

2022年07月28日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 6月工业利润重回正增长，中游向好下游修复

## 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1-6月份，全国规模以上工业企业实现利润总额同比增长1%，与5月持平。6月当月同比增长0.8%，较上月提升7.3个百分点。

## 投资要点

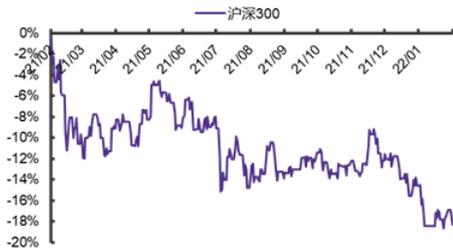
**工业利润：**工业企业利润同比增速转正，工业生产实现U型复苏；拆分“量价利”来看，量利企稳，价格下行。

**企业库存：**工业企业产成品存货仍处高位，但增速继续回落，企业被动累库风险继续下行。

**利润分配格局：**从不同类型企业来看，国企利润增速再度提升，民企承压。从产业链结构和利润分配结构来看，中游制造延续亮眼，下游消费底部回升。

**细分行业景气：**能源产业链表现不俗，但增速继续回落；中游制造恢复态势喜人，汽车制造业改善最为显著，电子通信与仪器仪表景气度占优；疫后复苏进程加快叠加政策扶持，下游消费加速修复。

## 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

《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》20220627

《A股W型反转的第二阶段还会持续多久？》20220724

## 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

## 事件：

2022年1-6月份，全国规模以上工业企业实现利润总额同比增长1%，与5月持平。6月当月同比增长0.8%，较上月提升7.3个百分点。

## 评论：

### 1、工业生产U型复苏，价跌量稳

工业企业利润同比增速企稳，工业生产有望实现U型复苏。1-6月全国规模以上工业企业累计利润同比增速1%，与5月持平，疫情扰动下工业生产较难V型反转，大概率是U型复苏。

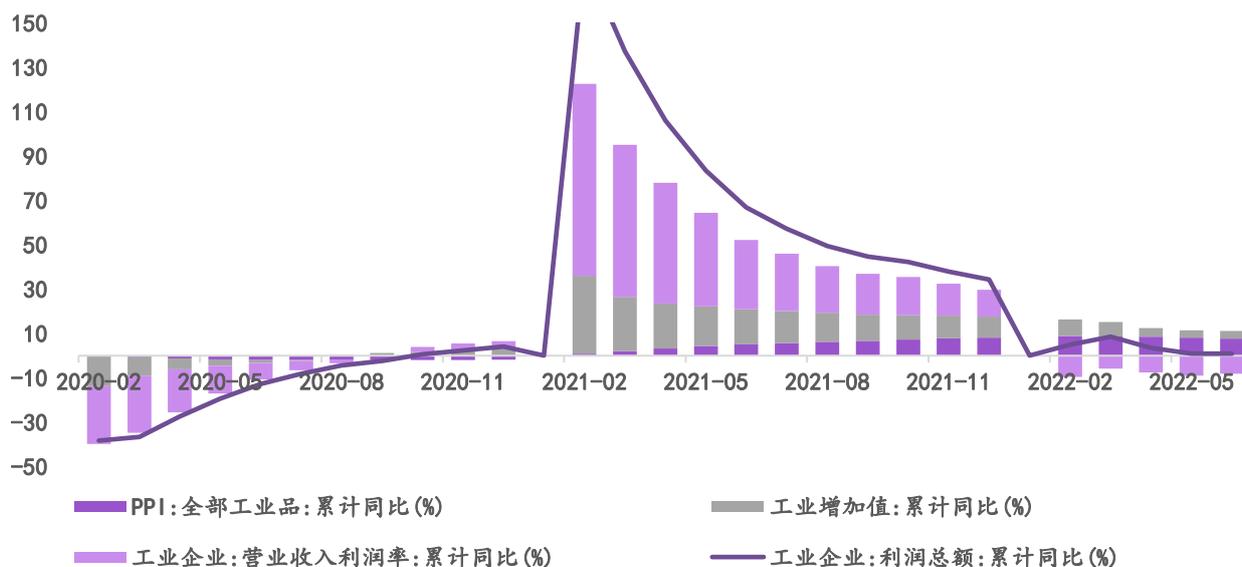
拆分“量价利”来看，量利企稳，价格下行。工业增加值、PPI和营收利润率累计同比分别为3.4%，7.7%，-8.2%，较5月分别环比+0.1pct，-0.4pct，+0.8pct。

“量”：疫情冲击有所缓和，相较5月上升0.1pct，各地生产有序恢复，全国供应链持续修复，各类消费政策持续发力，需求回升带动生产量增；

“价”：PPI回落趋势不改，下降幅度与上月持平；

“利”：同比持续下滑，但减税降费等相关帮扶政策持续发力，下降幅度相较上月略有收窄。

图表 1：量利企稳，价格下行

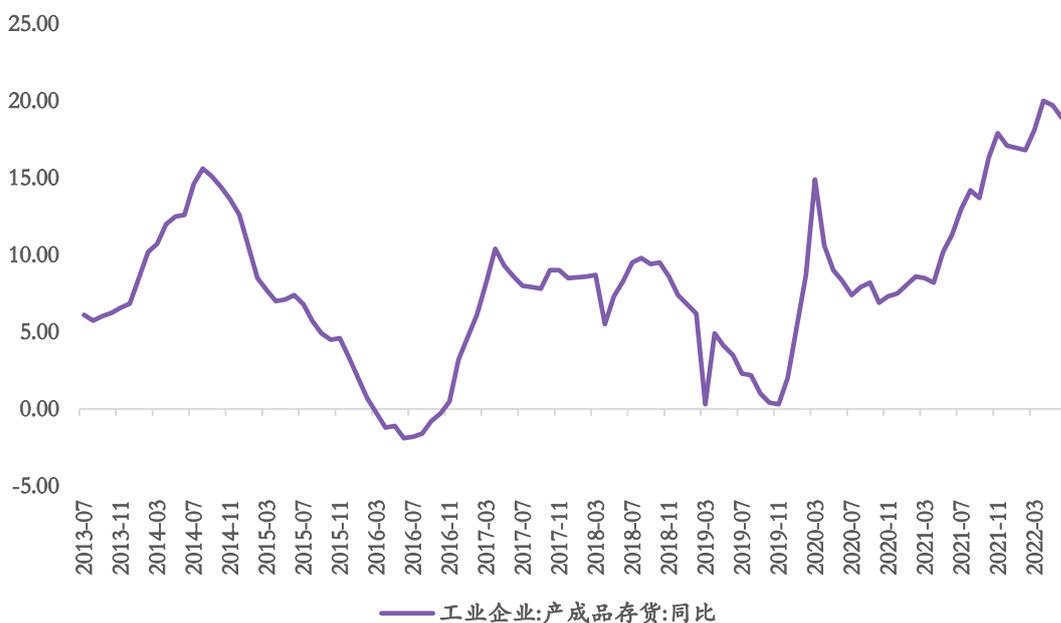


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

## 2、企业被动累库风险下行，库存压力缓解

工业企业产成品存货仍处高位，但增速继续回落，企业被动累库风险继续下行。6月末，我国工业企业产成品存货同比增长18.9%，虽仍处历史高位，但继5月末下降0.3pct后，增速再次回落0.8pct。受疫情扰动等因素影响，供需两端同步承压，今年我国工业企业产成品长期处于高位且快速增长，企业被动累库。随着疫情冲击不断缓解，防疫政策优化，物流逐渐通畅，PPI增速不断回落，企业被动累库情况不断好转，工业企业库存压力进一步得到缓解。

图表 2：企业库存增速继续下行



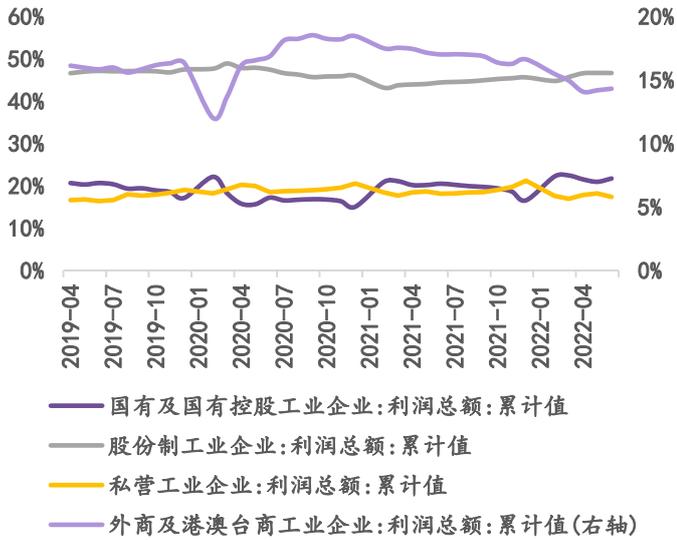
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

## 3、私企再度承压，中下游迎来复苏

从不同类型企业来看，国企利润分配再度提升，私企承压。同时，在各地针对外资的鼓励政策的帮扶下，外资企业盈利平稳上升。

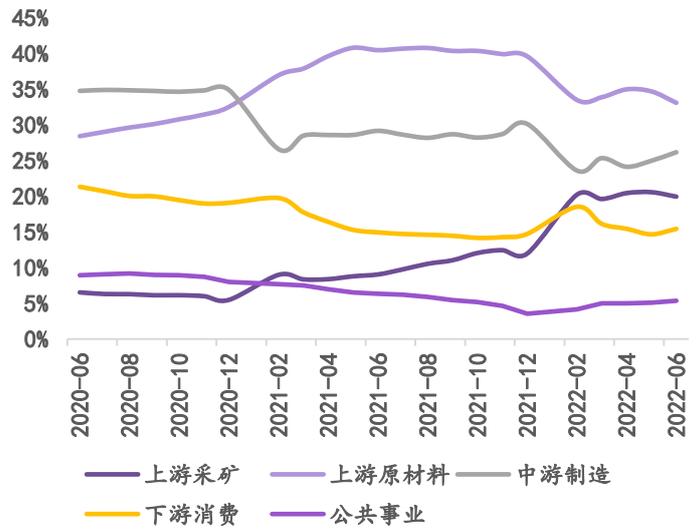
从产业链结构和利润分配结构来看，中游制造延续亮眼，下游消费底部复苏。上游利润向中下游传导，上游采矿和上游原材料利润占比同步下行。6月份全国疫情形势好转，疫情防控政策有所缓和，消费场景逐步恢复，同时各类消费政策连续发力，消费迎来复苏。中游制造成本压力缓解，下游需求扩张，叠加各地复产复工有序进行，受益于产业链恢复利好的汽车制造、仪器仪表、通用设备等高端制造，带动中游制造业延续上月优异表现。

图表 3：私企利润空间被挤压（占比：%）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 4：中游制造与下游消费表现亮眼（利润总额占比：%）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

## 4、复工复产效果显著，中游量增下游价稳

**能源产业链仍表现不俗，但增速继续回落。**能源产业链仍居高位，上游煤炭采选、油气开采、燃料加工、化工制造以及下游电力热力、燃气生产等热度仍处于全行业前列，但总体增速仍呈回落态势。在国家的调控与限价政策影响下，煤炭采选“量价利”均大幅下降，回落最为显著。

**中游制造恢复态势喜人，汽车制造业改善最为显著，电子通信与仪器仪表景气度占优。**随着疫情影响缓解、复工复产不断推进，且支持政策不断加码，汽车制造业利润大幅改善，实现“量利”及营收同步大幅提高，为制造业回暖贡献主要力量。中游其余行业工业增加值与营收同步改善，尤其是电子通信与仪器仪表行业，实现量价齐升，景气度占优。

**疫后复苏进程加快叠加政策扶持，下游消费加速恢复。**下游消费营收仍承压，但随着疫后复苏不断推进，“量价”已明显好转，大多行业PPI与工业增加值增速有所改善。同时受益于成本下行与促消费政策的发力，消费行业利润大幅增加，酒类饮料与纺织服装分别大幅上行137.1pct与119.1pct，家具制造、文体用品与木材制造等行业利润增速也有大幅上行。

图表 5: 工业企业细分行业盈利热力图

产业链		营收(累计同比)			PPI(当月同比)			数量(工业增加值, 当月同比)			利润率		
		2022年6月	2022年5月	营收增速变化	2022年6月	2022年5月	PPI增速变化	2022年6月	2022年5月	数量增速变化	2022年6月	2022年5月	利润率增速变化
上游采矿业	煤炭采选	57.1%	60.8%	-3.7%	31.4%	37.2%	-5.8%	11.2%	8.2%	3.0%	24.2%	43.0%	-18.8%
	油气开采	49.6%	48.2%	1.4%	54.4%	47.8%	6.6%	3.6%	6.6%	-3.0%	25.1%	40.5%	-15.4%
	黑色采矿	-12.8%	-12.2%	-0.6%	-17.9%	-11.8%	-6.1%	16.2%	5.8%	10.4%	-5.2%	-19.0%	13.8%
	有色采矿	22.1%	22.6%	-0.5%	9.5%	12.1%	-2.6%	8.0%	9.9%	-1.9%	52.1%	12.5%	39.6%
	非金属采矿	5.6%	6.4%	-0.8%	6.2%	6.1%	0.1%	-1.7%	-2.4%	0.7%	23.5%	7.5%	16.0%
上游原材料加工	燃料加工	23.6%	23.8%	-0.2%	34.7%	34.0%	0.7%	-9.6%	-7.3%	-2.3%	-53.7%	-34.5%	-19.2%
	化工制造	19.9%	20.2%	-0.3%	13.8%	13.6%	0.2%	5.4%	5.0%	0.4%	18.3%	2.4%	15.9%
	医药制造	-0.6%	2.3%	-2.9%	0.7%	0.5%	0.2%	-8.5%	-12.3%	3.8%	-49.2%	-40.4%	-8.8%
	化纤制造	10.6%	11.7%	-1.1%	8.8%	5.7%	3.1%	2.5%	-0.1%	2.6%	-31.7%	-55.7%	24.0%
	橡胶塑料	1.4%	1.2%	0.2%	2.4%	2.5%	-0.1%	1.0%	-2.7%	3.7%	6.1%	-2.2%	8.3%
	非金属矿物制品	3.1%	4.6%	-1.5%	3.1%	4.7%	-1.6%	-3.7%	-5.4%	1.7%	-12.4%	-15.3%	2.9%
	黑色冶炼	-3.6%	-2.9%	-0.7%	-3.7%	-1.3%	-2.4%	0.6%	-2.7%	3.3%	-93.8%	-83.8%	-10.0%
	有色冶炼	18.4%	19.5%	-1.1%	8.2%	10.4%	-2.2%	4.9%	3.4%	1.5%	-33.9%	-20.2%	-13.7%
	金属制品	5.0%	5.7%	-0.7%	2.9%	4.2%	-1.3%	0.1%	-2.3%	2.4%	4.8%	-9.1%	13.8%
	通用设备	-3.7%	-3.5%	-0.2%	1.2%	1.5%	-0.3%	1.1%	-6.8%	7.9%	13.6%	-14.1%	27.7%
中游制造业	专用设备	0.9%	-0.7%	1.6%	1.0%	1.0%	0.0%	6.0%	1.1%	4.9%	-23.8%	-27.6%	3.8%
	汽车制造	-4.2%	-9.0%	4.8%	0.3%	0.6%	-0.3%	16.2%	-7.0%	23.2%	40.8%	-50.7%	91.5%
	交运设备	0.3%	-0.6%	0.9%	1.8%	1.7%	0.1%	6.7%	-0.1%	6.8%	-12.2%	1.5%	-13.7%
	电气机械	21.0%	20.2%	0.8%	5.0%	5.4%	-0.4%	12.9%	7.3%	5.6%	6.7%	16.9%	-10.2%
	电子通信	7.7%	7.4%	0.3%	0.7%	0.6%	0.1%	11.0%	7.3%	3.7%	-17.6%	16.5%	-34.0%
	仪器仪表	3.4%	2.6%	0.8%	1.6%	0.8%	0.8%	6.5%	4.1%	2.4%	8.0%	-12.9%	20.9%
	其他制造	10.1%	10.9%	-0.8%	2.6%	2.0%	0.6%	10.8%	15.2%	-4.4%	-21.4%	21.8%	-43.2%
	废弃资源利用	29.0%	30.1%	-1.1%	7.5%	8.3%	-0.8%	25.0%	19.1%	5.9%	-1.1%	-9.1%	8.0%
	金属制品、机械设 备修理	1.9%	6.2%	-4.3%	2.0%	1.1%	0.9%	8.5%	13.2%	-4.7%	-24.8%	-55.2%	30.4%
	下游消费	农副产品	3.9%	3.7%	0.2%	5.6%	3.7%	1.9%	-0.3%	1.6%	-1.9%	-5.6%	-1.7%
食品制造		6.4%	7.2%	-0.8%	4.4%	4.1%	0.3%	3.0%	3.5%	-0.5%	-6.7%	4.7%	-11.4%
酒类饮料		7.4%	8.3%	-0.9%	0.9%	0.9%	0.0%	7.1%	7.0%	0.1%	134.7%	-2.4%	137.1%
烟草制品		7.4%	8.3%	-0.9%	0.5%	0.8%	-0.3%	-8.0%	10.6%	-18.6%	8.0%	9.8%	-1.7%
纺织		4.7%	6.0%	-1.3%	5.8%	5.5%	0.3%	-3.9%	-3.5%	-0.4%	-30.4%	-1.4%	-29.0%
纺织服装		4.5%	6.1%	-1.6%	1.7%	0.9%	0.8%	1.5%	1.2%	0.3%	94.8%	-24.3%	119.1%
皮革制鞋		6.5%	8.9%	-2.4%	1.5%	0.7%	0.8%	-0.5%	5.1%	-5.6%	-31.8%	-6.2%	-25.6%
木材加工		3.1%	4.3%	-1.2%	2.6%	2.8%	-0.2%	-2.6%	-1.8%	-0.8%	-3.9%	-26.4%	22.5%
家具制造		-4.0%	-2.5%	-1.5%	2.6%	2.0%	0.6%	-5.3%	-9.7%	4.4%	19.9%	-20.7%	40.6%
造纸		2.5%	2.4%	0.1%	0.5%	0.5%	0.0%	1.4%	0.5%	0.9%	-32.9%	-48.1%	15.2%
印刷		1.1%	0.8%	0.3%	0.9%	0.7%	0.2%	4.3%	0.9%	3.4%	-18.1%	-22.3%	4.2%
文体用品		4.0%	2.5%	1.5%	3.4%	2.8%	0.6%	2.8%	-3.9%	6.7%	39.0%	-0.4%	39.3%
公用事业		电力热力	16.9%	17.1%	-0.2%	9.6%	9.7%	-0.1%	3.2%	-0.8%	4.0%	9.1%	-13.1%
	燃气生产	28.3%	27.7%	0.6%	21.8%	22.0%	-0.2%	5.8%	7.7%	-1.9%	-38.8%	-39.2%	0.4%
	水的生产供应	8.5%	7.4%	1.1%	1.1%	1.4%	-0.3%	2.5%	3.1%	-0.6%	12.0%	-29.1%	41.1%

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

## 5、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。