

宏观点评 20231027

9月工业企业利润：从工业“三季报”看经济复苏

2023年10月27日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《金融工作会议的知往鉴今》

2023-10-25

《美债利率对中国市场影响几何？》

2023-10-25

■ 8月工业企业利润同比增速成功完成了由负转正的“蜕变”，9月工业端再续佳音？9月工业企业利润同比增速录得12.1%（前值17.6%），连续两个月实现两位数增长也为工业端的企稳复苏再添力证。从两年复合同比增速看，9月（3.8%）要快于8月（3.3%）。不过我们认为这次利润复苏格局受基数效应影响甚大：低基数效应促使了工业企业利润的触底反弹；同时若不考虑两年复合增速，9月利润增幅的收窄也更多是受低基数效应较8月有所减弱的影响。

■ 价格拖累收尾是工业企业复苏的最大“亮点”。量、价、利润率拆解来看，9月表现为“量上价下、利润率正增”的形势，最大的特点在于PPI对利润的拖累仍在持续减弱中。此外，继8月营收利润率时隔15个月回归正增长区间后，9月营收利润率依旧在对利润形成有力支撑。不过工业复苏是事实，但复苏格局的不稳固也是事实——价格和利润率的低基数是重要支撑因素。后续仍需政策“加把力”，以延续工业端的“好消息”。

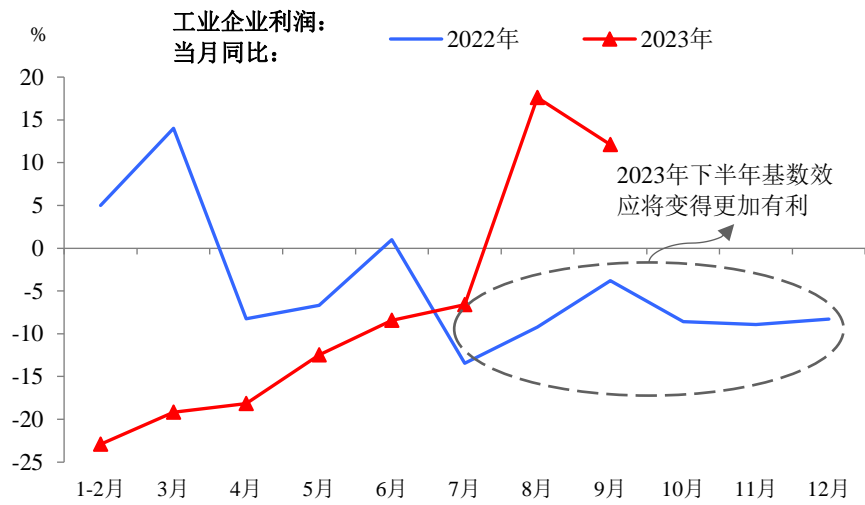
■ 上游利润的“雨过天晴”，换来的却是中游利润的“彤云密布”？9月上、中、下游的利润增速分别为21.0%（前值25.9%）、-3.4%（前值22.0%）、25.7%（前值2.3%）。历史上受上游拖累的周期通常持续17个月，而此轮周期于2022Q2被开启、也终于在8月画上句号，9月上游终于为工业“三季报”交上一份满意的答卷。

但9月中游装备制造业利润的负增更显“意外”：中游装备制造业所有行业都陷入了负增长的“泥潭”，包括但不限于通用设备、专用设备、电气机械、仪器仪表等制造业行业。在9月中游相应行业出口并不弱的情况下，我们认为可能原因是原材料价格上涨开始挤压中游利润空间；而下游行业利润尚未受到影响或是因为下游消耗的仍是涨价前的低价原材料、且对于涨价后的原材料采购并不积极，利润率在原材料去库和需求改善双重力量的推动下回升。与之对应的是，9月中游装备制造业营业成本上升斜率大于上游和中游，这也从侧面佐证了我们的观点。

■ 经济复苏还得靠旧产能？9月国有企业利润两年复合同比增速为11.8%，其利润增速成功“逆袭”、成为四类企业中的“最亮眼项”。国企主要集中在上游，再加上近期上游黑色金属、化工等板块工业增加值与利润同步上行的现象，我们认为目前旧产能或取代新产能、以发挥“稳经济”的作用。

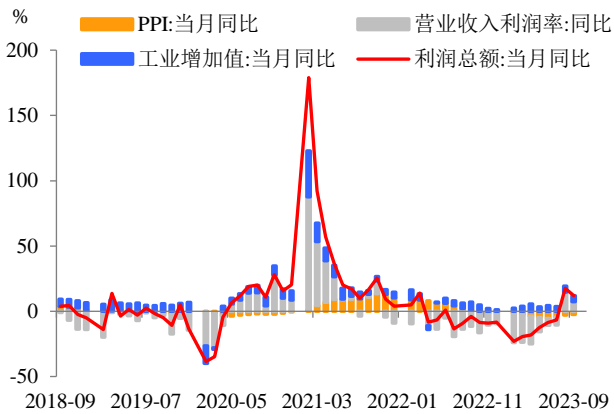
■ 风险提示：政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

图1: 9月低基数效应较8月有所减弱



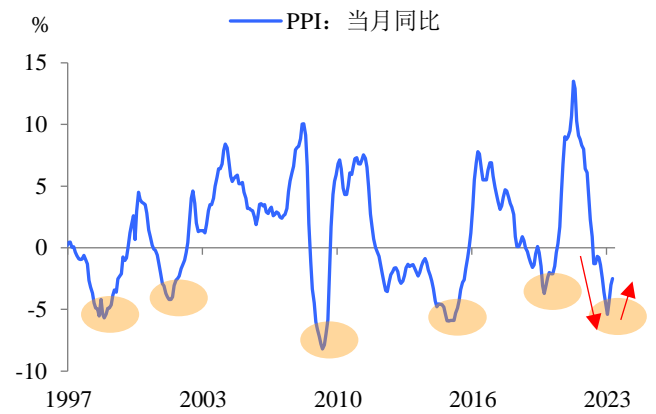
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 9月营收利润率仍对利润形成有力支撑



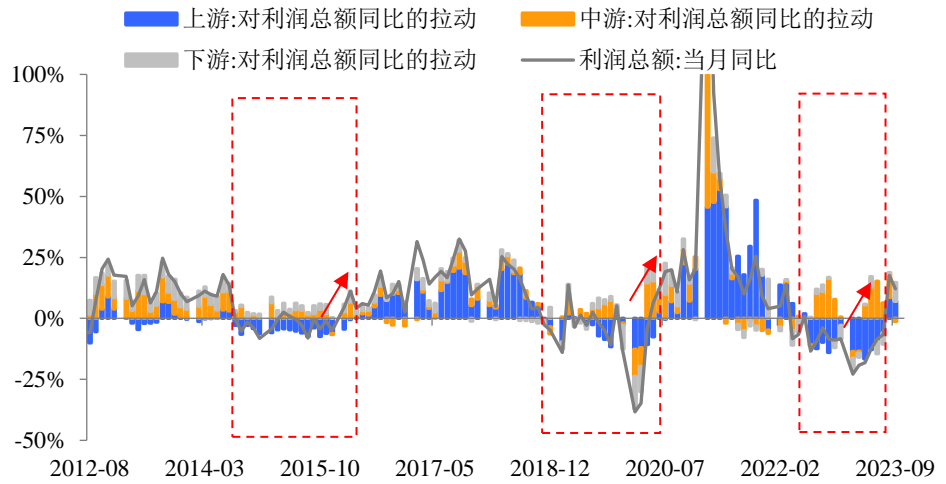
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: PPI 成功实现触底反弹



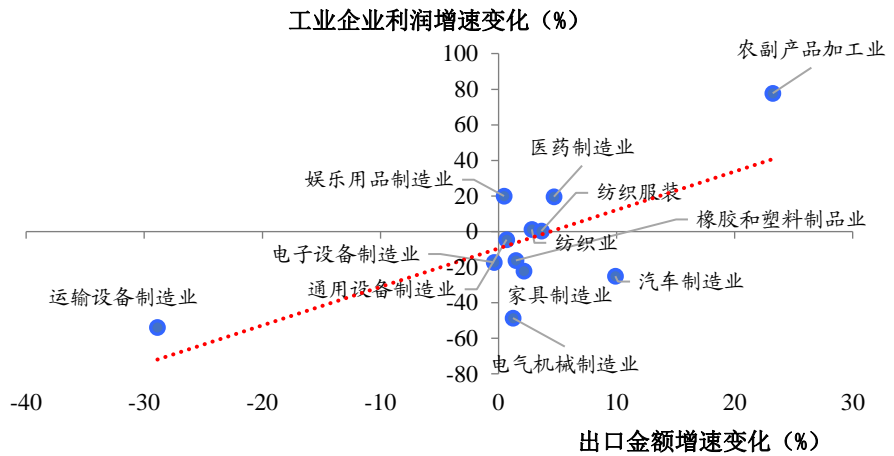
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：上游对工业企业利润形成拖累的时期已经度过



数据来源：Wind，东吴证券研究所

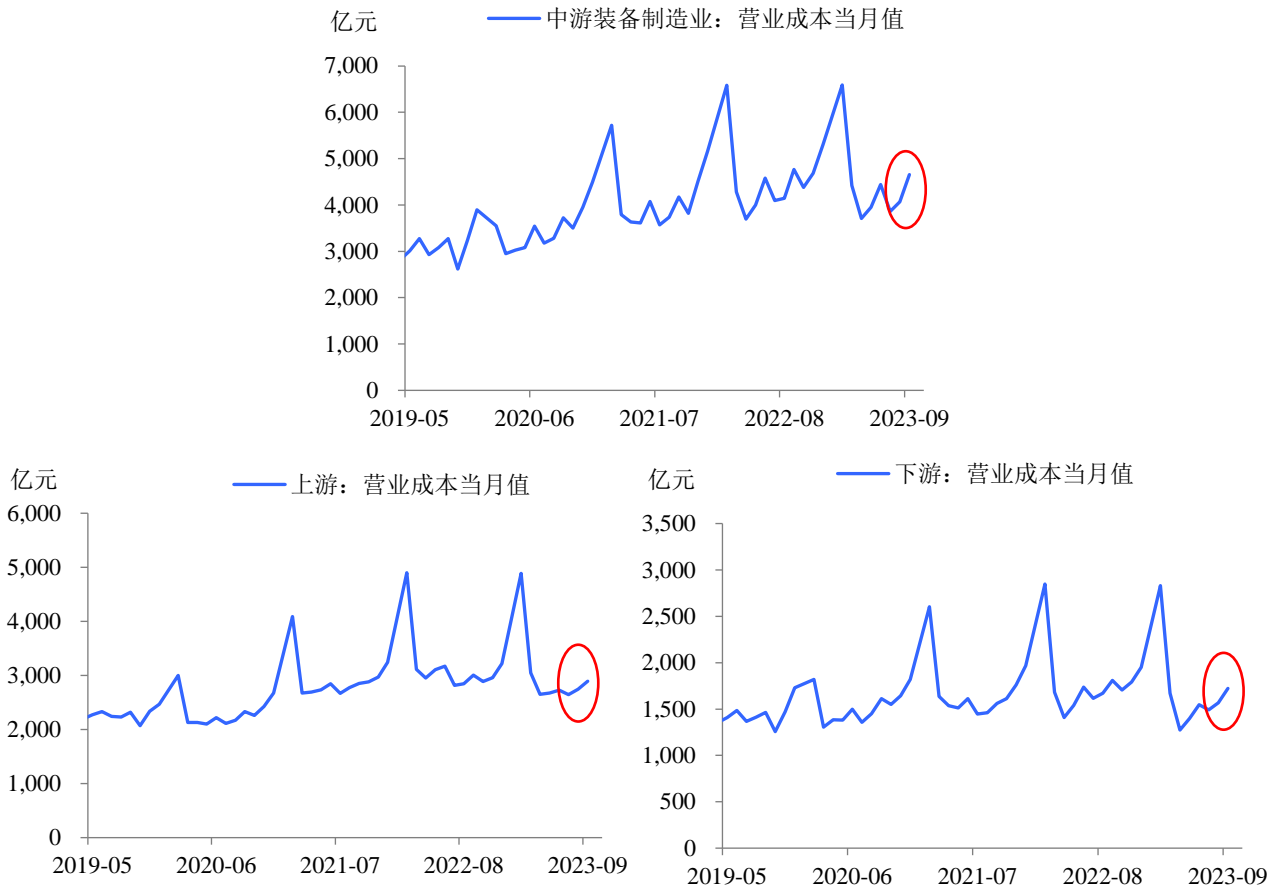
图5：9月出口对行业的拖累并不明显



注：数据为2023年9月。

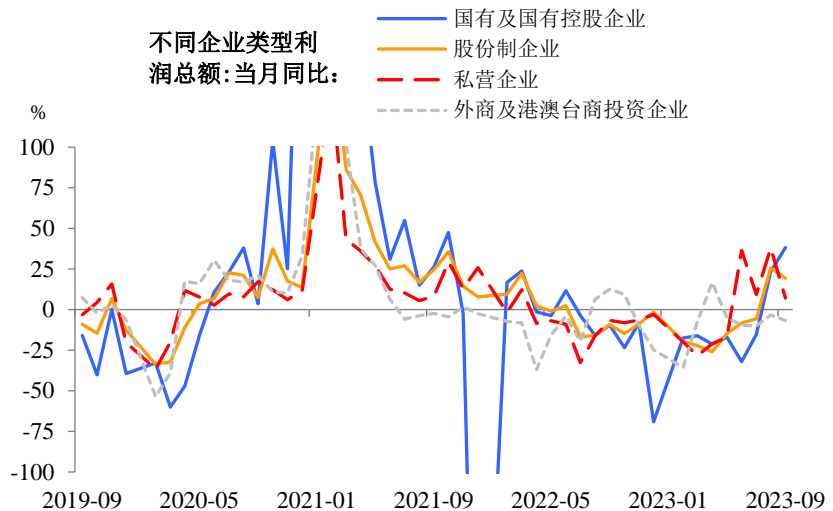
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：9月中游装备制造业营业成本上升斜率大于上游和中游



注：2月数据为1-2月累计值。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：9月国有企业经营情况有明显改善



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：9月工业企业细分行业利润总额当月同比增速一览表

工业企业细分行业：利润总额当月同比增速一览（单位：%）		2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04
上游							
采矿	煤炭开采和洗选业	-28.36	-27.10	-42.91	-46.76	-32.34	-35.61
	石油和天然气开采业	2.99	-6.56	-6.81	-23.30	-22.75	-9.62
	黑色金属矿采选业	127.46	71.24	-675.74	-42.39	-38.80	-32.06
	有色金属矿采选业	13.51	19.71	20.51	-7.78	-15.28	-12.71
	非金属矿采选业	-3.68	-18.23	-23.98	-25.72	-7.89	32.28
原料及加工	黑色金属冶炼和压延加工业	-171.00	-155.43	-112.02	36.11	-124.90	-78.50
	有色金属冶炼和压延加工业	151.28	134.95	116.68	33.48	-43.35	-48.05
	非金属矿物制品业	-25.95	-12.68	-43.00	-29.85	-21.13	-18.41
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-208.49	-150.19	-132.46	-89.06	-113.78	-58.55
	化学纤维制造业	62.83	-423.23	222.01	21.64	-68.77	-48.02
	化学原料和化学制品制造业	4.59	-16.06	-66.89	-51.15	-34.59	-63.17
	橡胶和塑料制品业	13.69	29.81	20.44	45.98	8.85	38.41
上游总计		21.03	25.89	-18.54	-34.88	-36.62	-40.38
中游							
装备制造业	通用设备制造业	-0.23	4.32	-1.18	1.62	31.13	63.48
	专用设备制造业	-4.13	12.87	-9.57	18.44	28.07	0.19
	电气机械和器材制造业	-19.08	29.57	64.96	28.74	26.82	37.44
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-7.26	9.96	-33.82	61.54	-38.53	-38.29
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-7.42	46.39	8.14	34.77	13.10	65.46
	仪器仪表制造业	-15.87	-1.85	21.64	2.18	26.62	27.05
	金属制品、机械和设备修理业	-81.45	37.96	-68.24	117.21	245.84	-1380.50
公用事业	电力、热力生产和供应业	28.13	65.37	74.06	48.58	41.99	45.29
	燃气生产和供应业	23.19	4.07	9.19	-5.51	18.72	7.34
	水的生产和供应业	18.81	24.84	-8.63	-18.80	28.96	17.33
其他中游制造业	金属制品业	3.47	9.12	19.70	5.58	-6.21	-4.34
	废弃资源综合利用业	60.18	-8.66	-201.41	-13.92	-83.77	-61.63
	其他制造业	-12.13	-16.35	-64.39	19.25	-1.16	-1.64
中游总计		-3.42	21.99	14.82	31.56	7.01	14.37
下游							
食品类	食品制造业	15.79	7.84	-4.74	2.26	9.00	5.82
	酒、饮料和精制茶制造业	183.26	-2.68	-1.00	-55.37	10.88	1.66
	农副食品加工业	103.08	25.25	-28.60	9.84	-53.65	-83.64
衣物类	纺织服装、服饰业	-10.09	-10.52	-20.25	12.58	47.51	-35.47
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-46.30	126.64	-22.53	105.31	105.47	-57.12
	纺织业	27.32	26.04	0.04	-4.45	-18.87	-10.65
家庭设备用品	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	32.82	64.55	10.71	12.55	4.29	-32.05
	家具制造业	-32.77	-10.71	-39.16	13.56	10.58	-10.97
医疗保健	医药制造业	-11.92	-31.62	-12.13	7.60	-13.54	-35.77
交通通信	印刷和记录媒介复制业	6.20	1.28	-0.20	1.83	-20.15	-3.18
	汽车制造业	-13.77	11.19	-29.97	-24.79	101.48	2005.19
文娱类	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	9.89	-10.13	-19.92	10.35	-13.68	63.12
	烟草制品业	47.72	-3.02	-10.43	0.60	0.29	-6.55
	造纸和纸制品业	58.78	41.89	-65.71	-7.94	-55.75	-73.51
下游总计		25.71	2.26	-18.44	-20.93	16.52	1.68

数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码：215021
 传真：（0512）62938527
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>