

用电量为什么更重要

2025 年 01 月 20 日

► **讨论 PPI 与上市公司盈利关系时：不可忽视用电量的变化。**历史上产能相对不足时期，用电量均领先于 PPI 回升，且随后经历量价同步恢复阶段，并共同带来企业盈利的提升。这构成了 PPI 走向决定企业盈利趋势的市场共识。但是不可忽视的是，2023 年以来 PPI 与工业企业用电量的走势出现了明显的背离，核心原因在于**当前经济以生产和制造活动为主要驱动，生产越多，总量经济较好，但物价水平越低**。要探寻这一时期盈利如何见底，可以回溯中国在 2012 年前后经历 4 万亿刺激计划与产业投资后的产业特征：**第一阶段，价稳量升，ROE 止跌企稳**。PPI 累计同比在经历了 2011 年以来的大幅下降之后，2012 年 11 月开始企稳（对应到本轮的 2023 年 7 月），此时用电量处于上升趋势，工业企业的 ROE 在 2012 年 12 月至 2014 年 7 月也止跌企稳（对应到本轮的 2023 年 9 月至 2024 年 6 月）。**第二阶段，价稳量跌**。2013 年 12 月用电量见顶回落（对应到本轮的 2024 年 2 月），PPI 累计同比却并未随之回落，反而在缓慢恢复，但弹性很弱（对应到本轮的 2024 年 2 月以来 PPI 走势），此时工业企业 ROE 继续下降（对应到本轮的 2024 年 6 月之后）。**第三阶段，量价齐跌**，这一阶段是 2014 年底一直到 2015 年底工业用电量与 PPI 累计同比同时下降，而当时出现量价齐跌的核心原因在于工业企业一直在去库，补库行为迟迟未能出现，背后是需求一直没有恢复。当下基本面的变化可能有两个方向：第一，需求并未有效恢复，最终导致进入量价齐跌阶段，盈利方能见底；第二，市场预期的财政等手段发挥作用，甚至有来自出口等动力的驱动，但是由于并未经历出清阶段，有可能重新回到第一阶段的价稳量升。两种路径下，**如果单一只关注 PPI 的指标而忽视了用电量的变化，就有可能：低估第一条路径的风险，或者忽视了第二条路径的机会。**

► **量价齐跌是需要关注的风险，而机遇来自于量恢复的观测。**未来关于量的恢复路径在于：以“两重”项目+化债背景下存量项目的开工+出海企业带来的中间品出口需求→工业生产活动的恢复，工业部门从去库到补库→以用电量增速为代表的量的指标回升。在上述路径下重要的观测指标有：（1）以项目开工的观测为例：货运量和挖掘机的开工小时数可能是较为重要的同步指标。当前这两个指标出现了持续回升，与之相对应的是主要钢厂的建筑钢材库存量持续下降，这背后可能意味着的是实物需求开始恢复。而类似的场景在 2020 年上半年、2022 年下半年都出现过：随着经济活动逐步放开限制，在货运量和挖掘机的开工小时数当月同比增速同样回升的趋势下建筑钢材先经历了大幅去库再到重新补库的过程。（2）对于外需而言：历史上出口增速与工业用电量增速的走势也基本一致，但从 2024 年 5 月至 11 月二者出现了明显的背离，原因在于这一段时间出口企业可能也处于去库阶段，叠加对关税的担忧，短期抢出口+中期需求悲观预期，补库意愿也不强。（3）从制造业生产活动、产成品存货和工业用电量之间的关系来看：制造业 PMI 生产分项领先或同步于工业用电量增速见底，而工业用电量增速领先于存货增速见底，原因在于在主动补库之前还有被动去库阶段。而实际上 2024 年 Q4 制造业生产活动已经有所恢复，用电量的底部可能也会马上到来。

► **哪些行业的 ROE 更取决于量的恢复？**在未来企业盈利锚定量的恢复的前提下，哪些行业 ROE 对于量的恢复更敏感就成为关键。未来如果量出现回升情形下潜在的受益方向筛选：（1）在 66 个行业中，有超过 2/3（45 个）的行业 ROE 的变动都与总资产周转率更相关。（2）在 32 个 ROE 更取决于总资产周转率的行业中，以**饮料、乘用车、建筑、元器件、仪器仪表、白色家电、新能源动力系统、兵器兵装、公路铁路、小家电、汽车零部件**等为代表的行业，它们的销售净利率的波动相比于其他行业而言明显更低。（3）在 13 个 ROE 的变动与总资产周转率和销售净利率的变动的相关性差异不大的行业中，**专用机械、电气设备、厨房电器以及消费电子**的销售净利率波动也不大。（4）在 ROE 的变动与销售净利率的变动更相关的行业中，有一些行业的销售净利率的波动其实已经不大：**环保及公用事业、照明电工及其他以及纺织制造**，这意味着这些行业的供需格局已经相对稳定。（5）对于大部分与实物消耗直接相关的行业而言：**公路铁路、煤炭开采洗选、航运港口、稀有金属、物流、石油开采、工业金属**，它们的 ROE 变动也与量相关，但除了公路铁路和煤炭以外的行业的销售净利率波动都偏大，这在价稳量跌的去库阶段可能是劣势，但一旦回到价稳量升的阶段，广义制造业的补库行为带来的对实物消耗的需求，届时原材料部门的价格可能会重新回升，销售净利率的波动性反而可能成为它们比其他行业盈利弹性更大的来源。而历史上的价稳量升阶段，PPIRM-PPI 的同比增速差均走阔，PPIRM 弹性更大。

► **风险提示：**1) 全球制造业活动不及预期；2) 国内宏观经济波动率大幅抬升；3) 历史规律并不代表未来。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 方智勇

执业证书：S0100522040003

邮箱：fangzhizhong@mszq.com

相关研究

- 1.A 股策略周报 20250119：变化将接连出现 -2025/01/19
- 2.市场温度计系列之十六：个人情绪再度回升至高位，机构情绪有所反复-2025/01/18
- 3.资金跟踪系列之一百五十二：市场热度与波动率再度回落，两融与北上延续净流出-2025/01/13
- 4.A 股策略周报 20250112：混乱中的秩序-2025/01/12
- 5.市场温度计系列之十五：市场情绪继续走弱 -2025/01/11

目录

1 用电量、PPI 与企业资本回报的关系	3
2 未来 ROE 见底：量比价格的观测更重要	5
3 哪些行业的 ROE 更取决于量的恢复？	8
4 风险提示	11
插图目录	12

1 用电量、PPI 与企业资本回报的关系

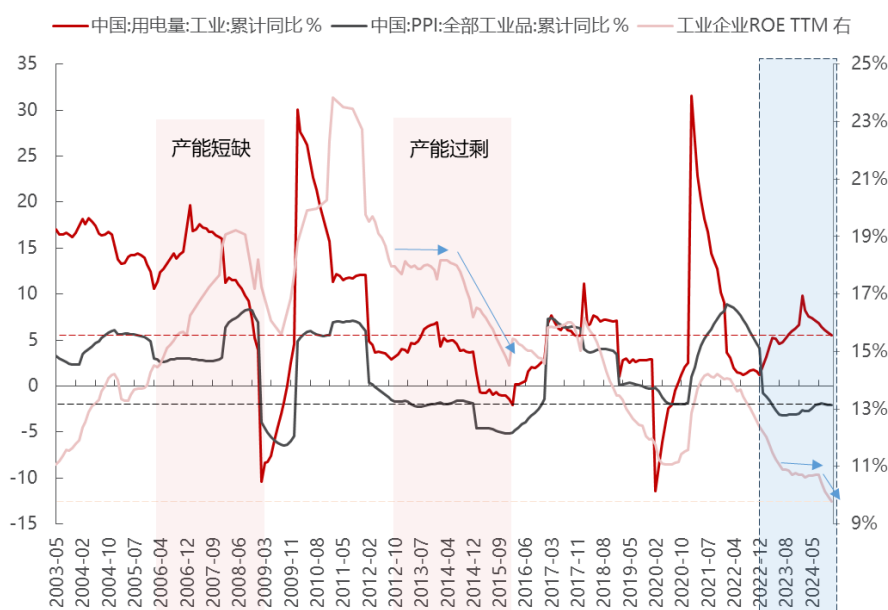
我们在此前的年度策略《悠长的盼望》中曾提到，2023 年以来 PPI（代表产出价格）累计同比的走势与工业企业用电量（代表生产活动）累计同比的走势出现了明显的背离，核心原因在于当经济以生产和制造活动为核心时，充沛的产能对于需求恢复的敏感度大幅上升，生产活动的迅速恢复将重新对价格形成压制。实际上类似的情形在 2012-2015 年也出现过，当时经济也面临产能过剩的问题。可以看到，在产能过剩阶段，工业用电量、PPI 与工业企业 ROE 之间存在如下关系：

(1) 第一阶段，价稳量升，ROE 止跌企稳。 PPI 累计同比在经历了 2011 年以来的大幅下降之后，2012 年 11 月开始企稳（对应到本轮的 2023 年 7 月），此时用电量处于上升趋势，因此工业企业的 ROE 在 2012 年 12 月至 2014 年 7 月也止跌企稳（对应到本轮的 2023 年 9 月至 2024 年 6 月）。

(2) 第二阶段，价稳量跌。 2013 年 12 月用电量见顶回落（对应到本轮的 2024 年 2 月），PPI 累计同比却并未随之回落，反而在缓慢恢复，但弹性很弱（对应到本轮的 2024 年 2 月以来 PPI 走势），此时工业企业 ROE 继续下降（对应到本轮的 2024 年 6 月之后）。

(3) 第三阶段，量价齐跌。 2014 年底一直到 2015 年底工业用电量与 PPI 累计同比同时下降，工业企业 ROE 也因此大幅下降。本轮还未出现过这一阶段。而 2014 年底至 2015 年底出现量价齐跌的核心原因在于工业企业一直在去库，补库行为一直没有出现（见后文图 8 用电量和库存的关系），背后是需求一直没有恢复。

图1：2023 年以来工业生产活动先后经历了“价稳量升”→“价稳量跌”，类似的情形其实在 2012-2015 年也发生过

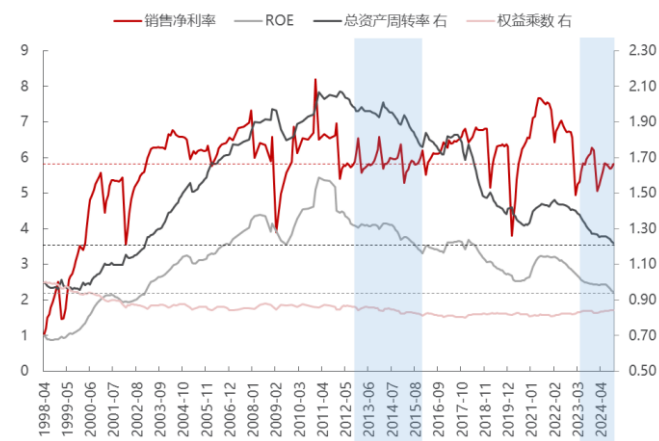


资料来源：wind，民生证券研究院。注：这里的工业企业 ROE 用工业企业的利润总额 TTM（12 个月）/ 所有者权益近似计算。

在中游产能过剩问题相对明确的情况下，未来经济到底是进入第三阶段的“量价齐跌”还是重新回到第一阶段的“价稳量升”，决定了中国制造业本轮的突围之路在于漫长的出清之路，还是寻找到了新的需求托底甚至上行。而较为重要的观测变量在于终端需求量能否恢复带来工业企业主动补库的行为。而在“价稳量升”阶段，价格的波动在下降，量的波动决定了工业企业 ROE 的走势。价格没有弹性是因为产能仍在去化周期，如果未来产能能够逐步出清，可能最终价格的弹性也会慢慢回归，但这一步可能需要更长的时间才能观测到。

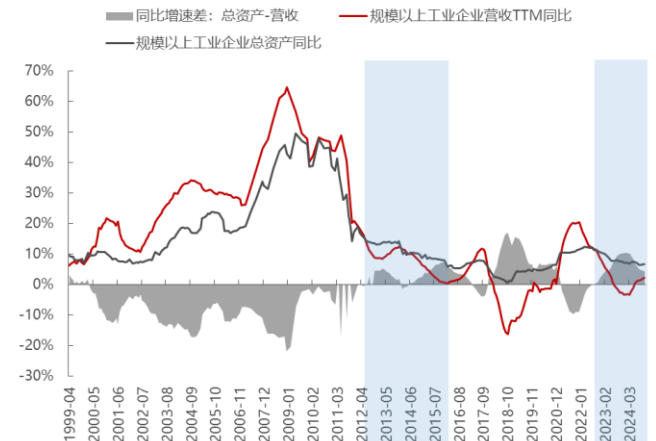
通过拆分工业企业 ROE 的变动来源我们发现，当销售净利率在经历了明显的下行之后开始企稳，总资产周转率开始成为决定 ROE 变动的核心因素。无论是 2012-2015 年还是 2023 年下半年至今，销售净利率中枢不再下滑，但由于总资产周转率的下降导致了 ROE 的下行。而如果我们从总资产周转率的影响因素（营业收入和总资产）的变动进行拆分，那么我们会发现由于在价格企稳的前提下，量的下滑带来营收增速下滑导致了营收增速持续低于总资产增速，因此带来了总资产周转率下行。而总资产增速维持相对高位原因可能是库存较高（需要去库）或者固定资产较多（产能过剩）。

图2：无论是 2012-2015 年还是这一轮（2023 年下半年至今），当销售净利率中枢企稳之后，总资产周转率成为决定 ROE 的核心因素



资料来源：wind，民生证券研究院。注：所有指标都是经过标准化之后的值，1998-04=1。

图3：2012-2015 年以及 2023 年下半年至今，量的下滑带来营收增速下滑导致了营收增速持续低于总资产增速

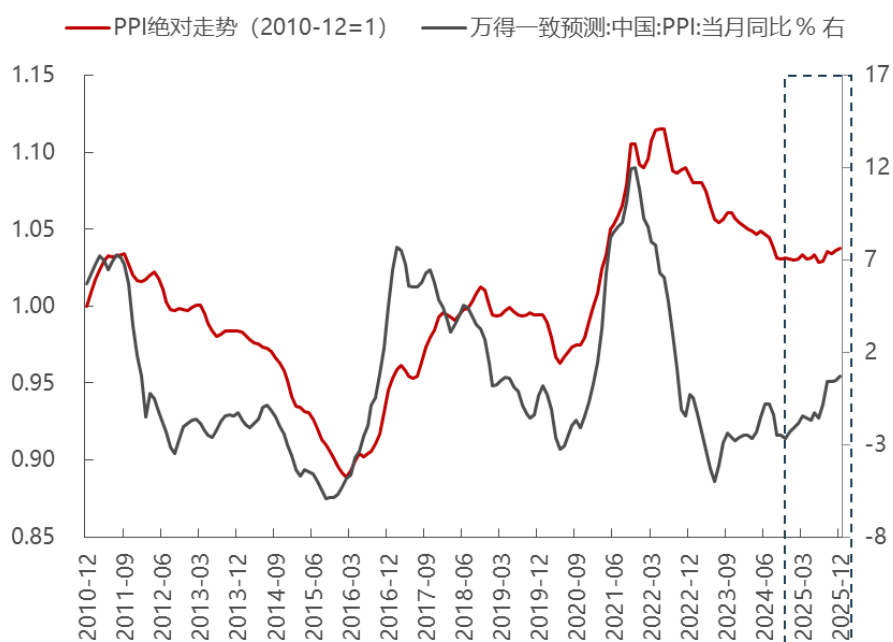


资料来源：wind，民生证券研究院

2 未来 ROE 见底：量比价格的观测更重要

在产能并不能迅速出清的环境下，寄希望于中国的“再通胀”带来企业资本回报率（ROE）的提升似乎不太符合前文分析的结论。相比之下，价格企稳之后的需求量的恢复可能比“再通胀”更值得关注和期待。从 PPI 的预测值来看，尽管 2025 年全年 PPI 当月同比维持回升的趋势，但更多可能是因为基数效应带来的读数上行，而实际价格上可以看到 PPI 绝对值走势并未出现明显的抬升。

图4：2025 年 PPI 当月同比预测值趋势性上行，但实际上绝对走势维持平稳



资料来源：wind，民生证券研究院

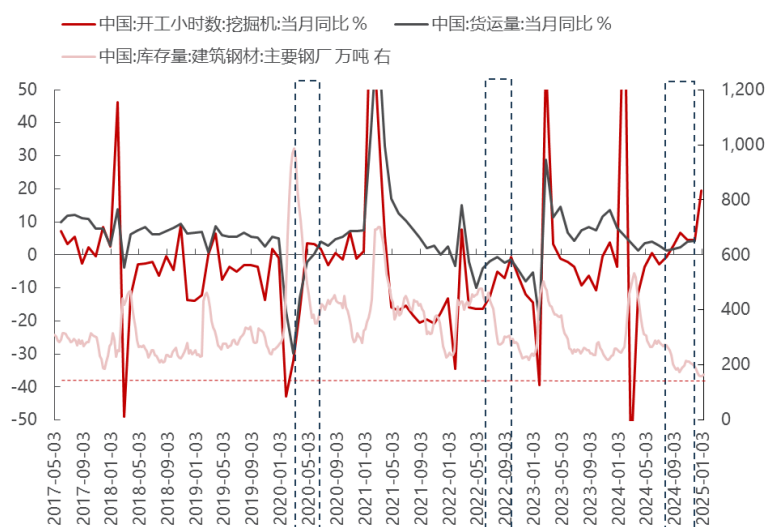
而实际上在政策方面，以“两重两新”为代表的内需政策都是以托住需求为主，在较为充沛的产能面前，可能并不能带来明显的价格弹性。在并未经历类似于 2014 年前后较快出清阶段前，未来一个阶段，在产能出清之前，对于企业资本回报率的底部而言，量的观测会比价格更重要。

未来关于量的观测路径在于：**项目开工形成的实物需求（“两重”项目逐步落地）+中下游需求（“两新”政策逐步落地+出口需求）的恢复→工业生产活动的恢复（库存周期从当前的去库到主动补库）→最终体现为量的恢复（用电量增速回升）**。上述观测路径节点对应的观测指标分析如下：

（1）以项目开工形成的实物需求观测为例：虽然当前经济整体仍处于去库阶段，但我们看到实物工作量层面，结构上出现了货运量和挖掘机的开工小时数当月同比增速同步回升，而与之相对应的是主要钢厂的建筑钢材库存量仍在持续下降，这背后可能意味着的是以“两重”项目为代表的实物需求的恢复，可能也有地方政府开启化债之后带动的此前存量项目的重新开工。而类似的场景其实在 2020 年上半年、2022 年下半年都出现过：当时因为公共卫生事件导致了建筑钢材累库明显，

而随着经济活动逐步放开限制，在货运量和挖掘机的开工小时数当月同比增速同样回升的趋势下建筑钢材先经历了大幅去库再到重新补库的过程。不过可以观察到的是建筑钢材的库存量已经降低到 2017 年以来的最低水平，一方面可能因为需求的悲观预期导致了原材料生产商不愿意持有库存（在价格没有弹性的情况下库存价值较低），另一方面可能也与原材料生产商的利润水平处于低位有关，去库意愿强但补库意愿和能力都低。未来关于行业库存行为的讨论也是一个重点。

图5：与 2020 年上半年、2022 年下半年类似，当前可能处于下游项目开工带来的实物需求在恢复但相应的原材料仍在去库的阶段



资料来源：wind，民生证券研究院

（2）对于外需而言，历史上出口增速与工业用电量增速的走势也基本一致，但从 2024 年 5 月至 11 月二者出现了明显的背离，类似的时间段还有 2004 年下半年、2010 年 Q2-Q3 以及 2014 年 Q2-Q4，2011 年之前的背离主要是因为需求走弱+被动累库导致生产活动放缓。2014 年 Q2-Q4 和当下都是因为从被动累库到主动去库阶段导致的生产活动放缓。

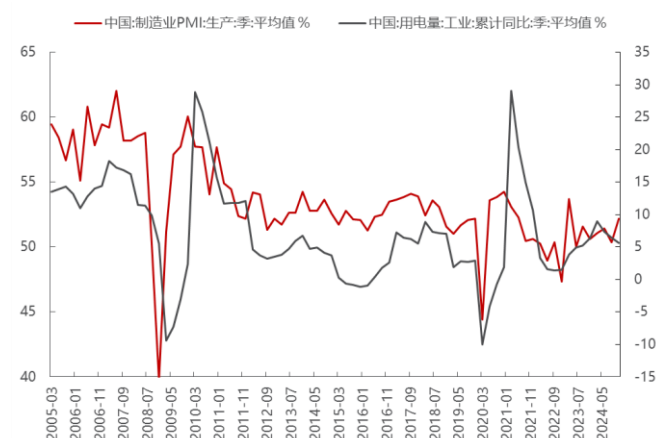
图6：历史上出口增速与工业用电量增速走势基本一致，但当下出现了背离



资料来源：wind，民生证券研究院

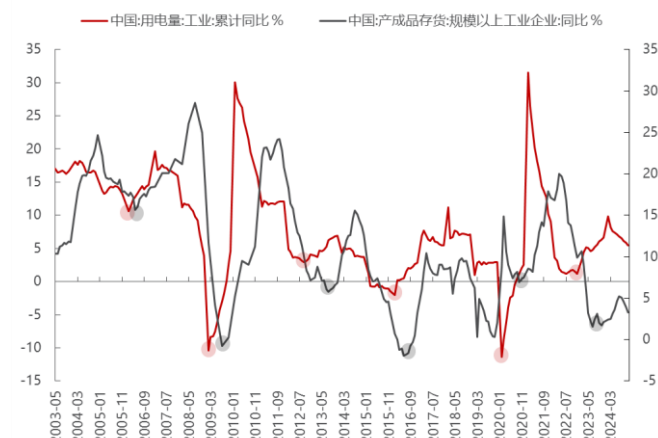
(3) 从制造业生产活动、产成品存货和工业用电量之间的关系来看，基本上制造业 PMI 生产分项领先或同步于工业用电量增速见底，而工业用电量增速领先于存货增速见底，原因在于在主动补库之前还有被动去库的阶段，即：即便需求恢复带来了生产活动的恢复，但由于生产跟不上需求导致库存仍在持续回落。

图7：制造业 PMI 生产分项基本上领先或同步于工业用电量增速见底



资料来源：wind，民生证券研究院

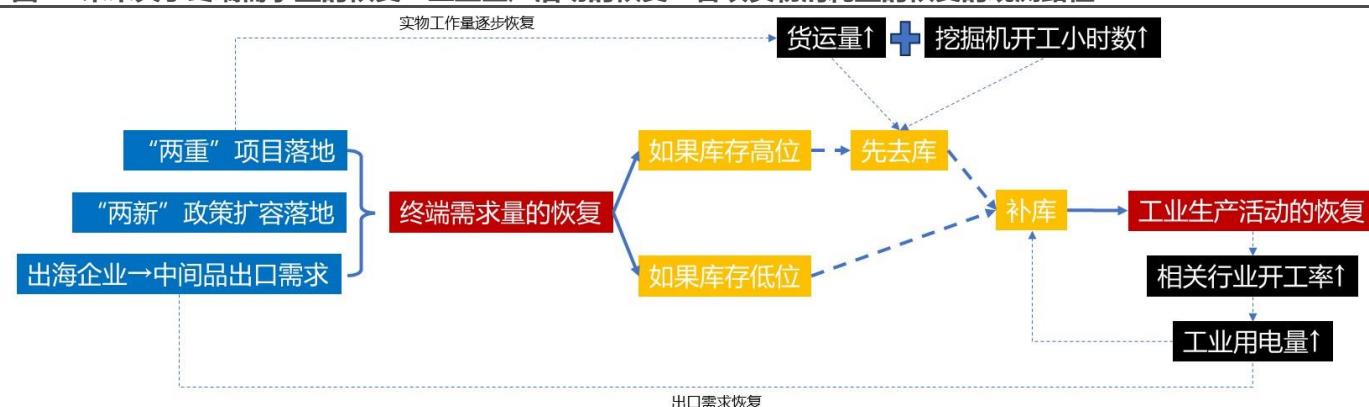
图8：历史上工业用电量增速领先于产成品存货增速见底



资料来源：wind，民生证券研究院

至此我们就完成了关于未来如何去观测量的恢复从而判断企业盈利的底部的路径推演，总结如下图所示。产能是否过剩决定了在终端需求量恢复的过程中价格的弹性，而库存周期的变化决定了实物消耗量的弹性，在产能仍在出清+库存周期从去库到补库的组合下，对于企业盈利底部而言量的观测比价格更重要。有关终端需求量的恢复情景、在工业生产活动的恢复过程中如何影响企业利润分配的情况、库存周期和产能周期对于总资产周转率的影响等分析仍有待进一步研究。

图9：未来关于终端需求量的恢复→工业生产活动的恢复→各项实物消耗量的恢复的观测路径



资料来源：民生证券研究院绘制

3 哪些行业的 ROE 更取决于量的恢复？

在未来企业盈利锚定量的恢复的前提下，哪些行业的 ROE 对于量的恢复更敏感就成为行业选择的关键。我们的判断依据如下：（1）从历史上看行业的 ROE 变动对总资产周转率的变动比对销售净利率的变动更为敏感；（2）在（1）的前提下行业销售净利率的中枢已经较为稳定；（3）当前行业的库存和产能周期所处的位置更优（更少的存货和更不过剩的产能），这保证了未来需求恢复时收入的增速能够快于总资产的增速。前两个条件决定了行业的 ROE 恢复更取决于量的恢复，而第三个条件实际上是决定了量的恢复带来的企业盈利弹性。本文仅讨论前两个条件，第三个条件的具体分析有待进一步研究。

我们以中信二级行业作为分析样本，剔除金融类、服务性消费类以及农林牧渔行业，剩下的行业可以分为上游资源、中上游制造、中下游制造（其中包括中下游消费制造和其他设备类、零部件类制造业等）以及基础设施及建设领域行业。计算 2016 年至 2024 年 Q3 的总资产周转率的环比变化值、销售净利率的环比变化值与 ROE 环比变化值之间的相关性，同时计算 2021-2024 年 Q3 销售净利率的变异系数来衡量其波动，会发现以下核心结论：

（1）在 66 个行业中，约一半（32 个）的行业 ROE 的变动更取决于总资产周转率的变动，而且还有 13 个行业 ROE 的变动与总资产周转率和销售净利率的变动的相关性差异不大（相关性差值在 ± 0.1 以内），这也就意味着有超过 2/3 以上（45 个）的行业 ROE 的变动都与总资产周转率更相关。

（2）进一步地，我们发现在 32 个 ROE 更取决于总资产周转率的行业中，大多都是中游制造行业，有三个例外，分别是基础设施及建设的建筑和公路铁路行业以上游资源的煤炭开采洗选行业，公路铁路和煤炭的限价降低了其价格弹性。这 32 个行业中，以**饮料、乘用车、建筑、元器件、仪器仪表、白色家电、新能源动力系统、兵器兵装、公路铁路、小家电、汽车零部件**等为代表的行业（图 10 中**红色底色**的行业），它们的销售净利率的波动相比于其他行业而言已经很低（变异系数 ≤ 0.15 ）。

（3）在 13 个 ROE 的变动与总资产周转率和销售净利率的变动的相关性差异不大的行业中，**专用机械、电气设备、厨房电器以及消费电子**（图 10 中**橙色底色**的行业）的销售净利率波动也不大（变异系数 ≤ 0.2 ）。

（4）在 ROE 的变动与销售净利率的变动更相关的行业中，有一些行业的销售净利率的波动其实已经不大（图 10 中**蓝色底色**的行业），销售净利率的变异系数均低于 0.15：**环保及公用事业、照明电工及其他以及纺织制造**，这意味着这些行业的供需格局稳定，在价格没有弹性的阶段，未来 ROE 的回升也主要依赖于周转率的回升。

（5）对于大部分与实物消耗直接相关的行业（部分基础设施及建设+除了贵

金属以外的上游资源)而言:公路铁路、煤炭开采洗选、航运港口、稀有金属、物流、石油开采、工业金属,它们的 ROE 变动也与量相关,但除了公路铁路和煤炭以外的行业的销售净利率波动都偏大,这在价稳量跌的去库阶段可能是劣势,因为广义制造业的生产活动的下降以及价格无弹性可能导致其周转率出现明显下降;而广义制造业反而在成本端得到了“喘息”机会,在收入端也能通过消化库存维持韧性。但一旦回到价稳量升的阶段,广义制造业的补库行为带来的对实物消耗的需求,届时原材料部门的价格可能会重新回升,销售净利率的波动性反而可能成为它们比其他行业盈利弹性更大的来源。

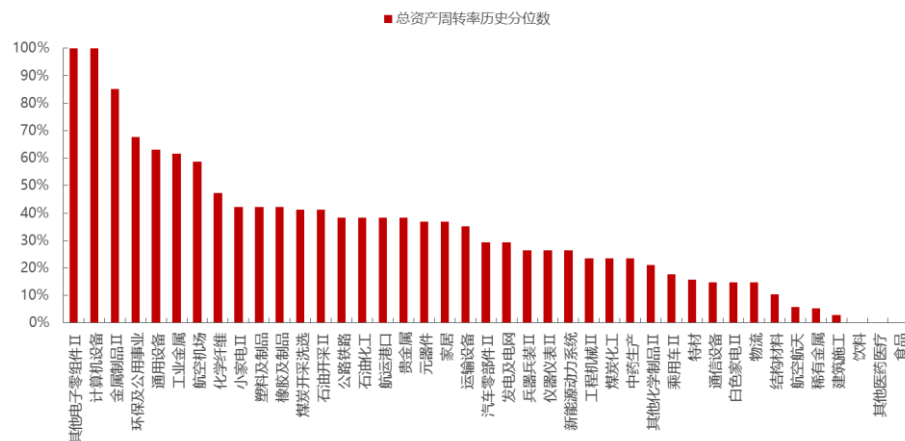
图10: 上游资源、广义制造业、基础设施及建设行业的 ROE 变动分析以及销售净利率的波动分析

代码	具体行业	大类行业	ΔROE与Δ总资产周转率的相关性 (1)	ΔROE与Δ销售净利率的相关性 (2)	2021-2024 年销售净利率变异系数 (3)	(1) - (2)	代码	具体行业	大类行业	ΔROE与Δ总资产周转率的相关性 (1)	ΔROE与Δ销售净利率的相关性 (2)	2021-2024 年销售净利率变异系数 (3)	(1) - (2)
CI005129.WI	金属制品Ⅱ	中上游制造	0.81	-0.45	0.26	1.26	CI005172.WI	航运港口	基础设施及建设	0.43	0.35	0.25	0.08
CI005822.WI	饮料	中下游消费制造	0.69	-0.30	0.10	0.99	CI005188.WI	稀有金属	上游资源	0.62	0.55	0.44	0.07
CI005136.WI	乘用车Ⅱ	中下游消费制造	0.65	-0.24	0.09	0.89	CI005171.WI	物流	基础设施及建设	0.13	0.08	0.19	0.05
CI005117.WI	建筑施工	基础设施及建设	0.62	-0.16	0.06	0.78	CI005808.WI	电气设备	中下游制造	0.32	0.30	0.15	0.02
CI005190.WI	特材	中上游制造	0.71	0.15	0.20	0.56	CI005101.WI	石油开采Ⅱ	上游资源	0.26	0.27	0.38	-0.01
CI005835.WI	元器件	中下游制造	0.68	0.13	0.12	0.55	CI005820.WI	厨房电器Ⅱ	中下游消费制造	0.31	0.33	0.15	-0.02
CI005181.WI	通信设备	中下游制造	0.36	-0.07	0.19	0.43	CI005837.WI	消费电子	中下游消费制造	0.34	0.37	0.17	-0.03
CI005807.WI	仪器仪表Ⅱ	中下游制造	0.60	0.17	0.11	0.43	CI005199.WI	装饰材料	中下游消费制造	0.51	0.55	0.32	-0.03
CI005155.WI	其他医药医疗	中下游消费制造	0.60	0.18	0.18	0.41	CI005189.WI	其他钢铁	中上游制造	0.46	0.49	0.32	-0.03
CI005145.WI	白色家电Ⅱ	中下游消费制造	0.59	0.18	0.06	0.41	CI005826.WI	农产品加工Ⅱ	中下游消费制造	0.22	0.26	0.36	-0.04
CI005838.WI	其他电子零部件Ⅱ	中下游制造	0.53	0.11	0.32	0.41	CI005800.WI	专用材料Ⅱ	中上游制造	0.30	0.35	0.36	-0.05
CI005810.WI	新能源动力系统	中下游制造	0.76	0.36	0.10	0.40	CI005107.WI	工业金属	上游资源	0.29	0.39	0.29	-0.10
CI005134.WI	兵器兵装Ⅱ	中下游制造	0.44	0.04	0.12	0.39	CI005122.WI	造纸Ⅱ	中下游消费制造	0.41	0.52	0.63	-0.11
CI005198.WI	结构材料	中上游制造	0.40	0.02	0.56	0.38	CI005834.WI	半导体	中下游制造	0.43	0.56	0.42	-0.12
CI005170.WI	公路铁路	基础设施及建设	0.64	0.27	0.11	0.37	CI005110.WI	环保及公用事业	基础设施及建设	0.20	0.33	0.07	-0.13
CI005823.WI	食品	中下游消费制造	0.42	0.05	0.19	0.37	CI005819.WI	照明电工及其他	中下游制造	0.52	0.67	0.11	-0.15
CI005124.WI	工程机械Ⅱ	中下游制造	0.53	0.16	0.20	0.37	CI005836.WI	光学光电	中下游制造	0.50	0.66	0.70	-0.16
CI005818.WI	小家电Ⅱ	中下游消费制造	0.53	0.17	0.06	0.37	CI005152.WI	化学制药	中下游消费制造	0.07	0.23	0.18	-0.17
CI005102.WI	石油化工	中上游制造	0.49	0.14	0.43	0.35	CI005146.WI	黑色家电Ⅱ	中下游消费制造	0.00	0.18	0.18	-0.18
CI005194.WI	塑料及制品	中上游制造	0.66	0.32	0.20	0.34	CI005187.WI	油服工程	中上游制造	-0.05	0.13	0.29	-0.19
CI005842.WI	计算机设备	中下游制造	0.61	0.27	0.16	0.34	CI005111.WI	普钢	中上游制造	0.41	0.59	0.95	-0.19
CI005138.WI	汽车零部件Ⅱ	中下游制造	0.41	0.11	0.10	0.29	CI005154.WI	生物医药Ⅱ	中下游消费制造	0.29	0.48	0.45	-0.19
CI005193.WI	其他化学制品Ⅱ	中上游制造	0.62	0.33	0.18	0.29	CI005173.WI	航空机场	基础设施及建设	0.27	0.46	—	-0.19
CI005802.WI	家居	中下游消费制造	0.40	0.12	0.16	0.28	CI005113.WI	农用化工	中上游制造	0.04	0.24	0.40	-0.20
CI005133.WI	航空航天	中下游制造	0.38	0.10	0.09	0.28	CI005185.WI	纺织制造	中下游消费制造	0.23	0.44	0.08	-0.21
CI005105.WI	煤炭化工	中上游制造	0.39	0.17	0.98	0.22	CI005809.WI	电源设备	中下游制造	0.37	0.61	0.26	-0.24
CI005806.WI	通用设备	中下游制造	0.42	0.23	0.07	0.20	CI005137.WI	商用车	中下游消费制造	0.23	0.48	0.55	-0.25
CI005153.WI	中药生产	中下游消费制造	0.14	-0.04	0.67	0.18	CI005135.WI	其他军工Ⅱ	中下游制造	0.08	0.40	0.11	-0.32
CI005127.WI	运输设备	中下游制造	0.17	0.01	0.15	0.16	CI005192.WI	化学原料	中上游制造	0.46	0.79	0.46	-0.33
CI005195.WI	橡胶及制品	中上游制造	0.35	0.20	0.35	0.15	CI005140.WI	摩托车及其他Ⅱ	中下游消费制造	-0.12	0.47	0.97	-0.59
CI005104.WI	煤炭开采洗选	上游资源	0.62	0.50	0.24	0.12	CI005109.WI	发电及电网	基础设施及建设	-0.01	0.61	0.53	-0.63
CI005191.WI	化学纤维	中上游制造	0.63	0.52	0.44	0.11	CI005106.WI	贵金属	上游资源	-0.12	0.67	0.17	-0.80
CI005805.WI	专用机械	中下游制造	0.45	0.37	0.16	0.08	CI005156.WI	酒类	中下游消费制造	-0.54	0.72	0.05	-1.26

资料来源: wind, 民生证券研究院。注: 相关性的测算区间为 2016 年至 2024 年 Q3; 变异系数的测算区间为 2021 年至 2024 年 Q3。

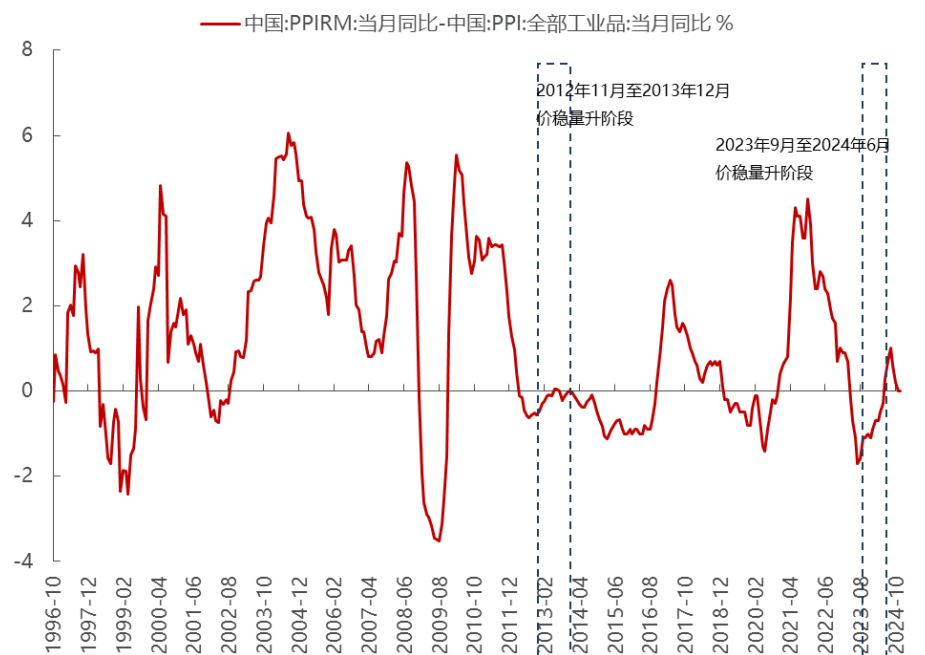
进一步地我们观测与量更相关的行业+与实物消耗直接相关的行业的总资产周转率历史分位数,发现大部分行业的总资产周转率的历史分位数在 50%以下,但以其他电子零部件、计算机设备、金属制品、环保及公用事业以及通用设备等为代表的行业总资产周转率历史分位数在 60%以上。大部分中游制造业和中下游消费制造业的总资产周转率的历史分位数很低,大多在 30%以下。一方面意味着这些行业的需求现状较差或者产能过剩的问题较严重,另一方面也意味着未来如果出现价稳量升的阶段,这些行业的需求量可能会率先修复,之后再传导至对应的实物消耗需求量,而对于供给格局更好的上游资源而言甚至可能出现结构性的价格弹性:比如在 2012 年 11 月至 2013 年 12 月以及这一轮 2023 年 9 月至 2024 年 6 月的价稳量升阶段,PIRM-PPI 的同比增速差均走阔,PIRM 弹性更大。

图11：当前中游设备制造和中下游消费制造的总资产周转率历史分位数较低



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：历史上的价稳量升阶段，PPIRM 都要比 PPI 更有弹性



资料来源：wind，民生证券研究院

4 风险提示

1) 全球制造业活动不及预期。如果未来全球制造业活动进一步走弱，将会对实物消耗形成拖累，那么实物资产相关的股票表现可能会较差。

2) 国内宏观经济波动率大幅抬升。如果出现了超预期的需求刺激政策，那么量价齐升的场景就会出现，可能导致结论与文中的假设场景不符。

3) 历史规律并不代表未来。文中对于各种变量之间的历史规律分析并不代表未来一定会保持一致。

插图目录

图 1: 2023 年以来工业生产活动先后经历了“价稳量升”→“价稳量跌”, 类似的情形其实在 2012-2015 年也发生过	3
图 2: 无论是 2012-2015 年还是这一轮 (2023 年下半年至今), 当销售净利率中枢企稳之后, 总资产周转率成为决定 ROE 的核心因素	4
图 3: 2012-2015 年以及 2023 年下半年至今, 量的下滑带来营收增速下滑导致了营收增速持续低于总资产增速	4
图 4: 2025 年 PPI 当月同比预测值趋势性上行, 但实际上绝对走势维持平稳	5
图 5: 与 2020 年上半年、2022 年下半年类似, 当前可能处于下游项目开工带来的实物需求在恢复但相应的原材料仍在去库的阶段	6
图 6: 历史上出口增速与工业用电量增速走势基本一致, 但当下出现了背离	6
图 7: 制造业 PMI 生产分项基本上领先或同步于工业用电量增速见底	7
图 8: 历史上工业用电量增速领先于产成品存货增速见底	7
图 9: 未来关于终端需求量的恢复→工业生产活动的恢复→各项实物消耗量的恢复的观测路径	7
图 10: 上游资源、广义制造业、基础设施及建设行业的 ROE 变动分析以及销售净利率的波动分析	9
图 11: 当前中游设备制造和中下游消费制造的总资产周转率历史分位数较低	10
图 12: 历史上的价稳量升阶段, PPIRM 都要比 PPI 更有弹性	10

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048