



Research and
Development Center

需求回暖的又一标志性事件发生了

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱: wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

需求回暖的又一标志性事件发生了

2022年9月27日

摘要: 虽然8月工业企业利润增速仍处于下行阶段,但工业企业进入了被动去库存周期,加上本月中旬公布的数据显示8月社零增速也回升了,内需改善的两个标志性事件都发生了。金九银十期间被动去库存大概率还会延续,年底甚至可能迎来主动补库存。

- **8月工业企业盈利延续负增长趋势。**1-8月工业企业利润同比下降2.1%,比1-7月降幅扩大了1个百分点;8月工业企业利润同比下降约7.15%,降幅较7月收窄约4.6个百分点,仍处于下行区间,印证了我们在《8月企业盈利大概率继续承压》一文中所做的预测。通过三因素框架的分析,可以观察到产量因素和价格因素都是正向贡献(1-8月工业企业营收同比增长8.4%也印证了这一点),而持续下行的利润率是明显的拖累项。这是今年的常态,即工业产量增加、产品价格上升但盈利能力下滑。
- **分大类行业看,偏下游的制造业和消费品行业的利润增速有明显的向好表现。**1-8月制造业利润降幅较1-7月显著收窄,消费品行业利润在8月疫情反复下保持着稳定的8%左右的正增长。利润率方面,也是制造业和消费品行业表现更好。制造业利润率从1-7月的6%提升到1-8月的6.08%,消费品行业的利润率维持在6.5%左右的稳定水平上。采掘业利润率虽降低,但仍然保持着25%以上的高值。偏上游加工业表现欠佳,呈现持续走低趋势,1-8月利润率已降到4.5%以下。总体看,加工业的盈利疲态比较明显。
- **大类行业盈利增速的分化充分表明了大宗原材料价格下行对上下游行业的不同影响,即利好偏下游行业,不利好偏上游行业。**利好下游是因为其原材料进货成本降低;不利好上游是因为其产品出厂价格降低。大类行业盈利增速的分化也直接影响了行业间的利润分配格局,1-8月较1-7月呈现的变化是:制造业和消费品行业利润占比分别提升1.31和0.07个百分点,加工业利润占比下降了1.44个百分点,采掘业利润占比上升了0.06个百分点。
- **工业企业进入被动去库存,标志着内需改善。**1-8月工业企业产成品周转天数较1-7月出现下降,同时8月工业企业的产成品存货同比增速也较7月明显下降,标志着工业企业进入了被动去库存周期。8月底PMI数据公布后,产成品库存指数下降,原材料库存指数上升,也印证了制造业企业加大了原材料的采购,同时产成品库存出现下降,企业进入了被动去库存。金九银十作为消费旺季,如果疫情没有出现严重爆发,被动去库存的周期大概率会得以持续。年内如果内需恢复持续加快,年底有望迎来标志着需求旺盛的主动补库存周期。
- **风险因素:** 气温下降疫情出现严重爆发、大宗原材料价格波动超预期

目录

一、8月工业企业盈利延续负增长趋势	3
二、偏下游行业盈利明显改善	5
三、工业企业进入被动去库存	7
风险因素	9

图目录

图 1: 8月工业企业盈利继续负增长	3
图 2: 私营企业利润降幅最多	3
图 3: 利润率严重拖累企业利润增速	4
图 4: 四大类型企业成本率都呈上升趋势	4
图 5: 部分加工业利润降幅继续扩大	5
图 6: 制造业和消费品行业利润向好表现明显	6
图 7: 制造业利润率提升	6
图 8: 制造业和消费品行业利润占比提升	7
图 9: 8月工业企业进入了被动去库存周期	7

表目录

附表: 细分行业利润率	8
-------------------	---

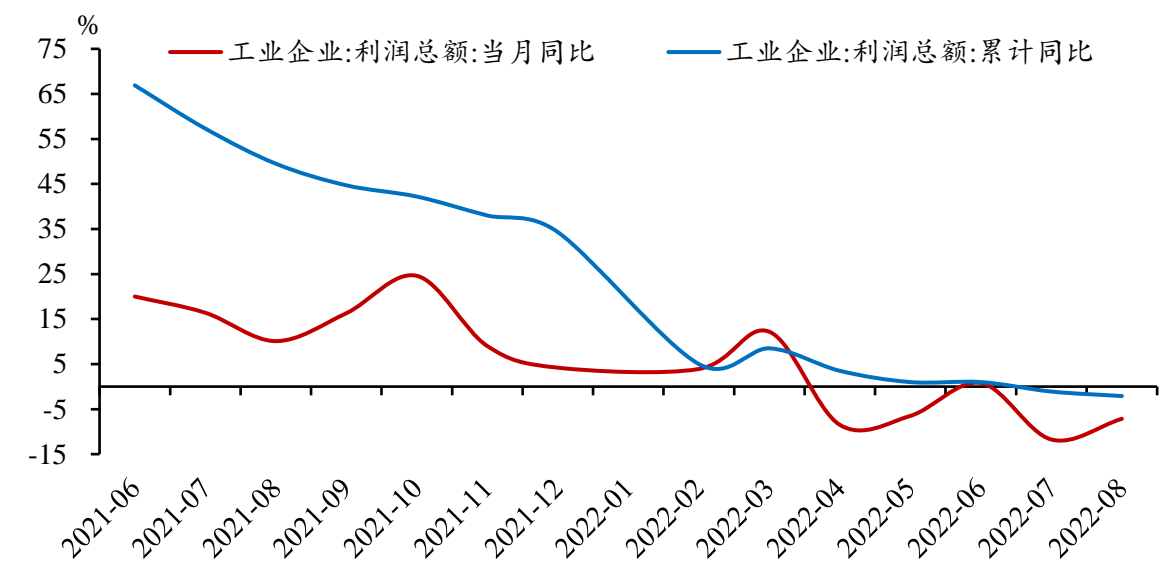
一、8月工业企业盈利延续负增长趋势

1-8月工业企业利润同比下降2.1%，比1-7月降幅扩大了1个百分点；8月工业企业利润同比下降约7.15%，降幅较7月收窄约4.6个百分点，仍处于下行区间，印证了我们在《8月企业盈利大概率继续承压》一文中所做的预测。

纵观今年以来工业企业盈利的变幅，从4月疫情大规模爆发后直到8月，工业企业盈利都没有恢复到正增长的区间，虽然社零等宏观经济指标到8月的累计同比已处于正增长（1-8月社零同比增长0.5%）。

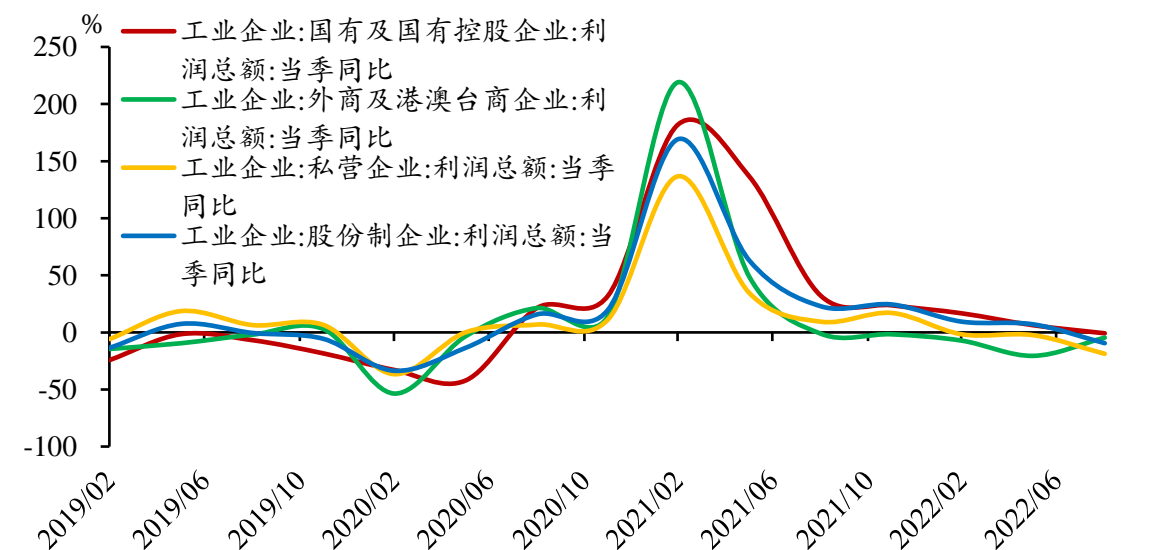
Wind计算的8月当季（该指标2、5、8、11月为季末月）工业企业利润同比下降6.82%，比5月当季降幅扩大了5.91个百分点。分类型看，工业企业中的国有企业、外资企业、股份制企业和私营企业8月当季利润同比分别下降0.8%、4.61%、9.44%和18.75%，即国内非国有企业的盈利受疫情等超预期负面因素的冲击更大。

图1：8月工业企业盈利继续负增长



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

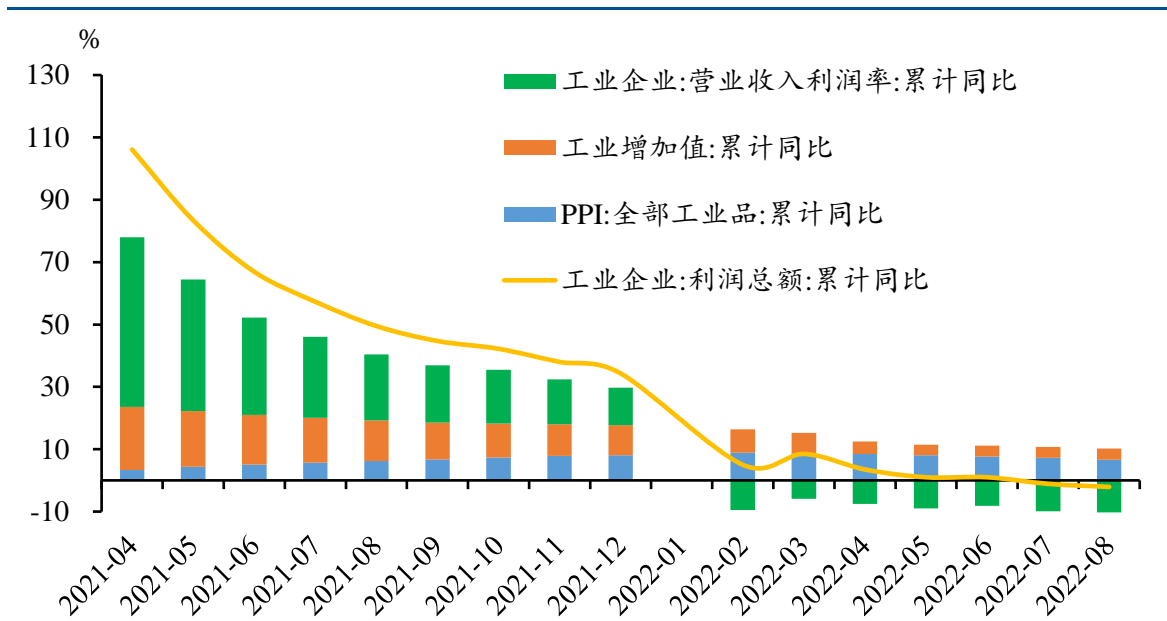
图2：私营企业利润降幅最多



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

在工业增加值、PPI和利润率的三因素框架下，1-8月工业企业利润同比下降2.1%可以分解成1-8月工业增加值同比增长3.6%，PPI同比增长6.6%和工业企业利润率同比下降10.27个百分点。也就是产量因素和价格因素都是正向贡献（1-8月工业企业营收同比增长8.4%也印证了这一点），利润率是明显的拖累项。这是今年的常态，即工业产量增加、价格上升但盈利能力下降。

图3：利润率严重拖累企业利润增速

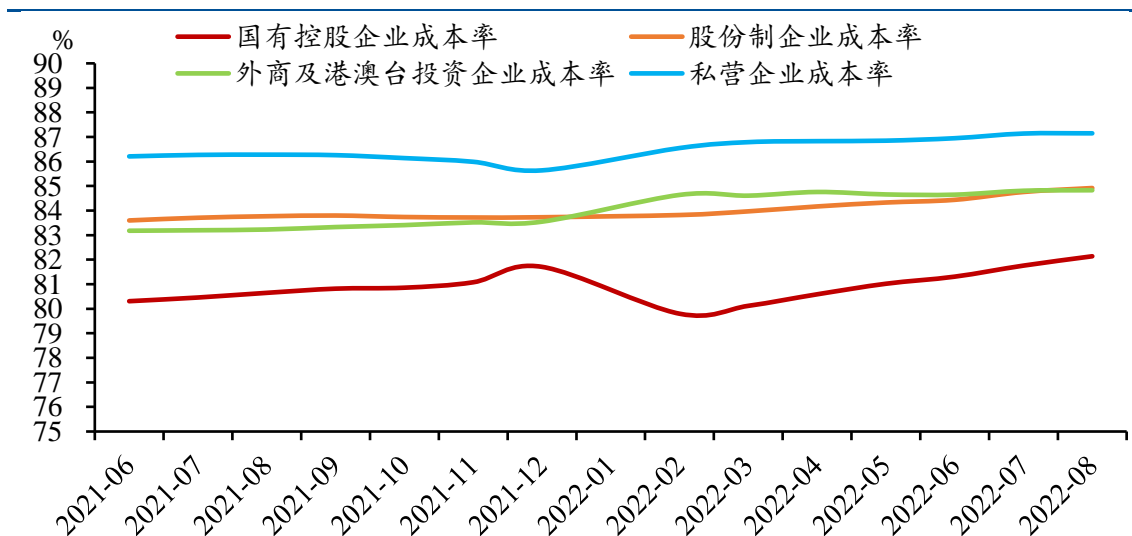


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

营收增长但利润下滑，背后是企业成本或费用的增加，而减税降费政策是利好费用率降低的，所以成本增加是导致企业利润率下降的直接原因。当然成本上升的背后存在疫情和俄乌冲突等不利因素对产业链的冲击和推动了大宗原材料价格剧烈波动等。当然，地产市场的下行也冲击了相关上下游企业的盈利水平。

分类型看，1-8月国有企业、外资企业、股份制企业和私营企业的成本率分别为82.14%、84.83%、84.92%和87.15%，都较1-7月出现了上升。今年以来工业企业的成本率总体也是持续攀升的。

图4：四大类型企业成本率都呈上升趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、偏下游行业盈利明显改善

再看大类行业（采掘业、加工业、制造业、消费品业）的盈利，1-8月采掘业利润增幅较1-7月明显下滑，这与能源保供政策下，能源价格环比下行有关，但绝对价格仍处于高位，利润同比依然保持着90%左右的较高增速；加工业利润降幅扩大，这也与大宗原材料价格下行有关，比如受铁矿石价格持续下行的影响，1-8月黑色金属（主要是铁）冶炼和压延加工业利润同比下降87.7%，降幅较1-7月扩大了6.9个百分点。

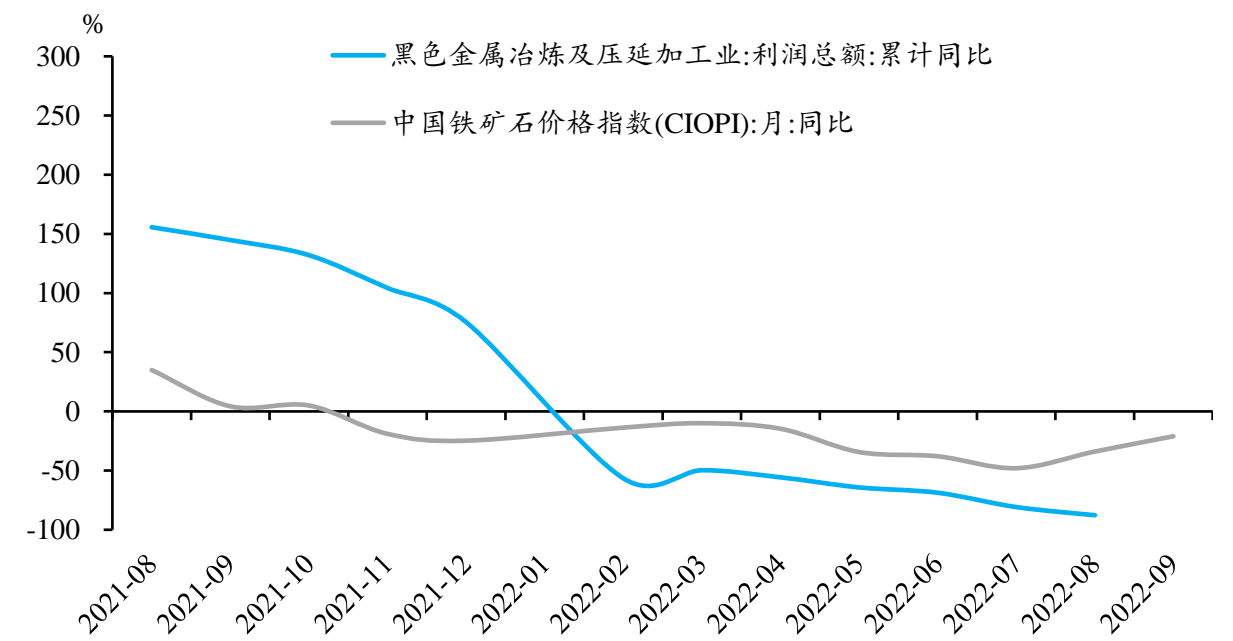
制造业和消费品行业的利润增长有明显的向好表现，1-8月制造业利润总额同比降幅较1-7月收窄了3.6个百分点，消费品行业利润增速在7、8月保持在8%附近，比较稳定。

与利润增速相对应，利润率方面，也是制造业和消费品行业表现更好。制造业利润率从1-7月的6%提升到1-8月的6.08%，消费品行业利润率维持在6.5%左右的稳定水平上；而加工业利润率是持续走低的；采掘业虽降低，但仍然保持着25%以上的高利润率。总体看，加工业的盈利疲态比较明显。

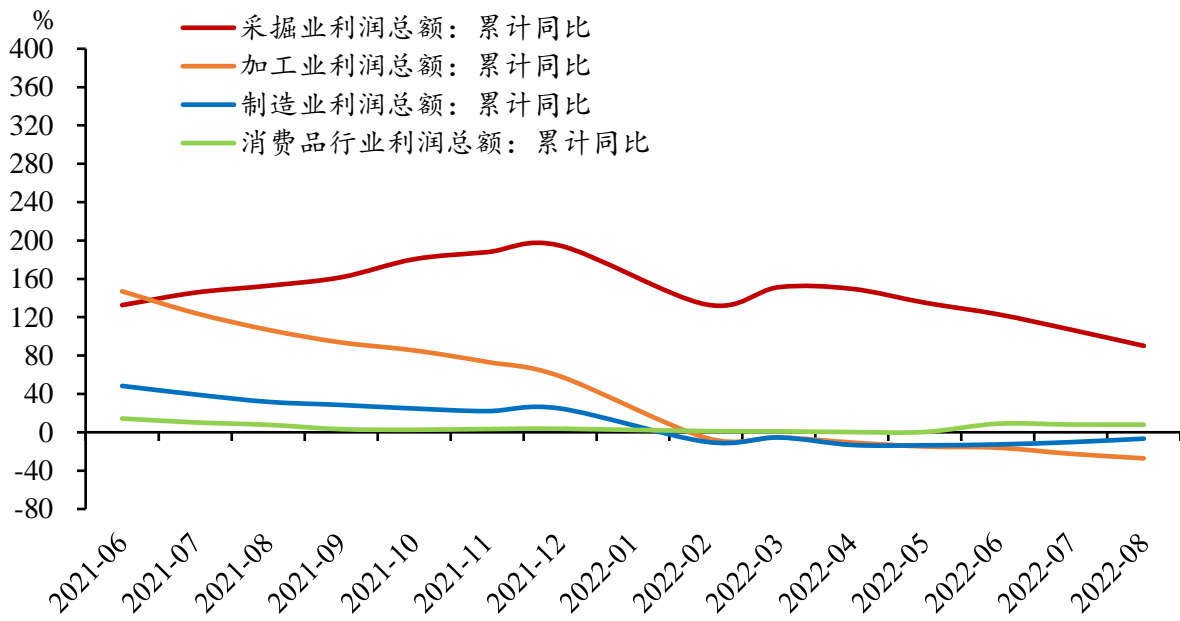
大类行业盈利增速的分化充分表明了大宗原材料价格下行对上下游行业的不同影响，即利好偏下游行业，不利好偏上游行业。利好下游是因为其原材料进货成本降低；不利好上游是因为其产品出厂价格降低。

大类行业利润增速的分化也直接影响了行业间的利润分配格局，1-8月较1-7月呈现的变化是：制造业和消费品行业利润占比分别提升1.31和0.07个百分点，加工业利润占比下降了1.44个百分点，采掘业利润占比上升了0.06个百分点。

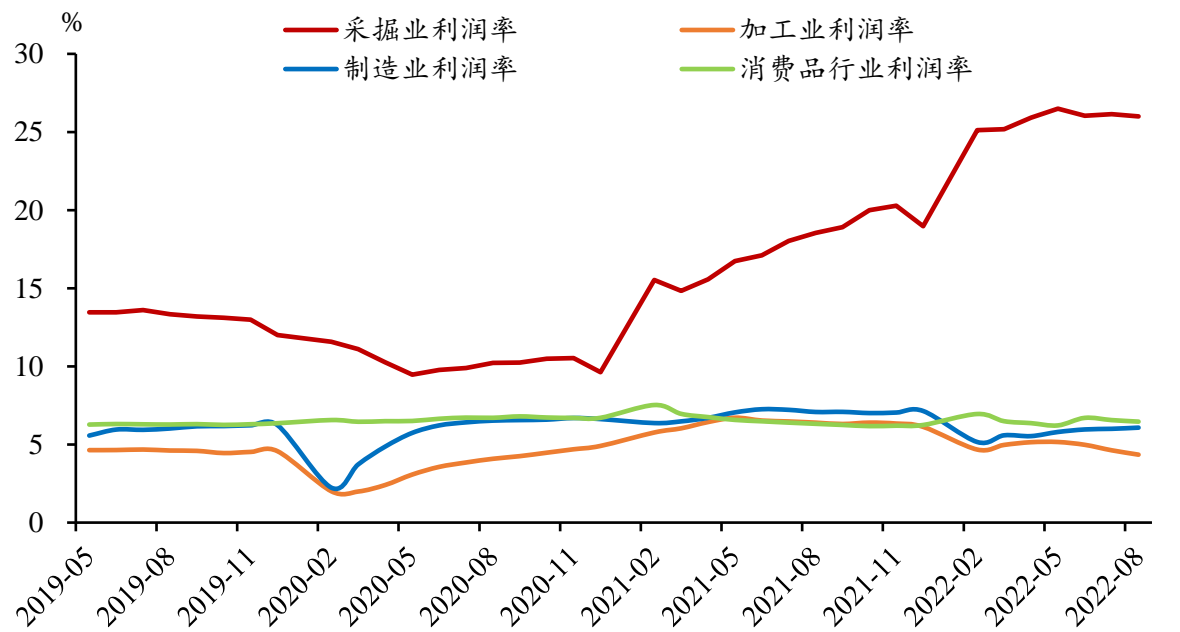
图5：部分加工业利润降幅继续扩大



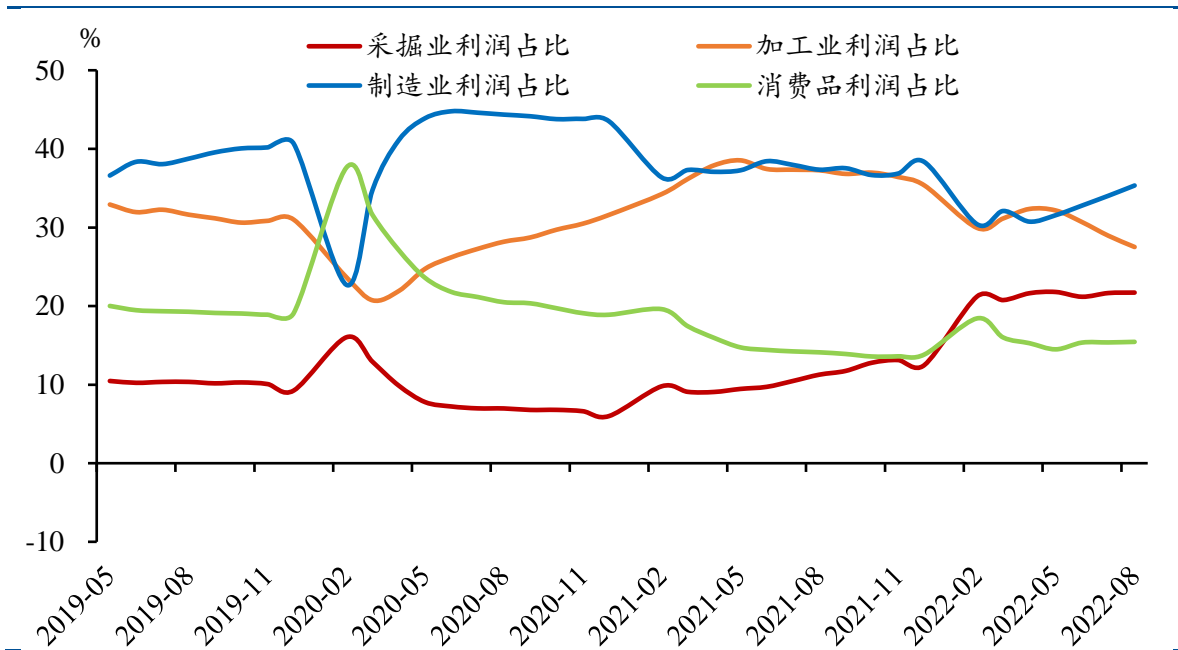
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：制造业和消费品行业利润向好表现明显


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：制造业利润率提升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

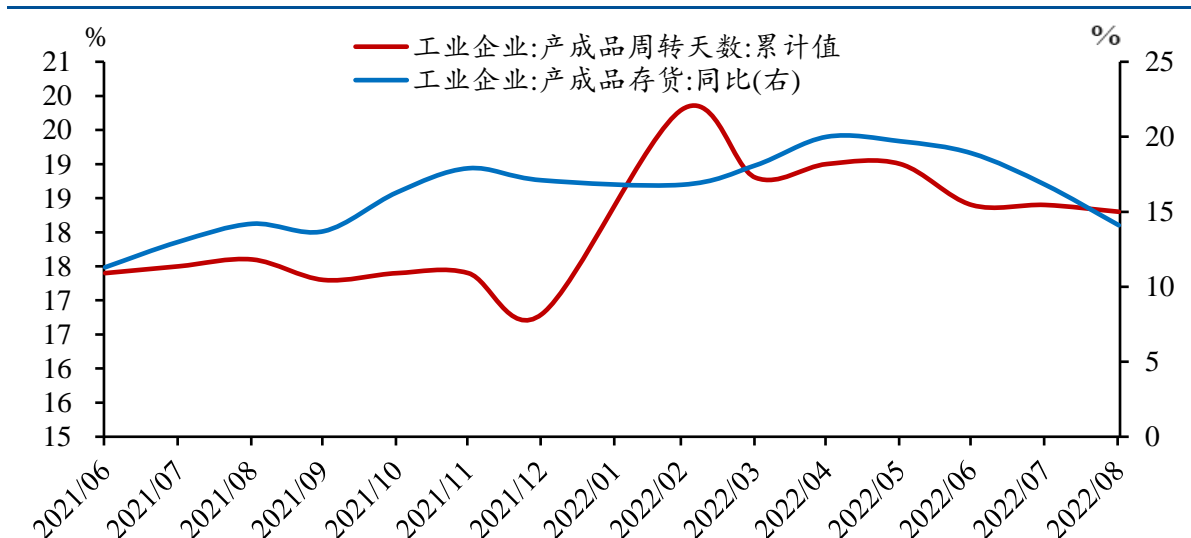
图 8：制造业和消费品行业利润占比提升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、工业企业进入被动去库存

1-8月工业企业产成品周转天数较1-7月出现下降，同时8月工业企业产成品存货同比增速也较7月明显下降，标志着工业企业进入了被动去库存周期。8月底PMI数据公布后，产成品库存指数下降，原材料库存指数上升，也印证了制造业企业加大了原材料的采购，产成品库存出现下降，企业进入了被动去库存。

库存周期的改变也对应了8月经济数据中社零增速回升的趋势，即内需在8月加快恢复在居民端和企业端都得到了印证。金九银十作为消费旺季，如果疫情没有出现严重爆发，被动去库存大概率会得以持续。年内如果内需恢复持续加快，年底甚至可能迎来标志着需求旺盛的主动补库存周期。

图 9：8月工业企业进入了被动去库存周期


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

附表：细分行业利润率

利润率(单位: %)	指标名称	2021-3	2021-4	2021-5	2021-6	2021-7	2021-8	2021-9	2021-10	2021-11	2021-12	2022-2	2022-3	2022-4	2022-5	2022-6	2022-7	2022-8	同比变化	环比变化	
采矿业	煤炭开采	14.39	15.00	16.50	17.01	17.80	18.43	19.37	21.52	22.33	21.35	25.58	24.95	26.33	27.09	26.60	26.90	26.72	8.29	-0.18	
	油气开采	20.77	21.65	22.50	23.18	23.63	24.15	23.41	23.09	22.21	18.52	33.21	35.47	34.80	35.37	34.76	34.54	34.51	10.36	-0.03	
	黑色开采	11.67	12.93	13.57	13.84	16.56	16.66	16.48	15.11	14.27	13.31	17.20	17.06	17.16	16.13	15.75	14.75	14.34	-2.32	-0.41	
	有色金属	15.23	15.94	17.17	16.72	17.24	17.58	17.41	17.54	17.61	16.61	20.83	21.45	21.41	21.99	22.12	22.04	21.62	4.04	-0.42	
	非金属矿	8.08	8.63	9.39	9.25	9.52	10.12	10.09	10.16	10.42	10.65	8.84	8.73	8.97	9.82	10.00	10.30	10.53	0.41	0.23	
原材料加工业	橡胶加工	7.44	7.19	7.05	6.94	6.82	6.50	6.21	6.09	5.76	4.84	3.48	4.08	4.03	3.93	3.71	3.02	2.15	-4.35	-0.87	
	木材加工	3.11	3.29	3.59	3.49	3.54	3.52	3.51	3.63	3.78	4.09	3.29	3.17	3.20	3.29	3.27	3.30	3.31	-0.21	0.01	
	造纸	7.28	7.24	7.06	6.78	6.40	6.06	5.99	5.82	5.77	5.90	2.95	3.52	3.55	3.51	3.52	3.37	3.35	-2.71	-0.02	
	化学原料	9.59	10.09	10.21	9.88	10.10	10.00	9.86	10.01	9.98	9.67	8.84	9.17	9.57	9.66	9.55	9.28	9.00	-1.00	-0.28	
	化学纤维	6.34	6.89	7.15	6.86	6.72	6.66	6.33	6.45	6.45	6.13	3.05	2.49	2.86	2.94	3.05	2.49	2.12	-4.54	-0.37	
	橡胶制品	6.26	6.33	6.28	5.98	5.97	5.87	5.77	5.73	5.75	5.87	4.05	4.23	4.31	4.65	4.64	4.67	4.73	-1.14	0.05	
	非金属	6.60	7.25	7.83	7.87	7.89	7.89	7.93	8.24	8.46	8.44	6.18	6.58	6.96	7.19	7.16	7.03	6.98	-0.91	-0.05	
	黑色冶炼	4.25	5.21	5.91	5.65	5.33	5.21	5.06	5.04	4.70	4.39	1.58	2.02	2.28	2.14	1.81	1.08	0.69	-4.51	-0.39	
	有色金属	3.86	4.12	4.39	4.31	4.30	4.43	4.52	4.68	4.63	4.47	4.68	4.76	4.76	4.62	4.21	3.88	3.59	-0.84	-0.29	
	金属制品	3.93	4.20	4.40	4.27	4.29	4.33	4.31	4.42	4.66	4.82	3.57	3.50	3.58	3.71	3.65	3.64	3.72	-0.61	0.08	
制造业	医药制造	17.51	18.36	20.11	21.36	21.82	21.77	21.25	20.94	20.71	21.41	15.90	15.36	15.63	15.92	15.77	15.37	15.25	-6.52	-0.13	
	通用设备	6.41	6.77	6.94	6.86	6.81	6.84	6.79	6.74	6.80	6.71	4.63	5.09	5.21	5.58	5.91	6.09	6.25	-0.59	0.16	
	专用设备	8.57	9.04	8.92	8.77	7.86	7.85	8.05	7.96	7.98	8.06	6.96	7.41	7.75	7.53	7.50	7.47	7.55	-0.30	0.08	
	汽车制造	6.24	6.25	6.90	6.71	6.56	6.23	6.16	6.14	6.17	6.12	5.40	5.41	4.52	4.71	5.21	5.61	5.55	-0.68	-0.06	
	运输设备	4.07	4.14	4.34	4.76	4.81	4.65	4.79	4.86	5.17	4.11	1.95	3.93	3.56	4.19	4.69	4.83	4.84	0.19	0.01	
	电气机械	5.00	5.22	5.24	5.27	5.27	5.29	5.27	5.28	5.39	5.34	3.88	4.38	4.60	4.93	5.02	5.04	5.17	-0.12	0.12	
	计算机通信	4.62	4.76	4.98	5.45	5.58	5.40	5.55	5.46	5.44	5.86	3.49	4.24	4.23	4.55	4.61	4.56	4.72	-0.67	0.16	
	仪器仪表	7.96	8.87	9.48	9.79	10.03	10.01	10.26	10.36	10.63	10.51	5.65	6.99	7.71	8.46	9.35	9.16	9.37	-0.64	0.20	
	消费品行业	饮料食品	3.78	3.67	3.49	3.33	3.27	3.19	3.12	3.07	3.20	3.49	2.79	2.76	3.14	3.09	3.01	2.90	2.82	-0.37	-0.09
		食品制造	8.07	8.03	7.92	7.88	7.67	7.54	7.55	7.52	7.56	7.77	8.46	8.35	8.18	8.04	7.90	7.77	7.73	0.19	-0.04
饮料制造		18.76	17.82	17.16	17.40	17.03	16.71	17.06	16.54	16.08	16.49	17.93	16.59	15.92	15.43	15.28	20.29	19.78	3.06	-0.51	
烟草制品		15.05	14.81	14.64	14.56	14.14	13.67	13.18	13.06	12.47	9.75	15.55	14.95	14.66	14.49	14.44	14.47	14.25	0.58	-0.22	
纺织		3.22	3.55	3.76	3.81	3.94	4.01	4.04	4.18	4.41	4.68	3.22	3.35	3.33	3.44	3.41	3.38	3.32	-0.69	-0.06	
服装服饰		3.90	4.41	4.47	4.19	4.26	4.38	4.37	4.52	5.01	5.18	4.33	4.08	4.30	4.15	4.46	4.53	4.58	0.21	0.05	
皮革制品		5.01	4.93	4.88	4.81	4.80	5.32	5.13	5.06	5.02	5.22	4.46	4.74	4.69	4.67	4.53	4.56	4.60	-0.71	0.04	
家具制造业		4.11	4.28	4.63	4.68	5.19	5.23	5.22	5.27	5.38	5.42	3.36	3.87	4.31	4.50	4.85	5.22	5.37	0.14	0.15	
印刷业		4.64	5.01	5.26	5.21	5.24	5.24	5.27	5.26	5.49	5.76	3.91	4.22	4.46	4.78	4.82	4.89	4.93	-0.31	0.04	
文教娱乐		4.13	4.25	4.35	4.39	4.47	4.51	4.56	4.70	4.93	5.39	3.91	3.98	4.10	4.40	4.48	4.61	4.83	0.32	0.21	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

气温下降疫情出现严重爆发、大宗原材料价格波动超预期

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学国际经济与发展经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究财政政策。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。