

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号: S1500523030001
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

利润向下游制造业集中

2024年4月28日

摘要:

- **3月利润当月同比再次转负，与经济回踩形成印证。**从单月来看，3月单月同比增速重回负增长，下降3.5%。拉长时间线，工业企业利润单月同比在2023年8月转正，并连续7个月正增长，本期再次转为负增长，说明企业的运营压力再次显现。我们在前期报告《如何看待3月经济回踩》中提示，3月经济出现转弱的迹象，主要体现在工业增加值、社零均低于iFind一致预期，地产投资降幅扩大。3月偏弱的利润数据与经济数据互相印证。根据三因素框架拆解本期工业企业利润，量、价、利润率三大因素均对企业利润增长形成拖累。
- **利润向下游制造业集中。**1-3月我们计算的下游制造业利润占比为39.6%，较去年同期上升4.9个百分点，是2017年以来同期最高占比。简单梳理近年大类行业利润的变化脉络，2021年至2022年由于大宗商品价格大幅上涨，中上游行业利润在大类行业中的占比抬升。2023年伴随PPI进入下降通道，中上游行业对下游行业的挤压减少，下游制造业脱颖而出，利润占比持续上升。进入2024年，企业利润进一步向下游制造业集中。
- **下游制造业利润的主要驱动力，一是科技制造，二是出口链。**一是科技制造相关行业不断壮大。一季度，高技术制造业利润由上年全年下降8.3%转为同比增长29.1%，增速比规上工业平均水平高24.8个百分点。二是出口回暖，出口链盈利增加。但也有部分“产能过剩”行业对下游制造业利润形成拖累，比如一季度电气机械制造业利润同比为-6.9%，去年全年为增长15.7%。
- **往后看，我们认为下游制造业有望继续表现强劲，中上游边际改善。**(1)下游制造业利润在政策支持以及出口转好的背景下，有望继续表现强劲。(2)4月大宗商品价格整体走强，包含国内定价的水泥、螺纹钢价格也出现企稳回升的迹象，中上游行业利润占比或将边际改善。(3)在内需低迷的环境下，上游原材料价格的提升可能会挤压下游消费品行业的利润，可能需要警惕下游消费品盈利回落。
- **风险因素：**信贷政策收紧；海外衰退幅度超预期。

目录

一、3月利润当月同比再次转负	3
二、利润向下游制造业集中	4
三、企业库存仍处于低位	6
风险因素	8

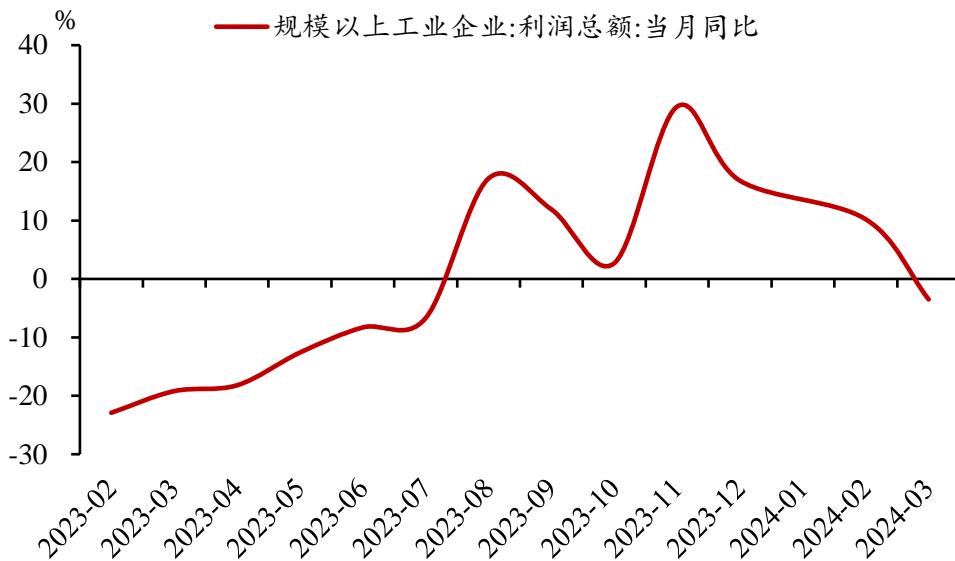
图目录

图 1: 3月工业企业利润增速转负	3
图 2: 三因素框架	4
图 3: 成本费用率	4
图 4: 大类行业利润占比	5
图 5: 有色、黑色价格分化	6
图 6: 库存同比增速	7
图 7: 库存同比分位数 (2012年2月-2024年2月)	7

一、3月利润当月同比再次转负

3月利润当月同比再次转负，与经济回踩形成印证。2024年1—2月份，全国规模以上工业企业实现利润总额同比由负转正，同比增长10.2%，但3月利润累计同比增速回落至4.3%。从单月来看，3月单月同比增速重回负增长，同比下降3.5%。拉长时间线，工业企业利润单月同比在2023年8月转正，并连续7个月正增长，本期再次转为负增长，说明企业的运营压力再次显现。我们在前期报告《如何看待3月经济回踩》中提示，3月经济出现转弱的迹象，主要体现在工业增加值、社零均低于iFind一致预期，地产投资降幅扩大。3月偏弱的利润数据与经济数据互相印证。

图 1：3月工业企业利润增速转负



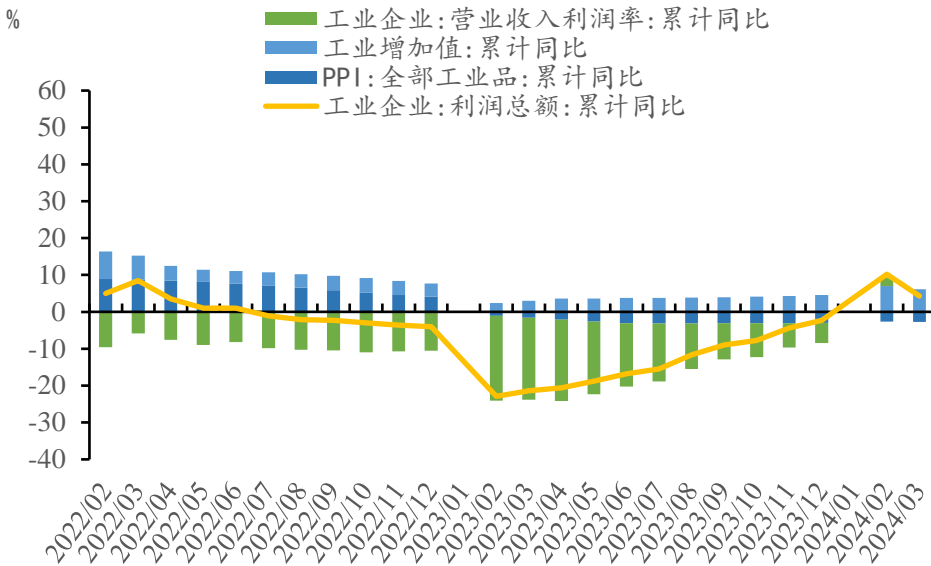
资料来源：iFind，信达证券研发中心

根据三因素框架拆解本期工业企业利润，量、价、利润率三大因素均对企业利润增长形成拖累。

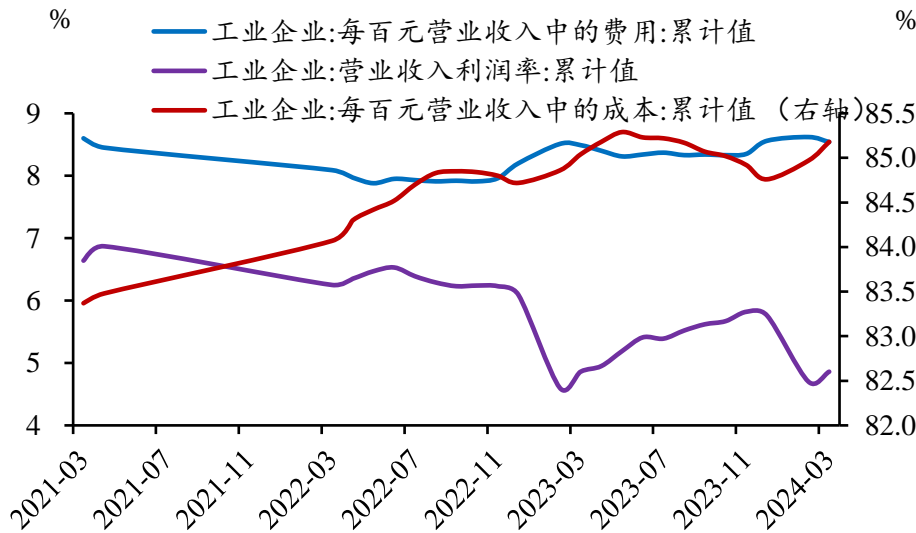
工业增加值方面，2024年3月工业增加值同比增速为4.5%，2024年1-2月增速为7.0%。

PPI方面，2024年3月PPI同比下降-2.8%，降幅较1-2月扩大0.2个百分点。受到量与价的双重拖累，1-3月营业收入同比增速由1-2月的4.5%下降至2.3%。

利润率方面，今年1-2月份利润率高于去年同期0.1个百分点，是1-2月份利润增长的主要贡献项。但1-3月利润率为4.86%，与去年同期持平，显示其支撑作用减弱。进一步观察成本率和费用率，2024年1-3月，工业企业每百元营业收入中的成本较去年同期上升0.14，1-2月为上升0.11，企业的成本端压力有所加大。我们判断，一方面企业产成品价格下降，在单位成本保持不变的情况下，成本在价格中的占比走高；另一方面，3月部分有色金属价格上涨，导致部分行业原材料采购成本增加。再看费用率，1-3月每百元营业收入中的费用较去年同期上升0.05，上一期为上升0.11，企业费用降低可能与新一轮结构性减税降费政策推进有关。往后看，我们认为，利润率的改善仍待价格端上行推动。

图 2：三因素框架


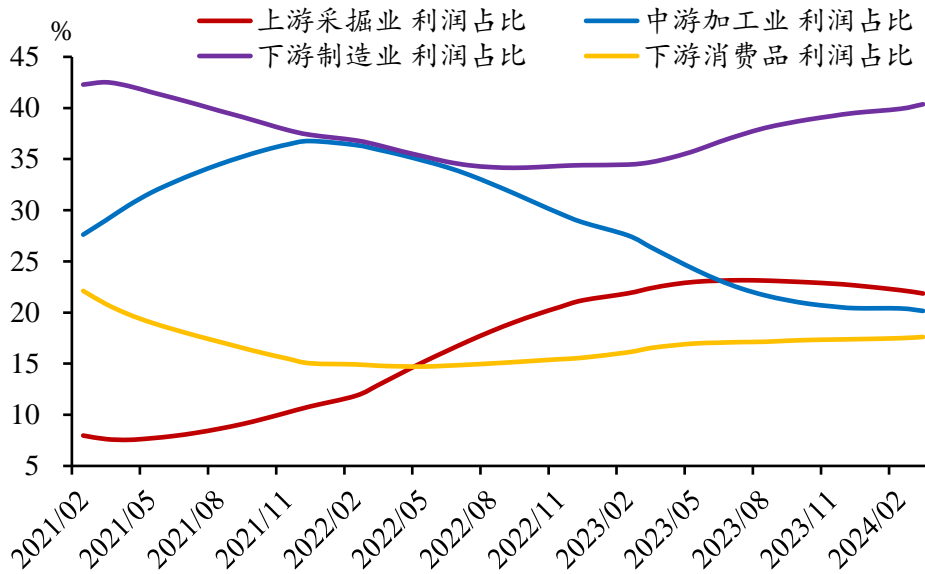
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：成本费用率


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、利润向下游制造业集中

2024年1-3月下游制造业占比大幅提升。1-3月我们计算的下游制造业利润占比为39.6%，较去年同期上升4.9个百分点，是2017年以来同期最高占比。简单梳理近年大类行业利润的变化脉络，2021年至2022年由于大宗商品价格大幅上涨，煤炭、石化等中上游行业利润高增，可以看到中上游行业利润在大类行业中的占比抬升，一度达到了50%以上。2023年伴随PPI进入下降通道，中上游行业对下游行业的挤压减少，下游制造业脱颖而出，利润占比持续上升。进入2024年，企业利润进一步向下游制造业集中。

图 4：大类行业利润占比


资料来源：万得，信达证券研发中心

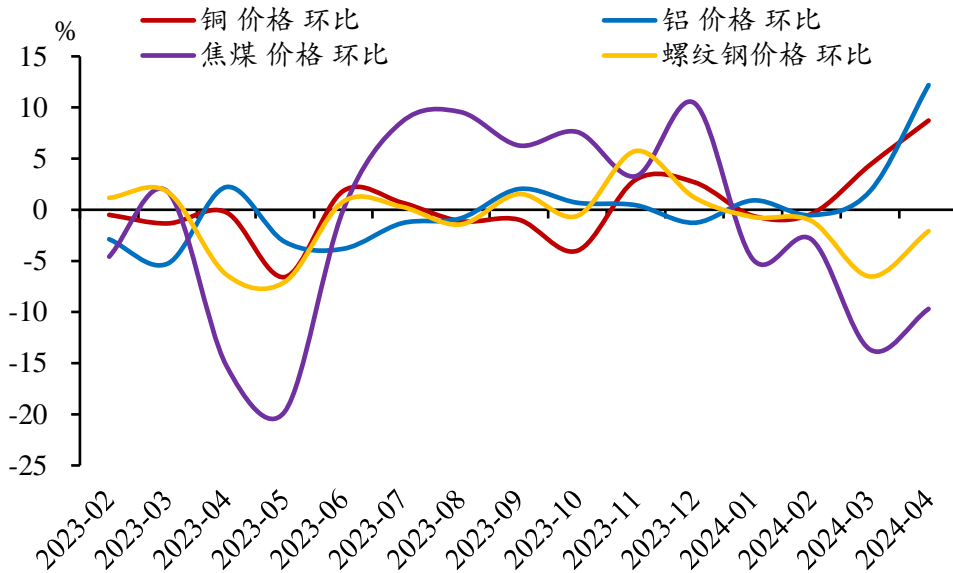
下游制造业利润的主要驱动力，一是科技制造，二是出口链。

一是科技制造相关行业不断壮大。一季度，高技术制造业利润由上年全年下降 8.3% 转为同比增长 29.1%，增速比规上工业平均水平高 24.8 个百分点。分行业看，通信终端设备行业利润增长 3.47 倍；集成电路、显示器件、计算机整机制造行业均由上年同期亏损转为盈利，利润同比分别增加 108.3 亿元、76.1 亿元、48.0 亿元。

二是出口回暖，出口链盈利增加。3 月出口交货值同比增长 1.4%，较 1-2 月加快 1.0 个百分点。

但也有部分“产能过剩”行业对下游制造业利润形成拖累，比如一季度电气机械制造业利润同比为 -6.9%，去年全年为增长 15.7%。

中上游行业利润占比整体下滑，内部分化明显。3 月有色价格表现好于黑色，导致中上游行业利润分化。3 月铜、铝价格上涨幅度较大，有色金属冶炼和压延加工业增长 57.2%。煤炭、螺纹钢等黑色系仍然偏弱，石油煤炭及其他燃料加工业由盈转亏，黑色金属冶炼和压延加工业亏损增加。

图 5：有色、黑色价格分化


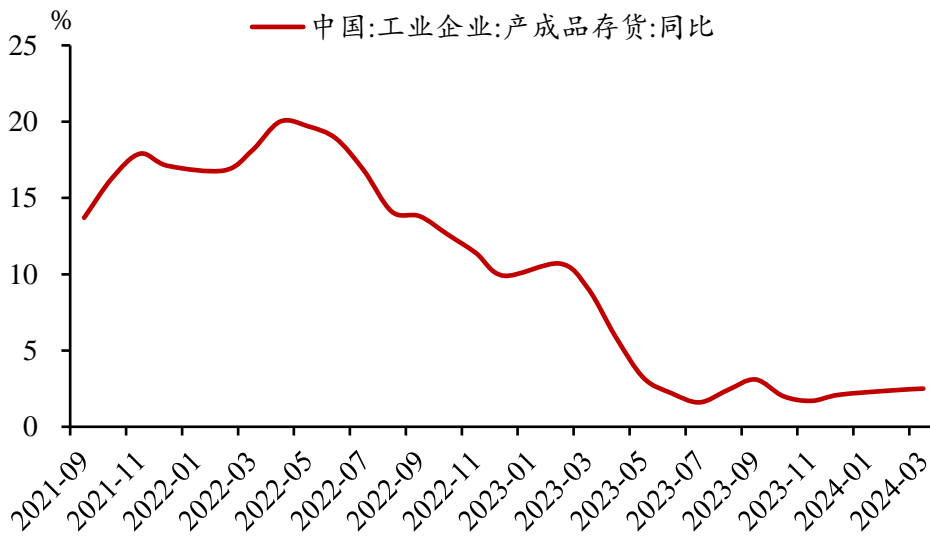
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

下游消费品行业利润保持平稳。1-3月农副食品加工业、食品制造业利润分别同比增长2.0%、18.8%，较1-2月加快9.3、3.0个百分点。纺织业、纺织服装利润同比增速明显放缓。

往后看，我们认为（1）下游制造业利润在政策支持以及出口转好的背景下，有望继续表现强劲。（2）4月大宗商品价格整体走强，包含国内定价的水泥、螺纹钢价格也出现企稳回升的迹象，中上游行业利润占比或将边际改善。（3）在内需低迷的环境下，上游原材料价格的提升可能会挤压下游消费品行业的利润，可能需要警惕下游消费品盈利回落。

三、企业库存仍处于低位

企业库存仍处于低位。2024年3月末，产成品存货同比增长2.5%，增速较2月末回升0.1个百分点，连续三个月回升但仍处于较低位置。在需求端恢复节奏偏慢的影响下，企业补库存在波折。

图 6：库存同比增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

从细分行业来看，中上游、以及下游消费品库存同比上升。2月各行业库存同比的历史分位数显示，中上游的石油天然气开采、化学纤维、有色金属冶炼，下游消费品中的食品制造业、酒饮料的库存上升幅度较大。结合细分行业的库存与利润，我们认为化学纤维、有色金属冶炼、以及食品制造业可能已经开始主动补库存。

图 7：库存同比分位数（2012年2月-2024年2月）

行业	10月库存分位数 (%)	11月库存分位数 (%)	12月库存分位数 (%)	2月库存分位数 (%)
煤炭开采和洗选业	0.43	0.22	0.04	0.16
石油和天然气开采业	0.28	0.36	0.38	0.63
黑色金属矿采选业	0.00	0.00	0.03	0.04
有色金属矿采选	0.27	0.27	0.12	0.25
非金属矿采选业	0.18	0.45	0.25	0.16
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.20	0.21	0.35	0.30
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.16	0.10	0.05	0.14
造纸及纸制品业	0.06	0.02	0.11	0.10
化学原料及化学制品制造业	0.11	0.06	0.13	0.17
化学纤维制造业	0.25	0.42	0.61	0.84
橡胶和塑料制品业	0.10	0.12	0.21	0.24
非金属矿物制品业	0.00	0.00	0.00	0.04
黑色金属冶炼及压延加工业	0.33	0.34	0.42	0.53
有色金属冶炼及压延加工业	0.30	0.31	0.13	0.30
金属制品业	0.05	0.13	0.16	0.21
医药制造业	0.16	0.14	0.29	0.03
通用设备制造业	0.20	0.13	0.20	0.21
专用设备制造业	0.70	0.84	0.74	0.54
汽车制造	0.14	0.25	0.23	0.15
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.64	0.74	0.71	0.61
电气机械及器材制造业	0.26	0.16	0.23	0.12
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.03	0.00	0.00	0.04
仪器仪表制造业	0.55	0.58	0.59	0.27
农副食品加工业	0.40	0.40	0.19	0.16
食品制造业	0.16	0.06	0.05	0.35
酒、饮料和精制茶制造业	0.04	0.26	0.19	0.77
烟草制品业	0.65	0.76	0.35	0.39
纺织业	0.46	0.53	0.61	0.60
纺织服装、服饰业	0.06	0.06	0.03	0.08
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.06	0.00	0.00	0.01
家具制造业	0.00	0.02	0.07	0.11
印刷业和记录媒介的复制	0.06	0.07	0.09	0.09
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.09	0.06	0.05	0.10

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

风险因素

信贷政策收紧；海外衰退幅度超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。