

关注通胀回落下毛利改善的行业

——10月行业比较报告



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

穆启国
SAC 执业证书编号:S1000510120006
(021)5010 6020
muqg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

顾益辉
(021)50106027
guyh@mail.htlhsc.com.cn

展望四季度经济下行导致需求依然疲软，但在通胀回落背景下，部分行业将明显由于成本快速回落而带来毛利的边际改善，因此市场将逐步从稳定消费过渡到均衡，成本的下降要快于收入下行的行业是下阶段重点关注的行业。

首先，宏观驱动的角度看，大宗商品价格虽然有阶段性企稳，但在全球经济低迷的背景下，上游能源在四季度获得超额收益仍有压力；从中游来看，PPI价差显示的中游加工制造业的毛利空间逐步改善，而中游材料类毛利情况仍然较差，因此毛利改善且库存压力较轻的部分中游制造行业值得逐步关注；从下游来看，稳定消费向可选消费切换的驱动力在加强。通胀回落使得受益提价食品饮料和品牌服装等消费品难以再超预期，类萧条中后期可选消费的获益空间将逐步打开。宏观驱动大类行业顺序为：可选消费、中游制造、医药、金融、稳定消费、中游材料、上游能源。

其次，行业景气的角度看，关注家用电器、交运设备、石油化工、纺织。从需求端来看，9月子行业销量数据大多萎靡，但值得关注的是家用电器、纺织、化学纤维、石油化工、造纸Ⅱ、零售贸易、航运等行业新订单反转，并且销量回升也确认景气的真实性；从库存端来看，家用电器、纺织、交运设备、家具、石油化工等行业的库存略有下行，且同期销量仍有上升，表明这些行业的去库存较为良好，运行较为平稳；从供给端来看，家用电器、纺织、家具、石油化工等行业的产量有所上升，确认了库存消化的真实性。

最后，盈利和估值的角度看，中报显示大多数行业的增速并未达到全年一致预期的增速，部分行业下半年业绩仍有下调风险，需要回避，而纺织服装、金融服务、轻工制造等行业下半年仍有超预期的可能。另外，三季报业绩预报方面显示业绩较为正面的行业主要集中在餐饮旅游、纺织服装、建筑建材、商业贸易、信息设备、有色金属，值得关注。在熊市中净资产相对来说不容易缩水，PB确认的底部相对有效，金融服务、交通运输PB依然处在历史底部，食品饮料处于高位需要谨慎。

10月综合推荐的行业有：家用电器、交运设备、生物医药、纺织服装、通信设备。

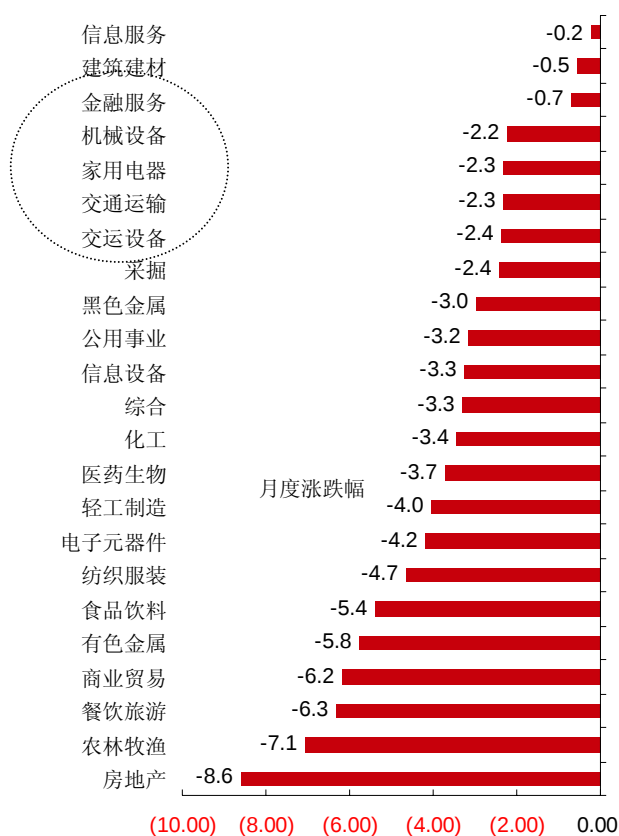
目 录

宏观驱动：通胀切换下的行业轮换	4
上游弱势渐现：价格受压制，但需求仍有底	4
中游缓慢复苏：成本回落与收入回落的赛跑	5
下游走向均衡：通胀切换，稳定向可选轮换	6
子行业景气监控：关注家用电器、石油化工等行业	7
盈利与估值：回避业绩下调，P B 估值寻底	10
回避业绩下调风险的行业	10
关注三季报预增较多行业	11
估值：PB 寻底	12
 图 1： 宏观景气的监控框架	4
图 2： C R B 价格指数趋势同比向下抑制能源超额收益	4
图 3： 能源的下游产量并未出现大幅下滑表明需求有底	4
图 4： PPI 材料-PPI 采掘监控的材料类毛利走平	5
图 5： PPI 加工-PPI 材料监控的制造业毛利有触底迹象	5
图 6： 从周期的角度看可选消费的空间打开	6
图 7： 下游可选消费启动的驱动力在于通胀回落	6
图 8： 景气传导过程分布图	7
图 9： 景气循环周期以及跟踪指标	7
图 10： 近期新订单与销量周期	8
图 11： 近期月销量与库存周期	8
图 12： 近期库存与产量周期	9
图 13： 9 月购进价格与出厂价格的子行业分布	10
图 14： 行业 PB 估值的位置	12
图 15： 行业 PB 相对沪深 300 估值的位置	13

我们在9月份的行业配置中提到PMI反弹乏力，消费主线维持，建议关注可选消费景气向好。回顾近期市场虽然出现大幅调整，但金融服务和部分可选消费依然获得了相对收益，展望整个四季度经济下行的背景下需求依然疲软，但在通胀回落后，部分行业将明显由于成本快速回落而带来毛利的边际改善，因此我们建议关注成本的下降要快于收入下降的行业。

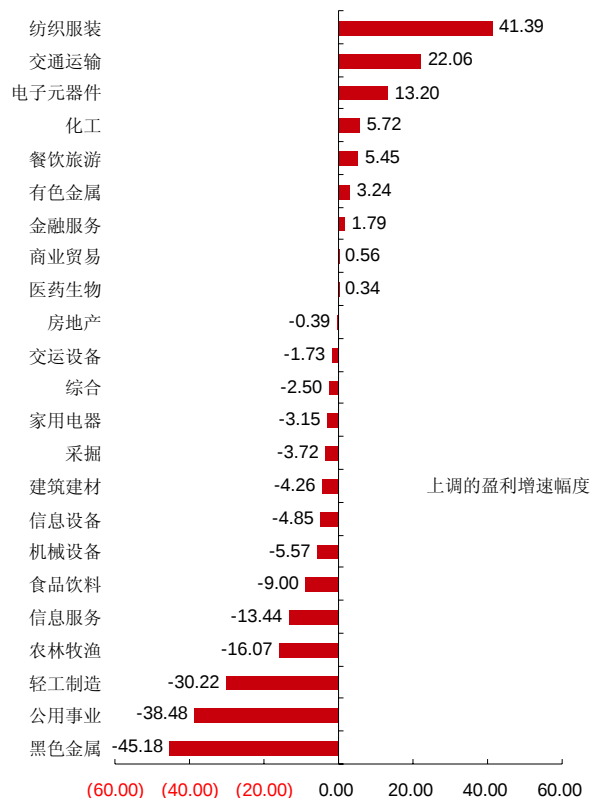
根据我们的框架，主要从三个维度进行行业比较。首先是宏观驱动下得大类选择，其次是景气跟踪下的子行业比较，最后是盈利与估值平衡下的行业优化配置。宏观与景气驱动是行业配置的基础，盈利和估值判断是配置的辅助。（具体的框架件策略研究-行业比较 11817: 消费仍为主战场,关注可选消费景气向好-8月行业配置报告）。从三个方面来看，10月综合推荐的行业有：家用电器、交运设备、生物医药、纺织服装、通信设备。

图 1： 近一个月（9.15-10.15）的行业涨跌幅%



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 2： 近一个月（9.15-10.15）的盈利上调比例%



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 3： 宏观景气的监控框架



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

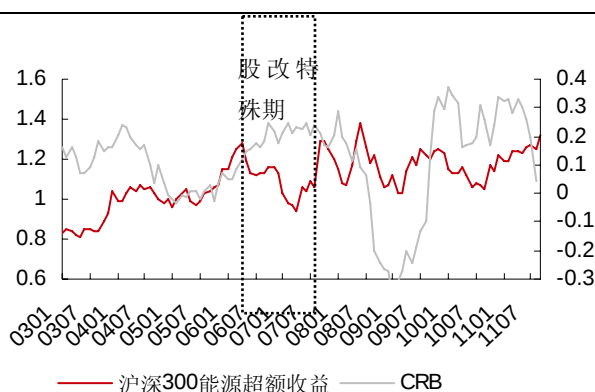
宏观驱动：通胀切换下的行业轮换

上游弱势渐现：价格受压制，但需求仍有底

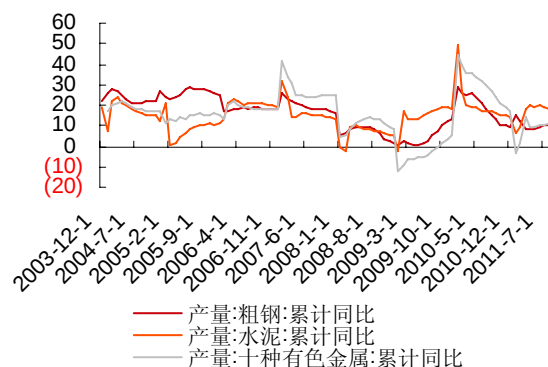
能源受制价格下行，但需求有底。美联储 QE3 的预期并未兑现，大宗商品前期出现了大幅调整。四季度较强势的美元结合较为虚弱的全球经济，大宗商品价格仍有向下压力。上游能源的表现与大宗商品的价格走势存在较高的相关度，因此 A 股上游资源仍显弱势。另一方面，从国内需求来看，我们并不悲观。8 月份统计局公布的建材、钢铁、有色等能源下游产量依然保持平稳，离 2008 年底部仍有较大空间。

图 4： C R B 价格指数趋势同比向下抑制能源超额收益

图 5： 能源的下游产量并未出现大幅下滑表明需求有底



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所



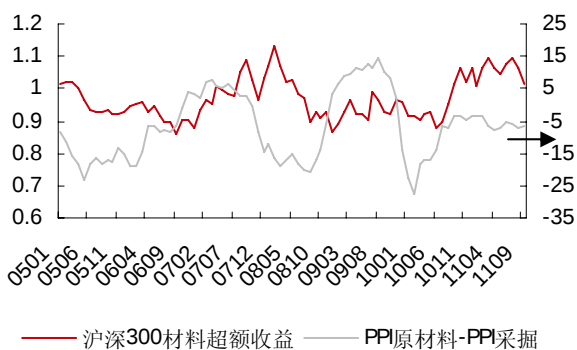
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

中游缓慢复苏：成本回落与收入回落的赛跑

在当前的宏观背景下，需求总体缓慢下滑，盈利下滑的趋势不可避免。但需求增长对于中游制造利润增长的作用要相对于终端消费品小很多，库存和毛利率的变动对于企业利润增长影响更大。

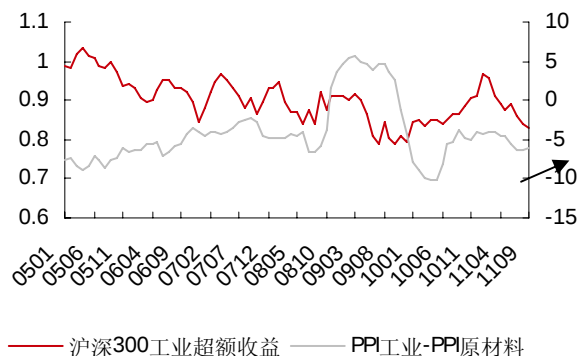
从我们跟踪的数据来看，大宗商品和原材料大幅下行，将对中游大多数行业的成本形成实质性的利好。我们用PPI材料-PPI采掘监控中游材料的超额收益空间，用PPI加工-PPI采掘监控中游制造业的毛利空间。从我们监控的PPI分项数据来看，中游制造要优于中游材料类行业。

图 6： PPI 材料-PPI 采掘监控的材料类毛利走平



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 7： PPI 加工-PPI 材料监控的制造业毛利有触底迹象



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

库存下降表明整体的需求格局仍然较好，未来去库存的压力较少，从而有利于毛利率的回升。从跟踪的PMI产成品库存的分项数据来看，大多数中游制造业的库存较中游材料类行业下降明显。

表格 1：主要中游行业的库存情况

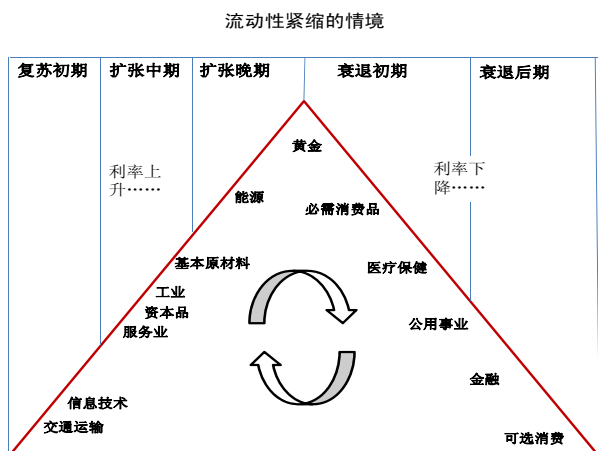
细分行业	中游分类	11年6月	11年7月	11年8月	库存状态
通用设备制造业	中游制造	52.4	52.5	5	下降
专用设备制造业	中游制造	48.8	48.8	42.8	下降
金属制品业	中游制造	47.9	43.8	43.7	下降
电气机械及器材制造业	中游制造	47	47	46	下降
通信设备计算机及其他电子设备制造业	中游制造	43	46.2	44.3	震荡向下
黑色金属冶炼及压延加工业	中游材料	57.4	54.1	47.5	下降
化学原料及化学制品制造业	中游材料	47.7	5	42.4	下降
石油加工及炼焦业	中游材料	44.2	53.9	51.9	震荡向下
化纤制造及橡胶塑料制品业	中游材料	54.4	42.7	45.6	上升
非金属矿物制品业	中游材料	46.6	51.2	52.2	上升
有色金属冶炼及压延加工业	中游材料	52.2	37	41.3	上升

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

下游走向均衡：通胀切换，稳定向可选轮换

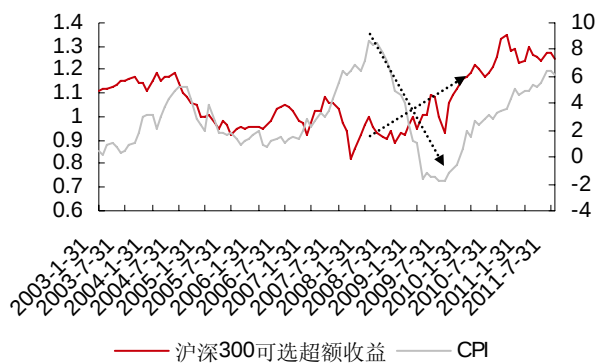
根据我们宏观判断，经济周期在四季度将逐步进入了衰退的晚期，行业轮动的历史经验表明可选消费将从中受益。从基本面角度看，通胀温和下行确立后会使得稳定消费的毛利率向可选消费轮换。终端消费者对稳定消费的涨价预期逐步收窄，盈利增速将低于乐观预期；相反随着PPI的下行，可选消费的成本压力逐步释放，盈利空间有望打开。

图 8： 从周期的角度看可选消费的空间打开



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 9： 下游可选消费启动的驱动力在于通胀回落



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

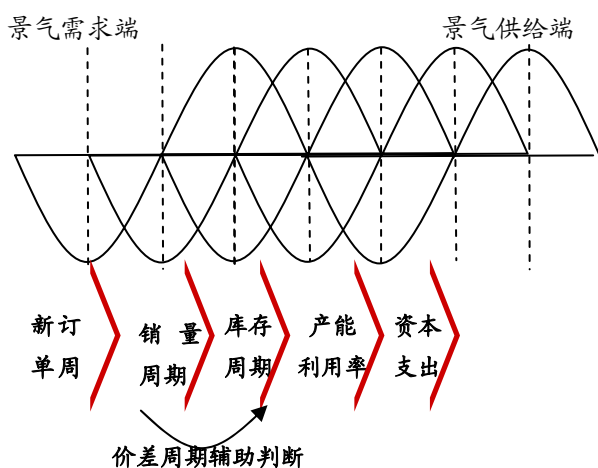
大类行业配置建议：可选消费、中游制造、医药稳定消费、金融、中游材料、上游能源、信息技术

子行业景气监控：关注家用电器、石油化工等行业

正常的景气周期是由新订单开始上升引起，接着销量的回升确认新订单的真实，随着销量上升企业产成品库存得到消化，产量开始上升，最后出现产能瓶颈引发行业产能投放。因而正常的景气周期顺序为：新订单->销量->库存->产量->产能。通过以上变量的监控，我们依次从需求面、库存面、和供给面跟踪行业的内在变化，进而判断行业的运行状态。（具体见策略研究-行业比较 11817：消费仍为主战场,关注可选消费景气向好-8月行业配置报告）

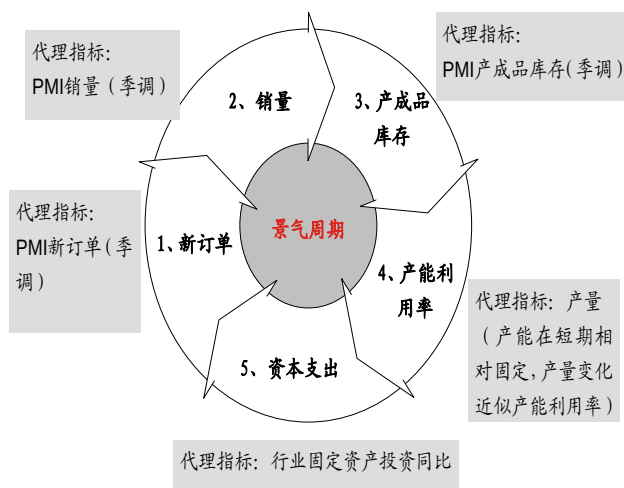
从景气驱动的角度推荐的行业有：家用电器、交运设备、石油化工、纺织。

图 10： 景气传导过程分布图



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 11： 景气循环周期以及跟踪指标

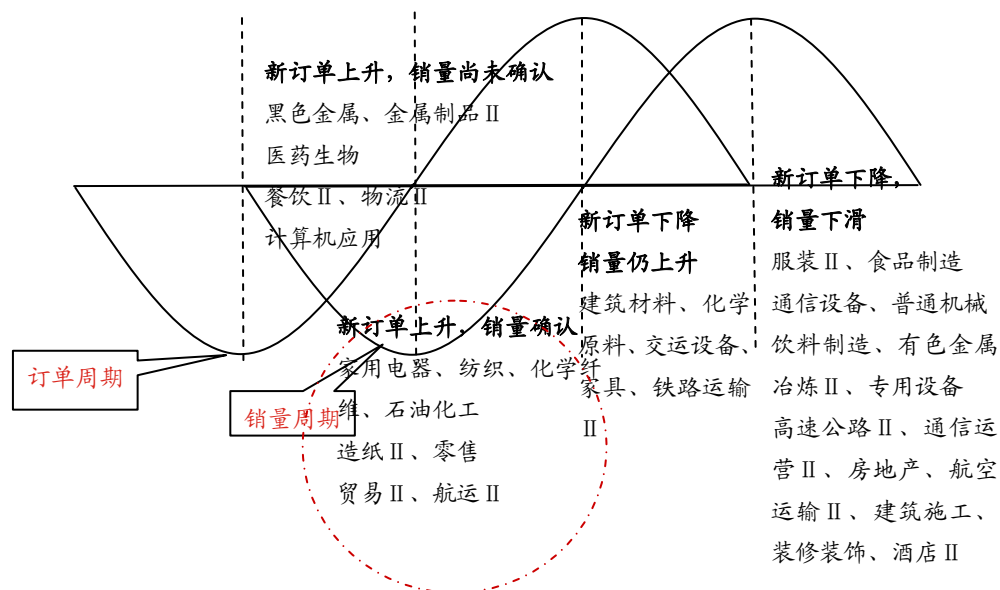


资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

新订单与销量周期：需求面总体疲软，家用电器和石化行业较好

9月季调后的PMI分行业数据显示，家用电器、纺织、化学纤维、石油化工、造纸Ⅱ、零售贸易、航运等行业的销量和新订单出现了好转。大多数行业销量和订单仍然出现了下滑，表明整体的需求仍显弱势。需要注意的是前期中报表现好的食品、饮料、建材等行业的新订单情况均出现下滑。

图 12： 近期新订单与销量周期

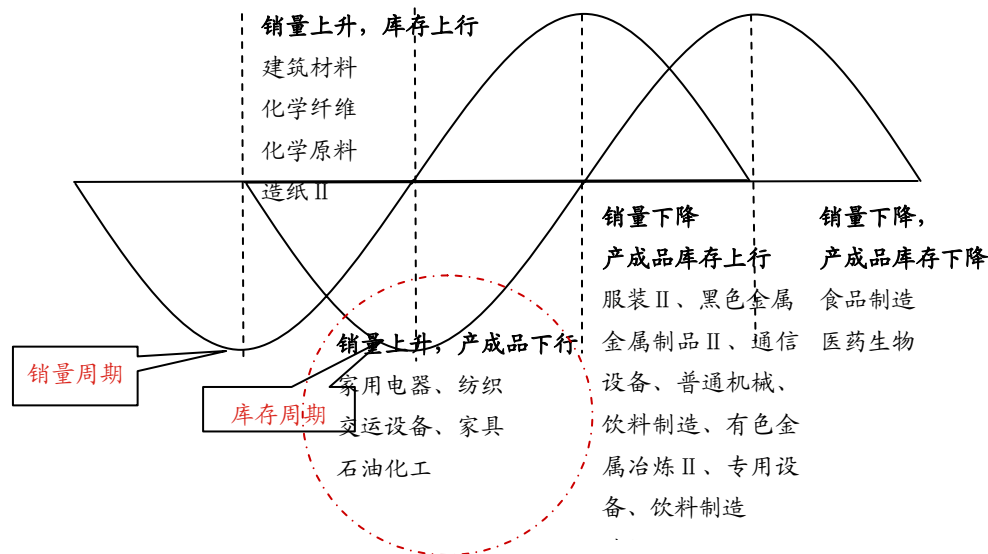


资料来源：wind，物流采购协会，华泰联合证券研究所整理（基于 10 月 8 日公布的 PMI 数据季节性调整）

销量与库存周期：去库存有所反复，可选消费类库存边际改善

从 9 月最新的 PMI 数据来看，只有家用电器、纺织、交运设备、家具、石油化工等行业的库存略有下行，而同期销量仍有上升。表明这些行业的去库存较为良好，运行较为平稳。而需要回避的是销量下降，但库存仍在上升的行业。主要分布的行业有服装 II、黑色金属、金属制品 II、通信设备、普通机械、饮料制造、有色金属冶炼 II、专用设备、饮料制造。

图 13： 近期月销量与库存周期

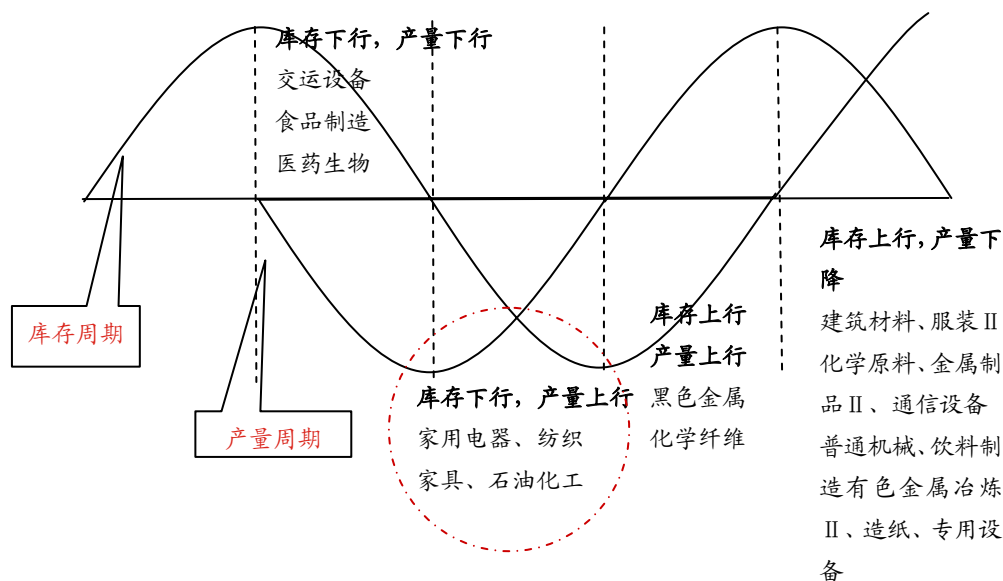


资料来源：wind，物流采购协会，华泰联合证券研究所整理（基于 10 月 9 日公布的 PMI 最新数据）

库存与产量周期：生产多有放缓，家用电器、石油化工等行业仍较确定

而从跟踪的库存与产量周期看家用电器、纺织、家具、石油化工等行业的库存开始消化，产量上行，未来景气的确认程度较高，而大部分的行业生产放缓，库存增加需要关注后期去库存的风险。如建筑材料、化学纤维、化学原料、金属制品、石油化工、食品制造、饮料制造等。

图 14： 近期库存与产量周期

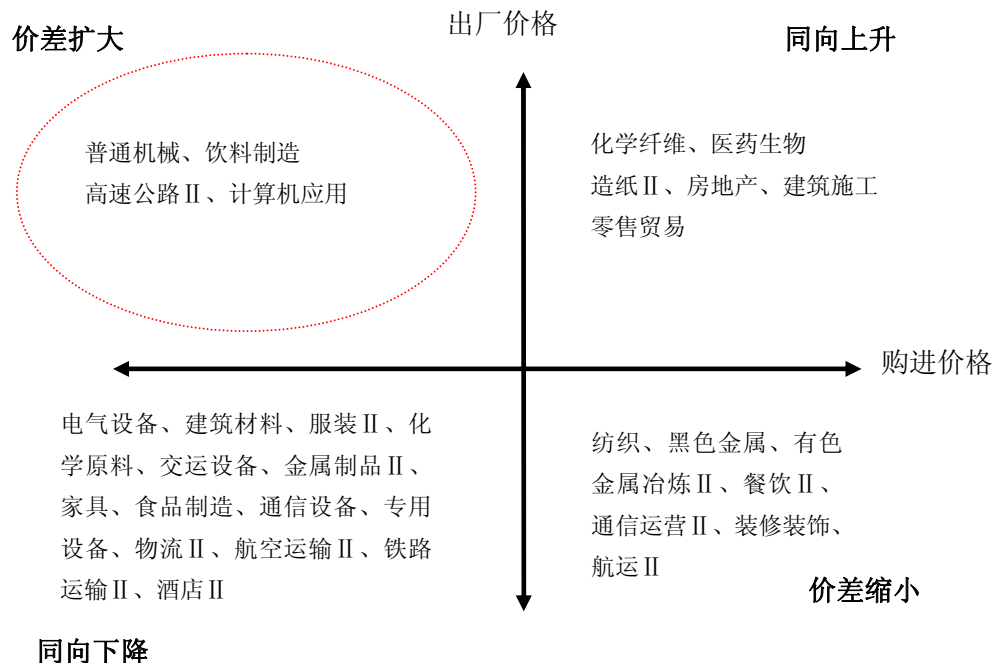


资料来源：wind，物流采购协会，华泰联合证券研究所整理（基于10月8日公布的PMI最新数据）

出厂价格与购进价格：成本多有回落，关注价差扩大的子行业

总体看，大多数行业的出厂价格和购进价格同步回落，目前来看价差扩大的行业有普通机械、饮料制造、高速公路Ⅱ、计算机应用等行业后续存在毛利改善的空间，值得进一步关注。

图 15: 9 月购进价格与出厂价格的子行业分布



资料来源: wind, 物流采购协会, 华泰联合证券研究所整理

盈利与估值: 回避业绩下调, P B 估值寻底

回避业绩下调风险的行业

从中报显示来看大多数行业的增速与一致预期的增速存在较大的差距, 我们判断部分行业下半年业绩仍有下调风险, 如农林牧渔、采掘、黑色金属电子元器件、交运设备、信息设备、生物医药、公用事业、房地产、商业贸易等。而相反纺织服装、轻工制造和金融服务等行业上半年业绩增速较高, 全年仍有超预期的可能。

表格 2: 下半年业绩仍有下调风险的行业

申万行业	2011 年上半 年增速	隐含的 2011 下 半年增速	2011 年一直预期 增速增速	下半年盈利前 景
农林牧渔	32%	135%	90%	有下调风险
采掘	8%	16%	12%	有下调风险
化工	28%	38%	33%	
黑色金属	-22%	151%	30%	有下调风险
有色金属	79%	90%	85%	
建筑建材	34%	55%	45%	
机械设备	34%	44%	40%	
电子元器件	17%	156%	92%	有下调风险
交运设备	12%	29%	21%	有下调风险
信息设备	12%	56%	40%	有下调风险

家用电器	34%	33%	34%	
食品饮料	42%	51%	46%	
纺织服装	73%	-5%	16%	有超预期可能
轻工制造	63%	41%	53%	有超预期可能
医药生物	21%	56%	39%	有下调风险
公用事业	5%	16%	12%	有下调风险
交通运输	-16%	-7%	-11%	
房地产	14%	49%	36%	有下调风险
金融服务	30%	21%	26%	有超预期可能
商业贸易	32%	60%	45%	有下调风险
餐饮旅游	25%	51%	39%	
信息服务	29%	54%	45%	
综合	150%	79%	103%	

资料来源: wind, 朝阳永续一致预期, 华泰联合证券研究所整理

关注三季报预增较多行业

三季报业绩预报情况来看, 大多数行业仍实现了预增。由于样本的有偏性(并非所有公司会发布业绩预告), 预告的业绩并不能完全反应行业的业绩变化, 但仍可对我们的行业配置做一些提前的提示。从统计来看, 预增比例较高的行业有餐饮旅游、纺织服装、建筑建材、商业贸易、信息设备、有色金属。

表格 3: 三季报预增情况分析

行业	预警正面	预警负面	预警正面比例	总计
采掘	6	4	55%	11
餐饮旅游	11	2	85%	13
电子元器件	45	21	68%	66
房地产	31	19	62%	50
纺织服装	36	8	82%	44
公用事业	11	20	35%	31
黑色金属	5	4	56%	9
化工	94	44	68%	138
机械设备	116	35	77%	151
家用电器	17	8	68%	25
建筑建材	49	10	83%	59
交通运输	16	4	80%	20
交运设备	26	12	68%	38
金融服务	6	3	60%	10
农林牧渔	26	14	65%	40
轻工制造	35	13	73%	48
商业贸易	26	5	84%	31
食品饮料	23	6	79%	29
信息服务	46	11	81%	57

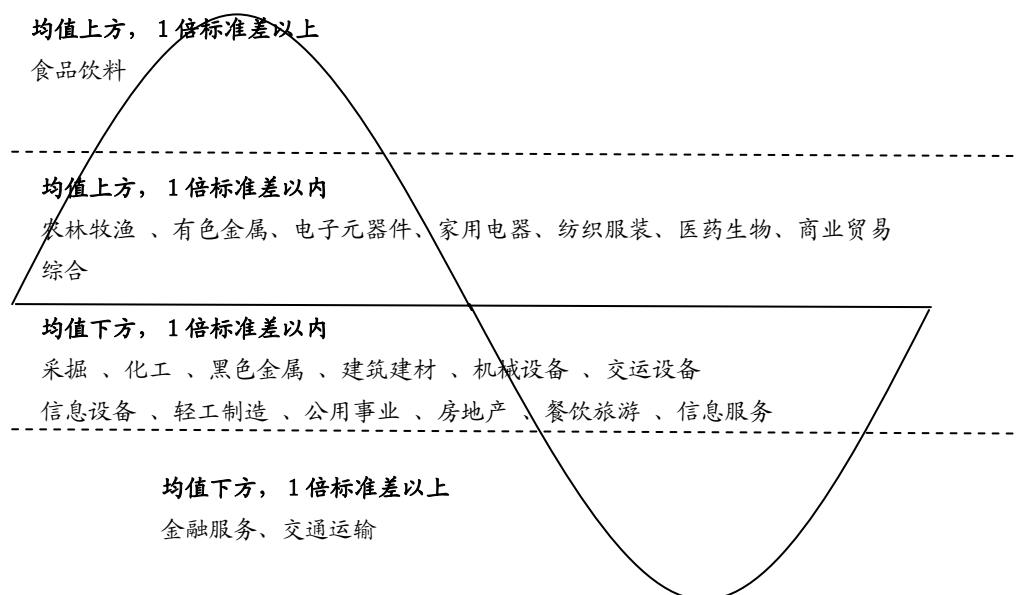
信息设备	31	9	78%	40
医药生物	52	18	74%	70
有色金属	38	9	81%	47
综合	7	11	37%	19
总体	753	290	72%	1046

资料来源: wind, 华泰联合证券研究所整理 (其中预警正面包含了略增、扭亏、续盈, 预增, 预警负面包含略减、预减、首亏、续亏,)

估值: PB 寻底

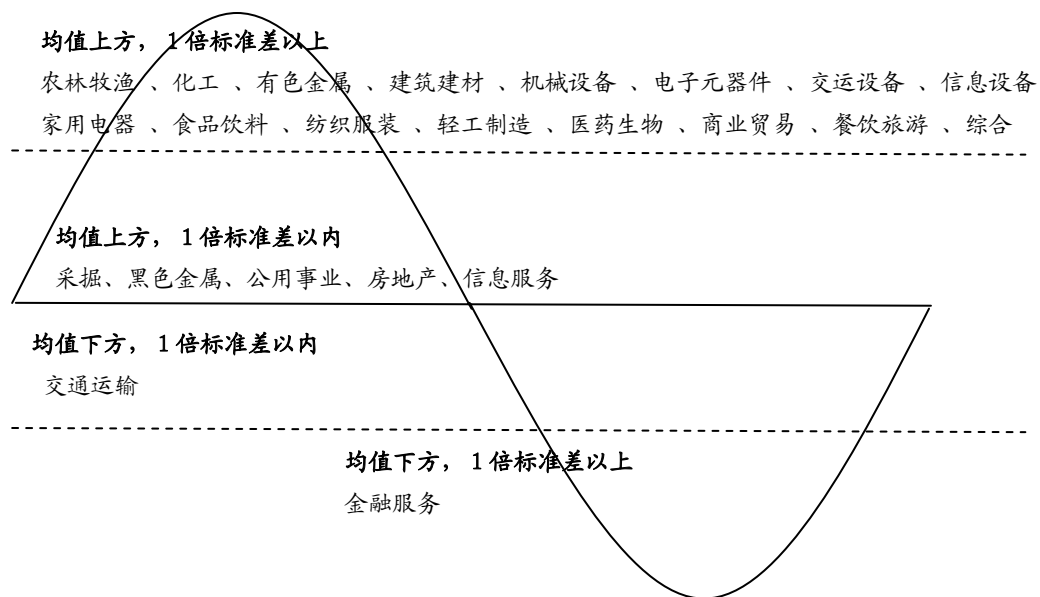
在熊市中 EPS 可以不断的被下调从而使得 PE 确认的底部一再下移, 而净资产相对来说不容易缩水, 有一定的参考意义。从 PB 的绝对估值来看, 金融服务、交通运输依然处在历史底部, 食品饮料处于高位需要谨慎。从相对估值的角度来看, 均值下方的依然是金融服务、交通运输。

图 16: 行业 PB 估值的位置



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所 (数据起始日为 2000 年 1 月 1 日, 截止日为 2011 年 10 月 15 日)

图 17： 行业 PB 相对沪深 300 估值的位置



资料来源：wind，华泰联合证券研究所（数据起始日为 2000 年 1 月 1 日，截止日为 2011 年 10 月 15 日）

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 3（以下简称基准）

股票评级

买 入 股价超越基准 2%以上
增 持 股价超越基准 1%-2%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 1\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 1%-2%
卖 出 股价弱于基准 2%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

深 圳

深圳市福田区深南大道 411 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 51848
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 262
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 212
电 话: 86 21 51 628
传 真: 86 21 6849 851
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。