

2023年7月工业企业利

润点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组
 分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

宏观经济组
 联系人：袁征宇
 yuanzhengyu@gjzq.com.cn

补库曙光乍现？

事件：

8月27日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。1-7月，工业企业利润同比增长-15.5%、前值-16.8%，营业收入同比增长-0.5%、前值-0.4%，营业收入利润率5.39%、前值5.41%。

基数效应支撑工企利润修复，部分中上游行业需求改善

低基数下工业利润延续修复，价格拖累有所改善。7月，工业企业利润当月同比增长-6.7%、较6月回升1.8个百分点，两年复合增长-10.1%、较6月回落6.3个百分点。量价拆分看，生产端支撑有所回落、但价格端的压制已开始减弱，采掘工业、原材料工业和加工工业PPI当月同比均回升。营业利润率回落0.6个百分点至5.2%、小幅超季节性。需求总体仍偏弱，但基建链、汽车链等边际改善。7月，工企营收当月同比增长-1.1%、降幅较6月收窄1.5个百分点，两年复合增长2.9%、较6月小幅回落0.2个百分点。受基数效应提振，上游行业的黑色金属、有色金属和化学原料等行业营收当月同比明显回升。两年复合同比看，黑色金属、汽车、通用设备、计算机通信等行业需求边际改善。利润修复延续分化，国有企业利润有所改善。7月，新能源、新能源车等景气赛道利润持续回升，两年复合口径下电气机械、汽车等行业分别较6月回升15.2、6.4个百分点，计算机通信行业拖累较大、两年复合增长-29%。分企业类型看，受益于原材料价格回暖，国有企业利润边际转好；下游需求延续疲软，造成私营企业利润回落。

主动去库加快，部分行业出现补库迹象

库存延续去化，去库速度有所加快。7月，工业企业名义库存同比较6月下降0.6个百分点至1.6%，实际库存同比下降1.6个百分点至6%、回落幅度明显大于6月，处于27%的历史分位数。主动去库仍在进行中，产成品库销比季节性回升3.7个百分点至53.9%、仍远高于近年同期水平；产成品周转天数录得20.3天、持平上月，同样处于近年高位。上游制造业去库加快，部分中游行业库存增加。6月，分行业数据显示，上游制造业名义库存同比较5月回落3.1个百分点至-3.7%；中下游制造业去库放缓，名义库存基本持平于上月，分别录得4.3%和4.9%。从实际库存看，高景气的运输设备、电气机械行业，以及低库存的计算机通信、通用设备等行业出现了补库迹象，但后续仍待跟踪。

7月，基数效应支撑下，工业企业利润延续修复、营收小幅改善，但需求不足的问题仍较突出、主动去库仍在进行时。尽管如此，部分行业已出现拐点迹象，可以关注前期我们提示的景气赛道、稳增长和中美库存共振等线索（详见《库存周期下，蕴藏的投资机遇》）。往后看，内生动能的修复依然偏慢，总量库存行为的周期性波动或弱化。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。

内容目录

1、基数效应支撑工企利润修复，部分中上游行业需求改善.....	3
2、主动去库加快，部分行业出现补库迹象.....	5
风险提示.....	6

图表目录

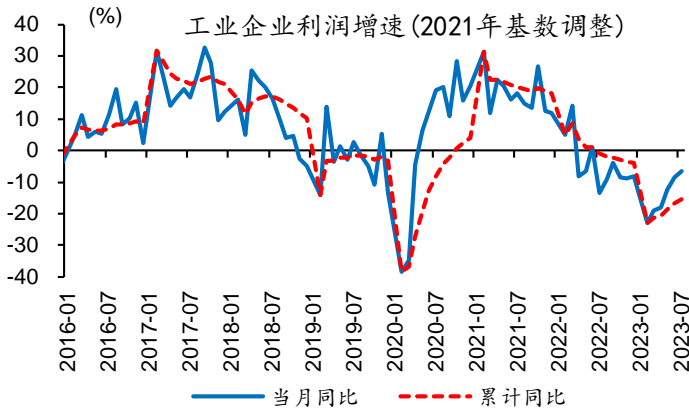
图表 1： 7 月，工业企业利润延续改善.....	3
图表 2： 7 月，价格对利润的拖累减小.....	3
图表 3： 7 月，生产资料价格降幅普遍收窄.....	3
图表 4： 7 月，营业利润率超季节性回落.....	3
图表 5： 7 月，营业收入修复仍偏慢.....	4
图表 6： 7 月，黑色金属、汽车等两年复合边际改善.....	4
图表 7： 7 月，电热产供、电气机械等利润保持高增.....	4
图表 8： 7 月，工业企业利润进一步向中游集中.....	4
图表 9： 7 月，国有企业利润有所改善.....	5
图表 10： 7 月，私营企业需求再度走弱.....	5
图表 11： 7 月，库存延续去化.....	5
图表 12： 7 月，实际库存去化加快.....	5
图表 13： 7 月，库销比季节性回升.....	5
图表 14： 7 月，产成品周转天数持平上月.....	5
图表 15： 6 月，上游制造业去库加快.....	6
图表 16： 部分中游装备制造业实际库存增加.....	6

8月27日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。1-7月，工业企业利润同比增长-15.5%、前值-16.8%，营业收入同比增长-0.5%、前值-0.4%，营业收入利润率5.39%、前值5.41%。

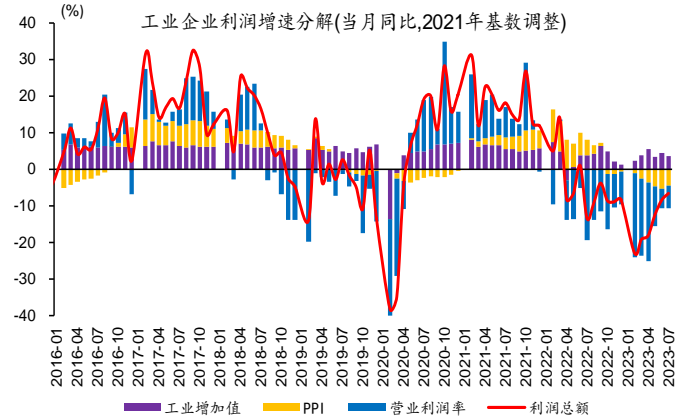
1、基数效应支撑工企利润修复，部分中上游行业需求改善

低基数下工业利润延续修复，价格拖累有所改善。7月，工业企业利润当月同比增长-6.7%、降幅较6月收窄1.8个百分点，两年复合增长-10.1%、较6月回落6.3个百分点。量价拆分看，生产端支撑有所回落、但价格端的压制已开始减弱，采掘工业、原材料工业和加工工业PPI当月同比不同程度回升。营业利润率回落0.6个百分点至5.2%、小幅超季节性。

图表1：7月，工业企业利润延续改善



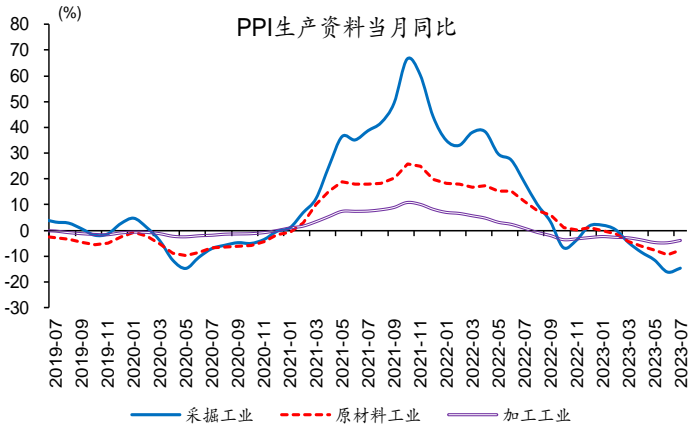
图表2：7月，价格对利润的拖累减小



来源：Wind、国金证券研究所

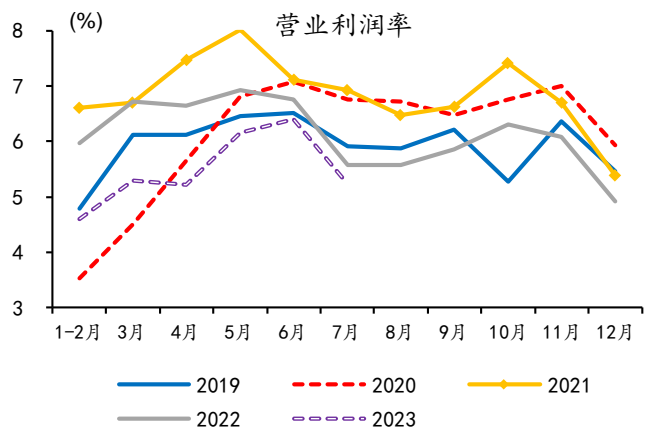
来源：Wind、国金证券研究所

图表3：7月，生产资料价格降幅普遍收窄



来源：Wind、国金证券研究所

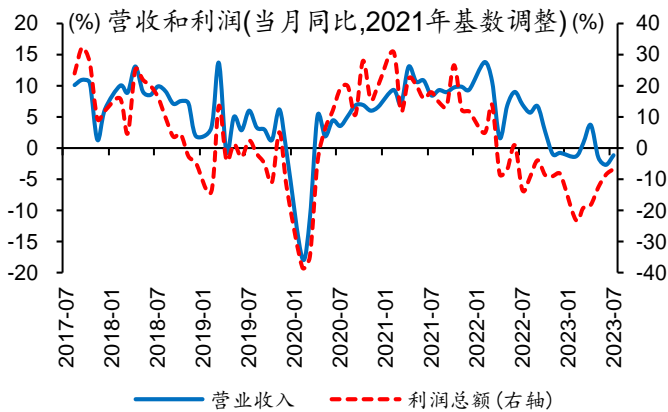
图表4：7月，营业利润率超季节性回落



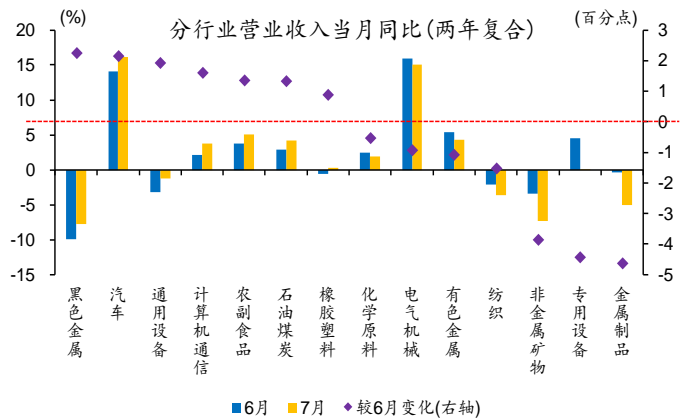
来源：Wind、国金证券研究所

需求总体仍偏弱，但基建链、汽车链、计算机通信链等边际改善。7月，工业企业营业收入当月同比增长-1.1%、降幅较6月收窄1.5个百分点，两年复合增长2.9%、较6月小幅回落0.2个百分点。受基数效应提振，上游行业的黑色金属、有色金属和化学原料等行业营收当月同比明显回升。两年复合同比看，黑色金属、汽车、通用设备、计算机通信等行业需求边际改善，分别较上月回升2.3、2.2、1.9、1.6个百分点。

图表5: 7月, 营业收入修复仍偏慢



图表6: 7月, 黑色金属、汽车等两年复合边际改善

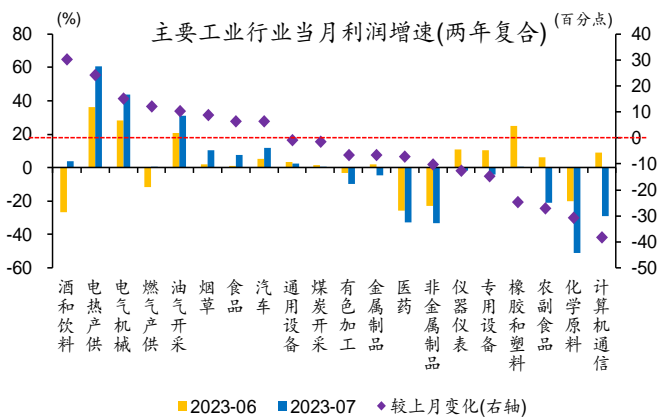


来源: Wind、国金证券研究所

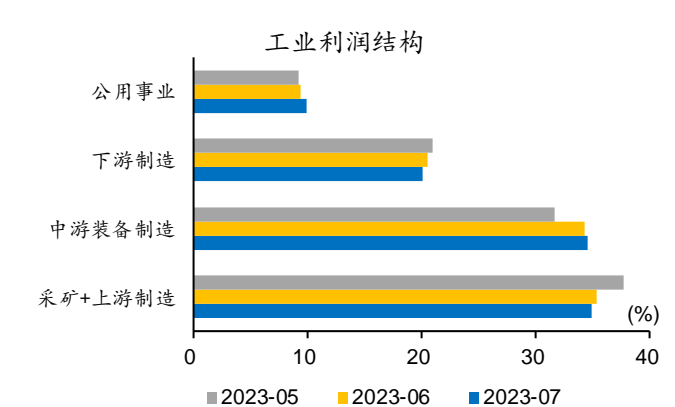
来源: Wind、国金证券研究所

利润修复延续分化, 中游装备制造占比进一步提升。7月, 新能源、新能源车等景气赛道利润持续回升, 两年复合口径下电气机械、汽车等行业分别较6月回升15.2、6.4个百分点, 计算机通信行业对整体利润拖累较大、两年复合回落-38.2个百分点至-29%。上游制造业受去年基数影响较大, 两年复合同比看黑色金属利润改善、有色金属利润走弱。

图表7: 7月, 电热产供、电气机械等利润保持高增



图表8: 7月, 工业企业利润进一步向中游集中

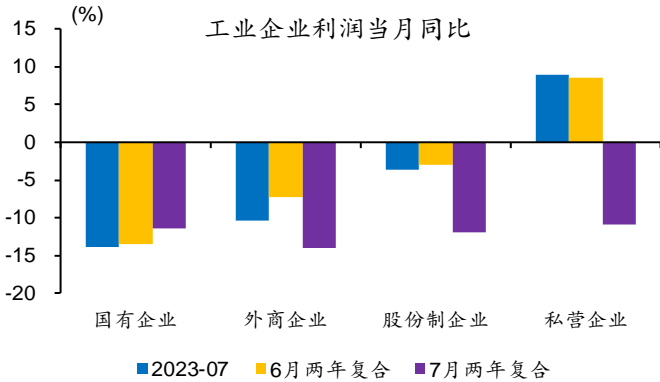


来源: Wind、国金证券研究所

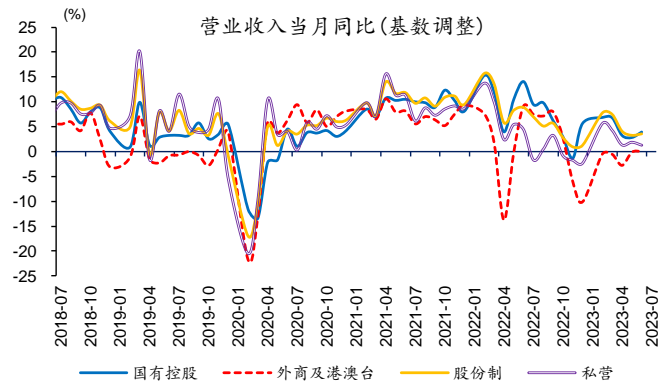
来源: Wind、国金证券研究所

国有企业利润有所改善, 私营企业利润明显走弱。受益于原材料价格回暖, 更多处于上游行业的国有企业利润边际转好, 两年复合同比较上月回升2.1个百分点。下游需求延续疲软, 造成私营企业利润大幅回落、两年复合增速较上月回落19.6个百分点。而在计算机通信等行业拖累下, 股份制企业利润两年复合增速回落9个百分点至-12%。

图表9: 7月, 国有企业利润有所改善



图表10: 7月, 私营企业需求再度走弱



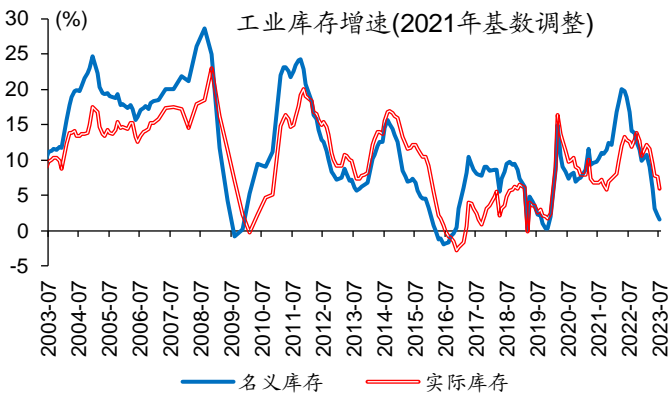
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

2、主动去库加快, 部分行业出现补库迹象

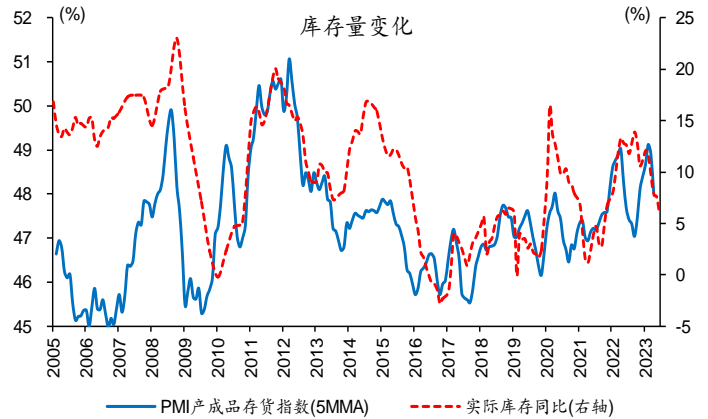
库存延续去化, 去库速度有所加快。7月, 工业企业名义库存同比较6月下降0.6个百分点至1.6%, 实际库存同比下降1.6个百分点至6%、回落幅度明显大于6月, 处于27%的历史分位数。主动去库仍在进行中, 产成品库销比季节性回升3.7个百分点至53.9%、仍远高于近年同期水平; 产成品周转天数录得20.3天、持平于上月, 同样处于近年高位。

图表11: 7月, 库存延续去化



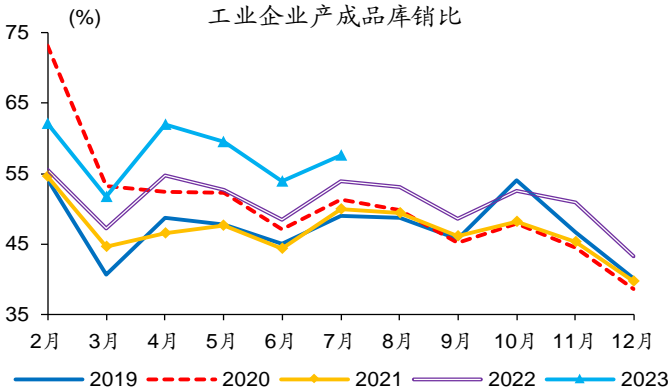
来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 7月, 实际库存去化加快



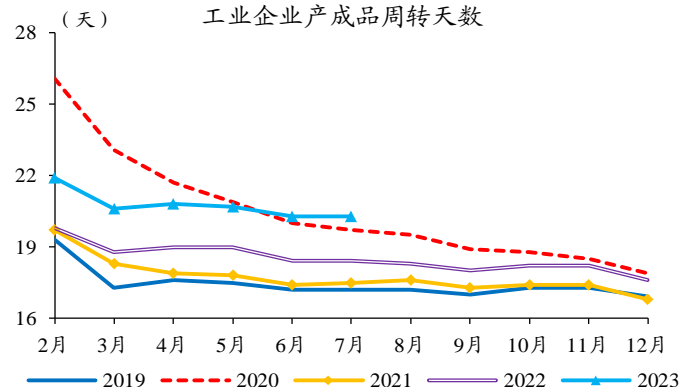
来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 7月, 库销比季节性回升



来源: Wind、国金证券研究所

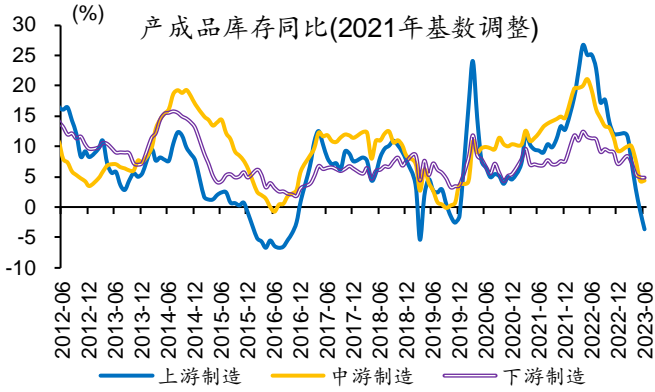
图表14: 7月, 产成品周转天数持平上月



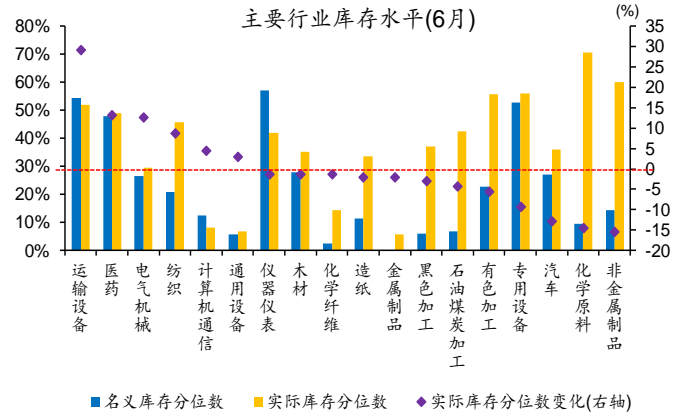
来源: Wind、国金证券研究所

上游制造业去库进一步加快，部分中游行业库存增加。6月，分行业数据显示，上游制造业名义库存同比较5月回落3.1个百分点至-3.7%；中下游制造业去库放缓，名义库存基本持平于上月，分别录得4.3%和4.9%。从实际库存看，高景气的运输设备、电气机械行业，以及低库存的计算机通信、通用设备等行业出现了补库迹象，但后续仍待跟踪。

图表15: 6月，上游制造业去库加快



图表16: 部分中游装备制造业实际库存增加



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

7月，基数效应支撑下，工业企业利润延续修复、营收小幅改善，但需求不足的问题仍较突出、主动去库仍在进行时。尽管如此，部分行业已出现拐点迹象，可以关注前期我们提示的景气赛道、稳增长和中美库存共振等线索（详见《库存周期下，蕴藏的投资机遇》）。往后看，内生动能的修复依然偏慢，总量库存行为的周期性波动或弱化。

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402