

利润增速仍将下降但四季度负增长可能性小

——8月份工业企业利润点评

发布日期：2011年09月27日

主要观点：

- 8月工业企业利润累计同比 28.2%，当季同比也高达 28.63%，6、7、8三月保持较高增速。利润增速从年初的 34.28%已经回落较多，显然在全球经济降速背景下，工业企业利润下降并未停止。
- 我们的判断是：利润增速现在处在半山腰，仍将下降，但四季度当季不会负增长，全年仍有望保持 20%左右的增速，对应的四季度利润增速将在 11%左右。
- 分析逻辑是：从结构因素看，价量将对利润走势出现不同的影响。产量增速受出口影响而下降是大概率事件，但不会失速；价格则在短期有利于稳定企业毛利水平。
- 从产量看，出口增速水平是关键。我们认为在全球经济增长 4%左右预期下，全年出口累计增速仍有望在 20%，而出口对工业企业利润冲击需要更大的下降，四季度是出口旺季，跌至负增长的可能性较小。
- 而投资和消费这两大因素对工业企业利润波动影响中，消费的影响更加明显，下半年消费在价格回落和政策利好下，我们认为消费将平稳，并可能略有回升。
- 从价格因素看，CPI 短期维持高位，下游对中游的价格挤压不会特别明显，而最上游大宗商品价格下降有利于稳定企业的毛利水平。根据我们的分析，大幅度的上游价格下降反而有利于企业毛利水平。
- 在全年出口增速 20%，CPI 为 5.4%，消费为 17%的增速假设下，全年工业企业利润将在 18-22%之间，实现 20%左右的增速将是较大可能。而对应的四季度工业企业利润将保持 11%左右的增速，不排除实现 15%以上增速。
- 8月份产成品同比增速升至 23.4%的高点，是补库存的延续还是去库存加压，我们倾向于后者，尤其是在全球经济放缓背景下，维持新的去库存周期的开始。短期内生产仍将受到抑制。

分析师：宏观组

证书编号：S0550511020001

联系人：王国兵

TEL: (8621)6336 7000-305

FAX: (8621)6337 3209

Email: wanggb@nescn

地 址：上海市延安东路 45 号 20

邮 编：200002

主要事件:

国家统计局 9 月 27 日发布的统计数据显示, 今年 1-8 月份, 全国规模以上工业企业实现利润 32281 亿元, 同比增长 28.2%。而当季同比为 28.63%,

统计还显示, 同期规模以上工业企业实现主营业务收入 531695 亿元, 同比增长 29.9%; 每百元主营业务收入中的成本为 85.08 元, 主营业务收入利润率为 6.07%。

8 月末, 规模以上工业企业应收账款 68464 亿元, 同比增长 21.2%; 产成品资金 26449 亿元, 同比增长 23.4%。

点评:

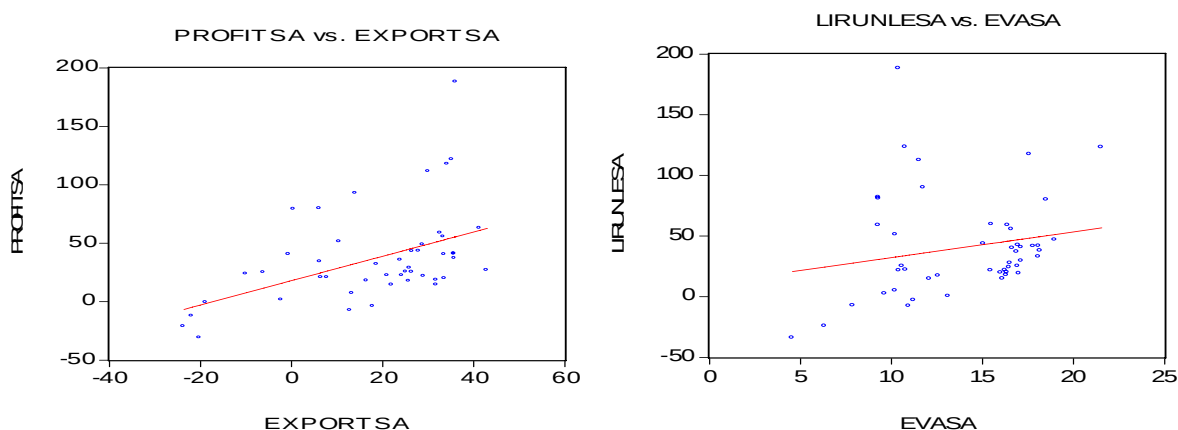
一、价量对四季度工业企业利润增速的影响将出现分化

我们分析四季度利润增速的逻辑是: 从结构因素看, 价量将对利润走势出现不同的影响。产量增速受出口影响下降是大概率, 但是不会失速; 而价格则在短期有利于稳定企业毛利水平。

从量的走势看, 出口与工业企业利润增长的趋势高度一致, 高低点、上升下降趋势在近 10 多年中表现出趋同性, 这充分说明出口对我国工业企业利润增长的影响, 也符合经济理论。

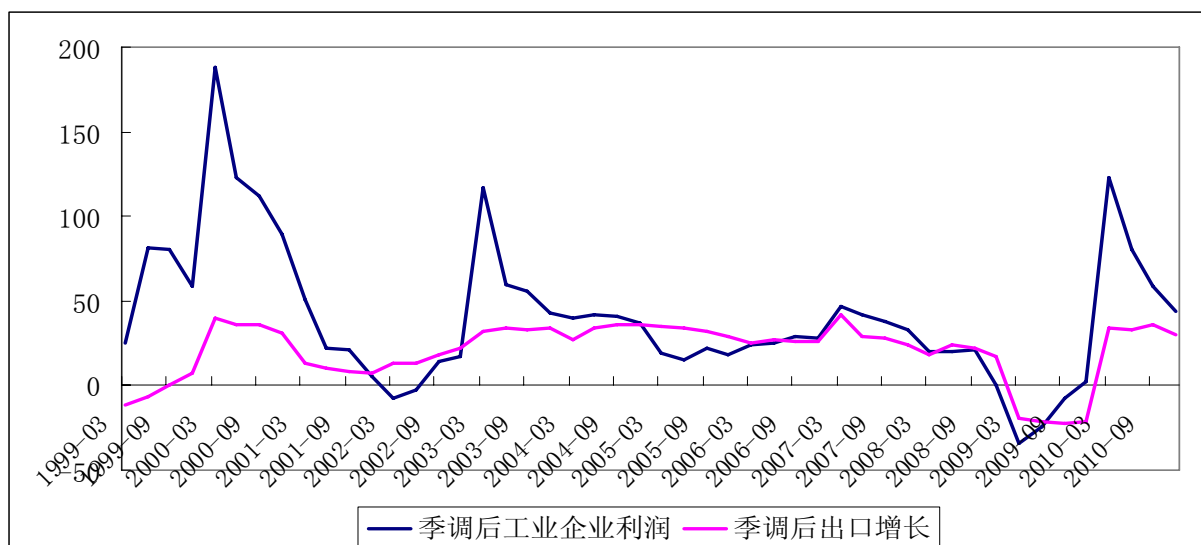
同时根据 VAR 模型的简单测算, 出口对工业企业利润的冲击也比较明显, 1 个标准差的出口增速变动将在未来 1-2 个季度导致利润正向变动 4% 左右。这意味出口需要较大的增速变动。根据出口增速的历史资料, 出口的标准差为 16.68%。显然全年累计增速下降 16% 将是小概率事件。因为根据 IMF 的预测, 全球经济仍有望保持 4% 的较高增速, 在这个预测之下, 出口保持 20% 的增速仍是可能。而四季度也是新年消费的旺季和我国出口的旺季, 因此, 即使考虑到欧债危机带来的经济放缓和出口减速, 我国四季度出口负增长的可能性微乎其微。

图 1: 出口、工业增加值与工业企业利润增速正相关



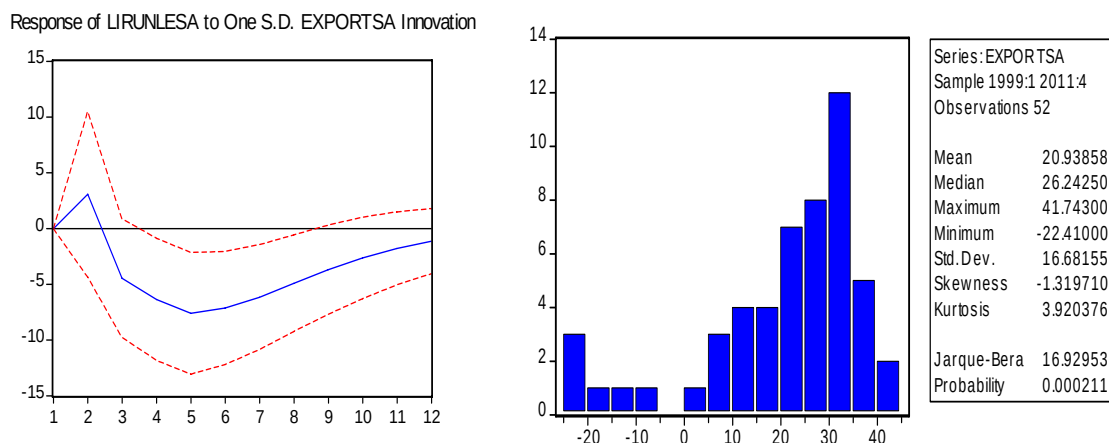
资料来源: wind, 东北证券

图 2：我国出口贸易对工业企业利润增幅影响显著



资料来源：wind，东北证券

图 3：我国出口贸易对工业企业利润的冲击需要较大的波动

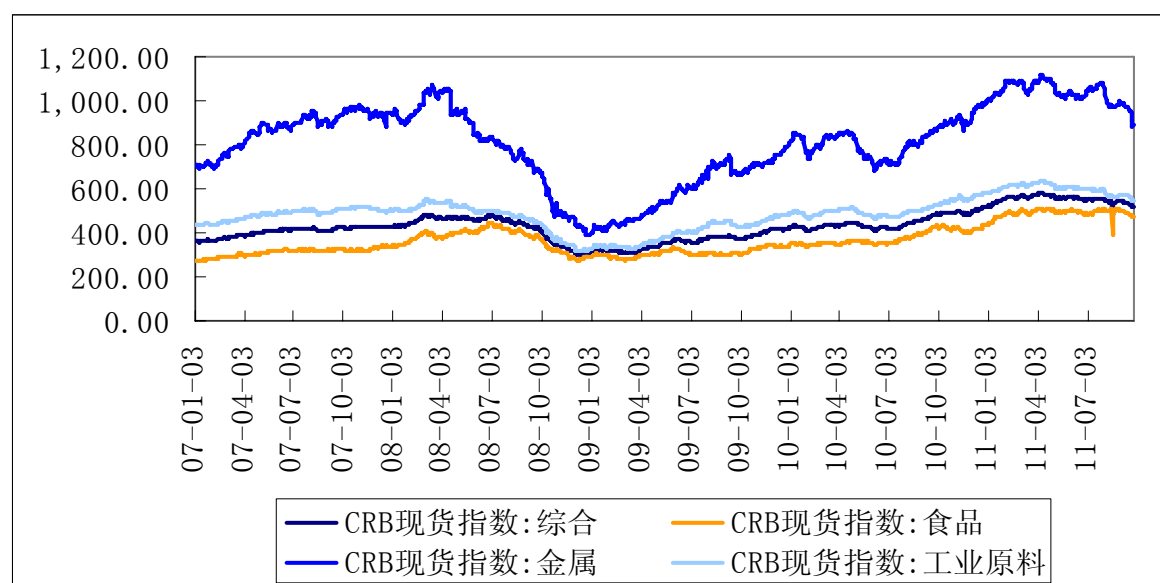


资料来源：wind，东北证券

与此，同时影响工业产出的需求拉动中，投资虽仍将下降，但消费有望保持平稳，甚至略有回升，因此，产量看，我国工业生产将降速，但是出现失速的可能性较小。

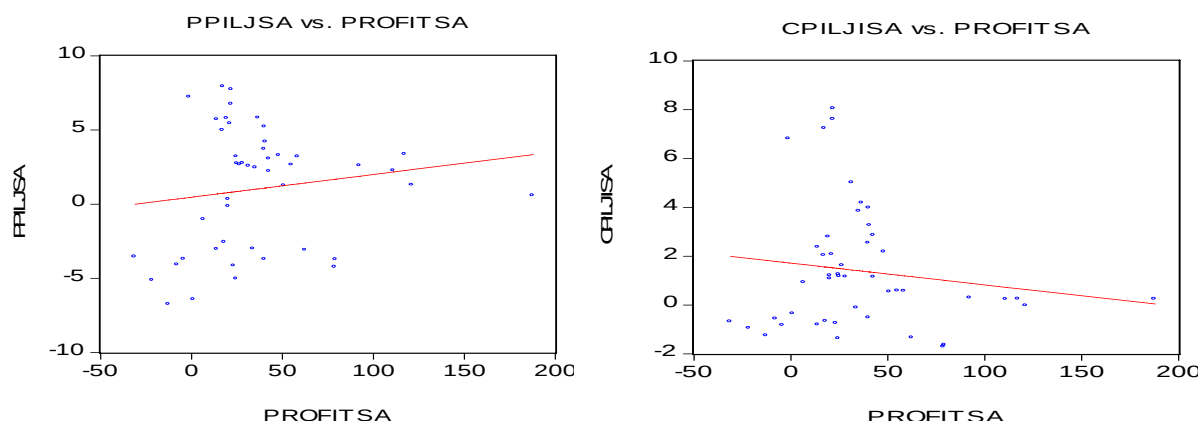
从价格因素看，CPI 短期维持高位，下游对中游的价格挤压不会特别明显，而最上游大宗商品价格下降有利于稳定企业的毛利水平。根据我们的分析，大幅度的上游价格下降反而有利于企业毛利水平。

图 4: 当期的工业企业利润与 PPI 正相关, 但与 CPI 负相关



资料来源: wind, 东北证券

图 5: 当期的工业企业利润与 PPI 正相关, 但与 CPI 负相关



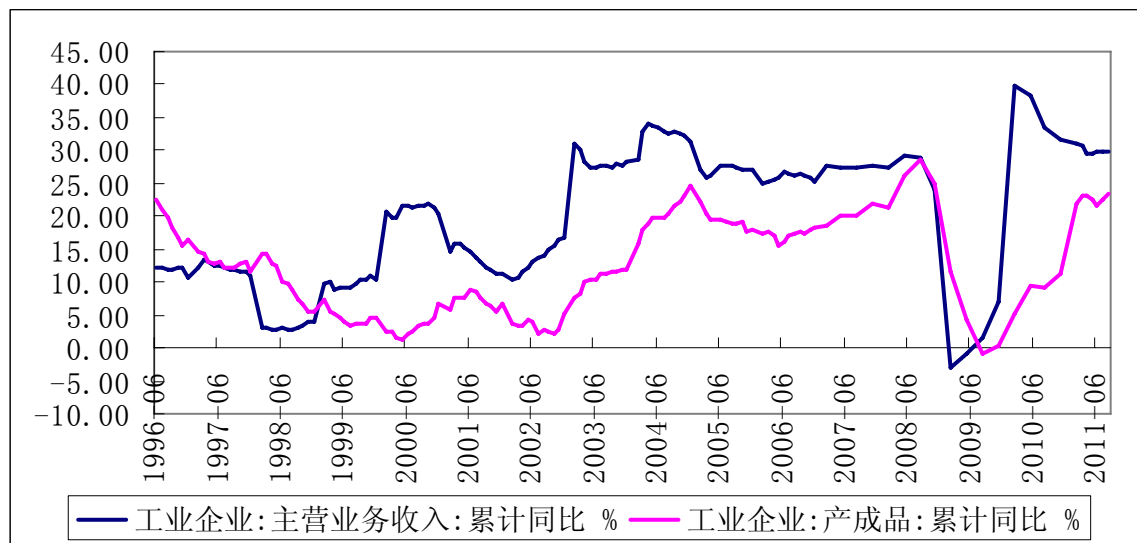
资料来源: wind, 东北证券

在出口增速 20%, CPI 在 5.4%, 消费 17% 的增速假设下, 全年工业企业利润将在 18-22% 之间, 实现 20% 左右的增速将是较大可能。而对应的四季度工业企业利润将保持 11% 左右的增速, 不排除实现 15% 以上增速。

二、去库存加压, 维持新的去库存周期

8 月份产成品同比增速升至 23.4% 的高点, 是补库存的延续还是去库存加压, 我们倾向于后者, 尤其是在全球经济放缓背景下, 维持新的去库存周期的开始。短期内生产仍将受到抑制。

图 6: 产成品库存升至高点, 我们倾向认为去库存加压而非不库存延续



资料来源: wind, 东北证券

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其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。我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。本报告版权归我公司所有。