

2023年8月工业企业利润数据点评

“补库存”初现端倪

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003

CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项：

2023年8月工业企业利润同比17.2%，系去年下半年以来首次正增长。

平安观点：

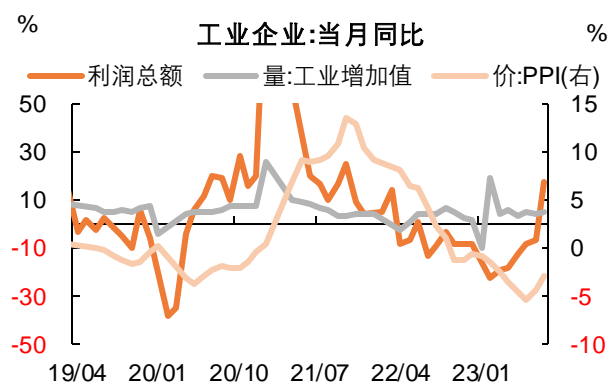
1. 工业企业利润由负转正，得益于价的跌幅收窄、量的更快增长，营收利润率回暖的带动尤为突出。8月工业增加值同比增速提升，PPI同比跌幅收窄，共同带动工业企业营业收入同比增速由负转正。我们测算，8月单月营业收入利润率升至6.5%，较去年同期高1个百分点，对单月工业企业利润增速的拉动超过20个百分点。利润分配从上游向中下游转移：采矿业行业利润率下降，同时制造业的成本降低、利润率得以提升。
2. 工业企业资产负债率持平于高位。工业企业总资产、总负债增速小幅提升，分别为6.6%和7.0%。值得注意的是，私营企业资产负债率已连续四个月持平于60.3%，系2015年以来高点。
3. 工业企业“补库存”初现端倪。8月工业企业产成品存货同比增速提升0.8个百分点至2.4%，处1996年有数据以来的9.4%分位水平。1) 基数大幅下行的影响不容忽视。去年同期工业企业加速去库存，产成品存货增速较上月降低2.7个百分点，单月下行幅度系历史较极端的水平。2) 本轮库存周期运行已经出现一些积极信号，包括产出缺口的收敛、价格向上拐点的出现、工业生产的总体企稳回升等。2023年9月至年末，基数的推升作用将较8月减弱，但鉴于领先指标的向好迹象，整体工业仍有望在今年年末过渡到补库存阶段。
4. 从大类行业看，8月工业利润回暖以原材料为主要带动，其余板块也有不同幅度回升。根据我们计算：1) 原材料制造业对工业企业利润的拖累进一步收窄2个百分点至-9.8%，受价量的共同带动。7月原材料制造业PPI同比开始见底回升，采用营业收入加权的原材料行业工业增加值增速也在持续抬升，共同助力原材料行业利润跌幅收窄。2) 装备制造业对工业企业利润增速的拖累收窄0.6个百分点至-0.4%，成本下滑是主要驱动。采用营业收入加权的装备制造业的工业增加值增速基本持平于上月，PPI同比跌幅收窄0.1个百分点，二者对其利润的贡献相对有限。3) 消费制造业对工业企业利润增速的拖累收窄0.3个百分点至-4%，价、量和利润率均呈低位弱改善。
5. 总体看，工业企业经营数据呈现积极信号：一是，“去库存”对工业生产的拖累已行至尾声。二是，制造业成本压力趋于缓和，盈利能力逐步修复，有助于信心和预期的回稳。但其中也有结构性隐忧：一是，私营企业杠杆率处于高位，或制约进一步“加杠杆”的意愿和能力。二是，消费制造业景气仍处于历史低位，体现终端消费需求不足的约束，拉动消费的必要性仍然紧迫。三是，装备制造业去年以来投资持续偏强，新增产能正逐步投产，而需求端回升斜率却受制于外需变化，亦需寻求新的支撑点。

2023年1-8月工业企业利润同比为-11.7%，较上月降幅进一步收窄3.8个百分点；8月工业企业利润当月同比增长17.2%，系去年下半年以来的首次正增长。工业企业经济效益状况主要呈现以下特点：

1、工业企业利润增速由负转正，得益于价的跌幅收窄、量的更快增长，营收利润率回暖的带动尤为突出。8月工业增加值同比较上月提升0.8个百分点至4.5%，PPI同比跌幅收窄1.4个百分点至-3%，在价量共同作用之下，工业企业营业收入同比增速由负转正，较上月提升2.2个百分点至0.8%。我们估算，8月单月营业收入利润率升至6.5%，较去年同期高1个百分点，对单月工业企业利润增速的拉动超过20个百分点。

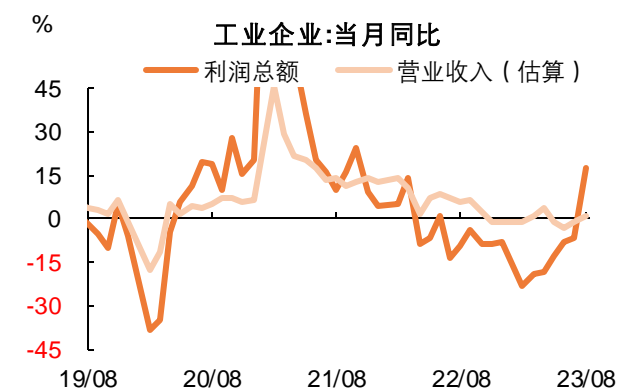
成本费用方面，1-8月每百元营业收入中的成本较上月减少0.05元，已连续三个月回落；每百元营业收入中的费用进一步回落0.04元，得益于央行连续降息的支持，企业财务费用或有进一步下降；其它差额项目季节性回落0.04元，同样呈现出积极迹象。

图表1 8月工业价、量同比增速均回升



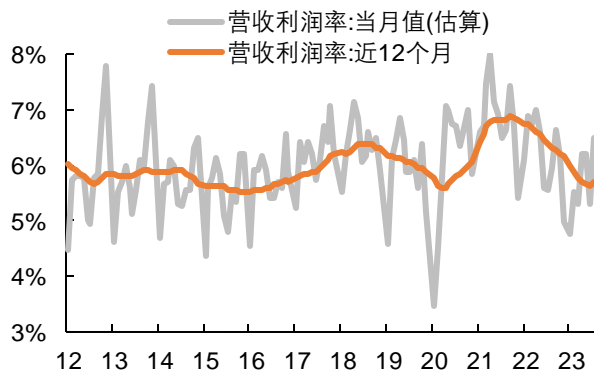
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 8月工业企业利润同比由负转正



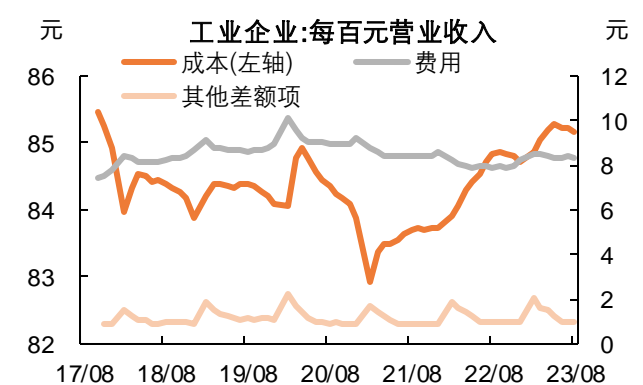
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 8月工业企业营收利润率明显提升



资料来源:wind, 平安证券研究所

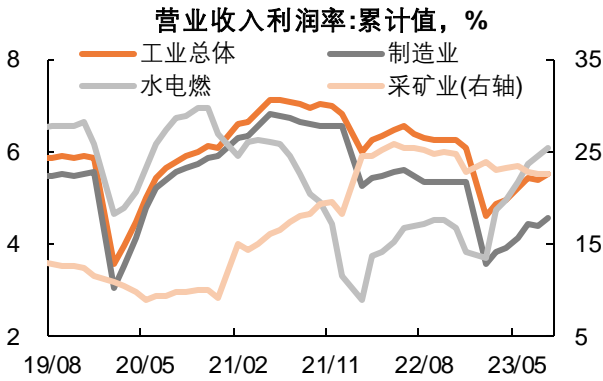
图表4 8月百元营收中的成本和费用同比下降



资料来源:wind, 平安证券研究所; 注:其他差额项目在会计报表中对应税金及附加、资产减值、汇兑损益等分项

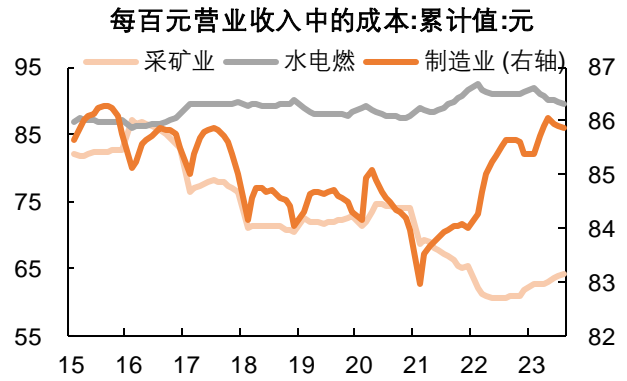
分大类行业看，制造业和水电燃气行业营业收入利润率大幅回升，而采矿业利润率下滑，利润分配从上游向中下游转移。百元营业收入中的成本下滑也主要体现在制造业中，采矿业成本亦有温和抬升。

图表5 8月制造业营业收入利润率改善



资料来源:wind, 平安证券研究所

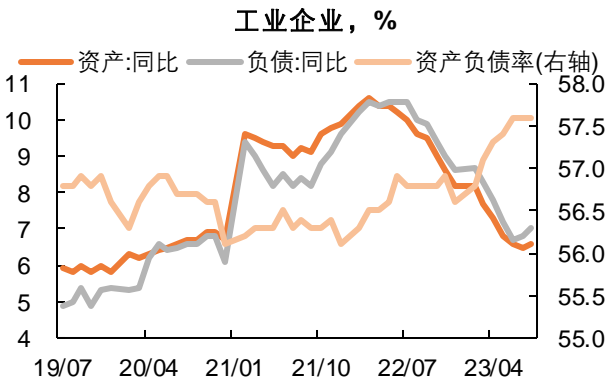
图表6 8月制造业每百元营业收入中的成本下滑



资料来源:wind, 平安证券研究所

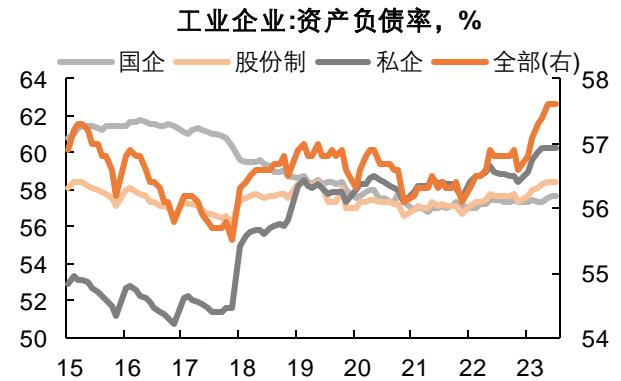
2、工业企业资产和负债扩张速度均小幅提升，资产负债率持平。1-8月工业企业资产负债率为57.6%，连续三个月持平；总资产、总负债增速分别为6.6%和7.0%，分别较上月提升0.1和0.2个百分点。值得注意的是，私营企业资产负债率已连续四个月持平于60.3%，系2015年以来高点，或制约其进一步“加杠杆”的意愿和能力。

图表7 8月工业企业资产和负债增速略有提升



资料来源:wind, 平安证券研究所

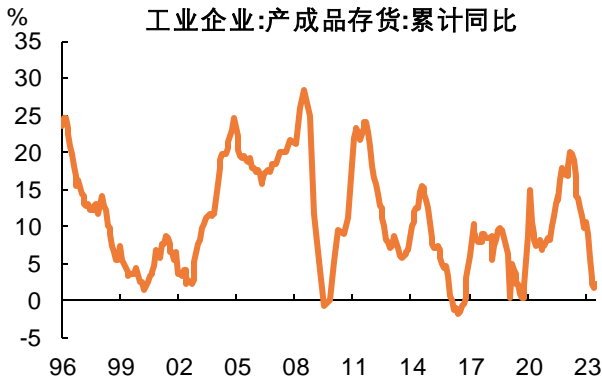
图表8 8月私营工业企业资产负债率持平



资料来源:wind, 平安证券研究所

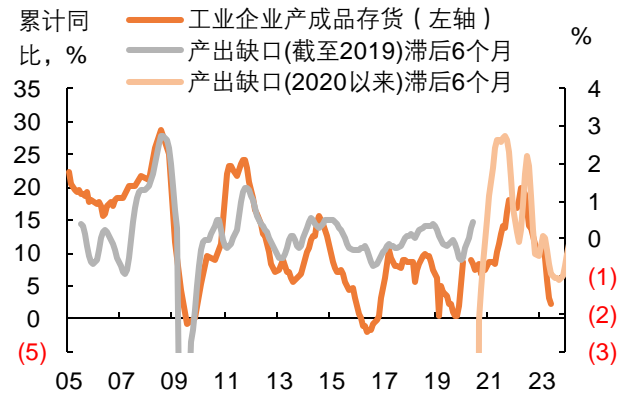
3、工业企业“补库存”初现端倪。1-8月工业企业产成品存货同比提升0.8个百分点至2.4%，处1996年有数据以来的9.4%分位水平。8月份产成品存货增速提升，基数大幅下行的影响不容忽视。去年同期工业企业加速去库存，产成品存货增速较上月降低2.7个百分点，单月下行幅度系历史较极端的水平。不过，本轮库存周期运行已经出现了一些积极信号，包括产出缺口的收敛、价格向上拐点的出现、工业生产的总体企稳回升等，去库存的主要下行势能也已得到体现（详见《详解库存周期：误区、框架与研判》）。2023年9月至年末，基数的推升作用将较8月减弱，但鉴于领先指标的向好迹象，整体工业仍有望在今年年末过渡到补库存阶段。

图表9 8月工业企业库存增速自历史低位略有回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 工业产出缺口对库存增速有半年左右领先性

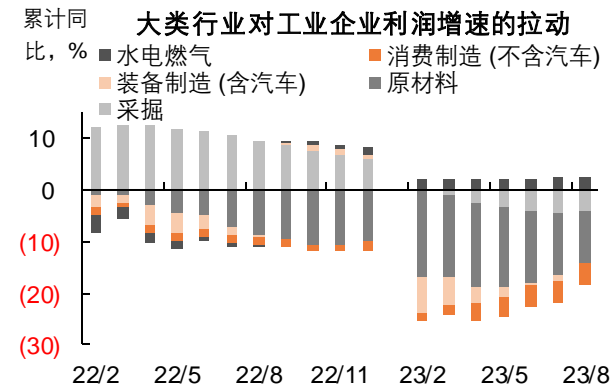


资料来源:wind, 平安证券研究所

4、从大类行业看，8月工业利润回暖以原材料行业为主要带动，其余板块也有不同幅度回升。我们计算：

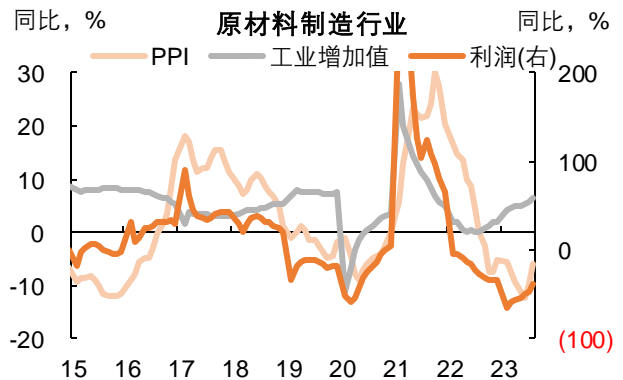
- 1) 1-8月原材料行业对工业企业利润的拖累进一步收窄 2个百分点至-9.8%，受价量的共同带动。6月以来南华工业品指数显著反弹，7月原材料制造业PPI同比开始见底回升，采用营业收入加权的原材料行业工业增加值增速也在持续抬升，共同助力原材料行业利润跌幅收窄。
- 2) 装备制造业对工业企业利润增速的拖累收窄 0.6个百分点至-0.4%，成本下滑是主要驱动。我们测算，装备制造业每百元营业收入中的成本约86.3元，同比增速自上月的0.1%转为-0.3%。采用营业收入加权的装备制造业工业增加值增速基本持平于上月，PPI同比跌幅收窄 0.1个百分点，二者对其利润的贡献相对有限。
- 3) 消费制造业对工业企业利润增速的拖累收窄 0.3个百分点至-4%，价、量和利润率均呈低位弱改善。我们测算，8月消费制造行业工业增加值、PPI同比跌幅分别收窄 0.2和 0.4个百分点，每百元营业收入中的成本略有下行。2022年以来，消费制造行业的利润、生产、出口、投资增速依次大幅下挫，今年8月出现边际企稳迹象。目前看，消费制造行业景气仍处于历史低位，体现终端消费需求不足的约束，拉动消费的必要性仍然紧迫。

图表11 工业利润降幅收窄主要体现在原材料制造业



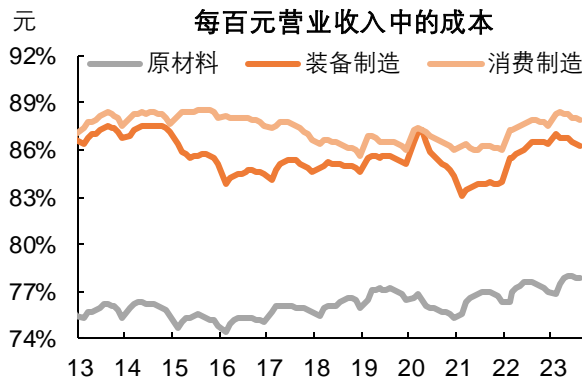
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表12 量、价因素共同驱动原材料行业利润降幅收窄



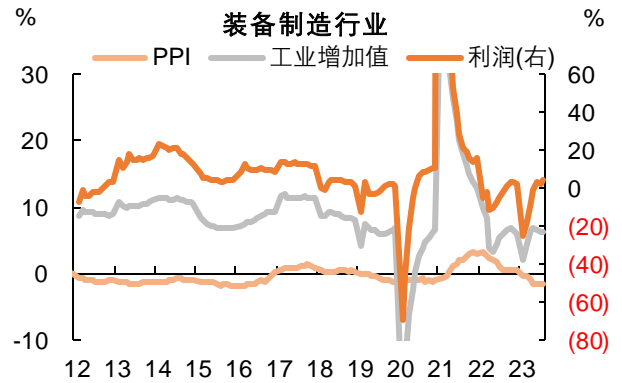
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表13 装备制造和消费制造行业成本占比趋于下滑



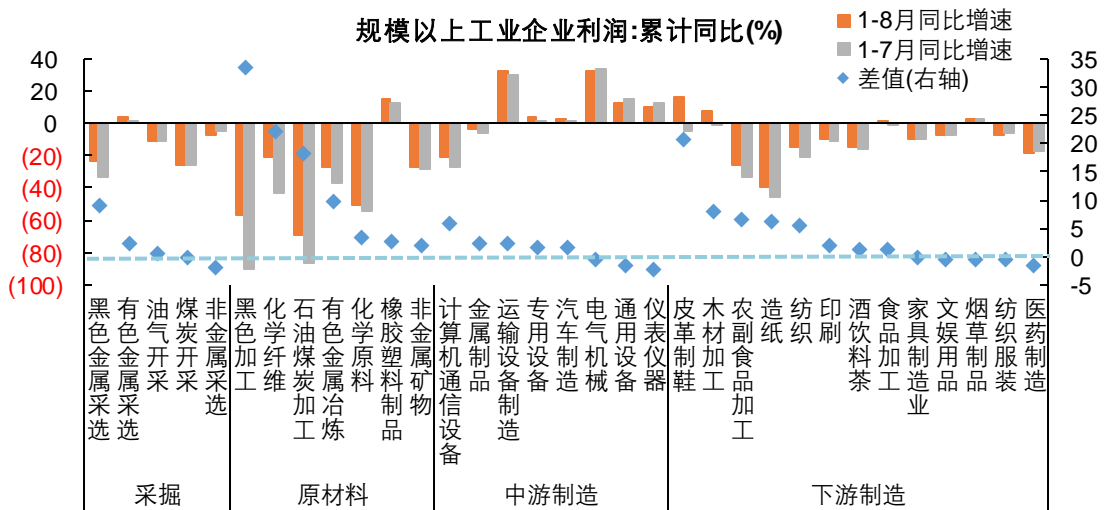
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表14 装备制造行业工业增加值略有回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表15 2023年8月多数行业利润增速抬升



资料来源:Wind, 平安证券研究所

风险提示: 稳增长政策落地效果不及预期, 海外经济衰退程度超预期, 经济转型中的结构变化使数据之间的领先滞后关系发生变化等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层