

宏观动态报告

2023年8月27日

改善以原材料加工业为主

——7月工业企业利润分析

核心内容:

8月27日国家统计局发布,1-7月规模以上工业企业利润累计同比-15.5% (前值-16.8%);营业收入累计同比-0.50% (前值-0.4%)。

一、分量、价来看,工业生产依旧受制于总需求不足,7月生产降速,PPI环比仍为负。生产方面,7月工业增加值同比增长+3.7% (前值+4.4%),环比增长1.3% (前值+0.68%)。价格方面,PPI在7月触底回升至-4.4% (前值-5.4%),但环比-0.2% (前值-0.8%)。目前房地产行业趋于下行,未来要看政策组合效果能否带动下游消费回暖以及房地产止跌。目前预计明年二季度PPI转正,与美联储停止加息后全球经济见底可能同期发生,届时工业企业利润能有明显修复。

二、7月当月工业企业营业收入与利润增速降幅都有所收窄。1-7月营业收入累计同比-0.5% (前值-0.4%),两年复合增速4.15% (前值4.35%),当月同比-4.96% (前值-8.36%),营收当月同比增速连续两月收窄降幅。1-7月利润累计同比-15.5%,从6月的-16.8%进一步收窄。分所有制来看,私营、股份制和外资企业都进一步收窄降幅,但国有企业改善斜率更平。

三、行业上主要关注上游,国家统计局表示“受部分工业行业供求关系改善等因素推动,原材料制造业当月利润降幅明显收窄”。中游制造业之中电气机械与器材制造业利润加速,但汽车制造业在经历三个月高增速之后开始边际递减,计算机通信和电子设备利润仍处于负增长状态。下游消费品制造业依然普遍低迷,食品饮料、医药、纺织服装、文体娱乐用品等都处于负增长状态。总体而言,7月工业利润改善主要是上游供求关系改善所致,下游需求与中游电子、汽车等关键性行业还需要进一步修复。

四、库存周期继续探底。1-7月工业产成品存货累计同比+1.6% (前值2.2%)。库存周期接近见底,但能否回升?回升斜率,都还要看终端需求的恢复情况,目前PPI、地产销售、出口等指标的边际变化更为重要。

五、工业企业资产负债表试探性扩张。7月末规模以上工业企业整体负债同比增长6.8% (前值6.7%);资产同比6.5% (前值6.6%)。工业企业负债增速小幅上升,反映出随着货币政策的调整,企业对扩大信贷和投资的观望态度可能有所变化,已经试探性扩张。

总体而言,工业企业利润降幅连续收窄,但从斜率来看仍然明显不足;特别是下游需求端依然低迷,汽车、电子等关键性行业边际放缓;工业企业资产负债表已经开始试探性扩张,但力度还需观察。当前宏观政策已经开始发力,但经济恢复效果还需要持续性支持。对于资本市场而言,市场情绪、国内流动性、全球流动性、企业盈利四要素都处于探底状态。但如果终端需求(内需或外需)持续改善,则可以起到一顺百顺的引领性作用。

分析师

高明

☎: 18510969619

✉: gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

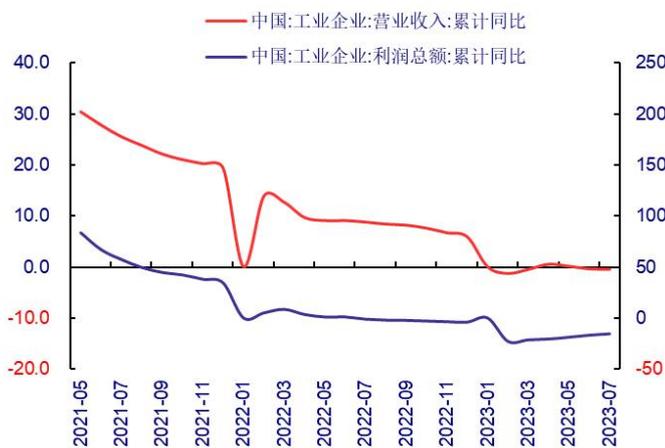
风险提示:

- 1.PPI持续为负的风险
- 2.政策时滞的风险

一、工业生产量与价分析

7月当月工业企业营业收入增速收窄降幅。从营收来看，1-7月累计同比-0.5%（前值-0.4%），两年复合增速4.15%（前值4.35%），根据累计值，7月营收当月同比-4.96%（前值-8.36%）；而3月至6月营收同比分别0.08%、-6.51%和-8.72%，营收当月同比增速连续两月收窄降幅。**从利润来看**，1-7月利润累计同比-15.5%，降幅从6月的-16.8%继续收窄，两年复合-8.3%（前值-7.9%）；7月当月同比-13.2%，前值-18.7%，4月至5月分别为21.1%、26.5%和-18.3%。

图1：工企营收和利润同比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：工企利润与PPI同比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

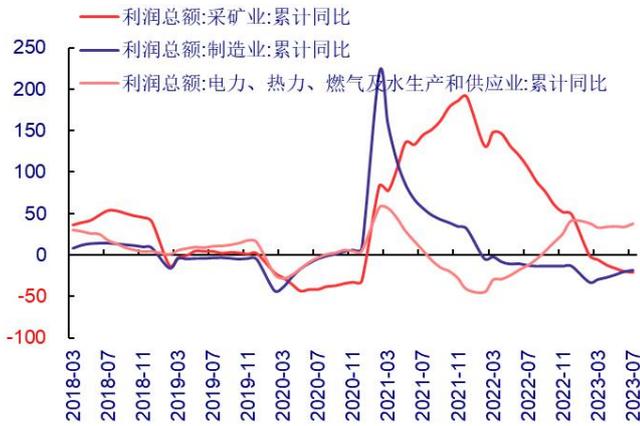
分量与价来看，工业生产依旧受制于总需求不足，7月工业增加值降速，PPI虽触底反弹但仍为负值。生产方面，7月工业增加值同比增长+3.7%（前值+4.4%），环比增长1.3%（前值+0.68%），目前工业生产水平仅与2022年水平（全年累计同比+3.5%）接近。**价格方面**，PPI在7月触底回升至-4.4%（前值-5.4%），依旧拖累企业盈利，反映出目前工业品下游需求恢复太慢。随着政策组合拳出台，如果能带动下游消费回暖以及房地产止跌，我们预计明年二季度PPI转正，届时工业企业利润能有明显修复。

分所有制来看，私营、股份制和外资企业持续改善，国有企业利润降幅有所收窄。1-7月国有及国有控股企业利润同比-20.3%（前值-21%），股份制企业利润同比-16.6%（-18.1%）连续三个月收窄降幅，私营企业利润同比-10.7%（-13.5%）连续四个月收窄降幅，外资及港澳台企业利润同比-12.4%（-12.8%）从年初至今持续收窄。

二、工业分行业盈利情况

分三大类别来看，采矿业、制造业、公共事业利润累计同比分别为-21%（前值-19.9%）、-18.4%（前值-20%）、38%（前值34.1%）。采矿业降幅继续扩大，制造业维持恢复韧性，公共事业继续保持利润高速增长。

图 3：工业三大类别：利润累计同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：工业三大类别：工业增加值：当月同比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从主要行业来看，采矿业利润继续负增长且边际改善不明朗，公用事业受电力行业拉动利润快速增长；中游制造业维持景气态势；下游消费依旧低迷。

上游采矿业和原材料加工依然低迷，但利润降幅开始边际改善，公用事业受电力行业拉动利润快速增长。细分行业来看，采矿业中有色采选利润同比增长 1.9%（前值-0.5%），其余行业利润同比为负，非金属矿采选、油气开采、黑色采选利润分别为-4.9%（前值 0.2%）、-11.4%（前值-12.2%）、-32.6%（前值-42%）。原材料加工利润增速继续下滑，但橡胶和塑料制品维持正增长 12.5%（前值 11%）；**其余原材料加工全部负增长但也开始收敛**，黑色、有色金属冶炼加工分别为-90.5%（前值-97.6%）、-36.7%（前值-44%）；石油煤炭及燃料加工-87%（前值-92.3%）、金属制品-6.1%（前值-10.6%）、非金属矿物制品-28.8%（前值-26.6%）、木材加工-0.6%（前值-2.7%）、造纸及纸制品-46.1%（前值-44.6%）。统计局表示“受部分工业行业供求关系改善等因素推动，原材料制造业当月利润降幅明显收窄。”**价格方面的回暖带动了上游产业的利润降幅的下降**，PPI 上煤炭开采和洗选业-2%（前值-6.4%），油气开采 4.2%（前值-1.6%）。**公用设备方面**，电力热力 51.2%（前值 46.5%）、燃气生产和供应 0.2%（前值-0.8%）、水的生产和供应 0.1%（前值 2.5%）。

中游制造业利润维持景气态势。其中正增长的有电气机械 33.7%（前值 29.1%）、通用设备 14.5%（前值 17.9%）、专用设备制造 2.1%（前值 3.9%）、铁路船舶航空航天 30.4%（前值 35.3%）、仪器仪表 12.4%（前值 10.8%）及机械和设备修理 11.5%（前值 199.4%），**汽车制造在经历三个月高增长后进入边际递减**，本月利润累计同比录得 1.0%（前值 10.1%）；负增长的有计算机通信和电子设备利润累计同比-26.4%（前值-25.2%）、化学纤维制造-43.4%（前值-55.5%）、家具制造-10.1%（前值-1.9%）、其他制造-30.2%（前值-4%）。

下游消费依旧疲软。其中农副食品加工-32.6%（前值-33.2%）、食品制造-0.7%（前值-0.1%）、医药制造-16.6%（前值-17.1%）、纺织业-20.3%（前值-23.8%）、纺织服装-6.1%（前值-3.1%）、酒饮料和茶制造-15.3%（前值-16.7%）、烟草制品 3.2%（前值 5.9%）、文教工美体育娱乐用品-7.3%（前值-4.4%）、皮毛羽和制鞋-4.5%（前值-0.3%）。

图 5：工业企业子行业利润增速：累计同比（%）

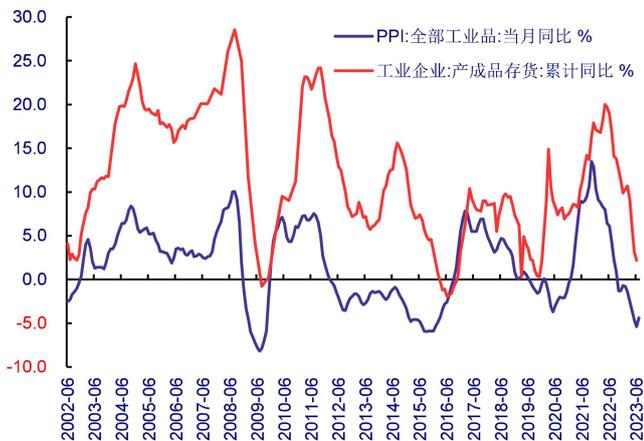
行业		规上工业企业整体	计算机通信和电子设备	电气机械及器材制造	电力热力	汽车制造	黑色金属冶炼加工	化学原料化学制品	有色金属冶炼加工	石油煤炭及燃料加工	非金属矿物制品
营收占比		100.0%	10.9%	8.1%	7.4%	7.3%	6.5%	6.6%	5.7%	4.7%	4.3%
利润累计同比	2023-07	-15.5	-26.4	33.7	51.2	1.0	-90.5	-54.3	-36.7	-87.0	-28.8
	2023-06	-16.8	-25.2	29.1	46.5	10.1	-97.6	-52.2	-44.0	-92.3	-26.6
	2023-05	-18.8	-49.2	29.2	45.9	24.3	-102.8	-52.4	-53.0	-92.8	-25.9
行业		农副食品加工业	通用设备制造业	金属制品	煤炭开采和洗选	专用设备制造业	橡胶和塑料制品	医药制造	纺织业	食品制造	烟草制品
营收占比		4.0%	3.5%	3.4%	2.8%	2.7%	2.1%	2.0%	1.7%	1.6%	1.2%
利润累计同比	2023-07	-32.6	14.5	-6.1	-26.2	2.1	12.5	-16.6	-20.3	-0.7	3.2
	2023-06	-33.2	17.9	-10.6	-23.3	3.9	11.0	-17.1	-23.8	-0.1	5.3
	2023-05	-39.5	23.4	-13.9	-18.7	-0.1	3.3	-21.9	-27.8	-0.5	5.9
行业		燃气生产和供应	酒饮料和茶制造业	文教工美体育娱乐用品	造纸及纸制品	纺织服装、服饰	铁路船舶航空航天	石油和天然气开采	化学纤维制造业	废弃资源综合利用	仪器仪表制造业
营收占比		1.3%	1.2%	0.9%	1.0%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.7%
利润累计同比	2023-07	0.2	-15.3	-7.3	-46.1	-6.1	30.4	-11.4	-43.4	-36.8	12.4
	2023-06	-0.8	-16.7	-4.4	-44.6	-3.1	35.3	-12.2	-55.5	-60.1	10.8
	2023-05	0.5	11.5	-8.3	-52.4	-8.2	35.5	-9.9	-65.9	-67.7	14.5
行业		皮毛羽和制鞋	木材加工	家具制造	印刷和记录媒介	黑色金属矿采选	有色金属矿采选	非金属矿采选	水的生产和供应	其他制造	机械和设备修理
营收占比		0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%
利润累计同比	2023-07	-4.5	-0.6	-10.1	-11.5	-32.6	1.9	-4.9	0.1	-30.2	11.5
	2023-06	-0.3	-2.7	-1.9	-13.6	-42.0	-0.5	0.2	2.5	-4.0	199.4
	2023-05	-10.6	-5.4	-7.4	-16.8	-41.9	1.3	5.9	12.5	-7.3	238.8

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、工业品库存周期

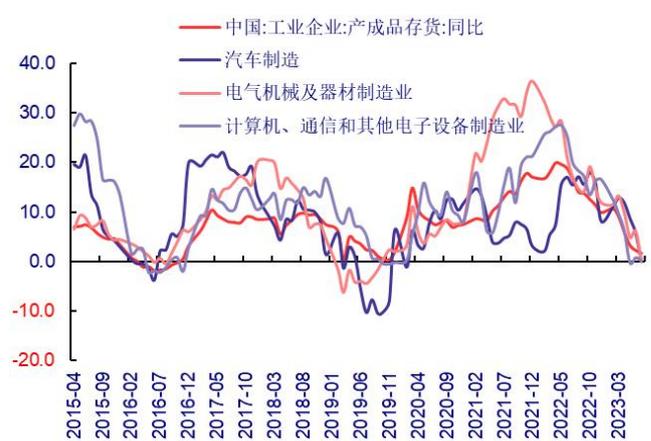
工业品库存增速继续探底，库存周期接近底部。1-7月工业产成品存货累计同比+1.6%（前值2.2%）。

图 6. PPI 增速领先库存周期 3 个月左右（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7. 工业企业库存情况（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

下一阶段，判断库存周期见底回升主要还是看 PPI、地产销售、出口等指标的边际变化。

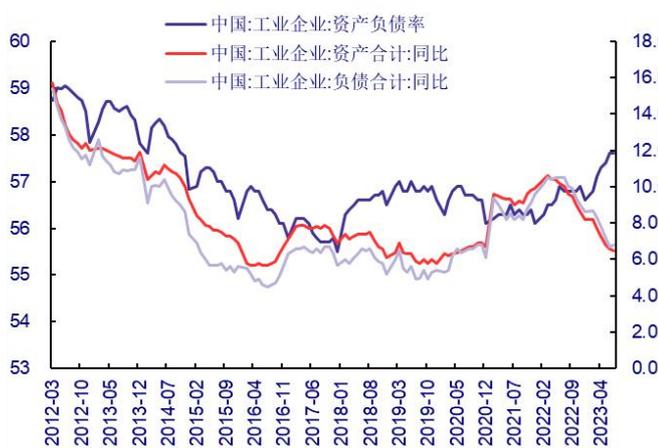
从PPI来看，工业企业根据产成品价格走势进而盈利预期调整存货，因此库存变动一般会同步或略滞后于（约1个季度）价格与盈利预期变化。由此判断，上一轮库存周期开始于2020年5月PPI的见底回升之后，2022Q4在PPI到达峰值之后开始回落，2023年6月在PPI再次见底之后结束。2023年7月PPI同比开始收窄降幅，预示新一轮库存周期即将开始。但市场担忧的是，当前国内需求相对低迷，特别是民间投资增速下降（2023年1-7月累计同比-0.5%），房地产开发投资跌幅持续加深（2023年1-7月累计同比-8.5%），同时出口增速持续下降（2023年1-7月美元值累计同比-5.0%）。国内需求不足叠加出口下行，可能导致PPI在负值状态持续运行，工业企业盈利预期持续低迷，库存周期虽然见底但却缺乏上行的力量。

房地产市场的变化及其对库存周期的影响需要特别关注。房地产链条是中国工业最重要的需求来源之一，而且在信贷的助推之下会产生显著波动。如图2所示，房地产销售面积增速领先于库存周期约12个月。2021Q1住宅销售面积到达峰值，指向2022Q2库存周期见顶回落；2022Q2住宅销售面积见底，指向2023Q2之后库存周期逐步见底。但即便不考虑基数问题，从房地产开发投资的领先指标来看（图10），当前新开工面积跌幅极深（2022年同比-39.4%、2023年1-7月累计同比-24.5%），这预示着未来2年左右房地产开发投资可能持续下行。同时由于土地购置面积增速下降，土地出让收入增速连续两年下降（如图11，2022年同比-23.3%、2023年1-6月累计同比-20.9%），这也会对地方政府收入与基建投资形成制约。

四、工业企业资产负债表

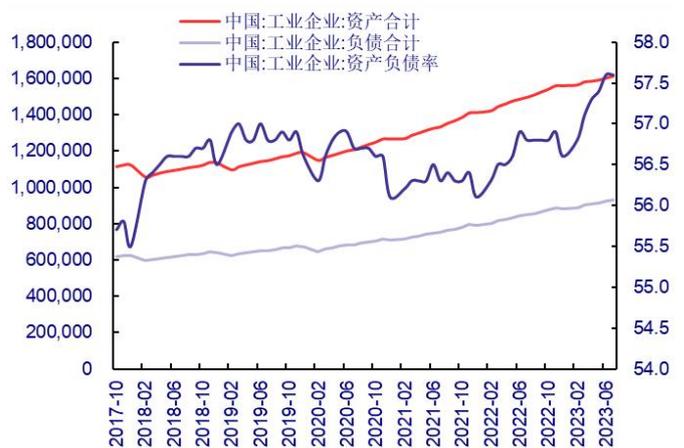
资产负债表：企业资产负债率与上月持平，负债增速小幅上升，反映出企业目前虽仍对扩大信贷和投资保持观望态度，但已经试探性扩张。7月末，规上工业企业资产负债率57.6%，与上月持平；从指标构成看，企业负债同比增长6.8%（前值6.7%）；资产同比6.5%（前值6.6%），企业负债增速同比回升。

图8：企业资产负债率和同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：工业企业资产负债总额和负债率（亿元、%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表目录

图 1 : 工企营收和利润同比 (%) 2

图 2 : 工企利润与 PPI 同比 (%) 2

图 3 : 工业三大类别: 利润累计同比增速 (%) 3

图 4 : 工业三大类别: 工业增加值: 当月同比 (%) 3

图 5 : 工业企业子行业利润增速: 累计同比 (%) 4

图 6 . PPI 增速领先库存周期 3 个月左右 (%) 4

图 7 . 工业企业库存情况 (%) 4

图 8 : 企业资产负债率和同比增速 (%) 5

图 9 : 工业企业资产负债总额和负债率 (亿元、%) 5

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn