

工业利润改善暂缓但并未停止

——10月工业企业利润分析

核心要点:

11月27日国家统计局发布：1-10月，规模以上工业企业利润总额累计同比-7.8%（前值-9.0%），当月同比+2.7%（前值+11.9%）；1-10月营业收入累计同比+0.3%（前值+0.0%）。工业企业营收增速转正，但利润增速改善趋势放缓。

1.从两年同比增速来看10月工业营业收入与利润都有所放缓。1-10月营业收入两年复合增速3.89%（前值4.02%）；1-10月利润两年复合增速为-5.43%（前值-5.71%）；10月当月两年复合增速为+1.34%（9月为+5.78%）。

2.此前已经发布的10月经济指标都出现了放缓，特别是中采和财新制造业PMI都降至49.5%（前值分别为50.2%、50.6%）；PPI同比-2.6%（前值-2.5%），出口同比-6.4%（前值-6.1%）。

3.10月工业利润改善放缓的原因，应该是房地产持续下行，叠加出口与PPI短期回落所致。同期工业增加值增速、制造业投资增速、服务业生产指数、社会消费品零售增速、调查失业率等指标都相对稳定，经济仍然处于多项逐渐产生的上行力量对冲房地产下行趋势并逐渐接近横盘的局面。

4.库存名义增速与扣除PPI的实际库存增速都出现回落。短期而言，11月CRB指数同比回落，可能导致PPI继续运行在-3.0%左右，不利于工业企业利润收窄降幅。但进入2024年之后，预计随着美联储结束加息之后全球经济见底回升；国内政策效果陆续释放之后PPI进一步收窄降幅，工业企业盈利预期将逐步改善，工业企业将进一步加库存。

10月工业企业资产负债增速都有所回落。此前在8月，工业企业试探性扩张资产负债表。但10月工业企业负债同比6.6%（前值+6.7%），资产同比6.3%（前值+6.4%），增速连续两个月小幅回落。资产负债率连续三个月维持在57.6%，表明企业对资产负债表扩张继续维持观望。

5.预测2024年中国经济增速将达到5.2%左右，基建投资增长10%以上，PPI、出口将在二季度美联储降息预期形成之后陆续转正。但在基准预测之外，我们提示如果2024年地缘政治冲突有所缓和，国际原油价格形成PPI下行压力，那么工业企业利润增速的改善趋势可能被进一步放缓。

6.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。其中采矿业降幅小幅收窄，制造业继续恢复韧性，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的恢复改善明显。中游制造业保持韧性，汽车制造利润本月小幅回升，机械和设备修理和化学纤维制造由负转正。下游消费上，烟酒茶类盈利增速明显，纺织业和医药制造等降幅持续收窄。

分析师

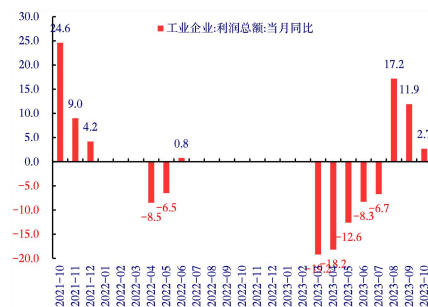
高明

☎：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3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、10月工业利润改善放缓，但并未停止

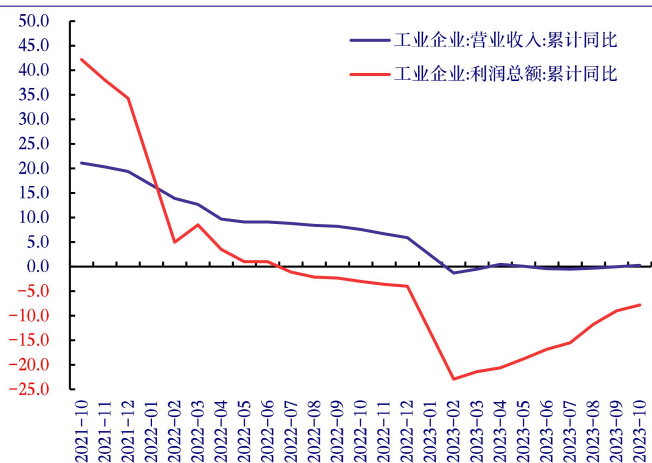
此前已经发布的10月经济指标都出现了暂缓的情况，特别是PPI出现回落。可以看到，10月中采和财新的制造业PMI都下降至49.5%（前值分别为50.2%、50.6%）；PPI环比0.0%（前值+0.4%），同比-2.6%（前值-2.5%），也出现了回落；出口同比-6.4%（前值-6.1%），也有所放缓；工业增加值同比+4.6%（前值+4.5%），环比+0.39%，保持稳定；1-9月制造业投资累计同比+6.2%（前值+6.2%），保持稳定。

工业企业营收增速实现转正，但利润增速的改善出现放缓（图1至2）。1-10月规模以上工业企业营业收入累计同比+0.3%（前值0.0%），两年复合增速3.89%（前值4.02%）；1-10月利润累计同比-7.8%（前值为-9.0%），两年复合增速为-5.43%（前值-5.71%）；10月当月同比+2.7%（前值+11.9%），连续第3个月正增长，两年复合为+1.34%（9月为+5.78%），同样是第3个月正增长。

10月工业利润改善放缓的原因，应该是房地产持续下行，叠加出口与PPI短期回落所致，同期服务业生产指数、就业与消费等指标都还在边际改善，经济整体呈现出多项上行力量（逆周期政策、内生修复力量等）正在对冲房地产下行趋势并逐渐接近横盘的局面。

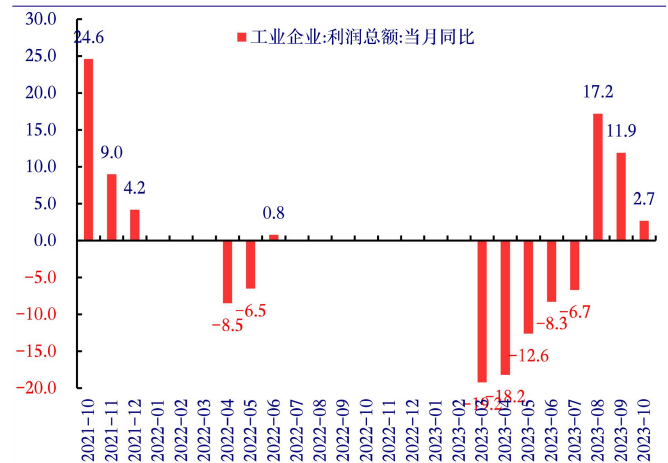
展望2024年，预测中国经济增速将达到5.2%左右，基建投资增长10%以上，PPI、出口在二季度之后相继转正。财政政策方面，狭义赤字率预计3.5%以上，对应国债和地方一般债规模合计4.5万亿，专项债额度升至4万亿左右，一般公共预算中用于基建的支出预计6.5万亿左右，再加上5000亿新增国债及专项债资金，用于广义基建的财政资金支出总规模在11万亿左右，比2023年提升12%左右。一般公共预算及专项债用于保障房建设、城中村改造的大约2.4至2.8万亿左右，相比2023年提升7000至11000亿，部分填补地产投资缺口（2023年全年预计10万亿元，2024年同比降幅乐观情形为0%、一般情形为-10%、悲观情形为-20%）。一季度财政基建支出的规模将在3.5万亿以上，前置特征明显。货币政策方面，总量工具将保持宽松，以保持经济合理增长为目标，注重政策持续性、配合财政政策，以及风险化解。结构性工具聚焦经济转型，围绕“五篇大文章”展开。金融总体呈现“宽货币、宽信用”格局，预计社会融资存量增速上行至10.1%。

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（%）

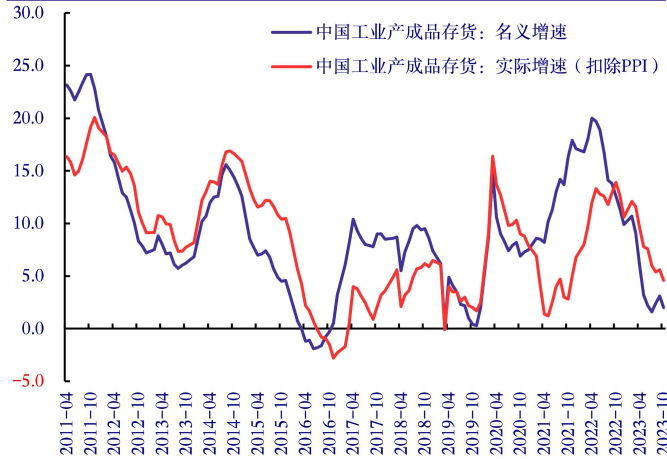


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

工业品库存名义增速、实际增速都出现回落。1-10月工业产成品存货累计同比+2.0%（前值+3.1%）；扣除PPI的实际库存增速也出现回落（图3）。短期而言，11月CRB指数同比回落，可能导致PPI继续在-3.0%左右的低位震荡（图4），不利于工业企业利润降幅收窄。但进入2024年之后，预计随着美联储结束

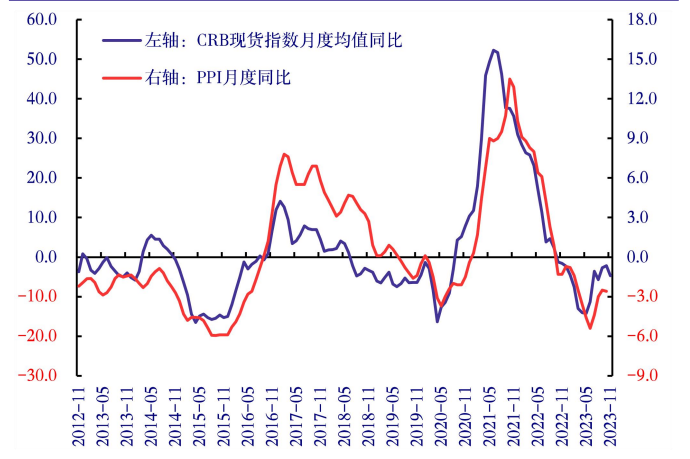
加息之后全球经济见底回升；国内政策效果陆续释放之后 PPI 进一步收窄降幅，工业企业盈利预期将逐步改善，工业企业将进一步加库存。

图 3. 工业产成品存货名义增速与实际增速都出现回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4. 根据 11 月 CRB 指数走势预测 11 月 PPI 将继续震荡

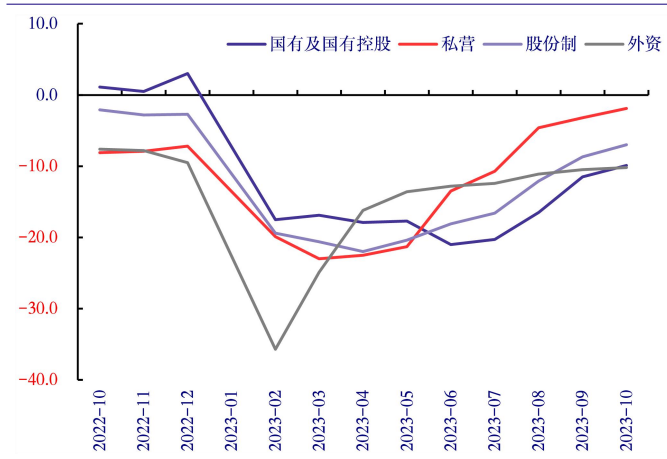


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

各所有制工业企业利润增速都在持续收窄降幅(图 5)。1-10 月国有及国有控股企业利润累计同比-9.9% (前值-11.5%)，股份制企业利润累计同比-7.0%(前值-8.7%)，私营企业利润累计同比-1.9%(前值-3.2%)，外资及港澳台企业利润累计同比-10.2%(前值-10.5%)，都呈现持续收窄降幅的趋势。

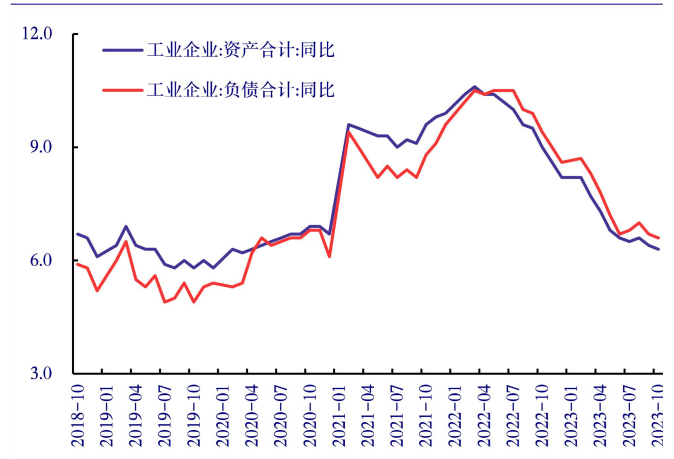
10 月工业企业资产负债增速都有所回落。此前在 8 月，工业企业试探性扩张资产负债表。但 10 月工业企业负债同比 6.6% (前值+6.7%)，资产同比 6.3% (前值+6.4%)，增速连续两个月小幅回落。资产负债率连续三个月维持在 57.6%，表明企业对资产负债表扩张继续维持观望。

图 5. 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 6. 10 月规模以上工业企业负债增速继续回落 (%)

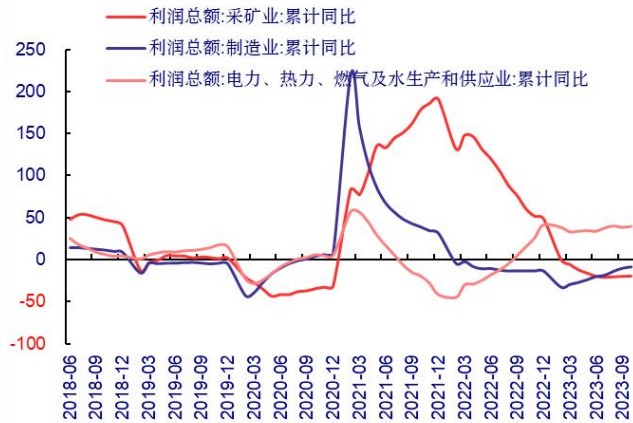


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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

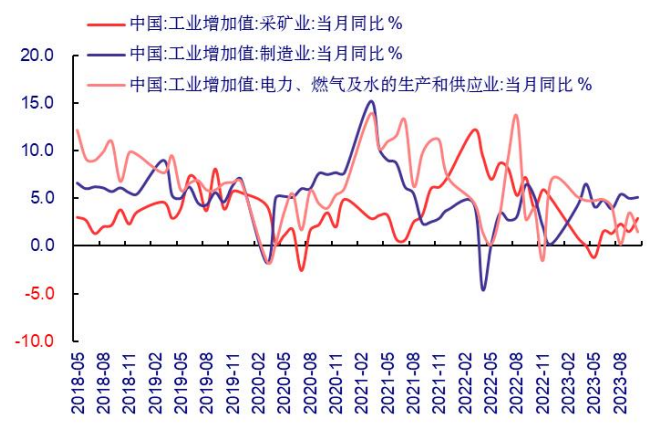
分三大类别来看，采矿业、制造业、公共事业利润累计同比分别为-19.7%（前值-19.9%）、-8.5%（前值-10.1%）和40%（前值38.7%）。采矿业受去年高基数影响同比增速依然维持20%左右的负增长，但制造业恢复保持强劲，公共事业利润继续保持高速增长。

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

上游价格上行继续带动采矿业和原材料加工利润修复。受PPI上游行业上行的影响，上游煤炭开采、石油和天然气开采、黑色金属开采、有色金属开采价格走高，传导至企业利润上表现为黑色、有色金属冶炼加工分别为37.0%（前值-1.8%）、-3.7%（前值-15.1%）；采矿业中有色采选利润同比继续增长4.5%（前值5.0%）；油气开采、石油煤炭及燃料加工边际改善，同比录得-8.9%（前值-9.4%）、-27.0%（前值-40.4%）；有色方面，黑色采选利润修复-13.5%（前值-18.5%）。其他行业上，木材加工正增长扩大为11.2%（前值10.5%）、造纸及纸制品再次转负至-13.6%（前值25.3%）。橡胶利润增速上升至16.2%（前值14.8%）；非金属矿物制品维持-26.5%（前值-26.7%），但非金属矿采选降幅略微收窄至-1.8%（前值-6.6%），金属制品降幅收窄至-0.1%（前值-2.8%）。公用设备方面继续保持利润正增长，电力热力50.1%（前值50%）、水的生产和供应8.8%（前值5.5%）、冬季供暖使得燃气生产和供应增长扩大至8.0%（前值2.8%）。

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，机械和设备修理和化学纤维制造由负转正。前期利润高速增长的行业有所边际下降，电气机械20.8%（前值24.9%）、通用设备10.4%（前值11%）、专用设备制造2.0%（前值2.4%）、铁路船舶航空航天19.1%（前值24.7%）、仪器仪表3.3%（前值5.2%）；汽车制造利润增速略微恢复至0.5%（前值0.1%）；机械和设备修理和化学纤维制造本月由负转正，分别录得3.2%（前值-23.15%）和2.3%（前值-10.8%）；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-18.2%（前值-18.6%）、其他制造-25.9%（前值-26.5%）、家具制造-11.8%（前值-14%）。

下游消费继续边际改善，烟酒茶改善明显。酒饮料和茶制造企业利润连续两个月正增长，并且扩大至6.2%（前值5.6%），烟草制品趋势一致增幅提升至6.2%（前值5.5%）；食品制造和皮毛羽和制鞋边际回落，增速分别为0.1%（前值2.2%）和-0.1%（前值1.1%）；纺织业-6.1%（前值-10.2%）、医药制造-16.4%（前值-17.5%）和文教工美体育娱乐用品-5.1%（前值-5.3%）连续三个月降幅收窄。农副食品加工降幅扩大至-16.5%（前值-15.4%）。

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%	11.2%	8.1%	7.3%	7.5%	6.4%	6.7%	5.7%	4.7%	4.2%
利润累 计同比 (%)	2023-10	-7.8	-18.2	20.8	50.1	0.5	37.0	-42.8	-3.7	-27.0	-26.5
	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
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%	1.1%
利润累 计同比 (%)	2023-10	-16.5	10.4	-0.1	-26.6	2.0	16.2	-16.4	-6.1	0.1	6.2
	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
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%	1.1%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.7%
利润累 计同比 (%)	2023-10	8.0	6.2	-5.1	-13.6	-7.7	19.1	-8.9	2.3	-15.0	3.3
	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
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 (%)	2023-10	-0.1	11.2	-11.8	-1.9	-13.5	4.5	-1.8	8.8	-25.9	3.2
	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

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. 工业产成品存货名义增速与实际增速都出现回落 (%)	3
图 4. 根据 11 月 CRB 指数走势预测 11 月 PPI 将继续震荡	3
图 5. 不同所有制类型工业企业利润增速 (%)	3
图 6. 10 月规模以上工业企业负债增速继续回落 (%)	3
图 7. 工业三大类别: 利润累计同比增速 (%)	4
图 8. 工业三大类别: 工业增加值: 当月同比	4
图 9. 工业企业子行业利润增速: 累计同比	5

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

行业评级体系

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

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

公司网址：www.chinastock.com.cn