

总量研究

盈利仍需磨底，静待政策显效

——2022年10月工业企业盈利数据点评兼光大宏观周报

要点

事件：

2022年11月27日，国家统计局公布2022年10月工业企业盈利数据。2022年10月，工业企业利润当月同比下降8.6%；2022年1-10月，工业企业利润累计同比下降3.0%。

本周聚焦：

10月，受到去年同期高基数以及疫情反复的共同影响，工业企业盈利增速降幅再度扩大，但仍有两大结构性亮点值得关注。一是，盈利结构持续改善，以装备制造业为代表的部分中下游行业，利润上升明显；二是，上游资源品价格回落，缓解下游企业成本压力，推动利润率回暖的逻辑得到验证。

向前看，随着防控措施的精准性、科学性不断提升，疫情带来的供给端约束效应将持续弱化，为实施扩大内需政策创造良好条件。与此同时，近期指向工业企业的政策支持力度不断加大，实效也在不断显现，供需两端将逐步形成合力，对工业企业盈利形成有力支撑。我们预计，工业企业盈利将在2023年一季度筑底，二季度起有望企稳回升。

海外观察：美债与欧洲10年期国债收益率下行；美国10年期和2年期国债期限利差略有缩小；美国投资级企业债利差下行。

海外政策：法德将联手对美国的《通胀削减法案》做出强硬回应；伊朗宣布已扩大生产丰度为60%的浓缩铀，以回应国际原子能机构通过的美欧关于反伊朗决议；欧盟委员会通过价值450亿欧元的芯片生产法案计划。

全球资产：全球股市涨跌分化。美国股市方面，道琼斯工业指数、标普500和纳斯达克指数分别上涨1.78%、1.53%和0.72%。欧洲股市方面，英国富时100、法国CAC40指数、德国DAX指数分别上涨1.37%、1.02%和0.76%，俄罗斯RTS指数下跌0.52%。亚洲股市方面，韩国综合指数下跌0.27%，上证指数和日经225指数分别上涨0.14%和1.37%。

央行观察：美联储会议纪要显示，虽然通胀尚未明显缓解，但应放缓加息步伐；欧洲央行会议纪要显示，今后可能仍需继续收紧货币政策；日本央行宣布将与日本大型银行协作进行数字日元试点。

国内观察：11月以来，**上游**：原油价格环比下跌，动力煤价格持平、焦煤价格环比上涨，铜价、铝价环比上涨。**中游**：水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降。**下游**：商品房成交面积跌幅扩大，水果价格环比上涨，猪价、菜价环比下跌。**流动性**：货币市场利率趋势分化，债券市场利率上行。

国内政策：国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署抓实抓好稳经济一揽子政策和接续措施全面落地见效；中国人民银行宣布全面降准0.25个百分点，释放长期资金约5000亿元。

下周财经日历：中国11月官方制造业PMI（周三）；美国11月新增非农就业人数（周五）

风险提示：政策落地不及预期，疫情反复情况超预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebscn.com

联系人：顾皓阳

021-52523826
guhaoyang@ebscn.com

相关研报

风险偏好可以被度量吗？——《光大投资时钟》第三篇兼光大宏观周报（2022-11-20）

10月数据下探，政策加力正当时——2022年10月经济数据点评（2022-11-17）

如何看待近期流动性形势的变化？——2022年三季度货币政策执行报告点评（2022-11-17）

收入持续改善，收支压力明显缓和——2022年10月财政数据点评（2022-11-16）

红色浪潮为何变小雨，中美关系走向何方？——2022年美国中期选举点评之二兼光大宏观周报（2022-11-13）

如何看待美国通胀下行斜率？——2023年美国通胀展望兼2022年10月美国CPI数据点评（2022-11-11）

政策加力正当时——2022年10月金融数据点评（2022-11-11）

国内通胀压力继续回落——2022年10月价格数据点评（2022-11-09）

出口转负：外需走弱，基数走高——2022年10月贸易数据点评（2022-11-08）

目 录

一、本周聚焦：盈利仍需磨底，静待政策显效	4
1.1 驱动：价格增速转负，利润率仍是拖累	5
1.2 结构：采矿业利润占比回升，装备制造业持续发力	6
1.3 库存：企业主动去库持续，库存回落再度加快	8
1.4 展望：供给端约束缓解，需求端持续发力，盈利筑底在即	9
二、全球观察	10
2.1 金融与流动性数据：美债与欧洲 10 年期国债收益率下行	10
2.2 全球市场：大宗商品价格分化，全球股市涨跌分化	11
2.3 央行观察：美联储或将放缓加息步伐	11
2.4 海外新闻：法德将联手对美国的《通胀削减法案》做出强硬回应，以捍卫欧洲利益	12
三、国内观察	13
3.1 上游：原油价格环比下跌，动力煤价格持平、焦煤价格环比上涨，铜价、铝价环比上涨	13
3.2 中游：水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降	14
3.3 下游：商品房成交面积跌幅扩大，水果价格环比上涨，猪价、菜价环比下跌	14
3.4 流动性：货币市场利率趋势分化，债券市场利率上行	15
3.5 国内政策：国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署抓实抓好稳经济一揽子政策和接续措施全面落地见效	16
四、下周财经日历	17
五、风险提示	17

图目录

图 1：10 月工业企业利润当月同比降幅再度扩大.....	5
图 2：拆分三因素来看，价格增速转负，利润率仍是拖累	5
图 3：10 月工业品价格同比年内首次跌至负增长区间	6
图 4：1-10 月工业企业累计利润率相比 1-9 月有所上升	6
图 5：采矿业利润涨幅持续回落，制造业利润降幅有所扩大.....	6
图 6：采矿业和制造业利润率上升，电燃水供应业利润率下降	6
图 7：装备制造业 10 月利润当月同比延续高增	7
图 8：采矿业占比有所上升，制造业占比小幅下降	7
图 9：10 月私营企业经营压力继续缓解	8
图 10：10 月私营企业营业成本率较 9 月小幅下降	8
图 11：企业主动去库持续，库存回落再度加快.....	8
图 12：10 月末私营企业杠杆率较 9 月小幅下降	8
图 13：美国 10 年期国债收益率与通胀预期下行	10
图 14：英法德国债收益率明显下行，日本国债收益率持平	10
图 15：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差略有缩小.....	10
图 16：美国投资级企业债利差下行	10
图 17：大宗商品价格分化	11
图 18：全球股市涨跌分化	11
图 19：原油价格环比下跌，环比由正转负	13
图 20：动力煤期货结算价持平，焦煤期货结算价环比上涨	13
图 21：铜价环比上涨，库存同比下降	13
图 22：铝价环比上涨，库存同比下降	13
图 23：水泥价格指数环比上升	14
图 24：螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降	14
图 25：商品房成交面积跌幅扩大	14
图 26：土地供应面积同比增速由正转负	14
图 27：猪价、菜价、水果价格趋势分化	15
图 28：乘用车日均零售销量同比由正转负	15
图 29：货币市场利率趋势分化	15
图 30：债券市场利率上行	15

表目录

表 1：2022 年 10 月，工业企业利润当月同比降幅再度扩大	4
表 2：下周全球经济数据热点	17

一、本周聚焦：盈利仍需磨底，静待政策显效

事件：

2022年11月27日，国家统计局公布2022年10月工业企业盈利数据。2022年10月，工业企业利润当月同比下降8.6%；2022年1-10月，工业企业利润累计同比下降3.0%。

核心观点：

10月，受到去年同期高基数以及疫情反复的共同影响，工业企业盈利增速降幅再度扩大，但仍有两大结构性亮点值得关注。一是，盈利结构持续改善，以装备制造业为代表的部分中下游行业，利润上升明显；二是，上游资源品价格回落，缓解下游企业成本压力，推动利润率回暖的逻辑得到验证。

向前看，随着防控措施的精准性、科学性不断提升，疫情带来的供给端约束效应将持续弱化，为实施扩大内需政策创造良好条件。与此同时，近期指向工业企业的政策支持力度不断加大，实效也在不断显现，供需两端将逐步形成合力，对工业企业盈利形成有力支撑。我们预计，工业企业盈利将在2023年一季度筑底，二季度起有望企稳回升。

表1：2022年10月，工业企业利润当月同比降幅再度扩大

年份	时间	利润总额 当月同比	利润总额 累计同比	营业收入 累计同比	营业 利润率 (当年累计)	产成品存货 累计同比
2021年	8月实际值	10.1	49.5	23.9	7.01	14.2
	9月实际值	16.3	44.7	22.2	7.00	13.7
	10月实际值	24.6	42.2	21.1	7.01	16.3
	11月实际值	9.0	38.0	20.3	6.98	17.9
	12月实际值	4.2	34.3	19.4	6.81	17.1
2022年	1-2月实际值	5.0	5.0	13.9	5.97	16.8
	3月实际值	14.0	8.5	12.7	6.25	18.1
	4月实际值	-8.5	3.5	9.7	6.35	20.0
	5月实际值	-6.5	1.0	9.1	6.47	19.7
	6月实际值	0.8	1.0	9.1	6.53	18.9
	7月实际值	-13.4	-1.1	8.8	6.39	16.8
	8月实际值	-9.2	-2.1	8.4	6.29	14.1
	9月实际值	-3.8	-2.3	8.2	6.23	13.8
	10月实际值	-8.6	-3.0	7.6	6.24	12.6

资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

1.1 驱动：价格增速转负，利润率仍是拖累

10月工业企业利润当月同比降幅再度扩大。2022年10月，工业企业利润当月同比下降8.6%，降幅较上月扩大4.8个百分点。

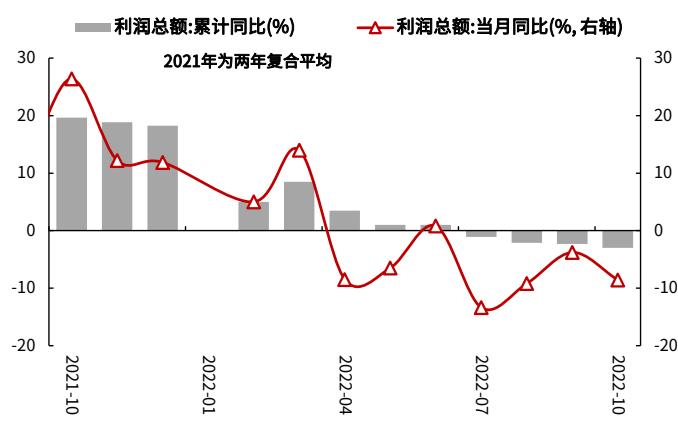
为观察2022年10月工业企业利润增长的驱动因素，我们通过将工业企业利润进一步拆分为价、量、利润率三部分，并观察这三个因素的边际变化，可从中提取出企业利润单月变化的核心驱动力。

价：同比增速年内首次转负，助力下游成本压力缓和。2022年10月，受基数效应影响，PPI同比增速自上月的0.9%转负至-1.3%，年内首次跌至负区间，环比降幅则由上月的-0.1%回升至0.2%，主要系基建项目持续落地，建筑业需求季节性回升，与内需相关的商品价格普遍回暖。展望来看，四季度PPI同比将维持小幅负增长，有助于下游企业成本压力的持续缓和。

量：工业生产稳定恢复，有力支撑企业盈利。2022年10月，规模以上工业增加值同比增长5.0%，增速较上月回落1.3个百分点，主要系10月疫情多点散发，对供需两端形成掣肘，且出口拉动效应也持续减弱。展望来看，外需回落，高技术制造业、装备制造业等经济新动能的延续性，以及供给端约束的缓解效果，将成为支撑工业生产稳定的关键。

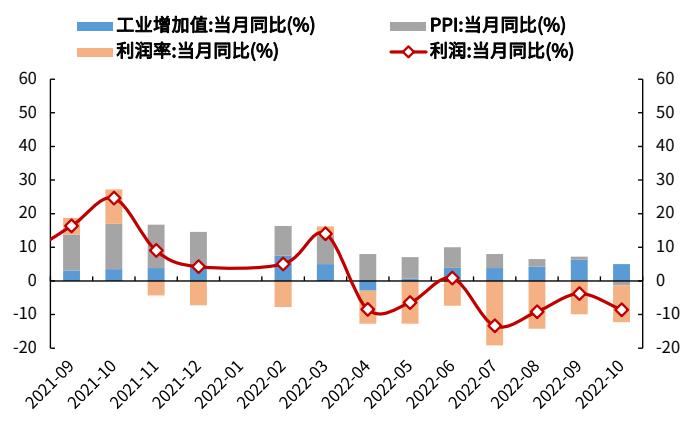
利润率：营业利润率持续回升，但仍是企业盈利的主要拖累项。2022年10月，规上工业企业单月营业收入利润率为6.31%，较2022年9月提升0.45个百分点，与2021年同期的单月利润率相比，同比变化数由9月的-9.9%扩大至10月的-11.0%，但工业品价格快速回落对企业成本压力的改善效果已有所显现。展望来看，四季度工业品价格的持续回落，有望助力企业利润率持续修复。

图1：10月工业企业利润当月同比降幅再度扩大



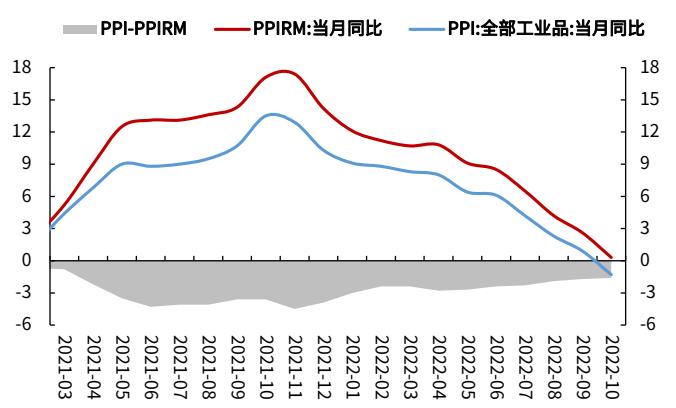
资料来源：Wind，光大证券研究所（2022年2月数据是1-2月累计同比）

图2：拆分三因素来看，价格增速转负，利润率仍是拖累



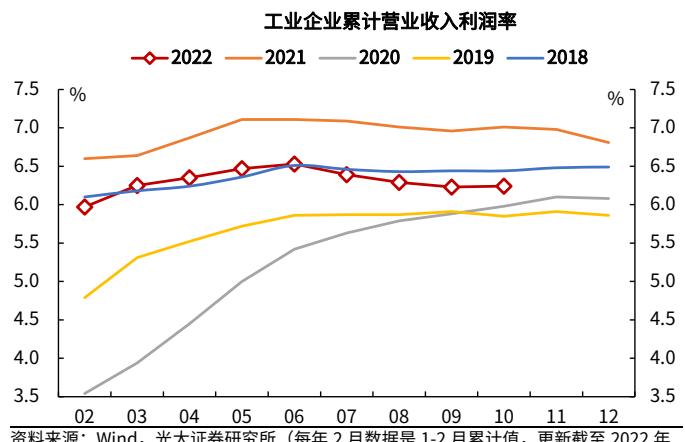
资料来源：Wind，光大证券研究所（2022年2月数据是1-2月累计同比）

图3：10月工业品价格同比年内首次跌至负增长区间



资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：%）

图4：1-10月工业企业累计利润率相比1-9月有所上升



资料来源：Wind，光大证券研究所（每年2月数据是1-2月累计值，更新截至2022年10月）

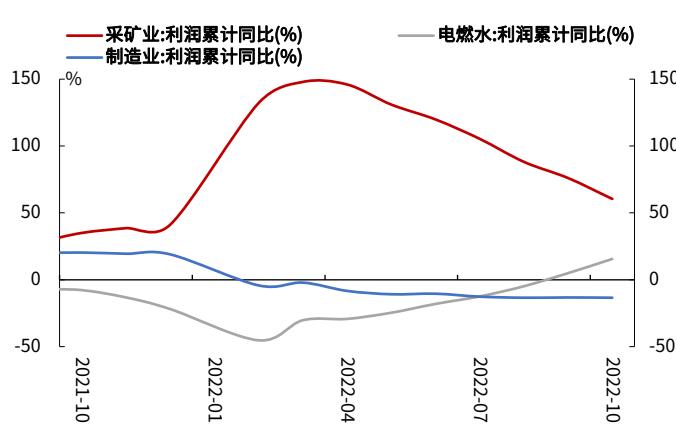
1.2 结构：采矿业利润占比回升，装备制造业持续发力

10月采矿业利润累计同比增速继续下降，制造业利润累计同比降幅有所扩大，电燃水供应业利润累计同比增速持续上升。从大类行业来看，2022年10月，采矿业、制造业、电燃水供应业利润累计同比增长60.4%、下降13.4%、增长15.5%，制造业利润累计同比降幅较9月扩大0.2个百分点，电燃水供应业利润累计同比增速较9月上升10.6个百分点。

从大类行业利润占比来看，采矿业占比有所上升，制造业占比小幅下降。10月份，采矿业利润占比从9月的17.0%上升至20.1%，制造业利润占比小幅下降至74.8%。其中，原材料制造业利润占比上升4.7个百分点至18.2%，装备制造业利润占比下降3.9个百分点至38.7%，消费品制造业利润占比下降2.3个百分点至17.9%。

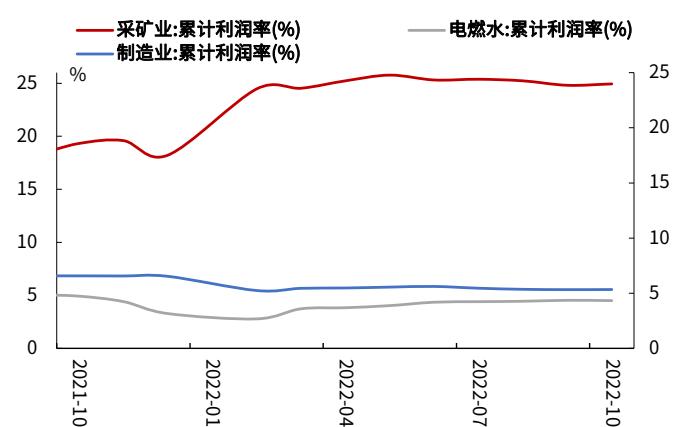
从大类行业利润率来看，采矿业和制造业利润率上升，电燃水供应业利润率下降。2022年1-10月采矿业、制造业、电燃水供应业累计利润率分别为24.94%、5.33%、4.50%，相比于2022年1-9月累计利润率，分别上升0.13个百分点、上升0.01个百分点、下降0.03个百分点。

图5：采矿业利润涨幅持续回落，制造业利润降幅有所扩大



资料来源：Wind，光大证券研究所

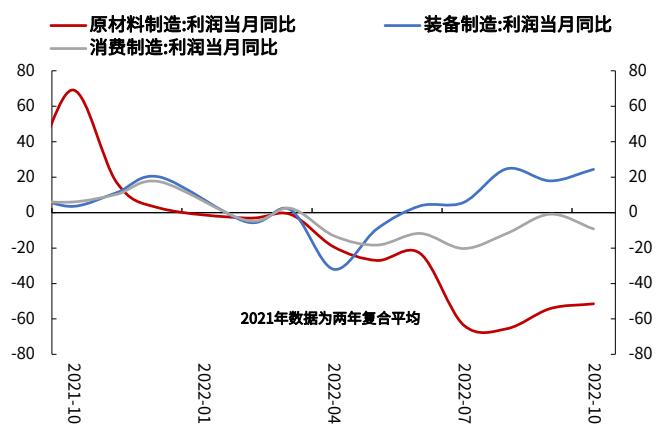
图6：采矿业和制造业利润率上升，电燃水供应业利润率下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

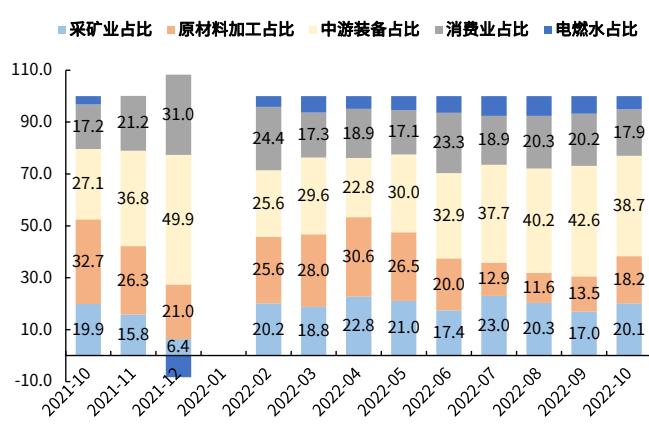
为了观测制造业内部上中下游的盈利分化情况，根据产业链所处的位置，我们将制造业工业企业划分为上游、中游、下游。上游产业以上游采掘业提供的原材料进行再加工，又称为原材料加工业；中游产业以上游产业提供的半成品作为原料，深加工后供应消费市场，又称为装备制造业；下游产业为靠近终端消费的消费品制造业¹。

图 7：装备制造业 10 月利润当月同比延续高增



资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：%，2022 年 2 月数据是 1-2 月数据）

图 8：采矿业占比有所上升，制造业占比小幅下降



资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：%，2022 年 2 月数据是 1-2 月数据）

上游原材料制造业：内需持续回暖，利润占比回升

10 月，原材料制造业利润当月同比下降 51.5%，降幅较 2022 年 9 月收窄 2.7 个百分点。从利润占比来看，10 月上游原材料制造业利润占比为 18.2%，较上月上升 4.7 个百分点。分行业来看，在基建项目持续落地和建筑业进入施工旺季驱动下，木材加工业 10 月利润当月同比增长 21.2%，钢铁和有色等行业 10 月利润当月同比降幅也均有所收窄。

中游装备制造业：新动能引领下，利润持续增长

装备制造业是工业企业利润的核心构成，历史上占据工业企业利润比重近 40 个百分点。10 月，装备制造业利润当月同比增长 25.9%，保持较快增速；1-10 月装备制造业利润累计同比增长 3.2%，增速较 1-9 月加快 2.6 个百分点，连续 6 个月回升。从利润占比来看，10 月装备制造业利润占比为 38.7%，较上月下降 3.9 个百分点。

分行业来看，受新能源产业带动，电气机械行业 10 月当月利润同比增长 58.5%，增速较 9 月加快 2.6 个百分点；铁路船舶航空航天运输设备行业 10 月当月利润同比增长 44.8%，增速较 9 月加快 6.7 个百分点；汽车消费仍有韧性，汽车制造业 10 月当月利润同比增长 24.1%。

下游消费品业：疫情有所反复，利润再度承压

10 月，疫情再度多点散发，居民线下消费受到冲击，使得消费品制造业盈利承压，10 月利润当月同比下降 9.2%，降幅较上月扩大 8.3 个百分点。从利润占比

¹ 装备制造业包括：金属制品业，通用设备制造业，专用设备制造业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业共 8 个大类行业。

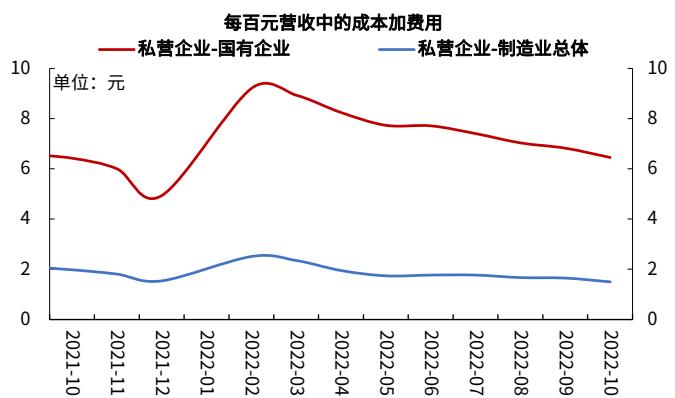
消费品制造业包括：农副食品、食品、酒饮料和精制茶、烟草、纺织业、纺织服装、皮革毛皮羽毛及其制品和制鞋业、家具、造纸和纸制品、印刷和记录媒介复制业、文教工美体育和娱乐用品制造业、医药、化学纤维共 13 个大类行业。

来看，10月消费制造业利润占比为17.9%，较上月下降2.3个百分点。

分行业来看，必选消费表现稳定，农副食品加工业和食品制造业10月利润当月同比分别增长58.8%和28.1%。可选消费和居住类消费相关行业，10月利润当月同比增速则有明显回落。

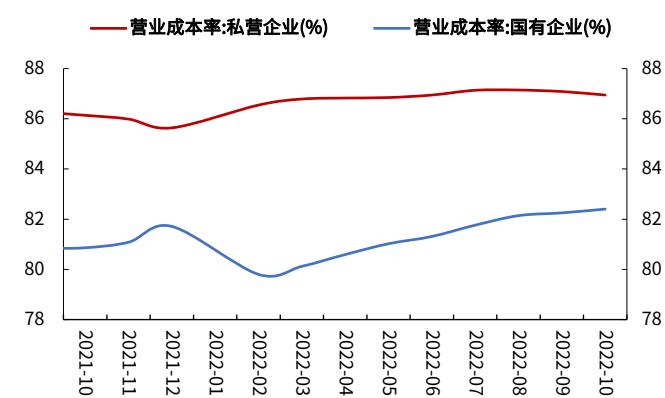
10月私营企业经营压力继续缓解。1-10月，私营企业利润累计同比下降8.1%，降幅与2022年1-9月持平，1-10月私营企业营业成本率较2022年1-9月下降0.14个百分点。1-10月，国有企业利润累计同比增长1.1%，增速较2022年1-9月下降2.7个百分点。

图9：10月私营企业经营压力继续缓解



资料来源：Wind，光大证券研究所

图10：10月私营企业营业成本率较9月小幅下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3 库存：企业主动去库持续，库存回落再度加快

企业主动去库持续，库存回落再度加快。2022年10月工业企业产成品库存累计同比增长12.6%，增速较上月回落1.2个百分点；从营收增速来看，2022年10月工业企业营收累计同比增长7.6%，增速较上月回落0.6个百分点。

10月末，工业企业资产负债率为56.8%，与上月持平，较2021年同期上升0.5个百分点。分企业类型来看，10月末，私营企业资产负债率较上月下降0.1个百分点，国有企业资产负债率与上月持平。

图11：企业主动去库持续，库存回落再度加快

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49366

图12：10月末私营企业杠杆率较9月小幅下降

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49366

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49366

