

刘启元 86-755-82943270
 liuqiyan@cmschina.com.cn
 薛华 86-755-82940787
 xuehua@cmschina.com.cn

2009年4月16日

经济已回暖 利润将回升

2009年1-2月份工业企业数据分析

工业企业1-2月数据

项目	数值(%)
销售额 YOY	-3.12
成本 YOY	-2.44
利润 YOY	-37.27
毛利率	14.65
净利率	3.62

2009年1-2月份全国工业企业数据已经公布，本报告详细分析了工业企业的三个产业传导链条，并结合最新数据，为即将公布的上市公司一季报及未来几个季度的走势分析提供一些参考。

主要内容:

- **2009年1-2月份工业企业收入与利润同比增速连续三个季度下降，经济或已达最差时候。**目前一些领先数据显示经济正在转好，工业企业收入与经济周期同步变化，继续下降的工业企业同比数据或表明经济已在1季度到达最差时候。
- **金属产业链条的需求从装备制造业开始逐级向上传导。**对以装备制造业为代表的资本品需求来自因需求扩大而带来的扩张产能的冲动，呈长周期波动，带动整个产业链条的收入波动也呈长周期。利润也逐级向上传导，但需求扩张后期资本品的盈利能力受上游资源品部门挤压；中间品加工行业只担任需求“传导者”角色，盈利能力变化不大。
- **受其他行业需求分流的影响，收入在能源产业链条内的传导不明显，煤炭先动。**煤炭需求因和电力需求关系密切，最先受益经济复苏而带来的生产扩张，复苏时间领先石油开采业一年左右。除石化外，中下游盈利能力波动平稳，呈长周期。
- **食品饮料行业的收入及利润温和恢复并向上传导，家具行业的收入增长都早于木材加工一年出现。**食品饮料的需求周期性不强，因此受冲击后的恢复较早，早于家具制造、木材加工及造纸。造纸及纸制品的盈利能力具有工业品行业的特点：毛利率前高后低，净利率前升后平，且呈短周期波动。
- **利润同比将逐季回升。**工业企业利润增速相对经济同比增长略微滞后，因为以成本计价的固定资产折旧在需求下降时会持续削弱企业盈利，但一旦需求恢复正常，由于需求衰退时的裁员等削减成本的行为，使得单位产品的人力等成本下降，利润增速将大幅回升。
- **利润回升的行业次序应该从需求最先恢复正常的行业开始，即以煤炭为代表的能源开采及供应业、受益内需支出扩大的食品饮料加工业等一般消费品行业，以及受政府支出扩大而需求增加的专用设备和通用机械等行业。**

相关报告

1.《2009年1-2月份工业企业利润数据点评-利润环比增速将逐季回升 同比略有滞后》

2009/3/27

1.《2009年宏观经济形势展望》

2009/4/9

2.《3月份宏观经济月报-外需持续恶化 内需已然启动》

2009/3/25

正文目录

一、2009 年 1-2 月工业企业数据分析	4
1.工业企业利润大幅下降	4
2.细分行业数据分析	5
二、大类行业历史数据分析	10
1.金属产业链条	11
2.能源产业链条	13
3.农林牧渔产业链条	15
三、需求恢复推动利润逐级向上传导	18
1.收入.....	18
2.盈利能力及利润.....	18
3. 利润同比将逐季回升	19

图表目录

图 1: 工业企业销售额同比增速略微领先 GDP 同比增长	4
图 2: 毛利率和净利率差收窄表明企业管理效率提高	4
图 3: 三项费用率上升压缩企业净利润	5
图 4: 负债率仍在下降, 资金利用效率也在下降	5
图 5: 工业企业的产业链条	10
图 6: 黑色金属开采早于有色金属开采恢复	11
图 7: 有色金属冶炼的波动周期长于黑色金属冶炼	11
图 8: 装备制造业的波动呈现长周期特征	11
图 9: 装备制造业毛利率在周期后期快速下降	12
图 10: 装备制造业的净利率在周期前期上升较快	12
图 11: 黑色金属开采毛利率早于有色金属开采恢复	12
图 12: 有色金属开采业的波动周期长于黑色金属冶炼	12
图 13: 金属冶炼加工业的毛利率波动平稳	13
图 14: 金属冶炼加工业的净利率表现出周期性特征	13
图 15: 煤炭开采业领先石油开采业一年左右	14
图 16: 石化的收入波动呈现长周期特征	14
图 17: 最终产品需求的波动也是长周期	14
图 18: 末端行业毛利率在周期后期快速下降	14
图 19: 末端行业的净利率在周期前期上升较快	14
图 20: 石化行业毛利率短周期大幅波动	15
图 21: 基础化工净利率长周期波动	15
图 22: 石油开采业毛利率短周期波动	15
图 23: 煤炭净利率持续提升	15
图 24: 食品饮料收入呈长周期小幅波动	16
图 25: 家具需求增速下降领先于木材加工行业	16
图 26: 食品饮料行业的毛利率保持平稳	16
图 27: 食品饮料行业的净利率呈上升趋势	16
图 28: 造纸行业毛利率前平后低	17
图 29: 造纸行业净利率小幅短周期波动	17
图 30: 经济复苏时的行业轮动	19
表 1: 工业企业分类行业收入同比增速	6
表 2: 工业企业分类行业利润同比增速	7
表 3: 工业企业分类行业毛利率排序	8
表 4: 工业企业分类行业净利率排序	9
图 5: 工业企业的产业链条	10
表 5: 工业企业产业传导模式总结	17
附表 6: 2009 年 1-2 月各行业主要财务数据排序汇总	20

一、2009 年 1-2 月工业企业数据分析

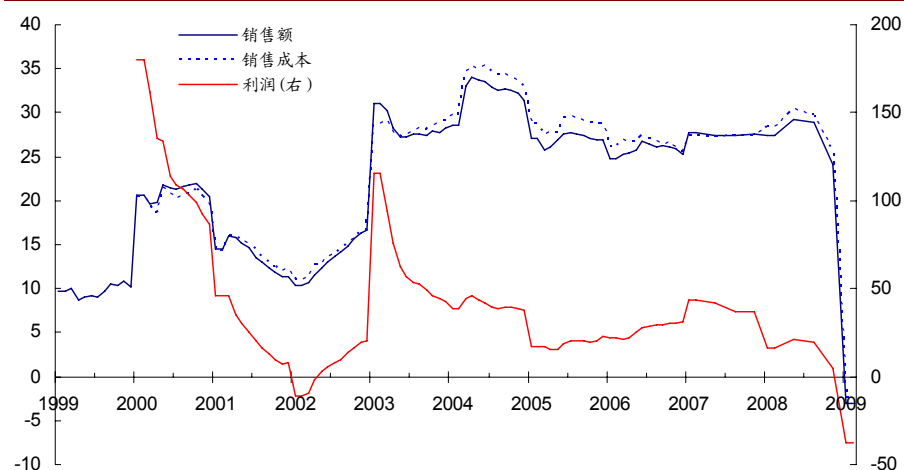
1. 工业企业利润大幅下降

2009 年 1-2 月份,全国工业企业各项同比数据连续三个季度下滑:收入同比减少-3.12%,销售成本同比减少-2.44%,利润大幅减少 37.27%。

工业企业利润率表现开始分化:其中毛利率略微上升,而净利率大幅下降,这其中反应了工业企业费用率,尤其是管理费用率的大幅上升。2009 年 1-2 月份的毛利率水平为 14.65%,比去年第四季度回升 0.47 个百分点;净利率 3.62%,比去年四季度下降 1.86 个百分点,继续延续下降趋势。三项费用率继续上升,其中销售费用率为 2.89%,比上季度上升 0.08 个百分点;管理费用率为 4.3%,比上季度上升 0.73 个百分点;财务费用率为 1.24%,比上季上升 0.15 个百分点。

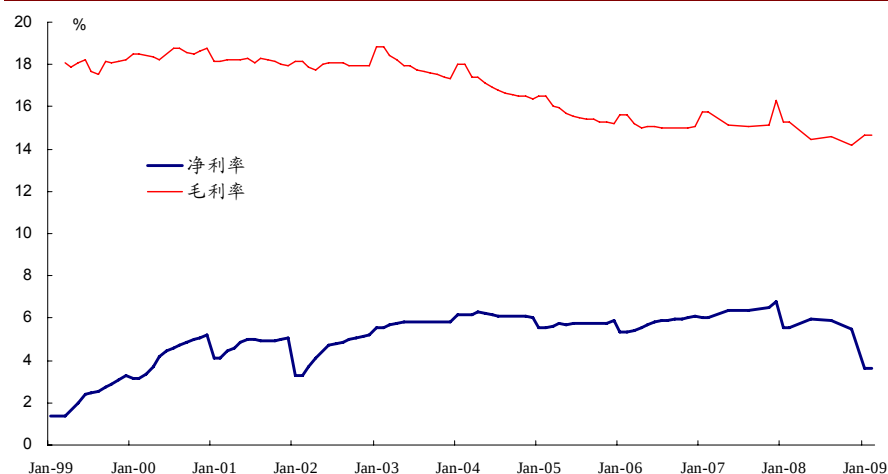
企业负债率继续下降,1-2 月份为 57.98%,比上季下降 1.26 个百分点,比去年同期下降 0.2 个百分点,表明企业活动程度和投资意愿仍在回落。

图 1: 工业企业销售额同比增速略微领先 GDP 同比增长



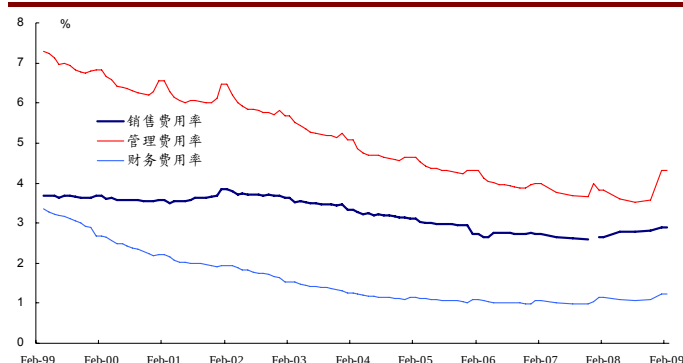
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 2: 毛利率和净利率差收窄表明企业管理效率提高



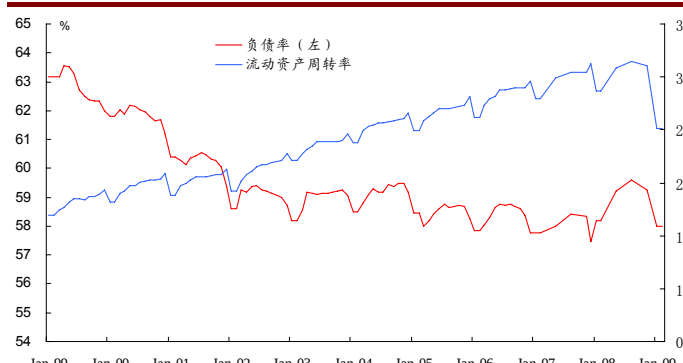
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 3: 三项费用率上升压缩企业净利润



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 4: 负债率仍在下降, 资金利用效率也在下降



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

2. 细分行业数据分析

2009年1-2月份, 工业企业整体收入同比下降, 但仍有部分行业取得了正的收入增长, 排在前五位的行业是: 其他采矿业、煤炭开采及洗选业、水的生产与供应业、非金属矿采选业。传统周期行业的收入增速出现了较大幅度的下降, 代表性行业是: 石油和天然气开采业、石油加工及炼焦业、化学纤维制造业、有色金属冶炼及压延业、有色金属矿采选业等。

利润同比增速尽管出现较大幅度的下跌, 但一些普通消费品行业的利润增速仍在1-2月份出现较大幅度的上升, 其中水的生产与供应业以127.3%的增长高居榜首, 其次是其他采矿业、纺织服装制造业、家具制造业和医药制造业。下降幅度最大的五个行业是: 石油化工及炼焦业、有色金属冶炼及压延业、化学纤维制造业、黑色金属冶炼及压延业、废弃资源加工业及通信设备制造业。

净利润率排名靠前的行业是能源开采业、医药行业、采掘业以及食品饮料等普通消费品, 排名前五的行业是: 烟草制造业、石油和天然气开采业、煤炭开采及洗选业、医药制造业, 以及饮料制造业。

表 1: 工业企业分类行业收入同比增速 (单位: 十亿)

类别	2009 年 1-2 月	2008 年 1-2 月	同比增长	排序
其他采矿业	0.2	0.1	27.5%	1
煤炭开采及洗选业	190.9	159.3	19.9%	2
水的生产与供应业	13.4	11.2	19.5%	3
非金属矿采选业	21.2	18.0	18.1%	4
医药制造业	111.8	96.1	16.4%	5
农副食品加工业	323.4	279.6	15.6%	6
非金属矿物制品业	240.1	207.9	15.5%	7
专用设备制造业	172.2	149.2	15.4%	8
饮料制造业	99.7	88.1	13.2%	9
废弃资源和废旧材料回收加工业	11.6	10.3	12.7%	10
烟草制造业	100.8	90.3	11.7%	11
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	54.2	48.6	11.5%	12
纺织服装、鞋、帽制造业	119.2	107.1	11.3%	13
印刷业和记录媒介的复制	34.6	31.2	11.0%	14
食品制造业	112.8	101.7	10.8%	15
燃气生产与供应业	25.4	23.2	9.8%	16
通用设备制造业	286.6	261.9	9.4%	17
家具制造业	38.3	36.7	4.4%	18
金属制品业	169.1	164.3	2.9%	19
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	68.9	67.2	2.5%	20
电力、热力的生产与供应业	439.5	432.7	1.6%	21
电气机械及器材制造业	344.3	341.4	0.8%	22
工艺品及其他制造业	50.0	49.6	0.7%	23
塑料制品业	114.1	113.5	0.6%	24
文教体育用品制造业	28.8	28.7	0.4%	25
纺织业	256.1	255.3	0.3%	26
橡胶制品业	50.9	51.3	-0.8%	27
交通运输设备制造业	405.9	416.1	-2.5%	28
造纸及纸制品业	93.2	97.4	-4.3%	29
化学原料及化学制品制造业	394.4	419.1	-5.9%	30
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	57.0	61.1	-6.7%	31
黑色金属冶炼及压延加工业	527.7	601.7	-12.3%	32
黑色金属矿采选业	28.2	32.7	-13.9%	33
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	478.0	570.5	-16.2%	34
有色金属矿采选业	25.4	32.2	-21.0%	35
有色金属冶炼及压延加工业	205.8	262.6	-21.6%	36
化学纤维制造业	42.6	56.8	-25.1%	37
石油加工、炼焦及核燃料加工业	239.5	326.0	-26.5%	38
石油和天然气开采业	84.4	154.2	-45.2%	39

资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

表 2: 工业企业分类行业利润同比增速 (单位: 十亿)

类别	2009 年 1-2 月	2008 年 1-2 月	同比增长	排序
水的生产与供应业	-0.8	-0.4	127.3%	1
其他采矿业	0.0	0.0	50.0%	2
纺织服装、鞋、帽制造业	5.9	4.6	27.8%	3
家具制造业	1.5	1.2	27.4%	4
医药制造业	10.3	8.7	19.1%	5
煤炭开采及洗选业	20.6	17.5	17.7%	6
食品制造业	7.9	6.8	16.9%	7
燃气生产与供应业	2.1	1.9	9.5%	8
烟草制造业	20.1	18.4	9.4%	9
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	2.3	2.1	9.3%	10
饮料制造业	9.1	8.3	9.0%	11
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	3.0	2.8	4.4%	12
印刷业和记录媒介的复制	2.0	2.0	1.4%	13
非金属矿物制品业	10.6	10.8	-1.9%	14
通用设备制造业	14.5	14.7	-1.9%	15
塑料制品业	4.0	4.3	-6.4%	16
农副食品加工业	12.5	13.7	-8.5%	17
金属制品业	5.5	6.3	-11.5%	18
纺织业	6.7	7.6	-11.8%	19
电气机械及器材制造业	12.8	14.6	-12.5%	20
专用设备制造业	7.6	8.8	-13.4%	21
非金属矿采选业	1.1	1.3	-13.8%	22
工艺品及其他制造业	1.9	2.2	-15.6%	23
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	2.0	2.5	-19.6%	24
文教体育用品制造业	0.4	0.6	-26.6%	25
交通运输设备制造业	14.3	22.9	-37.7%	26
造纸及纸制品业	2.8	4.9	-42.3%	27
橡胶制品业	1.2	2.1	-44.4%	28
化学原料及化学制品制造业	10.8	21.5	-49.8%	29
有色金属矿采选业	2.0	5.0	-60.0%	30
黑色金属矿采选业	2.3	6.8	-65.5%	31
电力、热力的生产与供应业	1.6	8.2	-80.1%	32
石油和天然气开采业	10.9	78.8	-86.1%	33
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	0.7	17.5	-96.1%	34
废弃资源和废旧材料回收加工业	0.0	0.4	-96.8%	35
黑色金属冶炼及压延加工业	-0.8	26.1	-103.0%	36
化学纤维制造业	-0.1	1.1	-111.1%	37
有色金属冶炼及压延加工业	-1.9	12.2	-115.9%	38
石油加工、炼焦及核燃料加工业	11.7	-20.6	-156.7%	39

资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

表 3: 工业企业分类行业毛利率排序 (单位: %)

类别	2009 年 1-2 月	2008 年 1-2 月	同比增长百分点	按 2009 年 1-2 月排序
烟草制造业	71.3	69.4	1.9	1
医药制造业	31.9	30.7	1.2	2
煤炭开采及洗选业	28.4	31.8	-3.4	3
石油和天然气开采业	27.6	56.0	-28.4	4
饮料制造业	26.9	27.5	-0.6	5
黑色金属矿采选业	22.7	29.1	-6.4	6
石化、炼焦及核燃料业	22.7	-1.6	24.3	7
水的生产与供应业	21.6	25.2	-3.6	8
食品制造业	21.6	19.6	2.0	9
非金属矿采选业	20.3	22.9	-2.6	10
有色金属矿采选业	19.7	25.6	-6.0	11
印刷业和记录媒介的复制	18.3	17.0	1.3	12
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	16.7	15.1	1.6	13
专用设备制造业	16.6	16.5	0.1	14
家具制造业	15.4	14.2	1.2	15
纺织服装、鞋、帽制造业	15.3	14.0	1.2	16
通用设备制造业	15.2	15.2	0.1	17
电气机械及器材制造业	14.9	13.9	1.0	18
非金属矿物制品业	14.9	15.6	-0.7	19
燃气生产与供应业	14.2	13.7	0.5	20
化学原料及化学制品制造业	14.0	14.3	-0.2	21
工艺品及其他制造业	13.8	12.9	1.0	22
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	13.8	13.1	0.7	23
交通运输设备制造业	13.8	14.4	-0.6	24
金属制品业	13.4	11.6	1.8	25
塑料制品业	12.7	12.3	0.3	26
文教体育用品制造业	12.6	11.6	1.0	27
橡胶制品业	12.5	12.4	0.1	28
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	12.0	13.0	-1.0	29
造纸及纸制品业	12.0	12.7	-0.6	30
农副食品加工业	11.1	10.9	0.2	31
纺织业	9.8	10.6	-0.8	32
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	9.0	9.8	-0.8	33
电力、热力的生产与供应业	8.3	6.8	1.5	34
其他采矿业	6.8	20.1	-13.3	35
废弃资源和废旧材料回收加工业	6.3	6.0	0.2	36
黑色金属冶炼及压延加工业	5.7	8.6	-2.9	37
化学纤维制造业	5.5	6.2	-0.7	38
有色金属冶炼及压延加工业	4.9	8.8	-3.9	39

资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

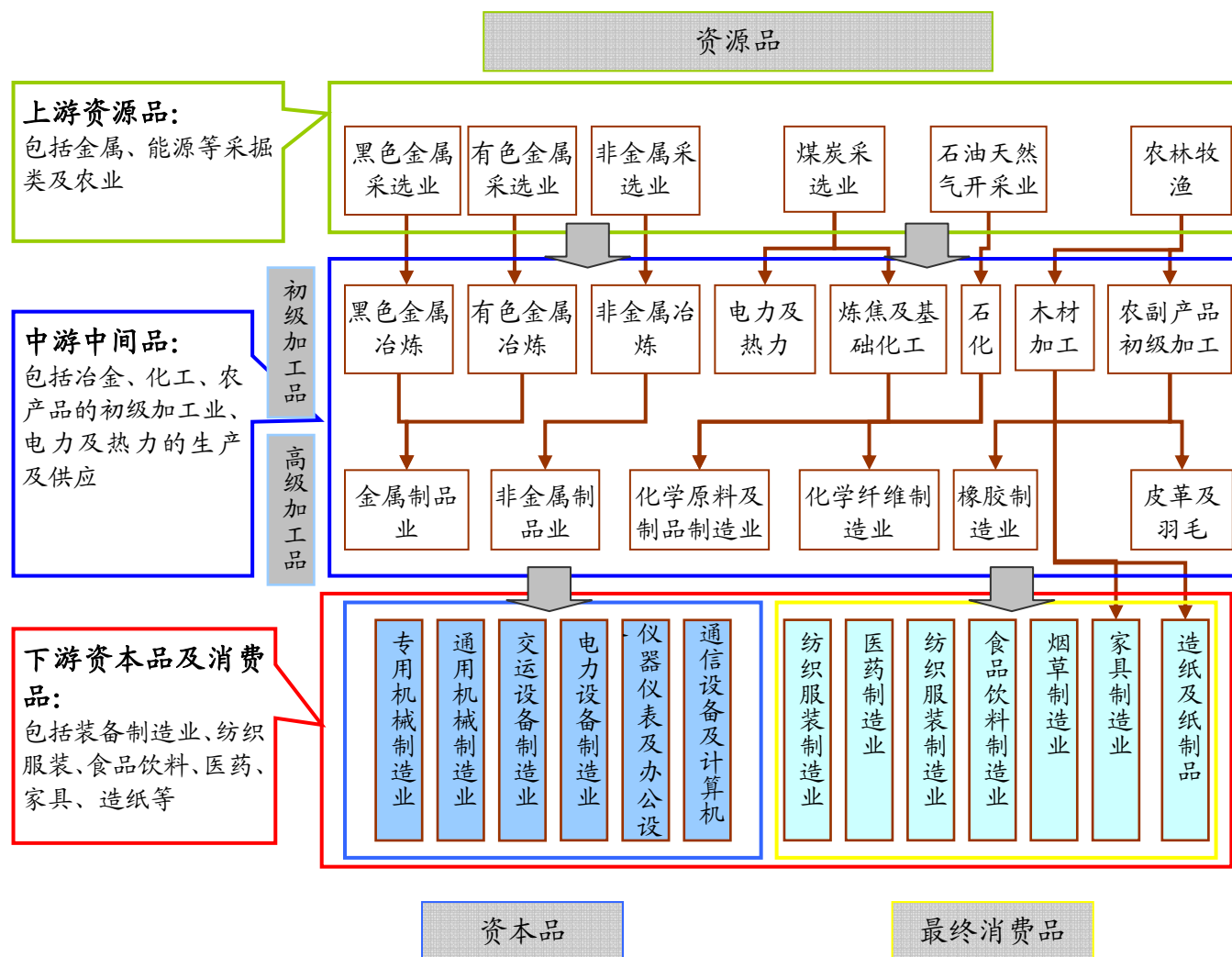
表 4: 工业企业分类行业净利率排序 (单位: %)

类别	2009 年 1-2 月	2008 年 1-2 月	同比增长百分点	按 2009 年 1-2 月排序
烟草制造业	19.9	17.9	2.0	1
石油和天然气开采业	12.9	44.8	-31.9	2
煤炭开采及洗选业	10.8	14.7	-3.9	3
医药制造业	9.2	9.8	-0.6	4
饮料制造业	9.1	8.5	0.7	5
燃气生产与供应业	8.3	7.4	0.9	6
黑色金属矿采选业	8.3	18.7	-10.4	7
有色金属矿采选业	7.9	15.5	-7.6	8
食品制造业	7.0	5.9	1.1	9
印刷业和记录媒介的复制	5.9	7.0	-1.1	10
非金属矿采选业	5.3	7.8	-2.5	11
其他采矿业	5.1	4.4	0.8	12
通用设备制造业	5.0	6.0	-0.9	13
纺织服装、鞋帽制造业	4.9	4.2	0.7	14
石化、炼焦及核燃料业	4.9	-6.1	10.9	15
专用设备制造业	4.4	6.2	-1.7	16
非金属矿物制品业	4.4	6.1	-1.7	17
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	4.3	4.8	-0.5	18
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	4.2	4.8	-0.6	19
家具制造业	3.9	3.6	0.3	20
农副食品加工业	3.9	3.9	0.0	21
工艺品及其他制造业	3.8	4.5	-0.7	22
电气机械及器材制造业	3.7	5.0	-1.3	23
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	3.6	5.9	-2.3	24
交通运输设备制造业	3.5	6.0	-2.5	25
塑料制品业	3.5	4.1	-0.6	26
金属制品业	3.3	4.1	-0.8	27
造纸及纸制品业	3.1	5.4	-2.3	28
化学原料及化学制品制造业	2.7	5.1	-2.4	29
纺织业	2.6	3.6	-1.0	30
橡胶制品业	2.3	3.9	-1.6	31
文教体育用品制造业	1.6	2.6	-1.1	32
电力、热力的生产与供应业	0.4	1.0	-0.6	33
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	0.1	3.2	-3.1	34
废弃资源和废旧材料回收加工业	0.1	2.5	-2.3	35
黑色金属冶炼及压延加工业	-0.1	3.5	-3.7	36
化学纤维制造业	-0.3	0.9	-1.2	37
有色金属冶炼及压延加工业	-0.9	3.5	-4.5	38
水的生产与供应业	-6.3	1.1	-7.4	39

资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

二、大类行业历史数据分析

图 5：工业企业的产业链条



资料来源：招商证券研发中心

按照上面的产业链条划分，我们可以清晰的看到三个不同的产业传导链条：

- 1) 黑色及有色金属采选业→金属冶炼及压延加工业→金属制品业→装备制造业；
- 2) 煤炭、石油天然气等能源开采业→石化及基础化工→化学原料及制品→塑料制品、纺织服装及医药；
- 3) 农林牧渔→农副产品加工→食品饮料、家具、纸制品等日常消费品。

不同的传导链条因最终需求的不同从而呈现不同的行业特点，下面仔细分析三个不同的传导链条以及具有的不同行业特点。

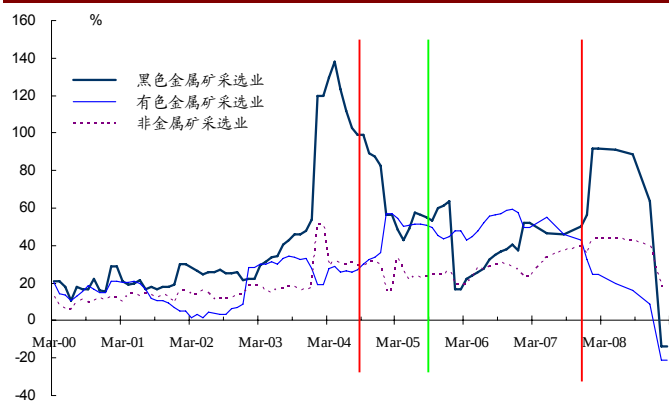
1. 金属产业链条

1) 收入

收入及利润波动呈现长周期波动。金属采选业链条的终端是以装备制造业为代表的资本品行业，资本品的需求呈长周期波动，波动周期大概9年左右，因此这个链条上行业的波动都与终端行业的波动类似，即呈现出长周期波动，但交通运输设备和黑色金属采选及冶炼是例外。以汽车为代表的交通运输设备的需求有较短的周期，因此其收入波动呈现出短周期特点；黑色金属的最终需求有很大比例用在房地产、汽车上，而汽车和房地产的需求呈短周期波动，因此黑色金属相关行业的波动也呈现短周期波动。

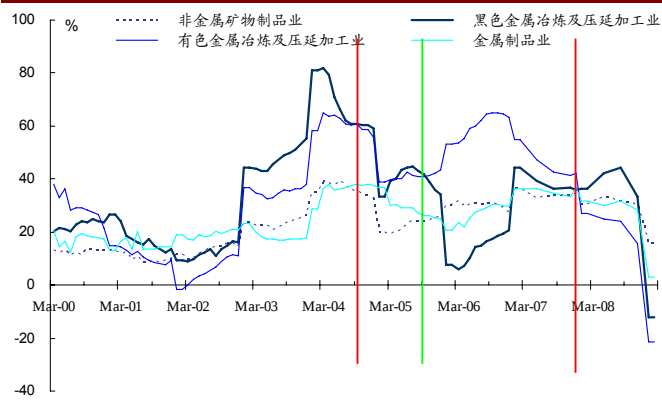
收入增长从装备制造业向产业链条的中上端传导。对设备等资本投入品的需求来自于因最终需求扩大而带来的扩张产能的意愿，因此，当经济复苏到已有产能不能满足需求时，对装备制造业的需求增加。对装备制造业需求的增加直接带来金属制品业的繁荣，以及与之密切相关的金属冶炼及压延加工业。收入增长传导的最顶端是金属矿采选业，由于黑色金属的短周期波动特点，黑色金属矿的收入增长要比有色金属早一年左右。

图 6：黑色金属开采早于有色金属开采恢复



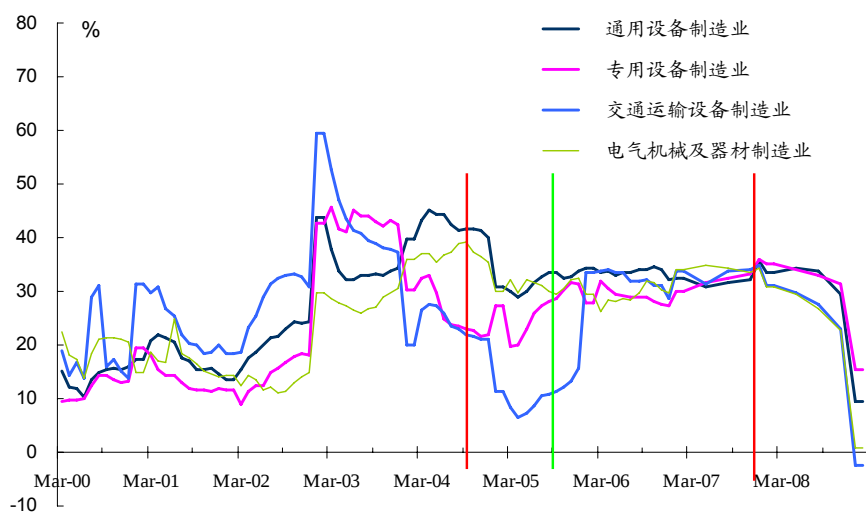
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 7：有色金属冶炼的波动周期长于黑色金属冶炼



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 8：装备制造业的波动呈现长周期特征



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

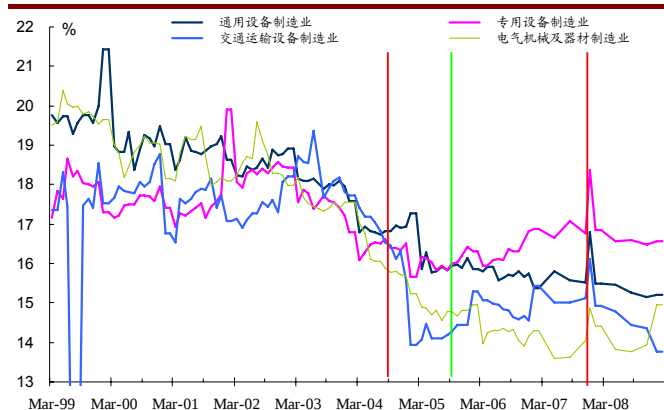
注：红色竖线代表经济周期的顶点，绿色竖线表示经济周期衰退的低点，下同。

2) 盈利能力

需求开始恢复时，资本品毛利率平稳，但净利率上升较快。在需求扩张未传导到金属开采行业之前，以装备制造业为代表的资本品部门可以享受需求上升带来的利润提升，而不必担心成本问题，此时毛利率可保持平稳，但净利率上升较快，净利率的上升主要来自单位产品成本的降低和三项费用率的下降。

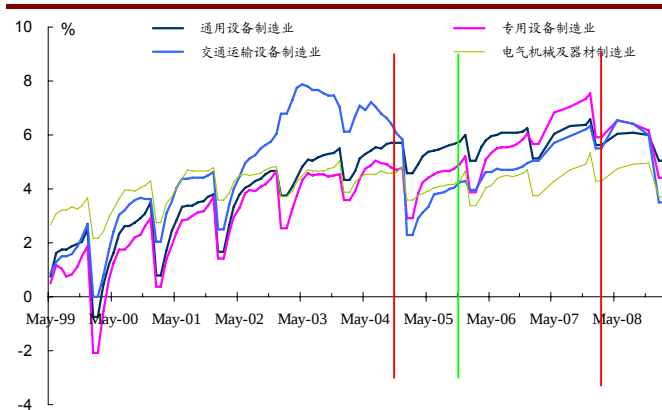
需求加速扩张时，资本品利润受到挤压，毛利率走低，净利率缓慢上升或维持，净利率的上升主要来自管理费用率的降低。在最终产品的需求扩张传导到金属开采业时，原材料的价格开始上升，这会压缩资本品的利润水平，毛利率加速下滑，直到经济到达低谷，原材料价格大幅下降后，毛利率才会再次回升。

图 9：装备制造业毛利率在周期后期快速下降



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 10：装备制造业的净利率在周期前期上升较快

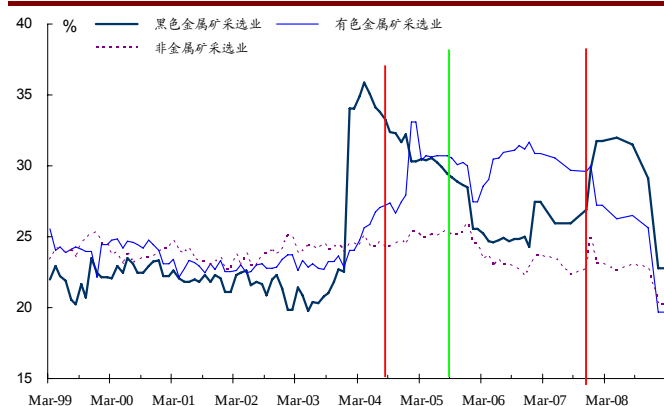


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

经济需求恢复的早期，金属开采业毛利率保持平稳，净利率缓慢上升。因为对资本品的需求扩张还未传导到金属矿采掘业，资源品价格还保持低位，毛利率的上升只能来自管理效率的提升和费用率的下降。

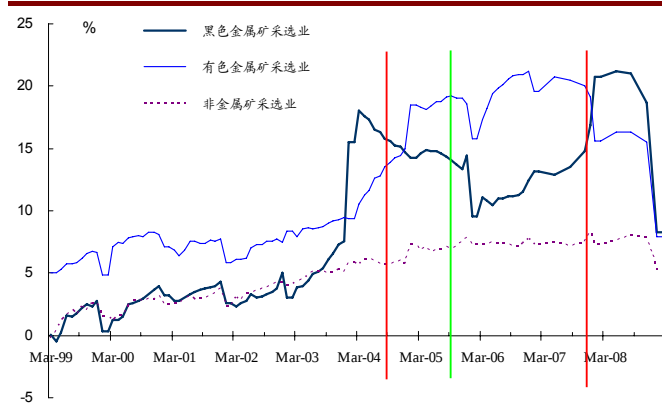
经济需求扩张传导到金属矿采掘业后，资源品价格上升，毛利率和净利率都大幅提高，净利润率的提高主要来自产品价格的提升。就上升持续时间和先后来说，黑色金属开采业领先于有色金属开采业，且持续时间较短，而有色金属高毛利持续时间较长，在资本支出周期的整个下半程都比较高，直到经济衰退，价格大幅下跌为止。

图 11：黑色金属开采毛利率早于有色金属开采恢复



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 12：有色金属开采业的波动周期长于黑色金属冶炼

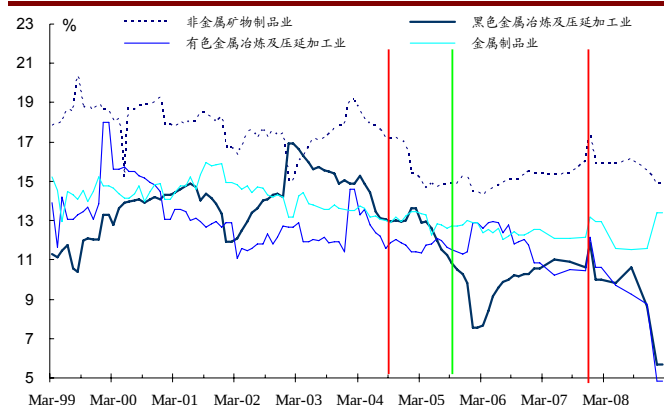


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

金属冶炼加工业的毛利率保持平稳，而净利率周期性波动。金属冶炼加工业只是起到媒介和传导作用，其毛利率水平跟经济需求的扩张关系并不明显。黑色金属冶炼及加工业由于面对其他市场的需求，因此其毛利率表现出短周期波动特征，这与有色金属冶炼业有很大区别。金属冶炼及加工业的净利率跟需求有较强的相关性，其中黑色金属净利率短周期波动，有色金属净利率长周期波动。

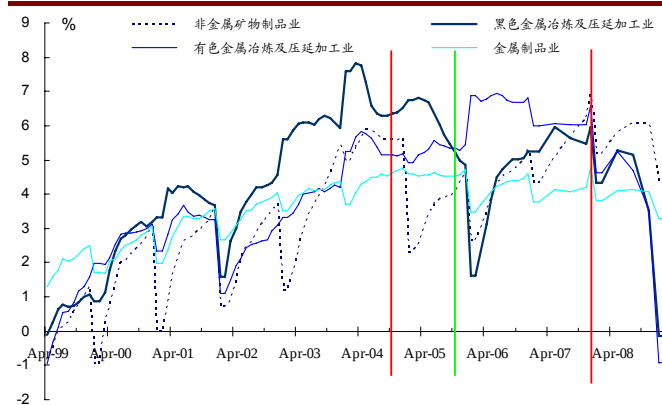
金属制品业的毛利率和净利率的波动都不大，体现出真正“传导者”的角色。

图 13: 金属冶炼加工业的毛利率波动平稳



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 14: 金属冶炼加工业的净利率表现出周期性特征



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

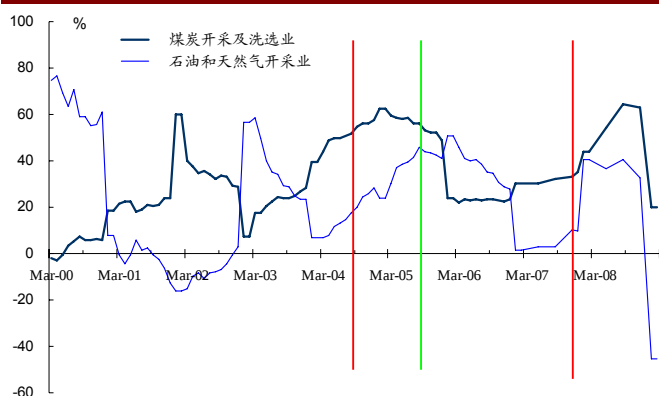
2. 能源产业链条

1) 收入在产业链条内的传导不明显

能源开采业收入增速波动呈现短周期特征，而中间行业及最终行业的波动则具有长周期特征。能源开采业包括煤炭开采和石油及天然气开采，其产出的一部分用于化工原料，但有一部分需求是和经济运行密切相关：煤炭产出中有超过 50% 用于发电，而石油产出的 60% 用于与经济密切相关的货物流动的成品油生产，因此，其收入增速虽经济波动而呈现短周期特征。而最终产品中，除医药行业是最终消费品外，橡胶和塑料制品业都有一部分用于资本品的生产，或者作为其他行业的资本投入品，因此其收入波动呈现出长周期特征。电力的需求跟工业生产密切相关，因此煤炭作为电力行业的重要投入品最先感受需求恢复，复苏时间比石油天然气开采早一年时间。

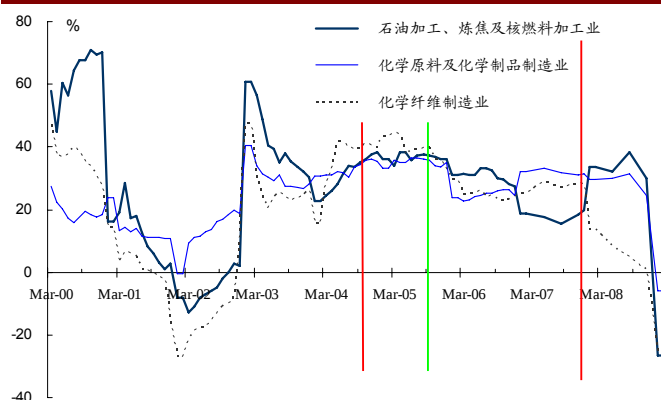
收入及利润的传导在能源链条内并不明显。由于其他行业需求的分流，导致能源行业的收入和利润在产业链内的传导并不明显，但局部的需求传导仍然存在，例如，塑料制品业→化学原料及制品业，石油化工→石油及天然气开采业，纺织服装→纺织业→化学纤维制造业。

图 15: 煤炭开采业领先石油开采业一年左右



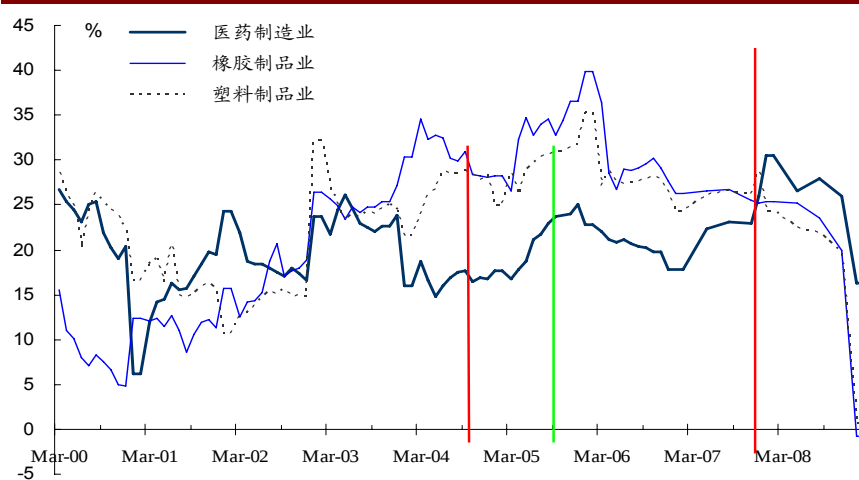
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 16: 石化的收入波动呈现长周期特征



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 17: 最终产品需求的波动也是长周期

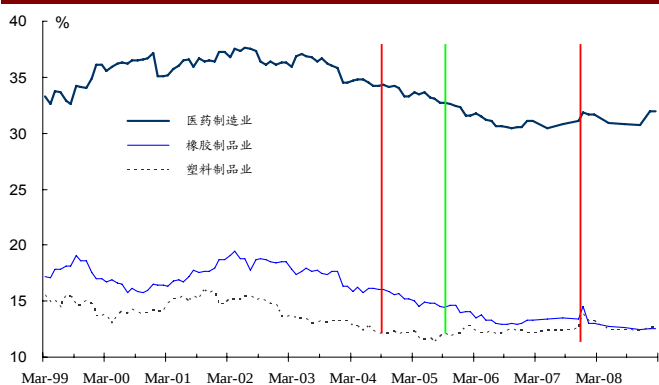


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

2) 盈利能力

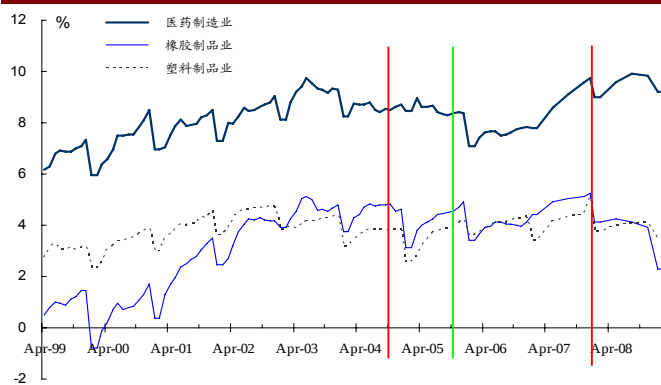
最终产品的利润率具有长周期特征。在需求恢复的早期，毛利率小幅回升，净利率大幅上升，利润的上升来自产品单位成本下降。需求扩张的后期，毛利率快速下降，而净利率维持不变，行业变成一个介于下游最终需求和中游初级加工之间的“传导者”。

图 18: 末端行业毛利率在周期后期快速下降



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 19: 末端行业的净利率在周期前期上升较快

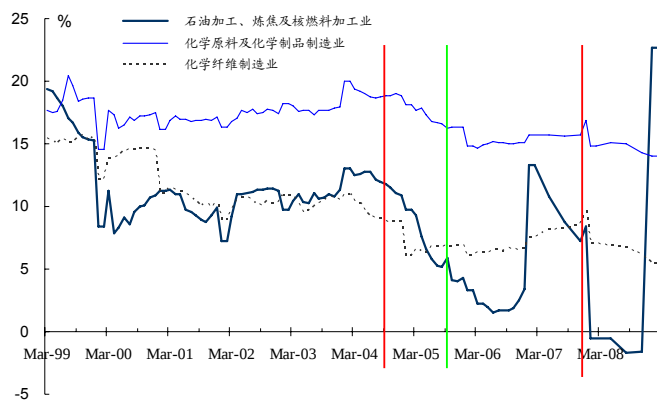


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

中游行业盈利能力表现分化：石油化工短周期波动，而基础化工长周期波动。石油化工的毛利率和净利率都表现出短周期的大幅波动，需求一旦好转，利润率即大幅回升。基础化工的毛利率只在经济衰退期小幅下降，其余时间表现平稳；净利率在经济复苏时稳步上升，在资本支出周期的衰退期下降。

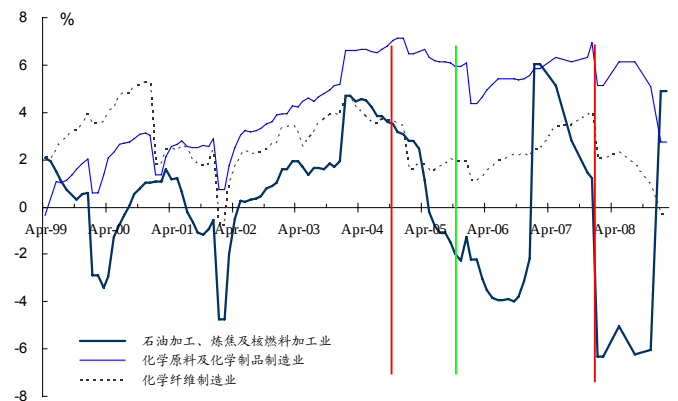
经济需求扩张传导到金属矿采掘业后，资源品价格上升，毛利率和净利率都大幅提高，净利润率的提高主要来自产品价格的提升。就上升持续时间和先后来说，黑色金属开采业领先于有色金属开采业，且持续时间较短，而有色金属高毛利持续时间较长，在资本支出周期的整个下半程都比较高，直到经济衰退，价格大幅下跌为止。

图 20：石化行业毛利率短周期大幅波动



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

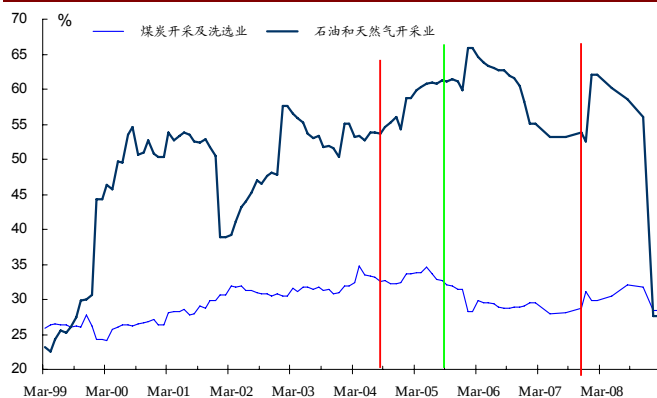
图 21：基础化工净利率长周期波动



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

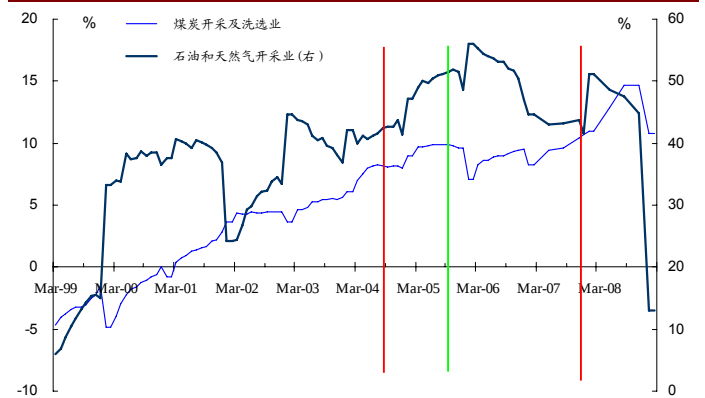
石油及天然气开采业利润波动呈现短周期特征，而煤炭的利润率则表现为长周期波动。煤炭行业毛利率及净利率自需求开始恢复就开始上升，直到资本支出周期的衰退来临才开始下降。就本轮衰退来说，毛利率及净利率的下降都不大。

图 22：石油开采业毛利率短周期波动



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 23：煤炭净利率持续提升



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

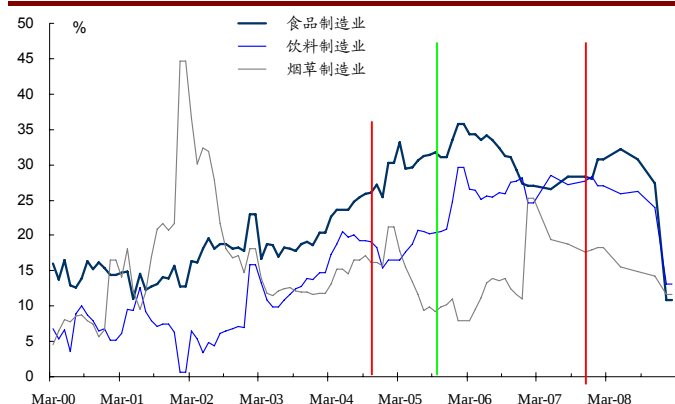
3. 农林牧渔产业链条

1) 收入

普通消费品行业需求长周期波动。食品饮料制造业的收入增速只在资本支出周期的衰退

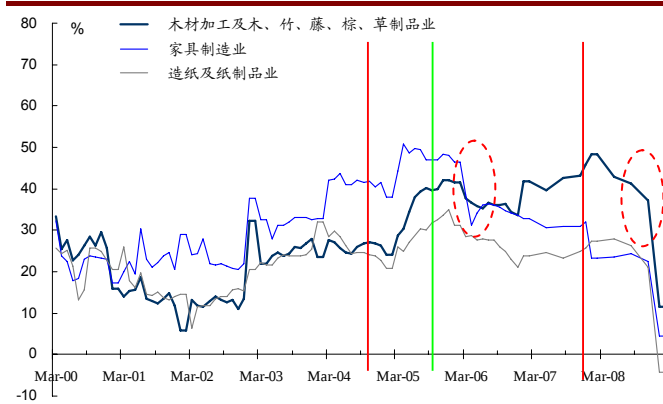
期出现大幅下跌；家具制造业的收入增速在经济进入资本支出周期的衰退期之前就出现下跌，而木材加工业在资本支出衰退后下跌。

图 24：食品饮料收入呈长周期小幅波动



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 25：家具需求增速下降领先于木材加工行业

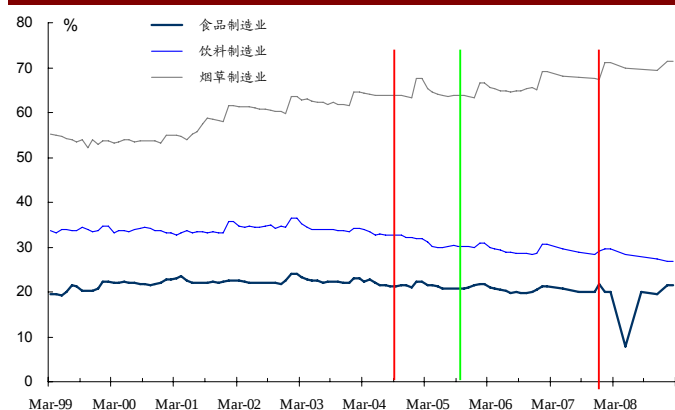


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

2) 盈利能力

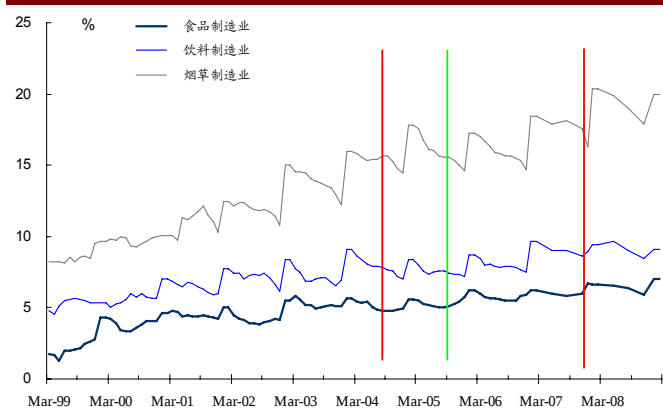
食品饮料行业的盈利能力无周期性波动。作为最终消费品的食品饮料行业，其毛利率和净利率都很平稳，未见周期性波动。由于管理效率的提升，食品饮料行业的净利率甚至一直在提高。

图 26：食品饮料行业的毛利率保持平稳



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

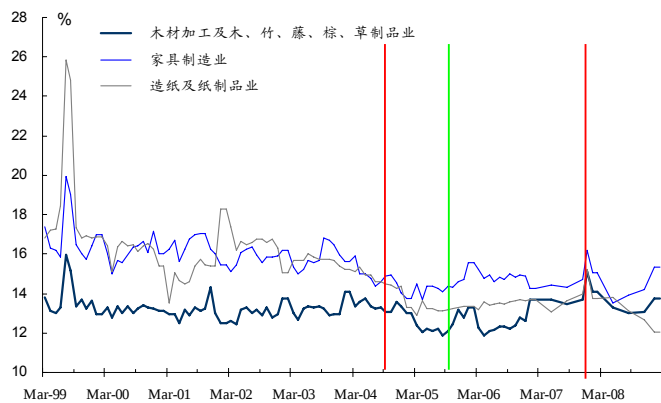
图 27：食品饮料行业的净利率呈上升趋势



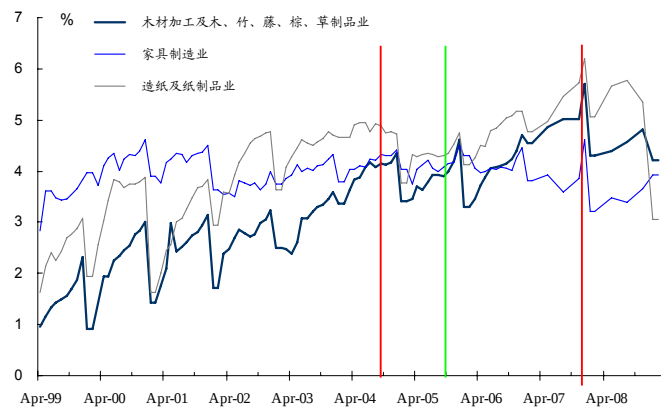
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

家具制造业的盈利能力变化和食品饮料行业相似。家具制造业的毛利率和净利率在经济周期内都保持平稳，未见周期性波动。木材加工制造业的毛利率平稳，而净利率则稳步提升。

造纸及纸制品业盈利能力呈小幅周期性波动。造纸及纸制品具有工业品行业的特点：毛利率在需求扩张早期平稳，而净利率上升；毛利率在需求扩张后期时受挤压，而净利率的提升或维持来自费用率的下降。

图 28: 造纸行业毛利率前平后低


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 29: 造纸行业净利率小幅短周期波动


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

表 5: 工业企业产业传导模式总结

	代表行业	收入波动类型	波动周期时间	毛利率	净利率
金属产业链条	上游 黑色及有色金属采选业	黑色短周期、有色长周期	黑色 4.5 年, 有色 9 年	前平后升	前平后升
	中游 金属冶炼及加工业	黑色短周期、有色长周期	黑色 4.5 年, 有色 9 年	平稳	前升后平
	下游 装备制造业	交运设备短周期, 其他长周期	交运设备 4.5 年, 其他 9 年	前平后低	前升后降
能源产业链条	上游 煤炭、石油和天然气开采业	短周期	4.5 年	煤炭平稳, 石油前升后降	持续上升, 衰退时大幅下降
	中游 石化及基础化工、电力热力供应业	石化短周期、基础化工长周期	石化 4.5 年, 基础化工 9 年	石化前平后降, 基础化工平稳	石化前升后降, 基础化工前升后平
	下游 塑料制品、纺织业及医药	塑料制品长周期、医药无周期	塑料制品 9 年	前升后降	前升后平
农林牧渔产业链条	上游 农业	长周期或无周期	9 年	无	无
	中游 农副产品加工及木材加工	长周期	9 年	平稳	平稳
	下游 食品饮料、家具制造、造纸及纸制品	食品饮料五周期, 家具及造纸长周期	9 年	平稳	上升来自管理效率的提升, 与经济周期不相关

资料来源: 招商证券研发中心

三、需求恢复推动利润逐级向上传导

1. 收入

1) 金属产业链条

需求的最终动力来自经济的复苏，但在经济复苏过程中，不同的刺激政策对装备制造业的不同子行业有不同的影响。就本次经济复苏来说，政府主导的“4 万亿”财政刺激计划占据核心低位，即主要和基建及大型项目有关的投资将在经济复苏中扮演先导者角色。从受益行业看，装备制造业的各主要行业都有涉及，重点行业是电气机械、交通运输设备以及与基建相关的通用设备制造业。

资本品需求向中游传导到金属冶炼加工业的时间基本没有时滞，因为在经济衰退时的去库存也包括减少对原材料的库存投资，生产恢复要求增加原材料库存，但这个需求增加只是恢复到正常或仍在正常水平以下；在一年后，下游的需求增加使企业把原材料库存增加到正常水平以上，这个产能的大幅增加才是对上游采掘业的挑战，也才真正传导到金属开采业。

2) 能源产业链条

由于能源产业链条需求传导不明显，上游能源开采业有不同于整个行业的特点。煤炭开采业的下游主要是电力及热力供应业，而电力及热力的供应业与经济复苏密切相关，因此煤炭开采业在能源产业链条里最先实现复苏，领先石油开采业一年左右。

塑料制品业的需求恢复一般在经济复苏恢复到正常水平以后，向上游化学原料制造业及石油化工的传导也是无时滞的。但石油的需求短周期特点更明显，而塑料制品、橡胶制品以及化学原料的波动周期更长。

3) 农林牧渔链条

食品饮料的需求恢复是渐进的，因为这一行业的周期性并不明显。但就这一次的衰退来说，需求增速下降相对较深，因此从周期平稳的角度来看，它恢复到正常的时间也会比较短。

木材加工业和家具制造业的恢复时间相对较晚，特别是家具制造业，因为家具的需求与房地产销量密切相关。造纸及纸制品的需求是渐进的，因为 60% 的制品需求与工业包装需求有关，包装纸的用途广泛，只有当经济全面达到正常水平以上时，造纸行业的需求才会明显上升。

2. 盈利能力及利润

1) 金属产业链条——利润逐级向上传导

资本品的利润率最先回升。在经济复苏早期，净利率的上升最快，利润率的上升主要来自单位成本的下降和费用率的下降。当需求恢复到正常水平时，利润开始向金属冶炼业

和金属开采业转移，时间间隔 1 年左右。

2) 能源产业链条

煤炭的利润率最先回升，其次是石油开采业。当末端化工产品的需求回升传导到石化、基础化工及石油开采时，这些相关行业的利润率再次提升，而末端化工产品的利润率保持平稳。

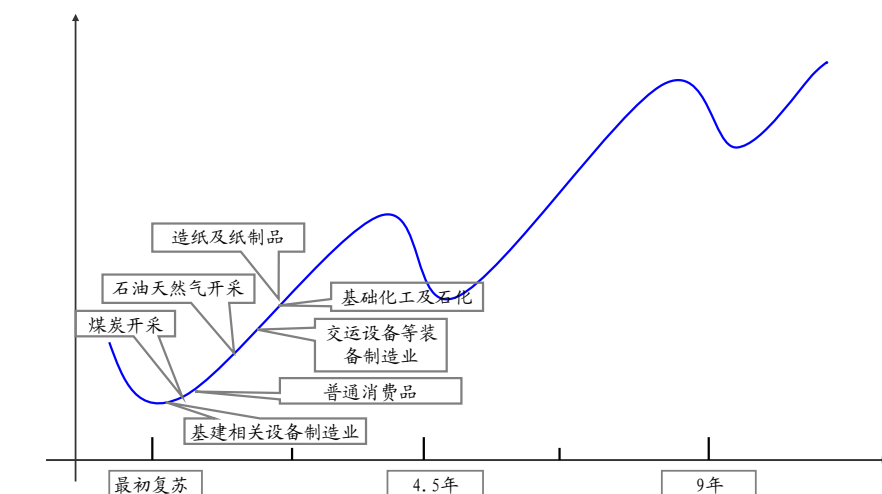
3) 农林牧渔链条

食品饮料行业的利润率较平稳，利润的增加主要来自收入的增加，而收入的增加来自经济复苏而带来的消费增加。就本次复苏来说，大幅的销售收入下降将会与大幅的收入上升对应，因此其利润也会出现明显的增长。

家具制造业及木材加工业的利润率波动不大，因此利润的增加也主要来自收入的增加。收入增加一般在经济复苏后期，房地产成交大幅增加的时候出现，因此利润的增加在农林牧渔产业链条中相对靠后。

造纸及纸制品的能力呈小幅周期波动，因此其利润增加可以提前于收入恢复之前出现上升。

图 30：经济复苏时的行业轮动



资料来源：招商证券研发中心

3. 利润同比将逐季回升

根据前面的产业轮动分析，我们认为工业企业利润同比增速在第一季度已达到最差时候，利润环比增速将逐季回升。工业企业利润增速相对经济同比增长略微滞后，因为以成本计价的固定资产折旧在需求下降时会持续削弱企业盈利，但一旦需求开始恢复正常后，由于需求衰退时的裁员等削减成本的行为，使得单位产品的人力等成本下降，利润增速将大幅回升。利润回升的行业次序应该从需求最先恢复正常的行业开始，即以煤炭为代表的能源开采及供应业、受益内需支出扩大的食品饮料加工业等一般消费品行业，以及受政府支出扩大而需求增加的专用设备和通用机械等行业。

附表 6: 2009 年 1-2 月各行业主要财务数据排序汇总

序号	类别	收入同比增长		利润同比增长		毛利率		净利率	
		2009 年 2 月	排序	2009 年 2 月	排序	2009 年 2 月	排序	2009 年 2 月	排序
1	煤炭开采及洗选业	19.9	2	17.7	6	28.4	3	10.8	3
2	石油和天然气开采业	-45.2	39	-86.1	33	27.6	4	12.9	2
3	黑色金属矿采选业	-13.9	33	-65.5	31	22.7	6	8.3	7
4	有色金属矿采选业	-21.0	35	-60.0	30	19.7	11	7.9	8
5	非金属矿采选业	18.1	4	-13.8	22	20.3	10	5.3	11
6	其他采矿业	27.5	1	50.0	2	6.8	35	5.1	12
7	农副食品加工业	15.6	6	-8.5	17	11.1	31	3.9	21
8	食品制造业	10.8	15	16.9	7	21.6	9	7.0	9
9	饮料制造业	13.2	9	9.0	11	26.9	5	9.1	5
10	烟草制造业	11.7	11	9.4	9	71.3	1	19.9	1
11	纺织业	0.3	26	-11.8	19	9.8	32	2.6	30
12	纺织服装、鞋、帽制造业	11.3	13	27.8	3	15.3	16	4.9	14
13	皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	2.5	20	4.4	12	12.0	29	4.3	18
14	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	11.5	12	9.3	10	13.8	23	4.2	19
15	家具制造业	4.4	18	27.4	4	15.4	15	3.9	20
16	造纸及纸制品业	-4.3	29	-42.3	27	12.0	30	3.1	28
17	印刷业和记录媒介的复制	11.0	14	1.4	13	18.3	12	5.9	10
18	文教体育用品制造业	0.4	25	-26.6	25	12.6	27	1.6	32
19	石油加工、炼焦及核燃料加工业	-26.5	38	-156.7	39	22.7	7	4.9	15
20	化学原料及化学制品制造业	-5.9	30	-49.8	29	14.0	21	2.7	29
21	医药制造业	16.4	5	19.1	5	31.9	2	9.2	4
22	化学纤维制造业	-25.1	37	-111.1	37	5.5	38	-0.3	37
23	橡胶制品业	-0.8	27	-44.4	28	12.5	28	2.3	31
24	塑料制品业	0.6	24	-6.4	16	12.7	26	3.5	26
25	非金属矿物制品业	15.5	7	-1.9	14	14.9	19	4.4	17
26	黑色金属冶炼及压延加工业	-12.3	32	-103.0	36	5.7	37	-0.1	36
27	有色金属冶炼及压延加工业	-21.6	36	-115.9	38	4.9	39	-0.9	38
28	金属制品业	2.9	19	-11.5	18	13.4	25	3.3	27
29	通用设备制造业	9.4	17	-1.9	15	15.2	17	5.0	13
30	专用设备制造业	15.4	8	-13.4	21	16.6	14	4.4	16
31	交通运输设备制造业	-2.5	28	-37.7	26	13.8	24	3.5	25
32	电气机械及器材制造业	0.8	22	-12.5	20	14.9	18	3.7	23
33	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	-16.2	34	-96.1	34	9.0	33	0.1	34
34	仪器仪表及文化、办公用机械制造业	-6.7	31	-19.6	24	16.7	13	3.6	24
35	工艺品及其他制造业	0.7	23	-15.6	23	13.8	22	3.8	22
36	废弃资源和废旧材料回收加工业	12.7	10	-96.8	35	6.3	36	0.1	35
37	电力、热力的生产与供应业	1.6	21	-80.1	32	8.3	34	0.4	33
38	燃气生产与供应业	9.8	16	9.5	8	14.2	20	8.3	6
39	水的生产与供应业	19.5	3	127.3	1	21.6	8	-6.3	39

资料来源: 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, 首席经济学家助理。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±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。