

深度报告

2011 年 9 月 19 日

需求增长疲弱 产业景气趋势性回升还需等待

相关研究

内生性增长、调结构与产业投资选择
2010.04.28
产业景气度：短期看货币冲击 长期看结构调整
2010.10.20
寻找中国经济增长的蓝海
2011.02.11
经济增长平稳 细分行业分化加剧
2011.04.13
经济增长逼近年内低点 产业景气小幅回
期
2011.07.08

产业经济分析师

刘铁军

SAC 执业证书编号：
S0850210040001电话：021-2321 9394
Email: liutj@htsec.com

- 2011 年 8 月份 PMI 为 50.9%，扣除季节性因素影响，不升反降，表明需求增长疲弱。而外需增长尤其堪忧，出口订单指数大幅下降到 50% 临界点以下。欧债危机等负面因素仍在深化，出口不容乐观。中观行业方面，敏感性强的大宗可选消费——地产和汽车需求增长也处于弱势。
- 需求增长疲弱的结果是去库存过程出现反复，工业利润增速和毛利率增速双双下滑：7 月份当月规模以上工业企业利润增速为 25.9%，相比于 6 月份的 31.9% 有较大幅度的下滑；7 月单月规模以上工业企业毛利率为 13.8%，比 6 月份的 14.9% 大幅下降 1.1 个百分点，毛利率绝对值处于有统计以来的倒数第三。
- 终端消费品制造业需求增长乏力，竞争加剧使得毛利率总体下行。必需品制造业相对平稳，可选消费品制造业下滑幅度较大。综合主营业务收入增速和毛利率的情况，表现相对比较好的是农副食品加工业、食品制造业、皮革毛皮羽绒及其制品业、木材加工业及木竹藤棕草制品业。
- 中游制造业中，专用设备制造业、交通运输设备制造业库存增速下降、毛利率回升，而金属制品业、化学纤维制造业和通信设备、计算机及其他电子设备制造业的去库存进展比较顺利，未来这方面的风险比较小。
- 上游行业中，石油和天然气开采业和有色金属矿采选业景气处于上升趋势中，煤炭开采和洗选业由于库存调整充分，未来改善可能性较大。但总的来说，上游行业受总需求增长疲弱的影响相对较晚，未来需要注意这方面的风险。
- 从中长期来看，水的生产和供应业存在改善趋势；燃气生产和供应业处于较快发展期；电力、热力的生产和供应业短期可能继续下滑但中长期稳定。
- 目前工业行业景气度总体处于下行趋势中，产业景气趋势性回升还需等待。只有当总需求增长重新回到正轨，产业景气才能回升。货币政策和结构性的财政政策能够促成总需求的改善，但影响时间和幅度不同。短期来看，货币政策将是促成产业景气回升的最迅速有效的方法，但这种影响是短暂的，幅度有限。从中长期来看，货币是中性的，需求增长更需要内生性动力，结构性财政政策能促成内生性动力更快形成，让社会财富更多地分配给普通民众，为产业升级提供更多的财税支持……只有内生性动力形成时，产业景气才能引来一个全新的周期，否则只能是老的周期中进行着向上空间越来越窄的波动。

目 录

1. 需求增长疲弱	4
1.1 需求增长疲弱证据——来自工业生产层面	4
1.2 需求增长疲弱证据——来自中观行业层面	5
2. 需求增长疲弱的结果——利润增速和毛利率双双下滑	6
3. 工业行业景气下行	7
3.1 终端消费品制造业——必需品相对平稳 可选消费继续下滑	7
3.2 库存还将拖累中游制造业景气度下行	9
3.3 能源与有色暂处景气高位 未来可能受产业链传导影响下行	11
3.4 公用事业行业利润增速下滑 需求相对平稳	12
4. 产业景气趋势性回升还需等待	13

图目录

图 1 PMI (%) (2005.01-2011.08)	4
图 2 PMI_新订单指数 (%) (2005.01-2011.08)	4
图 3 PMI_新出口订单指数 (%) (2005.01-2011.08)	4
图 4 PMI_原材料库存指数 (%) (2005.01-2011.08)	5
图 5 工业产成品资金占用同比增速 (%) (2005.01-2011.07)	5
图 6 汽车单月销量及同比增速 (2005.01-2011.08)	5
图 7 商品房累积销售额及同比增速 (2005.01-2011.08)	6
图 8 工业企业利润及同比增长 (2000.02-2011.07)	6
图 9 规模以上工业企业毛利率 (%)	7

表目录

表 1 终端消费品制造业利润增速变化情况	7
表 2 终端消费品制造业主营业务收入增速变化情况	8
表 3 终端消费品制造业毛利率变化情况	8
表 4 中游制造业利润增速变化情况	9
表 5 中游制造业主营业务收入增速变化情况	9
表 6 中游制造业毛利率变化情况	10
表 7 中游制造业产成品同比变化情况	10
表 8 采掘业利润增速变化情况	11
表 9 采掘业主营业务收入增速变化情况	11
表 10 采掘业毛利率变化情况	12
表 11 采掘业产成品库存同比增速变化情况	12
表 12 公用事业行业利润增速变化情况	12
表 13 公用事业行业主营业务收入增速变化情况	13
表 14 公用事业行业毛利率变化情况	13

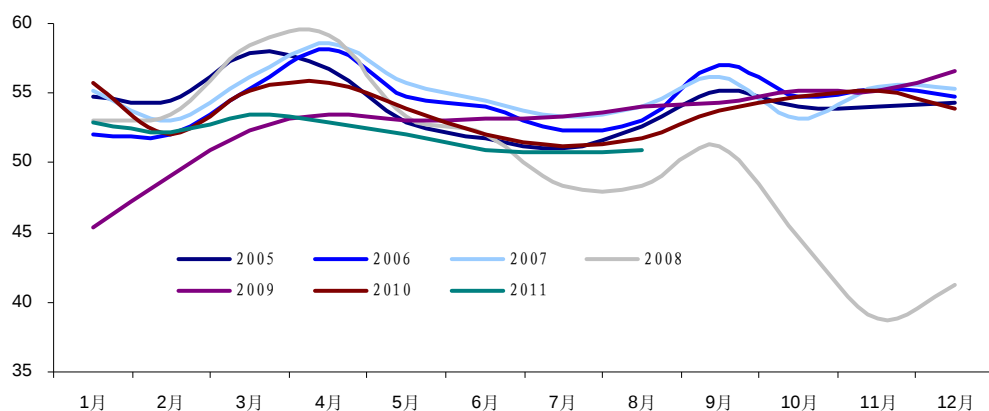
1. 需求增长疲弱

我们在之前一期的报告主要观点：在总需求增长企稳的背景下，虚高的大宗商品价格指数回调，企业毛利率回升，从而使得利润增速小幅改善。这样结论的基础是需求增长趋稳。然而，经过这两个月多方数据观察，我们结论成立的基础正在动摇：需求增长疲弱，负面影响因素突出。

1.1 需求增长疲弱证据——来自工业生产层面

中国物流与采购联合会公布的 2011 年 8 月份中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.9%，比上月微幅回升 0.2 个百分点。尽管 PMI 触底回升，但我们对此不喜反忧。从历史数据来看，除了 2008 年持平外，其他年份 8 月 PMI 均比 7 月有所上升，且上升幅度都在 0.5 个百分点之上。从 2005 到 2010 年，8 月 PMI 比 7 月平均升幅为 0.68 个百分点。也就是说，扣除季节因素影响，实际上 2011 年 8 月 PMI 是下降的。

图 1 PMI (%) (2005.01-2011.08)



资料来源：CEIC

首先，新订单增长疲弱，出口订单指数大幅下降，外需尤其堪忧。2011 年 8 月新订单指数为 51.1%，与上月持平。同样的参照历史数据，除了 2008 年之外，其他年份 8 月新订单均比 7 月有所上升。剔除季节影响，实际需求增长下降。更堪忧的是外需，8 月出口订单指数 48.3%，比 7 月大幅下降 2.1 个百分点。再考虑到海外经济前景，出口不容乐观。

图 2 PMI_新订单指数 (%) (2005.01-2011.08)



资料来源：CEIC

图 3 PMI_新出口订单指数 (%) (2005.01-2011.08)



资料来源：CEIC

其次，企业去库存进程再次反复，库存调整时间拉长。8月份原材料库存指数为48.8%，比上个月回升1.2个百分点。从国家统计局公布的规模以上工业企业经营数据来看，1-7月产成品资金占用同比增速为22.5%，比上半年的21.7%又有回升，去库存进程再次反复，库存调整时间因此拉长。

图4 PMI_原材料库存指数(%) (2005.01-2011.08)



资料来源: CEIC

图5 工业产成品资金占用同比增速(%) (2005.01-2011.07)



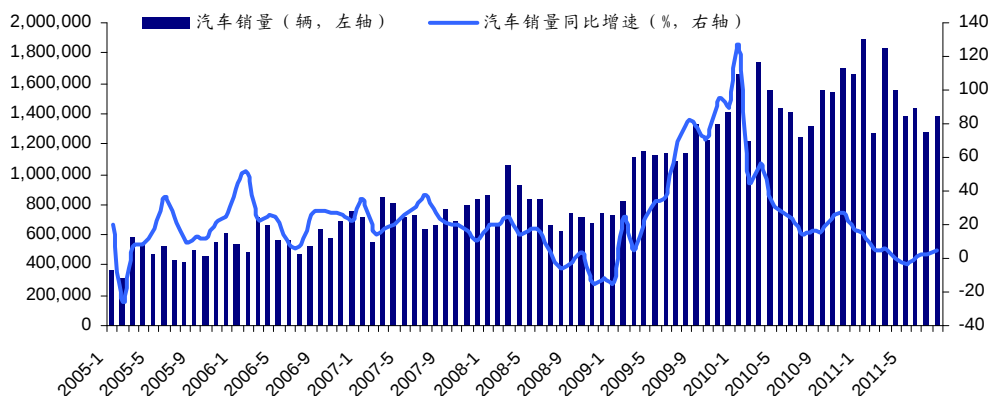
资料来源: CEIC

1.2 需求增长疲弱证据——来自中观行业层面

上面主要是从整体层面进行考察，我们再从中观行业层面对此进行考察。依据我们的产业链传导理论，终端可选消费需求相对于总需求来说更具提前性，更为敏感。对于中国经济来说，地产和汽车这两种可选消费品的影响举足轻重，所以我们选取这两类商品进行考察。

汽车方面，8月份全国总销量为1381100辆，虽然比7月有所提高，但仍没有达到之前月份的水平。销量同比增速4.45%，比7月的2.51%有所提升，但从今年各个月份的增速来看，除了1月份超过10%，其他都在6%以上，甚至4、5月份出现负增长。从去年的基数以及汽车节能减排标准提高来看，今年余下月份汽车销量增速不容乐观，全年增速5%左右是大概率事件。

图6 汽车单月销量及同比增速 (2005.01-2011.08)

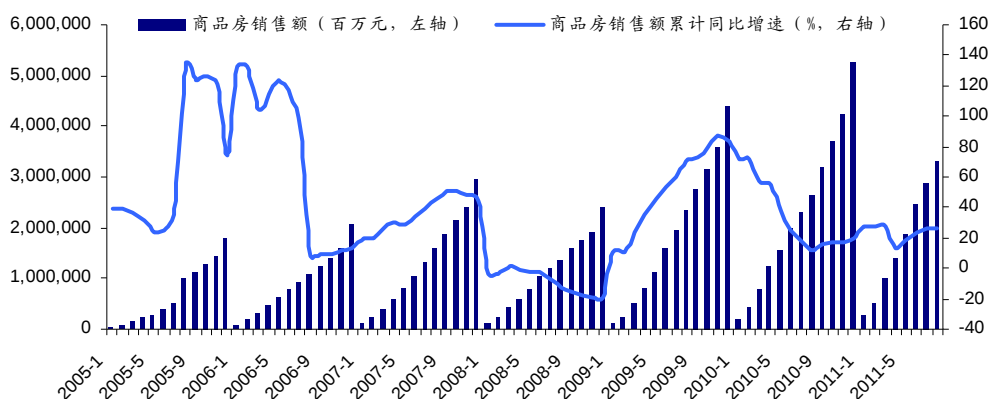


资料来源: CEIC

比汽车产业链更长、对国民经济影响更大的房地产销售额同比增速从1-4月份的13.3%开始不断上升到1-7月份的26.1%。从数据上看，似乎4月份后商品房需求增长态势良好，这让人对地产调控的效果产生怀疑。正因为此，地产调控没有任何松动的迹象，甚至更为严格，限购城市范围向二、三线城市延伸。

1-8 月份全国商品房销售额同比增速为 25.9%，比 1-7 月份的 26.1%略有下降。但从单月销售额同比增速来看，下滑幅度则比较大，从 7 月份的 39%下降到 8 月份的 24.9%。

图 7 商品房累积销售额及同比增速 (2005.01-2011.08)



资料来源：CEIC

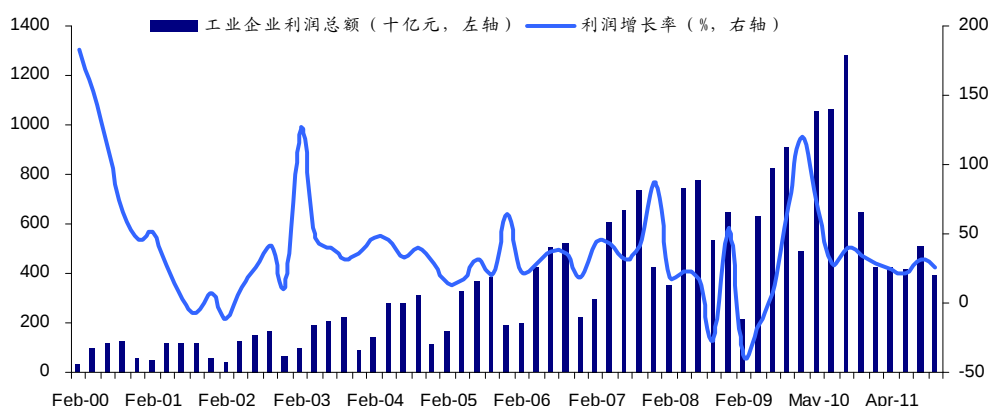
注：1 月份取 1-2 月份累积值的平均

2. 需求增长疲弱的结果——利润增速和毛利率双双下滑

从上市公司中报披露信息来看，二季度利润增速略高于一季度。然而，从更高频度的规模以上工业企业利润增速来看，我们看到的是另外一幅场景：利润增速和毛利率双双下滑。需求增长疲弱在企业经营层面已经初步呈现。

1-7 月份，全国规模以上工业企业实现利润 28004 亿元，同比增长 28.3%，低于上半年的 28.7%。根据数据推算，7 月份当月规模以上工业企业利润增速为 25.9%，相比于 6 月份的 31.9%有较大幅度的下滑。

图 8 工业企业利润及同比增长 (2000.02-2011.07)

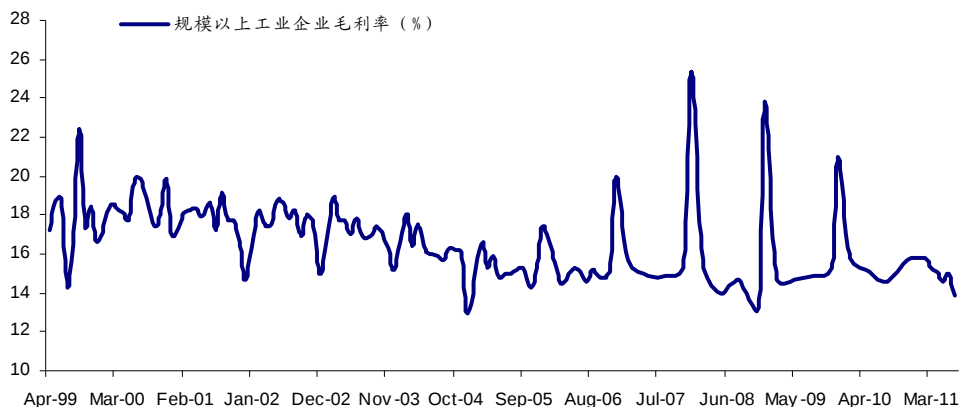


资料来源：CEIC

利润增速可以通过扩大资产规模来提振，更需要关注的是增长的质量，即取得增长所付出的成本。在经济转型阶段，增长质量将越来越被市场所重视。对于规模以上工业企业的增长质量，我们选取毛利率指标进行度量。

2011年7月单月规模以上工业企业毛利率为13.8%，比6月份的14.9%大幅下降1.1个百分点，这种下滑幅度在正常月份中很少见。从绝对水平来看，7月份的毛利率仅比2008年9-11月的13.2%和2004年12月的12.9%高，处于有统计以来的倒数第三。这表明，在需求增长疲弱的背景下，中国工业企业议价能力较低，以牺牲毛利率为代价获得增长。

图9 规模以上工业企业毛利率(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

注：2007年至2010年，国家统计局只发布2、5、8、11月数据

3. 工业行业景气下行

从利润增速和毛利率指标来看，整个工业行业景气度下行。而且从决定产业景气的总需求情况来看，前景也不容乐观，产业景气趋势性回升还需等待。对于各个行业来说，其产业景气度可能存在差别，我们将工业行业分为下游消费品制造业、中游加工和原料制造业、上游采掘业以及公用事业四个类别进行考察。

3.1 终端消费品制造业——必需品相对平稳 可选消费继续下滑

从利润增速变化情况来看，终端消费品制造业基本跟总体增速同步或者稍强于规模以上工业企业利润增速。2011年1-7月，农副食品加工业、皮革羽绒及其制品业、木材加工机木竹藤棕草制品业、家具制造业、造纸及纸制品业的利润增速超过1-6月，其他的行业均与工业企业利润同步下行。相对处于产业链上游的纺织业、可选消费特性比较强的文教体育用品制造业和工艺品及其他制品制造业下滑幅度稍大。

表1 终端消费品制造业利润增速变化情况

行业	1-3M2010(%)	1-4M2011 (%)	1-5M2011 (%)	1-6M2011 (%)	1-7M2011 (%)
农副食品加工业	47.21	46.48	41.41	41.54	41.80
食品制造业	30.93	35.49	37.35	38.61	38.06
饮料制造业	35.05	38.46	38.97	40.07	38.84
纺织服装鞋帽制造业	43.33	40.99	42.74	42.22	41.39
纺织业	49.01	43.41	40.25	39.43	36.33
皮革毛皮羽绒及其制品业	34.52	32.87	32.43	33.04	33.18
木材加工及木竹藤棕草制品业	49.11	44.82	44.24	45.04	46.43
家具制造业	35.88	26.7	25.65	25.64	28.48
造纸及纸制品业	8.27	4.3	2.85	5.97	8.42

印刷业和记录媒介的复制	14.80	14.25	12.44	16.27	15.72
文教体育用品制造业	28.16	26.66	19.54	20.90	17.30
医药制造业	22.29	19.55	19.45	21.67	20.67
工艺品及其它制造业	34.33	36.5	33.85	32.99	29.87

资料来源：CEIC

利润是企业生产经营的最终结果，需求则是利润产生的起点。对于接近终端消费需求制造业来说，需求对于利润的作用最为关键。

从列表中可以看出，农副食品加工业、食品制造业、木材加工及木竹藤棕草制品业、造纸及制品业 2011 年 1-7 月份主营收入增速超过 2011 年 1-6 月。其他下游制造业的主营收入增速都处于下滑状态，其中文教体育用品制造业和工艺品及其他制造业下滑幅度相对较大。

表 2 终端消费品制造业主营业务收入增速变化情况

行业	1-3M2011 (%)	1-4M2011 (%)	1-5M2011 (%)	1-6M2011 (%)	1-7M2011 (%)
农副食品加工业	33.94	33.6	33.79	34.69	35.36
食品制造业	31.42	31.96	33.27	34.26	34.33
饮料制造业	31.96	32.13	33.01	33.18	32.46
纺织服装鞋帽制造业	30.06	30.17	30.43	30.55	30.11
纺织业	32.15	30.6	30.21	29.49	29.07
皮革毛皮羽绒及其制品业	29.07	28.83	29.70	28.77	28.02
木材加工及木竹藤棕草制品业	36.54	36.76	36.71	37.16	38.62
家具制造业	29.36	27.6	26.79	26.84	26.50
造纸及纸制品业	25.71	25.71	25.64	26.43	26.85
印刷业和记录媒介的复制	24.24	24.41	23.47	24.82	24.22
文教体育用品制造业	18.03	18.96	18.90	18.18	17.37
医药制造业	27.81	28.95	29.32	30.03	29.99
工艺品及其它制造业	38.55	36.63	36.70	38.28	35.92

资料来源：CEIC

毛利率方面，除了木材加工及木竹藤棕草纸制品业、家具制品业略有上升外，其他行业的毛利率均下行，而且基本都是连续几个月下行。这从侧面反映出需求增长的颓势，消费品制造业的竞争更趋激烈，毛利率水平总体下行。

表 3 终端消费品制造业毛利率变化情况

行业	1-3M2011 (%)	1-4M2011 (%)	1-5M2011 (%)	1-6M2011 (%)	1-7M2011 (%)
农副食品加工业	12.25	12.22	11.60	11.52	11.43
食品制造业	20.68	20.68	20.69	20.43	20.04
饮料制造业	26.95	27.19	26.86	26.58	26.49
纺织服装鞋帽制造业	16.14	16.06	15.65	15.37	15.27
纺织业	11.84	11.93	11.80	11.83	11.51
皮革毛皮羽绒及其制品业	14.86	14.86	14.89	14.95	14.76
木材加工及木竹藤棕草制品业	14.44	13.99	13.81	13.76	13.95
家具制造业	15.53	15.46	15.45	15.01	15.29
造纸及纸制品业	13.49	13.44	13.23	13.55	12.99
印刷业和记录媒介的复制	18.61	18.36	17.85	17.82	17.81
文教体育用品制造业	13.22	13.04	12.94	12.78	12.70
医药制造业	30.74	30.12	29.62	29.30	28.83

工艺品及其它制造业	11.72	11.88	12.06	12.21	11.90
-----------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：CEIC

综合利润增速、主营收入增速和毛利率的情况来看，终端消费品制造业的景气度总体下行。虽然利润增长表现尚可，但需求增长乏力，行业竞争加剧。其中，可选消费特性强的行业下滑幅度更大。相对比较好的是农副食品加工业、食品制造业、皮革毛皮羽绒绒及其制品业、木材加工业及木竹藤棕草制品业。

3.2 库存还将拖累中游制造业景气度下行

在中游制造业，2011 年 1-7 月份利润增速相对于 1-6 月有所上升仅有 4 个行业：黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、橡胶制品业、交通运输设备制造业。其他的中游制造业利润增速均呈下滑趋势，特别是占比比较大的制造类。专用设备制造业、电气机械及器材制造业和通信设备、计算机及其他电子设备制造业的利润增速下滑幅度较大。

表 4 中游制造业利润增速变化情况

行业	1-3M2011 (%)	1-4M2011 (%)	1-5M2011 (%)	1-6M2011 (%)	1-7M2011 (%)
黑色金属冶炼及压延加工业	15.64	-0.14	-1.08	6.87	17.05
有色金属冶炼及压延加工业	28.47	31.14	35.31	48.46	56.53
石油加工、炼焦及核燃料加工业	-16.96	-35.71	-51.03	-65.96	-77.40
化学原料及化学制品业	65.05	59.5	57.37	57.11	56.59
非金属矿物制品业	59.32	62.94	62.36	63.32	61.69
金属制品业	46.72	41.93	40.90	39.61	37.37
塑料制品业	36.99	32.49	32.71	30.97	30.86
橡胶制品业	3.43	5.97	8.47	10.35	13.41
化学纤维制造业	103.86	77.50	56.88	49.76	41.06
通用设备制造业	38.41	35.84	33.44	31.99	30.22
专用设备制造业	49.63	50.61	32.74	33.64	27.66
交通运输设备制造业	11.57	16.34	11.80	13.09	13.19
电气机械及器材制造业	28.45	24.97	20.39	17.64	15.62
通信设备、计算机及其它电子设备制造业	5.47	2.34	2.53	3.56	-1.49
仪器仪表及文化办公用机械制造业	21.90	19.04	21.37	21.99	20.48

资料来源：CEIC

相对于终端消费品制造业来说，中游制造业利润的决定因素更为复杂，需求因素肯定是要考虑的，但并不是最关键的。从各个行业的主营收入同比增速来看，一部分比上月略有下滑，相当多的行业 1-7 月主营收入增速甚至超过 1-6 月。也就是说，光从需求来看，中游制造业甚至要好于终端消费品制造业。如何理解这样的差异？我们认为，可能是需求从终端传导到中游存在时滞。

表 5 中游制造业主营业务收入增速变化情况

行业	1-3M2011 (%)	1-4M2011 (%)	1-5M2011 (%)	1-6M2011 (%)	1-7M2011 (%)
黑色金属冶炼及压延加工业	30.01	28.56	28.04	28.96	28.79
有色金属冶炼及压延加工业	37.49	35.25	35.86	37.43	39.20
石油加工、炼焦及核燃料加工业	32.09	31.06	31.85	31.83	31.88
化学原料及化学制品业	37.66	36.33	36.2	36.69	37.19
非金属矿物制品业	38.93	39.59	40.34	40.81	40.72
金属制品业	33.62	32.90	33.14	32.91	32.72

塑料制品业	30.20	28.80	28.20	28.16	28.27
橡胶制品业	26.39	25.66	25.32	26.81	27.60
化学纤维制造业	39.02	35.21	36.31	35.69	36.13
通用设备制造业	34.82	33.52	33.53	33.20	32.31
专用设备制造业	36.37	35.10	35.13	33.27	32.45
交通运输设备制造业	22.43	19.50	18.77	17.96	17.76
电气机械及器材制造业	31.80	29.56	29.40	29.56	28.25
通信设备、计算机及其它电子设备制造业	22.18	20.50	19.20	19.76	19.52
仪器仪表及文化办公用机械制造业	26.84	23.57	23.05	22.52	23.35

资料来源：CEIC

需求增长对于中游制造业利润增长的作用相对于终端消费品制造业要小得多，库存以及毛利率的变动对于企业利润增长的影响更大。从下表中可以看出，中游制造业的毛利率基本都在下滑，除了专用设备制造业和交通运输设备制造业外。即使这两个行业毛利率有所回升，相对于其正常水平来说，仍然处于偏低水平，回升的可持续性还需观察。

表 6 中游制造业毛利率变化情况

行业	1-3M2011 (%)	1-4M2011 (%)	1-5M2011 (%)	1-6M2011 (%)	1-7M2011 (%)
黑色金属冶炼及压延加工业	6.93	6.64	6.85	6.94	6.85
有色金属冶炼及压延加工业	9.30	9.08	9.35	9.80	9.26
石油加工、炼焦及核燃料加工业	14.75	13.86	12.86	12.58	11.97
化学原料及化学制品业	16.24	15.92	15.86	15.67	15.39
非金属矿物制品业	17.56	17.27	17.23	17.25	16.93
金属制品业	12.97	12.86	12.81	12.86	12.68
塑料制品业	13.69	13.39	13.31	13.36	13.24
橡胶制品业	13.12	13.69	13.53	13.38	13.00
化学纤维制造业	10.56	10.17	9.58	9.31	9.09
通用设备制造业	15.86	15.81	15.81	15.78	15.77
专用设备制造业	17.93	17.85	17.80	17.14	17.35
交通运输设备制造业	16.42	16.05	16.09	15.85	15.94
电气机械及器材制造业	13.81	15.45	13.84	13.71	13.58
通信设备、计算机及其它电子设备制造业	9.90	9.40	9.39	9.78	9.50
仪器仪表及文化办公用机械制造业	16.51	16.58	17.00	16.87	16.61

资料来源：CEIC

去库存的进程在近期是对企业利润产生较大影响的因素，从产成品同比增速来看，本次去库存过程并不顺利，库存仍处高位。1-7月，金属制品业、橡胶制品业、化学纤维制造业、专用设备制造业、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、仪器仪表及文化办公用机械制造业的库存增速有所下降，其中金属制品业、化学纤维制造业、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已经降到今年以来的最低水平，这些行业的去库存进展顺利。其他行业的库存增速仍在上升，这将拖累其行业景气度。

表 7 中游制造业产成品同比变化情况

行业	1-3M2011 (%)	1-4M2011 (%)	1-5M2011 (%)	1-6M2011 (%)	1-7M2011 (%)
黑色金属冶炼及压延加工业	29.69	24.98	18.15	13.61	17.70
有色金属冶炼及压延加工业	19.43	18.39	19.40	18.28	22.08
石油加工、炼焦及核燃料加工业	26.33	32.28	27.07	24.25	27.71
化学原料及化学制品业	21.23	21.15	19.38	21.15	23.31

非金属矿物制品业	17.09	17.41	17.27	18.86	22.45
金属制品业	15.21	14.46	17.15	16.91	13.49
塑料制品业	17.28	19.62	17.75	17.68	18.21
橡胶制品业	21.46	24.23	22.77	23.33	22.00
化学纤维制造业	44.87	50.24	36.12	39.86	27.76
通用设备制造业	15.40	16.08	19.45	19.06	20.77
专用设备制造业	23.93	32.91	35.08	37.29	36.07
交通运输设备制造业	33.85	29.20	25.49	26.05	25.48
电气机械及器材制造业	22.84	21.14	21.61	22.44	24.92
通信设备、计算机及其它电子设备制造业	20.66	16.71	21.24	14.91	12.13
仪器仪表及文化办公用机械制造业	19.79	18.77	20.07	24.22	22.28

资料来源：CEIC

我们筛选的标准首先是需求增速回稳，库存下降、毛利率上升，符合这样标准的行业没有。降低选择标准，只要求库存增速下降、毛利率回升，这样的行业有：专用设备制造业和交通运输设备制造业。从去库存完成进度来看，金属制品业、化学纤维制造业、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相对较好。

总的来看，中游制造业虽然需求增长尚可但可能滞后反应，毛利率仍在恶化，去库存过程有所反复，作为一个整体来说，行业景气度走势不容乐观。只有去库存步入尾声、毛利率有所改善时，行业景气才会出现全面改观。

3.3 能源与有色暂处景气高位 未来可能受产业链传导影响下行

从利润增速来看，只有有色金属矿采选业 1-7 月利润增速比上半年有所提升，其他四个行业的利润增速都有所下降。

表 8 采掘业利润增速变化情况

行业	1-3M2011 (%)	1-4M2011 (%)	1-5M2011 (%)	1-6M2011 (%)	1-7M2011 (%)
石油和天然气开采业	33.06	35.38	36.95	37.70	37.16
煤炭开采和洗选业	38.34	35.15	34.71	32.96	32.58
黑色金属矿采选业	80.1	71.64	55.88	61.70	58.69
有色金属矿采选业	52.18	49.48	50.57	54.23	58.92
非金属矿采选业	59.89	60.53	58.9	61.61	56.06

资料来源：CEIC

对于上游行业景气来说，需求增长的作用比较低。从下表来看，除了非金属矿采选业的 1-7 月份相比 1-6 月份有非常微幅的下滑外，其他四个行业的主营业务收入增速均有所提升。

表 9 采掘业主营业务收入增速变化情况

行业	1-3M2011 (%)	1-4M2011 (%)	1-5M2011 (%)	1-6M2011 (%)	1-7M2011 (%)
石油和天然气开采业	33.2	34.19	35.24	34.00	34.31
煤炭开采和洗选业	40.17	38.31	38.51	39.44	42.66
黑色金属矿采选业	55.73	49.57	44.92	46.30	47.47
有色金属矿采选业	38.74	38.82	42.26	43.93	44.01
非金属矿采选业	53.2	50.68	50.13	49.50	49.43

资料来源：CEIC

相对于需求来说，产品价格对于上游行业的景气度变化最为关键。由于成本的因素

相对较小，我们这里就简化用毛利率来代表产品价格。石油和天然气开采业和有色金属矿采选业的毛利率有所提升，其他均在下滑。

表 10 采掘业毛利率变化情况

行业	1-3M2011 (%)	1-4M2011 (%)	1-5M2011 (%)	1-6M2011 (%)	1-7M2011 (%)
石油和天然气开采业	55.24	55.80	55.08	55.48	55.78
煤炭开采和洗选业	27.62	27.78	27.63	27.59	26.75
黑色金属矿采选业	21.90	21.67	21.65	21.76	21.63
有色金属矿采选业	24.56	24.41	24.33	24.27	24.62
非金属矿采选业	21.63	20.89	21.06	20.83	20.46

资料来源：CEIC

石油和天然气开采的库存处于很低的水平，未来可能将继续支持其毛利率上行。煤炭开采和洗选业的库存增速处于今年以来的最低水平，这有可能支持其未来毛利率改善。有色金属矿采选业的库存增速有所下降，但并没有引起毛利率方面的调整，说明其定价能力较强。非金属矿采选业的库存增速处于今年以来的最高水平，未来其价格可能进一步调整，毛利率继续下行。

表 11 采掘业产成品库存同比增速变化情况

行业	1-3M2011 (%)	1-4M2011 (%)	1-5M2011 (%)	1-6M2011 (%)	1-7M2011 (%)
石油和天然气开采业	1.09	12.14	16.24	-4.83	-0.64
煤炭开采和洗选业	27.89	31.95	31.32	31.30	26.93
黑色金属矿采选业	13.9	14.67	20.66	15.94	14.66
有色金属矿采选业	20.21	21.38	29.75	26.80	23.11
非金属矿采选业	15.35	19.03	14.34	15.68	21.07

资料来源：CEIC

综合库存和毛利率的情况来看，有色金属矿采选业、石油和天然气开采业以及煤炭开采和洗选业的景气度相对较好。但是由于这些行业居于产业链上游，未来可能受中下游产业景气度下行影响而调整。

3.4 公用事业行业利润增速下滑 需求相对平稳

1-7 月，电力、热力的生产和供应业、水的生产和供应业的利润增速均出现下滑且这种下滑趋势连续两个月出现，相反，燃气生产和供应业连续两月回升。

表 12 公用事业行业利润增速变化情况

行业	1-3M2011 (%)	1-4M2011 (%)	1-5M2011 (%)	1-6M2011 (%)	1-7M2011 (%)
电力热力的生产和供应业	9.24	-0.31	7.78	7.26	6.89
水的生产和供应业	12.34	153.82	205.41	85.38	66.12
燃气生产和供应业	36.04	39.88	35.61	48.81	50.12

资料来源：CEIC

收入增速方面与利润增速截然相反，电力、热力的生产供应业和水的生产和供应业连续两个月回升，燃气生产和供应业则出现下滑。

表 13 公用事业行业主营业务收入增速变化情况

行业	1-3M2011 (%)	1-4M2011 (%)	1-5M2011 (%)	1-6M2011 (%)	1-7M2011 (%)
电力热力的生产和供应业	15.87	16.63	16.76	16.91	16.94
水的生产和供应业	15.32	16.6	17.52	17.78	17.83
燃气生产和供应业	35.94	36.41	34.3	37.10	35.32

资料来源：CEIC

毛利率方面，电力、热力的生产和供应业以及燃气生产和供应业出现下滑，水的生产和供应业则出现回升。

表 14 公用事业行业毛利率变化情况

行业	1-3M2011 (%)	1-4M2011 (%)	1-5M2011 (%)	1-6M2011 (%)	1-7M2011 (%)
电力热力的生产和供应业	7.38	7.60	7.77	7.84	7.68
水的生产和供应业	22.96	25.48	25.64	26.02	26.53
燃气生产和供应业	14.94	14.80	15.61	16.03	14.22

资料来源：CEIC

公用事业三个子行业的利润增速、主营业务收入增速和毛利率方面传达的信息存在着矛盾。从中长期来看，水的生产和供应业存在改善趋势；燃气生产和供应业处于较快发展期；电力、热力的生产和供应业短期可能继续下滑但中长期稳定。

4. 产业景气趋势性回升还需等待

从总需求增长、各个细分行业状况来看，目前工业行业景气度总体处于下行趋势中，产业景气趋势性回升还需等待。从现有的数据来看：

(1) 终端消费品制造业中，农副食品加工业、食品制造业、皮革毛皮羽绒及其制品业、木材加工业及木竹藤棕草制品业相对较好；

(2) 中游制造业中，专用设备制造业、交通运输设备制造业库存增速下降、毛利率回升，而金属制品业、化学纤维制造业和通信设备、计算机及其他电子设备制造业的去库存进展比较顺利，未来这方面的风险比较小；

(3) 上游行业中，石油和天然气开采业和有色金属矿采选业景气处于上升趋势中，煤炭开采和洗选业由于库存调整充分，未来改善可能性较大。

(4) 从中长期来看，水的生产和供应业存在改善趋势；燃气生产和供应业处于较快发展期；电力、热力的生产和供应业短期可能继续下滑但中长期稳定。

产业景气回升需要什么样的条件？答案就是总需求，只有当总需求增长重新回到正轨，产业景气才能回升。有哪些因素能够促成总需求的改善？我们认为，货币政策和结构性的财政政策。

短期来看，货币政策将是促成产业景气回升的最迅速有效的方法。货币政策有所放松，刺激总需求增长，从而驱动整个经济产业链景气改善。但这种影响可能是短暂的，幅度有限。从中长期来看，货币是中性的，需求增长更需要内生性动力，中国经济的内生性动力是什么？是让更多的人有能力去消费且消费的产品品质不断提高。促成内生性动力形成的外界因素是结构性财政政策，让社会财富更多地分配给普通民众，为产业升级提供更多的财税支持……只有内生性动力形成时，产业景气才能引来一个全新的周期性回升，否则只能是老的周期中进行着向上空间越来越窄的波动。

信息披露

分析师声明

刘铁军：宏观经济

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

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 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪 辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高 远 (021) 23219669
李 宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

联系人

王 旭 (021) 23219396
汤 慧 (021) 23219733

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com

基金研究团队

姜 静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗 震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人

徐益鋈 (021) 23219443
陈 瑶 (021) 23219645

xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745
张欣慰 (021) 23219370

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445

jiangjx@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409

chenmf@htsec.com

联系人

袁兵兵 (021) 23219770
蒋 科 (021) 23219474

ybb6053@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhib6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403
潘 鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

联系人

李宏科 (021) 23219671

lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422

kljiang@htsec.com

联系人

赵 健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813

zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com

石油化工行业

邓 勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

联系人

王晓林 (021) 23219812

wxl6666@htsec.com

机械行业

龙 华 (021) 23219411

longh@htsec.com

联系人

何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频 (021) 23219405

dingpin@htsec.com

联系人

夏 木 (021) 23219748

xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610

lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董 乐 (021) 23219374

dl5573@htsec.com

联系人

黄 娟 (021) 23219638
汤 婧 (021) 23219809

hm6139@htsec.com
tj6639@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413

qiucc@htsec.com

联系人

张孝达 (021) 23219697

zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

联系人

白 洋 (021) 23219646

baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420

ymniu@htsec.com

联系人

钱列飞 (021) 23219104
虞 楠 (021) 23219382
李 晨 (021) 23219817

qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
lc6668@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵 勇 (0755) 82775282

zhaoyong@htsec.com

齐 莹 (021) 23219166

qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

联系人

刘 宇 (021) 23219608
刘 杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

有色金属行业

联系人

刘 博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267

caoxf@htsec.com

联系人

易团辉 (021) 23219737
张 瑞 (021) 23219634

yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com 联系人 孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com 牛品 (021) 23219390 np6307@htsec.com 联系人 房青 (021) 23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔 (021) 23219171 x bq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com 联系人 汤砚卿 (021) 23219768 tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞 (021) 23219635 lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇 (021) 23219389 lzy6050@htsec.com 联系人 胡宇飞 (021) 23219810 hyf6699@htsec.com
房地产业 涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com 谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com 联系人 贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com 联系人 马浩博 (021) 23219822 mhb6614@htsec.com	

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清 (0755) 82775962 ctq5979@htsec.com 刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com 辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com 高艳娟 (0755) 83254133 gyj6435@htsec.com	上海地区销售团队 高 溱 (021) 23219386 gaoqin@htsec.com 季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com 胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com 黄 毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com 朱 健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com 肖文宇 (021) 23219442 xiaowuy@htsec.com 王丛丛 (021) 23219454 wcc6132@htsec.com	北京地区销售团队 孙 俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com 张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com 殷怡琦 (010) 58067944 yinyiq@htsec.com 王秦豫 (010) 58067930 wqy6308@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) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com