



2020年08月21日

## 宏观研究

## 工业数据分析手册(二): 工业企业财务数据

## 投资要点

**分析师：李奇霖**

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@ykzq.com

**分析师：张德礼**

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@ykzq.com

**研究助理：聂政**

电话：

邮箱：niezheng@ykzq.com

**近期报告**

《评7月官方PMI》2020-07-31

《CPI同比将再度走低》2020-08-10

《一文看懂内循环》2020-08-11

《双循环新格局背景下的宏观调控政策取向》2020-08-14

《经济复苏还没结束》2020-08-14

**工业数据分析手册(二): 工业企业财务数据**

本文是工业企业数据分析手册第二篇，主要介绍工业企业财务数据。透过营收利润、资产负债等财务数据，可以系统地把握工业企业财务变化趋势。

分析从两个维度展开：一是分析利润表，重点是工业企业利润，它直接反映了工业企业的盈利状况，我们将从总量、行业结构、企业类型等角度对它进行解读；二是资产负债表分析，重点是工业企业产成品存货数据，它背后反映了供需关系变动，我们将从库存周期的角度对它进行解读。

风险提示：工业企业财务数据统计误差。



## 目 录

一、初识工业企业财务数据 .....	4
二、工业企业利润表解读 .....	5
(一) 工业企业利润表结构分析 .....	5
(二) 工业企业利润数据分析 .....	7
1、如何从总量角度进行观察？ .....	7
2、如何从行业角度进行观察？ .....	9
3、如何从企业类型角度进行观察？ .....	14
4、再议 2018 年的数据分歧 .....	17
三、工业企业资产负债表数据解读 .....	19
(一) 工业企业资产负债表结构分析 .....	19
(二) 工业企业产成品存货数据分析 .....	22
1、产成品存货与库存周期 .....	22
2、中国历史库存周期分析 .....	25
3、行业库存周期的分化 .....	27

## 图表目录

图表 1：工业企业财务数据和企业资产负债表、利润表（简化版）的对应 .....	4
图表 2：成本率和费用率之间有一定的对冲关系 .....	6
图表 3：统计局工业企业营收同比与 A 股工业企业营收同比走势相符 .....	7
图表 4：统计局工业企业利润总额同比与 A 股工业企业利润总额同比走势相符 .....	7
图表 5：工业企业营收同比，和工业增加值+PPI 同比走势吻合 .....	8
图表 6：工业企业利润同比可拆分为工业增加值、PPI 及营业收入利润率的同比 .....	9
图表 7：2019 年前 20 大工业行业利润总额占比 .....	10
图表 8：工业企业利润同比可拆分为上中下游利润同比 .....	11
图表 9：PPIRM、PPI 生产资料的波动要明显大于 PPI 生活资料和 CPI 非食品项 .....	12
图表 10：2015 年末到 2017 年年中，上中下游各行业的的营收利润率变动情况 .....	13
图表 11：下游行业的营收利润率除了季节性波动外，各年度的变化很微弱 .....	14
图表 12：《企业登记注册类型对照表》中的部分内容 .....	15
图表 13：年度工业财务数据中的 9 大类企业，与月度工业财务数据中的 4 大类企业的对应关系 .....	16
图表 14：国有控股企业的利润总额累计同比波动，明显大于其他类型企业 .....	17
图表 15：2018 年用累计值计算的同比与官方公布的累计同比明显分化 .....	17
图表 16：国企的利润同比没有出现数据变异，私企则非常明显 .....	19
图表 17：调整前后的工业企业资产负债率对比 .....	20
图表 18：21 世纪以来的国企、私企资产负债率对比 .....	20
图表 19：工业企业流动资产同比、总资产同比略滞后于营收同比 .....	21
图表 20：工业企业资产的流动性在增强 .....	21
图表 21：经数据调整前后的产成品周转天数对比 .....	22
图表 22：经数据调整前后的应收账款平均回收期对比 .....	22



图表 23：包含了价格因素的产成品存货同比变动.....	23
图表 24：库存周期变动略滞后于经济周期的变动.....	24
图表 25：营收同比+产成品存货同比刻画的中国库存周期.....	25
图表 26：五大主要需求中，2016 年以来主要是房地产和出口有所回升，其他需求相对低迷.....	26
图表 27：截至 2019 年底，各行业所处的库存周期位置.....	27
图表 28：汽车销量领先于汽车制造业产成品存货，并且在 2019 年出现缓慢回温.....	28
图表 29：各行业在疫情期间的库存积压速度以及疫后的库存去化速度.....	29
图表 30：医药制造业的库存周期.....	30
图表 31：计算机通信及电子设备制造业的库存周期.....	30
图表 32：上中下游行业的库存周期在 2016 年后的同步性大大减弱.....	31
图表 33：煤炭、钢铁等部分工业行业的库存周期已经变得更碎片化了.....	31



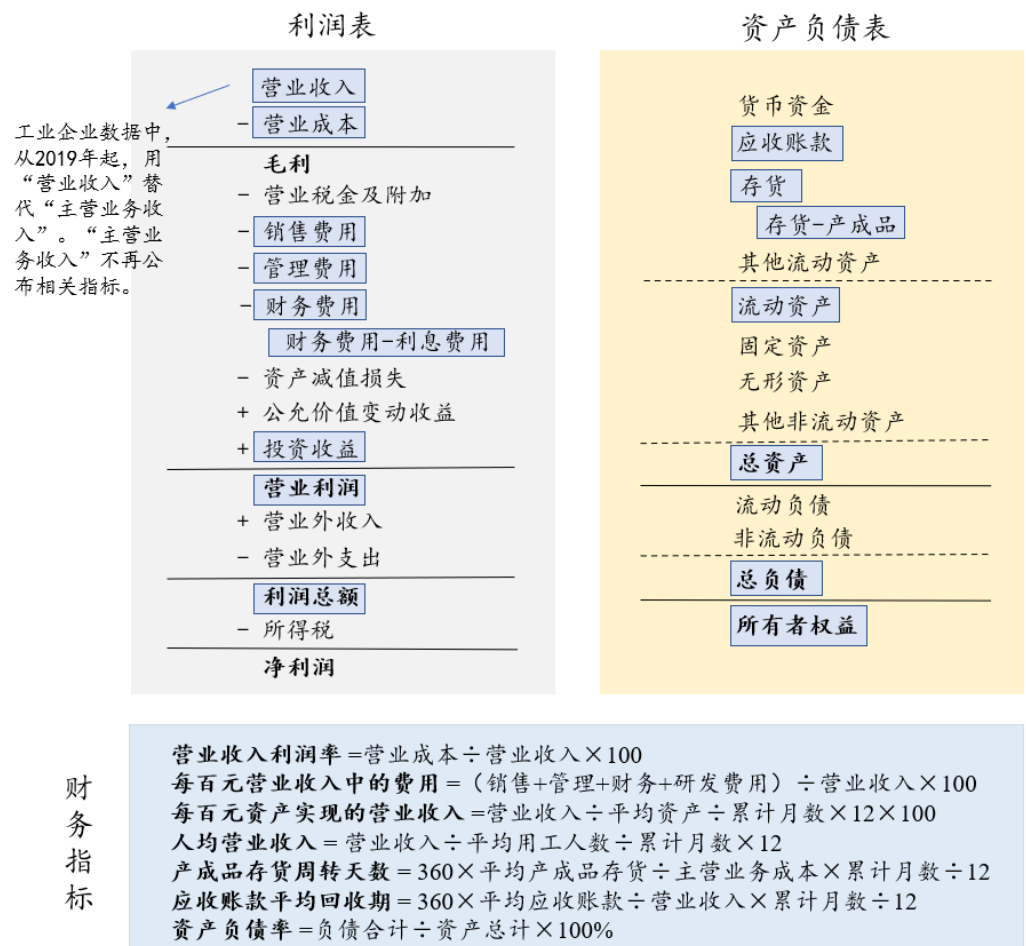
本文是工业企业数据分析手册第二篇,主要介绍工业企业财务数据。透过营收利润、资产负债等财务数据,可以系统地把握工业企业财务变化趋势。

分析从两个维度展开:一是分析利润表,重点是工业企业利润,它直接反映了工业企业的盈利状况,我们将从总量、行业结构、企业类型等角度对它进行解读;二是资产负债表分析,重点是工业企业产成品存货数据,它背后反映了供需关系变动,我们将从库存周期的角度对它进行解读。

## 一、初识工业企业财务数据

在《工业数据分析手册(一)》中,我们详细介绍了工业增加值。除了工业增加值,工业企业数据中,市场通常还很关注它的财务数据。下图展示了统计局披露的主要工业企业财务数据(蓝底方框内)。

图表1:工业企业财务数据和企业资产负债表、利润表(简化版)的对应



资料来源:《工业统计报表制度》、国家统计局、粤开证券研究院(注:蓝色方框中为统计局主要披露的工业企业财务数据)

这些财务数据,相当于简化版的企业利润表指标、资产负债表指标+财务分析指标,除资产、负债、营收、利润等数据外,还包括利润率、存货周转天数等指标。对于了解基础会计知识的读者而言,这些指标应该不会陌生。

它们的统计方式也比较简单,企业在国家联网直报系统中,填报自己的财务数据,然后再由统计局直接汇总而成。因此这些指标的含义,和它们在会计里的概念范畴也没



有什么差别。由于核算流程简单，我们这里也不做过多介绍。

有些工业企业财务数据，比如利润，会同时公布绝对值和同比增速。需要注意的是，它们也是一项针对规模以上工业企业的统计，所以和工业增加值一样，也会受每年规模以上企业名单变动的影响，带来口径不可比的问题。

因此，尽管统计局公布了绝对值，但如果直接用绝对值来计算同比增速，会和官方调整后公布的同比存在差异。这种差异，在大多数时候很小，但在部分时间段可能会比较大，具体的我们在下文会再提到。

## 二、工业企业利润表解读

### （一）工业企业利润表结构分析

我们完全可以用理解公司利润表的方式，来理解统计局的工业企业利润表数据。

1) 营业收入大家都很清楚，它是工业企业销售产品所获得的收入。

2) 营收扣除营业成本，再减去税金、期间费用、资产减值损失等成本费用科目，基本就得到了营业利润。

3) 营业利润加上营业外净收入，约等于利润总额。

4) 利润总额扣除企业所得税，就得到了净利润。

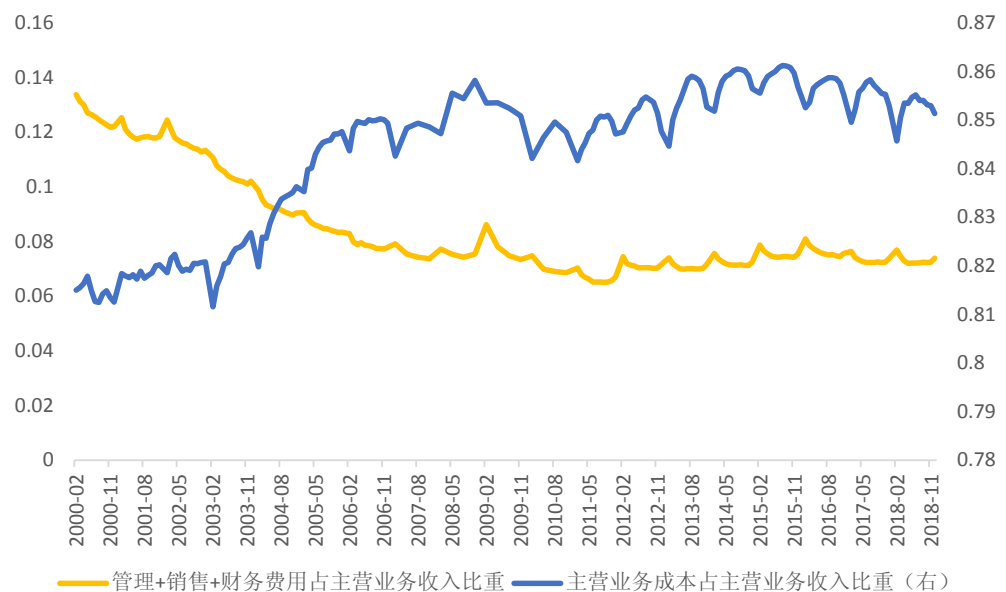
目前统计局披露的利润表数据主要有营业收入（主营业务收入）、营业成本（主营业务成本）、管理费用、销售费用、财务费用以及利润总额。2019年后稍有调整，主营业务收入（成本）被营业收入（成本）替代，前者不再公布相关指标，不过因为两者差距比较小，所以两个指标直接衔接起来即可，对分析的影响不大。

此外，尽管统计局还披露了投资收益、营业利润这两个指标，但它们的披露时间都比较短，从2018年开始才有数据，所以我们一般不太看。

2000年到2018年，营业成本占营收比重平均在85%左右，管理+销售+财务费用占营收比重平均约8.5%。前者总体呈现出上升趋势，而后者则呈现出下降趋势，它们互相形成了某种对冲关系。扣除完成本、费用，剩下的利润总额占营收比重（营收利润率）则平均约为5.5%。



图表2：成本率和费用率之间有一定的对冲关系



资料来源：国家统计局、粤开证券研究院

在所有利润表数据中，市场比较关注工业企业营收、利润数据，其中又以利润总额同比，最受市场关注，因为它比较直接地反映了工业企业盈利状况（本来判断企业盈利的最直接指标应当是净利润，但由于统计局未披露工业企业净利润数据，所以只能用利润总额来代替）。

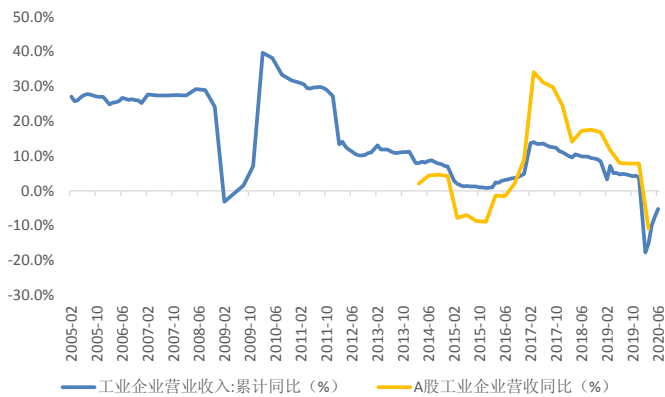
营收、利润总额作为常用会计概念，对投资者而言非常熟悉。同时，这些指标还可以和 A 股的微观数据相联系，进而对投资产生比较直接的指导意义。

通过下图可以看出，工业企业的营收、利润指标，和 A 股工业类上市公司的营收、利润增速之间，有着很好的拟合性。

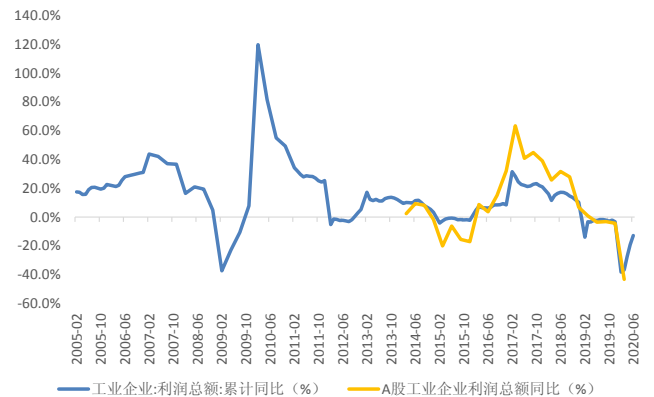
统计局发布的工业企业利润指标是月度数据，相较于上市公司按季度发布的财报数据，时效性更高。宏观口径下数据和 A 股数据之间的高同步性，意味着我们可以用统计局数据来预判 A 股工业类上市公司的盈利数据。

例如 2020 年 2 季度，统计局公布的工业企业营收、利润累计同比明显反弹，基本上就可以提前判断工业上市公司的二季度盈利数据也会好转。而这些工业类上市公司数量占整个 A 股上市公司的 68%，市值占 57% 左右，影响力不小。

我们知道，股票价格=EPS×PE。PE 是市盈率，反映估值，而 EPS 是每股收益，反映企业盈利能力。若将利润总额增速近似地看成 EPS 增速，那么分析宏观口径下的工业企业利润增速，能够帮助我们对股票市场进行定价。


**图表3：统计局工业企业营收同比与 A 股工业企业营收同比走势相符**


资料来源：国家统计局、wind、粤开证券研究院

**图表4：统计局工业企业利润总额同比与 A 股工业企业利润总额同比走势相符**


资料来源：国家统计局、wind、粤开证券研究院

## （二）工业企业利润数据分析

### 1、如何从总量角度进行观察？

首先探讨一个问题：工业企业营收和利润总额，和我们上一篇提到的工业总产值和工业增加值之间，有什么联系？理解这一点，有助于我们厘清工业数据之间的内在逻辑。

第一，工业企业营收和工业销售产值的概念很接近，而销售产值又可以通过产销率与工业总产值相联系。

营收、销售产值都是和销售有关的概念。从 2005-2016 年的历史数据来看（工业销售产值只有年度数据，且自 2016 年以来已经停止披露），工业企业营收与工业销售产值的年度数值相当接近，例如在 2016 年，两者只相差 0.03%。

工业销售总值和工业总产值之间，最主要的区别就在于，前者是基于销售来统计，而后者是基于生产。但这两者之间的差异也没有那么大，数据上来看，2001 年以来，官方披露的产销率每年都在 97% 以上。历史上，工业总产值（2011 年后停止披露）和工业销售产值数据结果也很接近。

一言以蔽之，尽管概念上有差异，但工业企业营业收入、工业销售产值、工业总产值在数量关系上几乎可以等价。

第二，从概念上来说，工业增加值=总产值-中间投入，工业企业利润~营收-成本，两者有点像，不过工业增加值并不等同于企业利润，甚至差的有点远。

从收入法可以看得更清楚，工业增加值=劳动者报酬+生产税净额+固定资产折旧+营业盈余，它的概念比企业利润要广得多，不仅包括营业盈余（有点接近于企业营业利润的概念，但不完全一致），还包括职工工资福利、生产税、折旧等等。而企业利润实际上只包含了企业所分配的利益。

但是，工业增加值的同比，和工业企业营收同比、利润总额同比之间，存在比较强的逻辑关联。

我们在《工业数据分析手册（一）》中，谈到了月度工业增加值的核算方法，它等于本月总产值×上年度增加值率，相当于控制住了增加值率这个变量，而在计算工业增加值增速时，又利用 PPI 指标剔除了价格因素。所以理论上而言，工业增加值同比是一个

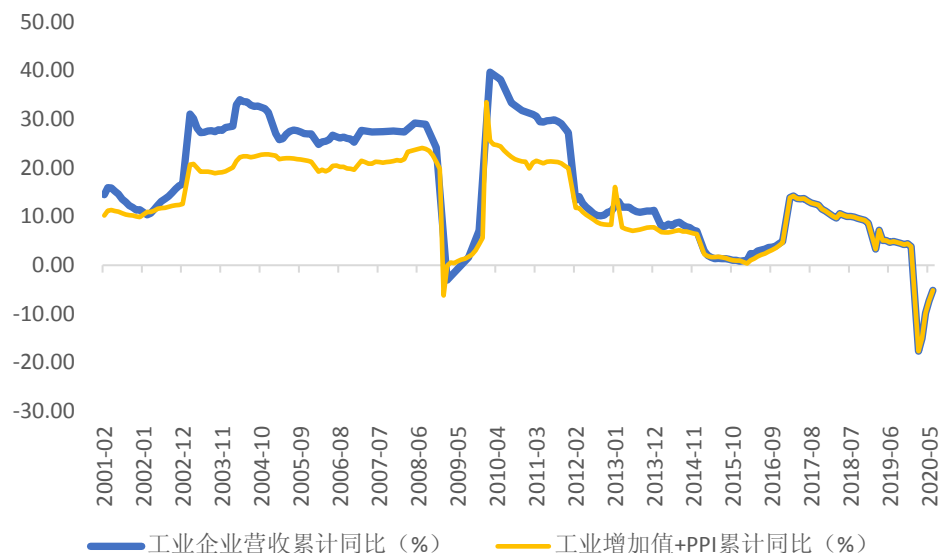


很纯粹的、只反映总产量（或者说实际总产值）变动的指标。

又因为工业总产值基本等于工业企业营收，所以某种意义上说，工业增加值同比，可以直接看作是剔除了价格因素的工业企业营收同比。

这也是为什么工业增加值同比+PPI 同比（还原了价格因素），和工业企业营收同比的拟合效果非常好，形态几乎一致，甚至比拟合利润同比效果还好的原因。

**图表5：工业企业营收同比，和工业增加值+PPI 同比走势吻合**



资料来源：wind、粤开证券研究院

工业企业利润=营收×利润率。营收又等于量×价，所以我们最终可以把工业企业利润变动的原因，拆分为三个部分：量、价、利润率。

- 一是产量的变动，可以通过工业增加值同比来观察。
- 二是价格的变动，可以通过 PPI 同比来观察。
- 三是利润率的变动，可以通过营业收入利润率同比来观察。

工业企业利润变化基本就是由这三个因素共同决定的。我们可以把每期的利润总额同比增速，拆分为工业增加值同比+PPI 同比+营业收入利润率同比。下图展示了这一拆

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\\_3033](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3033)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn