



研究所

分析师:梁伟超
SAC 登记编号:S1340523070001
Email:liangweichao@cnpsec.com
研究助理:崔超
SAC 登记编号:S1340121120032
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《政策性金融工具或难新增——Q3 货币政策解读 20230927》 - 2023.09.27

固收点评

盈利修复有望延续 ——8月工业企业利润解读 20230928

● 主要数据

1-8月,全国规模以上工业企业实现利润总额4.66万亿元,同比-11.7%;实现营业收入84.33万亿元,同比-0.3%;发生营业成本71.83万亿元,同比+0.2%;营业收入利润率为5.52%,同比下降0.71pct。

● 核心观点

8月份工业企业利润总额同比由降转增,经营情况边际改善,分析原因主要包括内需回暖、出口边际改善、物价回升。向后看,8月环比改善的三大因素仍然存在,预计9月工业企业经营仍将延续改善趋势。整体看,当前工业企业经营修复仍然偏弱,营收利润率为近五年同期最低,四季度内外需恢复的不确定性是主要扰动因素。8月企业产成品库存回升,库存拐点临近。

量价回升推动工业企业利润总额降幅大幅收窄。8月工业企业经营环比改善,营收降幅收窄,利润率回升,利润总额降幅收窄,9月有望延续。拆分工业企业利润,三大因素同步改善,量价提升幅度较大,反映总需求边际回暖。短期看,价格回升仍将是工业企业利润改善的主要动力。营收利润率整体升高,民营企业升幅最大,国企微降。每百元营业收入成本整体微降,民营企业降幅最大,国企升高。

企业部门杠杆率连续两月走平,调降融资成本是重点。8月全国规模以上工业企业资产负债率为57.6%,连续两个月持平。当前企业资产负债率为近五年同期最高,除融资成本处于低位外,盈利能力下降内部融资不足也是被动推高资产负债率的主要因素。7-8月资产负债率持续走平,映射企业加杠杆动力不强,未来调降企业融资成本、缓解债务压力仍是货币政策的重点之一。

产成品库存回升,库存拐点临近。库存回升主要归因于总需求增长企业主动补库、价格回升导致的存货成本抬升。从历史数据上看,去库存进程中往往会出现阶段性补库行为,8月产成品库存回升是否即库存拐点,仍取决于总需求恢复和价格回升的强度和持续性。

分行业看,8月营收增速改善较大的行业为:黑色金属矿采选业(+2.5 pct)、化学纤维制造业(+2.3 pct)、木材加工和木竹藤棕草制品业(+1.8 pct)。利润总额增速较上月提升幅度较大行业为:黑色金属冶炼和压延加工业(+33.4 pct)、化学纤维制造业(+22 pct)、皮毛羽鞋业(+20.5 pct)。

● 风险提示:

政策宽松力度不及预期。

目录

1 工业企业经营改善，9月有望延续.....	4
2 企业部门杠杆率连续两月走平.....	6
3 产成品库存回升，库存拐点临近.....	7
4 分行业：部分下游行业改善，中游制造业维持较高增速.....	8
5 风险提示.....	10

图表目录

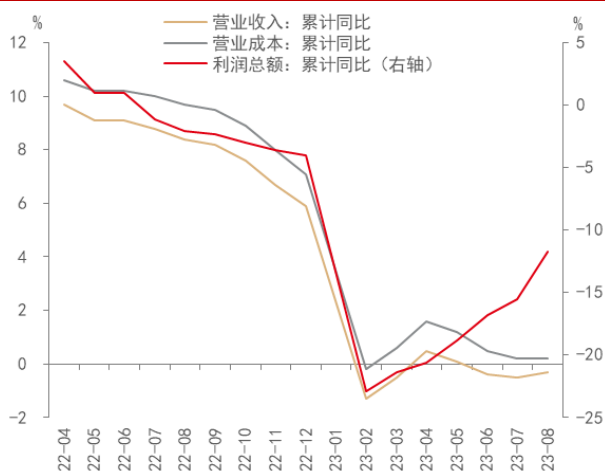
图表 1: 利润总额降幅持续收窄.....	4
图表 2: 营收利润率回升, 仍处近五年同期最低.....	4
图表 3: 三因素同步改善, 量价回升是关键.....	5
图表 4: 营收利润率整体改善, 私营企业幅度较大.....	6
图表 5: 国企每百元营业收入成本增加.....	6
图表 6: 资产负债率持续走平, 企业加杠杆意愿不足.....	7
图表 7: 今年以来民营企业资产负债率涨幅最大.....	7
图表 8: 去库存趋势放缓, 年底或迎拐点.....	8
图表 9: 各行业经营情况整体改善, 中游设备制造业增速较快.....	10

1 工业企业经营改善，9月有望延续

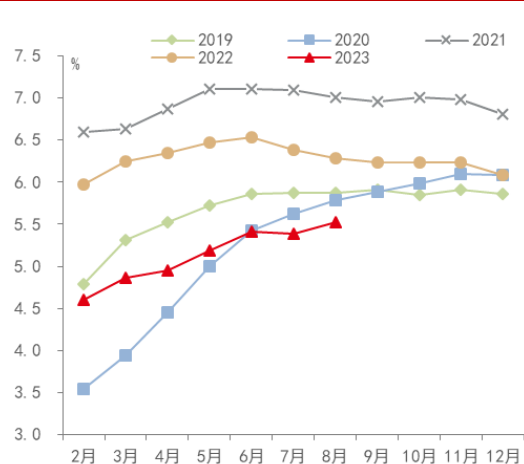
2023年1-8月，全国规模以上工业企业实现利润总额4.66万亿元，同比下降11.7%，降幅较1-7月收窄3.8 pct；实现营业收入84.33万亿元，同比下降0.3%，降幅较1-7月收窄0.2 pct；发生营业成本71.83万亿元，同比增长0.2%，增速与1-7月持平；营业收入利润率同比增长5.52%，较上月提升0.13 pct，升至今年最高。此外，8月份，规模以上工业企业利润实现由降转增，同比增长17.2%，上月为-6.7%。8月工业企业经营环比改善，营收降幅收窄，利润率回升，利润总额降幅持续大幅收窄，我们认为主要原因包括：一是8月暑期消费旺季，内需有所回暖；二是出口降幅收窄；三是物价回升，PPI同比降幅连续两个月收窄，8月较7月收窄1.4 pct。

向后看，8月环比改善的三大因素仍然存在，预计9月工业企业经营仍将延续改善趋势。首先，9月工程项目施工旺季、节前和开学季需求增长，内需延续回暖；其次，韩国9月前20日出口金额同比增长9.8%（8月前20日为-16.6%），我国出口9月大概率延续边际改善趋势；第三，9月原油、煤炭价格大幅上涨，金属价格稳中有升，PPI预期延续收窄趋势。整体看，8月工业企业经营修复仍然偏弱，营收利润率为近五年同期最低，9月继续向好的概率较大，但四季度在低基数背景下依然存在较大不确定性。

图表1：利润总额降幅持续收窄



图表2：营收利润率回升，仍处近五年同期最低

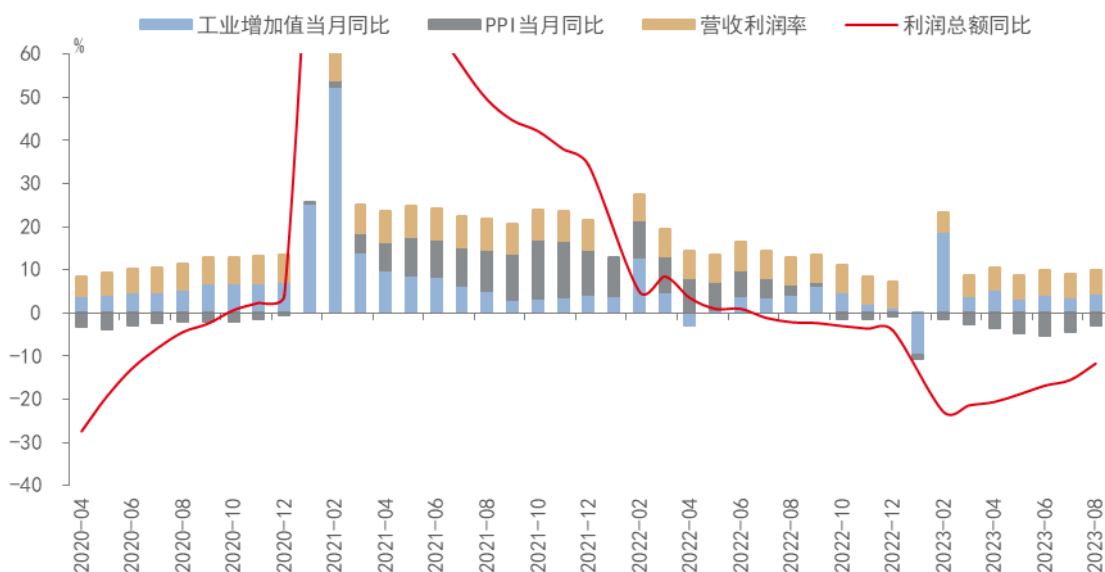


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

量价回升推动工业企业利润总额降幅大幅收窄。拆分工业企业利润，8月工业增加值同比增长速（4.5%）较上月升高0.8 pct，PPI当月同比增速（-3.0%）较上月提升1.4 pct，营业收入利润率（5.52%）较上月提升0.13 pct。三大因素同步改善，量价提升幅度较大，反映总需求边际回暖。8月PPI同比-3.0%，降幅持续两个月收窄，有数据以来历史分位数由6月的4.9%升至18.3%，价格改善明显。短期看，价格回升仍将是工业企业利润改善的主要动力。

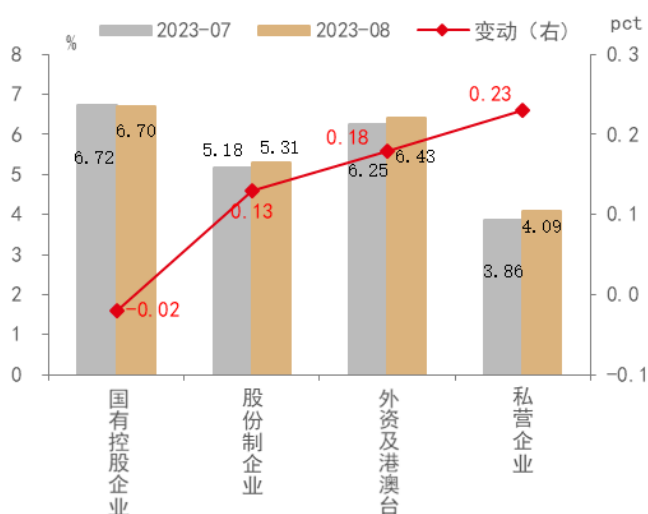
图表3：三因素同步改善，量价回升是关键



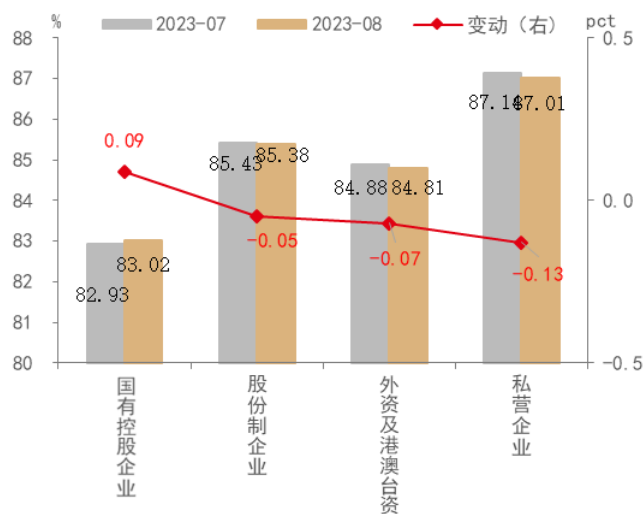
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

营收利润率整体升高，私营企业升幅最大，国企微降。8月全国规模以上工业企业营业收入利润率5.52%，较上月提升0.13 pct。分企业性质看，国有企业营收利润率仍然最高，国有企业（6.70%）>外商及港澳台投资企业（6.43%）>股份制企业（5.31%）>私营企业（4.09%）；从边际变化上看，国有企业营收利润率下降，其他三类企业均不同程度升高，私营企业（+0.23 pct）>外商及港澳台投资企业（+0.18 pct）>股份制企业（+0.13 pct）>国有企业（-0.02 pct）。

每百元营业收入成本整体微降，私营企业降幅最大，国企升高。每百元营业收入成本85.17元，较7月微降0.05元，其中私营企业下降幅度最大，国有企业成本上升。降幅：私营企业（-0.13元）>外商及港澳台投资企业（-0.07元）>股份制企业（-0.05元）>国有企业（+0.09元）。从绝对值上看，国有企业每百元营业收入成本最低，为83.02元；私营企业最高，为87.01元。

图表4：营收利润率整体改善，私营企业幅度较大


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表5：国企每百元营业收入成本增加


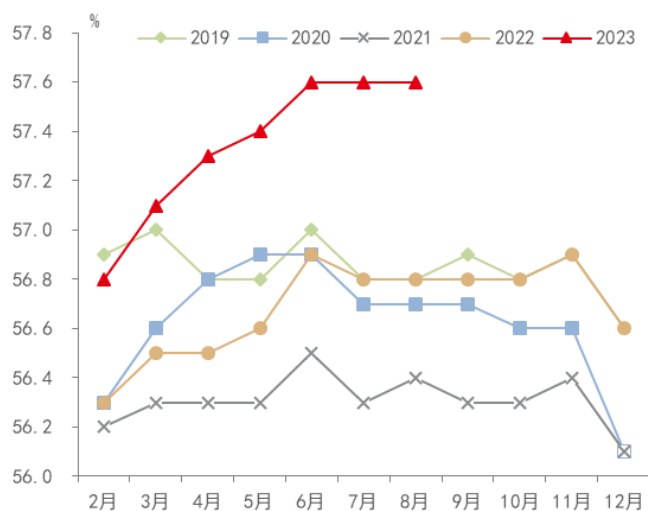
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2 企业部门杠杆率连续两月走平

企业杠杆率整体与上月持平。8月全国规模以上工业企业资产负债率为57.6%，连续两个月持平。分企业类型看，私营企业资产负债率较年初提升最大。8月国有及控股企业、股份制企业、外商及港澳台投资企业、私营企业资产负债率分别为57.7%、58.4%、53.7%和60.3%，分别较去年12月提升0.4 pct、1 pct、0.8 pct和1.9 pct。

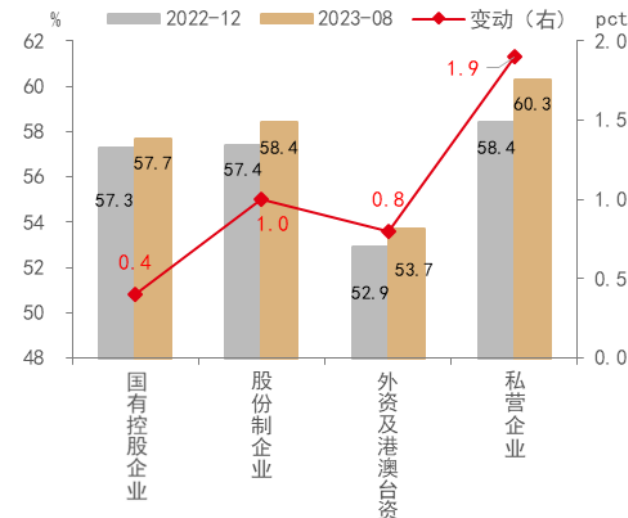
资产负债率近五年最高，调降融资成本仍是货币政策重点。8月20日，1年期LPR下降10个基点，企业短期融资成本进一步下降；9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，缓解银行流动性压力，进一步扩宽政策空间。当前企业资产负债率为近五年同期最高，除融资成本处于低位外，盈利能力下降内部融资不足也是被动推高资产负债率的主要因素。7-8月资产负债率持续走平，映射企业加杠杆动力不强，未来调降企业融资成本、缓解债务压力仍是货币政策的重点之一。

图表6: 资产负债率持续走平, 企业加杠杆意愿不足



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表7: 今年以来民营企业资产负债率涨幅最大



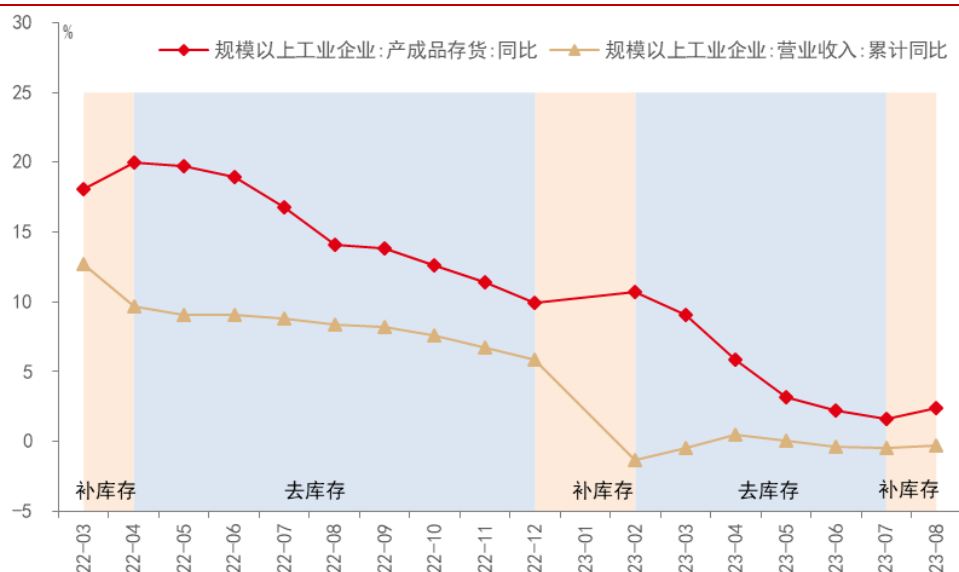
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

3 产成品库存回升, 库存拐点临近

产成品库存回升, 库存拐点临近。8月全国规模以上工业企业产成品存货同比增长2.4%, 增速较上月提升0.8 pct, 库存回升主要归因于总需求增长企业主动补库、价格回升导致的存货成本抬升。从历史库存周期数据上看, 去库存进程中往往会出现阶段性补库行为, 8月产成品库存回升是否即库存拐点, 仍取决于总需求恢复和价格回升的强度和持续性。

从PPI数据上看, 库存拐点临近。PPI增速与库存增速走势高度正相关, 2000年以来的六轮完整库存周期, PPI同比增速几乎全部领先库存增速触顶或触底, 领先月数范围0-10个月, 均值4.2个月。今年6月PPI触底以来, 连续两个月回升, 9月高频数据显示PPI大概率延续改善趋势, 物价回升有望推动库存拐点临近。

图表8：去库存趋势放缓，年底或迎拐点



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

4 分行业：部分下游行业改善，中游制造业维持较高增速

分行业看，8月改善较为明显的行业主要集中于采矿业、上游原材料制造业以及部分下游消费品业，同比增速较快的行业主要集中于中游设备制造业、汽车以及居民必需品消费行业。采矿业、上游原材料和下游部分消费品制造业利润持续承压，相关行业固投后续企稳动力偏弱。

营业收入：中游设备制造业、生活必需品消费、汽车、公用事业营业收入维持较快增速。8月营业收入增速较高的行业为：金属制品、机械和设备修理业(+13.7%)、开采专业及辅助活动(+12.7%)、电气机械和器材制造业(+11.8%)、汽车制造业(+10.9%)、酒、饮料和精茶制造业(+5.1%)。营收降幅较大的为：煤炭开采和洗选业(-13.9%)、石油天然气开采业(-9.6%)、纺织服饰业(-8.9%)、家具制造业(-8.5%)、皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业(-7.6%)。采矿业、上游原材料制造业营收增速较上月改善幅度较大。营收增速改善较大的行业为：黑色金属矿采选业(+2.5 pct)、化学纤维制造业(+2.3 pct)、木材加工和木竹藤棕草制品业(+1.8 pct)、黑色金属冶炼和压延加工业(+1.7 pct)、有色金属冶炼压延加工业(+1.4 pct)。营收增速较上月下行幅度较大的为：酒、饮料和精茶制作(-1.4 pct)、电气机械和器材制造(-0.9 pct)、汽车制造(-0.9 pct)、医药制造(-0.7 pct)。

利润总额：中游设备制造业、电力热力生产和供应业、皮毛羽鞋业、橡胶塑料制造业实现较高利润总额增长率。利润总额增速较快的行业为：电力、热力生产和供应业(53.4%)、电气机械和器材制造业(+33%)、交通运输设备制造业(+32.5%)、皮毛羽鞋业(+16%)、橡胶塑料制造业(15%)。利润总额降幅较大的行业为：开采专业及辅助性活动(-77%)、石油、煤炭及其他燃料加工业(-68.97%)、黑色金属冶炼和压延加工业(-57.1%)、化学原料和化学制品制造业(-51.1%)、造纸和纸制品业(-39.8%)。上游原材料制造业、采矿业、部分消费品制造业利润总额改善幅度较大。利润总额增速较上月提升幅度较大行业为：黑色金属冶炼和压延加工业(+33.4 pct)、化学纤维制造业(+22 pct)、皮毛羽鞋业(+20.5 pct)、石油煤炭和其他燃料加工业(+18.1 pct)、开采专业及辅助性活动(+17 pct)。利润总额增速较上月下降幅度较大的行业为：非金属矿采选业(-2.1 pct)、医药制造业(-1.7 pct)、通用设备制造业(-1.6 pct)。

8月份工业企业利润总额同比由降转增，经营情况呈现较大幅度改善，分析原因主要包括内需回暖、出口边际改善、物价回升。向后看，8月环比改善的三大因素仍然存在，预计9月工业企业经营仍将延续改善趋势。整体看，8月工业企业经营修复仍然偏弱，营收利润率为近五年同期最低，四季度内外需恢复的不确定性是主要扰动因素。8月企业产成品库存回升，库存拐点临近。

图表9：各行业经营情况整体改善，中游设备制造业增速较快

大类	细分行业	营业收入（累计同比%）		营业成本（累计同比%）		利润总额（累计同比%）		月度变动（pct）		
		2023-08	2023-07	2023-08	2023-07	2023-08	2023-07	营业收入	营业成本	利润总额
采矿业	煤炭开采和洗选业	-13.9	-13.6	-7.5	-7.3	-26.3	-26.2	-0.3	-0.2	-0.1
	石油和天然气开采业	-9.6	-10.3	0.1	-0.4	-10.8	-11.4	0.7	0.5	0.6
	黑色金属矿采选业	-4.4	-6.9	-4.1	-6	-23.8	-32.6	2.5	1.9	8.8
	有色金属矿采选业	-0.3	-1.7	-2.5	-3.7	4	1.9	1.4	1.2	2.1
	非金属矿采选业	-5.7	-6	-5.7	-6.4	-7	-4.9	0.3	0.7	-2.1
	开采专业及辅助性活动	12.7	12.7	11.8	12	-77	-94	0	-0.2	17
	上游制造业：原材料	石油、煤炭及其他燃料加工业	-2.9	-3.9	-3.1	-2.9	-68.9	-87	1	-0.2
化学原料和化学制品制造业		-6.7	-7.9	-2.6	-3.3	-51.1	-54.3	1.2	0.7	3.2
化学纤维制造业		1.3	-1	1.2	-0.5	-21.4	-43.4	2.3	1.7	22
橡胶和塑料制品业		-2.5	-3.1	-3.9	-4.4	15	12.5	0.6	0.5	2.5
非金属矿物制品业		-7	-6.5	-6	-5.4	-26.8	-28.8	-0.5	-0.6	2
黑色金属冶炼和压延加工业		-5.9	-7.6	-5.6	-6.6	-57.1	-90.5	1.7	1	33.4
有色金属冶炼和压延加工业		1.4	0.6	2.7	2.4	-27	-36.7	0.8	0.3	9.7
中游制造业：设备	金属制品业	-3.3	-3.6	-3.7	-4	-3.8	-6.1	0.3	0.3	2.3
	通用设备制造业	2.3	2.6	0.6	1	12.9	14.5	-0.3	-0.4	-1.6
	专用设备制造业	1	1.6	-0.2	0.3	3.6	2.1	-0.6	-0.5	1.5
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	7	6.8	5.4	5.2	32.5	30.4	0.2	0.2	2.1
	电气机械和器材制造业	11.8	12.7	10.4	11.4	33	33.7	-0.9	-1	-0.7
	金属制品、机械和设备修理业	13.7	13.7	12.2	12.4	14.5	11.5	0	-0.2	3
下游制造业：消费品	农副食品加工业	3.9	4.3	4.8	5.5	-26	-32.6	-0.4	-0.7	6.6
	食品制造业	1.7	2	1.6	1.9	0.4	-0.7	-0.3	-0.3	1.1
	酒、饮料和精制茶制造业	5.1	6.5	3.4	4.7	-14	-15.3	-1.4	-1.3	1.3
	烟草制品业	4.1	4.7	1.1	1.4	2.6	3.2	-0.6	-0.3	-0.6
	纺织业	-4.2	-4.7	-4.2	-4.7	-15	-20.3	0.5	0.5	5.3
	纺织服装、服饰业	-8.9	-8.5	-9.6	-9.2	-6.8	-6.1	-0.4	-0.4	-0.7
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-7.6	-7.5	-8.1	-7.9	16	-4.5	-0.1	-0.2	20.5
	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	-3.3	-5.1	-3.6	-5.1	7.2	-0.6	1.8	1.5	7.8
	家具制造业	-8.5	-9.3	-10	-10.7	-10.2	-10.1	0.8	0.7	-0.1
	造纸和纸制品业	-4.4	-5.1	-3.5	-3.8	-39.8	-46.1	0.7	0.3	6.3
	印刷和记录媒介复制业	-7.2	-6.6	-7.8	-7.1	-9.6	-11.5	-0.6	-0.7	1.9
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-3.8	-5.1	-3.9	-5.3	-7.8	-7.3	1.3	1.4	-0.5
	医药制造业	-3.3	-2.6	-2.1	-1.6	-18.3	-16.6	-0.7	-0.5	-1.7
	汽车制造业	10.9	11.8	11.3	12.3	2.4	1	-0.9	-1	1.4
公用事业	电力、热力生产和供应业	4.8	5.2	3	3.6	53.4	51.2	-0.4	-0.6	2.2
	燃气生产和供应业	4.7	5.2	5.4	6	0.6	0.2	-0.5	-0.6	0.4
	水的生产和供应业	3.8	3.8	3.8	4.1	3.8	0.1	0	-0.3	3.7

资料来源：iFind，中邮证券研究所

5 风险提示

政策宽松力度不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048