

中断后再启程，本轮利润传导有何不同？ ——兼评 6 月企业利润

报告日期：2022-07-27

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 1-6 月全国规模以上工业企业利润累计同比 1.0%，前值 1.0%；营业收入累计同比增长 9.1%，前值 9.1%。

● **一、疫情受控、生产向好，工业企业营收和利润初步修复“失地”。结构上延续“国强民弱”，民企和中小企业经营压力仍大，或制约投资扩产意愿，下半年制造业投资尤其是技改的修复斜率有待验证。**

1) **营收、利润双双收复“疫情失地”。**2022 年 1-6 月工业企业营收累计同比 9.1%，持平前值；即营收当月同比亦为 9.1%，较前值改善了 2.2 个百分点。2022 年 1-6 月工业企业利润总额累计同比 1.0%，同样持平前值。利润当月同比较前值修复了 7.3 个百分点。其中，销售毛利率续降，营业利润率小幅改善；1-6 月销售毛利率为 15.5%，较前值下滑了 0.1 个百分点，连续 7 个月下行；1-6 月营业利润率为 6.5%，较前值上行 0.1 个百分点。至此，工业生产已初步收复“疫情失地”，即在曲线上累计同比与当月同比指标完成交汇。

3) **结构分化：“国强民弱”尚未结束。**1-6 月国企、民企利润累计同比为 10.2%、-3.3%，较前值分别变动 0.4、-1.1 个百分点，营收累计同比为 11.8%、7.8%，较前值分别变动 0.5、-0.8 个百分点，民企和中小企业经营仍承压。民企占制造业投资的 90%，结构分化将制约民企投资扩产意愿，下半年制造业投资尤其是技改的修复斜率有待进一步的数据验证。

● **二、工业企业利润呈“上游降、中下游升”态势，受俄乌冲突中断的利润传导重新启程。**

1) **从利润占比来看，工业企业呈“上游降、中下游升”的利润分配格局。**1-6 月上游采掘加工行业利润占比 48.5%，较前值回落了 2.0 个百分点；中游设备制造业利润占比持续回升，较前值提升了 0.7 个百分点至 24.4%；疫情逐步受控，多地有序放开，叠加消费政策和消费券持续加码发力，下游消费制造改善显著，利润占比为 27.0%，较前值上行 1.3 个百分点，自疫情来首次占比回升。

2) **从利润增速来看，上游采掘加工行业利润增速连续 3 个月下行，1-6 月上游采掘加工行业利润累计同比为 185.5%，较 1-5 月降低了 2.5 个百分点，其中，煤炭开采、有色金属冶炼、油气开采、黑色金属采选业利润下行较快，较上期分别减少了 17.6、10.3、9.0、3.3 个百分点；中游设备制造业利润增速普遍回升。**1-6 月中游利润增速为 -4.4%，较前值回落了 0.4 个百分点，我们观察到 83.3% 的行业利润得到修复，仪器仪表、通用设备、电气机械、金属制品、专用设备较前值改善了 6.8、5.4、2.7、1.4、1.4 个百分点。中游利润“总量”和“结构”上的矛盾在于计算机通信电子设备制造业的拖累，推测可能是 6 月加大了研发投入、挤占部分利润所致；下游消费制造利润分化，可选优于必选。在疫情变量受控后，消费复苏以及居家囤货需求弱化推动可选消费显著改善，与中旬披露的经济数据保持一致。其中，汽车、纺织服装、家具制造业较前值分别改善了 12.0、8.6、4.7 个百分点。

● **三、中断后再启程，本轮 CPI-PPI 利润传导有何不同？利好哪些行业？**

1) 俄乌冲突对我国工业生产经营的影响高潮已逝，后续趋于弱化。复盘来看，我们对本轮工业利润形势的判断基本应验，包括 3 月 27 日《利润传导再受阻——2 月工业企业利润点评》提示“今年上半年上游利润占比仍较大，上游和中游利润分化程度可能超过 2021 年三季度”、“下半年关注消费的结构性涨价机会”；5 月 28 日领先判断“上游利润进入下行通道”；6 月 28 日提示“空有色多能源”逻辑利好电气机械、汽车、通用设备、金属制品、交通运输设备。以上判断先后得到验证，下半年回归 CPI-PPI 的利润传导主线是最大的确定性，在总量增长难有期待的环境下，结构性配置价值凸显。

2) **本轮利润传导有何不同？**我们认为，本轮利润传导与历史上五轮周期相比可能在结构、传导时长上有一些区别。美欧持续激进加息下，衰退预期交易将阶梯式演绎、持续带动工业金属价格下行，而能源方面对俄制裁仍未收束，俄乌冲突对能源的影响远远大于工业金属，叠加四季度欧洲集中供暖，能源价格年内难有显著下行。综合来看，本轮铜油比可能会低于历史底部，我们判断上游向中游传导会持续更久，因而下半年中游制造受益于成本回落更多、利润弹性更大，继续提示做空铜油比逻辑利好电气机械、汽车、通用设备、金属制品、交通运输设备（详情参考《成本压力结构性缓解，利好哪些中下游？——兼评 5 月企业利润》）。

● **四、工业企业库存增速仍高，库存周期或步入新阶段。**

2022 年 1-6 月工业企业产成品存货累计同比 18.9%，较前值的 19.7% 下行 0.8 个百分点。剔除 PPI 同比后，1-6 月实际存货累计同比为 12.8%。我们以营业收入增速与产成品存货增速剪刀差衡量企业补库去库行为，1-6 月剪刀差为 -9.8%，已连续 2 个月回升。2021 年 3 月至疫情期间工业企业处于“被动补库存”，而近两个月营收与库存剪刀差收窄，疫情扰动消退、企业生产经营开启修复进程，似乎指向库存周期正步入新阶段。有待后续经济向疫情前常态回归，进一步观察存货水平的变化趋势。

● **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。

相关报告

1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_再问经济合理增速区间》2022-07-15

2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_成本压力结构性缓解，利好哪些中下游？——兼评 5 月企业利润》2022-06-28

3.《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

4.《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

5.《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

6.《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

7.《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

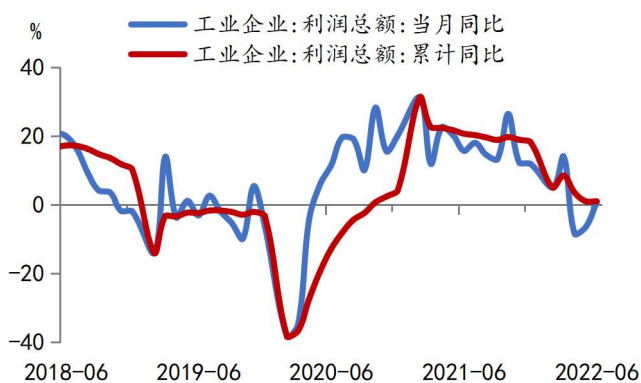
8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_利润传导再受阻——2 月工业企业利润点评》2022-03-27

图表 1 工业企业效益指标分拆

[illegible]

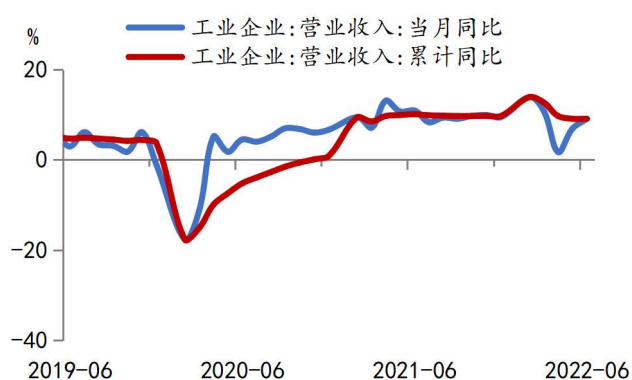
资料来源：wind，华安证券研究所

图表2 利润总额增速修复较快



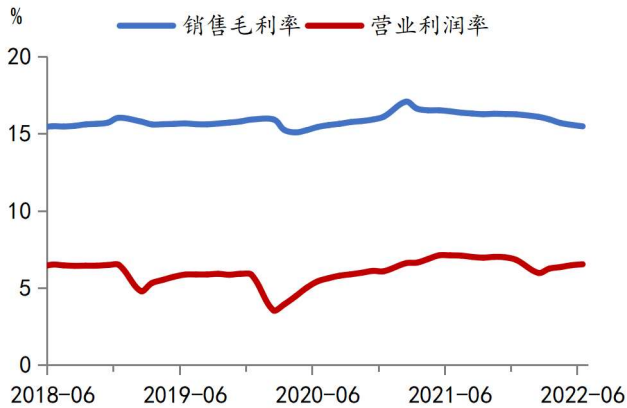
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表3 营收增速收复“失地”



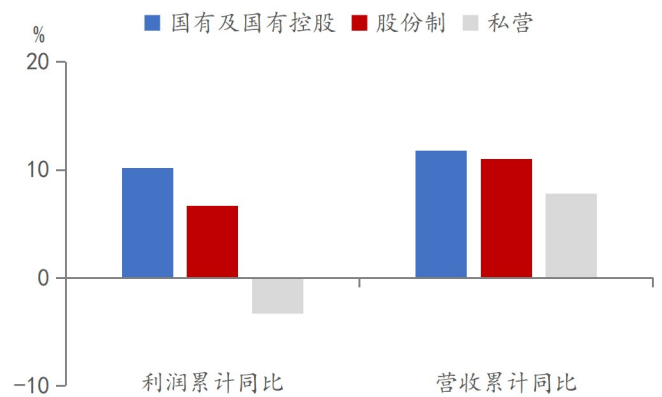
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 4 毛利率下行、营业利润率微增



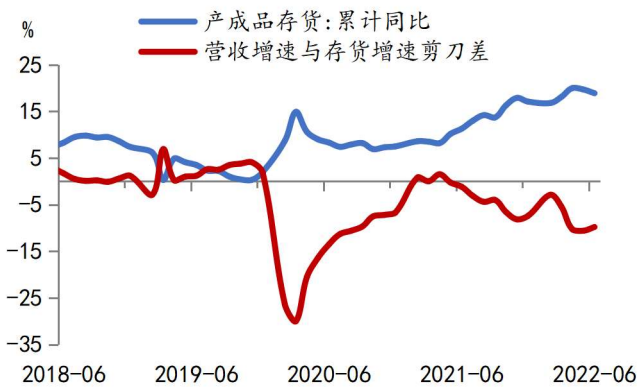
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 利润结构延续“国强民弱”



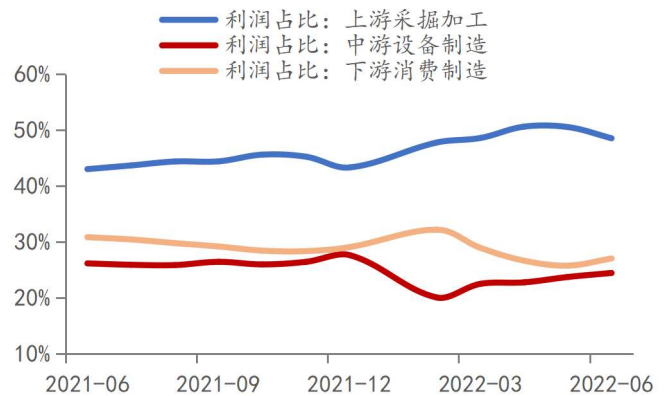
资料来源：wind，华安证券研究所 注：2021 年为两年复合增速

图表 6 营收与存货增速剪刀差见底回升



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 利润分配“上游降、中下游升”



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	1-6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	157.1	-17.6
	石油和天然气开采业	126.0	-9.0
	有色金属矿采选业	59.1	4.9
	有色金属冶炼及压延加工业	16.6	-10.0
	化学原料及化学制品制造业	16.4	2.6
	黑色金属矿采选业	-4.0	-3.3
	非金属矿物制品业	-5.8	-2.5
	橡胶和塑料制品业	-20.4	4.3
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-32.4	-2.8
	化学纤维制造业	-51.2	3.0
	黑色金属冶炼及压延加工业	-68.7	-4.5
中游设备制造	电气机械及器材制造业	17.3	2.7
	仪器仪表制造业	-2.8	6.8
	专用设备制造业	-3.2	1.4
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-3.7	-0.5
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-6.6	-6.8
	金属制品业	-8.4	1.4
	通用设备制造业	-15.9	5.4
下游消费制造	酒、饮料和精制茶制造业	21.0	0.0
	食品制造业	8.3	-1.8
	烟草制品业	6.7	-0.5
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	6.6	2.2
	纺织服装、服饰业	4.0	8.6
	家具制造业	2.6	4.7
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-0.8	-4.0
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-4.9	1.0
	纺织业	-5.3	-2.8
	农副食品加工业	-6.8	1.5
	印刷业和记录媒介的复制	-7.2	2.4
	汽车制造	-25.5	12.0
	医药制造业	-27.6	-7.0
	造纸及纸制品业	-46.2	2.5

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_44518

