

2010年3月23日

# “煤”飞“色”舞，牛市之始；倒“煤”透顶，“色”即为空

## ——上游投资逻辑

### 相关研究

《策略如何看有色——打造有色的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010年3月3日

《策略如何看煤炭——打造煤炭的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010年1月25日

《打造行业配置的“驱动力”和“信号验证”机制——策略研究的方法和体系》—2009年10月20日

### 分析师

凌鹏（策略） A0230209090482  
[lingpeng@swsresearch.com](mailto:lingpeng@swsresearch.com)

冯宇（策略）  
[fengyu@swsresearch.com](mailto:fengyu@swsresearch.com)

李鹏（金融工程）  
[lipeng@swsresearch.com](mailto:lipeng@swsresearch.com)

### 联系人

戴卉卉  
(8621)63295888x410  
[daihh@swsresearch.com](mailto:daihh@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 63295888  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 主要内容：

- 上游行业基本面分析有四个层面。第一层面是世界经济，第二层面是国际价格，第三层面是国内价格，第四层面是下游需求指标。从外生性角度看，石油外生、有色夹生、煤炭内生。石油关注第一层面和第三层面，有色关注第一层面和第四层面，煤炭关注第四层面。
- 布伦特期油和 LME 有色期货价同步，领先大同煤价两个月左右。OECD 工业产值领先国内工业增加值两个月。石油淡旺季和美国天气、季节消费相关；三月份是下游开工旺季，所以有色二月份会有囤货行为；煤炭与国内下游开工、交通瓶颈和天气变化息息相关。
- 从股性看，有色最活跃、煤炭次之、石油最差，投资者比较偏好有色、煤炭，但有色行情往往难以把握。煤炭股价指数领先煤价，有色股价指数和 LME 期货价格几乎同步。煤炭买左卖左，有色买右卖右。煤炭通过下游需求和供给指标变化，可以潜伏做左侧交易；而投资者无法把握 LME 期货价格，有色只能跟随，LME 期货价第一个高点不急着卖，而且做有色需要技术分析加以辅佐。紧缩之初，不管紧缩能否改变周期，均不宜碰煤炭股。流动性泛滥是有色、煤炭获得超额收益的第一要务。
- 实体流动性是经济活动和政策调控的结果，股市流动性则与投资意愿有关。经济过热带来被动流动性泛滥，经济衰退带来主动流动性泛滥。但无论是经济周期拐点还是流动性拐点，均是事后谈论容易。换一种逻辑，由于有色对经济周期和流动性最敏感，可以看有色而做煤炭。
- 煤炭股要重视 PE，低 PE 买入，高 PE 卖出，一旦市场大肆宣扬资源重估法，就是一个比较危险的信号。有色股全程不看 PE，在经济最低谷要把握现金成本，在资源重估时，也要注意风险。

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](mailto:compliance@swsresearch.com)。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

## 目 录

---

<b>1.石油外生、有色夹生、煤炭内生 .....</b>	<b>3</b>
1.1 石油外生、有色夹生、煤炭内生 .....	3
1.2 布伦特期油、LME 有色期货价领先大同优混煤价 .....	4
<b>2.煤炭做左侧，有色做右侧，看有色做煤炭 .....</b>	<b>6</b>
2.1 煤炭买左卖左，有色买右卖右 .....	6
2.2 把握流动性是投资上游的关键，看有色做煤炭 .....	9
2.3 煤炭看 PE，有色不看 PE，资源重估时即要慎重 .....	12

## 图表目录

图 1: 分析上游行业基本面的四个层面.....	4
图 2: Brent 油价、LME 价领先大同煤价 2 个月.....	5
图 3: OECD 工业产值领先中国工业增加值 2 个月 .....	5
图 4: Brent 油价、LME 价格领先全球经济 6 个月 .....	5
图 5: 季节性因素分析-汽油旺季 5-8 月.....	6
图 6: 季节性因素分析-馏分油旺季 12-次年 3 月 .....	6
图 7: 煤炭开采指数领先煤价.....	7
图 8: 有色指数同步于 LME 期货价格.....	7
图 9: 香港中资有色股 2003 年就跟随 LME 期货价格上涨而上涨 .....	8
图 10: 06-07 年资金蜂拥进入股票市场 .....	8
图 11: 影响股市流动性的三大主体和四大因素.....	10
图 12: 05 年牛市, 煤炭、有色强于市场指数 .....	11
图 13: 09 年牛市, 煤炭、有色强于市场指数 .....	11
图 14: 煤炭股的动态 PE 不会出现极端值.....	12
图 15: 煤炭股的动态 PB 也需要关注.....	12
图 16: 有色股动态 PE 会出现极端值.....	13
图 17: 有色股动态 PB.....	13
附图 1: 石油行业的“驱动力”和“信号验证”逻辑图.....	14
表 1: 2005 年来股市流动性因素分析 .....	10
表 2: 股市关注流动性指标.....	10
附表 1: 策略跟踪的石油中观数据库.....	13
附表 2: 石油的相关行业表.....	14
附表 3: 策略跟踪的石油中观数据库.....	15

1月25日和3月3日的策略思考系列报告着重分析煤炭和有色的研究方法、跟踪指标和关注问题，本文是阶段性总结，重点阐述上游（石油<sup>1</sup>、煤炭和有色）的投资逻辑。

## 1. 石油外生、有色夹生、煤炭内生

石油、有色和煤炭同属上游，实体上对经济周期敏感，投资上受流动性影响大，但在研究方法和投资逻辑上有很大区别。

### 1.1 石油外生、有色夹生、煤炭内生

从图1可知，上游行业基本面分析有四个层面。第一层面是世界经济，分别是影响商品价格的属性（OECD领先指标和库存状况）和金融属性（美元指数和通货膨胀预期）。第二层面是国际商品价格，其中LME三月期货和布伦特油价<sup>2</sup>均为期货价，BJ煤价是动力煤现货价。第三层面是国内价格，分别是上交所期货价、国内成品油出厂价和动力煤价格（以秦皇岛大同优混平仓价代表）。第四层面是中国经济指标，由三个行业的下游需求指标构成<sup>3</sup>。

逻辑上讲，第三层面的国内价格最重要，是决定国内上市公司利润的核心驱动力，但由于定价权、供需结构、资源自给率和定价机制等原因，三个行业的国内价格形成各不相同。从外生性角度看，石油、有色和煤炭逐级递减。

石油全球定价，美国需求和欧佩克供给是核心因素，国内的成品油定价机制虽然原则上随国际油价变动，但是时间和幅度均不确定。由于国际定价和国内行政调控，国内价格不由国内需求决定，下游需求诸如汽车销售、客运情况、化工需求只能影响成品油的消耗量。因此对于石油，需要关注世界经济政治格局变动对油价的影响，通过对成品油消耗量的跟踪来反证下游经济活力。

有色的下游比较分散，矿产原料定价权在外，LME期货价通过对矿石原料价格进而对上交所期货价格产生影响，世界经济和金融属性的变化始终是有色金属价格变动的决定变量，但2003年来“中国因素”对有色金属价格的影响越来越大。所以，有色是外生和内生共同作用的行业。

煤炭基本上是内需主导的行业，下游需求比较集中（动力煤主要是电力、水泥和合成氨，焦煤主要是钢铁），下游先行指标对于预测国内煤价走势有较大意义。此外，国内供给和煤矿整合力度非常重要。

这种外生性的递减也体现在国内外价格变动的关系上：成品油定价机制使国际价格对国内价格有主导作用；上交所期货价格基本随LME期货价格变动，背离仅发生在09年上半年，原因在于中国先于全球复苏，上交所期货价格比

<sup>1</sup> 将中石化也归入石油，所以上游对应申万一级行业有色金属、申万二级行业煤炭采掘、申万二级行业石油开采和中石化，其利润占比和总市值占比分别为23.5%和21.3%。我们不再单独出石油行业报告，但在附件列出关键指标表、行业逻辑图和相关行业表。本文曾和一些资深人士做过交流，感谢这些人士的实战经验。

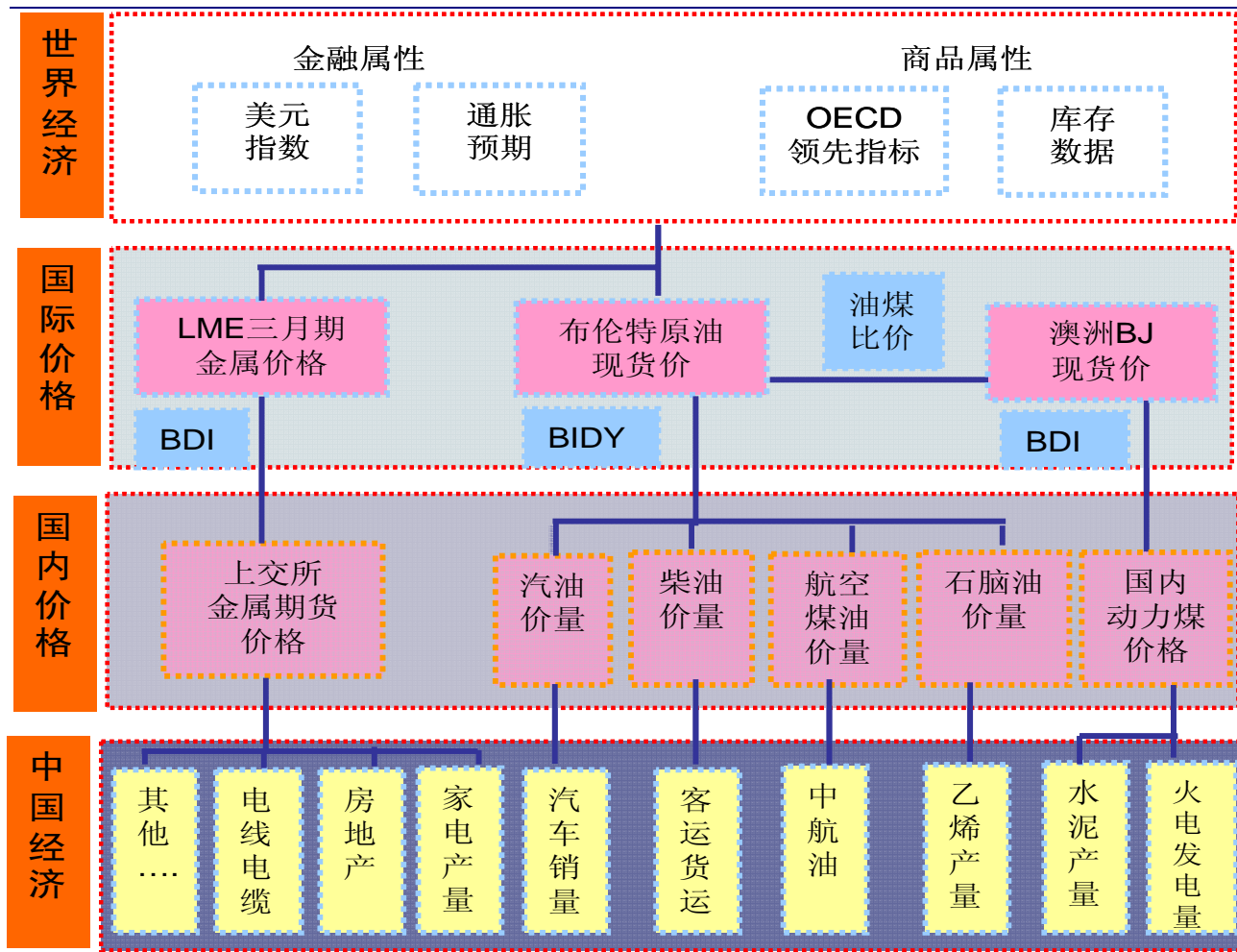
<sup>2</sup> 油价有现货和期货，期货产品中最重要的是隔月期货合同，油期货和现货价格差别不大，均有很大交易量，对经济敏感性较强。

<sup>3</sup> 关于三个行业具体关注指标和逻辑框图参见策略思考第三篇、第四篇和本文附表。

LME 期货价格上涨早；煤价受国内供需影响大，国内外价差会引发进出口变化，从而调节国内供需缺口。

综上所述，基本上，石油关注第一层面的世界经济和第三层面的成品油消耗量，有色关注第一层面的世界经济和第四层面的下游需求，煤炭关注第四层面的主要下游需求。

图 1：分析上游行业基本面的四个层面



资料来源：申万研究

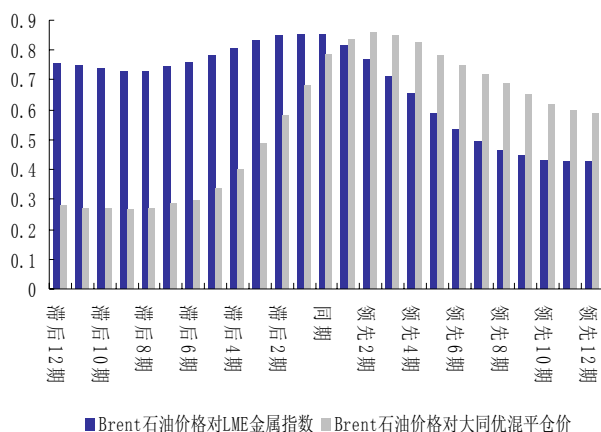
## 1.2 布伦特期油、LME 有色期货价领先大同优混煤价

布伦特期油价和 LME 有色期货价由全球经济决定，大同优混煤价由国内经济决定，三者间关系如何？其内在机理是什么？

我们检验了布伦特期油价、LME 有色期货价和大同优混煤价的关系，发现布伦特期油价和 LME 有色期货价基本同步，均领先大同煤价两个月左右。一方面在于油价和有色价格是期货价格，煤价是现货价格；另一方面是由中国经济在全球经济中的分工定位造成的。2003 年以来，美国消费—中国制造—资源国提供资源的全球分工模式逐步形成。就像中游行业的微笑曲线一样，中国处于全球分工中游，复苏往往晚于美国，经常受到成本挤压。

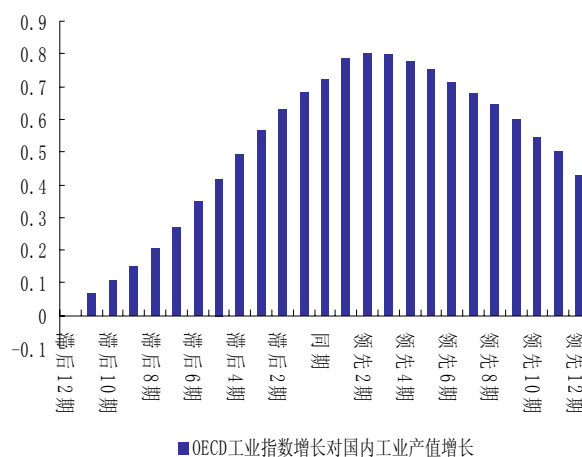
在这个机制中，出口和原料进口是关键，我们检验了 OECD 工业产值和中国工业增加值的关系，发现 **OECD 工业产值领先国内工业增加值两个月**。背离仅在 2009 年上半年发生，国内复苏早于国际，国内经济领先国际经济一个季度，国内煤价超出国际煤价，煤炭大量进口。但只要中国经济依然依赖出口，内需无法有效启动，分工模式不发生改变，油价和有色金属价格对国内煤价的领先意义就有可能持续。

图 2: Brent 油价、LME 价领先大同煤价 2 个月



资料来源: Bloomberg, 资源网, 申万研究

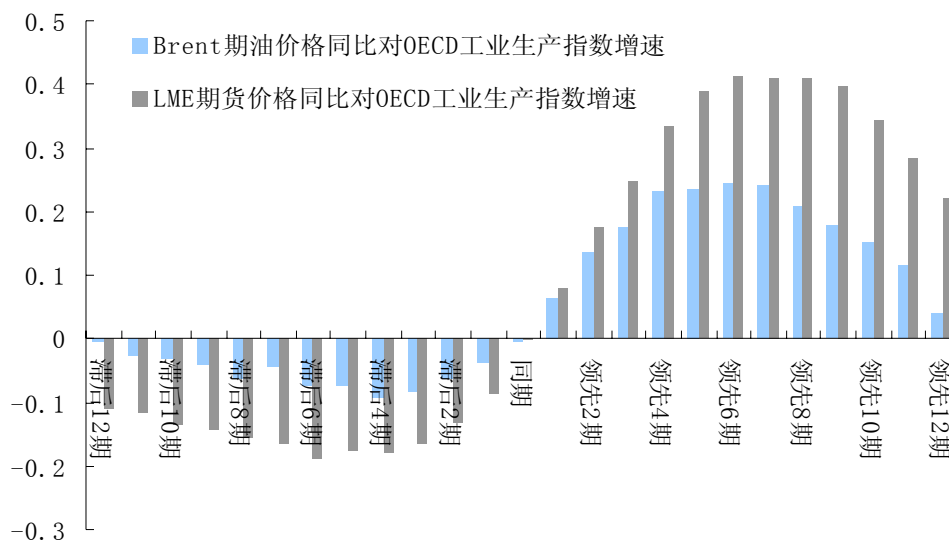
图 3: OECD 工业产值领先中国工业增加值 2 个月



资料来源: Bloomberg, 申万研究

同时，我们也检验了布伦特期油价、LME 有色期货价和 OECD 工业产值的关系，发现布伦特期油价和 LME 有色期货价领先全球经济六期。

图 4: Brent 油价、LME 价格领先全球经济 6 个月

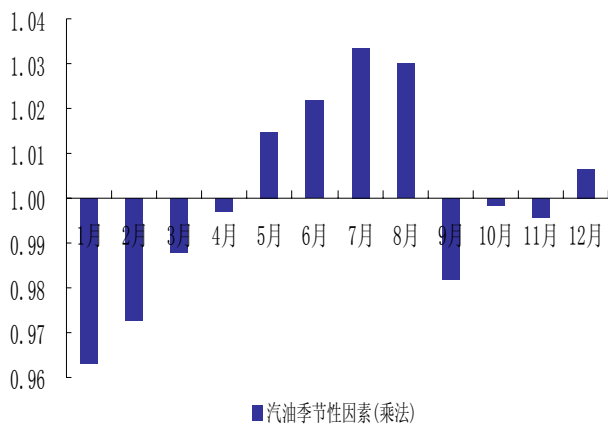


资料来源: Bloomberg, 申万研究

每年石油、有色和煤炭均有需求旺季和淡季。石油淡旺季和美国天气、季节消费有关：汽油旺季是 5-8 月的夏天，馏分油旺季是 12 月-次年 3 月的冬天。有色 2 月会有囤货行为，因为 3 月是下游开工旺季。煤炭与国内下游开工、交通瓶颈和天气变化息息相关：动力煤淡季是 3-5 月，此时虽进入下游开工旺季，

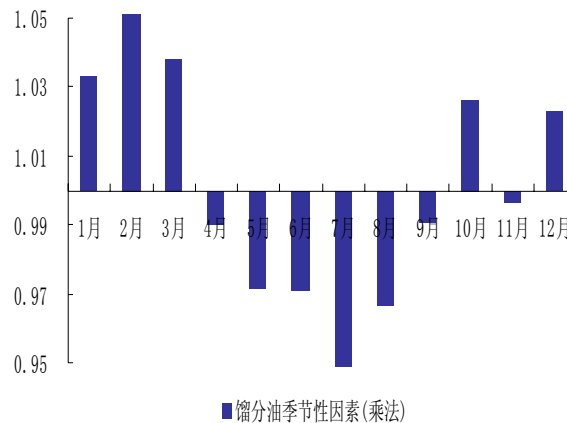
但一方面水电发电增加，对动力煤需求减少；另一方面天气转好，交通运输瓶颈缓和，煤炭供给变顺畅。动力煤旺季与工业生产和用电高峰有关，一般是每年夏季和冬季；炼焦煤旺季与钢铁行业旺季有关，集中在每年二、三季度。

图 5：季节性因素分析-汽油旺季 5-8 月



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：季节性因素分析-馏分油旺季 12-次年 3 月



资料来源：Bloomberg，申万研究

注：季节因素以 1 为分界点。若因素大于 1，表明消费量大于趋势值，此时处于旺季；反之处于淡季。

## 2. 煤炭做左侧，有色做右侧，看有色做煤炭

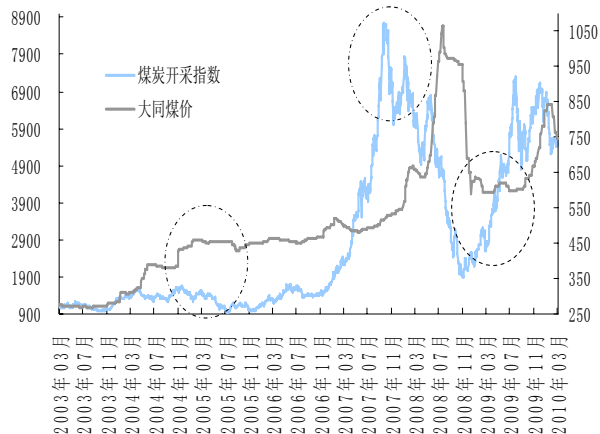
有色指数、煤炭指数和石油指数与申万 A 股指数的 Beta 值分别为 1.15、1.08 和 0.75。从股性看，有色最活跃、煤炭次之、石油最差，所以投资者比较偏好有色、煤炭，但是有色行情往往难以把握。石油投资机会基本属事件性，如成品油调价、并购、发现新油田。所以本文主要分析有色和煤炭的投资逻辑。

### 2.1 煤炭买左卖左，有色买右卖右

剔除短期干扰，商品价格是投资上游最关注的因素，但股票涨跌未必与商品价格涨跌同步，根本原因在于投资者对商品价格的预期。若投资者预期未来商品价格会下跌，股价就开始下跌，反之股价就上涨。所以，股价涨跌与商品价格涨跌的先后次序取决于投资者能否有效预期商品价格变动。如果投资者能有效预期未来商品价格的变动，那么股价就会领先商品价格变动，这个时候投资者可以做左侧；若投资者难以对未来商品价格的变动形成有效预期，股价就只能跟随商品价格变动，这个时候只能做右侧。

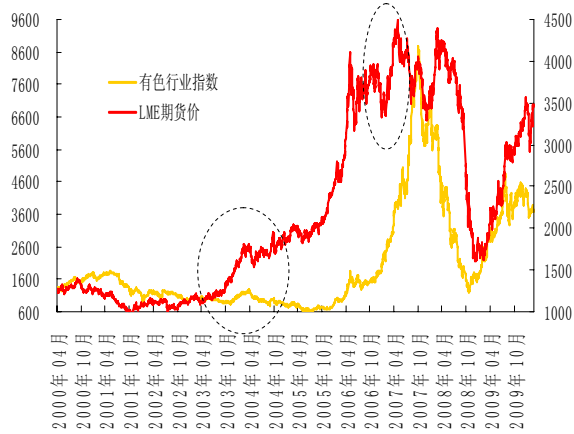


图 7：煤炭开采指数领先煤价



资料来源：Wind，资源网，申万研究

图 8：有色指数同步于 LME 期货价格



资料来源：Wind，Bloomberg，申万研究

从上图可见，煤炭股价指数对煤价有领先意义，有色股价指数和 LME 期货价格几乎同步。这明显与前述机制有关。

煤价是现货价格，没有金融属性，受国内需求和供给主导，国际价格和进出口仅是调节器，无碍大局。投资者可以跟踪下游需求（如火电发电量、水泥产量、合成氨产量）和供给（主要是整合和运输状况）来有效预测未来煤价走势<sup>4</sup>，所以绝大多数时间内股票价格领先煤价变动。2003 年来有两个阶段出现背离，分别是 05 上半年和 09 上半年。第一次 05 上半年煤价并没有下跌，此后更进入上升大周期。但 05 上半年煤炭股下跌，这与市场整体下跌不无关系，但更重要是受制于 04 年开始的宏观调控（04 年 10 月加息一次）。在紧缩预期下（特别是紧缩之初），投资者害怕经济紧缩会打压煤价，倾向于回避周期股。2009 年末煤价不断上升，但是煤炭股却开始下跌，也是出于同一原因。所以紧缩之初投资煤炭股是不明智的。第二次 09 上半年，煤价非但没有上涨，反而有所下跌，只是由于产能控制，跌跌幅度低于预期，煤炭股的上涨（特别是 09 年一季度）主要是流动性泛滥导致。

LME 价格本来就是期货价格，金融属性强，对经济周期和流动性均非常敏感，要寻找这一指标的领先指标非常困难<sup>5</sup>。有色股投资只能跟随，不能潜伏。2000 年以来，有色价格和股价走势几乎同步，仅有两次背离。第一次背离是 03 年 5 月到 05 年 5 月，LME 价格涨而有价股票跌。一方面和 A 股整体下跌大环境有关；另一方面 A 股投资者尚未具备国际视野。香港上市的中资有色股 03 年就开始随 LME 期货价格上涨而上涨了，A 股直到 05 年后才开始关注 LME 期货价格。

4 关于煤价的领先指标和信号机制的详细分析见策略思考第三篇《策略如何看煤炭---打造煤炭的驱动力和信号验证机制》。

5 关于有色的领先指标和信号机制的详细分析见策略思考第四篇《策略如何看有色---打造有色的驱动力和信号验证机制》。



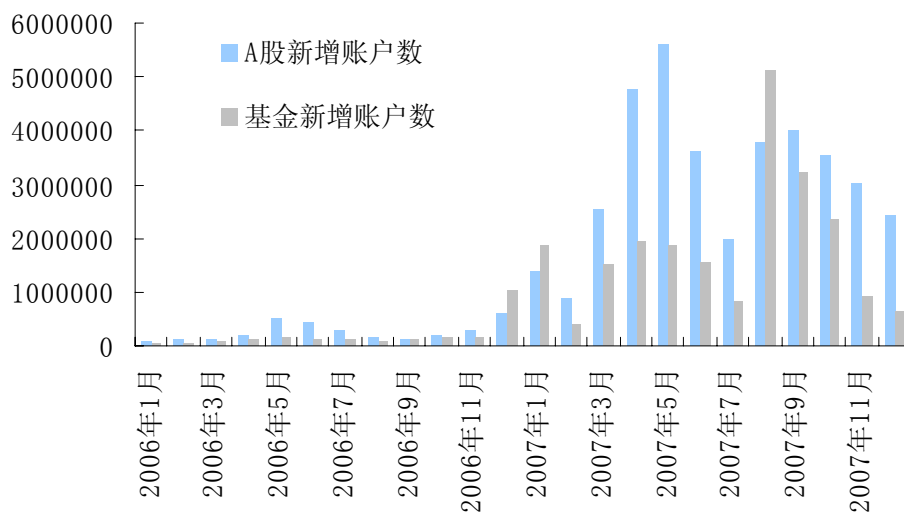
图 9：香港中资有色股 2003 年就跟 LME 期货价格上涨而上涨



资料来源：Bloomberg，申万研究

第二次背离是 07 年 5 月到 07 年 10 月，主要有两个原因：第一，流动性泛滥继续推高股票价格，流动性泛滥时代市场喜欢高 Beta 的股票；第二，与煤价不同（煤价一旦下跌，就会趋势性下跌），LME 期货价格具有资产价格属性，其头部和底部像股市一样都需要磨出来，所以在第一个高点下跌的过程中，市场无法确认头部到来，投资者期待 LME 价格再次上行继续推高股价<sup>6</sup>。所以有色股可以卖在 LME 价格第一个高点后，煤炭股必须在煤价下跌之前就卖掉。

图 10：06-07 年资金蜂拥进入股票市场



资料来源：Wind，申万研究

综上所述，煤炭和有色股的投资策略主要关注三点：

第一，煤炭买左卖左，有色买右卖右。煤炭通过跟踪下游需求和供给指标变化，可以提前预判煤价变化方向，因此煤炭股可潜伏做左侧交易。但有色无

<sup>6</sup> 而后有段时间 LME 也确实上行过，造成 M 头。

法把握 LME 期货价格，因此只能跟随，LME 期货价第一个高点不急着卖，而且做有色需要技术分析加以辅佐。

第二，紧缩之初，不管紧缩能否改变周期，均不宜碰煤炭股。紧缩政策未必马上改变周期，在初期经济会持续过热，煤价还会继续上涨，迟迟不见掉头，但是这种紧缩预期也会持续，煤价越涨就越担心掉头，所以在经济紧缩之初，惊魂未定之时，投资煤炭股如火中取栗。

第三，无论是煤炭还是有价，流动性泛滥均是其获得超额收益的第一要务。经济层面的流动性泛滥使商品价格上涨，股市层面流动性泛滥使投资者偏好高弹性品种。虽然可以通过跟踪下游需求和供给预测煤价变动，但是股价启动点还是取决于流动性的状况，所以如何把握流动性是投资上游的关键。

## 2.2 把握流动性是投资上游的关键，看有色做煤炭

我们真能把握流动性吗？不管什么原因引发股价变化，基本面也好，技术面也罢，资金永远是最接近股价的一环。所以倘若我们真能准确预见流动性变化，那么其他分析工具均会变得苍白。妄图系统把握流动性的分析员恰如海边拾遗的无知小孩，拼命地向地平线跑去，希望在那一点一步登天，岂知当他向地平线跑近一步，地平线也会后退一步。

虽然我们不能预测流动性本身，但可以把握引发流动性变化的诸多因素，通过预测这些因素、主观给出各因素权重而推断未来流动性的方向。在分析流动性之前，我们必须先明白两点：

第一，实体流动性是经济活动和政策调控的结果，股市流动性则与投资意愿有关。

实体流动性指经济总体中的流动性，主要是货币，可分拆为基础货币和货币乘数两大变量，前者和出口、外汇占款、热钱、国家对冲等因素相关，后者和信贷、准备金等因素相关。实体中的流动性是经济活动和政府行为的结果，当出口增加，外汇占款自然形成；当政府压缩信贷，货币乘数就会下降；实体流动性最终表现为通货膨胀。而股市流动性和投资意愿密不可分，中国长期货币超额供应和居民高额储蓄表明缺少的并不是货币，而是购买的理由。实体流动性是总量的概念，股市流动性是资产配置问题。把握实体流动性要把握经济活动和政策（如出口、对冲和信贷等），把握股市流动性则关注通货膨胀预期、实际利率、大小非解禁欲望等。

第二，经济过热带来被动流动性泛滥，经济衰退带来主动流动性泛滥。

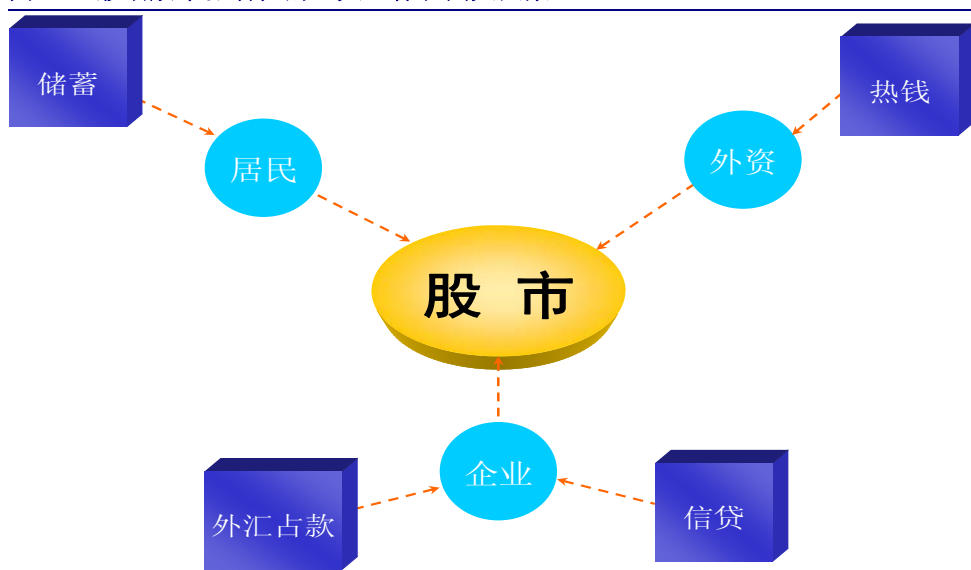
被动性流动性泛滥是经济活动过热带来的，比如 06-07 年，随着出口和相关投资增加，国内工业产值、发电量等煤炭下游产品需求增加，煤炭价格必然上涨；中国出口良好意味着全球经济景气良好，有色金属价格也会上升，这种流动性泛滥必然带来商品价格上涨。同时，随着 CPI 上升，居民储蓄搬家欲望

增强，基金申购增加，股市资金增加，追求高弹性的煤炭有色。所以被动性流动性泛滥下，实体流动性和股市流动性同步，商品价格和股价基本同步。

另外一种主动性流动性泛滥，恰如 2009 年，实体经济并未复苏，政府强迫银行发放贷款，由于实体经济没有复苏，煤炭的下游需求非常疲软，煤价不会上涨，资金在实体中找不到投资机会，只能进入虚拟经济，实体流动性和股市流动性发生背离，商品价格和股价也发生背离。

我们在 2009 年 11 月 25 日策略思考第二篇报告中详细分析了 2005 年来股市流动性的影响因素和关注指标<sup>7</sup>。

图 11：影响股市流动性的三大主体和四大因素



资料来源：申万研究

表 1：2005 年来股市流动性因素分析

时间	信贷	外汇占款	热钱	居民储蓄	整体流动性评分
051Q—061Q	-	0	0	0	0
062Q—071Q	+	+	0	+	+1
072Q—074Q	+	+	+	+	+2
081Q—082Q	-	+	+	-	-1
083Q—084Q	-	-	-	-	-2
091Q—092Q	+	-	-	+	+2
093Q—094Q	-	+	+	+	+1

资料来源：申万研究

注：最终评分基于四大因素整体评价，而非简单+和-相加而成。

表 2：股市关注流动性指标

		行业关键指标	数据来源	频度	更新日期
流动性	市场	全市场月末存量资金	申万金融工程部	月	每月末

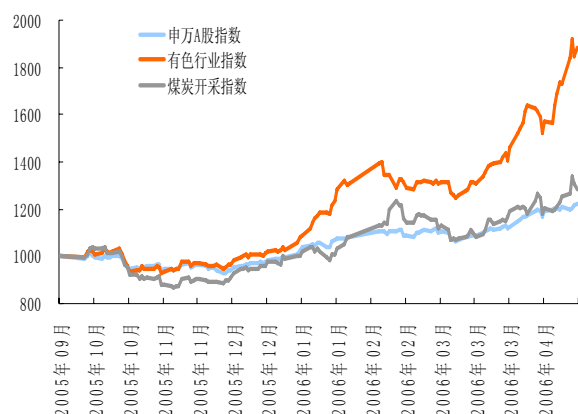
<sup>7</sup> 参见策略思考第二篇（2010 年：经济回到 2003，市场回到 2006），关于流动性更详细的分析我们会在 2010 年 11 月份发布专门的报告《钱归何处——中国流动性分析》。

	全市场成交金额	Wind	月	每月末
	全市场月均换手率	Wind	月	每月末
宏观-企业	储备货币	人民银行	月	每月中
	M1、M2	人民银行	月	每月中
	新增信贷	人民银行	月	每月中
	贸易顺差	海关总署	月	每月中
	外汇占款	人民银行	月	每月中
	大小非解禁、企业增持减持	Wind	月	每月末
	新股和增发募集资金	Wind	月	每月末
宏观-外资	热钱	申万推算	月	每月中
	12个月NDF	Wind	月	每月末
	美元兑人民币汇率	Wind	月	每月末
宏观-居民	居民储蓄	人民银行	月	每月中
	CPI	国家统计局	月	每月中
	一年期存款利率	Wind	月	每月末
	基金净申购与发行	Wind	月	每月末
债券市场	一级市场央票利率	中债网	周	每周末
	二级市场央票利率	中债网	周	每周末

资料来源：申万研究

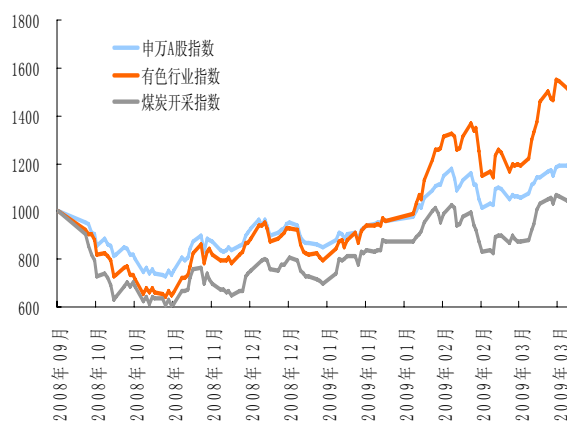
无论是经济周期拐点还是流动性拐点，均是事后谈论容易，身在其中却无法把握。让我们换一种逻辑，由于有色对经济周期和流动性最敏感，所以可以将有色期货价格的变动当作全球经济景气和流动性的先导指标<sup>8</sup>，将A股有色的启动当作国内股市流动性的先导指标。因此，有色可作为煤炭的投资向导。由于有色行情难以把握，因此实战中投资者往往将本应配置在有色的资金转配在煤炭上，造成有色低配或者不配、煤炭超配很多的局面。

图 12：05 年牛市，煤炭、有色强于市场指数



资料来源：Wind，申万研究

图 13：09 年牛市，煤炭、有色强于市场指数



资料来源：Wind，申万研究

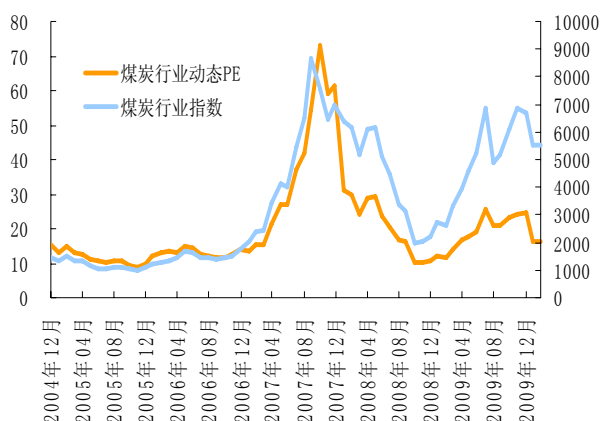
<sup>8</sup> 本文之前做过实证经验，有色 LME 期货价格领先 OECD 工业增加值六个月，而且有色期货价格领先国内煤价

## 2.3 煤炭看 PE，有色不看 PE，资源重估时即要慎重

不同的阶段，投资者心态会发生很大变化，所用的估值方法也不尽相同。2005 到 2009 年，市场经历了牛市—熊市—牛市的轮回，心态变化，尽显无疑。

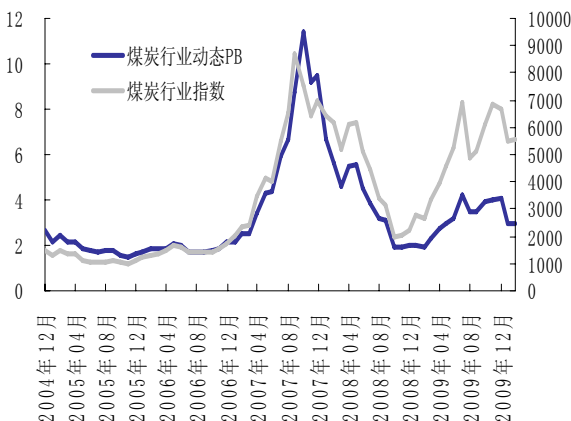
煤炭是纯上游，价格即使波动一般也不会低到现金成本点，所以煤炭的盈利不会太差，估值具有参考意义。煤炭股的启动点往往是经济复苏点，此时整体估值水平很低，随着价格上涨，虽然动态盈利也上调，但上调速度远未及股价上涨速度，造成动态估值上升。从分析员的经验看，煤炭股动态市盈率 15-25 倍属于合理区间。一旦突破 25 倍，流动性泛滥继续推动股价上涨，此时投资者会采用资源重估的方法来解释价格上涨的合理性。但是资源重估法极大依赖于未来资源价格和资源储量的假设，这种估值方法相当脆弱。整体而言，煤炭股要重视 PE，低 PE 买入、高 PE 卖出；一旦市场大肆宣扬资源重估法，就是一个比较危险的信号。

图 14：煤炭股的动态 PE 不会出现极端值



资料来源：Wind，申万研究

图 15：煤炭股的动态 PB 也需要关注

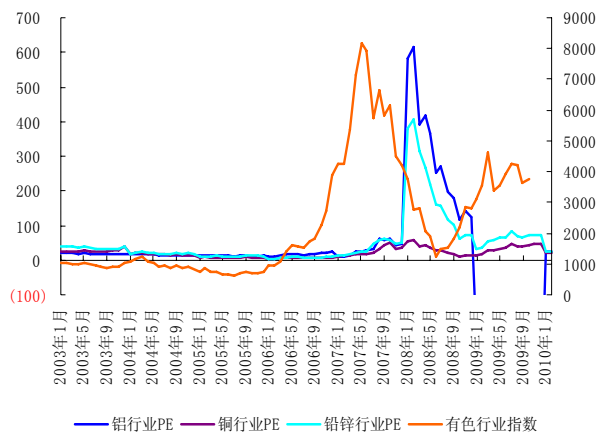


资料来源：Wind，申万研究

有色是披着上游外衣的中游，在极端情况下（经济最萧条的时候，比如 08 年底），价格会跌到现金成本点，企业盈利非常糟糕，甚至亏损，此时 PE 极端高甚至为负而没有意义，要关注的是现金成本点和 PB。一旦经济复苏，期货价格迅速上升，股价也跟随上升，盈利虽有所改善，但 PE 依然会很高，此时看 PE 会成为一种羁绊。在 A 股市场，有色被当作资源股<sup>9</sup>，所以估值一直下不来，和香港市场有本质区别。有色股也会出现资源重估的阶段，这个阶段也是流动性泛滥推动，和煤炭股差不多。整体而言，有色股全程不看 PE，在经济最低谷要把握现金成本，在资源重估时，也要注意风险。

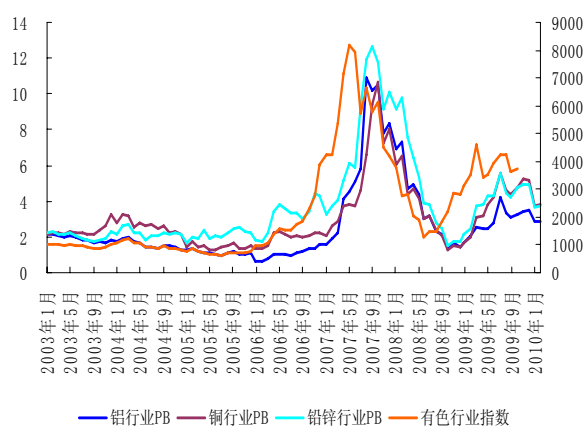
<sup>9</sup> 关于有色行业的 PE 问题，详细分析见策略思考第四篇《策略如何看有色——打造有色的驱动力和信号验证机制》

图 16: 有色股动态 PE 会出现极端值



资料来源: Wind, 申万研究

图 17: 有色股动态 PB



资料来源: Wind, 申万研究

综上所述，上游资源品适合自上而下把握机会，经济周期的位置和流动性的状况是核心。上游资源品存在行业系统性机会，易同涨同跌，行业机会甚于个股机会。上游资源品（除石油）股性强，波动大，宜重仓参与。有色只能做右侧，煤炭关注下游需求和供给情况，以有色股票启动来测试市场流动性。

截止今日，我们的策略思考第三篇（煤炭）、第四篇（有色）和第五篇（上游）均围绕上游进行整理。接下来三个月，我们将研究重点转移到下游（房地产、汽车和必须消费品），我们将在6月申万中期策略会上发布策略思考第八篇报告《下游投资逻辑》，敬请关注。

附表 1: 策略跟踪的石油中观数据库

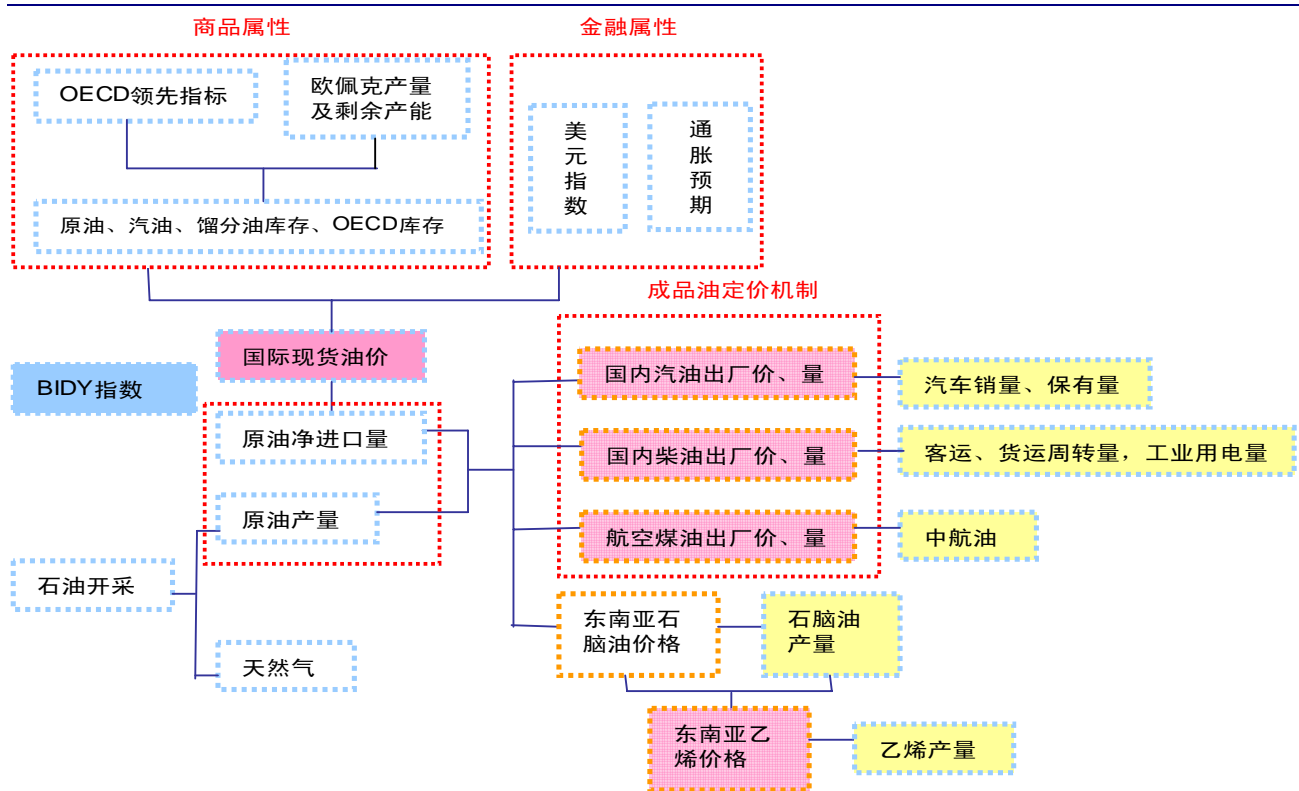
大类	行业	行业关键指标	数据来源	频度	更新日期
上游	石油	国际现货价（辛塔/WTI/Brent/Dubai）	Bloomberg	周	每周一
		国内汽油出厂价	国家发改委	不定期	
		国内汽油销量、净进口量	中国石油和化工协会网站	月	每月 28 日
		国内柴油出厂价	国家发改委	不定期	
		国内柴油销量、净进口量	中国石油和化工协会网站	月	每月 28 日
		国内航空煤油出厂价	国家发改委	不定期	
		国内航空煤油销量、净进口量	中国石油和化工协会网站	月	每月 28 日
		国内石脑油出厂价	国家发改委	不定期	
		国内石脑油销量、净进口量	隆众石化商务网	月	每月 10 日
		东南亚石脑油价格	Bloomberg	周	每周一
		东南亚乙烯价格	Datastream	周	每周一
		原油净进口量	中国石油和化工协会网站	月	每月 15 日
		原油产量	中国石油和化工协会网站	月	每月 15 日
		美国商业原油库存	Bloomberg	周	每周三
		美国汽油库存	Bloomberg	周	每周三
		美国馏分油库存	Bloomberg	周	每周三
		欧佩克产量及剩余产能	EIA/OPEC	月	每月 15 号
		OECD 商业原油库存	EIA 网站	月	每月 15 号
		外生关键指标	数据来源	频度	更新日期



BIDY	Bloomberg	周	每周一
美元指数	Bloomberg	周	每周一
US breakeven 10 year	Bloomberg	周	每周一
OECD 全球领先指数	Bloomberg	月	每月 20 日
玻璃产量	华通人	月	每月 20 日
中国汽车产量	华通人	月	每月 20 日
中国管材、型材产量	华通人	月	每月 20 日
航空里程数	华通人	月	每月 20 日
旅客/货物周转量	华通人	月	每月 20 日
工业用电量	中国电力企业联合会	月	每月 21 日
乙烯产量	中国石油和化工协会网站	月	每月 22 日
乙烯净进口量	中国石油和化工协会网站	月	每月 23 日

资料来源：申万研究

附图 1：石油行业的“驱动力”和“信号验证”逻辑图



资料来源：申万研究

附表 2：石油的相关行业表

行业	与石油的关系	主要指标
宏观	价格先行指标	美元指数、OECD 领先指标、通胀预期(TIPS)
化工	下游需求	乙烯产量
建筑建材	下游需求	管材、型材产量
汽车	下游需求	汽车销售量、汽车保有量
航空	下游需求	航空里程数
公路铁路	下游需求	客运周转量、货运周转量
航运	成本	BIDY

资料来源：申万研究

附表 3：策略跟踪的石油中观数据库

利润表项目	明细指标	外生指标
一、营业收入		
量	原油产量 原油净进口量 原油加工量 汽油销量 汽油净进口量 柴油销量 柴油净进口量 航空煤油销量 航空煤油净进口量 石脑油销量 石脑油净进口量 乙烯产量 乙烯净进口量	汽车销量、汽车保有量、客运周转量、货运周转量、工业用电量
价格	国际现货油价（辛塔/WTI/Brent/Dubai） 国内汽油出厂价 国内柴油出厂价 国内航空煤油出厂价 国内石脑油出厂价 东南亚石脑油价格 东南亚乙烯价格	美元指数、通货膨胀预期 TIPS (US breakeven 10 year)、OECD 领先指标、欧佩克产量及剩余产能 政府政策
库存	OECD 商业原油库存 美国商业原油库存 美国汽油库存 美国馏分油库存	
二、营业总成本		
其中：营业成本		
营业税金及附加	暴利税、资源税	
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

属母公司所有者净利润

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](mailto: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。