

点评报告

企业开始去库存、盈利能力向下调整

2011年5月29日

2011年4月工业企业利润点评

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	3.8
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	15.1
出口	31.3	12.3
进口	38.7	16.5
固定资产投资	23.8	20.0
M2	19.7	16.5
人民币贷款余额	19.9	14.7
1年期存款利率	2.75	3.21
1年期贷款利率	5.81	6.31
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据（4月）

工业	13.4
城镇投资	25.4
零售额	17.1
CPI	5.3
PPI	6.8

资料来源：CEIC，招商证券

事件：

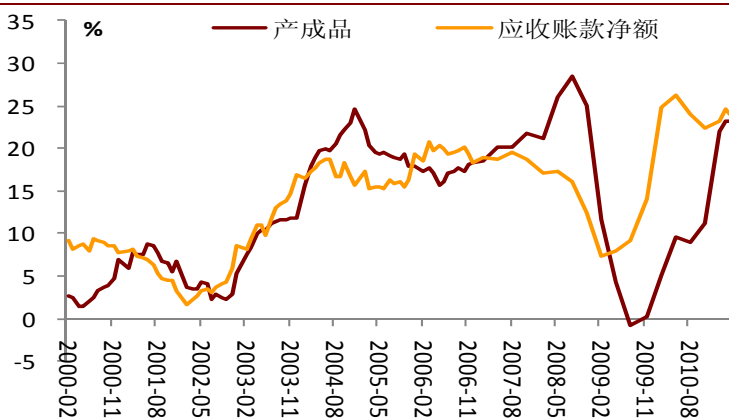
2011年5月27日，国家统计局发布1-4月份全国规模以上工业企业利润数据。1-4月份，全国规模以上工业企业实现利润14869亿元，同比增长29.7%。

评论：

1、工业企业产成品资金累计同比与上月持平，环比则开始下降，显示企业开始去库存。目前工业企业利润累计增速进一步下滑，4月份利润总额与3月基本持平，当月利润率则略有上升，显示当期企业的利润状况依然较好，但是以PPI和PPIRM差表示的企业成本转嫁能力已开始下降，在企业进一步去库存的背景下，预计企业盈利能力将面临向下调整的考验。

2、我们在《本轮库存调整可能走势一通胀2季度见顶、库存温和调整》一文中指出，本轮库存调整的时间和空间均有限，类似于2004-2005年。比较2004-2005年库存调整时期企业产成品库存、盈利和需求的变动状况，我们可以简单类推本轮库存调整可能导致2011年工业企业利润增速下滑至20%左右，三季度开始随着库存调整趋于尾声，企业利润将逐步企稳。

图：工业企业库存开始调整



数据来源：CEIC，招商证券研发中心

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

研究助理：

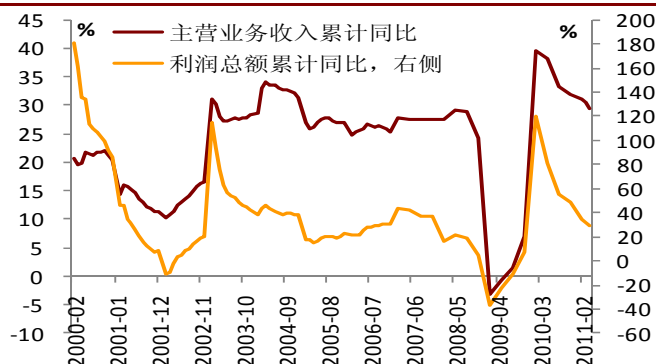
孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn

1、企业开始去库存、盈利能力面临向下调整压力

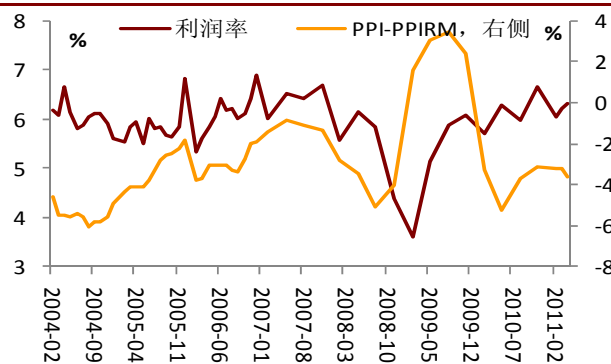
1-4 月份全国规模以上工业企业实现利润 14869 亿元，同比增长 29.7%，较 1-3 月份下滑 2.3%；主营业务收入为 29.5%，较 1-3 月份下滑 1.1%。

图 1：利润增速继续下滑



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 2：利润率相对稳定

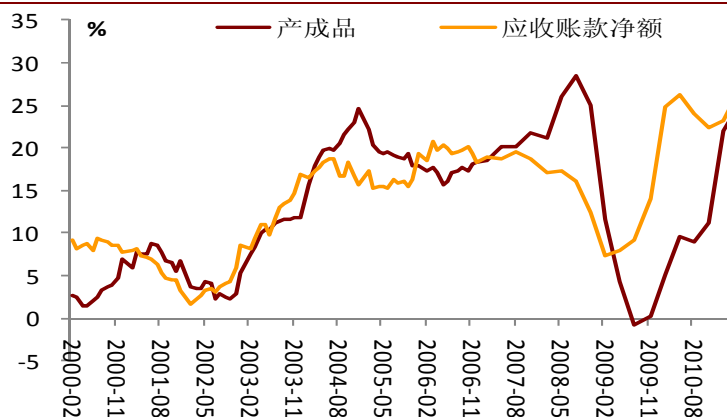


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

工业企业产成品资金累计同比与上月持平，环比则开始下降，显示企业开始去库存。目前工业企业利润累计增速进一步下滑，4 月份利润总额与 3 月基本持平，当月利润率则略有上升，显示当期企业的利润状况依然较好，但是以 PPI 和 PPIRM 差表示的企业成本转嫁能力已开始下降，在企业进一步去库存的背景下，预计企业盈利能力将面临向下调整的考验。

我们在《本轮库存调整可能走势—通胀 2 季度见顶、库存温和调整》一文中指出，本轮库存调整的时间和空间均有限，类似于 2004-2005 年。比较 2004-2005 年库存调整时期企业产成品库存、盈利和需求的变动状况，我们可以简单类推本轮库存调整可能导致 2011 年工业企业利润增速下滑至 20% 左右，三季度开始随着库存调整趋于尾声，企业利润将逐步企稳。

图 3：企业产成品资金累计同比增速继续上升

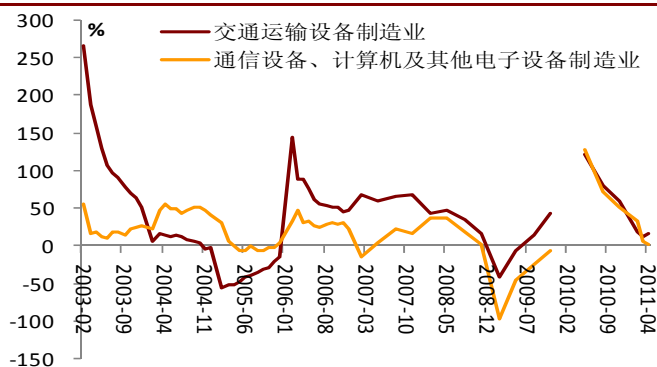


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

2、上游采选业利润维持高增速，制造业利润增速继续下滑

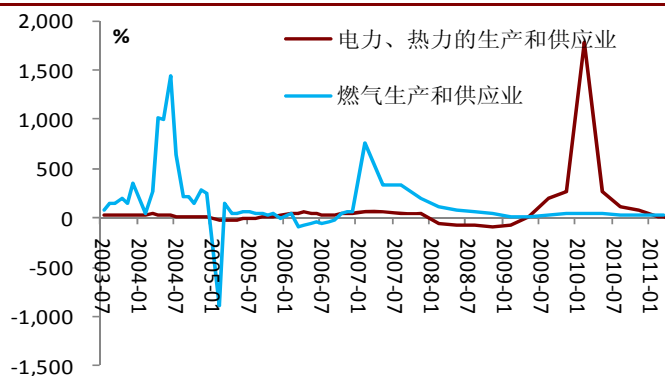
分行业来看，上游采掘业中黑色金属采选利润增速继续下降，石油、天然气和煤炭采选业利润增速小幅上升；化学原料、化学纤维等中游原材料制造业利润增速略有下滑；通用设备制造业利润增速继续下滑；交通运输设备制造业略有上升，通信设备制造业和电力、热力的生产呢和供应业利润增速继续下降。

图 4：制造业利润增速继续下滑



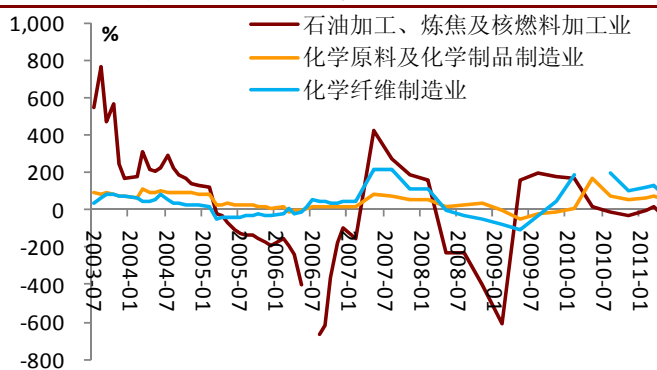
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 5：电力行业利润增速略有下降



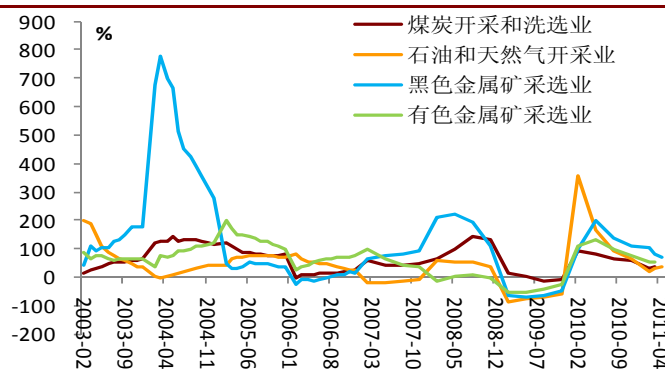
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 6：原材料制造业增速略有下降



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 7：石油、黑色金属采选业增速小幅下降



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

参考报告:

1. 《希腊债务危机发展趋势点评—债务负担不可持续 负面影响短期可控》2011/5/23
2. 《国际资本与流动性监测周报（2011 年 5 月第 3 周）-利差发出的国际资本流入内地信号有误吗》2011/5/22
3. 《本轮库存调整可能走势—通胀 2 季度见顶、库存温和调整》2011/5/22
4. 《2011 年 4 月宏观数据点评-库存调整可能已经开始、时间持续到 3 季度》2011/5/12
5. 《2011 年 4 月份金融货币数据点评-紧缩政策延续、数量型工具仍有空间》2011/5/12
6. 《2011 年 4 月份进出口数据点评-预计二季度进口增速将进一步下滑》2011/5/11
7. 《国际资本与流动性监测周报（2011 年 5 月第 1 周）-利差显示国际资本仍在温和流入香港和内地》2011/5/8
8. 《5 月份欧洲央行议息会议声明点评-短期加息预期落空 第二轮通胀效应主导欧洲央行货币政策》2011/5/6
9. 《全球宏观经济数据图册(2011 年 3 月份) 》2011/5/5
10. 《2011 年第一季度中国货币政策执行报告点评-紧缩政策不放松、但松紧边界明确》2011/5/5
11. 《香港人民币离岸市场动态月报（2010 年 4 月）》2011/5/3
12. 《2011 年 3 月工业企业利润点评-企业成本转嫁能力面临考验》2011/5/4
13. 《吹皱一池春水-国际资本流动对国内资本市场的影响》2011/5/3
14. 《美联储四月议息会议声明点评：维稳事大 紧缩需时》2011/5/3
15. 《2011 年 4 月份 PMI 数据点评-领先指标显示短期内经济下行风险较大》2011/5/3
16. 《宏观经济新疆联合调研纪要-千树万树杏花开》2011/4/18
17. 《2011 年 4 月 17 日央行上调人民币存款准备金率点评-数量型工具运用仍有空间》2011/4/18
18. 《2011 年一季度宏观数据点评-2 季度经济同比增速将进一步下滑》2011/4/17
19. 《2011 年 3 月份金融货币数据点评—信贷投放更为均衡、货币政策难有实质放松》2011/4/15
20. 《2011 年 3 月份进出口数据点评-关注 1 季度进口增速变化》2011/4/11
21. 《海外宏观经济 2011 年二季度策略报告—通胀再挂钩下的全球货币政策变》2011/4/11
22. 《宏观经济 2011 年二季度策略报告—风生水起》2011/4/7

分析师承诺

负责本研究报告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。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。