

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师

执业编号: S1500523030001

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

利润增速预计将二次探底

2023年5月27日

摘要:

- **4月利润环比增速为近十年以来最弱。**工业企业利润同比降幅小幅收窄,主因去年同期基数较低,去年4月工业企业利润当月同比增速为-8.6%,3月为增长12.2%。使用利润的当月环比增速观察可以剔除基数的影响。2023年4月利润环比为-18.1%,为近十年以来同期环比的最低值,2012-2022年4月环比均值为-4.0%。由此可见,实际上工业企业利润表现较差的情况暂未得到改善。
- **根据三因素框架拆解本期工业企业利润,“量”对企业利润形成支撑,利润率继续对企业利润形成拖累,“价”降幅加深。**工业增加值方面,4月工业增加值同比增速比3月份加快1.7个百分点。PPI方面,4月PPI下降3.6%,降幅比上月扩大1.1个百分点。利润率方面,1-4月利润率为4.95%,同比下降1.4个百分点,降幅与上期相同。4.95%的利润率虽较上期小幅上升,但仍然处于历史较低水平。进一步观察成本率和费用率,4月成本率连续三期上升,产业链中上游价格通缩,使得价格中成本的占比更高,对利润形成侵蚀。费用率环比下降0.1个百分点,与企业融资成本下行有关。
- **往后看,利润增速预计将二次探底。**目前利润恢复的最大压力在于PPI。在内生需求不足,叠加输入性通缩的影响下,我们预计PPI同比在5月将继续处于下降通道,并对企业利润形成压制。另一方面,4月后低基数对于利润增速的支撑能力也将逐步降低。我们判断,未来几个月利润增速可能会二次探底,全年来看,利润增速回正的难度较大。
- **需要注意的是,本期出口对于利润起到了关键的支撑作用。**根据统计局数据,4月份,受新动能产业发展较好、同期基数较低等因素作用,装备制造业利润同比大幅增长29.8%,实现由降转增,拉动规模以上工业利润增长6.4个百分点,是拉动作用最大的行业板块。其中汽车行业、电气机械行业、通用设备行业利润增速明显加快。一般而言,装备制造业的利润与出口的表现有较强的正相关。数据显示,4月汽车、电气机械、通用设备的出口交货值增速均较上月明显提升,也佐证了4月出口对于利润起到了关键的支撑作用。因此,需要密切关注海外需求回落对于国内企业利润端的影响。
- **风险因素:**信贷政策收紧;疫情反复对开工、居民出行产生抑制等。

目录

一、利润增速预计将二次探底.....	3
二、利润由上游向下游制造业倾斜.....	5
三、企业加速去库存.....	6
风险因素	7

图目录

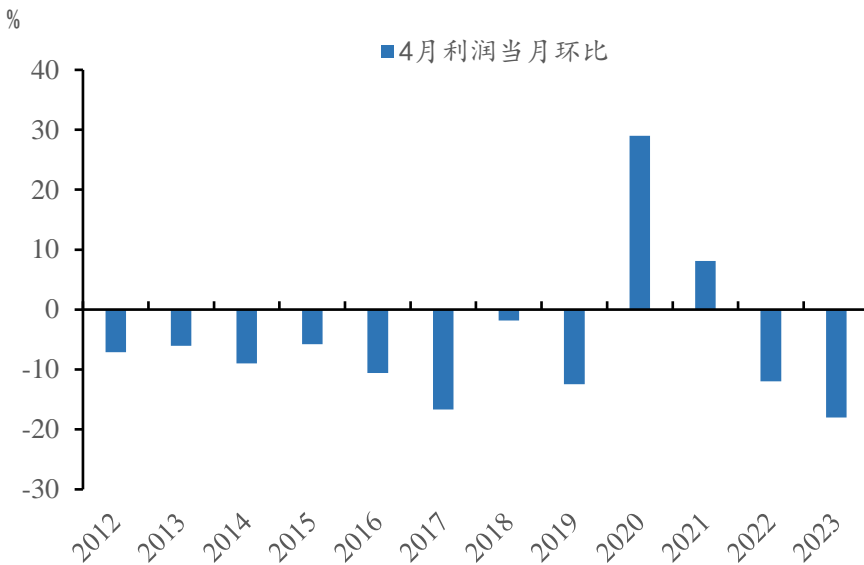
图 1: 4 月利润环比增速为近十年以来最弱.....	3
图 2: 工业企业利润三因素拆分.....	4
图 3: 工业企业利润同比预计将二次探底	4
图 4: 4 月汽车、电气机械、通用设备的出口交货值增速均较上月明显提升.....	5
图 5: 利润由上游向下游制造业倾斜.....	5
图 7: 下游制造业利润率下滑	6
图 8: 企业产成品存货同比下降.....	6
图 9: 4 月工业企业产销率大幅回升	7

一、利润增速预计将二次探底

工业企业利润同比降幅小幅收窄，主因去年同期基数较低。1—4 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 20328.8 亿元，同比下降 20.6%，降幅较上月收窄 0.8 个百分点。单月来看，4 月份，规模以上工业企业利润同比下降 18.2%，降幅较 3 月份收窄 1.0 个百分点，连续两个月收窄。然而，利润增速降幅收窄主要来源于基数效应，去年 4 月工业企业利润当月同比增速为-8.6%，3 月为增长 12.2%。

4 月利润环比增速为近十年以来最弱。使用利润的当月环比增速观察可以剔除基数的影响。2023 年 4 月利润环比-18.1%，为近十年以来同期环比的最低值，2012-2022 年 4 月环比均值为-4.0%。由此可见，实际上工业企业利润表现较差的情况暂未得到改善。

图 1：4 月利润环比增速为近十年以来最弱



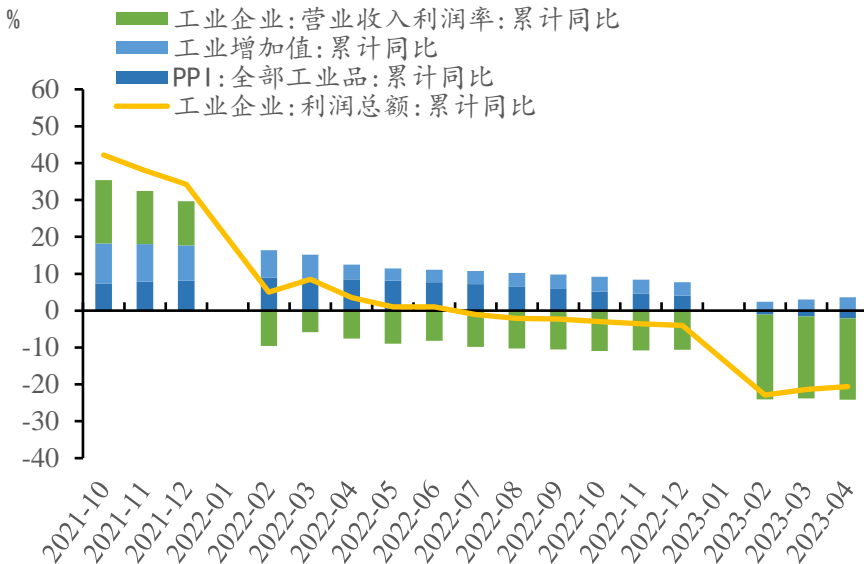
资料来源：万得，信达证券研发中心

根据三因素框架拆解本期工业企业利润，工业增加值对企业利润形成支撑，利润率继续对企业利润形成拖累，PPI 降幅加深。

工业增加值方面，4 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，增速比 3 月份加快 1.7 个百分点。4 月份，规模以上工业企业营业收入同比增长 3.7%，增速较 3 月份加快 3.1 个百分点，主要来源于“量”的贡献。

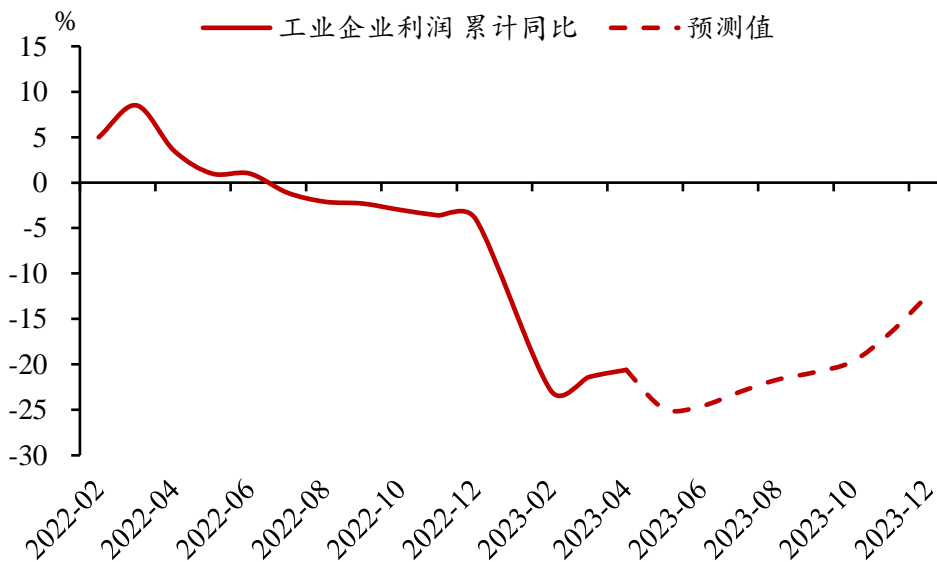
PPI 方面，4 月 PPI 下降 3.6%，降幅比上月扩大 1.1 个百分点。PPI 回落的压力主要集中在上游，一是去年煤、油等上游价格冲高带来的高基数，二是 4 月国际油价的波动导致上游相关行业 PPI 的边际下行，相关链条行业价格明显回落。

利润率方面，1-4 月利润率为 4.95%，同比下降 1.4 个百分点，降幅与上期相同。4.95%的利润率虽较上期小幅上升，但仍然处于历史较低水平。进一步观察成本率和费用率，4 月成本率连续三期上升，产业链中上游价格通缩，使得价格中成本的占比更高，对利润形成侵蚀。费用率环比下降 0.1 个百分点，与企业融资成本下行有关。年初以来，多地推动制造业金融支持政策落地，例如 3 月安徽省启动 2023 年制造业融资贷款财政贴息“免申即享”，支持标准以国家开发银行制造业优惠贷款利率为基准，贴息 40%。

图 2：工业企业利润三因素拆分


资料来源：万得，信达证券研发中心

往后看，利润增速预计将二次探底。目前利润恢复的最大阻力在于PPI。在内生需求不足，叠加输入性通缩的影响下，我们预计PPI同比在5月将继续处于下降通道，并对企业利润形成压制。另一方面，4月后低基数对于利润增速的支撑能力也将逐步降低。我们判断，未来几个月利润增速可能会二次探底，全年来看，利润增速回正的难度较大。

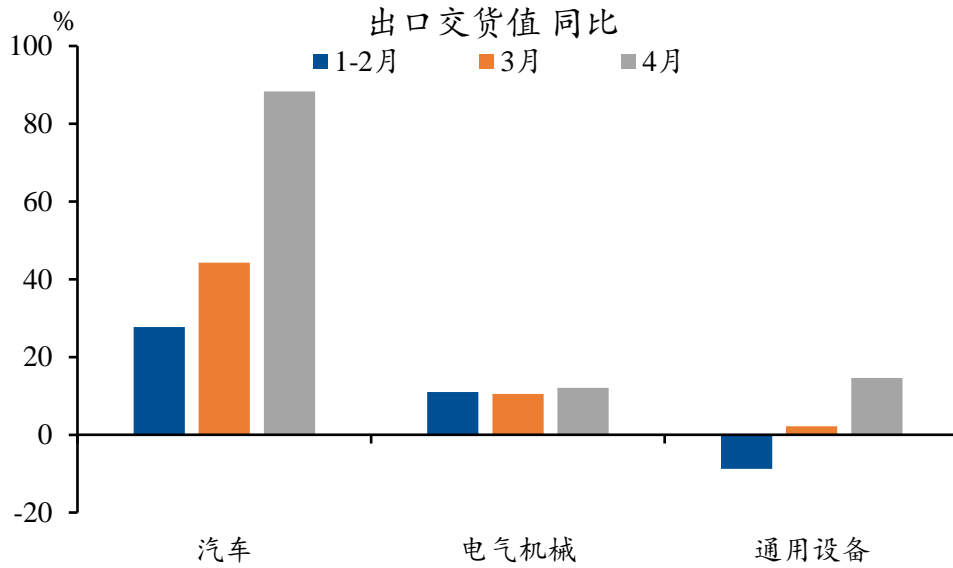
图 3：工业企业利润同比预计将二次探底


资料来源：万得，信达证券研发中心

需要注意的是，本期出口对于利润起到了关键的支撑作用。根据统计局数据，4月份，受新动能产业发展较好、同期基数较低等因素作用，装备制造业利润同比大幅增长29.8%，实现由降转增，拉动规模以上工业利润增长6.4个百分点，是拉动作用最大的行业板块。其中汽车行业、电气机械行业、通用设备行业利润增速明显加快。一般而言，装备制造业的利润与出口的表现有较强的正相关。数据显示，4月汽车、电气机械、通用设备的出口交货值增速均较上月明显提升，也佐证了4月出口对于利润起到了关键的支撑作用。因此，后续需要密切关注海外需

求回落对于国内企业利润端的影响。

图 4：4 月汽车、电气机械、通用设备的出口交货值增速均较上月明显提升

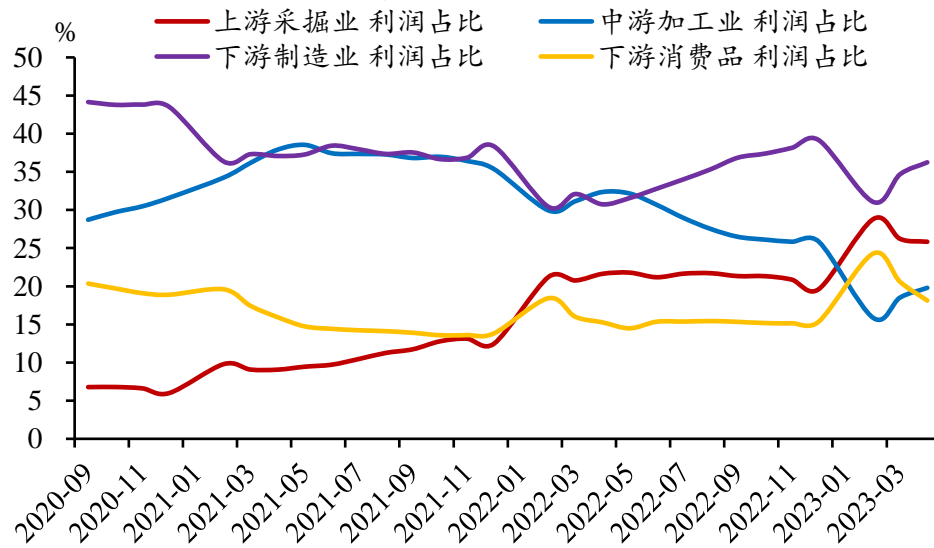


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、利润由上游向下游制造业倾斜

大宗商品价格下跌，导致上游利润占比继续下滑。4 月份，受产品价格降幅较大等因素影响，化工、煤炭采选行业利润同比分别下降 63.1%、35.7%，合计下拉规模以上工业利润增速 14.3 个百分点。下游制造业利润占比连续两个月上行，如前文所述，该上行与出口近期表现亮眼有关。

图 5：利润由上游向下游制造业倾斜

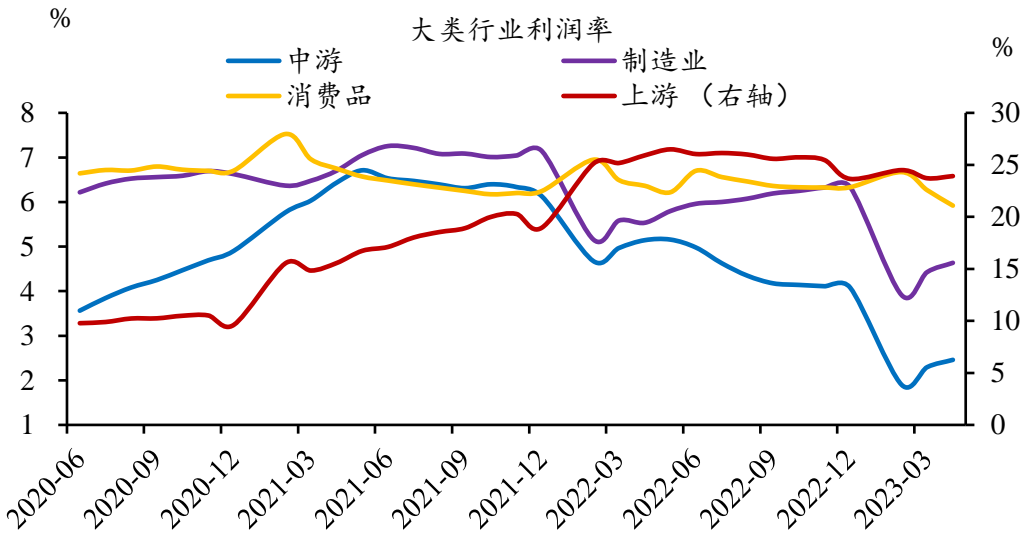


资料来源：万得，信达证券研发中心

下游消费品利润占比与利润率均走弱，但细分行业有所分化。年初以来居民服务消费持续偏强，但商品消费修复

较为缓慢，下游消费品行业的工业企业主要生产商品，春节后其景气度有所下行。细分行业上，酒饮料精制茶制造业利润增速较快，1-4 月同比增长 11.6%。反之，农副食品加工业、纺织业利润同比降幅较大，分别下降 36.3%，30.2%。

图 7：下游制造业利润率下滑

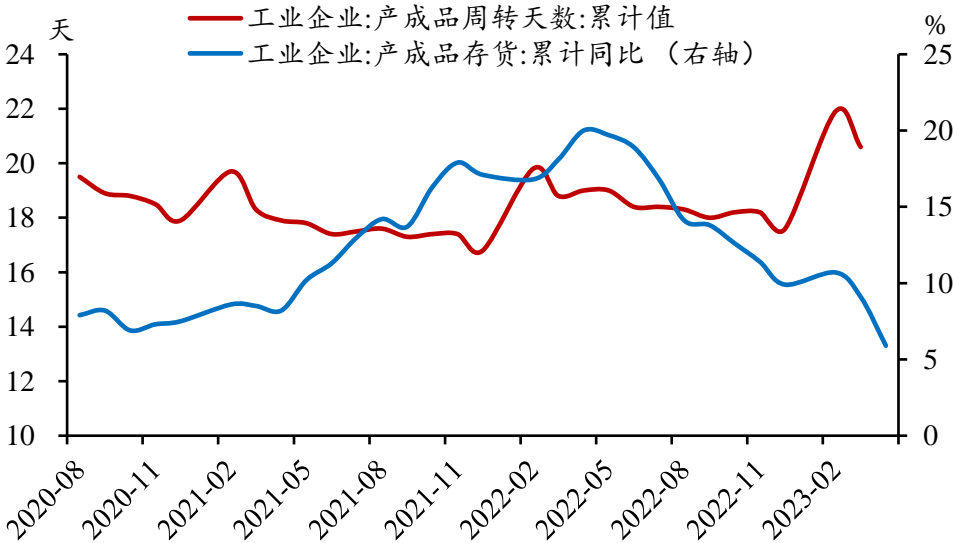


资料来源：万得，信达证券研发中心

三、企业加速去库存

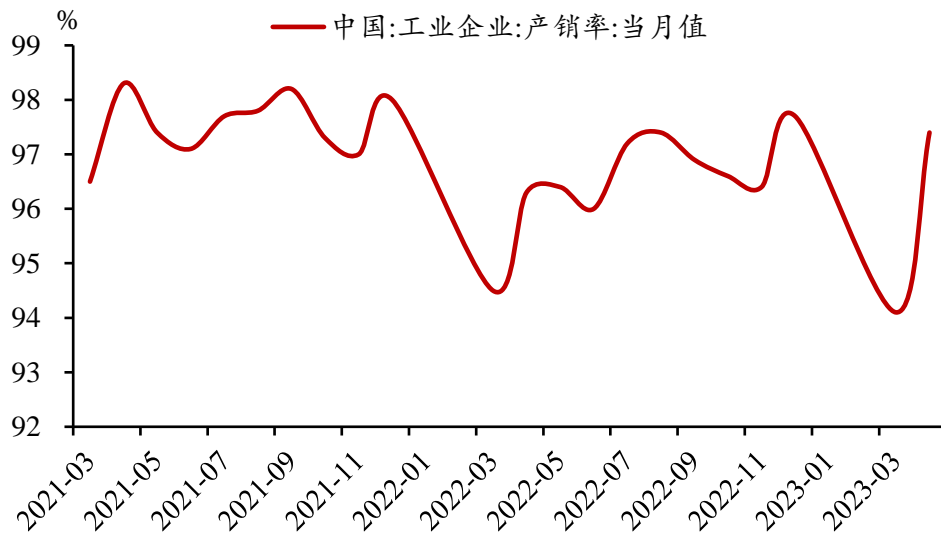
企业加速去库存。4 月末，产成品存货 6.13 万亿元，增长 5.9%，增速较 3 月末下降 3.2 个百分点，降幅有所扩大，显示出企业加速去库存。另外，4 月工业企业产销率 97.4%，较 3 月大幅回升 2.7 个百分点，指向在需求偏弱的大环境下，企业选择更大幅度地减少生产予以应对。这也意味着企业库存或将延续下降趋势。

图 8：企业产成品存货同比下降



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：4 月工业企业产销率大幅回升



资料来源:万得, 信达证券研发中心

风险因素

信贷政策明显收紧；疫情反复对开工、居民出行产生抑制等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com

华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副 总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副 总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。