



去杠杆对上中下游行业影响不同

策略周报

主动去杠杆发生在利润好转阶段；去杠杆对上中下游行业影响不同。

- **本周话题：去杠杆的大环境下，各行业都会受到什么影响？** 宏观去杠杆是未来三年重要任务。投资者最关心，在资产负债率下降时，各行业的经营效率、偿债能力和盈利能力分别会受到哪些影响？
- **杠杆率超过阈值，将对利润带来负面影响。** 关于杠杆率与利润的关系，Coricelli 等人（2010）研究发现，企业的资产负债率超过一定的阈值时，生产效率降低，利润减少。中国人民银行以我国经验指出：2008 年以来，我国宏观杠杆率上升，加杠杆主要加在了资产收益率不断下降的国有企业身上，所以工业企业利润增速是往下的。
- **主动去杠杆一般发生在利润好转阶段。** 在经济周期的不同阶段，企业杠杆行为不同。在经济扩张阶段，未来需求向好，利润率超过融资成本，企业通常主动加杠杆；但在利润上升时，企业也会选择偿还债务，主动去杠杆。在经济收缩阶段，需求萎缩、利润下滑，通缩环境驱动负债扩张快于资产，企业被动加杠杆；同时，企业虽然入不敷出，但在债权人压力下，也会不得不减少债务压力，被动去杠杆。可以看到，主动去杠杆一般发生在经济扩张阶段，被动去杠杆一般发生在经济收缩阶段。
- **2005 年以来经验显示，去杠杆对上中下游行业影响不同。** 一般来看，主动去杠杆影响不大并偏正面，被动去杠杆则常常引发风险。行业层面来看，我们计算了 2005 年以来各行业杠杆率与偿债、营运以及盈利能力之间关系，发现去杠杆对于多数行业都有正面影响。但是从负面影响来看，降杠杆削弱了部分中游行业的营运与盈利能力，也削弱了部分下游和成长行业的偿债能力。而零售、食品饮料、农林牧渔、有色和房地产行业能够在负债率下降时通过提高周转率和降低费用的方式，来使收入免受负债率降低的负面影响。
- **去杠杆整体影响不大，房地产、钢铁、有色金属行业需重点关注。** 从产能周期来看，今年可能是尾声，企业盈利能力已经大幅好转。未来的去杠杆更多可能是主动去杠杆，整体负面影响不大。从行业来看，根据各行业杠杆率与历史杠杆率分位数来看，房地产、钢铁、有色金属行业杠杆率较高，未来需要重点关注。
- **市场观点：风险重估，寻找交易性价值机会。** 我们在二季度投资策略《风险重估》中指出，在风险释放的大环境下，二季度 A 股市场不宜乐观。同时，由于消费、成长以及周期、金融的估值差距已经收敛，内在价值走向均衡，只有交易性的价值机会，而不具备大的风格切换条件。在行业配置层面，建议重点关注电力、纺织服装、商业零售、石油石化、非银金融、航空、地产等行业；从对冲风险角度，关注贵金属和军工。
- **一周重要变化：内外需均堪忧，经济下行压力或增大。** 市场方面，上周总体平淡。场内杠杆资金方面，两市融资余额来到了 9956 亿元，环比（+28），回到 3 月底水平；北上资金本周加大流入力度。股票型基金仓位和混合型基金仓位均小幅回落。市场换手率大幅走弱，涨跌停比例也跟着回落。宏观层面，内外需均堪忧，经济下行压力或增大。人民币止跌小幅升值，流动性继续偏宽松。CPI 超季节回落，PPI 趋势下行，全年通胀或低于预期。非标继续萎缩，进出口不达预期。行业层面，减产预期与地缘政治风险推升油价，铜价止跌回升。钢材库存加速回落，主要化工品价格回暖。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

市场策略：中国策略

陈乐天

(8610)66229143

letian.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：

S1300516120003

徐沛东

(8621)20328702

peidong.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：

S1300518020001

目录

一、 主动去杠杆一般发生在扩张阶段.....	4
二、 经验表明，去杠杆对多数行业有正面影响.....	5
三、 钢铁、有色金属行业是去杠杆重点	6
四、 配置组合跟踪：“老佛爷”配置组合净值为 1.26.....	7
五、 市场重要变化：场内杠杆小反弹，融资余额回到 3 月底..	8
六、 宏观重要变化：内外需均堪忧，经济下行压力或增大...	10
行业重要变化：原油价格大涨，铜价止跌回升	11

图表目录

图表 1: 去杠杆有三种方式: 盈利改善、债务减计、债务重组	4
图表 2: 杠杆率变动与偿债、营运以及盈利能力之间的关系	5
图表 3. 2015Q4-2017Q3: 杠杆率前十行业及其降杠杆程度	6
图表 4. 各行业当期资产负债率与 2005 年以来资产负债率中位数	7
图表 5. 上周“老佛爷”行业组合表现	7
图表 6. 上周“老佛爷”个股组合表现	7
图表 7. 个股及组合配置表现 (累计值)	8
图表 8. 两市融资余额上周有所回落	9
图表 9. 4 月北上资金净流入再度走强	9
图表 10. 上周全市场换手率下降	9
图表 11. 上周权益性股票基金股票仓位基本走平	9
图表 12. 涨跌停比创显示上周市场多头情绪有所下降	9
图表 13. 人民币汇率小幅升值	10
图表 14. 利率维持低位, 信用利差稳定 (%)	10
图表 15. CPI 超季节性回落 (%)	11
图表 16. PPI 趋势性下行 (%)	11
图表 17. M2 再次走低, 非标继续萎缩 (% , 亿元)	11
图表 18. 进出口均低于预期, 贸易出现逆差 (%)	11
图表 19. 中上游主要原材料价格一周变化	11

4月3日，中央财经委员会召开第一次会议，再次提出“打好决胜全面建成小康社会三大攻坚战”。会议还首次提出要以结构性去杠杆为基本思路，分部门、分债务类型提出不同要求，努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。2018-2020年，宏观杠杆率的下降将不可逆转。投资者最关心的是，在宏观去杠杆的背景下，企业利润是否将会受到严重的负面影响。本篇周报将重点探讨这个问题。

一、主动去杠杆一般发生在扩张阶段

超过阈值，杠杆率将抑制企业利润增长。关于杠杆率与利润以及经济增长之间的关系，Coricelli¹等人研究发现，企业的资产负债率超过一定的阈值（以美国样本企业2000-2006数据得出的阈值为38.6%），生产效率降低，利润减少。中国人民银行以我国经验指出：2008年以来，我国加杠杆主要加在了资产收益率不断下降的国有企业身上，所以工业企业利润增速反而是往下的²。但去杠杆后，经济增长质量将提升，因为去杠杆减轻债务压力，资金从低效的部门被释放，转移到优质部门，企业资产利用率、周转率和劳动生产率均能得到改善，从而推动利润增长加快，经济质量提升。

经济周期中，主动去杠杆发生在扩张阶段，被动去杠杆发生在收缩阶段。从微观角度来分析，企业的负债行为取决于：1) 对未来需求的预判；2) 当前的负债成本。在经济周期的不同阶段，企业杠杆行为不同。在经济上行阶段，未来需求向好，利润率超过融资成本，企业通常主动加杠杆来扩张经营；但也有理性企业，在利润上升时，选择偿还债务，减轻利息负担，体现为主动去杠杆。在经济下行阶段，由于需求萎缩，利润下滑，利润率低于融资成本，企业虽然通常不会主动加杠杆，但通缩环境驱动负债扩张快于总资产，企业将不得不被动加杠杆；同时，在这个阶段，虽然入不敷出，但在债权人的压力下，企业通常也会不得不减少债务压力，这称为被动去杠杆。可以看到，主动去杠杆一般发生在经济周期扩张阶段，被动去杠杆一般发生在经济周期收缩阶段。从去杠杆的方式来看，主要有盈利改善、债务减计和债务重组三种。在经济上行阶段，盈利改善是主要方式；而在经济下行阶段，债务减计和债务重组则是主要方式。

1. Fabrizio Coricelli a*, Nigel Driffield b, Sarmistha Pal c, Isabelle Roland, When does leverage hurt productivity growth? A firm-level analysis, Journal of International Money and Finance 31 (2012),

2. 中国金融论坛课题组，杠杆率结构、水平和金融稳定：理论与经验，中国人民银行工作论文No.2017/1，2017年2月14日

图表 1：去杠杆有三种方式：盈利改善、债务减计、债务重组

途径	执行方式	适用性	对企业影响
1、盈利改善	进行供给侧改革，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。企业依靠盈利留存，增加净资产，降低负债，从而逐步实现去杠杆。	因产能过剩导致资产周转率过低，成本过高导致盈利能力下降的高负债企业。	去产能、降成本使得企业盈利得到改善，财务企业获得更多稳定的现金流，偿债能力得到提高，营运能力增强。但这种传统方式去杠杆势必会非常缓慢，如果企业急于克服经济下行压力，杠杆率就会进一步提高，高杠杆水平必定带来高额的财务费用，影响盈利水平，因此这种传统方式去杠杆难度非常大。
2、债务减计： ● 破产清算	对于无力偿还债务且盈利能力低、负债高、面临破产的“僵尸企业”，债务违约和破产清算可以防止企业通过持续加杠杆苟延残喘，实现降杠杆的目的。		对没有价值的企业实施规范破产，在经济下行周期实现“市场出清”，化解过剩产能。一方面，可以消除经济发展中的消极因素；另一方面，通过破产重组，倒逼机制转换，可以使破产企业的部分资产和业务重现生机。
● 债转股	债转股是指把银行对企业的债权（贷款及其他债权）通过一些设计和安排，依法转换为对企业的股权的一种财务重组方式。	负债率高，但能够通过优化负债结构实现扭亏为盈的企业。这类企业发展能力好，一般具有“管理基础好、行业地位高、产品有竞争力、工艺设备领先、受地方政府支持”的特征。	在实施债转股以后，由于负债结构变得合理，公司偿债压力减小，充足的资金投入经营，盈利和运营能力都会得到提升。

1. Fabrizio Coricelli a*, Nigel Driffield b, Sarmistha Pal c, Isabelle Roland, When does leverage hurt productivity growth? A firm-level analysis, Journal of International Money and Finance 31 (2012),

2. 中国金融论坛课题组，杠杆率结构、水平和金融稳定：理论与经验，中国人民银行工作论文 No.2017/1，2017年2月14日

3、债务重组

通过减免部分债务，延长还款期限和变动债权债务关系等方式，重新安排债务。

公司经营状况处于上述两种情况之间的高负债企业。

债务重组对企业的本金提供宽限期，减轻了企业当期偿付利息和周转本金所产生的现金流压力，为企业重振提供条件。在宽限期内一般会出现分化，部分企业可能成功重振，盈利能力和营运能力得打提升，实现健康发展，由此银企双方的利益都得到了保障。部分企业可能会出现现金流进一步紧张的情况，负债率不断上升，从而进入破产重组环节，进行后续处理。

资料来源：公开信息整理及中银证券

二、经验表明，去杠杆对多数行业有正面影响

在不考虑其它因素的情况下，降低杠杆率，对企业而言一般是有利的，这表现在：一是有助于企业降低债务压力和利息支出；二是有助于企业减少外延扩张，更多依赖内涵扩张。但在企业现金流紧张的时候，强制性的降杠杆，也会导致企业发生资金链断裂、不得不破产等风险。根据上面分析，主动去杠杆一般发生在盈利较好的经济扩张阶段，被动去杠杆一般发生在盈利较差的经济收缩阶段。那么，在企业利润较好的时候，降杠杆是有利的；在利润较差的时候，降杠杆的风险较大。

我们计算了 2005 年以来，各行业杠杆率的变化与营运能力、偿债能力以及盈利能力之间的关系（仅保留相关性显著的数据）。若相关系数为负值，则表示其与负债率负相关，即负债率下降，该项指标提升。红色单元格代表这一相关性对企业的影响为积极，绿色单元格代表负面。

图表 2：杠杆率变动与偿债、营运以及盈利能力之间的关系

行业	偿债能力			营运能力			盈利能力			
	流动比率	现金比率	经营活动净现金流/财务费用	财务费用占比	三费占比	总资产周转率	净利率	收入增速	净利润增速	ROE
有色金属	-0.3	-0.24	-	-	-	-0.32	-	-	-	-
煤炭	-0.6	-0.49	-	-	-	0.32	-	-	-	-
钢铁	-0.42	-0.46	-	-	-	-	-	-	-	-
基础化工	-0.47	-0.37	-	-	-	-	-	-	-0.37	-
建材	-	-0.45	-0.24	-	-	-	-	-	-	-
石油石化	-	-0.36	-0.28	-	-0.65	-	-	-	-	-
电力及公用事业	-0.39	-0.54	-0.34	-0.47	-	-	-	0.36	-	-
建筑	-0.48	-	-	-0.34	-	-	-	-	-	0.26
轻工制造	-0.44	-0.4	-	-	-	-	-	-0.25	-0.5	-
机械	-0.86	-	-	-	-0.47	-	0.28	0.25	-	0.28
电力设备	-0.72	-	0.32	-0.28	-0.49	0.47	-	0.31	-	0.5
国防军工	-0.8	-	-	-	-	-	-	-	-0.27	-
交通运输	-0.49	-	-	-	-	-	-	-	-	-
汽车	-0.34	-	0.27	-	-	-	-	-	-	0.3
商贸零售	-	-0.56	-	-	0.24	-	-	-	-0.29	-
餐饮旅游	-0.24	-0.74	-0.44	-	-	-	-	-	-	-
家电	-0.49	-	-	-	-	-	-	-	-	-
纺织服装	-0.64	-	0.54	-	-	-	-	-	-	-
医药	-0.4	0.33	0.36	-	-	-	-	-	-0.27	-
食品饮料	-0.81	-0.7	-	-	0.44	0.38	-0.4	-	-0.42	-0.39
农林牧渔	-0.44	-0.32	-0.28	-	0.32	-	-	-	-	-
银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非银行金融	-	-	-	-	-0.25	-	0.42	-	-	-0.34
房地产	-	-	-	-	0.26	-	-	-	-	-0.33
电子元器件	-0.73	-0.69	0.33	-	-	-	-	-	-	-
通信	-0.38	0.35	0.4	-	-	0.37	-0.35	-	-	-
计算机	-0.78	-0.26	-	-	-0.35	-	-	-	-0.42	-

传媒	-0.61	-0.27	-	-	-	-	-0.38	-	-	-
----	-------	-------	---	---	---	---	-------	---	---	---

资料来源：万得资讯及中银证券

从上表可以看出：

偿债能力：负债率的降低几乎对所有中上游行业偿债能力都有改善。但是对消费及成长行业，偿债能力中的经营活动净现金流/财务费用这一比率则会因杠杆率的降低而降低，而这些行业的财务费用占比并未受到负债率降低带来的负面影响。因此可以推断：负债率的降低将降低消费及成长行业精英活动产生的净现金流。

营运能力：负债率的降低对中上游行业的负面影响更为集中。受负面影响的行业包括：石油石化、电力及公用事业、机械和电力设备。这些行业的费用占比有所提高，主要是因为其收入随负债率的降低受到了负面冲击，导致费用在收入中的占比上升。

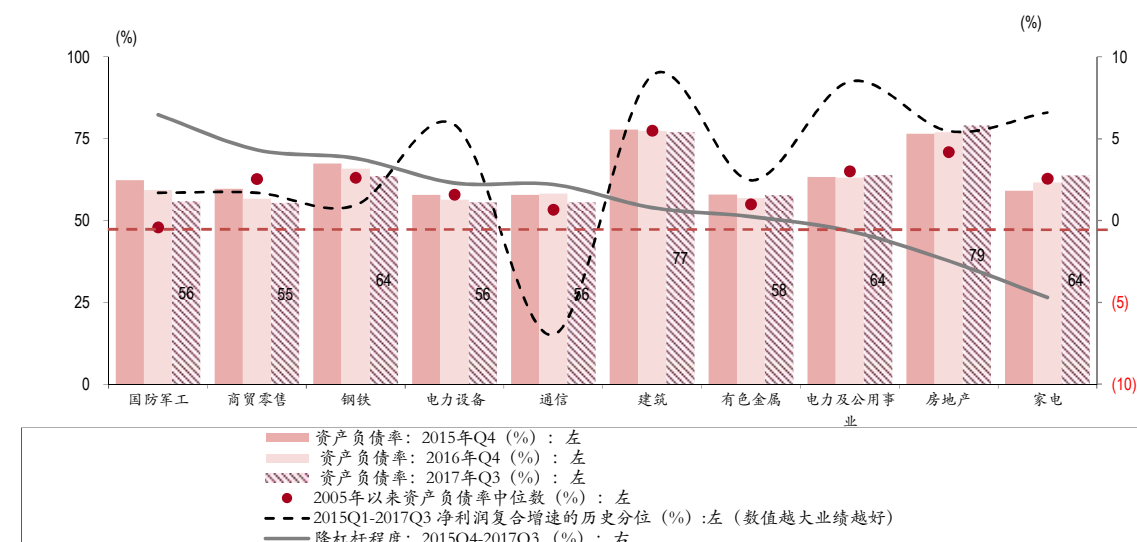
盈利能力：负债率的降低对大部分行业净利润增速都有正面影响。这些行业包括：化工、轻工、军工、零售、医药、食品以及计算机。负债率的降低对电力及公用事业、机械和电力设备的收入增速则有负面影响。

总体而言，去杠杆对于多数行业都有正面影响。但是从负面影响来看，降杠杆削弱了部分中游行业（机械、电力设备）的盈利、营运能力，也削弱了部分下游和成长行业的偿债能力。而零售、食品饮料、农林牧渔、有色和房地产行业能够在负债率下降时通过提高周转率和降低费用的方式，来使收入免受负债率降低的负面影响。

三、 钢铁、有色金属行业是去杠杆重点

以2016-2017年，盈利好转时去杠杆负面影响不大。根据上面分析，在经济扩张阶段的主动去杠杆，对企业的负面影响一般不大。以2016-2017年为例。2015年Q4时负债率最高的十个行业及杠杆率分别为（除去银行、非银）：建筑（77.77%）、房地产（76.56%）、钢铁（67.46%）、电力及公用事业（63.25%）、国防军工（62.32%）、商贸零售（59.72%）、家电（50.10%）、有色金属（57.96%）、电力设备（57.90%）、通信（57.83%）。两年来，这十个行业有七个行业实现了负债率的下降，钢铁、电力设备、建筑这些上游行业的杠杆率更是连续两年下降。而从利润的纵向比较来看，除了通信行业的净利润增速低于历史平均水平，其它行业均大幅好于历史均值。可见，盈利好转时，去杠杆并未对这些行业造成实质性打击。

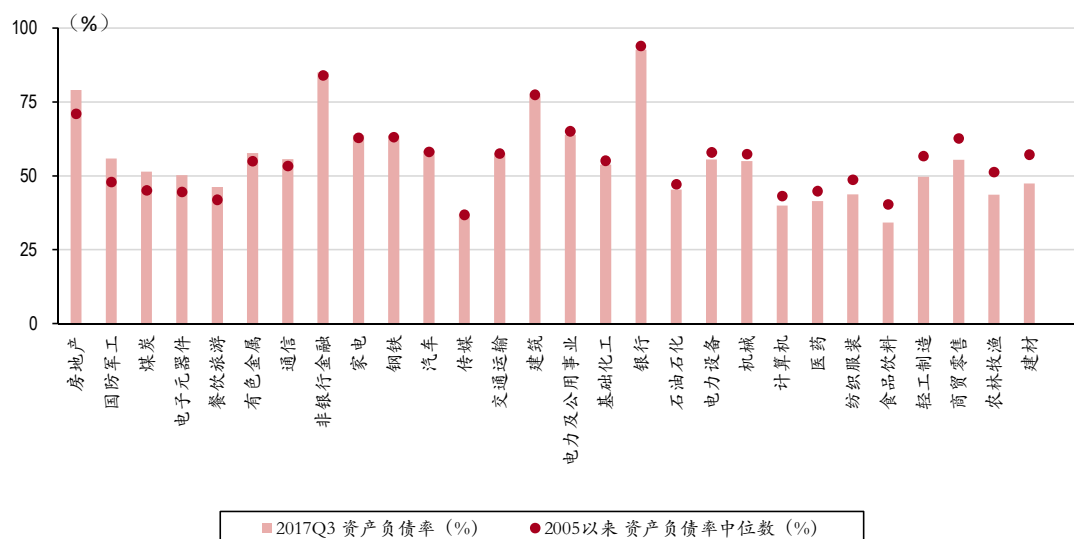
图表 3.2015Q4-2017Q3：杠杆率前十行业及其降杠杆程度



资料来源：万得，中银证券

从产能周期来看，当前，我国经济处在旧周期的底部阶段。在经过 2016-2017 年的供给侧改革后，实体经济的中期供求关系已经明显改善，2014-2015 年的严重通缩很难再出现。同时，目前实体经济盈利能力也已经明显提升。这时，企业主动去杠杆的意愿在增强。在政府宏观政策的驱动下，杠杆率将会进一步下降。从绝对杠杆率水平与历史分位数来看，钢铁、有色金属、房地产等行业杠杆率水平仍然偏高，是未来去杠杆的重点。

图表 4. 各行业当期资产负债率与 2005 年以来资产负债率中位数



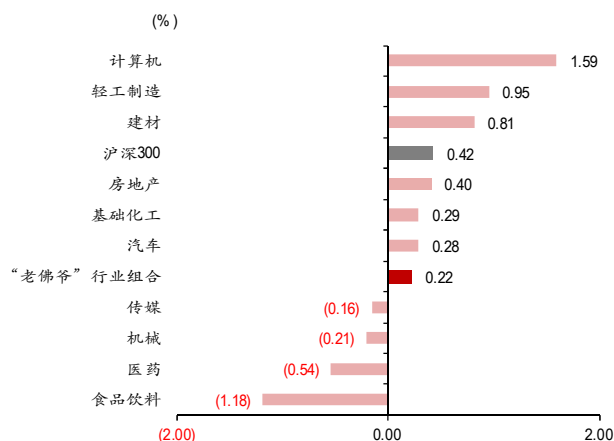
资料来源：万得，中银证券

宏观去杠杆的影响，我们判断，不会对整体利润造成大的负面影响。但由于杠杆率以及现金流情况不同，宏观去杠杆在行业层面体现的重点和影响也不同。对于去杠杆的重点行业：房地产、有色金属和钢铁行业，去杠杆能够增强这三个行业的偿债能力，对有色金属行业，其资产周转率将提升，对房地产行业，其费用占比及 ROE 均将得到改善。

四、配置组合跟踪：“老佛爷”配置组合净值为 1.26

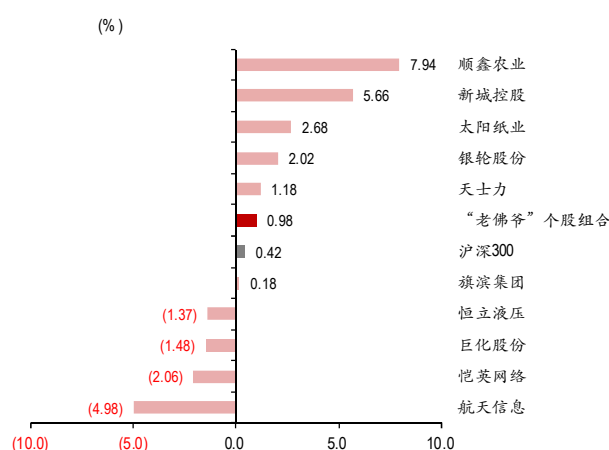
- **组合回顾：**行业组合低于市场，个股组合高于市场。上周“老佛爷”行业组合绝对收益为 0.22%，低于市场 0.20%；“老佛爷”个股组合绝对收益 0.98%，高于市场 0.56%。2017 年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为 1.26。

图表 5. 上周“老佛爷”行业组合表现



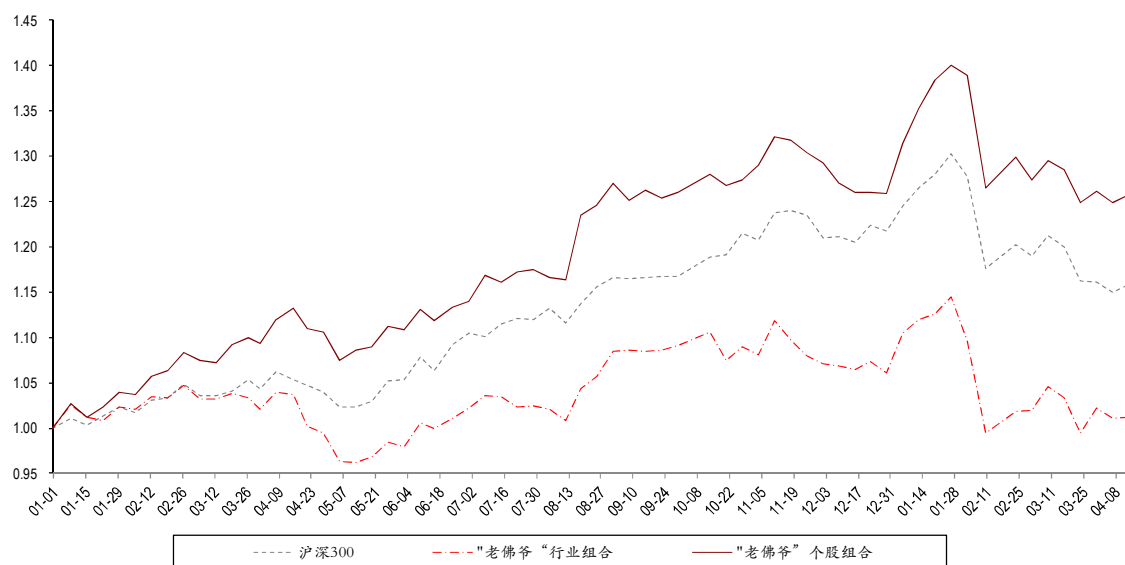
资料来源：万得数据及中银证券

图表 6. 上周“老佛爷”个股组合表现



资料来源：万得数据及中银证券

图表 7. 个股及组合配置表现（累计值）



资料来源：万得，中银证券

五、市场重要变化：场内杠杆小反弹，融资余额回到3月底

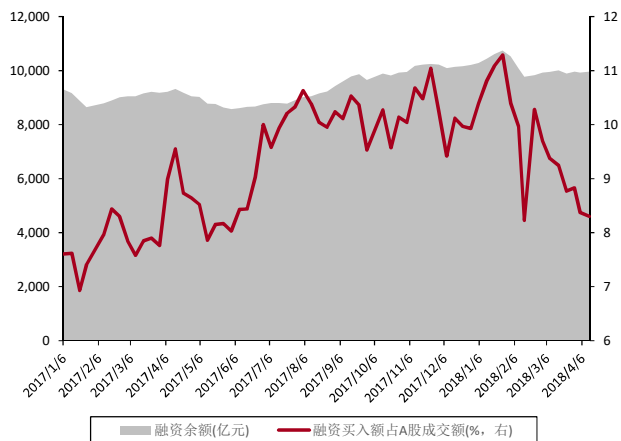
上周市场总体平淡，我们跟踪的情绪指标波澜不惊。其中，场内杠杆资金方面，两市融资余额来到了 9956 亿元，环比（+28），回到 3 月底水平；融资买入成交额占全市场成交占比为 8.3%，环比（-0.07%），杠杆交易情绪连续第二周走弱，当前市场未出现杠杆资金一致重仓板块。

北上资金本周加大流入力度。从流入 43 亿元增加至 126 亿元，环比增长约 200%，消息上自 5 月开始陆港通南下北上资金单日限额均将扩容。上周陆股通合计净流入 126 亿元（前值 43 亿），其中沪股通净流入 75 亿元（前值 31 亿），深股通净流入 51 亿元（前值 11 亿）。当前离 MSCI 正式纳入 A 股时点越来越近，近期外资开始提早布局受益板块。

股票型基金仓位和混合型基金仓位均小幅回落。机构仓位方面，权益类基金股票整体下跌近 1 个百分点，其中股票型基金最新仓位 88.2%（环比-0.7%），混合型基金最新仓位 55.1%（环比-1.2%）。进入四月，随着今年开工情况的明朗与 3 月经济数据的释出，公募基金根据高频数据进入调仓期，本月的调仓行为很大程度上将决定全年的进攻方向。

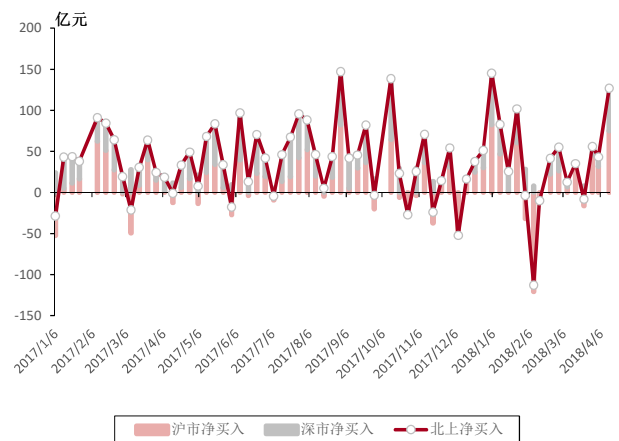
市场换手率大幅走弱，涨跌停比例也跟着回落。清明回来第一周，市场成交情况较为清淡，全市场自由流通换手率 1.61%（前值 1.8%），大幅回落 0.2 个百分点。打板情绪方面，全周市场涨跌停比下降至 3（前值 8 倍），疯狂的小票打板行情似乎已与市场渐行渐远。

图表 8. 两市融资余额上周有所回落



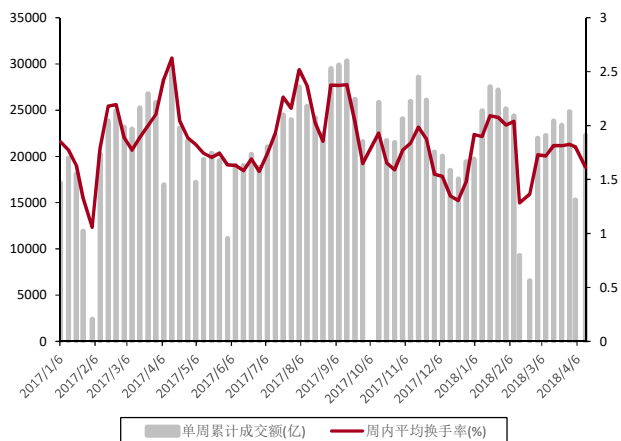
资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 4月北上资金净流入再度走强



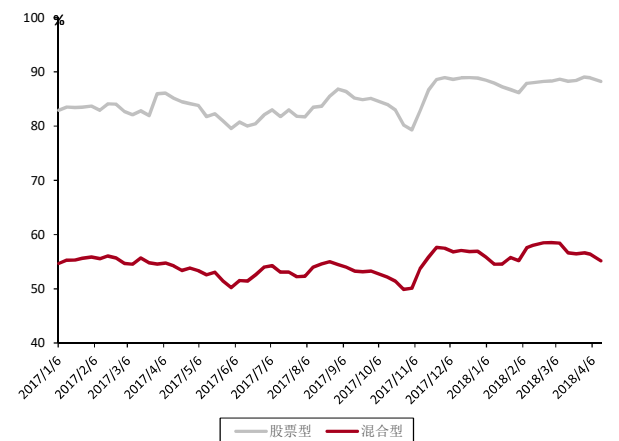
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 上周全市场换手率下降



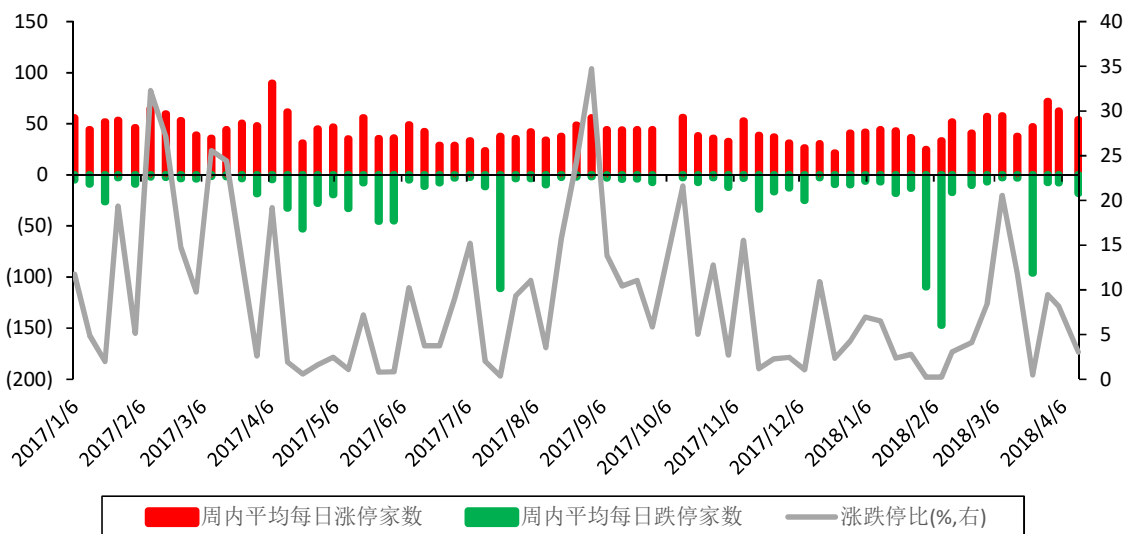
资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 上周权益性股票基金股票仓位基本走平



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 涨跌停比创显示上周市场多头情绪有所下降



资料来源: 万得, 中银证券

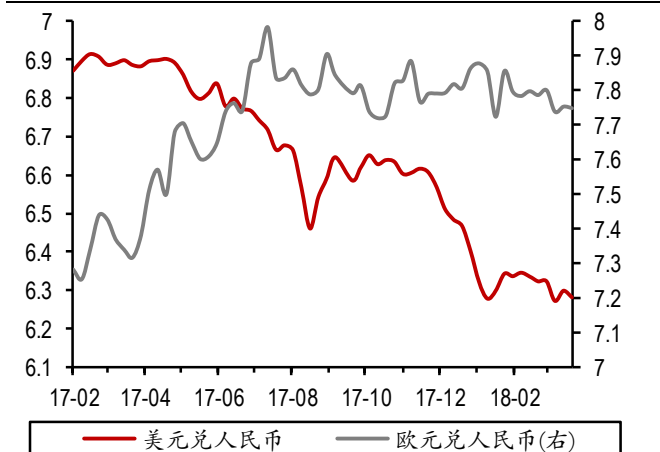
六、宏观重要变化：内外需均堪忧，经济下行压力或增大

人民币止跌小幅升值，流动性继续偏宽松。本周，人民币兑美元与欧元分别小幅升值 0.3%与 0.1%，上周人民币对美元贬值 0.4%左右，市场出现担忧，认为汇率贬值或将成为应对贸易压力的方法之一，本周汇率走势或不支持这一说法，全年来看，在中国经济下行和美国加息背景下，人民币或维持震荡趋缓走势。流动性方面，虽然本周央行继续回笼货币，但由于财政存款释放在三月较大，实体经济融资意愿不强，流动性继续维持较为宽松局面，十年期国债收益率下行 1.7 个基点，但四月下旬至五月，流动性边际上或趋紧。企业债信用利差在无风险利率下降背景下，跟随走低。

CPI 超季节回落，PPI 趋势下行，全年通胀或低于预期。3 月 CPI 通增长 2.1，较上月 2.9 出现大幅回落，历史上 3 月比 2 月回落的幅度在 0.4 左右，本月下行显著超过季节性因素，主要受食品项拖累，较前值下降达到 2.3%，往前看，在 PPI 下行、房租等服务类价格无法提振的情况下，全年 CPI 或在 2.5%以下，不及市场年初预期。3 月 PPI 同比 3.1%，前值 3.7%，环比降幅 0.2%有所扩大，我们指出，随着库存周期进入去库存下半段，国内整体需求走弱情况下，PPI 将趋势性下行，近期油价上升较快引发一定担心，将是未来一个不确定性。

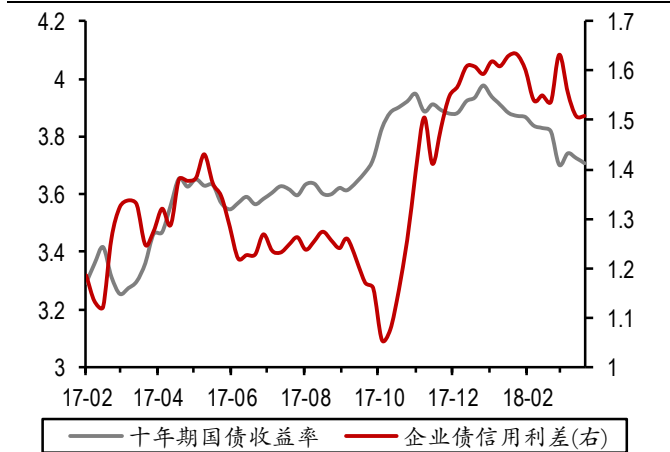
非标继续萎缩，进出口不达预期，内外需均显示经济下行压力或增大。美元计价 3 月出口同比负增 2.7%，预期 7.5%，人民币计价进口同比 5.9%，预期 7.5%，整体看一季度进出口情况，均出现一定的下滑信号，我们认为，出口低迷除了春节因素，全球复苏的高峰可能已经过去，而大宗的进口下滑也间接说明国内需求的放缓。3 月信贷较二月回升，略高于去年同期，债券融资复苏，而非标项目延续萎缩的趋势，整体社融规模较去年同期大幅下降。出口支撑存在不确定性，国内需求下行，经济的下行压力或增大。

图表 13. 人民币汇率小幅升值

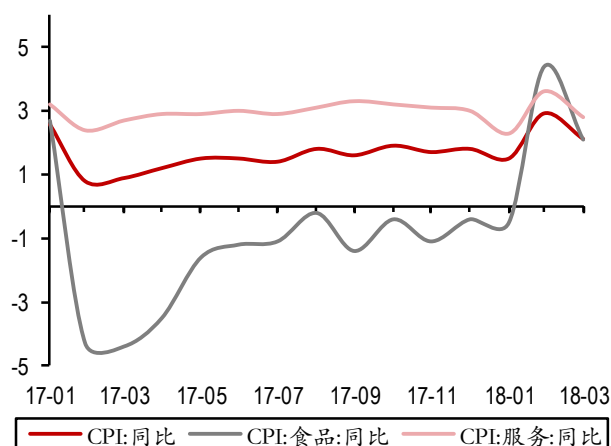


资料来源：万得，中银证券

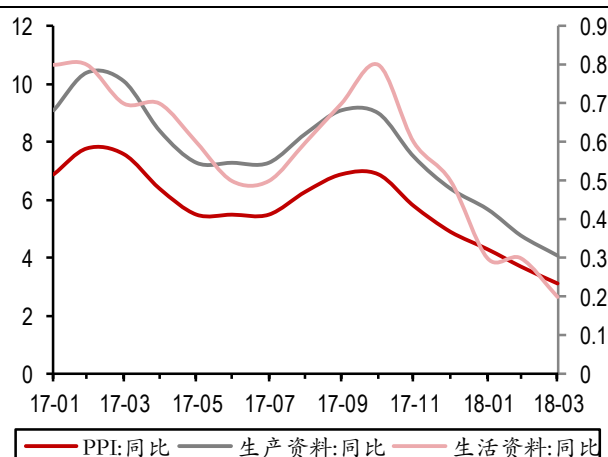
图表 14. 利率维持低位，信用利差稳定 (%)



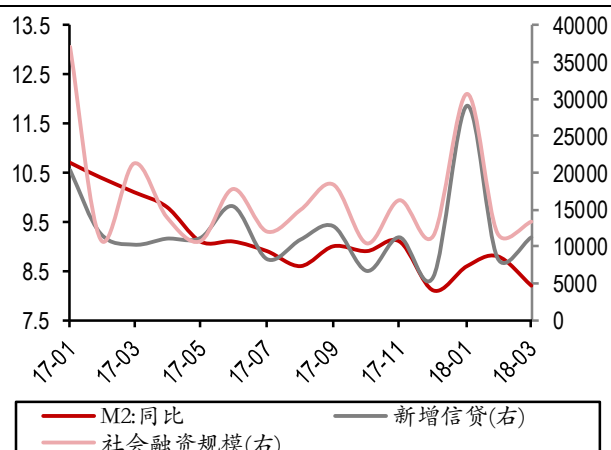
资料来源：万得，中银证券

图表 15. CPI 超季节性回落 (%)


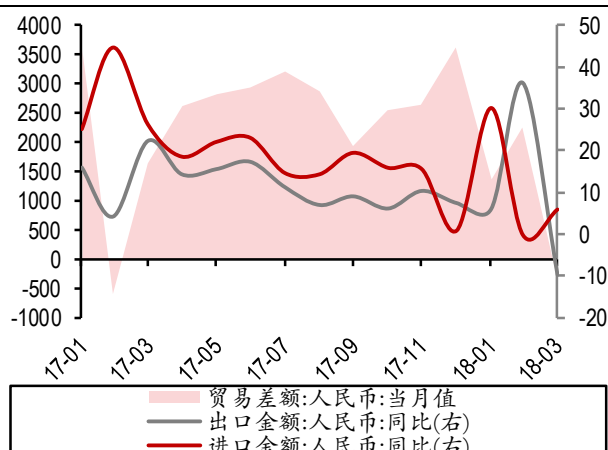
资料来源：万得，中银证券

图表 16. PPI 趋势性下行 (%)


资料来源：万得，中银证券

图表 17. M2 再次走低，非标继续萎缩 (%)，亿元


资料来源：万得，中银证券

图表 18. 进出口均低于预期，贸易出现逆差 (%)


资料来源：万得，中银证券

行业重要变化：原油价格大涨，铜价止跌回升

减产预期与地缘政治风险推升油价，铜价止跌回升。在 OPEC 释放提升油价目标的信息后，市场对于减产的预期再次升温，叠加叙利亚等冲突事件的避险情绪助推，WTI 油价本周大涨 4.6%。黄金同样上升 0.7%。此外，铜价在一季度大幅走弱后，本周出现反弹，涨幅 1.5%，但全年看，铜价仍取决于经济的复苏情况，若中美等主要经济体经济走弱，同时贸易争端升温，铜价或难系统性抬升。

钢材库存加速回落，主要化工品价格回暖。随着开工进程的恢复，下游需求逐步释放，主要城市钢材的库存本周下降 5.1%，超过历史上平均水平，但钢价综合指数仍微跌 0.1%，因此，库存下降可能反应的是短期的需求在节日后的恢复，而非下游需求系统性转好，建议继续跟踪后续经济指标走势。此外，中游的包括尿素、橡胶、PVC、PTA 等价格本周均出现回暖。

图表 19. 中上游主要原材料价格一周变化

	项目	单位	最新水平	周涨幅 (%)	上周涨幅 (%)	月涨幅 (%)
原油	WTI 原油期货	美元/桶	66	4.6	-3.0	7.5
	EIA 全美库存	千桶	428638	0.8	-1.1	-0.5
煤炭	秦港 5500 大卡动力煤	元/吨	587	-0.6	-1.7	-3.8
	秦港煤炭库存	万吨	658	0.2	2.4	-0.3
	发电集团日均耗煤	万吨	21	-0.9	1.3	1.6

有色	LME 铜	美元/吨	6878	1.5	1.5	-0.8
	COMEX 黄金	美元/盎司	1347	0.7	-0.3	2.0
	电池级碳酸锂	元/吨	161367	-1.0	-1.7	-3.9
钢铁	钢价综合指数	\	145	-0.1	2.4	-3.0
	矿价综合指数	\	70	-0.9	0.5	-5.6
	主要城市钢材库存	万吨	1594	-5.1	-6.5	-18.2
建材	水泥价格指数	\	134	0.7	1.3	1.5
	玻璃价格指数	\	1220	-0.8	-0.1	-0.2
化工	尿素:山东	元/吨	1903	0.4	0.1	-2.0
	天然橡胶:上海	元/吨	10520	0.3	0.7	-11.4
	聚氯乙烯 PVC:华东	元/吨	6427	2.3	0.2	-1.9
	PTA:期货	元/吨	5439	0.1	-0.2	-2.4

资料来源: 万得, 中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼 (049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371