

2023年5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
 分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
 yang_fei@gjzq.com.cn

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

利润修复的线索

事件：

5月，工业企业利润累计同比-18.8%、前值-20.6%。

工企利润延续结构性分化，新能源产业链等带动利润率回升

工业企业利润降幅收窄，利润率的拖累减弱。5月，工企利润当月同比下降12.5%、较4月收窄5.7个百分点，两年复合-9.6%、较4月回升3.8个百分点。其中，利润率的拖累明显减弱、主要缘于新能源产业链、煤炭开采等相关行业带动。需求的恢复有待巩固，5月营收当月同比-1.46%、较4月回落5.3个百分点，同时成本和费用端压力仍不小。利润分配进一步向中游集中，但下游消费品利润有所改善。5月，41个工业大类中仅14个行业利润同比增长，其中新能源产业链相关行业利润表现亮眼。边际改善来看，下游消费品修复较快，农副食品、医药、酒和饮料、烟草等行业分别较4月改善30、22、9和7个百分点。受价格拖累，采矿业和上游制造业利润加快回落。

不同类型企业利润均边际改善，股份制和外商企业利润率明显回升。5月，国有、外商、股份制和私营企业利润两年复合同比-11.5%、-10.6%、-8.3%和-12.4%，分别较4月回升2、4.6、5和2.8个百分点。其中，股份制和外商企业累计营业利润率分别提升0.22和0.34个百分点至5.94%、5.01%；国有控股和私营企业利润率改善偏慢。

降价带动库存回落，真实去库有待需求回暖

价格下降带动库存回落，但库存量仍在高位。5月，工业企业名义库存和实际库存分别较4月下降2.7和1.7个百分点至3.2%和7.8%，较本轮高点分别回落84%和52%。当前去库主要受价格影响，库存量的去化实际上更慢。当前，产成品和原材料库存指数同比增速仍较高，库销比和产成品周转天数也均处近年高位，需求压制下去库尚需时日。

分行业看，上游行业名义去库加快，部分中游行业库存水平较高。4月，受上游工业品价格低迷影响，黑色加工、石油煤炭加工和化学纤维等行业的库存同比增速进一步回落至低位，历史分位数分别为12%、13%和18%。与此同时，部分中游行业库存水平偏高，仪器仪表、汽车、专用设备等行业库存历史分位数分别高达70%、64%、62%。

5月工业企业利润加快修复、名义库存加快去化，盈利修复斜率的改善有待需求回暖进一步支撑。当前，利润修复更多是缘于景气赛道带动、库存去化则主要由上游工业品降价推动。往后看，在地产和出口缺位的情况下，利润修复和库存去化或延续分化特征，总量的周期性特征也会与以往不同，可以进一步关注景气赛道和困境反转行业的去库节奏。

风险提示

经济复苏不及预期，疫情反复。

内容目录

1、工企利润延续结构性分化，新能源产业链等带动利润率回升.....	3
2、降价带动库存回落，真实去库有待需求回暖.....	5
风险提示.....	6

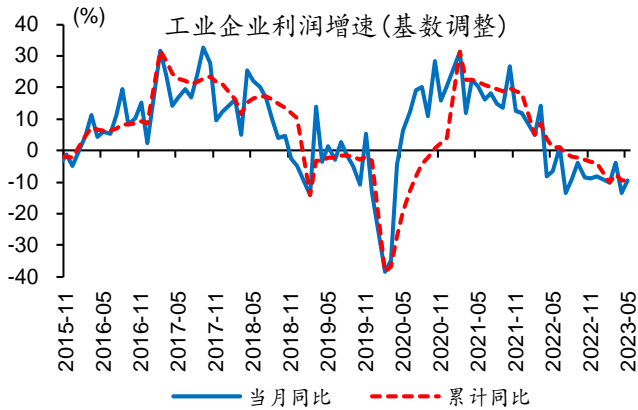
图表目录

图表 1： 5 月，工业企业盈利明显改善.....	3
图表 2： 5 月，营业利润率的拖累有所减小.....	3
图表 3： 5 月，营业利润率超季节性回升.....	3
图表 4： 5 月，新能源产业链和煤炭开采利润率明显改善.....	3
图表 5： 5 月，营业收入延续弱修复.....	4
图表 6： 5 月，成本和费用仍保持较高水平.....	4
图表 7： 5 月，下游消费品行业利润改善.....	4
图表 8： 5 月，中游装备制造业利润延续强势.....	4
图表 9： 5 月，采矿业利润加快回落.....	4
图表 10： 5 月，价格对上游产品的压制加大.....	4
图表 11： 5 月，不同类型企业利润均边际改善.....	5
图表 12： 5 月，国有和私营企业利润率改善偏慢.....	5
图表 13： 5 月，名义库存回落至低位.....	5
图表 14： 6 月，PMI 库存指数同比保持高位.....	5
图表 15： 5 月，库销比小幅下行、但仍处于高位.....	6
图表 16： 5 月，产成品周转天数保持历史高位.....	6
图表 17： 4 月，上游制造业去库加快.....	6
图表 18： 部分中游行业库存水平偏高.....	6

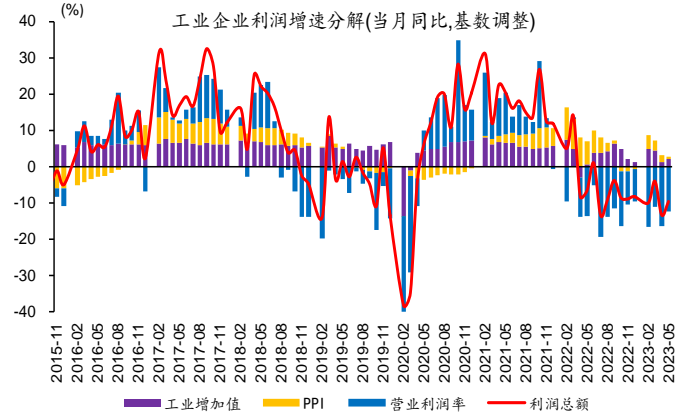
1、工企利润延续结构性分化，新能源产业链等带动利润率回升

工业企业利润降幅收窄，利润率的拖累减弱。5月，工业企业利润当月同比下降12.5%、较4月收窄5.7个百分点，两年复合同比-9.6%、较4月回升3.8个百分点。其中，营业利润率回升1个百分点、高于季节性回升的0.6个百分点，对利润的拖累有所减弱。拆分来看，受需求景气和高温影响、新能源产业链和煤炭开采利润率明显改善；剔除这几项后，营业利润率录得5.2%、升幅收窄至0.7个百分点、基本符合季节性。

图表1：5月，工业企业盈利明显改善



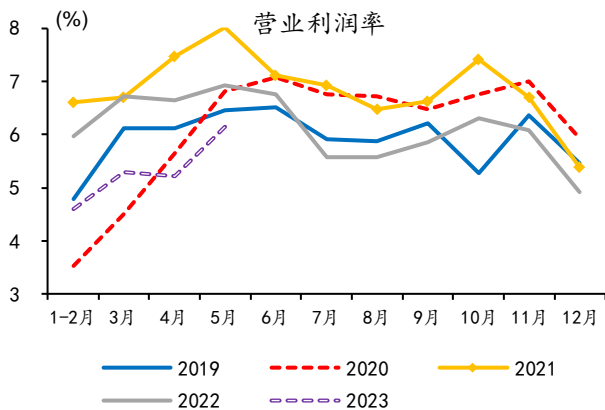
图表2：5月，营业利润率的拖累有所减小



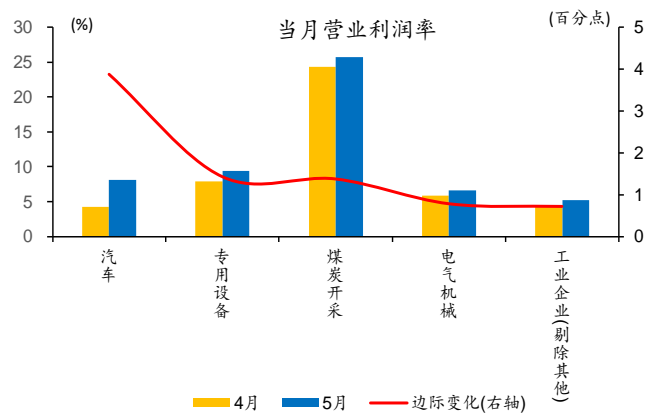
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表3：5月，营业利润率超季节性回升



图表4：5月，新能源产业链和煤炭开采利润率明显改善

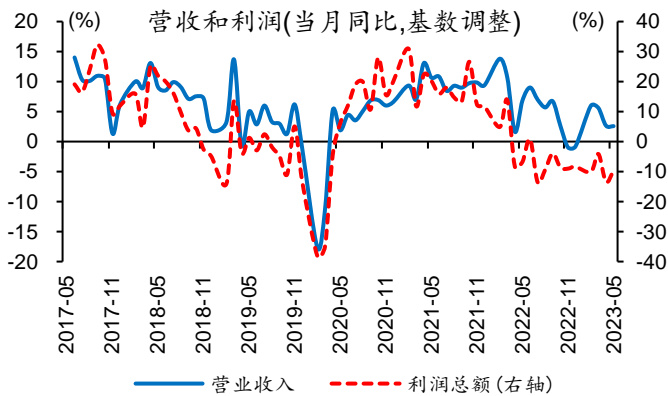


来源：Wind、国金证券研究所

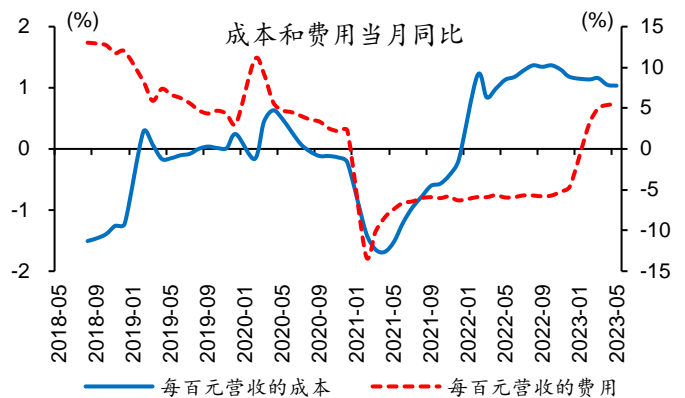
来源：Wind、国金证券研究所

需求有待巩固，成本和费用端压力仍不小。5月，工业企业营业收入当月同比-1.46%、较4月回落5.3个百分点，剔除基数影响后营收两年复合同比2.7%、较4月回落0.1个百分点。受需求不足影响，成本端的压力进一步抬升、每百元营收的成本上升0.11元至85.29%。减税降费退坡影响仍存，每百元营收的费用同比提升0.4个百分点至5.46%。

图表5: 5月, 营业收入延续弱修复



图表6: 5月, 成本和费用仍保持较高水平

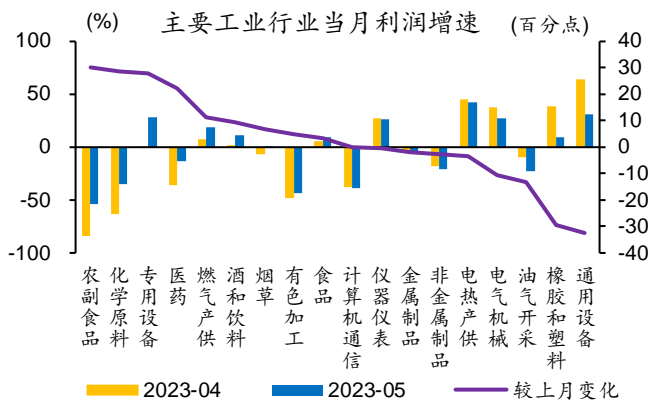


来源: Wind、国金证券研究所

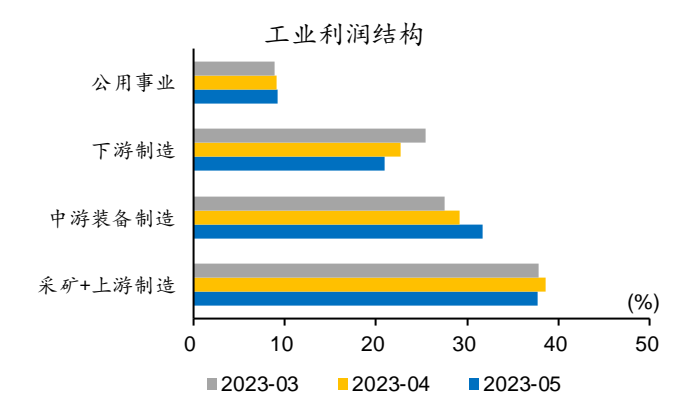
来源: Wind、国金证券研究所

利润分配进一步向中游集中, 但下游消费品利润有所改善。5月, 41个工业大类中仅14个行业利润同比增长, 其中中游装备制造业利润表现亮眼。边际改善来看, 下游消费品修复较快, 农副食品、医药、酒和饮料、烟草等行业分别较4月改善30、22、9和7个百分点。受价格拖累, 采矿业和上游制造业利润加快回落, 5月采掘业PPI和原材料工业PPI分别为-11.5%、-7.7%, 同比较4月进一步回落3个、1.4个百分点。

图表7: 5月, 下游消费品行业利润改善



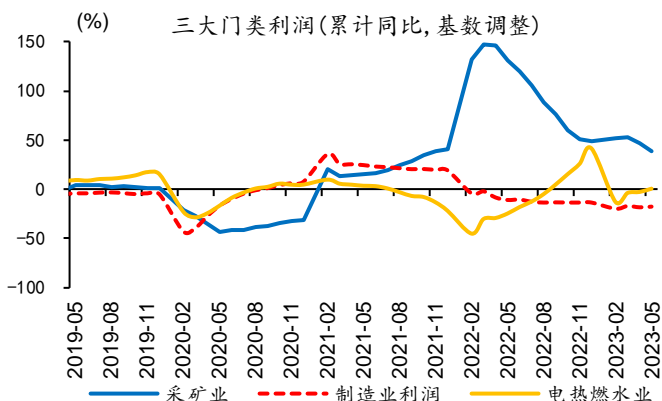
图表8: 5月, 中游装备制造业利润延续强势



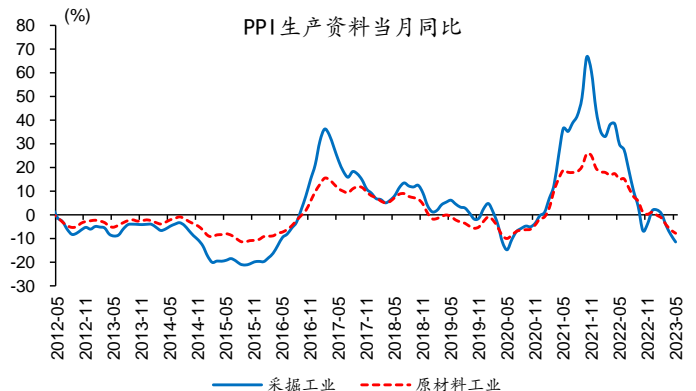
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表9: 5月, 采矿业利润加快回落



图表10: 5月, 价格对上游产品的压制加大



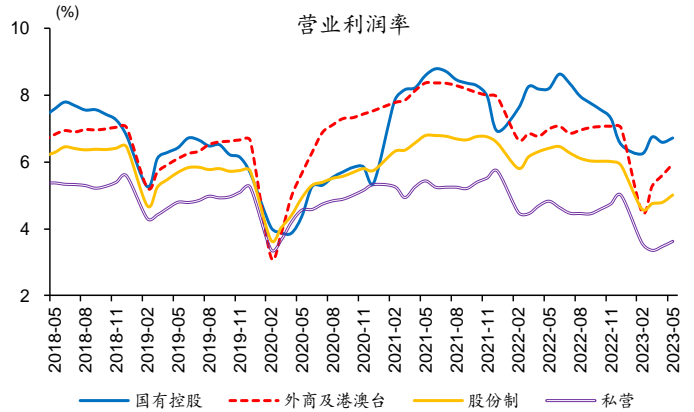
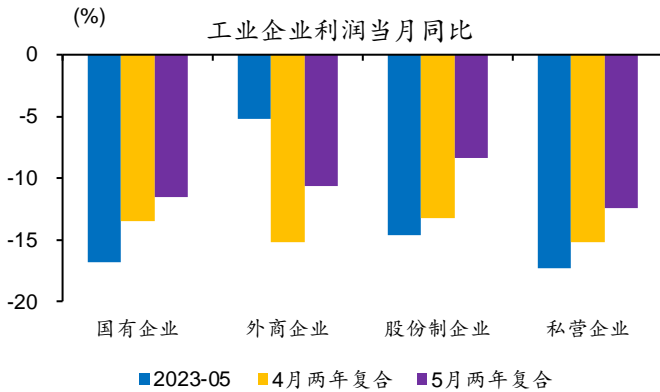
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

不同类型企业利润均边际改善，股份制和外商企业利润率明显回升。5月，国有、外商、股份制和私营企业利润两年复合同比-11.5%、-10.6%、-8.3%和-12.4%，分别较4月回升2.4、6.5和2.8个百分点。其中，股份制和外商企业累计营业利润率分别提升0.22和0.34个百分点至5.94%、5.01%；国有控股和私营企业利润率改善偏慢。

图表11: 5月，不同类型企业利润均边际改善

图表12: 5月，国有和私营企业利润率改善偏慢



来源: Wind、国金证券研究所

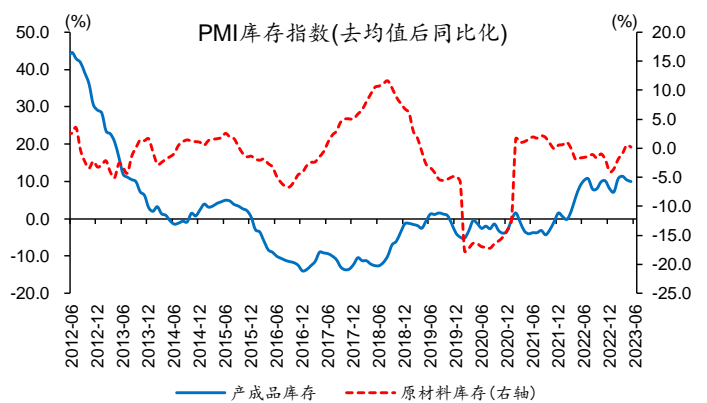
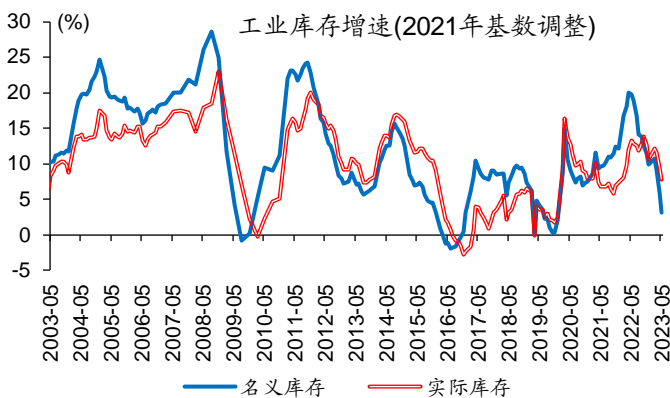
来源: Wind、国金证券研究所

2、降价带动库存回落，真实去库有待需求回暖

价格下降带动库存回落，但库存量仍在高位。5月，工业企业名义库存和实际库存分别较4月下降2.7和1.7个百分点至3.2%和7.8%，较本轮高点分别回落84%和52%。但工业产成品存货反映的是库存的价值而非数量，PMI库存指数更能反映库存量的变化。当前，产成品库存和原材料库存指数同比增速仍较高，距离去库结束尚有时日。与此同时，5月库销比和产成品周转天数均处近年高位，指向需求对去库的压制不减。

图表13: 5月，名义库存回落至低位

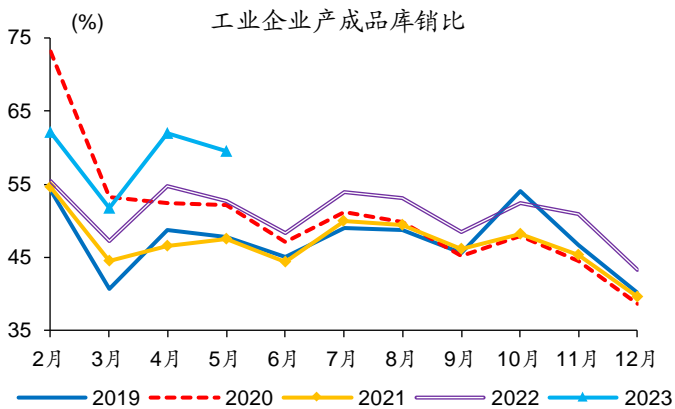
图表14: 6月，PMI库存指数同比保持高位



来源: Wind、国金证券研究所

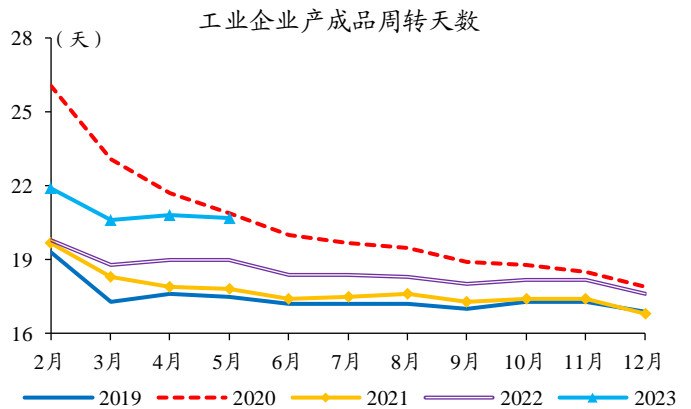
来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 5月, 库销比小幅下行、但仍处于高位



来源: Wind、国金证券研究所

图表16: 5月, 产成品周转天数保持历史高位



来源: Wind、国金证券研究所

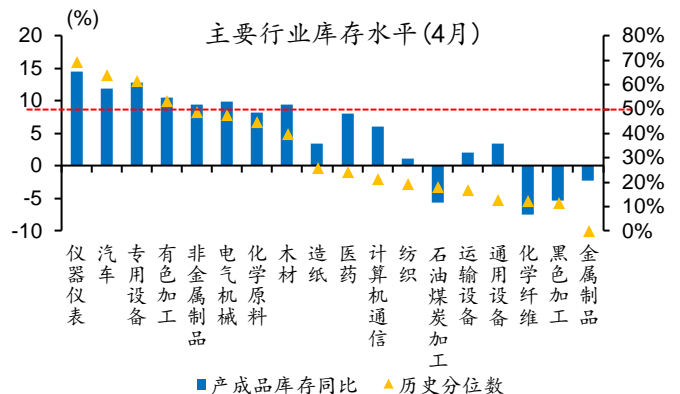
上游行业名义去库加快, 部分中游行业库存水平较高。4月, 分行业数据显示, 受上游工业品价格低迷影响, 黑色加工、石油煤炭加工和化学纤维等行业的库存同比增速进一步回落至低位, 历史分位数分别为12%、13%和18%。与此同时, 部分中游行业库存水平偏高, 仪器仪表、汽车、专用设备等行业库存历史分位数分别高达70%、64%、62%。

图表17: 4月, 上游制造业去库加快



来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 部分中游行业库存水平偏高



来源: Wind、国金证券研究所

5月工业企业利润加快修复、名义库存加快去化, 盈利修复斜率的改善有待需求回暖进一步支撑。当前, 利润修复更多是缘于景气赛道带动、库存去化则主要由上游工业品降价推动。往后看, 在地产和出口缺位的情况下、利润修复和库存去化或延续分化特征, 总量的周期性特征也会与以往不同, 可以进一步关注景气赛道和困境反转行业的去库节奏。

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、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。

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