

2014年12月30日

与时俱进、完善新经济指标体系

——申万关键假设表（KAT）重构介绍

相关研究

1. 《跨界成长之梦——策略悟道系列报告之一》2014年7月4日
2. 《周期还是周期——策略悟道系列报告之二》2014年8月14日
3. 《这一次，“股债跷跷板”未必灵——策略悟道系列报告之三》2014年8月19日
4. 《“看得见摸不到”的天花板——A股市场融资余额上限测算与投资策略》2014年9月17日
5. 《沧海蓝筹，坐标转换——策略悟道系列之五》2014年9月26日
6. 《大盘蓝筹股仍然有机会——申万行业比较下的投资脉络》2014年12月10日

证券分析师

林丽梅 A0230513090001
linlm@swsresearch.com

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

联系人

林丽梅
 (8621)23297818x7388
linlm@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
 电话：(8621)23297818
 上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

- **关键假设表是研究工作的前提和开始，景气估值框架的起点，关键行业指标左右股票短期超额收益：**各行业研究的统一前提假设，立足于宏观与行业中微观层面的传导关系，也是上中下游景气模型预测的重要因子，因为宏观和行业之间的勾稽关系，因此可以通过预测与行业关键指标相关的其他同步宏观指。同时也借鉴中微观的指标预测来验证宏观指标预测的准确性。
- **申万研究关键指标应当具备的特点：**（1）直接或者间接地影响投资标的的未来现金流和投资者的预期投资收益率；（2）包括历史数据与预测数据，指标本身具备可研究、可计量、可预测、可跟踪的特征；（3）保持各指标数据之间的一致性。
- **关键假设表的指标体系为什么需要更新：**（1）代表“中国梦”的新经济行业在崛起，此前的关键假设表几乎没有涉及新经济行业的指标；（2）海外经验：“后工业化”时代服务业主导，从国际上目前各个国家的支出结构和股市市值结构变化可以看到：服务业的权重逐年提升；（3）中国正在加快地从工业转向服务业主导；（4）2013年从PC时代进入移动互联网时代。传统行业在与互联网的融合与重构中焕发新生。2013年A股申万行业中涨幅前三名的行业依次是：传媒、计算机和国防军工。
- **关键假设表如何重建：**（1）仍然沿用申万研究关键表4大类别：经济指标、金融指标、财政指标、产业指标；加入或替换成更能反映当前和未来经济结构特征的指标；（2）经济指标增加服务业投资、网络购物市场规模增速、全球智能手机出货量和全球平板PC出货量、重卡销量增速和重卡库存。原油消费量细化成汽油、柴油两类消费量，因为未来消费是分布在汽车产业链上。（3）金融指标增加一年期银行理财产品预期年收益率、1年期贷款基准利率（LPR）、民间借贷利率—温州综合指数、新三板直接融资额。（4）财政指标增加医疗卫生支出增速、国防支出增速、环境保护支出增速、文化体育与传媒支出增速、教育支出增速。（5）产业指标进行较大范围修改。基本原则是基于产业链的角度来选取产业指标，分成消费品、金融地产、工业制造、现代服务业、原材料和能源。
- **新版关键假设表勾稽关系和具体数据一览表见正文。**

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目录

1	景气估值框架的起点：关键假设表（KAT）	3
1.1	关键假设表是研究工作的前提和开始	3
1.2	申万研究关键指标应当具备的特点	3
2	新旧版关键假设表更新对比	4
2.1	关键假设表为什么要调整：代表 “中国梦” 的新经济行业在崛起！	4
2.2	新版关键假设表的构建	8
3	关键假设表的内在逻辑关系	10
4	新版关键假设表一览	11

图表目录

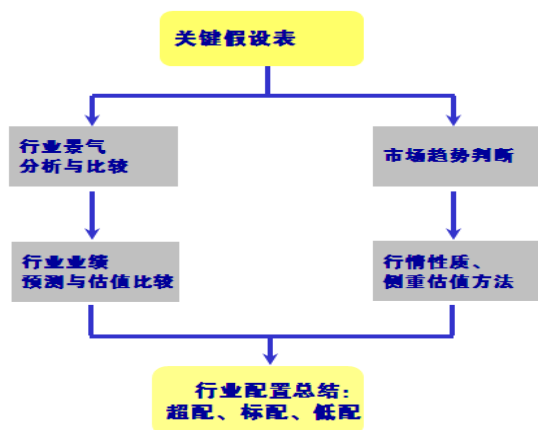
图 1：景气估值框架的起点：关键假设表.....	3
图 2：关键假设表讲究整体作战.....	3
图 3：美国人均 GDP、服务业占比.....	4
图 4：日本人均 GDP、服务业占比.....	4
图 5：英国人均 GDP、服务业占比.....	5
图 6：韩国人均 GDP、服务业占比.....	5
图 7：各国服务业在消费支出最终的权重逐年提升.....	5
图 8：13 年我国第三产业比重首超第二产业.....	6
图 9：13 年我国第三产业同比增速首次超越第二产业.....	6
图 10：中国互联网用户超过 5 亿人.....	6
图 11：中国服务贸易在世界比重逐年提升.....	7
图 12：中国服务出口权重不足 10%，未来发展空间巨大.....	7
图 13：2013 年初-2014 年 12 月 26 日申万一级行业涨跌幅.....	7
图 14：医疗、金融、IT 等市值占比上升.....	8
图 15：原材料、工业品、通讯服务等占比下降.....	8
图 16：新经济指标应该具备的特点.....	9
图 17：新版关键假设表如何构建.....	9
图 18：关键假设表的内在逻辑关系图.....	10
表 1：年度关键假设表 69 个指标的领域分布.....	4
表 2：1970 到 2012 年日经 255 指数成分股变动情况.....	8

1 景气估值框架的起点：关键假设表（KAT）

1.1 关键假设表是研究工作的前提和开始

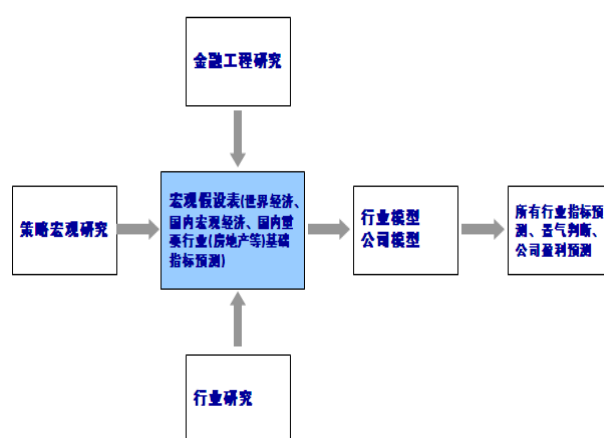
关键假设表是各行业研究的统一前提假设，立足于宏观与行业中微观层面的传导关系，也是上中下游景气模型预测的重要因子，因为宏观和行业之间的勾稽关系，因此可以通过预测与行业关键指标相关的其他同步宏观指。同时也借鉴中微观的指标预测来验证宏观指标预测的准确性。对于投资的作用在于：关键行业指标实际在左右股票短期超额收益。

图 1：景气估值框架的起点：关键假设表



资料来源：Wind，申万研究

图 2：关键假设表讲究整体作战



资料来源：Wind，申万研究

1.2 申万研究关键指标应当具备的特点

(1) 是投资者必须关注的基础指标，这些指标的变化往往会直接或者间接地影响投资标的的未来现金流和投资者的预期投资收益率，进而影响投资策略。

(2) 是研究所某领域已经或者必须确定的基础研究结论，而且是被若干其他研究领域广泛引用的核心假设，这些指标的变化往往会引起其他领域研究结论的重大变化和调整。

(3) 申万研究关键指标的数据包括历史数据与预测数据，指标本身具备可研究、可计量、可预测、可跟踪的特征。

(4) 保持指标数据的一致性。某个申万研究关键指标的修改时，必需将整个关键假设表中的所有指标全部重新审核一遍，寻找有没有因为该指标的预测调整而需要调整其它申万研究关键指标的预测数据，甚至是否需要更改近期对宏观、策略、行业以及具体投资品种的研究观点，从而防止数据之间以及结论之间出现相互矛盾或者不匹配的情况。如果确实出现了相互矛盾或者不匹配的情况，专职小组可以提请执委会召集相关领域的分析师共同商议，并及时做

出决议。如果确定其它申万研究关键指标的预测值同样需要修改的话，则根据执委会的任务指派，相关分析师必须及时更改预测值并且撰写研究报告递交审核和发布。此外，执委会也应当对关键假设表中数据的一致性进行定期的检查。

2 新旧版关键假设表更新对比

2.1 关键假设表为什么要调整：代表“中国梦”的新经济行业在崛起！

此前的关键假设表几乎没有涉及新经济行业的指标。此前关键假设表包括经济指标、金融指标、财政指标和产业指标 4 个领域，共计 69 个指标。其中中微观指标主要分布在金融和传统周期性行业：钢铁、石油、煤炭、地产、交通运输、大宗商品、农林牧渔、汽车和化工。

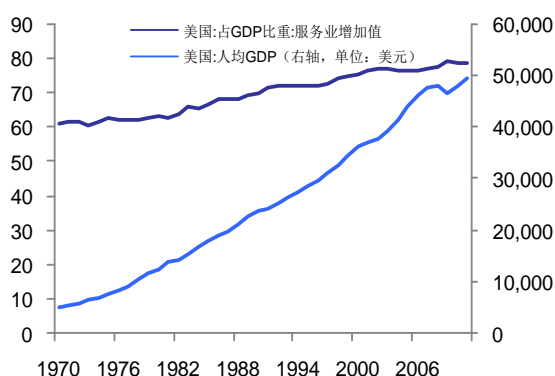
表 1：年度关键假设表 69 个指标的领域分布

国内宏观	海外宏观	金融	煤炭	大宗商品	钢铁	石油	化工	农林牧渔	汽车	房地产	交通运输	上市公司业绩
14	5	17	3	2	6	5	1	2	1	4	3	6

资料来源：申万研究

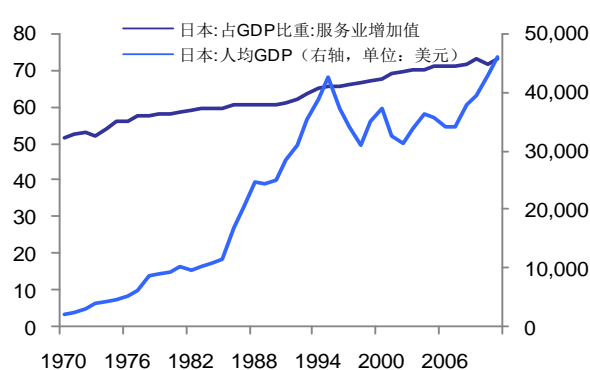
海外经验：“后工业化”时代服务业主导，并且一般在人均 GDP 达到 4000-9000 美元时进入加速阶段。美国、英国、日本在 20 世纪 70 年代人均收入迈入 4000 美元之后，到 2012 年止，服务业增加值占 GDP 比重分别增加了 17%、20% 以及 19%。韩国于 1988 年人均 GDP 突破 4000 美元后，服务业增加值占 GDP 比重增长了 11%，2012 年达 58%。

图 3：美国人均 GDP、服务业占比



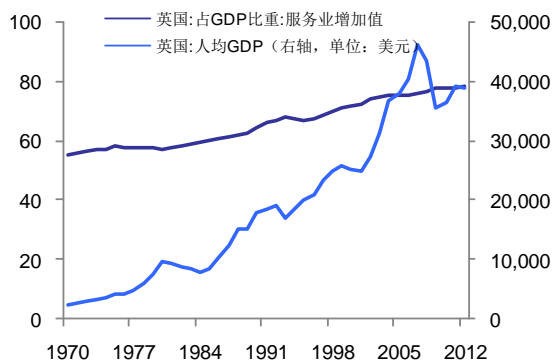
资料来源：Wind，申万研究

图 4：日本人均 GDP、服务业占比



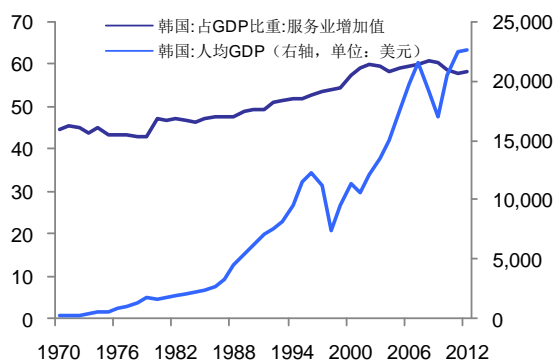
资料来源：Wind，申万研究

图 5：英国人均 GDP、服务业占比



资料来源：Wind，申万研究

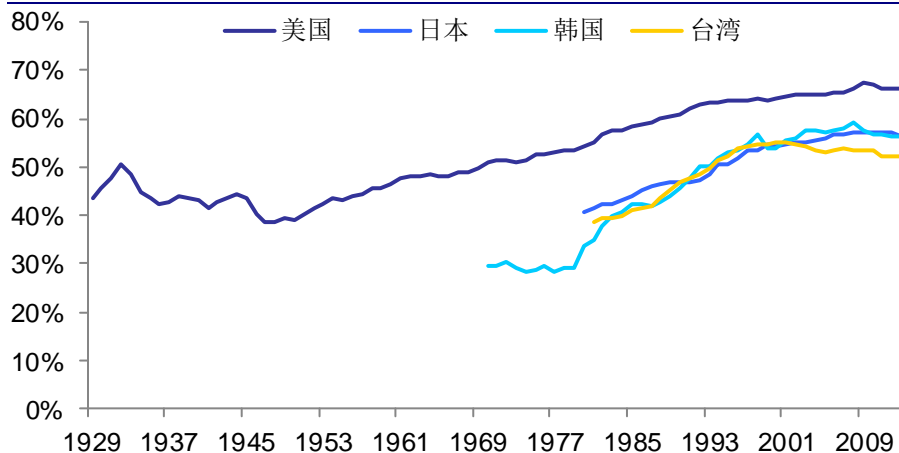
图 6：韩国人均 GDP、服务业占比



资料来源：Wind，申万研究

从国际上目前各个国家的支出结构也可以看到：服务业在消费支出最终的权重逐年提升。截止 2013 年年底，美国、日本、韩国和台湾的服务业支出占比分别为 66%、56%、56%、52%。

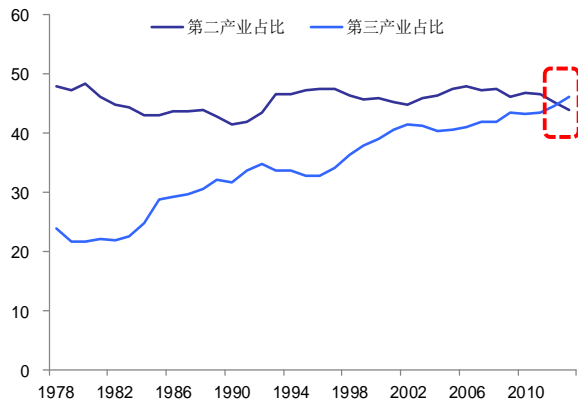
图 7：各国服务业在消费支出最终的权重逐年提升



资料来源：wind、申万研究

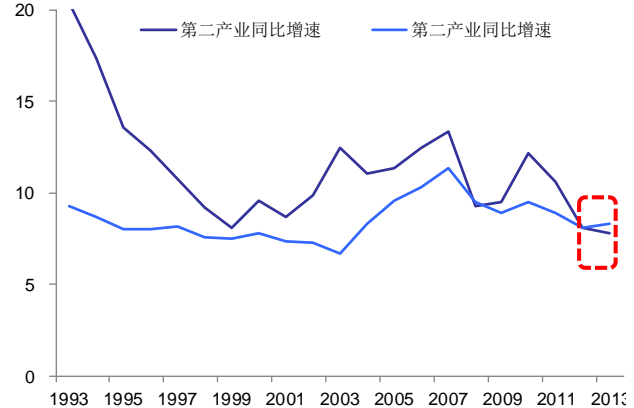
中国正在加快地从工业转向服务业主导。2013 年中国第三产业占比、同比增速首次超过第二产业，逐渐地挣脱“微笑曲线”的底部区域。中国 2011 年后，第二产业回落明显，第三产业占比显著提升，到 2013 年末，我国第三产业占 GDP 比重首次超过第二产业，达 46.1%。中国经济正在加快地从工业主导型的经济转向服务业主导型的经济，由投资主导型的经济转向消费主导型的经济。目前中国的人均 GDP 为 6000 美元，正处于国际惯例中的服务业加速发展阶段。

图 8：13 年我国第三产业比重首超第二产业



资料来源：Wind，申万研究

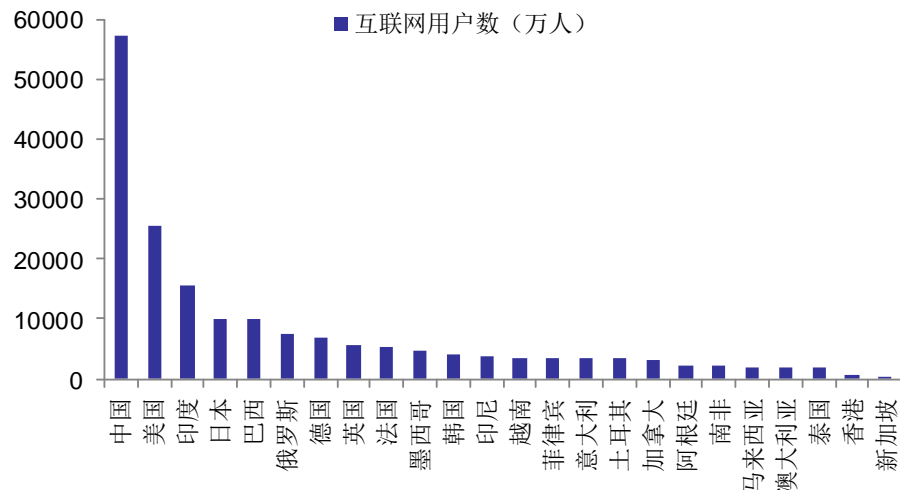
图 9：13 年我国第三产业同比增速首次超越第二产业



资料来源：Wind，申万研究

服务业互联网化是趋势，中国拥有全球最庞大的互联网用户。中国互联网用户超过 5 亿人，全球第一。

图 10：中国互联网用户超过 5 亿人



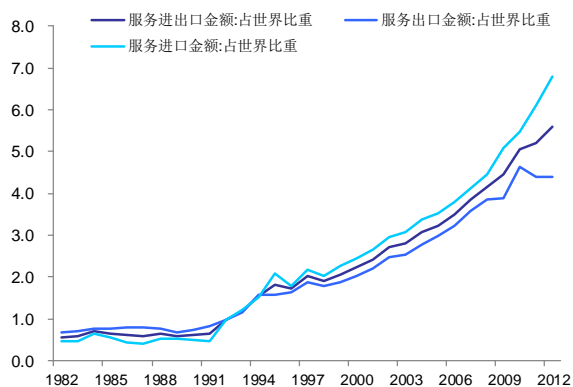
资料来源：wind、申万研究

服务出口：工程师红利逐渐释放、中国服务贸易占比在提升，但比重暂不足 10%，与全球 20% 的占比来比较，空间巨大或成增长新动力。

(1) “十二五”以来，服务进出口额在对外贸易中的比重持续攀升，2011、2012、2013 年占比分别为 10.3%、10.8%、11.5%。2013 年进出口总额首次突破 5000 亿美元，中国服务贸易的全球占比也从 2011 年的 5.2% 上升到 2013 年的 6%，今年一季度，服务进出口增速高于货物贸易增速 16.6 个百分点，服务贸易占对外贸易总额的比重提升至 12.8%。

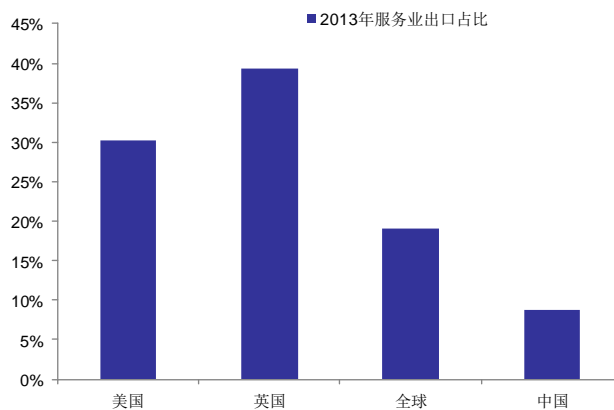
(2) 2013 年末中国服务出口占出口总额的比重仅仅 8.7%，未来至少有翻倍的空间。全球、美国、英国服务贸易占全球贸易总额的比重达到 20%、30% 和 40% 左右。

图 11：中国服务贸易在世界比重逐年提升



资料来源：Wind，申万研究

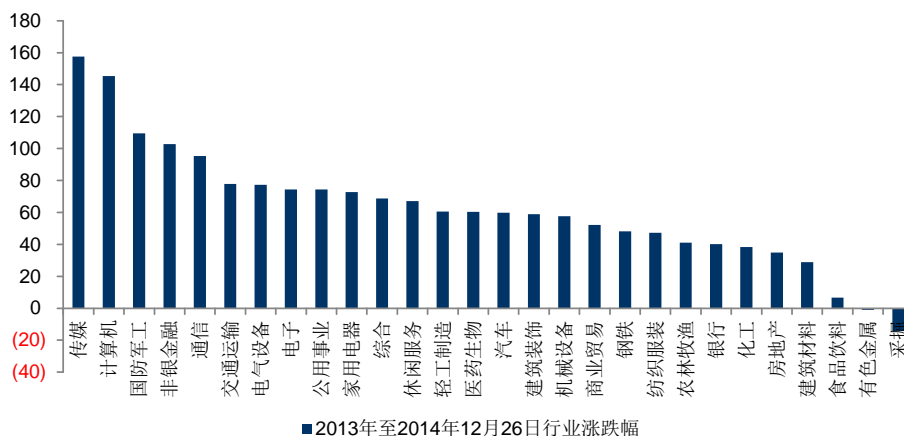
图 12：中国服务出口权重不足 10%，未来发展空间巨大



资料来源：Wind，申万研究

2013 年从 PC 时代进入移动互联网时代。传统行业在与互联网的融合与重构中焕发新生。互联网教育、互联网医疗、互联网旅游等传统行业与互联网技术相结合而形成的“互联网+”模式，正在从产品形态、销售渠道、服务方式、盈利模式等多个方面打破行业原有的业态，将越来越多发端于“线下”的传统行业植入互联网之中。2013 年 A 股申万行业中涨幅前三名的行业依次是：传媒、计算机和国防军工。而表现在后三名的行业依次是：采掘、有色金属和食品饮料。

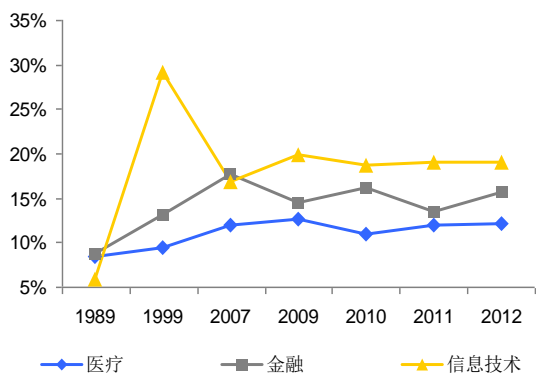
图 13：2013 年初-2014 年 12 月 26 日申万一级行业涨跌幅



资料来源：Wind，申万研究

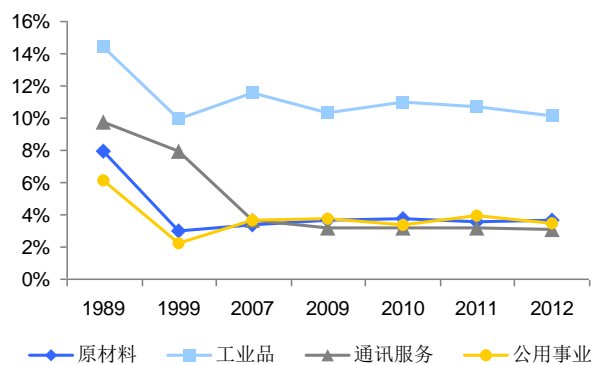
另外我们也可以从海外的产业结构和股市市值变迁的路径来看，将见证代表“中国梦”的实现。从 1989 年到 2012 年，美国标普 500 指数成分股中，代表产业升级的 IT 产业、金融、医疗等行业市值占比上升，而代表过去的原材料、工业品、通讯服务占比下降。日本从 70 年代石油危机之后，逐渐从一个以重化工业为主的经济转型为以电子机械、汽车等制造业为主的经济体。从 1970 年到 2012 年，日经 225 指数中，代表过去的化工、石油、钢铁等重化工业成分股大量减少，而代表新兴产业的电子设备、商业贸易、金融等行业成分大量增加。

图 14：医疗、金融、IT 等市值占比上升



资料来源：S&P500，申万研究

图 15：原材料、工业品、通讯服务等占比下降



资料来源：S&P500，申万研究

表 2：1970 到 2012 年日经 255 指数成分股变动情况

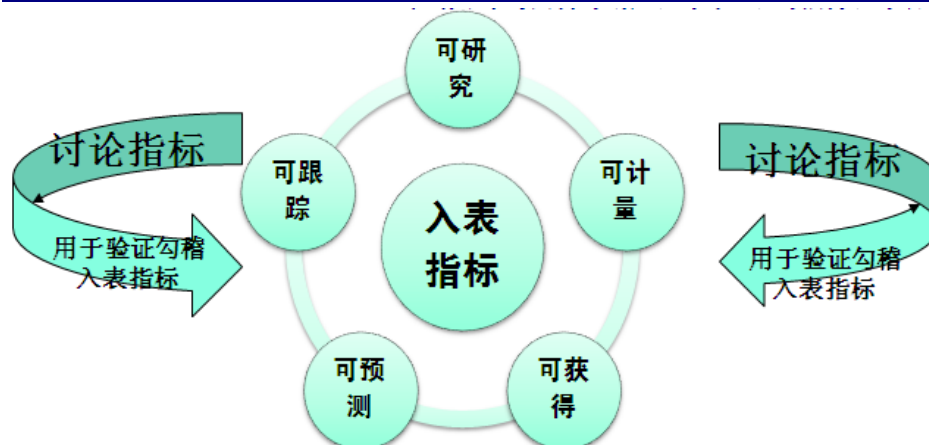
成分股所属行业	成分股个数变动	成分股所属行业	成分股个数变动
电子设备与精密仪器	17	原材料与化工	-21
商业贸易	10	食品与农业	-7
非银行金融	8	能源	-7
医药	4	钢铁与有色金属	-7
信息通讯	4	机械设备	-4
银行	4	其他服务	-3
汽车与交通设备	3	其他产品	-3
房地产	3	建筑建材	-2
电力与天然气	1	交通运输	0

资料来源：Nikkei Indexes，申万研究

2.2 新版关键假设表的构建

新经济指标应该具备以下几个特点：（1）需要能够反映出新经济行业的市场特征，且是投资者必须关注的基础指标，这些指标的变化往往会直接或间接地影响投资标的的未来现金流和投资者的预期投资收益率，进而影响投资策略。（2）研究所某领域已经或者必须确定的基础研究结论，而且是被若干其他研究领域广泛引用的核心假设，同时也体现出各关联行业的勾稽验证关系，这些指标的变化往往会引起其他领域研究结论的重大变化和调整。（3）包括历史数据与预测数据，指标本身具备可研究、可计量、可获得、可预测、可跟踪的特征。

图 16：新经济指标应该具备的特点



资料来源：申万研究

新版关键假设表如何构建：

(1) 仍然沿用申万研究关键表 4 大类别：经济指标、金融指标、财政指标、产业指标；加入或置换成更能反映当前和未来经济结构特征的指标。

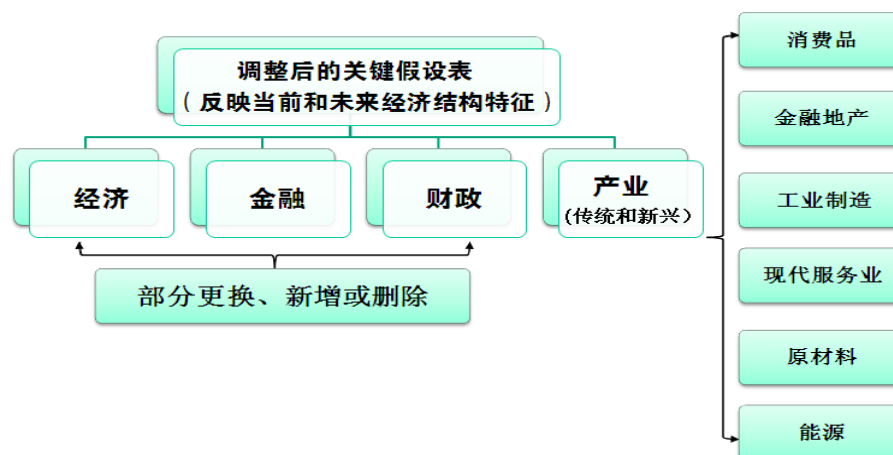
(2) 经济指标增加服务业投资、网络购物市场规模增速、全球智能手机出货量和全球平板 PC 出货量、重卡销量增速和重卡库存。原油消费量细化成汽油、柴油两类消费量，因为未来消费是分布在汽车产业链上。

(3) 金融指标增加一年期银行理财产品预期年收益率、1 年期贷款基础利率 (LPR)、民间借贷利率—温州综合指数、新三板直接融资额。

(4) 财政指标增加医疗卫生支出增速、国防支出增速、环境保护支出增速、文化体育与传媒支出增速、教育支出增速。

(5) 产业指标进行较大范围的修改。基本原则是基于产业链的角度来选取产业指标，分成消费品、金融地产、工业制造、现代服务业、原材料和能源。

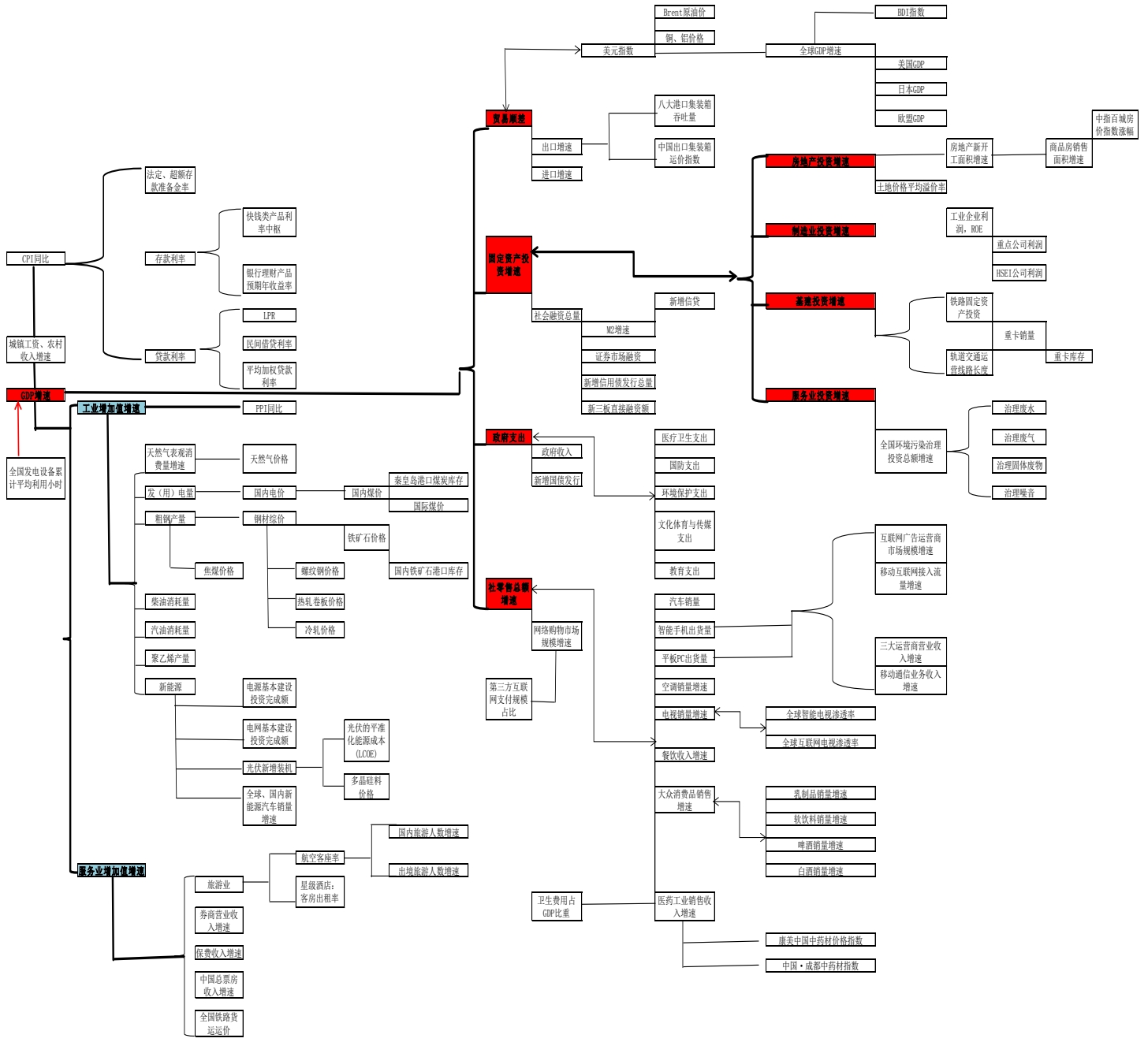
图 17：新版关键假设表如何构建



资料来源：申万研究

3 关键假设表的内在逻辑关系

图 18：关键假设表的内在逻辑关系图



资料来源：申万研究

4 新版关键假设表一览

申万研究关键假设表新版-KAT		2014/12/25			
经济指标	相关领域	2013F	2014F	2015F	
世界经济	全球 GDP 增速 (%)	宏观	3.30	3.30	3.50
	美国 GDP 增速 (%)	宏观	2.2	2.6	3
	欧元区 GDP 增速 (%)	宏观	-0.4	0.8	1.3
	日本 GDP 增速 (%)	宏观	1.53	0.30	0.90
	OECD 国家 GDP 增速 (%)	宏观	1.3	2.2	2.8
	金砖四国 GDP 增速 (%)	宏观	5.6	5.3	5.0
	美元指数(年末)	宏观	80	90	100
	欧元/美元(年末)	宏观	1.37	1.21	1.15
	美元/日元(年末)	宏观	105.3	120	125
	人民币/美元(年末)	宏观	6.1	6.2	6.15
	世界贸易量增速 (%)	宏观	3.0	3.8	5
	国内经济	GDP: 实际 (%)	宏观	7.7	7.4
工业增加值增速 (%)		宏观	9.7	8.4	8.0
固定资产投资增速 (%)		宏观、房地产	19.6	16.5	14.5
制造业投资增速 (%)		宏观	17.5	14.5	
基建投资增速 (%)		宏观	16	23.5	
房地产投资增速 (%)		房地产、宏观	20	12.3	8.6
服务业投资 (%)		宏观		23	
出口 (%)		宏观	7.9	5.5	8.5
进口 (%)		宏观	7.3	0.6	5
社会消费品零售总额增速 (%)		宏观、商贸	13.1	12.2	11.8
网络购物市场规模增速 (%)		宏观、商贸	39.4	31.5	28.9
居民消费价格指数 (CPI)		宏观、商贸	2.6	2.4	2.0
生产资料价格指数 (PPI)		宏观、商贸	-1.9	-1.4	-1.3
早粳米 (标一) 价格 (元/吨)		农林牧渔	4,320	4,400	4,500
全国猪肉平均价格 (元/500 克)		农林牧渔	15.1	15.3	16.5
中指百城房价指数涨幅 (%)		房地产	11.0	-2.2	
城镇人均可支配收入增速 (扣除价格, %)		宏观	9.6	7.0	7.0
农村人均现金收入增速 (扣除价格, %)		宏观	11.7	9.8	9.7
房地产销售面积增速 (%)		房地产、宏观	18.0	-8.0	-2.0
房地产新开工面积增速 (%)		宏观、房地产	10.0	-10.0	-3.0
汽车整车销量增速 (%)		汽车	12.0	8.0	8.0
发电量增速 (%)		电力	7.0	6.0	
粗钢产量增速 (%)		钢铁	5.6	2.4	
重卡销量增速 (%)		机械	9.8	14.0	5.0
重卡库存 (辆)	机械	128,000	146,000	153,000	
汽油消费量增速 (%)	石化	7.8	10.5	10.0	
柴油消费量增速 (%)	石化	0.3	0.2	0.3	

全球智能手机出货量 (百万部)		传媒、电子			
全球平板 PC 出货量 (百万台)		传媒、电子			
金融指标		相关领域	2013F	2014F	2015F
量	当年全社会融资总量 (万亿元)	宏观、金融	17.5	19.3	21.3
	人民币贷款余额增速 (%)	金融、宏观	15.0	14.0	13.0
	中长期信贷余额 (%)	金融、宏观	13.0	12.9	
	M2 (%)	宏观、金融	13.6	13.2	13.5
	M1 (%)	宏观、金融	9.3	7.5	8.8
	存款准备金率 (%)	宏观、金融	20.0	20.0	20.0
	超额存款准备金率	宏观、金融	2.5	2.0	
效益	工业企业利润增速 (%)	宏观	12.2	11.0	
	重点上市公司利润增速-自上而下 (%)	行业比较	12.8	10.0	10.0
	重点上市公司剔除金融服务业利润增速-自上而下 (%)	行业比较	9.1	9.0	8.0
	重点上市公司利润增速-自下而上 (%)	行业比较	12.8	15.3	13.0
	重点上市公司剔除金融服务业利润增速-自下而上 (%)	行业比较	9.1	20.4	15.7
	HSCEI 指数净利润增速-自上而下 (%)	海外部	13	10	8
	HSCEI 指数净利润增速-自下而上 (%)	海外部	8	9	8.6
工业企业净资产收益率 (%)	宏观	17.0	16.6		
资金价格	一年期存款利率 (%)	宏观、金融	3.0	3.0	3.0
	一年期银行理财产品预期年收益率 (%)	宏观、金融	5.14	5.30	
	一年期贷款利率 (%)	宏观、金融	6.0	6.0	6.0
	一年期贷款基准利率 (LPR, %)	宏观、金融	5.7	5.9	
	民间借贷利率—温州综合指数 (%)	金融、宏观	20.3	20.0	
	平均加权贷款利率 (%)	金融、宏观	7.2	6.8	
	股权投资风险溢价 (%)	策略、债券			
	股权投资成本 (%)	策略	10.2		
	10 年国债收益率 (%)	债券、宏观	3.8	3.6	3.6
	1 年和 10 年国债利差 (bp)	债券、宏观	144.0	90.0	
	银行 7 天回购利率 (%)	债券	3.4	3.5	
	5 年企业债和国债利差 (bp)	债券、宏观		150.0	
融资金量	新增信用债发行总量 (亿元)	债券	1.8 万	3.7 万	
	证券市场直接融资额 (亿元)	证券	10000	7,000	8,000
	新三板直接融资额 (亿元)	理财研究			
财政指标		相关领域	2013F	2014F	2015F
	财政总收入 (%)	宏观	10.1	9.0	
	土地出让金 (万亿)	房地产、宏观	4.20	3.00	2.60
	财政总支出 (%)	宏观	10.9	9.5	
	医疗卫生支出增速 (%)	宏观、医药	26.4	15.1	
	国防支出增速 (%)	宏观、机械	10.7	12.2	
	环境保护支出增速 (%)	宏观、环保	-9.7	7.1	
	文化体育与传媒支出增速 (%)	宏观、现代服务业	7.5	9.2	
教育支出增速 (%)	宏观、现代服务业	2.7	9.1		
产业指标		相关领域	2014/12/25		
消费品		相关领域	2013F	2014F	2015F

农林牧渔	水产品价格 玉米价格	农林牧渔 农林牧渔			
食品饮料	乳制品销售额增速 (%)	食品饮料	14.85	12.00	11.00
	软饮料销售额增速 (%)	食品饮料	11.86	13.00	13.00
	啤酒销售额增速 (%)	食品饮料	12.55	5.00	6.00
	白酒销售额增速 (%)	食品饮料	12.35	6.00	8.00
医药	卫生费用占GDP比重 (%)	医药生物	5.4	5.6	5.8
	医药工业总产值同比增速 (%)	医药生物	18.0	17.0	17.0
	医药工业利润增速 (%)	医药生物	18.0	17.0	17.0
金融地产		相关领域	2013F	2014F	2015F
银行、非银、地产	银行的资本充足率 (%)	银行	12.19	12.10	
	券商营业收入增速 (%)	券商	22.00	15.00	10.00
	保费收入增速 (%)	保险	11.2		
工业制造		相关领域	2013F	2014F	2015F
汽车家电	空调销量增速 (%)	家电	6.21	5.00	
	中国智能电视销量占比 (%)	家电	20.00	50.00	
	全球互联网电视渗透率 (%)	家电			
机械	铁路固定资产投资增速 (%)	机械	5%	20%	
	全球新船订单量	机械	14477	10000	11000
	散货船新船造价指数	机械	128	140	145
现代服务业		相关领域	2013F	2014F	2015F
工业服务：交运、建筑施工	八大港口集装箱吞吐量	交通运输	7.40	9.50	
	波罗的海干散货运价指数 (BDI)	交通运输	1000	1500	
	中国出口集装箱运价指数	交通运输	1100	1,150.0	
	航空客座率 (%)	交通运输	81	82	
消费服务：传媒、商贸、旅游	互联网广告市场规模增速 (%)	传媒	45.7		
	中国总票房收入增速 (%)	传媒	27.5		
	国内旅游人数增速 (%)	旅游	15.72	22.00	20.00
	出境旅游人数增速 (%)	旅游	18.04	24.00	21.00
	社会消费品零售总额：餐饮收入增速 (%)	商业贸易、旅游	9.0	11.0	12.0
	第三方互联网支付规模占比 (%)	商业贸易	29.40	29.80	29.60
TMT：计算机、通信、电子	三大运营商营业收入增速 (%)	通信			
	移动通信业务收入增速 (%)	通信	9.9		
	北美半导体BB值	电子	102.0		
原材料		相关领域	2013F	2014F	2015F
化工、金属非金属	铁矿石价格 (唐山现货干基66%)	钢铁	1200	874	804
	国内市场钢材综合价格指数	钢铁、房地产、汽车、家电	4110	95	87
	全国平均水泥价格	建材	340	350	
	铜价 (元/吨) (长江现货市场)	有色、宏观	50000	48000	45600
	铝价 (元/吨) (长江现货市场)	有色、宏观	14800	13500	12825
	国内铁矿石港口库存	钢铁	7964	10353	11906
能源		相关领域	2013F	2014F	2015F

煤炭	国际煤价(美元/吨)(澳大利亚BJ动力煤现货价格)	煤炭、电力	85	75	73
	国内市场煤价(元/吨)(山西优混5500大卡秦皇岛港平仓价)	煤炭、电力	588	534	530
	河北唐山焦精煤出厂含税价(元/吨)	煤炭、电力	1,139	970	940
	秦皇岛港口煤炭库存	煤炭、电力	462.6	480	520
石化	天然气表观消费量增速(%)	石化	12.90	12.00	13.00
	乙烯产量	石化	1080	1105	1845
	美国Henry Hub天然气价(美元/MMBtu)	石化	3.73	4.77	4.50
	国内工业用电价涨幅(元)	石化			
	Brent原油(美元/桶)	石化	109	110	112
新能源 及装备	全国发电设备累计平均利用小时(小时)	电力设备、电力	4511	4400	
	电源基本建设投资完成额:累计同比(%)	电力设备、电力	-0.40	-15	
	电网基本建设投资完成额:累计同比(%)	电力设备	6.37	15.00	10.00
	光伏新增装机(GW)	电力设备、新能源	11.3	12.5	15
	全球新能源汽车销量增速(%)	新能源、汽车	24.00	362.00	120.00
	国内新能源汽车销量增速(%)	新能源、汽车	37.90	200.00	60.00
	全国环境污染治理投资总额增速(%)	环保	20	22	28
	全国环境污染治理投资总额增速:治理废水(%)	环保		10	20
	全国环境污染治理投资总额增速:治理废气(%)	环保	20	30	40
	全国环境污染治理投资总额增速:治理固体废物(%)	环保		20	20
全国环境污染治理投资总额增速:治理噪音(%)	环保	10	-10	5	
多晶硅料价格(元/千克)	电力设备、新能源	135	155	145	

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

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。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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。

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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。市场有风险，投资需谨慎。

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，属于非公开资料。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。