

2009年06月04日

上调3—5月工业企业利润

——兼6月宏观月报

相关研究

《工业企业利润高点回落》，2007年8月6日

《成本上升与出口下降导致利润增速下降，下半年或有所回升——工业企业利润增速前瞻》2008年3月21日

《工业企业利润下半年反弹3个点，二季度略反弹》2008年6月3日

《PPI上升有助于工业企业利润改善》，2008年8月18日

《6—8月工业企业利润略下降，9—11月反弹》

结论：

上调3—5月工业企业利润增速至-18%，乐观情况下可达到-12.9%，前期预测为-35%。同时，上调全年利润增速为-13.1%。

原因与逻辑：

第一、我们上调了毛利率

从1—2月的情况看，毛利率超出我们预期，显示成本下降的速度快于销售价格的下降速度。考虑到3—5月份这一趋势仍将继续，我们预计毛利率环比应该能保持平稳。

由于2008年3—5月的毛利率环比1—2月大幅下降。所以，如果今年3—5月毛利率环比持平，同比看则会大幅提升（与1—2月相比）。我们预计毛利率同比下降估计为3%，乐观情况下下降幅度可能仅仅为1%。

第二、我们略微上调了费用增长率

1—2月的数据同样告诉我们，虽然财务费用增速的确有所降低，但是仍然增长了5%，显示虽然利率下降，但是资产负债率可能却在攀升；而销售费用和管理费用显示了其刚性，并没有跟随主营利润的下降而同步下降。

	悲观情况	乐观情况	全年(中性)
工业	8.00%	8.00%	9.00%
PPI	-7.00%	-7.00%	-7.00%
毛利率	-3.00%	-1.00%	-2.00%
费用	8.00%	8.00%	8.00%
利润增长率	-17.79%	-12.90%	-13.10%

分析师

贺振华

hezhenhua@sw108.com

联系人

钱康宁

(8621)63295888x346

qiankangning@sw108.com

地址：上海市南京东路99号

电话：(8621) 63295888

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.sw108.com>

5月数据展望：

工业增加值比4月略有好转，预计为7.5%，贷款5000亿元左右，M1大约为17.5%，投资和消费基本维持1—4月份的走势。

目录:

1. 利润增长率的决定	3
2 预测	4
2.1 销售收入	4
2.1.1 产量	4
2.1.2 价格	5
2.2 毛利率	5
2.3、费用率	8
3 数据评述与预测	9

图表目录:

图 1: 经济增长率, PPI和利润增长率	3
图 2: 利润增长率与毛利率之间的关系	4
图 3: 毛利率的决定	6
图 4: PPI与PPIRM之间的关系	6
图 5: PPI的决定	7
图 6: 存货与利润增长的关系	8
图 7: 管理费用分项占比及增长率	9
图 8: 工业生产环比数据	9
图 9: 贷款增速依然很高	10

1. 利润增长率的决定

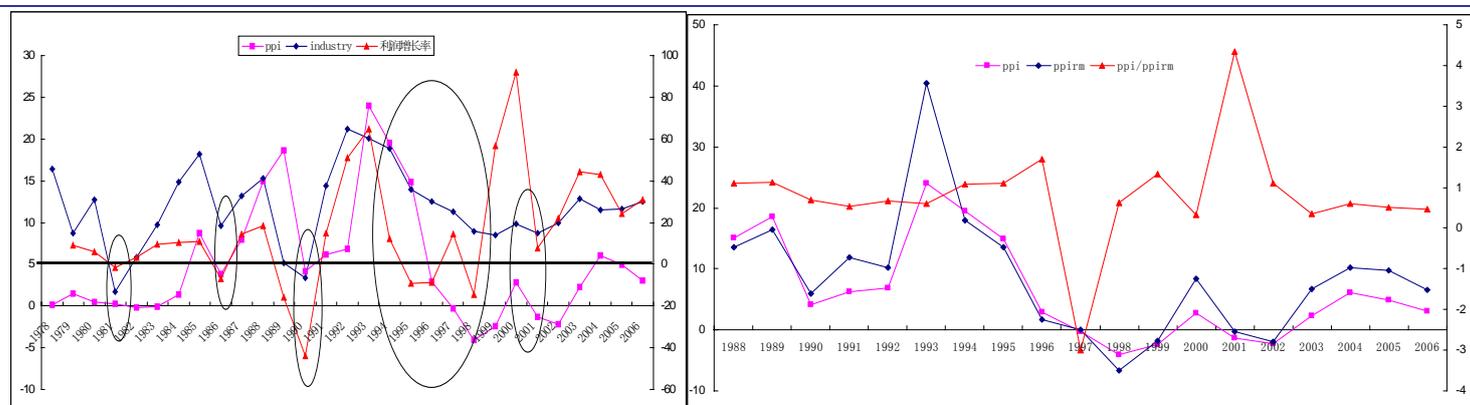
理论上说，销售利润增长率可以分解为：毛利率×销售收入增长率。销售收入增长率可以分解为产量×价格，总利润则还应该减去费用，净利润则在此基础上再减去所得税。

所以，分析企业利润可以从产量、价格、毛利率和费用着手。

观察下图，我们知道，GDP 和价格同时下滑的年份，利润增长率大部分情况下都是下降的。而利润负增长的年份，GDP 和价格都是下降的。

总体上来看，通缩是企业利润的大敌。不过，ppi 向下的年份，工业企业利润增长率都是向下的。

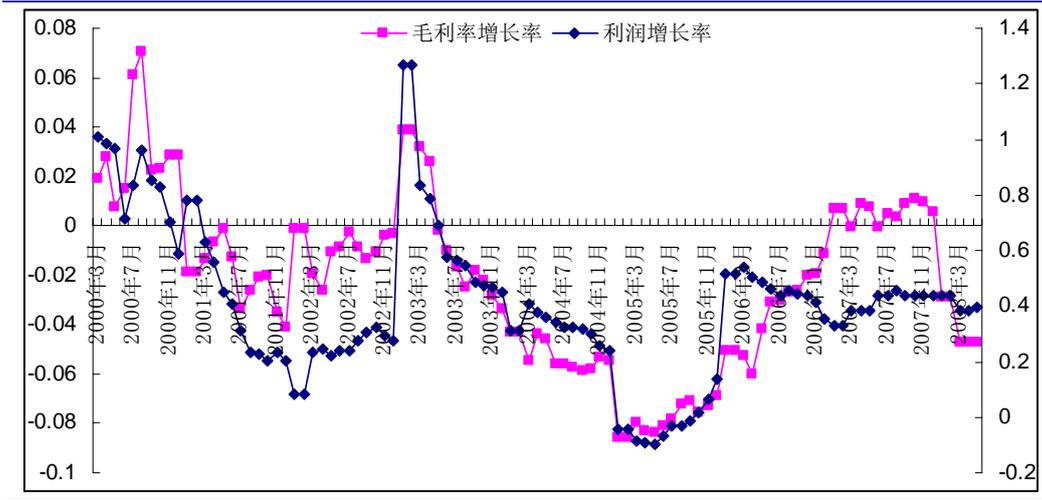
图 1：经济增长率，PPI 和利润增长率



资料来源：CEIC，申万研究

显然，如果单看毛利率，可以发现，毛利率增长率与工业企业利润增长率之间的关系非常密切。

图 2：利润增长率与毛利率之间的关系



资料来源：CEIC, 申万研究

综合对以上各个变量的考虑，我们预计悲观情况下工业企业利润增速为 17.79%，乐观情况下甚至可能达到-12.9%。

	悲观情况	乐观情况	全年（中性）
工业	8.00%	8.00%	9.00%
PPI	-7.00%	-7.00%	-7.00%
毛利率	-3.00%	-1.00%	-2.00%
费用	8.00%	8.00%	8.00%
利润增长率	-17.79%	-12.90%	-13.10%

2 预测

2.1 销售收入

销售收入决定于产量和价格。

2.1.1 产量

关于产量，可以近似地通过工业增加值加以考察。我们认为，在库存调整完毕之后，工业增加值已经开始步入上升通道。

从领先指标来看，由于贷款大增，M1 出现大幅反弹，并且预计这一势头仍将继续。

从同步指标来看，今年的投资增速持续高于预期，其原因估计还是政府投资高涨，并且带动了相关行业，比如建材、有色等行业投资的快速增长。我们预期，伴随着政府投资力度加大和私人投资恢复，总投资增速有望延续前 3 月的走势。

首先，政府投资的强劲表现超出很多人的预期，从我们调研的情况来看，政府投资的强势将贯穿全年（详见《不妨乐观一些——政府投资执行情况调研》）。

其次，我们认为私人投资也会逐步恢复，因为在成本下降到底部的情况下，由于回报率还处于比较高的水平，私人投资会逐渐上升。实际上，3月份开始，私人投资以及私人企业数量增长率都开始回升。

出口方面，由于具有领先意义的台湾对大陆出口3月有所改善，我们预计5月以后，出口降幅将可能继续收窄。虽然目前来看，广交会的数据依然不好，显示出口回升比较艰难，但是基于对美国经济的乐观看法，我们依然相信下半年中国出口增速会开始回升。特别地，真实出口情况可能比广交会的数据反映出来的要好，原因在于，由于今年很多客商只做短单、小单，以往那种三个月或以上的长单几近消失，导致交易更趋零散化。在这种情况下，交易额的下降幅度不代表出口额的下降幅度。

消费方面，宏观面上看，目前看来，房产和汽车销售持续高于预期，显示中国居民的购买力相当强劲，我们把这归功于过去几年积累起来的巨额居民存款和财富，以及不断降低的利率。按照这个逻辑，我们不应该过分担心收入下降或者收入预期改变；另外，近期国家出台的很多政策，比如家电下乡，汽车购置税调整，都有利于刺激消费。

2.1.2 价格

关于价格，也就是PPI，由于基数原因，今年8月份之前继续下滑的概率非常大。

另一方面，由于需求改善，经济增长开始回升，我们预计不分产品价格环比会略有回升。总体上而言，3-5月ppi会继续下降，总体预计在一7%左右。

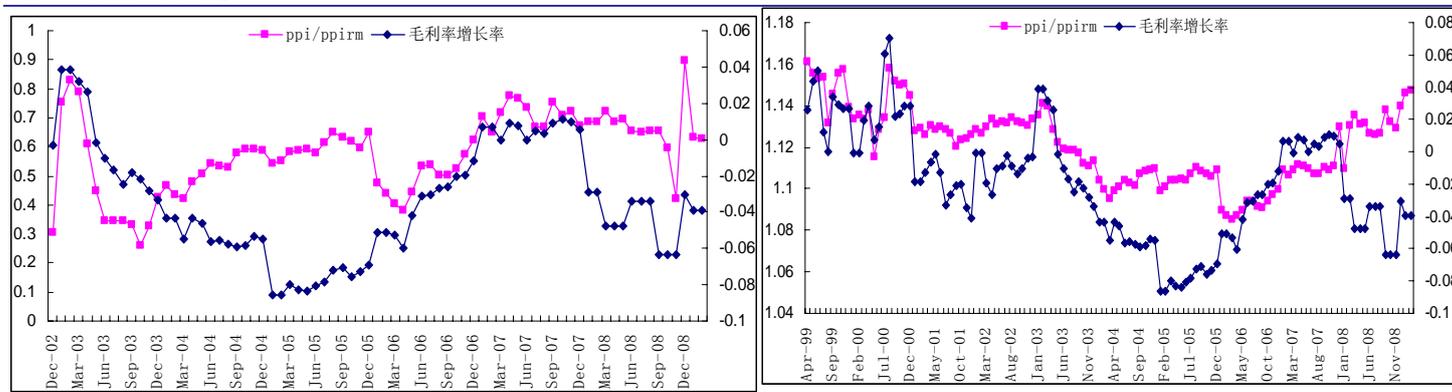
2.2 毛利率

毛利率是影响我们的判断的重要因素。表面上看，毛利率应该决定于价格与成本之比，对于工业企业而言，价格是ppi，成本是ppirm（原材料、燃料与动力购进价）。

从图中可以看出，这种关系是非常确定的。然而，ppi和ppirm只是一个结果，而不是原因。进一步地，ppirm往往决定于国际大宗商品价格，而ppi则决定于成本以及供需结构。

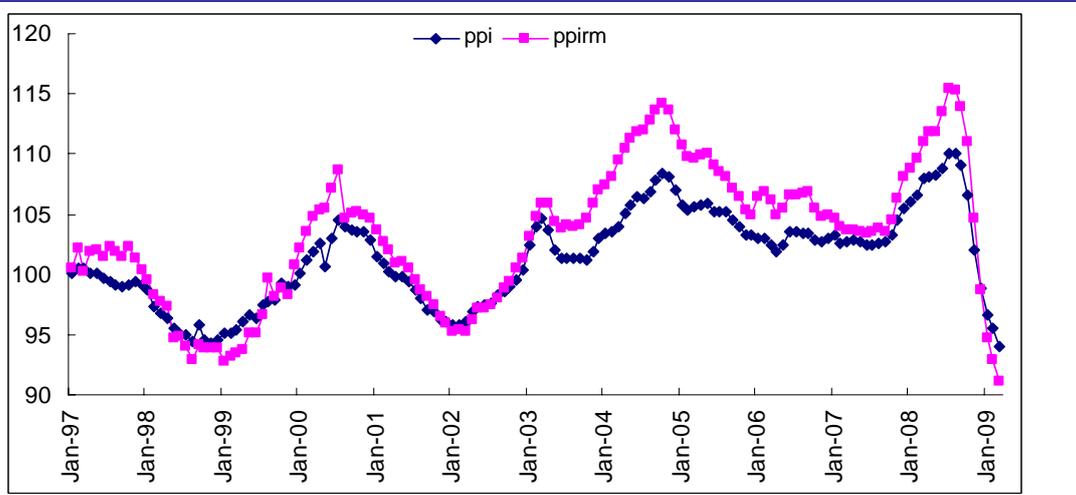
当然，大宗商品价格的决定是另一件非常复杂的事情，我们暂且不讨论。不过可以确定的是，ppi 和 ppirm 之间的走势基本是一致的。并且，在价格大幅下跌的时候，原材料成本往往下跌更快。究其原因，估计是产业结构的特性决定：上游产业总是备有更多的库存，具有更大的弹性。因此，上升的时候上升更快，下跌的时候也跌得越快。

图 3：毛利率的决定



资料来源：CEIC，申万研究

图 4：PPI 与 PPIRM 之间的关系



资料来源：CEIC，申万研究

当然，考虑价格必定还需要考虑其他因素，总体上来说，我们认为 PPI 决定于成本以及转嫁成本的能力，而转嫁成本的能力决定于供需关系，其中主要又是需求。

图 5: PPI 的决定

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value
Intercept	-0.029	0.008	-3.661	0.003
投资	-0.096	0.026	-3.694	0.002
出口	0.035	0.028	1.248	0.233
消费	0.298	0.058	5.120	0.000
原材料、燃料	0.689	0.038	17.984	0.000
R Square	0.980	F	173.199	

资料来源: CEIC, 申万研究

上文已经论述过,我们判断需求降不断恢复,年初以来我们在强调这一点。

除了需求之外,产能和存货是另外两个重要的影响因素。

1、产能。从供给端来看,过去几年的投资形成了大量的产能。虽然没有准确的数据,不过行业研究员提供的数据表明目前的产能利用率应该只有 70%左右;美国目前的产能利用率也基本上处于这个水平。

产能利用率处于低位,一方面意味着产能闲置,从而价格快速上涨的空间被扼杀。但是,另一方面,这也意味着企业对需求危机的反应非常快,产量削减迅速。因此,价格反而能够比较坚挺。基于此,我们认为毛利率有可能缓慢回升。

2、存货。1999年以来,存货增长率不断上升,今年以来的存货增长率更快,反应了需求端压力。如果需求持续滑落,未来的确有很大的存货压力。

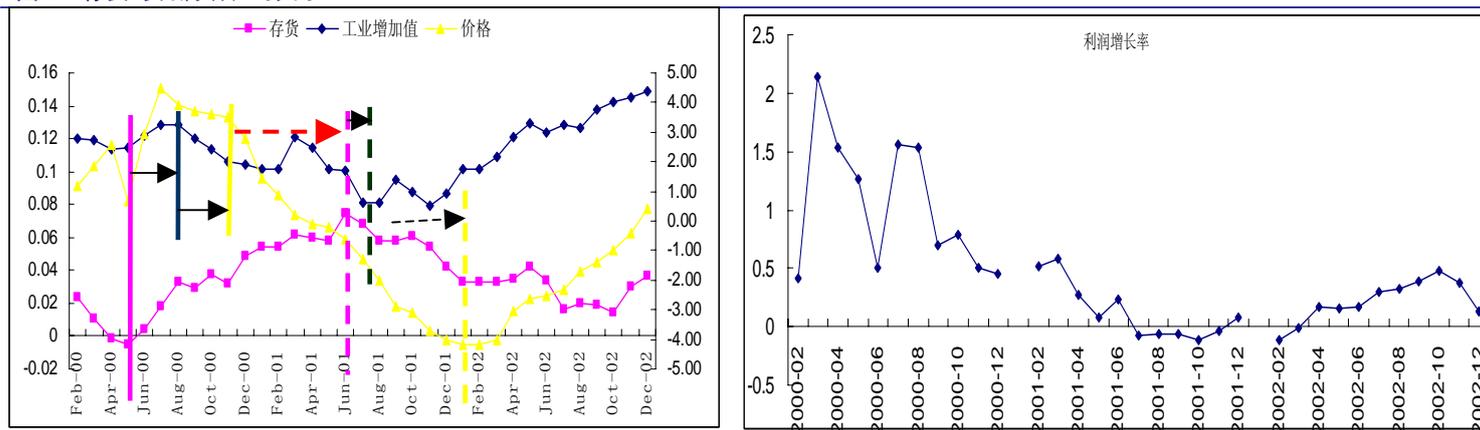
但是,从1-2月的数据来看,企业正努力消化存货,行业研究员的调研也能够证明这一点。而从3月份工业增加值数据来看,企业存货消化应该已经接近尾声,这为价格稳定打下了良好的基础。

存货影响利润的逻辑大致如下:

首先是需求下降,这直接反映为销量开始下滑,但是,产量调整需要一段时间,随后,存货开始上升。一旦存货上升到比较高的水平,企业便会开始着力削减存货,以便稳定局势。这样以来,产品价格开始快速下跌,并且产量开始下降。在产量下降以及价格下跌到一定水平之后,存货会重新回复到一个合适的水平。由此,恐慌性存货削减过程结束,价格趋于平稳,企业产量也逐渐恢复,企业利润也逐步回稳。

基于以上几个原因,我们认为毛利率未来会略有回升。保守估计,毛利率同比下降幅度为3%,乐观估计下为下降1%,并且有进一步上调的风险。

图6：存货与利润增长的关系



资料来源：CEIC，申万研究

2.3、费用率

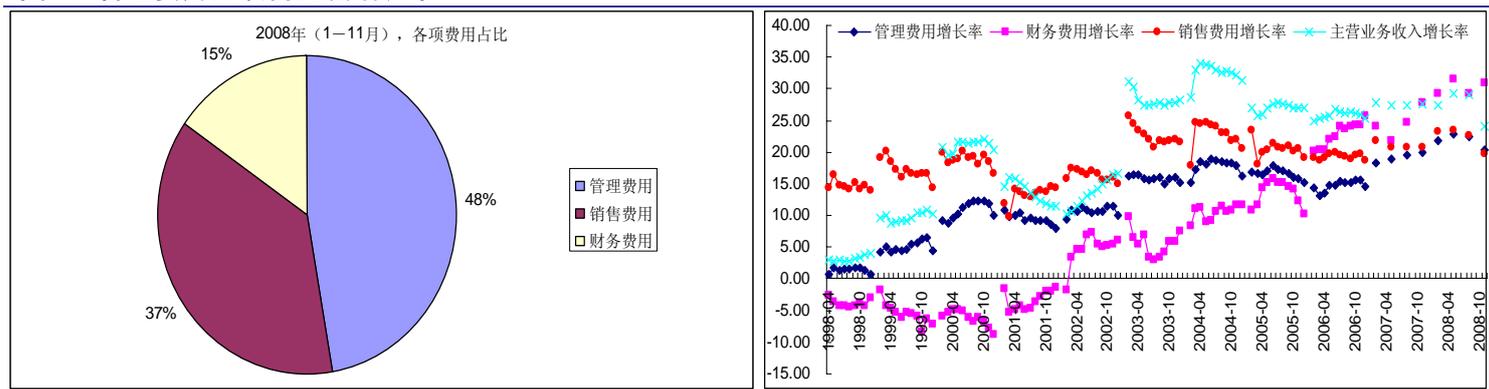
在过去的10年里，费用率（费用/销售收入）持续下降，目前的费用率保持在8%左右。但是，在经济衰退的情况下，我们预计费用率将略有上升。

一般情况下，在面临困境的时候，企业控制费用的动力应该更强，正像2005年和1999年的情况一样。不过费用增长率一般跟收入增长率更加匹配，因此，如果毛利率大幅下滑，费用增长率很可能高于销售利润增长率，这正是1995、1996和1998年的情况（这三年工业企业利润负增长）。

从历史经验来看，管理费用增速、财务费用增速通常低于销售收入增速。1998年经济低迷时期，销售收入增长4.1%，上半年增长3%，相应地，管理费用增长0.8%，财务费用3.1%。但是，销售费用增速一直比较平稳，1998年的增长速度仍然在13.9%。

从1—2月的费用数据来看，费用增长率高于我们此前的预期，基本上达到了8%的水平。目前来看，3—5月费用率估计能够保持这一水平，因为财务费用会进一步下降，但是管理费用和营销费用占85%并且很难下降，所以预计费用增长率保持1—2月的水平是谨慎并且可行的。

图7：管理费用分项占比及增长率



资料来源：CEIC，申万研究

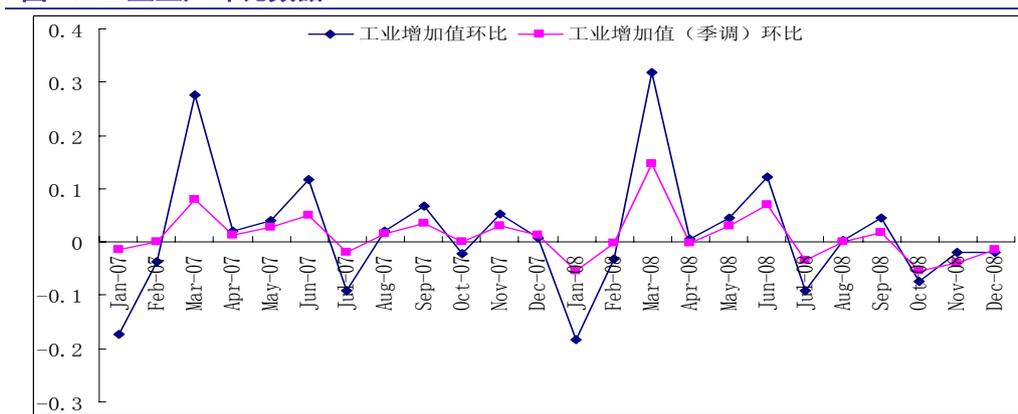
3 5月数据评述与预测

展望5月份数据，我们预计工业增加值维持在7.5%左右，贷款大约5000亿元，M1有望维持在17.5%左右的水平。投资和消费维持强势，而出口存在反弹可能。

工业增加值：7.5%

环比来看，4月份环比上升幅度基本上在2%—4%，均值大约为3%。由于存货调整的影响已经基本消失，数据走势恢复正常，所以5月份的环比改善幅度与历史相比应该不会有大的偏差。这样看来，3%会是一个比较合理的假设。如此，则工业增加值增速达到7.5%左右，同比增速与4月相比有所好转。

图8：工业生产环比数据



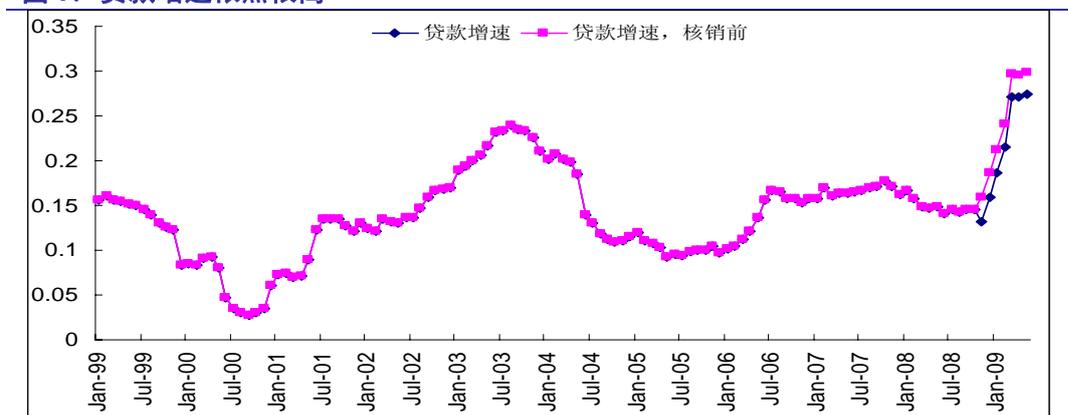
资料来源：国家统计局，申万研究

前得到的数据来看，贷款到5000亿元没有太大问题。4月份的贷款数据让人疑惑的一点是，短期贷款减少了800多亿，说明企业的投资意愿仍受限制。但是，随后国家下调了部分行业的项目资本金比例，这意味着银行贷款的空间在增大。所以，贷款应该还是能保持强势。

如果贷款增量依旧有 5000 亿元，那么，贷款增速依旧高达 29.9%，仍在上升过程中。

考虑到越来越多的项目进入施工期，企业投资意愿越来越强烈，我们判断企业的活期存款会增多，从而 M1 有可能维持在 17.5%左右的水平，单月增量为 1700 亿元左右。

图 9：贷款增速依然很高



资料来源：国家统计局，申万研究

投资和消费：维持 1—4 月的走势

1—4 月的投资增速继续高于预期，其原因估计还是政府投资高涨，并且带动了相关行业，比如建材、有色等行业投资的快速增长。我们预期，伴随着政府投资力度加大和私人投资恢复，总投资增速有望延续 4 月份走势。

出口方面，4 月份出口依然没有看到明显好转得迹象，美国经济和欧洲经济的领先指标已经持续向好，所以我们相信美国和欧洲经济好转依然是大概率事件；如果进一步考虑到人民币的大幅贬值，中国的出口依然有望转好。实际上，我们依然预期，5 月份的出口降幅可能继续收窄。

消费方面，宏观面上看，目前看来，房产和汽车销售持续高于预期，显示中国居民的购买力相当强劲，我们把这归功于过去几年积累起来的巨额居民存款和财富，以及不断降低的利率。按照这个逻辑，我们不应该过分担心收入下降或者收入预期改变；另外，近期国家出台的很多政策，比如家电下乡，汽车购置税调整，都有利于刺激消费。所以，我们预计消费与 2008 年相比仅略下降，5 月份估计还能保持 15%左右的增长。

CPI 和 PPI：通缩

由于农产品价格环比基本持平，而其他类也没有发生明显变化，我们预计本月 CPI 同比为-1.6%。

PPI 将继续负增长，并且降幅扩大。虽然近期大宗商品价格上涨，国内部分工业品价格环比也在上升，但是由于基数原因（去年此时也正是价格快速上涨的时候），我们预计，从同比口径来看，PPI 为-6.8%。

本月国内重要经济信息披露

公布日期	项目	申万预测	实际公布	与预期比较	上期	上上期	去年同期
6/10	5月工业品出厂价格涨幅%	-6.8			-6.6	-6.0	8.2
6/10	5月CPI涨幅%	-1.6			-1.5	-1.2	7.7
	5月份出口增速%	-23.1			-22.6	-17.1	28.1
6/11	5月份进口增速%	-29.1			-23.0	-25.1	40
	5月贸易顺差亿美元	215			131.4	185.6	202.1
	5月M2增速%	23.1			25.95	25.51	18.07
	5月M1增速%	17.5			17.48	17.04	17.93
	5月M0增速%	11.4			11.26	10.88	12.88
	5月各项贷款余额增速%	26.5			27.06	26.97	16.22
6/11-15	5月人民币贷款余额增速%	29.1			29.72	29.78	14.86
	5月份新增人民币贷款亿元	2800			5918	18900	3185
	5月各项存款余额增速%	25.7			26.08	25.72	18.56
	5月人民币各项存款余额增速%	25.8			26.21	25.73	19.64
	5月居民储蓄存款余额增速%	29.2			29.65	29.8	13.7
6/15-17	1-5月实际利用外资增速%	-20.7			-21	-20.6	54.97
6/12	1-5月份工业增速%	6.1			5.5	5.1	16
6/11	1-5月固定资产投资增速%	31.1			30.5	28.6	25.6
6/12	1-5月社会消费品零售总额增速%	14.9			15.0	15.0	21.1

信息披露

分析师承诺

贺振华：经济。

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.sw108.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。