

2022年12月28日

“第一次冲击”预演——11月企业利润点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

2022年1-11月全国规模以上工业企业利润累计同比-3.6%，前值-3.0%；营业收入累计同比增长6.7%，前值7.6%。

● “第一次冲击”预演拖累11月企业盈利，实质性冲击将进一步拖累12月数据

(1) 营收、利润增速继续向下。防疫优化加速疫情蔓延、价格水平下行叠加外需走弱，2022年1-11月工业企业营收累计同比6.7%、测算营收当月同比为-0.9%。利润总额累计同比-3.6%、测算利润当月同比为-8.9%。其中，销售毛利率、营业利润率双双持平前值。考虑到我国在12月迎来第一次冲击以及各地陆续疫情达峰，12月工业企业利润数据可能进一步向下。

(2) “国民”分化弱修复叠加有效需求不足，制造业从信贷放量到投资扩产仍需时间。“国民”分化收窄但民企利润仍在低位，同时利润总量仍负增是制造业从信贷放量到投资扩产的较大制约。此外，目前的需求环境下似乎并无加杠杆的必要。2022年11月工业企业总资产周转率仅为90.7%，几乎低于前五年、仅好于2020年。

● 中游设备制造强势主导利润传导

(1) 从利润占比来看，工业企业“上游降、中下游升”。1-11月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业的利润占比分别为42.9%、29.1%、28.1%，分别较前值变动了-0.9、0.8、0.1个百分点。央地落实落细防疫优化措施，疫情迅速散发、第一波冲击已实质性到来，消费需求复苏弹性偏弱在一定程度上阻滞了利润向下游传导。

(2) 从利润增速来看，上游继续负增、中游涨跌互现、下游部分改善。总体来看，目前利润传导以中游为主、尚未大幅扩散至下游，12月中游利润占比或将进一步扩大。

● 工业企业仍处于主动去库存，2023Q2或步入库存周期新阶段

我们在《“两个延后”加强中游设备制造确定性——10月企业利润点评》构造了两个指标来衡量PPI同比下行过快的宏观场景中，企业的真实库存行为。

指标一：改用存货平减PPI累计同比。存货是过去一段时间成本价格的集合，则存货平减PPI累计同比理论上比平减PPI当月同比更为有效。2022年1-11月存货平减PPI累计同比为6.8%、较前值减少了0.6个百分点，延续去库趋势；

指标二：构造剪刀差指标。营收与存货增速剪刀差从2022年4月的-10.3%收窄至11月的-4.7%，表明存货增速下行快于营收增速。从两种修正方法的结果来看，目前工业企业仍处于主动去库存阶段，库存周期向下个阶段的进发仍有待稳增长工具加码稳内需，我们预计该时点可能为明年二季度。

● 从企业加杠杆到投资扩产

10月、11月金融数据“企业强、居民弱”指向杠杆仍加在企业端，然而我们很难从工业企业经营数据或者末端的制造业投资中观察到这一点。如果说信贷资金还未转为设备更新投资，则工业企业流动资产应处于高位，但我们发现企业信贷资金似乎并未淤积在银行体系；而10月、11月制造业投资增速持续下滑，即使信贷资金转为在建工程、还未安装完毕达到可使用状态，这并不影响按工期计入制造业投资。可能的解释在于本轮疫情对工业生产、投资扩产造成了较大的冲击，或者是信贷投向民企主体比例偏低。

总体看，在第一次冲击过后基本面出现转机之时，我们或将观察到工业企业资产周转率回升、利润总量回升、国民分化收窄的“三重叠加”，进而改善市场主体预期、催化投资扩产行为。

● **风险提示：**政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

《元旦后可开始关注各地复工复产情况——宏观周报》-2022.12.25

《各地防疫优化继续闯关，经济会议要求提振信心——宏观周报》-2022.12.18

《闯关与重启之年——中央经济工作会议点评——宏观经济点评》-2022.12.18

目 录

1、“第一次冲击”预演拖累 11 月企业盈利，实质性冲击到来将进一步拖累 12 月数据.....	3
2、中游设备制造强势主导利润传导	4
3、工业企业仍处于主动去库存，2023Q2 或步入库存周期新阶段.....	6
4、从企业加杠杆到投资扩产	7
5、风险提示	7

图表目录

图 1：工业企业效益指标总体下行	3
图 2：利润继续探底	4
图 3：营收当月同比大幅下行	4
图 4：毛利率、营业利润率持平前值	4
图 5：“国民”分化仍在小幅收窄	4
图 6：中游利润增速强势向上	5
图 7：利润分配呈“上游降、中下游升”	5
图 8：上游继续负增、中游涨跌互现、下游部分改善	6
图 9：存货下行快于营收	7
图 10：存货平减 PPI 累计同比指向真实去库	7

2022年1-11月全国规模以上工业企业利润累计同比-3.6%，前值-3.0%；营业收入累计同比增长6.7%，前值7.6%。

1、“第一次冲击”预演拖累11月企业盈利，实质性冲击到来将进一步拖累12月数据

(1) 营收、利润增速继续向下。防疫优化加速疫情蔓延、价格水平下行叠加外需走弱，2022年1-11月工业企业营收累计同比6.7%，较前值回落了0.9个百分点；我们测算营收当月同比为-0.9%、较前值下滑了3.6个百分点。2022年1-11月工业企业利润总额累计同比-3.6%（前值-3.0%），连续5个月负增长；利润当月同比为-8.9%，较前值的-8.6%跌幅扩大。其中，销售毛利率、营业利润率双双持平前值，分别为15.2%、6.2%。考虑到我国在12月迎来第一次冲击以及各地陆续疫情达峰，12月工业企业利润数据可能进一步向下。

(2) “国民”分化弱修复叠加有效需求不足，制造业从信贷放量到投资扩产仍需时间。1-11月国企、民企利润累计同比分别为0.5%、-7.9%，“国民”增速差较前值收窄了0.8个百分点至8.4%。“国民”分化收窄但民企利润仍在低位，同时利润总量仍负增是制造业从信贷放量到投资扩产的较大制约。此外，目前的需求环境下似乎并无加杠杆的必要。2022年11月工业企业总资产周转率仅为90.7%，几乎低于前五年、仅好于2020年，2017-2021年末分别为108.4%、93.3%、92.4%、87.8%、95.4%。在第一次冲击过后，我们或许将观察到工业企业资产周转率回升、利润总量回升、国民分化收窄的“三重叠加”，进而改善市场主体预期、催化投资扩产行为。

图1：工业企业效益指标总体下行

工业企业主要效益指标	2018												2019												2020												2021												2022												
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12						
量																																																													
营收:累计同比*																																																													6.7
工业增加值:累计同比*																																																													3.8
出口交货值:累计同比*																																																													7.0
价																																																													
PPI:同比																																																													-1.3
利																																																													
利润总额:当月同比*																																																													-8.9
利润总额:累计同比*																																																													-3.6
销售毛利率																																																													15.2
营业利润率																																																													6.2
PPI-PPIRM																																																													-0.7
费																																																													
工业企业:费用率(逆序)																																																													8.0
库存																																																													
产成品存货:累计同比(逆序)																																																													11.4
存货周转天数(逆序)																																																													18.2
营收增速与存货增速剪刀差																																																													-4.7

*表示2021年为两年累计同比增速
注：颜色数字大小关系：绿色<白色<红色

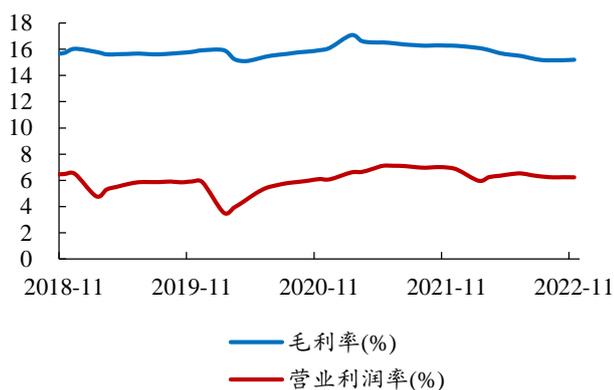
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：利润继续探底

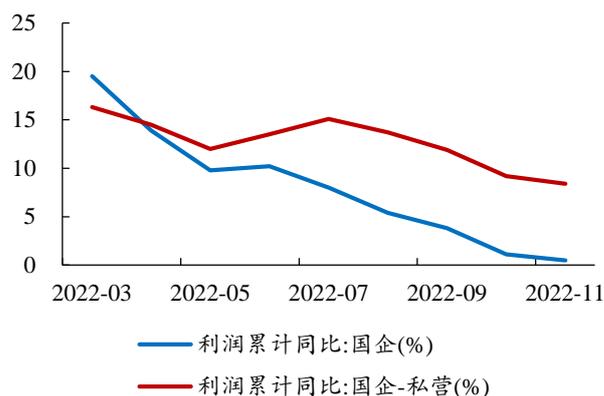

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图3：营收当月同比大幅下行


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图4：毛利率、营业利润率持平前值


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：“国民”分化仍在小幅收窄


数据来源：Wind、开源证券研究所

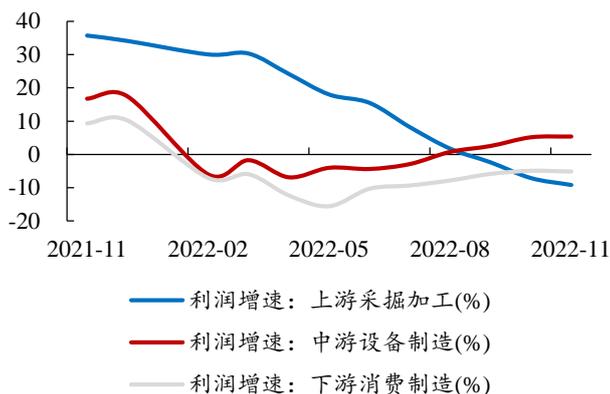
2、中游设备制造强势主导利润传导

(1)从利润占比来看，工业企业“上游降、中下游升”。1-11月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业的利润占比分别为42.9%、29.1%、28.1%，分别较前值变动了-0.9、0.8、0.1个百分点。央地落实落细防疫优化措施，疫情迅速散发、第一波冲击已实质性到来，消费需求复苏弹性偏弱在一定程度上阻滞了利润向下游传导。

(2)从利润增速来看，上游继续负增、中游涨跌互现、下游部分改善。上游采掘加工业连续3个月负增，1-11月上游利润累计同比为-9.2%，较前值降低了2.1个百分点。其中，煤炭采选、有色金属采选、石油煤炭燃料加工增速下行较快，较上期分别减少了15.0、4.9、4.0个百分点，整体来看上游行业降幅开始收窄；中游设备制造涨跌互现，1-11月中游利润增速为5.1%、较前值提高了2.6个百分点，其中专用设备、通用设备、电气机械改善了2.9、2.4、0.7个百分点，但交通运输设备制造业利润

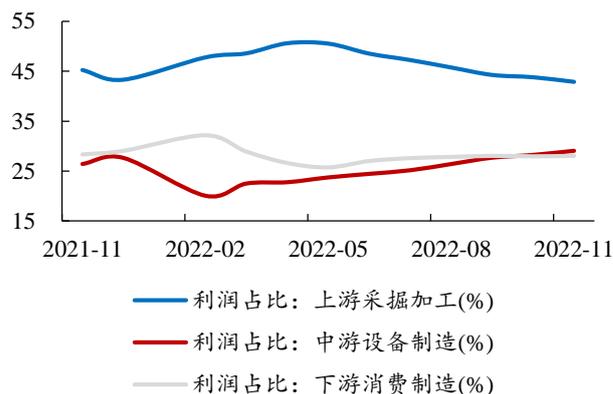
增速大幅回落了5.5个百分点;下游消费制造部分改善。1-11月下游利润累计为-5.1%，降幅扩大了0.2个百分点。茶酒饮料、烟草、食品制造、文体娱用品利润水平仍高，边际上来看，木材加工、鞋革毛羽制品较上月改善了4.1、3.2个百分点。但汽车制造利润累计同比小幅回落了0.5个百分点至0.3%，结束了连续5个月的改善趋势。总体来看，目前利润传导以中游为主、尚未大幅扩散至下游，12月中游利润占比或将进一步扩大。

图6：中游利润增速强势向上



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图7：利润分配呈“上游降、中下游升”



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：上游继续负增、中游涨跌互现、下游部分改善

工业行业大类	主要工业行业	1-11月利润总额： 累计同比%	Δ 较上期%
上游采掘加工	石油和天然气开采业	113.1	3.4
	煤炭开采和洗选业	47.0	-15.0
	有色金属矿采选业	35.6	-4.9
	化学原料及化学制品制造业	-6.9	-3.3
	橡胶和塑料制品业	-7.6	3.9
	非金属矿物制品业	-14.9	-1.6
	有色金属冶炼及压延加工业	-20.5	-0.5
	黑色金属矿采选业	-27.6	0.8
	化学纤维制造业	-65.0	0.5
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-74.9	-4.0
	黑色金属冶炼及压延加工业	-94.5	-1.8
	中游设备制造	电气机械及器材制造业	29.7
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业		8.2	-5.5
仪器仪表制造业		3.3	-0.1
专用设备制造业		3.2	2.9
通用设备制造业		-2.0	2.4
计算机、通信和其他电子设备制造业		-4.2	-1.3
金属制品业		-10.4	-0.7
下游消费制造	酒、饮料和精制茶制造业	21.5	0.0
	烟草制品业	8.6	0.2
	食品制造业	8.4	-3.1
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	5.9	3.2
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	5.9	1.7
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	2.9	4.1
	家具制造业	2.2	-1.6
	汽车制造	0.3	-0.5
	农副食品加工业	-0.5	0.5
	印刷业和记录媒介的复制	-5.9	-2.3
	纺织服装、服饰业	-7.4	-6.0
	纺织业	-18.2	-1.8
医药制造业	-28.4	0.9	
造纸及纸制品业	-38.6	1.7	

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_50603

