

2023年10月27日

“熨平”的库存周期或将转动：基建和城中村

宏观研究团队

——9月企业利润点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（联系人）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790122120002

2023年1-9月全国规模以上工业企业利润累计同比-9.0%，前值-11.7%；营业收入累计同比增长0.0%，前值-0.3%。

● 9月工业企业利润、营收均改善

宏观政策“组合拳”效果持续显现，工业企业营收利润均延续向好。此前我们指出“基数持续收窄并伴随新一轮稳增长政策落实落细，需求改善有望接力成本驱动”。目前来看需求的修复斜率并不高，10月24日中央调增赤字、增发特别国债，新一轮基建发力有望提振需求的改善幅度。

● 利润改善主要由下游贡献，困境反转趋于演绎

(1) 下游利润占比提升。1-9月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业的利润占比分别为34.5%、29.1%、26.6%，分别变动了-0.2、-0.1、0.5个百分点。

(2) 利润两年复合增速来看，上游采掘加工的利润降幅收窄；中游设备制造保持高速增长；消费需求回暖提振下游消费制造利润，14个细分行业中12个出现改善。叠加2023Q3居民消费倾向修复至疫情前，权益市场消费板块的困境反转逻辑或在逐步演绎。

● “熨平”的库存周期或将转动：基建先行、地产后进

(1) 非典型主动补库。9月工业企业呈现“营收改善”+“库存回升”的组合，表观上连续2个月主动补库。剔除PPI的实际库存初步见底，但需求（营收增速）改善的斜率仍较缓慢，结合库销比ttm持续上行，可以判断当下并非典型意义上的主动补库。

(2) 积极财政下，库存周期的“熨平”态势或将扭转。本轮库存周期熨平的本质或在于地产失位，但中央政府突破了3.0%赤字率的关键约束，积极财政姿态和经济高增诉求较为明确，新一轮基建配套城中村改造，投资端扩内需有望强化库存周期的向上弹性。复盘历史，本轮与2015-2016年有一定相似之处：中央加杠杆、地方稳杠杆，基建先行发力、地产随后回暖。

(3) 中美共振补库渐行渐近。我们将中国工业行业与美国批发商行业进行匹配，根据对华进口依赖度和中美库存分位数筛选了有望共振补库的行业：家具板块结构分化，海外营收较高的表现较好；计算机通信电子半导体出现补库迹象，和纺织服装相似，处于行情演绎的“左侧”。此外，金属制品、化学制品、造纸的中美库存均较低。

● **风险提示：**政策变化超预期；地缘政治冲突反复超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《消费韧性推动美国经济超预期增长——美国3季度GDP数据点评》-2023.10.27

《中央有望持续加杠杆，2023年GDP增速或可完成5.5%—9月财政数据和增发国债点评》-2023.10.25

《节后供需恢复速度偏缓——宏观周报》-2023.10.22

目 录

1、 9月工业企业利润、营收均改善	3
2、 利润改善主要由下游贡献，困境反转趋于演绎.....	4
3、 本轮库存周期反转的驱动力：基建先行、地产后进.....	5
4、 风险提示	6

图表目录

图 1： 9月工业企业利润、营收均改善	3
图 2： 利润当月同比高位小幅回落	3
图 3： 营收累计同比结束负增长	3
图 4： 下游利润占比小幅提高	4
图 5： 上游、下游利润跌幅收窄	4
图 6： 利润改善的边际贡献来自于上游和下游.....	5
图 7： 实际库存初现拐点	6
图 8： 库销比延续上行	6
图 9： 8月国内库存较低的行业：计算机通信电子、家具、五金、纺织纺服、化学制品、造纸	6

2023年1-9月全国规模以上工业企业利润累计同比-9.0%，前值-11.7%；营业收入累计同比增长0.0%，前值-0.3%。

1、9月工业企业利润、营收均改善

宏观政策“组合拳”效果持续显现，工业生产平稳增长，工业企业营收利润均延续向好。2023年1-9月工业企业营收累计同比为0.0%，当月同比为1.2%、较前值改善了0.4个百分点；利润总额累计同比为-9.0%，当月同比为11.9%，较8月的17.2%有所回落但仍维持高增态势。分企业类型来看，国企、民企的利润累计同比分别改善了5.0、1.4个百分点至-11.5%、-3.2%。

工业品出厂价格回升，带动盈利空间扩大。9月销售毛利率、营业利润率分别为14.9%、5.6%，均上行了0.1个百分点。此前我们认为“基数持续收窄并伴随新一轮稳增长政策落实落细，需求改善有望接力成本驱动”。目前来看，需求修复斜率仍不足，10月24日中央调增赤字、增发特别国债，基建发力有望提振需求向上弹性。

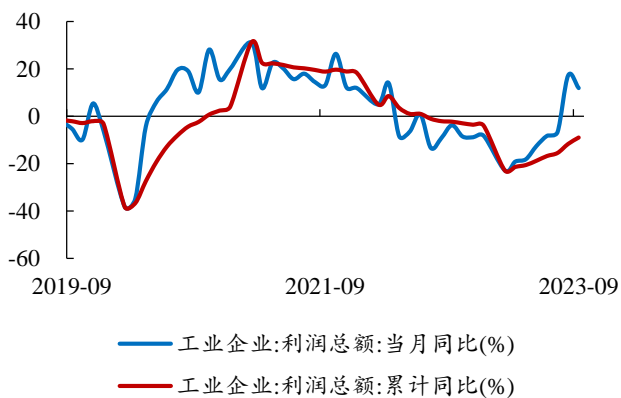
图1：9月工业企业利润、营收均改善

工业企业主要效益指标	2018			2019			2020			2021			2022			2023			
	2	3	4	2	3	4	2	3	4	2	3	4	2	3	4	2	3	4	
量																			
营收:累计同比*																			0.0
工业增加值:累计同比*																			4.0
出口交货值:累计同比*																			-4.8
价																			0.0
PPI:同比																			-2.5
利																			
利润总额:当月同比*																			11.9
利润总额:累计同比*																			-9.0
销售毛利率																			14.9
营业利润率																			5.6
PPI-PPIRM																			1.1
费																			
工业企业:费用率(逆序)																			8.3
库存																			0.0
产成品存货:累计同比(逆序)																			3.1
存货周转天数(逆序)																			20.0
营收增速与存货增速剪刀差																			-3.1

*表示2021年为两年累计同比增速
注：颜色数字大小关系：绿色<白色<红色

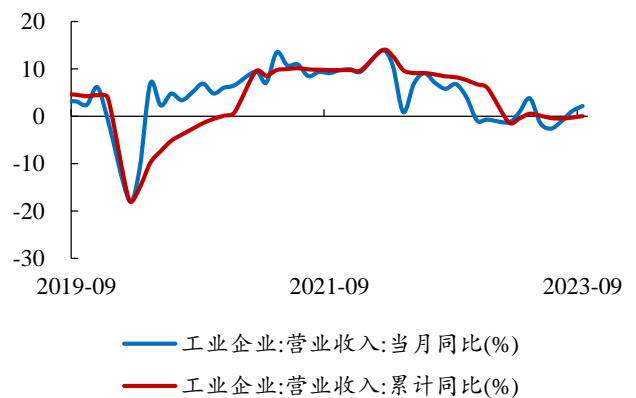
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：利润当月同比高位小幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图3：营收累计同比结束负增长



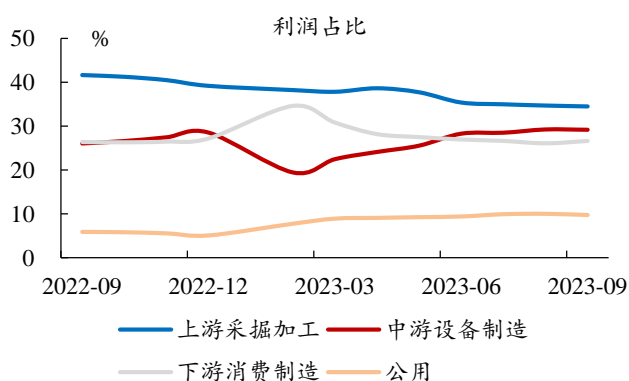
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

2、利润改善主要由下游贡献，困境反转趋于演绎

利润占比来看，1-9月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业的利润占比分别为34.5%、29.1%、26.6%，分别较前值变动了-0.2、-0.1、0.5个百分点。

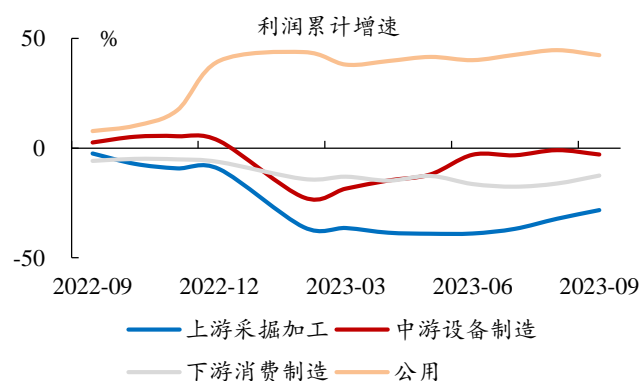
利润增速来看（考虑到2022年同期基数变化较大，此处计算利润两年复合累计同比），部分大宗商品价格回升叠加基数走低，上游采掘加工的利润降幅收窄。其中，油煤燃料加工、黑色金属冶炼加工、化纤制造改善了8.0、6.1、5.4个百分点；中游设备制造保持高增长，金属制品、计算机通信电子改善了1.3、1.2个百分点；消费需求回暖提振下游消费制造利润，14个细分行业中12个出现改善，茶酒饮料、造纸、农副食品加工分别较前值提高了11.0、7.4、6.1个百分点，医药、汽车、纺织、木制品等均有改善。叠加2023Q3居民消费倾向修复至疫情前，权益市场消费板块的困境反转逻辑或在逐步演绎。

图4：下游利润占比小幅提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：上游、下游利润跌幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：利润改善的边际贡献来自于上游和下游

工业行业大类	主要工业行业	1-9月利润总额：		1-9月利润总额：		
		累计同比%	Δ较上期%	两年复合累计同比%	Δ较上期%	
上游采掘加工	橡胶和塑料制品业	14.8	-0.2	-0.1	2.5	
	有色金属矿采选业	5.0	1.0	23.0	0.5	
	黑色金属冶炼及压延加工业	-1.8	55.3	-70.9	6.1	
	石油和天然气开采业	-9.4	1.4	38.6	1.4	
	化学纤维制造业	-10.8	10.6	-42.9	5.4	
	有色金属冶炼及压延加工业	-15.1	11.9	-14.8	2.7	
	黑色金属矿采选业	-18.5	5.3	-23.9	2.0	
	煤炭开采和洗选业	-26.5	-0.2	17.8	-7.2	
	非金属矿物制品业	-26.7	0.1	-19.0	-0.4	
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-40.4	28.5	-56.1	8.0	
中游设备制造	化学原料及化学制品制造业	-46.5	4.6	-26.3	2.1	
	电气机械及器材制造业	24.9	-8.1	25.1	-1.7	
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	24.7	-7.8	16.9	-0.9	
	通用设备制造业	11.0	-1.9	1.5	0.9	
	仪器仪表制造业	5.2	-4.9	3.7	0.1	
	专用设备制造业	2.4	-1.2	0.5	-0.3	
	金属制品业	-2.8	1.0	-6.5	1.3	
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-18.6	2.0	-12.2	1.2	
	下游消费制造	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	10.5	3.3	2.7	2.1
		酒、饮料和精制茶制造业	5.6	19.6	13.8	11.0
烟草制品业		5.5	2.9	8.1	1.0	
食品制造业		2.2	1.8	5.8	0.3	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业		1.1	-14.9	2.3	1.0	
汽车制造		0.1	-2.3	-0.9	1.7	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业		-5.3	2.5	2.3	1.0	
纺织服装、服饰业		-7.2	-0.4	-2.8	-1.0	
印刷业和记录媒介的复制		-7.4	2.2	-6.0	1.5	
纺织业		-10.2	4.8	-12.8	1.8	
下游消费制造	家具制造业	-14.0	-3.8	-5.1	-0.3	
	农副食品加工业	-15.1	11.9	-11.4	6.1	
	医药制造业	-17.5	0.8	-23.6	1.5	
	造纸及纸制品业	-25.3	14.5	-34.2	7.4	

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、本轮库存周期反转的驱动力：基建先行、地产后进

9月工业企业呈现“营收改善”+“库存回升”的组合，表观上连续2个月主动补库。剔除PPI的实际库存初步见底，但需求（营收增速）改善的斜率仍较缓慢，结合库销比ttm持续上行，可以判断当下并非典型意义上的主动补库。

积极财政下，库存周期的“熨平”态势或将扭转。7月31日《库存周期熨平与否的探讨与投资思路》专题中，我们指出“房地产投资领先库存周期约6个月，本轮库存周期熨平的本质或在于地产失位”，好的方面在于中央政府突破了3.0%赤字率的关键约束，积极财政姿态和经济高增诉求较为明确，新一轮大规模基建配套城中村改造，投资端扩内需有望强化库存周期的向上弹性。复盘历史，本轮与2015-2016年有一定相似之处：中央加杠杆、地方稳杠杆，基建先行发力、地产随后回暖。

当下的一大隐忧在于库存周期径自从主动去库转向主动补库，跳过了中间的被动去库阶段，或指向库存去化仍不彻底。较好的路径在于，2023年末至2024年初基建提前发力扩大内需，形成一轮需求快速改善带来的企业去库，夯实主动补库的微观基础。

图7：实际库存初现拐点

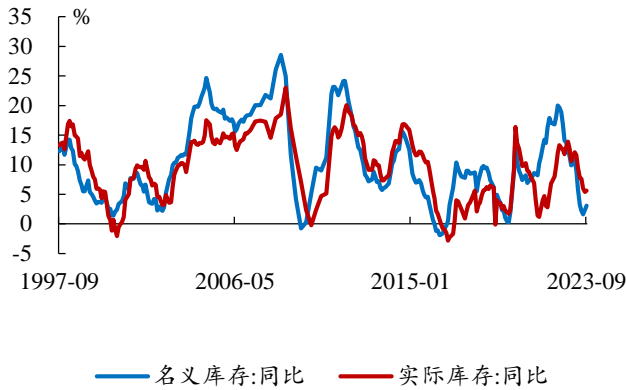


图8：库销比延续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

中美共振补库渐行渐近。我们将中国工业行业与美国批发商行业进行匹配，根据对华进口依赖度和中美库存分位数筛选了有望共振补库的行业：家具板块结构分化，海外营收较高的表现较好；计算机通信电子半导体出现补库迹象，和纺织服装同属于行情演绎的“左侧”。此外，金属制品、化学制品、造纸的中美库存均较低。

图9：8月国内库存较低的行业：计算机通信电子、家具、五金、纺织纺服、化学制品、造纸

库存同比增速				中国工业行业	中国出口依赖度	美国对华进口依赖度	美国批发商行业	库存同比增速			
最新值	较前值	分位数	历史趋势	2023-08			2023-08	最新值	较前值	分位数	历史趋势
0.10	0.50	10%		计算机通信电子设备制造业	43.2%	35.2%	电脑及电脑外围设备和软件	-0.18	0.01	5%	
9.50	1.40	47%		电气机械及器材制造业	16.1%	31.3%	电气和电子产品	-0.02	-0.05	15%	
-2.40	-1.90	0%		家具制造业	20.8%	28.8%	家具及家居摆设	-0.14	-0.02	2%	
-4.00	0.00	0%		金属制品业	9.8%	28.4%	五金、水暖及加热设备和用品	-0.01	-0.02	13%	
5.20	1.10	25%		木材加工制品业	5.1%	17.2%	木材及其他建材	-0.10	0.01	5%	
3.90	0.80	16%		通用设备制造业	14.3%	16.2%	机械设备和用品	0.20	-0.01	97%	
12.90	0.30	62%		专用设备制造业	13.8%	10.9%	专业及商业设备和用品	-0.06	0.00	7%	
4.80	1.20	32%		有色金属冶炼及压延加工业	2.6%	7.0%	金属及矿产，石油除外	-0.05	-0.01	19%	
4.60	0.40	23%		汽车制造	6.9%	5.1%	汽车及汽车零件和用品	0.14	-0.03	86%	
							杂项	-0.02	0.00	15%	
							非耐用品	-0.08	-0.01	1%	
-1.80	1.50	3%		纺织服装、服饰业	22.2%	23.3%	服装及服装面料	-0.16	-0.04	3%	
-3.70	0.40	2%		化学原料及化学制品制造业	6.3%	15.6%	化学品及有关产品	-0.14	-0.05	2%	
-6.90	-0.60	4%		造纸及纸制品业	4.6%	13.5%	纸及纸制品	-0.16	0.00	1%	
3.20	-0.30	14%		食品制造业	6.5%	8.8%	食品及相关产品	-0.06	0.00	3%	
2.20	0.00	23%		农副食品加工业	4.2%	3.6%	农产品原材料	-0.28	0.04	4%	
10.20	0.70	39%		医药制造业	8.9%	2.7%	药品及杂品	0.02	-0.04	24%	
-15.00	2.60	9%		石油、煤炭燃料加工业	3.6%	0.3%	石油及石油产品	-0.10	-0.01	11%	
5.40	1.10	28%		酒、饮料和精制茶制造业	1.4%	0.2%	啤酒、葡萄酒及蒸馏酒	0.04	-0.02	43%	
							杂项	-0.02	0.00	15%	
							除制造商分支销售总额	-0.01	-0.01	11%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

政策变化超预期；地缘政治冲突反复超预期；美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn