

2011.11.28

收入利润仍将加速下滑

——点评 11 年前 10 月工业企业收入利润数据

	汪进	吕春杰	姜超
	021-38674624	021-38676051	021-38676430
	wangjin008085@gtjas.com	lvchunjie@gtjas.com	jiangchao6164@gtjas.com
编号	S0880511080005	S0880511010058	S0880511010045

本报告导读：

本报告对 1-10 月工业企业利润数据进行点评。

摘要：

- 国家统计局 11 月 27 日公布数据显示，11 年 1-10 月全国规模以上工业企业收入同比增长 29.1%，利润同比增长 25.3%。
- 简单测算单月增速，10 月工业企业收入同比增长 25.3%，比 9 月的 27.2% 再次回落；工业利润同比增长 12.5%，比 9 月的 17.4% 大幅下滑，工业企业收入、利润持续下滑符合我们此前预期。
- 在我们的框架中，工业企业收入就是由量和价决定的，其中量由工业增加值代表，价由 PPI 代表。10 月工业增速明显回落，PPI 增速大幅下滑，价量两方面的原因共同带动 10 月工业企业收入增速下滑。考虑到未来工业增加值将明确回落，而 PPI 下滑的速度加快，未来工业企业收入或仍将加速下滑。
- 11 年 10 月，工业企业毛利率由 9 月的 15.0% 回落至 14.6%。通常在 PPI 上升的中后期企业毛利率就开始下滑，并且在 PPI 下降的早期毛利率会继续下降。目前 PPI 同比增速的下降尚属于早期阶段，因而毛利率在短期反弹后或仍将探底。
- 10 月工业企业净利率为 6.0%，略高于 9 月水平，但在工业企业毛利率下滑的背景下，工业企业净利率也将回落。
- 考虑到未来工业企业收入或仍将加速下滑，企业利润率也将回落，我们预计未来工业收入、利润增速仍将加速回落。
- 分行业看，中下游行业利润增速下滑趋势相当明显，上游行业中仅黑色金属矿采选业增速有所好转，或主要源于前期钢铁行业短期反弹，但在经济下滑及中下游回落的拖累下，其反弹同样难以持续。
- 10 月工业企业产成品库存同比增长 24.2%，增速与 9 月相当，但剔除掉价格因素后，其实际同比增速由 9 月底 16.6% 上升至 18.3%，实际增速已连续 4 月上升，表明产成品库存持续积压、经济向下趋势不变。预计未来成品库存增速还将维持高位。

宏观研究团队

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

王喆

021-38676049

wangzhe@gtjas.com

相关报告

《景气创新低、政策转宽松》

2011.11.23

《10 月热钱大幅流出，存准率或随时下调》

2011.11.21

《贷款利率创新高，超储率低位回升》

2011.11.17

《政策转向力度加大，存准下调概率上升》

2011.11.15

《货币信贷环比改善，M1、M2 加速探底》

2011.11.13

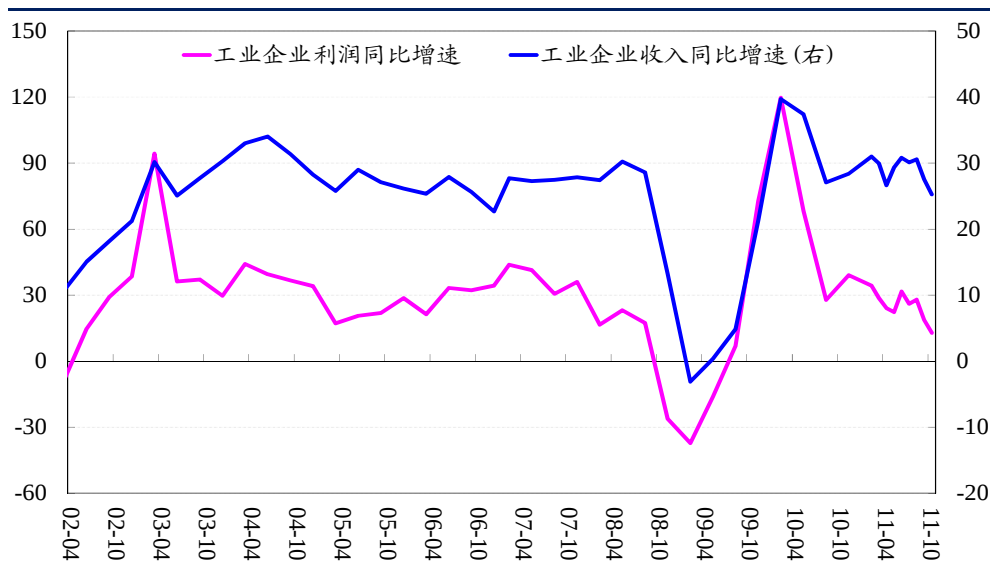
1. 收入利润连续下滑

国家统计局 11 月 27 日公布数据显示，11 年 1-10 月全国规模以上工业企业收入同比增长 29.1%，利润同比增长 25.3%。

简单测算单月增速，10 月规模以上工业企业收入同比增长 25.3%，比 9 月的 27.2% 再次回落；工业利润同比增长 12.5%，比 9 月的 17.4% 大幅下滑，10 月工业企业收入、利润持续下滑符合我们此前预期。

图 1 工业企业收入和利润增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

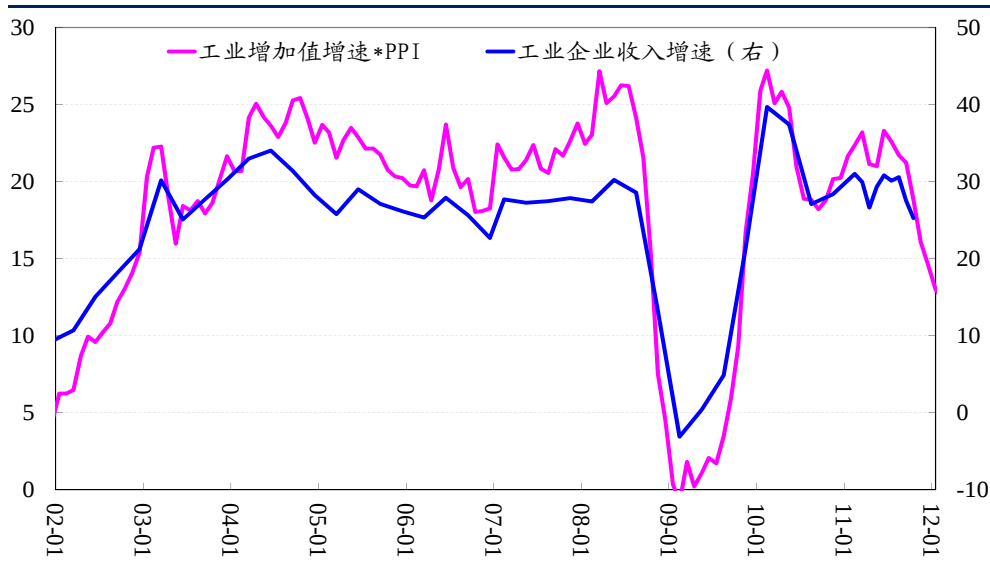
2. 收入下滑仍将持续

在我们的框架中，工业企业收入就是由量和价决定的，其中量由工业增加值代表，价由 PPI 代表。从过去看，收入和量价之积走势基本趋同。10 月工业增速明显回落，PPI 增速大幅下滑，收入和量价之积由 9 月底 21.2% 加速下滑至 18.9%，价量两方面的原因共同带动 10 月工业企业收入增速下滑。

考虑到未来工业增加值将明确回落，而 PPI 下滑的速度加快，未来工业企业收入或仍将加速下滑。

图 2 工业增加值与 PPI 和工业企业收入增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

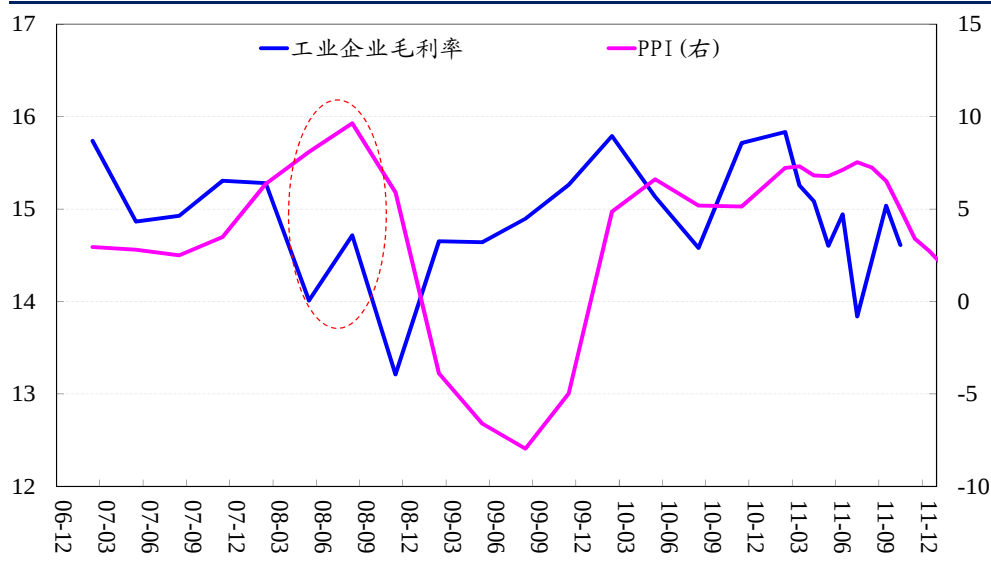
3. 利润率反弹后回落

11 年 10 月，工业企业毛利率由 9 月的 15.0% 回落至 14.6%，毛利率在连续两月出现反弹后再次回落符合预期。

从 07 年以来的经验看，PPI 上升的中后期企业毛利率就开始下滑，并且在 PPI 下降的早期毛利率会继续下降。我们也注意到 08 年 PPI 在顶部区域时毛利率同样出现反弹。目前 PPI 同比增速的下降尚属于早期阶段，因而毛利率在短期反弹后或将继续探底。

图 3 PPI 和工业企业毛利率

单位：%

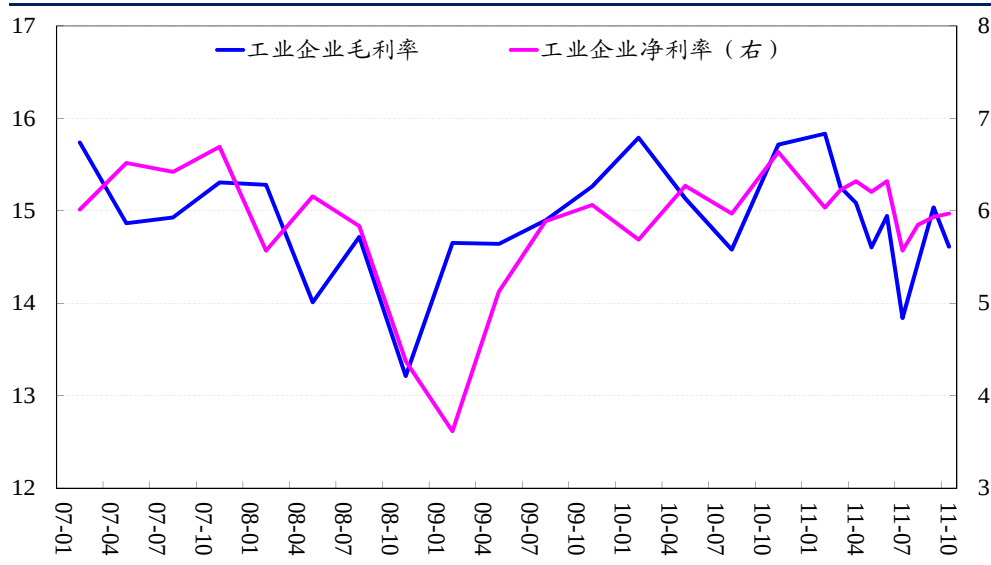


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

10 月工业企业净利率为 6.0%，略高于 9 月水平。但在工业企业毛利率下滑的背景下，工业企业净利率未来也将回落。

图 4 工业企业毛利率与净利率

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

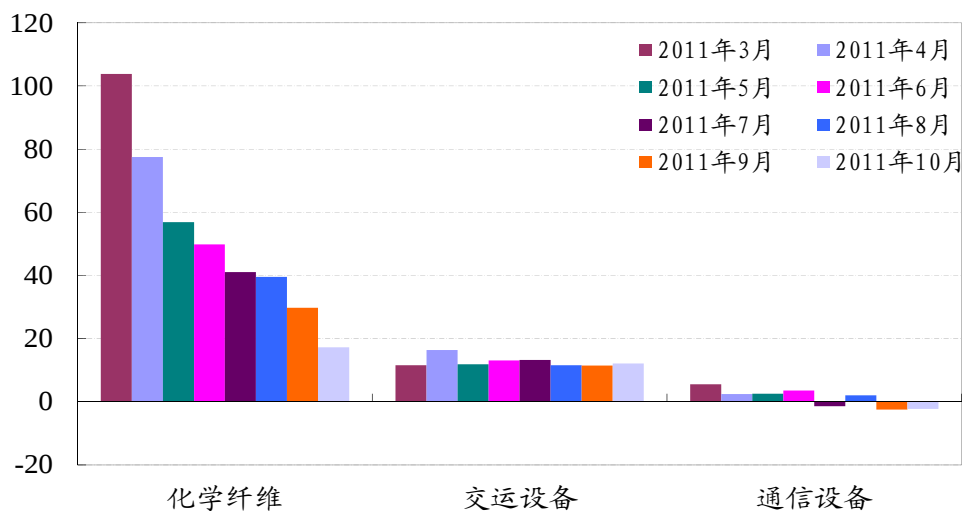
考虑到未来工业企业收入或仍将加速下滑，企业利润率也将回落，我们预计未来工业收入、利润增速仍将加速回落。

4. 中游下游利润回落

加工业主要是下游行业，从公布的部分行业数据 10 月累计增速数据看，其中化学纤维行业增速持续下滑，通信设备行业连续两月负增长，交运行业增速则仍在低位。

图 5 加工业部分行业利润增速

单位：%

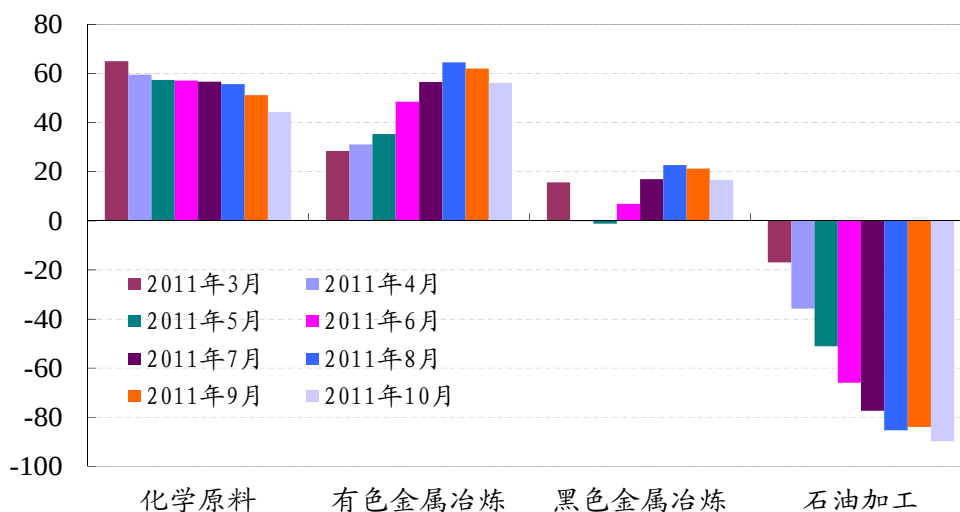


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

中游原材料业中，化学原料、有色金属、黑色金属行业及石油加工行业利润累计同比增速更是出现全面回落。

图 6 原材料业部分行业利润增速

单位：%

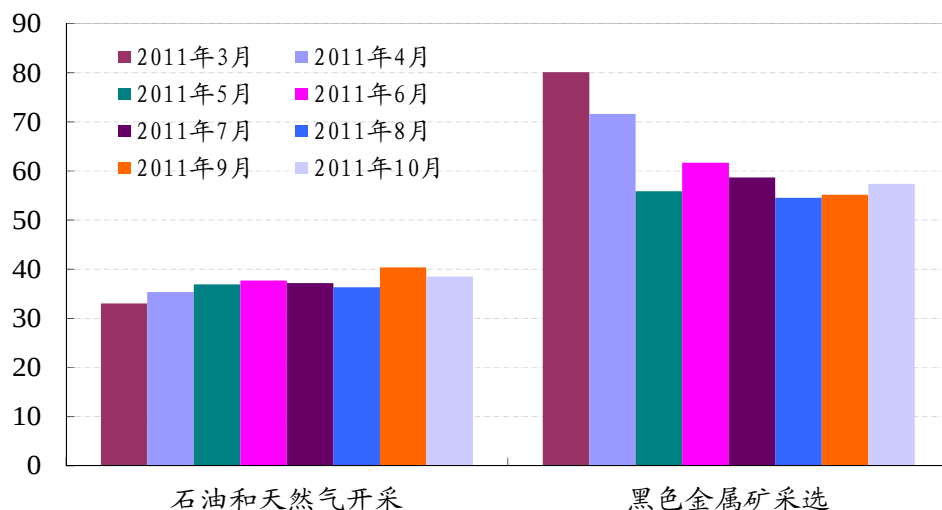


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

上游行业中，目前仅黑色金属矿采选业累计利润增速有所好转，或主要源于前期钢铁行业短期反弹，但在经济下滑及中下游回落的拖累下，其反弹同样难以持续。

图 7 采掘业部分行业利润增速

单位：%



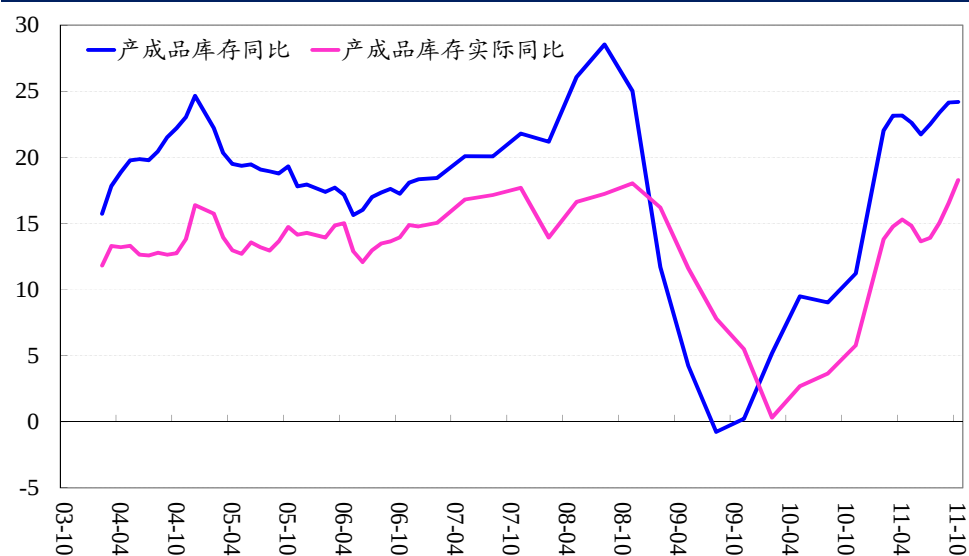
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

5. 产品库存持续积压

10月工业企业产成品库存同比增长24.2%，增速与9月相当，但剔除价格因素后，其实际同比增速由9月底16.6%上升至18.3%，实际增速已连续4个月上升，表明产成品库存持续积压、经济向下趋势不变。预计未来成品库存增速还将维持高位。

图 8 产成品库存名义和实际增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

注：实际同比使用 PPI 平减

附：采掘业包括：煤炭开采和洗选业，石油和天然气开采业，黑色金属矿采选业，有色金属矿采选业，非金属矿采选业，其他采矿业；

原材料业包括：石油加工，炼焦及核燃料加工业，化学原料及化学制品制造业，黑色金属冶炼及压延加工业，有色金属冶炼及压延加工业，电力，热力的生产和供应业，燃气生产和供应业，水的生产和供应业。

加工业包括：化学纤维制造业，橡胶制品业，塑料制品业，非金属矿物制品业，金属制品业，通用设备制造业，专用设备制造业，交通运输设备制造业，电气机械及器材制造业，通信设备计算机及其他电子设备制造业，仪器仪表及文化办公用机械制造业，废弃资源和废旧材料回收加工业。

生活资料制造业包括：农副食品加工业，食品制造业，饮料制造业，烟草制品业，纺织业，纺织服装、鞋、帽制造业，皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业，木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业，家具制造业，造纸及纸制品业，印刷业和记录媒介的复制，文教体育用品制造业，医药制造业，工艺品及其他制造业。

作者简介：

汪进：

执业资格证书编号：S0880511080005

电话：021-38674624

邮箱：wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士；2009年7月加入国泰君安研究所，从事宏观经济研究。

吕春杰：

执业资格证书编号：S0880511010058

电话：021-38676051

邮箱：lvchunjie@gtjas.com

经济学硕士，毕业于复旦大学，2008年7月加入国泰君安，从事宏观研究。

姜超：

执业资格证书编号：S0880511010045

电话：021-38676430

邮箱：jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06至10年入围新财富债券最佳分析师，08年获第三名，09、10年获第二名，09年、10年获水晶球债券最佳分析师第二名。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		