

国民分化收窄，制造业开启小幅稳步加杠杆

——兼评9月企业利润

报告日期: 2022-10-27

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1-9月全国规模以上工业企业利润累计同比-2.3%，前值-2.1%；营业收入累计同比增长8.2%，前值8.4%。

●一、高温限电限产影响消退，但疫情多发散发、价格水平下行叠加外需走弱，9月当月工业企业量升价跌利降，提示Q4利润增速或仍为负。民企利润见底回升，“国民”分化如期收窄，预计制造业进入小幅稳步加杠杆通道，但年内投资增速难有显著抬升。

1) 营收企稳，利润增速继续磨底。2022年1-9月工业企业营收累计同比8.2%，较前值回落了0.2个百分点；但我们测算营收当月同比为6.8%、较前值上行1.0个百分点，在连续2个月下行后，9月当月营收企稳并且实现小幅回升。2022年1-9月工业企业利润总额累计同比-2.3%（前值-2.1%），连续3个月负增长；利润当月同比为-6.0%，下滑幅度边际收窄。其中，销售毛利率持平前值的15.2%，营业利润率微降0.1个百分点至6.2%。

2) “国民”分化如期收窄，制造业加杠杆的主要制约因素有望缓解。1-9月国企、民企利润累计同比分别为3.8%、-8.1%，“国民”增速差较前值收窄了1.8个百分点至11.9%。7月利润点评我们指出“国民分化料将收窄”，8月9月数据均予以验证，但区别在于8月为国企利润走弱引发，而9月为民企利润见底回升带动分化收窄，这是一个更为积极的信号，在制造业加杠杆的制约项出现缓解趋势后，民企主体方能扭转预期。提高投资扩产意愿，在增量政策的呵护下进入“上行通道”。我们预计四季度制造业将小幅稳步加杠杆，但年内制造业投资增速难有显著抬升。

●二、利润结构持续改善，中游设备制造主导，下游消费部分改善。

1) 从利润占比来看，工业企业“上游降、中下游升”，延续了此前的利润分配格局。1-9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44.3%、27.7%、28.1%，分别较前值变动了-1.5、1.3、0.2个百分点。疫情多发散发叠加常态化防控，消费需求复苏弹性偏弱可能在一定程度上阻滞了利润向下游传导。

2) 从利润增速来看，上游年内首次转负，中游延续强势回升、下游部分改善。上游采掘加工工业年内首次转负，1-9月工业利润累计同比为-2.4%，较前值降低了4.1个百分点。其中，煤炭采选、石油燃料加工、有色金属冶炼压延利润增速下行较快，较上期分别减少了23.2、9.2、7.8个百分点，多数行业降幅出现收窄；中游设备制造延续强势回升。1-9月中游利润增速为2.5%，较前值回升了1.8个百分点，我们在《成本压力结构性缓解，利好哪些中下游？——兼评5月企业利润》提示，“受益于成本回落，中游设备正在逐步兑现利润弹性，电气机械、通用设备、交通运输设备有望受益”，9月交通运输设备、仪器仪表、电气机械、通用设备较前值提高了4.8、4.7、4.4、3.1个百分点，同时三季度公募基金增配交运、机械等中游制造均验证我们的判断；下游消费制造小幅改善，皮革皮毛、汽车、食品修复较快。1-9月下游利润累计为-5.8%，降幅收窄了2.0个百分点。茶酒饮料、烟草、文体用品利润水平仍高，边际上来看，皮革皮毛、汽车、食品、家具较上月分别改善了11.4、5.4、4.8、3.9个百分点，但造纸、医药、纺织等行业景气度仍低。当前利润传导以中游为主，尚未大幅扩散至下游。从汽车制造改善情况来看，此前我们“10月汽车制造利润累计同比实现正增长”的判断料将应验。

●三、剔除价格前企业在去库，剔除价格后企业在补库。综合分析，指向传统工业旺季叠加各地抢抓生产，9月工业企业存在结构性补库迹象，但整体仍处于主动去库存阶段。

2022年1-9月工业企业产成品存货累计同比为13.8%、较前值下降了0.3个百分点，剔除PPI同比后，1-9月实际存货累计同比为12.9%、较前值回升了1.1个百分点。剔除价格前企业在去库，剔除价格后企业在补库，如何理解两者之间的差异？存货的会计核算方式决定了存货是过去一段时间成本价格的集合，当价格水平变化较大时，常用来衡量企业库存行为的存货-PPI指标其有效性会大打折扣，而今年PPI同比下行较快，从年初的9.1%下降至9月的0.9%，可能用存货-PPI同比移动平均会更好。

结合9月PMI中的库存指标，我们认为目前工业企业总体上仍处于主动去库存阶段，但存在结构性补库行为。9月为传统制造业旺季，同时各地尤其是经济大省抢抓三季末生产，上游、中游出现了一定的补库行为。伴随需求向好进一步显性化，我们预测“主动去库存”的阶段可能会在今年末明年初予以收束。

●四、两个改善信号预示何种投资线索？

9月利润数据出现两个改善信号，一是民企利润首次见底回升带动国民分化改善，制造业投资扩产的最大掣肘可能逐步缓解，进入小幅稳步加杠杆通道；二是中游设备制造强势主导利润分配格局，疫情反复叠加常态化防控持续，消费市场可能持续弱修复，从需求端对消费制造的提振不足，我们预计工业生产的中游持续强于下游，本轮利润传导将在中游停留更久。

政策面来看，9月以来设备更新再贷款稳步推进，在“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化”、“推动制造业高端化、智能化、绿色化发展”等要求下，政策将继续加大对制造业支持，我们认为主体改善+利润传导+政策支持+结构性工具引导，制造业尤其是中游设备制造（高端先进制造）的向上确定性较强。

●风险提示

俄乌冲突超预期加剧、疫情出现反复、设备更新政策实施力度不及预期。

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_量价利共振向下，结构性机会落在何处？——兼评8月企业利润》2022-09-27
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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
- 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_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	9						
量																																																										
营收:累计同比*																																																							8.2			
工业增加值:累计同比*																																																							3.9			
出口交货值:累计同比*																																																							9.5			
价																																																										
PPI:同比																																																							0.9			
利																																																										
利润总额:当月同比*																																																							-6.0			
利润总额:累计同比*																																																							-2.3			
销售毛利率																																																							15.2			
营业利润率																																																							6.2			
PPI-PPIRM																																																							-1.7			
费																																																										
工业企业:费用率(逆序)																																																							7.9			
库存																																																										
产成品存货:累计同比(逆序)																																																							13.8			
存货周转天数(逆序)																																																							18.0			
营收增速与存货增速剪刀差																																																							-5.6			

*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

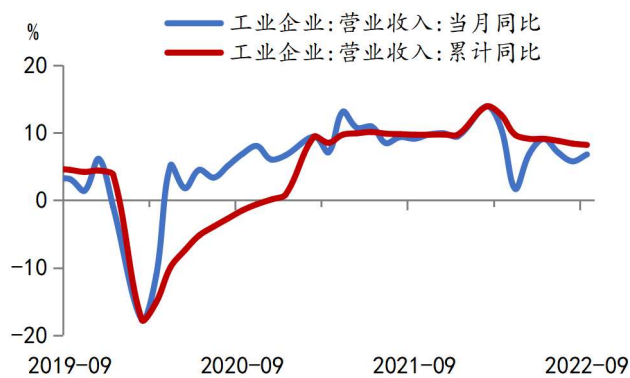
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 利润继续探底但降幅收窄



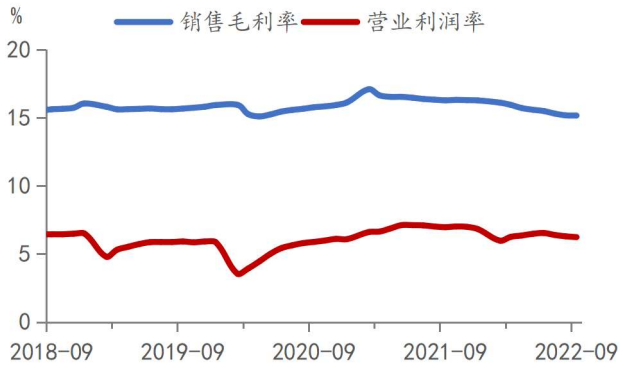
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 3 营收当月同比企稳回升



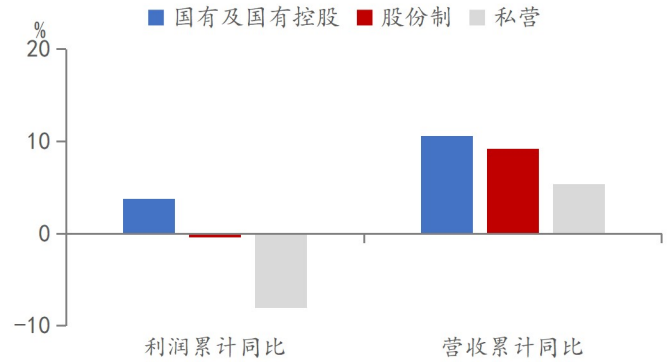
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 4 毛利率持平、营业利润率微降



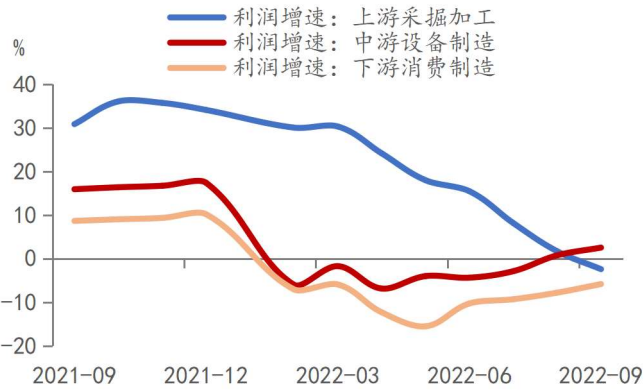
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 “国强民弱”有所收窄



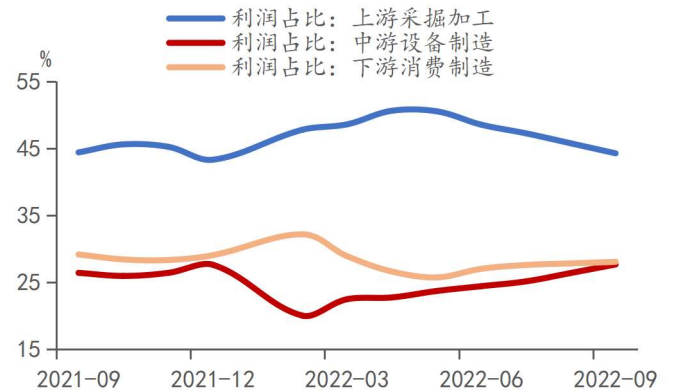
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 利润增速上游转负、中游正增



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

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	1-9月利润总额： 累计同比%	Δ较上期%
上游采掘加工	石油和天然气开采业	112.0	1.0
	煤炭开采和洗选业	88.8	-23.2
	有色金属矿采选业	44.1	-0.2
	化学原料及化学制品制造业	1.6	-3.4
	非金属矿物制品业	-10.5	-1.1
	橡胶和塑料制品业	-13.0	4.5
	有色金属冶炼及压延加工业	-14.4	-7.8
	黑色金属矿采选业	-28.9	-1.0
	化学纤维制造业	-63.4	2.6
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-67.7	-9.2
	黑色金属冶炼及压延加工业	-91.4	-3.7
	中游设备制造	电气机械及器材制造业	25.3
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业		9.5	4.8
仪器仪表制造业		2.3	4.7
专用设备制造业		-1.3	0.5
计算机、通信和其他电子设备制造业		-5.4	0.2
通用设备制造业		-7.2	3.1
金属制品业		-10.0	1.5
下游消费制造	酒、饮料和精制茶制造业	22.7	-0.2
	烟草制品业	10.8	-1.1
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	10.6	-0.7
	食品制造业	9.5	4.8
	家具制造业	4.8	3.9
	纺织服装、服饰业	1.8	-1.6
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	1.4	11.4
	汽车制造	-1.9	5.4
	印刷业和记录媒介的复制	-4.5	0.8
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-4.6	1.0
	农副食品加工业	-7.5	0.4
	纺织业	-15.3	-1.2
	医药制造业	-29.3	2.1
造纸及纸制品业	-42.0	1.3	

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。