

下游制造业彰显攻守平衡

——2011 年 12 月份行业比较月报

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2011 年 12 月 19 日

联系人

谢晓冬

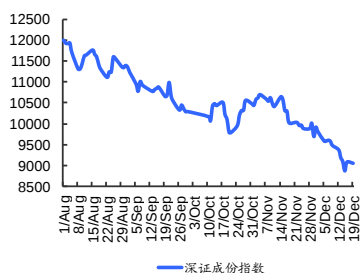
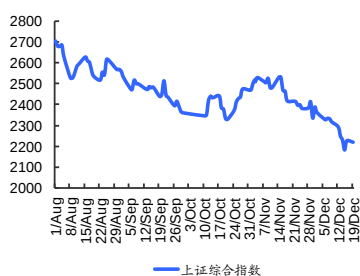
SAC NO: S1150110080003

022-28451849

actionfish@live.cn

投资要点：

- 汇丰 PMI12 月份初值为 49.0，相对 11 月份 47.7 有小幅回升，但只要在 50 以下就代表经济在收缩放缓。因此对有色、煤炭、化工等强周期行业而言，只要看不到经济的拐点，行业的运行情况就无法实质改善，即便估值再低也最先需要规避。从最新的各行业分项数据来看，我们根据通胀下降、需求相对确定的逻辑，从下游制造业中选取了个 5 个经营情况相对较好，二级市场表现相对稳定的行业：（1）“食品制造业”；（2）“饮料制造业”；（3）“农副食品加工业”；（4）“家具制造业”；（5）“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）白酒子行业：“短期看，受益于销售旺季的到来和行业提价两个刺激因素”，“中长期看，无论中低端还是高端白酒均符合消费升级的概念”。从长期来看，受益于低端劳动力工资的提升以及城镇化提升，低收入人群所带来的消费升级，给中低端白酒会打开了想象的空间，相关上市公司如山西汾酒、酒鬼酒；另一方面，由于中国属于典型的 M 型中产阶层缺乏的社会构成，今年以来尽管总体消费增速下降明显，但是目前中国的奢侈品消费已经超越日本仅次于美国排在世界第二，像高档奢侈消费品以及豪华车并没有因为今年的不景气而销售下滑，而随着这部分人群的消费升级，这种趋势并非昙花一现。而我们的白酒中像茅台、泸州老窖、五粮液等由于具有文化底蕴、不可复制的特点，已经具备中国特色的高档奢侈品成色。（2）包装印刷子行业：“中期看，上游由于产能过剩，纸浆和纸张价格处于下降通道之中”，“中长期看，受益于消费升级中消费者对包装精美程度偏好的提升”。在消费升级的背景下，尽管消费数量增长相对缓慢，但消费者对产品包装精美程度的要求变得愈发加快，这一点特别在食品饮料、日用品和快速消费品行业中体现得更为明显，例如消费者对酒类香烟包装精美偏好的提升。相关上市公司如陕西金叶和劲嘉股份，公司传统业务烟标印刷受益于下游烟草行业整合对本行业整合的促进，公司有资金实力加大研发投入，并且及时对印刷机械更新换代，并且作为行业中龙头企业，企业具有品牌优势。



相关研究报告

《穿好棉衣过“暖冬”——2011 年 11 月行业比较月报》

《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》

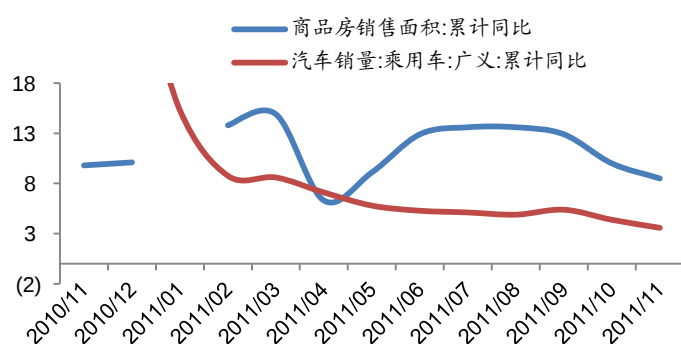
《寻找水落而石出者——2011 年 9 月份行业比较月报》

1. “产业链”层面

1.1 终端需求仍在下行通道

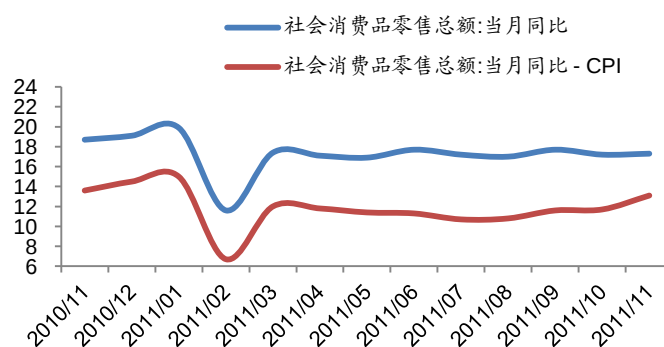
- 房地产方面，1-11 月份商品房销售面积累计同比上升 8.50%，较 1-10 月份再度下降 1.5 个百分点。且 11 月份国房景气指数为 99.87，这是自 2009 年 8 月份以来首次回落到百点这样一个“景气临界点”之下。随着二线城市加入到降价行列，房地产行业已迎来真正意义的拐点。12 月 9 日，中央政治局会议上强调，要坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归。据悉，住建部已经知会相关地方政府，对于限购政策将要于年底到期的城市，在到期日之后要继续将限购政策延续执行。
- 乘联会公布的乘用车销量方面，1-11 月份汽车销量累计同比上升 3.60%，较 1-10 月份再度下降 0.8 个百分点，依旧不见起色。新《车船税法》对小排量车车船税适度下调，对大排量车适度提高，但对目前的乘用车市场作用有限。近期由于校车事件频发，国务院也在积极从法律角度对社会校车做大范围整改，预计之前有过校车业务经验的客车企业有一定收益机会。
- 社会消费品零售总额方面，11 月份社会消费品零售总额同比上升 17.30%，较 10 月份上升 0.1 个百分点。由于 CPI 从 7 月份见顶之后增速始终处于回落，11 月份同比上升 4.20%，消费在扣除 CPI 因素后有较大水平的提升，较 10 月份提升 1.4 个百分点。

图 1: 至 11 月份商品房/汽车销售累计同比(%)



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 2: 至 11 月份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

- 出口方面，11 月份出口金额当月同比上升 13.80%，较 10 月份增速下降 2.07 个百分点，受欧美经济不振影响，连续第三个月出现回落。在出口数量方面，钢材和塑料增速有小幅回升。
- 11 月份主要工业品产量方面，原油、发电量、钢材、水泥产量增速分别回落

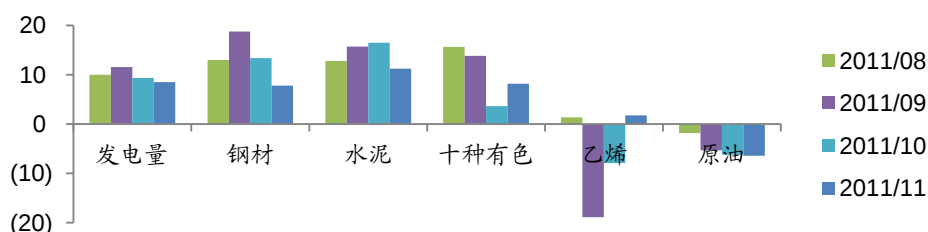
0.21、0.82、5.61、5.29 个百分点，而有色金属和乙烯产量增速分别上升 4.55 和 9.65 个百分点。特别是乙烯改变了连续两个月的同比负增长，但乙烯本身相对其他工业品波动通常要大一些，且由于下游目前也没有明显改善的行业，因此乙烯这一趋势还有待观察。

表 1: 至 11 月份出口情况

指标名称	2011/06	2011/07	2011/08	2011/09	2011/10	2011/11
出口金额:当月同比	17.90	20.45	24.46	17.06	15.87	13.80
出口金额:季调:当月同比	16.40	23.40	20.70	18.90	14.40	11.60
出口数量:玉米:累计同比	-29.00	-27.50	-20.90	-15.70	17.60	10.90
出口数量:活猪(种猪除外):累计同比	-8.40	-8.90	-9.50	-9.50	-9.90	-10.00
出口数量:塑料制品:累计同比	6.90	5.90	6.30	6.30	6.40	6.70
出口数量:钢材:累计同比	3.20	2.30	6.50	9.50	11.30	13.80
出口数量:集成电路:累计同比	17.70	16.90	16.30	14.40	11.30	10.00
出口数量:自动数据处理设备及其部件:累计同比	13.80	12.80	12.80	12.30	11.70	11.40

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 3: 至 11 月份主要工业品产量当月同比 (%)



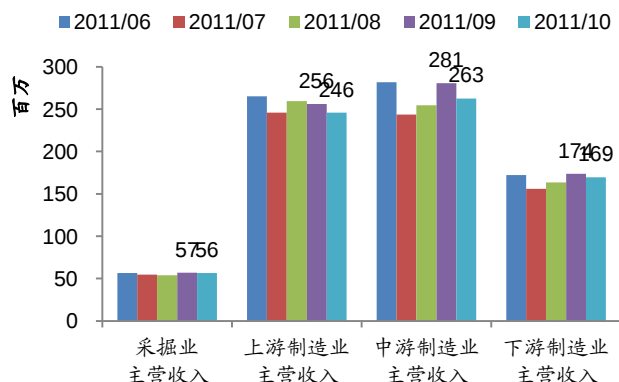
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.2 中下游盈利能力回升

- **工业企业经济效益总体指标方面**, (1) **收入方面**, 1-10 月份, 全国规模以上工业企业实现主营业务收入 681845 亿元, 同比增长 29.08%, 较 1-9 月份增速回落 0.50 个百分点, 连续两个月出现回落。(2) **利润方面**, 规模以上工业企业实现利润 41217 亿元, 同比增长 25.26%, 较 1-9 月份增速大幅回落 1.71 个百分点, 连续第四个月出现回落, 且回落速度相比最近的 0.37 个百分点、0.05 个百分点、1.26 个百分点而言, 有加速的迹象。
- **具体工业产业链的盈利规模情况**, 由于通胀压力缓解特别是 PPI 增速大幅回落, 之前受制于成本压力过大的中游制造业和下游制造业尽管收入仍在下降, 但利润已经相对采掘业和上游制造业出现明显改观。具体来看, (1) 主营业务收入方面, 采掘业、上游制造业、中游制造业、下游制造业环比均出现下降, 下降幅度分别为 0.4、4.1、6.4 和 2.5 个百分点。(2) 利润总额方面,

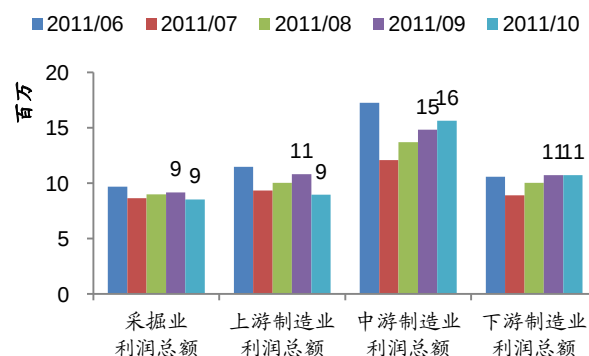
采掘业、上游制造业分别下降 7.0 和 17.1 个百分点，而中游制造业环比上升 5.4 个百分点，下游制造业基本与上个月持平。

图 4：10 月份工业企业产业链主营业务收入规模



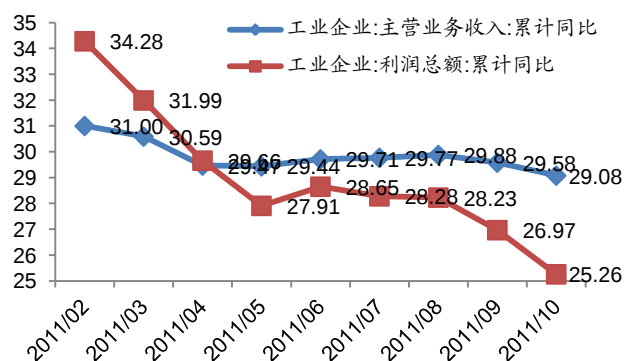
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 5：10 月份工业企业产业链利润总额规模



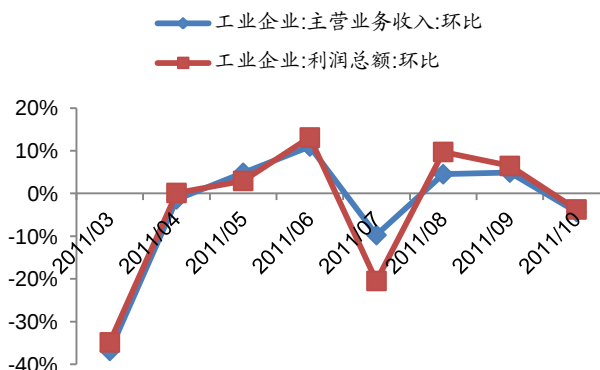
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 6：1-10 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

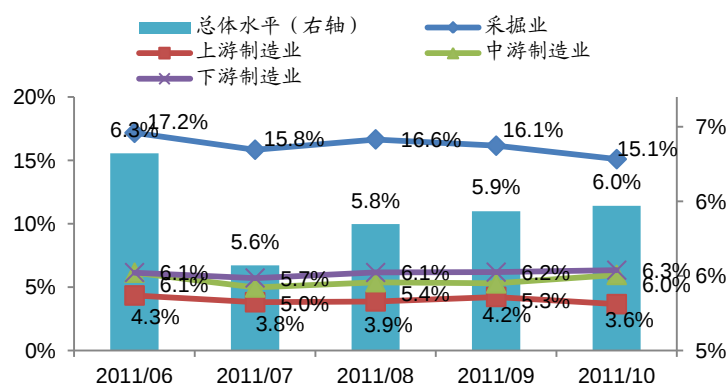
图 7：10 月份工业企业营收利润环比(%)



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

- 10 月份主营业务收入利润率继续回升，而毛利率出现下降，发生背离。10 月份工业企业主营业务收入利润率为 6.0%，继续上升 0.1 个百分点、（累计数方面，1-10 月份工业企业主营业务收入利润率为 6.04%，较 1-9 月份下降了 0.1 个百分点。）而 10 月份规模工业企业毛利率为 29.4%，结束了连续 3 个月的上升，较 9 月份下降了 0.4 个百分点。二者出现了较为明显的背离，且制造业产业链三个环节均是如此。我们认为，毛利率的下降与销量的下降和劳动力成本的逐渐上升有关，而利润率却继续回升是否与费用的压缩有关还有待于进一步考证，并且这种背离是否是统计造成的偶然现象也有待于进一步观察。

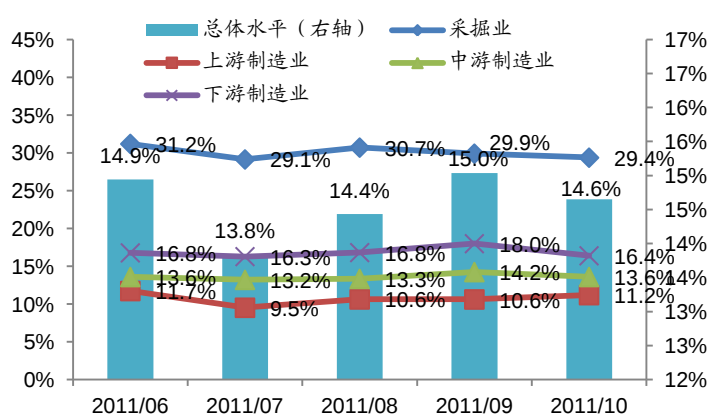
图 8: 10 月份工业企业产业链主营业务收入利润率情况



10 月较上月的绝对变化幅度	
采掘业	-1.0%
上游制造业	-0.6%
中游制造业	0.7%
下游制造业	0.1%
总体	0.1%

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 9: 10 月份工业企业产业链毛利率情况



10 月较上月的绝对变化幅度	
采掘业	-0.5%
上游制造业	0.6%
中游制造业	-0.6%
下游制造业	-1.6%
总体	-0.4%

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

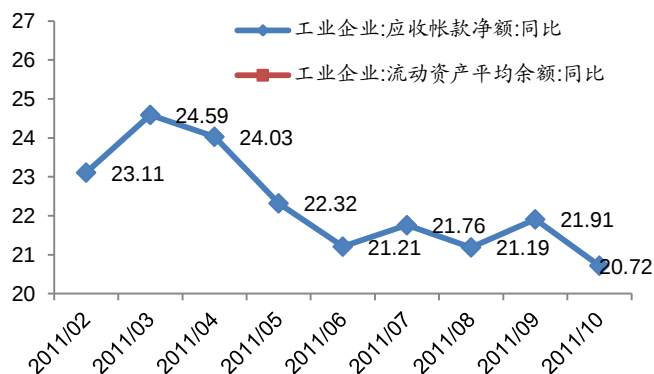
1.3 企业营收水平重心下行趋势难改

11 月份中采 PMI 为 49.00, 相比 10 月份下降 1.4 个百分点, 不但再度跌至“枯荣分水岭”以下, 更是创下 33 个月以来的最低。而汇丰 PMI 在经历 10 月份偶然回升后再度下跌至 47.70, 相比 10 月份下降 3.30 个百分点, 创出 32 个月新低。

工业增加值 11 月份同比上升 12.40%, 增速下降 0.8 个百分点; 而 PPI 11 月份同比上升 2.70%, 增速下降 2.30 个百分点。量和价的增速持续回落, 且没有减速的迹象, 因此预计工业企业营收水平重心仍会下移。尽管中下游制造业的利润率水平有所上升, 但受制于收入规模的下降趋势, 利润水平预计仍难改下行趋势。

图 10: 1-10 月份工业企业产成品和应收账款净额

图 11: 中采 PMI 和汇丰 PMI



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 12: 11 月份工业增加值当月同比

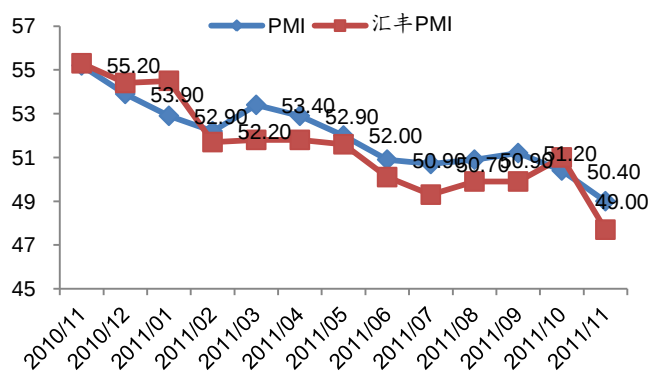
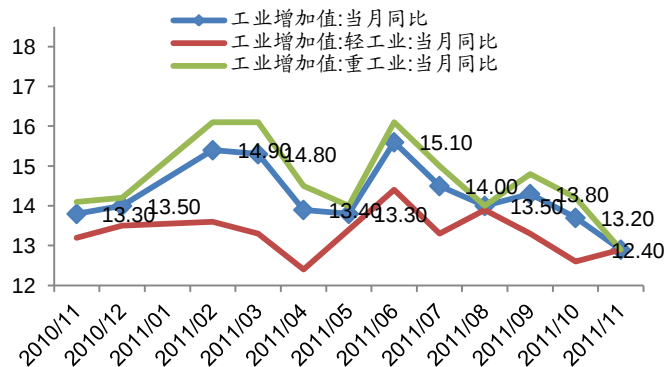
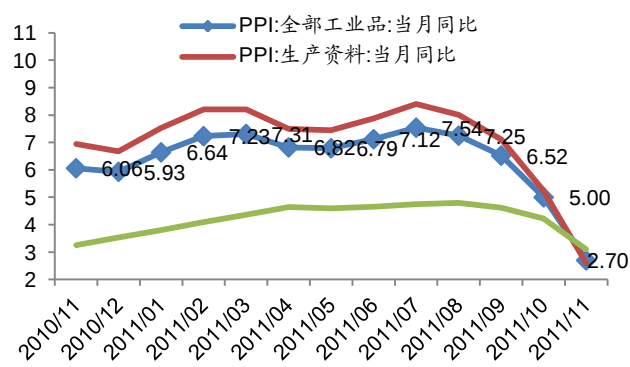


图 13: 11 月份 PPI 当月同比



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

2. “行业”层面

2.1 截止 10 月份: 工业企业分行业经营数据: 经营状况相对较好的行业: 印刷、家具、交运设备、食品饮料

截止 10 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集中在下游制造业, 包括“印刷业和记录媒介的复制”、“家具制造业”、“饮料制造业”、“食品制造业”和“交运设备制造业”。

(一) 36 个重要大类行业的主营业务收入情况 (10 月份)

通过 1-10 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“印刷业和记录媒介的复制”、“家具制造业”、“有色金属矿采选业”、“交通运输设备制造业”、“橡胶制品业”; (2) 相较于上个月营业收入改善较多的行业是“家具制造业”、“印刷业和记录媒介的复制”、

“黑色金属矿采选”、“非金属矿采选业”；（3）相较于上个月营业收入下降较多的行业是“有色金属的冶炼和压延”、“电气机械及器材制造业”、“化学原料和化学制品制造业”。

表 2：1-10 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	2011/07	2011/08	2011/09	2011/10	相较于 3 个月	相较于 9 月份
印刷业和记录媒介的复制	下游制造	24.22	24.17	24.58	25.21	0.88	0.63
家具制造业	下游制造	26.50	26.40	25.98	26.86	0.56	0.88
有色金属矿采选业	采掘业	44.01	44.86	44.89	45.08	0.49	0.19
交通运输设备制造业	中游制造	17.76	18.15	18.37	18.52	0.43	0.15
橡胶制品业	中游制造	27.60	28.53	28.31	28.47	0.33	0.16
文教体育用品制造业	下游制造	17.37	17.14	17.64	17.55	0.17	-0.09
饮料制造业	下游制造	32.46	33.25	32.84	32.95	0.10	0.11
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	下游制造	38.62	37.90	39.00	38.60	0.09	-0.40
非金属矿采选业	采掘业	49.43	49.61	48.81	49.33	0.04	0.52
其他采矿业	采掘业	56.28	43.71	50.29	50.13	0.04	-0.16
医药制造业	下游制造	29.99	30.67	30.17	30.29	0.01	0.12
水的生产和供应业	上游制造	17.83	17.68	17.35	17.56	-0.06	0.21
黑色金属矿采选业	采掘业	47.47	46.69	45.84	46.46	-0.21	0.62
农副食品加工业	下游制造	35.36	35.15	35.08	34.98	-0.22	-0.10
纺织服装、鞋、帽制造业	下游制造	30.11	30.32	30.25	29.92	-0.30	-0.33
煤炭开采和洗选业	采掘业	42.66	43.71	43.54	42.97	-0.33	-0.57
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	中游制造	19.52	19.72	19.05	19.02	-0.41	-0.03
金属制品业	上游制造	32.72	32.74	32.65	32.24	-0.46	-0.41
电力、热力的生产和供应业	上游制造	16.94	16.39	16.24	15.99	-0.53	-0.25
造纸及纸制品业	下游制造	26.85	26.28	25.76	25.74	-0.56	-0.02
塑料制品业	中游制造	28.27	28.79	28.00	27.70	-0.66	-0.30
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	中游制造	23.35	24.08	24.33	23.15	-0.77	-1.18
通用设备制造业	中游制造	32.31	31.87	31.22	31.03	-0.77	-0.19
专用设备制造业	中游制造	32.45	31.74	31.60	31.15	-0.78	-0.45
食品制造业	下游制造	34.33	34.28	33.89	33.29	-0.88	-0.60
非金属矿物制品业	上游制造	40.72	40.53	40.10	39.48	-0.97	-0.62
黑色金属冶炼及压延加工业	上游制造	28.79	29.18	28.71	27.83	-1.06	-0.88
电气机械及器材制造业	中游制造	28.25	28.23	28.54	27.09	-1.25	-1.45
化学原料及化学制品制造业	上游制造	37.19	37.55	37.13	36.01	-1.28	-1.12
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	下游制造	28.02	27.42	26.73	26.08	-1.31	-0.65
有色金属冶炼及压延加工业	上游制造	39.20	40.24	40.06	38.52	-1.31	-1.54
石油加工、炼焦及核燃料加工业	上游制造	31.88	31.59	31.17	30.21	-1.34	-0.96
纺织业	下游制造	29.07	28.76	28.08	27.16	-1.48	-0.92
燃气生产和供应业	上游制造	35.32	36.69	33.82	33.06	-2.21	-0.76
石油和天然气开采业	采掘业	34.31	34.02	33.66	31.67	-2.33	-1.99
化学纤维制造业	中游制造	36.13	36.17	35.15	32.46	-3.36	-2.69

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 (10 月份)

通过 10 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“有色金属冶炼及压延加工业”、“食品制造业”、“有色金属矿采选业”、“化学纤维制造业”、“化学原料及化学制品制造业”; (2) 相较上个月毛利率水平改善较多的行业是“有色金属的冶炼和压延”、“有色金属矿采选”、“化学纤维制造业”、“化学原料及化学制品制造业”、“食品制造业”; (3) 相较于上个月毛利率水平下降较多的行业是“水的生产和供应业”、“燃气生产和供应业”、“仪器仪表及文化、办公用机械制造业”、“造纸及纸制品业”。

表 3: 10 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	2011/07	2011/08	2011/09	2011/10	相较前 3 个月	相较于 9 月份
有色金属冶炼及压延加工业	上游制造	6.41%	9.66%	3.80%	11.47%	4.85%	7.68%
食品制造业	下游制造	17.81%	19.16%	19.89%	21.82%	2.86%	1.93%
有色金属矿采选业	采掘业	27.08%	23.90%	21.64%	26.69%	2.48%	5.05%
化学纤维制造业	中游制造	7.91%	8.20%	7.84%	10.13%	2.15%	2.29%
化学原料及化学制品制造业	上游制造	13.82%	14.50%	13.88%	16.14%	2.07%	2.26%
燃气生产和供应业	上游制造	2.49%	11.90%	20.12%	13.39%	1.88%	-6.74%
塑料制品业	中游制造	12.62%	13.19%	12.60%	14.25%	1.45%	1.65%
非金属矿采选业	采掘业	18.65%	18.35%	21.03%	20.46%	1.12%	-0.56%
印刷业和记录媒介的复制	下游制造	17.77%	17.86%	16.44%	18.41%	1.06%	1.97%
金属制品业	上游制造	11.69%	11.98%	11.17%	12.67%	1.05%	1.50%
纺织业	下游制造	9.83%	10.83%	11.02%	11.55%	0.99%	0.54%
橡胶制品业	中游制造	11.06%	11.36%	13.82%	12.97%	0.89%	-0.85%
石油加工、炼焦及核燃料加工业	上游制造	8.38%	10.09%	13.77%	11.49%	0.74%	-2.28%
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	中游制造	15.24%	15.78%	23.77%	18.68%	0.41%	-5.09%
纺织服装、鞋、帽制造业	下游制造	14.71%	15.01%	16.41%	15.76%	0.39%	-0.64%
交通运输设备制造业	中游制造	16.49%	15.24%	16.19%	16.26%	0.29%	0.07%
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	中游制造	7.92%	8.39%	11.31%	9.14%	-0.06%	-2.17%
电力、热力的生产和供应业	上游制造	6.79%	7.83%	7.39%	7.21%	-0.13%	-0.18%
饮料制造业	下游制造	26.00%	25.99%	24.81%	25.47%	-0.13%	0.65%
煤炭开采和洗选业	采掘业	22.66%	26.19%	26.82%	25.09%	-0.14%	-1.74%
非金属矿物制品业	上游制造	15.31%	15.94%	17.34%	16.04%	-0.16%	-1.30%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	下游制造	14.88%	11.60%	16.27%	13.97%	-0.28%	-2.30%
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	下游制造	13.82%	14.70%	16.77%	14.76%	-0.34%	-2.02%
医药制造业	下游制造	26.18%	27.27%	30.23%	27.54%	-0.36%	-2.69%
文教体育用品制造业	下游制造	12.28%	15.03%	13.52%	13.07%	-0.53%	-0.44%
通用设备制造业	中游制造	15.72%	16.07%	15.60%	15.06%	-0.74%	-0.54%
电气机械及器材制造业	中游制造	12.82%	15.05%	14.74%	13.39%	-0.82%	-1.36%
农副食品加工业	下游制造	10.94%	10.33%	12.29%	10.09%	-1.10%	-2.20%
黑色金属冶炼及压延加工业	上游制造	6.35%	6.48%	6.64%	5.30%	-1.19%	-1.34%
专用设备制造业	中游制造	18.59%	16.53%	16.45%	15.84%	-1.35%	-0.61%

家具制造业	下游制造	16.88%	13.92%	16.36%	14.14%	-1.58%	-2.22%
黑色金属矿采选业	采掘业	21.03%	22.51%	20.07%	19.61%	-1.60%	-0.47%
石油和天然气开采业	采掘业	57.56%	55.96%	53.29%	53.54%	-2.07%	0.24%
造纸及纸制品业	下游制造	9.92%	15.02%	13.77%	10.52%	-2.38%	-3.25%
其他采矿业	采掘业	18.96%	33.78%	20.86%	19.09%	-5.44%	-1.77%
水的生产和供应业	上游制造	29.28%	26.70%	29.91%	21.24%	-7.39%	-8.67%

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2.2 截止 11 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: 农副食品加工、食品饮料

11 月份工业增加值和 PPI 同比增速继续回落, 尽管资源类和上游制造业工业增加值相对较好, 但是由于强周期板块, 短暂的回升并不能改变整体趋势性下跌, 因此市场表现也一落千丈, 弱于市场。另一方面, 下游制造业中的非周期的“农副食品加工业”、“饮料制造业”和“食品制造业”由于受通胀增速回落影响, 盈利得到一定保证, 且每年时至春节将至需求旺季的到来, 相关板块表现都不会太差。

(一) 36 个重要大类行业的工业增加值情况 (11 月份)

11 月份工业增加值的分行业数据, 采掘业集体下滑, 反映出经济仍不景气。具体来看 (1) 工业增加值相比前 3 个月增速上升的行业是“农副食品加工业”、“纺织业”、“黑色金属矿采选业”、“石油天然气开采业”; (2) 相比上个月增速上升较快的行业有“农副食品加工业”、“纺织业”、“石油天然气开采业”; (3) 相比上个月增速下降较快的行业有“其他采矿业”、“有色金属矿采选业”、“煤炭开采和洗选业”、“印刷业和记录媒介的复制”。

表 4: 11 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	2011/08	2011/09	2011/10	2011/11	相较于 3 个月	相较于 10 月份
农副食品加工业	下游制造	13.20	13.00	13.90	16.00	2.63	2.1
纺织业	下游制造	7.60	8.30	8.10	10.10	2.10	2.0
黑色金属矿采选业	采掘业	19.60	21.70	25.60	24.40	2.10	-1.2
石油和天然气开采业	采掘业	1.80	1.40	2.30	3.50	1.67	1.2
饮料制造业	下游制造	18.20	17.40	19.60	19.20	0.80	-0.4
食品制造业	下游制造	14.10	17.60	17.00	16.80	0.57	-0.2
化学原料及化学制品制造业	上游制造	13.90	14.80	13.10	14.50	0.57	1.4
非金属矿采选业	采掘业	21.60	21.70	23.60	22.60	0.30	-1.0
有色金属冶炼及压延加工业	上游制造	14.80	14.60	17.10	15.50	0.00	-1.6
医药制造业	下游制造	18.80	16.80	18.30	17.60	-0.37	-0.7
交通运输设备制造业	中游制造	12.40	12.20	11.30	11.40	-0.57	0.1

电力、热力的生产和供应业	上游制造	7.70	8.90	8.00	7.60	-0.60	-0.4
塑料制品业	中游制造	13.20	13.00	14.40	12.90	-0.63	-1.5
非金属矿物制品业	上游制造	17.60	18.00	17.00	16.80	-0.73	-0.2
化学纤维制造业	中游制造	14.10	9.10	9.50	10.10	-0.80	0.6
文教体育用品制造业	下游制造	11.30	13.80	13.90	12.10	-0.90	-1.8
电气机械及器材制造业	中游制造	13.40	13.30	10.80	11.60	-0.90	0.8
燃气生产和供应业	上游制造	11.70	12.90	12.10	11.30	-0.93	-0.8
通用设备制造业	中游制造	15.70	14.70	15.80	14.20	-1.20	-1.6
专用设备制造业	中游制造	17.60	20.20	20.60	18.20	-1.27	-2.4
家具制造业	下游制造	13.40	13.50	15.50	12.80	-1.33	-2.7
黑色金属冶炼及压延加工业	上游制造	10.20	13.60	10.70	9.70	-1.80	-1.0
橡胶制品业	中游制造	13.00	11.30	10.50	9.70	-1.90	-0.8
金属制品业	上游制造	16.00	16.80	15.70	13.60	-2.57	-2.1
石油加工、炼焦及核燃料加工业	上游制造	7.50	7.50	3.80	3.50	-2.77	-0.3
水的生产和供应业	上游制造	6.40	6.40	2.00	1.90	-3.03	-0.1
印刷业和记录媒介的复制	下游制造	14.70	13.10	15.00	11.20	-3.07	-3.8
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	下游制造	21.30	22.50	20.00	18.00	-3.27	-2.0
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	中游制造	16.90	17.70	15.60	13.40	-3.33	-2.2
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	下游制造	12.20	10.20	12.60	8.20	-3.47	-4.4
造纸及纸制品业	下游制造	16.60	13.60	13.60	10.80	-3.80	-2.8
有色金属矿采选业	采掘业	13.60	16.30	20.90	12.90	-4.03	-8.0
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	中游制造	18.00	16.50	14.30	12.20	-4.07	-2.1
纺织服装、鞋、帽制造业	下游制造	16.60	16.10	14.40	11.40	-4.30	-3.0
煤炭开采和洗选业	采掘业	17.40	16.80	16.90	11.20	-5.83	-5.7
其他采矿业	采掘业	27.80	0.30	16.30	2.10	-12.70	-14.2

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 (11 月份)

11 月份 PPI 增速下滑明显, 特别是资源类和上游制造业, 值得注意的是“纺织业”近几个月下滑速度非常快。具体来看 (1) 11 月份 PPI 相较于前三个月较为平稳的行业有“通信设备、计算机及其他电子设备制造业”、“交通运输设备制造业”、“家具制造业”; (2) 35 个重要大类行业仅有“通信设备、计算机及其他电子设备制造业”增速上升, 其余行业均出现了 PPI 增速下降; (3) 相较于上个月 PPI 降幅较大的行业是“化学纤维制造业”、“黑色金属矿采选业”、“石油和天然气开采业”、“化学原料及化学产品制造业”、“纺织业”。

表 5: 11 月份 35 个重要大类行业 PPI 当月同比 (%) 情况

行业	所处环节	2011/08	2011/09	2011/10	2011/11	相较于前 3 个月	相较于 10 月份
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	中游制造	-2.27	-2.55	-2.76	-2.65	-0.12	0.11
交通运输设备制造业	中游制造	0.48	0.41	0.47	0.29	-0.16	-0.18
家具制造业	下游制造	3.12	3.24	3.17	2.98	-0.20	-0.19
电力、热力的生产和供应业	上游制造	1.93	2	2.11	1.8	-0.21	-0.31

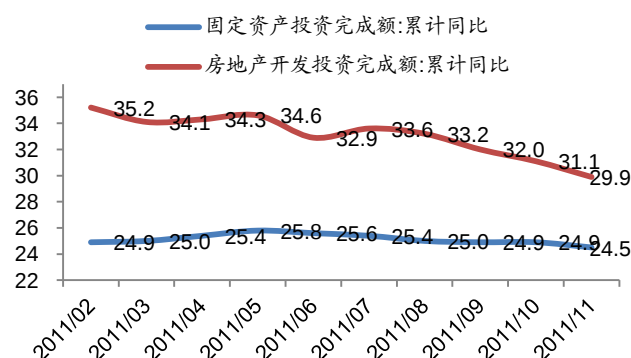
饮料制造业	下游制造	4.81	4.98	4.88	4.67	-0.22	-0.21
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	中游制造	-0.06	-0.36	-0.18	-0.45	-0.25	-0.27
专用设备制造业	中游制造	1.63	1.57	1.64	1.27	-0.34	-0.37
印刷业和记录媒介的复制	下游制造	2.07	2.06	2.06	1.54	-0.52	-0.52
通用设备制造业	中游制造	3.08	3.21	3.02	2.54	-0.56	-0.48
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	下游制造	5.35	5.56	5.56	4.92	-0.57	-0.64
纺织服装、鞋、帽制造业	下游制造	3.81	3.56	3.75	3.11	-0.60	-0.64
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	下游制造	4.29	4.05	4.05	3.5	-0.63	-0.55
文教体育用品制造业	下游制造	4.31	3.67	3.75	3.27	-0.64	-0.48
水的生产和供应业	上游制造	3	2.86	2.75	2.14	-0.73	-0.61
食品制造业	下游制造	7.31	6.89	6.88	6.21	-0.82	-0.67
医药制造业	下游制造	2.72	2.85	2.71	1.8	-0.96	-0.91
非金属矿采选业	采掘业	9.88	9.59	9.51	8.58	-1.08	-0.93
橡胶制品业	中游制造	10.33	10.26	10.1	8.92	-1.31	-1.18
造纸及纸制品业	下游制造	3.07	3.31	2.67	1.68	-1.34	-0.99
煤炭开采和洗选业	采掘业	10.78	10.31	10.36	8.96	-1.52	-1.40
金属制品业	上游制造	5.19	4.61	4.08	2.94	-1.69	-1.14
塑料制品业	中游制造	5.24	5.12	4.44	3.11	-1.82	-1.33
电气机械及器材制造业	中游制造	3.82	3.08	1.46	0.26	-2.53	-1.20
非金属矿物制品业	上游制造	8.41	7.21	5.95	2.99	-4.20	-2.96
农副食品加工业	下游制造	12.17	11.94	10.23	6.53	-4.92	-3.70
燃气生产和供应业	上游制造	10.65	7.65	5.1	1.76	-6.04	-3.34
石油加工、炼焦及核燃料加工业	上游制造	18.14	17.7	15.65	10.43	-6.73	-5.22
纺织业	下游制造	10	8.76	6.05	0.81	-7.46	-5.24
有色金属矿采选业	采掘业	18.77	18.13	12.07	8.4	-7.92	-3.67
黑色金属冶炼及压延加工业	上游制造	12.28	9.43	6.15	1.21	-8.08	-4.94
化学原料及化学制品制造业	上游制造	13.6	12.18	8.58	2.91	-8.54	-5.67
有色金属冶炼及压延加工业	上游制造	18.71	15.5	6.19	2.88	-10.59	-3.31
石油和天然气开采业	采掘业	32.48	27.56	25.48	17.87	-10.64	-7.61
黑色金属矿采选业	采掘业	14.01	14.49	9.57	0.44	-12.25	-9.13
化学纤维制造业	中游制造	13.42	15.14	8.03	-4.34	-16.54	-12.37

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所。注：“其他采矿业”未列入。

3. 投资前景不乐观

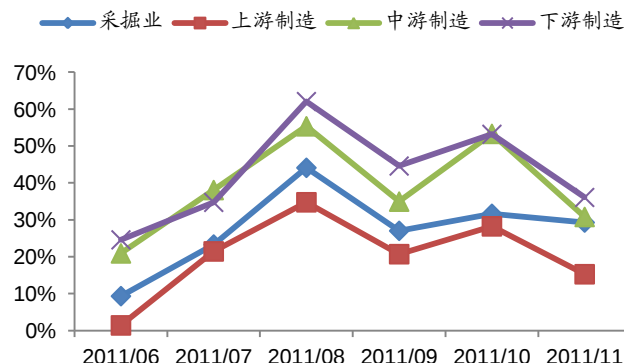
1-11 月份固定资产投资完成额累计同比上升 24.5%，较 1-10 月份下降 0.4 个百分点。而房地产开发投资完成额累计同比上升 29.9%，较 1-10 月份下降 1.2 个百分点，预计明年增速还有大幅下降的空间。在上一期月报中我们谈到，在消费和出口受到不同程度影响，和政府基础设施建设投资和房地产投资下降的情况下，今年经济增速之所以没有出现明显下滑，是由于制造业投资起着重要作用。

图 14: 11 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 15: 11 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

面对出口增速相较 2010 年近一半幅度的回落, 且预计明年欧美经济仍然复苏缓慢, 在出口引导制造业投资短时间内无法改变, 且内需短时间内也无法弥补外需回落的前提下, 预计明年制造业投资整体水平的回落将会是大势所趋。而有限的投资会集中于与民生、战略性新兴产业、节能环保、国家重大基础设施建设相关的环节中。

4. 本期行业比较策略

4.1 近期行业的市场表现

12 月 2 日市场因受存款准备金下调 0.5 个百分点的刺激高开之后, 却在连续 10 多个交易日中屡创新低, 且下跌速度丝毫不减。截至目前, 申万 23 个一级行业近 10 和 20 个交易日基本全部行业跌幅在 5%-20% 左右。具体二级行业来看, (1) 近 20 个交易日跌幅较少的行业是银行 (-3.2%)、铁路运输 (-3.4%)、石油开采 (-4.0%)、保险 (-5.4%)、饮料制造 (-8.8%) 较为抗跌; (2) 而跌幅较大的行业是林业 (-26.1%)、酒店 (-25.1%)、金属非金属新材料 (-25.0%)、化学原料 (-24.7%)、航空运输 (-24.6%)。在这样系统性风险笼罩的行情中, 行业配置的意义正在逐渐降低。

在盈利预测的一致预期方面, 目前行业研究员对全部上市公司 2011 年净利润预测为 16.01%, 相较刚刚公布完三季报时候的 16.81% 下跌 0.81 个百分点。其中行业方面, 农林牧渔和食品饮料分别上调 4.15 和 0.45 个百分点, 其余 21 个行业全部下调, 下调幅度最大的行业是黑色金属、综合、电子、商业贸易和交运设备, 分别下调 8.30、5.98、4.43、3.75 和 2.37 个百分点。

表 6: 近 20 个交易日申万二级行业市场表现

近 20 个交易日市场表现较好的行业			近 20 个交易日市场表现较差的行业		
1	银行 II(申万)	-3.2%	1	林业 II(申万)	-26.1%
2	铁路运输 II(申万)	-3.4%	2	酒店 II(申万)	-25.1%
3	石油开采 II(申万)	-4.0%	3	金属非金属新材料(申万)	-25.0%
4	保险 II(申万)	-5.4%	4	化学原料(申万)	-24.7%
5	饮料制造(申万)	-8.8%	5	航空运输 II(申万)	-24.6%
6	机场 II(申万)	-8.8%	6	化工新材料 II(申万)	-24.3%
7	医疗服务 II(申万)	-8.9%	7	交运设备服务(申万)	-23.8%
8	通信运营 II(申万)	-9.4%	8	光学光电子(申万)	-23.6%
9	景点(申万)	-10.2%	9	化学纤维(申万)	-22.5%
10	高速公路 II(申万)	-10.2%	10	金属制品 II(申万)	-21.9%

资料来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

表 7: 行业研究员对上市公司 2011 年盈利预测

板块名称	11.02	12.15	增幅	板块名称	11.02	12.15	增幅
农林牧渔	62.67%	66.81%	4.15%	轻工制造	13.70%	12.50%	-1.20%
食品饮料	37.46%	37.90%	0.45%	医药生物	26.88%	25.67%	-1.21%
餐饮旅游	17.19%	17.13%	-0.06%	纺织服装	21.94%	20.54%	-1.40%
家用电器	10.60%	10.41%	-0.20%	信息服务	15.63%	13.79%	-1.84%
金融服务	23.48%	23.23%	-0.25%	信息设备	25.64%	23.78%	-1.85%
公用事业	-12.82%	-13.19%	-0.36%	交运设备	-3.44%	-5.79%	-2.35%
交通运输	-22.04%	-22.51%	-0.47%	机械设备	25.61%	23.24%	-2.37%
采掘	3.03%	2.51%	-0.52%	商业贸易	30.10%	26.35%	-3.75%
化工	18.97%	18.34%	-0.63%	电子	45.86%	41.43%	-4.43%
房地产	20.61%	19.88%	-0.73%	综合	60.22%	54.24%	-5.98%
建筑建材	21.51%	20.53%	-0.98%	黑色金属	13.09%	4.78%	-8.30%
有色金属	54.40%	53.32%	-1.07%	整体	16.81%	16.01%	-0.79%

资料来源: wind 资讯, 渤海证券研究所

4.2 宏观环境展望

● 明年的整体基调: “稳中求进”

12 月刚刚结束的中央经济工作会议将“稳增长”放在了首位, 并将明年的主基调定为“稳中有进”, 突出“稳”字。可以看到, 相比过去的“保增长”, 今年提出的“稳”主要体现为, 防止经济增速过快下滑, 防止经济剧烈波动, 允许经济在转型调结构的背景下增速稳步回落。不再像 2008 年面对经济危机, 一味“保增长”而投入四万亿的猛药, 通过巨额信贷造成 2009 年货币增速高达 27.68%, 尽管经济增速得到很快修正, 但也导演了随后高企的通货膨胀和紧缩性宏观调控。

尽管预计明年经济增速将要有所下降,但我们没有理由过于悲观。此次经济回落,有外需下降的原因,但更多层面上是因为我们内部过去 30 年依靠出口拉动投资,投资拉动经济带来的高速增长难以为继。此次从“稳”字出发主要是考虑到,相对其他经济体而言,我们的经济总量依旧较大,我们的经济增速依旧较高,政府现阶段的精力主要放在增长方式的转变,而不是单纯追求速度。由此来看,如果可以用牺牲一些速度换取结构的有效调整,那么这个牺牲政府是可以接受的。

● 从经济工作会议的精神出发,哪些行业可能会有较为确定的相对收益?

(1) 除了“稳中求进”之外,此次经济工作会议另外重点提到的一个词是“扩大内需”,这和“调结构”、“惠民生”二者是直接相关的。经济结构调整寄希望于内需对产能和库存的消化对经济的拉动作用,而民生水平提升的直接体现就是消费增加和消费升级。而会议中所提及的“提升中等收入人群比例,提高中低收入人群收入水平”也已在与此,因此“十二五”期间尽管内需对经济的贡献仍有限,但调整方向已毋庸置疑,因此我们应该继续从长期把握大消费概念,特别是受益于低端劳动力成本上升的食品饮料、纺织服装、商业零售、餐饮旅游。

(2) 此外,明年有限的子弹要命中更为紧要的目标,进一步紧跟明年政府较为确定的投资方向。明年货币政策将从“中性偏紧”回归到“实质上的中性”,适度提高货币投放速度。我们预计 2012 年货币增速在 13% 左右,尽管相比 09 年和 08 年之前仍是相对较低的增速水平,但相比 2011 年有所回升。此次经济工作会议特别强调了财政和货币政策要紧密结合产业政策,有扶有控,(1) 要坚决扶持与“三农”、保障型住房、水利、中西部建设等民生相关的产业,以及节能环保、战略性新兴产业、重大基础设施建设等在“十二五”中较为确定的环节;(2) 要坚持调控房地产以及产能过剩或不适应经济转型大棋的行业。因此在明年经济震荡筑底的过程中,行业的差别将更明显地从政策导向中得到分化。

(3) 此外,相比诸如行业整合、并购重组等出发点,从稳妥起见,正如我们在 2012 年年度策略所言,我们对行业的选择要以终端需求作为最重要的把握依据。比如受益于 3G 用户渗透率超过 10%,以及三网融合推进速度在不断加快的通信设备、通信运营、网络服务和传媒。

4.3 本期行业配置策略

汇丰 PMI12 月份初值为 49.0,相对 11 月份 47.7 有小幅回升,但只要在 50 以下就代表经济在收缩放缓。因此对有色、煤炭、化工等强周期行业而言,只要看不到经济的拐点,行业的运行情况就无法得到实质改善,即便估值再低也最先需要

规避。根据 10 月份工业企业经营情况和 11 月份工业增加值和 PPI，我们根据通胀下降、需求相对确定的逻辑，从下游制造业中选取了 5 个经营情况相对较好，二级市场表现相对稳定的行业：（1）“食品制造业”；（2）“饮料制造业”；（3）“农副食品加工业”；（4）“家具制造业”；（5）“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）**白酒子行业**：“短期看，受益于销售旺季的到来和行业提价两个刺激因素”，“中长期看，无论中低端还是高端白酒均符合消费升级的概念”。近 3 年来白酒的产量增速在 20% 左右，行业保持良好的成长势头。从长期来看，受益于低端劳动力工资的提升以及城镇化提升，低收入人群所带来的消费升级，给中低端白酒会打开了想象的空间，相关上市公司如山西汾酒、酒鬼酒、老白干酒、沱牌舍得；另一方面，由于中国属于典型的 M 型中产阶层缺乏的社会构成，今年以来尽管总体消费增速下降明显，但是目前中国的奢侈品消费已经超越日本仅次于美国排在世界第二，像高档奢侈消费品以及豪华车并没有因为今年的不景气而销售下滑，而随着这部分人群的消费升级，这种趋势并非昙花一现。而我们的中高端白酒中像茅台、泸州老窖、五粮液等由于具有文化底蕴、不可复制的特点，已经具备中国特色的高档奢侈成品色。（2）**包装印刷子行业**：“中期看，上游由于产能过剩，纸浆和纸张价格处于下降通道之中”，“中长期看，受益于消费升级中消费者对包装精美程度偏好的提升”。在消费升级的背景下，尽管消费数量增长相对缓慢，但消费者对产品包装精美程度的要求变得愈发加快，这一点特别在食品饮料、日用品和快速消费品行业中体现得更为明显，例如消费者对酒类香烟包装精美偏好的提升。相关上市公司如陕西金叶和劲嘉股份，公司传统业务烟标印刷受益于下游烟草行业整合对本行业整合的促进，公司有资金实力加大研发投入，并且及时对印刷机械更新换代，并且作为行业中龙头企业，企业具有品牌优势。

表 8：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
饮料制造业	600809.SH 山西汾酒	1.14	2.00	2.94	60	32	22
	000568.SZ 泸州老窖	1.58	2.06	2.76	26	20	15
印刷业和记录媒介的复制	000812.SZ 陕西金叶	0.13	0.13	0.00	50	39	0
	002191.SZ 劲嘉股份	0.47	0.00	0.70	24	0	14
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	300259.SZ 新天科技	0.69	0.75	0.99	0	29	22
	300066.SZ 三川股份	1.27	0.00	2.31	45	0	13
文教体育用品制造业	002502.SZ 骅威股份	0.53	0.63	0.73	57	46	39
	002348.SZ 高乐股份	0.46	0.41	0.49	47	27	23
专用设备制造业	601717.SH 郑煤机	1.26	1.70	2.15	34	16	12
	002564.SZ 张化机	0.96	0.54	0.73	0	25	18

资料来源：wind 资讯，渤海证券研究所

附录:

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.电力、热力的生产和供应业 7.燃气生产和供应业 8.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.电气机械及器材制造业 5.通用设备制造业 6.仪器、仪表及文化、办公用机械制造业 7.专用设备制造业 8.金属制品业 9.交通运输设备制造业 10.通信设备、计算机及其他电子设备制造业	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

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