

2024年一季度工业企业利润数据点评

补库存受限

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年一季度工业企业利润同比增长4.3%，较1-2月回落5.9个百分点。

平安观点：

- 工业企业营收和利润增速转负，量、价和利润率均有拖累。**2024年3月工业企业利润单月同比增长-3.5%，营收单月同比增长-1.2%，结束去年8月以来的同比正增长。拆分来看，**1）量减：**3月工业增加值同比增速为4.5%，较1-2月回落2.5个百分点；**2）价降：**3月PPI同比-2.8%，较1-2月均值回落0.2个百分点。**3）利润率同比回落：**3月工业企业营业收入利润率对工业利润增速的拉动较1-2月回落10个百分点以上。从影响利润率的因素看，工业企业每百元营业收入中成本和费用增加，而其他差额项目回落，或受益于人民币汇率贬值。
 - 从大类行业看，3月仅采矿业盈利增速自低位提升，制造业及水电燃气行业利润的累计同比增速均较1-2月放缓。**制造业主要板块中：**1）装备制造和消费制造行业利润增速放缓，对工业利润增速的拉动合计减弱3.5个百分点，受基数抬升的影响。****2）原材料行业盈利分化，对工业利润的拖累扩大2.3个百分点。**其中，与建筑投资需求相关的黑色金属加工业亏损扩大、石油煤炭加工业由盈利转为亏损，非金属矿物制品行业利润同比跌幅扩大。不过，与出口及新能源领域需求相关的化学纤维制造、有色金属冶炼、橡胶塑料制品行业盈利偏强。
 - 工业企业库存增速仍处低位，产能过剩、价格低迷制约“补库存”。**3月工业企业产成品存货同比增速2.5%，虽连续4个月回升，却未突破2023年6月以来的震荡区间（增速在1.6%到3.1%之间徘徊）。分板块看2024年2月产成品库存相对2023年6月（相对低点）的变化：**1）原材料行业（约占工业库存的27%）**库存增速由负转正，得益于行业PPI与工业增加值增速的同步抬升。**2）装备制造业（约占工业库存的46%）和消费制造（约占工业库存的22%）**行业库存增速回落，两个板块工业增加值增速均有提升，但面临不同程度的产能过剩，PPI较快回落，制约补库存进程。
 - 工业企业资产和负债增速均回落，资产负债率抬升。**2024年3月末工业企业资产负债率为57.3%，较2月末回升0.2个百分点。我们认为，工业企业资产负债率抬升，尚不足以代表企业信心和预期出现好：**一方面，**工业企业资产负债率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3月末的资产负债率平均而言较2月末提升0.2个百分点；**另一方面，**资产负债率抬升的同时，工业企业资产和负债增速均较快回落。3月工业总资产增速和总负债增速分别为6.1%和5.7%，分别较2月末回落0.4和0.5个百分点。
- **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4月27日，国家统计局公布一季度规模以上工业企业经营数据。一季度规上工业企业实现利润总额15055.3亿元，同比增长4.3%，较1-2月回落5.9个百分点。

工业企业经济效益状况主要呈现以下特点：

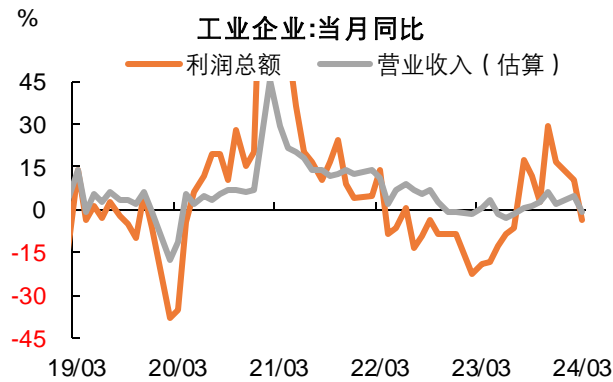
1、工业企业营收和利润单月同比增速均转负，量、价和利润率均有拖累。

2024年3月工业企业利润单月同比增长-3.5%，而1-2月累计同比增长10.2%，结束去年8月以来的同比正增长。3月工业企业营收单月同比增速-1.2%，而1-2月同比增长4.5%。

拆分量、价和利润率：1) 量减：2024年3月工业增加值同比增速为4.5%，较1-2月回落2.5个百分点；**2) 价降：**PPI同比中枢为-2.8%，较1-2月回落0.2个百分点。**3) 利润率回落：**2024年3月工业企业营业收入利润率低于去年同期，对工业利润增速的拉动较1-2月回落10个百分点以上。

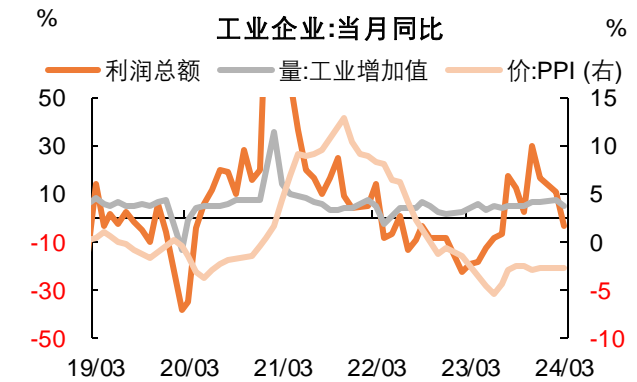
2024年一季度，工业企业营收利润率仅4.86%，远低于5.49%的历史同期均值（2012年以来），仅略高于2020年同期，并持平于2023年同期。**从影响利润率的因素看，**工业企业每百元营业收入中的成本和费用分别较去年同期增加0.14元和0.05元，形成拖累。不过，每百元营收中的其他差额项目（在会计报表中对应税金及附加、资产减值、汇兑损益等分项）较去年同期回落0.19元，对冲了成本和费用增加的负面影响，或在人民币汇率同比贬值的过程中受益。

图表1 2024年3月工业企业营收和利润同比负增长



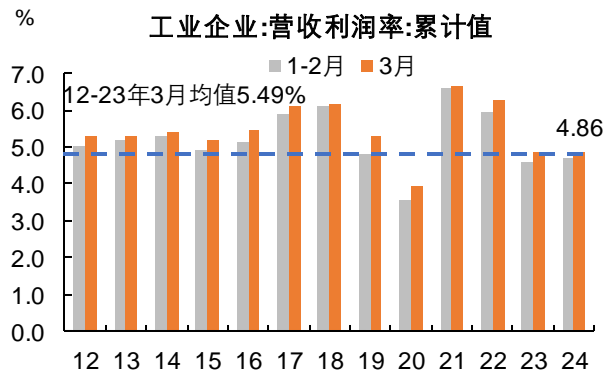
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 2024年3月工业增加值增速回落，PPI处于低位



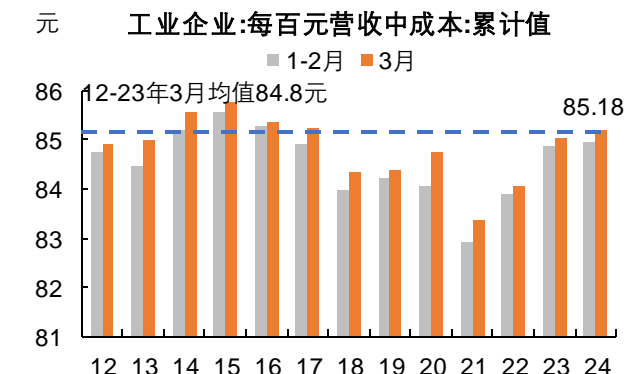
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 2024年一季度工业企业营收利润率持平去年低位



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 2024年一季度工业企业每百元营收中成本处于高位



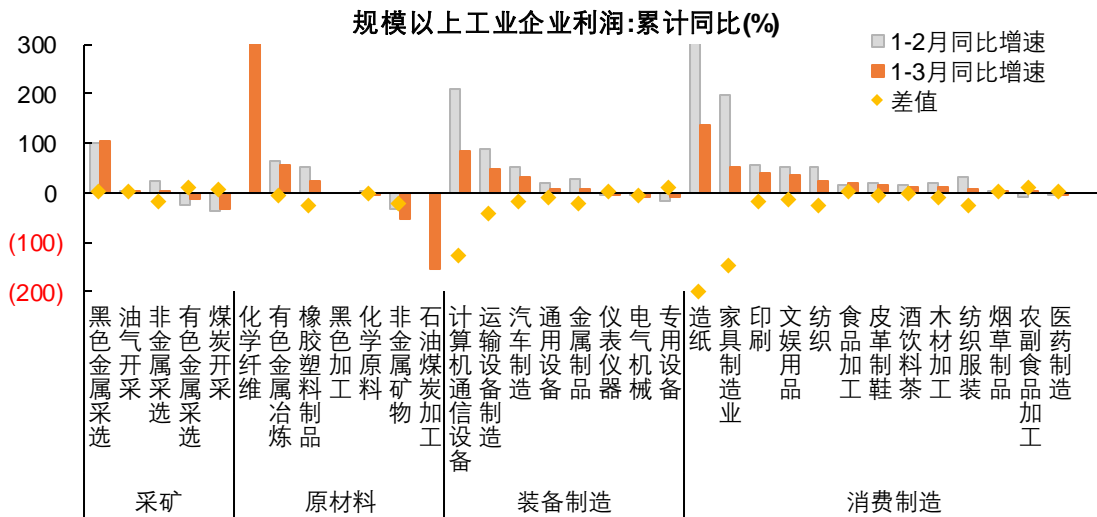
资料来源:wind, 平安证券研究所

2、从大类行业看，2024 年一季度装备制造、消费制造、原材料制造及水电燃气行业利润同比增速均放缓。

2024 年一季度，工业利润累计同比增长 4.3%，较 1-2 月回落 5.9 个百分点。大类行业中，采矿业盈利增速自低位有所提升，利润同比增速跌幅收窄 2.6 个百分点至-18.5%，对工业利润的拖累减少 1.1 个百分点。水电燃气行业利润累计同比增长 40.0%，增速较 1-2 月回落 23.1 个百分点，对工业利润的拉动减少 1.3 个百分点。制造业是工业盈利的主要组成部分，利润累计同比增长 7.9%，增速较 1-2 月回落 9.5 个百分点，对工业利润的拉动减少 5.7 个百分点。

制造业主要板块中：1) 装备制造和消费制造行业利润增速放缓，对工业利润增速的拉动合计减弱 3.5 个百分点。2024 年一季度，装备制造业利润累计同比增长 18.0%，较 1-2 月增速回落 10.9 个百分点；消费制造业利润同比增长 10.9%，较 1-2 月回落 2 个百分点。我们测算，装备制造、消费制造对一季度规上工业利润的拉动分别为 4.9 个百分点和 2.7 个百分点，相比 1-2 月分别回落 1.8 个百分点和 1.7 个百分点。结构上，装备制造业以电子、铁路船舶航空航天运输设备、汽车利润表现较强，分别增长 82.5%、45.8%和 32.0%；消费制造业中造纸行业利润增长 1.38 倍，家具、印刷、文教工美、纺织行业利润增速在 25.0%到 51.4%之间。2) 原材料行业盈利分化，对工业利润的拖累扩大 2.3 个百分点。2024 年一季度，与建筑投资需求相关的三大原材料行业亏损扩大，或利润收缩加剧，其中，黑色金属冶炼和压延加工业亏损扩大至 213.6 亿元，石油煤炭及其他燃料加工业由盈利转为亏损 35.6 亿元，非金属矿物制品行业利润同比增速降至-54.2%。不过，与出口及新能源领域需求相关的原材料行业盈利偏强，化学纤维制造、有色金属冶炼、橡胶塑料制品行业利润同比分别增长 310.2%、57.2%和 21.5%。

图表5 2024 年一季度，中下游制造业利润大多正增长



资料来源:Wind, 平安证券研究所

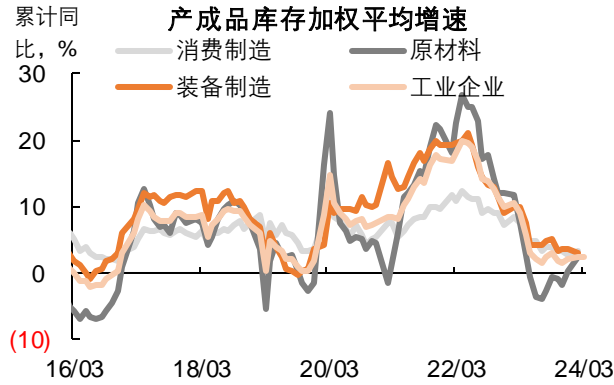
3、工业企业库存增速仍处低位，产能过剩、价格低迷制约“补库存”。

2024 年 3 月工业企业产成品存货同比增速 2.5%，虽连续 4 个月回升，却未突破 2023 年 6 月以来的震荡区间（增速在 1.6% 到 3.1% 之间徘徊）。

由于 3 月分行业的产成品库存增速尚未公布，我们暂且以 2 月数据观察各板块产成品库存变化：1) 原材料行业（约占工业库存的 27%）库存增速由负转正。2024 年 2 月原材料行业产成品库存增速约 2.3%，而去年 6 月末为-3.7%。原材料行业“补库存”，或得益于行业 PPI 与工业增加值增速的同步抬升。2) 装备制造业（约占工业库存的 46%）和消费制造（约占工业库存的 22%）行业库存增速回落。我们测算，2024 年 2 月装备制造业产成品库存增速约 3%，较去年 6 月末回落 1.2 个百分点；2024 年 2 月消费制造行业产成品库存增速约 3.2%，较去年 6 月末回落 1.7 个百分点。在此期间，装备制造和消

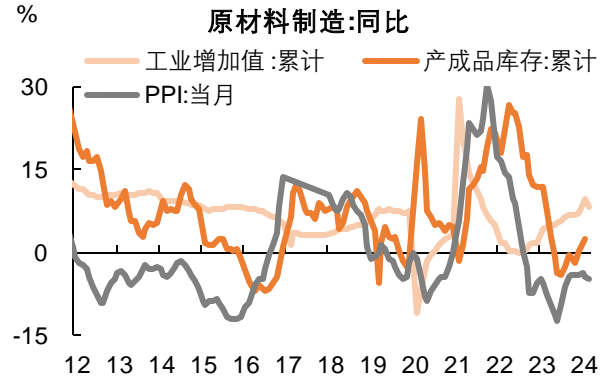
费制造行业工业增加值增速均有提升，但面临不同程度的产能过剩压力（参考前期报告《详解产能过剩：历史对话现实》），PPI 增速均较快回落，制约“补库存”。

图表6 2023年下半年以来原材料行业库存增速回升



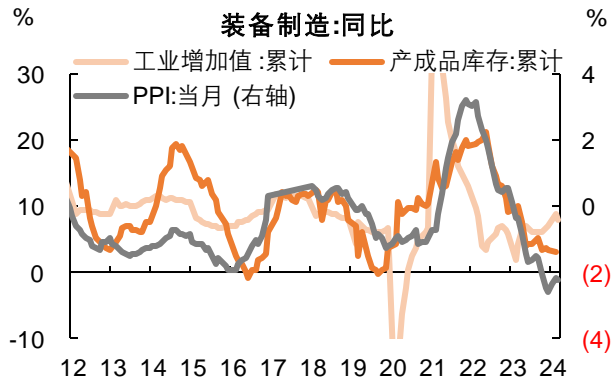
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 原材料制造行业 PPI 与工业增加值增速趋升



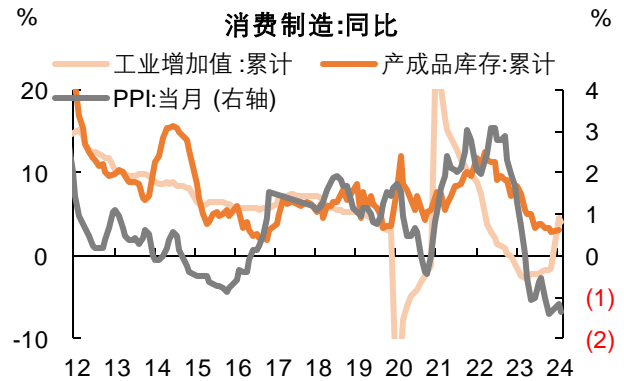
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 装备制造行业 PPI 增速低迷，仍在去库存



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 消费制造行业 PPI 增速处于低位，库存增速磨底



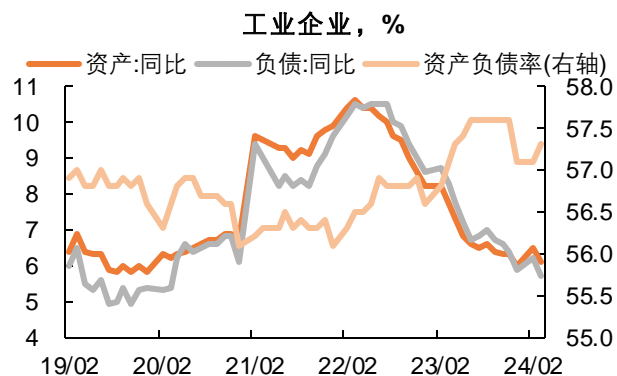
资料来源:wind, 平安证券研究所

4、工业企业资产和负债增速均回落，资产负债率抬升。

2024 年 3 月末工业企业资产负债率为 57.3%，较 2 月末回升 0.2 个百分点。分所有制看，2024 年 3 月末股份制、私营和外资工业企业资产负债率分别较 2 月末提升 0.2、0.3 和 0.5 个百分点；仅国有企业资产负债率持平于 2 月。

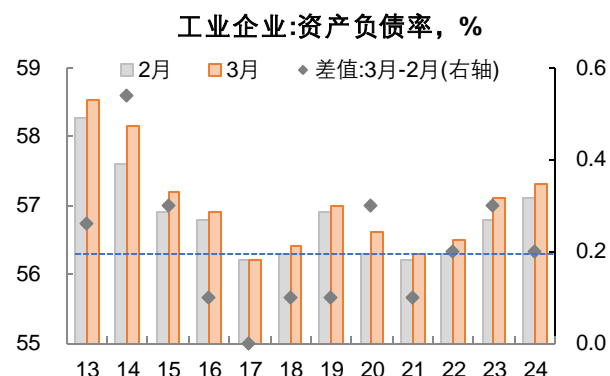
3 月工业企业资产负债率抬升，尚不足以代表企业信心和预期出现好转。一方面，工业企业资产负债率存在一定的季节性规律，表现为年初“加杠杆”、年末“去杠杆”。2013 年以来，历年 3 月末的资产负债率平均而言较 2 月末提升 0.2 个百分点。另一方面，资产负债率抬升的同时，工业企业资产和负债增速均较快回落。3 月工业总资产增速和总负债增速分别为 6.1% 和 5.7%，分别较 2 月末回落 0.4 和 0.5 个百分点。

图表10 2024年3月工业企业资产和负债增速均回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表11 2013年以来,3月资产负债率大多高于2月



资料来源:wind, 平安证券研究所

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