

宏观点评 20230728

6月工业企业利润：谁家欢喜谁家愁？

2023年07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

《又加息了！重启还是收尾？》

2023-07-26

《消失的“它”VS初见的“它”：

7月政治局会议有何深意？》

2023-07-24

■ 6月工业企业利润继续收窄，行业之间利润分化比较明显。可以将目前工业企业利润的复苏态势总结为“中游欢喜、上游愁”。比较惊喜的是6月工业民营企业利润增速成功实现触底反弹，在“提振投资者信心”的政策定调下，我们预计这份“惊喜”或将延续。

■ 需求不足制约仍存。6月工业企业利润同比增速录得-8.4%，降幅再续收窄态势，我们预计下半年在低基数影响下，利润同比增速将继续改善。不过若剔除低基数效应，需求疲弱对工业企业利润的约束仍十分明显。量、价、利润率拆解来看，6月继续保持“量上价下，利润率负增”的形势，此形势已持续9个月之久。可见主要的支撑来自于工业生产端的复苏，而产值和利润之间的“剪刀差”与需求端的疲弱息息相关：需求不足是使工业产品市场价格下滑的“导火索”，从而再传导至企业利润端形成制约。

但我们预计本轮PPI已至周期底部，价格对企业利润形成的拖累或即将收尾。此外，7月政治局会议已直指“国内需求不足”这一掣肘，后续各项扩内需政策的出台有利于工业企业利润的企稳回升。

■ 民企利润的“跳跃式”改善，民企信心回来了？6月民营企业利润两年复合增速为11.4%（前值-12.1%），成功实现触底反弹，也从四类企业中5月利润增速的“最低”转变为6月的“最高”。7月政治局会议对“提振投资者信心”的政策定调已十分明确，随着之后政策端向民营企业倾斜力度的加大，民企的复苏仍将延续。

■ 不同工业行业利润“各有千秋”。我们在之前的报告中提出，今年以来工业企业利润复苏情况为“中游>下游>上游”，这样的复苏格局带动中游利润占比的不断攀升。在疫情防控优化以后，不同行业利润复苏节奏不一，我们分别从上游、中游、下游的视角进行剖析。

■ 工业上游比较“愁”。受房地产低迷以及商品价格下跌的影响，上游是本轮工业利润缩水的主要领域。6月工业上游利润同比增速为-34.9%，已连续12个月表现为负增长态势，尤其是煤炭开采、石油和天然气开采、黑色金属矿采选业等领域盈利情况“原地踏步”甚至发生倒退。

■ 工业中游表现更亮眼。工业中游利润已成功扭转开年的负增长态势，6月中游行业利润同比增速录得31.6%。其中公用事业板块（尤其是电热生产）的复苏主要得益于疫后工业的复工复产带动能源需求的提升、装备制造业的复苏与国家科技创新领域的支持息息相关。具体来看：

重新开放后工业复产带动公用事业板块利润升高。近期电力、热力、燃气及水生产和供应业利润步入复苏轨道，主要得益于重新开放后工业的复工复产带动能源需求的提升。此外，公用事业板块的利润通常由煤炭（投入）和电力（产出）的相对价格决定：基于现在煤价下跌、电价上涨的情形，公用事业行业盈利从中受益。往后看，在厄尔尼诺现象之下，今年夏天电力保供成一大重点，公用事业板块盈利空间仍比较大。

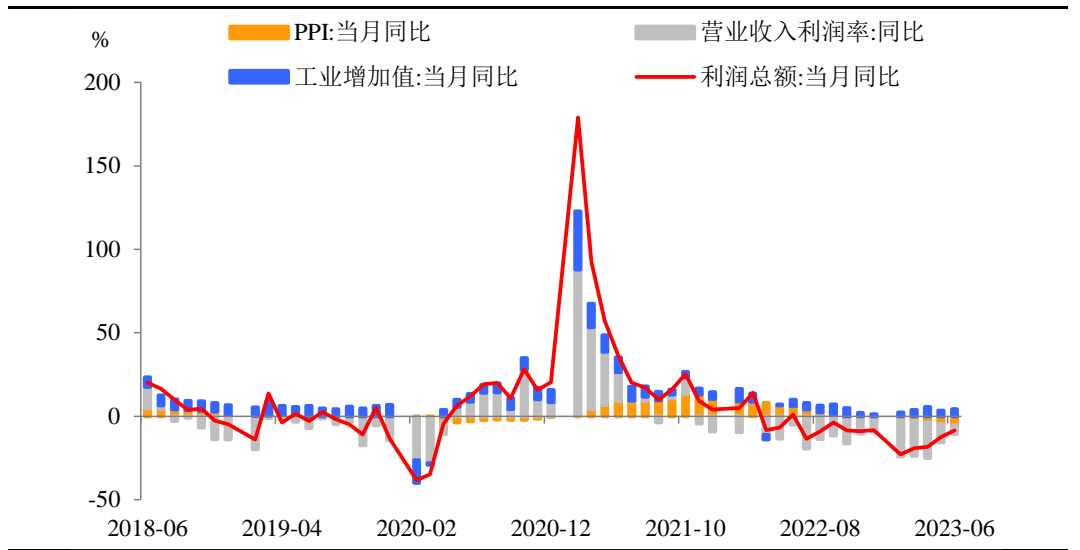
部分中游行业受出口金额变幅影响较大。根据图9来看，电子、医药、通用设备等行业受出口金额变幅影响较大。6月集成电路出口金额降幅的小幅收窄使电子设备制造业“迈出了一大步”，其6月利润同比增速录得61.5%的好成绩。而通用设备制造业表现相对来说不那么乐观：随着海外积压订单效应消退，通用设备出口交货值增速回落明显，使6月通用设备商利润增速降至1.6%（前值31.1%）。

■ 下游利润的“滑坡”比较意外。不同于中游行业，6月更多下游行业更受内需的驱动（图10）。6月下游行业利润增速为-20.9%，此次下滑与汽车制造业（下游行业占比最高）销售的“量价齐跌”相关。不过财政部在6月初宣布了将新能源汽车的购置税减免计划延续至2025年，多部门出台支持新能源车消费的政策，这些举措可能会在2023年下半年促进汽车销售，特别是新能源汽车销售。此外，6月纺服、医药、食品、

家具等行业零售总额表现亮眼，消费复苏带动相关企业利润的好转。

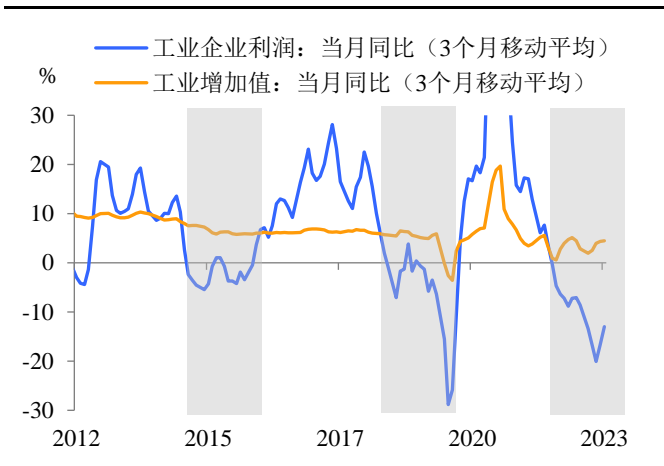
- **风险提示：**工业企业利润复苏不及预期；政策定力或刺激程度超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；出口超预期萎缩。

图1: “量上价下, 利润率负增”的形势已持续9个月之久



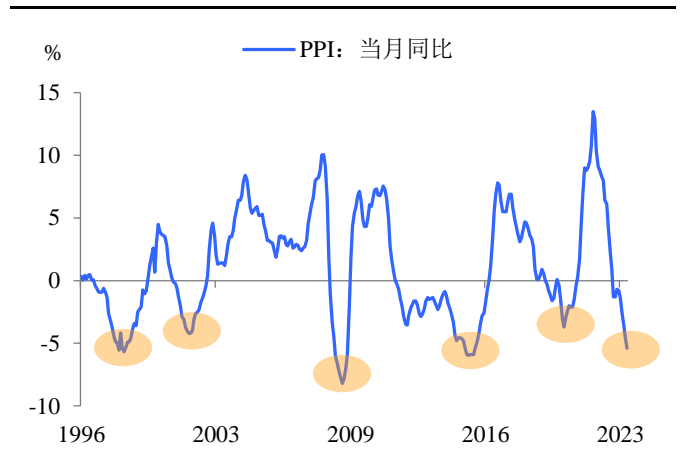
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 产值和利润之间的“剪刀差”背后一大原因是需求疲软



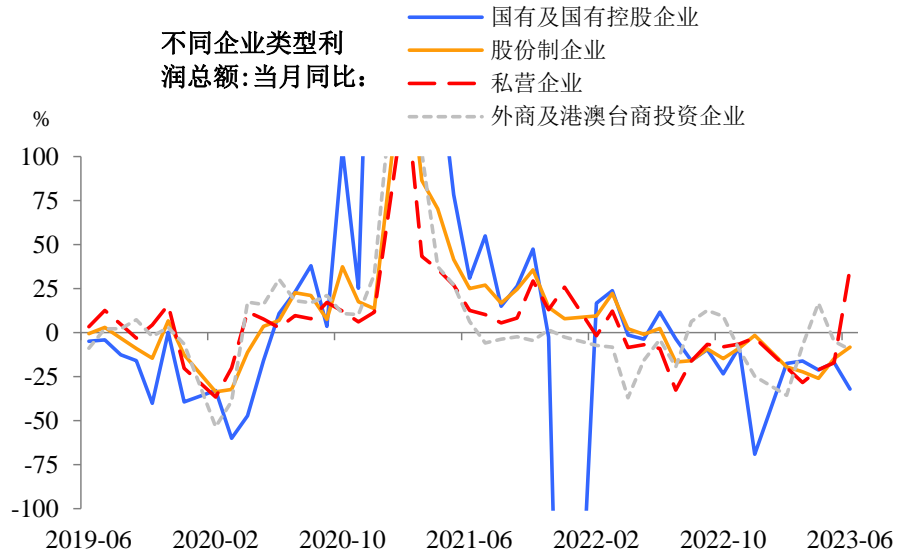
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 本轮PPI 已至周期底部



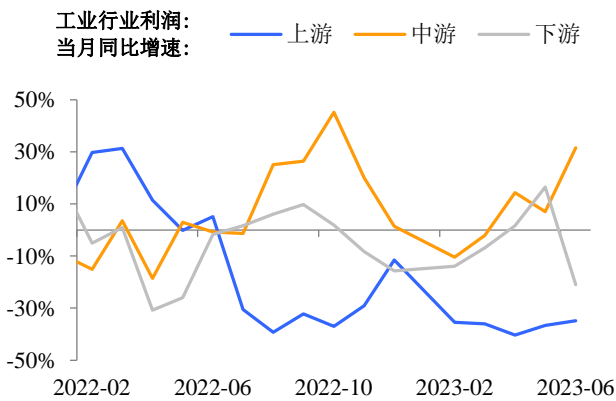
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 民企利润同比增速的反弹彰显投资者信心的企稳



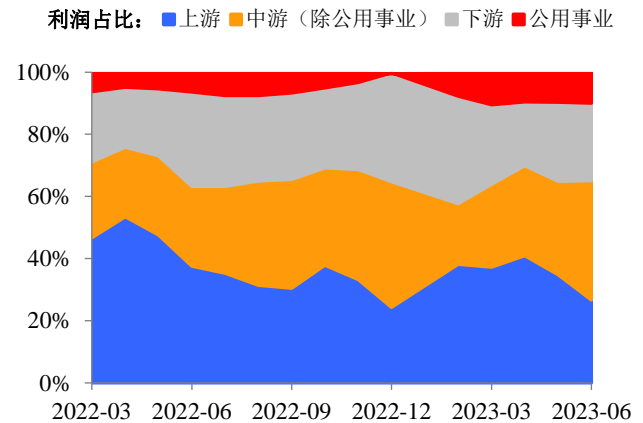
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 中游行业利润增速处于上行通道



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 同时中游(含公用事业)利润占比不断上升



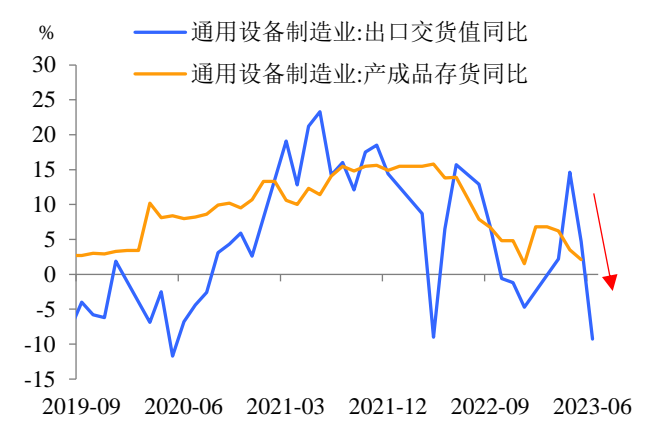
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：“煤价降、电价增”利好公用事业板块利润



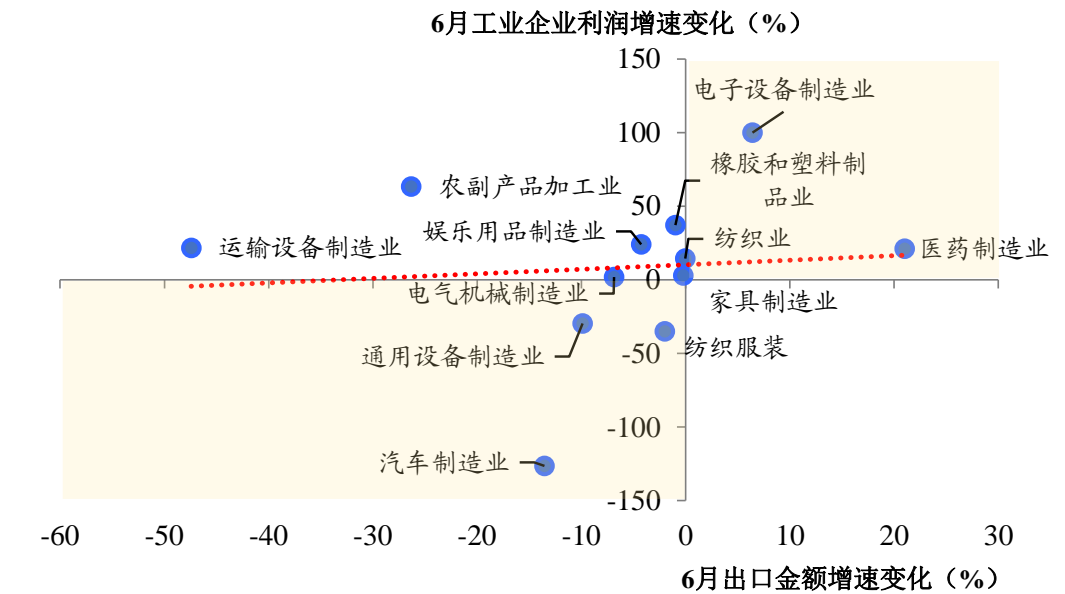
数据来源：iFind, Choice, 东吴证券研究所

图8：通用设备出口交货值增速回落



数据来源：CEIC, 东吴证券研究所

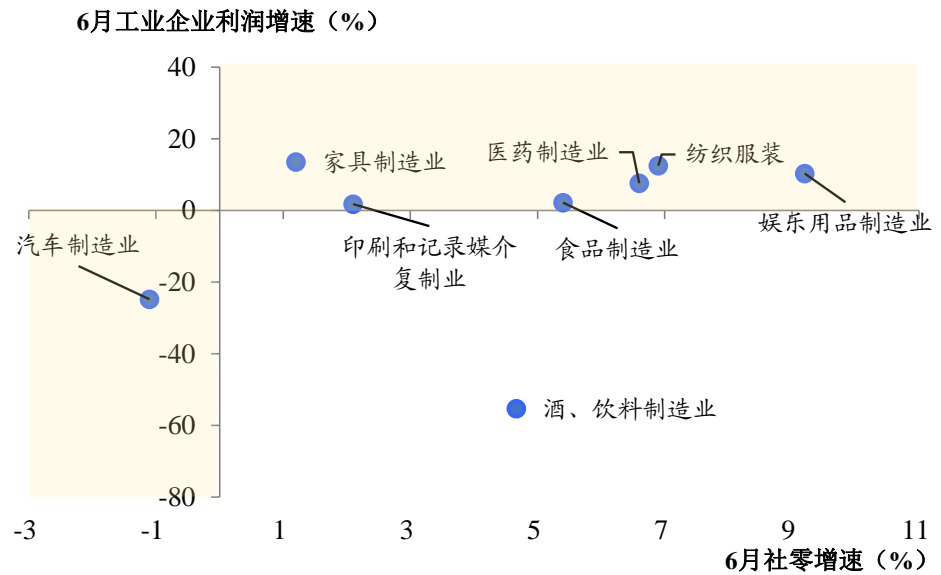
图9：电子、医药、通用设备等行业受出口金额变幅影响较大



注：黄色阴影表受出口影响较大的行业。

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

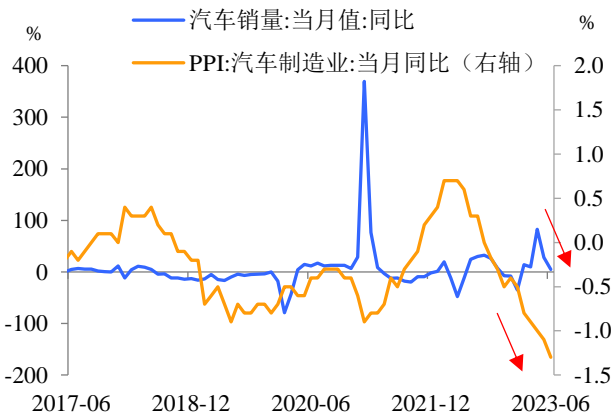
图10: 纺织、食品、家具、汽车等行业受零售影响较大



注：黄色阴影表受内需影响较大的行业。

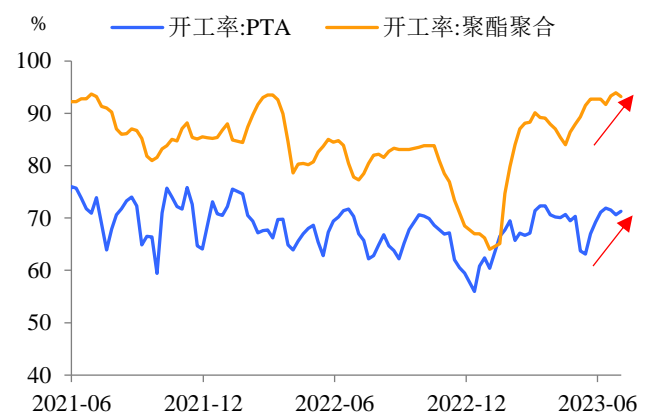
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11: 汽车销售“量价齐跌”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12: 6月纺织业相关开工率出现上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：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（单位：%）		2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2022-12
上游							
采矿	煤炭开采和洗选业	-46.76	-32.34	-35.61	-9.34	-2.30	11.85
	石油和天然气开采业	-23.30	-22.75	-9.62	-22.32	8.60	157.60
	黑色金属矿采选业	-42.39	-38.80	-32.06	-59.47	-41.50	810.59
	有色金属矿采选业	-7.78	-15.28	-12.71	-9.82	30.30	65.68
	非金属矿采选业	-25.72	-7.89	32.28	9.26	1.20	2.41
原料及加工	黑色金属冶炼和压延加工业	36.11	-124.90	-78.50	-74.84	-151.10	302.34
	有色金属冶炼和压延加工业	33.48	-43.35	-48.05	-57.93	-57.20	51.10
	非金属矿物制品业	-29.85	-21.13	-18.41	-18.43	-39.20	-20.84
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-89.06	-113.78	-58.55	-80.95	-111.30	24.09
	化学纤维制造业	21.64	-68.77	-48.02	-50.24	-97.20	-5.57
	化学原料和化学制品制造业	-51.15	-34.59	-63.17	-52.52	-56.60	-33.19
	橡胶和塑料制品业	45.98	8.85	38.41	0.14	-15.30	9.02
上游总计		-34.88	-36.62	-40.38	-36.08	-35.44	-11.50
中游							
装备制造业	通用设备制造业	1.62	31.13	63.48	16.58	0.20	23.56
	专用设备制造业	18.44	28.07	0.19	-11.53	-8.90	4.79
	电气机械和器材制造业	28.74	26.82	37.44	11.00	41.50	43.67
	计算机、通信和其他电子设备制造业	61.54	-38.53	-38.29	-36.15	-77.10	-54.03
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	34.77	13.10	65.46	25.63	64.80	-312.72
	仪器仪表制造业	2.18	26.62	27.05	8.27	-4.50	11.99
	金属制品、机械和设备修理业	117.21	245.84	-1380.50	131.40	24.40	-379.79
公用事业	电力、热力生产和供应业	48.58	41.99	45.29	42.76	53.10	-74.05
	燃气生产和供应业	-5.51	18.72	7.34	-14.14	-1.00	-18.48
	水的生产和供应业	-18.80	28.96	17.33	10.73	-9.20	-22.42
其他中游制造业	金属制品业	5.58	-6.21	-4.34	-12.84	-23.70	-11.14
	废弃资源综合利用业	-13.92	-83.77	-61.63	-65.18	-61.50	7.76
	其他制造业	19.25	-1.16	-1.64	16.77	-25.70	-13.04
中游总计		31.56	7.01	14.37	-2.08	-10.41	1.35
下游							
食品类	食品制造业	2.26	9.00	5.82	0.70	-7.30	2.23
	酒、饮料和精制茶制造业	-55.37	10.88	1.66	40.01	2.40	-9.25
	农副食品加工业	9.84	-53.65	-83.64	-40.75	-6.30	3.38
衣物类	纺织服装、服饰业	12.58	47.51	-35.47	-13.81	-13.50	1.14
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	105.31	105.47	-57.12	-50.87	-7.20	-13.44
	纺织业	-4.45	-18.87	-10.65	-29.36	-37.10	-15.78
家庭设备用品	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	12.55	4.29	-32.05	-5.21	-2.20	27.34
	家具制造业	13.56	10.58	-10.97	0.65	-23.50	49.74
医疗保健	医药制造业	7.60	-13.54	-35.77	-26.44	-16.30	-53.08
交通通信	印刷和记录媒介复制业	1.83	-20.15	-3.18	-13.25	-24.30	7.89
	汽车制造业	-24.79	101.48	2005.19	9.38	-41.70	3.24
文娱类	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	10.35	-13.68	63.12	-27.40	-9.60	-37.17
	烟草制品业	0.60	0.29	-6.55	6.18	9.60	-5.79
	造纸和纸制品业	-7.94	-55.75	-73.51	-39.26	-52.30	34.67
下游总计		-20.93	16.52	1.68	-6.89	-13.96	-15.72

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>