

实际库存增速反弹，工业将迎“龙抬头”

——9月工业企业利润分析

核心要点：

10月27日国家统计局发布：1-9月，规模以上工业企业利润总额累计同比-9.0%（前值-11.7%），当月同比+11.9%（前值+17.2%）；营业收入累计同比+0.0%（前值-0.3%）。

一、仅看数据亮点，9月工业企业利润连续第2个月实现正增长、库存增速连续第2个月反弹，扣除PPI的实际库存增速也出现了首次回升；但资产负债增速再次回落。

- 1.工业企业利润当月同比连续第2个月正增长，以两年复合增速衡量也是连续为正。
- 2.此前发布的多项数据都出现改善，只有房地产销售和投资仍然在下行，经济整体呈现出多项上行力量对冲房地产下行趋势并逐渐接近横盘的局面。
- 3.各种所有制工业企业的利润增速都在收窄降幅，私营企业利润增速最接近转正。
- 4.工业产成品库存增速第2个月反弹，特别是扣除价格因素的实际库存增速首次反弹。
- 5.工业企业资产负债增速都再次出现回落，而此前两个月反弹，表明资产负债表的扩张仍在观望阶段。

二、分行业来看，上游行业受价格修复带动利润修复，下游消费受节日需求拉动上行。三大行业上，采矿业降幅小幅收窄，制造业恢复韧性，公共事业利润继续保持高速增长。细分行业来看，上游油气、金属类行业的开采和加工冶炼的利润受PPI的恢复降幅大幅收窄。中游制造业保持韧性，但汽车制造本月仅增长0.1%；机械和设备修理本月转负，家具制造受上游地产销售的影响降幅扩大。下游消费受节日需求催化烟酒茶类盈利增速上行。

三、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10月CRB指数来看，预计10月PPI将进一步回升，对应10月月工业企业利润增速进一步收窄降幅。而且由于基数越来越低，预计工业企业利润当月同比增速将持续保持较高增速。当前工业企业已经开始加库存，预计在2024年龙年上半年会实现PPI的转正和工业企业利润增速的转正，实现“龙抬头”。主要力量首先来自于政策效果的释放，其次是美联储转向之后出口回升。再之后将是居民就业、消费和民营企业投资的进一步内生修复。但这一预测也需要考虑到内外两个方面的不确定性。

1.由于美国经济韧性与通胀粘性，美联储仍保持鹰派的预期引导，导致美国国债收益率在2024年上半年仍然保持高位，美元指数也出现高位横盘状态，压制全球总需求恢复。

2.国内经济已进入多项上行力量对冲房地产下行趋势的态势。但上行的力量相对分散、陆续。预计2023Q4至2024Q1为逆周期政策见效期。美联储完全转向之后出口的进一步回升可能为工业企业利润修复进一步提供助力。但房地产的下行力量相对集中，同时通过信贷扩张、土地收入、产业链辐射影响广泛。预计中央金融工作会议、三中全会将会提出系统性解决方案。总之，进入2024年，无论是风险的缓释，还是新动能替代旧动能，都会到达决定性时刻。但要实现稳中向好，至少需要逆周期政策保持持续性、深层次改革方案出台、全球流动性逐渐改善、市场主体预期逐步修复四个条件。

分析师

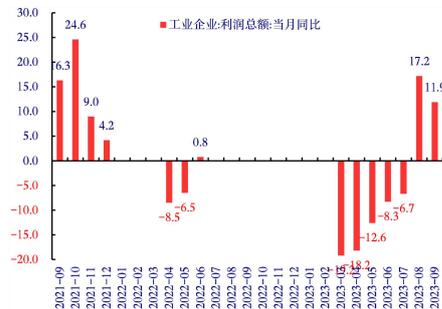
高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

图：规模以上工业企业利润当月同比连续第2个月正增长



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

风险提示：

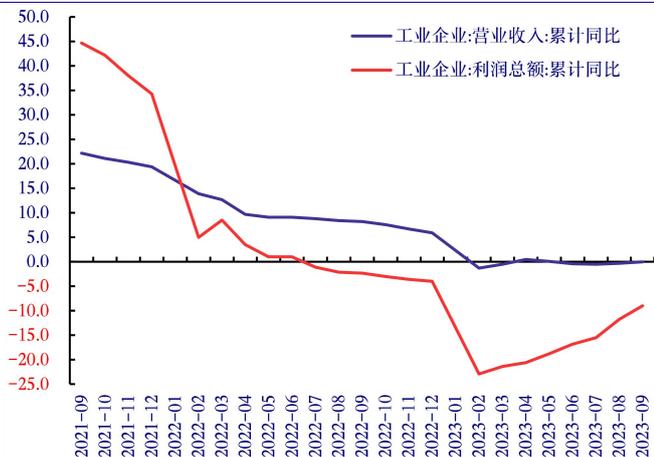
- 1.国内政策时滞的风险
- 2.海外经济衰退的风险

一、9月工业企业盈利持续改善，实际库存增速回升，但资产负债增速再次回落

此前已经发布的9月经济指标呈现出持续改善的趋势，特别是工业生产的量与价都在改善。可以看到，9月制造业PMI已升至50.2%（前值49.7%），首次站上临界值；PPI环比+0.4%（前值+0.2%），同比-2.5%（前值-3.0%），连续收窄降幅；工业增加值同比+4.5%（前值+4.5%），环比+0.36%，保持稳定；出口同比-6.2%（前值-8.7%），也在持续收窄降幅；1-9月制造业投资累计同比+6.2%（前值+5.9%），连续第2个月回升。此外服务业生产指数、就业与消费等指标也都在边际改善，只有房地产销售和投资数据仍然下行，经济整体呈现出多项上行力量对冲房地产下行趋势并逐渐接近横盘的局面。

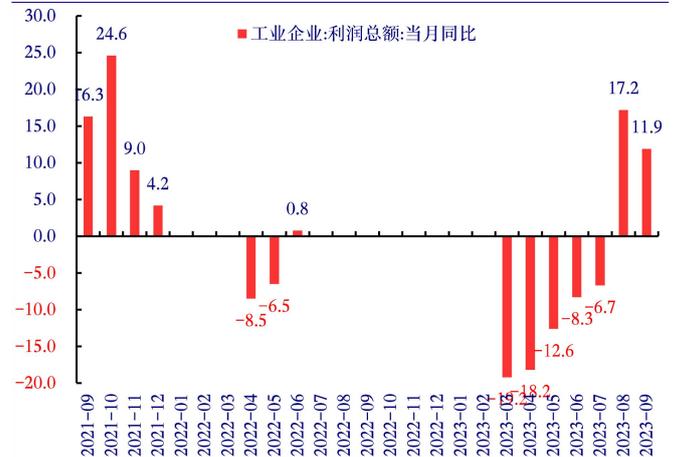
工业企业营收与利润也持续改善（图1至2）。1-9月规模以上工业企业营业收入累计同比+0.0%（前值-0.3%），两年复合增速4.02%（前值3.96%）；1-9月利润累计同比-9.0%（前值-11.7%），两年复合增速为-5.71%（前值-7.02%）；9月当月同比+11.9%（前值+17.2%），连续第2个月正增长，两年复合为+5.78%（8月为+8.26%），同样是第2个月正增长。

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

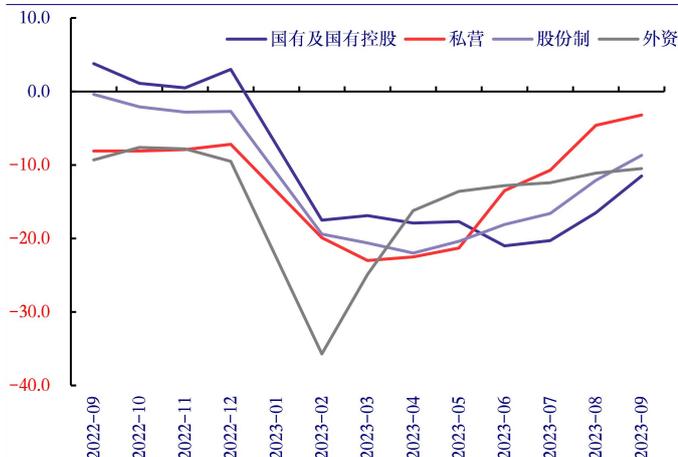
图2. 规模以上工业企业利润当月同比: 已公布月份（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

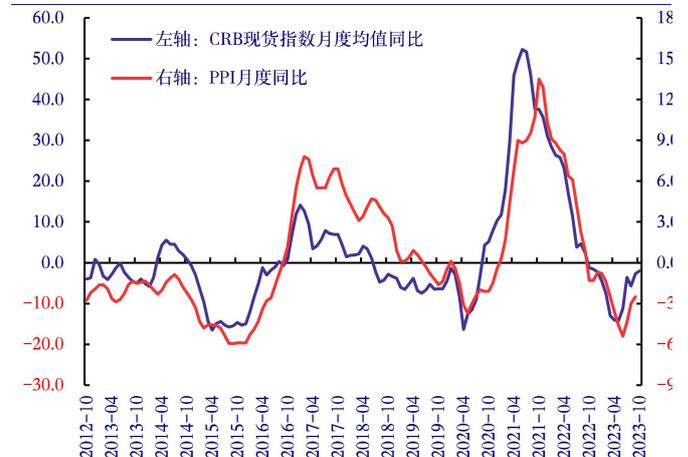
各种所有制工业企业利润增速都在持续收窄降幅（图3）。1-9月，国有及国有控股企业利润同比-11.5%（前值-16.5%），股份制企业利润同比-8.7%（前值-12.1%），私营企业利润同比-3.2%（前值-4.6%），外资及港澳台企业利润同比-10.5%（前值-11.1%），都呈现持续收窄降幅的趋势。

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

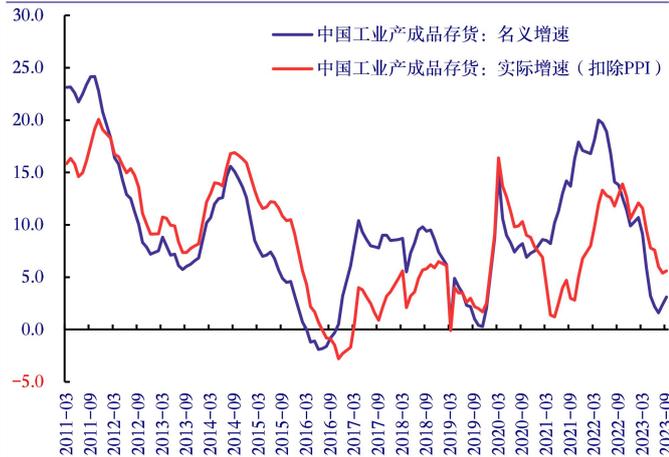


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

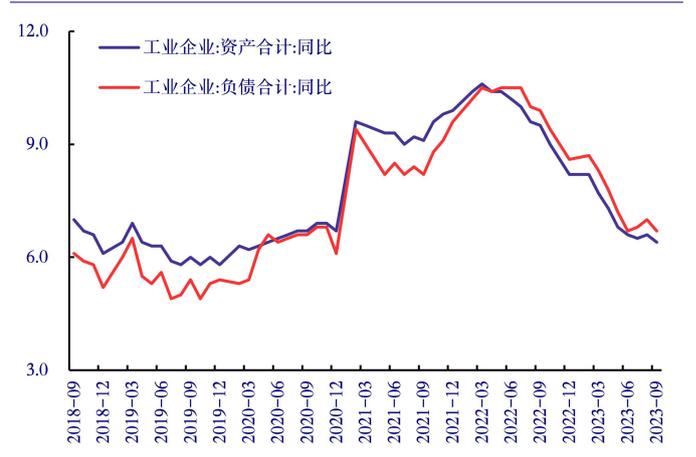
工业品库存实际增速也开始反弹。1-9月工业产成品存货累计同比+3.1%（前值+2.4%），连续第2个月回升；扣除PPI

的实际库存增速也出现首次反弹（图 5）。下一阶段，预计随着现有政策效果陆续释放、PPI 进一步收窄降幅（图 4），盈利预期改善，工业企业也将进一步加库存（图 4）。

9 月工业企业资产负债增速都有所回落，资产负债表扩张仍在观望阶段（图 6）。此前在 8 月，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开始试探性扩张资产负债表。但 9 月工业企业负债同比+6.7%（前值+7.0），资产同比+6.4%（前值+6.6%），又出现了回落。

图 5. 工业产成品存货名义增速与实际增速都开始反弹（%）


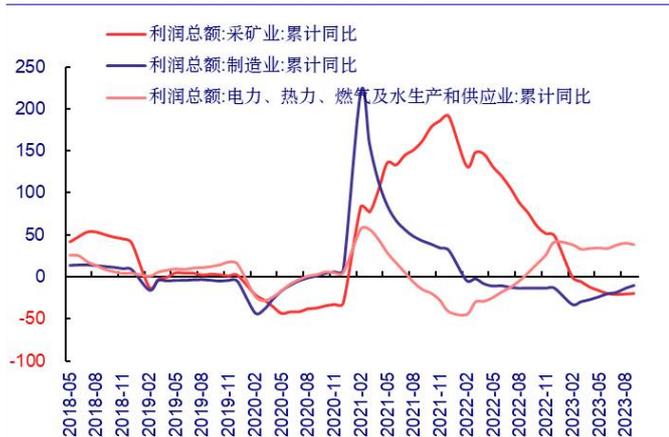
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 6. 9 月规模以上工业企业负债增速再次回落（%）


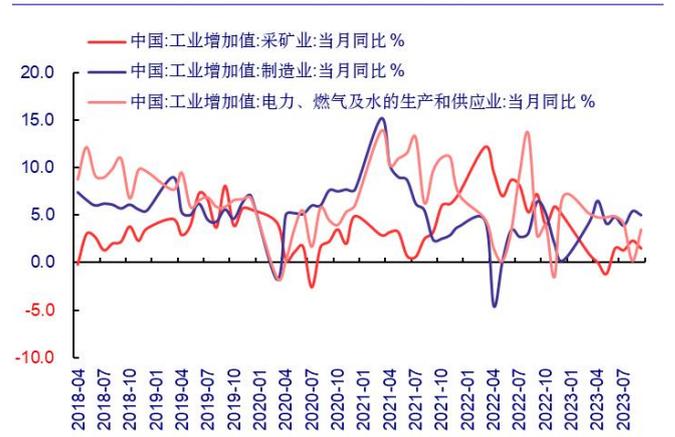
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

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-19.9（前值-20.5%）、-10.1%（前值-13.7%）和 38.7%（前值 40.4%）。采矿业受去年高基数影响同比增速依然维持 20%左右的负增长，但制造业恢复保持强劲，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持续修复，主要受价格上行带动。受 PPI 上行，原油价格走高带动石油天然气开采业价格上行，煤炭供给因素和钢铁的低库存带来煤炭、黑色采矿、有色采矿价格上行，传导至企业利润上表现为采矿业中有色采选利润同比增 5.0%（前值 4.0%）；油气开采、石油煤炭及燃料加工同比分别-9.4%（前值-10.8%）、-40.4%（前值-68.9%）；有色方面，黑色采选利润修复-18.5%（前值-23.8%），黑色、有色金属冶炼加工分别为-1.8%（前值-57.1%）、-15.1%（前值-27%）。其他行业上，木材加工正增长扩大为 10.5%（前值 7.2%）、造纸及纸制品由负转正至 25.3%（前值-39.8%）。

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。

受 PPI 中橡胶塑料、金属制品价格下行的影响，橡胶利润小幅下降至 14.8%（前值 15%），非金属矿物制品维持-26.7%（前值-26.8%），但非金属矿采选降幅略微收窄至-6.6%（前值-7%），金属制品降幅收窄至-2.8%（前值-3.8%）。公用设备方面继续保持利润正增长，电力热力 50%（前值 53.4%）、燃气生产和供应 2.8%（前值 0.6%）、水的生产和供应 5.5%（前值 3.8%）。

中游制造业中，正增长行业增速有所放缓，负增长的行业边际改善，家具制造降幅扩大。继续保持正增长的有电气机械 24.9%（前值 33%）、通用设备 11%（前值 12.9%）、专用设备制造 2.4%（前值 3.6%）、铁路船舶航空航天 24.7%（前值 32.5%）、仪器仪表 5.2%（前值 10.1%）；汽车制造利润本月仅增长 0.1%（前值 2.4%）；机械和设备修理本月转负，从前值 14.5 降至-23.1%；其他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-18.6%（前值-20.6%）、化学纤维制造-10.8%（前值-21.4%）、其他制造-26.5%（前值-28.6%）；但家具制造降幅扩大至-14%（前值-10.2%），本月高频数据显示上游房地产销售并未有所起色。但目前房地产政策正在实施，8 月 25 日国务院常务会议审议通过的《关于规划建设保障性住房的指导意见》文件（国发【2023】14 号文），继续推动“房改”，保障性住房的成功实施将有助于提升居民对收入和消费预期，但房地产政策通常存在时至性，保障性住房的建设和交付也需时间兑付。

下游消费继续边际改善，节日提升烟酒类企业盈利。其中正增长的行业有食品制造 2.2%（前值 0.4%）和皮毛羽和制鞋 1.1%（前值 16%）；受节日带动影响，酒饮料和茶制造企业利润本月增速由负转正至 5.6%（前值-14%），烟草制品增幅提升至 5.5%（前值 2.6%）；降幅收窄的有农副食品加工-15.4%（前值-26%）、纺织业-10.2%（前值-15%）、医药制造-17.5%（前值-18.3%）和文教工美体育娱乐用品-5.3%（前值-7.8%）。

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% | 7.5% | 7.3% | 6.4% | 6.6% | 5.7% | 4.7% | 4.3% |
| 利润累 计同比 (%) | 2023-09 | -9.0 | -18.6 | 24.9 | 50.0 | 0.1 | -1.8 | -46.5 | -15.1 | -40.4 | -26.7 |
| | 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 |
| 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 | | 4.1% | 3.5% | 3.4% | 2.7% | 2.7% | 2.1% | 1.9% | 1.7% | 1.6% | 1.2% |
| 利润累 计同比 (%) | 2023-09 | -15.1 | 11.0 | -2.8 | -26.5 | 2.4 | 14.8 | -17.5 | -10.2 | 2.2 | 5.5 |
| | 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 |
| 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 | | 1.2% | 1.2% | 1.0% | 1.0% | 0.9% | 1.0% | 0.9% | 0.8% | 0.9% | 0.7% |
| 利润累 计同比 (%) | 2023-09 | 2.8 | 5.6 | -5.3 | -25.3 | -7.2 | 24.7 | -9.4 | -10.8 | -23.5 | 5.2 |
| | 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 |
| 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 (%) | 2023-09 | 1.1 | 10.5 | -14.0 | -7.4 | -18.5 | 5.0 | -6.6 | 5.5 | -26.5 | -23.1 |
| | 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 |

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 (%) | 2 |
| 图 2. 规模以上工业企业利润当月同比: 已公布月份 (%) | 2 |
| 图 3. 不同所有制类型工业企业利润增速 (%) | 2 |
| 图 4. 根据 9 月 CRB 指数走势预测 9 月 PPI 将进一步上升 | 2 |
| 图 5. 工业产成品存货名义增速与实际增速都开始反弹 (%) | 3 |
| 图 6. 9 月规模以上工业企业负债增速再次回落 (%) | 3 |
| 图 7. 工业三大类别: 利润累计同比增速 (%) | 3 |
| 图 8. 工业三大类别: 工业增加值: 当月同比 | 3 |
| 图 9. 工业企业子行业利润增速: 累计同比 | 4 |

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