



见微知著系列之六十七

宏观专题研究报告
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：张云杰（执业 S1130523100002）

zhangyunjie@gjzq.com.cn

企业盈利还有哪些增长点？

2023年11月，投资收益驱动工业企业利润显著修复，未来能否延续？“稳增长”密集落地期，企业盈利还有哪些增长点？

一问：工业企业利润显著修复的原因？利润率大幅反弹，投资收益贡献更加显著

利润率大幅反弹，带动工业企业利润明显修复。2023年11月，工业企业利润当月同比29.2%、较10月大幅回升26.6个百分点，两年复合同比8.5%、较10月上升11.6个百分点，利润修复明显加快。分解来看，利润率同比边际上升18.6个百分点至16.1%，是最大贡献项；工业增加值、PPI同比分别提升2、下降0.4个百分点至6.6%、-3%。

成本与费用率均有回落，但投资收益对当月利润率改善的贡献更加显著。2023年11月，工业企业投资回报率同比大幅升至104%，拉动当月利润同比上升7.9个百分点左右；成本率同比较上月回落0.3个百分点至-0.5%，拉动当月利润同比上升7.5个百分点左右；费用率同比较上月回落3.8个百分点至-0.5%，拉动当月利润同比上升0.5个百分点左右。投资收益占比较低，或难以对利润率修复形成持续贡献。投资收益在利润总额中占比11.5%左右，收益主要来自对联营、合营企业投资，处置交易性金融资产等，对利润影响通常较小。但投资收益的季节性较强，工业企业每逢6月、12月集中确认投资收益，2023年5月、11月均存在企业提前确认投资收益的迹象，对当月利润率同比扰动较大。

二问：分行业利润表现如何？多数行业利润修复受投资收益带动，少数受益于需求改善

制造业、采矿业利润降幅收窄，电燃水利润涨幅扩大，有色加工、电力热力等行业表现亮眼。2023年1-11月，采矿业、制造业分别拉动利润同比下降-3.2%、-3.4%，降幅边际收窄0.4、2.7个百分点；电燃水拉动利润同比上升4.4%，涨幅扩大0.6个百分点。细分行业中，有色金属加工、电力热力对当月利润同比的拉动分别达26.1、12.5个百分点。利润边际改善的行业，多数受投资收益的带动更大。2023年11月，对工业企业利润同比拉动最大的17个行业，多数受益于利润率修复；利润率大幅改善的行业，投资回报率均有明显上升。如有色金属加工，投资收益对其当月利润同比的贡献率高达54%。极少数行业存在例外，如农副食品，当月利润率改善主要与成本率出现回落有关。

汽车、电力热力等行业利润增厚，主要受益于终端需求较好。2023年11月，汽车制造、电力热力营收同比分别较上月提升7.2、16.4个百分点至14.2%、16%。2023年1-11月，我国汽车出口同比、行业外贸依存度分别升至29.2%、8.1%，外需形成明显支撑。电力热力行业则分别受益于“新动能”投资需求、寒潮影响下的冬季供热需求增长。

三问：企业盈利还有哪些增长点？国内稳增长、海外景气改善链条修复弹性更大

工业企业可能正处于新一轮盈利修复的早期阶段，未来进一步改善的关键在于需求端。2022年末产能利用率触及36.4%低点后持续回升、利润降幅持续收窄。考虑到2023年工业生产韧性较强，利润进一步修复的关键在于需求端。展望2024年，地产及出口需求或面临一定压力、从而对利润修复形成干扰，政策支持尤为关键。

“三大工程”、“万亿国债”等稳增长相关链条，利润有望迎来改善。新一轮稳增长政策以地产和基建为主要抓手，对采矿、上游制造业需求的拉动更为显著。2023年12月，PSL新增3500亿元、8000亿元国债项目清单下达、多地加快“三大工程”开工建设；政策加速布局下，建筑业景气回升，PMI指数升至56.9%。

美国利率敏感性行业景气筑底改善，叠加部分行业库存回补，可能带动国内相关行业利润修复。在美国经济下行趋势相对确定的背景下，地产、机电、设备制造等利率敏感同时库存偏低的行业，未来补库空间或相对更大。美国地产需求改善对我国纺织、家具、金属制品出口的带动较强，我国机电、运输设备对美出口占比分别达16.6%、27.1%。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、热点思考：企业盈利还有哪些增长点？	5
1.1、一问：工企利润显著修复的原因？	5
1.2、二问：分行业利润表现如何？	7
1.3、三问：企业盈利还有哪些增长点？	8
2、生产高频跟踪：上中游部分生产边际上升，建筑业开工表现相对较好	11
3、需求高频跟踪：地产成交回落，文旅需求改善明显，出口运价大幅上涨	11
风险提示	19

图表目录

图表 1：2023 年 11 月，利润率大幅反弹	5
图表 2：2023 年 11 月，利润率升至历史高位	5
图表 3：工业企业当月成本与费用率	5
图表 4：2023 年 11 月，投资回报率大幅上升	5
图表 5：成本率与 PPIRM 较 PPI 增速剪刀差高度相关	6
图表 6：费用率与融资成本关联较高	6
图表 7：工业企业当月投资收益季节性表现	6
图表 8：工业企业当月投资回报率季节性表现	6
图表 9：不同行业上市公司对联营合营企业投资收益占比	7
图表 10：2023 年 11 月企业、非银存款及理财规模均上升	7
图表 11：三大行业对工企利润累计同比的拉动	7
图表 12：细分行业对工企利润同比的拉动	7
图表 13：利润明显改善的行业多数受益于利润率回升	8
图表 14：多数行业利润率回升与投资回报率上升有关	8
图表 15：2023 年我国汽车出口增速进一步抬升	8
图表 16：“新能源”带动下电力投资快速增长	8
图表 17：工企产能利用率与利润增速较为同步	9
图表 18：基建投资发力对冲地产和出口下行压力	9
图表 19：建筑业新开工面积与上游行业营收增速较同步	9
图表 20：2023 年 12 月，PSL 余额、建筑业 PMI 上升	9
图表 21：2023 年末，各地加速布局“三大工程”	10
图表 22：美国地产周期带动部分我国对美商品出口	10
图表 23：美国不同行业实际库存情况	10



图表 24:	本周, 钢铁周表观消费继续回落	11
图表 25:	本周, 钢厂盈利率进一步下滑	11
图表 26:	本周, 全国高炉开工率继续上行	11
图表 27:	本周, 钢材社会库存延续增加	11
图表 28:	本周, 纯碱开工率环比明显增加	12
图表 29:	本周, 国内 PTA 开工率上行	12
图表 30:	本周, 涤纶长丝开工率小幅回升	12
图表 31:	本周, 汽车半钢胎开工率节后反弹	12
图表 32:	上周, 铝行业平均开工率有所回升	12
图表 33:	上周, 电解铜开工率延续回落	12
图表 34:	上周, 电解铝现货库存量有所回升	13
图表 35:	上周, 社铜库存有所增加	13
图表 36:	本周, 全国水泥粉磨开工率有所回落	13
图表 37:	本周, 全国水泥出货率小幅收缩	13
图表 38:	本周, 水泥价格指数下行	13
图表 39:	本周, 水泥库容比与上周持平	13
图表 40:	本周, 玻璃产量略有走弱	14
图表 41:	本周, 玻璃周表观消费延续增加	14
图表 42:	本周, 玻璃库存加快回落	14
图表 43:	本周, 沥青开工率季节性回落	14
图表 44:	本周, 全国商品房成交季节性回落幅度大于过往	15
图表 45:	本周, 一线城市成交小幅回落	15
图表 46:	本周, 二线城市成交显著下滑	15
图表 47:	本周, 三线城市成交有所回升	15
图表 48:	本周, 全国二手房成交有所回升	15
图表 49:	本周, 一线城市二手房成交明显增加	15
图表 50:	上周, 全国整车货运流量环比回落	16
图表 51:	上周, 多省市公路货运流量下滑	16
图表 52:	上周, 陆路货运量有所回落	16
图表 53:	上周, 邮政快递业务量显著回落	16
图表 54:	本周, 全国迁徙规模指数显著回落	17
图表 55:	本周, 国际执行航班架次有所减少	17
图表 56:	本周, 全国样本城市地铁客流总量有所回落	17
图表 57:	本周, 大多数样本城市地铁客流量环比减少	17
图表 58:	本周, 全国拥堵延时指数显著下滑	17



图表 59: 本周, 部分样本城市拥堵指数回落.....	17
图表 60: 上周, 票房收入季节性回落.....	18
图表 61: 上周, 观影人数季节性回落.....	18
图表 62: 上周, 乘用车零售量环比减少.....	18
图表 63: 上周, 乘用车批发量环比减少.....	18
图表 64: 本周, 欧洲航线运价大幅上涨.....	19
图表 65: 本周, 地中海航线运价显著增加.....	19
图表 66: 本周, 出口集装箱运价指数大幅增加.....	19
图表 67: 本周, BDI 运价指数环比回落.....	19



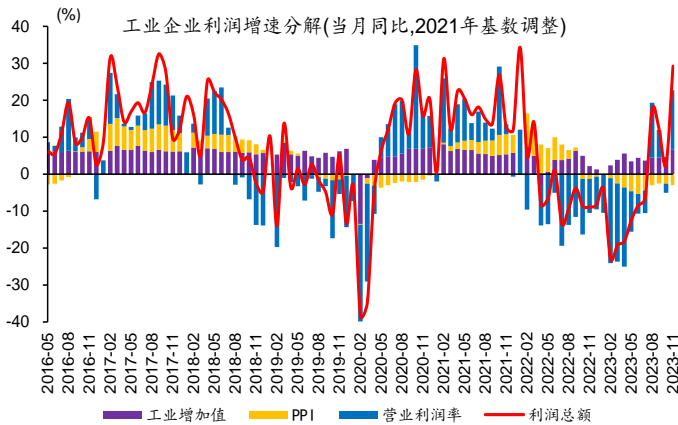
1、热点思考：企业盈利还有哪些增长点？

2023年11月，投资收益驱动工业企业利润显著修复，未来能否延续？“稳增长”密集落地期，企业盈利还有哪些增长点？本文梳理，供参考。

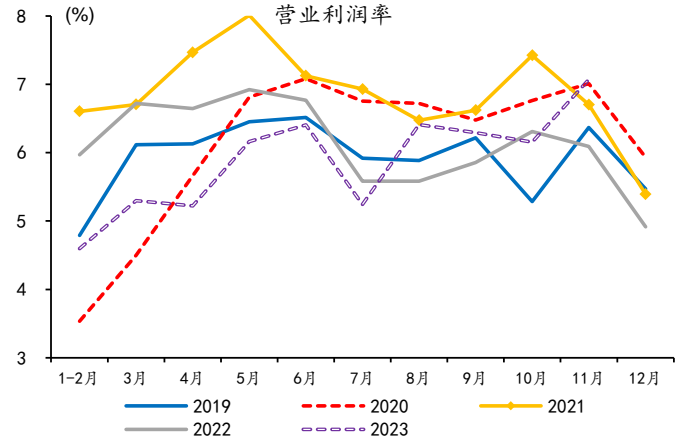
1.1、一问：工业企业利润显著修复的原因？

利润率大幅反弹，带动工业企业利润明显修复。2023年11月，工业企业利润当月同比29.2%、较10月大幅回升26.6个百分点，两年复合同比8.5%、较10月上升11.6个百分点，利润修复明显加快。分解来看，利润率边际回升0.9个百分点至7.1%、为2017年后同期最高值，同比增长16.1%、较10月上升18.6个百分点，是当月利润显著反弹的最大贡献项；工业增加值同比边际提升2个百分点至6.6%；PPI同比边际下降0.4个百分点至-3%。

图表1：2023年11月，利润率大幅反弹



图表2：2023年11月，利润率升至历史高位

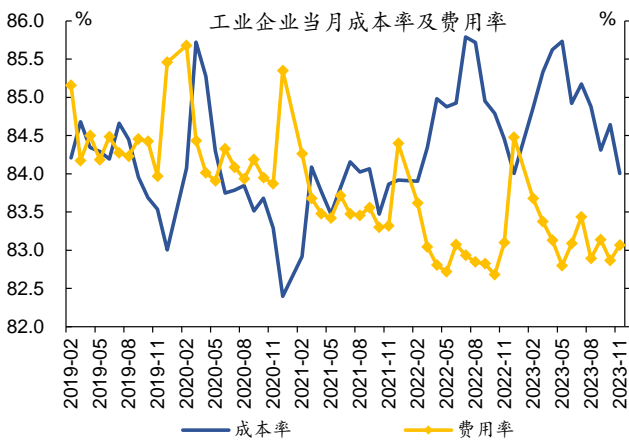


来源：Wind、国金证券研究所

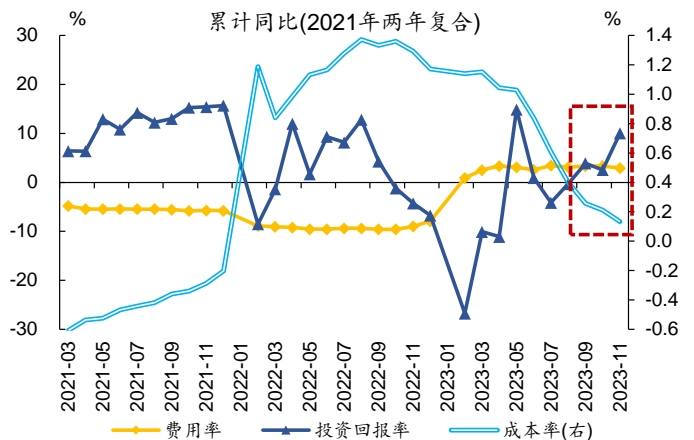
来源：Wind、国金证券研究所

成本与费用率均有回落，但投资收益对当月利润改善的贡献更加显著。利润总额=营业收入-营业成本-三项费用（销售、管理、财务费用）+投资收益+其他损益及误差项，利润率主要受成本、费用及投资回报率影响。2023年11月，工企成本率84%，同比增速较上月回落0.3个百分点至-0.5%，拉动当月利润同比上升7.5个百分点左右；费用率6.1%，同比增速较上月回落3.8个百分点至-0.5%，拉动当月利润同比上升0.5个百分点左右；投资回报率0.9%，同比增速大幅扩张至104%，拉动当月利润同比上升7.9个百分点左右。

图表3：工业企业当月成本与费用率



图表4：2023年11月，投资回报率大幅上升

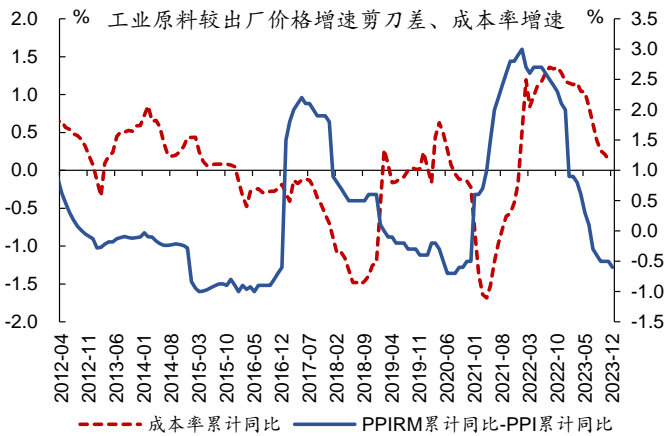


来源：Wind、国金证券研究所

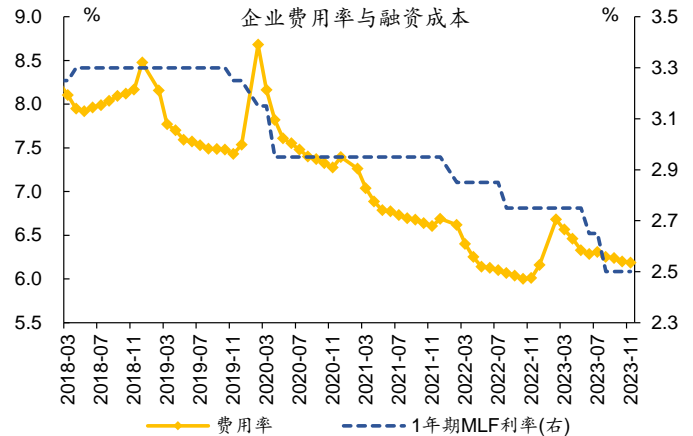
来源：Wind、国金证券研究所



图表5: 成本率与PPIRM较PPI增速剪刀差高度相关



图表6: 费用率与融资成本关联较高

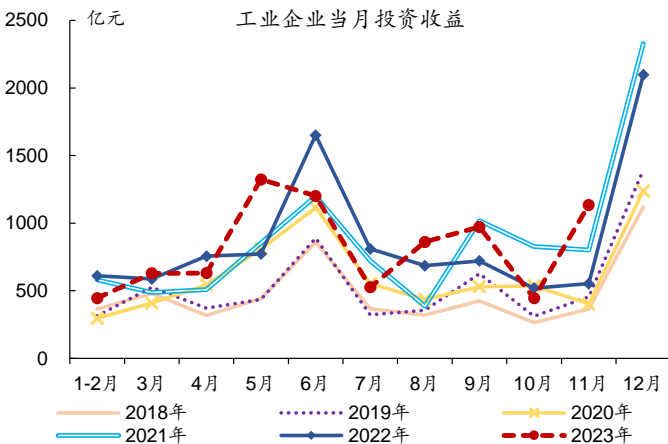


来源: Wind、国金证券研究所

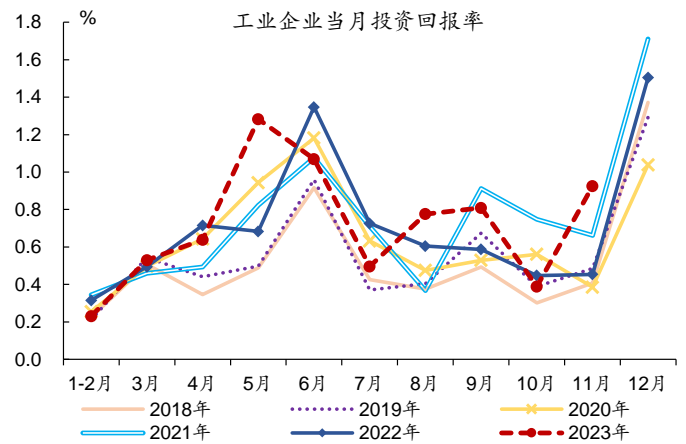
来源: Wind、国金证券研究所

企业确认投资收益存在明显季节性,或较难对利润修复形成持续性贡献。企业通常在每年的6月、12月集中确认投资收益,占利润总额比重分别在15.3%、21.5%左右。基于上市公司财务数据,企业投资收益主要来自对联营、合营企业投资。其中,制造业、电燃水的联营、合营企业投资收益占比稳定,分别在70%、74%左右;采矿业波动较大,2016年仅有3.9%、2022年高达150.4%,指向处置交易性金融资产等对采矿业投资收益的影响更大。2023年11月,企业、非银存款增速分别较上月提升3.6、0.1个百分点至7%、5.2%,理财规模较上月增长3000亿元;说明企业投资收益大涨,或并非由处置金融资产所致,更可能与确认时点有所提前有关,2023年5-6月存在类似情形。

图表7: 工业企业当月投资收益季节性表现



图表8: 工业企业当月投资回报率季节性表现

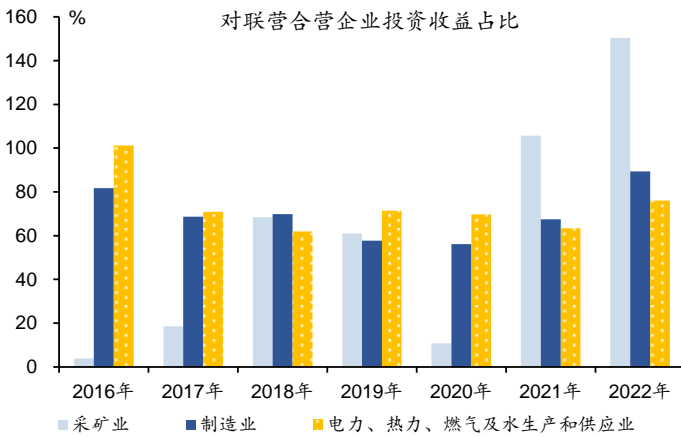


来源: Wind、国金证券研究所

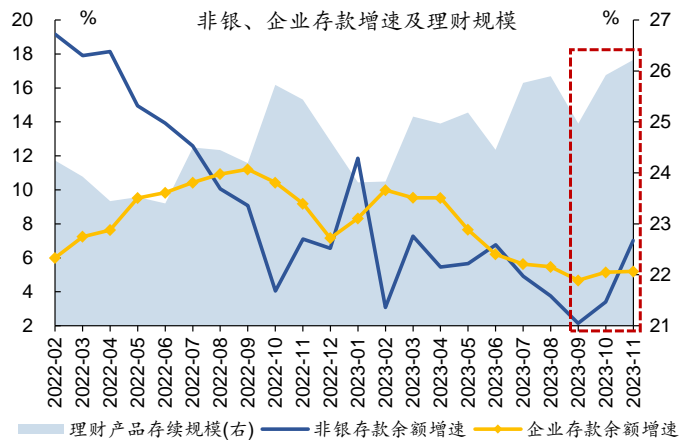
来源: Wind、国金证券研究所



图表9：不同行业上市公司对联营合营企业投资收益占比



图表10：2023年11月企业、非银存款及理财规模均上升



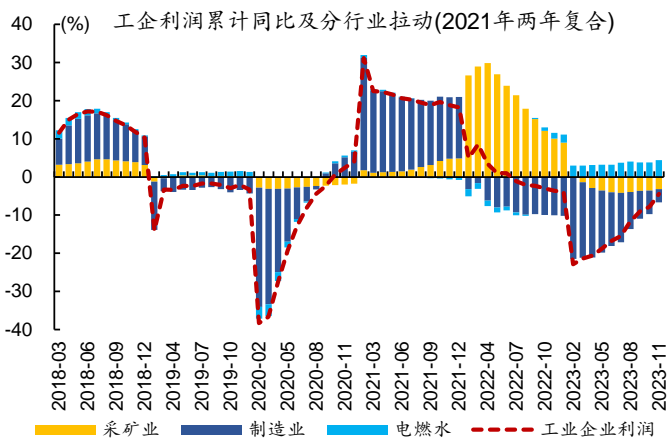
来源：Wind、国金证券研究所

来源：CEIC、Wind、国金证券研究所

1.2、二问：分行业利润表现如何？

制造业、采矿业利润降幅收窄，电燃水利润涨幅扩大，有色加工、黑色采选、电力热力等行业表现亮眼。2023年1-11月，工业企业利润同比-4.4%、降幅较上月收窄3.4个百分点；其中，采矿业、制造业分别拉动利润同比下降-3.2%、-3.4%，降幅分别较上月收窄0.4、2.7个百分点；电燃水拉动利润同比上升4.4%，涨幅较上月扩大0.6个百分点。细分行业中，主要是有色金属加工、电力热力、黑色金属采选、计算机通信等对工企利润当月同比的拉动最大，分别达26.1、12.5、7.5、6.6个百分点。

图表11：三大行业对工企利润累计同比的拉动



图表12：细分行业对工企利润同比的拉动

行业	当月利润占比 (%)			当月利润增速 (%)			对工企利润当月同比的拉动 (%)		
	2023-09	2023-10	2023-11	2023-09	2023-10	2023-11	2023-09	2023-10	2023-11
有色金属加工	3.9	5.0	7.9	151.3	125.7	329.6	6.0	6.3	26.1
电力热力	6.6	6.5	6.4	28.1	51.1	196.3	1.8	3.3	12.5
黑色金属采选	0.5	0.6	1.0	127.5	93.3	767.6	0.6	0.5	7.5
计算机通信	9.7	7.8	10.5	-7.3	-14.9	62.6	-0.7	-1.2	6.6
化学原料	6.7	7.5	6.3	4.6	-3.1	24.5	0.3	-0.2	1.5
汽车	5.6	6.9	6.3	-13.8	3.4	24.5	-0.8	0.2	1.5
造纸	0.9	0.9	1.1	58.8	88.9	132.6	0.5	0.8	1.4
燃气产供	1.0	1.1	1.1	23.2	90.4	124.3	0.2	1.0	1.3
烟草	1.8	1.2	1.1	47.7	21.0	81.7	0.9	0.2	0.9
化学纤维	0.4	0.4	0.5	62.8	206.0	193.6	0.3	0.9	0.9
金属制品	2.2	3.0	3.1	3.5	17.7	21.8	0.1	0.5	0.7
铁路船舶航天	1.1	1.0	1.3	-7.4	-12.4	42.9	-0.1	-0.1	0.6
农副食品	2.1	2.1	2.4	103.1	-23.2	19.4	2.2	-0.5	0.5
食品	2.1	1.9	1.8	15.8	-15.2	24.7	0.3	-0.3	0.4
有色金属采选	0.9	0.9	1.1	13.5	0.0	35.2	0.1	0.0	0.4
木材加工	0.4	0.6	0.8	32.8	14.7	44.4	0.1	0.1	0.4
橡胶塑料	2.2	2.3	2.5	13.7	26.7	14.8	0.3	0.6	0.4

来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

利润边际改善的行业，多数受投资收益的带动更大。按利润率、价格、生产拆分看，2023年11月对工企利润同比拉动最大的17个行业，大部分是受益于利润率的显著修复。如黑色金属采选，2023年11月利润率为22.2%、上年同期仅为1.6%。而利润率大幅改善的行业，投资回报率均有明显上升。如有色金属加工，投资收益对其当月利润同比的贡献率高达54%。极少数行业存在例外，如农副食品，当月利润率改善主要与成本率出现回落有关。



图表13: 利润明显改善的行业多数受益于利润率回升

图表14: 多数行业利润率回升与投资回报率上升有关

行业	利润率当月同比 (%)			PPI当月同比 (%)			工业增加值当月同比 (%)		
	2023-09	2023-10	2023-11	2023-09	2023-10	2023-11	2023-09	2023-10	2023-11
有色金属加工	111.4	99.1	240.5	2.7	2.6	1.7	8.4	12.5	10.2
电力热力	21.6	53.0	183.2	0.5	0.2	-1.0	3.5	1.5	9.9
黑色金属采选	-20.5	66.4	1303.6	6.8	10.1	15.1	1.3	12.8	11.6
计算机通信	-9.2	-22.2	34.9	-1.8	-2.9	-3.5	4.5	4.8	10.6
化学原料	1.8	-1.6	10.3	-7.1	-6.9	-6.8	13.4	12.1	9.6
汽车	-25.3	-16.4	-7.1	-1.4	-1.4	-1.6	9.0	10.8	20.7
造纸	42.3	41.3	83.4	-7.2	-6.2	-5.9	8.8	8.5	7.8
燃气产供	27.0	64.1	57.8	-1.4	-1.3	-1.5	-2.9	7.3	21.3
烟草	41.8	20.3	72.7	1.3	1.3	1.3	1.9	-2.7	5.7
化学纤维	13.1	116.2	52.2	-1.8	-1.0	0.0	11.7	11.2	16.8
金属制品	-4.7	8.8	5.8	-2.4	-2.4	-2.0	3.7	5.5	6.0
铁路船舶航天	-2.3	-17.4	21.0	0.1	0.0	-0.5	2.6	9.6	12.7
农副食品	72.9	-18.9	0.3	-1.8	-3.5	-5.0	1.2	0.7	-0.5
食品	13.0	-18.7	21.0	-0.7	-1.1	-1.2	6.4	4.7	3.8
有色金属采选	4.2	0.5	14.8	9.7	9.1	8.1	-0.9	9.5	2.7
木材加工	15.9	1.9	35.3	-1.6	-1.8	-1.9	-2.6	-0.8	-2.6
橡胶塑料	4.9	15.2	2.6	-3.6	-3.4	-3.2	6.0	6.0	7.4

来源: Wind、国金证券研究所

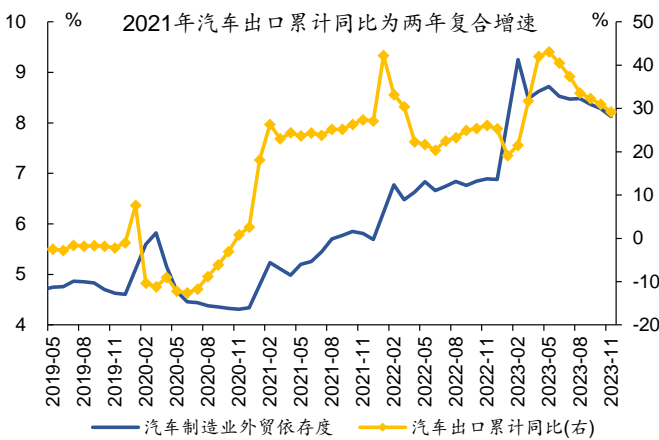
行业	成本率当月同比 (%)			费用率当月同比 (%)			投资回报率当月同比 (%)		
	2023-09	2023-10	2023-11	2023-09	2023-10	2023-11	2023-09	2023-10	2023-11
有色金属加工	-2.3	-2.5	-1.8	-10.3	-12.7	-11.1	-57.3	150.0	3644.6
电力热力	-1.8	-2.6	-2.3	-3.6	-0.7	-11.7	-25.0	57.5	373.7
黑色金属采选	-5.3	-6.1	-16.5	-2.3	-5.0	-19.2	-73.6	-96.1	450.6
计算机通信	-0.2	0.2	0.3	19.4	13.7	-1.5	45.5	93.8	750.5
化学原料	-0.5	-1.3	-1.1	1.2	1.2	1.5	-42.7	-60.8	16.5
汽车	1.1	2.3	0.9	1.2	-9.7	-5.9	-90.1	-14.6	-57.7
造纸	-2.0	-2.1	-4.5	4.3	5.0	12.0	-21.8	-58.4	228.5
燃气产供	-0.8	-0.3	-0.2	-1.1	-17.3	-21.0	113.8	194.5	606.9
烟草	-1.3	2.4	6.0	-43.8	-27.5	-39.5	-43.1	19.6	100.7
化学纤维	-2.1	-0.3	-2.3	-2.8	-27.9	-13.9	-94.2	42.7	-96.7
金属制品	-0.3	-0.6	-0.8	7.4	1.4	-3.0	27.7	-126.5	-112.8
铁路船舶航天	-0.8	0.1	-0.4	9.3	2.0	1.9	-27.6	-86.6	*
农副食品	-0.7	0.1	-0.8	-1.8	1.0	3.1	*	-75.5	-87.7
食品	-2.7	-2.3	-3.7	9.7	10.2	14.2	-25.9	-86.0	95.2
有色金属采选	-8.2	-5.3	-9.2	2.3	5.3	1.5	-89.9	-56.5	-14.8
木材加工	-0.7	-0.4	-2.4	-0.8	0.3	-5.6	-77.0	-100.0	14.9
橡胶塑料	-1.4	-1.1	-1.4	15.9	7.1	3.2	31.8	1070.0	-48.8

来源: Wind、国金证券研究所 (“*”表示上年同期投资收益为负)

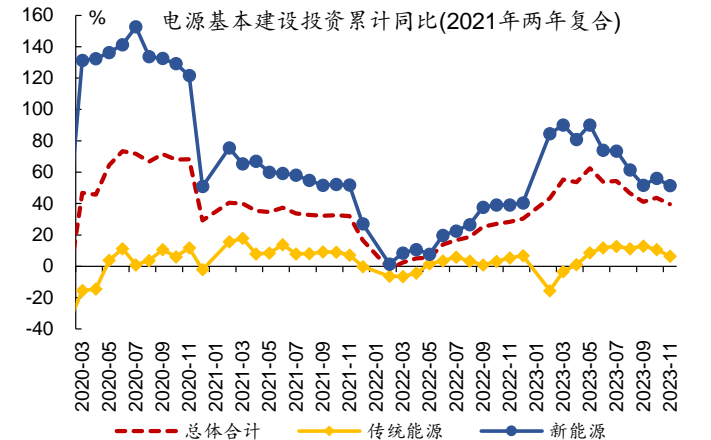
汽车、电力热力等行业利润增厚,主要受益于终端需求较好。2023年11月,汽车制造业、电力热力的营业收入当月同比分别较上月提升7.2、16.4个百分点至14.2%、16%。2023年1-11月,我国汽车出口同比29.2%、在去年高增速的基础上进一步抬升3.9个百分点,汽车制造业外贸依存度相应升至8.1%的历史高位。外需支撑下,汽车制造是为数不多维持利润正增长的行业。电力热力行业中,电力生产供应与特高压、充电桩等关联密切,相关领域投资需求旺盛,2023年1-11月新能源建设投资同比增长51.5%;热力生产供应则与冬季供热相关,2023年11月受寒潮影响较大、供暖需求显著增长。

图表15: 2023年我国汽车出口增速进一步抬升

图表16: “新能源”带动下电力投资快速增长



来源: Wind、国金证券研究所



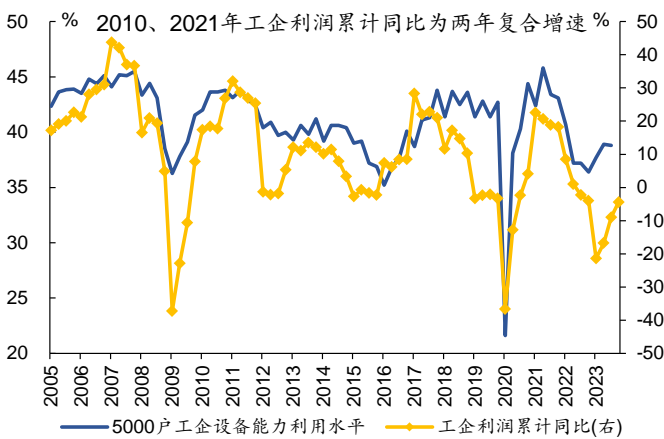
来源: Wind、国金证券研究所

1.3、三问: 企业盈利还有哪些增长点?

工业企业可能正处于新一轮盈利修复的早期阶段,利润进一步修复的关键在于需求端。工业企业产能利用率与利润增速较为同步,前者是对供需的综合反映、后者是企业在对对应条件下的经营成果;二者均存在较明显的周期特征,平均跨度在3-4年左右,其中盈利下行对应产能出清、盈利修复对应需求回暖和产能提升。2022年末,产能利用率触及36.4%的低点后升至2023年3季末的38.8%,同期利润降幅持续收窄,工业企业可能正处于新一轮盈利修复的早期阶段。2023年1-11月,工业增加值同比4.3%、生产韧性较强,利润进一步修复的关键在于需求端。展望2024年,以地产及出口链为代表的终端需求或面临一定压力,可能对利润修复形成干扰,“三大工程”、“万亿国债”等政策支持尤为关键。

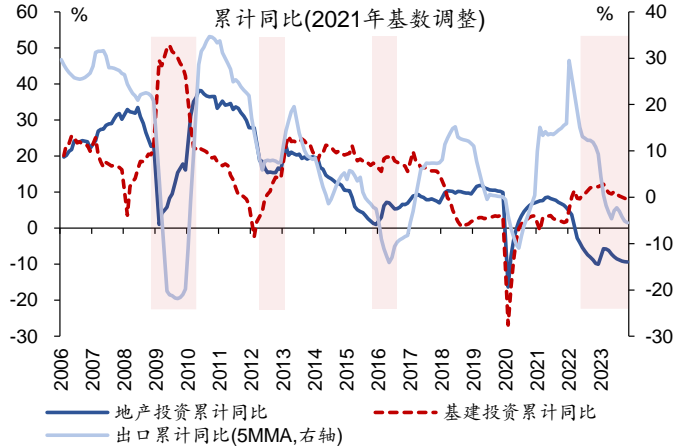


图表17: 工业企业产能利用率与利润增速较为同步



来源: Wind、国金证券研究所

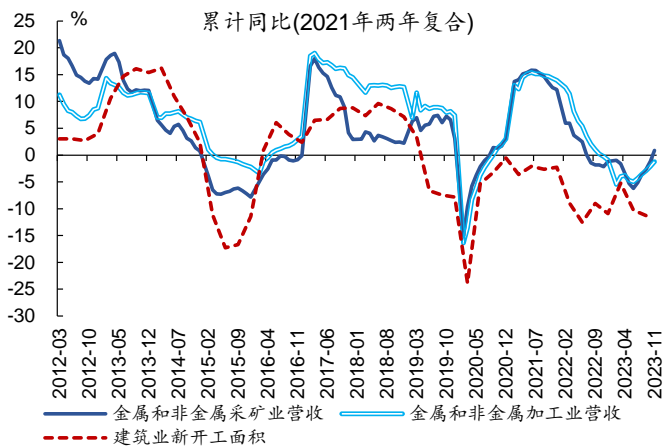
图表18: 基建投资发力对冲地产和出口下行压力



来源: Wind、国金证券研究所

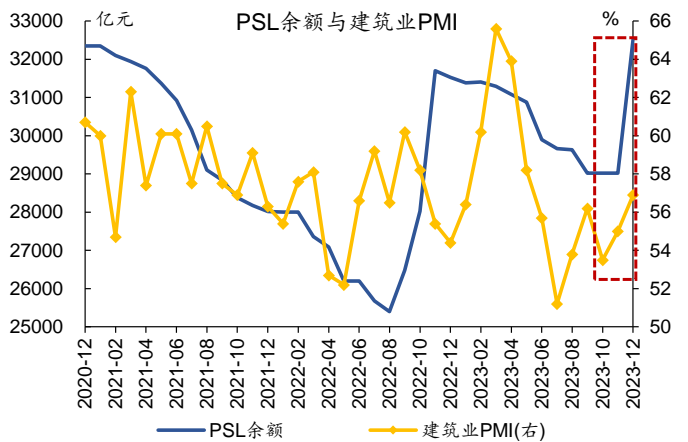
“三大工程”、“万亿国债”等稳增长相关链条，利润有望迎来改善。以地产和基建为主要抓手的稳增长政策，对采矿、上游制造等行业需求的提振效果最为显著；经验显示，建筑业新开工与采矿和上游制造业营收增速走势同步。2023年12月，PSL新增3500亿元、8000亿国债项目清单下达、各地加快“三大工程”相关项目开工建设，建筑业PMI升至56.9%。需求带动下，采矿、上游制造等稳增长相关链条，盈利有望率先改善。

图表19: 建筑业新开工面积与上游行业营收增速较同步



来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 2023年12月, PSL余额、建筑业PMI上升



来源: Wind、国金证券研究所



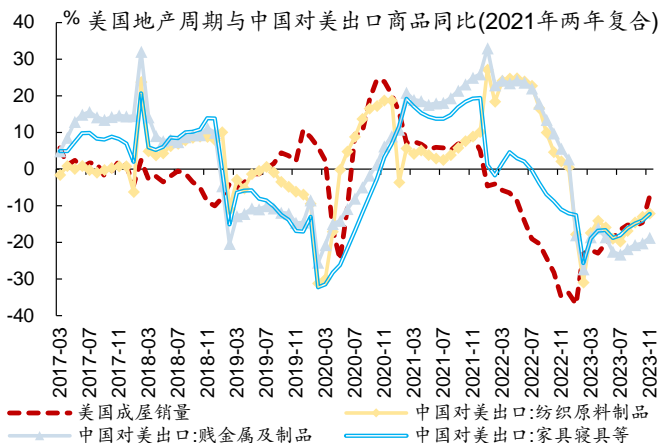
图表21: 2023年末, 各地加速布局“三大工程”

类型	部门/城市	事件	时间	事件
保障性住房	深圳	深圳市首批配售型保障性住房集中开工	2023年12月28日	据深圳特区报报道, 12月28日, 深圳市首批配售型保障性住房建设集中开工, 共有13个项目, 总用地面积17.7万平方米, 配售型保障性住房建设面积75.7万平方米, 总投资约125亿元, 房源合计1万余套。
	上海	《上海市促进在线新经济健康发展的若干政策措施》	2024年1月4日	文件提出, 完善在线新经济生态圈综合配套环境。加强保障性租赁住房建设, 按照“产城融合、职住平衡”的原则, 到2025年, 在三个生态园及周边建设筹措新增保障性租赁住房5万套。
平急两用基础设施	北京	建一批“平急两用”项目	2023年12月28日	北京将编制“北京市韧性城市专项规划”, 同时, 围绕旅居居住设施、医疗应急服务、物流枢纽、高速公路服务区旅居以及多功能公共服务设施等5类设施, 谋划建设一批“平急两用”项目。
	宁波	宁波市首个平急两用项目新进展	2023年12月28日	从海曙区住建局房屋管理中心获悉, 海曙区WCH-04-d1-1地块保障性租赁住房项目(健康驿站)已经完成主体结构施工, 进入装修阶段。这是宁波市首个平急两用公共基础设施类的保障性租赁住房项目, 建成后可提供房源1611套(间), 解决3000余名居民的安居问题。
城中村改造	上海	浦东新区首个以产业项目带动的“城中村”改造项目启动	2023年12月22日	今年上半年, 浦东新区提速4年加快推进面上改造, 今年不但提前超额完成1100户旧住房、54个“城中村”点位改造的任务, 实现累计受益居民1.5万户, 还提前超额达成各类配套安置房开工目标, 推动2个“城中村”项目获市里认定, 加快北蔡联勤、新场蒋桥、合庆老集镇3个项目报市里批复。
	长沙	全国超大特大城市城中村改造项目首笔贷款长沙落地	2023年12月23日	12月23日, 长沙市望城区大泽湖片区城中村改造项目一期工程获得国家开发银行省分行配套贷款1000万元, 实现了当天发放、当天支付, 是全国发放的首笔超大特大城市城中村改造项目配套贷款, 专项用于支持城中村改造项目范围内产业载体配套基础设施建设。

来源: 中新网、中房网、地方政府官网、国金证券研究所

美国利率敏感性行业景气筑底改善, 叠加部分行业库存回补, 可能会带动国内相关行业贸易需求和利润修复。在美国经济下行趋势相对确定的背景下, 库存回补行为很可能是结构性的, 地产、机电、设备制造等利率敏感同时库存偏低的行业, 未来补库空间或相对更大。其中, 美国地产需求改善对我国纺织、家具、金属制品的出口带动作用较强, 我国机电设备、运输设备出口中, 对美出口分别占比16.6%、27.1%。

图表22: 美国地产周期带动部分我国对美商品出口



来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 美国不同行业实际库存情况

	实际库存增速			实际库存增速分位数		
	2023-08	2023-09	2023-10	2023-08	2023-09	2023-10
石油和煤炭产品	5.29	8.37	14.55	71.9	90.1	97.7
金属制品	8.89	6.71	5.38	78	64.3	62.8
纸制品	5.40	3.33	2.47	85.6	79.5	74.2
初级金属	6.15	3.40	1.94	83.3	64.3	48.4
基础化学品	2.72	2.02	1.71	74.2	66.6	63.6
电气设备	0.59	0.53	0.14	41.6	38.6	35.6
运输设备	-1.41	-0.99	-0.24	33.3	35.6	37.1
机械	0.51	-0.25	-0.67	43.1	42.4	39.3
纺织	0.20	-0.95	-1.07	76.5	59.8	56.8
食品	1.50	-0.53	-1.61	55.3	25.7	15.9
计算机与电子产品	-2.32	-2.57	-2.13	14.3	11.3	16.6
塑料和橡胶产品	-2.69	-2.75	-2.71	9.8	8.3	9
皮革及相关产品	5.01	1.35	-3.06	78	62.1	32.5
印刷	1.87	-2.02	-3.10	67.4	48.4	38.6
家具及相关产品	-6.58	-6.04	-4.91	0.7	2.2	4.5
纺织产品	-3.71	-4.37	-4.96	30.3	23.4	21.2
服装	-5.49	-7.16	-7.12	18.9	9.8	10.6
饮料和烟草产品	-7.35	-7.03	-8.63	5.3	6.8	0.7

来源: Wind、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

(1) 工业企业利润显著修复的原因? 利润率大幅反弹, 带动工业企业利润明显修复。成本与费用率均有回落, 但投资收益对当月利润率改善的贡献更加显著。投资收益占比较低, 或难以对利润率修复形成持续贡献。

(2) 分行业利润表现如何? 制造业、采矿业利润降幅收窄, 电燃水利润涨幅扩大, 有色加工、电力热力等行业表现亮眼。利润边际改善的行业, 多数受投资收益的带动更大。汽车、电力热力等行业利润增厚, 主要受益于终端需求较好。

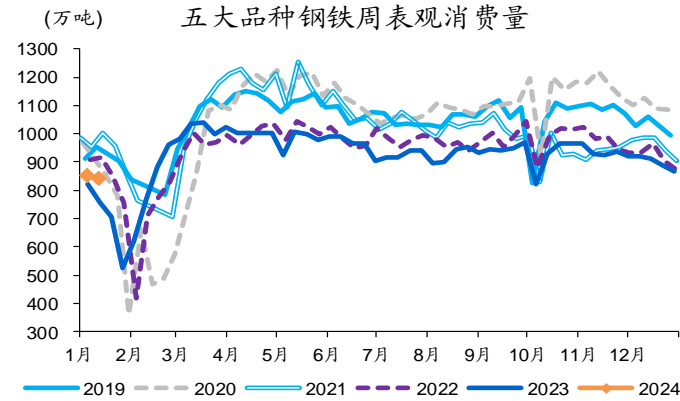
(3) 企业盈利或有哪些增长点? 工业企业可能正处于新一轮盈利修复的早期, 未来需求回暖是关键。“三大工程”、“万亿国债”等稳增长相关链条, 利润有望迎来改善。美国利率敏感性行业景气筑底改善, 叠加部分行业库存回补, 可能带动国内相关行业利润修复。



2、生产高频跟踪：工业生产边际改善，建筑业开工有所走弱

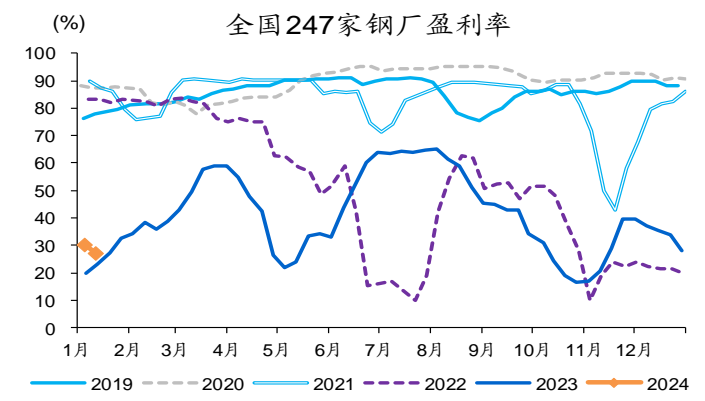
上游生产方面，高炉开工延续回升、社会库存持续增加。本周(01月07日至01月13日)，钢材淡季特征进一步显现，周表观消费、钢厂盈利率分别环比减少1.2%、3.5%，是去年同期的111.3%、117.1%。但冬储稳步进行，高炉开工率延续回升、环比增加0.5%，是2022年、2023年同期100.4%、100.5%；社会库存继续上行，环比增加4.0%、补库速度与上周基本一致。

图表24：本周，钢铁周表观消费继续回落



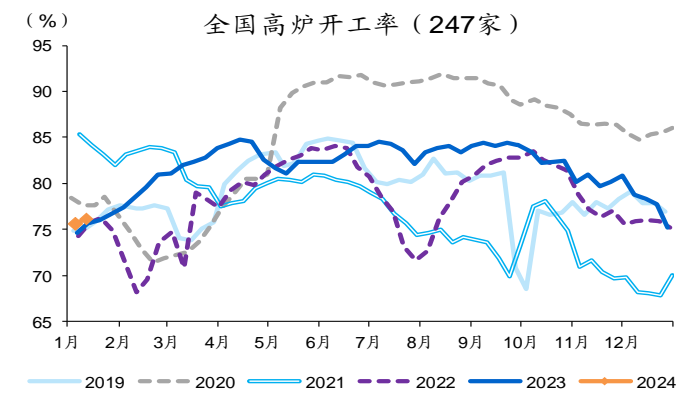
来源：Wind，国金证券研究所

图表25：本周，钢厂盈利率进一步下滑



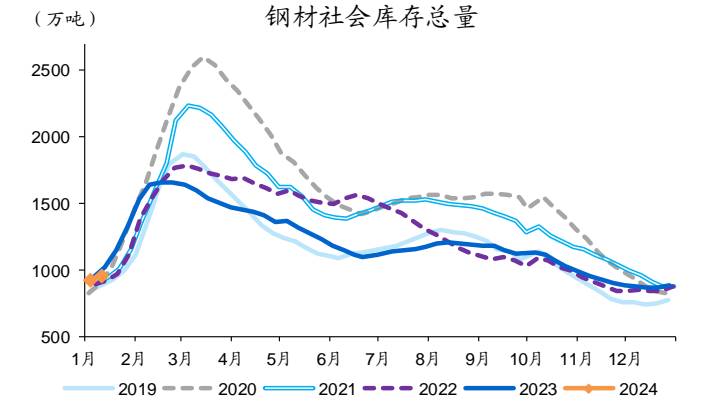
来源：Wind，国金证券研究所

图表26：本周，全国高炉开工率继续上行



来源：Wind，国金证券研究所

图表27：本周，钢材社会库存延续增加

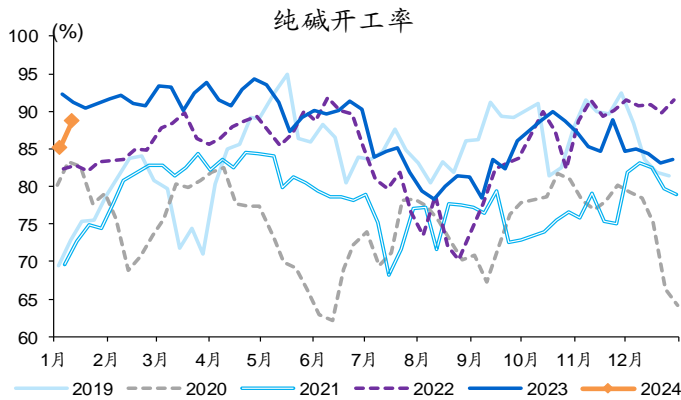


来源：Wind，国金证券研究所

中游生产改善，化工链、汽车链开工率均有增加。本周(01月07日至01月13日)，纯碱供应增强，开工率环比增加3.6%、较上周走扩2.0个百分点。国内PTA开工率延续上行、环比增加0.6%；对应下游涤纶长丝开工率较上周小幅回升、环比增加0.3%，意味着本周纺织服装端生产相对较强。此外，汽车半钢胎开工率元旦假期后有所反弹，较上周增加1.5个百分点，是2022年、2023年同期水平的121.0%、168.5%。

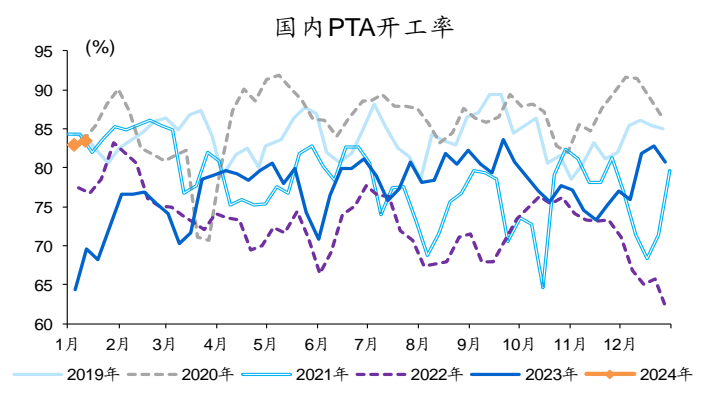


图表28: 本周, 纯碱开工率环比明显增加



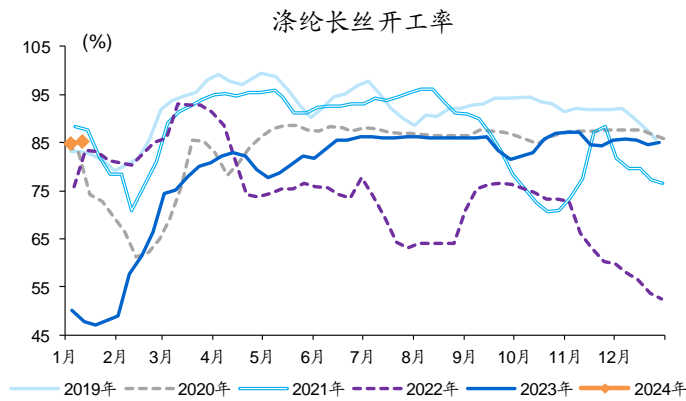
来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 本周, 国内PTA开工率上行



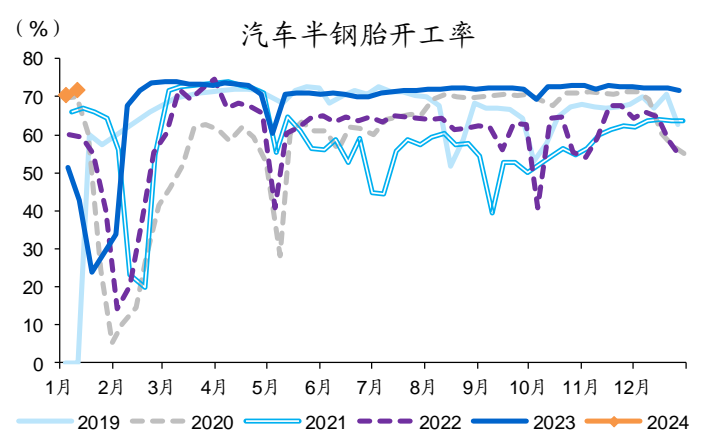
来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 本周, 涤纶长丝开工率小幅回升



来源: Wind, 国金证券研究所

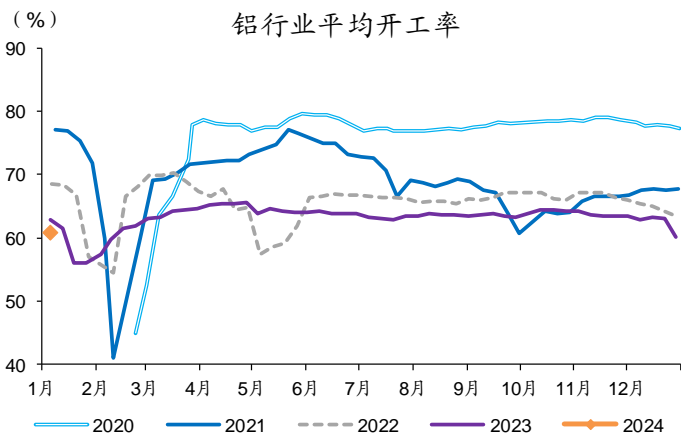
图表31: 本周, 汽车半钢胎开工率节后反弹



来源: Wind, 国金证券研究所

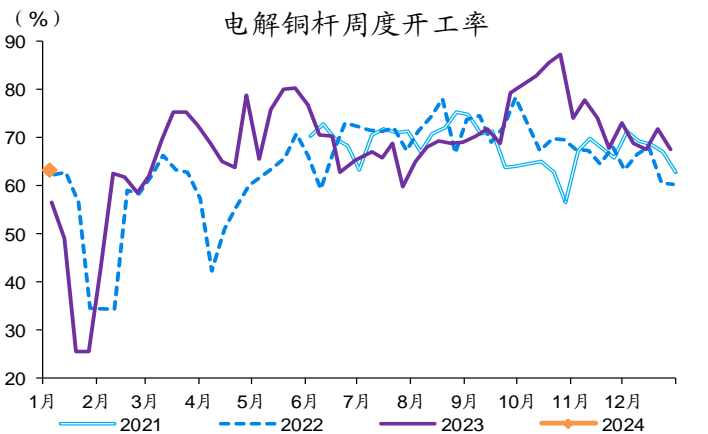
主要工业金属库存有所增加、但整体维持历史低位, 或意味着需求仍然偏弱。上周(12月31日至01月06日), 铝行业开工率低位震荡、环比增加0.7个百分点, 为2022年、2023年同期的88.9%、97.0%; 铜杆开工率延续下滑、环比减少4.3个百分点至63.3%, 为2022年、2023年同期的101.7%、112.1%。库存方面, 电解铝、社铜库存有所回升, 分别较前周增加6.5个百分点至46.2万吨;14.5个百分点至8.5万吨、是去年同期的80.2%、48.7%。

图表32: 上周, 铝行业平均开工率有所回升



来源: Wind, 国金证券研究所

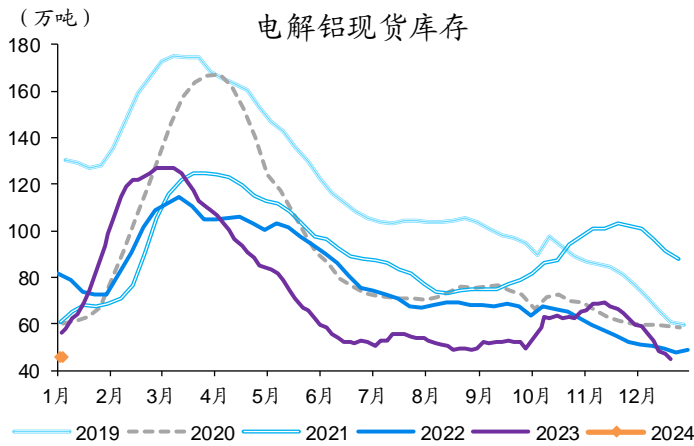
图表33: 上周, 电解铜杆开工率延续回落



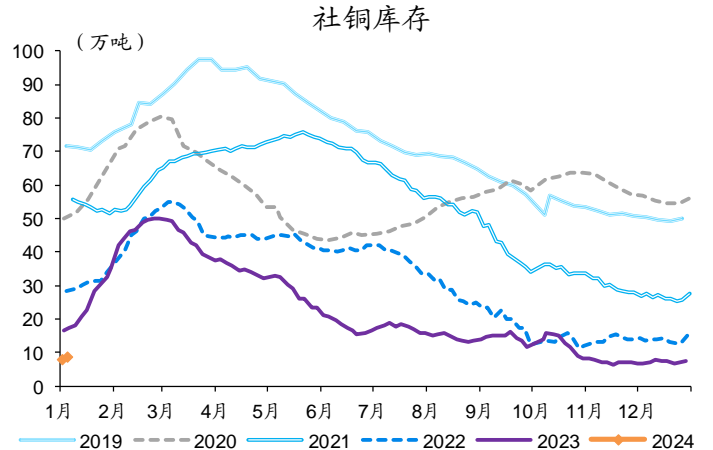
来源: Wind, 国金证券研究所



图表34: 上周, 电解铝现货库存量有所回升



图表35: 上周, 社铜库存有所增加

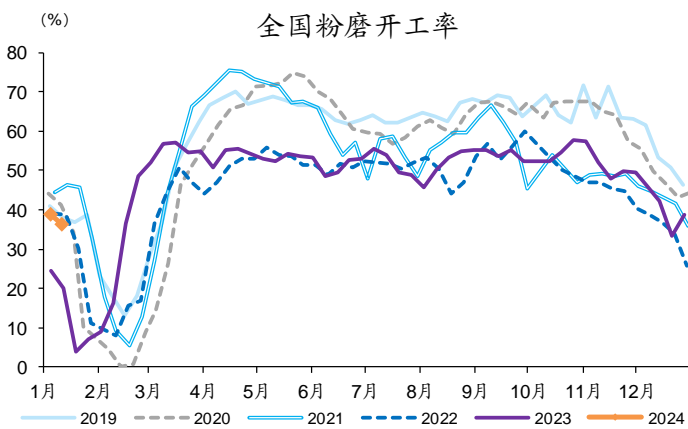


来源: Wind, 国金证券研究所

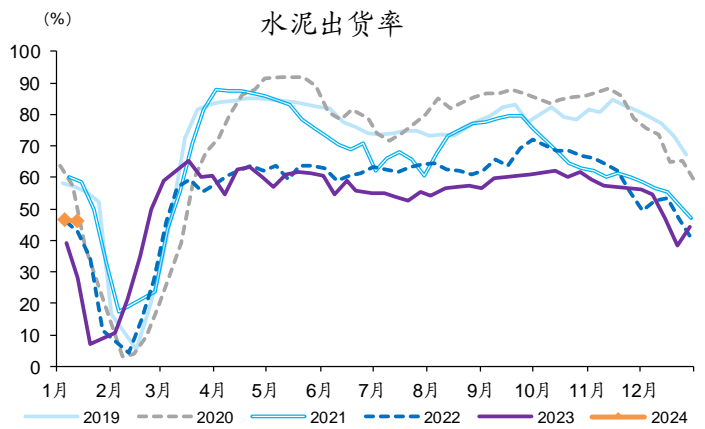
来源: Wind, 国金证券研究所

建筑业方面, 年末水泥供需走弱, 带动价格下滑。本周 (01月07日至01月13日), 水泥生产有所回落, 全国粉磨开工率较前周下降2.3个百分点至36.5%; 水泥需求也有收缩, 水泥出货率较前周下降0.2个百分点至46.2%。供需减弱使全国水泥价格行情延续偏弱走势, 本周水泥均价较上周下滑1.7%、是去年同期85.7%。库存方面, 本周水泥库容比与上周持平、是去年同期的92.9%。

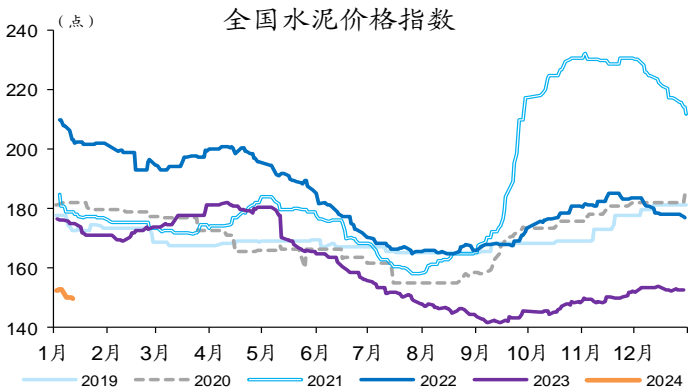
图表36: 本周, 全国水泥粉磨开工率有所回落



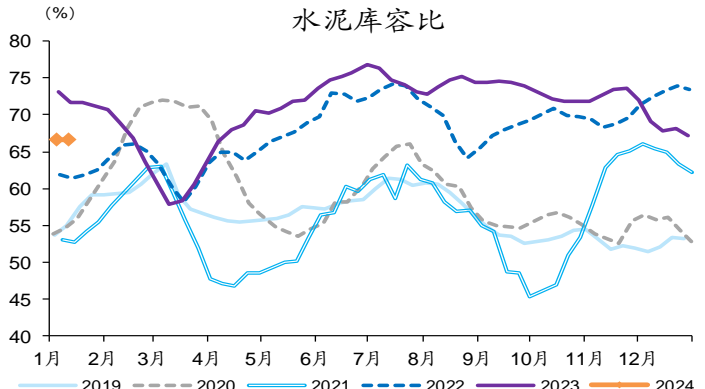
图表37: 本周, 全国水泥出货率小幅收缩



图表38: 本周, 水泥价格指数下行



图表39: 本周, 水泥库容比与上周持平



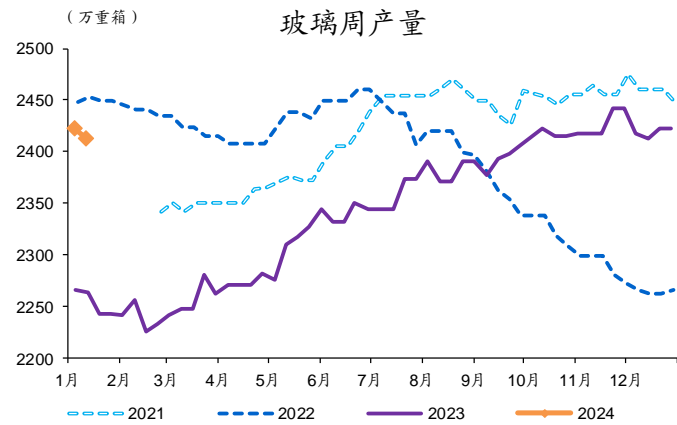
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所



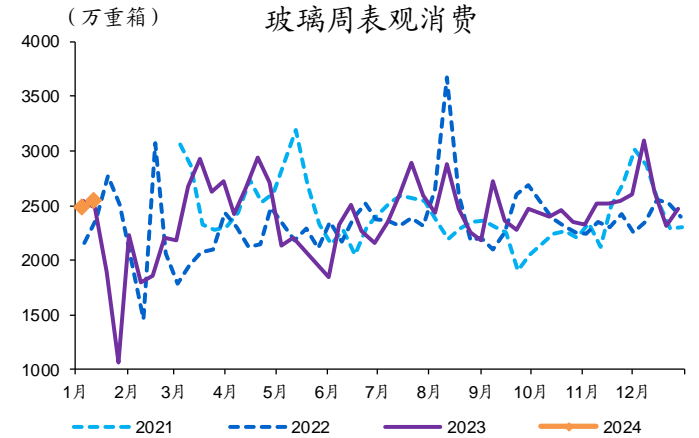
年末赶工需求支撑玻璃周表观消费增加、库存加快回落，但沥青开工率季节性下滑。本周（01月07日至01月13日），玻璃产量略有走弱，较上周回落0.4个百分点，是去年同期的106.6%。年底玻璃需求加大，周表观消费延续增加、较前周上涨2.7%，是去年同期的102.4%；对应库存加快回落、环比减少4.5%、降幅较上周走扩2.9个百分点。此外，沥青开工率季节性回落2.0%，处于近年同期相对低位，反映当前基建开工情况偏弱。

图表40：本周，玻璃产量略有走弱



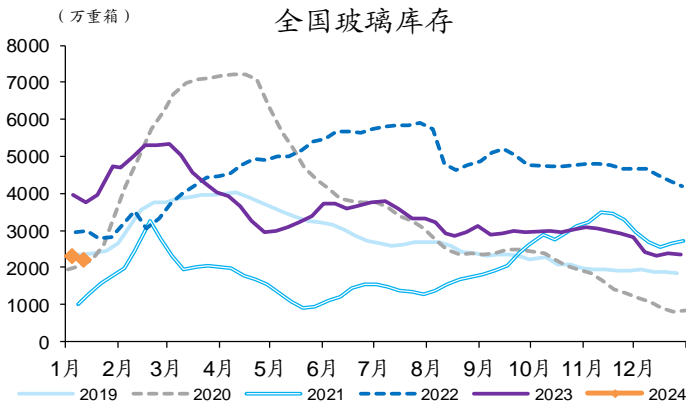
来源：Wind，国金证券研究所

图表41：本周，玻璃周表观消费延续增加



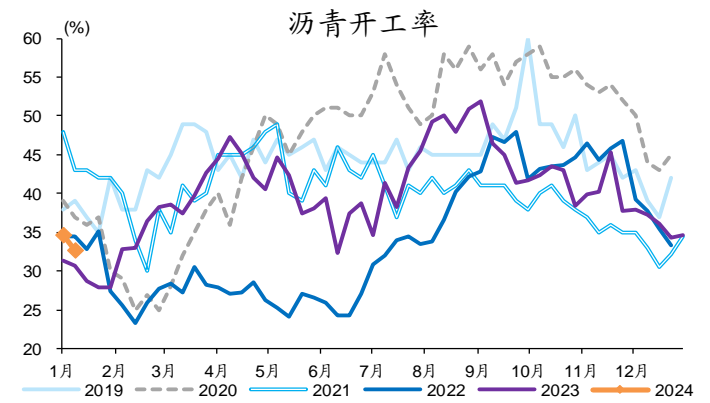
来源：Wind，国金证券研究所

图表42：本周，玻璃库存加快回落



来源：Wind，国金证券研究所

图表43：本周，沥青开工率季节性回落



来源：Wind，国金证券研究所

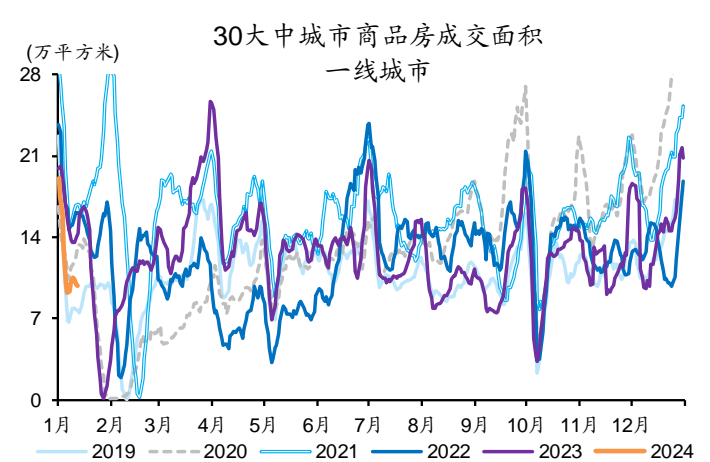
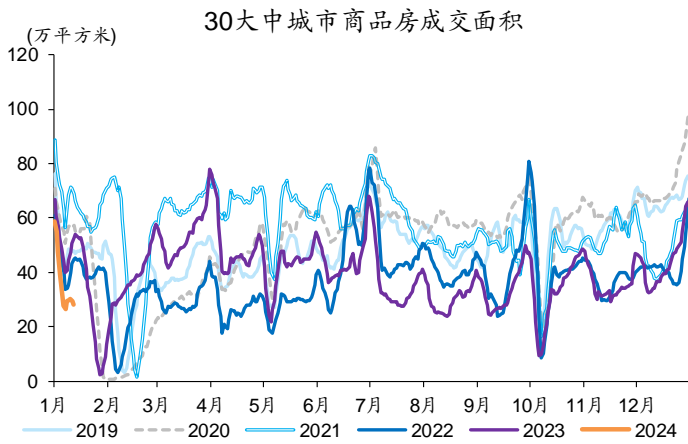
3、需求高频跟踪：新房成交显著回落，需求有所收缩，BDI 指数延续下行

新房成交面积显著回落、总体水平弱于过往。本周（01月07日至01月13日），全国30大中城市商品房成交季节性下行、环比减少10.5%；且下行幅度大于过往、同比减少46.8%。其中，较高能级城市表现较差，一线、二线城市成交分别较上周减少2.4%、21.7%；同比分别减少31.8%、44.2%；三线城市则有回升、环比增加24.5%。相较之下，本周全国代表城市二手房成交有所回暖、环比增加24.7个百分点，其中一线城市成交环比回升幅度更为显著、涨幅32.7%。



图表44: 本周, 全国商品房成交季节性回落幅度大于过往

图表45: 本周, 一线城市成交小幅回落

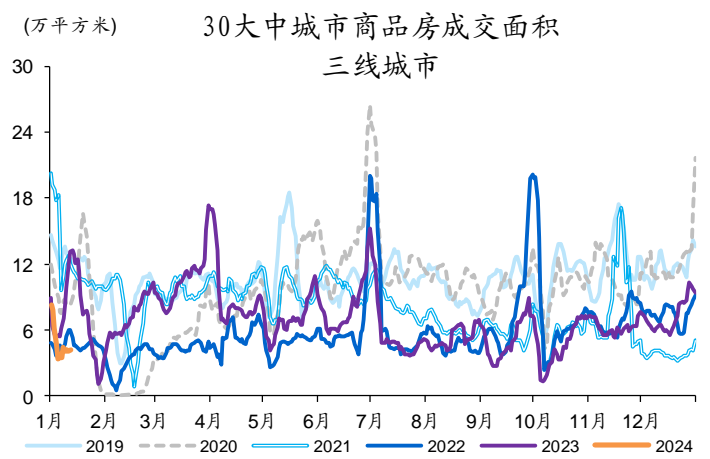
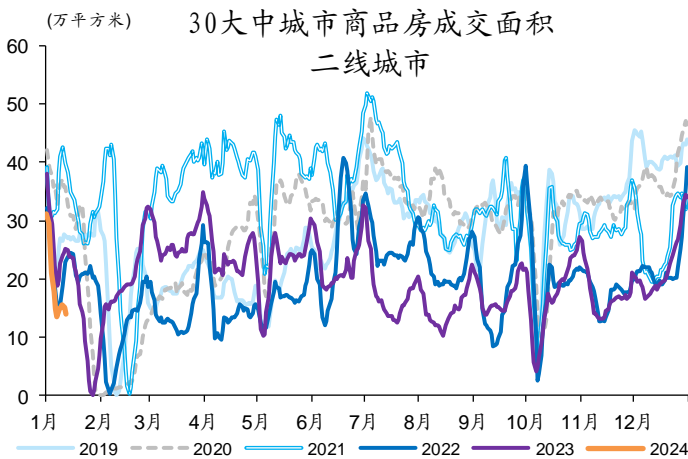


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表46: 本周, 二线城市成交显著下滑

图表47: 本周, 三线城市成交有所回升

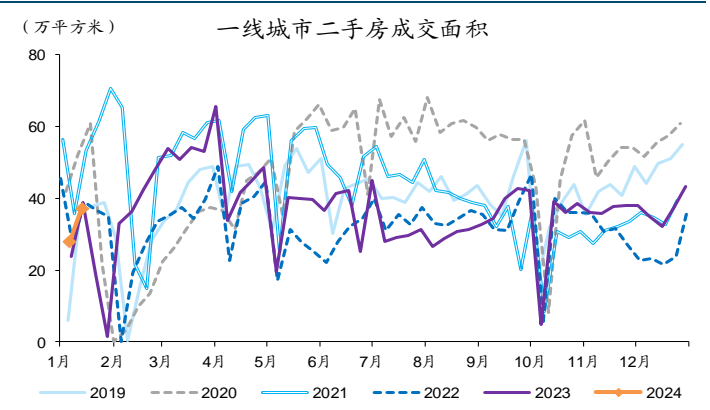
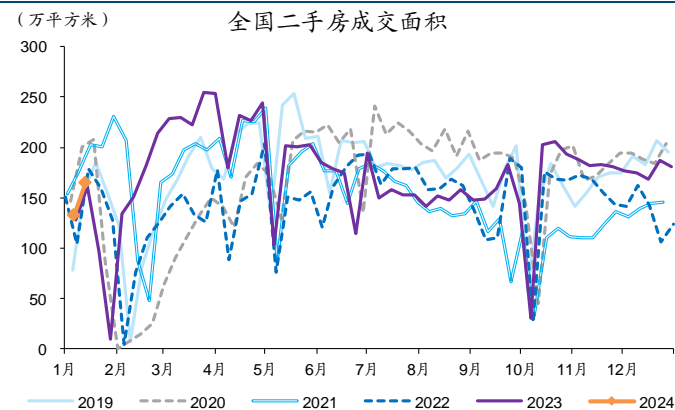


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表48: 本周, 全国二手房成交有所回升

图表49: 本周, 一线城市二手房成交明显增加



来源: Wind, 国金证券研究所

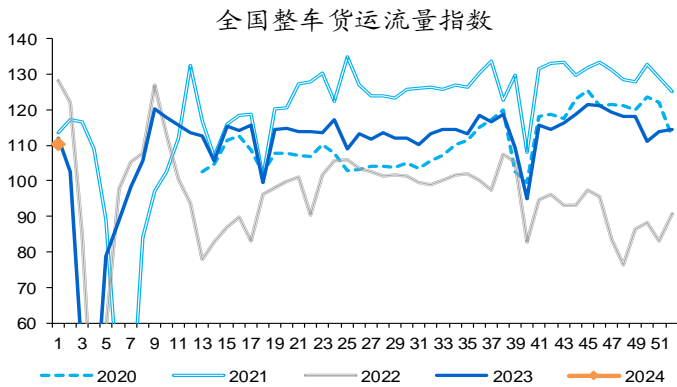
来源: Wind, 国金证券研究所

全国整车货运流量环比回落, 陆路货运流量、邮政业务量均有减少。上周(01月01日至01月07日), 节后需求回落, 整车货运流量环比下跌3.6个百分点; 多省市公路货运流



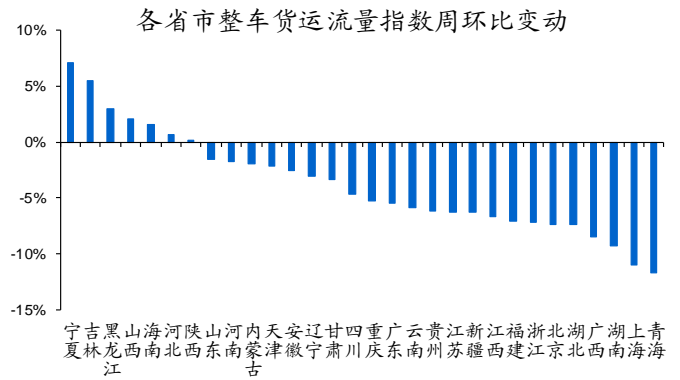
量明显下滑，其中青海、上海、湖南等省市跌幅较大、环比分别减少 11.7%、11.0%、9.3%。陆路方面，铁路、公路货运流量均延续回落、分别环比减少 0.2%、6.1%。此外，快递揽收、投递量亦有显著下滑，环比分别减少 4.5%、5.4%。

图表50: 上周，全国整车货运流量环比回落



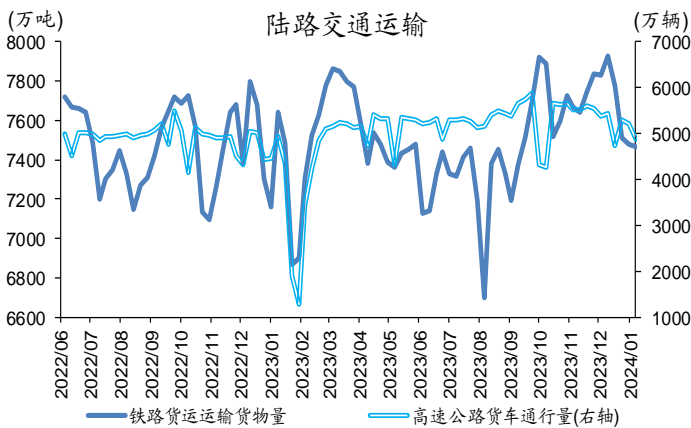
来源: G7, 国金证券研究所

图表51: 上周，多省市公路货运流量下滑



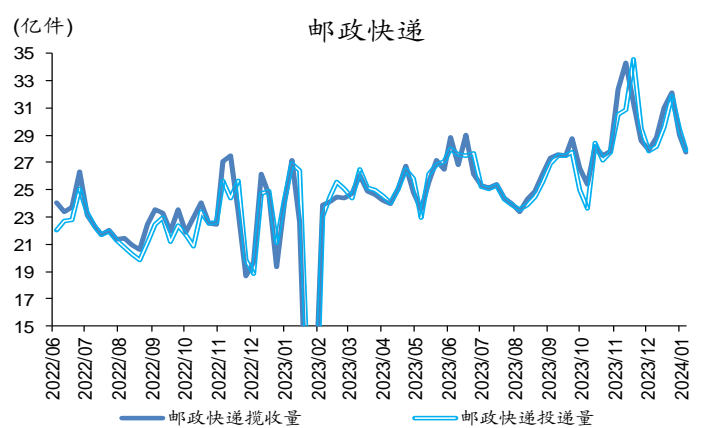
来源: G7, 国金证券研究所

图表52: 上周，陆路货运量有所回落



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

图表53: 上周，邮政快递业务量显著回落

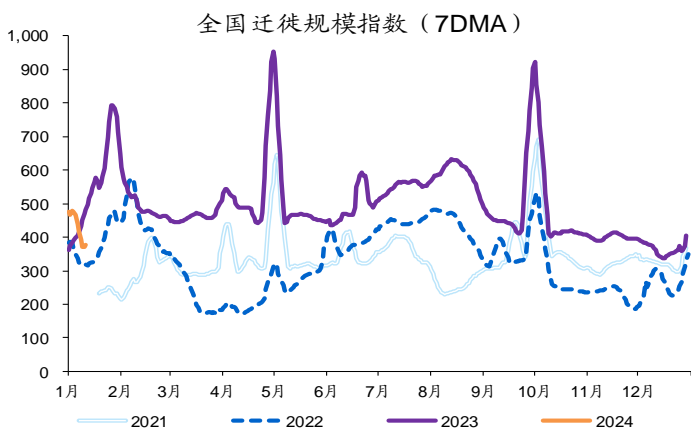


来源: 交通运输部, 国金证券研究所

跨区出行活跃度显著收缩,国际执行航班架次有所减少。本周(01月07日至01月13日),全国迁徙规模指数显著回落、较上周减少 21.0 个百分点,是 2022 年、2023 年同期的 121.4%、76.9%。本周国际执行航班架次有所回落、环比减少 1.4%,国内执行航班架次则有所回升,较上周增加 3.2%;或缘于节后商务出行活动增多、跨境旅行减少。

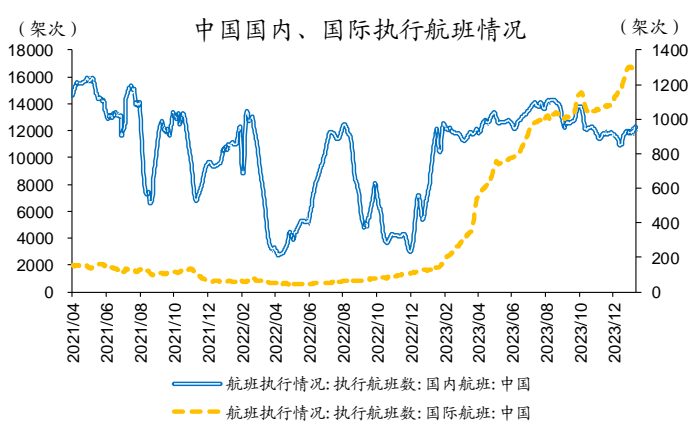


图表54: 本周, 全国迁徙规模指数显著回落



来源: 百度地图, 国金证券研究所

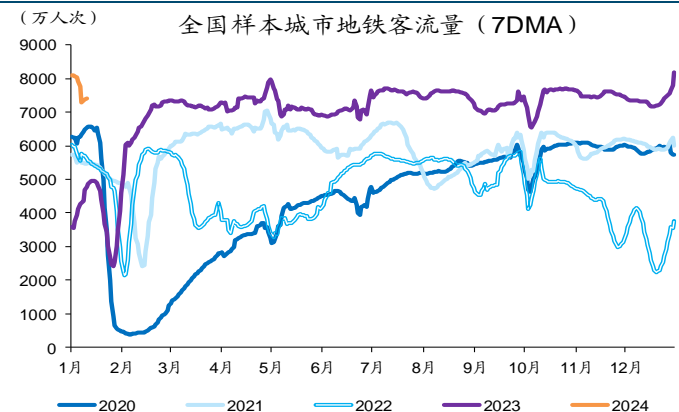
图表55: 本周, 国际执行航班架次有所减少



来源: Wind, 国金证券研究所

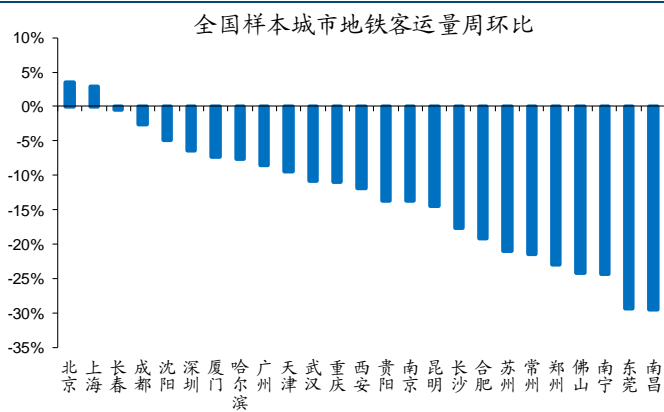
市内出行人数明显回落, 地铁客流量、拥堵延时指数均有减少。本周(01月07日至01月13日), 全国样本城市地铁日均客流量回落、较上周减少8.2%; 其中南昌、东莞、南宁等城市地铁客流降幅较为明显, 分别较上周减少29.6%、29.4%、24.4%。全国拥堵延时指数延续下滑、环比减少1.3个百分点, 其中乌鲁木齐、石家庄、太原等城市的市内拥堵情况缓解较为明显, 分别较前周回落13.7%、7.6%、6.5%。

图表56: 本周, 全国样本城市地铁客流总量有所回落



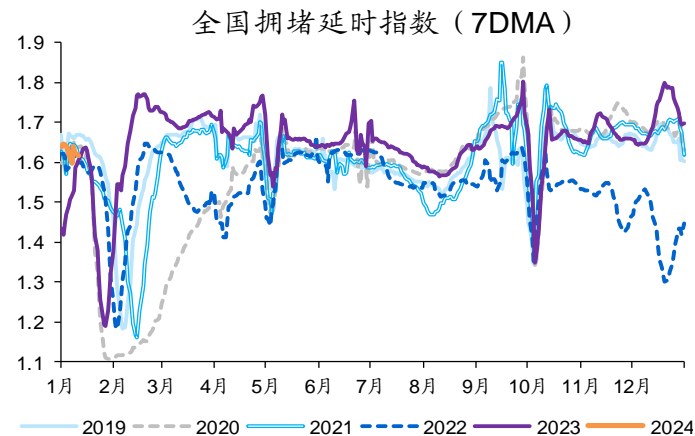
来源: Wind, 国金证券研究所

图表57: 本周, 大多数样本城市地铁客流量环比减少



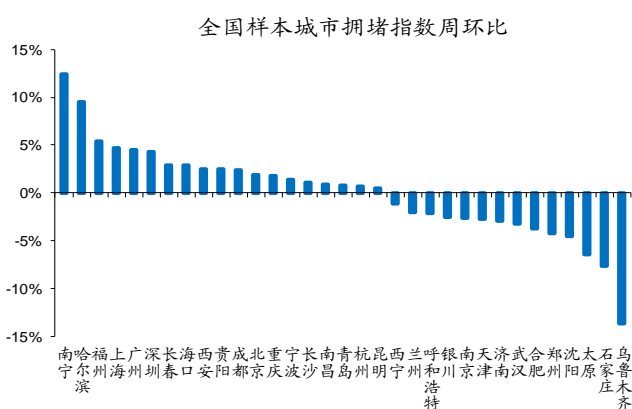
来源: Wind, 国金证券研究所

图表58: 本周, 全国拥堵延时指数显著下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

图表59: 本周, 部分样本城市拥堵指数回落



来源: Wind, 国金证券研究所

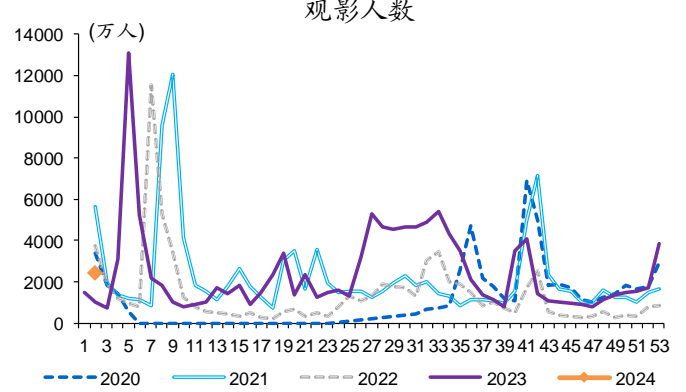
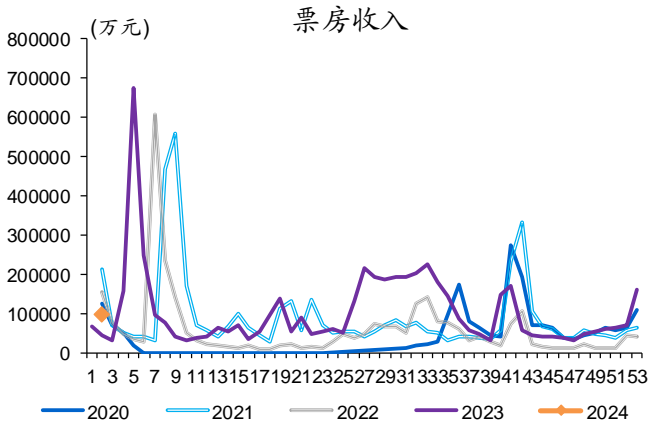
2024年首周电影票房收入季节性回落、约是2019年同期六成, 汽车零售、批发消费亦有



减少。上周(01月01日至01月07日),电影票房日均收入季节性回落、较前周减少39.2%至9.8亿元、是2019年、2023年同期66.8%、219.2%;场均观影人次同样大幅回落、较前周减少37.5%至2405.2万人次,是2019年、2023年同期59.7%、235.6%。汽车消费方面,乘用车零售和批发消费绝对值回落、分别环比减少54.8%、74.1%;五周平均销量环比也有回落、分别减少23.5%、31.6%。

图表60: 上周, 票房收入季节性回落

图表61: 上周, 观影人数季节性回落

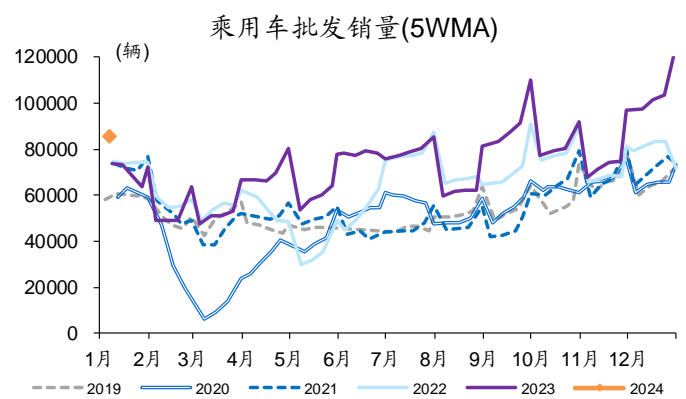
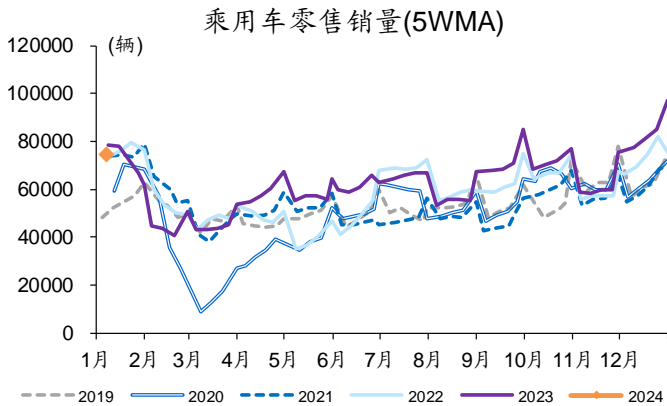


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表62: 上周, 乘用车零售量环比减少

图表63: 上周, 乘用车批发量环比减少



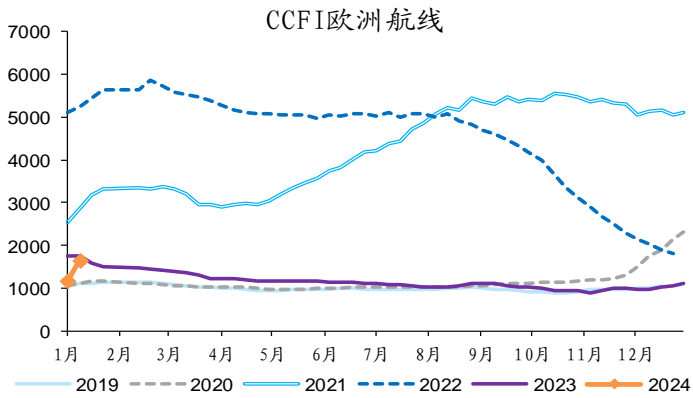
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

出口方面,集装箱运输市场依旧面对复杂的地缘局势,欧洲、地中海航线海运运价指数大幅上涨。本周(01月07日至01月13日),红海地区不确定性增大,欧洲、地中海航线指数涨幅显著,分别较前周提升40.1%、32.2%;在欧洲方向航线运价上涨带动下,CCFI综合指数较前周亦有大幅提升、环比增加21.7%。此外,本周BDI运价环比季节性下滑15.1个百分点,回落幅度大于过往,反映全球经济贸易总体需求偏弱。

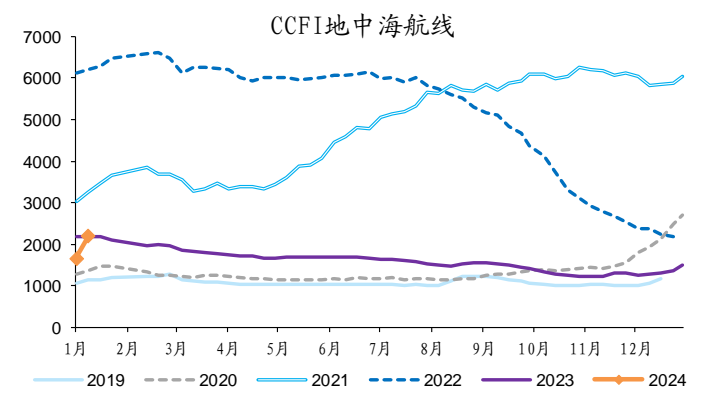


图表64: 本周, 欧洲航线运价大幅上涨



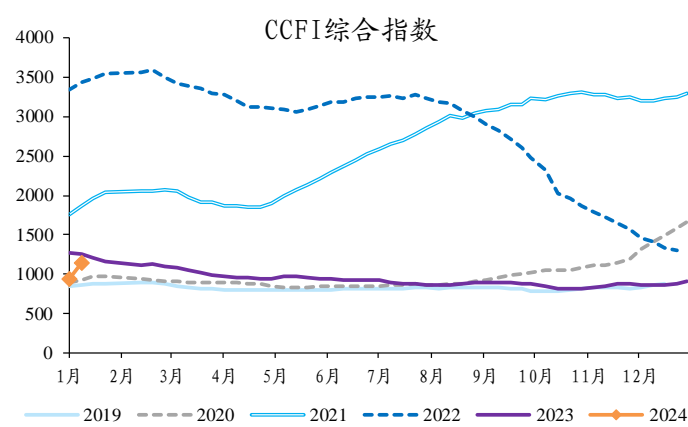
来源: Wind, 国金证券研究所

图表65: 本周, 地中海航线运价显著增加



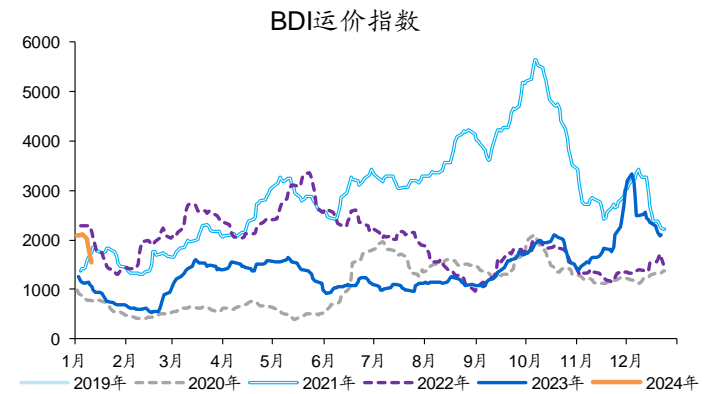
来源: Wind, 国金证券研究所

图表66: 本周, 出口集装箱运价指数大幅增加



来源: Wind, 国金证券研究所

图表67: 本周, BDI 运价指数环比回落



来源: Wind, 国金证券研究所

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、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。



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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究