

宏观观点

企业盈利正走出底部—兼评5月工业企业利润

事件：5月规模以上工业企业盈利同比降6.5%（前值降8.5%），三年复合增速10.6%（前值11.2%）；1-5月同比1.0%（前值3.5%），三年复合增速14.3%（前值15.7%）。

核心观点：5月工业企业盈利续降，但降幅收窄；结构边际好转，包括上游挤压下游略有缓和、行业分化收敛、累库速度放缓等。往后看，预计6月工业企业盈利当月同比、累计同比均会改善。换言之，企业盈利可能正走出底部。

1、整体看，5月企业盈利续降，但降幅收窄；营收增速回落斜率趋缓。5月规模以上工业企业利润同比降6.5%，降幅较前值收窄2.0个百分点；以2019年为基期的三年复合增速10.6%，低于前值11.2%；累计看，1-5月同比增1.0%，低于前值3.5%；三年复合增速14.3%，同样低于前值15.7%。归因看，按照“营收×利润率”的框架拆解，利润率下降仍是盈利增速回落的主因。利润率方面，1-5月规模以上工业企业营收利润率6.47%，同比下降0.52个百分点（前值同比降0.38个百分点），简单匡算拖累1-5月盈利同比约9.4个百分点。营收方面，1-5月规模以上工业企业营收同比9.1%，低于前值约0.6个百分点，但降幅相比前值3.0个百分点明显收窄，应是受疫情好转、物流畅通、产业链供应链恢复等因素提振；三年复合增速持平前值9.7%。进一步地，将营收按量、价两方面拆分，1-5月工业增加值、PPI三年复合增速分别为5.8%、3.5%，分别较前值降0.2个百分点和升0.1个百分点，意味着工业生产“量”的下降仍是营收增速回落的主要拖累，背后体现的仍是疫情反复下需求偏弱、信心不足。

2、结构看，关注上下游、分行业、库存端、所有制、杠杆率等5大信号

>上下游看：上游对中下游盈利挤压略有好转，但整体仍高。1-5月上游（采掘+原材料）利润占比回落0.1个百分点至55.3%，仍为历史次高；其中采掘行业利润占比上升0.2个百分点至20.6%（2021年均值为10.1%），续创新高；原材料行业利润占比回落0.3个百分点至34.7%，表明采掘行业价格高企，对原材料行业利润也有挤压。中游设备利润占比上升0.9个百分点至25.0%；下游消费利润占比连续3个月回落，5月再降0.7个百分点至14.7%；公用事业利润占比小幅回升0.1个百分点至5.1%。

>分行业看：行业分化收敛，主因需求改善、上游价格回落。1）剔除价格因素的销售数量更能体现真实需求的变化，1-5月39个细分行业中销售数量增速下降的只有6个（1-4月、1-3月分别为32个、29个行业增速下降），表明随着疫情、物流好转，需求有所改善。2）盈利最强的仍是受益于PPI高位的上游行业，1-5月煤炭采选、石油天然气开采行业利润分别同比增174.7%、135.0%，仍远高于其他行业；边际上看，煤炭采选量、均价均趋回落，主因5月为煤炭需求淡季。3）汽车制造、金属制品、仪器仪表等中游设备制造业营收增速改善最为明显，应和上海等地复工复产有关。

>库存端看：企业累库略有放缓。1-5月规模以上工业企业产成品库存同比增速收窄0.3个百分点至19.7%，仍为2012年以来次高；三年复合增速上升0.2个百分点至12.4%（主因2019年5月基数偏低）；剔除价格的实际库存增速扩大1.7个百分点至16.7%。往后看，鉴于M1同比已于2021年1月见顶回落（领先库存增速1年左右），叠加疫情好转、物流恢复，稳增长政策发力，后续库存增速可能趋于回落。

>所有制看：国企对民企的挤压进一步缓解。1-5月国企、民企盈利分别同比增9.8%、降2.2%，三年复合增速分别为18.6%、10.8%，前值为20.8%、11.7%，二者增速差距进一步收窄，表明国企对民企的挤压继续缓解。

>杠杆率看：5月企业杠杆小升，国企、民企杠杆差距再度扩大。截至5月末工业企业资产负债率上升0.1个百分点至56.6%，其中国企资产负债率持平前值57.2%，民企上升0.2个百分点至59.0%，续创有数据以来新高；国企、民企杠杆之差再度扩大至1.8个百分点，持平3月末的历史高点，继续提示后续应重点关注民企债务风险。

3、往后看，企业盈利可能筑底回升，短期关注2因素（经济环境、大宗价格）

综合考虑季节性、2021年同期基数回落、疫情好转、6月高频数据改善等因素，预计6月工业企业盈利当月同比、累计同比可能均会改善。其中：以企业盈利当月环比类推，6月规模以上工业企业盈利同比可能升至10%左右（5月为-6.5%），增速跳升主因季节性（2012-2019年6月环比均值为12.5%）+2021年同期基数偏低；1-6月累计同比可能升至2.5%左右（1-5月为1.0%）。换言之，企业盈利可能正逐步走出底部。具体看，重点关注（前者影响总量，后者影响结构）：

>经济环境边际好转，企业盈利可能趋于改善。当前经济处于“四期叠加”，即：疫情受控期、经济反弹期、存量政策落地期、增量政策酝酿期，特别是疫情对政策落地、经济恢复的制约可能弱化，稳增长的“现实”可能迟到、但不会缺席。继续提示，仍要高度重视地产、基建等稳增长产业链的投资机会。

>大宗价格向下的空间可能有限。6月中下旬，由于需求偏弱，市场再次交易稳增长的“弱现实”逻辑，上游大宗价格阶段性回落，短期上游对中下游盈利的挤压可能边际弱化。但考虑到俄乌冲突久拖未决、稳增长政策发力等，大宗价格向下的空间可能有限，预计上游利润占比仍将处于顶部区间（50%以上），中下游盈利改善尚待观察。

风险提示：疫情、外部环境、政策力度等超预期变化。

作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘安林

执业证书编号：S0680121020004

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

1、《高频半月观：当前经济环境处于“四期叠加”》

2022-06-26

2、《高频半月观：强预期 vs 弱现实，事情正在起变化》2022-06-12

3、《6月可能是分水岭，有6条线索》2022-06-06

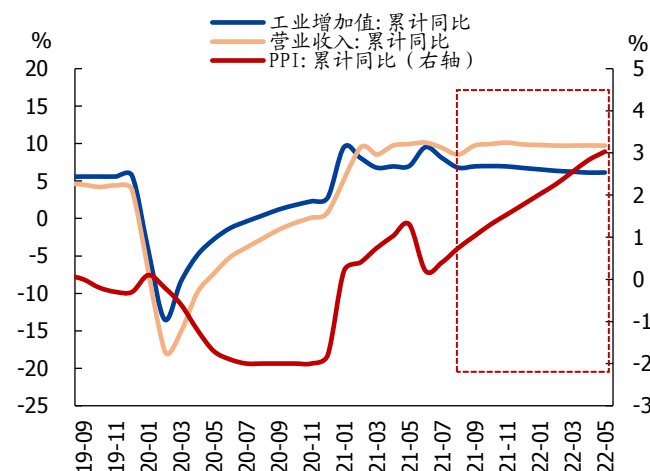
4、《三大维度看经济修复进展—兼评5月PMI》2022-05-31

5、《企业“盈利底”还需磨》2022-05-27

6、《一季度企业盈利的喜与忧》2022-04-28

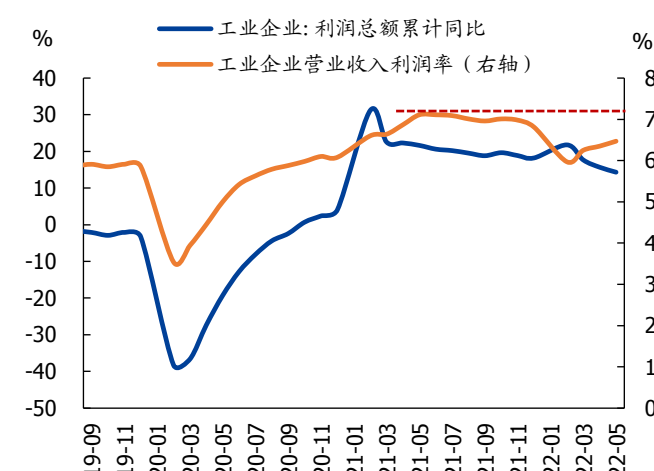
7、《2022年基建大概率高增，有哪些发力点？》2022-01-05

图表 1: 5月工业增加值增速回落仍是企业营收下降的主要拖累



资料来源: Wind, 国盛证券研究所(注: 2021 年采用两年复合增速, 2022 年采用三年复合增速)

图表 2: 1-5 月利润率同比下降仍是盈利的主要拖累



资料来源: Wind, 国盛证券研究所(注: 2021 年采用两年复合增速, 2022 年采用三年复合增速)

图表 3: 上游对中下游盈利挤压边际好转

利润总额占工业企业利润的比例

	上游采掘	上游原材料	上游合计 (采掘+原材料)	中游设备制造	下游消费	公用事业
2022-05	20.6%	34.7%	55.3%	25.0%	14.7%	5.1%
2022-04	20.4%	35.0%	55.4%	24.1%	15.4%	5.0%
2022-03	19.6%	33.9%	53.5%	25.3%	16.1%	5.0%
2022-02	20.2%	33.5%	53.7%	23.6%	18.5%	4.2%
2021-12	11.9%	39.6%	51.6%	30.2%	14.7%	3.5%
2021-11	12.4%	39.9%	52.4%	28.7%	14.3%	4.6%
2021-10	12.1%	40.4%	52.4%	28.2%	14.2%	5.2%
2021-09	11.0%	40.4%	51.4%	28.7%	14.5%	5.4%
2021-08	10.5%	40.8%	51.3%	28.2%	14.6%	5.9%
2021-07	9.8%	40.7%	50.5%	28.6%	14.7%	6.2%
2021-06	9.1%	40.5%	49.5%	29.2%	14.9%	6.4%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所(四舍五入可能导致表格中取值存在细微差异)

图表 4: 细分行业分化有所收敛

		营收			PPI			数量			利润率		
		2022-04	2022-05	营收增速变化	2022-04	2022-05	PPI增速变化	2022-04	2022-05	数量增速变化	2022-04	2022-05	利润率增速比变化
上游 采矿	煤炭采选	83.2%	60.0%	-23.2%	53.4%	37.2%	-16.2%	19.4%	16.6%	-2.8%	26.3%	27.1%	0.8%
	油气开采	47.5%	54.4%	6.9%	48.5%	47.8%	-0.7%	-0.7%	4.5%	5.1%	34.8%	35.4%	0.6%
	黑色采矿	-3.1%	-4.2%	-1.1%	-5.5%	-11.8%	-6.3%	2.5%	8.6%	6.1%	17.2%	16.1%	-1.0%
	有色采矿	17.2%	17.9%	0.7%	14.2%	12.1%	-2.1%	2.6%	5.2%	2.6%	21.4%	22.0%	0.6%
	非金属采矿	5.3%	6.9%	1.6%	6.4%	6.1%	-0.3%	-1.1%	0.8%	1.8%	9.0%	9.8%	0.9%
上游 原材料	燃料加工	21.2%	26.1%	4.9%	38.7%	34.0%	-4.7%	-12.6%	-5.9%	6.7%	4.0%	3.9%	-0.1%
	化工制造	11.2%	18.9%	7.7%	14.9%	13.6%	-1.3%	-3.2%	4.7%	7.8%	9.6%	9.7%	0.1%
	医药制造	1.5%	-4.2%	-5.6%	0.6%	0.5%	-0.1%	0.9%	-4.7%	-5.5%	15.6%	15.9%	0.3%
	化纤制造	3.5%	15.9%	12.4%	3.8%	5.7%	1.9%	-0.3%	9.6%	9.9%	2.9%	2.9%	0.1%
	橡胶塑料	-2.8%	5.1%	8.0%	2.8%	2.5%	-0.3%	-5.5%	2.6%	8.1%	4.3%	4.6%	0.3%
	非金属矿物制品	1.1%	3.1%	2.0%	6.6%	4.7%	-1.9%	-5.2%	-1.6%	3.6%	7.0%	7.2%	0.2%
	黑色冶炼	-9.3%	-7.0%	2.3%	5.6%	-1.3%	-6.9%	-14.1%	-5.8%	8.4%	2.3%	2.1%	-0.1%
	有色冶炼	11.2%	11.2%	0.0%	16.8%	10.4%	-6.4%	-4.8%	0.8%	5.5%	4.8%	4.6%	-0.1%
中游 制造	金属制品	-0.7%	3.9%	4.7%	5.8%	4.2%	-1.6%	-6.2%	-0.2%	5.9%	3.6%	3.7%	0.1%
	通用设备	-14.6%	-2.0%	12.6%	1.6%	1.5%	-0.1%	-15.9%	-3.4%	12.5%	5.2%	5.6%	0.4%
	专用设备	-15.8%	-6.5%	9.3%	1.2%	1.0%	-0.2%	-16.8%	-7.5%	9.3%	7.7%	7.5%	-0.2%
	汽车制造	-35.9%	-9.5%	26.4%	0.7%	0.6%	-0.1%	-36.4%	-10.1%	26.3%	4.5%	4.7%	0.2%
	交运设备	-2.2%	1.1%	3.3%	1.8%	1.7%	-0.1%	-3.9%	-0.6%	3.3%	3.6%	4.2%	0.6%
	电气机械	13.6%	22.4%	8.8%	6.4%	5.4%	-1.0%	6.7%	16.1%	9.4%	4.6%	4.9%	0.3%
	电子通信	3.3%	12.5%	9.2%	0.3%	0.6%	0.3%	3.0%	11.9%	8.9%	4.2%	4.6%	0.3%
	仪器仪表	-7.4%	6.2%	13.6%	0.7%	0.8%	0.1%	-8.0%	5.3%	13.4%	7.7%	8.5%	0.7%
	其他制造	5.4%	5.9%	0.5%	2.0%	2.0%	0.0%	3.3%	3.8%	0.5%	5.0%	5.3%	0.3%
下游 消费	废弃资源利用	25.3%	30.6%	5.3%	14.0%	8.3%	-5.7%	9.9%	20.6%	10.7%	2.7%	2.7%	0.0%
	金属制品、机械设 备修理	-4.1%	20.3%	24.4%	-0.6%	1.1%	1.7%	-3.6%	19.0%	22.5%	1.8%	1.8%	0.0%
	农副食品	1.9%	5.1%	3.2%	2.6%	3.7%	1.1%	-0.7%	1.4%	2.1%	3.1%	3.1%	0.0%
	食品制造	5.4%	9.2%	3.8%	4.2%	4.1%	-0.1%	1.1%	4.9%	3.8%	8.2%	8.0%	-0.1%
	酒类饮料	-5.6%	3.4%	9.0%	1.0%	0.9%	-0.1%	-6.6%	2.5%	9.0%	15.9%	15.4%	-0.5%
	烟草制品	3.7%	4.3%	0.7%	0.9%	0.8%	-0.1%	2.7%	3.5%	0.8%	14.7%	14.5%	-0.2%
	纺织	4.6%	4.0%	-0.6%	6.0%	5.5%	-0.5%	-1.3%	-1.4%	-0.1%	3.3%	3.4%	0.1%
	纺服制造	4.9%	-0.2%	-5.1%	0.4%	0.9%	0.5%	4.5%	-1.1%	-5.6%	4.3%	4.2%	-0.1%
	皮革制鞋	1.9%	16.4%	14.5%	0.4%	0.7%	0.3%	1.5%	15.6%	14.1%	4.7%	4.7%	0.0%
	木材加工	4.4%	8.0%	3.7%	2.9%	2.8%	-0.1%	1.4%	5.1%	3.7%	3.2%	3.3%	0.1%
	家具制造	-7.2%	-5.3%	2.0%	1.5%	2.0%	0.5%	-8.6%	-7.1%	1.5%	4.3%	4.5%	0.2%
	造纸	-3.6%	4.8%	8.4%	0.8%	0.5%	-0.3%	-4.3%	4.3%	8.6%	3.6%	3.5%	0.0%
公用 事业	印刷	-2.1%	5.5%	7.6%	1.4%	0.7%	-0.7%	-3.5%	4.7%	8.2%	4.5%	4.8%	0.3%
	文体用品	-11.4%	1.9%	13.4%	3.3%	2.8%	-0.5%	-14.3%	-0.9%	13.4%	4.1%	4.4%	0.3%
	电力热力	20.5%	20.7%	0.1%	9.3%	9.7%	0.4%	10.3%	10.0%	-0.3%	3.5%	3.7%	0.2%
	燃气生产	42.6%	40.5%	-2.1%	20.7%	22.0%	1.3%	18.2%	15.2%	-3.0%	5.1%	5.1%	0.0%
	水的生产供应	6.0%	15.9%	9.9%	1.5%	1.4%	-0.1%	4.5%	14.3%	9.9%	6.9%	7.6%	0.7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 企业产成品库存增速小幅回落



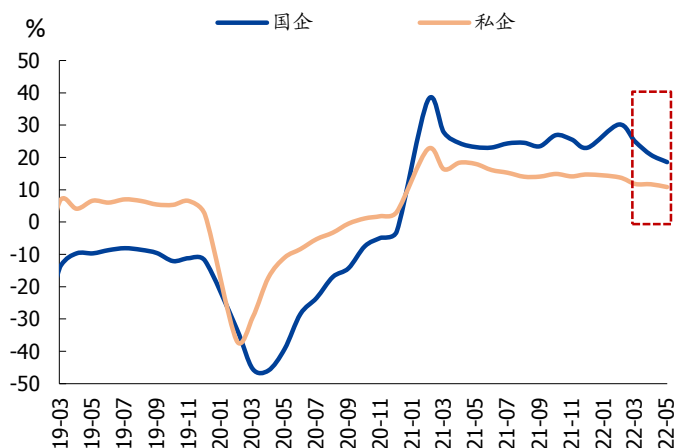
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 剔除价格因素的实际库存进一步走高



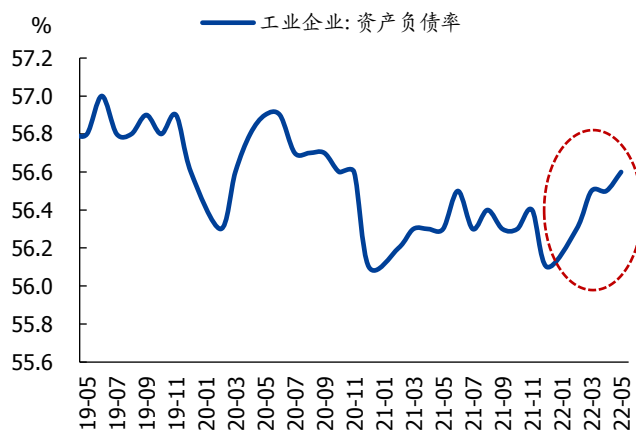
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 国企对私企的挤压进一步缓解



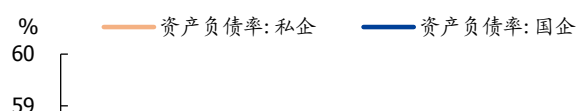
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 5月企业杠杆率再度回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 5月国企、私企杠杆率再度走阔



图表 10: 6月工业企业盈利环比季节性回升



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_43361

