

宏观点评 20231127

10月工业企业利润：如何理解工业端的“温差”？

2023年11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

《一文读懂 PMI 走势预测框架》

2023-11-26

《2024 展望：5%还需多大政策加力？》

2023-11-22

■ 10月似乎并没有把工业制造业端的“好消息”延续——先有再次降至荣枯线以下的制造业 PMI，后有增速下滑的制造业投资，现又有工业企业利润增速从9月的12.1%下滑至10月的2.6%。面对工业制造业的不断“变温”，该如何理解这背后的“温差”？我们认为前期制造业 PMI 的上升主要系季节性因素影响，工业企业利润增速的由负转正受低基数效应影响颇多。随着这些利好因素的逐一褪去，工业制造业端复苏基础不牢固这一问题又重新“摆在眼前”。

■ 生产仍是工业端的主要支撑项。量、价、利润率拆解来看，10月表现为“量上价下、利润率负增”的形势，今年以来最大的特点在于工业生产为企业利润的最大支撑项。不过正如我们之前的报告所说，工业复苏是事实，但复苏格局的不稳固也是事实，10月工业端的一系列数据都说明了工业复苏不稳固这一大问题。价格对工业企业利润的拖累收尾进度比想象中慢，这反映了需求疲软这一“症结”并未完全改善。同时利润率的再次转负，除低基数效应逐步褪去之外，其他主要原因包括需求端依旧偏弱、成本仍居高位。

■ 数据“迷雾”褪去后，中游重回景气赛道。10月不同行业的复苏格局与9月“大相径庭”：9月上、下游利润表现为“亮眼项”，而10月上、下游利润增幅纷纷转弱，更多是靠中游利润形成支撑。具体来看，10月上、中、下游的利润增速分别为1.7%（前值21.0%）、5.7%（前值-3.4%）、1.7%（前值25.7%）。“好消息”是上、中、下游行业利润“全线”正增长，“坏消息”是增幅尚小。

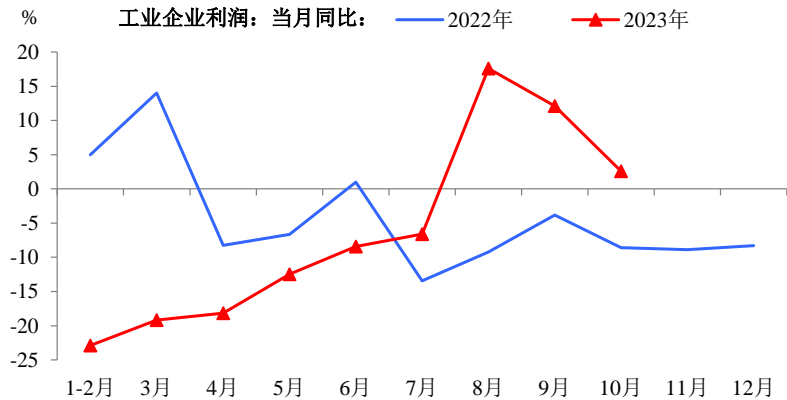
上游企业利润增速下滑的“导火索”是需求端并未真正修复，导致价格的完全好转“难收尾”、从而上游利润继续承压；中游企业利润在外需偏弱的情况下，主要靠公用事业板块予以支撑；下游企业利润下滑主要是受前期原材料涨价、以及现大多下游行业出口较弱（如医药制造业、纺织服装等）的影响。

■ 不同企业类型利润纷纷转弱。10月国有企业、股份制企业、私营企业、外资的利润增速分别为10.2%（前值38.3%）、8.1%（前值19.3%）、6.4%（前值7.1%）、-7.6%（前值-6.6%），四大企业类型利润纷纷转弱，与10月大、中、小型企业 PMI 全线下滑“不谋而合”。这些均是工业企业利润复苏格局尚不稳固的力证。

■ 补库周期的开启尚待时日。根据工业企业营收和产成品存货的走势来看，目前库存周期仍处于被动去库的位置。基于需求端复苏尚未企稳的现状，我们认为现在对工业补库的讨论可能为时尚早。随着政策效应的逐步显现，补库开启的时点或将“现身”于明年上半年。

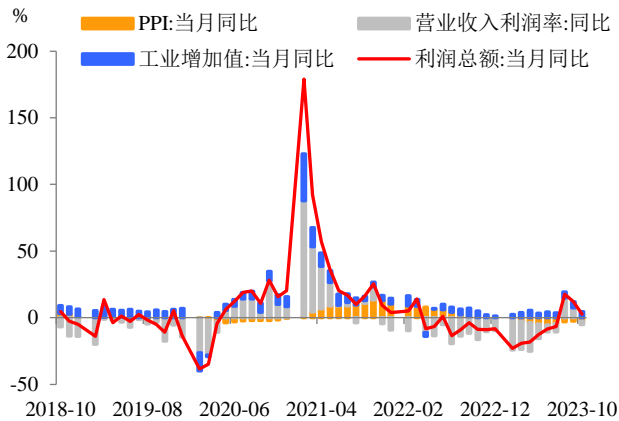
■ 风险提示：政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

图1: 低基数对工业企业利润的利好正逐步褪去



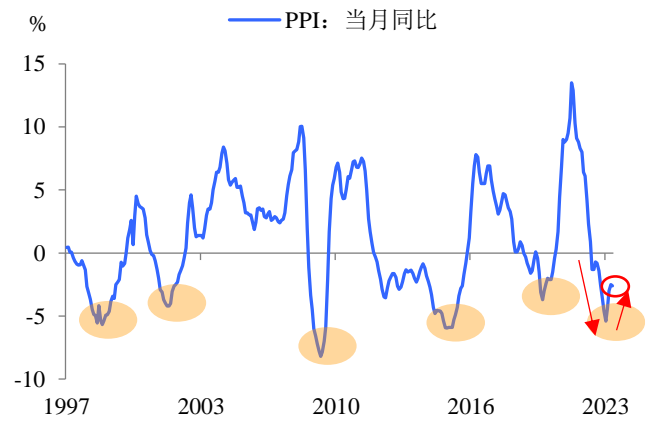
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 今年以来生产是工业企业利润的主要支撑项



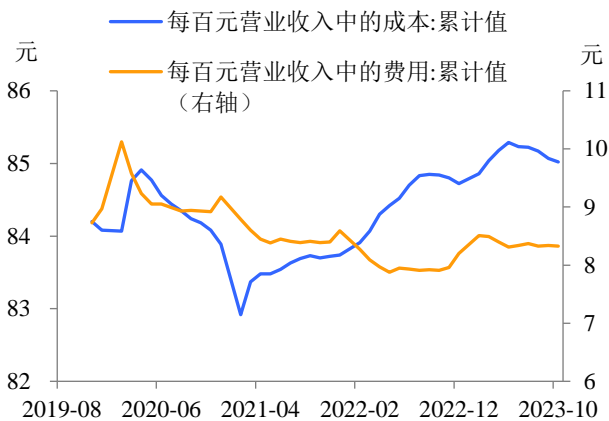
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 价格造成的拖累迟迟不“收尾”



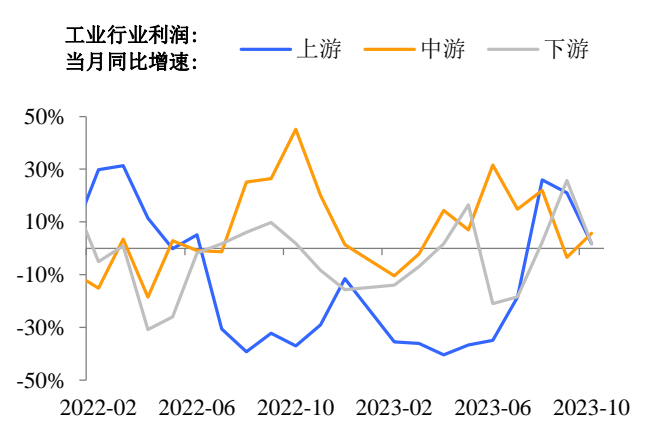
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 工业企业成本仍居较高位



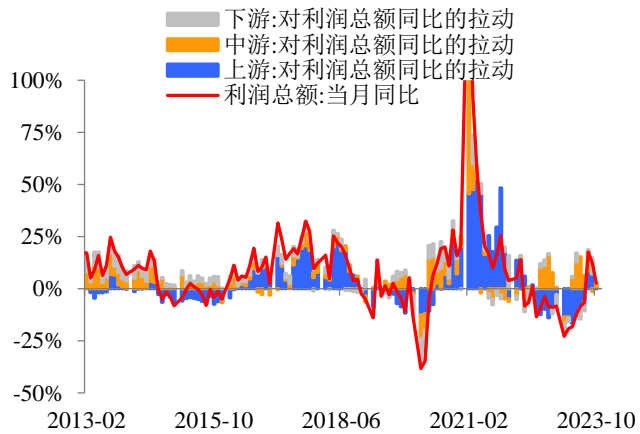
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 10月不同行业的复苏格局与9月“大相径庭”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 10月工业中游利润表现“略胜一筹”



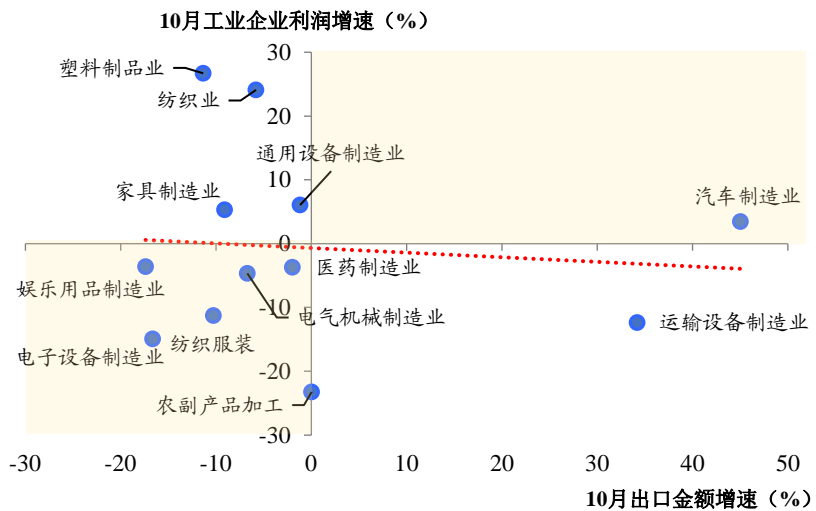
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 10月大宗商品价格下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

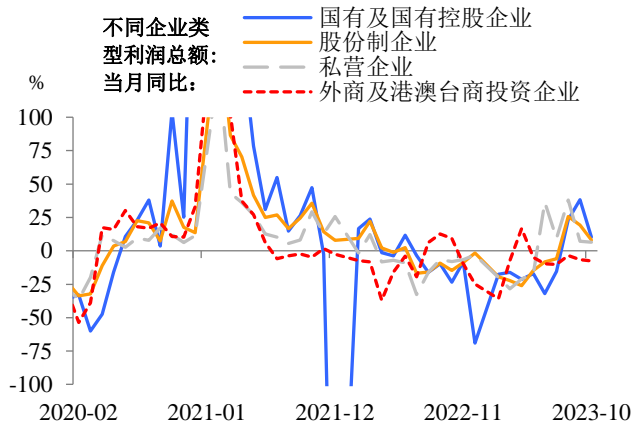
图8: 10月部分中下游行业受出口影响较大



注: 黄色阴影部分表示受出口影响较大的行业。

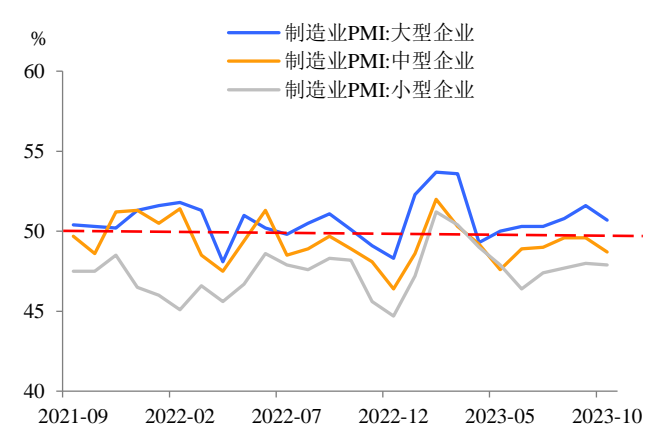
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 10月不同类型企业利润纷纷转弱



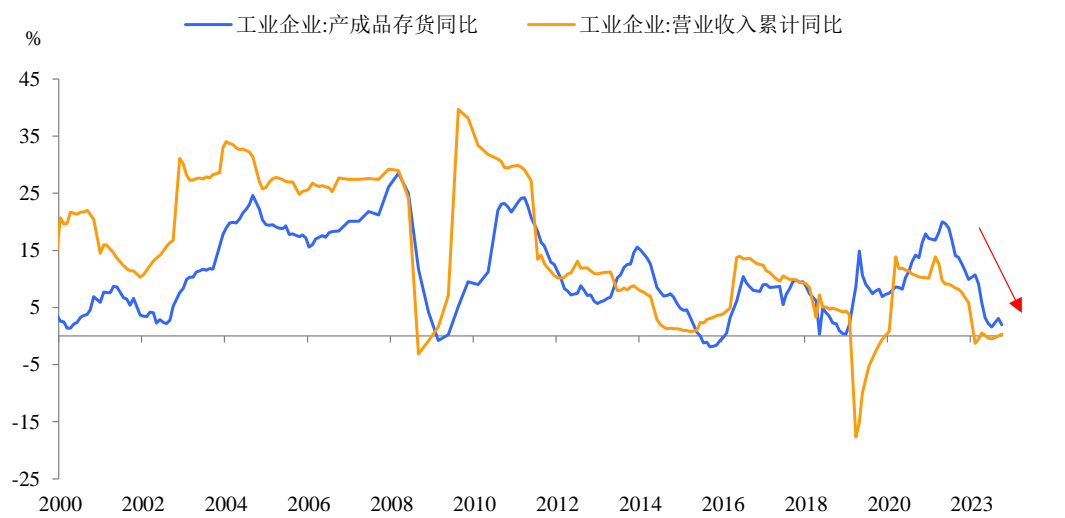
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 10月大、中、小型企业PMI全线下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 目前仍处于被动去库时期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 10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：%）									
		2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2022-10	2022-09
上游									
采矿	煤炭开采和洗选业	-27.37	-28.36	-27.10	-42.91	-46.76	-32.34	-22.85	-6.88
	石油和天然气开采业	-4.02	2.99	-6.56	-6.81	-23.30	-22.75	-9.62	-22.32
	黑色金属矿采选业	93.28	127.46	71.24	-675.74	-42.39	-38.80	-32.06	-59.47
	有色金属矿采选业	0.05	13.51	19.71	20.51	-7.78	-15.28	-12.71	-9.82
	非金属矿采选业	36.59	-3.68	-18.23	-23.98	-25.72	-7.89	32.28	9.26
原料及加工	黑色金属冶炼和压延加工业	-203.73	-171.00	-155.43	-112.02	36.11	-124.90	-78.50	-74.84
	有色金属冶炼和压延加工业	125.73	151.28	134.95	116.68	33.48	-43.35	-48.05	-57.93
	非金属矿物制品业	-24.97	-25.95	-12.68	-43.00	-29.85	-21.13	-18.41	-18.43
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-1001.48	-208.49	-150.19	-132.46	-89.06	-113.78	-58.55	-80.95
	化学纤维制造业	205.98	62.83	-423.23	222.01	21.64	-68.77	-48.02	-50.24
	化学原料和化学制品制造业	-3.13	4.59	-16.06	-66.89	-51.15	-34.59	-63.17	-52.52
	橡胶和塑料制品业	26.72	13.69	29.81	20.44	45.98	8.85	38.41	0.14
上游总计		1.68	21.03	25.89	-18.54	-34.88	-36.62	-36.98	-32.16
中游									
装备制造业	通用设备制造业	6.04	-0.23	4.32	-1.18	1.62	31.13	63.48	16.58
	专用设备制造业	-1.35	-4.13	12.87	-9.57	18.44	28.07	0.19	-11.53
	电气机械和器材制造业	-4.69	-19.08	29.57	64.96	28.74	26.82	37.44	11.00
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-14.94	-7.26	9.96	-33.82	61.54	-38.53	-38.29	-36.15
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-12.39	-7.42	46.39	8.14	34.77	13.10	65.46	25.63
	仪器仪表制造业	-10.69	-15.87	-1.85	21.64	2.18	26.62	27.05	8.27
公用事业	金属制品、机械和设备修理业	386.55	-81.45	37.96	-68.24	117.21	245.84	-1380.50	131.40
	电力、热力生产和供应业	51.05	28.13	65.37	74.06	48.58	41.99	45.29	42.76
	燃气生产和供应业	90.45	23.19	4.07	9.19	-5.51	18.72	7.34	-14.14
其他中游制造业	水的生产和供应业	34.26	18.81	24.84	-8.63	-18.80	28.96	17.33	10.73
	金属制品业	17.68	3.47	9.12	19.70	5.58	-6.21	-4.34	-12.84
	废弃资源综合利用业	56.09	60.18	-8.66	-201.41	-13.92	-83.77	-61.63	-65.18
	其他制造业	-20.22	-12.13	-16.35	-64.39	19.25	-1.16	-1.64	16.77
中游总计		5.70	-3.42	21.99	14.82	31.56	7.01	45.18	26.38
下游									
食品类	食品制造业	-15.21	15.79	7.84	-4.74	2.26	9.00	5.82	0.70
	酒、饮料和精制茶制造业	17.30	183.26	-2.68	-1.00	-55.37	10.88	1.66	40.01
	农副食品加工业	-23.24	103.08	25.25	-28.60	9.84	-53.65	-83.64	-40.75
衣物类	纺织服装、服饰业	-11.27	-10.09	-10.52	-20.25	12.58	47.51	-35.47	-13.81
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-9.04	-46.30	126.64	-22.53	105.31	105.47	-57.12	-50.87
	纺织业	24.07	27.32	26.04	0.04	-4.45	-18.87	-10.65	-29.36
家庭设备用品	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	14.67	32.82	64.55	10.71	12.55	4.29	-32.05	-5.21
	家具制造业	5.32	-32.77	-10.71	-39.16	13.56	10.58	-10.97	0.65
医疗保健	医药制造业	-3.70	-11.92	-31.62	-12.13	7.60	-13.54	-35.77	-26.44
交通通信	印刷和记录媒介复制业	43.17	6.20	1.28	-0.20	1.83	-20.15	-3.18	-13.25
	汽车制造业	3.44	-13.77	11.19	-29.97	-24.79	101.48	2005.19	9.38
文娱类	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-3.64	9.89	-10.13	-19.92	10.35	-13.68	63.12	-27.40
	烟草制品业	20.98	47.72	-3.02	-10.43	0.60	0.29	-6.55	6.18
	造纸和纸制品业	88.92	58.78	41.89	-65.71	-7.94	-55.75	-73.51	-39.26
下游总计		1.69	25.71	2.26	-18.44	-20.93	16.52	1.87	9.75

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>