

成本端压力延续，行业利润分化

——3月工业企业利润数据点评

2022年04月28日

- **企业利润、营收增速边际抬升。**一季度工业企业利润累计同比增速由5%上行为8.5%，对比2019年三年平均增速由21.8%回落为17.7%。企业营业收入累计同比增速由13.9%回落为12.7%。基数作用下企业利润增速边际抬升，但从3年平均增速来看，营收和利润均有所放缓。
- **利润率环比上行，同比回落，工业企业生产受疫情影响放缓，原材料价格上行压力延续。**能源、有色等大宗商品价格高位震荡，PPI进入回落通道，但回落速度明显放缓，企业成本端延续承压。本月生产端增速并未迎来环比显著上行，虽然春节因素逐步消退，但疫情在上海、深圳、吉林省地区的出现，导致生产增速放缓。
- **企业成本端继续攀升，费用压降，应收账款再度回落，企业用工人数回落。**原材料端价格持续高位，企业成本刚性问题延续。减税降费和企业纾困的政策下，费用端压降有所显现。更新到2月的工业企业平均用工人数同比从年底-0.3%变为0.4%，但受到疫情和封控政策影响，预期3月表现偏弱。
- **国企利润表现依然相对最强，私营企业相对压力更大。**上游原材料价格的上涨，对中小微企业的压力相对更大，利润分布不均衡问题凸显，疫情对产业链和运输带来一定影响，部分出口工业企业生产或面临一定压力。各类型企业资产负债率大多小幅抬升，私营企业上行相对较快。
- **采矿业利润为主要拉动项，电力、热力、燃气及水的生产和供应业和制造业基数作用下也有所上行。**采矿业行业利润增速有所反弹，煤炭开采和洗选业利润增速上行最快，有色开采利润增速也大幅抬升，黑色金属开采利润小幅上行，主要是高基数作用的减弱。
- **制造业上中下游利润被摊薄。中下游为上游涨价承担者。**从近三年平均增速来看，中游设备制造整体回落，下游汽车、计算机、通信和其他电子设备制造明显下滑。
- **工业企业库存增速延续上行，当月新增库存仍处高位。**运输受到疫情影响，工业产销链接水平下降，叠加需求偏弱，企业库存有所累积，价格上涨也部分带动了存货价值提升。4月运输和产业链依然受阻，库存增速或仍将上行。工业企业成本端压力预期延续，输入性通胀压力增加，政策对于制造业的减税降费、中小企业纾困扶持也将保持，关注疫后复工复产的进程能否快速提升，行业间的不均衡和分化仍将延续。
- **风险因素：**企业生产经营不及预期，上游原材料价格上行超预期，疫情扩散和持续时间超预期。

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

追逐目标增速的经济，仍需政策发力
 疫情和海外干扰下，“殊途”的PPI和CPI
 疫情、外部扰动下，经济景气度回落

正文目录

事件.....	3
1 企业利润边际上行，但生产和成本端承压.....	3
2 价格带动采矿业利润上行，电力行业利润回落.....	4
3 企业延续累库，营收继续放缓.....	6
4 风险提示.....	6
图表 1: 工业企业利润累计同比增速反弹 (%)	3
图表 2: 拆分来看，价格继续上行 (%)	3
图表 3: 应收账款高位回落 (%)	4
图表 4: 企业费用端持续压降，成本继续上行 (%)	4
图表 5: 国有企业偏强，私营企业持续转弱 (%)	4
图表 6: 资产负债率有所抬升 (%)	4
图表 7: 本月利润继续抬升，但增速依然承压 (%)	5
图表 8: 采矿业项下，黑色金属开采相对偏弱 (%)	5
图表 9: 中游设备制造业增速转弱 (%)	5
图表 10: 制造业下游利润回落，汽车下行明显 (%)	5
图表 11: 工业企业库存周期走势 (%)	6
图表 12: 美国经济政策不确定性近期上行.....	6

事件

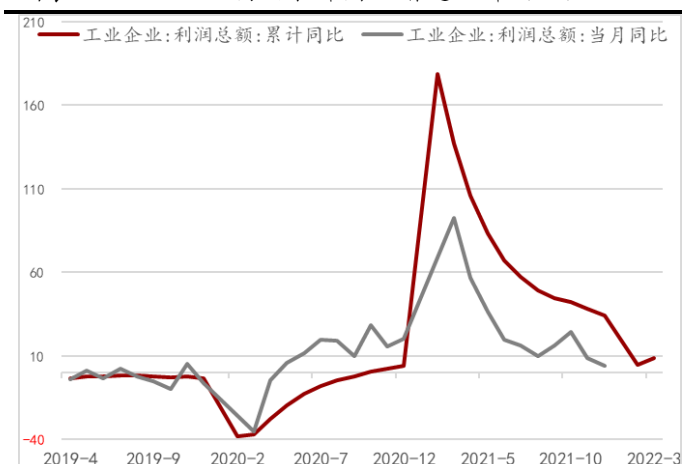
1—3月，全国规模以上工业企业利润总额1.96万亿元，累计同比增速由上月的5%上行为8.5%，营业收入同比增长12.7%，前值为13.9%，营业成本同比增长13.5%。

1 企业利润边际上行，但生产和成本端承压

基数作用下企业利润增速边际抬升，但从3年平均增速来看有所放缓，营收增速放缓。1-3月工业企业利润累计同比增速由5%上行为8.5%，对比2019年三年平均增速由21.8%回落为17.7%，去年同期高基数作用回落下，3月增速上行，但从3年平均增速来看，较上月放缓。企业营业收入1-3月累计同比增速由13.9%回落为12.7%。

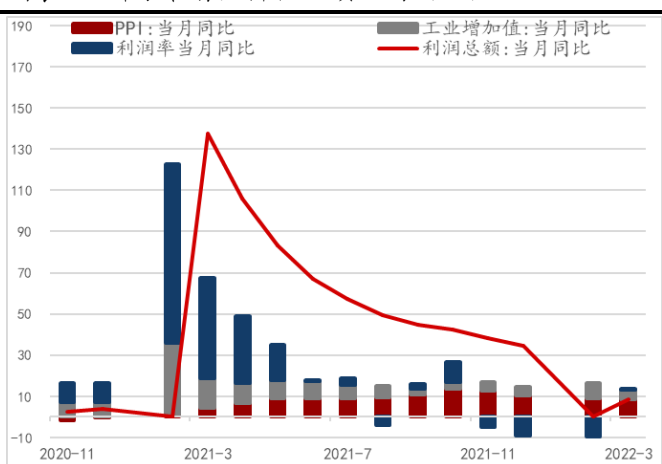
利润率环比上行，工业企业生产受疫情影响放缓，原材料价格上行压力延续。上游原材料价格持续高位，俄乌冲突和欧美制裁的影响下，能源、有色等大宗商品价格高位震荡，企业成本端延续承压。一季度，PPI累计同比维持在8.7%，高基数作用影响下，PPI进入回落通道，但回落速度明显放缓。营收利润率累计增速由5.97%上行为6.25%，但同比去年6.64%有所放缓。本月生产端增速并未迎来环比显著上行，虽然春节因素逐步消退，但疫情在上海、深圳、吉林省地区的出现，导致生产增速放缓。

图表1: 工业企业利润累计同比增速反弹 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

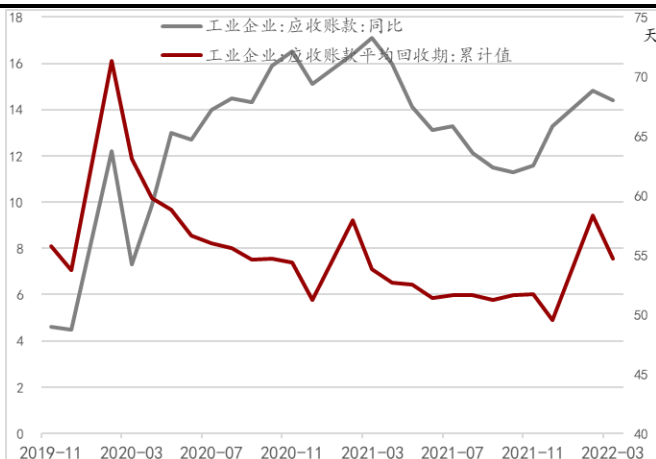
图表2: 拆分来看, 价格继续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

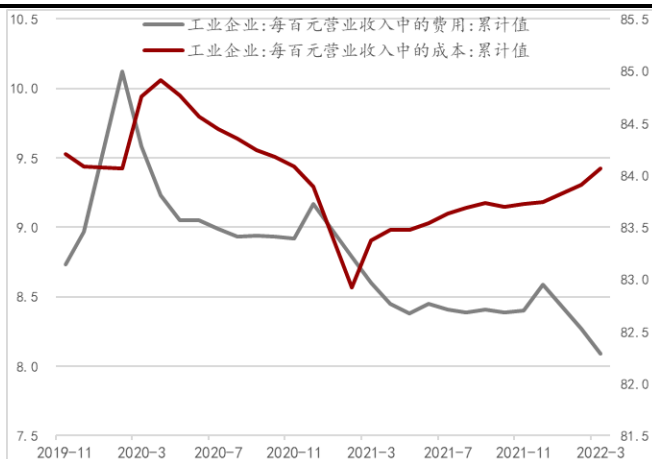
企业成本端继续攀升，费用持续压降，应收账款再度回落，企业用工人数回落。3月，工业企业单位成本继续上行，1-3月每百元营业收入成本环比由83.91上涨为84.07元，2020年11月以来，继续上行至84以上，原材料端价格持续高位，企业成本刚性问题的延续。企业费用持续压降，每百元营业收入中的费用由8.27元回落至8.09元，已经降至近几年的相对低位。减税降费和企业纾困的政策下，费用端压降有所显现。3月规模以上工业企业应收账款同比由上月的14.8%再度回落为14.4%，应收账款平均回收期由上月的58.3天下行为54.7天，较2021年同期同比上行0.9天。随着春节效应转弱和企业周转好转，企业应收账款回落。从2月已经更新的工业企业平均用工人数累计同比来看，从去年底的-0.3%上行为0.4%，其中私企、股份制企业、外资企业平均用工人数均上行，但受到疫情和封控政策影响，预期3月表现偏弱。

图表3: 应收账款高位回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

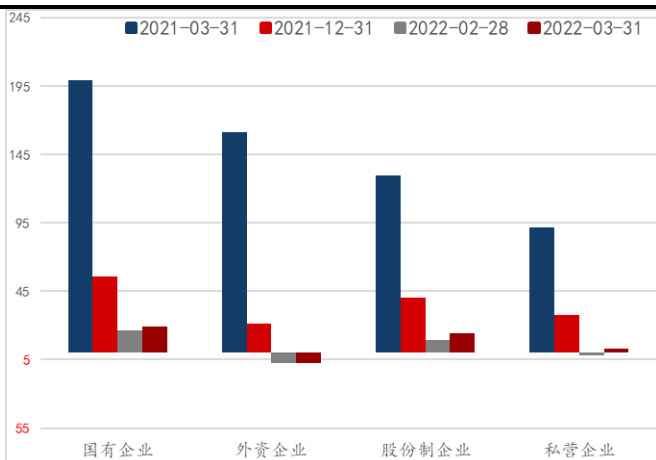
图表4: 企业费用端持续压降, 成本继续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

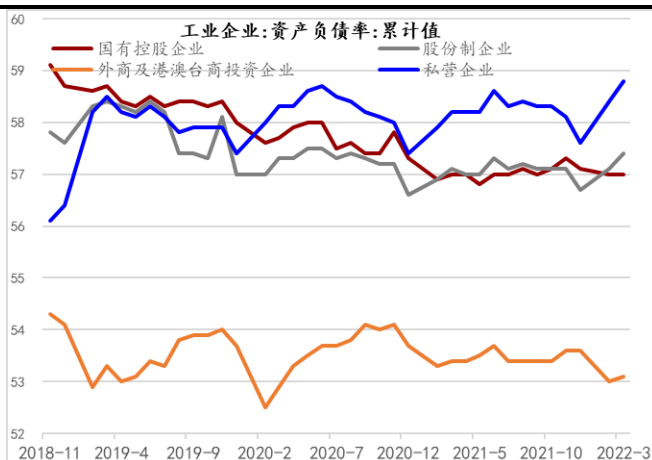
国企利润表现依然相对最强, 民营企业相对压力更大, 各类企业资产负债率大多小幅抬升, 仅国企与上月持平。1-3月, 国有企业利润依然增速相对最快, 且边际上行。民营企业利润同比增速转正, 股份制工业企业也有所上行, 外资企业利润持续承压回落。上游原材料价格的上涨, 对中小微企业的压力相对更大, 利润分布不均衡问题凸显, 疫情对产业链和运输带来一定影响, 部分出口工业企业生产或面临一定压力。各类型企业资产负债率大多小幅抬升, 民营企业上行相对较快。

图表5: 国有企业偏强, 民营企业持续转弱 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 资产负债率有所抬升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

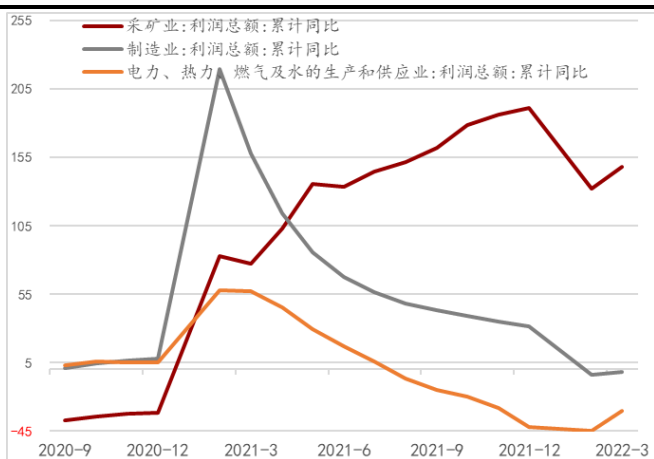
2 价格带动采矿业利润上行, 电力行业利润回落

三大工业行业来看, 仅采矿业利润持续上行, 煤炭价格上行为利润主要推升因素。1-3月, 采矿业利润增速由1-2月的132%变动为147.8%。采矿业行业利润增速有所反弹, 俄乌冲突下, 欧盟为减少对于俄罗斯的天然气等能源品的依赖, 对于煤炭的需求增加, 海外煤炭价格持续上行。国内保供稳价政策延续, 政策支持煤炭产能释放。分项来看, 煤炭开采和洗选业利润增速上行最快, 有色开采利润增速也大幅抬升, 黑色金属开采利润小幅上行, 主要是高基数作用的减弱。非金属矿开采利润边际回落。

电力、热力、燃气及水的生产和供应业低位反弹, 制造业利润小幅上行, 剔除基数效

应来看，利润有所回落。1-3月，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速由-45.3%变动为-30.3%，制造业累计同比由-4.2%小幅上行至-2.1%，从2020-21年3年平均累计增速来看，制造业利润同比由20.6%回落为15.5%，剔除高基数作用，制造业利润表现偏弱。大宗商品价格给制造业企业带来较大压力，海外发达国家需求依然不弱，疫情对我国部分产业链生产带来干扰，东南亚地区复出口增速上行。如果复工复产不能尽快达成，也给我国出口产业链的稳定带来一定影响。

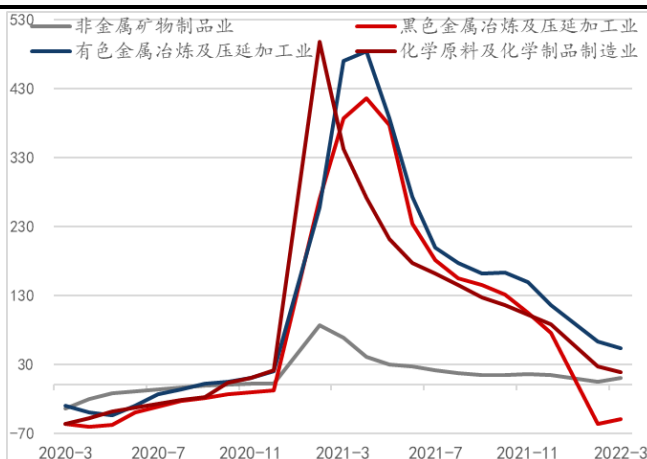
图表7: 本月利润继续抬升, 但增速依然承压 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 2021年数据均为对比2019年两年平均增速

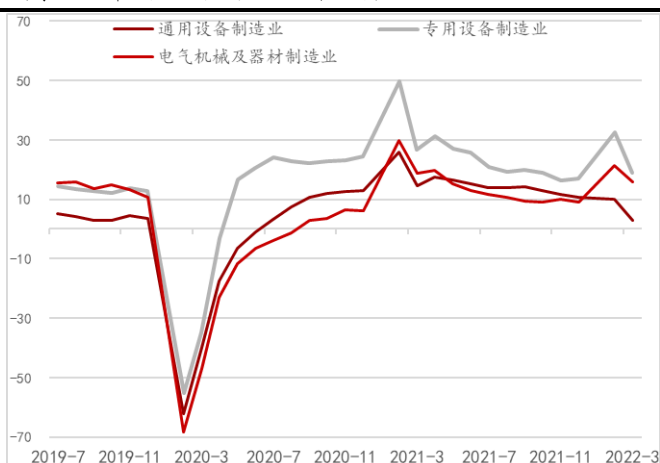
图表8: 采矿业项下, 黑色金属开采相对偏弱 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

制造业上中下游利润被摊薄。中下游为上游涨价主要承担者。从近三年平均增速来看，中游设备制造整体回落，下游汽车、计算机、通信和其他电子设备制造明显下滑。吉林和上海为汽车生产的重要产业链环节，生产部分受到了疫情干扰。

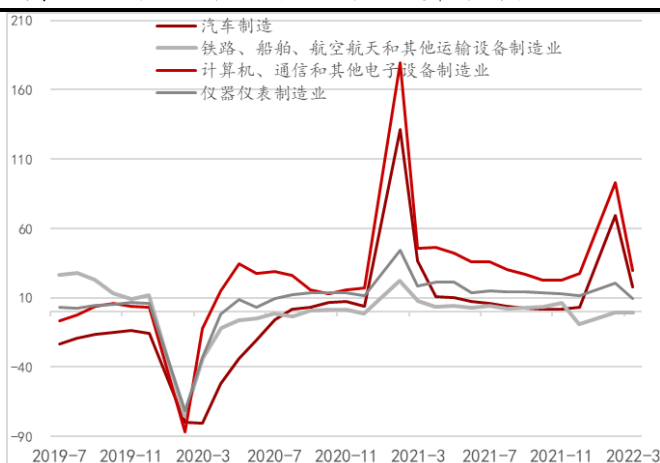
图表9: 中游设备制造业增速转弱 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 2021年数据均为对比2019年两年平均增速, 2022年对比2019年三年平均增速

图表10: 制造业下游利润回落, 汽车下行明显 (%)



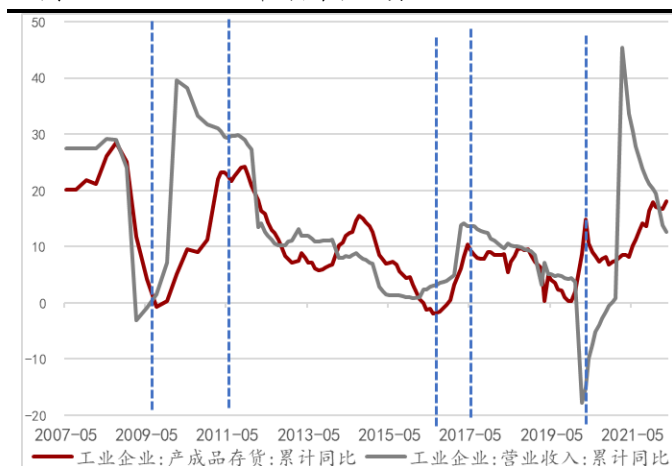
资料来源: Wind, 万联证券研究所

3 企业延续累库，营收继续放缓

工业企业库存增速延续上行，当月新增库存仍处高位，企业营收增速继续放缓。1-3月，工业企业产成品存货累计同比由上月16.8%继续上行为18.1%，本月新增库存上涨2300亿元，运输受到疫情影响，工业产销链接水平下降，叠加需求偏弱，企业库存有所累积，价格上涨也部分带动了存货价值提升。企业营收在3月边际放缓，国内外不确定性上行的背景下，企业营收、利润承压。

向后看，俄乌冲突和欧美制裁仍将持续一段时间，大宗商品价格或高位震荡，部分抬升存货价值，需求偏弱，4月运输和产业链依然受阻，库存增速或仍将上行。工业企业成本端压力预期延续，输入性通胀压力增加，政策对于制造业的减税降费、中小企业纾困扶持也将保持，关注疫后复工复产的进程能否快速提升，行业间的不均衡和分化仍将延续。

图表11: 工业企业库存周期走势 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 美国经济政策不确定性近期上行



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4 风险提示

企业生产经营不及预期，上游原材料价格上行超预期，疫情扩散和持续时间超预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场