

## 2022年上半年工业企业利润数据点评

### 行业利润分配格局改善

#### 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

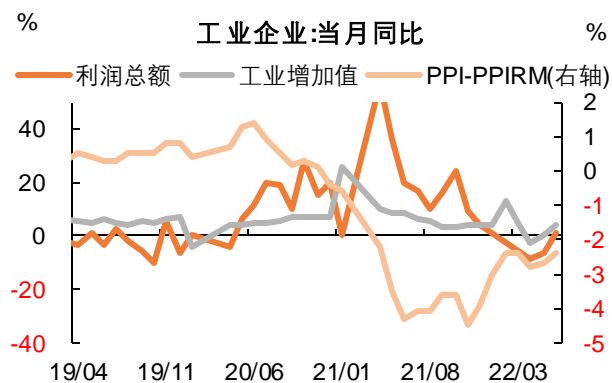


事件：2022年上半年，全国规模以上工业企业利润总额同比增长1.0%。

- **工业企业利润单月增速由负转正。**6月工业企业利润单月同比增长0.8%，而5月为同比下滑6.5%，主要得益于生产和销售的同步改善。其中，工业增加值较5月上行3.2个百分点；营业收入增长8.6%，恢复至近年平均水平。此外，PPI-PPIRM增速差上行，毛利率也有小幅改善。从影响利润率的因素看，企业成本进一步攀升，期间费用略有回升，但其他差额项目较快下行（或受益于减税降费政策和人民币汇率贬值），助力营收利润率环比小幅提升。
- **工业企业“被动去库存”。**剔除价格因素的工业企业经营呈现“营收增速略有回升、库存增速小幅回落”的“被动去库存”特征。值得关注的是，当前工业企业产成品存货增速处2012年以来高位，库存的积压可能会挤占企业现金流，制约工业企业生产进一步修复的力度空间。此外，6月工业企业资产负债率上行了0.3个百分点至56.9%，信贷政策支持下，企业融资状况有所改善。
- **分行业看，6月行业间的利润分配格局改善。**一方面，上游采矿和中游原材料行业利润增速回落，占比自高位下滑。6月全球能源、农产品、有色金属等大宗商品价格均出现了较大幅度的调整，直接影响了国内采矿和原材料多个子行业的出厂价格，拖累其利润表现。另一方面，中游制造、下游消费制造板块利润边际修复，占比自低位提升。中游制造和下游消费制造行业更多受益于物流产业链约束减弱、出口的增长韧性和国内消费需求的边际恢复，叠加原材料价格回落对成本的缓释作用，利润增速的改善较为明显。子行业中值得关注的有两个：一是，**汽车制造业**受益于生产恢复和促进汽车消费政策，强劲反弹；二是，**电气机械行业**受益于新能源领域的旺盛需求，保持快速增长。
- **分所有制看，私营企业利润累计同比增速下滑，景气度相对走弱。**上半年私营企业的利润率相比1-5月下降了0.19个百分点，每百元营业收入中的费用上升了0.11元。背后可能有两方面原因：一是，私营企业前期受损较为严重，可能在需求恢复后加大了营销力度，推高了销售和管理费用的占比。二是，私营企业中，中小企业的占比较高，在4到5月提前享受了留抵退税的政策红利，政策支持的效果边际弱化。
- **6月工业企业利润进一步回暖，行业间的利润分配格局也有好转。重新审视工业企业面临的三重压力：**一是，供给冲击已有缓解，主要得益于疫情防控精准性提升和原材料价格的下跌；二是，预期缓慢修复，但BCI企业预期指数等相比2022年2月依然偏弱。三是，需求收缩隐忧仍存，地产“硬着陆”和出口下行的风险未消退。以此观察，下半年工业企业生产经营改善的幅度依然面临一定的不确定性，7月政治局会议定调值得关注。

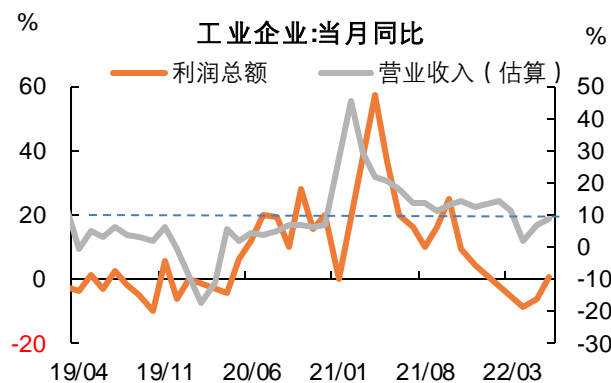
工业企业利润单月同比增速由负转正。6月工业企业利润单月同比增长0.8%，而5月为同比下滑6.5%。6月工业企业利润增速由负转正，背后是生产和销售同步改善，工业增加值同比增长3.9%，较5月进一步上行3.2个百分点；营业收入增长8.6%，恢复至近年平均水平。随着产销的恢复，工业企业毛利率也有小幅改善，PPI-PPIRM增速差上行了0.3个百分点。

图表1 6月工业企业利润单月同比增速由负转正



资料来源:wind, 平安证券研究所

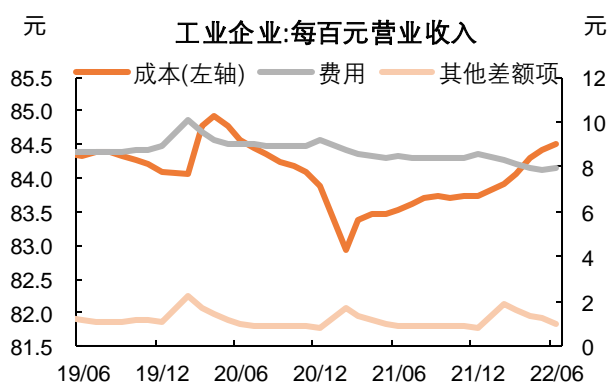
图表2 6月工业企业营业收入增速已恢复至近年平均水平



资料来源:wind, 平安证券研究所

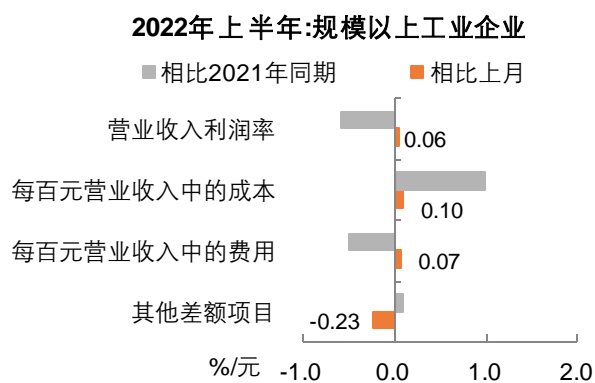
工业企业成本继续攀升，期间费用低位回升，但其他差额项目较快下行，助力营收利润率环比小幅提升。上半年工业企业营业收入利润率6.53%，环比略有提升。**1) 成本继续攀升。**上半年工业企业每百元营业收入的成本较前5个月上行，已累计上行15个月。**2) 费用低位回升。**工业企业每百元营业收入的费用（包括管理、财务、销售三大费用）较前5个月增加。其中既有半年末季节性因素的小幅贡献，又可能和企业生产重启后加大营销力度的经营策略相关。**3) 其他差额项较快回落。**我们将其他差额项目定义为营业收入中减去成本、费用及营业利润率后的差额部分，在会计报表中对应税金及附加、资产减值、汇兑损益等分项。其他差额项目上半年的累计值环比减少，或受益于减税降费政策和人民币汇率贬值。

图表3 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

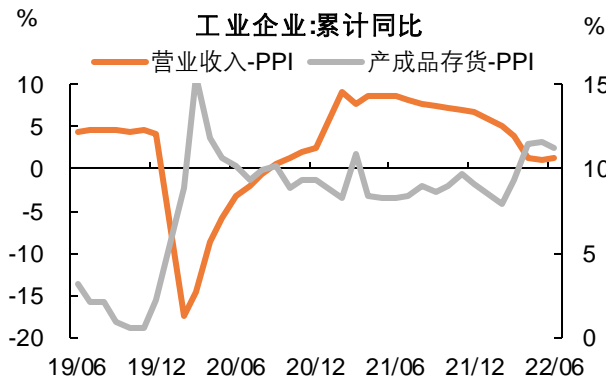
图表4 其他差额项目下行，助力营收利润率小幅提升



资料来源:wind, 平安证券研究所

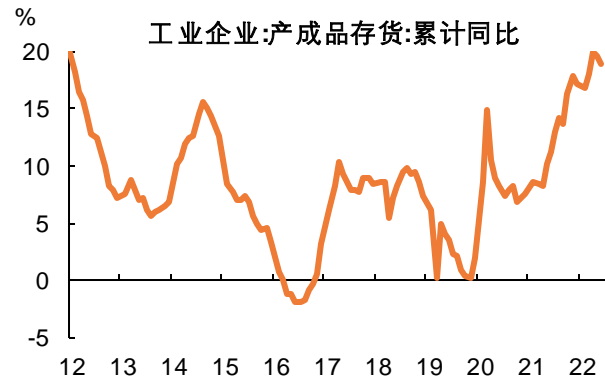
库存周期方面，处于“被动去库存”状态。上半年工业企业营业收入同比增速持平9.1%；产成品存货增速18.9%，环比下滑0.8个百分点。但考虑到营业收入和库存都是用金额来度量的，而目前PPI同比仍处于历史较高水平，用PPI累计同比来平减后，呈现“营收增速略有回升、库存增速小幅下滑”的“被动去库存”特征。**值得关注的是，当前工业企业产成品存货增速处2012年以来高位，库存的积压可能会挤占企业现金流，制约工业企业生产进一步修复的力度空间。**此外，6月工业企业资产负债率上行了0.3个百分点至56.9%，信贷政策支持下，企业融资状况有所改善。

图表5 6月工业企业“被动去库存”



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 产成品存货增速处2012年以来高位



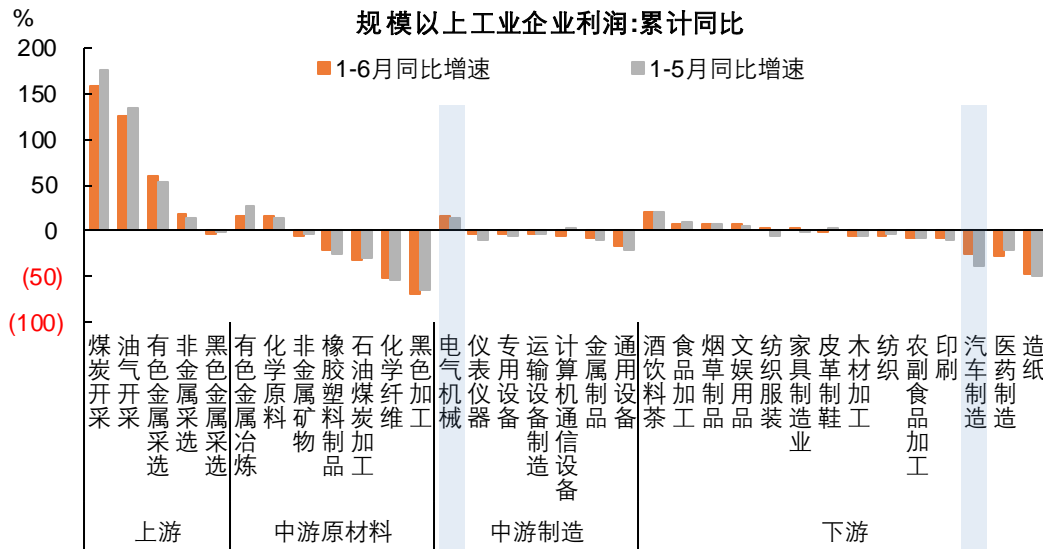
资料来源:wind, 平安证券研究所

分行业看，6月行业间的利润分配格局好转，中游制造、下游消费制造板块利润较快恢复，占比自低位提升；上游采矿和上游原材料行业利润增速回落，占比自高位下滑。6月全球能源、农产品、有色金属等大宗商品价格均出现了较大幅度的调整，直接影响了国内采矿和原材料多个子行业的出厂价格，拖累其利润表现。然而，中游制造和下游消费制造行业更多受益于生产端物流产业链约束减弱、出口的增长韧性和国内消费需求的边际恢复，叠加原材料价格回落对成本的缓释作用，利润增速的改善较为明显。

从利润同比增速的变化看，和前5个月相比，2022年上半年利润增速回升的有19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8个（共14个）；中游原材料板块7个子行业中，处石化链条的化学原料制品、橡胶塑料制品和化学纤维3个子行业利润增速回升；上游采矿板块5个子行业中，仅有色金属矿采选和非金属矿采选两个子行业利润增速回升。从利润同比增速的绝对水平看，2022年上半年仅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6个正增长；属于中游的14个子行业3个正增长。

子行业中，汽车制造业和电气机械行业的利润表现较为亮眼。1) 汽车制造业强劲反弹。汽车制造的生产端受益于上海、吉林等地复工复产的加速，销售端受益于中央和地方出台的促汽车消费政策，上半年利润累计同比增速的跌幅较上月收窄了12个百分点，6月单月利润同比增速由下降转为大幅增长47.7%。2) 电气机械行业利润增速高位提升。受益于新能源领域光伏、风电、储能等环节需求旺盛，电气机械行业上半年利润累计同比增速17.3%，在14个中游行业中位居第一；6月单月利润增速27.7%，保持快速增长。

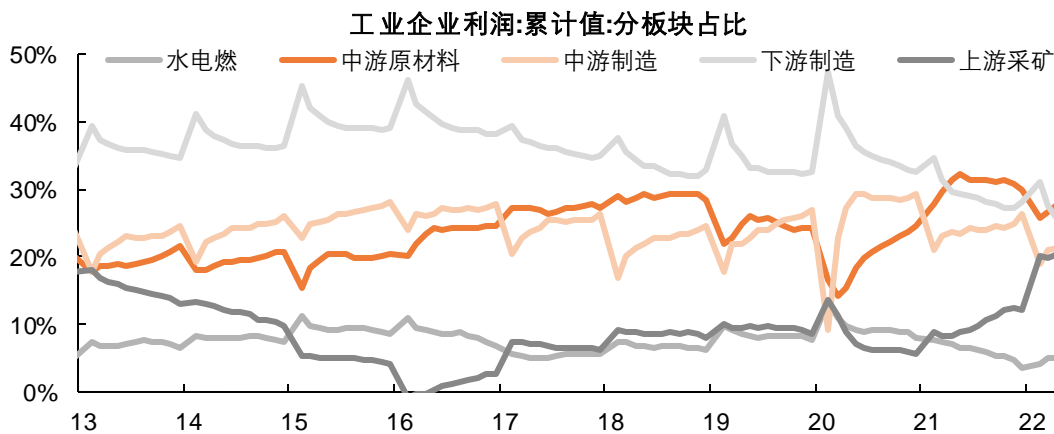
图表7 相比前5个月，上半年中下游制造业子行业利润累计同比增速多数回升



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

从累计利润的占比看，行业间的利润分配格局好转。一方面，前期偏强的上游采矿和中游原材料板块利润占比下滑：2022年上半年，上游采矿板块占工业企业利润的比重自2013年以来的绝对高位回落，中游原材料板块占工业企业利润的比重自历史中高位置回落。另一方面，前期偏弱的中游制造和下游消费制造板块利润占比提升：下游制造业占工业企业利润的比重自2013年以来的绝对低位上行；中游制造板块占工业企业利润的比重自历史较低位置上行，延续修复态势。

图表8 相比1-5月，上半年中游制造和下游消费制造板块的利润占比提升，上游采矿和中游原材料板块利润占比下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

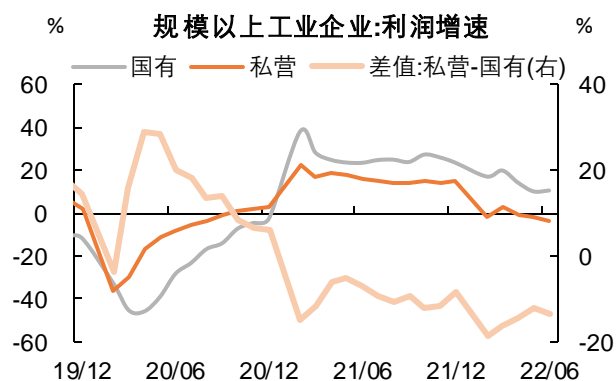
分所有制看，不同类型企业的经营情况有所分化，私营企业的景气度相对走弱。

利润增速方面，国企和外资企业上半年利润增速相比前5个月提升，股份制企业 and 私营企业利润增速下滑。私营企业与国有企业利润增速差值下滑，而此前连续3个月自低位上行。相比1-5月，上半年国企利润率提升0.43个百分点，但私营企业的利润率下滑了0.19个百分点。其中，国有企业每百元营业收入中的费用压降了0.06元，而私营企业的上升了0.11元。

应收账款回收期方面，**私营工业企业回款改善，但其程度弱于工业企业整体**。6月末，工业企业应收账款平均回收期相比5月末缩短。分所有制看，股份制和外资企业回款能力的改善幅度强于工业企业整体，国有企业持平于工业整体，私营企业回款能力的改善幅度偏弱。尤其是，私营企业应收账款平均回收期高于相比过去三年同期水平，依然是经济中的薄弱环节。

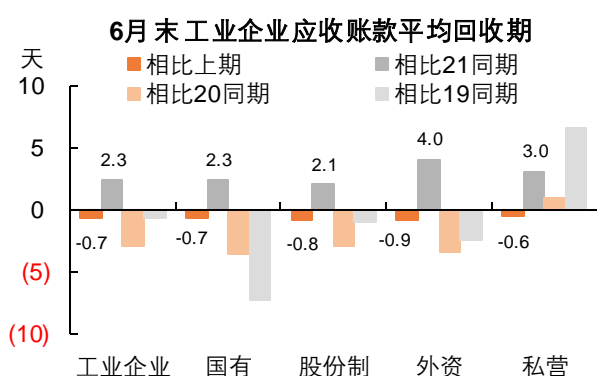
**私营企业景气度相对走弱，背后可能有两方面原因：一是，不同所有制企业生产经营的策略存在差异：**私营企业在前期基本面下行期间的受损更为严重，需求恢复后，可能加大了营销力度，被动采取相对激进的经营策略，推高了销售和管理费用的占比。**二是，留抵退税政策红利的释放存在时间差：**私营企业中，中小企业的占比较高，是4月启动的新一轮留抵退税政策的优先支持对象，提前享受了留抵退税的政策红利；而国有及股份制企业中，大中型企业的占比较高，直至6月才享受到留抵退税政策。

图表9 私营企业和国有企业利润增速的差值走阔



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

图表10 6月工业企业回款能力改善



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