

2021 年将是工业企业盈利大年

——暨工业企业利润分析框架

宏观专题研究

2021 年 2 月 25 日

报告摘要：

月度公布的工业企业利润指标是经济景气度的晴雨表，还能帮助投资者预测 A 股企业盈利的变动趋势。我们构建了工业企业利润分析框架，即工业企业利润同比 = 工业增加值同比（量）+ PPI 同比（价）+ 利润率同比，并从理论和实践上予以证明。据此判断，2021 年将成为工业企业盈利的增长大年。

● 工业企业利润变化可以拆分为三个部分：工业增加值（量）、PPI（价格）、利润率

工业增加值增速反映了工业生产实际增长速度，PPI 则代表了工业企业产品出厂价格，二者之乘积即反映企业营收。再考虑到营收利润率的影响，我们可以把每一期的工业企业利润同比增速拆分为，工业增加值同比 + PPI 同比 + 利润率同比。从理论上和实践上，这一拆分公式都能得到很好的验证。研究工业企业利润就是观察这三个分项的变化，并进一步深挖它们变化背后的原因。

● 我们把工业企业中的 41 个行业根据在产业链中的位置划分为上游、中游、下游

上游：重要资源和原材料的采掘，位于产业链的开始端，又称为上游采掘；

中游：以上游采掘业提供的原材料进行再加工，又称为中游原材料加工业；

下游：用中游产业提供的半成品作为原料进行深加工后，供应消费市场，下游又进一步分为较为靠近中游的下游制造业和离终端消费更接近的下游消费品。

在终端需求强劲的情况下，下游行业会首先受益，利润上涨，量价双升，随后利润会传导至中游，以及上游行业。而当供给端受到冲击时，上游和中游行业会受到较大影响，但利润能否向下游传导决定于终端需求。

● 2021 年将是工业企业盈利大年

2021 年 1 月至今，工业品价格延续上行，预计提振中上游行业利润。在国内经济稳定增长，叠加海外经济复苏的共振下，原材料价格有望继续受到提振。中上游行业，如石油、化工、有色等相关行业，将受益于 PPI 的上涨。财政刺激叠加疫苗接种，欧美经济加速复苏。海外的生产相关需求旺盛，预计将继续拉动国内原材料、高新技术产品等领域的出口。此外，近年随着疫情继续受控，居民的储蓄意愿有望回落，终端需求的崛起有利于下游利润的提升。

我们判断，2021 年将成为工业企业盈利的增长大年，从月度走势看，预计利润总额月度同比呈“前高后低”的走势。

● 风险提示：

政策调控力度超预期，海外疫情超预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

相关研究

目录

1 工业企业利润指标简介	3
1.1 工业企业利润指标是什么？	3
1.2 “规模以上工业”统计口径的变化	3
1.3 为什么要看工业企业利润数据？	4
2 工业企业利润分析框架	6
2.1 工业增加值对企业利润的影响	6
2.2 PPI 对企业利润的影响	7
2.3 利润率对企业利润的影响	8
2.4 工业企业利润三因素框架	9
3 工业企业利润结构特征	11
3.1 上中下游行业如何划分	11
3.2 上中下游行业利润如何传导	12
4 2021 年企业利润展望	14
4.1 2020 年工业企业利润呈逐季走高的态势	14
4.2 2021 年工业企业利润增速有望延续高增长	14
5 附录：工业企业利润三因素分析的数学证明	17
6 风险提示	17

1 工业企业利润指标简介

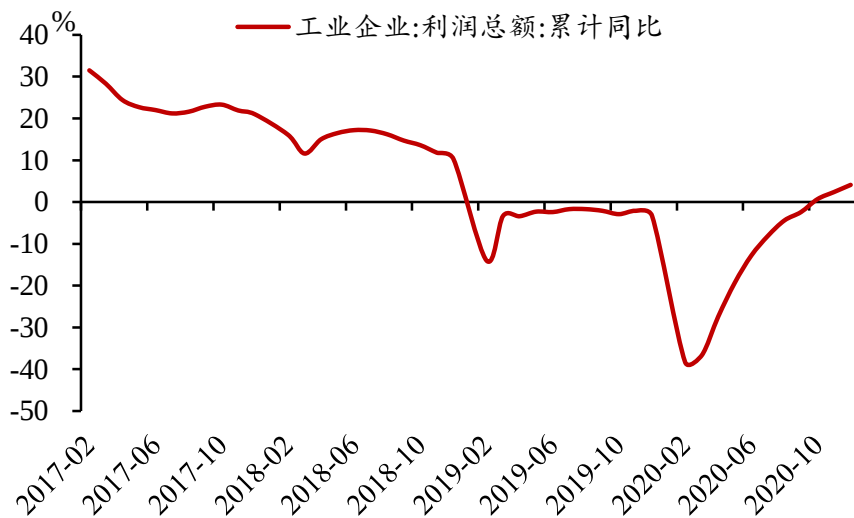
1.1 工业企业利润指标是什么？

统计范围：规模以上工业企业，即年主营业务收入为 2000 万元及以上的工业法人单位。

调查方法：规模以上工业企业财务状况报表按月进行全面调查(1 月份数据免报)。

发布机构为国家统计局，公布时间为次月 27 日（1 月份除外）。规模以上工业对监测工业经济短期运行变化具有足够的代表性，而且调查频率高，时效性强。

图 1：工业企业利润同比走势

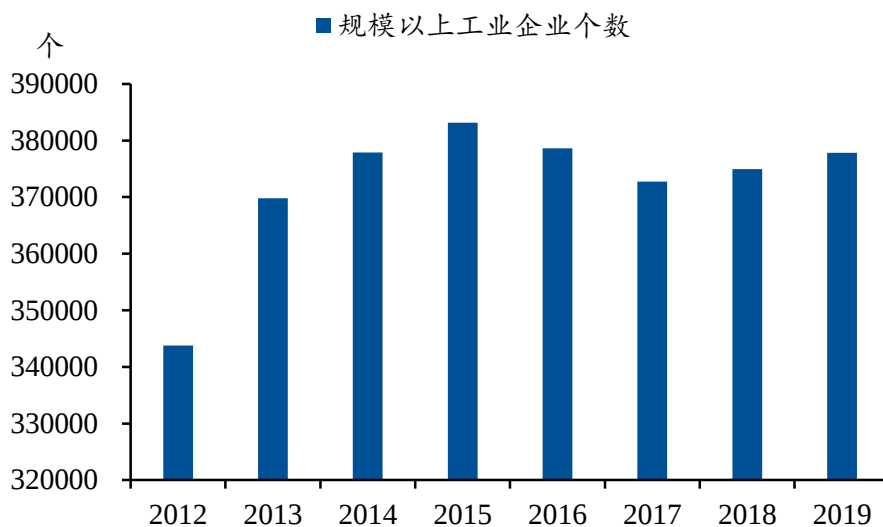


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 “规模以上工业”统计口径的变化

工业企业的经营状况并非一成不变，而是处于动态的变化之中。因此，依据年营业收入 2000 万元的标准，每年规模以上企业的样本库都会发生一定的变化。具体来说，有些企业过去虽然不在样本库里，但上一年度的主营业务收入超过 2000 万元，则下一年度就会纳入统计；有些企业在上一年度虽然是样本库企业，但当年的企业主营业务收入低于 2000 万元，甚至是关停破产，则在下一年度就会被剔除出样本库。在这一动态调整机制的作用下，每年有部分企业达到规模标准纳入调查范围，也有部分企业因规模较小而退出调查范围，还有新建投产企业、注（吊）销企业等变化。

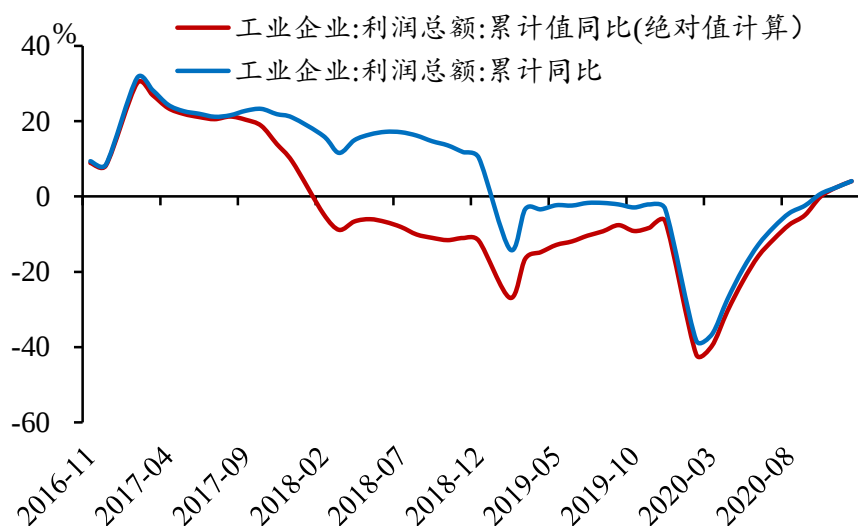
图 2：规模以上工业企业个数



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

工业企业利润同比不可单纯用每期公布的绝对值进行计算。“规模以上工业”统计口径每年出现变化也意味着如果用不同年份的工业企业利润数据（绝对值）计算增速，会出现统计口径不可比的问题。为此，国家统计局会要求进入样本库的企业在报送当期数据的同时，也要上报上一年度的同期数据，以便进行汇总比较，并进行“可比口径的增长率”的计算。所以工业企业利润同比不可单纯用每期公布的绝对值进行计算。

图 3：工业企业利润同比不可单纯用绝对值计算



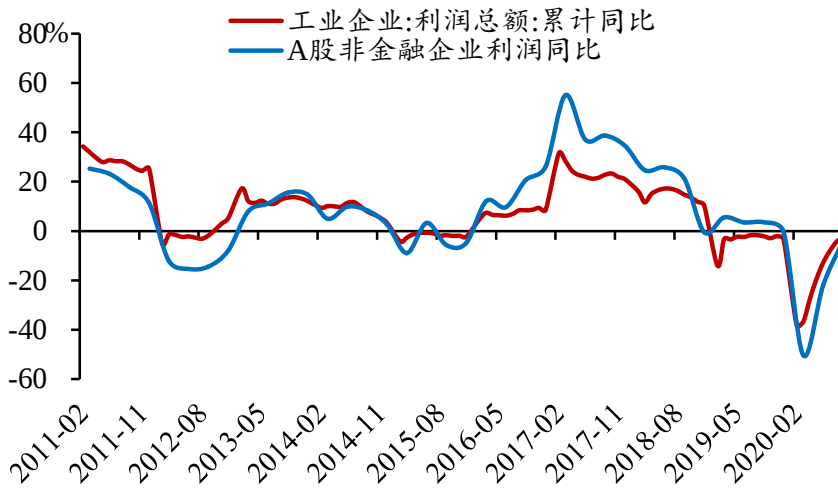
资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 为什么要看工业企业利润数据？

工业企业利润增速是经济景气度的晴雨表，还能帮助投资者预测 A 股工业企业盈利的变动趋势。工业利润同比增速，反映了工业经济运行走势特别是工业经济短期运行状况，同时也是判断经济景气程度的重要指标。此外，工业企业利润与 A 股非金融企业利润的同步性较高。月度发布的工业企业利润数据相对于季度发布的上市公司利润数据，

时效性更高，因此工业企业利润数据可以帮助我们预测企业盈利的变动趋势，投资者能够精准地把握投资机会。

图 4：工业企业利润同比与 A 股非金融企业利润同比走势相近



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 工业企业利润分析框架

2.1 工业增加值对企业利润的影响

工业增加值增速反映工业生产实际增长速度。工业增加值是指工业企业在报告期内以货币形式表现的工业生产活动的最终成果；是工业企业全部生产活动的总成果扣除了在生产过程中消耗或转移的物质产品和劳务价值后的余额；是工业企业生产过程中新增加的价值。工业生产总值其实就是 GDP 中工业部分，国民经济各行业的增加值之和则为最终的国内生产总值（GDP）。

月度工业增加值数据有以下 3 个重点：

- (1) 与工业企业利润相同，只统计规模以上工业企业
- (2) 2004 年至今，采用价格指数缩减法将现价工业增加值转换为不变价。以不变价计算的增加值增速反映扣除价格变动因素影响后工业生产实际增长速度。
- (3) 只公布增速，不公布绝对值

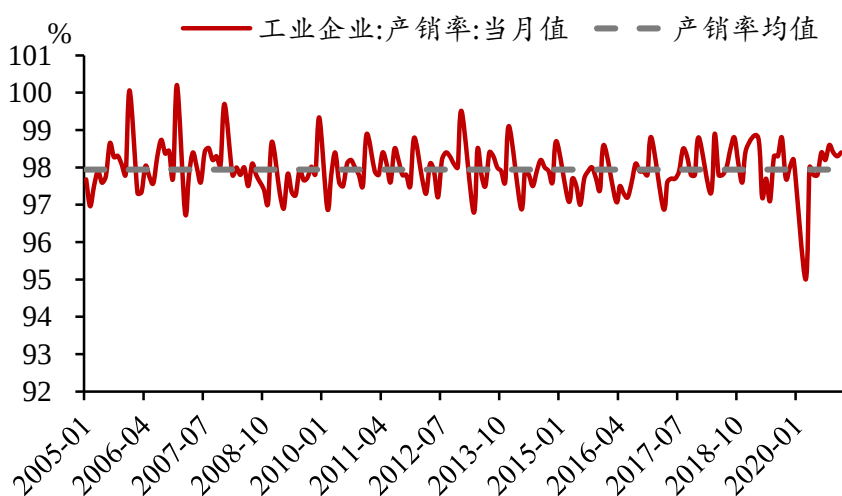
表 1：工业增加值核算方法与计算公式

GDP 核算方法 ^① 计算公式 ^②	
生产法 ^③	工业增加值=工业总产值-工业中间投入+本期应交增值税 ^④
收入法 ^⑤	工业增加值=固定资产折旧+劳动者报酬+生产税净值+营业盈余

资料来源：《中国主要统计指标诠释》，民生证券研究院

工业增加值增速反映了剔除价格变动因素后工业企业营收的变化。工业企业营收，与工业企业总产值和产销率的乘积基本等价。自从 2005 年至今，产销率围绕均值 98.0% 浮动且较为稳定，因此工业企业营收和工业企业总产值的数值也较为接近。前文提出，工业增加值增速反映了工业生产实际增长速度，所以也可以说，工业增加值增速反映了剔除价格变动因素后工业企业营收的变化。

图 5：2005 年以来产销率较为稳定

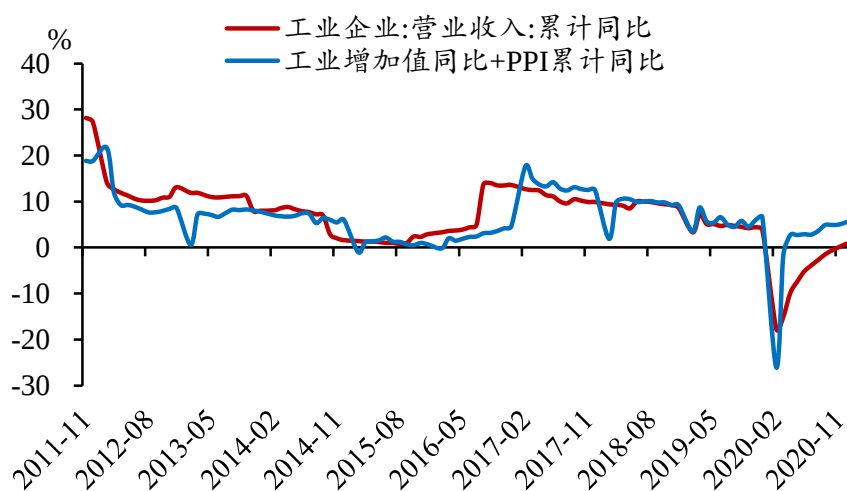


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 PPI 对企业利润的影响

PPI 反映了工业企业利润增长中，价格的影响。在计算工业增加值时，PPI（生产价格指数）即为所使用的价格缩减指数。从另一个维度看，PPI 也是衡量工业企业产品出厂价格变动趋势和变动程度的指数。在工业增加值中还原价格因素的变化，可以得出工业企业营收同比增速=工业增加值同比+PPI 同比。从历史数据可以观察到，工业增加值增速+PPI 同比，和工业企业营收增速拟合度较高，也佐证了这一结论。总而言之，工业增加值反映了量，PPI 则反映了价。

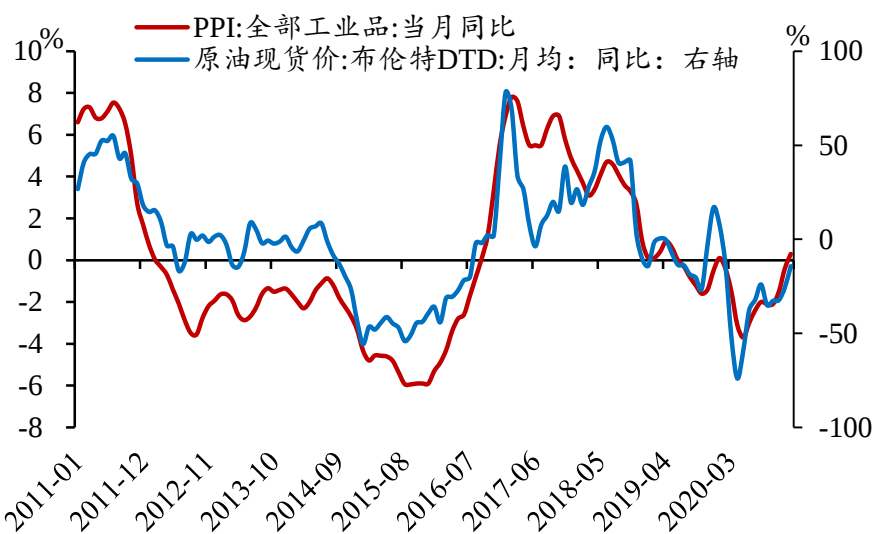
图 6：工业增加值增速+PPI 同比和工业企业营收增速拟合度较高



资料来源：Wind，民生证券研究院

值得注意的是，PPI 的变化与原油价格的涨跌有着密切的关系。一是原油是众多工业品的原料，且原油及其相关产品在 PPI 中的权重较大，例如燃油、塑料、合成橡胶、纺织产品、化学原料等；二是原油作为最重要的大宗商品能够很好地反映全球需求，工业品的价格也最终取决于需求，因此原油价格的走势能够在大多数情况下代表工业品价格整体的变化。2020 年 4 月至 10 月，由于原油价格的大幅下跌，PPI 同比持续为负，一定程度上拖累了工业企业利润的恢复。

图 7: PPI 的变化与原油价格的涨跌关系密切



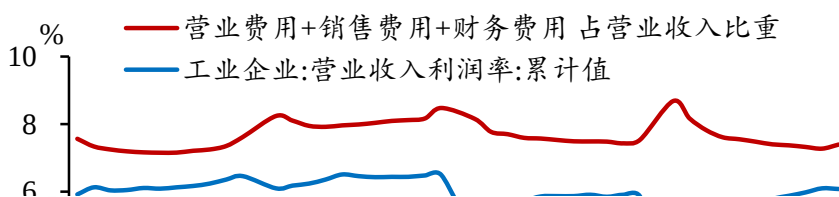
资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.3 利润率对企业利润的影响

工业企业利润和利润率的关系可以用, $\text{利润} = \text{营业收入} \times \text{利润率}$, 这一公式来归纳。

工业企业利润率的变化可以用工业企业营业收入利润率这一指标跟踪。工业企业利润等于营业收入扣除营业成本、管理费用、销售费用、财务费用。因此观察成本以及各项费用也可以帮助我们更好的理解利润率的变化。2017 年以来, 营业成本占营业收入比重均值为 84.6%, 三项费用之和占比均值为 7.7%。2019 年开始, 减税降费政策频出, 费用的下降一定程度上解释了利润率的上升趋势 (除去 2020 年 2 月至 4 月疫情大范围爆发导致工业生产受阻的时间段)。

图 8: 费用占营收的比重部分解释了利润率的变化



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_17916

