

2010年9月16日

宏观缩影，择时为上

——中游投资逻辑

相关研究

《策略如何看化工—打造化工的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010年8月27日

《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

分析师

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

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

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

黄鑫冬（策略）
huangxd@swsresearch.com

左俊义（策略）
zuojy@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>

主要内容：

- 中游行业研究价值巨大，通过观察其毛利和库存变化可以定位经济波动，跟踪其产量和价格变动能提前推断关键宏观指标的变化方向。投资方面，中游行业产能过剩，毛利无法持续扩张，难以取得中长期超额收益，择时为上，不可恋战。
- 观察中游可以推断宏观整体。钢铁、水泥、电力、乙烯对应工业生产，纯碱和冷轧分别对应房地产和汽车，箱板纸和涤纶对应出口。跟踪粗钢产量、发电量和聚乙烯产量可判断工业增加值；跟踪箱板纸产量和涤纶短纤价格可判断出口；跟踪纯碱表观消费量和冷轧产量可分别判断房地产和汽车开工。钢铁有社会库存和金融属性，库存调整因素非常突出，会影响厂商的预期和生产行为；水泥以销定产，更真实反映下游开工的变化。
- 鉴于钢铁在中国经济中的核心地位，我们结合其社会库存和吨钢毛利来定位经济波动：社会库存下降、吨钢毛利扩大，经济复苏；社会库存上升、吨钢毛利冲高回落，经济从过热到滞胀；社会库存堆积、吨钢毛利萎缩，经济衰退。从下游消费到上游资源，要经过社会库存、价格、厂商库存和产量等若干环节。观察每个环节的变化，有助于判断经济所处阶段，我们以房地产-螺纹钢-焦煤产业链为例阐述经济传导过程。
- 通过03年“五朵金花”时代和09年中中游集体上涨两次案例分析，我们总结中游投资逻辑如下：产能过剩压制中游毛利持续改善，因此中游行业投资需注意把握买卖时点。具体行业投资逻辑不一：钢铁重毛利、化工看涨价预期、电力和水泥属事件投资机会。中游投资还需关注风格和情绪，如果判断未来钢铁行业基本面好转，应该买入高贝塔的煤炭股；而一旦钢铁股持续明显跑赢煤炭股，需警惕情绪过度亢奋后的回落风险；化工品在经济过热、市场情绪高涨时易取得超额收益。

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目 录

1. 研究价值：管中窥豹，一叶知秋	4
1.1 宏观世界的透视镜	6
1.2 经济波动的定位仪	9
2. 投资策略：取舍有道，进退有时.....	12
2.1 取而不舍，忍看金花成黄花	12
2.2 进而不退，直叹高处不胜寒	13

图表目录

图 1: 研究体系包括两大块、六小块, 每块研究重点和投资思路均有区别	4
图 2: 中游连接上下游	5
图 3: 粗钢产量、发电量与工业增加值关系密切	6
图 4: 聚乙烯产量与工业增加值关系密切	6
图 5: 箱板纸产量变化反映出口变化	7
图 6: 纺织品出口与涤纶短纤价格变化相关	7
图 7: 纯碱表观消费量与地产开工关系更为密切	8
图 8: 螺纹钢、水泥与地产开工关系不如纯碱	8
图 9: 纯碱表观消费量与汽车产量关系密切	8
图 10: 冷轧产量与汽车产量关系密切	8
图 11: 螺纹钢生产可能是对预期变化的结果, 水泥生产反映下游开工	8
图 12: 结合钢铁社会库存和吨钢毛利变动定位经济波动	9
图 13: 房地产-螺纹钢-焦煤链条的渐次波动	10
图 14: 地产销售变化引起新开工变化	11
图 15: 地产开工变化作用于钢铁库存	11
图 16: 从螺纹钢社会库存传导到企业库存	11
图 17: 钢铁厂商行为最终影响到上游焦煤	11
图 18: 煤炭实体晚周期, 股市早周期	12
图 19: 五朵金花演绎阶段性牛市	12
图 20: 03-05 年钢铁、电力、石化产能大增	13
图 21: 三大行业毛利 03 年后持续下滑	13
图 22: 乘用车产能释放在 04 年和 07 年达到高峰	13
图 23: 09 年汽车毛利率回到五年新高	13
图 24: 钢铁、化纤、纯碱跑赢大盘	14
图 25: 水泥、造纸和电力波澜不惊	14
图 26: OECD 工业指数领先国内工业增加值 2 期	14
图 27: 09 年国内工业生产率先反弹, 外冷内热	14

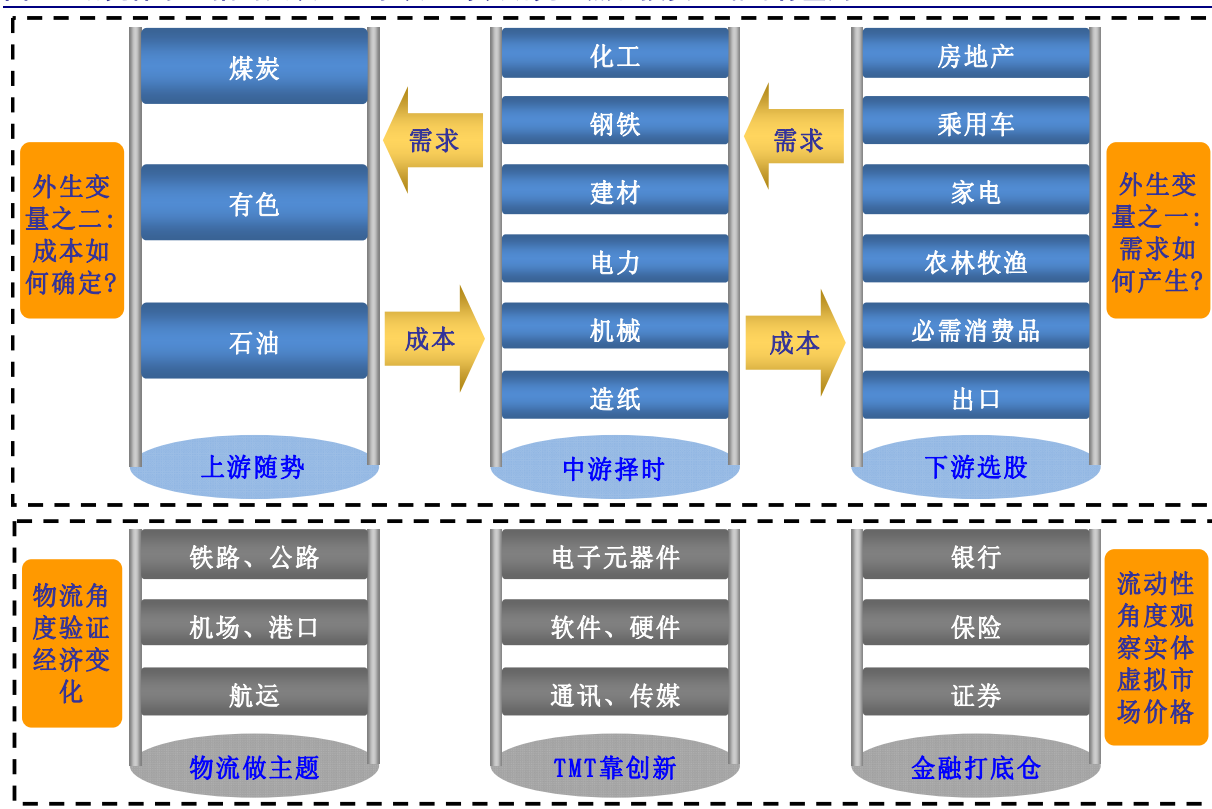
图 28: 房地产销售和新开工呈现V型反转.....	15
图 29: 钢铁毛利在 6 月迅速上升.....	15
图 30: 出口季节因素导致涤纶价格短暂上涨.....	15
图 31: 纯碱价格当时并未上涨.....	15
图 32: 水泥股受四万亿、拉闸限产等事件因素驱动.....	16
图 33: 电力股电价上调影响大.....	16
图 34: 钢铁股上涨的大多阶段, 煤炭股跑赢钢铁股.....	16
图 35: 煤炭跑输钢铁时市场风格极偏向大盘股.....	16
 表 1: 从社会库存和吨钢毛利的组合把握经济周期定位.....	 10
附表 1: 水泥行业重要指标和损益表结构.....	17
附表 2: 电力行业重要指标和损益表结构.....	18
附表 3: 造纸行业重要指标和损益表结构.....	18

根据我们的研究框架，上游看价格、下游重需求、中游求验证。上游价格和下游需求有四种组合：量升价跌为复苏、量价齐升是过热、量缩价升即滞胀、量价齐跌乃衰退，每种组合均体现在中游的毛利变化上，所以中游能对经济波动起到验证作用。

中游行业的工业增加值占比超过 60%，与中国经济同步。判断中国经济趋势，长期看技术和人口、中期可观察下游可选消费品和出口变化、短期应跟踪中游指标。由于宏观数据的公布相对滞后，而中游指标可跟踪、可调研，因此跟踪中游指标能提早十日左右把握关键宏观数据的变化方向，这对于投资决策而言意义重大，尤其在拐点时期更甚。

经过 03-04 年大规模产能扩张，中游行业产能严重过剩，始终压制其毛利的持续扩张，因此难以取得中长期超额收益，策略上应重视择时，不可恋战。

图 1：研究体系包括两大块、六小块，每块研究重点和投资思路均有区别



资料来源：申万研究

1. 研究价值：管中窥豹，一叶知秋

究竟哪些行业隶属中游可谓众说纷纭。投资者一贯把有色当上游炒作¹，而机械重量不重价。从连接上下游的角度出发，我们将钢铁、水泥、造纸、电力和化工列为重点研究对象。

¹ 关于有色行业的投资逻辑详见 2010 年 3 月 3 日发布的《策略如何看煤炭——打造煤炭的“驱动力”和“信号验证”机制》。

在上游和下游的研究中²，宏观均是起点，中游均是落足点。严格来讲，从下游消费到上游资源，要经过社会库存、价格、厂商库存和产量等中游行业的若干环节，其中产量与工业增加值紧密相连，毛利和产能利用率是关注焦点。

不同行业属性不一、数据公布各有差异，并非每个行业在这四个环节均有数据。钢铁和造纸的数据较全，可作为整个流程最好的观察点。各行业对应宏观经济的不同部分，可以通过各种组合分析更深刻地理解宏观经济，行业彼此间也可相互提示和验证。

图 2：中游连接上下游



资料来源：申万研究

从逻辑图上看，钢铁、水泥、电力、乙烯和纯碱对应房地产和汽车，其生产与工业增加值密切相关；箱板纸和涤纶对应出口。电力和水泥还具有明显的区域特征，可以验证区域投资强弱。钢铁有社会库存和金融属性，库存调整因素突出，会影响厂商的预期和生产行为；水泥以销定产，更能真实反映下游开工的变化。

社会库存、毛利和产能利用率是重点。社会库存既是需求、又是供应。当下游需求持续改善时，社会库存会相应增加。一旦下游需求下行，社会库存的继续堆积便有之后的“去库存”之忧。社会库存下降是去库存的第一阶段，会影响中游的现货价格和毛利，之后厂商的去库存和减产行为会影响工业增加值和上游资源需求。

毛利是下游需求、产能利用率和产量共同作用的结果。从逻辑上讲，下游需求上升-拉动价格上涨-毛利扩大-厂商提升产能利用率-产量增加；供应增加

² 详见策略思考第五篇和第八篇。

一方面压制现货价格进一步上行，另一方面拉升原材料价格，两者均使毛利下降；随着毛利下降，产能利用率下降，回到起点。社会库存和毛利的结合有助于我们定位经济波动，这一点在钢铁中尤其明显。

1.1 宏观世界的透视镜

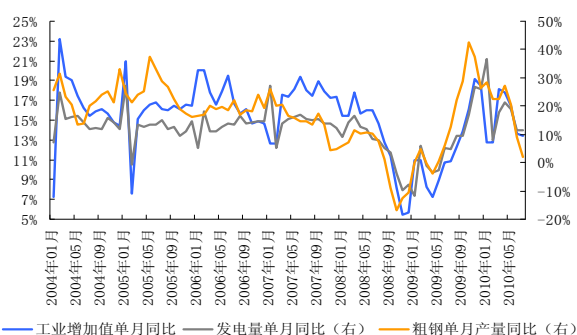
通过观察中游指标和中游组合，可以更及时地把握经济变化和事实真相。

第一，跟踪粗钢产量、发电量和聚乙烯产量提早推断工业增加值变化方向。

把握经济波动的大方向，需要跟踪下游的房地产和汽车销售数据；在经济拐点期，提前十天推断工业增加值方向，也意义非常。譬如 2010 年二季度经济开始下滑，工业增加值从 3 月的 18.1% 下滑到 7 月的 13.4%，而领先经济的下游可选消费品从 8 月份开始回暖（汽车销售在 8 月突然环比大幅上升 15%，房地产交易量也放大）。经济何时见底倍受关注，月中公布的工业增加值牵动投资者的神经。

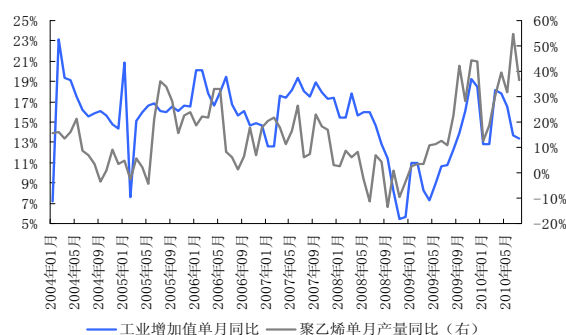
事实上，8 月的工业行为在当月底就已确定，但数据要直到 9 月 11 日才公布，相对滞后。粗钢产量、发电量和聚乙烯产量分别在每月 11 日、11 日和 16 日公布，和工业增加值的公布时间差不多。但是宏观只能预测，微观和中观则可调研、可跟踪，通过跟踪调研重点钢厂产量和旬发电数据我们可以更早判定工业增加值的方向。根据旬发电量推算，8 月发电量可能达到 18%，按此推理工业增加值也不低。但考虑到 8 月天气异常炎热，发电量的高涨很可能是由占比 11% 的居民用电引起，这不会带来工业增加值的相应增加。必须同时考虑粗钢产量和聚乙烯产量变化，倘若调研发现粗钢和聚乙烯生产行为活跃，那么工业增加值回升的概率就更大。

图 3：粗钢产量、发电量与工业增加值关系密切



资料来源：CEIC，申万研究

图 4：聚乙烯产量与工业增加值关系密切



资料来源：石化协会，CEIC，申万研究

发电量和工业增加值的拟合度最高，但发电量只是一个被动变量，其根据工业生产强弱被动增加或减少，无法从当前的发电量做趋势外推。而钢铁生产相对独立，当吨钢毛利扩张时，厂商增产的欲望就会增强，而这会提升发电量，带动工业增加值上行，再加上钢铁有金融属性和库存调整因素，所以对工业增加值有一定领先性（2008 年 9 月以来尤其明显）。因此推算即将公布的工业增

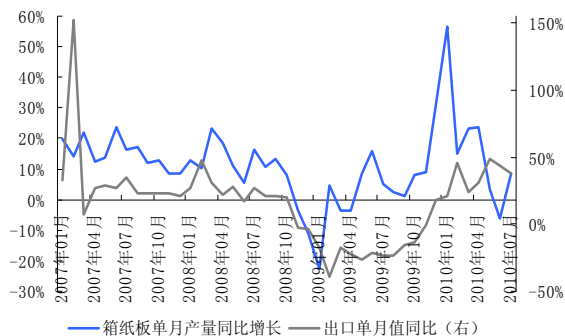
加值，通常可用发电量；但要把握未来几个月工业增加值的变化方向，要观察钢铁毛利的变化方向。

第二，跟踪箱板纸产量和涤纶短纤价格提前把握短期出口变化方向。

对出口的判断，从大周期上可以观察美国经济驱动力和全球贸易格局的变化；未来 3-6 个月的变化，要关注美国 PMI 指数、广交会和春交会订单、纺织服装和家具长短单变化；至于未来 1-2 个月的变化，可跟踪港口集装箱数据³、航线价格变化、造纸和纺织服装的变化。

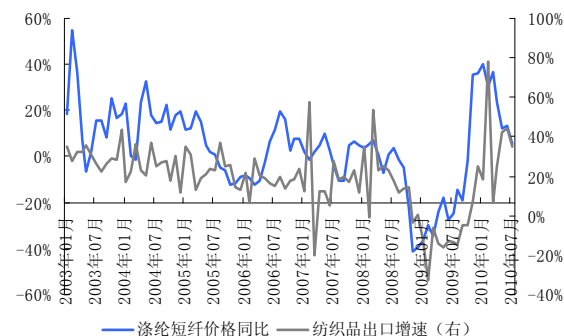
箱板纸用于产品外包装，包装用纸的间接出口总量占其产量比重达到 33.2%，所以出口变化会直接体现在箱板纸产量变化上。换言之，观察箱板纸产量变化可以窥视出口变化。涤纶是最主要的化纤，主要用于纺织品，而国内纺织品需求比较稳定，所以涤纶短纤价格的变动往往由纺织品出口变化引起，通过观察涤纶短纤价格变动可把握纺织品出口变化。

图 5：箱板纸产量变化反映出口变化



资料来源：CEIC，申万研究

图 6：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

第三，纯碱产量求证房地产开工，冷轧产量求证汽车生产。

作为最重要的下游可选消费品，房地产和乘用车的开工直接决定了中游的需求。我们可以调研地产开发商和汽车厂商的开工计划，但中国地产商和汽车厂商的集中度不大，样本调研不能反映全貌。

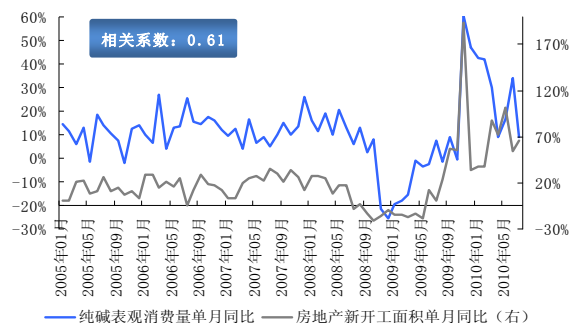
换一种思路，我们可以从对应的中游产品消耗量来反证房地产和汽车的开工状况。从逻辑上讲，当房地产开工增加时，螺纹钢、水泥、纯碱、挖掘机和重卡消耗量均会增加；当汽车产量上升时，冷轧和纯碱的使用量也会增加。

但单独一种产品的消耗量会受到特殊因素干扰，不能完全反映房地产和汽车真实开工情况的变化，因此需要仔细甄别。比如说，螺纹钢和水泥的消耗量会同时受到基础建设和房地产的影响。08 年底至 09 上半年，房地产开工并未上升，但“四万亿”导致基础建设大幅增加带动钢铁和水泥产量上升，所以这个阶段钢铁和水泥产量变化并不反映房地产开工状况。而纯碱主要用于制造平板玻璃和洗涤剂，平板玻璃又主要用于房地产和汽车，因此纯碱产量是验证房

³ 关于交通运输对出口的验证，我们会在 2011 年 1 月撰写策略思考第十五篇《策略如何看交通运输》有所阐述

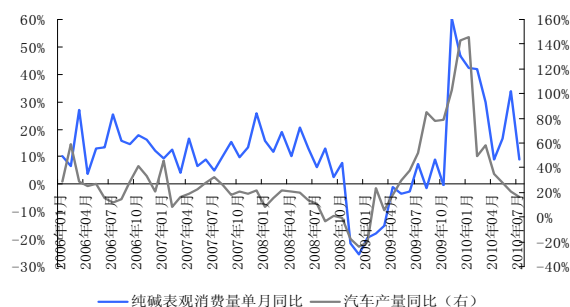
地产开工更为纯粹的指标。从数据上看，纯碱表观消费量和房地产新开工面积的相关度达到 0.61，远高于钢铁、水泥和房地产新开工面积的相关度。同样道理，冷轧产量是验证汽车开工比较好的指标。

图 7：纯碱表观消费量与地产开工关系更为密切



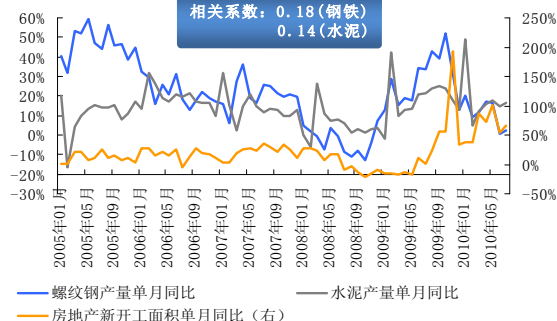
资料来源：石化协会，CEIC，申万研究

图 9：纯碱表观消费量与汽车产量关系密切



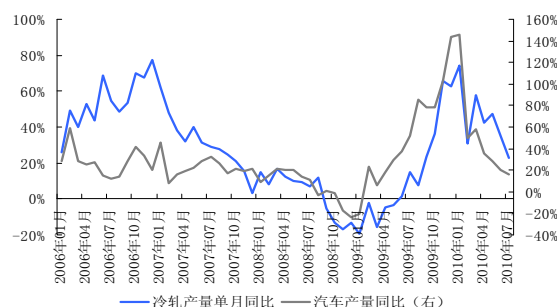
资料来源：石化协会，CEIC，申万研究

图 8：螺纹钢、水泥与地产开工关系不如纯碱



资料来源：华通人，CEIC，申万研究

图 10：冷轧产量与汽车产量关系密切

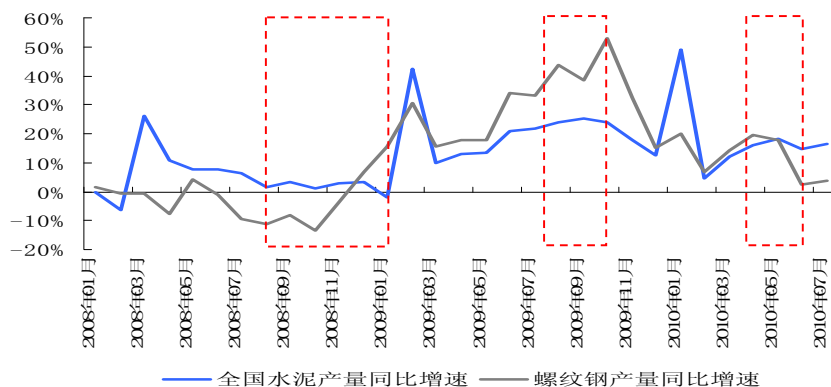


资料来源：中汽协，CEIC，申万研究

第四，螺纹钢生产体现经济主体的预期，水泥真实反映下游开工需求。

螺纹钢和水泥都是基础建设和房地产的重要原料，两者下游相似。照理讲，两者的消耗量和产量应同步变化。但螺纹钢有社会库存、有期货，具备一定金融属性，其产量变化不一定来自下游开工变化，有可能是厂商、经销商对经济预期变化的结果。水泥以销定产，其产量变化基本反映了下游开工的真实需求。我们要注意观察和分析螺纹钢和水泥产量发生背离的情形。

图 11：螺纹钢生产可能是对预期变化的结果，水泥生产反映下游开工



资料来源：CEIC，MySteel，申万研究

剔除水泥每年初的奇异点，08年以来螺纹钢和水泥的产量增速有三个阶段出现背离，分别是2008年8-12月、2009年8-10月、2010年4-7月，均与库存调整有关。2008年8-12月，雷曼破产导致经济预期降到冰点，从经销商到厂商均很恐慌，去库存导致钢铁产量波动明显大于水泥产量波动。2009年年中，钢铁期货价格和市场价格大涨，吨钢毛利扩张迅速，厂商对经济形势非常乐观，大量生产导致库存累计，但实体经济恢复速度并没有想象中的快，水泥产量从8月后开始下降。2010年4-7月的背离最为典型，在史上最严厉的房地产调控政策出台的背景下，钢铁经销商对未来房地产开工的预期非常悲观，不再进货，厂商主动减产去库存，导致钢铁产量和工业增加值明显下滑。事实上，4-7月房地产开工和投资并未大量下滑，这点从水泥产量变化较平稳中可以看出。

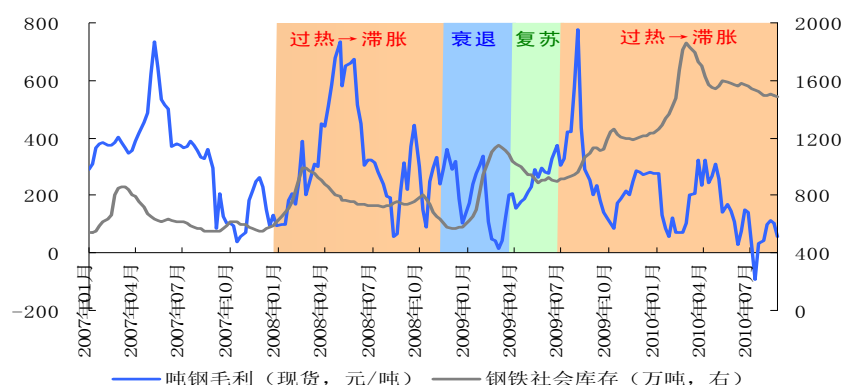
一般而言，经济下滑会经历下游销售下降-下游开工减少-中游产量减少-工业增加值下降等几个环节。钢铁由于库存调整导致产量减少，引起发电量和工业增加值下降，给人一种经济急速下滑的感觉，事实上这种急速下滑不过是“假摔”而已。因为下游开工并未迅速恶化，工业增加值的下降是钢铁厂商主动调整生产行为导致的。一旦钢铁经销商发现下游需求没那么差，而库存已经削减到较低水平时，其补库存行为会带动钢价上涨，进而促使厂商生产，工业增加值将会迅速恢复。即使此时下游开工下滑，钢铁的库存调整也已经到位，工业增加值也不一定会迅速下滑。

1.2 经济波动的定位仪

判定经济周期对于投资意义重大，但经济周期往往只能事后确认。一般而言，用宏观的量（工业增加值）和价（PPI等）划分经济周期，但宏观的数据比较滞后、无法调研，倘若能用可跟踪、可调研、频率更高的中观数据确定经济波动所处的位置，无疑是一大进步。

鉴于钢铁在中国经济中的核心地位，我们尝试结合社会库存和吨钢毛利定位经济波动：社会库存下降、吨钢毛利扩大，经济复苏；社会库存上升、吨钢毛利冲高回落，经济从过热到滞胀；社会库存堆积、吨钢毛利萎缩，经济衰退。

图 12：结合钢铁社会库存和吨钢毛利变动定位经济波动



资料来源：CEIC，MySteel，申万研究

经济复苏阶段，下游需求上行，社会库存下降、产能尚未释放、成本维持低位、吨钢毛利持续改善，09年3月至6月是典型例子。随着需求持续上行，经销商开始补库存，社会库存上行，同时厂商加大开工，成本上行挫伤企业利润，吨钢毛利下行，这是典型的从过热进入滞胀的反应，恰如08年上半年和09年7月至2010年3月。最终，过高价格挫伤需求，下游需求持续下降，社会库存堆积，厂商减少生产，钢价、成本和吨钢毛利均萎缩，进入量价齐跌的衰退阶段，对应08年4季度和09年1季度。

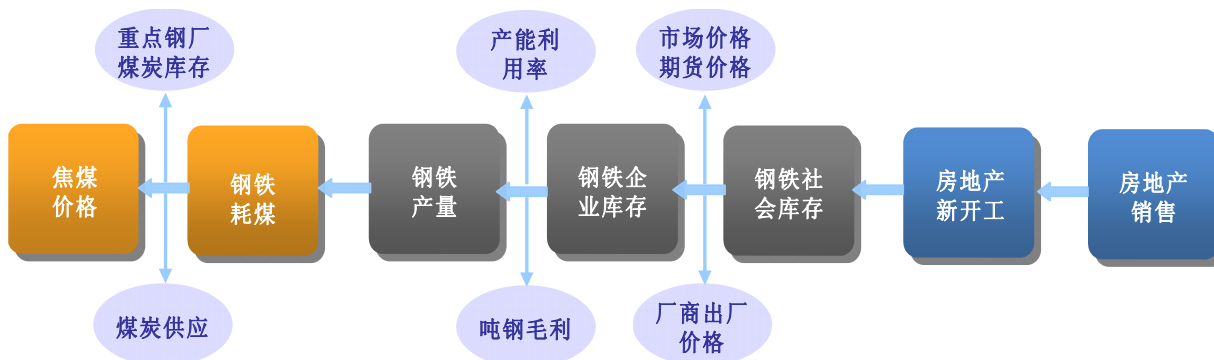
表 1：从社会库存和吨钢毛利的组合把握经济周期定位

钢铁社会库存		吨钢毛利		经济周期	典型案例
变化	原因	变化	原因		
下降	需求好转 产能未释放	扩大	需求拉升钢价 成本维持低位	复苏	09年3-6月
上升	“补库存” 产能释放 供应释放	冲高回落	成本推升钢价 毛利受到挤压	过热→滞胀	08上半年 09年7月-10年3月
大量堆积	需求恶化 开始“去库存”	极度萎缩	钢价下跌 高价成本	衰退	08年4季度-09年1季度

资料来源：申万研究

经济从下游消费到上游成本环环相扣、层层递进，观察每个环节变化，可以清晰知道经济所处阶段。我们一季度研究上游、二季度梳理下游、三季度整理中游，在此以房地产-螺纹钢-焦煤产业链为例阐述经济传导过程。

图 13：房地产-螺纹钢-焦煤链条的渐次波动



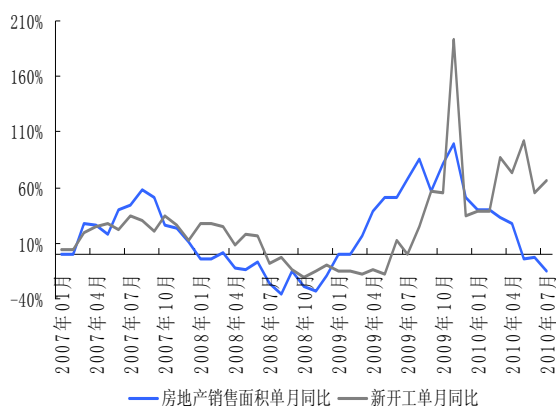
资料来源：申万研究

房地产销售的波动⁴是该链条变化的起源，历史数据显示房地产销售领先房地产新开工五期；随着新开工面积上行，螺纹钢社会库存也上行，此时社会库存可视为需求；需求上行带动市场价格上行，厂商提高出厂价，钢铁毛利扩张，厂商加大生产，钢厂库存累计；钢铁产量增加带动焦煤消耗量增加，在供给不发生变化的情况下，拉动焦煤价格。从图 14 到图 17，我们清晰看到从房地产

⁴ 因此如何把握房地产销售非常重要，我们可以结合宏观判断、微观调研和行业横向比较。参加策略思考第六篇和第八篇。

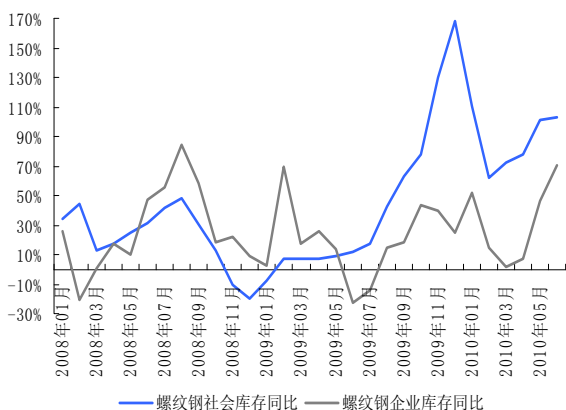
销售-房地产新开工-螺纹钢社会库存-螺纹钢厂商库存-螺纹钢产量-山西焦煤产量在“量”方面的层层传递。价格由于受到诸多因素影响，结果不显著。

图 14：地产销售变化引起新开工变化



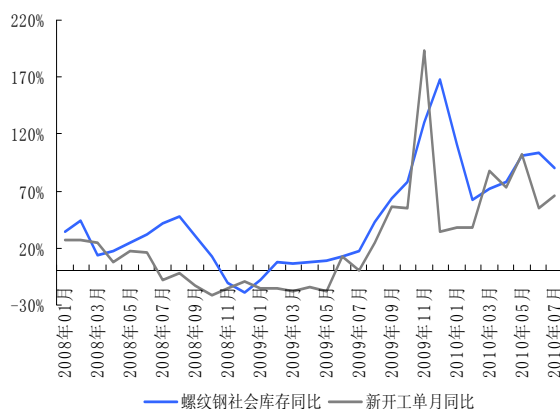
资料来源：CEIC，申万研究

图 16：从螺纹钢社会库存传导到企业库存



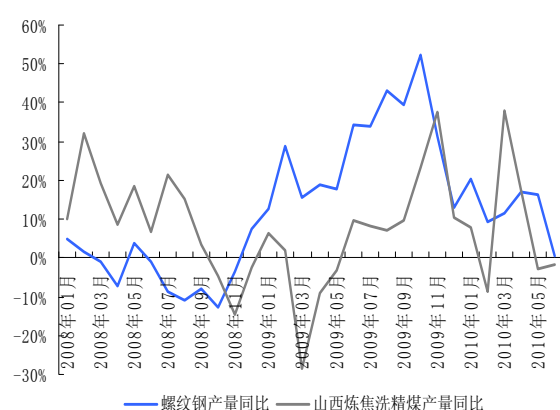
资料来源：CEIC，MySteel，申万研究

图 15：地产开工变化作用于钢铁库存



资料来源：CEIC，申万研究

图 17：钢铁厂商行为最终影响到上游焦煤

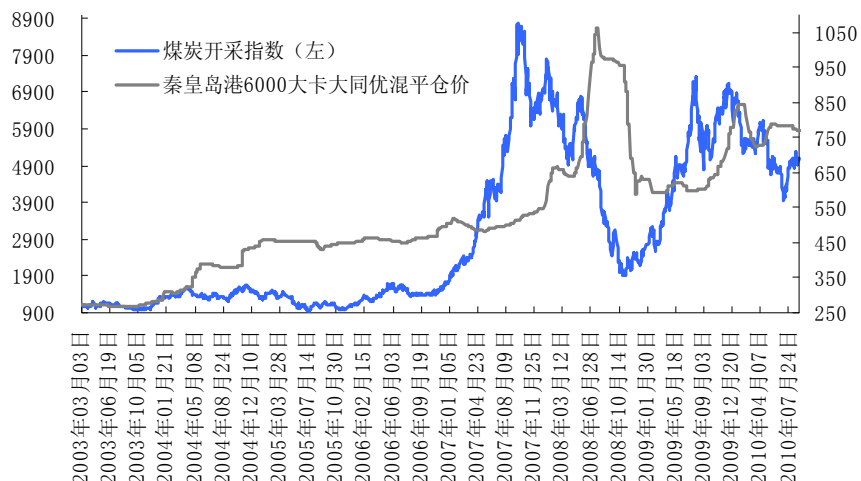


资料来源：资源网，CEIC，申万研究

从房地产销量调整到煤炭价格下跌会有时滞，但资本市场会提早反映，我们经常看到房地产股和煤炭股同涨同跌。**煤炭从实体上看属晚周期，从股市上看属早周期，股价往往远远领先煤价变化。**

经常有人会问：从房地产销量调整到煤炭价格调整需要多少时间？房地产开工一平米，会拉动钢价上涨多少？事实上这种问题无法精确回答，因为当中有太多环节、干扰和不确定。螺纹钢存量和当前产能利用率都只是分析员的推算，假设模糊注定结论模糊。更关键的是，中游产能过剩、毛利无法持续扩张，其短暂的投资机会主要来自需求突然起来、产能一下子提不上来、从而毛利扩张，而其中的具体关系难以计算。这种计算只能给出一个大致的范围，在极端的情况下才有意义。**我们的方法更简单——观察信号：首先密切跟踪下游，下游需求变动后转向跟踪其开工，开工变动后转向跟踪中游社会库存，库存变动后转向跟踪中游价格，价格变动后转向跟踪中游产能利用率……这才是信号机制的真正意义。**

图 18: 煤炭实体晚周期, 股市早周期



资料来源：资源网，Wind，申万研究

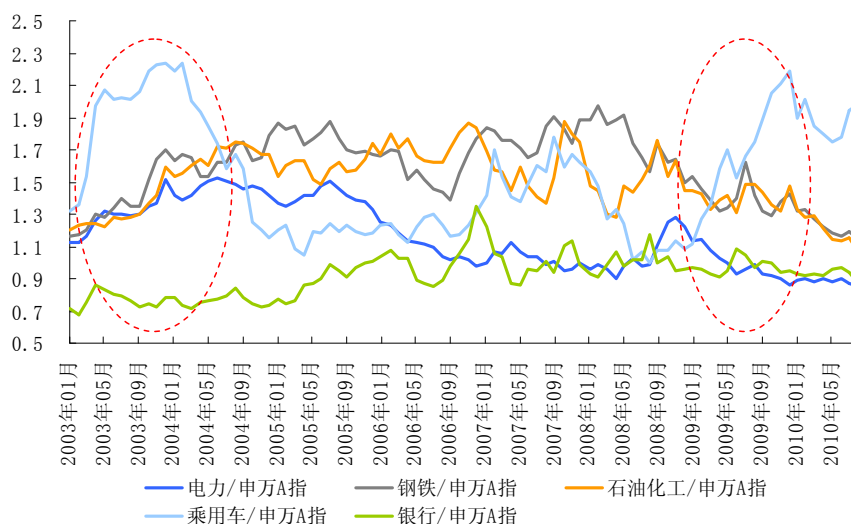
2. 投资策略：取舍有道，进退有时

中游在历史上出现过两次系统性机会。第一次是03年“五朵金花”时代，第二次是09年6-7月的上涨。前者持续时间长，收益稳定；后者疯狂而短暂，犹如“过山车”。仔细分析两次行情的背景、过程，能给我们诸多启示。

2.1 取而不舍，忍看金花成黄花

2003年，出口好转，经济过热，煤电油运全面紧张。股市上以钢铁、汽车、石化、银行和电力为代表的“五朵金花”在漫漫熊市中异军突起。

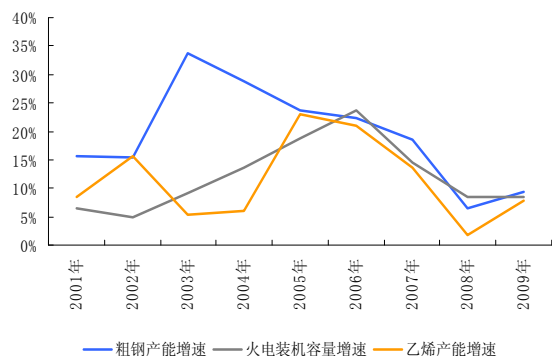
图 19: 五朵金花演绎阶段性牛市



资料来源：Wind，申万研究

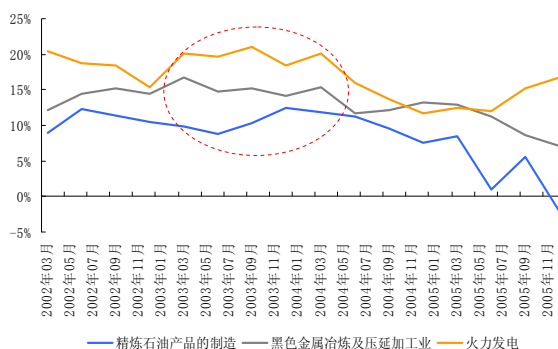
供不应求使厂商加大投资，这些投资在1-2年后形成大量的产能，导致后续严重供过于求，毛利趋势性下滑。从此电力、钢铁和石化再也没有恢复当年的风光，无法取得长期超额收益。

图 20: 03-05 年钢铁、电力、石化产能大增



资料来源：中电联，CEIC，申万研究

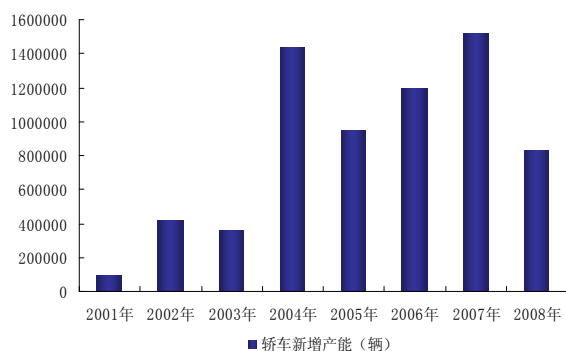
图 21: 三大行业毛利 03 年后持续下滑



资料来源：CEIC，申万研究

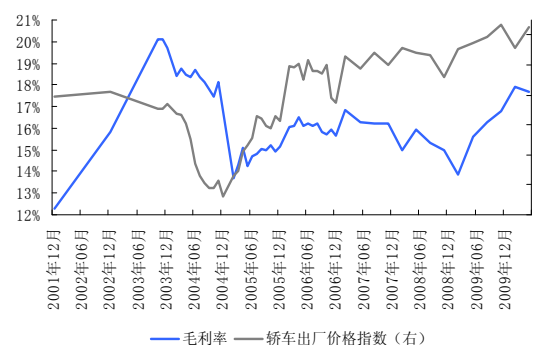
而同为“五朵金花”的汽车却在 09 年王者归来，以年度超额收益 209% 独占鳌头。究其根源，主要是中游（钢铁、电力、石化等）和下游可选消费（汽车）属性不同。钢铁、电力和石化是投资品，如果投资无法系统性上升，这些产品的需求无法持续扩大，其毛利扩张始终受制于产能。而随着中国消费崛起，需求成倍扩张，当年汽车的过剩产能得到消化，2009 年汽车毛利创五年新高。

图 22: 乘用车产能释放在 04 年和 07 年达到高峰



资料来源：Wind，申万研究

图 23: 09 年汽车毛利率回到五年新高



资料来源：Wind，华通人，申万研究

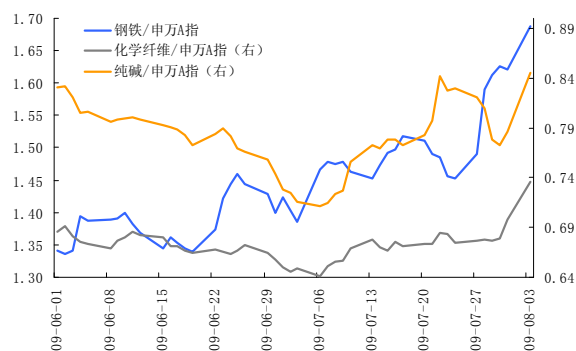
投资启示一：“五朵金花”时代不复重来，中游行业难以取得长期超额收益，把握短期机会是投资的关键。随着中国经济转型，投资和消费此消彼涨之势不可逆转。之前累计的产能会始终压制中游行业的毛利扩张，一旦下游需求增加，带动中游产品价格上涨和毛利扩张，其产能必然立即大量释放，一方面压低价格，另一方面带动成本，所以毛利必然萎缩，意味着投资时间变得短暂。

2.2 进而不退，直叹高处不胜寒

2009 年 6、7 月份，中游群起，以钢铁最甚；但 8 月风云突变、急转直下，之前追涨的投资者不过是纸上富贵、浮云一场。

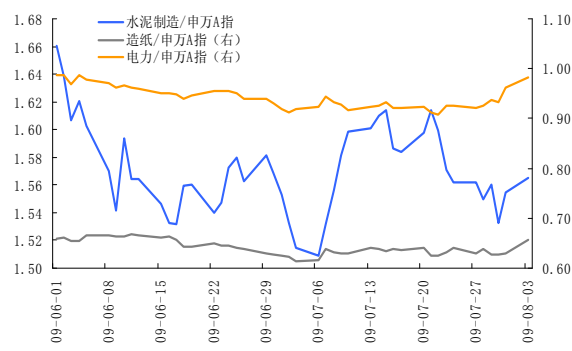
6 月初，钢铁率先启动；7 月初，化纤和纯碱随之起舞；在此期间，水泥、电力和造纸波澜不惊。

图 24: 钢铁、化纤、纯碱跑赢大盘



资料来源: Wind, 申万研究

图 25: 水泥、造纸和电力波澜不惊

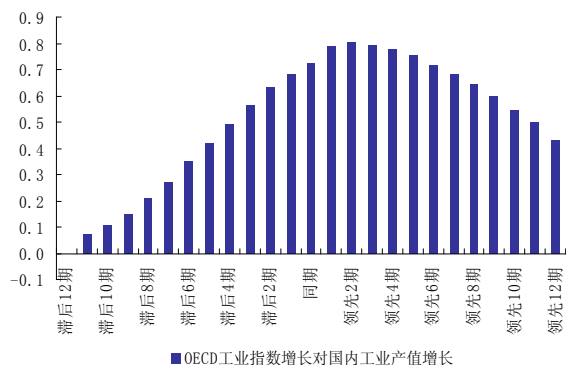


资料来源: Wind, 申万研究

外冷内热是中游行情启动的宏观环境。1998年以来，外需变化是引发中国经济周期变动的重要原因，实证表明 OECD 工业指数领先国内工业增加值 2 个月。在美国消费-中国制造-资源国提供原料的模式下，中国经济受两端挤压，虽然能取得较高的 GDP 增长，但利润水平不高。中游行业尤其典型，只能赚微薄的加工费，一旦全球经济好转，利润就会向上游资源国转移。

但 08 年底全球经济陷入衰退，中国政府的执行力和“四万亿”投资使国内工业生产率先反弹，领先全球经济复苏一个季度。正是这种难得的“外冷内热”的时间差使中游毛利在一定阶段内快速上升，具备了爆发性行情的基础。

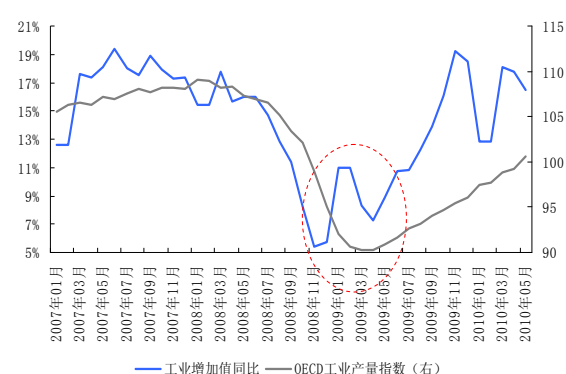
图 26: OECD 工业指数领先国内工业增加值 2 期



■ OECD 工业指数增长对国内工业产值增长

资料来源: 申万研究

图 27: 09 年国内工业生产率先反弹，外冷内热

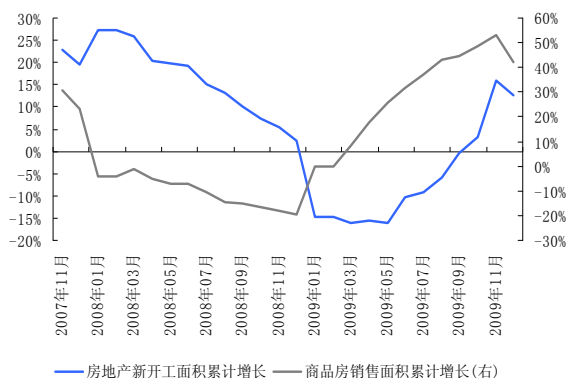


资料来源: Bloomberg, Wind, 申万研究

钢铁期货价格先行带动现货价格上行，毛利扩张，钢铁股飙升。08 年 12 月房地产销售回升，09 年 5 月房地产新开工开始回升，6 月初螺纹钢期货价格跳升，带动钢铁现货价格上涨，吨钢毛利随之扩大⁵，钢铁股受此刺激大涨，此时的产能利用率只有 80% 左右。此后产能利用率不断上升，8 月份达到 88% 的历史高位，吨钢毛利下降带动股价迅速下跌。

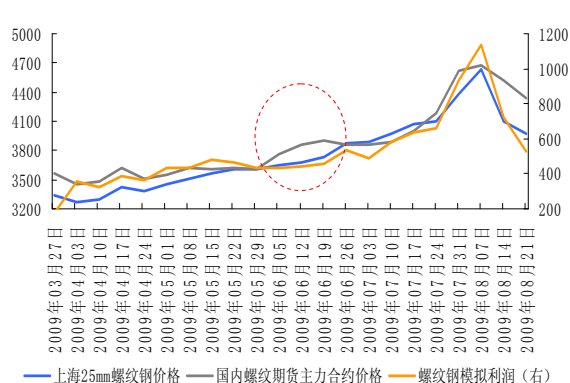
⁵ 钢铁超额收益取决于吨钢毛利，如何把握吨钢毛利详见 7 月 30 日发表的《策略如何看钢铁--打造钢铁的“驱动力”和“信号验证”机制》

图 28: 房地产销售和新开工呈现 V 型反转



资料来源: CEIC, 申万研究

图 29: 钢铁毛利在 6 月迅速上升

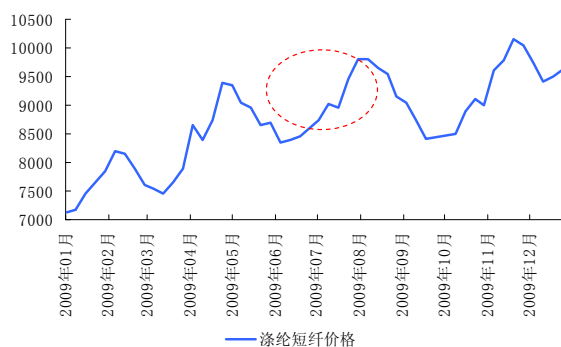


资料来源: Mysteel, Wind, 申万研究

钢铁股带动、涨价预期和市场情绪亢奋使化工股被炒作。当盈利模式较简单的钢铁、煤炭被热炒后，资金开始关注基本面更复杂、专业性强、子行业多的化工行业。基本上，投资者期待出口成为继政府投资、房地产投资之后带动经济继续上涨的第三个驱动力，涨价预期氛围开始形成。此时出口由于季节因素有所恢复，涤纶价格上涨，涤纶股票启动；随着房地产开工逐步回升，市场对纯碱价格上涨的预期越来越盛，纯碱股票也开始飙升。

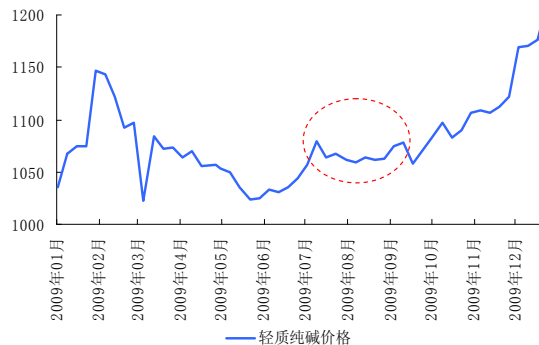
市场方面，投资者情绪极其亢奋，分析员开始用单月最好盈利乘以 12 来估算全年业绩。这种方法明显不合理，因为忽视了季节因素和产能过剩等问题，但在当时对股价上升确实起到了明显的催化作用。化工股的股性和实体的背离使当时很多专注基本面研究的行业分析员无所适从⁶。

图 30: 出口季节因素导致涤纶价格短暂上涨



资料来源: 石化协会, 申万研究

图 31: 纯碱价格当时并未上涨

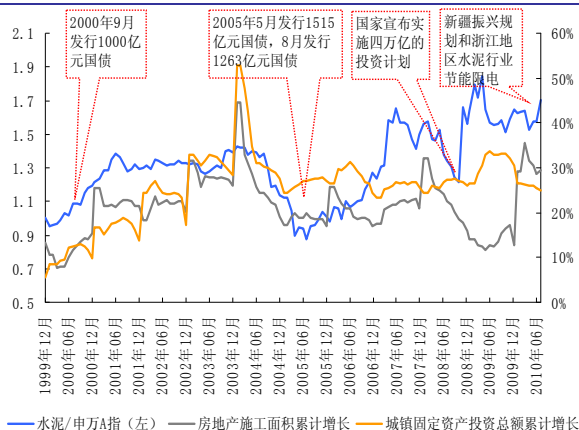


资料来源: 石化协会, 申万研究

在此过程中，股性较差的水泥股和电力股并未受到投资者青睐。从历史上看，03 年后水泥股和电力股的投资机会多为事件驱动型。如 08 年底“四万亿”投资和近期拉闸限电限产对水泥股的影响，如电价上调对电力股的影响等。且电力股和水泥股的进攻性不如钢铁股和化工股强。

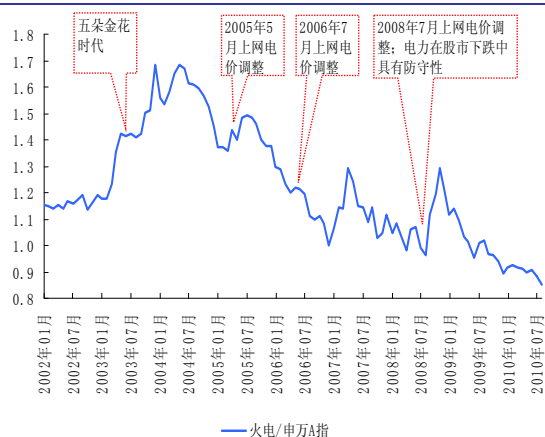
6 关于化工股的投资逻辑，详见 8 月 27 日发表的《策略如何看待化工--打造化工的“驱动力”和“信号验证”机制》

图 32: 水泥股受四万亿、拉闸限产等事件因素驱动



资料来源: Wind, 申万研究

图 33: 电力股电价上调影响大



资料来源: Wind, 申万研究

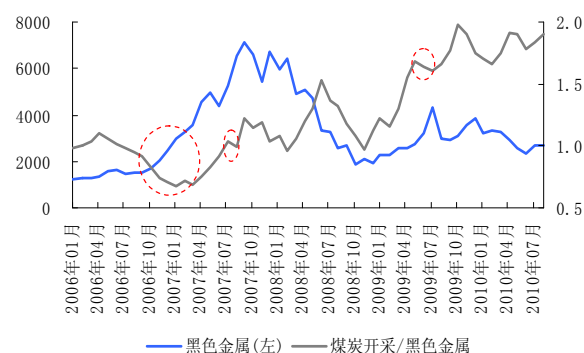
投资启示二：钢铁、化工、电力和水泥的投资逻辑不一致。钢铁关注吨钢毛利；化工强调涨价预期，过热阶段超额收益明显；电力和水泥重事件性投资机会，防御性大于进攻性。

一般而言，买钢铁不如买煤炭。钢铁股持续大幅上涨，非但不可追，反应注意市场后续回落风险。投资者普遍认为买钢铁不如买煤炭，此中逻辑非常简单：钢铁股上涨的前提是钢价上涨、毛利扩张，而钢价持续上涨的前提是下游需求旺盛、经济过热，这必然导致煤价上涨。而钢铁股毛利扩张的弹性不如煤炭股大，钢铁股的投资时间也不如煤炭股长，所以一旦投资钢铁股的机会出现，不如买入弹性更充足和时间更持续的煤炭股。

2006年以来，在钢铁股上涨的阶段，煤炭股大部分时间都跑赢钢铁股。仅有几次煤炭股跑输钢铁股，分别是06年7月-07年1月、07年8月和09年6月-7月。这几个阶段的共同特征都是市场风格极度偏向大盘股，06年7月-07年1月是银行股带动大盘股上行，后面两个点均是市场即将见顶，情绪极度亢奋，资金只有进入所谓的估值洼地——银行和钢铁。

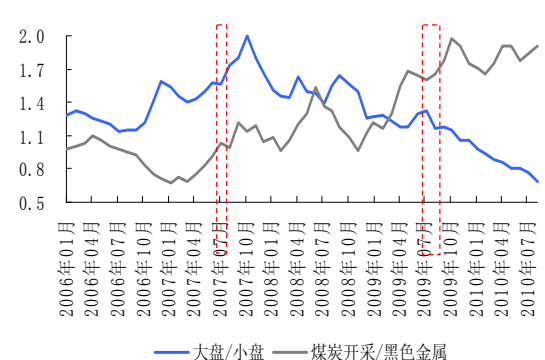
投资启示三：如果判断未来钢铁行业基本面好转，应该买入高贝塔的煤炭股；当市场情绪亢奋、钢铁飙涨，应谨防市场见顶，不宜追高，反应减配。

图 34: 钢铁股上涨的大多阶段，煤炭股跑赢钢铁股



资料来源: Wind, 申万研究

图 35: 煤炭跑输钢铁时市场风格极偏向大盘股



资料来源: Wind, 申万研究

我们的中游投资逻辑综合如下：产能过剩压制中游行业毛利持续改善，缺乏长期投资价值，短期把握买卖时点，不可恋战。具体行业投资逻辑不一：钢铁重毛利、化工看涨价预期、电力和水泥属事件投资机会。中游投资还需关注风格和情绪，如果判断未来钢铁行业基本面好转，应该买入高贝塔的煤炭股；而一旦钢铁股持续明显跑赢煤炭股，需警惕情绪过度亢奋后的回落风险；化工品在经济过热、市场情绪高涨时易取得超额收益。

过去一季度，我们完成了对钢铁、水泥、化工、电力和造纸行业的整理，但仅出了钢铁、化工和本篇综合的投资逻辑，现将水泥、电力和造纸的重要指标罗列如附表。

附表 1：水泥行业重要指标和损益表结构

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 价格 库存	分地区水泥产量 分地区 PC32.5、P042.5 水泥价格 全国重点水泥企业产销率	
二、营业总成本			
其中：营业成本		秦皇岛港 6000 大卡大同优混平仓价 各地区销售电价	
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			
三、营业利润			
		水泥煤炭价格差	铁路运输业固定资产投资增速，道路运输业固定资产投资增速，房地产开发投资增速，FAI，M2
加：营业外收入			
减：营业外支出			
四、利润总额			
减：所得税			
五、净利润			
少数股东损益			
归属于母公司所有者的净利润			

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

附表 2：电力行业重要指标和损益表结构

利润表项目	核心指标	明细指标	下游驱动因素
一、营业收入			
	发电量	全国发电量 全国火电发电量	工业增加值
	用电量	全国用电量 全国第二产业用电量	粗钢产量，十种有色 金属产量，水泥产量
二、营业总成本			
其中：营业成本	燃料价格 燃料库存	秦皇岛港 6000 大卡大同优混平仓价 直供电厂煤炭库存及天数	
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			
三、营业利润			
加：营业外收入			
减：营业外支出			
四、利润总额			
减：所得税			
五、净利润			
少数股东损益			
归属于母公司所有者的 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

附表 3：造纸行业重要指标和损益表结构

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	全国机制纸及纸板产量 箱纸板产量	工业增加值 出口
	价格	国内双胶纸终端价格 国内铜版纸终端价格 国内白卡纸终端价格 国内箱板纸终端价格	成本、库存
	库存	双胶纸、铜版纸、白卡纸、箱板纸厂商库存 双胶纸、铜版纸、白卡纸中间商库存 双胶纸、铜版纸、白卡纸、箱板纸 下游印厂库存	
二、营业总成本			

其中：营业成本		国内针叶浆、阔叶浆出厂均价	
	成本	美国针叶浆、阔叶浆价	美元、BDI
		美废进口报价	
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			
三、营业利润		双胶纸实时毛利	
	毛利	铜版纸实时毛利	
		白卡纸实时毛利	
		箱板纸实时毛利	
加：营业外收入			
减：营业外支出			
四、利润总额			
减：所得税			
五、净利润			
少数股东损益			
归属于母公司所有者的			
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

分析师承诺

凌鹏、冯宇、李鹏：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。

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。