

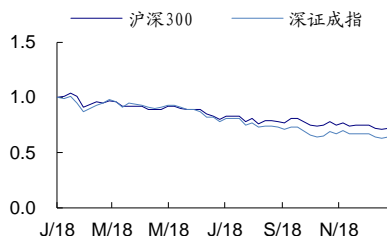
证券研究报告—深度报告

投资策略

ROE 基础策略框架系列

2019 年 01 月 11 日

一年沪深 300 与深圳成指走势比较



市场数据

中小板/月涨跌幅(%)	7,588/-3.87
创业板/月涨跌幅(%)	1,555/-4.07
AH 股价差指数	2,164
A 股总/流通市值 (万亿元)	49.84/36.05

证券分析师：燕翔

电话：010-88005325

E-MAIL: yanxiang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080002

联系人：战迪

电话：010-88005309

E-MAIL: zhandi@guosen.com.cn

联系人：许茹纯

电话：010-88005315

E-MAIL: xuruchun@guosen.com.cn

联系人：朱成成

电话：010-88005319

E-MAIL: zhuchengcheng@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

定期策略

构建自上而下的盈利高频跟踪模型

● 盈利高频跟踪模型的意义与基本思路

国信策略团队尝试构建一个自上而下的上市公司盈利高频跟踪模型。我们的基本思路是充分利用丰富多样的宏观经济和行业数据，构建一个能够月度跟踪上市公司整体盈利变动的高频模型，从而得到更加领先的盈利预测信息。

直接预测上市公司整体盈利的变化情况较为困难，且由于不同行业间存在着明显差异，直接预测整体的盈利增速往往存在较大误差，因此我们对上市公司整体盈利变化的跟踪可以从细分行业入手。基于 2017 年 A 股的利润分解情况，在我们的模型中，金融业，非金融业中的工业、房地产和建筑业以及交运仓储业为我们主要关注的行业。

● 金融业上市公司盈利跟踪模型

不论是从理论上还是从历史数据来看，决定银行净利润增速的主要因素是净息差和资产规模增速。银行的净息差能够进一步分拆成利息收入占总资产规模的比重减去利息支出占总资产比重。历史数据显示，银行利息收入占总资产比重的走势与过去 18 个月的十年期国债平均收益率走势高度相关，而利息支出占总资产比重的走势与理财产品预期的年收益率走势基本一致。而资产规模增速方面，银监会每月公布的银行业金融机构总资产的同比增速与银行业上市公司资产规模增速走势最为一致。

虽然证券业上市公司的盈利增速与成交额、融资规模以及 A 股市场涨跌幅均高度相关，但数据的大幅波动导致预测值并不精确，因此，我们对证券业上市公司利润增速的判断依据主要是每月公布的券商月报数据。由于保险业的利润增速具有一定的惯性，对其进行判断时我们依据的是上一期的利润增速。

● 工业上市公司盈利跟踪模型

我们在判断工业企业上市公司利润增速时主要的参考依据是工业企业利润总额数据。大量的历史数据显示，工业企业利润增速与 A 股工业行业利润增速高度相关。但存在部分细分行业，由于工业企业利润总额增速与该行业上市公司盈利情况走势存在较大的差距，对于这些行业我们参考的是基本面数据。

● 非金融非工业上市公司盈利跟踪模型

从利润增速的拆分情况来看，房地产建筑业利润增速的变化同时受到营业收入及销售净利率的影响。因此，在跟踪房地产建筑业上市公司盈利表现时，综合考量销量及价格两方面因素更为全面。

交运仓储业可以进一步划分为水上、道路、铁路以及航空运输业四个细分子行业。在模型中，我们选取铁路货运量作为铁路运输业上市公司盈利情况的主要跟踪指标，普运价与道路货运量作为道路运输业的主要跟踪指标，水运货运量以及周度公布的 SCFI 指数作为水上运输业的主要跟踪指标。由于销售净利率是决定航空运输业公司利润增速的主要因素，因此我们主要关注其成本端油价的走势变化。

● 风险提示

经济增速下行，行业景气度下降，历史经验不代表未来

内容目录

盈利高频跟踪模型的意义与作用	5
A 股上市公司利润的拆解	6
金融业上市公司盈利跟踪模型	8
银行业上市公司利润增速的跟踪	8
证券业上市公司利润增速的跟踪	13
保险业上市公司利润增速的跟踪	16
工业上市公司盈利跟踪模型	17
非金融非工业上市公司盈利跟踪模型	22
房地产及建筑业上市公司利润增速的跟踪	23
交运仓储业上市公司利润增速的跟踪	26
国信证券投资评级	31
分析师承诺	31
风险提示	31
证券投资咨询业务的说明	31

图表目录

图 1: 构建自上而下上市公司盈利高频跟踪模型基本思路.....	5
图 2: 盈利跟踪模型可以更动态领先地了解整体上市公司利润变化情况	6
图 3: 全部 A 股上市公司归母净利润各行业分布情况.....	7
图 4: 非金融 A 股上市公司归母净利润各行业分布情况	7
图 5: 银行业上市公司利息净收入是主要收入来源	8
图 6: 银行净利润增速贡献分解.....	9
图 7: 银行净利润拆解及预测	9
图 8: 从资金运用情况来看, 贷款占比一直较高.....	10
图 9: 贷款加权平均利率与基准利率及 10 年期国债收益率的走势情况	11
图 10: 银行利息收入占总资产比重与中债 10 年期国债收益率走势高度相关	11
图 11: 银行利息支出占比与理财产品预期年收益率走势基本一致.....	12
图 12: 上市银行资产规模增速与 M2 及社融同比增速走势高度相关.....	12
图 13: 上市银行平均资产同比与银行业金融机构平均总资产增速走势基本一致	13
图 14: 证券公司收入构成情况	14
图 15: A 股市场成交额累计同比与证券业上市公司盈利情况走势高度相关	14
图 16: 股权融资规模累计同比增速与证券业上市公司盈利情况走势相关性较高	15
图 17: A 股涨跌幅与证券业上市公司盈利情况走势相关性较高	15
图 18: 保险业上市公司利润增速与保险公司保费收入-赔付同比走势并不相关.....	17
图 19: 制造业工业利润与 A 股工业行业归母增速对比.....	17
图 20: 水电煤工业利润与 A 股工业行业归母增速对比.....	18
图 21: 整体工业企业利润增速与全部 A 股工业行业归母增速对比.....	18
图 22: 央行利润累计同比增速持续改善	19
图 23: 大型企业 PMI 与中小型企业 PMI 走势出现明显分化.....	19
图 24: 供给侧改革重点行业规模以上企业单位数明显下降	20
图 25: 房地产业和建筑业上市公司归母净利润走势高度相关.....	23
图 26: 房地产建筑业上市公司归母净利润增速分拆	24
图 27: 房地产建筑业上市公司归母净利润增速与产量指标走势对比	24
图 28: 房地产建筑业上市公司归母净利润增速与商品房销售面积增速高度相关	25
图 29: 房地产建筑业上市公司归母净利润增速与住房价格走势对比	25
图 30: 房地产建筑业上市公司归母净利润增速与房地产业价格销量综合走势对比....	26
图 31: 铁路、道路、水上及航空运输业归母净利润占交运仓储业比重变化情况	26
图 32: 铁路货运量中过半数的运输产品是煤炭	27
图 33: 铁路运输业归母净利润增速与煤炭价格走势呈现正相关趋势	27
图 34: 铁路运输业归母净利润增速与前期铁路货运量累计同比增速高度相关	28
图 35: 道路运输业上市公司归母净利润增速与运价及货运量走势高度相关	29
图 36: 水上运输业上市公司归母净利润增速与运价及货运量走势相关.....	29
图 37: 航空运输业上市公司归母净利润增速的变化主要由销售净利率变化导致的....	30
图 38: 航空运输业上市公司归母净利润增速与原油价格走势高度负相关	30

表 1: 2018 年 6 月各行业规模以上企业数量变化情况.....	21
表 2: 工业企业级细分行业上市公司盈利情况跟踪主要参考依据	22

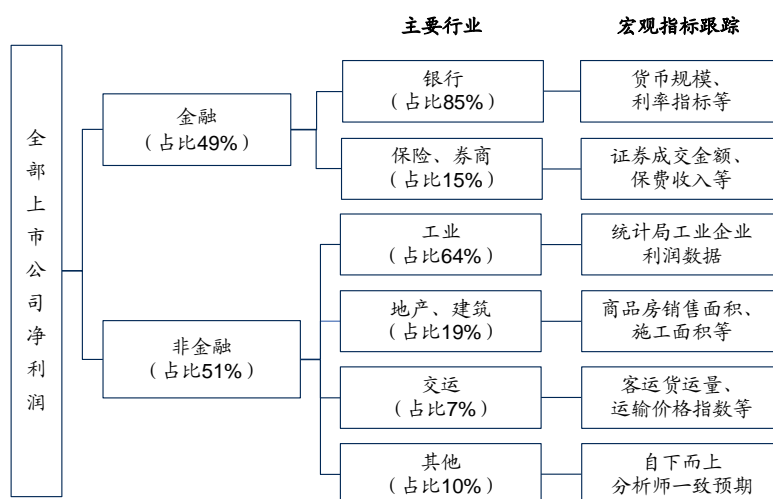
盈利高频跟踪模型的意义与作用

盈利分析对股票研究至关重要，企业净利润能直接或通过估值间接影响股票的价格，有效的盈利预测模型将有助于投资者获得相对市场更加领先的信息。当前市场普遍使用较多的是自下而上的一致预期盈利预测，而较少有针对上市公司整体盈利变化的动态跟踪模型。

国信策略团队尝试构建一个自上而下的上市公司盈利高频跟踪模型。我们的基本思路是充分利用丰富多样的宏观经济和行业数据，构建一个能够月度跟踪上市公司整体盈利变动的高频模型，从而得到更加领先的盈利预测信息。举例来说，我们可以使用国家统计局的工业企业利润数据来跟踪工业类上市公司利润情况（工业上市公司利润占全部 A 股公司约 32%），用 M2 和金融机构信贷收支表数据跟踪商业银行资产规模变化、用利率数据判断商业银行净息差变化（商业银行利润占全部 A 股公司约 42%）、用商品房销售面积和施工面积来跟踪房地产和建筑业上市公司利润变化（两者占比约 10%）等等。如此，我们估计全部 A 股上市公司利润总量的 90%可以通过自上而下的宏观经济数据来跟踪。

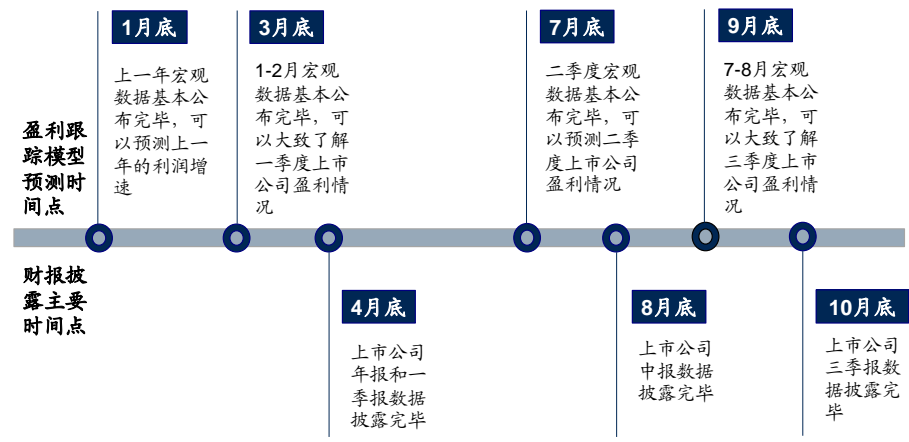
通过利用宏观数据构建的月度上市公司盈利跟踪模型，我们可以更加动态领先地了解整体上市公司利润变化情况。从当前 A 股市场上市公司财务报告披露的实践来看，上市公司中期财务报表预计将于 8 月底披露完毕，部分公司业绩预告和业绩快报一般在 7 月中旬可以陆续公布完毕。而一般在 6 月底左右时间 5 月份的宏观经济数据已经公布完毕，根据 4 月和 5 月两个月的宏观数据我们可以大致对上市公司在二季度的整体盈利情况有个较好的了解，历史回溯来看误差没有很大。一季报和三季报的情况也类似，我们基本可以在 3 月底的时候对上市公司 1 月和 2 月的情况有了整体了解，而一季报的实际公布时间要到 4 月底。而且另外有一点很重要，这样构建的盈利高频跟踪模型可以以月度为频率来分析上市公司整体盈利变化情况。

图 1：构建自上而下上市公司盈利高频跟踪模型基本思路



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：盈利跟踪模型可以更动态领先地了解整体上市公司利润变化情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

A 股上市公司利润的拆解

直接预测上市公司整体盈利的变化情况较为困难，且由于不同行业间存在着明显差异，直接预测整体的盈利增速往往存在较大误差，因此我们对上市公司整体盈利变化的跟踪可以从细分行业入手。我们先将全部 A 股拆解成各细分行业，在充分利用行业数据取得各细分行业利润增速的相关信息后，再使用加权平均的方法计算得出整体的盈利增速。

假设细分行业 i 基年净利润为 a_i ，预计净利润增速为 b_i ，则全部行业整体净利润增速 P_i 可根据下式可得：

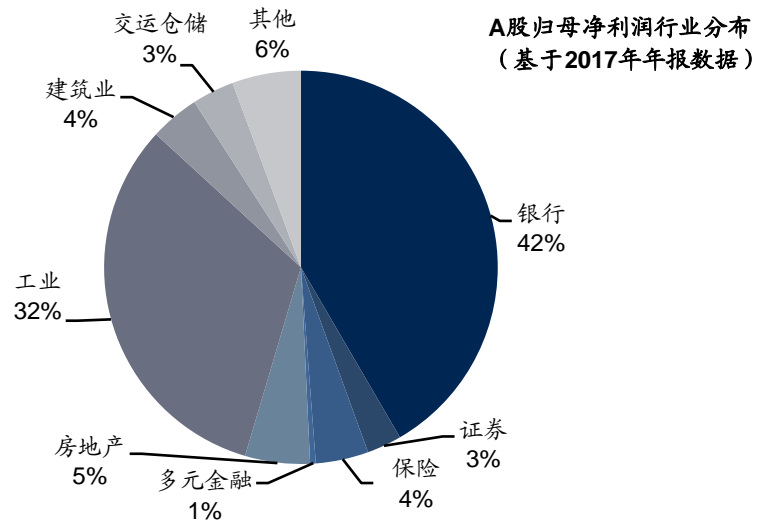
$$P_i = \frac{\sum_i a_i \times (1 + b_i)}{\sum_i a_i} - 1 = \sum_i \frac{a_i}{\sum_i a_i} \times b_i$$

A 股市场分析中一般多采用申万或中信的行业分类，然而申万和中信的行业分类和国家统计局的国民经济统计行业分类有较大出入，因此很难和国家统计局的宏观数据进行匹配。在构建上市公司盈利高频模型跟踪时，国信策略团队将采用国家统计局的国民经济行业标准对上市公司进行行业分类。

根据国民经济的行业分类标准，从 A 股归母净利润全行业分布来看，金融业与非金融行业比重相近，占比均为 50%。从细分行业来看，银行占比高达 42%，非银金融净利润占比为 8%，而工业企业净利润占比为 32%、房地产占比 5%、建筑业占比 4%以及交运仓储业占比 3%。上述各行业占全部 A 股归母净利润高达 94%。

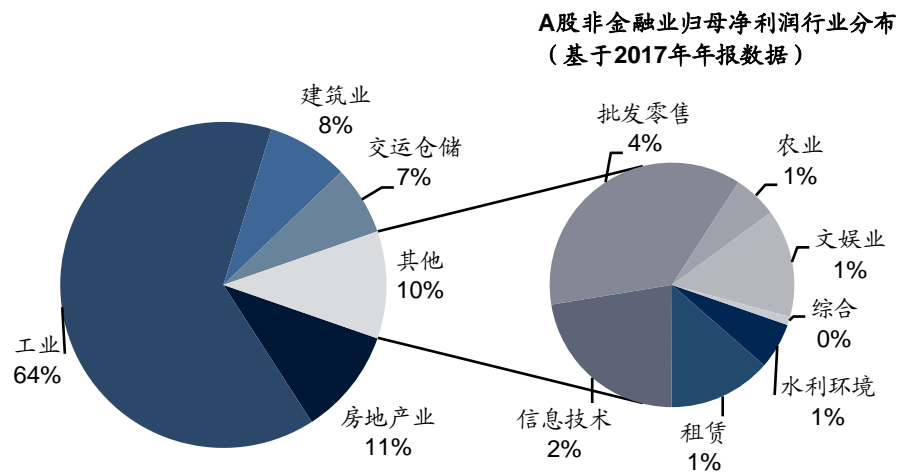
非金融行业中工业、房地产和建筑业以及交运仓储行业为主要行业，上述行业净利润占全部 A 股非金融行业的比重高达 90%。从非金融行业的归母净利润分布情况可以看出，工业企业所占的比重过半，高达 64%；其次是房地产业和建筑业，占比比重分别为 11%及 8%，交运仓储行业的比重也达到 7%。

图 3：全部 A 股上市公司归母净利润各行业分布情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：非金融 A 股上市公司归母净利润各行业分布情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

基于上述的利润分解情况，在我们的高频跟踪模型中，金融业，非金融业中的工业、房地产和建筑业以及交运仓储业为我们主要关注的行业。下面我们将对这些行业的利润增速跟踪预测方法进行详细的阐述。

金融业上市公司盈利跟踪模型

从2017年年报数据来看,整个金融业占全部A股上市公司的利润比重达到50%,而其中,银行业上市公司的归母净利润达到全体上市公司归母净利润的42%,证券及保险行业的利润比重分别为3%和4%。因此,对金融业整体利润增速的跟踪预测可进一步细分为对银行、证券及保险三个细分子行业利润增速的跟踪预测。

银行业上市公司利润增速的跟踪

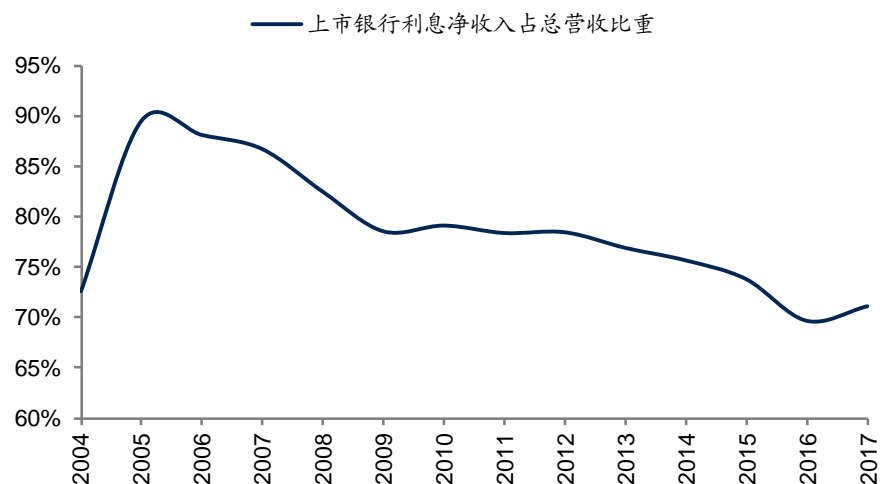
净息差和资产规模增速是决定银行利润增速的最主要因素

要对银行业上市公司的利润进行跟踪,首先需要知道银行利润的来源。对银行利润进行拆分后可以发现,营业收入的增加及费用的减少都能带来净利润的增加。银行的营业收入由利息净收入及非息收入两部分组成,其中利息净收入是银行的主要收入来源,从历史数据来看,利息净收入占银行营业收入的比重均不低于70%。进一步分析可知,资产规模增速及净息差是决定银行利息净收入的主要因素。银行的费用主要包括营业费用及营业税、资产减值损失以及所得税,其中资产减值损失又受到信贷增速、不良率以及拨备覆盖率的影响。

从历史数据来看,近年来息差降低及资产规模同比增速放缓导致银行净利润增速不断降低的主要因素。我们将上市银行整体的行业净利润增速进行了解构分析,发现近年来银行净利润增速的不断下降,其中既有息差不断降低的原因,也有资产规模同比增速放缓的影响。

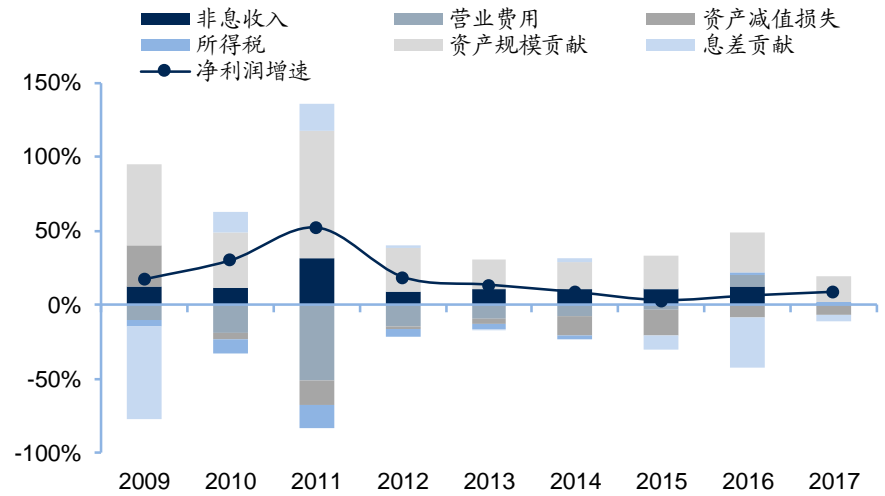
不论是从理论上银行利润表的分拆情况来看,还是从历史数据来看,决定银行净利润增速的主要因素是净息差和资产规模增速。因此,对银行业上市公司利润增速的跟踪,我们主要集中在对银行净息差及资产规模增速变化的跟踪判断上。

图 5: 银行业上市公司利息净收入是主要收入来源



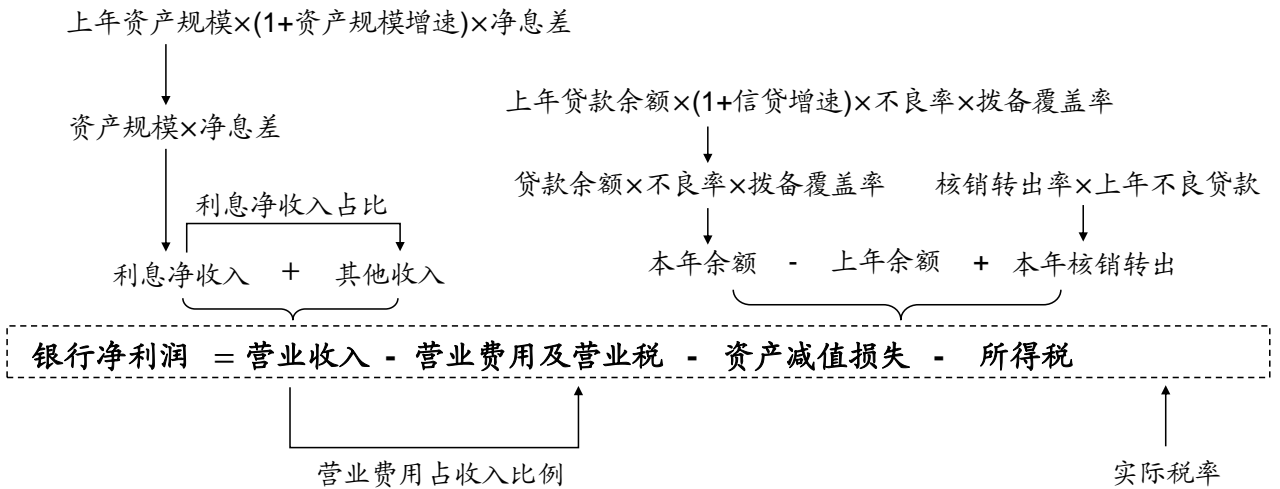
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：银行净利润增速贡献分解



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：银行净利润拆解及预测



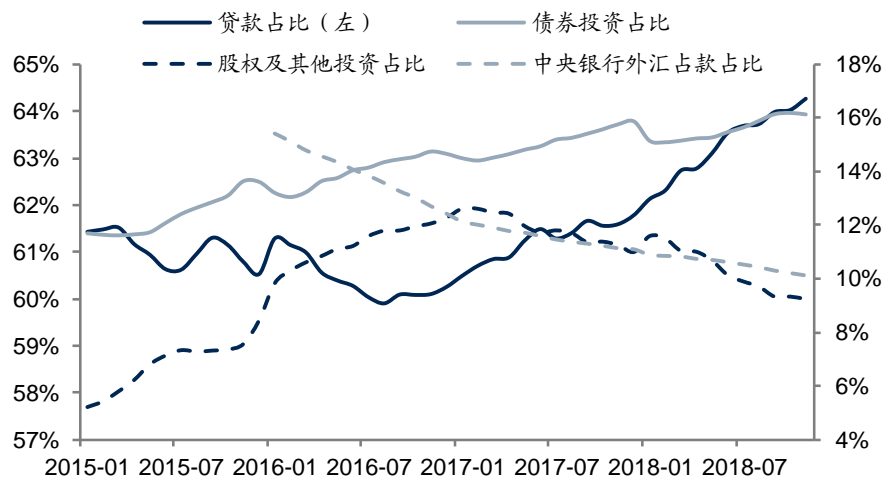
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

净息差的跟踪判断

银行的利息净收入来源于资产端利息收入与负债端利息支出的差额，净息差也能进一步拆分成利息收入占总资产规模的比重减去利息支出占总资产比重。银行资产端主要包括债券及企业贷款等，负债端主要包括存款、向央行的借款、同业负债等；因此，要跟踪判断银行利息收入及利息支出占总资产比重的走势，可以跟踪银行资产端及负债端各产品利率的走势。

我们先看银行资产端的情况。从存款类金融机构的资金运用情况来看，贷款一直是银行主要的资金去向，所占比重超过 60%，近期有持续上升趋势。债券投资是银行的第二大配置资产，自 15 年以来持续上升，至 2018 年 11 月，该类资产占比已经达到 16%。根据中国人民银行公布的数据显示，2018 年 11 月，各项贷款与债券投资占存款类金融机构资金运用的比重达到 80%。

图 8：从资金运用情况来看，贷款占比一直较高



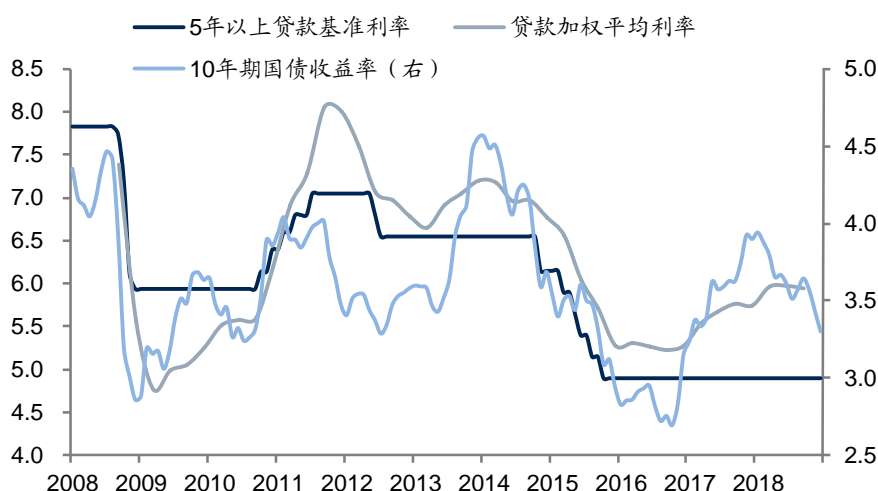
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

由于各项贷款与债券投资是银行配置的主要资产，因此我们着重讨论这两类资产的利率情况。毫无疑问，贷款利率的主导因素是基准利率，从历史数据来看，贷款利率中枢基本上是由贷款基准利率的水平决定的，贷款加权平均利率与基准利率走势高度相关。但是考虑到基准利率变化的间隔时间较长，而 10 年期国债收益率是高频且可得的数据，所以在跟踪时，我们认为 10 年期国债收益率更为合适。

除去数据可得性这一因素外，以 10 年期国债收益率作为贷款利率的跟踪预测指标还有以下三个原因。首先，从基准利率的传导途径来看，债券市场利率一般是贷款利率的最直接影响因素。一般来说，基准利率的变动最先会影响货币市场利率，随后传导至债券市场，最后体现在贷款利率中枢的变化。其次，基准利率主要影响的是贷款利率的中枢水平，而短期内贷款利率的波动更易受到市场面因素的影响，债券市场的利率也能够体现市场情况。最后，从历史数据来看，10 年期国债收益率的走势与贷款加权平均利率的走势也比较一致。

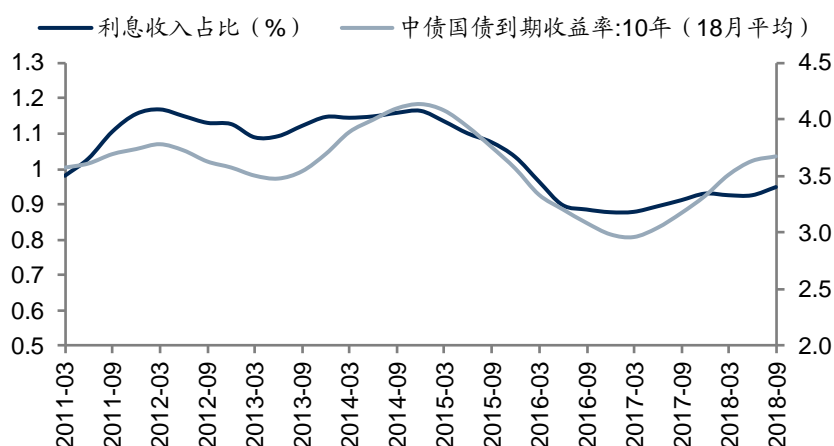
而对于债券投资类资产来说，10 年期国债收益率更能直接反映出其资产收益率的变化。综合来看，历史数据也显示，银行利息收入占总资产比重的走势与过去 18 个月的十年期国债平均收益率走势高度相关。因此，在对资产端利息收入占总资产比重的判断上，我们主要参考的是 10 年期国债收益率。

图 9：贷款加权平均利率与基准利率及 10 年期国债收益率的走势情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：银行利息收入占总资产比重与中债 10 年期国债收益率走势高度相关

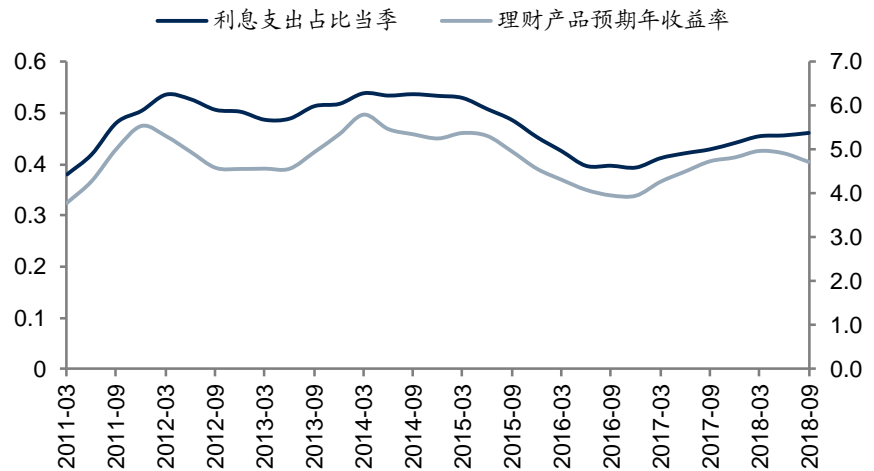


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

接下来考虑银行的利息支出。通过大量的数据比对，我们发现利息支出占总资产比重的走势与理财产品预期的年收益率走势基本一致。对银行来说，除去表内负债，银行还有大量的表外理财产品等。一方面，银行理财产品能够反映出银行负债端的压力，另一方面，理财产品多数投向的是固收类产品，包括同业存单、金融债等在内，因此在一定程度上也反映了银行负债端的成本。这是利息支出占比与理财产品预期年收益率走势基本一致的主要逻辑。

在对银行成本端跟踪时，从周度公布的理财产品预期年收益率数据，我们也能够及时获得银行负债端利率的相关信息。因此，在对负债端利息支出占总资产比重的判断上，我们主要参考的是理财产品预期年收益率。

图 11：银行利息支出占比与理财产品预期年收益率走势基本一致



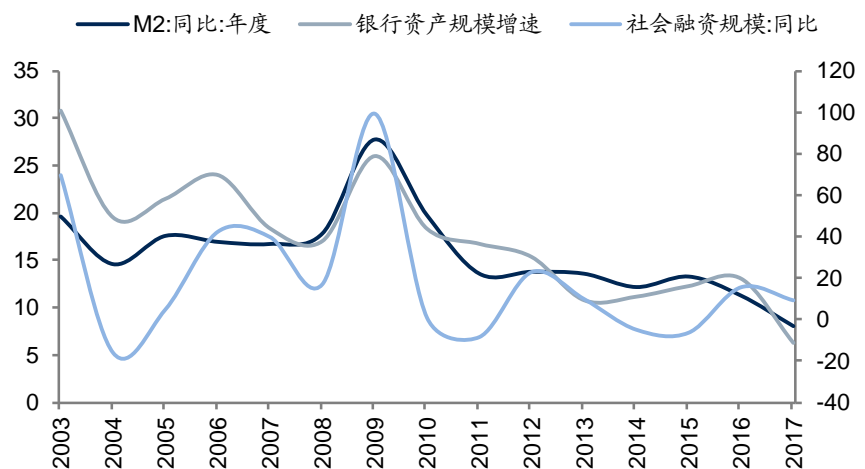
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资产规模增速的跟踪判断

提起银行的资产规模增速，我们最容易想到的便是 M2 增速以及社会融资规模累计增速这两个金融指标。但实际上，M2 及社会融资规模累计增速的变化方向基本上与银行资产规模增速的变化方向一致，但三者变化程度并不完全相同。M2 及社会融资规模累计增速与上市银行资产规模增速走势高度相关，但 M2 及社融规模增速与上市银行资产规模增速的变化程度差距较大。

口径的不一致，导致了 M2 及社融规模累计增速并不是一个较好的观测银行资产规模的变量。社融涵盖范围较广，除去金融机构的贷款，还包含表外及直接融资金额等，而 M2 作为广义货币，不包含金融债券等银行负债，社融及 M2 的统计口径均与银行业资产规模存在差异。因此，当涉及到定量分析时，M2 与社融规模累计增速并不是一个较好的跟踪指标。

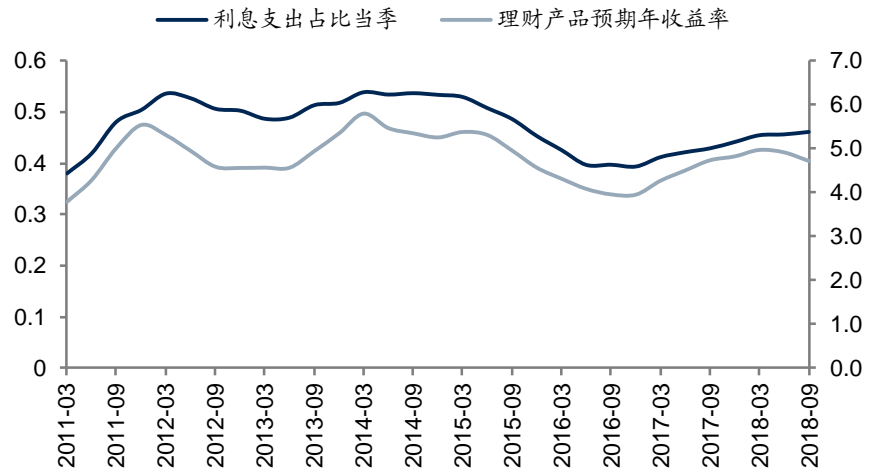
图 12：上市银行资产规模增速与 M2 及社融同比增速走势高度相关



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

银监会每月公布的银行业金融机构总资产的同比增速与银行业上市公司资产规模增速走势最为一致。从历史数据来看，银行业金融机构总资产同比增速与上市银行平均资产走势基本相同，因此，我们可以通过跟踪银行业金融机构总资产增速的变化判断上市银行资产规模的情况。

图 13: 上市银行平均资产同比与银行业金融机构平均总资产增速走势基本一致



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

证券业上市公司利润增速的跟踪

证券业上市公司的收入构成

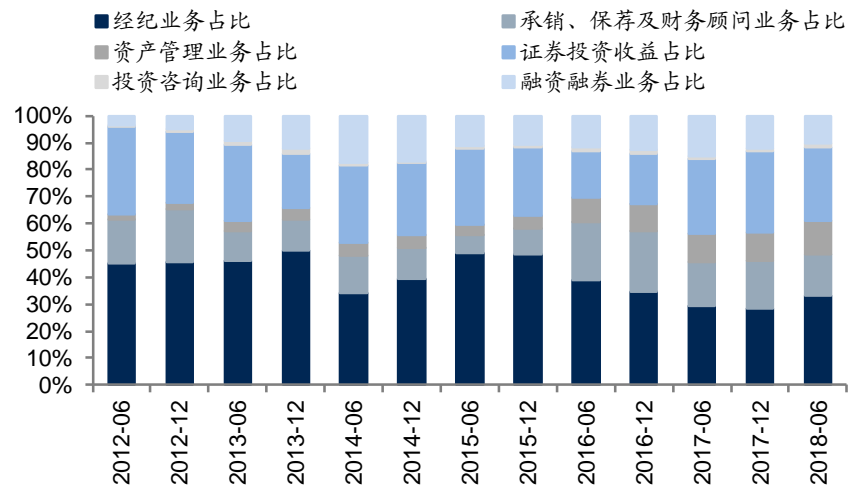
同样的，在研究证券行业的利润增速时，我们需要知道其利润来源，因此，我们首先将研究证券公司的收入构成。证券公司的业务主要可以分成两大部分，一是传统业务，另一部分是创新业务。传统业务中包括经纪业务、承销业务、资管业务及自营业务，创新业务则包括融资融券、股票质押回购等业务在内。

从证券公司收入构成的历史数据来看，传统业务是证券公司的主要收入来源。经纪业务、承销保荐及财务顾问、资管业务及投资为证券公司带来的收入历年来一直稳定在 80% 以上，2018 年 6 月，这四大业务的累计收入贡献达 88.3%。进一步研究可发现，传统业务中的经纪业务更是证券公司最主要的收入来源。

但从近几年的发展情况来看，经纪业务的比重呈现逐步下降的趋势，资管业务及投资收益比重在逐步的提高，以两融为代表的资本中介业务快速成长。由于传统业务竞争的不断加剧，各大券商开始打起了“佣金战”，随着佣金费率的不断降低，传统经纪业务为证券公司创造的收益也不断降低。与此同时，资管业务在投资机构化的背景下逐年增长，附加值较高的自营和投资业务也更受重视。

我国证券业的盈利总体上仍以证券经纪业务、投资银行业务和自营业务等传统业务为主。基于上述的分析，在之后我们对证券业上市公司利润增速的跟踪时，我们主要集中于研究与证券公司主要业务相关因素的跟踪效果，也即与经纪业务、承销业务以及自营和投资业务三大主要业务收入相关的因素。

图 14: 证券公司收入构成情况

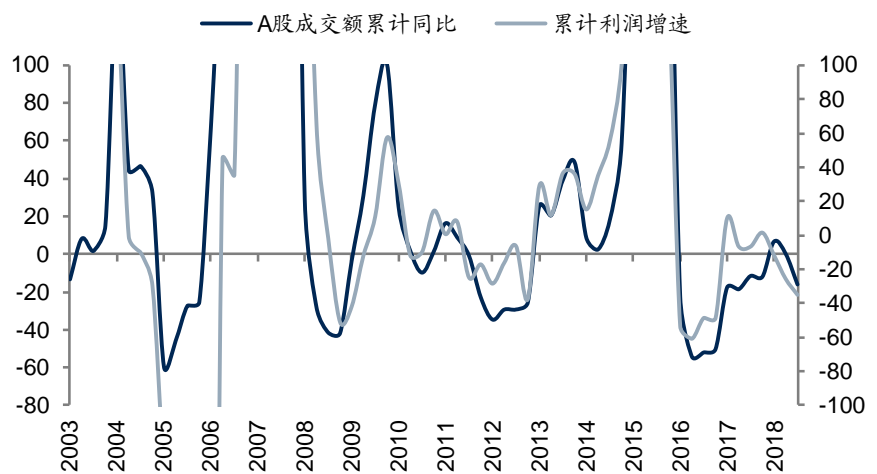


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理
注: 其他业务收入未统计在内

证券业利润增速的预测

经纪业务目前还是证券公司最主要的收入来源，因此我们首先考察经纪业务相关指标与证券业利润增速之间的关系。显而易见，经纪业务的收入由量和价两方面构成，量取决于市场成交量，而价则为证券公司的佣金率。由于佣金率的变动是阶段性的，经纪业务收入的变动则主要取决于市场成交量，因此，通过A股市场成交量的同比增速我们可以大致对证券公司的盈利情况有一个把握。从历史数据来看，证券业上市公司的累计利润增速与A股成交金额累计同比增速高度一致。

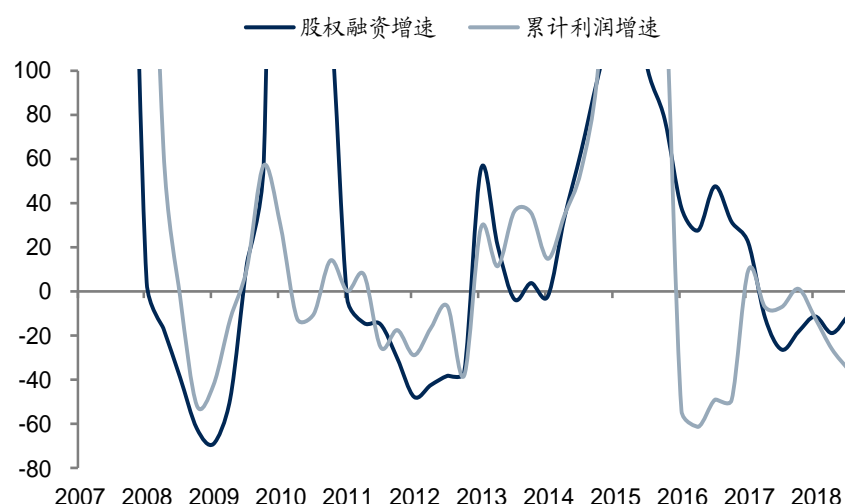
图 15: A股市场成交额累计同比与证券业上市公司盈利情况走势高度相关



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

其次是承销业务。承销业务赚取的是佣金费用，融资规模越大一般获得的佣金也越高。因此对于承销业务的收入来说，融资规模是其主要的影响因素。我们考察了 2007 年以来，A 股市场的股权融资规模增速与证券业上市公司累计利润增速的走势。结果显示，虽然不及成交金额与累计利润增速的高度相关，但股权融资增速与利润增速的走势相关性也较高。

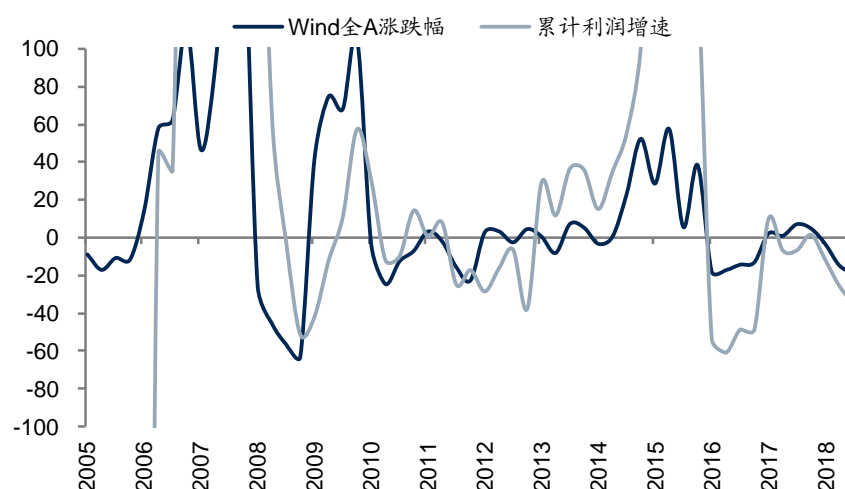
图 16：股权融资规模累计同比增速与证券业上市公司盈利情况走势相关性较高



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

最后是自营和投资业务。影响自营和投资业务的因素包括证券公司的投研团队能力，以及整体 A 股的市场环境。证券公司的投研能力难以量化，且难以保证投研能力一定可以转化为实际的投资收益。与之相反，整体 A 股的市场环境很容易量化，同时，在股市和经济背景好的情况下，绝大多数的机构投资者均能获得不错的成果。从历史走势来看，Wind 全 A 涨跌幅与累计利润增速相关性较高。

图 17：A 股涨跌幅与证券业上市公司盈利情况走势相关性较高



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

虽然成交额、融资规模以及 A 股市场涨跌幅与证券业上市公司的盈利增速均高度相关，但数据的大幅波动导致预测值并不精确。从历史回溯来看，使用 A 股市场成交额、融资规模同比数据或涨跌幅对证券业上市公司利润增速的预测往往不太精确。从数据结构来看，证券业上市公司利润增速的波动均较为剧烈，2007 年 6 月证券业上市公司的利润同比增长了 44 倍，而一年后，同比增速则快速下降至了 65%。数据的大幅波动导致预测模型的误差也较大，这是导致预测结果不精确的主要原因。

是否可以综合考虑成交额、融资规模以及 A 股市场涨跌幅，来对证券业上市公司的利润增速进行预测呢？我们认为，这并不能提高预测的精度。首先，成交额、融资规模以及 A 股市场涨跌幅三者之间是高度相关的。一般市场环境较好时，成交量往往会增加，上市公司也希望能够在股价较高时增发股票。因此，综合考虑三个指标并不能获得更多的增量信息。其次，影响其预测效果的主要原因在于证券业上市公司利润增速的波动较为剧烈，综合考虑三个指标并不能使其得到实质性的提升。

考虑到上述指标预测均存在较大的误差，因此，在**我们的高频跟踪模型中，对证券业上市公司利润增速的判断依据主要是每月公布的券商月报数据**。为了加强上市证券公司的监管，证监会要求上市证券公司公开披露月度经营主要财务信息。相比于使用成交额等市场数据预测得出的证券业上市公司的盈利情况，券商月报公布的证券业上市公司盈利数据更为直接也更为精确。

保险业上市公司利润增速的跟踪

A 股上市的保险公司数量较少，不考虑规模较小的天茂集团与西水股份，目前 A 股上市的大型保险公司仅有中国平安、新华保险、中国太保以及中国人寿四家，以及在 2018 年 11 月成功登陆 A 股的中国人保。

由于保险业并未有相对应的宏观经济指标，因此，对保险业上市公司利润增速的跟踪，我们主要集中在研究保监会每月公布保险业数据预测效果上。保监会每月都会公布保险公司的经营情况，主要包括保险公司保费收入、保险公司赔付、保险资金运用余额以及资产总额等数据。其中，与保险公司利润最为相关的当属保险公司保费收入与赔付情况。

从历史数据来看，**保险业上市公司利润增速与保险公司保费收入减去赔付的同比增速走势并不一致**。这可能是由以下两个原因导致的。一是 A 股上市的保险公司数量较少，2018 年 9 月，所有上市保险公司的保费收入规模在 1 万四千亿元左右，而全部保险公司同期保费收入超过 3 万亿元。二是保险公司的投资收益也是其净利润的重要来源。以中国平安的 2018 年三季报为例，其已赚保费累计为 5302 亿元，减去退保金、赔付支出、提取的保险责任准备金，其保险业务净收入约为 2010 亿元，而中国平安前三季度投资净收益为 1187.31 亿元，达到保险业务净收入的一半以上。

因此，在跟踪预测保险业上市公司的利润增速时，我们依据的是**上一期保险业上市公司的利润增速**。从历史数据来看，保险业上市公司的当期利润增速与上一期的利润增速相关性高达 65%，这说明，保险业的利润增速具有一定的惯性，以上一期保险业上市公司利润增速作为判断依据是可行的。

图 18: 保险业上市公司利润增速与保险公司保费收入-赔付同比走势并不相关



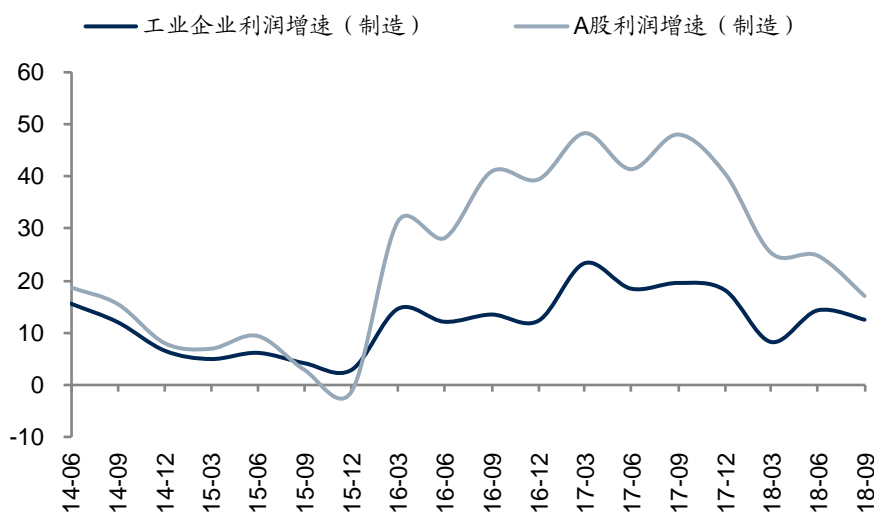
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

工业上市公司盈利跟踪模型

基于 2017 年年报数据, 工业行业归母净利润占全部 A 股净利润的 32%, 是除金融业外, 利润占比最高的行业。根据国民经济的行业分类标准, 工业行业可进一步划分为采矿业、制造业和水电煤三大类, 每一大类下的细分行业均有对应的工业企业利润总额同比增速。因此, 在构建的上市公司盈利高频跟踪模型中, 我们主要通过跟踪统计局公布的工业企业利润总额累计增速的变化把握对应行业上市公司的盈利情况。

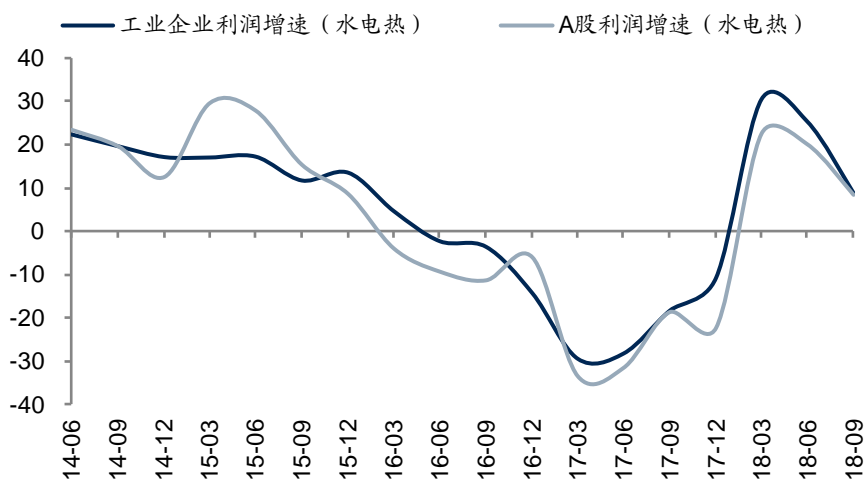
大量的历史数据显示, 工业企业利润增速与 A 股工业行业利润增速高度相关。不论从工业行业细分行业来看 (制造业及水电煤), 还是从整体来看, 工业企业利润增速与 A 股上市工业行业归母增速高度相关。

图 19: 制造业工业利润与 A 股工业行业归母增速对比



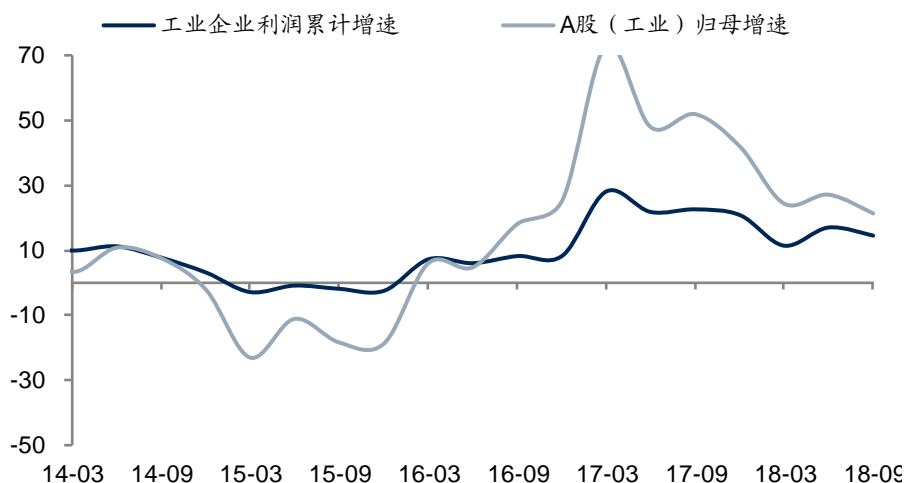
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 20：水电煤工业利润与 A 股工业行业归母增速对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 21：整体工业企业利润增速与全部 A 股工业行业归母增速对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

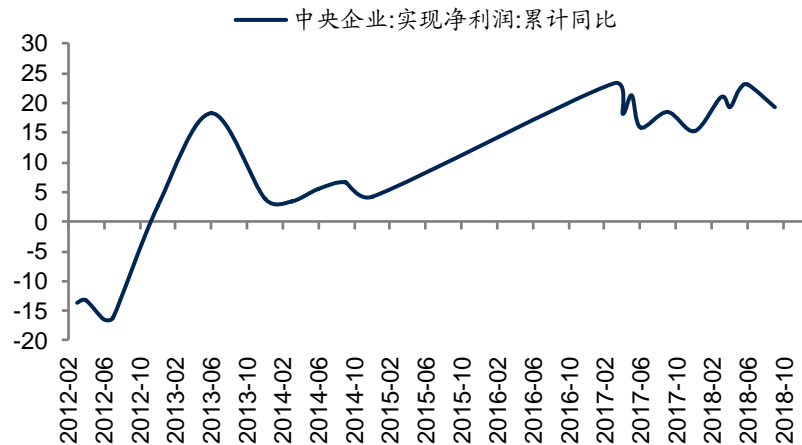
值得关注的是，自 2016 年开始，A 股上市公司盈利能力比全行业盈利能力显著提升，制造业 A 股行业归母增速与全部 A 股工业归母增速均较对应的工业企业利润增速高。根据 J. S. Bain 的研究，在集中度较高的行业里，研究使用样本数据显示出小公司的盈利少于大公司的趋势，因此，A 股上市公司盈利增速在 2016 年后显著高于全行业水平的原因可能是供给侧改革下工业企业行业集中度提升带来的。

事实上，供给侧改革后，多数行业的确出现了行业集中度提升的趋势。供给侧改革使得各行业的落后产能不断淘汰，优质企业通过规模效应实现成本降低和效率提升，从而相较于行业平均水平实现盈利红利。在激烈的行业竞争中，多数小规模企业在被不断淘汰，而优质企业强者恒强。以下基本面数据也能反映

出，在供给侧改革后，多数行业的集中度不断提升，且这一趋势仍在持续。

1) 央企利润增速持续改善。2014 年起，中央企业实现净利润累计同比增速呈现显著的上升趋势，至 2017 年 3 月央企利润同比增速达到历史峰值的 23.2%，此后一直保持两位数的快速增长。2018 年 1~9 月央企利润总额累计增速达 19.2%，处于高速增长状态。

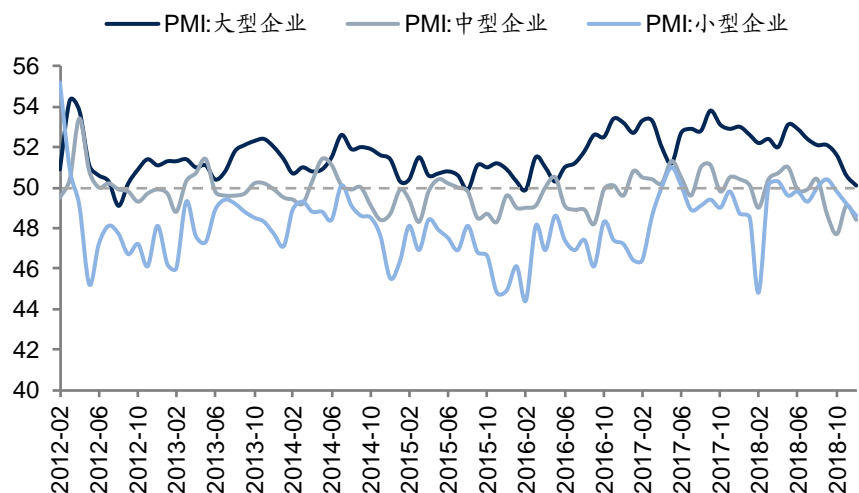
图 22：央行利润累计同比增速持续改善



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2) 不同规模企业 PMI 走势出现明显分化。历史数据显示，大型企业 PMI 显著高于中小型企业 PMI；自 2012 年起，大型企业 PMI 仅在 2012 年 8 月、2015 年 8 月和 2016 年 2 月降至荣枯线下方，中型企业 PMI 超半数时间（55%）低于分水线 50% 的水平，而小型企业景气度更在绝大部分时间（90%）处于荣枯线下方。2018 年 12 月大型企业 PMI 继续处于荣枯线上，而中小企业 PMI 则跌至荣枯线下。

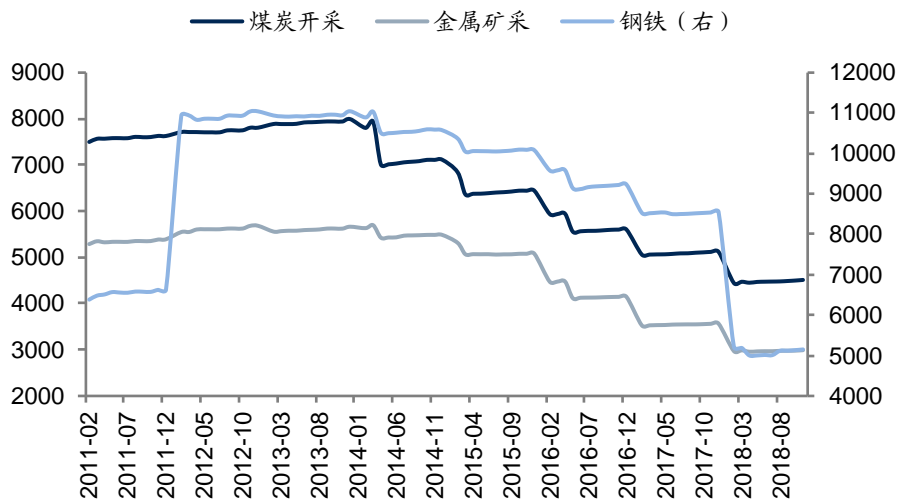
图 23：大型企业 PMI 与中小型企业 PMI 走势出现明显分化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

3) 规模以上工业企业数量不断下降。作为供给侧改革重点行业，煤炭开采及钢铁（黑色金属冶炼及压延加工业）规模以上企业单位数近年来出现明显下降。以钢铁行业为例，2013 年 12 月，全国规模以上钢铁企业共 11034 家，截至 2018 年 11 月，规模以上钢铁企业数量已经降至 5148 家，减少幅度达到 53.3%。从统计局公布的数据来看，2018 年 6 月，规模以上工业企业总体数量较去年同期下降了 5632 家，其中，钢铁及农副食品加工业企业数量分别下降了 3480 和 1409 家。

图 24：供给侧改革重点行业规模以上企业单位数明显下降



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 1：2018 年 6 月各行业规模以上企业数量变化情况

行业	2018 年 6 月规模以上企业数量	相较于去年同期变化值
金属制品业	23490	2781
计算机、通信和其他电子设备制造业	16071	755
电气机械及器材制造业	24047	438
汽车制造	14951	418
家具制造业	6217	404
电力、热力的生产和供应业	7669	381
专用设备制造业	17909	339
橡胶和塑料制品业	18416	209
水的生产和供应业	1914	154
通用设备制造业	23756	153
石油、煤炭及其他燃料加工业	2020	148
造纸及纸制品业	6650	56
仪器仪表制造业	4355	40
印刷业和记录媒介的复制	5624	30
开采专业及辅助性活动	185	18
废弃资源综合利用业	1578	3
烟草制品业	123	-5
金属制品、机械和设备修理业	362	-9
石油和天然气开采业	125	-14
化学纤维制造业	1811	-14
医药制造业	7491	-90
其他制造业	1761	-97
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	4735	-101
食品制造业	8906	-167
有色金属矿采选业	1447	-218
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	8898	-248
酒、饮料和精制茶制造业	6729	-259
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	9022	-261
有色金属冶炼及压延加工业	6751	-317
非金属矿采选业	3310	-322
黑色金属矿采选业	1521	-358
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	8357	-408
非金属矿物制品业	34554	-572
煤炭开采和洗选业	4467	-600
纺织业	18983	-828
纺织服装、服饰业	14426	-1044
化学原料及化学制品制造业	23306	-1280
农副食品加工业	24626	-1409
黑色金属冶炼及压延加工业	5011	-3480
全部工业企业	373244	-5632

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 由于其他采矿业及燃气生产供应业数据缺失, 因此细分行业汇总后的值会与全部工业企业数量存在细微差异

综合运用工业企业利润总额累计增速及行业基本面数据, 我们可以对工业企业细分行业上市公司的利润增速做出判断。在国民经济的行业分类标准下, 上市公司二级行业分类下的各细分行业均有对应的工业企业利润总额累计同比增速, 因此, 借鉴统计局每月公布的工业企业利润总额增速数据, 我们可以对绝大部分工业细分行业的上市公司盈利情况作出判断。

值得注意的是, 存在部分细分行业, 统计局公布的工业企业利润总额增速与该行业上市公司盈利情况走势存在较大的差距, 而行业特定的基本面数据更能反映出该行业上市公司的盈利情况。以煤炭开采行业为例, 煤炭价格是反映行业景气度的重要指标, 也是行业利润增速的决定性因素之一; 从历史数据来看, 相比于利润总额累计增速, 煤炭价格与煤炭开采上市公司利润增速的走势更为一致。

因此，在构建的盈利高频跟踪模型中，对于工业行业及其细分行业，我们主要参考统计局每月公布的工业企业利润总额增速数据，而对于煤炭开采、医药制造以及农副食品加工业行业上市公司的盈利情况跟踪，我们主要的判断依据是行业基本面数据。

表 2：工业企业级细分行业上市公司盈利情况跟踪主要参考依据

行业	主要判断依据
煤炭开采和洗选业	焦煤价格
石油和天然气开采业	工业企业利润
黑色金属矿采选业	工业企业利润
有色金属矿采选业	工业企业利润
开采辅助活动	工业企业利润
农副食品加工业	农业生产资料价格指数
食品制造业	工业企业利润
酒、饮料和精制茶制造业	工业企业利润
纺织业	工业企业利润
纺织服装、服饰业	工业企业利润
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	工业企业利润
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	工业企业利润
家具制造业	工业企业利润
造纸及纸制品业	工业企业利润
印刷和记录媒介复制业	工业企业利润
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	工业企业利润
石油加工、炼焦及核燃料加工业	工业企业利润
化学原料及化学制品制造业	工业企业利润
医药制造业	医药制造业企业单位数
化学纤维制造业	工业企业利润
橡胶和塑料制品业	工业企业利润
非金属矿物制品业	工业企业利润
黑色金属冶炼及压延加工	工业企业利润
有色金属冶炼及压延加工	工业企业利润
金属制品业	工业企业利润
通用设备制造业	工业企业利润
专用设备制造业	工业企业利润
汽车制造业	工业企业利润
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	工业企业利润
电气机械及器材制造业	工业企业利润
计算机、通信和其他电子设备制造业	工业企业利润
仪器仪表制造业	工业企业利润
其他制造业	工业企业利润
废弃资源综合利用业	工业企业利润
电力、热力、燃气及水生产和供应业	工业企业利润

资料来源:国信证券经济研究所整理

非金融非工业上市公司盈利跟踪模型

除去金融业及工业企业，2017 年非工业非金融企业上市公司归母净利润占全部 A 股净利润的 18%，其中，房地产行业占比达 5%，建筑业上市公司归母净利润占比为 4%，交运仓储行业占比 3%，剩下的农业、批发零售、文娱业、综合、信息技术、租赁及水利环境等行业上市公司 2017 年归母净利润占比总计 6%。因此，模型对非金融及非工业企业行业上市公司的盈利情况部分的跟踪预测主要集中在房地产业、建筑业以及交运仓储业上。

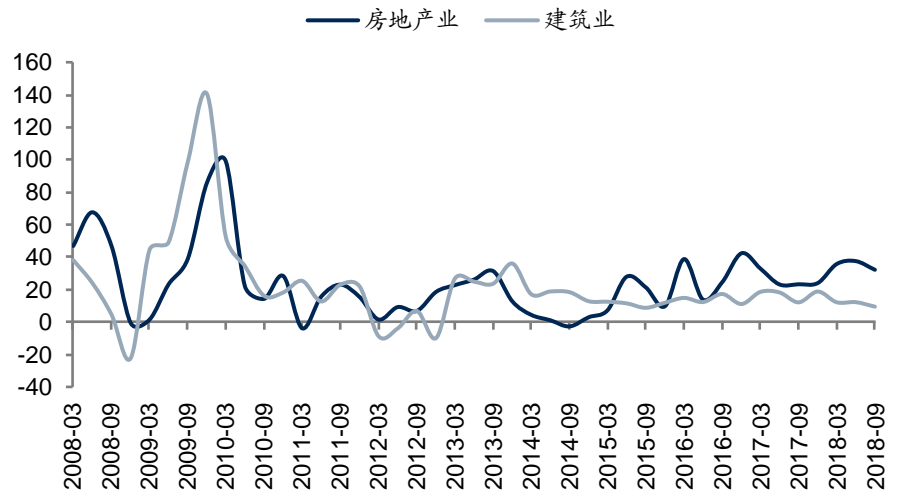
房地产及建筑业上市公司利润增速的跟踪

从产业链角度来看，房地产业和建筑业之间联系密切，且均与地产行业景气度息息相关。建筑业属于第二产业，属于物质生产部门，从事勘察、设计、施工、安装、维修等生产过程，房地产业则兼开发、经营、管理和服务等多种性质，属于第三产业。在项目开发建设活动中，房地产企业和建筑业往往形成甲方和乙方的密切合作关系，可以说，房地产业与建筑业共同处于地产产业链上，两个行业上市公司的盈利情况均与地产行业景气程度息息相关。

从历史情况来看，房地产业及建筑业上市公司盈利增速走势基本一致。我们统计了 2008 年以来房地产业及建筑业上市公司的盈利情况并将两者进行了对比，结果显示，房地产业及建筑业上市公司归母净利润增速的走势基本一致，且两个行业盈利增速的相关系数高达 0.54。

鉴于二者之间较为紧密的联系，我们的模型更加注重于对房地产建筑业整体的上市公司盈利情况进行跟踪，而不是单独跟踪房地产业或者建筑业上市公司的利润增速情况。

图 25：房地产业和建筑业上市公司归母净利润走势高度相关



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

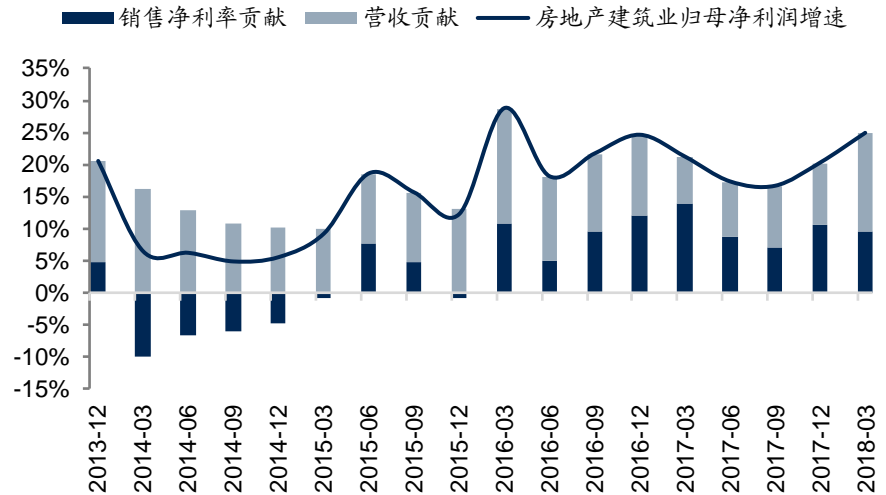
房地产及建筑业利润增速的预测

根据会计恒等式，我们可以将利润分拆成营收与销售净利率的乘积，其中，营业收入进一步可以分为价格与销量的乘积，而销售净利率反映的也是价格方面的信息。因此，理论上，对公司盈利情况的判断可以从量、价两方面入手。

另一方面，从历史数据来看，我们将房地产建筑业上市公司归母净利润增速进行分拆，可以发现其利润增速的变化同时受到营业收入及销售净利率的影响。因此，模型在跟踪房地产建筑业上市公司盈利表现情况时将综合考虑量、价两方面的因素。

对房地产建筑业上市公司的盈利情况做出判断的主要依据是地产行业景气度，我们认为，跟踪行业景气度的指标能够及时的反映出房地产建筑业公司营收及销售净利率的变化。可供选择的指标包括房屋施工、竣工及新开工面积以及销售面积等产销量的数据，以及 70 城住宅价格指数等价格方面的数据。

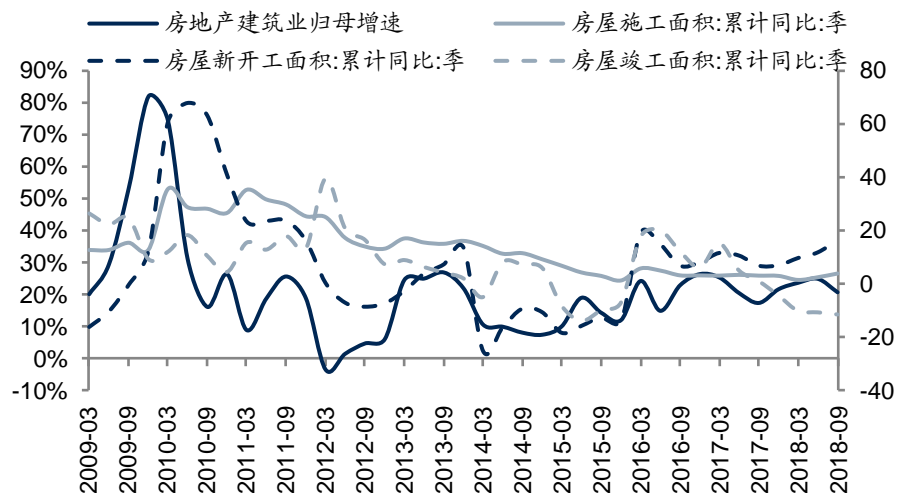
图 26：房地产建筑业上市公司归母净利润增速分析



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

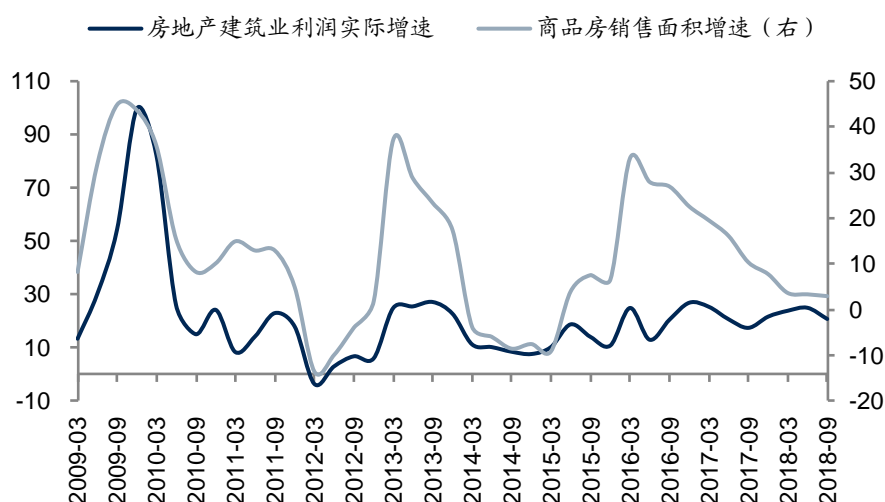
产量方面的指标能够反映行业的景气程度，但可能滞后于企业盈利情况的变化。房屋施工、竣工及新开工面积同比增速均能反映出地产企业的生产意愿；但由于企业往往是在观察到盈利能力提升后才会加大投入产出力度，因此产量方面的指标在跟踪企业盈利情况方面可能存在一定的滞后性。从历史数据来看，房屋新开工面积增速的峰值也总是要滞后于房地产建筑业归母净利润增速的峰值。商品房销售面积是判断地产行业景气程度的主要参考数据，并能同步甚至领先于企业的盈利情况变化。商品房销售面积作为地产行业终端消费市场的数据，是判断地产行业景气度的重要参考依据。而销售收入作为企业的利润来源，且企业确认收入不早于销售发生的时点，因此，商品房销售面积的变化往往与企业盈利情况的变化同步甚至会领先。

图 27：房地产建筑业上市公司归母净利润增速与产量指标走势对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

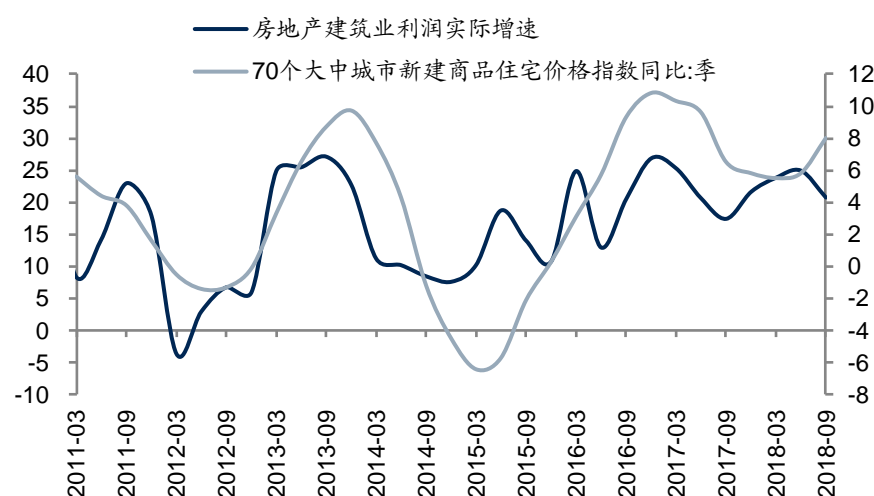
图 28: 房地产建筑业上市公司归母净利润增速与商品房销售面积增速高度相关



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

价格变化对房地产建筑业上市公司归母净利润增速的影响也是不容忽视的。从历史数据来看, 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比与房地产建筑业归母增速的走势高度相关。

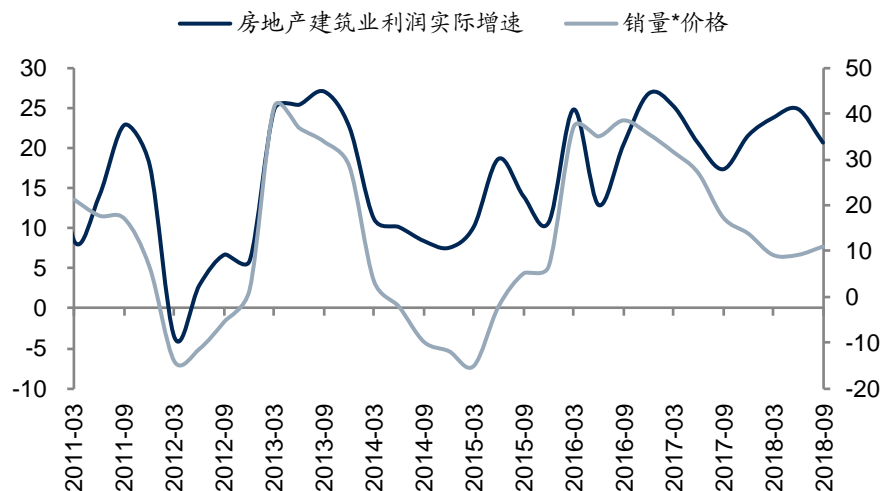
图 29: 房地产建筑业上市公司归母净利润增速与住房价格走势对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

跟踪房地产建筑业上市公司盈利表现时, 综合考量销量及价格两方面因素更为全面。2015 年至 2016 年中, 住宅价格走势与房地产建筑业归母增速的走势出现了短暂的背离, 从净利润增速分拆的情况来看, 该时期内, 营业收入的变化是利润增速变化的主导因素。因此, 在跟踪房地产建筑业上市公司的盈利表现时, 综合考量销量及价格两方面的因素更为全面。

图 30: 房地产建筑业上市公司归母净利润增速与房地产业价格销量综合走势对比

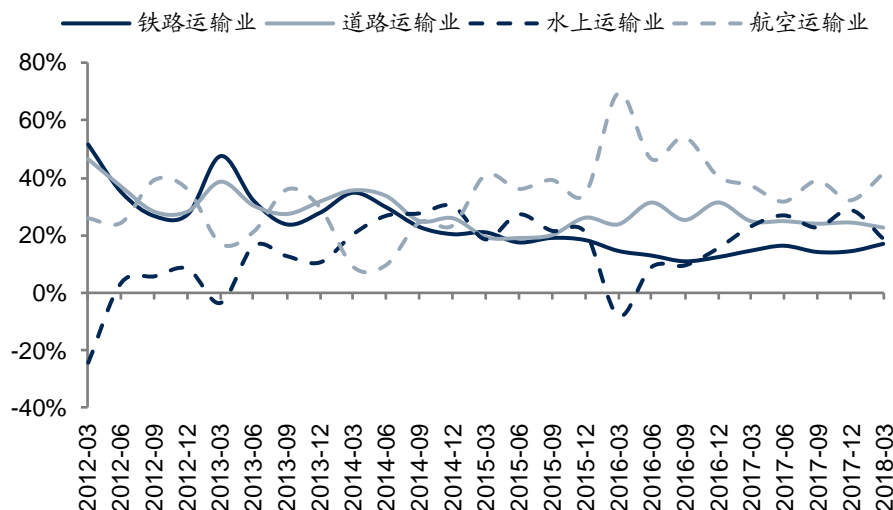


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

交运仓储业上市公司利润增速的跟踪

按照交通方式的划分,交运仓储业可以进一步划分为水上运输业、道路运输业、铁路运输业以及航空运输业四个细分子行业。由于这四个细分子行业间的关联程度并不高,且每个子行业的基本面情况可以找到对应的指标,因此,在我们的模型中,对于交运仓储业上市公司的盈利情况跟踪,我们将从这四个行业入手。

图 31: 铁路、道路、水上及航空运输业归母净利润占交运仓储业比重变化情况

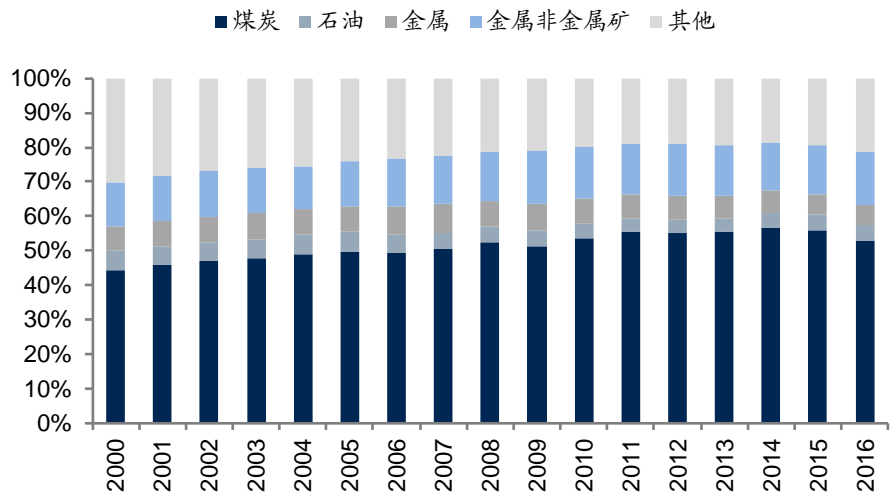


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

铁路运输业利润增速的预测

铁路运输大部分是由货物运输组成，而煤炭是铁路货运的主要类别，煤炭货运量占比维持在 50% 以上。由于铁路货运运送量大、速度快、成本较低且一般不受气候条件限制的特点，因此适合于大宗货物的长途运输。从历史数据来看，煤炭一直是铁路货运的主要产品类别，自 2007 年起，煤炭货运量占总货运量的比重一直维持在 50% 以上。历史数据显示，铁路运输业与原煤价格指数的走势呈现正相关趋势。

图 32：铁路货运量中过半数的运输产品是煤炭



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

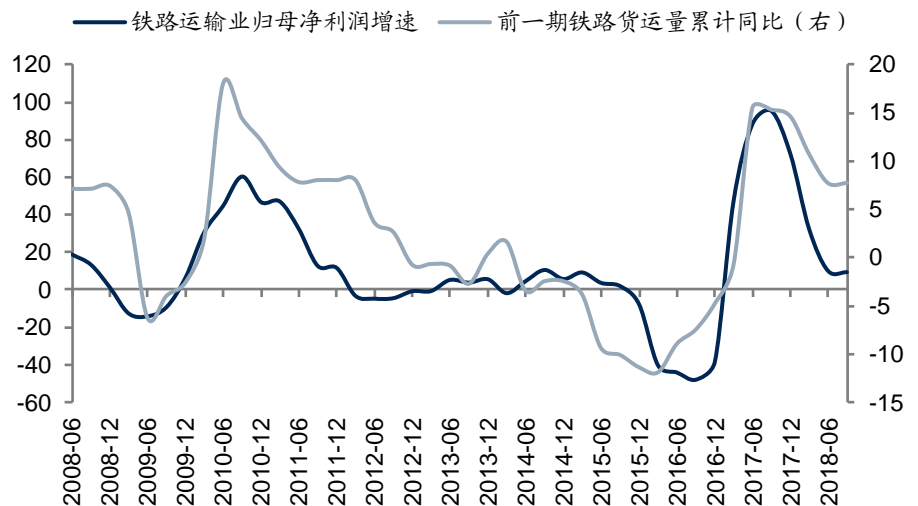
图 33：铁路运输业归母净利润增速与煤炭价格走势呈现正相关趋势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

另一个与铁路运输业上市公司盈利情况联系更为直观的变量是铁路货运量，从以往的情况来看，上市公司利润增速与铁路货运量增速走势高度相关，但利润增速的峰值要晚于货运量峰值的出现。因此，我们的模型将参考原煤价格指数，并选取铁路货运量作为铁路运输业上市公司盈利情况的主要跟踪指标。

图 34：铁路运输业归母净利润增速与前期铁路货运量累计同比增速高度相关



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

道路及水上运输业利润增速的预测

对道路运输业及水上运输业来说，由于我们能够同时获得关于运价以及货运量的行业数据，因此与跟踪房地产业上市公司的利润增速一致，我们尝试从量、价两方面入手对上市公司盈利情况进行跟踪。

首先是道路运输业，普货运价格指数与公路货运量较好的反映了公路货运市场的量、价情况。自 2013 年 10 月开始，交通部开始公布月度的普货运价格指数，该指数能够及时反映我国公路货运市场价格变动的主要趋势，是我们观测道路运输业的一个很好的跟踪指标。此外，公路货运量指标能够及时反映出我国公路货运市场的供需情况。

从历史数据来看，道路运输业上市公司归母净利润增速与普运价及公路货运量的走势高度相关。我们将 2013 年以来道路运输业上市公司归母净利润的增速以及综合了普货运价格指数与货运量变化情况的指数（即图中的普运价*货运量）进行了对比分析，数据显示，二者之间的相关性较高。

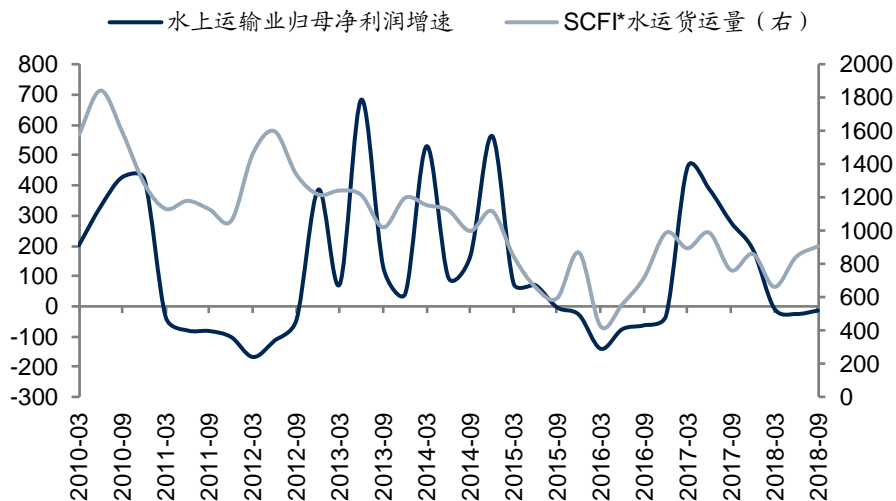
图 35: 道路运输业上市公司归母净利润增速与运价及货运量走势高度相关



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

对于水上运输业，我们选择跟踪的量、价指标分别是月度公布的水运货运量以及周度公布的 SCFI 指数。SCFI 指数及时反映的是水上集装箱运价的变化情况，水运货运量则是对水上运输业月度运送货物数量的及时反馈。从历史数据来看，水上运输业上市公司归母净利润增速与 SCFI 指数及水运货运量走势呈现正相关。

图 36: 水上运输业上市公司归母净利润增速与运价及货运量走势相关

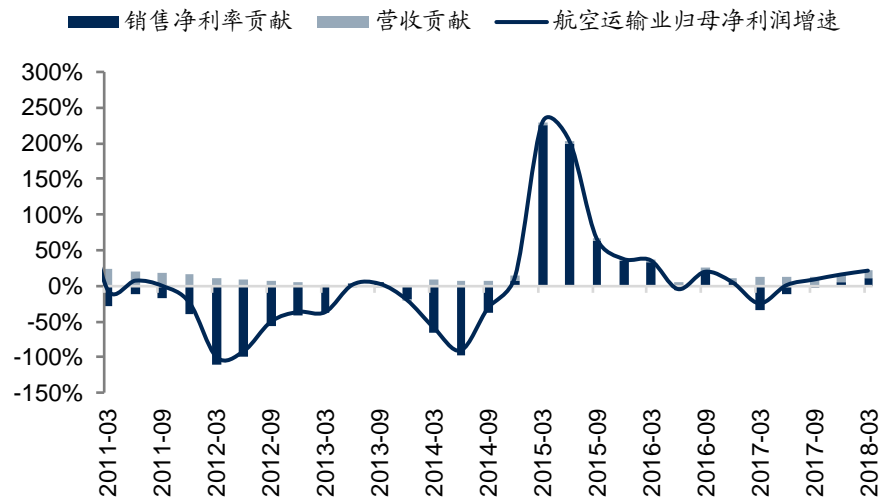


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

航空运输业利润增速的预测

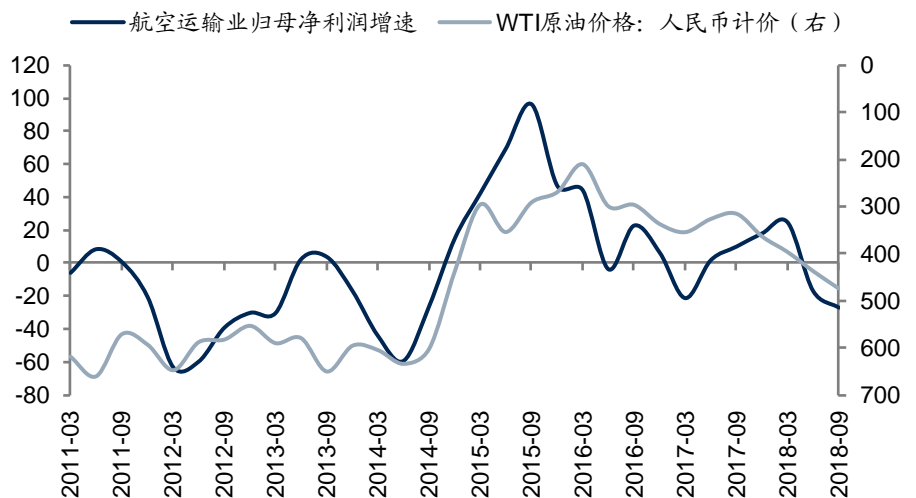
销售净利率是决定航空运输业公司利润增速的主要因素，而原油价格对销售净利率影响显著。对航空运输业上市公司归母净利润增速进行拆解，可以发现一个非常明显的规律，即航空业上市公司净利润增速的变化绝大部分来自于销售净利率的贡献。对于航运企业来说，燃油成本在营运总成本中占据相当大的比重，原油的价格是决定航空运输业销售净利率的重要因素。从原油价格与航空运输业上市公司归母净利润增速的历史走势来看，两者呈现明显的负相关关系。因此，在跟踪航空运输业上市公司盈利情况时，模型主要关注其成本端油价的走势变化。

图 37：航空运输业上市公司归母净利润增速的变化主要由销售净利率变化导致的



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 38：航空运输业上市公司归母净利润增速与原油价格走势高度负相关



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032