

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

成本上升超预期，维持均衡配置

——兴业证券行业比较报告之工业量价分析篇

2010 年 11 月 12 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

《消费和中游工业品优先配置地位不变》——20100914

《走向均衡配置》——
20101022

投资要点

★工业生产总体概况：经济增长偏快，通胀压力加大

工业环比趋势继续回升，环比升幅超预期，工业增加值 10 月同比增长 13.1%，季调后环比趋势折年升至 15.3%，季调环比折年升至 19.0%；PPI 环比大幅上涨，10 月 PPI 同比分别为 5.0%，季调环比折年上升到 6.1%。

★行业增加值：采掘、消费品制造多回升，中游原材料、工业品震荡筑底

经济快速复苏拉动上游资源品需求回升，采掘业中除有色金属矿采选回落外，其余行业增长值回升；下游消费品制造延续稳步复苏态势，除食品制造回落外，其余行业增加值稳步上升；中游原材料行业复苏呈现分化，化工、化纤回升较明显，而有色冶炼和钢铁仍继续回落，表现低于预期，其余行业增加值走平；设备制造为代表的中游工业品需求总体平稳，本期汽车、通信计算机电子增加值走平，其余行业略降。

★成本上升过快，毛利改善趋势受阻

假设 2010 年 11-2011 年 1 月各行业 PPI 月度环比与 10 月份环比持平，上游采掘业中，煤炭、非金属矿采选毛利趋势趋升，其余行业走平筑底；消费品制造行业毛利趋势总体平稳，农副食品加工趋升；中游原材料、中游工业品行业毛利趋势回升，但到明年年初，估算的毛利趋势升势很可能受阻。

★结论：维持均衡配置

- 成本超预期上升使得我们对于成本转嫁能力较弱且不符合经济转型的部分中游原材料行业持相对谨慎的看法。
- 考虑到制造业精细化的升级趋势以及消费率提升下的趋势性机会，成本端扰动不改变我们对设备制造为代表的中游工业品（尤其看好军工、TMT）以及消费品制造行业（尤其看好中药、白酒等具有奢侈品属性能提价的行业）的偏好。
- 上游采掘业增加值反映的需求趋升，PPI 反映的毛利趋势也已开始筑底反弹，业绩复苏的巨大弹性决定了其经济周期走向过热阶段的配置价值，尤其看好符合经济转型背景的小金属及中国优势资源的重估。

因此，本期我们建议投资者继续采取均衡配置的策略，即对上游采掘，下游消费品制造，中游先进制造业按均衡的比例配置。

目 录

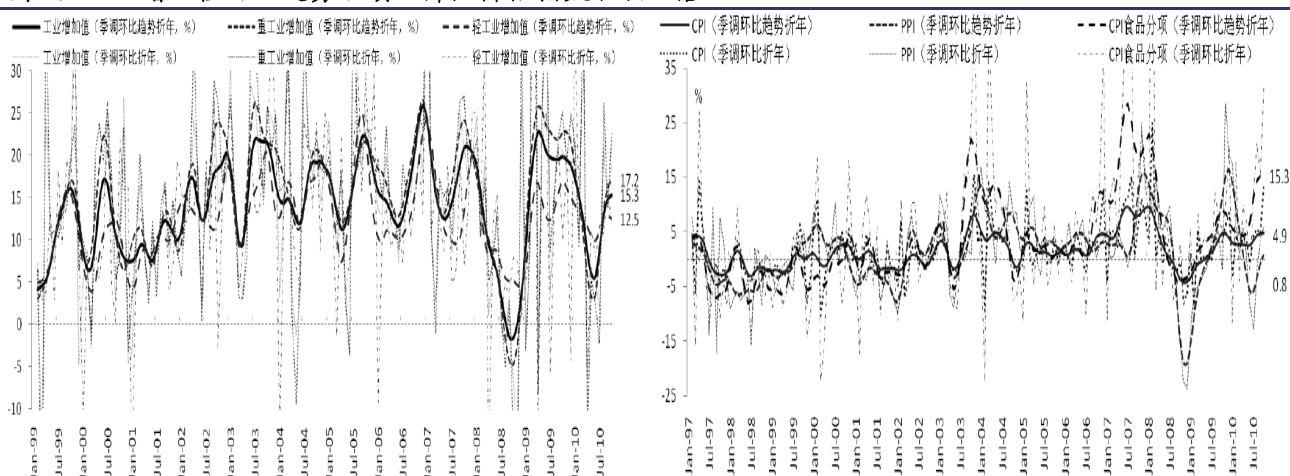
工业生产总体概况：经济增长偏快，通胀压力加大.....	- 3 -
工业各部门盈利变化趋势：成本上升过快，盈利存在变数.....	- 3 -
采掘、消费品制造增加值多回升，中游原材料、工业品震荡筑底.....	- 3 -
成本上升过快，毛利改善趋势受阻	- 5 -
结论：维持均衡配置	- 7 -
附录：	- 7 -
行业毛利变化趋势指标说明	- 7 -
主要行业毛利变化趋势与实际毛利率比较.....	- 8 -
图 1：工业增加值环比趋势继续回升，价格指数触顶回落.....	- 3 -
图 2：行业增加值同比(3 个月移动平均).....	- 4 -
图 3：行业增加值同比(3 个月移动平均).....	- 4 -
图 4：行业增加值同比(3 个月移动平均).....	- 4 -
图 5：行业增加值同比(3 个月移动平均).....	- 4 -
图 6：行业增加值同比(3 个月移动平均).....	- 4 -
图 7：行业增加值同比(3 个月移动平均).....	- 4 -
图 8：上游行业毛利变化趋势(3 个月移动平均).....	- 5 -
图 9：消费品行业毛利变化趋势(3 个月移动平均).....	- 5 -
图 10：中游原材料行业毛利变化(3 个月移动平均).....	- 5 -
图 11：中游原材料行业毛利变化(3 个月移动平均).....	- 5 -
图 12：中游工业品行业毛利变化(3 个月移动平均).....	- 6 -
图 13：中游工业品行业毛利变化(3 个月移动平均).....	- 6 -
图 14：制造业 PMI 销量与利润趋势(3 个月移动平均).....	- 6 -
图 15：化工 PMI 销量与利润趋势(3 个月移动平均).....	- 6 -
图 16：钢铁 PMI 销量与利润趋势(3 个月移动平均).....	- 6 -
图 17：有色 PMI 销量与利润趋势(3 个月移动平均).....	- 6 -
图 18：建材 PMI 销量与利润趋势(3 个月移动平均).....	- 7 -
图 19：化纤 PMI 销量与利润趋势(3 个月移动平均).....	- 7 -
图 19：煤炭毛利率与毛利变化趋势	- 8 -
图 20：石油天然气毛利率与毛利变化趋势	- 8 -
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	- 9 -
图 24：造纸毛利率与毛利变化趋势	- 9 -
图 25：化工毛利率与毛利变化趋势	- 9 -
图 26：化纤毛利率与毛利变化趋势	- 9 -
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.....	- 10 -
图 30：有色冶炼毛利率与毛利变化趋势	- 10 -
图 31：电力毛利率与毛利变化趋势	- 10 -
图 32：石化毛利率与毛利变化趋势	- 10 -
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	- 11 -
图 36：纺织毛利率与毛利变化趋势	- 11 -

工业生产总体概况：经济增长偏快，通胀压力加大

工业环比趋势继续回升，环比升幅超预期。工业增加值 10 月同比增长 13.1%，季调后环比趋势折年升至 15.3%，季调环比折年升至 19.0%。10 月重工业同比增长 13.2%，季调后环比趋势折年升至 17.2%。轻工业同比增长 12.9%，季调后环比趋势折年回落至 12.5%。

PPI 环比大幅上涨。10 月 PPI 同比分别为 5.0%，季调环比趋势折为 0.8%，而季调环比折年上升到 6.1%，季调后 PPI 环比趋势折年在 2009 年 12 月达峰值 16.2% 后持续回落至 2010 年 7 月 -6.0%，之后回升。（详见兴业宏观团队《经济明显偏快，激活紧缩政策》）

图 1：工业增加值环比趋势继续回升，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：成本上升过快，盈利存在变数

采掘、消费品制造增加值多回升，中游原材料、工业品震荡筑底

行业增加值同比增速可以反映行业产量同比增速的变化趋势，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。

采掘、消费品制造增加值多表现为改善。经济快速复苏拉动上游资源品需求回升，采掘业中除有色金属矿采选回落外，其余行业增长值回升；下游消费品制造延续稳步复苏态势，除食品制造回落外，其余行业增加值稳步上升；中游原材料行业复苏呈现分化，化工、化纤回升较明显，而有色冶炼和钢铁仍继续回落，表现低于预期，其余行业增加值走平；设备制造为代表的中游工业品需求总体平稳，本期汽车、通信计算机电子增加值走平，其余行业略降。

图 2: 行业增加值同比(3 个月移动平均)

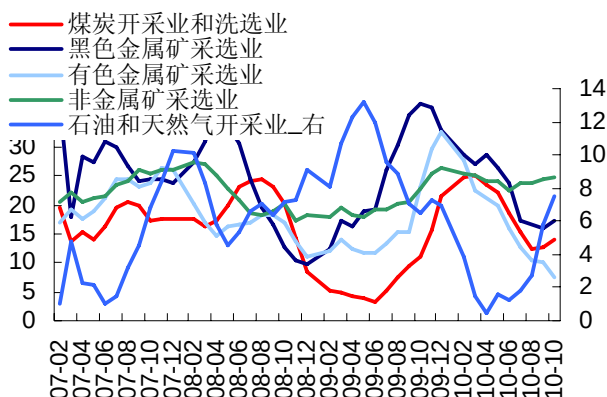
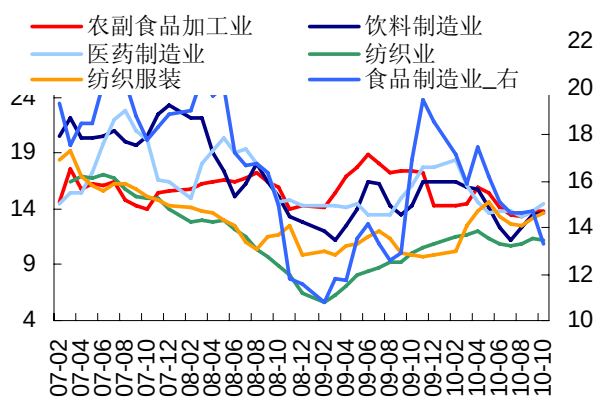


图 3: 行业增加值同比(3 个月移动平均)



资料来源: 兴业证券研发中心 (更新至 2010 年 9 月)

图 4: 行业增加值同比(3 个月移动平均)

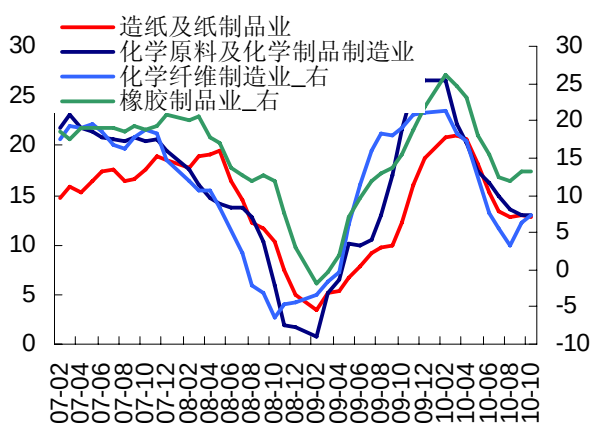
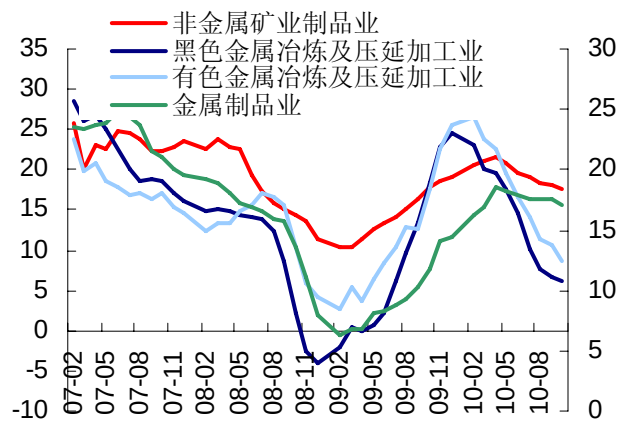


图 5: 行业增加值同比(3 个月移动平均)



资料来源: 兴业证券研发中心

图 6: 行业增加值同比(3 个月移动平均)

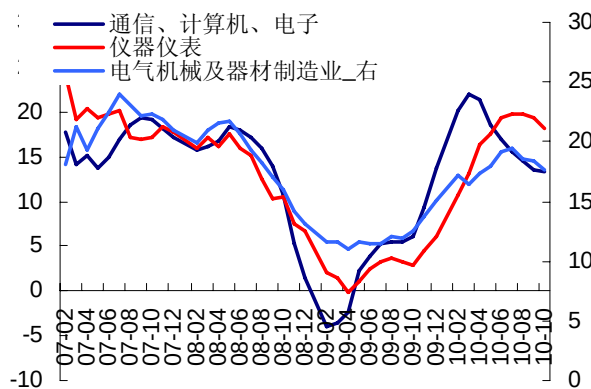
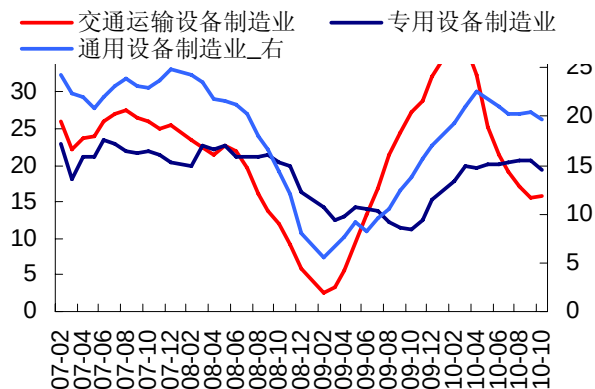


图 7: 行业增加值同比(3 个月移动平均)



资料来源: 兴业证券研发中心

成本上升过快，毛利改善趋势受阻

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。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 11-2011 年 1 月各行业 PPI 月度环比与 10 月份环比持平（图 10-图 17），上游采掘业中，煤炭、金属矿采选趋升，其余行业走平筑底；消费品制造业毛利趋势总体平稳，农副食品加工趋升，纺织服装趋降，其余行业平稳；中游原材料行业筑底回升，但到明年年初，估算毛利趋势升势很可能受阻；中游工业品行业毛利改善趋势同样在后续面临考验。

此前，我们判断毛利趋势中，均提示未来成本压力提示可能面临的风险。然而，实际是通胀比预期来得更早更快，美日两国延续量化宽松政策加之国内经济快速复苏均推高了成本端加工的上涨。从 10 月份制造业 PMI 新订单减去购进价格反映的利润趋势上看，成本上升引发利润趋降很可能会对冲掉需求量的增长，使得制造业盈利增长的不确定性增加。

图 8：上游行业毛利变化趋势（3 个月移动平均）

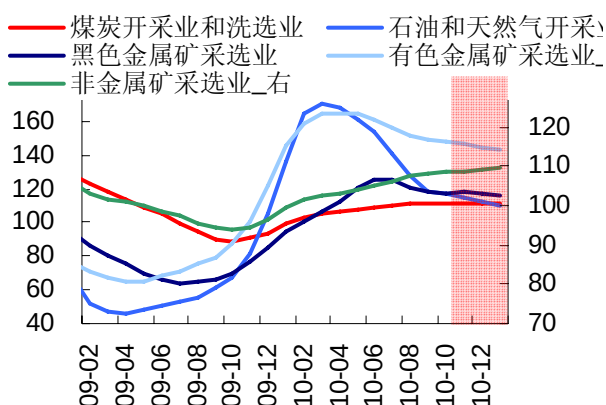
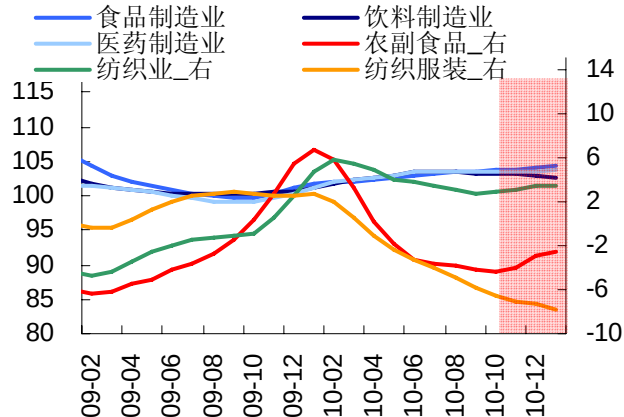


图 9：消费品行业毛利变化趋势（3 个月移动平均）



资料来源：兴业证券研发中心（更新至 2011 年 1 月，红色背景即 11-1 月份为预测值）

图 10：中游原材料行业毛利变化（3 个月移动平均）

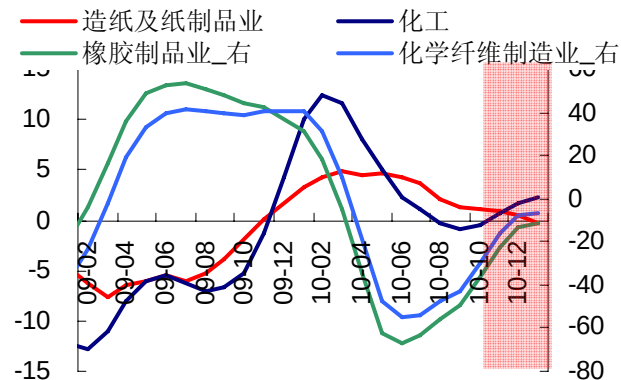
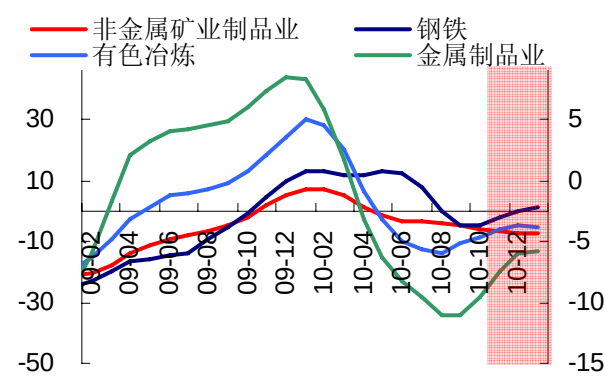


图 11：中游原材料行业毛利变化（3 个月移动平均）



资料来源：兴业证券研发中心（更新至 2011 年 1 月，红色背景即 11-1 月份为预测值）

图 12: 中游工业品行业毛利变化(3 个月移动平均)

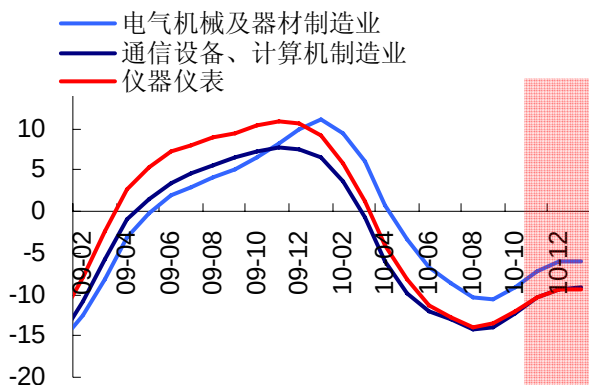
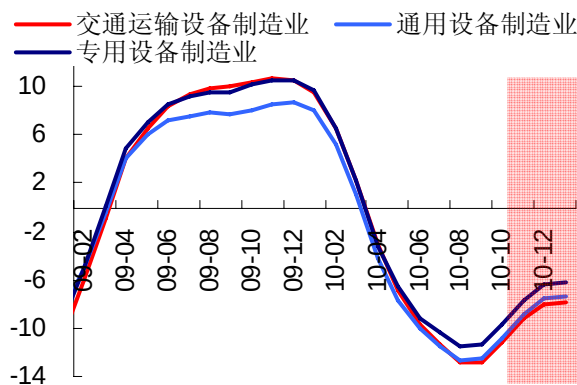


图 13: 中游工业品行业毛利变化(3 个月移动平均)



资料来源：兴业证券研发中心（更新至 2011 年 1 月，红色背景即 11-1 月份为预测值）

图 14: 制造业 PMI 销量与利润趋势(3 个月移动平均)

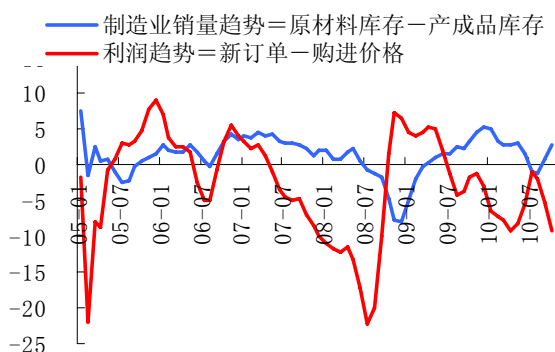
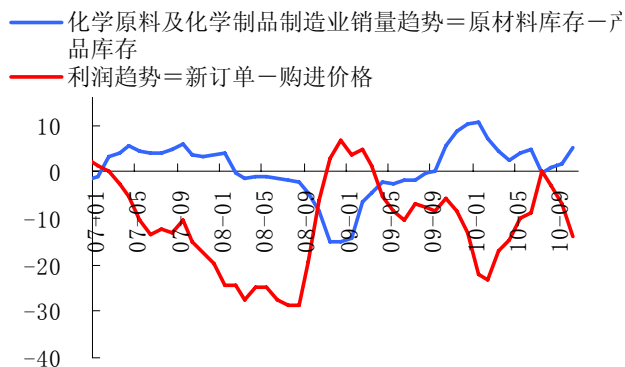


图 15: 化工 PMI 销量与利润趋势(3 个月移动平均)



资料来源：兴业证券研发中心（更新至 2010 年 10 月）

图 16: 钢铁 PMI 销量与利润趋势(3 个月移动平均)

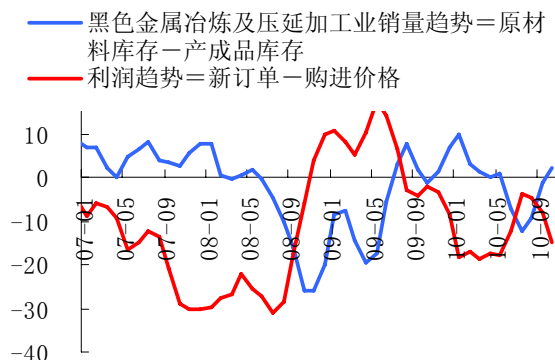
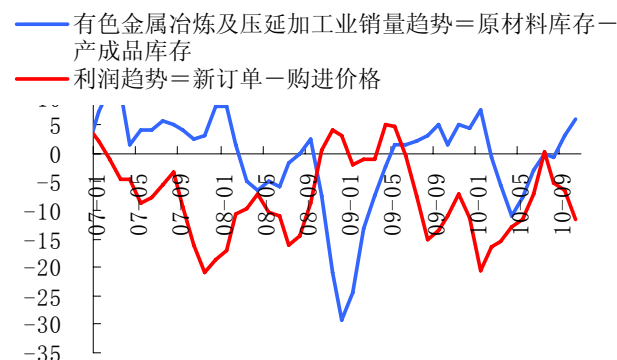


图 17: 有色 PMI 销量与利润趋势(3 个月移动平均)



资料来源：兴业证券研发中心（更新至 2010 年 10 月）

图 18: 建材 PMI 销量与利润趋势(3 个月移动平均)

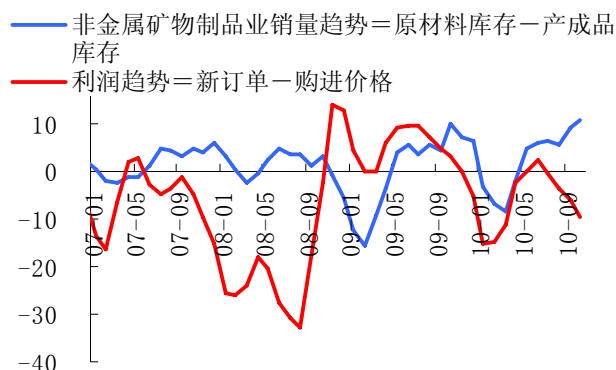
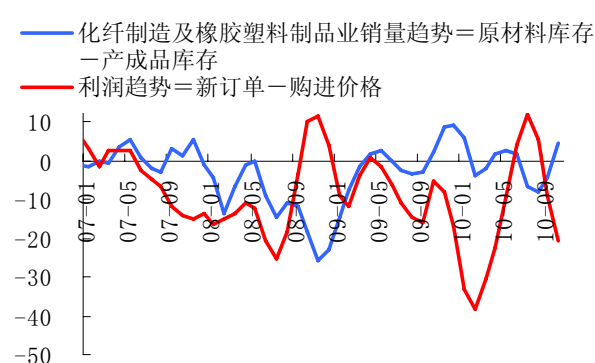


图 19: 化纤 PMI 销量与利润趋势(3 个月移动平均)



资料来源：兴业证券研发中心（更新至 2010 年 10 月）

结论：维持均衡配置

综上，成本超预期上升使得我们对于成本转嫁能力较弱且不符合经济转型的部分中游原材料行业持相对谨慎的看法。

考虑到制造业精细化的升级趋势以及消费率提升下的趋势性机会，成本端扰动不改变我们对设备制造为代表的中游工业品（尤其看好军工、TMT 等）以及消费品制造行业（尤其看好中药、白酒等具有奢侈品属性能提价的行业）的偏好。

上游采掘业增加值反映的需求趋升，PPI 反映的毛利趋势也已开始筑底反弹，业绩复苏的巨大弹性决定了其在经济周期走向过热阶段的配置价值，尤其看好符合经济转型背景的小金属及中国优势资源的重估。

因此，本期我们建议投资者继续采取均衡配置的策略，即对上游采掘，下游消费品制造，中游先进制造业按均衡的比例配置。

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

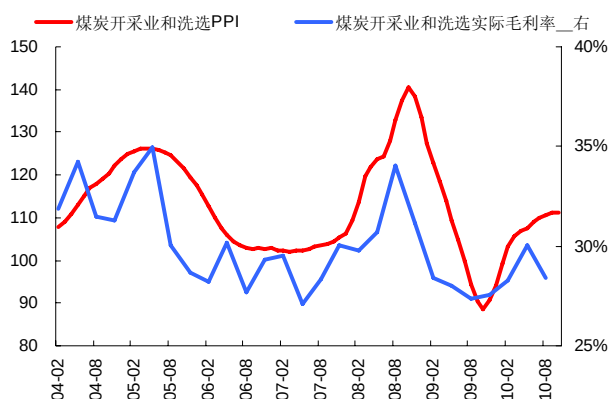
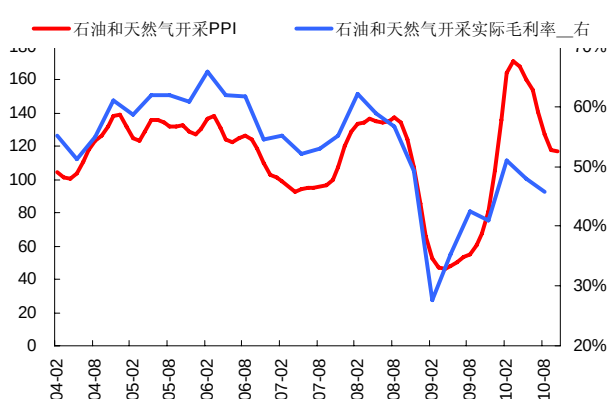


图 20: 石油天然气毛利率与毛利变化趋势



资料来源：兴业证券研发中心（更新至2010年10月）

图 21: 黑色金属采矿毛利率与毛利变化趋势

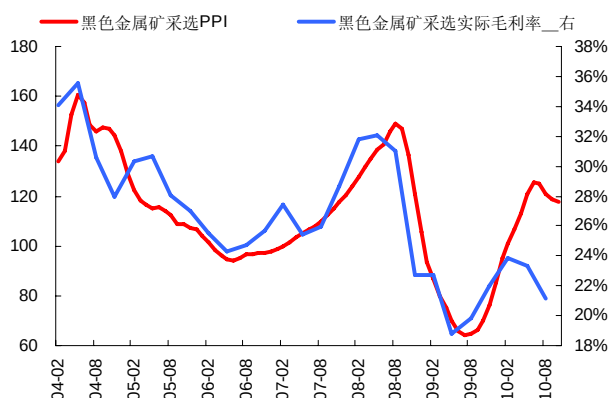
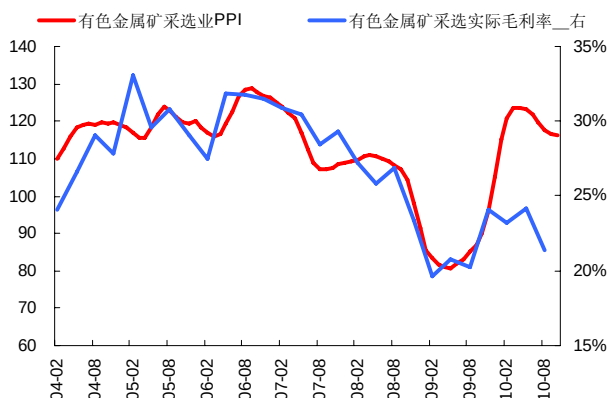
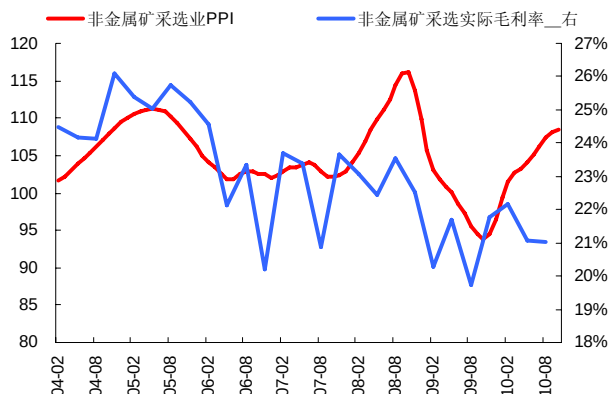


图 22: 有色金属采矿毛利率与毛利变化趋势



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



资料来源：兴业证券研发中心

图 24: 造纸毛利率与毛利变化趋势

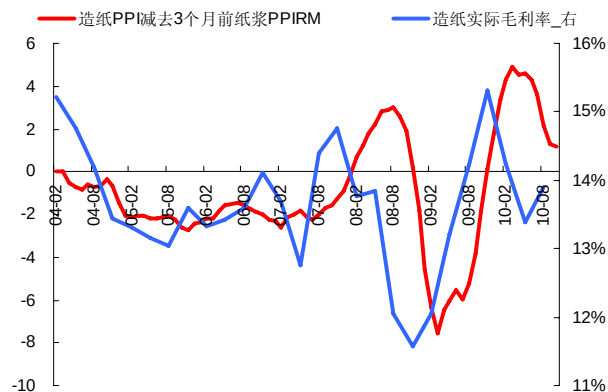
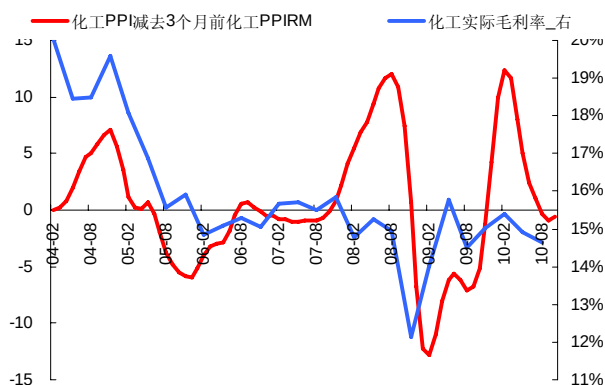


图 25: 化工毛利率与毛利变化趋势



资料来源：兴业证券研发中心

图 26: 化纤毛利率与毛利变化趋势

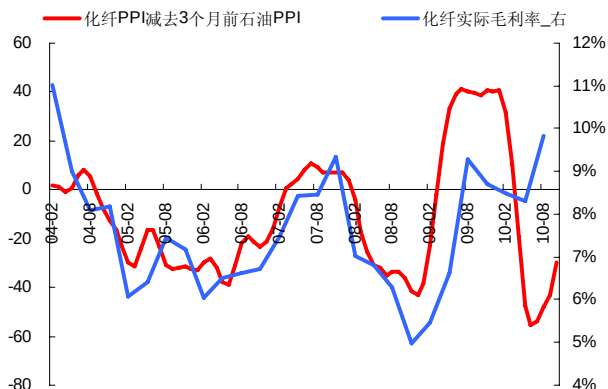
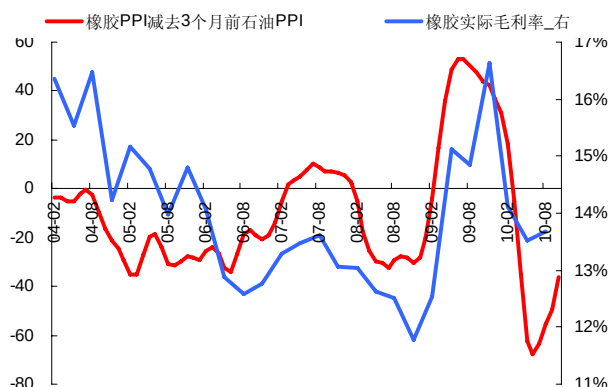


图 27: 橡胶毛利率与毛利变化趋势



资料来源：兴业证券研发中心

图 28: 钢铁毛利率与毛利变化趋势

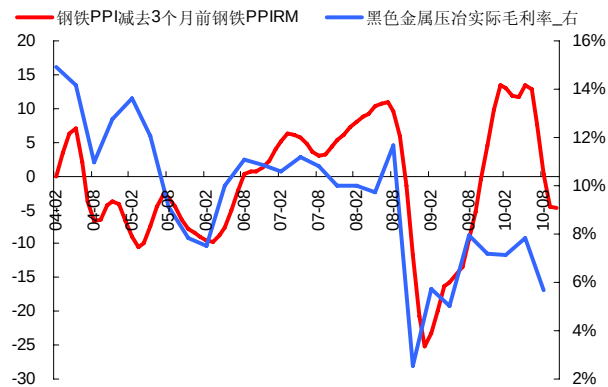


图 29: 非金属矿制品毛利率与毛利变化趋势

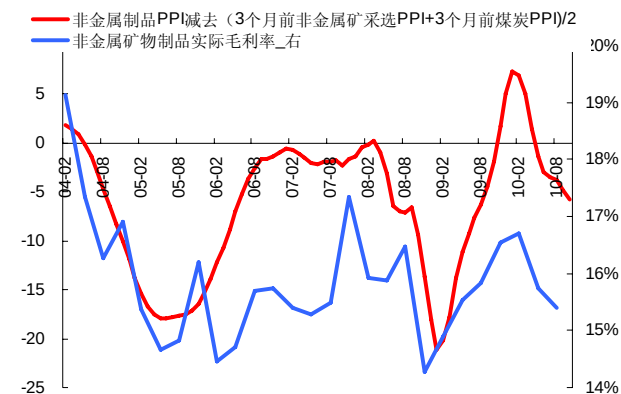
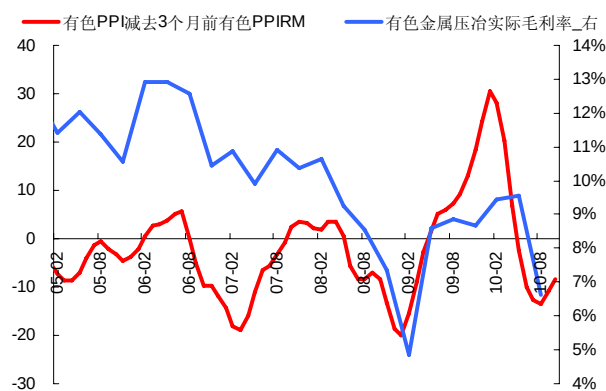


图 30: 有色冶炼毛利率与毛利变化趋势



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

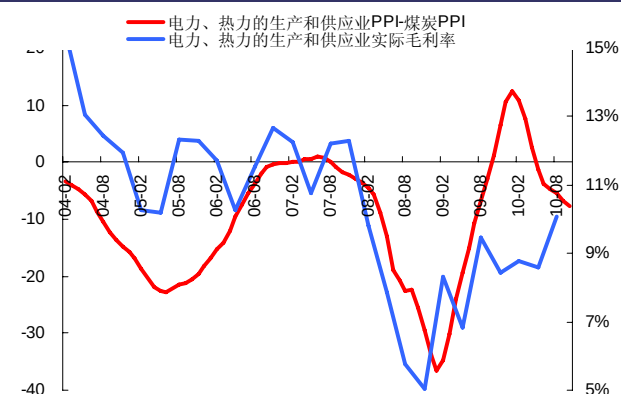
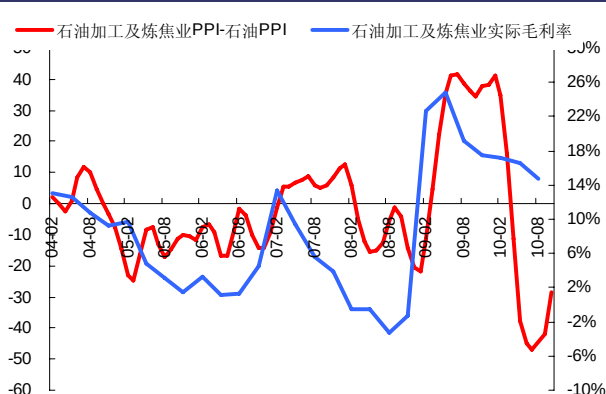


图 32: 石化毛利率与毛利变化趋势



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

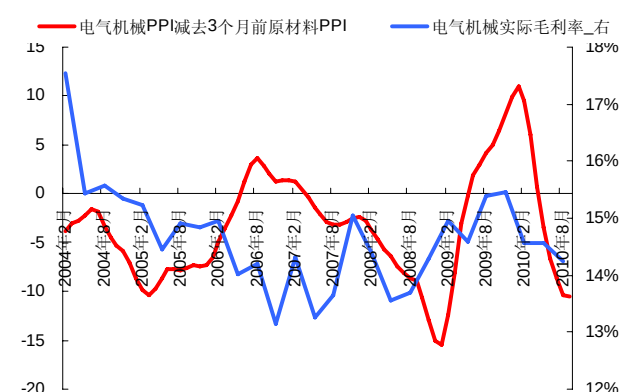
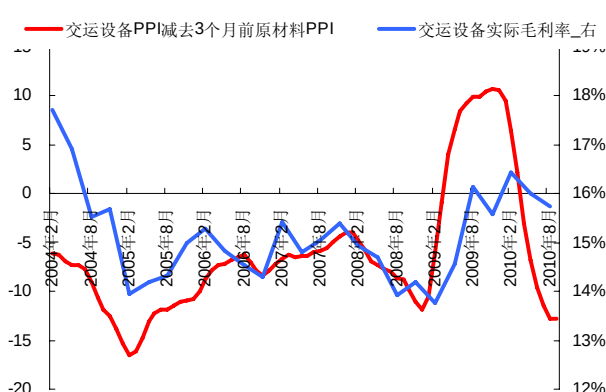


图 34: 交运设备毛利率与毛利变化趋势



资料来源：兴业证券研发中心

图 35: 医药毛利率与毛利变化趋势

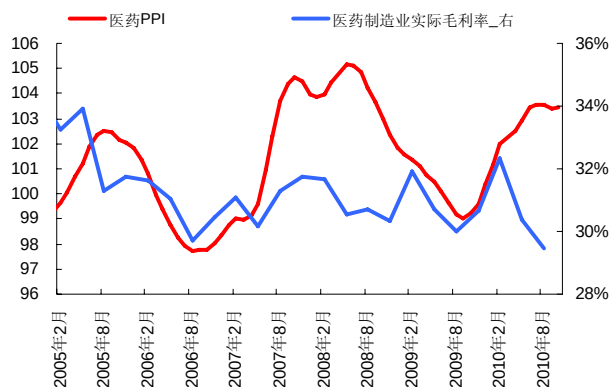
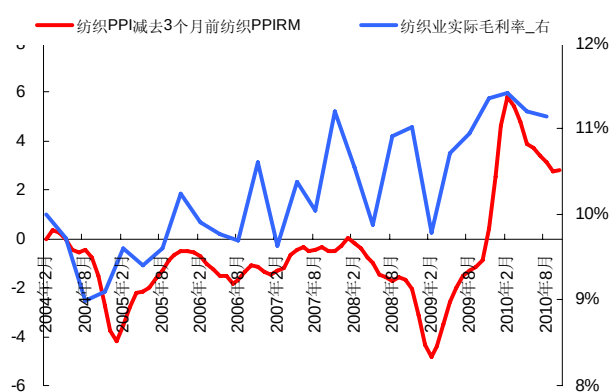


图 36: 纺织毛利率与毛利变化趋势



资料来源：兴业证券研发中心

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。