

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师

执业编号: S1500523030001

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

利润增速下滑主因在于出口“增收不增利”

2023年11月27日

摘要:

- **我国出口价格指数连续下滑,与PPI走势形成背离。**今年10月,我国出口价格指数为90.3,由此可知10月我国出口价格同比下降了9.7%,为2000年以来的最大降幅。一般而言,出口价格的走势与国内PPI近似,其逻辑在于国内商品能够一定程度上对出口商品进行定价。但今年年中以来,两者的走势出现了明显的背离,PPI同比在7月开始拐点向上,而出口价格同比持续下探。
- **出口价格的弱势使得出口企业“增收不增利”。**10月工业企业出口交货值同比-0.5%,较上月的-3.6%回升,说明出口的表现并不差,但出口链细分行业的利润增速有所下滑。工业企业中的计算机通信、电气机械、专用设备、家具制造、纺织服装等行业出口依赖度较高。可以看到8-10月,除了计算机通信之外,其他行业的利润增速均出现了下滑的趋势。
- **我们认为,其背后是外需较为低迷的情况下,企业竞争加剧,纷纷选择降价予以应对。**一方面,外需依然处于较为疲弱的状态,10月全球PMI为48.8,较9月的49.2边际下降,导致出口企业订单增长有限;另一方面,中低端产品的国际竞争压力加大,10月越南出口同比6.7%,增速连续两个月回正,可能反映了越南出口的竞争力正在增强。在各项因素的影响下,出口企业选择以价换量,保持住市场份额。需要注意的是,近期人民币经历了一波升值,我们判断,这可能会致使生产中低端商品的出口企业面临更大的竞争压力。
- **另一方面,利润向原材料行业倾斜。**10月PPI同比增速有所下滑,但PPI的分项原材料工业价格同比增速由-2.8%回升至-2.3%,对相关行业利润形成带动。根据统计局的描述,1—10月份,原材料制造业利润同比降幅较1—9月份收窄4.8个百分点。10月份原材料制造业利润增长22.9%,对规模以上工业利润增长贡献最大。其中,燃料加工业、黑色金属冶炼、有色金属冶炼的利润改善幅度较为显著。
- **风险因素:**信贷政策收紧;海外衰退幅度超预期。

目录

一、我国出口“增收不增利”	3
二、利润向原材料行业倾斜	5
三、工业企业利润增速回落	6
四、企业补库存进程遇到波折	8
风险因素	9

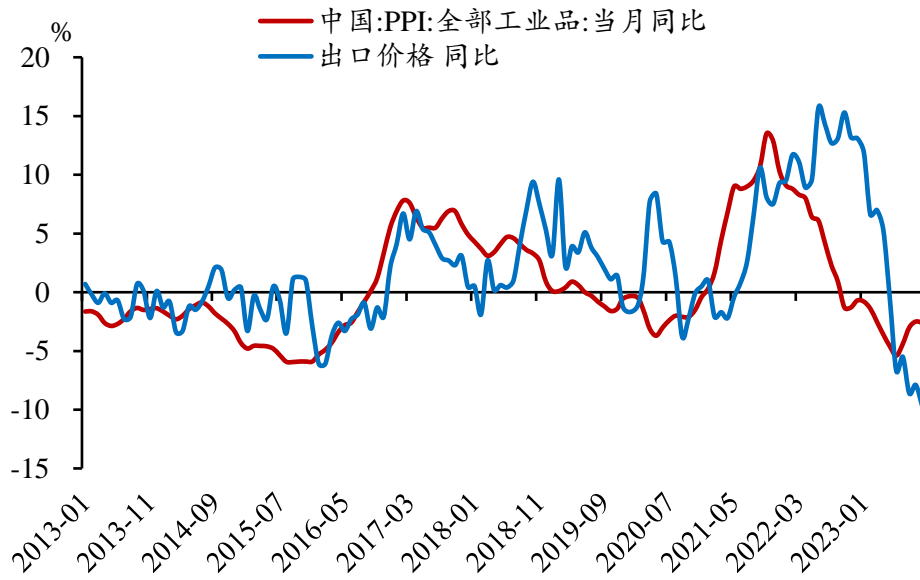
图目录

图 1: 年中以来出口价格与 PPI 同比走势背离	3
图 2: 出口链细分行业利润增速	4
图 3: 越南出口增速回升	4
图 4: 10 月我国工业品价格呈现 V 型走势	5
图 5: 10 月原材料工业价格同比增速回升	5
图 6: 大类行业利润占比	6
图 7: 大类行业利润率	6
图 8: 10 月工业企业利润累计同比降幅收窄	7
图 9: 工业企业利润率、成本率、费用率	8
图 10: 大类行业利润占比	8
图 11: 各行业库存增速分位 (2012 年至今)	9

一、我国出口“增收不增利”

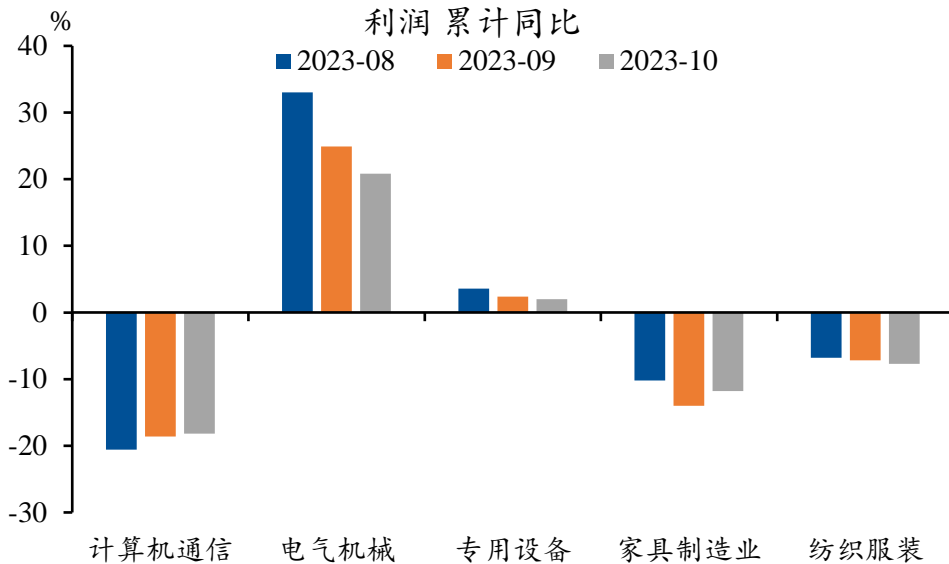
我国出口价格指数连续下滑，与 PPI 走势形成背离。海关总署每月公布的出口价格指数衡量了我国对外出口商品的价格变化，以人民币价格为标准。今年 10 月，我国出口价格指数为 90.3，由此可知 10 月我国出口价格同比下降了 9.7%，为 2000 年以来的最大降幅。一般而言，出口价格的走势与国内 PPI 近似，其逻辑在于国内商品能够一定程度上对出口商品进行定价。但今年年中以来，两者的走势出现了明显的背离，PPI 同比在 7 月开始拐点向上，而出口价格同比持续下探。

图 1：年中以来出口价格与 PPI 同比走势背离



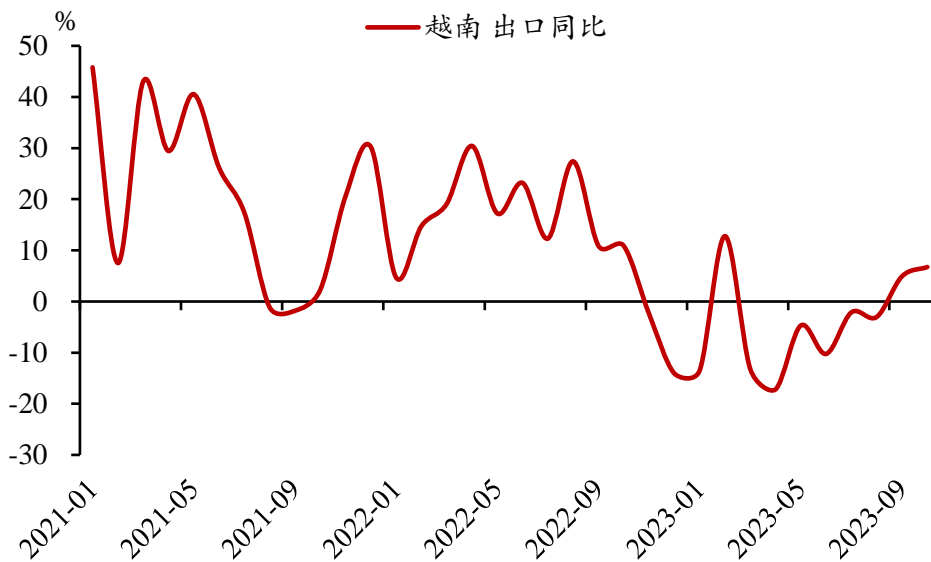
资料来源：万得，信达证券研发中心

出口价格的弱势使得出口企业“增收不增利”。10 月工业企业出口交货值同比-0.5%，较上月的-3.6%回升，说明出口的表现并不差，但出口链细分行业的利润增速有所下滑。工业企业中的计算机通信、电气机械、专用设备、家具制造、纺织服装等行业出口依赖度较高。可以看到 8-10 月，除了计算机通信之外，其他行业的利润增速均出现了下滑的趋势。

图 2：出口链细分行业利润增速


资料来源：万得，信达证券研发中心

我们认为，其背后是外需较为低迷的情况下，企业竞争加剧，纷纷选择降价予以应对。一方面，外需依然处于较为疲弱的状态，10月全球PMI为48.8，较9月的49.2边际下降，导致出口企业订单增长有限；另一方面，中低端产品的国际竞争压力加大，10月越南出口同比6.7%，增速连续两个月回正，可能反映了越南出口的竞争力正在增强。在各项因素的影响下，出口企业选择以价换量，保持住市场份额。需要注意的是，近期人民币经历了一波升值，我们判断，这可能会致使生产中低端商品的出口企业面临更大的竞争压力。

图 3：越南出口增速回升


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、利润向原材料行业倾斜

10月我国工业品价格呈现V型走势，黑色系尤为强势。9月28日-10月10日，南华工业品价格从4078.2下降至3923.0，降幅约为3.8%。随后工业品价格企稳回升，并在10月末重回4000点以上。10月月内，涨幅靠前的大宗商品有铁矿石、沥青、苯乙烯、螺纹钢等，涨幅分别为8.5%、4.0%、3.3%、2.6%。

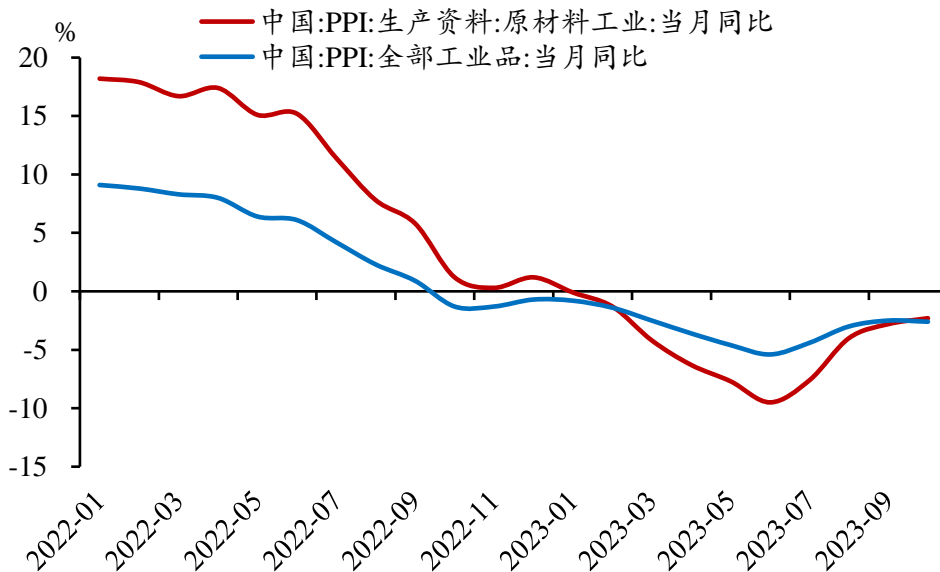
图 4：10月我国工业品价格呈现V型走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

工业品价格回升带动原材料行业利润改善。10月PPI同比增速有所下滑，但PPI的分项原材料工业价格同比增速由-2.8%回升至-2.3%，对相关行业利润形成带动。根据统计局的描述，1—10月份，原材料制造业利润同比降幅较1—9月份收窄4.8个百分点。10月份原材料制造业利润增长22.9%，对规模以上工业利润增长贡献最大。其中，燃料加工业、黑色金属冶炼、有色金属冶炼的利润改善幅度较为显著。

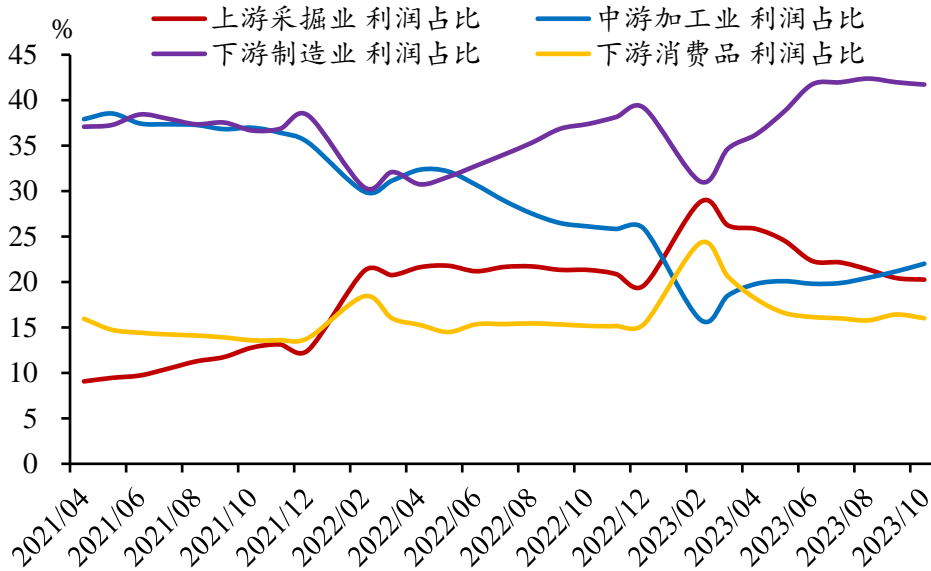
图 5：10月原材料工业价格同比增速回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

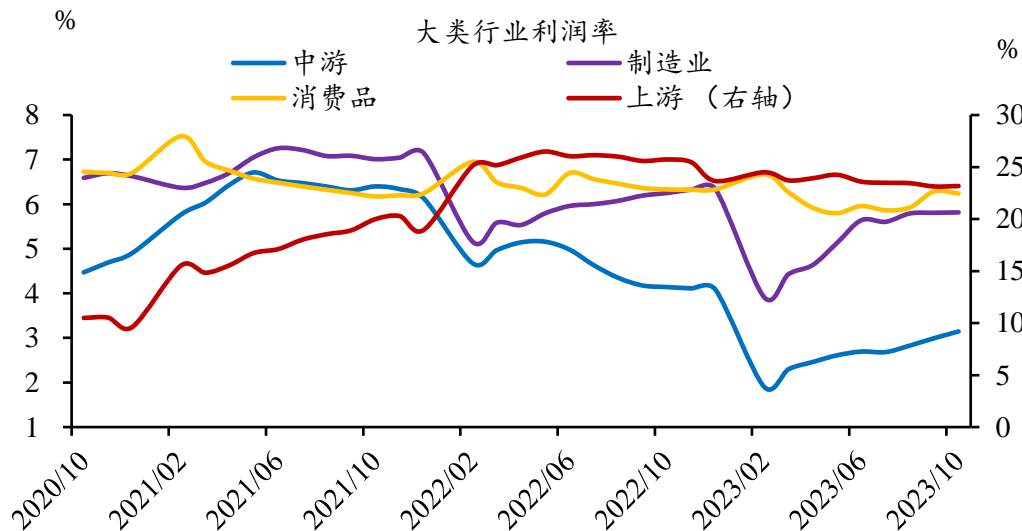
根据我们的计算，10月原材料加工业的利润占比和利润率均上行。10月中游原材料加工业的利润占比22.0%，较年初水平上升6.1个百分点。利润率也提升至3.1%，较年初上升1.2个百分点。与之相对的是下游消费品行业，在商品消费整体较为疲弱的环境下，利润占比、利润率双双下滑。

图 6：大类行业利润占比



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：大类行业利润率



资料来源：万得，信达证券研发中心

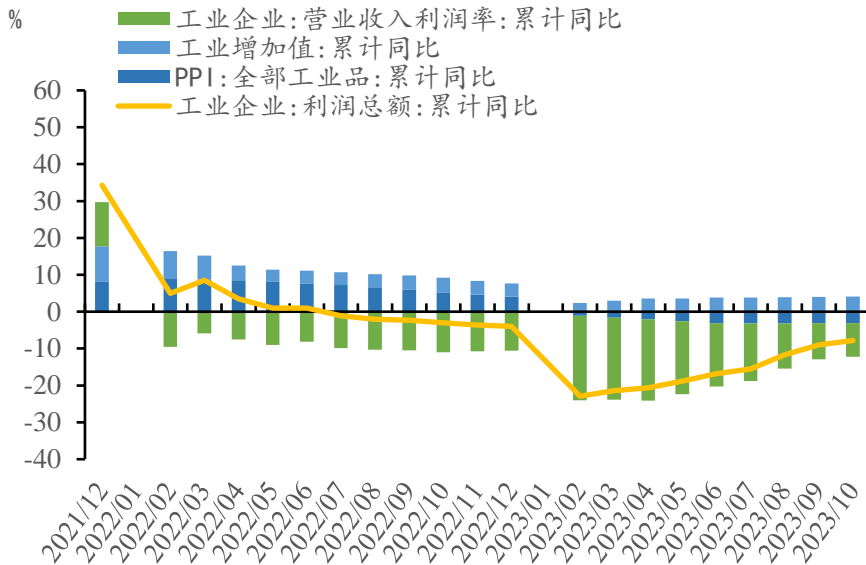
三、工业企业利润增速回落

工业企业利润维持正增长，但增速放缓。1—10月份，全国规模以上工业企业利润同比下降7.8%，降幅较1—9

月份收窄 1.2 个百分点，今年 3 月份以来利润降幅逐月收窄。其中，10 月份工业企业利润同比增长 2.7%，9 月单月增速为 11.9%，可见单月利润增速回落明显。10 月份工业企业营业收入同比增长 2.5%，增速较 9 月份加快 1.3 个百分点。营收增速加快，但利润增速回落，与前文所说的出口“增收不增利”有关。

根据三因素框架拆解本期工业企业利润，“价”对企业利润的支撑力量减弱。

图 8：10 月工业企业利润累计同比降幅收窄

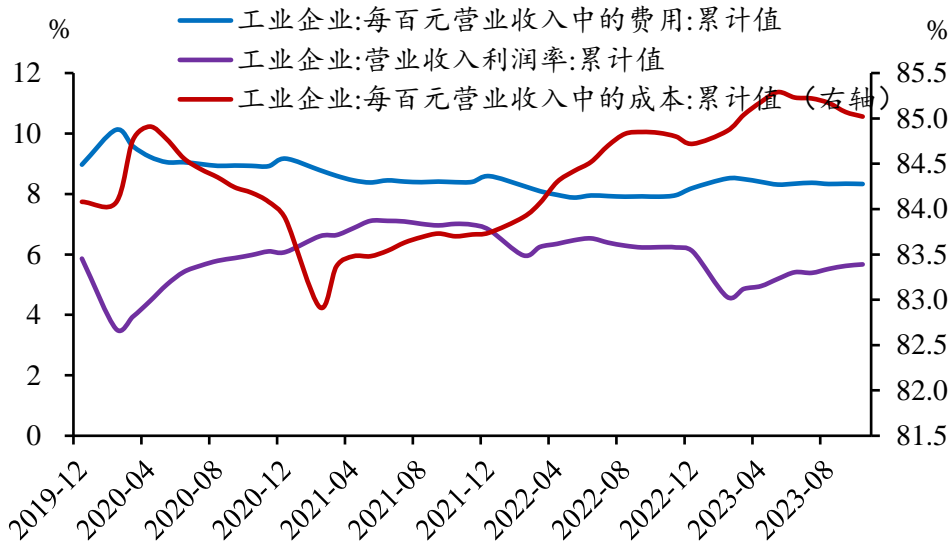


资料来源：万得，信达证券研发中心

工业增加值方面，10 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.6%，较 9 月上升 0.1 个百分点。

PPI 方面，10 月 PPI 同比增速为 -2.6%，9 月同比为 -2.5%。PPI 同比在 6 月触底后连续三个月回升，并推动利润回暖。10 月 PPI 同比边际回落，对利润的支撑边际减弱。

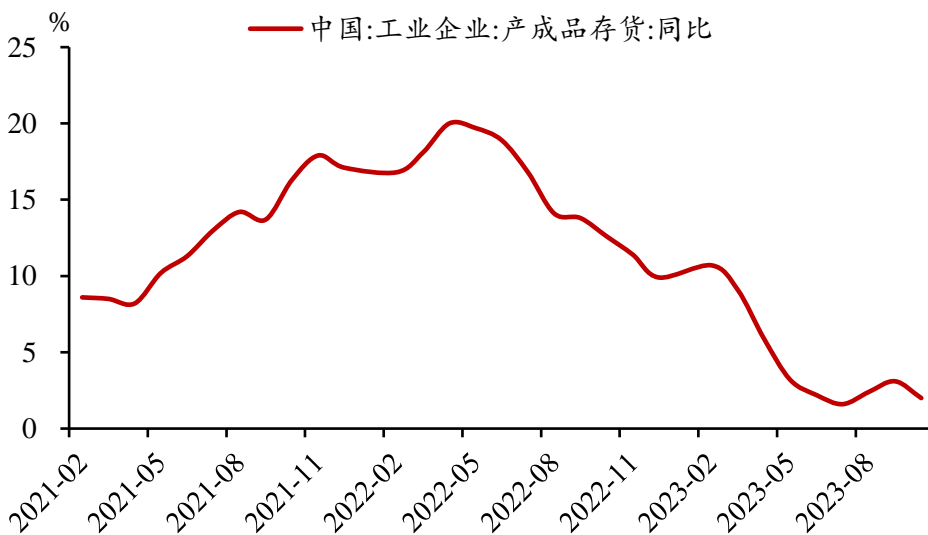
利润率方面，1-10 月利润率为 5.67%，同比下降 0.57 个百分点，1-9 月为下降 0.61 个百分点，显示利润率对企业利润形成贡献。进一步观察成本费用率，1-10 月工业企业每百元营业收入中的成本为 85.02 元，环比减少 0.05 元，说明企业成本压力下降是利润率回升的主要原因。

图 9：工业企业利润率、成本率、费用率


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

四、企业补库存进程遇到波折

企业库存同比小幅下滑。10月末, 产成品存货同比增长2.0%, 增速较9月末下降1.2个百分点, 在连续两个月上升后回落, 显示出企业补库存进程遇到波折。在需求端恢复节奏偏慢的影响下, 补库进程或存在反复。

图 10：库存同比增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

分行业来看, 中上游补库较为积极。利用9月各行业的库存同比分位数观察行业的库存状态, 可以看到上游采掘业中的有色金属采矿, 中游原材料加工业中的燃料加工、化学原料, 以及下游消费品中的农副食品库存分位数上升幅度较大。

图 11：各行业库存增速分位（2012 年至今）

行业	5月库存分位数 (%)	6月库存分位数 (%)	7月库存分位数 (%)	8月库存分位数 (%)	9月库存分位数 (%)
煤炭开采和洗选业	0.79	0.72	0.63	0.56	0.57
石油和天然气开采业	0.13	0.07	0.09	0.15	0.25
黑色金属矿采选业	0.41	0.12	0.07	0.06	0.00
有色金属矿采选业	0.28	0.30	0.21	0.10	0.31
非金属矿采选业	0.20	0.22	0.29	0.20	0.27
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.14	0.04	0.00	0.04	0.17
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.37	0.34	0.27	0.29	0.27
造纸及纸制品业	0.19	0.13	0.06	0.06	0.04
化学原料及化学制品制造业	0.33	0.12	0.00	0.02	0.13
化学纤维制造业	0.04	0.00	0.02	0.07	0.24
橡胶和塑料制品业	0.11	0.10	0.09	0.14	0.05
非金属矿物制品业	0.49	0.16	0.08	0.07	0.03
黑色金属冶炼及压延加工业	0.06	0.06	0.11	0.25	0.34
有色金属冶炼及压延加工业	0.31	0.29	0.35	0.37	0.40
金属制品业	0.00	0.00	0.00	0.00	0.06
医药制造业	0.24	0.36	0.20	0.29	0.33
通用设备制造业	0.06	0.07	0.13	0.18	0.14
专用设备制造业	0.71	0.60	0.64	0.69	0.60
汽车制造	0.53	0.37	0.30	0.32	0.20
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.36	0.65	0.65	0.77	0.85
电气机械及器材制造业	0.23	0.32	0.47	0.55	0.53
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.08	0.12	0.07	0.10	0.17
仪器仪表制造业	0.58	0.55	0.27	0.52	0.35
农副食品加工业	0.49	0.48	0.26	0.25	0.40
食品制造业	0.79	0.53	0.19	0.18	0.27
酒、饮料和精制茶制造业	0.39	0.36	0.17	0.25	0.14
烟草制品业	0.69	0.71	0.70	0.70	0.75
纺织业	0.09	0.19	0.07	0.29	0.40
纺织服装、服饰业	0.00	0.00	0.01	0.03	0.03
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.24	0.16	0.10	0.07	0.00
家具制造业	0.02	0.01	0.04	0.00	0.00
印刷业和记录媒介的复制	0.01	0.02	0.04	0.05	0.07
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.15	0.28	0.57	0.43	0.09

资料来源:万得, 信达证券研发中心

注释: 标黄代表该行业库存分位数在 9 月上升。

风险因素

信贷政策收紧；海外衰退幅度超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。