

薛 华 86-755-82940787

xuehua@cmschina.com.cn

刘启元 86-755-82943270

liuqi yuan@cmschina.com.cn

2009年3月27日

利润环比增速将逐季回升 同比略有滞后

2009年1-2月份企业盈利数据点评

企业财务数据变动率(单位:%)

利润	-37.3
销售收入	-3.1
产成品	11.7
应收账款	7.3
企业税金	8.3

数据来源: 国家统计局

基本观点:

- **1-2月份工业企业财务数据继续恶化, 不过基本符合预期。**1-2月份, 规模以上工业企业利润同比下降 37.3%, 税金总额同比增长 8.3%, 主营业务收入同比下降 3.1%, 应收账款同比增长 7.3%, 产成品资金同比增长 11.7%。各项同比增速较去年 8-11 月份继续回落, 不过基本上符合预期。**1-2月份实际需求增速提高, 但是价格回落幅度巨大, 1-2月份 PPI 变动较去年同期下降 10.3 个百分点。**我们之前预测上半年利润下降 30%, 下半年同比零增长, 全年下降 15%。
- **利润增速大幅下降是因为该变量对产出和物价变动具有高弹性。**企业盈利是高弹性变量, 因为产品成本中有相当多的固定资产折旧, 这部分通常按历史价格计算, 这就导致利润变动对价格非常敏感。我们估算, 工业企业利润增速变动对名义产出增速变动的弹性在 2-3 倍左右。
- **在政策刺激的背景下, 盈利是滞后指标。**必须指出的是, 在外生政策刺激的背景下, 企业盈利是相对滞后的指标。先有信贷扩张, 再有投资和产出的增长, 然后是物价的上升, 企业盈利增长趋势介于生产和物价变动之间。
- **企业盈利环比将逐渐好转, 4 月份左右或许是同比增速最低点。**在之前对工业数据的分析中, 我们认为由于春节因素的确难以剔除, 根据我们计算的环比增速, 再结合 PMI 原材料库存指数上升的情况, 我们倾向于认为 1 月份工业生产情况比较低迷, 2 月份要好很多, 1-2 月份 3.8% 的累计增速掩盖了 2 月份生产显著回升的情况。工业生产环比增速总体将持续回升, 当前或许就是同比增速的低点。而 PPI 环比跌幅实际上也在连续放缓, 这也说明企业盈利环比将逐渐好转。同比增速回升滞后于生产, 但领先于物价, 4 月份左右或许是同比增速最低点。

相关报告

1、《2009年2月份工业零售金融数据点评-工业环比持续回升 同比低点或已出现》

2009/3/13

2、《2009年2月份投资外贸数据点评-外需继续恶化 内需已然启动》

2009/3/11

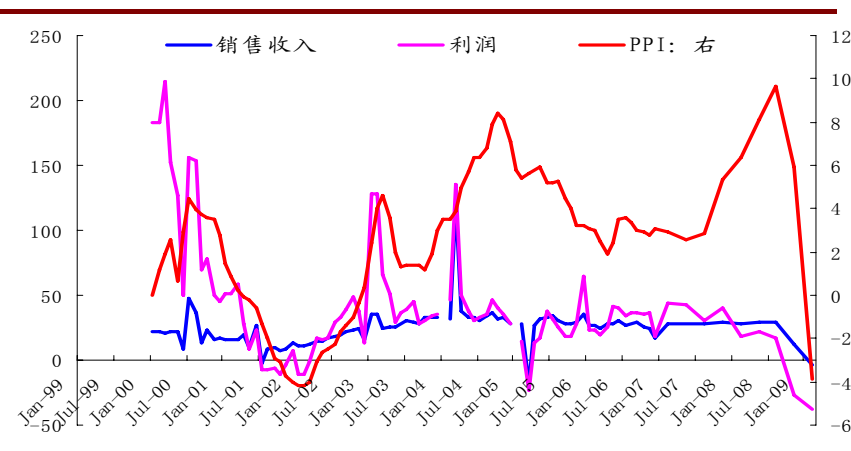
3、《2009年2月份CPI/PPI点评-同比转负符合预期 转正或早于预期》

2009/3/10

4、《2009 年政府工作报告点评-4% 的通胀目标为经济刺激留下足够空间 通胀再起或将早于预期》

2009/3/6

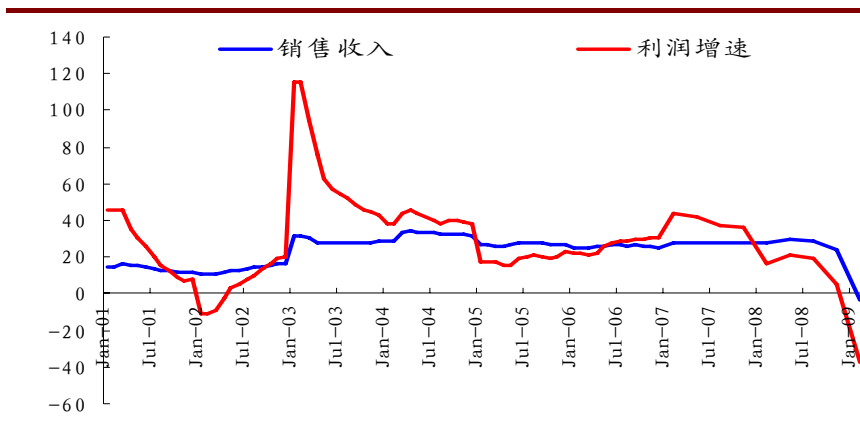
图 1: 收入与利润非累计增速 (单位: %)



数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

1-2 月份工业企业财务数据继续恶化，不过基本符合预期。1-2 月份，规模以上工业企业利润同比下降 37.3%，主营业务收入同比下降 3.1%。虽然 1-2 月份实际需求增速提高，但是价格回落幅度巨大，1-2 月份 PPI 变动较去年同期下降 10.3 个百分点。

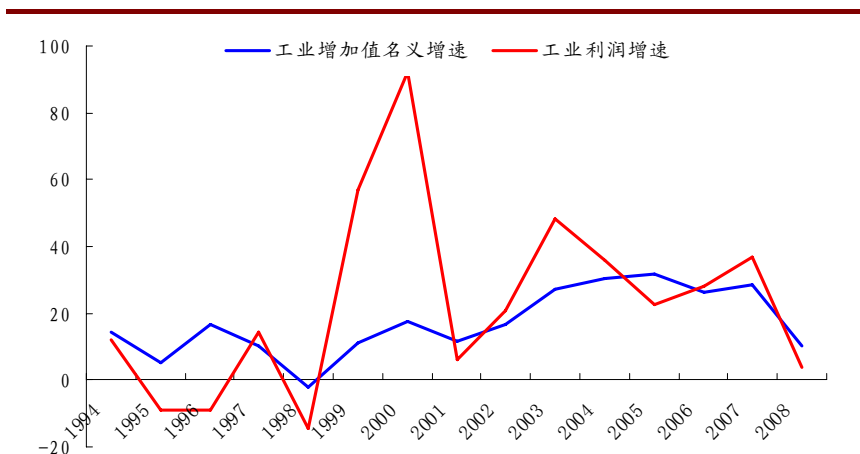
图 2：收入与利润累计增速（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

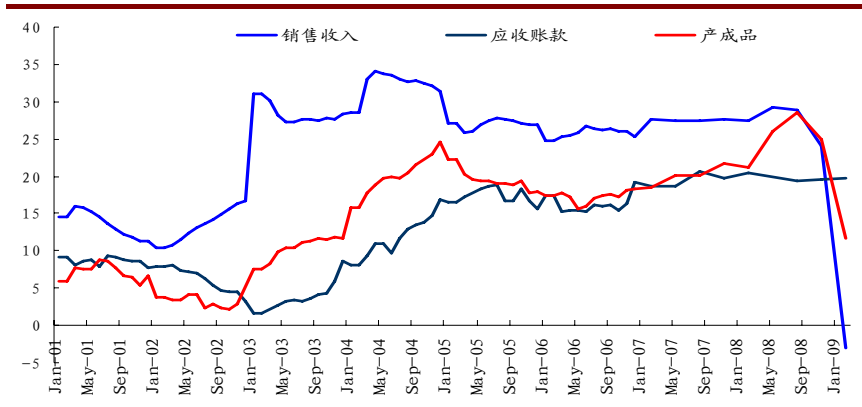
利润增速大幅下降是因为该变量对产出和物价变动具有高弹性。企业盈利是高弹性变量，因为产品成本中有相当多的固定资产折旧，这部分通常按历史价格计算，这就导致利润变动对价格非常敏感。我们估算，工业企业利润增速变动对名义产出增速变动的弹性在 2-3 倍左右。

图 3：利润对产出变动高弹性（单位：%）



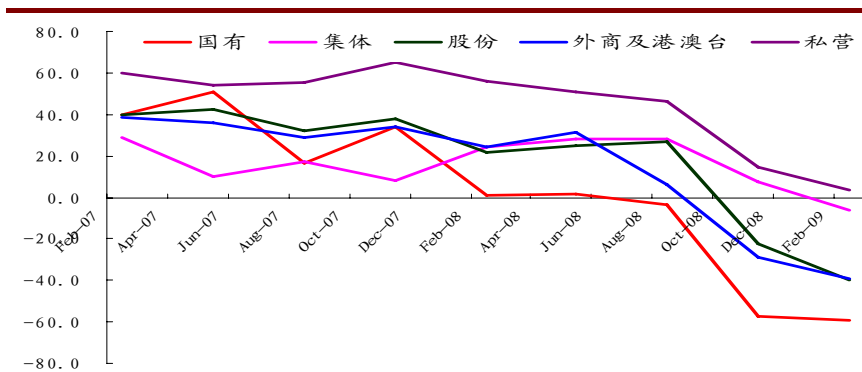
数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

1-2 月份，应收帐款同比增长 7.3%，说明当前企业间的财务关系还是比较健康。1-2 月份产成品资金同比增长 11.7%，考虑到价格变化，产成品增速并不低，这一点和 PMI 库存指数上升是一致的。

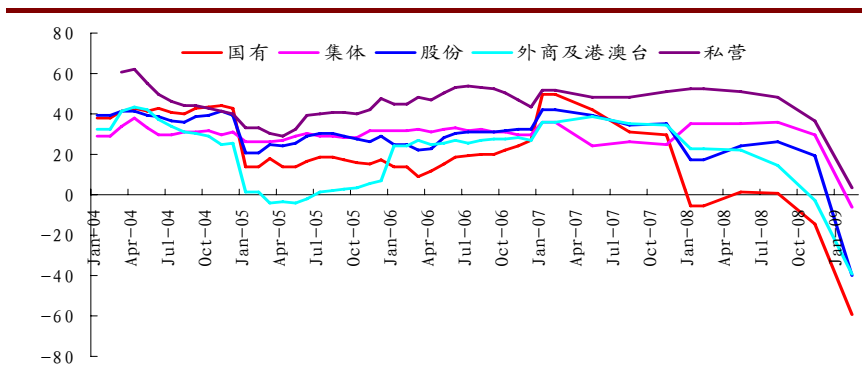
图 4：应收账款、产成品增速有所下降（单位：%）


数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

集体和私营企业盈利相对较好。国有及国有控股企业实现利润 567 亿元，同比下降 59.2%。集体企业实现利润 59 亿元，下降 5.9%；股份制企业实现利润 1115 亿元，下降 39.7%；外商及港澳台商投资企业实现利润 620 亿元，下降 39.3%。私营企业实现利润 705 亿元，增长 3.3%。

图 5：按性质分企业利润非累计增速（单位：%）


数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

图 6：按性质分企业利润累计增速（单位：%）


数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

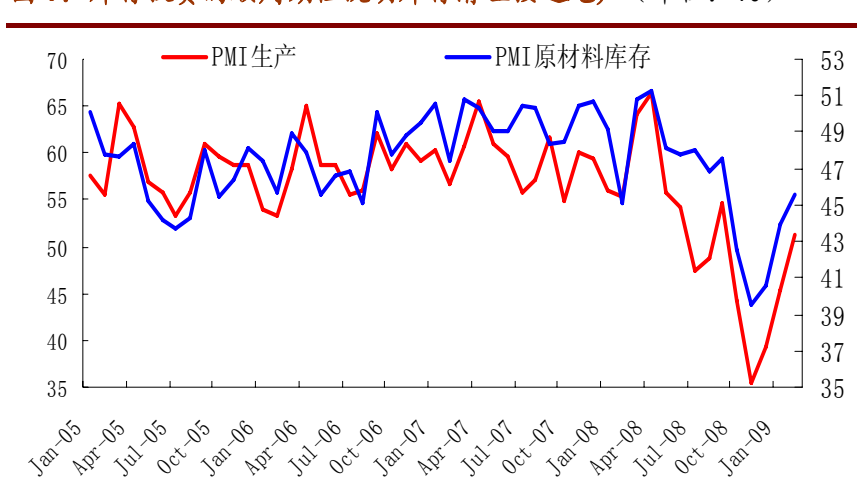
从行业来看，受政策刺激影响较大的行业比现较好，比如建材行业同比仅下降 3.6%，煤炭开采业利润增长 15.0%。由于原油价格大幅回落，石油加工及炼焦业由去年同期净亏损 194 亿元转为盈利 117 亿元。

表 1: 分行业工业企业利润增速 (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	200802	200805	200808	200811	08 年比重	200902
规模以上工业企业	93.5	9.3	20.7	45.1	39.1	26.6	30.8	36.7	16.50	20.90	19.4	4.9	100	-37.3
石油和天然气开采业	291.6	-11.9	-6.2	35.8	43.6	65.2	23.8	-4.5	61.20	54.30	54.7	37.2	19.0	-86.1
煤炭开采和洗选业			105.5	60.6	122.8	79.7	22.8	47.8	66.80	97.80	142.8	133.7	8.3	15.0
石油加工、炼焦及核燃料加工业	181.1	-155.1	-292.7	145.2	123.6	-156.0	114.9	-154.1	亏损-206 亿	亏损-443 亿	亏损-961 亿	亏损-1260 亿	-5.2	盈利 117 亿
化学原料及化学制品制造业	79.9	5.4	58.6	71.1	86.4	15.1	14.2	52.7	15.93	26.00	32	0.2	6.3	-49.3
化学纤维制造业	71.2	-61.2	19.5	81.2	20.1	-23.0	36.5	118.0	-0.20	-26.80	-47.1	-74.9	0.1	1.3 亿
非金属矿物制品业	161.7	29.4	17.8	84.5	37.6	4.0	44.9	66.4	53.50	50.90	40.3	27.7	4.4	-3.6
黑色金属冶炼及压延加工业	270.6	31.4	43.6	102.9	74.9	-0.1	29.9	48.3	12.20	25.60	31.5	-13.7	6.1	7.7 亿
有色金属冶炼及压延加工业	138.1	14.2	5.0	88.5	91.0	51.2	104.3	27.5	1.60	3.90	-7.4	-34.1	2.7	19.3 亿
专用设备制造业	75.2	40.9	49.5	38.1	29.5	42.4	48.0	67.6	35.93	25.90	20.2	9.4	3.0	13.4
交通运输设备制造业	53.5	52.0	71.1	60.1	-0.1	-14.9	49.7	72.2	42.54	46.30	35.1	15.7	7.1	-40.4
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	63.9	1.6	-2.5	30.1	38.8	6.2	23.2	21.1	37.74	36.50	18.2	1.1	5.1	-96.3
电力行业	34.8	15.2	4.0	30.1	6.9	45.4	39.8	38.5	-61.00	-74.00	-81.6	-84.1	1.0	-77.0

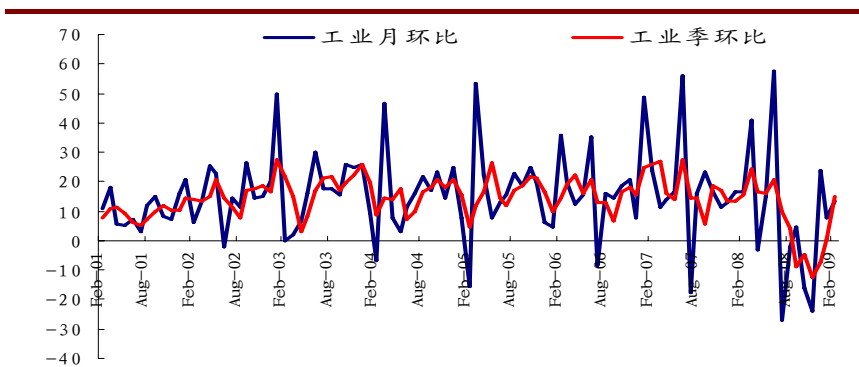
数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

在之前对工业数据的分析中, 我们认为由于春节因素的确难以剔除, 根据我们计算的环比增速, 再结合 PMI 原材料库存指数上升的情况, 我们倾向于认为 1 月份工业生产情况比较低迷, 2 月份要很多, 1-2 月份 3.8% 的累计增速掩盖了 2 月份生产显著回升的情况。工业生产环比增速总体将持续回升, 当前或许就是同比增速的低点。

图 7: 库存投资的顺周期性说明库存清理接近尾声 (单位: %)


数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

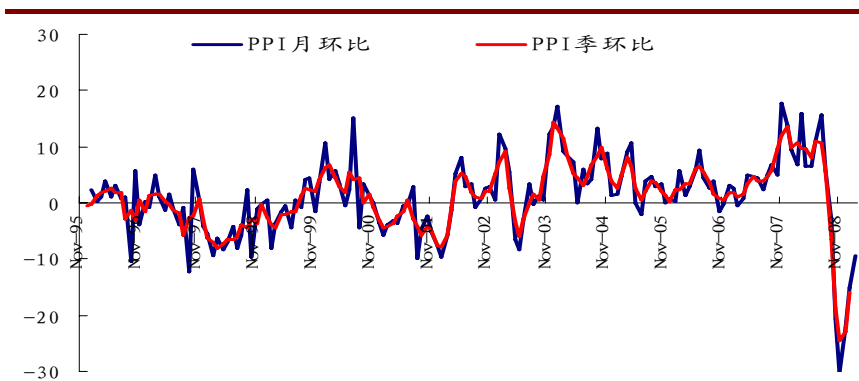
图 8：工业环比增速回升（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

而 PPI 环比跌幅实际上也在连续放缓。结合工业和 PPI，当前企业盈利环比将逐渐好转。同比增速回升滞后于生产，但领先于物价，4-5 月份左右或许是同比增速最低点。

图 9：PPI 环比跌幅趋缓（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

分析师简介

薛华：东北财经大学经济学硕士，拥有证券从业资格，五年从业经验。2002.4-2005.3 中国证券市场研究设计中心研发部宏观经济分析师。2005.3-2006.5 国信证券经济研究所宏观经济分析师。曾获 2005 年度新财富最佳分析师宏观经济第四名（集体）。

刘启元：复旦大学世界经济学硕士，2007 年 7 月加入招商证券研发中心从事机械行业研究，2009 年 2 月起从事宏观研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

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 $\pm 5\%$ 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

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。