

寒潮来袭 毛利提高挡不住利息增加和产量下降

——9月份工业企业利润点评

发布日期：2011年10月27日

主要观点：

- 9月工业企业利润累计同比增长27%，增速下降1.2个百分点，似乎还保持了较高增速，但累计增速高增长难以掩盖利润大幅下降的势头，利润下降的寒潮来袭。
- 核心观点：营业收入和利润的增速背离表明利息等成本开始明显侵蚀利润，随着产销增速的回落，即使成本下降导致的毛利改善也难以阻挡利润增速的大幅下降趋势，年底有可能出现当月利润没有增长，甚至负增长。
- 经测算，9月份当月利润增速从8月份的27.88%下降10个百分点至17.16%，为3月份以来最大降幅。降幅超过我们的预期，四季度利润快速风险加大。
- 而对比当月营业收入仍保持27%的增速，仅比8月份下降3个百分点，显然利润降幅要远远大于收入降幅。在毛利略有改善的背景下，利润降幅只能来自于利息等财务费用的增加。
- 数据表明，每百元主营业务收入中的成本为85.07元，下降0.01元，为年内首次下降，毛利确实改善。但主营业务收入利润率却下降了0.02个百分点，表明业务成本外的费用大幅提高。其中利息等财务费用则可能是主因。利息支出累计增长连续4个月超过30%。
- 展望未来，不利利润增长的因素增加：（1）外需、投资等需求下降，产销量进一步受到抑制；（2）重工业增速存在快速回调的可能；（3）信贷难以全面放松，利息等财务费用进一步提高，边际成本则更高。
- 为此我们略微下调原先的利润增速，把全年20%的增速下修至19%，12月当月利润增速有可能为负增长。但出现两位数的负增长的可能性较小。
- 9月份产成品同比增速升至24.2%的高点，继续走高，去库存加压，新去库存周期将延后结束，有可能延续至2012年的三季度。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 10 月 27 日发布的统计数据显示, 1-9 月份, 全国规模以上工业企业实现利润 36834 亿元, 同比增长 27%。

规模以上工业企业实现主营业务收入 608428 亿元, 同比增长 29.6%。每百元主营业务收入中的成本为 85.07 元, 主营业务收入利润率为 6.05%。

9 月末, 规模以上工业企业应收账款 69514 亿元, 同比增长 21.9%。产成品资金 26750 亿元, 同比增长 24.2%。

点评:

一、收入和利润增速明显背离, 利息等财务支出提高是主因

经测算, 9 月份当月利润增速从 8 月份的 27.88% 下降 10 个百分点至 17.16%, 为 3 月份以来最大降幅。降幅超过我们的预期, 四季度利润快速风险加大。

而规模以上工业企业实现主营业务收入 608428 亿元, 同比增长 29.6%, 比 8 月份仅下降 0.2 个百分点, 而当月营业收入也保持了 27% 的增速, 仅比 8 月份下降 3 个百分点。

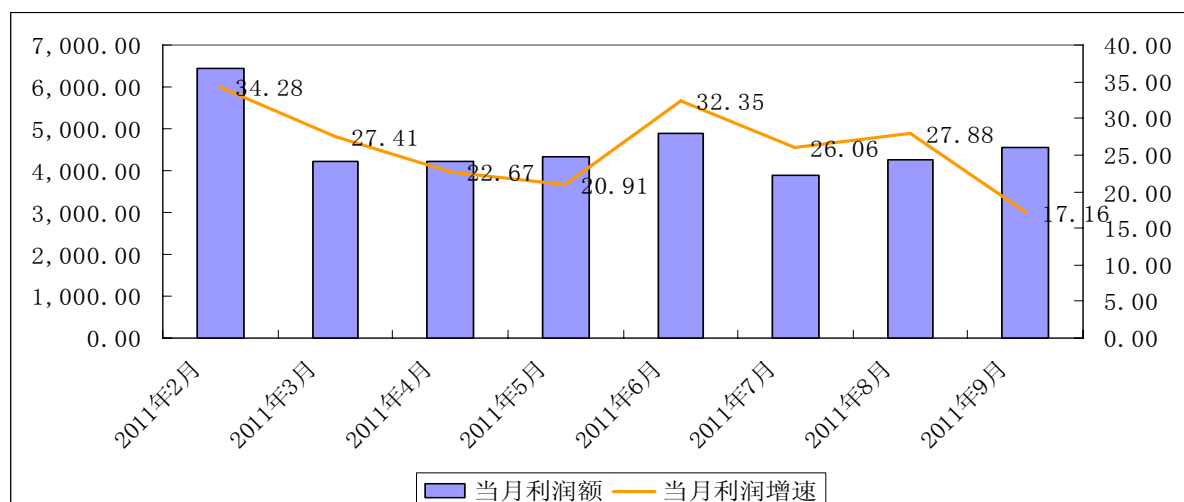
对比收入增速和利润增速, 我们发现显然利润降幅要远远大于收入降幅。在毛利略有改善的背景下, 利润降幅只能来自于利息等财务费用的增加。

数据表明, 每百元主营业务收入中的成本为 85.07 元, 下降 0.01 元, 为年内首次下降, 毛利确实改善。但主营业务收入利润率却下降了 0.02 个百分点, 表明业务成本外的费用大幅提高。其中利息等财务费用则可能是主因。利息支出累计增长连续 4 个月超过 30%。

展望未来, 不利利润增长的因素增加: (1) 外需、投资等需求下降, 产销量进一步受到抑制; (2) 重工业增速存在快速回调的可能; (3) 信贷难以全面放松, 利息等财务费用进一步提高, 边际成本则更高。

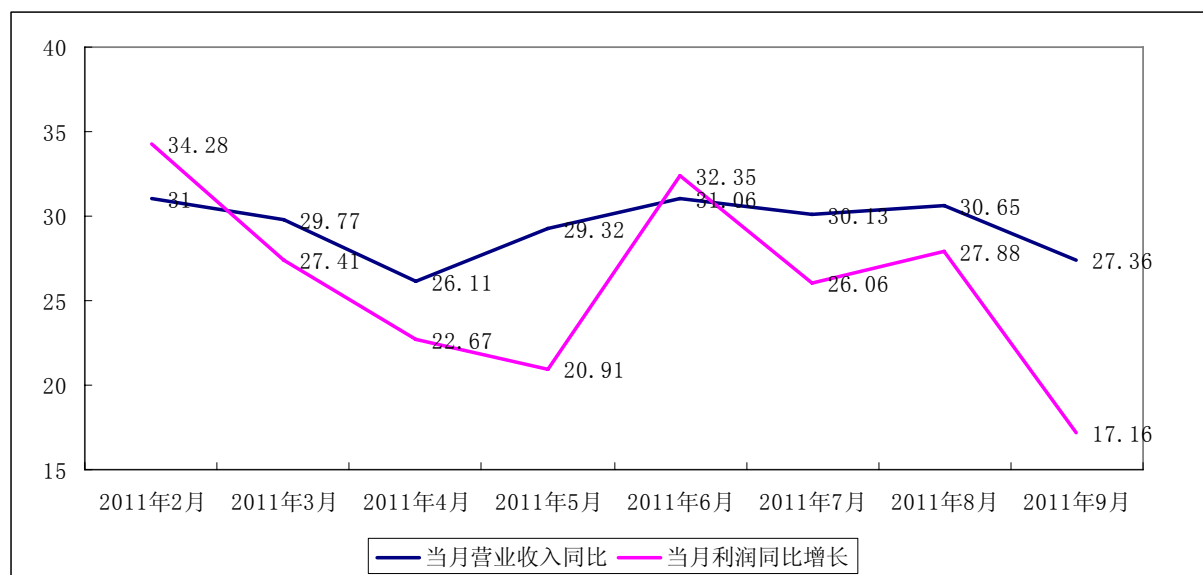
为此我们略微下调原先的利润增速, 把全年 20% 的增速下修至 19%, 12 月当月利润增速有可能为负增长, 但出现两位数的负增长的可能性较小。

图 1: 9 月份当月利润增速大幅下降



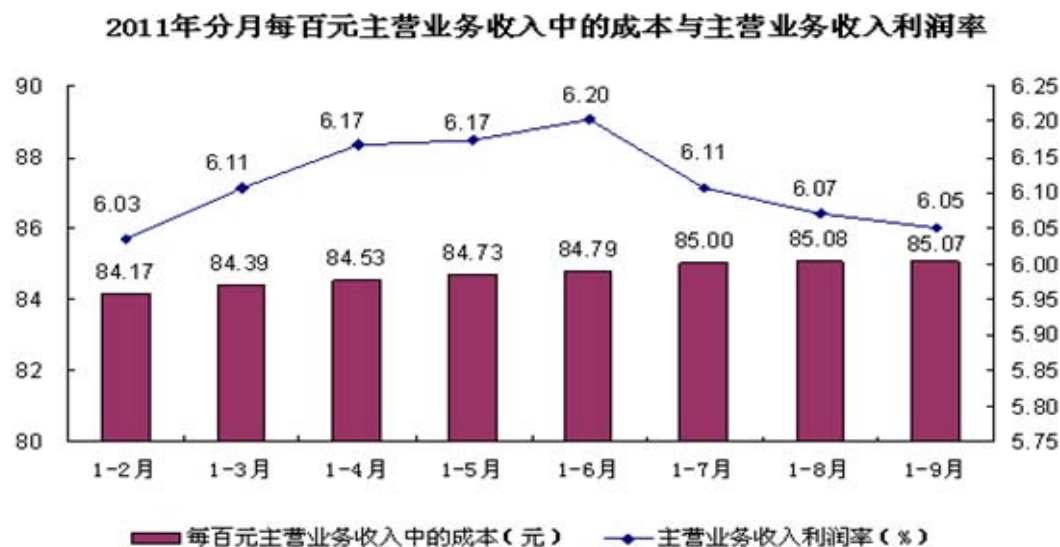
资料来源: wind, 东北证券

图 2：9 月份当月收入增速并未明显回落，收入和利润增速明显背离



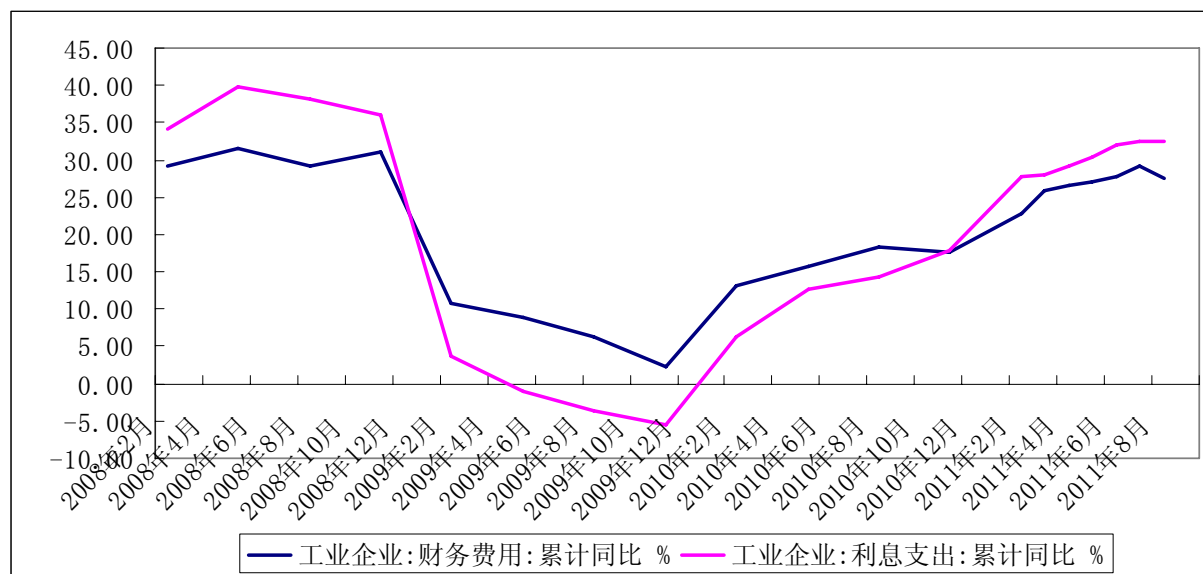
资料来源：wind，东北证券

图 3：毛利提高但收入利润率却下降，表明费用提高



资料来源：统计局，东北证券

图 4：前 8 个月财务费用和利息支出保持走高趋势

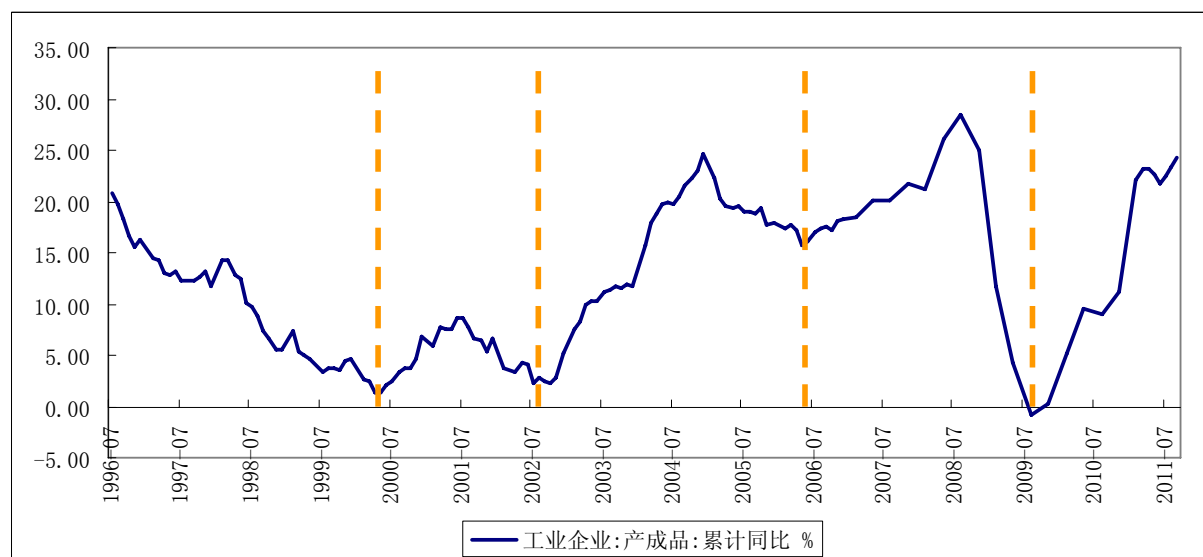


资料来源: wind, 东北证券

二、被动不库存使得去库存加压

9 月份产成品同比增速升至 24.2% 的高点, 继续走高, 我们认为现在最可能的是出于被动不库存。这意味着去库存加压, 新去库存周期将延后结束, 有可能延续至 2012 年的三季度。短期内生产仍将受到抑制。

图 5：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。