

中游机械设备修复快于大市

——宏观经济研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

2022年11月6日

每周一谈: 9月工业企业利润数据点评

曹旭特

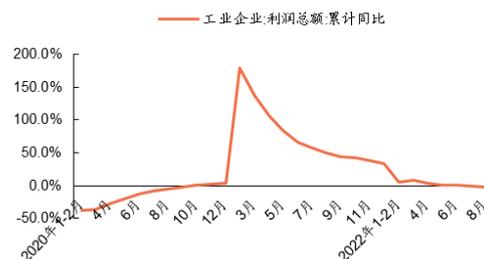
分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

工业企业利润增长动力不足

- ◆ **利润、营业收入降幅扩大。**1-9月,工业企业实现利润总额6.2万亿元,同比下降2.3%,前值-2.1%;实现营业收入100.2万亿元,同比增速8.2%,前值8.4%。今年以来工业企业利润及营业收入增速逐月下,整体盈利压力较大。
- ◆ **“量”“价”走势分化。**根据工业企业利润的结构,可将利润增速拆解为利润率、价格和生产量。从结构来看,价格因素(PPI)今年以来呈下行走势,而生产量因素(工业增加值)在经历5月的低谷后增速逐月上升。在需求拉动下,工业生产逐渐提速,有望成为工业企业后续利润增长的主要驱动力。
- ◆ **价格因素成为企业盈利最大推手。**1-9月工业企业利润增速主要依靠价格和生产量支撑,企业利润率则由于生产经营环境受到疫情扰动而成为拖累项。
- ◆ **价格支撑逐步减弱,中下游行业有望迎来盈利窗口。**1-9月PPI累计同比5.9%,前值6.6%,并且随进口价格指数呈下行趋势。从全球范围来看,衰退预期成为大宗商品的主要定价逻辑。在美联储加息尚未看到拐点的情况下,预计商品价格或将震荡走低,这将进一步削弱价格对上游企业的盈利贡献,同时对中下游企业的成本端形成利好。
- ◆ **预计未来利润增速仍将承压。**

2020-22年9月工业企业利润增速



资料来源: wind, 申港证券研究所

行业利润分化

- ◆ **中上游原材料行业利润增速下行,中下游行业盈利小幅修复。**从行业利润增速绝对值来看,上游行业一枝独秀,利润总额增速自年初上升后仍保持高位,而中下游行业利润总额今年以来均呈负增长。从行业利润增速的走势来看,受工业品价格下行的影响,中游机械设备和下游行业盈利能力得到小幅修复,而中、上游原材料行业利润增速收窄。
- ◆ **中游机械设备拉动转正,中游原材料、下游行业形成拖累。**从行业对盈利增速的贡献来看,9月中游机械设备拉动工业企业整体利润增速0.1个百分点,前值-0.3个百分点,增速贡献首次转正。而中游原材料、下游行业增速则对整体利润增速形成拖累。
- ◆ **多数行业利润总额负增长。**在41个主要行业中,22个行业1-9月利润总额负增长。

库存周期

- ◆ **工业企业仍处主动去库存阶段。**结合工业企业营业收入增速与产成品库存增速判断库存周期,目前库存及营业收入增速均呈下行趋势,符合主动去库存阶段的特点。
- ◆ **多数行业处于被动补库存/主动去库存阶段,中游机械设备或迎来投资机会。**根据主要行业8月、9月的营业收入增速以及产成品库存增速,粗略判断主要行业的库存周期。在统计的37个重点行业中(剔除统计局未公布产成品库存增速的行业),共有27个行业处于被动补库存/主动去库存阶段,10个行业处于被动去库存/主动补库存阶段。中游机械设备行业均处于被动去库存/主动补库存阶段,或预示该类行业景气度提升。

风险提示: 政策风险、疫情封控

相关报告

- 1、《消费回暖 地产“空”多——宏观经济研究周报》2022-09-17
- 2、《回暖信号与发力空间同在——宏观经济研究周报》2022-09-25
- 3、《预计9月CPI上行至2.9%——宏观经济研究周报》2022-10-04
- 4、《复苏信号较弱——宏观经济研究周报》2022-10-30

内容目录

1. 每周一谈：9月工业企业利润数据点评.....	3
1.1 工业企业利润增长动力不足.....	3
1.2 行业利润分化.....	4
1.3 库存周期.....	6

图表目录

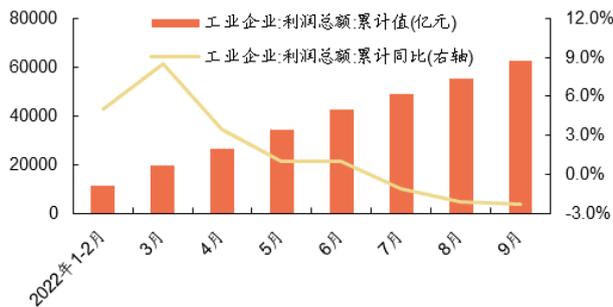
图 1：2022 年工业企业利润及增速.....	3
图 2：2022 年工业企业营业收入及增速.....	3
图 3：2022 年工业企业利润率、工业增加值和 PPI 同比增速.....	3
图 4：2020-22 年 9 月工业企业利润拉动因素拆解.....	3
图 5：2021-22 年 9 月 PPI 累计同比与进口价格指数同比.....	4
图 6：2021-22 年 9 月 PPI 累计同比与进口价格指数同比.....	4
图 7：2021-22 年 9 月 PPI 累计同比与进口价格指数同比.....	5
图 8：2019-22 年 9 月工业企业营业收入和产成品库存增速.....	6

1. 每周一谈：9月工业企业利润数据点评

1.1 工业企业利润增长动力不足

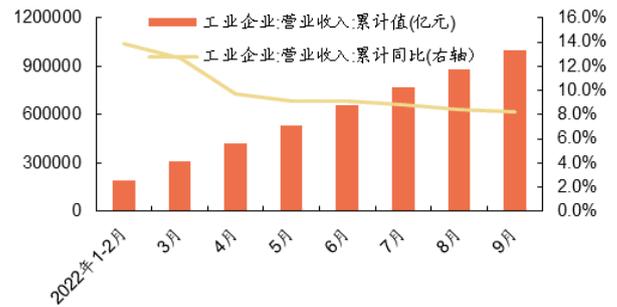
利润、营业收入降幅扩大。1-9月，工业企业实现利润6.2万亿元，同比下降2.3%，前值-2.1%（图1）；实现营业收入100.2万亿元，同比增速8.2%，前值8.4%（图2）。今年以来工业企业利润及营业收入增速逐月下滑，整体盈利压力较大。

图1：2022年工业企业利润及增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

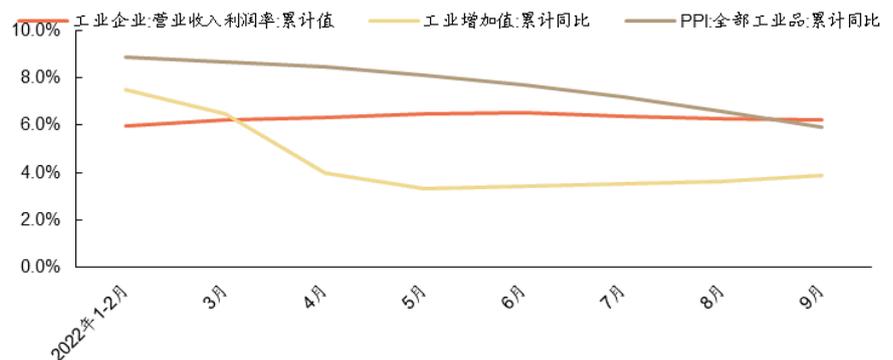
图2：2022年工业企业营业收入及增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

“量”“价”走势分化。根据定义，可以将工业企业利润总额拆分为利润率×价格×生产量，价格因素可用PPI当年累计同比表征，而工业增加值已剔除了价格因素因此可作为生产量的代表指标。从结构来看，价格因素（PPI）今年以来呈下行走势，而生产量因素（工业增加值）在经历5月的低谷后增速逐月上升（图3）。在需求拉动下，工业生产逐渐提速，有望成为工业企业后续利润增长的主要驱动力。

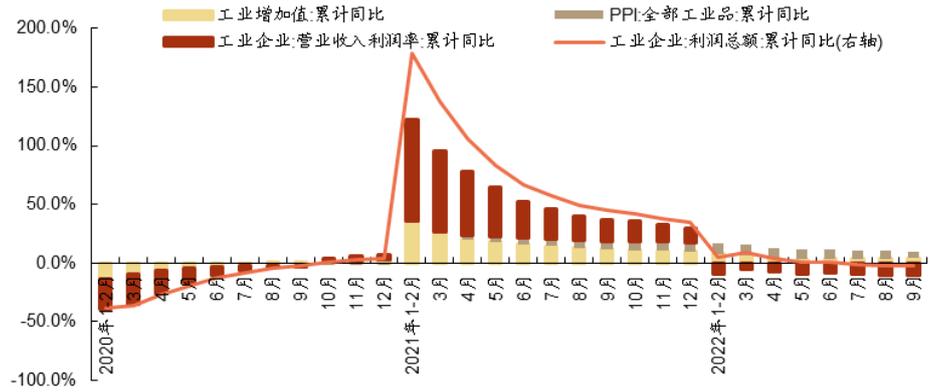
图3：2022年工业企业利润率、工业增加值和PPI同比增速



资料来源：wind，申港证券研究所

价格因素成为企业盈利最大推手。1-9月工业企业利润增速主要依靠价格和生产量支撑，企业利润率则由于生产经营环境受到疫情扰动而成为拖累项（图4）。

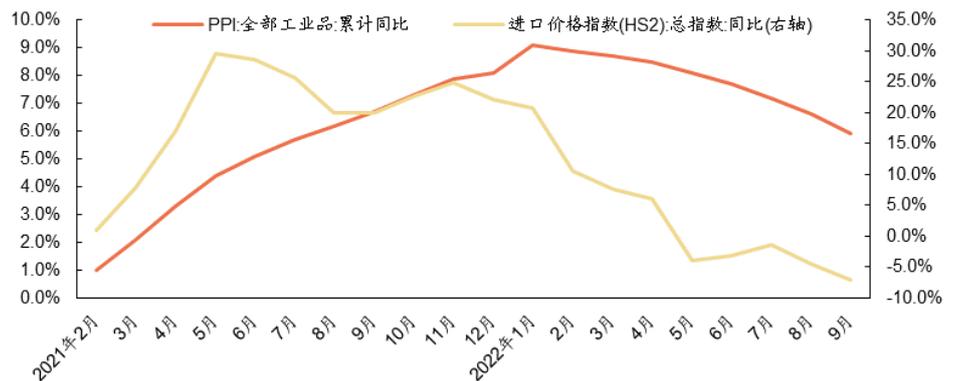
图4：2020-22年9月工业企业利润拉动因素拆解



资料来源: wind, 申港证券研究所

价格支撑逐步减弱，中下游行业有望迎来盈利窗口。1-9月PPI累计同比5.9%，前值6.6%，并且随进口价格指数呈下行趋势（图5）。从全球范围来看，衰退预期成为大宗商品的主要定价逻辑。在美联储加息尚未看到拐点的情况下，预计商品价格或将震荡走低，这将进一步削弱价格对上游企业的盈利贡献，同时对中下游企业的成本端形成利好。

图5：2021-22年9月PPI累计同比与进口价格指数同比



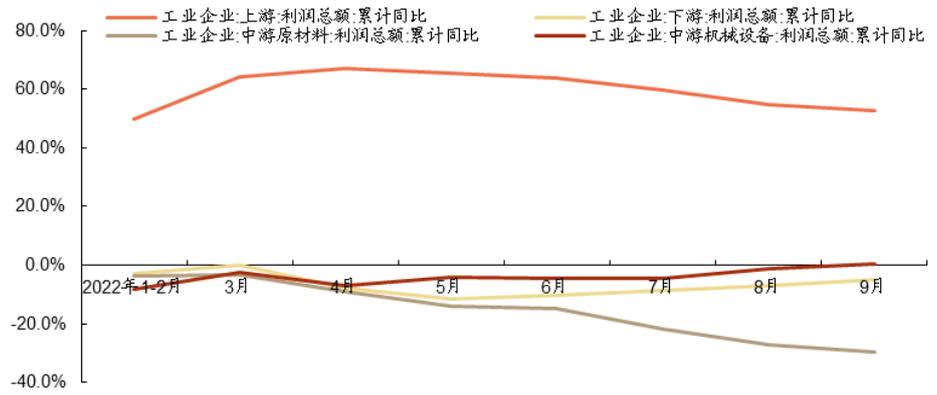
资料来源: wind, 申港证券研究所

预计未来利润增速仍将承压。目前我国疫情防控仍面临着境外疫情输入和本土疫情传播扩散的双重风险，防控形势依然严峻复杂，在经营环境未出现明显好转时，利润率出现大幅提升的可能性较小，且2021年利润率较高，在基数上将对本年利润率增速形成压制。目前来看，工业增加值增速尚未能充分对冲价格下降的影响，基于以上分析，预计未来工业企业利润增速仍将承压。

1.2 行业利润分化

中上游原材料行业利润增速下行，中下游行业盈利小幅修复。从行业利润增速绝对值来看，上游行业一枝独秀，利润总额增速自年初上升后仍保持高位，而中下游行业利润总额今年以来均呈负增长。从行业利润增速的走势来看，受工业品价格下行的影响，中游机械设备和下游行业盈利能力得到小幅修复，而中、上游原材料行业利润增速收窄。

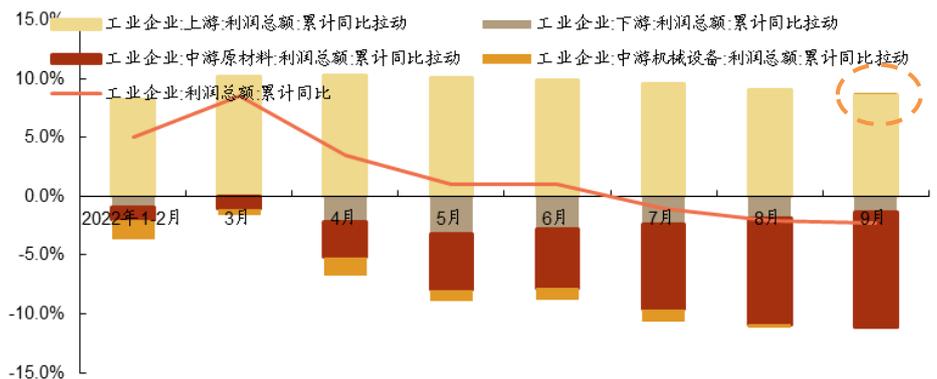
图6：2021-22年9月PPI累计同比与进口价格指数同比



资料来源: wind, 申港证券研究所

中游机械设备拉动转正，中游原材料、下游行业形成拖累。从行业对盈利增速的贡献来看，9月中游机械设备拉动工业企业整体利润增速0.1个百分点，前值-0.3个百分点，增速贡献首次转正。而中游原材料、下游行业增速则对整体利润增速形成拖累，其中中游原材料行业拉低整体利润增速9.9个百分点，下游行业拉低整体利润增速1.3个百分点。

图7: 2021-22年9月PPI累计同比与进口价格指数同比



资料来源: wind, 申港证券研究所

多数行业利润总额负增长。在41个主要行业中，22个行业1-9月利润总额负增长（表1）。

表1: 2022年8月、9月主要行业利润总额增速

	8月利润增速	9月利润增速
煤炭开采和洗选业	112.0%	88.8%
石油和天然气开采业	111.0%	112.0%
黑色金属矿采选业	-27.9%	-28.9%
有色金属矿采选业	44.3%	44.1%
非金属矿采选业	10.6%	9.9%
开采专业及辅助性活动	132.5%	234.8%
其他采矿业	50.0%	100.0%
电力、热力的生产和供应业	-2.0%	11.4%
燃气生产和供应业	-13.4%	-13.0%

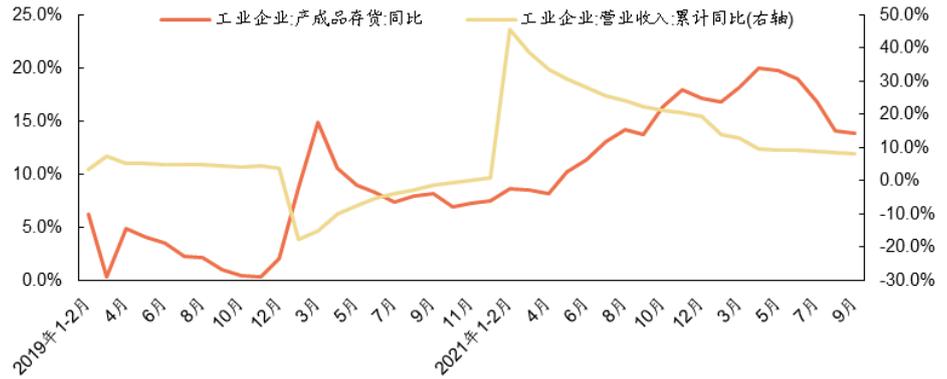
	8月利润增速	9月利润增速
水的生产和供应业	-11.5%	-9.2%
农副食品加工业	-7.9%	-7.5%
食品制造业	10.9%	9.5%
酒、饮料和精制茶制造业	22.9%	22.7%
烟草制品业	11.9%	10.8%
纺织业	-14.1%	-15.3%
纺织服装、服饰业	3.4%	1.8%
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-10.0%	1.4%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-5.6%	-4.6%
家具制造业	0.9%	4.8%
印刷业和记录媒介的复制业	-5.3%	-4.5%
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	11.3%	10.6%
医药制造业	-31.4%	-29.3%
汽车制造业	-7.3%	-1.9%
石油、煤炭及其他燃料加工业	-58.5%	-67.7%
化学原料及化学制品制造业	5.0%	1.6%
化学纤维制造业	-66.0%	-63.4%
橡胶和塑料制品业	-17.5%	-13.0%
非金属矿物制品业	-9.4%	-10.5%
黑色金属冶炼及压延加工业	-87.7%	-91.4%
有色金属冶炼及压延加工业	-6.6%	-14.4%
金属制品业	-11.5%	-10.0%
通用设备制造业	-10.3%	-7.2%
专用设备制造业	-1.8%	-1.3%
造纸及纸制品业	-43.3%	-42.0%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	4.7%	9.5%
电气机械及器材制造业	20.9%	25.3%
计算机、通信和其他电子设备制造业	-5.6%	-5.4%
仪器仪表制造业	-2.4%	2.3%
其他制造业	7.0%	6.8%
废弃资源综合利用业	-14.3%	-16.3%
金属制品、机械和设备修理业	-30.3%	-4.0%

资料来源：Wind，申港证券研究所

1.3 库存周期

工业企业仍处主动去库存阶段。结合工业企业营业收入增速与产成品库存增速判断库存周期，目前库存及营业收入增速均呈下行趋势，符合主动去库存阶段的特点。

图8：2019-22年9月工业企业营业收入和产成品库存增速



资料来源: wind, 申港证券研究所

多数行业处于被动补库存和主动去库存阶段，中游机械设备或迎来投资机会。根据主要行业 8 月、9 月的营业收入增速以及产成品库存增速（表 3），粗略判断主要行业的库存周期（表 2）。在统计的 37 个重点行业中（剔除统计局未公布产成品库存增速的行业），共有 27 个行业处于被动补库存/主动去库存阶段，10 个行业处于被动去库存/主动补库存阶段。中游机械设备行业均处于被动去库存/主动补库存阶段，或预示该类行业景气度提升。

表2：2022 年 9 月上下游行业库存周期

	被动补库存	被动去库存	主动补库存	主动去库存	总计
上游	2	0	0	7	9
下游	5	2	1	5	13
中游机械设备	0	4	3	0	7
中游原材料	4	0	0	4	8
总计	11	6	4	16	37

资料来源: Wind, 申港证券研究所

表3：2022 年 9 月主要行业库存周期

	上下游	库存阶段
煤炭开采和洗选业	上游	主动去库存
石油和天然气开采业	上游	主动去库存
黑色金属矿采选业	上游	被动补库存
有色金属矿采选业	上游	主动去库存
非金属矿采选业	上游	主动去库存
开采专业及辅助性活动	上游	主动去库存
电力、热力的生产和供应业	上游	被动补库存
燃气生产和供应业	上游	主动去库存
水的生产和供应业	上游	主动去库存
农副食品加工业	下游	主动补库存
食品制造业	下游	被动补库存
酒、饮料和精制茶制造业	下游	被动补库存
烟草制品业	下游	主动去库存
纺织业	下游	主动去库存

	上下游	库存阶段
纺织服装、服饰业	下游	主动去库存
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	下游	被动补库存
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	下游	被动补库存
家具制造业	下游	主动去库存
印刷业和记录媒介的复制业	下游	主动去库存
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	下游	被动补库存
医药制造业	下游	被动去库存
汽车制造业	下游	被动去库存
石油、煤炭及其他燃料加工业	中游原材料	主动去库存
化学原料及化学制品制造业	中游原材料	主动去库存
化学纤维制造业	中游原材料	主动去库存
橡胶和塑料制品业	中游原材料	被动补库存
非金属矿物制品业	中游原材料	被动补库存
黑色金属冶炼及压延加工业	中游原材料	被动补库存
有色金属冶炼及压延加工业	中游原材料	被动补库存
金属制品业	中游原材料	主动去库存
通用设备制造业	中游机械设备	被动去库存
专用设备制造业	中游机械设备	主动补库存
造纸及纸制品业	中游机械设备	被动去库存
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	中游机械设备	主动补库存
电气机械及器材制造业	中游机械设备	被动去库存
计算机、通信和其他电子设备制造业	中游机械设备	被动去库存
仪器仪表制造业	中游机械设备	主动补库存

资料来源: Wind, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上