



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《高频数据温和复苏，周期类行业有望对冲出口调整风险》 - 2024.05.27

宏观研究

价格拖累或将改善，工业企业利润有望持续修复

● 核心观点

全国规模以上工业企业利润边际有所改善，存在低基数效应，从绝对值来看，未来仍存在持续修复空间。4月当月全国规模以上工业企业实现利润总额同比增速4%，由负转正，较上月回升7.5pct，边际改善较为明显；1-4月，全国规模以上工业企业实现利润总额累计同比增长4.3%，持平前值，好于季节性。存在低基数效应，从两年复合增速来看，虽然增速边际改善，但绝对值仍存在持续修复空间。从量、价和利润率三个维度分析，价格因素仍是主要拖累因素，生产回暖拉动工业企业利润回升，是主要贡献项，利润率较去年同期亦有小幅回升。

外需拉动中游设备制造利润改善，下游消费利润占比回落。1-4月，上游原材料、中游设备制造利润总额占比环比有所提升，上游采掘、下游消费和公用事业利润总额占比环比有所回落，整体指向终端需求仍有待持续修复。从行业来看，外需拉动和有色金属涨价是当前工业企业利润总额同比改善的主要拉动力。有色金属冶炼及压延加工业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、文教、工美、体育和娱乐用品制造业保持较高的增长韧性；有色金属矿采选业、化学原料及化学制品制造业及医药制造业边际改善较为明显。

往后看，预计工业企业利润仍将持续修复，量、价、利润率或均有正向贡献。受内外需共振拉动，短期生产或仍将有支撑，预计PPI有望逐步温和回升，有望对工业企业利润产生正向贡献，同时推动企业融资和居民信贷成本稳中有降，统筹推进物流成本实质性下降等，工业企业营业收入利润率亦存在改善空间。

仅从工业生产和工业企业利润改善角度，建议关注有色金属冶炼及压延加工业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、文

教、工美、体育和娱乐用品制造业、医药制造业、化学原料及化学制品制造业等投资机会。

● **风险提示：**

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 工业企业利润仍存修复空间，价格因素仍是主要拖累.....	5
2 外需拉动中游设备制造利润改善，下游消费利润占比回落.....	6
3 库存连续四个月小幅回升，扩大有效需求仍是当务之急.....	8
4 展望：工业企业利润有望持续修复.....	8
风险提示	9

图表目录

图表 1: 量、价和利润率对工业企业利润增速贡献 (%)	6
图表 2: 工业企业每单位营收中成本和费用情况 (元)	6
图表 3: 上中下游行业利润增速变化情况 (%)	7
图表 4: 1-4 月工业企业产成品库存累计同比小幅回升 (%)	8
图表 5: 生产景气度好于需求景气度 (%)	8

1 工业企业利润仍存修复空间，价格因素仍是主要拖累

4月当月全国规模以上工业企业实现利润总额同比增速边际修复，存在低基数效应，未来仍存在持续修复空间。4月，全国规模以上工业企业实现利润总额同比增速4%，由负转正，较上月回升7.5pct，边际改善较为明显。由于存在低基数效应，4月全国规模以上工业企业实现利润总额两年复合增速为-7.77%，单月增速仍存在持续改善空间。

1-4月，全国规模以上工业企业实现利润总额累计同比增长4.3%，持平前值，好于季节性，较近五年同期均值水平3.78%高0.52pct。考虑基数效应，1-4月全国规模以上工业企业实现利润总额累计两年复合增长率为-9%，较1-3月两年复合增速-9.46%回升0.46pct，但仍存在较为明显修复空间。从三大行业看，采矿业仍是主要拖累，同比下降18.6%；制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业是主要拉动项，同比增长分别为8%和36.9%。

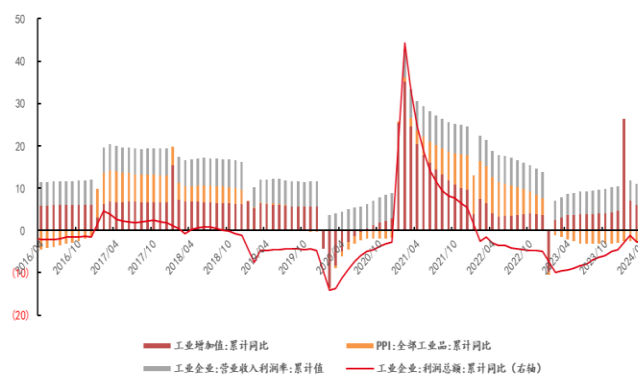
从量、价和利润率三个维度分析，价格因素仍是主要制约因素，生产回暖拉动工业企业利润回升，是主要贡献项，利润率较去年同期亦有小幅回升。

(1) 从量方面分析，1-4月工业增加值累计同比增速为6.3%，较前值上涨0.2pct，较去年同期回升2.7pct，成为工业企业利润累计同比增速回升的主要贡献项。核心原因是低基数效应+外需拉动（详见报告《经济修复边际放缓，下半年或有明显回暖》）。

(2) 从价格方面分析，1-4月PPI累计同比-2.7%，仍处于负增长区间，持平前值，较2023年同期回落0.6pct，仍是当前工业企业利润改善的重要制约因素。

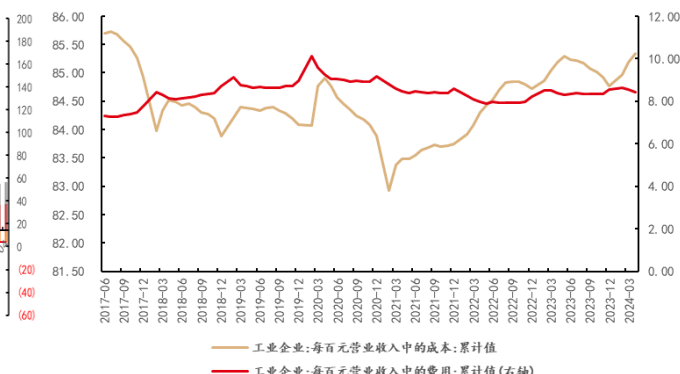
(3) 从利润率方面分析，1-4月营业收入利润率5%，较前值回升0.14pct，较2023年同期回升0.05pct。从结构上看，营业收入同比增长2.6%，营业成本增长2.8%，而营业收入利润率上升，指向规模以上工业企业的费用（销售费用、管理费用、研发费用和财务费用）同比增速有所下降。每单位营业收入中的费用为8.42元，同比减少0.02元，每单位营业收入中的成本为85.34元，同比增加0.14元。可能的解释是全社会综合融资成本下降，或降低工业企业财务费用。

图表1：量、价和利润率对工业企业利润增速贡献 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表2：工业企业每单位营收中成本和费用情况 (元)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2 外需拉动中游设备制造利润改善，下游消费利润占比回落

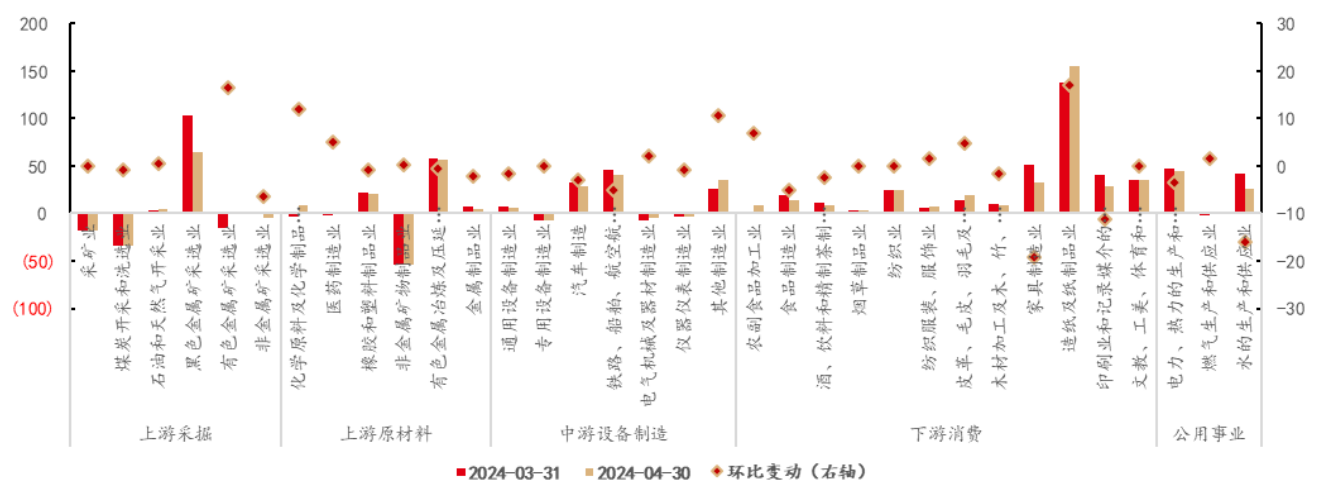
2024年1-4月，上游原材料、中游设备制造利润总额占比环比有所提升，上游采掘、下游消费和公用事业利润总额占比环比有所回落，整体指向终端需求仍有待持续修复。1-4月，上游原材料利润总额占比19.86%，较前值回升1.75pct；中游设备制造利润总额占比30.48%，较前值回升1.44pct；下游消费利润总额占比18.27%，较前值回落1.86pct；公用事业利润总额占比12.33%，较前值回落0.43pct；上游采掘利润总额占比18.73%，较前值回落0.94pct。值得注意的是，鉴于当前工业企业利润总额改善主要源自于量的提升，较早公布的生产数据已经显示中游设备制造业较为明显改善，下游消费基本呈现边际放缓态势，上游采掘和上游原材料出现较为明显分化，与目前工业企业利润占比结论相吻合，其中，中游设备制造业应是外需拉动。

从行业来看，与生产改善原因较为吻合，外需拉动和有色金属涨价是当前工业企业利润总额同比改善的主要拉动力。有色金属冶炼及压延加工业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、文教、工美、体育和娱乐用品制造业保持较高的增长韧性。利润总额累计同比增速排名前5的行业分别是造纸及纸制品类（154%）、黑色金属矿采选业（64.2%）、有色金属冶炼及压延加工业（56.6%）、热力的生产和供应业（44.1%）和铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（40.70%）。其中，造纸及纸制品类和黑色金属矿采选业利润总额同比高增一个主要原因是低基数效应，这两个行业的两年复合增速分别为11.03%和-3.09%，且

均边际走弱，与较早公布的价格数据反映的信号较为一致，如4月造纸及纸制品业价格环比增速为-0.7%，较前值回落0.5pct，亦指向当前生产与需求逐步趋于均衡；有色金属冶炼及压延加工业主要是有色金属涨价有关；铁路、船舶、航空航天和其他运输业利润总额同比高增仍是外需拉动作用。若剔除存在低基数效应的造纸及纸制品类和黑色金属矿采选业两个行业，顺次增补文教、工美、体育和娱乐用品制造业（34.60%）、家具制造业（32.30%）两个行业。从两年复合增速来看，文教、工美、体育和娱乐用品制造业两年复合增速12.06%，较前值回升5.63pct，虽存在低基数效应，但仍呈现边际改善态势，一个重要原因是外需拉动，如法国奥运会举办在即，加大从我国进口相关商品力度。今年前4个月，义乌市体育用品出口同比增长45.6%，这一增长与奥运会、欧洲杯等大型体育赛事的举办有关。家具制造业两年复合增速为7.72%，较前值回落7.3pct。

从利润总额累计同比增速边际改善来看，有色金属矿采选业、化学原料及化学制品制造业及医药制造业边际改善较为明显。利润总额累计同比增速边际改善排名前五的行业分别为造纸及纸制品类（17.1pct）、有色金属矿采选业（16.5pct）、化学原料及化学制品制造业（11.9pct）、农副食品加工业（7pct）、医药制造业（5pct）。其中，造纸及纸制品类和农副食品加工业存在较为明显的低基数效应，两年复合增速呈现边际回落态势。有色金属矿采选业因有色金属涨价，下游需求回升带动上游利润改善。化学原料及化学制品制造业则是因生产回暖带动。医药制造业在经历持续低位震荡后，市场开始回暖。

图表3：上中下游行业利润增速变化情况（%）

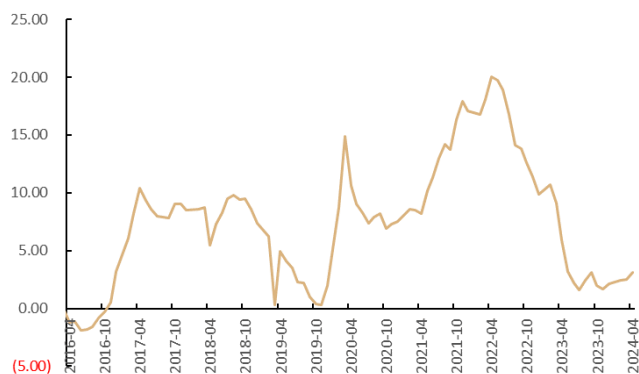


资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 库存连续四个月小幅回升，扩大有效需求仍是当务之急

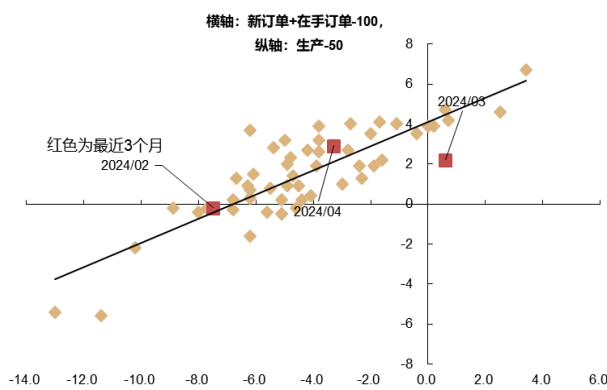
1-4 月，规模以上工业企业产成品库存累计同比增速为 3.1%，较前值回升 0.6pct，连续四个月回升。结合 PPI 数据，4 月 PPI 同比增速-2.5%，回升 0.3pct，翘尾因素贡献 0.5pct，新涨价因素贡献为-0.2pct，显示需求向生产传导仍较弱，整体呈现生产强于需求特点。此外，从 4 月 PMI 数据来看，亦呈现生产强于需求特点。在此背景下，需求相对生产不足的问题会制约企业持续扩张。若企业生产继续扩张，则会带来价格回落，工业企业利润并不一定如期改善，进而会制约工业企业生产积极性。因此，短期仍谨慎看待主动补库周期，需进一步观察。

图表4：1-4 月工业企业产成品库存累计同比小幅回升 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表5：生产景气度好于需求景气度 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

4 展望：工业企业利润有望持续修复

往后看，预计工业企业利润仍将持续修复，量、价、利润率或均有正向贡献。一是在生产方面，短期生产或仍将有支撑。短期出口保持韧性，以旧换新政策配套细则逐步落地、大规模设备更新改造和房地产融资协调机制持续推进，超长期特别国债和专项债发行节奏加快，以及稳地产政策持续加码，提振市场信心，扩内需政策效果逐步显现，内外需共振拉动生产，短期生产韧性仍在。通过高频数据来看，5 月生产保持一定热度。二是在价格方面，预计 PPI 有望逐步温和回升，有望对工业企业利润产生正向贡献。PPI 翘尾因素影响减弱，输入性通胀压力仍在，叠加国内经济持续修复，对 PPI 回升产生支撑。三是在利润率方面，工业企业营业收入利润率仍存在改善空间。货币政策保持稳健，短期难以转向，一季度

货币政策执行报告再次强调推动企业融资和居民信贷成本稳中有降，工业企业财务费用或仍有下降空间，同时国常会强调统筹推进物流成本实质性下降，近期国家发改委、央行等四部门联合发布《关于做好 2024 年降成本重点工作的通知》等，降低物流成本持续推进，有助于降低工业企业成本，共同推动营业收入利润率改善。

仅从工业生产和工业企业利润改善角度，建议关注有色金属冶炼及压延加工业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、文教、工美、体育和娱乐用品制造业、医药制造业、化学原料及化学制品制造业等投资机会。

风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048