

分析师：杨畅

执业证书编号：S0740519090004

电话：021-20315708

Email: yangchang@zts.com.cn

## 相关报告

## 投资要点

- 2024年前3个月，全国规模以上工业企业实现利润总额15055.3亿元，累计同比增长4.3%，其中三个特点相对明显：

第一，利润增速回落主因成本端刚性。根据累计数折算上年基数后，3月同比下降3.7%，其中营业收入当月同比下降1.2%，营业成本同比下降0.8%，显示出成本端的刚性；

第二，应收账款与产成品短期波动。应收账款短期回升，呈现出节庆假日后的季节性表现；产成品存货增速较上月提高，既有上年基数的原因，也有环比抬升的影响，表明下游需求仍待修复；

第三，结构差异体现在较多方面。首先，制造业拖累相对明显，制造业占工业企业利润的比例较2023年末下降7.4个百分点；其次，上游的黑色矿采，中游的有色冶炼、铁路船舶，下游的农副食品、造纸、计算机通信当月增速较高；最后，国企当月增速回落，非国企表现平稳。

- 高频数据：生产高位平稳，基建上行暂稳，住宅成交平稳，上海一手走高，土地出让平稳，消费低位平稳，出口运价上行，进口运价回落
- 风险提示事件：国内与海外政策变动风险；国内与海外经济波动超预期风险；国际经济贸易摩擦风险

## 内容目录

1. 工业企业利润短期波动以及三个特点.....	- 3 -
2. 高频数据：生产高位平稳，基建上行暂稳，住宅成交平稳，上海一手走高，土地出让平稳，消费低位平稳，出口运价上行，进口运价回落.....	- 4 -
3. 风险提示.....	- 14 -

## 图表目录

图表 1: 应收账款与产成品存货环比增速的量价拆解.....	- 3 -
图表 2: 工业企业利润分类占比的历年变化.....	- 4 -
图表 3: 生产端部分高频指标（开工率单位为%，产量单位为万吨）.....	- 5 -
图表 4: 基建部分高频指标（库存单位为万吨）.....	- 5 -
图表 5: 基建部分高频指标（水泥价格分区域）.....	- 5 -
图表 6: 基建部分高频指标（水泥价格分区域）.....	- 6 -
图表 7: 商品房成交部分高频指标（面积单位为万平方米）.....	- 6 -
图表 8: 部分重点城市二手房成交面积（面积单位为平方米）.....	- 7 -
图表 9: 上海一手签约与二手成交面积指数（以 2023 年 Q4 日均值为基准 100）.....	- 8 -
图表 10: 土地成交部分高频指标（面积单位为万平方米）.....	- 9 -
图表 11: 消费相关部分高频指标（销量单位为辆，电影票房单位为万元）.....	- 9 -
图表 12: 中国出口集装箱运价指数与上海出口集装箱运价指数.....	- 10 -
图表 13: CCFI 指数不同航线表现.....	- 10 -
图表 14: 外贸相关高频指标（区域指数）.....	- 11 -
图表 15: CDFI 运价指数及细分运价指数.....	- 12 -
图表 16: BDI 指数及细分运价指数.....	- 12 -

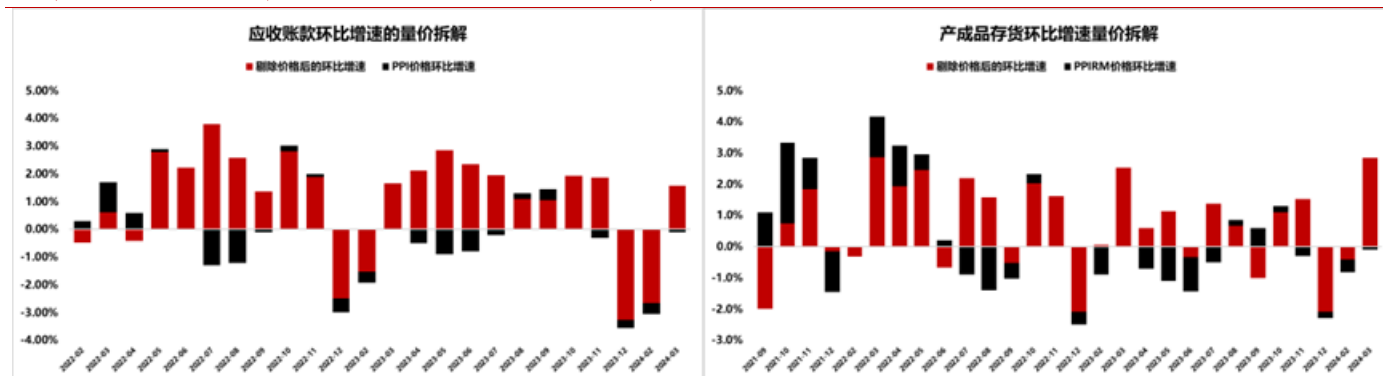
## 1. 工业企业利润短期波动以及三个特点

根据国家统计局 27 日公布的工业企业利润数据，2024 年前 3 个月，全国规模以上工业企业实现利润总额 15055.3 亿元，累计同比增长 4.3%（前 2 个月累计同比增长 10.2%）。同时，三方面特点相对明显：

第一，利润增速回落主因成本端刚性。从绝对值来看，工业企业利润前 3 个月约为 15055.3 亿元，根据累计数折算上年基数后，计算 3 月当月同比下降 3.7%（前值同比增长 10.2%），与国家统计局公布的数值接近，3 月份规模以上工业企业实现利润同比下降 3.5%；需要注意的是，折算后的上年 3 月基数，相较上年公布数据，存在约 2.5 个百分点的收窄。从营业收入与营业成本来看，前 3 个月，规模以上工业企业实现营业收入约 30.96 万亿元，累计同比上涨 2.3%（前值 4.5%）；发生营业成本 26.38 万亿元，累计同比上涨 2.5%（前值 4.6%），根据累计数折算上年基数后，营业收入 3 月同比下降 1.2%，营业成本 3 月同比下降 0.8%，显示出成本端的刚性。为了避免价格扰动，剔除掉价格之后，营业收入和营业成本分别同比增长 1.6%（前值增长 9.7%）、2.7%（前值增长 11.4%），反映出两方面特点，一方面，剔除掉价格之后，营业收入与营业成本当月同比增速虽较前值回落，但仍体现出增长态势；另一方面，价格因素对于营业收入和成本的扰动比较明显。

第二，应收账款与产成品呈现短期波动。一方面，应收账款呈现短期回升迹象，3 月末应收票据及应收账款 23.33 万亿（前值 22.99 万亿），绝对值提高，同比增长 8.2%（前值 8.6%），回落 0.4 个百分点。环比增长 1.48%（前值下降 3.06%），剔除掉价格后环比增长 1.58%（前值下降 2.66%），应收账款压力有所波动。应收账款在每年 12 月份和每年前 2 个月，呈现出回落迹象，在春节假日之后呈现回升，呈现出一定的季节性特征。另一方面，产成品存货呈现短期累库迹象，3 月末产成品存货约 6.26 万亿元（前值 6.09 万亿），绝对金额回升，同比增长 2.5%（前值 2.4%），增速较上月提高 0.1 个百分点，既有上年基数的原因，上年基数抬升斜率偏低，推升了 3 月同比增速；也有环比累库的原因，产成品存货环比增长 2.7%（前值下降 0.8%），剔除掉价格后环比增长 2.8%（前值下降 0.4%），继续呈现降价累库的特征，表明下游需求相较于生产仍然偏弱。

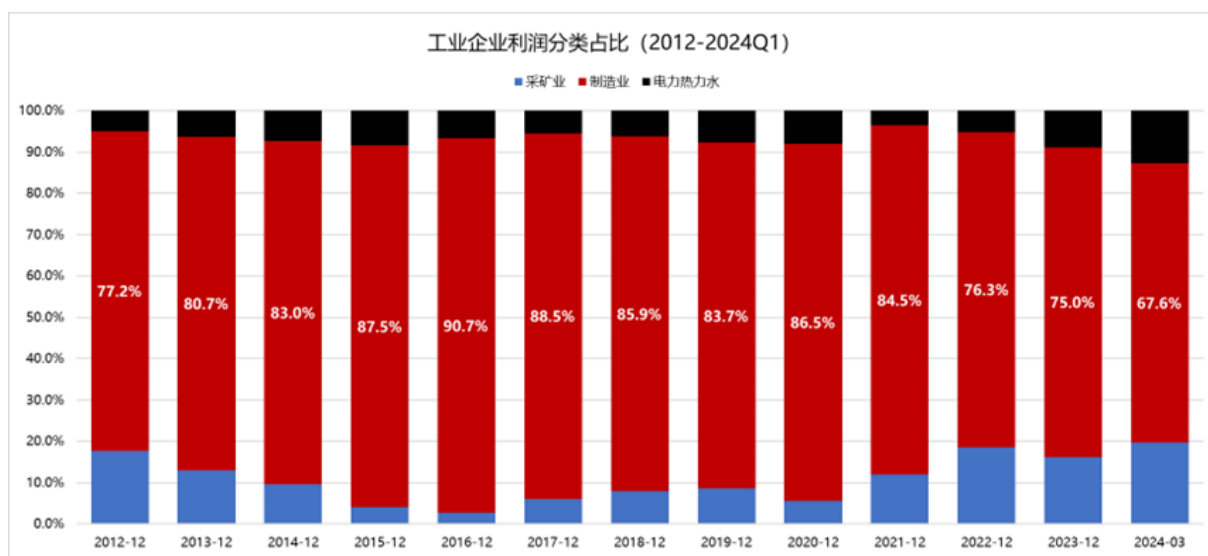
图表 1：应收账款与产成品存货环比增速的量价拆解



来源：WIND、中泰证券研究所

第三，存在三方面结构差异。首先，是大类中的制造业拖累相对明显。从三大门类来看，根据累计数折算上年基数后，计算3月当月同比增速，采矿业同比下降13.5%（前值下降21.1%），降幅收窄；制造业同比下降3.9%（前值增长17.4%），制造业是影响工业企业利润的核心因素，截至2024年3月末制造业利润在工业企业利润中的占比为67.6%，相较2023年末下降约7.4个百分点；电力热力水同比增长16.7%（前值63.1%），增速回落。其次，部分行业表现突出，从上游来看，油气开采同比增长7.5%，黑色矿采同比增长111.8%，有色矿采同比增长7.8%，但是煤炭开采同比下降27.2%；从中游来看，有色冶炼同比增长45.7%，铁路船舶同比增长18.3%，但是金属制品同比下降25.4%；从下游来看，农副食品同比增长32.9%，食品制造同比增长24.0%，造纸同比增长43.5%，印刷记录同比增长19.6%，汽车制造同比增长14.2%，计算机通信同比增长41.2%，但是服装服饰同比下降45.3%，家具制造同比下降44.8%。最后，非国企表现相对平稳。前3个月国企利润实现5738.2亿元，折算上年基数后，计算当月同比下降6.9%（前值增长0.5%）；非国企同比下降1.5%，表现相对平稳；其中，私企同比下降5.9%（前值增长12.7%）、股份制企业同比下降5.7%（前值增长5.3%）、外企同比增长3.8%（前值增31.2%）。

图表2：工业企业利润分类占比的历年变化



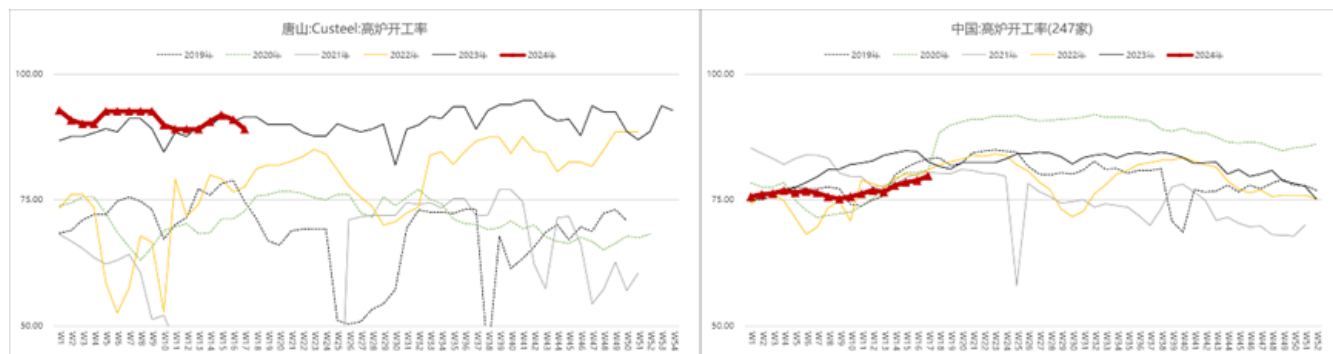
来源：WIND、中泰证券研究所

## 2. 高频数据：生产高位平稳，基建上行暂稳，住宅成交平稳，上海一手走高，土地出让平稳，消费低位平稳，出口运价上行，进口运价回落

从生产端来看，仍在高位平稳，截至4月26日唐山Custeel高炉开工率为89.04%（前值90.97%），高位平稳，略低于2023年同期水平；全国247家高炉开工率79.75%（前值78.88%），高位继续小幅回升，略低

于 2019 年与 2023 年同期水平；截至 4 月 25 日，PTA 产业链负荷率 81.19%（前值 74.50%），继续回升；截至 4 月 20 日，汽车半钢胎开工率高位回升，高于往年平均水平。

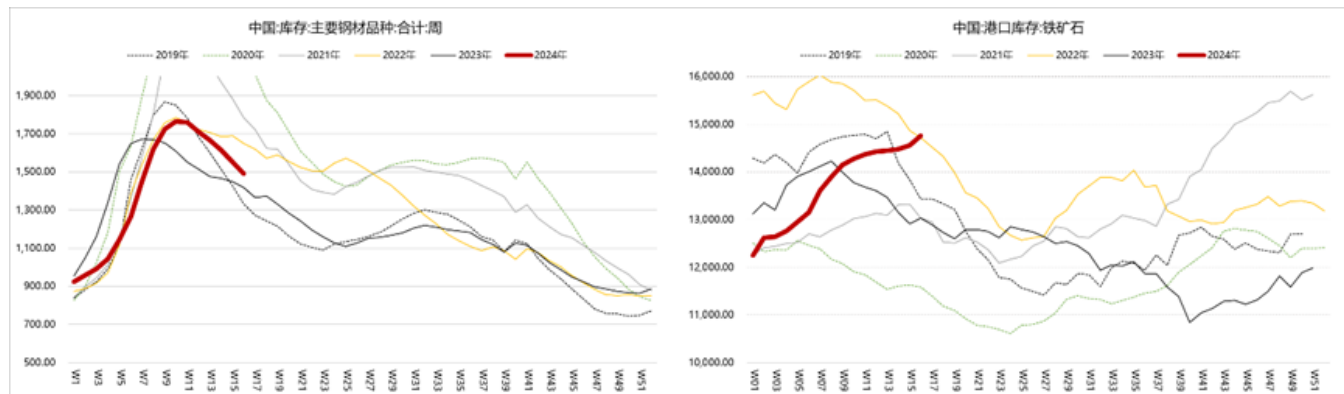
图表 3：生产端部分高频指标（开工率单位为%，产量单位为万吨）



来源：WIND、中泰证券研究所

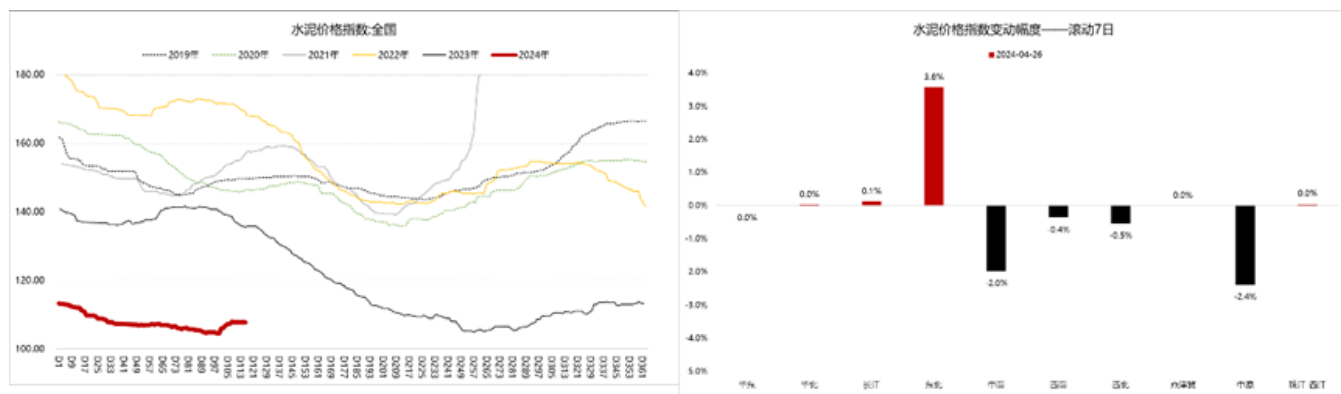
从内需端看，基建上，截至 4 月 20 日主要钢材品种库存季节性回落，但相较 2023 年同期仍然偏高，反应钢材去化速度相对偏慢，截至 4 月 26 日，铁矿石港口库存进一步走高，表明下游需求仍然偏弱；截至 4 月 26 日全国水泥价格在前期反弹后保持平稳，或反应基建提速偏平缓；从区域来看，各区域价格相较 7 日前有所分化，但东北环比回升明显。

图表 4：基建部分高频指标（库存单位为万吨）



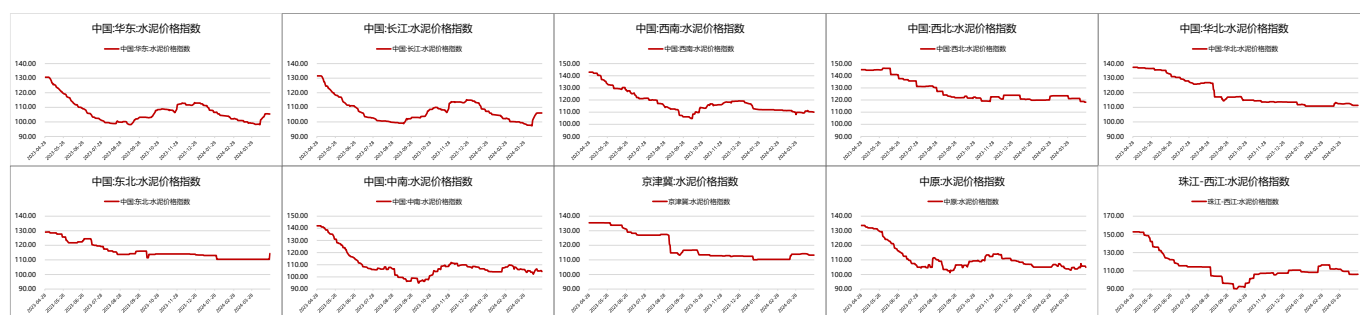
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 5：基建部分高频指标（水泥价格分区域）



来源：WIND、中泰证券研究所

**图表 6: 基建部分高频指标 (水泥价格分区域)**

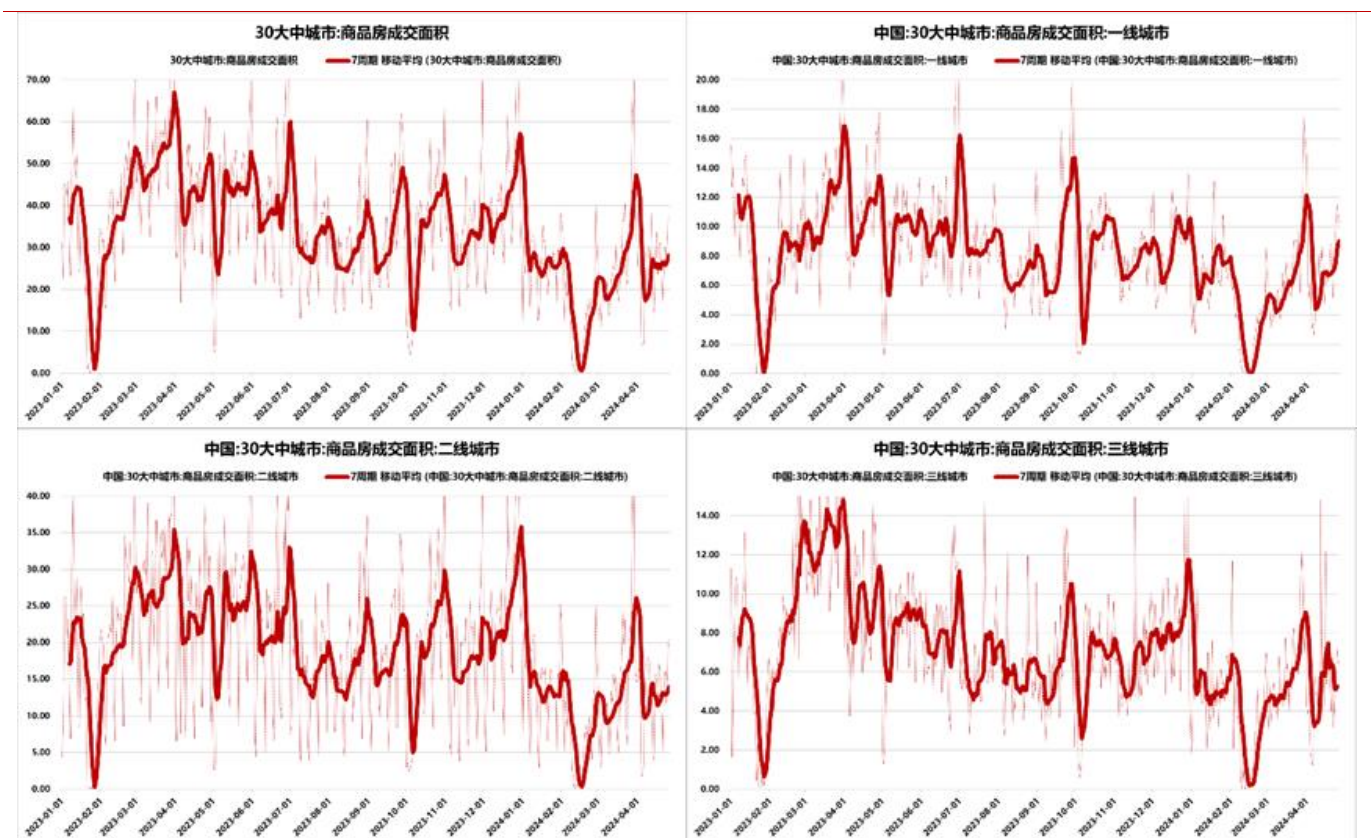


来源：WIND、中泰证券研究所

地产上，截至4月26日，30大中城市商品房成交面积平稳运行，一线回升，二线平稳，三线回落；从部分重点城市二手房成交面积来看，北京、深圳、杭州、厦门、青岛呈现出前期走高后的回落迹象，南京、苏州保持平稳；上海一手房签约面积短期出现走高迹象，二手成交面积保持平稳；从土地成交情况来看，截至4月21日，100大中城市成交土地面积、住宅用地面积低位小幅回升，表明拿地积极性仍然偏弱。乘用车批零低位回升，地铁客运量相对平稳；电影票房底部波动。

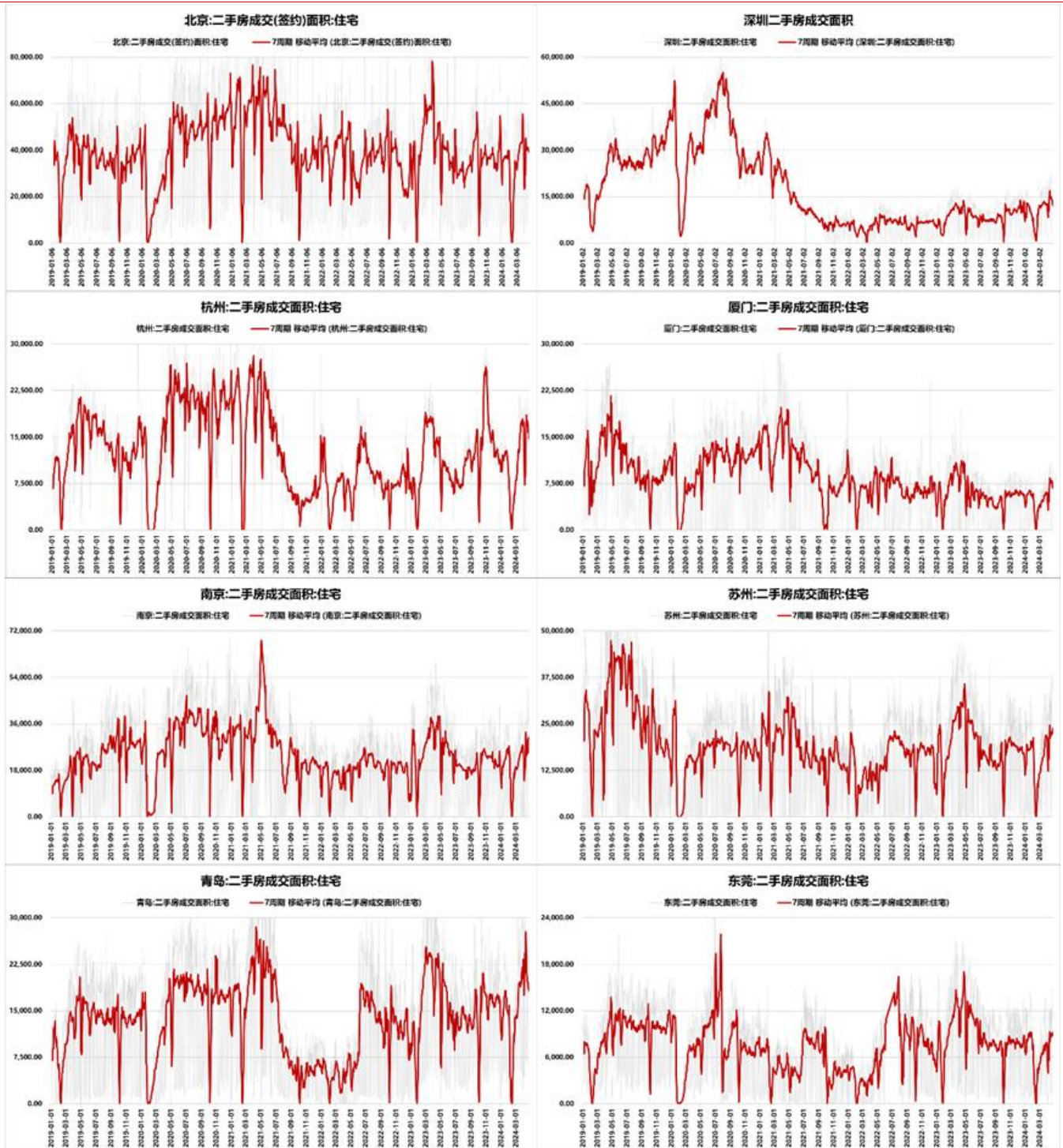
**图表 7: 商品房成交部分高频指标 (面积单位为万平方米)**





来源: WIND、中泰证券研究所

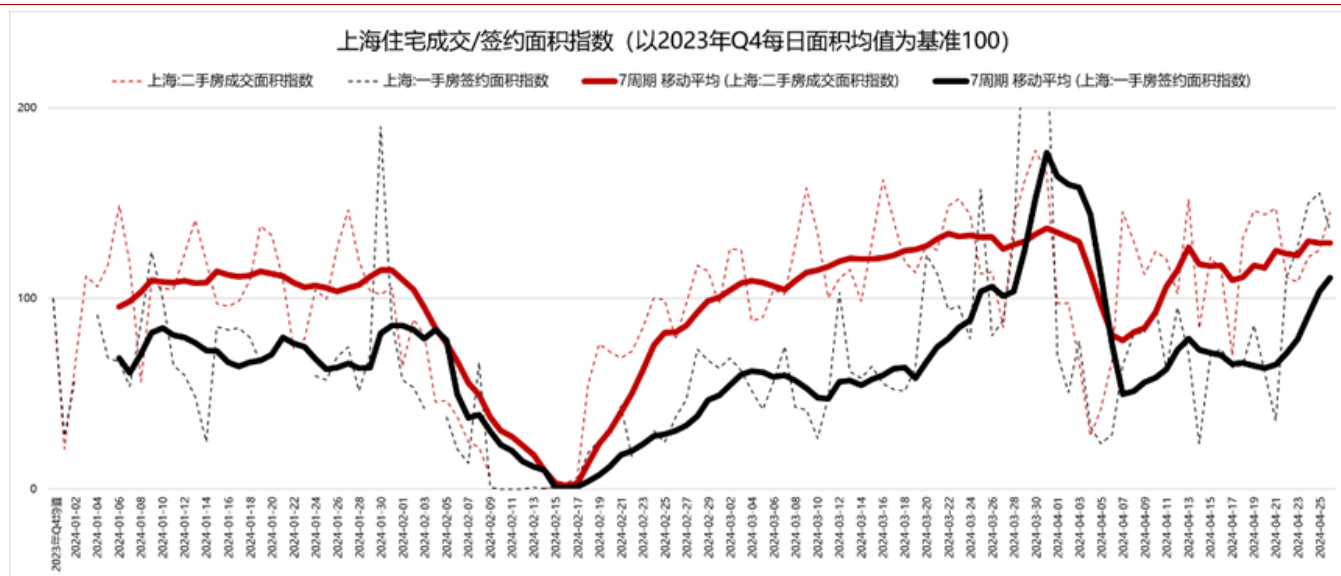
图表 8: 部分重点城市二手房成交面积 (面积单位为平方米)



来源: WIND、中泰证券研究所

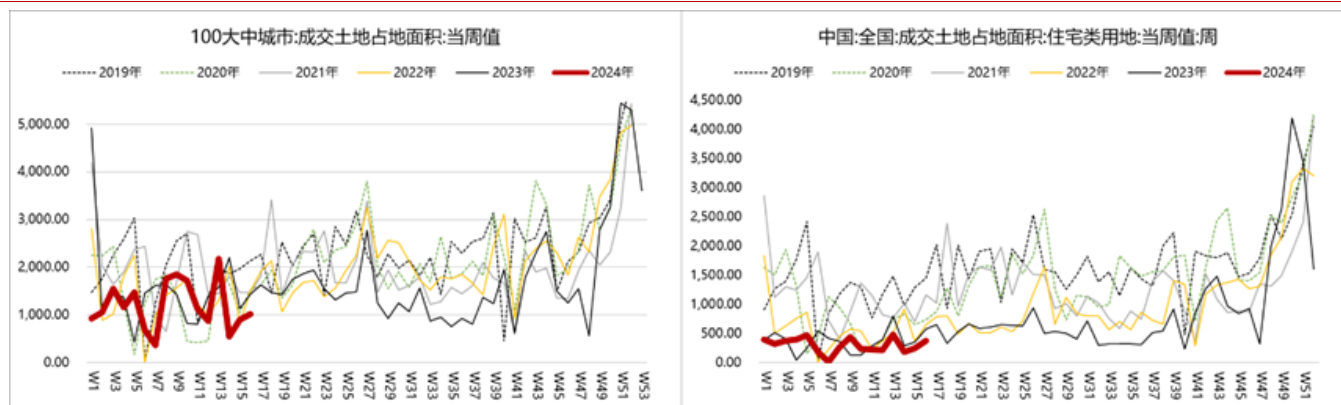
图表 9: 上海一手签约与二手成交面积指数 (以 2023 年 Q4 日均值为基准 100)





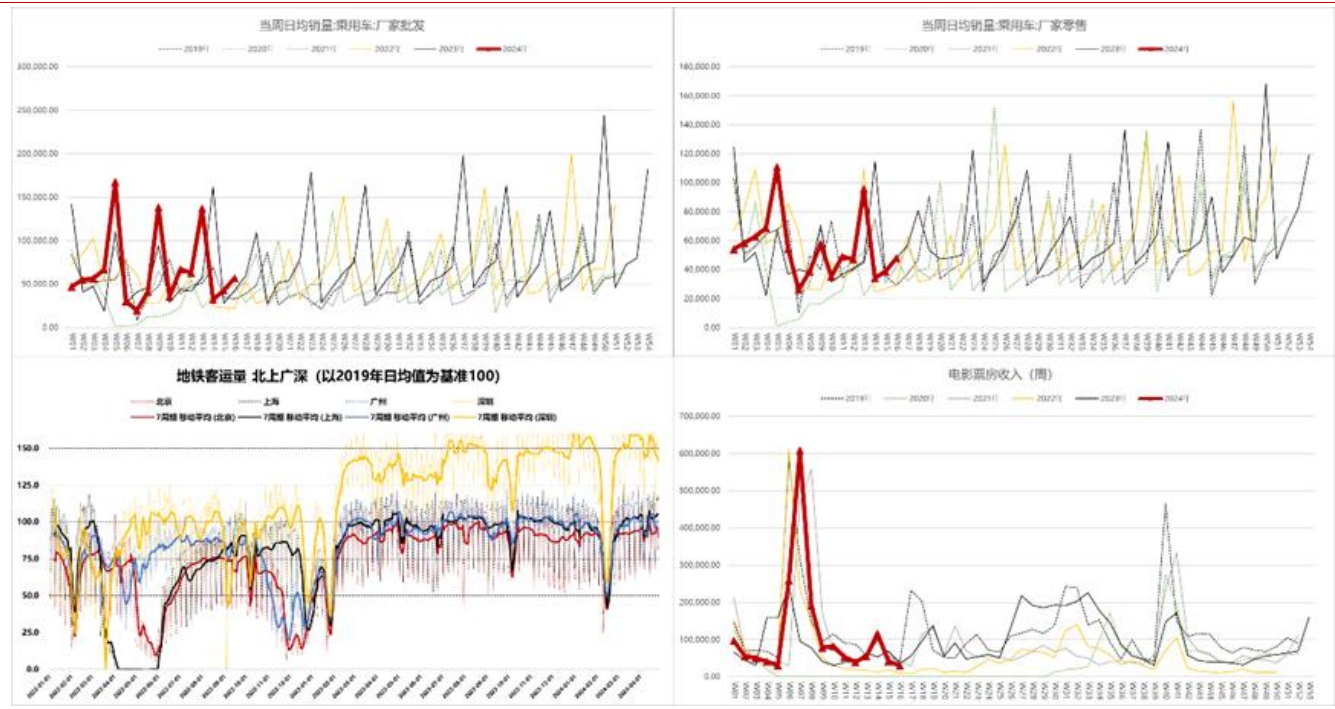
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 10: 土地成交部分高频指标 (面积单位为万平方米)



来源：WIND、中泰证券研究所

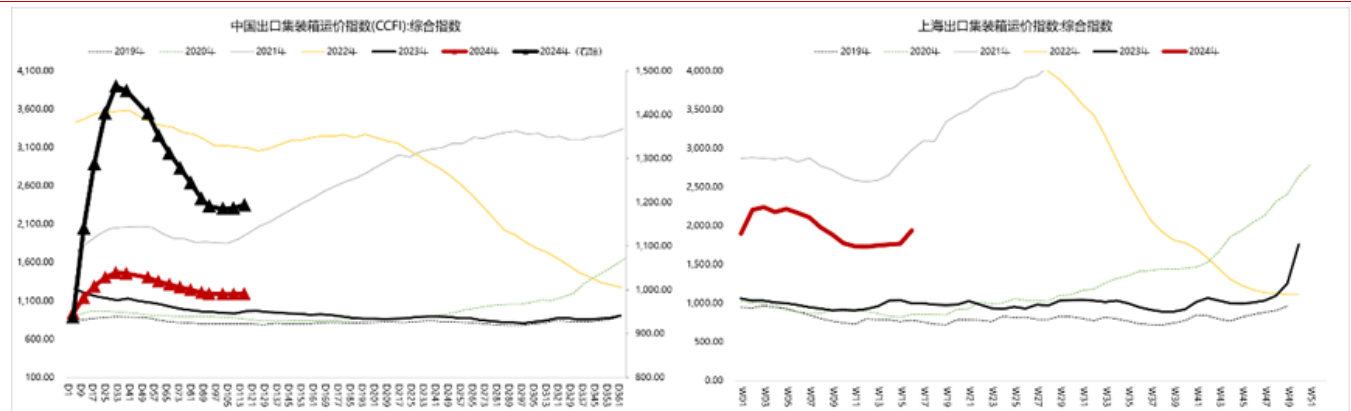
图表 11: 消费相关部分高频指标 (销量单位为辆, 电影票房单位为万元)



来源: WIND、中泰证券研究所

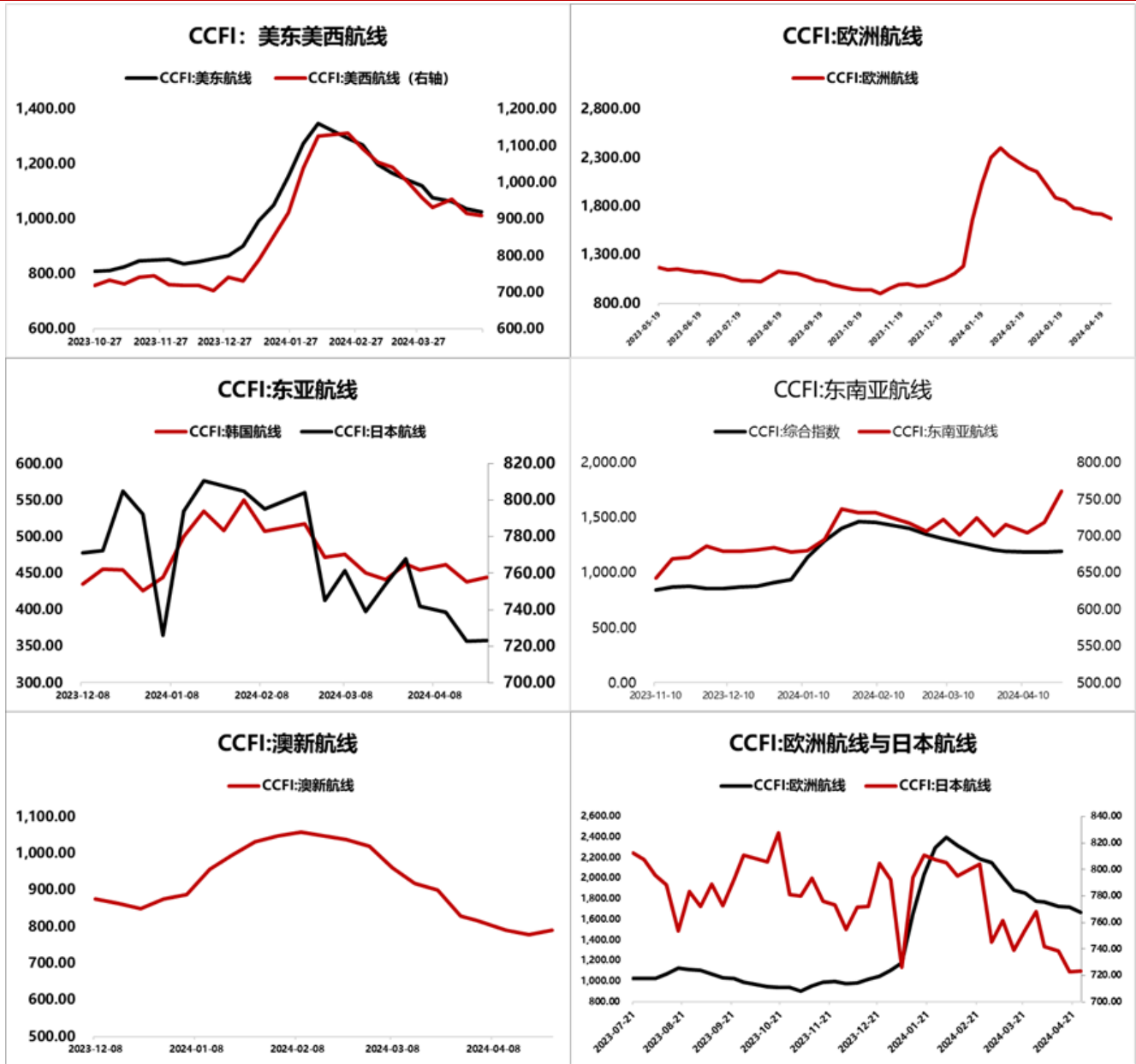
从外需端看，出口运价指标向上回升。截至 4 月 26 日，中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 报 1193.64 点 (前值 1186.53 点)，低位向上修复；上海出口集装箱运价指数 (SCFI) 报 1940.63 点 (前值 1769.54 点)，向上修复，从往期数据观察，SCFI 相较于 CCFI 指数更加敏感，或指向出口运价短期向上波动。从细分航线来看，美东、美西、欧洲、澳新航线延续回落，东南亚航线继续上行。从部分区域运价指标来看，覆盖远东区域范围内典型进出口航线的远东干散货运价指数有所回落；东南亚集装箱运价指数继续上行。

图表 12: 中国出口集装箱运价指数与上海出口集装箱运价指数



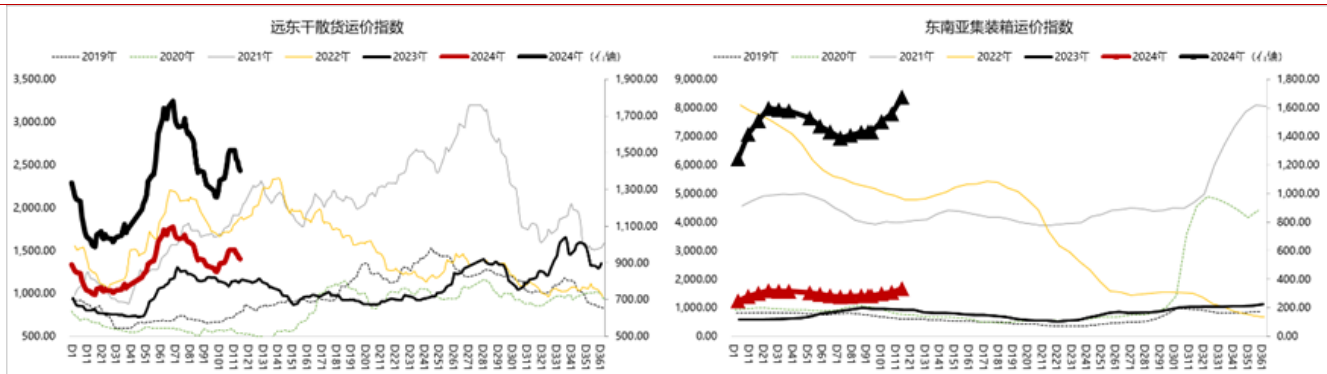
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 13: CCFI 指数不同航线表现



资料来源：WIND、中泰证券研究所

图表 14: 外贸相关高频指标 (区域指数)

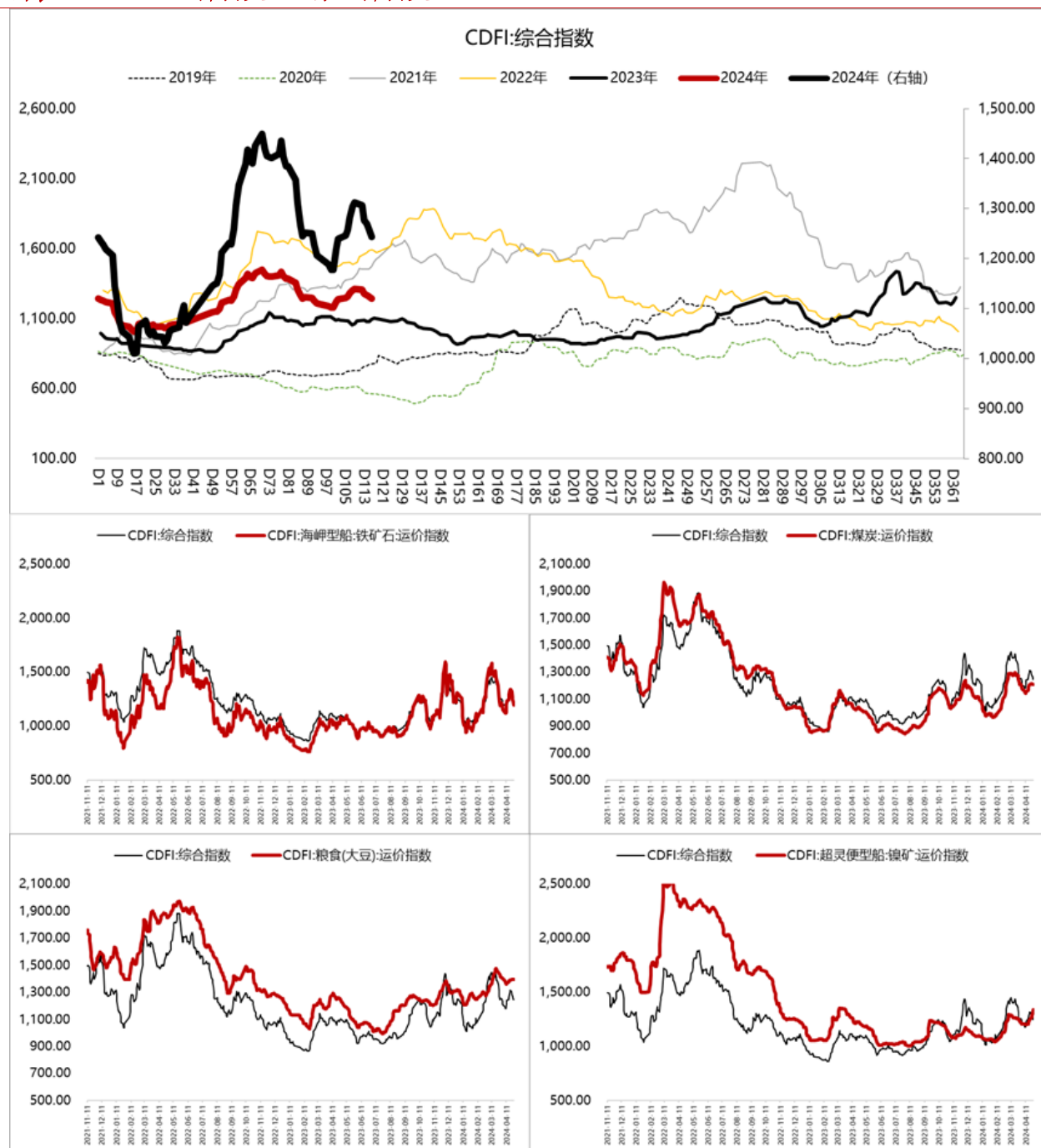


资料来源：WIND、中泰证券研究所

进口相关高频指标高位回落，或反映内需波动。截至 4 月 26 日，CDFI

中国进口干散货运价指数录得 1244.05 点（上周 1312.77 点），出现回落，相较往年同期偏强；细分指数均同步回落。

图表 15: CDFI 运价指数及细分运价指数

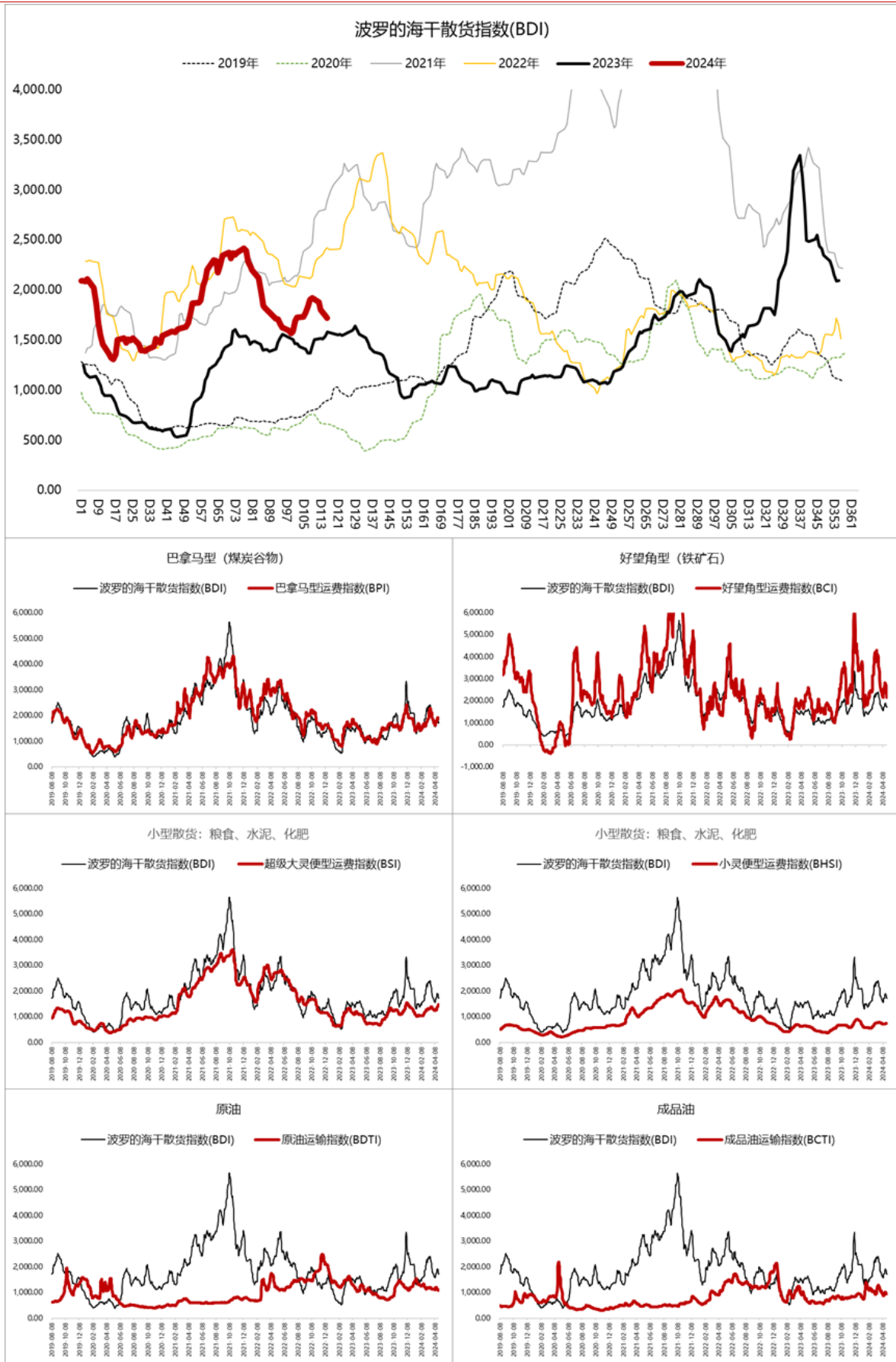


来源: WIND、中泰证券研究所

从 BDI（波罗的海干散货指数）来看，由于 BDI 指数主要反映的是大宗资源类产品的供求关系，由于中国进口产品多以该类物品为主，因此，BDI 指数更多地可以反映中国进口状况的变化。截至 4 月 26 日，BDI 指数为 1721 点（上周 1919 点），高位回落，BSI 运价指数相对偏强。

图表 16: BDI 指数及细分运价指数





来源: WIND、中泰证券研究所



### 3. 风险提示

国内与海外政策变动风险；国内与海外经济波动超预期风险；国际经济贸易摩擦风险

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。