

## 宏观点评

### 企业“盈利底”还需磨一兼评4月工业企业利润

**事件:**1-4月规上企业盈利同比3.5%(前值8.5%),三年复合增速15.7%(前值17.7%)。  
**核心观点:**1-4月工业企业盈利同比续降,利润率回落是主拖累;结构多数恶化,包括上游挤压下游加剧、行业分化加大、产成品明显累库等。往后看,预计5月工业企业累计同比、当月同比可能进一步下探,指向企业“盈利底”仍需磨。短期可紧盯三大因素:疫情进展、稳增长政策落地情况、PPI走势。

**1、整体看,4月盈利同比增速续降,利润率回落是主要拖累。**1-4月规上工业企业利润同比增3.5%,低于前值8.5%;以2019年为基期的三年复合增速15.7%,同样低于前值17.7%。归因看,按照“营收×利润率”的框架拆解,利润率下降应是盈利同比回落的主因。利润率方面,1-4月规上工业企业营收利润率6.35%,同比降0.38个百分点,简单匡算拖累1-4月盈利同比约7.3个百分点,背后应是上游能源、原材料价格上涨等的影响;营收方面,1-4月规上工业企业营收同比9.7%,低于前值约3.0个百分点;三年复合增速9.7%,低于前值约0.2个百分点;进一步将营收按照量、价两方面拆分,1-4月工业增加值、PPI三年复合增速分别为6.0%、3.5%,分别较前值降0.7个百分点和升0.2个百分点,意味着工业生产“量”的下降应是营收增速回落的主要拖累,背后体现的应是疫情反复、需求偏弱、信心不足。

#### 2、结构看,关注上下游、分行业、库存端、所有制、杠杆率等5大信号

**>上下游看:**上游对下游的挤压再度加剧。1-4月上游(采掘+原材料)利润占比再度上升1.9个百分点至55.4%,创有数据以来新高;其中上游采掘行业利润占比上升0.8个百分点至20.4%,也创有数据以来新高;原材料行业利润占比上升1.1个百分点至35.0%。中游设备制造利润占比下降1.2个百分点至24.1%,为有数据以来最低;下游消费利润占比下降0.7个百分点至15.4%,公用事业利润占比基本持平5.0%。

**>细分行业看:**行业分化加剧,疫情冲击、需求不足、上游价格高位是主要影响因素。1)剔除价格因素的销售数量更能体现真实需求的变化,1-4月39个细分行业中销售数量增速下降的有32个(1-3月为26个行业下降),表明疫情冲击之下,需求更加疲弱。2)受上游价格高企的带动(PPI仍处高位),4月煤炭采选、石油天然气开采行业盈利分别同比增199.3%、138%,合计拉动工业企业盈利同比13.7个百分点;换言之,如果剔除这两个行业,1-4月盈利同比将进一步回落至-10.2%。3)需额外注意的是,1-4月汽车制造行业营收、利润率全面回落,盈利增速进一步下降21.5个百分点至-33.4%,应和疫情导致部分汽车制造厂商关停有关。

**>库存端看:**企业累库进一步加剧。1-4月规上工业企业产成品库存同比增速扩大1.9个百分点至20.0%,创2012年以来新高;三年复合增速小幅下降0.5个百分点至12.2%(主因2019年4月高基数);剔除价格的实际库存增速扩大3.7个百分点至15.1%,表明企业累库进一步加剧。归因看,今年以来,“营收下+库存上”的组合是被动补库的特征,背后应是需求偏弱、疫情导致物流梗阻等因素的影响。

**>分所有制看:**国企对民企的挤压程度继续缓解。1-4月国企、民企盈利分别同比增13.9%、降0.6%;三年复合增速分别为20.8%、11.7%,前值为24.9%、11.8%,二者增速差距进一步回落,表明国企对民企的挤压有所好转。

**>杠杆率看:**4月企业杠杆率持平,国企、民企杠杆差距有所收窄。4月工业企业资产负债率持平前值56.5%,此前连续2个月回升。其中,国企资产负债率提升0.2个百分点至57.2%,民企资产负债率持平前值58.8%,国企、民企杠杆之差收窄至1.6个百分点(前值1.8个百分点)。但需关注的是,4月国企、民企杠杆之差收窄,主要源于国企杠杆提升,民企杠杆仍有数据以来最高,后续仍需关注民企债务风险。

#### 3、往后看,“盈利底”可能仍未到,短期紧盯3大因素

综合考虑季节性、去年高基数、5月疫情仍反复、5月前三周高频数据仍弱等因素,预计5月工业企业累计同比、当月同比可能均会继续下滑,其中:如果以企业盈利当月环比的季节性进行类推(2012-2019年5月环比均值为6.6%),5月规模以上工业企业盈利同比可能降至-9.5%左右(4月为-8.6%),1-5月累计同比进一步降至1%左右(1-4月3.5%)。换言之,后续企业盈利仍将磨底。具体看,短期关注三大因素:

**>疫情反复:**相比4月,当前疫情已有明显好转,但北京、天津、四川、河南等地疫情仍有反复,可能仍会对经济恢复的速度和节奏形成扰动。

**>稳增长落地情况:**5.25国务院“全国稳住经济大盘”电视电话会议进一步强化政策执行、狠抓落实,要求“5.23国常会部署的33项一揽子政策,5月底之前要出台细则”,预示各项政策有望加快落地,有望支撑地产、基建等稳增长链条的企业盈利。

**>PPI走势:**考虑到俄乌冲突持续演化、稳增长发力等因素,短期大宗价格可能维持高位继续提示:上游利润占比仍将处于顶部区间(50%以上),中下游盈利改善尚待观察。

**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: xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘安林

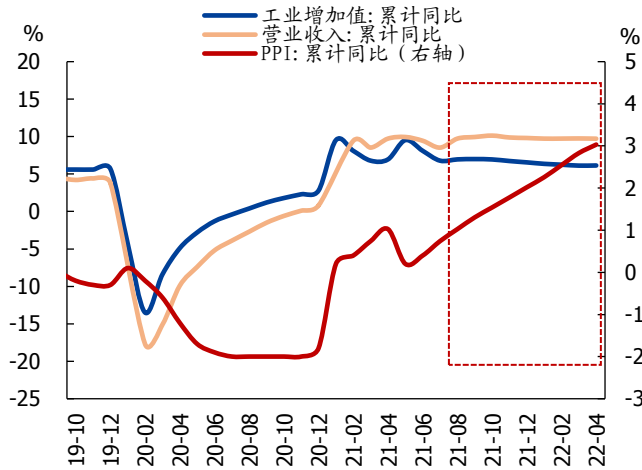
执业证书编号: S0680121020004

邮箱: liuanlin@gszq.com

#### 相关研究

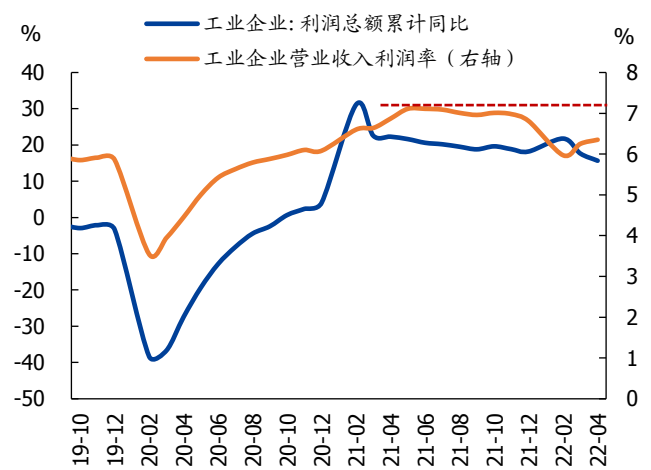
- 1.《如何理解“稳住经济大盘”会议?》2022-05-25
- 2.《需求消失的背后—全面解读4月经济》2022-05-16
- 3.《需求消失,不只是“疫情”所困》2022-05-15
- 4.《美国“胀而不滞”,中国“滞而不胀”,欧洲“大滞胀”》2022-05-11
- 5.《疫情冲击全面显现—4月PMI的5大信号》2022-04-30
- 6.《一季度企业盈利的喜与忧》2022-04-28
- 7.《2022年基建大概率高增,有哪些发力点?》2022-01-05

图表 1: 4月工业增加值增速回落是企业营收下降的主要拖累



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

图表 2: 1-4月利润率同比下降是盈利的主要拖累



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

图表 3: 上游对中下游盈利挤压再度加剧

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
2022-04	20.4%	35.0%	55.4%	24.1%	15.4%	5.0%
2022-03	19.6%	33.9%	53.5%	25.3%	16.1%	5.0%
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%

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: 细分行业分化加剧

		营收			PPI			数量			利润率		
		2022-03	2022-04	营收增速变化	2022-03	2022-04	PPI增速变化	2022-03	2022-04	数量增速变化	2022-03	2022-04	利润率增速比变化
上游 采矿	煤炭采选	78.3%	83.2%	4.9%	53.9%	53.4%	-0.5%	15.9%	19.4%	3.6%	25.0%	26.3%	1.4%
	油气开采	56.1%	47.5%	-8.6%	47.4%	48.5%	1.1%	5.9%	-0.7%	-6.6%	35.5%	34.8%	-0.7%
	黑色采矿	-5.1%	-3.1%	2.0%	-7.1%	-5.5%	1.6%	2.1%	2.5%	0.4%	17.1%	17.2%	0.1%
	有色采矿	22.3%	17.2%	-5.1%	12.7%	14.2%	1.5%	8.5%	2.6%	-5.9%	21.5%	21.4%	0.0%
	非金属采矿	13.8%	5.3%	-8.5%	6.6%	6.4%	-0.2%	6.7%	-1.1%	-7.8%	8.7%	9.0%	0.2%
上游 原材料	燃料加工	26.8%	21.2%	-5.6%	32.8%	38.7%	5.9%	-4.5%	-12.6%	-8.1%	4.1%	4.0%	0.0%
	化工制造	18.3%	11.2%	-7.1%	15.7%	14.9%	-0.8%	2.3%	-3.2%	-5.4%	9.2%	9.6%	0.4%
	医药制造	11.3%	1.5%	-9.9%	0.7%	0.6%	-0.1%	10.6%	0.9%	-9.7%	15.4%	15.6%	0.3%
	化纤制造	17.7%	3.5%	-14.2%	4.5%	3.8%	-0.7%	12.6%	-0.3%	-12.9%	2.5%	2.9%	0.4%
	橡胶塑料	4.0%	-2.8%	-6.8%	3.1%	2.8%	-0.3%	0.9%	-5.5%	-6.4%	4.2%	4.3%	0.1%
	非金属矿物制品	11.6%	1.1%	-10.5%	8.2%	6.6%	-1.6%	3.1%	-5.2%	-8.3%	6.6%	7.0%	0.4%
	黑色冶炼	-0.1%	-9.3%	-9.2%	9.4%	5.6%	-3.8%	-8.7%	-14.1%	-5.5%	2.0%	2.3%	0.3%
	有色冶炼	20.6%	11.2%	-9.3%	18.3%	16.8%	-1.5%	1.9%	-4.8%	-6.7%	4.8%	4.8%	0.0%
中游 制造	金属制品	11.7%	-0.7%	-12.4%	6.8%	5.8%	-1.0%	4.6%	-6.2%	-10.8%	3.5%	3.6%	0.1%
	通用设备	1.5%	-14.6%	-16.1%	2.1%	1.6%	-0.5%	-0.6%	-15.9%	-15.4%	5.1%	5.2%	0.1%
	专用设备	-4.5%	-15.8%	-11.3%	1.2%	1.2%	0.0%	-5.7%	-16.8%	-11.1%	7.4%	7.7%	0.3%
	汽车制造	-8.2%	-35.9%	-27.8%	0.7%	0.7%	0.0%	-8.8%	-36.4%	-27.6%	5.4%	4.5%	-0.9%
	交运设备	5.5%	-2.2%	-7.8%	2.0%	1.8%	-0.2%	3.5%	-3.9%	-7.4%	3.3%	3.6%	0.2%
	电气机械	22.7%	13.6%	-9.1%	6.7%	6.4%	-0.3%	15.0%	6.7%	-8.3%	4.4%	4.6%	0.2%
	电子通信	14.5%	3.3%	-11.2%	1.0%	0.3%	-0.7%	13.3%	3.0%	-10.3%	4.2%	4.2%	0.0%
	仪器仪表	4.5%	-7.4%	-11.9%	0.5%	0.7%	0.2%	4.0%	-8.0%	-12.0%	7.0%	7.7%	0.7%
	其他制造	1.9%	5.4%	3.5%	2.4%	2.0%	-0.4%	-0.5%	3.3%	3.8%	4.6%	5.0%	0.4%
下游 消费	废弃资源利用	19.8%	25.3%	5.4%	14.3%	14.0%	-0.3%	4.8%	9.9%	5.1%	2.6%	2.7%	0.1%
	金属制品、机械设 备修理	11.5%	-4.1%	-15.6%	-0.4%	-0.6%	-0.2%	11.9%	-3.6%	-15.5%	2.4%	1.8%	-0.6%
	农副食品	5.6%	1.9%	-3.7%	0.7%	2.6%	1.9%	4.8%	-0.7%	-5.5%	2.8%	3.1%	0.4%
	食品制造	6.1%	5.4%	-0.7%	4.5%	4.2%	-0.3%	1.5%	1.1%	-0.4%	8.3%	8.2%	-0.2%
	酒类饮料	3.1%	-5.6%	-8.7%	0.6%	1.0%	0.4%	2.5%	-6.6%	-9.1%	16.6%	15.9%	-0.7%
	烟草制品	14.6%	3.7%	-10.9%	0.9%	0.9%	0.0%	13.6%	2.7%	-10.8%	14.9%	14.7%	-0.3%
	纺织	5.0%	4.6%	-0.4%	6.5%	6.0%	-0.5%	-1.4%	-1.3%	0.1%	3.3%	3.3%	0.0%
	纺织服装	5.4%	4.9%	-0.5%	0.4%	0.4%	0.0%	5.0%	4.5%	-0.5%	4.1%	4.3%	0.2%
	皮革制鞋	9.6%	1.9%	-7.7%	1.0%	0.4%	-0.6%	8.5%	1.5%	-7.0%	4.7%	4.7%	-0.1%
	木材加工	13.0%	4.4%	-8.6%	2.9%	2.9%	0.0%	9.8%	1.4%	-8.4%	3.2%	3.2%	0.0%
	家具制造	0.4%	-7.2%	-7.6%	1.6%	1.5%	-0.1%	-1.2%	-8.6%	-7.4%	3.9%	4.3%	0.4%
	造纸	4.7%	-3.6%	-8.3%	0.7%	0.8%	0.1%	4.0%	-4.3%	-8.3%	3.5%	3.6%	0.0%
印刷	4.6%	-2.1%	-6.7%	1.5%	1.4%	-0.1%	3.0%	-3.5%	-6.5%	4.2%	4.5%	0.2%	
公用 事业	文体用品	7.3%	-11.4%	-18.7%	3.8%	3.3%	-0.5%	3.4%	-14.3%	-17.6%	4.0%	4.1%	0.1%
	电力热力	17.7%	20.5%	2.9%	8.7%	9.3%	0.6%	8.2%	10.3%	2.0%	3.4%	3.5%	0.1%
	燃气生产	34.3%	42.6%	8.3%	16.3%	20.7%	4.4%	15.5%	18.2%	2.7%	5.1%	5.1%	-0.1%
	水的生产供应	13.6%	6.0%	-7.6%	1.5%	1.5%	0.0%	11.9%	4.5%	-7.5%	6.1%	6.9%	0.8%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 企业产成品库存创 2012 年以来新高



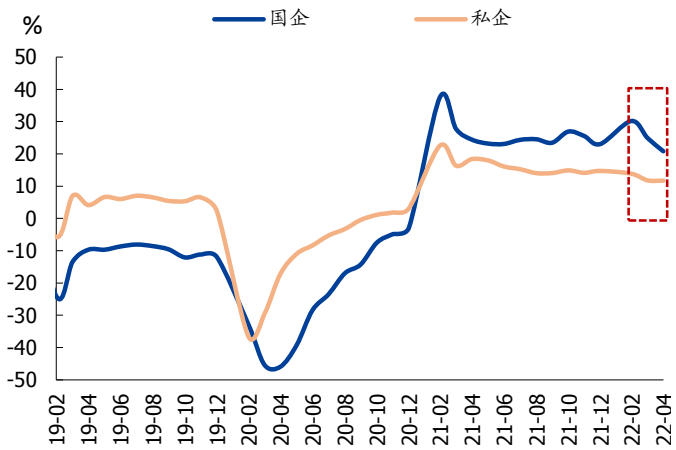
资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

图表 6: 剔除价格因素的实际库存进一步走高



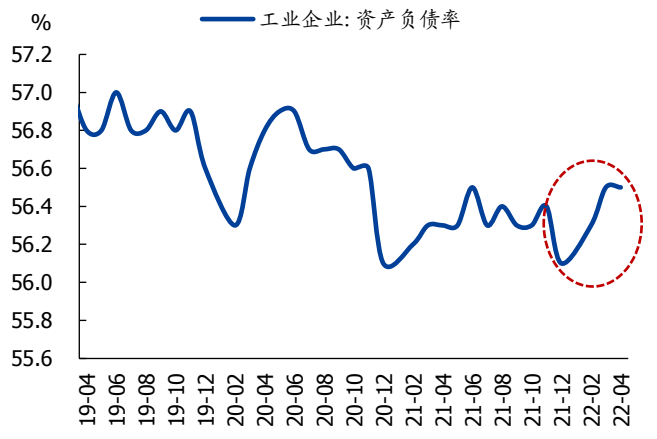
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 国企对私企的挤压有所好转



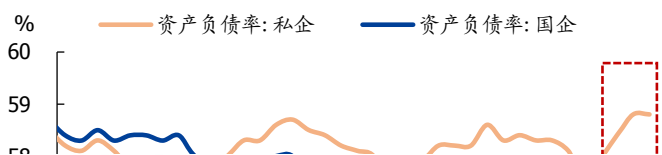
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 4 月企业杠杆率持平前值

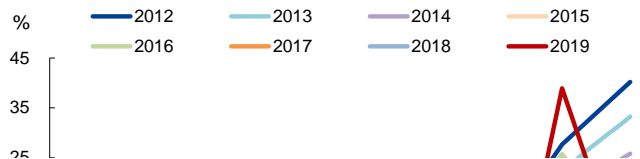


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 4 月国企、私企杠杆率之差小幅收窄



图表 10: 工业企业盈利当月环比具有较强的季节规律



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\\_42425](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42425)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn