

2023年08月28日

PPI 主导名义库存周期

——2023年7月工业企业利润点评

固定收益研究团队

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张鑫楠（联系人）

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790122030068

● 核心观点

1. 7月，全国规模以上工业企业营收同比-1.4%（前值-3.3%，下同），利润同比-6.7%（-8.3%），利润率5.2%（6.4%）。

2. 利润在逐步企稳，在连续多月的大幅下滑之后，利润增速回到个位数的下降中，降幅再次收窄了1.9个百分点。从量价来拆分对营收的拉动，7月工业增加值同比+3.7%（+4.4%），PPI同比-4.4%（-5.4%），数量的涨幅有所收窄，但是价格端的拖累在逐步减小，随着PPI底部的出现，之前价格大幅下降对利润形成向下拉动的形势或许将逐步改善。从8月的价格高频数据来看，价格较7月继续回升。

3. 另外，产销率也是一项前期拖累利润的主要因素。实际上，量的变化应该用工业增加值*产销率来近似体现。产销率作为代表生产向销售端传导的衡量指标，在2023年以来，持续低于季节性，并且在二季度是大幅弱于往年同期。而7月的数据出现了超季节性的回升，或许可以证明生产向需求的传导的阻滞在疏通。

4. 另一个重点是利润率绝对值仍然弱于往年同期。利润率的变动可以对每百元的成本和费用进行解构。相对来说，成本端是影响利润率的主要因素，正处在近年来较高位。对不同企业类型来说，私营企业的成本略有回落，或许因为政策端对民营企业的支持开始见效。比如对于民营企业的费用成本问题，自7月政治局会议提出了“切实优化民营企业发展环境，要坚决整治乱收费、乱罚款、乱摊派等问题”后，政策层面频发建立召开与民营企业的沟通交流机制，民营企业面对的主要问题如拖欠账款等可以得到缓解。

5. 工业企业营收累计同比-0.5%（-0.4%），产成品存货累计同比+1.6%（+2.2%）。直观上来看，两者的差值并没有进一步扩大，而是在收窄。事实上，我们认为名义库存周期更像是价格周期，也就是由PPI主导的周期。由于PPI已经见底回升，那么随着价格的回升，名义库存也将上行。从微观角度来看价格周期的逻辑，当价格开始回落，企业的生产意愿将会降低，当价格无法覆盖企业的成本时，行业会出现出清。随着供给的减少，价格会出现见底回升，这时企业会再次投入生产。因此，库存也是会略滞后于价格的指标，如果以6月作为PPI底部的话，库存现在或许也正在接近底部。与当下库存增速绝对值、回落幅度和回落速度并且利润率从低位回升都相似的时期是2016年，都是由于企业和库存出清没有结束导致经济环比走弱，但是当库存释放结束后，经济或将企稳回升。

6. 采矿业+原材料加工的利润占比持续下降，为中下游利润释放出空间。景气程度的分布和结构分布显示的情况较为一致。累计同比增速靠前的行业是公用事业、电气机械、运输设备和通用设备，多为装备制造业，装备制造业已经成为支撑工业企业利润的主要支柱。另外，由于夏季到来和生产需要，电力供应利润增速较高。累计同比增速居前的行业是开采辅助、黑色加工、燃料加工等，多数为上游行业，对整体企业利润形成较为严重的拖累。采矿业的利润和大宗商品的价格的关联是较为紧密的，工业品高频企稳回升或许将支撑采矿业利润回升。下游消费品中，仍然只有烟草行业利润同比正增，其余消费品多数下降。

7. 后续随着库存的出清、PPI的底部回升，或许将会开启新一轮上行周期，虽然降息和经济的恢复期导致收益率出现下行，但降息后债市收益率下行幅度不及MLF调降幅度，需关注后续稳增长政策和经济恢复程度。

● **风险提示：**政策变化超预期；经济变化超预期。

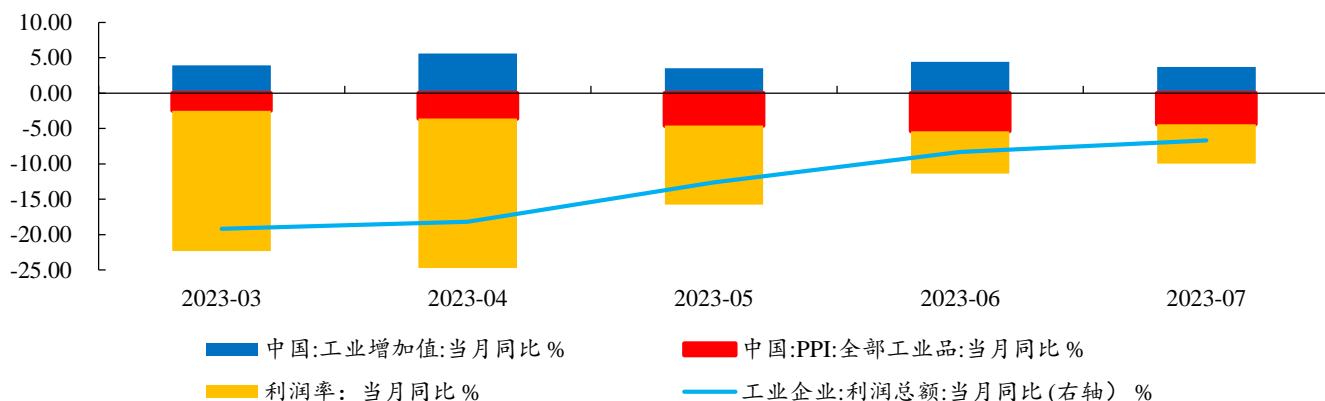
相关研究报告

《LPR非对称降息，美将保持政策利率在限制性水平——利率债周报》-2023.8.27

《部分出口价格指标下滑——高频数据周报》-2023.8.27

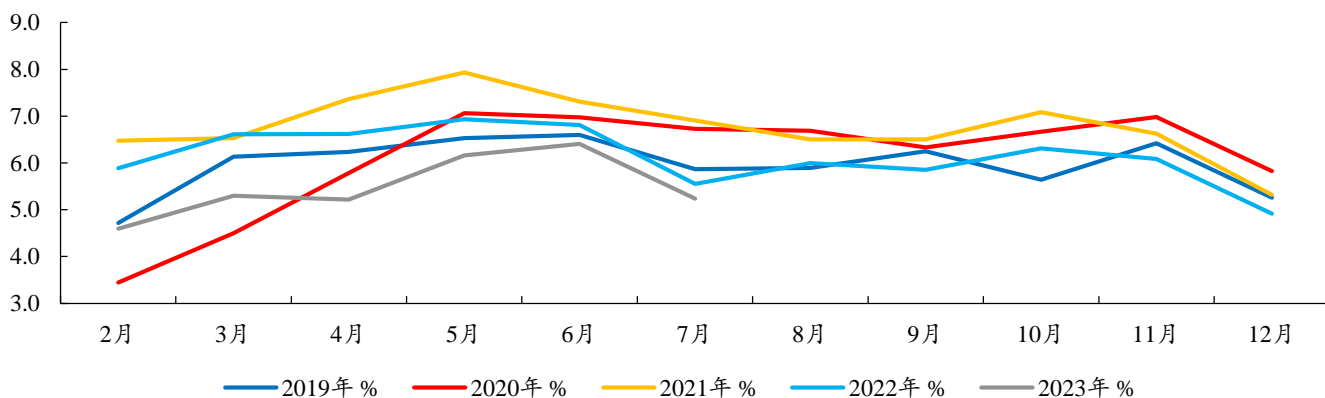
《后续财政基建支出有望实现正增——2023年7月财政数据点评》-2023.8.27

附图 1：工业企业利润降幅收窄



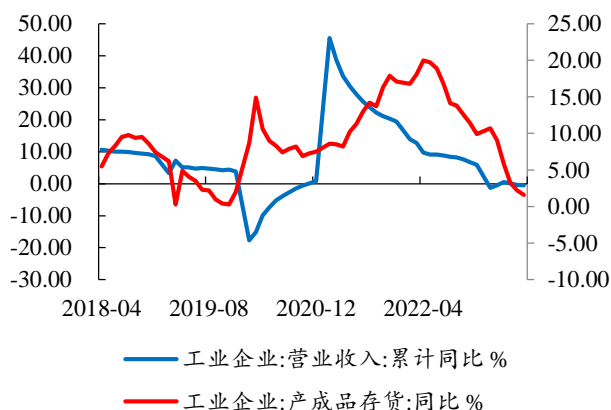
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：工业企业利润率弱于季节性



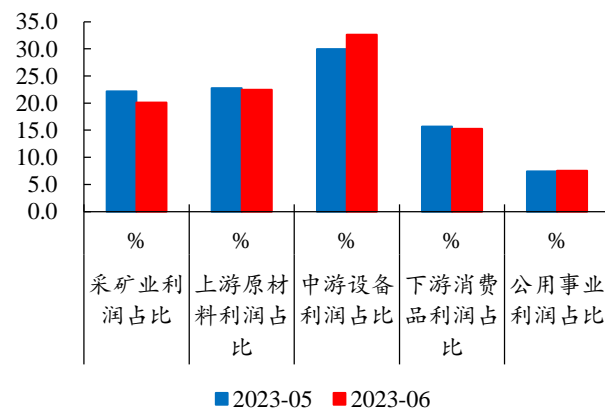
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：营收和库存差值在收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：上游利润占比回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn