

需求不旺与成本刚性削弱利润

事件点评

——工业企业利润点评（23.1-2）

投资要点

- ◆ **1-2月工业企业利润同比-22.9%，降幅较2022年12月扩大14.6个百分点，主要拖累来自两方面，**其一是PPI通缩令名义营收反弹乏力，其二是营业成本刚性令成本率大幅提升，后者是本期下滑的主要原因。采矿业、公用事业当期利润增速改善，制造业下滑幅度更大的结构也凸显出当前宏观政策刺激扩大有效内需的迫切性。
- ◆ **受PPI通缩和商品消费恢复力度相对较弱等影响，工业企业营收跌幅有所扩大，营业成本刚性凸显，利润增速大幅下滑。**1-2月工业企业利润同比增速较前月下行达14.6个百分点至-22.9%，其中主要的拖累项来自成本刚性——我们测算的结果显示，成本率的提升当月拖累利润增速达10.1个百分点。工业企业的经营成本往往可分为两个部分：**A.包括固定生产启动、雇员薪资等的刚性成本，B.中间品购置等可变成本。**在工业品需求旺盛或PPI高涨时，营收高增，刚性成本往往令营业成本增速偏低，反之，年初以来商品消费拖累工业品需求恢复强度未超预期，而PPI高基数下跌幅加深，营收恢复增长动能不足，1-2月合计同比仅-1.3%，较去年12月跌幅意外扩大0.6个百分点，营业成本下行遇阻，利润总额加速下滑。当前国内消费投资总和的工业品总需求恢复强度尚不足以抵消PPI走低的阶段性影响。
- ◆ **采矿业、公用事业利润改善，制造业利润大幅下滑，侧面显示供给能力恢复较快，消费投资内需不强。**采矿业（-0.1%）、公用事业（53.1%）利润累计同比尽管较2022年有所下行，但测算单期同比均较12月明显改善。年初工业生产恢复用电需求增加，电力行业利润表现较好。制造业是单期工业企业利润下滑的主要原因，去年4季度部分产业链受防控政策优化前一些城市大范围封控的供给冲击在今年年初迅速解除，产能快速恢复，消费投资内需恢复仍然不算很强，供给大于需求的阶段性表现也加剧了PPI的通缩和原材料、装备制造业等制造业上中游利润的压力。
- ◆ **产成品存货增速反弹，或将对未来数月的企业利润形成持续压制。**1-2月产成品存货同比10.7%，较去年全年反弹0.8个百分点，并扭转了过去8个月的快速去库存过程，单期产成品库存反弹力度较大。1-2月工业增加值增长2.4%并未超预期，但仍形成被动补库存局面，未来数月企业利润可能持续受到库存偏高压制，直至消费或投资需求出现比较明显的改观，或PPI走出因基数效应而持续走低的阶段之后。
- ◆ **今年扩大有效内需的重点在于稳定相对偏高的基建投资，带动中低收入群体就业和收入预期的改善，期待中上游制造业利润逐步恢复路径的建立。**2022年以来，居民部门存款大幅多增，但大多源自存款对股市、理财产品的反向替代，以及二手房交易形成的结构性存款多增。这些多增的居民存款绝大多数可能被中等收入以上群体所掌握，这一人群在疫情期间就业薪资受冲击程度相对较轻，并不缺乏购买力，更关注资产市场和房地产市场财富效应的变化，构成当前市场需求改善的慢变量。海外实体经济与金融风险走向日趋背离的背景下，国内经济今年稳中有进是主线思路，财政积极发力提效、信用环境大力支持下基建投资维持相对较高的增长区间对于中低收入群体就业和薪资预期的改善具有更直接的稳定作用。由此，我们期待财政货币政策配合环境下中上游制造业利润能够尽快建立起逐步改善的恢复路径。
- ◆ **风险提示：稳增长政策力度不达预期。**

分析师

张仲杰

 SAC执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.cn

相关报告

- 华金宏观·双循环周报（第3期）-欧美货币银行体系困局对我国的启示 2023.3.26
美联储艰难寻找实体和金融的平衡区间 2023.3.23
- 华金宏观·双循环周报（第2期）-货币“三国杀”，压力来到鲍威尔一边 2023.3.19
3.17降准点评-新一轮适度连续降准周期启动 2023.3.17
- 1-2月经济数据、MLF操作分析-消费弱投资强，是否代表今年政策方向？ 2023.3.16

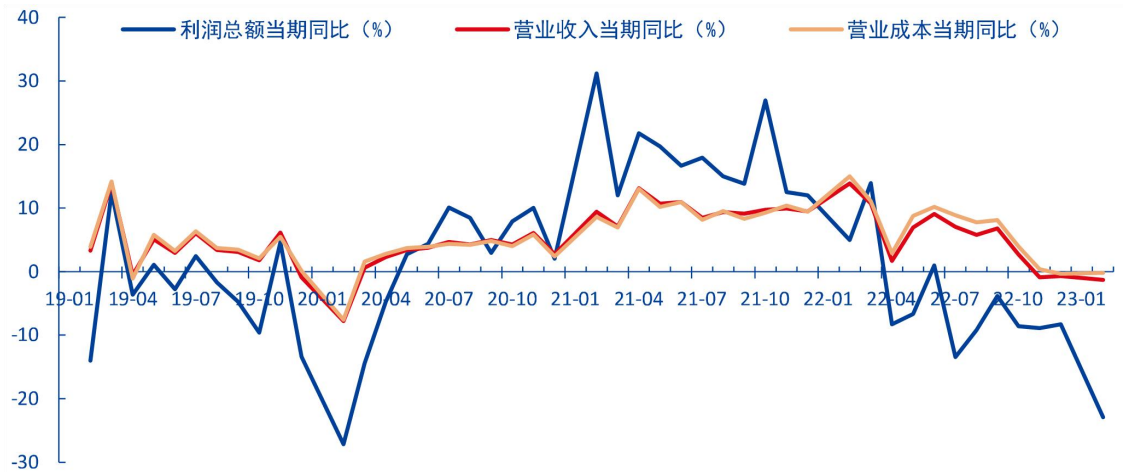


图 1：工业企业利润当期同比及贡献拆分（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 2：工业企业利润总额、营业收入、营业成本当期同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn