

行业比较

2012 年 1 月 16 日

盈利回落继续，上游压力较大

——PPI 价差监测毛利率（2011 年 12 月）

核心结论

继续警惕PPI回落对盈利的冲击。随着房地产投资增速、PPI继续回落，11月工业企业利润增速由10月的25.3%继续回落到24.4%，符合预期。参照历史，PPI的回落幅度与2005年类似，此轮工业企业利润增速望回到18%以下，其中上游行业毛利率回落压力较大。

PPI价差看大类行业毛利率

采掘业毛利率仍有回落压力。11月毛利率持平于29.4%，处于2009年来27 - 33%的中等水平，价差指标显示仍有回落压力。

原材料工业毛利率反弹，望回落。随着采掘价格快速回落，11月毛利率反弹至13.1%，处于2009年来10.1 - 13.1%的最高水平，价差指标显示毛利率有回落压力。

加工工业毛利率反弹，望回到中枢。随着上游价格快速回落，11月毛利率反弹至15.1%，处于2009年来13.0 - 15.1%的最高水平，毛利率快速上升后可能振荡，但价差指标显示仍望保持较高水平。

生活制造业毛利率如期反弹，望继续改善。11月毛利率继续反弹至17.8%，处于2009年来16.7 - 18.6%的偏高水平，价差指标显示仍有改善动力。

PPI价差看细分行业

毛利率反弹且动力仍在的行业是：金属制品、塑料、橡胶、通用设备、专用设备、交运设备、电气设备、通信设备、饮料制造、造纸、服装制造、家具。

毛利率回落但有反弹动力的行业是：仪器仪表。

毛利率反弹后回落压力的行业是：煤炭采选、钢铁采选、非金属矿采选业、钢铁冶炼、非金属矿物制品、农副食品加工、纺织。

毛利率持续回落压力的行业是：石油天然气开采、有色采选、电力热力燃气、石油化工、有色冶炼、化学原料、化纤、食品制造、医药制造。

风险提示

PPI、工业企业数据统计口径包含非上市公司，与A股市场行业可能有偏差；PPI价差指标相比工业企业毛利率月度波动较大，短期可能有偏差。

相关研究

《铅华洗尽，深秀在骨——2012年1季度行业比较》20120105

《PMI 指标监测景气：如期反弹，关注库存波动》20110104

《PPI 价差监测毛利率：盈利回落如期展开，望持续》20111212

《执地产投资牛耳看相关行业盈利》20111108

《回到未来 1：以史为鉴，寻找滚雪球的长坡——成长股研究系列》20110830

《人口三大趋势：婴儿回声潮、劳动高峰渐去、老龄化加速——第六次人口普查新起点看未来》20110506

策略高级分析师

荀玉根

SAC 执业证书编号：

S0850511040006

电话：(021) 23219658

Email: xyg6052@htsec.com

目录

1. PPI价差看大类行业	4
1.1 继续警惕PPI回落对盈利的冲击	4
1.2 大类价差指标分析	5
2. PPI价差看细分行业	6
2.1 采掘业	6
2.2 原材料工业	8
2.3 加工工业	9
2.4 生活资料制造业	11
3. 结 论	13
附录 1. 研究体系	14
附录 2. 行业比较产品系列	15

图目录

图 1 12 月三大价格指数继续回落	4
图 2 CPI、PPI 翘尾因素	4
图 3 CPI 环比季调趋势已明显回落	4
图 4 PPI 环比季调趋势已明显回落.....	4
图 5 CRB 指数显示 PPI 仍有回落压力.....	5
图 6 PPI 回落带动工业利润增速回落.....	5
图 7 采掘工业价差与毛利率 I	5
图 8 采掘工业价差与毛利率 II	5
图 9 原料工业价差与毛利率.....	6
图 10 加工工业价差与毛利率.....	6
图 11 生活资料制造业价差与毛利率 I	6
图 12 生活资料制造业价差与毛利率 II	6
图 13 煤炭开采和洗选业价差与毛利率	7
图 14 石油天然气开采业价差与毛利率	7
图 15 黑色金属采选业价差与毛利率	7
图 16 有色金属采选业价差与毛利率	7
图 17 非金属矿采选业价差与毛利率	7
图 18 电力、热力行业价差与毛利率	7
图 19 燃气业价差与毛利率.....	8
图 20 水生产供应业价差与毛利率.....	8
图 21 废弃资源业价差与毛利率	8
图 22 石油加工价差与毛利率	8
图 23 化学原料价差与毛利率	8
图 24 非金属矿物制品价差与毛利率	9
图 25 黑色金属冶炼业价差与毛利率	9

图 26 有色金属冶炼业价差与毛利率	9
图 27 金属制品价差与毛利率	9
图 28 化纤价差与毛利率	9
图 29 橡胶价差与毛利率	9
图 30 塑料业价差与毛利率	10
图 31 通用设备价差与毛利率	10
图 32 专用设备价差与毛利率	10
图 33 交运设备价差与毛利率	10
图 34 电气设备价差与毛利率	10
图 35 通信设备价差与毛利率	10
图 36 仪器仪表价差与毛利率	11
图 37 农副食品加工业价差与毛利率	11
图 38 食品制造业价差与毛利率	11
图 39 饮料制造业价差与毛利率	11
图 40 造纸价差与毛利率	11
图 41 纺织业价差与毛利率	12
图 42 服装价差与毛利率	12
图 43 医药价差与毛利率	12
图 44 家具制造业价差与毛利率	12
图 45 皮革制品价差与毛利率	12
图 46 木材加工业价差与毛利率	12
图 47 印刷业价差与毛利率	13
图 48 文教用品制造业价差与毛利率	13
图 49 烟草业价差与毛利率	13
图 50 工艺品价差与毛利率	13
图 51 行业比较框架体系	16

表目录

表 1 各行业监测毛利率的价差指标	14
-------------------------	----

国家统计局数据显示，12月PPIRM同比上涨3.5%，PPI同比上涨1.7%，CPI同比上涨4.1%。承接前期价差监测行业毛利率趋势的分析框架，本文继续分析最新价差指标的变化，及毛利率可能的变动趋势。

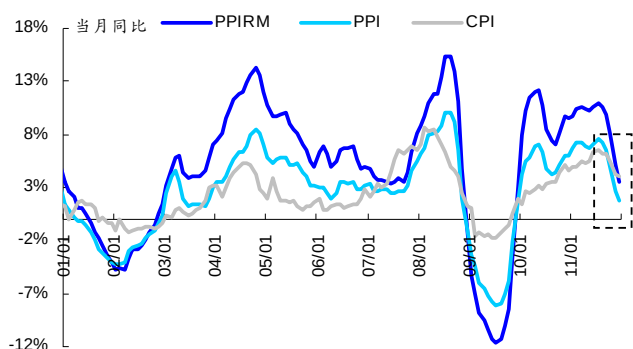
1. PPI价差看大类行业

1.1 继续警惕PPI回落对盈利的冲击

从分别表示上中下游的价格指数看，12月份PPIRM、PPI、CPI同比增速继续回落，分别回落1.6、1.0、0.1个百分点，环比分别增长-0.4%、-0.3%、0.3%。

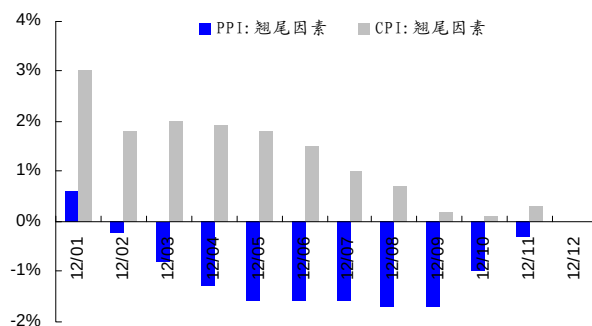
我们一直跟踪的领先于同比增速的环比季调趋势看，CPI、PPI同比增速有继续回落的压力。结合翘尾因素看，PPI降幅仍可能相对较大。

图1 12月三大价格指数继续回落



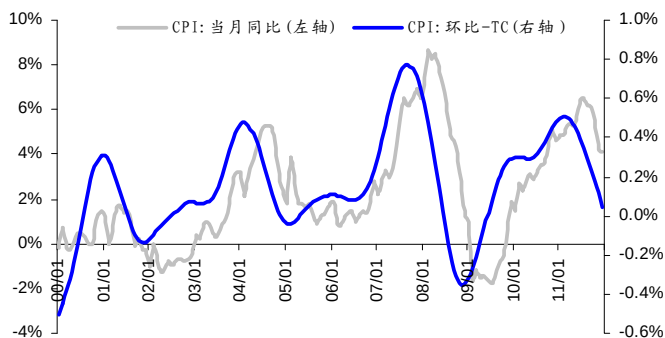
资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 CPI、PPI翘尾因素



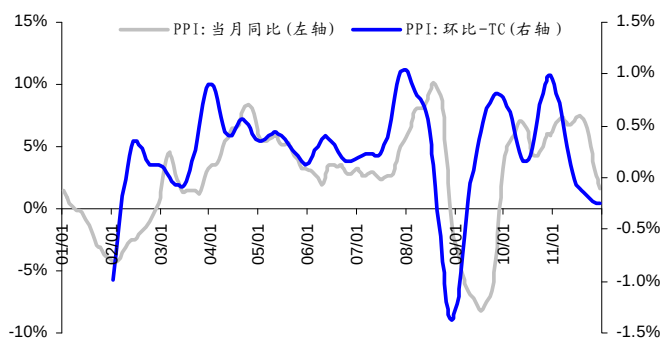
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 CPI环比季调趋势已明显回落



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 PPI环比季调趋势已明显回落

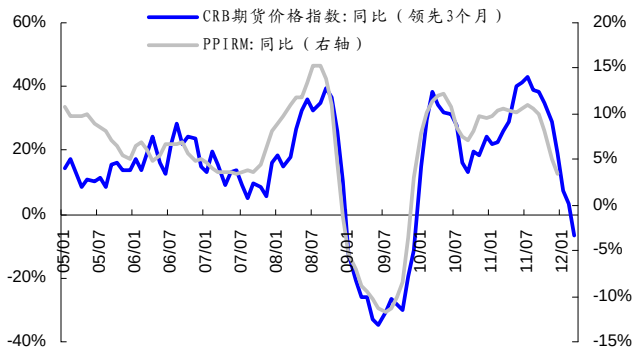


资料来源：Wind，海通证券研究所

11月开始我们一直强调，PPI快速回落对盈利的冲击，尤其是上游能源、原材料行业。11月工业企业利润增速，由10月的25.3%继续回落到24.4%，符合预期。

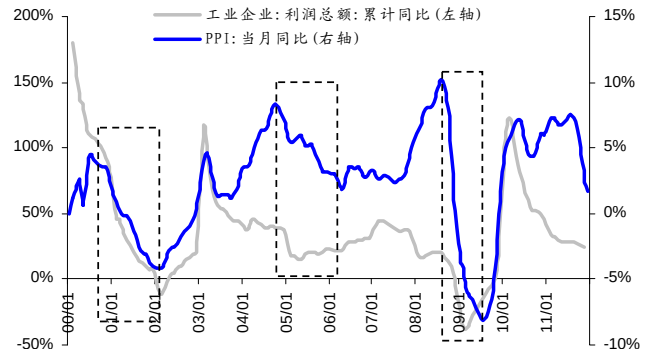
随着房地产投资增速、PPI回落的趋势延续，工业企业利润增速回落趋势望继续。过去10年中三轮调整回落期中2002、2009年均出现负增长，2005年的低点17.2%。参照历史，PPI的回落幅度与2005年类似，此轮工业企业利润增速望回到18%以下。

图5 CRB 指数显示 PPI 仍有回落压力



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 PPI 回落带动工业利润增速回落

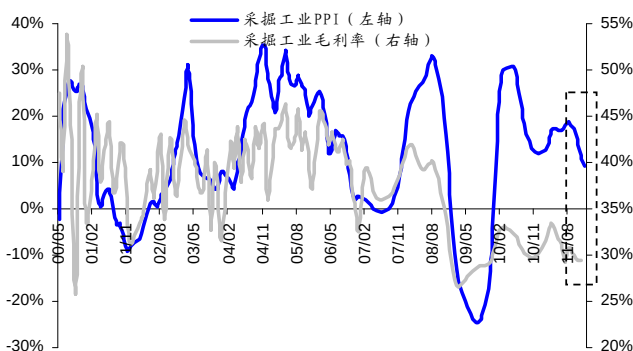


资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.2 大类价差指标分析

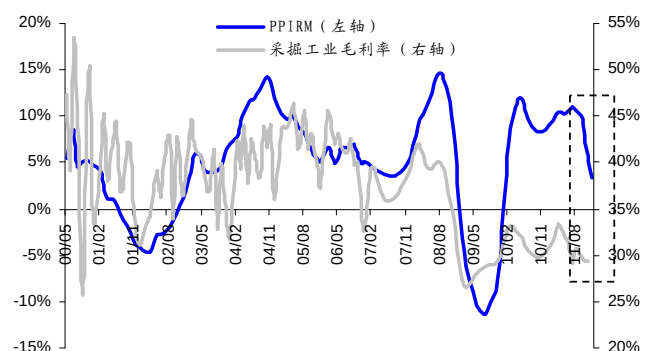
采掘业毛利率仍有回落压力。11月采掘业毛利率持平于29.4%，2009年来采掘业毛利率波动区间27-33%，目前处于中等水平。从PPIRM和采掘业PPI指标看，毛利率仍有回落压力。

图7 采掘工业价差与毛利率 I



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 采掘工业价差与毛利率 II

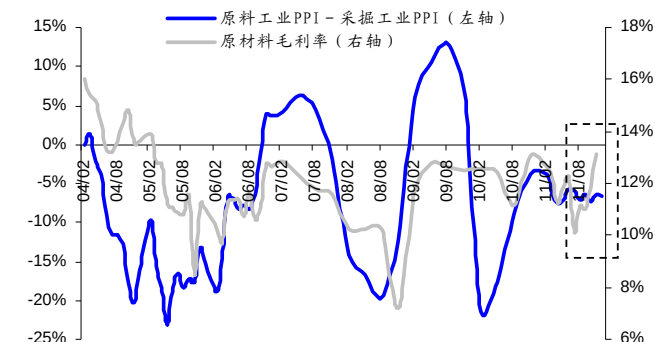


资料来源: Wind, 海通证券研究所

原材料工业毛利率反弹至09年来最高点，望回落。11月原材料工业毛利率反弹至13.1%，2009年来原材料工业毛利率波动区间10.1-13.1%，目前处于最高水平。原材料工业价差指标，显示毛利率有回落压力。

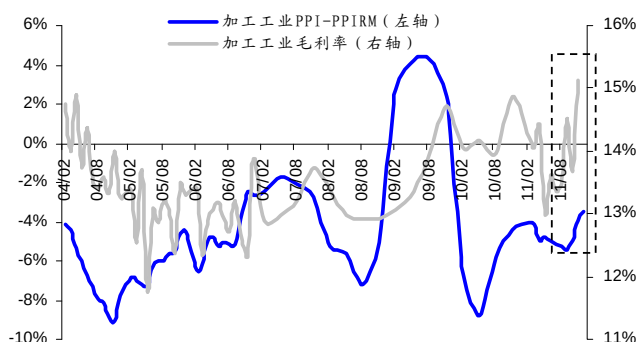
加工工业毛利率反弹至09年来最高点，望保持较高水平。11月加工工业毛利率反弹至15.1%，处于2009年来加工工业毛利波动区间13.0-15.1%的最高水平。从价差指标看，毛利率快速上升后可能振荡，但仍望保持较高水平。

图 9 原料工业价差与毛利率



资料来源：Wind，海通证券研究所

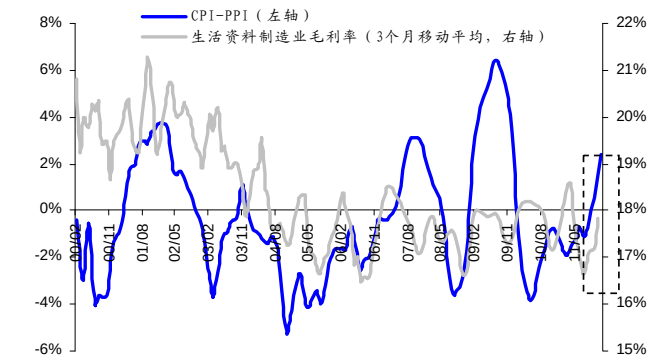
图 10 加工工业价差与毛利率



资料来源：Wind，海通证券研究所

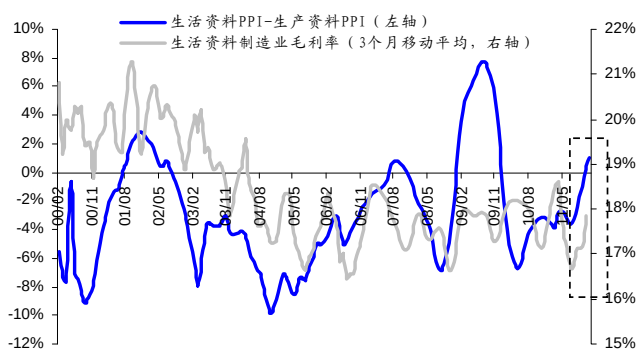
生活制造业毛利率如期反弹，望继续改善。11月生活资料制造业毛利率继续反弹至17.8%。2009年来生活资料制造业毛利率波动区间16.7-18.6%，目前处于偏高水平。从价差指标看，毛利率仍有改善动力。

图 11 生活资料制造业价差与毛利率 I



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 12 生活资料制造业价差与毛利率 II



资料来源：Wind，海通证券研究所

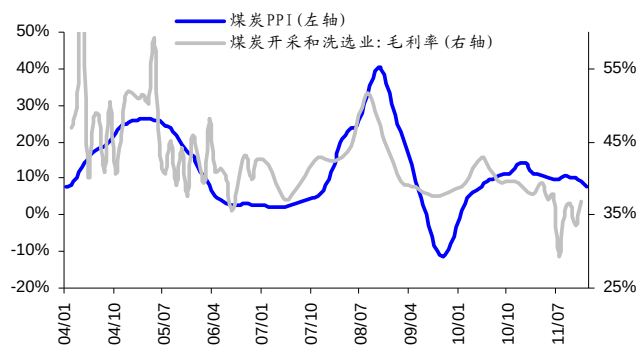
2. PPI价差看细分行业

2.1 采掘业

采掘业细分行业价差指标与毛利率趋势相关度均比较高，整体回落压力仍在。

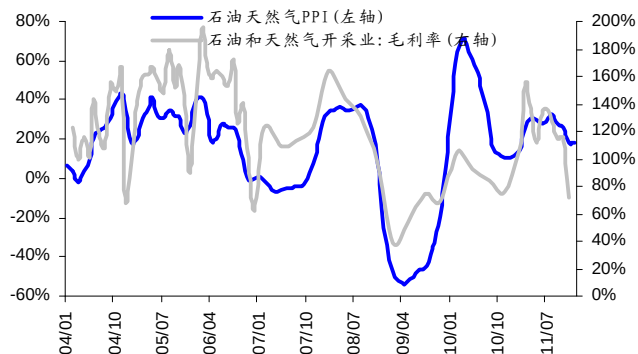
细分行业价差指标和毛利的趋势显示：煤炭采选、钢铁采选、非金属矿采选业毛利率11月低位反弹，仍有回落压力；石油天然气开采、有色采选、电热力燃气毛利率11月如期回落，仍有压力。

图 13 煤炭开采和洗选业价差与毛利率



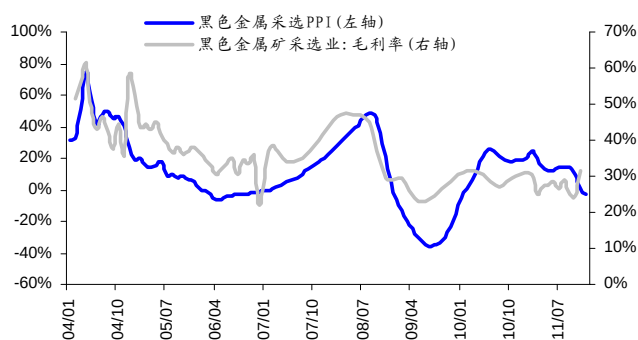
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 14 石油天然气开采业价差与毛利率



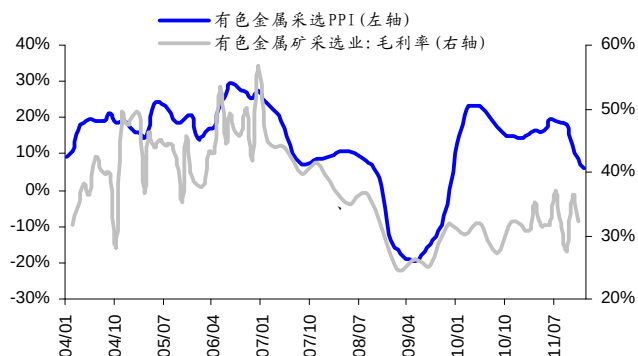
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 15 黑色金属采选业价差与毛利率



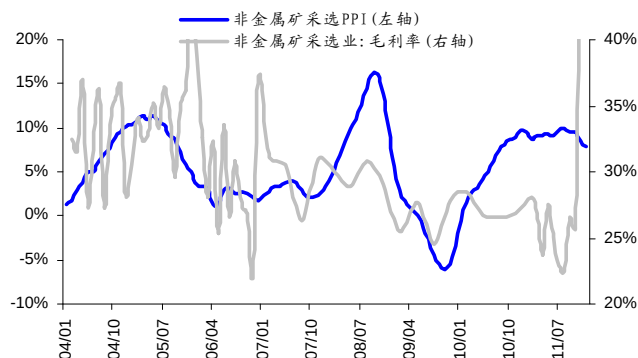
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 16 有色金属采选业价差与毛利率



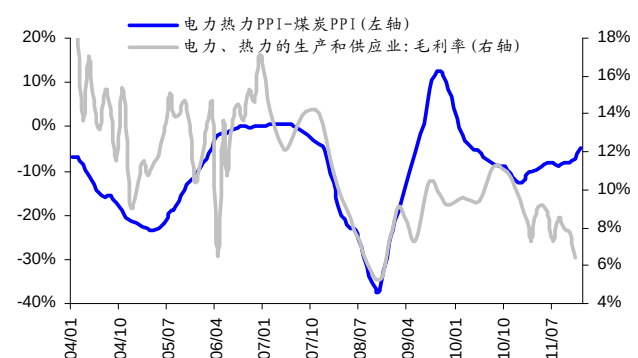
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 17 非金属矿采选业价差与毛利率



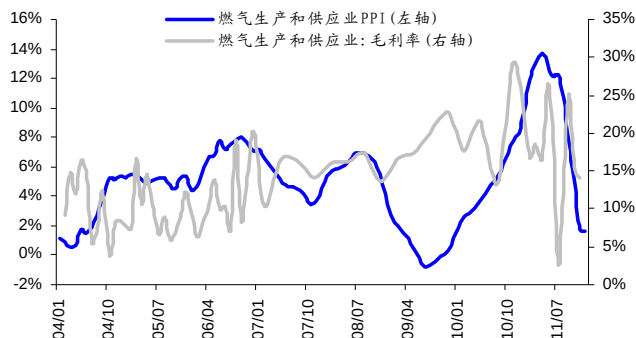
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 18 电力、热力行业价差与毛利率



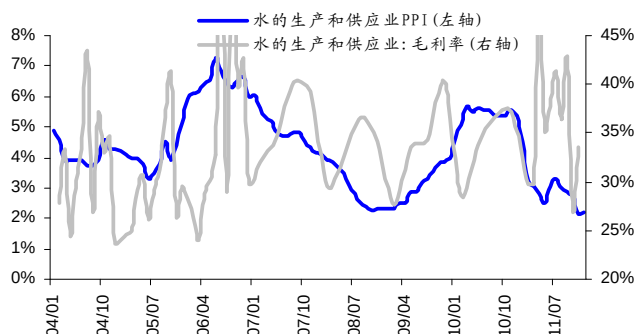
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 19 燃气业价差与毛利率



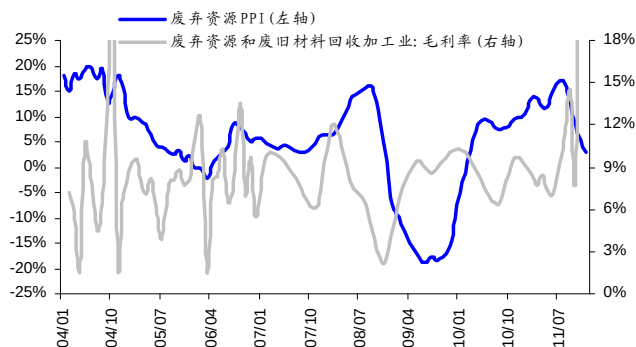
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 20 水生产供应业价差与毛利率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 21 废弃资源业价差与毛利率



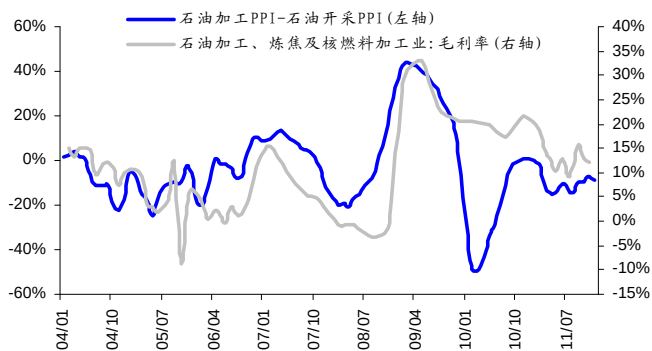
资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 原材料工业

原材料工业细分行业价差指标与毛利率趋势相关度均比较高，整体回落压力仍在。

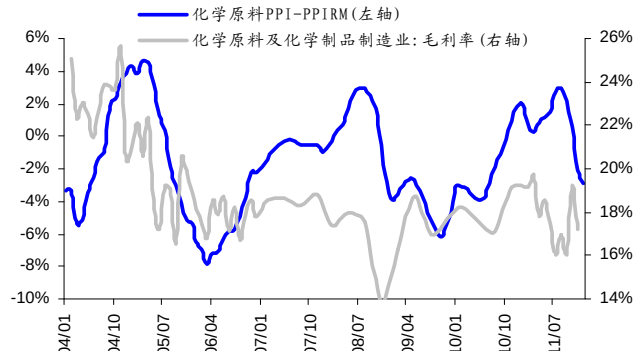
细分行业价差指标和毛利的趋势显示：石油化工、有色冶炼、化学原料毛利率 11 月如期回落，压力仍在；钢铁冶炼、非金属矿物制品毛利率 11 月反弹，有回落压力；金属制品毛利率如期反弹，有继续改善动力。

图 22 石油加工价差与毛利率



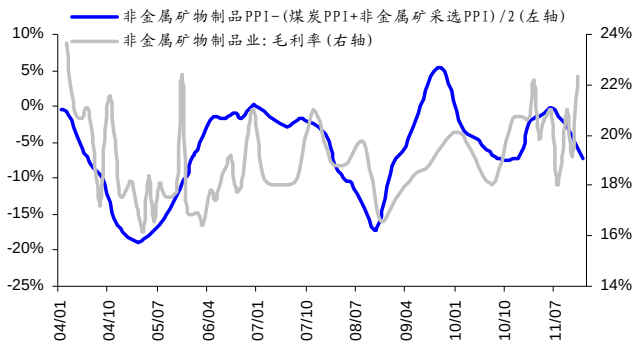
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 23 化学原料价差与毛利率



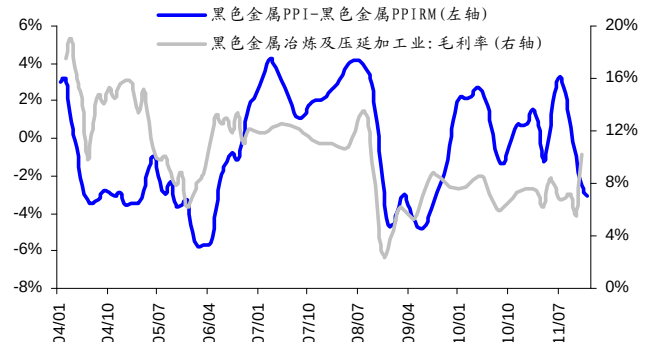
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 24 非金属矿物制品价差与毛利率



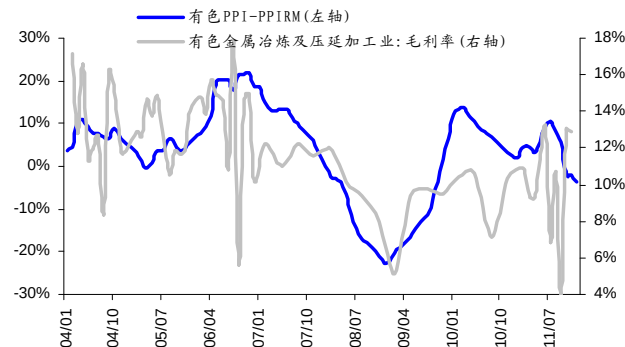
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 25 黑色金属冶炼业价差与毛利率



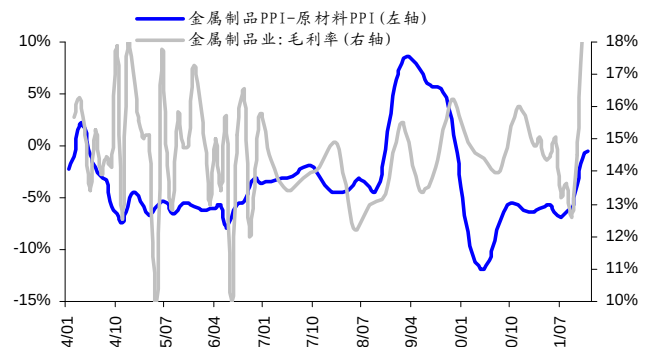
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 26 有色金属冶炼业价差与毛利率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 27 金属制品价差与毛利率



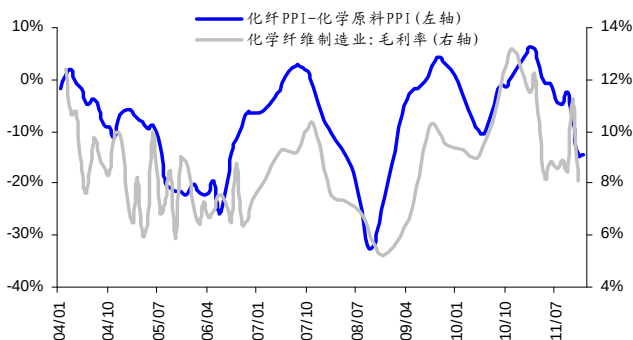
资料来源：Wind，海通证券研究所

2.3 加工工业

加工工业细分行业价差指标与毛利率趋势相关度总体比较高。

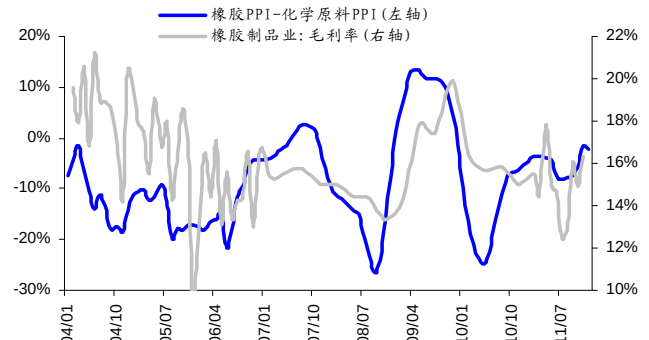
细分行业价差指标和毛利的趋势显示：塑料、橡胶、通用设备、专用设备、交运设备、电气设备、通信设备毛利率 11 月反弹，趋势上看虽然动力仍在，但大多行业毛利率已至 2009 年来高点，望回归正常区间的较高位；仪器仪表毛利率 11 月回落，有改善动力；化纤毛利率 11 月继续回落，仍有压力。

图 28 化纤价差与毛利率



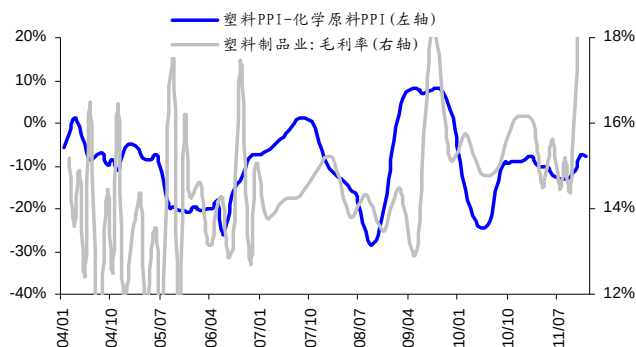
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 29 橡胶价差与毛利率



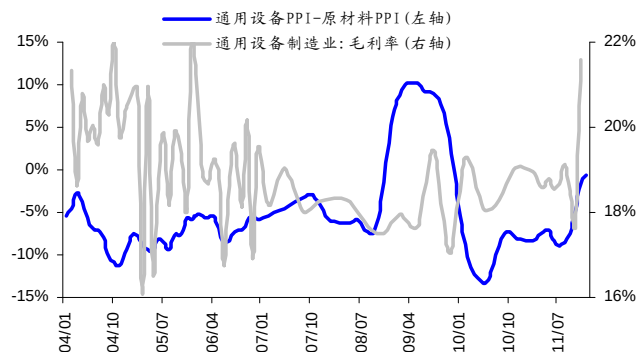
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 30 塑料业价差与毛利率



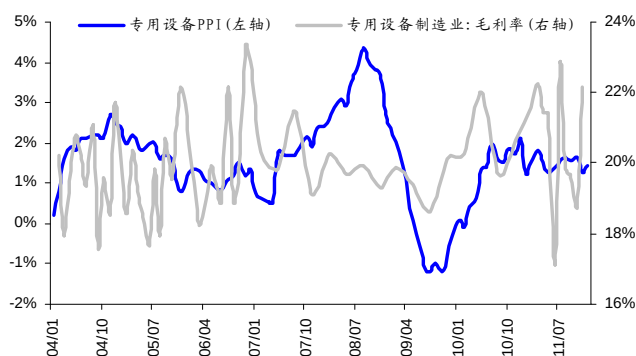
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 31 通用设备价差与毛利率



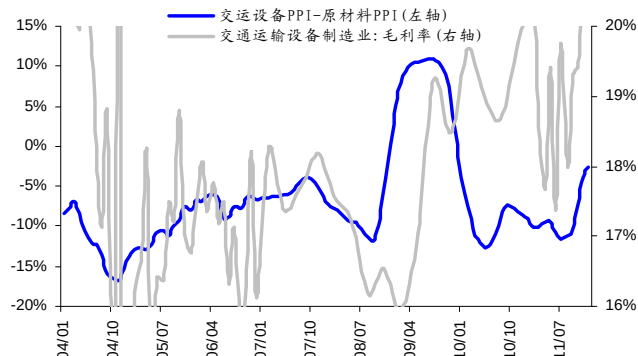
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 32 专用设备价差与毛利率



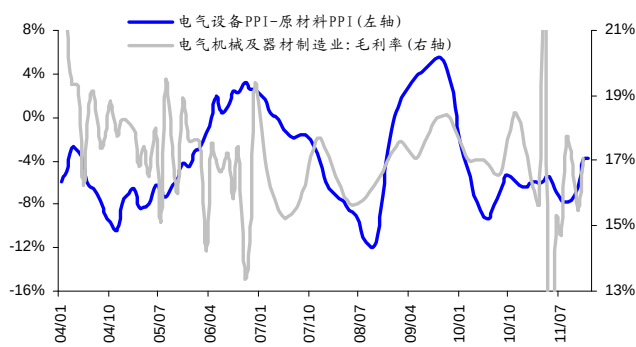
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 33 交运设备价差与毛利率



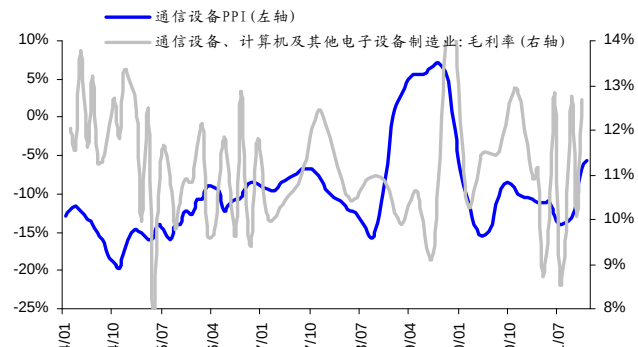
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 34 电气设备价差与毛利率



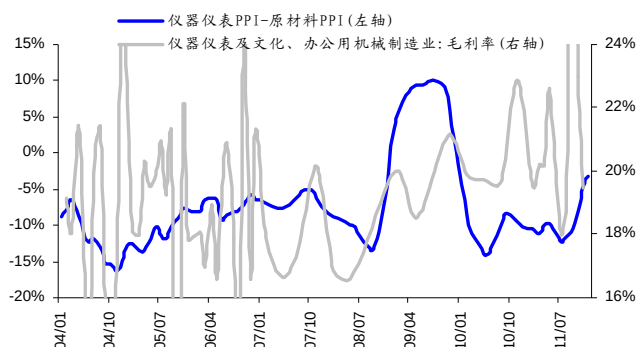
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 35 通信设备价差与毛利率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 36 仪器仪表价差与毛利率



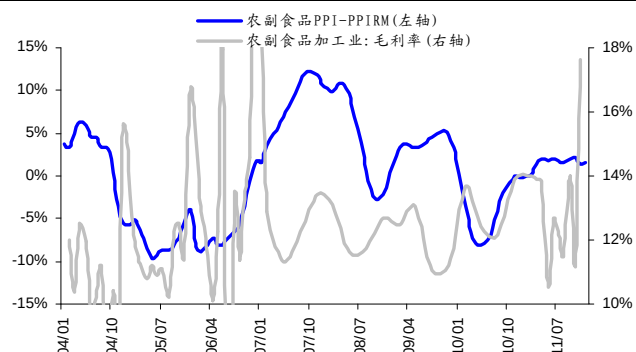
资料来源：Wind，海通证券研究所

2.4 生活资料制造业

生活资料制造业细分行业价差指标与毛利率趋势相关度总体比较差，原因是下游行业的成本因素比较多，很难找到较好的价差指标度量毛利率。

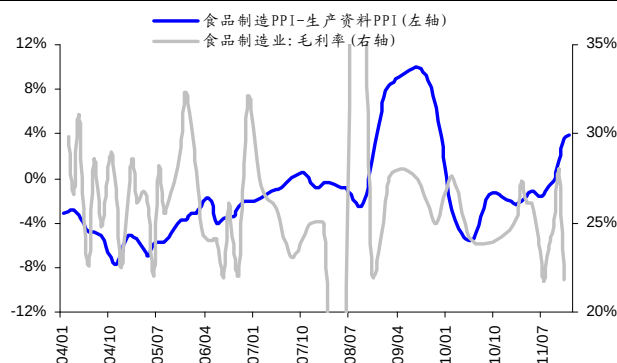
从毛利率趋势看，**饮料制造、造纸、服装制造、家具**毛利率 11 月明显反弹，价差指标显示有继续改善动力；**农副食品加工、纺织**毛利率 11 月明显反弹，价差指标显示有回落压力；**食品制造、医药制造**毛利率 11 月回落，压力仍在。

图 37 农副食品加工业价差与毛利率



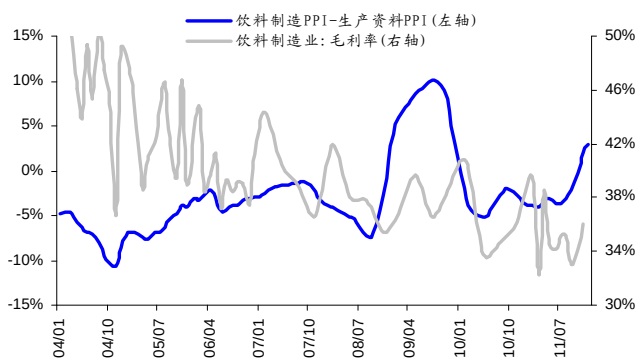
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 38 食品制造业价差与毛利率



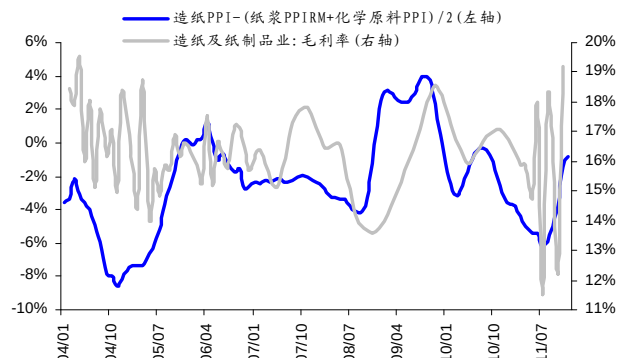
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 39 饮料制造业价差与毛利率



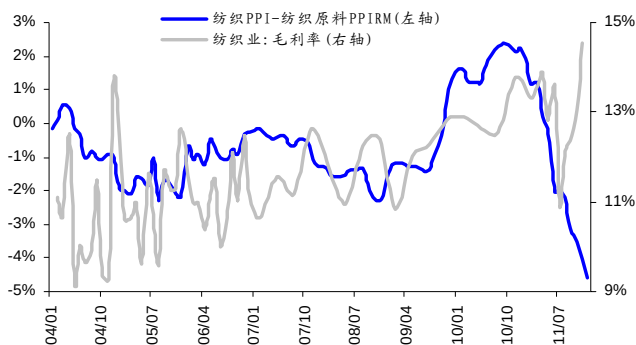
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 40 造纸价差与毛利率



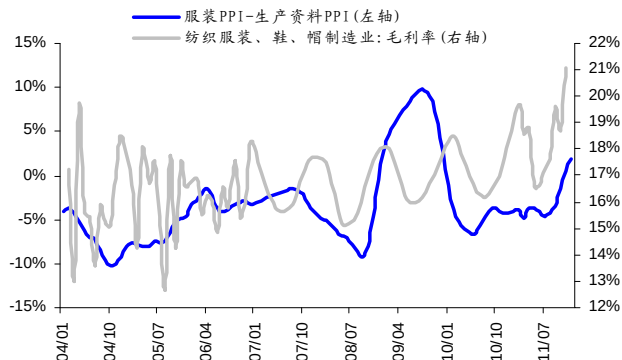
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 41 纺织业价差与毛利率



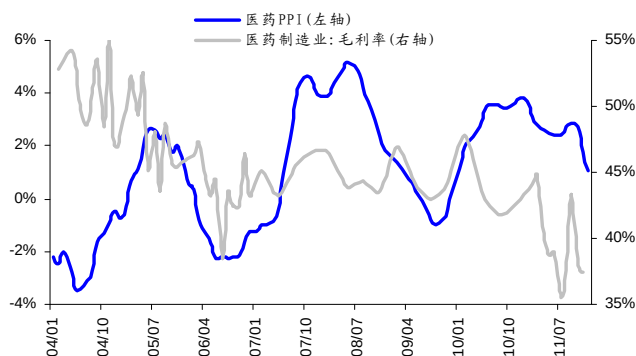
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 42 服装价差与毛利率



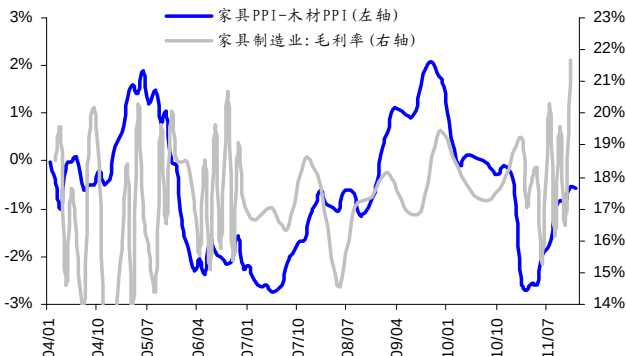
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 43 医药价差与毛利率



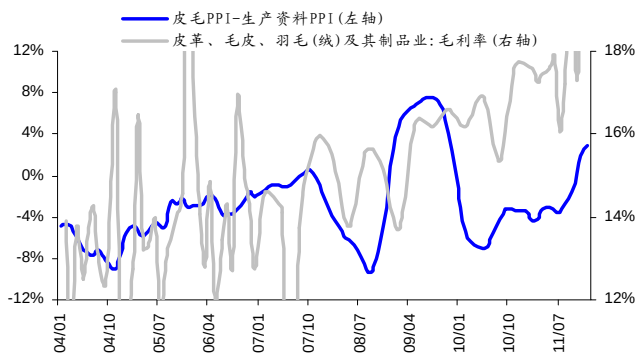
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 44 家具制造业价差与毛利率



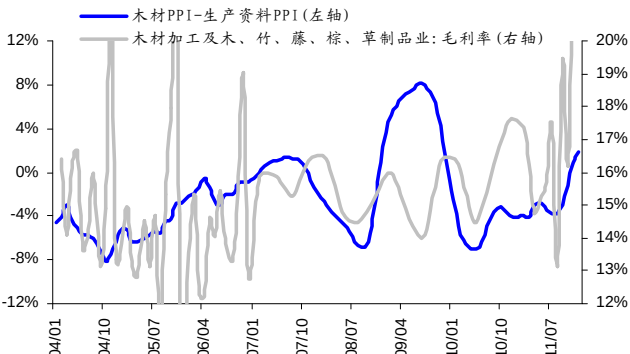
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 45 皮革制品价差与毛利率



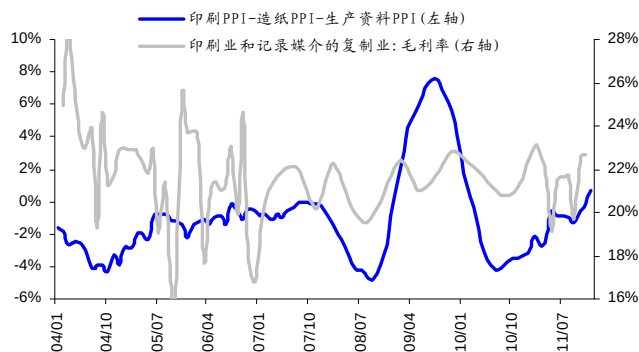
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 46 木材加工业价差与毛利率



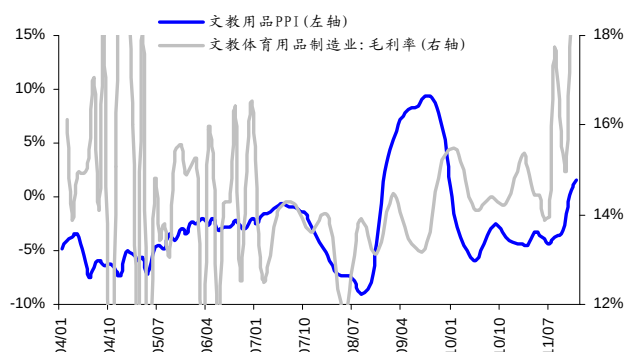
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 47 印刷业价差与毛利率



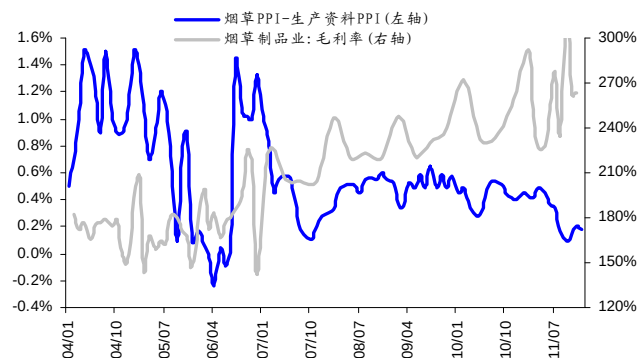
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 48 文教用品制造业价差与毛利率



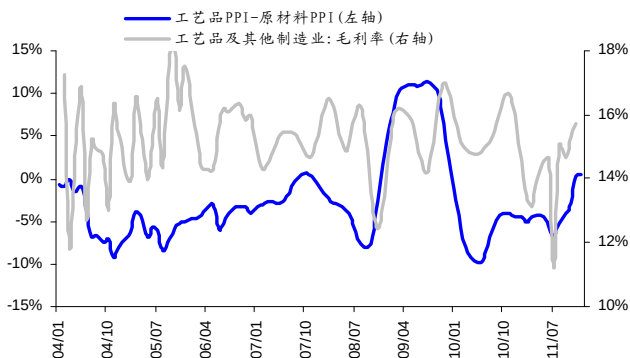
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 49 烟草业价差与毛利率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 50 工艺品价差与毛利率



资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 结论

继续警惕 PPI 回落对盈利的冲击。11 月工业企业利润增速由 10 月的 25.3%继续回落到 24.4%，符合预期。随着房地产投资增速、PPI 回落的趋势延续，工业企业利润增速回落趋势望继续，其中上游行业毛利率回落压力较大。

PPI 价差跟踪大类行业毛利率：上游回落、下游改善的趋势延续。采掘业毛利率持平于 29.4%，处于 2009 年来 27 - 33%的中等水平，价差指标显示仍有回落压力。**原材料工业**毛利率反弹至 13.1%，处于 2009 年来 10.1 - 13.1%的最高水平，价差指标显示望回落。**加工工业**毛利率反弹至 15.1%，处于 2009 年来 13.0 - 15.1%的最高水平，价差指标显示望保持较高水平。**生活制造业**毛利率继续反弹至 17.8%，处于 2009 年来 16.7 - 18.6%的偏高水平，价差指标显示仍有改善动力。

毛利率反弹且动力仍在的行业是：金属制品、塑料、橡胶、通用设备、专用设备、交运设备、电气设备、通信设备、饮料制造、造纸、服装制造、家具。

毛利率回落但有反弹动力的行业是：仪器仪表。

毛利率反弹后回落压力的行业是：煤炭采选、钢铁采选、非金属矿采选业、钢铁冶炼、非金属矿物制品、农副食品加工、纺织。

毛利率持续回落压力的行业是：石油天然气开采、有色采选、电热力燃气、石油化工、有色冶炼、化学原料、化纤、食品制造、医药制造。

附录 1. 研究体系

PPI 价差指标跟踪行业毛利率变动趋势。毛利率本质上取决于产成品与原材料的价差，工业的利润数据和价格指数比较齐全，可以做跟踪分析。PPIRM 和 PPI 各行业，就是一个上下游的产业链条，上游的价格可以视为下游的成本，行业毛利率对应上下游价差。由于行业 PPI 数据为每月 12 - 16 日左右公布，而工业企业细分行业效益数据公布日为次月 13 日，滞后近 1 个月，监测价差指标有利于我们提前动态跟踪工业企业各行业毛利率变动趋势。（详见《PPI 价差监测毛利率：中上游恶化，下游相对较优》2011/5/27）

表 1 各行业监测毛利率的价差指标

行业	监测毛利率的价差指标
煤炭开采和洗选业	煤炭 PPI
石油和天然气开采业	石油天然气 PPI
黑色金属矿采选业	黑色金属采选 PPI
有色金属矿采选业	有色金属采选 PPI
非金属矿采选业	非金属矿采选 PPI
其他采矿业	其他采矿业 PPI
农副食品加工业	农副食品 PPI-农副食品 PPIRM
食品制造业	食品制造 PPI-生产资料 PPI
饮料制造业	饮料制造 PPI-生产资料 PPI
烟草制品业	烟草 PPI-生产资料 PPI
纺织业	纺织 PPI-纺织原料 PPIRM
纺织服装、鞋、帽制造业	服装 PPI-生产资料 PPI
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	皮毛 PPI-生产资料 PPI
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	木材 PPI-生产资料 PPI
家具制造业	家具 PPI-木材 PPI
造纸及纸制品业	造纸 PPI-(纸浆 PPIRM+化学原料 PPI)/2
印刷业和记录媒介的复制	印刷 PPI-造纸 PPI
文教体育用品制造业	文教用品 PPI-生产资料 PPI
石油加工、炼焦及核燃料加工业	石油加工 PPI-石油开采 PPI
化学原料及化学制品制造业	化学原料 PPI-PPIRM
医药制造业	医药 PPI
化学纤维制造业	化纤 PPI-化学原料 PPI
橡胶制品业	橡胶 PPI-化学原料 PPI
塑料制品业	塑料 PPI-化学原料 PPI
非金属矿物制品业	非金属矿物制品 PPI-(煤炭 PPI+非金属矿采选 PPI)/2
黑色金属冶炼及压延加工业	黑色金属 PPI-黑色金属 PPIRM
有色金属冶炼及压延加工业	有色 PPI-有色 PPIRM
金属制品业	金属制品 PPI-原材料 PPI
通用设备制造业	通用设备 PPI
专用设备制造业	专用设备 PPI-原材料 PPI
交通运输设备制造业	交运设备 PPI-原材料 PPI
电气机械及器材制造业	电气设备 PPI-原材料 PPI
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	通信设备 PPI-原材料 PPI
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	仪器仪表 PPI-原材料 PPI
工艺品及其他制造业	工艺品 PPI-原材料 PPI
废弃资源和废旧材料回收加工业	废弃资源 PPI
电力、热力的生产和供应业	电力热力 PPI-煤炭 PPI
燃气生产和供应业	燃气生产和供应业 PPI
水的生产和供应业	水的生产和供应业 PPI

资料来源：Wind，海通证券研究所

附录 2. 行业比较产品系列

1、《行业比较数据月历》：罗列本月各重要宏观、行业数据具体公布日期，每月第一个工作日推出；

2、《PMI 指标监测景气》：从 PMI 指标入手，跟踪分析 20 个制造业景气变化，每月 3 日左右推出；

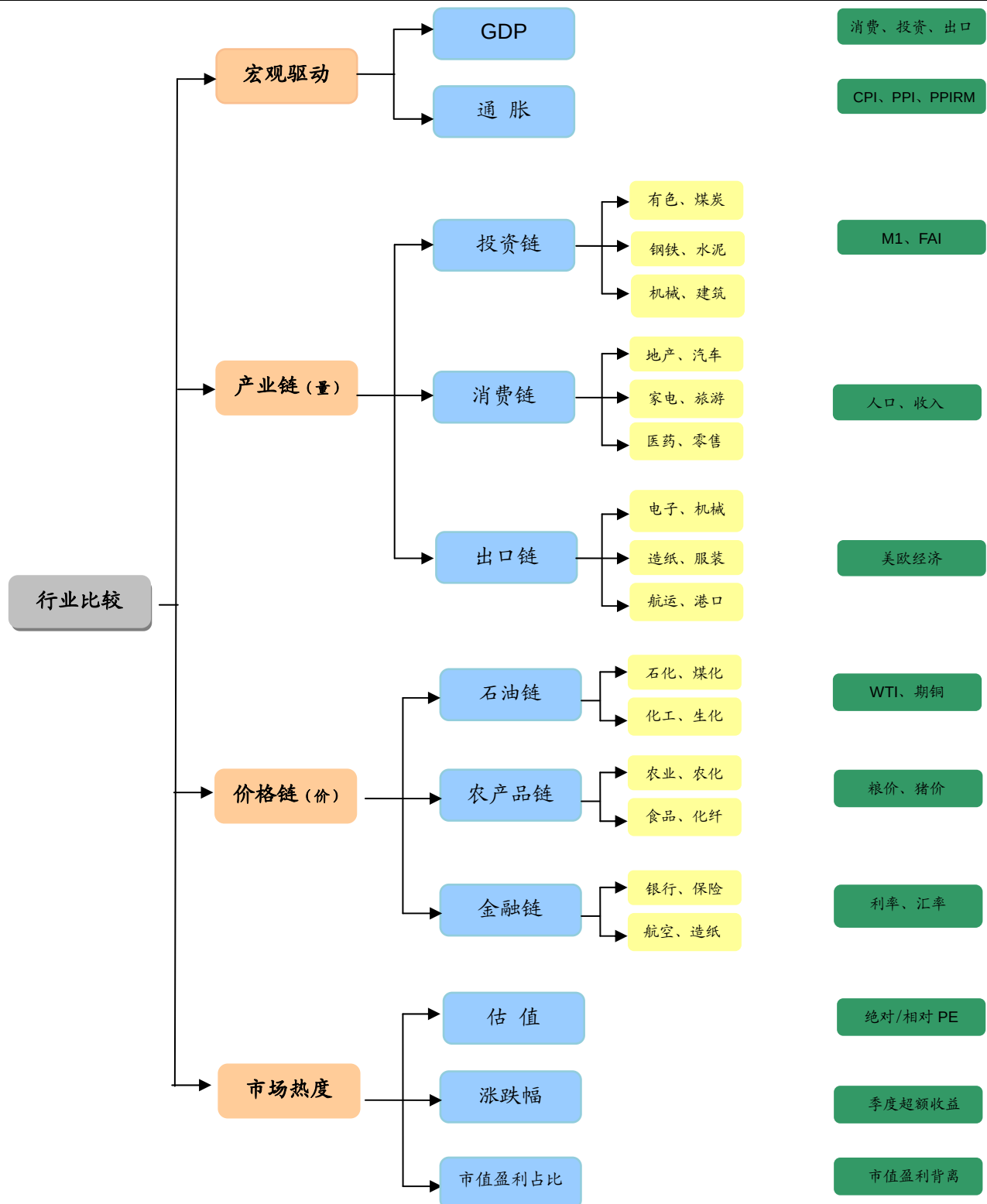
3、《PPI 价差监测毛利率》：从 PPI 指标入手，跟踪分析 39 个工业行业盈利变化，每月 15 日左右推出；

4、《行业比较数据月报》（Excel 版）：分为投资链、消费链、出口链、石油链、农产品链、金融链 6 个子文件，从不同的主线和视角出发，梳理各行业的核心变量，以跟踪行业的景气和盈利变化，每月 15 日左右推出；

5、《月度行业比较》（PDF 版）：以行业比较数据月报为主体，兼顾 PMI 指标监测景气、PPI 价差监测毛利率结论，总结行业景气、盈利变化，每月 15 日左右推出；

6、《行业比较季度策略报告》：从宏观面找驱动、产业链看景气、价格链观毛利、市场面测热度四个角度展开分析，选择基本面向好且市场还未完全反映的行业，每季初推出。

图 51 行业比较框架体系



资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师声明

海通策略研究团队 荀玉根

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。