

一季度规模以上工业企业利润研究报告： 利润增速下滑预示经济回落未完成 不必对利润前景

证券分析师

何庆明
S1060208120121
0755-22621379
wujie520@pingan.com.cn

■ 一季度工业企业利润增速回落受基数影响，经济增速回落过程仍未完成，但没有必要对工业企业利润增长的前景过分担忧：

- 受 2010 年前两个月工业企业利润增速高基数的影响，2011 年一季度工业企业利润增速有所回落。
- 规模以上工业增加值、规模以上工业企业利润及 GDP 等 3 个指标历史走势具有高度的相关性，4 月份工业增加值同比增速仍在回落，经济增速回落过程仍未完成，同时目前工业 GDP 仍然构成 GDP 的主体，从这个角度而言二季度经济增速放缓的可能性较大。
- 但我们认为没有必要对工业企业利润增长的前景过分担忧：

一季度利润增速靠前的行业利润增速长期超越当期整体水平，同时可以看到大部分行业成本费用利润率水平长期平稳增长，表明整体盈利能力在持续改善，为后续利润增速继续向好奠定了基础；

一季度部分重要分行业可能受成本因素影响，利润增速受到压制，但其长期成本费用利润率向好态势并未逆转，近期大宗商品等价格出现向下调整的态势，有利于促进其后续盈利状况的改善。

■ 一季度重要分行业企业利润表现趋弱，成本因素或对其利润表现形成压制：

通信设备、计算机及其他电子设备制造业等占 2009 年工业总产值 43.5% 份额的 7 个重要分行业，在 2011 年一季度利润增速低于整体增速水平。

一季度利润增速低于整体的 7 个重要分行业，除有色金属冶炼及压延加工业之外，其他 6 个行业成本费用利润率均呈显著下滑态势，一季度大宗商品价格暴涨造成的成本上升，或许成为这些分行业盈利能力下降的重要引致因素。

■ 一季度利润增速领先的基本为上中游行业，细分行业考察结果显示行业内部出现分化：

一季度利润同比增幅前 15 的行业，其中 13 个全部为采掘、化工、设备制造等上中游行业，这些上中游行业历史同期表现同样强劲；

根据我们按设定条件筛选出的细分行业盈利增长情况看，一季度细分行业出现行业内部分化特征，大行业及相应的细分行业间利润的增速表现及可持续性存在一定的差异性。

■ 一季度利润增速表现较好的行业盈利能力普遍提升，主要体现为利润增速排名前 15 的行业成本费用利润率一季度出现较明显的上升态势，同时从长期来看也处于稳定的改善过程。

正文目录

一、	一季度工业企业利润增速回落，经济增速回落仍未完成	4
二、	一季度重要分行业企业利润表现趋弱，成本因素或对利润表现形成压制.....	6
三、	一季度利润增速领先的基本为上中游行业	8
四、	细分行业考察结果表明行业内部出现分化	9
五、	一季度利润增速表现较好的行业盈利能力普遍提升	11
六、	主要结论.....	13

图表目录

图表 1	工业企业利润、工业增加值增速回落，经济增速放缓难以避免.....	4
图表 2	第二产业GDP占比有所下降，但仍占GDP最大份额	5
图表 3	工业GDP仍构成第二产业GDP主体	5
图表 4	占2009年工业总产值43.5%的7个重要分行业一季度利润增速低于整体	6
图表 5	一季度7个重要分行业利润增速趋弱	6
图表 6	煤炭开采和洗选业成本费用利润率下滑	7
图表 7	石油加工、电力热力生产供应业下滑态势明显	7
图表 8	有色冶炼加工成本费用利润率表现优于黑色金属	7
图表 9	中游机电、设备类制造业成本费用利润率下滑	7
图表 10	一季度利润增幅前15位的二位码行业，历史同期表现同样强劲	8
图表 11	一季度利润增长较快的上中游行业，内部出现两种特征的分化	9
图表 12	上游采选行业成本费用利润率回升	11
图表 13	农副食品加工业成本费用利润率改善明显	11
图表 14	服装鞋帽制造业成本费用利润率表现强于纺织业	11
图表 15	木材加工及制品业成本费用利润率长期回升态势明显	11
图表 16	化工业成本费用利润率呈现持续反弹趋势	12
图表 17	非金属矿物制品业成本费用利润率回升明显	12
图表 18	专用及通用设备制造业成本费用利润率整体回升	12
图表 19	弃旧资源材料回收加工业成本费用利润率强劲回升	12

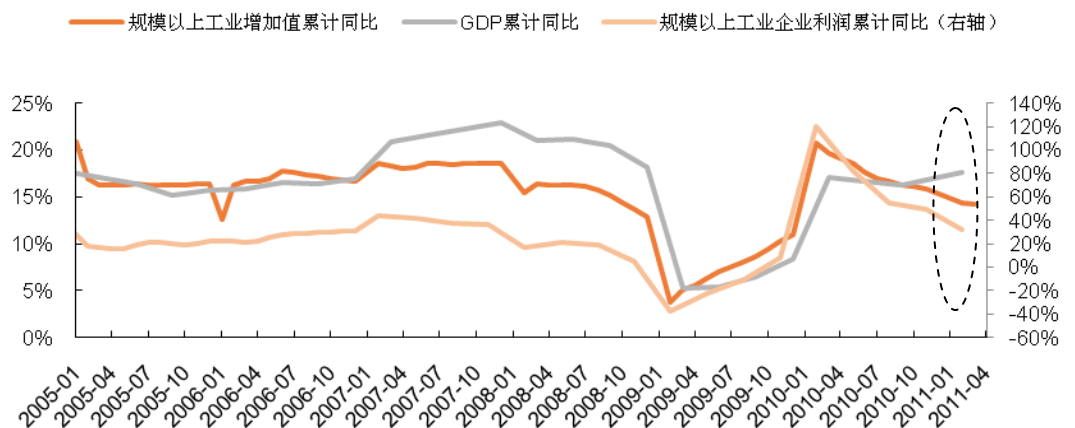
一、一季度工业企业利润增速回落，经济增速回落仍未完¹

一季度工业企业利润增速回落。一季度工业企业利润累计同比增速为 32%，2003-2006 年 4 个公布季度利润统计数据的年份，利润累计同比增速平均值高达 45.1%，表明 2011 年一季度工业企业利润增速回落态势较为明显。

一季度工业企业利润增速回落受 2010 年同期的高基数影响。2009 年一季度属金融危机影响下的异常时期，工业生产等经济活动出现较明显的萎缩，这也使得 2010 年前 2 个月工业企业利润累计同比增速高达 119.7%，从而使 2011 年一季度工业企业利润承受高基数影响。

从经济增长角度看，经济增速回落过程仍未完成。从历史数据可以发现，规模以上工业增加值、规模以上工业企业利润及 GDP 3 个指标走势具有高度的相关性。虽然经济结构调整一直在推进的过程中，工业 GDP 占比有所下降，但目前仍占据 GDP 的最大份额。因此从经济增长角度看，一季度工业企业利润增速下滑，进入 4 月份后规模以上工业增加值增速仍在回落，表明经济增速的回落过程仍未完成，二季度经济增速放缓的可能性较大。

图表1 工业企业利润、工业增加值增速回落，经济增速放缓难以避免

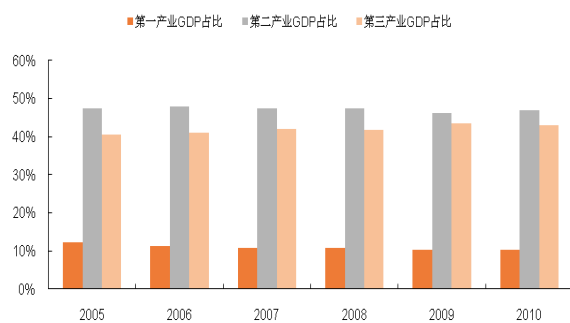


资料来源：CEIC，平安证券研究所

¹ 2003 年至今工业企业利润数据公布频率共发生 3 次变更：（1）第一阶段为 2003-2006 年，此期间内统计局公布的是月度工业企业利润统计数据；（2）第二阶段为 2007-2010 年，此期间内统计局每年仅公布 2、5、8、11 四个月份的利润统计数据；（3）第三阶段为 2011 年开始，统计局开始公布利润季度统计数据，这次变更将使工业企业利润数据频率与 GDP 一致。

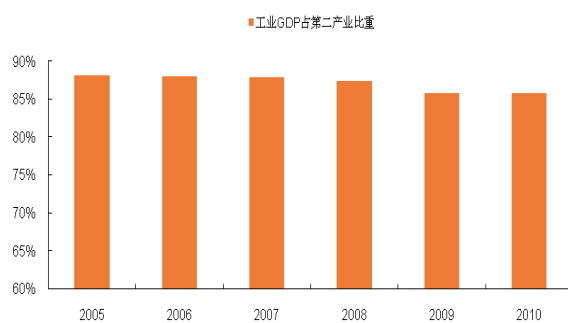
我们的处理：（1）对比一季度数据利润增长率趋势时，将往期只公布前 2 个月份的数据大致看作一季度；（2）对比长期的利润增长率等指标，不考虑特定年份是否公布完整的 12 个月累计值，均统一选取前 11 个月份的累计值进行分析。

图表2 第二产业GDP占比有所下降，但仍占据GDP最大份额



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表3 工业GDP构成第二产业GDP主体



资料来源：CEIC，平安证券研究所

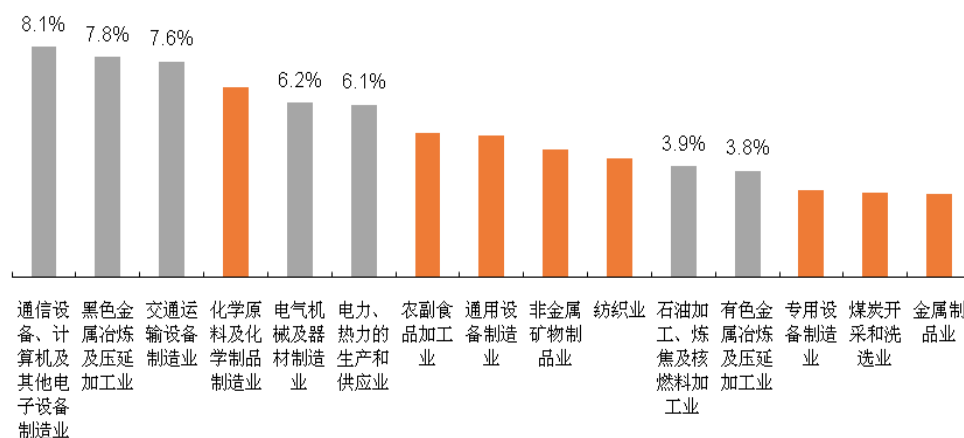
二、一季度重要分行业企业利润表现趋弱，成本因素或对利润表现形成压制

工业总产值年度数据更新滞后严重，同时不同年份工业总产值份额较大的行业次序基本保持稳定，由此我们利用2009年分行业工业总产值数据，得出相应行业工业总产值占比。

重要分行业企业利润增速低于整体规模以上企业水平，意味着整体工业利润表现趋弱。2009年占工业总产值份额前15的重要分行业，占当年工业总产值的比重高达78%。我们发现通信设备、计算机及其他电子设备制造业等占2009年工业总产值43.5%的7个大行业，在2011年一季度利润增速低于规模以上企业整体水平。

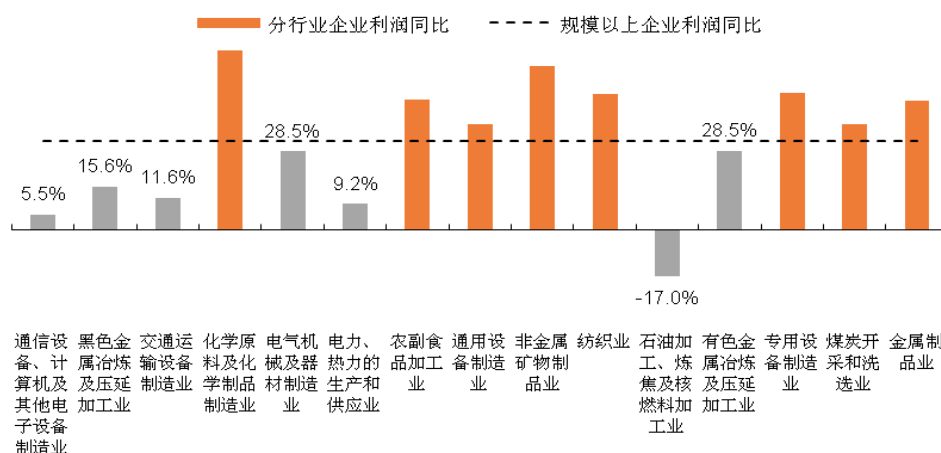
重要分行业企业利润增速低于整体，一季度成本上升或为重要引致因素。我们考察了上述7个重要分行业一季度的成本费用利润率情况，除有色金属冶炼及压延加工业之外，其他6大行业一季度的成本费用利润率均呈显著下滑态势，一季度原材料类大宗商品价格暴涨或许成为上述行业成本上升、效益下降的重要引致因素。

图表4 占2009年工业总产值43.5%的7个重要分行业一季度利润增速低于整体



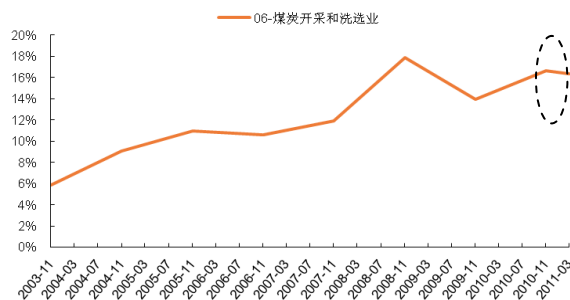
资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表5 一季度7个重要分行业利润增速趋弱



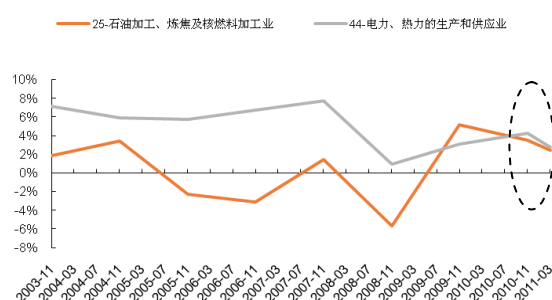
资料来源：ACMR，平安证券研究所

图表6 煤炭开采和洗选业成本费用利润率下滑



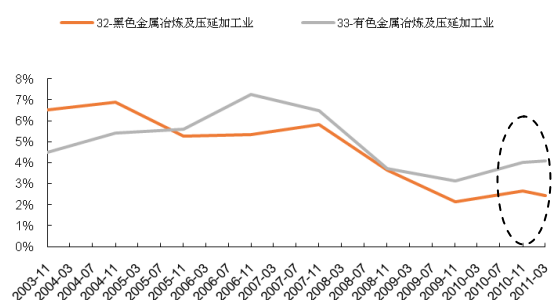
资料来源: ACMR, 平安证券研究所

图表7 石油加工、电力热力生产供应业下滑态势明显



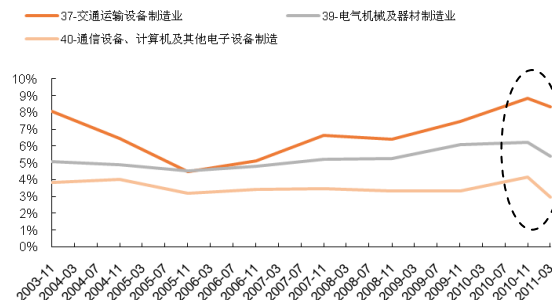
资料来源: ACMR, 平安证券研究所

图表8 有色冶炼加工成本费用利润率表现优于黑色金属



资料来源: ACMR, 平安证券研究所

图表9 中游机电、设备类制造业成本费用利润率下滑



资料来源: ACMR, 平安证券研究所

三、一季度利润增速领先的基本为上中游行业

由于 2007-2010 年间统计局公布的是 1-2 月份累计数据，并未公布一季度整体数据，所以在此处将历史年度的 1-2 月份累计数据，大致作为 2011 年一季度的历史同期数据进行考察。

主要结论如下：

(1) 行业构成角度，一季度上中游行业利润增速表现强劲。一季度利润同比增幅前 15 的行业，除木材加工及木竹藤棕草制品业、纺织服装鞋帽制造业的某些细分行业具备下游行业属性之外，其余 13 个二位码行业全部为采掘、化工、设备制造等上中游行业；

(2) 历史表现角度，上述一季度利润增幅靠前的上中游行业历史表现同样较强劲，较显著地体现出利润增长的可持续性。一季度利润同比增幅前 15 的行业在 2007-2010 年间（剔除 2009 年），利润增速表现普遍较为强劲，尤其是化学纤维制造业、黑色金属矿采选业、废弃资源和废旧材料回收加工业等 10 个行业（图表中加注阴影部分），在 2010 年 1-11 月利润累计增幅超过整体工业行业增幅之后，今年一季度利润增速再度超越整体水平，保持领跑态势。

图表10 一季度利润增幅前15位的二位码行业，历史同期表现同样强劲 单位：%

二位码行业	2011-1Q	2010年1-2月	2008年1-2月	2007年1-2月	2010年1-11月
28-化学纤维制造业	103.8	8,645.3	-0.2	217.8	121.2
11-其他采矿业	81.0	50.4	80.2	189.4	44.2
08-黑色金属矿采选业	80.1	98.7	211.8	65.0	109.5
43-废弃资源和废旧材料回收加工业	67.1	808.8	141.6	-5.1	81.3
26-化学原料及化学制品制造业	65.1	166.8	15.9	80.1	59.2
10-非金属矿采选业	59.9	73.3	44.9	23.9	53.7
31-非金属矿物制品业	59.3	88.4	53.5	118.9	49.2
09-有色金属矿采选业	52.2	111.4	-12.0	96.4	76.6
36-专用设备制造业	49.6	74.5	35.9	76.7	55.2
20-木材加工及木竹藤棕草制品业	49.1	64.4	35.5	97.2	54.4
17-纺织业	49.0	83.1	17.1	33.4	52.6
13-农副食品加工业	47.2	56.7	60.6	29.4	46.3
34-金属制品业	46.7	69.1	29.7	49.9	50.3
18-纺织服装、鞋、帽制造业	43.3	21.0	13.7	24.6	35.8
35-通用设备制造业	38.4	54.5	44.0	32.2	46.0
规模以上工业企业利润	32.0	119.7	16.5	43.8	49.4

资料来源：ACMR，平安证券研究所

注：表中加注阴影部分，表示相应行业 2010 年 1-11 月利润累计增速超过全国规模以上工业企业利润增速的情况下，于 2011 年一季度增速再度超越全国工业行业整体利润增速。

四、 细分行业考察结果表明行业内部出现分化

上文提及的 2011 年一季度利润增幅排名前 15 位的二位码行业中，我们进一步筛选、考察对应的三位码、四位码细分行业，从而筛选出 2007 年以来利润可持续增长能力相对较强、利润增速表现优于整体工业行业的细分行业。

我们设定的细分行业**筛选标准**如下：

（1）选取 2007 年、2008 年、2010 年的 1-11 月，以及 2011 年一季度 4 个时间段；

（2）在上述 4 个时间段内，筛选出相应时期内**利润增幅均超过当期全国规模以上工业企业利润**的细分行业。

筛选结果如下：

（1）二位码行业，今年一季度利润增幅排名前 15 位的行业，最终符合筛选条件的有 11 个，其他采矿业、农副食品加工业、纺织服装鞋帽制造业、化学纤维制造业 4 个行业被剔除；同时符合利润增速延续性特征的三位码行业 17 个，四位码行业 38 个（见图表中未加注阴影部分）；

（2）在 11 个符合条件的二位码行业框架内，三位码及四位码行业的考察体现出较为明显的行业内部分化特征：

三位码行业整体不符合条件，但其项下部分四位码行业却符合条件，表明四位码细分行业出现较明显的分化。以有色金属矿采选业这一行业为例，其二位码大行业本身利润增速在上述四个时间段均超过整体工业企业利润增速，同时四位码的细分行业铝矿采选、稀土金属矿采选也符合我们的筛选要求，但是作为上述两个四位码行业的上一级行业，常用有色金属矿采选、稀有稀土金属矿采选两个三位码行业并不符合我们的筛选要求。

另外一种情况是三位码行业整体利润增速已经符合条件，但是其项下却没有四位码行业符合条件。在我们的一季度筛选结果中，这种情况只出现在矿山、冶金、建筑专用设备制造这个三位码行业，表明行业整体利润增长态势较好，但是其四位码细分行业利润增速在部分年份落后于整体，并未形成利润增速持续超越整体的稳定局面。

图表11 一季度利润增长较快的上中游行业，内部出现两种特征的分化

2 位码行业	3 位码行业	4 位码行业
08-黑色金属矿采选业	081-铁矿采选	0810-铁矿采选
	089-其他黑色金属矿采选	0890-其他黑色金属矿采选
09-有色金属矿采选业	091-常用有色金属矿采选	0916-铝矿采选
	093-稀有稀土金属矿采选	0932-稀土金属矿采选
10-非金属矿采选业	101-土砂石开采	1013-耐火土石开采
		1019-粘土及其他土砂石开采
17-纺织业	171-棉、化纤纺织及印染精加工	1711-棉、化纤纺织加工
	175-纺织制成品制造	1759-其他纺织制成品制造
20-木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	201-锯材、木片加工	2012-木片加工
	202-人造板制造	2023-刨花板制造
		2029-其他人造板、材制造
26-化学原料及化学制品制造业	261-基础化学原料制造	2611-无机酸制造
		2613-无机盐制造
		2619-其他基础化学原料制造

	262-肥料制造	2622-磷肥制造
		2624-复混肥料制造
		2625-有机肥料及微生物肥料制造
	264-涂料、油墨、颜料及类似产品制造	2645-密封用填料及类似品制造
	265-合成材料制造	2659-其他合成材料制造
	266-专用化学产品制造	2665-信息化学品制造
		2666-环境污染处理专用药剂材料制造
31-非金属矿物制品业	312-水泥及石膏制品制造	3121-水泥制品制造
		3122-砼结构构件制造
	315-陶瓷制品制造	3152-特种陶瓷制品制造
34-金属制品业	342-金属工具制造	3423-农用及园林用金属工具制造
	345-建筑、安全用金属制品制造	3459-其他建筑、安全用金属制品制造
35-通用设备制造业	352-金属加工机械制造	3521-金属切削机床制造
		3522-金属成形机床制造
		3525-机床附件制造
		3529-其他金属加工机械制造
		3521-金属切削机床制造
	354-泵、阀门、压缩机及类似机械的制造	3544-液压和气压动力机械及元件制造
	358-通用零部件制造及机械修理	3583-机械零部件加工及设备修理
36-专用设备制造业	361-矿山、冶金、建筑专用设备制造	
	362-化工、木材、非金属加工专用设备制造	3629-其他非金属加工专用设备制造
	366-电子和电工机械专用设备制造	3662-电子工业专用设备制造
	369-环保、社会公共安全及其他专用设备	3699-其他专用设备制造
43-废弃资源和废旧材料回收加工业	431-金属废料和碎屑的加工处理	4310-金属废料和碎屑的加工处理
	432-非金属废料和碎屑的加工处理	4320-非金属废料和碎屑的加工处理

资料来源：ACMR，平安证券研究所

注：表中加注阴影部分，表示相应的三位码或者四位码行业没有达到筛选标准。

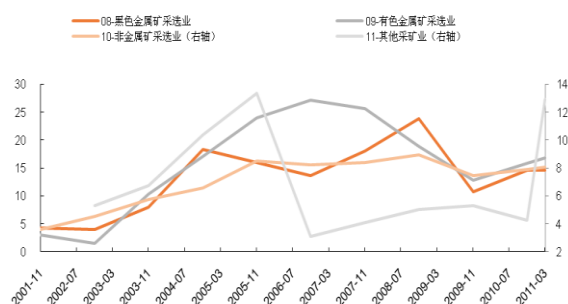
五、 一季度利润增速表现较好的行业盈利能力普遍提升

为进一步考察一季度利润增速表现较好行业的经济效益状况，我们对一季度利润增速排名前 15 行业的成本费用利润率进行统计，从一个角度来对其盈利能力进行简要分析。主要结论如下：

（1）一季度利润增速表现较好的行业成本费用利润率普遍提升，表明相应行业盈利能力提升。除木材加工及木竹藤棕草制品业、金属制品业、通用设备制造业 3 个二位数行业成本费用利润率略有下滑之外，其余 12 个二位数行业在一季度成本费用利润率均呈现出较明显的上升态势，表明这些行业在利润增速表现较强劲的同时，伴随着行业整体盈利能力的提升，从而为利润增速的可持续性奠定基础。

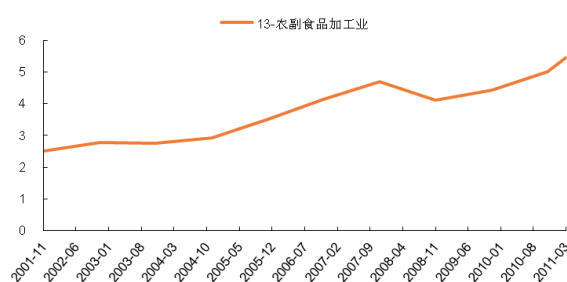
（2）一季度利润增速表现较好的行业成本费用利润率从长期来看是平稳增长的过程，表明行业盈利能力在持续提升。考察 2003 年以来上述 15 个行业成本费用利润率状况，除上游采选行业、化工相关行业及废弃资源和废旧材料回收加工业 3 个行业历史上成本费用利润率波动较大，其余 12 个行业从长期来看都是比较显著的平稳增长过程，表明这些行业盈利能力得到长期持续的提升。

图表12 上游采选行业成本费用利润率回升



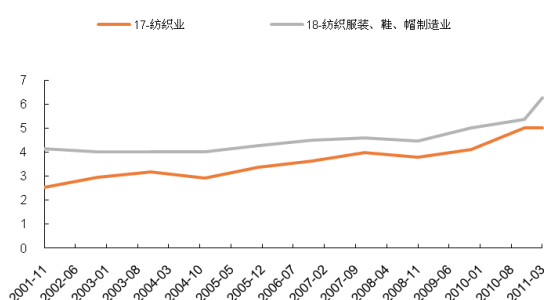
资料来源：ACMR，平安证券研究所

图表13 农副食品加工业成本费用利润率改善明显



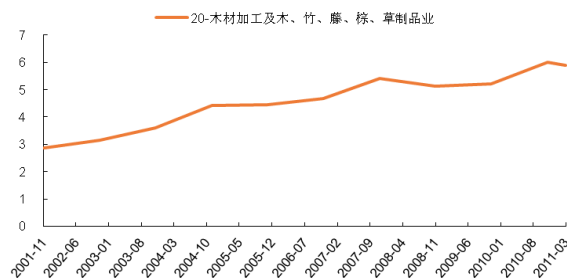
资料来源：ACMR，平安证券研究所

图表14 服装鞋帽制造业成本费用利润率表现强于纺织业



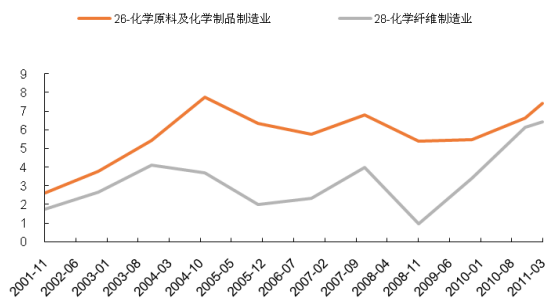
资料来源：ACMR，平安证券研究所

图表15 木材加工及制品业成本费用利润率长期回升态势明显



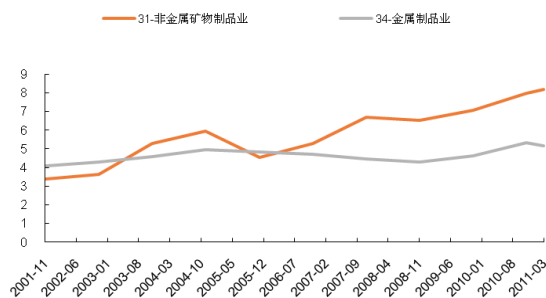
资料来源：ACMR，平安证券研究所

图表16 化工业成本费用利润率呈现持续反弹趋势



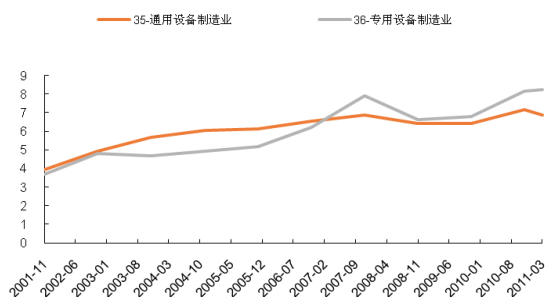
资料来源: ACMR, 平安证券研究所

图表17 非金属矿物制品业成本费用利润率回升明显



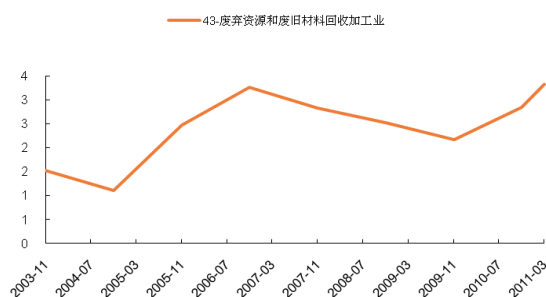
资料来源: ACMR, 平安证券研究所

图表18 专用及通用设备制造业成本费用利润率整体回升



资料来源: ACMR, 平安证券研究所

图表19 废旧资源材料回收加工业成本费用利润率强劲回升



资料来源: ACMR, 平安证券研究所

六、 主要结论

（1）一季度规模以上工业企业利润增速受高基数影响回落，同时重要分行业的企业利润增速低于整体水平，并且进入4月份以来规模以上工业增加值增速回落，由此我们认为工业行业利润增速趋弱、经济增速回落难以避免；

（2）但同时我们对规模以上工业企业利润增长前景并不担忧：

一季度利润增速排前15的大行业中，11个大行业自2007年开始利润增速就一直超越当期整体水平，同时可以看到大部分行业成本费用利润率水平长期平稳增长，表明整体盈利能力持续改善，为后续利润增速继续向好奠定了基础；

一季度部分重要分行业可能受大宗商品价格暴涨引发的成本因素影响，利润增速受到压制，但其长期成本费用利润率向好态势并未发生逆转。同时近期大宗商品等价格出现向下调整态势，有利于促进其后续盈利状况的改善。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。
市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257