

经济温差或侵蚀盈利，补库开启仍需观察

—— 4月份工业企业利润数据解读

核心观点

- **企业利润同比转增，营收成本升至历史高位。**4月份工业企业利润增速实现由降转增，其中生产规模扩大是利润改善的重要支撑，而产量的增加利于企业降低平均成本，营收利润率同比多增同样是盈利能力修复的重要原因，在内需偏弱背景下企业生产活动提速，我们认为出口的带动作用不容忽视。但仅凭外需驱动的利润改善存有白圭之玷，内外温差或通过原材料成本上涨增加企业生产变动成本，侵蚀整体盈利修复程度，扩大内需基本盘才是企业整体盈利改善的可靠基石。
- **出口导向型行业利润改善幅度更大。**当前工业利润仍在向中下游传导，其中出口导向型行业的利润改善幅度更大，高附加值行业在政策支持下盈利能力持续提升，但部分高耗能行业在产业转型背景中举步维艰甚至持续亏损，结构性改革以及扩大内需仍需同步加力。
- **补库周期或仍未开启。**企业景气的实质性走强仍需时间，作为因变量的产成品库存回升也需进一步观察；当月库存同比增速的小幅上行主要是受到去年同期高斜率去库的影响，本质上企业累库幅度依然较小，甚至不排除5月份产成品存货再度回落，当前来看新一轮库存周期在三季度启动的可能性更高。
- **整体来看，当前出口增长对企业生产的提振，或是支撑企业盈利修复的重要因素，但内外温差的加剧或增加企业生产的变动成本，侵蚀企业整体盈利改善幅度，扩大内需或是更为可靠盈利修复路径；**从行业利润分布上，在出口支撑下可以看到利润向中下游倾斜的趋势，叠加产业政策的支持，装备制造业为当前企业盈利修复做出主要贡献；尽管产成品库存连续上行，但在需求偏弱、基数扰动下我们认为当前库存周期仍属磨底阶段，企业补库意愿、累库幅度依然偏弱，补库周期的开启仍需观察。
- **风险提示：**经济走势不及预期、政策效果不及预期、地缘政治风险超预期加剧。

大同证券研究中心

分析师：杨楠

执业证书编号：S0770524040002

邮箱：yangn@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路111号山西世贸中心A座F12、F13

网址：<http://www.dtsbc.com.cn>

相关研究

- 1、《紧抓政策落实，巩固回升态势 - 4月份政治局会议点评》
- 2、《5.3%增速背后的喜和忧 - 一季度&3月份经济数据解读》
- 3、《扩内需重在稳地产，政策加码多管齐下 - 4月份经济数据及517地产政策解读》

数据：

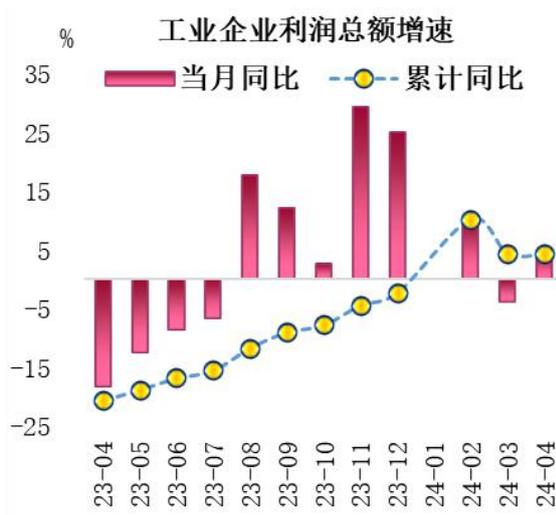
2024年1-4月份，全国规模以上工业企业实现利润总额20946.9亿元，同比增长4.3%，降幅与1-3月份持平。4月份规模以上工业企业实现利润同比增长4.0%，较上月回升7.5个百分点。

解读：

一、企业利润同比转增，营收成本升至历史高位

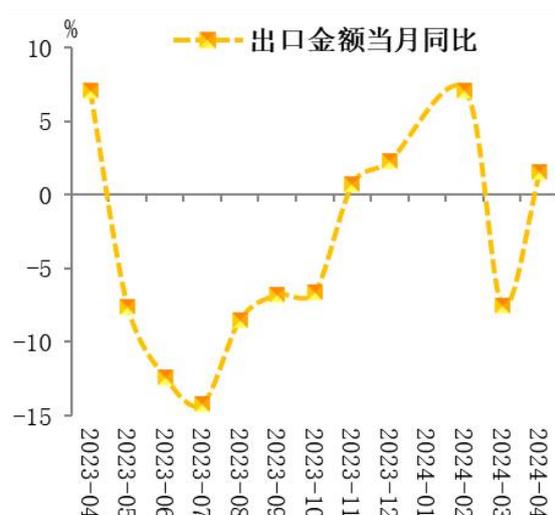
工业企业利润同比由降转增，生产规模扩大是主要贡献。4月份规模以上工业企业利润总额累计同比持平上月的4.3%，当月同比较上月提升7.5个百分点至4.0%，利润增速实现由降转增。从驱动因素上看，当月利润的修复由“量价率”三轮驱动，其中生产规模扩大是利润改善的重要支撑，当月工业增加值同比增速提升2.2个百分点至6.7%，叠加出厂价格降幅缩窄0.3个百分点至-2.5%，以及产销率的边际修复，当月企业营收同比回升4.5个百分点至3.3%，有力带动利润水平的改善；此外规模经济下，产量的增加利于企业降低平均成本，我们测算当月企业营收利润率同比实现多增，同样是盈利能力修复的重要原因。

图表 1：4 月份工业企业利润总额同比增长 4.0%



数据来源：Wind，大同证券

图表 2：4 月份出口增速明显回升



数据来源：Wind，大同证券

出口回暖或是企业效益改善的背后因素。从已经披露的4月份各项宏观数据

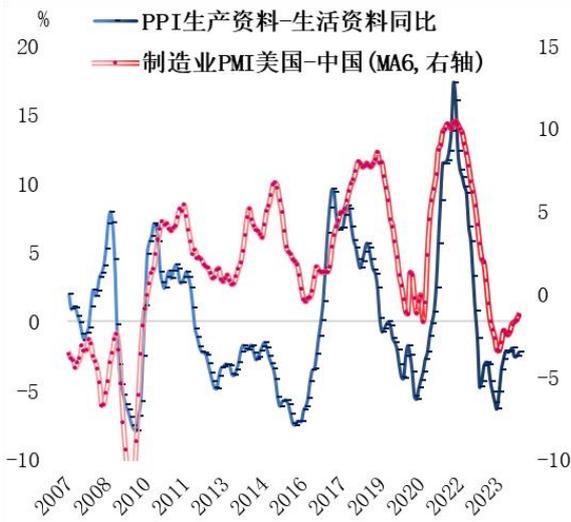


中，不难看出当月以社零和固定资产投资为主的内需依然偏弱，而在此背景下企业生产活动提速，我们认为出口的带动作用不容忽视，在后边行业利润分布中，我们同样可以观察到需求结构分化下不同行业利润增长的差异。

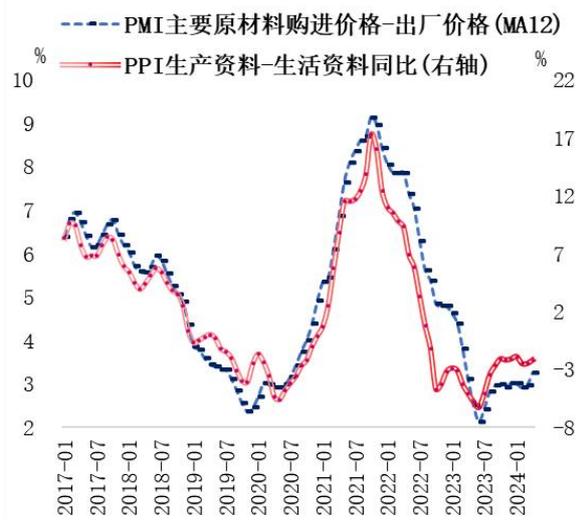
但仅凭外需驱动的利润改善存有白圭之玷，内外温差或通过原材料成本上涨增加企业生产变动成本，侵蚀整体盈利修复程度。我国在国际大宗商品中的定价权并不强，而我国又是全球最大的大宗商品的消费国和进口国，国际大宗商品价格的波动会输入至国内，从而导致部分企业的生产成本被动增加。数据上，以中美制造业景气度之差表征内外经济温差，可以看出其与PPI生产资料和生活资料剪刀差成正相关，反映出生产资料价格包含更多全球定价因素，而生活资料价格主要受国内供需影响，因此海外经济的高弹性会加大工业价格上下游的背离。

进一步，PPI生产资料和生活资料剪刀差与制造业PMI主要原材料购进价格和出厂价格之差趋势上同步，而后者直接影响企业生产成本的变动，在铜等原材料价格攀升至历史高位，而国内价格依然较低背景下，4月份我国工业企业每百元营收中成本升至2018年来最高的85.3元，较去年同期增长0.16元，企业生产成本压力居高不下。

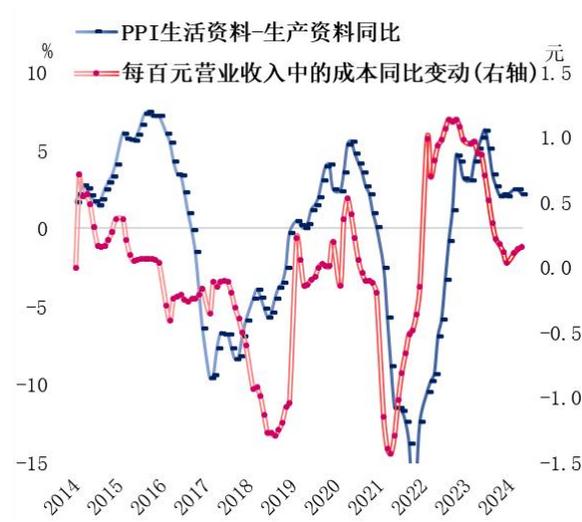
需要强调的是，出口增加对于国内产能的消化具有重要意义，这有助于降低企业生产的固定成本，而我们上述内外温差增加的成本，主要指生产过程中购买原材料等变动成本的上升，这会在一定程度上拖累企业整体的盈利能力，因而求人不如求己，叠加当前全球产业链脱钩断链的持续推进，扩大内需基本盘才是企业整体盈利改善的可靠基石。

图表 3：内外经济温差导致工业价格剪刀差


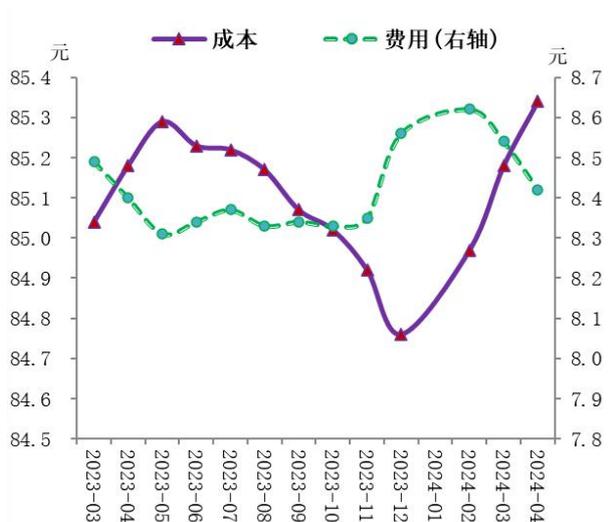
数据来源：Wind，大同证券

图表 4：价格剪刀差加大导致进、出价格分化


数据来源：Wind，大同证券

图表 5：进、出价格分化带动生产成本变化


数据来源：Wind，大同证券

图表 6：企业生产成本升至历史高位


数据来源：Wind，大同证券

二、出口导向型行业利润改善幅度更大

从工业行业利润分布来看，企业利润分布逐步向中下游倾斜。具体来看，根据统计局解读，1-4 月份 41 个行业中利润同比实现增长的个数为 31 个，较前月多增 3 个行业，增长面继续扩张。

不同门类中，采矿业利润同比降幅进一步走阔，我们测算单月降幅由上月



-13.5%增至-18.9%，占全部工业利润比重收缩至16.3%，但依然高于过往同期水平，其中煤炭采选利润降幅的走阔和黑色采选的由增转负是重要拖累；公用事业利润总额当月同比增长28.6%，其中受产量增加和成本下降的电热行业利润大幅增长约34.9%。

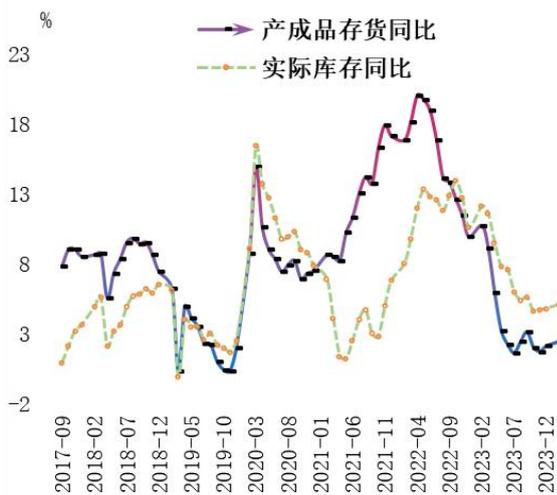
制造业利润增速回升较大，单月同比增长约8.2%，较上月抬升12.2个百分点，但需求结构分化下，制造业利润分布不均，其中偏上游的原材料加工业单月利润增速较前值提升40.1个百分点，但其利润在整体工业中的份额依然远低于历史同期水平，其中钢铁和燃料加工业持续亏损，背后是以地产、基建投资为代表的要素密集型领域低迷局面；

中游装备制造业是工业利润贡献最大的板块，当月利润同比增速提升16.9个百分点至20.7%，利润占比超出过往五年同期4.3个百分点，其中船舶、汽车、集成电路等高出口商品行业利润增长较快，运输设备、汽车和电子设备制造业利润总额当月同比分别增长32.0%、21.6%和62.0%；消费品制造业中，可选消费利润增长较快，我们测算其当月同比增长约1.4倍，较前值提升156.4个百分点，其中纺织、服装、皮革制鞋、家具等制造业同样是出口收益领域。

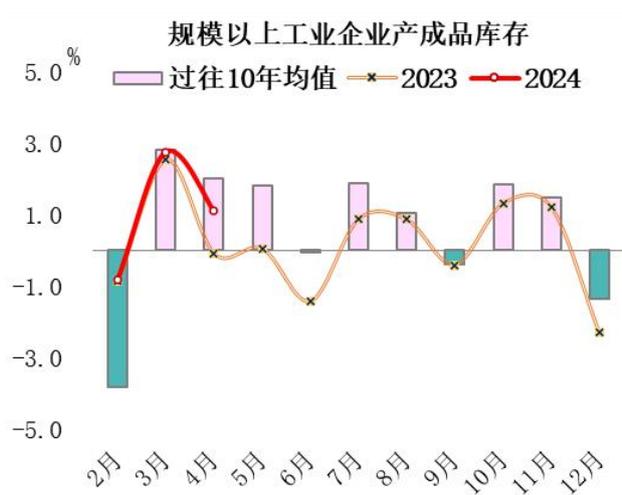
可以看出，当前工业利润仍在向中下游传导，其中出口导向型行业的利润改善幅度更大，高附加值行业在政策支持下盈利能力持续提升，但部分高耗能行业在产业转型背景中举步维艰甚至持续亏损，结构性改革以及扩大内需仍需同步加力。

三、补库周期或仍未开启

4月份产成品库存同比增长3.1%，增速较上月提升0.6个百分点，库存同比连续6个月上行。当前持续上行的库存增速是否意味着新一轮补库周期的开启呢？我们认为仍需进一步观察。

图表 7：产成品库存增速连续上行


数据来源：Wind，大同证券

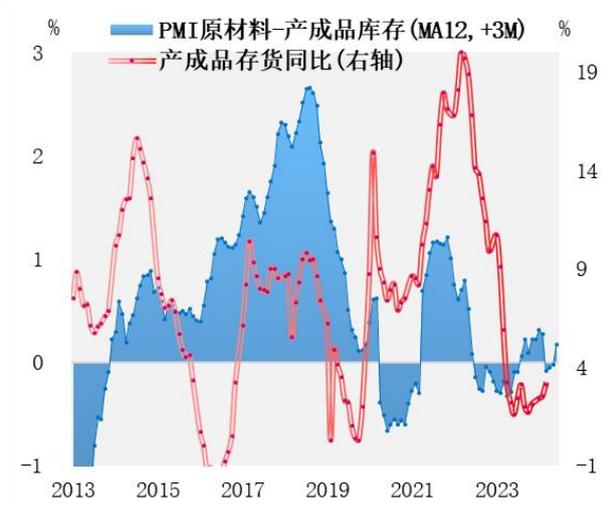
图表 8：库存环比低于历史均值


数据来源：Wind，大同证券

首先，产成品库存变动并非驱动经济增长的主要“自变量”，更多是需求变化传导至企业生产决策的“因变量”，从领先指标看，虽然在经济结构调整过程中部分金融指标对经济的指示作用下降，但持续下滑的中长期贷款余额增速至少表明企业景气的实质性走强仍需时间，作为因变量的产成品库存回升也需进一步观察；

图表 9：企业景气回升仍需观察


数据来源：Wind，大同证券

图表 10：产成品存货仍或有下行可能


数据来源：Wind，大同证券

其次，同比增速受基准效应的影响较大，如果以环比增速和历史同期水平比较来看，4月份1.12%的库存环比低于2013-2022这10年间同期的中值和平均值，与2020年4月疫情冲击下的被动去库期环比增速相近（1.02%），同比增速的小幅上行主要是受到去年同期高斜率去库的影响，本质上企业累库幅度依然较小，



如果以我们用 PMI 分项指标刻画的库存领先指标看，甚至不排除 5 月份产成品存货再度回落，指向当前仍是库存磨底阶段。

因此，我们分析认为补库开启的判断为时尚早，当前来看新一轮库存周期在三季度启动的可能性更高。

整体来看，当前出口增长对企业生产的提振，或是支撑企业盈利修复的重要因素，但内外温差的加剧或增加企业生产的变动成本，侵蚀企业整体盈利改善幅度，扩大内需或是更为可靠盈利修复路径；从行业利润分布上，在出口支撑下可以看到利润向中下游倾斜的趋势，叠加产业政策的支持，装备制造业为当前企业盈利修复做出主要贡献；尽管产成品库存连续上行，但在需求偏弱、基数扰动下我们认为当前库存周期仍属磨底阶段，企业补库意愿、累库幅度依然偏弱，补库周期的开启仍需观察。

风险提示： 经济走势不及预期、政策效果不及预期、地缘政治风险超预期加剧。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

- 注1：公司所处行业以交易所公告信息为准
注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主
注3：基准指数为沪深300指数

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。
本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

免责声明：

本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
市场有风险，投资需谨慎。此报告仅作参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

特别提示：

- 1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。
- 3 投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。