

宏观点评 20240327

工业企业利润的“新质”含量

2024年03月27日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《美国消费者信心的“真相”》

2024-03-26

《汇率破 7.20，怎么解读？有何影响？》

2024-03-22

■ 今年开年工业制造业相关数据“佳音频传”，背后的科技含量也在渐浓。从2月制造业PMI表现强于“春节”效应下的季节性、到制造业投资增速成功反超基建投资增速，积极的信号正在密集释放。1-2月工业企业利润10.2%的同比增速似乎也是制造业“开门红”的又一表现，但是背后受低基数影响颇大（考虑两年复合平均增速的话仅为-7.8%），这也将是2024年基数效应最有利的一个窗口。鉴于1-2月以计算机电子、航空航天为首的中游行业利润大幅提高，我们认为促科技政策将进一步利好相关企业利润。往后看，工业企业利润想要继续维持在较高增速的话，“新质生产力”的发展需要加速。

■ 与“新质生产力”更契合的中游行业，正引领着制造业的前行。1-2月上、中、下游工业企业利润同比增速分别录得-12.5%、35.6%、17.0%。在上、中、下游行业利润均面临低基数效应利好的背景下，中游行业利润的“脱颖而出”显得并不容易，背后离不开相关政策密集出台的刺激作用。其中，计算机电子、航空航天、通用设备等板块的利润增速都有了明显提升，这也与科技、设备更新改造等相关政策的推出有紧密联系。除了政策带来的利好之外，开年出口形势的好转也为这些行业利润的上行打开了空间，譬如全球半导体周期的触底反弹、促使年初集成电路出口的“量价齐升”；以及通用设备制造业的出口形势也在逐步发生边际好转。

除了装备制造业，中游的公用事业板块也在“大放光彩”。在今年年后工业复工情况不及往年的情况下，我们倾向于认为1-2月公用事业板块利润同比增速的明显上升主要是受春节错位的影响。去年春节靠前、1-2月工业生产从放假到复工受春节扰动的持续时间更长，而今年春节靠后、1-2月工业生产受春节扰动持续的时间较短。

除了科技，开年经济的另一大议题便是消费。从1-2月下游不同行业的具体表现来看，与消费相关的行业表现均“略胜一筹”，这和今年春节期间消费的优异表现有关。其中与消费相关的食品制造业、纺织服装业、汽车业、娱乐用品制造业利润都清一色取得了较高幅度的正增长。

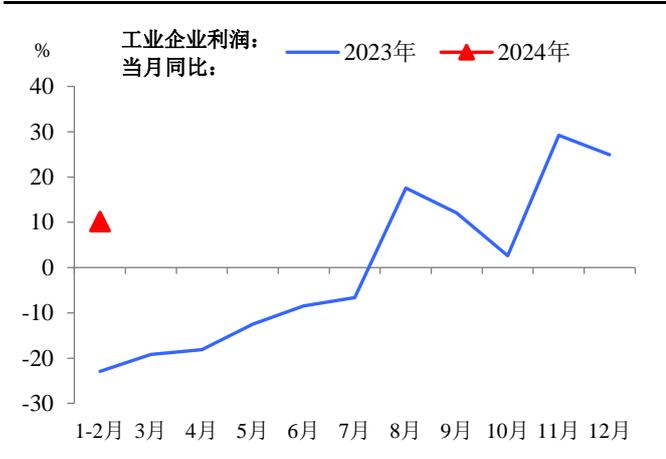
■ 三因素框架来看，生产和利润率是支撑。量、价、利润率拆解来看，1-2月表现为“量上价下、利润率正增”的形势，尤其是生产的优异表现成功拉动了工业企业利润上行。工业生产的上升与中游公用事业板块利润的升高“不谋而合”，结合年后工业复工情况不及往年的情况，我们认为工业生产在一定程度上受到春节错位的影响。

■ 民企和外资信心“卷土归来”？1-2月国有企业、股份制企业、私营企业、外资的利润同比增速分别为0.5%、5.3%、12.7%、31.2%，私企和外资利润似乎在明显抬升。不过若考虑两年复合平均增速的话，四大种类的企业利润增速分别为-8.9%、-7.9%、-5.0%、-8.2%，这就说明了民企和私营企业的复苏并不是那么稳固。结合PMI数据来看，目前中小企业PMI指数仍处于荣枯线之下，稳民营和稳外资的相关政策仍待进一步落实。

■ 库存周期底部震荡，补库周期正在路上。根据工业企业营收和产成品存货的走势来看，目前库存周期仍处于被动去库末期、主动补库初期的位置。虽然需求端的复苏尚未完全企稳，但目前库存已经接近底部位置。叠加政策效应逐步显现等利好因素的影响，补库开启的时点或已在路上。

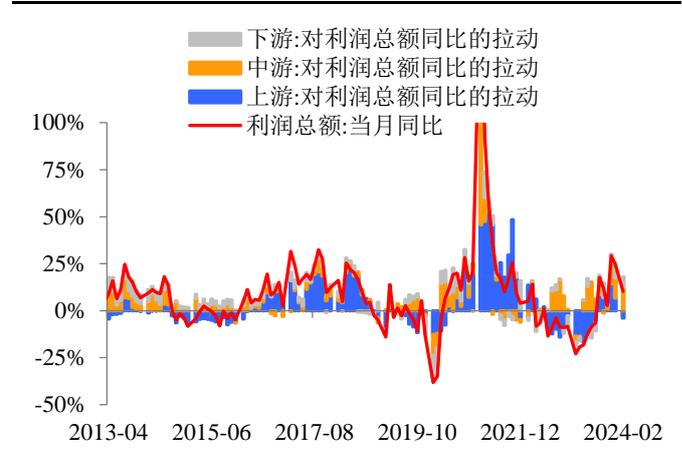
■ 风险提示：政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

图1: 1-2 月为今年工业企业利润基数效应最有利的窗口



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 1-2 月工业企业利润主要源于中游行业的拉动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 半导体周期已触底反弹



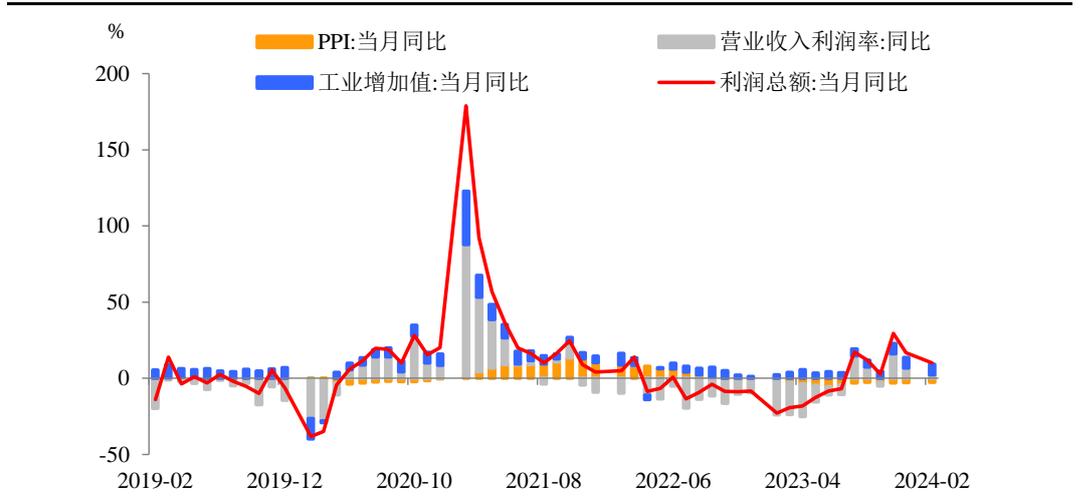
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 通用设备制造业出口形势也在发生好转



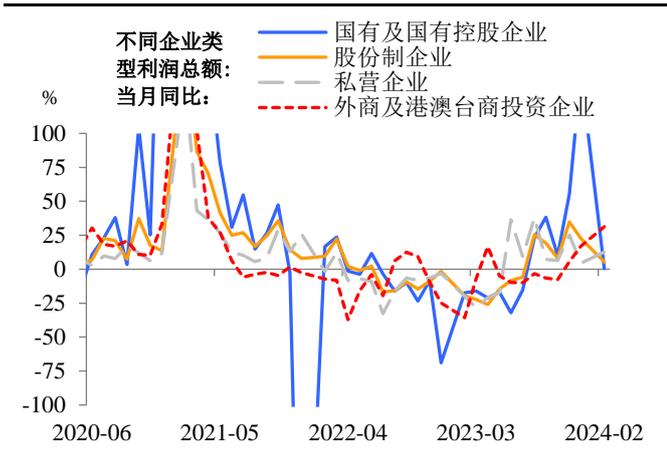
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图5: 1-2月工业端量上价下、利润率正增



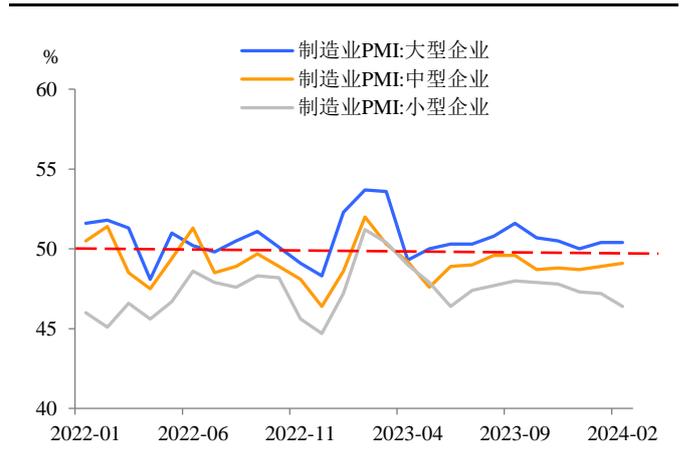
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 1-2月工业私营企业和外资利润同比增速上升



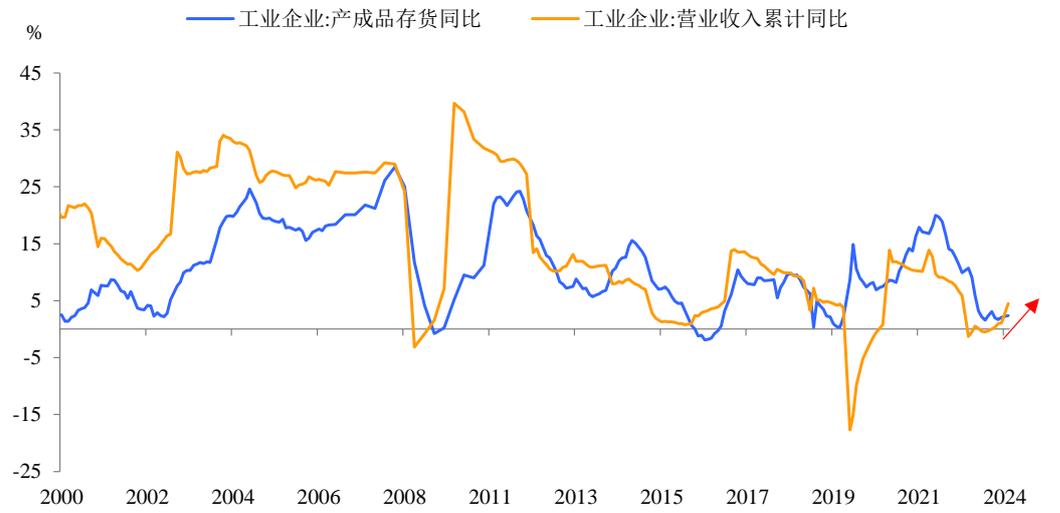
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: PMI 数据显示中小企业信心恢复尚未稳固



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 库存周期底部震荡, 补库周期正在路上



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9：1-2月工业企业细分行业利润总额同比增速一览表

工业企业细分行业：利润总额当月同比增速一览表（单位：%）		2024-02	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-02	2022-12
上游									
采矿	煤炭开采和洗选业	-36.80	-15.80	-17.29	-27.37	-28.36	-27.10	-2.30	11.85
	石油和天然气开采业	1.80	74.10	-3.88	-4.02	2.99	-6.56	-6.81	-23.30
	黑色金属矿采选业	101.30	50.03	767.63	93.28	127.46	71.24	-675.74	-42.39
	有色金属矿采选业	-25.80	15.52	35.18	0.05	13.51	19.71	20.51	-7.78
	非金属矿采选业	22.50	-1.84	20.95	36.59	-3.68	-18.23	-23.98	-25.72
原料及加工	黑色金属冶炼和压延加工业	0.00	45.61	-251.81	-203.73	-171.00	-155.43	-112.02	36.11
	有色金属冶炼和压延加工业	65.50	93.67	329.55	125.73	151.28	134.95	116.68	33.48
	非金属矿物制品业	-32.10	-6.68	-18.68	-24.97	-25.95	-12.68	-43.00	-29.85
	石油、煤炭及其他燃料加工业	0.00	-74.47	-189.23	-1001.48	-208.49	-150.19	-132.46	-89.06
	化学纤维制造业	0.00	303.37	193.58	205.98	62.83	-423.23	222.01	21.64
	化学原料和化学制品制造业	0.30	79.12	24.46	-3.13	4.59	-16.06	-66.89	-51.15
	橡胶和塑料制品业	50.20	5.25	14.83	26.72	13.69	29.81	20.44	45.98
上游总计		-12.46	27.69	39.26	1.68	21.03	25.89	-35.44	-11.50
中游									
装备制造业	通用设备制造业	20.70	17.30	2.92	6.04	-0.23	4.32	-1.18	1.62
	专用设备制造业	-17.00	3.93	-20.31	-1.35	-4.13	12.87	-9.57	18.44
	电气机械和器材制造业	-2.00	4.24	-4.94	-4.69	-19.08	29.57	64.96	28.74
	计算机、通信和其他电子设备制造业	210.90	21.62	62.61	-14.94	-7.26	9.96	-33.82	61.54
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	90.10	20.54	42.90	-12.39	-7.42	46.39	8.14	34.77
	仪器仪表制造业	-3.20	2.30	-3.50	-10.69	-15.87	-1.85	21.64	2.18
	金属制品、机械和设备修理业	55.50	35350.53	8.19	386.55	-81.45	37.96	-68.24	117.21
公用事业	电力、热力生产和供应业	69.40	-197.42	196.26	51.05	28.13	65.37	74.06	48.58
	燃气生产和供应业	18.80	-27.66	124.31	90.45	23.19	4.07	9.19	-5.51
	水的生产和供应业	69.40	-16.64	37.89	34.26	18.81	24.84	-8.63	-18.80
其他中游制造业	金属制品业	27.80	14.11	21.78	17.68	3.47	9.12	19.70	5.58
	废弃资源综合利用业	-59.30	-8.84	45.30	56.09	60.18	-8.66	-201.41	-13.92
	其他制造业	59.30	10.18	9.19	-20.22	-12.13	-16.35	-64.39	19.25
中游总计		35.58	25.09	28.94	5.70	-3.42	21.99	-10.41	1.35
下游									
食品类	食品制造业	15.80	21.61	24.75	-15.21	15.79	7.84	-4.74	2.26
	酒、饮料和精制茶制造业	14.20	31.67	4.29	17.30	183.26	-2.68	-1.00	-55.37
	农副食品加工业	-7.30	-7.00	19.35	-23.24	103.08	25.25	-28.60	9.84
衣物类	纺织服装、服饰业	31.10	6.20	11.80	-11.27	-10.09	-10.52	-20.25	12.58
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	21.30	26.88	-8.16	-9.04	-46.30	126.64	-22.53	105.31
	纺织业	51.10	46.63	27.79	24.07	27.32	26.04	0.04	-4.45
家庭设备用品	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	19.00	20.47	44.36	14.67	32.82	64.55	10.71	12.55
	家具制造业	198.10	-8.01	30.73	5.32	-32.77	-10.71	-39.16	13.56
医疗保健	医药制造业	-4.40	-7.04	-11.07	-3.70	-11.92	-31.62	-12.13	7.60
交通通信	印刷和记录媒介复制业	57.00	9.33	13.72	43.17	6.20	1.28	-0.20	1.83
	汽车制造业	50.10	35.67	24.49	3.44	-13.77	11.19	-29.97	-24.79
文娱类	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	50.40	19.82	-0.39	-3.64	9.89	-10.13	-19.92	10.35
	烟草制品业	3.90	-25.60	81.70	20.98	47.72	-3.02	-10.43	0.60
	造纸和纸制品业	336.70	10.70	132.56	88.92	58.78	41.89	-65.71	-7.94
下游总计		17.00	21.98	17.58	1.69	25.71	2.26	-13.96	-15.72

注：2024年2月数据为2024年1-2月累计同比增速。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>