



Research and
Development Center

盈利驱动：周期和成长两条腿走路的逻辑

2021年7月14日

解运亮

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

联系电话: +86 15502128053

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

盈利驱动：周期和成长两条腿走路的逻辑

2021年7月14日

摘要：

- **从宏观到微观：利用工业企业利润预测上市公司业绩。**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而言，时效性更高，因此可以帮助我们预测上市公司盈利的变动趋势。历史数据显示，工业企业利润与A股非金融企业利润的同步性较高。我们进一步用各行业上市公司的利润数据与统计局公布的月度数据，进行回归计算，得到了33个行业的拟合优度和回归系数。其中，拟合系数较高的行业意味着月度利润数据对该行业上市公司利润的预测能力较强，而回归系数较高意味着当整体利润增速为正时，该行业上市公司的盈利能力要好于行业整体情况。我们筛选出了两个参数皆高的行业，这些行业的月度企业盈利数据对投资具有较强的指导作用。其次，我们结合1-5月数据对它们的半年报进行了预测。
- **工业企业利润预测方法论：三因素框架。**前文提出可以通过工业企业利润增速提前把握上市公司的业绩走向，本部分介绍如何更进一步，根据工业增加值（量）、PPI（价格）、利润率，预测工业企业利润的表现。工业增加值增速反映了工业生产实际增长速度，PPI则代表了工业企业出厂价格，二者之乘积即反映企业营收。再考虑到利润率的影响，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，并深挖它们变化背后的原因。
- **展望下半年：中上游延续强势，下游制造业高增长，消费品小幅回暖。**1-5月，上游采掘、中游原材料以及下游制造业利润率持续上升，驱动利润率再创历史新高。下半年煤炭以及海外定价大宗商品价格预计维持高位，支撑相关行业延续强势。中下游方面，一是疫情后下游制造业和消费品利润率整体高于疫情前，今年前5个月利润率皆超过了季节性水平；二是分析前两轮通胀，可以发现PPI登顶过后下游制造业利润率将会持续改善，尤其是计算机通信、电气设备，利润率上升幅度较大；三是2021年下半年流动性预计以稳为主，加上央行全面降准，有助于推动中下游成本费用率的继续下降。因此下游制造业有望持续高增长、消费品则会小幅回暖。此外，我们通过三因素框架对2021年工业企业利润增速进行测算后得出，2021年工业企业利润增速大概率在31-36%，大超之前的预期。
- **综合以上线索，我们认为下半年投资要把握两条主线。第一条是周期主线，重点推荐：煤炭、有色（铜、铝）、化工。第二条是成长主线，重点推荐：半导体，新能源等板块。**
- **风险因素：**疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

目录

一、从宏观到微观：利用工业企业利润预测上市公司业绩	5
1.1 工业企业利润是上市公司财报的前瞻指标	5
1.2 利用工业企业利润预测各行业上市公司业绩	5
二、工业企业利润预测方法论：三因素框架	9
2.1 工业增加值对企业利润的影响	9
2.2 PPI 对企业利润的影响	10
2.3 利润率对企业利润的影响	10
2.4 工业企业利润三因素框架	11
三、结构特征：工业企业利润的上中下游	13
3.1 上中下游行业如何划分	13
3.2 上中下游行业利润如何传导	15
四、通胀的背后：中上游以及下游制造业利润率大幅上升创历史新高	16
4.1 上半年企业利润的结构演变	16
4.2 上游、中游以及下游制造业利润率大幅上升驱动利润率再创新高	17
五、展望下半年：中上游延续强势，下游制造业高增长，消费品小幅回暖	20
5.1 下半年大宗商品维持高位，中上游利润延续强势	20
5.2 预计下游制造业利润率将有明显改善，消费品利润率逐步企稳回升	21
5.3 下半年利润增速预测	24
六、投资建议：周期和成长两条腿走路	25
风险因素	25

表目录

表 1：工业增加值核算方法与计算公式	9
--------------------------	---

图目录

图 1：工业企业利润同比与 A 股非金融企业利润同比走势相近	5
图 2：各行业拟合优度和回归系数分布	6
图 3：各行业拟合优度	7
图 4：各行业回归系数	7
图 5：根据拟合优度和回归系数对行业归类	8
图 6：各行业二季报利润预测	8
图 7：2005 年以来产销率较为稳定	9
图 8：工业增加值增速+PPI 同比和工业企业营收增速拟合度较高	10
图 9：费用占营收的比重部分解释了利润率的变化	11
图 10：价格变动对利润率影响较大	11
图 11：工业企业利润增速拆分	12
图 12：三项同比之和，与利润增速拟合程度较高	12
图 13：工业企业利润三因素框架	13
图 14：2020 年分行业利润总额排名	13
图 15：2020 年分行业利润增速排名	14
图 16：上中下游划分	14
图 17：2010 年终端需求旺盛，利润从下游向中上游传导	15
图 18：2016 年供给侧改革下上中下游 PPI 分化	15
图 19：中上游利润占比进一步提高	16
图 20：中下游利润对比 2019 年同期有所提升	16
图 21：利润率再创历史新高	17
图 22：上游、中游以及下游制造业利润率大幅上升	17
图 23：下游制造业利润率增长，下游消费品利润率边际改善	18
图 24：5 月制造业成本率下降	19
图 25：5 月消费品成本率的上升与季节性因素有关	19
图 26：制造业 PPI 环比上涨幅度	20
图 27：消费品 PPI 环比上涨幅度	20
图 28：铜、铝、煤炭价格走势	21
图 29：疫情后下游制造业利润率整体高于疫情前	21
图 30：消费品利润率高于往年水平	22
图 31：原材料购进价格和出厂价格差值回落	22

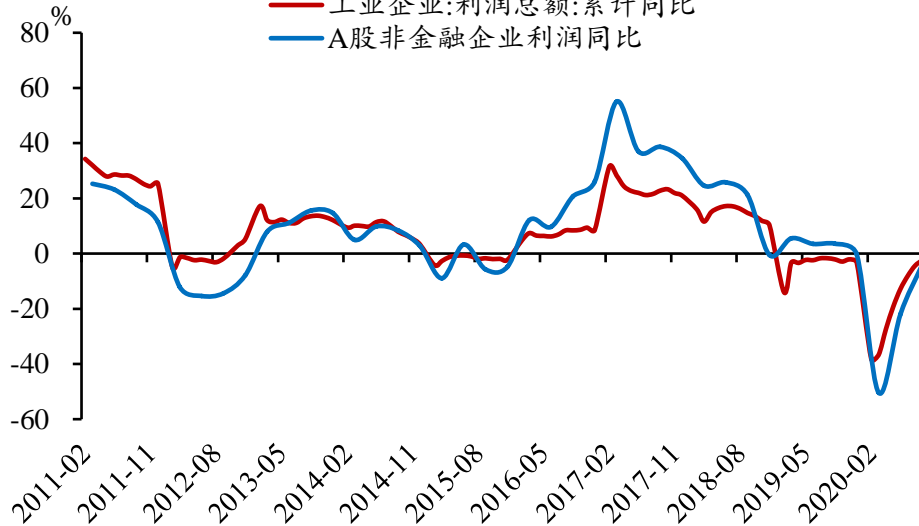
图 32: PPI 触顶后, 中上游利润率平稳或小幅下降	23
图 33: PPI 触顶后, 中下游利润率改善	23
图 34: 2016 年国内流动性逐步收紧, 2021 年较为宽松	24
图 35: 下半年利润增速预测	24
图 36: 中信风格指数	25

一、从宏观到微观：利用工业企业利润预测上市公司业绩

1.1 工业企业利润是上市公司财报的前瞻指标

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。

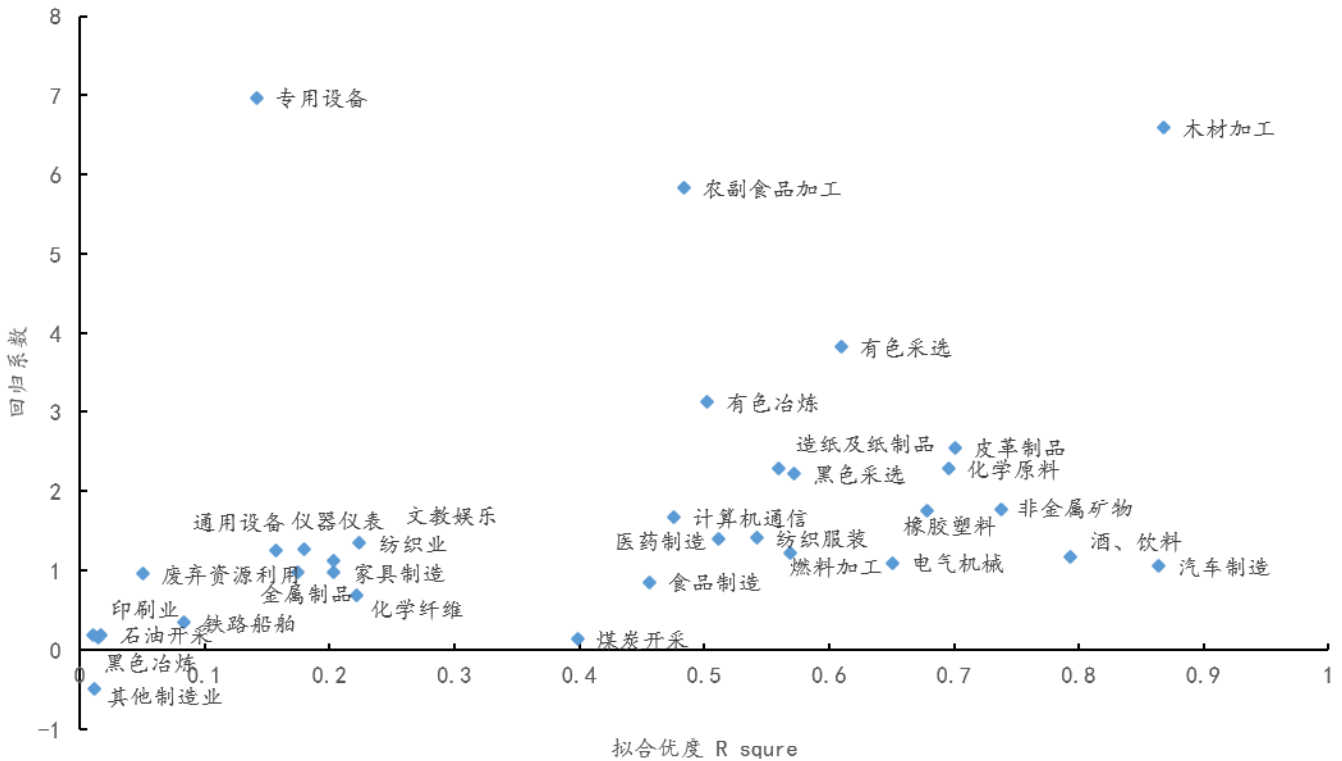
图 1：工业企业利润同比与 A 股非金融企业利润同比走势相近
 — 工业企业:利润总额:累计同比
 — A股非金融企业利润同比



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 利用工业企业利润预测各行业上市公司业绩

我们进一步用各行业上市公司的利润数据与统计局公布的月度数据，测算两者的拟合性。首先，我们汇总了 2015 年至 2020 年 A 股各行业上市公司每季度公布利润数据。考虑到各个时期数据的可比性，需要剔除 2015 年至 2020 年内新上市的公司。其次，构建最小二乘法线性回归模型，各行业上市公司的利润总额累计同比为应变量，统计局公布的各行业利润总额累计同比为自变量。

图 2：各行业拟合优度和回归系数分布


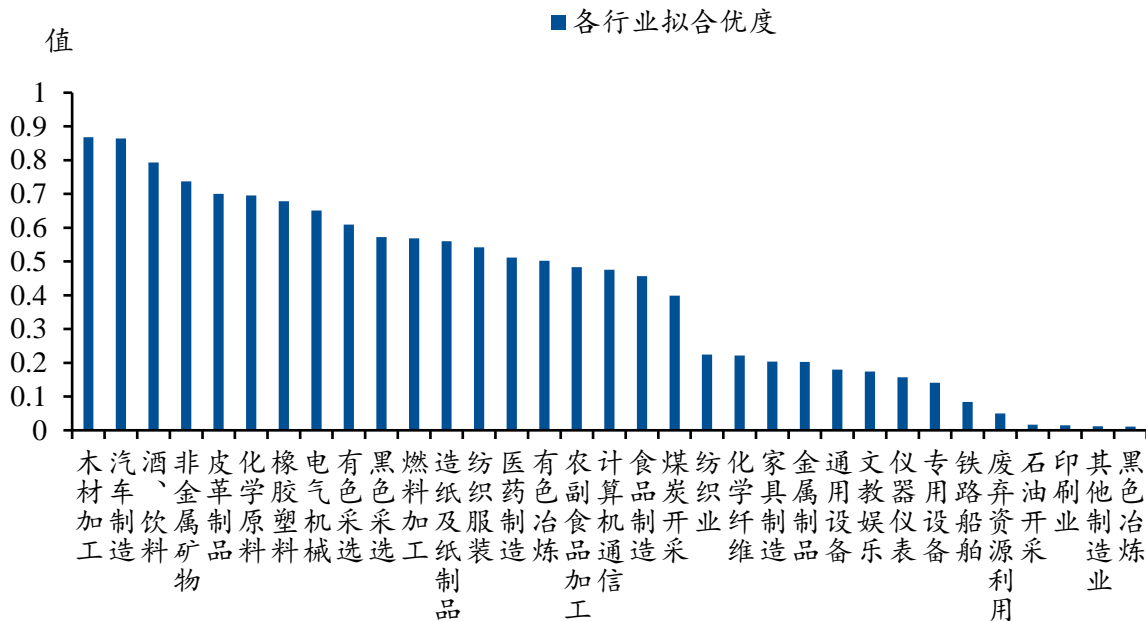
资料来源：万得，信达证券研发中心

说明：前一年同期利润为负的情况排除在回归样本之外。

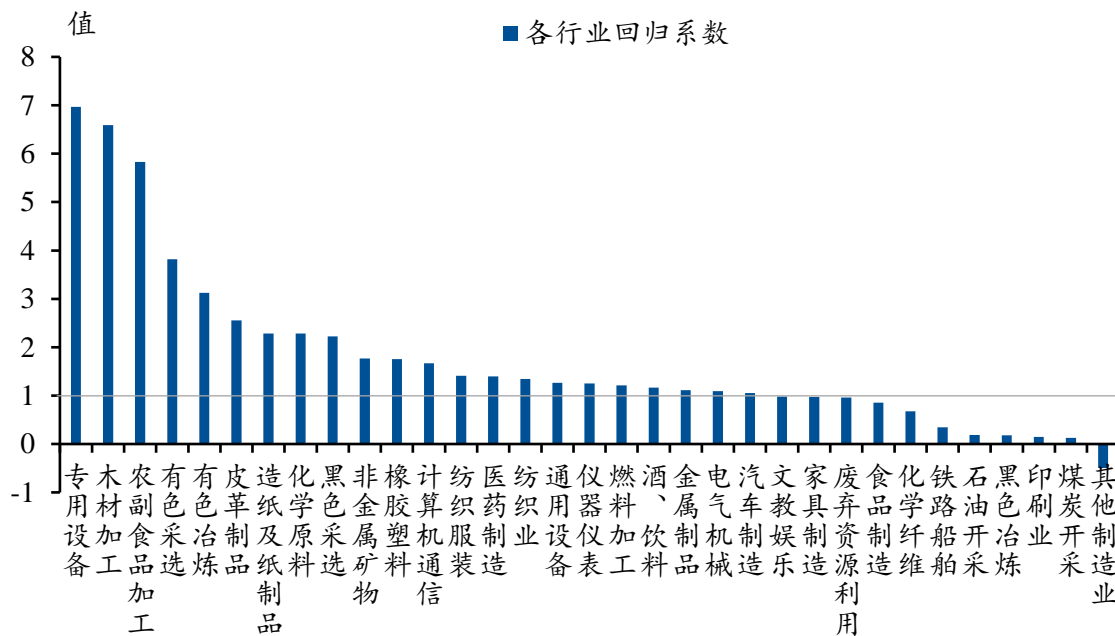
除去烟草制品业和金属制品修理业没有上市公司，以及非金属矿物采选数据不足，我们得到了 33 个行业的拟合优度和回归系数。我们判断，拟合优度和行业的集中度有关，回归系数的大小反映的是行业内部的分化。

有 9 个行业的拟合优度高于 0.6，这些行业的利润总额对上市公司的盈利情况解释力较强，10 个行业拟合优度在 0.6 与 0.3 之间，有一定解释力。而 14 个行业的拟合优度小于 0.3，说明部分行业整体利润走势和上市公司的利润走势一致性较低。理论上，拟合优度和行业的集中度有关，集中度越高的行业拟合度越高。

回归系数方面，回归系数大于 1 的行业，在整体行业盈利增速为正时，行业利润的提升意味着上市公司盈利有更为显著的上升，利润增速为负时，则反之。回归系数越大，上市公司盈利相对于行业整体越好。33 个行业中，有 9 个行业回归系数大于 2，13 个行业回归系数在 2 与 1 之间，11 个行业小于 1。可以看出在大多数行业，上市公司的盈利能力要强于非上市公司。

图 3：各行业拟合优度


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：各行业回归系数


资料来源：万得，信达证券研发中心

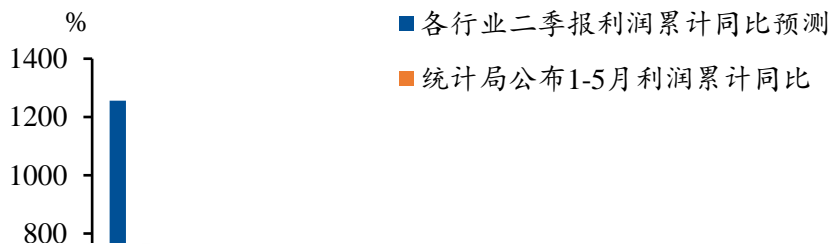
按照拟合优度和回归系数的大小，我们对行业进行归类。下图中左上方红框中的行业，月度利润数据对上市公司利润的预测能力较强，且上市公司的盈利能力要好于行业整体情况，因此对投资具有较强的指导作用。其中，有色采选、皮革制品、木材加工、化学原料的拟合优度和回归系数均在较高区间。

图 5：根据拟合优度和回归系数对行业归类

		拟合优度		
		$R^2 \geq 0.6$	$0.6 > R^2 \geq 0.3$	$R^2 < 0.3$
回归系数	$Coefficient \geq 2$	有色采选 皮革制品 木材加工 化学原料	黑色采选 农副食品加工 造纸及纸制品 有色冶炼	专用设备
	$2 > Coefficient \geq 1$	酒、饮料 橡胶塑料 非金属矿物 汽车制造 电气机械	纺织服装 燃料加工 医药制造 计算机通信	纺织业 金属制品 仪器仪表
	$Coefficient < 1$	无	煤炭开采 食品制造	石油开采 家具制造 印刷业 文教娱乐 化学纤维 黑色冶炼 铁路船舶 其他制造业 废弃资源利用

资料来源：万得，信达证券研发中心

结合 1-5 月工业企业利润的增速与上文的模型，我们不妨对预测有效性较强的各行业上市公司二季报的情况做一次预测。从利润增速的表现来看，有色冶炼、化学原料、有色采选、黑色采选、造纸等行业上市公司利润同比预计较高，酒饮料、纺织服装、皮革制品利润同比较低。需要注意的是，对比上市公司的盈利预测与统计局公布的利润累计同比，有色采选、木材加工、非金属矿物、农副食品加工这几个行业的上市公司盈利数据预计大幅好于行业整体。

图 6：各行业二季报利润预测


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_22227



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>