

4 点看好上游资源品的理由

策略分析师：陈瑞明

SAC 执业证书编号：S0850209080673

chenrm@htsec.com

021-23219197

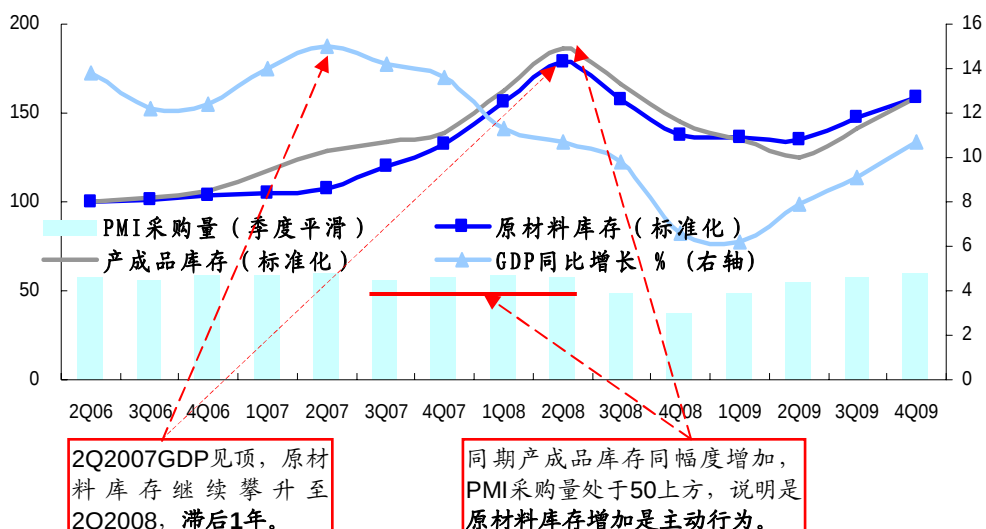
4 点理由：

- 1、即便终端需求增速放缓，经济惯性与微观企业信心仍将推动需求向上游原料延伸；
- 2、经济周期显示，上游行业的价格拐点发生在经济拐点半年~1 年之后。当前行业利润正从中游向上游转移。
- 3、通胀步伐临近；
- 4、RMB 升值预期不改。

1、需求，向原料上游延伸

经济周期规律：微观企业原料库存自宏观经济增速回落后仍持续 1 年攀升。在上一个“高涨-回落”的经济周期，我们发现，宏观 GDP 增速自 2Q2007 见顶回落，但企业原材料库存继续攀升至 2Q2008，该行为持续 1 年。（图 1，我们采用 736 家可比上市公司中报、年报公布的原材料库存数据，1、3Q 数据做平滑处理，将绝对数据“标准化”，基期为 100，以便于比较）不用质疑原料库存是被动增加，我们发现同期产成品库存上升，且 PMI 采购量处于积极扩张中（PMI 值>50），“一出一进”说明材料库存增加是企业主动行为。与之相对应的是，经济从底部起来，但微观企业仍在清理上一轮的库存，直至半年后才发生补库存行为（图 1）。“经济见顶回落-微观企业继续增加库存”，与“经济触底回升-微观企业继续减库存”互为对称，共同反应微观企业原料需求行为的滞后性。

图 1 微观企业原料库存自宏观经济增速回落后仍持续 1 年攀升



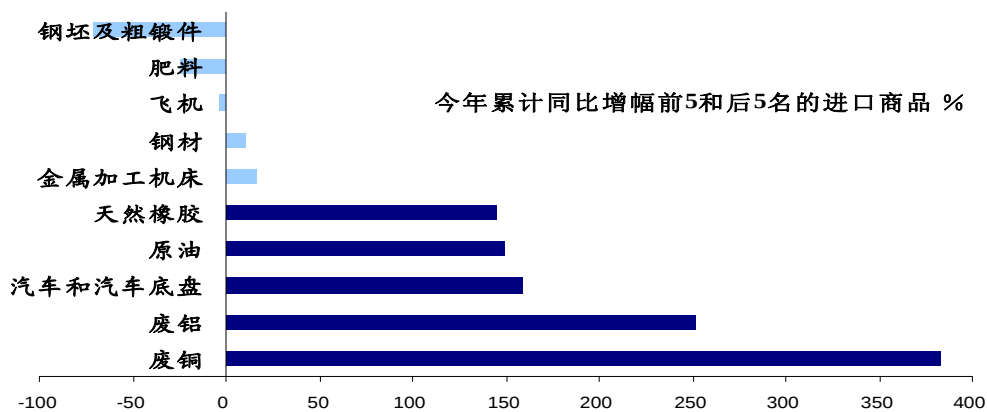
资料来源：Wind，海通证券研究所

原因：造成微观企业原料需求滞后性的原因，我们认为一是经济惯性与生产的滞后性；二是微观企业主的信心。（企业家通常认为，即便整个市场萎缩，通过自身努力他们总能将生产出来的产品卖给目标客户，并且很多企业家会认为，应该更加积极主动而非收缩去面对市场的下滑，以免在本轮收缩中被淘汰。结果导致微观与宏观的博弈论：每个微观企业都按照自己最优的方案去行动，但宏观结果并非最优。在经济最终回落后，企业家的账面利润最终体现在仓库的原料和产成品）

以史鉴今：我们认为，即便 2010 年宏观经济增速呈现“前高后低”态势，即便自 1Q2010 后 GDP 增速回落，但微观主体行为 + 经济惯性仍将推动需求向上游原料延伸！

当前的证据：进口数据显示，企业对原料需求很旺盛。今年 1Q 中国进口同比大幅上升（64.6% 增速），但同期国内消费仍保持平稳（3 月份社会零售额同比增速 18%），按逻辑可判断，进口商品主要为原料（用于生产或投资而非消费）。我们对比 1Q 中国进口额累计同比升幅前 5 名和后 5 名的商品后发现，确实是出现了原料进口激增情况（废铜、废铝、原油、天胶等），证明了当前企业对原料需求很旺盛。

图 2 1Q 中国进口额累计同比升幅前 5 名和后 5 名的商品的对比



资料来源：Wind，海通证券研究所

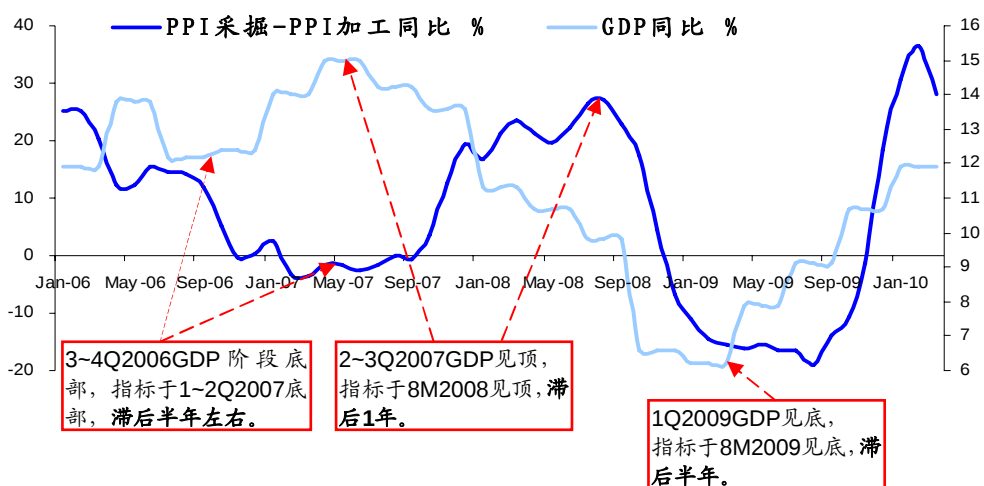
2、工业品价格向上游转移，行业利润向上游转移

经济周期规律：工业品价格向上游转移发生在经济拐点半年~1 年之后。我们用“PPI 采掘 - PPI 加工同比”指标刻画工业品价格从中游向上游转移的趋势。发现在过去 3 个经济周期里，这种转移发生在经济拐点半年~1 年后出现（图 3）。究其原因，其逻辑与原料库存行为的滞后表现是一致的。

以史鉴今：我们判断，即便中国的终端需求增速下滑，原料端的需求仍将上升，从而推升上游资源品价格上涨（到今年 3Q）。而目前正处在这么个上升通道中。

微观证据：上市公司财报显示，行业毛利率从需求端向上游原料端转移明显。表 1 列示了 4 个“原料端 - 需求端”行业组，从他们的季度毛利率变迁可见一致性规律：经济回升初期，需求端的毛利率率先回升，而到经济稳固（偏热）期，需求端的毛利率回落，取而代之的是原料端毛利率上升。本轮周期这个分水岭发生在今年的 1Q。

图 3 工业品价格向上游转移发生在经济拐点半年~1 年之后



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 1 行业毛利率表现 (%)

毛利率 %	行业	1Q10	4Q09	3Q09	2Q09	1Q09
原料端	化学原料	17.33	15.17	10.73	11.17	9.28
	化工新材料	26.88	17.06	18.9	20.07	16.01
需求端	化学制品	15.72	24.64	21.99	21.31	20.99
原料端	有色金属	16.79	12.12	12.55	12.38	4.46
	电气设备	21.95	23.21	19.59	20.28	19.61
需求端	家电		20.27	24.59	25.17	22.98
原料端	化学纤维	15.09	14.58	13.29	14.47	4.6
需求端	纺织	7.23	15.1	14.26	14.12	12.4
	服装	4.59	32.32	31.89	30.78	30.6
原料端	煤炭开采		28.62	36.03	37.2	41.97
需求端	电力		15.37	21.02	18.78	16.02

资料来源: Wind, 海通证券研究所

3、通胀步伐正临近

作为货币现象，通胀的发生是必然的。货币超发指标“M2 - GDP-CPI 增速”，2009 年为 19.7%。此前高点出现 1993 年，当时也只有 8.6%，随后的 1994 年随即出现了恶性通货膨胀 24.1%。2009 年宽信贷造就庞大的货币存量（62 万亿社会存款）已是“覆水难收”，2010 年的信贷收缩只是降低货币增速不能减少货币存量。作为货币现象，通胀的发生是必然的。

通胀触发的短期因素：需求、成本、输入性通胀，目前都存在压力。需求、成本方面我们在第 1、2 部分已阐述。对于输入性通胀的分析，我们认为当前最重要的影响因子仍然是货币。只要美国继续维持宽松货币政策，继续提供低廉资金成本，输入性通胀压力就不会消除（并且当前全球货币环境比 07 年更宽松，隐患更大）。目前来看，美联储尚没有对货币紧缩释放出哪怕是暗示性的表态，当下高企的国际大宗商品价格仍将推升国内输入性通胀压力。

4、RMB 升值预期

中国汇率政策逻辑：中国汇率政策同样肩负多重目标：经济增长、出口、抵御通胀。一般看来，经济高速增长、出口形势较好、国内通胀压力大时，RMB 升值具备“好”的内部环境；而美元贬值时，则提供“好”的外部环境。反之则反之。回顾 2005 年汇改～2009 年底的 3 个阶段，汇率政策正是体现了这个逻辑。

表 2 RMB 汇率路线图

阶段	国内经济	通胀	美元走势	汇率政策
2005 汇改 - 2008 年 6 月	经济高速增长、出口很好	07 年开始通胀压力大	美元贬值	从单一盯美元转向盯一揽子货币，对美元升值，但对欧元日元升值幅度小甚至贬值
2008 年 6 月 - 2009 年 3 月	成本上升、出口不好，增速下滑	通胀压力减小	美元大幅升值	重新盯美元，不升值。提高出口退税率
2009 年 3 月 - 2009 年底	经济恢复	无通胀压力	美元贬值	外部环境适合升值，但担忧经济回升基础，继续盯美元，实际对欧对日贬值。
接下来	经济偏热	通胀压力大	?	经济、通胀、外部环境看都适合升值。如果美元贬值，是升值的最好时机。

资料来源：Wind，海通证券研究所

判断：宏观经济进入“偏热”区间，鼓励出口的边际成本越来越大，国内防通胀任务艰巨，从国内环境看，RMB 升值具备“合理”要素，剩余的忧虑来自对出口部门的伤害，而如果美元走软时，RMB 升值的“代价”较小。我们综合认为：**RMB 升值预期不改，最佳时机应该是美元贬值时。**（09 年美元曾贬值，但 RMB 汇率保持稳定，原因是当时国内无通胀压力且经济回升基础不牢固，而 10 年内部环境已变化）

4 个理由共同指向上游资源品行业，我们看好有色、煤炭、化工原料的后市表现。

信息披露 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。