

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

工业企业盈利增速言“底”尚早

■ 数据

- 1-6 月份，全国规模以上工业企业实现利润 24105 亿元，同比增长 28.7%，较上月小幅回升 0.8 个百分点

■ 点评

- 年初以来，我国工业企业主营业务收入和利润增速一直呈回落态势，通胀高企、成本转嫁能力下降导致利润空间受挤压是工业企业盈利增长持续下滑的主要原因。6 月份，工业企业主营业务收入以及利润增速回升，工业企业的利润率并没有得到明显改善，盈利增速的小幅回升主要得益于工业产出的反弹
- 6 月份工业产出回升拉长库存调整周期。工业企业产成品库存增速 5 月开始回落，本月继续回落至 21.7%。6 月的 PMI 原材料库存指数延续回落的态势，PMI 产成品指数却背离上升，工业产出的反弹将导致库存调整周期的延长，工业企业去库存至少将持续到 3 季度末
- 工业企业盈利增速见底尚早。6 月份工业企业盈利增速的小幅回升主要得益于外生扰动因素影响趋弱后前期被抑制的工业产出的增长，工业产出的反弹在需求缓落的背景下具有不可持续性，工业产出在经历 6、7 月份的反弹后还将回落。
- 从通胀对企业盈利模式影响来看，我们要想看到工业企业利润率“见底”需要看到 CPI“见顶”。整体而言，三季度，工业企业由于价格上涨导致的利润挤压状况将有所改善，但是需求放缓将抑制产出和销量的扩张
- 基于对 PPI 和 PPIRM 分项指数的分析，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；原料行业由于成本压力的缓解利润增速将震荡攀升；加工业和生活资料行业的成本压力虽然伴随 PPI、CPI 的“剪刀差”回落得到纾解，但需求放缓导致行业利润增速仍在探底中

■ 风险提示：PPI 和 CPI 增速差再度扩大挤压工业企业盈利

6 月工业企业利润小幅回升

6 月份，全国规模以上工业企业实现主营业务收入和利润总额累计同比增长 28.7%和 29.7%，较上月都有小幅回升。

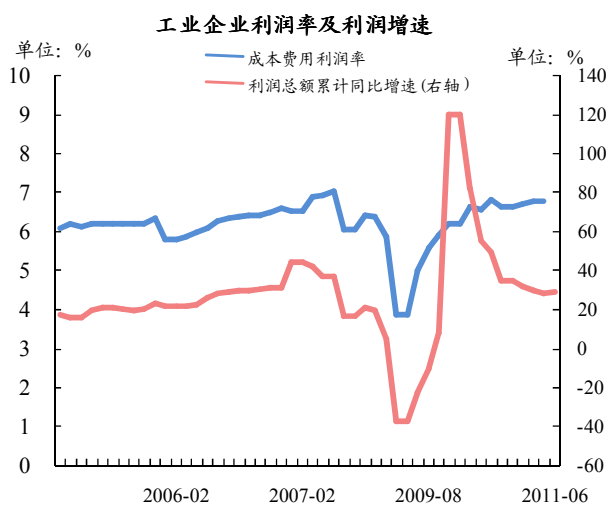
年初以来，我国工业企业主营业务收入和利润增速一直回落的态势，通胀高企、成本转嫁能力下降导致利润空间受挤压是工业企业盈利增长持续下滑的主要原因。6 月份，工业企业盈利增速的小幅回升并非企业利润率得到明显改善而主要得益于工业产出的反弹。

表 1: 2011 年 6 月工业利润数据

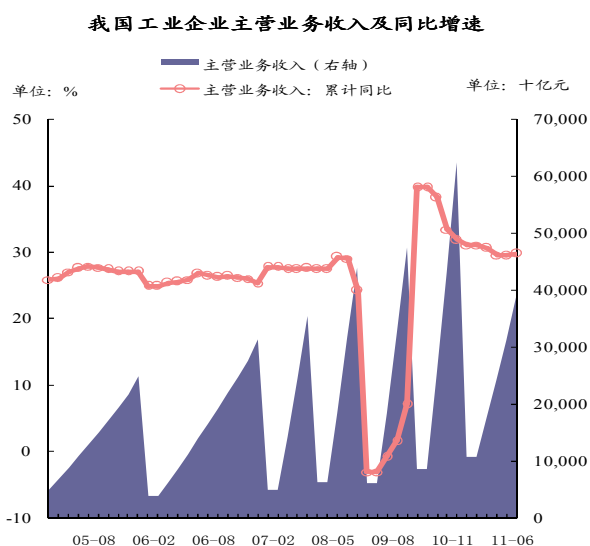
	公布值	上月值
主营业务收入	29.7%	29.4%
利润总额	28.7%	27.9%

数据来源：CEIC、中投证券研究所

图 1: 6 月份规模以上工业企业主营业务收入和利润增速均小幅回升



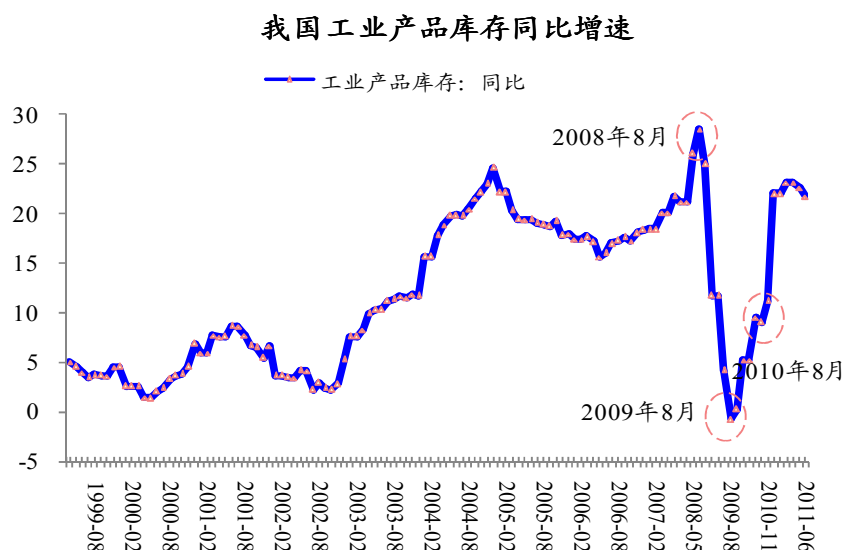
资料来源：CEIC、中投证券研究所



资料来源：CEIC、中投证券研究所

6 月份工业产出回升拉长库存调整周期。工业产出 4、5 月的下滑使库存快速增长的态势趋于缓解，产成品库存增速 5 月开始回落，本月工业企业的去库存过程还在继续，产成品库存增速回落至 21.7%。6 月份的 PMI 原材料库存指数延续回落的态势，而 PMI 产成品指数却背离上升，工业产出的大幅反弹将延缓产成品库存回落速度，导致库存调整周期的延长，去库存化至少将持续到 3 季度末。

图 2：6 月份工业企业产成品库存继续回落



资料来源：CEIC、国家统计局、中投证券研究所

工业企业盈利增速言见底尚早

6 月份，规模以上主要工业企业部门利润增速大部分出现回升，那么是否伴随着工业产出的反弹，工业企业的盈利增速也就此见底了呢？我们认为言之尚早！6 月份工业企业盈利增速的小幅回升主要得益于外生扰动因素影响趋弱后前期被抑制的产出的恢复，6、7 月份工业产出的反弹具有在需求缓落的背景下具有不可持续性，工业企业盈利增速见底也尚需时日。

表 2：2011 年 6 月主要工业行业利润数据

工业部门	当月同比增速	上月值
石油和天然气开采业	37.7% ↑	37%%
黑色金属矿采选业	61.7 ↑	55.9%
化学原料及化学制品制造业	57.1 ↓	57.4%
化学纤维制造业	49.8 ↓	56.9%
黑色金属冶炼及压延加工业	6.9 ↑	-1.1%
有色金属冶炼及压延加工业	48.5 ↑	35.3%
交通运输设备制造业	13.1 ↑	11.8%
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	3.6 ↑	2.5%
电力、热力的生产和供应业	7.3 ↓	7.8%
石油加工、炼焦及核燃料加工业	-66% ↓	-51%

数据来源：国家统计局、中投证券研所

我们在上一篇报告中指出，在通胀背景下工业企业盈利主要取决于成本转嫁能力以及产出和需求变化，工业企业的成本转嫁能力决定于通货膨胀的阶段以及成本构成差异。

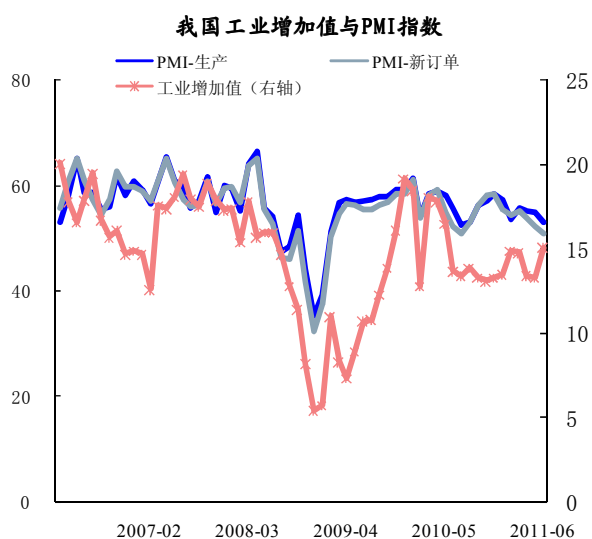
一般来说，伴随 CPI 的加速上涨企业的成本转嫁越来越难。具体来说，CPI 上涨初期，工业企业产品利润微涨，当 CPI 趋向高点时，单位产品利润下降，当 CPI 拐头向下时，单位产品利润逐渐回升。因此，我们要想看到工业企业利润率的“见底”需要看到 CPI 见顶回落。

6 月份工业企业盈利的回升主要得益于产出的增长。但我们却看到了产品销售率的下降以及 PMI 库存指数的上升。从三季度的情况来看，3 季度外围经济不确定性增加，出口增速不会加速，消费受制房地产、汽车调控政策还将维持低迷，固定资产投资在房地产增速回落带动下将稳中趋落，这导致需求在 3 季度较 2 季度继续放缓，工业产出在这种态势下经历 6、7 月份的反弹后还将回落。

整体而言，三季度，工业企业由于价格上涨导致的利润挤压状况将有所改善，但是需求放缓抑制产出的扩张工业企业整体的盈利增速言见底还尚早。从行业盈利增速态势来看，由于成本构成差异，产业链上下游的采掘业、原材料行业、加工业、生活资料业的盈利状况决定于 CPI 和 PPI 的变化趋势。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，这直接导致原材料、加工业利润增速去年下半年下滑明显。2 月以来 PPI 和 CPI 剪刀差持续回落，相应地原材料、加工业等行业的利润率增速回落放缓。

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；原料行业利润由于成本压力的缓解将震荡攀升；加工业和生活资料行业的成本压力虽然伴随 PPI、CPI 的“剪刀差”回落得到一定纾解，但需求放缓导致行业利润增速仍在探底中。

图 3: PMI 指数回落预示工业产出回升不可持续



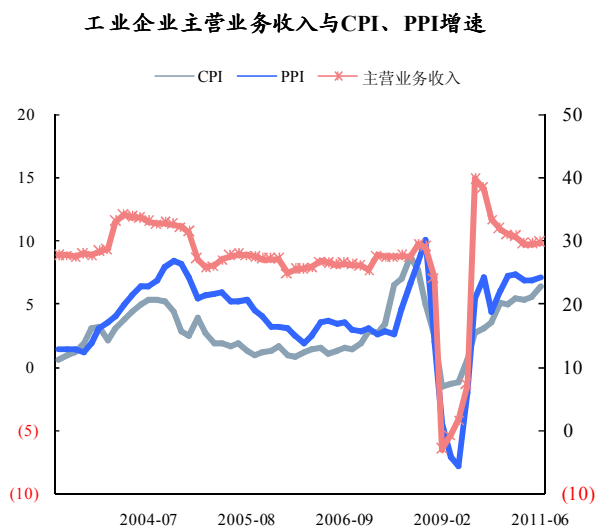
资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 4: 6 月 PMI 原材料和产成品库存指数背离



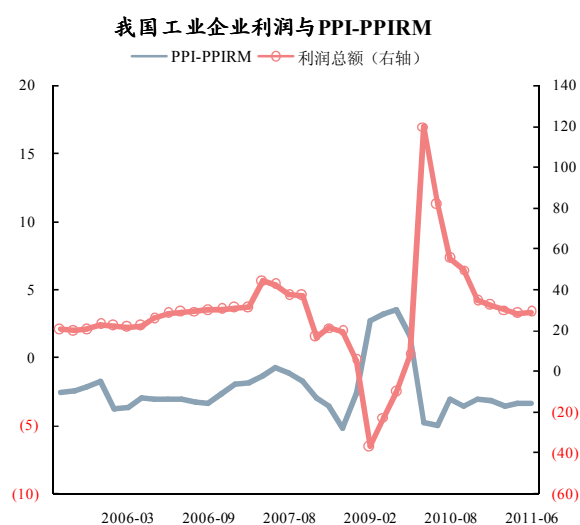
资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 5: 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 6: 工业企业利润滞后 PPI-PPIRM3 个月



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。

免责条款

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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518048	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434