

去库存才开始，利润增速反弹不可持续但可积极关注下游产业

——11 月份工业企业利润点评

宏观报告

发布时间：2011 年 12 月 27 日

投资要点：

- 11 月份工业企业利润累计同比增长 24.4%，增速下降 0.8 个百分点，但当月利润增速反弹 5 个百分点至 17.9%。
- 核心观点：当月利润反弹主要源于成本下降导致毛利改善，但去库存才开始，工业生产下降趋势难以扭转。因此，利润增速反弹不可持续。但可积极关注较早去库存的下游产业。
- 11 月份的工业效益指标明示三点：第一，企业盈利情况有望好于市场的悲观预期，原因在于成本下降带来的效益改善从指标看成本改善明显，每百元主营业务收入中的成本为 84.98 元，主营业务收入利润率为 6.14%。
- 第二，量在下降，企业盈利仍处于下行通道。表现在企业营收增速继续收窄而去库存才开始，营收累计同比增长 28.2%，当月同比下降 5 个百分点至 20%，而产成品库存累计同比下降 1.3 个百分点，当月负增长 22%，为下半年来首次下降，表明被动补库存结束，主动去库存开始。
- 根据去库存、工业增加值增速及利润关系，我们认为工业企业利润总体仍将处于下降通道，当月反弹不代表趋势性好转。这个过程预计要到 2012 年 1 季度，乐观估计 4、5 月份有可能企稳。
- 第三，结构性的利润改善延续，可积极关注轻工及交运设备、通信设备等下游产业。理由是：（1）去库存调整早，生产有望最先企稳，（2）短期成本处于低位，利好毛利改善。（3）轻工业工业增加值现滞降，营收降速空间或有限。
- 交运、通信设备等下游行业在今年一季度开始去库存，去库存压力相对较小，而成本改善将稳定毛利。交运设备的当月利润在 11 月份增速反弹至 31%，类似的有通信、专用设备、通用设备及金属制品等产业。而食品、服装等利润增速平稳。
- 中游和上游产业产成品库存仍处高位，去库存正开始，而 PPI 大幅下降也影响毛利，利润也处于快速调整态势。
- 总体看，利润增速处于下降，但下游及终端消费产业有望好于预期，也有望“春江水暖鸭先知”，可积极关注。

分析师：王国兵
执业证书编号：S0550511110002
TEL: (8621)6336 7000
FAX: (8621)6337 3209
Email: wanggb@nescn
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编：200002

主要事件:

国家统计局 12 月 27 日发布的统计数据显示, 1-11 月份, 全国规模以上工业企业实现利润 46638 亿元, 同比增长 24.4%。11 月当月实现利润 5421 亿元, 同比增长 17.9%

规模以上工业企业实现主营业务收入 759338 亿元, 同比增长 28.2%。每百元主营业务收入中的成本为 84.98 元, 主营业务收入利润率为 6.14%。

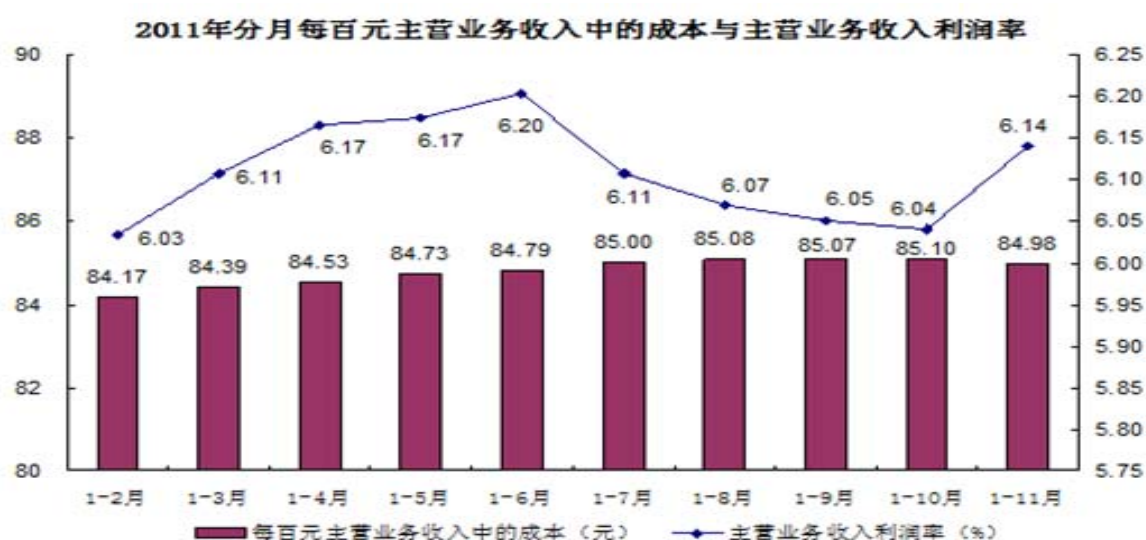
11 月末, 规模以上工业企业应收账款 72918 亿元, 同比增长 19.7%。产成品资金 28012 亿元, 同比增长 22.8%。

点评:

一、11 月份当月利润反弹源于部分行业的毛利改善

经测算, 11 月份当月利润增速从 10 月份的 12.8% 反弹 56 个百分点至 17.9%, 利润增速呈反弹。但当月利润反弹主要源于成本下降导致毛利改善。根据统计局数据, 每百元主营业务收入中的成本为 84.98 元, 主营业务收入利润率为 6.14%。

图 1: 11 月份企业成本下降改善企业毛利



资料来源: 统计局, 东北证券

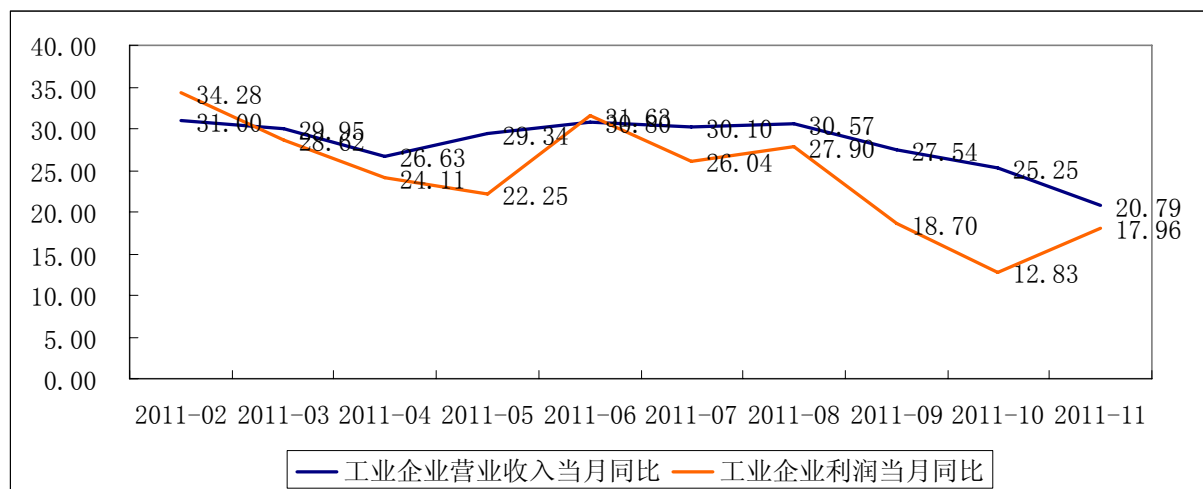
二、去库存才开始, 产量下降压制营收增速, 企业利润仍处于下降通道

我们认为企业利润的改善需要产量的稳定和回升。但目前难以看到, 表现在企业营收增速继续收窄而去库存才开始, 11 月份营收累计同比增长 28.2%, 但当月同比下降 5 个百分点至 20%, 出现了营收下降而利润反弹的背离情况。我们营收更代表企业的生产情况, 即仍处于下行通道。主要是短期企业去库存。

11 月份产成品库存累计同比下降 1.3 个百分点, 当月负增长 22%, 为下半年来首次下降, 表明被动补库存结束, 主动去库存开始。

根据去库存、生产和利润增速的关系, 在去库存的初始阶段, 企业生产将继续下降, 而利润难以提高。因此, 我们认为工业企业利润总体仍将处于下降通道, 当月反弹不代表趋势性好转。这个过程预计要到 2012 年 1 季度, 乐观估计 4、5 月份有可能企稳。

图 2: 11 月份当月营收和利润增速背离, 营收增速下降表明企业生产仍处于下行



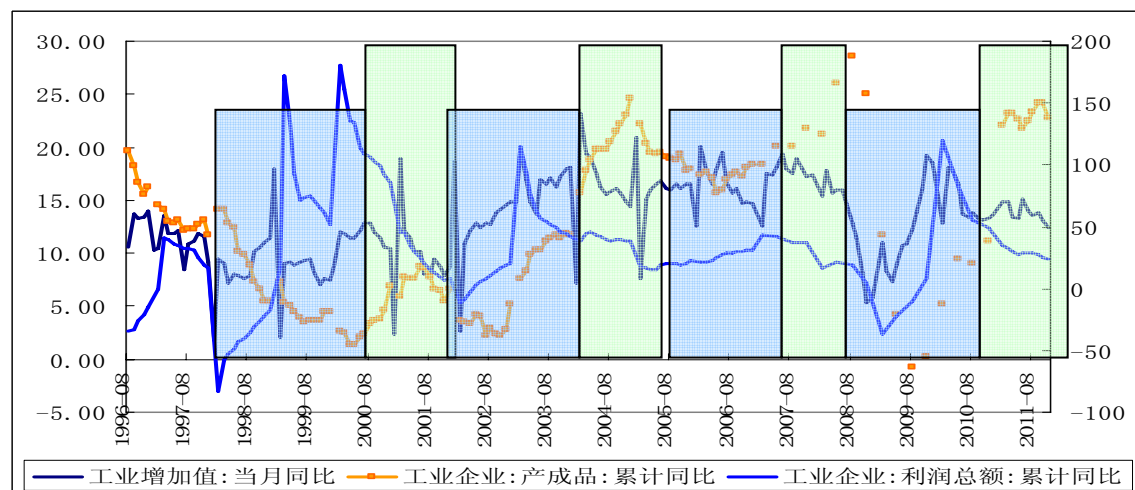
资料来源: wind, 东北证券

图 3: 下半年产成品库存同比下降, 当月负增长, 去库存开始



资料来源: wind, 东北证券

图 4: 在去库存的初始阶段, 企业生产下降而利润难以提高



资料来源: wind, 东北证券

三、轻工和下游设备产业有望率先企稳，可积极关注

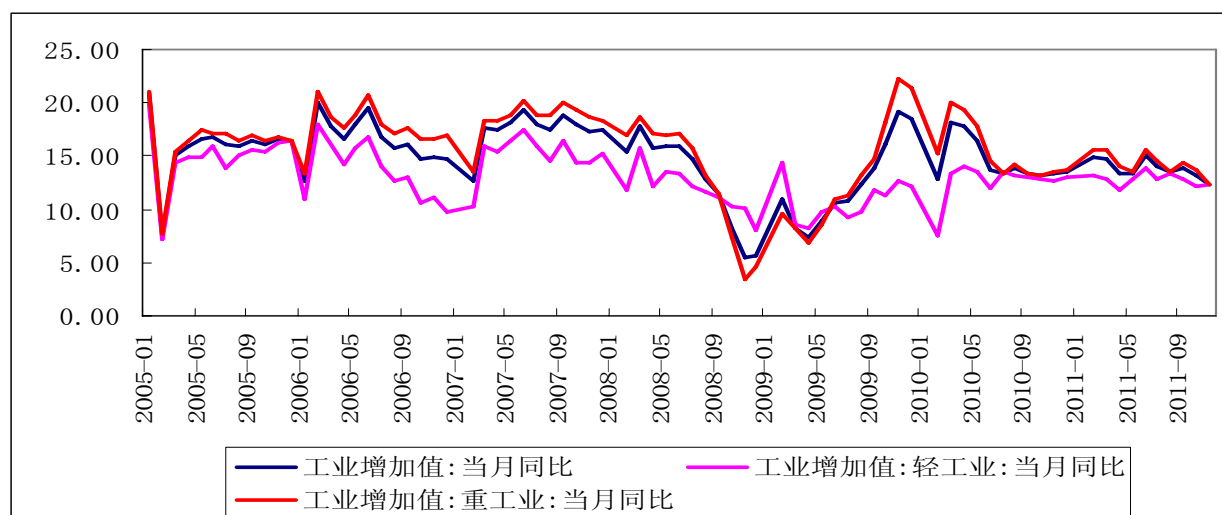
虽然我们认为企业利润总体将下行，但 11 月份的企业效益指标反映行业结构分化明显。可积极关注轻工及交运设备、通信设备等下游产业。理由是：

(1) 去库存调整早，生产有望最先企稳。交运、通信设备等下游行业在今年一季度就开始去库存，去库存压力相对较小，而成本改善将稳定毛利。交运设备的当月利润在 11 月份增速反弹至 31%，连续 3 个月，类似的通信、专用设备、通用设备及金属制品等产业。而食品、服装等利润增速平稳。

(2) 短期成本处于低位，利好毛利改善。(3) 轻工业工业增加值现滞降，营收降速空间或有限。而中游和上游产业产成品库存仍处高位，去库存正开始，而 PPI 大幅下降也影响毛利，利润也处于快速调整态势。

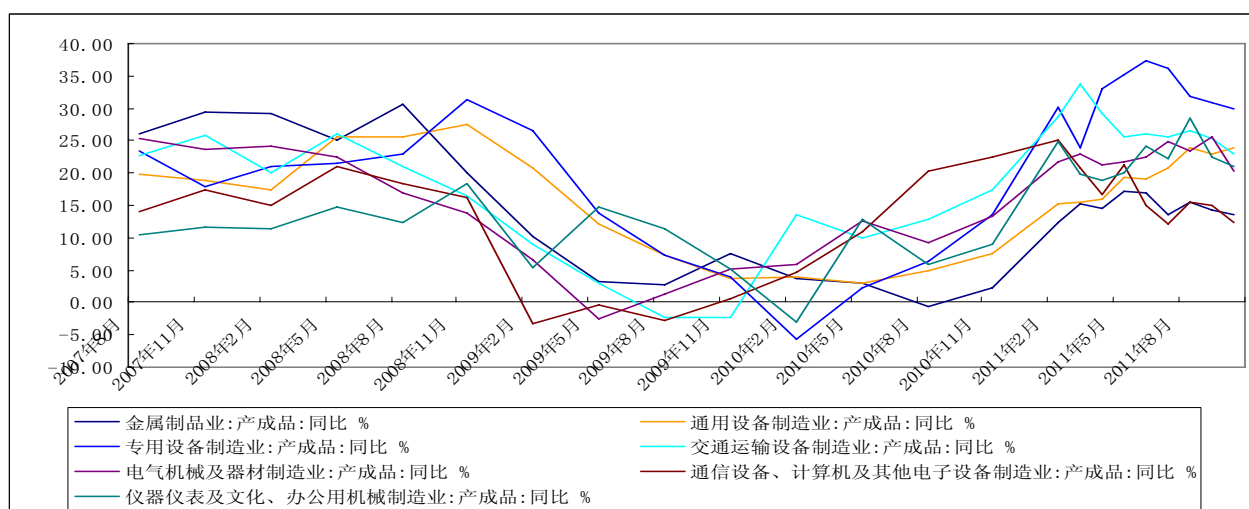
总体看，利润增速处于下降，但下游及终端消费产业有望好于预期，也有望“春江水暖鸭先知”，可积极关注。

图 5：11 月份轻、重工业增加值增速相同，轻工业出现滞降表明轻工业的回调逐渐接近底部



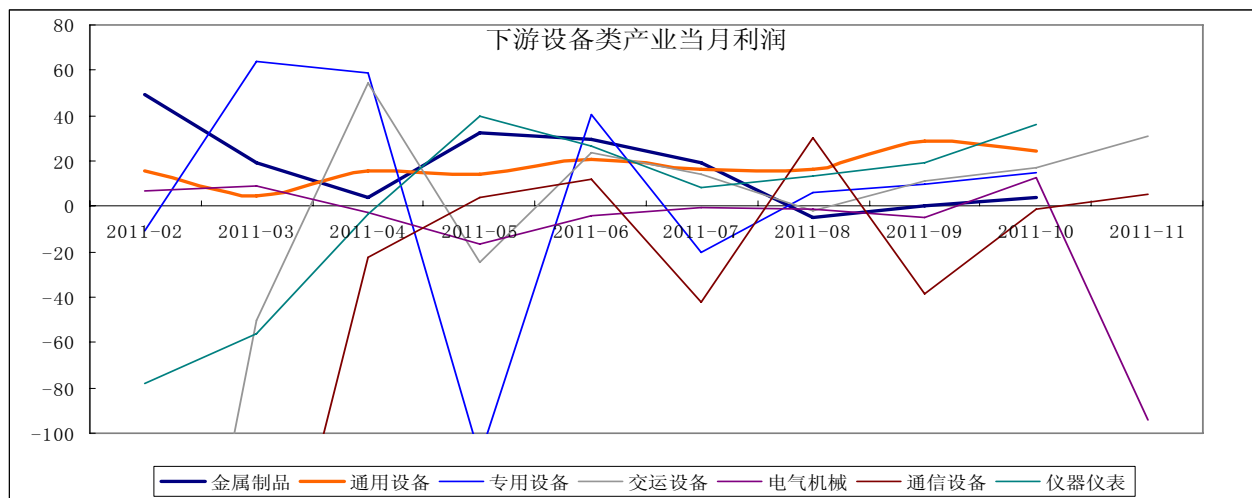
资料来源：wind，东北证券

图 6：交运设备等下游生产商已经经历半年左右的去库存



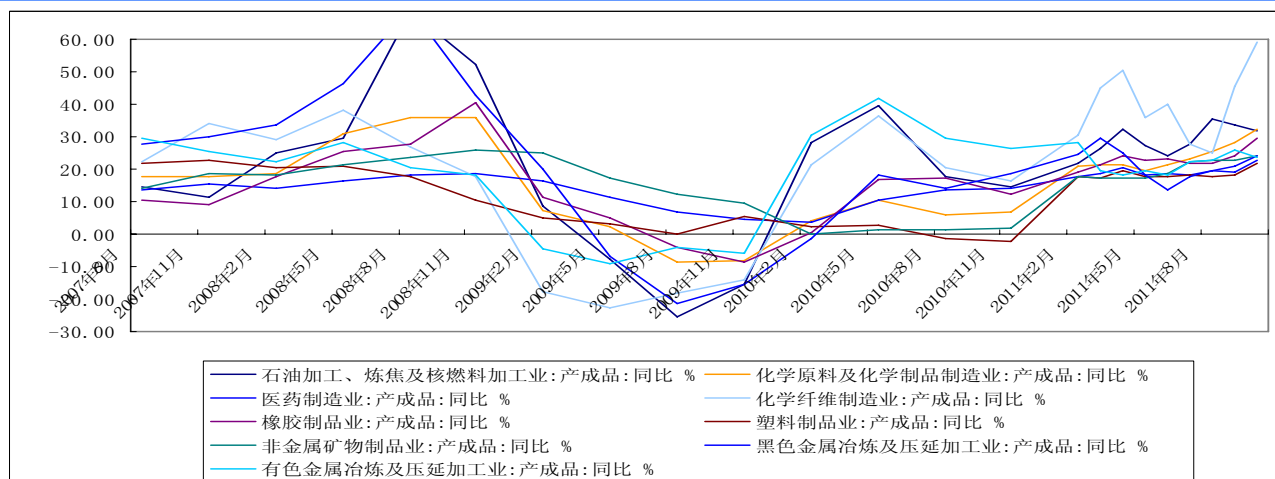
资料来源：wind，东北证券

图 7: 11 月交运设备当月利润增速大幅反弹



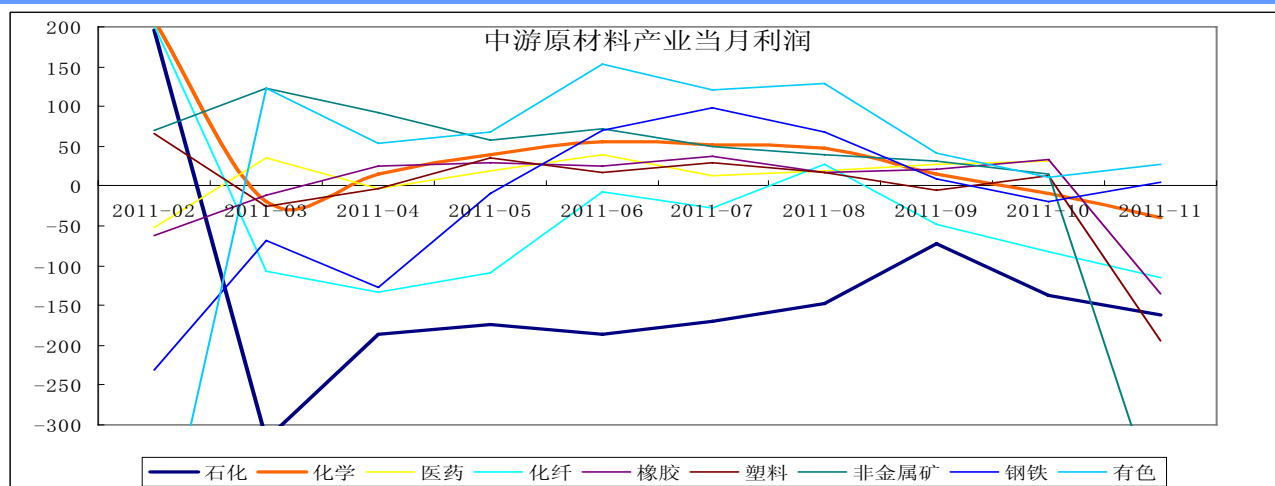
资料来源：wind，东北证券

图 8: 中上游产业的库存仍处于高位，去库存压力高企



资料来源：wind，东北证券

图 9: 中游产业除了钢铁和有色略有好转，其他仍处于下降通道



资料来源：wind，东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。