

2023年05月28日

“战略相持”待破，政策窗口将近——4月企业利润

宏观研究团队

点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

2023年1-4月全国规模以上工业企业利润累计同比-20.6%，前值-21.4%；营业收入累计同比增长0.5%，前值-0.5%。

● 需求修复仍有波折，国民利润分化达10年新高

(1)需求修复仍有波折，剔除疫情低基数后，4月工业企业营收走弱、利润低位回升。往后看，2022年俄乌冲突推升商品通胀和上游利润的高点在Q2，预计2023年中工业利润增速将显著改善。

(2)国民利润分化达10年新高，需相关政策支持出台落实。民企利润为低基数上的低增长，1-4月国企利润达到民企利润的1.45倍，“国民”分化程度达10年新高。近年来民企在我国经济运行中的重要性持续上升，需相关政策支持出台落实。我们测算，民企重要性已从“56789”提高至“66889”，即民营经济税收占比六成（原提法五成）、投资不足六成（原提法六成）、技术成果占比八成（原提法七成）、就业占比八成、企业数量占比九成。

● 中游制造、公用利润延续改善

(1)利润占比来看，1-4月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业、公用事业分别为38.6%、24.1%、28.2%、9.1%，分别较前值变动了0.8、1.6、-2.6、0.2个百分点。(2)利润增速来看，上游多数行业利润增速回升，但高权重的煤炭采选、油气开采拖累较重；受益于疫情低基数，中游设备制造读数全面向好；下游消费制造景气走弱，仅茶酒饮料、烟草、汽车制造3个行业利润总额正增长。

● 被动去库或延后至2023Q3

营收↓库存↓的主动去库阶段已持续10个月，4月营收同比增速走弱、未能延续改善趋势，实质性转入被动去库仍需更多数据验证，切换时点或延后至2023Q3。

● “战略相持”待破，政策窗口将近

目前经济、政策处于“战略相持”阶段，我们判断相持状态可能在6月、7月逐步打破，届时市场将迎来珍贵的政策窗口期。

一则，近期经济修复途遇波折，叠加2022年6月疫情趋稳后全面推进复工复产带来高读数，7月政治局会议需审慎考虑经济形势，宜出台稳增长措施、改善市场主体信心；二则，高校毕业生季或推升青年失业率至25%-30%，稳就业保民生压力加剧；三则，下半年欧美经济或将放缓，需求走弱进一步拖累我国出口。

● 风险提示：政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

《人民币汇率并不存在中长期持续贬值基础—宏观经济点评》-2023.5.19

《地方政府债务负担率再度上升——4月财政数据点评—宏观经济点评》-2023.5.18

《对当前出口关键变量和趋势的几点探究—宏观经济专题》-2023.5.18

目 录

1、需求修复仍有波折，国民利润分化达 10 年新高.....	3
2、民企对经济重要性抬升，需相关政策出台落实.....	4
3、中游制造、公用利润延续改善.....	6
4、被动去库或延后至 2023Q3.....	7
5、“战略相持”待破，政策窗口将近.....	8
6、风险提示.....	8

图表目录

图 1：工业企业利润、营收小幅改善.....	3
图 2：利润当月同比小幅改善.....	3
图 3：营收当月同比显著改善.....	3
图 4：国民利润分化加剧.....	4
图 5：民企制造业投资占比下滑.....	4
图 6：民企税收占比六成.....	4
图 7：地产下行制约民企固定资产投资.....	4
图 8：民企发明专利占比八成.....	5
图 9：民企拥有发明专利占比八成.....	5
图 10：民企就业占比八成.....	5
图 11：民企数量占比九成.....	5
图 12：中游、公用利润占比延续回升.....	6
图 13：公用行业实现低基数上的高增长.....	6
图 14：中游利润显著改善.....	7
图 15：工业企业仍处主动去库.....	8
图 16：平减 PPI 后，工业企业加速去库.....	8

2023年1-4月全国规模以上工业企业利润累计同比-20.6%，前值-21.4%；营业收入累计同比增长0.5%，前值-0.5%。

1、需求修复仍有波折，国民利润分化达10年新高

(1)需求修复仍有波折，剔除疫情低基数后，4月工业企业营收走弱、利润低位回升。2023年1-4月工业企业营收累计同比提升了1.0个百分点至0.5%，主因2022年同期疫情拖累经济生产，剔除低基数后，4月两年复合同比增速为2.3%，较前值大幅下滑了3.4个百分点；利润总额累计同比为-20.6%，自低位连续2个月小幅回升。其中，销售毛利率下滑0.1个百分点至14.8%，营业利润率回升0.1个百分点至5.0%。往后看，2022年俄乌冲突推升商品通胀和上游利润的高点在Q2，预计2023年中工业利润增速将显著改善。

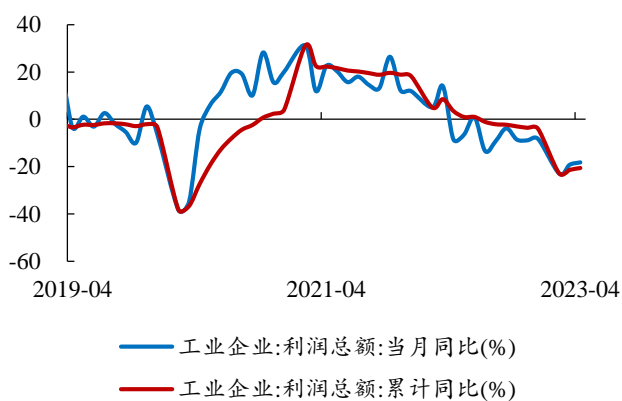
图1：工业企业利润、营收小幅改善

工业企业主要效益指标	2018				2019				2020				2021				2022				2023														
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3
量																																			
营收:累计同比*	[Heatmap]																																0.5		
工业增加值:累计同比*	[Heatmap]																																3.6		
出口交货值:累计同比*	[Heatmap]																																-3.8		
价																																			
PPI:同比	[Heatmap]																																-3.6		
利																																			
利润总额:当月同比*	[Heatmap]																																-18.2		
利润总额:累计同比*	[Heatmap]																																-20.6		
销售毛利率	[Heatmap]																																14.8		
营业利润率	[Heatmap]																																5.0		
PPI-PPIRM	[Heatmap]																																0.2		
费																																			
工业企业:费用率(逆序)	[Heatmap]																																8.4		
库存																																			
产成品存货:累计同比(逆序)	[Heatmap]																																5.9		
存货周转天数(逆序)	[Heatmap]																																20.8		
营收增速与存货增速剪刀差	[Heatmap]																																-5.4		

*表示2021年为两年累计同比增速
注：颜色数字大小关系：绿色<白色<红色

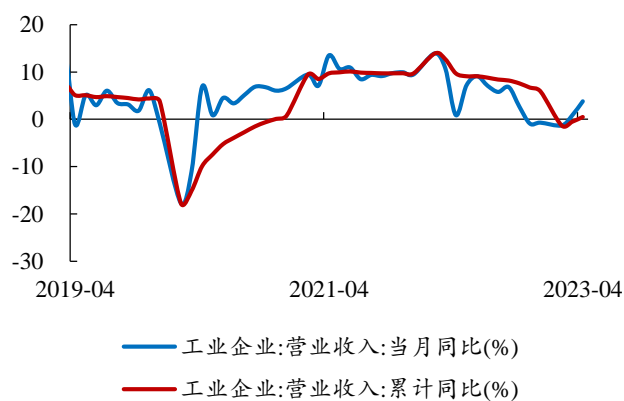
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：利润当月同比小幅改善



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

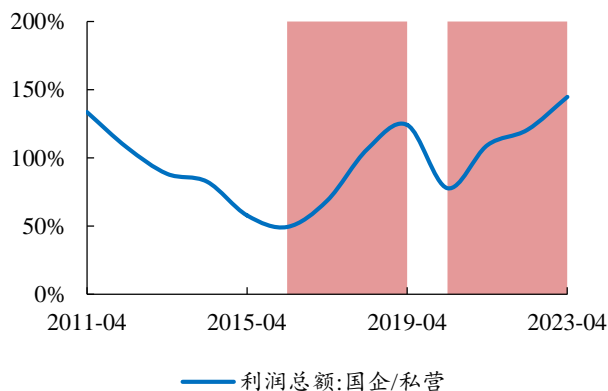
图3：营收当月同比显著改善



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

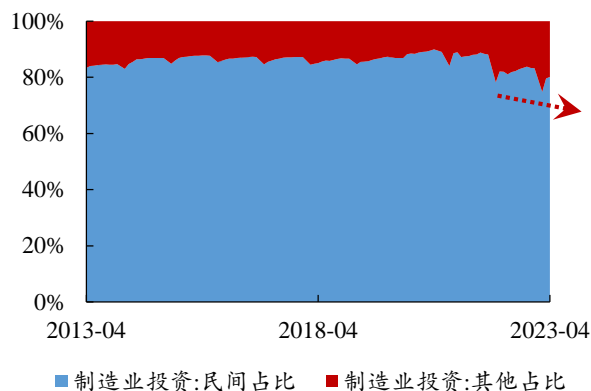
(2)国民利润分化达 10 年新高。1-4 月国企、民企利润累计同比分别为-17.9%、-22.5%。需要指出的是民企利润为低基数上的低增长，1-4 月国企利润达到民企利润的 1.45 倍，“国民”利润分化程度达到过去 10 年的高位。我们在 4 月经济数据点评中指出，制造业投资可能面临“三重压力”：一是制造业主体的民企利润仍弱，限制投资扩产意愿；二是做大做强央国企的背景下，对民营的政策支持需进一步显性化；三是内外需均转弱，制造业产能利用率持续下滑，投资扩产必要性不足、而明显放量的企业中长期贷款或存“空转”。

图4：国民利润分化加剧



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：民企制造业投资占比下滑

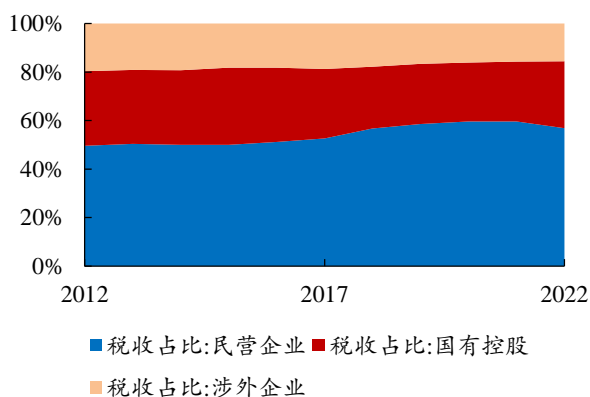


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、民企对经济重要性抬升，需相关政策出台落实

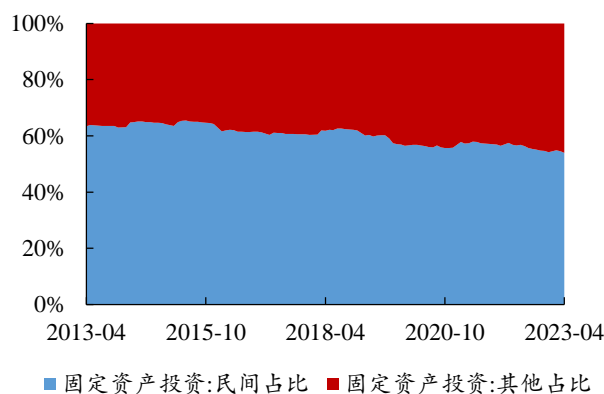
近年来民企在我国经济运行中的重要性持续上升，2023 年经济修复动能偏弱，需相关支持政策出台落实。我们测算民企重要性已从“56789”¹提高至“66889”，即民营经济税收占比六成、投资近六成、技术成果占比八成、就业占比八成、企业数量占比九成。

图6：民企税收占比六成



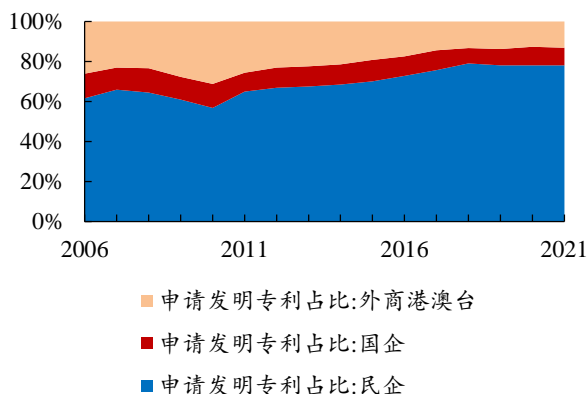
数据来源：国家税务总局、大成企业研究院、开源证券研究所

图7：地产下行制约民企固定资产投资

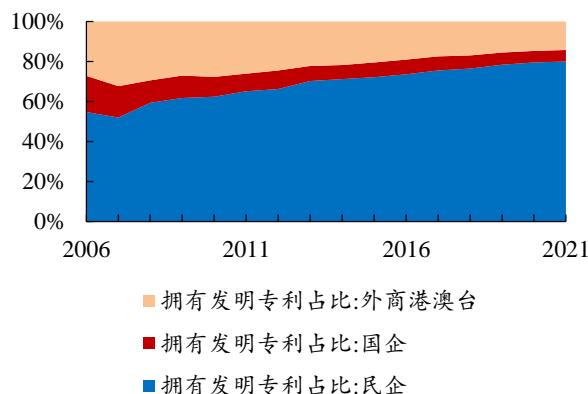


数据来源：Wind、开源证券研究所

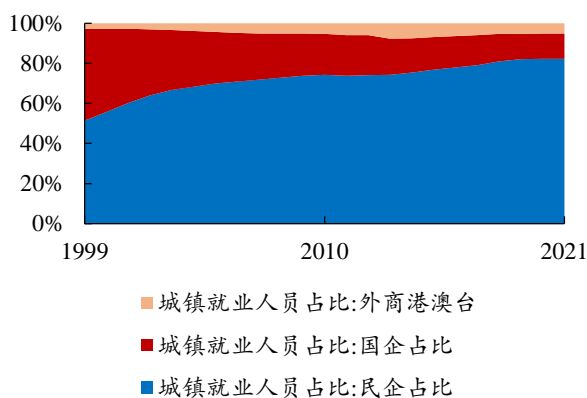
¹ 2019年3月6日发改委主任何立峰答记者问指出，“民营经济贡献了中国经济50%的税收，贡献了60%左右的GDP（也有提法为60%左右的投资），贡献了70%左右的技术成果及其转让，贡献了80%的就业，还有贡献了90%的企业数量，这个不完全准确，但是从一个侧面说明民营经济在我国经济发展当中的地位和作用是非常突出的”。

图8：民企发明专利占比八成


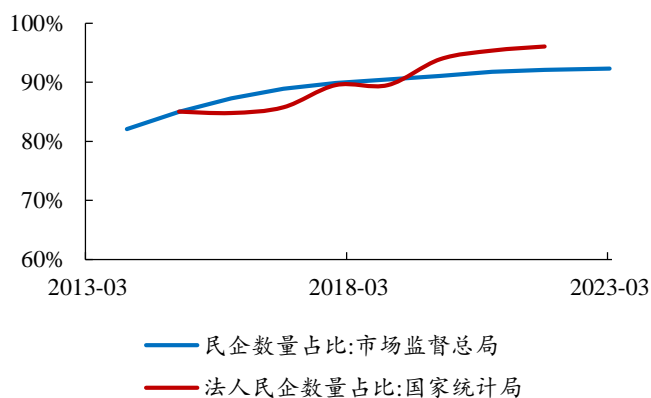
数据来源：《中国统计年鉴》、开源证券研究所

图9：民企拥有发明专利占比八成


数据来源：《中国统计年鉴》、开源证券研究所

图10：民企就业占比八成


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：民企数量占比九成


数据来源：国家市场监督管理总局、国家统计局、开源证券研究所

(1)税收占比：五成→近六成。根据财税总局数据，民企税收从2012年的54990亿元上升至2022年的91412亿元，受疫情拖累，以及大规模减税降费主要让利小微企业和个体工商户，2022年民企税收占比为56.9%、较前一年大幅下行了2.7个百分点。

(2)投资占比：六成→近六成。60%有两个提法，一个提法指GDP中民企占60%，另一个指投资民企占60%，分企业类型的GDP占比数据较难获取，此处我们计算投资占比作为替代。固定资产投资方面，民企占比小幅下行，从2012年的61%上行至2015年高位的64%，其后持续下行至2022年的57%，一则地产销售增速2015年以来进入下行通道，二则“房住不炒”地产调控引导民营房企从三高向新发展模式转型。制造业投资中，民企为绝对市场主体。2014年以来民企制造业投资占比在85%-90%之间，但2022年和2023年1-4月该比例下滑至83.2%、80.1%，民企投资失位一方面在于俄乌冲突以来大宗商品通胀持续演绎，上游大幅蚕食制造业企业利润、削弱投资扩产意愿；另一方面则是疫情冲击下“国强民弱”特征的进一步显性化。

(3)技术成果占比：七成→八成。《中国统计年鉴》披露了不同类型的申请专利、申请发明专利、拥有发明专利数据，拥有发明专利最能体现科技创新成果。2021年民企、国企、外商港澳台分别拥有发明专利135、10、24万件，其中民企占比从2006年的54.7%上升至2021年的79.9%。

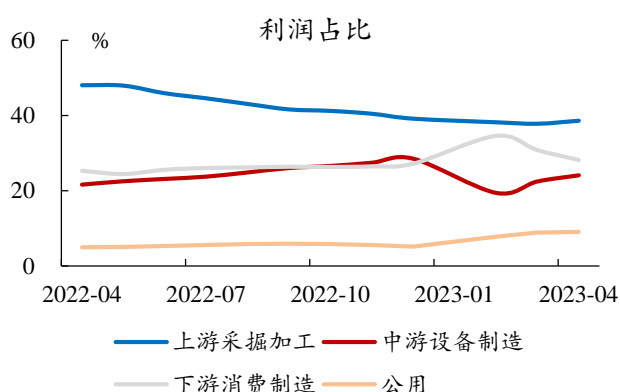
(4)就业人员占比：八成→八成。民营经济对就业的贡献有两轮上升期。第一轮为20世纪90年代国企改制后，城镇就业人员中民企占比迅速上行；第二轮为2010年以来伴随经济劳动人口见顶，投资性需求进入下行通道，经济结构逐步从投资驱动转向消费驱动，服务业扩张（民企占比更高）吸纳大量就业。2021年，民企就业人员占比达到82.3%，对解决民生就业起到绝对主力作用。4月26日国务院发布《关于优化调整稳就业政策措施全力促发展惠民生的通知》提出“支持国企扩大招聘规模”、“实施2023年百万就业见习岗位募集计划”，仍需支持民营经济政策出台落地、缓解趋于严峻的青少年失业问题。

(5)企业数量占比：九成→九成。民企数量占比有国家市场监督管理总局和国家统计局两个口径，前者统计“户数”，后者统计“法人单位”，因此两个口径有一定出入但差异不大。国家市场监督管理总局数据显示，2012Q4至2023Q1，我国民营企业数量从1085.7万户增长至4900万户，民营企业占比由79.4%提高到92.3%。

3、中游制造、公用利润延续改善

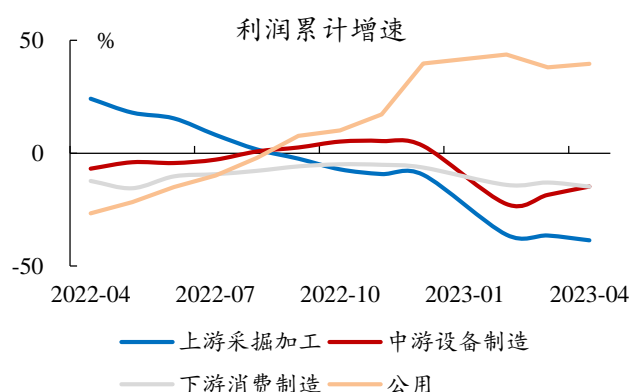
中游制造、公用利润延续改善。利润占比来看，1-4月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业、公用事业分别为38.6%、24.1%、28.2%、9.1%，分别较前值变动了0.8、1.6、-2.6、0.2个百分点。利润增速来看，1-4月上游利润累计同比为-38.6%，多数行业增速回升，但高权重的煤炭采选、油气开采拖累较重；受益于疫情低基数，中游设备制造全面向好，通用设备、交运设备、仪器仪表较前值改善了13.3、8.2、7.6个百分点；下游消费制造景气走弱，仅茶酒饮料、烟草、汽车制造3个行业利润总额正增长。

图12：中游、公用利润占比延续回升



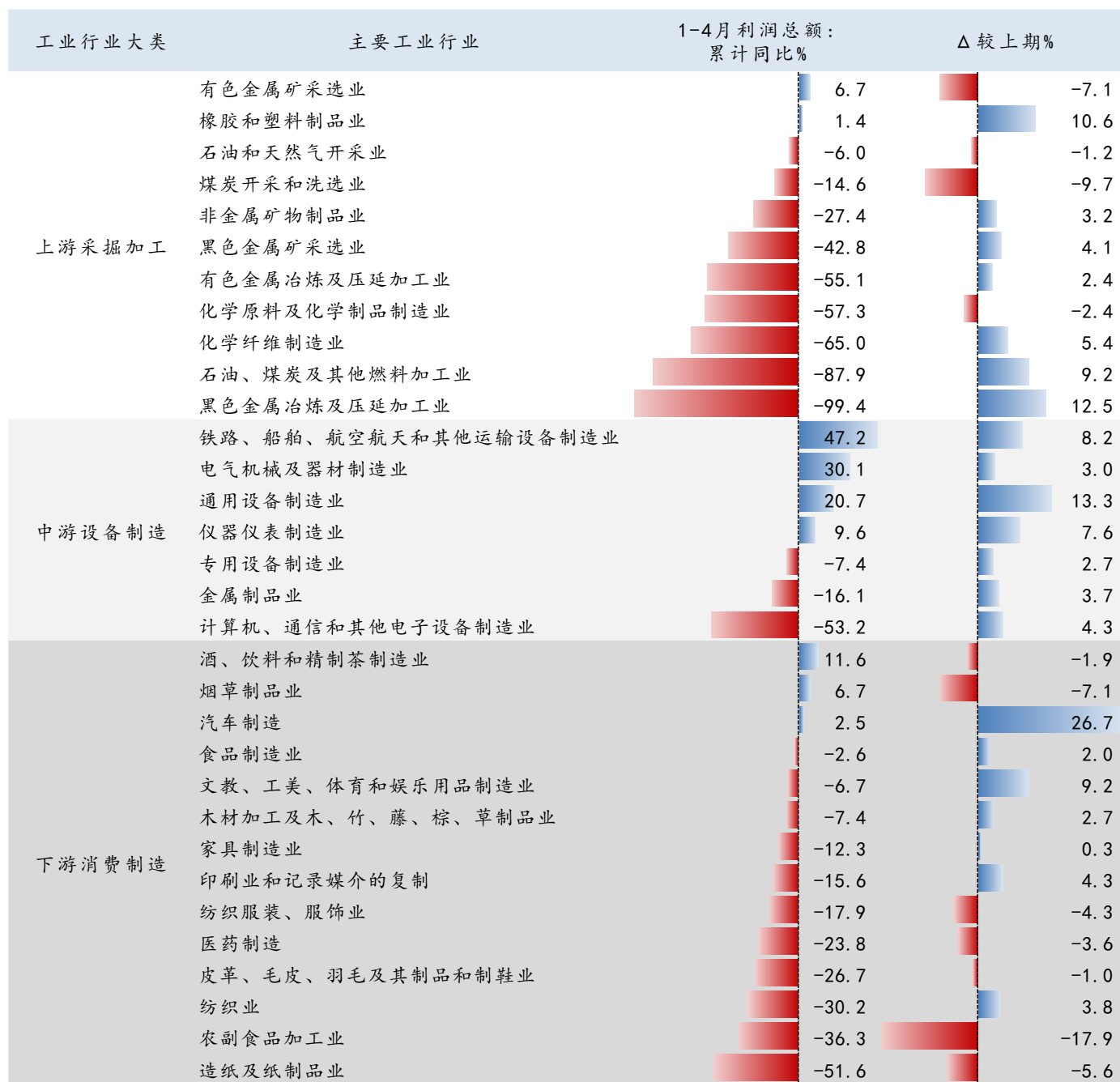
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：公用行业实现低基数上的高增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

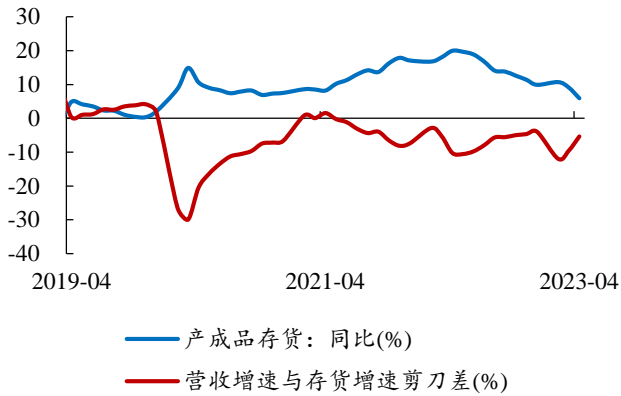
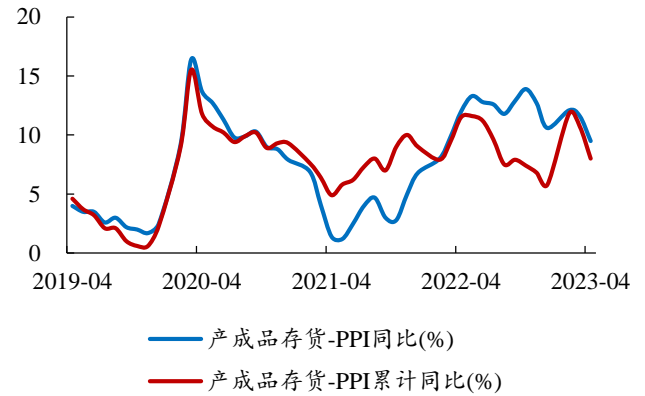
图14：中游利润显著改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、被动去库或延后至 2023Q3

2023年1-4月工业企业产成品存货累计同比为5.9%，较前值下降了3.2个百分点。营收↓库存↓的主动去库阶段已持续10个月，剔除低基数后，4月营收同比增速走弱、未能延续改善趋势，实质性转入被动去库仍需更多数据验证，切换时点或延后至2023Q3。

图15：工业企业仍处主动去库

图16：平减PPI后，工业企业加速去库


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、“战略相持”待破，政策窗口将近

目前经济、政策处于“战略相持”阶段，我们判断相持状态可能在6月、7月逐步打破，届时市场将迎来珍贵的政策窗口期。一则，近期经济修复遭遇波折，叠加2022年6月疫情趋稳后全面推进复工复产带来高读数，7月政治局会议需审慎考虑经济形势，宜出台稳增长措施、改善市场主体信心；二则，4月青年失业率达到历史新高的20.3%，高校毕业季将至、青少年失业率或攀高至25%-30%，稳就业保民生压力需政策进一步加码；三则，下半年欧美经济或将放缓，需求走弱进一步拖累我国出口。

需要指出的是，政策需权衡短期现实和长期挑战。应对短期现实，政策或落在基建和消费。基建稳增长的潜在工具包括政策性金融工具、长期建设国债、特别国债等，但政策挑战在于基建对经济的拉动效应不如以往，项目收益率下滑、若无法覆盖利率支出则进一步加剧地方债务压力，如何权衡地方债务和稳增长是一大难题；消费方面，2022年下半年消费券加码在一定程度上透支了汽车、家电家具等大宗耐用品消费需求，政策的长期挑战在于如何引导消费结构从耐用品转向服务（耐用品消费具有周期性、服务消费具有粘性），培育壮大新消费，激发居民消费倾向，中央或需在现有的消费工具基础上“推陈出新”。综合来看，应对短期现实、政策或落在基建和消费，但应对长期挑战和经济转型，政策应着力消费和产业。

6、风险提示

政策变化超预期；疫情演变超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn