

谁在窃喜，谁在忧虑？

——盈利改善背后的故事

投资要点：

● **1.谁在窃喜，谁在忧虑？** 今年以来以煤、钢、有色为代表的中上游行业盈利大幅改善，纺织、食品、汽车、计算机等电子设备这些偏下游的行业利润增速落后，电力、热力行业利润大幅缩水。结构性改善特征明显，同一领域、产业链分化明显，比如上游煤炭生产企业盈利远超焦炭加工企业，建材中水泥在回暖而玻璃表现平平，化工中化学原料和纤维表现很好，但橡胶和塑料利润增速很低。下游行业也出现明显分化，涉及民生的“衣食住行”，只有“住”相关的生产商盈利大幅改善，具体看，地产、家电中的空调和冰箱生产企业盈利改善明显；纺织服装以及食品饮料（除了白酒以外）行业盈利增速较低；汽车行业整车业务只有商用载货车盈利增长较快，乘用车、商用载客车盈利同比负增。

● **2.改善逻辑一是供给收缩，二是地产链驱动。** 过去一年煤炭、钢铁、有色行业盈利改善的逻辑在于去产能带来的供给收缩，市场竞争格局好转、产品涨价从而出现盈利的回暖。盈利改善的另一个逻辑链是基建、地产相关行业，家用电器中的空调今年销量大幅增加，化学原料中用于建筑的纯碱、氯碱需求也大幅增加；挖掘机销量的大增与基建、地产投资也有关系。

● **3.中上游整体挤压下游利润。** 下面从几个典型的产业链入手，观察利润如何在产业链条中分配。

煤炭涨价直接推升了火电、冶炼行业成本。 火电受其影响尤为显著，受燃料成本高企的拖累，盈利明显下滑，几个代表性火电厂已经面临成本压力。煤炭涨价也推升了**炼钢、铝冶炼等行业**的生产成本，只不过这些行业本身也在进行去产能，产品涨价下对成本上涨接受能力较强。以电解铝为例，电力成本在其生产成本中占 35%-40%，原材料煤炭涨价对冲了盈利增长，比如南山铝业今年上半年营收 75.5 亿，同比增加 13.8 亿，同时营业成本也增加了近 10.5 亿，成本上涨侵蚀了企业的利润空间。

原材料涨价冲击制造业毛利率。 机械设备是比较典型的中游行业，主要子行业中原材料成本占比一般能超过 60%，其中钢材是最主要的材料，钢材的涨价显然推升了企业的生产成本。对于集装箱、液压支架等子行业，定价主要采用成本加成模式，原材料涨价对毛利率影响不大，比如集装箱龙头中集集团，钢材价格从 16 年开始大幅上涨，但今年公司毛利率水平并没有大幅波动；而对于价格固定或者调价频率较低的子行业，钢材价格的上涨则会推升营业成本、降低企业毛利率。

产业链中具有定价权的企业通过向上下游分摊成本而减少涨价对自身的影响。 比如下游的**家电行业**也受到原材料涨价的影响，家电生产厂家的成本构成中，人工成本也就在 10%左右，其他的主要是购进原材料成本，对铜、钢材、塑料、铝都有大量需求。原材料涨价对家电行业毛利率带来冲击，今年上半年空调板块、家电零部件板块上市公司销售毛利率同比均明显下滑。增加的成本除了会在零部件供应商、整机家电生产厂商之间摊销，也可以通过涨价向下游销售商和消费者转移，目前不少家电企业仍在调高出厂价格，但是能否通过涨价顺利实现成本转移，还要考虑下游消费需求市场空间以及支付能力。

而竞争激烈、小企业为主的行业多是在被动接受涨价带来的损失，比如纸价飞涨下的**包装企业**。造纸行业前几年一直受纸价低迷困扰，今年又有环保压力，不少中小产能限产关停，大型纸厂停机检修，叠加进口洋垃圾政策的影响、原材料废纸价格上涨，中上游纸厂纷纷提价。由于纸厂市场集中度很高（箱板瓦楞纸行业 CR3 占比超过 1/3），在整个产业链上拥有主导权，而下游纸箱加工、包装企业较为分散，只能被动接受涨价，利润受到严重挤压。今年上半年造纸行业上市公司利润总额是去年同期的 2.5 倍，而包装印刷行业只增长了 10%。

相关研究

《曲线扁平常态化，解铃还须系铃人——美债曲线扁平化的经验与启示》

2017.09.25

《货币基金的前世今生与未来》

2017.09.19

《紧绷的短端，胶着的长端——平坦曲线的回顾与展望》2017.08.24

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:朱征星

Tel:(021)23219981

Email:zzx9770@htsec.com

证书:S0850516070001

联系人:杜佳

Tel:(021)23154149

Email:dj11195@htsec.com

目 录

1. 分行业盈利概览.....	6
2. 盈利改善两大逻辑.....	7
2.1 周期行业受益于去产能逻辑.....	7
2.2 地产链条受益于销量驱动.....	9
3. 上游供给收缩，下游成本推升.....	10
3.1 煤炭涨价推升火电、冶炼行业成本.....	10
3.2 原材料涨价侵蚀制造业毛利率.....	11
3.3 有定价权的企业可分摊成本压力.....	12
3.4 集中度低的行业被动接受涨价.....	14
4. 地产驱动下的盈利改观，持续性存疑.....	14

图目录

图 1	17 年上半年上市公司分行业利润总额增速	6
图 2	17 年上半年汽车、家电、地产上市公司利润总额增速 (%)	7
图 3	17 年上半年化工子行业上市公司利润总额增速 (%)	7
图 4	钢铁行业毛利率和利润率	8
图 5	煤炭开采和洗选业利润率和毛利率	8
图 6	原铝产量及同比增速	8
图 7	氧化铝、电解铝产能利用率 (%)	8
图 8	全国水泥煤炭价格差 (元/吨)	9
图 9	电解铝生产企业毛利率测算	9
图 10	我国 PTA 产能与产量增长情况	9
图 11	涤纶行业企业单季度利润额 (亿元)	9
图 12	挖掘机产量和销量增速大幅回升	10
图 13	历年空调销量比较 (万台)	10
图 14	电解铝成本构成 (氧化铝、电力)	11
图 15	氧化铝企业成本构成 (2016 年数据)	11
图 16	电解铝行业成本与盈利空间估算 (元/吨)	11
图 17	太原重工年报披露的分产品成本构成 (2016 年)	12
图 18	钢材价格与中集集团毛利率	12
图 19	挖掘机销量与三一重工毛利率	12
图 20	三大白电产品上游部件构成占比	13
图 21	铜、冷热轧板现货价格	13
图 22	现货铝价格和塑料价格指数	13
图 23	国内品牌空调平均价格 (元)	14
图 24	空调和家电零部件子行业单季度销售毛利率 (%)	14
图 25	包装纸出厂价格上涨 (元/吨)	14
图 26	造纸业和下游包装印刷业上市公司利润总额 (亿元)	14
图 27	旬度 44 城商品房销量同比增速 (%)	15
图 28	房地产开发投资完成额累计同比 (%)	15
图 29	吨钢净利与地产开发投资增速的关系	15

图 30 白电上市公司利润增速与地产开发投资增速的关系15

表目录

表 1 分行业 1-8 月规模以上企业利润增长情况 (%)	6
表 2 代表性火电公司利润增速、营收增速、成本增速等指标 (%)	10

2017年已经过去3个季度，宏观看前两个季度GDP增速均为6.9%，那么中观行业层面状况又是怎样的？哪些行业表现好，哪些又在落后？

1. 分行业盈利概览


以煤、钢、有色为代表的中上游行业盈利大幅改善。对各行业进行一个全局性的描述，可以利用统计局公布的规模以上企业行业数据，也可以采用上市公司数据。从规模以上企业数据看，今年前8个月煤炭开采和洗选业利润总额增速最高，样本企业在去年1-8月利润总额仅不到225亿，今年就有了2001亿；黑色金属冶炼和压延加工业（主要是钢铁行业）累计利润同比也翻了倍；其他利润增速较高的行业还有有色金属和化工制造业。

纺织、食品、汽车、计算机等电子设备这些偏下游的行业利润增速落后，今年1-8月纺织行业规模以上企业利润总额增速仅有4.1%，食品加工和金属制品分别只有5.5%和7.3%，汽车制造业只有11.7%，在各行业中增速落后。

此外，电力、热力、燃气及水的生产供应业利润总额同比大幅负增，1-8月累计利润增速为-22.6%，主要是电力、热力行业利润大幅缩水，利润负增达28.4%，燃气生产和水生产行业表现还不错。

表1 分行业1-8月规模以上企业利润增长情况（%）

行业	利润总额累计增速
采矿业	587.5
其中：煤炭开采和洗选业	955.4
黑色金属冶炼及压延加工业	106.9
有色金属冶炼及压延加工业	44.8
化学纤维制造业	48.6
化学原料及化学制品制造业	36.1
石油加工、炼焦及核燃料加工业	32.9
专用设备制造业	22.7
通用设备制造业	16.9
仪器仪表制造业	26.5
医药制造业	18.3
金属制品业	7.3
造纸及纸制品业	39.1
计算机、通信和其他电子设备制造业	16.1
汽车制造	11.7
农副食品加工业	5.5
纺织业	4.1
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	-22.6
其中：电力、热力的生产和供应业	-28.4

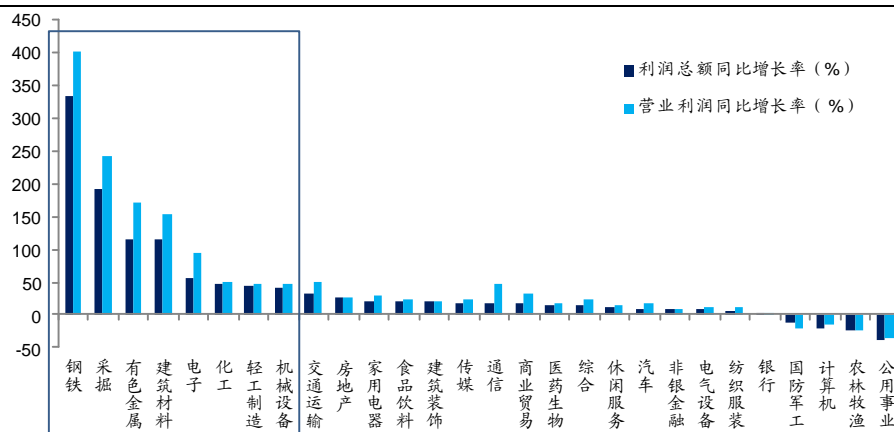


资料来源：WIND，海通证券研究所

上市公司数据反映出来的情况与上述一致。从中报数据看，钢铁、采掘、有色、建材是盈利增速最高的几个行业，不管是利润总额还是营业利润总额都较去年上半年翻倍，电子、化工、轻工制造、机械设备行业盈利增速也比较高。

而公用事业、农林牧渔、计算机、军工行业的上市公司利润总额同比出现负增，纺织、汽车、休闲服务行业盈利增速较低。总的来看，依然是中上游行业盈利改善优于下游。

图1 17年上半年上市公司分行业利润总额增速



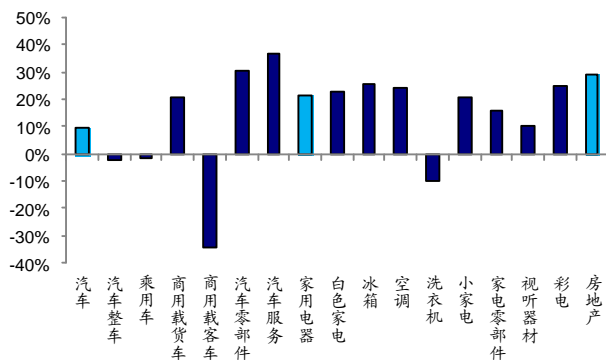
资料来源：WIND，海通证券研究所

盈利呈现结构性改善。今年盈利的结构性改善十分明显，根据上市公司数据中报数据，采掘业中煤炭开采企业盈利改善显著好于石油开采以及其他采掘和采掘服务，煤炭开采中煤炭生产企业盈利又远超焦炭加工企业。钢铁行业可以分为以普钢为主的企业和特钢业务的企业，今年普钢盈利大幅改善而特钢盈利同比有所减少。有色行业中铜铅锌生产企业盈利改善幅度很大，相对而言铝行业盈利表现中规中矩。建材行业中主要是水泥盈利在回暖，上半年上市公司利润总额同比翻了 2.5 倍，而玻璃和其他建材盈利增速偏低。

此外，化工行业中化学原料（纯碱、氯碱、无机盐等）和化学纤维（涤纶等）表现很好，上半年上市公司整体盈利均同比翻倍，但橡胶和塑料利润增速很低甚至为负。机械设备中的工程机械和重型机械盈利改善明显，但通用机械表现平平。

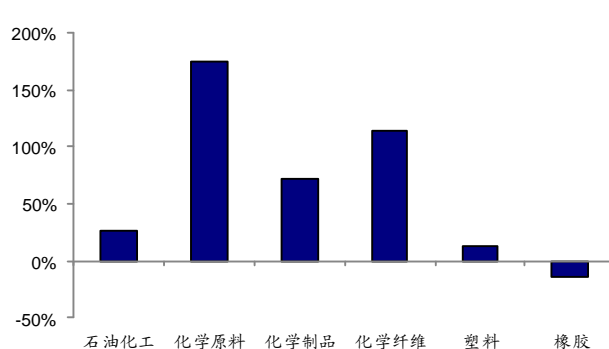
下游行业也出现明显分化。地产、家电中的空调和冰箱生产企业盈利改善明显；纺织服装以及食品饮料（除了白酒以外）行业盈利增速较低；汽车行业中整车业务只有商用载货车盈利实现 20% 的增速，乘用车、商用载客车盈利同比负增。也就是说下游行业中涉及民生的“衣食住行”中，只有“住”相关的生产商盈利大幅改善。

图2 17年上半年汽车、家电、地产上市公司利润总额增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图3 17年上半年化工子行业上市公司利润总额增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

2. 盈利改善两大逻辑

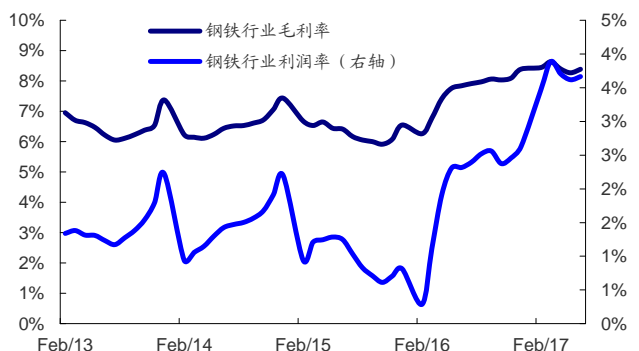
中上游行业盈利改善明显好于下游，很大一部分是源于部分中上游行业供给端收缩带来产品涨价；盈利改善的另一个链条是基建、地产相关行业，比如地产、家电、挖掘机、化工中的建筑用原料。

2.1 周期行业受益于去产能逻辑

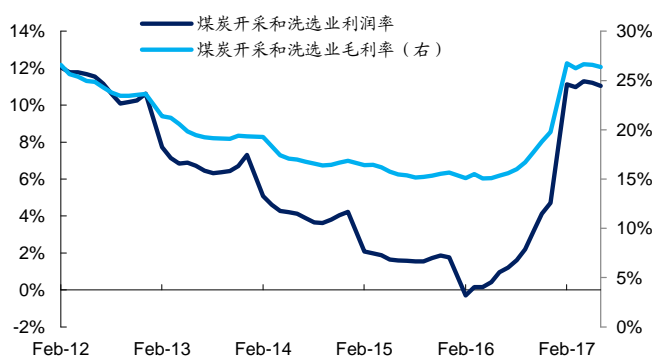
过去一年钢铁和煤炭去产能效果十分显著。16年全国压减了 6500 万吨粗钢产能和

2.9 亿吨煤炭产能；17 年钢铁 5000 万吨去产能目标已接近完成，还取缔了产能 1.2 亿吨的地条钢，而煤炭行业目标 1.5 亿吨的目标，截至 7 月底已经完成 1.28 亿吨。从产量来看，考虑到今年因取缔地条钢导致的产量减少（约 4000-7000 万吨），今年前 7 个月粗钢总产量以及钢材产量明显低于 16 年和 15 年，原煤产量也处在历年来的低位（16 年受 276 天工作日影响产量格外低）。

涨价带动盈利继续回升。煤炭下游需求主要是火电、炼钢、建材、化工等的燃料需求，而钢铁行业下游需求 30%用于基建，28%投向地产，其他是工业用钢。今年经济韧性增强，下游地产、机械、家电等行业表现较好，去产能影响下煤炭、钢铁供给紧张，价格一再创新高，推动钢铁、煤炭企业盈利走高。

图4 钢铁行业毛利率和利润率


资料来源：WIND，海通证券研究所

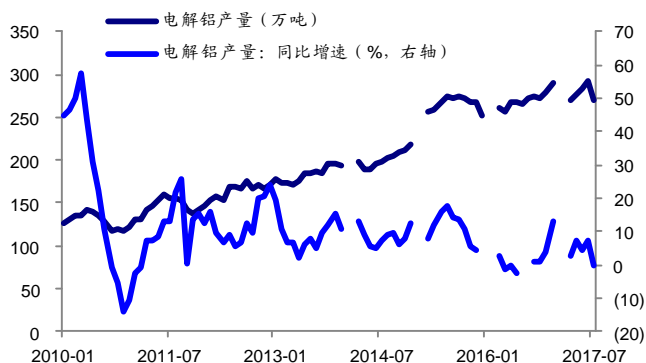
图5 煤炭开采和洗选业利润率和毛利率


资料来源：WIND，海通证券研究所

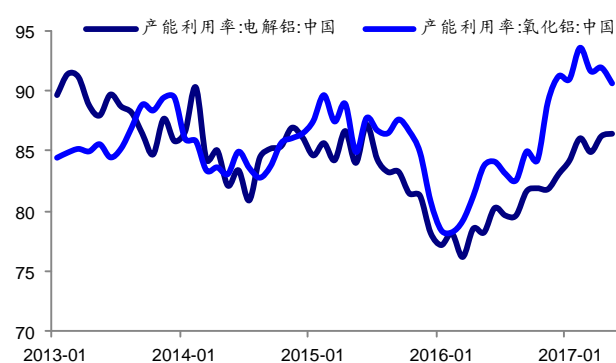
除了煤炭、钢铁行业外，水泥和电解铝今年也在淘汰落后产能。

铝行业为例，从 15 年开始推进供给侧改革以及行业自救，供给压力已经得到有效缓解。根据安泰科统计，截至 2015 年底，我国累计关停电解铝产能达 815 万吨，其中 2015 年电解铝关停产能为 427 万吨。今年 4 月国家发改委等四部委联合发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案的通知》，专项行动的进展暂未公布，根据企业公告的信息，山东宏桥 268 万吨违规产能目前已经关停，信发以及新疆的几家企业均有违规产能，正在陆续关停中。

落后产能的淘汰对缓解铝行业供求关系起到重要作用，15 年下半年以来电解铝产量增速逐渐回落，企业产能利用率逐步走高，今年上半年电解铝和氧化铝产能利用率均在 85%以上。

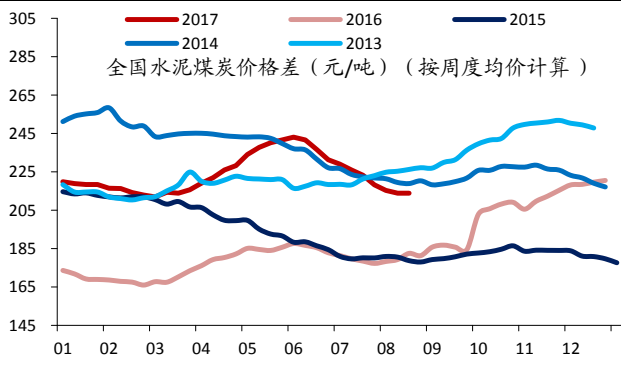
图6 原铝产量及同比增速


资料来源：WIND，海通证券研究所

图7 氧化铝、电解铝产能利用率 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

图8 全国水泥煤炭价格差(元/吨)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图9 电解铝生产企业毛利率测算



资料来源: WIND, 海通证券研究所

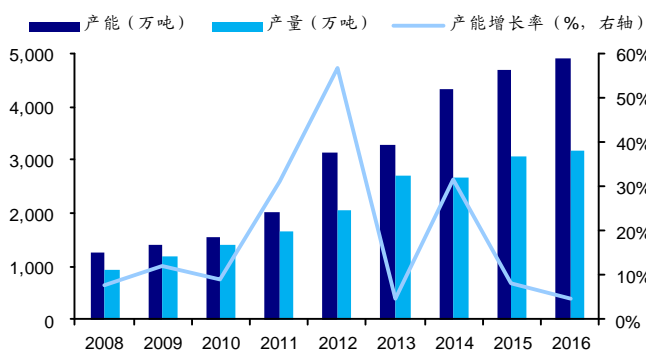
同样受益于供给收缩的还有化工行业。上半年化工行业众多子行业中化学原料(纯碱、氯碱、无机盐等)和化学纤维(涤纶等)表现很好,其中涤纶景气度的回升,就得益于行业自发的去产能。

涤纶产业链可大致简化为“石油脑-PX-PTA-聚酯-涤纶纤维”。09-12年是我国PTA的产能扩张期,产能从1406万吨增加到3146万吨,产量也从不足1200万吨增长到2000万吨以上。产能的快速扩张造成供给的严重过剩,12年以后工厂开工率持续下滑,到14年PTA企业生产亏损成常态。

15年前后PTA行业开始自发进行产能出清。2015年全国有8套装置关停,包括远东石化合计产能320万吨/年的4套装置停车,翔鹭石化合计年产能615万吨的PTA装置停产,此外扬子石化、珠海BP也有停车装置。而新增方面15年只有2套装置上线,年产能不到360万吨,关停产能超过新增产能。2016年只有江阴汉邦石化投产220万吨/年的新装置,16年PTA产量仅增长3%,PTA整体供应格局表现稳定。

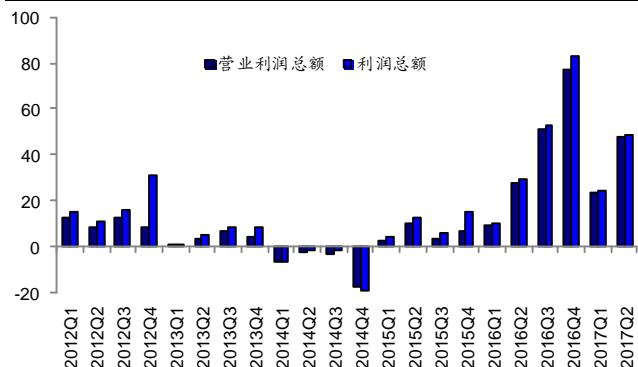
新增产能的控制以及落后产能的退出,使得PTA供求关系得到明显改善,企业盈利有明显回升。从上市涤纶企业利润总额看,16年开始盈利能力得到大幅改善,全年实现营业利润总额超过165亿,比15年的22亿翻了好几倍,而17年上半年实现营业利润71亿,又比16年同期的37亿翻了倍。

图10 我国PTA产能与产量增长情况



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图11 涤纶行业企业单季度利润额(亿元)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

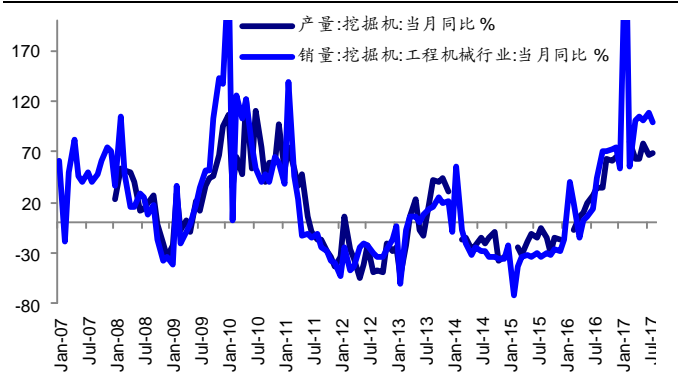
2.2 地产链条受益于销量驱动

今年盈利改善的另一个链条是基建、地产相关行业。今年一二线地产销量虽然持续负增,但上半年三四线销量维持较高增速,整体看地产企业盈利继续改善,地产上市公司上半年实现超过20%的利润增速。在此驱动下与地产相关的行业需求旺盛,比如家用电器中的空调今年销量大幅增加,1-8月同比增长38%,相关上市公司上半年盈利同比

增速在 20% 以上；化学原料中广泛用于建筑、地产的纯碱、氯碱需求也大幅增加，相关上市公司上半年总利润实现翻倍。

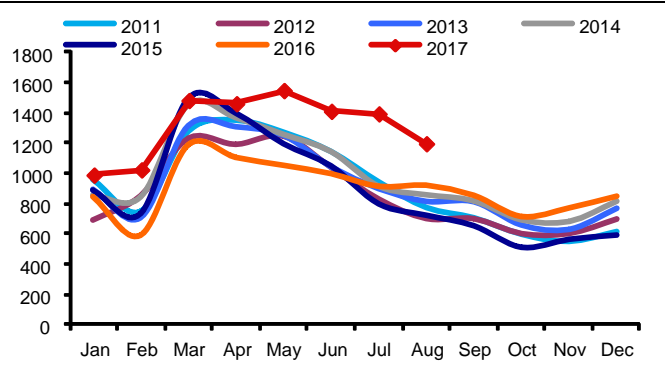
挖掘机销量大增带动机械设备行业盈利改善。 机械设备行业中工程机械和重型机械子行业实现扭亏为盈，代表性企业三一重工，今年上半年利润总额同比翻了 8 倍还多，盈利改善与挖掘机销量大增有关。今年挖掘机销量大增除了设备更新需求外，与基建、地产投资也有关系，相比之下，通用机械和其他专用设备子行业表现平平。

图12 挖掘机产量和销量增速大幅回升



资料来源：WIND，海通证券研究所

图13 历年空调销量比较（万台）



资料来源：产业在线，海通证券研究所

3. 上游供给收缩，下游成本推升

终端需求没有起色的情况下，中上游产品涨价，必然会挤压下游厂家利润。下面我们将从几个典型的产业链入手，看看利润如何在各产业链条中传导。

3.1 煤炭涨价推升火电、冶炼行业成本

煤炭涨价会推升很多行业的生产成本，火电行业受其影响尤为显著。 上半年经济运行稳定，电力需求旺盛，全社会用电量同比增长 6.3%，增速同比提高 2.6 个百分点。但火电企业受燃料成本高企的拖累，盈利明显下滑。

举几个企业看，华电国际上半年实现营收 366.5 亿，同比增加 24%，但除去成本后营业利润为 -0.5 亿，出现亏损的原因主要是燃煤价格大幅上涨，今年上半年公司燃料成本 185.3 亿，同比增加接近 66%；大唐发电上半年营收 300.5 亿，同比增长 2.9%，同时营业成本 254 亿，同比增长 21.6%，主要是煤炭价格大幅上涨所导致；国电电力上半年营收 287 亿，同比增长 1.8%，但煤炭价格上涨使得公司入炉标煤单价同比增加了 215 元/吨，公司上半年毛利率 18.8%，同比减少接近 14 个百分点。

表 2 代表性火电公司利润增速、营收增速、成本增速等指标（%）

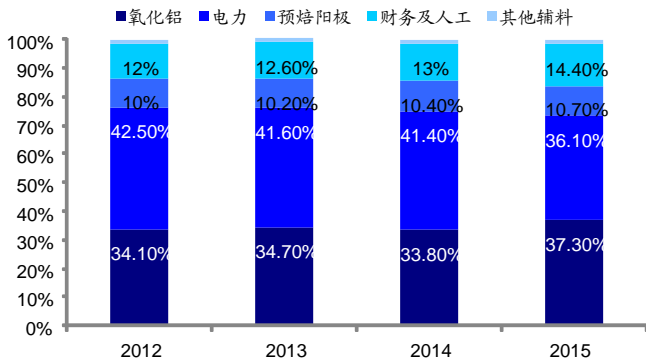
公司	17H1 销售毛利率	16H1 销售毛利率	营业收入增速	营业成本增速	营业利润增速
华能国际	11.49	28.51	0.35	0.67	-0.83
上海电力	15.69	27.81	0.14	0.34	-0.60
浙能电力	11.73	29.83	0.27	0.60	-0.50
华电国际	8.81	27.39	0.24	0.56	-1.01
申能股份	6.96	9.95	0.13	0.17	-0.17
国电电力	18.80	32.63	0.05	0.27	-0.56
大唐发电	15.62	28.58	0.03	0.22	-0.44

资料来源：WIND，海通证券研究所

煤炭涨价也推升了炼钢、铝冶炼等行业的生产成本，只不过这些行业本身也在进行去产能，产品涨价下对成本上涨接受能力较强。以电解铝生产为例，电解铝成本主

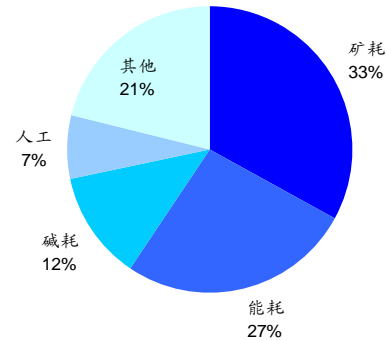
要包括氧化铝、电力、预焙阳极以及人工，其中电力成本在电解铝生产成本中的占比在35%-40%，按照生产每吨电解铝平均耗电1.4万千瓦时电计算，电价每增加1分钱，电解铝成本相应增加约140元/吨¹，煤炭价格对电解铝生产成本影响很大。另一方面，电解铝的另一重要原材料——氧化铝的主要成本中能耗成本占到了1/4以上，煤炭价格也是影响其生产成本的重要因素。

图14 电解铝成本构成（氧化铝、电力）



资料来源：SMM，海通证券研究所

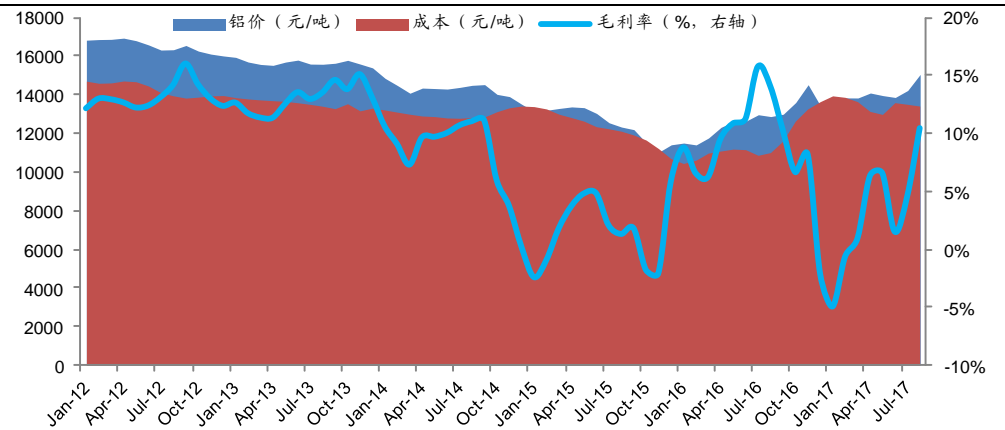
图15 氧化铝企业成本构成（2016年数据）



资料来源：SMM，海通证券研究所

成本上涨侵蚀电解铝盈利空间。今年电解铝价格维持高位震荡，行业毛利水平却与去年一路走高不同，今年年初以及6月份电解铝盈利曾一度转负或回落至零附近，原材料的涨价对利润的吞噬十分明显。从16年供给侧改革以来，煤炭价格上涨后持续在高位运行，导致电解铝企业生产所需的原材料成本上涨，对冲了企业盈利，并且如果继续下去，对企业经营将会带来成本压力。比如南山铝业，今年上半年实现营收75.5亿，同比增加13.8亿，增长22.3%，同时营业成本58.6亿，同比也增加了接近10.5亿，增长21.8%。

图16 电解铝行业成本与盈利空间估算（元/吨）



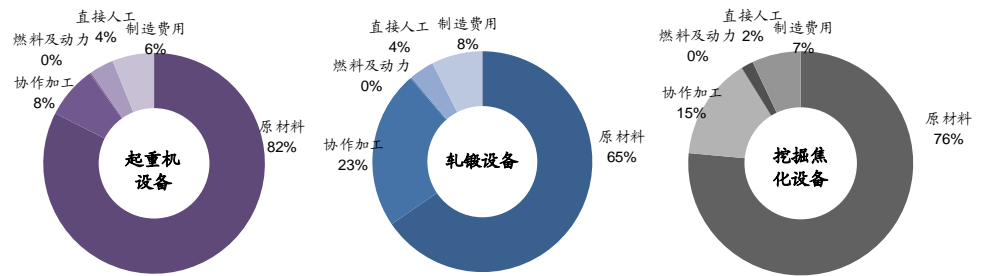
资料来源：WIND，海通证券研究所

3.2 原材料涨价侵蚀制造业毛利率

机械设备是比较典型的中游行业，上游原材料包括钢材、铜铝等有色金属、橡胶塑料和各种零部件。根据上市公司公告，在机械设备主要子行业中，原材料成本占比均超过65%，其中钢材是行业最主要的材料，钢价的上涨推升了机械设备的生产成本。

¹ 参考山东魏桥铝业公司债券2016年度跟踪评级报告

图17 太原重工年报披露的分产品成本构成（2016年）

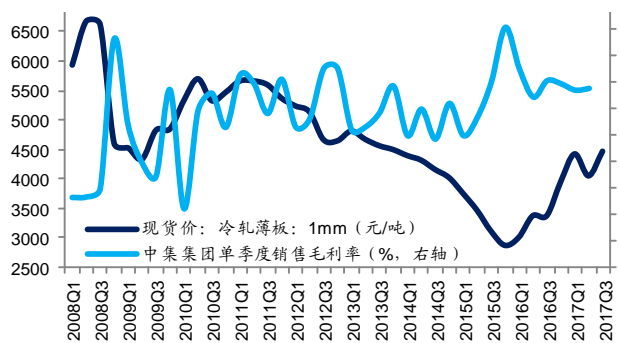


资料来源：太原重工 2016 年年报，海通证券研究所

由于市场竞争格局和定价模式的不同，原材料涨价对机械设备不同子行业的影响不同。对于集装箱、液压支架等子行业，定价主要采用成本加成模式，原材料涨价对毛利率影响不大，企业盈利总额主要取决于销售量。比如以集装箱、道路运输车辆等为主业的中集集团，原材料钢材价格从 16 年开始大幅上涨，但公司毛利率水平并没有大幅波动，今年上半年公司销售毛利率 18.4%，同比仅减少 0.35 个百分点。而利润总额来看，今年全球集装箱供给紧张，集装箱企业排产饱满，推动利润的大幅回升，中集集团上半年营业利润总额 15.24 亿（去年同期为-3.19 亿），同比大幅增长。

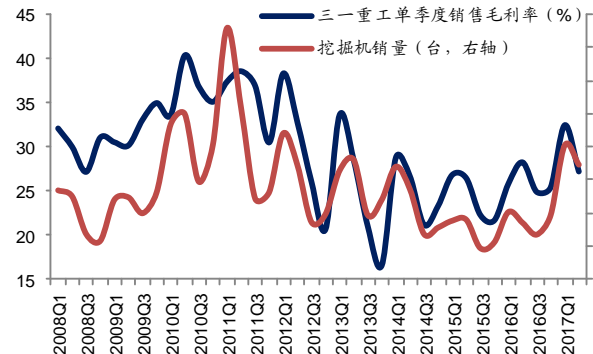
而对于价格固定或者调价频率较低的子行业，钢材价格的上涨则会推升营业成本、降低企业毛利率。当然，毛利率最终如何变化也要考虑下游需求和销量的变化，销量的增加会分摊固定成本，从而提高毛利率，下游需求的旺盛也会让价格调整更快速的完成。

图18 钢材价格与中集集团毛利率



资料来源：WIND，海通证券研究所

图19 挖掘机销量与三一重工毛利率



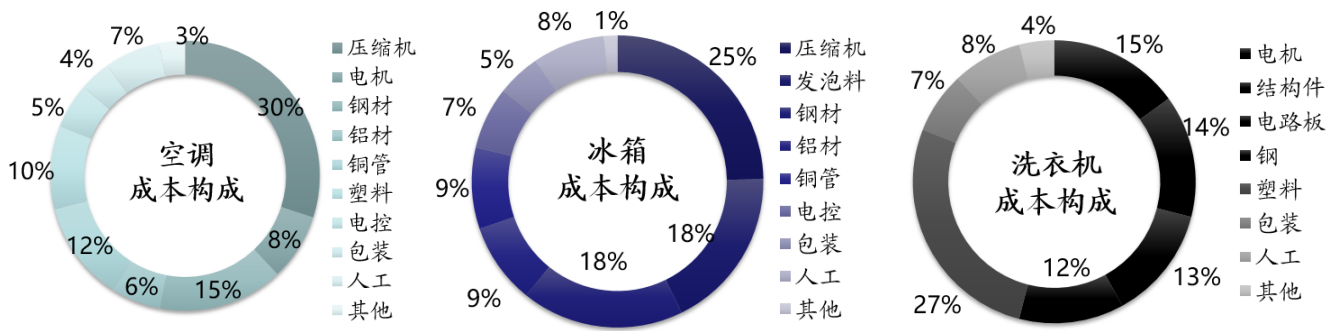
资料来源：WIND，海通证券研究所

3.3 有定价权的企业可分摊成本压力

以家电行业为例，家电行业也受到原材料涨价的影响。根据上市公司公告，下游家电生产厂家的成本构成中，人工成本也就在 10% 左右，其他的主要是购进原材料成本，包括企业向上游供应商采购压缩机、电机、换热器等配件，还包括直接采购的少量钢、铜等原材料。

海通家电组有对空调、冰箱、洗衣机三大白电产品的原材料构成做过调研，通过估算关键零部件（例如压缩机、电机）中原材料的构成以及直接采购的原材料量，推算得出铜、钢、铝、塑料在三大白电产品中的大致占比。根据他们估算的结果，空调原材料中铜占比约为 25%-30%，钢材约为 20%，塑料与铝分别约占 5%-10%。冰箱与洗衣机比例略有不同，但都对铜、钢材、塑料、铝有大量需求。

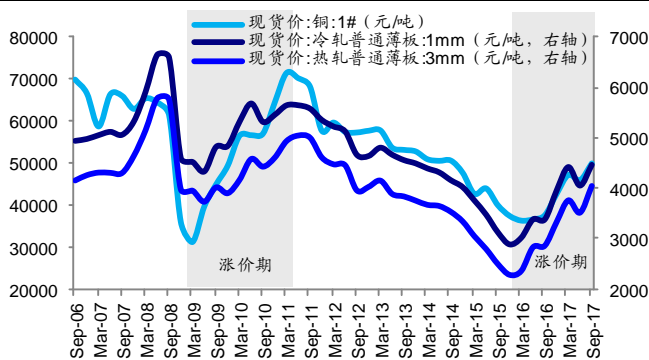
图20 三大白电产品上游部件构成占比



资料来源：产业在线，海通证券研究所家电组

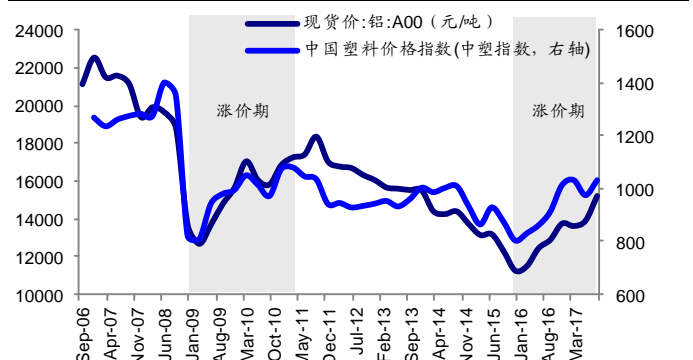
在 09 年 1 季度到 11 年 2 季度铜、铝、塑料等也有过一段涨价时期，在这期间现货铜价格涨了 143%，冷、热轧板价格涨了 24%-27%，铝涨了 51%，塑料价格指数涨了 39%。如果按上文调研的空调原材料构成计算，这期间空调产业链原材料成本上涨超过 40%。我们可以通过分析这段时间家电行业数据，得出一些帮助理解现状的结论。

图21 铜、冷热轧板现货价格



资料来源：WIND，海通证券研究所

图22 现货铝价格和塑料价格指数



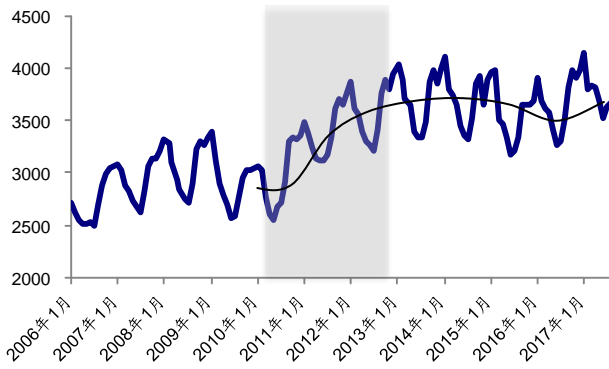
资料来源：WIND，海通证券研究所

成本的增加会在零部件供应商、整机家电生产厂商之间摊销，也可以通过涨价向下游销售商和消费者转移，但中间会有时滞。国内品牌空调的市场价格是在 2010 年才有了一个快速的调整，到 2012 年初共涨了 30% 左右。从毛利率看，2009 年在原材料开始上涨的背景下，空调和上游零部件供应商毛利率都有出现明显的下滑。毛利率的低迷持续到 2011 年，2011 年之后随着空调出厂价格上调以及原材料涨价接近尾声，企业毛利率才有了大幅回升，且家电生产厂商毛利率回升幅度远超过零部件生产商。

本次原材料涨价已经拖累毛利率下滑。本轮原材料涨价自 16 年初开始，目前还没有出现明显的拐点，从 16 年初算起现货铜、铝价格涨价幅度已经超过 40%，冷热轧板涨价幅度在 60%-90%，塑料价格涨幅接近 30%。原材料涨价对家电行业毛利率的冲击已经显现，根据今年上市公司中报情况，空调板块上市公司上半年销售毛利率在 27.6%，同比减少 4.1 个百分点，家电零部件板块上市公司上半年销售毛利率在 19.9%，同比减少 1.5 个百分点。

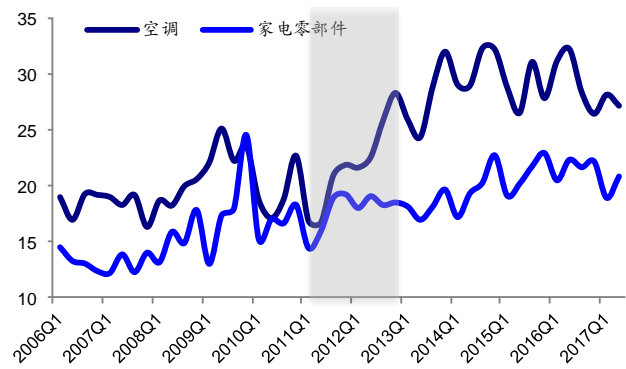
通过产品涨价转移成本要考虑消费市场空间。迫于原材料价格的持续上涨，家电企业纷纷上调产品价格，中怡康数据显示空调价格自去年 6 月跌至低谷后开始反弹，今年 7、8 月国内品牌空调均价分别为 3639 元和 3662 元，同比增加 344 元和 151 元，二季度空调均价为 3676 元，同比增加了 258 元。目前不少家电企业仍在调高价格，但是能否顺利通过涨价实现成本转移，还要考虑下游消费需求市场空间以及支付能力。由于家电也是地产相关消费，因此未来需求空间与地产表现息息相关，下文我们将对地产驱动的持续性进行分析。

图23 国内品牌空调平均价格(元)



资料来源: 中怡康, 海通证券研究所

图24 空调和家电零部件子行业单季度销售毛利率(%)



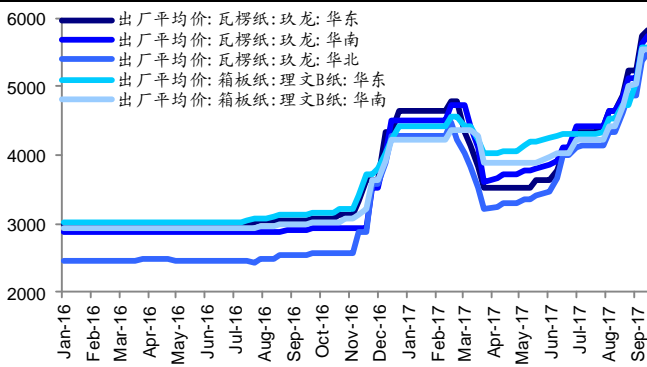
资料来源: WIND, 海通证券研究所

3.4 集中度低的行业被动接受涨价

以造纸和包装产业链为例,造纸行业前几年一直受纸价低迷困扰,15年自然淘汰、关停了很多产能,16年叠加环保压力,不少中小产能限产关停,大型纸厂停机检修,比如东莞玖龙6月PM1纸机就开始进入长达50天的停产检修期。此外,叠加进口洋垃圾政策的影响,原材料废纸价格快速上涨,中上游纸厂纷纷提价。

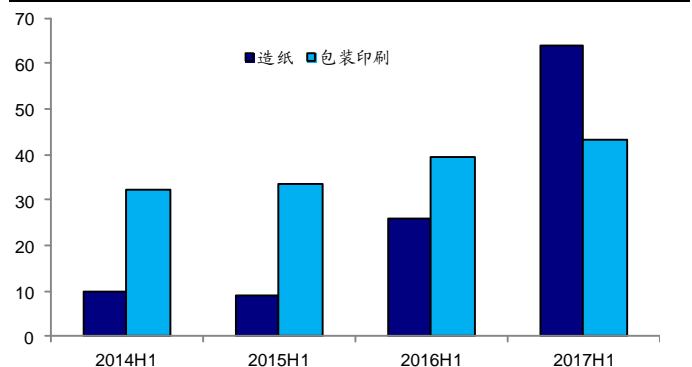
由于中上游纸厂市场集中度很高,箱板瓦楞纸行业CR3占比超过1/3(玖龙,理文,山鹰),谈判能力强,在整个产业链上拥有主导权,而下游纸箱加工、包装企业较为分散,因此下游厂商通常只能被动接受涨价,利润受到挤压。从子行业利润增速看,今年上半年造纸行业上市公司利润总额是去年同期的2.5倍,而包装印刷行业只增长了10%。

图25 包装纸出厂价格上涨(元/吨)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图26 造纸业和下游包装印刷业上市公司利润总额(亿元)



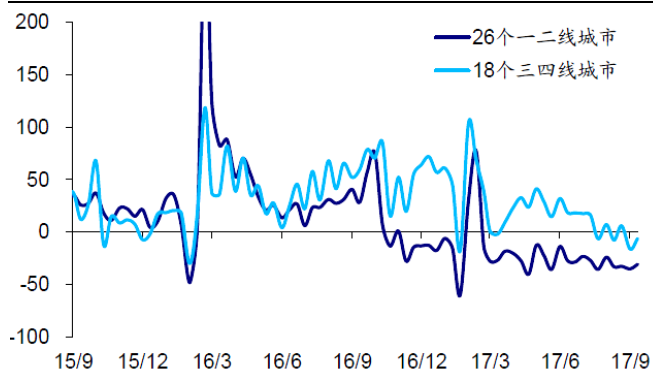
资料来源: WIND, 海通证券研究所

4. 地产驱动下的盈利改观,持续性存疑

地产销量下滑最终会带动地产投资回落。地产销量增速持续下滑已经接近半年,9月44城市地产销量同比增速-23%(8月为-25%),其中18个三四线城市销量增速同比降至-14%,棚改货币化政策力度渐弱、房贷利率持续走高,令地产需求持续走弱。

地产销量下滑最终会带动地产投资回落,地产开发投资完成额逐月下滑,今年1-8月地产开发投资完成额累计同比增长7.9%,全年看增速不错,但7、8月投资完成额较5、6月缩水一半,未来大概率会继续回落。

图27 旬度 44 城商品房销量同比增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

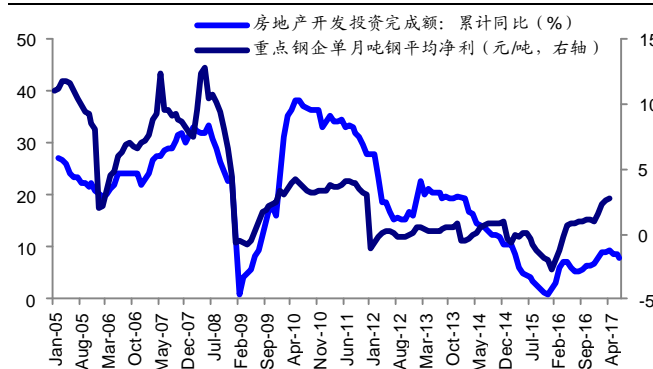
图28 房地产开发投资完成额累计同比 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

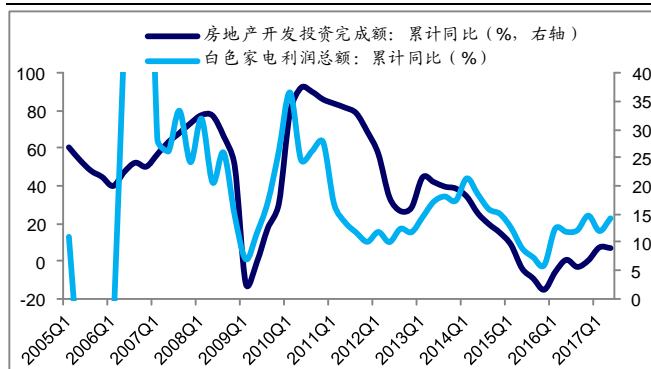
地产相关行业盈利增速持续性不强。比如家电、化工中的建筑用原料、建材行业，今年在地产投资增速尚稳的背景下销量均保持了较快增长，带动盈利增加；再往上游走，钢铁、煤炭、铝的需求也受下游地产景气度的影响。然而地产大周期回落，如果明年地产投资持续回落甚至负增，相关行业下游需求随之萎缩。

图29 吨钢净利与地产开发投资增速的关系



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图30 白电上市公司利润增速与地产开发投资增速的关系



资料来源: WIND, 海通证券研究所

信息披露 分析师声明

姜超 固定收益研究团队
朱征星 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 klijang@htsec.com

邓勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
联系人
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
史霄安 sx11398@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛涵 xh11528@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
联系人
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)232154132 gs10373@htsec.com
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
李影(021)23154147 ly11082@htsec.com
联系人
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰 021-23219406 tyj11545@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com
刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
刘浩(010)56760098 lh11328@htsec.com
吴佳松 01056760092 wjs11852@htsec.com

汽车行业

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
杜威 0755-82900463 dw11213@htsec.com
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
联系人
陈佳彬(021)23154509 cjb11782@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fyy11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王晴(021)23154116 wq10458@htsec.com
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com
联系人
史岳(021)23154135 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
陈星光 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
杨娜(021)23154135 yn10377@htsec.com
李妹醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
联系人
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 联系人
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 张天闻 ztw11086@htsec.com
 尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com
 石坚 010-58067942 sj11855@htsec.com

煤炭行业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

电力设备及新能源行业

房青(021)23219692 fangq@htsec.com
 徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com
 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 联系人
 张翠翠 zcc11726@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
 鲁立 ll11383@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 联系人
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 联系人
 庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com
 张峥青 z zq11650@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 联系人
 童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com
 李丹 021-23154401 ld11766@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com
 联系人
 马榕(021)23219431 mr11128@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com
 联系人
 周俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 联系人
 刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
 联系人
 关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
 夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 联系人
 张宇轩 zyx11631@htsec.com
 张恒暄 zhx10170@htsec.com

银行业

林媛媛(0755)23962186 lly9184@htsec.com
 联系人
 谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
 联系人
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 顾熹闽 021-23154388 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 联系人
 李阳 ly11194@htsec.com
 朱默辰 zmc11316@htsec.com
 刘璐 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
宗亮 zl11886@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
蒋炯 jj10873@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
陈铮茹 czr11538@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com