

2022 年 1-8 月工业企业利润数据点评

生产企稳支撑盈利弱修复

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

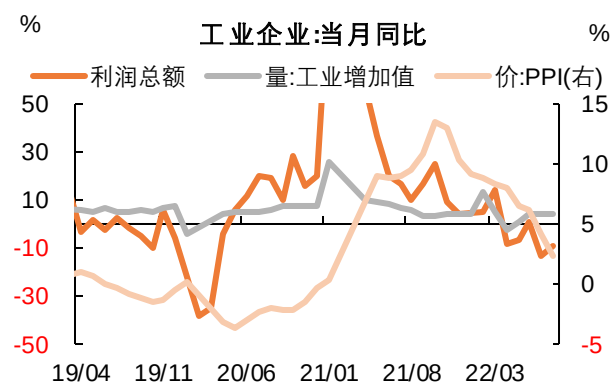


事件：2022 年 1-8 月，全国规模以上工业企业利润总额同比下降 2.1%。

- **工业企业生产企稳，带动利润单月跌幅收窄，但价格和利润率仍在拖累。**
8 月工业企业利润单月同比收缩 9.3%，而 7 月同比收缩 13.7%；营业收入单月同比增长 5.8%，较上月下行 1.3 个百分点。拆分来看，工业企业利润跌幅收窄主要得益于生产企稳，8 月工业增加值单月同比增速提升 0.4 个百分点至 4.2%；但价格下跌、利润率下滑的拖累继续，PPI 单月同比增速下行 1.9 个百分点，营收利润率的累计值也下滑 0.1 个百分点。从影响利润率的因素看，企业成本进一步攀升拖累营收利润率环比下行，但期间费用和其他差额项目略有下降，8 月企业贷款利率降至 4.05% 的历史低位，货币政策“降成本”对工业企业利润率仍有支撑。
- **工业企业继续“被动去库存”。**库存周期方面，考虑到营业收入和库存都是用金额来度量的，而近期 PPI 增速波动较大，剔除价格因素的工业企业经营呈现“营收增速略有回升、库存增速显著回落”的“被动去库存”特征。当前看，工业企业产成品存货增速依然处于历史较高位置，库存积压或在一定程度上挤占企业现金流，制约工业企业生产修复的力度和空间。**值得注意的是**，与基建、地产需求密切相关的原材料板块，产成品库存的同比增速高于工业整体、波动相对较大，建筑链条需求或是影响今年工业库存变化的重要因素。
- **分行业看，工业行业间利润分配格局仍在持续改善中。边际上看**，8 月近半数行业利润累计同比增速较上月回升：中游制造板块占 6 个（共 7 个）、下游制造板块占 9 个（共 14 个）；原材料板块 7 个子行业中，仅橡胶塑料制品利润跌幅收窄；采矿板块 5 个子行业的利润增速均下滑。**从累计利润的占比看**：一是，上游采掘利润表现依然强势，利润占比持平于历史高位。二是，前期较强的原材料板块利润占比较快压缩，降至历史均值水平以下。**与之相对的是**，前期偏弱的中游制造、下游消费制造以及水电燃气板块利润占比提升，延续修复态势；其中，中游制造板块的利润占比已自低位回升至历史均值水平以上。
- **8 月工业企业生产企稳，带动盈利边际改善，但其斜率偏弱，恢复基础尚不牢固，同比增速依然处于负值区间。后续值得关注的有两方面**：一是**中下游制造业**，出口韧性对其需求的支撑较强，但海外欧美经济正趋下滑，外需回落压力或将显现，有必要加大政策定向支持，助力出口竞争力提升。二是**原材料相关行业**，受地产需求拖累和库存高位影响，原材料产品的价格较快下行，但其成本端以煤炭为代表的矿产价格相对刚性，因而在利润再分配的过程中相对弱势，需警惕其预期转弱对工业生产及投资的拖累。
- **风险提示**：稳增长力度不及预期，疫情风险再度抬头，房地产市场修复不及预期，海外金融市场超预期波动等。

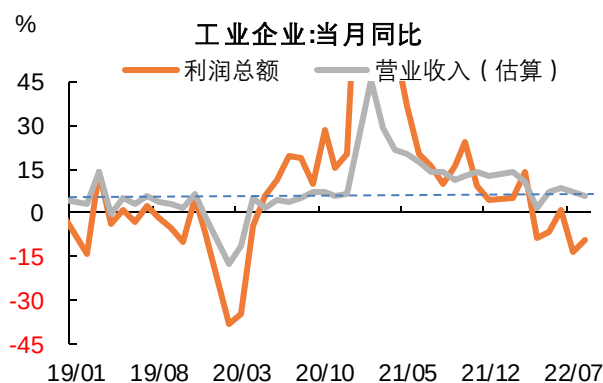
工业企业生产企稳带动利润单月跌幅收窄，但价格和利润率的拖累仍在继续。我们测算，8月工业企业利润单月同比收缩9.3%，而7月同比收缩13.7%；营业收入单月同比增长5.8%，较7月下行1.3个百分点。工业企业利润等于量×价×利润率，可用工业增加值、PPI和营业收入利润率三个指标观察工业企业利润增速的变动原因。8月工业企业利润跌幅收窄，主要受生产企稳带动，不过价格下跌、利润率下滑的拖累仍在继续。具体看，8月工业增加值单月同比增速提升0.4个百分点至4.2%，PPI单月同比下行1.9个百分点至2.3%；同时，工业企业营业收入的累计利润率较上月下行0.1个百分点，同比收缩10.27%。

图表1 8月工业企业利润单月同比跌幅收窄



资料来源:wind, 平安证券研究所

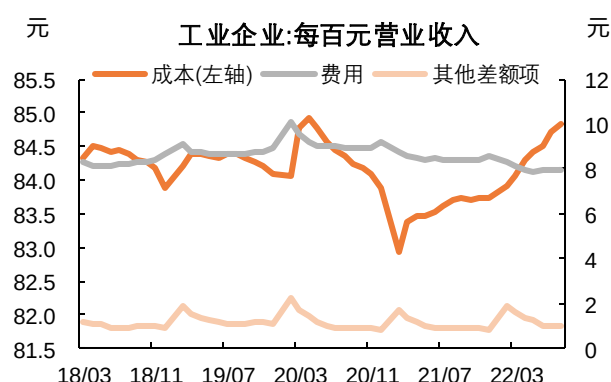
图表2 8月工业企业营业收入单月同比增速下滑



资料来源:wind, 平安证券研究所

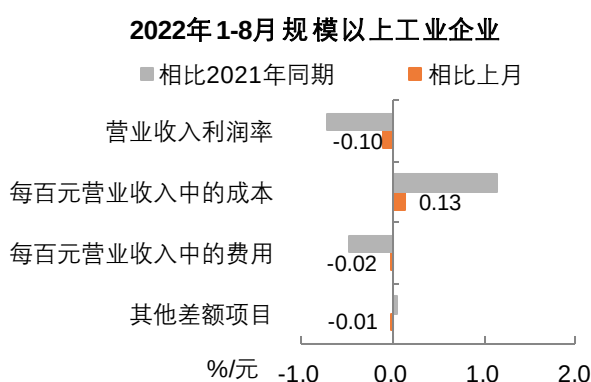
工业企业成本持续攀升，拖累营收利润率环比下行，而期间费用与其他差额项目略有下降。1-8月工业企业营业收入利润率6.3%，环比下滑0.1个百分点。具体来看：**1) 成本继续攀升。**1-8月工业企业每百元营业收入的成本较前7个月上行0.13元，已持续上行17个月。**2) 费用低位略有下行。**工业企业每百元营业收入的费用（包括管理、财务、销售三大费用）较前7个月下行0.02元，目前处于2018年以来的次低点（仅略高于2022年5月）。货币政策“降成本”卓有成效，助力企业财务费用压降，8月新增企业贷款利率处于4.05%的历史低位。前7个月（1-8月数据尚未公布）工业企业财务费用同比收缩10.2%，是三大费用中同比压降最多的。**3) 其他差额项微降。**我们将其他差额项目定义为营业收入中减去成本、费用及营业利润率后的差额部分，在会计报表中对应税金及附加、资产减值、汇兑损益等分项。该项目在二季度随留抵退税政策的较快推进压降较快，留抵退税政策接近尾声（8月新增留抵退税额467亿元，而4月为8015亿元），对其他差额项目的下行助推作用趋缓。

图表3 工业企业营收中，成本的累计占比还在上升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 1-8月工业企业营收利润率较上半年下滑

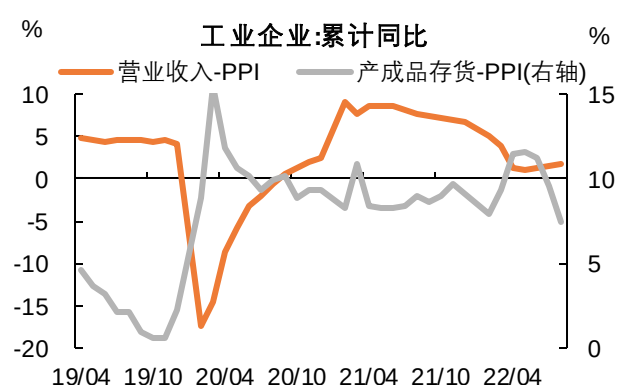


资料来源:wind, 平安证券研究所

库存周期方面，处于“被动去库存”状态。1-8月工业企业营业收入同比增速下滑 0.4 个百分点至 8.4%；产成品存货增速下滑 2.7 个百分点至 14.1%。但考虑到营业收入和库存都是用金额来度量的，而近几个月 PPI 增速的波动较大，用 PPI 累计同比来平减后，呈现“营收增速略有回升、库存增速显著回落”的“被动去库存”特征。目前来看，工业企业产成品存货增速仍处于历史较高水平，库存积压或在一定程度上挤占企业现金流，制约工业企业生产修复的力度和空间。

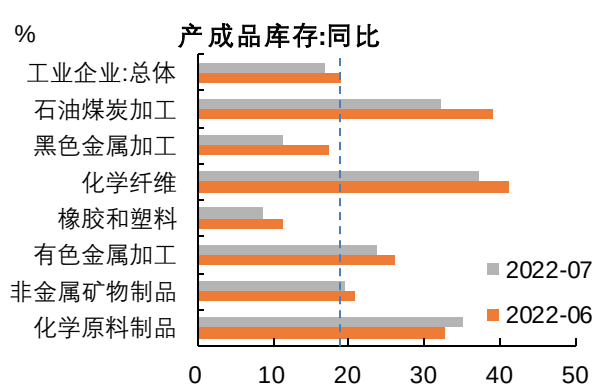
原材料板块子行业产成品库存的同比增速高于制造业整体，且波动相对较大，或是今年以来工业库存变化的重要影响因素。因产成品库存的分行业数据公布时间略滞后整体，我们暂以 2022 年 7 月相对 6 月的产成品库存增速变化观察各行业库存去化情况。我们测算表明，原材料板块需求较多源自地产—基建产业链，上半年地产开工低迷、基建实物工作量形成偏慢，或带动工业企业总体累库；7-8 月份出现好转，以高炉、焦化等为代表的原材料行业生产放缓，基建实物工作量加速形成、地产“保交楼”推进，令原材料企业库存较快去化。

图表5 剔除价格因素后，8月工业企业“被动去库存”



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 多数原材料行业产成品库存增速下滑



资料来源:wind, 平安证券研究所

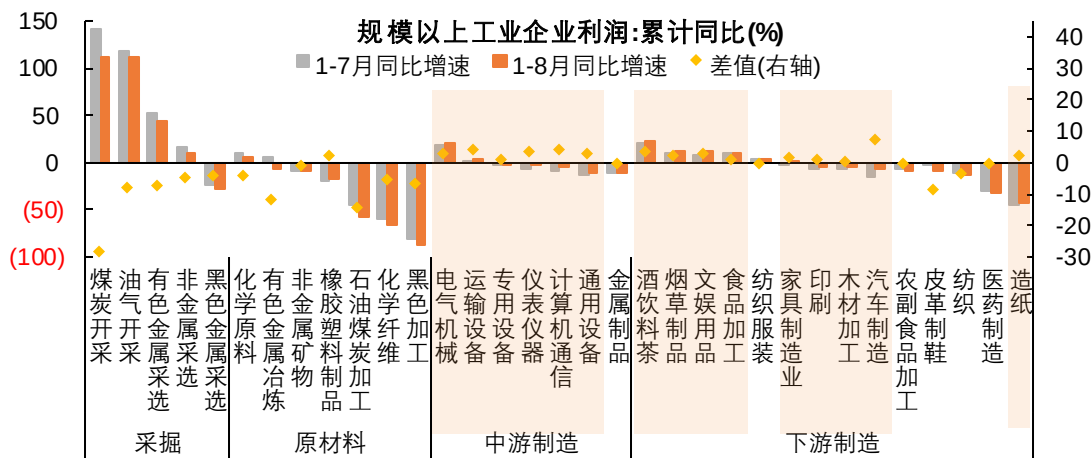
分行业看，8月行业间的利润分配格局仍在持续改善中。

从利润同比增速的变化看，和 1-7 月相比，2022 年 1-8 月利润增速回升的有 16 个行业（共 33 个行业），其中中游制造板块占 6 个（共 7 个），下游消费制造板块占 9 个（共 14 个）；中游原材料板块 7 个子行业中，仅橡胶塑料制品利润跌幅收窄；上游采矿板块 5 个子行业的利润增速均环比下滑。

从利润同比增速的绝对水平看，2022 年 1-8 月共 13 个行业的利润同比增速为正，其中：上游采掘板块除黑色金属矿采选外的 4 个行业皆正增长，煤炭石油等能源价格高位支撑其利润表现；属于下游的 14 个子行业中有 6 个正增长，包括酒饮料茶、烟草制品和食品加工 3 个必选消费行业，以及文娱用品、纺织服装、家具制造 3 个可选消费行业；原材料板块的 7 个子行业中，仅化学原料制品正增长；中游制造 7 个子行业中，新能源相关的电气机械行业、铁路船舶等运输设备制造业 2 个行业正增长。

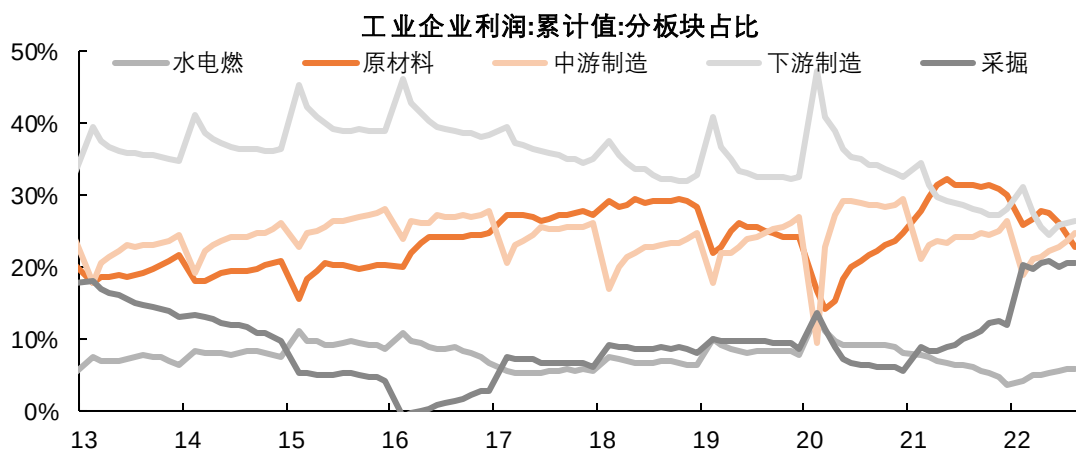
从累计利润的占比看，上游采掘利润占比依然较高，但原材料板块利润占比较快压缩，利润向中下游制造、水电燃气板块转移。一是，上游采矿板块利润占比仍处高位，1-8 月采掘板块占工业企业利润的比重持平于 20.4%，仍处 2013 年以来高位。二是，前期较强的原材料板块利润占比较快下滑。1-8 月中游原材料板块占工业企业利润的比重回落 1.5 个百分点，绝对水平已较 2013 年以来的历史均值低 1 个百分点。与之相对的是，前期偏弱的中游制造、下游消费制造以及水电燃气板块利润占比提升，延续修复态势。和 2022 年 1-7 月相比，1-8 月中游制造、下游制造和水电燃气板块占工业企业利润的比重分别上行 1.1、0.2 和 0.2 个百分点，中游制造板块的利润占比已较历史均值水平高出 0.4 个百分点。

图表7 和 2022 年 1-7 月相比，1-8 月中下游制造板块子行业利润累计同比增速多数改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 和 2022 年 1-7 月相比，1-8 月中游制造和下游消费制造板块的利润占比提升，原材料板块利润占比进一步下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

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_46505

