

宏观点评

2022年企业盈利有两条主线—兼评12月工业企业盈利

事件: 2021年全年规模以上工业企业利润总额累计同比34.3%，较2019年同期增39.8%，两年复合增速18.2%（前值18.9%）；12月单月规上工业企业利润同比增长4.2%（前值9.0%）。

核心观点: 上游挤压下游、国企挤压民企连续两个月缓解，上游价格回落是主因；展望2022年，企业盈利可关注两条主线：上游向中下游传导，外需转内需下的基建、地产等稳增长链条。

1、整体看：利润率回落拖累12月工业企业盈利，量、价仍有支撑

>1-12月规上工业企业利润两年复合增速回落0.7个百分点至18.2%。分量、价、利润率三方面看：1-12月工业增加值、PPI两年复合增速分别为6.2%、3.0%，前值为6.1%、2.8%，表明量、价因素对企业盈利仍有支撑；1-12月营收利润率下降0.17个百分点至6.81%，简单匡算大概拖累企业盈利增速4.0个百分点。其中，12月单月利润同比下降4.8个百分点至4.2%，两年复合增速回落0.5个百分点至11.7%；环比下降8.9%，为有数据以来同期最低值，也明显弱于季节性（2016-2019年均值为6.9%）。归因看，上游大宗商品价格下跌导致相关行业盈利下降是主因。

>往后看，2022年企业盈利增速中枢可能明显下移，短期存在三大支撑。考虑到经济下行、基数回升等因素，企业盈利增速中枢下移应是2022年的基准情形。但短期看，企业盈利存在三大支撑：短期出口可能仍有韧性（紧盯疫情演化），PPI高位（2022年全年中枢可能3.5%左右，上半年可能仍然偏高），地产松动、基建发力（主要看实际落地情况）。

2、上中下游看：上游盈利连续2个月回落，但短期可能仍处高位；中下游盈利则连续2个月改善

>1-12月上游（采掘+原材料）利润占比如期下降0.8个百分点至51.6%，为连续2个月回落，表明随着大宗价格回落，上游对中下游利润的挤压已经有所改善。具体看：1-12月采掘行业利润占比回落0.5个百分点至11.9%，为2021年3月以来占比首次下降；原材料制造业利润占比回落0.3个百分点至39.6%；中游设备制造利润占比再度回升1.4个百分点至30.2%；下游消费制造利润占比回升0.5个百分点至14.7%；公用事业利润占比继续回落1.1个百分点至3.5%，创2012年以来新低。

>往后看，延续此前判断，鉴于限产纠偏、保供政策持续落地、经济下行等因素，大宗商品价格已开始回落，上游对中下游利润的挤压可能进一步缓解；但考虑到长协锁定价格、产量提升、基建发力等因素影响，短期上游利润占比可能仍将处于顶部区间（50%左右）。

3、分行业看：价格回落拖累上游企业盈利，行业分化有所收敛

>三大行业看：1-12月采矿、制造、公用事业利润两年复合增速分别为40.4%、19.1%和-19.9%，前值分别为38.5%、19.5%和-10.7%，公用事业利润降幅进一步扩大。

>细分行业看：如果按照量、价、利润率三方面进行拆解，PPI上行是观察2021年盈利的主要逻辑，但边际上看，12月上游行业价格、利润率同步回落（测算过程详见图表5），对盈利的支撑有所弱化。1）总体看，2021年利润两年复合增速超过20%的行业主要集中在受益于PPI上行的煤炭采选、黑色采矿、有色采矿、燃料加工、化工制品、化纤、黑色冶炼、有色冶炼，以及受益于疫情的医药制造、通信电子为代表的高新技术产业，和2021全年股价涨幅靠前的行业基本对应，说明工业企业盈利状况仍可作为股价走势的测度。2）边际上看，上游采掘、原材料12月营收和盈利增速多数回落，归因看，价格和利润率下降是主要拖累（数量并无明显回落）。3）剔除价格因素的销售数量更能反映真实的供需变化，12月39个细分行业中16个销售数量增速回落，相比11月略有好转。其中，销售数量回升较多的行业包括：上游的非金属采矿、化工制造，中游的其他制造、专用设备制造，下游的木材加工、印刷等；销售数量回落较多的行业包括：化纤制造、燃气生产、废弃资源利用、交通运输、纺织、烟草制品等。4）其他值得关注的行业包括：12月电力热力行业营收小幅改善，煤电价格上行是主要支撑，但销售数量、电厂盈利仍明显回落，一方面说明当前经济下行压力确实较大，用电需求回落；另一方面也说明当前煤价可能仍然偏高，对电厂盈利存在挤压。

4、库存看：12月增速如期回落，不同产业链延续分化，投资链转向补库

>整体看，1-12月规上企业产成品库存增速回落0.8个百分点至17.1%，符合我们前期判断（详见前期报告《上游挤压下游开始缓解—兼评11月工业企业利润》）。往后看，维持此前判断，考虑到经济下行、需求趋弱以及PPI逐步回落，企业可能延续主动去库。

>分产业链看，煤炭资源链已转向去库，投资链转向补库，消费链有所分化。高频数据看，煤炭港口、电厂库存都已开始回落，考虑到保供措施弱化以及春节临近等因素，后续煤炭可能延续去库。投资链看，基建、地产产业链的沥青、螺纹钢、PVC（主要用于管材）、铜等有补库迹象，应和近期稳增长政策发力有关；消费链看，由于缺芯好转，汽车整车库存延续回升，汽车产业链的天然橡胶等库存稳中偏弱；纺织产业链PP（主要用于纤维制品）、涤纶长丝等小幅去库。

5、企业类型看：盈利方面，国企挤压民企继续缓解；杠杆率方面，国企民企均回落，民企已接近疫前

>利润增速：1-12月国企、民企利润两年复合增速分别为23.1%、14.7%，前值为25.6%、14.1%，二者差距进一步收窄，表明国企对民企利润的挤压有所好转。往后看，继续提示考虑到煤炭等大宗商品价格已经明显回落，国企对民企利润的挤压可能进一步好转。

>杠杆率：工业企业资产负债率下降0.3个百分点至56.1%。分所有制看，国企资产负债率下降0.2个百分点至57.1%，民企资产负债率下降0.5个百分点至57.6%，已经接近疫情前水平。

6、2022年企业盈利展望：紧盯两大主线，上游向中下游传导+外需转内需

年初以来权益市场大幅波动，一大原因是市场对基本面有分歧有担心，尤其是“稳增长能不能稳住、靠什么稳住”，具体到企业盈利端，我们提示关注2022年的两大主线：

1) PPI-CPI剪刀差收敛，企业盈利将从上游向中下游传导：维持此前判断，2022年“上游盈利占比下降、中下游改善”应是基准情形，其中：盈利相对确定改善的行业包括农林牧渔、汽车制造、纺织服装、有色冶炼、电力热力等；盈利相对确定回落的行业包括煤炭采选、油气开采、燃料加工、化工化纤制造、电气机械等（详见《2022年盈利将上下游传导—基于PPI-CPI剪刀差的测算》、《2021年出口强势收官，2022年不必悲观》、《2022年基建大概率高增，有哪些发力点？》等前期报告）。

2) 外需转内需，基建等稳增长链条的盈利大概率明显改善：外需方面，2022年出口大概率回落，外需对营收和盈利的支撑将弱化。内需方面，2022年政策将全力稳增长，松地产、扩基建是主抓手，继续提示基建有望超预期高增至8%左右甚至更高，结构上新老基建将共同发力，钢铁、有色、玻璃等老基建相关行业的盈利韧性有望增强，光伏设备、5G基站等新基建相关行业的盈利弹性有望增强。

风险提示: 疫情、外部环境、政策力度等超预期变化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiangyuan@gszq.com

研究助理 刘安林

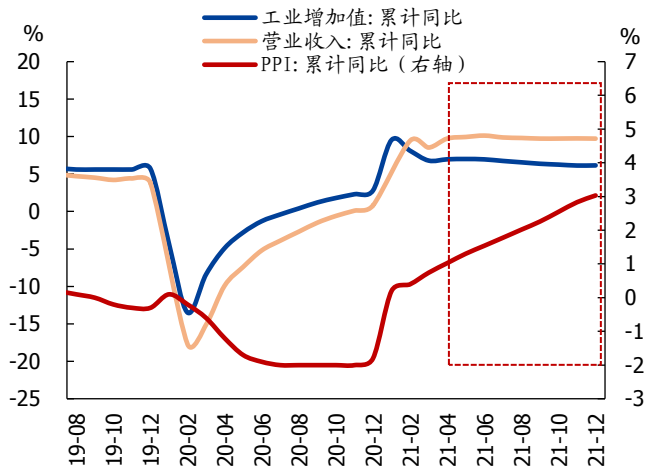
执业证书编号：S0680121020004

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

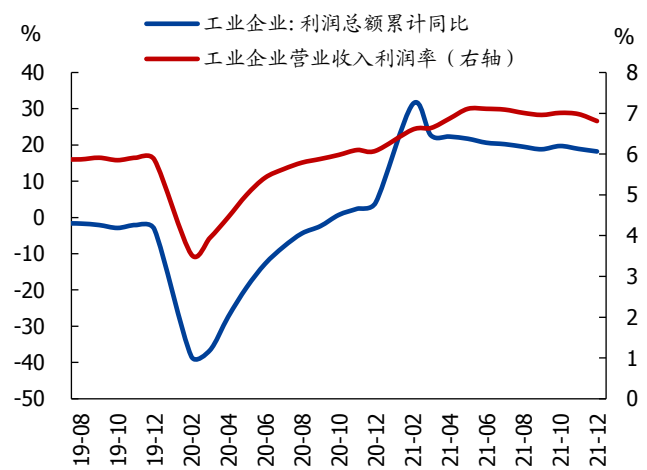
- 《上游挤压下游开始缓解—兼评11月工业企业利润》2021-12-27
- 《2022年盈利将上下游传导—基于PPI-CPI剪刀差的测算》2022-01-24
- 《2022年地方“两会”9大信号（附21张详表）》2022-01-25
- 《地产有望实质性松动—住建部2022工作会议的信号》2022-01-21
- 《2021年出口强势收官，2022年不必悲观》2022-01-14
- 《大方向确定—2021年通胀回顾与2022年展望》2022-01-12
- 《2022年基建大概率高增，有哪些发力点？》2022-01-15

图表 1: 量、价因素继续支撑企业营收



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021年采用两年复合增速)

图表 2: 利润率下降是盈利增速下行的主要拖累



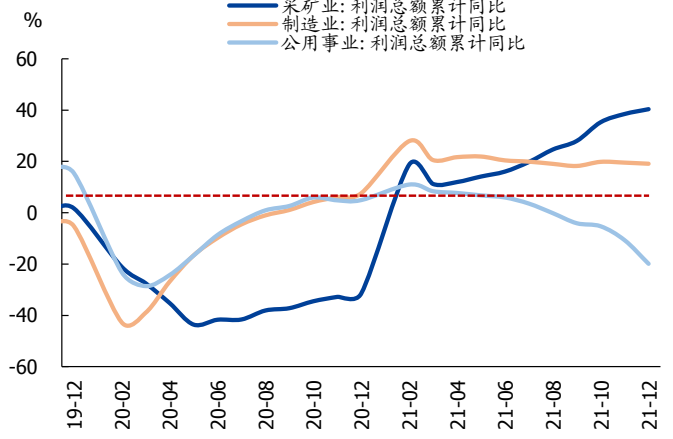
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021年采用两年复合增速)

图表 3: 上游利润占比连续 2 个月回落

	利润总额占工业企业利润的比例					
	上游采掘	上游原材料	上游合计 (采掘+原材料)	中游设备制造	下游消费	公用事业
2021-12	11.93%	39.63%	51.56%	30.15%	14.74%	3.55%
2021-11	12.44%	39.92%	52.36%	28.72%	14.28%	4.64%
2021-10	12.06%	40.37%	52.42%	28.22%	14.17%	5.18%
2021-09	11.04%	40.36%	51.41%	28.69%	14.47%	5.43%
2021-08	10.55%	40.77%	51.32%	28.19%	14.61%	5.89%
2021-07	9.77%	40.68%	50.45%	28.63%	14.72%	6.20%
2021-06	9.06%	40.47%	49.53%	29.17%	14.94%	6.36%
2021-05	8.79%	40.81%	49.60%	28.60%	15.29%	6.52%
2021-04	8.37%	39.66%	48.02%	28.59%	16.41%	6.97%
2021-03	8.32%	37.91%	46.23%	28.51%	17.76%	7.49%
2021-02	8.87%	37.01%	45.88%	26.64%	19.78%	7.70%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (四舍五入可能导致表格中取值存在细微差异)

图表 4: 公用事业利润两年复合增速降幅进一步扩大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021年采用两年复合增速)

图表 5: 12月上游行业营收增速边际回落, 价格、利润率是主要拖累

		营收			PPI			数量			利润率		
		2021-11	2021-12	营收增速变化	2021-11	2021-12	PPI增速变化	2021-11	2021-12	数量增速变化	2021-11	2021-12	利润率增速比变化
上游 采矿	煤炭采选	100.6%	77.2%	-23.5%	88.8%	66.8%	-22.0%	6.3%	6.2%	0.0%	22.3%	21.3%	-1.0%
	油气开采	52.8%	26.7%	-26.1%	68.5%	45.6%	-22.9%	-9.3%	-13.0%	-3.6%	22.2%	18.5%	-3.7%
	黑色采矿	10.1%	4.1%	-5.9%	9.5%	-2.6%	-12.1%	0.5%	6.9%	6.4%	14.3%	13.3%	-1.0%
	有色采矿	16.6%	9.8%	-6.8%	13.1%	12.3%	-0.8%	3.1%	-2.2%	-5.4%	17.6%	16.6%	-1.0%
	非金属采矿	13.3%	25.0%	11.7%	6.4%	7.1%	0.7%	6.5%	16.7%	10.2%	10.4%	10.7%	0.2%
上游 原材料	燃料加工	36.7%	22.1%	-14.6%	53.1%	36.4%	-16.7%	-10.7%	-10.5%	0.2%	5.8%	4.8%	-0.9%
	化工制造	21.4%	24.6%	3.2%	29.6%	23.8%	-5.8%	-6.3%	0.7%	7.0%	10.0%	9.7%	-0.3%
	医药制造	4.7%	12.0%	7.2%	0.1%	0.1%	0.0%	4.6%	11.8%	7.2%	20.7%	21.4%	0.7%
	化纤制造	63.3%	17.8%	-45.5%	24.6%	18.4%	-6.2%	31.1%	-0.5%	-31.6%	6.4%	6.1%	-0.3%
	橡胶塑料	11.6%	12.3%	0.7%	6.3%	5.0%	-1.3%	5.0%	6.9%	2.0%	5.8%	5.9%	0.1%
	非金属矿物制品	11.6%	14.2%	2.7%	13.2%	11.1%	-2.1%	-1.5%	2.8%	4.3%	8.5%	8.4%	0.0%
	黑色冶炼	12.6%	7.7%	-5.0%	31.0%	21.4%	-9.6%	-14.0%	-11.3%	2.7%	4.7%	4.4%	-0.3%
	有色冶炼	22.0%	12.2%	-9.8%	26.5%	20.0%	-6.5%	-3.6%	-6.5%	-3.0%	4.6%	4.5%	-0.2%
中游 制造	金属制品	14.2%	13.8%	-0.3%	10.1%	9.4%	-0.7%	3.7%	4.1%	0.4%	4.7%	4.8%	0.2%
	通用设备	11.5%	5.0%	-6.4%	2.8%	2.9%	0.1%	8.4%	2.1%	-6.4%	6.8%	6.7%	-0.1%
	专用设备	-5.3%	5.4%	10.7%	1.3%	1.4%	0.1%	-6.5%	4.0%	10.5%	8.0%	8.1%	0.1%
	汽车制造	-1.4%	3.0%	4.5%	0.2%	0.3%	0.1%	-1.6%	2.7%	4.4%	6.2%	6.1%	0.0%
	交运设备	15.8%	5.7%	-10.1%	1.7%	1.3%	-0.4%	13.9%	4.4%	-9.5%	5.2%	4.1%	-1.1%
	电气机械	19.5%	17.0%	-2.5%	7.7%	7.1%	-0.6%	10.9%	9.2%	-1.7%	5.4%	5.3%	0.0%
	电子通信	15.0%	18.6%	3.7%	1.7%	1.6%	-0.1%	13.1%	16.8%	3.7%	5.4%	5.9%	0.4%
	仪器仪表	12.6%	13.3%	0.7%	-0.3%	0.7%	1.0%	13.0%	12.5%	-0.4%	10.6%	10.5%	-0.1%
	其他制造	-4.1%	16.6%	20.7%	1.5%	1.5%	0.0%	-5.5%	14.9%	20.4%	5.4%	5.6%	0.1%
	废弃资源利用	59.1%	43.6%	-15.5%	19.7%	19.5%	-0.2%	32.9%	20.2%	-12.7%	3.4%	3.8%	0.4%
下游 消费	金属制品、机械设 备修理	20.1%	22.5%	2.3%	-0.2%	-0.2%	0.0%	20.4%	22.7%	2.3%	5.5%	4.4%	-1.1%
	农副食品	15.5%	7.2%	-8.3%	3.4%	2.4%	-1.0%	11.7%	4.7%	-7.0%	3.2%	3.5%	0.3%
	食品制造	11.2%	12.5%	1.3%	3.5%	4.2%	0.7%	7.4%	8.0%	0.5%	7.6%	7.8%	0.2%
	酒类饮料	8.1%	8.6%	0.6%	1.0%	0.8%	-0.2%	7.0%	7.8%	0.8%	16.1%	16.5%	0.4%
	烟草制品	8.8%	1.1%	-7.8%	0.6%	0.9%	0.3%	8.2%	0.2%	-8.0%	12.5%	9.7%	-2.7%
	纺织	6.5%	10.9%	4.4%	9.2%	8.8%	-0.4%	-2.5%	1.9%	4.4%	4.4%	4.7%	0.3%
	纺织服装	6.7%	-3.2%	-9.9%	1.1%	0.6%	-0.5%	5.6%	-3.8%	-9.3%	5.0%	5.2%	0.2%
	皮革制鞋	11.6%	9.6%	-2.1%	0.9%	1.5%	0.6%	10.6%	7.9%	-2.7%	5.0%	5.2%	0.2%
	木材加工	15.9%	27.3%	11.4%	3.7%	3.1%	-0.6%	11.8%	23.5%	11.7%	3.8%	4.1%	0.3%
	家具制造	6.8%	12.0%	5.2%	1.0%	1.5%	0.5%	5.8%	10.4%	4.6%	5.4%	5.4%	0.0%
	造纸	5.2%	7.8%	2.6%	6.6%	6.3%	-0.3%	-1.3%	1.4%	2.7%	5.8%	5.9%	0.1%
	印刷	7.4%	14.9%	7.5%	1.6%	1.5%	-0.1%	5.7%	13.2%	7.5%	5.5%	5.8%	0.3%
	文体用品	11.5%	13.1%	1.6%	1.8%	1.5%	-0.3%	9.5%	11.4%	1.9%	4.9%	5.4%	0.5%
公用 事业	电力热力	15.4%	15.5%	0.1%	2.4%	4.8%	2.4%	12.7%	10.2%	-2.5%	3.6%	2.3%	-1.3%
	燃气生产	39.5%	20.2%	-19.4%	10.9%	12.5%	1.6%	25.8%	6.8%	-19.0%	7.3%	7.3%	0.0%
	水的生产供应	11.1%	13.5%	2.4%	1.3%	1.5%	0.2%	9.7%	11.8%	2.2%	11.6%	10.8%	-0.8%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算(注: 以上数据均采用12月当月同比, 其中数量增速=(1+营收增速)/(1+PPI增速)-1)

图表 6: 12月工业企业产成品库存增速边际回落



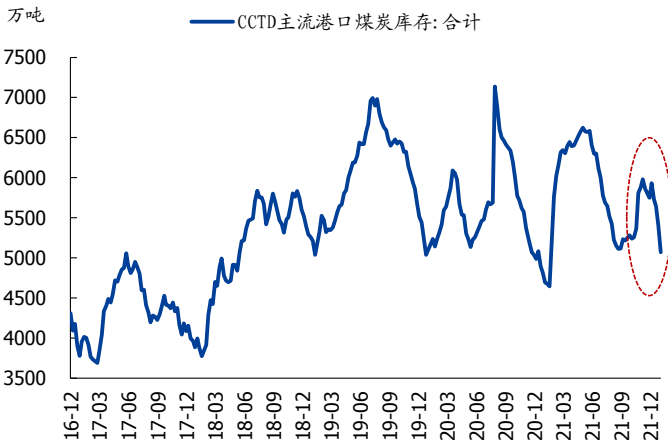
资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

图表 7: 剔除价格因素的实际库存边际回落



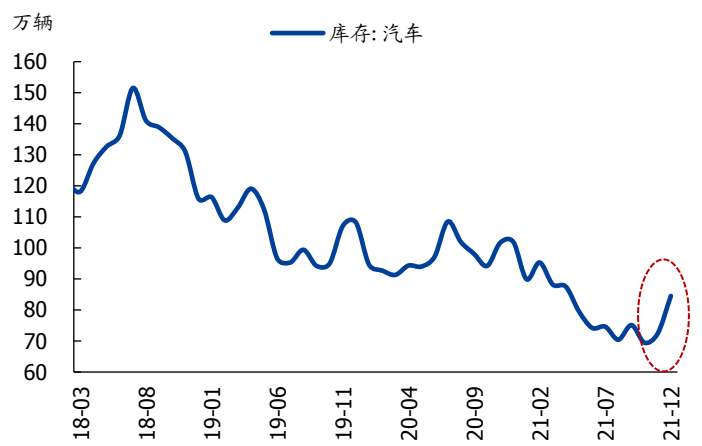
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 煤炭已经转向去库



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 汽车整车库存回升

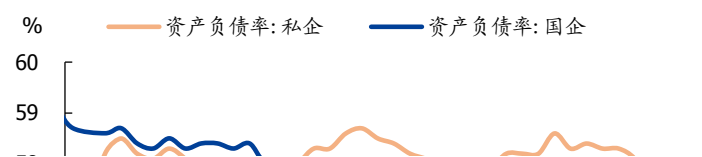


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 国企对民企盈利的挤压继续缓和



图表 11: 民企资产负债率已接近疫情水平



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_36803



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn