

2022年1-7月工业企业利润数据点评

工业企业延续“去库存”

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

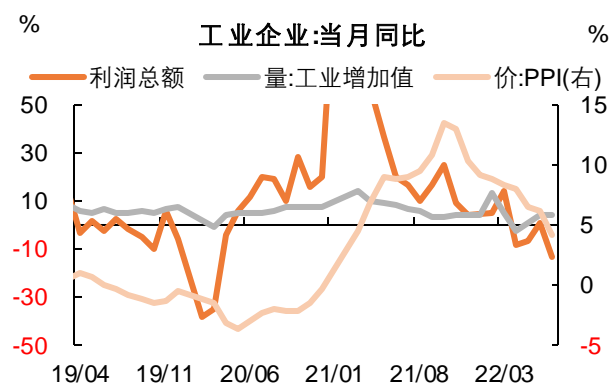


事件：2022年1-7月，全国规模以上工业企业利润总额同比下降1.1%。

- **量、价和利润率共同拖累下，工业企业利润增速下挫。**7月工业企业利润单月同比收缩13.7%，而6月为同比增长0.8%；营业收入单月同比增长7.1%，较上月下行1.5个百分点。拆分来看，工业企业利润的下行受到生产放缓、价格下跌、利润率下滑三者共同拖累，7月工业增加值和PPI同比增速分别较6月下行0.1和1.9个百分点，营收利润率的累计值也下滑0.14个百分点。从影响利润率的因素看，企业成本进一步攀升拖累营收利润率环比下行，但期间费用和其他差额项目略有下降，货币政策“降成本”和财政政策留抵退税对企业利润率仍有小幅支撑。
- **工业企业延续“去库存”，同时出现“去杠杆”的苗头。**库存周期方面，剔除价格因素的工业企业经营呈现“营收增速略有回升、库存增速显著回落”的“被动去库存”特征。当前看，工业企业产成品存货增速依然处于2012年以来的高位，库存的积压可能会继续挤占企业现金流，制约工业企业生产修复的力度空间。**资产负债率方面**，7月工业企业资产负债率小幅下降0.1个百分点至56.8%。企业对未来生产经营活动的预期偏弱（7月PMI生产经营活动预期环比下滑3.2个百分点），贷款意愿不强（7月企业短期及中长期贷款同比少增约2447亿元），出现“去杠杆”的苗头。
- **分行业看，价格因素对7月工业行业利润分配格局影响显著。**一方面，上游采掘及原材料行业的出厂价格受大宗商品价格下行的直接传导，下行速度更快，7月PPI环比增速分别为-1.9%和-2.5%，拖累其利润表现。相比2022年上半年，1-7月中游原材料板块占工业企业利润的比重自历史中高位回落了1.8个百分点。**另一方面**，中游制造和下游消费相关行业受大宗商品价格下跌的传导往往间接且滞后，成本端原材料价格的下行幅度高于收入端出厂价格，毛利率水平得以提升，提振其盈利表现。中游制造、下游制造和水电燃气板块占工业企业利润的比重自历史中低位分别上行0.6、0.5和0.3个百分点。
- 7月工业企业利润增速下滑。不过，在价格因素影响下，行业间的利润分配格局边际有所好转，这一趋势有望在下半年PPI中枢下移的过程中延续。**后续值得警惕的问题有两方面：一是**，工业企业未来生产活动的预期走弱，出现同时“去库存”、“去杠杆”的迹象，或制约工业企业的投资意愿。**二是**，需求收缩的隐忧仍存。地产对工业生产，尤其是采掘和原材料板块的拖累较强，当前基建实物工作量的托底力度尚不足以对冲地产需求下滑的影响。得益于产品的竞争力和成本优势，出口韧性对部分中下游制造业需求的支撑较强，但欧美经济正趋下滑，外需可能在四季度或年末滞后回落。
- **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。

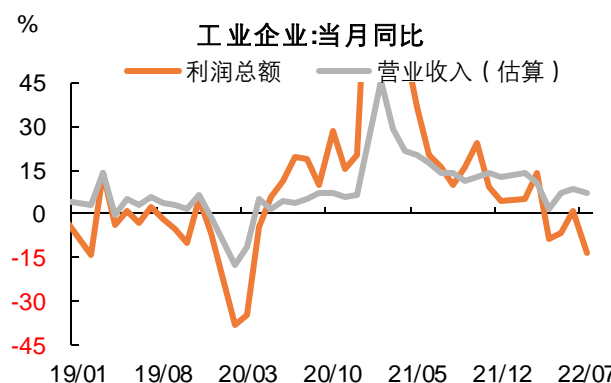
量、价和利润率共同拖累下，工业企业利润单月同比增速再下挫。我们测算，7月工业企业利润单月同比收缩13.7%，而6月为同比增长0.8%；营业收入单月同比增长7.1%，较上月下行1.5个百分点。工业企业利润等于量×价×利润率，可用工业增加值、PPI和营业收入利润率三个指标观察工业企业利润增速的变动原因。7月工业企业利润增速下挫，受到生产放缓、价格下跌、利润率下滑三者共同拖累，其中工业增加值单月同比增速下行0.1个百分点至3.8%，PPI单月同比增速下行1.9个百分点至4.2%；同时，工业企业营业收入的累计利润率较上月下行0.14个百分点，同比收缩9.87%。

图1 7月工业企业利润单月同比增速再度转负



资料来源:wind, 平安证券研究所

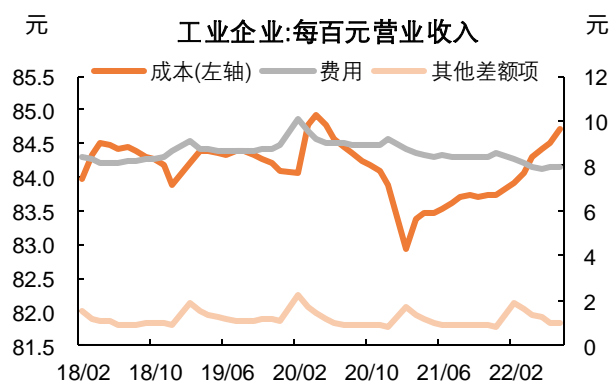
图2 7月工业企业营业收入单月同比增速下滑



资料来源:wind, 平安证券研究所

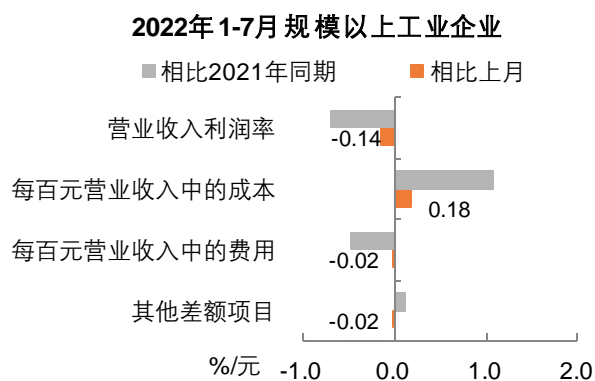
工业企业成本进一步攀升，拖累营收利润率环比下行，而期间费用与其他差额项目略有下降。1-7月工业企业营业收入利润率6.39%，环比下滑0.14个百分点。**1) 成本继续攀升。**1-7月工业企业每百元营业收入的成本较上半年上行0.18元，已持续上行16个月。**2) 费用低位微降。**工业企业每百元营业收入的费用（包括管理、财务、销售三大费用）较上半年微降，目前处于2018年以来的次低点（仅略高于2022年5月），或因货币政策“降成本”助力企业财务费用压降。**3) 其他差额项略有下行。**我们将其他差额项目定义为营业收入中减去成本、费用及营业利润率后的差额部分，在会计报表中对应税金及附加、资产减值、汇兑损益等分项。其他差额项目累计值环比微降，或因7月留抵退税政策接近尾声，对其他差额项目的下行助推作用趋缓。

图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4 1-7月工业企业营收利润率较上半年下滑



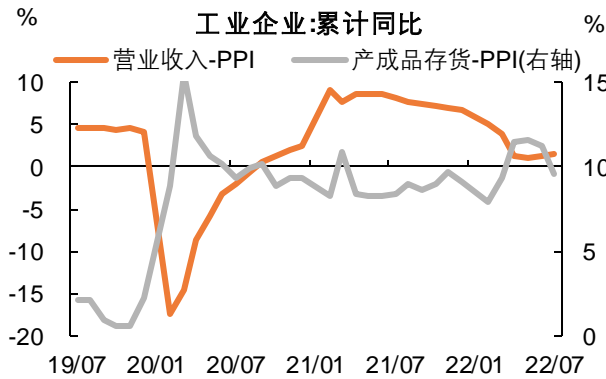
资料来源:wind, 平安证券研究所

库存周期方面，处于“被动去库存”状态。1-7月工业企业营业收入同比增速下滑0.3个百分点至8.8%；产成品存货增速下滑2.1个百分点至16.8%。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、库存增速显著回落”的“被动去库存”特征。当前看,工业企业产成品存货增速依然处于2012年以来的高位,库存的积压可能会继续挤占企业现金流,制约工业企业生产修复的力度空间。

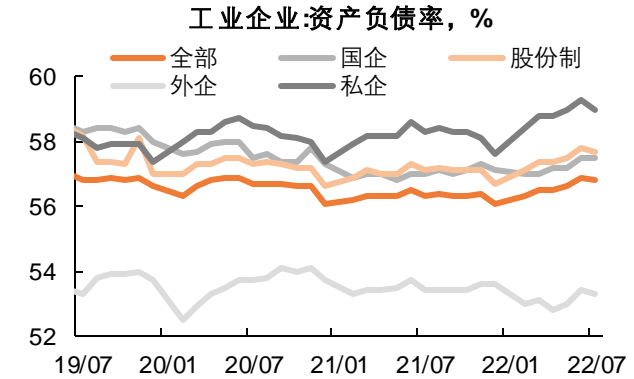
资产负债率方面,工业企业出现“去杠杆”苗头。7月工业企业资产负债率小幅下降0.1个百分点至56.8%。企业对未来生产经营活动的预期偏弱(7月PMI生产经营活动预期环比下滑3.2个百分点),贷款意愿不强(7月企业短期及中长期贷款同比少增约2447亿元),出现“去杠杆”的苗头。各所有制企业中,仅国有企业资产负债率持平,私营企业、股份制企业和外资企业资产负债率分别下降0.3、0.1和0.1个百分点。

图表5 剔除价格因素后,7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 7月国有工业企业资产负债率持平,其余均下行



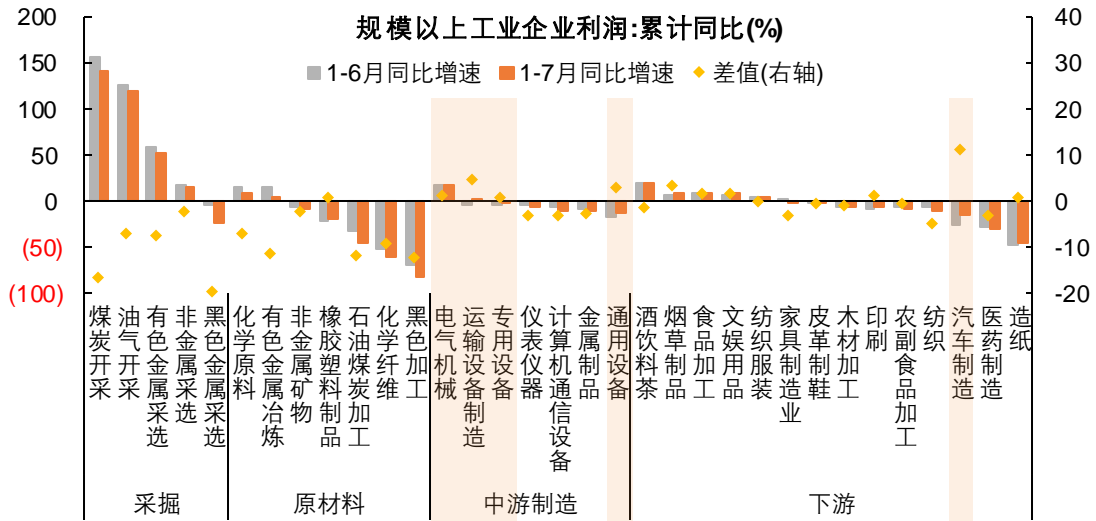
资料来源:wind, 平安证券研究所

分行业看,7月行业间的利润分配格局边际有所优化,价格因素对7月工业行业利润分配格局影响显著。一方面,上游采掘及原材料行业的出厂价格受大宗商品价格下行的直接传导,下行速度更快,7月PPI环比增速分别为-1.9%和-2.5%,拖累其利润表现。另一方面,中游制造和下游消费相关行业受大宗商品价格下跌的传导往往间接且滞后,成本端原材料价格的下行幅度高于收入端出厂价格,毛利率水平得以提升,提振其盈利表现。

从利润同比增速的绝对水平看,2022年1-7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,煤炭石油等能源价格高位支撑其利润表现;属于下游的14个子行业中,有5个正增长,其中酒饮料茶、烟草制品和食品加工三个必选消费相关行业或受内需支撑,而文娱用品、纺织服装或受外需出口拉动;属于原材料板块的7个子行业中,2个正增长,为化学原料制品和有色金属加工行业;属于中游制造的7个子行业,2个正增长,新能源相关的电气机械行业维持强劲表现,铁路船舶等运输设备制造业增速转正。

从利润同比增速的变化看,和上半年相比,2022年1-7月利润增速回升的有11个行业(共33个行业),其中中游制造板块占4个(共7个),下游消费制造板块占6个(共14个);中游原材料板块7个子行业中,仅橡胶塑料制品利润跌幅收窄;上游采矿板块5个子行业的利润增速均下滑。

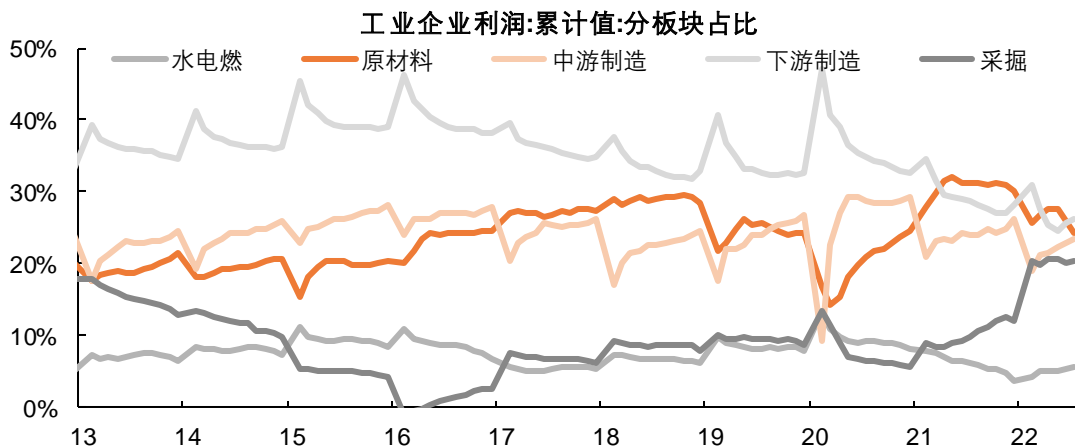
图表7 相比上半年，1-7月采掘和原材料板块子行业利润累计同比增速多数下滑



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，行业间利润分配格局边际有所优化。一方面，前期较强的中游原材料板块利润占比下滑：相比 2022 年上半年，1-7 月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了 1.8 个百分点。另一方面，前期偏弱的中游制造、下游消费制造以及水电燃气板块利润占比提升，延续修复态势：1-7 月中游制造、下游制造和水电燃气板块占工业企业利润的比重分别上行 0.6、0.5 和 0.3 个百分点，但其权重的绝对水平依然偏低，从分位数看分别低于 2013 年以来 63%、83% 和 97% 的月份。不过，上游采矿板块利润占比自高位继续抬升：1-7 月采掘板块占工业企业利润的比重上行 0.4 个百分点至 20.4%，处于 2013 年以来的较高位置。

图表8 相比上半年，1-7月中游制造和下游消费制造板块的利润占比提升，原材料板块利润占比大幅下滑



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