

宏观点评

上游重新挤压下游-2022年首份企业盈利的5大信号

事件: 2022年1-2月规模以上工业企业利润总额同比5.0%，以2019年为基期三年复合增速21.8%。

核心观点: 2022年首份盈利数据总体不差，但结构显著恶化，特别是上游对中游、国企对民企挤压再度加剧，私企杠杆大幅抬升。具体看，有5大信号。

1、整体看：1-2月工业企业盈利不差，营收增加是主要支撑，利润率下降拖累盈利约13.5个百分点

>整体看，今年1-2月工业企业盈利总体不差。增速上看，1-2月规模以上工业企业利润同比增5.0%，高于2021年12月的4.2%；以2019年为基期的三年复合增速21.8%，也高于2021年的两年复合增速18.2%；绝对值看，1-2月工业企业利润1.16万亿（2021年1-2月为1.11万亿、疫情前2016-2019年同期均值为8683.3亿元），也是同期历史最高水平。

>归因看，盈利不差主要源于营业收入增加的支撑，利润率下降拖累盈利约13.5个百分点。1-2月工业企业营收同比增13.9%，显著高于利润增速；三年复合增速10.9%，也高于2021年的两年复合增速9.7%。具体看，营收高增背后体现的是量、价两方面的支撑：1-2月工业增加值、PPI分别为7.5%、8.9%，均高于市场预期；三年复合增速分别为7.9%、3.2%，高于2021年的两年复合增速6.2%、3.0%。但是，利润率明显回落对企业盈利存在拖累，1-2月工业企业营收利润率5.97%，同比下降0.5个百分点（统计局可比口径），相比2021年全年下降0.8个百分点，而背后体现的正是原材料价格上涨、中下游利润被挤压。如果按照2021年的利润率简单匡算，利润率下降对盈利的拖累约为13.5个百分点，即如果按照2021全年的利润率水平，相同营收情况下1-2月盈利增速应为18.5%左右。

2、上下游看：大宗价格上涨继续扰动盈利结构，上游对中下游盈利的挤压再度加剧，盈利结构显著恶化

>大宗商品价格上涨继续扰动盈利结构，上游对中下游盈利的挤压再度加剧。1-2月上游（采掘+原材料）利润占比跳升2.1个百分点至53.7%，相比2021年10月的高点再度上升约1.3个百分点，创2005年8月以来新高。其中，采掘行业利润占比跳升8.2个百分点至20.2%，相比之下2021全年采掘行业盈利占比均值为10.1%、2012-2019年均值为9.8%。原材料制造业利润占比回落6.1个百分点至33.5%，表明大宗价格上涨不仅挤压中下游行业盈利，对原材料制造业盈利也存在挤压；同时黑色、通用设备等行业盈利都明显下降，也表明下游需求仍然偏弱，稳增长举措还需进一步出台。中游设备制造业利润占比大幅下降6.5个百分点至23.6%，一方面跟上游原材料价格上涨挤压有关，另一方面也跟季节因素有关（2012-2019年1-2月中游利润占比下降均值为5.2个百分点）。下游消费制造业利润占比回升3.8个百分点至18.5%，主要体现春节需求增加的影响。公用事业利润占比提升0.6个百分点至4.2%，为2020年8月以来占比首次提升，主要体现电价浮动范围扩大、春节前煤炭价格阶段性回落的影响。

>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，“上游盈利占比下降、中下游盈利改善”应是2022年的基准情形；但考虑到俄乌冲突的不确定性、稳增长政策发力、长协锁定价格等因素影响，短期大宗商品价格可能仍将处于高位，可能对上游盈利占比下行、中下游盈利改善的幅度形成扰动，倾向于认为短期上游利润占比仍将处于顶部区间（50%以上）。

3、分行业看：关注两大特征，PPI短期高位仍是观察细分行业盈利的主要逻辑，下游需求仍然不足

>三大产业看：1-2月采矿、制造、公用事业利润三年复合增速分别为49.3%、15.5%和-11.6%，2021年的两年复合增速分别为40.4%、19.1%和-19.9%，采矿业利润增速扩大，公用事业利润降幅收窄。

>细分行业看：如果按照量、价、利润率三方面进行拆解，两大特征值得注意：一是PPI短期高位仍是企业盈利的主要逻辑；二是下游需求不足，稳增长相关举措仍需进一步出台。1）总体看，1-2月利润三年复合增速超过20%的行业主要集中在两部分：一是上游的煤炭采选、油气开采、黑色采矿、有色采矿、化工、有色冶炼等，刚好也是年初以来市场表现较好的行业，市场交易的应主要是大宗涨价，PPI短期维持高位的逻辑；二是中游的专用设备、汽车制造、电气机械、通信电子、仪器仪表、其他制造、废弃资源综合利用，这些行业年初以来表现欠佳。但应关注的是，上述行业的下跌主要受情绪的压制，目前看行业盈利并无太大问题。2）边际上看，除上游采矿、下游消费制造中的必选消费（烟草制品、酒类饮料、食品制造等）外，其他细分行业利润率基本都有所回落。归因看，前者主要受益于大宗价格持续高位，后者主要受益于春节需求增加。3）剔除价格因素的销售数量更能反映真实的供需变化，1-2月39个细分行业中有18个销售数量增速回落，相比去年12月增速回落的行业略有增加。其中，销售数量回落较多的行业主要集中在中游设备制造的专用设备、交通运输设备、仪器仪表，下游消费品制造中的木材加工、家具制造、印刷等，表明地产、以及其他终端消费需求仍然偏弱。4）其他值得关注的行业包括：3月国内疫情明显反弹，下游消费品制造相关行业的盈利上还未完全反应疫情的影响；俄乌冲突导致的油价上涨也主要集中在3月，当前盈利数据也还未完全反应油价上涨的影响。

4、库存端看：1-2月增速延续回落，不同产业链继续分化，煤炭、投资链多数季节性补库

>整体看，1-2月规模以上企业产成品库存增速回落0.3个百分点至16.8%，三年复合增速回落1.4个百分点至10.3%，均为连续2个月回落。但是，值得关注的是，1-2月剔除价格因素的实际库存仍在上行，表明1-2月库存增速回落主要是价格因素影响，考虑到短期PPI可能仍将处于高位，库存增速回落的幅度和节奏仍待观察。但全年看，由于经济下行压力、PPI整体趋降、M1同比等前瞻指标信号，预计工业企业可能延续去库。

>分产业链看，煤炭资源链、投资链多数补库，消费链部分原材料库存仍处高位。高频数据看，煤炭港口库存仍然偏低，考虑到后续气温回升、煤炭消费进入淡季，电厂可能利用未来1-2个月的时间加速补库。投资链看，基建、地产产业链的沥青、PVC（主要用于管材）等季节性补库，螺纹钢则已开始去库。消费链看，汽车整车库存延续小幅回升，纺织服装产业链的涤纶长丝等库存仍处高位。

5、企业类型看：盈利方面，国企挤压民企再度加剧；杠杆率方面，国企民企杠杆之差明显走阔

>利润增速：1-2月国企、私企利润分别同比增长16.7%、-1.7%，三年复合增速分别为30.2%、13.8%，2021年的两年复合增速分别为23.1%、14.7%，表明国企对私企利润的挤压再度加剧。往后看，考虑到俄乌冲突仍具有不确定性、大宗商品价格中枢仍高，短期国企对私企利润的挤压可能持续。

>杠杆率：工业企业资产负债率上升0.2个百分点至56.3%。分所有制看，国企资产负债率小幅下降0.1个百分点至57.0%，私企资产负债率上升0.8个百分点至58.4%，国企、私企杠杆之差达到1.4个百分点，创疫情以来次高（仅次于2021年6月的1.6个百分点），继续提示关注私企债务风险。

6、往后看，相比2021年12月，今年1-2月的盈利数据至少有两个方面市场并未预料到：一是俄乌冲突导致大宗商品、特别是能源品价格大幅上涨，进而使得PPI下行慢于预期；二是稳增长仍处于“高预期、低现实”状态（这也是年初以来稳增长相关的建筑、建材并无亮眼表现的一大原因）。具体到企业盈利端，继续提示两点关注：1）CPI上、PPI下、PPI-CPI剪刀差收窄应是2022年的基准情形，参照过去几轮剪刀差收窄的经验，继续提示上游盈利向中下游传导应是今年企业盈利的主线之一；但鉴于近期大宗价格上涨、疫情冲击消费等因素，幅度、时间可能慢于预期。短期上游盈利占比预计仍将处于高位（比如高于50%），中下游盈利实际改善程度尚待观察。2）稳增长“高现实”可能迟到，但不会缺席。继续提示2022年政策将全力稳增长，松地产、扩基建是主抓手，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 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘安林

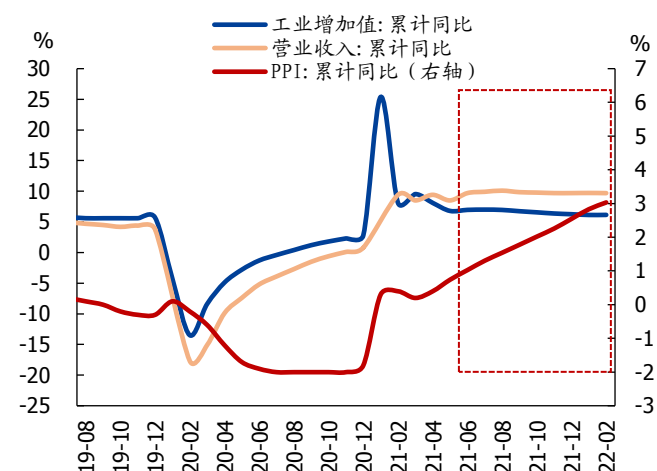
执业证书编号：S0680121020004

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

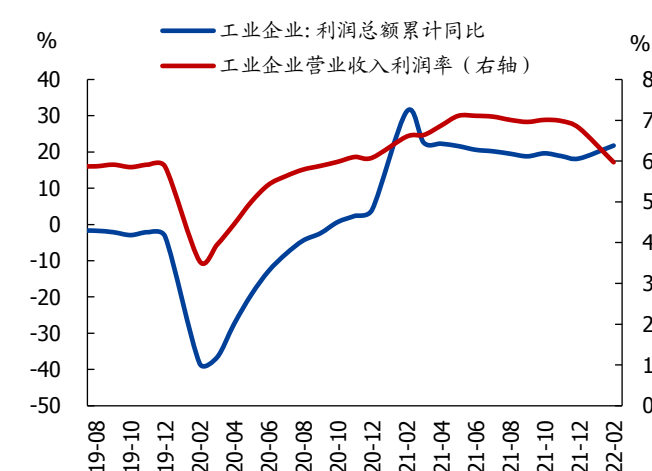
- 1、《当前疫情对经济冲击几何？》2022-03-24
- 2、《对经济大超预期的几点理解》2022-03-15
- 3、《警惕全球大滞胀-兼评2月物价》2022-03-09
- 4、《2022年企业盈利有两条主线》2022-01-28
- 5、《2022年盈利将上下游传导—基于PPI-CPI剪刀差的测算》2022-01-24
- 6、《地产有望实质性松动—住建部2022工作会议的信号》2022-01-21
- 7、《2022年基建大概率高增，有哪些发力点？》2022-01-05

图表 1: 1-2 月量、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, 2022 年采用三年复合增速)

图表 2: 利润率下降对企业盈利存在拖累



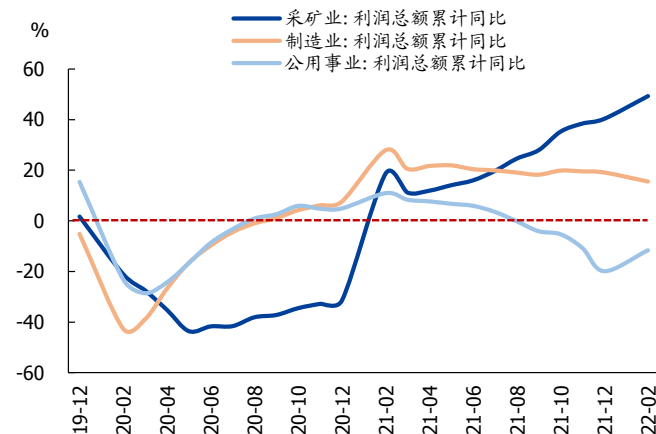
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021 年采用两年复合增速, 2022 年采用三年复合增速)

图表 3: 上游利润占比再度大幅抬升

	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
2022-02	20.2%	33.5%	53.7%	23.6%	18.5%	4.2%
2021-12	11.9%	39.6%	51.6%	30.2%	14.7%	3.5%
2021-11	12.4%	39.9%	52.4%	28.7%	14.3%	4.6%
2021-10	12.1%	40.4%	52.4%	28.2%	14.2%	5.2%
2021-09	11.0%	40.4%	51.4%	28.7%	14.5%	5.4%
2021-08	10.5%	40.8%	51.3%	28.2%	14.6%	5.9%
2021-07	9.8%	40.7%	50.5%	28.6%	14.7%	6.2%
2021-06	9.1%	40.5%	49.5%	29.2%	14.9%	6.4%
2021-05	8.8%	40.8%	49.6%	28.6%	15.3%	6.5%
2021-04	8.4%	39.7%	48.0%	28.6%	16.4%	7.0%
2021-03	8.3%	37.9%	46.2%	28.5%	17.8%	7.5%

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: 采矿业利润增速扩大, 公用事业利润降幅收窄



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021 年采用两年复合增速, 2022 年采用三年复合增速)

图表 5: PPI 高位仍是观察细分行业盈利的主要逻辑

		营收			PPI			数量			利润率		
		2021-12	2022-02	营收增速变化	2021-12	2022-02	PPI增速变化	2021-12	2022-02	数量增速变化	2021-12	2022-02	利润率增速比变化
上游采矿	煤炭采选	77.2%	62.2%	-15.0%	66.8%	48.4%	-18.5%	6.2%	9.3%	3.1%	21.3%	25.6%	4.2%
	油气开采	26.7%	41.8%	15.1%	45.6%	40.1%	-5.6%	-13.0%	1.2%	14.2%	18.5%	33.2%	14.7%
	黑色采矿	4.1%	-4.5%	-8.6%	-2.6%	-6.6%	-4.0%	6.9%	2.2%	-4.7%	13.3%	17.2%	3.9%
	有色采矿	9.8%	20.8%	11.0%	12.3%	11.7%	-0.6%	-2.2%	8.1%	10.3%	16.6%	20.8%	4.2%
	非金属采矿	25.0%	14.3%	-10.7%	7.1%	6.9%	-0.2%	16.7%	6.9%	-9.8%	10.7%	8.8%	-1.8%
上游原材料	燃料加工	22.1%	25.0%	2.9%	36.4%	30.2%	-6.3%	-10.5%	-4.0%	6.5%	4.8%	3.5%	-1.4%
	化工制造	24.6%	27.3%	2.7%	23.8%	20.4%	-3.5%	0.7%	5.8%	5.1%	9.7%	8.8%	-0.8%
	医药制造	12.0%	2.7%	-9.3%	0.1%	0.1%	0.0%	11.8%	2.6%	-9.3%	21.4%	15.9%	-5.5%
	化纤制造	17.8%	15.7%	-2.1%	18.4%	12.8%	-5.7%	-0.5%	2.6%	3.1%	6.1%	3.1%	-3.1%
	橡胶塑料	12.3%	8.2%	-4.0%	5.0%	4.3%	-0.8%	6.9%	3.8%	-3.1%	5.9%	4.0%	-1.8%
	非金属矿物制品	14.2%	12.1%	-2.2%	11.1%	8.6%	-2.6%	2.8%	3.2%	0.4%	8.4%	6.2%	-2.3%
	黑色冶炼	7.7%	3.3%	-4.4%	21.4%	13.8%	-7.6%	-11.3%	-9.2%	2.1%	4.4%	1.6%	-2.8%
	有色冶炼	12.2%	25.7%	13.5%	20.0%	20.1%	0.1%	-6.5%	4.7%	11.2%	4.5%	4.7%	0.2%
中游制造	金属制品	13.8%	14.4%	0.6%	9.4%	8.3%	-1.2%	4.1%	5.7%	1.6%	4.8%	3.6%	-1.3%
	通用设备	5.0%	8.1%	3.1%	2.9%	2.7%	-0.3%	2.1%	5.3%	3.2%	6.7%	4.6%	-2.1%
	专用设备	5.4%	4.6%	-0.9%	1.4%	1.4%	0.0%	4.0%	3.1%	-0.9%	8.1%	7.0%	-1.1%
	汽车制造	3.0%	6.0%	3.0%	0.3%	0.6%	0.3%	2.7%	5.4%	2.7%	6.1%	5.4%	-0.7%
	交运设备	5.7%	4.6%	-1.1%	1.3%	1.7%	0.4%	4.4%	2.9%	-1.5%	4.1%	1.9%	-2.2%
	电气机械	17.0%	26.3%	9.3%	7.1%	6.9%	-0.2%	9.2%	18.1%	8.9%	5.3%	3.9%	-1.5%
	电子通信	18.6%	11.8%	-6.9%	1.6%	1.5%	-0.1%	16.8%	10.1%	-6.6%	5.9%	3.5%	-2.4%
	仪器仪表	13.3%	12.5%	-0.8%	0.7%	1.0%	0.3%	12.5%	11.5%	-1.0%	10.5%	5.6%	-4.9%
	其他制造	16.6%	12.4%	-4.2%	1.5%	1.8%	0.3%	14.9%	10.5%	-4.4%	5.6%	5.0%	-0.5%
	废弃资源利用	43.6%	62.7%	19.0%	19.5%	17.4%	-2.2%	20.2%	38.6%	18.4%	3.8%	2.6%	-1.2%
下游消费	金属制品、机械设 备修理	22.5%	20.9%	-1.5%	-0.2%	-0.4%	-0.2%	22.7%	21.4%	-1.3%	4.4%	2.0%	-2.4%
	农副食品	7.2%	3.1%	-4.1%	2.4%	0.1%	-2.3%	4.7%	3.0%	-1.7%	3.5%	2.8%	-0.7%
	食品制造	12.5%	9.3%	-3.2%	4.2%	4.7%	0.5%	8.0%	4.4%	-3.6%	7.8%	8.5%	0.7%
	酒类饮料	8.6%	11.8%	3.2%	0.8%	0.6%	-0.3%	7.8%	11.2%	3.4%	16.5%	17.9%	1.4%
	烟草制品	1.1%	9.1%	8.1%	0.9%	1.0%	0.1%	0.2%	8.0%	7.9%	9.7%	15.5%	5.8%
	纺织	10.9%	15.6%	4.7%	8.8%	8.3%	-0.6%	1.9%	6.8%	4.9%	4.7%	3.2%	-1.5%
	纺织服装	-3.2%	13.6%	16.8%	0.6%	1.1%	0.5%	-3.8%	12.5%	16.2%	5.2%	4.3%	-0.9%
	皮革制鞋	9.6%	15.4%	5.9%	1.5%	1.6%	0.1%	7.9%	13.6%	5.7%	5.2%	4.5%	-0.8%
	木材加工	27.3%	10.7%	-16.6%	3.1%	2.8%	-0.3%	23.5%	7.7%	-15.8%	4.1%	3.3%	-0.8%
	家具制造	12.0%	9.9%	-2.1%	1.5%	1.8%	0.3%	10.4%	8.0%	-2.3%	5.4%	3.4%	-2.1%
	造纸	7.8%	5.2%	-2.7%	6.3%	4.0%	-2.3%	1.4%	1.1%	-0.3%	5.9%	2.9%	-3.0%
	印刷	14.9%	10.7%	-4.2%	1.5%	1.8%	0.3%	13.2%	8.7%	-4.5%	5.8%	3.9%	-1.9%
	文体用品	13.1%	15.9%	2.8%	1.5%	2.1%	0.6%	11.4%	13.5%	2.1%	5.4%	3.9%	-1.5%
公用事业	电力热力	15.5%	19.0%	3.5%	4.8%	8.1%	3.3%	10.2%	10.0%	-0.1%	2.3%	2.5%	0.3%
	燃气生产	20.2%	16.3%	-3.9%	12.5%	10.2%	-2.4%	6.8%	5.6%	-1.2%	7.3%	3.5%	-3.8%
	水的生产供应	13.5%	37.3%	23.8%	1.5%	1.7%	0.2%	11.8%	35.0%	23.2%	10.8%	5.1%	-5.7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算(注: 由于 PPI 1-2 月累计同比数据部分行业缺失, 故 PPI 采用 1-2 月当月同比均值, 其余数据均采用 1-2 月累计值, 其中数量增速 = $(1 + \text{营收增速}) / (1 + \text{PPI 增速}) - 1$)

图表 6: 1-2 月工业企业产成品库存增速回落



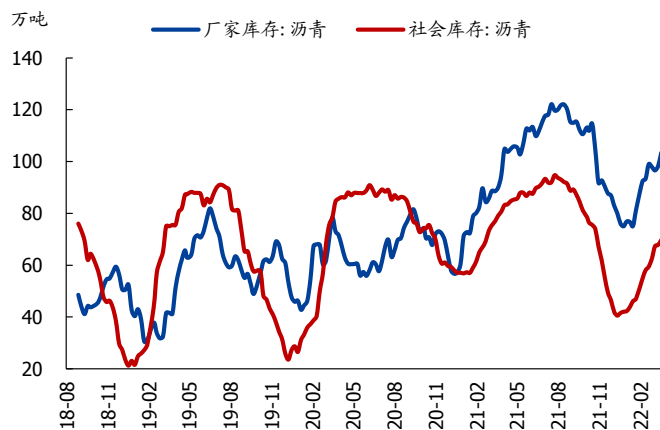
资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

图表 7: 1-2 月剔除价格因素的实际库存延续上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 1-2 月沥青延续季节性补库



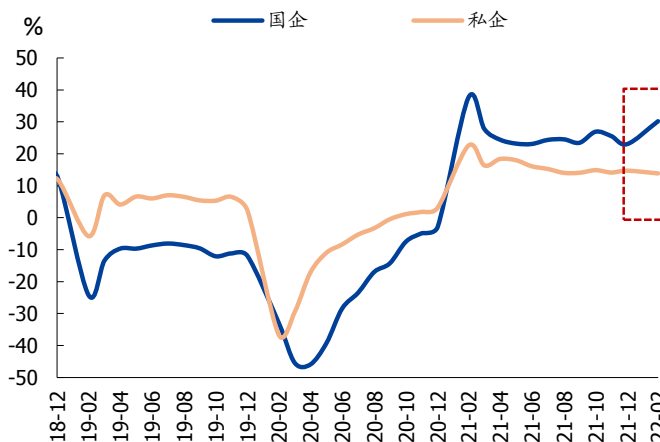
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 1-2 月汽车整车库存小幅抬升



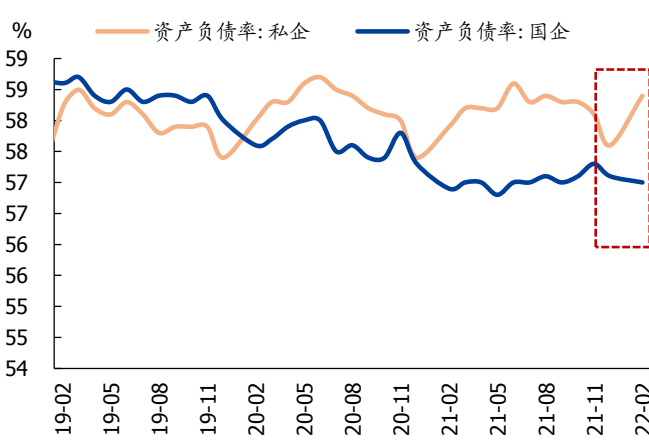
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 国企对私企盈利的挤压再度加剧



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 私企资产负债率大幅抬升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

疫情、外部环境、政策力度等超预期变化。

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_39781

