

宏观点评

需求是利润修复的“强约束”——2023年1至2月工业企业利润数据点评

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

量、价和利润率共同拖累工业企业利润跌幅走阔。拆分来看，2023年1-2月，代表“量”的工业增加值，代表“价”的PPI分别较2022年下行1.2个百分点、5.2个百分点；营收利润率对工业利润的拖累达18.6个百分点。

工业企业营收利润率大幅下滑。2023年1-2月，工业企业营业收入利润率较2022年下滑1.5个百分点。**分行业看**，制造业和水电燃气行业营收利润率下行，而采矿业利润率有所回升。**从构成看**，工业企业每百元营业收入中成本占比略有提升、费用小幅上行，其他差额项目（定义为营业收入中减去成本、费用及营业利润率后的差额部分，在会计报表中对应税金及附加、资产减值、汇兑损益等）抬升最为显著。**年初营收利润率下行原因有三：**一则，经济重启初期，去年拖欠的费用陆续入账，账面盈利数据走弱；二则，年初人民币汇率一度较快升值，企业汇兑损益的变动也有影响；三则，减税降费政策边际力度趋缓，且前期缓缴的税收开始补缴入库。短期扰动过后，工业利润的跌幅有望收窄，但幅度取决于需求的恢复程度。

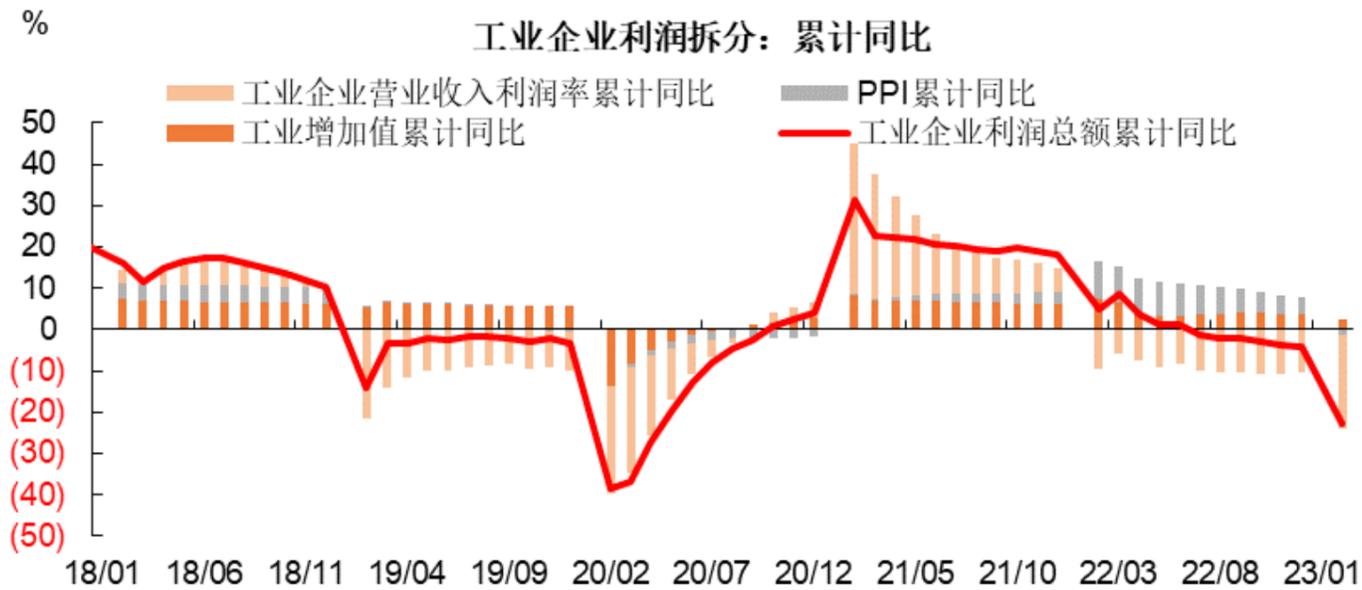
工业产成品库存超季节性累积。2023年1-2月，工业企业产成品存货增速较前值提升0.8个百分点，产成品存货周转天数也超季节性提升，至同期历史高位。疫情后经济重启初期，工业生产有所恢复，但海外出口需求持续收缩、国内需求恢复偏慢，前两个月工业产销率下行至近年同期低位（比2020年1-2月低1.6个百分点），因而库存超季节性累积。

利润分配格局有边际改善的初步迹象。为剔除累计值对年初数据的扰动，我们将滚动一年的（TTM）数据累积起来，观察利润数据的行业特征。**从绝对水平看**，上游采掘板块利润增速偏高，装备制造板块利润小幅增长，原材料和消费制造板块的利润持续收缩。**从边际变化看**，盈利边际改善的子行业集中于中下游制造业和水电燃气板块。**从板块利润的占比看**，1）上游采矿板块利润份额高位抬升，目前处2013年以来的历史最高水平；2）原材料板块利润份额进一步压缩，处于2016年供给侧改革以来的最低水平；3）装备制造、消费制造板块利润的占比有所回升，分别高于2013年以来39%、8%的历史月份。

总体看，当前中国经济面临的重大问题仍是需求不足。在疫后重启初期，内需自低位“弱复苏”，外需出口收缩压力持续，需求不足使库存超季节性累积，抑制工业企业生产投资意愿，压缩其利润空间，可能将制约经济修复的可持续性。不过，年初工业企业经营数据也有两项可圈可点之处。一是，工业企业资产负债率环比提升，其中民营企业、股份制企业提升幅度更大，背后可能是民营企业预期回暖，经济内生动能有所恢复。二是，工业利润分配的格局有边际改善迹象，其中消费制造板块利润增速低位企稳，若国内消费需求能够持续复苏，跌幅有望进一步收窄。

工业企业利润跌幅走阔，受量、价和利润率共同拖累。2023年1-2月，工业企业利润的累计同比增速为-22.9%，较2022年的-4%跌幅走阔。从量、价和利润率三个维度看，工业企业利润等于量×价×利润率，我们分别用工业增加值、PPI和工业企业营业收入利润率的累计同比增速来拆分工业企业利润增速的变动。2023年1-2月，工业增加值和PPI的同比增速分别为2.4%、-1.1%，分别较2022年下行1.2个百分点、5.2个百分点；工业企业营收利润率较去年同期收缩1.29个百分点，拖累工业利润增速18.6个百分点。

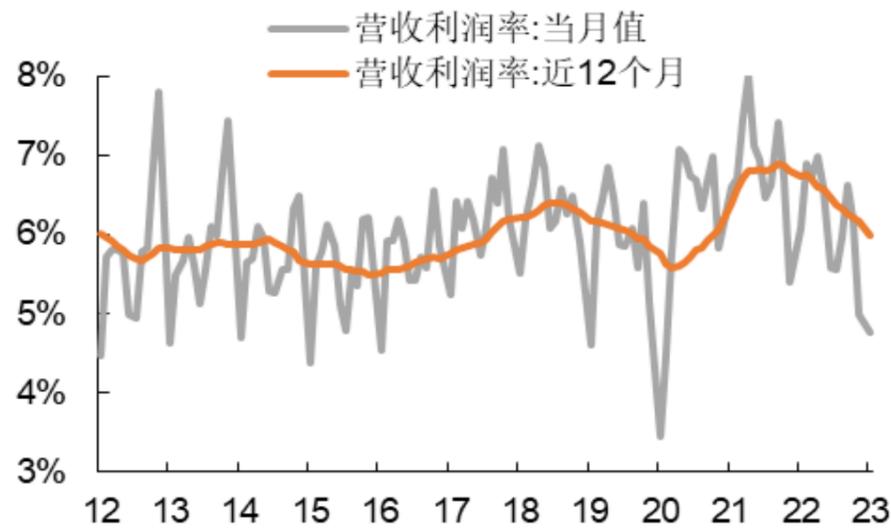
图表 1 2023年1-2月工业企业利润同比跌幅走阔



资料来源：Wind，平安证券研究所

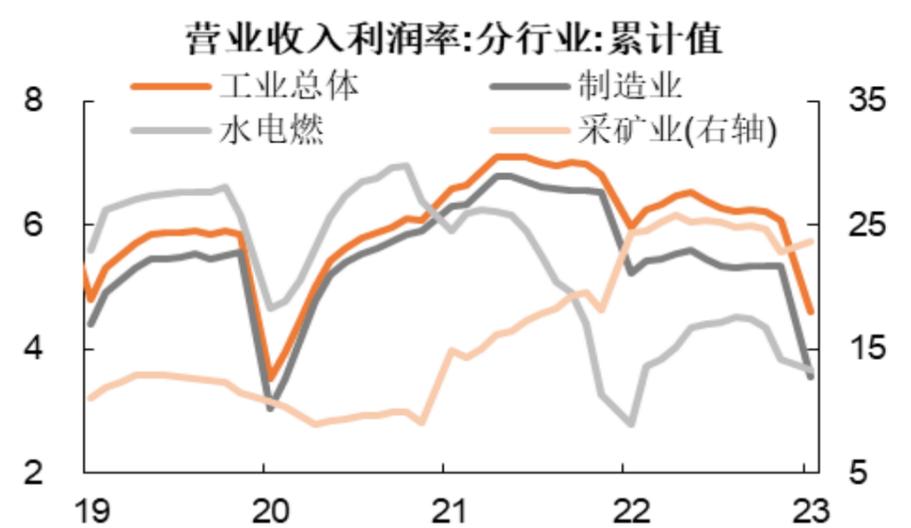
工业企业营收利润率大幅下滑。2023年1-2月工业企业营业收入利润率4.8%，较2022年全年下滑1.5个百分点；近12个月营收利润率均值为6%，较去年12月下行0.2个百分点。分行业看，工业企业营收利润率走低，主要受制造业（2022年利润占比约87%）和水电燃气行业（2022年利润占比约5%）拖累，而采矿业利润率（2022年利润占比约18%）有所回升。

图表 2 2023年1-2月工业企业营业利润率进一步下行



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 3 2023年1-2月制造业营收利润率下行幅度较大（%）

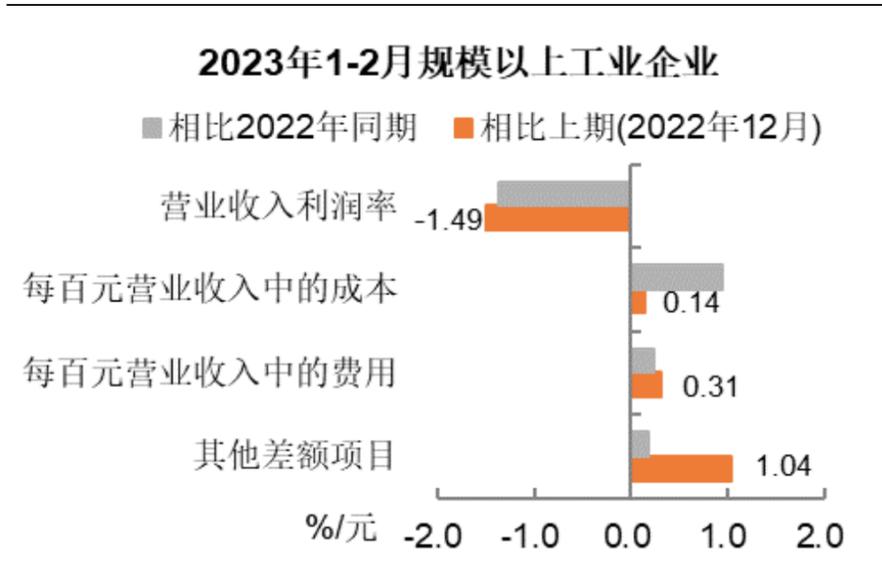


资料来源：Wind，平安证券研究所

从构成看，工业企业营收利润率受成本小幅抬升、费用大幅计提、其他差额项目蹿升的共同拖累。工业企业每百元营业收入中，1) 成本的占比小幅提升0.14个百分点，但主要是采矿业和水电燃气行业的贡献，制造业的成本稳中有降。2) 费用的占比上行0.31个百分点；3) 其他差额项目蹿升1.04个百分点（我们将其他差额项目定义为营业收入中减去成本、费用及营业利润率后的差额部分，在会计报表中对应税金及附加、资产减值、汇兑损益等分项）。

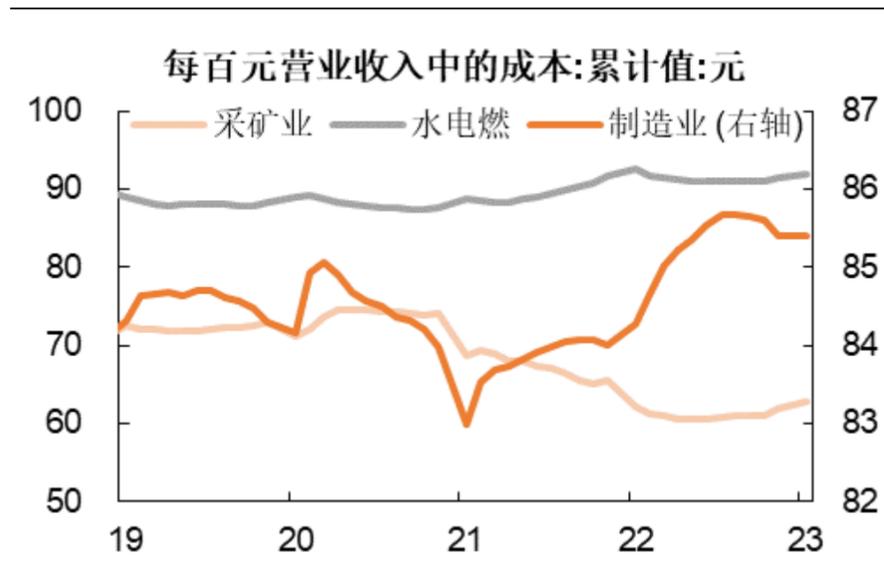
我们认为，年初营收利润率下行的主要原因可能有三：一则，经济重启初期，去年拖欠费用陆续入账，账面盈利数据走弱；二则，年初人民币汇率一度较快升值，企业汇兑损益的变动也有影响。三则，减税降费政策边际力度趋缓，且前期缓缴的税收开始补缴入库（1-2月国内增值税正增长）。

图表 4 2023年1-2月工业企业其他差额项目大幅提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 5 2023年1-2月, 制造业企业每百元营业收入中成本的占比稳中有降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

库存方面, 2023年1-2月, 工业企业产成品存货增速提升0.8个百分点至10.7%, 产成品存货周转天数也超季节性提升至历史高位(仅次于2020年2月、3月)。疫情后经济重启初期, 工业生产有所恢复, 但海外出口需求持续收缩、国内需求恢复偏慢, 前两个月工业产销率下行至近年同期低位(比2020年1-2月低1.6个百分点), 因而库存超季节性累积。

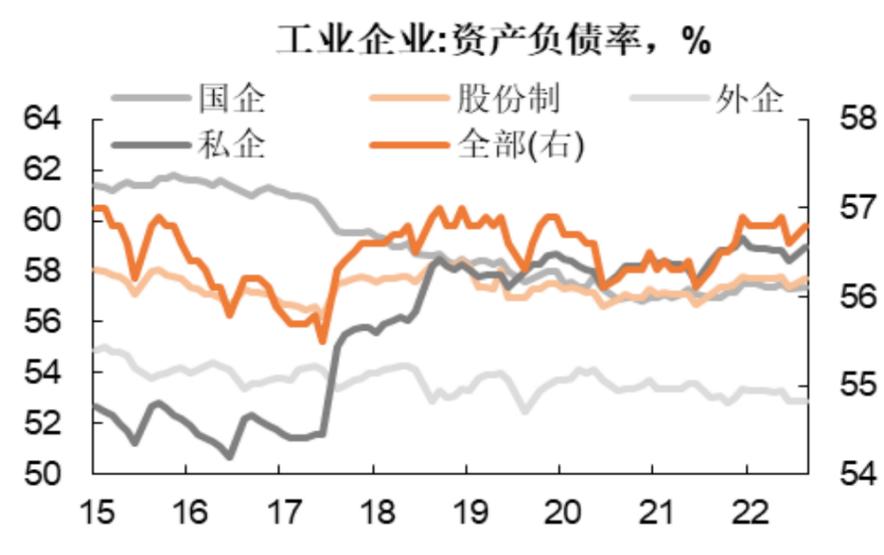
资产负债率方面, 2023年1-2月工业企业资产负债率环比提升0.2个百分点。分所有制看, 私营企业、股份制企业的资产负债率分别提升0.6个百分点、0.3个百分点, 高于国有企业资产负债率0.1个百分点的提升幅度。这或意味着年初民营企业预期逐步回暖, 经济的内生动能可能有所修复。

图表 6 2023年1-2月工业企业产成品库存累积



资料来源: Wind, 平安证券研究所

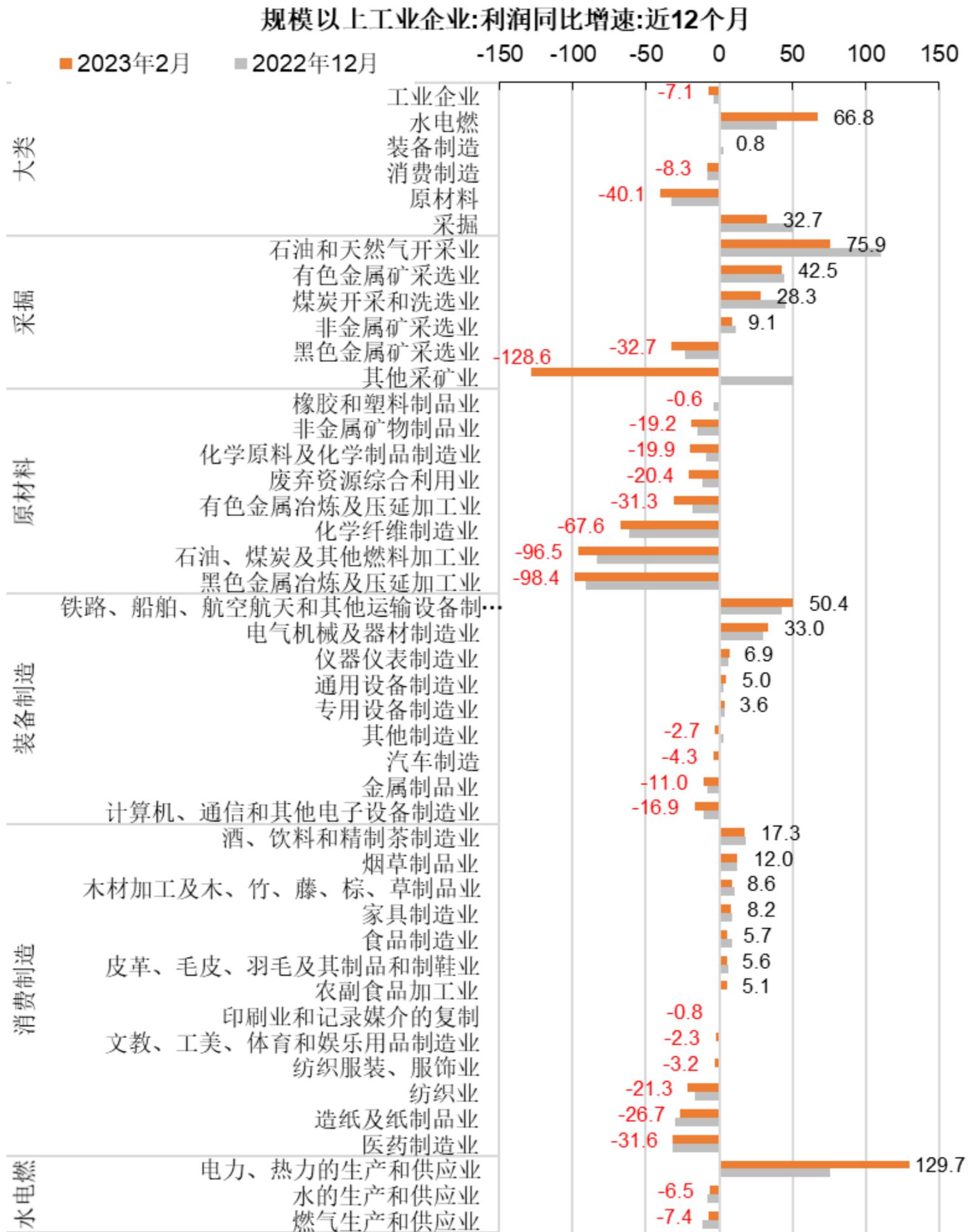
图表 7 2023年1-2月工业企业资产负债率提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

为剔除累计值对年初数据的扰动, 我们将滚动一年的(TTM)数据累积起来, 观察利润数据的行业特征。从利润增速的边际变化看, 盈利边际改善的子行业集中于中下游制造业和水电燃气板块。和2022年12月相比, 2023年2月利润增速回升的有12个行业(共39个行业); 其中, 装备制造(共9个)和下游消费制造板块(共13个)各占4个, 采掘和原材料板块仅有1个(共14个行业); 水电燃气板块受益于能源成本的降低, 3个子行业利润增速均有改善。从利润增速的绝对水平看, 上游采掘板块利润增速偏高, 中下游制造业盈利依然承压, 原材料板块利润持续收缩。近12个月水电燃气和采掘板块利润较快增长, 同比增速分别为66.8%和32.7%; 装备制造板块利润稳中有升, 同比增长0.8%; 原材料板块和消费制造板块利润持续收缩, 同比跌幅分别为40.1%和8.3%。

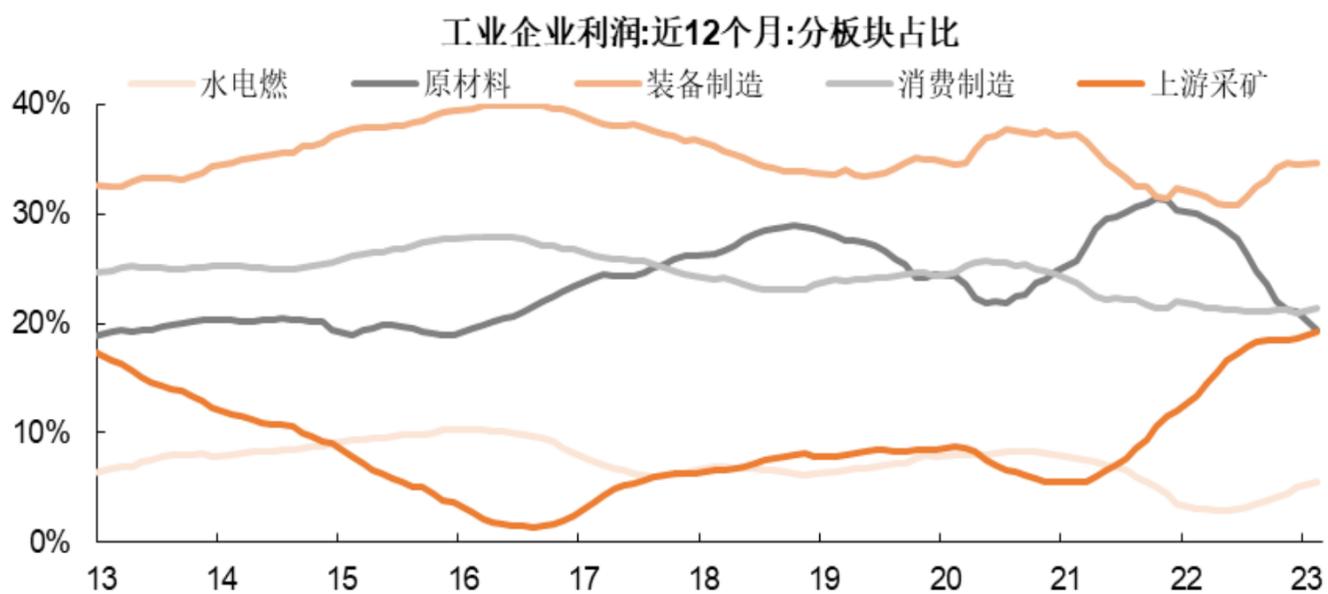
图表 8 从滚动一年 (TTM) 的利润看, 2023 年 1-2 月多数行业板块利润增速下行 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

利润分配格局有边际改善的初步迹象。其中, 1) 上游采矿板块利润份额高位抬升, 目前处2013年以来的历史最高水平; 2) 原材料板块利润份额进一步压缩, 处于2016年供给侧改革以来的最低水平; 3) 装备制造、消费制造板块利润的占比有所回升, 分别高于2013年以来39%、8%的历史月份。

图表 9 从滚动一年 (TTM) 的利润看, 2023 年 1-2 月原材料板块利润占比进一步下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 稳增长力度不及预期, 疫情风险再度抬头, 房地产市场修复不及预期, 海外金融市场超预期波动等。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层 邮编:518033	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼 邮编:200120	北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层 邮编:100033