

成本压力结构性缓解，利好哪些中下游？——兼评5月企业利润

报告日期：2022-06-28

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

主要观点：

● **事件：**2022年1-5月全国规模以上工业企业利润累计同比1.0%，前值3.5%；营业收入累计同比增长9.1%，前值9.7%。

● **一、疫情冲击小幅缓解，工业企业营收维稳、利润增速底部企稳。结构上延续“国强民弱”，指向民企和中小企业经营压力仍大，后续需持续观察降税降费、留抵退税、助企纾困、小微再贷款等政策工具的成效。**

1) 营收回升。2022年1-5月工业企业营收累计同比9.1%，较前值下滑了0.6个百分点；经测算营收当月同比约为6.9%，较前值改善了5.2个百分点。

2) 利润增速底部企稳。2022年1-5月工业企业利润总额累计同比1.0%，较1-4月的3.5%下滑了2.5个百分点。经测算5月利润总额当月同比约为-6.7%，较4月的-8.5%有小幅改善。5月受部分地区疫情防控从严影响，销售毛利率继续下滑，而营业利润率受益于减税降费的落实落地、呈边际改善趋势；1-5月销售毛利率为15.6%，较前值下滑了0.1个百分点；1-5月营业利润率为6.5%，较前值上行0.1个百分点。

3) 结构分化：延续“国强民弱”。1-5月国企、民企利润累计同比为9.8%、-2.2%，营收累计同比为11.3%、8.6%，指向民企和中小企业利润改善仍不足。

● **二、工业企业利润呈“两头降、中间升”态势，上游利润初步见顶，CPI-PPI表征的利润传导将重新启程。**

1) 从利润占比来看，工业企业呈“两头降、中间升”的利润分配格局。1-5月上游采掘加工行业利润占比50.5%、较前值的50.6%小幅下行，自俄乌冲突以来首次出现下降；随企业复工复产和供应链的逐步修复，中游设备制造业利润占比回升，较前值提升了1.0个百分点至23.7%；受北上等地疫情管控从严，下游消费制造业受创仍重，利润占比为25.7%、较前值下滑了0.9个百分点，年内连续3个月下行。

2) 从利润增速来看，上游采掘加工行业利润增速连续2个月下行，1-5月上游采掘加工行业利润累计同比为18.0%，较1-4月降低了6.2个百分点，其中，煤炭开采、油气开采、有色金属采选、有色金属冶炼行业利润总额累计同比分别为174.7%、135.0%、54.2%、26.2%，较上期变动了-24.6%、-3.0%、-8.7%、-13.7个百分点，印证了我们此前“上游利润增速进行下行通道”的判断；中游设备制造业利润增速逐步回升。1-5月利润增速为-4.0%、较前值改善了2.9个百分点，其中交运设备、电气机械、计算机通信电子设备制造业的利润增速环比改善了10.1、6.9、3.1个百分点；下游消费制造业利润分化，必选优于可选，造纸、汽车、医药利润增速均低于-10%，分别为-48.7%、-37.5%、-20.6%，茶酒饮料、食品制造、烟草制品相对稳定，利润累计同比分别为21.0%、10.1%、7.2%。

● **三、上游利润见顶叠加美国衰退预期，中下游行业成本压力料将改善，哪些行业具备较强的利润弹性？**

1) 上游利润见顶回落，CPI-PPI表征的利润传导重新启程，推动中游、下游利润渐次回升，利好食品饮料、建筑材料、家用电器、医药生物等行业。在《CPI-PPI见底回升，如何配置资产？》报告中，我们曾提示2022年利润传导下的消费景气上行逻辑。数据表明历史上五次CPI与PPI剪刀差回升周期，上游利润占比分别变动-20.0%、-0.5%、-10.9%、-1.1%和-10.1%，平均降幅7.9%；中游利润占比相对稳定、平均涨幅1.3%；下游在利润传导中受益较大，分别变动+19.0%、0.0%、+6.4%、+7.6%和+1.4%，平均涨幅6.8%。行业方面，食品饮料、建筑材料、家用电器、医药生物在权益市场普跌中获得了正向收益，平均涨幅为35.9%、11.2%、10.8%、10.7%。2021年11月CPI与PPI剪刀差见底回升，中下游利润占比连续2个月上行，11月、12月中游利润占比提升0.5%、1.2%，下游利润占比提升0.0%、0.7%，盈利传导逻辑初步验证；2月以来俄乌冲突推动大宗商品涨价，PPI下行速率放缓，阻滞利润传导进程。5月上游利润见顶，指向下半年利润传导进程将再度扬帆起航，提示下半年消费的结构性涨价机会和部分行业的“困境反转”机会。

2) 美国衰退预期交易下，“空有色多能源”利好电气机械、汽车、通用设备、金属制品、交运设备等行业。美国持续激进加息下，市场衰退预期逐步升温，大宗尤其是有色金属价格出现重挫。有色金属为典型的强周期金属，其下游行业包括房地产、建筑、汽车、家电、电气设备等，因而有色代表工业生产和耐用消费品需求，对应经济复苏的先行变量；原油一方面与地缘政治扰动下的供给有关，另一方面与服务消费修复相关，对应经济复苏的滞后变量。若衰退预期进一步兑现，则有色价格领先下行且幅度远大于油价，那么哪些中下游行业成本下行更快、利润弹性更大？我们基于投入产出表来进行测算，完全消耗系数表示某经济部门每生产一单位的最终产品，对其他经济部门直接消耗和间接消耗之和，可用于衡量不同行业对有色金属/油的依赖程度，合理推测对有色依赖度高、对油依赖度低的行业在下半年具有更大的利润弹性，通过二维气泡图我们发现电气机械、汽车、通用设备、金属制品、交运设备有望受益。

● **四、工业企业库存增速仍高，营收与存货增速剪刀差指向被动累库。**

2022年1-5月工业企业产成品存货累计同比19.7%，较前值的20.0%下行0.3个百分点。工业品价格高企贡献了其中一部分增速，剔除PPI同比后，1-5月实际存货累计同比为13.3%。我们以营业收入增速与产成品存货增速剪刀差来衡量企业补库去库行为，1-5月剪刀差为-10.6%，表明需求回暖程度不足、工业企业被动累库。

● **五、后续工业生产怎么看？**

5月工业企业经营呈现一定程度的修复，营收和利润见底回升信号显著。尽管“国强民弱”结构性问题仍突出，但下半年疫情扰动逐步消退，保供稳价持续发力，美国衰退担忧升温，由CPI-PPI表征的利润传导进程有望再度开启，建议持续关注中下游下游的利润回升。

相关报告

1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_雨疏霞光现——5月经济数据点评》

》2022-06-16

2.《华安证券_宏观研究_宏观专题_破局之路，妙手何方？——2022中期宏观展望》2022-06-14

3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_我们距离5.5%，还有多远的路要走？》2022-05-17

4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_我们与经济“合理区间”的距离》2022-05-31

5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_内外冲击下企业利润结构更趋分化》2022-04-28

6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_一季度经济数据的喜和忧》2022-04-19

7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_利润传导再受阻——2月工业企业利润点评》2022-03-27

8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_荆如何理解超预期的经济增速？》2022-03-16

● 风险提示

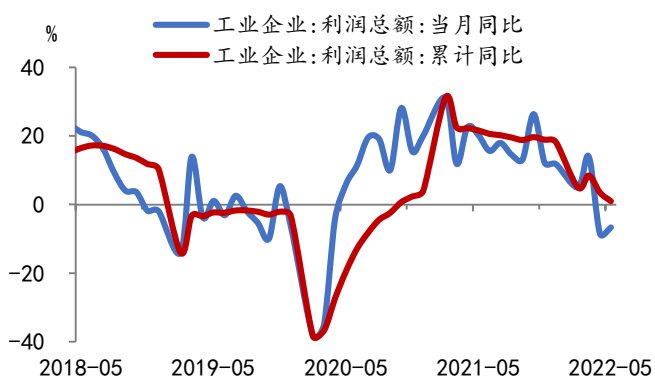
俄乌冲突超预期加剧、疫情出现反复、保供稳价政策实施力度不及预期、美国经济超预期坚挺。

图表 1 工业企业效益指标分拆

工业企业主要效益指标	2018												2019												2020												2021												2022				
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5																
量																																																					
营收:累计同比*																																						9.1															
工业增加值:累计同比*																																						3.3															
出口交货值:累计同比*																																						10.1															
价																																																					
PPI:同比																																						6.4															
利																																																					
利润总额:当月同比*																																						-6.7															
利润总额:累计同比*																																						1.0															
销售毛利率																																						15.6															
营业利润率																																						6.5															
PPI-PIRM																																						-2.7															
费																																																					
工业企业:费用率(逆序)																																						7.9															
库存																																																					
产成品存货:累计同比(逆序)																																						19.7															
存货周转天数(逆序)																																						19.0															
营收增速与存货增速剪刀差																																						-10.6															
*表示2021年为两年累计同比增速																																																					
注: 颜色数字大小关系: 绿色<白色<红色																																																					

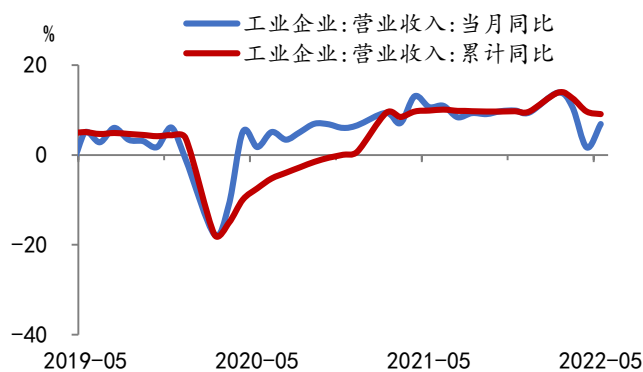
资料来源：wind，华安证券研究所

图表2 利润总额增速见底



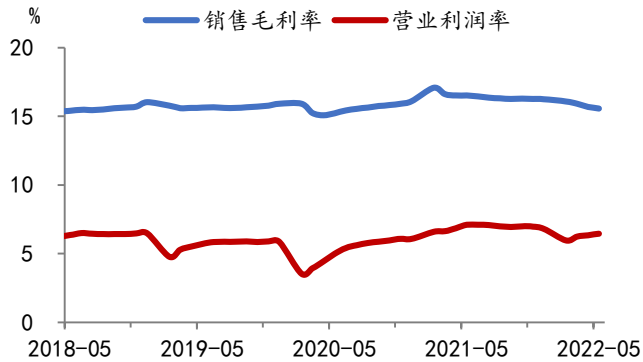
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表3 营收增速维稳



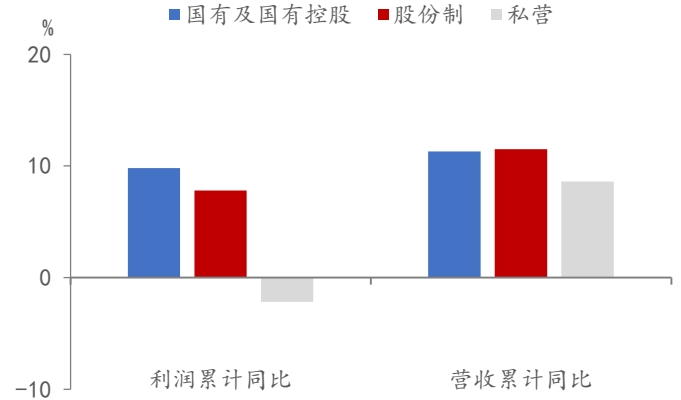
资料来源：wind，华安证券研究所 注：2021 年为两年复合增速

图表 4 毛利率下行、营业利润率微增



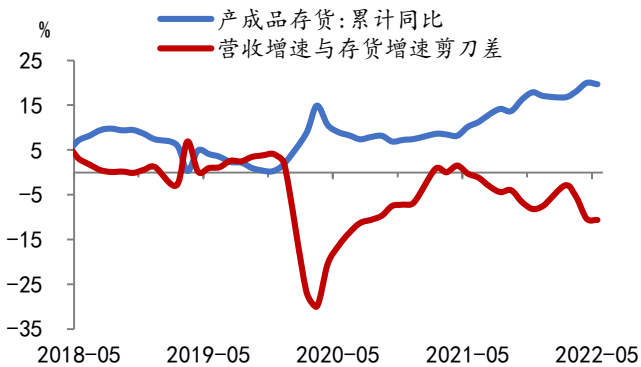
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 利润格局延续“国强民弱”



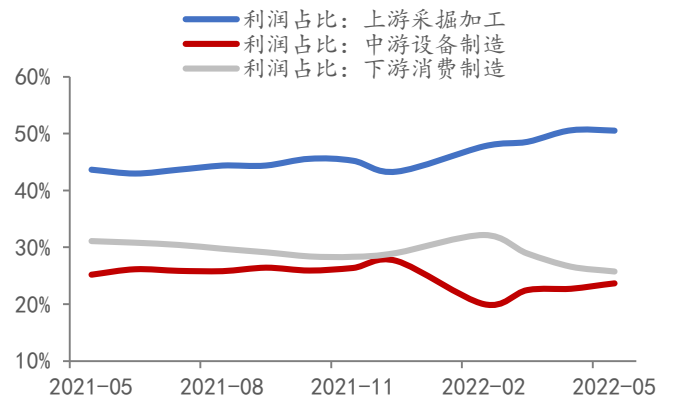
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 6 营收与存货增速剪刀差指向被动累库



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 利润分配“两头降、中间升”



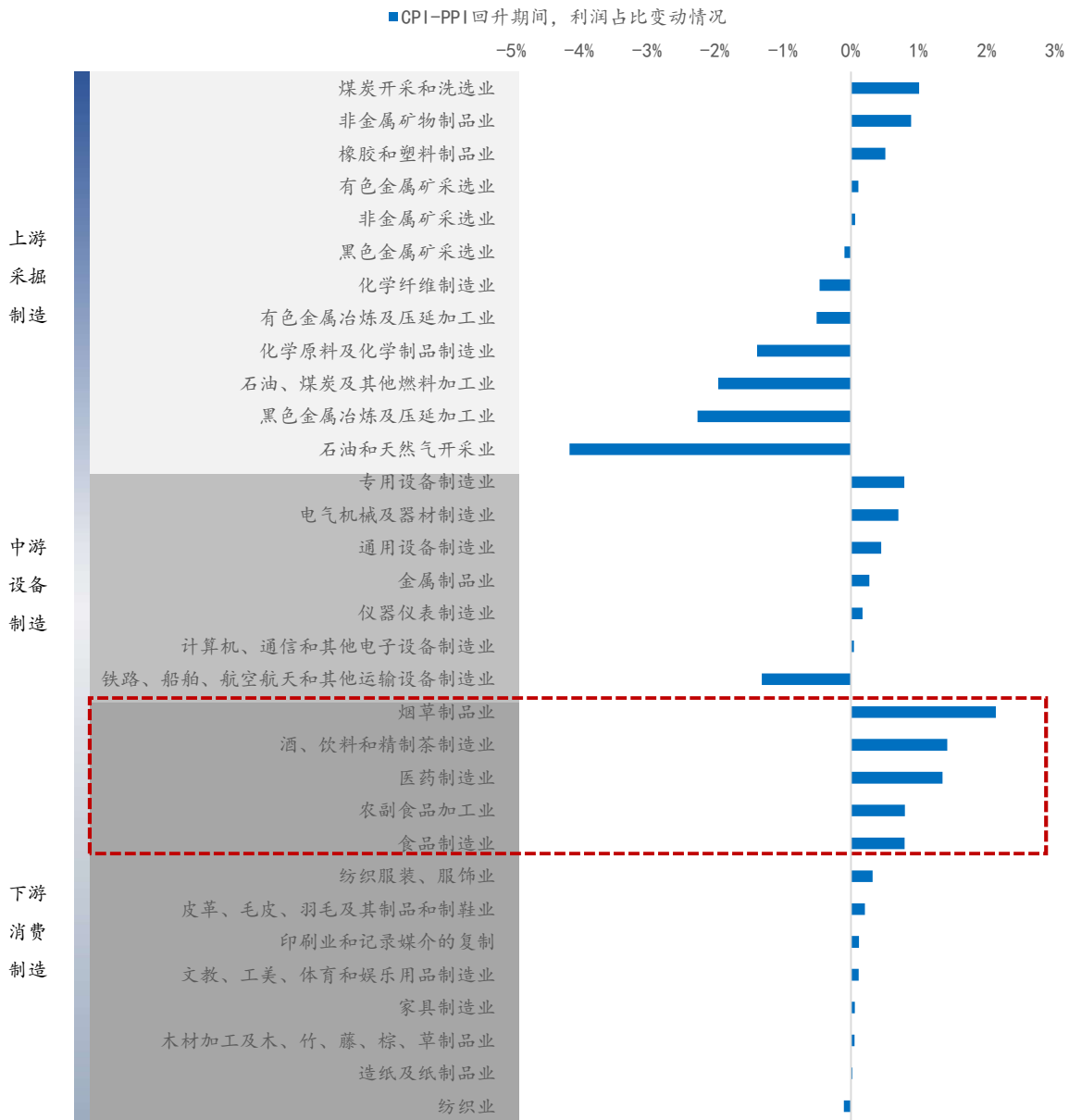
资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 8 分行业利润增速变动情况

工业行业大类	主要工业行业	1-5月利润总额： 累计同比%	Δ 较上期%
上游采掘加工	煤炭开采和洗选业	174.7	-24.6
	石油和天然气开采业	135.0	-3.0
	有色金属矿采选业	54.2	-8.7
	有色金属冶炼及压延加工业	26.6	-13.7
	化学原料及化学制品制造业	13.8	-1.0
	黑色金属矿采选业	-0.7	-10.2
	非金属矿物制品业	-3.3	-6.2
	橡胶和塑料制品业	-24.7	6.2
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-29.6	-0.2
	化学纤维制造业	-54.2	-0.6
	黑色金属冶炼及压延加工业	-64.2	-8.5
中游设备制造	电气机械及器材制造业	14.6	6.9
	计算机、通信和其他电子设备制造业	0.2	3.1
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-3.2	10.1
	专用设备制造业	-4.6	-3.8
	仪器仪表制造业	-9.6	2.2
	金属制品业	-9.8	-1.8
	通用设备制造业	-21.3	2.7
下游消费制造	酒、饮料和精制茶制造业	21.0	0.1
	食品制造业	10.1	-0.7
	烟草制品业	7.2	-0.7
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	4.4	3.6
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	3.2	1.6
	家具制造业	-2.1	-5.0
	纺织业	-2.5	-3.5
	专用设备制造业	-4.6	-3.8
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-5.9	-5.1
	农副食品加工业	-8.3	1.9
	仪器仪表制造业	-9.6	2.2
	医药制造业	-20.6	-6.9
	汽车制造	-37.5	-4.1
	造纸及纸制品业	-48.7	0.8

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 CPI-PPI 回升与工业行业利润分配的关系



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_43350

