

宏观观点评

企业盈利再度转正的背后—兼评6月工业企业盈利

事件: 6月规上工业企业盈利同比增0.8% (前值降6.5%)，三年复合增速10.5% (前值10.6%)；1-6月同比1.0% (前值1.0%)，三年复合增速13.7% (前值14.3%)。

核心观点: 企业盈利时隔2个月再度转正，经济阶段性反弹、营收改善是支撑；结构上“喜忧并存”，喜在上游挤压中下游明显缓和、累库加速放缓；忧在国企对民企挤压再度加剧、企业杠杆续升。往后看，7月盈利可能再度回落，重点关注3因素。

1、整体看，6月企业盈利明显回升、单月同比首度转正，符合我们前期预判，6月经济恢复、营收改善是支撑。 6月规上工业企业利润同比增0.8%，此前连续2个月同比下降；以2019年为基期的三年复合增速10.5%，略低于前值的10.6%；累计看，1-6月同比增1.0%，持平前值；三年复合增速13.7%，同样低于前值的14.3%。归因看，按照“营收×利润率”的框架拆解，营收方面，6月规上工业企业营收同比升7.2个百分点至8.6%，1-6月营收同比持平9.1%，结束2021年初以来持续下行的趋势；三年复合增速较前值提高0.1个百分点至9.8%。进一步地，将营收按量、价两方面拆分，1-6月工业增加值小升0.1个百分点至3.4%，结束2月以来的下行趋势，背后体现的应是6月经济恢复的影响；PPI回落0.4个百分点至7.7%，价格因素对营收的支撑有所弱化。利润率方面，1-6月规上工业企业营收利润率6.53%，同比下降0.52个百分点，降幅持平前值，简单匡算利润率下降拖累1-6月盈利同比约9.3个百分点。

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：盈利结构好转，上游对中下游盈利挤压延续缓和。 1-6月上游（采掘+原材料）利润占比回落2.2个百分点至53.1%；其中采掘行业利润占比回落0.6个百分点至20.0%，但仍显著高于往年（2021年均值为10.1%）；原材料行业利润占比回落1.6个百分点至33.1%，可能跟6月以来钢铁、水泥、化工等价格回落有关；中游设备制造业利润占比上升1.2个百分点至26.2%，为连续2个月占比上升；下游消费利润占比上升0.8个百分点至15.4%，结束此前连续3个月的占比回落；公用事业利润占比继续上行0.3个百分点至5.3%，为连续5个月占比回升。

>分行业看：多数行业销售数量增速回落，重点关注汽车行业景气好转。 1) 剔除价格因素的销售数量更能体现真实需求的变化，1-6月39个细分行业中销售数量增速下降的行业为27个（1-5月、1-4月分别为6个、32个），可从侧面印证经济内生需求仍偏弱。2) 盈利最强的行业仍以PPI高位的上游行业为主，1-6月盈利三年复合增速超过20%的行业主要集中在煤炭采选、油气开采、黑色采矿、有色采矿、开采辅助、化工、有色冶炼等。3) 1-6月汽车行业营收增速上升28.2个百分点，其中销售数量增速提高28.4个百分点至18.3%，背后应是汽车支持政策发力的结果。

>库存端看：累库继续放缓。 1-6月规上工业企业产成品库存同比续降0.8个百分点至18.9%，降幅较前值0.3个百分点有所扩大，三年复合增速持平12.4%；但剔除价格的实际库存增速仍小升0.3个百分点至17.0%。往后看，维持此前判断，考虑M1同比已于2021年1月见顶回落（领先库存增速1年左右），疫情好转、物流恢复，PPI下行，稳增长政策继续发力等因素，后续库存增速可能延续回落。

>所有制看：国企对民企的挤压再度加剧。 1-6月国企、民企盈利分别同比增10.2%、降3.3%（前值为增9.8%、降2.2%），三年复合增速分别为18.6%、9.2%（前值为18.6%、10.8%），二者差距再度扩大，表明6月国企对民企的挤压有所加剧。

>杠杆率看：6月企业杠杆续升，国企、民企杠杆差距延续高位。 截至6月末工业企业资产负债率上升0.3个百分点至56.9%，其中国企、民企资产负债率均上升0.3个百分点至57.5%、59.3%，其中民企杠杆率续创新高；国企、民企杠杆之差异持平前值1.8个百分点，仍为有数据以来最高，继续提示重点关注民企债务风险。

3、往后看，7月盈利可能再回落，重点关注3因素（经济回踩、上下游、生产走弱）

综合考虑7月疫情反复、高温天气、高频数据回落、季节性等因素，预计7月工业企业盈利可能再度回落。其中：7月环比降幅可能在10%以上，单月同比可能再度转负；1-7月累计同比可能降至0%-1%之间。往后看，重点关注3因素：

>疫情反复背景下，7月经济回踩风险加大。 截至7月下旬，全国受疫情影响的城市数量约40个，GDP占比约28.4%，特别是广东、广西、上海等地疫情较为严重，前期报告《经济回踩风险加大，关注稳地产新政》中我们也指出，近期“疫情起、生产弱、大宗跌、地产降”，指向经济回踩风险加大，可能拖累企业盈利。

>需求偏弱格局已向生产端传导。 高频数据显示，7月需求总体趋弱，叠加库存仍处高位，从而带动中上游开工几乎全线回落，特别是黑色、有色产业链，预计也会对盈利形成拖累。（详见前期报告《经济回踩风险加大，关注稳地产新政》）

>上游对中下游的挤压可能进一步缓解。 7月以来，由于需求偏弱，上游大宗价格进一步回落，指向短期上游对中下游盈利的挤压可能进一步弱化。但是，继续提示：考虑到俄乌冲突久拖未决、稳增长政策发力等，大宗价格向下的空间可能有限，预计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

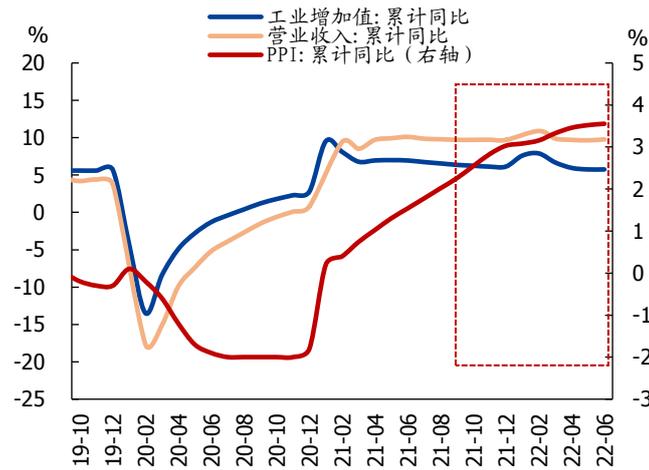
执业证书编号：S0680121020004

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

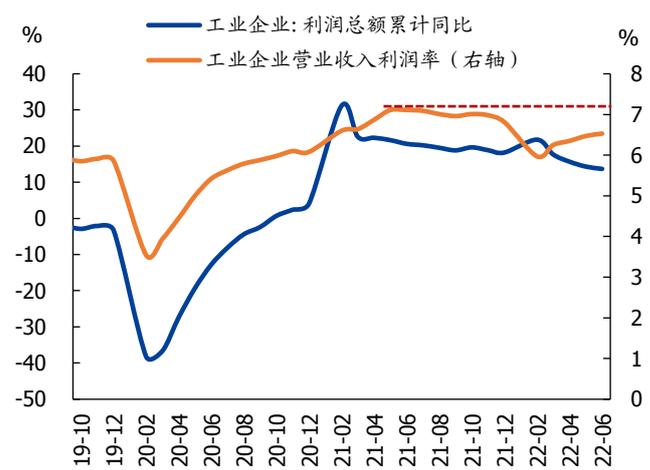
- 1、《高频半月观：经济回踩风险加大，关注稳地产新政》2022-07-24
- 2、《警惕回踩风险—全面解读二季度经济》2022-07-15
- 3、《高频半月观：“四期叠加”有了新变化》2022-07-10
- 4、《形势比人强—2022年中期宏观经济与资产展望》2022-07-08
- 5、《企业盈利正走出底部》2022-06-27
- 6、《企业“盈利底”还需磨》2022-05-27

图表 1: 1-6 月企业营收三年复合增速略升



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: 1-6 月利润率同比下降继续拖累企业盈利



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进一步好转

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
2022-06	20.0%	33.1%	53.1%	26.2%	15.4%	5.3%
2022-05	20.6%	34.7%	55.3%	25.0%	14.7%	5.1%
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%

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: 细分行业中多数行业销售数量增速回落

		营收			PPI			数量			利润率		
		2022-05	2022-06	营收增速变化	2022-05	2022-06	PPI增速变化	2022-05	2022-06	数量增速变化	2022-05	2022-06	利润率增速比变化
上游采矿	煤炭采选	60.0%	52.1%	-7.9%	37.2%	31.4%	-5.8%	16.6%	15.8%	-0.9%	27.1%	26.6%	-0.5%
	油气开采	54.4%	55.9%	1.5%	47.8%	54.4%	6.6%	4.5%	0.9%	-3.5%	35.4%	34.8%	-0.6%
	黑色采矿	-4.2%	-13.1%	-8.8%	-11.8%	-17.9%	-6.1%	8.6%	5.9%	-2.7%	16.1%	15.7%	-0.4%
	有色采矿	17.9%	18.1%	0.2%	12.1%	9.5%	-2.6%	5.2%	7.9%	2.7%	22.0%	22.1%	0.1%
	非金属采矿	6.9%	6.9%	0.0%	6.1%	6.2%	0.1%	0.8%	0.7%	-0.1%	9.8%	10.0%	0.2%
上游原材料	燃料加工	26.1%	16.5%	-9.5%	34.0%	34.7%	0.7%	-5.9%	-13.5%	-7.6%	3.9%	3.7%	-0.2%
	化工制造	18.9%	17.4%	-1.5%	13.6%	13.8%	0.2%	4.7%	3.1%	-1.5%	9.7%	9.5%	-0.1%
	医药制造	-4.2%	-12.3%	-8.1%	0.5%	0.7%	0.2%	-4.7%	-12.9%	-8.2%	15.9%	15.8%	-0.1%
	化纤制造	15.9%	9.7%	-6.2%	5.7%	8.8%	3.1%	9.6%	0.8%	-8.8%	2.9%	3.1%	0.1%
	橡胶塑料	5.1%	5.4%	0.3%	2.5%	2.4%	-0.1%	2.6%	2.9%	0.4%	4.6%	4.6%	0.0%
	非金属矿物制品	3.1%	-0.5%	-3.5%	4.7%	3.1%	-1.6%	-1.6%	-3.5%	-1.9%	7.2%	7.2%	0.0%
	黑色冶炼	-7.0%	-5.2%	1.7%	-1.3%	-3.7%	-2.4%	-5.8%	-1.6%	4.2%	2.1%	1.8%	-0.3%
	有色冶炼	11.2%	11.5%	0.2%	10.4%	8.2%	-2.2%	0.8%	3.0%	2.3%	4.6%	4.2%	-0.4%
金属制品	3.9%	7.3%	3.3%	4.2%	2.9%	-1.3%	-0.2%	4.3%	4.5%	3.7%	3.6%	-0.1%	
中游制造	通用设备	-2.0%	7.4%	9.4%	1.5%	1.2%	-0.3%	-3.4%	6.2%	9.6%	5.6%	5.9%	0.3%
	专用设备	-6.5%	-5.1%	1.4%	1.0%	1.0%	0.0%	-7.5%	-6.0%	1.4%	7.5%	7.5%	0.0%
	汽车制造	-9.5%	18.7%	28.2%	0.6%	0.3%	-0.3%	-10.1%	18.3%	28.4%	4.7%	5.2%	0.5%
	交运设备	1.1%	-3.1%	-4.1%	1.7%	1.8%	0.1%	-0.6%	-4.8%	-4.1%	4.2%	4.7%	0.5%
	电气机械	22.4%	26.2%	3.8%	5.4%	5.0%	-0.4%	16.1%	20.2%	4.1%	4.9%	5.0%	0.1%
	电子通信	12.5%	11.5%	-1.0%	0.6%	0.7%	0.1%	11.9%	10.7%	-1.1%	4.6%	4.6%	0.1%
	仪器仪表	6.2%	1.5%	-4.7%	0.8%	1.6%	0.8%	5.3%	-0.1%	-5.5%	8.5%	9.3%	0.9%
	其他制造	5.9%	1.3%	-4.6%	2.0%	2.6%	0.6%	3.8%	-1.3%	-5.1%	5.3%	5.2%	-0.1%
废弃资源利用	30.6%	28.0%	-2.6%	8.3%	7.5%	-0.8%	20.6%	19.0%	-1.5%	2.7%	2.5%	-0.2%	
金属制品、机械设 备修理	20.3%	-13.9%	-34.2%	1.1%	2.0%	0.9%	19.0%	-15.6%	-34.5%	1.8%	2.5%	0.7%	
下游消费	农副食品	5.1%	4.4%	-0.7%	3.7%	5.6%	1.9%	1.4%	-1.2%	-2.5%	3.1%	3.0%	-0.1%
	食品制造	9.2%	5.9%	-3.3%	4.1%	4.4%	0.3%	4.9%	1.4%	-3.5%	8.0%	7.9%	-0.1%
	酒类饮料	3.4%	-0.5%	-3.9%	0.9%	0.9%	0.0%	2.5%	-1.4%	-3.8%	15.4%	21.3%	5.9%
	烟草制品	4.3%	1.6%	-2.7%	0.8%	0.5%	-0.3%	3.5%	1.1%	-2.4%	14.5%	14.4%	0.0%
	纺织	4.0%	0.7%	-3.4%	5.5%	5.8%	0.3%	-1.4%	-4.9%	-3.4%	3.4%	3.4%	0.0%
	纺织服装	-0.2%	-0.7%	-0.6%	0.9%	1.7%	0.8%	-1.1%	-2.4%	-1.3%	4.2%	4.5%	0.3%
	皮革制鞋	16.4%	-0.2%	-16.6%	0.7%	1.5%	0.8%	15.6%	-1.7%	-17.3%	4.7%	4.5%	-0.1%
	木材加工	8.0%	2.5%	-5.5%	2.8%	2.6%	-0.2%	5.1%	-0.1%	-5.2%	3.3%	3.3%	0.0%
	家具制造	-5.3%	-7.6%	-2.4%	2.0%	2.6%	0.6%	-7.1%	-10.0%	-2.9%	4.5%	4.9%	0.4%
	造纸	4.8%	3.8%	-1.0%	0.5%	0.5%	0.0%	4.3%	3.2%	-1.0%	3.5%	3.5%	0.0%
	印刷	5.5%	5.0%	-0.4%	0.7%	0.9%	0.2%	4.7%	4.1%	-0.6%	4.8%	4.8%	0.0%
文体用品	1.9%	12.6%	10.7%	2.8%	3.4%	0.6%	-0.9%	8.9%	9.8%	4.4%	4.5%	0.1%	
公用事业	电力热力	20.7%	16.5%	-4.1%	9.7%	9.6%	-0.1%	10.0%	6.3%	-3.7%	3.7%	3.9%	0.3%
	燃气生产	40.5%	40.7%	0.1%	22.0%	21.8%	-0.2%	15.2%	15.5%	0.3%	5.1%	5.5%	0.4%
	水的生产供应	15.9%	16.7%	0.8%	1.4%	1.1%	-0.3%	14.3%	15.5%	1.2%	7.6%	8.8%	1.2%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 企业产成品库存增速延续回落



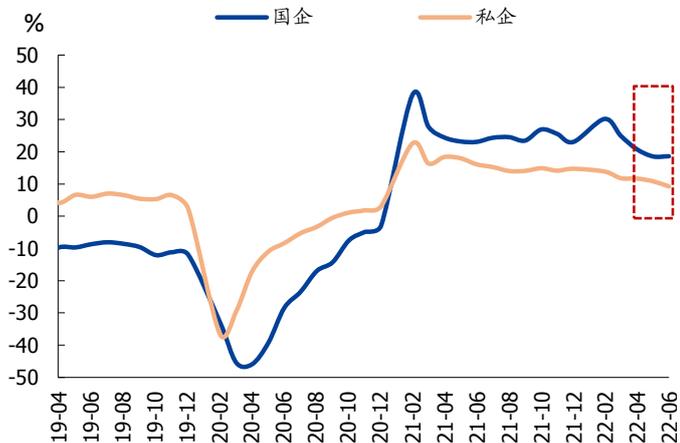
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 剔除价格因素的实际库存延续走高, 但上行斜率趋缓



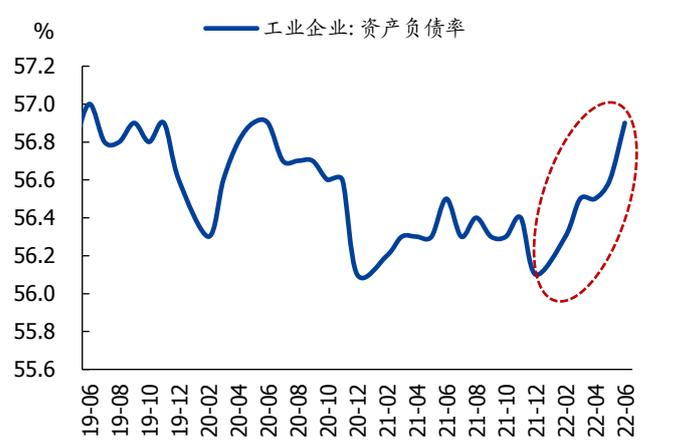
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 国企对私企的挤压再度加剧



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 6月企业杠杆率再度回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 6月国企、私企杠杆差距延续高位



图表 10: 7月工业企业盈利环比季节性回落



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_44521



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn