

2024年1-2月工业企业利润数据点评

低位的库存与趋降的杠杆

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项：

2024年1-2月工业企业利润同比为10.2%，而上年全年下降2.3%。

平安观点：

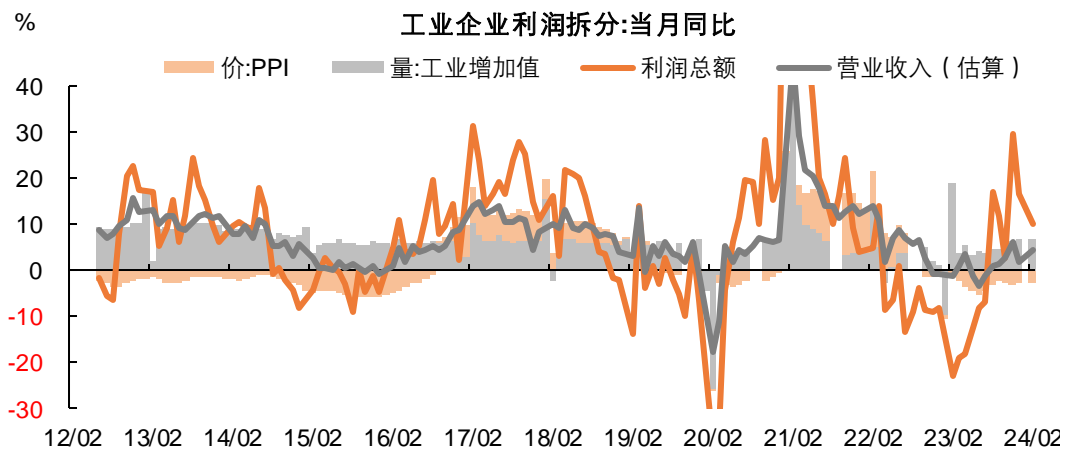
- 工业企业利润较快增长，“量”的带动较强。**2024年1-2月工业企业利润同比增长10.2%，营收单月同比增长4.5%，延续去年8月以来的同比正增长。拆分来看，**1) 量增：**1-2月工业增加值累计同比增7%，较去年12月提升0.2个百分点；**2) 价稳：**1-2月PPI同比中枢为-2.6%，持平于去年12月。**3) 利润率水平较低：**2024年1-2月工业企业营业收入利润率为4.7%，低于2012年以来历史同期5.3%的均值水平，仅略高于2020年和2023年同期，受成本高企的制约。
 - 从大类行业看，2024年1-2月工业利润增长受中下游制造业拉动：****1) 装备制造贡献最大，**1-2月利润同比增长28.9%，拉动规上工业利润增长6.7个百分点，得益于外需的支撑。**2) 消费制造业利润由负转正，**1-2月同比增长12.9%，受外需恢复和春节消费的带动。**3) 上游采矿及原材料行业利润总体走弱。**其中，采矿业利润下降21.1%，黑色金属加工、石油煤炭加工均录得亏损，非金属矿物制品行业利润回落超过3成，与建筑投资需求的疲弱相关联。
 - 工业企业资产和负债增速回升，资产负债率持平。**2024年2月末工业企业资产负债率为57.1%，持平于去年12月末。分所有制看，2024年2月末国有、私营和外资工业企业资产负债率均较去年末回落，仅股份制企业资产负债率回升。工业企业资产负债率在岁末年初存在一定的季节性规律，表现为年初“加杠杆”、年末“去杠杆”。**2024年2月工业企业资产负债率弱于季节性规律，显示企业“加杠杆”意愿不足，信心仍待恢复。**从历史数据看，工业企业资产负债率与制造业投资增速的相关性较强，若“去杠杆”势头延续，后续制造业投资增速或将面临回落压力。
 - 工业企业产成品库存增速“磨底”。**2024年1-2月工业企业产成品存货同比增速2.4%，仍处于2023年5月以来的震荡区间（增速在1.6%到3.2%之间徘徊）。我们认为，**价格同比负增长是制约补库存的重要因素。**库存周期是“需求-生产-价格-库存”的系列变化过程，从历史数据看，工业增加值产出缺口、营业收入、PPI均领先于库存增速的变化。需要强调的是，库存周期领先指标变化的斜率与方向同样重要，尤其在价格同比负增长时期（类似于2009年、2012至2013年、2016年），补库存开启的难度更大。2023年下半年至今，工业增加值、营业收入和PPI增速均有改善，但价格同比负增长，使“补库存”迟迟未现。
- **风险提示：**稳增长政策落地效果不及预期，海外经济衰退程度超预期，经济转型中的结构变化使数据之间的领先滞后关系发生变化等。

2024年1-2月，工业企业经济效益状况主要呈现以下特点：

1、工业企业利润较快增长，“量”的带动较强。

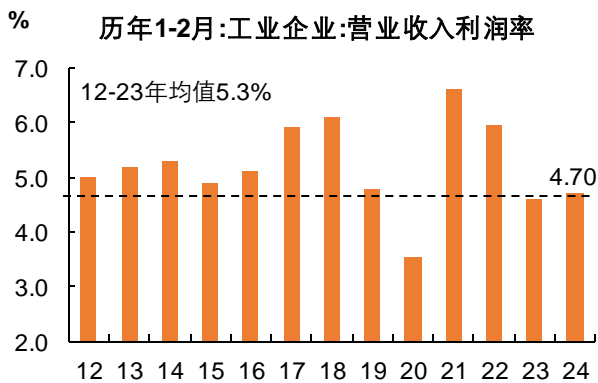
2024年1-2月工业企业利润同比增长10.2%，营收单月同比增长4.5%，延续去年8月以来的同比正增长。**拆分量、价和利润率：1)**2024年1-2月工业增加值累计同比增速为7%，较去年12月提升0.2个百分点；**2)**PPI同比中枢为-2.6%，持平于去年12月。**3)**2024年1-2月工业企业营业收入利润率为4.7%，对工业利润增速的拉动约2.2个百分点，贡献低于去年12月。**从绝对水平看**，2024年1-2月营收利润率低于2012年以来历史同期5.3%的均值水平，仅略高于2020年和2023年同期。**从影响利润率的因素看**，工业企业每百元营业收入中的成本同比增加0.11元，形成拖累。不过，每百元营业收入中的费用同比减少0.01元，每百元营收中的其他差额项目（在会计报表中对应税金及附加、资产减值、汇兑损益等分项）也有回落，可能受益于人民币汇率的同比变化。

图表1 2024年1-2月工业企业营收增速回升，利润较快增长



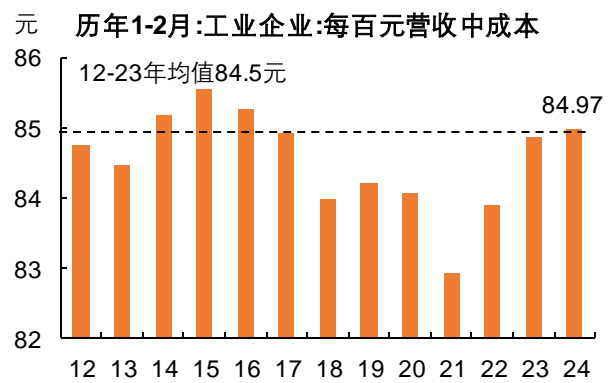
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表2 2024年1-2月工业企业营收利润率略高于去年



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 2024年1-2月企业百元营收中的成本处于高位



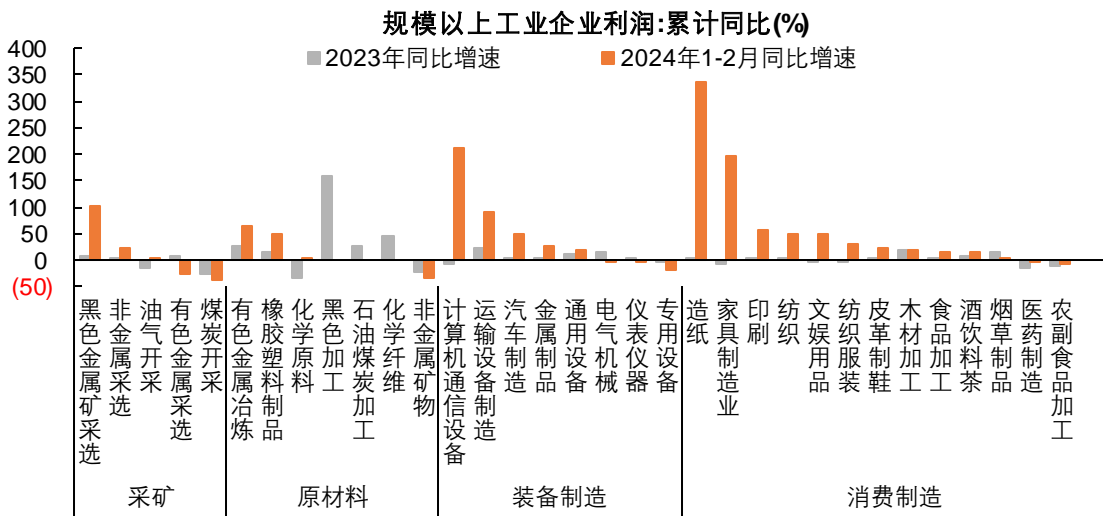
资料来源:wind, 平安证券研究所

2、从大类行业看，2024年1-2月工业利润的增长受中下游制造业拉动，上游原材料制造及采矿板块表现偏弱。

分门类看，制造业、水电气行业利润分别增长17.4%、63.1%；采矿业利润下降21.1%。**制造业三大板块中：1)**装备制造利润增速最快，贡献最大。2024年1-2月份，装备制造业利润同比增长28.9%，拉动规上工业利润增长6.7个百分点。

其中，电子行业利润增长 2.11 倍，铁路船舶航空航天运输设备、汽车、金属制品行业分别增长 90.1%、50.1%、27.8%。
2) 消费制造业利润由负转正，受外需恢复和春节消费的带动。2024 年 1-2 月，消费制造业利润同比增长 12.9%，而 2023 年全年下降 1.1%。其中，造纸、家具、纺织、文教工美行业利润分别增长 3.37 倍、1.98 倍、51.1%、50.4%，表现最强。
3) 原材料行业盈利走弱，内部存在分化。2024 年 1-2 月，黑色金属冶炼和压延加工业亏损 146.1 亿元，石油煤炭及其他燃料加工业亏损 26.9 亿元，非金属矿物制品行业利润同比增速为-32.1%，三者均与建筑投资需求相关联。不过，有色金属冶炼、橡胶塑料制品行业利润同比分别增长 65.5%和 50.2%，或受外需及新能源领域需求的支撑。
 工业 41 个细分行业中，1-2 月有 29 个行业利润同比正增长，利润回升面为 70.7%。

图表4 2024 年 1-2 月中下游制造业利润较快增长

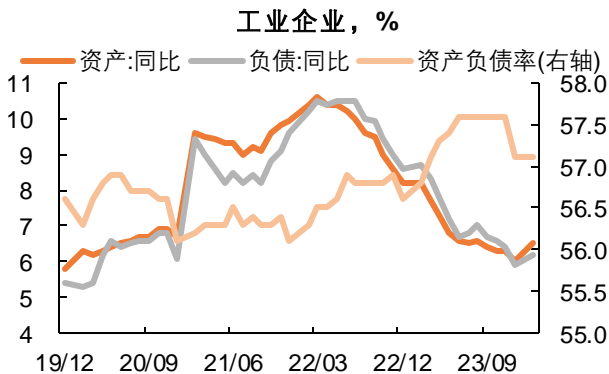


资料来源:Wind, 平安证券研究所

3、工业企业资产和负债增速回升，资产负债率持平。

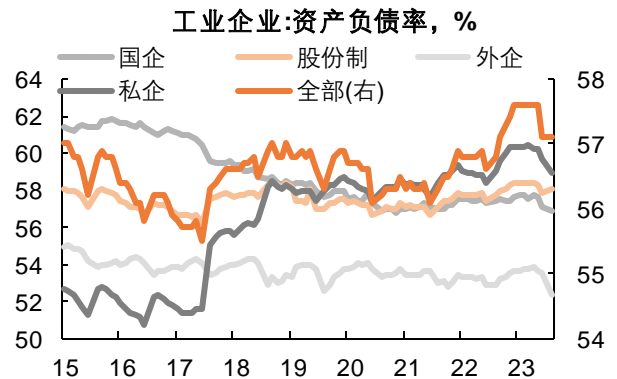
2024 年 2 月末工业企业资产负债率为 57.1%，持平于去年 12 月末；总资产增速和总负债增速分别为 6.5%和 6.2%，分别较去年末提高 0.5 和 0.3 个百分点。分所有制看，2024 年 2 月末国有、私营和外资工业企业资产负债率分别较去年末回落 0.2 个百分点、0.8 个百分点、1.2 个百分点；仅股份制企业资产负债率较去年末回升。

图表5 2024 年 1-2 月工业企业资产和负债增速提升



资料来源:wind, 平安证券研究所

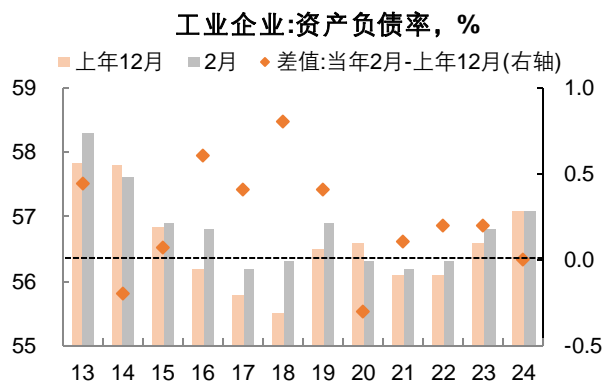
图表6 2024 年 2 月国企、私企和外资资产负债率均回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

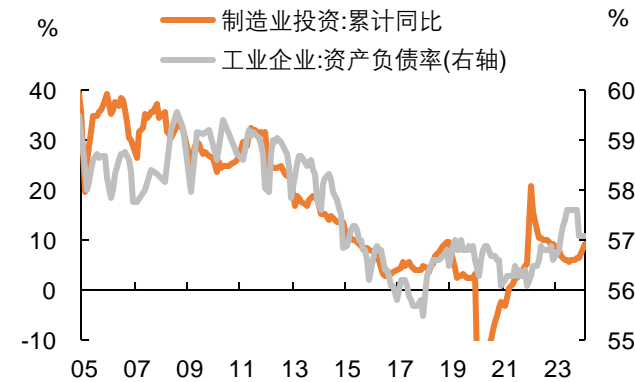
需要强调的是，工业企业资产负债率在岁末年初存在一定的季节性规律，表现为年初“加杠杆”、年末“去杠杆”。2013年以来，历年2月末的资产负债率平均而言较上年末提升0.2个百分点，仅2014年和2019年存在年初去杠杆的反季节性现象。由此看，2024年2月工业企业资产负债率弱于季节性规律，企业“加杠杆”意愿不足，信心仍待恢复。从历史数据看，工业企业资产负债率与制造业投资增速的相关性较强，若“去杠杆”势头延续，制造业投资增速或面临回落压力。

图表7 近10年间，2月资产负债率大多高于上年12月



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 “去杠杆”环境下，制造业投资增速往往回落

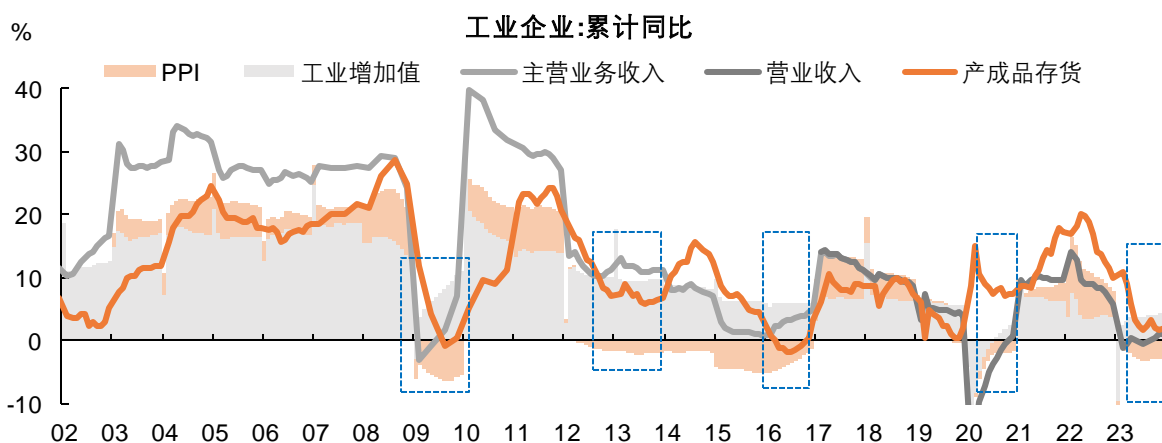


资料来源:wind, 平安证券研究所

4、工业企业产成品库存增速“磨底”。

2024年1-2月工业企业产成品存货同比增速2.4%，仍处于2023年5月以来的震荡区间（增速在1.6%到3.2%之间徘徊）。我们认为，价格同比负增长是制约“补库存”的重要因素。库存周期是“需求-生产-价格-库存”的系列变化过程，从历史数据看，工业增加值产出缺口、营业收入、PPI均领先于库存增速的变化。需要强调的是，库存周期领先指标变化的斜率与方向同样重要，尤其在价格同比负增长时期（类似于2009年、2012至2013年、2016年），补库存开启的难度更大。2023年下半年至今，工业增加值、营业收入和PPI增速均有改善，但价格同比负增长，使“补库存”迟迟未现。

图表9 工业企业营业收入略领先于库存增速



资料来源: Wind,平安证券研究所; 注: 2021年数据采用以2019年为基期的复合增速

风险提示：稳增长政策落地效果不及预期，海外经济衰退程度超预期，经济转型中的结构变化使数据之间的领先滞后关系发生变化等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层