

季度报告

2009 年 1 月 20 日

消化库存，耐心等待需求复苏——工业分行业景气度分析

- 从截止到 2008 年 11 月份工业产销率和总资产利润率的数据来看，工业景气度将继续下滑。
- 2008 年 12 月份 PMI 指数显示新订单略有回暖、产成品库存在下降、原材料库存在上升。库存正在逐步消化，工业景气滑落幅度最大的时候正在过去。
- 库存下降并不意味着经济复苏，而是企业针对市场需求主动调整的结果，产能利用率的回升才是工业复苏的标志。总的来看，2009 年工业处于消化库存筑底耐心等待经济复苏的阶段。
- 市场主导的低端必需品制造业中：农副食品加工业、食品制造业、饮料制造业小幅回落稳定增长；纺织服装、鞋、帽制造业继续回落；医药制造业毛利率下降，需求量上升，调整后行业景气仍然向上。
- 公用事业中：电力、热力的生产和供应业行业景气在底部徘徊；燃气的生产和供应业小幅调整后缓慢向上；水的生产和供应业低位徘徊。
- 政府投资创造需求的受益行业中：投资规模已经很大的铁路运输设备制造业行业景气维持在高位但向上空间不大；追加投资的输配电设备制造业行业景气小幅调整后向上；通信设备制造业行业景气从底部回升；本来以市场需求为主的钢铁、建材和机械行业景气度仍将下行，但调整幅度收窄。
- 销售收入增长率和毛利率调整幅度已经比较大的周期性行业有：有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业、化学纤维制造业、橡胶制品业、塑料制品业和交通运输设备制造业。当经济走出低谷时，这些行业的上升空间比较大，是经济复苏时的良好投资标的。

相关研究

经济减速 离终端消费需求近的产业景气
波幅小 2008.10.24

高成本、经济增速下行与行业投资选择
2008.8.18

实际需求增速下滑 超配上游和需求刚性的
中下游行业 2008.7.2

产业经济高级分析师
刘铁军
电话：021-23219394
Email: liutj@htsec.com

宏观经济首席分析师
陈露
电话：021-23219435
Email: chenl@htsec.com

目 录

1. 工业供求与资产利润率情况考察.....	4
1.1 产销率回落，总资产利润率急速下降	4
1.2 PMI 预示工业景气继续下滑，但跌幅收窄	4
2. 工业分行业景气状况考察.....	5
2.1 低端必需品制造业景气度相对平稳	5
2.2 政府投资改善相关行业景气度	10
3. 寻找投资标的行业.....	13
3.1 2009 年需求相对稳定行业景气度总揽	13
3.2 寻找经济复苏时的投资标的行业	13

图目录

图 1 工业产品产销率_当月 (1998.01-2008.11)	4
图 2 工业单月总资产利润率年率化 (1999.02-2008.11)	4
图 3 PMI (2005.01-2008.12)	5
图 4 PMI_新订单 (2005.01-2008.12)	5
图 5 PMI_原材料库存指数 (2005.01-2008.12)	5
图 6 PMI_产成品库存指数 (2005.01-2008.12)	5
图 7 农副食品加工业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)	6
图 8 农副食品加工业毛利率 (1999.02-2008.11)	6
图 9 食品饮料制造业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)	6
图 10 食品饮料制造业毛利率 (1999.02-2008.11)	6
图 11 食品饮料制造业 PMI_新订单指数 (2005.07-2008.12)	7
图 12 食品饮料制造业 PMI_产成品库存指数 (2005.07-2008.12)	7
图 13 纺织服装鞋帽制造业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)	7
图 14 纺织服装鞋帽制造业毛利率 (1999.02-2008.11)	7
图 15 纺织服装鞋帽制造业 PMI_出口新订单指数 (2005.07-2008.12)	8
图 16 纺织服装鞋帽制造业 PMI_产成品库存指数 (2005.07-2008.12)	8
图 17 医药制造业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)	8
图 18 医药制造业毛利率 (1999.02-2008.11)	8
图 19 电力、热力的生产和供应业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)	9
图 20 电力、热力的生产和供应业毛利率 (1999.02-2008.11)	9
图 21 燃气的生产和供应业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)	9
图 22 燃气的生产和供应业毛利率 (1999.02-2008.11)	9
图 23 水的生产和供应业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)	10
图 24 水的生产和供应业毛利率 (1999.02-2008.11)	10
图 25 铁路运输设备制造业销售收入增长率 (2003.02-2008.11)	10
图 26 铁路运输设备制造业毛利率 (1999.02-2008.11)	10
图 27 输配电设备制造业销售收入增长率 (2003.02-2008.11)	11
图 28 输配电设备制造业毛利率 (2003.02-2008.11)	11
图 29 通信设备制造业销售收入增长率 (2003.02-2008.11)	11
图 30 通信设备制造业毛利率 (2003.02-2008.11)	11
图 31 通用设备制造业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)	11
图 32 通用设备制造业毛利率 (1999.02-2008.11)	11
图 33 专用设备制造业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)	12
图 34 专用设备制造业毛利率 (1999.02-2008.11)	12
图 35 黑色金属冶炼与压延加工业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)	12
图 36 黑色金属冶炼与压延加工业毛利率 (1999.02-2008.11)	12
图 37 非金属矿物制品业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)	12
图 38 非金属矿物制品业毛利率 (1999.02-2008.11)	12

表目录

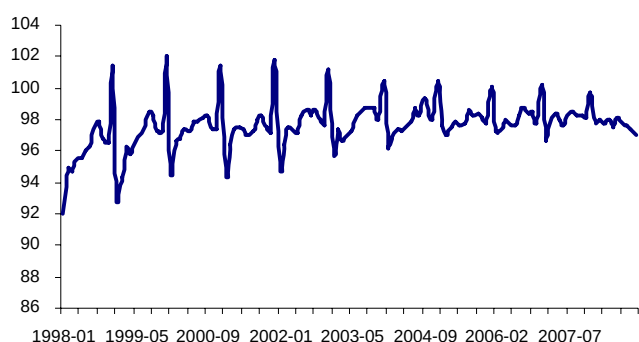
表 1	受经济增速下行影响比较小的行业景气状况	13
表 2	行业需求增长情况与调整幅度 (%)	13
表 3	行业毛利率 (1999-2008) (%)	14

1. 工业供求与资产利润率情况考察

1.1 产销率回落，总资产利润率急速下降

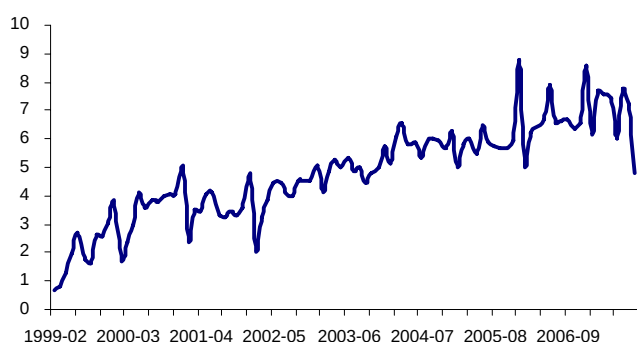
市场需求状况变化反映在供求关系上，我们用工业产品产销率来间接衡量工业产品市场需求的变化。从数据上来看，工业产品产销比率近几个月来不断下滑，2008年11月份为97%。由于出口急速下滑和内部需求强劲增长势头放缓，我们预计，这种下滑态势还将延续。这种下滑幅度会多深呢？我们预计产销比率的底部区间在94%—95%，而不会像1998年那样最低下滑到近92%。我们做出这样预测的理由是：第一、企业的市场调节能力相比于1998年有了大幅提高；第二、多年发展成果的积累使得内需实力增强；第三、出口对象分散部分降低了外部需求下滑带来的产品积压风险。

图1 工业产品产销率_当月（1998.01-2008.11）



资料来源：中经网

图2 工业单月总资产利润率年化（1999.02-2008.11）



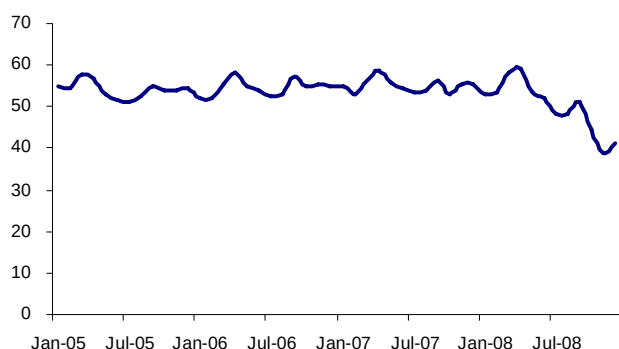
资料来源：中经网

与工业产品产销率的小幅回落相比，工业企业效益情况则出现急速下降，2008年11月平滑后的单月总资产利润率年化后只有4.77%。从产销率的趋势来看，未来工业产品供大于求的情况将更加严重，这必然给工业产品的价格和销售量都产生负面影响。虽然原材料价格下跌，但由于消化库存需要时间，成本削减的效应体现存在时滞，所以，2009年上半年企业的盈利状况将受到严重考验，负增长的可能性很大。

1.2 PMI 预示工业景气继续下滑，但跌幅收窄

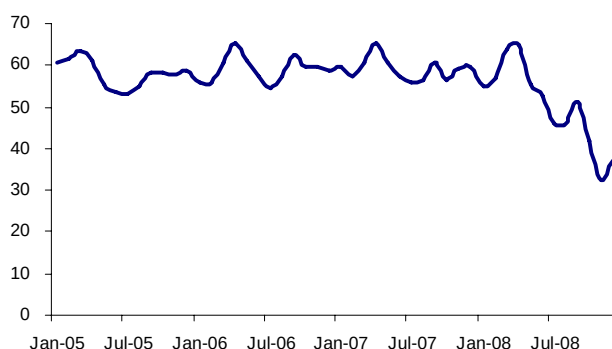
2008年12月制造业采购经理指数（PMI）为41.2，与上个月的38.8相比，有所回升。从绝对水平来看，PMI仍然位于50以下，这表明工业景气仍然处于收缩过程中，但下跌幅度收窄。PMI_新订单指数走势同样也是如此，12月份37.3，而11月份为32.2，但过低的新订单指数显示未来需求的萎靡，工业景气未来将继续下行。

图 3 PMI (2005.01-2008.12)



资料来源: CEIC。

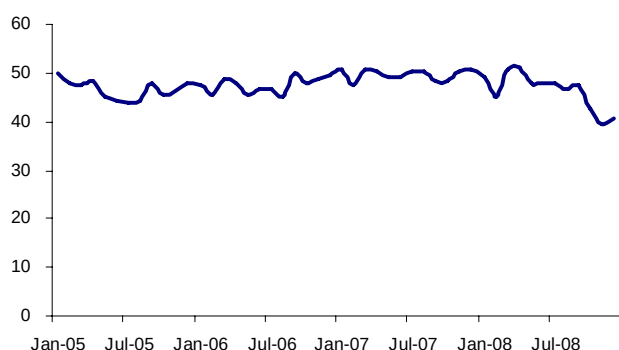
图 4 PMI_新订单 (2005.01-2008.12)



资料来源: CEIC

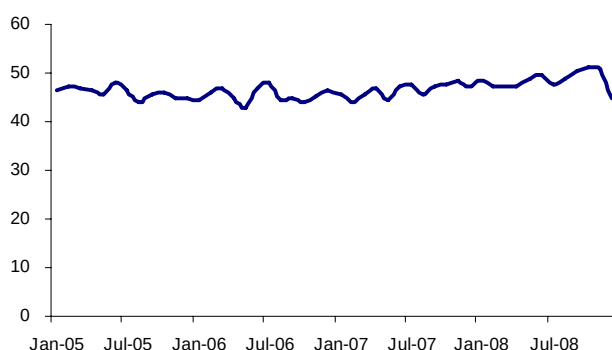
PMI 原材料库存指数有所回升,产成品库存指数继续下降,这似乎表明工业下滑幅度最大的时候已经过去,当然这还需要后续数据来进一步验证。需要指出的是库存的下降并不表明工业就此复苏,库存下降最主要的原因来自于企业顺应市场形势的产能闲置。整个工业在这种情况下资产收益率将会大幅下降,真正的复苏标志是产能利用率的提高。总体上来看,2009 年工业就是一个消化库存筑底耐心等待需求复苏的过程。

图 5 PMI_原材料库存指数 (2005.01-2008.12)



资料来源: CEIC。

图 6 PMI_产成品库存指数 (2005.01-2008.12)



资料来源: CEIC

2. 工业分行业景气状况考察

2.1 低端必需品制造业景气度相对平稳

当整体经济增速下行时,一点不受影响的行业基本没有。但是,市场自主调整引起的波动幅度对于经济中的各个行业来说是不一样的:离终端消费需求越近、产品需求弹性越小的行业景气波动幅度越小;离终端消费需求越远,产品需求弹性越大的行业景气波动幅度越大。如同金融危机中去杠杆化一样,实体经济的去库存化引致的效果就是从终端消费品开始沿着经济产业链层层向上收缩。

我们首先考察离终端消费需求比较近、产品需求弹性比较低的农副食品加工业、食品制造业、饮料制造业、纺织服装鞋帽制造业、医药制造业、电力热力的生产和供应业、燃气的生产和供应业、水的生产和供应业。

由于 CPI 中食品类价格的大幅调整,农副食品加工业的销售收入增长率出现较大幅度的调整。若剔除价格因素,农副食品加工业销售收入增长率的波动是比较稳定的。农副食品加工业所提供的产品是快速消费型,需求弹性很低,受经济波动影响很小。从毛利率来看,农副食品加工业的毛利率非常平稳,近期甚至有所回升,可能的主要原因是:

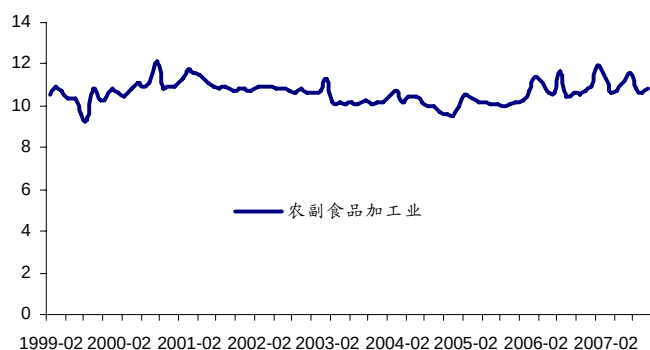
成本价格下降的幅度要大于产成品价格下降的幅度。我们预计，农副食品加工业的销售收入增长率将有所下降，毛利率保持稳定。参照 2008 年 CPI 的走势，2009 年农副食品加工业将呈现前低后高的走势，最低增速在 15% 以上。毛利率在 11% 左右。

图 7 农副食品加工业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)



资料来源：中经网

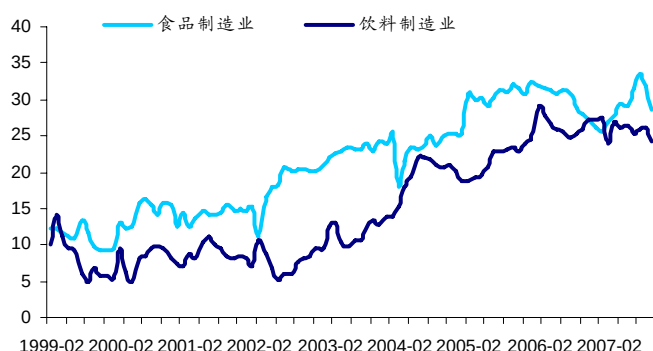
图 8 农副食品加工业毛利率 (1999.02-2008.11)



资料来源：中经网

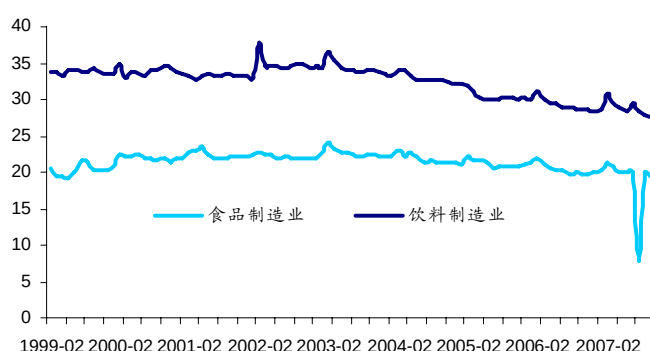
食品饮料制造业的销售收入增长率都从高位开始回落，而行业的毛利率保持相对稳定。考虑到食品安全事件的冲击和食品类价格大幅调整的因素，食品饮料制造业的销售收入增长率滑落幅度并不算大，刚性需求支撑销售收入增长率不会大幅回落，绝对水平不低于 15%。食品饮料制造业的毛利率未来还将保持稳定，这已经经过历史数据的验证。

图 9 食品饮料制造业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)



资料来源：中经网

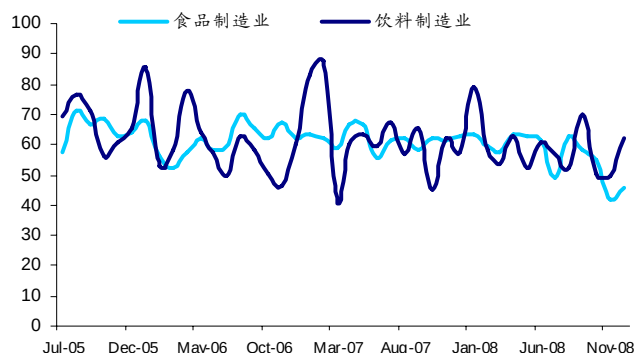
图 10 食品饮料制造业毛利率 (1999.02-2008.11)



资料来源：中经网

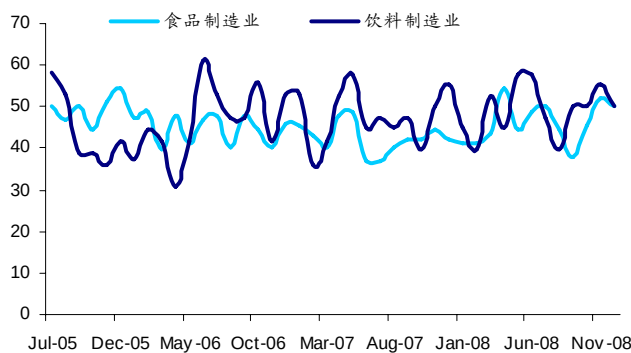
从 12 月份食品饮料制造业 PMI 指数中新订单指数有所回升，产成品库存指数则有所下降，这表明行业的供求状况有所改善。尽管可能存在春节因素的影响，但总的来看，食品饮料制造业的景气状况保持平稳。

图 11 食品饮料制造业 PMI_新订单指数 (2005.07-2008.12)



资料来源: CEIC

图 12 食品饮料制造业 PMI_产成品库存指数(2005.07-2008.12)



资料来源: CEIC

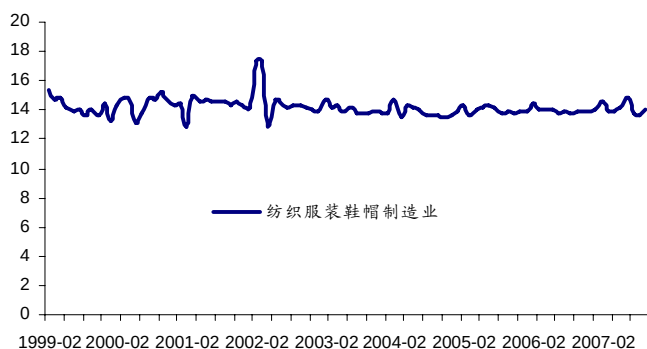
纺织服装鞋帽制造业的销售收入增长率从 2005 年开始就出现下滑, 成本上升、贸易摩擦以及金融危机导致的外部需求减弱使得行业的销售收入增长率大幅下降, 预计这种调整过程还将持续, 2009 年可能回落到 10%。纺织鞋帽服装制造业的毛利率基本保持稳定, 未来还将如此, 这是完全竞争的行业特性决定的。

图 13 纺织服装鞋帽制造业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)



资料来源: 中经网

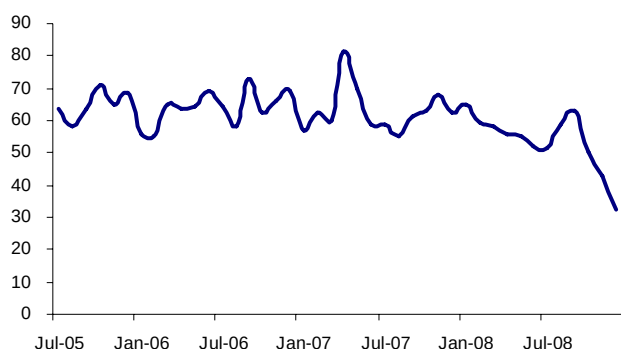
图 14 纺织服装鞋帽制造业毛利率 (1999.02-2008.11)



资料来源: 中经网

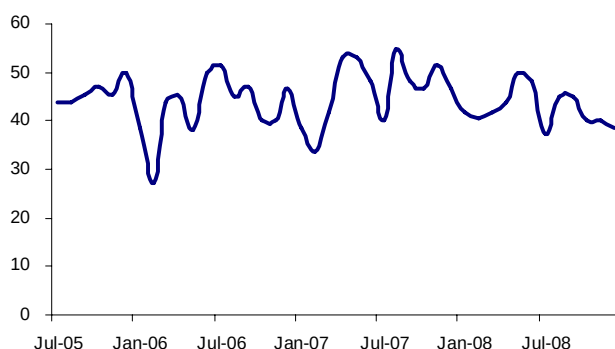
2008 年 12 月份纺织服装鞋帽制造业 PMI 指数中的出口新订单指数继续滑落, 金融危机对外部需求的影响正在显现。而产成品库存指数下滑表明行业自身正在顺应市场形势进行调整。纺织服装鞋帽制造业由于外部需求比重比较大, 受到的冲击比食品饮料制造业要大, 行业景气状况将在底部徘徊。

图 15 纺织服装鞋帽制造业 PMI_出口新订单指数 (2005.07-2008.12)



资料来源: CEIC

图 16 纺织服装鞋帽制造业 PMI_产成品库存指数 (2005.07-2008.12)



资料来源: CEIC

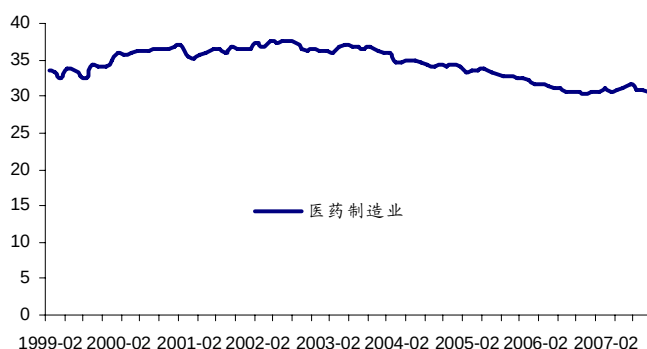
医药制造业的销售收入增长率和毛利率都出现回落。由于医疗保健需求的刚性特征,医药制造业销售收入增长率继续大幅回落的可能性比较小,我们预计未来行业销售收入增长率不会低于 15%。医药制造业毛利率则会继续下降,新医改方案的实施将压缩医药制造企业的盈利空间,但对医药需求量增长有积极作用。未来行业景气的特征是小幅下行,价跌量升是 2009 年医药制造业的主要特征。

图 17 医药制造业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)



资料来源: 中经网

图 18 医药制造业毛利率 (1999.02-2008.11)

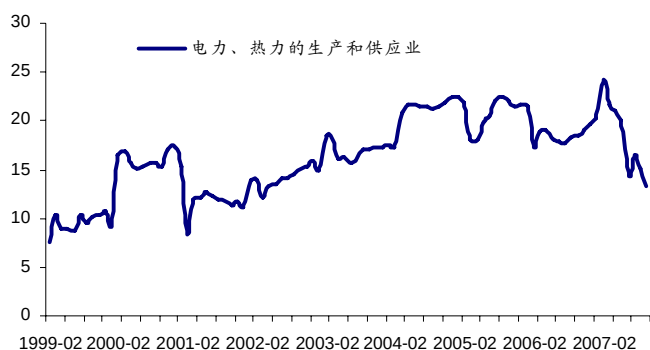


资料来源: 中经网

公用事业的稳定性得到广泛的认可,在目前我国经济调整时刻,公用事业各行业的表现及前景又如何呢?

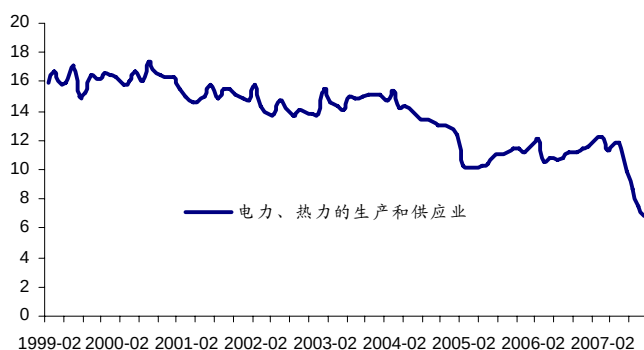
无论是从销售收入增长率还是毛利率来看,电力、热力的生产和供应业的景气状况都在恶化。虽然 12 月份发电量的数据环比有所回升,但这并不意味着需求就此反转,电力、热力的生产和供应业的需求跟随工业景气状况继续下行。毛利率方面目前处于历史低点,煤炭价格调整带来的成本下降效果将滞后体现,行业的毛利率将有所回升。总的来看,电力、热力的生产和供应业的景气状况并没有表现出比整个工业更稳定的特征,而是与整个工业景气同步变化。这样,电力、热力的生产和供应业的景气状况同样是在底部徘徊。

图 19 电力、热力的生产和供应业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)



资料来源：中经网

图 20 电力、热力的生产和供应业毛利率 (1999.02-2008.11)



资料来源：中经网

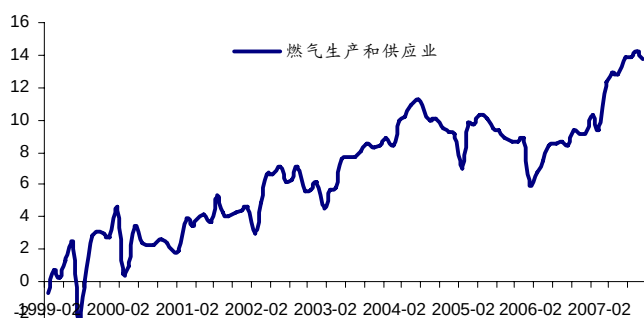
与电力、热力更多的作为工业投入品相比，燃气的生产和供应业面向终端消费的特征更为明显。伴随着我国城市化进程，燃气的生产和供应业的销售收入增长率多年来一直保持在较高的水平上。近来有所回落，但是考虑到燃气价格的提升和终端需求群体数量的增长，我们预计行业的销售收入增长率不会大幅回落，2009 将保持在 20% 的水平之上。燃气的生产和供应业毛利率从历史高位略有回落，基于燃气价格调整的预期，我们认为毛利率同样不会大幅调整，很可能继续向上。因此，燃气的生产和供应业的景气状况可能在短期之内略有回落，但长期行业景气度依然向上。

图 21 燃气的生产和供应业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)



资料来源：中经网

图 22 燃气的生产和供应业毛利率 (1999.02-2008.11)



资料来源：中经网

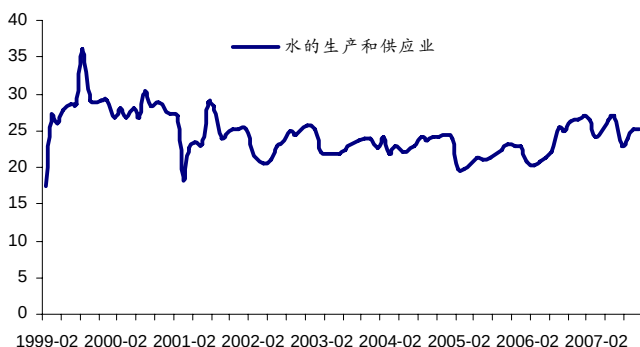
虽然需求也有很大部分来自终端消费，但是水的生产和供应业的增长远低于燃气的生产和供应业。我们预计，2009 年水的生产和供应业销售收入增长率将在 5%—10% 之间徘徊。毛利率方面还将继续保持平稳。如果不出台水价调整的政策，水的生产和供应业景气状况也是在低位徘徊。

图 23 水的生产和供应业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)



资料来源: 中经网

图 24 水的生产和供应业毛利率 (1999.02-2008.11)



资料来源: 中经网

总的来看, 低端刚性需求行业 and 传统意义上稳定的公用事业行业都不可避免地受到经济增速下行的影响, 短期调整在所难免。而在调整之后 2009 年还能保持景气度向上的行业有: 农副食品加工业、食品制造业、饮料制造业、医药制造业和燃气的生产和供应业。

2.2 政府投资改善相关行业景气度

为了刺激经济增长, 政府出台了 4 万亿的投资计划, 主要受益的工业行业有: 铁路运输设备、输配电设备、通信设备、机械、钢铁、建材等。我们重点考察这些政策创造需求行业的景气状况。

铁路行业是政府投资的重点行业, 按照铁道部的投资规划, 3 年将有 3.5 万亿的投资规模, 这带动了铁路建设和铁路运输设备行业的发展。

从销售收入增长率和毛利率的情况来看, 铁路运输设备制造业的行业景气状况目前处于比较高的位置。由于基数的不断提高以及投资计划的近乎平均分布, 未来行业的销售收入增长率将有所下降。毛利率方面由于原材料价格下跌而将有所提升。因此, 铁路运输设备制造业的行业景气状况未来还将保持高位, 但继续向上的空间并不大。

图 25 铁路运输设备制造业销售收入增长率 (2003.02-2008.11)



资料来源: 中经网

图 26 铁路运输设备制造业毛利率 (1999.02-2008.11)



资料来源: 中经网

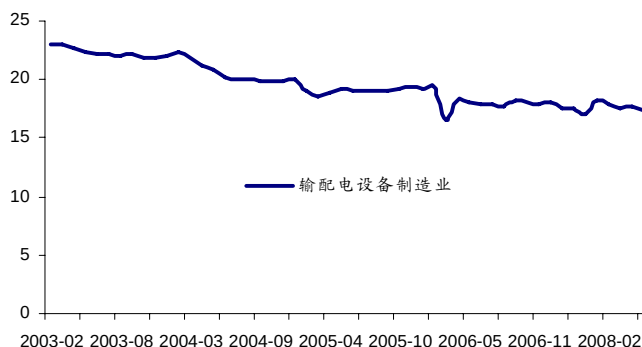
电网设备同样是政府投资的重点行业, 而且两网公司又追加投资规模, 未来行业输配电设备制造业的需求增长确定。这样, 目前行业销售收入增长率和毛利率下滑的态势将会止住, 行业景气状况未来将会好转。

图 27 输配电设备制造业销售收入增长率 (2003.02-2008.11)



资料来源：中经网

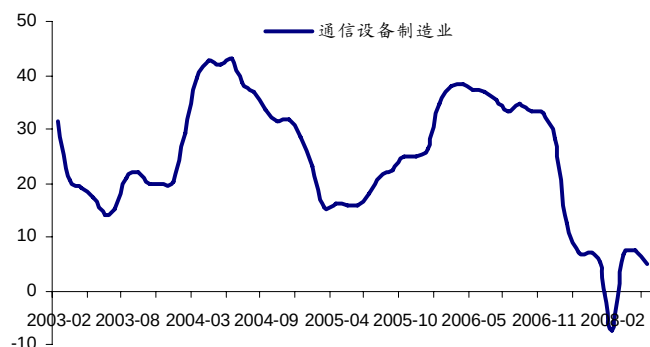
图 28 输配电设备制造业毛利率 (2003.02-2008.11)



资料来源：中经网

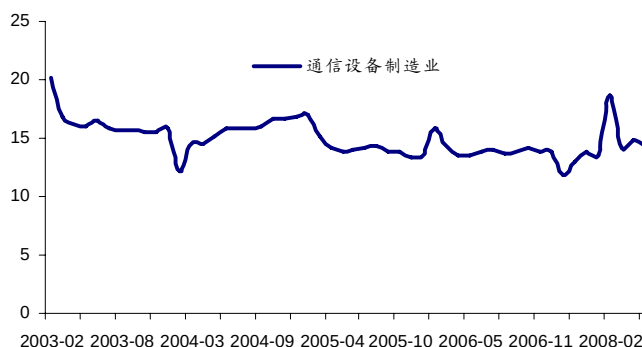
从销售收入增长率来看，通信设备制造业已经低迷很长时间，毛利率也是在历史地位徘徊。我们认为，目前通信设备制造业的景气状况不会比现在更差，3G 发牌带来的通信设备需求增长将使得未来行业景气状况改善。

图 29 通信设备制造业销售收入增长率 (2003.02-2008.11)



资料来源：中经网

图 30 通信设备制造业毛利率 (2003.02-2008.11)



资料来源：中经网

机械行业也因政府加大对固定资产投资投入而受益，但从销售收入增长率和毛利率方面来看，行业景气刚从高位回落，销售收入增长率相对于历史谷底还有一段距离。即使政府投资能够带来部分需求，但不足以弥补市场部分的调整，因此，未来通用设备制造业行业景气度继续保持回落调整态势。

图 31 通用设备制造业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)



资料来源：中经网

图 32 通用设备制造业毛利率 (1999.02-2008.11)



资料来源：中经网

专用设备制造业的销售收入增长率同样从高位回落，离最差情况还有一段距离，但毛利率相对平稳，这主要跟专用设备的含量较高有关。

图 33 专用设备制造业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)



资料来源：中经网

图 34 专用设备制造业毛利率 (1999.02-2008.11)



资料来源：中经网

钢铁行业的销售收入增长率也是从高位回落，毛利率也出现较大幅度的下降。未来毛利率方面的调整可能有限，但是需求压力仍然比较大。政府投资产生的需求只能减小行业需求回落的幅度而不足以使趋势出现反转。

图 35 黑色金属冶炼与压延加工业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)



资料来源：中经网

图 36 黑色金属冶炼与压延加工业毛利率 (1999.02-2008.11)



资料来源：中经网

建材行业的情况与钢铁行业非常类似，未来行业景气在谷底徘徊，等待需求复苏。

图 37 非金属矿物制品业销售收入增长率 (1999.02-2008.11)



资料来源：中经网

图 38 非金属矿物制品业毛利率 (1999.02-2008.11)



资料来源：中经网

3. 寻找投资标的行业

3.1 2009 年需求相对稳定行业景气度总揽

在经济增速下行时，受影响比较小的行业主要有两类：一是市场主导的低端必需品制造业；二是政府为了刺激经济增长而投资的受益行业。我们在上文已经从销售收入增长率和毛利率两个方面对这些行业的景气状况进行分析，将结论列成下表。

表 1 受经济增速下行影响比较小的行业景气状况

行业	销售收入增长率	毛利率	2009 年行业景气前景预测
农副食品加工业	名义销售收入增长率小幅下降，实际销售收入稳定增长	保持稳定	小幅回落后稳定
食品制造业	小幅回落后稳定增长	保持稳定	小幅回落后稳定
饮料制造业	小幅回落后稳定增长	保持稳定	小幅回落后稳定
纺织服装鞋帽制造业	回落	保持稳定	回落
医药制造业	小幅回落后稳定增长	稳中有降	小幅回落后上升
电力、热力的生产和供应业	回落	低位徘徊后回升	回落后稳定
燃气生产和供应业	小幅回落后稳定增长	稳定略有上升	行业景气向上
水的生产和供应业	回落	低位徘徊	低位徘徊
铁路运输设备制造业	回落，需求增长空间有限	稳中略有上升	保持在景气高位
输配电设备制造业	上升	稳中略有上升	行业景气向上
通信设备制造业	上升	低位徘徊后回升	行业景气回升
黑色金属冶炼及压延加工业	回落，但下降幅度收窄	低位徘徊略有上升	低位徘徊
非金属矿物制品业	回落，但下降幅度收窄	低位徘徊	低位徘徊
通用设备制造业	回落，但下降幅度收窄	低位徘徊略有上升	低位徘徊
专用设备制造业	回落，但下降幅度收窄	小幅下降后平稳	低位徘徊

资料来源：海通证券研究所

值得关注的行业是：农副食品加工业、食品制造业、饮料制造业、医药制造业、燃气生产和供应业、铁路运输设备制造业、输配电设备制造业和通信设备制造业。

3.2 寻找经济复苏时的投资标的行业

考察完上述在经济增速下行时相对稳定的行业后，我们将目光投向更远的未来，寻找更远期的投资选择。我们选择的标准是：行业销售收入增长率和毛利率调整幅度已经很大的周期性行业。

销售收入增长率方面，2008 年比 2007 年销售收入增长率下降幅度最大的前十位行业分别是有色金属冶炼及压延加工业、化学纤维制造业、有色金属矿采选业、仪器仪表及文化办公用机械制造业、电气机械及器材制造业、交通运输设备制造业、皮革毛皮羽毛（绒）及其制品业、橡胶制品业、塑料制品业、金属制品业。

表 2 行业需求增长情况与调整幅度（%）

行业	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	需求调整幅度	排序
煤炭开采和洗选业	-3.2	6.0	19.6	26.2	24.3	55.0	42.4	23.7	31.7	63.4	31.7	34
石油和天然气开采业	15.3	62.1	-9.5	0.5	20.5	24.6	39.8	27.2	7.0	33.8	26.8	33
黑色金属矿采选业	7.4	11.1	16.5	14.8	52.6	87.5	45.8	34.6	50.3	61.8	11.5	31
有色金属矿采选业	7.8	15.0	6.3	9.1	33.0	42.4	48.9	54.9	39.9	22.2	-17.8	3
非金属矿采选业	11.9	12.9	13.6	19.0	26.3	37.7	46.0	32.8	37.1	41.3	4.2	28

农副食品加工业	4.0	9.9	12.3	18.1	25.3	35.0	30.7	23.0	34.9	35.7	0.8	27
食品制造业	9.5	14.4	15.2	21.0	25.3	25.2	32.4	25.5	29.1	28.5	-0.6	26
饮料制造业	5.3	7.0	7.1	9.4	14.0	18.8	24.5	27.6	26.5	24.1	-2.4	23
纺织业	10.5	18.4	8.1	16.0	25.3	26.1	26.5	20.6	21.2	14.8	-6.5	13
纺织服装、鞋、帽制造业	9.2	16.9	13.2	12.1	20.1	21.3	26.4	22.9	23.7	17.2	-6.4	14
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	7.7	16.6	12.2	14.6	21.7	22.8	25.5	20.6	25.2	17.3	-7.9	7
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	16.4	19.0	8.0	12.8	23.2	28.2	38.5	32.7	41.5	35.3	-6.2	16
家具制造业	10.9	21.8	14.6	18.8	24.6	32.3	27.4	27.6	27.8	21.5	-6.3	15
造纸及纸制品业	12.7	23.6	13.1	17.0	24.1	22.6	29.1	22.7	24.9	21.9	-3.0	21
印刷业和记录媒介的复制业	8.3	10.8	8.8	9.5	13.4	18.6	16.9	17.6	22.4	18.9	-3.5	19
文教体育用品制造业	3.9	12.7	6.3	13.9	18.1	18.8	22.9	16.9	20.6	13.7	-6.8	11
石油加工、炼焦及核燃料加工业	15.9	62.5	-0.9	4.9	32.5	37.0	35.0	26.7	18.9	29.9	11.0	31
医药制造业	10.4	18.5	16.4	16.3	19.2	17.4	26.5	17.0	24.6	25.8	1.3	28
化学纤维制造业	20.5	29.0	2.1	14.9	32.1	32.9	27.0	22.5	26.3	5.8	-20.5	2
橡胶制品业	0.3	7.8	8.3	15.3	26.3	31.7	28.6	26.9	28.4	21.0	-7.4	8
塑料制品业	13.0	18.1	15.3	15.3	21.8	25.7	26.0	24.0	26.9	19.5	-7.4	8
非金属矿物制品业	10.4	12.4	11.3	16.0	27.0	30.9	25.0	28.5	33.4	30.8	-2.6	22
黑色金属冶炼及压延加工业	5.2	20.6	14.9	19.0	53.4	56.4	29.6	19.7	37.7	34.5	-3.2	20
有色金属冶炼及压延加工业	12.7	24.6	6.7	13.5	32.2	47.8	34.8	60.5	40.3	15.1	-25.3	1
金属制品业	8.7	16.0	13.0	20.3	29.7	35.1	30.3	27.2	33.2	26.1	-7.1	10
通用设备制造业	7.6	13.9	15.0	22.4	33.0	34.9	28.7	29.0	30.9	28.6	-2.3	24
专用设备制造业	8.0	12.0	11.8	22.4	30.4	24.8	27.6	27.8	30.5	28.8	-1.7	25
交通运输设备制造业	13.6	14.3	16.2	29.6	34.0	18.8	14.7	27.3	32.3	22.8	-9.5	6
电气机械及器材制造业	14.6	20.5	12.4	13.3	24.8	33.8	25.4	29.5	32.4	22.0	-10.4	5
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	19.4	33.7	19.0	22.0	36.2	34.4	22.9	21.1	16.6	11.4	-5.2	17
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	3.8	20.8	11.5	18.4	32.8	28.8	21.3	22.7	21.9	10.1	-11.8	4
电力、热力的生产和供应业	9.3	15.3	13.8	14.9	17.5	22.5	21.5	20.2	20.0	13.4	-6.6	12
燃气生产和供应业	2.2	23.1	16.0	12.6	27.1	21.2	23.5	25.3	27.1	33.3	6.2	30
水的生产和供应业	8.0	11.0	5.6	12.0	12.5	14.1	13.0	14.8	12.7	8.5	-4.1	18

资料来源：中经网。注：调整幅度为 2008 年销售收入增长率减去 2007 年，排序准则是调整幅度值越小，排序越前。

毛利率方面，2008 年相对于 2007 年，毛利率下降幅度排名前十的行业依次是：石油加工、炼焦及核燃料加工业，电力、热力的生产和供应业，有色金属矿采选业，化学纤维制造业，黑色金属冶炼及压延加工业，水的生产和供应业，有色金属冶炼及压延加工业，造纸及纸制品业，橡胶制品业，塑料制品业和交通运输设备制造业。

表 3 行业毛利率（1999-2008）（%）

行业	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	需求调整幅度	排序
煤炭开采和洗选业	26.2	27.2	29.9	30.7	31.0	32.4	31.4	29.0	28.7	31.8	3.1	34
石油和天然气开采业	30.6	50.7	50.5	47.8	50.2	54.2	59.7	58.3	53.8	56.0	2.2	32
黑色金属矿采选业	22.5	23.3	22.1	21.3	22.6	32.3	28.5	24.3	26.9	29.1	2.2	32
有色金属矿采选业	22.2	24.1	23.3	23.4	22.9	27.9	30.0	31.7	29.6	25.7	-3.9	3
非金属矿采选业	25.3	24.0	23.6	24.1	24.0	24.5	26.0	22.7	22.7	22.9	0.2	28
农副食品加工业	10.9	11.3	10.7	10.7	10.6	10.0	10.7	12.0	11.1	10.9	-0.2	24
食品制造业	20.8	22.0	22.3	22.6	22.0	21.1	21.5	20.4	19.9	19.6	-0.4	16
饮料制造业	33.6	33.6	33.1	34.3	33.3	32.1	30.0	28.5	28.3	27.5	-0.8	10
纺织业	11.7	12.0	11.0	10.9	10.2	9.7	9.9	10.0	10.4	10.6	0.2	28

纺织服装、鞋、帽制造业	13.3	14.5	14.2	13.9	13.7	13.9	13.9	14.1	14.2	14.0	-0.1	26
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	11.9	10.9	10.5	10.8	11.2	11.8	12.4	12.2	12.7	13.0	0.3	30
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	13.6	13.3	13.0	13.0	12.9	13.3	12.8	12.6	13.7	13.1	-0.6	12
家具制造业	16.4	17.2	16.0	15.9	16.0	14.0	14.7	14.9	14.7	14.2	-0.5	14
造纸及纸制品业	16.8	16.3	15.4	16.3	15.4	14.4	13.4	13.6	14.0	12.7	-1.3	8
印刷业和记录媒介的复制业	21.7	21.3	21.8	21.5	20.5	19.0	17.7	17.2	17.5	17.0	-0.4	16
文教体育用品制造业	16.0	14.8	14.7	14.5	14.0	13.7	12.4	12.5	12.1	11.6	-0.5	14
石油加工、炼焦及核燃料加工业	15.3	10.9	9.9	11.2	11.3	10.9	4.2	3.4	7.2	-1.6	-8.9	1
医药制造业	34.9	37.2	36.4	36.1	35.9	34.0	32.3	30.5	31.1	30.7	-0.4	16
化学纤维制造业	15.7	14.5	10.4	10.4	10.5	8.8	7.0	6.6	8.6	6.2	-2.4	4
橡胶制品业	17.6	16.5	18.0	18.4	17.7	15.7	14.0	13.1	13.4	12.4	-0.9	9
塑料制品业	14.9	14.2	15.9	14.8	13.3	12.1	12.1	12.4	12.6	12.3	-0.2	24
非金属矿物制品业	18.9	19.3	18.3	17.4	17.9	16.9	15.2	15.5	16.0	15.6	-0.4	16
黑色金属冶炼及压延加工业	12.1	14.1	13.3	14.2	15.1	13.0	9.8	10.3	10.7	8.6	-2.0	5
有色金属冶炼及压延加工业	13.8	14.5	12.7	12.7	11.4	11.8	11.4	11.7	10.5	8.8	-1.7	7
金属制品业	15.2	14.9	15.9	14.2	13.6	13.2	13.0	12.4	12.2	11.6	-0.6	12
通用设备制造业	20.0	19.5	19.2	18.8	18.0	16.9	16.2	15.7	15.5	15.2	-0.4	16
专用设备制造业	18.1	18.0	17.8	18.5	17.2	16.5	16.4	16.8	16.8	16.5	-0.3	21
交通运输设备制造业	18.6	18.8	17.7	18.1	17.8	15.6	14.4	14.6	15.1	14.4	-0.8	10
电气机械及器材制造业	19.5	19.0	18.2	18.2	17.6	15.7	14.8	14.2	14.1	13.9	-0.1	26
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	16.1	16.4	14.0	14.3	11.6	10.9	9.7	9.9	10.1	9.8	-0.3	21
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	18.7	18.3	18.1	19.2	16.0	15.5	15.4	15.5	15.4	15.1	-0.3	21
电力、热力的生产和供应业	16.5	15.6	14.8	13.8	14.8	12.4	11.2	11.9	11.9	6.8	-5.1	2
燃气生产和供应业	2.7	1.9	4.6	6.2	8.9	9.1	8.9	10.3	12.8	13.7	0.9	31
水的生产和供应业	29.2	27.1	25.1	25.2	24.1	23.8	22.9	26.6	27.1	25.2	-1.9	6

资料来源：中经网。注：调整幅度为 2008 年毛利率减去 2007 年，排序准则是调整幅度值越小，排序越前。

与前面销售收入增长率下滑幅度取交集得到的行业是：有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业、化学纤维制造业、橡胶制品业、塑料制品业和交通运输设备制造业。当经济走出低谷时，这些行业的上升空间比较大，是经济复苏时的良好投资标的。

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业核心分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

邱志承
金融行业核心分析师
(021) 23219396
qiuzc@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业高级分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

王友红
化学制药及生物制药行业高级分析师
(021) 23219407
wangyh@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy @htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

汪 盛
批发和零售贸易行业分析师
(021) 23219390
wangs@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周 睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhou@htsec.com

朱 胤
化工行业分析师
(021) 23219378
zhuyin@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

潘洪文
保险行业分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

潘鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

陈峥嵘
宏观经济高级分析师
(021) 23219433
zrchen@htsec.com

陈 勇
宏观经济高级分析师
(021) 23219438
chenyong@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

于建国
宏观经济高级分析师
(021) 23219431
yujg@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

黄泽丰
策略分析师
(021) 23219440
huangzf@htsec.com

娄 静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
估值首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

联蒙珂
固定收益及衍生产品核心分析师
(021) 23219395
lianmk@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

周 健
衍生产品分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
定量分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
固定收益及衍生产品助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高 臻
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com