

宏观经济分析师

署名人: 邢微微

S0960209040251

010-63222923

xingweiwei@cjis.cn

参与人: 张捷

S0960110090084

010-63222925

zhangjie1@cjis.cn

相关报告

《从库存变化看 2-3 季度经济走势》，2011 年 5 月 03 日

《工业增速反弹持续性有待观察》，2011 年 4 月 9 日

《3 月 PMI 小幅回升》，2011 年 4 月 2 日

《1-2 月份出口回落不改全年高增长势头》，2011 年 3 月 10 日

《3、4 月份补库存小周期来临，物价将再次攀升》，2011 年 3 月 2 日

宏观点评报告

工业企业盈利增速何时见底

■ 主要观点

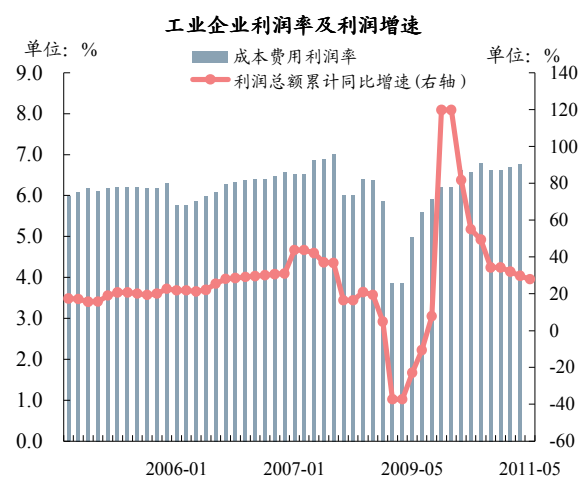
- 1-5 月，我国工业企业利润增速一直回落的态势，去库存以及通胀高企、需求放缓导致的成本转嫁能力下降是工业企业盈利增长持续下降的主要原因。
- 结合经济波动和企业利润的驱动因素，工业企业的盈利增速中枢中长期还将是一个整体下移的趋势，短期还主要看需求状况，6、7、8 月份工业企业的盈利还是一个探底过程，后续还要看保障房的进度和房地产调控政策的微调。
- 通胀与利润增长率基本上呈现出反向关系（Gwin, Carl R, 2004; Benabou, 1992; Kaskarelis, 1993）。通胀上升初期，利润增长率上升，当通胀达到高点时，利润增长率会有明显下降。企业盈利与通胀的反向变动的变动关系主要通过企业的成本转嫁和过高价格对需求的抑制体现。从我们基于工业增加值、CPI 以及 M1 观测的宏观经济波动小周期角度出发，现在处于类“滞胀”小周期，企业盈利区域底部还将有一个短暂或快速的“衰退”小周期消化，在没有看到 CPI 回落之前，企业盈利增速还将是持续下滑的趋势。
- 工业企业除去上游的采掘业外，在通胀背景下盈利都明显受到挤压，价格从上而下的传导导致原材料、加工业和生活资料盈利增速的差异性。从后续的情况来看，6、7、8 月份，我国 CPI 将逐步进入峰值，各行业的利润增速还将是一个继续探底的过程。从 PPI 和 PPIRM 分项指数的走势看，采掘业的利润增速在大宗商品价格调整和供给受限中将维持平衡小幅上涨的态势；原料行业利润探底基本完成，7 月 1 日起我国将下调国内汽油、柴油等的进口关税，这将导致原材料行业成本压力部分缓解，行业利润增速将是震荡攀升的态势；加工业、生活资料行业利润增速仍在探底中。对于加工业和生活资料行业而言，虽然成本压力得到一定程度纾解，但是需求放缓是影响其行业利润增速的主要因素。

■ 风险提示：PPI 和 CPI 增速差再度扩大挤压工业企业盈利

1-5 月工业企业利润增速持续回落

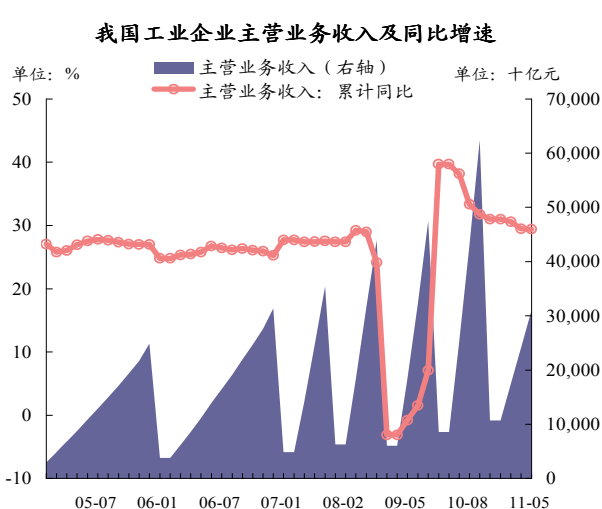
1-5 月全国规模以上工业企业收入同比增长 29.4%，利润同比增长 27.9%，较前 4 个月累计增速分别下降 0.1% 和 1.8%，收入的累计降幅缩小。从单月增速看，5 月收入同比增长 29%，较 4 月小幅回升 2.8%，但利润增速却继续下滑，5 月仅为 20.7%，较 4 月下滑 2.1%。年初以来，我国工业企业利润增速一直回落的态势，工业企业去库存以及通胀高企、需求放缓导致的成本转嫁能力下降是企业盈利增长持续下滑的主要原因。

图 1：年初以来工业企业利润不断放缓



资料来源：CEIC、中投证券研究所

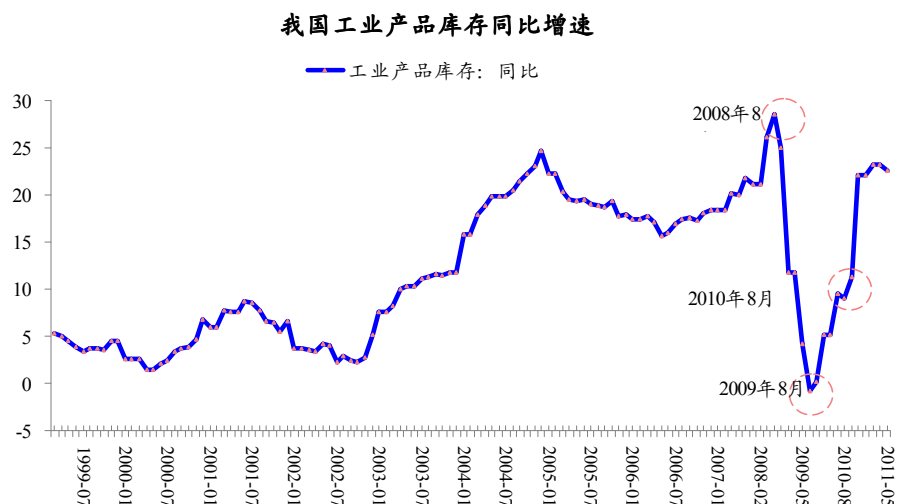
图 2：5 月份工业企业主营业务收入小幅回升



资料来源：CEIC、中投证券研究所

从 4、5 月的数据来看，终端需求放缓已经开始向供给侧传导。供给滞后需求变动 1-2 季度，需求端向供给侧的传导在 4 月份逐步体现，融资约束下的需求放缓在 2、3 季度还将持续，成为推动工业企业利润增速回落的主要力量。

图 3：5 月份工业企业产成品增速回落



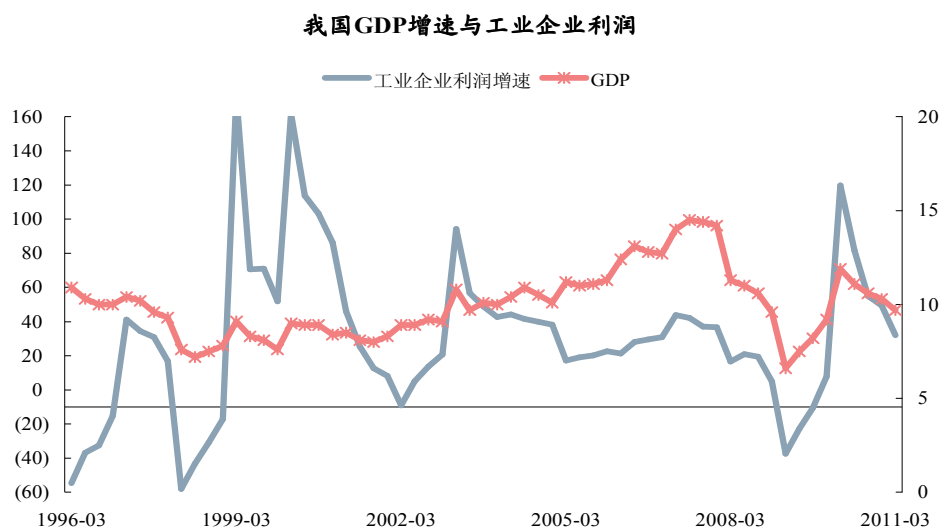
资料来源：CEIC、国家统计局、中投证券研究所

微观“去化”在宏观层面体现，去库存导致工业企业利润回落。3、4月份企业去库存行为在微观层面悄然开始出现，微观主体的去化行为5月份在宏观层面得到体现，本月产成品库存增速较4月份回落。工业产出连续两月的下滑使得库存快速增加的态势趋于缓解，但产成品库存增速见顶并不意味着去库存过程完成，也不意味着生产增速的见底，从供给、需求的滞后关系看，去库存化至少还将在6、7、8月份持续。

工业企业盈利增速何时见底

工业企业的利润增速中枢整体下移。从图1我们看出，工业企业的利润增速远高于GDP增长率（1996年以来大概高出20个百分点左右）。2005年开始，工业企业的利润增速中枢整体下移，2009年底、2010年工业企业利润的高增速主要是反危机的刺激政策及较低的基数效应导致。结合经济波动和企业利润的驱动因素，工业企业的盈利增速中枢还将是整体下移的趋势。利润增长率决定于投入要素、要素生产率、生产成本、总需求等。投入要素和要素生产率决定产能扩张的速度，生产成本、总需求的对比决定单位利润。中长期来看，要素投入受人力成本、资源约束将受限，要素生产率主要依赖于技术进步，同样受资源、劳动力供给约束，生产成本上升是必然趋势，故而企业的盈利增长主要看总需求的状况，也就是经济的增长状况。“十二五”期间，我国GDP增速中枢下移（中枢从10%到9%左右）。

图4：我国的GDP增长周期与企业盈利周期



资料来源：CEIC、中投证券研究所

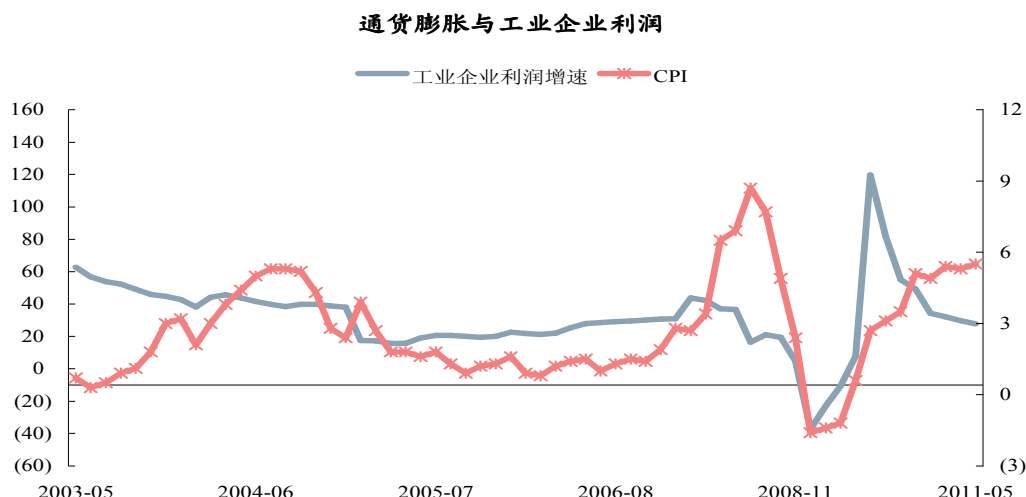
从短期来看，工业企业的盈利增速还主要看需求状况。2、3季度由于外围经济的放缓，出口需求不会加速，消费受制房地产、汽车等调控政策还将维持一个低迷的态势，部分工业企业由于电力供给缺口产能受限，PPI高位震荡导致生产成本上升的态势短期内无法有效缓解，这导致盈利增速在3季度还是一个探底的过程。后续总需求状况还要看保障房的进度和房地产调控政策的微调，但总体3、4季度是一个逐季回落的态势。

工业企业盈利增速的回升还要看通货膨胀的走势。通胀与利润增长率基本

上呈现出反向关系（Gwin, Carl R, 2004; Benabou, 1992; Kaskarelis, 1993）。总体来看，通胀上升初期，利润增长率上升，当通胀达到高点时，利润增长率都会有明显下降。

通货膨胀对企业盈利的影响还要看通货膨胀与经济波动的关系。在需求放缓的态势下，价格主要从工业品价格向下游传导，价格从上而下的传导以及需求相对供给的收缩使得企业转嫁成本困难，单位利润受挤压的同时销量受限需求难以扩大，这将对工业企业利润的负面影响更加明显。

图 5：我国的通胀周期与企业利润周期



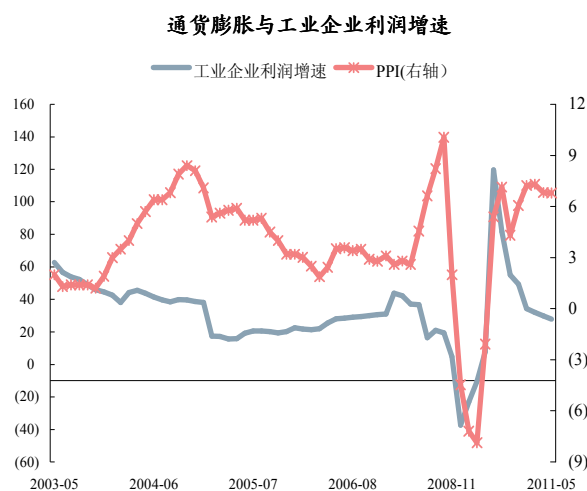
资料来源：CEIC、中投证券研究所

从微观层面看，CPI 上涨对单位成本利润的影响模式是：CPI 上涨初期，单位产品利润微涨，当 CPI 达到高点时，单位产品利润大幅度下降，当 CPI 开始下降时，单位产品利润开始逐渐上升。此外，当价格超过一定界限之后，对销量产生了大幅度的侵蚀，企业盈利与通胀的反向变动关系主要通过成本转嫁能力下降和过高价格对销量的抑制体现。

我们根据统计数据发现，这一价格上升的临界值在 CPI 在 3%、加工类 PPI 同比到达 2.5% 左右的水平。目前加工类的 PPI 距离 2.5% 左右的同比临界值仍有较大的空间，在 CPI 和 PPI 向这一区间回落时，我们才有可能看到盈利增速的见底。

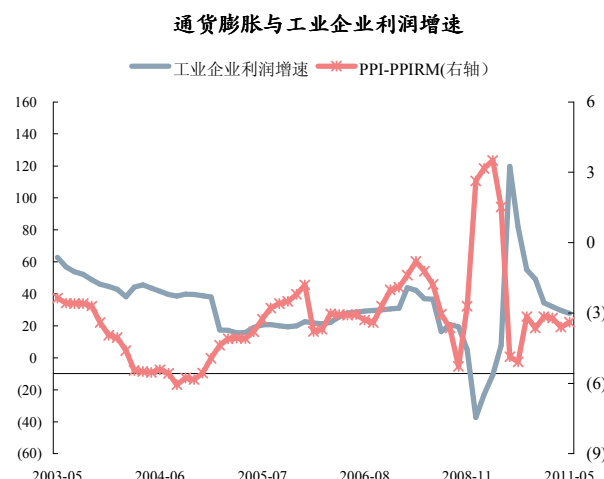
另外，从我们基于工业增加值、CPI 以及 M1 观测的宏观经济波动小周期角度出发，现在处于类“滞涨”小周期，企业盈利区域底部还将有一个短暂或快速的“衰退”小周期去消化，这需要经历 CPI 的拐头向下，在没有看到 CPI 回落之前，企业盈利增速还将是持续下滑的趋势。

图 6: 通胀加速见顶阶段工业企业利润增速回落



资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 7: 工业企业利润滞后 PPI-PPIRM3 个月



资料来源: CEIC、中投证券研究所

产业链上中下游行业盈利增速差异

通货膨胀对企业盈利的影响主要通过成本构成、涨价能力和产出与需求三条途径。目前，通胀高企、需求放缓的态势下，行业盈利的差异性主要体现在成本转嫁能力。成本转嫁包括两个层次：一是通过产品价格转嫁；二是通过产能扩张化解。我们用产品价格指数（行业 PPI）和购进价格指数（PPIRM）相减衡量行业的利润空间，将全部工业企业按照产业链上下游关系分为采掘业、原材料业、加工业和生活资料业四类。通胀期间，采掘业产品出厂价格幅度最大，原料业其次，消费行业作为产业链末端，价格弹性幅度有限，行业的成本转嫁能力大体是采掘业>原材料业>加工业>生活资料业。通胀上升期间，采掘业累计收入同比增幅最为明显且上升幅度最大，主营业务收入增速拐点和毛利率增速拐点最晚。原料行业、加工行业在通胀超过 3% 水平时，行业毛利率开始明显下滑，消费品制造行业毛利率波动较平，弹性较低受通胀影响不太明显¹。

从这四大类的情况来看，从去年末至今，采掘业主营业务收入增速和利润增速波动不大，基本上处于历史的平均水平，3、4 月份出现小幅回升；加工业主营业务收入增速与利润增速均属于下滑态势，利润增速下滑更为明显；原材料的主营业务收入和利润增速去年下半年下滑较为明显，而今年 1-4 月份增速回落趋缓，3、4 月份基本处于一个平衡的态势；而生活资料业则表现出明显的主营业务收入增幅上涨，而利润增速下滑的态势。

我国工业企业除去上游的采掘业外，在通胀背景下盈利都明显受到挤压，价格从上而下的传导导致原材料、加工业和生活资料盈利增速的差异性。从 2010 年 1 月开始，PPI 和 CPI 始终有个正的“剪刀差”，这个正剪刀差从去年 8 月份开始攀升，在今年 2 月份见顶，这导致原材料、加工业利润增速去年下半年下滑明显，1-4 月以来 PPI 和 CPI 剪刀差的回落也导致原材料利润增速回落放缓。

¹ 参见报告《20110520 专题报告一通胀-行业盈利关系模型建立及相关投资策略(中投证券_徐鹏 朱霖)》。

图 8: 采掘业主营业务收入和利润增速

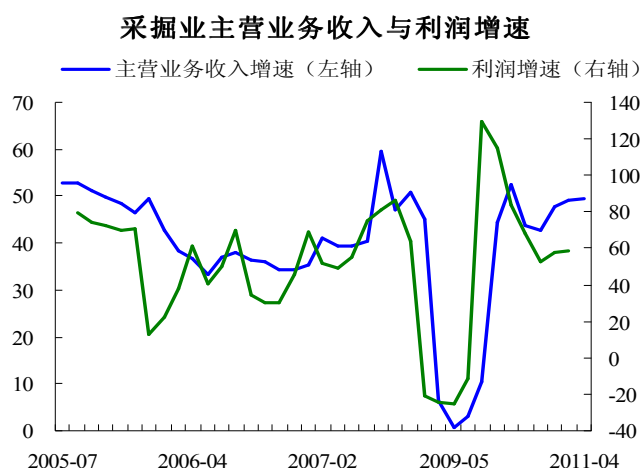


图 9: 原材料业主营业务收入和利润增速

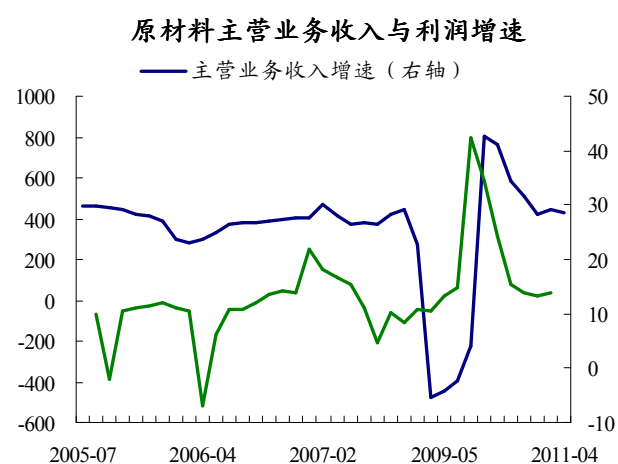


图 10: 加工业主营业务收入和利润增速

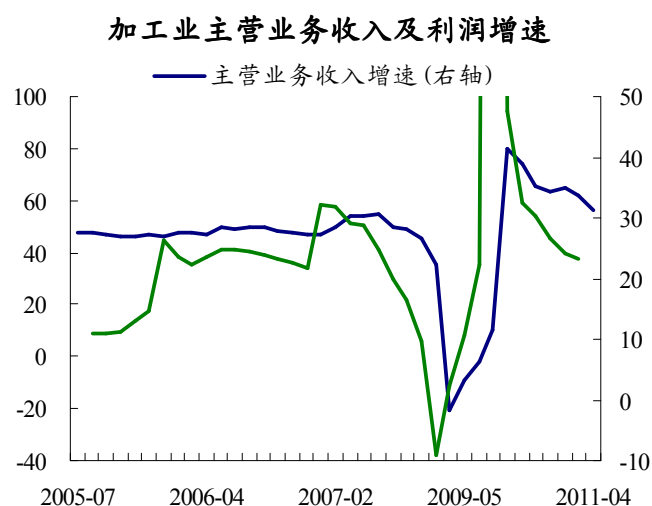


图 11: 生活资料业主营业务收入和利润增速

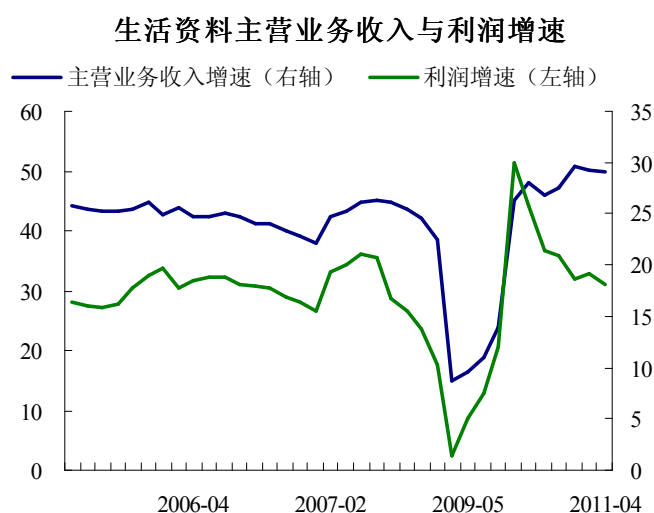


图 12: 工业增加值与 CPI、PPI

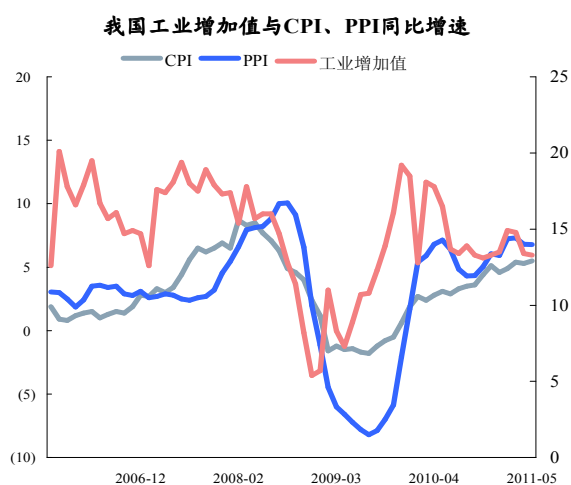
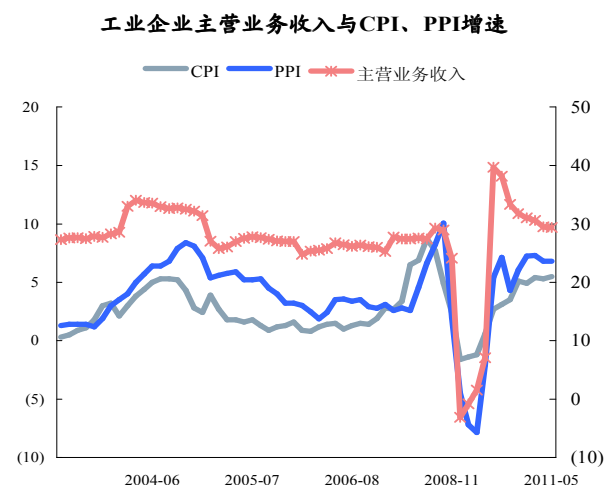


图 13: 工业企业主营业务收入与 CPI、PPI



资料来源: CEIC、中投证券研究所

资料来源: CEIC、中投证券研究所

从后续的情况来看，6、7、8月份，我国CPI将逐步进入峰值，各行业的利润增速还将是一个继续探底的过程。而近期伴随全球经济增长的放缓和美元指数的走强，主要大宗商品步入调整。但是，截止到6月20日，主要工业品出厂价格涨跌互现，其中，煤炭、主要化工产品上涨较为明显，铜、水泥环比小幅下跌。从PPI和PPIRM分项指数的走势看，采掘业的利润增速在大宗商品价格调整和供给受限中将维持平衡小幅上涨的态势。原料行业利润探底基本完成。7月1日起我国将下调国内汽油、柴油等油品的进口关税，这将导致原材料行业成本压力部分缓解，虽然原材料PPI还将是一个下行态势，但成本压力的缓解将导致行业利润增速震荡攀升的态势。加工业、生活资料行业利润增速仍在探底中。对于加工业和生活资料行业而言，虽然成本压力得到一定程度纾解，但是需求放缓至其行业利润增速仍在探底中。

图 14: 工业企业利润与 CPI、PPI



图 15: 重工业 PPI 指数高位震荡

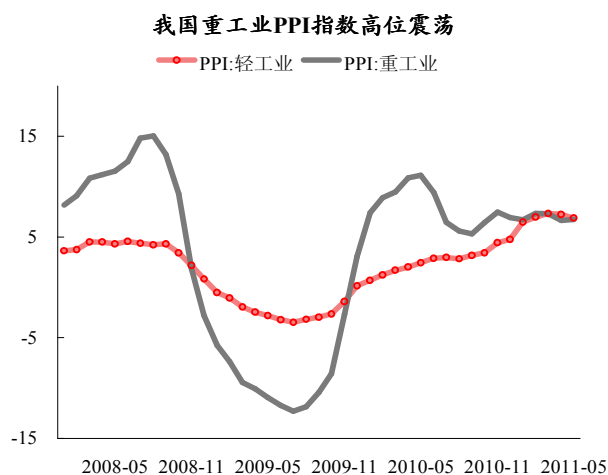


图 16: 原材料和加工业 PPI 近期回落

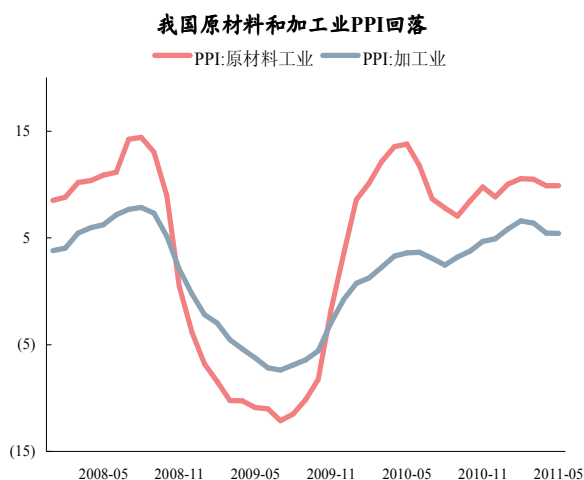
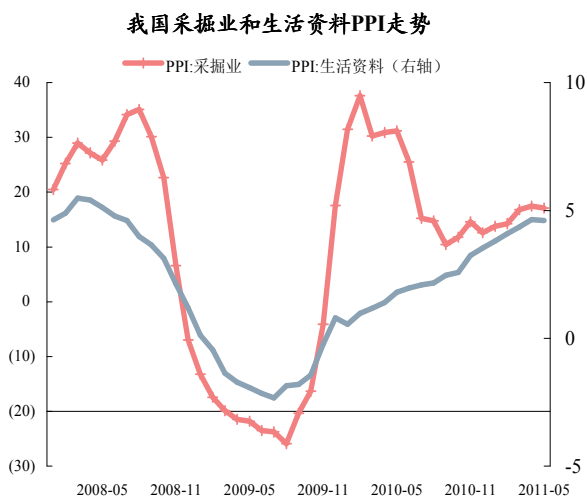


图 17: 生活资料 PPI 指数持续攀升



资料来源：CEIC、中投证券研究所

资料来源：CEIC、中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

邢微微, 中投证券宏观经济分析师, 中国人民大学金融学硕士。5 年证券从业经验, 负责宏观经济研究, 领域覆盖国内经济走势与财政货币政策等。

张 捷, 中国社会科学院金融学博士, 中投证券研究所宏观经济研究员。在《财经研究》、《南开经济研究》等国内外期刊上发表论文数篇, 研究成果在 2008 年度证券业协会学术课题评选中获一等奖, 目前研究领域涵盖海外经济、国内宏观、政策研究等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434