

后危机时期微观企业的业绩尚待修复

——当前微观企业利润数据的分析

2009 年 06 月 23 日

研究要点:

- 从 2009 年中期开始, 全球已经渡过金融危机的恐慌而进入“后危机时代”; “宏观热、微观冷”、“内部热、外部冷”的格局并未根本改观;
- 在上述基本格局下, 较高宏观经济增长背后是宏观层面的“双重悖论”: 经济增长速度和质量悖论凸现, 经济增长质量不高, 工业企业效益对宏观经济高速增长已经形成惯性依赖。在粗放经济增长模式下, 8%的宏观经济增长率成为工业企业效益的“生命线”。
- 2009 年 1-5 月, 国有及国有控股企业主要经济效益指标仍处下降区间, 但实现利润继续呈减缓态势;
- 在中国经济内在修复筑底阶段(2009 年中期-2010 年中期), 由于经济复苏的基础仍不牢固, 宏观经济的关键指标(如工业增加值、企业利润等)仍存在反复;
- 尽管宏观经济受到政府投资拉动, 2009 年下半年宏观经济增长速度呈现加快趋势, 但微观企业的业绩修复仍尚待时日, 工业企业价格压力突出, 预计上市公司利润(尤其是代表中国经济竞争力的制造业)很难取得正增长。
- 外部需求的微弱在短期内难以缓解产能过剩的企业利润压力, 尤其是 6 月 22 日世界银行公布的全球经济收缩预测大大低于此前的估计, 仅为 2009 年世界经济增长率仅为-2.9%, 疲弱的外部需求非常不利于中国工业部门利润表的修复。

相关报告:

《后危机时代的中国宏观经济走向——2009 年下半年宏观经济研究报告》2009 年 6 月 18 日。

金融与产业研究所

宏观研究部

TEL:

021-6337 3195

FAX:

021-6337 3209

Email:

zxzhang001@163.com

地址:

上海市延安东路 45 号工商

联大厦 20F

(邮编 200002)

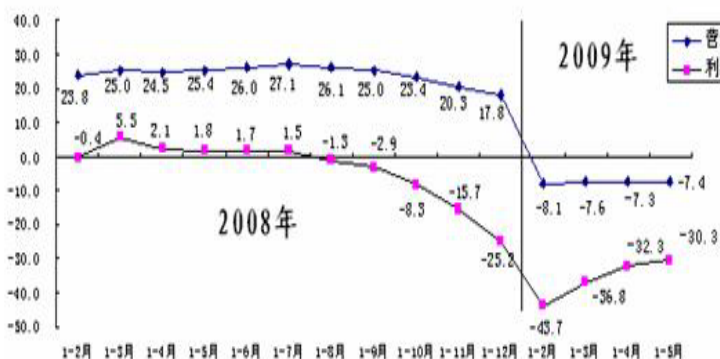
一、 微观企业利润修复尚需时日

随着各国政府积极对抗金融危机政策效应释放，从 09 年中期开始各国宏观经济指标迅速改善，西方发达经济体的经济收缩收窄，中国、印度等新兴市场成为经济最先反弹的国家，这预示着全球经济渡过“金融危机恐慌阶段”而进入“后危机时期”。

受到公共投资和超宽松货币政策的“双重刺激”，中国宏观经济指标企稳并迅速反弹，然而“宏观热、微观冷”的格局并未根本改观，从 2009 年 1-5 月，国有及国有控股企业主要经济效益指标仍处下降通道，国企利润同比降 30%（见图 1）。

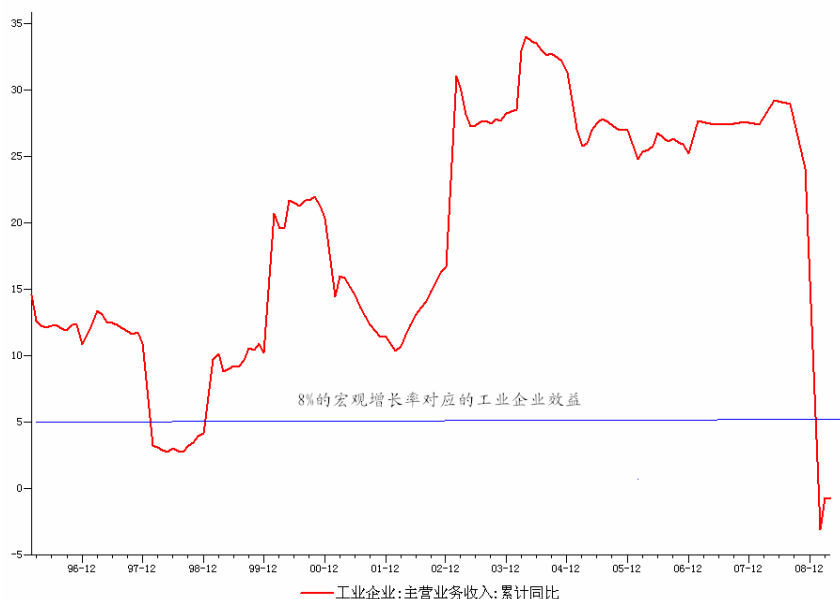
根据财政部数据显示，1-5 月，全国国有企业累计实现利润 4254 亿元，同比下降 30.3%，降幅比 1-4 月减小 2 个百分点，5 月比 4 月环比下降 7.5%。其中，地方国有企业 5 月实现利润较 4 月环比增长 13.5%，中央企业环比下降 14.7%。其他数据同时显示，主要经济效益指标虽仍处下降区间，但实现利润和税金降幅继续呈减缓态势，存货增幅进一步趋缓，资产负债率仍呈上升趋势。从分行业看，烟草、施工房地产、建材、石化等行业盈利保持增长；煤炭行业利润略有下降；石油、机械、汽车、电子、化工等行业利润降幅继续趋缓；电力行业进一步减亏；钢铁、有色、海运行业亏损增加。

微观工业企业经营利润表明，我国宏观经济企稳反弹的背后存在宏观经济增长和效率质量之间的悖论，经济增长质量不高，工业企业效益对宏观经济高增长已经形成惯性依赖。在粗放经济增长模式下，8%的宏观增长率已经成为国有工业企业效益的重要“生命线”。



数据来源：财政部。

图 1：2008 年以来营业收入、实现利润增幅变化

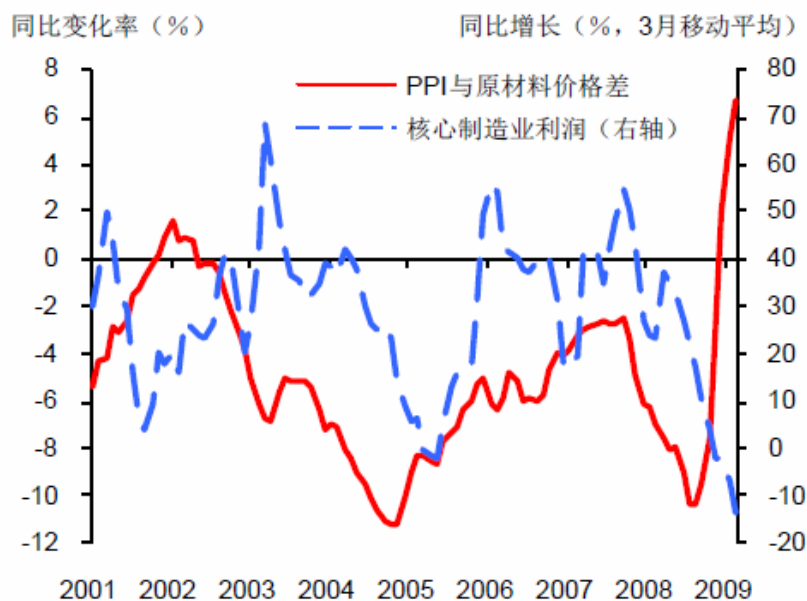


数据来源: Wind; 东北证券研究所。

图 2: 工业企业效益 (1996-2008)

二、工业企业价格压力依然突出

中国经济得以摆脱衰退的关键在于政府大规模的经济刺激政策,这样使得中国经济当前阶段的恢复性增长主要依赖于投资(尤其是政府公共投资支出)的高速增长,在强劲政府投资带动下,中国经济在非常困难的全球环境中依然保持了令人瞩目的增长。一季度 GDP 季度环比增长 6%(季节调整折年率),相比比去年同期增长 6.1%。工业生产近来似乎也开始提速,从 1 季度 5.3% 的同比增速提高到了 4、5 月平均的 8.1%。在本轮调整周期开始以来,已经恢复到了一个相对较高的水平,但这种经济增长背后隐藏着不合理和不可持续性,也就是经济增长的质量不高。除此之外,强劲增长的政府投资将造成过剩的产能,特别是在国内消费增长速度远远赶不上投资增速的情形下,产能过剩问题在将在未来时期陆续便显出来。最典型的一个方面,就是在产能过剩的影响下工业企业的利润受到了挤压。从图 3 可见,2008 年,工业企业利润空间受到原材料价格上涨的挤压企业利润迅速下滑。2009 年上半年,随着原材料价格的大幅回落,这方面的影响已经逆转。但过剩产能压低了 PPI,同时销售增长放慢乃至负增长,使得利润空间还是受到挤压(见图 3)。这一点在重工业部门和加工制造业领域表现尤其突出。



资料来源：世界银行，2009年6月。

图 3：企业部门利润依然受到压制

三、外部需求的微弱在短期内难以缓解产能过剩的企业利润压力

在之前的研究报告中，我们中国经济复苏前期分析非常强调“外部需求”问题，并认为这是中国“第三阶段实质性复苏”的重要外部条件。从经济增长的动力结构看，在第一阶段和第二阶段的中国经济复苏过程中，主要依靠“内部需求”和国内财政货币的投资性刺激拉动国内产出，

“内部热、外需冷”依然是我国当前宏观经济运行的另一个重要特征。在短短一周，世界银行连续发布两份研究报告，分别对2009年中国经济和全球经济进行预测和调整，6月18日公布的“中国季度经济展望”将中国经济增长率从6.5%上调为7.2%；而6月22日发布的“金融危机：全球复苏展望”报告则将全球经济增长率从此前（2009年3月该组织的估计）的-1.7%下调为-2.9%。这表明中国经济复苏好于预期，而全球经济在2009年低于预期。

外部需求的微弱在短期内难以缓解产能过剩的企业利润压力，尤其是世界银行公布的全球经济收缩预测大大低于此前的估计，疲弱的外部需求非常不利于中国工业部门利润表的修复。原因在于，在2006-2007年全球经济扩张时期，中国工业部门的相当部分产能是依靠外部需求进行消化，而2009年金融危机从虚拟经济向全球实体经济进一步延伸，2009年将是20世纪30年代大萧条以来实体经济收缩最为严重的1年，而在2006-2007年中国工业部门产能的大量扩张难以在短期内进行内部消化和调整，产能过

剩对工业部门利润造成一定制约。

我们判断，“去库存化”之后，某些过剩行业的“去产能化将是下一阶段中国经济内部调整的艰巨任务。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址：上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层（邮编 200002）

电话：（8621）6336 7000

传真：（8621）6337 3209