

2023年6月工业企业利润数据点评

工业去库存或进入探底阶段

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项：

2023年6月工业企业利润当月同比为-8.3%，降幅收窄4.3个百分点。

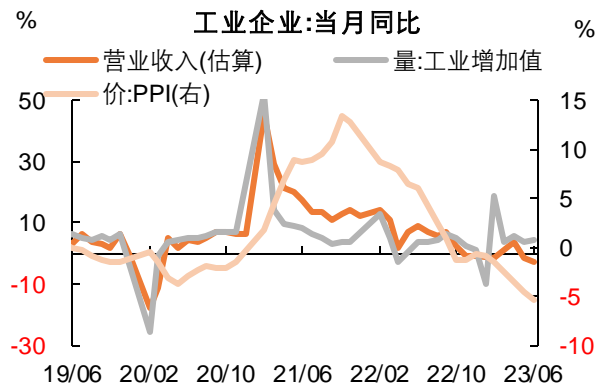
平安观点：

- 6月，价格因素拖累工业企业营收增速进一步下降，但营业收入利润率显著回升，带动工业企业利润同比降幅继续收窄。从成本费用的拆分来看，工业企业营收利润率的同比降幅收窄，主要得益于每百元营业收入中的成本和费用同比增速均显著下降，而这又与上游工业品价格的下跌和财政货币政策的支持有关。随着制造业的成本压力逐步缓解，其营业收入利润率有望持续回升，从而为制造业库存周期的开启积蓄动能。如果财政货币政策能够进一步发力帮助企业降低费用，则将提供更大助力。
- 工业企业资产和负债扩张速度进一步放缓，资产负债率创2014年11月以来新高。不过，6月负债增速降幅更大、向资产增速靠拢，显示出工业企业有降低杠杆的趋向，资产负债率抬升或近尾声。此外，从工业总资产增速对制造业投资的领先性来看，未来一个季度制造业投资仍有回落压力。民营企业的总资产扩张速度仍然明显快于国有和外资企业，在稳增长中发挥着重要作用。这也是我们一直强调的，当前稳制造业投资在很大程度上就是稳民间投资，中央高规格强调提振民营企业信心正当其时。
- 工业企业去库存或将进入探底和筑底阶段。6月工业企业产成品存货同比进一步下滑至2.2%，已处于1996年有数据以来的7.3%分位水平，制造业去库存的主要下行势能应已得到体现。但我们认为，本轮补库存的开启可能要到今年底到明年年初之间：1) 从库存周期的领先指标——产出缺口来看，我们计算的6月最新产出缺口数据呈现出回升的初步迹象，如果后续能够证实产出缺口收敛趋势，则今年12月前后有望看到工业补库存周期启动。2) 考察此前分别于2011年和2014年开启的去库存过程。这两轮库存增速的降幅分别为13.4%和18.3%，本轮降幅已达17.8%，从幅度上具有可比性。而这两轮去库存进程均持续了22个月，本次若时长相近则可能持续到2024年2月前后。
- 行业上主要关注两个：1) 6月装备制造业对工业企业利润增速的拖累进一步收窄，主要得益于计算机通讯电子制造业的利润降幅明显收窄。考虑到计算机通讯电子制造业是工业企业产成品库存中占比最大的一个行业，其去库存进程的结束对于整体库存周期的拐点具有重要指向意义，6月其利润降幅明显收窄不啻为库存周期的一个积极信号。2) 6月消费制造业对工业企业利润的拖累进一步扩大，主要是受到酒、饮料和精制茶制造业利润增速明显下滑的影响。不过，6月该行业的工业增加值、PPI等数据均表现平稳，利润总额波动可能是特殊因素导致，或不可持续。除此之外，其它行业利润降幅多有不同程度收窄。
- 风险提示：稳增长政策不及预期，海外经济衰退程度超预期，地缘政治冲突升级等。

2023年1-6月工业企业利润同比为-16.8%，较上月降幅进一步收窄2个百分点；6月当月同比为-8.3%，较上月降幅显著收窄4.3个百分点。工业企业经济效益状况主要呈现以下变化：

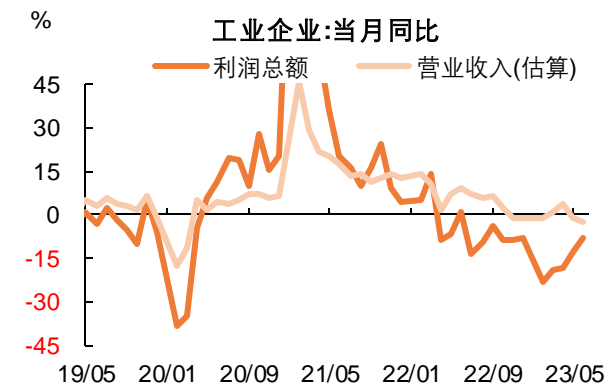
1、价格因素拖累工业企业营收增速进一步下降，但营业收入利润率显著回升，带动工业企业利润同比降幅继续收窄。6月工业增加值增速回升0.9个百分点至4.4%，PPI同比跌幅扩大0.8个百分点至-5.4%，“量增价跌”情况下，工业企业营业收入增速降幅扩大1.2个百分点至-2.6%。

图表1 6月“量增价跌”下，工业企业营收同比下降



资料来源:wind, 平安证券研究所

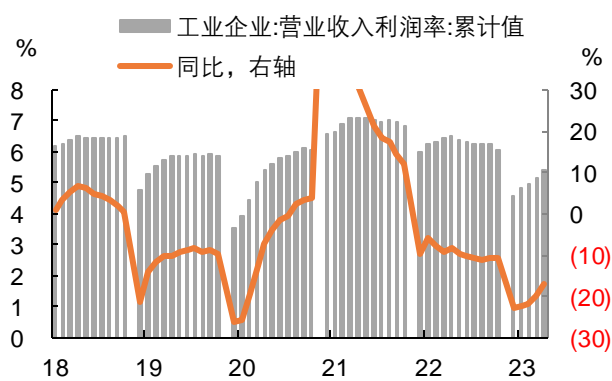
图表2 6月工业企业利润同比降幅显著收窄



资料来源:wind, 平安证券研究所

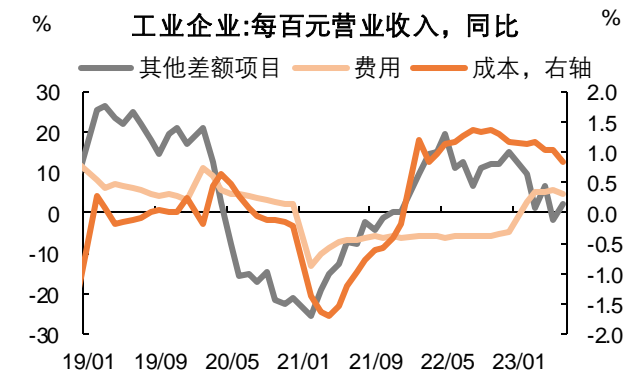
1-6月营业收入利润率的同比跌幅进一步收窄2.6个百分点至-17.2%，每百元营业收入中的利润连续第四个月回升，至5.41元。从成本费用的拆分来看，6月工业企业营收利润率的降幅收窄，主要得益于每百元营业收入中的成本和费用同比增速均显著下降，而这又与上游工业品价格的下跌和财政货币政策的支持有关。

图表3 6月营业收入利润率降幅显著收窄



资料来源:wind, 平安证券研究所

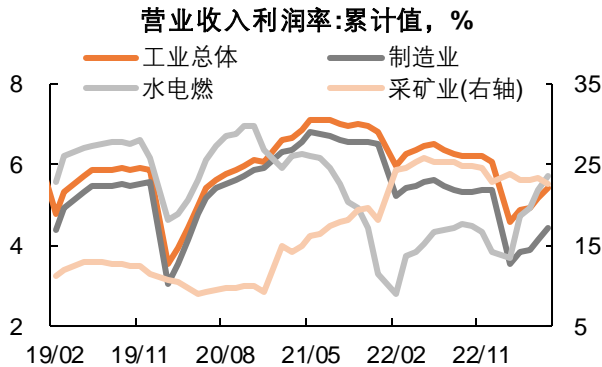
图表4 6月百元营业收入中的成本和费用同比均下降



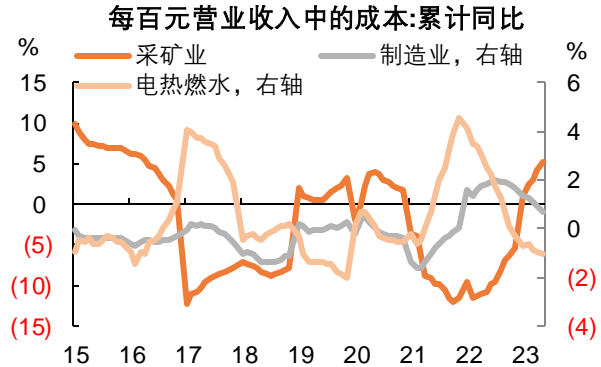
资料来源:wind, 平安证券研究所；注：其他差额项目在会计报表中对应税金及附加、资产减值、汇兑损益等分项

分大类行业看，制造业仍然是工业企业营业收入利润率的拖累。而水电燃气行业在今年油价下跌过程中，利润率得到较快改善；采矿业利润率虽较去年有所下降，但在大宗商品价格总体处于高位情况下，仍处于近年来高位。不过，随着制造业的成本压力逐步缓解（2022年8月以来制造业每百元营业收入中的成本增速持续下降），其营业收入利润率也有望持续回升，从而为制造业库存周期的开启积蓄动能。如果财政货币政策能够进一步发力帮助企业降低费用，则将提供更大助力。

图表5 制造业是工业企业营业收入利润率的主要拖累



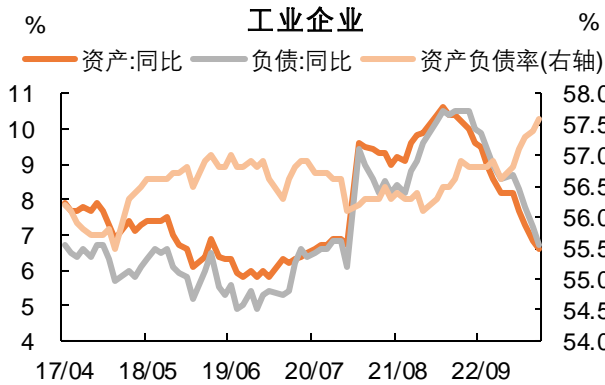
图表6 制造业百元营收中的成本持续回落



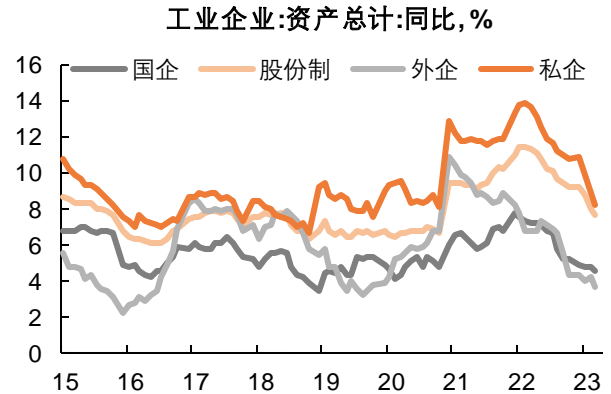
2、工业企业资产和负债扩张速度进一步放缓，资产负债率再创新高。1-6月工业企业资产负债率进一步抬升0.2个百分点至57.6%，创2014年11月以来新高。总资产和总负债增速均连续第四个月下行，同比分别为6.6%和6.7%。去年5月以来，工业企业的资产扩张速度开始慢于负债扩张速度，与此前情况逆转，造成了资产负债率的抬升。不过，6月负债增速降幅更大，向资产增速靠拢，显示出企业有降低杠杆的趋向，资产负债率抬升或近尾声。

此外，从工业总资产增速对制造业投资的领先性来看，未来一个季度制造业投资仍有回落压力。民营企业的总资产扩张速度仍然明显快于国有和外资企业，在稳增长中发挥着重要作用。这也是我们一直强调的，当前稳制造业投资在很大程度上就是稳民间投资，中央高规格强调提振民营企业信心正当其时。

图表7 6月工业企业资产负债率再创新高



图表8 民营企业的总资产扩张速度仍然是最快的



3、工业企业去库存或将进入探底阶段。1-6月工业企业产成品存货同比进一步下滑1个百分点至2.2%，已处于1996年有数据以来的7.3%分位水平。我们将制造业上中下游依次划分为原材料、装备制造、消费制造三个大类行业，考察其加权平均库存增速，可见：1）原材料行业的库存弹性最大、其次是装备制造业、而消费制造行业的库存增速波动幅度相对较小；2）原材料、装备制造、消费制造的库存增速分别处于2013年以来的13.2%、16.8%和19.4%分位水平，制造业去库存的主要下行势能应已得到体现。

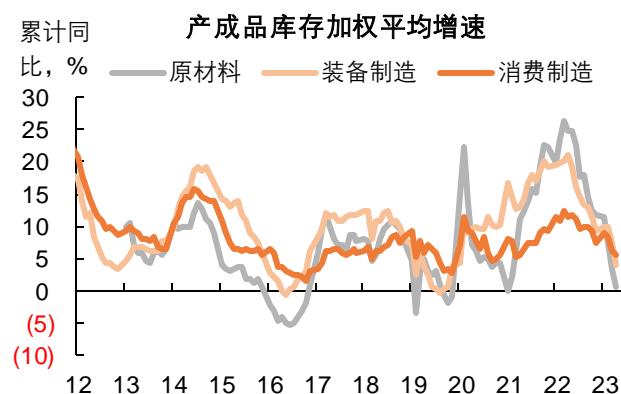
但从库存周期的领先指标——产出缺口来看，工业企业补库存的开启至少需要待到今年年底。我们采用工业增加值季节性调整后剔除趋势项的方法计算工业产出缺口，发现滞后6个月的产出缺口与工业企业产成品库存增速拐点基本吻合。6月

最新的产出缺口数据呈现出回升的初步迹象，如果后续能够证实产出缺口收敛趋势，则今年 12 月前后有望看到工业补库存周期启动。

考察此前两轮与本次相近的工业去库存周期——分别于 2011 年和 2014 年开启的去库存过程。这两轮去库存过程中，库存增速的降幅分别为 13.4 和 18.3 个百分点，本轮库存增速降幅已达 17.8 个百分点，从幅度上具有可比性。而这两轮去库存进程均持续了 22 个月，本次去库存过程从 2022 年 5 月开始，若时长相近则可能持续到 2024 年 2 月前后。

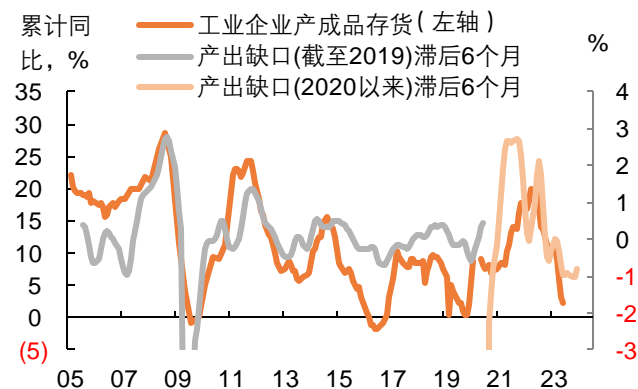
综上，我们认为本轮制造业去库存即将进入探底和筑底阶段，但补库存的开启可能要到今年底到明年初之间。

图表9 制造业上、中、下游库存增速均接近历史低位



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 工业产出缺口对库存增速有半年左右领先性



资料来源:wind, 平安证券研究所

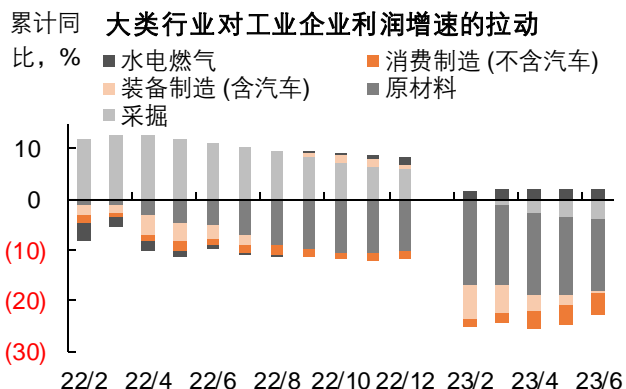
4、从制造业大类行业看，工业企业利润收缩仍主要体现在原材料行业，装备制造业利润改善最为明显。

1) 装备制造业：1-6 月装备制造业对工业企业利润增速的拖累进一步收窄了 1.5 个百分点至-0.4%，这主要得益于计算机通讯电子制造业的利润降幅明显收窄，其对工业企业利润增速的拖累从上月-3.8 个百分点收窄至-1.9 个百分点。考虑到计算机通讯电子制造业是工业企业产成品库存中占比最大的一个行业，1-5 月其产成品库存在整体工业库存中的占比达到 10.7%，其去库存进程的结束对于整体库存周期的拐点具有重要指向意义。6 月计算机通讯电子制造业利润降幅的明显收窄不啻为库存周期的一个积极信号。

2) 原材料行业：1-6 月原材料行业仍然是工业企业利润的主要拖累，但其拖累程度也进一步收窄了 1.5 个百分点至-14.1%，主要得益于成本增速的加快回落。

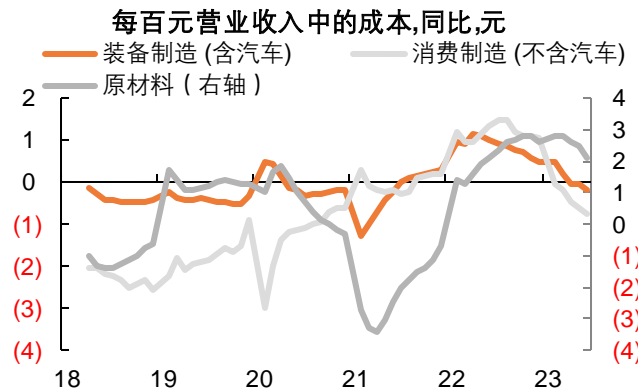
3) 消费制造业：1-6 月消费制造业对工业企业利润的拖累进一步扩大 0.6 个百分点至-4.3%，这主要是受到酒、饮料和精制茶制造业利润增速明显下滑的影响，该行业对工业企业利润增速从上月 0.1 个百分点的拉动转为-0.9 个百分点的拖累。不过，6 月该行业的工业增加值、PPI 等数据均表现平稳，利润总额波动可能是特殊因素导致，或不可持续。除此之外，其它行业利润降幅多有不同程度收窄。

图表11 装备制造业对工业企业利润的拖累明显收窄



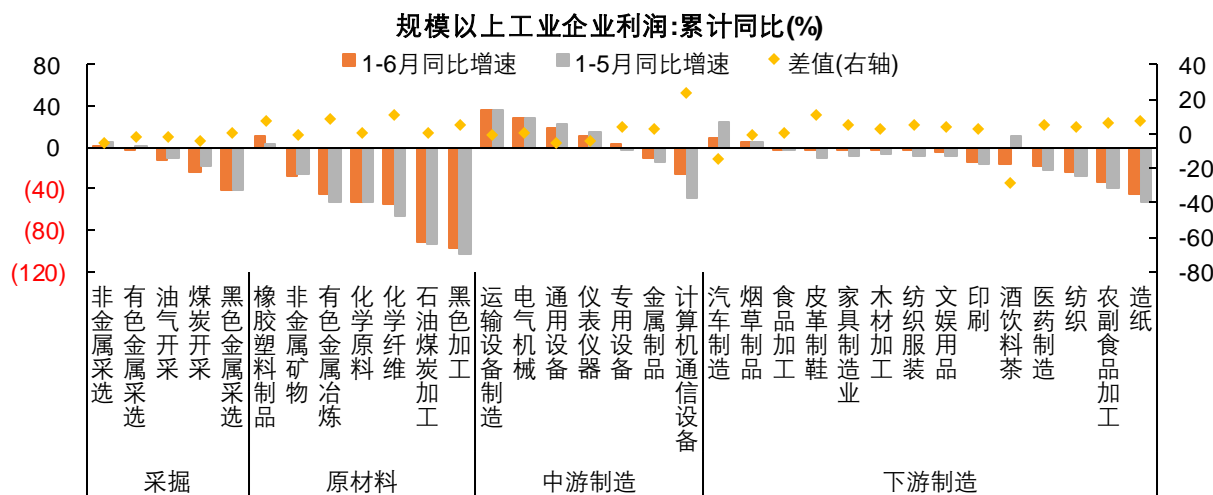
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表12 原材料行业百元营收中的成本的占比加速回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表13 6月计算机通信电子行业利润降幅明显收窄,而酒饮料茶行业利润出现异动



资料来源:Wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层