

2009 年 01 月 08 日

大幅下调 2009 年工业企业盈利预测

——工业企业利润追踪报告（2009 年 1 月）

相关研究

《2009 年工业企业利润前瞻》，
2008 年 12 月 22 日

结论：

大幅下调工业企业利润增速预测。中性假设下，全年工业企业利润增长率为-21%，悲观假设下-30%；上半年中性假设下-33.7%，悲观假设下-42.3%。

另外，我们依然相信，伴随着价格体系趋于稳定，工业企业利润 2009 年下半年将回升。

原因与逻辑：

出口增速和房地产投资增速下调，使得工业生产增速下调；考虑到需求萎靡、产能利用率处于低位、大宗商品价格同比大幅负增长，我们预计 2009 年 PPI 将下滑到-7%，综合起来，销售收入将趋于 0 增长，甚至负增长。

2008 年 9—11 月毛利率下降至 13.2%，11 月份估计为 11.5%，2009 年毛利率比 11 月和 12 月将回升，但是幅度有限，预计为 13%。

费用率仍将正增长。观察历史，管理费用、财务费用增速将随着销售收入增速变动而变动，但是销售费用增速一直比较稳定。综合起来，2009 年的费用仍有可能维持正增长。

与大众不同的观点：

	中性（全年）	悲观（全年）	上半年（中性）	上半年（悲观）
工业	9	6	6	5
PPI	-7	-10	-10	-10
毛利率	-8.45	-9.97	-11.66	-14.93
费用	4	-1	-1	-1
利润增长率	-0.209	-0.301	-0.337	-0.423

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>

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目录：

1. 回顾	3
2. 工业企业利润增速下调到-21.6%，上半年-33.7%	3
2.1 需求萎缩，价格下行，销售收入趋近负增长	3
2.2 毛利率下行空间：7.2%—14.9%	4
2.3 费用率估计仍将正增长：3%	4
2.4 结果	5

图表目录：

表 1：工业企业利润预测结果：左为申万模型；右为杜邦模型下的结果.....	3
图 1：管理费用分项占比及增长率	5
表 2：工业企业利润预测更新	5

1. 回顾

我们在2008年12月的报告《2009年工业企业利润前瞻》中预计，2009年工业企业利润在中性假设下增速为-6%，悲观假设下为-19%。

表 1：工业企业利润预测结果：左为申万模型；右为杜邦模型下的结果

悲观情形		中性情形		乐观情形		悲观情形		中性情形		乐观情形	
工业生产	0.080	工业生产	0.090	工业生产	0.100	销售量	0.080	销售量	0.090	销售量	0.098
投资	0.110	投资	0.130	投资	0.140	ppi	-0.060	ppi	-0.030	ppi	-0.010
消费	0.080	消费	0.100	消费	0.120	销售收入	1.015	销售收入	1.057	销售收入	1.087
出口	0.000	出口	0.020	出口	0.050	毛利率	-0.084	毛利率	-0.050	毛利率	-0.020
ppi	-0.060	ppi	-0.030	ppi	-0.010	销售利润	0.930	销售利润	1.004	销售利润	1.065
ppim	-0.100	ppim	-0.050	ppim	-0.030	费用	0.015	费用	0.057	费用	0.087
劳动力成本	0.050	劳动力成本	0.060	劳动力成本	0.070	利润增长	-0.174	利润增长	-0.060	利润增长	0.039
利润增长率	-0.190	利润	-0.064	利润	0.037						

资料来源：CEIC，申万研究

我们在最近的一段时间调整了经济增长和通胀的预测，我们对毛利率，费用率的变化也有新的认识，对原有模型的一些参数也进行了必要的修正，所以我们再次对工业企业利润预测进行修改。

我们下文的预测将从产量——价格——销售收入——毛利率——费用的逻辑线条进行分析，最后得到结果。

2. 工业企业利润增速下调到-21.6%，上半年-33.7%

2.1 需求萎缩，价格下行，销售收入趋近负增长

房地产行业投资增速从5%下调到-10%，出口增速下调到-5%，经济增长进一步下调到7.6%，在这种情况下，我们对消费的担心也进一步增加。对农村消费的担忧更甚（农民新增收入中40%来自于工资性收入，农民工返乡必将使得这块收入大幅减少，在没有新增收入来源——比如财产性收入——的情况下，农民的消费下降幅度估计小不了）。

需求萎靡不振将制约产能利用率的恢复，一旦产能利用率不能有效提高，价格就没有上升的动力。而考虑到大宗商品价格至少在2009年3季度之前，同比增速都是负（而且负很多），M1增速即便回升，2009年上半年之前也仍将处于很低的水平。基于上述原因，我们预计PPI将下降至-7%，上半年达到-10%。

一方面工业生产增速下行，另一方面产品价格下行，这将导致销售收入趋于0增长，甚至负增长。我们估计中性情况下销售收入增长0.4%，悲观情形下销售收入增速下降4.6%。

2.2 毛利率下行空间：7.2%—14.9%

很多行业研究员相信11月和12月就是毛利率最差的时候。因为一方面是高价原材料库存，另一方面是快速下滑的产成品价格。如果企业在2008年年底对存货进行充分计提，那么，2009年开始企业的毛利率就会比11月和12月有所改善。

当然，即便毛利率有所回升，考虑到经济维持地位、产能利用率维持低位，毛利率达到2009年3季度之前的水平是很困难的。

9—11月份的毛利率为13.2%，比6—8月份下降了10.23%（不是10.23个百分点！）。从价格体系的变化来看，9月份的毛利率应该还处于正常的水平，10月份开始下降，11月份加速下降。所以，11月份的毛利率应该远低于13.2%，估计应该在11.5%左右。

我们预计，2009年的毛利率较11.5%（11月份）将有所改善，因为11月份的不正常情况终将消失，产成品价格虽然还在快速下跌（同比），但是原材料价格也同样下跌。中性地看，2009年的毛利率应该能够提高到13%的水平。在这种预期下，2009年的毛利率将比2008年下降8.5%。

假定2009年的毛利率维持在这一水平，那么，2009年上半年的毛利率水平将比2008年上半年下降9.97%；1—2月份的下降幅度则将达到14.93%。

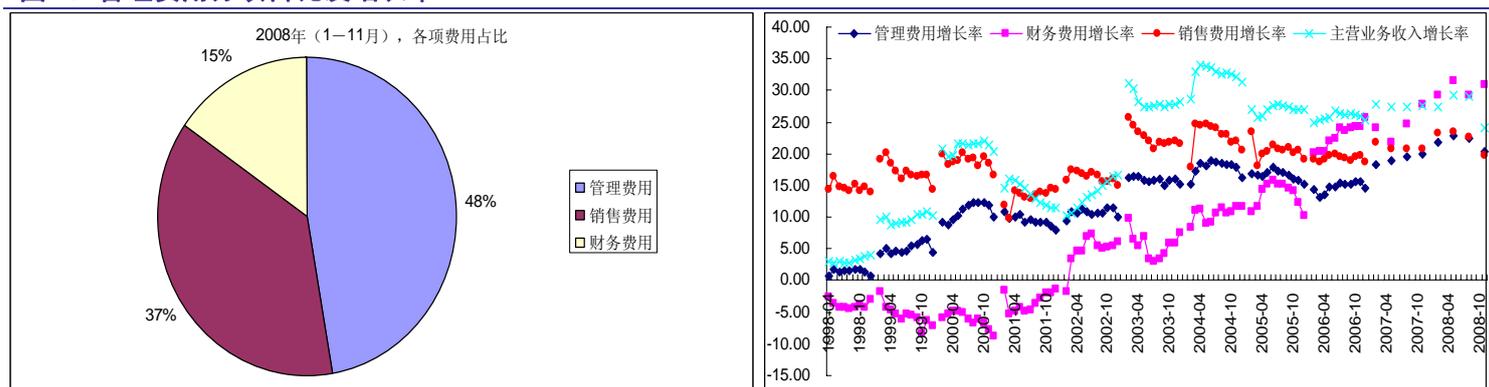
2.3 费用率估计仍将正增长：3%

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。

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%。

对应地，若2009年的管理费用增长率比销售收入增速基本持平，销售费用保持10%的增长，财务费用下降4%。那么，从各项费用占比（考虑到管理费用大约占47%，销售费用占37%，财务费用占15%）可以推算出费用增长率大约为3%。

图1：管理费用分项占比及增长率



资料来源：CEIC，申万研究

2.4 结果

基于以上因素，我们预期全年中性假设下，工业企业利润增长率为-21%，悲观假设下-30%；上半年中性假设下-33.7%，悲观假设下-42.3%。

表2：工业企业利润预测更新

	中性(全年)	悲观(全年)	上半年(中性)	上半年(悲观)
工业	9	6	6	5
PPI	-7	-10	-10	-10
毛利率	-8.45	-9.97	-11.66	-14.93
费用	4	-1	-1	-1
利润增长率	-0.209	-0.301	-0.337	-0.423

资料来源：CEIC，申万研究

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。