

盈利底在哪里？

——一季度工业企业利润分析

核心内容：

4月27日国家统计局发布，一季度全国规模以上工业企业营业收入与同比-0.5%（前值-1.3%）；利润同比-21.4%（前值-22.9%），其中3月同比-19.2%。

一、分量价来看，工业生产慢于整体经济增速，PPI仍在下行。生产方面，工业增加值一季度同比增3.0%，慢于4.5%的GDP增速。除了疫情之后复工偏慢之外，需求侧的拖累一是一季度出口同比增速0.5%，低于去年同期15个百分点；二是房地产开发投资同比-5.8%，仍为负增长。从价格来看，PPI自2021年10月见顶回落，3月降至-2.5%，一季度PPI累计同比增速-1.6%。展望未来，预计5月PPI将在-3.0%左右见底，同时随着二季度开工条件改善与基数回落，工业生产增速将逐步回升，综合预测工业企业利润也将在二季度见底。

二、尽管基数效应确定了利润见底的时间，但市场对利润修复的斜率存在争议。

1. 首先从政策来看，当前经济复苏主要依靠内生驱动，政策力度相对温和，特别是财政政策和信贷投放可能存在前置，二季度之后财政支出增速、社融增速可能逐渐回落。但有利的因素是，信贷投放和社会融资增速已经上行，如果未来两个季度之内能够逐步形成有效需求，工业生产、国内需求、PPI的回升斜率也都有希望拉升。

2. 其次从需求侧来看，依靠内生修复的消费、民间投资、房地产销售等斜率相对平缓，出口虽有东盟等结构性支撑但美欧经济下行仍然形成压力。需求内生修复的关键在于居民消费与购房意愿的恢复和民营企业投资意愿的修复。从人民银行一季度调查问卷来看，已经有边际改善。

3. 最后从库存周期来看，2022年工业产成品库存被动积压之后，目前去库存已经经历了三个季度（2022Q2形成峰值），按照最近两次库存周期的经验，最长可能还需要四个季度左右见底。但有利因素是，信贷投放和社会融资增速已经上行，如果未来两个季度之内能够形成有效需求，加之美联储停止加息后全球经济逐步见底，去库存过程就有希望缩短到两个季度。

三、去库存的行业之中，电子、汽车、房地产产业链等利润降幅最大，但边际上已经在收窄降幅。一季度，计算机通信与电子设备制造业利润同比-57.5%，汽车行业利润同比-24.2%，降幅都在收窄；此外黑色金属冶炼加工业利润同比-111.9%、有色金属冶炼加工业利润同比-57.5%、非金属矿制品冶炼加工业利润同比-30.6%，除了有色金属冶炼加工业之外也都在收窄降幅。

四、分行业看，电力热力、交通运输设备、电气机械与器材支撑一季度利润增长，但边际上都有所降速。其中，电力热力行业利润同比+47.9%，铁路船舶航空航天等交通运输设备制造利润同比+39%，电气机械与器材制造业利润同比+27.1%。

五、分所有制看，一季度国有及国有控股企业利润同比-16.9%，股份制企业利润同比-20.6%，私营企业利润同比-23.0%，外资及港澳台企业利润同比-24.9%。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：0130522110001

分析师助理：于金潼

特别感谢：吕雷、铁伟奥

风险提示：

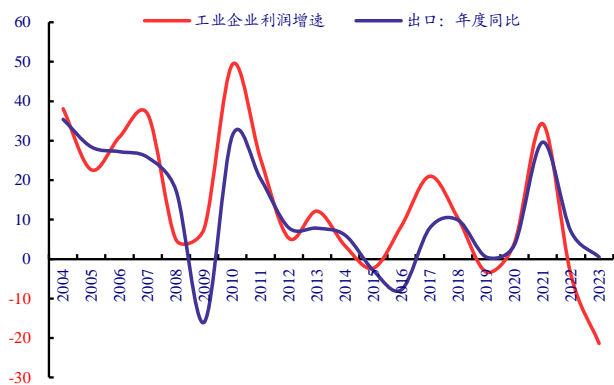
1. 海外银行业危机
2. 国内第二波疫情

图 1: 工业企业子行业利润增速 (%)

行业	规上工业企业整体	计算机通信和电子设备	汽车制造	黑色金属冶炼加工	化学原料化学制品	电力热力	电气机械及器材制造	有色金属冶炼加工	非金属矿物制品	石油煤炭及燃料加工
营收占比	100.0%	10.4%	6.9%	6.3%	6.5%	7.4%	7.5%	5.6%	4.3%	4.9%
利润 2023-03	-21.4	-57.5	-24.2	-111.9	-54.9	47.9	27.1	-57.5	-30.6	-97.1
累计 2023-02	-22.9	-77.1	-41.7	-151.1	-56.6	53.1	41.5	-57.2	-39.2	-111.3
同比 2022-12	-4.0	-13.1	0.6	-91.3	-8.7	86.3	31.2	-16.1	-15.5	-82.8
行业	农副食品加工	通用设备制造	金属制品	专用设备制造	纺织业	橡胶和塑料制品	医药制造	煤炭开采和洗选	食品制造	纺织服装、服饰
营收占比	4.3%	3.4%	3.3%	2.7%	1.7%	2.1%	2.2%	3.0%	1.7%	0.9%
利润 2023-03	-18.4	7.4	-19.8	-10.1	-34.0	-9.2	-19.9	-4.9	-4.6	-13.6
累计 2023-02	-6.3	0.2	-23.7	-8.9	-37.1	-15.3	-16.3	-2.3	-7.3	-13.5
同比 2022-12	0.2	0.4	-10.5	3.4	-17.8	-5.6	-31.8	44.3	7.6	-6.3
行业	酒饮料和茶制造	文教工美体育娱乐用品	造纸及纸制品	烟草制品	皮毛羽和制鞋	铁路船舶航空航天	燃气生产和供应	化学纤维制造	木材加工	石油和天然气开采
营收占比	1.4%	1.0%	1.1%	1.6%	0.7%	0.9%	1.5%	0.8%	0.7%	0.9%
利润 2023-03	13.5	-15.9	-46.0	9.0	-25.7	39.0	-8.2	-70.4	-3.3	-4.8
累计 2023-02	2.4	-9.6	-52.3	9.6	-7.2	64.8	-1.0	-97.2	-2.2	8.6
同比 2022-12	17.6	-2.2	-29.8	11.9	3.3	44.5	-15.4	-62.2	7.1	109.8
行业	仪器仪表制造	家具制造	印刷和记录媒介	废弃资源综合利用	黑色金属矿采选	有色金属矿采选	非金属矿采选	水的生产和供应	其他制造	机械和设备修理
营收占比	0.7%	0.5%	0.5%	0.8%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%
利润 2023-03	2.0	-12.6	-19.9	-62.8	-46.9	13.8	4.1	0.0	-12.1	79.6
累计 2023-02	-4.5	-23.5	-24.3	-61.5	-41.5	30.3	1.2	-9.2	-25.7	24.4
同比 2022-12	4.3	7.9	-3.7	-12.2	-22.0	37.3	6.2	-11.3	2.9	5.0

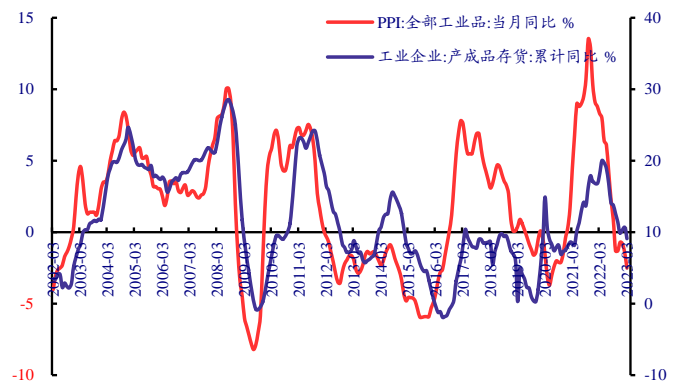
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 2: 出口周期与工业企业盈利周期 (%)



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院 (21 年数据为两年复合平均)

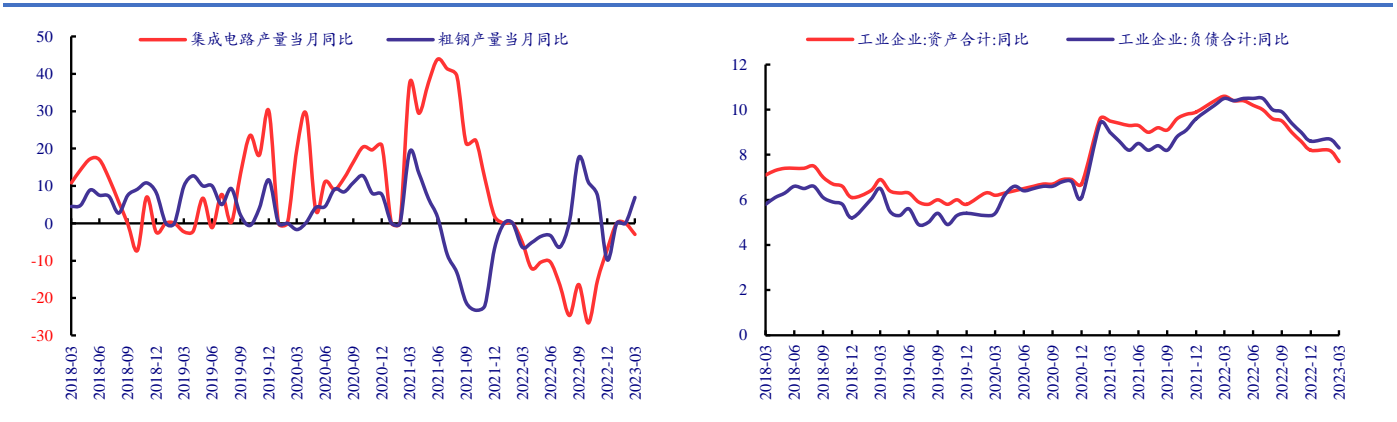
图 3: PPI 与工业产成品库存周期 (%)



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 4: 工业重要产品粗钢与集成电路产量增速 (%)

图 5: 规模以上工业企业资产、负债增速 (%)



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院 (21 年数据为两年复合平均) 资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 工业企业子行业利润增速 (%) 2

图 2: 出口周期与工业企业盈利周期 (%) 2

图 3: PPI 与工业产成品库存周期 (%) 2

图 4: 工业重要产品粗钢与集成电路产量增速 (%) 3

图 5: 规模以上工业企业资产、负债增速 (%) 3

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn