



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。

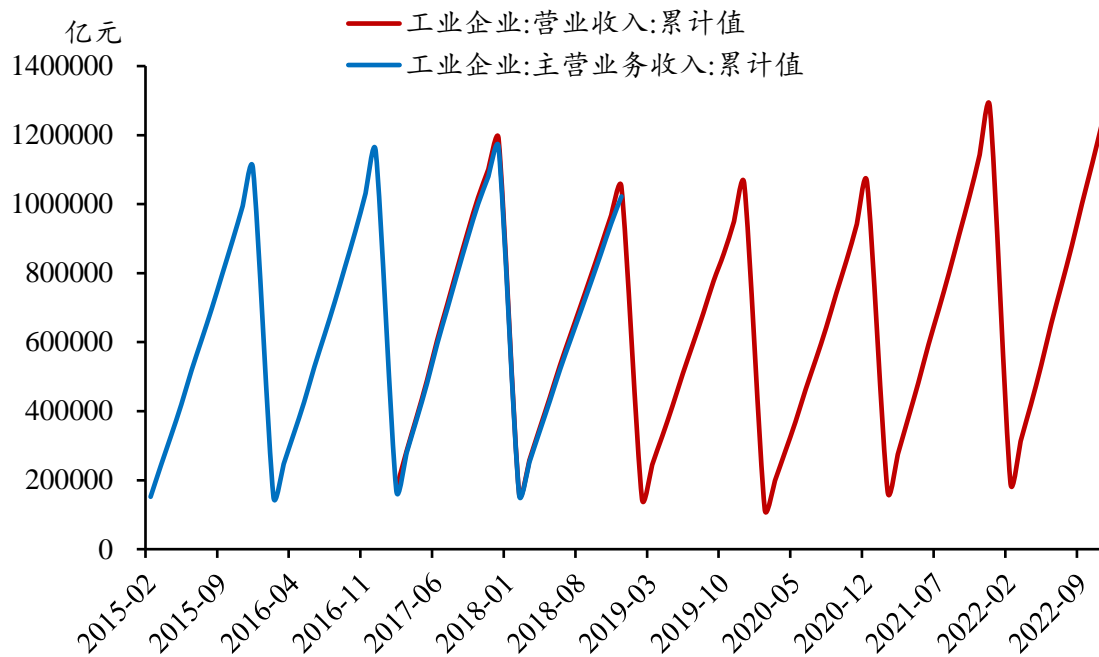
统计局在统计企业财务状况时，既要考虑数据的及时性，同时也要保障源头数据的质量，因此对统计的范围与调查方式有着明确的规定。

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。

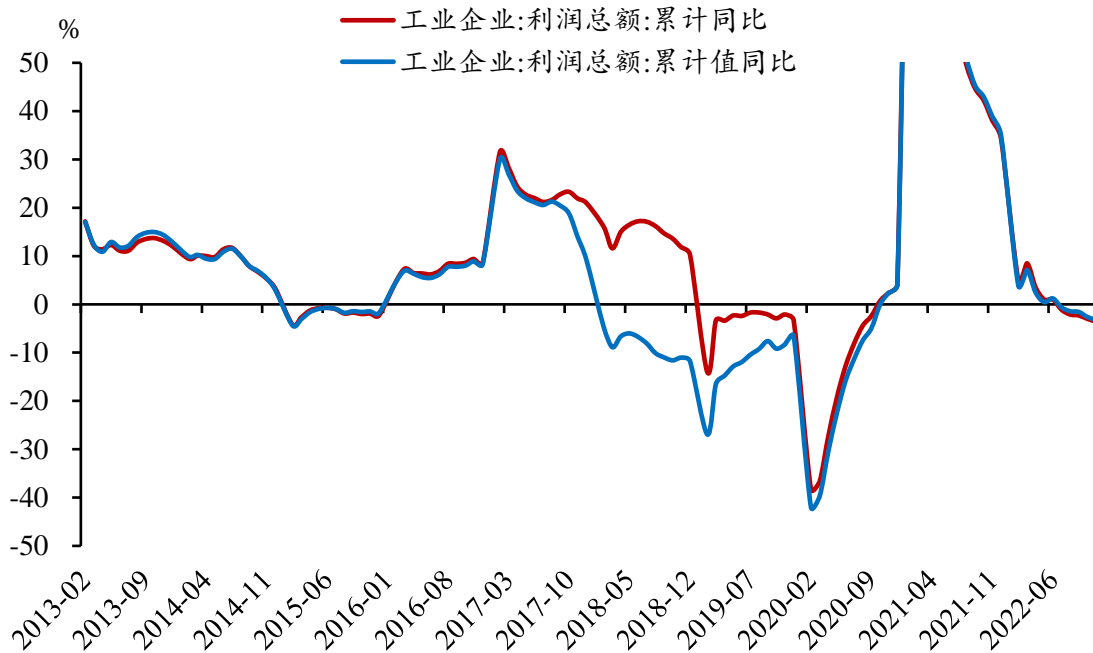
1.2 “规模以上工业”统计口径的变化

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

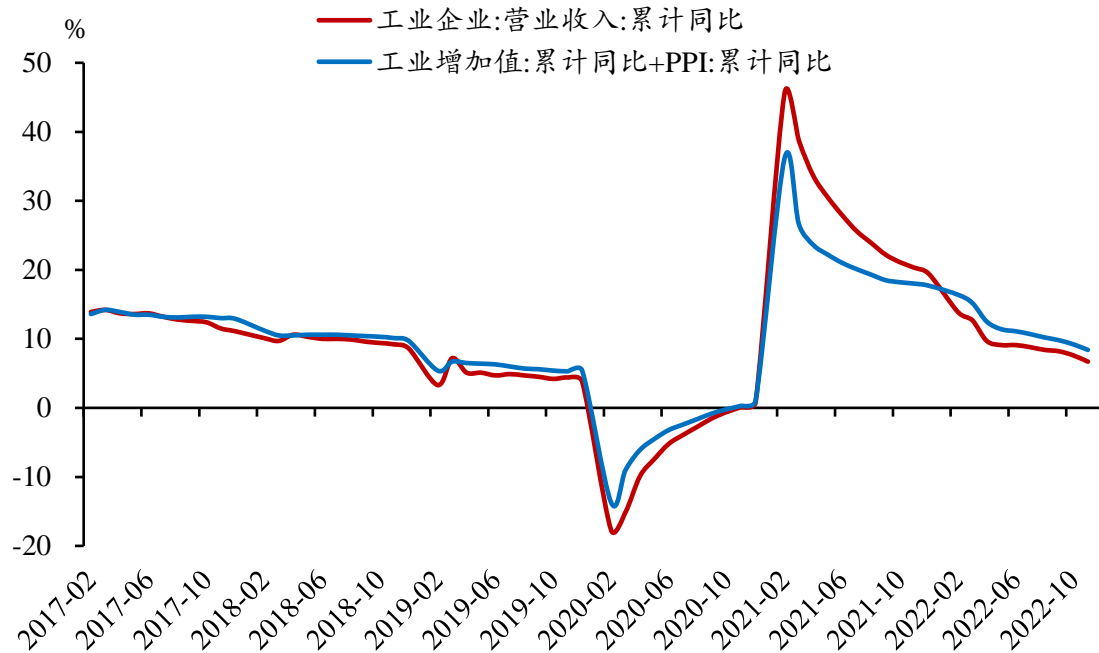
工业增加值增速反映工业生产实际增长速度。工业增加值是指工业企业在报告期内以货币形式表现的工业生产活动的最终成果；是工业企业全部生产活动的总成果扣除了在生产过程中消耗或转移的物质产品和劳务价值后的余额；是工业企业生产过程中新增加的价值。增加值的概念我们在第二篇方法论《月度 GDP 指数的构建与应用》中已做详细介绍。工业生产总值其实就是 GDP 中工业部分，国民经济各行业的增加值之和则为最终的国内生产总值（GDP）。

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

再看第二个因素 PPI。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。综上所述，工业增加值反映了量，PPI 则反映了价。

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



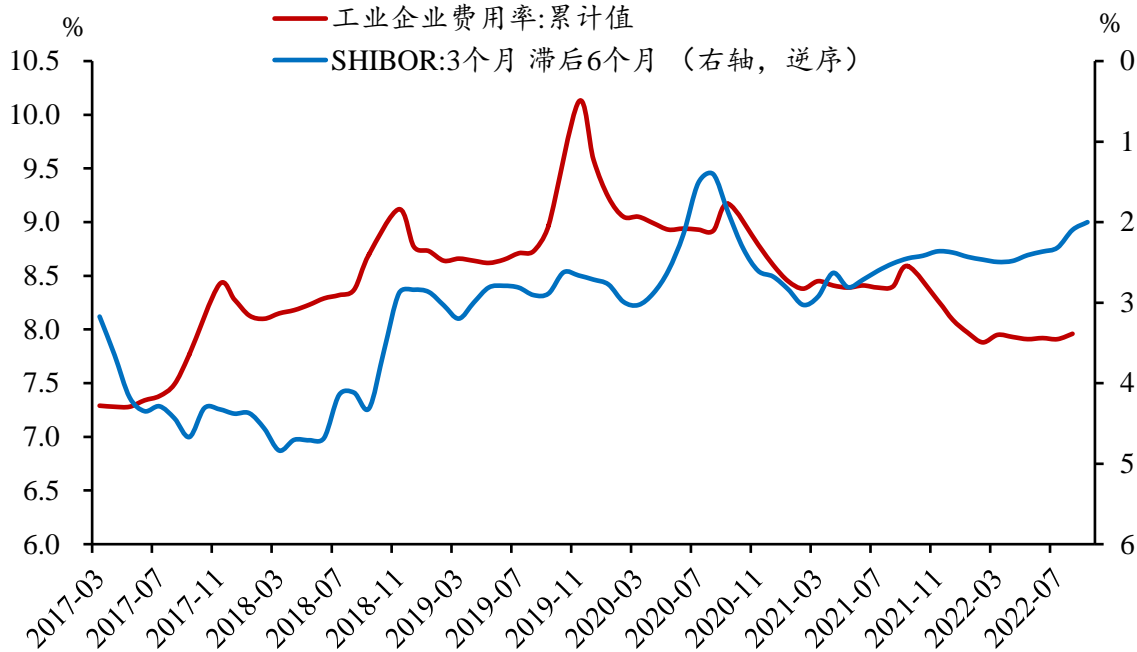
资料来源：万得，信达证券研发中心

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。工业企业利润约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可以帮助我们更好的理解利润率的变化。2021 年，营业成本占营业收入比重为 83.7%，三项费用之和占比均值为 6.7%。

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。PPI 表示产品的销售价格，PPIRM 表示原材料价格，在 PPI-PPIRM 同比下降时，原材料价格相对于售价上行，此时企业的成本率提升，反之亦然。费用方面，费用率受企业融资成本的影响较大，资金价格是企业费用率的关键因素。数据显示，3 月期 SHIBOR 对于企业费用率有 2-3 个季度的领先性。资金价格因素之外，我们还可以关注针对企业的扶持政策。2019 年开始，减税降费政策频出，以及 2022 年推出的超 2 万亿的留抵退税，一定程度上解释了费用率的下降趋势。

图 5: 3 月期 SHIBOR 对于企业费用率有 2-3 个季度的领先性



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

除了成本和费用, 价格也是影响利润率的主要因素。从历史情况来看, PPI 与利润率的变动趋势一致性较强。大宗商品的价格的上涨主要影响上游采掘业、中游原材料加工业的产品价格, 从而提高企业的盈利能力。具体区分产业结构的方法将在下文介绍。2013 年至今, 利润率累计同比与 PPI 累计同比的相关系数为 0.21, 而它与 PPI 当月同比的相关系数达到了 0.41, 我们推测其原因在于利润率对于 PPI 的边际变化更为敏感。

理解了模型的理论基础之后, 我们在下面给出了工业企业利润三因素分析的数学证明过程:

工业企业利润=产量 (可用工业增加值作为代理变量) *PPI*利润率

工业企业利润同比=工业增加值同比+PPI 同比+利润率同比

证明:

已知 $f=xyz$,

两边微分,

有 $df=d(xyz)=yzdx+xzdy+xydz$

两边同时除以 f ,

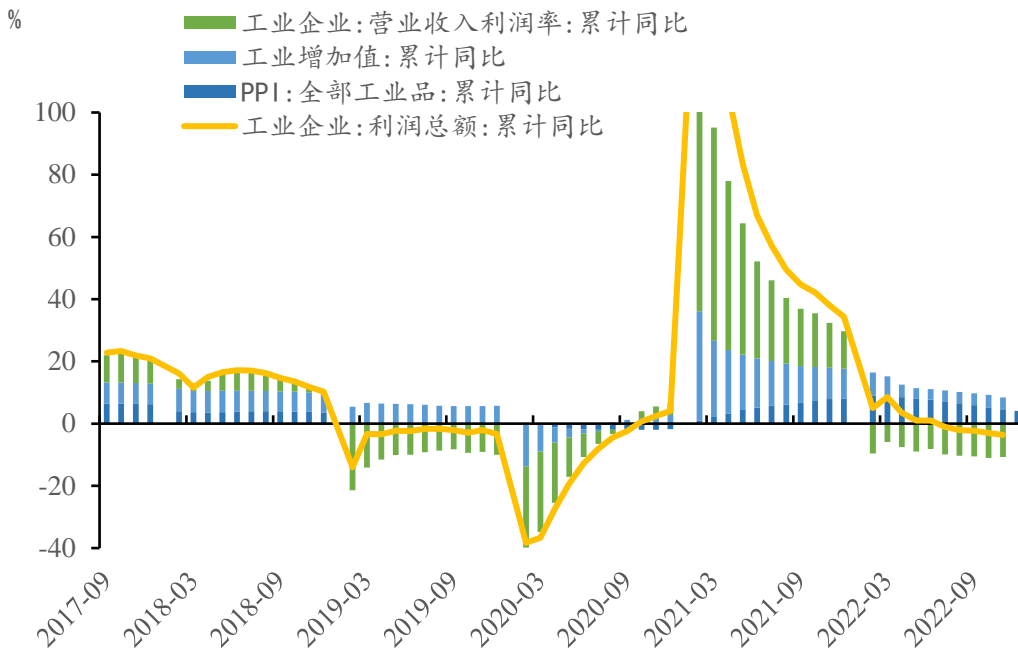
有 $df/f=(yzdx)/(xyz)+(xzdy)/(xyz)+(xydz)/(xyz)$

即 $df/f=dx/x+dy/y+dz/z$

证毕。

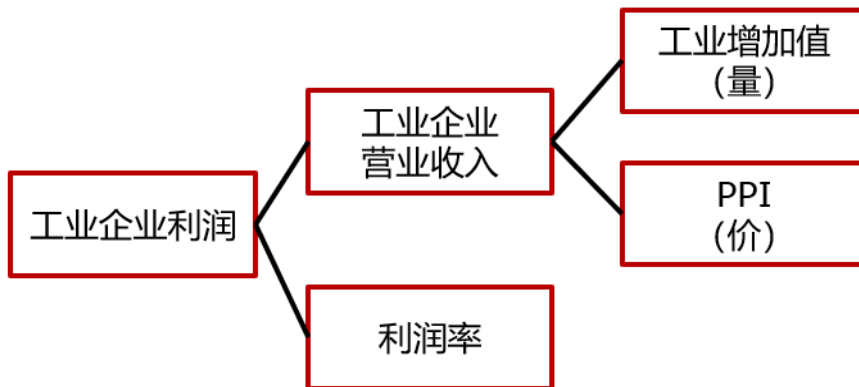
2.2 三因素框架的实践应用

工业企业利润的变化可以拆分为三个部分: 工业增加值 (量)、PPI (价格)、利润率。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。这一拆分, 在理论和实践上完全可以得到证明。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。

图 6：工业企业利润增速拆分


资料来源：万得，信达证券研发中心

使用 2017 年 9 月至 2022 年 11 月的数据计算，利润总额累计同比与工业增加值+PPI 累计同比+利润率累计同比的拟和优度相当高，达到了 0.99，验证了这一公式的正确性。

图 7：工业企业利润三因素框架


资料来源：信达证券研发中心

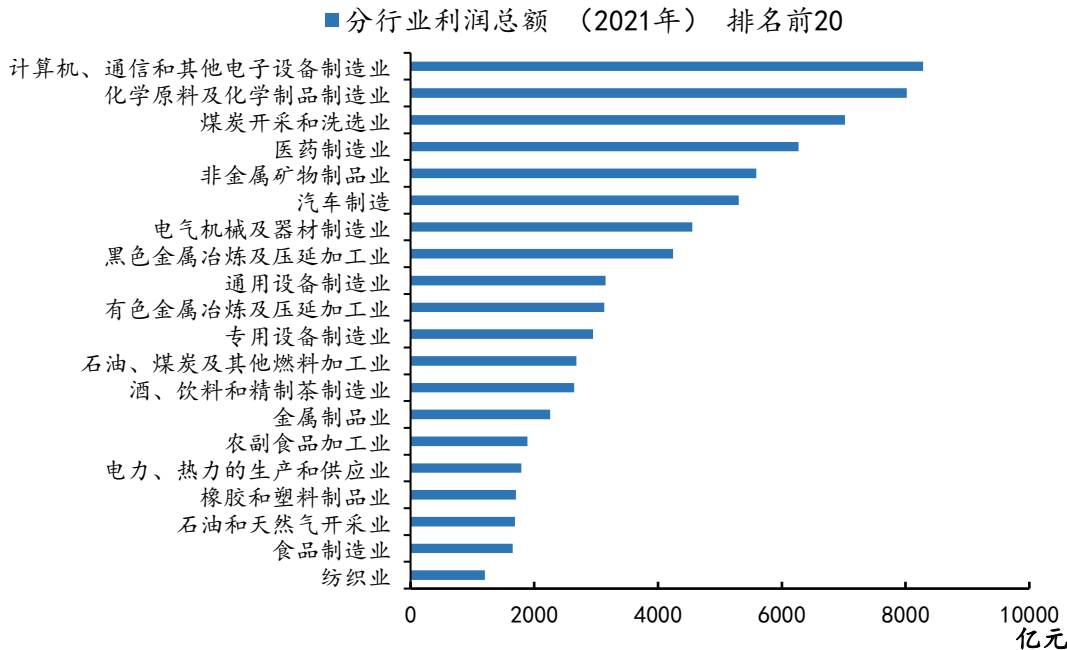
三、结构特征：工业企业利润的上中下游

3.1 上中下游行业如何划分

除了工业企业整体的财务数据以外，统计局每期还披露 41 个工业细分行业的月度数据。2021 年，工业企业利润总额 87092.1 亿元。从行业结构来看，计算机通信、汽车制造业、化工、建材、钢铁等行业在我国工业企业利润中占比较大，占比排名前 20 的行业占了利润总额的 87.3%。

观察 2021 年全年各行业的利润同比增速，石油化工、煤炭、黑色金属冶炼、计算机通信等行业增速较快，对整体利润形成正向拉动。

图 8：2021 年分行业利润总额排名



资料来源：万得，信达证券研发中心

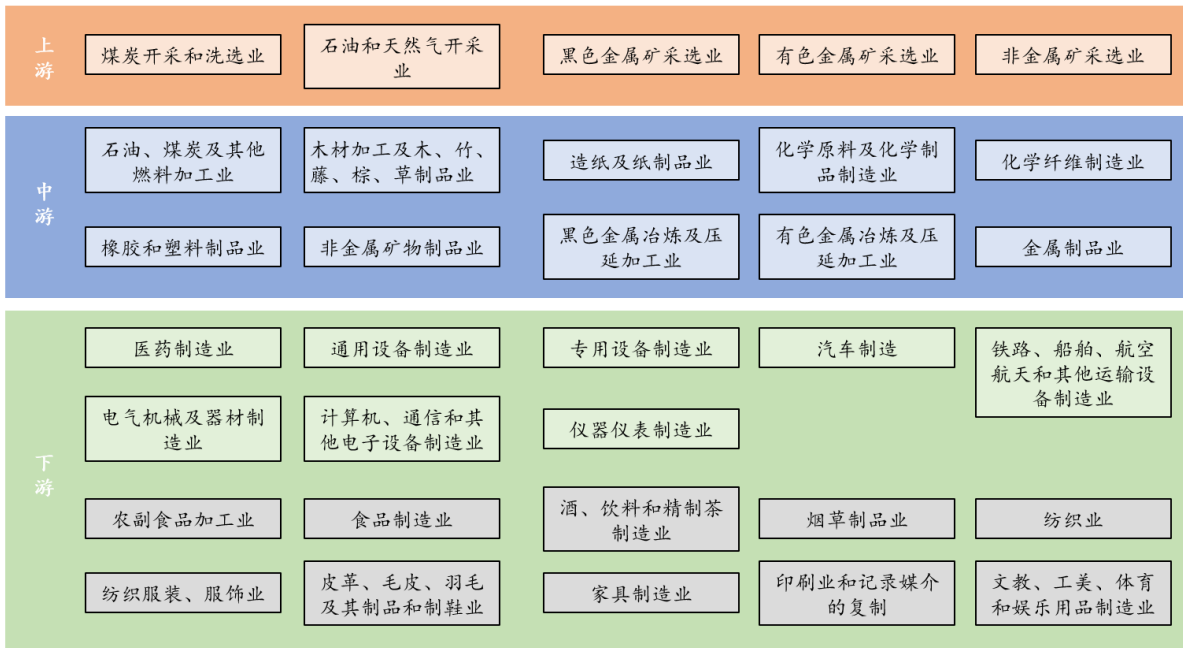
我们把工业企业中的 41 个行业，根据在产业链中的位置划分为上游、中游、下游。

上游：重要资源和原材料的采掘，位于产业链的开始端，又称为上游采掘业。

中游：以上游采掘业提供的原材料进行再加工的产业为中游产业，又称为中游原材料加工业。

下游：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，为下游产业。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。

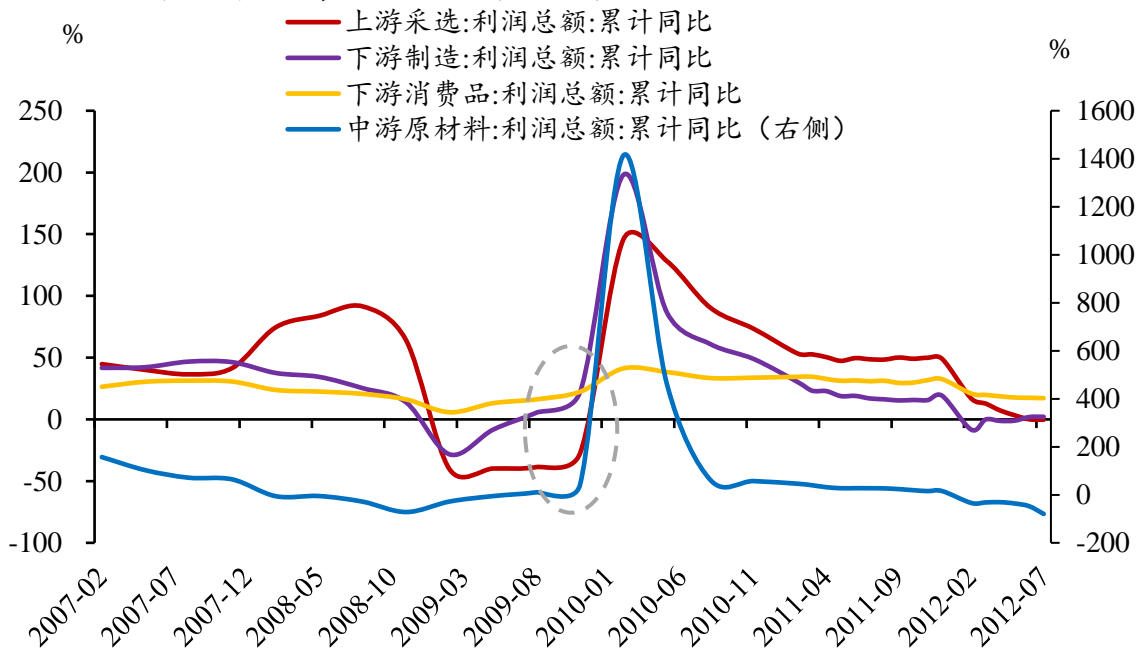
具体的行业划分可参考下图，下游中的浅绿色方框为下游制造业，灰色方框则为下游消费品。

图 9：上中下游划分


资料来源：信达证券研发中心

3.2 上中下游行业利润如何传导

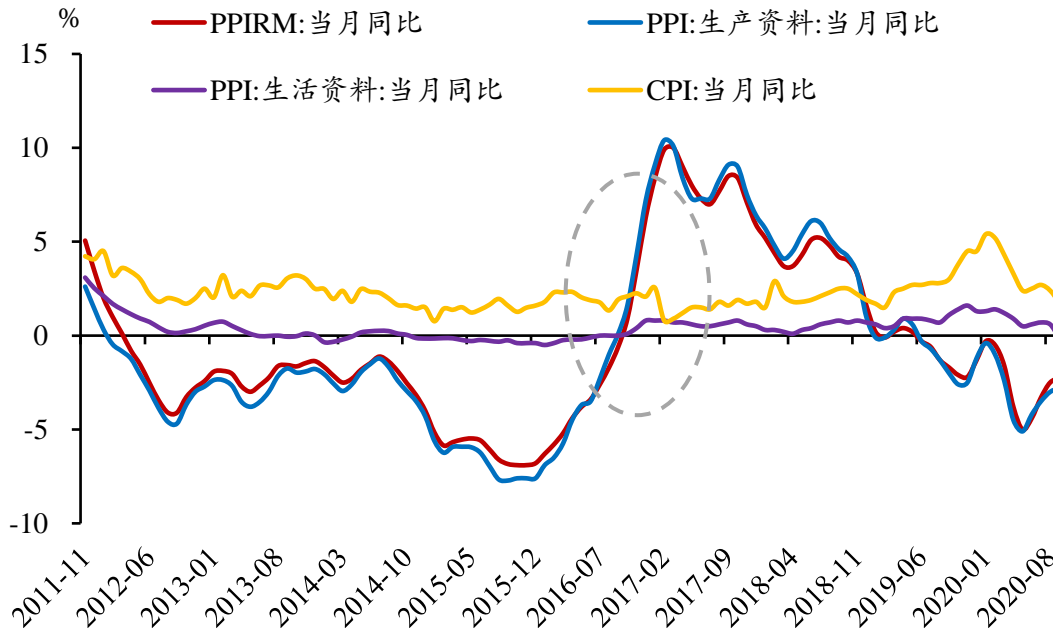
在终端需求强劲的情况下，下游行业会首先受益，利润上涨，量价双升，随后利润会传导至中游，以及上游行业。例如 2010 年，国际金融危机的负面影响在国内基本消失，由于国家多项政策刺激内需增加和出口回暖，中国经济快速回升向好，需求显著上升。2009 年末下游消费品和制造业利润由终端需求带动，利润开始恢复。随后 2010 年初，利润传导至中游以及上游，中游上游利润同比走强。

图 10：2010 年终端需求旺盛，利润从下游向中上游传导


资料来源：万得，信达证券研发中心

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。当石油及其他原材料价格的上升时，中上游行业利润增加。如果终端需求旺盛，下游行业能够把成本转嫁给消费者，而如果需求疲软，下游行业就必须承受更高的成本。2016年至2017年，在供给侧改革政策的影响下，大宗商品市场呈现出市场价格同比大幅上涨、行业利润明显增加、企业积极增产的良好态势。反观下游行业，一方面承接了中上游成本的抬升，另一方面受制于终端需求的低迷，成本难以向终端市场转移，行业利润受到一定挤压。从价格观察，代表中上游价格的PPIRM、PPI生产资料涨幅较大，而靠近下游的PPI生活资料以及CPI基本持平。

图 11：2016 年供给侧改革下上中下游 PPI 分化



资料来源：万得，信达证券研发中心

四、从宏观到投资：企业利润的投资启示

经过上文的分析，我们已经理解了行业大类的划分方法和行业间的传导途径。那么工业企业利润对投资有什么启示？上中下游行业盈利的核心资产定价逻辑有什么区别？本章我们的视角从宏观转向投资，解析企业利润对于投资的指示意义。

4.1 工业企业利润是上市公司财报的前瞻指标

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财报，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，投资者能够更准确地评估企业基本面的强弱。

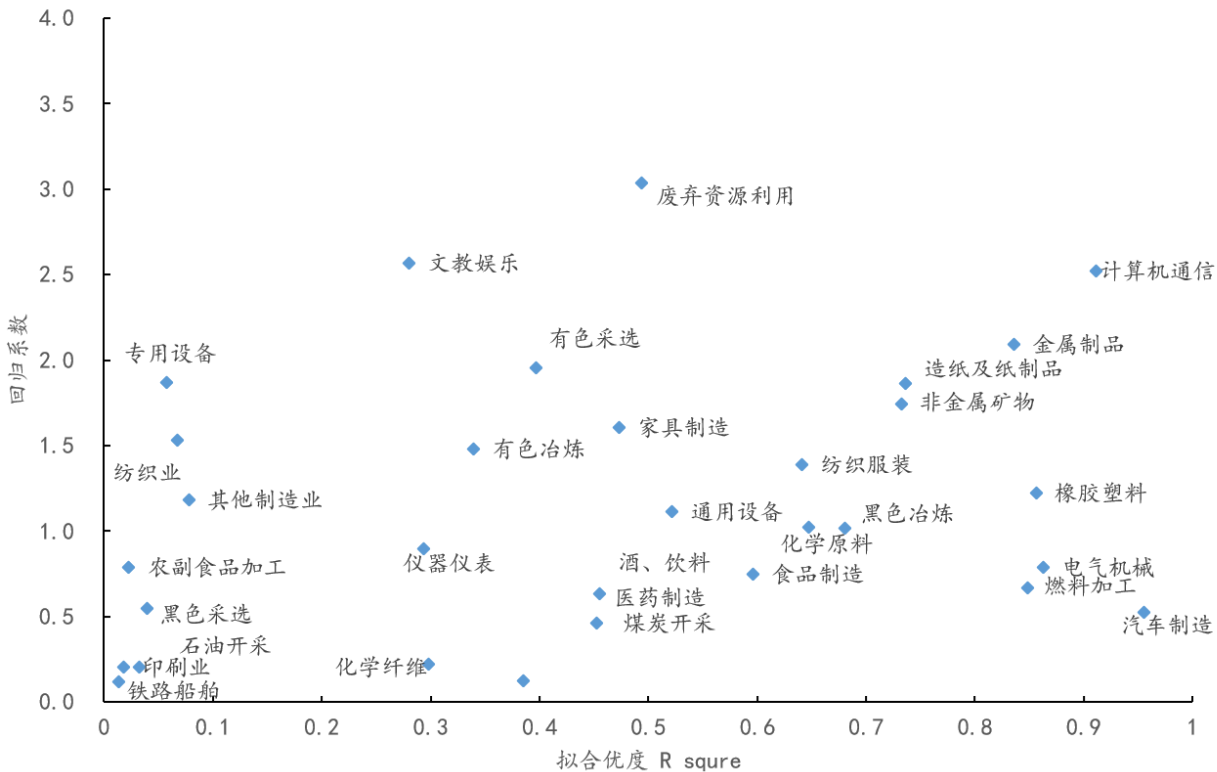
图 12：工业企业利润同比与 A 股非金融企业利润同比走势相近


资料来源：万得，信达证券研发中心

根据股票定价模型 $P=PE \times EPS$ ，PE 与 EPS 共同决定了股价的跌宕起伏。PE 为市盈率，反映估值，受无风险利率、风险溢价、预期增长等多种因素影响，EPS 为每股收益，反映企业盈利水平。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”。我们也可以拉长时间线来看，2010 年至 2021 期间，规模以上工业企业利润年复合增速为 4.2%，万得全 A 指数年复合增速为 6.4%，两者在增长水平上较为一致。

4.2 利用工业企业利润预测上市公司业绩

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，测算两者的拟和性。第一步，我们汇总了 2015 年至 2022 年 A 股各行业上市公司每季度公布利润数据。第二步，考虑到各个时期数据的可比性，需要剔除 2015 年至 2022 年内新上市的公司。第三步，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 13：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。

33 个行业中，有 11 个行业的拟合优度高于 0.6，这些行业的利润总额对同行业上市公司的盈利情况解释力较强，11 个行业拟合优度在 0.6 与 0.3 之间，有一定解释力。而剩余的 11 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 6 个行业回归系数大于 2，13 个行业回归系数在 2 与 1 之间，14 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。

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，计算机通信、金属制品、黑色金属冶炼、化学原料、纺织服装的拟合优度和回归系数均在较高区间。

图 14：根据拟合优度和回归系数对行业归类

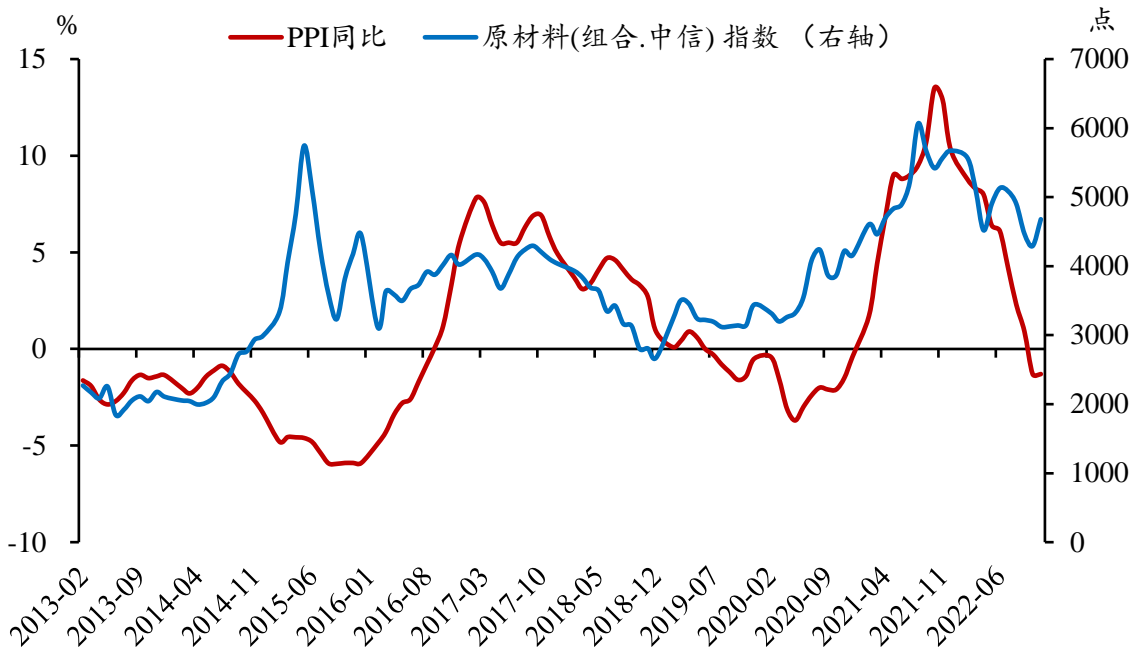
		拟合优度		
		$R^2 \geq 0.6$	$0.6 > R^2 \geq 0.3$	$R^2 < 0.3$
回归系数	$\text{Coefficient} \geq 2$	计算机通信 金属制品	皮革制品 废弃资源利用 木材加工	文教娱乐
	$2 > \text{Coefficient} \geq 1$	造纸及纸制品 非金属矿物 纺织服装 橡胶塑料 化学原料 黑色冶炼	通用设备 有色采选 有色冶炼 家具制造	纺织业 专用设备 其他制造业
	$\text{Coefficient} < 1$	汽车制造 电气机械 燃料加工	酒、饮料 食品制造 医药制造 煤炭开采	石油开采 印刷业 仪器仪表 铁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

资料来源：万得，信达证券研发中心

由于月度发布的工业企业利润数据发布时间比企业财报早，分行业的利润数据为估测上市公司盈利提供了一个有效的坐标。

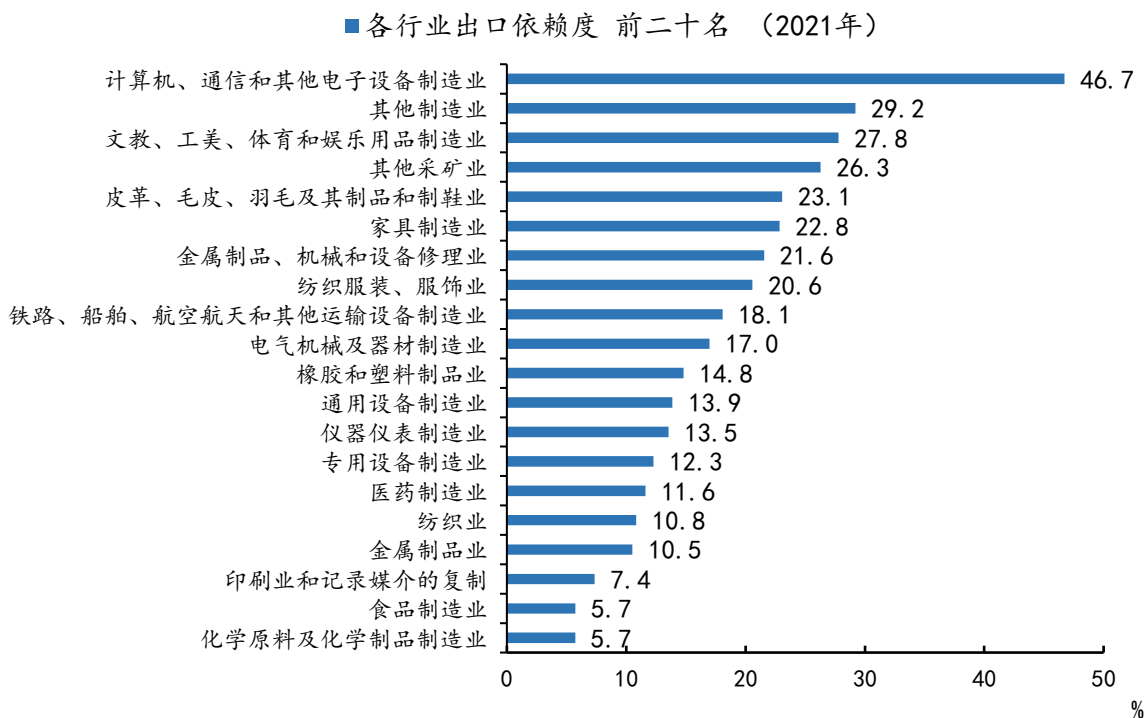
4.3 上中下游行业的资产定价逻辑

首先，上游采掘业与中游原材料加工业的利润表现均由 PPI 的变化主导，我们可以将两大类行业合并为中上游。我们在方法论十二——《理解 PPI 的波动原因与信号作用》曾论证了“三黑一色”（黑色金属、石化、煤炭，有色金属）是影响 PPI 走势的核心变量，PPI 上行意味着这些大宗商品的价格走高。而中上游企业在市场上具有垄断性地位，集中度较高，因此价格的上升往往能够直接推动利润的高增。2013 年以来，代表中上游资产的“中信原材料指数”与 PPI 同比的走势具有一致性（除了 2014-2015 年加杠杆带的一波牛市），其背后的逻辑就在于中上游的利润增速与 PPI 同比具有较强的同步性，价格的变化基本上决定了中上游盈利的变动。

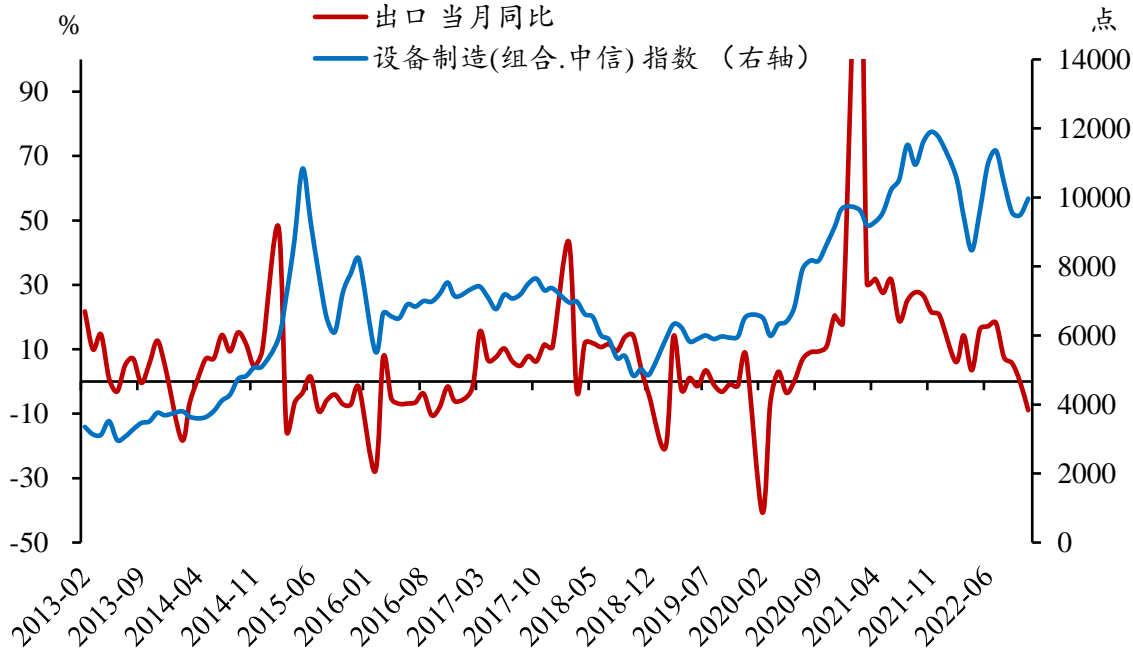
图 15：“中信原材料指数”与 PPI 同比的走势具有一致性


资料来源：万得，信达证券研发中心

再看下游制造业。我们把工业企业各行业根据其出口交货值占营业收入的比重，分为出口依赖行业和非出口依赖行业，出口依赖度超过 10% 的行业为出口依赖行业，其余则为非出口依赖行业。2021 年数据显示，计算机通信、文教体娱用品、皮革制鞋、家具、纺织服装出口依赖度排名靠前。此外，下游制造业各行业的出口依赖度普遍较高，如计算机通信、电器机械、通用设备、专用设备。再加上规模效应对下游制造业的盈利能力有着显著的正向作用，这些因素都决定了出口的量对于下游制造业的利润、以及定价有着深远的影响。历史数据显示，出口的变化与“中信设备制造指数”表现出较为相同的节奏。

图 16：各行业出口依赖度


资料来源：万得，信达证券研发中心

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


资料来源：万得，信达证券研发中心

最后是下游消费品。下游消费品的行业与居民消费较为贴近，因此很多人认为下游消费品的资产定价与社零联系紧密。然而事实上，消费板块的股价与社零的历史相关性非常低。我们推断，其原因一是由于 2020 年疫情发生之前社零同比增速十分平稳，相邻两个月的增速变化基本在 1 个百分点之内，导致其对于板块投资的指导能力偏弱；二是上文中提到，下游消费品既要承接中上游成本的压力，又需要根据终端需求的情况调整价格，社零只能反映量，却很难反映成本和利润。我们认为，下游消费品行业最主要的定价因素是利润率，利润率代表了议价能力，而议价能力是影响下游消费品行业在产业链中地位的关键。因此在 2013 年以来，我们可以看到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。

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


资料来源：万得，信达证券研发中心

综上所述，我们总结出了各个大类行业的核心资产定价逻辑，即“中上游看价，下游制造业看量，下游消费品看利润率”。

五、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。总体上看，2022年工业经济频繁受到各类超预期因素的冲击，盈利表现不佳。

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。

工业增加值方面，11月份，全国规模以上工业增加值同比增长1.3%，比上月放慢0.9个百分点。

PPI方面，11月PPI同比-1.3%，与上期持平，价格通缩对利润连续两个月负贡献。

利润率方面，1-11月利润率为6.23%，同比下降10.7个百分点，已经连续4个月达到两位数降幅，对利润的拖累程度较大。我们进一步通过成本费用率分析利润率下降的原因。与2021年同期相比，11月成本率上升了1.08个百分点，这主要是PPI所衡量的产成品价格下降，成本在产成品中的占比上升所致。2022年以来企业费用率整体低于2021年，一是受益于政府持续大力推进减税降费，截至2022年12月15日，全国税务系统合计办理的新增减税降费及退税缓税缓费金额超过4万亿元；二是2022年9月企业贷款加权平均利率下降至4%，处于有统计以来低位，减轻了企业融资费用的压力。

各类型工业企业盈利受到全面冲击。1-11月国有工业企业利润总额同比上升0.5%，增速较1-10月下滑0.6个百分点；股份制工业企业利润总额同比下降2.8%，降幅较1-10月扩大0.7个百分点；私营工业企业利润总额同比下降7.9%，降幅较1-10月仅收窄0.2个百分点；外资及港澳台工业企业利润总额同比下降7.8%，降幅较1-10月扩大0.2个百分点。

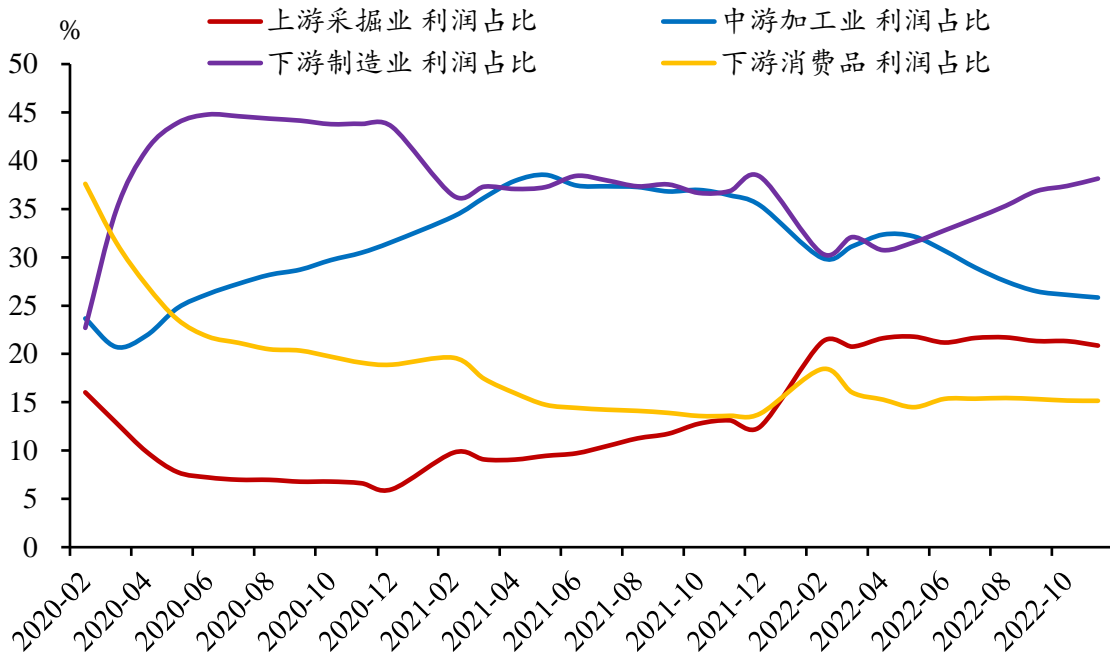
结构上，下半年以来，企业利润的一条主线是利润由中上游向中下游倾斜，行业利润结构持续改善。

上游采掘业利润占比虽仍然保持在历史较高水平，但较6月份已出现下滑。煤炭采选业利润同比增长47.0%，保持快速增长；油气开采业受石油价格同比上涨带动，利润增长113.1%。中游原材料利润占比下降较为明显，比6月份低4.8个百分点。钢铁、石油加工行业利润同比降幅较大。

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。分行业看，电气机械行业在新能源产业带动下，利润同比增长29.7%，增速较1—10月份加快0.7个百分点；铁路船舶航空航天运输设备行业利润增长8.2%，保持较快增长；专用设备行业在半导体设备、医疗设备等产品带动下，利润增长3.2%，增速加快2.9个百分点。

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。其中酒饮料茶行业利润同比增长21.5%，保持较高增速；食品制造、文教工美利润分别增长8.4%、5.9%。

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。

图 19：大类行业利润占比变化


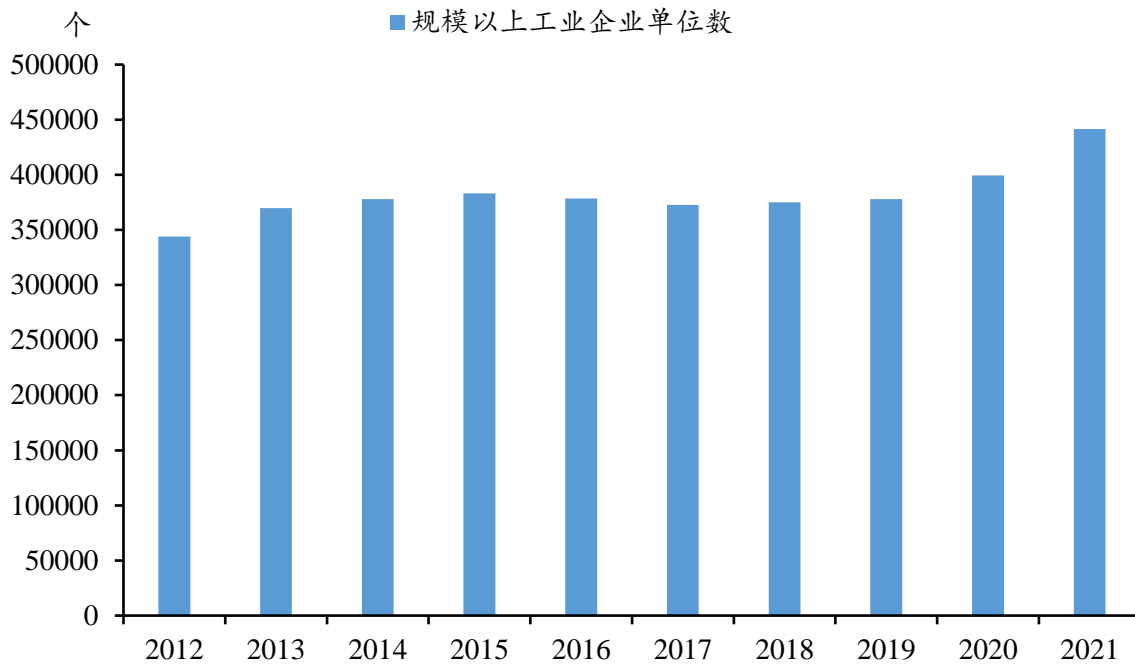
资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

疫情发展超预期；外部环境超预期等。

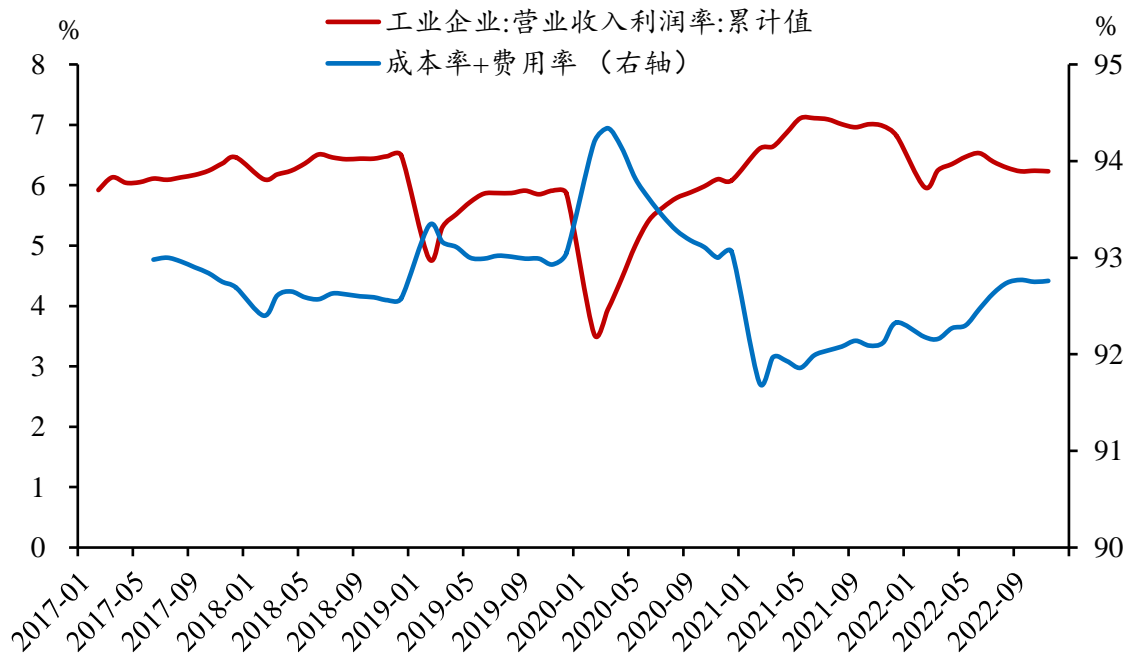
附录 1：图表

图 20：规模以上工业企业单位数处于动态变化中



资料来源：统计局，信达证券研发中心

图 21：成本率、费用率对利润率的变化由较强的解释力



资料来源：万得，信达证券研发中心

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

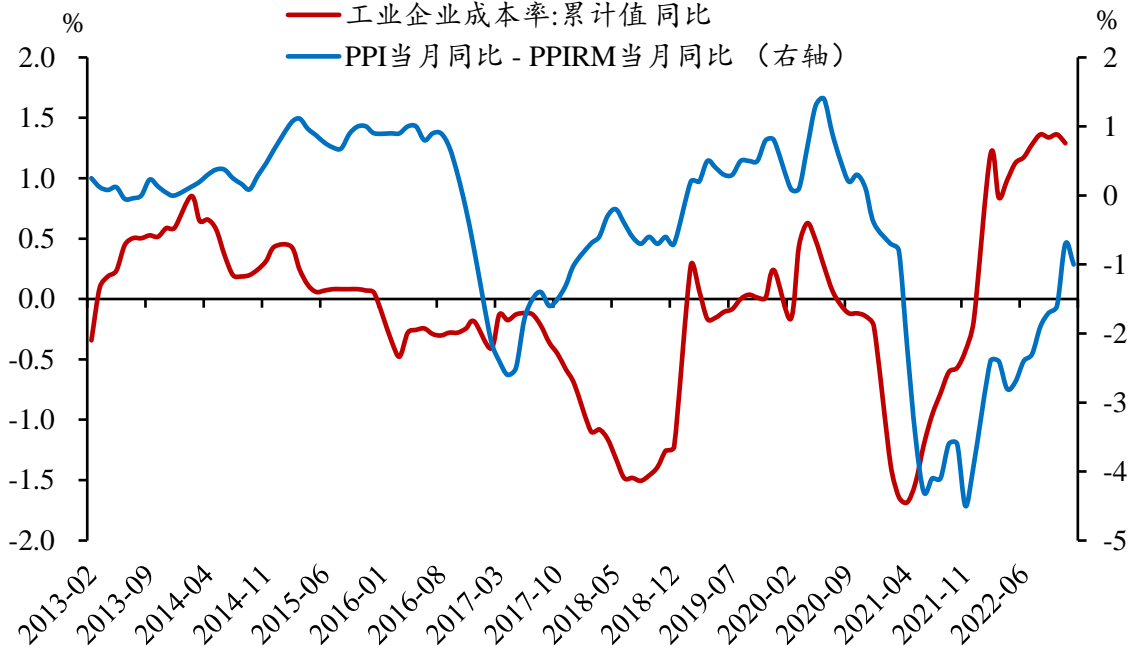


图 23：价格变动对利润率影响较大

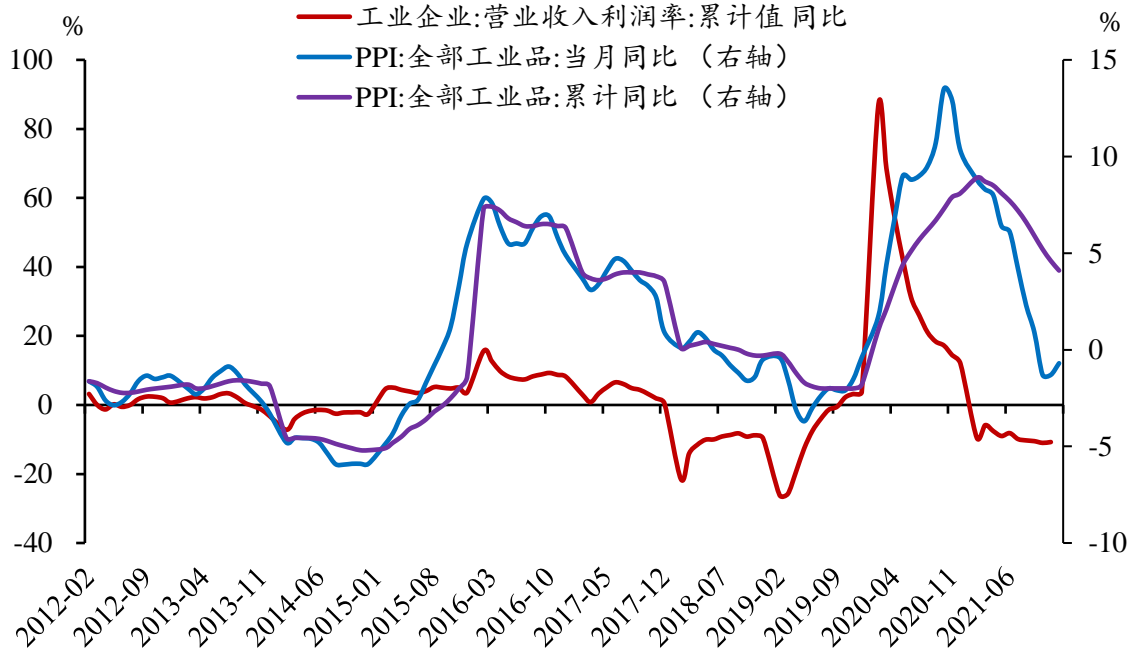
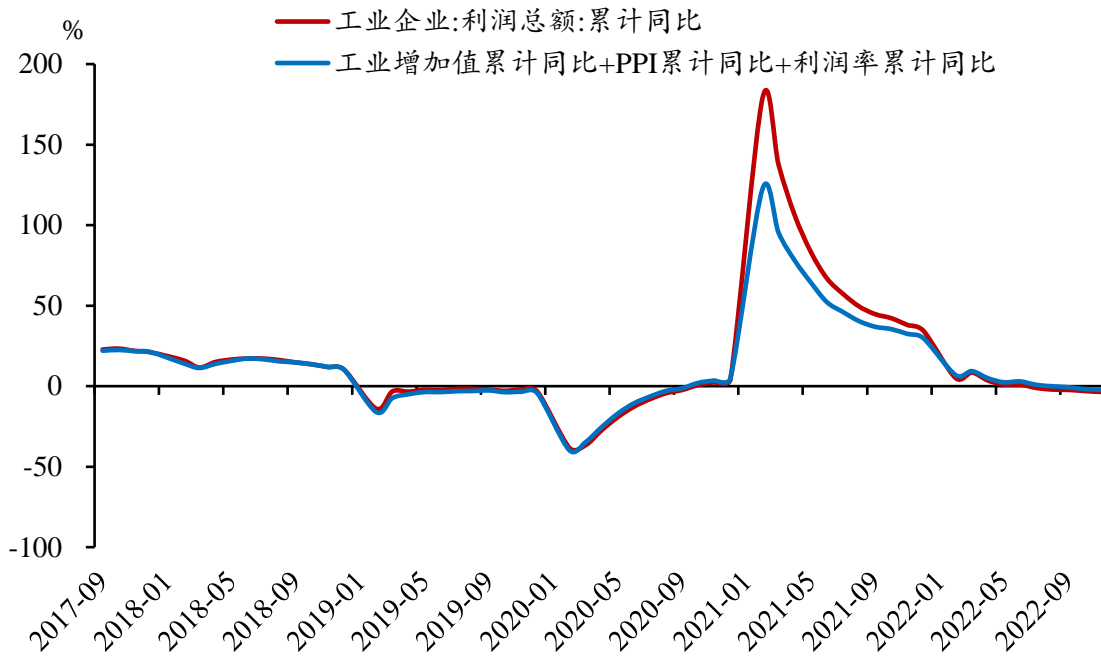
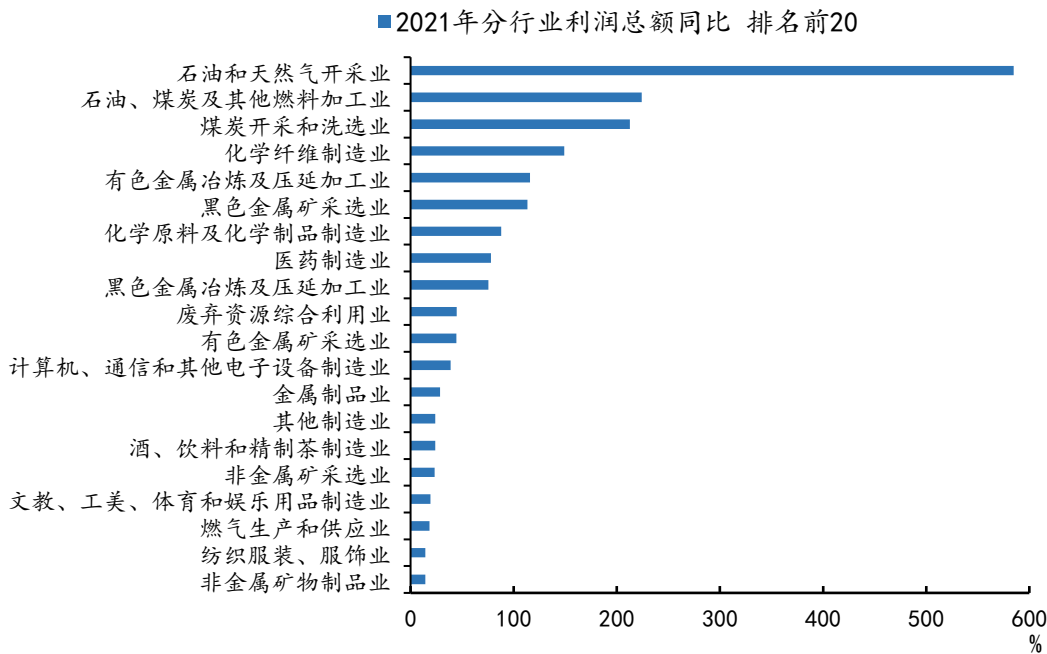
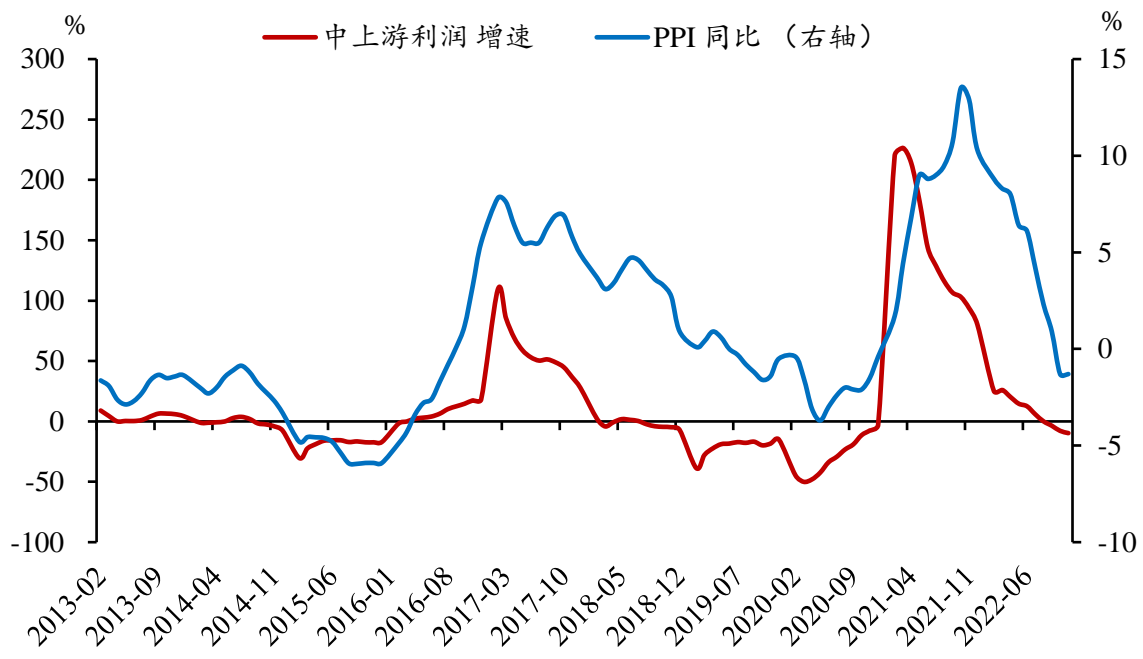


图 24：三项同比之和，与利润增速拟合程度较高


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 25：2021 年分行业利润增速排名


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 26：中上游利润增速与 PPI 同步


资料来源：万得，信达证券研发中心

附录 2：信达宏观方法论系列报告

1. 宏观数据测算方法和高频数据体系 ——信达宏观方法论之一
2. 月度 GDP 指数的构建与应用 ——信达宏观方法论之二
3. 高频观测体系的构建方法与投资启示 ——信达宏观方法论之三
4. 公开市场操作解读指南 ——信达宏观方法论之四
5. PMI 分析方法与资产配置含义 ——信达宏观方法论之五
6. 固定资产投资全面解析（上） ——信达宏观方法论之六
7. 固定资产投资全面解析（下） ——信达宏观方法论之七
8. 看懂消费的三个重要视角 ——信达宏观方法论之八
9. 金融数据的研究要点与技巧 ——信达宏观方法论之九
10. 新一轮设备更新周期可能即将启动 ——信达宏观方法论之十
11. CPI 的深度拆解与预测逻辑 ——信达宏观方法论之十一
12. 理解 PPI 的波动原因与信号作用 ——信达宏观方法论之十二
13. 出口分析框架：从三大效应讲起 ——信达宏观方法论之十三

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地

了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。