

2024年03月27日

库销比指向供需再平衡时点临近

宏观研究团队

——2月企业利润点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

● “量”的扩张推动工业企业利润改善

2024年1-2月营收当月同比改善了2.5个百分点至4.5%，利润总额当月同比为10.2%，较前值下滑6.6个百分点但仍维持一定增长。拆分来看，成本率上升0.21个百分点、费用率上升0.06个百分点，营业利润率下降了1.1个百分点至为4.7%。因而，1-2月利润改善主要源于“量”的扩张，另外低基数、口径调整、春节闰月效应贡献了一部分增量。

● 利润改善的行业线索：国内新质生产力、海外出口链

(1)从利润占比来看，1-2月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造、公用事业的ttm利润占比为34.7%、30.5%、27.5%、7.4%，分别较前值变动了-0.5、0.2、0.0、0.4个百分点。公用事业的逻辑在于，经济结构从老“高耗能”转向“新高耗能”带来了增量用电需求，对应近年来用电量增速持续高于GDP增速，叠加发改委推进公用事业及资源品价格改革，预计公用事业利润有望延续改善。

(2)在低基数、闰月效应影响下，1-2月多个行业利润同比超过100%，因而我们采用ttm增速来平抑年初的异常波动。具体来看：上游金属板块改善较快，其中黑色金属采选、有色金属冶炼较前值提高了20.8、19.0个百分点；中游设备制造则受益于新质生产力板块加快培育壮大，计算机通信电子、金属制品、交运设备、通用设备改善了11.5、4.6、2.0、1.7个百分点，与1-2月制造业投资相互印证；外需延续韧性+国内春节消费火热，下游消费的负增速有所收窄，造纸、汽车、家具、纺织边际回升了12.7、9.5、8.1、6.0个百分点，多数为出口链板块。

● 库销比临近拐点，静待设备更新和消费品以旧换新落地

2月名义库存和实际库存均回升了0.3个百分点、维持低位震荡，存货周转天数为22.1天、小幅高于前值的19.3天，工业企业仍未实质性进入补库周期。好的方面在于2月库销比ttm为0.522、几乎持平前值，表明持续两年的产能过剩态势有望迎来拐点。供需再平衡的催化剂在于设备更新和消费品以旧换新落地，基准情形下，再平衡的拐点大概率发生于2024Q2。

● 不应忽视基数与口径调整的影响，亦不应低估积极因素的积聚

开年以来宏微观数据有所分化，口径调整较为明显。1-2月利润累计值同比为3.0%，与统计局“累计同比”的缺口为-7.2个百分点，2023年同期缺口为-0.5个百分点。口径调整还体现在多项经济数据中，包括固定资产投资、房地产开发投资、商品房销售等，进而形成经济指标（高增）与高频数据（偏弱）的背离。我们重申：读数改善指向经济内生动能边际修复，但仍需更多数据来验证，对短期市场或将震荡；从中长期来看，积极因素正在积聚：一则地产下行已被市场讨论并充分定价，等效于提前释放部分不确定性；二则新质生产力正在加速形成，制造业投资、企业利润、中长期贷款数据均有体现；三则超长期特别国债、三大工程、设备更新等稳步推进，有望对齐宏观经济和实物工作量的“颗粒度”。

● 风险提示：政策变化超预期；地缘政治反复超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《存款准备金率仍有下降空间—宏观周报》-2024.3.24

《基建类支出走强—1-2月财政数据点评》-2024.3.21

《再平衡视角理解设备更新和消费品以旧换新—宏观经济点评》-2024.3.21

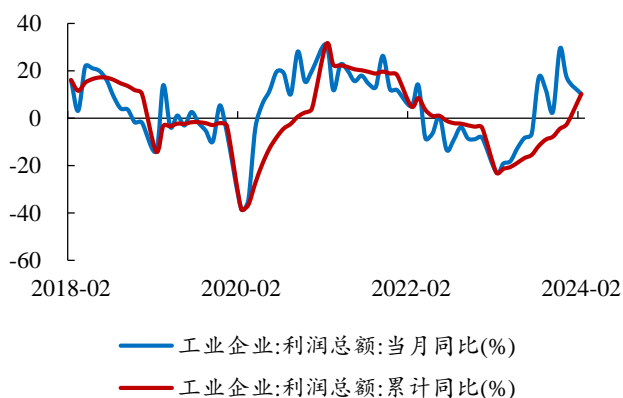
附图 1: 1-2 月工业企业部分指标改善

工业企业主要效益指标	2018												2019												2020												2021												2022												2023												2024											
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12							
量																																																																																				
营收:累计同比*																																																																									4.5											
工业增加值:累计同比*																																																																									7.0											
出口交货值:累计同比*																																																																									0.4											
价																																																																																				
PPI:同比																																																																									-2.7											
利																																																																																				
利润总额:当月同比*																																																																									10.2											
利润总额:累计同比*																																																																									10.2											
销售毛利率																																																																									15.0											
营业利润率																																																																									4.7											
PPI-PPIRM																																																																									0.7											
费																																																																																				
工业企业:费用率(逆序)																																																																									8.6											
库存																																																																																				
产成品存货:累计同比(逆序)																																																																									2.4											
存货周转天数(逆序)																																																																									22.1											
营收增速与存货增速剪刀差																																																																									2.1											

*表示2021年为两年累计同比增速
注: 颜色数字大小关系: 绿色<白色(50%分位数)<红色

数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 2 月利润当月同比仍维持较快增长



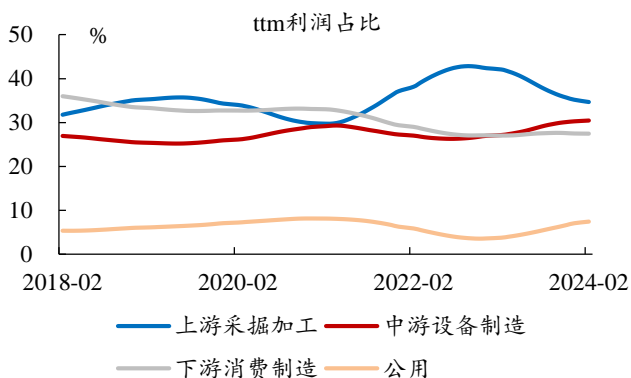
数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2021 年为两年复合增速

附图 3: 2 月营收当月同比回暖



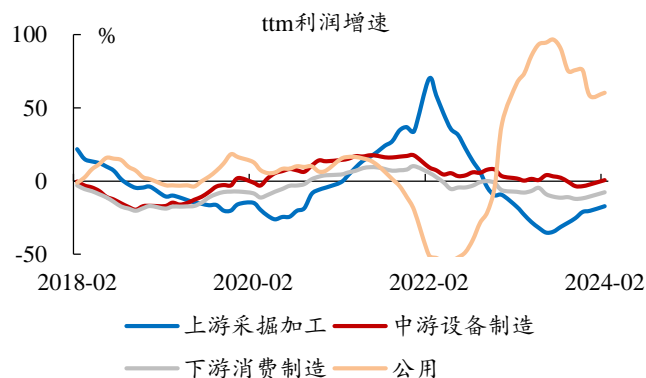
数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2021 年为两年复合增速

附图 4: 2 月中游利润占比小幅提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 5: 2 月公用利润增长较快



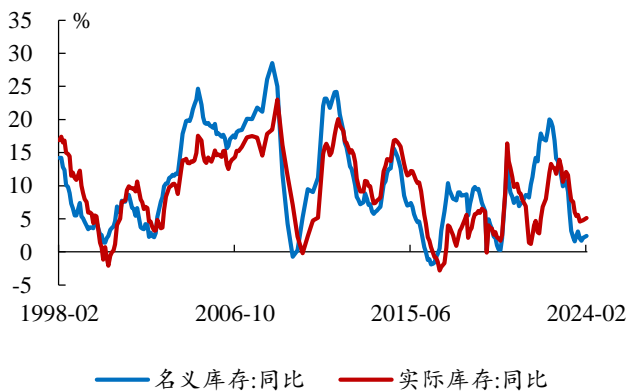
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 6: 从 ttm 利润增速来看, 金属、新质生产力、出口链改善较快

工业行业大类	主要工业行业	1-2月利润总额: 累计同比%	Δ较上期%	1-2月利润总额: ttm同比%	Δ较上期%	
上游采掘加工	黑色金属矿采选业	101.3	94.6	14.0	20.8	
	有色金属冶炼及压延加工业	65.5	37.5	33.0	19.0	
	橡胶和塑料制品业	50.2	35.6	8.3	5.4	
	石油和天然气开采业	1.8	17.8	-16.7	-0.9	
	化学原料及化学制品制造业	0.3	34.4	-29.4	6.3	
	有色金属矿采选业	-25.8	-33.9	-2.8	-8.5	
	非金属矿物制品业	-32.1	-8.2	-31.0	1.3	
	煤炭开采和洗选业	-36.8	-11.5	-30.4	-5.2	
	石油、煤炭及其他燃料加工业	统计局未更新				
	化学纤维制造业	统计局未更新				
	黑色金属冶炼及压延加工业	统计局未更新				
	中游设备制造	计算机、通信和其他电子设备制造业	210.9	219.5	-1.8	11.5
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业		90.1	68.1	18.3	2.0	
金属制品业		27.8	23.3	-3.3	4.6	
通用设备制造业		20.7	10.4	7.2	1.7	
电气机械及器材制造业		-2.0	-17.7	3.5	-3.6	
仪器仪表制造业		-3.2	-5.5	3.3	0.1	
专用设备制造业		-17.0	-16.6	-6.4	-0.6	
下游消费制造		造纸及纸制品业	336.7	332.3	-5.4	12.7
		家具制造业	198.1	204.7	-14.5	8.1
		印刷业和记录媒介的复制	57.0	55.3	-4.0	5.7
	纺织业	51.1	45.2	-10.1	6.0	
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	50.4	52.1	-14.5	4.7	
	汽车制造	50.1	44.2	5.2	9.5	
	纺织服装、服饰业	31.1	34.5	-15.9	3.8	
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	21.3	19.3	-25.5	2.2	
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	19.0	1.0	-7.2	1.7	
	食品制造业	15.8	11.6	-4.0	3.3	
酒、饮料和精制茶制造业	14.2	5.7	1.6	1.8		
烟草制品业	3.9	-11.4	12.5	-2.9		
医药制造业	-4.4	10.7	-17.3	1.7		
农副食品加工业	-7.3	3.7	-26.9	-0.1		

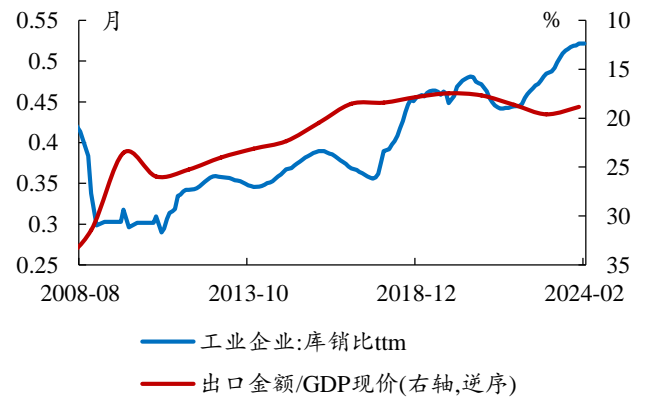
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 7: 名义库存仍较平稳



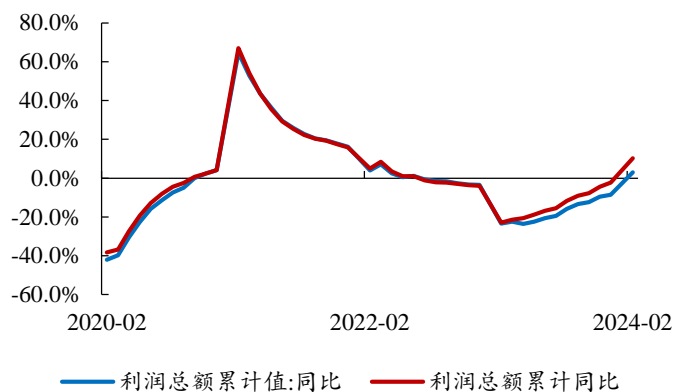
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 8: 库销比拐点或临近



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 9：利润增速的口径调整有所扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

附图 10：固投连续 2 年口径调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 11：房地产开发投资连续 2 年口径调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 12：商品房销售面积连续 2 年口径调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn