

研究所

宏观研究

近期研究报告

《6月经济高频数据中性偏弱，货币政策维持稳健》 - 2024.06.24

短期工业企业利润韧性犹在，驱动力或逐步转换

● 核心观点

1-5月全国规模以上工业企业利润总额累计同比增速延续修复态势，因基数效应而呈现边际回落，剔除基数效应，工业企业利润增速保持较强韧性。从量价利润率来看，价格因素仍是主要制约，工业增加值保持韧性是主要贡献项，利润率持平去年同期。

从上中下游利润占比来看，上游（采掘和原材料）和中游设备制造利润总额在规模以上企业利润总额中占比环比有所提升，下游消费和公用事业利润总额在规模以上企业利润总额中占比有所回落。下游终端需求不足，上游原材料涨价，并未产生挤压中游设备制造业利润的现象，背后或反映了有色金属涨价和外需拉动是利润增长的主要拉动力，在一定程度上弥补国内终端有效需求不足的问题。

向后看，短期工业企业利润增速韧性犹在，但利润增长的驱动力或逐步转换，或由有色金属涨价驱动和外需驱动逐步向扩内需政策拉动转变。从量价利润角度来看，短期生产韧性仍在，价格有望温和回升，工业企业利润率亦存在改善空间，预计规模以上工业企业利润增速有望保持稳健增长态势；从行业利润驱动力来看，有色金属涨价、外需拉动仍是当前主要驱动力，但从6月高频数据来看，黄金、铜、铝、锌等有色金属价格开始回落，未来对利润改善的支撑有所减弱，且5月出口增速亦呈现边际放缓态势，外需拉动有所走弱。结合5月经济数据和通胀数据来看，再次提示，当前内外需拉动力或逐步切换，扩内需稳增长政策或成为经济持续修复的关键变量。

● 风险提示：

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 基数效应影响，工业企业利润增速边际回落	4
2 有色金属涨价和外需拉动是当前主要驱动力，上游和中游设备制造利润占比环比改善	6
2.1 上游和中游设备制造利润环比改善，下游消费景气度连续回落	6
2.2 有色金属涨价和外需拉动是当前主要驱动力，未来或向扩内需政策拉动转换	6
3 有效需求不足仍是掣肘因素，主动补库需谨慎观察	8
4 展望：短期工业企业利润增速韧性犹在，驱动力或逐步向扩内需政策拉动转变	9
风险提示	9

图表目录

图表 1: 量、价和利润率对工业企业利润增速贡献 (%)	6
图表 2: 工业企业每单位营收中成本和费用情况 (元)	6
图表 3: 上中下游行业利润增速变化情况 (%)	8
图表 4: 1-5 月工业企业产成品库存累计同比小幅回升 (%)	9

1 基数效应影响，工业企业利润增速边际回落

1-5月，全国规模以上工业企业实现利润总额延续持续修复态势，边际有所放缓，或是基数效应影响，两年复合增速边际回升。1-5月，全国规模以上工业企业实现利润总额累计同比增长3.4%，较前值回落0.9pct，较去年同期提升了22.2pct，略弱于季节性，较近五年（不包括2020年和2021年两个异常年份，下同）同期均值低0.38pct。从两年复合增速来看，1-5月规模以上工业企业利润两年复合增速为-8.37%，较1-4月回升0.63pct，指向存在低基数效应，而考虑基数效应后，1-5月工业企业利润累计增速边际改善。从三大行业看，采矿业是主要拖累，同比下降16.2%；制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业是主要拉动，同比增长分别为6.3%和29.5%。

从量、价和利润率三个维度分析，价格因素仍是主要制约因素，产量是拉动工业企业利润回升的主要贡献项，利润率持平去年同期。

（1）从量方面分析，工业增加值是工业企业利润持续修复的关键支撑变量。1-5月工业增加值累计同比增速6.2%，较前值回落0.1pct，较去年同期回升2.4pct，外需拉动+有色涨价仍是当前主要拉动力（详见报告《经济修复动能边际放缓，关注内外需拉动力转换》）。

（2）从价格方面分析，价格仍是工业企业利润修复的主要拖累，但边际有所改善。1-5月PPI累计同比-2.4%，仍处于负增长区间，较1-4月PPI累计同比增速回升0.3pct。值得注意的是，5月PPI新涨价因素呈现边际改善，内外需拉动力有所切换（详见报告《内外需拉动力切换，PPI超预期回升》）。

（3）从利润率方面分析，1-5月营业收入利润率5.19%，较前值回升0.19pct，持平2023年同期水平。从结构上看，营业收入同比增长2.9%，较前值回升0.3pct；每单位营业收入中的费用为8.38元，同比增加0.04元，每单位营业收入中的成本为85.37元，同比增加0.11元。

综上所述，1-5月规模以上工业企业利润总额累计同比延续修复态势，因基数效应而呈现边际回落，但剔除基数效应，工业企业利润累计同比增速保持较强韧性，边际有所回升。从量价利润率来看，价格因素仍是主要制约因素，工业增加值保持韧性是主要贡献项，利润率持平去年同期。往后看，短期生产韧性犹在，

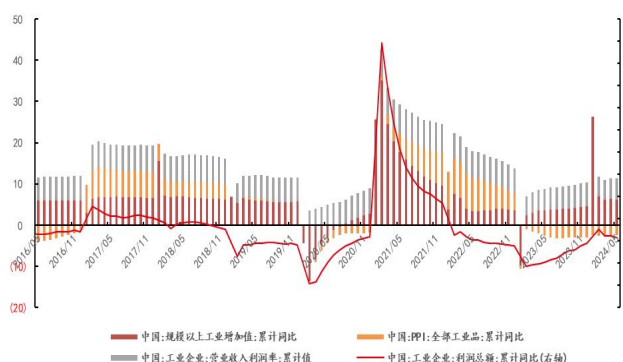
价格有望温和回升，工业企业利润率亦存在改善空间，预计规模以上工业企业利润有望保持稳健增长态势。

一是在生产方面，短期出口韧性犹在，专项债发行提速，扩内需政策发力，共同支撑生产韧性。考虑基数效应，5月出口增速有所放缓，但短期美国经济保持韧性，美元指数维持高位，欧洲央行如期开启降息，欧元区经济温和回升，东盟经济保持高景气度等，以及6月和7月我国出口存在低基数效应，均会支撑短期我国出口保持韧性。与此同时，5月超长期特别国债开闸发行、专项债发行明显提速，以及6月26日财政部、国家发展改革委、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》，明确银行向经营主体发放的贷款符合再贷款报销条件的，中央财政对经营主体的银行贷款本金贴息1个百分点，推动设备更新改造活动进一步落实，扩内需政策有所发力。在内外需共同支撑下，短期生产韧性犹在，仍是支撑工业企业利润稳健增长的关键力量。从中长期看，生产仍存在一定不确定性，主要是出口增速或将承压，对生产的拉动或会进一步放缓。近期全球经济不确定性增加，全球贸易摩擦亦有所加剧，如法国大选不确定性增加了欧元区经济不确定性、日本汽车量产认证造假导致日本经济持续修复的不确定性有所增加，以及日元创1986年以来新低，亦给经济产生一定负向影响、欧盟和美国与中国贸易摩擦升温等，或对我国出口产生扰动，中长期出口增速或将承压。

二是在价格方面，预计PPI仍有望逐步温和回升，拖累作用逐步减弱。虽然国际原油价格和工业金属价格增速放缓，输入性通胀有所回落，出口拉动作用边际放缓，但PPI翘尾因素拖累作用逐步减弱，基建投资拉动力有望逐步增强，稳地产政策旨在保交楼，亦会对原材料价格产生支撑，PPI有望温和回升（详见报告《内外需拉动力逐步切换，PPI超预期回升》）。

三是在利润率方面，近期央行潘功胜行长强调支持性货币政策保持不变，社会融资成本仍有望稳中有降，工业企业财务费用或仍存在下降空间，同时推动有效降低社会物流成本，有助于降低工业企业成本，共同推动营业收入利润率改善。

图表 1：量、价和利润率对工业企业利润增速贡献（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表 2：工业企业每单位营收中成本和费用情况（元）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2 有色金属涨价和外需拉动是当前主要驱动力，上游和中游设备制造利润占比环比改善

2.1 上游和中游设备制造利润环比改善，下游消费景气度连续回落

1-5 月，上游（采掘和原材料）和中游设备制造利润总额在规模以上工业企业利润总额中占比环比有所提升，下游消费和公用事业利润总额在规模以上工业企业利润总额中占比有所回落。下游消费景气度回落，上游原材料涨价，并未出现挤压中游设备制造业利润的现象，背后或是因出口拉动中游设备制造业利润改善，弥补了国内终端有效需求不足的问题。1-5 月，上游（采掘和原材料）利润总额在规模以上工业企业利润总额中占比达到 39.07%，较前值回升 0.47pct，上游原材料利润占比提升是主要贡献，主因应是铜、铝、锌等原材料涨价拉动；中游设备制造利润总额为规模以上工业企业利润总额的 31.95%，较前值回升 1.47pct，利润持续改善；下游消费利润总额仅为规模以上工业企业利润总额的 16.87%，较前值回落 1.41pct；公用事业利润总额占比 11.74%，较前值回落 0.59pct。

2.2 有色金属涨价和外需拉动是当前主要驱动力，未来或向扩内需政策拉动转换

从利润总额累计同比增速排名前五的行业来看，有色金属涨价和外需拉动是利润总额保持高速增长的主要原因，如有色金属冶炼及压延加工业、铁路、船舶、

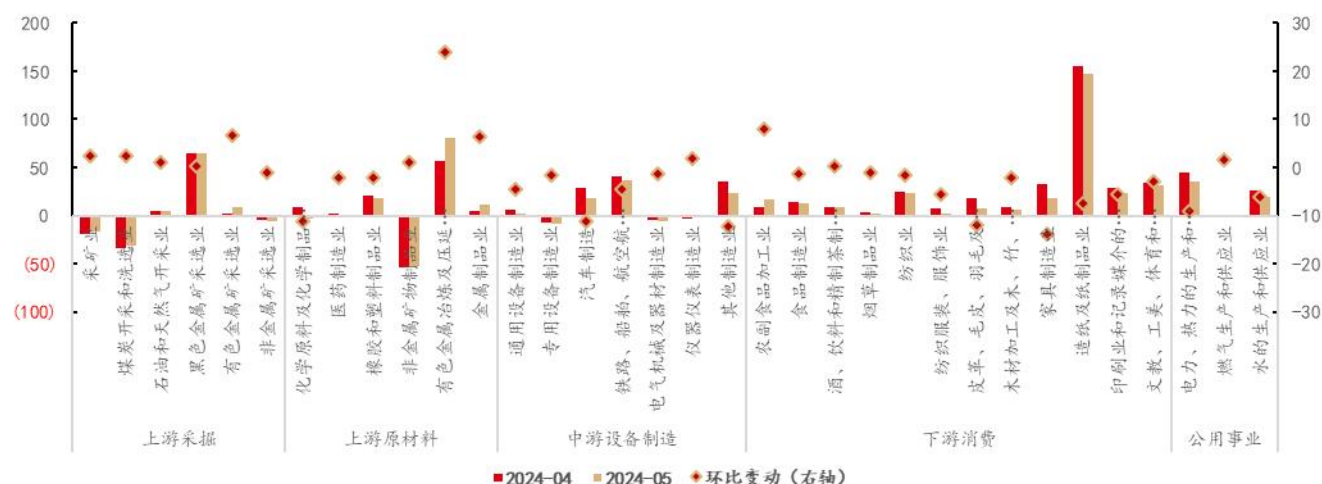
航空航天和其他运输设备制造业；部分行业是因为存在较为明显的低基数效应，如造纸及纸制品业和黑色金属矿采选业。利润总额累计同比增速排名前5的行业分别是造纸及纸制品业（147.3%）、有色金属冶炼及压延加工业（80.6%）、黑色金属矿采选业（64.5%）、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（36.3%）、电力、热力的生产和供应业（35%）。其中，造纸及纸制品业主要是低基数效应，2022年和2023年同比增速明显回落，从两年复合增速来看，1-5月两年复合增速为8.5%，较当前增速明显回落，排名亦会处于前十之外；有色金属冶炼及压延加工业利润增速较高则是因为黄金、铜、铝等有色金属涨价带动；黑色金属矿采选业主因是低基数效应，1-5月两年复合增速为-2.24%，同时国内基建投资有所提速，亦会产生拉动作用，1-5月两年复合增速较前值回升0.85pct；电力、热力的生产和供应业利润高速增长或与迎峰度夏、AI算力研发提速等有关。若剔除低基数效应推升的造纸及纸制品业和黑色金属矿采选业，顺次补位的行业是文教、工美、体育和娱乐用品制造业（31.80%）、纺织业（23.2%），两者利润高速增长来自低基数效应和出口拉动。

从利润总额累计同比增速边际变化排名前五的行业来看，有色金属涨价、迎峰度夏是主要因素，如有色金属冶炼及压延加工业、有色金属矿采选业以及煤炭开采和洗选业利润总额边际改善；部分行业是因低基数效应影响，如农副食品加工业。利润总额累计同比增速边际变化排名前五的行业分别为有色金属冶炼及压延加工业（24pct）、农副食品加工业（8.1pct）、有色金属矿采选业（6.7pct）、金属制品业（6.4pct）、煤炭开采和洗选业（2.4pct）。其中，有色金属冶炼及压延加工业和有色金属矿采选业利润总额边际改善受益于有色金属涨价，且利润总额累计同比增速亦保持较高水平，整体显示行业景气度较高；农副食品加工业利润边际改善则源自基数效应，从两年复合增速来看，1-5月利润总额复合增速为-15.83%，环比仅提升0.84pct；煤炭开采和洗选业利润边际改善或是来自迎峰度夏。

综上所述，从具体行业的利润增速及利润增速边际变化来看，有色金属涨价和外需拉动仍是主要驱动力，但从6月高频数据来看，黄金、铜、铝、锌价格整体回落，未来对利润改善的支撑有所减弱，且5月出口增速有所放缓，外需拉动有所走弱，未来工业企业利润的驱动因素或发生改变。截至6月26日，COMEX

黄金期货收盘价、LME 铜现货结算价、LME 铝现货结算价、LME 锌现货结算价分别为 2309 美元/盎司、9694.5 美元/吨、2515.5 美元/吨、2759 美元/吨，较 5 月底分别回落 1.21%、5.66%、8.7%、4.46%。5 月我国出口增速因低基数效应影响，超预期回升，剔除低基数效应，亦呈现边际回落态势，出口的拉动作用有所放缓。

图表 3：上中下游行业利润增速变化情况（%）

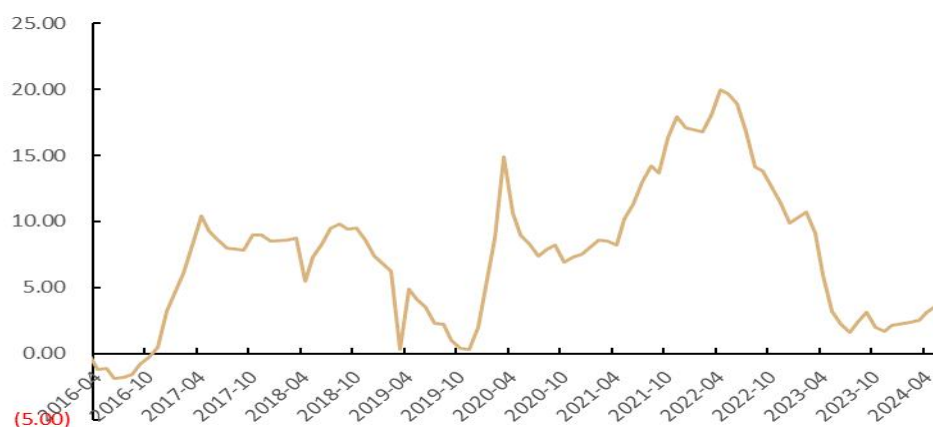


资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 有效需求不足仍是掣肘因素，主动补库需谨慎观察

1-5 月规模以上工业企业产成品库存累计同比增速为 3.6%，较前值回升 0.5pct，连续五个月回升，考虑工业企业利润稳健增长，PPI 温和回升，整体呈现主动补库迹象。结合 5 月 PMI 来看，内外需景气度边际回落，由扩张区间转入收缩区间，显示当前有效需求仍不足。此外，从上中下游来看，下游终端消费不足，下游消费利润占比有所收窄，亦指向内需不足仍是当前面临的核心问题，若外需拉动进一步放缓，叠加上游原材料涨价，或挤压中游设备制造业利润，因此，主动补库的趋势性特征有待进一步观察确认。

图表 4：1-5 月工业企业产成品库存累计同比小幅回升（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

4 展望：短期工业企业利润增速韧性犹在，驱动力或逐步向扩内需政策拉动转变

向后看,短期工业企业利润增速韧性犹在,但利润增长的驱动力或逐步转变,由有色金属涨价驱动和外需拉动逐步向扩内需政策拉动转变。从量价利润角度来看,短期生产韧性仍在,价格有望温和回升,工业企业利润率亦存在改善空间,预计规模以上工业企业利润增速有望保持稳健增长态势;从行业利润驱动力来看,有色金属涨价、外需拉动仍是当前主要驱动力,但从6月高频数据来看,黄金、铜、铝、锌等有色金属价格开始回落,未来对利润改善的支撑有所减弱,且5月出口增速亦呈现边际放缓态势,外需拉动有所走弱。结合5月经济数据和通胀数据来看,再次提示,当前内外需拉动力或逐步切换,扩内需稳增长政策或成为经济持续修复的关键变量。

风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧;美国商业银行危机超预期演变;海外地缘政治冲突加剧。