

工业增加值增速下降带来利润压力

报告要点

国家统计局公布的3月工业生产运行数据,一季度工业增加值同比增长19.6%,3月份同比增长18.1%。

整体结论:一方面,2季度将是工业产量和利润继续扩大的一个时期,同时,必然也会带来一个存货的增长期,但是,从3月份PMI生产指数的扩张趋于稳定,和具体工业品产量增速回落来看,产量的扩张的增速本身就有回落的要求。另一方面,工业生产整体上进入了一个原材料成本比产成品价格上升更快的阶段,因此,我们仍然坚持上次点评的观点,即拐点已经出现,抛开季节性因素,实际上,3月份的数据已经证明了我们的判断。接下来同比增速回落是一个趋势,工业增加值将提前于PPI和CPI下降,从而企业的利润环比压力也将开始出现。

分行业:3月份,以黑色金属加工与化学原料为代表的中上游的原材料加工业生产状况增长迅猛,黑色金属冶炼压延行业工业增加值09年全年增长9.9%,10年一季度累计同比增长19.7%,化工原料和制品行业09年全年增长14.6%,今年一季度同比增长21.6%,从工业产量数据来看,主要是得益于产量的提升,这两个行业都不具备普遍的成本优势,生产状况的扩张是明显的。中游的通用设备制造业工业增加值增长非常显著,通用设备行业无论是在成本还是在需求上,优势在现阶段相对明显。而下游的通信设备、计算机及其它电子设备制造业以及交通运输设备制造业生产势头依旧向好,虽然交通运输制造业3月同比增速由于产量增速的回落而有所下降,但是仍然达到了30%的增幅,体现了该行业持续高涨的生产状况,对于二季度,我们认为,在仍然乐观的消费者信心和库存需求下,电子和汽车的需求增长仍然可期。

相关研究

11月份工业生产情况点评—全面繁荣的工业生产

12月份工业生产情况点评—成本更快上升下的增长回归

2月份工业生产情况点评—成本上升信贷紧缩预期下拐点隐现

张凡

(8621) 68751610

zhangfan@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490208110191

联系人:

李亚明

(8621) 68751610

liym@cjsc.com.cn

数据：3 月份工业生产运行

国家统计局公布的 3 月工业生产运行数据，一季度工业增加值同比增长 19.6%，3 月份同比增长 18.1%。见表 1。

表 1：3 月份工业生产数据

主要经济指标	单位	3 月	2 月	12 月
工业增加值				
单月同比	%	18.1	12.8	18.5
累计同比	%	19.6	20.7	11
发电量(单月)	%	17.6	7.9	25.9
出口交货值(单月)	亿元	6744	5239	7320
同比	%	25.7	13.1	12.4
环比	%	28.8	-11.7	6.53
产销率(单月)	%	97.8	96.90	99.33

数据来源：资料来源：国家统计局，长江证券研究部

表 2：3 月份主要工业品产量

		3 月		2 月		1 月	
	单位	当月	同比	当月	同比	当月	同比
原煤	万吨	27981	23.8	21,298	11.9	26,000	49.1
原油	万吨	1692	6.9	1511	5.8	1687	5.8
生铁	万吨	5216	19.6	4750	17.2	4973	27.4
钢材	万吨	6824	28.1	5559	18.1	6177	37.3
粗钢	万吨	5497	22.5	5036	22.5	5253	28.3
水泥	万吨	13599	12.1	8000	4.8	12,000	48.2
汽车	万辆	175.0	51.5	123.0	46.7	162.0	132.7

资料来源：国家统计局，长江证券研究部

点评：

3 月份工业增加值单月同比增长 18.1%，较 2 月份的 12.8% 出现大幅回升，但是 2 月单月同比增速的偏小是由于今年春节假期集中在 2 月份，生产受到了较大的影响，以至于 2 月单月同比 12.6% 的增幅远小于近期的平均水平，而去年 12 月份的同比增速为在 18.5% 左右，工业生产处于平稳快速增长的状况，整体来看今年一季度仍然处于快速反弹的阶段，一季度 GDP11.9% 的增速同样也说明了这样的问题，而去年同期较低的基数也助长了同比数据的乐观形势。

制造业成本整体上涨压力仍旧比较严重，3 月 PMI 购进价格指数达到 65.1，连续 5 个月维持在 60 以上，相比上月的 61.1 又出现明显上升。成本的上涨趋势在去年 11 月份已经明显表露，本月延续了这样的趋势。3 月工业企业原材料，动力和燃料购进价格指数达到 111.5，在连续 3 个月超过 PPI 指数后，差距从上月的 5 个点扩大到本月的 6 个点，而 3 月份的 PPI 同比 5.9，大幅高于 CPI，后续我们认为，前期的流动性紧缩的政策对市场的影响力度已经有所衰减。结合近期中美近期货币政策仍然保持相对宽松，同时，以中国为代表的新兴市场国家生产性需求增长强劲，这从 3 月份的外贸逆差可以部分体现。在我们整体性的分析框架下，2 季度是仍是生产的加速期，钢铁，煤炭，有色等大宗价格上涨的可能继续存在，制造业成本压力在 2 季度将会更趋显著。

从工业产量来看，上游生产平稳增长，3月份原煤产量2.8亿吨，同比增长23.8%；天然原油1692万吨，增长6.9%；粗钢5497万吨，增长22.5%；3月发电量3370亿千瓦时，增长17.6%，发电量的快速增长是工业生产扩张的一个明显信号，从去年下半年开始发电量同比开始快速增长，今年一季度发电量增速维持在20%左右，上升趋势明显。3月水泥1.36亿吨，增长12.1%，增速有所放缓；汽车产量175万辆，增长51.5%，其中轿车90万辆，增长66.7%，汽车产量已经连续9个月维持在50%以上的增速，对于任何一个行业来说，在经历了如此长时间的产量增长之后，库存都难免出现增长，09年销售状况同比出现大幅增长，10年销售同比出现下滑是大概率事件，因此汽车产量的持续扩大对于库存的累积是值得关注的。同样的状况还出现在一些上游行业，以钢铁，有色为代表的部分行业产能利用率早已达到了90%以上的水平，类似行业短期生产增长的空间不大。

原材料库存指数为50.6，上月为48.1，上月的数值显示出来的信息是，在原材料价格不断上涨的情况下，又逢春节，企业主动增加原材料以扩大生产的欲望不是很强，但是进入3月份，随着节后生产的恢复，原材料库存再次出现上升趋势。产成品库存为48.3，相比上月略有增长，也是一年多以来的新高，在近期生产大幅扩张的背景下属于一个正常的状态。原材料库存指数与产成品库存指数之间的差距从09年6月份以来就一直在继续，随着未来差距的缩小，也就意味着库存的压力从原材料向产成品转移，而就总体来说，产成品库存的压力还在容忍的范围内，这也是我们认为生产可以在2季度继续扩大的另一个原因。

对于未来工业增加值的判断，我们将基于如下4个角度分析，

首先，企业的原材料，燃料和动力购进价格指数在09年12月份（103）首次显著的大于同期PPI(101.7),2010年3月PPI为105.9，而前者已经达到了111.5，差值继续扩大，而随着中下游产能利用率的上升，当前向中下游的价格传导还需要一个过程，即原材料价格指数将很可能会持续领先于PPI一段时间，这样的过程，从历史经验来看，必然会逐步带来PPI的持续上涨，从而CPI的上升，但是，对于工业增加值来说，整体上进入了一个原材料成本比产成品价格上升更快的阶段，虽然生产在2季度处于扩大的阶段，但是工业增加值却会提前下降，从而企业的利润环比压力也将开始出现。

其次，固定资产投资增速在继续小幅下降，3月份投资增速回归到26.4%，固定资产投资的主要领域就是采掘与制造业，虽然说当期的投资不能增加当期的生产能力，但是，却是其他行业的重要需求。再次，从采购经理指数来看，3月的新订单指数为58.1，1，2月为59，53.7，仍然处于明显的增长态势，从订单指数的变化来看，未来生产继续增长也是确定的。最后，货币供应量M1在3份同比增长29.9%，仍然处于历史高位，但是，我们对于信贷的增长谨慎乐观，认为收紧的可能将会超预期，从而会进一步压制后续的投资需求。

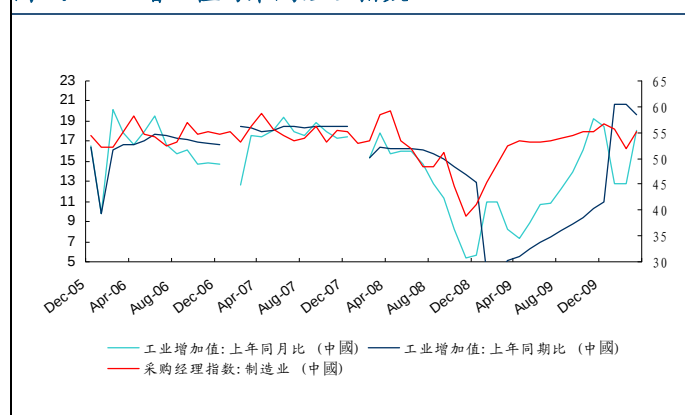
整体来看，一方面，2季度将是工业产量和利润继续扩大的一个时期，同时，必然也会带来一个存货的增长期，但是，从3月份PMI生产指数的扩张趋于稳定，和具体工业品产量增速回落来看，产量的扩张的增速本身就有回落的要求。另一方面，工业生产整体上进入了一个原材料成本比产成品价格上升更快的阶段，因此，我们仍然坚持上次点评的观点，即拐点已经出现，抛开季节性因素，实际上，3月份的数据已经证明了我们的判断。接下来同比增速回落是一个趋势，工业增加值将提前于PPI和CPI下降，从而企业的利润环比压力也将开始出现。

从已公布的分行业数据来看，3月份，黑色金属冶炼及压延加工业增长18%，化学原料及化学制品制造业增长17.5%，通用设备制造业增长22.3%，电气机械及器材制造业增长14.8%，通信设备、计算机及其它电子设备制造业增长19.5%，交通运输设备制造业增长

30.1%，电力热力的生产和供应业增长 13%，纺织业增长 11.4%。

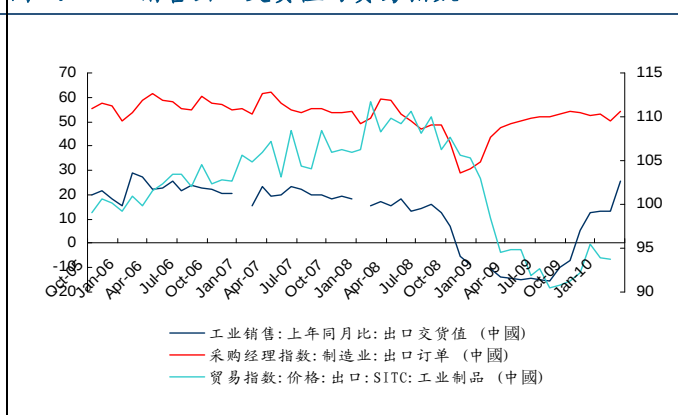
以黑色金属加工与化学原料为代表的中上游的原材料加工业生产状况增长迅猛，黑色金属冶炼压延行业工业增加值 09 年全年增长 9.9%，10 年一季度累计同比增长 19.7%，化工原料和制品行业 09 年全年增长 14.6%，今年一季度同比增长 21.6%，从工业产量数据来看，主要是得益于产量的提升，这两个行业都不具备普遍的成本优势，生产状况的扩张是明显的。中游的通用设备制造业工业增加值增长非常显著，通用设备行业无论是在成本还是在需求上，优势现阶段相对明显。而下游的通信设备、计算机及其它电子设备制造业以及交通运输设备制造业生产势头依旧向好，虽然交通运输制造业 3 月同比增速由于产量增速的回落而有所下降，但是仍然达到了 30% 的增幅，体现了该行业持续高涨的生产状况，对于二季度，我们认为，在仍然乐观的消费者信心和库存需求下，电子和汽车的需求增长仍然可期。

图 1：工业增加值与采购经理指数



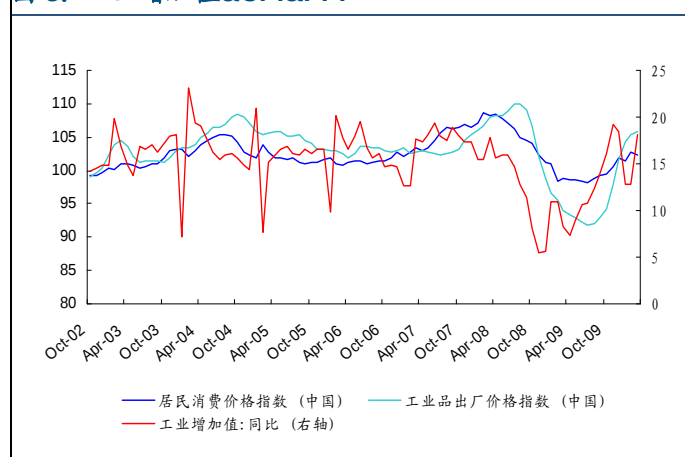
数据来源：CEIC, 长江证券研究部

图 2：工业销售出口交货值与贸易指数



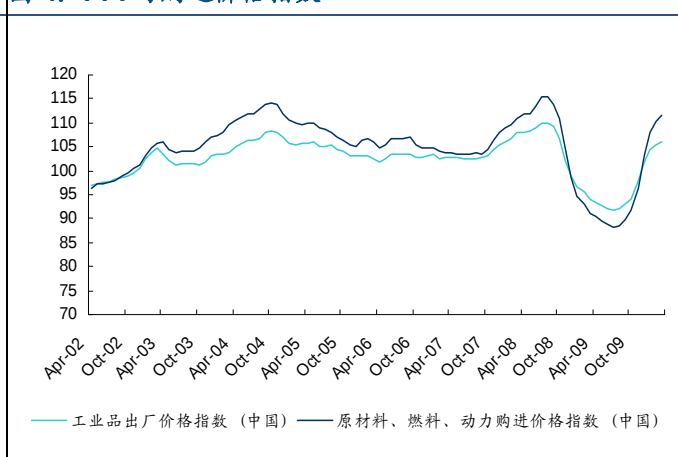
数据来源：CEIC, 长江证券研究部

图 3：工业增加值&CPI&PPI



数据来源：CEIC, 长江证券研究部

图 4：PPI 与购进价格指数



数据来源：CEIC, 长江证券研究部

图 5：工业企业经济效益



图 6：发电量同比和工业生产用电累计



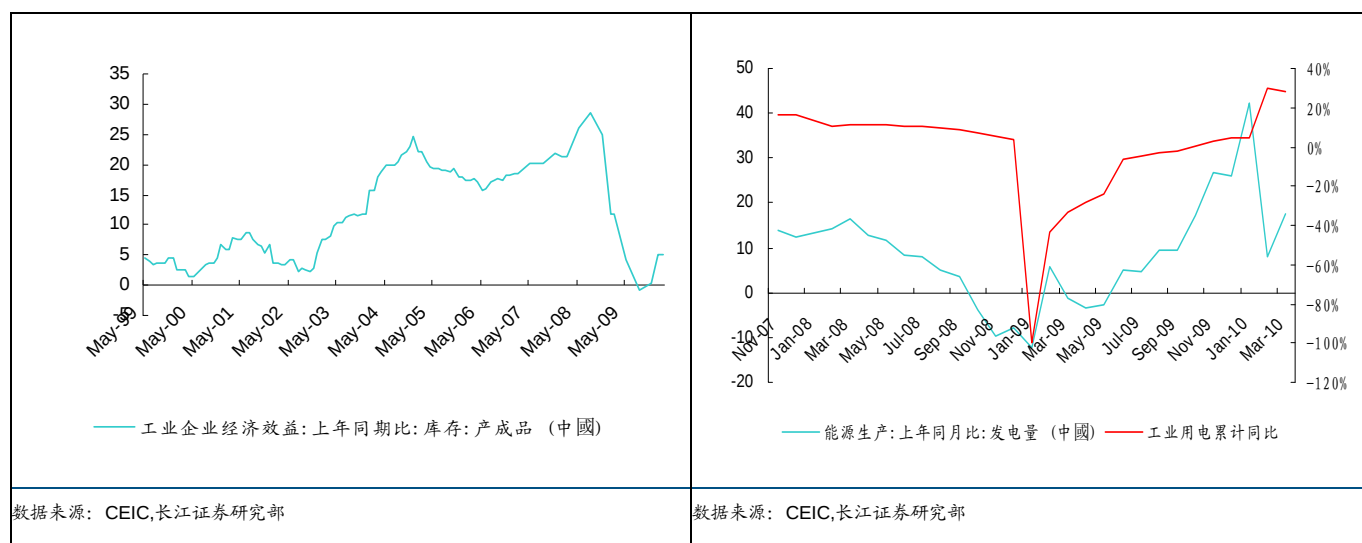


图 7: 制造业采购经理指数新订单、产成品库存和积压订单

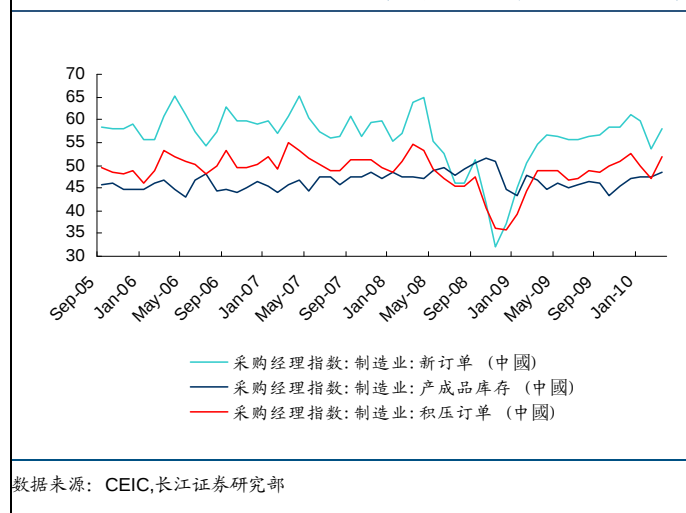


图 8: 采购经理人指数生产量、原材料库存和采购量

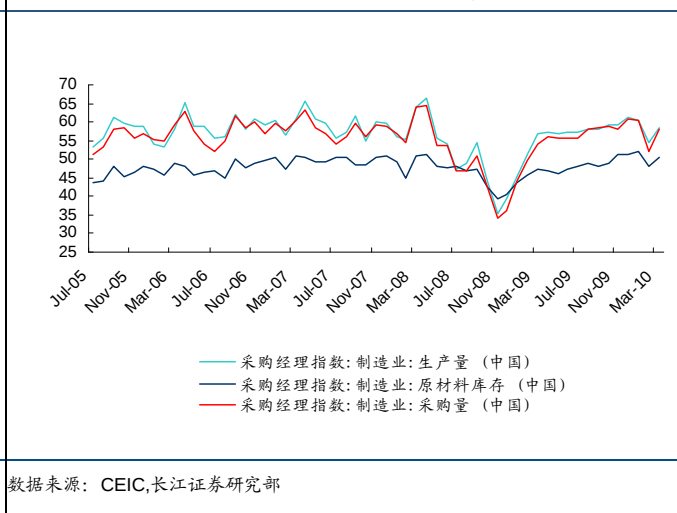


图 9: 固定资产投资与房地产开发投资

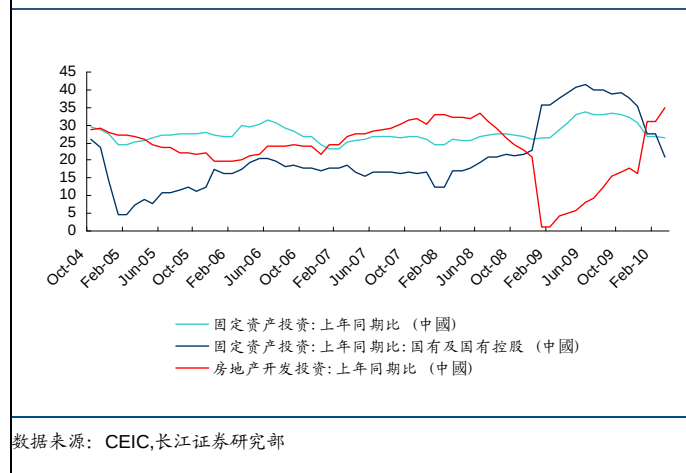


图 10: 中央项目与地方项目固定资产投资

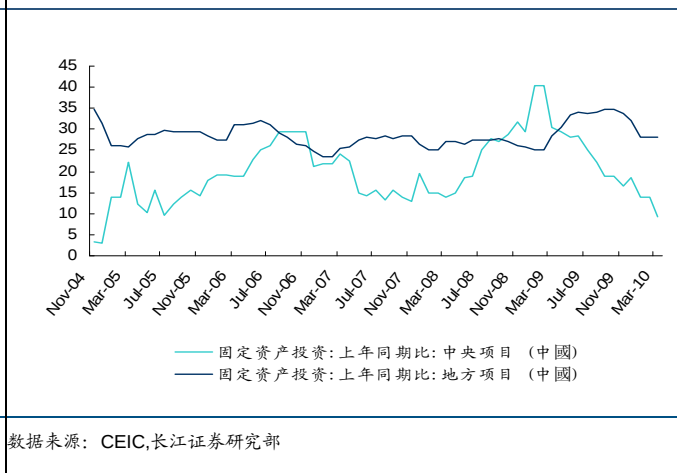
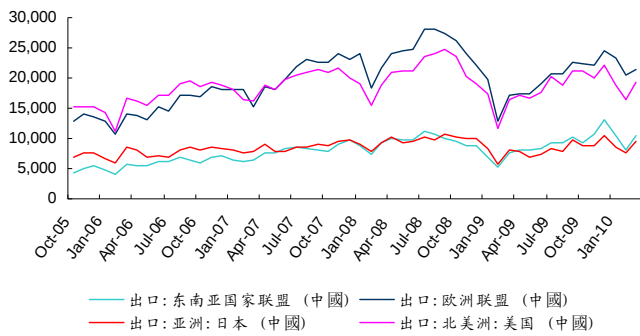
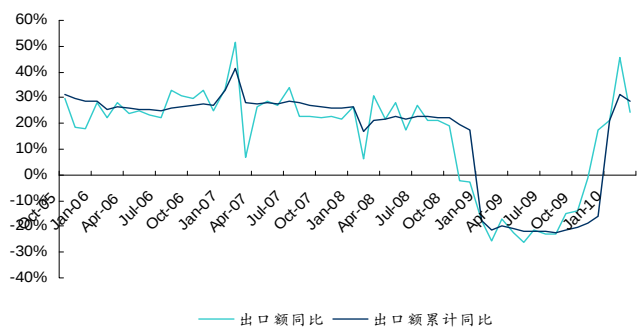
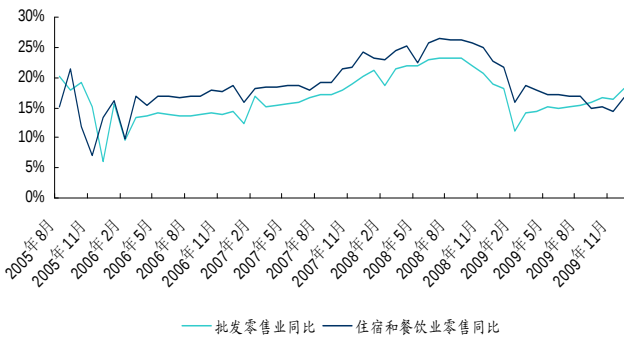


图 11: 出口东南亚、欧盟、亚洲与北美


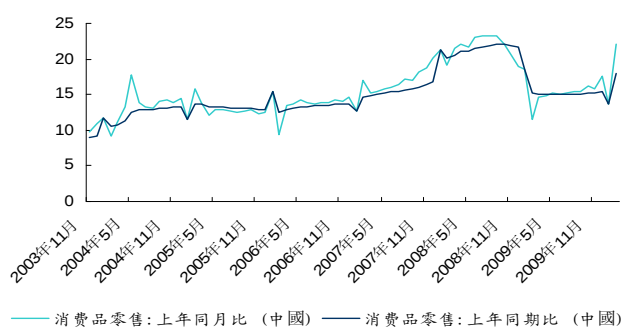
数据来源: CEIC, 长江证券研究部

图 12: 出口同比与累计同比


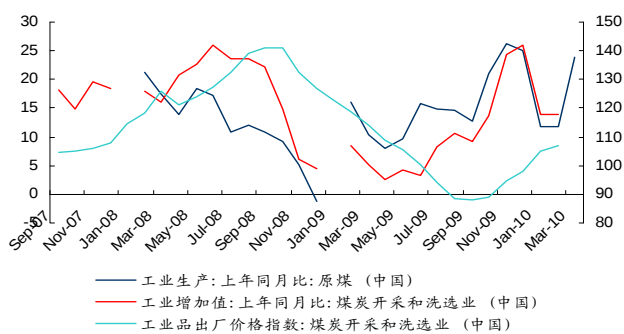
数据来源: CEIC, 长江证券研究部

图 13: 批发零售业同比


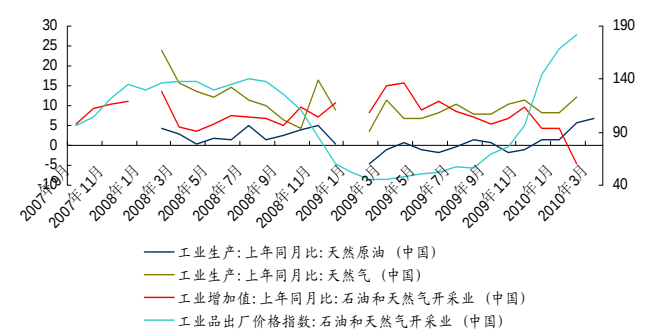
数据来源: CEIC, 长江证券研究部

图 14: 消费品零售


数据来源: CEIC, 长江证券研究部

图 15: 煤炭业产量, PPI 及工业增加值


数据来源: CEIC, 长江证券研究部

图 16: 石油与天然气开采业产量, PPI 及工业增加值


数据来源: CEIC, 长江证券研究部

图 17: 黑色金属矿采选业产量, PPI 及工业增加值
图 18: 有色金属矿采选业 PPI 及工业增加值

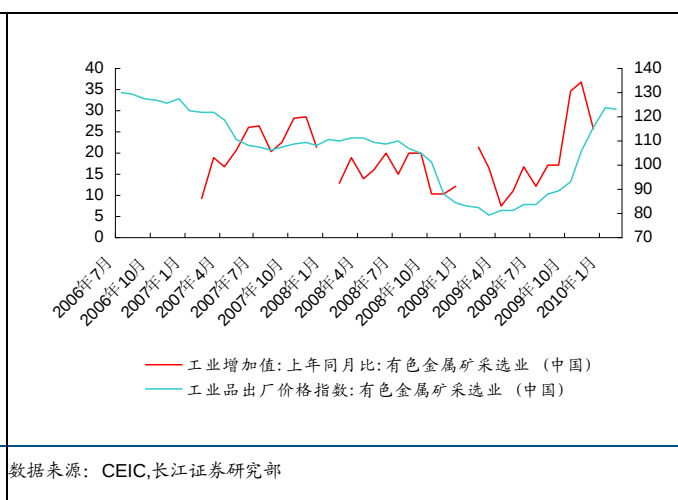
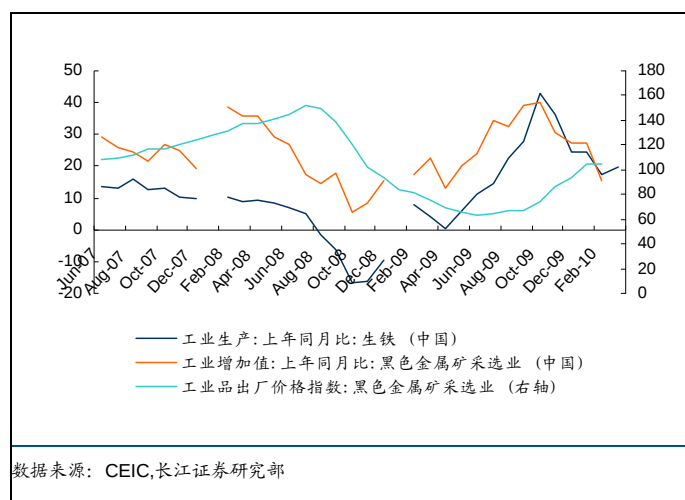


图 19: 黑色金属延压业产量, PPI 及工业增加值

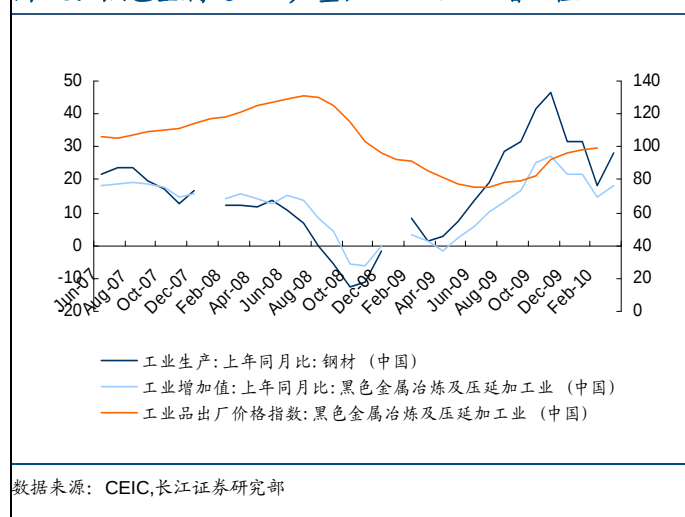


图 20: 有色金属延压业 PPI 及工业增加值



图 21: 交通运输设备制造业产量, PPI 及工业增加值

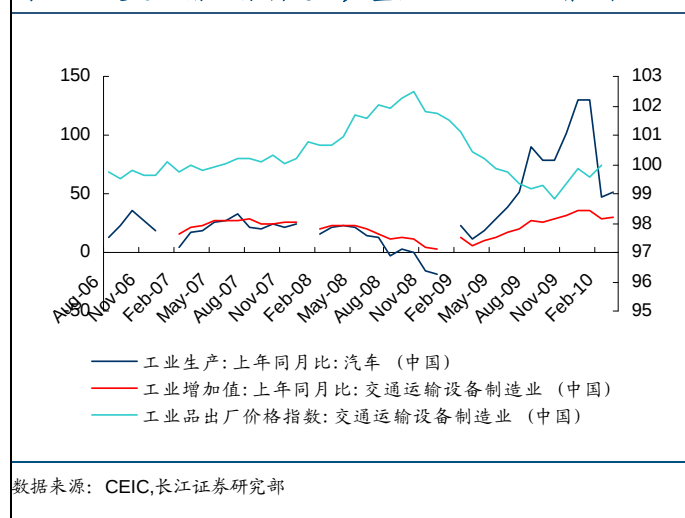


图 22: 通信设备制造业产量, PPI 及工业增加值

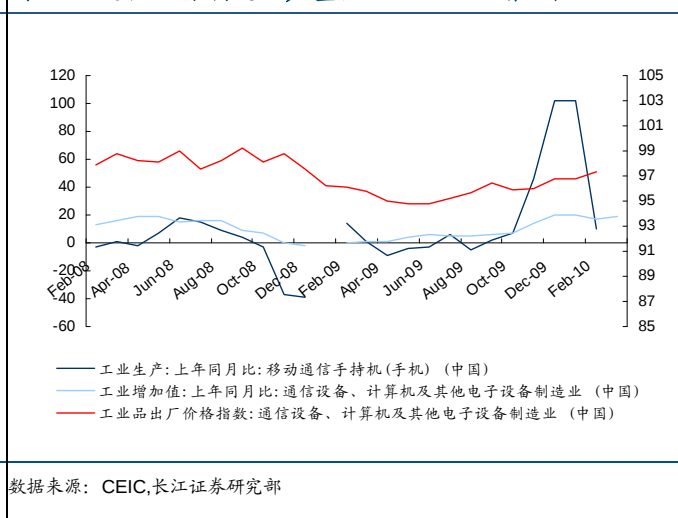
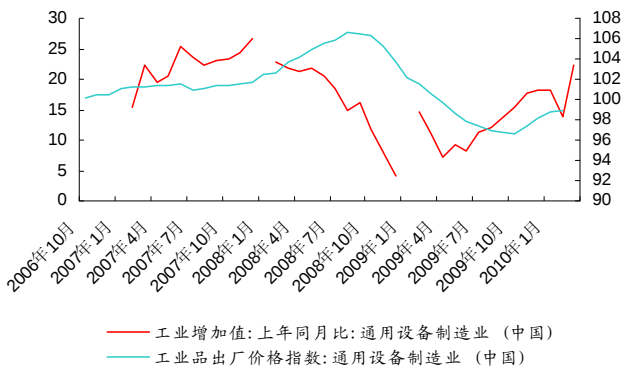
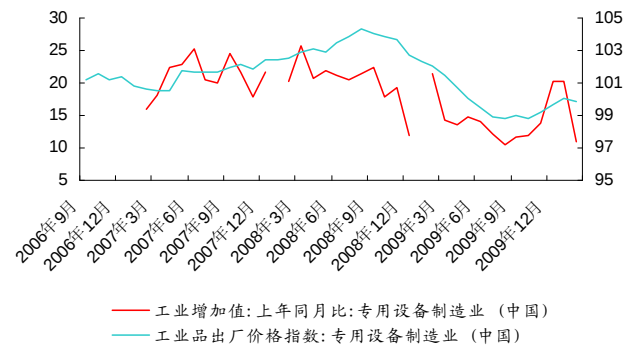
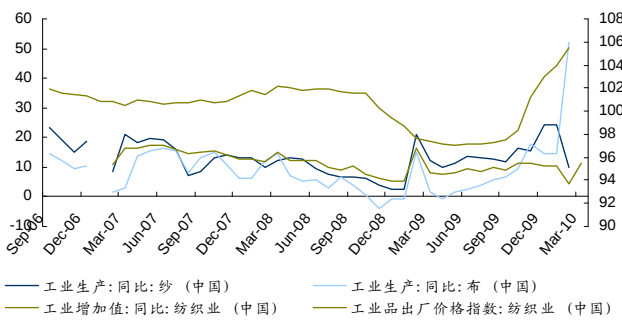


图 23: 通用设备制造业 PPI 及工业增加值


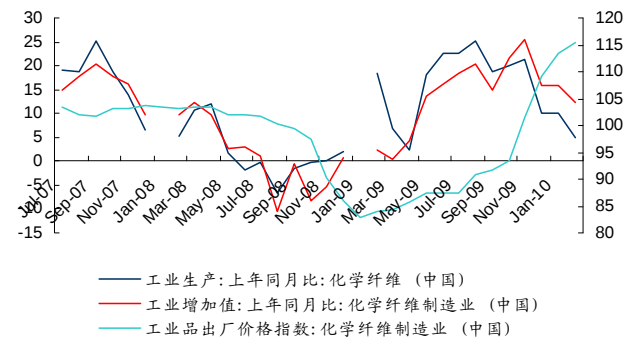
数据来源: CEIC, 长江证券研究部

图 24: 专用设备制造业 PPI 及工业增加值


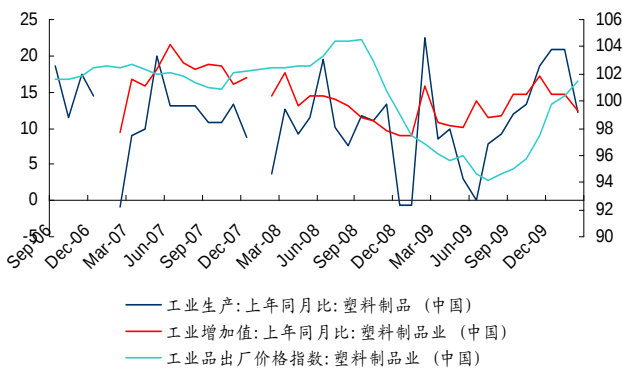
数据来源: CEIC, 长江证券研究部

图 25: 纺织业产量, PPI 及工业增加值


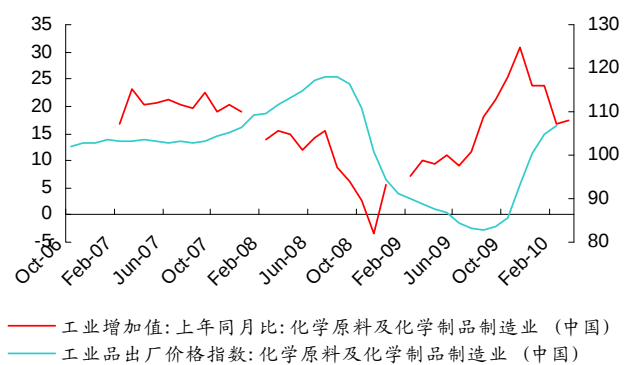
数据来源: CEIC, 长江证券研究部

图 26: 化学纤维制造业产量, PPI 及工业增加值


数据来源: CEIC, 长江证券研究部

图 27: 塑料制品业产量, PPI 及工业增加值


数据来源: CEIC, 长江证券研究部

图 28: 化学原料业 PPI 及工业增加值


数据来源: CEIC, 长江证券研究部

分析师介绍

张凡，北京航空航天大学数学学士，上海财经大学金融数学硕士，现为长江证券研究部首席策略分析师，研究领域为市场策略与选股策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 68753198	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。