

2022年1-4月工业企业利润数据点评

行业利润分配格局恶化

证券分析师

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

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn
常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



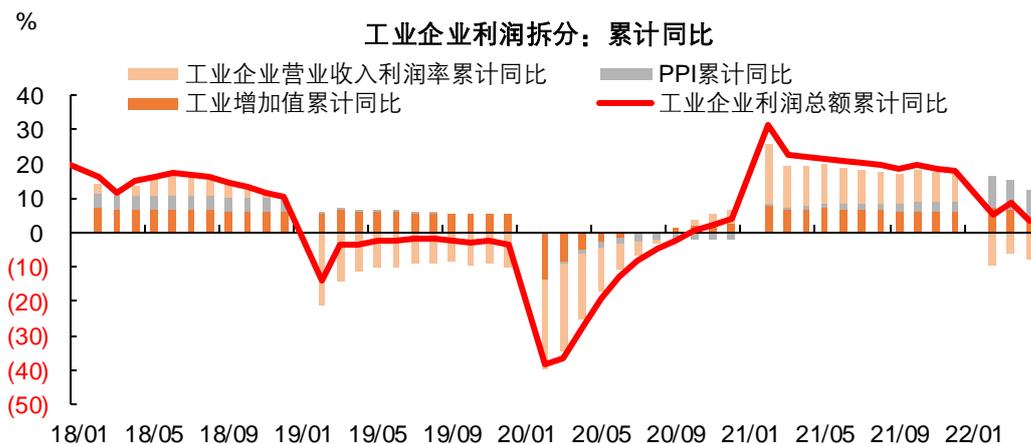
事件：2022年1-4月份，全国规模以上工业企业实现利润总额26582.3亿元，同比增长3.5%，增速较一季度下滑5个百分点。

- **工业企业利润增速明显下滑。**其中，反映“量”的工业增加值在疫情冲击产业链和需求不足的共同影响下走弱；反应“价”的PPI因翘尾因素的支撑减弱趋于下滑；**利润率**环比略有改善，但高基数拖累其同比增速边际走弱。**拆分来看**，营收利润率的环比改善主要得益于政策靠前发力，期间费用和其他差额项目（涵盖税金及附加、资产减值、汇兑损益等）下行，一定程度上抵消了成本继续攀升的冲击。
- **工业企业延续“被动补库存”。**剔除价格因素的工业企业经营呈现“营收增速下滑，库存增速回升”的组合，具有“被动补库存”的特征。4月国内疫情防控压力较大，全方位冲击工业企业的产业链和下游需求，抬升原材料和物流运输成本，这导致工业企业的营收增长放缓，库存高位运行。
- **行业间的利润分配格局恶化。**一方面，中下游行业的需求直接受到疫情冲击、外需回落的影响，利润增速低位进一步下滑。**另一方面**，上游采矿板块对需求疲弱的反应相对滞后，利润增速的高位或受产品价格居高不下、保供稳价措施促进产能释放的价量支撑。疫情对不同行业的冲击呈“非对称”特征：相比2022年一季度，1-4月上游采矿板块占工业企业利润的比重再度提升，处2013年以来的高位；下游制造业占比下滑至25.4%，是2012年以来的最低点。
- **私营企业更多受益于助企纾困政策，但仍是国民经济的薄弱环节。**1) 由于私营企业更多地受益于留抵退税、减税降费和缓交税费等政策措施，费用压降更多，国企和私营企业利润增速的差值在低位继续收窄。2) 回款能力方面，4月私营企业回款能力的改善程度强于工业企业整体，但相比2019年和2021年同期依然偏弱。3) 资产负债率方面，私营企业在疫情冲击下融资扩张的需求更显不足，以“稳杠杆”为主；多处产业链中上游的国有企业融资环境相对更好，延续了“加杠杆”的态势。
- **4月工业利润明显下滑，但留抵退税、减税降费、缓缴税费等政策积极托底，一定程度上缓解了疫情冲击和成本抬升的负面影响。**随着新增病例的见顶和上海等地复工复产的推进，疫情对我国经济冲击最大的时刻可能已经过去。然而，**疫情后国内需求的修复或需时日**，出口又面临海外需求回落和份额下滑双重压力，企业生产经营成本还在高位，宏观政策有必要进一步发力。5月23日的国常会部署33项措施稳经济，5月25日的稳定经济大盘会议狠抓落实。以此看，货币政策将维持流动性合理充裕，增加对普惠小微领域融资的支持；财政政策加大留抵退税、缓交税费的规模和范围以助企纾困。相关措施主要是在两会安排的基础上加大实施力度，效果有待进一步观察。**如稳增长效果不及预期，增量政策的推出值得期待。**

工业企业利润增速大幅下滑。2022年前4个月的工业企业利润累计同比增速下滑至3.5%，低于一季度5个百分点。4月工业企业利润单月同比下降8.5%，而我们测算的3月工业企业利润单月同比增长了14%，4月工业企业的盈利增速由正转负。

量、价和利润率共同拖累工业企业的利润的下滑。工业企业利润等于量×价×利润率，分别用工业增加值、PPI和工业企业营业收入利润率的累计同比，来拆分工业企业利润增速的变动。1-4月工业增加值、PPI和工业企业营业收入利润率的累计同比分别为4%、8.5%和-7.6%，相比一季度分别下滑2.5、1.7和0.2个百分点。可见，量、价和利润率共同拖累工业企业利润增速下滑。其中，反映“量”的工业增加值在疫情冲击产业链和需求不足的共同影响下走弱；反应“价”的PPI因翘尾因素的支撑减弱趋于下滑；利润率环比略有改善，但高基数拖累其同比增速边际走弱。

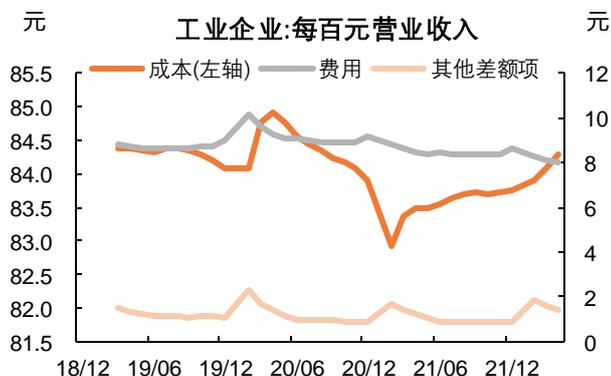
图表1 从量、价和利润率三个维度，拆分工业企业利润累计增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 2021年数据采用以2019年为基期的复合增速

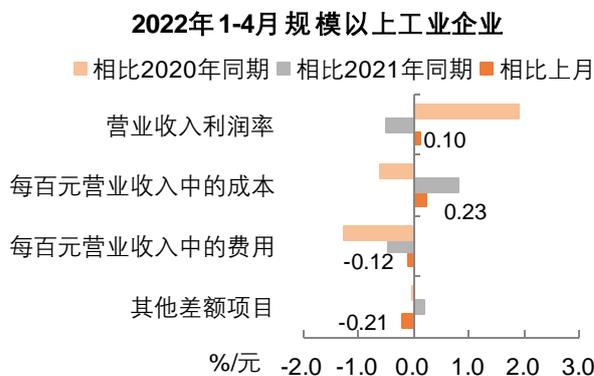
营收利润率受费用下行的支撑。前4个月的工业企业营业收入利润率6.35%，环比提升0.1个百分点。**1) 成本上行。**1-4月工业企业每百元营业收入的成本较一季度上行0.23元，自去年3月起上行已超过一年。**2) 费用减少。**工业企业每百元营业收入的费用（包括管理、财务、销售三大费用）较一季度月减少0.12元，2022年以来持续回落。**3) 其他差额项目回落。**我们将其他差额项目定义为营业收入中减去成本、费用及营业利润率后的差额部分，在会计报表中对应交税金及附加、资产减值、汇兑损益等分项。其他差额项目前四个月的累计值相比一季度减少了0.21元，后续减税降费对工业企业利润的支撑或将继续。总的来看，尽管1-4月工业企业的成本继续上行，但期间费用和其他差额项目同时下行，助力营收利润率环比提升。

图表2 工业企业营收中，成本的占比继续上升



资料来源:wind, 平安证券研究所

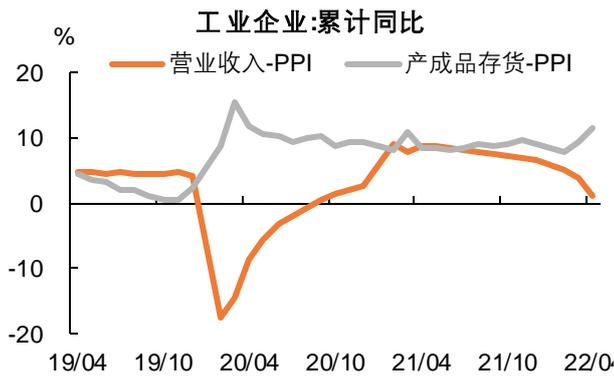
图表3 期间费用和其他差额项下行，助力营收利润率环比回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

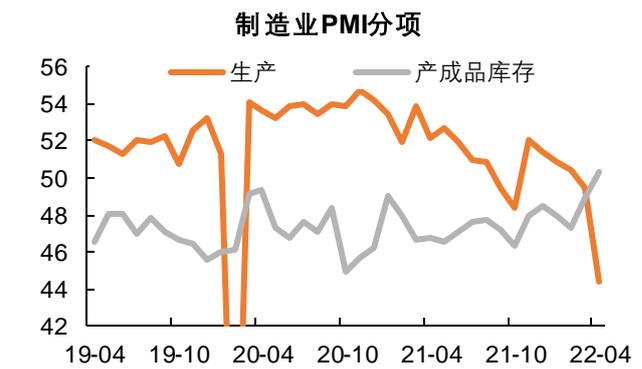
库存周期方面，工业企业营收增速下滑，库存增速回升，延续“被动补库存”。1-4月工业企业营业收入同比增长9.7%，相比一季度下滑3个百分点；产成品存货增速20%，相比一季度抬升了1.9个百分点。考虑到营业收入和库存都是用金额来度量的，而目前PPI同比仍处于历史较高水平，用PPI累计同比来平减后，“营收增速回落、库存增速回升”的特征依然明显。从库存周期角度看，具有典型的被动补库存特征。4月国内疫情防控压力较大，全方位冲击工业企业的产业链和下游需求，抬升原材料和物流运输成本，此前公布的4月制造业PMI生产分项显著下滑、产成品库存抬升。受此影响，工业企业的营收增长放缓，库存高位运行。

图表4 剔除价格影响后，营收增速下滑，库存增速回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 4月PMI分项也呈“被动补库存”特征

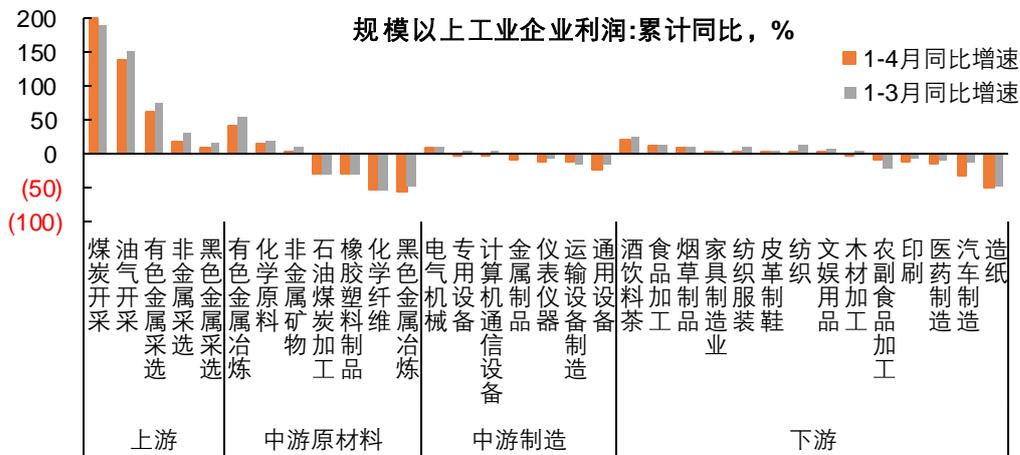


资料来源:wind, 平安证券研究所

分行业看，多数行业利润同比增速边际下滑，但上游采矿业维持着较高的盈利增速。中下游行业的需求直接受到疫情冲击、外需回落的影响，利润增速低位进一步下滑。上游采矿板块对需求疲弱的反应相对滞后，利润增速的高位或受产品价格居高不下、保供稳价措施促进产能释放的价量支撑。

从利润同比增速的变化看，和一季度相比，2022年1-4月利润增速回升的仅有6个行业（共33个行业）。分别是，上游采矿板块中的煤炭开采、中游原材料板块的石油煤炭加工和化学纤维、中游制造板块的运输设备、下游行业中的农副产品加工和家具制造。从利润同比增速的绝对水平看，2022年1-4月共有20个行业的利润同比增速为正，其中：上游采掘板块5个行业皆正增长；属于下游的14个子行业中有8个正增长；属于中游的8个原材料子行业有3个正增长、6个中游制造子行业仅电气机械利润增速为正。

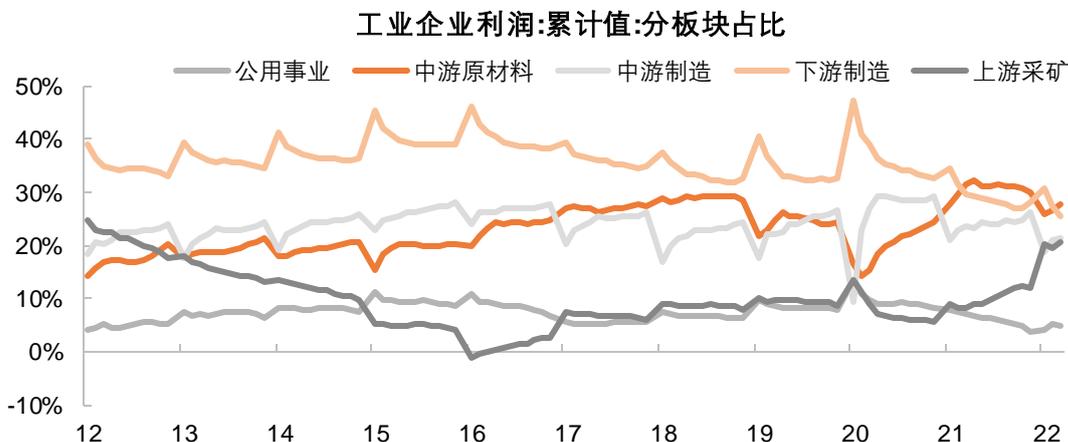
图表6 1-4月多数行业利润同比增速边际下滑，采矿业的利润同比增速依然较高



资料来源:Wind, 平安证券研究所

从累计利润的占比看，行业间的利润分配格局恶化。2022年1-4月，上游采矿板块占工业企业利润的比重再度提升，处2013年以来的高位；下游制造业占工业企业利润的比重下滑至25.4%，是2012年以来的最低点。疫情影响下，4月我国消费、出口和房地产投资都大幅走弱，这对中下游行业的需求影响更大。

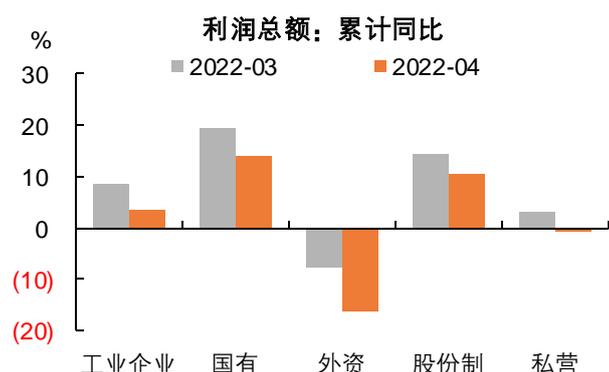
图表7 1-4月上游采矿业的利润占比相比一季度提升，下游消费制造业占比下滑



资料来源:Wind, 平安证券研究所

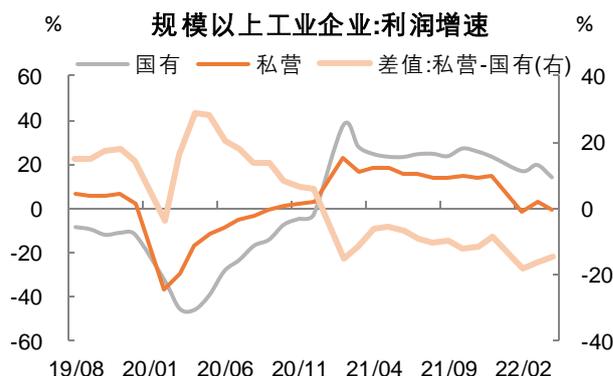
分所有制看，1-4月各类工业企业的利润增速同步走弱。1-4月国企、股份制和私营企业利润累计同比增速分别为13.9%、10.7%和-0.6%，相比一季度分别下滑5.6、3.7和3.8个百分点。外资企业利润同比亏损16.2%，相比一季度的亏损增加了8.6个百分点。国有企业与私营企业利润增速的差值略有收窄。相比一季度，1-4月国企利润率下滑0.07个百分点，但私营企业的利润率提升了0.24个百分点。其中，私营企业每百元营业收入中的费用压降了0.2元，而国有企业费用提升0.06元。由于私营企业更多地受益于留抵退税、减税降费和缓交税费等政策措施，各类费用明显压降，一定程度上抵消着其成本上升的压力。

图表8 私营工业企业利润重回负增长



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 国有企业和私营企业利润增速差继续回升



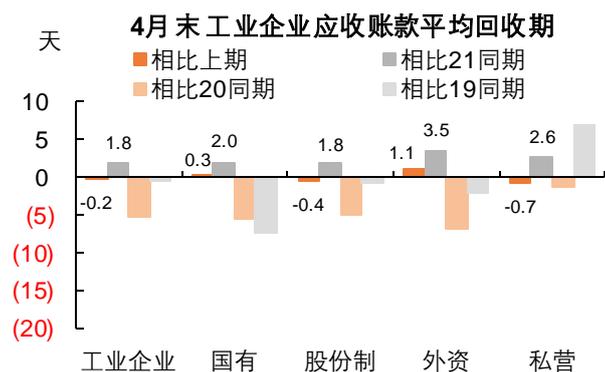
资料来源:wind, 平安证券研究所; 注:2021年数据采用以2019年为基期的复合增速

应收账款回收期方面，私营工业企业回款的改善程度强于工业企业总体，但依然弱于去年同期。4月末，工业企业应收账款平均回收期为54.5天，相比3月末缩短，但较2021年同期更长。分所有制看，相比3月末，4月末国企的应收账款平均回收期延长0.3天，而私营企业减少0.7天；相比2021年同期，4月末国企应收账款平均回收期增加了2天，但私营企业增

加了 2.6 天。私营企业回款能力边际改善，但相比 2019 年和 2021 年同期依然偏弱，仍然是经济中的薄弱环节，需政策继续给予定向支持。

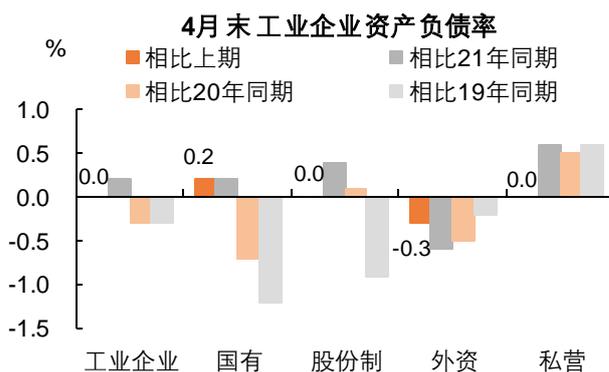
各所有制企业中，4 月仅国有企业的资产负债率环比提升。4 月末工业企业资产负债率持平于上月的 56.5%。分所有制看，国有企业资产负债率上行 0.2 个百分点，外资企业资产负债率降低 0.3 个百分点，私营企业与股份制企业环比持平。国内疫情冲击下，实体经济融资需求偏弱，4 月新增人民币贷款额为创 2013 年以来同期的最低值。私营企业在疫情冲击下融资扩张的需求更显不足，以“稳杠杆”为主；多处产业链中上游的国有企业融资环境相对更好，得以延续“加杠杆”的态势。

图表 10 4 月私营工业企业应收账款回收环比改善



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 11 4 月仅国有企业资产负债率抬升



资料来源:wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033