

# 结构上延续传导，总量上探出二次深底

## ——兼评7月企业利润

报告日期: 2022-08-27

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1-7月全国规模以上工业企业利润累计同比-1.1%，前值1.0%；营业收入累计同比增长8.8%，前值9.1%。

● **一、价格水平下行叠加疫情反复、高温限电限产，工业企业营收微降、利润探出二次深底。**“国民”分化料将收窄，但民企投资意愿难有明显改善，政府加杠杆或为制造业投资的增量来源。

1) **营收微降、利润二次探底。**2022年1-7月工业企业营收累计同比8.8%，较前值回落了0.3个百分点；测算营收当月同比为7.1%，较前值下行了2.0个百分点。2022年1-7月工业企业利润总额累计同比-1.1%（前值1.0%），自2020年10月以来首次负增长；测算利润当月同比为-13.4%，较前值下行了14.2个百分点。其中，销售毛利率和营业利润率双双承压；1-7月销售毛利率为15.3%，较前值下滑了0.2个百分点，连续8个月下行；1-7月营业利润率为6.4%，较前值下行了0.1个百分点，结束了持续4个月的回升趋势。综合来看，7月工业部门经济总产出未有明显下滑，关键在于利润水平的大幅回落，大宗商品价格下行为主因，高温限电、疫情反复为次因。

2) **结构上，“国民”分化料将收窄。**1-7月国企、民企利润累计同比为8.0%、-7.1%，较前值分别变动-2.2、-3.8个百分点，营收累计同比为11.4%、6.5%，较前值分别变动-0.4、-1.3个百分点，大宗商品价格回落，上游利润同比增速大幅回落至-30.8%，而中游、下游分别为6.5%、-0.3%，去年三季度的PPI高基数将持续拖累上游利润增速，国民分化情况料将收窄。制造业投资中大约90%来自民营企业，但我们认为国民分化的改善并不意味着民企投资意愿回暖，利润传导本质上对应经济下行周期，即工业企业利润在总量上呈下行态势，下半年制造业投资的增量可能在于政府加杠杆。7月政治局会议和二季度央行货币政策执行报告强调已有政策性金融工具强化落实，近期多部门和地方积极筹备推进重大项目和重点项目，或对制造业投资构成一定支撑。

● **二、工业企业利润延续“上游降、中下游升”态势，利润传导重启进一步显性化。**

1) **从利润占比来看，工业企业仍呈“上游降、中下游升”的利润分配格局。**1-7月上游采掘加工行业利润占比47.3%，较前值回落了1.3个百分点，连续3个月下行；中游设备制造行业利润占比持续回升，较前值提升了0.7个百分点至25.2%；多地疫情反复，下游消费制造利润改善斜率放缓，利润占比为27.6%，较前值改善了0.6个百分点。

2) **从利润增速来看，上游采掘加工工业全线回落，1-7月工业利润累计同比为8.2%，较1-6月降低了7.3个百分点，其中，黑色金属采选、煤炭开采、黑色金属冶炼、石油燃料加工、有色金属冶炼业利润增速下行较快，较上期分别减少了19.4、16.5、12.1、11.6、11.5个百分点；中游设备制造利润增速升降互现。**1-7月中游利润增速为-2.9%，较前值回升了1.5个百分点，交运设备、通用设备、电气机械较前值提高了4.7、3.1、1.1个百分点，受益于成本回落其利润弹性正在逐步兑现；下游消费制造小幅改善，汽车修复较快。今年以来消费数据秉承了“疫情发散必选好于可选、疫情收敛可选好于必选”的趋势，但消费制造似乎也表现出了相同的规律，7月烟草、食品制造业改善，鞋革制品、家具、纺织业走弱。需要指出的是，1-7月汽车制造业利润增速较前值改善了11.1个百分点至-14.4%，叠加中旬经济数据中呈现的“汽车产量同比较前值回升4.7个百分点至31.5%、汽车消费较前值改善了2.1个百分点”，我们重申不应低估汽车的韧性。年中策略里我们曾指出“下半年消费总量仍弱，但可能超预期”，在当下利润传导的早中期，汽车兼具“上游成本回落、下游消费改善”的双重利好，相较于市场中存在的“消费券存在跨期挤出效应”、“汽车改善难有持续性”观点，消费已然已经出现了一个结构性的预期差。

● **三、营收与库存剪刀差连续3个月收窄，库存周期或步入新阶段。**

2022年1-7月工业企业产成品存货累计同比16.8%，较前值的18.9%下行了2.1个百分点。剔除PPI同比后，1-7月实际存货累计同比为12.6%。我们以营业收入增速与产成品存货增速剪刀差来衡量企业补库去库行为，1-7月剪刀差为-8.0%，连续3个月收窄收窄，以企业让利作为代价开启“主动去库存”的库存周期新阶段。新阶段是否稳固，仍需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。

● **四、后续工业生产怎么看？**

7月工业企业延续了“上游降、中下游升”的利润分配格局，再次印证了我们此前的观点，即5月28日领先判断“上游利润进入下行通道”、6月28日“CPI-PPI表征的利润传导重新启程”。7月美联储议息会议偏鸽、就业市场仍强劲，衰退预期明显弱化，有色金属收复部分失地，但8月26日杰克逊霍尔年会群“鹰”荟萃，鲍威尔强调“抗通胀是首要任务”、“可能会导致一段持续低于趋势的经济增长时期”。激进加息并未停歇，提示下半年的两个结构性回落，即工业生产先于消费通胀回落、有色先于能源回落，重申《四问利润传导，这次不一样？》专题报告中的观点，该宏观场景利好电力、通信设备、家电、电气机械、汽车、交运设备。

● **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\_宏观专题\_四问利润传导，这次不一样？》  
2022-08-04

2.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_中断后再启程，本轮利润传导有何不同？——兼评6月企业利润》  
2022-07-27

3.《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

4.《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

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																	
<b>量</b>																																																								
营收:累计同比*	[Heatmap]																																										8.8													
工业增加值:累计同比*	[Heatmap]																																										3.5													
出口交货值:累计同比*	[Heatmap]																																										10.8													
<b>价</b>																																																								
PPI:同比	[Heatmap]																																										4.2													
<b>利</b>																																																								
利润总额:当月同比*	[Heatmap]																																										-13.4													
利润总额:累计同比*	[Heatmap]																																										-1.1													
销售毛利率	[Heatmap]																																										15.3													
营业利润率	[Heatmap]																																										6.4													
PPI-PPIRM	[Heatmap]																																										-2.3													
<b>费</b>																																																								
工业企业:费用率(逆序)	[Heatmap]																																										7.9													
<b>库存</b>																																																								
产成品存货:累计同比(逆序)	[Heatmap]																																										16.8													
存货周转天数(逆序)	[Heatmap]																																										18.4													
营收增速与存货增速剪刀差	[Heatmap]																																										-8.0													

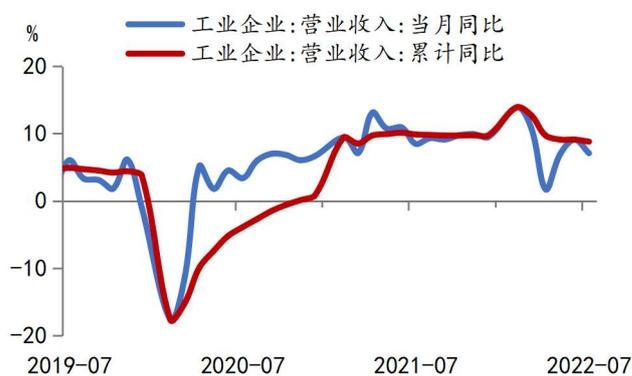
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 利润增速探出二次深底



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 营收增速微降



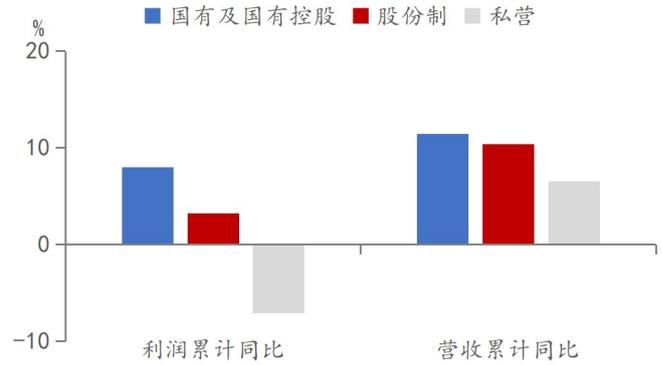
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 4 毛利率下行、营业利润率微降



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”



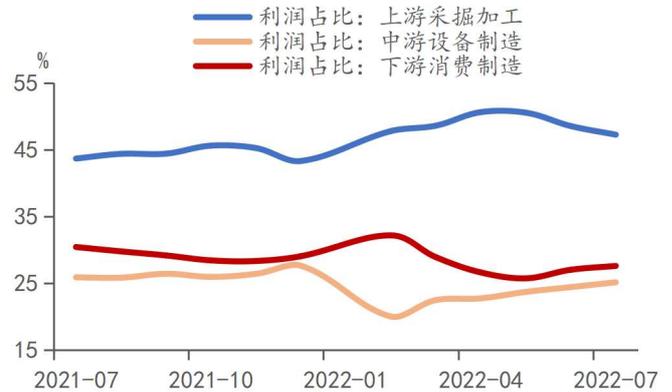
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 工业企业连续 3 个月“主动去库存”



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 利润分配仍呈“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	1-7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	140.6	-16.5
	石油和天然气开采业	118.8	-7.2
	有色金属矿采选业	51.7	-7.4
	化学原料及化学制品制造业	9.3	-7.1
	有色金属冶炼及压延加工业	5.1	-11.5
	非金属矿物制品业	-8.2	-2.4
	橡胶和塑料制品业	-19.8	0.6
	黑色金属矿采选业	-23.4	-19.4
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-44.0	-11.6
	化学纤维制造业	-60.2	-9.0
	黑色金属冶炼及压延加工业	-80.8	-12.1
	中游设备制造	电气机械及器材制造业	18.4
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业		1.0	4.7
专用设备制造业		-2.6	0.6
仪器仪表制造业		-5.9	-3.1
计算机、通信和其他电子设备制造业		-9.6	-3.0
金属制品业		-11.1	-2.7
通用设备制造业		-12.8	3.1
下游消费制造	酒、饮料和精制茶制造业	19.8	-1.2
	烟草制品业	9.9	3.2
	食品制造业	9.8	1.5
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	8.3	1.7
	纺织服装、服饰业	4.0	0.0
	家具制造业	-0.7	-3.3
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-1.3	-0.5
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-5.9	-3.1
	印刷业和记录媒介的复制	-6.2	1.0
	农副食品加工业	-7.5	-0.7
	纺织业	-10.3	-5.0
	汽车制造	-14.4	11.1
	医药制造业	-30.7	-3.1
造纸及纸制品业	-45.6	0.6	

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。