

# 量价利共振向下，结构性机会落在何处？ ——兼评 8 月企业利润

报告日期：2022-09-27

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1-8月全国规模以上工业企业利润累计同比-2.1%，前值-1.1%；营业收入累计同比增长8.4%，前值8.8%。

●一、多地疫情反复、高温限电限产叠加外需走弱，8月工业企业量、价、利共振向下，修复态势仍弱。“国民”分化如期收窄，但提示民企投资意愿难有明显改善，仍需关注政府加杠杆以及结构性工具的引导落实。

1) 营收增速延续下行、利润下滑幅度收窄。8月工业企业经营生产面临多项约束，与经济数据表现相印证、呈弱修复态势。2022年1-8月工业企业营收累计同比8.4%，较前值回落了0.4个百分点；测算营收当月同比为5.8%，较前值下行了1.3个百分点。2022年1-8月工业企业利润总额累计同比-2.1%（前值-1.1%），连续2个月负增长；测算利润当月同比为-10.0%（前值-13.4%），下滑幅度收窄。其中，销售毛利率和营业利润率双双承压，分别为15.2%、6.3%，均较前值下行0.1个百分点。

2) “国民”分化如期收窄，但提示民企投资意愿难有明显改善。1-8月国企、民企利润累计同比分别为5.4%、-8.3%，“国民”增速差较前值收窄了1.4个百分点至13.7%，自4月疫情以来首次改善，印证了7月利润点评中“国民分化料将收窄”的判断。问题在于，国民分化改善后制造业投资能否顺利回升？在《破局之路，妙手何方？——2022年中期宏观展望》中，我们前瞻性地指出“制造业投资年内难超预期”，一方面在于俄乌冲突阻滞利润传导进程、削弱制造业投资扩产意愿；另一方面疫情冲击下“国强民弱”特征进一步显性化，制约民企投资。仍有观点认为技改可能带动制造业超预期，但事实上制造业投资自4月疫情以来持续处于10%附近、三季度未有改善，指向“技改支撑制造业超预期”逻辑基本证伪。需要强调的是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，制造业投资的增量仍需关注政府加杠杆以及结构性工具的引导落实。近期政策动向也符合我们的判断，9月13日国常会确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造；9月16日，根据21世纪经济报道，近期监管部门组织地方申报中长期贷款项目，投向双碳、传统产业改造升级、电子、生物、航空航天、高端仪器等高端制造业，共涉及16大领域128个细分领域，后续还需密切观察制造业相关增量政策进展。

●二、工业企业利润传导延续，停留在中游、尚未扩散至下游。

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。1-8月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业的利润占比分别为45.8%、26.4%、27.8%，分别较前值变动了-1.5、1.3、0.2个百分点。

2) 从利润增速来看，上游全线回落、中游全线回升、下游汽车和酒饮改善较快。上游采掘加工工业全线回落，1-8月工业利润累计同比为1.7%，较前值降低了6.5个百分点，其中，煤炭开采、石油燃料加工、有色金属冶炼、石油天然气开采、有色金属冶炼业利润增速下行较快，较上期分别减少了28.6、14.5、11.7、7.8、7.4个百分点；中游设备制造利润增速全线回升。1-8月中游利润增速为-0.8%、较前值回升了3.6个百分点，重回正增长区间。其中，计算机通信电子、交运设备、仪器仪表、通用设备、电气机械较前值提高了4.0、3.7、3.5、2.5、2.5个百分点，受益于成本回落中游设备正在逐步兑现利润弹性；下游消费制造小幅改善，汽车、酒饮修复较快。1-8月汽车、木材加工制品、茶酒饮料制造业利润累计同比分别改善了7.1、4.0、3.1个百分点，但造纸、医药、鞋革制品、纺织等行业景气度仍低，指向当前利润传导停留在中游、尚未扩散至下游，下游仅部分行业改善，其中酒饮或系8月高温、9月10月佳节提振需求，汽车受益于央地持续出台落实促消费减税政策、投资性购房需求转化为消费需求，我们预计10月汽车制造利润累计同比有望实现正增长。

●三、营收与库存剪刀差连续4个月收窄，主动去库存周期初步稳固。

2022年1-8月工业企业产成品存货累计同比为14.1%、较前值下行了2.7个百分点，剔除PPI同比后，1-8月实际存货累计同比为11.8%、较前值下行了0.8个百分点。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，1-8月剪刀差为-4.8%、连续4个收窄。我们在6月企业利润点评中提出“库存周期或步入新阶段”（指从被动补库到主动去库阶段），但该判断的重要前提在于“待经济向疫情前常态回归”（剔除疫情扰动）。从8月经济数据来看，疫情对经济扰动已在下降（例如消费的逆势回升），结合未剔除价格的库存、剔除价格的库存、营收存货剪刀差指标的变化趋势，我们认为“主动去库存”的库存周期新阶段已初步稳固。

●四、后续工业生产怎么看？

“利润传导”的判断已逐渐成为市场共识，更确切的说，我们认为目前利润传导阶段以中游设备制造为主，并未广泛扩散至下游行业，因此部分消费制造业的边际改善来自于需求端，今年末明年有望兑现“需求改善+成本回落”的双重利好。需要指出的是，汽车本身兼具设备制造和消费制造两种属性，在当下利润传导的中间阶段应是最为受益。

●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\_宏观点评\_结构上延续传导，总量上探出二次深底——兼评7月企业利润》2022-08-27

2.《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

3.《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

4.《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

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

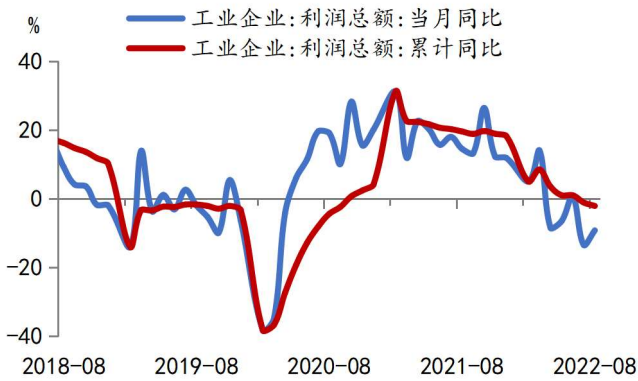
图表 1 工业企业效益指标分拆

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	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8						
<b>量</b>																																																									
营收:累计同比*																																																	8.4								
工业增加值:累计同比*																																																	3.6								
出口交货值:累计同比*																																																	10.1								
<b>价</b>																																																									
PPI:同比																																																	2.3								
<b>利</b>																																																									
利润总额:当月同比*																																																	-9.2								
利润总额:累计同比*																																																	-2.1								
销售毛利率																																																	15.2								
营业利润率																																																	6.3								
PPI-PPIRM																																																	-1.9								
<b>费</b>																																																									
工业企业:费用率(逆序)																																																	7.9								
<b>库存</b>																																																									
产成品存货:累计同比(逆序)																																																	14.1								
存货周转天数(逆序)																																																	18.3								
营收增速与存货增速剪刀差																																																	-5.7								

\*表示2021年为两年累计同比增速  
注: 颜色数字大小关系: 绿色<白色<红色

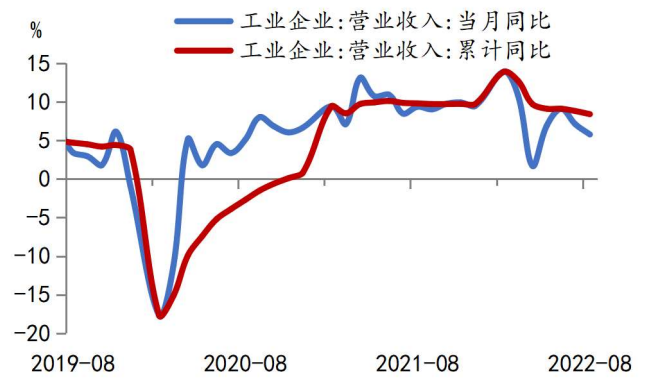
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 利润下滑幅度收窄



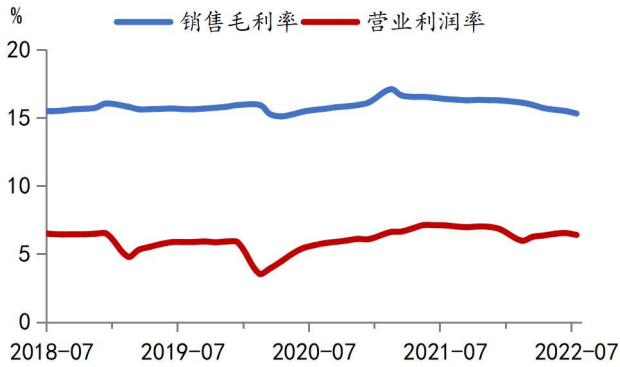
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 3 营收增速延续下行



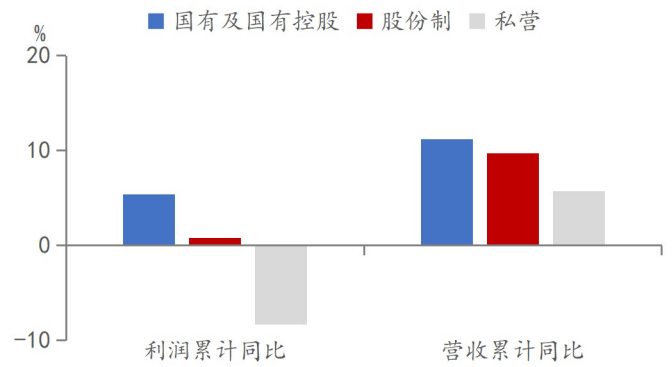
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表4 毛利率、营业利润率双双承压



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表5 “国强民弱”有所收窄



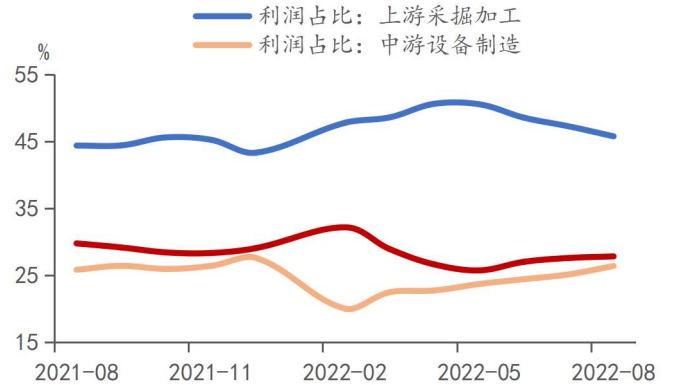
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表6 主动去库存进一步稳固



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	1-8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	112.0	-28.6
	石油和天然气开采业	111.0	-7.8
	有色金属矿采选业	44.3	-7.4
	化学原料及化学制品制造业	5.0	-4.3
	有色金属冶炼及压延加工业	-6.6	-1.7
	非金属矿物制品业	-9.4	-1.2
	橡胶和塑料制品业	-17.5	2.3
	黑色金属矿采选业	-27.9	-4.5
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-58.5	-4.5
	化学纤维制造业	-66.0	-5.8
	黑色金属冶炼及压延加工业	-87.7	-6.9
	中游设备制造	电气机械及器材制造业	20.9
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业		4.7	3.7
专用设备制造业		-1.8	0.8
仪器仪表制造业		-2.4	3.5
计算机、通信和其他电子设备制造业		-5.6	4.0
通用设备制造业		-10.3	2.5
金属制品业		-11.5	0.4
下游消费制造	酒、饮料和精制茶制造业	22.9	3.1
	烟草制品业	11.9	2.0
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	11.3	3.0
	食品制造业	10.9	1.1
	纺织服装、服饰业	3.4	-0.6
	家具制造业	0.9	1.6
	印刷业和记录媒介的复制	-5.3	0.9
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-5.6	4.0
	汽车制造	-7.3	7.1
	农副食品加工业	-7.9	-0.4
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-10.0	-8.7
	纺织业	-14.1	-3.8
	医药制造业	-31.4	-0.7
造纸及纸制品业	-43.3	2.3	

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。