

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

《芯能转债：国内分布式光伏综合运营商 20231027》 - 2023.10.28

固收点评

## 阶段性主动补库隐现 ——9月工业企业利润解读 20231029

### ● 主要数据

1-9月，全国规模以上工业企业实现利润总额5.41万亿元，同比-9.0%；实现营业收入96.35万亿元，同比持平；发生营业成本81.96万亿元，同比+0.3%；营业收入利润率为5.62%，同比下降0.55pct。

### ● 核心观点

9月份工业企业利润总额同比连续两月两位数增长，分析主要原因因为内需持续回暖、出口边际改善、物价回升。但9月利润总额当月同比增速较上月收窄，改善强度有所下降；从高频数据上看，部分支撑工业企业利润改善的因素，在近期强度有所减弱，预计10月工业企业利润改善斜率将放缓。此外，9月工业企业产成品库存连续两月回升，开启阶段性主动补库，后续库存走势可能呈现波动。

### ● 价格回升、利润率提高是经营改善的主要原因

9月工业企业经营持续恢复向好，我们认为主要原因包括：一是扩内需政策效果逐步显现，消费需求持续回暖；二是出口降幅继续收窄；三是物价回升，PPI-CPI剪刀差持续收窄，工业企业经营情况逐步改善。拆分工业企业利润，价格回升和利润率的改善是主要原因，量的方面贡献减小。10月价格回升放缓，短期可能对工业企业利润改善进程有所拖累。

当前规上工业企业，债务压力依然较大，加杠杆意愿不强。短期看，调降企业融资成本、缓解债务压力，仍应是货币政策的重点之一。

### ● 工业企业开启阶段性主动补库

产成品库存连续两月回升，工业企业阶段性主动补库。7月大概率为本轮库存周期低点；但同时我们也应注意到，历史去库存进程中往往会出现阶段性补库行为，10月总需求改善速度放缓、价格稳中有降，可能会对企业库存增速产生影响，库存走势可能呈现波动。

### ● 分行业：产业链两头改善

上游的采矿业、原材料制造业，下游的消费品制造业，企业经营情况较上月整体改善；中游设备制造业营收、利润总额增速较上月整体回落。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，中游设备制造业短期看是制造业固投的主力。

### ● 风险提示：

政策效果不及预期，流动性超预期收紧。

## 目录

1 价格回升、利润率提高是经营改善的主要原因 .....	4
2 工业企业开启阶段性主动补库 .....	7
3 分行业：产业链两头改善，设备制造业增速有所回落.....	7
4 风险提示.....	9

## 图表目录

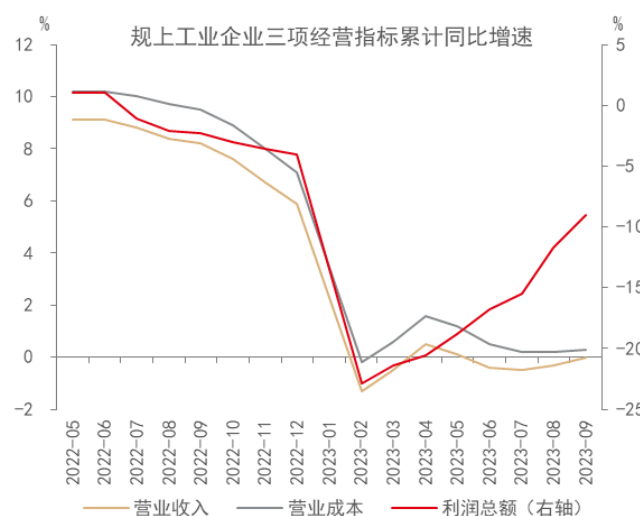
图表 1: 营收累计同比由负转平.....	4
图表 2: 营收利润率回升, 仍为近五年同期最低.....	4
图表 3: 价格回升和利润率改善是 9 月工业企业利润总额降幅收窄的主要原因.....	5
图表 4: 各类型企业营收利润率均改善.....	6
图表 5: 各类型企业百元营收中的成本均不同程度下降.....	6
图表 6: 资产负债率持续走平, 企业加杠杆意愿不足.....	6
图表 7: 近一年私营企业加杠杆幅度最大.....	6
图表 8: 产成品库存连续两月回升.....	7
图表 9: 采矿业、原材料制造业、消费品制造业整体改善.....	9

## 1 价格回升、利润率提高是经营改善的主要原因

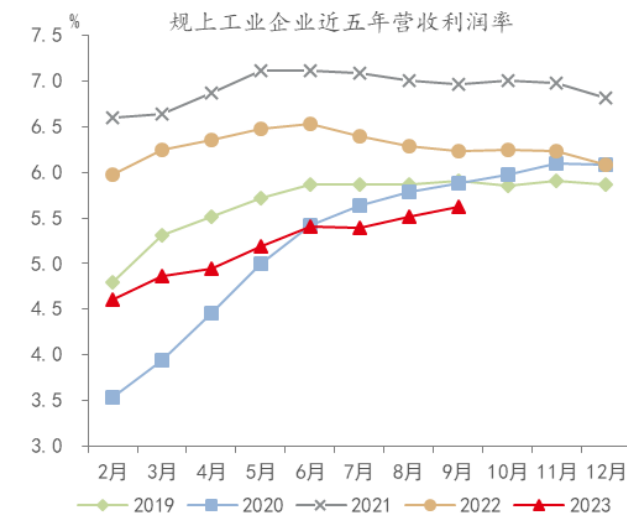
2023年1-9月，全国规模以上工业企业实现利润总额5.41万亿元，同比下降9.0%，降幅较1-8月收窄2.7 pct；实现营业收入96.35万亿元，同比由负转平；发生营业成本81.96万亿元，同比增长0.3%，较上月提升0.1 pct；营业收入利润率5.62%，同比下降0.55 pct，较上月提升0.1 pct。

单独看9月份，规上工业企业营收同比增长1.2%，连续两个月增长，增速较8月份加快0.4个百分点；利润同比增长11.9%，连续两个月实现两位数增长。9月工业企业经营环比持续恢复向好，我们认为主要原因包括：一是扩内需政策效果逐步显现，消费需求持续回暖；二是出口降幅继续收窄；三是物价回升，PPI-CPI剪刀差持续收窄，工业企业经营情况逐步改善。

图表1：营收累计同比由负转平



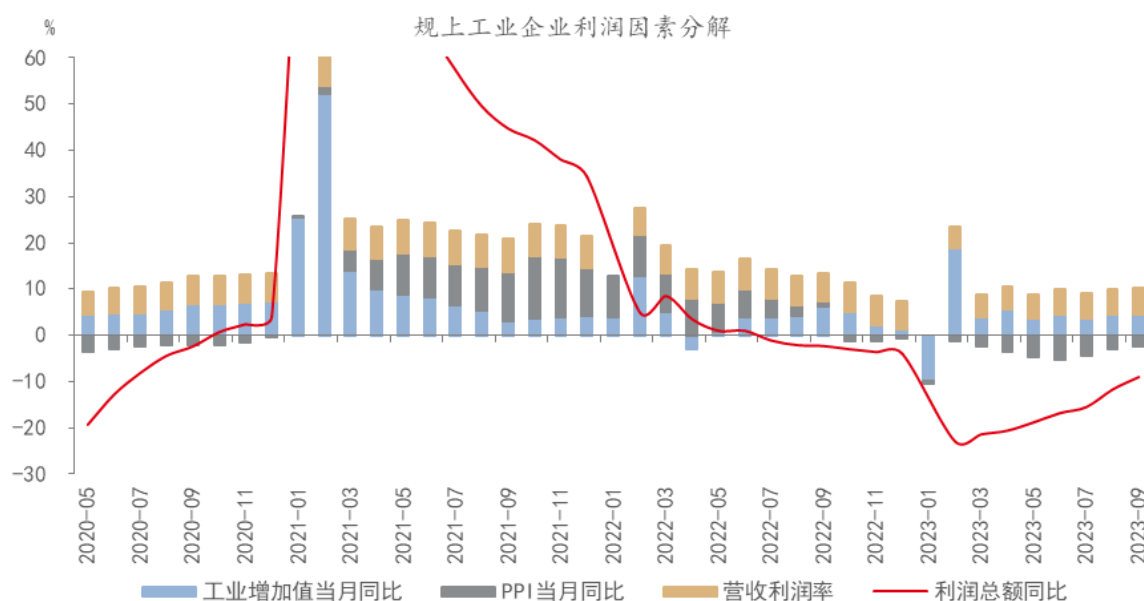
图表2：营收利润率回升，仍为近五年同期最低



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

价格回升、利润率改善推动工业企业利润总额降幅继续收窄。拆分工业企业利润，9月工业增加值同比增速(4.5%)与上月持平，PPI当月同比增速(-2.5%)较上月提升0.5 pct，营业收入利润率(5.62%)较上月提升0.1 pct。整体看，9月份工业企业利润总额累计同比增速继续收窄，价格回升和利润率的改善是主要原因，量的方面贡献减小。10月价格回升放缓，短期可能对工业企业利润改善进程有所拖累。

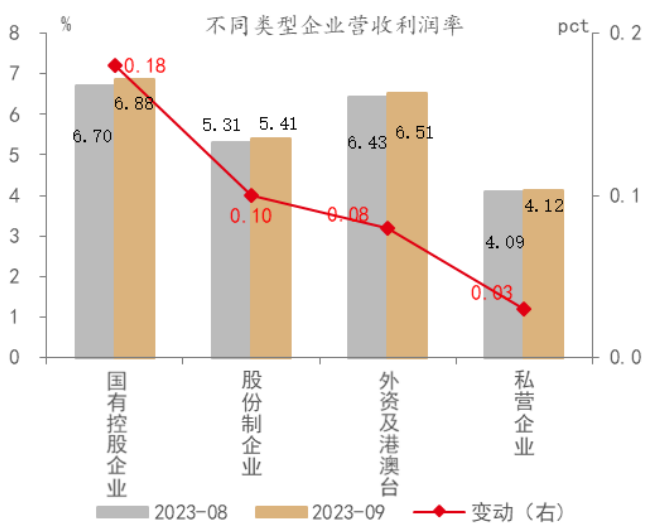
**图表3：价格回升和利润率改善是9月工业企业利润总额降幅收窄的主要原因**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

**营收利润率整体升高，国企提升幅度最大。**9月全国规模以上工业企业营业收入利润率5.62%，较上月提升0.1 pct。分企业性质看，国有企业营收利润率仍然最高，国有企业（6.88%）>外商及港澳台投资企业（6.51%）>股份制企业（5.41%）>私营企业（4.12%）；从边际变化上看，不同类型企业营收利润率均不同程度升高，国有企业增幅最大。国有企业（+0.18 pct）>股份制企业（+0.10 pct）>外商及港澳台投资企业（+0.08 pct）>私营企业（+0.03 pct）。

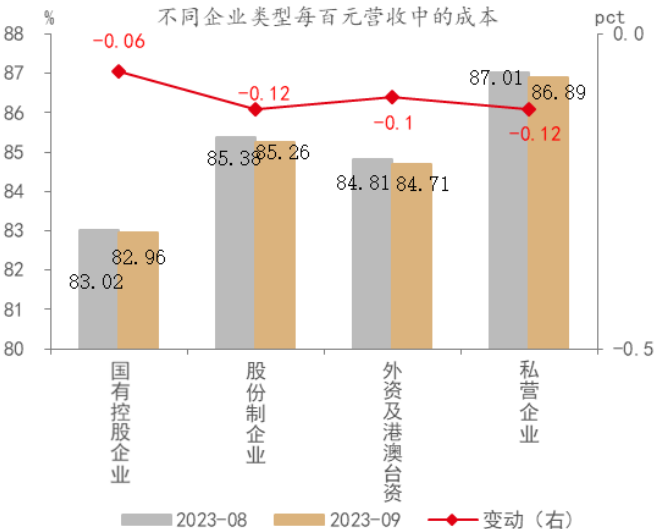
**每百元营业收入成本整体微降，私营、股份制企业降幅最大。**每百元营业收入成本85.07元，较8月下降0.1元，其中股份制企业和私营企业降幅较大。股份制企业（-0.12元）=私营企业（-0.12元）>外商及港澳台投资企业（-0.10元）>国有企业（-0.06元）。从绝对值上看，国有企业每百元营业收入成本82.96元，为最低；私营企业为86.89元，为最高。

图表4：各类型企业营收利润率均改善



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

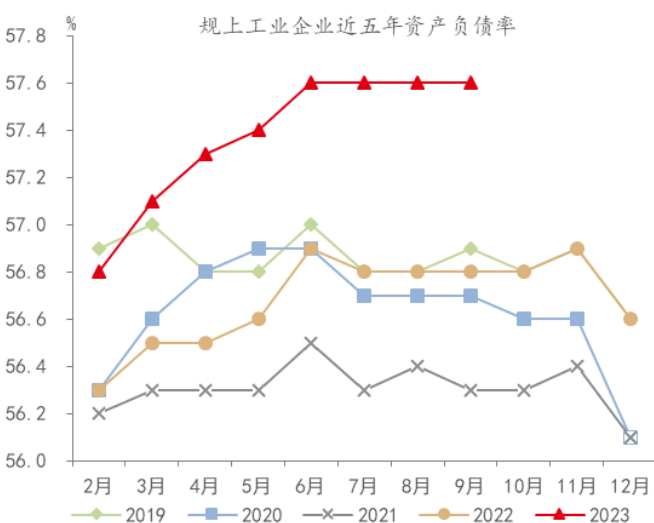
图表5：各类型企业百元营收中的成本均不同程度下降



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

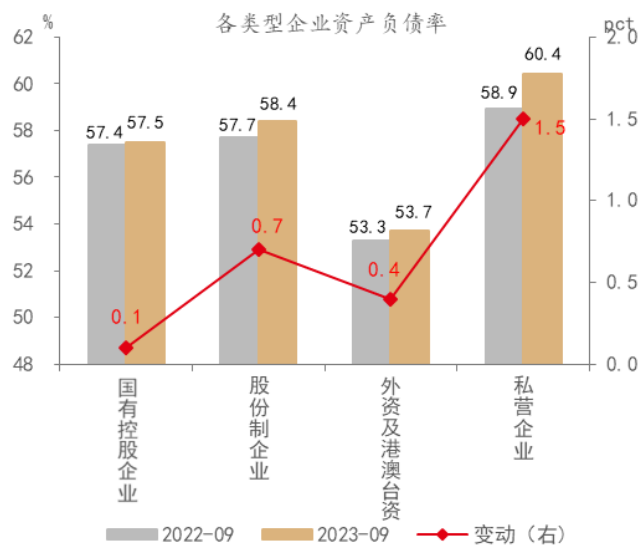
企业杠杆率持续走平，加杠杆意愿不足，调降融资成本、缓解债务压力仍是货币政策重点之一。9月规上工业企业资产负债率为57.6%，连续三个月与上月持平。分企业类型看，私营企业资产负债率较去年同期提升最大。9月国有及控股企业、股份制企业、外商及港澳台投资企业、私营企业资产负债率分别为57.5%、58.4%、53.7%和60.4%，分别较去年同期提升0.1 pct、0.7 pct、0.4 pct和1.5 pct。当前规上工业企业资产负债率整体处于近五年高位，虽然融资成本持续下降，但在经营未现明显回暖情况下企业债务压力依然较大，加杠杆意愿不强。短期看，调降企业融资成本、缓解债务压力，仍应是货币政策的重点之一。

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：近一年私营企业加杠杆幅度最大

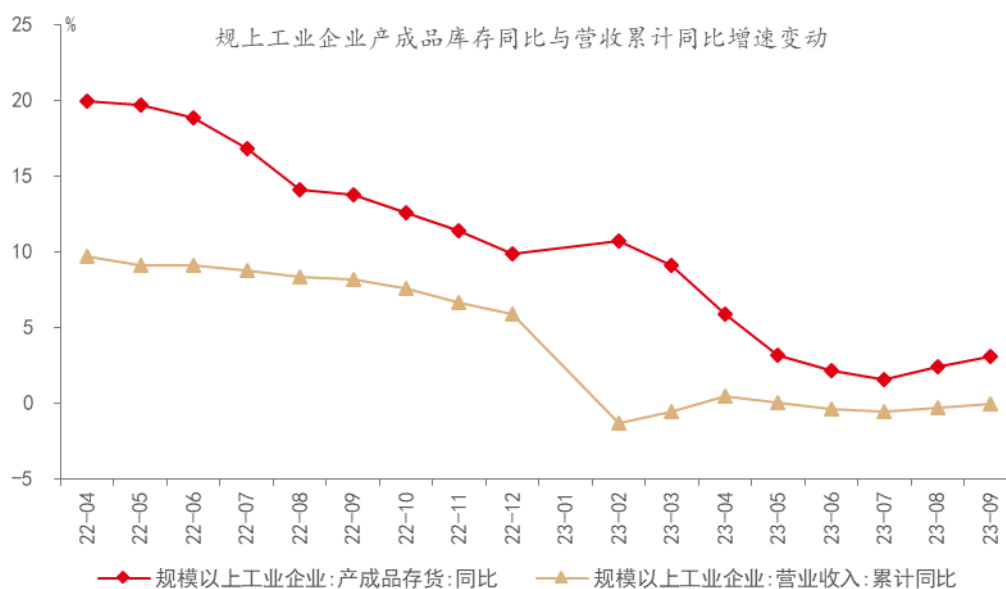


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 2 工业企业开启阶段性主动补库

产成品库存连续两月回升，工业企业阶段性主动补库。9月全国规模以上工业企业产成品存货同比增长3.1%，较上月提升0.7 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。7月产成品库存同比增速降至1.6%，大概率为本轮库存周期低点；但同时我们也应注意到，历史去库存进程中往往会出现阶段性补库行为，10月总需求改善速度放缓、价格稳中有降，可能会对企业库存增速产生影响，库存走势可能呈现波动。

图表8：产成品库存连续两月回升



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 3 分行业：产业链两头改善，设备制造业增速有所回落

分行业看，9月呈现较为明显的“两头改善”显现，上游的采矿业、原材料制造业，下游的消费品制造业，工业企业经营情况较上月整体改善；中游设备制造业营收、利润总额增速较上月整体回落。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，中游设备制造业短期看是制造业固投的主力。

营业收入：采矿业、上游原材料制造业营收增速较上月提升幅度较大，下游消费品制造业普遍小幅改善。营收增速改善较大的行业为：黑色金属矿采选业

(+1.7 pct)、化学纤维制造业(+1.5 pct)、石油和天然气开采业(+1.3 pct)。十四类下游消费品制造业中，营收增速较上月升高的有10类，持平的1类，下降的3类，整体小幅改善。营收增速较上月下降幅度较大的行业为：金属制品、机械和设备修理业(-1.2 pct)、燃气供应业(-0.9 pct)、电气机械和器材制造业(-0.7 pct)。

**利润总额：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，中游设备制造业增速整体下降。**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(+55.3 pct)、开采专业及辅助性活动(+30.2 pct)、石油煤炭和其他燃料加工业(+28.5 pct)、酒饮料和精制茶业(+19.6 pct)。利润总额增速较上月下降幅度较大的行业为：金属制品、机械和设备修理业(-37.6 pct)、皮毛羽鞋制造业(-14.9 pct)、电气机械和器材制造业(-8.1 pct)。

9月份工业企业利润总额同比连续两月两位数增长，分析主要原因为内需持续回暖、出口边际改善、物价回升。但9月利润总额当月同比增速较上月收窄，改善强度有所下降；从高频数据上看，部分支撑工业企业利润改善的因素，在近期强度有所减弱，预计10月工业企业利润改善斜率将放缓。此外，9月工业企业产成品库存连续两月回升，开启阶段性主动补库，后续库存走势可能呈现波动。



**图表9：采矿业、原材料制造业、消费品制造业整体改善**

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）		
		2023-09	2023-08	2023-09	2023-08	2023-09	2023-08	营业收入	营业成本	利润总额
采矿业	煤炭开采和洗选业	-14.4	-13.9	-8.4	-7.5	-26.5	-26.3	0.5	-0.9	0.2
	石油和天然气开采业	-8.3	-9.6	1.1	0.1	-9.4	-10.8	0.3		0.4
	黑色金属矿采选业	-2.7	-4.4	-2.9	-4.1	-18.5	-23.8	0.7	1.2	0.3
	有色金属矿采选业	0.5	-0.3	-2.4	-2.5	5	4	0.8	0.1	1
	非金属矿采选业	-5.6	-5.7	-5.5	-5.7	-6.6	-7	0.1	0.2	0.4
	开采专业及辅助性活动	12.9	12.7	11.8	11.8	-46.8	-77	0.2	0	0.2
上游制造业：原材料	石油、煤炭及其他燃料加工业	-2.1	-2.9	-2.8	-3.1	-40.4	-68.9	0.8	0.3	0.5
	化学原料和化学制品制造业	-5.6	-6.7	-2	-2.6	-46.5	-51.1	1.1	0.6	0.6
	化学纤维制造业	2.8	1.3	2.4	1.2	-10.8	-21.4	0.5	1.2	0.6
	橡胶和塑料制品业	-1.5	-2.5	-2.9	-3.9	14.8	15	1		0.2
	非金属矿物制品业	-7.3	-7	-6.4	-6	-26.7	-26.8	0.3	-0.4	0.1
	黑色金属冶炼和压延加工业	-4.8	-5.9	-4.8	-5.6	-1.8	-57.1	1.1	0.8	0.3
	有色金属冶炼和压延加工业	2.5	1.4	3.4	2.7	-15.1	-27	1.1	0.7	1.9
中游制造业：设备	金属制品业	-2.9	-3.3	-3.3	-3.7	-2.8	-3.8	0.4	0.4	1
	通用设备制造业	2	2.3	0.3	0.6	11	12.9	0.3	-0.3	1.9
	专用设备制造业	0.9	1	-0.3	-0.2	2.4	3.6	0.1	-0.1	1.2
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	6.6	7	5.2	5.4	24.7	32.5	0.4	-0.2	0.8
	电气机械和器材制造业	11.1	11.8	9.8	10.4	24.9	33	0.7	-0.6	0.1
	金属制品、机械和设备修理业	12.5	13.7	11.9	12.2	-23.1	14.5	1.2	-0.3	0.7
下游制造业：消费品	农副食品加工业	3.3	3.9	4	4.8	-15.1	-26	0.6	-0.8	0.9
	食品制造业	2	1.7	1.7	1.6	2.2	0.4	0.3	0.1	0.8
	酒、饮料和精制茶制造业	5.7	5.1	3.8	3.4	5.6	-14	0.6	0.4	0.6
	烟草制品业	4.1	4.1	1.2	1.1	5.5	2.6	0	0.1	0.9
	纺织业	-3.3	-4.2	-3.4	-4.2	-10.2	-15	0.9	0.8	0.8
	纺织服装、服饰业	-8.1	-8.9	-8.8	-9.6	-7.2	-6.8	0.8	0.8	0.4
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和鞋业	-7.2	-7.6	-7.7	-8.1	1.1	16	0.4	0.4	0.4
	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	-3	-3.3	-3.3	-3.6	10.5	7.2	0.3	0.3	0.3
	家具制造业	-7.8	-8.5	-9.2	-10	-14	-10.2	0.7	0.8	0.8
	造纸和纸制品业	-3.6	-4.4	-3.1	-3.5	-25.3	-39.8	0.8	0.4	0.5
	印刷和记录媒介复制业	-6.3	-7.2	-7.1	-7.8	-7.4	-9.6	0.9	0.7	0.2
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-3.4	-3.8	-3.6	-3.9	-5.3	-7.8	0.4	0.3	0.5
	医药制造业	-3.4	-3.3	-2.1	-2.1	-17.5	-18.3	0.1	0	0.8
	汽车制造业	10.4	10.9	10.8	11.3	0.1	2.4	0.5	-0.5	0.2
公用事业	电力、热力生产和供应业	4.7	4.8	3	3	50	53.4	0.1	0	0.4
	燃气生产和供应业	3.8	4.7	4.3	5.4	2.8	0.6	0.9	-0.1	0.2
	水的生产和供应业	3.8	3.8	3.8	3.8	5.5	3.8	0	0	0.7

资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 4 风险提示

政策效果不及预期，流动性超预期收紧。

## 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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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