



2011.04.22

中上游行业运行情况分析

——2011年4月21日宏观电话会议纪要



吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

S0880210090023

汪进

021-38674624

wangjin008085@gtjas.com

S0880110024648

本报告导读：

我们邀请了国务院发展研究中心产业经济研究部副部长、国泰君安首席经济顾问杨建龙博士就各行业特别是钢铁等中游行业运行情况进行分析。

摘要：

- **投资主导中上游景气。**对中国经济的走势，杨建龙博士认为，在紧缩性政策影响下，中国经济增速相比去年已经有所回落。但在投资主导的情况下，行业层面正发生变化；中上游景气在资本市场有所反映，但是否可持续需要微观数据支持。
- **电力供给逐步偏紧。**杨建龙博士认为，从需求端看，考虑到今年所有领域的用电高峰在3季度、经济的正常稳定增长及去年同期的低基数效应，3季度的用电量增速将达到17%的高位。从供应端看则更为紧张，去年6月以来干旱使得多数水库库容明显回落，1季度水电增速较快透支了水电库容，到3季度水电增速将比去年同期大幅下滑，火电运行也接近高峰，电力将出现明显缺口。
- **电价上涨的障碍逐步消失。**杨建龙博士认为，电价上调主要来源于通胀与经济增长两个方面的压力，但在油价上涨被大众接受的背景下，电价的上调也将逐步被接受。经济增长方面，在结构调整背景下，企业未来将不能再依靠低电价来保持竞争力时，电价压力应该逐步被企业接受。电价调升进一步打开煤价的上升空间，利好煤炭企业，此外，电源也电网建设也值得关注。
- **钢铁增长仍维持在高位。**杨建龙博士认为，由于保障性住房土地成本较低，同样投资的用钢弹性明显增加。考虑到保障性住房的增长，钢铁仍将高速增长。制造业投资快速增长也将拉动钢铁需求。中上游周期性行业都呈现出积极现象，中下游则明显承受压力，成本的传导会对食品、加工带来冲击，而对通胀的转移能力又明显不足。行业增长格局中上游行业明显加速，是新一轮周期启动的因素，这一增长也是可以持续的。建议关注电力、钢铁、煤炭的同时，在中上游领域进行拓展，如工程机械。

相关报告

《应对热钱通胀，仍有上调可能》

2011.04.18

《经济放缓不掩中上游景气持续》

2011.04.18

《3月CPI略高预期，2季通胀压力未消》

2011.04.17

《城镇收入降速、更看好非耐用品》

2011.04.15

《热钱不减，存款虚增》

2011.04.15

1、投资主导中上游景气

对中国经济的走势，杨建龙博士认为，在紧缩性政策影响下，中国经济增速相比去年已经有所回落。但在投资主导的情况下，行业层面正发生变化；中上游景气在资本市场有所反映，但是否可持续需要微观数据支持。

2、电力供给逐步偏紧

杨建龙博士认为，根据之前的模型，2011年发电量为4.74亿千瓦时，但1季度实际发电量增速比模型高出2%，因此我们调高了11年全年电力消费量预测，调整后消费量为4.81亿千瓦时，全年增速将达到14%，增速接近甚至超过去年。

在经济增速下滑的背景下，今年用电量增速与去年相当，表明今年用电弹性在提高。从过去看情况看，用电弹性的提高90%是因为高耗能行业增长较快，从微观数据上我们也能观察到这一点。从电力消费的贡献上看，工业、农业和居民服务业都作出了积极的正贡献。

从用电量历年规律看，1季度增速最低，2季度有所提高，3季度为最高峰，4季度增速略有回落。去年3季度由于拉闸限电的原因，基数相对较低。考虑到今年所有用电领域的高峰在3季度、经济的正常稳定增长及去年同期的低基数效应，今年的3季度的用电量增速将达到17%的高位。

从供给侧看更为紧张。去年3季度，中国电力生产中水电较为关键，贡献超过70%（增速28%），4季度增速达到34%。去年3季度以来水电高速增长主要得益于多年来水产投资的增长及水库水情状况处于历史最好的一年。去年6月以来干旱使得多数水库库容明显回落，1季度水电增速较快透支了水电库容，根据目前降水的估计3季度水电增速不超过16%，增速比去年同期大幅下滑，而实际增速更是可能下跌至12%-13%。由于今年3季度我们电力消费达到高峰，而水电出力又明显受损，电力将出现明显缺口。

火电的压力同样巨大。在过去电价扭曲的背景下，火电投资积极性不高。再看现在火电机组的运行情况，去年火电机组运行小时数达到5600小时，1季度单季度折年接近6000亿小时，进一步上升空间有限，电力供给将大范围吃紧。

3、电价上涨的障碍逐步消失

杨建龙博士认为，1个多月前，推动电力上涨的动力主要来自于电力企业。电价上调主要来源于通胀与经济增长两个方面的压力，目前这两个方面的障碍将逐步消失。

通胀方面，现阶段，油价的调整已逐步被老百姓所接受。而实际支付中，家庭电力支出在100元左右，而油价支出在1000元左右。现在汽车已逐步普及，目前汽车保有量的70%由年均收入在3-6万之间有家庭所拥有。根据测算，电力和油价同样幅度的上升对CPI的直接影响4比1

左右。在油价上涨被大众接受的背景下，电价的上调也将逐步被接受。

经济增长方面，电价上调会对许多工业行业产生冲击。在结构调整背景下，企业未来将不能再依靠低电价来保持竞争力时，电价压力应该逐步被企业接受。

现阶段影响电价上调的两个关键的因素都出现有利的变化。因此未来整体电价的调升是一个持续的过程。电价将从不能调到能调，进入了阶段性转化，电价调升是一个大概率事件。

电价上调的影响主要有以下几个方面。

电价调升进一步打开煤价的上升空间。今年煤炭价格大概率攀升也是大概率事件，焦炭上升，电煤也将上升。从煤炭价格的走势看，对煤炭企业是利好。

电煤紧张会传递到柴油消费。（目前生产产油必需产生汽油，但汽油用不掉所以出口）柴油发电机成为必备，会被拉动，柴油供应会更紧张。

此外，需要高度关注电源和电网建设。火电电源建设明显滞后，电网没法满足需求。以内蒙为标志的电源和电网建设将拉开未来五年中国电力投资的序幕。因为内蒙是未来新增电力供应的主要来源。

核电受日本影响有所放缓，但中国没有更多替代选择。

新能源方面为以内蒙为代表的风电。风电过去一直无法赢利，但这一方面无法维持的情况正出现积极变化。

4、钢铁增长仍维持在高位

杨建龙博士认为，钢铁 2011 年消费预计同比增长 13%，增速提高 6 个百分点，消费量达到 6.7 亿吨，钢铁增速与经济增速也出现了不匹配。

其中一个原因是地产用钢增长 17%（贡献钢铁增速 8 个百分点），仅比去年同期地产用钢 19% 的增速下滑 2%。在预计今年地产投资增速下降到 22% 的情况下，用钢量仍维持较高增长，其主要原因是保障性住房比重增加，今年新开工 1000 万套，加上去年留下 200 万套，总投资约 1.3 万亿。由于保障性住房土地成本较低，同样投资的用钢弹性明显增加。考虑到保障性住房的增长，钢铁仍将高速增长。

今年制造业投资增长很快也有利钢铁需求。其主要原因有（1）以往产能严格控制后，现在需要补课。（2）劳动力成本提高，设备替代人工的高潮，形成投资需求。（3）行业结构调整需求投资来拉动。

从环比上看，钢铁消费在今后两个季度仍将回升的，4 季度后部分下滑。钢铁产能过剩在很多情况下并不存在，在现在还没完全进入钢铁消费的旺季，钢铁市场上仍存在趋紧的情况。

企业库存的增长，主要有两个方面的原因：（1）价格上涨，（2）未来预期上涨。库存一定程度上是市场需求先导的正向指标。

中上游周期性行业都呈现出积极现象。中下游则明显承受压力，成本的传导会对食品、加工带来冲击，而对通胀的转移能力又明显不足。

行业增长格局中上游行业明显加速，是新一轮周期启动的因素，这一增长也是可以持续的。

建议关注电力、钢铁、煤炭的同时，在中上游领域进行拓展，如工程机械。

对下游而言，过去有消费升级，使得普通消费品摆脱了周期，未来还能保持持续增长。所以有风险的同时，也要看到机会。

问答：

1、BDI 指数持续向下滑，铁矿石价格上升，为啥在半年的时间内出现背离？

答：有些反映季节性波动，平时一致主要是趋势性波动。这块目前没跟踪，但他们的同向关系不会轻易改变。

2、（1）单位保障房用钢量和商品房是一样还是少 1/3？武汉保障房建设 11 万套，只有 3 万套是新建的，另外来自开工厂棚户改造等，这样对用钢是否会有影响？（2）铁矿石价格的上涨对钢铁利润的影响？

答：（1）武汉在种情况是存在的，但实际情况更为复杂。4 年前，保障性住房用钢的比重有所降低，现在的要求在提高。此外，如在农村住宅用钢方面，南方和北方有不同差异，现在有明显提高，北方由 13 公斤/平米上升至 20 公斤/平米，南方更是由 10 公斤/平米上升至 24 公斤/平米。我们对用钢量的推算是利用价值量指标测算，这一方法更稳定，预测也更准确。（2）矿价上涨很可能持续。矿石的格局是更紧张了。包括未来 BDI 上升铁矿石也会上升。中国粗钢新增 7、8 千万吨，对铁矿石需求也很大，完全可能侵蚀钢企利润，但铁矿石价格的上涨可以完全被利润上涨所覆盖。以往一般矿价上涨钢铁利润上涨，由于钢铁行业价格传导能力很强的，铁矿石涨价一般是钢价上涨的结果。

3、央行货币政策有何预期？内蒙风电发展的情况？

答：通胀是否一定回落存在一定的不确定性，钢铁电价上涨可能使得 CPI 上涨超预期，PPI 上涨对 CPI 的传导在不断显现，也可能存在风险。全年的生产由于紧缩政策影响肯定会回落，但季度形态上会有不确定性。今年 3 季度出现电力短缺，电价上涨，煤炭上涨，能源供应短缺，将会对经济是过冷还是过热的判断产生影响。3 季度工业、经济增长回落，但由于供应短缺，经济仍会形成大范围的过热的现象。当这种过热的现象出现的时候，可能形成新的紧缩理由，因此今年货币政策的紧可能会贯穿比较长的时间。

内蒙风电占全国 60%，过去风电状态很差，但最近这些时间发生了一些变化，制约风电上网的因素发生变化。以往风电上网比例不能超过 8%，但现在比例在 17%、18% 区间电网可以完全承受，达到 25、6，甚至 30% 的时候也在正常运行。随着风电规模化水平提高，风电成本也在提高，风电发展的技术、政策、外部环境都在发生系统性的变化。此外，太阳能发展的速度很快。

4、如何理解周期启动？

答：中国的景气周期以五年为节奏。过去 10 年能看到 2 个 5 年周期。由于中国经济增长的决定性因素就是政府规划，在每个五年规划中，前 3 年是规划的重点时期，第四、五年是总结和收尾期，因此前 3 年为景气期，后两年为调整期，金融危机都没有打断中国的经济周期。中国在过去 10 多年形成的周期背景都没有改变的情况下，未来也找不出周期改变的理由，同样，预计 11、12、13 年是景气期，14、15 年是调整时期。对进入新一轮周期的结论，市场认识是一致的，并得到更多数据的支持和印证。这一轮周期的支撑仍然是中上游。

5、中国经济增长是否会重走老路，中上游仍为支撑的话，面对十二五节能减排目标，节能减排领域是否存在机会。

答：中国经济结构的基本特征并没有发生变化，只是在边际上做出了调整，并没有大的变化，对今后发展方向我们没法主动选择，中上游发展仍为支撑。经济增长与产业结构调整之间的矛盾没办法解决，现在要结构调整，比较困难。现在产业结构调整最大的风险是中国可能自己跳入中等收入国家陷阱。事实上，产业结构调整和基本经济规律相矛盾，我们也发现，经济结构调整了一回，还是回到投资主导上去了。但为了完成十二五目标，节能减排的产业会面临广泛而持续的增长前景。

作者简介:**吕春杰:**

S0880210090023

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

经济学硕士，毕业于复旦大学，2008年7月加入国泰君安，从事宏观研究。

汪进:

S0880110024648

021-38674624

wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士；2009年7月加入国泰君安研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		