

吴峰

证书编号: S0190209090154

张忆东

证书编号: S0190207040090

策略研究员

021-3856 5957

wufeng@xyzq.com.cn

消费和中游工业品优先配置地位 不变

——兴业证券行业比较报告之工业量价分析篇

2010 年 9 月 14 日

报告关键点

跟踪各行业增加值变化, 寻找需求稳定或者向好的行业; 预测各行业未来一个季度的毛利变化趋势。

相关报告

《立足防御, 稳中求胜》

——20100430

《继续看好消费服务》——

20100604

《景气全面回落阶段, 立足估值安全》——20100707

《工业迅速转冷, 关注需求相对稳定的行业》——20100716

《寻找结构性亮点》——20100805

《消费品及工业品有望率先进入复苏周期》——20100811

《复苏趋势清晰》——20100903

投资要点

● 工业生产总体概况: 复苏在不断确认中

8 月宏观数据显示, 复苏在不断确认中, 目前仍然处于复苏初段。CPI 同比将逐月下行。9 月周数据已下行, 初估 9 月 CPI 低于 3.3%。PPI 环比降幅 7 月见底, 逐月收窄。工业已过谷底, 环比清晰回升, 逐月确认复苏。从环比看, 本次周期低谷在 6-7 月份, 数据将不断确认复苏。

● 增加值继续下滑行业数量减少, 消费制造业和上游工业品相对较优

受益于经济小复苏, 本期增加值回落行业数量减少。下游消费品下滑态势得到遏制; 设备制造为代表的中游工业品需求相对平稳; 中游原材料仍惯性下滑, 但造纸、橡胶等行业降幅已趋缓; 上游采掘业出现分化, 石油开采、黑色金属矿采选, 以及非金属矿采选等已筑底回升。

● 中下游行业毛利趋势四季度改善, 警惕成本端的扰动

假设 2010 年 9-11 月各行业 PPI 月度环比与 8 月环比持平, 以设备制造为代表的中游工业品行业毛利趋势将出现趋势性的回升; 消费品制造业毛利趋势平稳; 原材料行业中除石油化工产业链下的化纤、塑料、合成橡胶、石化等行业的毛利趋势改善, 其余行业毛利趋势开始走平筑底; 上游采掘业中, 除煤炭、非金属矿采选外, 其余行业将继续回落。

需要警惕成本端的扰动。量化宽松政策压制美元走势, 上游资源品价格偏高; 随着节能减排风暴愈演愈烈, 各地对钢铁、水泥行业采取限产、限电措施使得部分原材料价格出现反弹。若上游采掘以及中游原材料为代表的成本端涨幅超预期, 将对中游工业品以及消费制造业毛利趋势转好产生扰动, 即便如此, 考虑到制造业精细化的升级趋势以及消费品需求稳定的特点, 我们认为上述扰动值得忍受。

● 结论: 消费品和上游工业品优先配置地位不变

基于上述分析, 以食品饮料、医药等为代表的消费品制造业需求稳定且毛利趋势平稳, 以专用设备制造为代表的中游工业品行业需求相对稳定且毛利趋势在四季度有望形成向上拐点, 上述两大类盈利确定的行业优先配置的地位不变。

对于上游采掘及中游原材料行业, 需要关注各行业未来增加值的变动趋势, 在需求回升趋势确认之前, 即便毛利趋势出现改善, 盈利的不确定性仍将压制股价的表现。

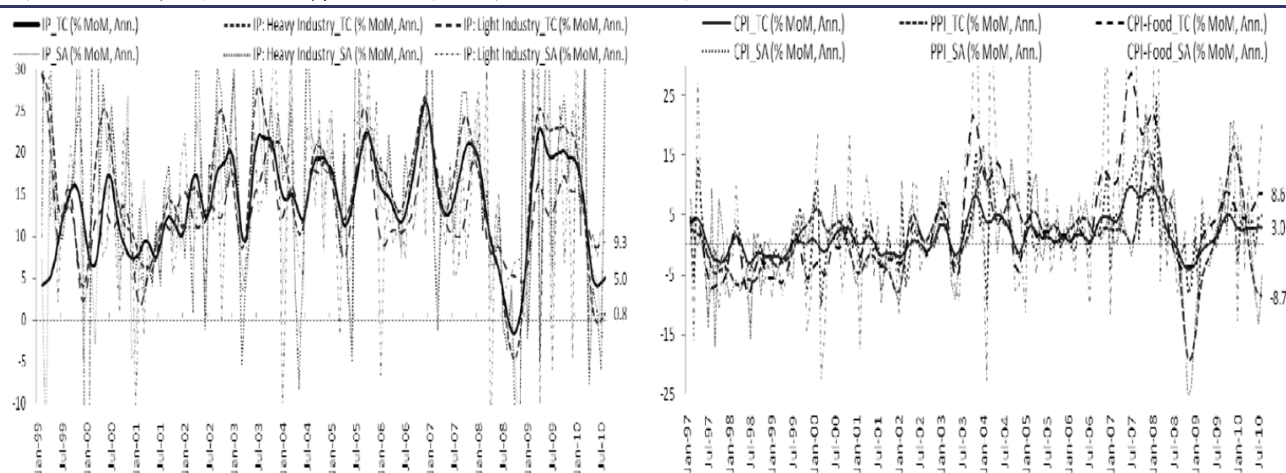
目 录

工业生产总体概况：复苏在不断确认中	- 3 -
工业各部门盈利变化趋势：消费制造和中游工业品增长确定	- 3 -
增加值继续下滑行业数量减少，消费制造业和上游工业品相对较优	- 3 -
中下游行业毛利趋势四季度改善，关注成本端的扰动	- 4 -
结论：消费品和上游工业品优先配置地位不变	- 6 -
附录：	- 7 -
行业毛利变化趋势指标说明	- 7 -
主要行业毛利变化趋势与实际毛利率比较	- 7 -
图 1：工业增加值环比趋势快速回落，价格指数触顶回落	- 3 -
图 2：行业增加值(3 个月移动平均)	- 3 -
图 3：行业增加值(3 个月移动平均)	- 3 -
图 4：行业增加值(3 个月移动平均)	- 4 -
图 5：行业增加值(3 个月移动平均)	- 4 -
图 6：行业增加值(3 个月移动平均)	- 4 -
图 7：行业增加值(3 个月移动平均)	- 4 -
图 8：行业增加值(3 个月移动平均)	- 4 -
图 9：行业增加值(3 个月移动平均)	- 4 -
图 10：上游行业毛利变化趋势(3 个月移动平均)	- 5 -
图 11：消费品行业毛利变化趋势(3 个月移动平均)	- 5 -
图 12：中游原材料行业毛利变化(3 个月移动平均)	- 5 -
图 13：中游原材料行业毛利变化(3 个月移动平均)	- 5 -
图 14：中游工业品行业毛利变化(3 个月移动平均)	- 6 -
图 15：中游工业品行业毛利变化(3 个月移动平均)	- 6 -
图 16：电力行业毛利变化趋势(3 个月移动平均)	- 6 -
图 17：石化行业毛利变化趋势(3 个月移动平均)	- 6 -
图 19：煤炭毛利率与毛利变化趋势	- 7 -
图 20：石油天然气毛利率与毛利变化趋势	- 7 -
图 21：黑色金属采矿毛利率与毛利变化趋势	- 8 -
图 22：有色金属采矿毛利率与毛利变化趋势	- 8 -
图 23：非金属采矿毛利率与毛利变化趋势	- 8 -
图 24：造纸毛利率与毛利变化趋势	- 8 -
图 25：化工毛利率与毛利变化趋势	- 8 -
图 26：化纤毛利率与毛利变化趋势	- 8 -
图 27：橡胶毛利率与毛利变化趋势	- 9 -
图 28：钢铁毛利率与毛利变化趋势	- 9 -
图 29：非金属矿制品毛利率与毛利变化趋势	- 9 -
图 30：有色冶炼毛利率与毛利变化趋势	- 9 -
图 31：电力毛利率与毛利变化趋势	- 9 -
图 32：石化毛利率与毛利变化趋势	- 9 -
图 33：电气机械毛利率与毛利变化趋势	- 10 -
图 34：交运设备毛利率与毛利变化趋势	- 10 -
图 35：医药毛利率与毛利变化趋势	- 10 -
图 36：纺织毛利率与毛利变化趋势	- 10 -

工业生产总体概况：复苏在不断确认中

8 月宏观数据显示，复苏在不断确认中，目前仍然处于复苏初段。CPI 与预期相同，同比将逐月下行。9 月周数据已下行，初估 9 月 CPI 低于 3.3%。PPI 环比降幅 7 月见底，逐月收窄。工业已过谷底，环比清晰回升，逐月确认复苏。从环比看，本次周期低谷在 6-7 月份，数据将不断确认复苏。（详见兴业宏观团队《复苏在不断确认中》）

图 1：工业增加值环比趋势快速回落，价格指数触顶回落



资料来源：兴业证券研发中心宏观团队

工业各部门盈利变化趋势：消费制造和中游工业品增长确定

增加值继续下滑行业数量减少，消费制造业和中游工业品相对较优

行业增加值增速可以反映行业产量增速的变化趋势，采用 3 个月移动平均值反映指标变化趋势可以剔除月度数据扰动。

受益于经济小复苏的展开，本期增加值回落行业数量减少。下游消费品制造下滑态势得到遏制；设备制造为代表的中游工业品需求相对平稳；中游原材料增加值 3 个月移动均值仍惯性下滑，但造纸、橡胶等行业降幅已趋缓；上游采掘业出现分化，石油开采、黑色金属矿采选，以及非金属矿采选等已筑底回升。

图 2：行业增加值(3 个月移动平均)

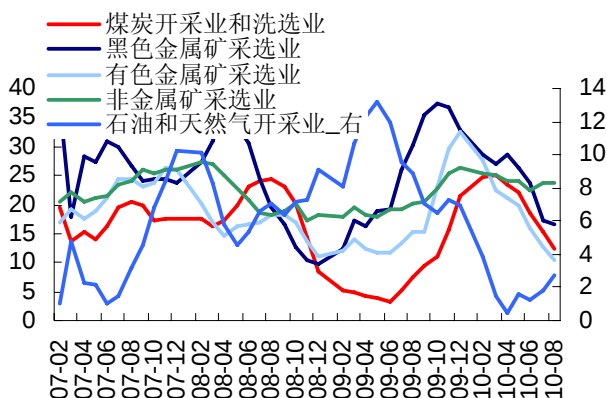
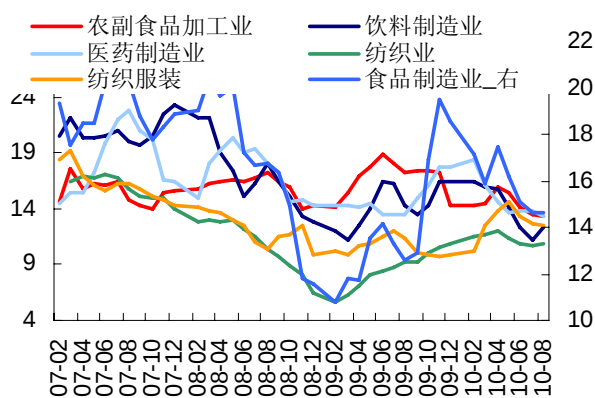
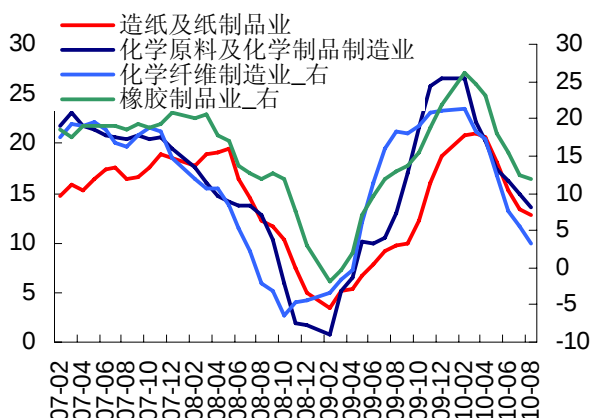


图 3：行业增加值(3 个月移动平均)



资料来源：兴业证券研发中心（更新至 2010 年 8 月）

图 4: 行业增加值(3 个月移动平均)



资料来源：兴业证券研发中心

图 5: 行业增加值(3 个月移动平均)

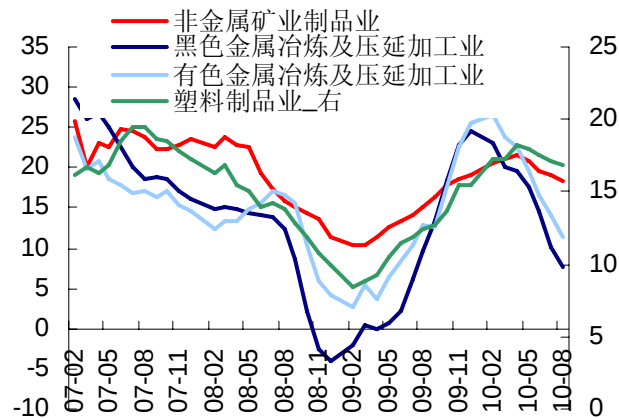
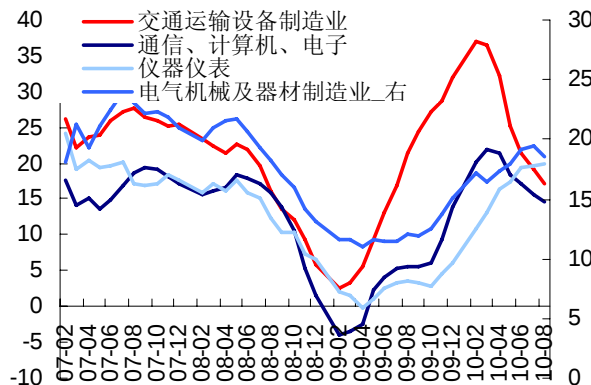


图 6: 行业增加值(3 个月移动平均)



资料来源：兴业证券研发中心

图 7: 行业增加值(3 个月移动平均)

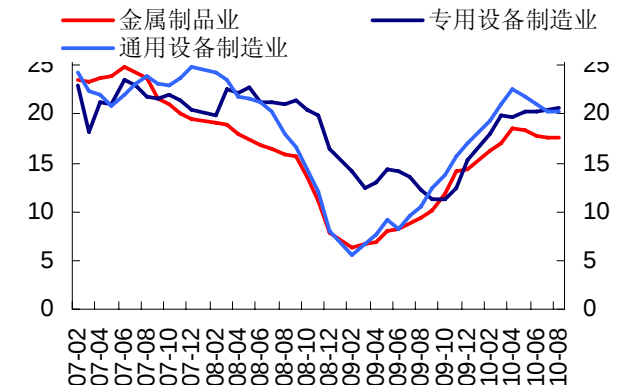
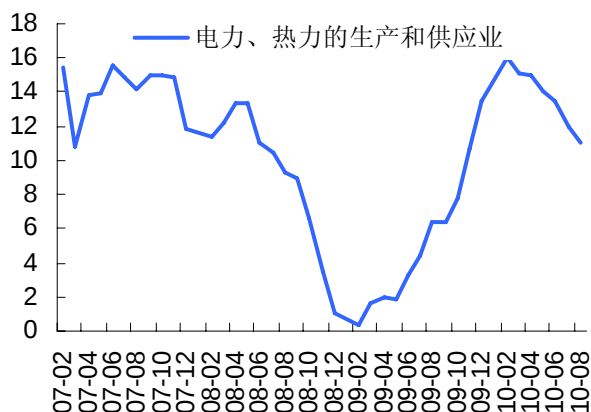
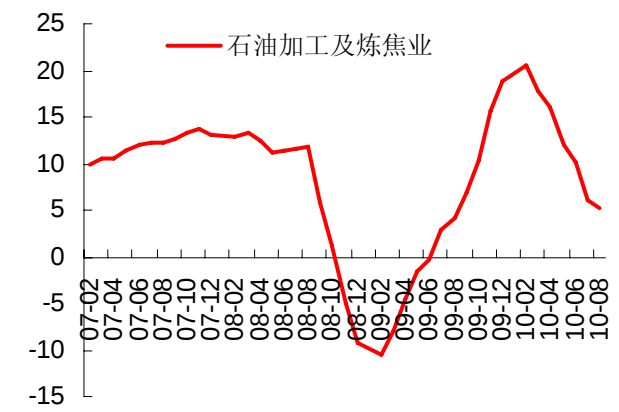


图 8: 行业增加值(3 个月移动平均)



资料来源：兴业证券研发中心

图 9: 行业增加值(3 个月移动平均)



中下游行业毛利趋势四季度改善，关注成本端的扰动

行业工业品出厂价格指数与上游行业工业品出厂价格指数（或行业原材料购进指

数) 差值可以反映毛利的变化趋势, 同样采用 3 个月移动平均值。各行业毛利趋势指标参见附录。本期开始, 我们在同步跟踪毛利趋势的基础上, 假设后面 3 个月行业 PPI 环比与最近一期的环比持平, 预测未来 3 个月各行业 PPI 值, 从而估算未来 3 个月的毛利变化趋势。

假设 2010 年 9-11 月各行业 PPI 月度环比与 8 月份环比持平 (图 10-图 17), 以设备制造为代表的中游工业品行业毛利趋势将出现趋势性的回升; 消费品制造行业毛利趋势平稳; 原材料行业中除石油化工产业链下的化纤、塑料、合成橡胶、石化等行业的毛利趋势改善, 其余行业毛利趋势开始走平筑底; 上游采掘业中, 除煤炭、非金属矿采选外, 其余行业将继续回落。

需要进一步关注成本端的扰动。量化宽松政策压制美元走势, 有色、煤炭等资源品价格至今仍未出现明显回落; 随着节能减排风暴愈演愈烈, 各地对钢铁、水泥行业采取限产、限电措施使得部分工业原材料价格出现反弹。若上游采掘以及中游原材料为代表的成本端涨幅超预期, 将对中游工业品以及消费制造业毛利趋势转好产生扰动, 即便如此, 考虑到制造业精细化的升级趋势以及消费品稳定增长的特点, 我们认为上述扰动值得忍受。

图 10: 上游行业毛利变化趋势(3 个月移动平均)

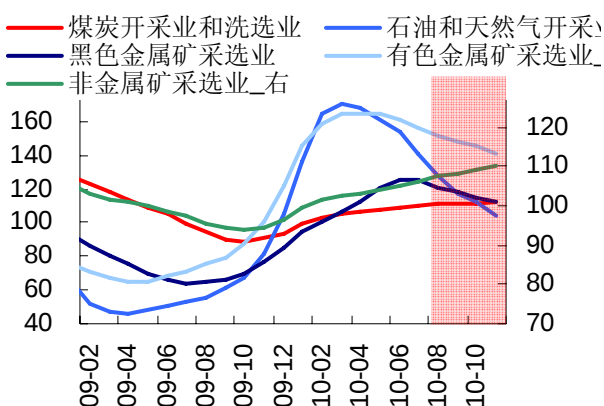
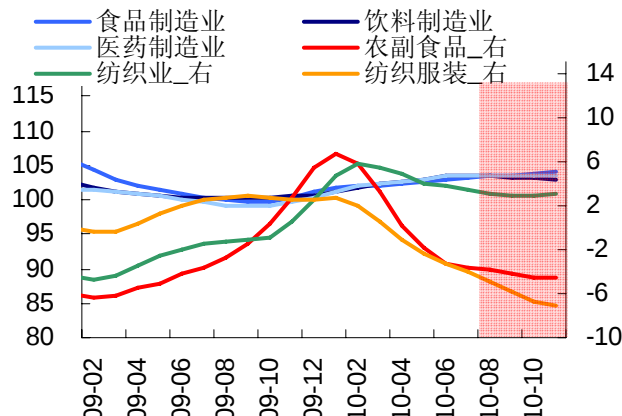


图 11: 消费品行业毛利变化趋势(3 个月移动平均)



资料来源: 兴业证券研发中心 (更新至 2010 年 11 月, 红色背景即 9-11 月份为预测值)

图 12: 中游原材料行业毛利变化(3 个月移动平均)

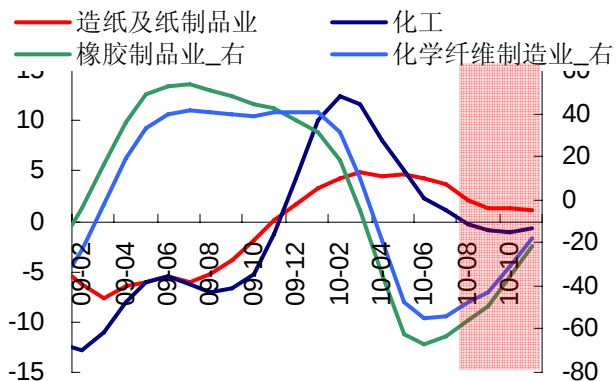
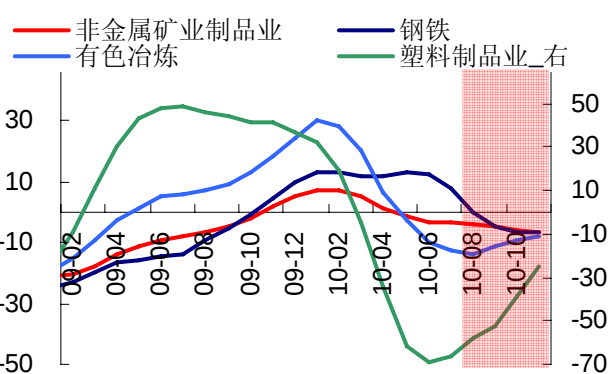


图 13: 中游原材料行业毛利变化(3 个月移动平均)



资料来源: 兴业证券研发中心 (更新至 2010 年 11 月, 其中 9-11 月份为预测值)

图 14: 中游工业品行业毛利变化(3 个月移动平均)

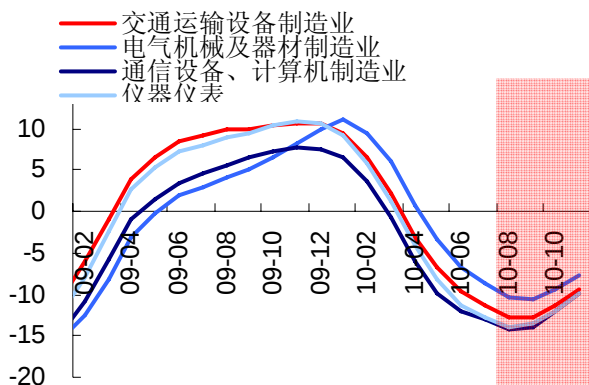
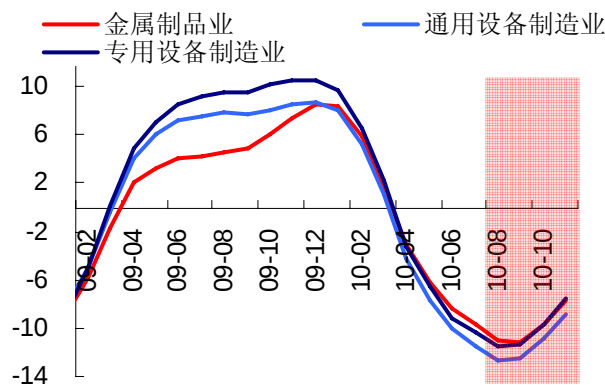


图 15: 中游工业品行业毛利变化(3 个月移动平均)



资料来源：兴业证券研发中心（更新至2010年11月，其中9-11月份为预测值）

图 16: 电力行业毛利变化趋势(3 个月移动平均)

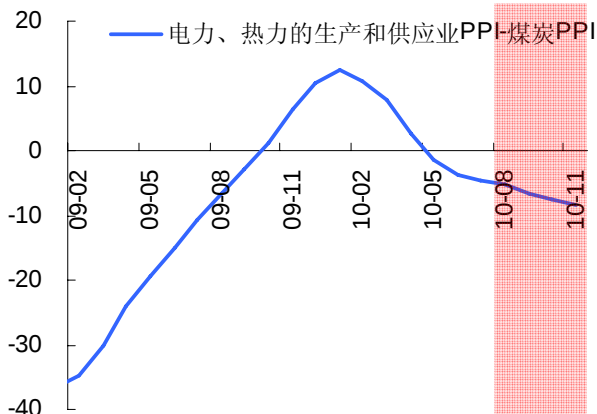
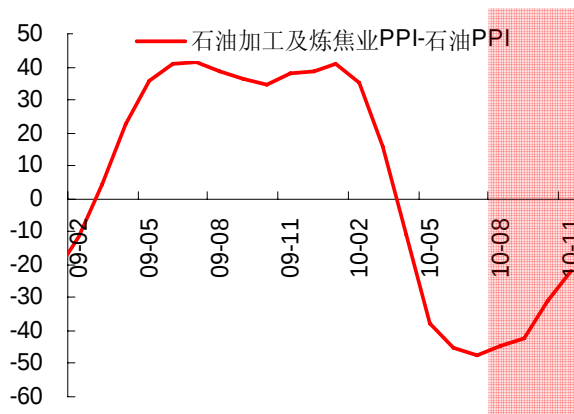


图 17: 石化行业毛利变化趋势(3 个月移动平均)



资料来源：兴业证券研发中心（更新至2010年11月，其中9-11月份为预测值）

结论：消费品和中游工业品优先配置地位不变

基于上述分析，以食品饮料、医药等为代表的消费品制造业需求稳定且毛利趋势平稳，以专用设备制造等为代表的中游工业品行业需求相对稳定且毛利趋势在四季度有望形成向上拐点，上述两大类盈利确定的行业优先配置的地位不变。

对于上游采掘及中游原材料行业，需要关注各行业未来增加值的变动趋势，在需求回升趋势确认之前，即便毛利趋势出现改善，盈利因素仍将制约其股价表现。

附录:

行业毛利变化趋势指标说明

表 1: 行业毛利变化趋势指标说明

行业名称	行业毛利趋势指标备注	行业名称	行业毛利趋势指标备注
煤炭开采业和洗选业	煤炭 PPI	医药制造业	医药 PPI
石油和天然气开采业	石油天然气 PPI	化学纤维制造业	化纤 PPI-3 个月前石油 PPI
黑色金属矿采选业	黑色金属采选 PPI	橡胶制品业	橡胶 PPI-3 个月前石油 PPI
有色金属矿采选业	有色采选 PPI	塑料制品业	塑料 PPI-3 个月前石油 PPI
非金属矿采选业	非金属矿采选 PPI	非金属矿业制品业	非金属制品 PPI- (3 个月前非金属矿采选 PPI+3 个月前煤炭 PPI)/2
农副食品加工业	农副 PPI-3 个月前农副 PPIRM	黑色金属冶炼及压延加工业	钢铁 PPI-3 个月前钢铁 PPIRM
食品制造业	食品制造 PPI	有色金属冶炼及压延加工业	有色 PPI-3 个月前有色 PPIRM
饮料制造业	饮料制造 PPI	金属制品业	金属制品 PPI-3 个月前原材料 PPI
纺织业	纺织 PPI-3 个月前纺织 PPIRM	通用设备制造业	通用设备 PPI-3 个月前原材料 PPI
纺织服装、鞋、帽制造业	服装 PPI-3 个月前纺织 PPI	专用设备制造业	专用设备 PPI-3 个月前原材料 PPI
电气机械及器材制造业	电气机械 PPI-3 个月前原材料 PPI	交通运输设备制造业	交运设备 PPI-3 个月前原材料 PPI
造纸及纸制品业	造纸 PPI-3 个月前纸浆 PPIRM	通信设备、计算机及其他电子设备	通信 PPI-3 个月前原材料 PPI
石油加工及炼焦业	石化 PPI-石油 PPI	仪器仪表及文化、办公用机械	仪器仪表 PPI-3 个月前原材料 PPI
化学原料及化学制品制造业	化工 PPI-3 个月前化工 PPIRM	电力、热力的生产和供应业	电力热力 PPI-煤炭 PPI

资料来源: 兴业证券研发中心

主要行业毛利变化趋势与实际毛利率比较

图 19: 煤炭毛利率与毛利变化趋势

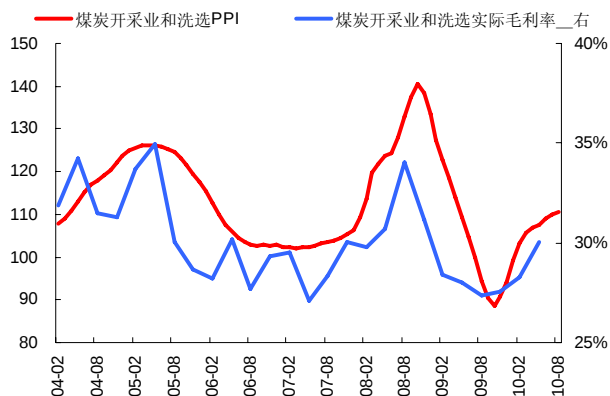
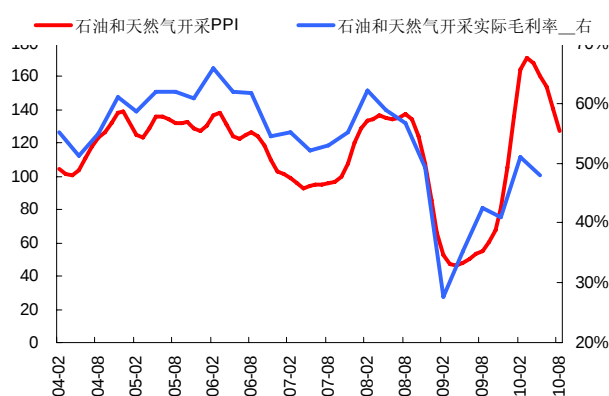


图 20: 石油天然气毛利率与毛利变化趋势



资料来源: 兴业证券研发中心 (更新至2010年8月)

图 21: 黑色金属采矿毛利率与毛利变化趋势

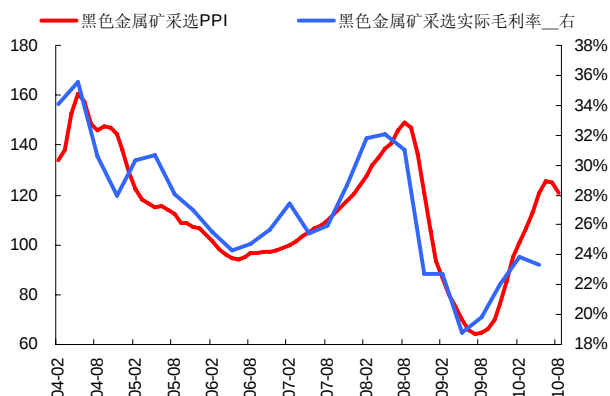
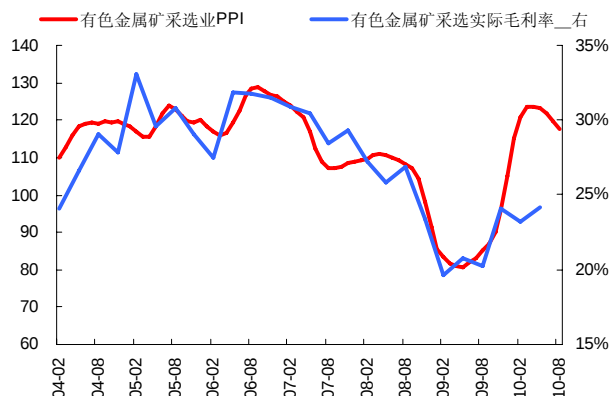


图 22: 有色金属采矿毛利率与毛利变化趋势



资料来源：兴业证券研发中心

图 23: 非金属采矿毛利率与毛利变化趋势

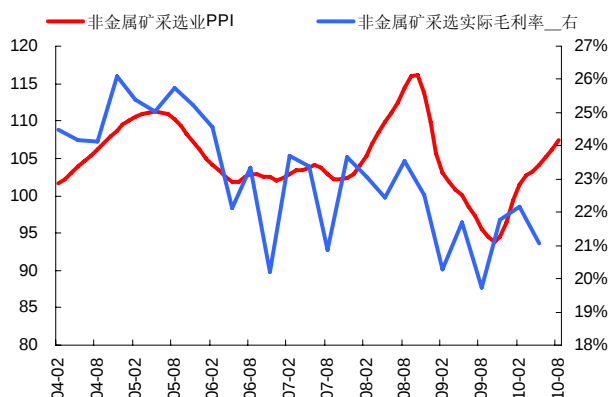
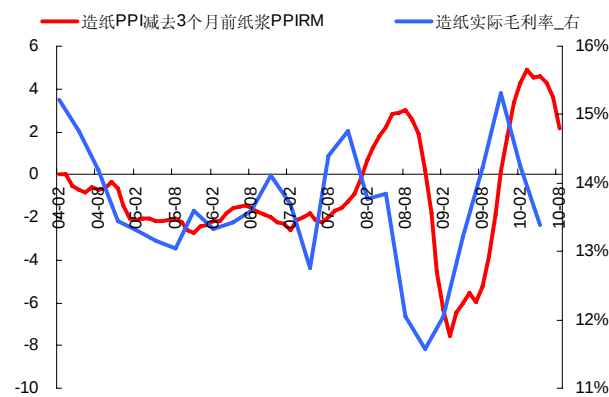


图 24: 造纸毛利率与毛利变化趋势



资料来源：兴业证券研发中心

图 25: 化工毛利率与毛利变化趋势

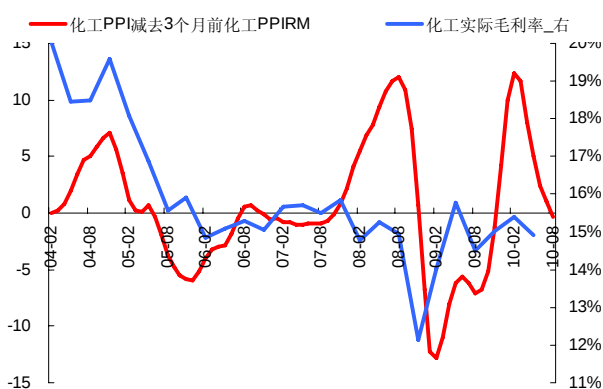
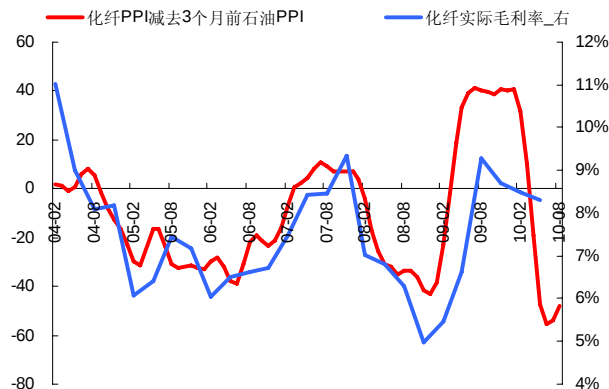


图 26: 化纤毛利率与毛利变化趋势



资料来源：兴业证券研发中心

图 27: 橡胶毛利率与毛利变化趋势

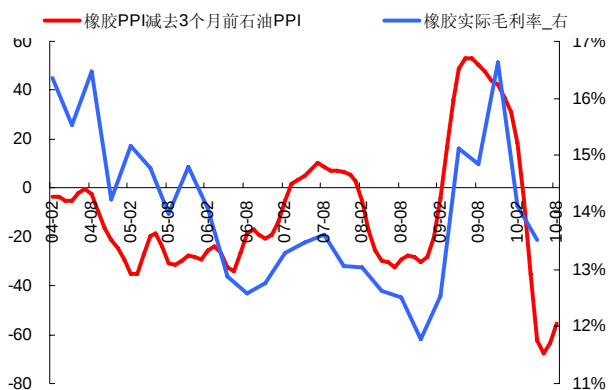
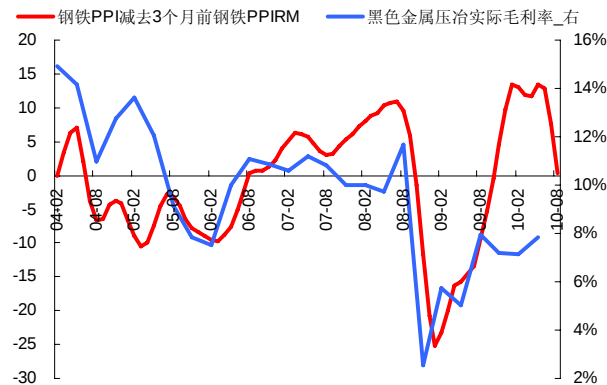


图 28: 钢铁毛利率与毛利变化趋势



资料来源：兴业证券研发中心

图 29: 非金属矿制品毛利率与毛利变化趋势

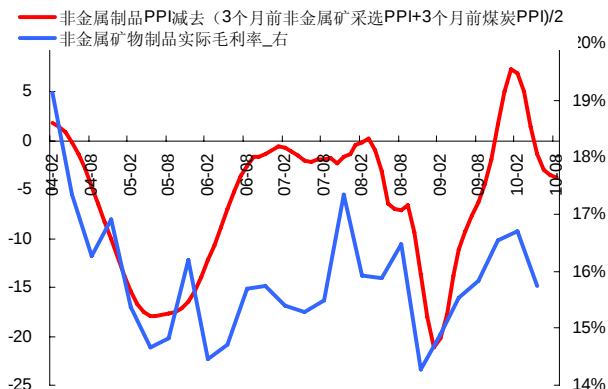
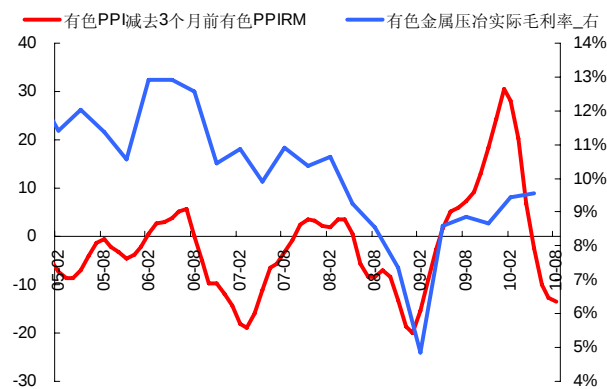


图 30: 有色冶炼毛利率与毛利变化趋势



资料来源：兴业证券研发中心

图 31: 电力毛利率与毛利变化趋势

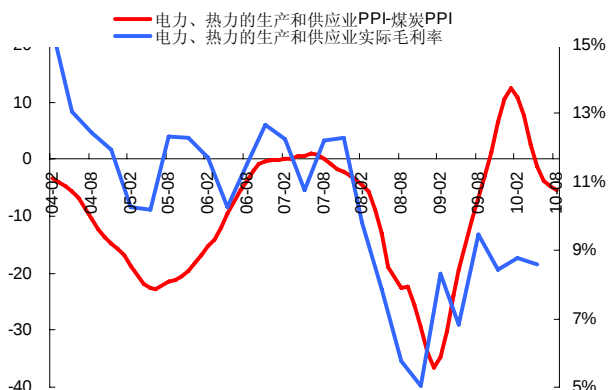
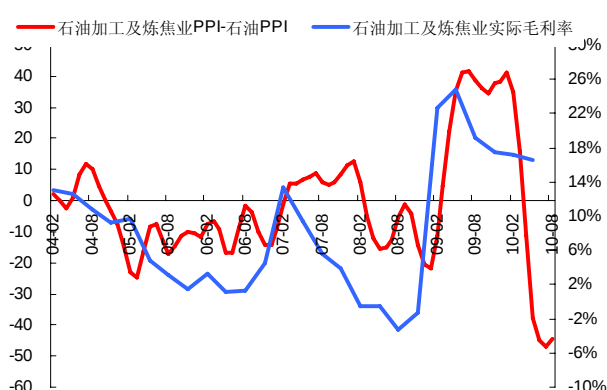
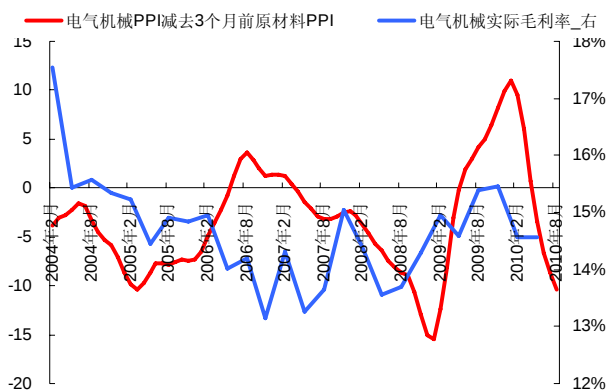


图 32: 石化毛利率与毛利变化趋势



资料来源：兴业证券研发中心

图 33: 电气机械毛利率与毛利变化趋势



资料来源：兴业证券研发中心

图 34: 交运设备毛利率与毛利变化趋势

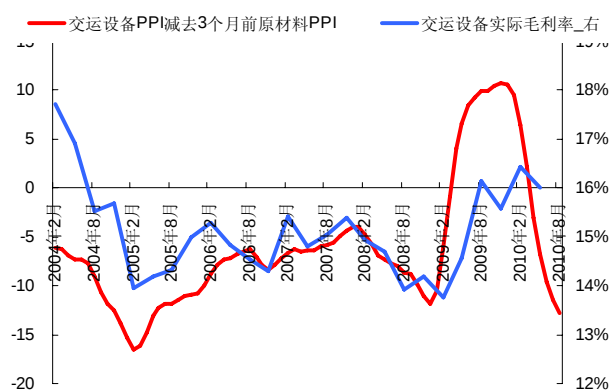
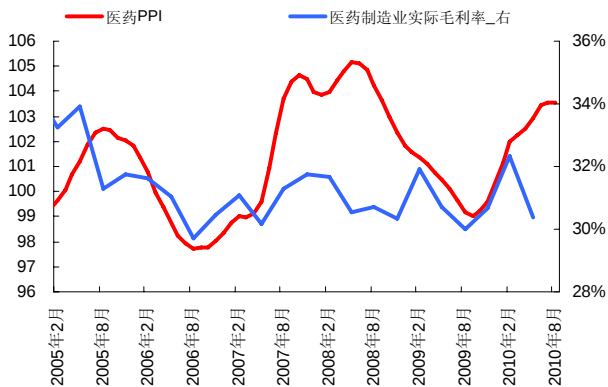
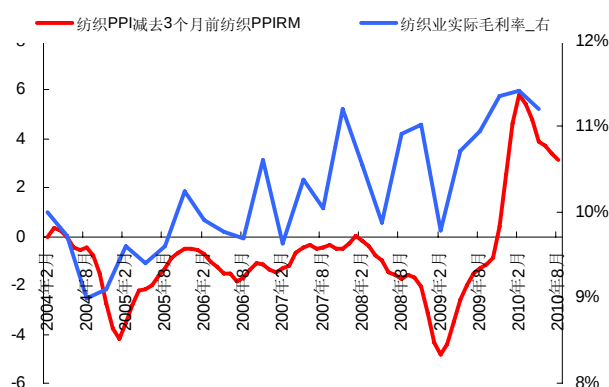


图 35: 医药毛利率与毛利变化趋势



资料来源：兴业证券研发中心

图 36: 纺织毛利率与毛利变化趋势



投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列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。