

## 2022年1-5月工业企业利润数据点评

## 中游制造企业利润领衔修复

## 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  
S1060121110002  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

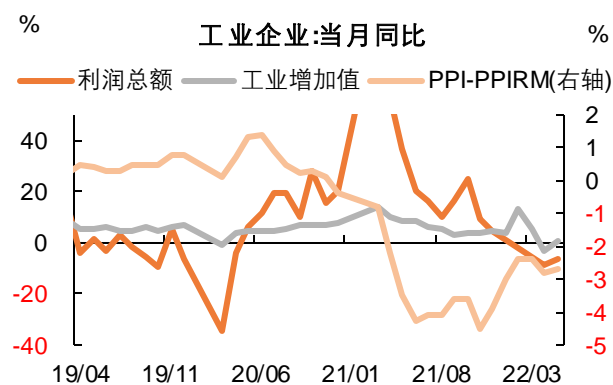


事件：2022年1-5月份，全国规模以上工业企业利润同比增长1.0%。

- 工业企业利润的累计同比增速继续下滑，5月单月同比增速跌幅收窄。5月工业企业利润的单月同比增速较上月回升2个百分点至-6.5%，利润增速的低位改善主要得益于工业生产的恢复，工业增加值较4月上行3.6个百分点；工业企业的毛利率也有小幅改善，PPI-PPIRM的增速差上行0.1个百分点。拆分来看，利润率的环比改善得益于财政政策助企纾困、货币政策降成本和人民币汇率贬值，一定程度上抵消了成本继续攀升的冲击。
- 工业企业“被动补库存”斜率放缓。剔除价格因素的工业企业经营依然呈现“营收增速回落、库存增速回升”的“被动补库存”特征。不过，从二阶导看，被动补库存的斜率正在放缓，因疫情防控压力减弱，工业企业的生产和物流有所修复，营收的下行和产成品库存的累积都在减速。
- 中游制造的利润改善强于下游消费，行业间的利润分化依然严重。1) 上游采矿业利润增速的绝对水平依然较高，占工业企业利润的比重仍处2013年以来的高位；盈利增速边际放缓，滞后反映内外需求走弱的影响。2) 中游制造行业利润增速整体偏低，占工业企业利润的比重处2013年以来偏低位置，但5月的环比改善较为明显。3) 下游消费制造行业的利润增速低，且5月边际改善幅度较弱。5月中游制造板块的修复较下游消费制造板块更强，或因中游制造板块的需求更多来源于国内投资和外贸出口，二者在物流产业链约束减弱后的恢复力度较国内消费更强。
- 后续私营企业经营情况的改善幅度继续高于工业企业整体。利润增速方面，由于私营企业更多地受益于留抵退税、减税降费和缓缴税费等政策措施，费用的压降更为明显，私营企业与国有企业利润增速的差值已连续3个月收窄。回款能力方面，5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年同期偏弱。年初以来，私营企业更多受益于助企纾困政策，也是4月启动的新一轮留抵退税政策的优先支持对象，预计下半年私营企业经营指标的改善幅度将继续强于工业企业整体。
- 5月工业利润的跌幅收窄，疫情对生产的冲击趋缓，财政货币政策的积极托底也在一定程度上缓解了企业的经营压力。不过，工业企业不同板块利润的分化依然严重：上游采矿业盈利增速仍在高位；中游制造板块的利润改善更为明显，其需求更多源于投资和出口；下游制造板块盈利的恢复偏慢，其需求主要源于国内消费。工业企业盈利恢复速度的差异，折射出疫情约束趋缓后，我国投资和出口的恢复相对较快，国内消费需求的恢复偏慢，下半年国内经济的复苏可能会“分层递进”。受美联储加息75bp和国内终端需求尚未明显好转的影响，过去两周国际能源、有色金属和黑色商品价格均现暴跌，如果大宗商品价格的下行能够持续，且国内经济继续温和复苏，也有助于中游制造企业盈利的进一步改善。

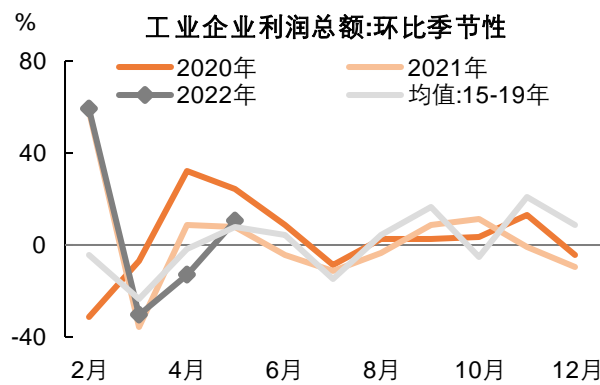
工业企业利润的累计同比增速继续下滑,单月同比增速跌幅收窄。2022年前5个月的工业企业利润累计同比增速下滑至1.0%,低于1-4月2.5个百分点。5月工业企业利润单月同比下降6.5%,较4月降幅收窄2个百分点,单月利润的环比增速也较15-19年的均值水平高出2个百分点。5月单月工业企业利润跌幅的收窄主要得益于工业生产的恢复,工业增加值较4月上行了3.6个百分点;工业企业毛利率也有小幅改善,PPI-PPIRM增速差上行了0.1个百分点。

图表1 5月单月工业企业利润增速低位回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

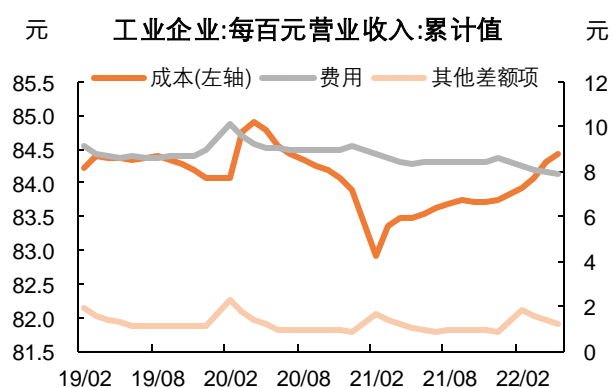
图表2 5月工业企业利润环比增速强于季节性



资料来源:wind, 平安证券研究所

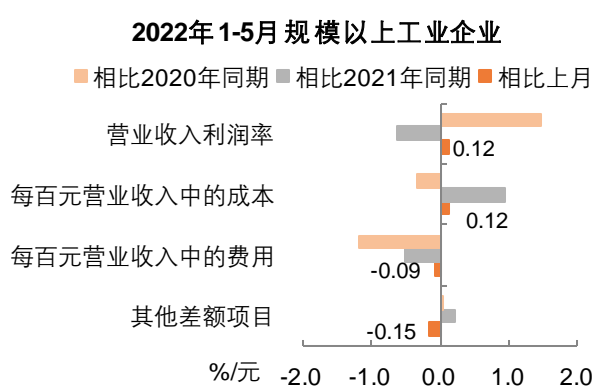
工业企业成本继续上行,但期间费用和其他差额项目同时下行,助力营收利润率环比提升。前5个月的工业企业营业收入利润率6.35%,环比提升0.1个百分点。**1) 成本上行。**1-5月工业企业每百元营业收入的成本较前4个月上行0.12元,自去年3月已上行14个月。**2) 费用减少。**工业企业每百元营业收入的费用(包括管理、财务、销售三大费用)较前4个月减少0.09元。2022年以来,工业企业三大费用占比持续回落,因分项数据滞后公布,我们从1-4月的数据看,管理费用、销售费用和财务费用累计同比增速分别为3.4%、-3.6%和-6.8%。除企业主动控费的影响,货币政策的“降成本”也较为有效。**3) 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,在会计报表中对应税金及附加、资产减值、汇兑损益等分项。其他差额项目前5个月的累计值环比减少了0.15元,或受益于减税降费政策和人民币汇率的贬值。

工业企业营收中,成本的累计占比还在上升



资料来源:wind, 平安证券研究所

期间费用和差额项目下行助力营收利润率回暖



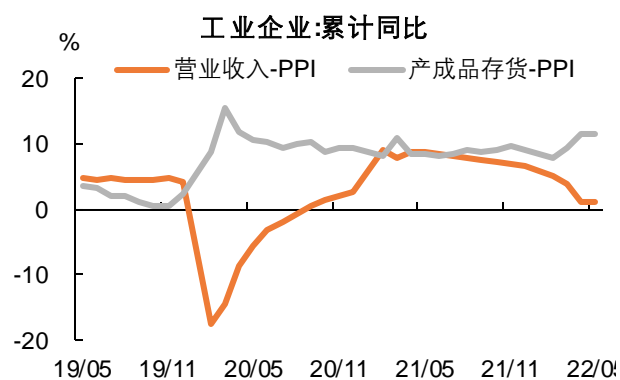
资料来源:wind, 平安证券研究所

库存周期方面,“被动补库存”斜率放缓,出现向“主动去库存”过渡的迹象。1-5月工业企业营业收入同比增长9.1%,相比前4个月下滑0.6个百分点;产成品存货增速19.7%,相比前4个月下滑了0.3个百分点,出现“主动去库存”的迹象。

但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，依然呈现“营收增速回落、库存增速回升”的“被动补库存”特征。不过，产成品库存与营业收入的差值 5 月仅上行 0.3 个百分点，而 4 月大幅上行 4.9 个百分点；从二阶导看，被动补库存的斜率正在放缓。这主要得益于疫情防控压力趋缓，工业企业的生产和物流边际修复，营收下行放缓的同时，产成品存货的累积趋缓。

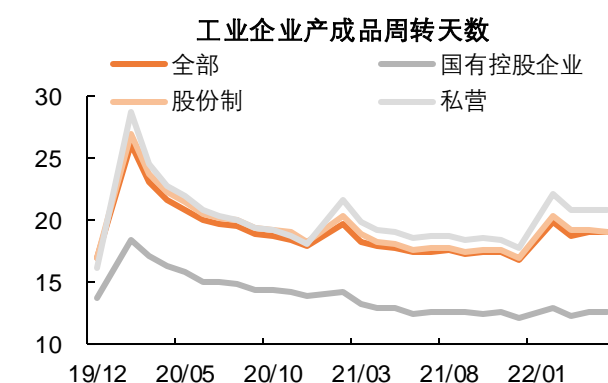
从工业企业产成品存货周转天数看，也能侧面印证工业企业“补库存”趋缓。2022 年 5 月末，工业企业产成品存货周转天数为 19.0 天，持平于上月末。分所有制看，股份制企业的库存周转天数环比缩短 0.1 天，国企和私营企业环比持平。

### 5 月“被动补库存”斜率放缓



资料来源:wind, 平安证券研究所

### 分所有制看，工业企业库存周转天数稳中有降

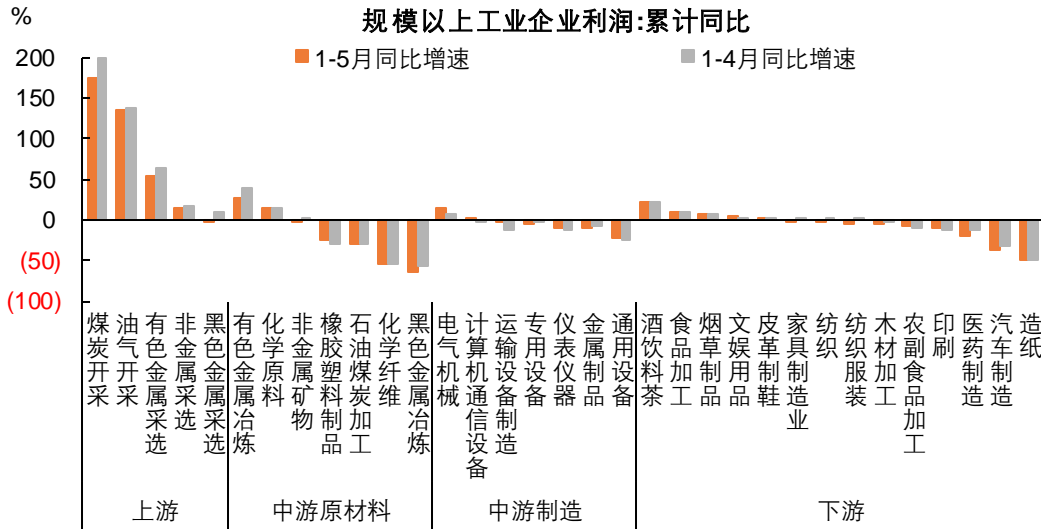


资料来源:wind, 平安证券研究所

分行业看，中游制造业利润增速低位小幅改善，上游采矿业的利润增速自高位下滑。上游采矿行业利润增速的绝对水平依然较高，但较上月趋弱，滞后反映了内外需求走弱的影响。中游制造业利润增速整体偏低，但 5 月的环比改善较为明显，可能得益于生产端物流产业链约束减弱和出口端需求较快恢复。下游消费制造业受国内消费需求疲弱的影响更大，利润增速偏低，5 月边际改善的幅度也不强。

从利润同比增速的变化看，和前 4 个月相比，2022 年 1-5 月利润增速回升的有 12 个行业（共 33 个行业），其中中游制造板块占 5 个（共 7 个），下游消费制造板块占 6 个（共 14 个），中游原材料 7 个子行业中仅橡胶和塑料制品行业利润增速回升，上游采矿 5 个子行业利润增速全部下行。从利润同比增速的绝对水平看，2022 年 1-5 月仅 13 个行业的利润同比增速为正，其中：上游采掘板块除黑色金属矿采选外的 4 个行业皆正增长；属于下游的 14 个子行业中有 5 个正增长；属于中游的 8 个原材料子行业仅有色冶炼和化学原料 2 个行业正增长、6 个中游制造子行业仅电气机械和计算机通信电子设备两个行业利润增速为正。

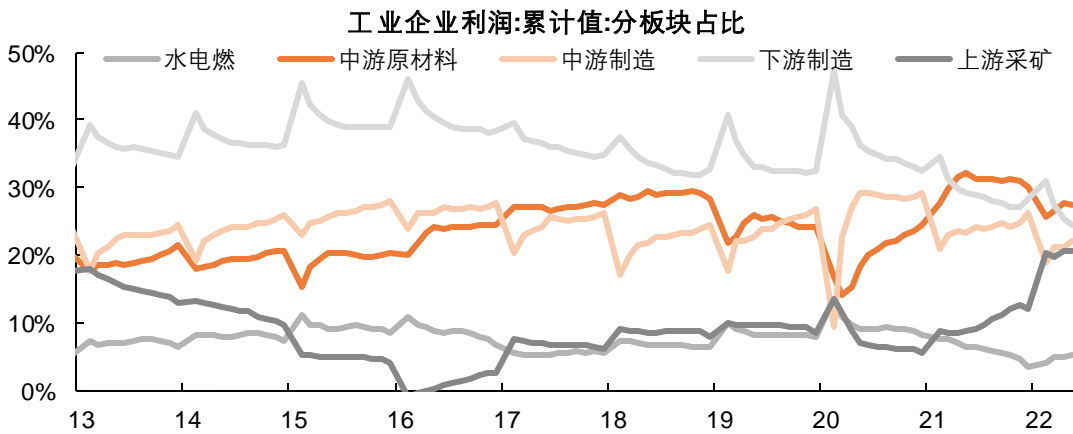
相比前4个月，1-5月中游制造板块利润的累计同比增速自低位小幅改善



资料来源:Wind, 平安证券研究所

从累计利润的占比看，行业间的利润分化依然严重。2022年1-5月，上游采矿板块占工业企业利润的比重仍处2013年以来的高位；中游制造板块占工业企业利润的比重上行了0.9个百分点，延续修复态势，目前处2013年以来的18%分位（高于18%的历史月份）；下游制造业占工业企业利润的比重进一步下滑0.9个百分点，续创2013年以来新低。相对而言，5月中游制造板块的修复较下游消费制造板块更强，或因中游制造板块的需求更多来源于国内投资和外贸出口，二者疫情约束放开后的恢复较国内消费更强。

1-5月中游制造板块的利润占比提升，下游消费制造板块的利润占比继续下滑

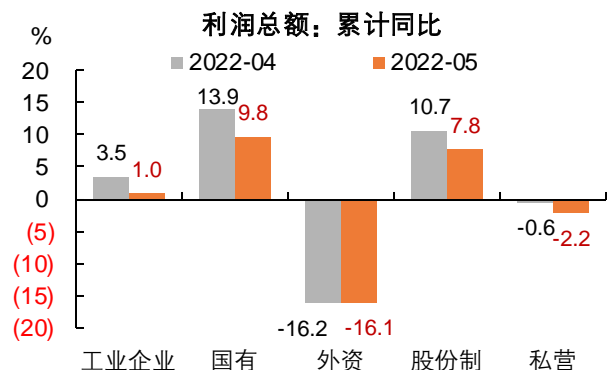


资料来源:Wind, 平安证券研究所

分所有制看，1-5月国企、股份制和私营企业利润累计同比增速分别为9.8%、7.8%和-2.2%，相比前4个月分别下滑4.1、2.9和1.6个百分点。外资企业利润同比下滑16.1%，较上月跌幅收窄了0.1个百分点。私营企业与国有企业利润增速的差值已连续3个月收窄。相比前4个月，1-5月国企利润率提升0.02个百分点，但私营企业的利润率提升了0.14个百分点。其中，私营企业每百元营业收入中的费用压降了0.12元，而国有企业费用仅压降0.02元。由于私营企业更多地受益于留抵退税、减税降费和缓缴税费等政策措施，各类费用的压降更为明显，一定程度上抵消了其成本上升的压力。

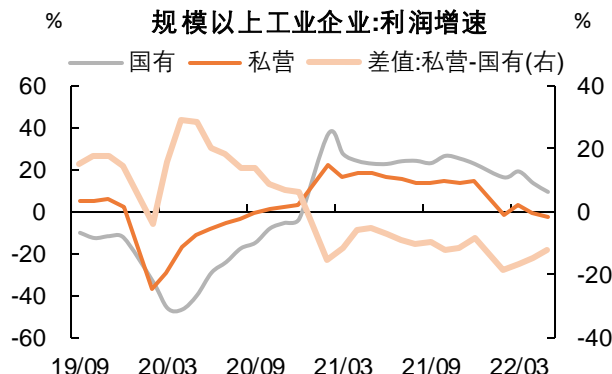
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

国企、股份制和私营工业企业的利润增速均下滑



资料来源:wind, 平安证券研究所

私营企业和国有企业利润增速的差值继续回升

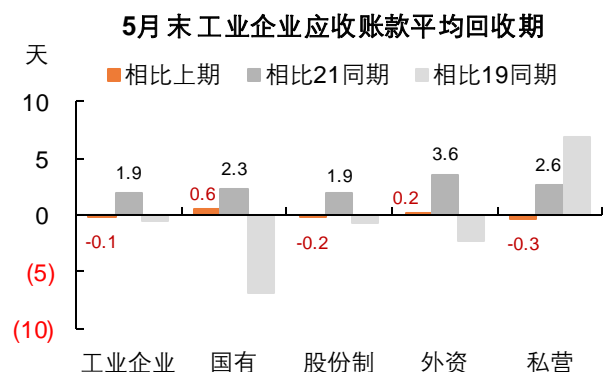


资料来源:wind, 平安证券研究所; 注: 2021年数据采用以2019年为基期的复合增速

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。5月末，工业企业应收账款平均回收期相比4月末缩短，但较2021年同期更长。分所有制看，相比4月末，5月末私营企业、股份制企业回款能力的改善幅度强于工业企业整体，国有企业应收账款平均回收期则延长了0.6天。私营企业回款能力边际改善，但相比2021年同期和疫情前的2019年同期依然偏弱，仍然是经济中的薄弱环节。

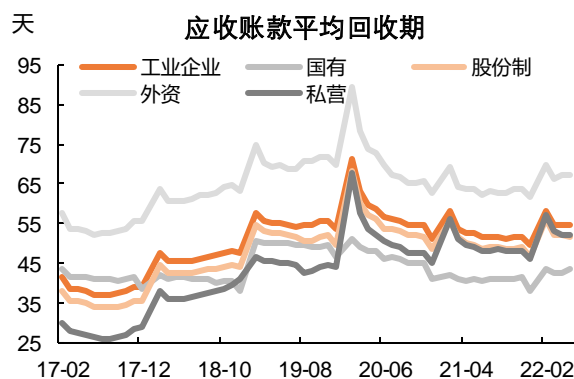
私营企业中，中小微企业的占比更高，更多受益于年初以来的助企纾困政策，是4月启动的新一轮留抵退税政策的优先支持对象。应国会及《国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》的要求，财政部已于5月30日印发《关于进一步加大政府采购支持中小企业力度的通知》，明确在货物服务采购项目给予小微企业的价格扣除优惠，提高政府采购工程面向中小企业预留份额等。在各类宏观政策的定向支持下，下半年私营工业企业经营指标的改善幅度有望继续强于工业企业整体。

5月私营、股份制工业企业回款能力改善



资料来源:wind, 平安证券研究所

私营工业企业应收账款回收期显著高于疫情前



资料来源:wind, 平安证券研究所

风险提示：稳增长力度不及预期，疫情风险再度抬头，房地产市场修复不及预期，海外金融市场超预期波动等。

## 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