

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

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师

执业编号: S1500523030001

邮箱: xiaozhangyu@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

原材料补库周期可能已经开启

2023年8月28日

摘要:

- **7月工业企业产成品库存仍处于下降阶段。**7月末,产成品存货增长1.6%,增速较6月末下降0.6个百分点。虽然7月产成品存货的同比降幅小幅收窄(6月降幅为1个百分点),但考虑到价格因素,我们认为企业仍在以较快的速度去库产成品,这一点也可以从7月工业企业产销率超季节性上升得到佐证。市场一般用产成品存货同比来判断库存周期,因此对产成品库存关注程度较高,事实上原材料库存也有较强的参考意义。在工业企业存货中,原材料库存占到6成,产成品库存占到4成。
- **我们认为,7月企业或已开始补原材料库存,且部分资产已在定价该逻辑。**
- **目前原材料库存已处于历史低位,企业存在补库动力。**历史上,原材料库存同比的底部在0%左右,6月我们计算的原材料库存同比已降至-0.6%,显示原材料库存已处于历史低位。7月PMI原材料库存从6月的47.4上升至48.2,大中小三类企业均出现明显上行,企业补库需求正在释放。从细分行业来看,7月原材料加工业中的黑色金属冶炼、化学原料、有色金属冶炼工业增加值增速在所有行业中排名靠前。
- **近期大宗商品价格走强,与企业补库原材料有关。**8月中旬以来南华工业品指数出现了一轮明显的反弹。8月17日-25日,焦煤、铁矿石、玻璃分别上涨9.7%、7.6%、3.0%。我们判断,大宗商品价格的上涨与企业补库原材料有关。回顾历史,原材料库存同比与PPI同比有着较强的一致性,企业补库(去库)原材料会驱动中上游价格上涨(下跌)。从大类行业利润分配的角度,企业补库原材料库存阶段,利润向中游原材料加工业倾斜。
- **原材料库存周期对产成品库存周期存在领先性,预计四季度(产成品)库存周期有望触底回升。**理论上,企业补库原材料的最终目的是为了生产产成品。历史经验也显示,原材料库存周期通常领先于产成品库存周期。另外,在33个工业行业中,6月有21个行业产成品库存增速处于2012年以来的30%分位以下。这些库存分位数偏低行业存在补库产成品的动能。由此我们推断四季度(产成品)库存周期有望触底回升。但需要注意的是,本轮库存周期的补库强度与时长取决于出口和地产的恢复情况。
- **风险因素:**信贷政策收紧;海外衰退幅度超预期。

目录

一、企业或已开始补原材料库存.....	3
二、价格触底回升，支撑企业利润进一步改善.....	6
三、中游、下游制造业利润表现亮眼.....	8
风险因素.....	9

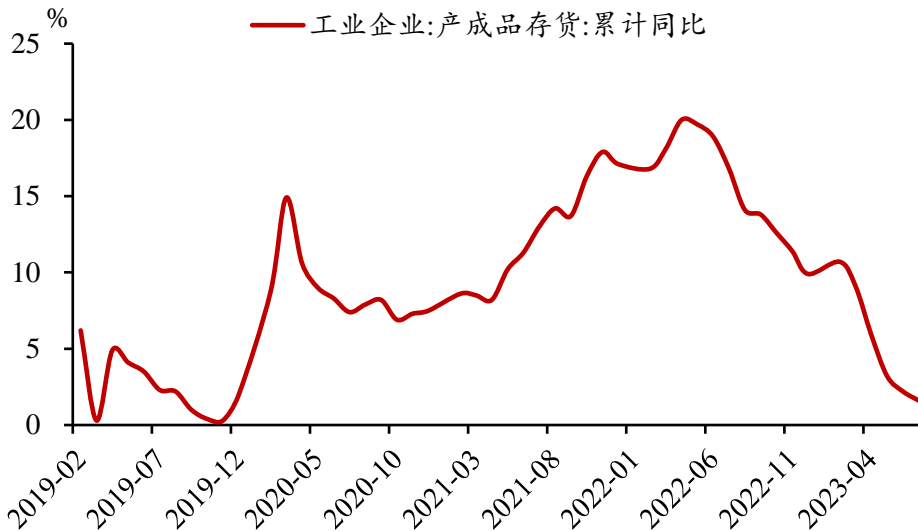
图目录

图 1：企业延续去库.....	3
图 2：7 月工业产销率超季节性上行.....	3
图 3：原材料库存已处于历史低位.....	4
图 4：8 月中旬以来南华工业品指数出现了一轮明显的反弹.....	4
图 5：原材料库存同比与中游原材料加工业利润占比有较强的一致性.....	5
图 6：四季度（产成品）库存周期可能进入上升期.....	6
图 7：2012 年至今各行业库存分位数.....	6
图 8：7 月工业企业利润累计同比收窄.....	7
图 9：工业企业利润率、成本率、费用率.....	8
图 10：大类行业利润占比.....	8

一、企业或已开始补原材料库存

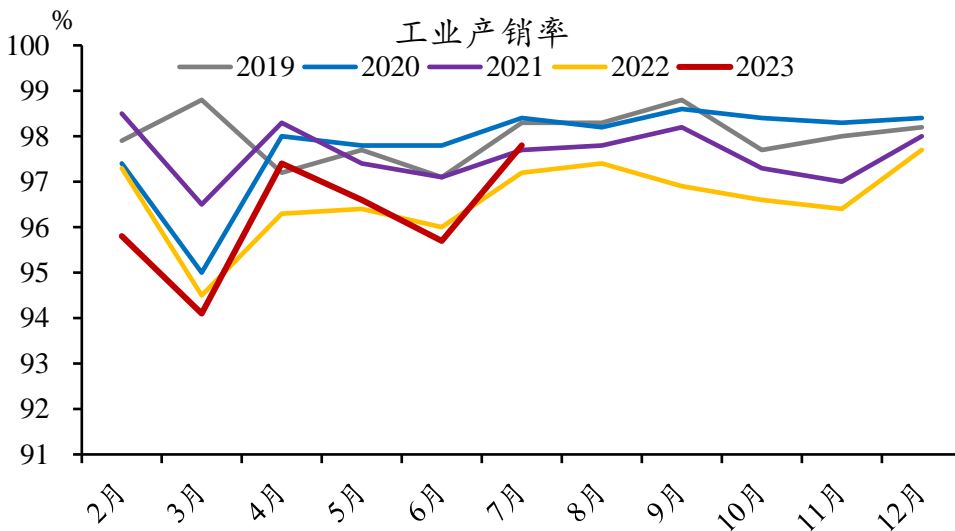
7月工业企业产成品库存仍处于下降阶段。7月末，产成品存货增长1.6%，增速较6月末下降0.6个百分点，显示出企业延续去库存。虽然7月产成品存货的同比降幅小幅收窄（6月降幅为1个百分点），但考虑到价格因素，我们认为企业仍在以较快的速度去库产成品，这一点也可以从7月工业企业产销率超季节性上升得到佐证。

图 1：企业延续去库



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：7月工业产销率超季节性上行



资料来源：万得，信达证券研发中心

市场一般用产成品存货同比来判断库存周期，因此对产成品库存关注程度较高，事实上原材料库存也有较强的参考意义。根据《工业统计报表制度》，工业企业的存货包括原材料、在产品、半成品、产成品、商品以及周转材料等。我们将产成品库存之外的存货统称为“原材料库存”。在工业企业存货中，原材料库存占到6成，产成品库存占到4成。

我们认为，7月企业或已开始补原材料库存，且部分资产已在定价该逻辑。

目前原材料库存已处于历史低位，企业存在补库动力。历史上，原材料库存同比的底部在0%左右，6月我们计算的原材料库存同比已降至-0.6%，显示原材料库存已处于历史低位。7月PMI原材料库存从6月的47.4上升至48.2，大中小三类企业均出现明显上行，企业补库需求正在释放。从细分行业来看，7月原材料加工业中的黑色金属冶炼、化学原料、有色金属冶炼工业增加值增速在所有行业中排名靠前，分别为15.6%、9.8%、8.9%。

图 3：原材料库存已处于历史低位



资料来源：万得，信达证券研发中心

近期大宗商品价格走强，与企业补库原材料有关。8月中旬以来南华工业品指数出现了一轮明显的反弹。8月17日-25日，焦煤、铁矿石、玻璃分别上涨9.7%、7.6%、3.0%。我们判断，大宗商品价格的上涨与企业补库原材料有关。回顾历史，原材料库存同比与PPI同比有着较强的一致性，企业补库（去库）原材料会驱动中上游价格上涨（下跌）。

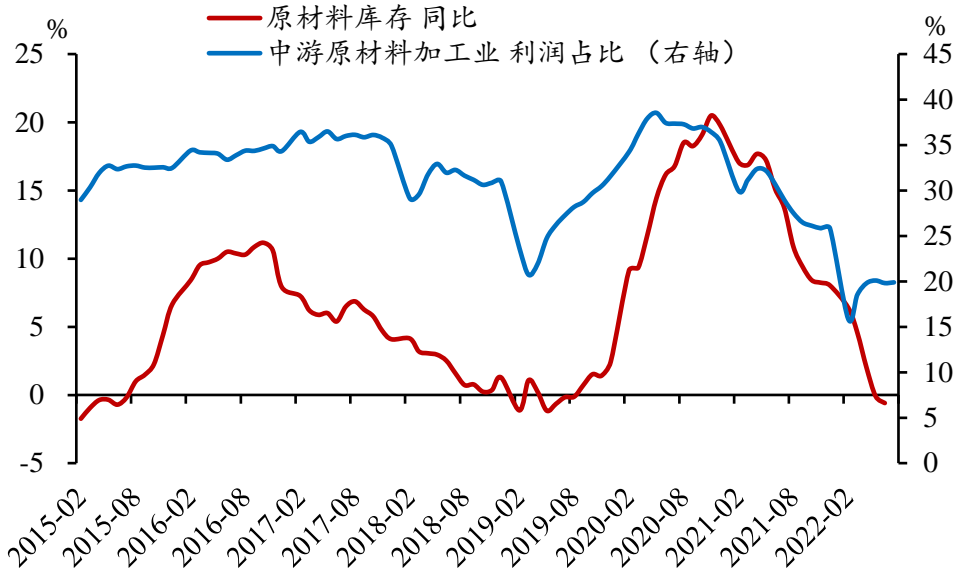
图 4：8月中旬以来南华工业品指数出现了一轮明显的反弹



资料来源：万得，信达证券研发中心

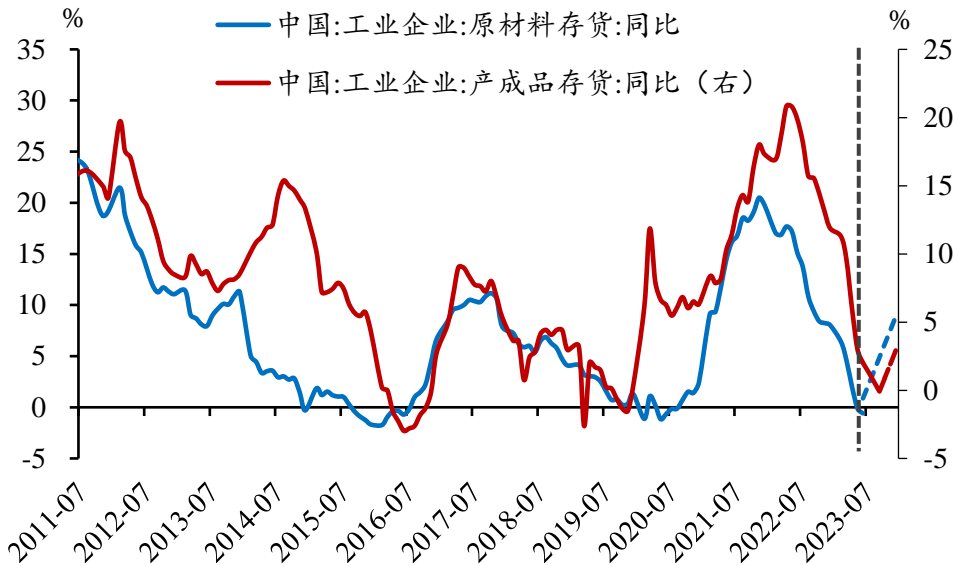
从大类行业利润分配的角度，企业补库原材料库存阶段，利润向中游原材料加工业倾斜。历史数据显示，原材料库存同比与中游原材料加工业利润占比有较强的一致性。7月份，原材料制造业利润同比下降7.7%，降幅较6月份收窄29.6个百分点，是工业企业利润的拉动项。其中，钢铁、石油加工行业均由上年同期全行业净亏损转为盈利，利润同比增加288.0亿元、177.5亿元；有色冶炼行业利润增长1.17倍，增速明显加快。

图 5：原材料库存同比与中游原材料加工业利润占比有较强的一致性



资料来源：万得，信达证券研发中心

原材料库存周期对产成品库存周期存在领先性，预计四季度（产成品）库存周期有望触底回升。理论上，企业补库原材料的最终目的是为了生产产成品。历史经验也显示，原材料库存周期常领先于产成品库存周期。另外，在33个工业行业中，6月有21个行业产成品库存增速处于2012年以来的30%分位以下。这些库存分位数偏低行业存在补库产成品的动能。由此我们推断四季度（产成品）库存周期有望触底回升。但需要注意的是，本轮库存周期的补库强度与时长取决于出口和地产的恢复情况。

图 6：四季度（产成品）库存周期可能进入上升期


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：2012 年至今各行业库存分位数

行业	4月库存分位数 (%)	5月库存分位数 (%)	6月库存分位数 (%)
煤炭开采和洗选业	0.76	0.79	0.72
石油和天然气开采业	0.15	0.13	0.07
黑色金属矿采选业	0.43	0.41	0.12
有色金属矿采选业	0.33	0.28	0.30
非金属矿采选业	0.19	0.20	0.22
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.17	0.14	0.04
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.44	0.37	0.34
造纸及纸制品业	0.34	0.19	0.13
化学原料及化学制品制造业	0.47	0.33	0.12
化学纤维制造业	0.06	0.04	0.00
橡胶和塑料制品业	0.13	0.11	0.10
非金属矿物制品业	0.59	0.49	0.16
黑色金属冶炼及压延加工业	0.11	0.06	0.06
有色金属冶炼及压延加工业	0.65	0.31	0.29
金属制品业	0.00	0.00	0.00
医药制造业	0.15	0.24	0.36
通用设备制造业	0.14	0.06	0.07
专用设备制造业	0.68	0.71	0.60
汽车制造	0.64	0.53	0.37
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.26	0.36	0.65
电气机械及器材制造业	0.54	0.23	0.32
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.24	0.08	0.12
仪器仪表制造业	0.66	0.58	0.55
农副食品加工业	0.57	0.49	0.48
食品制造业	0.84	0.79	0.53
酒、饮料和精制茶制造业	0.09	0.39	0.36
烟草制品业	0.75	0.69	0.71
纺织业	0.12	0.09	0.19
纺织服装、服饰业	0.00	0.00	0.00
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.19	0.24	0.16
家具制造业	0.00	0.02	0.01
印刷业和记录媒介的复制	0.00	0.01	0.02
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.41	0.15	0.28

资料来源：万得，信达证券研发中心

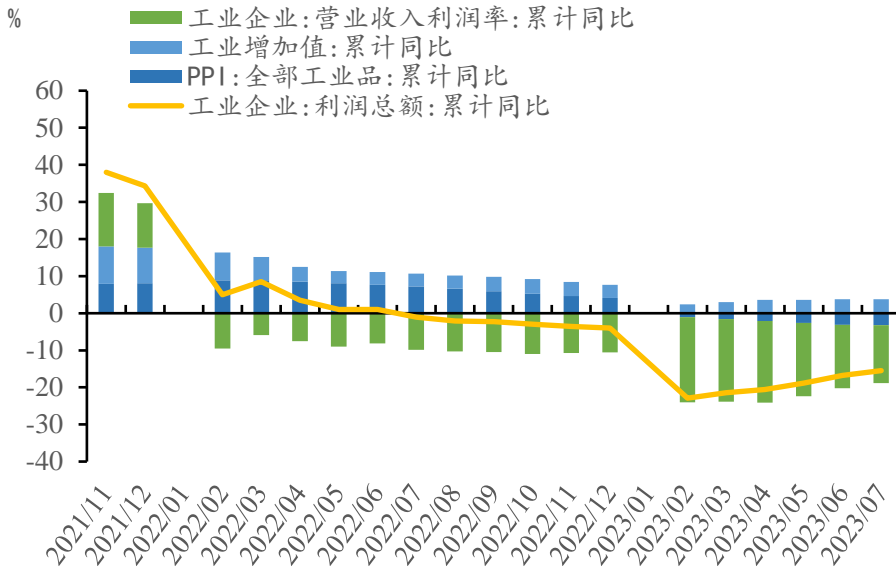
注释：标黄代表该行业库存同比处于 2012 年以来的 30% 分位以下。

二、价格触底回升，支撑企业利润进一步改善

工业企业利润持续好转。1—7 月份，全国规模以上工业企业利润同比下降 15.5%，降幅较 1—6 月份收窄 1.3 个百分点，累计利润降幅自年初以来逐月收窄，呈现稳步回升态势。其中，7 月份工业企业利润同比下降 6.7%，降幅较 6 月份收窄 1.6 个百分点。

根据三因素框架拆解本期工业企业利润，价格触底回升，支撑企业利润进一步改善。

图 8：7 月工业企业利润累计同比收窄

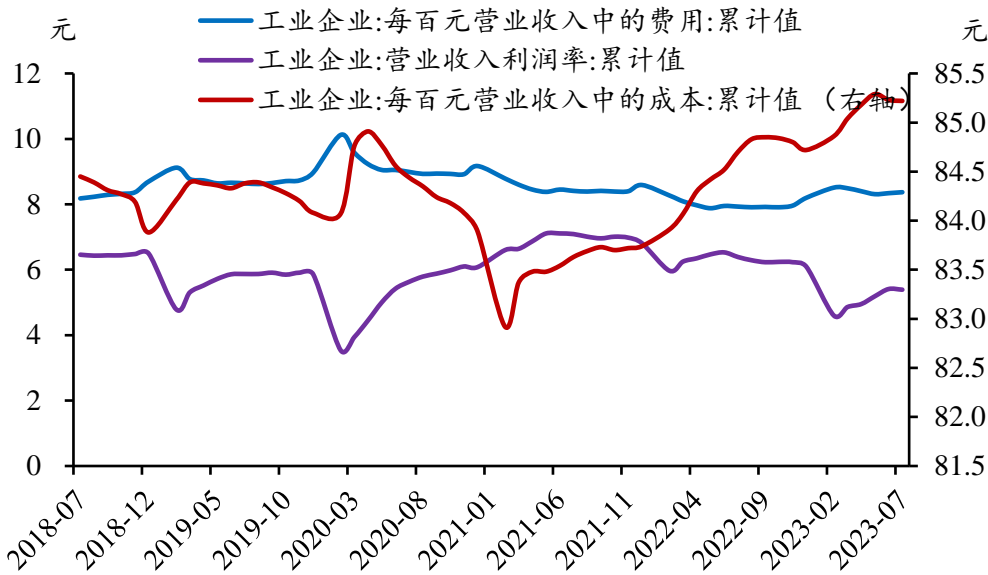


资料来源：万得，信达证券研发中心

工业增加值方面，7 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.7%，增速比 6 月份放缓 0.7 个百分点。

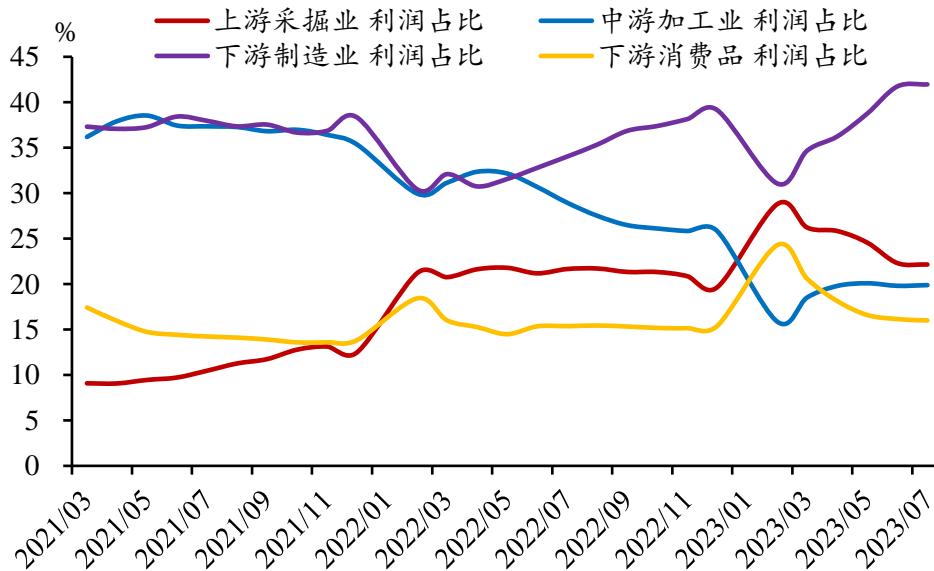
PPI 方面，7 月 PPI 同比增速为-4.4%，6 月同比为-5.4%。2021 年 11 月至 2023 年 6 月，PPI 同比增速持续处于下降通道。7 月 PPI 同比首次回升，推动企业营收改善。7 月份，规模以上工业企业营业收入同比下降 1.4%，降幅较 6 月份收窄 1.9 个百分点。

利润率方面，1-7 月利润率为 5.39%，同比下降 1.0 个百分点，1-6 月为下降 1.1 个百分点。进一步拆解成本率和费用率，本期成本率为 85.22%，较去年同期上升 0.52 个百分点，1-6 月为上升 0.71 个百分点，说明企业的成本压力继续降低。其背后是大宗商品价格低位运行，产业链中下游行业原料成本压力有所减轻，工业企业单位成本改善。费用率为 8.37%，较去年同期相比上升 0.44 个百分点，且与 1-6 月相比涨幅有所扩大，可见费用率成为了本期利润率的拖累。

图 9：工业企业利润率、成本率、费用率


三、中游、下游制造业利润表现亮眼

下游制造业利润占比上升。今年以来,装备制造业发展动能积聚壮大,持续助推工业企业效益恢复。1—7月份,下游制造业利润的比重升至42.0%,较1—6月份、上年同期分别提高0.2、7.9个百分点。分行业看,电气机械行业受光伏设备、锂离子电池、家用空调等产品带动,利润增长33.7%;铁路船舶航空航天运输设备行业受船舶、海洋工程装备、动车组等产品带动,利润增长30.4%;通用设备、仪器仪表行业利润分别增长14.5%、12.4%,均保持较快增长。

图 10：大类行业利润占比


另外,受到企业补库原材料的带动,中游原材料行业利润边际好转。我们在第一部分已作分析。

风险因素

信贷政策收紧；海外衰退幅度超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。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。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

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理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。