

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师

执业编号: S1500523030001

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

利润显著改善下的四大看点

2023年7月27日

摘要:

- **6月利润同比降幅收窄,改善幅度较为明显。**6月份,全国规模以上工业企业利润同比下降8.3%,降幅较5月份收窄4.3个百分点。上半年,规模以上工业企业利润同比下降16.8%,累计利润降幅自年初以来逐月收窄,显示出工业企业的盈利能力保持稳步修复的趋势。
- **在6月工业企业利润数据之中,我们认为有四大看点值得关注:**
- **第一,企业成本率今年以来首次由上升转为下降。**成本率的变化与PPI息息相关,价格下降能够对成本率产生正负两方面作用,第一种是负面作用,上游价格下降会导致上游产成品价格下降,使得价格中成本的占比更高,对利润形成侵蚀;第二种是正面作用,原材料价格下降会降低中下游的单位成本。在今年PPI同比持续下行的环境下,2-5月成本率连续四期上升,显示负向作用要大于正向作用,企业成本压力加大。然而6月成本率转为下降,反映正面作用成为主导,工业企业原料价格下降助推企业单位成本边际改善。
- **第二,下游消费品行业加快好转,投资消费板块的时机或已经到来。**从近两个月边际变化看,消费复苏动能正在增强。截至6月,全国居民人均消费支出累计增长8.4%,一是其高于收入增速,说明居民的边际消费倾向正在改善;二是高于社零增速,居民的消费要好于社会集团消费。整体来看,6月下游消费品利润率较5月上升了0.16个百分点,为今年以来首次出现环比改善。往后看,伴随“就业-收入-消费”的循环逐步畅通,促消费政策进一步发力,下游消费品利润有望继续走强。
- **第三,私营企业利润的改善幅度要好于国有企业。**今年年初以来,私营企业利润的同比增速一度弱于国有企业,该现象引起了社会层面的广泛关注。6月私营企业改善幅度较大,而国有企业的利润降幅进一步扩大。
- **第四,企业延续去库存,预计新一轮库存周期最早三季度末启动。**6月末,产成品存货增长2.2%,增速较5月末下降1.0个百分点,显示出企业延续去库存。经验上历轮库存周期在产成品存货同比增速降至0%后会开启新一轮周期,如今库存增速正在逐月逼近这一拐点。需要补充的是,企业盈利好转是库存周期开启的前提条件,当前利润同比增速降幅明显收窄,利润率回暖,有助于增强未来企业补库存的动力。往后看,我们保持“新一轮库存周期最早三季度末启动”的观点。
- **风险因素:**信贷政策收紧;海外衰退幅度超预期。

目录

一、利润显著改善下的四大看点.....	3
二、量升，利润率回升，支撑企业利润改善.....	5
三、利润向中下游行业转移.....	7
风险因素.....	8

图目录

图 1：成本率的变化与 PPI 息息相关.....	3
图 2：6 月消费品行业利润率环比向上.....	4
图 3：6 月私营企业改善幅度较大.....	4
图 4：利润对于库存有一定的领先性.....	5
图 5：6 月工业企业利润累计同比收窄.....	5
图 6：工业企业利润率、成本率、费用率.....	6
图 7：5 月财务费用同比显著下降.....	6
图 8：中国大宗商品价格指数 7 月前三周环比向上.....	7
图 9：大类行业利润占比.....	7

一、利润显著改善下的四大看点

6月利润同比降幅收窄，改善幅度较为明显。6月份，全国规模以上工业企业利润同比下降8.3%，降幅较5月份收窄4.3个百分点。上半年，规模以上工业企业利润同比下降16.8%，降幅较1—5月份收窄2.0个百分点，累计利润降幅自年初以来逐月收窄，显示出工业企业的盈利能力保持稳步修复的趋势。但需要注意的是，1—6月工业企业营业收入累计同比由正转负，从1—5月的0.1%下降至本期的-0.4%，说明整体需求偏弱的情况仍待修复，工业企业利润恢复不均衡。

在6月工业企业利润数据之中，我们认为有四大看点值得关注。

第一，企业成本率今年以来首次由上升转为下降。企业的成本率是企业成本在企业营收中的占比。成本率的变化与PPI息息相关，价格下降能够对成本率产生正负两方面作用，第一种是负面作用，上游价格下降会导致上游产成品价格下降，使得价格中成本的占比更高，对利润形成侵蚀；第二种是正面作用，原材料价格下降会降低中下游的单位成本。在今年PPI同比持续下行的环境下，2—5月成本率连续四期上升，显示负向作用要大于正向作用，企业成本压力加大。然而6月成本率转为下降，反映正面作用成为主导，工业企业原料价格下降助推企业单位成本边际改善。

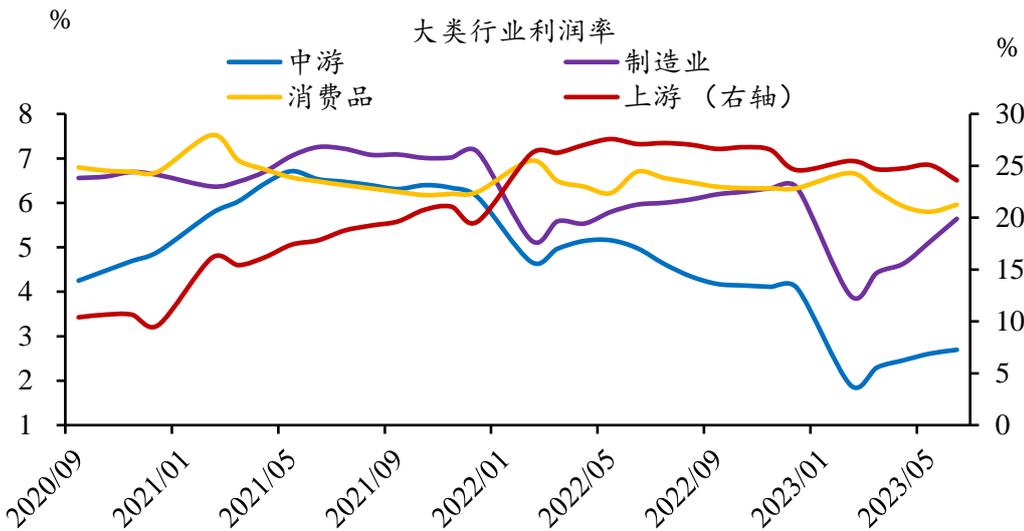
图 1：成本率的变化与 PPI 息息相关



资料来源：万得，信达证券研发中心

第二，下游消费品行业加快好转，投资消费板块的时机或已经到来。6月份，下游制造业和下游消费品均表现亮眼，今年以来，下游制造业盈利持续强劲，在所有工业企业中的利润占比不断扩大。从投资的角度，由于国家的扶持力度较大，行业优势不断巩固，以高端制造业为首的下游制造业景气度较高已成为市场的共识。我们认为，更值得挖掘的是下游消费品的积极变化。

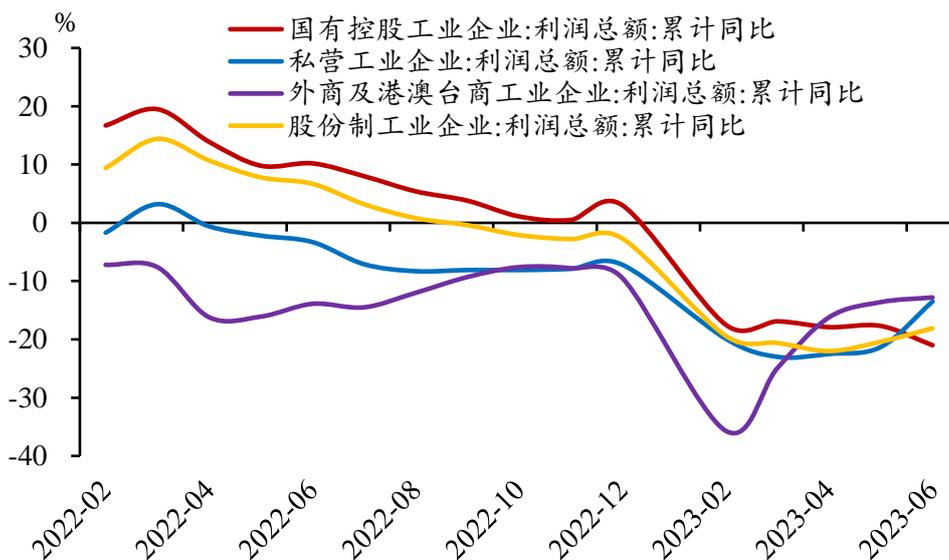
3月以来消费复苏疲弱，市场对消费普遍感到悲观。但从近两个月边际变化看，消费复苏动能正在增强。截至6月，全国居民人均消费支出累计增长8.4%，一是其高于收入增速，说明居民的边际消费倾向正在改善；二是高于社零增速，居民的消费要好于社会集团消费。居民消费的释放带动下游消费品利润加快回升，6月皮革制鞋行业利润同比增长1.07倍，家具、纺织服装、文教工美利润分别增长7%—14%。整体来看，6月下游消费品利润率较5月上升了0.16个百分点，为今年以来首次出现环比改善。往后看，伴随“就业-收入-消费”的循环逐步畅通，促消费政策进一步发力，下游消费品利润有望继续走强，我们认为，投资消费板块的时机已经到来。

图 2：6 月消费品行业利润率环比向上


资料来源：万得，信达证券研发中心

第三，私营企业利润的改善幅度要好于国有企业。今年年初以来，私营企业利润的同比增速一度弱于国有企业，该现象引起了社会层面的广泛关注。6 月四种不同类型的企业之中，私营企业、外资企业、股份制企业利润的同比降幅均收窄，其中私营企业改善幅度较大，从 1-5 月的-21.3%收窄至-13.5%。而国有企业的利润降幅进一步扩大至-21.0%（上期为-17.7%）。

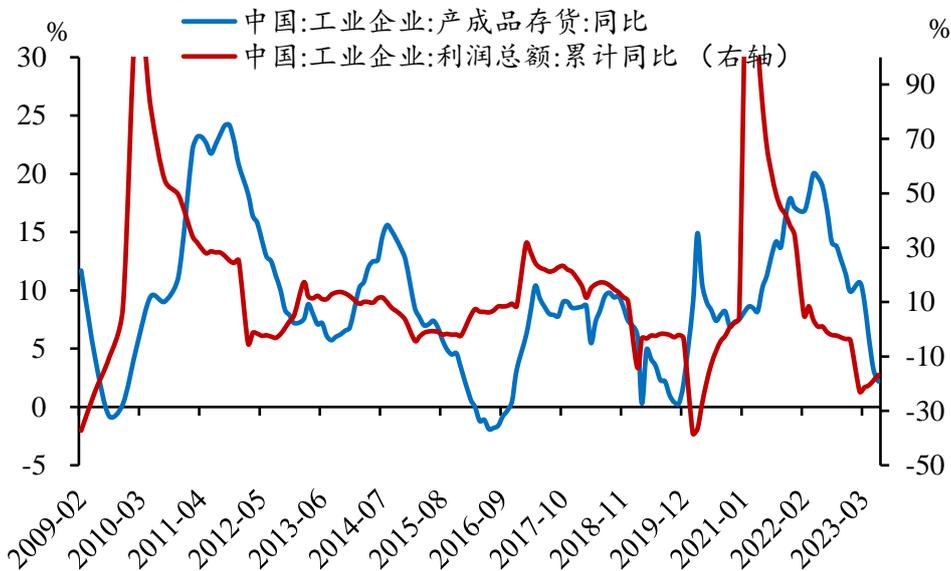
一是因为国有企业更多集中在产业链的中上游，在大宗商品价格持续下降的背景下，国有企业盈利能力有所弱化；私营企业分散于产业链的中下游，受益于中下游行业需求的回暖。二是国家对于民营企业的呵护力度不断加大，执行层面体现在财政政策落实各项减税降费政策，货币政策降低民营企业的融资成本。伴随私营企业利润重回修复通道，企业家经营信心有望逐步受到提振，经济内生动能或将回稳增强。

图 3：6 月私营企业改善幅度较大


资料来源：万得，信达证券研发中心

第四，企业延续去库存，预计新一轮库存周期最早三季度末启动。6月末，产成品存货6.05万亿元，增长2.2%，增速较5月末下降1.0个百分点，显示出企业延续去库存。经验上历轮库存周期在产成品存货同比增速降至0%后会开启新一轮周期，如今库存增速正在逐月逼近这一拐点。目前库存周期的走向与我们在前期报告《库存周期的再探讨》中的预测一致。需要补充的是，企业盈利好转是库存周期开启的前提条件，当前利润同比增速降幅明显收窄，利润率回暖，有助于增强未来企业补库存的动力。往后看，我们保持“新一轮库存周期最早三季度末启动”的观点。

图 4：利润对于库存有一定的领先性

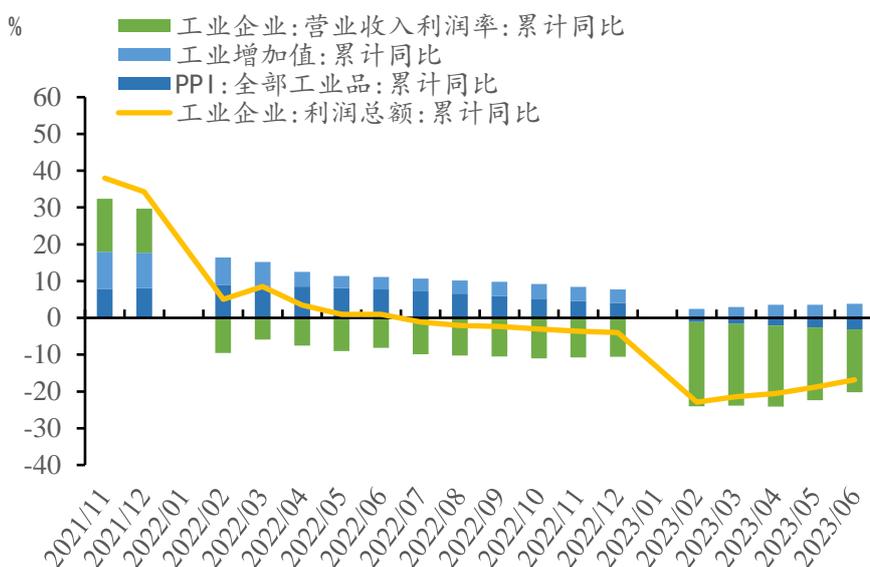


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、量升，利润率回升，支撑企业利润改善

根据三因素框架拆解本期工业企业利润，量升，利润率回升，支撑企业利润改善。

图 5：6月工业企业利润累计同比收窄



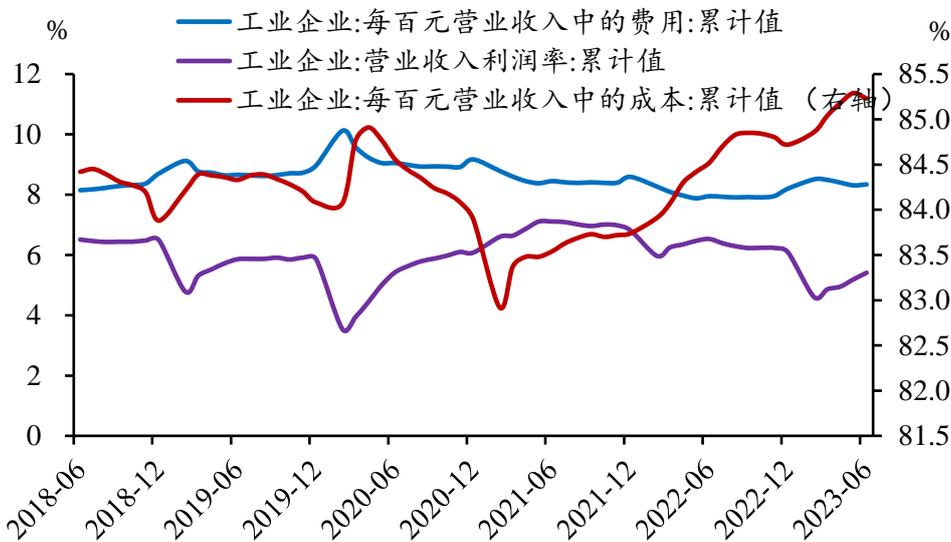
资料来源：万得，信达证券研发中心

工业增加值方面，6月份，规模以上工业增加值同比增长4.4%，增速比5月份扩大0.9个百分点。

PPI方面，6月PPI同比增速为-5.4%，7月同比为-4.6%。1-6月营业收入同比-0.4%，较1-5月下降0.4个百分点，连续两个月回落，“价”对营收形成拖累。

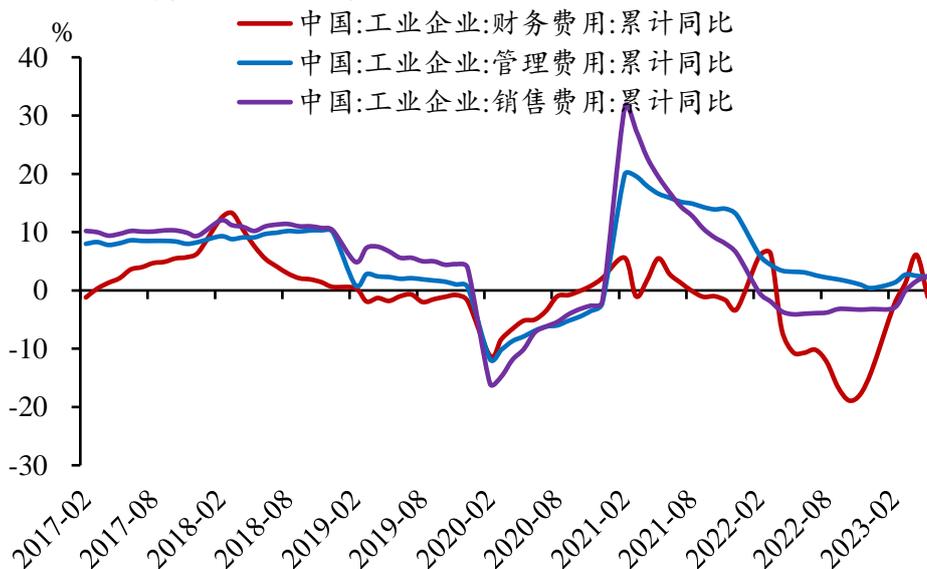
利润率方面，1-6月利润率为5.41%，同比下降0.71个百分点，1-5月为下降0.87个百分点。进一步拆解成本率和费用率，本期成本率为85.23%，较上期下降0.06个百分点，第一部分已作分析。费用率为8.34%，较上期上升0.03个百分点，但与去年同期相比，费用率的涨幅有所下降，说明费用率也是利润同比改善的重要原因。我们认为，费用率下降的主要原因在于企业贷款利率下行。企业费用分为财务费用、管理费用、销售费用，5月份财务费用同比显著下降，管理费用基本持平，销售费用同比上行。我们推测，6月费用率同比下降的原因或延续5月，主要来源于与贷款利率相挂钩的财务费用。

图 6：工业企业利润率、成本率、费用率



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

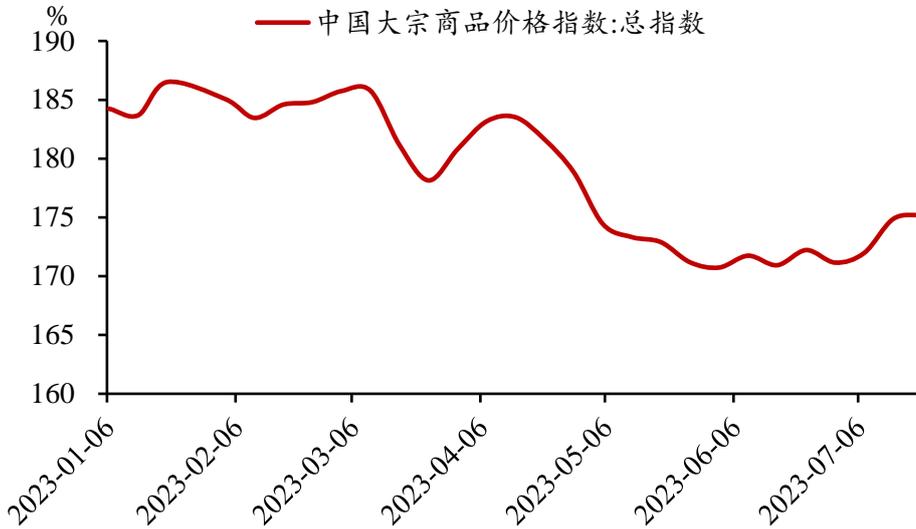
图 7：5月财务费用同比显著下降



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

我们判断，伴随PPI同比在6月触底，下半年工业企业利润增速有望继续恢复。由于PPI既能从价格的维度直接与利润相关联，还对利润率有较大影响，目前利润恢复的最大阻力在于PPI。一是7月PPI基数较低，二是中国大宗商品价格指数等高频指标在7月前三周环比向上，我们认为PPI已在6月触底，7月有望拐点向上，利润同比增速有望在下半年继续恢复。

图 8：中国大宗商品价格指数 7 月前三周环比向上

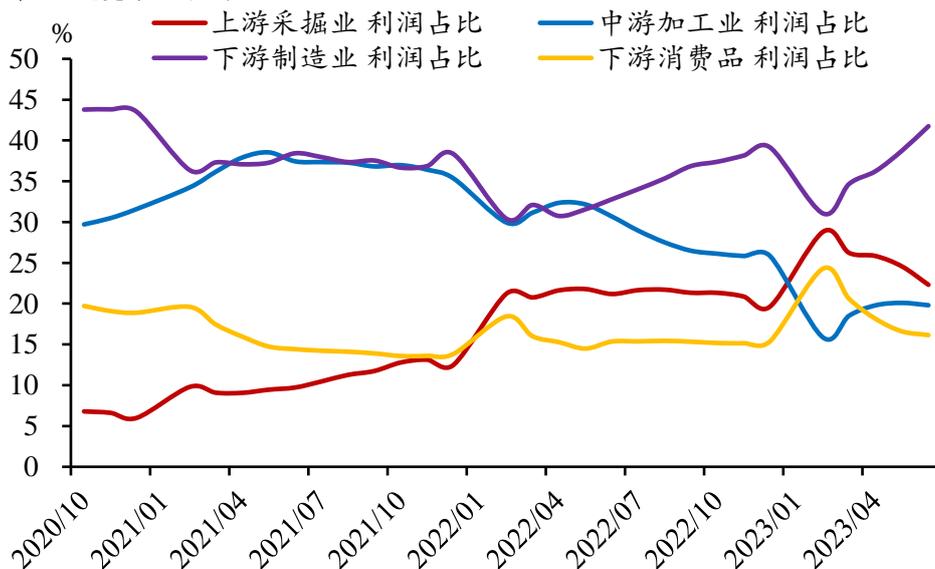


资料来源：万得，信达证券研发中心

三、利润向中下游行业转移

利润向中下游行业转移。6月下游制造业利润占比连续5个月上升。分行业看，光伏设备、锂离子电池、新能源汽车、高铁车组等新产品生产快速增长，带动电气机械、汽车、铁路船舶航空航天运输设备行业利润分别增长29.1%、10.1%、35.3%；通用设备行业受产业链发展带动，利润增长17.9%。

图 9：大类行业利润占比



资料来源：万得，信达证券研发中心

另外，下游消费品行业利润加快回升。我们在第一部分已作分析。

风险因素

信贷政策收紧；海外衰退幅度超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com

华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总 监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副 总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副 总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。