

总量研究

大致可以认定工业企业处在加杠杆通道中

——2022年6月工业企业利润数据点评兼债市观点

要点

事件

2022年1-6月，全国规模以上工业企业实现利润总额4.27万亿元，同比增长1%（前值为增长1%）。

点评

6月工业企业利润情况：伴随“供需”改善一起恢复，行业分化格局没有改变，制造业企业盈利仍然比较困难。6月当月全国规模以上工业企业实现利润总额0.83万亿元，同比增长0.8%（前值为-6.5%），由连续两个月下降转为正增长。6月伴随着供需两端的恢复，工业企业利润情况有所改善，但行业分化明显，制造业利润情况仍不乐观。展望后续，目前大宗商品价格高位回落，后续工业企业营收环境改善，工业企业利润分化的情况应有所改善。

工业企业库存持续维持在高水平，对库存所处阶段的研判需更多信息验证。截至6月末产成品存货同比增长18.9%（5月为19.7%）。6月库存同比增速连续两个月下降，但仍高出营收同比增速不少且持续处在高增速水平。回溯来看，2021年5月至今年4月，库存同比增速整体处于上升通道，与工业企业营收同比增速之间的差值则呈加大态势，工业企业似乎进入到“被动补库存”阶段。今年5、6月，两者差值开始缩小，但整体是由于营收恢复所带来。目前工业生产和销售端都处在恢复中，而库存则持续维持在高水平，对工业企业的库存演变研判需要更多信息。

大致可以认定工业企业处在加杠杆通道中。截至2022年6月末，规模以上工业企业资产负债率为56.9%，和5月相比，上升0.3个百分点；与2021年末相比，则上升0.8个百分点，2022年以来持续上升。从结构来看，除国有控股企业外，其余所有制企业负债率连续两个月上升，且6月上升的幅度较为明显。当前企业盈利正处在恢复过程中但负债率持续上升，可以认定工业企业已经处在加杠杆通道中，后续工业企业的资产负债率可能继续上升。

债市观点

今年以来至今，利率债二级市场大致经历了3个不同的演变阶段。后续来看：1) **短端利率走势可能更为确定。**目前资金面相对宽裕，且宽信用仍在途中，资金面持续宽松的情况预计年内将继续维持；而在美联储加息周期中，我国政策利率下降的空间有限，因此资金利率难有继续下降的动力。2) 基本面应该已经度过了最艰难的时期，但后续基本面很难有太好的表现。**这一背景下，长端利率很难出现趋势性的向上机会，我们认为整体将在2.8%左右震荡，而2.7%则可能是年内的低位。**3) 整体来看，后续债市可能很难出现大的交易机会，择机入场也要适时退场。

风险提示

近期疫情有所反复，全球经济复苏的不确定因素仍存，国内经济仍处于恢复进程中，后续仍有不少不确定性。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebscn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebscn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebscn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebscn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebscn.com

联系人：董乃睿

010-56513032
dongnr@ebscn.com

相关研报

结构有亮点，后续政策需适当加码——2022年二季度和6月经济数据点评兼债市观点（2022-07-15）

1、事件

2022年7月27日，国家统计局公布2022年1-6月全国规模以上工业企业利润数据。2022年1-6月，全国规模以上工业企业实现利润总额4.27万亿元，同比增长1%（前值为增长1%）。

2、点评

2.1、6月工业企业利润情况：伴随“供需”改善一起恢复，行业分化格局没有改变，制造业企业盈利仍然比较困难

2022年1-6月全国规模以上工业企业实现利润总额4.27万亿元，同比增长1%（前值为增长1%）。测算下来，6月当月全国规模以上工业企业实现利润总额0.83万亿元，同比增长0.8%（前值为-6.5%），由连续两个月下降转为正增长；从当月增速表现来看，6月工业企业利润情况较5月有明显的提升。

回溯来看，2021年四季度和2022年一季度利润同比分别增长12.3%和8.5%，维持同比改善态势。但4-5月工业企业经营情况受到疫情明显冲击，4、5月工业企业利润当月同比分别为-8.5%和-6.5%。6月疫情情况有所改善，基本面也是从底部回升，工业企业利润也随之改善。

进一步结合企业生产、营收和行业结构情况分析：

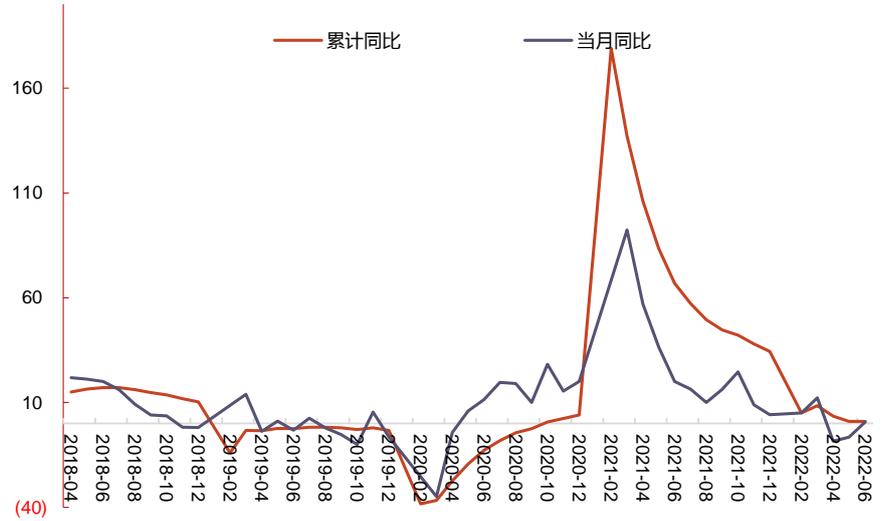
第一，从规模以上工业企业生产来看，6月规模以上工业增加值同比增长3.9%（前值为0.7%）。由于疫情冲击主要发生在3月后，因此一个不错的参照数据是3月工业生产的增速。3月规模以上工业增加值同比增速为5%，6月增速水平距这一水平仍有一定差距，说明工业生产正处在恢复过程中，但整体不强。而从6月工业企业利润当月增速表现来看，企业利润的改善基本与生产同步（利润是滞后指标）。

第二，从规模以上工业企业营收来看，1-6月规模以上工业企业营业收入同比增长9.1%（1-5月为9.1%），6月当月增速为10.0%（前值为9.1%），当月营收增速有所抬升，但低于一季度水平。**综合第一和第二点可以看到，工业企业在6月“供需”两端均有所恢复，但都并不强。**

第三，从行业表现来看，上游行业仍是利润提升的重点领域，制造业企业盈利尽管有所改善，但困难情况仍没有得到实质性改善。在三大行业类别中，1-6月采矿业、制造业、电力、热力、燃气及水生产和供应业利润同比增速分别为119.8%、-10.4%、-18.1%，行业分化格局明显。采矿业是工业企业利润主要来源。6月当月增速方面，采矿业利润同比增长77.9%（5月为92.2%），增速较5月有所回落；制造业利润同比下降9.0%（5月为下降18.5%），降幅较上月收窄9.5个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业利润增长13.1%（5月为下降6.2%），利润由降转增。

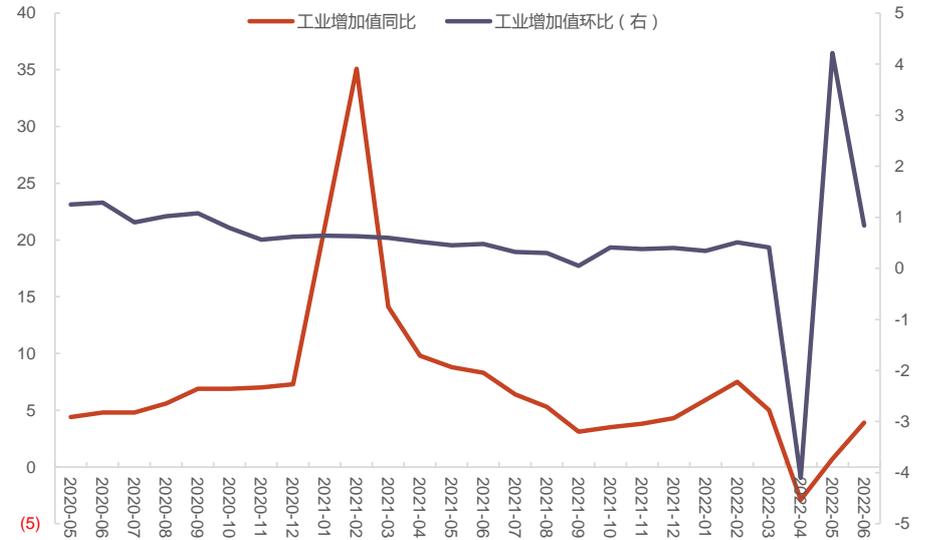
综合来看，6月伴随着供需两端的恢复，工业企业利润情况有所改善，但行业分化明显，制造业利润情况仍不乐观。展望后续，目前大宗商品价格高位回落，后续工业企业营收环境改善，工业企业利润分化的情况应有所改善。

图表 1：6 月工业企业利润当月增速转正



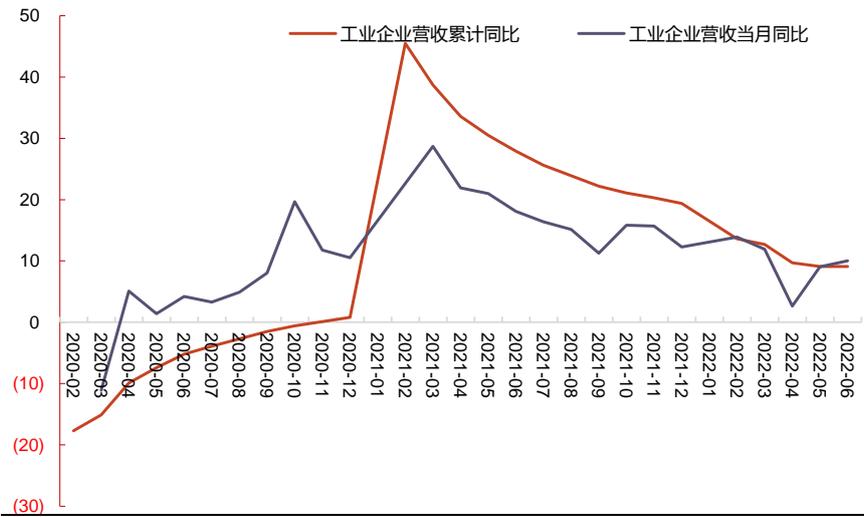
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 2：6 月规模以上工业增加值同比增速继续向上，但提升幅度有限



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 3：6 月当月工业企业营收同比增速有所抬升

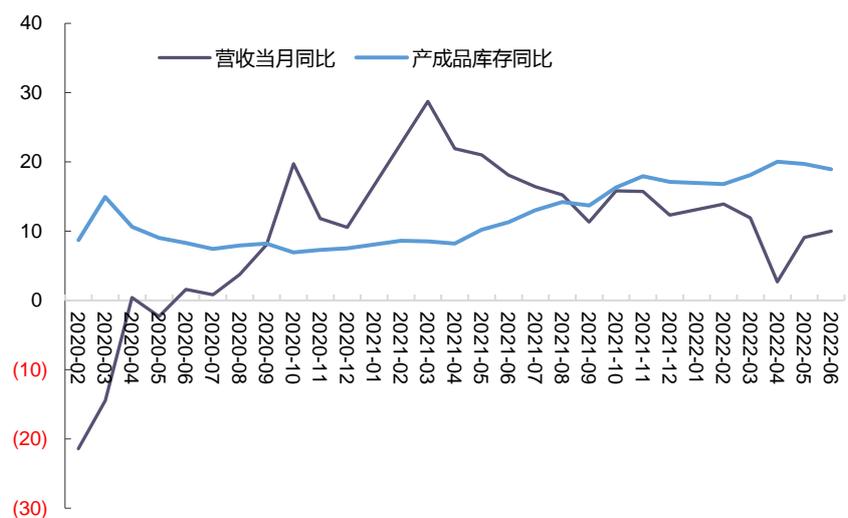


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2.2、 工业企业库存持续维持在高水平，对库存所处阶段的研判需更多信息验证

6月工业企业营收同比增速为10%（5月为增长9.1%）。截至6月末，产成品存货5.93万亿元，同比增长18.9%（5月为19.7%）。6月库存同比增速连续两个月下降，但仍高出营收同比增速不少且持续处在高增速水平。回溯来看，2021年5月至今年4月，库存同比增速整体处于上升通道，与工业企业营收增速之间的差值则呈加大态势，工业企业似乎进入到“被动补库存”阶段。今年5、6月，两者差值开始缩小，但整体是由于营收恢复所带来。目前工业生产和销售端都处在恢复中，而库存则持续维持在高水平，对工业企业的库存演变研判需要更多信息。

图表 4：6 月工业企业产成品库存同比增速继续下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

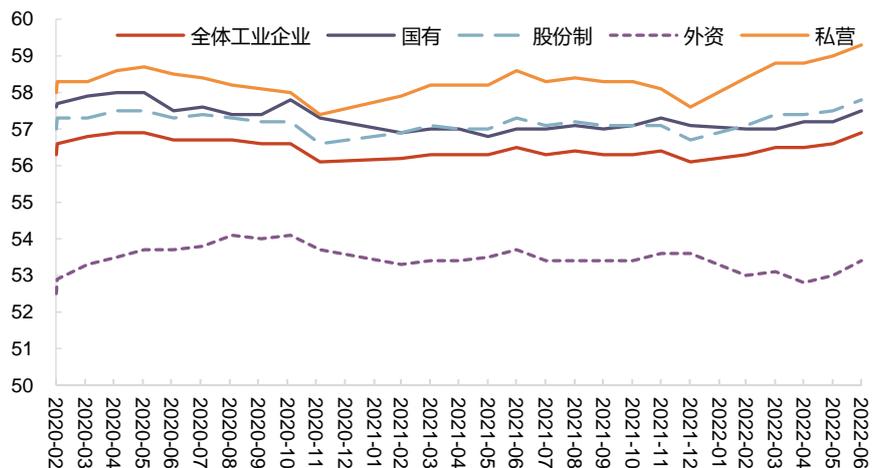
2.3、大致可以认定工业企业处在加杠杆通道中

截至 2022 年 6 月末，规模以上工业企业资产负债率为 56.9%，和 5 月相比，上升 0.3 个百分点；与 2021 年末相比，则上升 0.8 个百分点，2022 年以来持续上升。从结构来看，和 5 月末相比，国有、股份制、外资、私营企业企业负债率分别变动 0.3、0.3、0.4、0.3 个百分点，除国有控股企业外，其余所有制企业负债率连续两个月上升，且 6 月上升的幅度较为明显。需要注意的是，2022 年以来，股份制、私营企业资产负债率整体处在上升态势，累计上升幅度分别为 1.1、1.7 个百分点，上升幅度尤为明显。

梳理疫情以来的相关数据，工业企业负债率走势可以分成以下阶段：1) 2020 年 3-5 月，工业企业资产负债率持续向上；2) 2020 年 6 月至 2021 年 1 月工业企业负债率下降；3) 2021 年 2-6 月工业企业资产负债率再次上升；4) 2021 年 7 月至当年年底工业企业负债率整体变动不大，在 56.3% 左右波动。

今年以来，规模以上工业企业资产负债率持续上升，尤其是股份制、私营企业上升明显。结合非金融企业宏观杠杆率的演变情况来看，从 2020 年三季度开始，非金融企业杠杆率持续下降，至 2021 年 12 月非金融企业杠杆率连续 6 个季度下降。今年一季度末，在长达 6 个季度去杠杆后，非金融企业宏观杠杆率单季度提升 4.1 个百分点，单季提升幅度仅次于 2017 年以来的 2020 年一季度。当前企业盈利正处在恢复过程中但负债率持续上升，可以认定工业企业已经处在加杠杆通道中，后续工业企业的资产负债率可能继续上升。

图表 5：今年 5、6 月工业企业负债率水平持续上升



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图表中数据分别为全体规模以上工业企业及三大行业的资产负债率，单位为%

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44519

