

2010 年 8 月 27 日

策略如何看化工？

——打造化工的“驱动力”和“信号验证”机制

相关研究

《策略如何看钢铁—打造钢铁的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010 年 7 月 30 日

《可选为剑、必需做盾—下游投资逻辑》—2010 年 6 月 28 日

《策略如何看乘用车—打造乘用车的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010 年 6 月 1 日

《策略如何看房地产—打造房地产的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010 年 5 月 6 日

分析师

凌鹏（策略）(A0230209090482)
lingpeng@swsresearch.com

周小波（基础化工）(A0230209040469)
zhouxb@swsresearch.com

俞春梅（石油化工）(A0230206120438)
yucm@swsresearch.com

王立平（纺织服装）(A0230210070006)
wanglp@swsresearch.com

冯宇（策略）(A0230210080006)
fengyu@swsresearch.com

李鹏（金融工程）(A0230210070005)
lipeng@swsresearch.com

左俊义（策略）
zuojy@swsresearch.com

苏畅（宏观）
suchang@swsresearch.com

联系人

张潇潇
(8621)23297294
zhangxx@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com> (www0788) 使用 1

主要内容：

- 策略看化工的第一要务是精选子行业。我们选取石油加工中的聚乙烯产业链、化学原料中的纯碱、化学制品中的氮肥和钾肥、化学纤维中的涤纶作为研究对象。化工品产业链长、种类繁多，不同产品具备不同特征：钾肥资源属性最强，纯碱偏上游，聚乙烯、氮肥属于典型的中游制造品，涤纶具备下游行业特征。
- 化工跟踪产量、价格、成本、价差四类指标，其中产量和价格最重要。化工品的主要原材料为油和煤，下游连接“衣、食、住、行”。这种对应使我们能通过化工品的变动验证宏观各环节。观察乙烯、聚乙烯产量变化求证整体经济强弱；观察涤纶短纤价格变化验证中国出口变化；观察纯碱表观消费量变化验证房地产和汽车的生产情况；观察 LDPE 与石脑油价差可以窥视宏观经济周期。
- 严格数据验证发现如下五点：聚乙烯产量增速领先于工业增加值；房地产新开工增速和汽车产量增速分别领先纯碱表观消费量增速 4 个月和 3 个月，纯碱表观消费量领先纯碱价格 2-3 个月；纺织品出口增速与涤纶价格变化基本同步；06-08 年上涨周期，国际玉米价格领先国际尿素价格；04 年以来，国内 LDPE 与石脑油价差有四次达到 8000 元/吨时，需要注意此时经济可能已经处在过热阶段的中程，增长后续回落的风险开始加大。
- 作为整体，化工股和所有中游一样，难以取得长期超额收益，把握短期机会更为关键。首先，无法根据分析员盈利预期调整投资化工股。其次，化工股在经济过热阶段取得较大超额收益。最后，涨价预期比实际涨价更重要，持续涨价预期是股价最好的催化剂。以往，化工品涨价，股价上涨；但是现在，只要有涨价预期，股票就会异动，即使这种预期后面被证明是错误的。投资化工品，不得不研究相关化工品涨价预期形成的背景。
- 策略分析员和化工分析员应协同作战。由于种类繁多、专业性强，化工成为策略分析员（包括非化工出身的基金经理）畏惧的行业；另一方面，化工行业股性和实体的日益分离使化工分析员苦恼不已。策略看化工的第一法则就是要研究化工品的涨价预期环境，与行业分析员协同作战。化工品对验证经济的各个环节至关重要，通过跟踪这些数据，对于理解宏观经济运行非常关键。

目 录

1. 化工的“驱动力”+“信号验证”机制	4
1.1 化工关注产量和价格	5
1.2 化工的“驱动力”和“信号验证”机制	7
1.3 化工“驱动力”和“信号验证”机制的历史验证	8
2. 化工股投资：经济过热+持续涨价预期	11
2.1 经济过热阶段化工股整体超额收益最明显	11
2.2 策略如何看化工：协同作战、填平鸿沟	14

图表目录

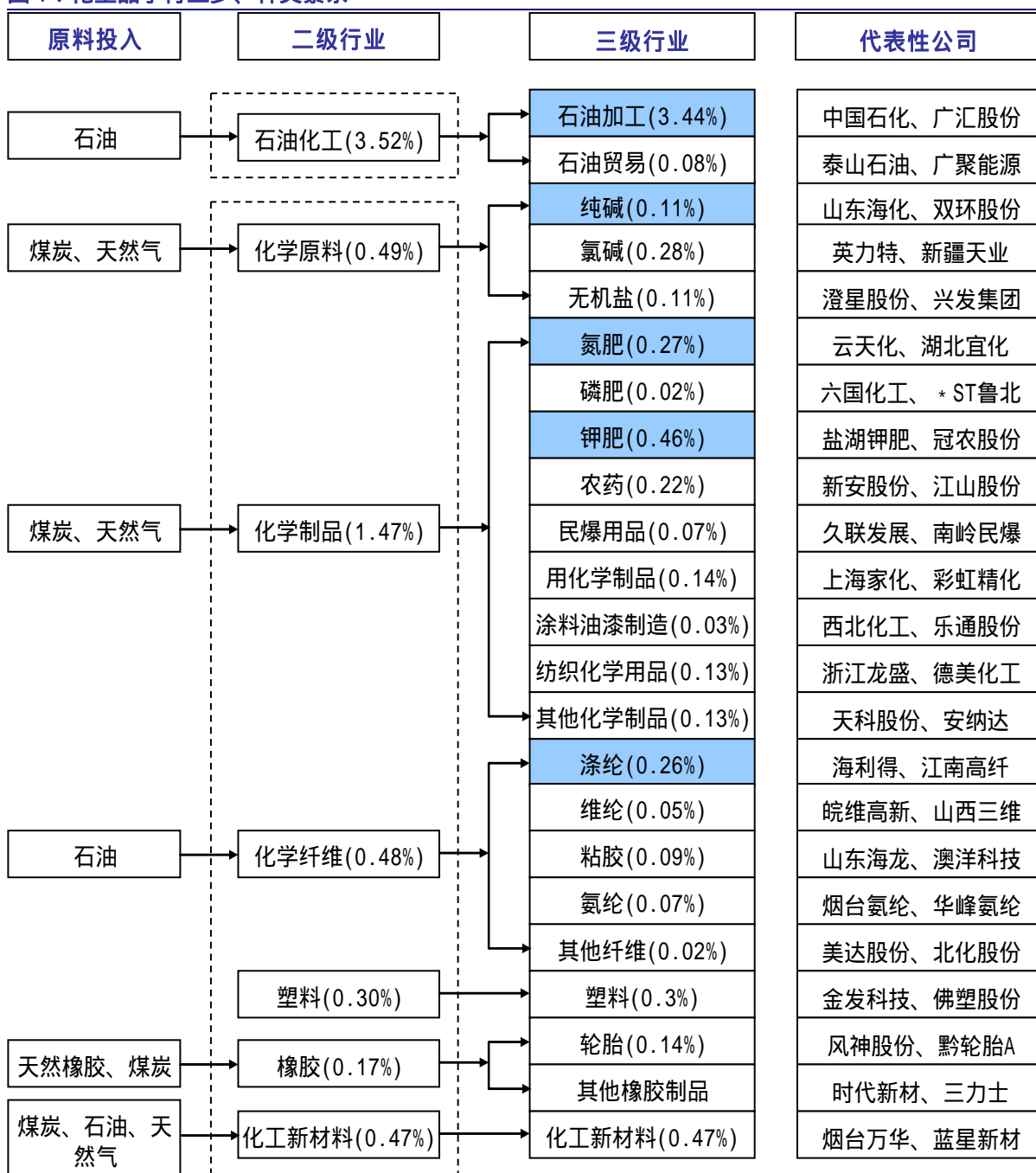
图 1：化工品子行业多、种类繁多	4
图 2：化工品下游连接“衣、食、住、行”	7
图 3：乙烯和聚乙烯产量可验证宏观经济强弱	7
图 4：纺织品出口与涤纶短纤价格变化相关	7
图 5：地产开工与纯碱表观消费量关系密切	8
图 6：汽车产量与纯碱表观消费量关系密切	8
图 7：LDPE 与石脑油价差反映宏观经济周期	8
图 8：工业增加值与乙烯产量增速基本同步，滞后聚乙烯产量增速 3 期	9
图 9：纯碱表观消费领先纯碱价格 2-3 个月	9
图 10：纯碱表观消费量受洗涤剂和平板玻璃影响	9
图 11：房地产新开工和汽车产量影响玻璃需求	10
图 12：地产和汽车分别领先纯碱需求 4 期和 3 期	10
图 13：纺织品出口增速与涤纶价格变化基本同步	10
图 14：06-08 年，国际玉米价格领先国际尿素价格	10
图 15：聚乙烯与石脑油价差存在一定波动区间	11
图 16：聚乙烯价差与产量变动存在一定关系	11
图 17：过去十年化学制品和石化跑赢大盘，化纤和化工原料跑输大盘	12
图 18：石油化工和盈利增速预期调整不相关	12
图 19：化工原料和盈利增速预期调整不相关	12
图 20：化学制品和盈利增速预期调整不相关	12
图 21：化学纤维和盈利增速预期调整不相关	12
图 22：尿素价格和氮肥股票超额收益非常相关	13
图 23：国际玉米价格推动国内尿素价格上涨	13
图 24：纯碱强烈涨价时纯碱指数有超额收益	14
图 25：地产开工旺盛带来纯碱涨价预期	14

表 1：化工行业关注产量、价格、成本、价差	5
表 2：化工涉及众多领域.....	6
表 3：国内 LDPE 和石脑油价差上下限	11
表 4：化工股在经济过热期取得超额收益（相对申万 A 指）	13
表 5：策略跟踪的化工中观数据库	15

化工子行业多、种类繁多、专业性强，策略分析员难以全部把握，这一点类似医药和机械；但另一方面，众多化工品属于强周期行业，受上游（煤、油、盐）和下游（房地产、汽车、出口）影响巨大，股价变动往往领先实际业绩调整，脱离宏观策略环境推荐和投资化工股会吃力不讨好。本文从化工研究对中游和宏观的价值、化工股整体的投资逻辑等角度，给出策略研究员的看法。

1. 化工的“驱动力”+“信号验证”机制

图1：化工品子行业多、种类繁多



注：括号中数据为该行业总市值占比（数据截止2010年8月4日），淡蓝色底纹为申万策略跟踪的化工子行业

资料来源：Wind，申万研究

策略看化工的第一要务是精选子行业。策略不为挑选牛股，重在通过化工观察宏观和行业的变化。我们筛选子行业的标准有三（满足其一即可入选）：其一市值占比大，如石油加工和钾肥；其二连接上下游，如涤纶和纯碱；其三该品种价差和产量变化对于经济周期有昭示作用，如聚乙烯产业链。

据此，我们选取石油加工中的聚乙烯产业链、化学原料中的纯碱、化学制品中的氮肥和钾肥、化学纤维中的涤纶等五个品种作为研究对象。乙烯号称石油化工之母，其产品广泛运用于下游各个行业，因此石油-乙烯-聚乙烯产业链的产量和价差变动能够反映整体经济的变化。纯碱是玻璃的主要原料，与下游房地产、汽车生产密切相关。氮肥、钾肥与下游农业关系密切，受国际农产品价格影响巨大。涤纶约占化纤总产量的80%，对纺织品出口非常敏感。

化工品产业链长、种类繁多，不同产品具备不同特征。在我们跟踪的五大品种中，钾肥资源属性最强¹，纯碱具备上游行业特征（对下游需求敏感，对上游成本不敏感），聚乙烯、氮肥属于典型的中游制造品（供需变化导致价格和毛利变化），涤纶具备下游行业特征（对上游成本更敏感）。长产业链和不同的行业特征使我们能够通过观察不同产品产量和价差的变化来推断经济周期。

1.1 化工关注产量和价格

化工跟踪产量、价格、成本、价差四类指标，其中产量和价格最重要。

产量方面，跟踪乙烯、聚乙烯、纯碱、尿素、钾肥和涤纶的产量，同时关注尿素出口量和钾肥进口量。

价格方面，跟踪东南亚乙烯价格、东南亚 LDPE 价格、轻质纯碱价格、国际尿素价格、国内尿素出厂价、盐湖钾肥出厂价、氯化钾/温哥华 FOB 和涤纶短纤价格。乙烯全球定价，国内价格追随东南亚价格。中国 10%-15% 的尿素用于出口，中国 30% 的钾肥依赖进口，因此尿素和钾肥的国际国内价格同样重要。

成本方面，跟踪新加坡石脑油、PTA 和 MEG 价格。石脑油为聚乙烯产业链的原料，PTA 和 MEG 是涤纶的原料（0.85 吨 PTA 和 0.15 吨 MEG 合成 1 吨涤纶）。

价差方面，跟踪乙烯-石脑油价差、LDPE-石脑油价差和涤纶短纤价差。纯碱难以跟踪价差，钾肥和尿素跟踪价差没意义。

表 1：化工行业关注产量、价格、成本、价差

利润表项目	核心指标	明细指标	下游驱动因素
一、营业收入	产量	乙烯产量、聚乙烯产量 纯碱产量	工业增加值，FAI 玻璃产量、房地产新开工面积 同比增速、汽车产量

¹ 但这种资源属性比不上有色和煤炭，流动性泛滥时，有色和煤炭是资源属性最突出的品种。

		尿素产量、尿素出口量、钾肥产量、钾肥进口量	
		涤纶产量	纺织品出口量
	价格	东南亚乙烯价格 , 东南亚 LDPE 价格	
		轻质纯碱价格	
		国际尿素价格、国内尿素出厂价	
		盐湖钾肥出厂价、氯化钾/温哥华 FOB	国际玉米期货价格
		涤纶短纤价格	
<hr/>			
二、营业总成本			
其中：营业成本	成本	新加坡石脑油价格	
		PTA 价格、MEG 价格	
营业税金及附加			
销售费用			
管理费用			
财务费用			
资产减值损失			
加：公允价值变动收益			
投资收益			
<hr/>			
三、营业利润	价差	乙烯-石脑油，LDPE-石脑油	
		涤纶短纤-0.85*PTA-0.15*MEG	
加：营业外收入			
减：营业外支出			
<hr/>			
四、利润总额			
减：所得税			
<hr/>			
五、净利润			
少数股东损益			
归属于母公司所有者净利润			

注：为保证损益表的完整性，我们保留空白部分，其他行业在这些部分可能有指标

资料来源：申万研究

表 2：化工涉及众多领域

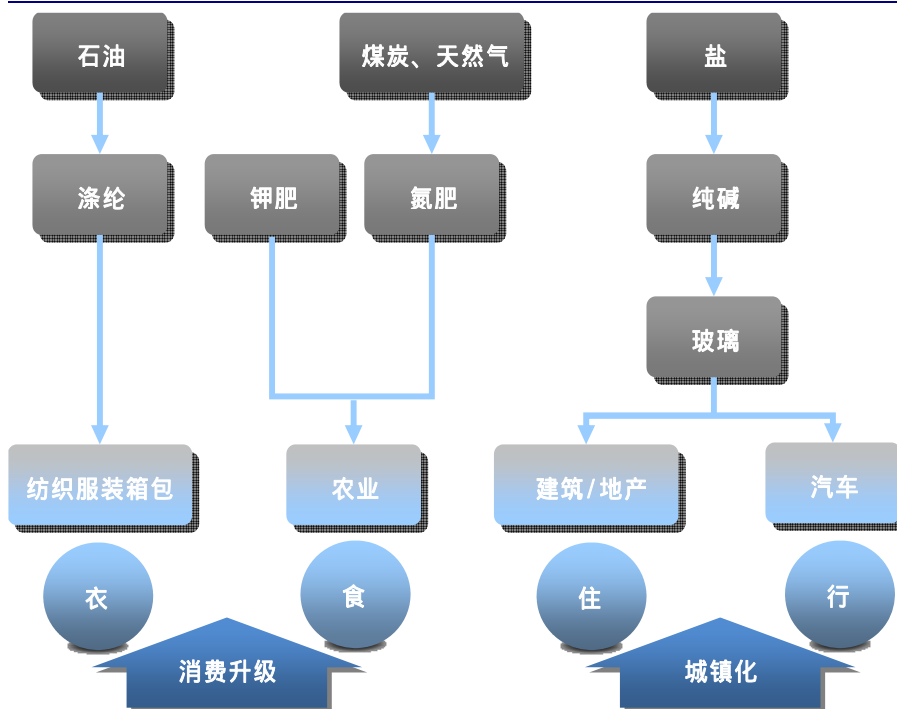
行业	关系	跟踪指标
宏观（中国、世界、债券、基金）	宏观经济环境	工业增加值、出口、FAI、OECD 工业生产指数、美元指数
石油	成本	Brent 现货油价
煤炭	成本	秦皇岛港 6000 大卡大同优混平仓价
玻璃	下游需求	玻璃产量
汽车	下游需求	汽车产量
房地产	下游需求	房地产新开工面积，房地产开发投资增速
纺织服装	下游需求	纺织品出口量
农林牧渔	下游需求	国际玉米期货价格

资料来源：申万研究

1.2 化工的“驱动力”和“信号验证”机制

化工品的主要原材料为油和煤，下游连接“衣、食、住、行”。其中，涤纶对应“衣”、化肥对应“食”、纯碱用于汽车和房地产的玻璃制造，对应“行”和“住”。这种对应使我们能通过化工品的变动验证宏观各环节。

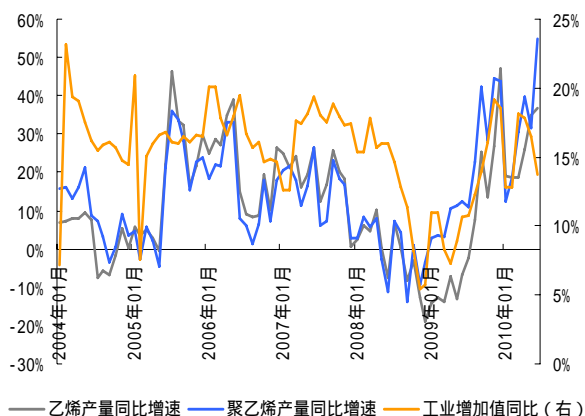
图2：化工品下游连接“衣、食、住、行”



资料来源：申万研究

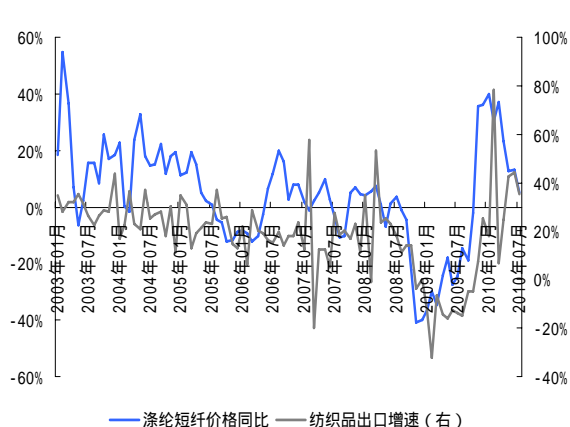
观察乙烯、聚乙烯产量变化，求证整体经济强弱。作为化工之母，乙烯和聚乙烯的下游涉及国民经济方方面面，这意味着通过观察乙烯和聚乙烯的生产情况，可以验证宏观经济的强弱程度。**观察涤纶短纤价格变化，验证中国出口变化。**涤纶的下游是纺织品，纺织品的国内需求较稳定，而出口波动较大。因此，涤纶短纤价格变化往往由纺织品的出口波动引起。

图3：乙烯和聚乙烯产量可验证宏观经济强弱



资料来源：石化协会，CEIC，申万研究

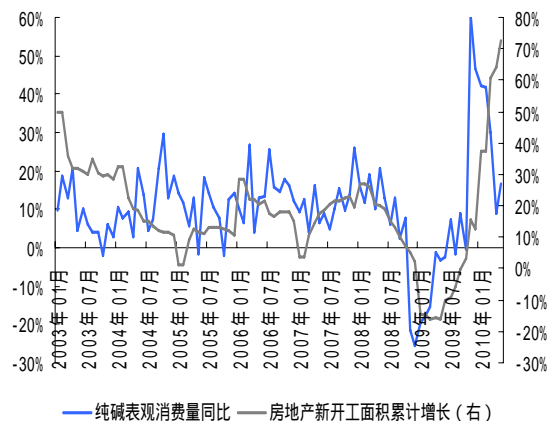
图4：纺织品出口与涤纶短纤价格变化相关



资料来源：石化协会，CEIC，申万研究

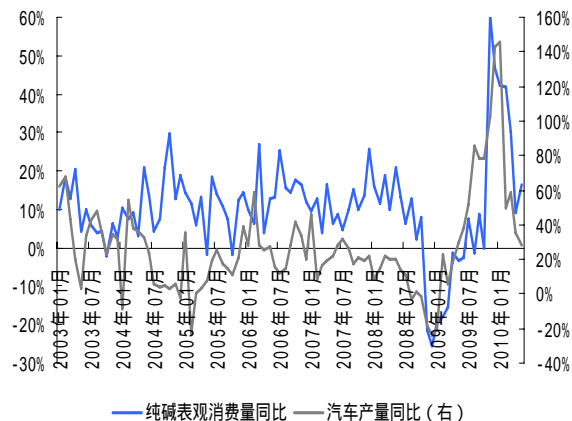
观察纯碱表观消费量变化，可验证房地产和汽车的生产情况。纯碱生产玻璃，对应的下游需求是房地产和汽车。通过观察纯碱表观消费量的变化，可以验证房地产开工和汽车生产情况。

图 5：地产开工与纯碱表观消费量关系密切



资料来源：石化协会，CEIC, 申万研究

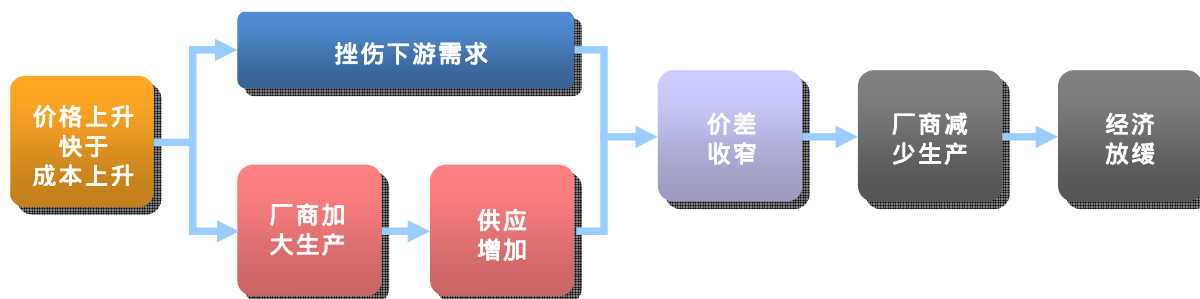
图 6：汽车产量与纯碱表观消费量关系密切



资料来源：石化协会，中汽协, 申万研究

此外，观察 LDPE 与石脑油价差可以窥视宏观经济周期。就石脑油-聚乙烯产业链看，LDPE 与石脑油价差在一定区间波动，8000 元/吨基本上是该价差的天花板。当价差超过这一数值时，下游难以承受高昂的价格，需求被挫伤；而现有厂商倾向加大生产力度，供应增加。两者均会使毛利下降，厂商减少生产，经济活动放缓。

图 7：LDPE 与石脑油价差反映宏观经济周期



资料来源：申万研究

1.3 化工“驱动力”和“信号验证”机制的历史验证

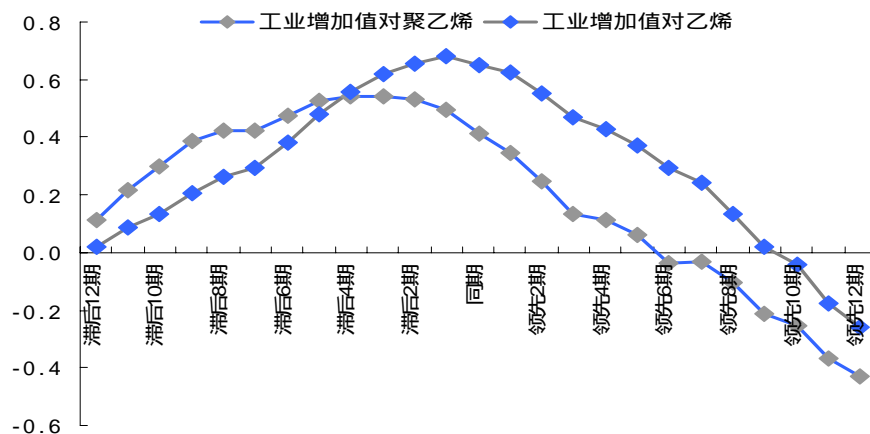
上面从逻辑上阐述了不同化工品对宏观环节、LDPE 与石脑油价差对经济周期的验证，本部分从历史数据加以严格检验。

第一，乙烯、纯碱、涤纶和尿素分别验证工业增加值、房地产汽车、出口和国际农产品价格变化。

聚乙烯产量领先工业增加值。

经检验，聚乙烯产量同比增速领先工业增加值增速3期，而乙烯产量增速和工业增加值增速几乎同步。所以跟踪中观层面的聚乙烯、乙烯产量对于把握工业增加值变化有意义。

图8：工业增加值与乙烯产量增速基本同步，滞后聚乙烯产量增速3期

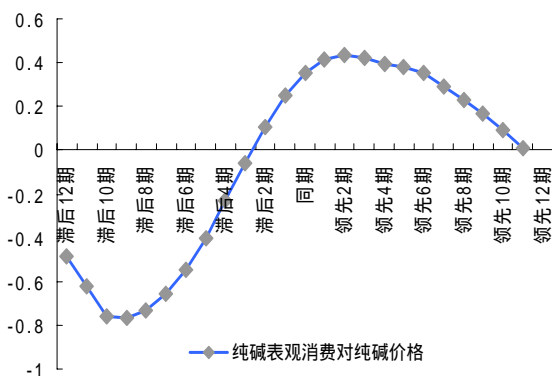


资料来源：申万研究

纯碱表观消费领先纯碱价格2-3个月，房地产新开工增速和汽车产量增速分别领先纯碱需求增速4个月和3个月。

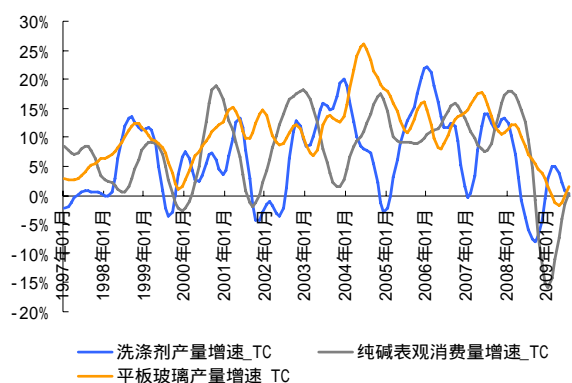
从数据上看，纯碱表观消费量变动领先价格变动2-3个月。而纯碱主要用于平板玻璃和洗涤剂。平板玻璃产量增速和纯碱需求（纯碱表观消费量增速，下同）的变动基本同步，洗涤剂产量增速领先纯碱需求4个月左右。

图9：纯碱表观消费领先纯碱价格2-3个月



资料来源：申万研究

图10：纯碱表观消费量受洗涤剂和平板玻璃影响

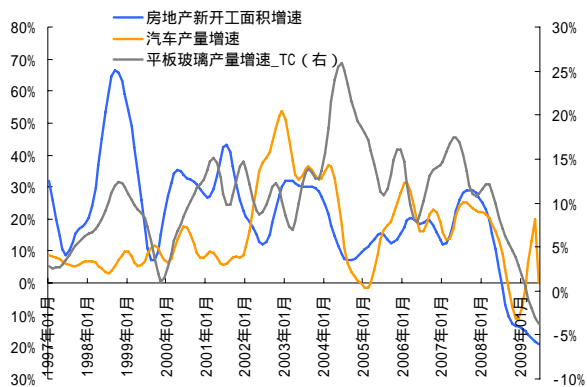


注：数据为实际值的趋势值

资料来源：世易化工网，石化协会，CEIC，申万研究

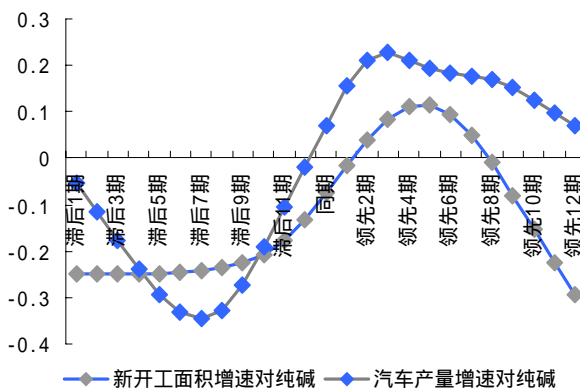
进一步推延，房地产和汽车是平板玻璃的主要消费领域。平板玻璃在不同阶段受不同因素主导，2001年前房地产对其影响更大，2004-2008年汽车对其影响更显著。从交叉相关系数来看，房地产领先纯碱需求4个月左右，汽车领先纯碱需求3个月左右。

图 11：房地产新开工和汽车产量影响玻璃需求



资料来源：华通人、CEIC、申万研究

图 12：地产和汽车分别领先纯碱需求 4 期和 3 期

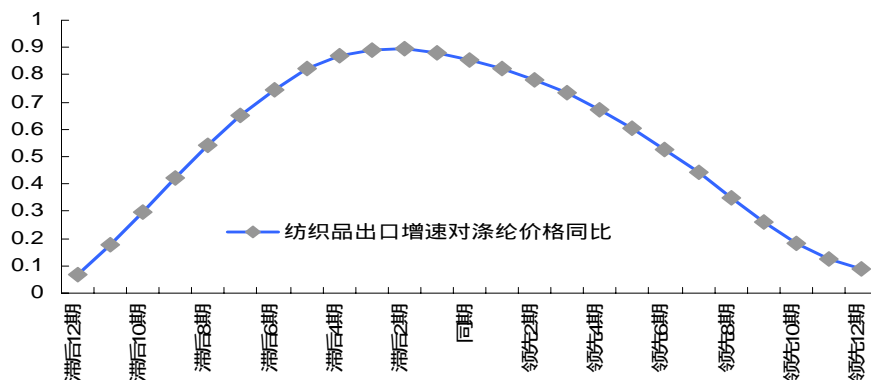


资料来源：申万研究

纺织品出口增速与涤纶价格变化基本同步。

验证发现，纺织品出口增速与涤纶价格变化基本同步，甚至有些滞后，与逻辑相悖。我们认为，涤纶价格主要受纺织品国内需求和出口两方面影响，国内需求比较稳定，出口波动较大。09 年以来的周期是国内经济的变化快于世界经济的变化，所以导致纺织品出口增速与涤纶价格变化的关系不太稳定。

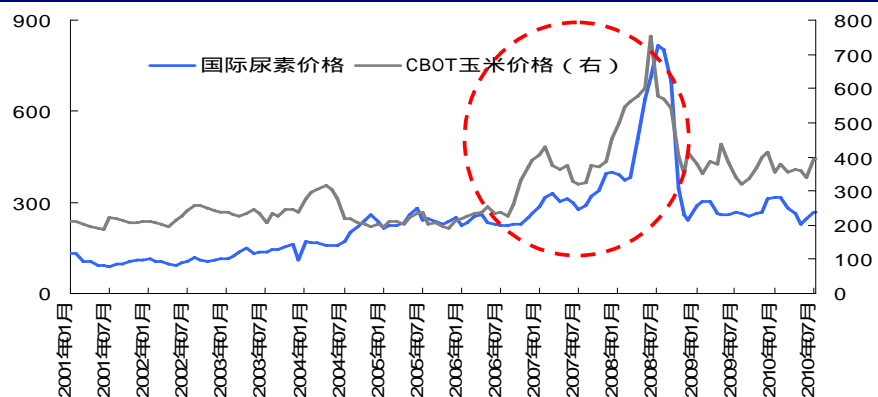
图 13：纺织品出口增速与涤纶价格变化基本同步



资料来源：申万研究

06-08 年上涨周期，国际玉米价格领先国际尿素价格。

图 14：06-08 年，国际玉米价格领先国际尿素价格



资料来源：Bloomberg，申万研究

第二，国内 LDPE 与石脑油价差达到 8000 元/吨时，需要注意后续经济可能放缓。国内 LDPE 和石脑油价差在 4000-8000 元/吨的区间波动，最高达到 8540 元/吨，最低为 3620 元/吨。一旦超过 8000 元/吨，价差便很难持续扩大，反而面临萎缩。

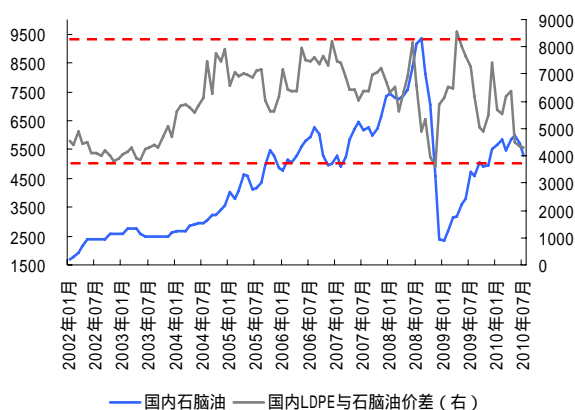
表 3：国内 LDPE 和石脑油价差上下限

国内 LDPE 与石脑油价差	
平均值（元/吨）	5979
最高值（元/吨）	8540
最低值（元/吨）	3620
最高时点	2009 年 4 月
最低时点	2008 年 11 月

资料来源：石化协会，申万研究

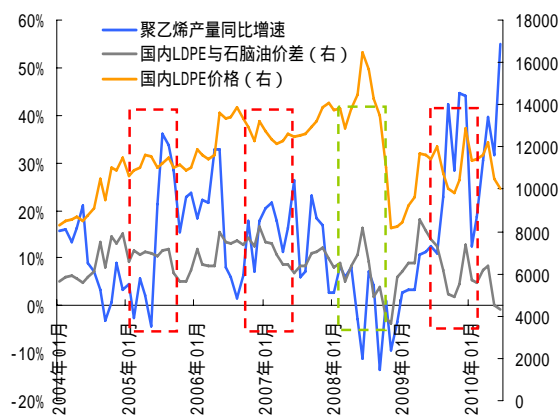
国内 LDPE 和石脑油价差分别有四次接近 8000 元/吨：04 年末、07 年初、08 年中和 09 年中。其中 04 年末、07 年初和 09 年中，当价差接近 8000 元/吨的一段时间后，会看到聚乙烯产量大幅上升，并导致价差收窄，随后会进一步看到生产的回落。08 年中则是下游需求被高价挫伤，聚乙烯产量下降。因此，当聚乙烯与石脑油价差接近 8000 元/吨时，需要注意此时经济可能已经处在过热阶段的中程，增长后续回落的风险开始加大。

图 15：聚乙烯与石脑油价差存在一定波动区间



资料来源：石化协会，申万研究

图 16：聚乙烯价差与产量变动存在一定关系



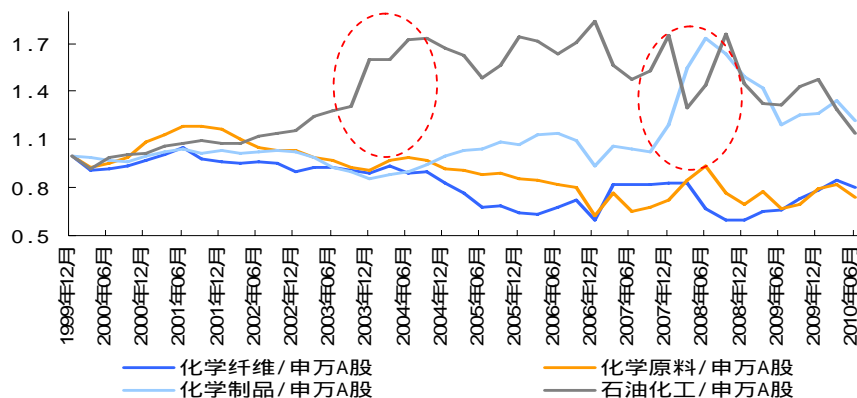
资料来源：石化协会，申万研究

2. 化工股投资：经济过热+持续涨价预期

2.1 经济过热阶段化工股整体超额收益最明显

2000 年以来，化学制品和石油化工跑赢指数，化纤和化工原料跑输指数。石油化工的长期超额收益主要是因为 03-04 年“五朵金花”年代的异军突起；化学制品的超额收益和 07、08 年大宗商品价格暴涨有关。

图 17：过去十年化学制品和石化跑赢大盘，化纤和化工原料跑输大盘

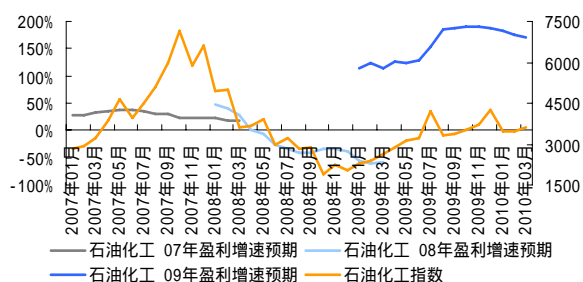


资料来源：Wind、申万研究

我们承认个别化工股（如烟台万华）会成长为伟大的公司，取得长期超额收益。但是，作为整体，化工股和所有中游一样，难以取得长期超额收益，把握短期机会更为关键。如何把握化工股短期的超额收益？

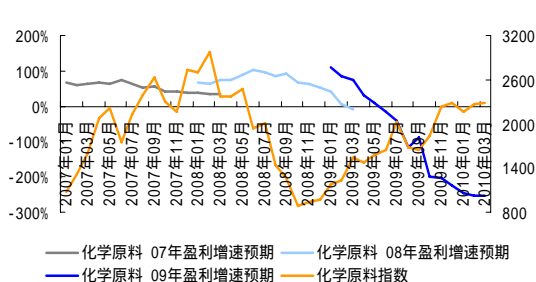
首先，不应根据分析员盈利预期调整投资化工股。08年化工股下跌时，所有化工子行业盈利预期下调均滞后；09年指数反转时，除石油化工外，其他三个子行业盈利预期还在不断下调。作为强周期品，化工和钢铁类似，很难根据季报、半年报去估算全年业绩，上市公司也很难对年度业绩做出预测。股价对现货价格和现货成本反应剧烈，一旦市场价格、成本或其预期发生变化，股价便会变动，此时公司盈利尚未受到影响（至少是会计利润），分析员难以做出前瞻调整。所以通过分析员盈利预测调整来把握股票的超额收益，不适合于强周期品种，从而建立在盈利预测调整基础上的估值体系也无法运用。

图 18：石油化工和盈利增速预期调整不相关



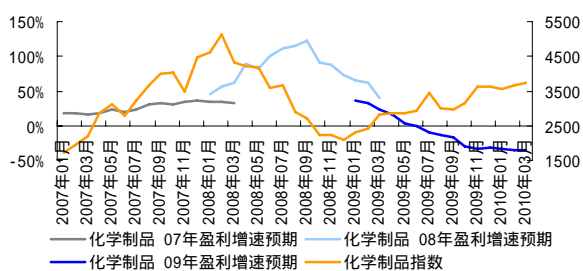
数据来源：Wind，申万研究

图 19：化工原料和盈利增速预期调整不相关



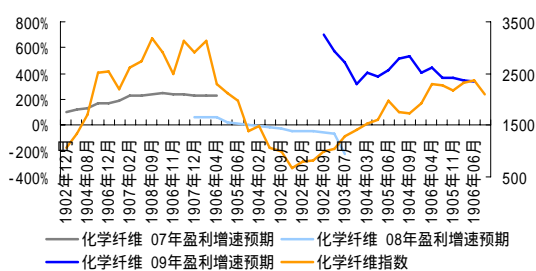
数据来源：Wind，申万研究

图 20：化学制品和盈利增速预期调整不相关



数据来源：Wind，申万研究

图 21：化学纤维和盈利增速预期调整不相关



数据来源：Wind，申万研究

其次，化工股整体在经济过热阶段取得较明显超额收益。相对其他中游，化工股对需求更加敏感。在经济过热阶段，旺盛的需求导致化工品价格的大幅上涨，成为化工股获得超额收益的重要催化剂。

表 4：化工股在经济过热期取得超额收益（相对申万 A 指）

周期	时间	黑色金属	化工	石油化工	化学原料	化学制品	化学纤维
衰退	03.1-03.5	10.16%	-1.81%	6.76%	-4.48%	-9.96%	2.04%
复苏	03.6-03.10	12.60%	0.79%	9.48%	-4.76%	-4.29%	-0.01%
过热	03.11-04.3	9.84%	7.94%	21.30%	5.38%	-0.13%	2.62%
滞胀	04.4-04.10	3.77%	2.92%	4.87%	-1.02%	7.74%	-7.63%
衰退	04.11-05.2	12.17%	-2.42%	-6.22%	-4.64%	1.84%	-4.61%
复苏	05.3-06.12	-12.81%	-7.16%	26.24%	-55.12%	-9.28%	-44.35%
过热	07.1-08.3	2.50%	19.21%	-58.35%	70.63%	127.78%	75.66%
滞胀	08.4-08.8	-10.79%	1.69%	14.83%	-2.38%	4.22%	-16.96%
衰退	08.9-08.12	-3.30%	-8.01%	-7.82%	-11.77%	-7.38%	-1.12%
复苏	09.1-09.7	16.82%	-9.65%	4.76%	3.74%	-38.54%	35.69%
过热	09.8-09.12	-12.03%	7.75%	-0.24%	11.79%	4.33%	12.85%
滞胀	10.1-10.6	-14.36%	-11.71%	-17.52%	-4.61%	-2.40%	1.76%

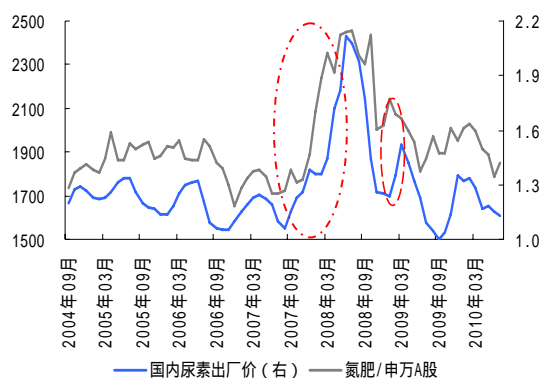
资料来源：Wind，申万研究

第三，涨价预期比实际涨价更重要，持续涨价预期是股价最好的催化剂。

以往，化工品涨价，股价上涨；但是现在，只要有涨价预期，股票就会异动，即使这种预期后面被证明是错误的。投资化工品，不得不研究相关化工品涨价预期形成的背景。我们以尿素和纯碱为例子。

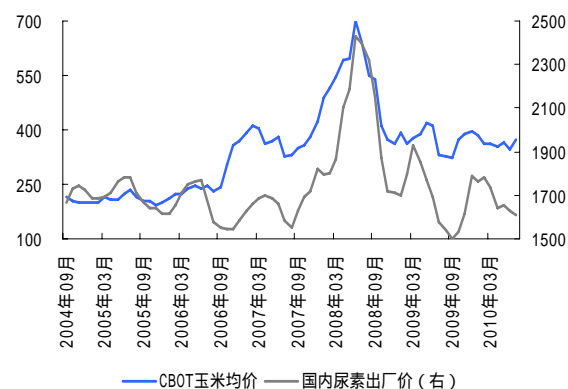
从图 22 可知：氮肥超额收益和尿素价格非常相关，但在 09 年 1 月-6 月出现严重背离，原因在于此段时间并未形成持续的涨价预期。06 年 9 月至 08 年 6 月，高油价和生物燃料需求推动国际玉米价格大涨，由于这种需求改变了玉米的传统用途，因此粮食涨价预期明确、持续性长，从而推动化肥股票大涨，超额收益显著。而 09 年 1 月至 6 月间，并没有原因促使市场形成大的持续涨价预期。2010 年 7 月以来自然灾害频发、俄罗斯禁止小麦出口，国际粮食供应短缺预期增强，粮价持续上涨的预期再现，推动了最近化肥股的一波行情。

图 22：尿素价格和氮肥股票超额收益非常相关



资料来源：中国资讯网，Wind，申万研究

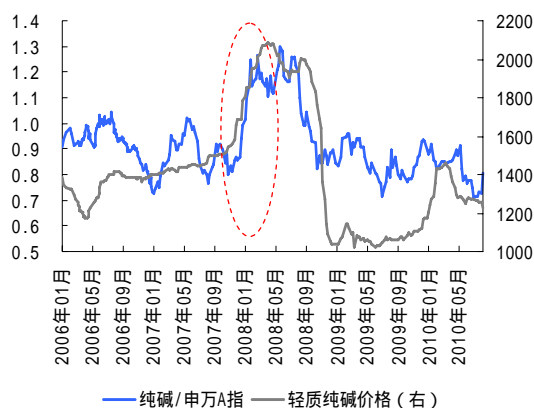
图 23：国际玉米价格推动国内尿素价格上涨



资料来源：中国资讯网，Wind，申万研究

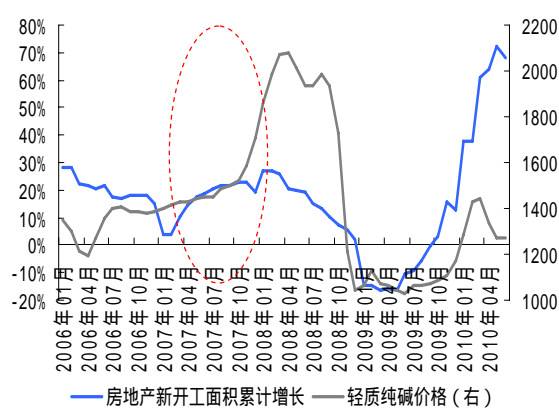
纯碱价格从06年下半年就开始上涨，但纯碱指数直到07年下半年才开始显著跑赢大盘，主要是07年下半年房地产开工面积迅速增加，纯碱形成强烈涨价预期，此时股价开始有所表现。而一旦投资者看到商品房销售下滑，就会推断未来房地产开工下滑，从而纯碱价格无法维持，此时即使纯碱价格还在飙升，股价也可能下行，恰如2008年3月-5月。

图 24：纯碱强烈涨价时纯碱指数有超额收益



资料来源：Wind，中国资讯网，申万研究

图 25：地产开工旺盛带来纯碱涨价预期



资料来源：CEIC，中国资讯网，申万研究

2.2 策略如何看化工：协同作战、填平鸿沟

策略分析员和化工分析员间似乎存在某种鸿沟。一方面，由于种类繁多、专业性强，化工成为策略分析员（包括非化工出身的基金经理）畏惧的行业；另一方面，化工行业股性和实体的日益分离使化工分析员苦恼不已。

起初，化工分析员专注行业基本面、研究利润变化来推荐股票。后来，化工品短期价格异动就会推高股价，即使很明显这种异动不可持续、对全年业绩没有影响，此时跟踪化工品价格成为投资和推荐股票的首要因素。现在，即使化工品的价格不涨，只要存在强烈涨价的预期，股票价格也会启动。在这种情况下，化工股的投资机会已经不是化工分析员所能全部把握的；作为投资品的化工行业，其涨价预期与宏观经济环境、流动性、市场情绪有极大关系，策略分析员必须参与其中。所以策略看化工的第一法则就是要研究化工品的涨价预期环境，与行业分析员协同作战。而化工分析员还是要专注基本面，毕竟由最终无法实现的涨价预期带来的投资机会无法持续。

另外，化工品对验证经济的各个环节至关重要，上文已经从不同层面进行过说明，跟踪这些数据，对于理解和判断宏观经济运行非常关键。

7月以来，我们研究了钢铁、水泥、化工、造纸和电力等中游行业，9月17日我们将在申万秋季策略会上将《中游投资逻辑》呈现给大家，敬请关注。

策略跟踪的化工中观数据库结构如下：

表 5：策略跟踪的化工中观数据库

大类	行业	行业关键指标	数据来源	频度	更新日期
中游	化工	乙烯产量、聚乙烯产量	石化协会	月	每月中旬
		纯碱产量	石化协会	月	每月中旬
		尿素产量、尿素出口量	石化协会	月	每月下旬
		钾肥产量、钾肥进口量	石化协会	月	每月下旬
		涤纶产量	石化协会	月	每月中旬
		东南亚乙烯价格，东南亚 LDPE 价格	DataStream	周	每周五
		轻质纯碱价格	中国资讯网	周	每周五
		国际尿素价格、国内尿素出厂价	Bloomberg 中国资讯网	周	每周五
		盐湖钾肥出厂价、氯化钾/温哥华 FOB	Bloomberg 中国资讯网	周	每周五
		涤纶短纤价格	中国化纤经 济信息网	周	每周五
		新加坡石脑油价格	DataStream	周	每周五
		PTA 价格、MEG 价格	中国化纤经 济信息网	周	每周五
		外生关键指标	数据来源	频度	更新日期
		OECD 工业生产指数	Bloomberg	月	每月 20 日
		工业增加值	统计局	月	每月 20 日
		美元指数	Bloomberg	周	每周一
		平板玻璃产量	华通人	月	每月中旬
		汽车产量	中国汽车工 业协会	月	每月 20 日
		房地产新开工面积	统计局	月	每月 20 日
		房地产投资开发增速	统计局	月	每月 20 日
		城镇固定资产投资增速	统计局	月	每月 20 日
		国际玉米期货价格	Bloomberg	周	每周五
		纺织品出口量	统计局	月	每月 20 日
		Brent 现货油价	Bloomberg	周	每周五
		秦皇岛港 6000 大卡大同优混平仓价	资源网	周	每周一
		各省市工业用电价格	中电联	月	每月 20 日

资料来源：申万研究

信息披露

分析师承诺

凌鹏、周小波、俞春梅、王立平、冯宇、李鹏：策略、基础化工、石油化工、化纤、策略、金融工程

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。