



Research and
Development Center

工业企业利润分析框架与行业资产定价规律

2023 年 1 月 31 日

解运亮 宏观首席分析师

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 宏观首席分析师
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

工业企业利润分析框架与行业资产定价规律

2023年1月31日

摘要:

工业企业利润是判断经济景气程度的重要指标,同时也是上市公司盈利状况的映射,对投资有着较强的指引意义。本文介绍了企业利润的分析方式,并从宏观视角,尝试总结了大类行业的资产定价规律。

- **工业企业利润预测方法论:三因素框架。**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。
- **从宏观到投资:企业利润的投资启示。**(1)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财报,时效性更高,可以帮助我们预测企业盈利的变动趋势。工业企业利润数据与上市公司EPS的概念是近似的,因此从宏观层面,企业利润数据是权益资产定价的重要“标尺”。(2)我们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,并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。(3)行业比较在投资中至关重要,我们运用各行业的核心盈利驱动力,总结了不同大类行业的资产定价逻辑,即“中上游看价,下游制造业看量,下游消费品看利润率”。
- **案例分析。**四季度,疫情多发,消费低迷,下游需求不足,1-11月工业企业利润同比下降3.6%,降幅较1-10月扩大了0.6个百分点。根据三因素框架拆解11月工业企业利润,产量和价格因素贡献下降,利润率持续拖累工企盈利。结构上,下半年以来,企业利润的一条主线是利润由中上游向中下游倾斜,行业利润结构持续改善。下游制造业在大类行业中表现最好,利润占比较上半年大幅改善。受制于终端需求偏弱,11月下游消费品的占比要逊于上半年水平,但从利润增速来看,下游消费品利润同比降幅已经连续6个月收窄,11月基本与2021年同期持平,展现出较强的恢复趋势。往后看,在上游成本端对利润的挤压减少,叠加疫情达峰之后终端需求逐步恢复,利润向中下游转移的趋势或将延续。前期受到压制的下游消费品行业无论是利润占比还是利润率均处于历史较低水平,未来可以重点关注消费行业盈利的修复弹性。
- **风险因素:**疫情发展超预期;外部环境超预期等。

目录

一、工业企业利润指标简介.....	4
1.1 什么是工业企业利润.....	4
1.2 “规模以上工业”统计口径的变化.....	6
二、工业企业利润预测方法论：三因素框架.....	7
2.1 三因素框架的理论基础.....	7
2.2 三因素框架的实践应用.....	10
三、结构特征：工业企业利润的上中下游.....	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.....	13
四、从宏观到投资：企业利润的投资启示.....	14
4.1 工业企业利润是上市公司财报的前瞻指标.....	14
4.2 利用工业企业利润预测上市公司业绩.....	15
4.3 上中下游行业的资产定价逻辑.....	17
五、案例分析.....	20
风险因素.....	21
附录 1：图表.....	22
附录 2：信达宏观方法论系列报告.....	26

表目录

表 1：工业统计报表制度.....	5
表 2：工业增加值核算方法与计算公式.....	8

图目录

图 1：“营业收入”与“主营业务收入”可以衔接起来使用.....	6
图 2：官方口径工业企业利润累计同比与使用累计值计算得到的经常出现不同.....	7
图 3：2005 年以来产销率较为稳定.....	8
图 4：工业增加值增速+PPI 同比和工业企业营收增速拟合度较高.....	9
图 5：3 月期 SHIBOR 对于企业费用率有 2-3 个季度的领先性.....	10
图 6：工业企业利润增速拆分.....	11
图 7：工业企业利润三因素框架.....	11
图 8：2021 年分行业利润总额排名.....	12
图 9：上中下游划分.....	13
图 10：2010 年终端需求旺盛，利润从下游向中上游传导.....	13
图 11：2016 年供给侧改革下上中下游 PPI 分化.....	14
图 12：工业企业利润同比与 A 股非金融企业利润同比走势相近.....	15
图 13：各行业拟合优度和回归系数分布.....	16
图 14：根据拟合优度和回归系数对行业归类.....	17
图 15：“中信原材料指数”与 PPI 同比的走势具有一致性.....	18
图 16：各行业出口依赖度.....	18
图 17：出口的变化与“中信设备制造指数”表现出较为相同的节奏.....	19
图 18：消费板块资产走势与下游消费品行业利润率保持着较强的相关性.....	19
图 19：大类行业利润占比变化.....	21
图 20：规模以上工业企业单位数处于动态变化中.....	22
图 21：成本率、费用率对利润率的变化由较强的解释力.....	22
图 22：工业企业的成本率与“PPI 同比与 PPIRM 同比剪刀差”的变化方向较为一致.....	23
图 23：价格变动对利润率影响较大.....	23
图 24：三项同比之和，与利润增速拟合程度较高.....	24
图 25：2021 年分行业利润增速排名.....	24
图 26：中上游利润增速与 PPI 同步.....	25

一、工业企业利润指标简介

1.1 什么是工业企业利润

对于单个企业，利润表是展示企业盈利能力的报表，是一家企业能不能创造价值最直观的体现。企业的经营情况如何，未来有没有发展空间，我们均可以通过该企业的利润表找到答案。对于一个行业也是如此，分析行业利润规模以及变动方向，可以帮助我们理解行业的现状以及未来的发展趋势。统计局披露的工业企业财务状况数据正是提供了一条获得行业盈利数据的官方渠道。

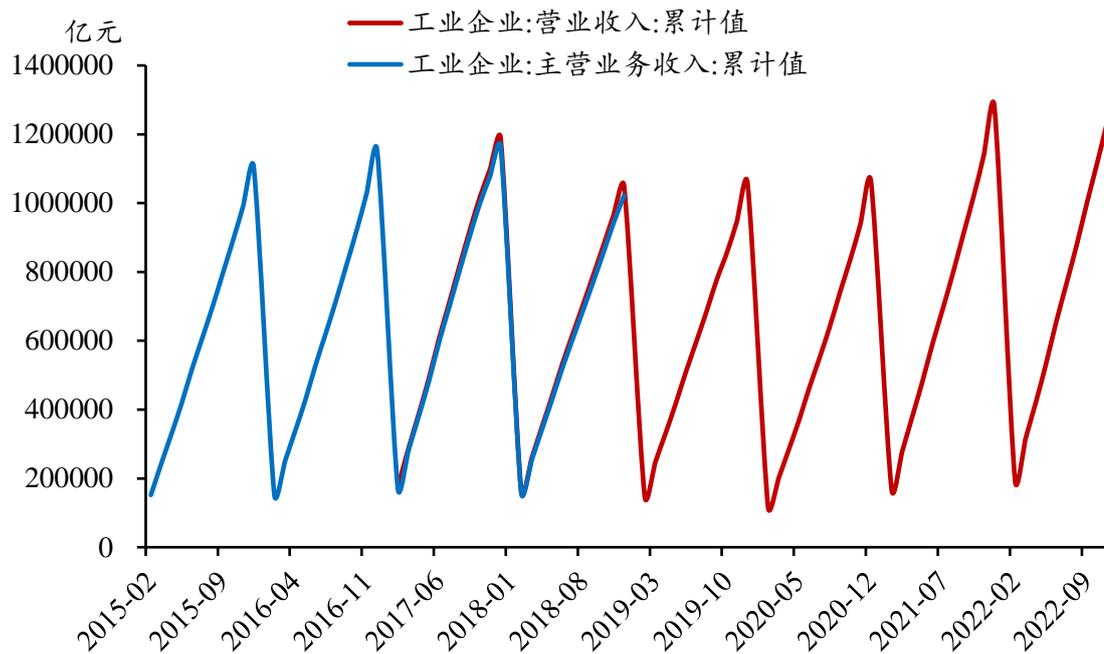
统计局在统计企业财务状况时，既要考虑数据的及时性，同时也要保障源头数据的质量，因此对统计的范围与调查方式有着明确的规定。

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：(1) 调查单位采取联网直报方式，严格按照各报表规定的调查内容、上报时间独立自行报送数据。(2) 采用统一的统计分类标准和编码，统计机构和调查单位必须严格执行，不得自行更改。(3) 按照《统计法》的要求，为保障源头数据质量，做到数出有据，调查单位应该设置原始记录、统计台账，建立健全统计资料的审核、签署、交接和归档等管理制度。(4) 财务状况统计报表的上报时间一般为每月 12 日-18 日（1 月免报）。

数据的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：“营业收入”与“主营业务收入”可以衔接起来使用



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2) 营业成本指企业从事销售商品、提供劳务和让渡资产使用权等生产经营活动发生的实际成本。2019 年起, “营业成本”指标替代了“主营业务成本”指标, 与营业收入的变化类似。

3) 三大期间费用为销售费用、管理费用、财务费用。销售费用指企业在销售商品和材料、提供劳务的过程中发生的各种费用, 包括保险费、包装费、展览费和广告费、运输费等。管理费用指企业为组织和管理企业生产经营所发生的费用。财务费用指企业为筹集生产经营所需资金等而发生的筹资费用。

4) 营业收入扣除营业成本, 再减去税金、三大期间费用、资产减值损失等成本费用科目, 即为营业利润。具体公式为:

营业利润=营业收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用-信用减值损失-资产减值损失+公允价值变动收益(-公允价值变动损失)+投资收益(-投资损失)+其他收益+资产处置收益(-资产处置损失)

5) 营业利润加上营业外收入, 减去营业外支出, 等于利润总额。

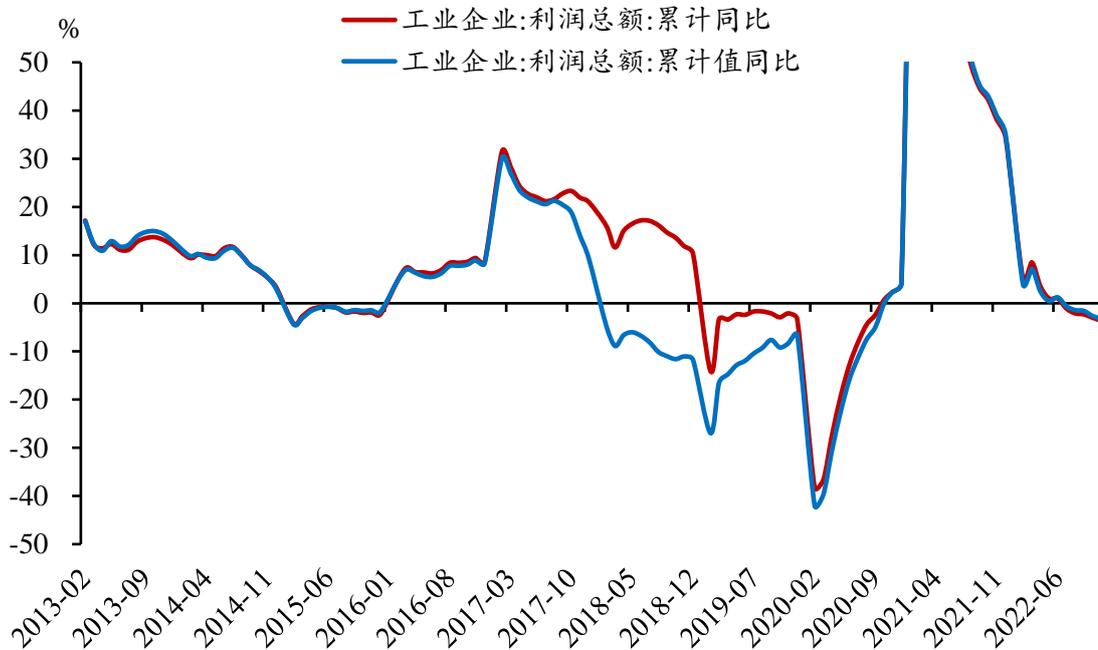
1.2 “规模以上工业”统计口径的变化

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, 依据年主营业务收入 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。

除此之外, “规模以上工业”的划分标准也经历过数次调整。1998-2006 年, “规模以上工业”是指全部国有和年主营业务收入≥500 万元的非国有工业法人单位。2007-2010 年, 是指年主营业务收入≥500 万元的工业法人单位。2011 年至今, 范围调整为主营业务收入≥2000 万元的工业法人单位。

“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时期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。考虑到存在数据可比性的问题，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。从历史数据可以看到，2013年以来官方口径工业企业利润累计同比与使用累计值计算得到的经常出现不同，尤其是2018年-2019年期间差距较大。

图 2：官方口径工业企业利润累计同比与使用累计值计算得到的经常出现不同



资料来源：万得，信达证券研发中心

对于 2018-2019 年工业利润数据差异，统计局给出了三点解释。（一）加强统计执法，国家统计局对不符合规模以上工业统计要求的企业进行了剔除。（二）加强数据质量管理，剔除跨地区、跨行业重复统计数据。根据国家统计局最新开展的企业组织结构调查情况，2017 年四季度开始，对企业集团（公司）跨地区、跨行业重复计算进行了剔重。（三）“营改增”政策实施后，服务业企业改交增值税且税率较低，工业企业逐步将内部非工业生产经营活动剥离，转向服务业，使工业企业财务数据有所减小。

二、工业企业利润预测方法论：三因素框架

2.1 三因素框架的理论基础

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。增加值的概念我们在第二篇方法论《月度 GDP 指数的构建与应用》中已做详细介绍。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 2：工业增加值核算方法与计算公式

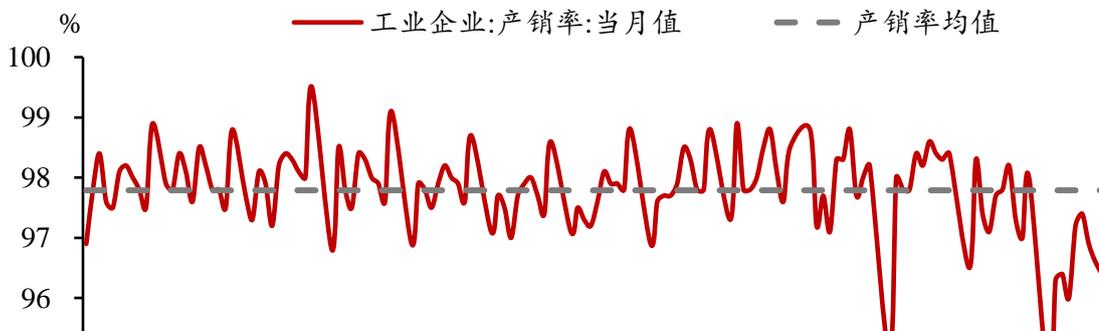
工业增加值核算方法	计算公式
生产法	工业增加值=工业总产值-工业中间投入+本期应交增值税
收入法	固定资产折旧+劳动者报酬+生产税净值+营业盈余

资料来源：统计局，信达证券研发中心

我们此处再引入工业企业总产值的概念，工业总产值衡量企业的生产端，营收衡量企业的销售端。更具体地，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 2010 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较为接近。

而工业增加值等于工业总产值与增加值率的乘积。《月度 GDP 指数的构建与应用》中提到，本期增加值=本期总产出 x 上年度的增加值率。在增加值率确定的条件下，可认为工业增加值现价增速与工业总产值增速基本一致。所以可以说，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 3：2005 年以来产销率较为稳定



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_51676



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>