

[2008.11.05]

跳出煤炭看煤炭

——周期性行业反思之二

策略研究团队

☎ 021-38676673

✉ Zhangxiuqi@gtjas.com

摘要:

煤炭处于我国制造业链条的最上游，是中观层面判断实体经济景气趋势的风向标。8月份工业企业数据和近期煤炭价格高位回落走势显示，煤炭行业已经走完本轮周期景气高峰。由此可以判断，实体经济的调整，通过产业链自下而上的压力传导，进入新阶段。明年中期实体经济可能见底。

1、根据以往周期调整经验，煤炭行业景气调整滞后8-12个月，景气调整时间相对较短。而有色行业最先于周期。主要是因为：煤炭行业所处的产业链位置、产能对于需求的调整时间、行业壁垒、项目建设周期等因素的影响。有色金属的全球市场一体化程度高于煤炭，且存在活跃的期货市场，在经济周期改变时，有色金属的价格最为敏感。此外，在下游行业上，煤炭70%的消费量是通过电力、钢铁等行业加工转换，而有色金属直接用于工业消费，传导环节多与寡也造成了对经济敏感度的低与高。

2、干散货海运费价格是煤价的先行指标。煤炭和铁矿石是干散货运输最重要的货种。由于煤炭通过运输环节与下游的需求相联系，运价对需求的反应要先煤炭一步，这一滞后期通常为半年左右。BDI走势，显示煤价仍有下跌空间。国内煤价和运价数据规律并不明显。但近年来国内煤炭价格与国际价格走势基本一致。运价和煤价的规律可以部分适用到国内煤价

国泰君安研究所策略部

王成

021-38676820

wangcheng6461@gtjas.com

章秀奇

021-38676673

zhangxiuqi@gtjas.com

张林昌

021-38676702

zhanglinchang@gtjas.com

张堃

021-38676641

zhangkun@gtjas.com

翟鹏

021-38676640

zhaipeng@gtjas.com

章锦涛

021-38676898

zhangjintao@gtjas.com

陈思郁

021-38676284

chensiyu@gtjas.com

张吟

021-38676675

zhanghan@gtjas.com

张昂

021-38676434

zhangang@gtjas.com

张赧

021-38676053

zhangyun007589@gtjas.com

本期作者

张林昌

021-38676702

zhanglinchang@gtjas.com

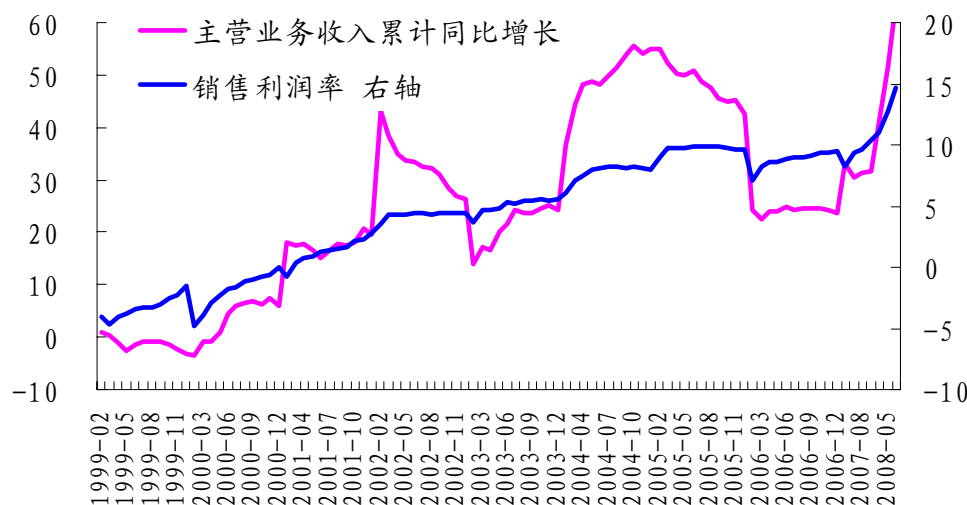
张昂

021-38676434

zhangang@gtjas.com

注：本报告只对国泰君安重点客户发送，
不对外公开发布。

图 1: 从工业企业数据看, 煤炭行业周期性更多的表现在收入增速的波动。8 月份数据显示, 煤炭行业处于近年来景气高峰。



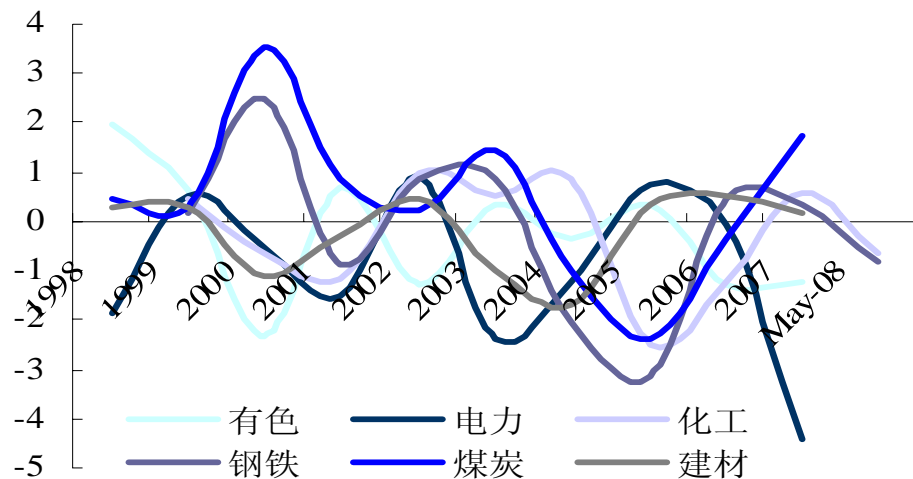
数据来源: CEI, 国泰君安证券研究所

表 1: 部分周期性行业上轮周期景气调整对比: 煤炭行业景气调整滞后 8-12 个月, 景气调整时间相对较短

行业	景气开始调整时间	调整持续时间	调整幅度	当前情况
煤炭	2005 年 3 月	12 个月	收入增速从 55% 下滑到 23%, 销售利润率从 9% 下滑到 7%	收入增速 64%, 销售利润率 15%, 均处于高点
化学原料及化学制品	2004 年 12 月	15 个月	收入增速从 33% 下滑到 23%, 销售利润率从 7% 下滑到 4%	收入增速 31%, 销售利润率 6%, 处于近期高点
化纤	2004 年 2 月	24 个月	收入增速从 38% 下滑到 20%, 销售利润率从 4.6% 下滑到 1.1%	收入增速 10%, 销售利润率 1.8%, 07 年 11 月开始大幅下滑
非金属矿制品	2004 年 4 月	10 个月	收入增速从 40% 下滑到 19%, 销售利润率从 6% 下滑到 2.3%	收入增速 33%, 销售利润率 6%, 07 年 11 月开始小幅下滑
黑色金属冶炼压延	2004 年 3 月	23 个月	收入增速从 77% 下滑到 5%, 销售利润率从 8% 下滑到 1.6%	收入增速 45%, 销售利润率 5%, 07 年 5 月开始小幅下滑
有色金属冶炼压延	2004 年 4 月	11 个月	收入增速从 55% 下滑到 33%, 销售利润率从 5.8% 下滑到 5%	收入增速 23%, 销售利润率 4.7%, 从 06 年 11 月开始大幅下滑, 已低于前期低点
金属制品	2004 年 12 月	15 个月	收入增速从 40% 下滑到 23%, 销售利润率从 4.8% 下滑到 3.5%	收入增速 29%, 销售利润率 4%, 从 07 年 2 月开始小幅下滑

数据来源: CEI, 国泰君安证券研究所, 景气开始调整时间是指收入增速和利润率从高点开始调整的时间点。调整持续时间是指从调整开始时间到景气到达底部所经历时间。当前情况是指 08 年 1-8 月份的数据。

图 2: 从几个周期性行业的毛利率变动看, 煤炭行业周期滞后大约 1 年, 而有色金属行业最先于周期。主要是因为: 煤炭行业所处的产业链位置、产能对于需求的调整时间、行业壁垒、项目建设周期等因素的影响。而在经济周期改变时, 有色金属的价格最为敏感。



转引自: 国泰君安研究所杨立宏、金润《从周期角度看煤炭行业的投资机会》, 下同

表 2: 周期性行业主要特点对比

	煤炭	有色	电力	钢铁	化工	建材
产业链位置	上游	上游	介于上中之间	中游	中游	中游
行业进入壁垒	逐步提高	逐步提高	高	较高	低	低
项目建设周期	3-5 年	3-5 年	2 年	2-3 年	2-3 年	1-2 年

图 3: 干散货海运费价格是煤价的先行指标。煤炭和铁矿石是干散货运输最重要的货种。由于煤炭通过运输环节与下游的需求相联系, 运价对需求的反应要先煤炭一步, 这一滞后期通常为半年左右。BDI 走势, 显示煤价仍有下跌空间。

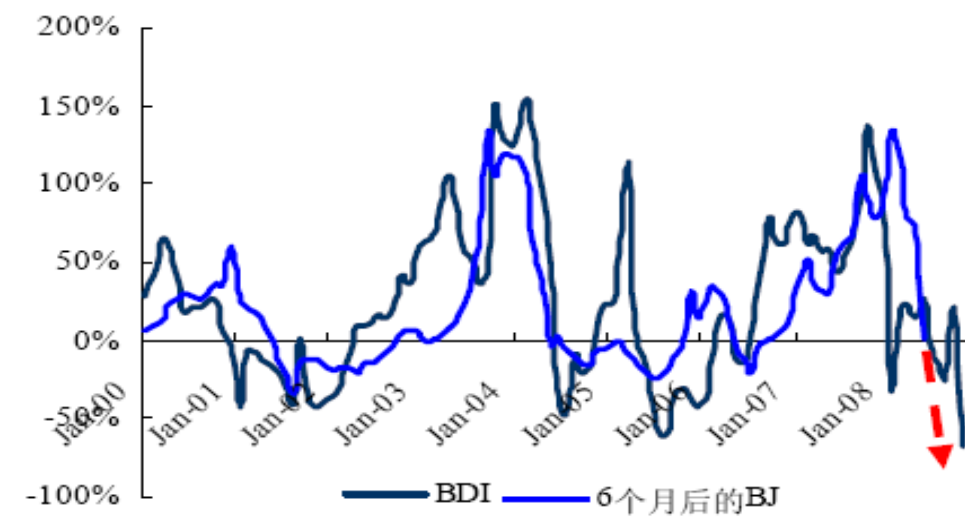
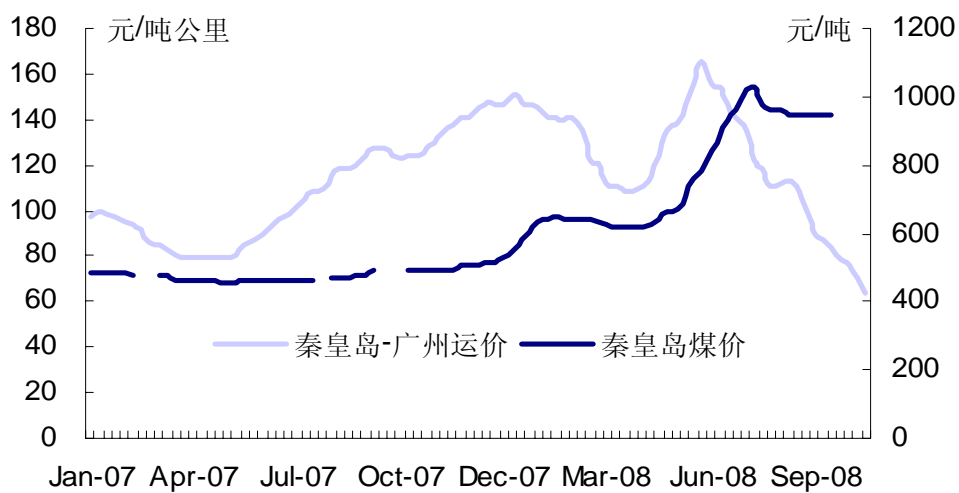


图 4：国内煤价和运价数据规律并不明显。但近年来国内煤炭价格与国际价格走势基本一致。运价和煤价的规律可以部分适用到国内煤价



免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：(021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码：518029

电话：(0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100140

电话：(010) 59312799

国泰君安证券研究所网址：www.askgtja.com

E-MAIL：gtjaresearch@ms.gtjas.com