

企业成本承压，规模效应不足

——2022年1-9月工业企业盈利数据的背后

核心观点

9月规模以上工业企业利润增速再次走弱，成本承压与价格回落是主因。当前工业企业成本压力居高的核心原因在于工业产能利用率偏弱导致工业企业规模效应弱化，上游原材料价格增速回落与减税降费对企业成本的边际改善空间已较有限，难以对冲内生性成本上涨。若四季度工业产能利用率能够平稳回升，则工业企业盈利有望企稳。

□ 当前企业盈利的成本压力关键在于规模效应不足

1-9月，全国规模以上工业企业利润总额累计同比下降2.3%，再次下探，较上月回落0.1个百分点，当月同比降幅则小幅收窄。价格和盈收利润率同比回落较大是促使9月工业企业盈利下行的主要推动力量，9月工业品价格持续回落，PPI环比-0.1%，同比+0.9%，随着价格增速回落对企业盈利的影响边际降低。

我们认为，当前规模效应不足带来的成本压力正取代外生性的原材料成本压力成为拖累企业利润的关键因素。如我们在前期报告《工业盈利喜忧参半，两大偏离需关注》中提示，在经济弱复苏背景下，工业企业产能利用率相对较弱，规模效应弱化导致单位产品的成本抬升，压低营收利润率，进而压制企业盈利增速。同时，新冠疫情以来持续的减税降费政策的边际改善空间已较有限，对营收成本的对冲作用趋弱。据我们测算，9月工业企业营收利润率为5.75%，较上月小幅回升0.16个百分点，较去年同期低约0.8个百分点，连续三月低于历史均值（约5.9%）。三季度工业产能利用率为75.6%，较二季度小幅回升0.5个百分点，但较2017至2019年中枢76.5%仍有一定差距，较2021年中枢77.5%偏离较大。

9月新增利润结构持续改善，中游比重最大。据我们测算，9月中下游工业企业新增利润当月占比较上月扩大约1.76个百分点，中游装备制造业改善最为明显，占比已接近45%。

□ 装备制造积极转正，地产链仍然偏弱

受益于国内产业链供应链稳定和上游原材料价格回落，1—9月份，装备制造业利润同比增长0.6%，今年以来首次由降转增。受减免车辆购置税政策提振消费需求利好影响，汽车制造业降幅收窄5.4个百分点，其中9月份当月利润增长47.4%。在光伏设备、储能设备等生产带动下，电气机械行业利润同比增长25.3%，此外，铁路船舶运输设备、仪器仪表行业利润均有不同程度改善。

在地产投资偏弱背景下，地产链上游原材料及地产后周期行业利润仍然偏弱。9月份钢铁行业利润累计同比降幅再次扩大至-91.4%，较8月降幅进一步扩大约3.7个百分点；建材行业、家具行业利润同比仍然偏弱。

□ 受疫情扰动主动去库不畅，供大于求或将压制价格

9月末规模以上工业企业产成品存货同比增长13.8%，较前值14.1%回落。据我们测算，剔除价格因素后，9月末实际库存增速为12.9%，较前值11.5%小幅回升，受疫情扰动需求弱复苏，同时我国当前供给端受疫情冲击小于需求侧，企业去库不畅。在地产链不振经济弱复苏的背景下，相关原材料及地产后周期消费的需求及预期较弱，工业企业主动消化过高库存的趋势不会改变。同时，疫情反复的作用下，消费对库存的消化作用也有所反复。若需求端对库存消化动力较弱，企业可能会进一步压低工业品价格以减轻库存压力。

□ 风险提示

疫情超预期反弹；经济动能不足

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

研究助理：潘高远

pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《财政收入稳步向好，准财政替代财政发力——2022年9月财政数据的背后》 2022.10.25
- 2 《出口无需太悲观，内需缓升拉进口——2022年9月进出口数据的背后》 2022.10.24
- 3 《9月经济数据：维持全年经济增长呈现“耐克型”走势的判断》 2022.10.24

正文目录

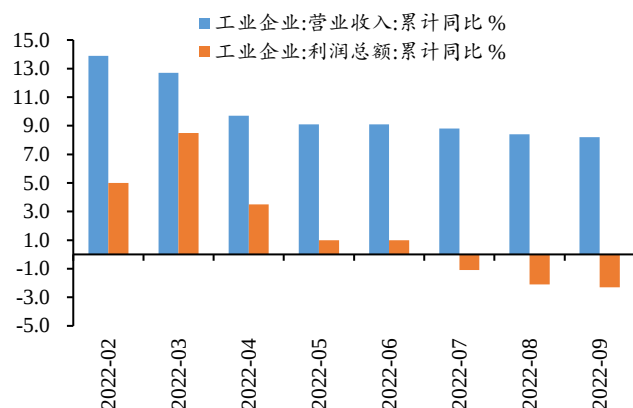
1 重要图表	4
--------------	---

图表目录

图 1: 近三月利润增速回落幅度大于营收增速回落幅度	4
图 2: 近期降费边际改善空间有限, 成本压力较大	4
图 3: 当前工业企业营收成本下行需待工业产能利用率回升	4
图 4: 9 月规上工业企业当月新增利润结构 (不含公用事业)	5
图 5: 2022 年 9 月规上工业企业名义及实际库存均	5
图 6: 规上工业企业盈利热力图 (当月同比)	6
图 7: 各行业库存变动 (至 2022 年 8 月)	7

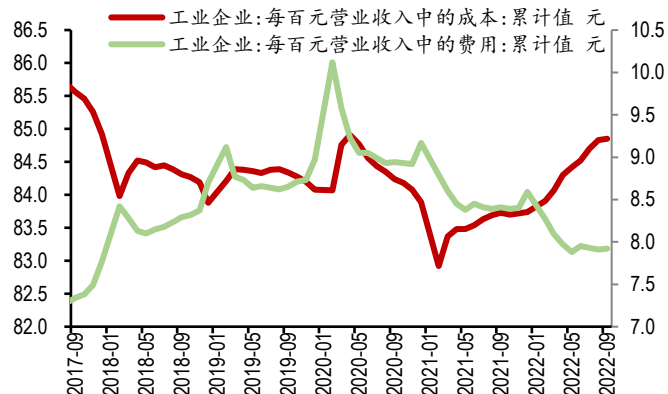
1 重要图表

图1: 近三月利润增速回落幅度大于营收增速回落幅度



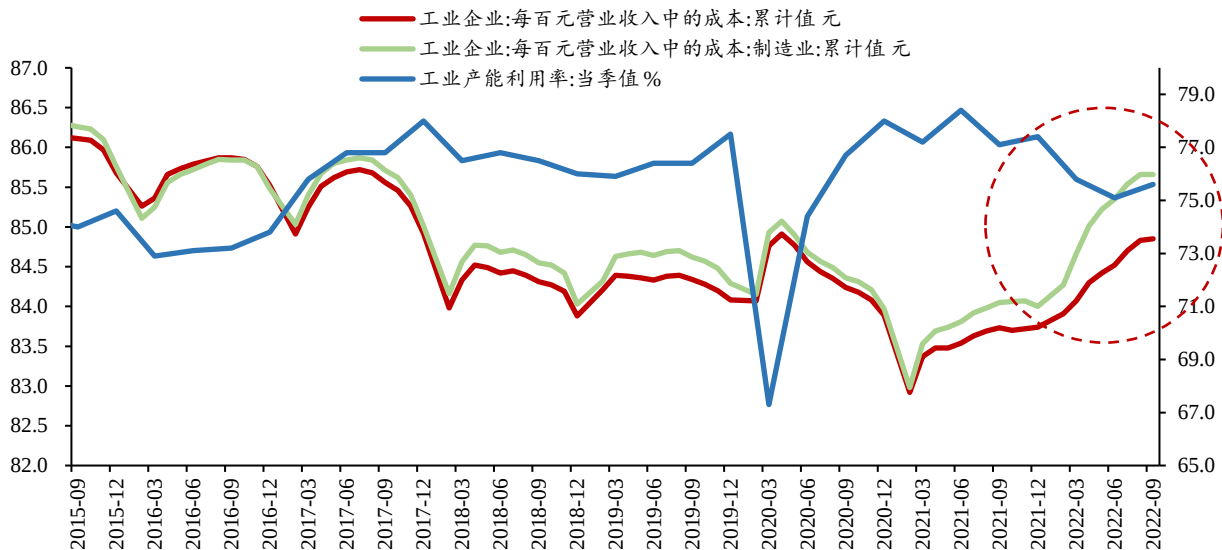
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图2: 近期降费边际改善空间有限, 成本压力较大



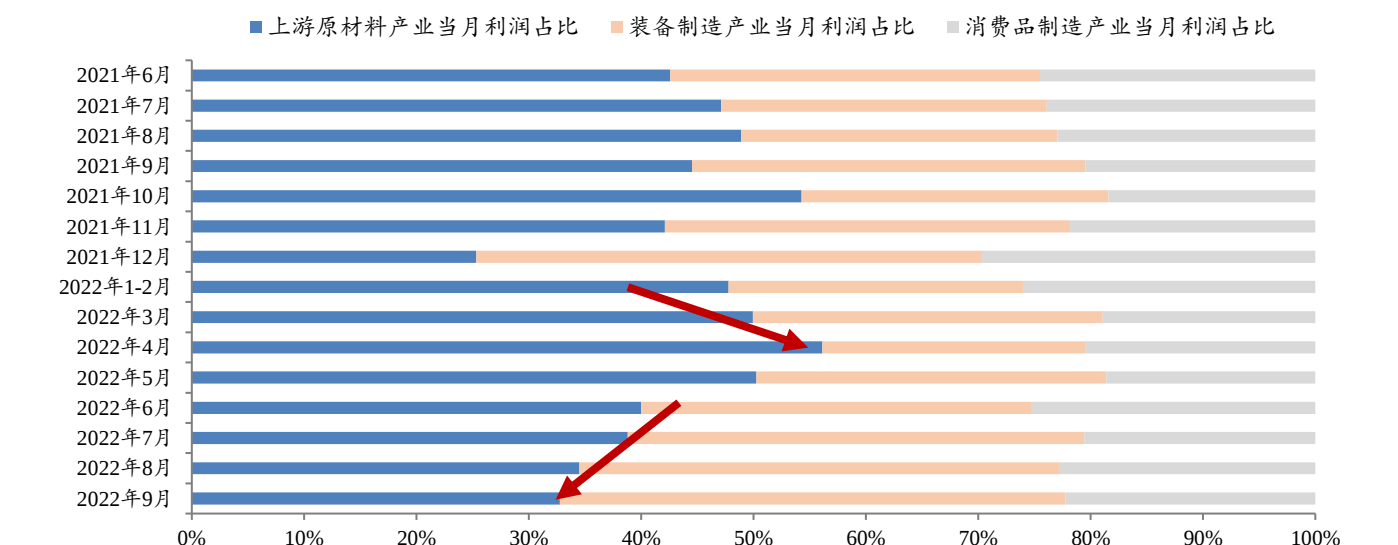
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图3: 当前工业企业营收成本下行需待工业产能利用率回升



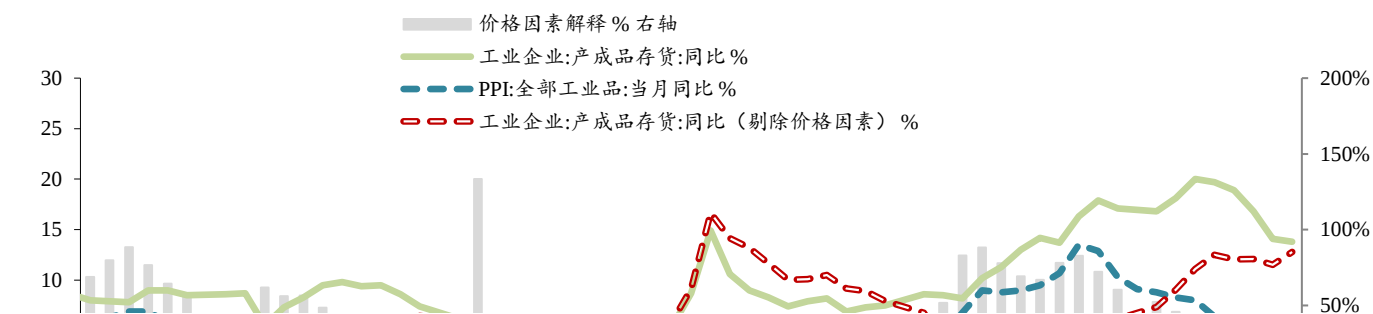
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图4：9月规上工业企业当月新增利润结构（不含公用事业）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图5：2022年9月规上工业企业名义及实际库存均



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_47963

