

专题报告

2009年8月26日

政策涟漪与经济增长引擎相对变化下的产业投资选择

- 积极的财政政策和宽松的货币政策主导本次经济回升。政策效应在固定资产投资领域表现最为明显，消费领域次之，出口方面则效果甚微。
- 外需总体仍然低迷，但环比已经改善，出现可喜变化，未来走势取决于外围经济复苏情况；固定资产投资增速仍然处于高位，但近期出现波动，即使退出也是一个缓慢的、反复的过程；消费相对平稳，亮点不多，房地产和汽车消费我们之前已经论述。
- 固定资产投资直接带来中游资本品需求。从销售收入、销售成本和毛利率三个方面来看，中游景气度改善的行业有：石油加工、炼焦及核燃料加工业、有色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品业、非金属矿物制品业、交通运输设备制造业和通信设备、计算机及其他电子设备制造业。
- 根据产业链传导规律，中游资本品需求提升引起上游采掘业景气改善。从销售收入、销售成本和毛利率来看，景气度改善的采掘业有：石油和天然气开采业、有色金属矿采选业和非金属矿采选业。
- 从销售收入、销售成本和总资产利润率来看，景气度改善的消费品制造业有：家具制造业和文教体育用品制造业。
- 虽然今年的经济增长主要是依靠投资，但是驱动经济增长的三股主要力量正在发生一些相对变化，这可能会使得相关行业的景气度发生变化，而敏感的资本市场更可能对此提前反应。外围经济的复苏使得出口正发生积极的变化，出口回暖的主要受益行业为：通信设备、计算机及其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业、通用设备制造业、专用设备制造业。

相关研究

消化库存 耐心等待需求回暖——工业分行业景气状况分析 2009.01.20

工业行业景气处于底部 部分终端行业初显回暖迹象 2009.04.24

从人工回暖到市场自主回暖 2009.06.30

产业经济分析师

刘铁军
电话：021-2321 9394
Email: liutj@htsec.com

目 录

1. 宏观经济前景与工业企业经营状况分析.....	4
1.1 外需总体仍然低迷，但环比有所改善.....	4
1.2 固定资产投资增长出现波动.....	4
1.3 消费相对平稳增长.....	5
2. 工业分行业景气状况分析.....	6
2.1 中游资本品制造业景气度回升且趋势将保持.....	6
2.2 产业链传导规律将推动上游采掘业景气更大幅度改善.....	9
2.3 一般消费品制造业平稳增长.....	11
3. 政策涟漪和经济增长引擎相对变化下的产业投资选择.....	13

图目录

图 1 出口额及月同比增长（2006.01-2009.07）	4
图 2 固定资产投资额及同比增长月度数据（2005.02-2009.07）	5
图 3 消费额及同比增长月度数据（2005.02-2009.07）	5

表目录

表 1 工业增加值增速与工业企业利润增速（%）	6
表 2 中游资本品制造业需求情况	7
表 3 中游资本品制造业成本情况	8
表 4 中游资本品制造业盈利能力情况	9
表 5 上游采掘业需求情况	10
表 6 上游采掘业成本情况	10
表 7 上游采掘业盈利能力情况	11
表 8 消费品制造业需求情况	11
表 9 消费品制造业成本情况	12
表 10 消费品制造业盈利能力情况	12

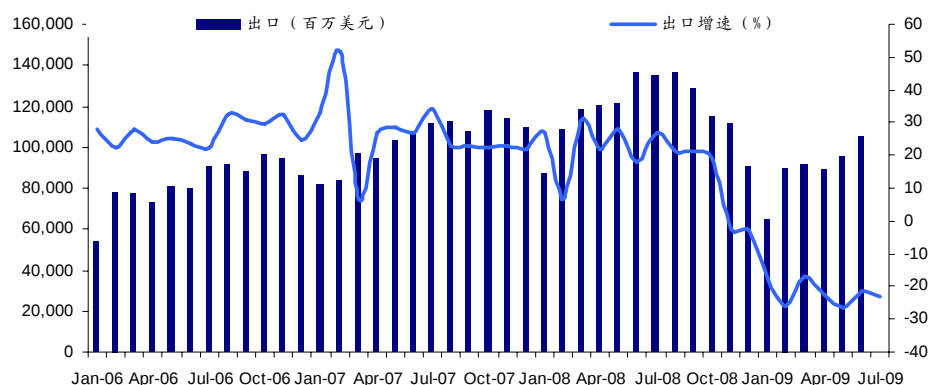
1. 宏观经济前景与工业企业经营状况分析

2009 年时间过半，股票市场也发生了戏剧性的变化：从 2008 年的急剧下挫演变到 2009 年迅速攀升，上证指数从 2008 年底的 1820 上升到目前的 3100 多点。积极的财政政策和宽松的货币政策是股票市场实现如此逆转的根本原因。拉动经济增长的三驾马车从政策中的受益程度各不相同，在本次经济回升中表现各异。总的来看，政策效应在固定资产投资领域表现最为明显，消费领域次之，出口方面则效果甚微。

1.1 外需总体仍然低迷，但环比有所改善

本次金融危机对于我国实体经济影响最大的是出口。2008 年 11 月份开始出口增速已经为负，2009 年 7 月份出口总值为 1054.20 亿美元，与去年同期相比增速为 -22.9%。尽管从同比增速来看，出口仍然处于低迷状态，但环比已经出现正增长。其中，6 月份和 7 月份连续两个月实现环比正增长，这种积极变化非常可喜。

图 1 出口额及月同比增长（2006.01-2009.07）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

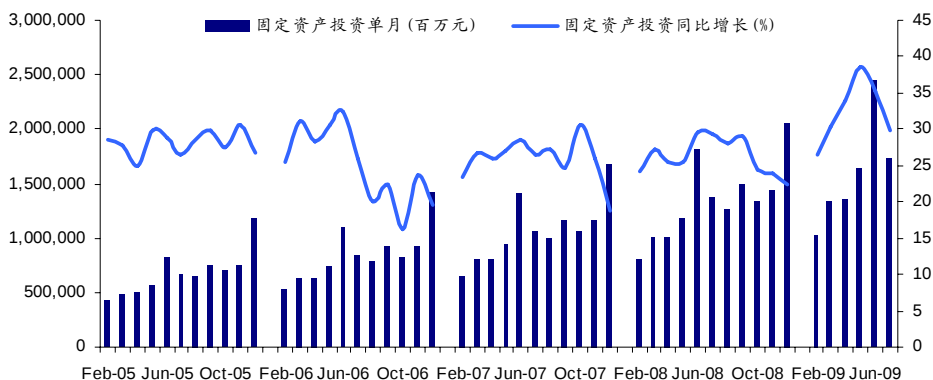
1.2 固定资产投资增长出现波动

为了抵御金融危机的冲击，我国政府出台了一系列保增长的政策，其中，核心的积极财政政策和宽松货币政策力度非凡，4 万亿的政府投资计划以及上半年 7.37 万亿的信贷投放量就是最好的表现。

虽然政策在刺激外需方面效果甚微，但是在固定资产投资领域，可以说是立竿见影。2009 年上半年，投资对经济增长贡献率为 87.6%，拉动 GDP 增长 6.2 个百分点。2009 年以来固定资产投资增速不断攀升，上半年，全社会固定资产投资 91321 亿元，同比增长 33.5%，增速比上年同期加快 7.2 个百分点。

其中，城镇固定资产投资 78098 亿元，增长 33.6%，5 月当月增速达到 38.7%，创近年来月度增速新高。但 7 月份固定资产投资增速出现波动，当月同比增速回落到 30% 以下，然而，29.8% 仍然是近年来比较高的水平。

图 2 固定资产投资额及同比增长月度数据（2005.02-2009.07）



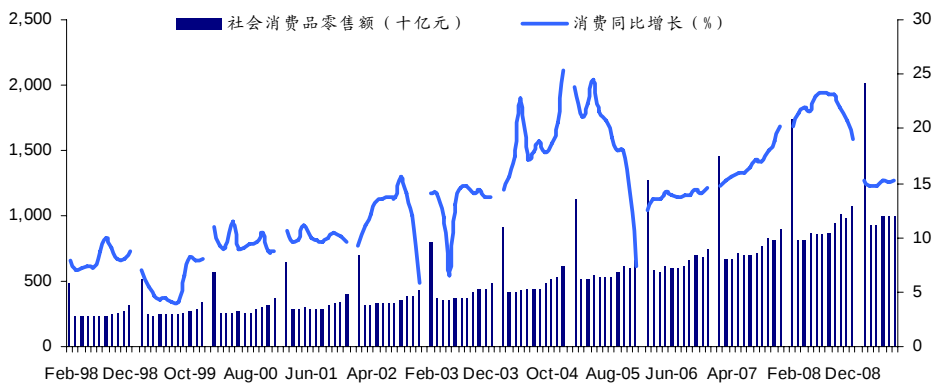
注：2 月份为 1-2 月份累计数据，可以剔除春节因素影响。

资料来源：CEIC，海通证券研究所。

1.3 消费相对平稳增长

社会消费零售总额增速相比于 2008 年有大幅度下滑，这也是经济形势发生转折时的正常现象。然而，若扣除物价因素，实际消费增速变化并不大。2009 年上半年社会消费品零售总额 58711 亿元，同比增长 15%，扣除价格因素，实际增长 16.6%，同比加快 3.7 个百分点。7 月份，社会消费品零售总额 9937 亿元，同比增长 15.2%，比上年同月回落 8.1 个百分点，比上月加快 0.2 个百分点。

图 3 消费额及同比增长月度数据（2005.02-2009.07）



注：为剔除春节因素影响，2 月份为 1-2 月份累计数据。

资料来源：CEIC，海通证券研究所。

虽然出口低迷，但相对平稳的消费和高速增长的固定资产投资使得工业品总需求上升，这推动了整个工业增加值增速回升。但这其中，作用最显著的是固定资产投资，7 月份固定资产投资增速的减缓立即带来工业增加值增速低于预期。相应的，7 月份国有企业的营业收入和利润均比 6 月份有所下降。

表 1 工业增加值增速与工业企业利润增速 (%)

	2008.7	2008.8	2008.9	2008.10	2008.11	2008.12	2009 1-2	2009.3	2009.4	2009.5	2009.6	2009.7
工业增加值 增速	14.7	12.8	11.4	8.2	5.4	5.7	3.8	8.3	7.3	8.9	10.7	10.8
				2007	2007	2007	2008	2008	2008	2008	2009	2009
				1-5	1-8	1-11	1-2	1-5	1-8	1-11	1-2	1-5
工业企业利 润增速				42.14	37.02	36.68	16.51	20.91	19.39	4.89	-37.3	-22.9

资料来源：国家统计局，海通证券研究所

而效益方面，表现相对滞后，但环比改善幅度很大。1-5 月，全国规模以上工业企业(年主营业务收入 500 万元以上的企业，下同)实现利润 8502 亿元，同比下降 22.9%。而 3-5 月份工业企业利润为 6311 亿元，同比下降 15.4%，实际企业利润改善情况更好。

2. 工业分行业景气状况分析

由于不同工业品需求特征不同，相应的行业表现就存在差别。现阶段，受益于高速增长固定资产投资的资本品制造业表现比较好，消费品制造业表现平稳。

2.1 中游资本品制造业景气度回升且趋势将保持

按照经济产业链传导规律，在终端需求萎缩时，中上游资本品制造业波动最大。金融危机引发的全球经济低迷使得中上游资本品制造业受到巨大冲击。正因为此，我国政府断然出台规模达 4 万亿的庞大投资计划，同时也采取了宽松的货币政策予以资金方面支持。在如此强度的政策刺激下，资本品制造业从低谷开始回升。

中游位置的原料加工和装备制造业主要包括石油加工、炼焦及核燃料加工业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品业、非金属矿物制品业、金属制品业、通用设备制造业、专用设备制造业、电气机械及器材制造业、交通运输设备制造业、通信设备、计算机及其他电子设备制造业和仪器仪表及文化、办公用机械制造业。

除了石油加工、炼焦及核燃料加工业和黑色金属冶炼及压延加工业外，其他所列行业 3-5 月份销售收入月平均值比 1-2 月份均有 9%以上的增长。

表 2 中游资本品制造业需求情况

		2008 1-2	2008 3-5	2008 5-8	2008 8-11	2009 1-2	2009 3-5	平均后环比
石油加工、炼焦及核燃料加工业	销售收入(万元)	32594999	55587045	66152752	53679811	23954073	47282436	
	增速(%)	33.55	31.37	47.31	10.87	-26.51	-14.94	7.90
黑色金属冶炼及压延加工业	销售收入(万元)	60166199	123437477	134562681	102636668	52772272	97116862	
	增速(%)	36.19	45.17	47.28	7.50	-12.29	-21.32	5.67
有色金属冶炼及压延加工业	销售收入(万元)	26257540	53749156	56967850	46929937	20581917	45213947	
	增速(%)	27.05	23.68	23.56	-3.95	-21.62	-15.88	11.61
化学原料及化学制品业	销售收入(万元)	41905863	84683529	90876567	78778350	39440262	85214338	
	增速(%)	29.73	30.22	33.74	8.69	-5.88	0.63	11.01
非金属矿物制品业	销售收入(万元)	20794339	46474335	53278379	53333883	24009007	54746106	
	增速(%)	30.37	34.52	30.22	27.64	15.46	17.80	13.00
金属制品业	销售收入(万元)	16427886	33325508	38457914	36179002	16905081	35004304	
	增速(%)	31.72	29.15	33.53	21.60	2.90	5.04	9.51
通用设备制造业	销售收入(万元)	26188481	56003634	61557855	56945883	28660326	62469968	
	增速(%)	33.50	34.83	33.19	19.34	9.44	11.55	11.33
专用设备制造业	销售收入(万元)	14921477	32790166	34123180	34986208	17224103	39593422	
	增速(%)	35.02	33.67	31.73	27.67	15.43	20.75	13.31
交通运输设备制造业	销售收入(万元)	41609262	83448131	82400005	77662563	40585727	94595493	
	增速(%)	31.10	28.89	24.61	12.00	-2.46	13.36	13.85
电气机械及器材制造业	销售收入(万元)	34142820	71538110	74581165	72201266	34432106	74342640	
	增速(%)	30.68	28.69	23.15	14.02	0.85	3.92	10.99
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	销售收入(万元)	57053761	104361345	110659368	113122433	47797712	97720018	
	增速(%)	14.37	21.41	13.68	-2.13	-16.22	-6.36	9.07
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	销售收入(万元)	6112122	12043594	12132843	12933999	5702620	11894243	
	增速(%)	23.89	20.63	14.64	6.87	-6.70	-1.24	9.76

资料来源：WIND、海通证券研究所。

销售成本方面，基本上是与销售收入同步变化，销售收入增长快的行业，销售成本增速也比较高。环比需求改善幅度比较小的石油加工、炼焦及核燃料加工业和黑色金属冶炼及压延加工业销售成本环比增长比较少。值得注意的是销售收入和销售成本环比改善幅度之差，这衡量着增长的质量。在所列行业中，黑色金属冶炼及压延加工业、金属制品业、通用设备制造业、专用设备制造业、电气机械及器材制造业、仪器仪表及文化、办公用机械制造业的销售成本环比增速均高于销售收入。也就是说，这些行业在获得增长的同时也付出了不菲的成本。而增长质量比较高的行业是：石油加工、炼焦及核燃料加工业、有色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品业、非金属矿物制品业、交通运输设备制造业和通信设备、计算机及其他电子设备制造业。

表 3 中游资本品制造业成本情况

		2008 1-2	2008 3-5	2008 5-8	2008 8-11	2009 1-2	2009 3-5	平均后环比
石油加工、炼焦及核燃料加工业	销售成本（万元）	32775438	55907263	68309103	54397906	18526259	35517744	
	增速（%）	54.93	45.81	61.16	16.82	-43.48	-36.47	6.95
黑色金属冶炼及压延加工业	销售成本（万元）	54165089	111418177	118843623	100005081	49761382	92211092	
	增速（%）	37.12	47.57	45.87	16.41	-8.13	-17.24	5.88
有色金属冶炼及压延加工业	销售成本（万元）	23463437	48777708	52089523	43474156	19582645	41324728	
	增速（%）	27.36	24.59	26.80	-0.72	-16.54	-15.28	10.17
化学原料及化学制品业	销售成本（万元）	35711099	71775433	77298017	69230005	33909624	71785656	
	增速（%）	31.10	30.94	34.61	13.49	-5.04	0.01	10.28
非金属矿物制品业	销售成本（万元）	17484893	39096476	44506120	45717691	20433854	46236224	
	增速（%）	29.59	33.56	28.69	32.38	16.87	18.26	12.71
金属制品业	销售成本（万元）	14300891	29680022	34039691	31926066	14635651	30859807	
	增速（%）	31.11	30.49	34.51	22.45	2.34	3.98	10.14
通用设备制造业	销售成本（万元）	22129719	47354063	52323395	48458922	24298431	53085237	
	增速（%）	33.29	35.70	33.62	20.10	9.80	12.10	11.41
专用设备制造业	销售成本（万元）	12407166	27399822	28448093	29322781	14370550	33157350	
	增速（%）	35.06	33.85	33.42	27.47	15.82	21.01	13.46
交通运输设备制造业	销售成本（万元）	35394123	71179011	70930817	66644793	35000548	80814496	
	增速（%）	31.87	29.04	26.25	13.58	-1.11	13.54	13.48
电气机械及器材制造业	销售成本（万元）	29224622	61837562	64363456	61890457	29285428	63504331	
	增速（%）	30.54	28.24	23.09	15.05	0.21	2.70	11.14
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	销售成本（万元）	51168653	94522962	99773785	102017530	43496193	88331780	
	增速（%）	12.83	21.40	13.79	-0.75	-14.99	-6.55	8.85
仪器仪表及文化、办公用器械制造业	销售成本（万元）	5231403	10328937	10297250	10838687	4751168	10036445	
	增速（%）	25.03	20.70	14.54	7.61	-9.18	-2.83	10.21

资料来源：WIND、海通证券研究所。

盈利能力方面，由于数据处理的原因，毛利率主要从环比角度考察，而总资产利润率主要从同比角度来考察。毛利率环比改善的行业有：石油加工、炼焦及核燃料加工业、有色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品业、非金属矿物制品业、交通运输设备制造业和通信设备、计算机及其他电子设备制造业；而总资产利润率同比改善的行业仅有石油加工、炼焦及核燃料加工业，这也很容易理解，金融危机使得总体经济状况变差。因此，总资产利润率就退化为次要因素，关键在于毛利率。

表 4 中游资本品制造业盈利能力情况

		2008 1-2	2008 3-5	2008 5-8	2008 8-11	2009 1-2	2009 3-5
石油加工、炼焦及核燃料加工业	毛利率(%)	-0.55	-0.57	-3.16	-1.32	29.30	33.12
	总资产利润率(%)	-2.11	-4.29	-8.18	-10.98	1.08	4.03
黑色金属冶炼及压延加工业	毛利率(%)	11.08	10.79	13.23	2.63	6.05	5.32
	总资产利润率(%)	0.87	2.92	4.65	4.17	-0.02	0.07
有色金属冶炼及压延加工业	毛利率(%)	11.91	10.19	9.37	7.95	5.10	9.41
	总资产利润率(%)	1.06	3.32	4.82	4.84	-0.14	0.69
化学原料及化学制品业	毛利率(%)	17.35	17.98	17.57	13.79	16.31	18.71
	总资产利润率(%)	0.97	3.25	5.26	5.80	0.42	2.12
非金属矿物制品业	毛利率(%)	18.93	18.87	19.71	16.66	17.50	18.41
	总资产利润率(%)	0.81	2.74	4.80	6.59	0.66	2.53
金属制品业	毛利率(%)	14.87	12.28	12.98	13.32	15.51	13.43
	总资产利润率(%)	0.87	2.58	4.29	5.84	0.64	2.04
通用设备制造业	毛利率(%)	18.34	18.27	17.65	17.51	17.95	17.68
	总资产利润率(%)	1.03	3.18	5.20	6.88	0.79	2.55
专用设备制造业	毛利率(%)	20.26	19.67	19.95	19.31	19.86	19.41
	总资产利润率(%)	0.91	2.93	4.68	6.04	0.63	2.43
交通运输设备制造业	毛利率(%)	17.56	17.24	16.17	16.53	15.96	17.05
	总资产利润率(%)	0.90	2.97	4.60	5.71	0.48	2.35
电气机械及器材制造业	毛利率(%)	16.83	15.69	15.88	16.66	17.57	17.07
	总资产利润率(%)	0.90	2.83	4.81	6.57	0.67	2.49
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	毛利率(%)	11.50	10.41	10.91	10.89	9.89	10.63
	总资产利润率(%)	0.74	2.05	3.34	4.60	0.03	1.09
仪器仪表及文化、办公用器械制造业	毛利率(%)	16.84	16.60	17.83	19.33	20.03	18.51
	总资产利润率(%)	0.80	2.80	4.71	7.04	0.55	2.11

资料来源：WIND、海通证券研究所。

将上述因素叠加考虑，我们得到景气度改善的行业：石油加工、炼焦及核燃料加工业、有色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品业、非金属矿物制品业、交通运输设备制造业和通信设备、计算机及其他电子设备制造业。

2.2 产业链传导规律将推动上游采掘业景气更大幅度改善

上游行业主要是采掘业，包括石油和天然气开采业、煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业、非金属矿采选业。中游需求的回升带动上游产业景气的恢复，而且根据产业链景气波动规律，上游行业景气度上升幅度将更大。而事实也的确如此，采掘业各个行业的需求环比改善幅度均比较大，石油和天然气开采业和煤炭开采和洗选业相对比较小，低于 10%，但考虑能源使用的季节特征，这样的增幅也是非常难得。

表 5 上游采掘业需求情况

		2008 1-2	2008 3-5	2008 5-8	2008 8-11	2009 1-2	2009 3-5	平均后环比
石油和天然气开采业	销售收入 (万元)	15418913	26438417	31508835	28454167	8444713	16601539	
	增速 (%)	40.43	34.00	46.64	15.70	-45.23	-37.21	7.77
煤炭开采和洗选业	销售收入 (万元)	15929747	34638365	44195403	41446810	19093338	38797124	
	增速 (%)	44.09	58.98	78.62	58.97	19.86	12.01	8.87
黑色金属矿采选业	销售收入 (万元)	3273119	8104604	9917653	7866476	2817576	6824412	
	增速 (%)	91.63	90.54	86.03	21.07	-13.92	-15.80	15.37
有色金属矿采选业	销售收入 (万元)	3215438	6946745	7078033	6268987	2539337	5799907	
	增速 (%)	24.86	17.74	10.44	-6.70	-21.03	-16.51	13.07
非金属矿采选业	销售收入 (万元)	1795068	4419824	5216905	5062507	2119776	4973844	
	增速 (%)	43.37	43.70	41.93	33.08	18.09	12.53	14.11

资料来源: WIND、海通证券研究所。

销售成本环比增速低于销售收入的行业有: 石油和天然气开采业、有色金属矿采选业和非金属矿采选业。这就意味着这些行业的增长质量更高。

表 6 上游采掘业成本情况

		2008 1-2	2008 3-5	2008 5-8	2008 8-11	2009 1-2	2009 3-5	平均后环比
石油和天然气开采业	销售成本 (万元)	5850456	10854405	13636379	14452625	6114201	10756450	
	增速 (%)	18.59	15.00	35.22	30.85	4.51	-0.90	4.32
煤炭开采和洗选业	销售成本 (万元)	11186338	23993577	29154667	28542962	13666675	27932218	
	增速 (%)	43.54	51.03	64.43	56.44	22.17	16.42	9.06
黑色金属矿采选业	销售成本 (万元)	2233145	5508190	6844451	6078632	2176659	5545265	
	增速 (%)	80.2	73.6	73.3	31.1	-2.5	0.7	17.46
有色金属矿采选业	销售成本 (万元)	2341203	5154230	5178161	4805460	2040093	4595228	
	增速 (%)	31.52	25.56	12.94	1.24	-12.86	-10.85	12.54
非金属矿采选业	销售成本 (万元)	1381229	3427121	3989441	3922096	1690054	3894528	
	增速 (%)	44.58	45.41	37.15	35.03	22.36	13.64	13.41

资料来源: WIND、海通证券研究所。

盈利能力方面, 毛利率环比改善的行业有: 石油和天然气开采业、有色金属矿采选业和非金属矿采选业。总资产利润率同比改善的行业还是没有, 原因同前。

表 7 上游采掘业盈利能力情况

		2008 1-2	2008 3-5	2008 5-8	2008 8-11	2009 1-2	2009 3-5
石油和天然 气开采业	毛利率(%)	163.55	143.57	131.06	96.88	38.12	54.34
	总资产利润率(%)	7.97	20.06	31.82	39.32	0.84	3.70
煤炭开采和 洗选业	毛利率(%)	42.40	44.37	51.59	45.21	39.71	38.90
	总资产利润率(%)	1.24	4.27	8.29	11.02	1.08	3.30
黑色金属矿 采选业	毛利率(%)	46.57	47.14	44.90	29.41	29.44	23.07
	总资产利润率(%)	3.65	11.42	19.47	22.11	0.88	2.48
有色金属矿 采选业	毛利率(%)	37.34	34.78	36.69	30.46	24.47	26.22
	总资产利润率(%)	2.59	8.31	14.53	17.92	0.95	3.46
非金属矿采 选业	毛利率(%)	29.96	28.97	30.77	29.08	25.43	27.71
	总资产利润率(%)	1.47	4.87	8.60	11.22	1.01	3.63

资料来源：WIND、海通证券研究所。

同样的还是三方面因素叠加得到景气度改善的行业：石油和天然气开采业、有色金属矿采选业和非金属矿采选业。

2.3 一般消费品制造业平稳增长

相比于上、中游行业来说，一般消费品制造业环比改善幅度普遍要小一些。这一方面是由产业链特征决定的，中上游行业的波动幅度要大于下游行业；另一方面是由本轮经济回升主要是投资引起，而投资产生的需求主要集中于中上游行业。环比改善幅度超过 8% 的行业有：纺织业、家具制造业和文教体育用品制造业。

表 8 消费品制造业需求情况

		2008 1-2	2008 3-5	2008 5-8	2008 8-11	2009 1-2	2009 3-5	平均后环比
农副食品加工业	销售收入(万元)	27962161	54225768	61837712	60345978	32335962	62206038	
	增速(%)	42.78	43.10	38.35	22.60	15.64	14.72	7.06
食品制造业	销售收入(万元)	10174680	17938118	19421142	19087062	11275548	20287908	
	增速(%)	30.80	33.05	28.49	19.89	10.82	13.10	4.99
饮料制造业	销售收入(万元)	8807878	14510258	16884313	15217323	9967873	16903216	
	增速(%)	27.02	25.12	26.72	18.22	13.17	16.49	3.26
纺织业	销售收入(万元)	25527490	50738214	54787198	54569466	25612636	52516934	
	增速(%)	17.09	18.10	14.72	8.99	0.33	3.51	9.17
纺织服装、鞋、帽制造业	销售收入(万元)	10708947	19529313	22085179	23044792	11919627	22303980	
	增速(%)	19.76	19.53	16.80	15.41	11.31	14.21	6.19
家具制造业	销售收入(万元)	3670226	6841655	7414285	7427544	3829898	7631354	
	增速(%)	23.19	23.80	25.25	18.67	4.35	11.54	8.21
医药制造业	销售收入(万元)	9605563	17572156	19273052	19162251	11176232	21022545	
	增速(%)	30.44	24.64	29.77	21.60	16.35	19.64	6.35
文教体育用品制造业	销售收入(万元)	2869489	5246457	6229773	6244574	2880240	5742320	
	增速(%)	19.43	9.92	16.29	8.49	0.37	9.45	8.23

资料来源：WIND、海通证券研究所。

销售成本的变化基本与销售收入同步变化，但不同的行业之间还是存在一些差别。销售收入环比增速超过销售成本的行业有：农副食品加工业、食品制造业、饮料制造业、纺织业。

表 9 消费品制造业成本情况

		2008 1-2	2008 3-5	2008 5-8	2008 8-11	2009 1-2	2009 3-5	平均后环比
农副食品加工业	销售成本(万元)	24726984	48581959	55331584	53552386	28752706	55024743	
	增速(%)	42.56	42.73	39.00	23.40	16.28	13.26	6.90
食品制造业	销售成本(万元)	8150609	17722495	12137850	15582190	8842335	15841656	
	增速(%)	33.15	65.40	-1.17	22.19	8.49	-10.61	4.86
饮料制造业	销售成本(万元)	6203967	10510268	12256383	11234790	7287459	12099439	
	增速(%)	29.10	27.26	27.71	19.31	17.46	15.12	2.67
纺织业	销售成本(万元)	22835903	45723362	48803301	48556157	23107897	46889268	
	增速(%)	15.91	18.75	13.60	9.21	1.19	2.55	8.82
纺织服装、鞋、帽制造业	销售成本(万元)	9115482	16954283	19107997	19602547	10097103	19208404	
	增速(%)	19.37	20.09	17.13	15.41	10.77	13.30	6.71
家具制造业	销售成本(万元)	3117593	5972598	6336006	6326986	3241537	6523017	
	增速(%)	22.05	26.47	24.56	19.87	3.98	9.22	8.54
医药制造业	销售成本(万元)	6563199	12204119	13356555	13349380	7608412	14568111	
	增速(%)	29.31	23.95	30.91	24.09	15.93	19.37	6.91
文教体育用品制造业	销售成本(万元)	2517682	4696143	5469944	5519220	2516176	5061613	
	增速(%)	17.96	12.30	16.64	8.94	-0.06	7.78	8.53

资料来源: WIND、海通证券研究所。

盈利能力方面, 毛利率环比改善的行业有: 农副食品加工业、食品制造业、饮料制造业和纺织业; 总资产利润率同比改善的行业有: 食品制造业、纺织服装、鞋、帽制造业、家具制造业、医药制造业、文教体育用品制造业。

表 10 消费品制造业盈利能力情况

		2008 1-2	2008 3-5	2008 5-8	2008 8-11	2009 1-2	2009 3-5
农副食品加工业	毛利率(%)	13.08	11.62	11.76	12.69	12.46	13.05
	总资产利润率(%)	1.64	4.20	6.50	8.21	1.26	3.64
食品制造业	毛利率(%)	24.83	1.22	60.00	22.49	27.52	28.07
	总资产利润率(%)	1.63	4.12	6.53	8.14	1.63	4.19
饮料制造业	毛利率(%)	41.97	38.06	37.76	35.45	36.78	39.70
	总资产利润率(%)	1.67	4.38	6.66	8.26	1.63	4.24
纺织业	毛利率(%)	11.79	10.97	12.26	12.38	10.84	12.00
	总资产利润率(%)	0.57	1.84	3.23	4.56	0.47	1.70
纺织服装、鞋、帽制造业	毛利率(%)	17.48	15.19	15.58	17.56	18.05	16.12
	总资产利润率(%)	1.09	2.76	4.44	6.33	1.22	2.97
家具制造业	毛利率(%)	17.73	14.55	17.02	17.39	18.15	16.99
	总资产利润率(%)	0.80	2.29	3.68	5.34	0.89	2.46
医药制造业	毛利率(%)	46.35	43.99	44.30	43.54	46.89	44.31
	总资产利润率(%)	1.29	3.70	6.24	8.51	1.35	3.79
文教体育用品制造业	毛利率(%)	13.97	11.72	13.89	13.14	14.47	13.45
	总资产利润率(%)	0.47	1.23	2.38	3.57	0.28	1.49

资料来源: WIND、海通证券研究所。

与中上游行业相比, 一般消费品制造业的情形有点混乱, 三个方面一致改善的行业比较少。从历史数据来看, 一般消费品制造业的毛利率水平在相对比较稳定的区间内波动, 总资产利润率的变化更值得关注, 尤其是在目前众多行业总资产利润率同比均下滑

的情形下。综合考虑，选取的景气度改善的一般消费品制造业有：家具制造业和文教体育用品制造业。

3. 政策涟漪和经济增长引擎相对变化下的产业投资选择

在我们的系列产业报告中，我们一直依据终端消费需求驱动的产业链传导规律来分析产业景气变化。由于库存效应的存在，终端消费需求对产业链的带动效应是不断放大的：下游产业波动幅度最小，中游产业波动幅度稍大，上游行业波动幅度最大。

这是终端消费驱动的产业景气波动模式，而我国本轮经济回升中是以投资驱动为主的，带来的主要是中上游的资本品需求。这样的投资驱动经济增长模式中，产业链景气变化规律又是如何呢？我们将此分为两部分：第一部分、中游资本品制造业直接受益于投资而景气度改善，上游采掘业景气度改善将更大；第二部分、随着资本在各个环节的沉积，以收入形式流到居民手中产生终端消费需求的部分很少，所产生的放大效应不足以填补中上游的产能过剩。这样，投资对整个经济的带动效应是不断减弱耗散的。如此一来，要实现中国经济增长目标的重任就必须有新的驱动力。从目前的情况来看，出现积极变化的出口有望在中国经济增长中发挥更重要的作用。在这种政策涟漪扩散和经济增长引擎相对变化时，我们依据行业景气度变化给出的产业投资选择如下。

首先是政策的涟漪及其产业投资选择。7月份固定资产投资增速回落以及新增贷款大幅度缩减引起对固定资产投资高速增长持续性的怀疑。对此，我们的看法是下半年固定资产投资增速会有所放缓但仍处于高位。理由有二：第一、固定资产投资项目周期较长，具有很强的惯性；第二、由于出口目前仍然低迷、消费问题的解决是一个长期的过程，今年的保增长主要依靠固定资产投资。因此，固定资产投资高速增长的基础——积极财政政策和宽松货币政策下半年不会有大的改变。

因为高速增长的固定资产投资而景气度改善的行业：上游行业为石油和天然气开采业、有色金属矿采选业、非金属矿采选业；中游行业为石油加工、炼焦及核燃料加工业、有色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品业、非金属矿物制品业、交通运输设备制造业和通信设备、计算机及其他电子设备制造业

其次是经济增长引擎相对变化猜想及产业投资选择。虽然今年的经济增长主要是依靠投资，但是驱动经济增长的三股主要力量正在发生一些相对变化，这可能会使得相关行业的景气度发生变化，而敏感的资本市场更可能对此提前反应。

金融危机沉重打击了外围经济，这使得我国出口陷入低迷。随着宏观干预政策的干预和市场自身力量的修复，外围经济正在逐渐复苏，这从近期美、欧、日三个主要经济体的数据中可见端倪。这样，我国出口则会从极端低迷的情况下有所回升。从相对变化来看，固定资产投资增速是高位有些许回落，出口则是从极低位置开始回升。此消彼长，出口的积极变化更会引起关注。目前我国出口类别最大的行业是机电产品。相应的，我们选择的投资标的行业是通信设备、计算机及其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业、通用设备制造业、专用设备制造业。

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

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
zgghan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@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
机械及公用事业行业核心分析师
(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

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

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

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

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

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

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

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

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

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

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

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

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

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

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

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

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@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

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@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

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

熊伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongw@htsec.com

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

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

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

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

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

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

周健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
金融工程助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@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

高溱
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
高级销售经理
(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