

中断后再启程，本轮利润传导有何不同？ ——兼评6月企业利润

报告日期：2022-07-27

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

主要观点：

● **事件：**2022年1-6月全国规模以上工业企业利润累计同比1.0%，前值1.0%；营业收入累计同比增长9.1%，前值9.1%。

● **一、疫情受控、生产向好，工业企业营收和利润初步恢复“失地”。结构上延续“国强民弱”，民企和中小企业经营压力仍大，或制约投资扩产意愿，下半年制造业投资尤其是技改的修复斜率有待验证。**

1) **营收、利润双双收复“疫情失地”。**2022年1-6月工业企业营收累计同比9.1%，持平前值；即营收当月同比亦为9.1%，较前值改善了2.2个百分点。2022年1-6月工业企业利润总额累计同比1.0%，同样持平前值。利润当月同比较前值修复了7.3个百分点。其中，销售毛利率续降，营业利润率小幅改善；1-6月销售毛利率为15.5%，较前值下滑了0.1个百分点，连续7个月下行；1-6月营业利润率为6.5%，较前值上行了0.1个百分点。至此，工业生产已初步收复“疫情失地”，即在曲线上累计同比与当月同比指标完成交汇。

3) **结构分化：“国强民弱”尚未结束。**1-6月国企、民企利润累计同比为10.2%、-3.3%，较前值分别变动0.4、-1.1个百分点，营收累计同比为11.8%、7.8%，较前值分别变动0.5、-0.8个百分点，民企和中小企业经营仍承压。民企占制造业投资的90%，结构分化将制约民企投资扩产意愿，下半年制造业投资尤其是技改的修复斜率有待进一步的数据验证。

● **二、工业企业利润呈“上游降、中下游升”态势，受俄乌冲突中断的利润传导重新启程。**

1) **从利润占比来看，工业企业呈“上游降、中下游升”的利润分配格局。**1-6月上游采掘加工行业利润占比48.5%，较前值回落了2.0个百分点；中游设备制造业利润占比持续回升，较前值提升了0.7个百分点至24.4%；疫情逐步受控、多地有序放开，叠加消费政策和消费券持续加码发力，下游消费制造改善显著，利润占比为27.0%，较前值上行了1.3个百分点，自疫情来首次占比回升。

2) **从利润增速来看，上游采掘加工行业利润增速连续3个月下行，1-6月上游采掘加工行业利润累计同比为185.5%，较1-5月降低了2.5个百分点，其中，煤炭开采、有色金属冶炼、油气开采、黑色金属采选业利润下行较快，较上期分别减少了17.6、10.3、9.0、3.3个百分点；中游设备制造业利润增速普遍回升。1-6月中游利润增速为-4.4%，较前值回落了0.4个百分点，我们观察到83.3%的行业利润得到修复，仪器仪表、通用设备、电气机械、金属制品、专用设备较前值改善了6.8、5.4、2.7、1.4、1.4个百分点。中游利润“总量”和“结构”上的矛盾在于计算机通信电子设备制造业的拖累，推测可能是6月加大了研发投入、挤占部分利润所致；下游消费制造利润分化，可选优于必选。在疫情变量受控后，消费复苏以及居家囤货需求弱化推动可选消费显著改善，与中甸披露的经济数据保持一致。其中，汽车、纺织服装、家具制造业较前值分别改善了12.0、8.6、4.7个百分点。**

● **三、中断后再启程，本轮CPI-PPI利润传导有何不同？利好哪些行业？**

1) 俄乌冲突对我国工业生产经营的影响高潮已逝，后续趋于弱化。复盘来看，我们对**本轮工业利润形势的判断基本应验**，包括3月27日《利润传导再受阻——2月工业企业利润点评》提示“今年上半年上游利润占比仍较大，上游和中游利润分化程度可能超过2021年三季度”、“下半年关注消费的结构性涨价机会”；5月28日领先判断“上游利润进入下行通道”；6月28日提示“空有色多能源”逻辑利好电气机械、汽车、通用设备、金属制品、交运设备。以上判断先后得到验证，下半年回归CPI-PPI的利润传导主线是最大的确定性，在总量增长难有期待的环境下，结构性配置价值凸显。

2) **本轮利润传导有何不同？**我们认为，本轮利润传导与历史上五轮周期相比可能在结构、传导时长上有一些区别。美欧持续激进加息下，衰退预期交易将阶梯式演绎、持续带动工业金属价格下行，而能源方面对俄制裁仍未收束，俄乌冲突对能源的影响远远大于工业金属，叠加四季度欧洲集中供暖，能源价格年内难有显著下行。综合来看，本轮铜油比可能会低于历史底部，我们判断上游向中游传导会持续更久，因而下半年中游制造受益于成本回落更多、利润弹性更大，**继续提示做空铜油比逻辑利好电气机械、汽车、通用设备、金属制品、交运设备**（详情参考《成本压力结构性缓解，利好哪些中下游？——兼评5月企业利润》）。

● **四、工业企业库存增速仍高，库存周期或步入新阶段。**

2022年1-6月工业企业产成品存货累计同比18.9%，较前值的19.7%下行了0.8个百分点。剔除PPI同比后，1-6月实际存货累计同比为12.8%。我们以营业收入增速与产成品存货增速剪刀差衡量企业补库去库行为，1-6月剪刀差为-9.8%，已连续2个月回升。2021年3月至疫情期间工业企业处于“被动补库存”，而近两个月营收与库存剪刀差收窄，疫情扰动消退、企业生产经营开启修复进程，似乎指向库存周期正步入新阶段。有待后续经济向疫情前常态回归，进一步观察存货水平的变化趋势。

● **风险提示**

俄乌冲突超预期加剧、疫情出现反复、保供稳价政策实施力度不及预期、美国经济超预期坚挺。

相关报告

1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_再问经济合理增速区间》2022-07-15

2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_成本压力结构性缓解，利好哪些中下游？——兼评5月企业利润》2022-06-28

3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_雨疏霞光现——5月经济数据点评》2022-06-16

4.《华安证券_宏观研究_宏观专题_破局之路，妙手何方？——2022中期宏观展望》2022-06-14

5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_我们距离5.5%，还有多远的路要走？》2022-05-17

6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_内外冲击下企业利润结构更趋分化》2022-04-28

7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_一季度经济数据的喜和忧》2022-04-19

8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_利润传导再受阻——2月工业企业利润点评》2022-03-27

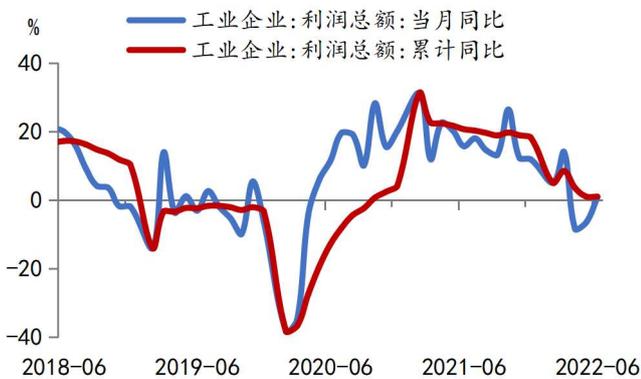
图表 1 工业企业效益指标分拆

| 工业企业主要效益指标 | 2018 | | | | | | | | | | | | 2019 | | | | | | | | | | | | 2020 | | | | | | | | | | | | 2021 | | | | | | | | | | | | 2022 | | | | | |
|----------------|-----------|---|---|---|---|---|---|---|----|----|----|---|------|---|---|---|---|---|---|----|----|----|---|---|------|---|---|---|---|---|----|----|----|---|---|---|------|---|---|---|---|----|----|----|---|---|---|---|------|--|--|--|--|--|
| | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | | | | | |
| 量 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 营收:累计同比* | [Heatmap] | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 9.1 | | | | | |
| 工业增加值:累计同比* | [Heatmap] | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 3.4 | | | | | |
| 出口交货值:累计同比* | [Heatmap] | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 10.8 | | | | | |
| 价 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| PPI:同比 | [Heatmap] | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 6.1 | | | | | |
| 利 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 利润总额:当月同比* | [Heatmap] | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 0.8 | | | | | |
| 利润总额:累计同比* | [Heatmap] | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 1.0 | | | | | |
| 销售毛利率 | [Heatmap] | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 15.5 | | | | | |
| 营业利润率 | [Heatmap] | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 6.5 | | | | | |
| PPI-PPIRM | [Heatmap] | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | -2.4 | | | | | |
| 费 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 工业企业:费用率(逆序) | [Heatmap] | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 8.0 | | | | | |
| 库存 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 产成品存货:累计同比(逆序) | [Heatmap] | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 18.9 | | | | | |
| 存货周转天数(逆序) | [Heatmap] | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 18.4 | | | | | |
| 营收增速与存货增速剪刀差 | [Heatmap] | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | -9.8 | | | | | |

*表示2021年为两年累计同比增速
注:颜色数字大小关系:绿色<白色<红色

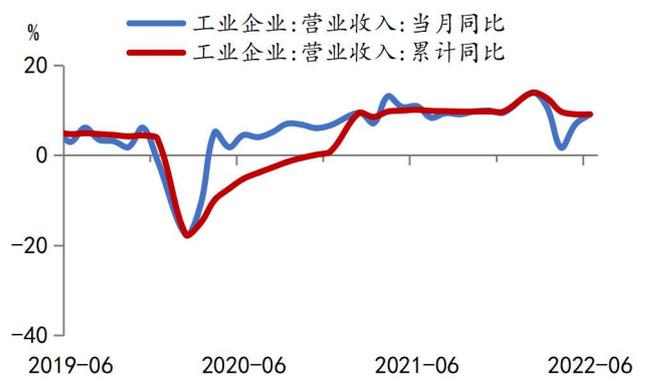
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 利润总额增速修复较快



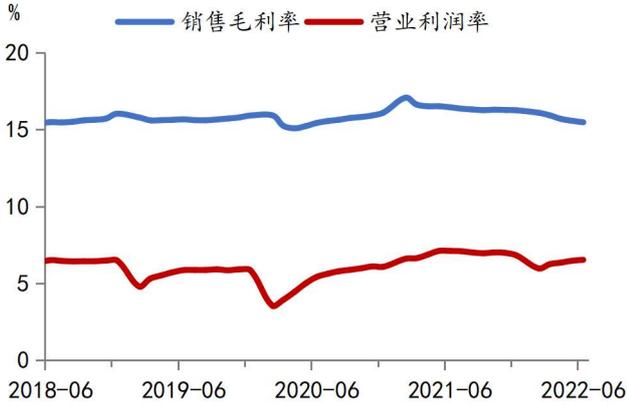
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 3 营收增速收复“失地”



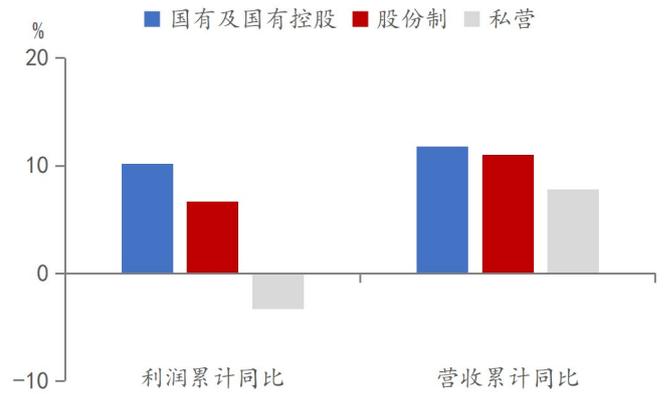
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 4 毛利率下行、营业利润率微增



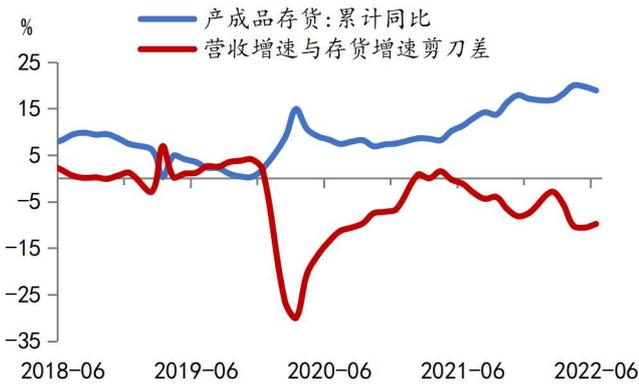
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 利润结构延续“国强民弱”



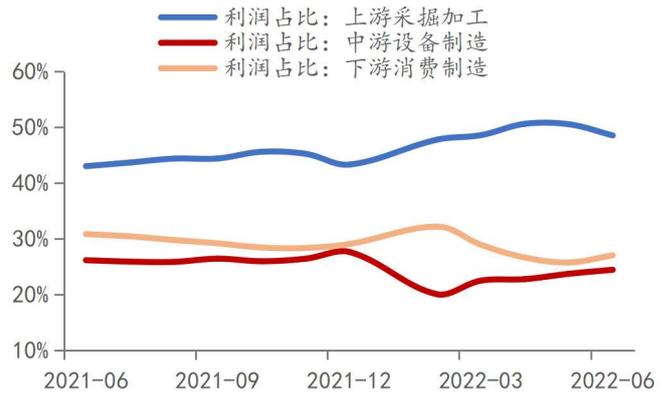
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 6 营收与存货增速剪刀差见底回升



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 利润分配“上游降、中下游升”



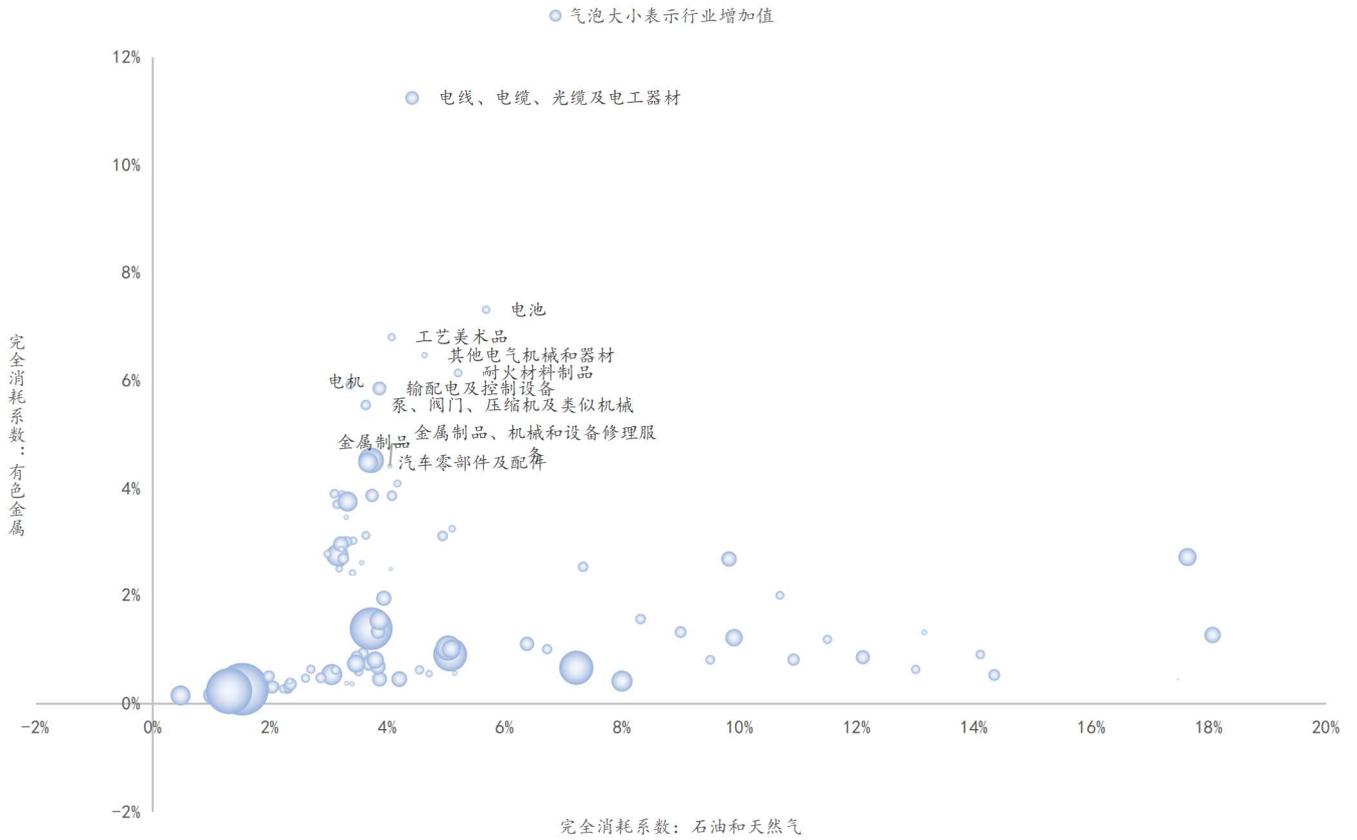
资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 8 分行业利润增速变动情况

| 工业行业大类 | 主要工业行业 | 1-6月利润总额： 累计同比% | Δ较上期% |
|----------------------|-------------------|--------------------|-------|
| 上游采掘加工 | 煤炭开采和洗选业 | 157.1 | -17.6 |
| | 石油和天然气开采业 | 126.0 | -9.0 |
| | 有色金属矿采选业 | 59.1 | 4.9 |
| | 有色金属冶炼及压延加工业 | 16.6 | -10.0 |
| | 化学原料及化学制品制造业 | 16.4 | 2.6 |
| | 黑色金属矿采选业 | -4.0 | -3.3 |
| | 非金属矿物制品业 | -5.8 | -2.5 |
| | 橡胶和塑料制品业 | -20.4 | 4.3 |
| | 石油、煤炭及其他燃料加工业 | -32.4 | -2.8 |
| | 化学纤维制造业 | -51.2 | 3.0 |
| | 黑色金属冶炼及压延加工业 | -68.7 | -4.5 |
| | 中游设备制造 | 电气机械及器材制造业 | 17.3 |
| 仪器仪表制造业 | | -2.8 | 6.8 |
| 专用设备制造业 | | -3.2 | 1.4 |
| 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | | -3.7 | -0.5 |
| 计算机、通信和其他电子设备制造业 | | -6.6 | -6.8 |
| 金属制品业 | | -8.4 | 1.4 |
| 通用设备制造业 | | -15.9 | 5.4 |
| 下游消费制造 | 酒、饮料和精制茶制造业 | 21.0 | 0.0 |
| | 食品制造业 | 8.3 | -1.8 |
| | 烟草制品业 | 6.7 | -0.5 |
| | 文教、工美、体育和娱乐用品制造业 | 6.6 | 2.2 |
| | 纺织服装、服饰业 | 4.0 | 8.6 |
| | 家具制造业 | 2.6 | 4.7 |
| | 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业 | -0.8 | -4.0 |
| | 木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业 | -4.9 | 1.0 |
| | 纺织业 | -5.3 | -2.8 |
| | 农副食品加工业 | -6.8 | 1.5 |
| | 印刷业和记录媒介的复制 | -7.2 | 2.4 |
| | 汽车制造 | -25.5 | 12.0 |
| | 医药制造业 | -27.6 | -7.0 |
| 造纸及纸制品业 | -46.2 | 2.5 | |

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 “空有色多能源” 利好行业一览



资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 何宁, 华安证券宏观首席分析师, 中国社会科学院经济学博士(定向在读), 华东师范大学经济学硕士。2018-2021年就职于国盛证券研究所宏观团队, 2019年新财富入围(第六), 2020年、2021年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。