

## 2022年前三季度工业企业利润数据点评

## 工业企业去库速度放缓

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号  
S1060522100001  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

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

## 事项:

2022年前三季度，全国规模以上工业企业利润总额同比下降2.3%

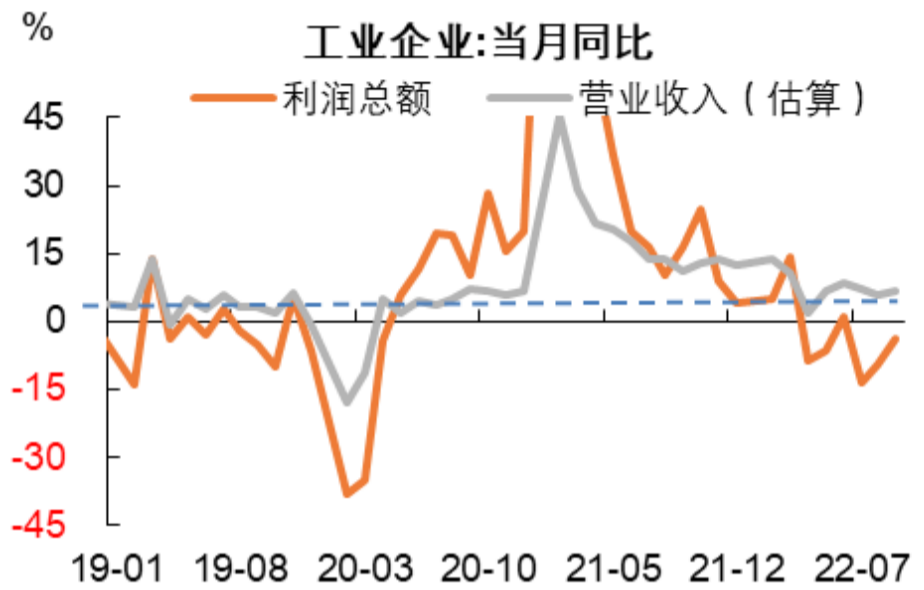
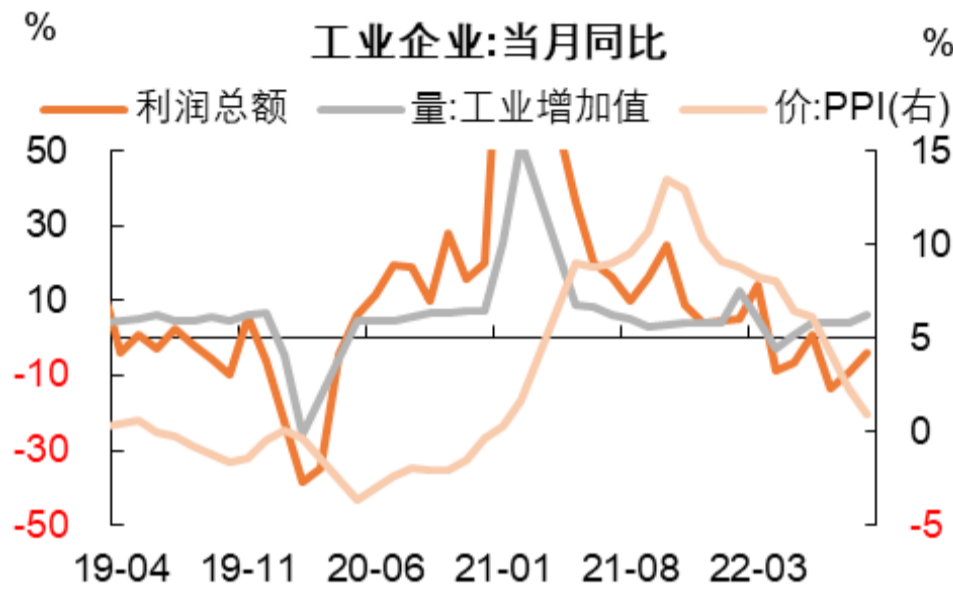
## 平安观点:

- **生产回暖带动利润边际改善。**9月工业企业利润单月同比收缩3.8%，跌幅较上月收窄6个百分点；营业收入单月同比增长6.8%，较上月提升1个百分点。拆分来看，利润跌幅的收窄主要得益于生产的回暖，工业增加值的单月同比增速在低基数与经济修复的共同助力下较快提升；利润率下行的斜率边际趋缓，拖累减弱；但价格下跌对利润表现的拖累依然较强。从影响利润率的因素看：成本高位微升，但上行幅度趋缓；期间费用和其他差额项上行，或因企业加大促销力度、留抵退税政策红利有所减退。
- **工业企业去库存速度放缓。**以产成品存货增速及产成品周转天数的变化看，9月工业企业仍在去库存中，但其斜率放缓，结合工业企业产销率下滑的现象，企业下游需求的边际改善幅度弱于生产。本轮工业企业去库存的结构有三个特点：**一是**，上游采矿板块的库存反而有所累积，背后或受煤炭保供稳价措施推进、原材料行业生产低迷拖累的影响。**二是**，原材料和中游制造去库存的贡献较大，其中尤以黑色金属加工行业去库速度最快。**三是**，下游消费板块多数行业库存去化，仅汽车制造、食品制造和烟草制品3个行业累库，或得益于其需求预期较强。
- **行业间利润分配格局仍在持续改善中。**边际上看，9月超半数行业利润累计同比增速较上月回升：中游制造板块子行业均回升、下游制造板块占8个；原材料板块占2个；采矿板块5个子行业中仅油气开采利润增速略有提升。**从累计利润的占比看：****一是**，上游采掘板块利润占比自高位略有回落，表现依然强势。**二是**，原材料板块利润占比较快压缩，自去年的高位降至历史均值水平之下。**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提升至历史中高分位（高于70.7%的历史区间）。
- **9月工业企业生产回暖带动盈利跌幅收窄，但价格下行的拖累依然较强。**同时企业生产的较快恢复一定程度上得益于去年同期拉闸限电的低基数支撑，且以库存变化情况看，**预期偏弱、销路不畅的问题依然存在，意味着工业企业盈利复苏的基础尚不牢固。**结构上看我们预测：**一方面**，中游制造是其中的亮点，利润的占比持续提升、生产回暖的同时库存也有去化，但四季度在外需回落下或再度承压；**另一方面**，原材料板块依然处弱势地位，利润占比不断压缩，库存也持续去化，但四季度随地产“保交楼”推进、基建实物工作量形成、且较欧洲生产成本优势显著，或迎改善。
- **风险提示：**稳增长力度不及预期，疫情反复，房地产恢复偏弱等。

工业企业生产回暖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，9月工业企业利润单月同比收缩3.8%，较上月收窄6.0个百分点（统计局口径）；营业收入单月同比增长6.8%，较8月提升1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。9月工业企业利润跌幅收窄，主要受生产回暖的带动，利润率下行的斜率边际趋缓，但价格下跌的拖累依然较强。具体看，9月工业增加值单月同比增速提升2.1个百分点至6.3%，PPI单月同比下行1.4个百分点至0.9%；工业企业营业收入的累计利润率虽较上月下行0.06个百分点，但其降幅低于7月和8月。

图表 1 9月工业企业利润跌幅进一步收窄

图表 2 9月工业企业营业收入单月同比增速微升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

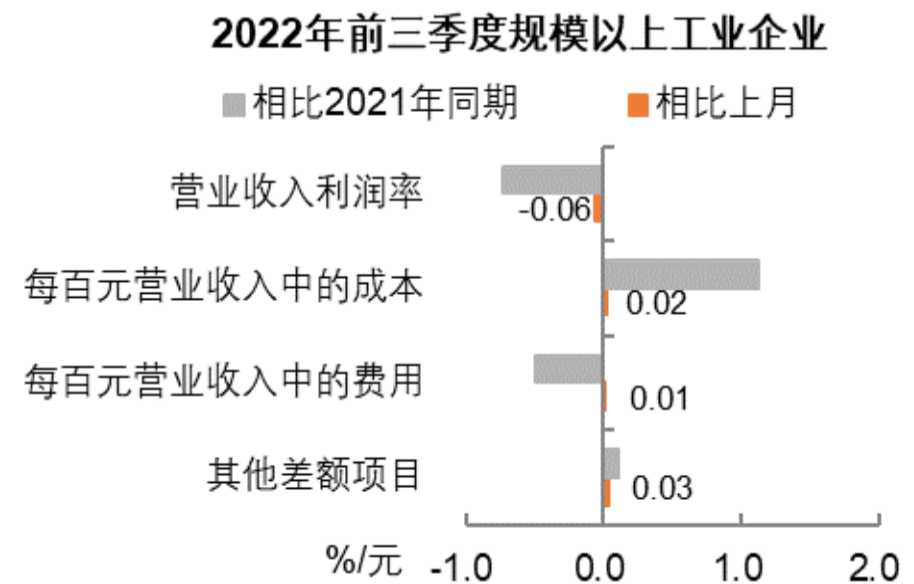
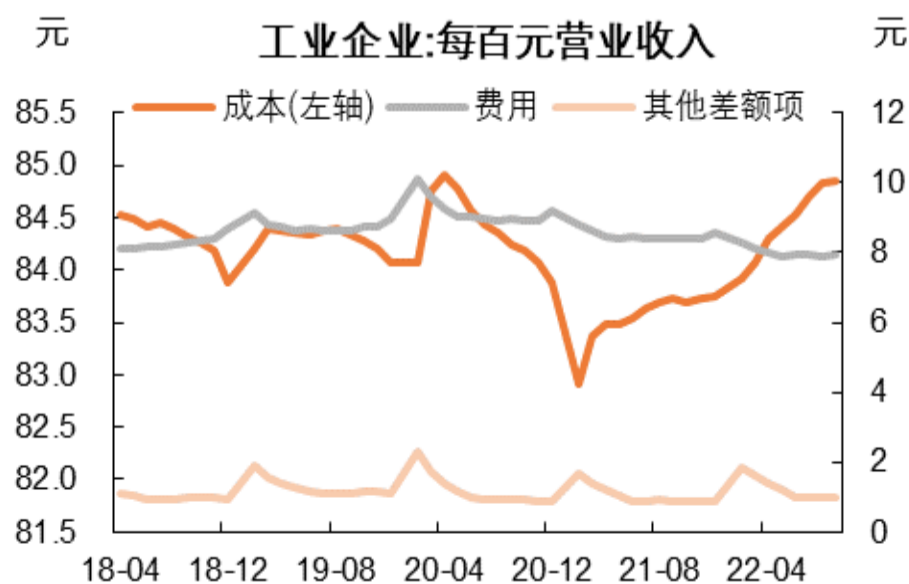
资料来源: Wind, 平安证券研究所

工业企业营收利润率微降，受主要项目的共同拖累，但成本上行的幅度趋缓对利润率的拖累趋弱。前三季度工业企业营业收入利润率6.23%，环比下滑0.06个百分点。具体来看：

- 1) 成本高位微升。前三季度工业企业每百元营业收入的成本较前8个月上行0.02元，尽管成本的上行已经持续到第18个月，但本期成本上行的幅度明显趋缓，体现出PPI持续下行的滞后传导效应。
- 2) 费用低位略升。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8个月高0.01元，但仍处于2018年以来的相对低位。其中，销售费用的占比或随经营活跃度的提升、营收的恢复而上行，前8个月（1-9月数据尚未公布）工业企业销售费用同比收缩3.8%，跌幅连续3个月收窄。不过，货币政策“降成本”仍有助企业财务费用压降：前8个月工业企业财务费用同比收缩12.3%，是三大费用中同比压降最多的。
- 3) 其他差额项上行。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。该项目在二季度随留抵退税政策的较快推进压降较快，9月或因政策红利的减退而有反弹（我们估算4月留抵退税规模约8015亿元，8月为467亿，而9月基本为零）。

图表 3 工业企业营收中，成本的累计占比微升

图表 4 前三季度工业企业营收利润率较1-8月略有下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

资料来源: Wind, 平安证券研究所

工业企业去库存速度放缓。9月末工业企业产成品存货增速为13.8%，较8月末下行0.3个百分点。综合体现需求与库存情况的产成品周转天数9月继续下行，但同比增速略有回升，表明工业企业仍在去库存，但去化的斜率放缓，与产成品库存增速的内在含义一致。结合9月工业企业产销率下滑的现象，去库存斜率放缓或源于企业下游需求的边际改善幅度弱于生产。

图表 5 9月工业企业产成品存货累计同比略有下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

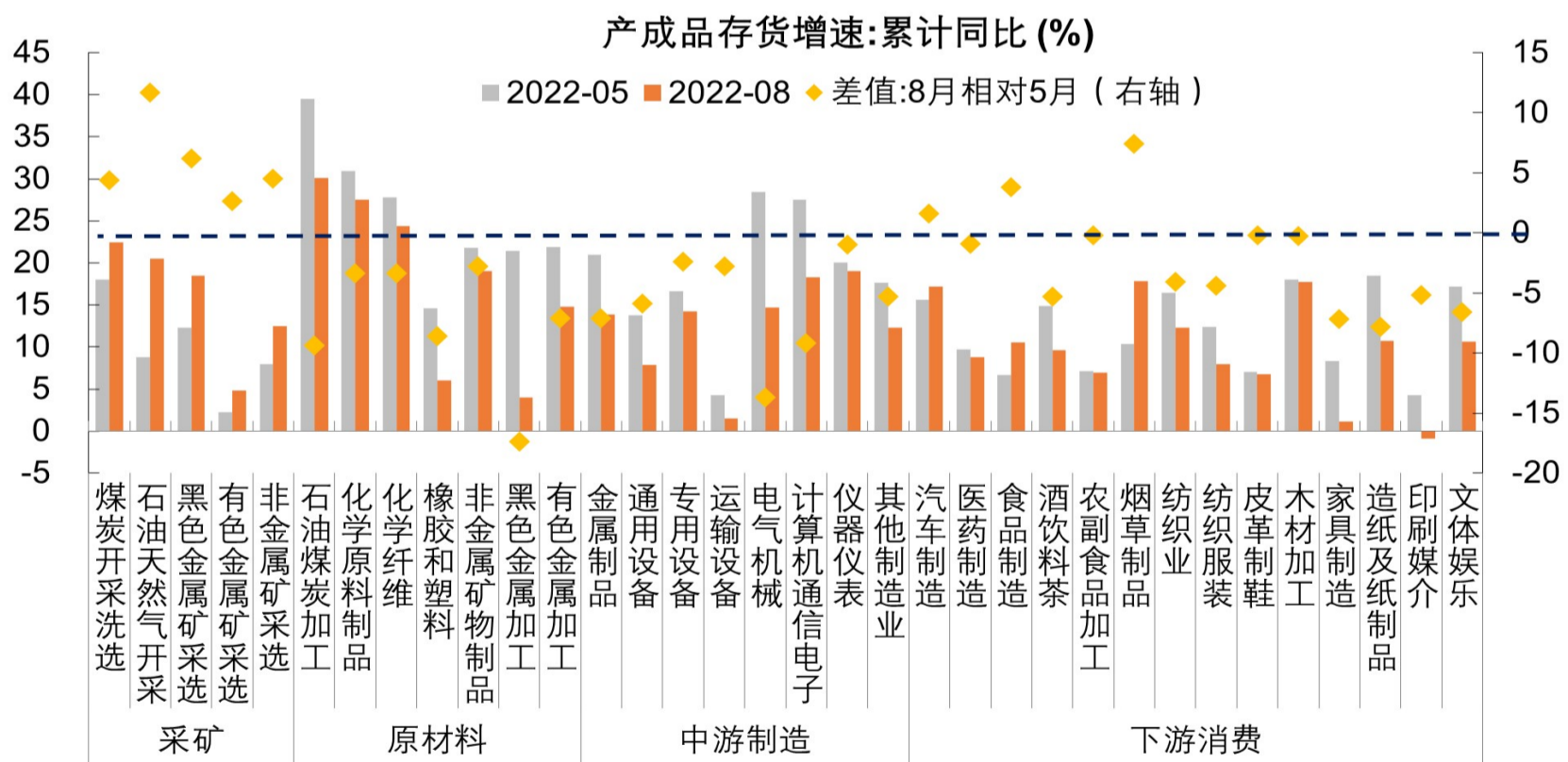
图表 6 9月工业企业去库存斜率放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

结构上，本轮工业企业去库存中，上游采矿板块库存反而有所累积，主要是原材料和中游制造板块贡献较大，下游消费板块也多数去化。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8月相对5月（本轮去库存自6月开始）的产成品库存增速变化观察各行业库存去化情况。以此看，本轮工业企业去库存的结构有三个特点：一是，上游采矿板块的库存反而有所累积，5个子行业的产成品库存增速均上行，背后或受煤炭保供稳价措施推进、原材料行业生产低迷拖累的影响。二是，原材料和中游制造去库存的贡献较大，其中尤以黑色金属加工行业受住房建筑需求拖累，去库速度最快。三是，下游消费板块14个子行业库存多数去化，仅汽车制造、食品制造和烟草制品行业累库，或得益于其需求预期较强。

图表 7 和2022年5月末相比，8月末中游制造板块各子行业产成品库存增速均下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

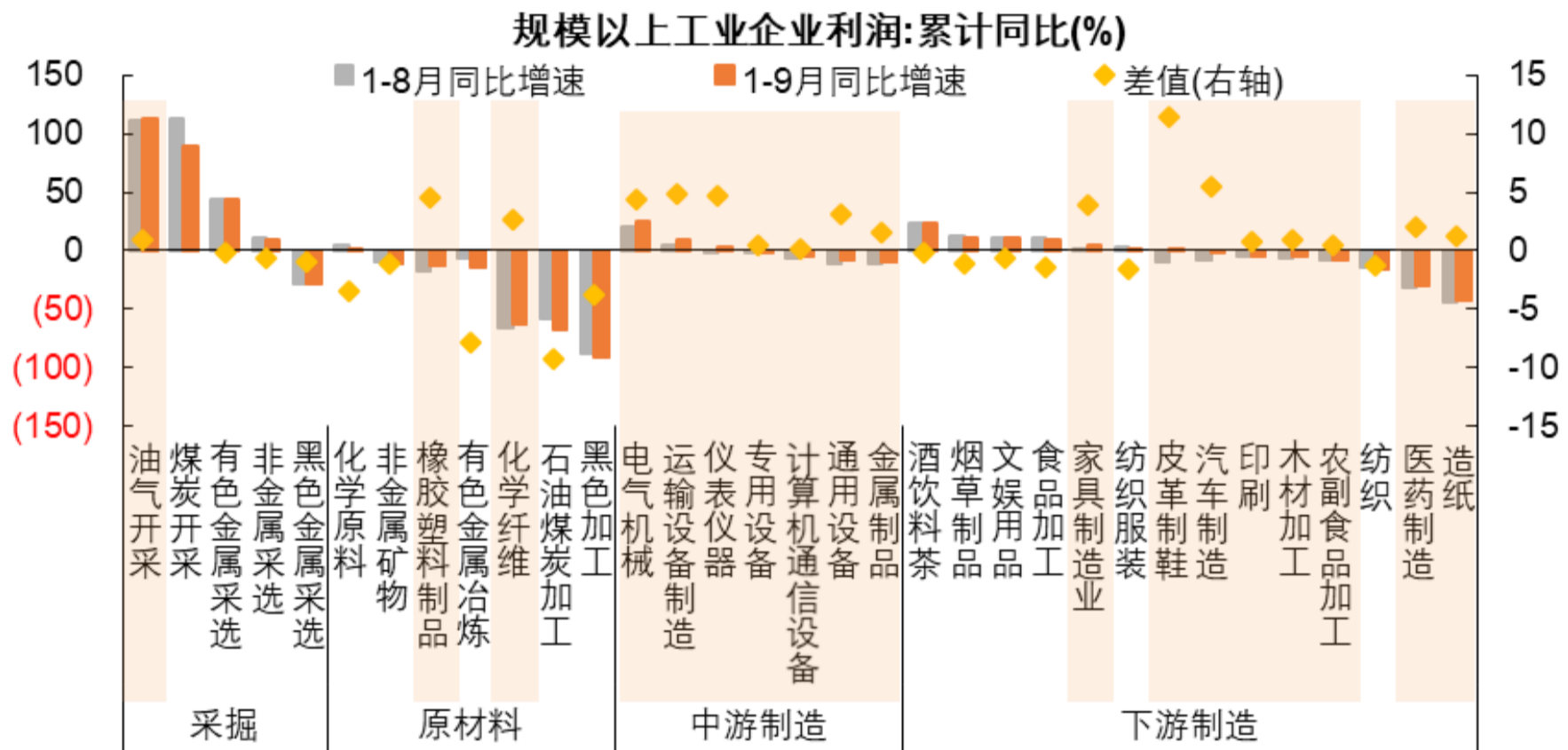
分行业看，9月行业间的利润分配格局仍在持续改善中。

- 从利润同比增速的变化看，和1-8月相比，2022年前三季度利润增速回升的有18个行业（共33个行业），其中中游制造板块7个子行业均回升，下游消费制造板块占8个（共14个）；原材料板块7个子行业中，橡胶塑料制品和化学纤维制造业利润跌幅收窄；而上游采矿板块5个子行业中，仅油气开采利润增速略有提升。
- 从利润同比增速的绝对水平看，2022年前三季度共15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7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、皮革制鞋4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、仪器仪表3个行业正增长。

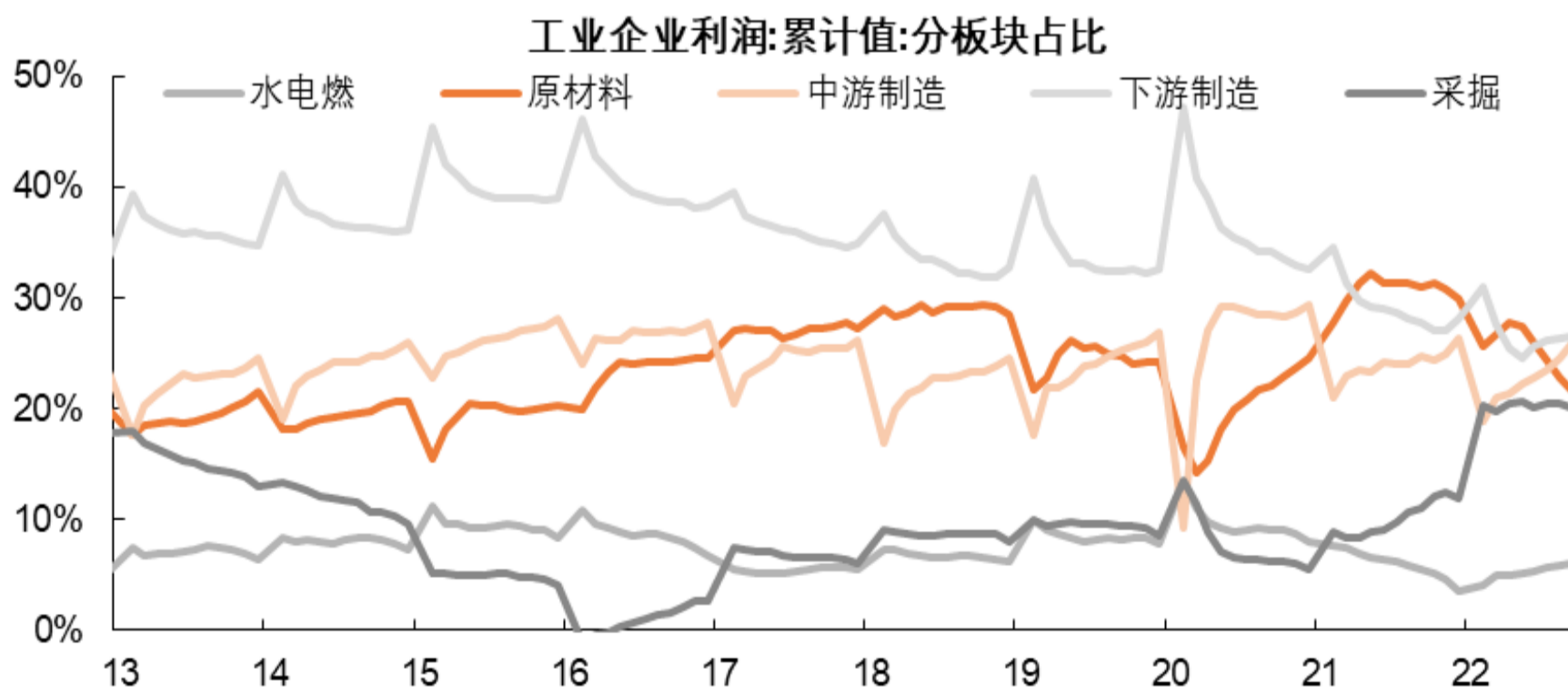
- 从累计利润的占比看**，上游采掘板块利润占比自高位略有回落、原材料板块利润占比较快压缩，利润向中下游制造、水电燃气板块进一步转移。
  - 一是**，上游采矿板块利润占比自高位略有回落。和2022年1-8月相比，前三季度采掘板块占工业企业利润的比重下行0.4个百分点，但绝对水平仍是2013年以来高位。
  - 二是**，原材料板块利润占比较快压缩。前三季度原材料板块占工业企业利润的比重环比回落1.1个百分点，绝对水平已自历史高位回落至均值以下。
  - 与之相对的是**，前期偏弱的中游制造、下游消费制造以及水电燃气板块利润占比提升，延续修复态势。前三季度中游制造、下游制造和水电燃气板块占工业企业利润的比重环比分别上行1.2、0.2和0.1个百分点，中游制造板块的利润占比已提升至历史中高分位（高于70.7%的历史区间）。

图表 8 相比2022年1-8月，前三季度中游制造板块子行业利润累计同比增速均有改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 9 相比2022年1-8月，前三季度中游制造和下游消费板块的利润占比进一步提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 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±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±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	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层 邮编:518033	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼 邮编:200120	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