

# 利润跌幅缓慢收窄，去库存周期正式启动

## 事件点评

### 工业企业利润点评（2023.7）

#### 投资要点

- ◆ **7月工业企业利润连续第5个月跌幅收窄，但改善速度放慢。能源保供背景下生产成本率同比下降，营收跌幅小幅收窄是主要原因。**7月工业企业利润同比-6.7%，跌幅较6月、年初低点分别收窄1.6、16.3个百分点，改善速度较6月有所放缓。当月改善来自两大原因：1）国内煤炭能源保供与国际原油价格低位运行，叠加高基数效应，营业成本明显压降，对利润贡献最大。当月营业成本同比-1.5%，连续3个月同比小降，对利润同比的贡献达到7.0个百分点，17个月以来首次转正。2）PPI跌幅收窄、库存去化加速，带动营收同比跌幅小幅收窄至-1.1%，但仍处于底部，对利润同比的贡献改善1.4个百分点。此外，由于营收增速连续下滑，固定费用对利润的侵蚀效应日益明显，总费用率仍在延续过去1年的上升态势，7月总费用同比增长长达8.2%，对利润同比增速的拖累扩大10个百分点。**总体而言，在总需求拉动营收大幅改善的触发逻辑出现之前，利润的改善或恶化幅度上都比较边际。**
- ◆ **分大类行业来看，7月改善主要来自公用事业因极端天气用电量较大而带动的利润提升，制造业基数走低但利润跌幅持平，需求侧疲弱和高库存仍是主要制约因素。**从三大工业产业来看，采矿业（-29.5）单月同比跌幅收窄8.4个百分点，大宗商品价格低位运行，单月小幅波动主要与基数有关，7月钢铁、石油加工等原材料行业利润降幅收窄，年初以来基建投资稳增长稳就业是两大政策主线之一，对于钢铁等行业库存去化也具有较好的带动作用。7月全国各地极端高温频发，迎峰度夏店里保供持续发力，加之煤炭能源供给保障价格低位运行，带动公用事业利润（54.2%）单月同比大幅上冲19个百分点。制造业尽管基数走低但利润跌幅（-11.7%）维持不变，主因内需相对疲弱背景下，美国采取“脱钩断链”产业政策并联合其他一些发达经济体对我国先进制造业实行限制，国内外需求整体尚难称旺盛。
- ◆ **去库存周期启动，可能对工业生产和利润形成持续压制。**7月产成品库存名义同比1.5%，较上月小幅下行0.4个百分点；PPI连续下行过程中，名义去库存可能更多反映存货减值计提，而影响生产的是实际库存去化情况。7月扣除价格因素的产成品库存实际同比增速下行1.6个百分点至6.2%，近一年半以来首次降至8%的历史平均增速以下，显示本轮去库存周期刚刚开始，但库存去化速度较慢、持续周期可能达到1年以上，预计可能对工业生产和工业企业利润形成一定程度的持续压制。
- ◆ **当前抑制工业利润增长的主要因素还是在国内外需求侧。**近期房地产需求政策结构性放松有望对国内工业品需求形成一定的稳定作用，但国际环境复杂严峻，现代化产业体系建设仍需着眼长期，先进制造业出口二季度以来呈现较我们预期稍大的压力；同时越南等东南亚国家也试图在纺织服装等中低附加值领域对我国形成替代性出口，总体上年底前国内外工业品需求可能提前企稳但仍难见大幅改善。此外库存总体处于高位，去库存刚刚开始也可能对PPI持续形成抑制并传导至利润端。**短期经济政策中，货币政策的边际宽松操作对企业财务费用可望形成小幅削减作用，边际意义上对企业利润形成支撑，预计年内仍将有向1Y LPR倾斜的降息。我们预计年底前工业企业利润跌幅继续缓慢收窄，但仍需对总需求改善保持耐心和信心。**
- ◆ **风险提示：稳增长政策力度不及预期风险。**

分析师

张仲杰

 SAC执业证书编号：S0910515050001  
 zhangzhongjie@huajinsec.cn

#### 相关报告

深度专题暨双循环周报（第23期）-辨析 Jackson Hole 鹰声、“认房不认贷”的深层逻辑 2023.8.26

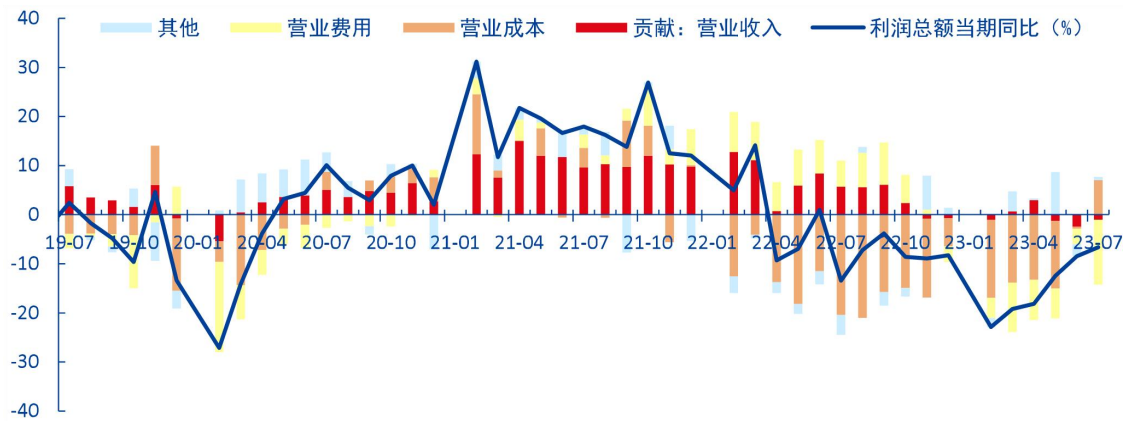
LPR 点评（23.8）-向1年期倾斜的LPR降息说明三个问题 2023.8.21

汇率专题·暨双循环周报（第22期）-美元与人民币汇率背离：原因与展望 2023.8.19  
 货币政策执行报告（23Q2）点评-央行决心加大调控力度、防范汇率超调风险 2023.8.17

经济数据点评（2023.7）-地产、投资、可选消费普遍阶段性走弱 2023.8.15

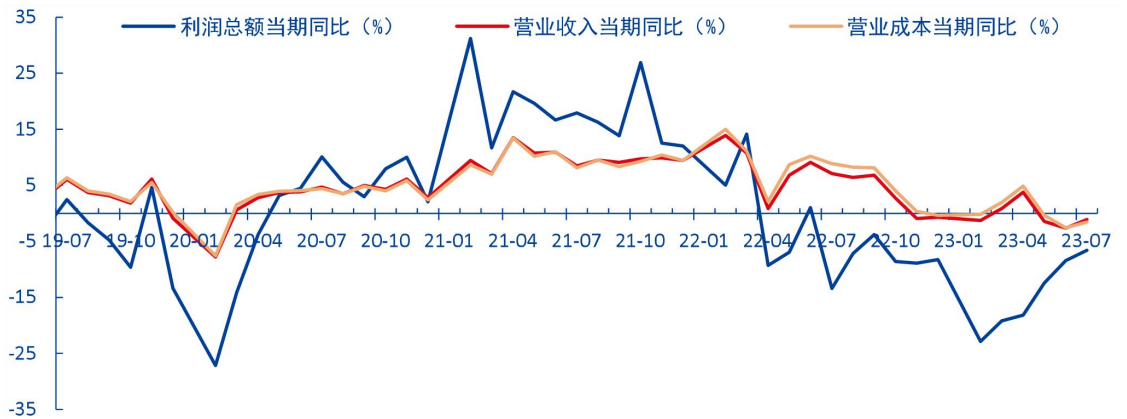


图 1：利润总额当期同比及贡献结构（%）



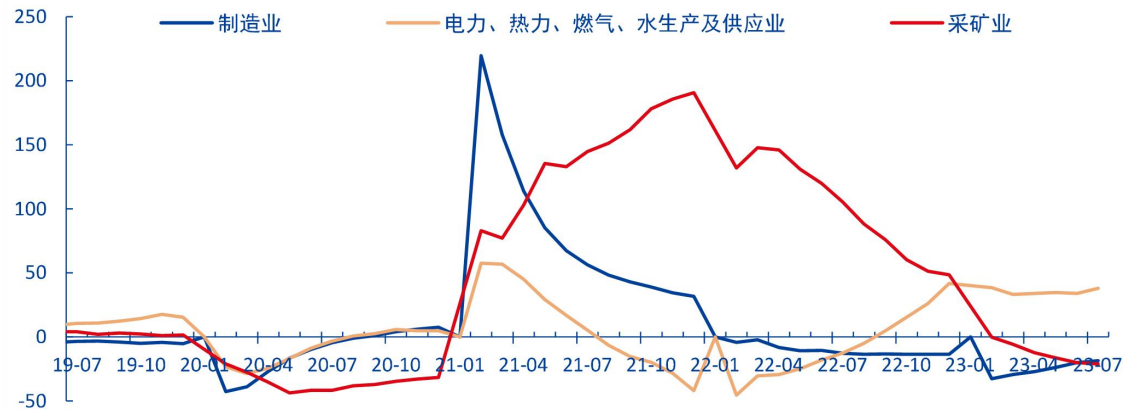
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：利润总额、营业收入、营业成本当期同比（%）



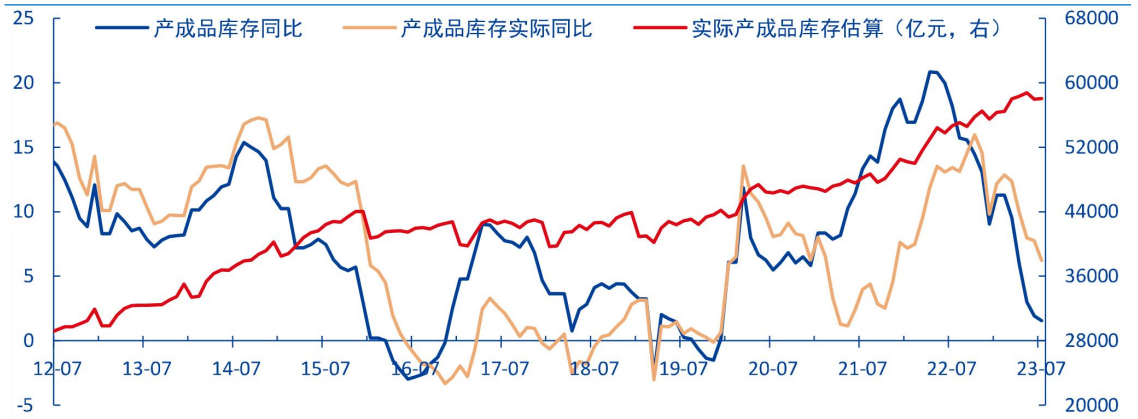
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：工业企业利润累计同比：三大行业（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4: 产成品库存、实际库存同比 (%) 及实际产成品库存规模估算 (亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)