

2022年06月27日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

5月工业企业利润数据点评： 利润开始修复，中游制造率先复苏 事件

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

分析师：纪翔

执业证书编号：S1050521110004

邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

2022年1-5月份，全国规模以上工业企业实现利润总额同比增长1%，较4月小幅改善，但增速下滑了2.5个百分点。

投资要点

工业企业利润降幅收窄，5月同比增速开始修复。“量价利”延续下行，但下行幅度有所减小。1-5月全国规上工业企业利润总额增速为1%，较4月下滑2.5个百分点。5月疫情冲击影响仍在，全国供应链仍有待修复；PPI回落趋势不改，且下行幅度有所扩大；企业营收利润率环比延续小幅提升0.12pct.。

利润分配格局：国企利润占比延续下行，私营企业盈利持续好转，外资企业的盈利企稳。中游制造表现亮眼，上游采矿的利润在海外通胀的影响下继续扩张，下游消费利润占比进一步缩小。

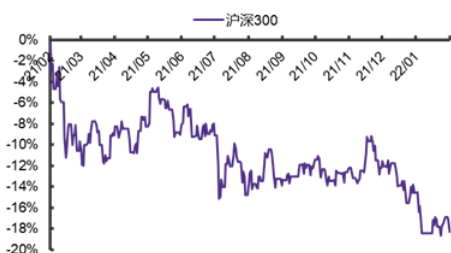
企业库存：产成品存货快速增长势头放缓，企业被动累库情况好转。

细分行业景气：能源产业链依然占优，但增速显著下滑。中游制造中，电气机械、电子通信和仪器仪表等高端制造行业盈利韧性突显，汽车制造有困境反转之势。上游成本压力减小，下游消费利润率回升。

风险提示

(1) 宏观经济加速下行 (2) 政策不及预期 (3) 地缘冲突大规模爆发

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《4月工业企业利润数据点评：利润分配再恶化，能源链韧性犹存》20220529

《2022中期策略：拨云见日，W型反转》20220620

《中报季优选业绩确定性》20220626

事件：

2022年1-5月份，全国规模以上工业企业实现利润总额同比增长1%，较4月小幅改善，但增速下滑了2.5个百分点。

评论：

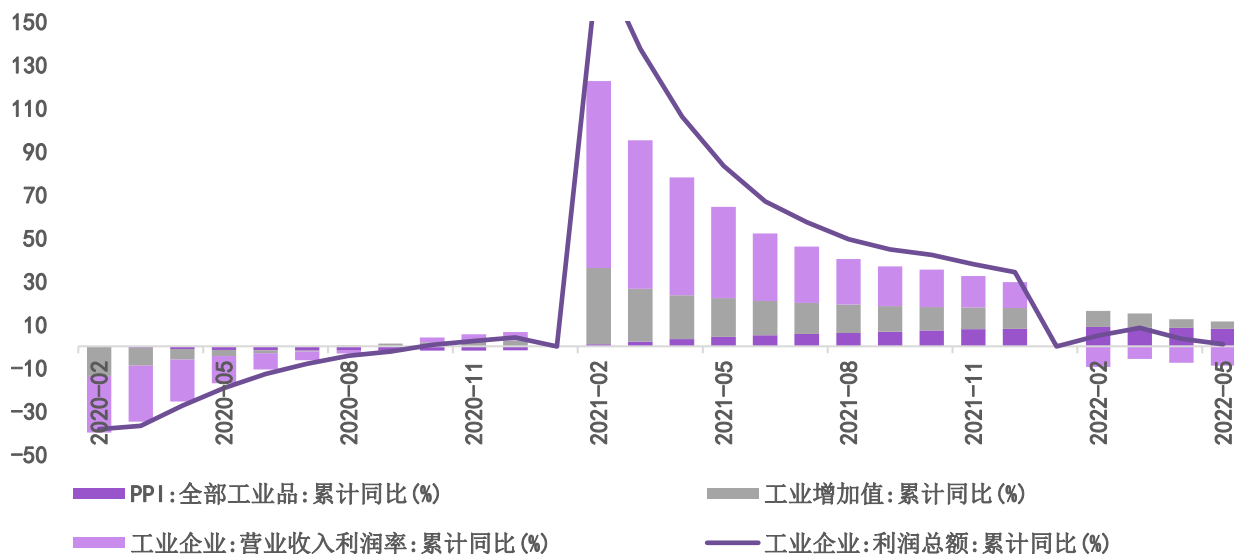
1、“至暗时刻”已过，利润增速单月同比开始修复

工业企业利润降幅收窄，5月同比增速开始修复。1-5月全国规上工业企业利润总额达34410.0亿元，累计同比增速为1%，较4月下滑2.5个百分点；当月同比为-6.5%，较4月的-8.5%降幅收窄。

2、“量利”下行减缓，“价”跌幅扩大

拆分“量价利”来看，工业增加值、PPI和营收利润率累计同比分别为3.3%、8.1%和-9.0%，较一季度分别下滑0.7pct.、0.4pct.和1.4pct.。“量”：5月疫情冲击影响仍在，受疫情扩散影响的地区，也开始暂停生产，全国供应链仍有待修复；“价”：PPI回落趋势不改，且下行幅度有所扩大；“利”：同比下滑，但减税降费的纾困政策持续发力，企业营收利润率环比延续小幅提升0.12pct.。

图表 1：工业企业利润累计同比增速下滑



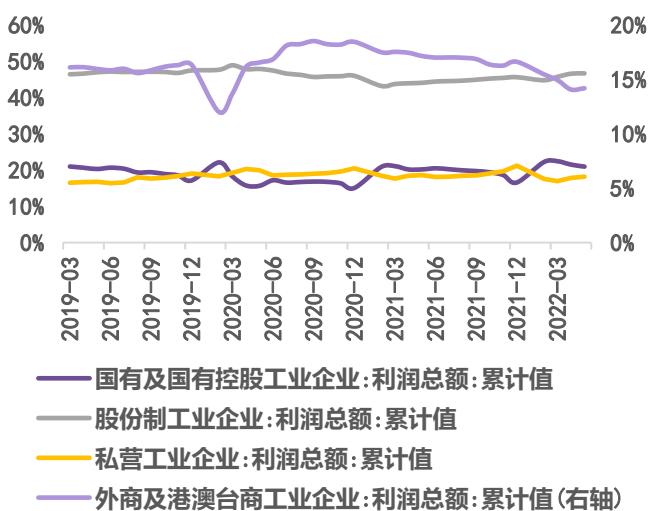
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

3、私企盈利延续改善, 中游制造盈利韧性突显

从不同类型企业来看, 国企利润占比延续下行, 其他类型的企业利润都有所改善。在减税降费和定向纾困的帮扶政策作用下, 私营企业盈利持续好转, 外资企业的盈利企稳, 后续在针对外资的鼓励政策的帮扶下, 盈利有望进一步改善。

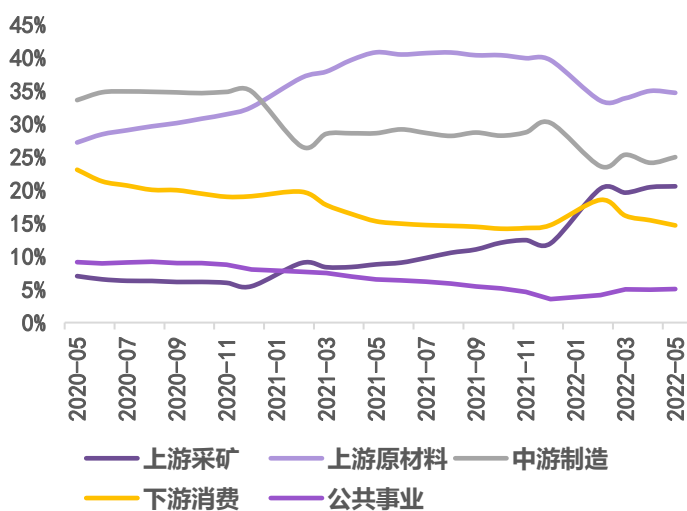
从产业链结构利润分配结构来看, 中游制造表现亮眼。上游采矿的利润在海外通胀的影响下继续扩张, 下游消费利润占比进一步缩小, 中游制造业盈利韧性突显, 不惧上游涨价压制, 高端制造率先复苏。

图表 2: 不同类型的企业利润差距缩小



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 3: 中游制造韧性突显

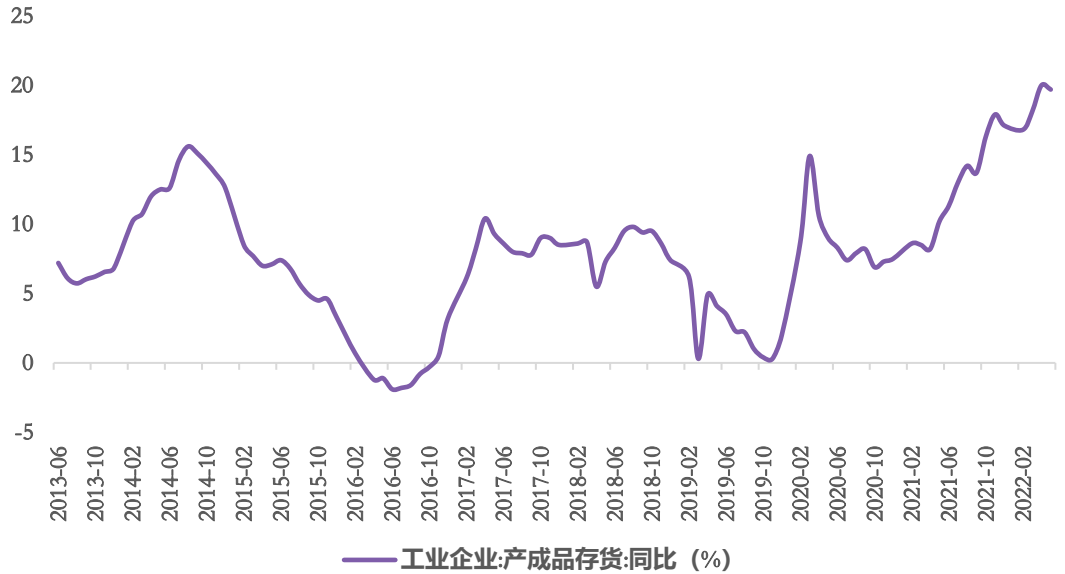


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

4、被动累库风险下行

产成品存货快速增长势头放缓, 企业被动累库情况好转。2022年以来, 我国工业企业产成品存货长期处于高位且快速增长, 并于4月达到20.0%的高位, 疫情扰动下供需两端同步承压, 企业被动累库。随着疫情得到较好的控制, 交通运输逐渐通畅, 5月工业企业产成品库存增速放缓, 回落至19.7%, 企业释放库存压力, 缓解生产经营困难。

图表 4：企业库存增速下行



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

5、先复工再复商，制造业率先改善

能源产业链依然占优，但增速显著下滑。从上游煤炭采选、油气开采，到燃料加工再到公用事业中的电力热力和燃气生产，产业链热度在全行业中占优。但从增速变化来看，煤炭采选的“量价利”和营收增速都出现大幅下滑，在国家调控和限价政策下，后续煤炭采选行业的利润增速或将进一步回落。

中游制造中，电气机械、电子通信和仪器仪表等高端制造行业盈利韧性突显，汽车制造有困境反转之势。5月江浙沪疫情得到有效控制，高端制造业企业开启复工复产进程，电气机械、电子通信和仪器仪表行业景气度占优，尤其是电子通信和仪器仪表行业量价齐升。此外，汽车制造仍处困境，但边际改善趋势明显，行业工业增加值在4月同比回落31.8%后，5月下行速度大幅减缓24.8pct.。汽车制造困境反转之势已经具备，随着复工复产的稳步推进，叠加汽车促消费各项政策频频颁布，汽车制造行业或将呈现量增带动利润上行的趋势。

上游成本压力减小，下游消费利润率回升。下游消费量价和营收尚未修复，但在成本下行的趋势下，利润率水平多数行业明显改善，特别是家具制造和纺织业利润率增速由负转正，增速分别大幅上行39.3pct.和23.9pct.；烟草制品、酒类饮料和皮革制鞋的工业增加值增速上行幅度较大。消费行业在成本压力下行区间利润率水平有望持续改善，疫后消费复苏也将带来量增。

图表 5：工业企业细分行业盈利热力图

产业链	营收			PPI			数量(工业增加值)			利润率			
	2022年5月	2022年4月	营收增速变化	2022年5月	2022年4月	PPI增速变化	2022年5月	2022年4月	数量增速变化	2022年5月	2022年4月	利润率增速变化	
上游采矿业	煤炭采选	60.8%	64.1%	-3.3%	37.2%	53.4%	-16.2%	8.2%	13.2%	-5.0%	122.0%	43.0%	79.0%
	油气开采	48.2%	46.8%	1.4%	47.8%	48.5%	-0.7%	6.6%	7.2%	-0.6%	10.0%	40.5%	-30.5%
	黑色采矿	-12.2%	-12.2%	0.0%	-11.8%	-5.5%	-6.3%	5.8%	3.8%	2.0%	6.3%	-19.0%	25.3%
	有色采矿	22.6%	23.1%	-0.5%	12.1%	14.2%	-2.1%	9.9%	8.9%	1.0%	19.2%	12.5%	6.7%
	非金属采矿	6.4%	7.7%	-1.3%	6.1%	6.4%	-0.3%	-2.4%	-4.5%	2.1%	-3.8%	7.5%	-11.4%
上游原材料加工	燃料加工	23.8%	23.4%	0.4%	34.0%	38.7%	-4.7%	-7.3%	-6.6%	-0.7%	-29.1%	-34.5%	5.4%
	化工制造	20.2%	20.7%	-0.5%	13.6%	14.9%	-1.3%	5.0%	-0.6%	5.6%	-0.4%	2.4%	-2.8%
	医药制造	2.3%	4.1%	-1.8%	0.5%	0.6%	-0.1%	-12.3%	-3.8%	-8.5%	-15.1%	-40.4%	25.3%
	化纤制造	11.7%	11.2%	0.5%	5.7%	3.8%	1.9%	-0.1%	-4.1%	4.0%	-53.1%	-55.7%	2.5%
	橡胶塑料	1.2%	1.2%	0.0%	2.5%	2.8%	-0.3%	-2.7%	-8.1%	5.4%	-35.6%	-2.2%	-33.4%
	非金属矿物制品	4.6%	6.1%	-1.5%	4.7%	6.6%	-1.9%	-5.4%	-6.2%	0.8%	-12.8%	-15.3%	2.5%
	黑色冶炼	-2.9%	-1.2%	-1.7%	-1.3%	5.6%	-6.9%	-2.7%	-4.2%	1.5%	-64.6%	-83.8%	19.1%
	有色冶炼	19.5%	21.4%	-1.9%	10.4%	16.8%	-6.4%	3.4%	1.4%	2.0%	6.4%	-20.2%	26.6%
	金属制品	5.7%	7.3%	-1.6%	4.2%	5.8%	-1.6%	-2.3%	-6.6%	4.3%	-16.5%	-9.1%	-7.4%
中游制造业	通用设备	-3.5%	-3.0%	-0.5%	1.5%	1.6%	-0.1%	-6.8%	-15.8%	9.0%	-35.7%	-14.1%	-21.5%
	专用设备	-0.7%	0.3%	-1.0%	1.0%	1.2%	-0.2%	1.1%	-5.5%	6.6%	-18.4%	-27.6%	9.1%
	汽车制造	-9.0%	-8.8%	-0.2%	0.6%	0.7%	-0.1%	-7.0%	-31.8%	24.8%	-93.0%	-50.7%	-42.3%
	交通运输设备	-0.6%	-0.1%	-0.5%	1.7%	1.8%	-0.1%	-0.1%	-6.0%	5.9%	-21.8%	1.5%	-23.2%
	电气机械	20.2%	20.3%	-0.1%	5.4%	6.4%	-1.0%	7.3%	1.6%	5.7%	-7.5%	16.9%	-24.5%
	电子通信	7.4%	7.0%	0.4%	0.6%	0.3%	0.3%	7.3%	4.9%	2.4%	-17.0%	16.5%	-33.4%
	仪器仪表	2.6%	2.7%	-0.1%	0.8%	0.7%	0.1%	4.1%	-8.8%	12.9%	-21.0%	-12.9%	-8.1%
	其他制造	10.9%	11.2%	-0.3%	2.0%	2.0%	0.0%	15.2%	16.6%	-1.4%	12.6%	21.8%	-9.3%
	废弃资源利用	30.1%	33.9%	-3.8%	8.3%	14.0%	-5.7%	19.1%	18.3%	0.8%	-3.6%	-9.1%	5.5%
	金属制品、机械设 备修理	6.2%	4.8%	1.4%	1.1%	-0.6%	1.7%	13.2%	0.8%	12.4%	-103.1%	-55.2%	-47.9%
	下游消费	农副产品	3.7%	3.5%	0.2%	3.7%	2.6%	1.1%	1.6%	-0.1%	1.7%	14.7%	-1.7%
食品制造		7.2%	7.4%	-0.2%	4.1%	4.2%	-0.1%	3.5%	0.1%	3.4%	3.0%	4.7%	-1.8%
酒类饮料		8.3%	9.3%	-1.0%	0.9%	1.0%	-0.1%	7.0%	0.5%	6.5%	0.6%	-2.4%	3.0%
烟草制品		8.3%	9.0%	-0.7%	0.8%	0.9%	-0.1%	10.6%	8.7%	1.9%	19.2%	9.8%	9.4%
纺织		6.0%	7.5%	-1.5%	5.5%	6.0%	-0.5%	-3.5%	-6.3%	2.8%	22.5%	-1.4%	23.9%
纺织服装		6.1%	8.1%	-2.0%	0.9%	0.4%	0.5%	1.2%	-0.3%	1.5%	-8.5%	-24.3%	15.8%
皮革制鞋		8.9%	7.9%	1.0%	0.7%	0.4%	0.3%	5.1%	0.6%	4.5%	-14.5%	-6.2%	-8.3%
木材加工		4.3%	5.2%	-0.9%	2.8%	2.9%	-0.1%	-1.8%	-2.8%	1.0%	-11.3%	-26.4%	15.2%
家具制造		-2.5%	-0.5%	-2.0%	2.0%	1.5%	0.5%	-9.7%	-8.8%	-0.9%	18.6%	-20.7%	39.3%
造纸		2.4%	2.3%	0.1%	0.5%	0.8%	-0.3%	0.5%	-5.6%	6.1%	-53.0%	-48.1%	-4.9%
印刷		0.8%	0.9%	-0.1%	0.7%	1.4%	-0.7%	0.9%	-2.8%	3.7%	-32.8%	-22.3%	-10.5%
公用事业	文体用品	2.5%	4.2%	-1.7%	2.8%	3.3%	-0.5%	-3.9%	-6.0%	2.1%	-8.5%	-0.4%	-8.2%
	电力热力	17.1%	16.5%	0.6%	9.7%	9.3%	0.4%	-0.8%	0.9%	-1.7%	-35.0%	-13.1%	-21.9%
	燃气生产 水的生产 供应	27.7%	27.1%	0.6%	22.0%	20.7%	1.3%	7.7%	7.1%	0.6%	-42.7%	-39.2%	-3.6%

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

6、风险提示

- (1) 宏观经济加速下行 (2) 政策不及预期 (3) 地缘冲突大规模爆发

■ 宏观策略组简介

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

纪翔：中科院大学硕士，2021年11月加盟华鑫证券研究所，长期从事宏观策略和政策研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究和微观流动性追踪。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。