

宏观点评 20230628

如何看待生产和利润的“剪刀差”？

2023年06月28日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《房地产软着陆后，美国经济衰退还有戏吗？【勘误版】》

2023-06-27

《房地产软着陆后，美国经济衰退还有戏吗？》

2023-06-27

■ 不得不说本轮经济复苏下，利润的反弹有点慢。1至5月工业增加值累计同比增速逐步恢复至3.6%，但是工业企业利润累计同比增速依旧处于-18.8%的低位。如图1所示，从历史上看，生产和利润之间如此长时间的“背道而驰”并不多见，2014至2015年以及2018至2019年虽然也出现过撇叉，但幅度并没有如此夸张。

我们认为可以从利润率、出口、行业构成三个角度去看待这一“剪刀差”：由于内需不足，成本上升的同时企业提价存在困难，利润率的低迷是当下企业面临的重大难题；出口的分化导致中游参差不齐，计算机电子行业受累于全球半导体周期；同时地产和商品价格的低迷使得上游成为最大拖累（一般持续17至18个月）。不过我们认为，基于历史经验、周期规律以及基数效应，工业企业利润或将于三季度转正。

■ 内需疲弱成为企业利润的掣肘。5月工业企业利润同比增速录得-12.5%，降幅继续收窄但工业恢复仍不乐观。量、价、利润率拆解来看，5月继续保持“量上价下，利润率负增”的形势，此形势已持续8个月之久。统计局直指“国内需求仍显不足”，内需疲弱明显制约制造业发展。重新开放后工业制造业供给端复苏超过需求端，库存的压力以及需求的不足限制了工业企业定价权，也导致工业产品市场价格的连续下滑。同时，成本和费用的相对刚性导致利润率保持大幅下降态势。

■ 出口、消费与政策“三轮驱动”工业企业利润结构走向。放眼今年以来上、中、下游工业企业的利润走向，我们发现出口、消费和政策三大因素主导着上中下游利润格局：

一是出口：根据散点图来看，汽车、运输设备、计算机、纺织等多个行业与出口走势相关。以通用设备制造业为例，随着疫情影响的褪去，通用设备制造商逐步推进海外订单的交付，收入确认带动利润上行。但随着海外积压订单效应消退，通用设备出口交货值增速回落，后续如何稳住出口是关键。再来看电子设备制造业，在全球半导体周期的影响之下，5月我国集成电路出口金额降幅扩大，从而导致电子设备制造业利润下行。

二是国内消费复苏：目前出行类消费的复苏已传导至企业利润端。在疫情管控优化之后，出行类消费的复苏使食品和饮料制造业利润同比增速由负转正，5月同比增速继续录得10.0%的好成绩；同时也带动餐饮业收入同比增速从2022年12月的-9.3%一跃至5月的35.1%。

三是政策：今年以来，中游行业的表现优于上游和下游，中游行业的利润占比不断上升。部分原因在于重新开放后工业复产带动了中游公用事业利润的提高。此外，国家对高科技制造业和新能源行业的政策支持也起了极大作用，剔除公用事业后的中游利润占比同样处在上行通道。

■ 民营企业景气度继续“弱复苏”。民营企业景气度稍有回暖。5月民营企业利润两年复合同比增速为-12.0%（前值-14.7%），降幅略有收窄，但仍是四类企业中最低。在“优化营商环境”的政策导向之下，民企的“弱复苏”符合预期，但民企信心的真正恢复仍需时间。

■ 工业企业利润何时才能“嗅到芬芳”？我们认为，在周期规律以及基数效应的双重利好下，工业企业利润或将于三季度转正。

一是行业拖累的“周期效应”：如图9所示，上游是本轮工业利润缩水的主要领域，以史为鉴，历史上有两次工业利润主要受上游行业拖累的周期：2014年8月至2016年3月（连续18个月拖累），以及2018年11月至2020年7月（间隔17个月，期间有4个月表现为拉动作用但并不显著）。而随着上游企业的拖累逐步消退，工业企业利润往往会率先转为正增长。

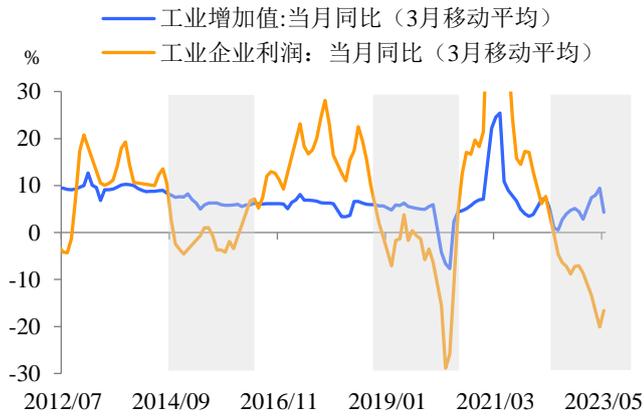
本轮周期中，房地产低迷以及商品价格下跌使上游制造业利润持续承

压。从 2022 年二季度起，上游行业对利润增速形成明显拖累，同时工业企业利润开启负增长周期。假设此次周期将遵循前两次周期相同的模式，那么我们预计工业利润同比增长可能会在今年三季度末转正。

二是基数效应：展望全年，对工业企业盈利而言，一季度的基数效应可能是最不利的。随着三季度工业企业利润低基数的窗口被进一步打开，我们预计基数效应会促进利润的触底反弹，使工业利润同比增长有所改善。

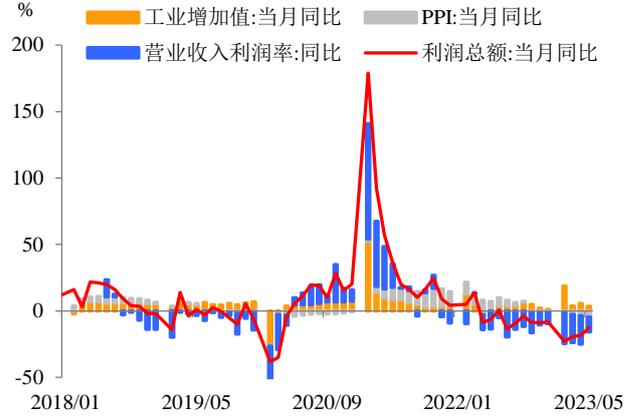
- **风险提示：**工业企业利润复苏不及预期，毒株出现变异，居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

图1: 此次生产和利润 “背道而驰” 的幅度十分显著



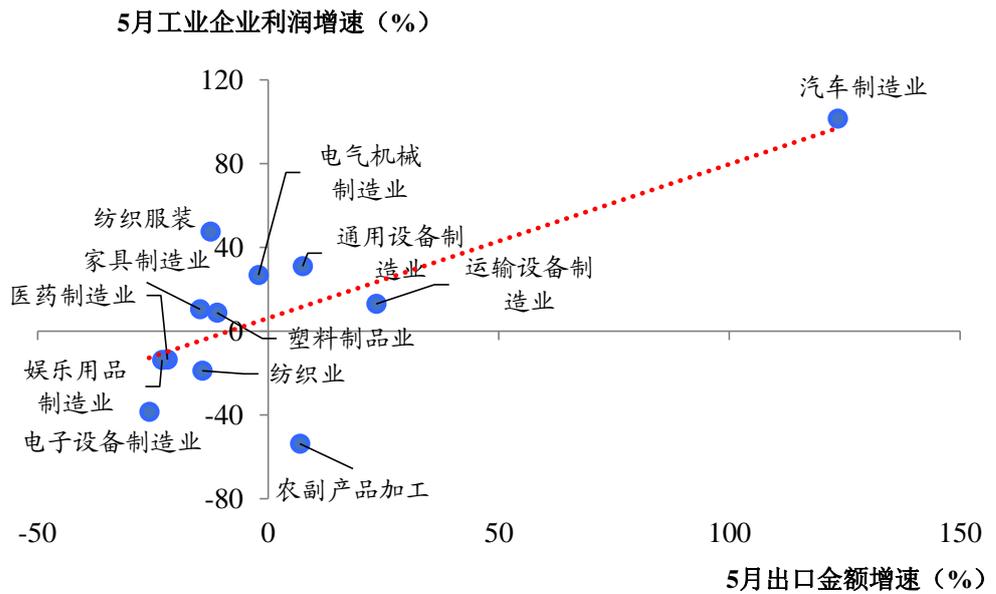
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 价和利润率持续对利润增速形成拖累



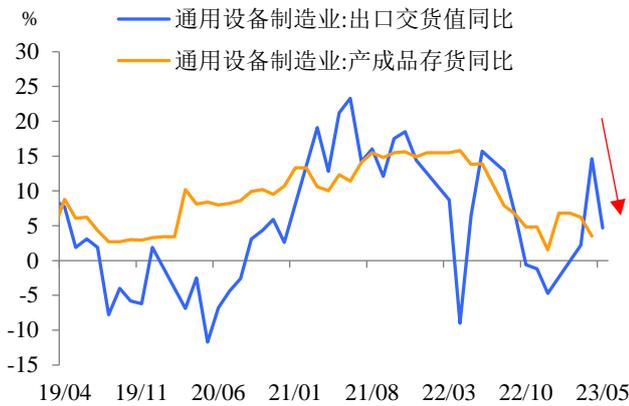
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 多个行业利润增速与出口走势相关



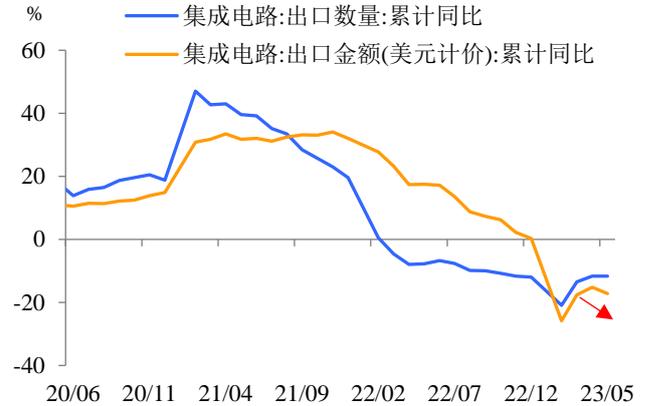
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 通用设备制造业海外积压订单效应逐渐消退



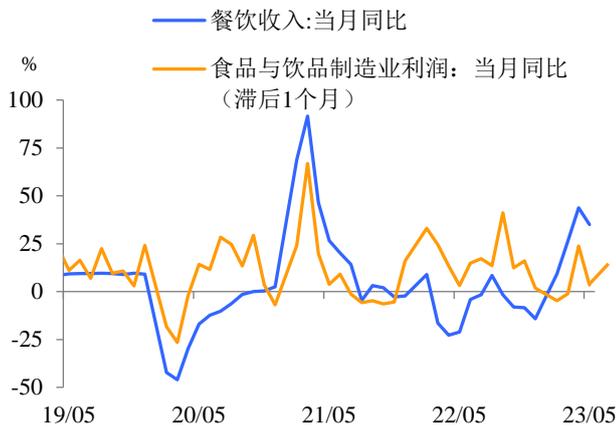
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图5: 5月集成电路出口金额降幅扩大



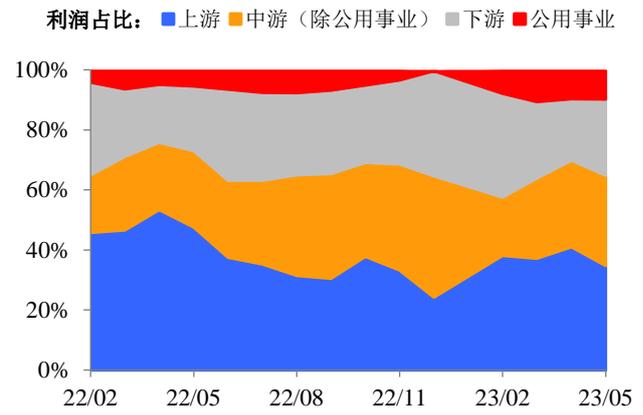
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 出行类消费的复苏已传导至企业利润端



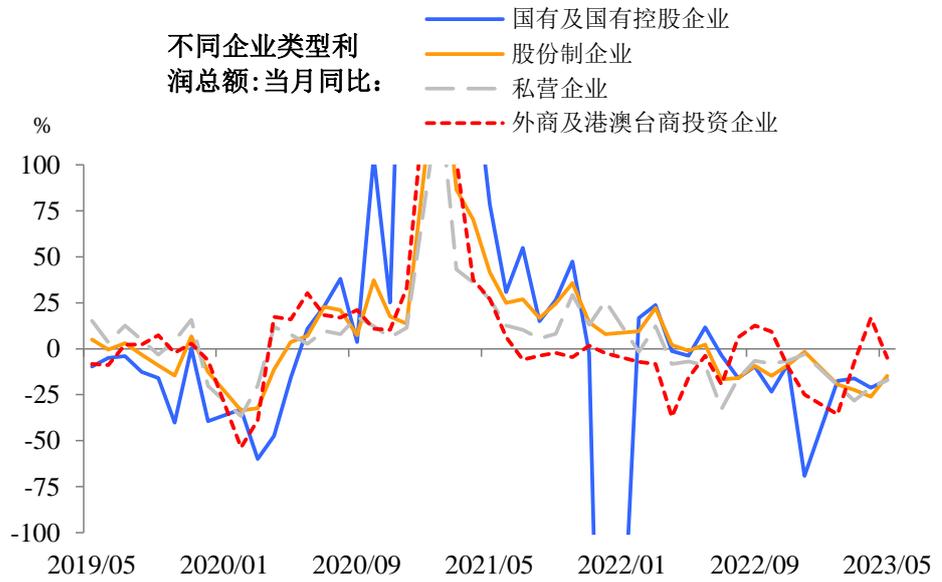
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 中游端利润占比持续升高



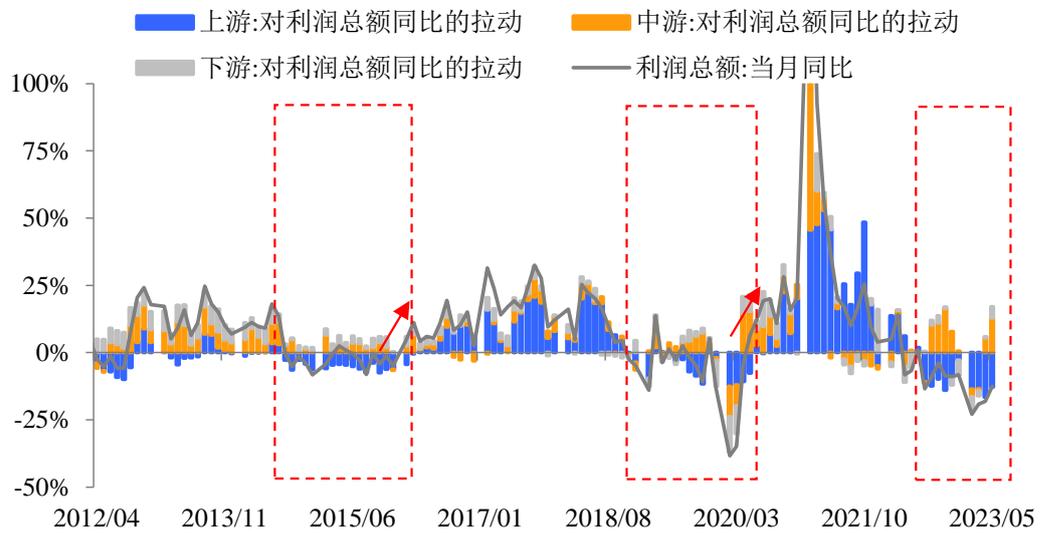
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8：5月民营企业利润增速降幅收窄



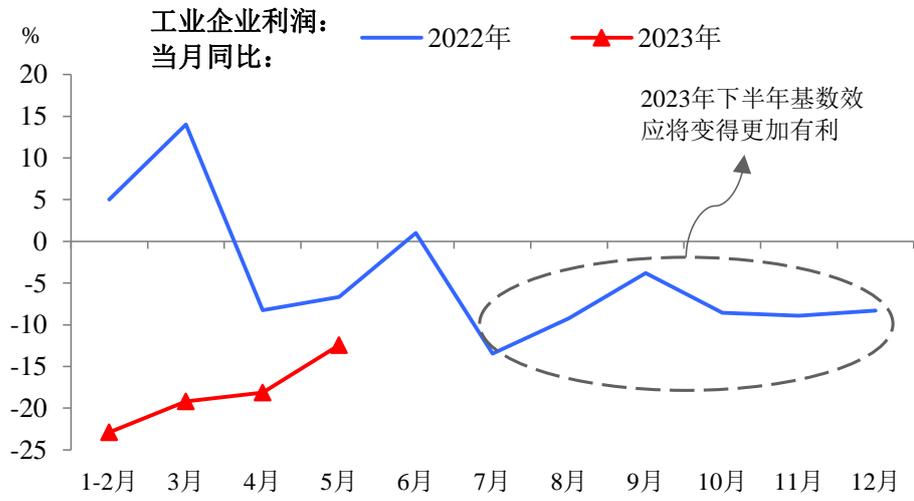
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：以史为鉴，工业利润主要受上游行业拖累的两次周期均维持 5-6 个季度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 下半年利润低基数的窗口将被进一步打开



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11：工业企业细分行业利润总额当月同比增速一览表

工业企业细分行业：利润总额当月同比增速一览表（单位：%）		2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2022-12	2022-11
上游							
采矿	煤炭开采和洗选业	-32.34	-35.61	-9.34	-2.30	11.85	-30.46
	石油和天然气开采业	-22.75	-9.62	-22.32	8.60	157.60	162.98
	黑色金属矿采选业	-38.80	-32.06	-59.47	-41.50	810.59	-325.47
	有色金属矿采选业	-15.28	-12.71	-9.82	30.30	65.68	8.96
	非金属矿采选业	-7.89	32.28	9.26	1.20	2.41	-3.87
原料及加工	黑色金属冶炼和压延加工业	-124.90	-78.50	-74.84	-151.10	302.34	-166.59
	有色金属冶炼和压延加工业	-43.35	-48.05	-57.93	-57.20	51.10	-25.36
	非金属矿物制品业	-21.13	-18.41	-18.43	-39.20	-20.84	-25.32
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-113.78	-58.55	-80.95	-111.30	24.09	-146.98
	化学纤维制造业	-68.77	-48.02	-50.24	-97.20	-5.57	-60.29
	化学原料和化学制品制造业	-34.59	-63.17	-52.52	-56.60	-33.19	-36.19
	橡胶和塑料制品业	8.85	38.41	0.14	-15.30	9.02	24.83
上游总计		-36.62	-40.38	-36.08	-35.44	-11.50	-29.11
中游							
装备制造业	通用设备制造业	31.13	63.48	16.58	0.20	23.56	17.67
	专用设备制造业	28.07	0.19	-11.53	-8.90	4.79	26.68
	电气机械和器材制造业	26.82	37.44	11.00	41.50	43.67	34.28
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-38.53	-38.29	-36.15	-77.10	-54.03	-14.88
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	13.10	65.46	25.63	64.80	-312.72	-17.69
	仪器仪表制造业	26.62	27.05	8.27	-4.50	11.99	2.70
公用事业	金属制品、机械和设备修理业	245.84	-1380.50	131.40	24.40	-379.79	-25.76
	电力、热力生产和供应业	41.99	45.29	42.76	53.10	-74.05	-183.05
	燃气生产和供应业	18.72	7.34	-14.14	-1.00	-18.48	-24.79
	水的生产和供应业	28.96	17.33	10.73	-9.20	-22.42	-21.49
其他中游制造业	金属制品业	-6.21	-4.34	-12.84	-23.70	-11.14	-14.29
	废弃资源综合利用业	-83.77	-61.63	-65.18	-61.50	7.76	-14.77
	其他制造业	-1.16	-1.64	16.77	-25.70	-13.04	-13.46
中游总计		32.29	14.36	-2.09	-10.41	1.37	20.10
下游							
食品类	食品制造业	9.00	5.82	0.70	-7.30	2.23	-15.02
	酒、饮料和精制茶制造业	10.88	1.66	40.01	2.40	-9.25	21.50
	农副食品加工业	-53.65	-83.64	-40.75	-6.30	3.38	2.46
衣物类	纺织服装、服饰业	47.51	-35.47	-13.81	-13.50	1.14	-32.06
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	105.47	-57.12	-50.87	-7.20	-13.44	35.41
	纺织业	-18.87	-10.65	-29.36	-37.10	-15.78	-28.12
家庭设备用品	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	4.29	-32.05	-5.21	-2.20	27.34	27.08
	家具制造业	10.58	-10.97	0.65	-23.50	49.74	-7.86
医疗保健	医药制造业	-13.54	-35.77	-26.44	-16.30	-53.08	-19.07
交通通信	印刷和记录媒介复制业	-20.15	-3.18	-13.25	-24.30	7.89	-19.07
	汽车制造业	101.48	2005.19	9.38	-41.70	3.24	-3.66
文娱类	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-13.68	63.12	-27.40	-9.60	-37.17	-9.15
	烟草制品业	0.29	-6.55	6.18	9.60	-5.79	14.65
	造纸和纸制品业	-55.75	-73.51	-39.26	-52.30	34.67	-21.91
下游总计		16.52	1.68	-6.89	-13.96	-15.72	-8.34

数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

