

2022年1-8月工业企业利润数据点评

生产企稳支撑盈利弱修复

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

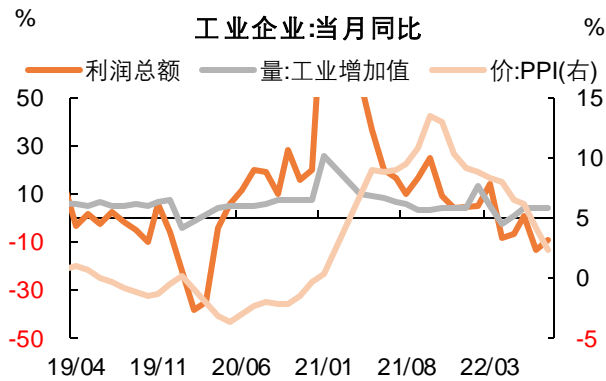


事件：2022年1-8月，全国规模以上工业企业利润总额同比下降2.1%。

- **工业企业生产企稳，带动利润单月跌幅收窄，但价格和利润率仍在拖累。**8月工业企业利润单月同比收缩9.3%，而7月同比收缩13.7%；营业收入单月同比增长5.8%，较上月下行1.3个百分点。拆分来看，工业企业利润跌幅收窄主要得益于生产企稳，8月工业增加值单月同比增速提升0.4个百分点至4.2%；但价格下跌、利润率下滑的拖累继续，PPI单月同比增速下行1.9个百分点，营收利润率的累计值也下滑0.1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，8月企业贷款利率降至4.05%的历史低位，货币政策“降成本”对工业企业利润率仍有支撑。
- **工业企业继续“被动去库存”。**库存周期方面，考虑到营业收入和库存都是用金额来度量的，而近期PPI增速波动较大，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历史较高位置，库存积压或在一定程度上挤占企业现金流，制约工业企业生产修复的力度和空间。**值得注意的是**，与基建、地产需求密切相关的原材料板块，产成品库存的同比增速高于工业整体、波动相对较大，建筑链条需求或是影响今年工业库存变化的重要因素。
- **分行业看，工业行业间利润分配格局仍在持续改善中。边际上看**，8月近半数行业利润累计同比增速较上月回升：中游制造板块占6个（共7个）、下游制造板块占9个（共14个）；原材料板块7个子行业中，仅橡胶塑料制品利润跌幅收窄；采矿板块5个子行业的利润增速均下滑。**从累计利润的占比看**：一是，上游采掘利润表现依然强势，利润占比持平于历史高位。二是，前期较强的原材料板块利润占比快速压缩，降至历史均值水平以下。**与之相对的是**，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；其中，中游制造板块的利润占比已自低位回升至历史均值水平以上。
- 8月工业企业生产企稳，带动盈利边际改善，但其斜率偏弱，恢复基础尚不牢固，同比增速依然处于负值区间。**后续值得关注的有两方面**：一是**中下游制造业**，出口韧性对其需求的支撑较强，但海外欧美经济正趋下滑，外需回落压力或将显现，有必要加大政策定向支持，助力出口竞争力提升。二是**原材料相关行业**，受地产需求拖累和库存高位影响，原材料产品的价格较快下行，但其成本端以煤炭为代表的矿产价格相对刚性，因而在利润再分配的过程中相对弱势，需警惕其预期转弱对工业生产及投资的拖累。
- **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。

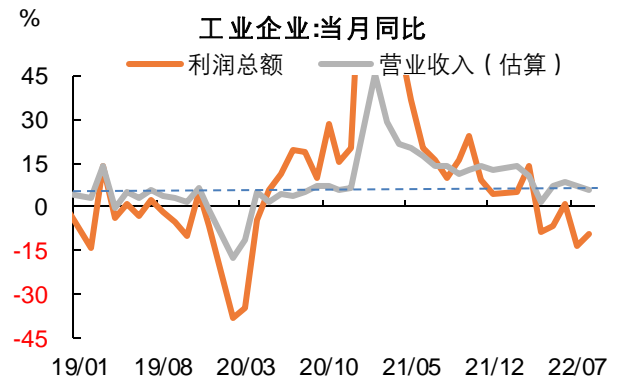
工业企业生产企稳带动利润单月跌幅收窄，但价格和利润率的拖累仍在继续。我们测算，8月工业企业利润单月同比收缩9.3%，而7月同比收缩13.7%；营业收入单月同比增长5.8%，较7月下行1.3个百分点。工业企业利润等于量×价×利润率，可用工业增加值、PPI和营业收入利润率三个指标观察工业企业利润增速的变动原因。8月工业企业利润跌幅收窄，主要受生产企稳带动，不过价格下跌、利润率下滑的拖累仍在继续。具体看，8月工业增加值单月同比增速提升0.4个百分点至4.2%，PPI单月同比下行1.9个百分点至2.3%；同时，工业企业营业收入的累计利润率较上月下行0.1个百分点，同比收缩10.27%。

图表1 8月工业企业利润单月同比跌幅收窄



资料来源:wind, 平安证券研究所

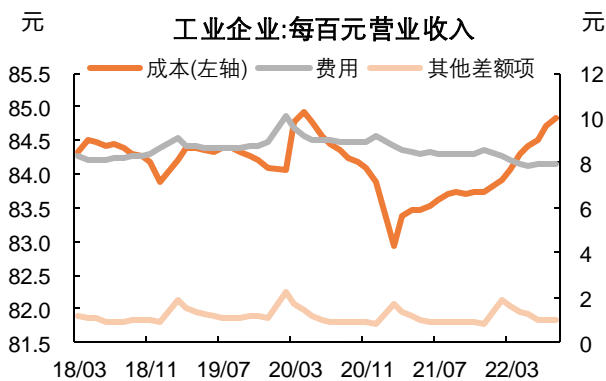
图表2 8月工业企业营业收入单月同比增速下滑



资料来源:wind, 平安证券研究所

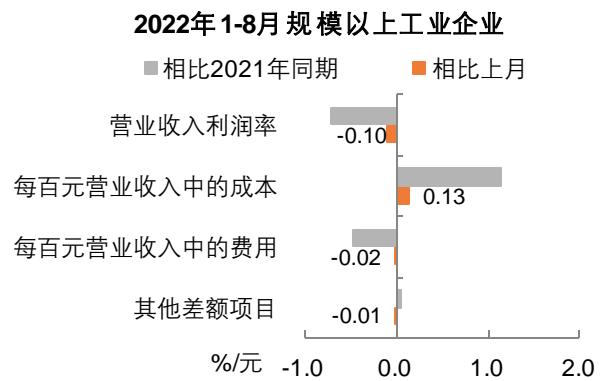
工业企业成本持续攀升，拖累营收利润率环比下行，而期间费用与其他差额项目略有下降。1-8月工业企业营业收入利润率6.3%，环比下滑0.1个百分点。具体来看：**1) 成本继续攀升。**1-8月工业企业每百元营业收入的成本较前7个月上行0.13元，已持续上行17个月。**2) 费用低位略有下行。**工业企业每百元营业收入的费用（包括管理、财务、销售三大费用）较前7个月下行0.02元，目前处于2018年以来的次低点（仅略高于2022年5月）。货币政策“降成本”卓有成效，助力企业财务费用压降，8月新增企业贷款利率处于4.05%的历史低位。前7个月（1-8月数据尚未公布）工业企业财务费用同比收缩10.2%，是三大费用中同比压降最多的。**3) 其他差额项微降。**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。该项目在二季度随留抵退税政策的较快推进压降较快，留抵退税政策接近尾声（8月新增留抵退税额467亿元，而4月为8015亿元），对其他差额项目的下行助推作用趋缓。

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 1-8月工业企业营收利润率较上半年下滑

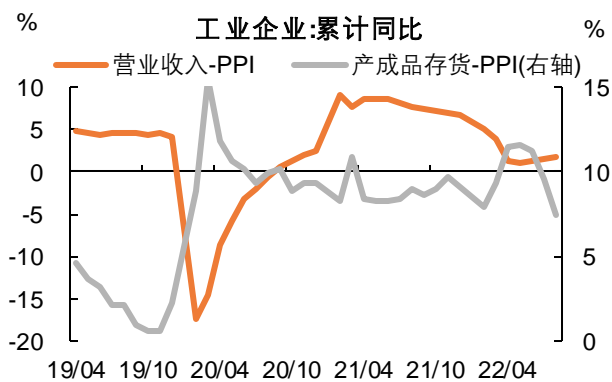


资料来源:wind, 平安证券研究所

库存周期方面，处于“被动去库存”状态。1-8月工业企业营业收入同比增速下滑 0.4 个百分点至 8.4%；产成品存货增速下滑 2.7 个百分点至 14.1%。但考虑到营业收入和库存都是用金额来度量的，而近几个月 PPI 增速的波动较大，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。目前来看，工业企业产成品存货增速仍处于历史较高水平，库存积压或在一定程度上挤占企业现金流，制约工业企业生产修复的力度和空间。

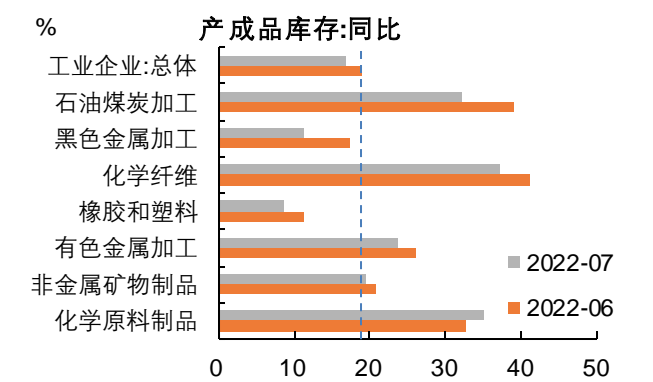
原材料板块子行业产成品库存的同比增速高于制造业整体，且波动相对较大，或是今年以来工业库存变化的重要影响因素。因产成品库存的分行业数据公布时间略滞后整体，我们暂以 2022 年 7 月相对 6 月的产成品库存增速变化观察各行业库存去化情况。我们测算表明，原材料板块需求较多源自地产—基建产业链，上半年地产开工低迷、基建实物工作量形成偏慢，或带动工业企业总体累库；7-8 月份出现好转，以高炉、焦化等为代表的原材料行业生产放缓，基建实物工作量加速形成、地产“保交楼”推进，令原材料企业库存较快去化。

图表5 剔除价格因素后，8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 多数原材料行业产成品库存增速下滑



资料来源:wind, 平安证券研究所

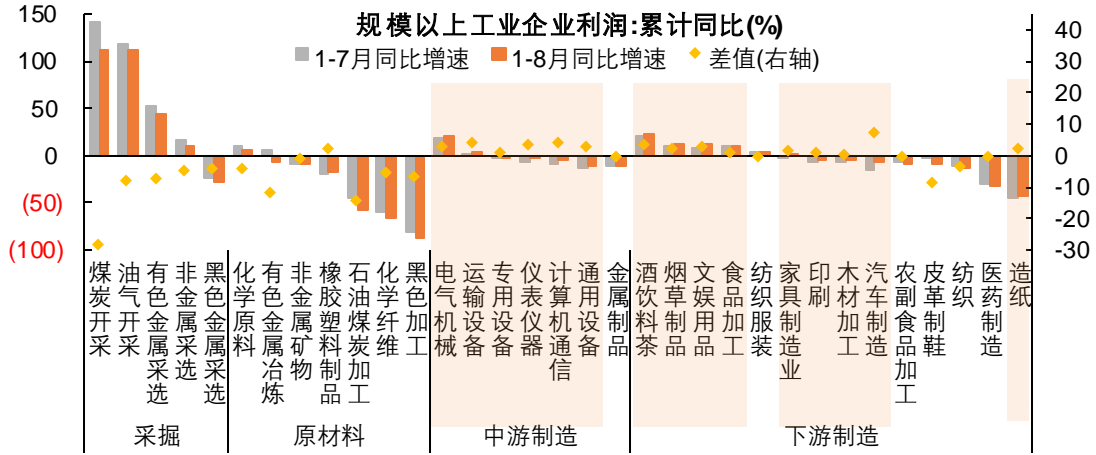
分行业看，8月行业间的利润分配格局仍在持续改善中。

从利润同比增速的变化看，和 1-7 月相比，2022 年 1-8 月利润增速回升的有 16 个行业 (共 33 个行业)，其中中游制造板块占 6 个 (共 7 个)，下游消费制造板块占 9 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环比下滑。

从利润同比增速的绝对水平看，2022 年 1-8 月共 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 6 个正增长，包括酒饮料茶、烟草制品和食品加工 3 个必选消费行业，以及文娱用品、纺织服装、家具制造 3 个可选消费行业；原材料板块的 7 个子行业中，仅化学原料制品正增长；中游制造 7 个子行业中，新能源相关的电气机械行业、铁路船舶等运输设备制造业 2 个行业正增长。

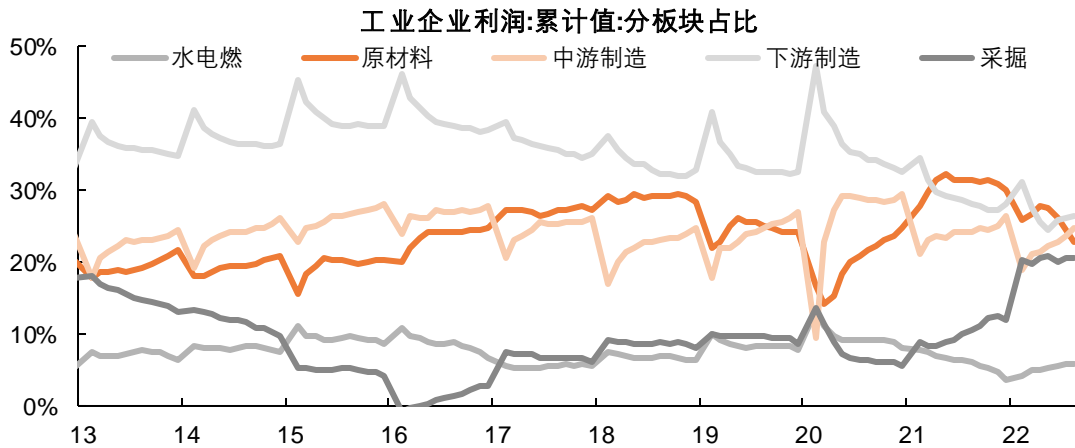
从累计利润的占比看，上游采掘利润占比依然较高，但原材料板块利润占比比较快压缩，利润向中下游制造、水电燃气板块转移。一是，上游采矿板块利润占比仍处高位，1-8 月采掘板块占工业企业利润的比重持平于 20.4%，仍处 2013 年以来高位。二是，前期较强的原材料板块利润占比比较快下滑。1-8 月中游原材料板块占工业企业利润的比重回落 1.5 个百分点，绝对水平已较 2013 年以来的历史均值低 1 个百分点。与之相对的是，前期偏弱的中游制造、下游消费制造以及水电燃气板块利润占比提升，延续修复态势。和 2022 年 1-7 月相比，1-8 月中游制造、下游制造和水电燃气板块占工业企业利润的比重分别上行 1.1、0.2 和 0.2 个百分点，中游制造板块的利润占比已较历史均值水平高出 0.4 个百分点。

图表7 和 2022 年 1-7 月相比，1-8 月中下游制造板块子行业利润累计同比增速多数改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 和 2022 年 1-7 月相比，1-8 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进一步下滑



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