

利润增速延续改善，制造业和电力行业表现较好

——国内观察：2023年5月工业企业利润数据

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**6月28日，统计局发布2023年5月工业企业利润数据。1-5月，规模以上工业企业利润总额累计同比-18.8%，前值-20.6%。
- **核心观点：**工业企业利润增速延续改善的趋势。行业上，中游装备制造的支撑力度较强，库存周期上也处于领先的位置；而上游原材料的拖累较为明显，这一点因基数影响后续可能会逐步减轻，同时基数效应也会反映在整体工业企业利润增速上。除此之外，5月经济数据、利润回升的斜率不高，均反映需求不足仍是目前的主要问题。随着央行降息，发改委推动降成本，以及如促进家电消费、新能源汽车税收优惠延续等产业政策陆续出台，我们认为政策积极的预期已开始兑现。从利润趋势、库存周期、政策预期来看，相对利多制造业和电力板块。
- **利润继续低位好转，环比好于季节性。**5月规模以上工业企业利润当月同比降幅收窄5.6个百分点至-12.6%。据测算，5月规模以上工业企业利润环比23.2%，高于近5年同期均值的11.2%。同时营收利润率季节性上升，由4.95%升至5.19%，或是利润增速改善的主要原因，但从营收、成本、费用来看，利润率的上升并非供需推动。
- **营收增速回落，费用及成本变动较小。**拆分量价来看，量上，5月当月工业增加值同比回落2.1个百分点至3.5%；价上，PPI当月同比回落1个百分点至-4.6%。量价齐跌导致营收增速再次回落，累计同比回落0.4个百分点至0.1%，据我们测算的当月同比转负。1-5月工业企业每百元费用为8.31元，同比增加0.30元，前值为增加0.31元，依然低于疫情前水平；每百元营收成本为85.29，同比增加0.93元，前值为增加0.91元，仍然高于疫情前水平。
- **结构上电力利润较好，高端产业链优势继续凸显。**分三大产业来看，边际变化上，制造业的改善趋势较为明显，据我们测算的当月同比-11.7%，较前值收窄7.4个百分点，带动整体工业企业利润降幅收窄4.9个百分点。而采矿业降幅继续扩大，公用事业虽然占比不高，但煤电成本明显低于去年，同时用电量受高温影响，5月电力行业利润同比40.7%。制造业中，装备制造利润继续向好，当月同比15.2%，连续两个月维持两位数以上增长，拉动规模以上工业企业利润4.6个百分点。其中，汽车、光伏、锂电池、空调等设备带动明显，汽车制造利润同比三位数增长，电气机械、通用设备、专用设备当月同比分别为30.9%、27.7%、26.6%。
- **库存加速去化，价格贡献较多。**5月末，产成品存货累计同比3.2%，前值5.9%，从斜率上来看，本轮去库的速度相对较快，尤其是进入2023年以来。在2月出现库存被动积压后，近3个月库存增速月均降幅在2.5%，同期实际库存月均降幅在1.4%。基数效应对营收增速的扰动仍然存在，去库短期可能维持，但鉴于此前库存周期的时长规律，我们预计年内仍能见到去库向补库的切换。
- **风险提示：**政策落地不及预期；需求恢复不及预期。

正文目录

1. 利润继续低位好转，环比好于季节性.....	4
2. 结构上电力利润较好，高端产业链优势继续凸显.....	5
3. 库存加速去化，价格贡献较多.....	6
4. 核心观点.....	7
5. 风险提示.....	7

图表目录

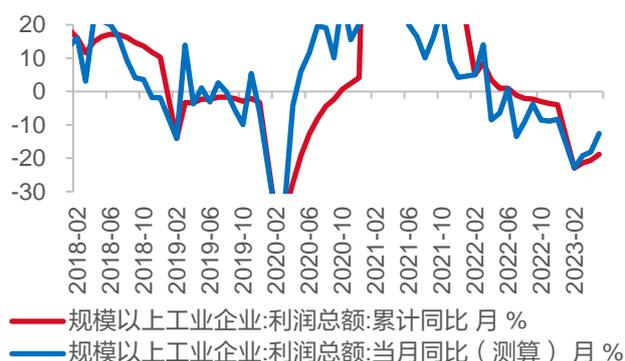
图 1 规模以上工业企业利润累计及当月同比（测算），%	4
图 2 规模以上工业企业利润环比（测算），%	4
图 3 规模以上工业企业营收累计及当月同比（测算），%	4
图 4 规模以上工业企业增加值当月同比，%	4
图 5 PPI 当月同比，%	5
图 6 规模以上工业企业每百元营收成本及费用，元，元	5
图 7 分上中下游工业企业利润累计同比及变化，%，%	5
图 8 分三大产业工业企业利润累计同比，%	6
图 9 工业企业产成品存货同比，%	6

事件: 6月28日, 统计局发布2023年5月工业企业利润数据。1-5月, 规模以上工业企业利润总额累计同比-18.8%, 前值-20.6%。

1. 利润继续低位好转, 环比好于季节性

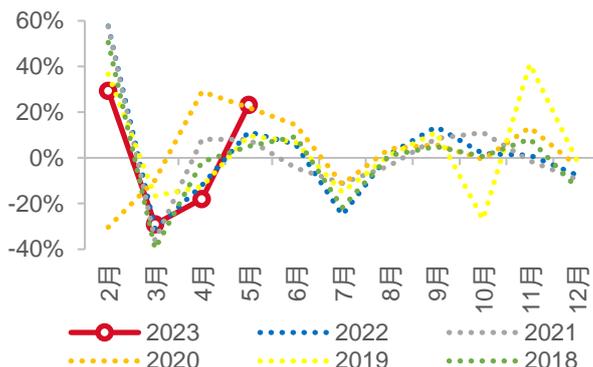
利润继续低位好转, 环比好于季节性。5月规模以上工业企业利润当月同比降幅收窄5.6个百分点至-12.6%。据测算, 5月规模以上工业企业利润环比23.2%, 高于近5年同期均值的11.2%。同时营收利润率季节性上升, 由4.95%升至5.19%, 或是利润增速改善的主要原因, 但从营收、成本、费用来看, 利润率的上升并非供需推动。

图1 规模以上工业企业利润累计及当月同比(测算), %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图2 规模以上工业企业利润环比(测算), %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

营收增速回落, 费用及成本变动较小。拆分量价来看, 量上, 5月当月工业增加值同比回落2.1个百分点至3.5%; 价上, PPI当月同比回落1个百分点至-4.6%。量价齐跌导致营收增速再次回落, 累计同比回落0.4个百分点至0.1%, 据我们测算的当月同比转负。1-5月工业企业每百元费用为8.31元, 同比增加0.30元, 前值为增加0.31元, 依然低于疫情前水平; 每百元营收成本为85.29, 同比增加0.93元, 前值为增加0.91元, 仍然高于疫情前水平。

图3 规模以上工业企业营收累计及当月同比(测算), %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图4 规模以上工业企业增加值当月同比, %



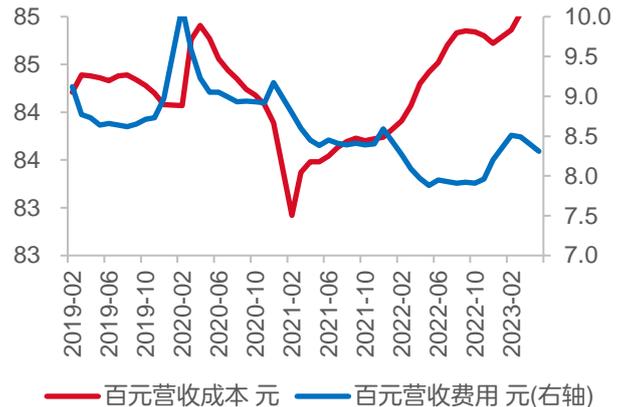
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图5 PPI 当月同比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图6 规模以上工业企业每百元营收成本及费用, 元, 元

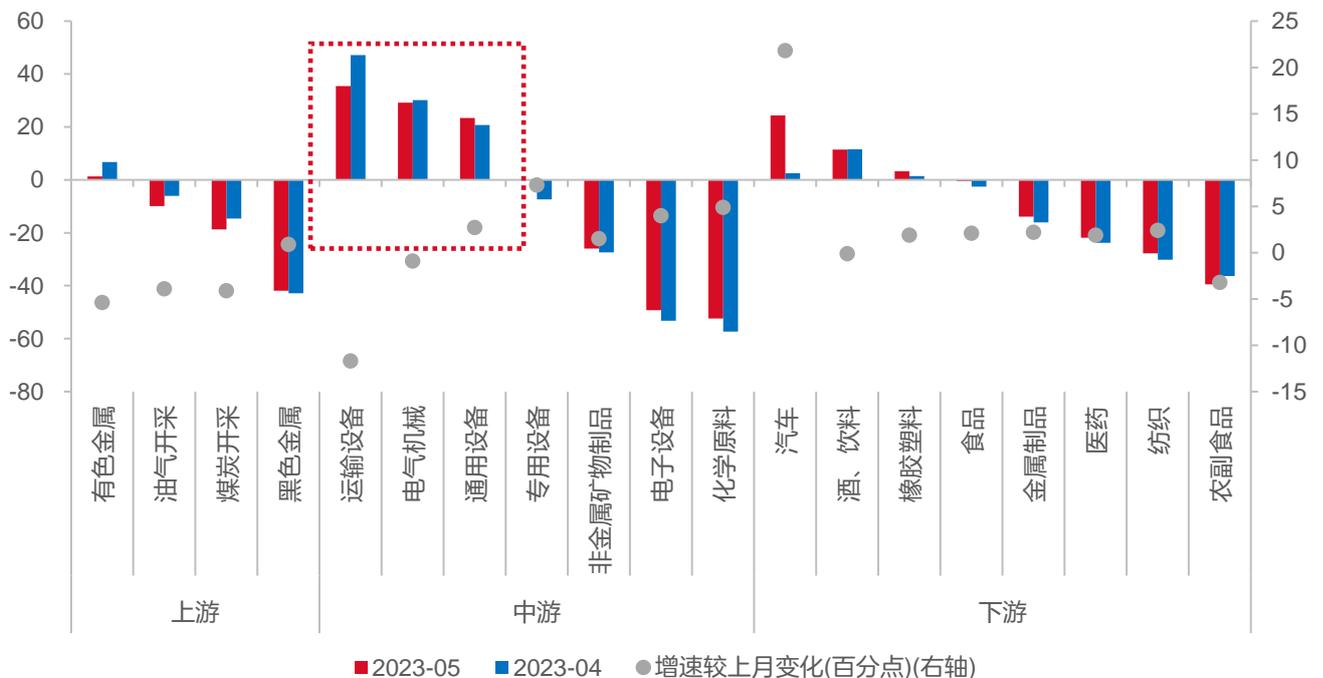


资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

2. 结构上电力利润较好, 高端产业链优势继续凸显

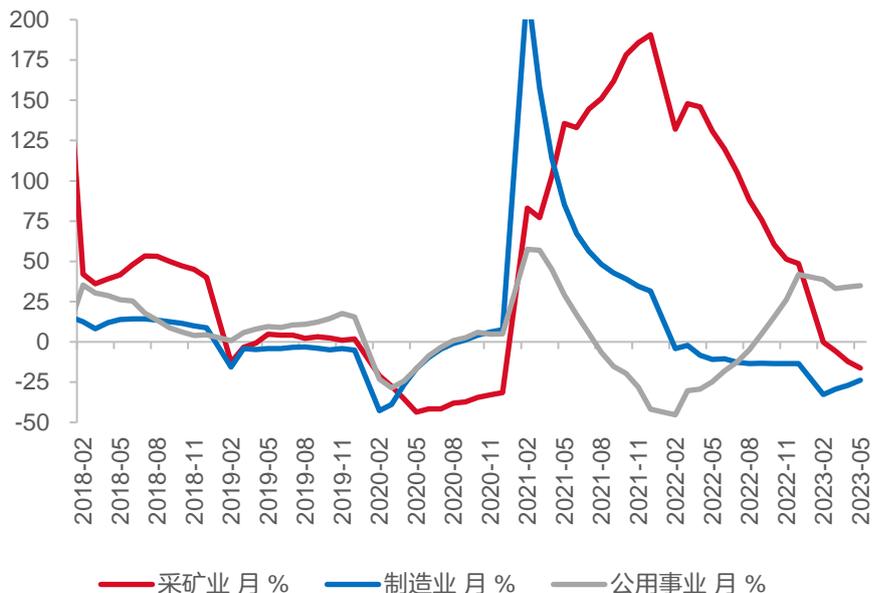
结构上电力利润较好, 制造业产业链优势继续凸显。分三大产业来看, 边际变化上, 制造业的改善趋势较为明显, 据我们测算的当月同比-11.7%, 较前值收窄 7.4 个百分点, 带动整体工业企业利润降幅收窄 4.9 个百分点。而采矿业降幅继续扩大, 公用事业虽然占比不高, 但煤电成本明显低于去年, 同时用电量受高温影响, 5 月电力行业利润同比 40.7%。制造业中, 装备制造利润继续向好, 当月同比 15.2%, 连续两个月维持两位数以上增长, 拉动规模以上工业企业利润 4.6 个百分点。其中, 汽车、光伏、锂电池、空调等设备带动明显, 汽车制造利润同比三位数增长, 电气机械、通用设备、专用设备当月同比分别为 30.9%、27.7%、26.6%。

图7 分上中下游工业企业利润累计同比及变化, %, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图8 分三大产业工业企业利润累计同比, %

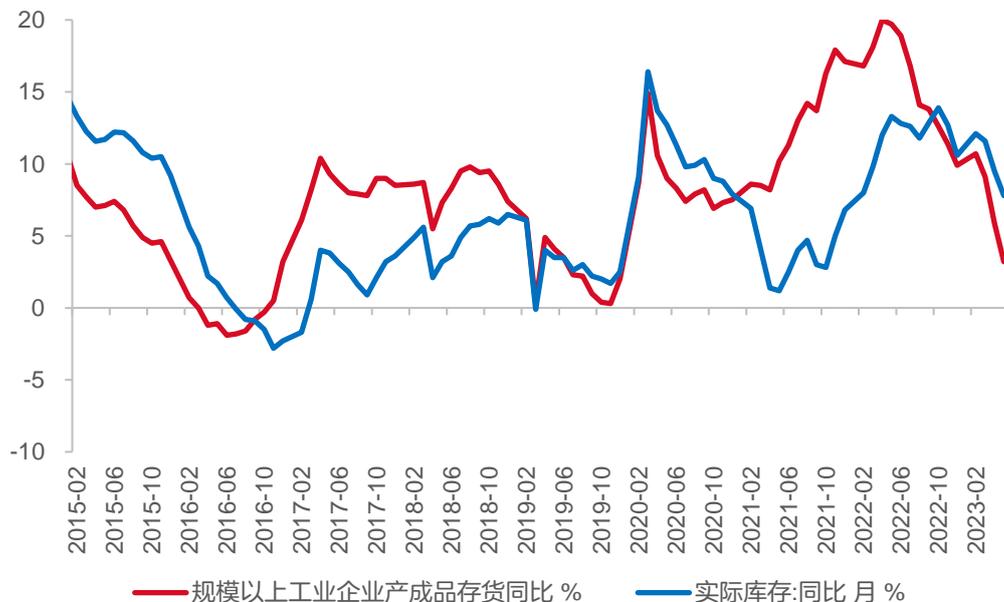


资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

3. 库存加速去化, 价格贡献较多

5月末, 产成品存货累计同比 3.2%, 前值 5.9%, 从斜率上来看, 本轮去库的速度相对较快, 尤其是进入 2023 年以来。在 2 月出现库存被动积压后, 近 3 个月库存增速月均降幅在 2.5%, 同期实际库存月均降幅在 1.4%。基数效应对营收增速的扰动仍然存在, 去库短期可能维持, 但鉴于此前库存周期的时长规律, 我们预计年内仍能见到去库向补库的切换。

图9 工业企业产成品存货同比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

4.核心观点

工业企业利润增速延续改善的趋势。行业上，中游装备制造的支撑力度较强，库存周期上也处于领先的位置；而上游原材料的拖累较为明显，这一点因基数影响后续可能会逐步减轻，同时基数效应也会反映在整体工业企业利润增速上。除此之外，5月经济数据、利润回升的斜率不高，均反映需求不足仍是目前的主要问题。随着央行降息，发改委推动降成本，以及如促进家电消费、新能源汽车税收优惠延续等产业政策陆续出台，我们认为政策积极的预期已开始兑现。从利润趋势、库存周期、政策预期来看，相对利多制造业和电力板块。

5.风险提示

政策落地不及预期，导致经济恢复偏慢；需求恢复不及预期，导致企业营收增长偏慢。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师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证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8621) 20333275
 手机:18221959689
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8610) 59707105
 手机:18221959689
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089