

2023年6月工业企业利

润点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组
 分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

宏观经济组
 联系人：袁征宇
 yuanzhengyu@gjzq.com.cn

利润回升动能有待巩固

事件：

6月，工业企业利润累计同比-16.8%、前值-18.8%。

成本下降推动工企利润修复，经营压力仍有待缓解

工业企业利润延续修复，生产成本有所改善。6月，工业企业利润当月同比下降8.3%、较5月收窄4.2个百分点。量、价拆分看，生产端的支撑有所增强、但价格的压制有待缓解。成本压减推动下、利润率的拖累进一步减弱，一方面上游原材料价格的持续下降缓解了企业的成本压力，另一方面产能利用率的回升也带来了规模经济的改善。

需求仍在磨底，利润回升的动力有待巩固。6月工业企业营业收入当月同比-2.6%、较5月回落1.2个百分点，两年复合同比3.1%、较5月回升0.4个百分点。主要行业中，中游装备制造的电气机械、专用设备等行业需求修复有所放缓。上游的黑色、非金属矿物及下游的纺织、农副食品等行业需求边际改善、但修复的力度仍偏弱。

利润修复延续行业分化，非国有企业利润明显改善。6月，新能源相关产业链利润继续保持较快增长，电热产供、电气机械、专用设备等行业分别同比增长48.6%、28.7%和18.4%。价格拖累下，黑色、化工、非金属矿物等上游制造业利润降幅进一步扩大。受此影响，更多分布于中下游行业的股份制和私营企业利润大幅改善。

去库仍在进行时，中游制造业实际库存更低

库存延续去化，但速度有所放缓。6月，工业企业名义库存的去化主要由价格带动，名义库存和实际库存分别较5月下降1个、0.2个百分点至2.2%和7.6%。库销比季节性回落5.6个百分点至53.9%、仍远高于近年同期水平；产成品周转天数录得20.3天、同样处于近年高位。往后看，需求弹性有限、本轮库存底部的周期性特征或较以往不显。

中游制造行业实际库存处于历史低位。5月，上游、中游和下游制造业名义库存同比分别录得-0.6%、4.3%和5%，处于12%、17%和18%的历史分位数。主要行业中，化学原料、非金属矿物等行业的实际库存水平较高，处于50%历史分位数以上；而中游制造的金属制品、计算机通信、通用设备、电气机械等行业处于20%历史分位数以下。

6月，工业企业利润延续边际改善，但名义库存去化有所放缓。当前，利润的修复更多缘于成本端压减的推动、需求端并未明显回暖。地产链和出口链的拖累下，内生动能修复偏慢、本轮周期下需求或难见弹性，利润修复和库存去化的动能均有待进一步巩固。往后看，政策端正展现积极变化，7月政治局会议相关政策部署或加快落地。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。

内容目录

1、成本下降推动工企利润修复，经营压力仍有待缓解.....	3
2、去库仍在进行时，中游制造业实际库存更低.....	5
风险提示.....	6

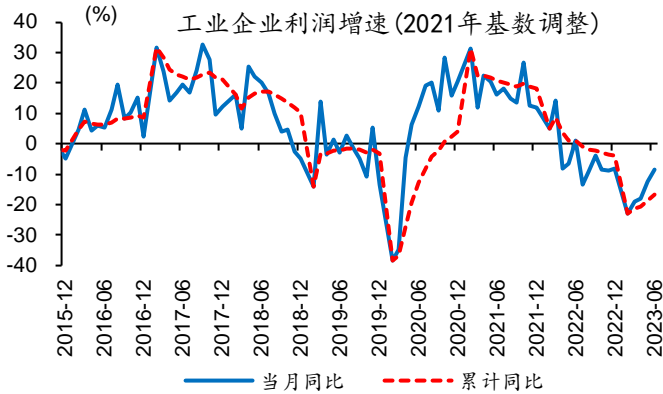
图表目录

图表 1： 6 月，工业企业利润延续改善.....	3
图表 2： 6 月，营业利润率继续回升.....	3
图表 3： 6 月，生产资料价格进一步回落.....	3
图表 4： 6 月，产能利用率小幅回升.....	3
图表 5： 6 月，营业收入进一步走弱.....	4
图表 6： 6 月，部分中游装备制造业需求放缓.....	4
图表 7： 6 月，中游行业利润改善快于下游行业.....	4
图表 8： 6 月，中游装备制造利润占比进一步提升.....	4
图表 9： 6 月，股份制和私营企业利润大幅改善.....	5
图表 10： 6 月，非国有企业的需求仍不强.....	5
图表 11： 6 月，库存继续去化.....	5
图表 12： 6 月，名义库存的去化主要由价格带动.....	5
图表 13： 6 月，库销比季节性回落.....	5
图表 14： 6 月，产成品周转天数处于近年高位.....	5
图表 15： 5 月，上游制造业去库较快.....	6
图表 16： 中游装备制造业实际库存水平较低.....	6

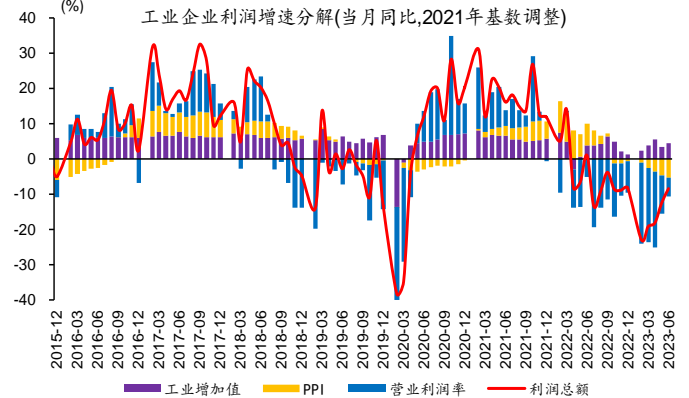
1、成本下降推动工企利润修复，经营压力仍有待缓解

工业企业利润延续修复，生产成本有所改善。6月，工业企业利润当月同比下降8.3%、较5月收窄4.2个百分点，两年复合同比-3.8%、较5月回升5.8个百分点。量、价拆分看，生产端的支撑有所增强、但价格的压制还在增大。利润率的拖累进一步减小、较5月回升0.25个百分点至6.4%。成本压减是利润率改善的主因，一方面上游原材料价格的持续下降缓解了企业的成本压力，另一方面产能利用率的回升也带来了规模经济的改善。

图表1：6月，工业企业利润延续改善



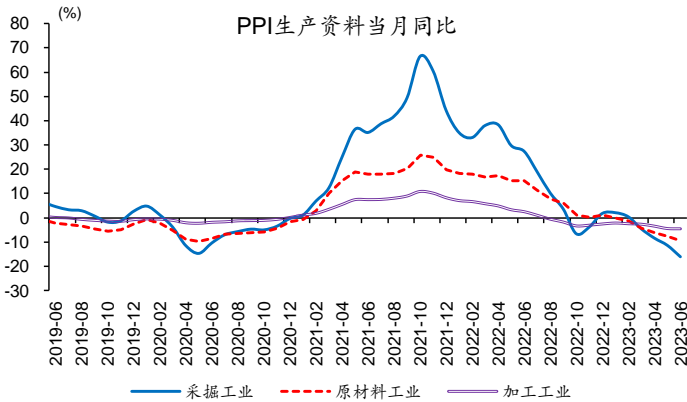
图表2：6月，营业利润率继续回升



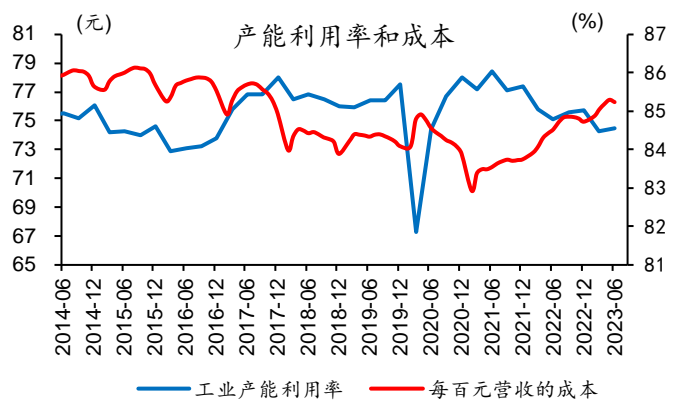
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表3：6月，生产资料价格进一步回落



图表4：6月，产能利用率小幅回升

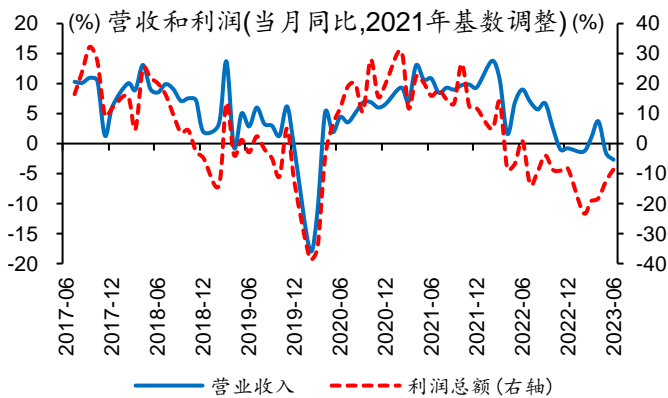


来源：Wind、国金证券研究所

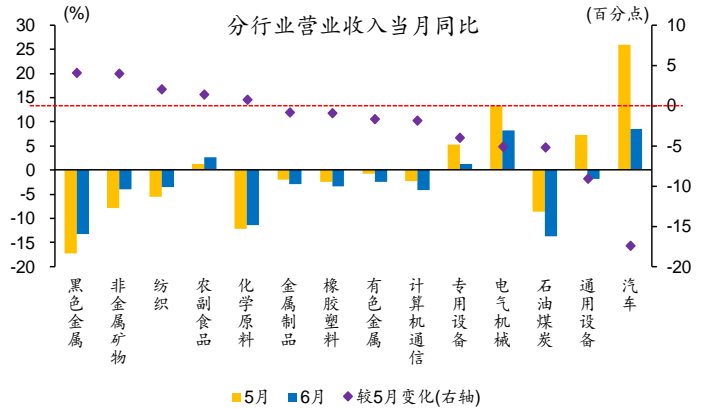
来源：Wind、国金证券研究所

需求仍在磨底，利润回升的动力有待巩固。6月工业企业营业收入当月同比-2.6%、较5月回落1.2个百分点，两年复合同比3.1%、较5月回升0.4个百分点。主要行业中，中游装备制造的电气机械、专用设备等行业需求修复有所放缓，汽车需求受基数影响波动较大、两年复合同比较5月改善7.5个百分点。上游的黑色、非金属矿物及下游的纺织、农副食品等行业需求边际改善、但修复的力度仍偏弱。

图表5: 6月, 营业收入进一步走弱



图表6: 6月, 部分中游装备制造业需求放缓

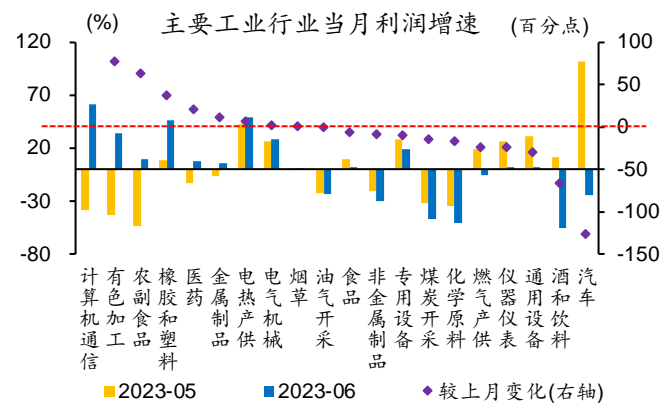


来源: Wind、国金证券研究所

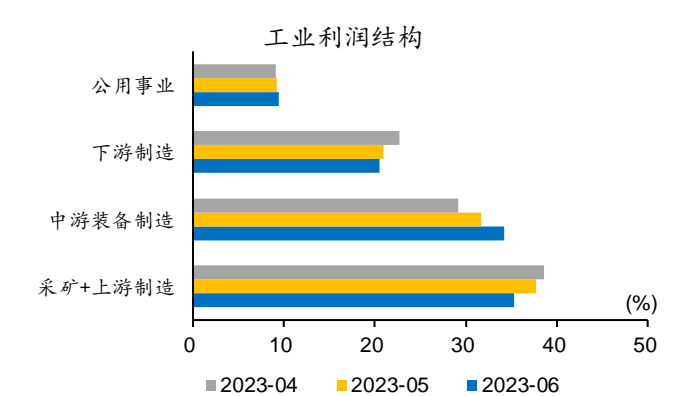
来源: Wind、国金证券研究所

利润修复延续分化, 中游利润占比进一步提升。6月, 新能源相关产业链利润继续保持较快增长, 电热产供、电气机械、专用设备等行业分别同比增长 48.6%、28.7%和 18.4%。基数影响下, 计算机通信、汽车等行业当月利润波动较大, 两年复合同比看利润均边际改善。受价格因素拖累, 黑色、化工、非金属矿物等上游制造业相关行业利润降幅进一步扩大。

图表7: 6月, 中游行业利润改善快于下游行业



图表8: 6月, 中游装备制造利润占比进一步提升

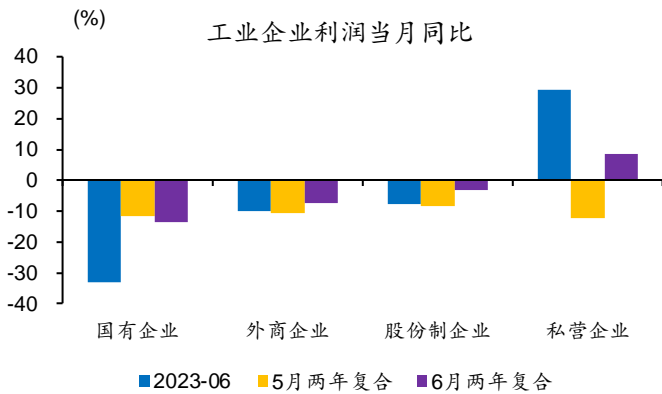


来源: Wind、国金证券研究所

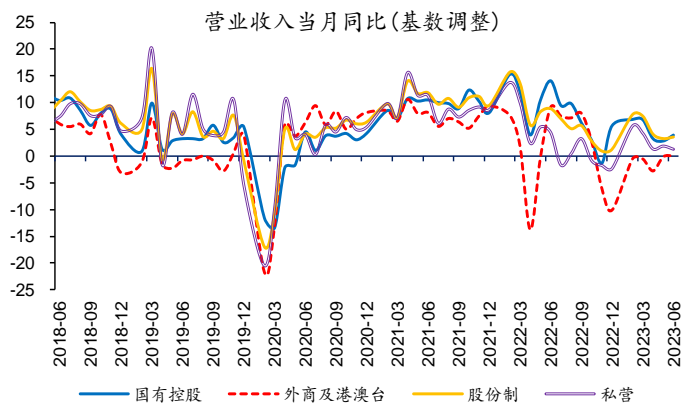
来源: Wind、国金证券研究所

非国有企业利润明显改善, 但需求仍未转暖。受益于上游原材料价格回落、产能利用率回升, 更多分布在中下游行业的股份制和私营企业利润大幅改善, 两年复合同比分别较上月回升 21 个、5 个百分点; 但利润回暖的可持续性有待观察, 股份制企业营收较 5 月小幅回升 0.3 个百分点、私营企业营收较 5 月回落 0.6 个百分点。与此同时, 更多处于上游行业的国有控股企业利润边际恶化, 但低价也刺激了需求、营收较 5 月回升 1.1 个百分点。

图表9: 6月, 股份制和私营企业利润大幅改善



图表10: 6月, 非国有企业的需求仍不强



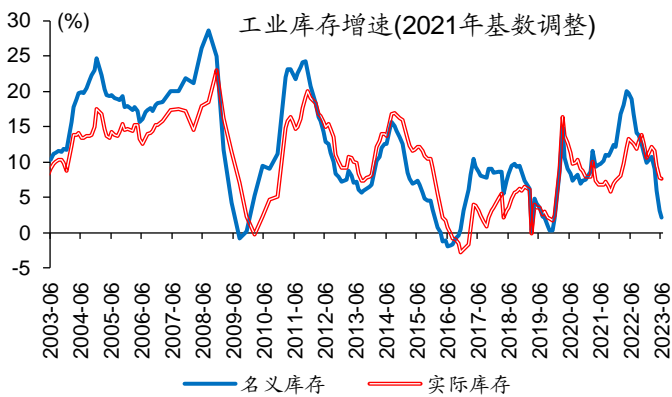
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

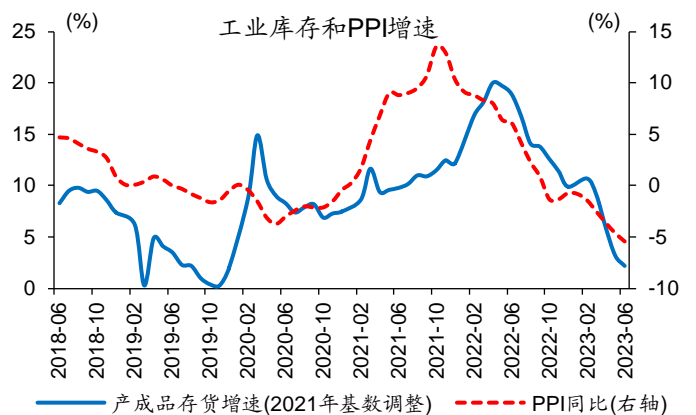
2、去库仍在进行时, 中游制造业实际库存更低

库存延续去化, 但速度有所放缓。6月, 工业企业名义库存的去化主要由价格带动, 名义和实际库存分别较5月下降1个、0.2个百分点至2.2%和7.6%。产成品库销比季节性回落5.6个百分点至53.9%、仍远高于近年同期水平; 产成品周转天数录得20.3天、同样处于近年高位。往后看, 本轮需求回暖弹性有限、库存底部的周期性特征或较以往不显。

图表11: 6月, 库存继续去化



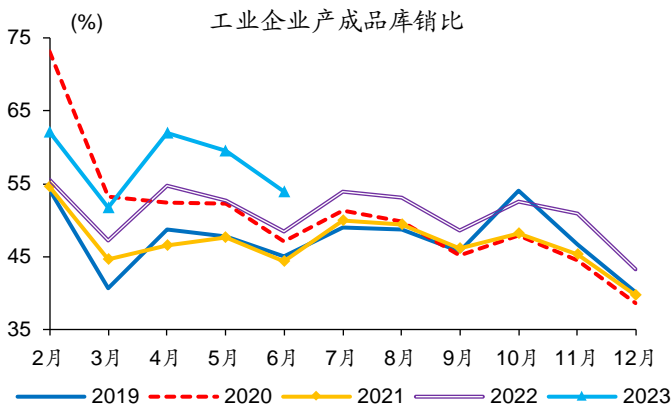
图表12: 6月, 名义库存的去化主要由价格带动



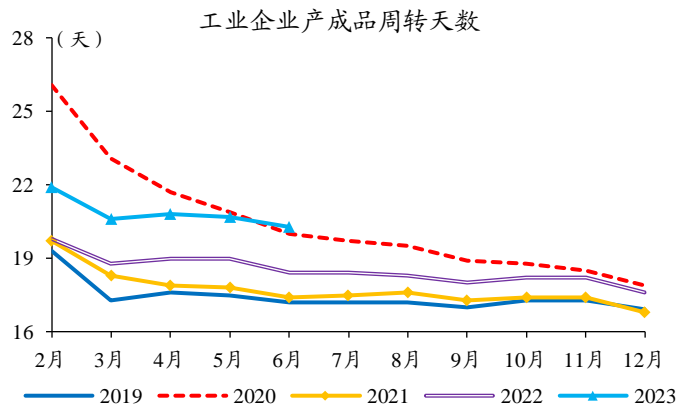
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 6月, 库销比季节性回落



图表14: 6月, 产成品周转天数处于近年高位



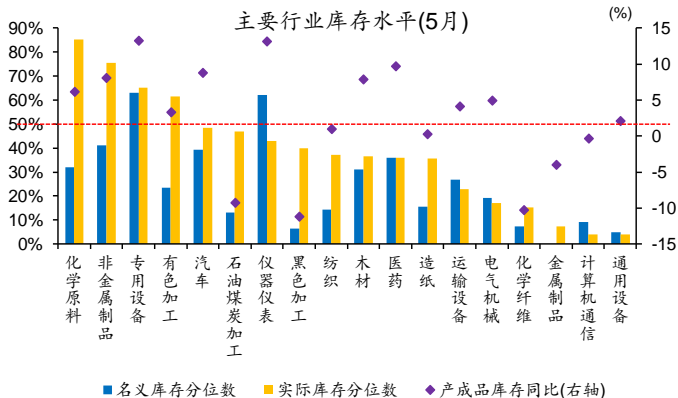
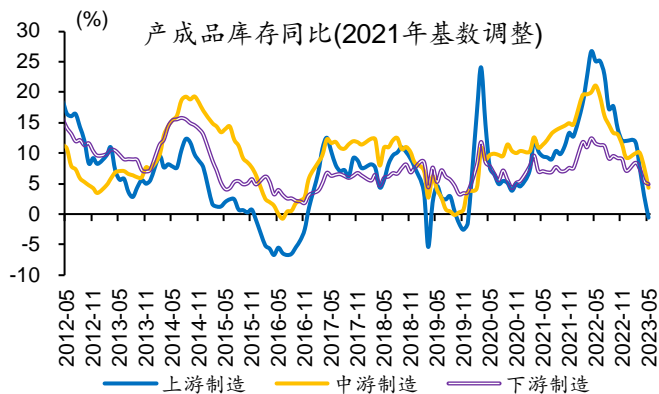
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

上游行业名义去库更快,但中游行业实际库存更低。5月,分行业数据显示,上游、中游和下游制造业名义库存同比分别录得-0.6%、4.3%和5%,处于12%、17%和18%的历史分位数。主要行业中,化学原料、非金属矿物、有色等行业的实际库存水平仍较高,均处于50%历史分位数以上;多数中游装备行业实际库存水平较低,金属制品、计算机通信、通用设备、电气机械等行业处于20%历史分位数以下。

图表15: 5月,上游制造业去库较快

图表16: 中游装备制造业实际库存水平较低



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

6月,工业企业利润延续边际改善,但名义库存去化有所放缓。当前,利润的修复更多缘于成本端压减的推动、需求端并未明显回暖。地产链和出口链的拖累下,内生动能修复缓慢、本轮周期下需求或难见弹性,利润修复和库存去化的动能均有待进一步巩固。往后看,政策端正展现积极变化,7月政治局会议相关政策部署或加快落地。

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地,资金滞留金融体系等。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402