

PPI改善为何未能带动企业利润向好？

事件点评

工业企业利润点评（2024.5）

投资要点

- ◆ **5月工业企业利润增速明显回落，原因有二：一方面PPI虽跌幅显著收窄但营收改善幅度较小，另一方面货币政策向中性区间收敛限制了费用率进一步下行的空间。**5月工业企业利润累计同比3.4%，单月同比未延续4月的显著改善，逆转为大幅回落3.3个百分点至0.7%，为近十个月次低。主要拖累来自两方面：1）在房地产风险和地方债务风险加速化解、企业和居民内生借贷需求放缓、银行净息差受前期连续宽松政策持续压降的背景下，货币政策于二季度开始向中性区间收敛，市场降息预期连续落空，企业财务费用难以进一步压降，5月累计费用率大幅上行至8.38%，较去年同期上行更快。2）PPI跌幅明显收窄过程中工业企业营收同比上行0.5个百分点至3.8%，但营收改善幅度弱于价格，工业品内需尚未走出底部区间。受上述两大因素拖累，即便原油价格下跌令营业成本增速未明显上行，对利润增速形成一定支撑，也未能推动单月利润增速向好。
- ◆ **煤价上行带动采矿业利润跌幅收窄，制造业和公用事业利润累计增速却小幅下行，上、下游制造业局部改善。**三大工业行业中，受煤炭价格小幅上行带动，采矿业5月累计利润同比跌幅收窄2.4个百分点至-16.2%。而制造业、公用事业累计利润同比却分别下行1.7、7.4个百分点至6.3%、29.5%，显示两者生产成本小幅抬升但需求并未明显改善的利润再分配效应。制造业内部，上、下游部分行业呈现局部改善，与煤价高度正相关的钢铁行业5月扭转了连续三个月的净亏损局面，产品价格上涨也大幅推升有色金属累计利润同比24个百分点至80.6%；与此同时，受电子产品内需持续较高增长和汽车前期维持较高出口增速等的拉动，计算机电子通信设备和汽车行业利润分别大幅增长56.8%和17.9%。
- ◆ **PPI改善是成本推动型而非需求拉动型，产成品库存实际同比在年初以来连续数月温和改善之后再度拐头向下，现阶段消费和投资有效内需相对不足仍对潜在补库存力度形成压制。**5月产成品库存同比再度上行0.5个百分点至3.6%，达近一年高位，但扣除跌幅明显收窄的PPI价格因素后，实际同比增速未能延续年初以来的温和改善势头，转而拐头向下0.6个百分点至5.1%，本轮补库存周期之始即有所波折。5月PPI较大幅度的改善主要呈煤炭价格为代表的成本推动型特征，而非下游制成品价格拉动为主的需求拉动型特征。本轮库存周期的底部实际增速，本来就较此前两轮周期底部更高，加之房地产周期下行、地方债务风险加速化解，投资和消费有效内需相对不足，新一轮补库存周期的力度和对工业企业利润的潜在拉动都将受到持续压制。
- ◆ **当前工业品价格、生产积极性、利润改善的斜率，都在很大程度上需要更加积极的一般公共预算财政扩张态势的确立，以更大的效率和更快的速度促进居民耐用消费品需求回升方面。**当前我国房地产市场仍处于下行周期阶段尚未迎来拐点，居民资产负债表收缩效应导致商品消费内生动能不足；地方债务风险加快化解过程中，中央财政积极扩张但较高的项目收益要求意味着政府投资推进速度较为稳妥而难以迅速加快；同时欧美加征关税政策可能进一步令下半年外需环境趋于严峻，消费投资内需和外需压力都可能对下半年工业企业利润的持续修复造成额外拖累。当前经济政策的空间或将主要来自一般公共预算进一步扩张、以更大的力度刺激居民耐用消费品消费需求释放方面。前5个月财政歉收缺口较大，我们预期下半年有较大概率扩张一般公共预算赤字，再度增发普通国债，以尽快在年内实现对设备更新和消费品换新的更大力度支持。在此背景下，新一轮温和补库存周期开启后年内工业企业利润有望迎来稳步温和改善，但幅度不宜期待过高。
- ◆ **风险提示：**促进有效投资和消费内需改善相关措施落实慢于预期风险。

分析师

秦泰

SAC执业证书编号：S0910523080002
qintai@huajinsec.com

报告联系人

周欣然

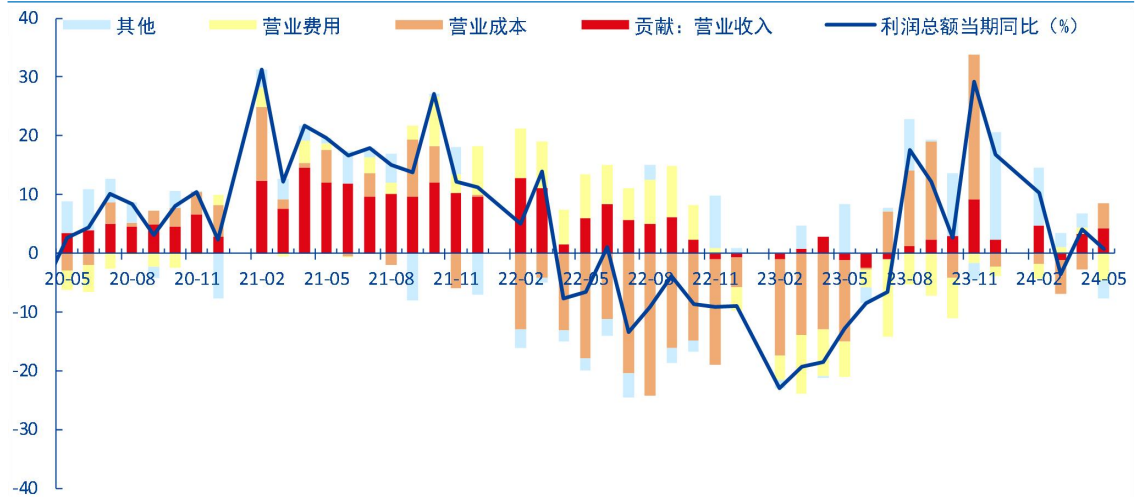
zhouxinran@huajinsec.com

相关报告

- 发债加速但缺口难平，歉收压力应如何填补？——财政数据点评（2024.5） 2024.6.24
- 发达经济体分化加剧，美元稳居高位——华金宏观·双循环周报（第63期） 2024.6.21
- 从陆家嘴论坛看现代化央行体系建设 2024.6.19
- 商品消费、地产基建冷热分化边际扩大——经济数据点评（2024.5） 2024.6.17
- 如何避免“流动性陷阱”？——金融数据速评（2024.5）·暨双循环周报（第62期） 2024.6.14

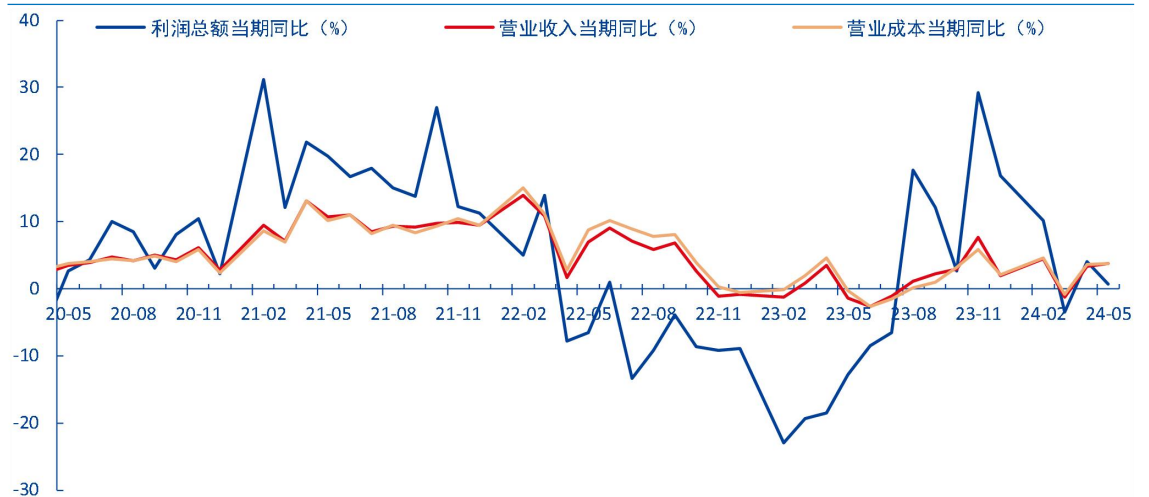


图 1：利润总额当期同比及贡献结构（%）



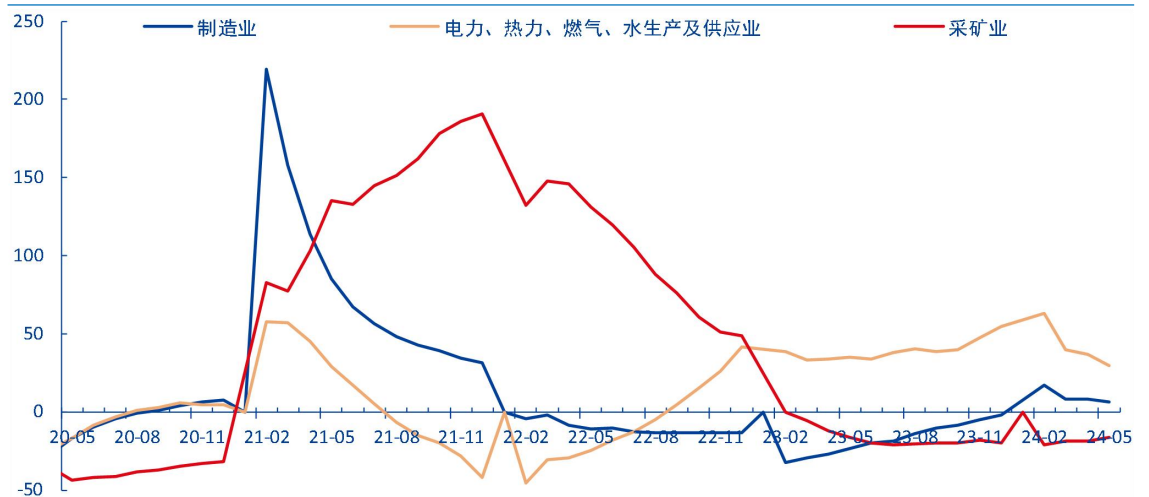
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：利润总额、营业收入、营业成本当期同比（%）



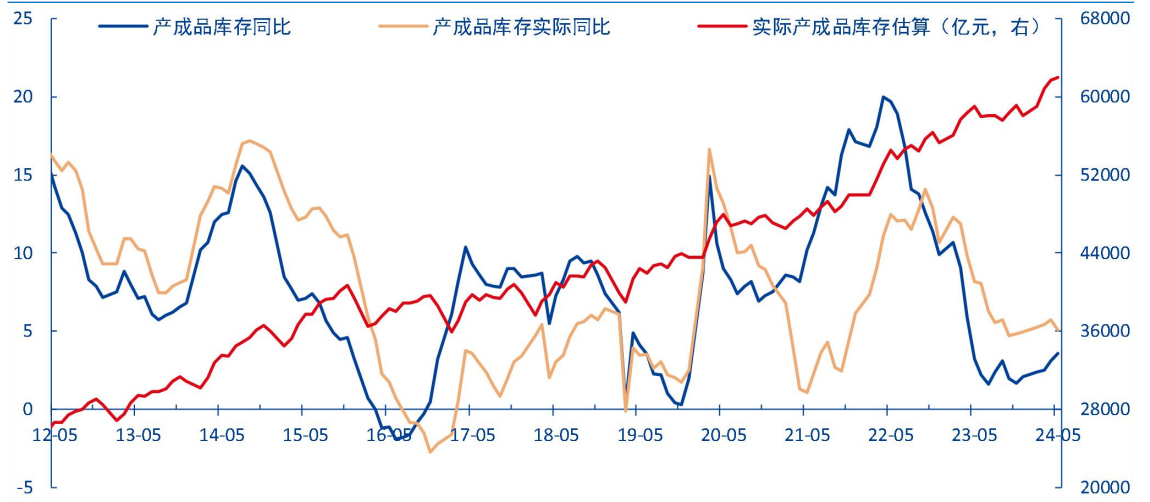
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：工业企业利润累计同比：三大行业（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：产成品库存、实际库存同比（%）及实际产成品库存规模估算（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com