

2022 年 1-4 月工业企业利润数据点评

行业利润分配格局恶化

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn
常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



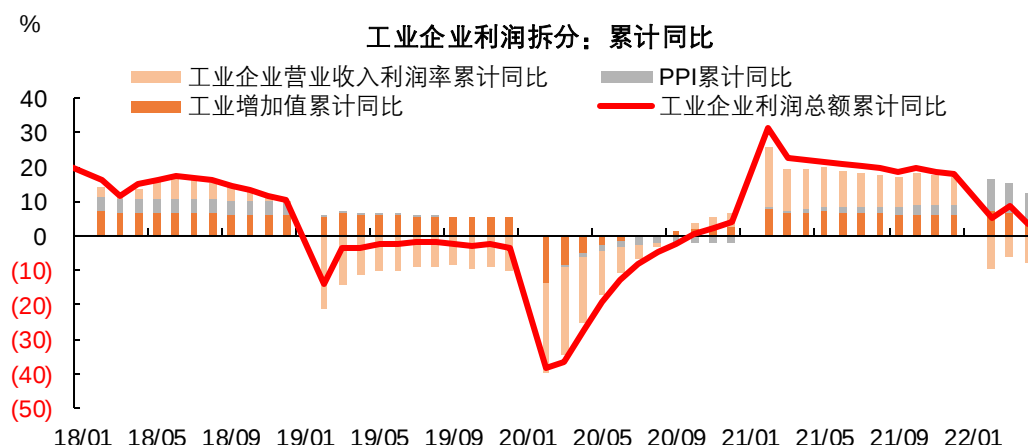
事件：2022 年 1-4 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 26582.3 亿元，同比增长 3.5%，增速较一季度下滑 5 个百分点。

- **工业企业利润增速明显下滑。**其中，反映“量”的工业增加值在疫情冲击产业链和需求不足的共同影响下走弱；反应“价”的 PPI 因翘尾因素的支撑减弱趋于下滑；**利润率**环比略有改善，但高基数拖累其同比增速边际走弱。**拆分来看**，营收利润率的环比改善主要得益于政策靠前发力，期间费用和其他差额项目（涵盖税金及附加、资产减值、汇兑损益等）下行，一定程度上抵消了成本继续攀升的冲击。
- **工业企业延续“被动补库存”。**剔除价格因素的工业企业经营呈现“营收增速下滑，库存增速回升”的组合，具有“被动补库存”的特征。4 月国内疫情防控压力较大，全方位冲击工业企业的产业链和下游需求，抬升原材料和物流运输成本，这导致工业企业的营收增长放缓，库存高位运行。
- **行业间的利润分配格局恶化。**一方面，中下游行业的需求直接受到疫情冲击、外需回落的影响，利润增速低位进一步下滑。**另一方面**，上游采矿板块对需求疲弱的反应相对滞后，利润增速的高位或受产品价格居高不下、保供稳价措施促进产能释放的价量支撑。疫情对不同行业的冲击呈“非对称”特征：相比 2022 年一季度，1-4 月上游采矿板块占工业企业利润的比重再度提升，处 2013 年以来的高位；下游制造业占比下滑至 25.4%，是 2012 年以来的最低点。
- **私营企业更多受益于助企纾困政策，但仍是国民经济的薄弱环节。**1) 由于私营企业更多地受益于留抵退税、减税降费和缓交税费等政策措施，费用压降更多，国企和私营企业利润增速的差值在低位继续收窄。2) 回款能力方面，4 月私营企业回款能力的改善程度强于工业企业整体，但相比 2019 年和 2021 年同期依然偏弱。3) 资产负债率方面，私营企业在疫情冲击下融资扩张的需求更显不足，以“稳杠杆”为主；多处产业链中上游的国有企业融资环境相对更好，延续了“加杠杆”的态势。
- **4 月工业利润明显下滑，但留抵退税、减税降费、缓缴税费等政策积极托底，一定程度上缓解了疫情冲击和成本抬升的负面影响。**随着新增病例的见顶和上海等地复工复产的推进，疫情对我国经济冲击最大的时刻可能已经过去。然而，**疫情后国内需求的修复或需时日**，出口又面临海外需求回落和份额下滑双重压力，企业生产经营成本还在高位，宏观政策有必要进一步发力。5 月 23 日的国常会部署 33 项措施稳经济，5 月 25 日的稳定经济大盘会议狠抓落实。以此看，货币政策将维持流动性合理充裕，增加对普惠小微领域融资的支持；财政政策加大留抵退税、缓交税费的规模和范围以助企纾困。相关措施主要是在两会安排的基础上加大实施力度，效果有待进一步观察。**如稳增长效果不及预期，增量政策的推出值得期待。**

工业企业利润增速大幅下滑。2022年前4个月的工业企业利润累计同比增速下滑至3.5%，低于一季度5个百分点。4月工业企业利润单月同比下降8.5%，而我们测算的3月工业企业利润单月同比增长了14%，4月工业企业的盈利增速由正转负。

量、价和利润率共同拖累工业企业的利润的下滑。工业企业利润等于量×价×利润率，分别用工业增加值、PPI和工业企业营业收入利润率的累计同比，来拆分工业企业利润增速的变动。1-4月工业增加值、PPI和工业企业营业收入利润率的累计同比分别为4%、8.5%和-7.6%，相比一季度分别下滑2.5、1.7和0.2个百分点。可见，量、价和利润率共同拖累工业企业利润增速下滑。其中，反映“量”的工业增加值在疫情冲击产业链和需求不足的共同影响下走弱；反应“价”的PPI因翘尾因素的支撑减弱趋于下滑；利润率环比略有改善，但高基数拖累其同比增速边际走弱。

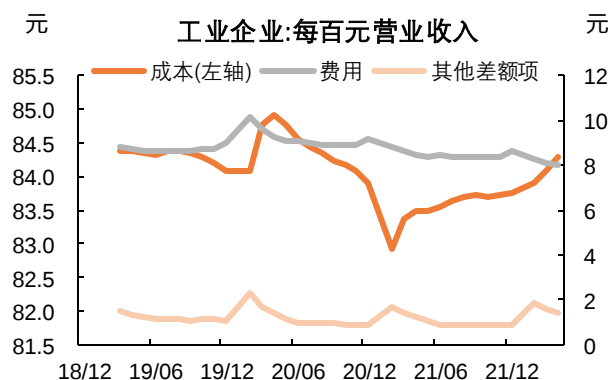
图表1 从量、价和利润率三个维度，拆分工业企业利润累计增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 2021年数据采用以2019年为基期的复合增速

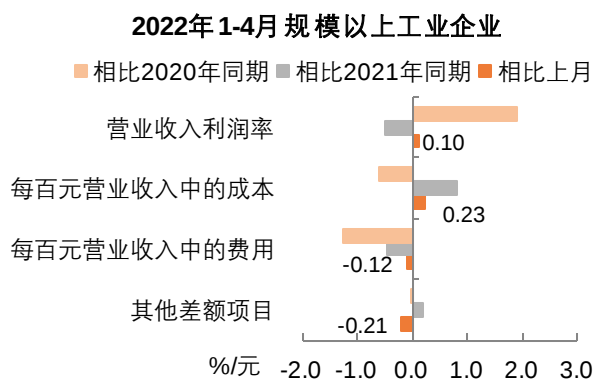
营收利润率受费用下行的支撑。前4个月的工业企业营业收入利润率6.35%，环比提升0.1个百分点。1) 成本上行。1-4月工业企业每百元营业收入的成本较一季度上行0.23元，自去年3月起上行已超过一年。2) 费用减少。工业企业每百元营业收入的费用(包括管理、财务、销售三大费用)较一季度月减少0.12元，2022年以来持续回落。3) 其他差额项目回落。我们将其他差额项目定义为营业收入中减去成本、费用及营业利润率后的差额部分，在会计报表中对应税金及附加、资产减值、汇兑损益等分项。其他差额项目前四个月的累计值相比一季度减少了0.21元，后续减税降费对工业企业利润的支撑或将继续。总的来看，尽管1-4月工业企业的成本继续上行，但期间费用和其他差额项目同时下行，助力营收利润率环比提升。

图表2 工业企业营收中，成本的占比继续上升



资料来源: wind, 平安证券研究所

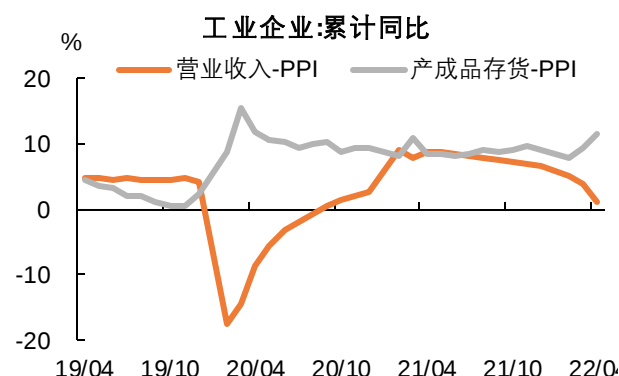
图表3 期间费用和其他差额项下行, 助力营收利润率环比回升



资料来源: wind, 平安证券研究所

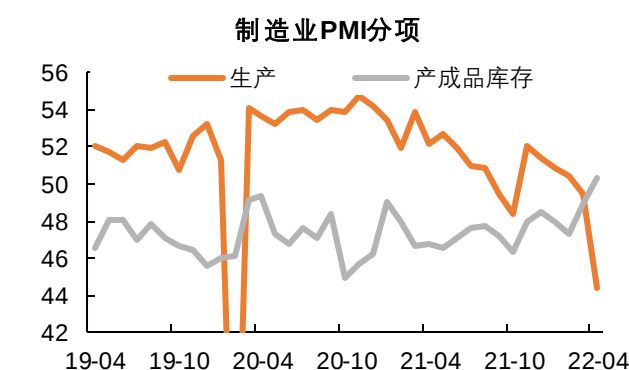
库存周期方面，工业企业营收增速下滑，库存增速回升，延续“被动补库存”。1-4月工业企业营业收入同比增长9.7%，相比一季度下滑3个百分点；产成品存货增速20%，相比一季度抬升了1.9个百分点。考虑到营业收入和库存都是用金额来度量的，而目前PPI同比仍处于历史较高水平，用PPI累计同比来平减后，“营收增速回落、库存增速回升”的特征依然明显。从库存周期角度看，具有典型的被动补库存特征。4月国内疫情防控压力较大，全方位冲击工业企业的产业链和下游需求，抬升原材料和物流运输成本，此前公布的4月制造业PMI生产分项显著下滑、产成品库存抬升。受此影响，工业企业的营收增长放缓，库存高位运行。

图表4 剔除价格影响后，营收增速下滑，库存增速回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 4月PMI分项也呈“被动补库存”特征



资料来源:wind, 平安证券研究所

分行业看，多数行业利润同比增速边际下滑，但上游采矿业维持着较高的盈利增速。中下游行业的需求直接受到疫情冲击、外需回落的影响，利润增速低位进一步下滑。上游采矿板块对需求疲弱的反应相对滞后，利润增速的高位或受产品价格居高不下、保供稳价措施促进产能释放的价量支撑。

从利润同比增速的变化看，和一季度相比，2022年1-4月利润增速回升的仅有6个行业（共33个行业）。分别是，上游采矿板块中的煤炭开采、中游原材料板块的石油煤炭加工和化学纤维、中游制造板块的运输设备、下游行业中的农副产品加工和家具制造。从利润同比增速的绝对水平看，2022年1-4月共有20个行业的利润同比增速为正，其中：上游采矿板块5个行业皆正增长；属于下游的14个子行业中有8个正增长；属于中游的8个原材料子行业有3个正增长、6个中游制造子行业仅电气机械利润增速为正。

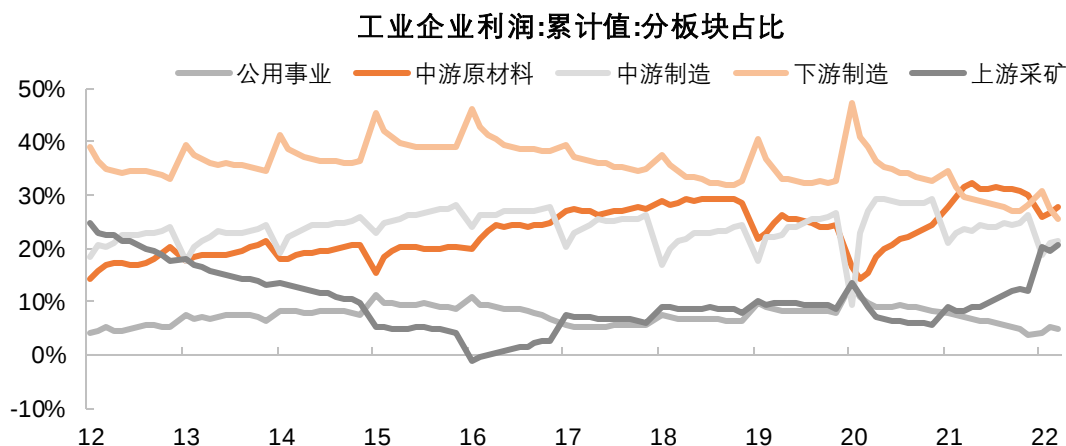
图表6 1-4月多数行业利润同比增速边际下滑，采矿业的利润同比增速依然较高



资料来源:Wind, 平安证券研究所

从累计利润的占比看，行业间的利润分配格局恶化。2022年1-4月，上游采矿板块占工业企业利润的比重再度提升，处2013年以来的高位；下游制造业占工业企业利润的比重下滑至25.4%，是2012年以来的最低点。疫情影响下，4月我国消费、出口和房地产投资都大幅走弱，这对中下游行业的需求影响更大。

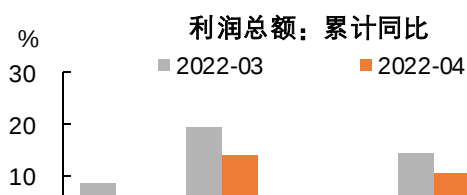
图表7 1-4月上游采矿业的利润占比相比一季度提升，下游消费制造业占比下滑



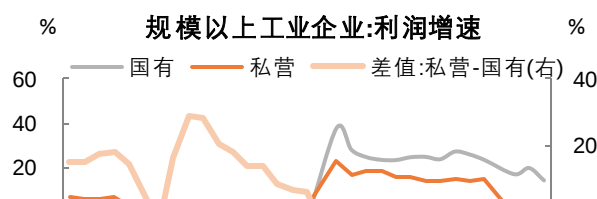
资料来源:Wind, 平安证券研究所

分所有制看，1-4月各类工业企业的利润增速同步走弱。1-4月国企、股份制和私营企业利润累计同比增速分别为13.9%、10.7%和-0.6%，相比一季度分别下滑5.6、3.7和3.8个百分点。外资企业利润同比亏损16.2%，相比一季度的亏损增加了8.6个百分点。国有企业与私营企业利润增速的差值略有收窄。相比一季度，1-4月国企利润率下滑0.07个百分点，但私营企业的利润率提升了0.24个百分点。其中，私营企业每百元营业收入中的费用压降了0.2元，而国有企业费用提升0.06元。由于私营企业更多地受益于留抵退税、减税降费和缓交税费等政策措施，各类费用明显压降，一定程度上抵消着其成本上升的压力。

图表8 私营工业企业利润重回负增长



图表9 国有企业和私营企业利润增速差继续回升



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_42368

