

## 趋于改善但关键问题尚未解决

### ——2023年工业企业利润分析

#### 核心要点:

1月27日国家统计局发布：2023年12月单月工业企业利润同比增长+16.8%，两年复合增速+8.07%；1-12月工业企业利润总额累计同比-2.3%（前值-4.4%），1-12月营业收入累计同比+1.1%（前值+1.0%）。

1. 工业企业利润自2023年8月以来连续第5个月正增长。同期工业增加值增速从7月的3.7%持续提升至12月的6.8%，但PPI已经连续5个季度运行在负值区间。实物量持续增长但价格负增长，将加剧“有效需求不足，部分行业产能过剩”的问题。

2. 根本问题尚未解决。12月PPI收窄降幅至-2.7%（前值-3.0%）。但1月CRB指数同比继续回落，预计PPI仍然会运行在-2.5%至-3.0%的低位区间。

3. 寒潮推动公用事业增长加快，制造业增速修复接近转正。分三大类别来看，采矿业、制造业、公共事业利润累计同比分别为-19.7%（前值-18.3%）、-2%（前值-4.7%）和54.7%（前值47.3%）。采矿业受去年高基数影响同比增速依然维持-20%左右的负增长；制造业恢复保持强劲，接近转正；北方多地气温破纪录，南方冷暖大逆转，促使电力热力利润增长73.9%（前值58.2%）。

4. 春节年货季利好下游消费。酒饮料和茶制造企业利润增长明显，录得至8.5%（前值6.1%），烟草制品增幅提升至15.3%（前值8.7%）；食品制造扩大为4.2%（前值2.2%），纺织业转正至5.9%（前值-4.8%）

5. 宏观政策正在以价格指数回升作为目标，将支持重心从生产端切换到需求端。2024年1月以来，提前降准、定向降息、投资者为本的资本市场、央企市值管理、经营性物业贷款政策优化、提升房地产政策地方自主性等一揽子政策体现了这种政策优化。

6. 工业品库存周期仍在筑底。工业企业资产负债表仍在收缩。“有效需求不足”是核心问题。进入2024年，随着全球货币政策转向，全球出口有望见底回升；加之国内政策效果陆续释放，PPI将逐渐收窄降幅。历史数据显示，出口改善可能是工业企业利润增速转正的边际决定因素。

#### 分析师

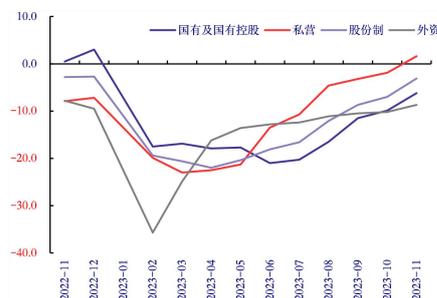
高明

☎：18510969619

✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

图：私营企业利润增速转正



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

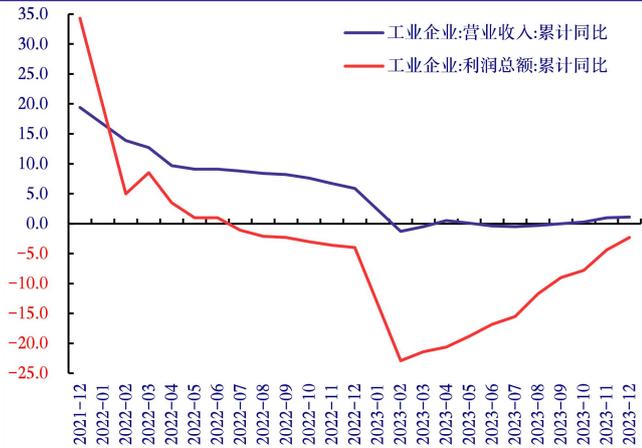
#### 风险提示：

- 1.国内政策时滞的风险
- 2.海外经济衰退的风险

## 一、2023Q3 以来工业企业利润增长修复，2024 年将进一步改善

工业企业利润连续第 5 个月正增长。1-12 月规模以上工业企业营业收入累计同比+1.1%（前值 1.0%），两年复合增速 3.5%（前值 3.8%）；1-12 月利润累计同比-2.3%（前值为-4.4%），两年复合增速为-3.15%（前值-4.0%），12 月当月同比+16.8%（前值+29.5%），连续第 5 个月正增长，两年复合增速为+8.07%（前值+13.8%）。

图 1. 规模以上工业企业营收和利润累计同比（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

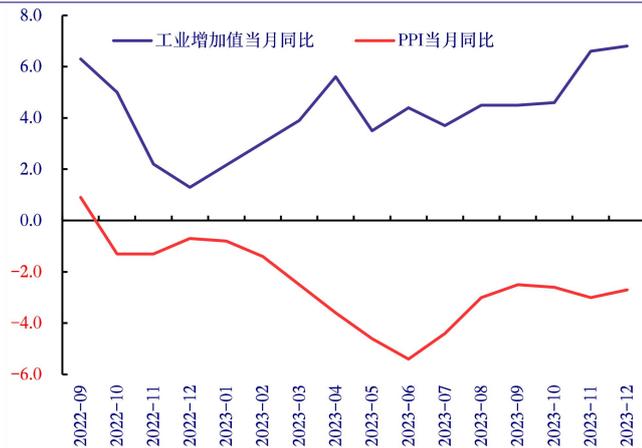
图 2. 规模以上工业企业利润当月同比: 已公布月份（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

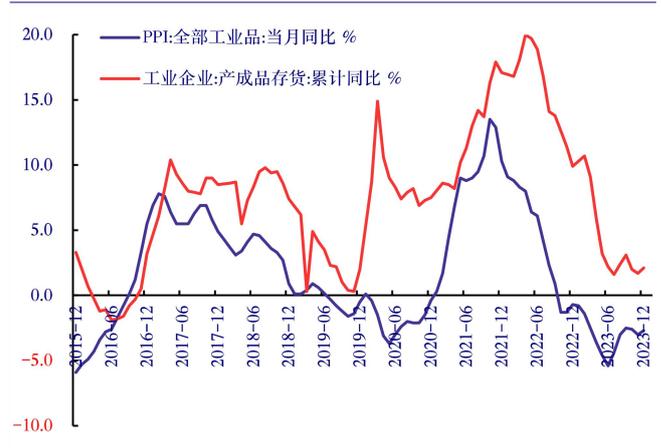
12 月工业量与价都所改善。12 月工业增加值环比+0.52%，同比+6.8%（前值+6.6%）。12 月 PPI 收窄降幅至-2.7%（前值-3.0%）。

图 3. PPI 进入负值区间之后，工业增加值仍保持正增长（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

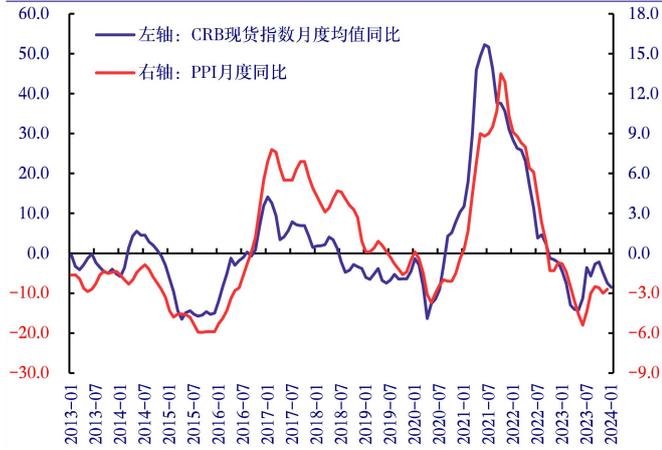
图 4. 工业产成品存增速与 PPI 都还在筑底阶段



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

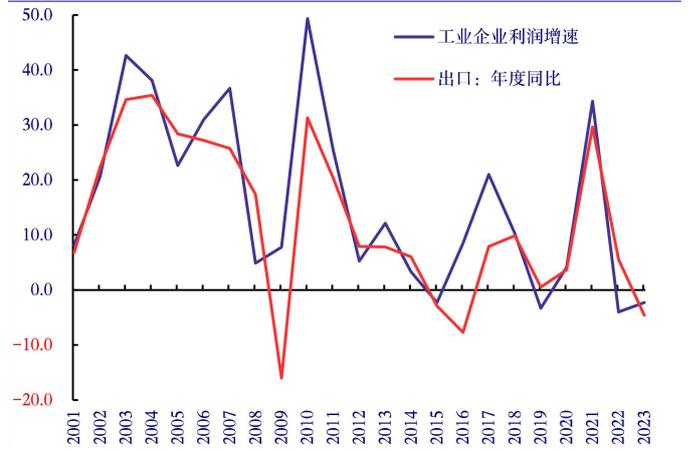
工业品库存周期仍在筑底。1-12 月工业产成品存货累计同比+2.1%（前值+1.7%），仍处于筑底状态，“有效需求不足”是核心问题。短期而言，1 月 CRB 指数同比继续回落（图 5），可能导致 PPI 继续在-2.5%至-3.0%的低位区间运行，不利于工业企业利润进一步改善。但进入 2024 年之后，预计随着全球货币政策的转向，全球出口有望见底回升；加之国内政策效果的陆续释放，PPI 将逐渐收窄降幅。比较而言，出口改善可能是边际决定因素（图 6）。

图 5. 根据 1 月 CRB 指数走势预测 PPI 将继续震荡 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6. 出口增速是工业企业利润增速的决定性因素 (%)



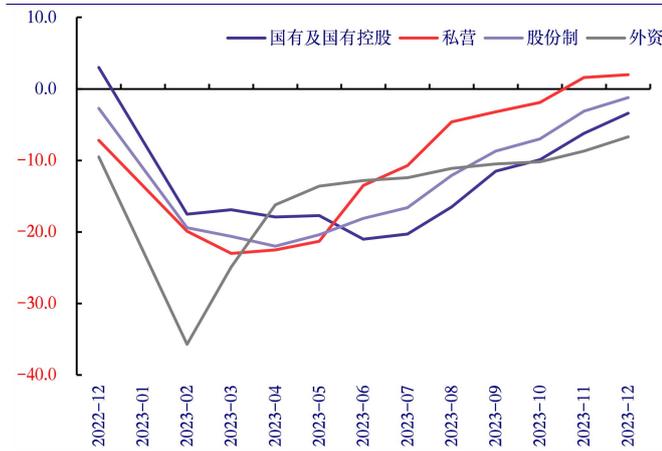
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**各所有制工业企业利润增速继续收窄降幅，民营企业利润继续保持正增长。**

1-12 月国有及国有控股企业利润累计同比-3.4% (前值-6.2%)，股份制企业利润累计同比-1.2% (前值-3.1%)，民营企业利润累计同比+2.0% (前值+1.6%)，是第二个月正增长，外资及港澳台企业利润累计同比-5.4% (前值-8.7%)。

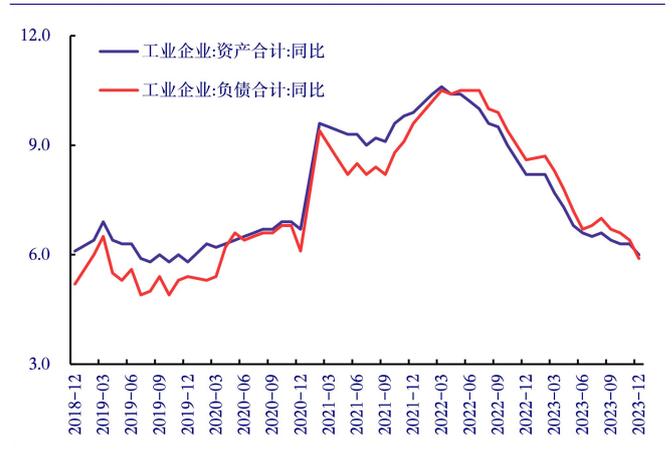
工业企业资产负债表仍在收缩。12 月工业企业负债同比+6.0% (前值+6.3%)，资产同比+5.9% (前值+6.5%)，增速连续 4 个月回落。资产负债率维持在 57.6%，表明企业对资产负债表扩张继续维持观望。利润的改善传导至企业扩张决策需要时间，需求测还需持续改善才能持续改善企业扩张信心。

图 7. 不同所有制类型工业企业利润增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 11 月规模以上工业企业负债增速继续回落 (%)

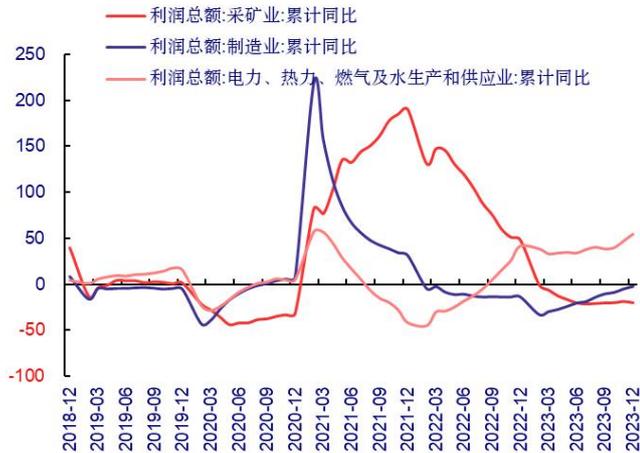


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、工业企业分行业利润增速：寒潮推动电力电热增长、节前消费增长

分三大类别来看，采矿业、制造业、公共事业利润累计同比分别为-19.7%（前值-18.3%）、-2%（前值-4.7%）和 54.7%（前值 47.3%）。采矿业受去年高基数影响同比增速依然维持-20%左右的负增长，本月中断连续 4 个月改善；制造业恢复保持强劲，接近转正；本轮覆盖全国的寒潮再次推高公共事业利润的高速增长，北方多地气温破纪录，南方冷暖大逆转。

图 7. 工业三大类别：利润累计同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8. 工业三大类别：工业增加值：当月同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 上游黑色和有色金属加工业利润继续快速增长，寒潮推动电力热力利润增幅。

原材料方面，有色采选利润同比继续增长 8.1%（前值 7.6%），黑色采选利润加快至 6.7%（前值 2.6%）；油气开采利润降幅扩大至-16%（前值-8.5%），非金属矿采选降幅缩小至 0.6%（前值 0.9%）。原材料加工方面，黑色、有色金属冶炼加工利润大幅改善并带动整体工业企业利润增长，分别为 157.3%（前值 275.6%）和 28%（前值 21.8%），石油煤炭及燃料加工本月大幅增长至 26.9%（前值-14.1%），木材加工正增长扩大为 18%（前值 17.4%）；制成品上，造纸及纸制品利润增幅扩大 4.4%（前值 2.4%），橡胶利润增速边际回落至 14.6%（前值 16%）但依然保持较快速度，金属制品增速转正至-23.9%（前值-25.6%）。公用设备方面继续保持利润正增长，寒潮加强冬季供暖使得电力热力利润增长 73.9%（前值 58.2%）、水的生产和供应 10%（前值 11.5%）、燃气生产和供应有所下降至 9.1%（前值 14.8%）。

### 随着产业升级深化，中游制造业利润已连续改善。汽车制造行业受年末产销

加快、出口较快增长等因素带动利润增速上升至 5.9%（前值 2.9%）；铁路船舶航空航天保持稳定高增长，本月录得 22%（前值 22.3%），化学纤维制造利润改善明显，本月为 43.8%（前值 17.4%）、机械和设备修理改善至 18.6%（前值 3.8%）；前期利润高速增长的行业有所边际下降，电气机械 15.7%（前值 17.2%）、通用设备 10.3%（前值 9.4%）；专用设备制造保持负值但减小至-0.4%（前值-1.0%）、仪器仪表维持 2.3%（前值 2.3%）；其他负增长的行业已经出现明显边际改善，计算机通信和电子设备利润累计同比-8.6%（前值-11.2%）、其他制造-20.1%（前

值-22.5%)、家具制造-6.6%(前值-6.3%)。

**春节年货季利好下游消费。**酒饮料和茶制造企业利润增长明显，录得至 8.5% (前值 6.1%)，烟草制品增幅提升至 15.3% (前值 8.7%)；食品制造扩大为 4.2% (前值 2.2%)，纺织业转正至 5.9% (前值-4.8%)，文教工美体育娱乐用品-1.7% (前值-4.5%) 连续收窄降幅；医药制造依然低迷，本月为-15.1% (前值-15.9%)。农副食品加工降幅小幅收窄至-11% (前值-11.8%)

图 9. 工业企业子行业利润增速：累计同比

行业		规上工业企业整体	计算机通信和电子设备	电气机械及器材制造	电力热力	汽车制造	黑色金属冶炼加工	化学原料化学制品	有色金属冶炼加工	石油煤炭及燃料加工	非金属矿物制品
营收占比		100.0%	11.3%	8.2%	7.3%	7.6%	6.2%	6.6%	5.7%	4.6%	4.2%
利润累计同比 (%)	2023-12	-2.3	-8.6	15.7	71.9	5.9	157.3	-34.1	28.0	26.9	-23.9
	2023-11	-4.4	-11.2	17.2	58.2	2.9	275.6	-38.5	21.8	-14.1	-25.6
	2023-10	-7.8	-18.2	20.8	50.1	0.5	37.0	-42.8	-3.7	-27.0	-26.5
行业		农副食品加工	通用设备制造业	金属制品	煤炭开采和洗选	专用设备制造业	橡胶和塑料制品	医药制造	纺织业	食品制造	烟草制品
营收占比		4.0%	3.5%	3.4%	2.6%	2.8%	2.1%	1.9%	1.7%	1.5%	1.0%
利润累计同比 (%)	2023-12	-11.0	10.3	4.5	-25.3	-0.4	14.6	-15.1	5.9	4.2	15.3
	2023-11	-11.8	9.4	3.0	-25.9	-1.0	16.0	-15.9	-1.8	2.2	8.7
	2023-10	-16.5	10.4	-0.1	-26.6	2.0	16.2	-16.4	-6.1	0.1	6.2
行业		燃气生产和供应	酒饮料和茶制造业	文教工美体育娱乐用品	造纸及纸制品	纺织服装、服饰	铁路船舶航空航天	石油和天然气开采	化学纤维制造业	废弃资源综合利用	仪器仪表制造业
营收占比		1.3%	1.2%	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%
利润累计同比 (%)	2023-12	9.1	8.5	-1.7	4.4	-3.4	22.0	-16.0	43.8	-7.8	2.3
	2023-11	14.8	6.1	-4.5	2.4	-4.8	22.3	-8.5	17.4	-7.5	2.3
	2023-10	8.0	6.2	-5.1	-13.6	-7.7	19.1	-8.9	2.3	-15.0	3.3
行业		皮毛羽绒和制鞋	木材加工	家具制造	印刷和记录媒介	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		0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.1%	0.2%
利润累计同比 (%)	2023-12	2.0	18.0	-6.6	1.7	6.7	8.1	0.6	10.0	-20.1	18.6
	2023-11	-1.1	17.4	-6.3	0.1	2.6	7.6	0.9	11.5	-22.5	3.8
	2023-10	-0.1	11.2	-11.8	-1.9	-13.5	4.5	-1.8	8.8	-25.9	3.2

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 图表目录

图 1. 规模以上工业企业营收和利润累计同比 (%) .....	2
图 2. 规模以上工业企业利润当月同比: 已公布月份 (%) .....	2
图 3. PPI 进入负值区间之后, 工业增加值仍保持正增长 (%) .....	2
图 4. 工业产成品存增速与 PPI 都还在筑底阶段 .....	2
图 5. 根据 1 月 CRB 指数走势预测 PPI 将继续震荡 .....	3
图 6. 出口增速是工业企业利润增速的决定性因素 .....	3
图 7. 不同所有制类型工业企业利润增速 (%) .....	3
图 8. 11 月规模以上工业企业负债增速继续回落 (%) .....	3
图 7. 工业三大类别: 利润累计同比增速 (%) .....	4
图 8. 工业三大类别: 工业增加值: 当月同比 .....	4
图 9. 工业企业子行业利润增速: 累计同比 .....	5

### 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”联动分析。**

### 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。

### 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

### 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：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn