

## 拐点特征很明显

### ——8月工业企业利润分析

#### 核心要点:

9月27日国家统计局发布:1-8月,规模以上工业企业利润总额累计同比-11.7%(前值-15.5%),当月同比+17.2%(前值-6.7%);营业收入累计同比-0.3%(前值-0.50%)。

**整体来看,8月规模以上工业企业利润由负转正,库存增速开始反弹,资产负债表开始扩张,拐点的特征很明显。**

1. **工业企业利润当月同比由负转正,以两年复合增速衡量也是由负转正。**1-8月规模以上工业企业利润累计同比-11.7%(前值-15.5%),两年复合增速-7.02%(前值-8.58%);8月当月同比+17.2%(前值-6.7%),两年复合增速+8.26%(7月为-3.4%)。
2. **此前发布的多项数据都出现改善,工业生产量价齐升。**8月的制造业PMI、PPI与CPI、进出口、社会融资增速、制造业投资、工业增加值、服务业生产指数、就业与消费等多项指标都出现边际改善,仅房地产数据仍然下行,尚未显示政策效果。工业更是呈现量价齐升——8月制造业PMI中新订单、出厂价、采购量指数都升至临界值以上;工业增加值环比+0.5%,同比+4.5%(前值+3.7%);PPI环比+0.2%,同比-3.0%(前值-4.4%)。
3. **各种所有制工业企业的利润增速都在收窄降幅,私营企业的利润改善尤其明显。**1-8月私营企业利润累计同比-4.6%(前值-10.7%)。
4. **工业品库存增速开始反弹,库存周期见底。**1-8月,工业产成品存货累计同比+2.4%(前值+1.6%),开始跟随PPI反弹。
5. **工业企业开始试探性扩张资产负债表。**截止8月工业企业负债同比+7.0%(前值+6.8%),第2个月回升;资产同比+6.6%(前值+6.5%),2022年以来首次回升。
6. **分行业来看,中游继续保持景气,下游消费开始明显复苏。**三大行业上,采矿业降幅收窄,制造业恢复韧性增强,公共事业利润保持高速增长。细分行业来看,上游采矿业和原材料加工利润降幅明显收窄,主要源于下游需求的恢复以及价格的回暖。中游制造业维持景气态势,汽车制造虽然没有继续维持年中高增长态势,但对比上月有所反弹;计算机电子等负增长的行业边际改善。下游消费出现明显恢复,两个行业由负转正,三个行业收窄降幅。

**展望未来,预计工业企业利润增速将持续上行,并在2024Q2实现转正。**从9月CRB指数来看,预计9月PPI可能进一步回升至-2.1%左右,对应9月工业企业利润增速将进一步收窄降幅。而且由于去年下半年的基数越来越低,预计工业企业利润当月同比增速将持续保持较高增速,到2024Q2工业企业利润累计同比增速可能接近转正。原因在于,当前面对房地产的下行趋势,各路上升力量正在合力对冲:预计2023Q4至2024Q1主要支撑力量是财政政策节奏加快;2024Q2随着美联储政策拐点临近,同时美国经济实现软着陆,中国出口将加速回升;同时随着通胀率回归正常、人民币汇率的外部压力下降,国内货币政策效果将进一步释放;到2024年下半年,居民的就业、消费与购房、民营企业投资等也将陆续开始修复。总体来看,当前房地产投资的下行是集中、持续、大力度的,而上行力量的形成是分散、陆续、存在不确定性的。但只有不断形成新的力量,并凝聚力,才能最终实现宏观经济和工业企业利润平稳回升。

#### 分析师

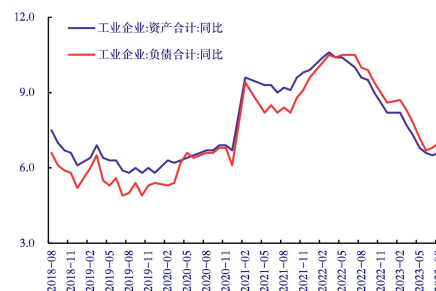
高明

☎: 18510969619

✉: gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

图:工业企业资产负债表再度开始扩张



#### 风险提示:

- 1.国内政策时滞的风险
- 2.海外经济衰退的风险

## 目 录

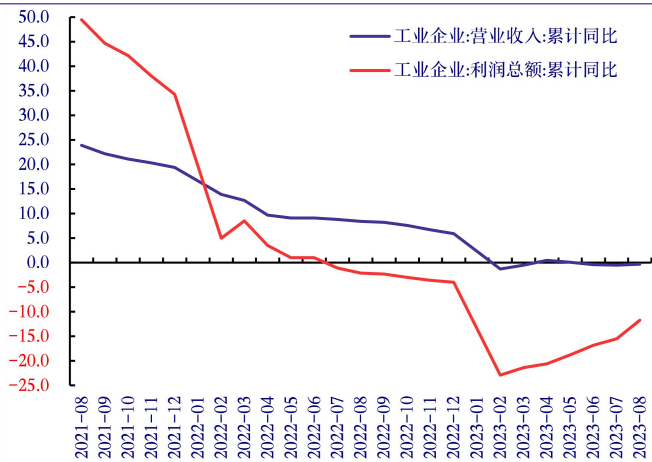
一、8月利润由负转正、库存增速开始反弹，企业开始扩张资产负债表.....	3
二、工业企业分行业利润增速：上游反弹、中游保持景气，下游开始复苏.....	4
图表目录.....	6

## 一、8月利润由负转正、库存增速开始反弹，企业开始扩张资产负债表

9月此前发布的多项数据都出现改善，工业生产量价齐升。可以看到，8月制造业PMI、PPI与CPI、进出口、社会融资、制造业投资、工业增加值、服务业生产指数、就业与消费等多项指标都出现了边际改善，仅房地产销售和 investment 数据仍然下行，尚未显示政策效果。工业生产呈现出量价齐升状态——8月制造业PMI中新订单、出厂价、采购量三个分项指数升至临界值以上；8月工业增加值环比+0.5%，同比+4.5%（前值+3.7%）；PPI环比+0.2%，同比-3.0%（前值-4.4%），明显收窄降幅。

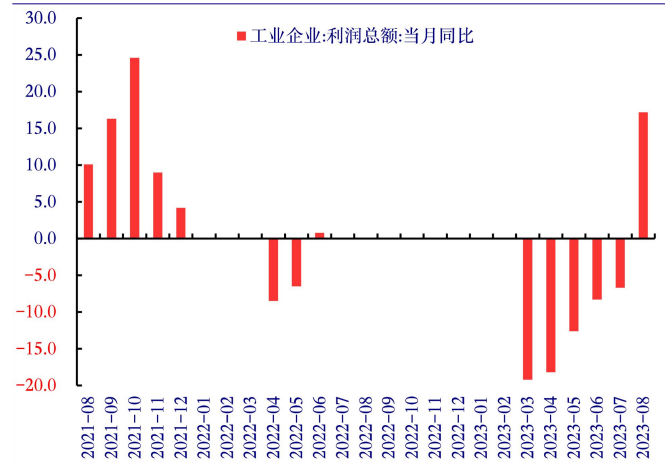
工业企业营收与利润也反映了这种改善，特别是利润当月同比由负转正（以两年复合增速衡量也是由负转正）。1-8月规模以上工业企业营业收入累计同比-0.3%（前值-0.5%），两年复合增速3.96%（前值4.05%）；1-8月利润累计同比-11.7%（前值-15.5%），两年复合-7.02%（前值-8.58%）；8月当月同比+17.2%（前值-6.7%），实现由负转正，两年复合+8.26%（7月为-3.4%），同样由负转正。

图1. 规模以上工业企业营收和利润累计同比（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

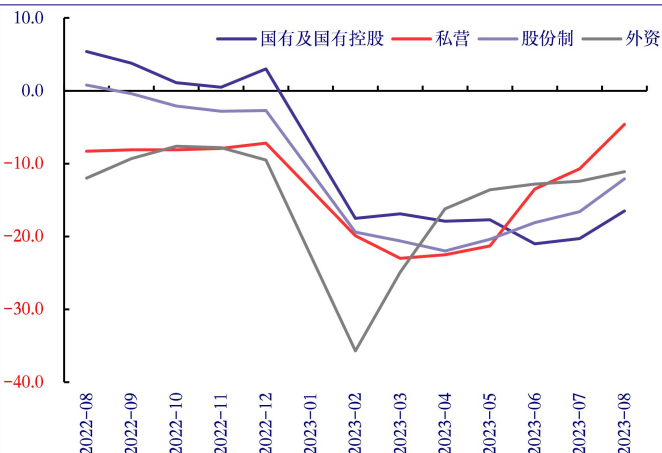
图2. 规模以上工业企业利润当月同比: 已公布月份（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

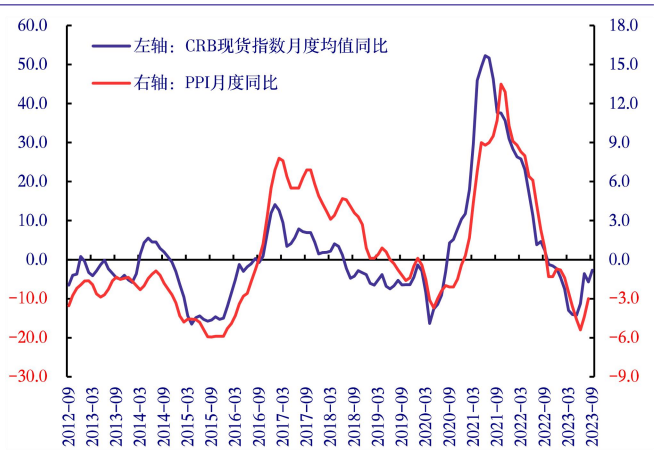
各种所有制工业企业利润增速都在持续收窄降幅，私营企业利润改善尤其明显。1-8月，国有及国有控股企业利润同比-16.5%（前值-20.3%），股份制企业利润同比-12.1%（前值-16.6%），私营企业利润同比-4.6%（前值-10.7%），改善尤其明显，外资及港澳台企业利润同比-11.1%（前值-12.4%），都呈现持续收窄降幅的趋势。

图3. 不同所有制类型工业企业利润增速（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4. 根据9月CRB指数走势预测9月PPI将进一步上升（%）



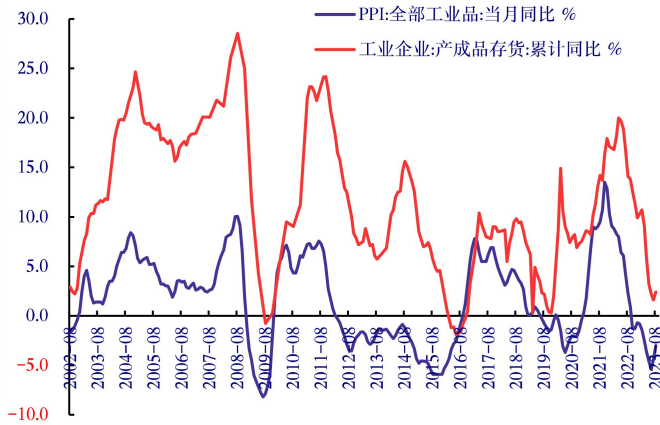
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

工业品库存增速开始反弹，库存周期见底。1-8月工业产成品存货累计同比+2.4%（前值+1.6%），开始跟随PPI反弹。请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

下一阶段，随着PPI进一步收窄降幅，工业企业也将陆续开启加库存周期。

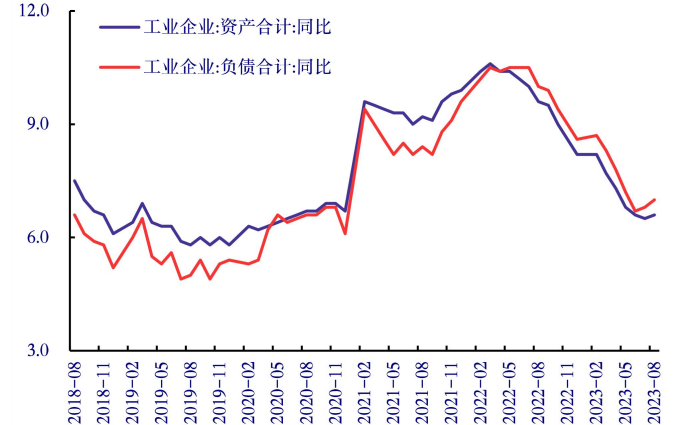
工业企业负债总额增速第2个月回升，资产总额增速自2022年以来首次反弹，反映目前工业企业已经开始试探性扩张资产负债表。8月工业企业负债同比+7.0%（前值+6.8%），是6月见底以来连续第2个月回升；资产同比+6.6%（前值+6.5%），是2022年以来的首次回升。

图 5. PPI 增速领先库存周期，目前都已经开始反弹



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6. 8 月规模以上工业企业负债增速开始反弹 (%)

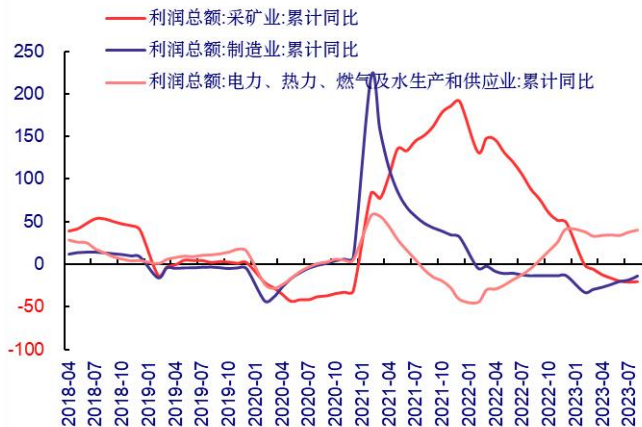


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、工业企业分行业利润增速：上游反弹、中游保持景气，下游开始复苏

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-20.5%（前值-21%）、-13.7%（前值-18.4%）和 40.4%（前值 38%）。采矿业降幅收窄，制造业恢复韧性增强，公共事业利润保持高速增长。

图 7. 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 8. 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

上游采矿业和原材料加工利润降幅明显收窄，主要源于下游需求的恢复以及价格的回暖。采矿业中有色采选利润同比增长 4.0%（前值 1.9%），其余行业利润同比为负但已出现改善，油气开采、黑色采选利润同比分别-10.8%（前值-11.4%）、-23.8%（前值-32.6%），仅有非金属矿采选降幅扩大为-7%（前值-4.9%）。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 15%（前值 12.5%）；其余原材料加工全部负增长但改善明显，黑色、有色金属冶炼加工分别为-57.1%（前值-90.5%）、-27%（前值-36.7%）；石油煤炭及燃料加工-68.9%（前值-87%）、金属制品-3.8%（前值-6.1%）、非金属矿物制品-26.8%（前值-28.8%）、木材加工转正为 7.2%（前值-0.6%）、造纸及纸制品-39.8%（前值-46.1%）。公用设备方面继续保持利润正增长且增幅扩大，电力热力 53.4%（前值 51.2%）、燃气生产和供应 0.6%（前值 0.2%）、水的生产和供应 3.8%（前值 0.1%）。请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

**中游制造业利润维持景气态势，汽车制造有所反弹，负增长的行业边际改善。**继续保持正增长的有电气机械 33%（前值 33.7%）、通用设备 12.9%（前值 14.5%）、专用设备制造 3.6%（前值 2.1%）、铁路船舶航空航天 32.5%（前值 30.4%）、仪器仪表 10.1%（前值 12.4%）及机械和设备修理 14.5%（前值 11.5%），汽车制造虽然没有继续维持年中的高增长态势，但是对比上月本月有所反弹，利润累计同比录得 2.4%（前值 1.0%）；负增长的行业已经出现明显边际改善，计算机通信和电子设备利润累计同比-20.6%（前值-26.4%）、化学纤维制造-21.4%（前值-43.4%）、家具制造-10.2%（前值-10.1%）、其他制造-28.6%（前值-30.2%）。

**下游消费出现明显改善。**其中由负转正的行业有食品制造 0.4%（前值-0.7%）和皮毛羽和制鞋 16%（前值-4.5%）；降幅收窄的有农副食品加工-26%（前值-32.6%）、纺织业-15%（前值-20.3%）和酒饮料和茶制造-14%（前值-15.3%）。但医药制造、纺织服装和文教工美体育娱乐用品降幅扩大，分别为-18.3%（前值-16.6%）、-6.8%（前值-6.1%）和 7.8%（前值-7.3%）。烟草制品增幅降速，录得 2.6%（前值 3.2%）。

**图 9. 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 (%)	2023-08	-11.7	-20.6	33.0	53.4	2.4	-57.1	-51.1	-27.0	-68.9	-26.8
	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
行业		农副食品加工	通用设备制造	金属制品	煤炭开采和洗选	专用设备制造	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 (%)	2023-08	-26.0	12.9	-3.8	-26.3	3.6	15.0	-18.3	-15.0	0.4	2.6
	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
行业		燃气生产和供应	酒饮料和茶制造	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	废弃资源综合利用	仪器仪表制造
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 (%)	2023-08	0.6	-14.0	-7.8	-39.8	-6.8	32.5	-10.8	-21.4	-30.8	10.1
	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
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 (%)	2023-08	16.0	7.2	-10.2	-9.6	-23.8	4.0	-7.0	3.8	-28.6	14.5
	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

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 图表目录

图 1. 规模以上工业企业营收和利润累计同比 (%) .....	3
图 2. 规模以上工业企业利润当月同比：已公布月份 (%) .....	3
图 3. 不同所有制类型工业企业利润增速 (%) .....	3
图 4. 根据 9 月 CRB 指数走势预测 9 月 PPI 将进一步上升 .....	3
图 5. PPI 增速领先库存周期，目前都已经开始反弹 .....	4
图 6. 8 月规模以上工业企业负债增速开始反弹 (%) .....	4
图 7. 工业三大类别：利润累计同比增速 (%) .....	4
图 8. 工业三大类别：工业增加值：当月同比 .....	4
图 9. 工业企业子行业利润增速：累计同比 .....	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。**

### 评级标准

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn