

穿好棉衣过“暖冬”

——2011年11月行业比较月报

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2011年11月16日

联系人

谢晓冬

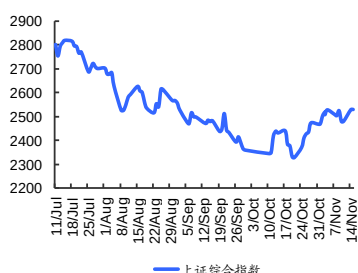
SAC NO: S1150110080003

022-28451849

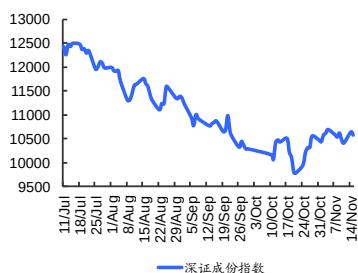
actionfish@live.cn

投资要点：

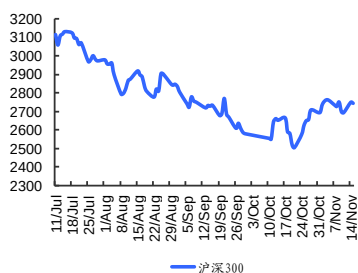
- 从目前工业企业营收状况、消费、出口、PMI等一系列仍处于“亚健康”的身体指标来看，经济仍处于缓慢下滑的趋势之中在目前看是没有任何疑问的。因此我们在行业比较的选择配置上仍本着稳定增长的原则，采取较为谨慎的投资策略。
- 根据9月份工业企业经营情况和10月份工业增加值和PPI，我们从中选取了10个经营现状或趋势较好的行业：（1）采掘业：“煤炭开采和洗选业”；（2）上游制造业：“燃气生产和供应业”；（3）中游制造业：“仪器仪表及文化、办公用机械制造业”、“橡胶制品业”、“专用设备制造业”；（4）下游制造业：“文教体育用品制造业”、“家具制造业”、“饮料制造业”、“皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业”、“印刷业和记录媒介的复制”。
- 本期我们关注两个发展较为确定的子行业：（1）仪器仪表及文化、办公用机械制造业——智能计量仪表行业。智能计量仪表包括智能水表、热量表、燃气表、电表等，在“十二五”期间国家大力倡导物联网建设和节能减排的主题下，从新安装和旧表换新两方面考虑，未来智能仪表有望获得稳定增长的空间。以智能水表和智能热力表为例，未来五年智能水表的增速将达到每年20%以上，到“十二五”末预计智能水表市场占有率将达到30%；而由于国家对热力收费标准陆续由原先的“按面积收费”改为“按计量收费”，预计未来五年智能热力表将达到每年30%以上的增长速度。此外，智能燃气表和智能电表同理可期。智能仪表子行业中的代表公司为新天科技（300259）和三川股份（300066），以及我们TMT小组之前提到的，与之相关的电子设备供应商如东软载波（300183）、福星晓程（300139）等也值得我们进一步跟踪。（2）与煤炭相关的专用设备制造业。煤炭作为我国的基础能源，从煤炭上衍生出来的子行业非常多，包括采掘设备、煤化工设备、脱硫脱销等洁净煤技术相关设备等等。我们可以关注“十二五”期间，受益于煤炭行业淘汰落后产能和采煤机械化进程加速的郑煤机（601717），以及受益于新疆在“十二五”期间将建成国家大型煤化工基地的张化机（002564）。



— 上证综合指数



— 深证成份指数



— 沪深300

相关研究报告

《在风雨前的宁静中保留一份冷静——2011年10月份行业比较月报》

《寻找水落而石出者——2011年9月份行业比较月报》

说明：从 2011 年 9 月份我们开始陆续推出《行业比较月报》，主要是希望通过对各行业生存状况的分析，对整体投资策略多提供一条“自上而下”的思考路径。主要工作有两个：（1）以行业数据作为依据，进而上升到对“产业链四个环节”生存状况层面的分析；（2）以行业数据作为依据，直接对生存状况良好和不佳的行业加以甄别。作为一个新报告，日后我们还将对报告中逻辑和结构不成熟不完善的地方加以修正和丰富。现对报告中所涉及的关键点和结构加以说明：

- （1） 报告为每个月 9 日以后发布，所涉及的工业增加值、PPI、固定资产投资数据均为上月最新数据，但由于工业企业经济效益数据为每月 27 日公布，存在滞后，因此相关数据姑且只能以上上个月数据为准。
- （2） 我们将 39 个工业大类从产业链的角度依次分为“采掘业——上游制造业——中游制造业——下游制造业”四个环节，具体划分结果参见下表。
- （3） 产业链层面的分析，我们通过工业企业经济效益数据，对盈利规模（主营业务收入、利润总额）和盈利能力（毛利率、主营业务收入利润率、费用水平）加以分析。
- （4） 行业层面的分析，我们需要对 36 个重要的大类工业加以筛选（我们从全部 39 个大类行业中剔除了几乎没有覆盖上市公司或占经济比重相当小的烟草制品业、工艺品及其他制造业、废弃资源和废旧材料回收加工业），从盈利规模（主营业务收入）和盈利能力（毛利率）两个角度取交集，再以工业增加值和 PPI 的分行业数据从量和价两个方面进行因素分析。
- （5） 最终在相关宏观经济背景下，结合以上分析给出当月行业比较的投资策略。

表：39 个大类行业在“产业链”上的分布

采掘业	上游制造业	中游制造业	下游制造业
1.煤炭开采和洗选业 2.石油和天然气开采业 3.黑色金属矿采选业 4.有色金属矿采选业 5.非金属矿采选业 6.其他采矿业	1.石油加工、炼焦及核燃料加工业 2.化学原料及化学制品制造业 3.非金属矿物制品业 4.黑色金属冶炼及压延加工业 5.有色金属冶炼及压延工业 6.金属制品业 7.电力、热力的生产和供应业 8.燃气生产和供应业 9.水的生产和供应业	1.化学纤维制造业 2.橡胶制品业 3.塑料制品业 4.通用设备制造业 5.专用设备制造业 6.交通运输设备制造业 7.电气机械及器材制造业 8.通信设备、计算机及其他电子设备制造业 9.仪器、仪表及文化、办公用机械制造业	1.农副食品加工业 2.食品制造业 3.饮料制造业 4.（烟草制品业） 5.纺织业 6.纺织服装、鞋、帽业 7.皮革、毛皮、羽绒及制品业 8.木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业 9.家具制造业 10.造纸及制品业 11.印刷业和记录媒介的复制 12.文教体育用品的制造业 13.医药制造业 14.（工艺品及其他制造业） 15.（废弃资源和废旧材料回收加工业）

资料来源：渤海证券研究所。注：加括号的行业没有进入到具体行业筛选

1. “工业产业链”层面

1.1 终端需求：依旧低迷

终端需求方面，（1）房地产，商品房面积 10 月份累计同比为 10.0%，增速下降 2.9 个百分点。地产调控累计效应正在逐渐放大，11 月 9 日温总理在讲话中谈到房地产市场调控绝不可以有丝毫动摇。今年以来北京二手房中介共关门店 1000 家左右，其中 10 月份关门 177 家。“金九银十”北京住宅销售量同比 2010 年同期下降 40%，相比 2009 年同期下降 60%。；（2）乘联会公布的乘用车销量方面，10 月份累计同比为 4.40%，增速下降 1.0 个百分点。在年底各商家对低端车销售力度加大的情况下，低端车和高端车市场依旧是冰火两重天；（3）社会消费品零售总额方面，10 月份累计同比为 17.2%，增速下降 0.5 个百分点，但剔除 CPI 的实际增速已连续三个月触底回升。

10 月份主要工业品产量依旧萎缩，包括发电量、钢材、有色金属和原油产量同比增速继续下降，分别较 9 月份下降 2.2、5.4、10.15 和 0.88 个百分点，乙烯略有好转但仍为负增长，水泥 10 月份产量同比增速略上升 0.8 个百分点。

图 1：商品房/汽车销售累计同比（%）

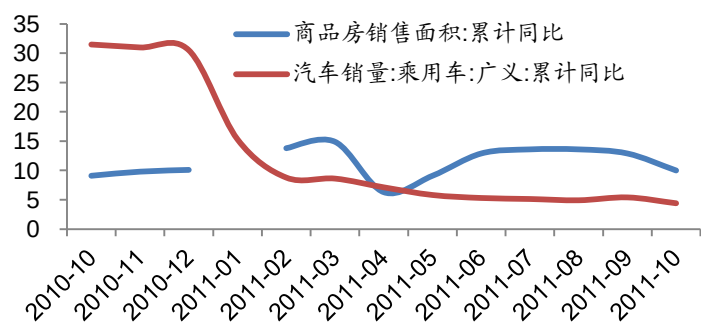
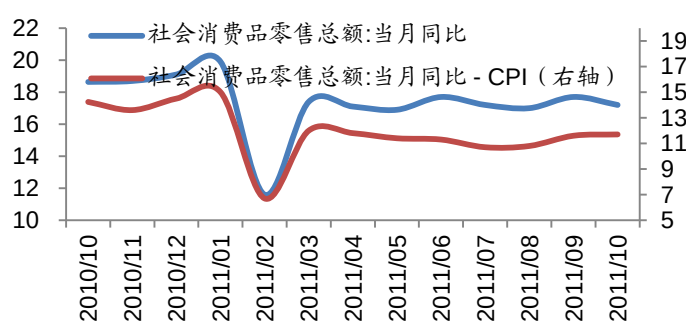


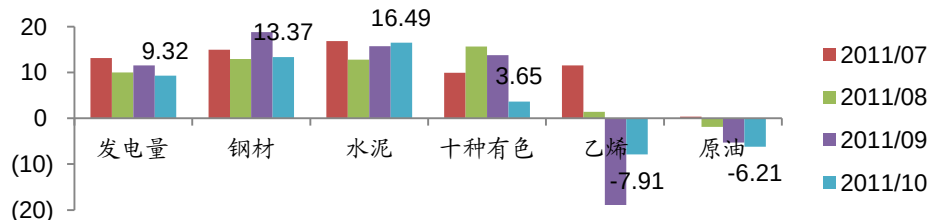
图 2：社会消费品零售总额当月同比（%）



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

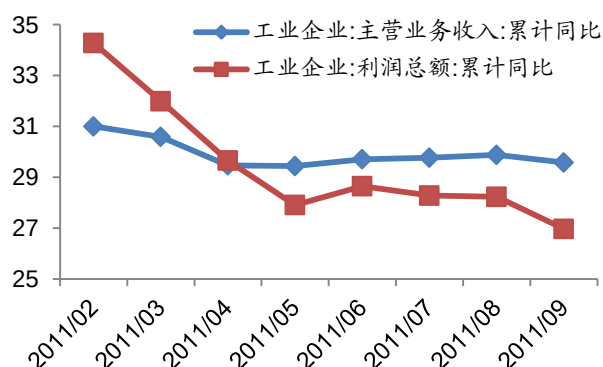
图 3：主要工业品产量当月同比（%）



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

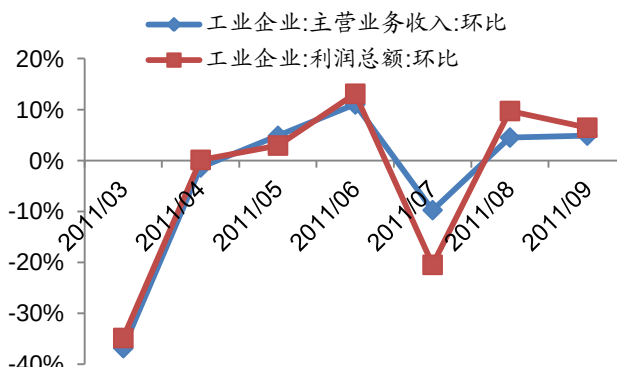
工业企业经济效益指标方面，1-9 月份工业企业主营业务收入和利润总额累计同比增速分别为 29.58%和 26.97%，较 1-8 月份数据相比下降 0.3 和 1.26 个百分点，收入变化不大，但利润有较大的下降。环比数据看也大体相同，9 月份主营业务收入和利润环比上升 4.9%和 6.4%，分别比 8 月份增速略提高 0.4 个百分点和下降 3.3 个百分点。而产成品库存和应收账款增速继续上升，1-9 月份工业企业产成品库存和应收账款净额分别累计同比增长 24.15%和 21.91%，相比上月数据增加 0.77 和 0.72 个百分点。

图 4: 1-9 月份工业企业营收利润累计同比(%)



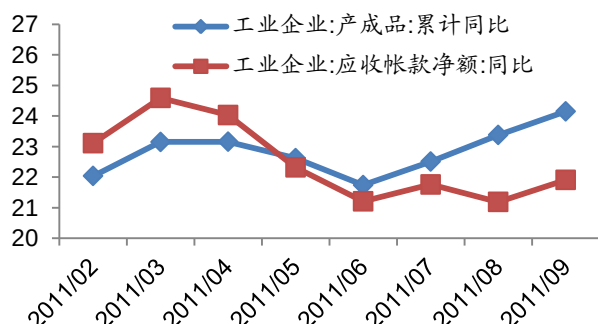
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 5: 9 月份工业企业营收利润环比(%)



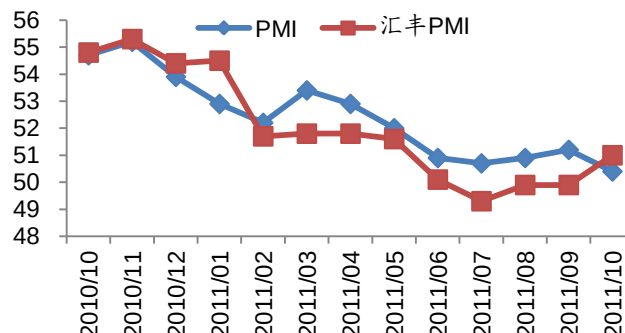
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 6: 1-9 月份工业企业产成品和应收账款净额



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 7: 中采 PMI 和汇丰 PMI



1.2 盈利规模: 再度回落的概率较大

具体工业产业链 9 月份的盈利规模情况, (1) 主营业务收入方面, 采掘业环比上升 5.5%, 上游制造业环比略微下降 0.4%, 中游制造业环比上升 10.2%, 下游制造业环比上升 6.3%。(2) 利润总额方面, 采掘业环比上升 1.8%, 上游制造业环比上升 8.4%, 中游制造业环比上升 7.7%, 下游制造业环比上升 6.8%。

10 月份 PMI 两个统计口径出现背离, 中采 PMI 下降 0.8 个百分点至 50.4, 而汇

丰 PMI 却触底回升 1.1 个百分点至 51.0, 我们判断这与中小企业有触底反弹的迹象相关。但另一方面, 10 月份工业增加值同比增加 13.2%, 增速下降 0.6 个百分点, 同时价格方面 PPI 同比增加 5.0%, 大幅回落 1.52 个百分点, 出现了量价齐跌的局面。加之终端需求、以及不景气的出口环境, 我们认为工业企业盈利回落将会是大势所趋。

图 8: 9 月份工业企业产业链主营业务收入规模

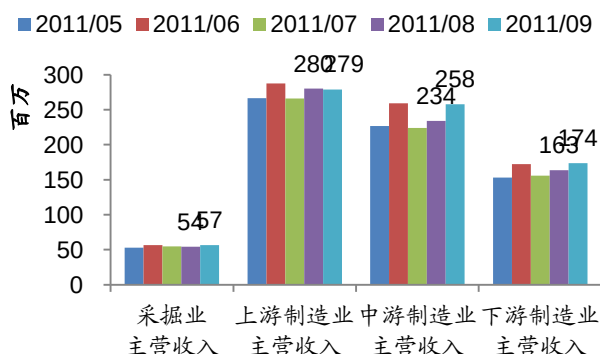
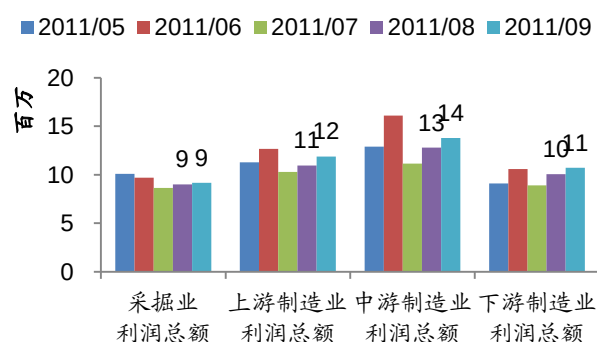


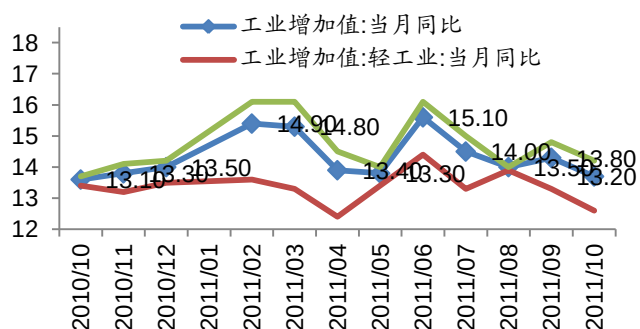
图 9: 9 月份工业企业产业链主营业务收入规模



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

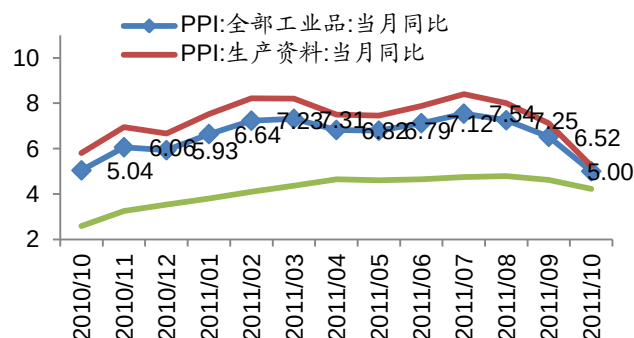
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 10: 10 月份工业增加值当月同比



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 11: 10 月份 PPI 当月同比



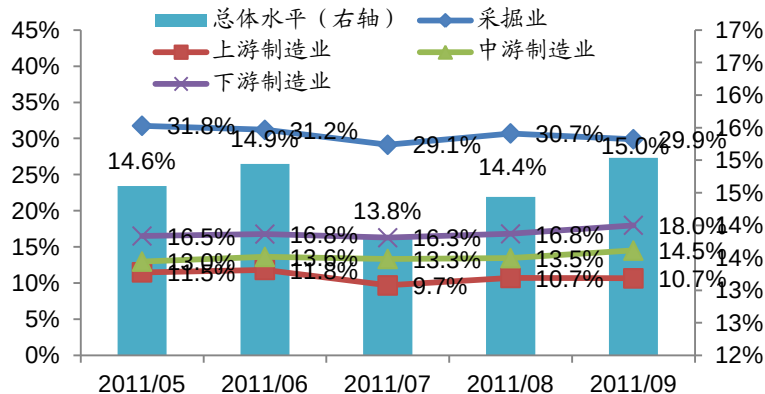
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.3 盈利能力: 小幅回升

- 9 月份毛利率再度回升, 累计毛利率停止下滑。9 月份工业企业整体毛利率为 15.0%, 相比 8 月份再度攀升 0.6 个百分点, 连续两个月回升。而 1-9 月份工业企业毛利率为 14.9%, 与 1-8 月份水平相同。随着对全球经济复苏缓慢的担忧逐渐加剧, 9 月份以原油为代表的国际大宗商品价格创造了三年来单月最大跌幅, 国内市场亦是如此。但从毛利率水平看, 资源环节盈利能力的下降对与之直接相关的上游制造业改善并不明显, 反而是中游和下游改善较多。具体毛利率水平情况, 9 月份采掘业 29.9%, 上游制造业 10.7%, 分

别较上个月下降 0.8 和 0.1 个百分点;中游制造业 14.5%,下游制造业 18.0%,分别较上个月上升 1.0 和 1.2 个百分点。

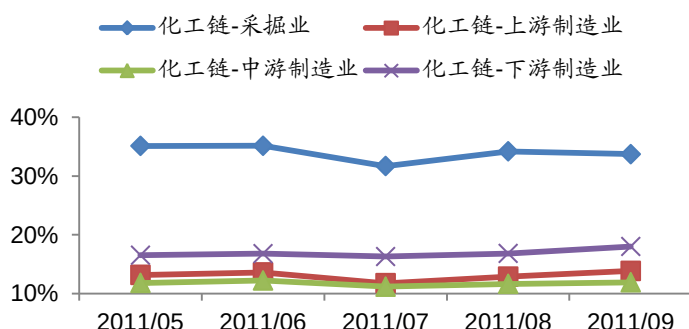
图 12: 9 月份工业企业产业链毛利率情况



9 月较上月的绝对变化幅度	
采掘业	-0.8%
上游制造业	-0.1%
中游制造业	1.0%
下游制造业	1.2%
总体	0.6%

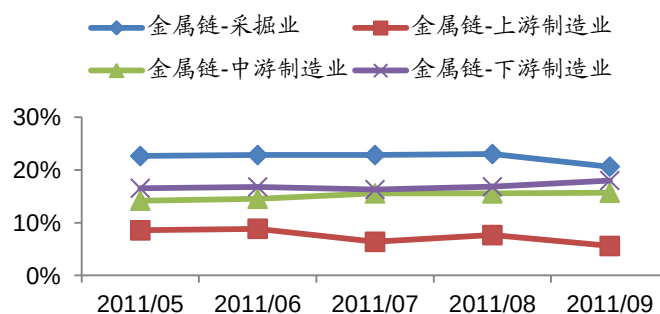
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 13: 9 月份“化工链”毛利率情况



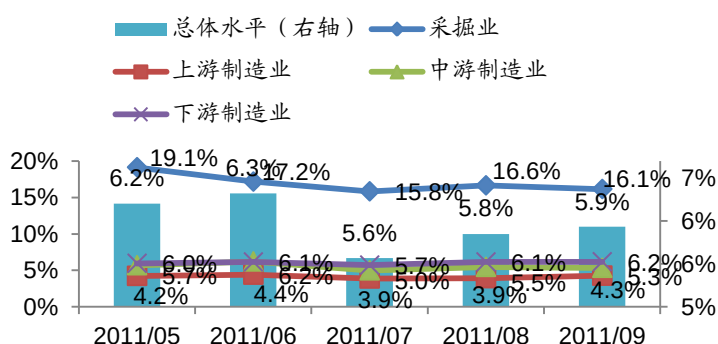
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 14: 9 月份“金属链”毛利率情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 15: 9 月份工业企业产业链主营业务收入利润率情况



9 月较上月的绝对变化幅度	
采掘业	-0.5%
上游制造业	0.3%
中游制造业	-0.1%
下游制造业	0.0%
总体	0.1%

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

- 9 月份主营业务收入利润率再度小幅回升, 累计利润率小幅下降。9 月份工业企业中营业务收入利润率为 5.9%, 相较于 8 月份小幅回升 0.1 个百分点。

但 1-9 月份工业企业主营业务收入利润率为 6.05%，仍较 1-8 月份下降 0.02 个百分点。在产业链四个环节中，上游制造业改善较多。

2. “行业”层面

2.1 截止 9 月份：工业企业分行业经营数据：经营状况良好的行业：煤炭、木材加工、仪器仪表、橡胶制品、文教体育用品、燃气

截止 9 月份，从各行业的主营业务收入和毛利率来看，经营状况良好的行业有“煤炭开采和洗选业”、“木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业”、“仪器仪表及文化、办公用机械制造业”、“橡胶制品业”、“文教体育用品制造业”、“燃气生产和供应业”。

（一）36 个重要大类行业的主营业务收入情况（9 月份）

通过 1-9 月份工业企业中营业收入累计同比数据来看，（1）主营业务收入相较前 3 个月保持良好增长趋势的行业是“煤炭开采和洗选业”、“木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业”、“有色金属冶炼及压延加工业”、“仪器仪表及文化、办公用机械制造业”；（2）相较于上个月营业收入改善较多的行业是“其他采矿业”、“木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业”、“文教体育用品制造业”、“印刷业和记录媒介的复制”、“电气机械及器材制造业”；（3）相较于上个月营业收入下降较多的行业是“燃气生产和供应业”和“化学纤维制造业”。

表 1：1-9 月份 36 个重要大类行业主营业务收入累计同比（%）及变化情况

行业	所处环节	2011/06	2011/07	2011/08	2011/09	相较于 3 个月	相较于 8 月份
煤炭开采和洗选业	采掘业	39.44	42.66	43.71	43.54	1.60	-0.17
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	下游制造	37.16	38.62	37.90	39.00	1.11	1.10
有色金属冶炼及压延加工业	上游制造	37.43	39.20	40.24	40.06	1.10	-0.18
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	中游制造	22.52	23.35	24.08	24.33	1.01	0.25
橡胶制品业	中游制造	26.81	27.60	28.53	28.31	0.66	-0.22
有色金属矿采选业	采掘业	43.93	44.01	44.86	44.89	0.62	0.03
交通运输设备制造业	中游制造	17.96	17.76	18.15	18.37	0.41	0.22
印刷业和记录媒介的复制	下游制造	24.82	24.22	24.17	24.58	0.18	0.41
文教体育用品制造业	下游制造	18.18	17.37	17.14	17.64	0.08	0.50
农副食品加工业	下游制造	34.69	35.36	35.15	35.08	0.01	-0.07
化学原料及化学制品制造业	上游制造	36.69	37.19	37.55	37.13	-0.01	-0.42
医药制造业	下游制造	30.03	29.99	30.67	30.17	-0.06	-0.50

纺织服装、鞋、帽制造业	下游制造	30.55	30.11	30.32	30.25	-0.08	-0.07
饮料制造业	下游制造	33.18	32.46	33.25	32.84	-0.12	-0.41
金属制品业	上游制造	32.91	32.72	32.74	32.65	-0.14	-0.09
电气机械及器材制造业	中游制造	29.56	28.25	28.23	28.54	-0.14	0.31
黑色金属冶炼及压延加工业	上游制造	28.96	28.79	29.18	28.71	-0.27	-0.47
食品制造业	下游制造	34.26	34.33	34.28	33.89	-0.40	-0.39
塑料制品业	中游制造	28.16	28.27	28.79	28.00	-0.41	-0.79
水的生产和供应业	上游制造	17.78	17.83	17.68	17.35	-0.41	-0.33
石油和天然气开采业	采掘业	34.00	34.31	34.02	33.66	-0.45	-0.36
电力、热力的生产和供应业	上游制造	16.91	16.94	16.39	16.24	-0.51	-0.15
非金属矿物制品业	上游制造	40.81	40.72	40.53	40.10	-0.59	-0.43
石油加工、炼焦及核燃料加工业	上游制造	31.83	31.88	31.59	31.17	-0.59	-0.42
家具制造业	下游制造	26.84	26.50	26.40	25.98	-0.60	-0.42
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	中游制造	19.76	19.52	19.72	19.05	-0.62	-0.67
非金属矿采选业	采掘业	49.50	49.43	49.61	48.81	-0.71	-0.80
造纸及纸制品业	下游制造	26.43	26.85	26.28	25.76	-0.76	-0.52
化学纤维制造业	中游制造	35.69	36.13	36.17	35.15	-0.84	-1.02
专用设备制造业	中游制造	33.27	32.45	31.74	31.60	-0.89	-0.14
黑色金属矿采选业	采掘业	46.30	47.47	46.69	45.84	-0.98	-0.85
纺织业	下游制造	29.49	29.07	28.76	28.08	-1.03	-0.68
通用设备制造业	中游制造	33.20	32.31	31.87	31.22	-1.24	-0.65
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	下游制造	28.77	28.02	27.42	26.73	-1.34	-0.69
燃气生产和供应业	上游制造	37.10	35.32	36.69	33.82	-2.55	-2.87
其他采矿业	采掘业	65.03	56.28	43.71	50.45	-4.56	6.74

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

（二）36 个重要大类行业的毛利率情况（9 月份）

通过 9 月份各行业毛利率水平看，（1）毛利率水平相较前 3 个月保持良好增长趋势的行业是“燃气生产和供应业”、“仪器仪表及文化、办公用机械制造业”、“石油加工、炼焦及核燃料加工业”；（2）相较上个月毛利率水平改善较多的行业是“燃气生产和供应业”、“仪器仪表及文化、办公用机械制造业”、“木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业”；（3）相较于上个月毛利率水平下降较多的行业是“其他采矿业”、“有色金属冶炼及压延加工业”。

表 2：9 月份 36 个重要大类行业当月毛利率及变化情况

行业	所处环节	2011/06	2011/07	2011/08	2011/09	相较前 3 个月	相较于 8 月份
燃气生产和供应业	上游制造	17.3%	2.5%	11.9%	20.1%	9.6%	8.2%
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	中游制造	16.4%	15.2%	15.8%	23.8%	8.0%	8.0%
石油加工、炼焦及核燃料加工业	上游制造	11.3%	8.4%	10.1%	13.8%	3.8%	3.7%
医药制造业	下游制造	28.0%	26.2%	27.3%	30.2%	3.1%	3.0%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	下游制造	13.6%	14.9%	11.6%	16.3%	2.9%	4.7%

皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	下游制造	15.2%	13.8%	14.7%	16.8%	2.2%	2.1%
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	中游制造	11.3%	7.9%	8.4%	11.3%	2.1%	2.9%
橡胶制品业	中游制造	12.8%	11.1%	11.4%	13.8%	2.1%	2.5%
水的生产和供应业	上游制造	27.6%	29.3%	26.7%	29.9%	2.0%	3.2%
非金属矿采选业	采掘业	20.0%	18.6%	18.3%	21.0%	2.0%	2.7%
纺织服装、鞋、帽制造业	下游制造	14.3%	14.7%	15.0%	16.4%	1.7%	1.4%
家具制造业	下游制造	13.3%	16.9%	13.9%	16.4%	1.7%	2.4%
农副食品加工业	下游制造	11.2%	10.9%	10.3%	12.3%	1.5%	2.0%
煤炭开采和洗选业	采掘业	27.5%	22.7%	26.2%	26.8%	1.4%	0.6%
非金属矿物制品业	上游制造	17.3%	15.3%	15.9%	17.3%	1.2%	1.4%
食品制造业	下游制造	19.4%	17.8%	19.2%	19.9%	1.1%	0.7%
电气机械及器材制造业	中游制造	13.2%	12.8%	15.0%	14.7%	1.0%	-0.3%
交通运输设备制造业	中游制造	14.8%	16.5%	15.2%	16.2%	0.7%	0.9%
造纸及纸制品业	下游制造	14.9%	9.9%	15.0%	13.8%	0.5%	-1.2%
文教体育用品制造业	下游制造	12.2%	12.3%	15.0%	13.5%	0.3%	-1.5%
纺织业	下游制造	11.9%	9.8%	10.8%	11.0%	0.2%	0.2%
黑色金属冶炼及压延加工业	上游制造	7.3%	6.4%	6.5%	6.6%	-0.1%	0.2%
专用设备制造业	中游制造	14.6%	18.6%	16.5%	16.5%	-0.1%	-0.1%
电力、热力的生产和供应业	上游制造	8.2%	6.8%	7.8%	7.4%	-0.2%	-0.4%
通用设备制造业	中游制造	15.6%	15.7%	16.1%	15.6%	-0.2%	-0.5%
化学纤维制造业	中游制造	8.1%	7.9%	8.2%	7.8%	-0.2%	-0.4%
塑料制品业	中游制造	13.5%	12.6%	13.2%	12.6%	-0.5%	-0.6%
化学原料及化学制品制造业	上游制造	14.9%	13.8%	14.5%	13.9%	-0.5%	-0.6%
饮料制造业	下游制造	25.4%	26.0%	26.0%	24.8%	-1.0%	-1.2%
金属制品业	上游制造	13.0%	11.7%	12.0%	11.2%	-1.1%	-0.8%
印刷业和记录媒介的复制	下游制造	17.7%	17.8%	17.9%	16.4%	-1.3%	-1.4%
黑色金属矿采选业	采掘业	22.1%	21.0%	22.5%	20.1%	-1.8%	-2.4%
其他采矿业	采掘业	15.6%	19.0%	33.8%	20.8%	-2.0%	-12.9%
有色金属矿采选业	采掘业	24.1%	27.1%	23.9%	21.6%	-3.4%	-2.3%
石油和天然气开采业	采掘业	57.5%	57.6%	56.0%	53.3%	-3.7%	-2.7%
有色金属冶炼及压延加工业	上游制造	11.6%	6.4%	9.7%	3.8%	-5.4%	-5.9%

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2.2 截止 10 月份: 工业增加值和 PPI 分行业数据: 经营状况趋势向好的行业: 文教体育用品、专用设备、家具制造、饮料制造、皮革制品、印刷

10 月份工业增加值和 PPI 同比增速有所回落, 但从具体分行业的角度看, 下游制造业相对较好, 假如这一趋势得到延续, 那么透过产业链就可能对整体水平起到一定积极作用。截止 10 月份, 从工业增加值和 PPI 分行业数据看, 目前经营状况趋势向好的行业是“文教体育用品制造业”、“专用设备制造业”、“家具制造业”、“饮

料制造业”、“皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业”、“印刷业和记录媒介的复制”。

（一）36 个重要大类行业的工业增加值情况（10 月份）

10 月份工业增加值的分行业数据，下游制造业与近 3 个月相比有向好的迹象，具体来看（1）工业增加值相比前 3 个月增速上升的行业是“有色金属矿采选业”、“黑色金属矿采选业”、“文教体育用品制造业”；（2）相比上个月增速上升较快的行业有“其他采矿业”、“有色金属矿采选业”、“黑色金属矿采选业”；（3）相比上个月增速下降较快的行业有“水的生产和供应业”、“石油加工、炼焦及核燃料加工业”和“黑色金属冶炼及压延工业”。

表 3：10 月份 36 个重要大类行业工业增加值当月同比（%）及变化情况

行业	所处环节	2011/07	2011/08	2011/09	2011/10	相较于 3 个月	相较于 9 月份
有色金属矿采选业	采掘业	17.00	13.60	16.30	20.90	5.27	4.60
黑色金属矿采选业	采掘业	21.70	19.60	21.70	25.60	4.60	3.90
文教体育用品制造业	下游制造	6.50	11.30	13.80	13.90	3.37	0.10
有色金属冶炼及压延加工业	上游制造	14.90	14.80	14.60	17.10	2.33	2.50
专用设备制造业	中游制造	17.40	17.60	20.20	20.60	2.20	0.40
家具制造业	下游制造	13.20	13.40	13.50	15.50	2.13	2.00
饮料制造业	下游制造	18.40	18.20	17.40	19.60	1.60	2.20
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	下游制造	11.90	12.20	10.20	12.60	1.17	2.40
塑料制品业	中游制造	14.00	13.20	13.00	14.40	1.00	1.40
印刷业和记录媒介的复制	下游制造	14.40	14.70	13.10	15.00	0.93	1.90
食品制造业	下游制造	16.60	14.10	17.60	17.00	0.90	-0.60
农副食品加工业	下游制造	14.10	13.20	13.00	13.90	0.47	0.90
通用设备制造业	中游制造	15.80	15.70	14.70	15.80	0.40	1.10
非金属矿采选业	采掘业	26.40	21.60	21.70	23.60	0.37	1.90
医药制造业	下游制造	19.50	18.80	16.80	18.30	-0.07	1.50
纺织业	下游制造	8.60	7.60	8.30	8.10	-0.07	-0.20
煤炭开采和洗选业	采掘业	18.10	17.40	16.80	16.90	-0.53	0.10
交通运输设备制造业	中游制造	11.20	12.40	12.20	11.30	-0.63	-0.90
燃气生产和供应业	上游制造	13.60	11.70	12.90	12.10	-0.63	-0.80
黑色金属冶炼及压延加工业	上游制造	10.90	10.20	13.60	10.70	-0.87	-2.90
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	中游制造	15.00	16.90	17.70	15.60	-0.93	-2.10
石油和天然气开采业	采掘业	6.60	1.80	1.40	2.30	-0.97	0.90
电力、热力的生产和供应业	上游制造	10.50	7.70	8.90	8.00	-1.03	-0.90
其他采矿业	采掘业	24.00	27.80	0.30	16.30	-1.07	16.00
非金属矿物制品业	上游制造	18.80	17.60	18.00	17.00	-1.13	-1.00
金属制品业	上游制造	17.90	16.00	16.80	15.70	-1.20	-1.10
化学原料及化学制品制造业	上游制造	14.90	13.90	14.80	13.10	-1.43	-1.70
化学纤维制造业	中游制造	10.40	14.10	9.10	9.50	-1.70	0.40
橡胶制品业	中游制造	13.10	13.00	11.30	10.50	-1.97	-0.80

纺织服装、鞋、帽制造业	下游制造	16.60	16.60	16.10	14.40	-2.03	-1.70
电气机械及器材制造业	中游制造	12.90	13.40	13.30	10.80	-2.40	-2.50
造纸及纸制品业	下游制造	18.00	16.60	13.60	13.60	-2.47	0.00
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	中游制造	16.20	18.00	16.50	14.30	-2.60	-2.20
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	下游制造	24.10	21.30	22.50	20.00	-2.63	-2.50
水的生产和供应业	上游制造	5.90	6.40	6.40	2.00	-4.23	-4.40
石油加工、炼焦及核燃料加工业	上游制造	10.00	7.50	7.50	3.80	-4.53	-3.70

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

（二）35 个重要大类行业的 PPI 情况（10 月份）

10 月份 35 个重要大类行业中仅有 7 个行业 PPI 的同比增速上升，具体来看（1）10 月份 PPI 相较于前三个月保持良好增长趋势的行业有“皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业”、“电力、热力的生产和供应业”、“家具制造业”；（2）相较于上个月 PPI 提升幅度较大的行业是“纺织服装、鞋、帽制造业”、“仪器仪表及文化、办公用机械制造业”、“电力、热力的生产和供应业”；（3）相较于上个月 PPI 降幅较大的行业是“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”。

表 4：10 月份 35 个重要大类行业 PPI 当月同比（%）情况

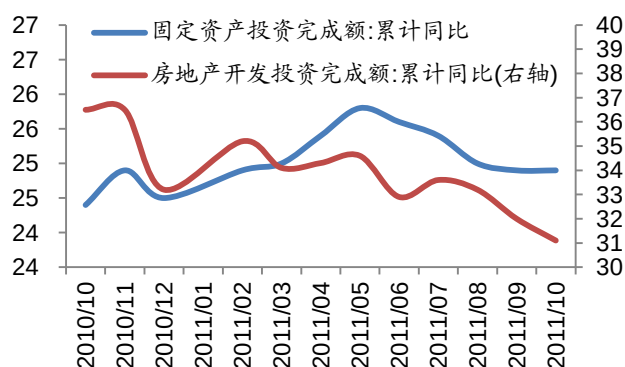
行业	所处环节	2011/07	2011/08	2011/09	2011/10	相较前 3 个月	相较于 9 月份
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	下游制造	4.77	5.35	5.56	5.56	0.33	0.00
电力、热力的生产和供应业	上游制造	1.81	1.93	2.00	2.11	0.20	0.11
家具制造业	下游制造	2.89	3.12	3.24	3.17	0.09	-0.07
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	中游制造	-0.34	-0.06	-0.36	-0.18	0.07	0.18
印刷业和记录媒介的复制	下游制造	1.84	2.07	2.06	2.06	0.07	0.00
专用设备制造业	中游制造	1.57	1.63	1.57	1.64	0.05	0.07
纺织服装、鞋、帽制造业	下游制造	3.74	3.81	3.56	3.75	0.05	0.19
医药制造业	下游制造	2.42	2.72	2.85	2.71	0.05	-0.14
交通运输设备制造业	中游制造	0.39	0.48	0.41	0.47	0.04	0.06
饮料制造业	下游制造	4.72	4.81	4.98	4.88	0.04	-0.10
煤炭开采和洗选业	采掘业	9.88	10.78	10.31	10.36	0.04	0.05
通用设备制造业	中游制造	3.06	3.08	3.21	3.02	-0.10	-0.19
食品制造业	下游制造	6.96	7.31	6.89	6.88	-0.17	-0.01
橡胶制品业	中游制造	10.30	10.33	10.26	10.10	-0.20	-0.16
非金属矿采选业	采掘业	9.81	9.88	9.59	9.51	-0.25	-0.08
文教体育用品制造业	下游制造	4.05	4.31	3.67	3.75	-0.26	0.08
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	下游制造	4.63	4.29	4.05	4.05	-0.27	0.00
水的生产和供应业	上游制造	3.27	3.00	2.86	2.75	-0.29	-0.11
造纸及纸制品业	下游制造	2.74	3.07	3.31	2.67	-0.37	-0.64
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	中游制造	-1.89	-2.27	-2.55	-2.76	-0.52	-0.21
塑料制品业	中游制造	5.13	5.24	5.12	4.44	-0.72	-0.68
金属制品业	上游制造	5.13	5.19	4.61	4.08	-0.90	-0.53

农副食品加工业	下游制造	12.71	12.17	11.94	10.23	-2.04	-1.71
非金属矿物制品业	上游制造	8.86	8.41	7.21	5.95	-2.21	-1.26
电气机械及器材制造业	中游制造	4.42	3.82	3.08	1.46	-2.31	-1.62
石油加工、炼焦及核燃料加工业	上游制造	18.33	18.14	17.70	15.65	-2.41	-2.05
纺织业	下游制造	11.69	10.00	8.76	6.05	-4.10	-2.71
化学原料及化学制品制造业	上游制造	13.73	13.60	12.18	8.58	-4.59	-3.60
黑色金属矿采选业	采掘业	14.51	14.01	14.49	9.57	-4.77	-4.92
石油和天然气开采业	采掘业	30.75	32.48	27.56	25.48	-4.78	-2.08
燃气生产和供应业	上游制造	12.31	10.65	7.65	5.10	-5.10	-2.55
黑色金属冶炼及压延加工业	上游制造	13.48	12.28	9.43	6.15	-5.58	-3.28
化学纤维制造业	中游制造	14.01	13.42	15.14	8.03	-6.16	-7.11
有色金属矿采选业	采掘业	18.85	18.77	18.13	12.07	-6.51	-6.06
有色金属冶炼及压延加工业	上游制造	21.63	18.71	15.50	6.19	-12.42	-9.31

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所。注: “其他采矿业”未列入。

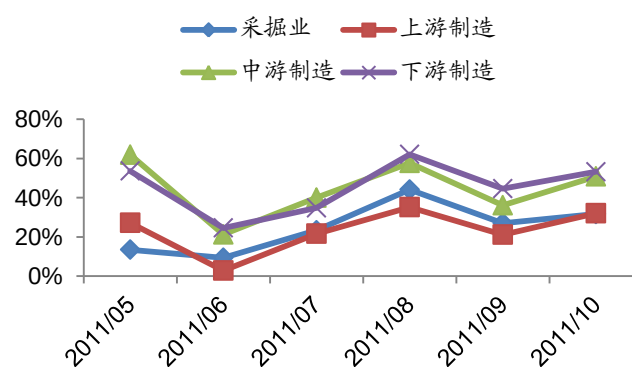
3. 投资继续担纲重任

图 16: 10 月份固定资产投资情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 17: 10 月份工业企业产业链固定资产投资当月同比



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

在从去年持续到现在的这轮调控中, 我们看到消费和出口下滑非常明显, 但是工业生产和经济增速下滑幅度并不大, 这与投资没有出现下滑存在很大程度的关系。1-10 月份固定资产投资累计同比 24.9%, 止住了近几个月小幅滑落的趋势。在我们比较确定政府基础设施建设和房地产投资下降 (1-10 月份房地产开发投资完成额累计同比增速为 31.1%, 相比 1-9 月份再度下降 0.9 个百分点) 的背景下, 制造业投资的不减反增起着决定性影响。

特别是 10 月 20 日 3 年期央票中标利率 15 个月来首次下降, 和 10 月份信贷规模的大幅上升, 都为投资进一步担纲重任提供了有效保障。从 10 月份当月制造业产业链角度来看, 四个环节均同比增速均有不同程度的回升, 制造业的固定资产投资有继续走稳的趋势。具体来看, 采掘业上升 4.6 个百分点, 上游制造上升

10.9 个百分点，中游制造业上升 14.7 个百分点，下游制造业上升 8.6 个百分点。

4. 本期行业比较策略

4.1 宏观环境展望

● 政策放松的力度有几成？

10 月 20 日发行的 3 年期央票中标利率为 3.96%，较上周下浮 1 个基点，且为 15 个月来首次下行。另一方面，10 月份新增信贷 5868 亿元，较 9 月份多增 24.85%。而 10 月份 CPI 再度回落，都让市场正在累积年底年初流动性适度放松的预期。

85、88、93、03、06 以往每一次针对通胀的宏观调控，无一例外不是在经济过热的背景下完成，无一例外都是通过紧缩来打压投资，给高温经济适度降温，从而遏制通胀。但我们仔细观察本轮调控的背景，并没有出现以往的经济过热，调控中甚至出现了消费和出口的不断下滑的情形，也是历次中很难见到的，而大面积中小企业融资生存困难的程度比 08 年还要严重。因此从本质上就决定了政府对于此次调控的力度，不能过于坚持以适度牺牲经济过热的代价来完成调控。

因此，在通胀继续下行已经较为确定的前提下，我们有理由认为政策将会进入到阶段性放松的阶段，至少继续紧缩的可能性已大为降低。但为了避免通胀会有所反复，我们更合理的预期是，政府将在明年较长一段时期内将制定政策的出发点徘徊在“控通胀”和“保增长”之间“审慎”而为。

● 与中小企业相关的政策后续是否还会加紧出台？

此次针对中小企业融资减税的扶持力度尽管实难令我们对其能够发挥的实际作用抱有更多的期待，但至少这是一个积极的政策扶持信号。

中小企业到底需要怎样的融资扶持？由于银行严格的风险控制体系，本身对中小企业融资有很强烈的风险意识，90%以上的微型企业从本质上几乎是与银行信贷绝缘的。因而类似免征借款合同印花税这种在银行信贷体系这条传统管道上的疏通本质上就不可能解决中小企业融资难题。而我们所真正期待的是债券市场融资、民间借贷、风险投资等第二三四条管道的建立和完善。

中小企业到底需要怎样的减税扶持？此次增值税和营业税起征点的小幅提升，以及试点改革营业税改增值税，首先肯定它不是一次质变，在量变的程度上我们也

可以定义为“杯水车薪”。而经济增长迫切需要的是对中小企业，特别是创新型中小企业税负体系的彻底革新，以所得税逐步替代增值税和营业税的比例，而且对地方政府的不必要征费要加以严格控制。

4.2 本期行业配置

面对四季度这波久逢甘露的反弹行情我们要有一个理性的分析,我们回过头来看,这波行情与前期市场超跌,与通胀见顶回落而对政策适度放松的预期,与中小企业相关的融资减税政策,甚至与外围市场的相对平稳都不无关系。但市场毕竟是经济的晴雨表,我们从目前工业企业营收状况、消费、出口、PMI 等一系列仍处于“亚健康”的身体指标来看,经济仍处于缓慢下滑的趋势之中在目前看是没有任何疑问的。因此我们在行业比较的选择配置上仍本着稳定增长的原则,采取较为谨慎的投资策略。

根据 9 月份工业企业经营情况和 10 月份工业增加值和 PPI,我们从中选取了 10 个经营现状或趋势较好的行业:(1)采掘业:“煤炭开采和洗选业”; (2)上游制造业:“燃气生产和供应业”; (3)中游制造业:“仪器仪表及文化、办公用机械制造业”、“橡胶制品业”、“专用设备制造业”; (4)下游制造业:“文教体育用品制造业”、“家具制造业”、“饮料制造业”、“皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业”、“印刷业和记录媒介的复制”。

本期我们关注两个发展较为确定的子行业:(1)仪器仪表及文化、办公用机械制造业——智能计量仪表行业。智能计量仪表包括智能水表、热量表、燃气表、电表等,在“十二五”期间国家大力倡导物联网建设和节能减排的主题下,从新安装和旧表换新两方面考虑,未来智能仪表有望获得稳定增长的空间。以智能水表和智能热力表为例,未来五年智能水表的增长速度将达到每年 20%以上,到“十二五”末预计智能水表市场占有率将达到 30%;而由于国家对热力收费标准陆续由原先的“按面积收费”改为“按计量收费”,预计未来五年智能热力表将达到每年 30%以上的增长速度。此外,智能燃气表和智能电表同理可期。智能仪表子行业中的代表公司为新天科技(300259)和三川股份(300066),以及我们 TMT 小组之前提到的,与之相关的电子设备供应商如东软载波(300183)、福星晓程(300139)等也值得我们进一步跟踪。(2)与煤炭相关的专用设备制造业。煤炭作为我国的基础能源,从煤炭上衍生出来的子行业非常多,包括采掘设备、煤化工设备、脱硫脱销等洁净煤技术相关设备等等。我们可以关注“十二五”期间,受益于煤炭行业淘汰落后产能和采煤机械化进程加速的郑煤机(601717),以及受益于新疆在“十二五”期间将建成国家大型煤化工基地的张化机(002564)。

表 5: 目前经营状况良好并值得关注的行业及其行业代表品种

关注行业	代表品种	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2010PE	2011PE	2012PE
煤炭开采和洗选业	600188.SH 兖州煤业	1.8316	1.89	2.20	15	16	14
	601101.SH 昊华能源	1.9219	1.45	1.71	24	17	14
仪器仪表及文化、办公用	300259.SZ 新天科技	0.6949	0.75	0.99	0	33	25
机械制造业	300066.SZ 三川股份	1.2695	0.00	2.31	45	0	18
燃气生产和供应业	002140.SZ 东华科技	0.7066	0.77	1.19	58	36	23
	601117.SH 中国化学	0.3363	0.46	0.62	17	17	13
文教体育用品制造业	300043.SZ 星辉车模	0.7051	0.54	0.82	52	33	22
	002348.SZ 高乐股份	0.4581	0.41	0.49	47	31	26
专用设备制造业	601717.SH 郑煤机	1.2608	1.71	2.17	34	16	13
	002564.SZ 张化机	0.9642	0.53	0.73	0	32	23

资料来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队		
朱艳君	吴慧	刘啸
渤海证券研究所机构销售部 经理华南区销售经理	渤海证券研究所机构销售部 华东区销售经理	渤海证券研究所机构销售部 华北区销售经理
座机: 86-22-28451995	座机: 86-10-68784269	座机: 86-10-68784275
手机: 13502040941	手机: 13811199719	手机: 13810427284
邮箱: zhuyanjun@bhq.com	邮箱: wuhuihui09@gmail.com	邮箱: helen.newday@gmail.com