



宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）

zhangyunjie@gjzq.com.cn

短期波折不改复苏趋势

事件：

11月27日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。1-10月，工业企业利润同比-7.8%、前值-9%，营业收入同比增长0.3%、前值-0.3%。

利润修复放缓，上游生产形成支撑

工业企业利润修复放缓，利润率及价格形成拖累。10月，工业企业利润当月同比2.6%，两年复合同比-3.1%、较9月下降7个百分点。其中，生产维持韧性，工业增加值同比小幅提升0.1个百分点至4.6%。PPI同比较上月下降0.1个百分点至-2.6%，利润率转为拖累，同比回落9.9个百分点至-2.44%。

下游行业利润增速回落，上游行业利润占比提升。10月，多数行业两年复合利润增速较上月出现回落，边际改善的均为中游制造行业。结构上看，上游、下游行业利润占比分别较上月回升0.5、下滑0.4个百分点，中游行业近乎持平。分所有制来看，外商企业利润微增，国有和股份制企业利润回落。

营收同比持续回升，上游行业改善幅度较大。10月，工业企业营业收入当月同比2.9%，两年复合同比2.8%、较9月下滑1.7个百分点。分行业来看，上游非金属矿物改善幅度最大，或主要与地产链竣工回暖有关。其余上游和部分中游行业营收也有回升，下游行业边际回落。不同所有制企业两年复合营收增速均出现下滑。

库存处于历史低位，政策加持下修复趋势或将开启

名义、实际库存持续去化。10月，工业企业名义库存、实际库存同比分别较9月下降1.1、1个百分点至2%、4.6%。名义库存回落一定程度上受PPI走弱影响；实际库存去化下，10月库销比边际上升3.3个百分点，略强于季节性，指向销售下降更快、库存去化速度放缓。10月产成品周转天数持平上月为20天，慢于历史同期。

实际库存水平处于历史低位，政策加持下修复趋势或将开启。经验显示，实际利率与库存行为反向、且弱领先，当前实际利率处于历史绝对高位，未来下行趋势较为确定。实际库存水平处于历史低位，加之政策加持，未来大概率会边际改善。10月广义财政支出提速，月底1万亿国债增发、加速布局地产“三大工程”，政策更有的放矢。

10月，经济复苏波折下，企业利润修复放缓。其中，利润率和价格为拖累项；工业生产形成一定支撑，拉动力主要来自上游，尤其是非金属矿物营收改善较大，或与地产链竣工回暖有关。10月库存水平已去化至历史低位，进一步下探空间相对有限。加之广义财政支出加速、“三大工程”等政策加速布局，未来修复趋势或将开启。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、利润修复放缓，上游生产形成支撑.....	3
2、库存处于历史低位，政策加持下修复趋势或将开启.....	5
风险提示.....	7

图表目录

图表 1： 10 月，工业企业利润当月同比回落.....	3
图表 2： 10 月，利润率及价格形成拖累.....	3
图表 3： 10 月，营业利润率边际回落.....	3
图表 4： 10 月，工业企业成本、费用持续回落.....	3
图表 5： 10 月，不同行业利润分化较大.....	4
图表 6： 10 月，上游行业利润占比回升.....	4
图表 7： 10 月，营业收入同比持续回升.....	4
图表 8： 10 月，上游行业营收同比改善较大.....	4
图表 9： 10 月，粉磨开工率明显好于去年同期.....	4
图表 10： 10 月，玻璃产量持续提升.....	4
图表 11： 10 月，不同所有制企业利润整体回落.....	5
图表 12： 10 月，不同所有制企业营收均有下滑.....	5
图表 13： 10 月，名义和实际库存持续去化.....	5
图表 14： 10 月，名义库存与价格变化方向一致.....	5
图表 15： 10 月，库销比边际反弹.....	6
图表 16： 10 月，产成品周转天数持平上月.....	6
图表 17： 库存处于历史低位、实际利率处于历史高位.....	6
图表 18： 2023 年 10 月广义财政支出按下“加速键”.....	6
图表 19： 2023 年 10 月下旬，中央少见增发万亿元国债.....	6
图表 20： 2023 年下半年部委多次提及支持“三大工程”.....	6

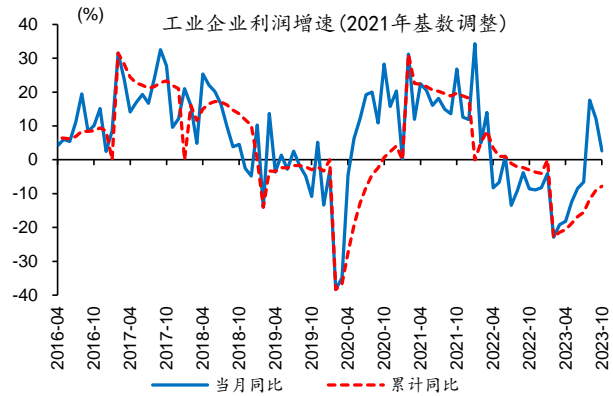


11月27日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。1-10月，工业企业利润同比-7.8%、前值-9%，营业收入同比增长0.3%、前值-0.3%。

1、利润修复放缓，上游生产形成支撑

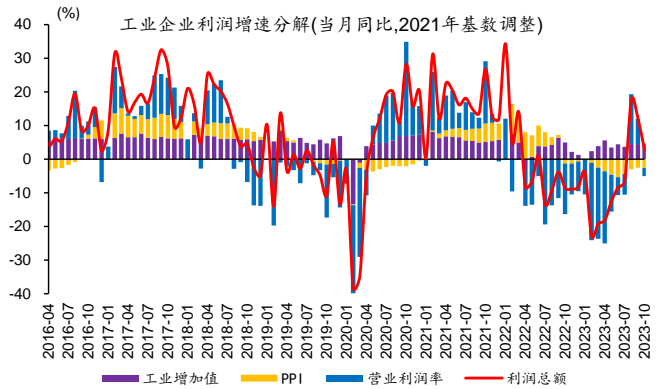
工业企业利润修复放缓，利润率及价格形成拖累。10月，工业企业利润当月同比2.6%、较9月下降9.5个百分点，两年复合同比-3.1%、较9月下降7个百分点，利润修复有所放缓。量价拆分看，生产维持韧性，工业增加值同比较上月小幅提升0.1个百分点至4.6%。价格依然表现为拖累，PPI同比较上月小幅回落0.1个百分点至-2.6%。营业利润率下滑0.1个百分点至6.2%，同比下降2.4%。成本、费用持续回落，分别降至每百元85、8.3元。

图表1：10月，工业企业利润当月同比回落



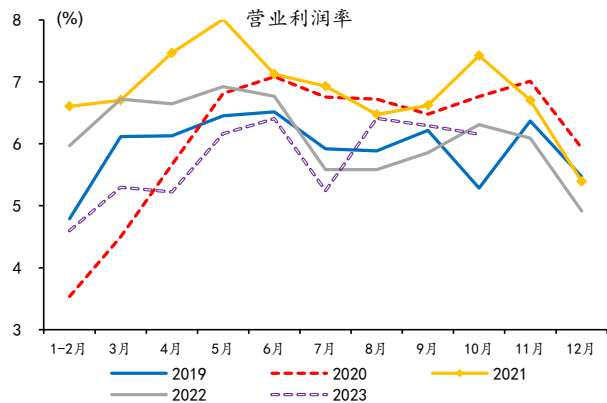
来源：Wind、国金证券研究所

图表2：10月，利润率及价格形成拖累



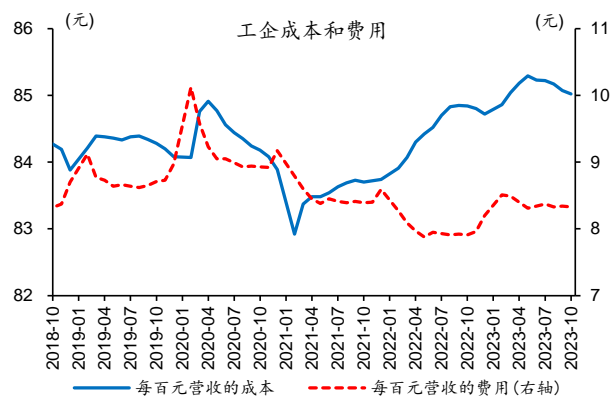
来源：Wind、国金证券研究所

图表3：10月，营业利润率边际回落



来源：Wind、国金证券研究所

图表4：10月，工业企业成本、费用持续回落

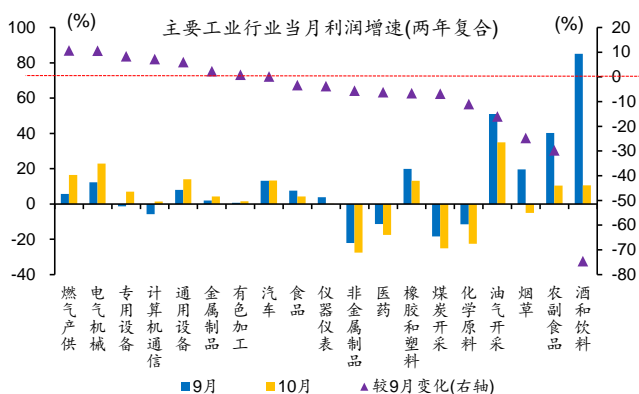


来源：Wind、国金证券研究所

下游行业利润增速回落，上游行业利润占比提升。10月，多数行业两年复合利润增速较上月出现回落。其中，边际改善的行业集中在中游制造的电气机械、专用设备、计算机通信、通用设备、金属制品，分别较上月提升10.6、8.3、7.2、6、2.3个百分点。下游制造的酒和饮料、农副食品降幅较大，分别较上月回落74.6、29.8个百分点。部分上游原材料和制造行业也有边际下滑。从利润结构来看，下游制造业的利润占比下滑0.4个百分点至19.9%，采矿和上游制造业利润占比再度回升，较上月提升0.5个百分点。

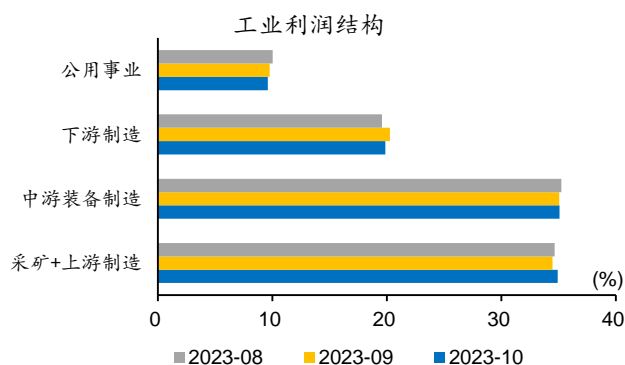


图表5: 10月, 不同行业利润分化较大



来源: Wind、国金证券研究所

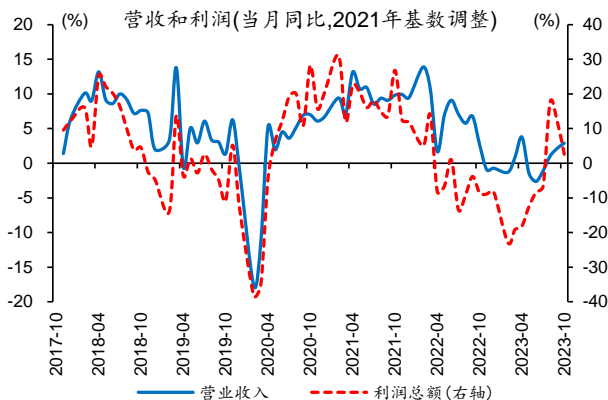
图表6: 10月, 上游行业利润占比回升



来源: Wind、国金证券研究所

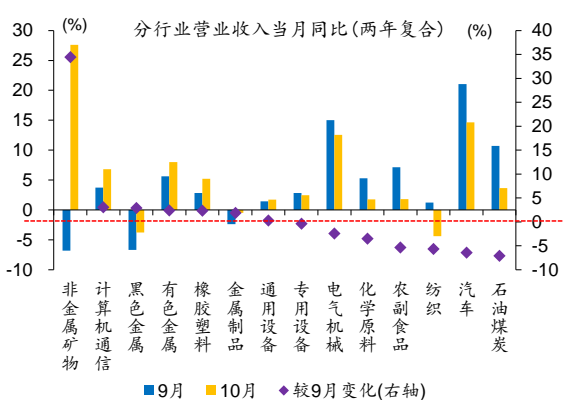
营收同比持续回升, 上游行业改善幅度较大。10月, 工业企业营业收入当月同比2.9%、较9月提升0.7个百分点, 两年复合同比2.8%、较9月下滑1.7个百分点。分行业来看, 剔除基数影响后, 上游的非金属矿物改善幅度最大, 10月同比较9月提升34.4个百分点, 或主要与地产链竣工回暖有关。10月, 全国粉磨开工率、玻璃产量明显提升。上游的黑色金属(2.9个百分点)、有色金属(2.4个百分点)、橡胶塑料(2.4个百分点), 中游的计算机通信(3.1个百分点)、金属制品(1.9个百分点)、通用设备(0.3个百分点)也有边际回升。其余行业营收同比回落, 石油煤炭、汽车及下游的农副食品、纺织降幅较大。

图表7: 10月, 营业收入同比持续回升



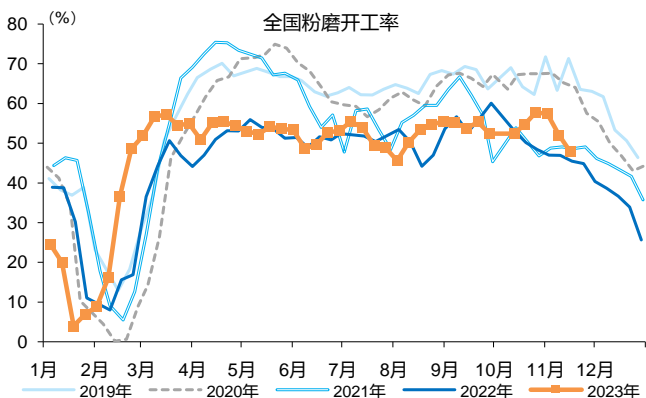
来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 10月, 上游行业营收同比改善较大



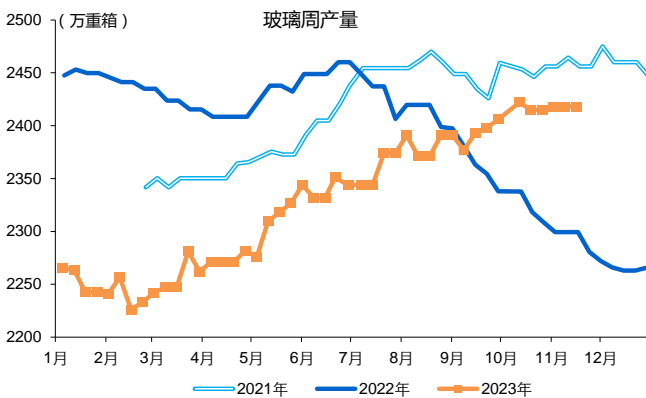
来源: Wind、国金证券研究所

图表9: 10月, 粉磨开工率明显好于去年同期



来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 10月, 玻璃产量持续提升



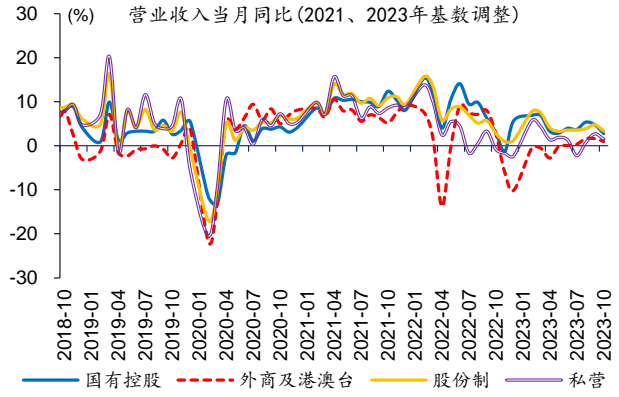
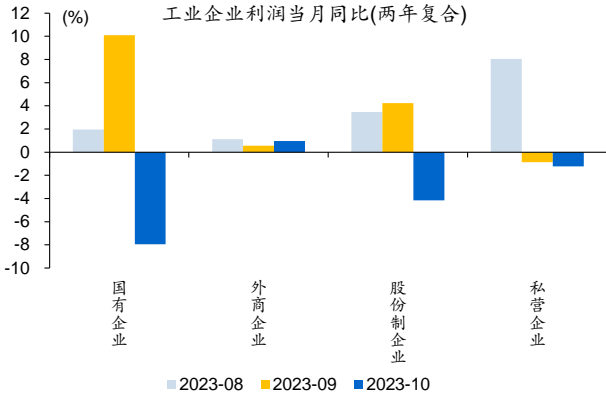
来源: Wind、国金证券研究所



国有和股份制企业营收、利润边际回落。两年复合来看，10月不同所有制企业利润同比整体较9月出现回落。其中，国有企业营收和利润降幅较大，分别较上月下降2、18个百分点。股份制企业营收和利润也有明显回落，分别较上月下降1.5、8.4个百分点。外商企业利润微增，较上月提升0.4个百分点，但营收下滑，较上月回落0.7个百分点。私营企业利润小幅下降0.4个百分点，营收下滑1.2个百分点。

图表11: 10月, 不同所有制企业利润整体回落

图表12: 10月, 不同所有制企业营收均有下滑



来源: Wind、国金证券研究所

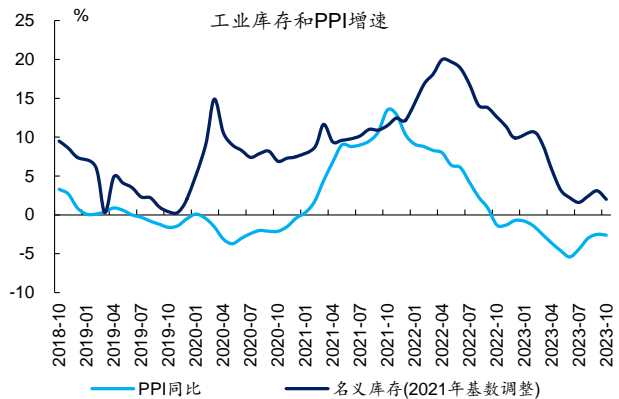
来源: Wind、国金证券研究所

2、库存处于历史低位，政策加持下修复趋势或将开启

名义、实际库存持续去化。10月，工业企业名义库存、实际库存同比分别较9月下降1.1、1个百分点至2%、4.6%。名义库存回落一定程度上受价格影响，1-10月PPI同比较前值下滑0.1个百分点至-2.6%。实际库存去化下，10月库销比边际上升3.3个百分点，略强于季节性（过去三年平均涨幅2.9个百分点），反映出销售的相对下降速度更快、库存去化速度放缓。10月产成品周转天数持平上月为20天，慢于历史同期。

图表13: 10月, 名义和实际库存持续去化

图表14: 10月, 名义库存与价格变化方向一致

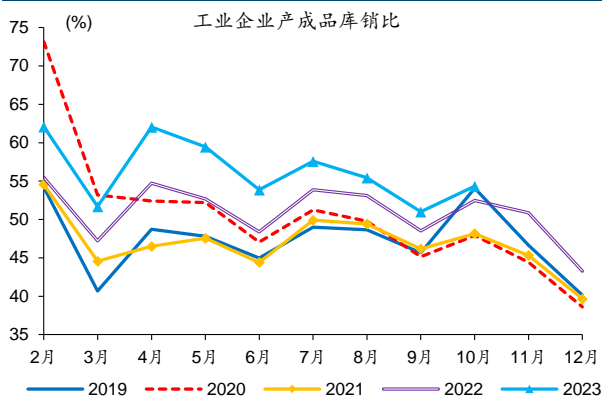


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

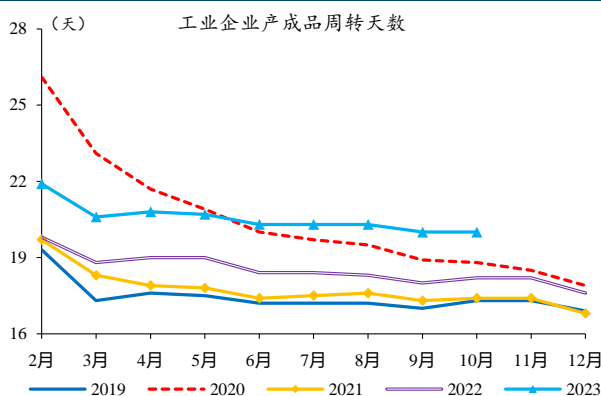


图表15: 10月, 库销比边际反弹



来源: Wind、国金证券研究所

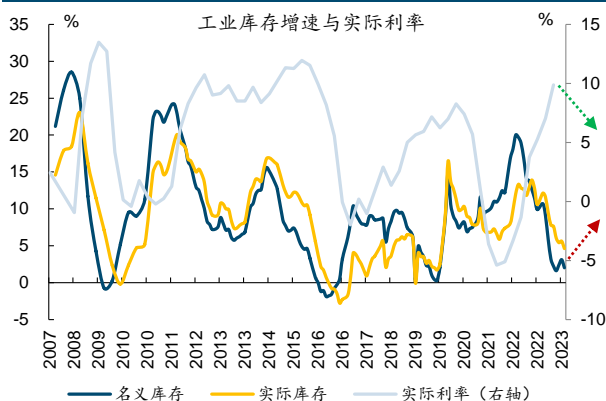
图表16: 10月, 产成品周转天数持平上月



来源: Wind、国金证券研究所

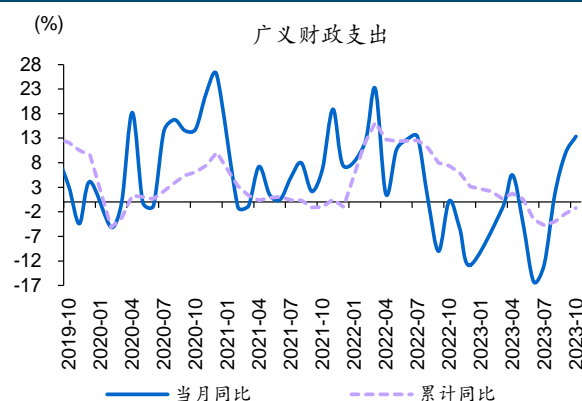
实际库存水平处于历史低位, 政策加持下修复趋势或将开启。经验显示, 实际利率与库存行为反向、且弱领先, 当前实际利率处于历史绝对高位, 价格修复已开启, 未来下行趋势较为确定。实际库存水平则处于历史低位, 加之政策加持, 未来大概率会边际改善。10月广义财政支出提速, 当月同比13.4%, 两年复合同比4%、较9月的-0.6%显著提升, 政策发力初现端倪。10月底1万亿国债增发、加速布局地产“三大工程”, 政策更有的放矢。

图表17: 库存处于历史低位、实际利率处于历史高位



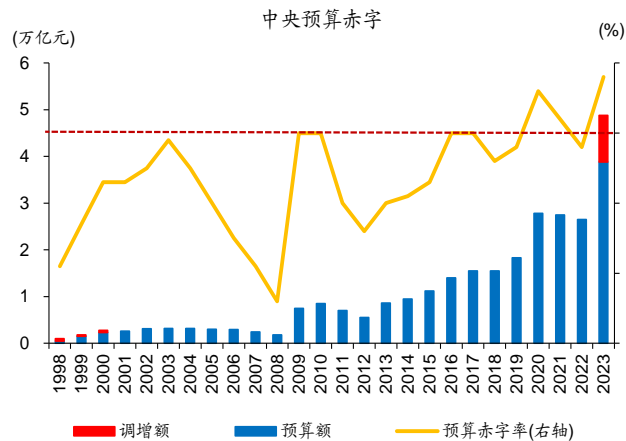
来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 2023年10月广义财政支出按下“加速键”



来源: Wind、国金证券研究所

图表19: 2023年10月下旬, 中央少见增发万亿元国债



来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 2023年下半年部委多次提及支持“三大工程”

类型	部门	日期	文件/会议	主要内容
建设主体	住建部	2023年7月28日	企业座谈会	希望建筑企业和房地产企业积极参与保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设, 促进企业转型升级和高质量发展。
金融支持	央行、外汇管理局	2023年8月1日	2023年下半年工作会议	加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。
	国开行	2023年8月2日	2023年年中党建和经营工作座谈会	积极服务推动超大特大城市城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。
土地要素	自然资源部	2023年9月14日	《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》	部决定在北京市等43个城市开展低效用地再开发试点, 探索创新政策举措, 完善激励约束机制。以城中村和低效工业用地改造为重点, 推动城乡发展从增量依赖向存量挖潜转变。

来源: Wind、国金证券研究所

10月, 经济复苏波折下, 工业企业利润修复放缓。其中, 利润率和价格为拖累项, 需求



仍显不足。工业生产形成一定支撑，其拉动力主要来自上游，尤其是非金属矿物营收改善较大，或与地产链竣工回暖有关。10月库存水平已去化至历史低位，进一步下探空间相对有限。加之广义财政支出加速、“三大工程”等政策加速布局，未来修复趋势或将开启。

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究