

盈利探底，静待需求回暖

——4月工业企业利润分析

核心内容：

5月27日国家统计局发布，4月当月全国规模以上工业企业营业收入同比+0.5%（前值-0.5%），利润增速同比-18.2%（前值-19.2%），1-4约利润累计同比-20.6%（前值-21.4%）。

一、分量价来看，工业生产走弱，PPI持续下行。生产方面，工业增加值4月份同比增5.6%，两年复合增速1.3%，走弱明显，反映4月固定资产投资降速至4.7%（前值5.1%，当月同比增速可能为-17.4%），消费、房地产等也仍然低迷、库存周期仍在下行，同时信贷与社会融资、财政支出与政府债发行等政策指标都出现见顶迹象。从价格来看，PPI持续回落，4月进一步降至-3.6%。展望未来，尽管从基数效应来看，PPI将于5月底见底，但可能会在负值状态持续运行，使得工业企业利润“见底但难回升”，拉升斜率较为平缓。

二、利润恢复的方向较为确定，但市场对利润修复的斜率存在争议。

1. PPI下行是拖累工业企业利润增速下降的主要因素。目前PPI仍处在探底过程，4月同比降幅扩大，主要与去年同期基数偏高、需求恢复偏弱因素有关。考虑到需求尤其是消费和房地产投资的复苏节奏仍偏缓慢，当前PPI仍承压并延续弱势运行（二季度数据受基数扰动较大，价格和PPI可能是效果更好的宏观指标）。

2. 当前居民和企业仍然处在修复资产负债表过程中。需求恢复关键在于房企融资的恢复、住宅销售回暖以及居民购房意愿与汽车消费等的恢复。当前居民消费更谨慎，企业投资意愿和风险偏好下降。而需求的最终修复还有赖于资产负债表的修复。当前企业资产负债表修复分化严重、中低收入人群的停滞拖累了居民资产负债表的修复，这意味着经济内生恢复的进程还需要较长的时间。

3. 4月28日中央政治局会议强调当前经济回升向好的关键在于恢复和扩大需求。但由于前期政策的效果还未出现，7月中央政治局会议之前可能仍处于政策观察阶段，扩大内需政策可能主要以结构性工具为主，并没有较大增量。只依靠内生修复的话，无论是国内需求，还是工业生产，以及PPI，恢复斜率都会相对缓和。

三、去库存的行业之中，电子、房地产产业链等利润降幅最大，但边际收窄降幅，汽车行业利润增速显著加快。4月，计算机通信与电子设备制造业利润同比-53.2%，降幅持续收窄；黑色金属冶炼加工业利润同比-99.4%、有色金属冶炼加工业利润同比-55.1%、非金属矿制品冶炼加工业利润同比-27.4%，降幅也都在收窄。汽车行业因同期基数较低，当期利润大幅增长20.4倍，累计同比增速反弹至+2.5%。

四、分行业看，电力热力、交通运输设备、电气机械与器材、通用设备制造支撑4月利润增长，主要受新动能产业发展较好、同期基数较低等因素作用。其中，电力热力行业利润同比+47.2%，铁路船舶航空航天等交通运输设备制造利润同比+47.2%，电气机械与器材制造业利润同比+30.1%，通用设备制造受产业链恢复的带动，增速同比+20.7%。

五、分所有制看，4月国有及国有控股企业利润同比-17.9%，股份制企业利润同比-22%，私营企业利润同比-22.5%，外资及港澳台企业利润同比-16.2%。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：0130522110001

分析师助理：于金潼

特别感谢：吕雷、铁伟奥

风险提示：

1. 美元指数超预期反弹
2. 国内第二次疫情

图 1: 工业企业子行业利润增速 (%)

行业	规上工业企业整体	计算机通信和电子设备	汽车制造	黑色金属冶炼加工	化学原料化学制品	电力热力	电气机械及器材制造	有色金属冶炼加工	非金属矿物制品	石油煤炭及燃料加工
营收占比	100.0%	10.5%	7.0%	6.5%	6.6%	7.4%	7.8%	5.7%	4.3%	5.0%
利润										
2023-04	-20.6	-53.2	2.5	-99.4	-57.3	47.2	30.1	-55.1	-27.4	-87.9
累计										
2023-03	-21.4	-57.5	-24.2	-111.9	-54.9	47.9	27.1	-57.5	-30.6	-97.1
同比										
2023-02	-22.9	-77.1	-41.7	-151.1	-56.6	53.1	41.5	-57.2	-39.2	-111.3

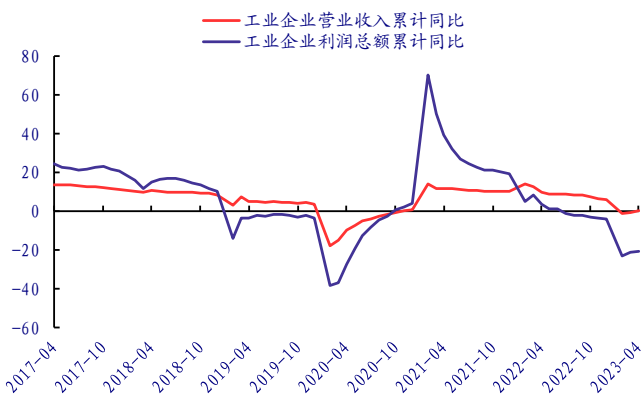
行业	农副食品加工	通用设备制造	金属制品	专用设备制造	纺织业	橡胶和塑料制品	医药制造	煤炭开采和洗选	食品制造	纺织服装、服饰
营收占比	4.1%	3.4%	3.3%	2.7%	1.7%	2.1%	2.1%	3.0%	1.6%	0.9%
利润										
2023-04	-36.3	20.7	-16.1	-7.4	-30.2	1.4	-23.8	-14.6	-2.6	-17.9
累计										
2023-03	-18.4	7.4	-19.8	-10.1	-34.0	-9.2	-19.9	-4.9	-4.6	-13.6
同比										
2023-02	-6.3	0.2	-23.7	-8.9	-37.1	-15.3	-16.3	-2.3	-7.3	-13.5

行业	酒饮料和茶制造	文教工美体育娱乐用品	造纸及纸制品	烟草制品	皮毛羽绒和制鞋	铁路船舶航空航天	燃气生产和供应	化学纤维制造	木材加工	石油和天然气开采
营收占比	1.3%	1.0%	1.1%	1.5%	0.6%	0.9%	1.4%	0.8%	0.7%	0.9%
利润										
2023-04	11.6	-6.7	-51.6	6.7	-26.7	47.2	-4.7	-65.0	-7.4	-6.0
累计										
2023-03	13.5	-15.9	-46.0	9.0	-25.7	39.0	-8.2	-70.4	-3.3	-4.8
同比										
2023-02	2.4	-9.6	-52.3	9.6	-7.2	64.8	-1.0	-97.2	-2.2	8.6

行业	仪器仪表制造	家具制造	印刷和记录媒介	废弃资源综合利用	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	0.7%	0.5%	0.5%	0.8%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%
利润										
2023-04	9.6	-12.3	-15.6	-62.5	-42.8	6.7	10.8	5.8	-9.5	235.7
累计										
2023-03	2.0	-12.6	-19.9	-62.8	-46.9	13.8	4.1	0.0	-12.1	79.6
同比										
2023-02	-4.5	-23.5	-24.3	-61.5	-41.5	30.3	1.2	-9.2	-25.7	24.4

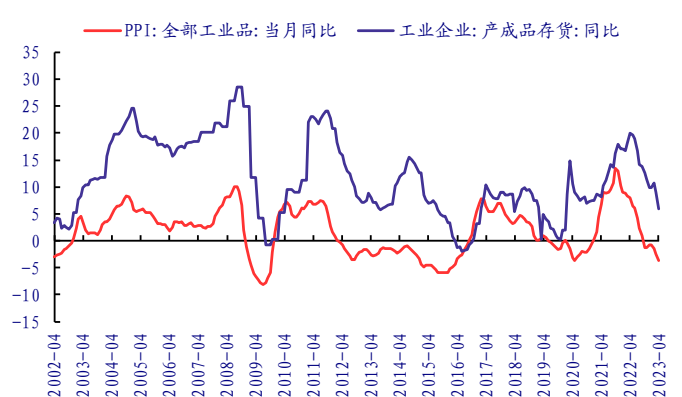
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 2: 规模以上工业企业营业收入与利润增速累计同比 (%)



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院 (21 年数据为两年复合平均)

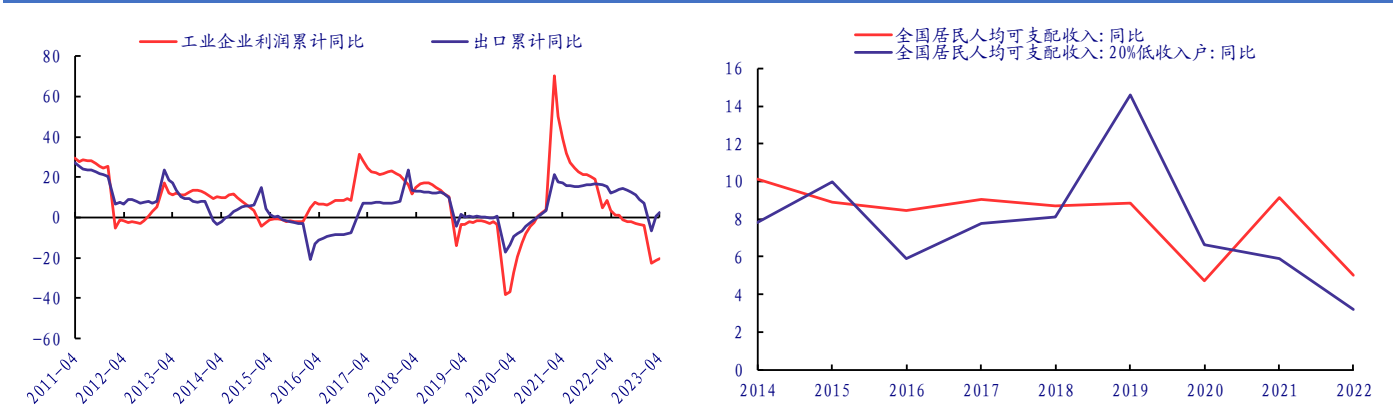
图 3: PPI 与工业产成品库存周期 (%)



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 4: 出口对工业企业利润增速影响较为显著 (%)

图 5: 疫情时期低收入人群收入分配状况恶化 (%)



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院 (21 年数据为两年复合平均) 资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 工业企业子行业利润增速 (%) 2

图 2: 规模以上工业企业营业收入与利润增速累计同比 (%) 2

图 3: PPI 与工业产成品库存周期 (%) 2

图 4: 出口对工业企业利润增速影响较为显著 (%) 3

图 5: 疫情时期低收入人群收入分配状况恶化 (%) 3

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，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

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

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn