

利润随营收有所改善，但需要更多时间

事件点评

——工业企业利润点评（23.3）

投资要点

- ◆ 3月工业企业利润同比-19.2%，降幅较1-2月收窄3.7个百分点，改善来自经济复苏带动的企业营收回暖，抵消了工业品通缩阶段费用率高造成的利润拖累。采矿业、公用事业受基数走高影响利润增速回落，制造业受营收带动利润跌幅收窄明显。
- ◆ 3月出口消费投资稳定复苏，工业品通缩加深未阻碍企业营收改善，抵消费用压力之后利润跌幅有所收窄。3月工业企业利润同比较1-2月改善3.7个百分点，主要源于企业营收转跌为增。3月出口在上海封控低基数下单月走强，汽车消费年初观望压制后也迎来单月改善，基建投资持续高强度稳增长，工业品需求稳定复苏，令3月在工业品通缩加深的背景下企业营收增速仍改善2.1个百分点至+0.8%，四个月以来首次转正，贡献当月利润改善1.7个百分点。但由于PPI通缩加深、货币政策未进一步引导财务费用下降等原因，费用对利润造成的下行压力单月是加大的。
- ◆ 采矿业、公用事业高基数下利润增速下行，制造业利润跌幅收窄幅度较大，但仍处于深度下跌区间。三大工业产业中，采矿业（-14.8%）、公用事业（28.0%）利润单月增速分别较1-2月下行14.7、10.6个百分点，主因去年同期俄乌冲突导致油价飙升形成高基数效应。当前工业生产需求稳步恢复仍带动电力等公用事业利润维持高位增长。制造业（-24.6%）利润单月跌幅收窄达8个百分点，显示汽车、电子产业链出口不同程度的改善，国内消费需求的单月修复、以及基建投资等对上中游制造业的支撑共同作用，多数制造业领域利润都有比较明显的单月改善效应。但综合来看，在PPI通缩加深的阶段性背景下，制造业企业利润仍处于深度下跌区间。
- ◆ 产成品存货增速小幅回落但库存仍位于较高水平，本轮去库存过程可能持续较长时间。3月产成品存货同比9.1%，较2月小幅回落1.6个百分点，但考虑到去年同期存货同比接近20个百分点的增速，实际上当前产成品库存仍处于高位，与去年四季度稳增长过程中生产端下滑幅度明显小于工业品总需求的结构是对应的。预计本轮去库存可能持续时间较长，未来数月的企业利润可能会受到去库存的持续压制，直至消费或投资需求出现比较明显的改观，或PPI走出深度通缩区间阶段之后。
- ◆ 今年的工业品需求可能呈现出口稳定、基建投资相对旺盛、地产投资跌幅逐步收窄、可选消费一般的结构，工业利润跌幅预计逐步收窄，近年末可能反弹加速。一季度的需求结构与此前市场预期有较为明显的区别。出口3月符合我们预期的增速反弹是与去年3月剔除春节影响后受上海封控冲击基数大幅走低直接相关，国内供给能力的改善结合外需逐步降温、半导体产业链外部限制性政策日趋增多的共同影响，维持全年出口同比增长4.0%左右的预测不变，出口全年预计较为稳定。去年土地成交冷淡对今年的房地产开发投资反弹力度形成限制、可选商品消费在竣工偏弱和中高收入群体财富效应弱预期尚未完全扭转的背景下复苏力度预计不会很强，年内基建投资稳增长的必要性较大。这种结构下预计今年中上游和出口导向属性较强的下游行业利润改善路径更加明确。但在PPI通缩区间内利润预计跌幅逐步收窄，下半年我们预计可能在连续降准之后实施一定力度的降息，财务费用或迎来新一轮下降，加之PPI可能在接近年底时走出通缩，工业企业利润年底可能改善加速。
- ◆ 风险提示：PPI连续通缩风险。

分析师

张仲杰

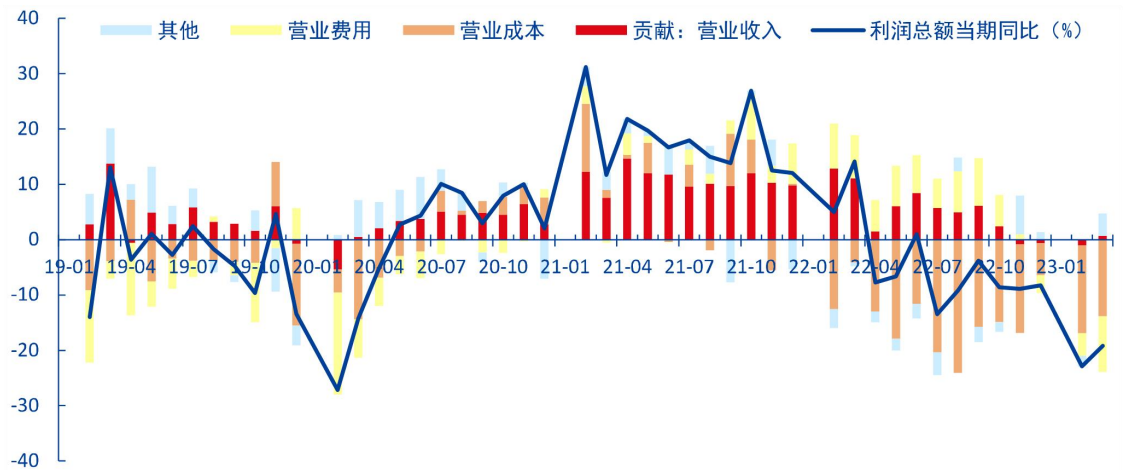
 SAC执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.com

相关报告

- 华金宏观·双循环周报（第7期）-地产转弱货币持续呵护，美PMI单边上扬 2023.4.23
- 3月/一季度经济数据解读-今年的三条主线跃然眼前 2023.4.18
- 华金宏观·双循环周报（第6期）-中美央行会再次反向操作么？ 2023.4.16
- 进出口数据速评（2023.3）-出口是清醒的乐观 2023.4.13
- 金融数据速评（2023.3）-沙盘推演：居民部门重新加杠杆的蝴蝶效应 2023.4.11

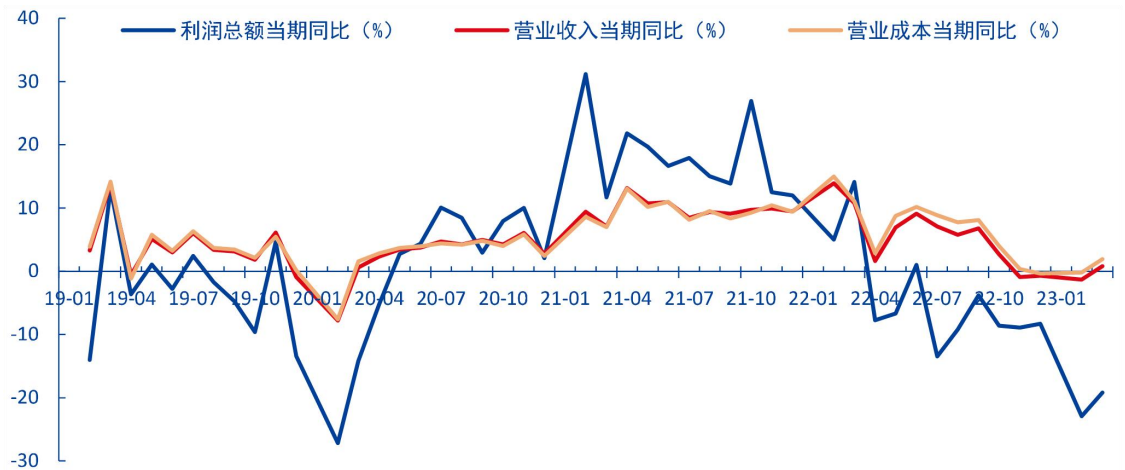


图 1：工业企业利润当期同比及贡献拆分（%）



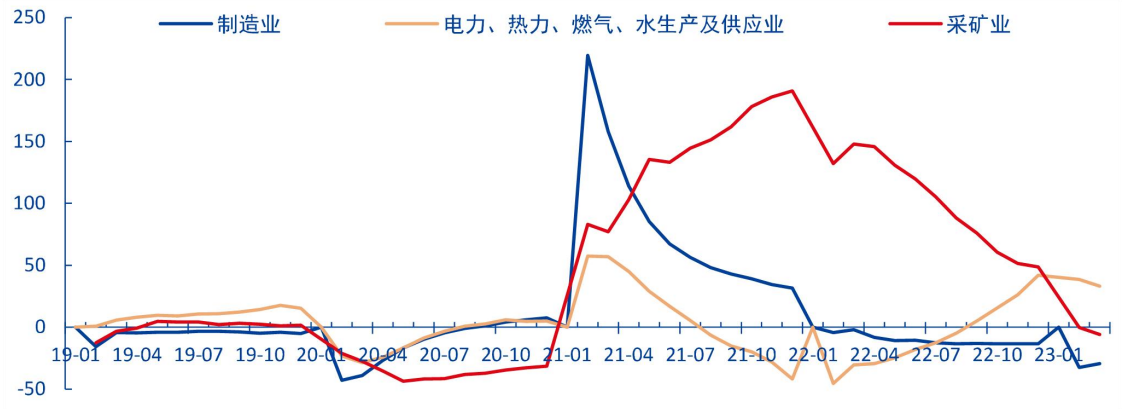
资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

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

图 3：三大工业产业利润累计同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

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