

2023年08月28日

库存周期熨平下的上涨行情：1999、2016 启示录——7 月企业利润点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（联系人）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790122120002

2023年1-7月全国规模以上工业企业利润累计同比-15.5%，前值-16.8%；营业收入累计同比增长-0.5%，前值-0.4%。

● 7月工业企业营收企稳、利润延续回升

需求边际修复推动供求关系改善，叠加价格水平降幅收窄，7月工业企业营收企稳、利润延续回升。此前我们判断8月中下旬将是政策密集出台期，目前央行、财政部、证监会等部委陆续发力，伴随新一轮稳增长政策落实落细，工业企业基本面有望稳步回升。

● 库存周期熨平下的上涨行情：1999、2016 启示录

(1)名义库存进一步触底，但实际库存仅行至半程，结合库销比 ttm 仍未见拐点，本轮库存去化仍不彻底。我们重申此前观点，即“2023Q3 被动去库，2024Q1 主动补库，存货增速反弹至 10%”。2023Q3 仅在数值上体现为“被动去库”，并非需求迅速修复导致的库存去化，从去库到补库的切换时点可能延后，反弹力度或不大。

(2)历史上有 2 轮库存周期出现熨平的迹象，即 1999、2016 年，呈现“去库深、补库浅”。但有趣的是，1999、2016 年均伴随了上涨行情，核心要素在于“制度建设+需求政策”。

(3)2023 年与 1999、2016 年存在诸多相似之处，但核心变量仍有区别：即 2023 年总需求政策力度可能不如 1999、2016 年。推演来看，短期权益将受益于各部委集中释放利好、走修复市，但往后看预计经济平稳修复，斜率和补库力度或不大，届时市场可能重新回归基本面，需关注结构性机会（详见《库存周期熨平与否的探讨与投资思路》）。

● 中游、公用事业利润占比稳中有升

(1)利润占比来看，1-7 月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业的利润占比分别为 34.9%、28.5%、26.6%，分别较前值变动了-0.4、0.2、-0.3 个百分点。

(2)利润增速来看，上游行业普遍改善；中游设备制造增速仍高；下游消费制造增速下滑、结构出现分化，汽车、家具边际走弱，农副食品加工、纺织业、纺织服装等处于“困境反转”的行业有所改善。

● **风险提示：**政策变化超预期；俄乌冲突反复超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《不确定与谨慎行动——2023 Jackson Hole 鲍威尔发言点评——宏观经济点评》-2023.8.26

《财政收支增速边际改善——7 月财政数据点评——宏观经济点评》-2023.8.22

《增量政策有望延续落地——宏观周报》-2023.8.20

目 录

1、 7月工业企业营收企稳、利润延续回升.....	3
2、 库存周期熨平下的上涨行情：1999、2016 启示录.....	4
3、 中游、公用事业利润占比稳中有升	5
4、 风险提示	6

图表目录

图 1： 7月工业企业利润回升	3
图 2： 利润当月同比改善	3
图 3： 营收当月同比见底回升	3
图 4： 实际去库仅行至半程，1999、2016 出现熨平.....	4
图 5： 库销比未见拐点	4
图 6： 第 1、5、6 轮库存去化偏缓	4
图 7： 第 1、6 轮（1999、2016）营收改善偏慢.....	4
图 8： 中游、公用事业利润占比稳中有升	5
图 9： 下游利润增速下滑	5
图 10： 中游行业利润增速仍高	6

2023年1-7月全国规模以上工业企业利润累计同比-15.5%，前值-16.8%；营业收入累计同比增长-0.5%，前值-0.4%。

1、7月工业企业营收企稳、利润延续回升

需求边际修复推动供求关系改善，叠加价格水平降幅收窄，7月工业企业营收企稳、利润延续回升。2023年1-7月工业企业营收累计同比为-0.5%，当月同比为-1.4%，较前值改善了1.9个百分点；利润总额累计同比为-15.5%，年初以来持续回升，当月同比则改善了1.6个百分点至-6.7%。

工业企业单位成本相对稳定，中下游原材料成本压力趋减。7月销售毛利率、营业利润率分别为14.8%、5.4%，基本持平前值。此前我们判断8月中下旬将是政策密集出台期，目前央行、财政部、证监会等部委陆续发力，伴随新一轮稳增长政策落实落细，工业企业基本面有望稳步回升。

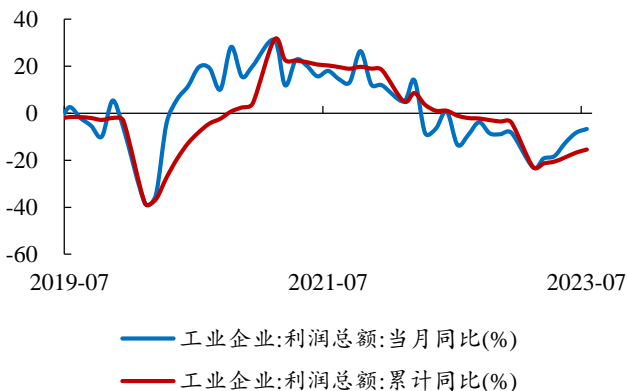
图1：7月工业企业营收企稳、利润回升

工业企业主要效益指标	2018			2019			2020			2021			2022			2023		
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7
量																		
营收:累计同比*																		-0.5
工业增加值:累计同比*																		3.8
出口交货值:累计同比*																		-4.9
价																		
PPI:同比																		-4.4
利																		
利润总额:当月同比*																		-6.7
利润总额:累计同比*																		-15.5
销售毛利率																		14.8
营业利润率																		5.4
PPI-PPIRM																		1.7
费																		
工业企业:费用率(逆序)																		8.4
库存																		
产成品存货:累计同比(逆序)																		1.6
存货周转天数(逆序)																		20.3
营收增速与存货增速剪刀差																		-2.1

*表示2021年为两年累计同比增长速
注：颜色数字大小关系：绿色<白色<红色

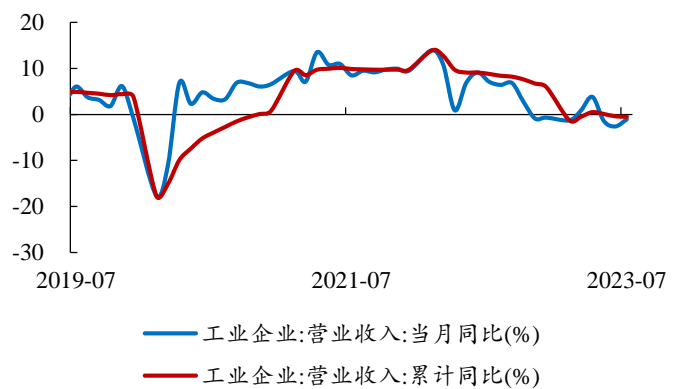
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：利润当月同比改善



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图3：营收当月同比见底回升



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

2、库存周期熨平下的上涨行情：1999、2016 启示录

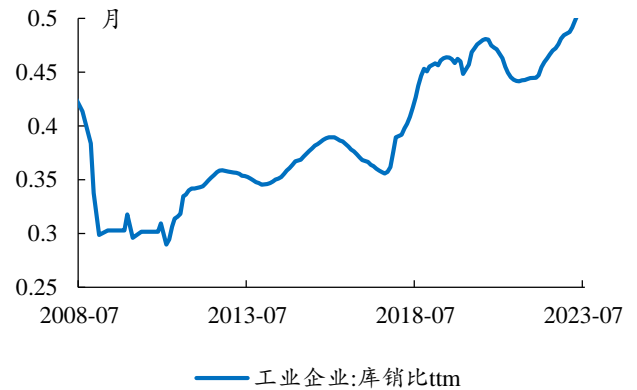
2023 年 1-7 月工业企业产成品存货累计同比为 1.6%，较前值下降了 0.6 个百分点；平减 PPI 后的实际库存为 6.0%，仅行至半程。历史上多数去库阶段由“量”主导而非“价”，但本轮去库主要由“价”贡献而非“量”，结合库销比 ttm 仍未见拐点，本轮库存去化仍不彻底。我们重申此前观点，即“2023Q3 被动去库，2024Q1 主动补库，存货增速反弹至 10%”。2023Q3 仅在数值上体现为“被动去库”，并非需求迅速修复导致的库存去化，本质在于地产周期失位，从去库到补库的切换时点可能延后，库存反弹力度或不大。

图4：实际去库仅行至半程，1999、2016 出现熨平



数据来源：Wind、开源证券研究所

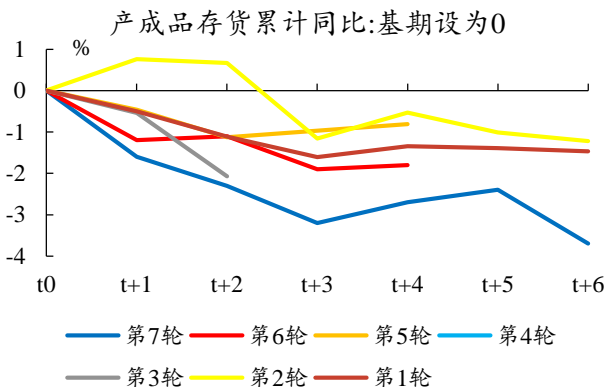
图5：库销比未见拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

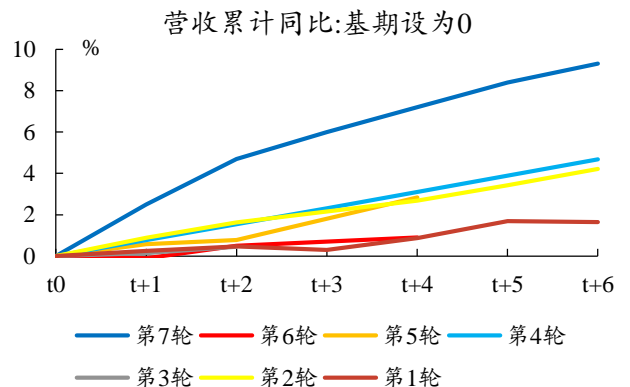
历史上有 2 轮库存周期出现熨平的迹象，即 1999、2016 年，呈现“去库深、补库浅”。但有趣的是，1999、2016 年均伴随了上涨行情，核心要素在于“制度建设+需求政策”。

图6：第 1、5、6 轮库存去化偏缓



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：第 1-7 轮分别为 1999 年 3 月-2000 年 5 月、2002 年 4-10 月、2006 年 3-5 月、2009 年 3-8 月、2012 年 10 月-2013 年 2 月、2016 年 3-7 月、2020 年 4-10 月

图7：第 1、6 轮（1999、2016）营收改善偏慢



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：第 1-7 轮分别为 1999 年 3 月-2000 年 5 月、2002 年 4-10 月、2006 年 3-5 月、2009 年 3-8 月、2012 年 10 月-2013 年 2 月、2016 年 3-7 月、2020 年 4-10 月

1999年：1995年5月国务院层面批示推动证券市场发展，激发资本市场活力。商品房改革的推进下，房地产进入上行通道、房地产投资迅速见底回升。财政政策延续了1998年的积极姿态，在年初500亿元长期国债规模的基础上增发了600亿元，同时动用了收入政策（自新中国成立以来首次），财政支出540亿元提高职工收入以刺激居民消费。政策底、经济底先后出现，驱动A股走出持续2年的上涨行情。

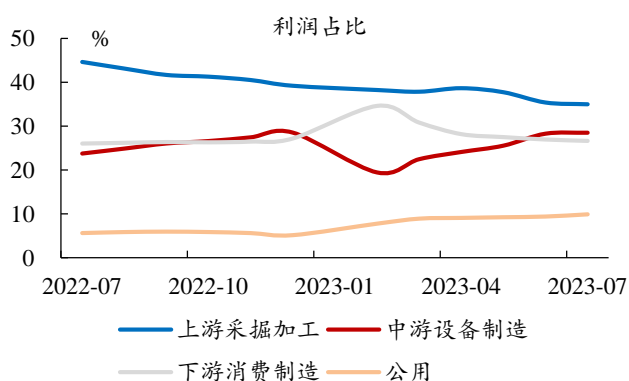
2016年：供给侧改革+棚改货币化。“三去一降一补”意味着库存周期虽然被人为熨平，但工业企业盈利状况和供需关系显著改善，尤其上游行业较为受益；此外，2015年五连降息强化了棚改货币化的效用，催生了一轮延续3年的房地产周期。具体来看，权益市场周期、金融地产、消费白马的行情依次上演。

2023年与1999、2016年存在诸多相似之处，例如实体需求均弱，2023年“827”对标1999年“519”，城中村改造对标“小棚改”，但核心变量仍有区别：即2023年总需求政策力度可能不如1999、2016年。推演来看，短期权益将受益于各部委集中释放利好、走修复市，但往后看预计经济平稳修复，斜率和补库力度或不大，届时市场可能重新回归基本面，需关注结构性机会（详见《库存周期熨平与否的探讨与投资思路》）。

3、中游、公用事业利润占比稳中有升

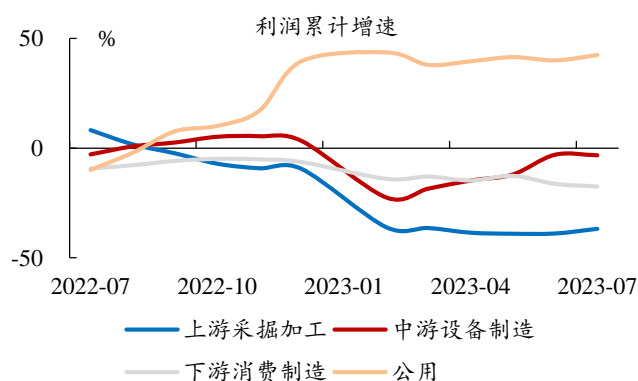
中游利润增速仍高，高温天气提振公用事业利润。利润占比来看，1-7月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业的利润占比分别为34.9%、28.5%、26.6%，分别较前值变动了-0.4、0.2、-0.3个百分点。利润增速来看，1-7月上游利润累计同比为-36.8%，细分行业增速普遍改善，化学纤维、黑色金属采选、有色金属压延边际改善了12.1、9.4、7.3个百分点；中游设备制造增速仍高，电气机械、交运设备、通用设备、仪器仪表分别为33.7%、30.4%、14.5%、12.4%；下游消费制造增速下滑，结构出现分化，汽车、家具边际走弱，农副食品加工、纺织服装、纺织业等处于“困境反转”的行业有所改善，分别较前值提高了9.4、4.5、3.5个百分点。

图8：中游、公用事业利润占比稳中有升

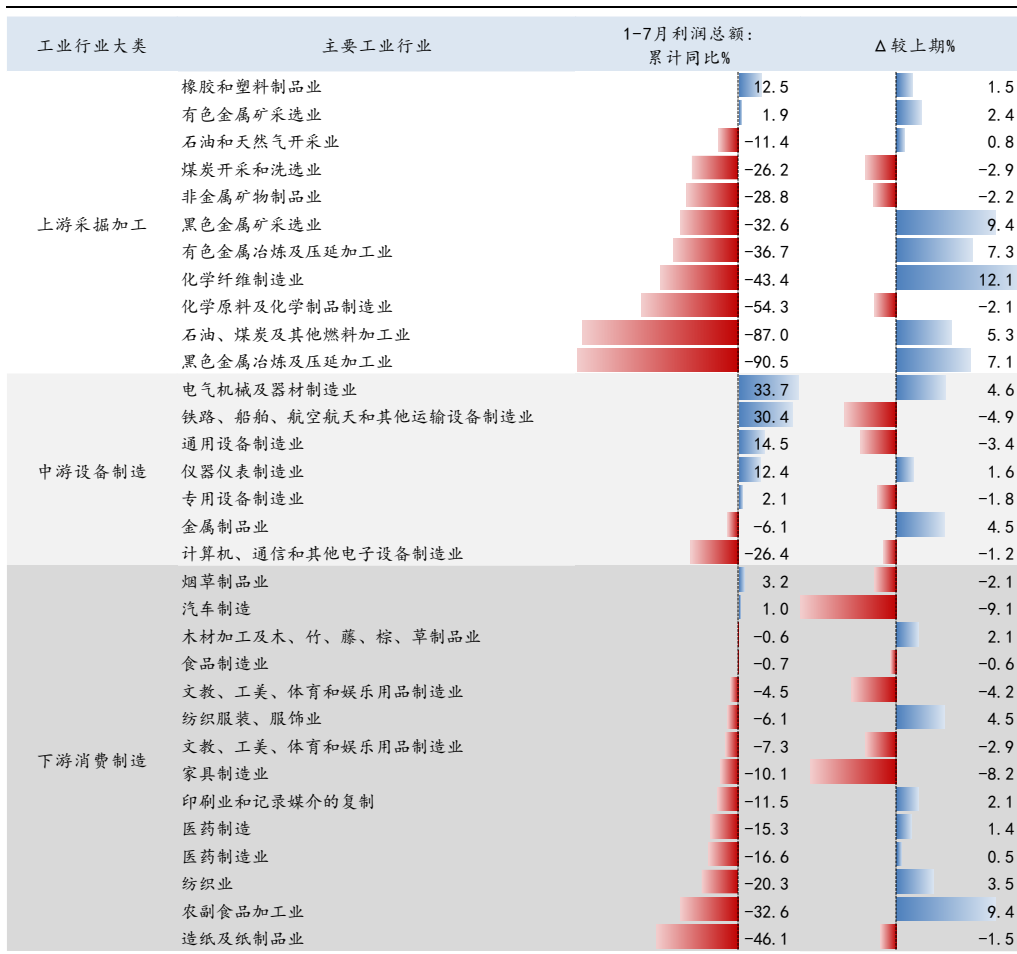


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：下游利润增速下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：中游行业利润增速仍高


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

政策变化超预期；俄乌冲突反复超预期；美国经济超预期衰退。

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

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

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

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