

2023年11月27日

利润改善之路遭遇成本波折

事件点评

工业企业利润点评（2023.10）

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002
qintai@huajinsec.cn

投资要点

- ◆ **工业企业利润 10 月同比增速加速回落，主因成本拖累加深，抵消了营收的小幅改善和投资收益的修复，利润改善之路遭遇一定波折。**10 月工业企业利润同比增速大幅下行 9.2 个百分点至 2.7%，从 8 月峰值水平连续第二个月加速回落，呈现三大结构性特点：1) 7-9 月原油价格连续大幅上涨，叠加基数走低，滞后推升 10 月营业成本增速上行 2.2 个百分点至 3.2%，对总利润增速从此前的向上支撑逆转为大幅拖累 4.2 个百分点；2) 10 月在大众消费的持续促进作用下，社会消费品零售总额增长稍超预期，工业企业营收同比增速小幅上行 1.3 个百分点至 2.5%，对利润同比增速的贡献较前月小幅提升 0.6 个百分点；3) 低基数叠加资本市场信心好转，10 月包含投资收益的其他利润贡献大幅提升。
- ◆ **制造业受原油价格等成本拖累影响较大，单月利润增速下滑幅度较为明显。**受低基数和天气波动导致的用电需求增加等共同影响，1-10 月公用事业利润累计同比增长 1-9 月上行 1.3 个百分点至 40.0%；制造业受上游原油、煤炭前期不同程度价格上涨所带来的成本冲击较为直接，10 月制造业利润同比增速回落达 12.6 个百分点至 -4.4%。制造业行业中，10 月当月更接近上游大宗商品的原材料制造业利润同比增长仍高达 22.9%，受消费品零售稍好于市场预期的表现带动，消费品制造业利润连续第三个月增长，10 月同比 2.2%；电气机械、铁路船舶航空航天运输设备和通用设备等三大装备制造业利润分别增长 20.8%、19.1%和 10.4%，增速较快。
- ◆ **产成品去库存陡然加速，快速去库存阶段尚在持续，对利润潜在改善的幅度形成持续压制。**10 月产成品名义库存同比增速再度下行 1.1 个百分点至 2.0%，扣除价格因素后，当月产成品库存实际同比增速亦大幅下行 1.0 个百分点至 4.7%，成为近 23 个月以来新低，显示实际去库存过程仍在加速进行。从既往数年库存周期来看，产成品库存底部实际增速大约在 -2%至 2%之间，当前加速去库存阶段尚未结束，未来数月仍将持续对企业利润增速形成压制，但库存见底后也有望见到相当陡峭的工业企业利润加速改善斜率。
- ◆ **展望至 2024 年一季度，成本压力或将再度有所缓解，但加速去库存的同时工业品需求即将迎来高基数导致的增速阶段性回撤，预计工业企业利润增速可能经历一个改善过程中的波折震荡平台期。**而 2024 年两会之后至年底，如果 1) 一二线城市房价预期普遍企稳（即便“量缩价稳”也是可以接受的情形），居民去杠杆速度明显缓和；2) 2023 年四季度增发万亿预算内国债之后，中央经济工作会议、2024 年两会均再度确认新一轮财政扩张周期启动，并且最迟至 2024 年两会期间确认将财政赤字（我们预计 2024 年赤字率约 3.5%）的额外扩张部分用于实施大规模个税减税以刺激居民永久性收入预期并以较大的比例传导至消费内需一侧；3) 货币政策通过大幅果断降准和小幅结构性降息实施配合性的合理宽松，以稳定长端利率和汇率水平的同时改善银行间和实体经济流动性；那么我们有理由期待 24Q2-24Q4 工业企业利润在有效投资和可选消费的共同推升作用、以及去库存基本到位的斜率增强作用下，获得相当值得期待的反弹路径。
- ◆ **风险提示：**稳增长政策力度不及预期风险；房地产市场复苏慢于预期风险。

相关报告

美元下行趋势确认？地产即将迎来底部？——
—华金宏观·双循环周报（第 33 期）

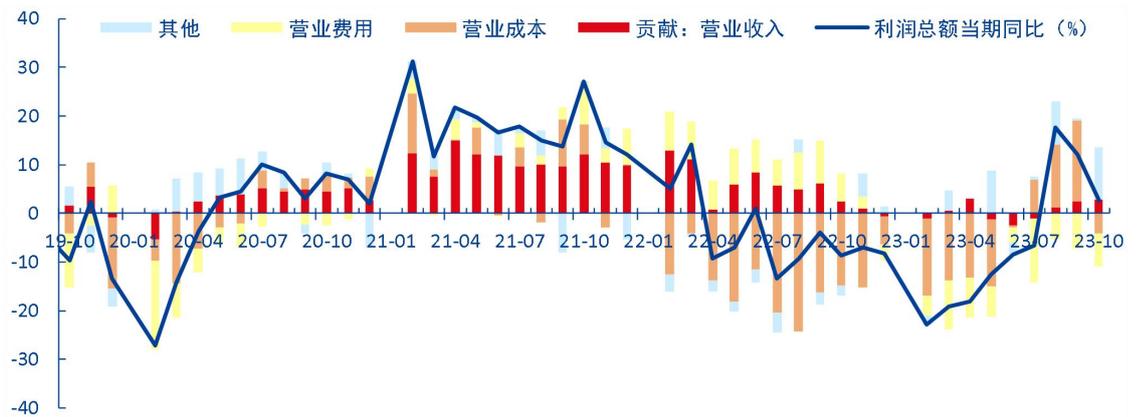
2023.11.25

财政支出扩张在即，制衡外部紧缩压力——
—华金宏观·双循环周报（第 32 期）

2023.11.17

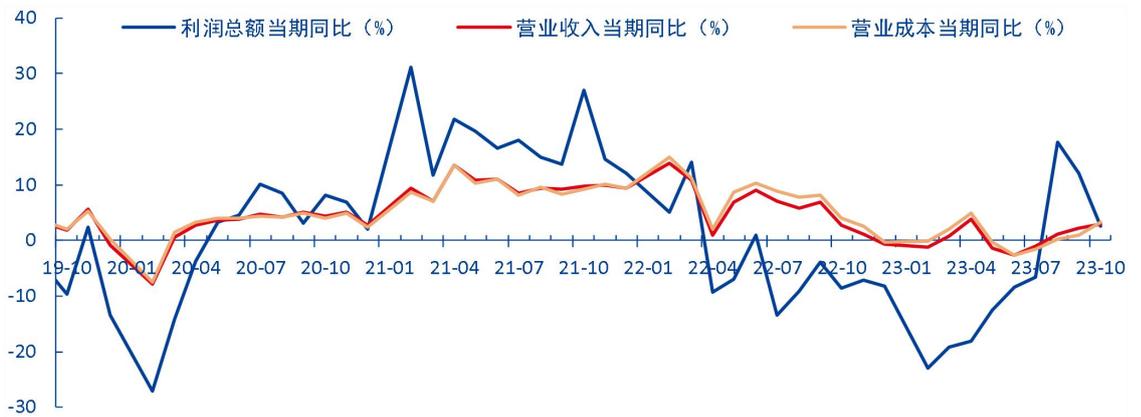
消费企稳地产筑底，期待财政货币同步扩张
——经济数据点评（2023.10） 2023.11.15居民贷款清冷，政府发债集中——金融数据
点评（2023.10） 2023.11.13需求即将见底，政策传导可期——CPI、PPI
点评（2023.10） 2023.11.10

图 1：利润总额当期同比及贡献结构（%）



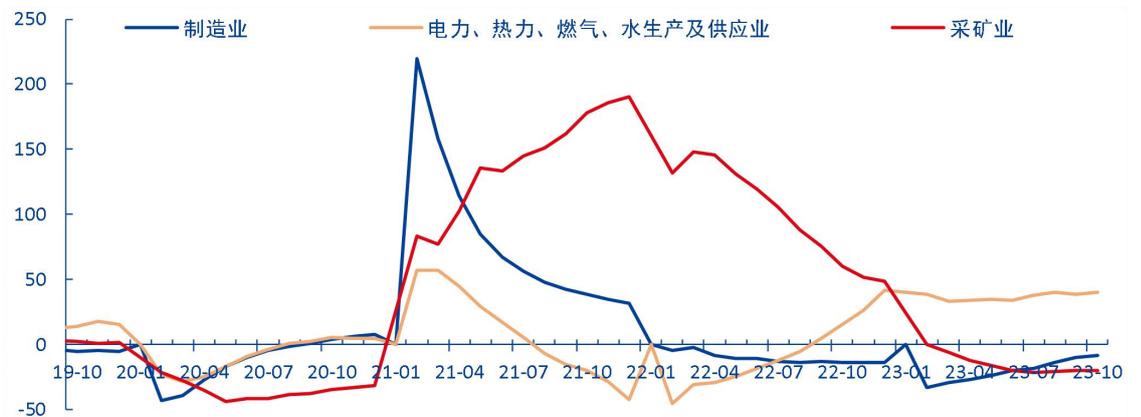
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：利润总额、营业收入、营业成本当期同比（%）



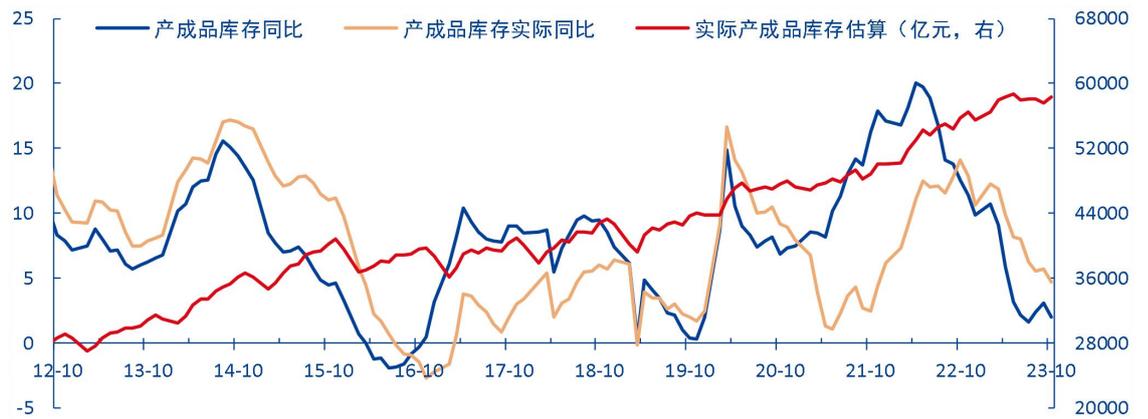
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：工业企业利润累计同比：三大行业（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4: 产成品库存、实际库存同比 (%) 及实际产成品库存规模估算 (亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn