



报告日期：2022年4月28日

制造业费用下行推升3月工业企业利润总额累计同比，采矿业是3月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量

——3月利润数据点评

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

风险因素

1. 全球经济下行幅度超预期；
2. 国内新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

相关报告

1. 英大宏观评论（20220422）4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行，4月PPI当月同比大概率进入“7”时代
2. 英大宏观评论（20220411）有效投资是实现GDP增速预期目标的关键，2季度货币政策宽松力度大概率超1季度
3. 英大宏观评论（20220406）3月制造业与非制造业PMI远弱于季节性，大概率加大“促就业稳增长”力度
4. 英大证券2022年2月宏观经济月报（20220331）：“5.5%左右”强引领符合预期，“稳增长”力度还将维持在较高水平
5. 英大宏观评论（20220329）1-2月财政状况优于季节性，3月土地成交价款累计同比大概率继续承压
6. 英大宏观评论（20220322）保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行
7. 英大宏观评论（20220321）3月消费增速大概率较2月下行，“稳增长”力度还将维持在较高水平
8. 英大宏观评论（20220314）“俄乌冲突”对我国CPI的冲击有限，3月央行大概率降准或降息
9. 英大宏观评论（20220307）“5.5%左右”强引领符合预期，2022年房地产投资增速大概率前低后高
10. 英大宏观评论（20220301）“俄乌冲突”利空全球经济，国际金价或“短多中多”但国际油价或“短多中空”
11. 英大证券2022年1月宏观经济月报（20220225）：短期内宏观经济依旧面临“三重压力”，货币政策“灵活适度”主基调或将贯穿1-3季度
12. 英大宏观评论（20220222）2022年CPI突破3.0%的概率较低，PPI年内低点大概率位于10月
13. 英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
14. 英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

报告概要：

- 3月工业企业利润总额累计同比8.50%，前值5.00%。我们点评如下：
 - 一、三因素叠加推升3月工业企业利润总额累计同比，制造业费用累计值下行是主因；
 - 二、采矿业是3月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量；
 - 三、煤炭开采和洗选业利润总额累计同比连续10个月录得三位数增长；
 - 四、国有及国有控股企业利润增速韧性十足，外商及港澳台商企业表现十分疲弱；
 - 五、工业企业资产负债率与工业企业利润总额累计同比总体呈弱负相关关系；
 - 六、短期内工业企业还处于被动补库存阶段，后期将向主动去库存阶段转换。



目录

一、三因素叠加推升 3 月工业企业利润总额累计同比，制造业费用累计值下行是主因.....	3
二、采矿业是 3 月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量.....	5
三、煤炭开采和洗选业利润总额累计同比连续 10 个月录得三位数增长.....	6
四、国有及国有控股企业利润增速韧性十足，外商及港澳台商企业表现十分疲弱.....	8
五、工业企业资产负债率与工业企业利润总额累计同比总体呈弱负相关关系.....	8
六、短期内工业企业还处于被动补库存阶段，后期将向主动去库存阶段转换.....	9

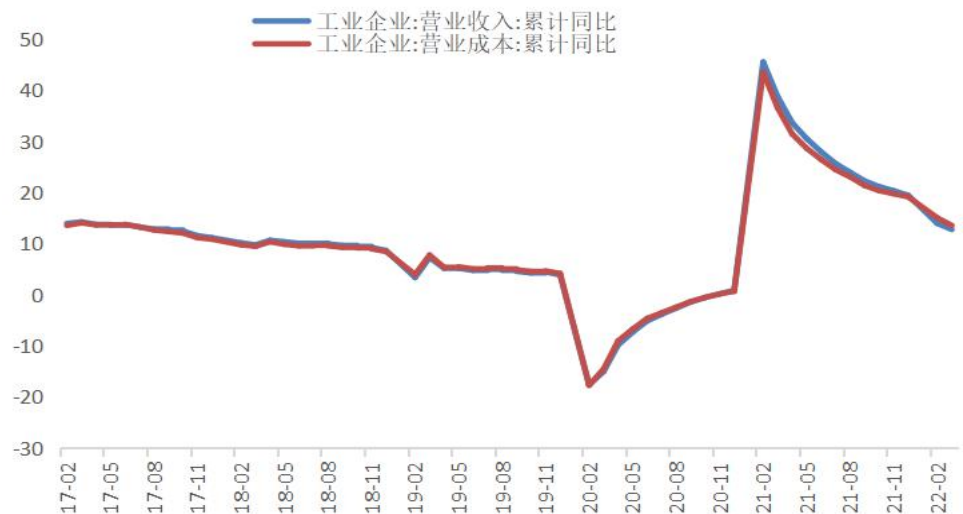
事件：3月工业企业利润总额累计同比 8.50%，前值 5.00%。

点评：

一、三因素叠加推升 3 月工业企业利润总额累计同比，制造业费用累计值下行是主因

3月工业企业利润总额累计同比录得 8.50%，较前值上行 3.50 个百分点。具体看：**在量的方面**，3月工业增加值累计同比为 6.50%，较前值下行 1.00 个百分点，内因是新冠肺炎疫情恶化导致我国部分城市停工停产，而外因则是 3 月出口交货值累计同比较 2 月下行 2.50 个百分点至 14.40%；**在价的方面**，3 月 PPI 累计同比为 8.70%，较前值下行 0.20 个百分点，下行幅度低于市场预期，主因“俄乌冲突”推升国际油价，进而带动有色金属等大宗商品价格上涨；**在利润率方面**，3 月工业企业营业收入利润率为 6.25%，虽然较 2021 年同期下行 0.39 个百分点，但是较前值上行 0.28 个百分点；**在基数效应方面**，2021 年 2 月、3 月工业企业利润总额累计同比分别为 178.90%、137.30%。综上，PPI 累计同比位于历史相对高位，工业企业营业收入利润率较 2 月边际好转，以及 2021 年同期基数下行较大幅度，共同推升 3 月工业企业利润总额累计同比。

图 1：3 月工业企业营业成本累计同比下行幅度大于营业收入累计同比下行幅度（%）

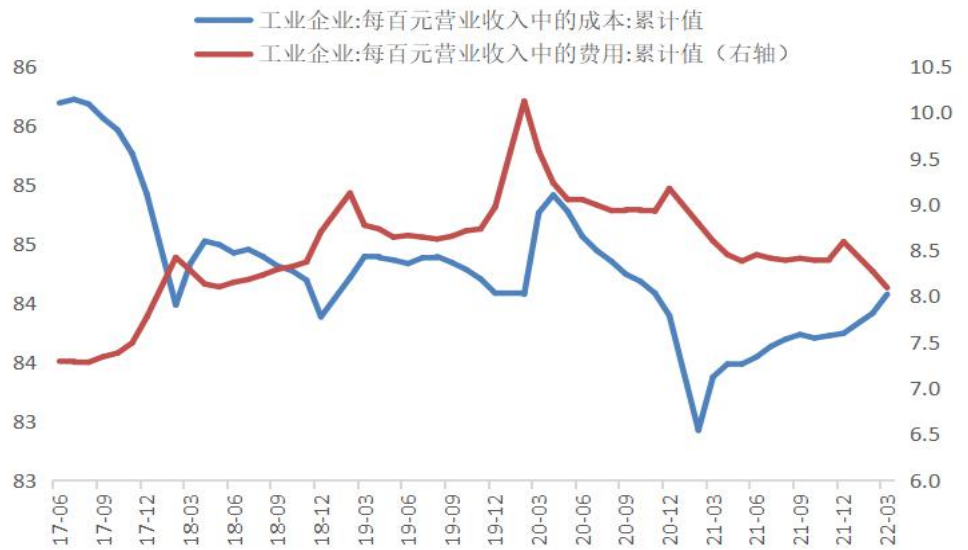


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

我们换个角度看 3 月工业企业利润总额累计同比。3 月工业企业营业收入累计同比、营业成本累计同比分别为 12.70%、13.50%，较前值分别下行 1.20、1.50 个百分点。从这组数据可以看出，成本下行是 3 月工业企业营业收入利润率较 2 月上行的主因，也是 3 月工业企业利润总额累计同比较前值上行的主因。这一判断的依据是：3 月营业成本累计同比 1.50 个百分点的下行幅度，大于 3 月营业收入累计同比 1.20 个百分点的下行幅度，相应地，3 月“营业收入累计同比-营业成本累计同比”这一复合指标录得-0.80 个百分点，较其前值收窄 0.30 个百分点。以上表明在营业成本累计同比下行的拉动下，3 月工业企业利润总额累计同比较 2 月出现边际改善。值得提醒的是，3 月营业成本累计同比 13.50% 的读数，尚

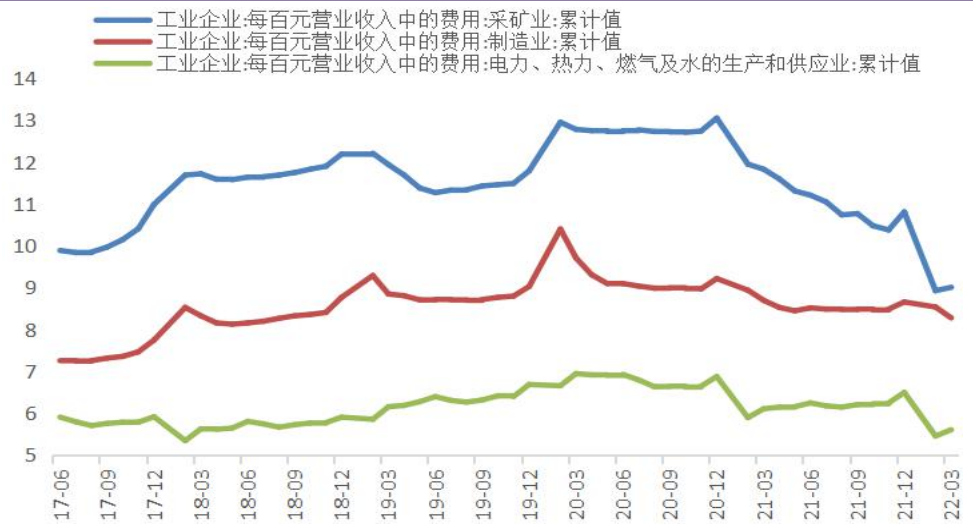
高于3月营业收入累计同比12.70%，表明年内我国工业企业利润总额累计同比还面临下行压力。

图2：每百元营业收入费用累计值下行是3月营业成本累计同比下行的主因（元；元）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图3：制造业是3月工业企业每百元营业收入中的费用累计值下行的主因（元）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

在以上分析的基础上，我们进一步分析3月营业成本累计同比较前值下行的推动因素。3月每百元营业收入中的成本累计值、费用累计值分别为84.07元、8.09元，分别较前值上行0.16元、-0.18元。可见，在每百元营业收入中的成本累计值较前值上行的背景下，每百元营业收入中的费用累计值下行是3月营业成本累计同比下行的主因。再进一步：从三大部类看，3月采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业工业企业每百元营业收入中的费用累计值分别为9.0元、8.27元、5.60元，分别较前值上行0.08、-0.26、0.15

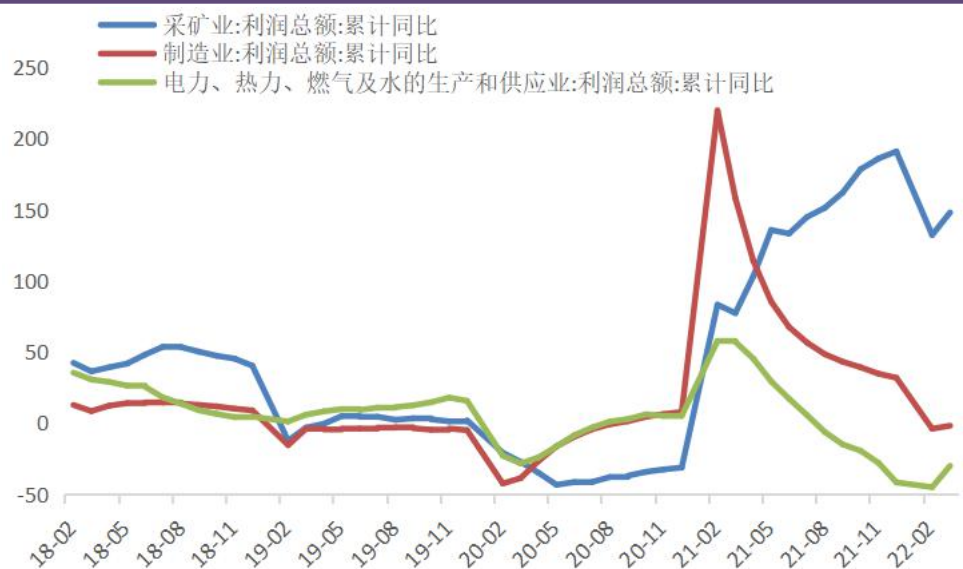
元，可见制造业每百元营业收入中的费用累计值下行 0.26 元，是 3 月工业企业每百元营业收入中的费用累计值下行的主因，也是 3 月营业成本累计同比下行的主因，也是 3 月工业企业利润总额累计同比较前值上行的主因。

值得指出的是，工业企业费用累计值下行推升 3 月工业企业营业收入利润率，进而推升 3 月工业企业利润总额累计同比，符合我们在《英大证券宏观评论：短期内宏观经济尚处被动补库存阶段，新的减税降费支撑 2022 年利润增速（20220208）》中“‘更大力度减税降费’大概率对 2022 年工业企业利润增速形成较强支撑”这一判断。

二、采矿业是 3 月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量

从三大部类看，3 月采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业利润总额累计同比分别为 147.80%、-2.10%、-30.30%，分别较前值上行 15.80、2.10、15.00 个百分点。具体看：自 2021 年 4 月起，采矿业利润总额累计同比连续 11 个月录得 3 位数增长，主因大宗商品价格普遍上行；3 月制造业利润总额累计同比虽然较前值上行 2.10 个百分点，但是连续 2 个月录得负增长；3 月电力热力燃气及水的生产和供应业利润总额累计同比虽然较前值上行 15.00 个百分点，但是连续 7 个月位于负值区间，主因煤炭价格大幅上行推升行业生产成本。值得指出的是，制造业利润在全部工业企业利润总额中的占比通常为 85%左右，如 2019 年的占比为 83.72%，2020 年的占比为 86.48%，2021 年的占比为 84.52%，因此主导工业企业利润总额累计同比走势的是制造业。在 3 月制造业利润总额累计同比录得-2.10%，较前值上行 2.10 个百分点的背景下，工业企业利润总额累计同比录得 8.50%，较前值上行 3.50 个百分点，主因是采矿业利润总额累计同比录得 147.80%，在很大程度上支撑 3 月工业企业利润总额累计同比。

图 4：采矿业在很大程度上支撑 3 月工业企业利润总额累计同比（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理



对各部类利润增速的拆分如下。**量的方面**，3月采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业工业增加值累计同比分别为10.70%、6.20%、6.10%，分别较前值上行0.90、-1.10、-0.70个百分点。对这一组数据的解读有两点：**一是**采矿业连续2个月高于制造业以及电力热力燃气及水的生产和供应业，这一现象自2013年6月有数据记录以来并不多见，通常情况下，采矿业工业增加值累计同比低于制造业以及电力热力燃气及水的生产和供应业；**二是**3月采矿业工业增加值累计同比较前值上行0.90个百分点，而制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业工业增加值累计同比分别较前值下行1.10、0.70个百分点，三者走势进一步背离。**价的方面**，3月采掘工业、加工工业、电力热力的生产和供应业PPI累计同比分别为35.30%、6.40%、8.30%，分别较前值上行1.30、-0.40、0.20个百分点，其中，3月采掘工业PPI累计同比大幅上行1.30个百分点，对3月采矿业利润总额累计同比形成较强支撑，而加工工业PPI累计同比较前值下行，对制造业利润总额累计同比形成拖累。**利润率方面**，3月采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业营业收入利润率分别为24.53%、5.44%、3.73%，分别较前值上行0.07、0.20、0.95个百分点，其中，采矿业虽然仅较前值小幅上行0.07个百分点，但是24.53%的读数创2019年2月有数据记录以来新高，电力热力燃气及水的生产和供应业虽然较前值大幅上行0.95个百分点，但是3.73%的读数依旧在三大部类中垫底。**基数方面**，采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业利润总额累计同比2020年同期基数分别下行5.90、61.70、0.60个百分点，基数下行利多相应部类利润总额累计同比。

三、煤炭开采和洗选业利润总额累计同比连续10个月录得三位数增长

细分行业方面，3月39个行业中录得正增长的行业有23个，较上月增加3个，录得负增长的行业有15个，较上月减少4个，增速为0%的有1个行业，即金属制品业。其中，增速排名前6的行业是煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业、金属制品机械和设备修理业、非金属矿采选业，其利润总额累计同比分别为189.00%、151.10%、74.80%、52.90%、31.10%、29.40%，分别较前值上行33.70、-5.60、25.80、-10.90、-454.60、-1.10个百分点。增速排名后6的行业是化学纤维制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、造纸及纸制品业、电力热力的生产和供应业、石油煤炭及其他燃料加工业、橡胶和塑料制品业，其利润总额累计同比分别为-54.90%、-49.70%、-49.30%、-35.20%、-29.80%、-29.60%，分别较前值上行-22.20、6.80、8.40、13.90、9.80、2.20个百分点。

图 5：煤炭开采和洗选业利润总额累计同比连续 10 个月录得三位数增长（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

与 1 月相比，39 个行业中较前值上行的行业有 27 个，较前值下行的行业有 12 个。其中，上行幅度排名前 6 的行业是煤炭开采和洗选业、有色金属矿采选业、水的生产和供应业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、燃气生产和供应业、家具制造业，其利润总额累计同比分别为 189.00%、74.80%、-5.00%、-15.30%、-14.60%、0.40%，分别较前值上行 33.70、25.80、20.70、19.40、17.40、15.60 个百分点。综合以上两个维度，均列于前六的行业是煤炭开采和洗选业、有色金属矿采选业，无位于增速后六位与环比前六位的行业。

在制造业内部 31 个子行业中，3 月录得正增长的有 18 个行业，较前值增加 3 个行业，录得负增长的有 12 个行业，较前值减少 4 个行业，持平于前值的有 1 个行业，即金属制品业。其中，排名前 6 的行业是有色金属冶炼及压延加工业、金属制品机械和设备修理业、酒饮料和精制茶制造业、化学原料及化学制品制造业、废弃资源综合利用业、其他制造业，其利润总额累计同比分别为 52.90%、31.10%、25.60%、18.40%、16.30%、14.40%，分别较前值上行-10.90、-454.60、-6.90、-8.90、-25.80、-14.80 个百分点。增速排名后 6 的行业是造纸及纸制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、石油煤炭及其他燃料加工业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业，其利润总额累计同比分别为-49.30%、-49.70%、-29.80%、-15.30%、-54.90%、-29.60%，分别较前值上行 8.40、6.80、9.80、19.40、-22.20、2.20 个百分点。与 2 月相比，31 个行业中较前值上行的行业有 21 个，较前值下行的行业有 10 个。其中，上行幅度排名前 6 的行业是铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、家具制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、石油煤炭及其他燃料加工业、医药制造业、造纸及纸制品业，其利润总额累计同比分别为-15.30%、0.40%、2.80%、-29.80%、-8.90%、-49.30%，分别较前值上行 19.40、15.60、10.10、9.80、8.70、8.40 个百分点。综合以上两个维度，无均列于前六的行业。位于增速后六位

与环比前六位的是造纸及纸制品业、石油煤炭及其他燃料加工业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业。

四、国有及国有控股企业利润增速韧性十足，外商及港澳台商企业表现十分疲弱

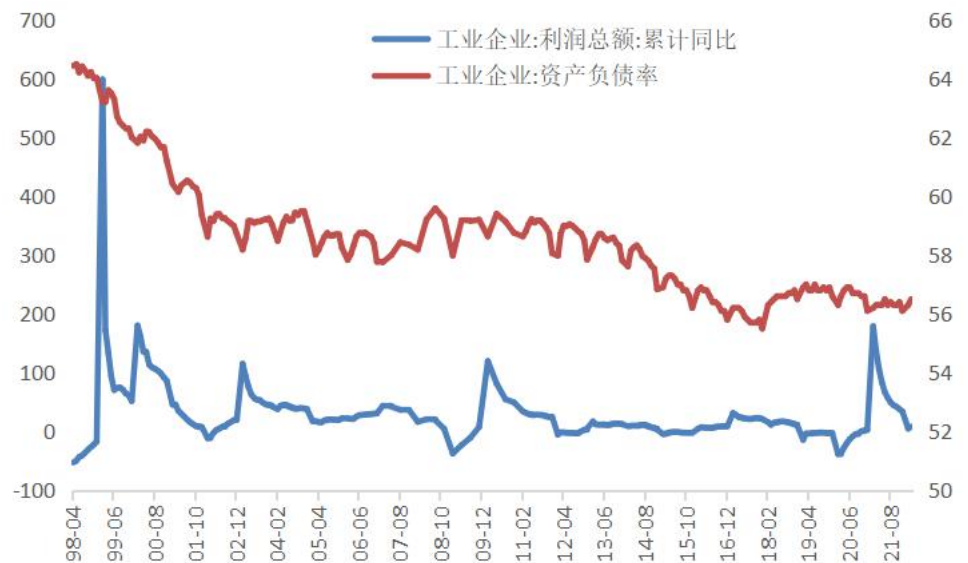
分企业类型看，3月国有及国有控股工业企业、股份制工业企业、私营工业企业、外商及港澳台商工业企业利润总额累计同比分别为19.50%、14.40%、3.20%、-7.60%，分别较前值上行2.80、5.00、4.90、-0.40个百分点。对以上数据，我们的解读有以下三点。**第一**，自2021年2月起，国有及国有控股工业企业利润总额累计同比始终居于四大企业类型之首，与2021年上游原材料价格持续大幅上行密不可分。**第二**，在2月短暂录得负增长之后，3月私营工业企业利润总额累计同比重返正增长区间，主要受益于中央助企纾困与减税降费政策。**第三**，外商及港澳台商工业企业利润总额累计同比连续2个月录得负增长，且在3月逆势下行0.40个百分点，创2020年7月以来新低。

对各企业类型利润增速的拆分如下：**量的方面**，3月国有及国有控股工业企业、股份制工业企业、私营工业企业、外商及港澳台商工业企业工业增加值累计同比分别为5.00%、7.80%、7.60%、2.10%，分别较前值下行0.90、0.60、1.10、2.10个百分点，其中，外商及港澳台商工业企业工业增加值累计同比下行幅度最大；**利润率方面**，3月国有及国有控股工业企业、股份制工业企业、私营工业企业、外商及港澳台商工业企业营业收入利润率分别为8.26%、6.15%、4.45%、6.85%，分别较前值上行0.66、0.34、-0.05、0.18个百分点，其中，在新冠肺炎疫情恶化的冲击下，私营工业企业逆势下行，在四大企业类型中继续垫底；**基数方面**，国有及国有控股工业企业、股份制工业企业、私营工业企业、外商及港澳台商工业企业同期基数分别上行17.40、-40.00、-44.80、-58.20个百分点，其中，国有及国有控股工业企业在2021年同期基数大幅上行17.40个百分点的背景下，3月依旧较前值上行2.80个百分点，体现出了较强韧性，反观外商及港澳台商工业企业在2021年同期基数大幅下行58.20个百分点的背景下，3月依旧较前值下行0.40个百分点，表明外商及港澳台商工业企业十分疲弱。

五、工业企业资产负债率与工业企业利润总额累计同比总体呈弱负相关关系

3月工业企业资产负债率为56.50%，较前值上行0.20个百分点，较去年同期上行0.20个百分点，持平于2021年6月，为2020年12月以来高点。从三大部类看，3月采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业的资产负债率累计值分别为58.50%、55.30%、60.80%，分别较前值上行0.10、0.30、0.20个百分点。具体看：采矿业虽然月度边际上行幅度最小，但是处于历史底部区间，自2015年2月有数据记录以来仅高于2022年2月的58.40%；制造业月度边际上行幅度最大，总体居于历史中位区间，但是始终在三大部类中处于垫底位置；电力热力燃气及水的生产和供应业自2020年12月触底以来，总体呈单边上行走势，3月60.80%的读数，持平于2018年7月、8月，创2017年12月以来高点。

图 6：工业企业资产负债率与工业企业利润总额累计同比总体呈弱负相关关系（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

针对以上数据，我们的解读有两点。**第一**，总体而言，工业企业资产负债率与工业企业利润总额累计同比总体呈弱负相关关系，相关系数为-0.38。分三大部类看，采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业各自的工业企业资产负债率与工业企业利润总额累计同比的相关系数分别为-0.17、-0.25、-0.15。可见，随着工业企业盈利情况的改善，工业企业大概率减少对负债的依赖，用内源融资来代替外源融资。**第二**，采矿业的资产负债率与电力热力燃气及水的生产和供应业的资产负债率在特定时段具有较强的负相关关系，如采矿业资产负债率在2020年12月录得58.80%触底之后，持续上行至2022年3月的60.80%，与之相反，电力热力燃气及水的生产和供应业资产负债率在2021年3月录得60.50%的阶段性高点之后，持续下行至2022年3月的58.50%。其背后的宏观逻辑是，动力煤价格在2020年4月触底之后不断上行，最终在2021年10月22日录得1982元/吨的历史高位，在价格角度拉升采矿业的利润增速，此后在“保供稳价”的大背景下，动力煤价格虽然跌回1000元/吨之内，但是动力煤产量在2021年7月录得31417万吨的阶段性低点之后持续上行，在2022年3月录得39579万吨，创1986年1月有数据记录以来新高，在数量角度对采矿业利润增速形成支撑，相应地，采矿业资产负债率则不断下行。与之相反，在动力煤价格持续上行的背景下，电力热力燃气及水的生产和供应业的生产成本不断上行，侵蚀行业利润空间，导致电力热力燃气及水的生产和供应业的利润增速持续下探，在2022年2月录得-45.30%，创2014年2月有数据建立以来新低，相应地，电力热力燃气及水的生产和供应业资产负债率则不断上行。

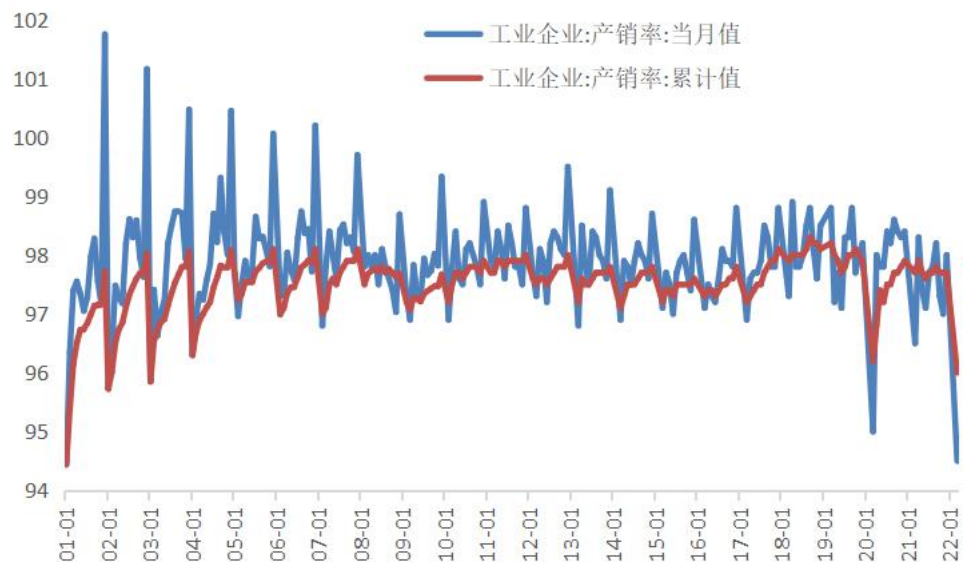
六、短期内工业企业还处于被动补库存阶段，后期将向主动去库存阶段转换

3月工业企业产成品存货累计同比为18.10%，较前值大幅上行1.30个百分点，创2012年3月以来新高，符合我们在《英大证券宏观评论：短期内宏观经济尚处被动补库存阶段，

新的减税降费支撑 2022 年利润增速（20220208）》中“尽管 11 月的 17.90% 为 2012 年 8 月以来新高，但是短期之内工业企业产成品存货累计同比大幅下行的概率较低，且上行概率大于下行概率”这一判断。

我们认为，3 月工业企业产成品存货累计同比较前值上行，具有较强的被动补库存性质。我们坚持在《英大证券宏观评论：短期内宏观经济尚处被动补库存阶段，新的减税降费支撑 2022 年利润增速（20220208）》中“短期内工业企业还处于被动补库存阶段”的判断。这一判断的最新依据有以下三点。**第一**，从 PMI 数据看，3 月新订单指数与生产指数分别录得 48.80、49.50，分别较前值下行 1.90、0.90 个百分点，双双由荣枯线之上滑至荣枯线之下，且新订单的读数低于生产，新订单的下滑幅度大于生产，表明在新冠肺炎疫情的冲击下，需求的恶化程度大于生产的恶化程度，导致产成品大量积压。**第二**，3 月工业企业产销率当月值与累计值分别为 94.50%、96.0%，分别较前值下行 3.50、1.70 个百分点，分别创 2001 年 2 月、2003 年 2 月以来新低。值得指出的是，在供应链中，产销率指标可分成三个具体指标，分别是：供应链节点企业的产销率，反映供应链节点企业在一定时间内的经营状况；供应链核心企业的产销率，反映供应链核心企业在一定时间内的经营状况；供应链产销率，反映供应链在一定时间内的产销经营状况。以上第一点指的是供应链节点企业、核心企业的产销情况。

图 7：3 月产销率当月值与累计值分别创 2001 年 2 月、2003 年 2 月以来新低（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第三，3 月供货商配送时间录得 46.50，较前值下行 1.70 个百分点，持平于次贷危机前的 2008 年 2 月，仅高于新冠肺炎疫情最严重期间的 2020 年 2 月的 32.10，主因新冠疫情恶化导致道路管制，反映以上第二点所指的供应链产销率下行的情况。值得指出的是，中央对交通物流保通保畅工作高度重视，4 月 27 日国务院常务会议指出，“交通物流是市场经济的经脉，也是民生保障的重要支撑”，并指出五条举措：一要保障交通骨干



网络高效运行；**二要**打通物流微循环；**三要**强化重点区域、行业和企业物流保障；**四要**加强对货运经营者帮扶；**五要**确保车辆通行证应发尽发、快申快办、全国互认。预计在中央的高度重视与周密部署下，4月供货商配送时间较3月大幅下行概率较低，5月供货商配送时间大概率上行，相应地，4月我国工业企业产销率较3月大幅下行概率较低，5月工业企业产销率大概率上行。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
