

2024年1-4月工业企业利润数据点评

补库存持续性待考

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060522080001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

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



事项：

2024年1-4月工业企业利润同比增长4.3%，持平于一季度。

平安观点：

- 工业企业营收和利润回归同比正增长。**2024年4月工业企业利润单月同比增长4%，而3月同比下降3.5%，回升7.5个百分点；工业企业营收增长3.3%，由负转正。拆分来看，**1)量增：**4月工业增加值同比增速为6.7%，较3月提升2.2个百分点。**2)价升：**4月PPI同比-2.5%，较3月提升0.3个百分点。**3)利润率微增：**4月工业企业营收利润率略高于去年同期，对工业利润增速的拉动较3月提升近4个百分点。从影响利润率的因素看，工业企业每百元营业收入中成本、管理及销售费用增加，而财务费用和其他差额项目回落，或受益于融资成本下行和人民币汇率贬值。
- 从大类行业看，4月制造业利润增速微升，水电燃气行业盈利增速放缓，采矿业利润同比跌幅扩大。**制造业主要板块中：**1)装备制造仍是工业盈利的主要带动力量，**利润增速放缓至16.3%，拉动规上工业利润4.7个百分点，较一季度减少0.2个百分点。**2)消费制造业利润增速回升1.1个百分点至12.0%，**助力工业利润回稳。**3)原材料行业盈利分化。**与建筑投资需求相关的行业盈利低迷，其中黑色金属冶炼和压延加工业、石油煤炭及其他燃料加工业亏损扩大，非金属矿物制品行业利润同比负增53.9%。不过，石化及新能源相关的原材料行业盈利偏强，利润同比较快增长。
- 工业企业库存增速小幅提升，“补库存”持续性待考。**4月工业企业产成品存货同比增速3.1%，连续5个月回升，处于2023年6月以来的震荡区间上沿（增速在1.6%到3.1%之间徘徊）。我们认为，**二季度工业产成品库存回升存在一定基础。**一方面，低基数将助力二季度PPI同比增速回升，有利于作为名义值的产成品库存回补；另一方面，领先库存半年的工业增加值产出缺口在2023年四季度持续回升，均有利于产成品库存回补。不过，**库存回补斜率或有限，下半年持续性待考。**产出缺口自2024年2月起逐步回落，或不利于2024年三季度工业库存的回补。结构上，**1)原材料行业（约占工业库存的29%）**工业增加值增速在3月至4月连续回落、PPI同比增速持续磨底，补库的持续性有待观察。**2)装备制造行业（约占工业库存的46%）**面临产能过剩压力，抑制其价格表现，且外部贸易摩擦增多，生产维持高景气的难度增大，制约库存回补幅度。**3)消费制造行业存在库存回补的基础，**但其库存仅占工业总体的22%。
- 工业企业资产增速快于负债，资产负债率暂持平。**4月末工业企业资产负债率持平于57.3%，总资产增速和总负债增速分别为6.0%和5.7%。从历史数据看，工业企业负债增速与资产增速的差值领先资产负债率增速一年左右，该指标在2023年5月见顶，自2023年8月趋于下行，或预示着2024年下半年起，工业企业资产负债率将面临一定回落压力。

2024年5月27日，国家统计局公布1-4月规模以上工业企业经营数据。1-4月规上工业企业实现利润总额20946.9亿元，同比增长4.3%，持平于一季度。工业企业经济效益状况主要呈现以下特点：

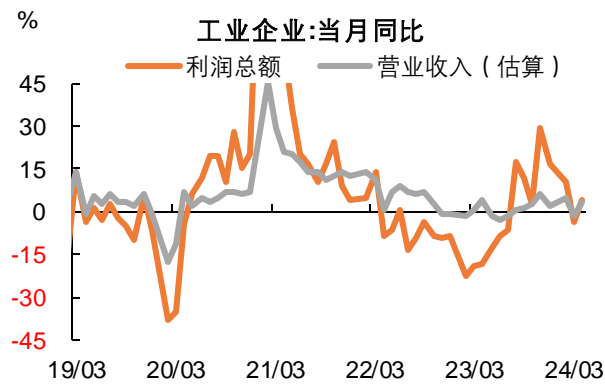
1、工业企业营收和利润回归同比正增长。

2024年4月，工业企业利润单月同比增长4%，而3月同比下降3.5%，回升7.5个百分点；工业企业营收增长3.3%，而3月同比下降1.2%。

拆分量、价和利润率：1) 量增：2024年4月工业增加值同比增速为6.7%，较3月提升2.2个百分点；**2) 价升：**PPI同比增长-2.5%，较3月提升0.3个百分点。**3) 利润率微增：**2024年4月工业企业营业收入利润率略高于去年同期，对工业利润增速的拉动较3月提升近4个百分点。

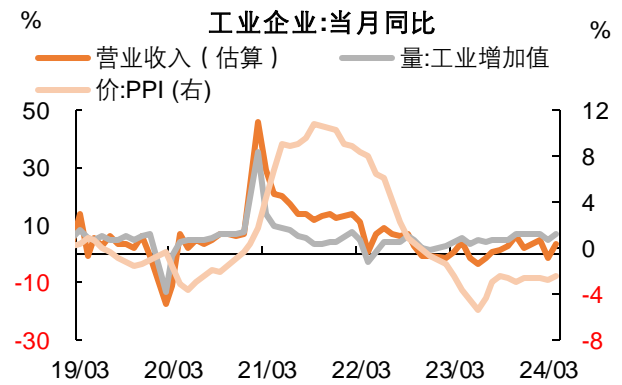
2024年1-4月，工业企业营收利润率为5.00%，虽略高于2023年同期，却低于5.61%的历史同期均值（2012年以来）。**从影响利润率的因素看：**一方面，每百元营收中的其他差额项目（在会计报表中对应税金及附加、资产减值、汇兑损益等分项）较去年同期回落0.25元，对冲了成本和费用增加的负面影响，或在人民币汇率同比贬值的过程中受益。**另一方面，**工业企业每百元营业收入中的成本和费用分别较去年同期增加0.16元和0.02元，形成一定拖累。其中，工业企业每百元营收中的成本处于2018年以来同期最高点，销售费用和管理费用同比增加，仅财务费用同比减少。

图表1 2024年4月工业企业营收和利润回归正增长



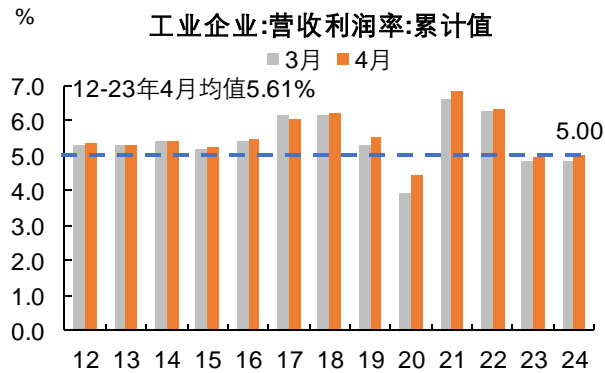
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 2024年4月工业增加值和PPI增速回升



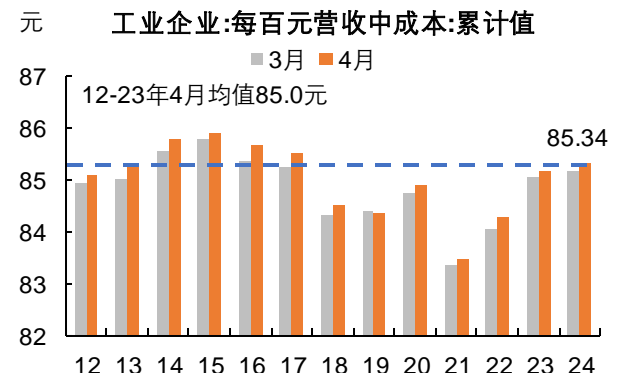
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 1-4月工业企业营收利润率略高于去年同期



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 工业企业百元营收成本为18年以来同期高点



资料来源:wind, 平安证券研究所

2、从大类行业看，装备制造仍是工业盈利的主要带动力量，消费制造业盈利稳步恢复。

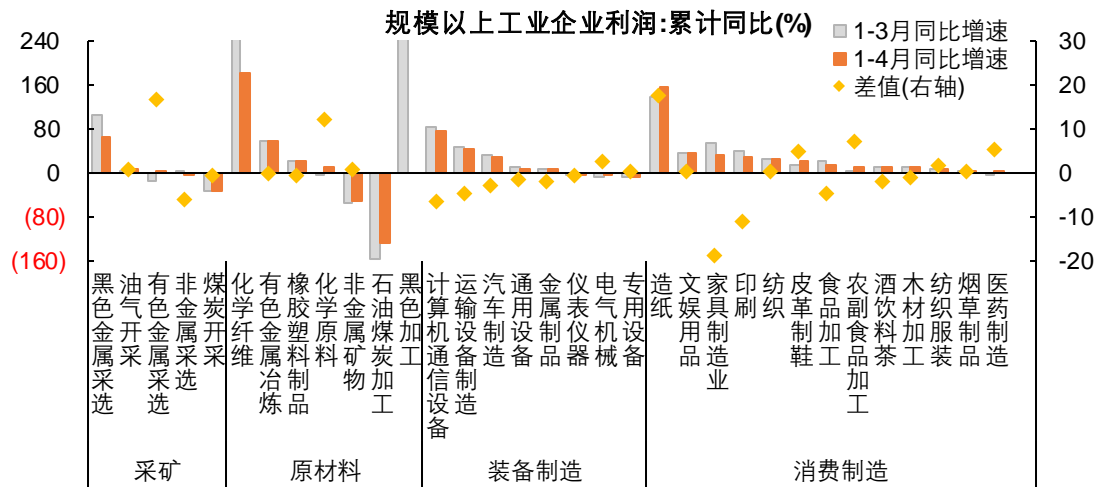
2024年1-4月，工业利润累计同比增长4.3%，增速持平于一季度。大类行业中，作为工业盈利的主体部分的制造业利润累计同比增长8.0%，增速较一季度提升0.1个百分点；采矿业利润同比跌幅扩大0.1个百分点至-18.6%，受煤价下降、产量减少影响。水电燃气行业盈利较快增长，利润累计同比增长36.9%，但增速放缓，增速较一季度回落3.1个百分点，其盈利主要受益于电煤成本降低、发电量增长。

制造业主要板块中：1) 装备制造利润增速小幅放缓，但对工业利润增速的拉动仍有4.7个百分点。2024年1-4月，装备制造业利润同比增长16.3%，较一季度回落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。其中，电子行业受智能手机、集成电路、液晶面板等产品需求释放、产量增长推动，利润大增75.8%；铁路船舶航空航天运输设备行业受造船订单快速增长、产品附加值提高等因素推动，利润增长40.7%；汽车行业产销较快增长，利润增长29.0%。我们测算，装备制造对1-4月规上工业利润的拉动为4.7个百分点，较一季度回落0.2个百分点。

2) 消费制造利润增速回升，助力工业利润回稳。2024年1-4月，消费制造业利润同比增长12.0%，增速较一季度加快1.1个百分点，受益于出口恢复、市场需求改善。结构上，13个子行业利润均实现增长，其中造纸行业利润增长1.55倍，文教工美、家具、印刷、纺织、皮革制鞋、食品制造行业利润增长13.8%-34.6%。

3) 原材料行业盈利分化。与建筑投资需求相关的三大原材料行业盈利低迷。2024年1-4月，黑色金属冶炼和压延加工业、石油煤炭及其他燃料加工业亏损分别较一季度扩大8.6和7.7亿元，亏损额分别为222.2亿元和43.3亿元；非金属矿物制品行业利润同比增速为-53.9%。不过，石化及新能源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、化学原料和化学制品行业利润同比分别增长181.3%、56.6%、20.7%和8.4%。

图表5 相比于2024年一季度，1-4月装备制造业利润增速大多回落



资料来源:Wind, 平安证券研究所

3、工业企业库存增速小幅提升，“补库存”持续性待考。

2024年4月工业企业产成品存货同比增速3.1%，连续5个月回升，处于2023年6月以来的震荡区间上沿（增速在1.6%到3.1%之间徘徊）。我们认为，二季度工业产成品库存回升存在一定基础，但斜率或有限，下半年持续性待考。

从领先库存周期变化的总量指标看：一是，低基数将助力PPI同比增速在2024年5月至6月回升，有利于作为名义值的产成品库存回补。二是，工业增加值产出缺口领先库存增速半年左右，该指标在2023年四季度持续回升，表明2024年二季度库存增速存在回升基础；然而，产出缺口自2024年2月起逐步回落，或不利于2024年三季度工业库存的回补。

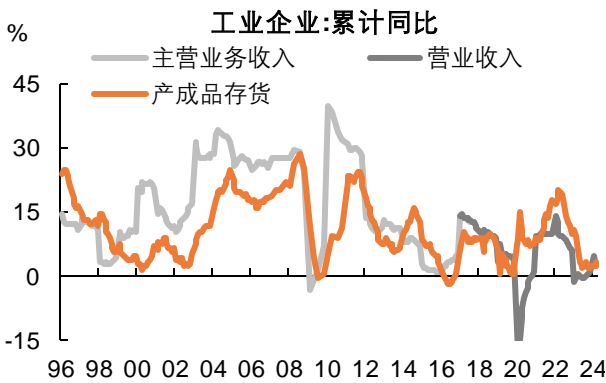
由于4月分行业的产成品库存增速尚未公布，我们暂且以3月数据观察各板块产成品库存变化：

1) 原材料行业 (约占工业库存的 29%) 库存增速小幅回落。我们测算, 2024 年 3 月原材料行业产成品库存增速约 2.3%, 虽较 2 月末回落, 仍处 2023 年 5 月以来较高位置。原材料行业前期“补库存”主要得益于 PPI 与工业增加值增速的同步抬升, 但其工业增加值增速在 3 月至 4 月连续回落、PPI 同比增速持续磨底, 补库的持续性有待观察。

2) 装备制造行业 (约占工业库存的 46%) 库存初步企稳。2024 年 3 月装备制造业产成品库存增速约 3.3%, 相比 2 月 (2020 年以来最低点) 提升 0.3 个百分点。出口复苏、设备更新改造助力装备制造行业工业增加值高位运行, 继而带动库存增速初步企稳。我们认为, 装备制造行业“补库存”基础尚不稳固。一是, 装备制造各子行业面临不同程度的产能过剩压力, 抑制其价格表现, 也制约库存回补幅度。截至 2024 年 4 月, 装备制造行业 PPI 已连续 3 个月徘徊在 -2.2% 低位。二是, 装备制造业工业增加值基数二季度起逐步抬升, 且外部贸易摩擦增多、制约行业出口, 同比维持高景气的难度增大。

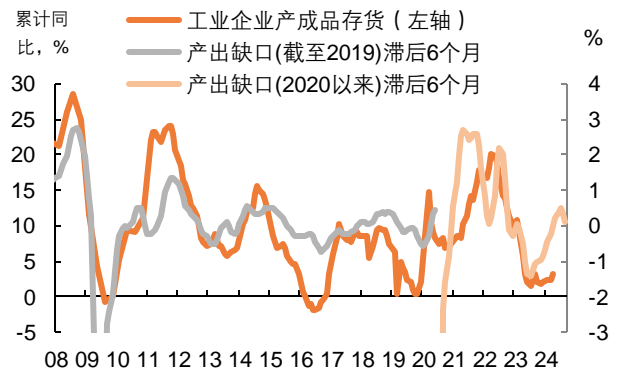
3) 消费制造行业 (约占工业库存的 22%) 库存小幅回补。2024 年 3 月消费制造业产成品库存增速约 3.3%, 自 2023 年 12 月已连续回升一季, 累计提升 0.4 个百分点。消费制造行业库存回补的基础在于工业增加值的回升, 行业 PPI 同比增速也震荡回升、或已“筑底”。

图表6 2024 年 4 月工业产成品库存同比增长 3.1%



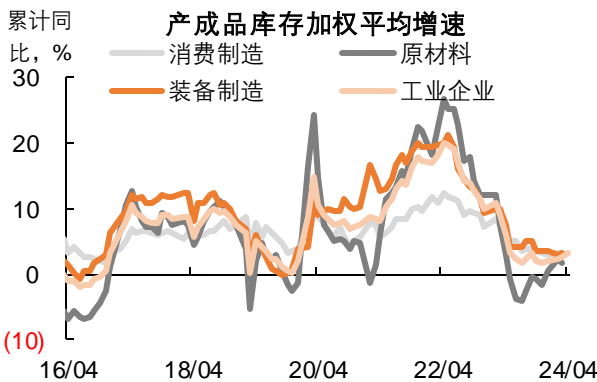
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 工业增加值产出缺口约领先库存增速 6 个月



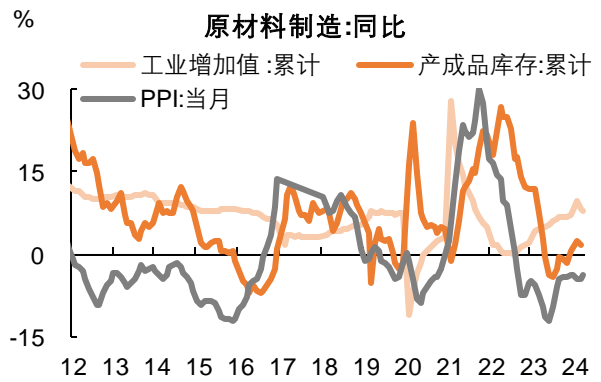
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 2023 年下半年以来原材料行业库存增速回升



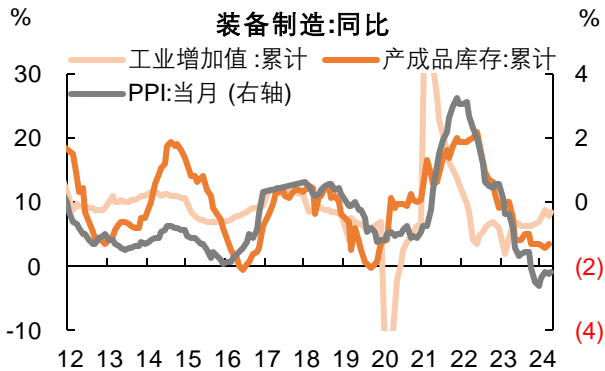
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 原材料制造业 PPI 与工业增加值增速趋升



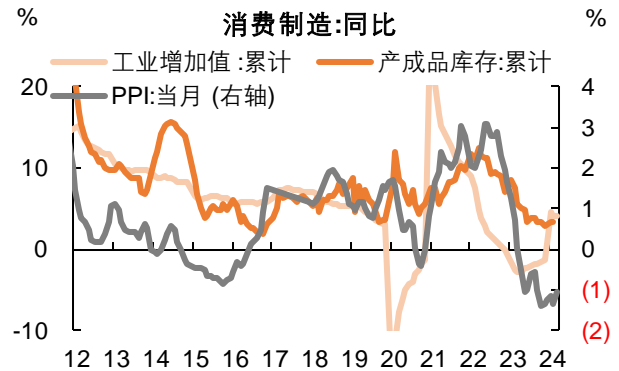
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 装备制造行业PPI增速低迷，不利于库存回补



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表11 消费制造工业增加值增速提升，库存逐步回补



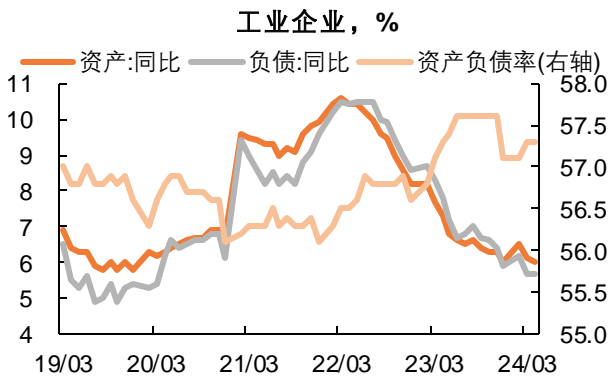
资料来源:wind, 平安证券研究所

4、工业企业资产增速快于负债，资产负债率暂持平。

2024年4月末工业企业资产负债率持平于57.3%。分所有制看，2024年4月末国有控股和外资工业企业资产负债率分别较3月末提升0.1和0.2个百分点，而私营工业企业资产负债率持平于3月。

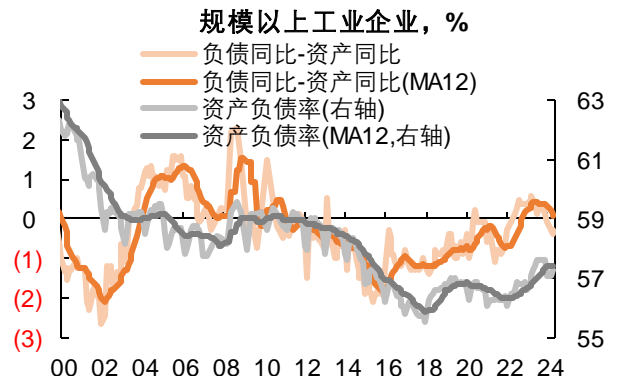
2024年4月工业总资产增速和总负债增速分别为6.0%和5.7%。自2023年12月起，工业企业总资产增速已连续4个月快于负债增速。从历史数据看，工业企业负债增速与资产增速的差值领先资产负债率增速一年左右，该指标在2023年5月见顶，自2023年8月趋于下行，或预示着2024年下半年起，工业企业资产负债率面临一定回落压力。

图表12 2024年4月工业企业资产负债率持平于57.3%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表13 工业企业负债与资产增速的差值领先资产负债率



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±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±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