

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

企业补库推动利润增速大幅改善

2023年9月27日

摘要:

- **8月工业企业利润增速大幅改善。**自去年下半年以来,工业企业利润同比增速连续负增长,显示需求偏弱的环境下,企业经营状况持续承压。然而,8月份规模以上工业企业利润同比增长17.2%,实现了由负转正,且改善幅度较大(上期为下降6.7%)。
- **我们认为,企业补库存是8月利润大幅改善的主要“推手”。**
- **7月企业开始补库原材料,原材料库存周期已经开启。**我们计算的工业企业原材料库存同比增速在7月拐头向上,由6月的-0.59%小幅回升至-0.35%,显示原材料库存周期已经开启。另外,7月企业采购也出现回升,8月制造业PMI采购量指数回升至荣枯线之上,录得50.5,连续两个月上升,显示企业采购需求增多,印证了企业开始补原材料库存。受到原材料补库的影响,8月利润进一步向原材料行业集中。
- **8月我们观察到产成品库存周期也展现出触底回升的迹象。**本轮去库存始于2022年5月,截至2023年7月,已连续15个月去库存。历史经验显示,库存周期的底部在产成品库存同比增速0%左右,7月产成品库存同比降至1.6%,接近底部水平。而8月我们可以看到产成品库存同比增速反弹至2.4%,产成品库存周期展现出触底回升的迹象。由于行业的生产、需求的节奏存在区别,每个行业所处的阶段也有所不同。在33个重点工业行业中,我们观察到7月上游采掘业的燃料开采、非金属采选,中游原材料加工业的化学纤维、黑色、有色金属冶炼,下游制造业的通用设备、专用设备、电气机械,以及下游消费品的文教工美等行业已经进入补库周期。考虑到仍有部分行业库存水平处于较低位置,未来这些行业有望陆续开启补库存。
- **需要注意的是,虽然企业补库能够阶段性带来企业盈利状态的改善,但其持续性存在不确定性。**我们使用企业的营收衡量需求端的强弱,8月份企业营业收入由7月份同比下降1.4%转为增长0.8%,营收的改善程度要远弱于企业利润,说明我国工业需求偏弱的问题尚未得到明显的缓解。我们认为,后续企业盈利回升仍待进一步夯实。中国人民银行货币政策委员会三季度例会指出“国内经济仍面临需求不足等挑战”,并提出要“搞好逆周期和跨周期调节”,“促进物价低位回升”。我们判断,四季度央行有望延续偏宽松的货币政策取向,力保基本面的触底回升的确定性。另外关注地产(老动能)、新型工业化(新动能)等相关政策的变化。
- **风险因素:**信贷政策收紧;海外衰退幅度超预期。

目录

一、企业补库推动利润增速大幅改善	3
二、价格继续回暖，支撑企业利润明显改善	6
三、工业新动能持续壮大，驱动下游制造业利润表现亮眼	7
风险因素	8

图目录

图 1：原材料库存同比在 7 月触底回升	3
图 2：企业采购、新订单均回升	3
图 3：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	4
图 4：产成品库存同比增速反弹	5
图 5：2012 年至今各行业库存分位数	5
图 6：8 月工业企业利润累计同比降幅收窄	6
图 7：工业企业利润率、成本率、费用率	7
图 8：“价”与利润率的变化有较强的一致性	7
图 9：大类行业利润占比	8

一、企业补库推动利润增速大幅改善

8月工业企业利润增速大幅改善。自去年下半年以来，工业企业利润同比增速连续负增长，显示需求偏弱的环境下，企业经营状况持续承压。然而，8月份规模以上工业企业利润同比增长17.2%，实现了由负转正，且改善幅度较大（上期为下降6.7%）。

我们认为，企业补库存是8月利润大幅改善的主要“推手”。

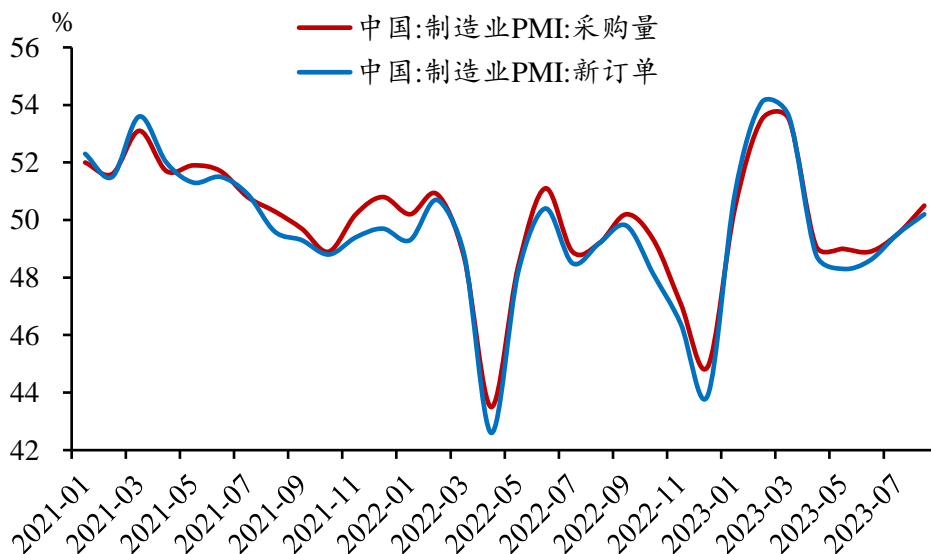
7月企业开始补库原材料，原材料库存周期已经开启。我们计算的工业企业原材料库存同比增速在7月拐头向上，由6月的-0.59%小幅回升至-0.35%，显示原材料库存周期已经开启。另外，7月企业采购也出现回升，8月制造业PMI采购量指数回升至荣枯线之上，录得50.5，连续两个月上升，显示企业采购需求增多，印证了企业开始补原材料库存。

图 1：原材料库存同比在 7 月触底回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

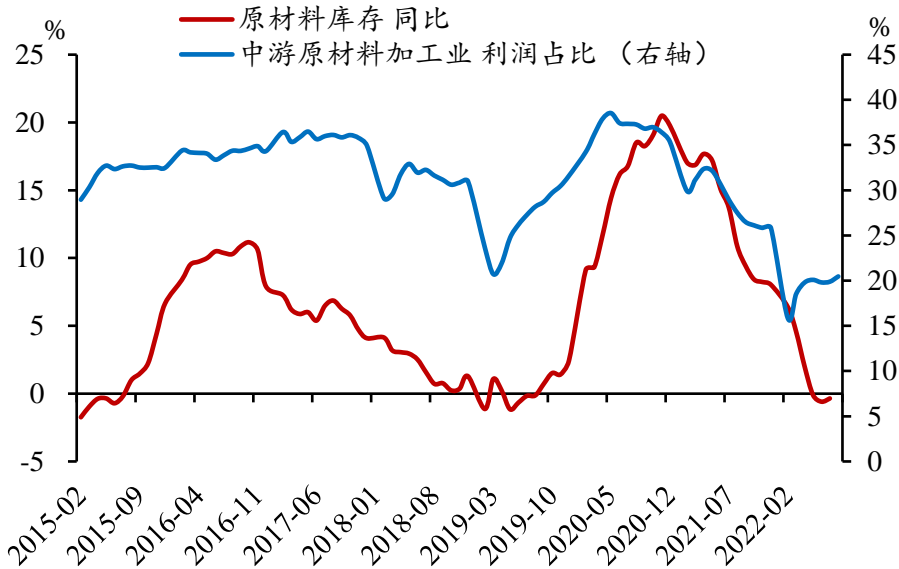
图 2：企业采购、新订单均回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

受到原材料补库的影响，8月利润进一步向原材料行业集中。根据统计局通稿，1—8月份，原材料制造业利润同比下降42.9%，降幅较1—7月份收窄8.0个百分点，带动工业利润降幅收窄2.5个百分点，对工业企业利润改善作用较大。分行业看，石油加工行业利润降幅较1—7月份收窄18.1个百分点；钢铁、有色冶炼行业利润降幅分别收窄33.4和9.7个百分点。8月我们计算的中游原材料加工业利润占比为20.5%，较上期上升0.6个百分点，连续两个月回升。

图 3：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

8月我们观察到产成品库存周期也展现出触底回升的迹象。本轮去库存始于2022年5月，截至2023年7月，已连续15个月去库存。历史经验显示，库存周期的底部在产成品库存同比增速0%左右，7月产成品库存同比降至1.6%，接近底部水平。而8月我们可以看到产成品库存同比增速反弹至2.4%，产成品库存周期展现出触底回升的迹象。

图 4：产成品库存同比增速反弹


资料来源：万得，信达证券研发中心

那么哪些行业已经开启补库存周期？由于行业的生产、需求的节奏存在区别，每个行业所处的阶段也有所不同。在 33 个重点工业行业中，我们观察到 7 月上游采掘业的燃料开采、非金属采选，中游原材料加工业的化学纤维、黑色、有色金属冶炼，下游制造业的通用设备、专用设备、电气机械，以及下游消费品的文教工美等行业已经进入补库周期。考虑到仍有部分行业库存水平处于较低位置，未来这些行业有望陆续开启补库存。

图 5：2012 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 (%)	7月库存分位数 (%)
煤炭开采和洗选业	76	79	72	63
石油和天然气开采业	15	13	7	9
黑色金属矿采选业	43	41	12	7
有色金属矿采选	33	28	30	21
非金属矿采选业	19	20	22	29
石油、煤炭及其他燃料加工业	17	14	4	0
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	44	37	34	27
造纸及纸制品业	34	19	13	6
化学原料及化学制品制造业	47	33	12	0
化学纤维制造业	6	4	0	2
橡胶和塑料制品业	13	11	10	9
非金属矿物制品业	59	49	16	8
黑色金属冶炼及压延加工业	11	6	6	11
有色金属冶炼及压延加工业	65	31	29	35
金属制品业	0	0	0	0
医药制造业	15	24	36	20
通用设备制造业	14	6	7	13
专用设备制造业	68	71	60	64
汽车制造	64	53	37	30
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	26	36	65	65
电气机械及器材制造业	54	23	32	47
计算机、通信和其他电子设备制造业	24	8	12	7
仪器仪表制造业	66	58	55	27
农副食品加工业	57	49	48	26
食品制造业	84	79	53	19
酒、饮料和精制茶制造业	9	39	36	17
烟草制品业	75	69	71	70
纺织业	12	9	19	7
纺织服装、服饰业	0	0	0	1
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	19	24	16	10
家具制造业	0	2	1	4
印刷业和记录媒介的复制	0	1	2	4
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	41	15	28	57

资料来源：万得，信达证券研发中心

注释：标蓝色表示该行业库存分位数在 7 月上升。

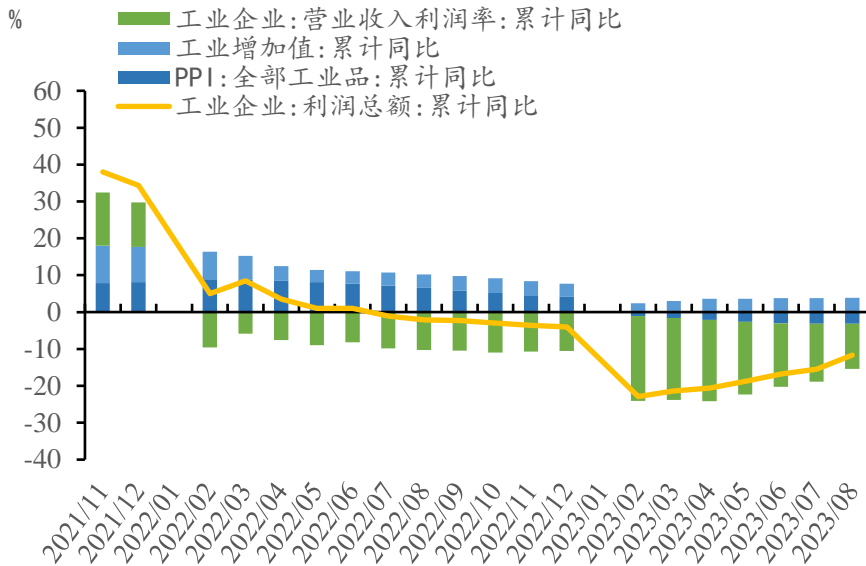
需要注意的是，虽然企业补库能够阶段性带来企业盈利状态的改善，但其持续性存在不确定性。我们使用企业的营收衡量需求端的强弱，8月份企业营业收入由7月份同比下降1.4%转为增长0.8%，营收的改善程度要远弱于企业利润，说明我国工业需求偏弱的问题尚未得到明显的缓解。我们认为，后续企业盈利回升仍待进一步夯实。中国人民银行货币政策委员会三季度例会指出“国内经济仍面临需求不足等挑战”，并提出要“搞好逆周期和跨周期调节”，“促进物价低位回升”。我们判断，四季度央行有望延续偏宽松的货币政策取向，力保基本面的触底回升的确定性。另外关注地产（老动能）、新型工业化（新动能）等相关政策的变化。

二、价格继续回暖，支撑企业利润明显改善

工业企业利润加速好转。今年以来，工业企业利润降幅逐月收窄。1—8月份，工业企业利润同比下降11.7%，降幅较1—7月份收窄3.8个百分点，回升明显加快。

根据三因素框架拆解本期工业企业利润，价格继续回暖，支撑企业利润明显改善。

图 6：8月工业企业利润累计同比降幅收窄

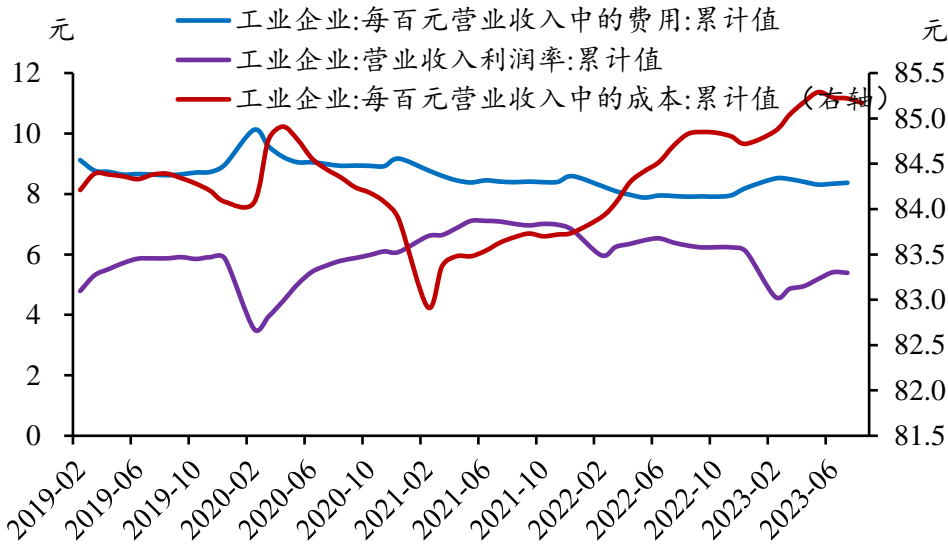


资料来源：万得，信达证券研发中心

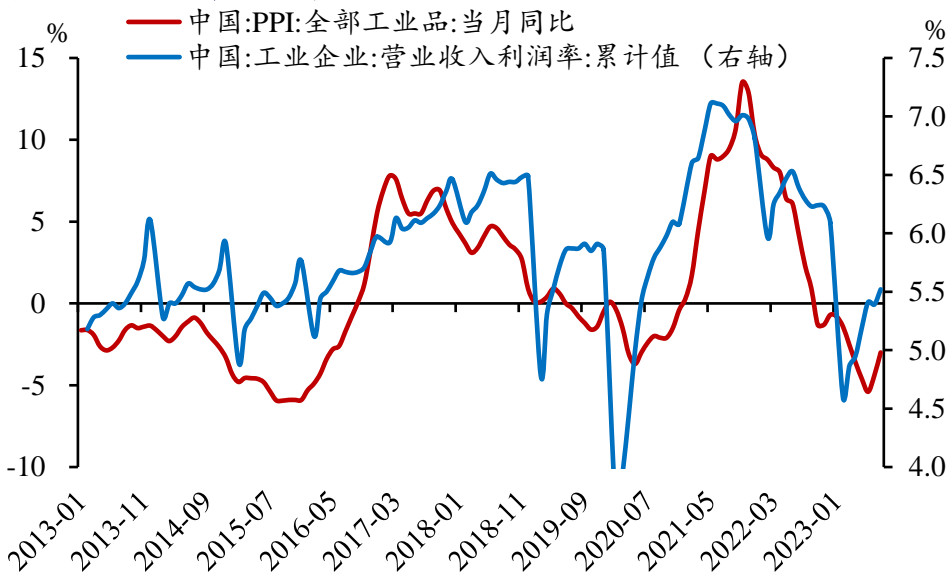
工业增加值方面，8月份，规模以上工业增加值同比增长4.5%，增速比7月份加快0.8个百分点。

PPI方面，8月PPI同比增速为-3.0%，7月同比为-4.4%，PPI同比在6月触底后连续两个月回升。PPI的回暖与企业补库原材料有关，企业补库原材料能够带动产业链上游的需求，而大宗商品是工业生产中重要的原材料。详细逻辑可见前期报告《大宗强势的逻辑：原材料补库周期和产能周期的共振》。

利润率方面，1-8月利润率为5.52%，同比下降0.77个百分点，1-7月为下降1.0个百分点，显示利润率也对企业利润改善形成贡献。利润率=出厂价格-成本-费用，一方面，价格上升，使得商品的出厂价格提升；另一方面，原材料为前期购入，价格相对较低，促进企业单位成本下降。两个因素共同推动企业盈利空间扩大。8月工业企业每百元营业收入中的成本为84.86元，环比减少0.29元。历史数据显示，“价”与利润率的变化有较强的一致性。

图 7：工业企业利润率、成本率、费用率


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

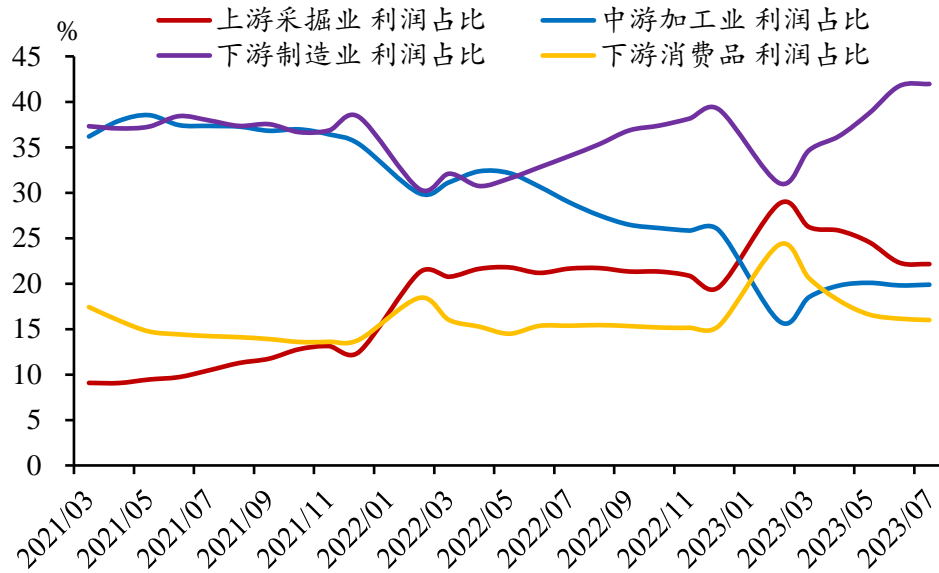
图 8：“价”与利润率的变化有较强的一致性


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

三、工业新动能持续壮大，驱动下游制造业利润表现亮眼

下游制造业利润占比继续上升。工业新动能持续壮大，新能源汽车、锂离子电池、光伏设备、动车组等产品生产较快增长，装备制造业发展动力不断增强。1—8 月份，下游制造业利润的比重升至 42.4%，较 1—7 月份、上年同期分别提高 0.4、7.0 个百分点。电气机械、铁路船舶航空航天运输设备行业利润分别增长 33.0%、32.5%，保持较高增速；汽车行业利润增长 2.4%，增速加快 1.4 个百分点；电子行业受产销回升等因素带动，利润降幅收窄 5.8 个百分点。

图 9：大类行业利润占比



资料来源:万得, 信达证券研发中心

另外, 受到企业补库原材料的带动, 中游原材料行业利润好转。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了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。