



宏观点评

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

1-5月规上工业企业盈利同比增速小幅回落

——2024年1-5月工业企业利润数据点评

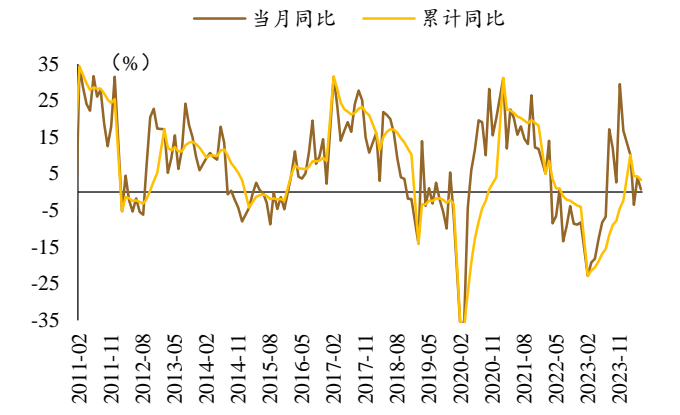
投资要点:

- **核心观点:** 1-5月规上工业企业盈利同比增速小幅回落,或主要受利润率同比下降影响。制造业尤其是高技术相关的装备制造业盈利增长较快,公用事业涨价带动相关行业盈利高增,盈利压力主要集中在原材料制造业,其中结构亮点体现在有色价格上涨带动相关加工业盈利大增。向前看,出口走势积极和全球科技周期上行有望持续支撑装备制造业盈利增长;经济结构转型过程中地产的贡献下降或导致弱补库持续,其中外向型行业补库动力或较强。
- **事件:** 2024年6月27日国家统计局发布5月份工业企业利润统计数据:国家统计局数据显示,1-5月份,全国规模以上工业企业实现利润总额27543.8亿元,同比增长3.4%;5月份,规模以上工业企业实现利润同比增长0.7%。
- **量价因素:** 价格跌幅收窄与量的涨幅下降基本相抵,利润率同比下降或是5月利润增速下滑主因。1-5月规上工业企业实现利润总额同比增长3.4%,较1-4月下降0.9个百分点;5月规上工业企业实现利润同比增长0.7%,较4月下降3.3个百分点。从“量-价-利润率”三因素模型来看,影响5月单月利润增速下滑的因素主要来自于利润率同比下降,我们估算5月工业企业利润率在5.95%,较去年同期低0.2个百分点,同比降幅约3.3%,基本与5月单月利润同比增长较4月的降幅相等;价格方面,5月PPI同比下降1.4%,较4月降幅收窄1.1个百分点;量的方面,5月工业增加值同比增长5.6%,增速较4月下降1.1个百分点,量价因素的影响基本相抵,5月利润增速下滑主因或是利润率同比下降。
- **向前看,量的因素预计仍是利润支撑;价格因素预计短期仍有波动,预计下半年整体降幅收窄;利润率的因素预计拐点将近,下半年企业利润增长或好于上半年。** 去年下半年十大行业稳增长政策效能持续释放,带动工业增加值增速回升,预计下半年工业增加值仍将维持较高增速,支撑利润增长;在黑色、有色价格环比上涨带动下,5月PPI降幅明显收窄,虽然季节性因素影响下PPI短期内可能仍有波动,但预计下半年PPI整体好于上半年,也将对利润增长有所利好;受企业盈利的季节性因素影响,5-6月往往是上半年企业利润率高位,去年5-6月利润率上升较快,在高基数因素下预计短期利润率同比仍可能拖累利润增长,但预计下半年利润率对利润增长的影响整体好于上半年。
- **行业结构:制造业、公用事业盈利增速虽边际下滑但仍在较高水平,采矿业盈利降幅仍不小。** 分行业来看,1-5月多数行业实现利润增长,41个工业行业中,32个实现利润正增长,7个利润下降,1个(黑色冶炼)亏损幅度同比扩大,1个(燃料加工)较上年同期由盈转亏。制造业中,原材料制造业利润降幅继续收窄,消费品制造业利润增速继续攀升,装备制造业利润增速边际回落但仍在相对高位。国家统计局数据显示,1-5月份,装备制造业利润同比增长11.5%,增速高于规上工业8.1个百分点,拉动规上工业利润增长3.6个百分点,是今年以来推动规上工业利润增长贡献最大的行业板块。
- **装备制造业利润增速较快的背后或主要有出口走势较好和全球科技周期上行两大因素。** 上半年汽车、机械等产品出口增速较高(详见《出口再度回升,继续保持乐观——2024年5月进出口数据点评》),带动汽车、运输设备等行业利润增长较好;全球科技周期上行,半导体景气上升,在此轮人工智能科技革命中,全球底层算力的需求迅速增长,科技革命的底层算力需求与全球半导体周期紧密相关,

也会带动相关设备和零部件产品的增长，受此影响通信电子行业 1-5 月利润实现 50%以上同比增长。此外，大规模设备更新有助于提升生产经营效率，也对盈利增长有积极作用。

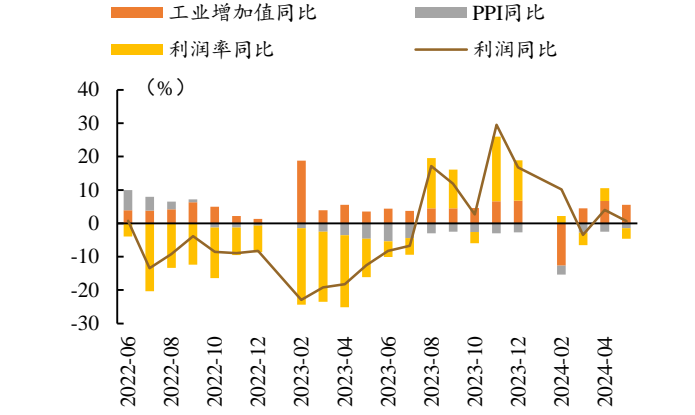
- **受 5 月有色金属价格上涨影响，1-5 月原材料制造业利润降幅继续收窄。**其中钢铁行业 5 月实现利润 95 亿元，扭转连续 3 个月当月净亏损局面；有色金属冶炼加工业 1-5 月利润累计同比增长 80.6%，增速较 1-4 月加快 24 个百分点。基础原材料价格走势驱动因素不尽相同，我国钢铁产能充足，也是主要钢铁消费国，黑色金属主要是国内需求+国内供给定价，而有色金属涵盖范围较广，以铜为例主要是全球供给+全球需求定价，外需保持韧性也是导致上半年有色金属价格走势强于黑色金属的主要原因。向前看，考虑铜矿开采成本逐年上升、消费电子和能源转型支撑铜价需求支撑铜价、“强美元”走弱预期亦对铜价存在支撑，此外，新增铜需求主要来自新兴市场国家，如印度等新兴经济体在加速基建发展的过程中对铜的需求增多，未来或仍存在涨价空间。
- **消费品制造业盈利整体较好，多数行业实现两位数以上盈利增速。**除装备制造业引领工企盈利增长、部分原材料行业盈利增长亮眼外，1-5 月消费品制造业盈利增长也较好，13 个子行业全部实现盈利正增长，其中 8 个行业实现两位数以上盈利增速，消费业态不断创新、新的消费需求不断开拓对消费品制造业盈利增长形成有力支撑，盈利改善也有助于高技术制造业等新动能的形成。此外，消费品以旧换新对消费需求也起到提振作用，支撑消费品制造业盈利增长。
- **公用事业涨价驱动盈利增长：**4 月以来部分公用事业产品密集调价，涨价逻辑驱动了公用事业行业盈利增长。1-5 月电力、热力生产和供应业和水的生产和供应业利润累计同比均实现两位数以上增长，我国公用事业长期价格较为亲民，调整频率较低，或存在一定涨价空间，本轮涨价或将带动公用事业行业全年利润增长较快。
- **库存周期：弱补库持续。**5 月工企产成品名义库存增速继续回升，较 4 月上升 0.93 个百分点至 4.12%，但受 5 月 PPI 降幅较 4 月明显收窄影响较大，用 PPI 调整后的实际库存观测，5 月工企产成品实际库存增速小幅回落，较 4 月下降 0.24 个百分点至 5.60%。去年下半年以来，名义库存增速和实际库存增速均在触底后低位波动，回升幅度较小，并没有形成一轮显著的补库周期。企业补库主要受对需求端的预期影响，从需求端看，经济结构转型的过程中需求端也会经历部分旧需求下滑、新需求兴起的变化，这也会增加企业预期需求变化的难度，随着地产在整体经济中的占比、贡献率下降，传统的地产上下游需求的稳态中枢或将有所下降，也就可能导致相关行业体感中需求增长缓慢，进而导致补库意愿不高。向前看，在经济结构转型过程中的消费业态变革完成前，弱补库的现象可能持续。而短期来看，受益于出口走势积极，外向型行业补库动力可能更强。
- **风险提示：**（1）宏观政策力度不及预期；（2）物价走势出现超预期变化；（3）国际地缘政治风险影响全球供应链稳定。

图 1：规上工业企业利润增速



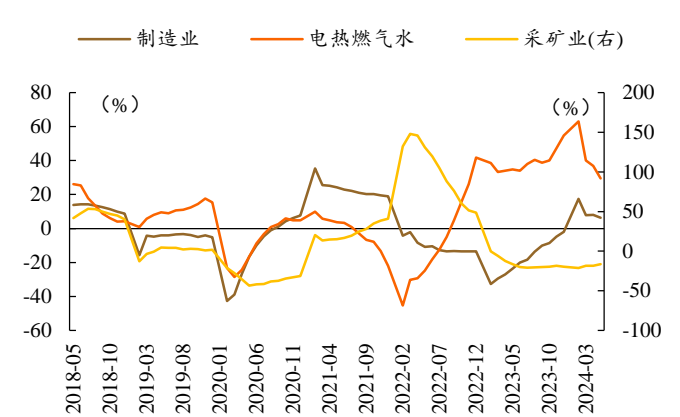
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：当月利润增长三因素拆分



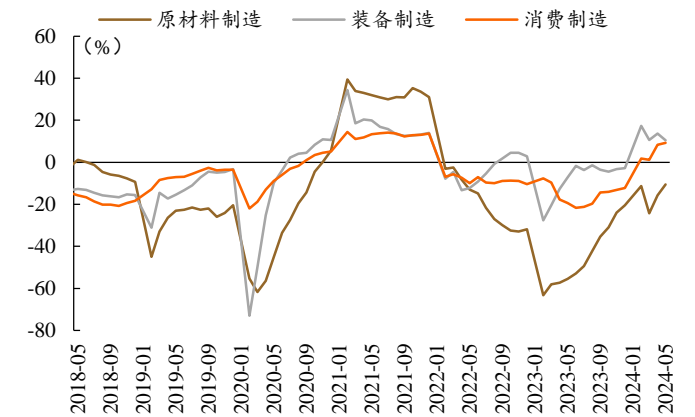
资料来源：Wind，德邦研究所测算

图 3：分行业利润增速



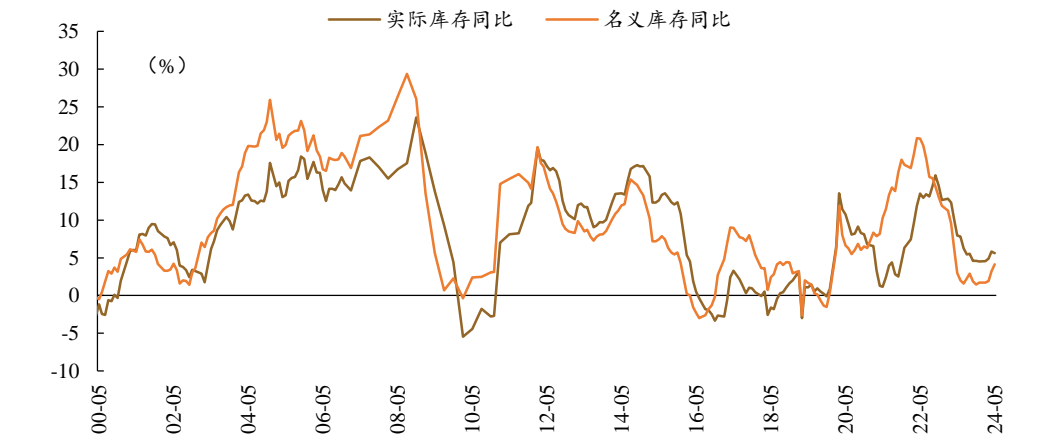
资料来源：Wind，德邦研究所
注：2021 年做两年复合处理

图 4：制造业分类别利润增速



资料来源：Wind，德邦研究所测算
注：2021 年做两年复合处理

图 5：库存周期运行



资料来源：Wind，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。