

## 宏观点评 20230328

# 工业企业的“无利润”复苏？

2023年03月28日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《3月经济放缓：拐点已至？》

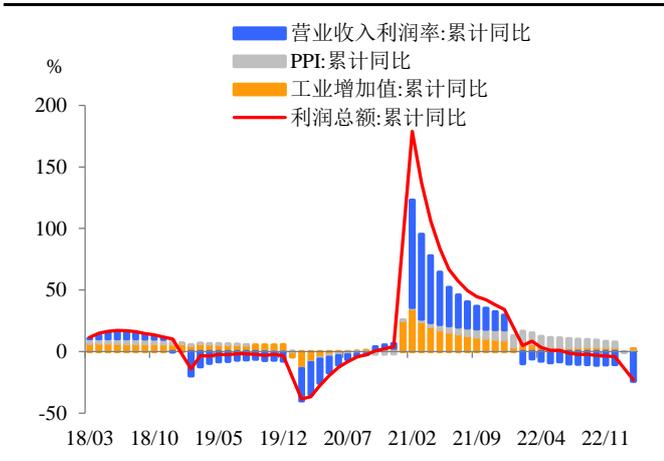
2023-03-26

《美联储：“躺”还是“卷”？》

2023-03-22

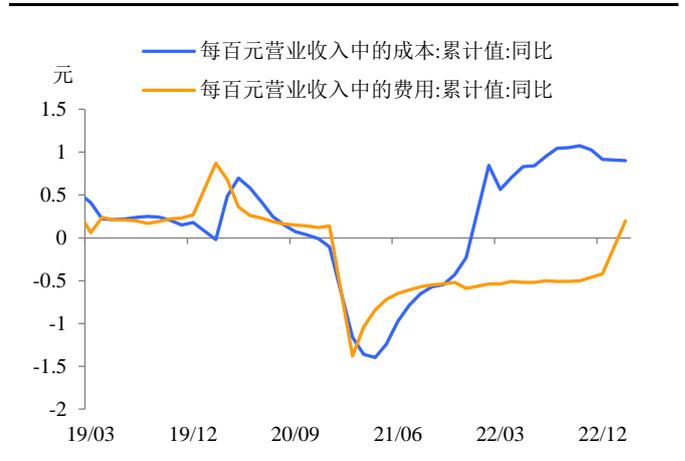
- 开年以来，服务业复苏较快，而工业企业复苏偏慢，但这次工业企业“无利润”的复苏仍在市场意料之外，背后原因是什么？我们认为1-2月工业企业利润主要受到内外需求不足的拖累。
- 1-2月工业企业生产平稳，但利润端让人大跌眼镜。2023年1-2月全国规模以上工业企业实现利润总额8872.1亿元，同比下降22.9%（按可比口径），录得近两年来的最低增速。开年工业企业生产总体表现平稳，可利润端并未见到起色，反而增速快速下滑。
- 成本费用刚性下，收入更加明显的下滑导致企业利润率下降。价、量、利润率拆解来看，价下量上，利润率下行。具体来说，1-2月工业增加值累计同比增速为2.4%，而在高基数影响之下，PPI累计同比增速为-1.1%。1-2月营收利润率同比增速为-23%，可见利润率的回落是造成规模以上企业利润下降的主要原因，而利润率的下降与成本和费用的相对刚性有关。由于企业营收同比下滑1.3%，下降速度快于费用下滑的0.2%，导致1-2月每百元营业收入中的成本升至84.9元，同比增长0.9元；每百元营业收入中的费用升至8.5元，同比增长0.2元，近两年内同比增长首次由负转正。
- 上中下游企业皆受到来自不同方面的影响，为利润端不断施压。从上游来看，煤炭开采业利润占比自去年以来就处于高位。然而，主力电厂暂无采煤计划、中小企业也在等待降价，这促使了煤价的不断调低，使工业企业中重要性较高的煤炭开采业利润空间变窄。从中游来看，计算机和电子设备制造业严重受到外需大幅下滑的影响。结合集成电路出口相关数据来看，集成电路出口数量和金额均呈下行趋势，2月时出口金额降幅超出口数量降幅，海外对我国电子产品的需求韧性受损，企业压力较大。从下游来看，汽车制造业的负增长与国内的“汽车全面降价潮”相关：近期为促进汽车需求、处理库存、适当回收成本，有诸多降价政策被陆续推出，而降价也在一定程度上会对车企盈利能力产生负面影响。
- 不同工业企业类型利润总额增速齐下降。分企业经济类型来看，1-2月规模以上工业企业中，国有及国有控股企业利润总额增速为-17.5%（上年12月为3%），股份制企业为-19.4%（上年12月为2.7%），私营企业为-19.9%（上年12月为-7.2%），外商及港澳台商投资企业为-35.7%（上年12月为-9.5%），四种企业类型利润总额增速齐下跌，其中外资企业利润增速的下降较为明显。
- 工业企业利润向上游采矿业聚集。分不同行业来说，以利润占比来看，1-2月工业企业利润总额主要来自于上游的煤炭开采和洗选业（16.4%）、石油和天然气开采业（7.2%）、化学原料和化学制品制造业（5.6%）、有色金属矿采选业（5%）和非金属矿物制品业（3.7%），上游企业利润合计占比从上年12月的28.5%提高至40.2%，重要性提升。而中游企业利润占比从上年12月的36.8%下滑至17.2%；下游行业利润占比基本不变，从上年12月的35%小幅下滑至34.8%。以利润同比增速来看，上游采矿业利润总额增速表现较佳。而更多行业利润总额同比增速大幅下滑。总的来说，上游采矿业利润在占比和增速上均占优势，工业企业利润向上游采矿业聚集。
- 目前来看，制造业受内外需压力较大，工业企业利润上行仍有压力，我国经济复苏的主旋律在于服务业和建筑业。
- 风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。工业企业当期赊销商品较多，资金回收较慢。

图1: 1-2月营收利润率是拖累企业利润增速下降的导火索



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

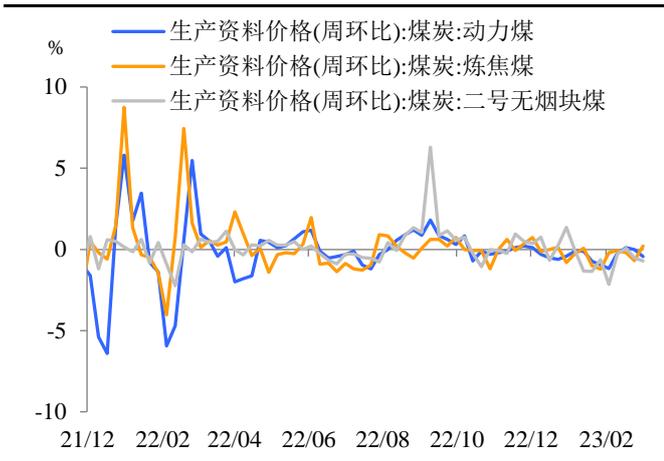
图2: 单位成本和单位费用的增加是造成利润率下降的部分原因



注: 计算方法为本年每百元营收中的成本(或费用)减去上年同期数值。

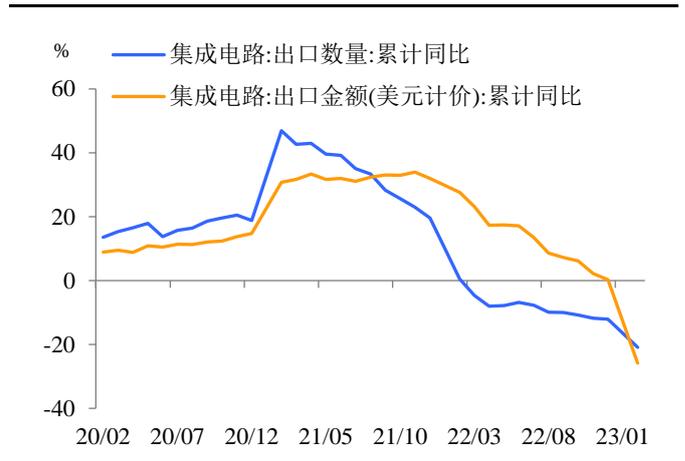
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 煤炭价格持续下滑



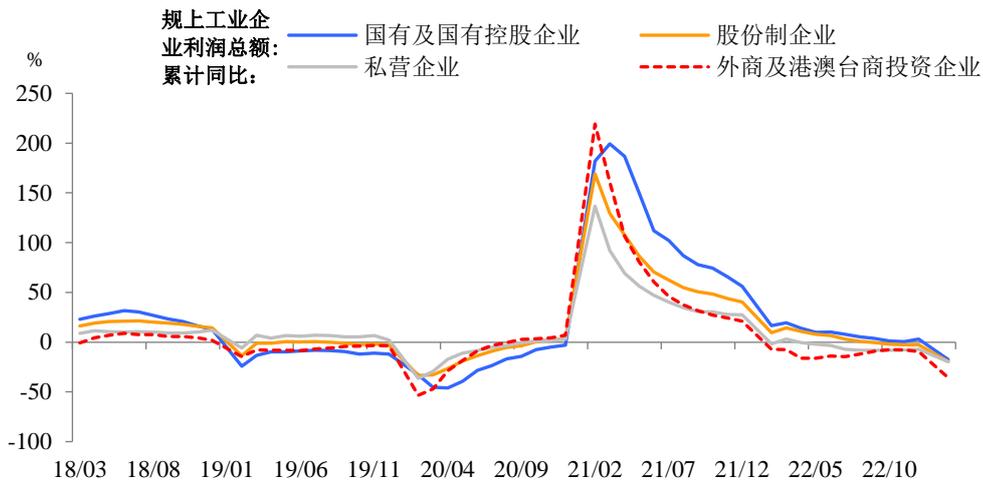
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 集成电路出口金额降幅超出口数量降幅



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 不同工业企业类型利润总额增速齐下降



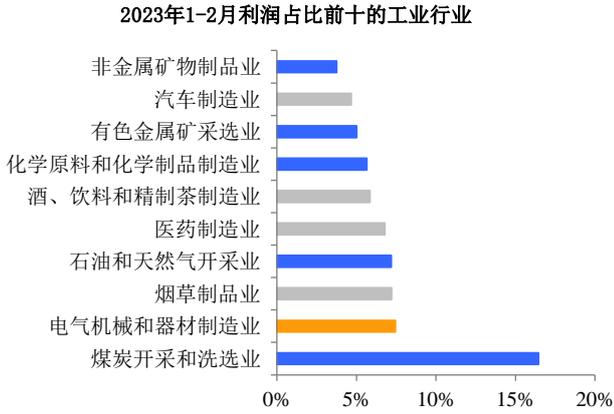
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 工业企业划分依据

	上游	中游	下游	公用事业
采矿业	煤炭开采和洗选业 石油和天然气开采业 黑色金属矿采选业 有色金属矿采选业 非金属矿采选业 开采专业及辅助性活动 其他采矿业	通用设备制造业 专用设备制造业 电气机械及器材制造业 计算机、通信和其他电子设备制造业 仪器仪表制造业 金属制品、机械和设备修理业	食品类制造业 酒、饮料和精制茶制造业 农副食品加工业	电力、热力的生产和供应业 燃气生产和供应业 水的生产和供应业
原料及加工	金属制品业 黑色金属冶炼及压延加工业 有色金属冶炼及压延加工业 非金属矿物制品业 石油、煤炭及其他燃料加工业 化学纤维制造业 化学原料及化学制品制造业 橡胶和塑料制品业	废弃资源综合利用业 造纸及纸制品业 其他制造业	衣物类制造业 纺织服装、服饰业 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业 纺织业	
			家庭设备用品制造业 家具制造业	
			医疗保健制造业 医药制造业	
			交通运输制造业 印刷业和记录媒介的复制 汽车制造 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	
			文艺类制造业 文教、工美、体育和娱乐用品制造业 烟草制品业	

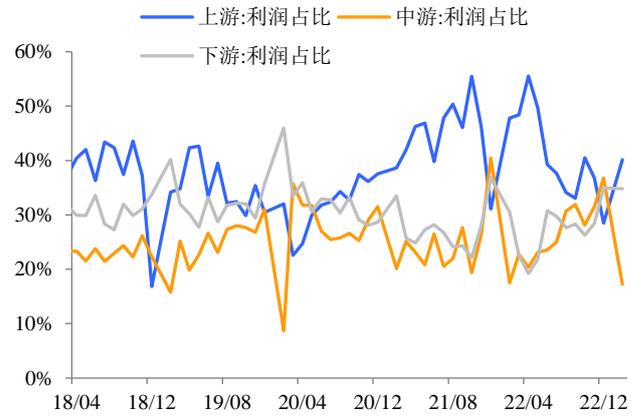
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图7: 1-2月利润占比最高的行业集中在上游



注: 蓝色代表上游, 橙色代表中游, 灰色代表下游。  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 1-2月上游企业利润占比上升, 而中游企业下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9：上游采矿业利润总额增速表现较佳

工业企业细分行业：利润总额当月同比增速一览		2023-02	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08
<b>上游</b>							
采矿	煤炭开采和洗选业	-2.30%	11.85%	-30.46%	-22.85%	-6.88%	8.85%
	石油和天然气开采业	8.60%	157.60%	162.98%	89.68%	121.19%	68.53%
	黑色金属矿采选业	-41.50%	810.59%	-325.47%	-13.02%	-38.31%	-56.09%
	有色金属矿采选业	30.30%	65.68%	8.96%	15.78%	42.57%	3.98%
	非金属矿物制品业	1.20%	2.41%	-3.87%	-0.85%	4.09%	-12.08%
原料及加工	金属制品业	-23.70%	-11.14%	-14.29%	-7.59%	0.50%	-13.75%
	黑色金属冶炼和压延加工业	-151.10%	302.34%	-166.59%	-103.80%	-132.27%	-142.40%
	有色金属冶炼和压延加工业	-57.20%	51.10%	-25.36%	-54.38%	-59.68%	-68.16%
	非金属矿采选业	-39.20%	-20.84%	-25.32%	-30.10%	-17.92%	-17.19%
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-111.30%	24.09%	-146.98%	-98.06%	-177.33%	-208.31%
	化学纤维制造业	-97.20%	-5.57%	-60.29%	-80.76%	-32.18%	-107.49%
	化学原料和化学制品制造业	-56.60%	-33.19%	-36.19%	-37.96%	-25.03%	-24.62%
	橡胶和塑料制品业	-15.30%	9.02%	24.83%	1.11%	26.33%	0.64%
<b>中游</b>							
装备制造业	通用设备制造业	0.20%	23.56%	17.67%	22.43%	16.82%	6.67%
	专用设备制造业	-8.90%	4.79%	26.68%	16.08%	1.56%	3.56%
	电气机械和器材制造业	41.50%	43.67%	34.28%	58.47%	55.90%	35.90%
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-77.10%	-54.03%	-14.88%	20.90%	-4.30%	23.29%
	仪器仪表制造业	-4.50%	11.99%	2.70%	12.20%	28.07%	20.58%
	金属制品、机械和设备修理业	24.40%	-379.79%	-25.76%	-22.74%	186.24%	-4.72%
其他中游制造业	废弃资源综合利用业	-61.50%	7.76%	-14.77%	-27.42%	-32.95%	-20.22%
	造纸和纸制品业	-52.30%	34.67%	-21.91%	-22.31%	-31.26%	-17.95%
	其他制造业	-25.70%	-13.04%	-13.46%	16.24%	5.60%	-3.10%
<b>下游</b>							
食品类	食品制造业	-7.30%	2.23%	-15.02%	28.10%	-0.05%	19.15%
	酒、饮料和精制茶制造业	2.40%	-9.25%	21.50%	4.16%	20.99%	59.37%
	农副食品加工业	-6.30%	3.38%	2.46%	58.84%	-3.24%	-11.05%
衣物类	纺织服装、服饰业	-13.50%	1.14%	-32.06%	-19.84%	-8.51%	0.15%
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-7.20%	-13.44%	35.41%	14.27%	111.02%	-42.15%
	纺织业	-37.10%	-15.78%	-28.12%	-23.19%	-23.67%	-35.75%
家庭设备用品	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	-2.20%	27.34%	27.08%	21.20%	2.67%	-3.42%
	家具制造业	-23.50%	49.74%	-7.86%	-3.53%	32.26%	10.89%
医疗保健	医药制造业	-16.30%	-53.08%	-19.07%	-29.30%	-10.71%	-36.38%
交通通信	印刷和记录媒介复制业	-24.30%	7.89%	-19.07%	3.69%	1.00%	0.61%
	汽车制造业	-41.70%	3.24%	-3.66%	24.08%	48.34%	100.06%
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	64.80%	-312.72%	-17.69%	44.77%	38.09%	37.84%
文娱类	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-9.60%	-37.17%	-9.15%	-4.92%	6.26%	29.60%
	烟草制品业	9.60%	-5.79%	14.65%	-25.54%	-3.07%	35.06%
<b>公用事业</b>							
	电力、热力生产和供应业	53.10%	-74.05%	-183.05%	-405.21%	686.53%	159.97%
	燃气生产和供应业	-1.00%	-18.48%	-24.79%	-28.83%	-9.25%	17.84%
	水的生产和供应业	-9.20%	-22.42%	-21.49%	-10.06%	13.13%	-21.56%

注：2023年2月数据表示1-2月累计同比。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

