

2023年3月工业企业利

润点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
 yang_fei@gjzq.com.cn

联系人：袁征宇
 yuanzhengyu@gjzq.com.cn

利润筑底

事件：

3月，工业企业利润累计同比-21.4%、前值-22.9%。

工业企业利润筑底修复，装备制造和场景相关行业表现较好

工业企业利润筑底修复，供需边际贡献较大。3月，工业企业利润当月同比下降19.2%、降幅较1-2月收窄3.7个百分点，尽管仍在下降、但在去年高基数下实现降幅收窄，或指向利润筑底；剔除基数影响修复更明显，两年复合同比-4%、较1-2月回升6个百分点。利润边际修复主要缘于供需修复，工业增加值较1-2月回升1.5个百分点，带动营业收入同比转正；价格延续下降、经营成本仍在高位拖累利润率，营业利润降幅仅较1-2月收窄1.8个百分点至-21.2%。中游装备制造等行业利润实现正增长、出行相关边际修复尤为明显，利润分配格局有所改善。41个工业大类行业中，有15个行业当月利润正增长，电热产供（42.8%）、酒和饮料（40%）、运输设备（25.6%）、电气机械（11%）、汽车（9.4%），等行业利润增长较快；相较1-2月，汽车、计算机通信、酒和饮料的改善幅度较大，分别回升51、41个和38个百分点。上述行业带动下，中游装备、公用事业利润占比提升，而采矿和上游行业利润占比持续下降。

相关行业带动下，国有企业、股份制企业修复相对较快。剔除基数影响后，3月国有、股份制和私营企业累计同比分别为-0.4%、-4.7%和-10.9%，较上1-2月回升1.5个、1.4个和0.4个百分点，企业利润分化与所处行业表现较为匹配，公用事业、运输设备等行业利润增长加快的行业以国企居多，电气机械等中游装备行业股份制企业相对较多。

库存去化延续、中游制造去化更快，对经济压制趋弱

工业企业库存去化延续，周转速度加快、采购增多或指向去库有望加快。3月，工业企业名义和实际库存同比分别较1-2月下降1.6个和0.5个百分点，分别处于历史分位数51%和60%；剔除基数效应后，两年复合同比分别为13.5%和10.7%，也较本轮库存高点下降超25%和35%。经济活动修复下，产成品周转天数较1-2月下降1.3天；同时，PMI数据显示产成品和原材料库存双双下降，而采购量持续高位，皆指向企业经营周转有所加快。

与利润表现类似，中游装备制造去库更快，而偏上游行业去库相对偏慢。1-2月分行业数据显示，中游装备制造的电气机械、计算机通信、通用设备、汽车、运输设备等行业的库存同比处于历史中低分位数水平，而属于上游行业的非金属制品、有色加工、化学原料、黑色金属等行业库存同比的历史分位数水仍高于50%。

伴随稳增长发力、线下活动修复，企业利润有望筑底回升，库存去化对经济增长读数的压制也将趋于减弱。继续强调，经济可以更加“乐观”些，复苏之路已经开启、内生动能增强。经济核心驱动包括，稳增长“加力”带来的基建投资韧性，场景恢复带来社会集团消费修复和居民收入滞后改善，及新时代“朱格拉周期”带来的制造业投资强劲。

风险提示

经济复苏不及预期，疫情反复。

内容目录

1、工企利润筑底修复，装备制造和场景相关行业表现较好.....	3
2、库存去化延续、中游制造去化更快，对经济压制趋弱.....	5
风险提示.....	6

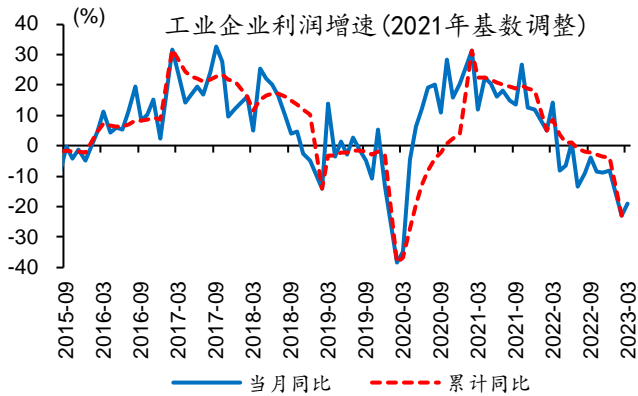
图表目录

图表 1： 3 月，工企利润降幅收窄.....	3
图表 2： 3 月，量对利润改善的贡献较大.....	3
图表 3： 3 月，营业收入同比转正.....	3
图表 4： 营业利润率季节性改善，但仍处于近年低位.....	3
图表 5： 产能利用率拖累下，生产成本小幅上行.....	4
图表 6： 3 月，减税降费 and 退税缓税退坡影响延续.....	4
图表 7： 3 月，汽车和计算机通信利润大幅改善.....	4
图表 8： 3 月，中游制造和公用事业利润占比提升.....	4
图表 9： 国有企业和股份制企业利润修复更好.....	5
图表 10： 三大工业部门利润率分化.....	5
图表 11： 去库存进程延续.....	5
图表 12： 产成品周转速度加快.....	5
图表 13： PMI 产成品存货指数的指示意义较好.....	6
图表 14： 企业采购的积极性较高.....	6
图表 15： 中游制造业库存去化更快.....	6
图表 16： 上游制造业去库偏慢.....	6

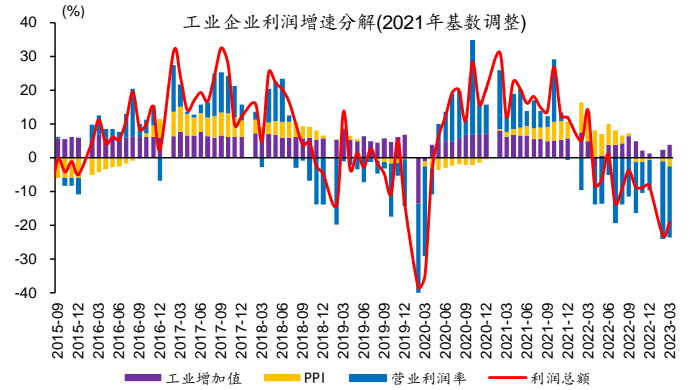
1、工业企业利润筑底修复，装备制造和场景相关行业表现较好

工业企业利润筑底修复，产需边际贡献较大。3月，工业企业利润当月同比下降19.2%、降幅较1-2月收窄3.7个百分点，尽管仍在下降、但在去年高基数下实现降幅收窄，或指向利润筑底；剔除基数影响修复更明显，两年复合同比-4%、较1-2月回升6个百分点。从量价拆分看，量的贡献较大、工业增加值较1-2月回升1.5个百分点；价格延续下降、PPI回落0.5个百分点至-1.6%、营业利润率降幅仅较1-2月收窄1.8个百分点至-21.2%。

图表1：3月，工业企业利润降幅收窄



图表2：3月，量对利润改善的贡献较大

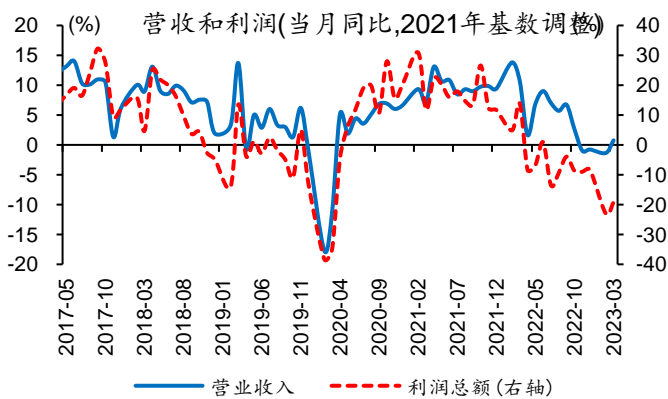


来源：Wind、国金证券研究所

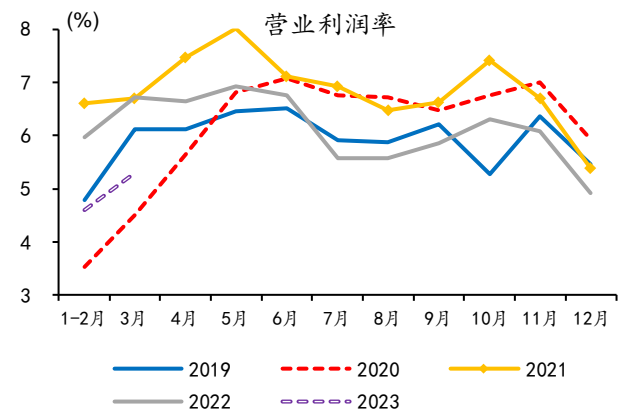
来源：Wind、国金证券研究所

产需修复带动营业收入同比转正，经营成本仍在高位拖累利润率。3月，工业企业营业收入当月同比0.83%、由负转正，两年复合同比5.7%，销售端改善明显。营业利润率季节性回升、但仍处于近年低位，成本端和费用端均有所拖累。一季度产能利用率下降1.4个百分点至74.3%、每百元营收成本延续上涨。减税降费和退税缓税退坡带来的影响或持续一段时间，每百元营业费用同比延续高增。

图表3：3月，营业收入同比转正



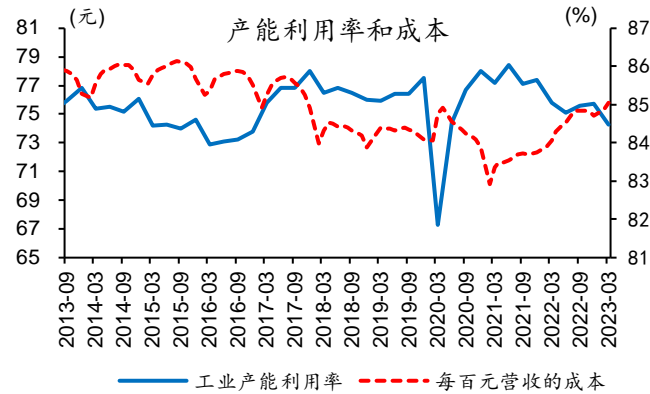
图表4：营业利润率季节性改善，但仍处于近年低位



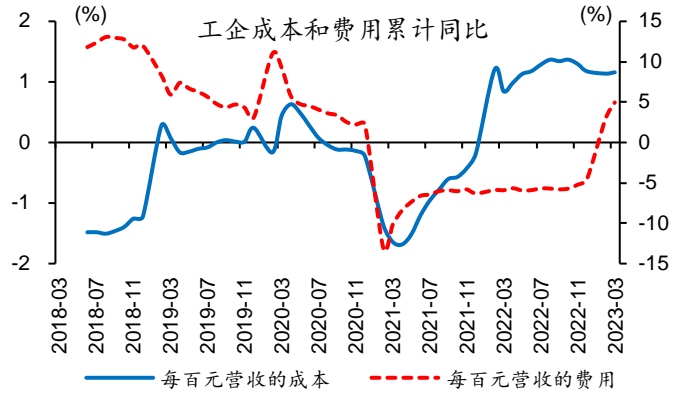
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表5: 产能利用率拖累下, 生产成本小幅上行



图表6: 3月, 减税降费 and 退税缓税退税影响延续

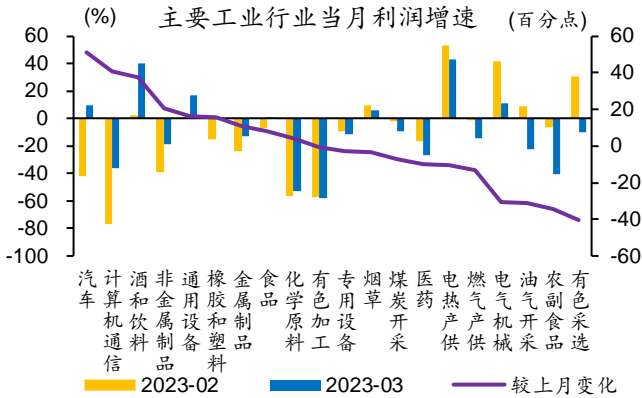


来源: Wind、国金证券研究所

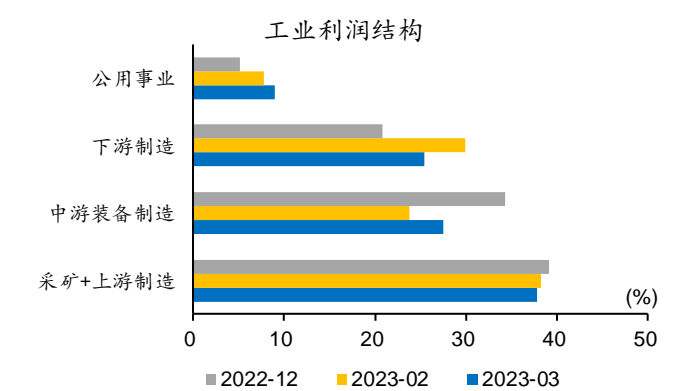
来源: Wind、国金证券研究所

中游装备制造等行业利润实现正增长、出行相关边际修复尤为明显, 利润分配格局有所改善。41个工业大类行业中, 有15个行业当月利润正增长, 电热产供(42.8%)、酒和饮料(40%)、运输设备(25.6%)、电气机械(11%)、汽车(9.4%), 等行业利润增长较快; 相较1-2月, 汽车、计算机通信、酒和饮料的改善幅度较大, 分别较回升51、41个和38个百分点。相关行业带动下, 中游装备、公用事业利润占比提升, 而采矿和上游行业利润占比持续下降。

图表7: 3月, 汽车和计算机通信利润大幅改善



图表8: 3月, 中游制造和公用事业利润占比提升

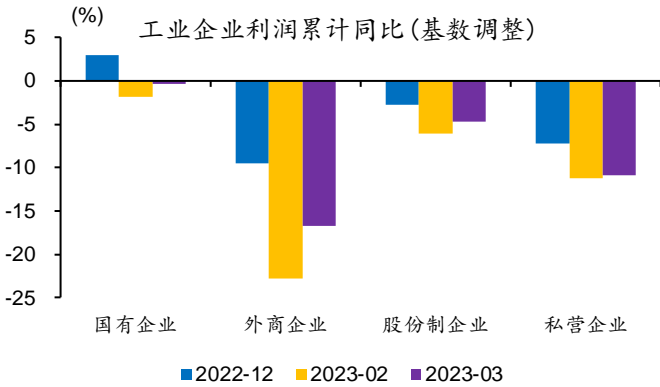


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

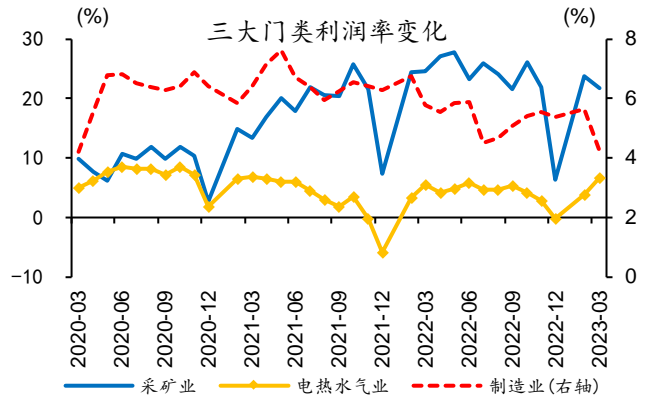
相关行业带动下, 国有企业、股份制企业修复相对较快。剔除基数影响后, 3月国有、股份制和民营企业累计同比分别为-0.4%、-4.7%和-10.9%, 较上1-2月回升1.5个、1.4个和0.4个百分点, 企业利润分化与所处行业表现较为匹配, 公用事业、运输设备等行业利润增长加快的行业以国企居多, 电气机械等中游装备行业股份制企业相对较多。

图表9: 国有企业和股份制企业利润修复更好



来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 三大工业部门利润率分化

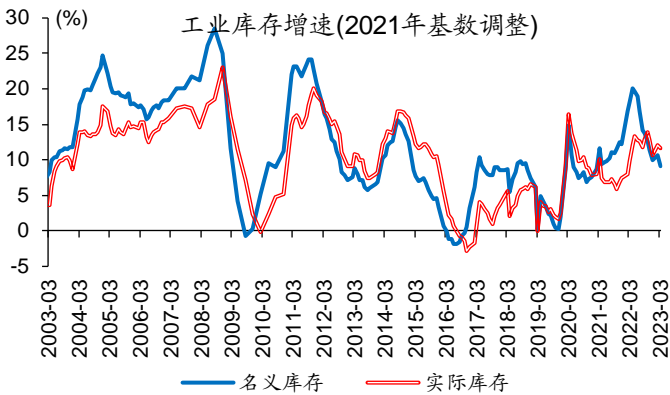


来源: Wind、国金证券研究所

2、库存去化延续、中游制造去化更快，对经济压制趋弱

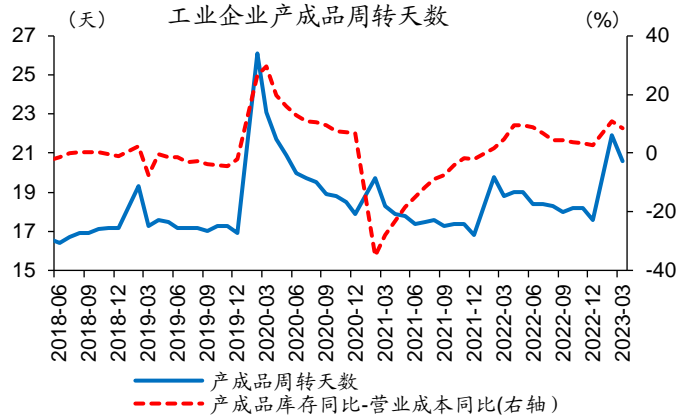
工业企业库存去化延续，周转速度加快、采购增多或指向去库有望加快。3月，工业企业名义和实际库存同比分别较1-2月下降1.6个和0.5个百分点，分别处于历史分位数51%和60%；剔除基数效应后，两年复合同比分别为13.5%和10.7%，也较本轮库存高点下降超25%和35%。经济活动修复下，产成品周转天数较1-2月下降1.3天；同时，PMI数据显产成品和原材料库存双双下降，而采购量持续高位，皆指向企业经营周转有所加快。

图表11: 去库存进程延续



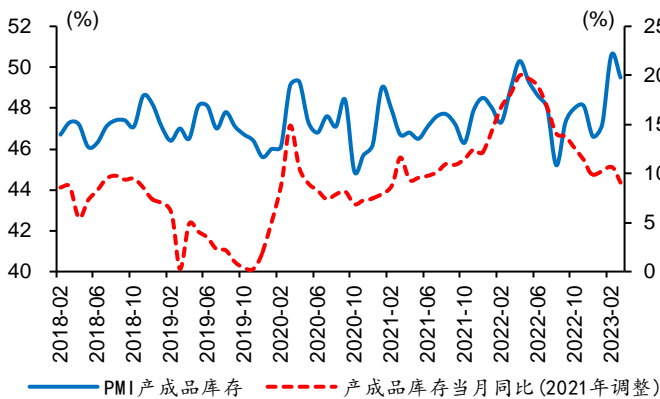
来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 产成品周转速度加快

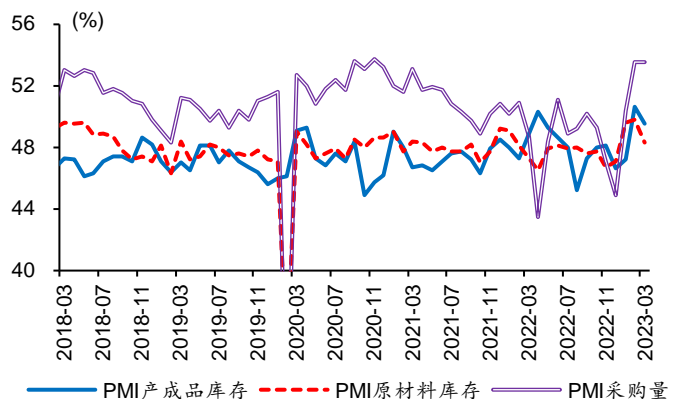


来源: Wind、国金证券研究所

图表13: PMI产成品存货指数的指示意义较好



图表14: 企业采购的积极性较高

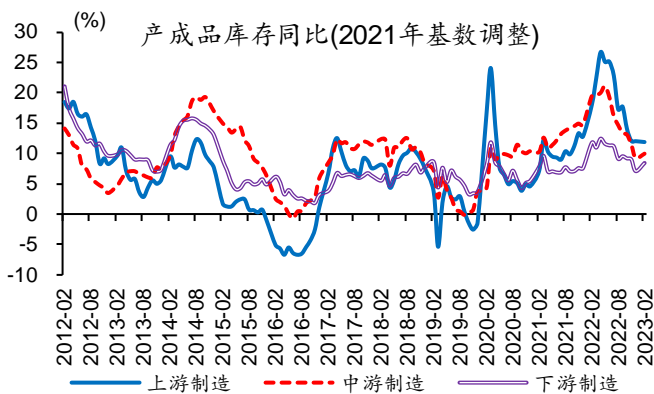


来源: Wind、国金证券研究所

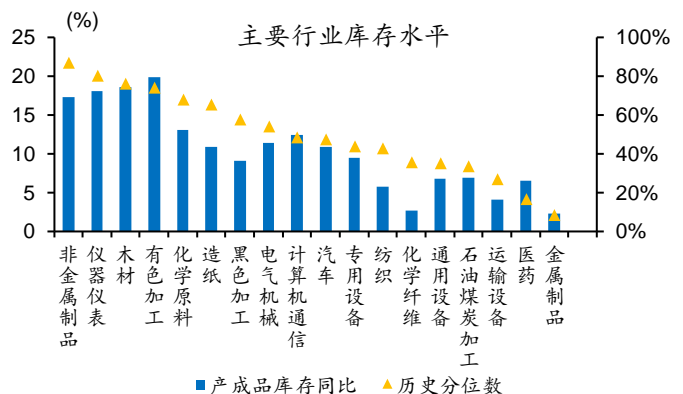
来源: Wind、国金证券研究所

与利润表现类似,中游装备制造去库更快,而偏上游行业去库相对偏慢。1-2月分行业数据显示,中游装备制造的电气机械、计算机通信、通用设备、汽车、运输设备等行业的库存同比处于历史中低分位数水平,而属于上游行业的非金属制品、有色加工、化学原料、黑色金属等行业库存同比的历史分位数水仍高于50%。

图表15: 中游制造业库存去化更快



图表16: 上游制造业去库偏慢



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

伴随稳增长发力、线下活动修复,企业利润有望筑底回升,库存去化对经济增长读数的压制也将趋于减弱。继续强调,经济可以更加“乐观”些,复苏之路已经开启、内生动能增强。经济核心驱动包括,稳增长“加力”带来的基建投资韧性,场景恢复带来社会集团消费修复和居民收入滞后改善,及新时代“朱格拉周期”带来的制造业投资强劲。

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复,对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402