

企业累计利润重归下降通道，价格快速回落的杀伤力尚在8月后

——7月份工业企业累计利润增速数据点评

相关报告

➤ 2011.07.27

《去库存周期仍在继续，工业利润累计增速上升或昙花一现：1-6月工业企业累计利润增速点评》；

➤ 2011.06.27

《工业企业盈利增速继续下降：1-5月工业企业累计利润增速点评》；

➤ 2011.05.29

《去库存与资金成本开始侵蚀企业盈利能力：1-4月工业企业累计利润增速点评》；

分析师：牛鹏云

执业证书编号：

S0500511050002

联系人：罗文波

(8621) 68634510-8273

lwb3323@xcsc.com

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路
958号华能联合大厦5层湘财证券研
究所

<http://www.xcsc.com>

(一) 工业企业盈利累计增速重回下降通道

数据显示，工业企业累计盈利增速结束6月份的异动，重归下降趋势。1-7月份为28.3%，低于1-6月28.9%。在规模以上工业企业中，国有及国有控股企业实现利润8952亿元，同比增长20.4%，高于6月20.2%；集体企业实现利润444亿元，同比增长30.6%，低于1-6月份的33.8%；股份制企业实现利润15995亿元，同比增长33.9%，低于1-6月份的34.8%；私营企业继续保持较高增速，实现利润7608亿元，同比增长46.6%，低于1-6月份的47.2%。正如我们前期报告中指出，6月份工业企业盈利增速的异动，我们认为6月份企业累计利润增速上升为昙花一现，第三季度将仍维持整体向下的趋势。一般来说，在需求回落的经济周期中，终端需求的减缓驱使价格水平下移，通过抬高企业的相对生产成本、降低终端需求价格和减少企业的销量影响企业的盈利水平。除此之外，在货币紧缩周期中，借贷成本的上升，也是影响企业盈利水平的一个重要因素。

我们并不十分担心目前出现的价格高位而利润增速缓慢下降的较为温和周期，我们担心的是价格急速回落引起的企业盈利增速的快速杀跌的过程。

(二) 行业内出现结构性分化延续，上游制造业景气度维持高位

在39个工业大类行业中，37个行业利润同比增长，但增速有所回落，2个行业同比下降。主要行业利润增长情况：石油和天然气开采业利润同比增长37.2%，黑色金属矿采选业增长58.7%，化学原料及化学制品制造业增长56.6%，化学纤维制造业增长41.1%，电力、热力的生产和供应业增长6.9%。黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业以及交通运输设备制造业盈利增速回升，分别为17.1%、56.5.5%和13.2%；出现负增长的两个行业是通信设备、计算机及其他电子设备制造业和石油加工、炼焦以及核燃料加工工业，增长分别为-1.5%和-77.4%。

分行业来看，利润累计增幅上涨的主要集中在上游制造业行业。但未来随着价格水平的回落，盈利风险最大的行业就是目前利润增速保持较高水平的上游制造业行业（受政策管制而扭曲供求关系的行业除外）。

(三) 生产资料价格波动显示，8月份工业企业利润增速回落仍将“按部就班”

我们仍坚持报告的一贯看法，企业盈利状况的最坏时刻并没有到来。首先，从工业企业库存水平来看，整体库存水平仍处于较高位置，随后几个月去库存过程仍将继续；其次，货币政策的积累效果仍在继续。尽管市场已经普遍预期7月份CPI将是今年通胀的峰值，政府在加息问题上也一再谨慎，但货币政策并没有出现明显可放松的迹象。

根据对周生产资料的数据跟踪来看，8月份生产资料价格并没有出现明显的大幅波动迹象。此外，PPI的价格水平尽管可能出现回落，但降幅可能仍较为平缓。故此，我们认为8月份工业企业盈利增速仍处于有条不紊的回落趋势中，同时，经济出现大幅度回落的可能性不大，时间节点仍将后延。

一、工业企业盈利累计增速重回下降通道

从数据来看,工业企业累计盈利增速结束6月份的噪音,重归下降趋势。1-7 月份为 28.3%, 低于 1-6 月 28.9%。在规模以上工业企业中, 国有及国有控股企业实现利润 8952 亿元, 同比增长 20.4%, 高于 6 月 20.2%; 集体企业实现利润 444 亿元, 同比增长 30.6%, 低于 1-6 月份的 33.8%; 股份制企业实现利润 15995 亿元, 同比增速 33.9%, 低于 1-6 月份的 34.8%; 私营企业继续保持较高增速, 实现利润 7608 亿元, 同比增长 46.6%, 低于 1-6 月份的 47.2%。正如我们前期报告中指出, 6 月份工业企业盈利增速的异动, 我们认为 6 月份企业累计利润增速上升为昙花一现, 第三季度仍将维持整体向下的趋势。

图 1 终端需求放缓下的企业收入与盈利增速

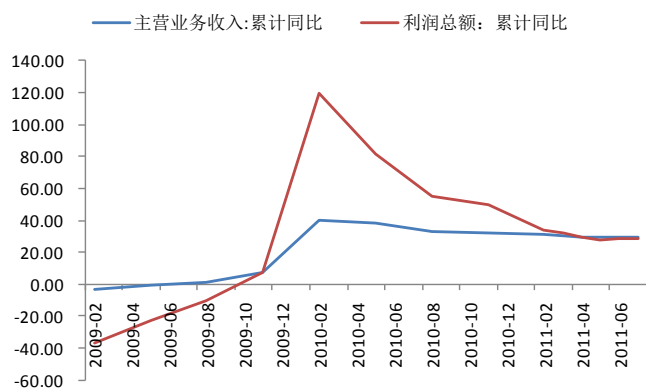
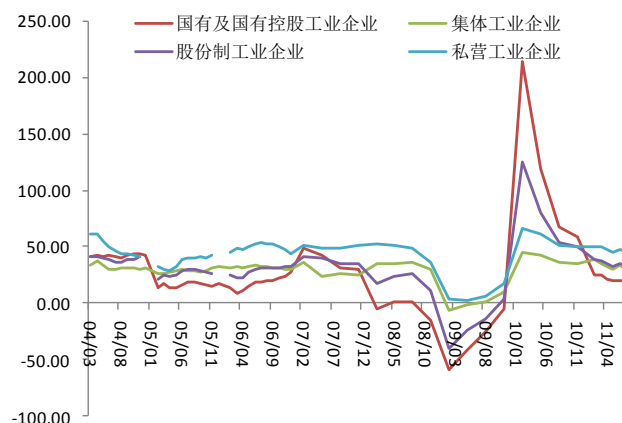


图 2 不同性质企业累计利润增速趋势图



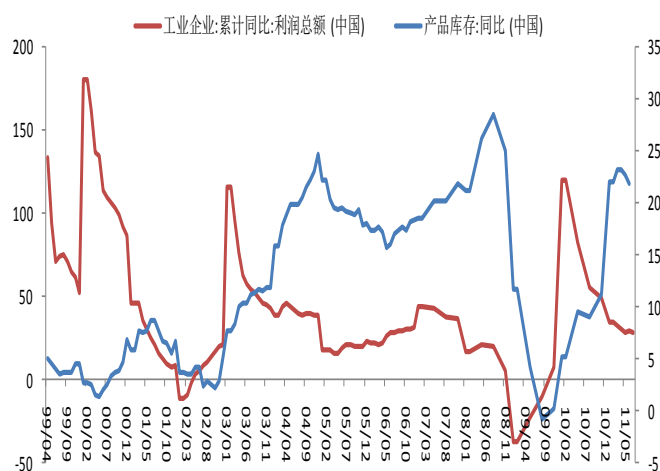
资料来源: ceic, 湘财证券研究所

资料来源: ceic, 湘财证券研究所

一般来说, 在需求回落的经济周期中, 终端需求的减缓驱使价格水平下移, 通过抬高企业的相对生产成本、降低终端需求价格和减少企业的销量影响企业的盈利水平。在货币紧缩周期中, 借贷成本的上升, 也是影响企业盈利水平的一个重要因素。

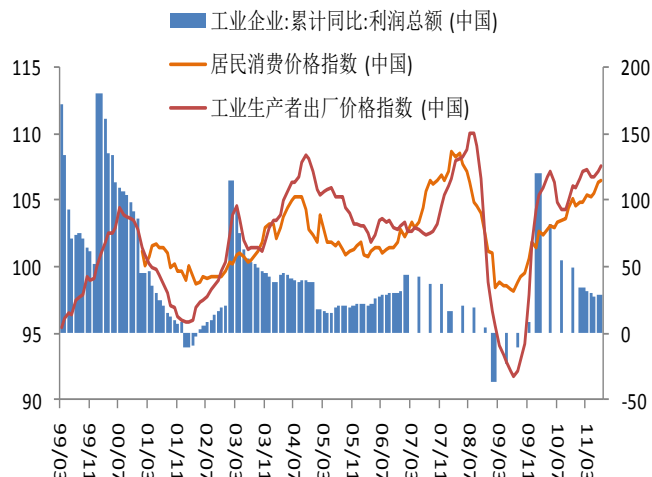
我们并不十分担心目前出现的价格高位而利润增速缓慢下降的较为温和周期, 我们担心的是价格急速回落引起的企业盈利增速的快速杀跌的过程。

图 3 主动去库存周期尚未结束



资料来源：ceic，湘财证券研究所

图 4 警惕价格快速回落下企业累计利润增速的急速杀跌



资料来源：ceic，湘财证券研究所

二、行业内出现结构性分化延续，上游制造业景气度维持高位

在 39 个工业大类行业中，37 个行业利润同比增长，但增速有所回落，2 个行业同比下降。主要行业利润增长情况：石油和天然气开采业利润同比增长 37.2%，黑色金属矿采选业增长 58.7%，化学原料及化学制品制造业增长 56.6%，化学纤维制造业增长 41.1%，电力、热力的生产和供应业增长 6.9%。黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业以及交通运输设备制造业盈利增速回升，分别为 17.1%、56.5%和 13.2%；出现负增长的两个行业是通信设备、计算机及其他电子设备制造业和石油加工、炼焦以及核燃料加工工业，增长分别为-1.5%和-77.4%。

表 1 工业企业利润累计增速行业比较

指标名称	11-07	11-06	11-05	11-04	11-03	11-02	10-11	10-08	10-05
石油和天然气开采业	37.20	37.70	36.95	35.38	33.06	18.66	65.69	93.15	166.82
黑色金属矿采选业	58.70	61.70	55.88	71.64	80.11	105.59	109.51	134.78	197.53
石油加工、炼焦及核燃料加工业	-77.40	-65.96	-51.03	-35.71	-16.96	20.75	-1.05	-30.99	-8.94
化学原料及化学制品制造业	56.60	57.11	57.37	59.51	65.05	75.73	59.19	49.55	69.28
化学纤维制造业	41.10	49.77	56.89	77.51	103.83	130.15	121.16	103.38	200.08
黑色金属冶炼及压延加工业	17.10	6.87	-1.08	-0.14	15.64	26.11	58.14	99.70	3,289.54
有色金属冶炼及压延加工业	56.50	48.46	35.31	31.15	28.46	16.71	82.08	126.57	329.31

交通运输设备制造业	13.20	13.09	11.80	16.34	11.57	19.31	59.41	80.67	120.75
通信设备、计算机及电子设备制造业	-1.50	3.56	2.53	2.35	5.47	33.41	52.03	71.29	128.68
电力、热力的生产和供应业	6.90	7.26	7.79	-0.31	9.24	13.00	74.45	119.49	261.52

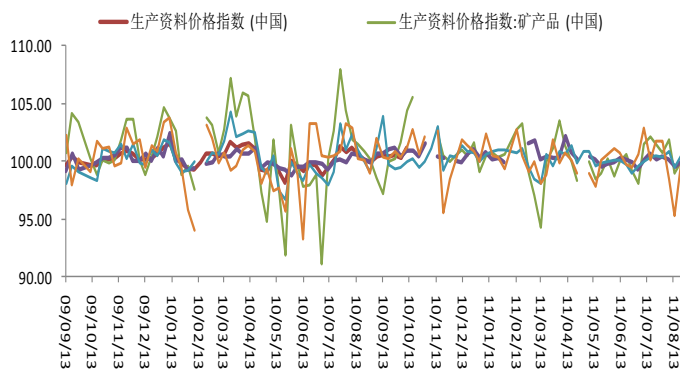
资料来源：ceic，湘财证券研究所

分行业来看，利润累计增幅上涨的主要集中在上游制造业行业，但未来随着价格水平的回落，盈利风险最大的行业就是目前利润增速保持较高水平的上游制造业行业（受政策管制而扭曲供求关系的行业除外）。

三、生产资料价格波动显示，8 月份工业企业利润增速回落仍将“按部就班”

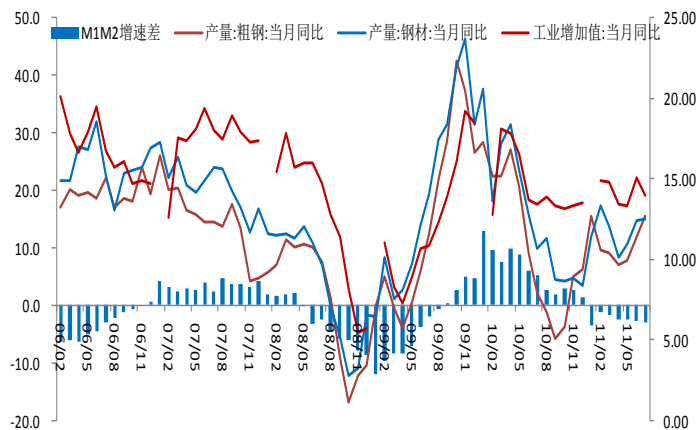
我们仍坚持报告的一贯看法，企业盈利状况的最坏时刻并没有到来。首先，从工业企业库存水平来看，整体库存水平仍处于较高位置，随后几个月去库存过程仍将继续；其次，货币政策的积累效果仍在继续。尽管市场已经普遍预期 7 月份将是今年通胀的峰值，政府在加息问题上也一再谨慎，但货币政策并没有出现明显可放松的迹象。

图 5 生产资料价格波动显示经济快速回落风险不大



资料来源：ceic，湘财证券研究所

图 6 经济先行指标显示经济仍处于较为平稳状态



资料来源：ceic，湘财证券研究所

根据对周生产资料的数据跟踪来看，8 月份生产资料价格并没有出现明显的大幅波动迹象。此外，PPI 的价格水平尽管可能出现回落，但降幅可能仍较为平缓。故此，我们认为 8 月份工业企业盈利增速仍处于有条不紊的回落趋势中，同时，经济出现大幅度回落的可能性不大，时间节点仍将后延。

表 2 分行业产品库存水平

	11/6	11/5	11/4	11/3	11/2	11/1	10/11	10/8	10/5	10/2
产品库存:同比	21.74	22.62	23.16	23.15	22.04	22.04	11.22	9.03	9.49	5.19
煤炭开采和洗选业	31.30	31.32	31.95	27.89	20.40	20.40	19.09	15.27	16.45	16.57
石油和天然气开采业	-4.83	16.24	12.14	1.09	5.41	5.41	2.81	3.89	-10.50	6.23
食品制造业	16.45	18.56	17.16	14.93	18.42	18.42	-0.39	2.68	2.92	-0.60
饮料制造业	27.48	29.21	22.57	20.65	17.97	17.97	8.33	10.57	1.20	11.17
烟草制品业	14.08	41.06	59.26	46.17	42.69	42.69	16.95	20.47	7.16	-5.63
纺织业	29.74	28.52	25.82	21.26	16.53	16.53	3.87	-2.58	-2.49	-2.99
纺织服装、鞋、帽制造业	32.25	31.91	29.97	31.28	32.76	32.76	7.36	4.80	0.14	-2.05
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	18.44	19.25	18.27	16.59	14.08	14.08	5.15	0.28	-4.84	-5.68
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	21.95	18.93	19.58	16.15	12.22	12.22	-2.96	-4.23	-5.64	0.13
造纸及纸制品业	8.93	8.71	15.70	19.41	18.75	18.75	9.15	19.94	7.09	-7.08
石油加工、炼焦及核燃料加工业	24.25	27.07	32.28	26.33	21.62	21.62	14.75	17.81	39.70	28.37
化学原料及化学制品制造业	21.15	19.38	21.15	21.23	20.91	20.91	6.67	5.70	10.41	4.14
医药制造业	18.65	18.32	20.28	18.63	17.84	17.84	14.13	13.55	10.31	3.58
塑料制品业	17.68	17.75	19.62	17.28	17.61	17.61	-2.11	-1.18	2.56	2.31
非金属矿物制品业	18.86	17.27	17.41	17.09	17.58	17.58	1.59	1.28	1.54	0.07
黑色金属冶炼及压延加工业	13.61	18.15	24.98	29.69	24.62	24.62	18.52	14.00	18.39	-1.31
有色金属冶炼及压延加工业	18.28	19.40	18.39	19.43	28.27	28.27	26.29	29.56	41.96	30.37
金属制品业	16.91	17.15	14.46	15.21	12.34	12.34	2.17	-0.60	2.93	3.74
通用设备制造业	19.06	19.45	16.08	15.40	15.13	15.13	7.44	4.79	2.99	3.99
专用设备制造业	37.29	35.08	32.91	23.93	30.05	30.05	13.49	6.46	2.33	-5.57
交通运输设备制造业	26.05	25.49	29.20	33.85	28.80	28.80	17.46	12.92	9.84	13.50
电气机械及器材制造业	22.44	21.61	21.14	22.84	21.69	21.69	13.24	9.16	12.60	5.84
通信设备、计算机及电子设备制造业	14.91	21.24	16.71	20.66	25.02	25.02	22.34	20.27	10.80	4.71
电力、热力的生产和供应业	17.28	11.26	18.93	-3.11	-9.30	-9.30	12.83	-2.96	-2.48	-9.15

资料来源: ceic, 湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明：

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。