

2022年09月27日

融资成本下降助推利润温和修复

——工业企业效益数据点评（22.8）

相关研究

主要内容：

- **前期高油价形成的成本峰值掩盖了真实积极的利润恢复动能。**8月工业企业利润累计同比下行1pct至-1.1%，当月同比低基数下仅小幅回升4.2pct至-9.2%，仍处于负增区间。主因前期油价高企仍在滞后抬升中下游成本率，营业成本对当月利润总额的拖累扩大3.7个百分点至-24个百分点，压制了利润回升的幅度。但真实的利润恢复动能实际上相对积极，具体表现为三个方面：1）煤炭冶金产业链成本率已在下降、凸显能源保供的积极效果。2）贷款利率持续下行对企业财务费用的缓释以及前期缓缴社保费等政策陆续见效，总费用和包含营业税金及附加在内的其他支出对利润的贡献分别扩大3.8、4.9个百分点至6.7、3.2个百分点。3）虽然PPI大幅走低拖累营收对利润的拉动下降0.8个百分点至5.0个百分点，但剔除PPI影响后，工业品需求整体转好推动实际营收增速趋于改善。
- **PPI快速回落拖累营收增速下行，但实际工业品需求已在逐步回升。**8月工业企业营收增速下行1.3个百分点至5.8%，但主因8月PPI加速回落的影响，剔除PPI后工业企业营收实际增速反而回升0.6个百分点至1.6%，显示8月基建投资加速稳增长、中下游制造业投资旺盛、汽车拉动商品消费需求温和恢复的共同带动下，整体工业品需求仍在恢复趋势中。分结构看，名义营收增速回落较多的也是与PPI回落对应的行业，譬如石油化工产业链营收增速回落2.4个百分点至5.3%，煤炭冶金产业链营收增速回落1.1个百分点至6.2%，而更靠近下游的其他行业营收增速反而回升1.3个百分点至4.9%。
- **石化中下游成本率仍在滞后上行，但近期油价大幅回落已带动上游成本率下行，同时煤炭冶金产业链成本率持续改善、凸显煤炭增产保供积极效果。**8月工业企业成本率仅小幅回落7bp至85.7%，同比增量扩大16bp至156bp。分结构看，石化产业链成本率继续上行42bp至84%，主因石化中下游成本率仍在反映之前油价冲高的滞后传导，石油加工（+121bp至90.8%）、化学原料制品（+135bp至86.5%）成本率仍在上行。但伴随油价6月下旬以来持续回落，8月上游石油开采成本率（46.4%）较6月大幅被动抬升337bp，油价回落的影响已传导至石化产业链上游，也意味着后续石化产业链成本增量压力空间已较小。另一方面，伴随国内煤炭增产保供持续强化，以及基建投资加速稳增长，煤炭冶金产业链成本率趋于回落（-11bp至87.1%）。
- **煤炭增产保供力度加大继续压低煤炭开采业利润增速，但工业利润总额增长缓慢，上游利润占比维持高位。**利润过度向上游集中的态势，可能会持续抑制制造业生产积极性。煤炭增产保供持续强化带动煤价8月继续回落，煤炭开采和洗选业前8个月利润累计同比增速下行28.6个百分点至112%，但由于工业企业整体利润增长缓慢，煤炭开采和洗选业占工业企业利润总额之比仅由7月的12.9%小幅回落至8月12.8%，仍处于较高水平。
- **全球能源供给加快恢复带动油价持续回落，四季度成本增量压力相对有限，利润增速能否延续改善将取决于工业品整体需求。**8月全球原油供应量继续上行70万桶/日至10130万桶/日，达到历史新高。油价中枢也已降至俄乌冲突前水平，意味着目前成本压力的唯一来源——仍在反映前期油价冲高滞后上行的石化中下游成本率，后续进一步上行空间已较小，上游成本率已在反映油价回落的影响。此外煤炭冶金产业链成本率已在下降、凸显能源保供的积极效果。预计成本对利润的拖累将趋于收窄。另一方面，伴随基建投资加速稳增长，低于0.7%的低息贷款与2000亿专项再贷款支持四季度设备更新投资，以及“保交楼”政策近期持续发力，加快稳定已预售项目融资，加速实现施工环节“去库存”、推动地产投资同比降幅收窄。疫情精准防控仍有望保障商品消费的内生恢复趋势，整体工业品需求亦有望延续逐步回补态势。

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com
屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818x7368
qintai@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

一、前期高油价形成的成本峰值掩盖了真实积极的利润恢复动能。

8月工业企业利润累计同比下行1个百分点至-1.1%，当月同比低基数下仅小幅回升4.2个百分点至-9.2%，仍处于深度负增区间。主因前期油价高企仍在滞后抬升中下游成本率，营业成本对当月利润总额的拖累扩大3.7个百分点至-24个百分点，压制了利润回升的幅度。但真实的利润恢复动能实际上相对积极，具体表现为三个方面：1) 煤炭冶金产业链成本率已在下降、凸显能源保供的积极效果，此外6月下旬以来油价持续回落已在传导至石化上游成本率，后续石化中下游成本率进一步上行空间较小。2) 贷款利率持续下行对企业财务费用的缓释以及前期缓缴社保费等政策陆续见效，总费用和包含营业税金及附加在内的其他支出对当月利润的贡献分别扩大3.8、4.9个百分点至6.7、3.2个百分点。3) 虽然PPI大幅走低拖累8月营收对工业企业利润同比的拉动下降0.8个百分点至5.0个百分点，但剔除PPI影响后，8月工业品需求整体转好推动实际营收增速趋于改善。

图1：工业企业利润同比结构（%）

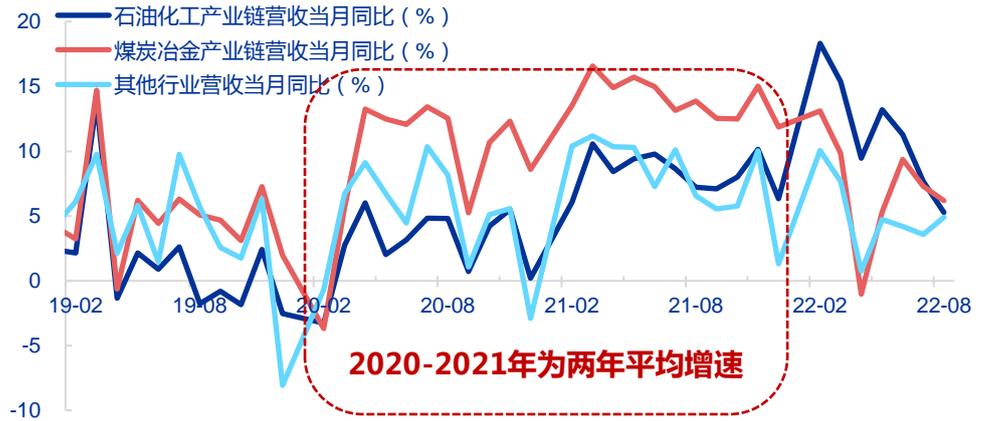


资料来源：CEIC，申万宏源研究

二、PPI快速回落拖累营收增速下行，但实际工业品需求已在逐步回升。

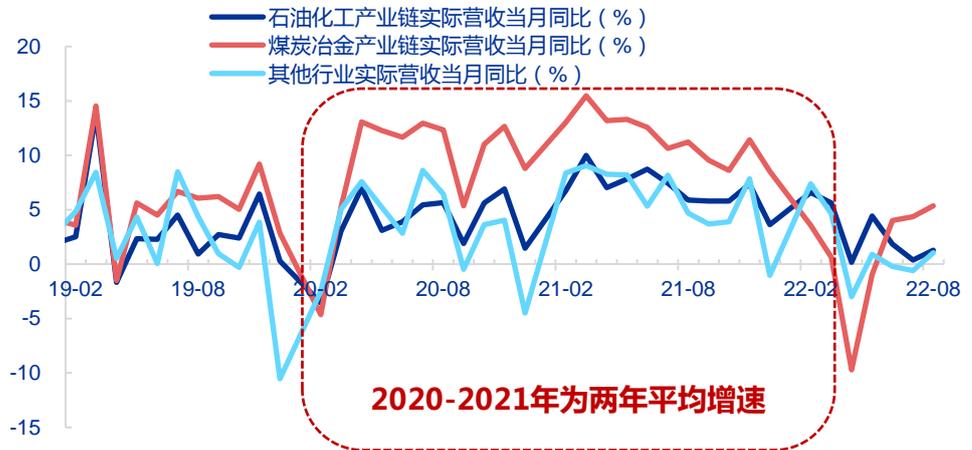
8月工业企业营收增速下行1.3个百分点至5.8%，但主因8月PPI加速回落的影响，剔除PPI后工业企业营收实际增速反而回升0.6个百分点至1.6%，显示8月基建投资加速稳增长、中下游制造业投资旺盛、汽车拉动商品消费需求温和恢复的共同带动下，整体工业品需求仍在恢复趋势中。分结构看，名义营收增速回落较多的也是与PPI回落对应的行业，譬如石油化工产业链营收增速回落2.4个百分点至5.3%，煤炭冶金产业链营收增速回落1.1个百分点至6.2%，而更靠近下游的其他行业营收增速反而回升1.3个百分点至4.9%。

图 2：8 月工业企业名义营收增速回落，石油化工、煤炭冶金产业链回落明显



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 3：8 月工业企业实际营收增速趋于回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

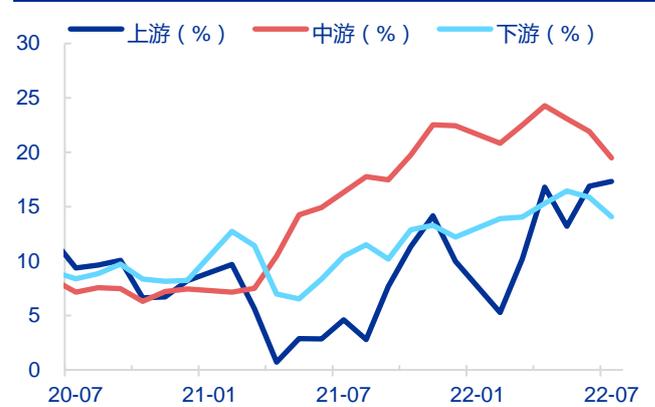
与此同时，8 月产成品存货同比回落 2.7pct 至 14.1%，工业品需求的整体恢复在逐步消化此前过高库存，但当前库存整体水平仍高，会对后续工业生产恢复强度构成持续约束。

图 4：8 月产成品库存同比回落



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 5：截止 7 月上中下游产成品库存同比



资料来源：CEIC，申万宏源研究

三、石化中下游成本率仍在滞后上行，但近期油价大幅回落已带动上游成本率下行，同时煤炭冶金产业链成本率持续改善、凸显煤炭增产保供积极效果。

8月工业企业成本率仅小幅回落7bp至85.7%，同比增量扩大16bp至156bp，是导致8月工业企业利润恢复偏慢的核心原因。分结构看，石油化工产业链成本率继续上行42bp至84%，主因石化中下游成本率仍在反映之前油价冲高的滞后传导，石油加工（+121bp至90.8%）、化学原料制品（+135bp至86.5%）成本率仍在上行。但伴随油价6月下旬以来持续回落，8月上游石油开采成本率（46.4%）较6月大幅被动抬升337bp，油价回落的影响已传导至石化产业链上游，这也意味着后续石化产业链成本增量压力空间已较小。另一方面，伴随国内煤炭增产保供持续强化，以及基建投资加速稳增长，煤炭冶金产业链成本率趋于回落（-11bp至87.1%）。

图6：国际油价向石化上游成本率传导滞后半个月



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图7：油价滞后1个半月影响石化中下游成本率

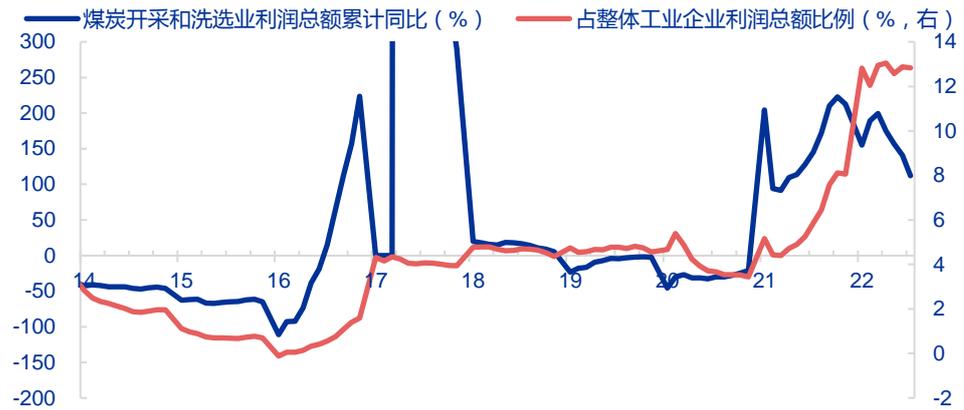


资料来源：CEIC，申万宏源研究

四、煤炭增产保供力度加大继续压低煤炭开采业利润增速，但工业利润总额增长缓慢，上游利润占比维持高位。

利润过度向上游集中的态势，可能会持续抑制制造业生产积极性。今年以来特别是近几个月煤炭增产保供政策坚定执行，煤价8月再度有所回落，煤炭开采和洗选业前8个月利润累计同比增速下行28.6个百分点至112%，但由于工业企业整体利润增长缓慢，煤炭开采和洗选业占工业企业利润总额之比仅由7月的12.9%小幅回落至8月12.8%，仍处于较高水平。当前煤价水平下，中下游制造业企业生产积极性仍受到一定的抑制。

图 8：1-8 月煤炭开采和洗选业利润占整体工业利润比例仍维持高位



资料来源：CEIC，申万宏源研究

五、全球能源供给加快恢复带动油价持续回落，四季度成本增量压力相对有限，利润增速能否延续改善将取决于工业品整体需求

6 月中旬原油价格短线飙升之后，在欧盟对俄乌制裁的过渡期内，国际市场油气供给实际上是稍好于市场担忧程度的，8 月全球原油供应量继续上行 70 万桶/日至 10130 万桶/日，已达到历史新高。同期油价中枢已经降至接近俄乌冲突前水平，这也意味着目前成本压力的唯一来源——仍在反映前期油价冲高滞后上行的石化中下游成本率，后续进一步上行空间已相对较小，上游成本率也已在反映油价回落的影响，预计后续整体石化产业链成本压力有望减轻。与此同时，煤炭冶金产业链成本率已在下降、凸显能源保供的积极效果。预计四季度成本对利润的拖累将趋于收窄。另一方面，伴随基建投资加速发挥稳增长效果，低于 0.7% 的低息贷款与 2000 亿专项再贷款支持四季度设备更新改造投资，以及“保交楼”政策近期持续发力，加快稳定已预售项目融资，加速实现施工环节“去库存”，9 月后地产投资同比降幅也有望恢复性收窄。疫情精准防控仍有望保障商品消费的内生恢复趋势，整体工业品需求亦有望延续逐步回补态势。

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。