

宏观点评

企业盈利继续探底，关注5大信号—兼评7月工业企业利润

事件:1-7月企业利润同比降1.1%(前值升1.0%)，三年复合增速12.7%(前值13.7%)。
核心观点:7月企业盈利超预期转负，疫情反复、地产下行之外，上游价格回落、利润率下行等是主要拖累；结构上有5大信号，包括上游挤压中下游连续3个月缓解、累库连续3月放缓、企业杠杆率小降、国企民企差距进一步扩大等。往后看，8月企业盈利环比可能小升，但单月同比可能延续负增，且累计同比降幅可能进一步走阔，具体有4大关注点，尤其是高温限电、上游对中下游挤压缓解等。

1、整体看，和7月经济回踩一致，1-7月工业企业盈利增速延续下行，但幅度超预期，疫情、地产之外，上游价格回落、利润率下行等是主要拖累。1-7月规模以上工业企业盈利同比降1.1%，为2020年9月以来首次负增；三年复合增速下行1.0个百分点至12.7%，降幅较前值0.6个百分点有所扩大。对比看，下行方向符合预期，但幅度超预期，其中：营收方面，1-7月营收同比下行0.3个百分点至8.8%，三年复合增速降0.3个百分点至9.5%。进一步将营收按量、价两方面拆解，1-7月工业增加值延续小升0.1个百分点至3.5%，为连续2个月回升；PPI进一步回落0.5个百分点至7.2%，按照测算，价格涨幅回落导致1-7月利润增速相比1-6月回落2.3个百分点。利润率方面，1-7月规模以上工业企业营收利润率6.39%，同比下降0.63个百分点，降幅有所扩大。

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：盈利结构进一步好转，上游对中下游盈利挤压继续缓和。1-7月上游（采掘+原材料）利润占比回落1.4个百分点至51.6%；其中采掘行业利润占比升0.4个百分点至20.4%，煤炭、原油价格高企，相关行业盈利增加是主要支撑；原材料行业利润占比回落1.8个百分点至31.3%，主因钢铁、水泥等原材料价格回落；中游设备制造业利润占比上升1.2个百分点至27.3%，为连续3个月占比上升；下游消费利润占比持平15.4%；公用事业利润占比续升0.3个百分点至5.6%，为连续6个月占比回升。

>分行业看：上游行业景气度多数回落，中游设备制造业景气度改善。1) 剔除价格因素的销售数量更能体现真实需求的变化，1-7月39个细分行业中销售数量增速下降的行业为18个，相比1-6月的27个略有回升；2) 上游采矿中煤炭采选、油气开采、黑色采选、有色采选，上游原材料中的化工、化纤、黑色冶炼、有色冶炼等行业销售数量、价格、营收增速同步回落，行业景气度显著弱化；3) 景气度显著改善的行业主要集中在专用设备、汽车制造、交运设备等，背后的原因在于，一方面上游价格回落，对中游盈利的挤压有所弱化；另一方面也是汽车等支持政策发力的结果。

>库存端看：工业企业累库速度继续放缓。1-7月规模以上工业企业产成品库存同比续降2.1个百分点至16.8%，降幅较前值的0.8个百分点明显加快，三年复合增速小降0.2个百分点至12.2%；剔除价格的实际库存增速下降0.4个百分点至16.6%，结束此前连续5个月的实际库存增速上行趋势。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、民企差距再度扩大。1-7月国企、民企盈利分别同比增8.0%、降7.1%（前值为增10.2%、降3.3%），民企盈利降幅明显扩大；三年复合增速分别为18.7%、7.2%（前值为18.6%、9.2%），二者差距也进一步扩大。背后的原因可能在于，民企更多地分布于下游消费、服务等行业，受7月疫情反复的冲击更大。

>杠杆率看：7月企业杠杆小降，国企、民企差距收窄。截至7月末工业企业资产负债率小降0.1个百分点至56.8%，其中国企资产负债率持平57.5%，民企资产负债率回落0.3个百分点至59.0%；国企、民企杠杆之差回落0.3个百分点至1.5个百分点。

3、往后看，综合考虑季节性、疫情反复、高温干旱、部分区域限电等因素，预计8月工业企业盈利环比可能小升，但单月同比可能延续负增，且累计同比降幅可能进一步走阔，具体有4大关注点，尤其是高温限电、上游对中下游挤压缓解等：

>短期的新“三重压力”，可能拖累企业盈利。前期报告《短期经济的新“三重压力”》中我们指出，高频数据指向当前经济压力仍大，集中体现为疫情再度反弹、地产延续走弱、高温干旱限电等新的“三重压力”，可能对企业盈利形成拖累。

>价格因素对工业企业营收、盈利的支撑可能进一步弱化。按照最新测算，8月开始PPI可能降进一步下行，9-10月可能进一步下行至0%-1%之间，下行速度快于此前预期，意味着后续价格因素对企业营收和盈利的支撑可能进一步弱化。

>高频数据显示，黑色、有色产业链景气度可能存在边际改善。近期高频数据看，钢铁开工升、库存降、钢厂测算盈利有所改善，指向相关产业链景气度可能存在边际改善。后续紧盯稳地产对策（北上深等核心一二线可能的放松等）、基建中观指标（水泥、沥青、挖掘机等），如果相关政策落地，黑色、有色等产业链景气度可能进一步提升。

>关注上游对中下游企业盈利挤压缓解的持续性。如前文分析，上游企业盈利占比已连续3个月下滑，且7月降幅进一步扩大，指向上游对中下游挤压不断缓解。

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：短期经济的新“三重压力”》

2022-08-21

2、《政策半月观：地产能稳住吗？》2022-08-20

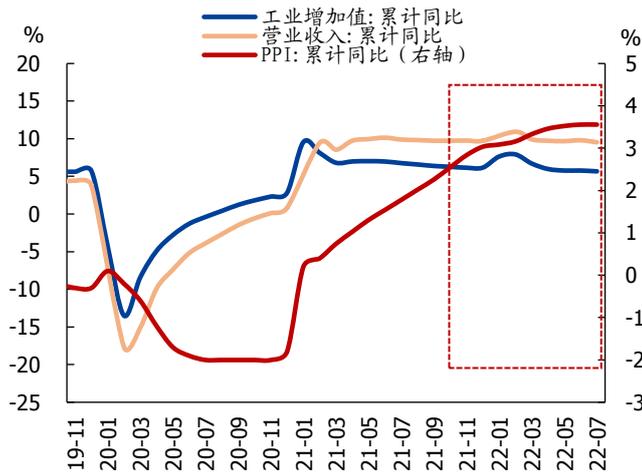
3、《7月经济超预期回落的背后》2022-08-15

4、《7月社融超预期下降的背后》2022-08-13

5、《企业盈利再度转弱的背后》2022-07-27

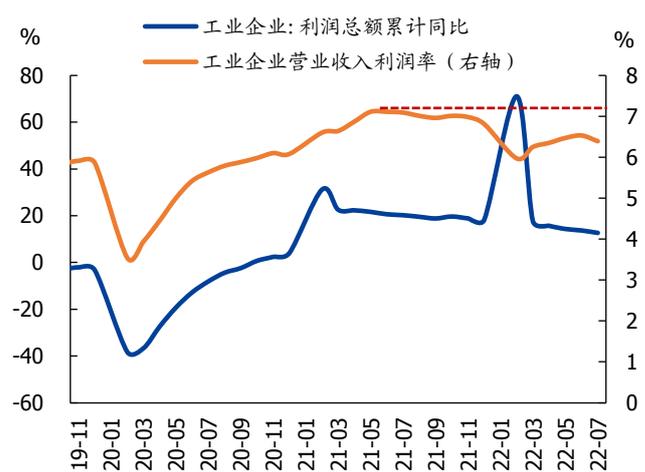
6、《企业盈利正走出底部》2022-06-27

图表 1: 1-7月企业营收三年复合增速小幅回落



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: 1-7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
2022-07	20.4%	31.3%	51.6%	27.3%	15.4%	5.6%
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%

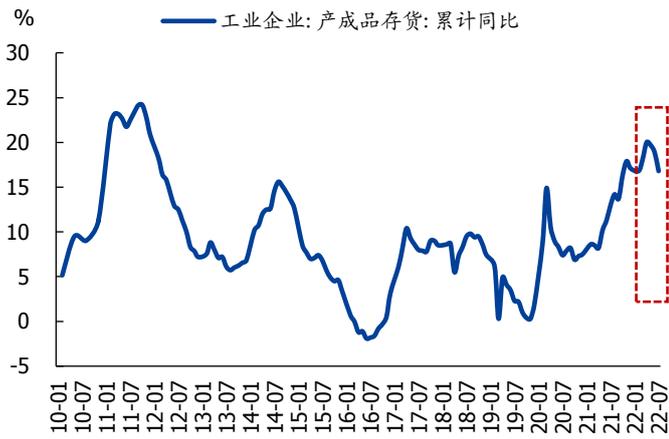
资料来源: Wind, 国盛证券研究所(四舍五入可能导致表格中取值存在细微差异)

图表4: 上游行业景气度多数回落, 中游设备制造业景气度改善

		营收			PPI			数量			利润率		
		2022-06	2022-07	营收增速变化	2022-06	2022-07	PPI增速变化	2022-06	2022-07	数量增速变化	2022-06	2022-07	利润率增速比变化
上游采矿	煤炭采选	52.1%	37.2%	-14.9%	31.4%	20.7%	-10.7%	15.8%	13.7%	-2.1%	26.6%	26.9%	0.3%
	油气开采	55.9%	42.5%	-13.4%	54.4%	43.9%	-10.5%	0.9%	-1.0%	-1.9%	34.8%	34.5%	-0.2%
	黑色采矿	-13.1%	-38.9%	-25.9%	-17.9%	-25.6%	-7.7%	5.9%	-17.9%	-23.8%	15.7%	14.7%	-1.0%
	有色采矿	18.1%	5.3%	-12.8%	9.5%	6.5%	-3.0%	7.9%	-1.1%	-9.0%	22.1%	22.0%	-0.1%
	非金属采矿	6.9%	9.7%	2.7%	6.2%	6.8%	0.6%	0.7%	2.7%	2.0%	10.0%	10.3%	0.3%
上游原材料	燃料加工	16.5%	17.7%	1.1%	34.7%	28.6%	-6.1%	-13.5%	-8.5%	5.0%	3.7%	3.0%	-0.7%
	化工制造	17.4%	8.8%	-8.6%	13.8%	10.6%	-3.2%	3.1%	-1.7%	-4.8%	9.5%	9.3%	-0.3%
	医药制造	-12.3%	-12.9%	-0.6%	0.7%	0.7%	0.0%	-12.9%	-13.5%	-0.6%	15.8%	15.4%	-0.4%
	化纤制造	9.7%	-4.5%	-14.2%	8.8%	5.4%	-3.4%	0.8%	-9.4%	-10.2%	3.1%	2.5%	-0.6%
	橡胶塑料	5.4%	10.1%	4.7%	2.4%	1.6%	-0.8%	2.9%	8.3%	5.4%	4.6%	4.7%	0.0%
	非金属矿物制品	-0.5%	-0.5%	-0.1%	3.1%	2.4%	-0.7%	-3.5%	-2.9%	0.6%	7.2%	7.0%	-0.1%
	黑色冶炼	-5.2%	-19.7%	-14.5%	-3.7%	-9.5%	-5.8%	-1.6%	-11.3%	-9.7%	1.8%	1.1%	-0.7%
	有色冶炼	11.5%	0.4%	-11.1%	8.2%	1.9%	-6.3%	3.0%	-1.5%	-4.5%	4.2%	3.9%	-0.3%
	金属制品	7.3%	-3.6%	-10.9%	2.9%	1.6%	-1.3%	4.3%	-5.2%	-9.4%	3.6%	3.6%	0.0%
中游制造	通用设备	7.4%	-0.2%	-7.6%	1.2%	0.9%	-0.3%	6.2%	-1.1%	-7.2%	5.9%	6.1%	0.2%
	专用设备	-5.1%	49.8%	54.9%	1.0%	0.7%	-0.3%	-6.0%	48.8%	54.8%	7.5%	7.5%	0.0%
	汽车制造	18.7%	27.8%	9.1%	0.3%	0.3%	0.0%	18.3%	27.4%	9.1%	5.2%	5.6%	0.4%
	交运设备	-3.1%	13.8%	16.9%	1.8%	1.5%	-0.3%	-4.8%	12.1%	16.9%	4.7%	4.8%	0.1%
	电气机械	26.2%	21.1%	-5.2%	5.0%	4.1%	-0.9%	20.2%	16.3%	-3.9%	5.0%	5.0%	0.0%
	电子通信	11.5%	17.4%	5.9%	0.7%	0.0%	-0.7%	10.7%	17.4%	6.6%	4.6%	4.6%	0.0%
	仪器仪表	1.5%	12.1%	10.6%	1.6%	1.6%	0.0%	-0.1%	10.3%	10.4%	9.3%	9.2%	-0.2%
	其他制造	1.3%	16.4%	15.1%	2.6%	2.2%	-0.4%	-1.3%	13.9%	15.1%	5.2%	5.1%	0.0%
	废弃资源利用	28.0%	28.6%	0.6%	7.5%	-0.9%	-8.4%	19.0%	29.8%	10.7%	2.5%	2.1%	-0.5%
	金属制品、机械设 备修理	-13.9%	28.6%	42.5%	2.0%	2.4%	0.4%	-15.6%	25.6%	41.2%	2.5%	3.1%	0.6%
下游消费	农副食品	4.4%	9.7%	5.4%	5.6%	6.8%	1.2%	-1.2%	2.7%	3.9%	3.0%	2.9%	-0.1%
	食品制造	5.9%	13.3%	7.5%	4.4%	4.2%	-0.2%	1.4%	8.8%	7.4%	7.9%	7.8%	-0.1%
	酒类饮料	-0.5%	2.4%	2.9%	0.9%	0.6%	-0.3%	-1.4%	1.8%	3.2%	21.3%	20.3%	-1.0%
	烟草制品	1.6%	6.8%	5.1%	0.5%	0.5%	0.0%	1.1%	6.2%	5.1%	14.4%	14.5%	0.0%
	纺织	0.7%	-0.2%	-0.9%	5.8%	4.5%	-1.3%	-4.9%	-4.5%	0.3%	3.4%	3.4%	0.0%
	纺织服装	-0.7%	0.7%	1.5%	1.7%	1.7%	0.0%	-2.4%	-1.0%	1.4%	4.5%	4.5%	0.1%
	皮革制鞋	-0.2%	-0.5%	-0.3%	1.5%	1.4%	-0.1%	-1.7%	-1.9%	-0.2%	4.5%	4.6%	0.0%
	木材加工	2.5%	4.1%	1.6%	2.6%	2.0%	-0.6%	-0.1%	2.1%	2.1%	3.3%	3.3%	0.0%
	家具制造	-7.6%	-11.0%	-3.3%	2.6%	2.0%	-0.6%	-10.0%	-12.7%	-2.7%	4.9%	5.2%	0.4%
	造纸	3.8%	0.4%	-3.3%	0.5%	0.8%	0.3%	3.2%	-0.4%	-3.6%	3.5%	3.4%	-0.2%
	印刷	5.0%	3.5%	-1.6%	0.9%	0.9%	0.0%	4.1%	2.6%	-1.5%	4.8%	4.9%	0.1%
	文体用品	12.6%	11.8%	-0.9%	3.4%	2.4%	-1.0%	8.9%	9.1%	0.2%	4.5%	4.6%	0.1%
公用事业	电力热力	16.5%	24.2%	7.7%	9.6%	8.4%	-1.2%	6.3%	14.6%	8.3%	3.9%	4.0%	0.1%
	燃气生产	40.7%	23.6%	-17.1%	21.8%	20.7%	-1.1%	15.5%	2.4%	-13.1%	5.5%	5.4%	-0.1%
	水的生产供应	16.7%	8.4%	-8.4%	1.1%	1.1%	0.0%	15.5%	7.2%	-8.3%	8.8%	9.4%	0.6%

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



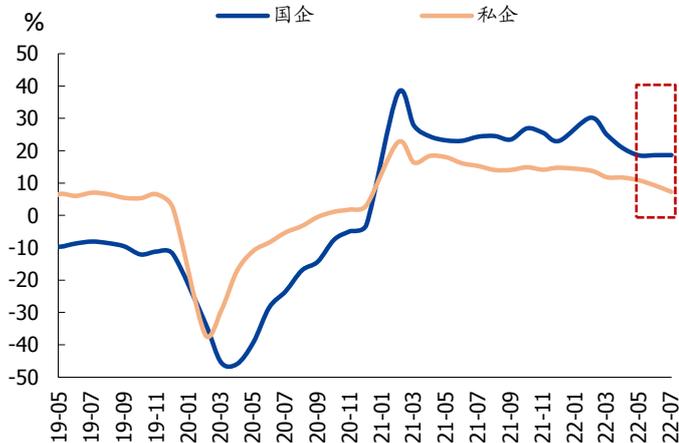
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 剔除价格因素的实际库存小幅回落



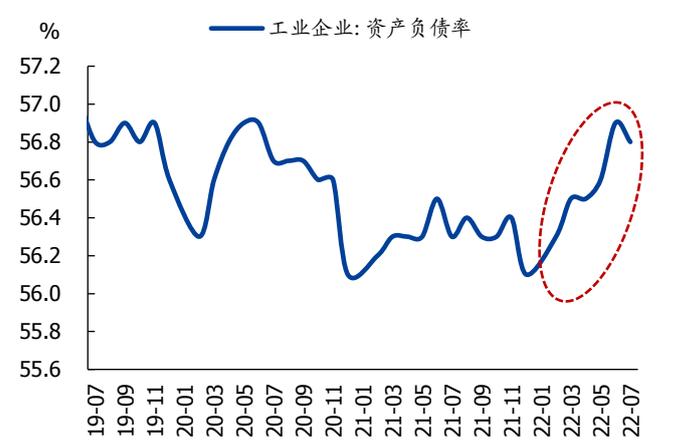
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 国企、民企差距再度扩大



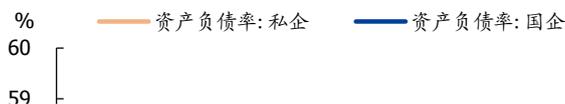
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 7月企业杠杆率小幅回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 7月国企、民企杠杆差距小幅回落



图表 10: 8月工业企业盈利环比可能季节性回升



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_45654



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn