

利润高高在上、加息难有作为

王晓东
021-62583894
wangxd5025@gtjas.com
(2006年8月28日)

姜超
021-62580818 - 430
jiangchao6164@gtjas.com
(2006年8月28日)

摘要

通过对全部 39 个工业大类行业的数据分析显示，工业企业的总体息税前利润率远高于债务成本率，因而企业有着充分的动机举债投资，扩大生产规模以获取更高收益。

利润增幅与销售收入增幅基本同步，而销售收入增幅与人民币币值的反向关系相当明显，却与贷款利率关联不大。

进一步的分析显示，无论是销售收入、总资产、从业人员数量还是利润总额等指标，利润率在 6% 以上的企业占据了绝对份额，而其对应的债务成本率却只有 2% 左右。

因此，在利润率高企的背景下，运用汇率而非利率手段给经济降温将是更为有效的选择。

本报告正文 10 页，图 24 幅，附表 4 张。

免责声明:本报告是国泰君安证券股份有限公司研究所为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均不代表国泰君安证券股份有限公司及其研究所的观点和建议。本公司虽已力求报告内容的准确可靠，但本公司及其研究所并不对报告内容及引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。国泰君安证券股份有限公司以及与该公司有关联的任何个人均不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与国泰君安证券股份有限公司研究所联系，否则后果自负。

利润高在上，加息难有作为

1.1 利润率 VS 债务成本率：冰火两重天

所有工业企业的平均（资产加权，下同）资产利润率在今年上半年创出了 8.36% 的历史新高，而自 02 年以来这一指标就稳步上升，在 04 年以后更是一直稳定在 7% 以上水平。值得注意的是，中国经济增长正是从 02 年起步上新的台阶，与工业企业利润率的增加交相辉映。

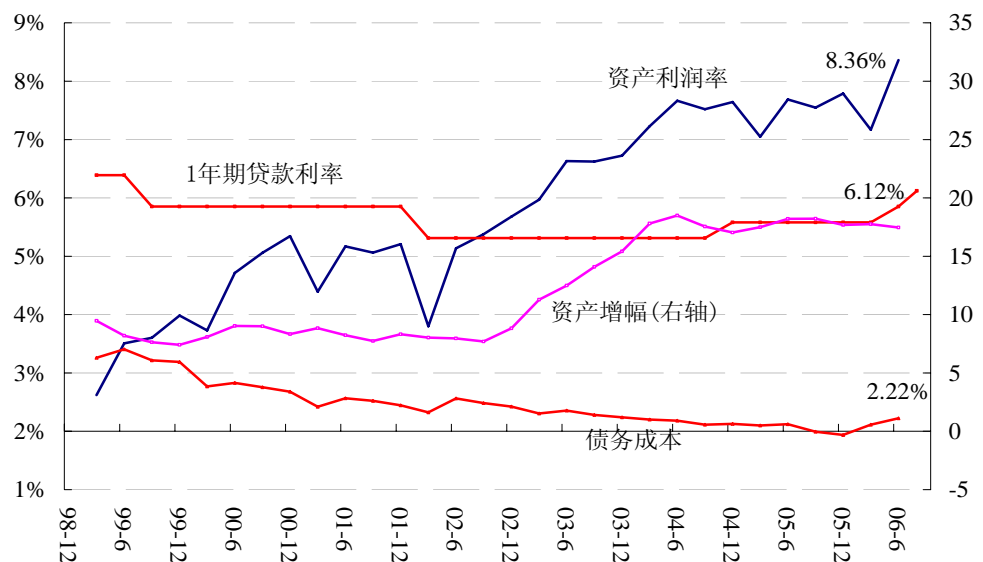
形成鲜明对照的是，06 年上半年的工业企业的平均债务成本率仅为 2.22%，远低于 1 年期贷款基准利率，更是大大低于高达 8.36% 的资产利润率。需要指出的是，企业的实际债务成本远非是贷款基准利率，是因为同时存在大量的非付息或低成本的债务。

由于息税前利润率远高于债务成本率，因而企业有着充分的动机举债投资，扩大生产规模以获取更高收益。可以看到，企业资产规模的扩张与利润率的上升几乎是如影随形。

关于资产利润率有多种指标，我们这里使用的是息税前利润率，即用息税前利润（利润总额+财务费用）而非税后净利润除以总资产。无疑，该指标更能刻画企业的借贷意愿。

图 1:
工业企业的资产利润率、
债务成本率及资产增幅
(99 年 1 季—06 年 2 季)
增幅单位: %

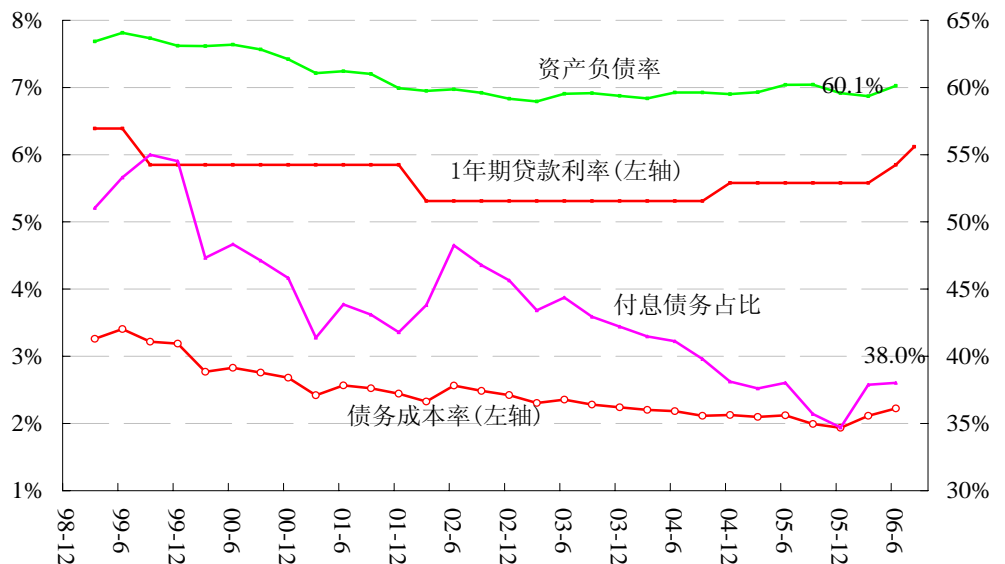
注:
1、资产利润率= $\frac{\text{息税前利润}}{\text{总资产}}$
2、债务成本率= $\frac{\text{财务费用}}{\text{总负债}}$
3、指标均已年化, 下同



自 99 年以来，企业债务成本率从 3.5% 急剧下降到 05 年末的 2% 左右，06 年来也仅有小幅提高。在企业资产负债率及基准贷款利率变化不大的背景下，其主要原因是企业付息债务占比的下降。

图 2:
工业企业的资产负债率
及付息债务占比
(99 年 1 季—06 年 2 季)

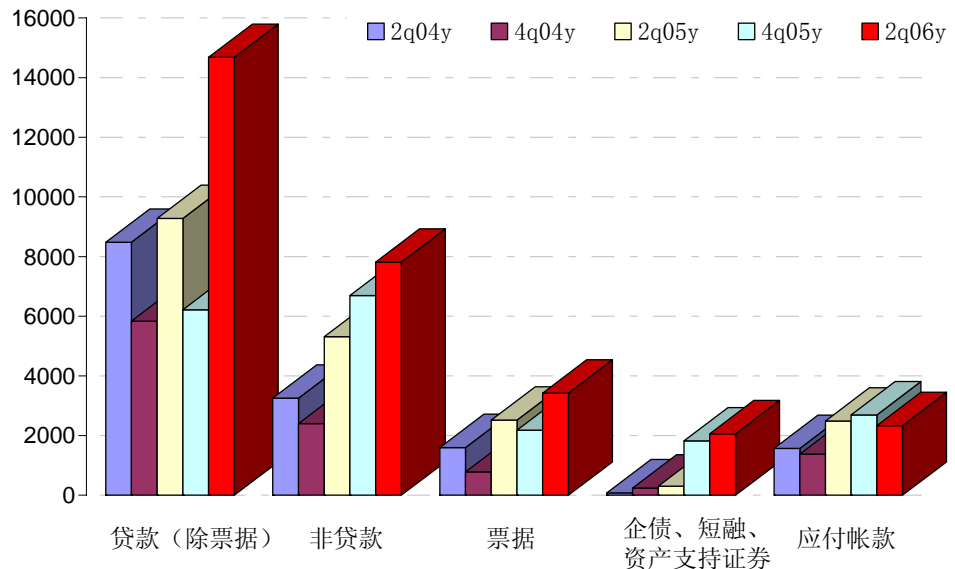
注:
1、付息债务占比= $\frac{\text{债务成本率}}{\text{1 年期贷款利率}}$



值得强调的是，付息债务占比的下降是趋势性及系统性的：这是由于近年来商业信用（应付帐款）、非银行融资渠道（企业债、短期融资券和资产支持证券）以及票据融资等更低成本的债务融资方式的蓬勃发展。其更深刻的背景是，金融市场的深化成熟及日渐“脱媒”银行的必然趋势。

在 04 及 05 年，企业贷款融资规模变化不大，而票据融资、企债、短期融资券等非贷款融资则发展迅速，进而导致了债务成本率的走低。尽管 06 年上半年的企业贷款大幅增加，然而债务成本率只有些微的上升，更可以反映出贷款基准利率调整的效用在日益减弱。

图 3:
企业债务融资资金来源
(04 年上半年 - 06 年上半年)
注:
1、非贷款融资包括票据、应付帐款及企债等。



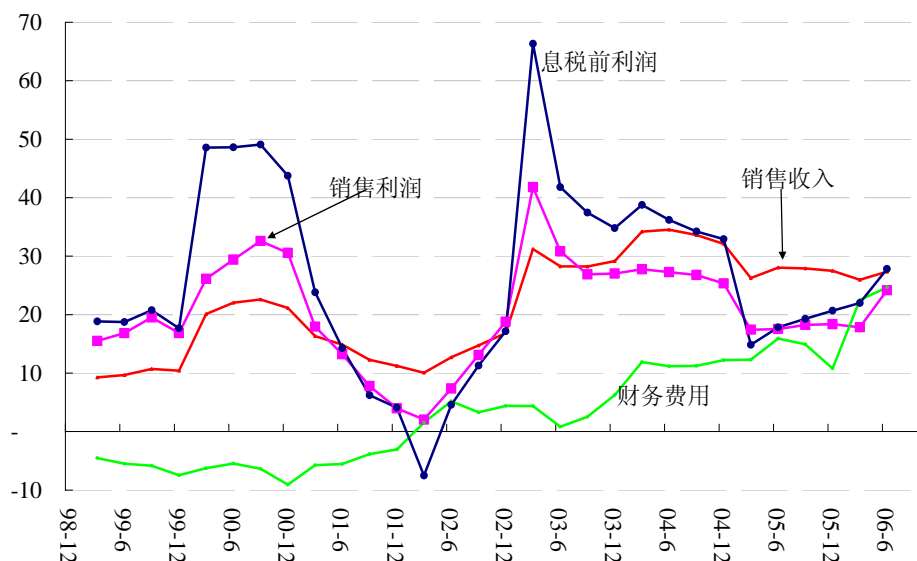
1.2 利率 VS 汇率：权衡知轻重

企业销售收入增幅与利润增幅基本同步。

03 至 04 年间，基础资源及上游原材料的涨价在一定程度上导致了销售成本上升，从而使利润增幅低于收入增幅。但由于财务费用的涨幅相对较小，因此息税前利润增幅要高于销售利润增幅。

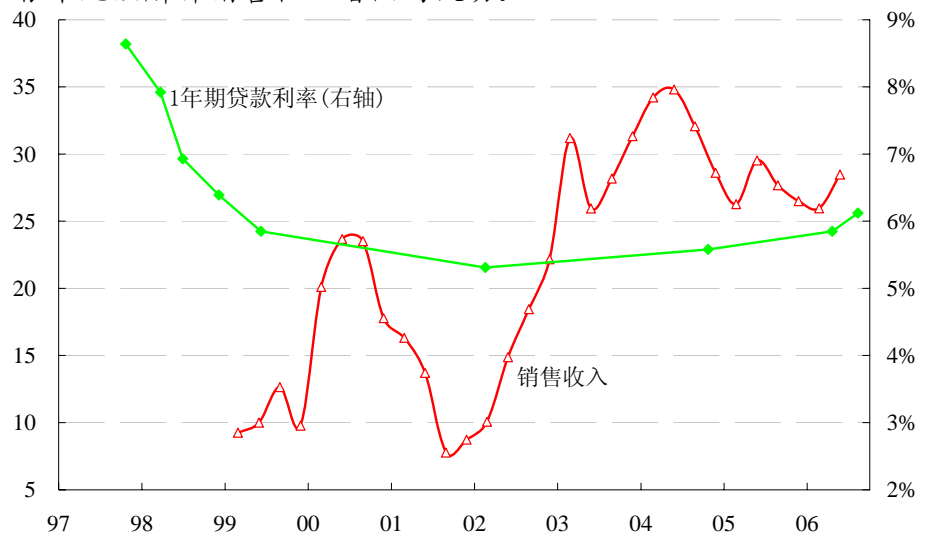
然而由于 04 年底加息及 06 年初以来的贷款扩张，财务费用增幅在 05 年以后有所提高，尤其是 06 年以来增长迅速，使得息税前利润及销售利润两者的增幅已经相当接近。

图 4:
工业企业的销售收入、销售利润、息税前利润及财务费用的同比增幅
(99 年 1 季——06 年 2 季)
单位: %



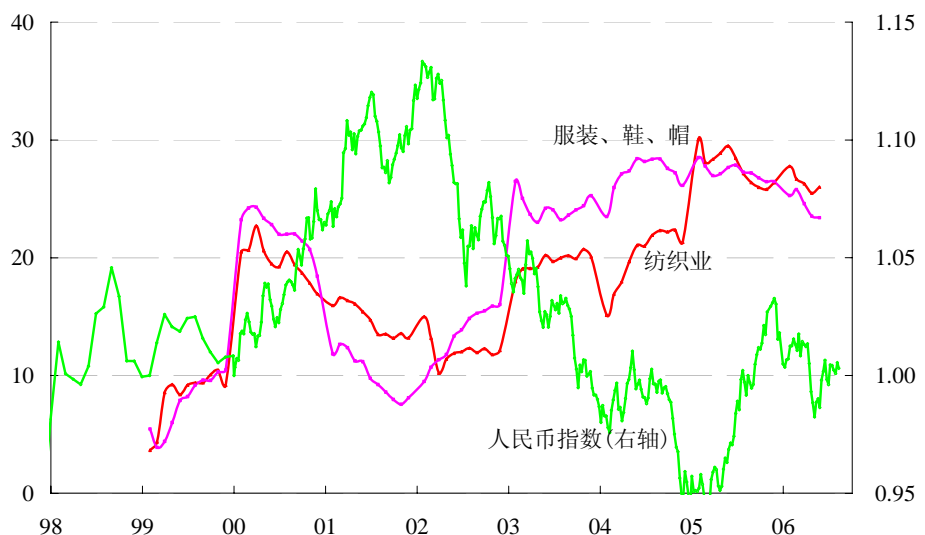
工业企业销售收入增幅在 99 至 02 年间波动明显，在 02 年以后具有显著的上升趋势，而同期贷款基准利率基本保持不变。因此，贷款利率的变化根本无法解释销售收入增幅的波动。

图 5:
工业企业销售收入增幅
与贷款基准利率
(99 年 1 季—06 年 2 季)
单位: %



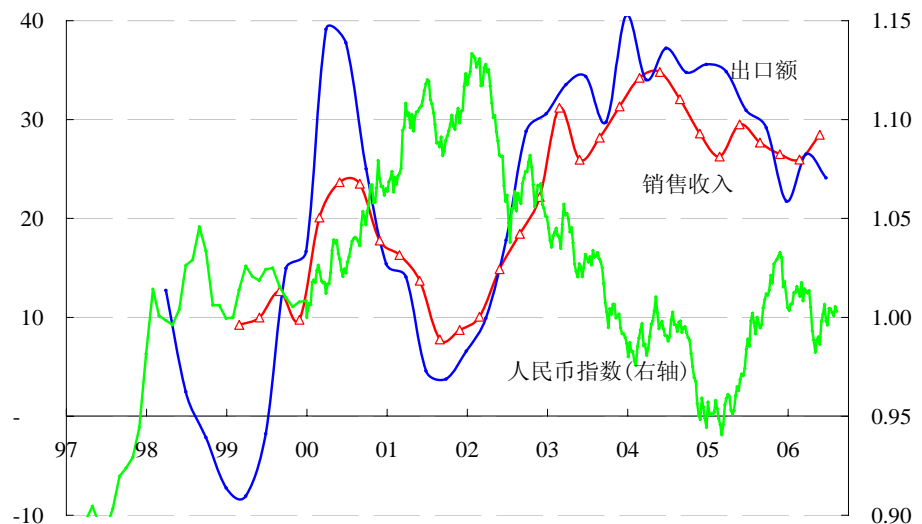
通常认为纺织、服装等行业受汇率影响较大，这一点也被历史数据所证实，其销售收入增幅与人民币指数有明显的反向关系。

图 6:
服装、鞋帽行业及纺织
行业的销售收入增幅、人民
币指数
(98 年 1 季—06 年 2 季)
增幅单位: %
注: 人民币指数以 00 年年
初为基期 1.00, 下同



然而我们发现，全部工业企业的销售收入的增幅与人民币指数间也存在非常显著的反向关系。这其中，工业企业销售收入增幅与出口增幅的高度相关应是联系的纽带。

图 7:
人民币指数、出口额增
幅、工业企业销售收入增
幅
(98 年 1 季—06 年 2 季)
增幅单位: %



下图进一步显示，资产利润率变化与人民币汇率水平关联密切。高企的利润率水平，则是企业扩大投资的根本动力。由此看来，运用汇率手段给经济降温将是更有效的选择。

图 8：
工业企业的资产利润率
与利率及汇率
(98年1季—06年2季)

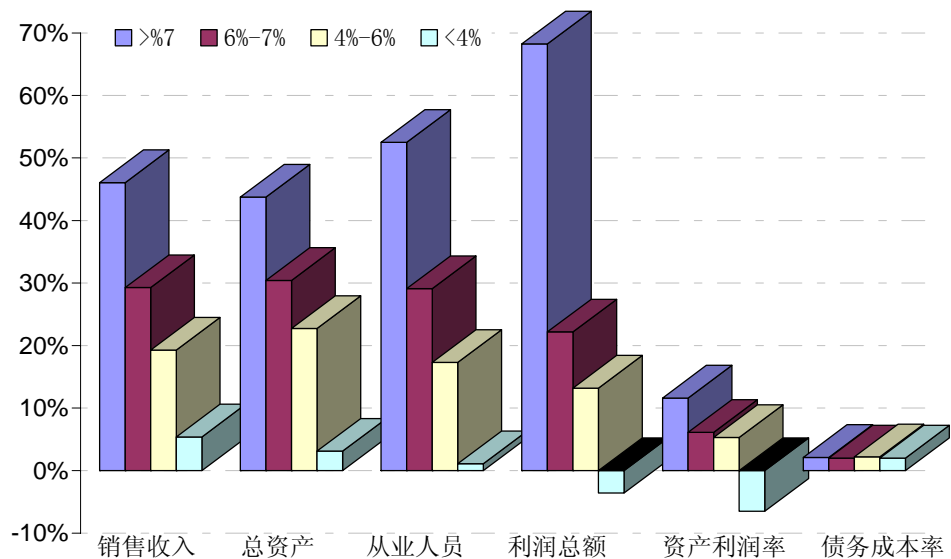


作为利率手段(小幅加息)难以有效的更为直接的证据是，资产利润率在6%及以上的企业占据了所有企业的绝对主体份额。

无论是比较销售收入、总资产、从业人员数量还是利润总额等主要指标，这类高利润企业的占比都在80%左右甚至更高水平。

图 9：
不同资产利润率企业主要
经济指标及占比
(06年上半年时水平)

注：
1、销售收入、总资产、从业人员及利润占比为比例指标，后两项为绝对指标。
2、将所有企业按照资产利润率所属区间分为四档。



1.3 投资 VS 利润：厚利引人逐

前述对利润率的分析主要基于行业整体的层面，本节主要对煤炭采选业、石油和石化工业、机械工业、冶金工业及化学工业等五大行业展开具体分析。

结果表明：利润率的高水平是一个普遍现象。由于息税前利润率高于债务成本率，企业有充分的动机扩大债务规模以增加权益资本的收益，企业债务规模的膨胀也在情理之中，进而引发了企业投资的同步扩张。因此，高企的利润率正是导致固定资产投资增速高涨的根本原因。

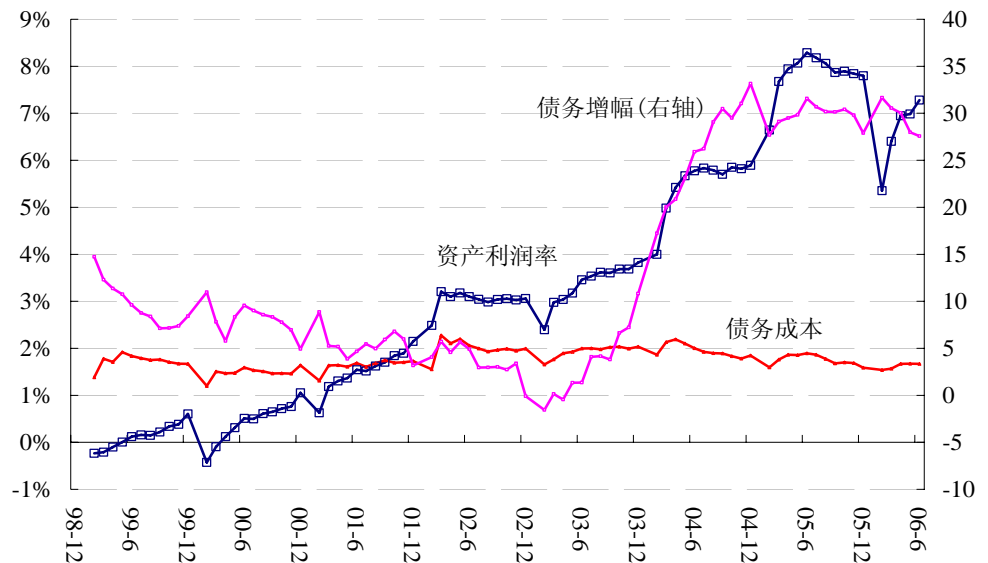
1.3.1 煤炭采选业

主要包括煤炭开采和洗选业。

煤炭采选业的资产利润率显著高于债务成本率，并与债务增幅有明显

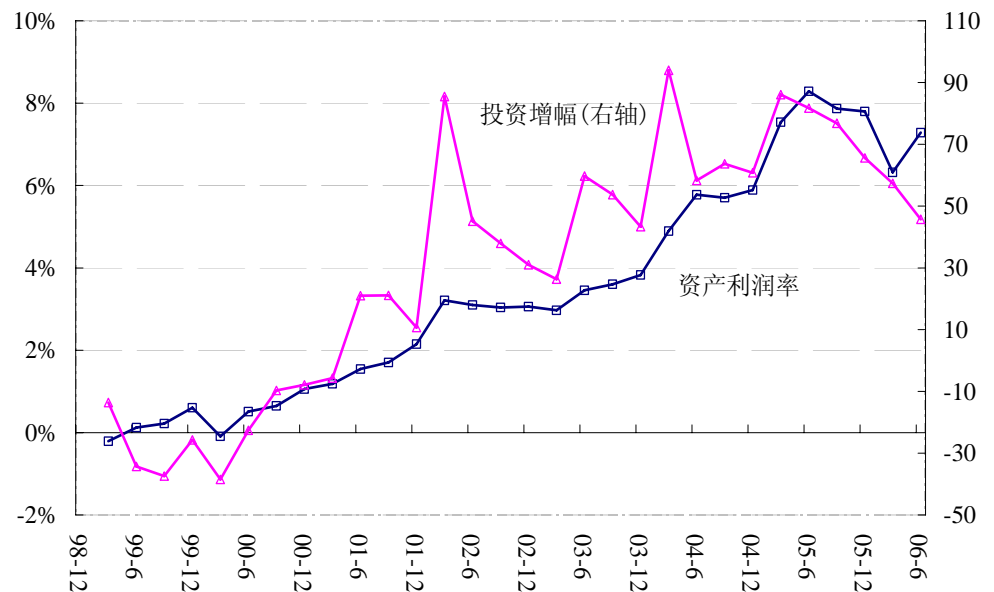
的相关性。而煤炭采选业的利润率从 06 年初以来就不断回升，目前正处于 7% 以上的历史高位水平。

图 10:
工业企业的资产利润率、
债务成本率、债务增幅:
煤炭采选业
(99 年 1 季—06 年 2 季)



煤炭采选业投资增幅与资产利润率的相关性也相当明显，虽然投资增速仍处于 05 年初以来的下降通道，但是 50% 左右的增长水平仍然相当可观，而利润率的回升将是支撑投资增幅高位企稳的重要因素。

图 11:
工业企业的资产利润率、
投资增幅:
煤炭采选业
(99 年 1 季—06 年 2 季)



1.3.2 石油石化业

主要包括石油和天然气开采业、石油加工和炼焦业。

石油石化业的资产利润率处在 25% 以上的绝对高位，其债务规模和利润率也有明显的相关性。在投资增速方面，除去 04 年因宏观调控引发的大起大落，其和利润率也一直保持同步增长。

图 12:
工业企业的资产利润率、
债务成本率、债务增幅:
石油和石化工业
(99年1季-06年2季)

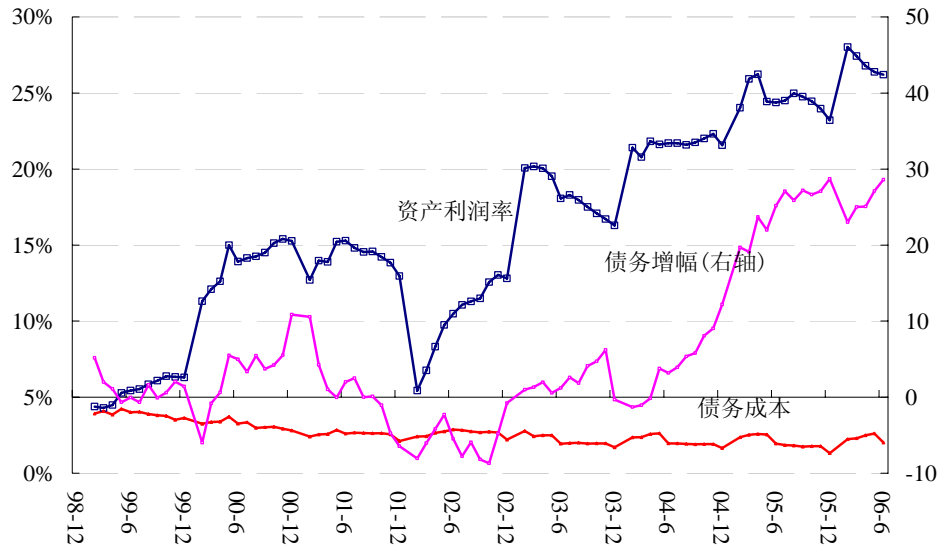
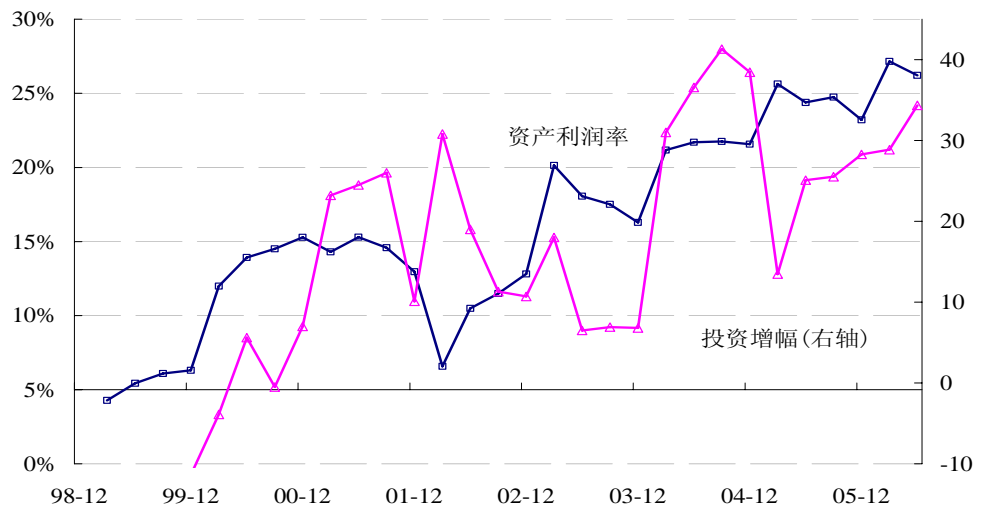


图 13:
工业企业的资产利润率、
投资增幅:
石油和石化工业
(99年1季-06年2季)



1.3.3 机械工业

包括金属制品业、普通机械制造业、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、仪器仪表及文化办公机械制造业。

机械工业的资产利润率具有明显的季节波动特征，从趋势上看，其与债务增幅及投资增幅的相关性依然十分明显。目前，机械工业资产利润率已经恢复至7%的历史最高水平。

图 14:
工业企业的资产利润率、
债务成本率、债务增幅:
机械工业
(99年1季-06年2季)

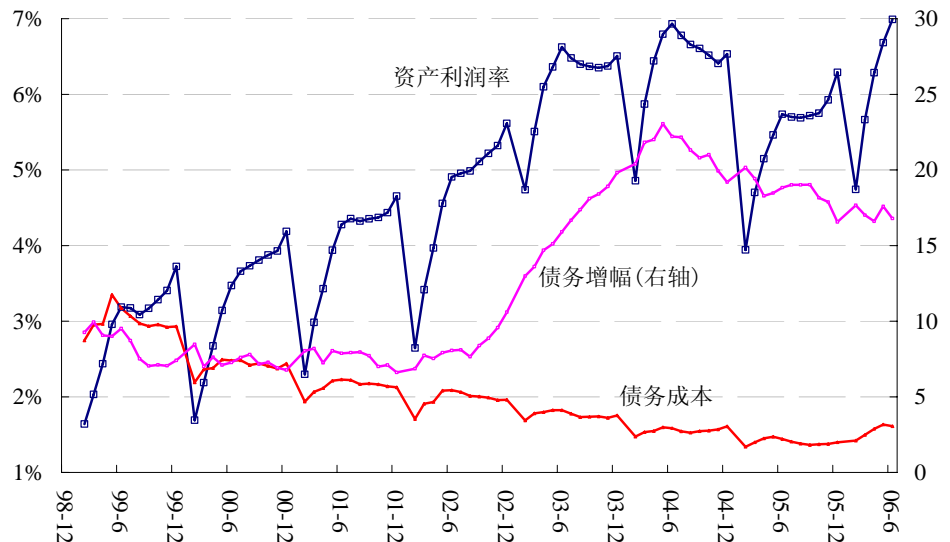
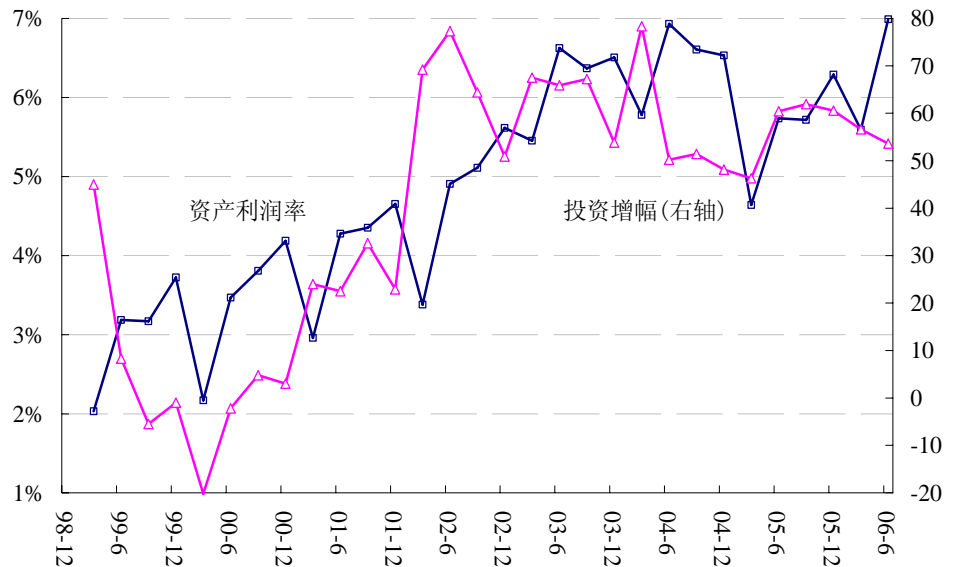


图 15:
工业企业的资产利润率、
投资增幅:
机械工业
(99年1季—06年2季)

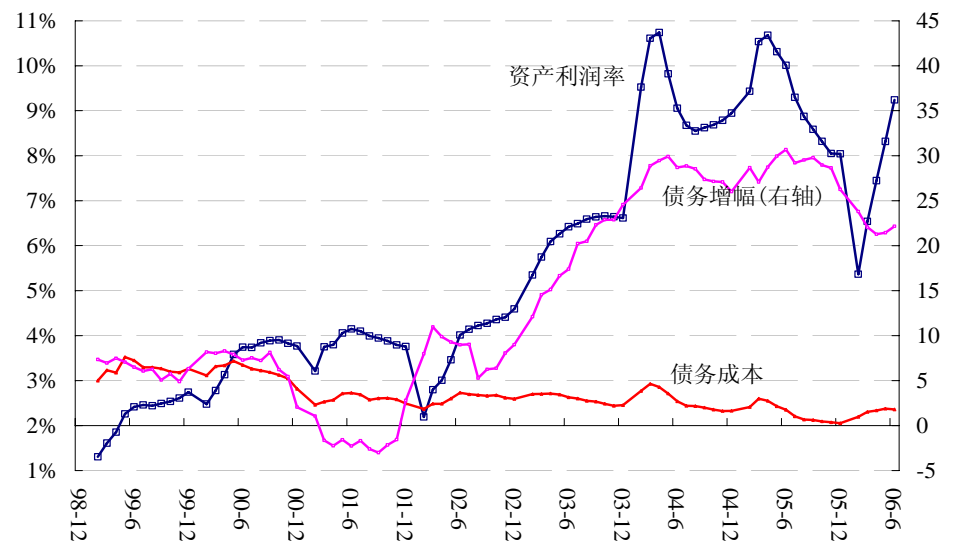


1.3.4 冶金工业

主要包括黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业。

冶金工业的债务增幅与资产利润率亦有明显的相关性。年初以来，随着冶金工业利润率的回升，其债务增幅也有重新抬头的迹象。

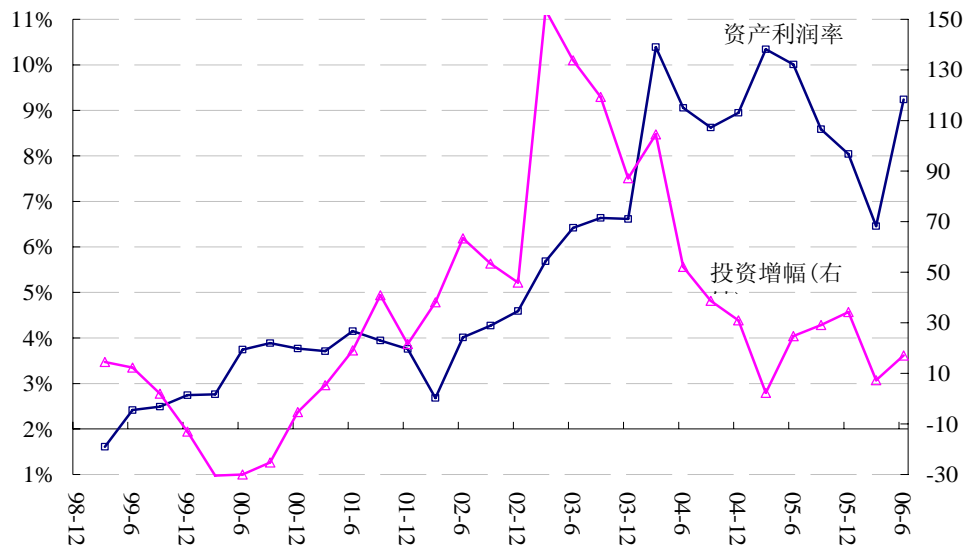
图 16:
工业企业的资产利润率、
债务成本率、债务增幅:
冶金工业
(99年1季—06年2季)



在 04 年之前，冶金工业投资增速和资产利润率的关系还相当密切。由于 04 年宏观调控中钢铁及电解铝等主要冶金行业受当其冲，因此投资增速也急剧回落。进入 05 年以后，铁矿石价格的急剧上升以及钢材价格的大幅回落导致钢铁工业利润率急剧下降，冶金工业整体的利润率也受到不小拖累，相应地行业的投资增幅也难有起色。

今年年初以来，随着有色金属价格的大幅走高以及钢铁行业价格的逐步回升，冶金行业利润率回升至 9% 左右的高位水平，并带动投资增幅企稳上升。

图 17:
工业企业的资产利润率、
投资增幅:
冶金工业
(99 年 1 季—06 年 2 季)



1.3.5 化学工业

主要包括化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶制品业、塑料制品业。

化学行业债务增幅与资产利润率关系密切，而投资在 04 年同样深受宏观调控之苦，而 06 年初以来利润率稳步回升则带动了投资增幅的上扬。

图 18:
工业企业的资产利润率、
债务成本率、债务增幅:
化学工业
(99 年 1 季—06 年 2 季)

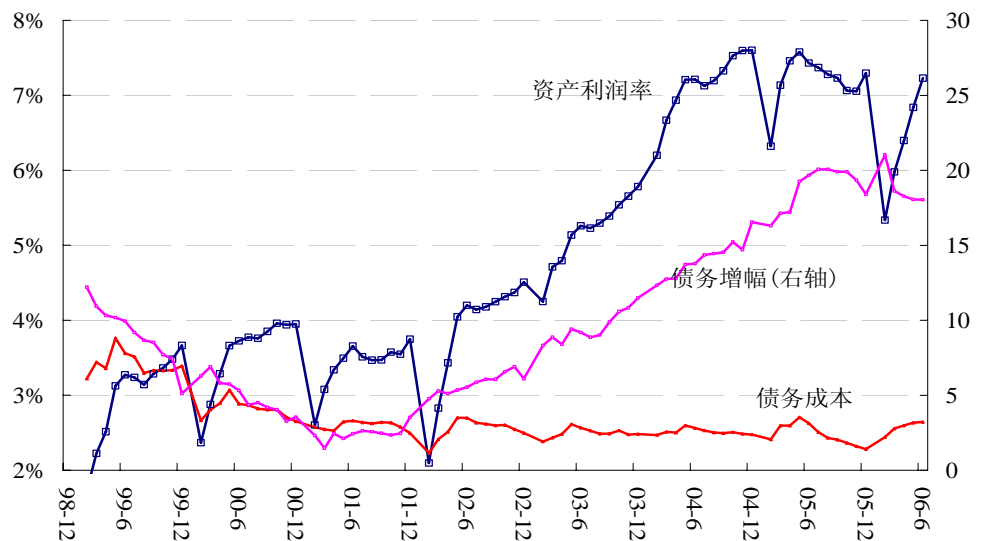
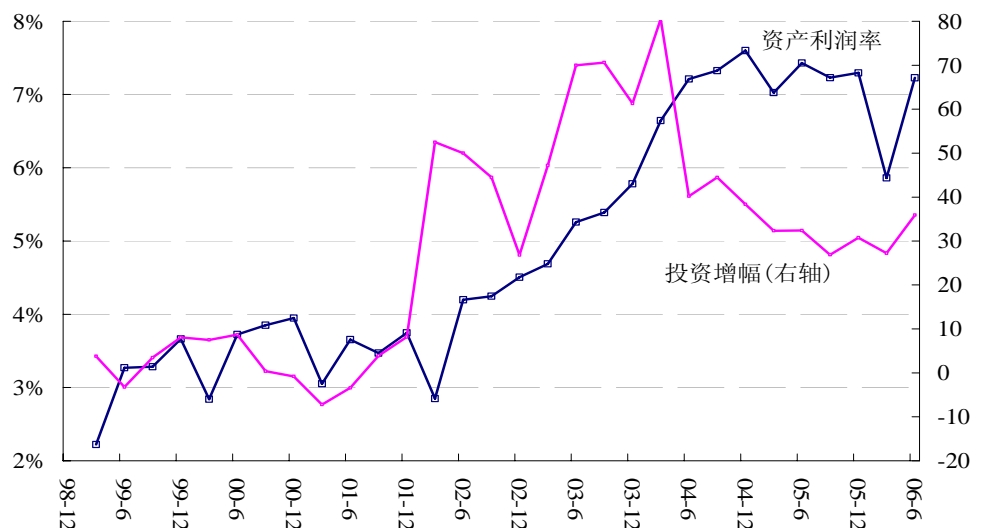


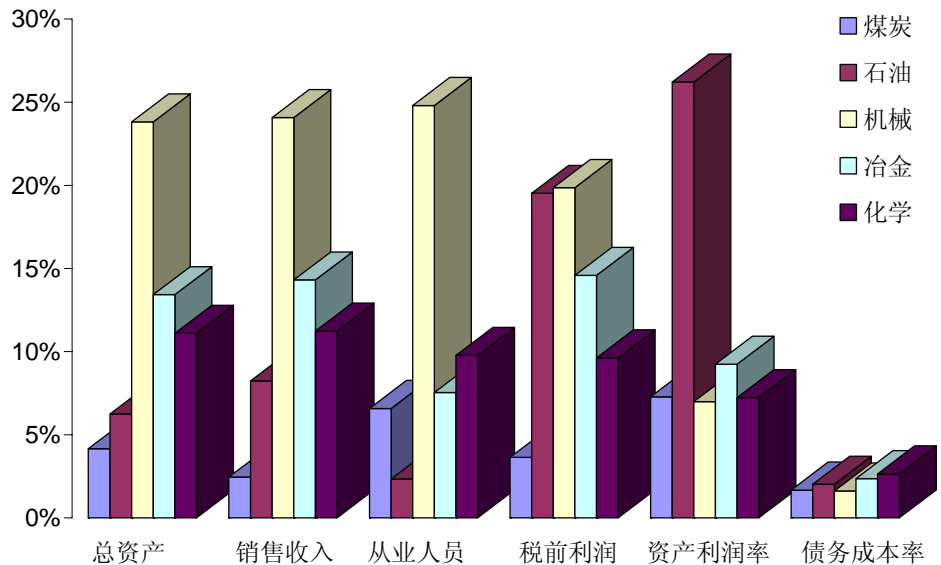
图 19:
工业企业的资产利润率、
投资增幅:
化学工业
(99 年 1 季—06 年 2 季)



从各项经济指标的占比可以看出,除从业人员外,五大行业的总资产、销售收入、及利润总额和均占据工业行业整体半壁以上江山,其中利润总额占比甚至超过 60%。应该说,我们选择的五大行业可以代表主要工业行业的利润、负债及投资情况。

图 20:
五大行业主要经济指标及占比

(截止 06 年 2 季度时水平)
注: 销售收入、总资产、从业人员及利润占比为比例指标, 后两项为绝对指标。



1.4 收益 VS 成本: 放贷意难平

建行及交行最新的半年报显示,上半年银行存款利率回升有限,而债券投资收益已低于综合成本,同时贷款资产比重变化不大,可以认为银行系统的放贷意愿依然很强。

虽然 4 月底贷款单边加息,但是建行与交行在 06 年上半年的贷款收益率比 05 年反而有所下降,反映出大型国有银行在贷款利率自主下浮方面均有充分运用。

与此同时,投资(主要是债券)收益率也仅仅只是与负债成本持平,离为银行创造收益还有很大距离。

图 21:
各类资产收益率、利息成本及综合成本: 建行

(02、03 年度及 04、05 上半年、06 上半年)

注:

1、资产分为存放央行、存放同业、投资(主要是债券)及贷款四大类,下同;

2、综合负债成本=利息成本+其他费用支出÷生息负债,下同

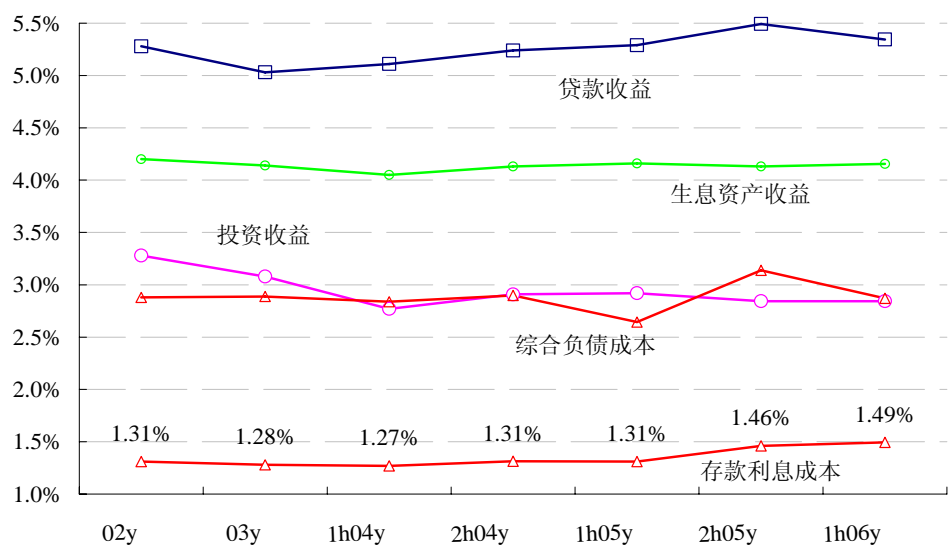
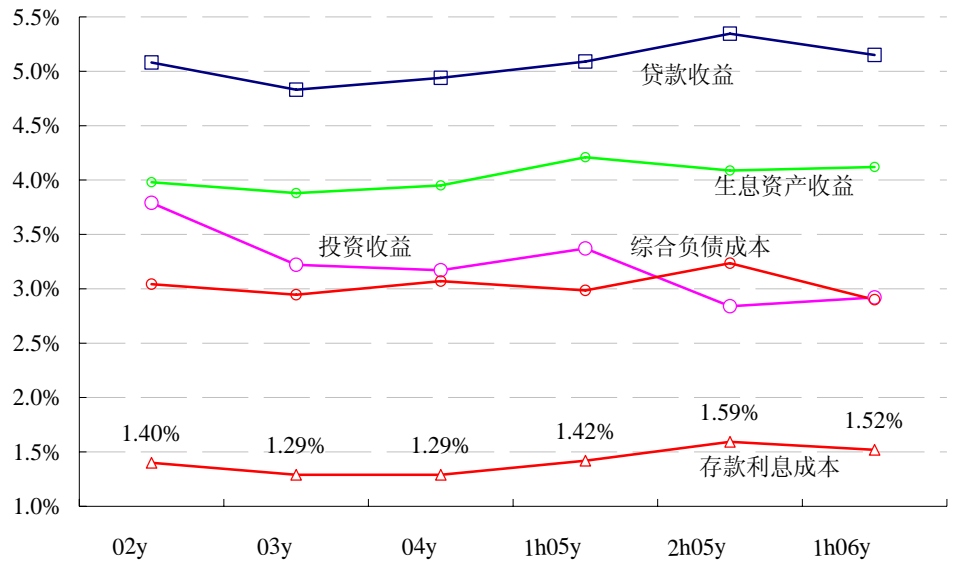


图 22:
各类资产的总资产占比:
建行
(02、03 年度及 04、05 上下
半年、06 上半年)



资金运用方面，在存放央行及存放同业两类资产占比显著下降的情况下，两银行之贷款占比的提高并不明显，说明银行仍有充分动机增加这一比值，以获取资金运用收益的最大化。

图 23:
各类资产收益率、利息成本及综合成本: 交行
(02、03、04 年度及 05 上下
半年、06 上半年)

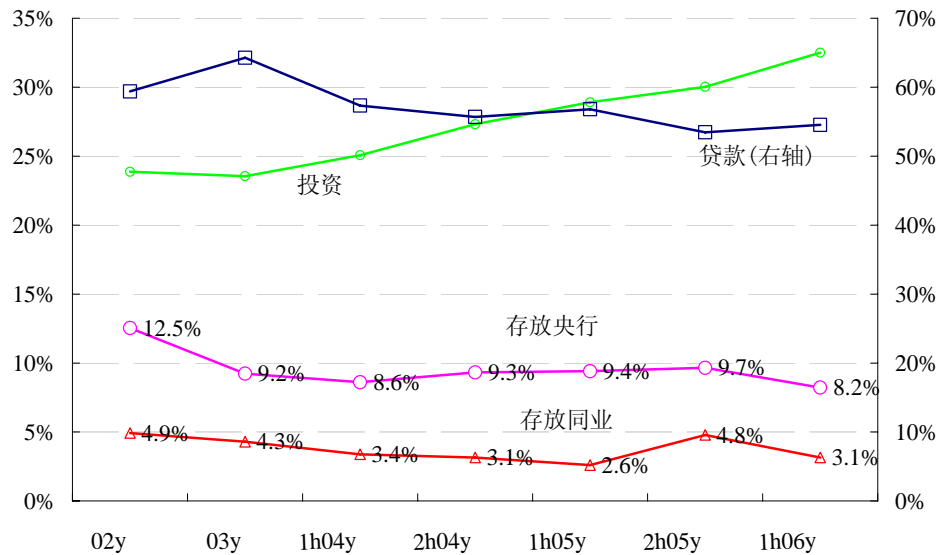
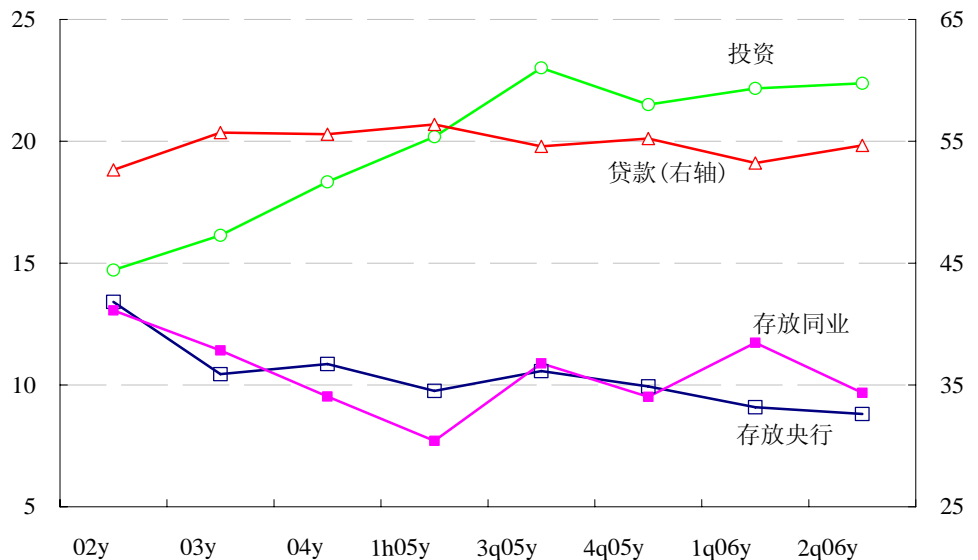


图 24:
各类资产的总资产占比:
交行
(02、03、04 年度及 05 年 3
季至 06 年 2 季)



附表 1、各大类行业的资产、收入、利润及从业人员的占比，以息税前利润率排序

注：全部工业企业的 39 个大类行业中，剔出了共计 7 类行业：规模过小的其他采矿业、工艺品及其他制造业、废弃资源和废旧材料回收加工业；行业性质特别的烟草制造业；以及政府管制的电力、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；但增补了火电及水电两个二类行业。

行业分类	总资产	销售收入	从业人员	息税前利润	息税前利润率	债务成本率	资产负债率
石油和天然气开采业	3.1	2.8	1.2	22.1	58.4%	1.4%	36.4%
有色金属矿采选业	0.5	0.6	0.6	1.7	30.4%	2.8%	49.8%
有色金属冶炼及压延加工业	3.3	4.3	2.0	4.9	13.1%	2.8%	64.2%
黑色金属矿采选业	0.5	0.4	0.6	0.7	11.5%	2.2%	50.8%
非金属矿采选业	0.3	0.3	0.6	0.4	11.2%	2.7%	54.4%
农副食品加工业	2.6	4.3	3.3	3.1	9.9%	3.2%	58.8%
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	0.9	1.4	3.4	0.9	9.0%	2.4%	58.5%
饮料制造业	1.6	1.4	1.3	1.8	8.9%	1.8%	54.1%
食品制造业	1.5	1.6	1.8	1.6	8.7%	2.4%	55.5%
纺织服装、鞋、帽制造业	1.4	2.0	5.4	1.4	8.2%	2.3%	56.5%
通用设备制造业	4.6	4.6	5.5	4.5	8.2%	1.7%	62.5%
化学原料及化学制品制造业	7.0	7.0	5.1	6.7	7.9%	2.6%	57.5%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.6	0.8	1.3	0.6	7.8%	3.0%	56.4%
金属制品业	2.3	2.8	3.5	2.0	7.6%	2.3%	59.1%
家具制造业	0.5	0.6	1.1	0.5	7.6%	2.4%	56.0%
医药制造业	2.5	1.7	1.9	2.3	7.4%	2.6%	52.0%
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	1.0	1.1	1.4	0.9	7.3%	1.2%	57.1%
煤炭开采和洗选业	4.2	2.4	6.6	3.6	7.3%	1.7%	62.0%
电气机械及器材制造业	5.2	5.9	5.7	4.4	7.2%	1.8%	62.2%
橡胶制品业	0.9	0.9	1.2	0.8	6.9%	2.9%	60.0%
专用设备制造业	3.0	2.6	3.3	2.4	6.8%	1.6%	63.3%
黑色金属冶炼及压延加工业	9.1	9.1	4.3	7.3	6.7%	2.2%	62.0%
造纸及纸制品业	2.1	1.7	2.0	1.7	6.6%	3.2%	61.9%
塑料制品业	2.0	2.1	2.8	1.6	6.6%	2.4%	56.8%
印刷业和记录媒介的复制业	0.8	0.6	1.1	0.6	6.2%	1.8%	52.7%
纺织业	4.8	5.1	9.0	3.5	6.0%	2.9%	61.9%
交通运输设备制造业	7.7	7.0	5.4	5.6	6.0%	1.3%	62.1%
非金属矿物制品业	4.7	3.8	6.2	3.2	5.8%	2.7%	60.5%
火力发电业	5.6	2.3	1.2	4.0	5.7%	3.3%	67.5%
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	8.3	11.2	7.2	5.5	5.6%	1.0%	62.4%
文教体育用品制造业	0.5	0.6	1.7	0.3	5.3%	1.9%	54.0%
水利发电业	2.6	0.3	0.4	1.6	5.2%	3.7%	62.0%
化学纤维制造业	1.1	1.1	0.6	0.6	4.3%	3.3%	61.6%
石油加工、炼焦及核燃料加工业	3.1	5.4	1.1	-2.6	-7.0%	2.4%	64.3%
总额	229,521 (亿元)	129,814 (亿元)	6,662 (万人)	9,055 (亿元)			

附表 2、不同资产利润率企业主要经济指标及占比（2006 年上半年）

资产利润率	销售收入	资产	从业人员	利润	资产利润率	债务成本率
大于 7%	46.1%	43.7%	52.5%	68.3%	11.6%	2.1%
6%至 7%	29.3%	30.4%	29.1%	22.2%	6.1%	2.0%
4%至 6%	19.3%	22.7%	17.3%	13.2%	5.3%	2.2%
小于 4%	5.4%	3.1%	1.1%	-3.6%	-6.5%	2.0%

附表 3、五大工业行业主要经济指标及占比（2006 年上半年）

资产利润率	销售收入	资产	从业人员	利润	资产利润率	债务成本率
煤炭	2.4%	4.2%	6.6%	3.6%	7.28%	1.67%
石油和石化	8.2%	6.2%	2.3%	19.5%	26.2%	2.0%
机械工业	24.1%	23.8%	24.8%	19.9%	7.0%	1.6%
冶金工业	14.3%	13.4%	7.5%	14.6%	9.2%	2.4%
化学工业	11.2%	11.1%	9.8%	9.6%	7.2%	2.6%

附表 4 工业企业债务融资来源统计表

注：资产支持证券不包括建元 MBS 及开元 ABS，因其非工业企业融资；
 票据融资及应付帐款数据均为余额的新增量。

时间段	贷款新增 (不含票据融资)	非贷款融资						应付帐款
		合计	票据融资	资本市场融资				
				合计	企业债	短期融资券	资产支持证券	
04 年上半年	8480.29	3251.58	1600.71	80	80			1570.87
04 年下半年	5834.95	2404.86	784.05	242	242			1378.81
05 年上半年	9280.59	5315.23	2519.41	309	174	135		2486.82
05 年下半年	6218.6	6694.78	2181.4	1819.8	480	1318	21.8	2693.58
06 年上半年	14679.31	7815.09	3420.69	2061.45	508	1415.6	137.85	2332.95

作者简介:**姜超:****王晓东:****免责声明**

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券研究所

上海

上海市延平路 121 号 17 楼

邮政编码: 200042

电话: (021) 62580818

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层

邮政编码: 100088

电话: (010) 82001542

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com