

深度报告

2021 年 06 月 09 日

相关报告

《中国优势制造：新一轮盈利能力提升周期——中国优势制造投资框架报告之一（0603）》

张夏

0755-82900253

zhangxia1@cmschina.com.cn

S1090513080006

研究助理

陈星宇

chenxingyu@cmschina.com.cn

制造业利润率机理探讨，兼论哪些制造能抗住成本压力

——中国优势制造投资框架报告之二

近期南华工业品价格创历史新高，市场普遍担忧可能会对制造业的盈利带来压制。本文从南华工业品价格指数同比增速的角度，梳理了2004年以来大宗商品价格快速上行的几个阶段，从财务原理出发盈利说明不仅仅是价格的问题。进一步我们研究了整个制造业、大类行业以及制造业细分领域在历次通胀上行期间毛利率、利润率和超额收益的表现，筛选出盈利有望超预期的行业。

- **三次大宗商品价格上涨及驱动因素：**2004 年以来我国共经历了三轮大宗商品价格的快速上涨：2005.6-2006.5、2009.10-2010.1、2016.6-2017.2。由于大宗商品兼具商品属性和金融属性，影响大宗商品价格的因素主要有供需基本面、货币流动性以及短期金融炒作三个方面。
- **财务基本的原理看制造业盈利：**1) 企业盈利与否，不仅仅是价格问题，量同样重要；销量是影响营业收入和毛利润、净利润等指标的重要因素，当成本上行期间，销量的上行也会带来总体营收的提升；2) 毛利率主要反应了单价和单位成本的博弈：更能体现成本的转嫁能力；3) 净利率指标相比毛利率增加考虑了费用率的影响，费用率的降低也会带来净利率的提升。
- **涨价与整体制造业：**在过去三轮大宗商品价格上涨期间，制造业营业收入增速、毛利润增速、利润总额增速均有较大幅度提升，尤其是价格同比转正的初期。主要原因在于：1) 过去几轮大宗商品价格上涨行多是由于需求驱动，需求提升带来量的上行，增厚利润；2) 随着总量扩张，费用被摊薄，利润率提升带来企业盈利能力的提升；3) 随着我国产品竞争力和附加值的提升，中国制造业毛利率和净利率都处在大幅提升的阶段，盈利能力也会持续改善。
- **涨价与大类行业：**大类行业中上游资源制造业毛利率与南华工业品指数走势有很高相关性，利润率在 2009 年以来大宗商品价格上涨期间均有较大幅度提升；中游设备制造业毛利率处于持续提升趋势中，在 2009 年、2020 年以来的两轮大宗商品价格上涨期间行业利润率有明显提升；可选消费领域在 2005 年和 2016 年这两轮大宗商品价格上涨期间毛利率有较大的提升；必需消费毛利率与南华工业品价格走势关系并不明显，在 2005 年与 2009 年南华工业品指数同比上行期间，行业利润率出现较为明显的上行；医药制造业整体毛利率处于上行通道；TMT 制造业在 2016 和 2020 年这两轮大宗商品价格上涨期间毛利率有较大的提升。
- **涨价与一级行业盈利和超额收益：**上游资源品领域中黑色金属冶炼业、非金属矿物制品业、化学原料和化学制品等行业在工业品价格上涨期间毛利率和利润率有所提升并取得超额收益。中游设备中通用设备制造业、专用设备制造业、电气机械及器材制造业等，消费领域的家具制造、造纸和纸制品业、食品制造业等一般能获得超额收益。
- **推荐关注：**基于中信三级行业在历次大宗商品价格上涨期间的表现我们推荐关注：1) 上游资源品制造业：水泥、锂电化学品、特钢、铜、锂、电子化学品、稀土及磁性材料、合成树脂、氮肥、涂料油墨颜料、钛白粉、膜材料、陶瓷；2) 中游设备制造业：乘用车Ⅲ、工程机械Ⅲ、基础件、铁路交通设备、航天军工、风电、燃料电池、船舶制造、其他专用机械；3) 消费服务：白酒、农产品加工Ⅲ、休闲食品、他纺织、其他家电、厨房电器Ⅲ、纺织制品等；TMT 制造业：消费电子组件、安防、PCB、消费电子设备、半导体材料、分立器件、线缆等；医药领域：生物医药Ⅲ、化学制剂、中成药等。
- **风险提示：**政策支持力度不及预期，疫情后生产恢复不及预期

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

正文目录

| | |
|----------------------------|----|
| 一、 历次大宗商品上涨 | 5 |
| 1、 大宗商品 | 5 |
| 2、 我国历次大宗商品价格快速上行期 | 5 |
| 3、 本轮大宗商品价格上涨..... | 7 |
| 二、 大宗商品价格攀升对制造业整体影响 | 7 |
| 1、 制造业的业务模式 | 7 |
| 2、 财务角度看制造业盈利能力 | 9 |
| 3、 历次通胀制造业整体表现 | 10 |
| 4、 大类行业盈利表现 | 12 |
| 三、 大宗商品价格上涨对不同制造业的影响 | 15 |
| 1、 大宗商品价格上涨与一级行业盈利 | 15 |
| 2、 大宗商品价格上涨与一级行业超额收益 | 19 |
| 四、 哪些行业对大宗商品上涨免疫 | 26 |
| 五、 结论和建议 | 28 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 影响大宗商品价格的主要因素 | 5 |
| 图 2: 2004 年以来我国大致经历了四轮大宗商品价格上涨 | 6 |
| 图 3: 2020 年以来, 欧美日行业资产规模大幅走高 | 7 |
| 图 4: 国内外经济修复, 生产进入扩张期 | 7 |
| 图 5: 制造业一般业务模式 | 8 |
| 图 6: 制造业分类 | 8 |
| 图 7: 财务原理 | 9 |
| 图 8: 南华工业品价格走势与制造业盈利 | 10 |
| 图 9: 南华工业品指数与制造业毛利率 | 11 |
| 图 10: 南华工业品指数与制造业利润率 | 11 |
| 图 11: 南华工业品指数与制造业费用率 | 11 |
| 图 12: 南华工业品指数与制造业费用率 | 11 |
| 图 13: 南华工业品指数与制造业营业收入增速 | 12 |
| 图 14: 南华工业品指数与制造业利润总额增速 | 12 |
| 图 15: 南华工业品指数与上游资源制造业毛利率 | 12 |
| 图 16: 南华工业品指数与中游设备制造业毛利率 | 12 |
| 图 17: 南华工业品指数与可选消费制造业毛利率 | 13 |
| 图 18: 南华工业品指数与必需消费制造业毛利率 | 13 |
| 图 19: 南华工业品指数与医药制造业毛利率 | 13 |
| 图 20: 南华工业品指数与 TMT 制造业毛利率 | 13 |
| 图 21: 南华工业品指数与上游资源品制造业利润率 | 14 |
| 图 22: 南华工业品指数与中游设备制造业利润率 | 14 |
| 图 23: 南华工业品指数与可选消费制造业利润率 | 14 |
| 图 24: 南华工业品指数与必需消费制造业利润率 | 14 |
| 图 25: 南华工业品指数与医药制造业利润率 | 14 |
| 图 26: 南华工业品指数与 TMT 制造业利润率 | 14 |
| 图 27: 南华工业品指数同比与有色金属冶炼和压延加工毛利率 | 15 |
| 图 28: 南华工业品指数同比与黑色金属冶炼业毛利率 | 15 |
| 图 29: 南华工业品指数同比与橡胶和塑料制品业毛利率 | 15 |
| 图 30: 南华工业品指数同比与石油加工业毛利率 | 15 |
| 图 31: 南华工业品指数同比与化学原料制造业毛利率 | 16 |
| 图 32: 南华工业品指数同比与化学纤维制造业毛利率 | 16 |
| 图 33: 南华工业品指数同比与非金属矿物制品业毛利率 | 16 |
| 图 34: 南华工业品指数同比与电气机械和器材制造业毛利率 | 17 |
| 图 35: 南华工业品指数同比与铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业毛利率 | 17 |
| 图 36: 南华工业品指数同比与专用设备制造业毛利率 | 17 |
| 图 37: 南华工业品指数同比与通用设备制造业毛利率 | 17 |
| 图 38: 南华工业品指数同比与仪器仪表制造业毛利率 | 17 |
| 图 39: 南华工业品指数同比与金属制品业毛利率 | 17 |
| 图 40: 南华工业品指数同比与食品制造业毛利率 | 18 |
| 图 41: 南华工业品指数同比与汽车制造业毛利率 | 18 |
| 图 42: 南华工业品指数同比与纺织制造业毛利率 | 18 |
| 图 43: 南华工业品指数同比与纺织服装服饰制造业毛利率 (多数时期反向) | 18 |

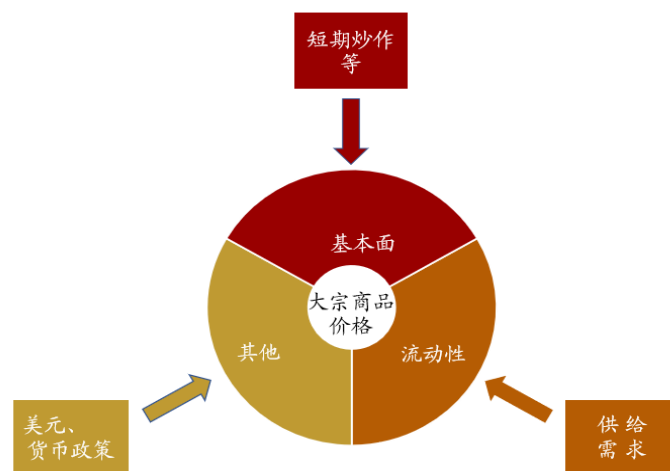
| | |
|--|----|
| 图 44: 南华工业品指数同比与家具制造业毛利率..... | 19 |
| 图 45: 南华工业品指数同比与造纸和纸制品制造业毛利率..... | 19 |
| 图 46: 南华工业品指数同比与医药制造业毛利率..... | 19 |
| 图 47: 南华工业品指数同比与 TMT 制造业毛利率..... | 19 |
| 图 48: 南华工业品指数同比与石油加工、炼焦和核燃料加工制造业超额收益..... | 20 |
| 图 49: 南华工业品指数同比与化学原料和化学制品制造业超额收益..... | 20 |
| 图 50: 南华工业品指数同比与化学纤维制造业超额收益..... | 20 |
| 图 51: 南华工业品指数同比与橡胶和塑料制品业超额收益..... | 20 |
| 图 52: 南华工业品指数同比与非金属矿物制品业超额收益..... | 21 |
| 图 53: 南华工业品指数同比与有色金属冶炼和压延加工业超额收益..... | 21 |
| 图 54: 南华工业品指数同比与专用设备制造业超额收益..... | 21 |
| 图 55: 南华工业品指数同比与通用设备制造业超额收益..... | 21 |
| 图 56: 南华工业品指数同比与金属制品业超额收益..... | 22 |
| 图 57: 南华工业品指数同比与仪器仪表制造业超额收益..... | 22 |
| 图 58: 南华工业品指数同比与电气机械和器材制造业超额收益（没有明显抑制）..... | 22 |
| 图 59: 南华工业品指数同比与纺织业超额收益..... | 23 |
| 图 60: 南华工业品指数同比与纺织服装、服饰业超额收益..... | 23 |
| 图 61: 南华工业品指数同比与家具制造业超额收益..... | 23 |
| 图 62: 南华工业品指数同比与汽车制造业超额收益..... | 23 |
| 图 63: 南华工业品指数同比与皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业超额收益..... | 23 |
| 图 64: 南华工业品指数同比与造纸和纸制品业超额收益..... | 23 |
| 图 65: 南华工业品指数同比与农副食品加工超额收益..... | 24 |
| 图 66: 南华工业品指数同比与食品制造业超额收益..... | 24 |
| 图 67: 南华工业品指数同比与酒、饮料和精制茶制造业超额收益（持续获得超额收益，与通胀关系不大）..... | 24 |
| 图 68: 南华工业品指数同比与医药制造业超额收益（影响不大）..... | 25 |
| 图 69: 南华工业品指数同比与 TMT 制造业超额收益（影响不大）..... | 25 |
| 表 1: 2005.6 至 2006.5 中信三级行业毛利率与利润率变化..... | 26 |
| 表 2: 2009.10 至 2010.1 中信三级行业毛利率与利润率变化..... | 26 |
| 表 3: 2016.6 至 2017.2 中信三级行业毛利率与利润率变化..... | 27 |
| 表 4: 制造业各细分领域毛利率/利润率、超额收益及行业推荐汇总..... | 30 |

一、 历次大宗商品上涨

1、 大宗商品

大宗商品兼具商品属性和金融属性，一方面指可进入流通领域，但非零售环节，具有商品属性并用于工农业生产与消费使用的大批量买卖的物质商品；另一方面在金融市场上，大宗商品指同质化、可交易、被广泛作为工业基础原材料的商品，如原油、有色金属、钢铁、农产品、煤炭等，主要包括能源商品、基础原材料和农副产品。目前全球大宗商品由美元定价。因此，影响大宗商品的价格主要受以下几方面因素影响：供需基本面、货币流动性以及短期金融炒作等。

图 1：影响大宗商品价格的主要因素



资料来源：招商证券

2、 我国历次大宗商品价格快速上行期

以南华工业品指数价格作为观测对象，用南华工业品指数同比增速转正到指数见顶来度量，2004 年至今我国共经历了四轮大宗商品价格快速上行阶段，分别是 2005 年 6 月至 2006 年 5 月、2009 年 10 月至 2010 年 1 月、2016 年 6 月至 2017 年 2 月，最近一轮南华工业品价格指数同比从 2020 年 11 月份开始转正，并持续维持较高增速。

（1）2005.6-2006.5

这一轮大宗商品价格的上涨既有供需缺口的基本面因素驱动也有美元贬值的影响。

- 需求方面，2001 年中国加入 WTO 之后，以中国为代表的新兴市场国家开始快速发展；2002 年开始，全球经济快速增长，对包括原油、金属产品、农产品等在内的大宗商品的需求放量。
- 在供给方面，2005 年有色金属短缺，铜、铝等库存处于低位；2006 至 2008 年能源成本增加、出口限制贸易冲击、不利天气等多项因素导致粮食危机，玉米、大豆等价格大幅上涨。
- 此外，2004 年至 2006 年尽管美联储多次加息，但仍然难以抵挡美元的贬值，美元指数从 2003 年 3 月份的 101.92 点一路下跌到 2008 年 4 月份 71.74 点的历史

低位。

南华工业品价格指数同比增速也从 2005 年 6 月份开始转正，至 2006 年 5 月份达到 121.40% 的高点，价格指数由 1193.03 点涨至 2628.77 点，涨幅达 120.34%；随后指数同比急速跌落，甚至于 2007 年 5 月至 2008 年 4 月期间同比转负。

(2) 2009.10-2010.1

金融危机之后，大宗商品价格开始新一轮的反弹。这一轮的上涨一方面由于需求的上行和货币政策的宽松。一方面，危机之后各国开始实施刺激性政策，如中国的 4 万亿刺激计划，全球经济开始复苏提升对大宗商品的需求；另一方面，2008 年 11 月美国开始 QE1，全球流动性极为充裕，大量资金涌入了大宗商品市场。2009 年 10 月份南华工业品价格指数同比增速开始转正，2010 年 1 月同比增速达到 84.37% 的高点；2011 年美国 QE2 结束，印钱预期不在，大宗商品价格开始大幅回落。

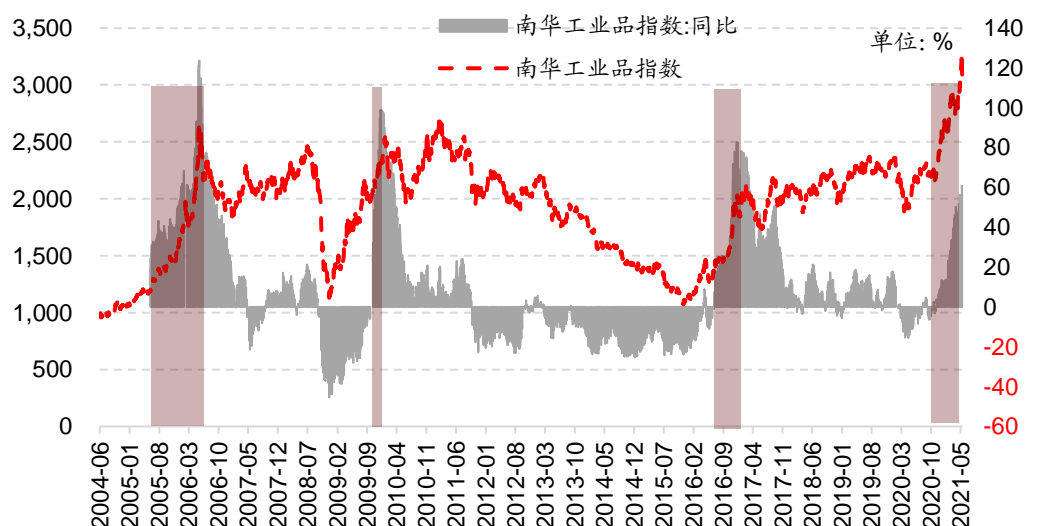
(3) 2016.6-2017.2

这一轮大宗商品价格的上涨主要来自供给侧以及美元走弱的驱动。

- 国际上，2015 年原油价格触及 2008 年以来的新低，美国原油生产商联合削减原油供应，产量大幅下滑。此外沙特减产协议、地缘政治冲突等因素都带来原油产量的下降，油价开始大幅上涨。布伦特原油期货价格从 2016 年初的 27.88 美元/桶增长至 2018 年 1 月达到 86.29 美元/桶，涨幅达到 209.51%。
- 国内方面，08 年危机之后推出的刺激政策以及房地产调控放松带来基建投资、房地产投资大幅攀升，制造业投资上升，但终端需求并没有跟上。供给过剩、需求不足一度导致 PPI 转负，2015 年底中央提出“供给侧结构性改革”，大宗商品的供给端开始收紧。
- 流动性方面，美联储加息预期降低美元持续走弱。2016 年底美元指数从 103.03 的高位开始下跌，到 2018 年初降至 89.18 的谷底。

供给的收紧以及美元的走弱共同带来本轮南华工业品价格的上涨。2016 年 6 月南华工业品价格指数同比增速开始转正，2017 年 2 月同比增速达到高点。随后直到 2019 年底一直维持在较高水平。

图 2：2004 年以来我国大致经历了四轮大宗商品价格上涨



资料来源：招商证券

3、本轮大宗商品价格上涨

2020 年 3 月份南华工业品价格指数开始向上趋势，11 月份南华工业品指数同比增速转正，并开始快速攀升，到 2021 年 5 月 12 日达到 3239.15 的历史新高，相比 2020 年 3 月份涨幅已经达到 69.2%。

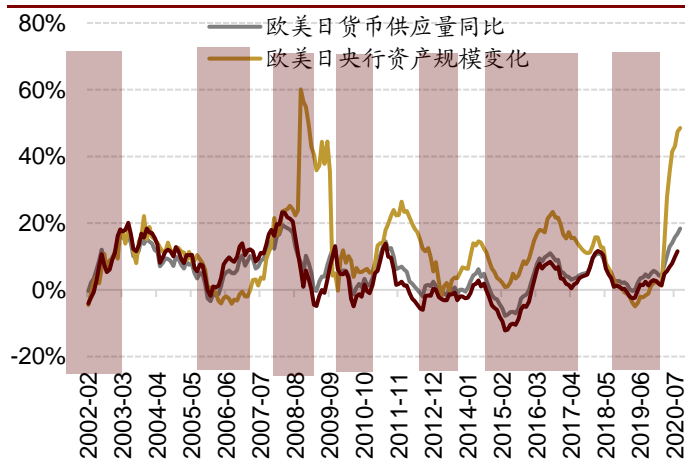
驱动近期工业品价格上行的因素主要有三个方面：

第一，全球主要央行的持续实行宽松的政策，短期流动性的大幅提升，成为刺激大宗商品价格的重要因素。2020 年 3 月份以来随着全球疫情的爆发，欧美日央行开始大规模扩表，M2 增速和信用增速也开始明显提升。一方面，国际大宗商品基本是美元定价，美元的泛滥，导致其购买力下降，从而提升大宗商品的价格；另一方面，根据费雪方程式 $MV=PT$ ，短期货币供应的提升也必然带来资产价格的上行；

第二，从供需层面来看，随着全球货币的超发，欧美日经济从深度衰退中逐渐修复，疫苗的大面积接种也使得经济逐步走向扩张状态。生产扩张带来对原材料的大量需求，进而推升价格上行。此外，价格升温促进企业主动补库存，而主动补库存的行为又会带来需求的提升和改善，反过来进一步推升大宗商品价格走高；

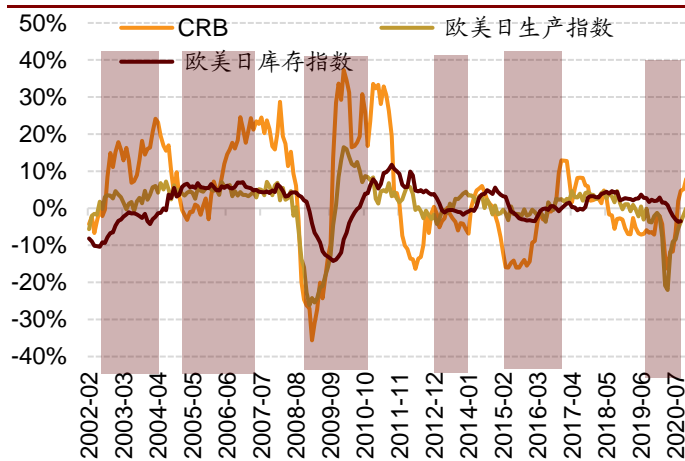
第三，就大宗商品本身而言，其不仅具有商品属性也有金融属性，短期金融市场的炒作也会进一步将涨价效应放大。

图 3：2020 年以来，欧美日行业资产规模大幅走高



资料来源：Wind、招商证券

图 4：国内外经济修复，生产进入扩张期



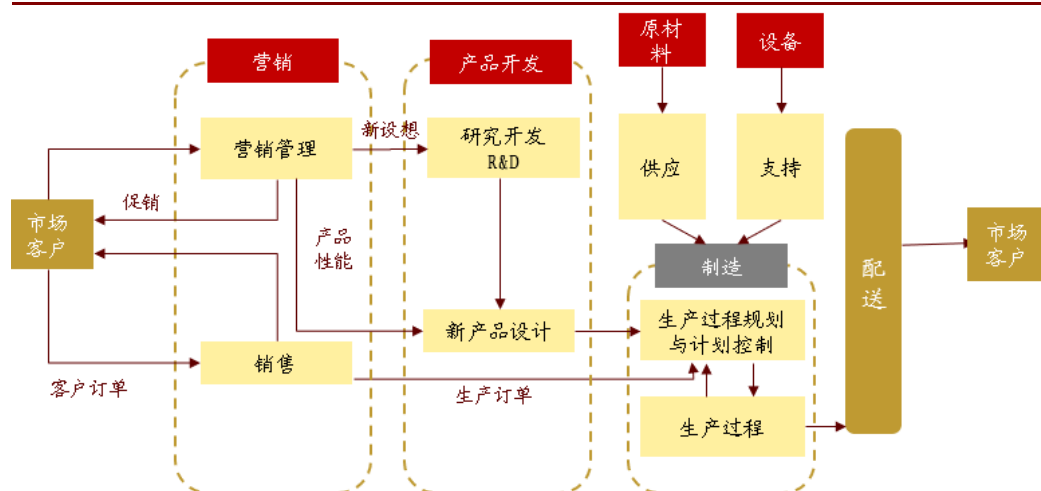
资料来源：Wind、招商证券

二、大宗商品价格攀升对制造业整体影响

1、制造业的业务模式

通常制造业企业从产品的研发设计、生产销售到售后服务一般涉及原材料供应、计划生产、批量生产、设备维护、质量检验等环节最后生产出合格产品销往市场。

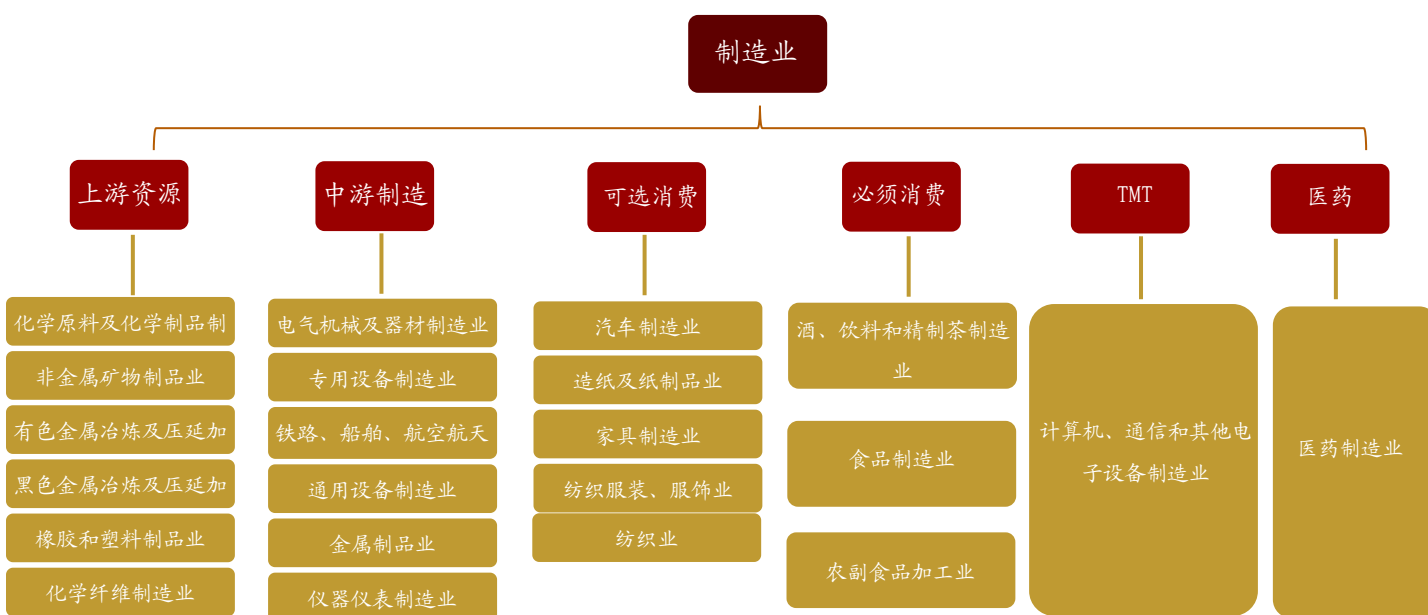
图 5：制造业一般业务模式



资料来源：公开资料整理,招商证券

根据工业性质的不同，制造业又可以分为上游资源品制造业、中游制造业、可选消费制造业、必需消费制造业、TMT 制造业、医药制造业。上游资源主要包括化学原料及化学制品制造业、非金属矿物制品业、有色金属冶炼及压延加工、黑色金属冶炼及压延加工、橡胶和塑料制品业、化学纤维制造业等；中游制造业主要包括电气机械及器材制造业、专用设备制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、通用设备制造业、金属制品业、仪器仪表制造业等；可选消费制造业主要包括汽车制造业、造纸及纸制品业、家具制造业、纺织服装、服饰业、纺织业等；必需消费主要包括酒、饮料和精制茶制造业、食品制造业、农副食品加工业；TMT 制造业主要包括计算机、通信和其他电子设备制造业；医药制造业。

图 6：制造业分类



资料来源：Wind，招商证券

2、财务角度看制造业盈利能力

近期大宗商品价格大幅上行，市场普遍担心工业品价格的上行会导致企业盈利能力下降，这里我们从财务最基本的原理出发，说明盈利不仅仅是价格的问题。

对毛利润、营业利润和净利润可以有如下拆解：

- ① 毛利润=营业收入-营业成本=(单价-单位成本)*销量
- ② 营业利润=毛利润-销售费用-研发费用-管理费用-财务费用
=【(1-费用率)*单价-单位成本】*销量
- ③ 净利润=营业利润+营业外收入-所得税

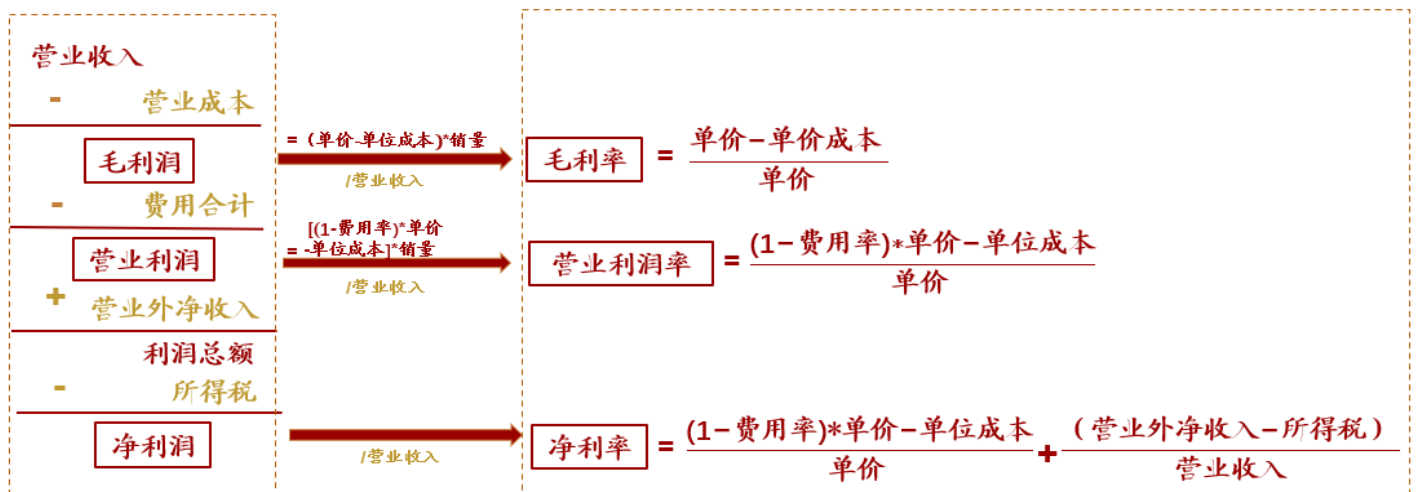
同理对毛利率、营业利润率和净利率也有如下拆解：

- ① 毛利率=(单价-单位成本)/单价
- ② 营业利润率=【(1-费用率)*单价-单位成本】/单价
- ③ 净利率=【(1-费用率)*单价-单位成本】/单价
+ (营业外净收入-所得税)/营业收入

综合以上，我们有如下结论：

1. 不仅仅是价格，销量同样重要。销量是影响营业收入和毛利润、净利润等指标的重要因素，当成本上行期间，销量的上行也会带来总体营收的提升；
2. 毛利率更能体现成本转嫁能力。毛利率主要反应了单价和单位成本的博弈：有成本转嫁能力的企业，在单位成本上涨时，毛利率仍有提升的可能；
3. 净利率指标进一步反应了费用率的影响。在不考虑营业外收入和所得税的情况下，净利率相比毛利率增加考虑了费用率的影响，费用率的降低一定程度上也会带来净利率的提升。

图 7：财务原理



资料来源：Wind，招商证券

3、历次通胀制造业整体表现

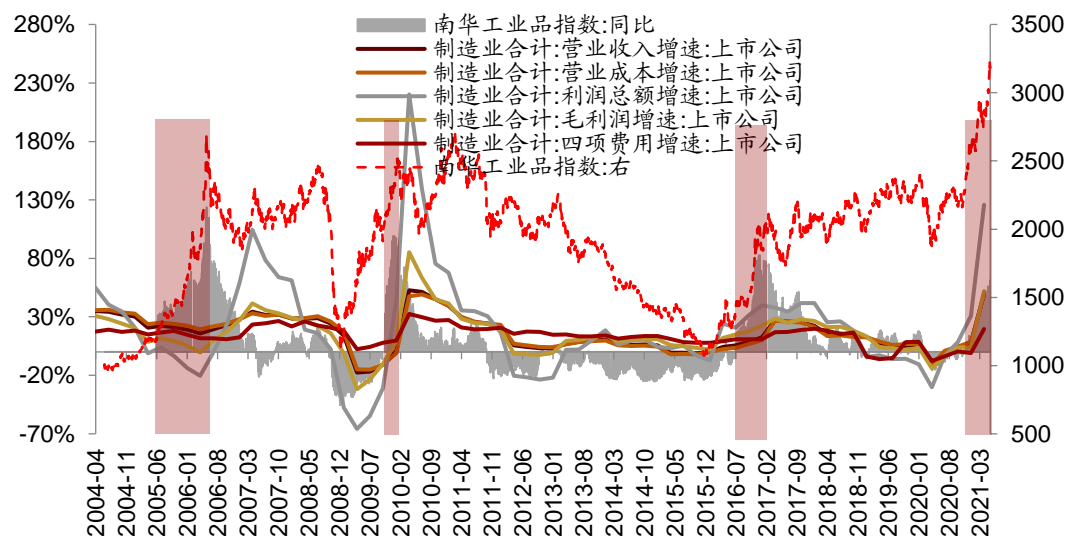
如前文所述，企业盈利能力的提升与否，主要看成本端和费用端的博弈。我们统计了2003年以来历次大宗商品上行与制造业整体盈利情况，可以发现历次南华工业品价格上行阶段均伴随着制造业盈利能力的提升，并且二者极为一致。

2005年-2006年：这一轮南华工业品价格上行比较迅速，从2004年有数据以来南华工业品指数就处于上行通道中，2006年5月中旬指数达到高点。在南华工业品价格上行初期，制造业营业收入增速、利润增速等均延续下跌趋势，2006年一季度盈利增速拐点出现；2006年5月份南华工业品价格达到本轮的峰值，随后在2007年一季度制造业营收、利润等增速均达到本轮的高点。在整个期间制造业利润总额从2006年的-20.31%增长至104.3%

2009年-2010年：2008年12月南华工业品价格指数触底开始向上，2009年3月31日制造业利润总额和毛利润增速出现拐点；2009年10月南华工业品指数同比转正，2010年1月南华工业品价格指数达到2550.33的区间高点，在此期间制造业营收、成本、毛利润等增速均处于走高。2010年1月南华工业品指数达到高点，当季度制造业营业收入增速达到52.8%，利润总额增速达到220.4%的历史新高。

2016年-2017年：2015年末南华工业品价格指数见底，当年四季度制造业利润总额和毛利润增速等达到本轮的低点。2016年6月南华工业品指数同比转正，制造业营收和利润增速均出现回升，2017年2月南华工业品价格指数达到2111.48的区间顶点，2017年3季度也是制造业本轮盈利的高点。

图8：南华工业品价格走势与制造业盈利



资料来源：Wind，招商证券

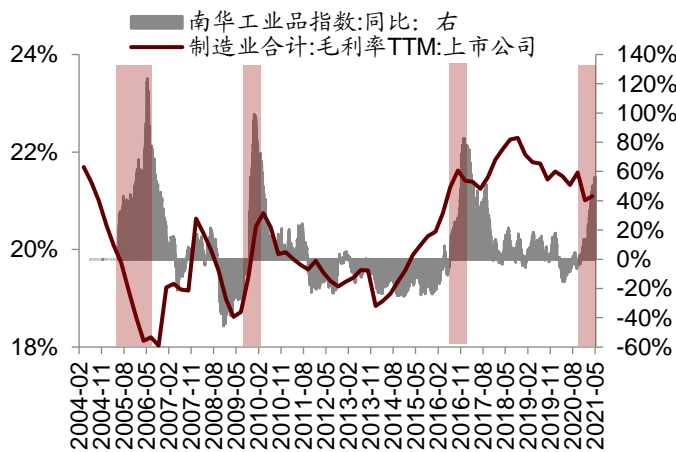
从历次大宗商品价格上行期间制造业的盈利情况来看，大宗商品价格的上涨并非如商场担忧的必然导致企业盈利能力下降。影响制造业盈利能力的因素不仅仅是价格效应。我们进一步研究南华工业品价格与制造业毛利率、净利率以及费用率，发现上市公司毛利率、利润率在南华工业品价格上行期间具有较为明显的提升。

其中一个重要原因在于费用率的下降。无论是上市公司还是整个工业企业，在前两轮南

华工业品价格上行期间其费用率均有较为明显的下滑。对于这一现象，我们理解

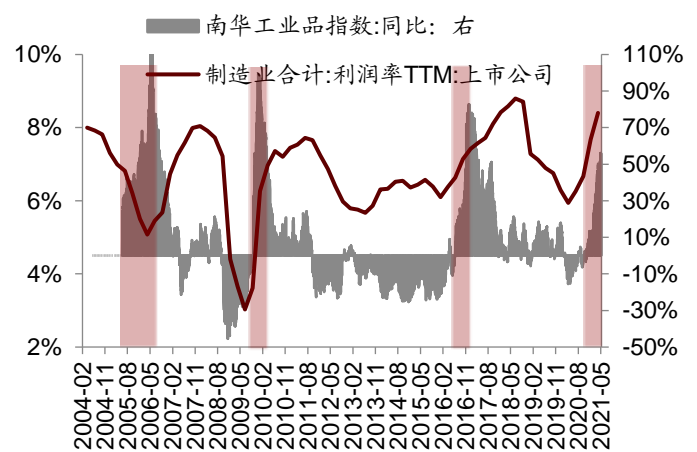
- 1) 前两轮南华工业品价格上涨，很大程度上源于需求的驱动，需求带来销量的较大程度上行，
- 2) 随着总量的扩张，费用被摊薄，费用率下降，利润率提升，最终带来企业盈利能力的提升。
- 3) 此外，随着我国产品竞争力和附加值的提升，中国制造业毛利率和净利率都处在大幅提升的阶段，盈利能力也会持续改善。

图 9：南华工业品指数与制造业毛利率



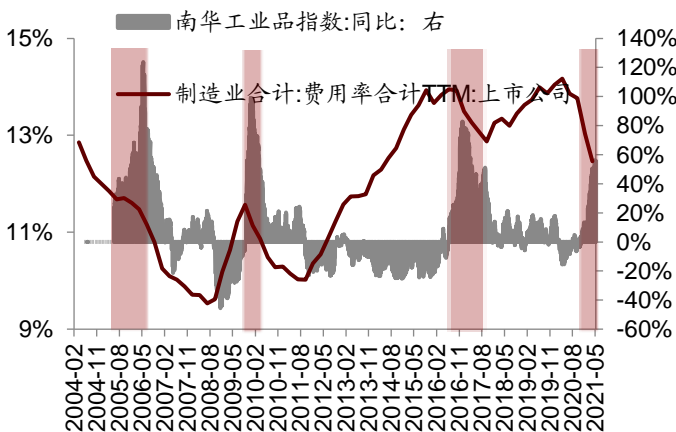
资料来源：Wind、招商证券

图 10：南华工业品指数与制造业利润率



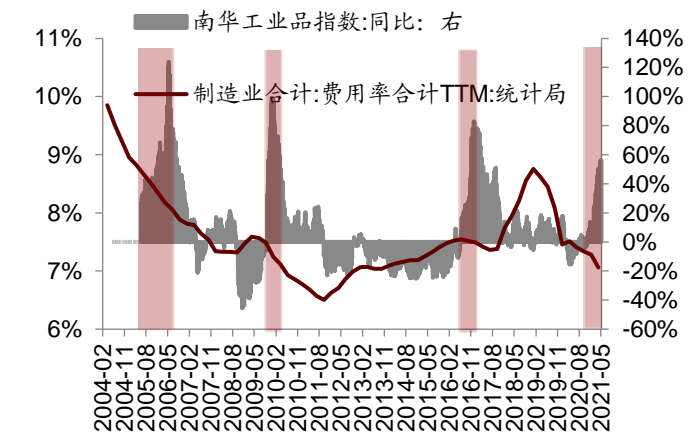
资料来源：Wind、招商证券

图 11：南华工业品指数与制造业费用率



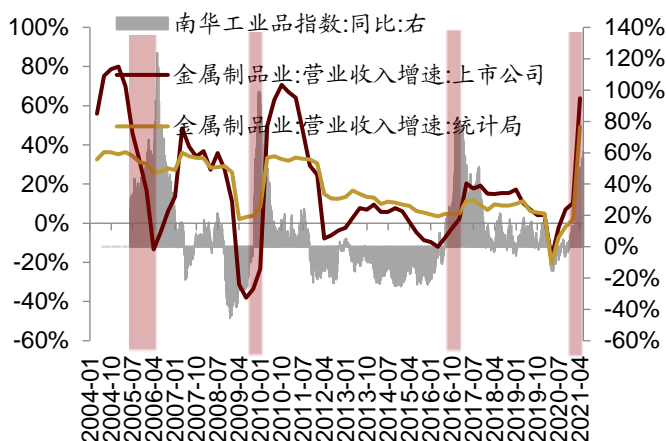
资料来源：Wind、招商证券

图 12：南华工业品指数与制造业费用率



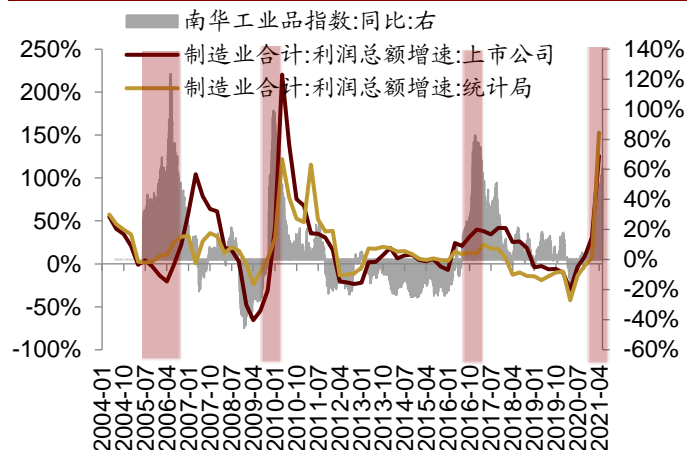
资料来源：Wind、招商证券

图 13: 南华工业品指数与制造业营业收入增速



资料来源: Wind、招商证券

图 14: 南华工业品指数与制造业利润总额增速



资料来源: Wind、招商证券

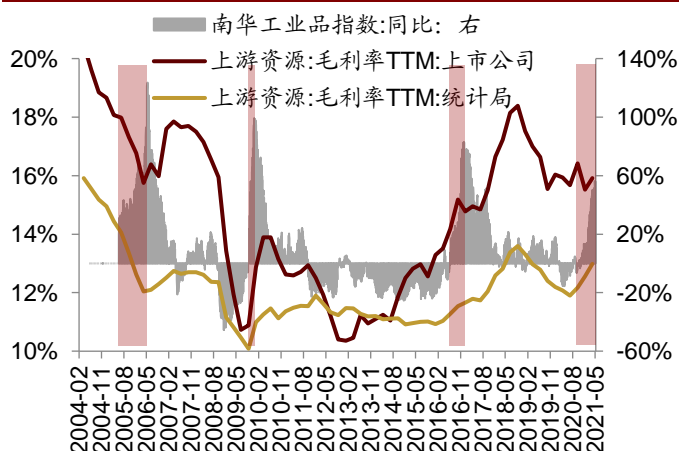
4、大类行业盈利表现

(1) 毛利率

如前文所述,毛利率主要反应单价与成本的博弈,因此从毛利率的角度来看,在大宗商品快速上行阶段,不同行业的毛利率表现有差异,如果价格无法顺利传导,则原材料价格确实会对部分行业的毛利率形成压制,如果价格能够梳理传导出去,则制造业毛利率也有提升的可能。

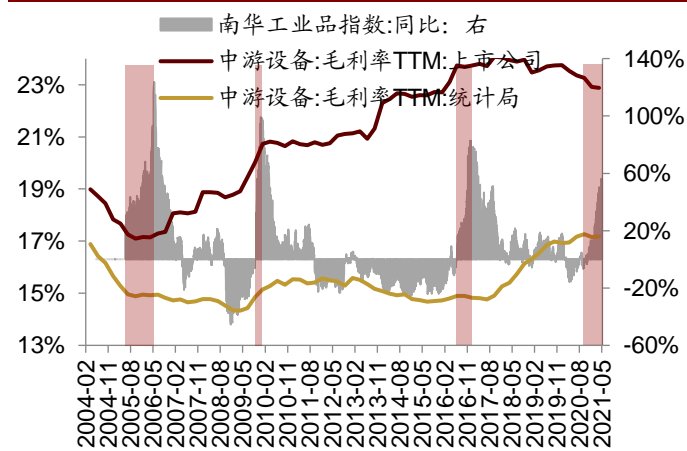
细分领域来看,上游资源制造业毛利率与南华工业品指数走势有很高相关性;中游制造业毛利率处于持续提升趋势中,在 2009 年 10 月至 2009 年 12 月南华工业品指数同比上行期间,行业毛利率出现较为明显的上行。可选消费领域在 2005 年 6 月至 2006 年 5 月和 2016 年 6 月至 2016 年 12 月这两轮大宗商品价格上涨期间毛利率有较大的提升;必需消费毛利率与南华工业品价格走势关系并不明显;医药制造业整体毛利率处于上行通道;TMT 制造业在 2016 和 2020 年这两轮大宗商品价格上涨期间毛利率有较大的提升。

图 15: 南华工业品指数与上游资源制造业毛利率



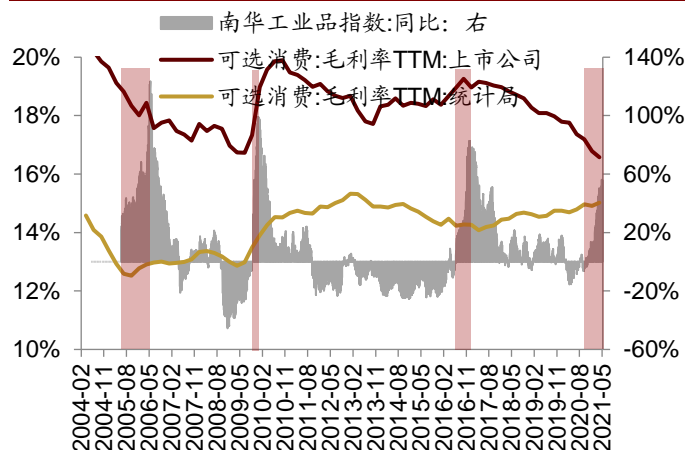
资料来源: Wind、招商证券

图 16: 南华工业品指数与中游设备制造业毛利率



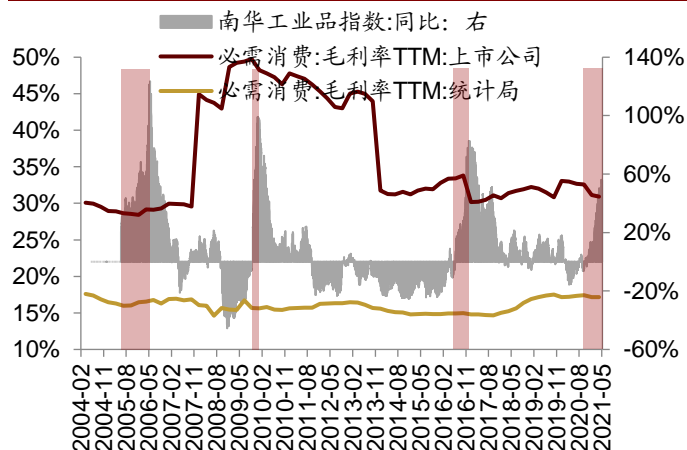
资料来源: Wind、招商证券

图 17: 南华工业品指数与可选消费制造业毛利率



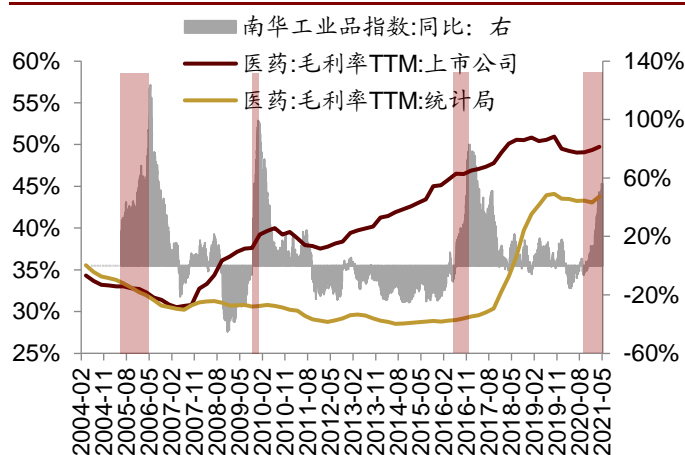
资料来源: Wind、招商证券

图 18: 南华工业品指数与必需消费制造业毛利率



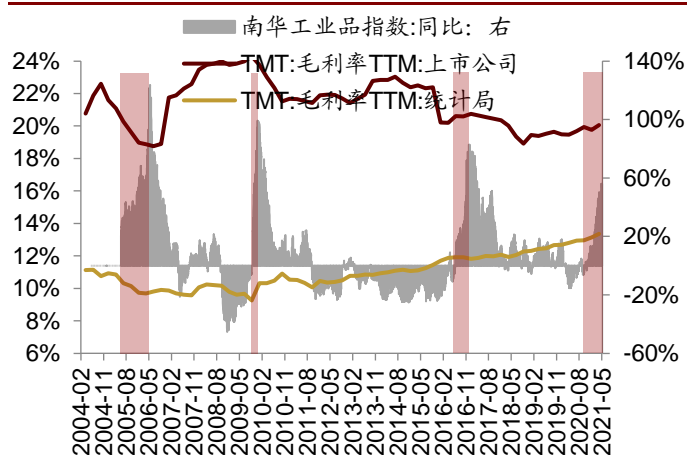
资料来源: Wind、招商证券

图 19: 南华工业品指数与医药制造业毛利率



资料来源: Wind、招商证券

图 20: 南华工业品指数与 TMT 制造业毛利率



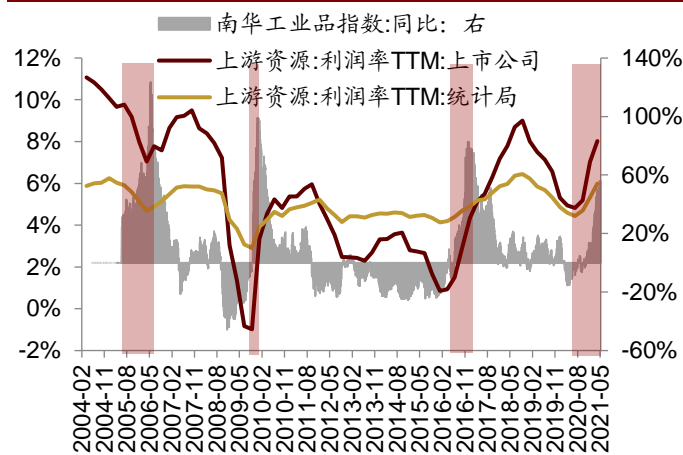
资料来源: Wind、招商证券

（2）利润率

从利润率的角度来看，暂不考虑营业外收入和所得税的影响，利润率相比毛利率增加反应了费用率的影响。分大类行业来看，上游资源制造业在 2009 年以来大宗商品价格上行期间利润率均有较大幅度提升。中游设备制造业和可选消费制造业在 2009 年、2020 年以来的两轮大宗商品价格上行期间利润率有明显提升；必需消费制造业和医药制造业在 2005 年与 2009 年南华工业品指数同比上行期间，利润率出现较为明显的上行；TMT 制造业在 2005、2009 年和 2020 年行业利润率随价格的提升有所上行。

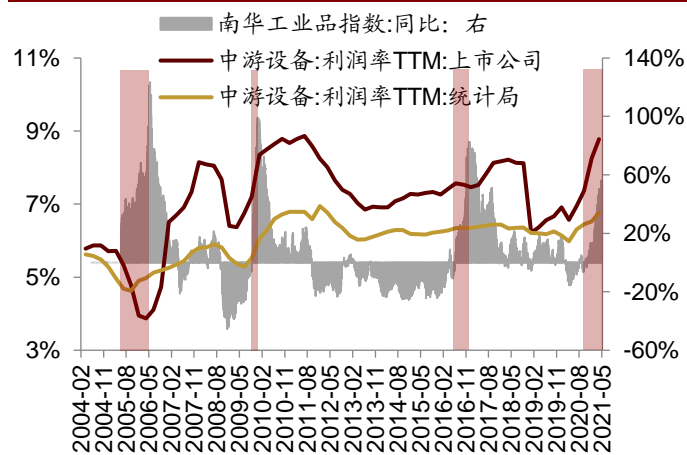
在大宗商品快速上行的阶段，也是代表需求最好的阶段，因此会带来量的明显提升，费用的摊薄带来利润率的下降，因此大类行业的净利率普遍都是上行的，这与市场的担忧是相悖的。

图 21: 南华工业品指数与上游资源品制造业利润率



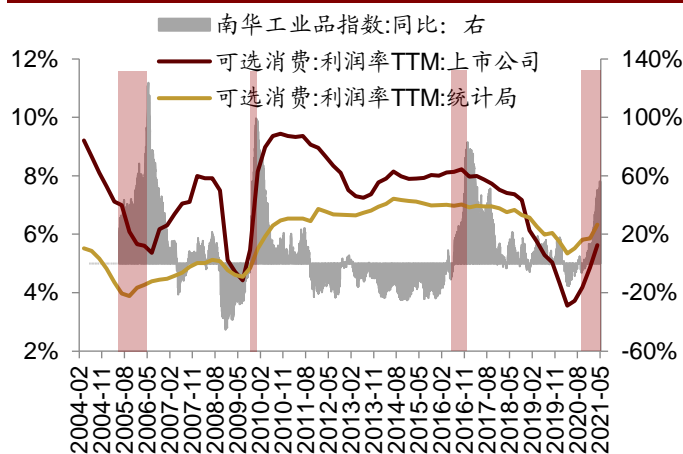
资料来源: Wind、招商证券

图 22: 南华工业品指数与中游设备制造业利润率



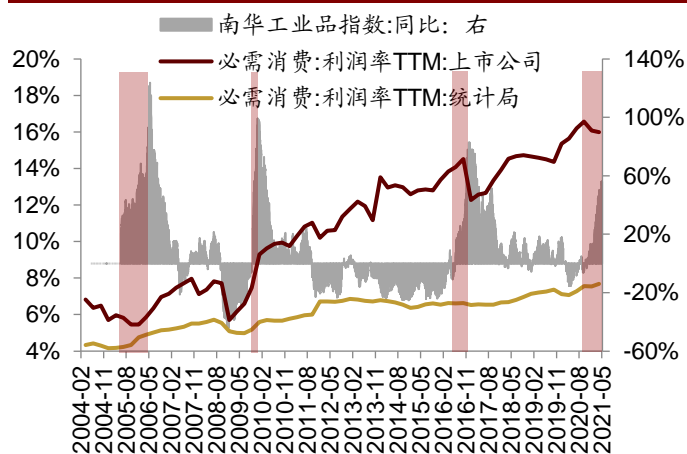
资料来源: Wind、招商证券

图 23: 南华工业品指数与可选消费制造业利润率



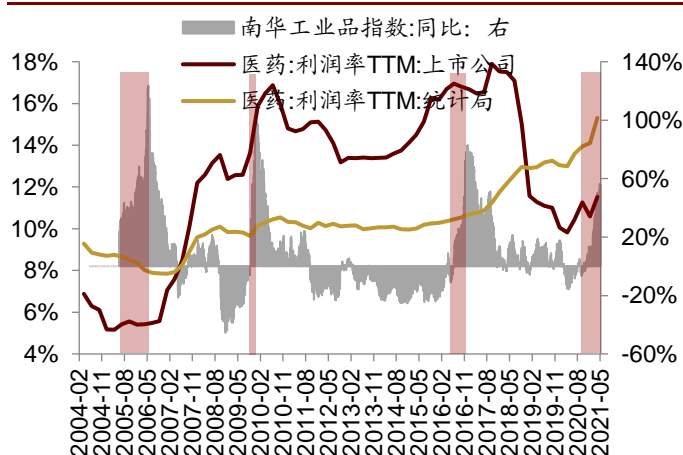
资料来源: Wind、招商证券

图 24: 南华工业品指数与必需消费制造业利润率



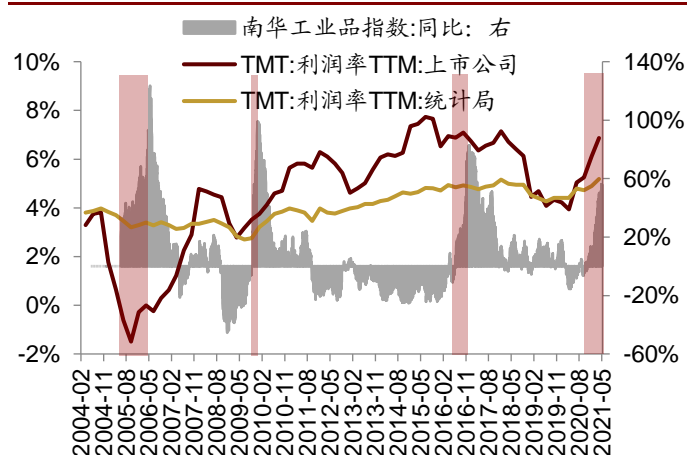
资料来源: Wind、招商证券

图 25: 南华工业品指数与医药制造业利润率



资料来源: Wind、招商证券

图 26: 南华工业品指数与TMT制造业利润率



资料来源: Wind、招商证券

三、大宗商品价格上涨对不同制造业的影响

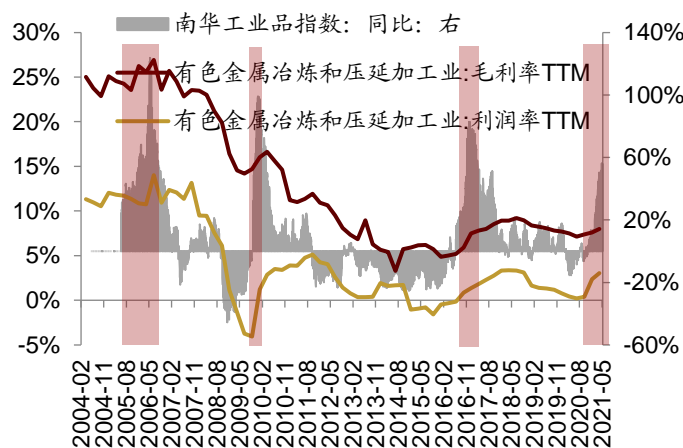
不同制造业在大宗商品价格上涨期间表现可能会有所不同。这里我们进一步研究证监会一级行业毛利率、利润率在历次大宗商品价格上涨期间的表现，以及哪些行业在历次大宗商品价格上涨期间能获得超额收益。

1、大宗商品价格上涨与一级行业盈利

● 上游资源品

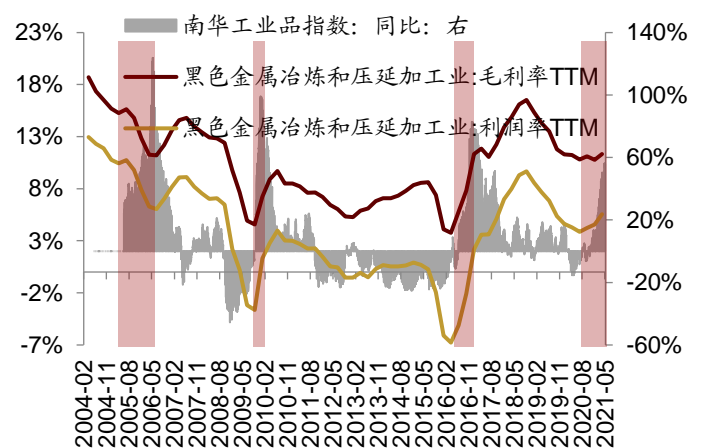
上游资源品中多数行业在大宗商品价格上涨期间毛利率和利润率均有所提升，尤其是黑色金属冶炼业、石油加工业、非金属矿物制品业、化学原料和化学制品制造业以及化学纤维制造业等行业。有色金属冶炼业整体行业毛利率和利润率均呈现下降趋势，但是在2005年、2010年、2016年等几次大宗商品价格上涨期间，行业毛利率和利润率均有所上行。橡胶制造业在过去几轮大宗商品价格上涨期间均有一定程度的上涨。

图 27：南华工业品指数同比与有色金属冶炼和压延加工业毛利率



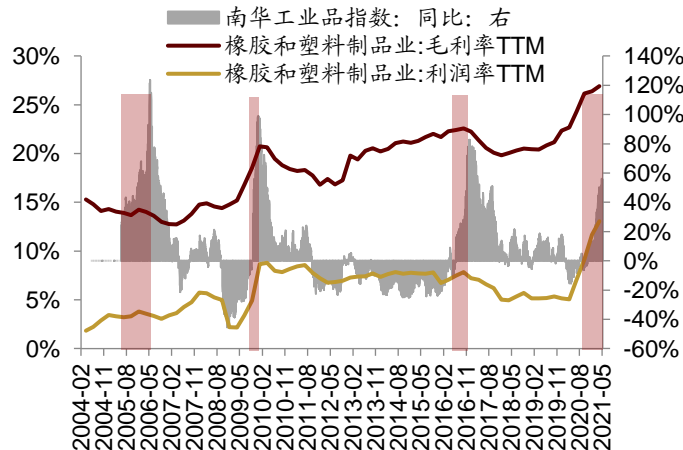
资料来源：Wind、招商证券

图 28：南华工业品指数同比与黑色金属冶炼业毛利率



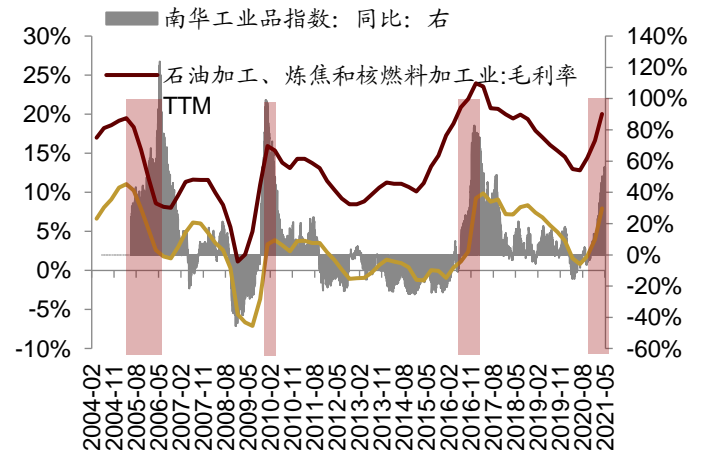
资料来源：Wind、招商证券

图 29：南华工业品指数同比与橡胶和塑料制品业毛利率



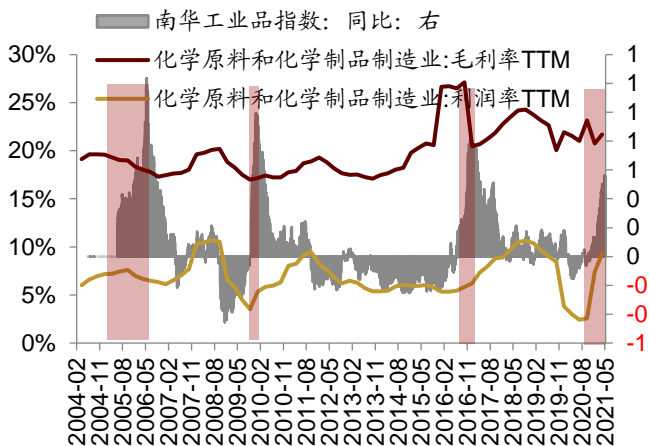
资料来源：Wind、招商证券

图 30：南华工业品指数同比与石油加工业毛利率



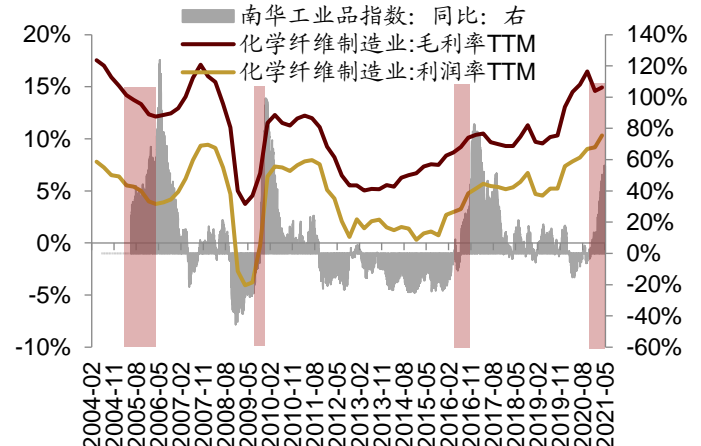
资料来源：Wind、招商证券

图 31: 南华工业品指数同比与化学原料制造业毛利率



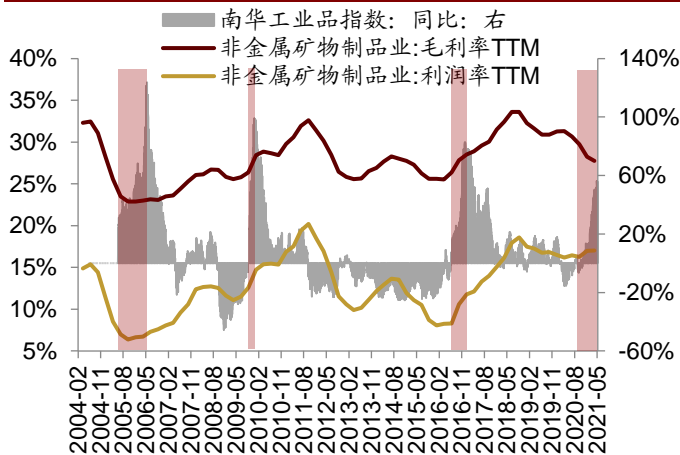
资料来源: Wind、招商证券

图 32: 南华工业品指数同比与化学纤维制造业毛利率



资料来源: Wind、招商证券

图 33: 南华工业品指数同比与非金属矿物制品业毛利率



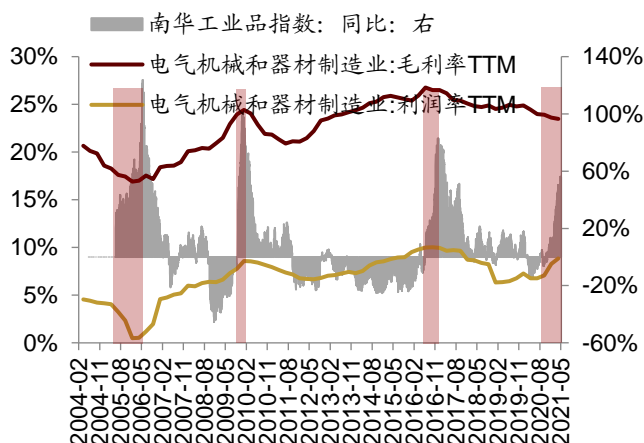
资料来源: Wind、招商证券

● 中游制造业

大宗商品价格上行期间, 中游制造业细分领域毛利润有所分化。电气机械及器材制造业, 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业专用设备制造业以及通用设备制造业毛利率和利润率在历次南华工业品价格上行期间有较大幅度的提升。

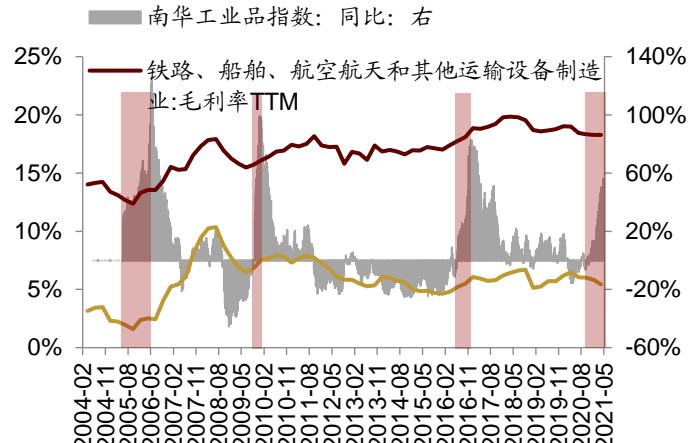
仪器仪表制造业和金属制品制造业毛利率、利润率在大宗商品同比转正至上行到顶点的期间, 有一定程度的下滑。

图 34: 南华工业品指数同比与电气机械和器材制造业毛利率



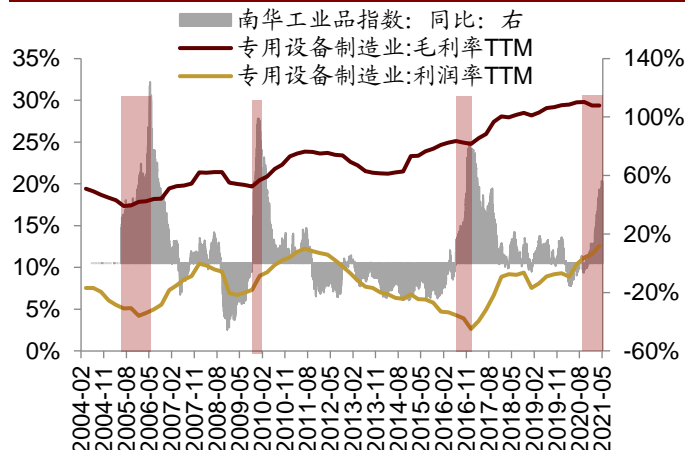
资料来源: Wind、招商证券

图 35: 南华工业品指数同比与铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业毛利率



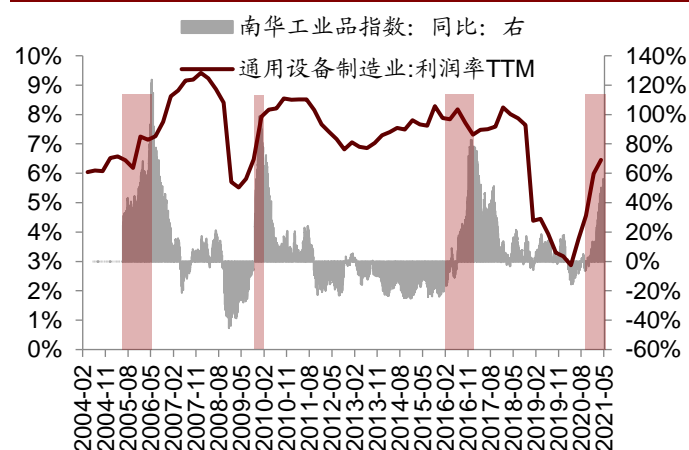
资料来源: Wind、招商证券

图 36: 南华工业品指数同比与专用设备制造业毛利率



资料来源: Wind、招商证券

图 37: 南华工业品指数同比与通用设备制造业毛利率



资料来源: Wind、招商证券

仪器仪表制造业和金属制品制造业毛利率、利润率与南华工业品价格指数同比有一定程度的负相关关系。

图 38: 南华工业品指数同比与仪器仪表制造业毛利率

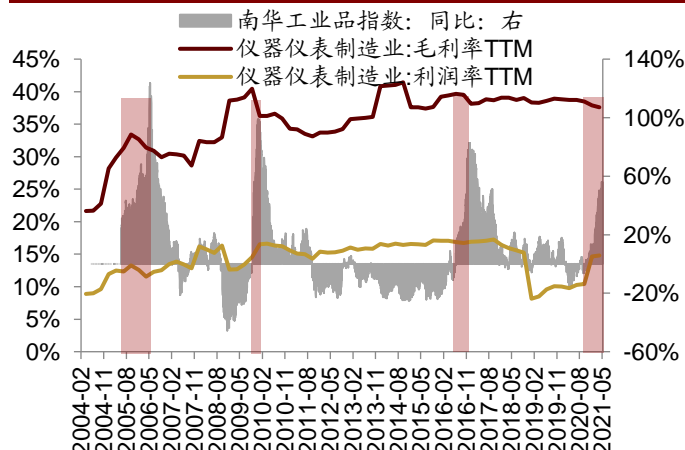
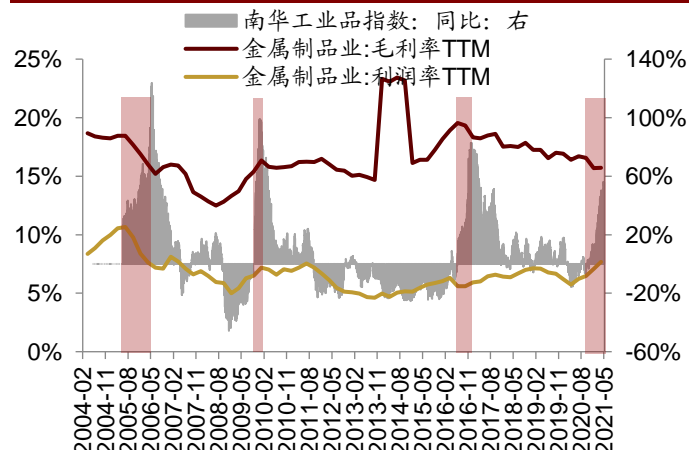


图 39: 南华工业品指数同比与金属制品业毛利率



资料来源: Wind、招商证券

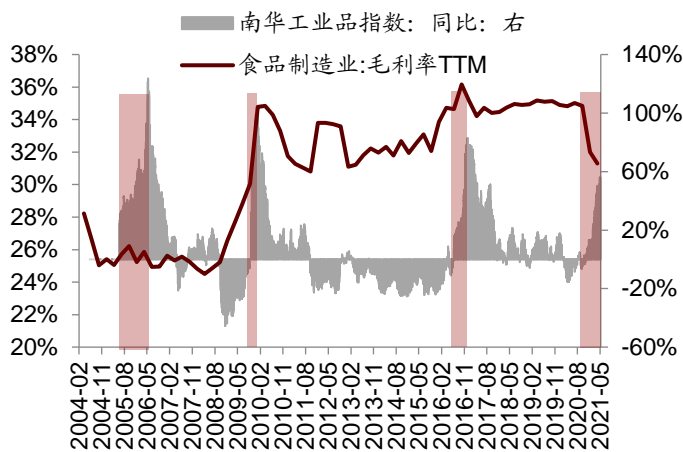
资料来源: Wind、招商证券

● 必需消费&可选消费

必需消费领域食品制造行业在多数大宗商品价格上行期间毛利率有较为明显的提升, 2020 年食品制造业毛利率随着大宗商品价格上升而下降;

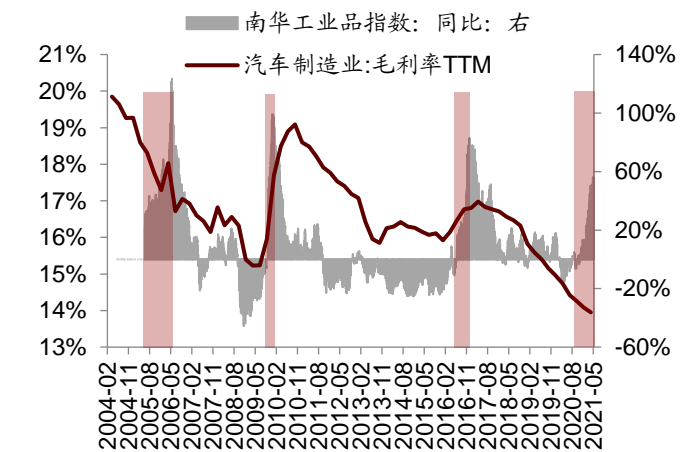
可选消费领域汽车制造业整体毛利率呈下降趋势, 过去几轮在大宗商品价格上行初期, 毛利率会有一定的提升, 随着价格的上行, 行业毛利率会出现较大幅度下降。纺织业毛利率在 2005 年和 2009 年随大宗商品价格上行而上升, 2016 年在大宗商品价格上行初期行业毛利率有较大提升, 随着通胀的持续, 行业毛利率出现下滑。纺织服装、服饰业多数时期行业毛利率与大宗商品价格有较明显的负相关关系, 2010 年大宗商品价格上行期间, 行业毛利率有较大幅度的提升。家具制造业与造纸和纸制品业在 2009 年和 2016 年大宗商品价格上行期间毛利率有较大幅度提升。

图 40: 南华工业品指数同比与食品制造业毛利率



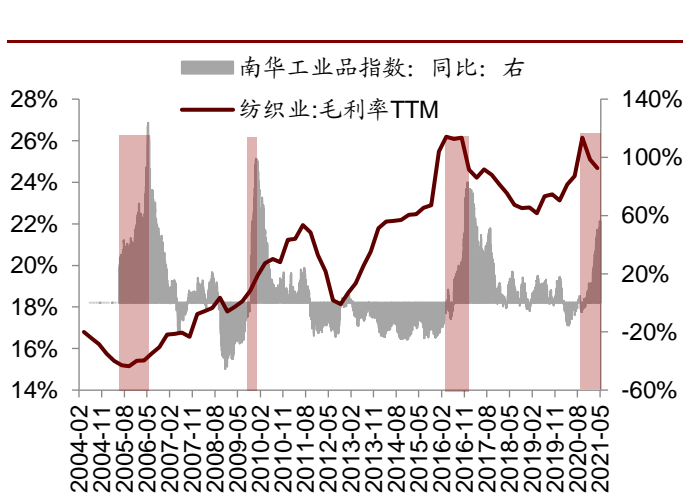
资料来源: Wind、招商证券

图 41: 南华工业品指数同比与汽车制造业毛利率



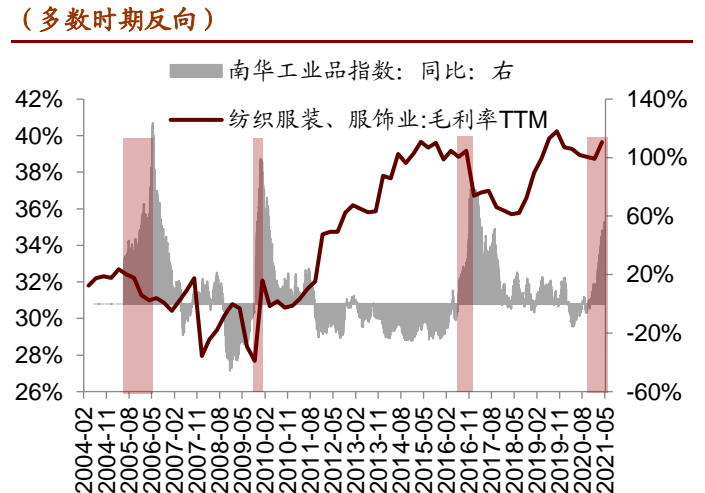
资料来源: Wind、招商证券

图 42: 南华工业品指数同比与纺织制造业毛利率



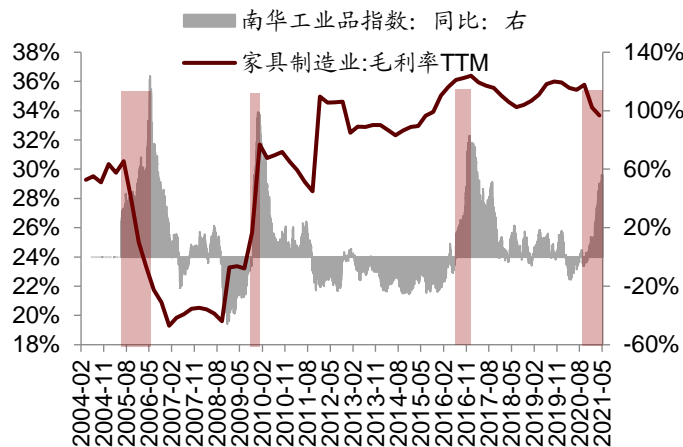
资料来源: Wind、招商证券

图 43: 南华工业品指数同比与纺织服装服饰制造业毛利率 (多数时期反向)



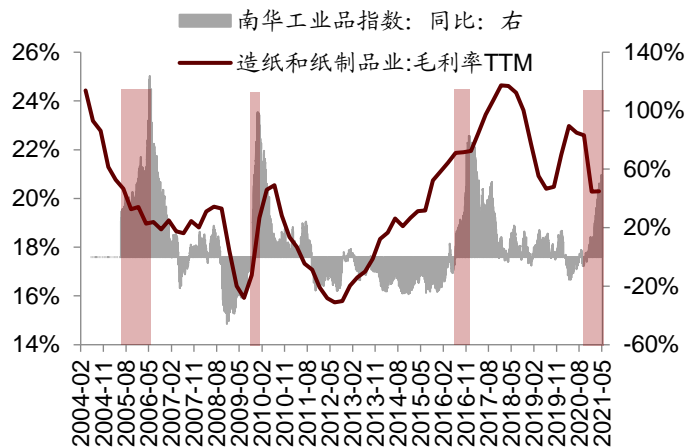
资料来源: Wind、招商证券

图 44: 南华工业品指数同比与家具制造业毛利率



资料来源: Wind、招商证券

图 45: 南华工业品指数同比与造纸和纸制品制造业毛利率



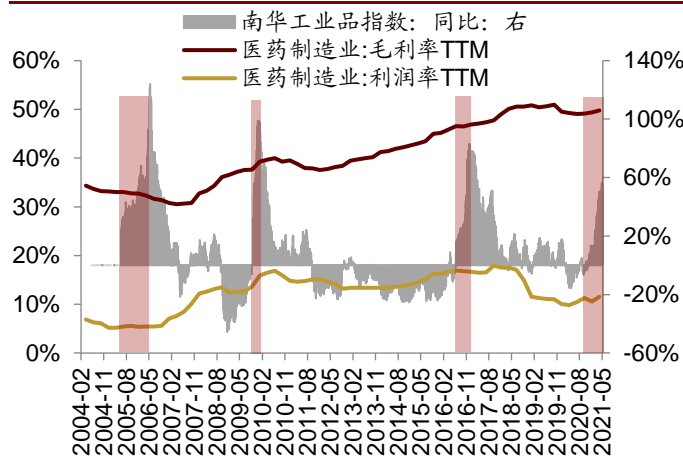
资料来源: Wind、招商证券

● 医药&TMT

医药制造业毛利率整体处于上行态势，与大宗商品价格关系相关性不高，在2009年、2016年、2020年大宗商品价格上涨期间，行业毛利率也有较为明显的提升。

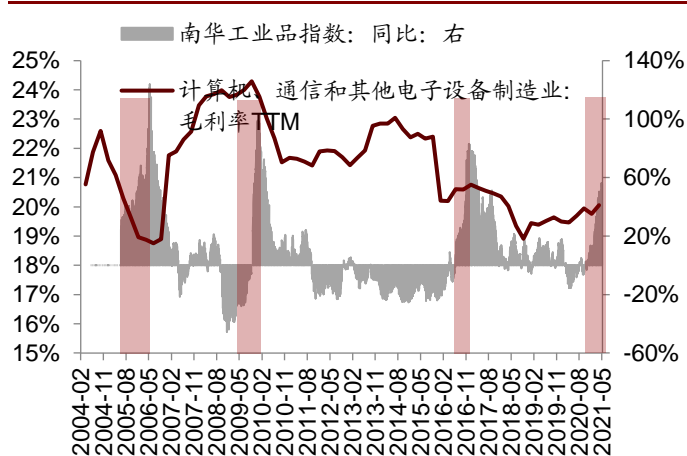
TMT制造业毛利率与大宗商品价格走势有一定的正相关关系，2005年、2009年以及2020年南华工业品价格上涨期间，TMT制造业利润率均有所上升。

图 46: 南华工业品指数同比与医药制造业毛利率



资料来源: Wind、招商证券

图 47: 南华工业品指数同比与TMT制造业毛利率



资料来源: Wind、招商证券

2、大宗商品价格上涨与一级行业超额收益

我们从南华工业品价格同比转正到指数见顶来进行考察，可以将大宗商品价格上涨划分为2005年6月至2006年5月、2009年10月至2010年1月、2016年6月至2017年2月以及2020年11月至今这四个区间，以wind全A作为对比基准进一步探究哪些行业在大宗商品上行期间能够获得超额收益。

● 上游资源品:

上游资源品制造业多数在大宗商品价格同比上行期间可以获得超额收益。石油加工、炼焦和核燃料加工业整体超额收益向下，在2009年和2016年这两轮大宗商品价格同比上行期间超额收益并没有显著的下降，甚至有小幅的反弹；化学原料和化学制品制造业

及化学纤维制造业超额收益与南华工业品价格指数同比变化具有较高的相关性，在 2005 年、2009 年、2016 年和 2020 年这四轮大宗商品价格同比上行期间行业超额收益均上行；橡胶和塑料制品业超额收益在 2009 年、2016 年和 2020 年这三轮大宗商品价格同比上行期间均上行，从 2016 年开始行业整体超额收益与工业品指数同比具有几乎一致的变化趋势；非金属矿物制造业超额收益总体呈持续上行的趋势，在 2009 年、2016 年和 2020 年这三轮大宗商品价格同比上行期间超额收益均上行；有色金属冶炼和压延加工业在 2009 年之后超额收益与工业品价格有较高的相关性。

图 48：南华工业品指数同比与石油加工、炼焦和核燃料加工制造业超额收益



资料来源：Wind、招商证券

图 49：南华工业品指数同比与化学原料和化学制品制造业超额收益



资料来源：Wind、招商证券

图 50：南华工业品指数同比与化学纤维制造业超额收益



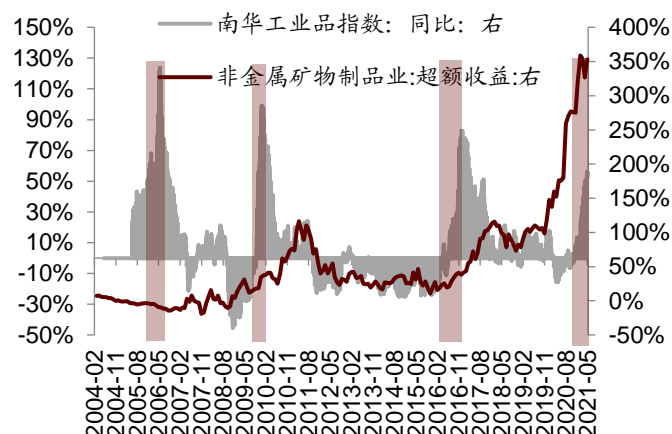
资料来源：Wind、招商证券

图 51：南华工业品指数同比与橡胶和塑料制品业超额收益



资料来源：Wind、招商证券

图 52: 南华工业品指数同比与非金属矿物制品业超额收益



资料来源: Wind、招商证券

图 53: 南华工业品指数同比与有色金属冶炼和压延加工业超额收益



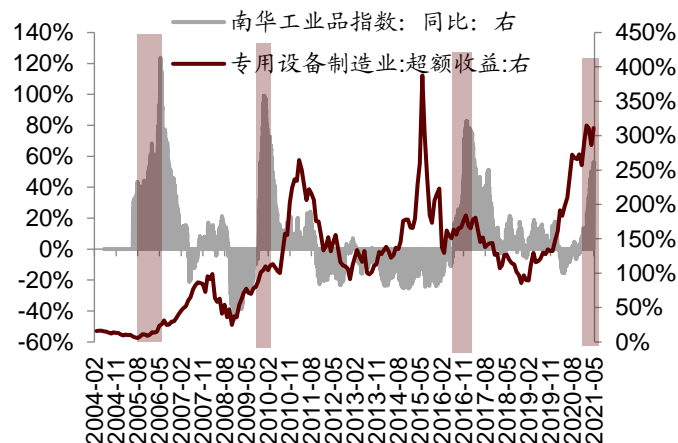
资料来源: Wind、招商证券

● 中游设备:

中游设备制造业中专用设备制造业、金属制品业等行业超额与南华工业品价格指数同比具有较高的一致性。

通用设备制造业及仪器仪表制造业在 2020 年以前超额收益与南华工业品价格同比具有较高的相关性, 通用设备制造业超额收益在 2009 年和 2016 年这两轮大宗商品价格同比上行阶段均有较大提升, 电气机械和器材制造业整体行业超额收益处于持续提升的状态, 工业品价格同比上行对其没有明显抑制, 2009 年、2016 年和 2020 年在工业品价格同比大幅上行期间, 行业均有较高的超额收益。

图 54: 南华工业品指数同比与专用设备制造业超额收益



资料来源: Wind、招商证券

图 55: 南华工业品指数同比与通用设备制造业超额收益



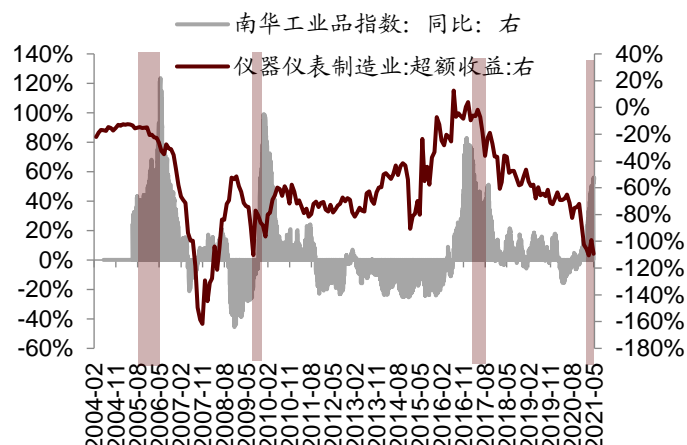
资料来源: Wind、招商证券

图 56: 南华工业品指数同比与金属制品业超额收益



资料来源: Wind、招商证券

图 57: 南华工业品指数同比与仪器仪表制造业超额收益



资料来源: Wind、招商证券

图 58: 南华工业品指数同比与电气机械和器材制造业超额收益 (没有明显抑制)

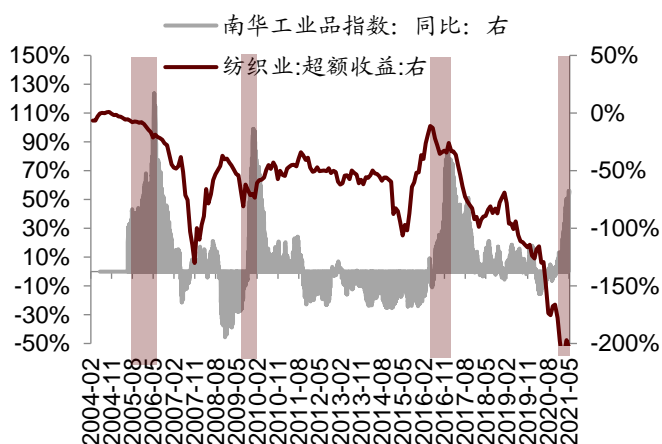


资料来源: Wind、招商证券

● 可选消费:

可选消费领域纺织业在 2009 年和 2016 年两轮大宗商品价格同比上行期间超额收益上行; 纺织服装、服饰业在 2020 年之前与工业品价格指数同比的相关性较高; 家具制造业在 2016 年开始超额收益与南华工业品价格同比具有较高的相关性, 2016 年以及 2020 年这两轮大宗商品价格同比上行期间家具制造业超额收益均上行; 汽车制造业在 2009 年、2016 年以及 2020 年大宗商品价格同比上行期间持续上行, 均获得了较高的超额收益; 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业与南华工业品价格指数同比具有较高的相关性, 在这四轮大宗商品价格同比上行期间行业超额收益均上行; 造纸和纸制品行业超额收益与南华工业品价格指数同比具有较高的相关性, 在这四轮大宗商品价格同比上行期间均有较大提升;

图 59: 南华工业品指数同比与纺织业超额收益



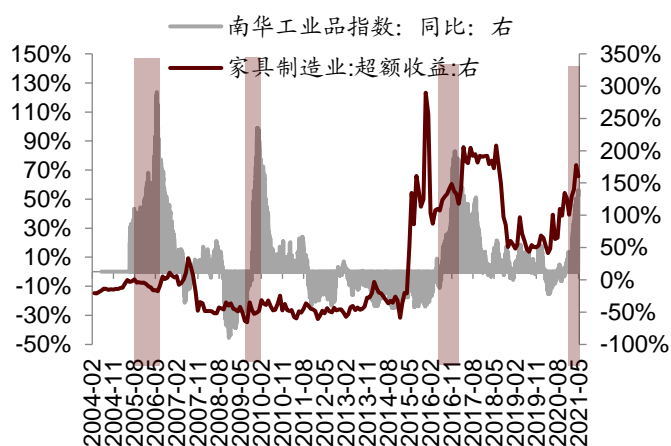
资料来源: Wind、招商证券

图 60: 南华工业品指数与纺织服装、服饰超额收益



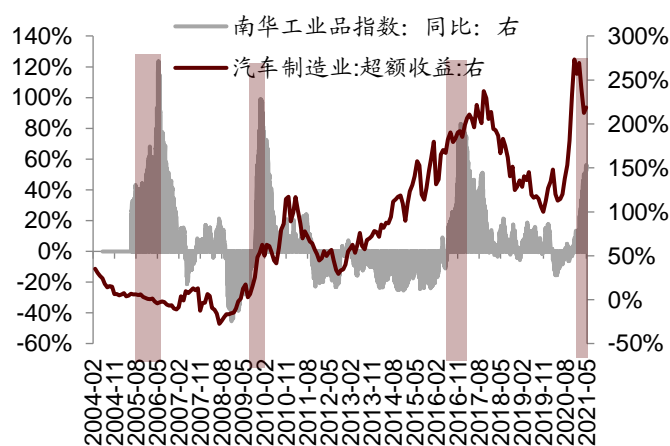
资料来源: Wind、招商证券

图 61: 南华工业品指数同比与家具制造业超额收益



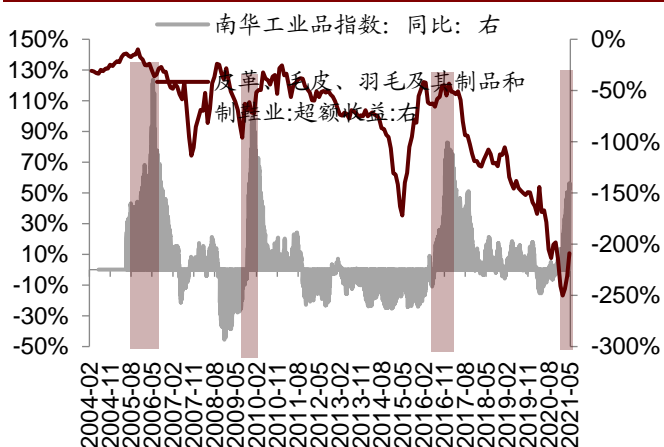
资料来源: Wind、招商证券

图 62: 南华工业品指数同比与汽车制造业超额收益



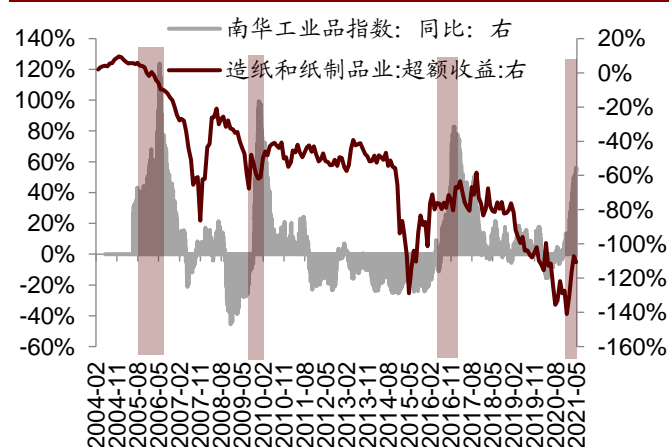
资料来源: Wind、招商证券

图 63: 南华工业品指数同比与皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业超额收益



资料来源: Wind、招商证券

图 64: 南华工业品指数同比与造纸和纸制品业超额收益



资料来源: Wind、招商证券

● 必需消费:

必需消费领域超额收益处于持续提升的状态, 农副食品加工业和食品制造业与南华工业

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

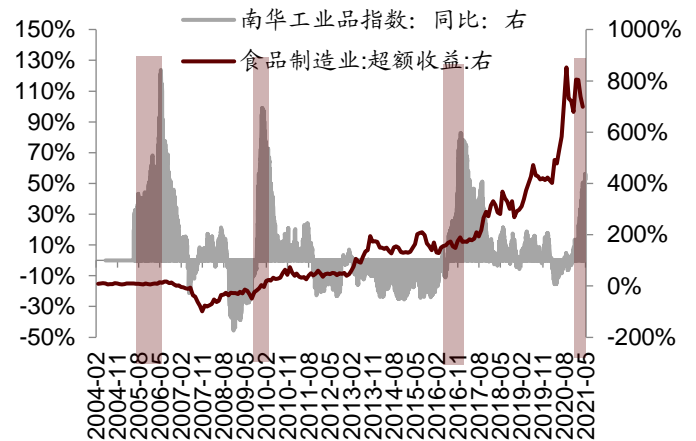
品价格指数同比相关度不高。在历次南华工业品价格同比大幅上行期间，行业超额收益并没有受到冲击。农副食品加工业和食品制造业在这四轮大宗商品价格同比上行阶段，均持续上行，且在 2020 年后均开始持续取得极高的超额收益。

图 65: 南华工业品指数同比与农副食品加工超额收益



资料来源: Wind、招商证券

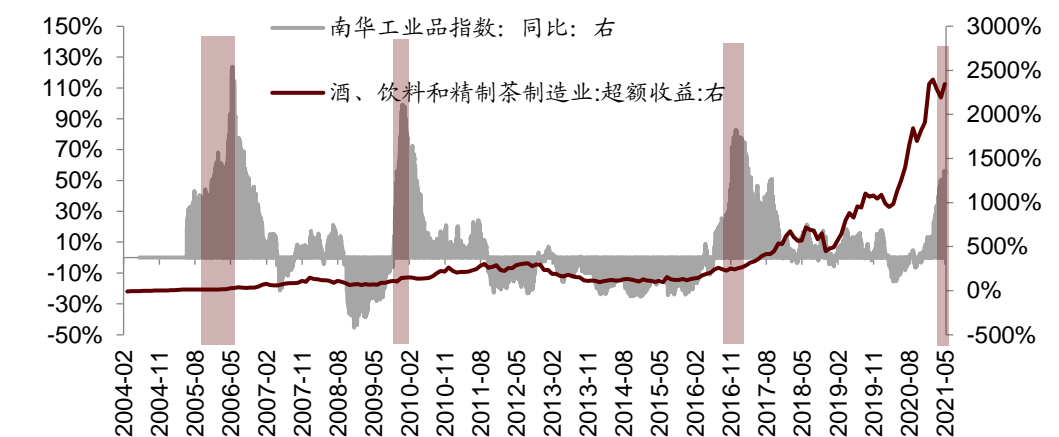
图 66: 南华工业品指数同比与食品制造业超额收益



资料来源: Wind、招商证券

酒、饮料和精制茶制造业持续取得高额收益，超额收益在这四轮大宗商品价格同比上行期间均上行，但行业超额收益与通胀上行关系不大。

图 67: 南华工业品指数同比与酒、饮料和精制茶制造业超额收益（持续获得超额收益，与通胀关系不大）



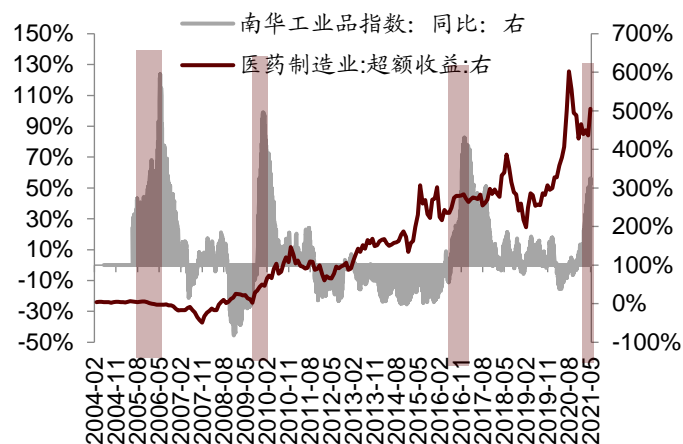
资料来源: Wind、招商证券

● 医药&TMT:

医药制造业整体超额收益持续上行，与大宗商品价格相关性不明显，在历次大宗商品价格上行区间，行业有超额收益。

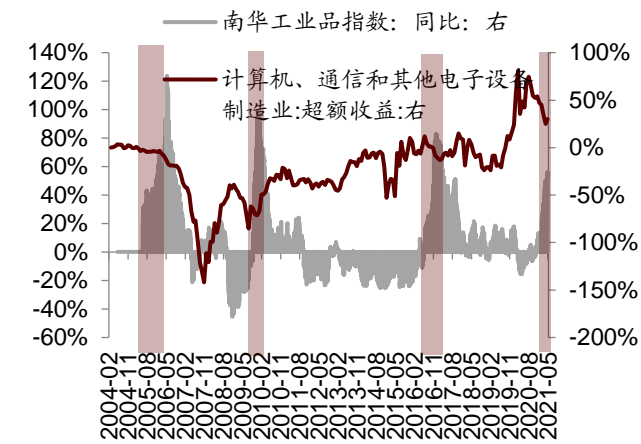
TMT 制造业行业超额收益整体与南华工业品价格指数同比相关性不高，2010 年、2016 年和 2020 年在工业品指数同比大幅上行期间，行业也有较高超额收益。

图 68: 南华工业品指数同比与医药制造业超额收益
(影响不大)



资料来源: Wind、招商证券

图 69: 南华工业品指数同比与 TMT 制造业超额收益
(影响不大)



资料来源: Wind、招商证券

四、哪些行业对大宗商品上涨免疫

进一步我们梳理了在过去三轮大宗商品价格上涨期间，2005 年 6 月至 2006 年 5 月、2009 年 10 月至 2010 年 1 月、2016 年 6 月至 2017 年 2 月中信三级行业（市值超过 500 亿的行业）毛利率和利润率涨跌情况。汇总如下：

● 第一轮：2005.6-2006.5

表 1：2005.6 至 2006.5 中信三级行业毛利率与利润率变化

| 毛 | 利 | 第一轮 | | | | | | |
|---|---|--------|----------|----------|----------|----------|------------|---------|
| 利 | 润 | | | | | | | |
| 率 | 率 | | | | | | | |
| ↑ | ↑ | 白酒 | PCB | 家具 | 肉制品 | 其他稀有金属 | 改性塑料 | 其他包装 |
| | | 其他石化 | 其他装饰材料 | 铜 | 其他纺织 | 食品及饲料添加剂 | 船舶制造 | 民爆用品 |
| | | 工程机械Ⅲ | 特钢 | 其他通用机械 | 半导体材料 | 黑色家电Ⅲ | 机床设备 | 动物疫苗及兽药 |
| | | 水泥 | 航天军工 | 风电 | | | | |
| ↑ | ↓ | 生物医药Ⅲ | 基础件 | 其他食品 | 其他酒 | 膜材料 | 钾肥 | 金属制品Ⅲ |
| | | 集成电路 | 铁路交通设备 | 卡车 | 钛白粉 | 线缆 | 储能 | 非乳饮料 |
| | | 白色家电Ⅲ | 日用化学品 | 休闲食品 | 纸包装 | 厨房电器Ⅲ | 摩托车及其他Ⅲ | 车用电机电控 |
| | | 消费电子组件 | 消费电子设备 | 稀土及磁性材料 | | | | |
| ↓ | ↑ | 化学制剂 | 其他专用机械 | 饲料加工 | 其他化学原料 | 环保及水务 | 电池综合服务 | 兵器兵装Ⅲ |
| | | 乘用车Ⅲ | 农产品加工Ⅲ | 合成树脂 | 分立器件 | 燃料电池 | 其他塑料制品 | 珠宝首饰及钟表 |
| | | 中成药 | 输变电设备 | 氮肥 | 涂料油墨颜料 | 棉纺制品 | | |
| ↓ | ↓ | 医疗器械 | 航空军工 | 啤酒 | 被动元件 | 其他家电 | 印染化学品 | 钢铁耗材 |
| | | 锂电池 | 铝 | 小家电Ⅲ | 系统设备 | 长材 | 教育信息化及在线教育 | 炼油 |
| | | 太阳能 | 电力电子及自动化 | 其他电子零部件Ⅲ | 综合能源设备 | 橡胶制品 | 工业机器人及工控系统 | 油气装备 |
| | | 汽车零部件Ⅲ | 乳制品 | 农药 | 畜牧养殖 | 玻璃纤维 | 专业工程及其他 | 氟化工 |
| | | 其他军工Ⅲ | 聚氨酯 | 通用计算机设备 | 镍钴锡锑 | 其他家居 | 电机 | 电梯 |
| | | 调味品 | 通信终端及配件 | 专用计算机设备 | 大众成人品牌服饰 | 玻璃 | 中高端成人品牌服饰 | 磷肥及磷化工 |
| | | 板材 | 其他通信设备 | 照明电工 | 配电设备 | 焦炭 | 行业应用软件 | 客车 |
| | | 化学原料药 | 造纸Ⅲ | 光伏设备 | 矿山冶金机械 | 显示零组 | 其他专用材料 | 钨 |
| | | 面板 | LED | 氯碱 | 轮胎 | 综合Ⅲ | 其他运输设备 | 粘胶 |

注释：↑代表在此期间行业毛利率或利润率提升；↓代表在此期间行业毛利率或利润率下降

数据来源：wind，招商证券

● 第二轮：2009.10-2010.1

表 2：2009.10 至 2010.1 中信三级行业毛利率与利润率变化

| 毛 | 利 | 第二轮 | | | | | |
|---|---|-------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 利 | 润 | | | | | | |
| 率 | 率 | | | | | | |
| ↑ | ↑ | 白酒 | 其他石化 | LED | 肉制品 | 玻璃纤维 | 机床设备 |
| | | 医疗器械 | 农产品加工Ⅲ | 啤酒 | 配电设备 | 线缆 | 其他专用材料 |
| | | 生物医药Ⅲ | 面板 | 消费电子设备 | 其他化学原料 | 其他家居 | 其他包装 |
| | | 集成电路 | 航空军工 | 卡车 | 其他纺织 | 环保及水务 | 金属制品Ⅲ |

敬请阅读末页的重要说明

Page 26

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

| | | | | | | | |
|---|---|----------|-----------|------------|------------|------------|---------|
| | | 化学制剂 | 工程机械III | 锂 | 半导体材料 | 燃料电池 | 珠宝首饰及钟表 |
| | | 乘用车III | 铝 | 专用计算机设备 | 其他稀有金属 | 厨房电器III | 钢铁耗材 |
| | | 锂电池 | PCB | 照明电工 | 显示零组 | 玻璃 | 氨纶 |
| | | 太阳能 | 通信终端及配件 | 氯碱 | 分立器件 | 焦炭 | 油气装备 |
| | | 汽车零部件III | 其他通信设备 | 被动元件 | 其他家电 | 船舶制造 | 氟化工 |
| | | 中成药 | 铁路交通设备 | 风电 | 长材 | 棉纺制品 | 电梯 |
| | | 其他军工III | 特钢 | 稀土及磁性材料 | 食品及饲料添加剂 | 电池综合服务 | 磷肥及磷化工 |
| | | 调味品 | 家具 | 综合能源设备 | 文娱轻工III | 专业工程及其他 | 客车 |
| | | 安防 | 造纸III | 镍钴锡锑 | 工业机器人及工控系统 | 中高端成人品牌服饰 | 钨 |
| | | 板材 | 铜 | 氮肥 | 膜材料 | 行业应用软件 | 粘胶 |
| ↑ | ↓ | 电力电子及自动化 | 其他化学制品III | 其他食品 | 农药 | 纸包装 | 电机 |
| | | 其他装饰材料 | 航天军工 | 休闲食品 | 大众成人品牌服饰 | 矿山冶金机械 | 非乳饮料 |
| | | 聚氨酯 | 日用化学品 | 其他电子零部件III | 涂料油墨颜料 | 印染化学品 | 陶瓷 |
| ↓ | ↑ | 白色家电III | 化学原料药 | 光伏设备 | 其他酒 | 教育信息化及在线教育 | 其他塑料制品 |
| | | 消费电子组件 | 水泥 | 系统设备 | 钛白粉 | 橡胶制品 | 动物疫苗及兽药 |
| | | 其他专用机械 | 基础件 | 合成树脂 | | | |
| ↓ | ↓ | 输变电设备 | 饲料加工 | 仪器仪表III | 速冻食品 | 兵器兵装III | 民爆用品 |
| | | 乳制品 | 通用计算机设备 | 网络接配及塔设 | 综合III | 摩托车及其他III | 炼油 |
| | | 其他通用机械 | 畜牧养殖 | 黑色家电III | 钾肥 | 其他运输设备 | 车用电机电控 |

数据来源: wind, 招商证券

● 第三轮: 2016.6-2017.2

表 3: 2016.6 至 2017.2 中信三级行业毛利率与利润率变化

| 毛 | 利 | 第三轮 | | | | | |
|---|---|----------|----------|---------|----------|---------|------------|
| 率 | 率 | | | | | | |
| ↑ | ↑ | 生物医药III | 农产品加工III | 其他通信设备 | 照明电工 | 其他稀有金属 | 燃料电池 |
| | | 化学制剂 | 面板 | 铁路交通设备 | 光伏设备 | 分立器件 | 玻璃 |
| | | 汽车零部件III | 工程机械III | 特钢 | 氯碱 | 轮胎 | 焦炭 |
| | | 中成药 | 水泥 | 造纸III | 风电 | 长材 | 速冻食品 |
| | | 其他军工III | 铝 | 铜 | 畜牧养殖 | 钛白粉 | 综合III |
| | | 调味品 | PCB | LED | 镍钴锡锑 | 膜材料 | 教育信息化及在线教育 |
| | | 板材 | 聚氨酯 | 其他通用机械 | 合成树脂 | 玻璃纤维 | 电机 |
| | | 其他石化 | 基础件 | 小家电III | 其他化学原料 | 其他家居 | 其他塑料制品 |
| | | 化学原料药 | 锂电化学品 | 锂 | | | |
| ↑ | ↓ | 白酒 | 安防 | 啤酒 | 休闲食品 | 电子化学品 | 工业机器人及工控系统 |
| | | 医疗器械 | 其他专用机械 | 消费电子设备 | 通用计算机设备 | 氮肥 | 船舶制造 |
| | | 乘用车III | 航空军工 | | | | |
| ↓ | ↑ | 消费电子组件 | 乳制品 | 被动元件 | 显示零组 | 黑色家电III | 钾肥 |
| | | 太阳能 | 通信终端及配件 | 稀土及磁性材料 | 其他家电 | 线缆 | 专业工程及其他 |
| | | 输变电设备 | 航天军工 | 其他纺织 | 涂料油墨颜料 | 厨房电器III | 其他包装 |
| | | 其他装饰材料 | 饲料加工 | 半导体材料 | 食品及饲料添加剂 | 棉纺制品 | |
| ↓ | ↓ | 集成电路 | 日用化学品 | 半导体设备 | 仪器仪表III | 环保及水务 | 兵器兵装III |
| | | 锂电池 | 其他食品 | 系统设备 | 其他酒 | 矿山冶金机械 | 机床设备 |

敬请阅读末页的重要说明

Page 27

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

| | | | | | | |
|----------|----------|--------|---------|--------|-----------|--------|
| 白色家电Ⅲ | 卡车 | 综合能源设备 | 网络接配及塔设 | 电池综合服务 | 金属制品Ⅲ | 油气装备 |
| 电力电子及自动化 | 其他电子零部件Ⅲ | 肉制品 | 纸包装 | 橡胶制品 | 大众成人品牌服饰 | 电梯 |
| 其他化学制品Ⅲ | 农药 | 其他运输设备 | 文娱轻工Ⅲ | 锂电设备 | 民爆用品 | 磷肥及磷化工 |
| 家具 | 专用计算机设备 | 配电设备 | 改性塑料 | 非乳饮料 | 中高端成人品牌服饰 | 客车 |

数据来源：wind，招商证券

总结来看，在过去三轮大宗商品价格上涨期间，毛利率或者利润率有所提升的行业主要有：

- **上游资源品领域：**水泥、锂电化学品、特钢、铜、锂、电子化学品、稀土及磁性材料、合成树脂、氮肥、涂料油墨颜料、钛白粉、食品及饲料添加剂、膜材料、陶瓷、其他石化、其他化学原料、其他稀有金属、其他装饰材料、其他塑料制品；
- **中游制造业领域：**乘用车Ⅲ、工程机械Ⅲ、基础件、铁路交通设备、航天军工、风电、燃料电池、船舶制造、其他专用机械；
- **消费服务领域：**白酒、农产品加工Ⅲ、休闲食品、他纺织、其他家电、厨房电器Ⅲ、纺织制品等；
- **信息科技领域：**消费电子组件、安防、PCB、消费电子设备、半导体材料、分立器件、线缆等；
- **医药领域：**生物医药Ⅲ、化学制剂、中成药等。

在历次大宗商品价格上涨期间，毛利率或者利润率受到冲击较大的细分领域主要有：

- **上游资源品领域：**农药、轮胎、改性塑料、橡胶制品、钾肥、钢铁耗材、炼油、磷肥及磷化工；
- **中游制造业：**锂电池、电力电子及自动化、综合能源设备、配电设备、仪器仪表Ⅲ、矿山冶金机械、电池综合服务、专业工程及其他、兵器兵装Ⅲ、摩托车及其他Ⅲ、其他运输设备、油气装备、电梯、客车；
- **消费服务领域：**白色家电Ⅲ、乳制品、小家电Ⅲ、饲料加工、大众成人品牌服饰、其他家电、其他酒、中高端成人品牌服饰；
- **信息技术领域：**其他电子零部件Ⅲ、通用计算机设备、专用计算机设备、系统设备、网络接配及塔设等。

五、结论和建议

面对工业品价格的快速上行，市场普遍担忧可能会对制造业的盈利带来压制，以上我们从南华工业品指数同比的角度梳理了 2004 年以来大宗商品价格快速上行的几个区间，从财务原理出发说明不仅仅是价格的问题。我们进一步详细梳理了整个制造业、大类行业以及制造业细分领域在历次通胀上行期间毛利率、利润率和超额收益的表现。总结如下：

(1) 2004 年以来，我国共经历了四轮大宗商品价格的快速上涨，以南华工业品价格指数同比作为观测指标，分别是：2005 年 6 月至 2006 年 5 月、2009 年 10 月至 2010 年 1 月、2016 年 6 月至 2017 年 2 月；2020 年 11 月份南华工业品价格指数同比开始转正，开始新一轮的快速上行。由于大宗商品兼具商品属性和金融属性，影响大宗商品价

格的因素主要有供需基本面、货币流动性以及短期金融炒作三个方面。

(2) 从财务基本的原理看制造业盈利，我们认为：

- 企业盈利与否，不仅仅是价格问题，量同样重要。销量是影响营业收入和毛利润、净利润等指标的重要因素，当成本上行期间，销量的上行也会带来总体营收的提升；
- 毛利率主要反应了单价和单位成本的博弈：更能体现成本的转嫁能力；
- 净利率指标相比毛利率增加考虑了费用率的影响，费用率的降低一定程度上也会带来净利率的提升。

(3) 整体制造业来看，在过去三轮大宗商品价格上行期间，制造业营业收入增速、毛利润增速、利润总额增速均有较大幅度提升，尤其是工业品价格指数同比开始上行的初期，很快会看到制造业营收增速的拐点出现；并且在工业品价格指数同比达到峰值时，制造业盈利也同时或随后达到峰值。我们认为原因主要有：①过去几轮大宗商品价格上行多是由于需求驱动，需求提升带来量的上行，增厚利润；②随着总量扩张，费用被摊薄，利润率提升带来企业盈利能力的提升；③随着我国产品竞争力和附加值的提升，中国制造业毛利率和净利率都处在大幅提升的阶段，盈利能力也会持续改善。

(4) 大类行业中：上游资源制造业毛利率与南华工业品指数走势有很高相关性，行业利润率在 2009 年以来大宗商品价格上行期间均有较大幅度提升；中游设备制造业毛利率处于持续提升趋势中，其中在 2009 年这一轮大宗商品价格上涨期间出现较为明显的上行，在 2009 年、2020 年以来的两轮大宗商品价格上行期间行业利润率有明显提升；可选消费领域在 2005 年 6 月至 2006 年 5 月和 2016 年 6 月至 2016 年 12 月这两轮大宗商品价格上涨期间毛利率有较大的提升，利润率在 2009 年、2020 年以来的两轮大宗商品价格上行期间有明显提升；必需消费毛利率与南华工业品价格走势关系并不明显，在工业品价格上行期间提升幅度较大，而在 2005 年与 2009 年南华工业品指数同比上行期间，行业利润率出现较为明显的上行；医药制造业整体毛利率处于上行通道，在 2005 年与 2009 年南华工业品指数同比上行期间利润率出现较为明显的上行；TMT 制造业在 2016 和 2020 年这两轮大宗商品价格上涨期间毛利率有较大的提升，在 2005、2009 年和 2020 年行业利润率随价格的提升有所上行。

(5) 一级行业中

- 从涨价与盈利来看：上游资源品领域中黑色金属冶炼业、石油加工业、化学原料和化学制品制造业以及化学纤维制造业等行业等多数行业毛利率和利润率在工业品价格上涨期间有所提升，有色金属冶炼业整体行业毛利率和利润率均呈现下降趋势，但是在 2005 年、2010 年、2016 年等几次大宗商品价格上行期间，行业毛利率和利润率均有所上行；中游制造业领域毛利润有所分化，电气机械及器材制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，专用设备制造业以及通用设备制造业毛利率和利润率在历次南华工业品价格上行期间有较大幅度的提升。仪器仪表制造业和金属制品制造业毛利率、利润率在大宗商品同比转正至上行到顶点的期间，有一定程度的下滑。必需消费领域食品制造行业在历次大宗商品价格上行期间毛利率有较为明显的提升；可选消费领域汽车制造业整体毛利率呈下降趋势，纺织业毛利率在 2005 年和 2009 年随大宗商品价格上行而上升，而在 2016 年与 2020 年和工业品价格走势呈负相关；纺织服装、服饰业多数时期行业毛利率与大宗商品价格有较明显的负相关关系；家具制造业与造纸和纸制品业在 2009 年和 2016 年大宗商品价格上行期间毛利率有较大幅度提升。医药制造业毛利率整体处于上行态势，与大宗商品价格关系相关性不高；TMT 制造业毛利率与大宗商品价格走势有一定的

正相关关系。

- **从超额收益来看：上游资源品领域**中多数行业在大宗商品价格上行期间可以获得超额收益，石油加工、炼焦和核燃料加工业整体超额收益向下，化学原料和化学制品制造业及化学纤维制造业超额收益与南华工业品价格指数同比变化具有较高的相关性，在这四轮大宗商品价格同比上行期间行业超额收益均上行；橡胶和塑料制品业和非金属矿物业在 2009 年、2016 年和 2020 年这三轮大宗商品价格同比上行期间超额收益均上行；有色金属冶炼和压延加工业 2009 年之后超额收益与工业品价格有较高的相关性。**中游设备领域**中专用设备制造业、金属制品业等行业超额与南华工业品价格指数同比具有较高的一致性；通用设备制造业及仪器仪表制造业在 2020 年以前超额收益与南华工业品价格同比具有较高的相关性。**可选消费领域**的纺织服装、服饰业超额收益在 2020 年之前与工业品价格相关性较高；家具制造业 2016 年之后超额收益与南华工业品价格指数相关性较高；汽车制造业在过去几轮的大宗商品价格上行期间，均获得了超额收益；皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业和造纸及制造业与南华工业品价格指数同比具有较高的相关性；必需消费细分行业超额收益与工业品价格相关度并不高。**医药和 TMT 制造业**行业超额收益整体与南华工业品价格指数没有显著的相关性，工业品价格上行对行业超额的影响并不大。

(6) 中信三级行业中：上游资源品领域：农药、轮胎、改性塑料、橡胶制品、钾肥、钢铁耗材、炼油、磷肥及磷化工；**中游制造业：**锂电池、电力电子及自动化、综合能源设备、配电设备、仪器仪表Ⅲ、矿山冶金机械、电池综合服务、专业工程及其他、兵器兵装Ⅲ、摩托车及其他Ⅲ、其他运输设备、油气装备、电梯、客车；**消费服务领域：**白色家电Ⅲ、乳制品、小家电Ⅲ、饲料加工、大众成人品牌服饰、其他家电、其他酒、中高端成人品牌服饰；**信息技术领域：**其他电子零部件Ⅲ、通用计算机设备、专用计算机设备、系统设备、网络接配及塔设等行业在历次大宗商品价格上行期间受到的冲击较大。

目前南华工业品价格指数攀升至历史高位,基于以上结论我们认为制造业盈利能力并不一定如市场担忧的会受到大幅压制。我们推荐关注:

- **上游资源品领域：**水泥、锂电化学品、特钢、铜、锂、电子化学品、稀土及磁性材料、合成树脂、氮肥、涂料油墨颜料、钛白粉、食品及饲料添加剂、膜材料、陶瓷、其他石化、其他化学原料、其他稀有金属、其他装饰材料、其他塑料制品；
- **中游制造业领域：**乘用车Ⅲ、工程机械Ⅲ、基础件、铁路交通设备、航天军工、风电、燃料电池、船舶制造、其他专用机械；
- **消费服务领域：**白酒、农产品加工Ⅲ、休闲食品、他纺织、其他家电、厨房电器Ⅲ、纺织制品等；
- **信息科技领域：**消费电子组件、安防、PCB、消费电子设备、半导体材料、分立器件、线缆等；
- **医药领域：**生物医药Ⅲ、化学制剂、中成药等。

表 4：制造业各细分领域毛利率/利润率、超额收益及行业推荐汇总

| 大类行业 | | | 证监会行业 | | | 推荐关注 |
|------|-----|-----|--------------|---------|------|--------|
| 行业 | 毛利率 | 利润率 | 行业 | 毛利率/利润率 | 超额收益 | 中信三级行业 |
| | ↑ | ↑ | 化学原料及化学制品制造业 | ↑ | ↑ | |

敬请阅读末页的重要说明

Page 30

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

| | | | | | | |
|--------|---------------|------------------|----------------------|-------------------------|--------------------|---|
| 上游资源品 | | | 非金属矿物制品业 | ↑ | ↑ | 水泥、锂电化学品、特钢、铜、锂、电子化学品、稀土及磁性材料、合成树脂、氮肥、涂料油墨颜料、钛白粉、食品及饲料添加剂、膜材料、陶瓷、其他石化、其他化学原料、其他稀有金属、其他装饰材料、其他塑料制品 |
| | | | 有色金属冶炼及压延加工 | ↑ | 2009 年之后 ↑ | |
| | | | 黑色金属冶炼及压延加工 | 2006 年后 ↑ | | |
| | | | 橡胶和塑料制品业 | ↑ | ↑ | |
| | | | 化学纤维制造业 | 2006 年后 ↑ | ↑ | |
| 中游设备 | ↑ | ↑ | 电气机械及器材制造业 | ↑ | ↑ | 乘用车Ⅲ、工程机械Ⅲ、基础件、铁路交通设备、航天军工、风电、燃料电池、船舶制造、其他专用机械； |
| | | | 专用设备制造业 | ↑ | ↑ | |
| | | | 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | ↑ | - | |
| | | | 通用设备制造业 | ↑ | 2020 年以前 ↑ | |
| | | | 金属制品业 | ↓ | ↑ | |
| | | | 仪器仪表制造业 | ↓ | 2020 年以前 ↑ | |
| 可选消费 | 2010 和 2016 ↑ | 2009 和 2020 明显 ↑ | 汽车制造业 | 整体走低，2005、2009 和 2016 ↑ | 2009、2016、2020 年提升 | 白酒、农产品加工Ⅲ、休闲食品、他纺织、其他家电、厨房电器Ⅲ、纺织制品等 |
| | | | 造纸及纸制品业 | 2009 和 2016 ↑ | ↑ | |
| | | | 家具制造业 | 2009 和 2016 ↑ | 2016 年开始 ↑ | |
| | | | 纺织服装、服饰业 | 2010 ↑ | 2020 年以前 ↑ | |
| | | | 纺织业 | 2005、2009 ↑ | 2009 和 2016 年 ↑ | |
| 必需消费 | - | 2005 和 2009 ↑ | 酒、饮料和精制茶制造业 | - | - | |
| | | | 食品制造业 | 2020 年前 ↑，2020 年 ↓ | ↑ | |
| | | | 农副食品加工业 | - | - | |
| 医药制造 | 上行通道 | ↑ | 医药制造业 | 整体处于上行通道，没有明显冲击 | | 生物医药Ⅲ、化学制剂、中成药等 |
| TMT 制造 | 2016 和 2020 ↑ | ↑ | 计算机、通信和其他电子设备制造业 | ↑ | 影响不大 | 消费电子组件、安防、PCB、消费电子设备、半导体材料、分立器件、线缆等 |

注：↑表示在历次大宗商品价格上行期间基本有毛利率、利润率的提升或超额收益上行；↓反之则反
数据来源：招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张夏：中央财经大学国际金融专业硕士，哈尔滨工业大学工学学士。自 2011 年起加入招商证券，从事金融产品、大类资产配置及投资策略研究。目前担任首席策略分析师。

陈星宇：复旦大学经济学硕士，南开大学管理学学士。自 2020 年加入招商证券，从事策略研究。目前负责行业比较和业绩分析。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。