

利润传导再受阻——2月工业企业利润点评

报告日期: 2022-03-27

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1-2月全国规模以上工业企业利润同比增长5%，前值4.2%；营业收入同比增长13.9%。

● **一、2022年1-2月工业企业呈“量增价涨利升”格局，价格因素推动较大。俄乌冲突推升全球商品通胀，尤以能源、化工、金属涨幅较大，保供稳价有待进一步发力。**

1) 量增: 高基数上的高增长。2022年1-2月工业企业营收累计同比13.9%，较2021年12月两年复合累计同比的9.7%提升了4.2个百分点；2021年1-2月累计同比9.43%，剔除基数效应的影响后，工业生产在“量”的增长表现不弱，属于在高基数基础上的进一步高增长。

2) 利升: 高基数上的低增长。2022年1-2月工业企业利润总额累计同比5.0%，较2021年12月两年复合累计同比的11.9%回落了6.9个百分点，利润增速出现较大幅度的放缓，同时也远远低于2021年1-2月的两年复合累计同比31.2%。销售毛利率维稳、营业利润率趋降，1-2月销售毛利率为16.1%、较前值下滑了0.2个百分点，近一年以来持续小幅下行；1-2月营业利润率为6.0%、较前值下滑了0.8个百分点，表明工业企业利润增长整体偏弱。

● **二、大宗商品通胀阻滞利润传导进程，工业企业利润呈“两头升、中间降”态势。**

2021年11月CPI与PPI剪刀差见底回升，上游利润逐步向中下游传导，但俄乌冲突推动了新一轮大宗商品通胀，阻滞了已持续两个月的利润传导链条，工业企业或重现2021年三季度成本困境。

1) 从利润占比来看，上中下游呈“两头升、中间降”的利润分配格局。1-2月上游采掘加工行业利润占比47.8%，结束连续2个月的下行通道；中游设备制造业两端受制，利润占比跌至20.0%，较12月下滑了7.6个百分点；下游消费制造利润占比为32.2%，较12月提高了3.1个百分点。

2) 从利润增速来看，上游采掘加工行业利润增速仍处于上行通道但增速有所收窄，1-2月上游采掘加工业利润累计同比30.1%，较2021年12月两年复合增速降低了4.0个百分点，其中，油气开采、煤炭开采行业利润总额累计同比为156.7%和155.3%，较上期提升了115.3和101.6个百分点。此外有色金属采选和有色金属加工均有边际改善，利润增速较上期提升了20.0和9.6个百分点；中游设备制造业利润受侵蚀、增速转负。1-2月利润增速为-5.9%（2021年12月两年复合累计同比17.4%），其中交运设备、通用设备、仪器仪表和计算机电子设备-34.7%、-15.7%、-14.9%、-7.3%，较2021年12月分别下降了26.9、26.1、27.0、34.1个百分点；下游消费制造利润受损程度低于中游，酒茶饮料、纺织、食品、文教体育用品1-2月利润增速分别为32.5%、13.1%、12.3%、10.5%，较2021年12月分别提升了18.0、7.3、9.4、8.7个百分点，但汽车、家具、农副产品加工、造纸均出现不同幅度的利润受损。

3) 上中下游的利润分化与俄乌冲突有关。利润改善较快的石油、煤炭、化工、有色金属，利润下滑较快的农副产品加工、汽车，其成本端的农产品、氮气、有色金属，均为俄罗斯、乌克兰的重要出口商品。目前来看俄乌局势未见缓解，谈判未取得实质性进展，在未来一段时间仍是大宗商品价格的主导因素，仍需持续关注。全球通胀短期仍维持高位，预计今年上半年上游利润占比仍较大，上游和中游利润分化程度可能超过2021年三季度。后续保供稳价政策有望进一步发力，降低中下游企业成本，促进工业经济平稳运行。

● **三、工业企业库存增速小幅回落。**

2022年1-2月工业企业产成品存货累计同比16.8%，较前值17.1%小幅下滑0.3个百分点，已连续2个月回落。工业品价格高企贡献了其中一部分增速，剔除PPI同比后，1-2月实际存货累计同比为8.0%。我们以营业收入增速与产成品存货增速剪刀差衡量企业补库去库行为，该剪刀差于2021年11月见底回升，并已连续3个月收窄，1-2月剪刀差为-2.9%，一季度有望回正。营收增速改善幅度超过存货增速，表明工业企业可能有一定的主动补库行为。

● **四、后续工业生产怎么看？**

1) 1-2月工业企业经营数据呈现“量增价涨利升”，好的一面在于营收超预期，企业出现主动补库行为。但原材料涨价严重侵蚀中下游利润，成本端压力进一步显性化，阻滞了已持续2个月的利润传导进程，需警惕去年三季度的困境重演。向后看，国外俄乌冲突未见缓解、欧美制裁持续升级，国内3月疫情多点爆发、防控措施趋严，将进一步拖累工业生产

和利润分配格局。2) 在此前的《CPI-PPI 见底回升，如何配置资产？》报告中，我们曾提示2022年利润传导下的消费景气上行逻辑。数据表明历史上五次CPI与PPI剪刀差回升周期，上游利润占比分别变动-20.0%、-0.5%、-10.9%、-1.1%和-10.1%，平均降幅7.9%；中游利润占比相对稳定、平均涨幅1.3%；下游在利润传导中受益较大，分别变动+19.0%、0.0%、+6.4%、+7.6%和+1.4%，平均涨幅6.8%。2021年11月CPI与PPI剪刀差见底回升，中下游利润占比连续2个月上行，11月、12月中游利润占比提升0.5%、1.2%，下游利润占比提升0.0%、0.7%，盈利传导逻辑初步验证；尽管俄乌推动大宗商品涨价、导致PPI下行速率放缓，但CPI-PPI剪刀差逐步回升表征的利润传导仍为年内主线，不同的是消费行情演绎的时点可能有所推迟，我们仍提示下半年关注消费的结构性价涨机会和部分行业的“困境反转”机会。

● **风险提示**

俄乌冲突超预期加剧、疫情加速恶化、保供稳价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_五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12

2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_暗夜或已过，黎明即将到来》2022-01-18

3.《华安证券_宏观研究_宏观专题_8 大要素 25 张图看懂 2022 年地方两会》2022-01-28

4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_弱现实不改强预期——1 月 PMI 点评》2022-01-30

5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用来了，稳增长还会远吗？》2022-02-10

6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_现实弱改善，预期仍偏强——2 月 PMI 点评》2022-03-01

7.《华安证券_宏观研究_宏观专题_我们为什么看好基建？》2022-03-02

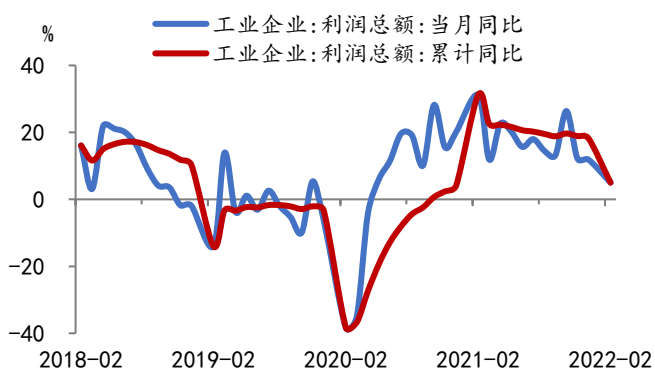
8.《华安证券_宏观研究_宏观专题_5.5%的底气在哪里？——2022 政府工作报告解读》2022-03-05

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				
量																																																		
营收:累计同比*																																														13.9				
工业增加值:累计同比*																																														7.5				
出口交货值:累计同比*																																														16.9				
价																																																		
PPI:同比																																														8.8				
利																																																		
利润总额:当月同比*																																														5.0				
利润总额:累计同比*																																														5.0				
销售毛利率																																														16.1				
营业利润率																																														6.0				
PPI-PPIRM																																														-2.4				
费																																																		
工业企业:费用率(逆序)																																														8.3				
库存																																																		
产成品存货:累计同比(逆序)																																														16.8				
存货周转天数(逆序)																																														19.8				
营收增速与存货增速剪刀差																																														-2.9				
*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																																																		

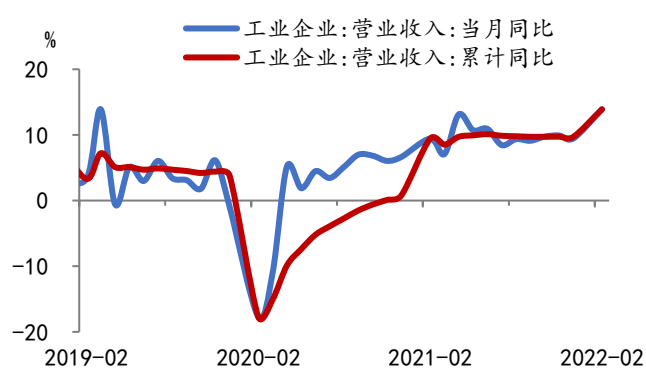
资料来源：wind，华安证券研究所

图表2 利润总额增速回落



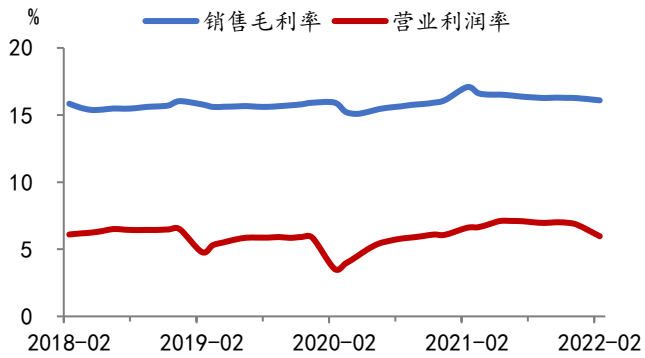
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表3 营业收入保持高基数上的高增长



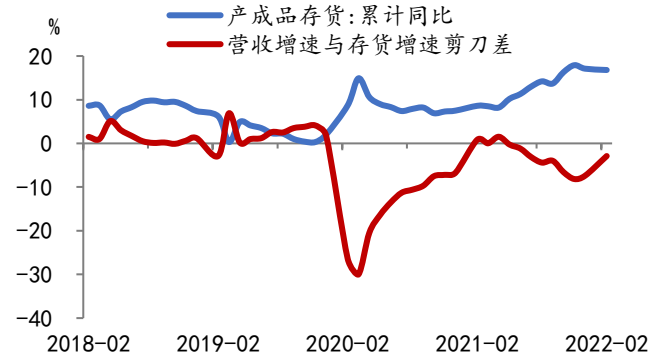
资料来源：wind，华安证券研究所 注：2021 年为两年复合增速

图表 4 毛利率维稳、营业利润率下滑



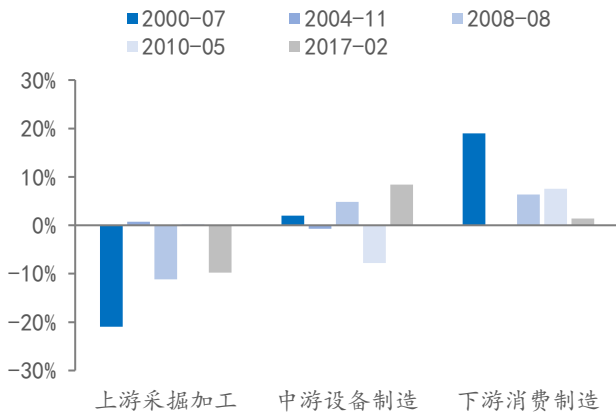
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 营收与存货增速剪刀差进一步收窄



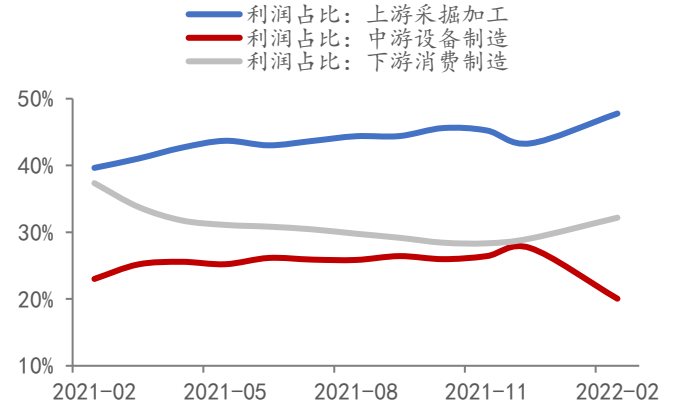
资料来源：wind，华安证券研究所 注：2021 年为两年复合增速

图表 6 历史上五轮 CPI-PPI 见底，利润向中下游传导



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 利润传导受阻，利润占比呈“两头升中间降”



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%；

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39780

