

2023年04月27日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

3月工业企业：制造修复，国企更优

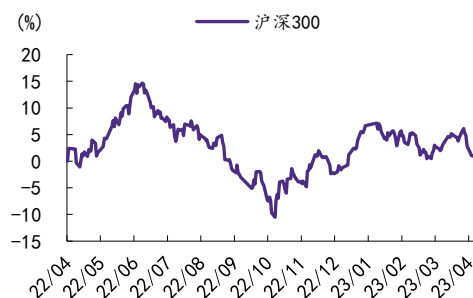
—宏观点评报告

事件

分析师：杨芹芹 S1050523040001
yangqq@cfsc.com.cn
分析师：周灏 S1050522090001
zhouhao@cfsc.com.cn

1—3月份，全国规模以上工业企业实现利润总额15167.4亿元，同比下降21.4%，下降幅度较上月有所收窄。

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《11月工业企业：盈利探底，中游制造利润修复》2022-12-27

投资要点

整体表现：营收转正，拆分来看量升价跌

3月工业企业利润累计同比增速较上月略有回升，同比下滑21.4%；工业企业营收累计降幅收窄至-0.5%，营收单月增速自2022年11月以来首度转正。工业增加值、PPI和营收利润率累计同比分别为3%/-1.6%/-22.2%，较2月分别环比+0.6pct，-0.5pct，+0.7pct，整体呈现量升价跌。

库存水平：主动补库仍需等待

库存重回去化，主动补库仍需等待。3月产成品存货同比增速为9.1%，相较上月环比下行1.6个百分点，从相对位置来看库存增速仍接近疫情前高位，结合当前偏弱的工业企业营收与利润增速，库存周期转向主动补库仍需等待。

利润分配：中游制造占比回升，国企经营显韧性

中游制造占比回升，上游采矿与下游消费回落。中游制造占比相较上月环比提升3.8个百分点，上行趋势明显。上游原材料/公共事业占比回升1.3/1.2个百分点，而上游采矿/下游消费分别相较上月环比下滑2.7/3.6个百分点。从不同类型企业来看，外商企业效益明显改善，国有企业占比小幅上行。

细分行业：装备制造改善幅度较大，酒类表现亮眼

装备制造利润边际改善明显，消费中酒类表现亮眼。3月中游制造中汽车制造、电子通信、通用设备的利润增速边际改善幅度较大，下游消费中酒类饮料、食品制造景气回升亦较为明显。

景气预测：电力热力与汽车景气环比上行

预测环比改善幅度较大的行业主要为家具制造业/汽车制造业对应于申万行业的家具/汽车。绝对景气水平上电力、热力的生产和电气机械及器材制造业景气占优，对应于申万行业的火力发电/热力服务/水力发电和电网设备/光伏。

风险提示

(1) 经济修复不及预期 (2) 疫情出现反复

正文目录

事件:	3
评论:	3
1、整体表现: 营收转正, 量升价跌	3
2、库存水平: 主动补库仍需等待	3
3、利润分配: 中游制造占比回升	4
4、细分行业: 装备制造改善幅度较大	5
5、景气预测: 电力热力与汽车景气环比上行	7
6、风险提示	7

图表目录

图表 1: 3 月工业企业利润累计同比增速底部上行	3
图表 2: 存货增速再度下行	4
图表 3: 中游制造利润占比明显提升	4
图表 4: 3 月外商企业利润占比明显提升	5
图表 5: 3 月化纤制造/黑色冶炼/汽车制造/电子通信/酒类饮料利润改善较为明显	6
图表 6: 电力热力绝对景气占优	7

事件：

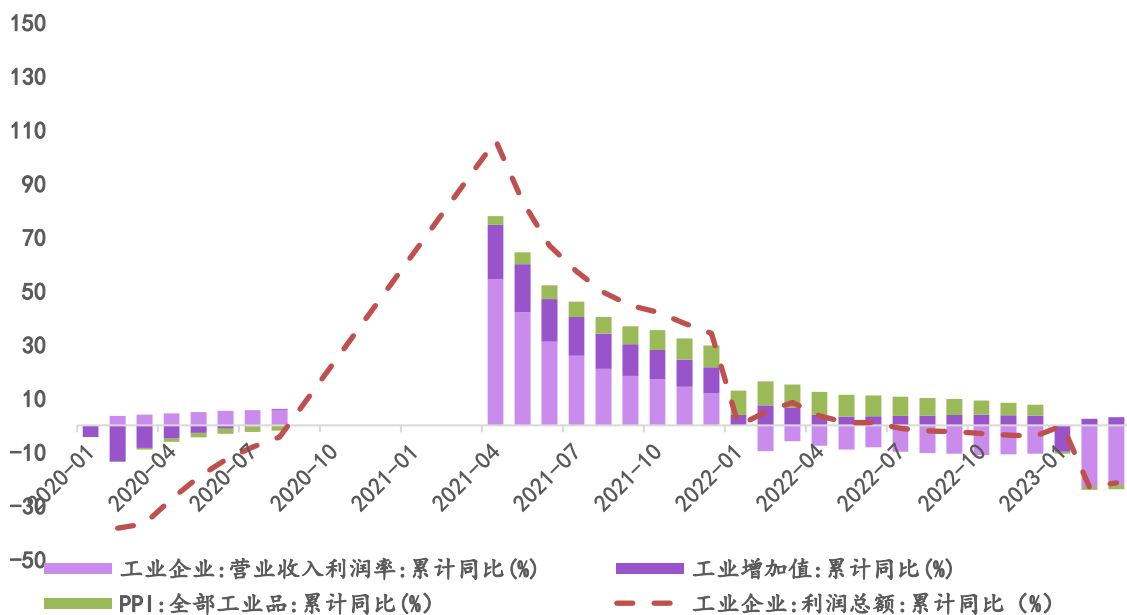
1—3 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 15167.4 亿元，同比下降 21.4%，下降幅度较上月有所收窄。

评论：

1、整体表现：营收转正，量升价跌

3 月工业企业利润累计同比增速较上月略有回升，同比下滑 21.4%；工业企业营收累计降幅收窄至-0.5%，营收单月增速自 2022 年 11 月以来首度转正。拆分来看，工业增加值、PPI 和营收利润率累计同比分别为 3%/-1.6%/-22.2%，较 2 月分别环比+0.6pct，-0.5pct，+0.7pct，整体呈现量升价跌。

图表 1： 3 月工业企业利润累计同比增速底部上行



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、库存水平：主动补库仍需等待

库存重回去化，主动补库仍需等待。3 月产成品存货同比增速为 9.1%，相较上月环比下行 1.6 个百分点，存在一定价格因素（PPI 下行）扰动，但从相对位置来看库存增速仍接近疫情前高位，结合当前偏弱的工业企业营收与利润增速，库存周期转向主动补库仍需等待。

图表 2：存货增速再度下行

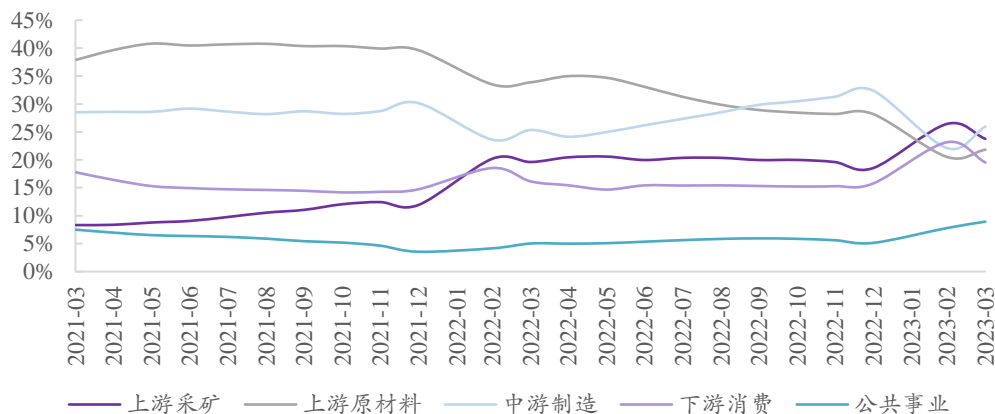


资料来源：Wind，华鑫证券研究

3、利润分配：中游制造占比回升

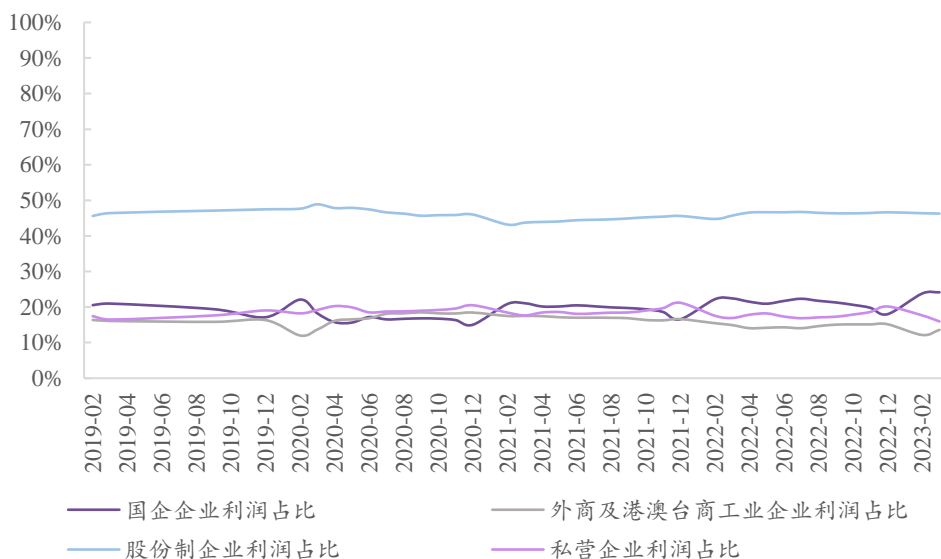
中游制造占比回升，上游采矿与下游消费回落。从上下游利润分配角度，中游制造占比相较上月环比提升 3.8 个百分点，上行趋势明显。上游原材料/公共事业占比回升 1.3/1.2 个百分点，而上游采矿/下游消费分别相较上月环比下滑 2.7/3.6 个百分点。从不同类型企业来看，3 月稳外资稳外贸政策措施发力显著，外商企业效益明显改善，利润占比上行，国有企业占比小幅上行，股份制企业与私营工业企业占比则有回落。

图表 3：中游制造利润占比明显提升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 4：3 月外商企业利润占比明显提升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

4、细分行业：装备制造改善幅度较大

装备制造利润边际改善明显，消费中酒类表现亮眼。从边际变化来看，3月中游制造中汽车制造、电子通信、通用设备的利润增速边际改善幅度较大，下游消费中酒类饮料、食品制造景气回升亦较为明显。上游采矿板块增速较2月出现大幅下行，其中油气、有色、非金属当月利润同比增速由正转负，黑色采矿业降幅继续扩大。

拆分来看，汽车量增明显，油气开采价格大幅下降。拆分量价利来看，3月工业增加值同比增速明显上行的行业是汽车制造、燃料加工、橡胶塑料与通用设备，明显下行的行业是黑色采矿与医药制造，PPI 同比增速明显上行的行业是电子通信，明显下行的是油气开采。利润率明显上行的化纤制造与黑色冶炼，明显下行的是交运设备。

图表 5: 3 月化纤制造/黑色冶炼/汽车制造/电子通信/酒类饮料利润改善较为明显

产业链		利润同比(当月同比, %)			工业增加值(当月同比, %)			PPI(当月同比, %)			利润率(当月同比, %)		
		2023年3月	2023年2月	利润增速变化	2023年3月	2022年12月	数量增速变化	2023年3月	2023年2月	PPI 增速变化	2023年3月	2023年2月	利润率增速变化
上游采矿业	煤炭采选	-9.1	-1.8	-7.3	0.7	3.7	-3.0	-3.2	0.5	-3.7	-5.8	-4.2	-1.6
	油气开采	-22.3	8.9	-31.2	2.2	6.7	-4.5	-15.7	-3.0	-12.7	-10.9	2.9	-13.9
	黑色采选	-70.6	-42.1	-28.5	5.1	21.0	-15.9	-7.2	-5.5	-1.7	-70.5	-39.6	-30.9
	有色采选	-8.1	35.2	-43.3	-2.8	-1.0	-1.8	6.1	6.0	0.1	-8.6	23.5	-32.1
	非金属采选	-5.0	1.6	-6.6	-6.6	-4.1	-2.5	2.9	3.2	-0.3	2.3	1.1	1.2
上游原材料加工	燃料加工	-81.4	-111.2	29.8	1.3	-8.3	9.6	-6.1	1.7	-7.8	-80.4	-110.6	30.3
	化工制造	-52.3	-57.5	5.2	7.1	11.0	-3.9	-7.7	-6.0	-1.7	-47.5	-55.1	7.6
	医药制造	-23.9	-12.0	-12.0	-8.3	-1.4	-6.9	-0.2	0.1	-0.3	-14.5	-13.9	-0.5
	化纤制造	8.0	-98.2	106.2	2.1	-3.4	5.5	-3.7	-2.0	-1.7	18.7	-98.2	116.9
	橡胶塑料	-5.9	-14.5	8.6	1.7	-7.3	9.0	-3.0	-2.6	-0.4	-4.1	-10.0	6.0
	非金属矿物制品	-22.3	-39.8	17.5	3.8	-1.8	5.6	-6.0	-6.2	0.2	-18.0	-34.7	16.7
	黑色冶炼	-76.2	-150.0	73.9	6.0	2.8	3.2	-11.0	-10.9	-0.1	-75.2	-153.8	78.6
	有色冶炼	-59.7	-58.3	-1.4	7.0	6.3	0.7	-8.0	-5.3	-2.7	-58.8	-57.6	-1.2
	金属制品	-19.0	-24.1	5.2	4.8	-1.2	6.0	-3.5	-3.3	-0.2	-19.8	-19.8	-0.1
中游制造业	通用设备	13.1	1.0	12.1	4.6	-3.4	8.0	-0.1	-0.1	0.0	6.5	3.6	2.9
	专用设备	-16.9	-17.2	0.3	7.3	-0.5	7.8	0.0	0.1	-0.1	-19.4	-17.3	-2.1
	汽车制造	-0.8	-44.1	43.3	13.5	-5.9	19.4	-0.9	-0.8	-0.1	-12.5	-40.3	27.8
	交运设备	18.6	57.1	-38.6	8.6	2.0	6.6	0.7	0.9	-0.2	9.5	58.0	-48.5
	电气机械	7.1	36.5	-29.4	16.9	10.8	6.1	0.3	1.0	-0.7	-6.7	23.1	-29.8
	电子通信	-38.3	-76.5	38.2	1.2	1.1	0.1	0.0	-0.5	0.5	-35.4	-75.5	40.0
下游消费	农副产品	-44.7	-5.6	-39.0	-4.9	-2.0	-2.9	3.5	5.3	-1.8	-45.2	-13.8	-31.4
	食品制造	-2.4	-7.0	4.6	2.5	-0.1	2.6	0.1	0.4	-0.3	-2.4	-8.9	6.4
	酒类饮料	32.1	1.2	30.9	-1.0	3.4	-4.4	1.4	1.7	-0.3	39.4	-1.9	41.3
	烟草制品	6.1	9.6	-3.5	8.8	-1.7	10.5	0.5	0.5	0.0	1.2	0.9	0.4
	纺织	-34.0	-38.2	4.2	-3.1	-3.0	-0.1	-4.0	-3.7	-0.3	-29.8	-33.7	4.0
	纺织服装	-21.2	-12.9	-8.3	-7.7	-11.4	3.7	1.3	1.0	0.3	-11.4	-4.6	-6.8
	木材加工	-10.1	-1.3	-8.8	-2.9	-1.5	-1.4	-1.3	-1.2	-0.1	-3.5	-1.9	-1.6
	造纸	-43.7	-56.7	13.0	-2.9	-3.4	0.5	-3.0	-2.0	-1.0	-37.0	-54.0	17.0
	印刷	-19.6	-22.7	3.1	-4.7	-5.1	0.4	-0.5	-0.5	0.0	-15.1	-18.3	3.2
公用事业	电力热力	47.2	59.5	-12.3	5.3	8.6	-3.3	2.2	2.9	-0.7	34.0	48.8	-14.8
	燃气生产	-10.0	0.7	-10.7	6.4	1.3	5.1	4.5	9.0	-4.5	-22.1	-12.6	-9.5
	水的生产供应	12.0	-6.3	18.3	2.6	-0.8	3.4	0.4	0.4	0.0	-0.2	-13.5	13.3

资料来源: Wind, 华鑫证券研究(注: 仅列示公布 PPI 同比数据的 32 个行业)

5、景气预测：电力热力与汽车景气环比上行

电力、热力的生产和供应业预测利润边际改善幅度较大。根据之前的专题报告《从工业数据看中观行业景气度》提供的景气预测方法，我们可以给出 13 个景气相关性较高行业的盈利预测，其中多数行业在 3 月出现景气同比下行，其中：

环比改善幅度较大的行业主要为家具制造业/汽车制造业对应于申万行业的家具/汽车。从绝对景气水平来看，电力、热力的生产和电气机械及器材制造业景气占优，对应于申万行业的火力发电/热力服务/水力发电和电网设备/光伏。

图表 6：电力热力绝对景气占优

行业	2023M3E：%	2023M3E-2023M2E：%
金属制品业	-86.6	15.3
汽车制造	-17.0	15.0
橡胶和塑料制品业	-11.5	14.1
非金属矿物制品业	17.0	5.9
电力、热力的生产和供应业	55.8	-5.5
电气机械及器材制造业	38.4	-14.0
仪器仪表制造业	16.4	8.3
计算机、通信和其他电子设备制造业	-70.3	28.0
医药制造业	-7.0	-2.5
酒、饮料和精制茶制造业	16.0	12.3
化学原料及化学制品制造业	-18.9	1.5
纺织服装、服饰业	-19.7	-0.2
家具制造业	-50.4	49.3

资料来源：Wind，华鑫证券研究

6、风险提示

- (1) 经济修复不及预期
- (2) 疫情出现反复

■ 宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

周灏：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

孙航：金融学硕士，2022年5月加盟华鑫研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。