

产业比较分析报告

2009 年 10 月 15 日

本报告的主要看点:

1. 比较分析了近期各主要产业和行业的生产恢复情况和价格变化。
2. 通过对利润的分解,判断出整体工业和各产业利润增长的驱动力。
3. 调整全年工业企业利润预测。对未来的企业盈利趋势予以展望。

宏观策略研究小组

付雷

(8621)61038324
ful@gjzq.com.cn

陈东

(8621)61038296
chendong@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

2009 年 4 季度产业比较分析报告

——企业盈利的持续性高度依赖投资

基本结论

- 在一季度末开始的经济反弹过程中,工业产品价格连续 6 个月环比正增长,工业生产迅速恢复,企业盈利持续改善。通过结构分析,我们发现目前价格的上涨很大程度上是输入性的和成本推动型的,而工业增加值改善幅度较大的行业主要是受固定资产投资所拉动的原材料和投资品行业。
- 通过对利润的分解,我们发现近期工业企业的利润增长主要是通过销量的扩张来实现的,这符合近期工业增加值的表现。另一方面,各产业利润反弹的驱动因素有所差异,例如毛利率的增长对采掘业和原材料行业的企业盈利有显著的正面作用,但是对投资品和消费品的盈利贡献正逐步趋向于负面,这和近期价格的结构变化是一致的。
- 鉴于目前工业增加值的反弹速度超出预期,我们将 1-11 月工业企业利润预测由 (-10%, -5%) 上调至 (0, 5%)。在未来经济增长方式维持以投资为驱动的情况下,产业的增长将维持年初以来的趋势,即原材料和投资品受到的拉动效果相对显著,而消费品很可能会稳定在目前的增长水平。至于采掘业,由于煤炭采选业比重较高,其整体表现则依赖于全社会的用电需求。
- 消费品制造业、电气水供应业、生活型服务业和晚周期生产型服务业的表现至今还没有取得显著的改善。这些产业的复苏或许在短期内只能期待出口的好转才能实现。在此之前,企业整体盈利的持续性仍将高度依赖固定资产投资。未来,在高速增长的固定资产投资趋于回落的情况下,企业利润增长的放缓也将难以避免。

内容目录

需求面维持以投资为主导的趋势.....	4
工业产品价格环比连续 5 个月上涨，上游价格涨幅较大.....	6
工业产品价格同比增速触底，原材料行业价格反弹较快	6
供给面景气度持续回升，原材料行业维持较快的反弹速度	9
中游产业的生产反弹迅速	10
工业企业利润快速反弹，全年增速或超预期.....	13
受益于固定资产投资，各产业利润普遍反弹，利润分配持续流向中游	13
利润恢复的主要原因是销量增长，毛利率对采掘业和原材料的盈利有正面贡献	16
服务业整体活跃度不高，早周期生产型反弹迅速.....	21
全年规模以上工业企业利润增长有望转正	24
企业盈利的持续性高度依赖投资	24

图表目录

图表 1: 三大需求中，固定资产投资一枝独秀	4
图表 2: 中央项目投资力度明显回落	4
图表 3: 工业和房地产投资接力中央项目	5
图表 4: 工业产品价格同比指数在 8 月出现年初以来的首次反弹	6
图表 5: 国际大宗商品价格近期有所反复，价格同比仍处于上升趋势中	6
图表 6: 除采掘业，各产业 PPI 8 月份普遍出现反弹，原材料反弹较快.....	7
图表 7: 采掘业中黑色、有色金属矿的价格反弹趋势较为明显.....	7
图表 8: 原材料中冶金和化纤的价格反弹较为显著.....	8
图表 9: 投资品中电气、电子和仪器仪表价格略有反弹.....	8
图表 10: 消费品各行业价格表现平稳，食品加工业价格反弹较为显著	8
图表 11: 工业增加值同比增速快速反弹.....	9
图表 12: 重工业生产恢复显著	9
图表 13: 全社会用电量随工业生产的恢复逐步反弹.....	10
图表 14: 重工业用电量反弹速度较快印证了重工业生产恢复较为显著	10
图表 15: 各产业中投资品和原材料的工业增加值增速反弹最显著	11
图表 16: 采掘业中黑金属矿采掘业表现较好，煤炭采选业生产恢复缓慢	11
图表 17: 原材料各行业增加值增速普遍反弹，化纤、冶金等行业反弹较快..	11
图表 18: 投资品中交运设备、电子设备生产恢复较显著，其他行业表现平稳	12
图表 19: 消费品各行业表现平稳，家具制造业生产反弹较为显著	12
图表 20: 6-8 月份规模以上工业企业利润同比增速转正.....	13

图表 21: 各产业利润增速普遍反弹, 投资品和原材料行业反弹较显著	13
图表 22: 利润在产业间的分配迅速流向原材料和投资品	14
图表 23: 采掘业中的利润分配从煤炭流向石油天然气	14
图表 24: 原材料中冶金行业的利润占比快速上升	14
图表 25: 投资品中电子和交运设备的盈利表现相对较好	15
图表 26: 消费品中食品加工业的盈利表现较好, 纺织和皮革毛皮业的利润占比 由于季节因素出现反弹	15
图表 27: 除消费品外, 各产业的销售毛利率有所反弹	15
图表 28: 5-8 月份工业整体毛利润同比增速的反弹主要来自销售量的增长 ...	17
图表 29: 5-8 月份采掘业毛利润同比增速的反弹主要来自毛利率的增加	17
图表 30: 5-8 月份原材料毛利润同比增速反弹主要来自毛利率和销量的增长 ..	17
图表 31: 5-8 月份投资品的毛利润增长主要来自销量的增加	18
图表 32: 5-8 月份消费品的毛利润增长主要来自销量的增加	18
图表 33: 工业整体收入增长略快于成本, 费用表现稍滞后, 有利于企业盈利	18
图表 34: 采掘业收入下降显著高于成本和费用, 盈利下滑的趋势短期难以扭转	19
图表 35: 原材料行业的收入反弹明显比成本和费用快	19
图表 36: 投资品的收入和成本反弹较为同步	19
图表 37: 消费品近期的收入增长不及成本迅速, 但费用控制较好	20
图表 38: 长话通时的快速反弹意味着商业活动开始趋于活跃	21
图表 39: 交运行业的货运量近期略有起色	22
图表 40: 客运量整体表现平稳, 民航运输增速较快	22
图表 41: 货运量近期迅速反弹, 民航及水路运输业务恢复较快	22
图表 42: 沿海港口吞吐量快速反弹	23
图表 43: 8 月批发零售额已逐步恢复至近年平均水平	23
图表 44: 零售业中仅汽车及房地产相关的家具类销售额较好	23
图表 45: 2009 年四季度将会是工业企业利润同比增速快速反弹期	24

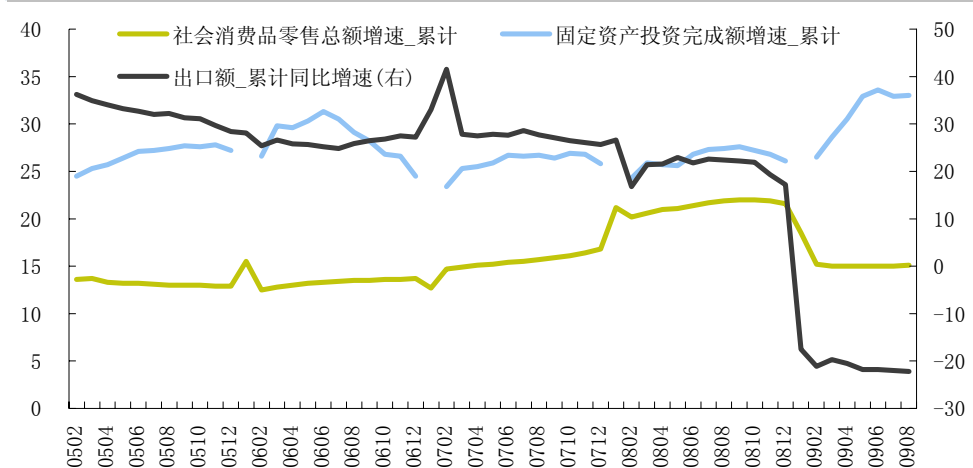
需求面维持以投资为主导的趋势

近期的三大需求中，仍然是固定资产投资维持一支独秀。消费品零售总额表现平稳，虽然相对于 2008 年有较为明显的回落，但是同 2005-2007 年相比，依然保持较快的增长速度。另一方面，出口的表现仍然为大幅负增长，尚无明显的起色。从支出法的角度看，经济增长的主要驱动力还是资本形成。

1-8 月份，固定资产投资累计同比增速为 33%，这是 1994 年经济过热以来同期最高的名义增速。正因为此，重工业，特别是原材料行业才能够在产能严重过剩的情况下维持较高的开工率水平。这虽然阻碍了国内严重失衡的产业结构的调整步伐，却平滑了经济表现的波动。

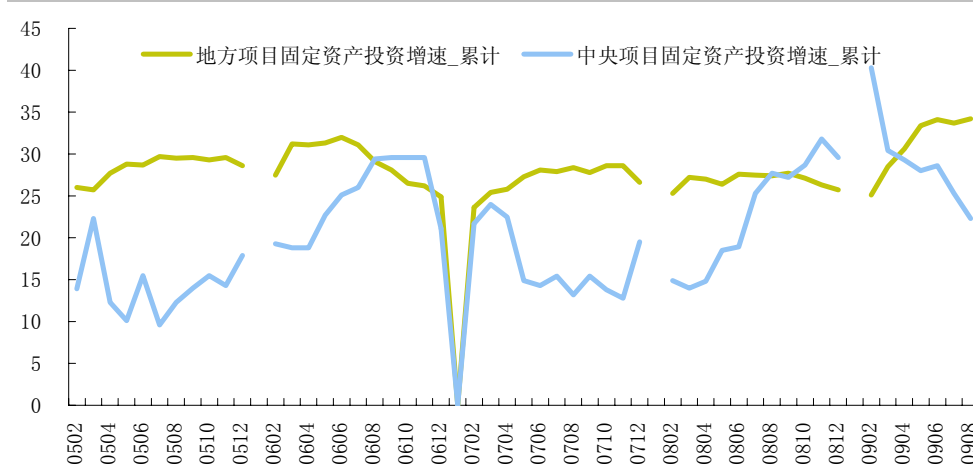
然而，令人比较担忧的是，固定资产投资中的原动力，即中央项目投资目前正处于快速下滑阶段。虽然地方项目略有滞后，但整体投资增速已经开始回落。这和我们年初所做出的判断，即固定资产投资增速在二季度末，三季度初出现回落是相一致的。当时测算的假设条件是整体固定资产投资仅会受到中央项目的带动，而民间投资不会有起色。从目前的投资走势看，这种假设并无大的偏差。因此，照此趋势发展下去，固定资产投资增速将持续回落至年底。

图表1：三大需求中，固定资产投资一支独秀



来源：国金证券研究所

图表2：中央项目投资力度明显回落



来源：国金证券研究所

图表3：工业和房地产投资接力中央项目

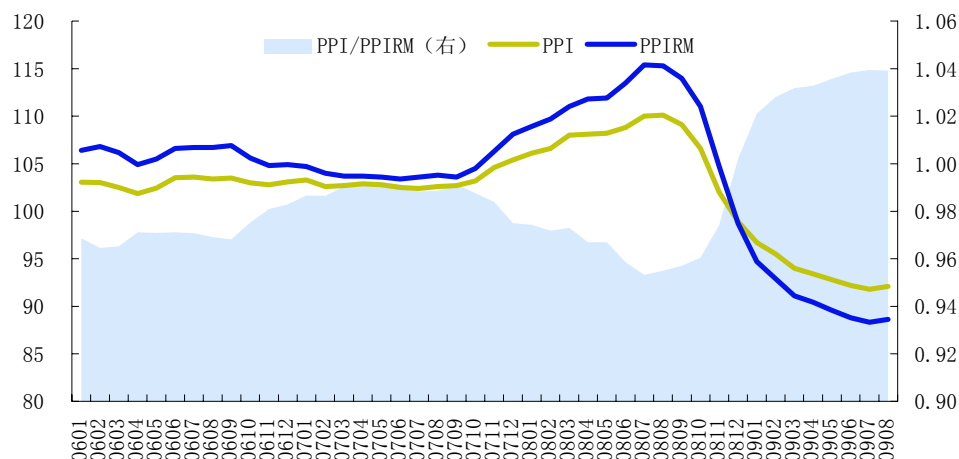
1-8 月份投资累计增速最快的行业	8 月份对全社会固定资产投资拉动最大的行业
铁路运输业	房地产业
其他采矿业	黑色金属冶炼及压延加工业
烟草制造业	电力、热力的生产与供应业
科学研究、技术服务和地质勘查业	燃气生产与供应业
卫生、社会保障和社会福利业	造纸及纸制品业
林业	水上运输业
居民服务和其他服务业	租赁和商务服务业
水的生产与供应业	饮料制造业
环境管理业	烟草制造业
水利管理业	信息传输、计算机服务和软件业

来源：国金证券研究所

工业产品价格环比连续 5 个月上涨，上游价格涨幅较大

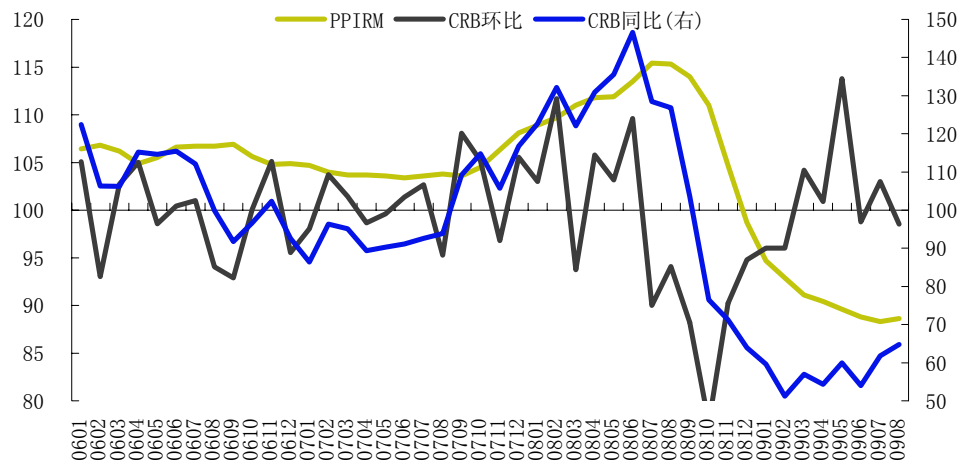
工业品出厂价格指数已经环比连续上涨 6 个月，其中 PPI 累计上涨 2.4%，PIRM 累计上涨 4.9%，能源、原材料的价格上涨明显快于中、下游工业品。而国内能源、原材料价格的上涨又很大程度上是受国际大宗商品的价格反弹所带动，这对国内整体工业的毛利率水平将造成负面影响。但是，正如我们在前期的报告中所论述的，由于国际整体的经济恢复明显落后于中国，较为低迷的全球需求将抑制大宗商品价格的过快上涨，这可以在一段时期内为国内工业维持较高的毛利率水平创造有利条件。

图表4：工业产品价格同比指数在 8 月出现年初以来的首次反弹



来源：国金证券研究所

图表5：国际大宗商品价格近期有所反复，价格同比仍处于上升趋势中



来源：国金证券研究所

工业产品价格同比增速触底，原材料行业价格反弹较快

8 月份，除采掘业外的其他产业的 PPI 普遍出现了反弹，其中原材料行业反弹较快。未来在同比基数的作用之下，即使价格环比不再上涨，同比反弹的趋势也将能够维持。

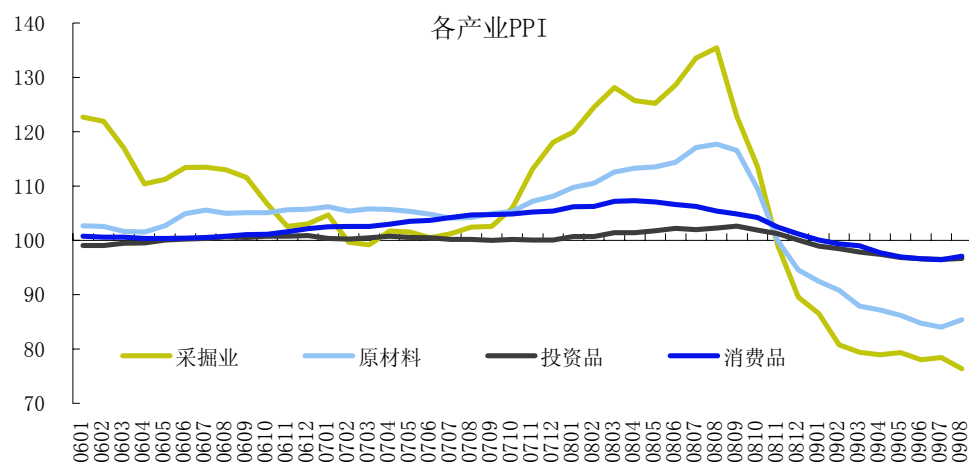
采掘业中的黑色及有色金属矿的价格反弹比较显著。在较为低迷的需求影响下，煤炭采选业的 PPI 维持向下的趋势。而石油天然气采掘业的 PPI 也跟随国际市场出现了波动。由于煤炭和石油这两个行业在采掘业中的占比最大，因此采掘业整体的价格表现为向下的趋势。

原材料行业中化纤和冶金的价格反弹较为显著，和这些行业的增加值表现一致。这表明这些行业的价格上涨既有国际市场价格传导的原因，也有需求拉动的原因。

投资品种的电气、电子设备和仪器仪表的价格在近期出现了反弹。

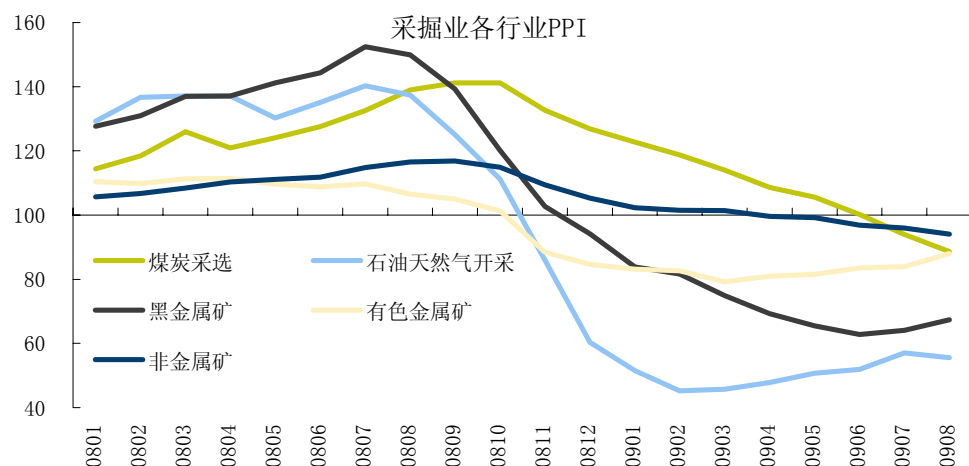
消费品各行业的价格普遍表现平稳，仅食品加工业的价格有比较明显的反弹。这主要是对农产品价格反弹的传导。

图表6：除采掘业，各产业PPI 8 月份普遍出现反弹，原材料反弹较快



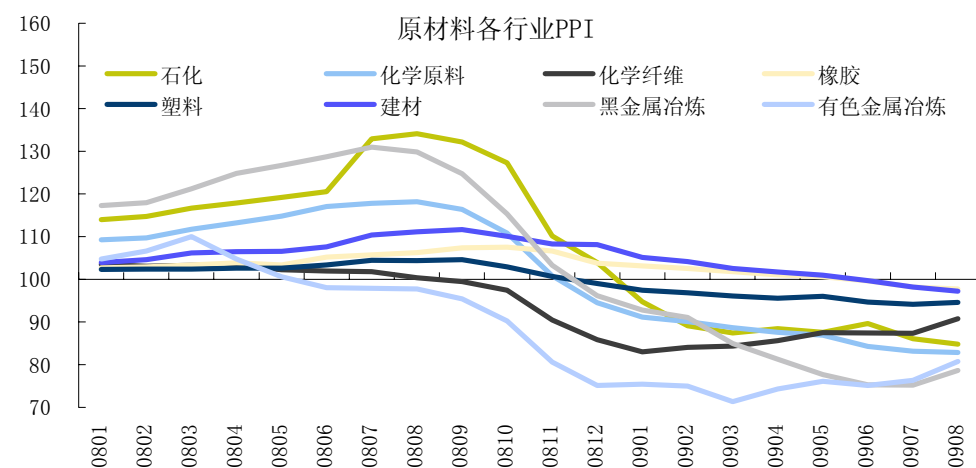
来源：国金证券研究所

图表7：采掘业中黑色、有色金属矿的价格反弹趋势较为明显



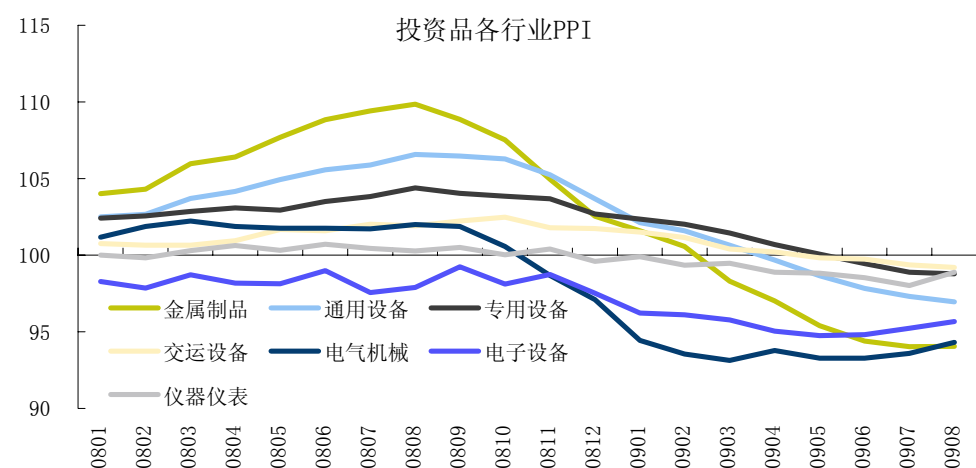
来源：国金证券研究所

图表8：原材料中冶金和化纤的价格反弹较为显著



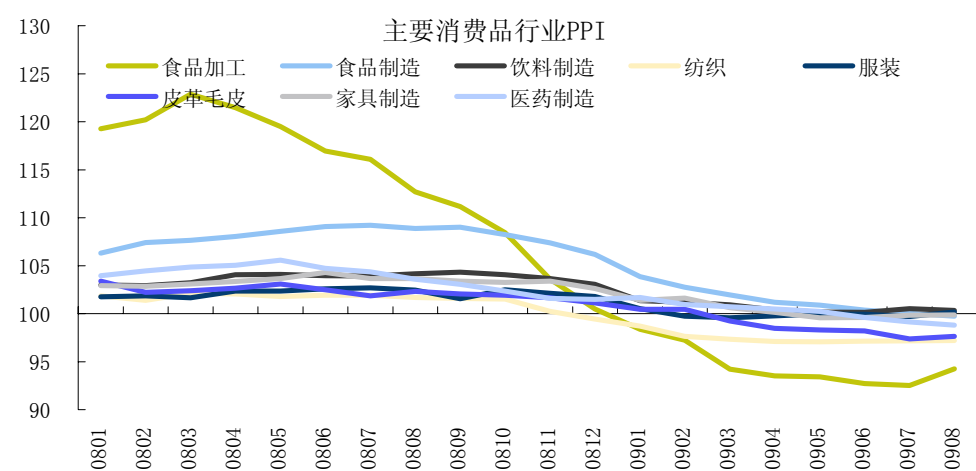
来源：国金证券研究所

图表9：投资品中电气、电子和仪器仪表价格略有反弹



来源：国金证券研究所

图表10：消费品各行业价格表现平稳，食品加工行业价格反弹较为显著



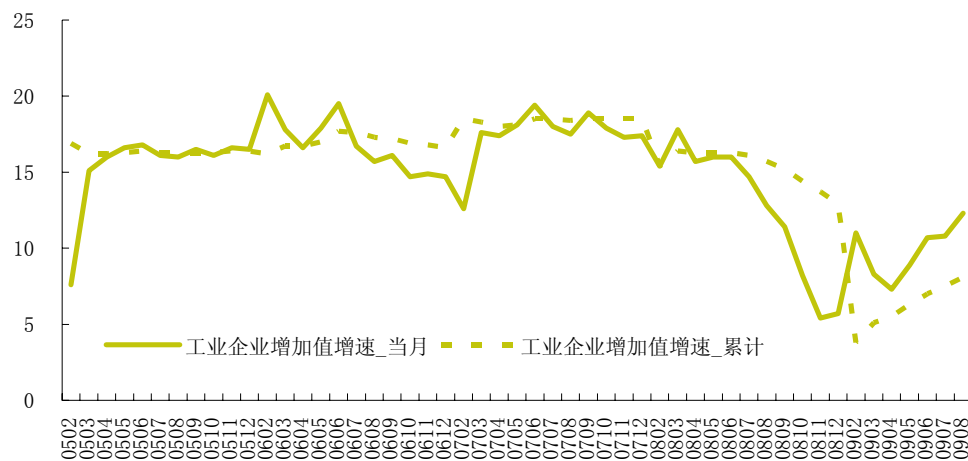
来源：国金证券研究所

供给面景气度持续回升，原材料行业维持较快的反弹速度

自年初以来，经济增长逐步恢复，工业增加值累计同比增速持续反弹。在强劲的固定资产投资的拉动下，重工业生产恢复显著，在 6 月份，再度超越轻工业，成为经济增长最主要的驱动力。

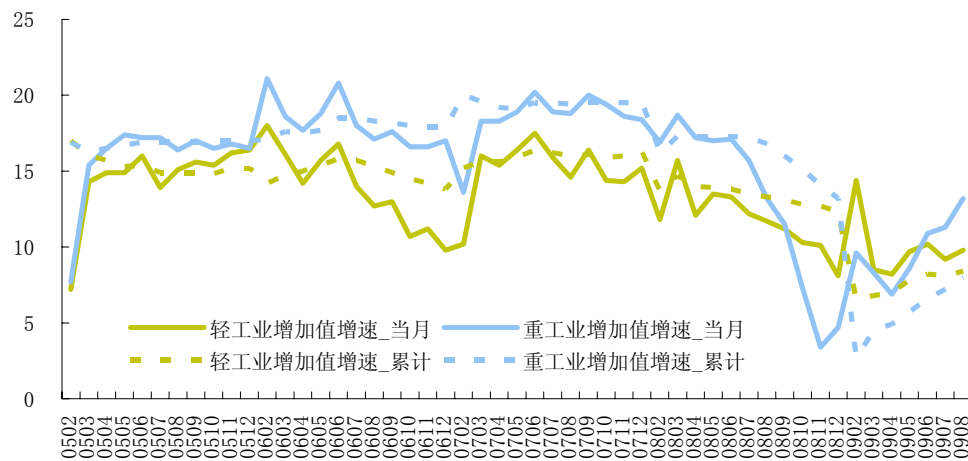
同时，在工业生产恢复的带动下，全社会用电量呈逐步反弹的趋势，而重工业用电量增长较快，印证了重工业较好的恢复情况。这再次证明目前的各项经济刺激计划对重工业的拉动效果更显著。

图表11：工业增加值同比增速快速反弹



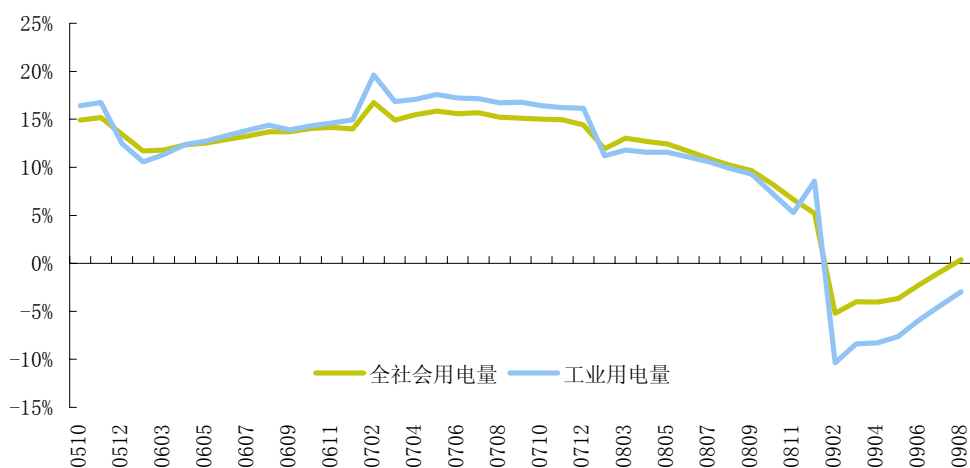
来源：国金证券研究所

图表12：重工业生产恢复显著



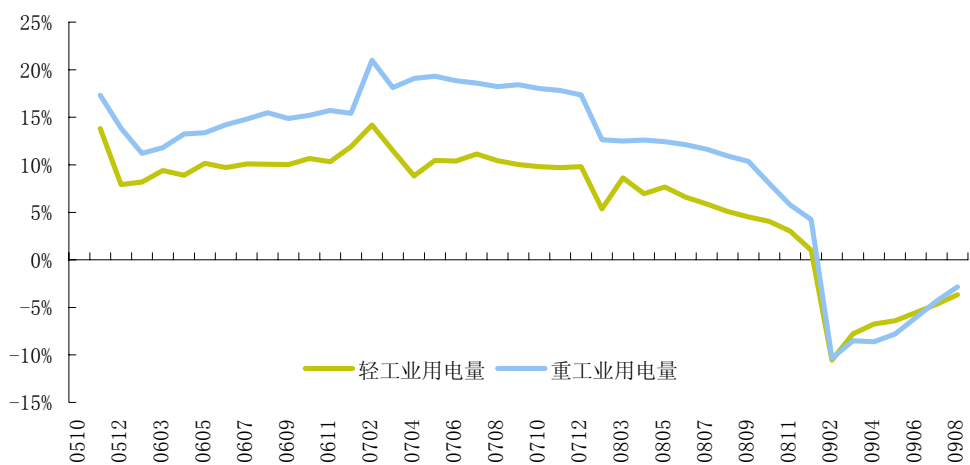
来源：国金证券研究所

图表13：全社会用电量随工业生产的恢复逐步反弹



来源：国金证券研究所

图表14：重工业用电量反弹速度较快印证了重工业生产恢复较为显著



来源：国金证券研究所

中游产业的生产反弹迅速

比较各产业的增长情况，投资品和原材料的增加值增速反弹最快。消费品和采掘业的近期表现比较平稳。根据我们前期利用投入产出表测算的投资诱导系数表明，固定资产投资对投资品和原材料行业的拉动效果显著。这也意味着，目前的工业生产反弹主要是由投资需求所带动的。

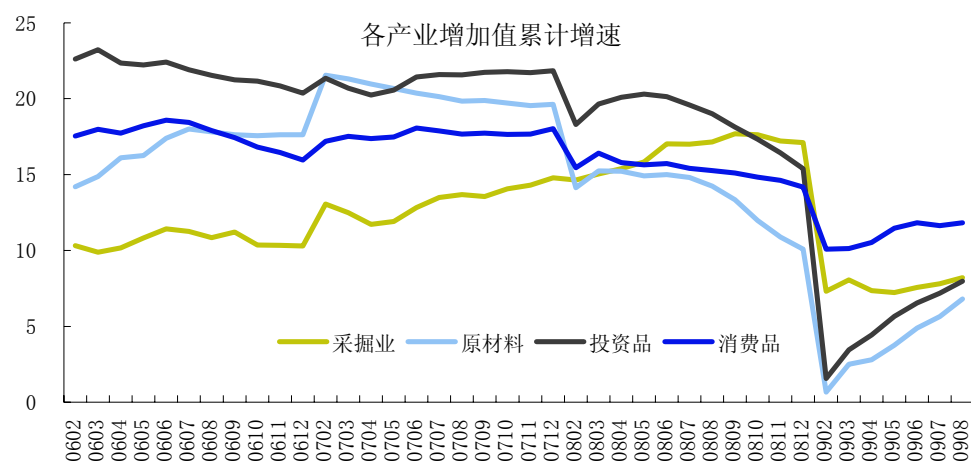
采掘业中，黑色金属矿的增加值增速反弹较快，这主要是受下游钢铁工业生产恢复的带动。然而，占比较高的煤炭采选业却由于受到依然低迷的用电需求的影响，生产恢复并不明显，这导致了采掘业整体的工业增加值增速的反弹较慢。

原材料各行业的生产出现了比较普遍的反弹，其中化纤和冶金等行业的反弹比较快。建材行业始终维持较高的增速，但是反弹的力度较弱。

投资品各行业中交运设备和电子设备的增加值增速反弹较快，其他行业表现平稳。

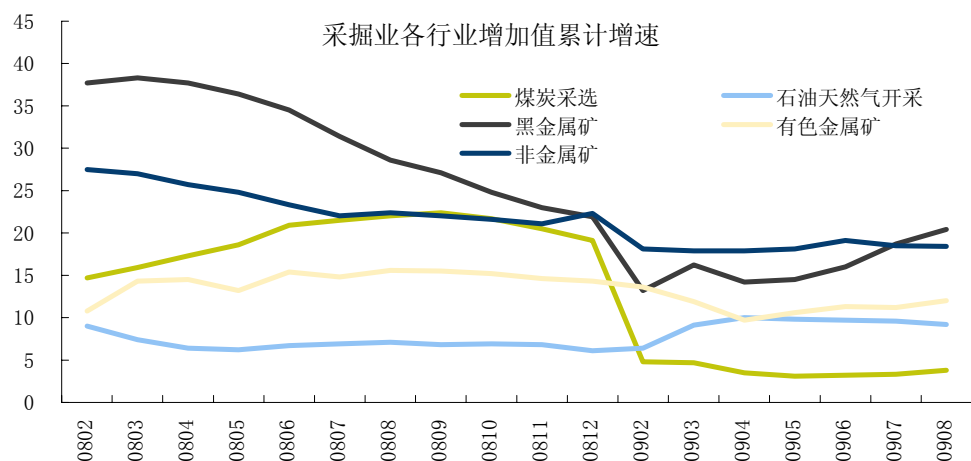
消费品各行业基本表现平稳，家具制造业由于前期较大的跌幅和受近期房地产销售增长所带动，增加值的反弹比较显著。

图表15: 各产业中投资品和原材料的工业增加值增速反弹最显著



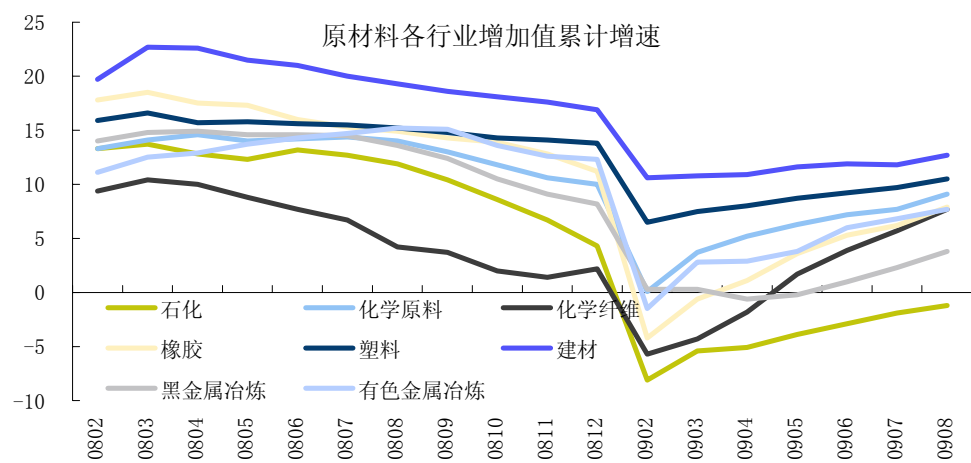
来源: 国金证券研究所

图表16: 采掘业中黑金属矿采掘业表现较好, 煤炭采选业生产恢复缓慢



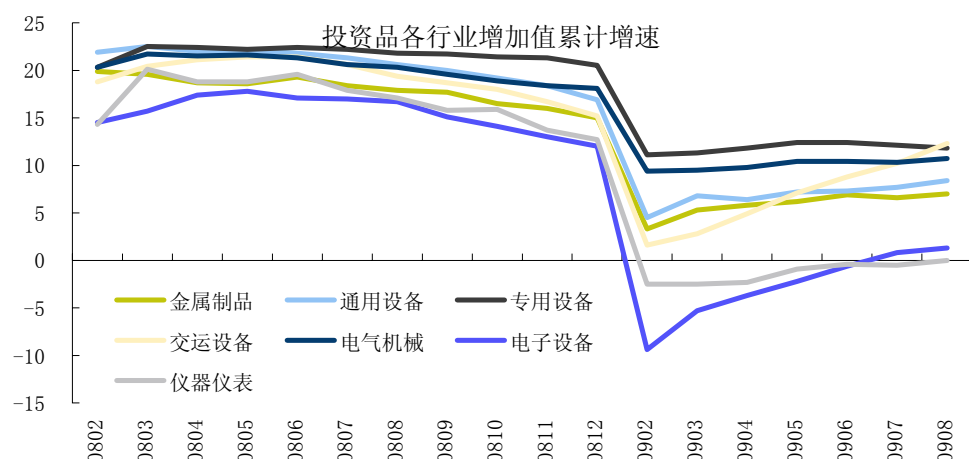
来源: 国金证券研究所

图表17: 原材料各行业增加值增速普遍反弹, 化纤、冶金等行业反弹较快



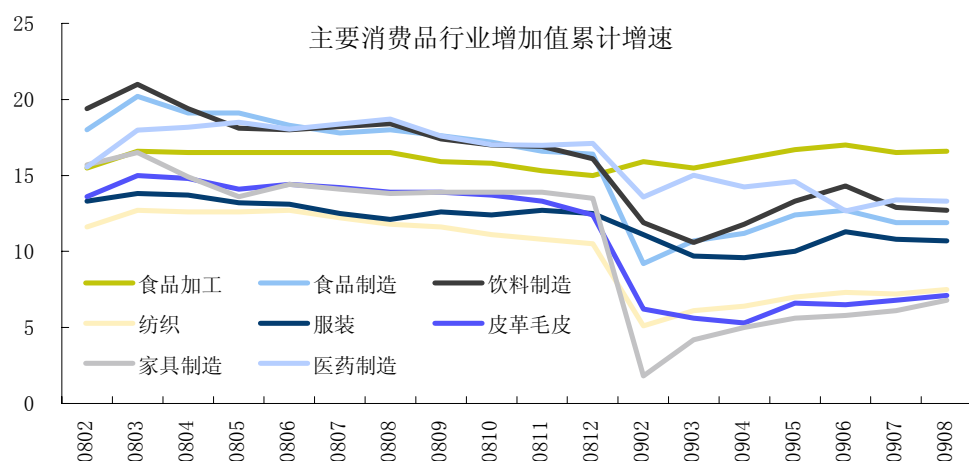
来源: 国金证券研究所

图表18: 投资品中交运设备、电子设备生产恢复较显著, 其他行业表现平稳



来源: 国金证券研究所

图表19: 消费品各行业表现平稳, 家具制造业生产反弹较为显著

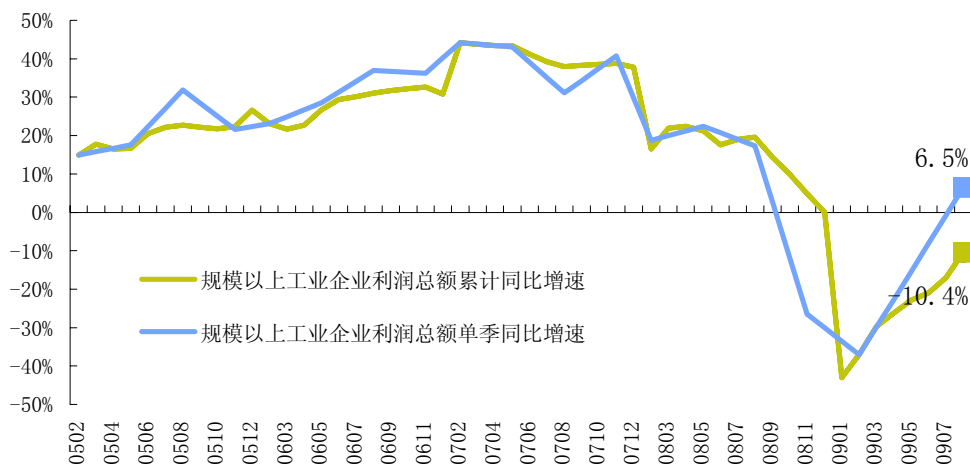


来源: 国金证券研究所

工业企业利润快速反弹，全年增速或超预期

1-8 月份，规模以上工业企业利润同比增长-10.4%，略高于我们之前-12%的预期。其中 6-8 月份同比增长 6.5%，工业企业利润单月同比增速已经进入正增长阶段。

图表20：6-8 月份规模以上工业企业利润同比增速转正



注：本文描述工业企业利润所使用的四个季度实际指 1-2 月份、3-5 月份、6-8 月份和 9-11 月份。

来源：国金证券研究所

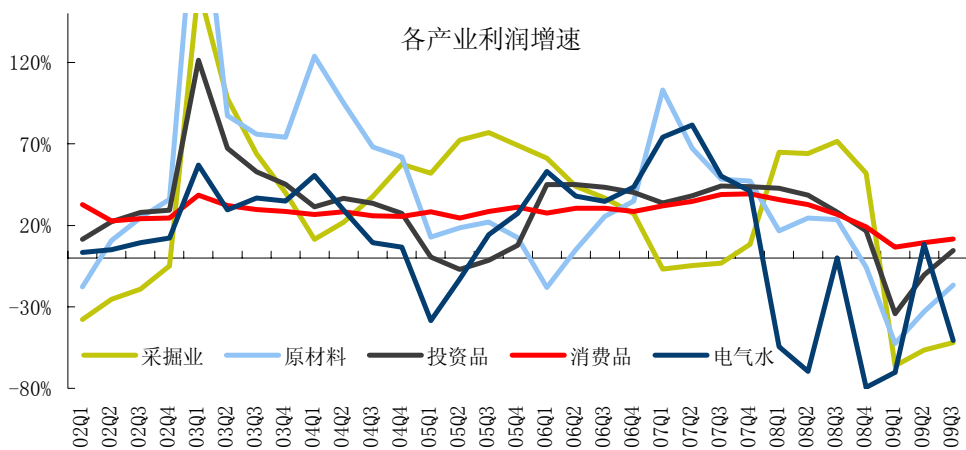
受益于固定资产投资，各产业利润普遍反弹，利润分配持续流向中游

除电气水外的主要产业维持了 2 季度以来的利润反弹趋势。而电气水行业在 6-8 月份利润增速出现回落的最主要原因是由于 2008 年年初雪灾所导致的基数波动剧烈。

受投资的拉动，原材料和投资品的利润占比已经恢复至近年来的高位。在这两个产业利润快速反弹的影响下，消费品的利润占比向历史平均水平逐步回落。而采掘业由于受煤炭采选业表现低迷的影响，利润占比并无起色。

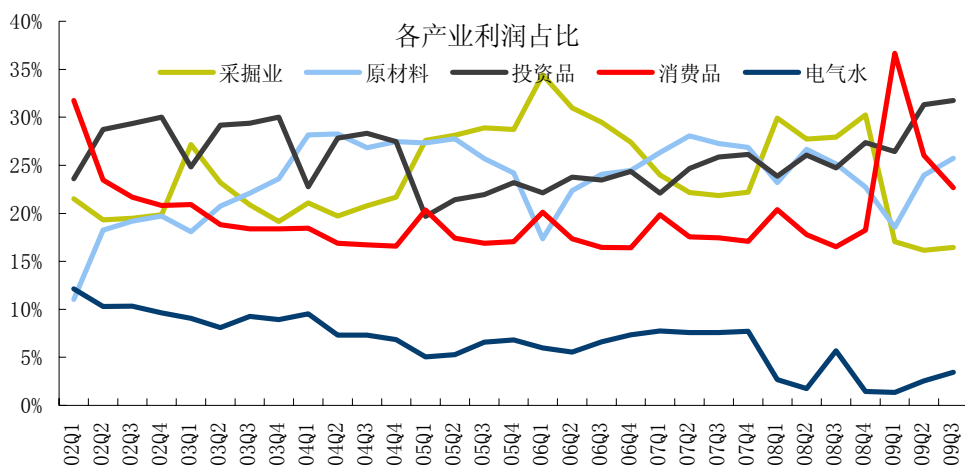
比较各产业内部的利润流向，采掘业中石油天然气开采业的利润份额恢复较快，而煤炭采选业的利润占比下滑明显；原材料各行业中冶金业的利润占比快速上升；投资品中电子设备和交运设备的盈利增长相对较快；消费品中的食品加工工业盈利表现较好，纺织和皮革毛皮业则由于季节因素利润占比有所反弹。

图表21：各产业利润增速普遍反弹，投资品和原材料行业反弹较显著



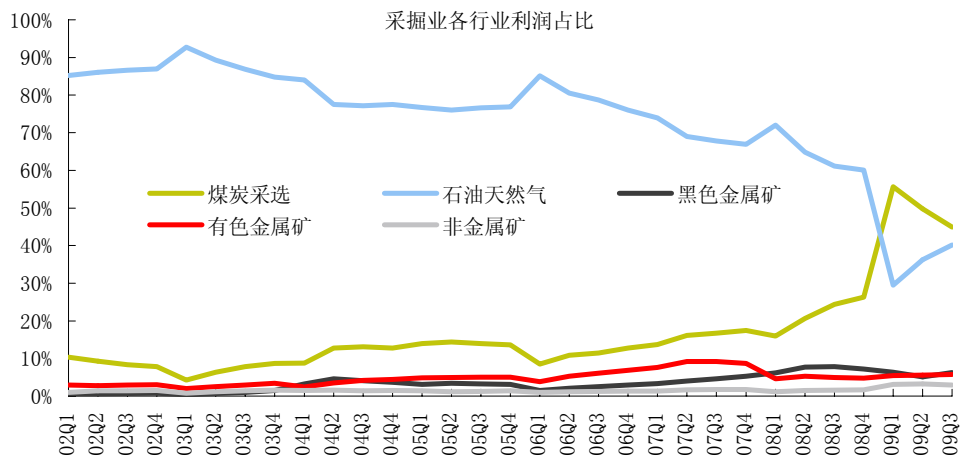
来源：国金证券研究所

图22：利润在产业间的分配迅速流向原材料和投资品



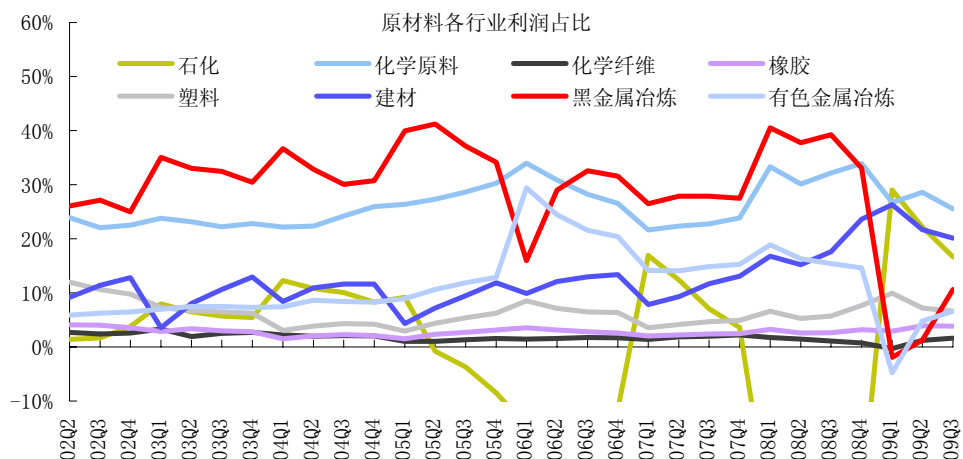
来源：国金证券研究所

图23：采掘业中的利润分配从煤炭流向石油天然气



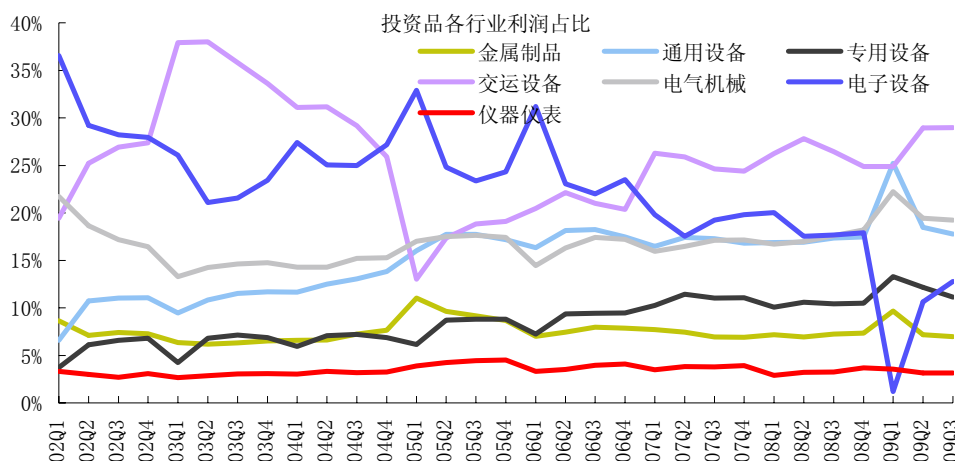
来源：国金证券研究所

图24：原材料中冶金行业的利润占比快速上升



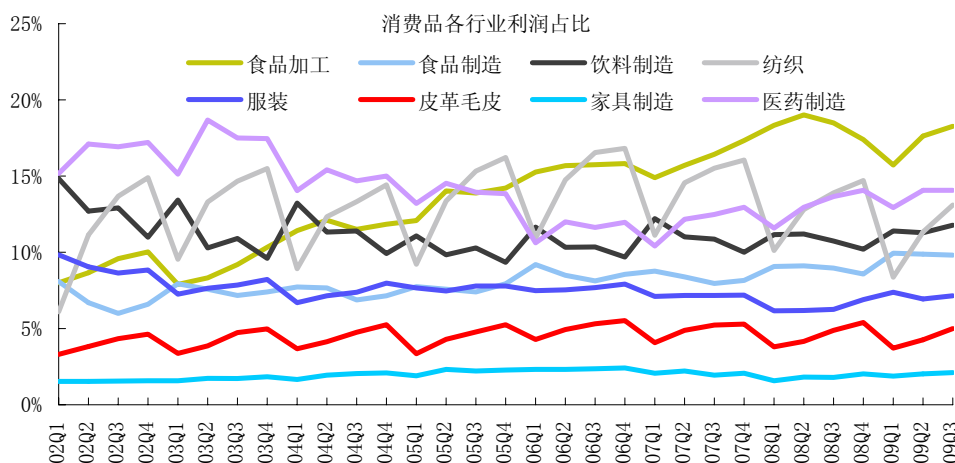
来源：国金证券研究所

图表25：投资品中电子和交运设备的盈利表现相对较好



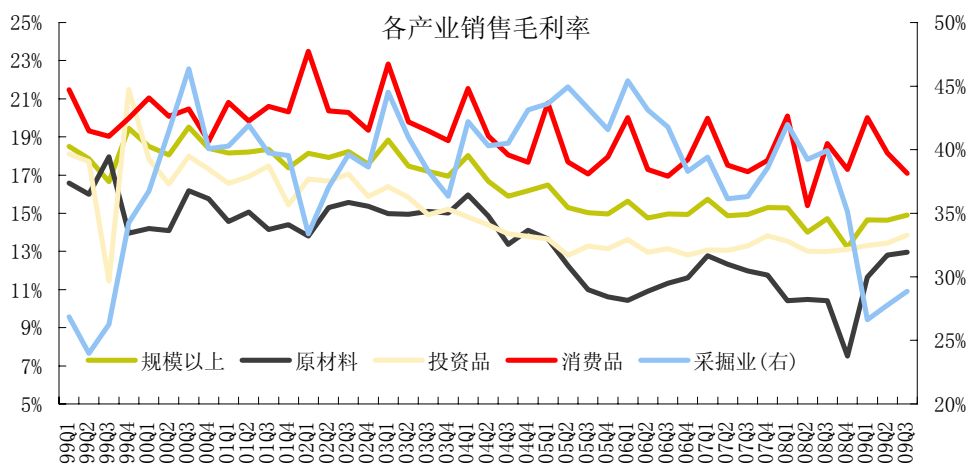
来源：国金证券研究所

图表26：消费品中食品加工的盈利表现较好，纺织和皮革毛皮业的利润占比由于季节因素出现反弹



来源：国金证券研究所

图表27：除消费品外，各产业的销售毛利率有所反弹



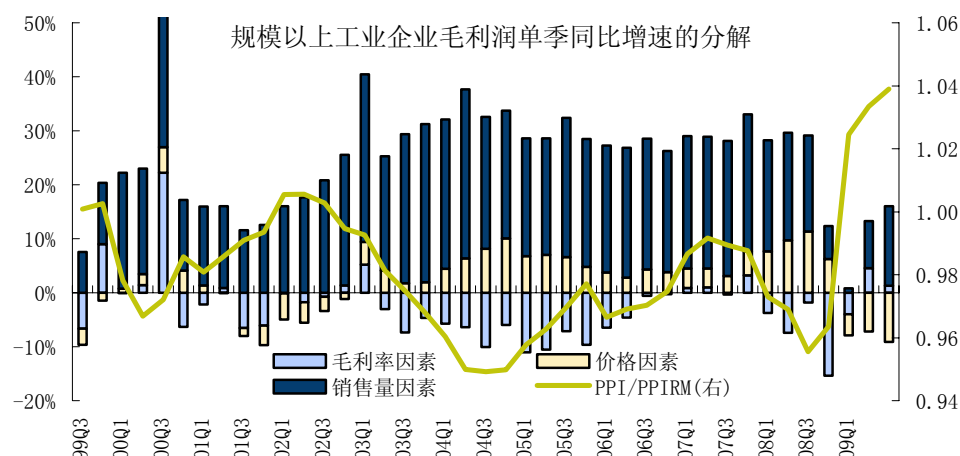
来源：国金证券研究所

利润恢复的主要原因是销量增长，毛利率对采掘业和原材料的盈利有正面贡献

决定工业企业毛利润（销售收入-销售成本）的因素有三个：销售量、销售价格和销售毛利率。从宏观经济指标中，我们可以找到代表这三种因素的变量，即工业增加值、行业（或产业）的 PPI，以及此行业（或产业）的产出和成本价格比值。通过对规模以上工业企业及各主要产业毛利润增长的分解，我们发现以下几点特征：

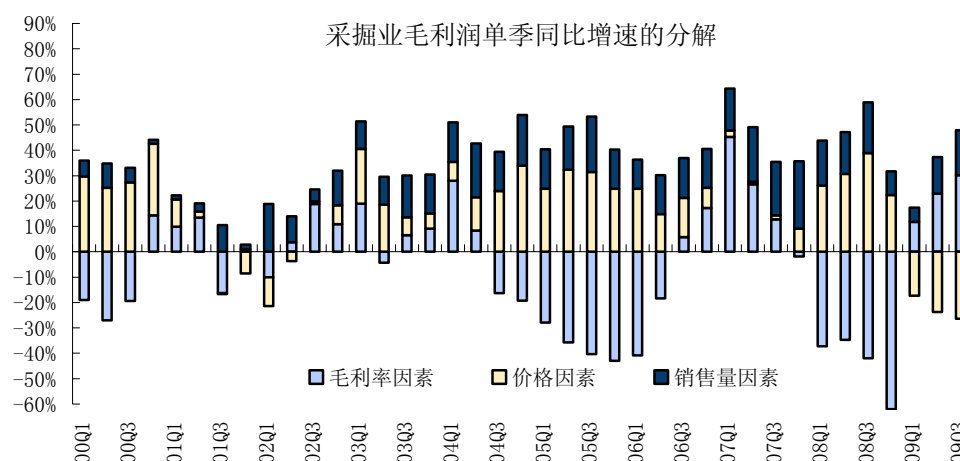
- 1、规模以上工业企业在近期毛利润的增长主要是通过销售量的增加来实现的。同时，毛利率对利润的贡献在 6-8 月份仍然是正面的，但相对于 3-5 月份出现了明显的回落。伴随着未来短期内 PPI/PIRM 从历史高点回落，毛利率对整体工业盈利的贡献可能会趋向于负面。但是从另一方面来讲，目前价格对企业利润的影响是相当负面的，未来，随着 PPI 在 8 月份开始的快速反弹，这种趋势将得到扭转，并抵消一部分毛利率回落的影响。因此，未来短期内整体工业的盈利情况，将更依赖于经济增长而不是价格的变化。
- 2、采掘业和原材料近期毛利润的增长主要来自于毛利率的提高和销售量的增长。3 月份以来，工业产品价格环比出现了快速反弹，越上游，价格上涨越快。相对于采掘业中的水、电、油等主要中间投入，采掘业的产品价格上涨更快，这导致了近期采掘业的毛利率反弹。另一方面，销量对毛利润的贡献在此期间是正面的，但是相对于整体工业，销量增长的贡献并不显著。如图表 34 所示，虽然近期采掘业的销售收入相对于成本和费用表现出较快的反弹趋势，但是收入的下滑比较严重，因此短期内采掘业的盈利增长很难恢复至历史平均水平。但是，我们也不能否认采掘业目前的业绩反弹速度是很快的。
- 3、原材料的盈利增长中销量的贡献更大一些。其收入的增速也显著超过了成本。因此，短期内原材料行业的利润会以较快的速度增长。
- 4、投资品和消费品近期毛利润的增长完全来自销量的增加。值得关注的是，在前期价格下滑阶段，毛利率对这两个行业的盈利产生过显著的支撑，但是在目前价格快速反弹阶段，毛利率对这两个行业的贡献已经转为负面。这意味着随着价格的不断攀升以及结构的变化，投资品和消费品将会感受到越来越重的成本压力。
- 5、投资品行业长期处于轻微通缩状态，而且毛利率也表现为逐步下滑的趋势。因此，投资品长期以来基本依靠销量的增长来实现盈利增长。因此，在以投资为主导的经济增长趋势不变的情况下，投资品短期的盈利不会受到成本的严重冲击。
- 6、相对于投资品，价格和毛利率对消费品的影响更大一些。从近年消费品的盈利增长驱动因素看，销量的增长始终是比较稳定的，盈利的波动则主要来自于价格和毛利率的变化。6-8 月份，这两项指标对消费品盈利都产生了较为显著的负面影响。在将来短期内，消费品价格的下滑可能会略有缓解，但是由于此次价格上涨有比较明显的输入性特征和成本推动特征，因此毛利率的负面影响仍将持续一段时间。
- 7、通过产业间的比较，我们发现消费品的费用控制效果最好。较重的民营经济成分和长期的竞争环境，使得消费品企业对费用的控制能力远强于习惯了高毛利环境的采掘业。这对消费品利润率的维持创造了积极的条件。

图表28: 5-8月份工业整体毛利润同比增速的反弹主要来自销售量的增长



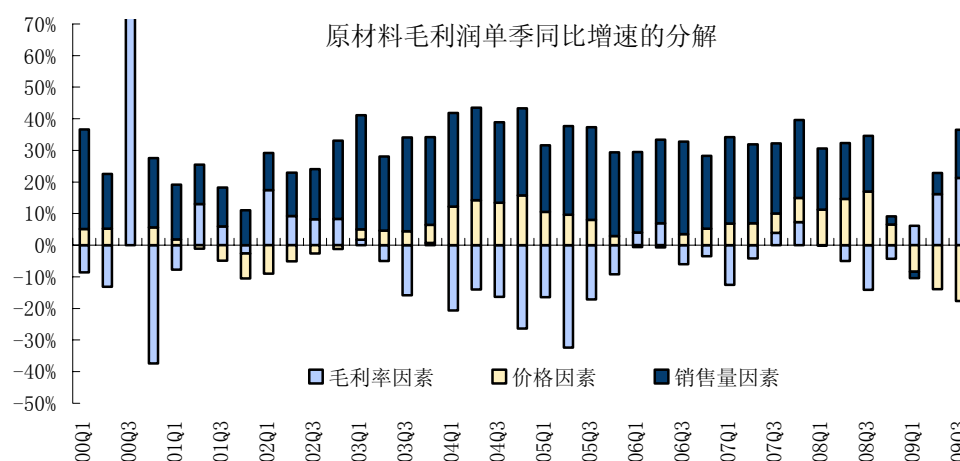
来源: 国金证券研究所

图表29: 5-8月份采掘业毛利润同比增速的反弹主要来自毛利率的增加



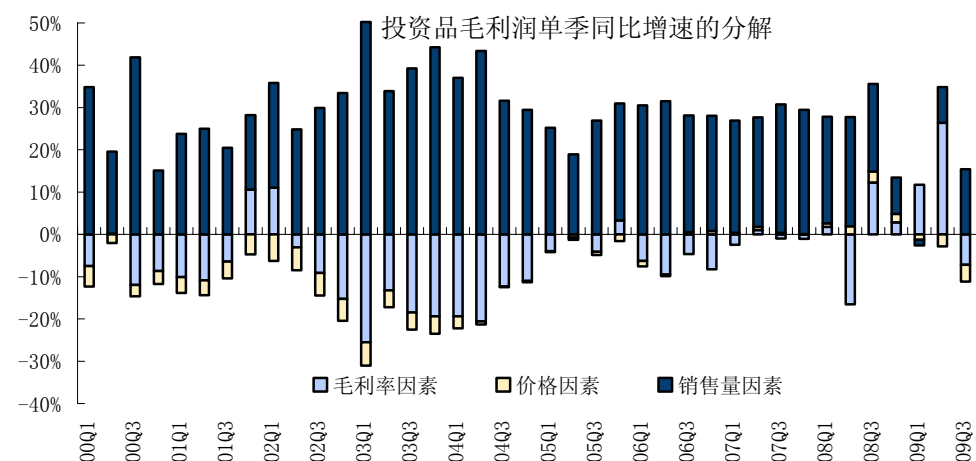
来源: 国金证券研究所

图表30: 5-8月份原材料毛利润同比增速反弹主要来自毛利率和销量的增长



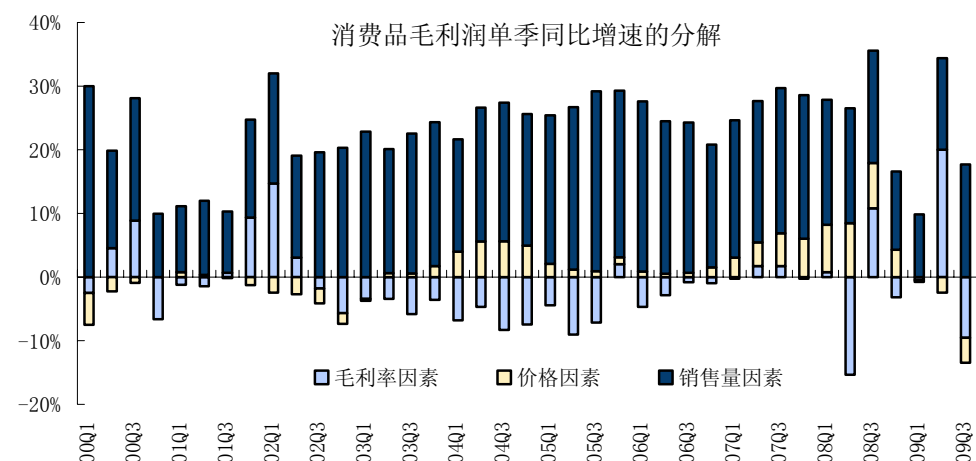
来源: 国金证券研究所

图表31: 5-8 月份投资品的毛利润增长主要来自销量的增加



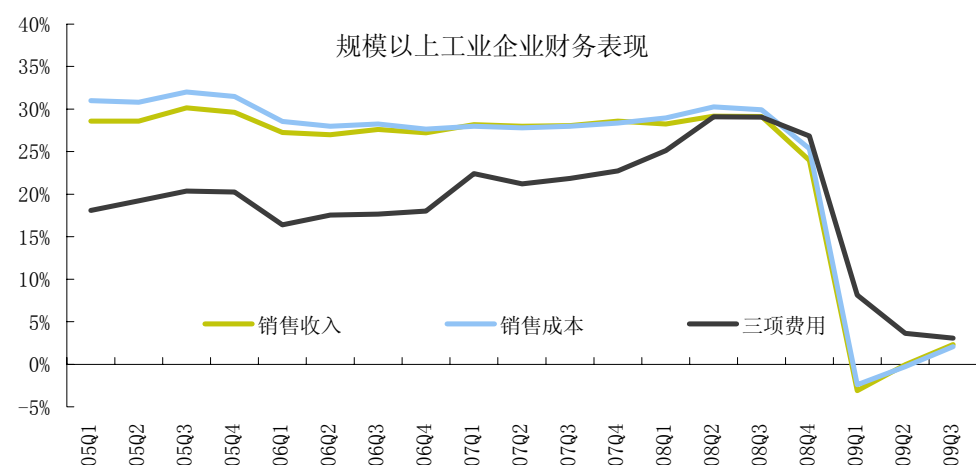
来源: 国金证券研究所

图表32: 5-8 月份消费品的毛利润增长主要来自销量的增加



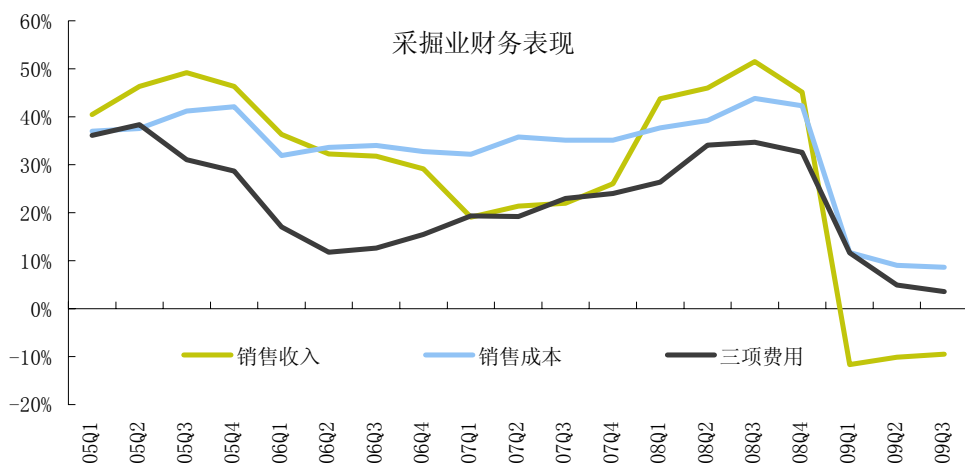
来源: 国金证券研究所

图表33: 工业整体收入增长略快于成本, 费用表现稍滞后, 有利于企业盈利



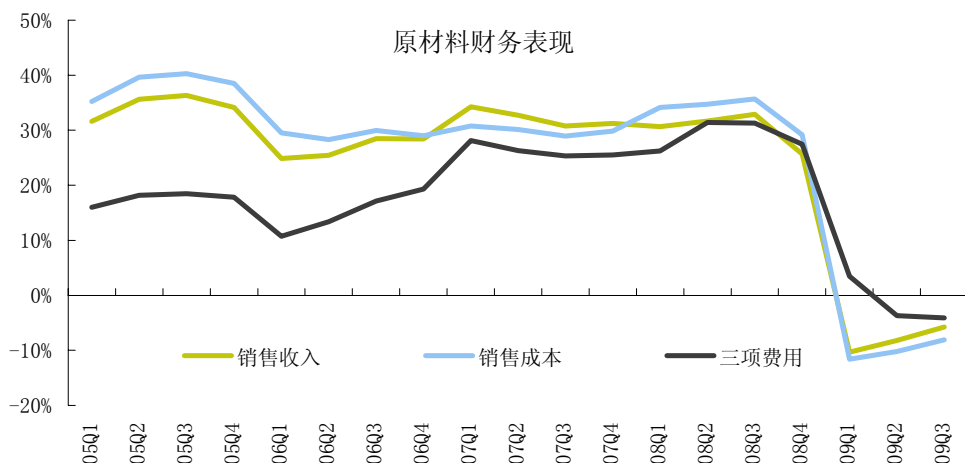
来源: 国金证券研究所

图表34：采掘业收入下降显著高于成本和费用，盈利下滑的趋势短期难以扭转



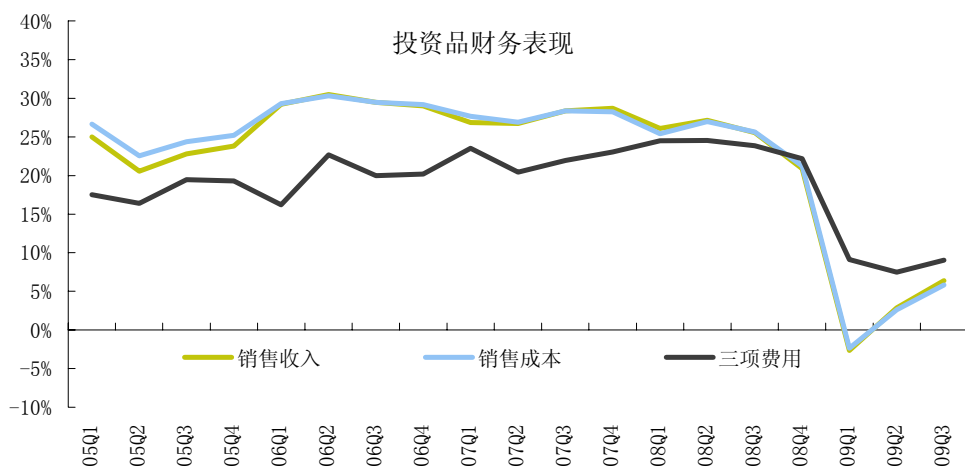
来源：国金证券研究所

图表35：原材料行业的收入反弹明显比成本和费用快



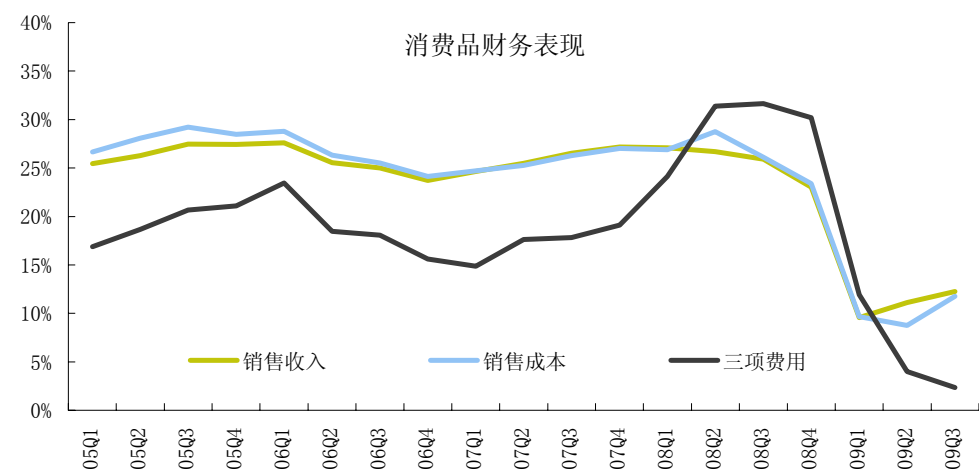
来源：国金证券研究所

图表36：投资品的收入和成本反弹较为同步



来源：国金证券研究所

图表37：消费品近期的收入增长不及成本迅速，但费用控制较好



来源：国金证券研究所

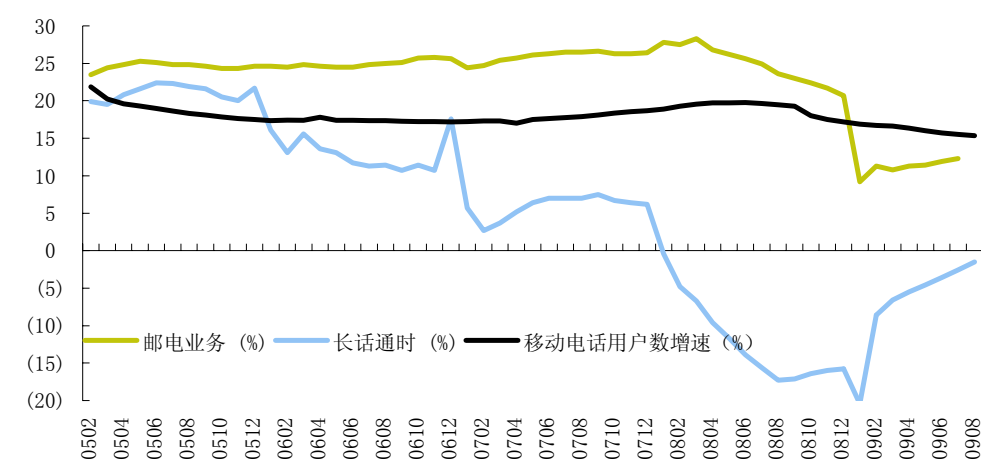
服务业整体活跃度不高，早周期生产型反弹迅速

在本份报告所覆盖的邮电通信、交运和批发零售行业中，前期跌幅较深的生产型服务业取得了较为显著的恢复。其中，邮电通信业务中的长话通话时间显著反弹，这意味着与此紧密相连的商业活动开始趋于活跃。交运行业中，客运业务保持平稳，货运业务出现了反弹的迹象。但是，在客运中占有 93% 比重，在货运业务中占有 74% 比重的公路运输业的反弹并不明显。同时，周期性较强、商务需求比重较大的民航业务恢复较快。和外贸活动密切相关的港口业在矿石大量进口的带动下，吞吐量迅速反弹。

就服务业近期的反弹特征和持续性这两个问题，我们能够得到的结论有：

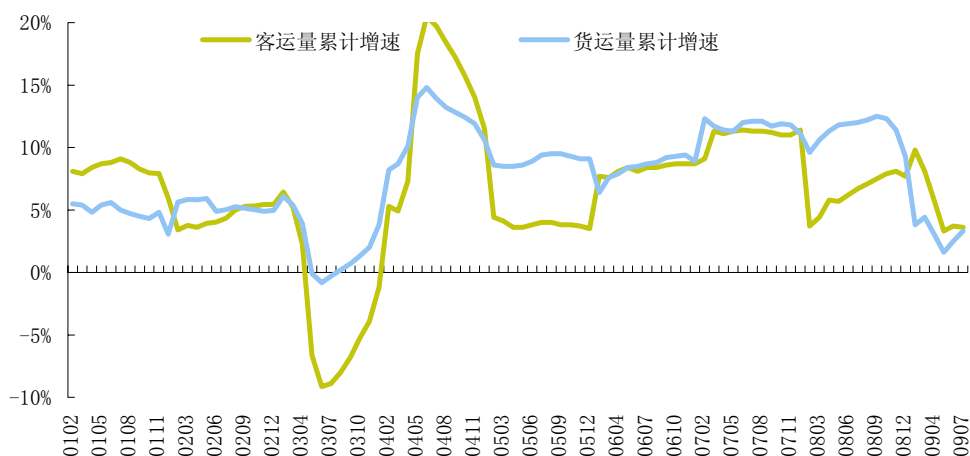
- 1、当前服务业的反弹主要是受工业生产恢复的带动，因此其表现略滞后于工业行业。业务反弹较快的行业是先行于整体景气度周期的民航运输和长话业务。
- 2、服务业的表现反映出商业活动并没有恢复到前期活跃的状态。全社会货运量，尤其是公路运输距离历史平均水平仍然有较大的差距，邮电业务的增长较为缓慢，零售业中和周期比较同步的办公用品零售额也没有起色。
- 3、工业经济的恢复对生产型服务业的全面拉动尚有一定距离，对生活型服务业的带动则更加需要时日，例如零售业中的食品饮料、纺织服装的零售额距离 2007-08 年的高位仍然有较大的距离。因此，短期内业绩值得期待的仍然是早周期和同周期的生产型服务业。
- 4、目前的服务业反弹依赖于工业经济的恢复，而工业经济的恢复又源于固定资产投资的增长。因此未来一段时期内服务业的表现也将视乎固定资产投资的持续性。

图表38：长话通时的快速反弹意味着商业活动开始趋于活跃



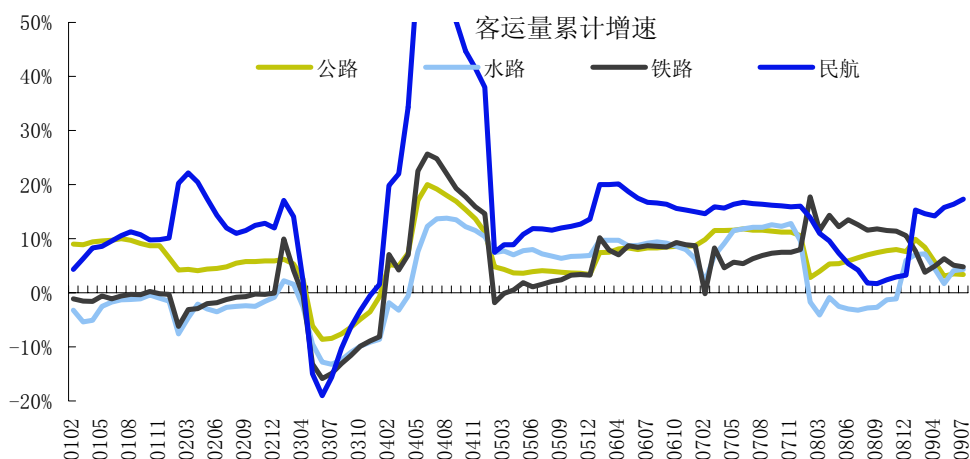
来源：国金证券研究所

图表39: 交运行业的货运量近期略有起色



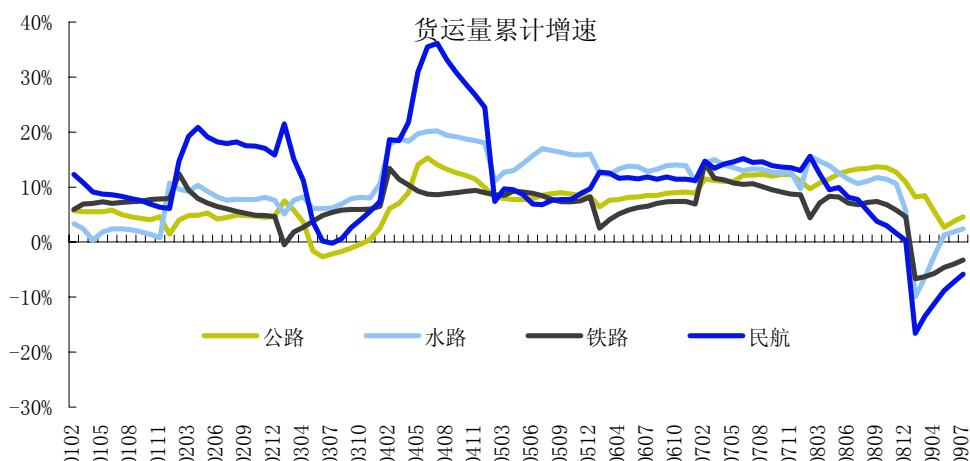
来源: 国金证券研究所

图表40: 客运量整体表现平稳, 民航运输增速较快



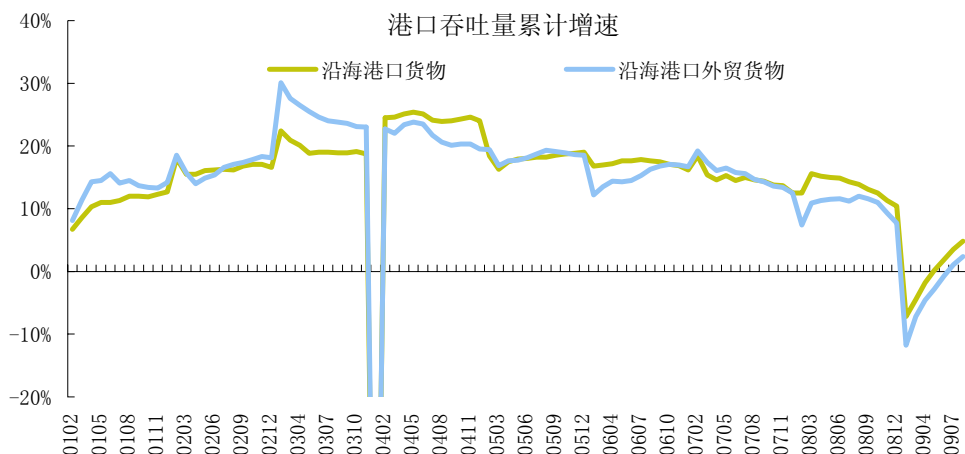
来源: 国金证券研究所

图表41: 货运量近期迅速反弹, 民航及水路运输业务恢复较快



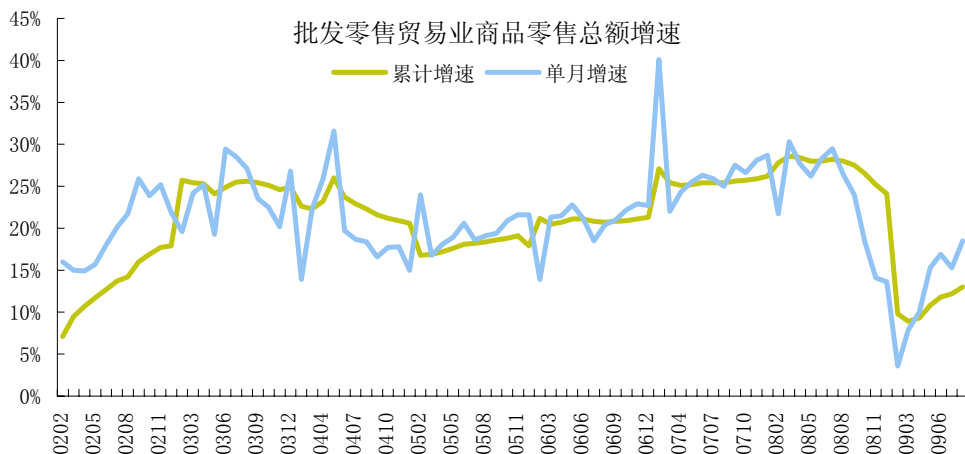
来源: 国金证券研究所

图表42：沿海港口吞吐量快速反弹



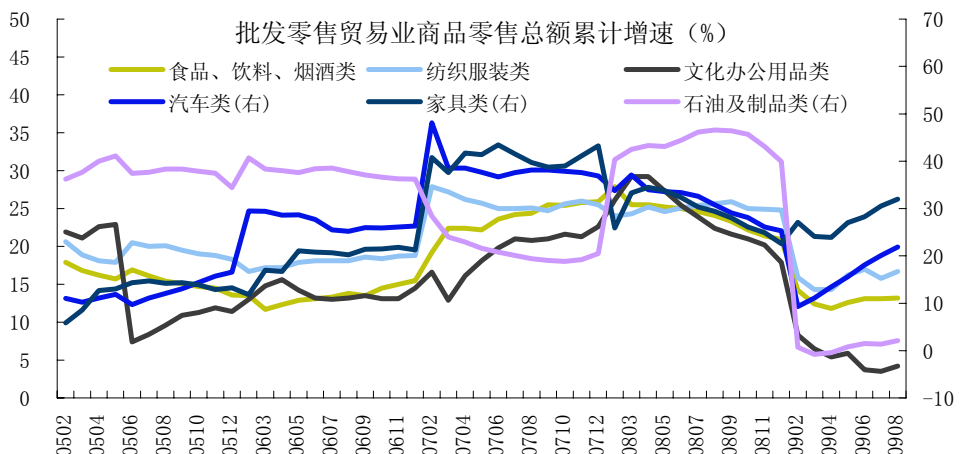
来源：国金证券研究所

图表43：8 月批发零售额已逐步恢复至近年平均水平



来源：国金证券研究所

图表44：零售业中仅汽车及房地产相关的家具类销售额较好



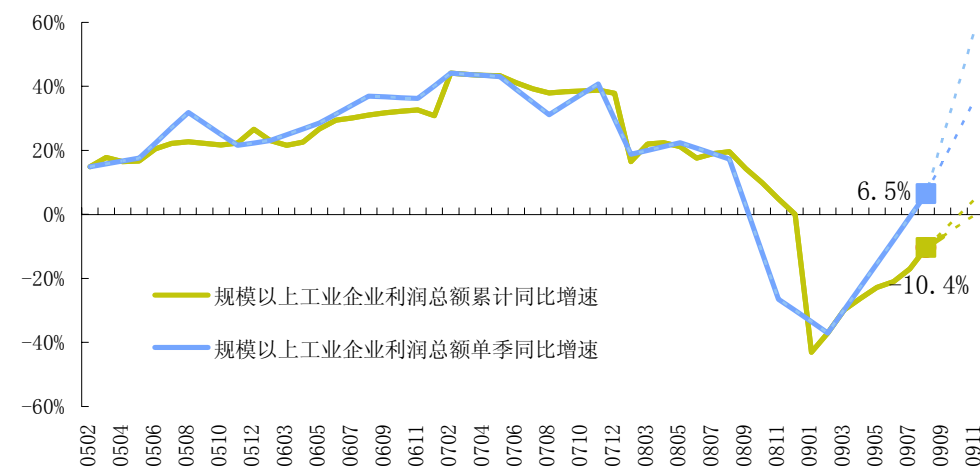
来源：国金证券研究所

全年规模以上工业企业利润增长有望转正

从目前的趋势看，工业增加值的表现很可能会显著高于我们之前（8%-10%）的预期，因此，1-11 月份的利润增速将会超出我们年初的（-10%，-5%）的预测区间。从我们对利润增长的分解能够看到，近期工业整体的利润反弹主要来自于销售量的增加。快速增长的工业增加值将继续拉动企业销量的增长并使企业利润持续恢复。

因此，我们需要上调全年工业增加值增速的预测区间至（10%，12%），在 PPI 全年负增长 5% 的前期假设维持不变的情况下，相应地上调 1-11 月规模以上工业企业利润累计增速至（0，5%），其中 9-11 月份增长（36%，58%）。

图表45：2009 年四季度将会是工业企业利润同比增速快速反弹期



来源：国金证券研究所

企业盈利的持续性高度依赖投资

在我们针对企业利润的研究体系中，工业增加值，PPI 及 PPI 的行业结构变化是决定性因素。这三项指标分别能够代表企业的销量、销售价格以及毛利率水平的走势。

在 3 月份开始的反弹过程中，工业产品价格环比连续数月正增长，工业生产迅速恢复，企业盈利持续改善。通过对价格和增加值的结构分析，我们发现目前的价格上涨很大程度上是输入性的和成本推动型的，价格的上涨和历史环境相似的年份并无太大的不同，均表现为上游价格涨幅较大，同时涨价的行业主要分布在采掘业和原材料行业；工业增加值改善幅度较大的行业主要是受固定资产投资所拉动的原材料和投资品行业。

通过对利润的分解，我们发现工业企业整体的利润增长主要是通过销量的扩张来实现的，这符合近期工业增加值的表现。另一方面，各产业利润反弹的驱动因素有所差异，例如毛利率的增长对采掘业和原材料行业的企业盈利有显著的正面作用，但是对投资品和消费品的盈利贡献正逐步趋向于负面，这和近期价格的结构变化是一致的。

在未来，我们能够看到的经济增长方式依然是以投资为主要驱动力。在不发生严重通胀的情况下，消费很难取得更快的增长，而出口至今也没有出现明显的复苏迹象。在这种需求结构下，产业的增长将维持年初以来的趋势，即原材料和投资品受到的拉动效果相对显著，而消费品很可能会稳定在目前的增长水平。至于采掘业，由于煤炭采选业比重较高，则和全社会的能源需求走势紧密相关。

目前工业利润的反弹主要来自于固定资产投资的直接或间接拉动，工业生产的恢复又拉动了生产型服务业的反弹。虽然整体经济表现已经有所起色，但是距

离之前的活跃状态仍然有很大的距离。消费品制造业、电气水供应业、生活型服务业和晚周期生产型服务业的表现至今还没有取得显著的改善。这些产业的复苏或许在短期内只能期待出口的好转才能实现。在此之前，企业盈利的持续性仍将高度依赖固定资产投资。利润的分配，也将继续流向原材料、投资品以及生产型服务业。未来，在高速增长的固定资产资趋于回落的情况下，企业利润增长的放缓也将难以避免。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。