

分析师： 邓二勇 (8621) 68751589 dengey@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120003
联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

相机决策与不同需求层次---山西煤炭草根调研的行业配置思考

报告要点

■ 上下游反应的经济下行差异

在我们之前的安徽水利及西安重卡调研中，由于面对最终端的客户需求，其增速的下降可能预示了实体经济回落的大概率性质，本周我们在山西就煤炭及其产业链做了较为详细的草根调研，以求从中上游角度验证经济回落的判断是否成立。就目前的调研结果而言，我们可能最能够做出判断的情况是：通胀及资源约束情况下，由于政府决策的随机性，导致不同层面的需求存在较大的差异，这实际预示着未来的风险释放概率更高。

■ 山西煤炭产业链草根调研

- **煤炭价格继续上涨的概率很小。**我们本次调研的对象包含了 2 个煤矿、1 个煤炭运输公司、2 个煤炭下游需求商及山西工行信贷处的领导。山西煤炭经历近两年的整合，在动力煤及无烟煤这一块已经接近尾声。三个核心因素会决定煤炭价格短期没有上涨动力：1 是其下游需求方（电力、煤化工）目前几乎全线亏损，并且我们调研的煤化工成本控制最好的企业也已经承受不住，同时当前阶段需求行业开工仍然饱和但开始考虑“鱼死网破”策略，其预示着上游难于提价；2 是煤炭供给在政府规划、公司博弈、GDP 任务及排名等促因下会在今年开始加速，这对动力煤及无烟煤价格抑制尤其明显；3 是煤炭开采企业本身已经开始考虑下游承受能力及部分煤矿库存开始积压都会促成煤炭价格形成一个局部均衡。
- **煤炭下游开工目前相对饱和，但是购煤观望情绪浓厚。**这预示着工业生产在煤炭这条产业链上可能不会出现大的波动，但不排除小幅波动可能性。由于我们所了解的煤炭下游主要是煤化工和电力，这两个行业都背靠大的集团，资金实力雄厚。相对而言都希望在行业整合中获得优势，因此承担亏损能力较强（目前部分企业亏损已经大于折旧后的亏损）。但是目前全行业的亏损局面实际上变相导致对煤炭谈判筹码增加，在后续煤炭价格稳定情况下，估计行业开工依然会维持。我们认为变数来自于政府考核目标中节能减排配合企业自身的减产行为，从而降低了煤炭下游需求。

- **信贷对于煤炭产业链的影响较小。**就煤矿、中间商及煤化工企业交流的情况而言，信贷控制对其不构成最大的影响因素。由于企业自身的资金实力相对较强，在这种信贷控制下，其生产开工行为基本上属于稳定状态。这和国家调整工业增加值的计算方法高度吻合，新的计算方法把对信贷最敏感的小型企业剔除，实际上是保证了工业生产数据的稳定性。从这个角度而言，其对于实体经济的反馈程度是在减弱的。

■ 煤炭与机械、汽车调研的差异

机械调研中反馈的增速下降以及重卡调研的盈利下降和同比负增长反映了终端需求的可能萎靡，这一现象在当期的煤炭生产上面并没有得到足够的验证---虽然有一些苗头。

1. 煤矿开工依然饱和，需求相对稳定；
2. 煤化工及电力企业也维持高开工率，虽然购煤意愿下降；
3. 煤炭中间运输商则的确有销售额下降状况出现，其主要是因为下游观望情绪浓厚；

依据传统的解释，首先是终端需求向中上游传导需要一个时滞，其次是上游本来就倾向于在经济小幅回落中保持平稳生产（其如下降，则代表实体经济大幅度回落）。但是结合本轮通胀所引致的紧缩调控，我们倾向于核心是由于两者需求结构的不一致，并且这种观点可以在更多的行业层面反映出来。

- **终端为真实需求。**汽车及机械的草根调研其面临的是最终端的消费群体，在价格压力较大的情况下（包含劳动力成本上升），当期利润处于较低或者亏损状态情况下，则需求必然减少，如同陕西重卡代理商亏损销售必然减少订单需求一样。
- **中上游需求来自于“投资需求”。**中上游的需求则存在较大的差异。尤其是这种行业如果处于政府调控（电力）或者行业格局整合阶段（煤化工），其承受亏损更多是政府或者企业投资的需要。比如“铁公基”建设对钢铁、水泥等的需求会直接导致中上游需求的旺盛，这种一方面控制通胀，一方面又保持固定投资的高增速必然会引致终端需求和投资需求的巨大差异。
- **依赖需求端的行业在这种情况下并不显著受益。**由于这两种需求性质的不一致，决定了这并非是一个内生经济动力很强的经济阶段，因此依赖下游需求的行业在这个阶段并不会显著受益。典型的如煤炭中的动力煤和无烟煤，其下游行业的需求是被动需求，而不是主动需求，其自身受制于下游行业亏损甚至是有可能开工下降的局面，并且同时受制于行业内部博弈，导致煤炭行业自身会陷于量增价跌或是价涨量减的局面，行业利润率的波动会大于利润的波动，从而行业投资价值会受到制约。
- **供给改善的行业则受益程度更高。**供给改善行业对于下游需求性质的敏感性要更弱一些。由于行业自身供给预期

难于改善，其价格空间更高，并且提价获取的均为行业利润，只不过这种价格上限难于判断。典型行业包括水泥，以及煤炭中的焦煤（可能）。但是这种行业在经济下降预期形成时的风险更高，其核心是利润率的波动会更高。

■ 政府相机决策是核心根源

之所以出现两种不同性质的需求，核心根源来自于政府的相机决策：目标多元化。一方面要抑制通胀，一方面要保持经济增速，我们认为这种结果最终会导致经济急刹车。

- **通胀本身及其抑制都会对真实需求产生影响。**一方面终端需求在通胀上行过程中，成本压力大幅度提升会导致其利润受挤压（比如牵引车的利润由于司机及油价成本大幅度上升而降低），另外一方面货币紧缩也会导致终端需求受损---其资金压力承担能力较小。这两者都直接导致了实体经济活力的下降，这是高通胀的必然负面结果。
- **经济增速维持又会对投资型需求有拉动。**由于政府目前维持经济增速的手段依然主要是固定资产投资等，这直接导致对中上游的需求依然会维持在一个相对较高的位置。而这些行业由于资金实力雄厚，国有经济占据主导，从而导致其承受货币紧缩的能力更强。实际上，其最不能够承受的是财政政策的收缩---而这一点本身就与维持经济增速相矛盾。这种结果进一步导致 PPI 的压力更高，并向 CPI 传导，会进一步导致调控加码。
- **工业产出缺口对通胀的拉动是传导路径。**当经济增速依然维持在一个高位时候，工业产出缺口会对价格有直接的拉动。这种情况下，伴随食品价格及劳动力成本上升趋势的难于逆转，单独依靠货币总量控制难于达到控制通胀的目的（况且，其对很多大中型国有企业而言，货币控制可以通过很多手段规避）。因此这两个目标兼顾可能难于实现。
- **资金全面收紧或者经济减速概率较高。**我们认为这种双目标制在过去一个阶段表现的结果相当明显---通胀难于得到有效控制。今年政府目标将通胀定位首位，但是市场对于经济放松预期依然强烈，这会导致预期控制非常困难。因此未来出现全面的资金收紧（进一步加息）或者经济减速是大概率事件。这个时间点很有可能在二季度后期。

■ 行业配置：主题投资获取收益；低估值配置抵御风险

- **中小企业利润受损度会更高。**政府相机决策维持的时间越长，实际对中小企业利润的影响也大。从目前调研情况而言，除了年报会低于预期之外，中小公司在货币持续紧缩但是又难于分项固定投资情况下利润一季度继续低于预期是大概率事情。
- **市场走势可能从预期主导转向数据验证。**由于这个阶段市场的预期来回摇摆，对于不同经济和通胀的判断都难于形成一致性看法。因此数据验证才是市场真正选择方向的时间点。从这个角度来说，未来一个阶段，实际数据会高于预期对市场的影响。

- 市场波动可能继续窄幅。只要政府相机抉择的方式没有变化，市场波动可能会无序。我们倾向于主题投资是获取收益的主要途径。而低估值配置是抵御风险的最佳途径。

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。