

2009 年 10 月 20 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

相关研究

主要内容：

- 2004 年来，A 股策略研究经历了三个阶段，分别是主题策略、宏观策略和行业轮动策略主导的年代。推动策略研究发展的力量是经济周期的变迁、市场结构的变动和研究要求的提高。2010 年，我们预计策略研究的重点将回到微观和中观，把握行业轮动和主题投资机会非常关键。
- 策略分析员必须是一个纵横家，在宏观中观化、行业贯穿化的过程中寻找自己的定位。中观行业始终是策略分析员的本职，策略分析员要特别关注房地产、钢铁、煤炭、有色、银行和航运这六大行业。
- 卖方策略三大任务、四大配置，行业选择是核心。我们提出“驱动力”+“信号验证”的行业配置方法。我们认为配置一个行业，是因为预期到某种股价驱动力的出现，但是不可能等“驱动力”出现以后再投资，需要借助“信号”来验证“驱动力”出现的概率。我们运用“驱动力”+“信号验证”机制解释了煤炭股（2008/07—2008/11）的卖出机会和钢铁股（2009/6—2009/7）的买入机会。
- 以损益表为标准构造 21 个行业的关键假设表，寻找驱动力和信号指标。然后再进行整合，很多行业的驱动因素是相同、因果或者互斥的。每次撰写大的策略报告，需要系统梳理一下所有行业的驱动因素，整理出一条路径，先因子，后核心。然后设计“驱动力”和“信号验证”机制，给出具体的行业配置建议，而行业配置完成了，大势判断也就完成了一大半。报告形成后，组织调研力量去跟踪“信号”，一旦“信号”强化我们的判断，就要持续推荐；而“信号”无法验证，就要反思。

分析师

凌鹏

lingpeng@swsresearch.com

冯宇

fengyu@swsresearch.com

联系人

戴卉卉

(8621)63295888x410

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>

目 录

1.A股策略研究的发展阶段：2010年将重回微观和中观	3
1.1 2004—2007年：主题策略主导	3
1.2 2008年：宏观策略主导	4
1.3 2009年：行业轮动策略主导	4
2. 策略研究的核心：先行业、后大势	5
2.1 策略分析员是纵横家	5
2.2 策略三大任务、四大配置：行业选择是核心	7
2.3 投资时钟，可以远观，难以细究	7
3. 行业选择的逻辑：驱动力+信号验证	9
3.1 行业选择的逻辑：驱动力+信号验证	9
3.2 煤炭和钢铁的案例	10
3.3 以损益表为标准构造行业的关键假设表	11

图表目录

图 1: 策略分析员脑中的市场结构.....	5
图 2: 美国IPP的成本和需求结构.....	8
图 3: 中国IPP的成本和需求结构.....	8
图 4: 钢铁和煤炭的“驱动力”和“信号验证”	9
图 5: 煤炭行业超额收益从 2008 年 7 月大幅收窄.....	10
图 6: 发电量同比增速从 2008 年 4 月大幅下降.....	10
图 7: 直供电厂煤炭库存从 2008 年 8 月大幅上升.....	10
图 8: 秦皇岛库存从 2008 年 7 月大幅上升.....	10
表 1: 08 年 11 月以来不同行业在不同阶段各领风骚	4
表 2: A股市场结构	6
表 3: 钢铁、水泥和库存数据.....	11
表 4: 煤炭关键假设表	12

对于买方，结论更重要，对于卖方，逻辑更重要；比逻辑更重要的是对前提的判断；比前提判断更加重要的是验证前提判断的“信号”。一篇好的策略报告，非但要告诉投资者前提、逻辑和结论，更要告诉投资者验证前提的信号。我们应该把目光聚集在这些信号上，通过调研和跟踪核实这些信号，当信号朝着有利于前提的方向前进时，我们的逻辑会强化，结论发生的概率也会增强。

过去五年，我们经历了经济周期的迅速变迁，也见证了资本市场的大起大落。从宏观到微观，都积累了大量的历史数据和资料，只是我们总为短期的波动所扰、为日常工作所困，无暇深度挖掘、总结这些规律。

申万策略从本月起推出“策略思考”系列报告，思考一些“重要而不紧急”的问题，希望能站在一个更长期、更超然的位置看待过去、现在和未来。本期为开篇之作，我们谈谈A股策略研究的发展阶段、核心任务和方法论。在以后的报告中，我们会涉及盈利、流动性和若干行业的投资方法。

1. A 股策略研究的发展阶段：2010 年将重回微观和中观

自2004年以来，A股策略研究经历了三个阶段，分别是04年到07年的主题策略主导的年代、08年的宏观策略主导的年代和09年的行业轮动策略主导的年代，推动A股策略研究发展的背后力量是经济周期的变迁、市场结构的变动和研究要求的提高。2010年，我们预计策略研究的重点将回到微观和中观，把握行业轮动和主题投资机会非常关键。

1.1 2004—2007 年：主题策略主导

2004年到2007年可谓策略研究的启蒙年代，主题投资、国际比较非常盛行。想当年，日本、韩国和美国的历史数据不断被挖掘，同样一个数据库，今天被用来说明“人民币升值”，明天被用来解释“奥运会效应”，后天又被用来阐述“人口红利”。再加上“G改效应”、“资产注入”、“黄金十年”，各种故事、概念盛传尘上。那个年代，中国经济慢慢过热、股市不断上涨，似乎所有的股票都能涨，关键是看谁有想象力，而主题、故事无疑是最能刺激投资者神经的因素。

此间，有三件事情引发了对策略的需求。其一，行业研究方法和体系的成熟。2002年前，行业研究也缺乏系统的体系和方法，随着行业研究的成熟，行业与行业间的比较日益重要，策略研究也被提上日程。其二，大公司的陆续回归、上市。07年来，大量具备行业代表性的龙头公司登陆A股，宏观和微观的联动日益加强，市场不再满足自下而上的选股，自上而下的指导、宏观策略变

得有意义。其三，大基金的出现。几十亿规模的小基金可以通过自下而上选股完成配置，而数百亿规模的大基金需要宏观、策略。

1.2 2008 年：宏观策略主导

2008 年，黑天鹅频繁出现。经济波动剧烈，上半年还担心过热和通胀，下半年面临滞胀，开始担心衰退和通缩。

经济的剧烈波动使中观行业配置和微观选股都失去意义，因为这两者都只能避免非系统性风险，而 08 年是剧烈的系统性风险，所以仓位控制、大类资产配置格外重要。在这点上，宏观分析员无疑有优势，所以 2008 年是宏观策略主导的年代。

1.3 2009 年：行业轮动策略主导

2009 年是真正意义上的策略元年，宏观经济依然重要，但市场表现和经济表现开始脱离，特别在 08 年底到 09 年 4 月份，经济复苏尚未明确，但市场持续上涨。

如果说，2007 年什么股票都涨，所以行业配置不重要，2008 年什么股票都跌，所以行业配置不重要，那么 2009 年行业配置变得异常重要。如果你能在 2009 年一季度配置有色、二季度配煤炭、房地产和银行、7 月份配置中游、8 月配置防御品，那么你的收益一定相当可观。

政府投资和流动性推动了股市第一阶段的上漲，房地产和汽车的复苏是第二阶段股市上漲的驱动力，中游的崛起是第三阶段，似乎一切都在按照那个著名的时钟运转。

表 1：08 年 11 月以来不同行业在不同阶段各领风骚

08. 10. 31-09. 4. 2		09. 4. 3-09. 6. 30		09. 7. 1-09. 8. 5		09. 8. 6-09. 8. 31		09. 9. 1-09. 9. 30	
行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益
有色金属	77.58%	采掘	17.92%	黑色金属	22.09%	医药生物	16.04%	家用电器	3.62%
机械设备	48.11%	房地产	14.81%	采掘	15.82%	信息设备	11.52%	金融服务	2.86%
信息设备	47.96%	金融服务	9.10%	有色金属	15.28%	食品饮料	10.29%	机械设备	2.41%
综合	47.56%	餐饮旅游	4.03%	化工	11.81%	餐饮旅游	9.72%	信息设备	1.76%
交运设备	45.67%	食品饮料	3.27%	交运设备	4.51%	家用电器	9.60%	房地产	1.25%

资料来源：Wind，申万研究

综上所述，驱动 A 股策略研究的最大力量是经济周期的变动。2010 年，经济自主复苏和政策退出是主题词，经济周期的波动不再明显，策略将重回中观和微观，行业轮动和主题投资非常关键。

2. 策略研究的核心：先行业、后大势

卖方策略之所以缺乏体系，是因为其缺乏常规工作模式。卖方策略报告之所以没有实战性是因为策略分析员普遍具有两个先天不足，缺乏行业研究经验和缺乏投资经验。

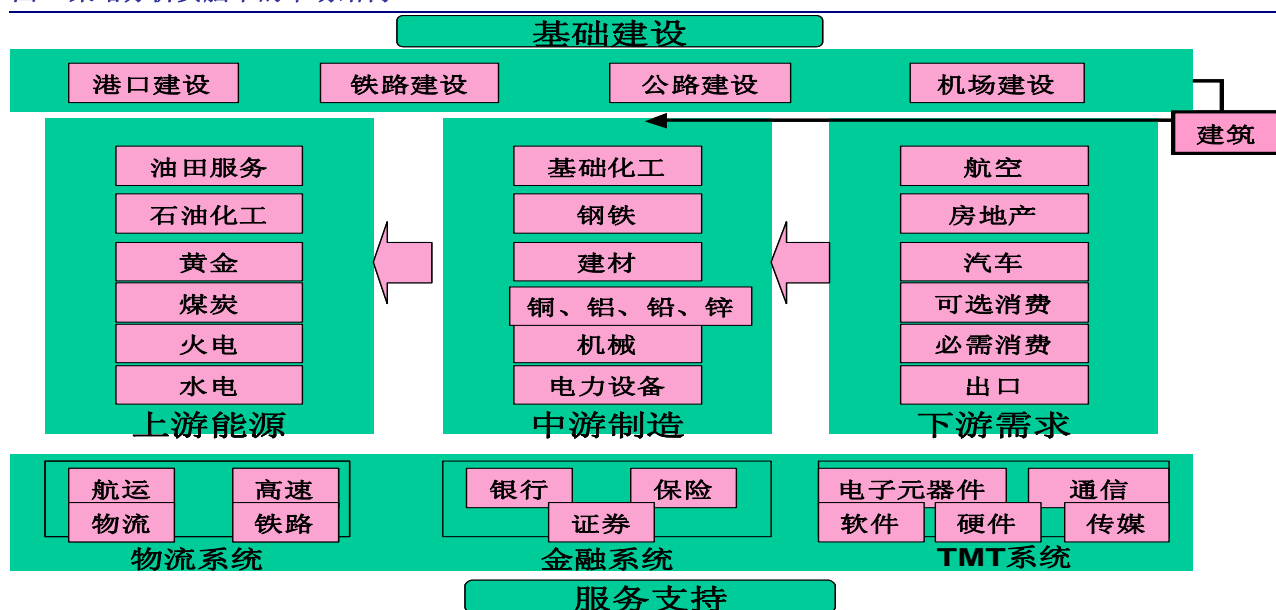
要增加卖方策略的体系化和实战性，必须先明白卖方策略的定位、附加值和卖方策略的常规任务。我们认为，策略分析员是纵横家，重点是把握中观层面的行业轮动，行业选择是策略分析员最大的常规任务，而卖方策略对买方的附加值不在于指导投资，而在于提供系统的信息和连贯的逻辑。

2.1 策略分析员是纵横家

策略分析员什么都懂一点，什么都不通，那么他的价值何在？我们认为策略分析员最大的价值在于：站得高、看得广。所谓站得高，是指从宏观自上而下看待问题，把宏观中观化；所谓看得广，是能够从多个行业的联系去看待一个问题，相互验证。所以策略分析员必须是一个纵横家，在宏观中观化、行业贯穿化的过程中寻找自己的定位。

中观行业始终是策略分析员的本职。无论采用哪种行业分类方法，策略分析员脑中的市场永远应该是两大块、六小块，而每块的关注点都不一样。

图 1:策略分析员脑中的市场结构



资料来源：申万研究

主要分为制造业和服务业，其中制造业分为下游需求、中游制造和上游能源，服务业分为物流、金融和 TMT。下游需求重点关注需求的产生，特别是房地产和汽车的需求，而这一点要靠宏观判断和微观调研，要形成专门针对需求调研的扩散性指数。中游的需求可以通过下游的订单把握。中游又分为材料类（钢铁、建材、造纸和化工）和工业品类（机械、建筑），前者主要把握价格

成本差，后者主要把握销售量。由于中游的投资机会比较短暂，弹性又比较大，所以需要重点跟踪价格、库存、现金成本、当前利润水平、产能利用率、产能扩展速度等指标。上游能源往往体现两种属性，即金融属性和商品属性，前者与流动性相关，后者与经济过热相关。重点关注美元、避险情绪、流动性和库存等指标。物流系统主要关注港口吞吐量、公路运力等指标，此类指标体现经济的活力。金融系统主要从央行、商业银行、实体部门和出口部门的资产负债表去把握流动性和信用创造。TMT 则相对比较独立，主要关注美国的 TMT 复苏情况。

A 股市场结构偏周期行业，而周期性行业主要看趋势而非估值。所以如何把握宏观经济周期的拐点，对策略分析员非常重要，一个优秀的策略分析员首先是一个经济学家。对于**房地产、钢铁、煤炭、有色、银行和航运**，策略分析员要特别关注。因为房地产是中国城市化的核心，并且其需求和投资直接决定了中游若干行业的景气；钢铁是中国工业化的核心；煤炭是重要的能源；有色和航运对外部经济的敏感度最大；银行是整个中国经济流动性的来源。

表 2：A 股市场结构

申万一级	申万二级	二级权重	申万一级	申万二级	二级权重
金融服务 (27.84)	银行	18.02	建筑建材 (3.91)	建筑装饰	2.92
	保险	4.92		建筑材料	0.99
	证券	4.65	有色金属 (3.63)	有色金属冶炼	3.51
	信托	0.25		金属新材料	0.12
房地产 (7.67)	房地产开发	6.98	信息服务 (3.61)	通信运营	1.73
	园区开发	0.69		网络服务	0.67
交通运输 (7.44)	铁路运输	1.86		传媒	0.64
	航运	1.47		计算机应用	0.57
	港口	1.08	商业贸易 (3.15)	零售	2.54
	高速公路	1.01		贸易	0.61
	航空运输	0.93	交运设备 (2.62)	汽车整车	1.14
	机场	0.73		非汽车交运设备	0.89
	公交	0.3		汽车零部件	0.44
	物流	0.06		汽车服务	0.15
采掘 (7.16)	煤炭开采	5.5	家用电器 (1.47)	白色家电	1.3
	石油开采	1.66		视听器材	0.17
公用事业 (6.5)	电力	5.58	医药生物 (1.41)	中药	0.89
	水务	0.62		生物制品	0.32
	燃气	0.3		化学制药	0.2
黑色金属 (6.17%)	钢铁	6.17	信息设备 (1.28)	通信设备	0.73
食品饮料 (4.73)	饮料制造	4		计算机设备	0.55
	食品加工	0.42	农林牧渔 (0.78)	农业综合	0.47
	食品制造	0.31		种植业	0.31
机械设备 (4.3)	专用设备	2.13	纺织服装 (0.72)	纺织	0.38
	电气设备	1.72		服装	0.34

化工 (4.23)	金属制品	0.32	综合 (0.66)	综合	0.66
	普通机械	0.13	轻工制造 (0.45)	造纸	0.27
	化学制品	1.93		包装印刷	0.13
	石油化工	1.64		其他轻工制造	0.05
	化工新材料	0.34	电子元器件 (0.24)	元件	0.15
	塑料	0.14		其他电子器件	0.09
	化学原料	0.11			
	化学纤维	0.07			

资料来源：Wind，申万研究

2.2 策略三大任务、四大配置：行业选择是核心

卖方策略三大任务，即大势判断、行业选择和主题投资。本质上讲，主题投资没有固定方法，所以策略的常规任务就剩下大势判断和行业选择。在经济周期剧烈波动时，系统性风险占主导地位，大势判断比行业选择更加重要，此时大势判断更多是宏观变量的判断。当经济周期进入平缓阶段，大势判断是行业选择的结果。当你推荐零售、医药，回避银行、地产、钢铁、电力、有色时，你对大势就是不看好的，所以行业配置体现了你对大势的看法。**由于A股是单边市，所以行业选择往往只重视看好的行业，而忽视看空的行业，忽略大行业的下跌因素将直接影响大势判断。**

另外一方面，策略包含四大配置，即国际配置、大类资产配置、行业配置和风格配置。在A股，国际配置基本不需要，大类资产配置需求也不大，风格配置更多是金融工程的产物，所以所谓的策略配置基本上是指“行业轮动策略”（Sector Rotation Strategy）。

综上所述，行业选择是策略分析员最大的常规任务，关键是有没有系统化的方法，而这在某种程度上取决于你的投资哲学。

2.3 投资时钟，可以远观，难以细究

无论是国内还是国外，均缺乏系统化的行业选择方法，投资时钟算是策略研究里程碑式的成就，它对国际资产配置、大类资产分类、行业配置、风格轮动均有所涉及。

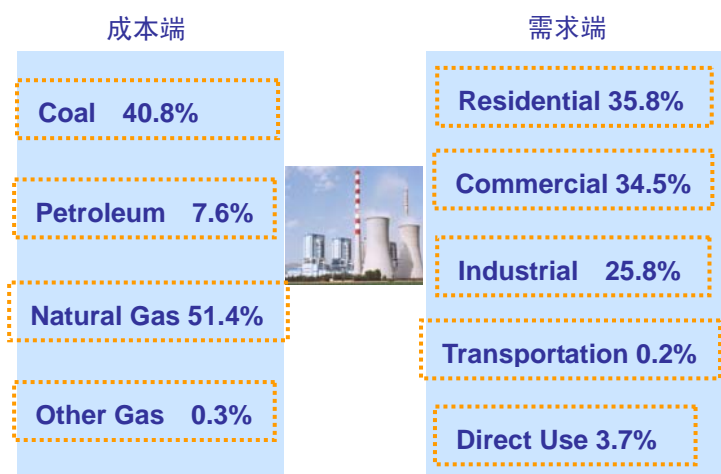
但是投资时钟由于如下几个问题，可能缺乏应用价值：

第一，从经济周期直接跳到市场表现，中间省略了行业的业绩表现。一般而言，我们研究一个问题，总是先实体后虚拟，先探究在不同经济周期、不同经济驱动力下行业或者公司的盈利变化，然后再探究这种盈利变化在资本市场上的价值变化。投资时钟用统计的方法直接建立了经济周期驱动力与资产表现的关系，忽略了行业实体的业绩变化。

投资时钟检验的样本时间为 1969 年到 2003 年，期间美国已经完成工业化和城市化，消费主导，产业结构相对稳定，所以这种跳跃或许可行。但在中国，直接从宏观总量变动推导股市行业轮动，很难实现，除非经济周期出现了剧烈波动。2009 年上半年，投资时钟之所以如此盛行，恰恰是中国的经济周期发生了剧烈的波动，政府推动经济周期从衰退到复苏。2010 年，一旦经济复苏进程变得缓慢，投资时钟的解释力会大打折扣。

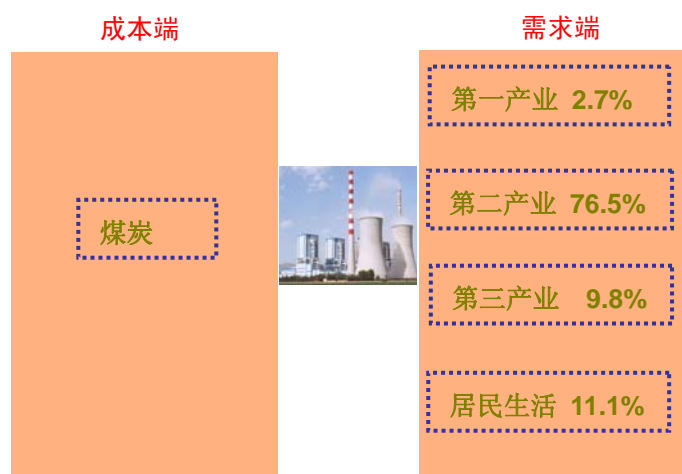
第二，由于中美行业处于不同发展阶段，即使判断对周期，也未必判断对行业配置。比如说 IPP，在美国是公用事业，但在中国，由于 IPP 的成本主要是煤，需求主要是工业用电，所以呈现很强的周期性；比如说房地产，国外通常放入 Financial，但是国内更多是建筑以及由此形成的上下游拉动，而非财富的概念；还有银行，中国的银行被作为调节经济的工具，所以滞后于经济周期……诸如此种，我们很难将投资时钟的结论直接运用到 A 股市场，即使判断对了经济周期，也很难做出正确的行业配置。投资时钟对国际配置、大类资产配置借鉴意义大于行业配置。

图 2:美国 IPP 的成本和需求结构



资料来源：申万研究

图 3:中国 IPP 的成本和需求结构



资料来源：申万研究

第三，投资时钟忽略了风险的概念。在滞涨和衰退阶段，投资者对现金类资产的偏好，不是因为盈利发生了改变，而是人们的风险偏好下降了。在 A 股市场，市场开始急剧下跌时，恐惧也会推高这些行业。但是由于恐惧而持有的行业注定不能长久，因为一旦恐惧消除，周期类行业的反弹幅度会更大，一旦恐惧被证实，这类行业会补跌。所以，在 A 股，除非在市场下跌之始、恐惧之初，才可以购买稳定增长类、防御性的股票。

2010 年投资时钟的解释力会大大下降，因为在投资时钟的逻辑中，驱动行业轮动的原动力是经济周期的变迁，一旦经济周期停下来，投资时钟对行业轮动的解释力也就丧失了。

3. 行业选择的逻辑：驱动力+信号验证

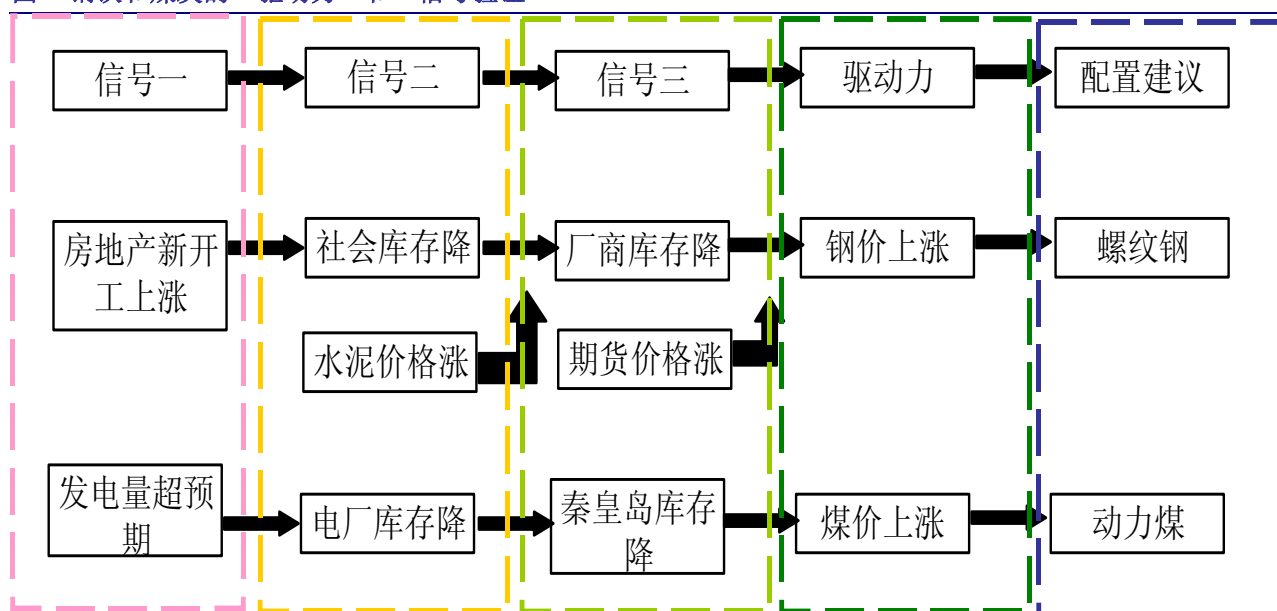
3.1 行业选择的逻辑：驱动力+信号验证

那么我们的行业选择方法是什么？首先，为什么我们要配置一个行业？我们配置一个行业，是因为预期到某种因素的发生。比如加息或者温和通货膨胀，银行股和保险股会涨；资源价格上涨，资源股受到青睐；汽车销量超预期，汽车股涨。我们把这些促使股价上涨的因素称为“驱动力”。

我们不可能等“驱动力”出现以后再投资，也不可能拍一个方向去赌运气，我们需要“信号”来验证“驱动力”出现的概率。举个例子，预期房地产新开工上涨带动钢价上涨，从而配置钢铁股。这个时候“驱动力”是钢价，原因是房地产新开工上涨。从房地产新开工到真正看到钢价上涨，中间还有很多信号需要确认。其中，房地产新开工上涨是第一层面的信号，钢铁社会库存下降和水泥价格上涨是第二层面的信号，钢铁生产商库存的下降和钢铁期货价格的上涨是第三层面的信号，最后钢铁价格上涨，驱动力出现。再比如说，如果我们判断动力煤价格上涨而配置煤炭，那么“驱动力”是动力煤价格，发电量超预期是信号一，电厂电煤库存下降是信号二，秦皇岛库存下降是信号三。同样道理，当信号朝相反方向发展时候，买入信号也可以成为卖出信号。

选择在什么时候投资，取决于投资者的风险承受能力、资金的等待成本和市场的气氛。大基金和自有资金可以在信号一就投资，一般人选择在信号二投资，而更多的人选择在驱动力出现甚至股价上涨以后才投资。在熊市中，投资的时间越来越晚，而在牛市中，投资的信号越来越早，甚至靠想象力来投资。

图 4:钢铁和煤炭的“驱动力”和“信号验证”



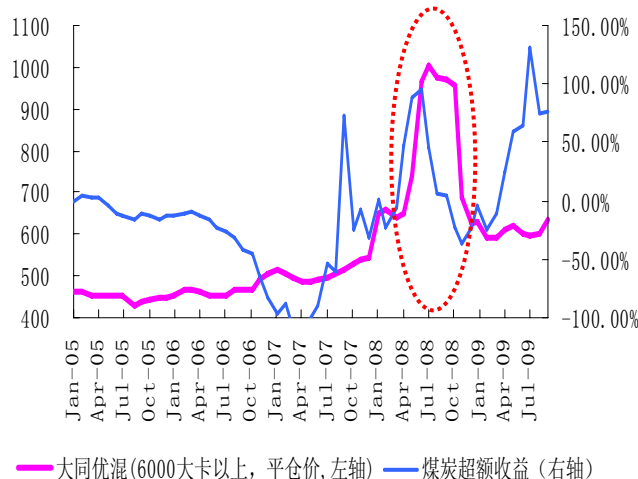
资料来源：申万研究

3.2 煤炭和钢铁的案例

煤炭股在2008年7月到2008年11月这五个月暴跌，钢铁股在2009年6、7两月大涨，我们尝试用上述机制来验证。

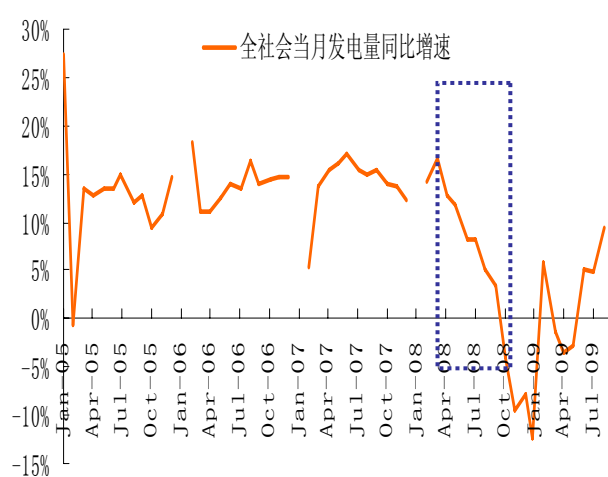
煤炭行业2008年7月开始大幅跑输市场，而煤价直到2008年11月才开始真正下跌。但在这之前，发电量同比增速从2008年4月就开始大幅下降，直供电厂煤炭库存从2008年8月就开始大幅上升，秦皇岛库存也在2008年7月开始大幅上升。所以，在2008年4月就出现了卖出煤炭的第一个信号，2008年7月和8月陆续出现第二个和第三个，而“驱动力”直到2008年11月才出现，所幸市场在2008年7月就做出了反映。

图5:煤炭行业超额收益从2008年7月大幅收窄



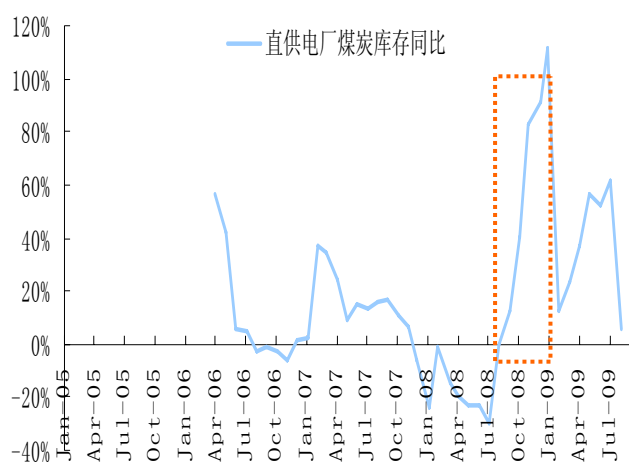
资料来源：申万研究

图6:发电量同比增速从2008年4月大幅下降



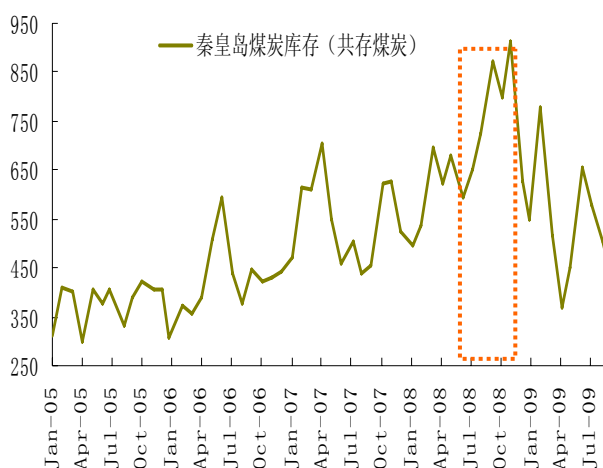
资料来源：申万研究

图7:直供电厂煤炭库存从2008年8月大幅上升



资料来源：申万研究

图8:秦皇岛库存从2008年7月大幅上升



资料来源：申万研究

2009年6月和7月份，钢铁股行情超出了很多行业分析员的预期，而钢价也大幅上升，似乎出现了“淡季不淡”的情况，很多人把其归结为房地产投资的结果。

表 3：钢铁、水泥和库存数据

	25 螺纹钢 格	房地产新开 工单月	7 种标号水 泥平均价格	钢铁社会库 存（万吨）	钢铁生产商库 存（千元）	钢铁超额 收益
Feb-09	3663.09	107984	218.31	1132.62	174801219	-10.12%
Mar-09	3474.23	92840	215.75	1083.40		-15.29%
Apr-09	3470.14	77544	222.49	972.24		-20.29%
May-09	3670.64	78155	213.63	910.00	166063978	-19.84%
Jun-09	3902.73	122693	214.03	896.53		-20.66%
Jul-09	4482.95	70583	213.81	944.11		-5.69%
Aug-09	3838.55	81274	209.46	1093.87	168918140	-14.76%
Sep-09	3689.05	100929		1123.15		-23.91%

资料来源：申万研究

从上面的数据可以看出，房地产新开工在6月大幅上升，而7月大幅下跌，水泥价格持续下跌，社会库存上升。从信号验证的角度，房地产开工导致钢价上升是不成立的，钢铁价格的上升主要来自中间商的囤库、钢材期货的炒作。正是由于这个原因，6、7月份钢价和钢铁股上涨的基础是脆弱的，8月份重新跌回来。但是，8月份以来，房地产新开工持续上升、水泥价格也开始上涨，一旦社会库存开始下降、厂商库存下降，钢铁股会重新上涨，钢铁股的投资机会也来，而且这轮钢铁股的投资机会会比上一次更扎实。

3.3 以损益表为标准构造行业的关键假设表

当然，现实生活永远比我们想象地复杂。从投资哲学的提出到具备实战性，我们至少还要解决三个问题。

第一，如何筛选每个阶段关键的驱动力和信号？

一个行业同时受若干个驱动力的影响，如何判断哪个驱动力更加重要？历史的案例是否可以借鉴？选取哪些信号为宜？甚至用同比数据还是真实值、用累计值还是用单月值都要经过思考。

第二，当信号出现矛盾时，如何选择？这个问题本质上也取决于对驱动力和信号重要程度的判断。

第三，当“驱动力”和“信号验证”机制同时显示几个行业出现买点时，如何在行业间进行选择？如何给出具体的配置权重？

虽然有种种问题，但是我们不可能把所有问题都想明白了才去做，很多问题要在做的过程中去解决、去思考，所以关键是现在如何做好第一步。

第一步是分解 21 个行业的关键指标，这些关键指标构成了每个行业的驱动力和信号。这 21 个行业包括上游（电力、煤炭、石油、有色）、中游（钢铁、建材、造纸、化工、工程机械、建筑）、下游（房地产、汽车、农产品价格）、金融（银行、保险）、交通运输（港口、航运、公路、铁路、航空、机场）。我们不能把简单的把所有的指标放在一起，而是要系统性、标准化的去梳理。由于 A 股上市公司的损益表是同一标准，所以我们以损益表为标准去整理各个行业的关键指标，这样能够保证不同行业的同一标准，同时也有利于在同一平台上整合。

以煤炭为例子，其中红色部分就是“驱动力”指标，绿色和黄色部分就是“信号”指标。这个工作大概就要花 10 个月完成。

表 4：煤炭关键假设表

利润表项目	明细指标	外生指标
一、营业收入	产品销售收入	
	产量全国原煤产量	
	分矿井原煤产量	
	分省原煤产量	
	分煤种原煤产量	
	全国焦炭产量	
	价格国内动力煤价格--秦皇岛港 6000 大卡大同优混平仓价，元/吨	发电量、电价
	国内炼焦煤价格--山西古交 2#焦煤坑口不含税价，元/吨	焦炭价格、产量
	国内焦炭价格--山西太原一级冶金焦车板含税价，元/吨	钢铁价格、产量
	国内无烟煤价格--山西阳泉洗中块 7000 大卡坑口不含税价，元/吨	尿素价格、产量
	国内喷吹煤价格--山西阳泉 7200~7500 大卡车板含税价，元/吨	钢铁价格、产量
	国际动力煤价格--澳大利亚 BJ 煤炭 6300 大卡现货平仓价，美元/吨	主要煤炭进口国发电量
	库存全社会煤炭库存	
	直供电厂煤炭库存	
	秦皇岛港煤炭库存	
二、营业总成本		
其中：营业成本	产品销售成本	
营业税金及附加	产品销售税金及附加	
销售费用	产品销售费用	
管理费用	管理费用	
财务费用	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	利润总额	
减： 所得税	税金总额	
五、 净利润		
少数股东损益		
归属于母公司所有者的净利润		

资料来源：申万研究

第二步，整合。很多行业的驱动因素可能是相同、因果或者互斥的。比如说，银行、地产、保险和汽车都会受制于利率，航空、汽车、航运、石油、化工都会受制于成品油价格的调整。

每次撰写大的策略报告，我们需要系统梳理一下所有行业的驱动因素，整理出一条路径，先因子，后核心。然后设计“驱动力”和“信号验证”机制，给出具体的行业配置建议，而行业配置完成了，大势判断也就完成了一大半。

非但要给出买入的行业，同时也要关注卖出的行业。A股由于没有做空机制，所以策略分析师往往不关注卖出的行业，总是偏乐观。事实上，如果不考虑发出卖出信号的“驱动力”，不考虑卖出的行业，对大势的判断注定是不完全的。

一旦，报告形成，接下来就要组织调研力量去关注“信号”，一旦“信号”强化我们的判断，就要持续推荐；而“信号”无法验证，就要反思。

分析师承诺

凌鹏、冯宇：策略。

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。

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。