

相关研究

《消费回升、投资改善——11月经济数据点评》2023.12.16

《积极财政继续发力——2023年11月财政数据点评》2023.12.16

《总量有改善，结构可优化——11月金融数据点评》2023.12.14

成本回落，利润率改善 ——11月工业企业利润数据点评

投资要点:

- **工业企业利润平稳修复，由于基数问题同比增速明显改善。**从驱动因素来看量升价跌，原油等原材料价格回落带来的成本下降、利润率回升，是支撑利润改善的主要原因。分行业来看，上游行业中的钢铁、有色，分别受益于涨价和利润率回升，利润边际改善。中下游行业中的电子设备、纺服、医药和汽车，需求改善明显、量的贡献增加，利润也在持续修复。我们认为，下一阶段工业企业需求能否进一步改善，带来利润的持续修复，并开启补库周期，需要更大力度的逆周期调节政策支持。
- **风险提示：**中下游需求改善不及预期。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

联系人:李林芷

Tel:(021)23185646

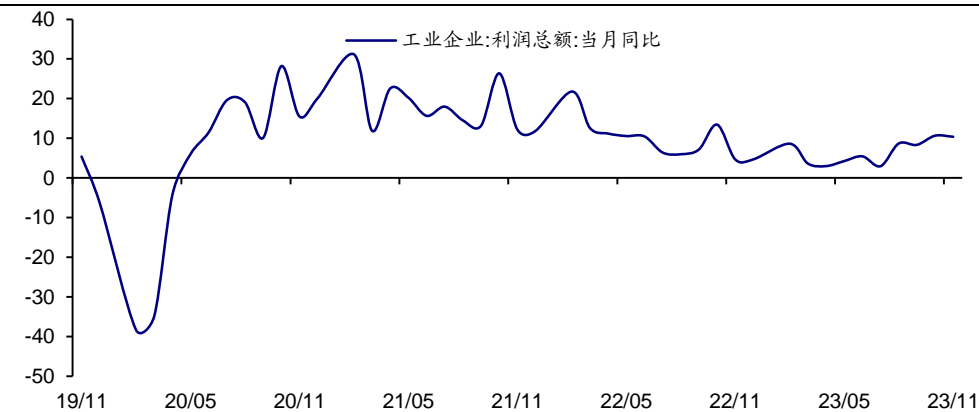
Email:llz13859@haitong.com

图目录

图 1	工业企业利润当月同比增速 (%)	3
图 2	驱动工业利润的因素分解: 量、价、利润率 (%)	3
图 3	分行业利润当月同比增速 (%，四年年化平均)	4
图 4	分行业量、价的增速差 (11月-10月, 百分点)	4
图 5	工业企业营业收入、产成品存货同比增速 (%)	5

工业企业利润继续修复。2023年1-11月规上工业企业利润累计同比增速为-4.4%，当月同比增速上涨至29.5%，均较前一月有明显改善。这部分是由于2020年和2021年同期基数均较当年前月明显走低，剔除基数影响取四年年化增速后，当月同比为10.4%，与前一月的10.7%基本持平。

图1 工业企业利润当月同比增速 (%)



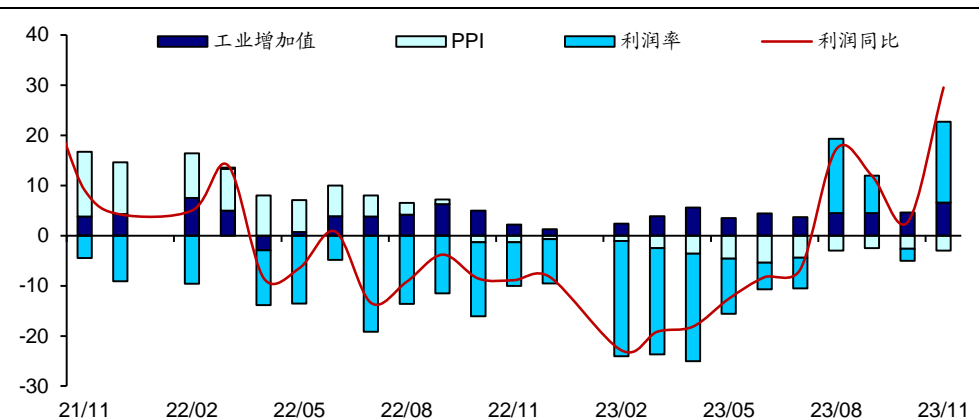
资料来源：Wind，海通证券研究所。2021年起为与2019年的年化平均增速

从影响因素来看，量升价跌，利润率回升是利润同比增速改善的主要原因。11月PPI同比跌幅从前一月的2.6%扩大至3.0%，价格的贡献有所减少，这主要是由于11月国际油价的快速回落。量对利润的贡献持续增加，11月规上工业增加值同比增长6.6%，较前一月回升2.0个百分点。

营收利润率累计值从前一月的5.67%升至5.82%，营收利润率当月值由跌转升，从前一月的6.15%升至7.07%，这是自2021年10月以来的最高值。利润率的回升主要是由于单位成本较前一月明显回落，从CPI和PPI的增速差、PPI生活资料和PPI生产资料的增速差来看，下游价格的回落速度要慢于上游，这抬升了整体工业企业的利润率。从增速来看，营业利润率的当月同比增速从前一月的-2.4%回正，大幅上涨至16.1%，是当月同比增速回升的主要原因。

但是基数变动对结果的扰动较大，剔除基数效应后，量、价、利润率均有下跌，使得利润的年化增速小幅回落。取四年年化增速后，量的当月增速为4.9%，较前一月的5.0%小幅回落；利润率的当月增速为3.5%，也低于前一月的2.7%。

图2 驱动工业利润的因素分解：量、价、利润率 (%)



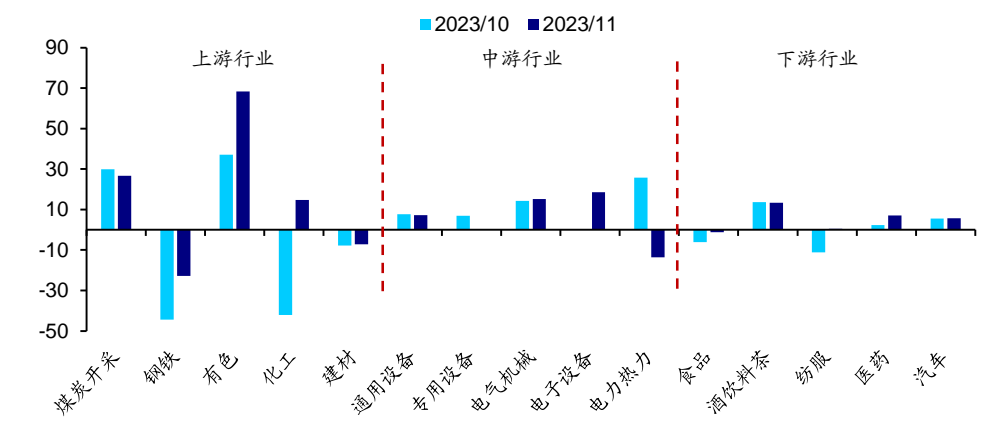
资料来源：Wind，海通证券研究所。其中2月为1-2月累计

上游行业利润占比转跌。我们对15个重点行业的当月利润按上、中、下游进行分组加总，11月上游行业利润占比从10月的38.2%回落至36.8%，结束连续四个月的上行，这主要是由于原材料，尤其是原油价格的明显回调。中游行业利润占比从前一月的

40.8%升至 43.6%，这反映随着原材料价格的回落，中游行业利润空间打开。但是下游行业利润占比仍在回落，这或是由于终端需求仍偏弱。

从具体行业来看，取四年年化平均增速后，我们发现上游行业中，钢铁、有色、化工的利润增速回升，煤炭开采的利润增速回落。中游行业中，电气机械和电子设备的利润增速改善，但其他行业增速均有回落。下游行业中除酒饮料茶外，其他行业的利润增速均在回升。

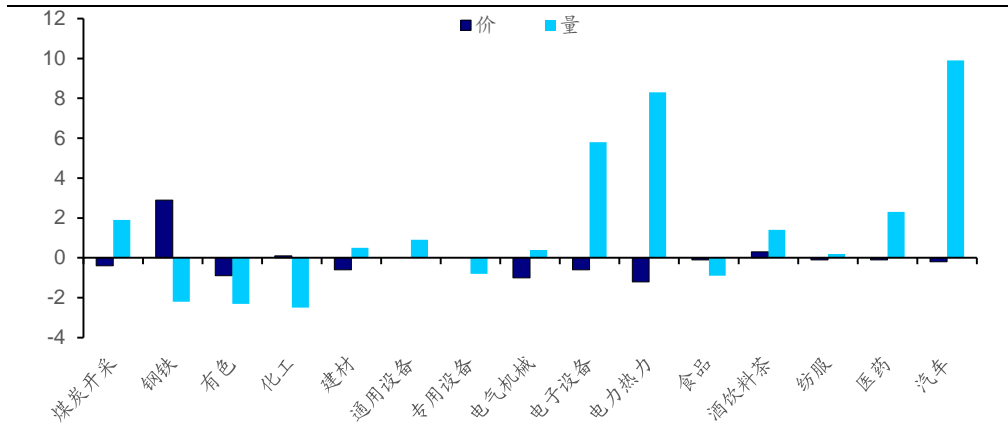
图3 分行业利润当月同比增速（%，四年年化平均）



资料来源：Wind，海通证券研究所

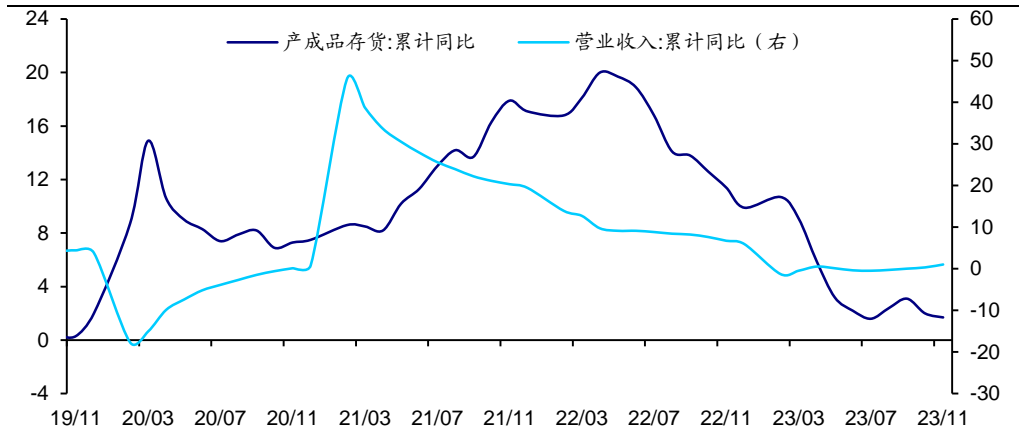
从各行业的利润驱动因素来看，上游利润改善主要是由于价格和利润率，中下游利润改善主要是由于量的贡献。上游行业中，利润改善行业的驱动因素有差异，其中钢铁、化工受益于涨价，而有色行业则主要受益于利润率的大幅边际改善。中下游行业中，大部分行业利润边际改善是由于量的贡献，如电子设备、纺织服装、医药和汽车，这部分是由于“双11”促销活动频现、秋冬保暖和健康需求增加等原因。

图4 分行业量、价的增速差（11月-10月，百分点）



资料来源：Wind，海通证券研究所

持续去库。1-11月工业产成品存货增速为1.7%，较1-10月的2.0%继续回落，连续第二个月去库。企业营收累计同比增速从1-10月的0.3%小幅回升至1.0%，当月同比增速从前一月的2.9%升至7.6%，即使剔除掉基数效应，营收年化当月同比也较前一月小幅回升。需求改善下持续去库，库存水平或维持低位，我们认为这或是由于下游需求改善的不确定性仍在，企业补库动力不足。

图5 工业企业营业收入、产成品存货同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

工业企业利润平稳修复，由于基数问题同比增速明显改善。从驱动因素来看量升价跌，原油等原材料价格回落带来的成本下降、利润率回升，是支撑利润改善的主要原因。分行业来看，上游行业中的钢铁、有色，分别受益于涨价和利润率回升，利润边际改善。中下游行业中的电子设备、纺服、医药和汽车，需求改善明显、量的贡献增加，利润也在持续修复。我们认为，下阶段工业企业需求能否进一步改善，带来利润的持续修复，并开启补库周期，需要更大力度的逆周期调节政策支持。

风险提示：中下游需求改善不及预期。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。