



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

库存“筑底”特征愈发明显

事件：

2024年3月27日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。1-2月，工业企业利润同比10.2%、前值-2.3%，营业收入同比增长4.5%、前值1.1%。

利润修复放缓，营收表现更具韧性

利润率及价格拖累下，工企利润修复放缓。1-2月，工业企业利润转为正增长、同比10.2%，较去年12月下降6.6个百分点；两年复合同比-7.8%、较12月下降11.3个百分点。分解来看，营业利润率边际回落4.5个百分点至2.3%，是利润修复减缓的主要原因。相较之下，PPI同比与12月持平；工业增加值同比较12月增加0.2个百分点。

春节效应下，下游制造业利润呈季节性回升。1-2月，边际改善的行业主要包括燃气产供、医药、烟草、计算机通信等。其中，燃气产供利润改善与极端天气影响下用电需求增多有关；烟草行业利润提升受益于春节期间消费大幅增长。结构上看，下游制造和公用事业占比较12月上升12.7个百分点；分所有制看，不同类型企业利润全面下滑。

营收同比边际回升，上游行业增长幅度较大。1-2月，工业企业营业收入当月同比4.5%、较12月回升2.5个百分点，两年复合同比1.6%、较12月回升1个百分点。其中，上游非金属矿物、橡胶塑料、化学原料、黑色金属等行业营收同比增长幅度较大；下游制造业中纺织、农副食品营收同比也有较大改善。分所有制看，不同类型企业营收维持韧性。

库存偏低背景下，经济“下探”空间相对有限

库存增速维持低位，“筑底”特征愈发明显。1-2月，工业企业名义库存、实际库存同比分别较12月回升0.3、回落0.1个百分点至2.5%、5%，其中名义库存小幅回升一定程度上受价格支撑。库销比与产成品周转天数分别季节性上升16.8个百分点至62.7%、0.2天至22.1天，处于2019年以来同期较高水平，但回升幅度明显弱于季节性。

库存偏低背景下、经济“下探”空间相对有限。历史规律显示，实际利率与库存行为反向、且弱领先。当前实际利率已从2023年6月末9.9%的历史高位，降至2023年末的7.1%，未来进一步下行趋势也较为确定；库存水平则处于历史低位、下探空间相对有限。分行业看，化纤、纺织、橡塑制品、金属制品等库存增速已呈现企稳改善迹象。

重申观点：“稳增长”政策正在加速落地、有利于经济企稳回升。年初宏观数据表现“靓丽”，与低基数、“闰年效应”等因素有关。而高频数据表现偏弱、工企盈利修复出现波折等，更多是特殊时段的特殊表现，影响因素包括新增专项债发行偏慢、极端天气扰动等。当前“稳增长”政策正在加快推进，对经济的支撑效果还将进一步显现。

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、利润修复放缓，营收表现更具韧性.....	3
2、库存偏低背景下，经济“下探”空间相对有限.....	5
风险提示.....	7

图表目录

图表 1： 1-2 月，工业企业利润同比转正.....	3
图表 2： 1-2 月，利润率边际回落.....	3
图表 3： 1-2 月，营业利润率边际降幅较大.....	3
图表 4： 1-2 月，工业企业成本、费用持续增加.....	3
图表 5： 1-2 月，下游行业利润改善较多.....	4
图表 6： 1-2 月，下游制造行业利润占比大幅提升.....	4
图表 7： 1-2 月，日均耗煤显著高于同期.....	4
图表 8： 1-2 月，烟酒消费大幅增加.....	4
图表 9： 1-2 月，营业收入同比回升.....	4
图表 10： 1-2 月，上游行业营收同比改善幅度较大.....	4
图表 11： 1-2 月，国有企业利润再度转负.....	5
图表 12： 1-2 月，除国企外其他企业营收增速均边际回升.....	5
图表 13： 1-2 月，实际库存小幅回落.....	5
图表 14： 1-2 月，名义库存小幅回升.....	5
图表 15： 1-2 月，库销比季节性回升.....	6
图表 16： 1-2 月，产成品周转天数处于高位.....	6
图表 17： 2023 年下半年来国内工业库存增速持续磨底.....	6
图表 18： 国内不同行业库存增速表现.....	6
图表 19： 2023 年 11 月以来代表基建企业订单明显放量.....	7
图表 20： 2023 年 11 月以来中国建筑新开工面积加快回升.....	7

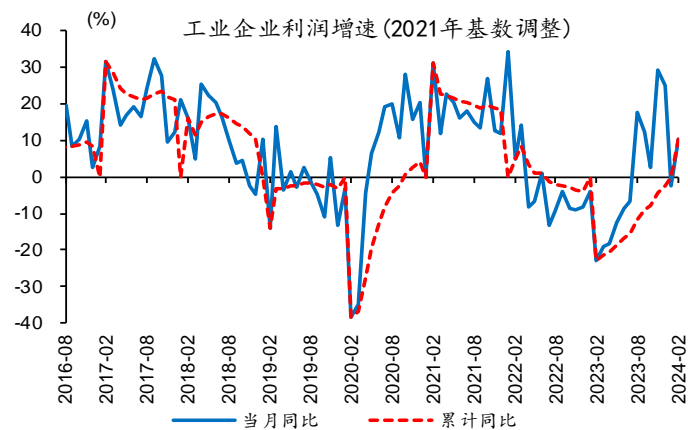


2024年3月27日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。1-2月，工业企业利润同比10.2%、前值-2.3%，营业收入同比增长4.5%、前值1.1%。

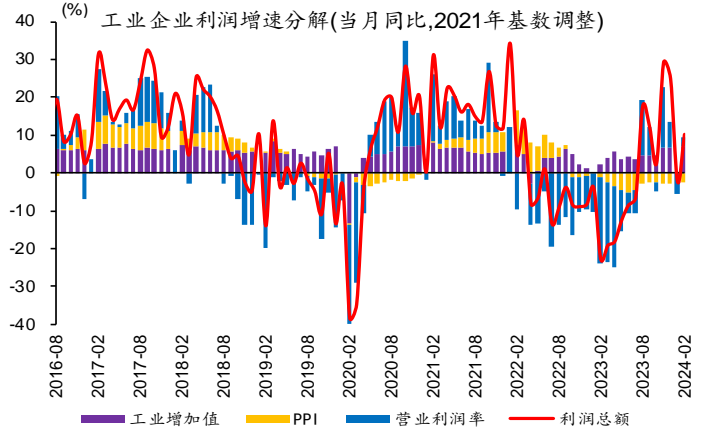
1、利润修复放缓，营收表现更具韧性

利润率拖累下，工业企业利润修复放缓。1-2月，工业企业利润转为正增长、同比10.2%，但较去年12月下降6.6个百分点；剔除基数效应后，两年复合同比-7.8%、较12月下降11.3个百分点，利润修复有所放缓。分解来看，营业利润率边际回落4.5个百分点至2.3%，是利润修复减缓的主要原因；其中成本费用持续增加，同比分别上涨0.1%、0.1%，较12月增加0.2、0.1个百分点。相较之下，价格端维持稳定，PPI同比-2.7%、与12月持平。工业增加值有所贡献，同比录得7%、较12月增加0.2个百分点。

图表1：1-2月，工业企业利润同比转正



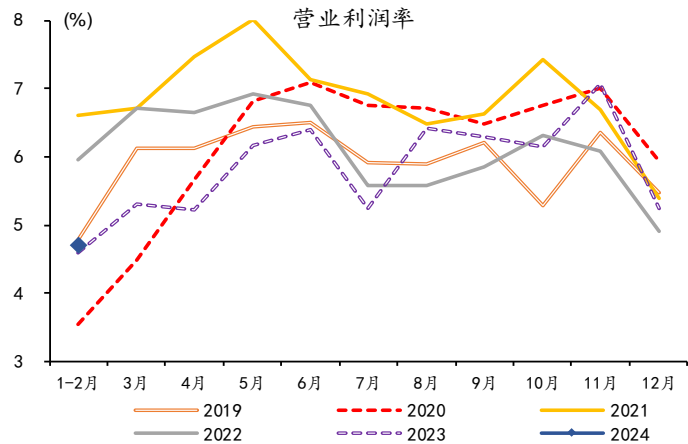
图表2：1-2月，利润率边际回落



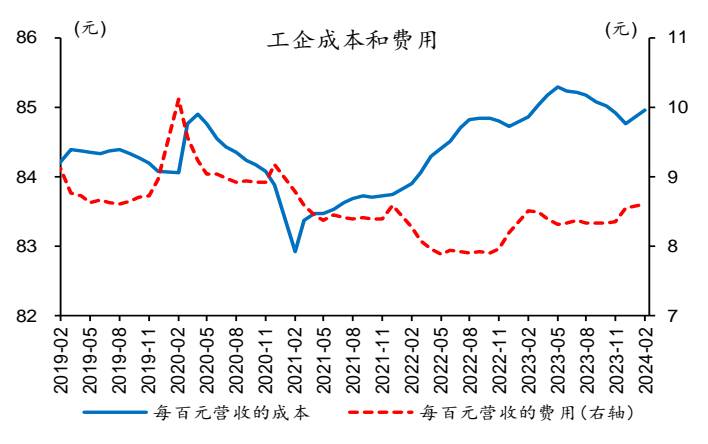
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表3：1-2月，营业利润率边际降幅较大



图表4：1-2月，工业企业成本、费用持续增加



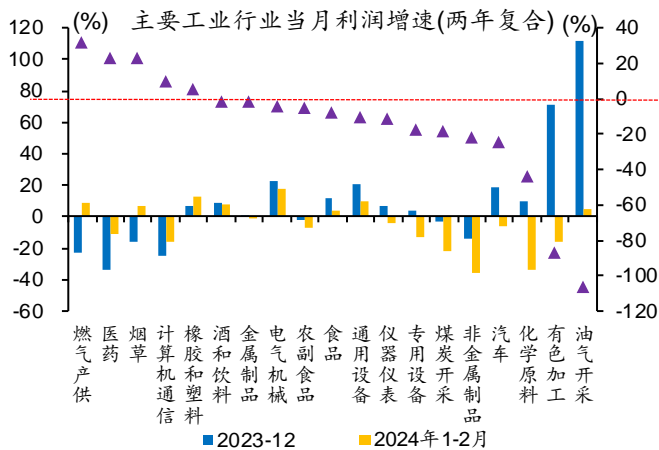
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

春节效应下，下游制造行业利润呈现季节性回升。1-2月，两年复合看，边际改善的行业主要包括燃气产供、医药、烟草、计算机通信、橡胶塑料等，分别均较12月增速改善31.7、23.4、23、9.6、5.7个百分点。其中，电热燃生产及供应业利润改善，与冻雨等极端天气影响下取暖用电需求增多有关，1月与2月中下旬日均耗煤量显著高于往年同期；下游烟草行业利润显著回升主要受益于春节期间消费大幅增长，1-2月烟酒消费较12月提升9.6个百分点。结构上看，利润占比向下游制造和公用事业集中，合比较12月上升12.7个百分点至41.6%，采矿和中上游制造合计回落12.7个百分点至58.4%。

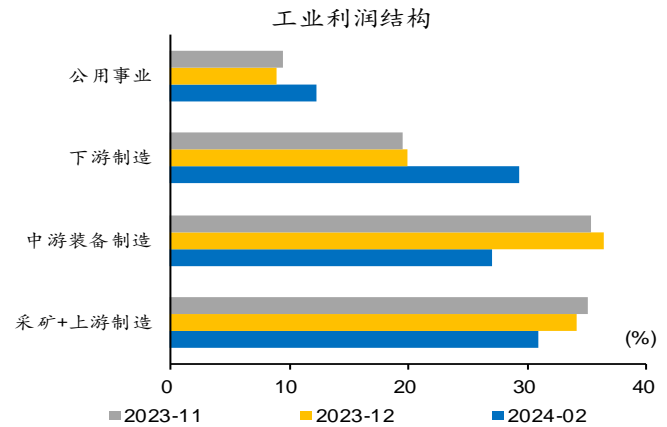


图表5: 1-2月, 下游行业利润改善较多



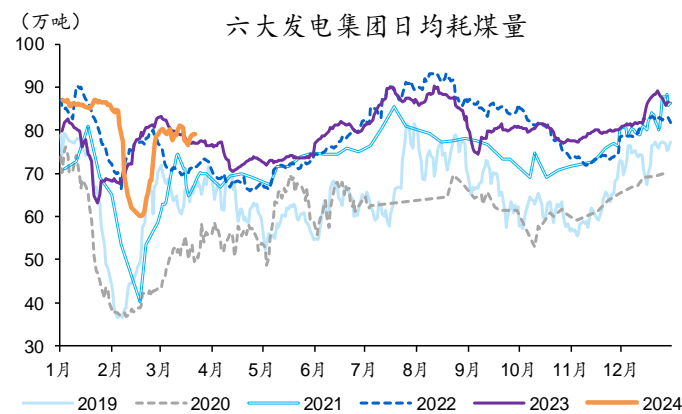
来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 1-2月, 下游制造行业利润占比大幅提升



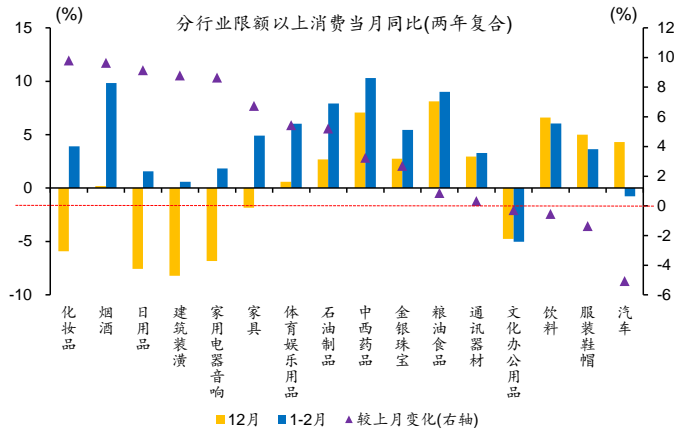
来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 1-2月, 日均耗煤显著高于同期



来源: Wind、国金证券研究所

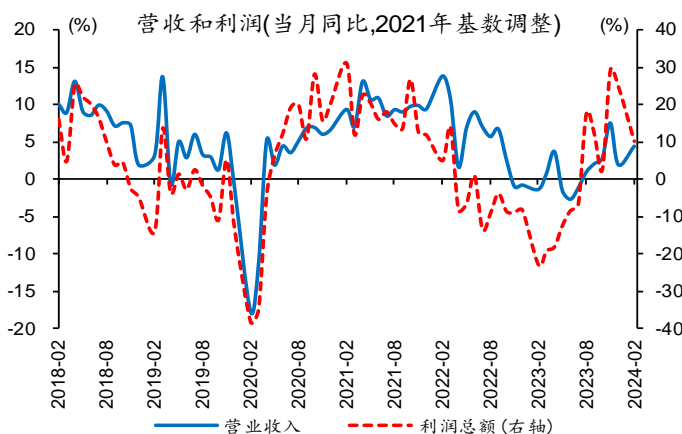
图表8: 1-2月, 烟酒消费大幅增加



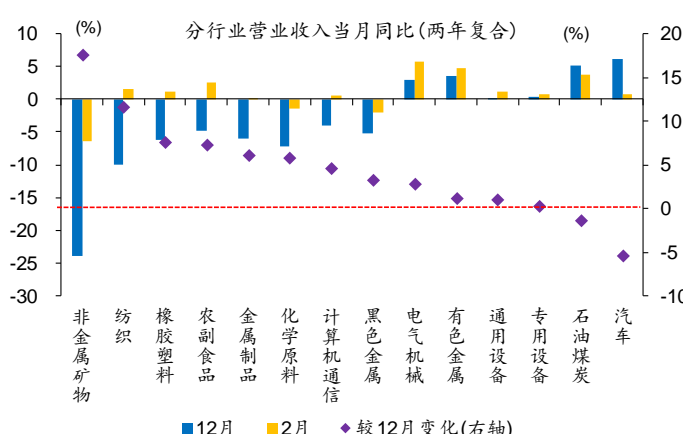
来源: Wind、国金证券研究所

营收同比边际回升, 上游行业增长幅度较大。1-2月, 工业企业营业收入当月同比4.5%、较12月回升2.5个百分点, 两年复合同比1.6%、较12月回升1个百分点。两年复合看, 上游制造业营收同比增加幅度较大, 非金属矿物、橡胶塑料、化学原料、黑色金属分别较上月增加17.6、7.5、5.7、3.2个百分点; 下游制造业中纺织、农副食品营收同比也有较大改善, 分别较12月回升11.6、7.3个百分点。

图表9: 1-2月, 营业收入同比回升



图表10: 1-2月, 上游行业营收同比改善幅度较大



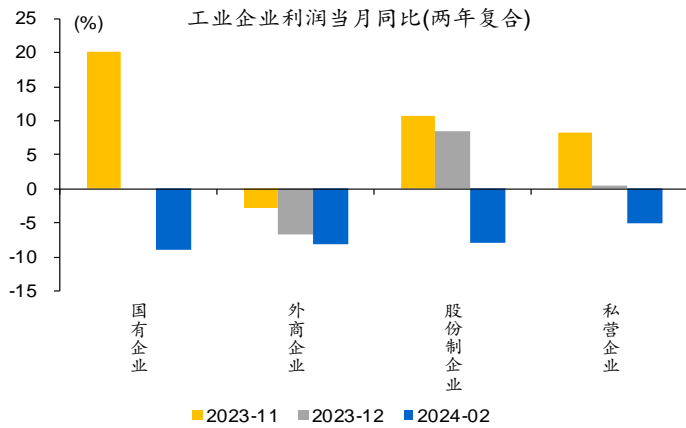


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

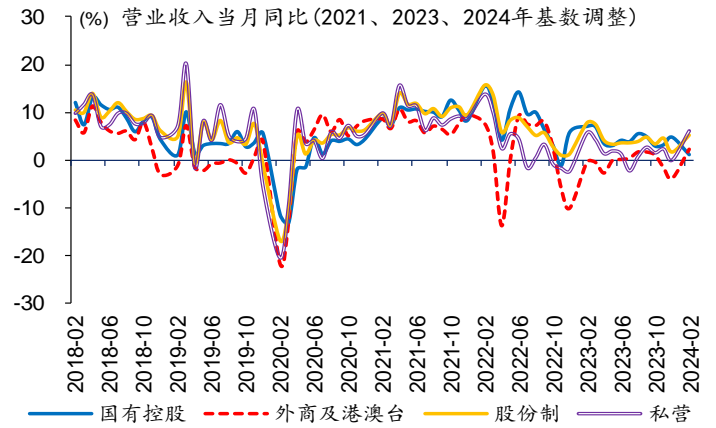
分不同所有制看, 利润全面下滑、营收维持韧性。两年复合看, 1-2月, 国有企业利润转负、同比录得-8.9%, 营收增速明显放缓, 同比较去年12月回落3.7个百分点至1%。其他所有制企业利润边际回落, 但营收较12月有不同程度改善。外商企业利润、营收同比分别较去年12月回落8.2、回升6.1个百分点。股份制企业利润、营收同比分别较去年12月回落7.8个百分点, 小幅回升3.5个百分点。私营企业利润小幅下降4.9个百分点, 营收回升6.1个百分点。

图表11: 1-2月, 国有企业利润再度转负



来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 1-2月, 除国企外其他企业营收增速均边际回升



来源: Wind、国金证券研究所

2、库存偏低背景下, 经济“下探”空间相对有限

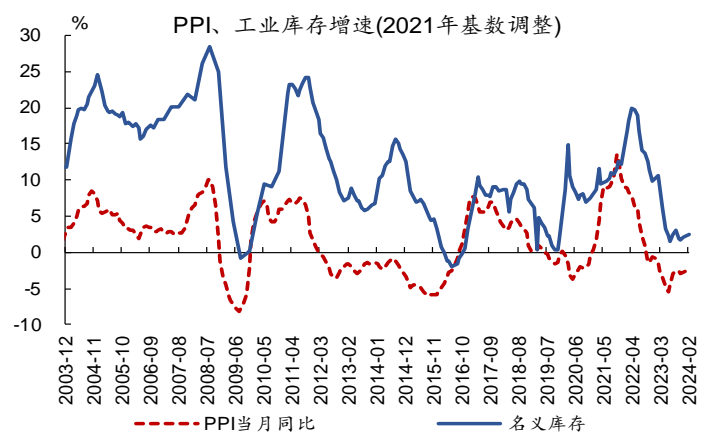
库存增速维持低位, “筑底”特征愈发明显。1-2月, 工业企业名义库存、实际库存同比分别较12月回升0.3、回落0.1个百分点至2.5%、5%。名义库存小幅回升一定程度上受价格支撑, 1-2月PPI同比与前值持平。实际库存筑底, 库销比与产成品周转天数分别季节性上升16.8个百分点至62.7%、0.2天至22.1天, 处于2019年以来同期较高水平, 反映出销售的相对下降速度更快、库存去化压力较大。

图表13: 1-2月, 实际库存小幅回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 1-2月, 名义库存小幅回升

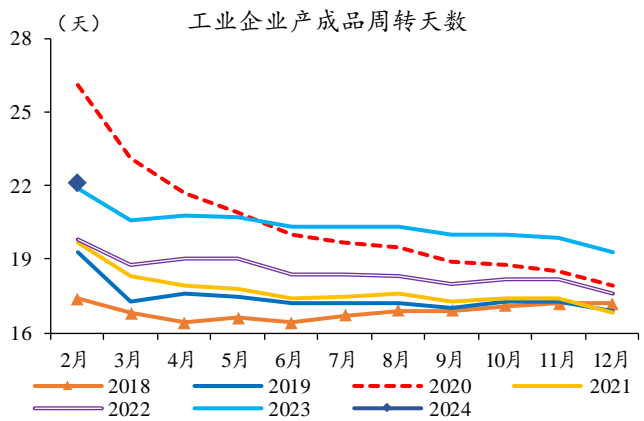
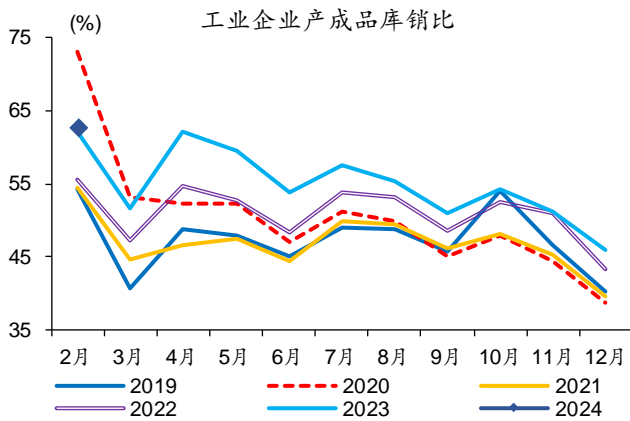


来源: Wind、国金证券研究所



图表15: 1-2月, 库销比季节性回升

图表16: 1-2月, 产成品周转天数处于高位



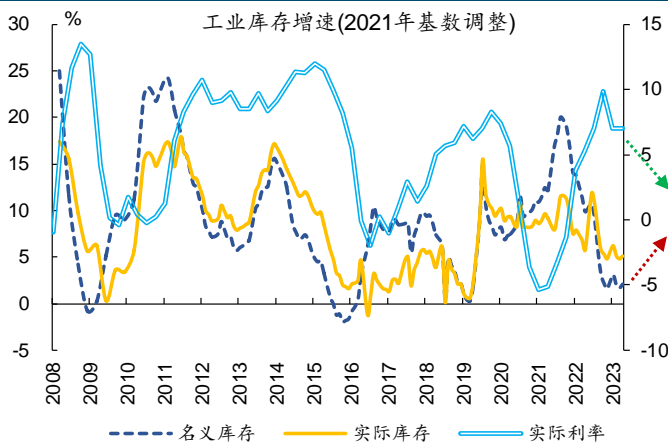
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

库存偏低背景下、经济“下探”空间相对有限。历史规律显示, 实际利率与库存行为反向、且弱领先。当前实际利率已从2023年6月末9.9%的历史高位, 降至2023年末的7.1%, 未来进一步下行趋势也较为确定; 库存水平则处于历史低位, 2023年下半年来持续磨底、下探空间相对有限, 加之政策支持, 2024年经济表现大概率较2023年会有所改善。分行业看, 化纤、纺织、橡塑制品、金属制品、印刷等行业库存增速已呈现企稳改善迹象。

图表17: 2023年下半年来国内工业库存增速持续磨底

图表18: 国内不同行业库存增速表现



分类	行业	名义库存同比(%)				实际库存同比(%)			
		12月所处历史分位数	2023-10	2023-11	2023-12	12月所处历史分位数	2023-10	2023-11	2023-12
中游装备制造	专用设备制造	74.5	13.00	16.30	13.90	73.9	13.30	16.60	14.20
上游原材料	煤炭开采和洗选	22.8	2.40	-6.50	-6.90	68.2	13.40	5.00	5.00
上游原材料	石油、煤炭及其他燃料加工	31.8	-6.60	-5.50	1.60	65.8	2.20	3.00	9.90
上游原材料	石油和天然气开采	39.3	-8.10	-3.80	-3.20	61.6	3.50	7.10	7.00
上游制造	化学纤维制造	49.6	-1.50	2.10	10.20	58.7	1.90	5.20	12.90
下游制造	纺织	47.0	4.80	5.90	6.90	57.9	8.40	9.30	10.10
下游制造	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品	54.4	2.10	0.70	-1.40	57.5	3.40	2.10	0.00
上游制造	黑色金属冶炼和压延加工	34.8	1.00	1.10	3.80	53.3	11.90	11.30	13.40
上游制造	化学原料和化学制品制造	10.8	-1.40	-2.80	-1.10	46.4	8.10	6.50	7.90
上游制造	有色金属冶炼和压延加工	27.4	2.90	3.30	-1.80	43.0	6.60	6.60	1.20
中游装备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造	42.7	9.80	11.90	11.50	41.7	9.40	11.60	11.30
上游制造	橡胶和塑料制品	23.5	-0.40	0.00	1.60	40.9	3.10	3.50	5.10
上游原材料	非金属矿采选	26.2	2.00	8.70	3.80	40.3	1.30	8.30	3.60
上游制造	非金属矿物制品	11.1	-0.50	-5.30	-2.30	38.9	5.90	1.30	4.40
下游制造	医药制造	41.3	8.50	7.90	10.00	38.4	8.20	7.60	9.70
上游制造	金属制品	23.3	-0.20	1.80	2.40	35.9	3.10	5.00	5.90
公用事业	燃气生产和供应	31.1	-4.20	-0.90	0.20	34.0	-5.80	-2.20	-0.90
中游装备制造	汽车制造	31.9	0.00	2.80	2.30	33.3	1.10	4.00	3.50
中游装备制造	电气机械和器材制造	26.5	5.40	4.00	5.10	30.2	6.40	5.30	6.60
上游原材料	有色金属矿采选	24.5	-3.70	-3.70	-7.10	30.0	-9.40	-9.60	-13.10
下游制造	印刷业和记录媒介的复制	25.4	-1.50	-1.20	-0.30	30.0	-1.80	-0.70	0.30
下游制造	造纸和纸制品	22.8	-7.50	-10.40	-4.50	29.9	-2.30	-5.10	0.80
下游制造	烟草制品	26.6	17.80	24.80	0.70	27.0	17.00	23.90	-0.20
下游制造	农副食品加工业	27.3	4.30	4.00	1.00	26.3	4.10	4.20	1.60
中游装备制造	通用设备制造	22.6	4.00	3.10	4.10	23.3	4.30	3.40	4.40
上游原材料	黑色金属矿采选	3.3	-18.50	-16.30	-16.90	22.2	-13.40	-14.80	-15.10
下游制造	食品制造	8.1	2.90	0.80	0.50	18.9	3.40	1.40	1.10
公用事业	电力、热力及水的生产和供应	21.2	1.10	0.90	-0.50	18.6	-0.60	-0.50	-1.70
下游制造	酒、饮料和精制茶制造	17.0	1.90	5.40	4.40	16.9	0.70	4.20	3.20
公用事业	水的生产和供应	8.1	12.80	11.30	-13.20	9.2	12.40	10.80	-13.80
下游制造	纺织服装、服饰	4.3	-1.30	-1.50	-2.90	5.8	-2.20	-2.40	-3.70
中游装备制造	计算机、通信和其他电子设备制造	0.0	-1.70	-3.30	-3.50	0.0	-0.40	-1.80	-1.80

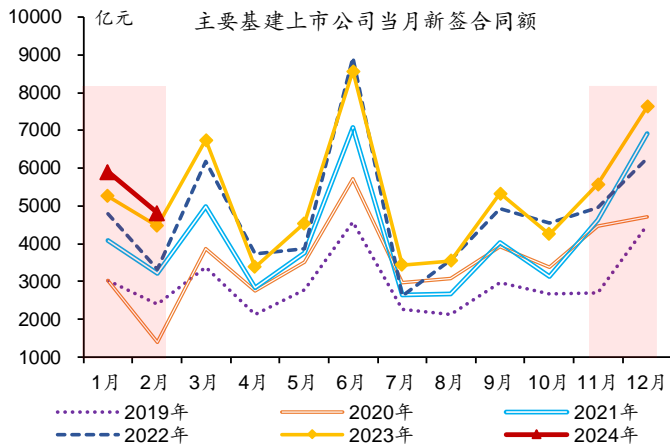
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

重申观点: “稳增长”政策正在加速落地、有利于经济企稳回升。年初宏观数据表现“靓丽”, 与低基数、“闰年效应”等因素有关。而高频数据表现偏弱、工企盈利修复出现波折等, 更多是特殊时段的特殊表现, 影响因素包括新增专项债发行偏慢、极端天气扰动等。当前“稳增长”政策正在加快推进, 1-2月万亿元国债项目清单已全部下达; 微观层面, 主要基建上市公司新签订单额同比增长10.1%、可与投资数据相互印证; 中国建筑新开工面积加快回升、同比增长16.8%, 后续政策落地效果还将进一步显现。

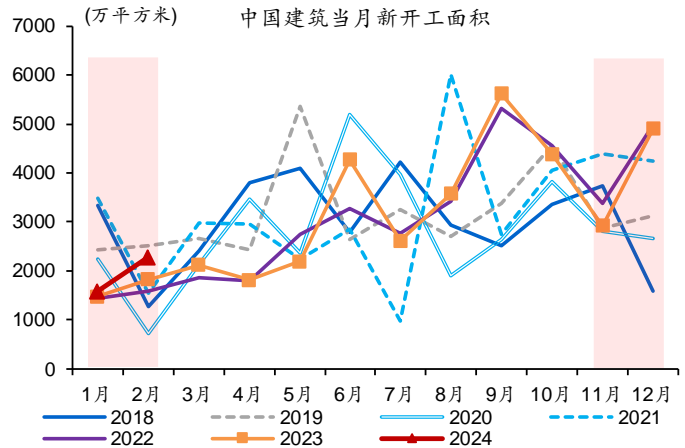


图表19: 2023年11月以来代表基建企业订单明显放量



来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 2023年11月以来中国建筑新开工面积加快回升



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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
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	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