

国民分化收窄，制造业开启小幅稳步加杠杆

——兼评 9 月企业利润

报告日期: 2022-10-27

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 1-9 月全国规模以上工业企业利润累计同比-2.3%，前值-2.1%；营业收入累计同比增长 8.2%，前值 8.4%。

● **一、高温限电影响消退，但疫情多发散发、价格水平下行叠加外需走弱，9 月当月工业企业量升价跌利降，提示 Q4 利润增速或仍为负。民企利润见底回升，“国民”分化如期收窄，预计制造业进入小幅稳步加杠杆通道，但年内投资增速难有显著抬升。**

1) **营收企稳，利润增速继续磨底。**2022 年 1-9 月工业企业营收累计同比 8.2%，较前值回落了 0.2 个百分点；但我们测算营收当月同比为 6.8%、较前值上行了 1.0 个百分点，在连续 2 个月下行后，9 月当月营收企稳并且实现小幅回升。2022 年 1-9 月工业企业利润总额累计同比-2.3%（前值-2.1%），连续 3 个月负增长；利润当月同比为-6.0%，下滑幅度边际收窄。其中，销售毛利率持平前值的 15.2%，营业利润率微降 0.1 个百分点至 6.2%。

2) “国民”分化如期收窄，制造业加杠杆的主要制约因素有望缓解。1-9 月国企、民企利润累计同比分别为 3.8%、-8.1%，“国民”增速差较前值收窄了 1.8 个百分点至 11.9%。7 月利润点评我们指出“国民分化料将收窄”，8 月 9 月数据均予以验证，但区别在于 8 月为国企利润走弱引发，而 9 月为民企利润见底回升带动分化收窄，这是一个更为积极的信号，在制造业加杠杆的制约项出现缓解趋势后，民企业主体方能扭转预期、提高投资扩产意愿，在增量政策的呵护下进入“上行通道”。我们预计四季度制造业将小幅稳步加杠杆，但年内制造业投资增速难有显著抬升。

● **二、利润结构持续改善，中游设备制造主导，下游消费部分改善。**

1) **从利润占比来看，工业企业“上游降、中下游升”，延续了此前的利润分配格局。**1-9 月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业的利润占比分别为 44.3%、27.7%、28.1%，分别较前值变动了-1.5、1.3、0.2 个百分点。疫情多发散发叠加常态化防控，消费需求复苏弹性偏弱可能在一定程度上阻滞了利润向下游传导。

2) **从利润增速来看，上游年内首次转负，中游延续强势回升、下游部分改善。上游采掘加工年内首次转负，1-9 月工业利润累计同比为-2.4%，较前值降低了 4.1 个百分点。**

其中，煤炭采选、石油燃料加工、有色金属冶炼压延利润增速下行较快，较上期分别减少了 23.2、9.2、7.8 个百分点，多数行业降幅出现收窄；中游设备制造延续强势回升。1-9 月中游利润增速为 2.5%，较前值回升了 1.8 个百分点，我们在《成本压力结构性缓解，利好哪些中下游？——兼评 5 月企业利润》提示，“受益于成本回落，中游设备正在逐步兑现利润弹性，电气机械、通用设备、交通运输设备有望受益”，9 月交通运输设备、仪器仪表、电气机械、通用设备较前值提高了 4.8、4.7、4.4、3.1 个百分点，同时三季度公募基金增配交运、机械等中游制造均验证我们的判断；下游消费制造小幅改善，皮革皮毛、汽车、食品修复较快。1-9 月下游利润累计为-5.8%，降幅收窄了 2.0 个百分点。茶酒饮料、烟草、文体用品利润水平仍高，边际上来看，皮革皮毛、汽车、食品、家具较上月分别改善了 11.4、5.4、4.8、3.9 个百分点，但造纸、医药、纺织等行业景气度仍低。当前利润传导以中游为主，尚未大幅扩散至下游。从汽车制造改善情况来看，此前我们“10 月汽车制造利润累计同比实现正增长”的判断料将应验。

● **三、剔除价格前企业在去库，剔除价格后企业在补库。综合分析，指向传统工业旺季叠加各地抢抓生产，9 月工业企业存在结构性补库迹象，但整体仍处于主动去库存阶段。**

2022 年 1-9 月工业企业产成品存货累计同比为 13.8%、较前值下降了 0.3 个百分点，剔除 PPI 同比后，1-9 月实际存货累计同比为 12.9%、较前值回升了 1.1 个百分点。剔除价格前企业在去库，剔除价格后企业在补库，如何理解两者之间的差异？存货的会计核算方式决定了存货是过去一段时间成本价格的集合，当价格水平变化较大时，常用来衡量企业库存行为的存货-PPI 指标其有效性会大打折扣，而今年 PPI 同比下行较快，从年初的 9.1% 下降至 9 月的 0.9%，可能用存货-PPI 同比移动平均会更好。

结合 9 月 PMI 中的库存指标，我们认为目前工业企业总体上仍处于主动去库存阶段，但存在结构性补库行为。9 月为传统制造业旺季，同时各地尤其是经济大省抢抓三季末生产，上游、中游出现了一定的补库行为。伴随需求向好进一步显性化，我们预测“主动去库存”的阶段可能会在今年末明年初予以收束。

● **四、两个改善信号预示何种投资线索？**

9 月利润数据出现两个改善信号，一是民企利润首次见底回升带动国民分化改善，制造业投资扩产的最大掣肘可能逐步缓解，进入小幅稳步加杠杆通道；二是中游设备制造强势主导利润分配格局，疫情反复叠加常态化防控持续，消费市场可能持续弱修复，从需求端对消费制造的提振不足，我们预计工业生产的中游持续强于下游，本轮利润传导将在中游停留更久。

政策面来看，9 月以来设备更新再贷款稳步推进，在“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化”、“推动制造业高端化、智能化、绿色化发展”等要求下，政策将继续加大对制造业支持，我们认为主体改善+利润传导+政策支持+结构性工具引导，制造业尤其是中游设备制造（高端先进制造）的向上确定性较强。

● **风险提示**

俄乌冲突超预期加剧、疫情出现反复、设备更新政策实施力度不及预期。

相关报告

1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_量价利共振向下，结构性机会落在何处？——兼评 8 月企业利润》2022-09-27

2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_结构上延续传导，总量上探出二次深底——兼评 7 月企业利润》2022-08-27

3.《华安证券_宏观研究_宏观专题_四问利润传导，这次不一样？》2022-08-04

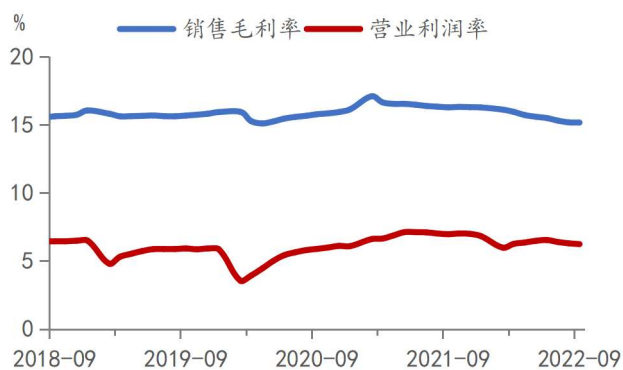
4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_中断后再启程，本轮利润传导有何不同？——兼评 6 月企业利润》2022-07-27

5.《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

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

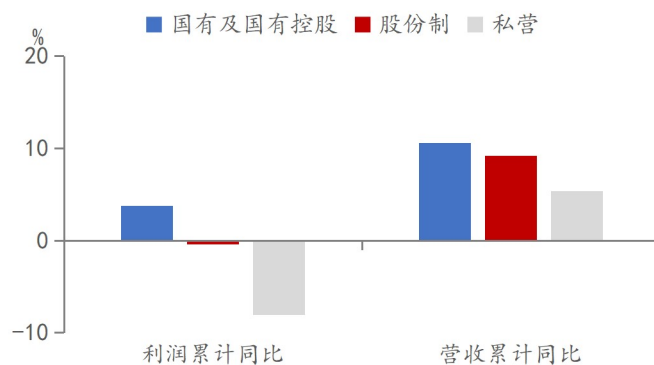
7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_利润传导再受阻——2 月工业企业利润点评》2022-03-27

图表4 毛利率持平、营业利润率微降



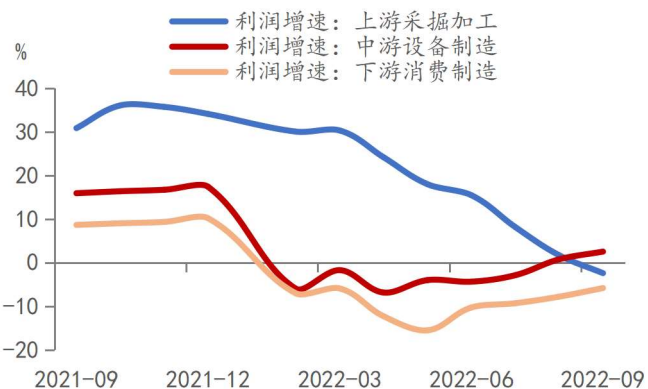
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表5 “国强民弱”有所收窄



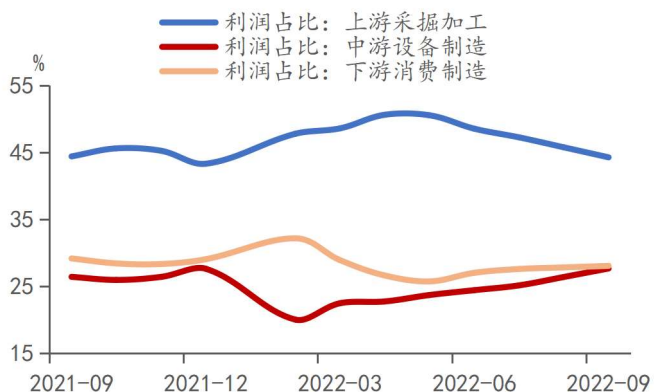
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表6 利润增速上游转负、中游正增



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021年为两年复合增速

图表7 利润分配仍呈“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	1-9月利润总额： 累计同比%	Δ 较上期%
上游采掘加工	石油和天然气开采业	112.0	1.0
	煤炭开采和洗选业	88.8	-23.2
	有色金属矿采选业	44.1	-0.2
	化学原料及化学制品制造业	1.6	-3.4
	非金属矿物制品业	-10.5	-1.1
	橡胶和塑料制品业	-13.0	4.5
	有色金属冶炼及压延加工业	-14.4	-7.8
	黑色金属矿采选业	-28.9	-1.0
	化学纤维制造业	-63.4	2.6
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-67.7	-9.2
	黑色金属冶炼及压延加工业	-91.4	-3.7
中游设备制造	电气机械及器材制造业	25.3	4.4
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	9.5	4.8
	仪器仪表制造业	2.3	4.7
	专用设备制造业	-1.3	0.5
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-5.4	0.2
	通用设备制造业	-7.2	3.1
	金属制品业	-10.0	1.5
下游消费制造	酒、饮料和精制茶制造业	22.7	-0.2
	烟草制品业	10.8	-1.1
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	10.6	-0.7
	食品制造业	9.5	4.8
	家具制造业	4.8	3.9
	纺织服装、服饰业	1.8	-1.6
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	1.4	11.4
	汽车制造	-1.9	5.4
	印刷业和记录媒介的复制	-4.5	0.8
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-4.6	1.0
	农副食品加工业	-7.5	0.4
	纺织业	-15.3	-1.2
	医药制造业	-29.3	2.1
	造纸及纸制品业	-42.0	1.3

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_47766

