

生产反弹昙花一现

——实体经济观察2018年第44期

2018年11月23日

宏观首席分析师

姜超 S0850513010002

电话: 021-23212042

Email: jc9001@htsec.com

宏观高级分析师

于博 S0850516080005

电话: 021-23219820

Email: yb9744@htsec.com

联系人

陈兴

电话: 021-23154504

Email: cx12025@htsec.com

结论：生产反弹昙花一现

价格：10月70城房价同比涨幅扩大，上周国内生资价格涨少跌多，国际油价回落。

11月中旬已过，从中观高频数据来看：终端需求仍处低位，部分二线城市短期推盘增加令地产销售略有反弹，但比重更大的三四线城市未见起色，而乘用车批、零增速仍在探底；工业生产涨跌互现，发电耗煤降幅略有收窄，钢铁行业开工率持续上升且同比转正，但汽车、化工等行业开工率仍在回落。

8月下旬以来，粗钢产量持续上行，是否代表工业生产出现改善？我们认为，钢铁行业供给放量，主要缘于环保限产放松，京津冀空气污染再现可为印证。而下游地产开工转弱、基建开工初见改善，意味着下游需求并未强力复苏，而供强需弱也令钢价在11月以来持续下行。因而，在缺乏需求支撑的背景下，仅靠监管政策放松带来的生产反弹或仅是昙花一现。

需求：下游地产分化，乘用车、家电走弱，文娱仍强。中游钢铁、化工走弱，水泥走强。上游煤炭、有色走弱。交运改善。

库存：下游地产去化，乘用车回补。中游钢铁、水泥、化工均去化。上游煤炭有平有去、有色分化。



下游行业

地产: 11月上中旬地产销量略回升, 上周土地成交量价均降。
乘用车: 11月前两周乘用车批零跌幅扩大, 开工率略有下行。
家电: 10月三大白电产量涨少跌多, 空调厂家销量增速放缓。
文体娱乐: 上周电影票房人次同比略有回落, 需求仍较旺盛。

中游行业

钢铁: 上周钢价继续下滑, 开工率同比转正, 社会库存去化。
水泥: 上周全国水泥均价继续走高, 库容比再创新低。
化工: 上周PTA产业链价格普降, 库存仍高, 生产缓中趋降。
电力: 11月上中旬发电耗煤跌幅略收窄, 工业生产难言改善。

上游行业和交通运输

煤炭: 上周煤炭价格有平有降, 电厂库存去化, 钢厂库存走平。
有色: 上周LME铜、铝价格均降, 铜库存降、铝库存升。
大宗商品: 上周原油价格回落, CRB指数下行, 美元指数回升。
交通运输: 10月货运量增速有所回升, 公路、铁路货运均现改善。

指标	数据表现	解读
需求	11月中旬41城地产销量增速转正至8%，上中旬销量增速-1.8%，较10月跌幅收窄。	11月上中旬41城地产销量增速跌幅较10月明显收窄，但各线城市分化也有所加大，三四线销量增速并未因低基数反弹，仍在低位徘徊，而二线城市销量明显回暖，主因部分城市推盘量短期回升。销售增速回升带动库存去化，上周十大城市商品房库销比略降，但仍处历年同期较高水平。上周土地成交仍弱，百城土地成交面积和溢价率双双回落。
土地成交	上周百城土地成交面积回落，同比跌幅扩大，百城土地溢价率有所下行。	
价格	10月35城首套房贷款利率升至5.71%。	
库存	上周十大城市商品房库销比降至40.3周。	

图 41城商品房旬度销量同比增速 (%)

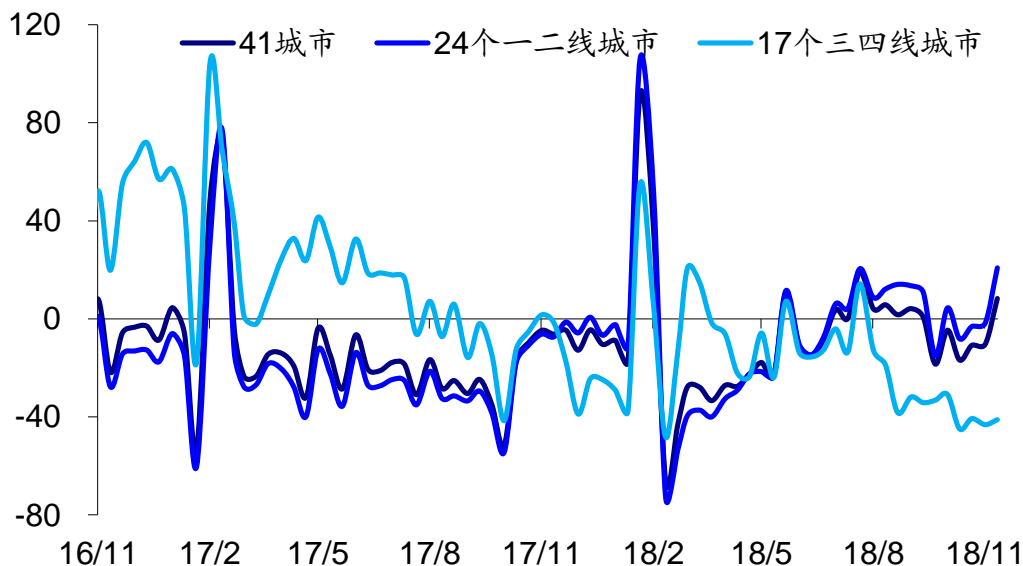
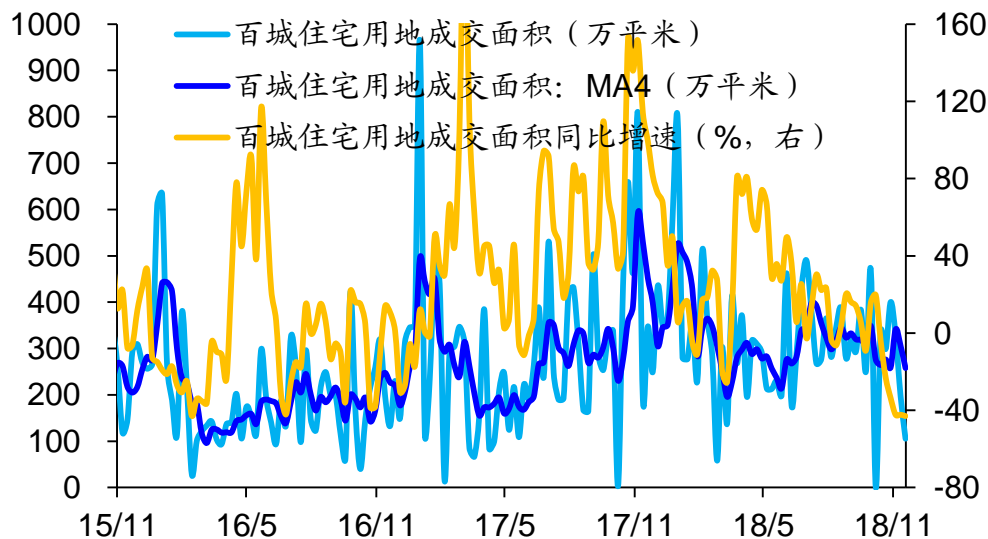


图 百城住宅用地成交面积及同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
----	------	----

需求、生产

11月前两周乘联会乘用车批、零增速分别回落至-31%、-32%。
上周半钢胎开工率降至69.2%。

11月前两周乘联会乘用车批、零增速均较10月继续下滑，跌幅均超过30%。一方面，去年同期基数较高，制约销量增速上行空间；而另一方面，销量增速再创新低也反映汽车终端需求仍在萎缩，未现改善迹象。上周半钢胎开工率略有下行，且处于历年同期较低水平，行业格局仍是供需双弱。

库存

10月汽车经销商库存系数升至1.88，创4个月新高，并创同期新高。

图 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速 (%)

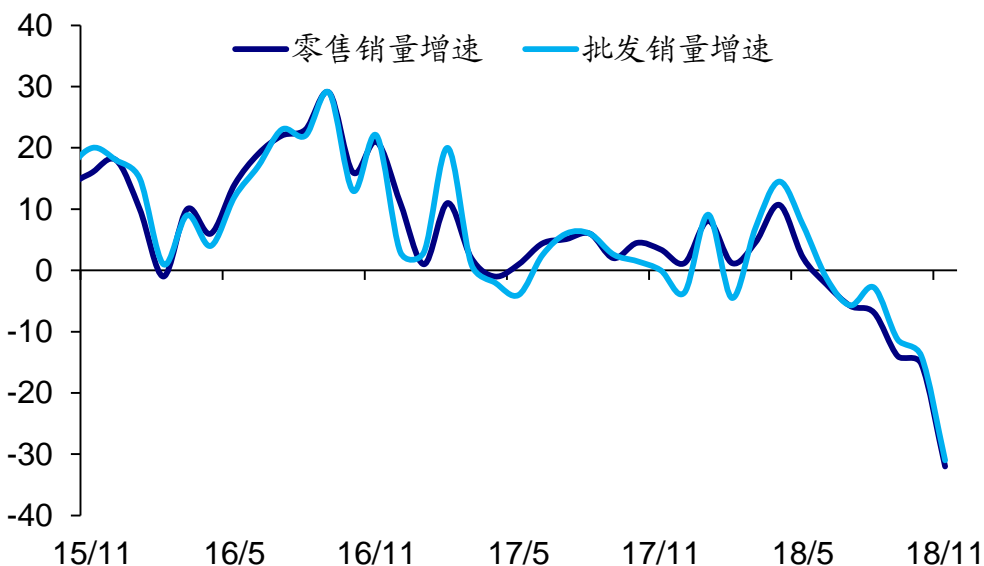
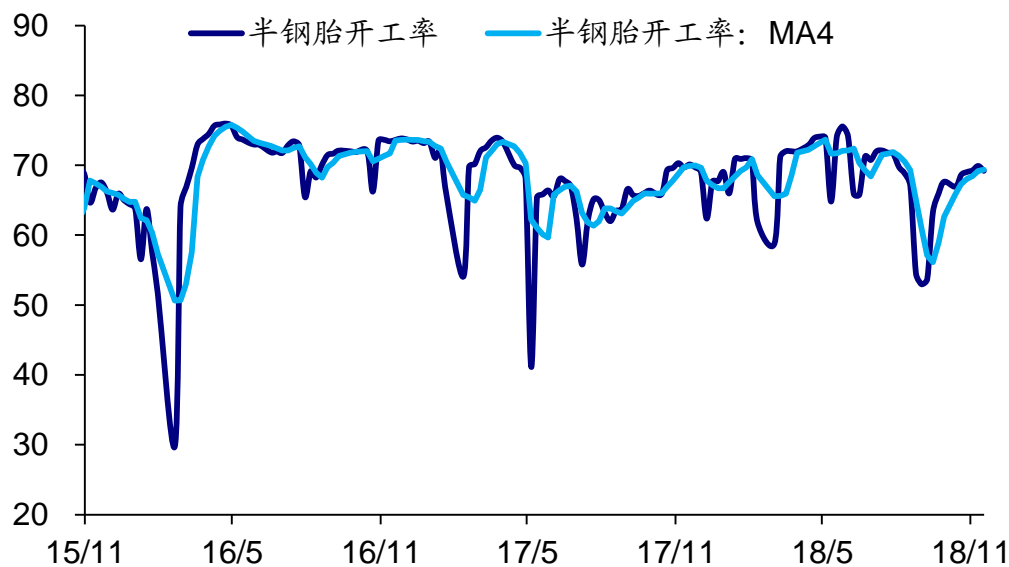


图 半钢胎开工率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

下游家电：10月三大白电产量涨少跌多，空调厂家销量增速放缓



指标	数据表现	解读
需求	10月全国空调、冰箱产量增速降至-0.4%、5.2%，洗衣机产量增速升至4%。 10月产业在线空调厂家销量增速降至-14%。	10月三大白电产量增速涨少跌多，其中空调产量增速大幅转负，冰箱产量增速略有下滑，仅洗衣机产量增速因低基数而由负转正。10月产业在线空调销量增速也有所放缓，并仍处低位，需求转弱令库存被动回补，10月空调厂家库销比升至历史新高。在地产销售持续低迷、可选消费仍在下滑的背景下，家电行业景气依然堪忧。
库存	10月产业在线空调库销比升至1.18。	

图 统计局家电产量同比增速 (%)

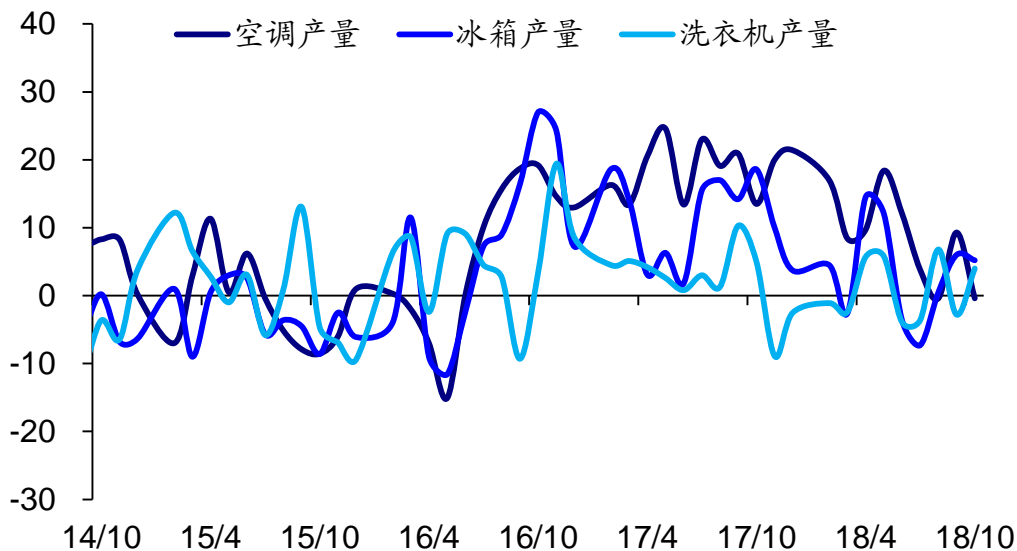
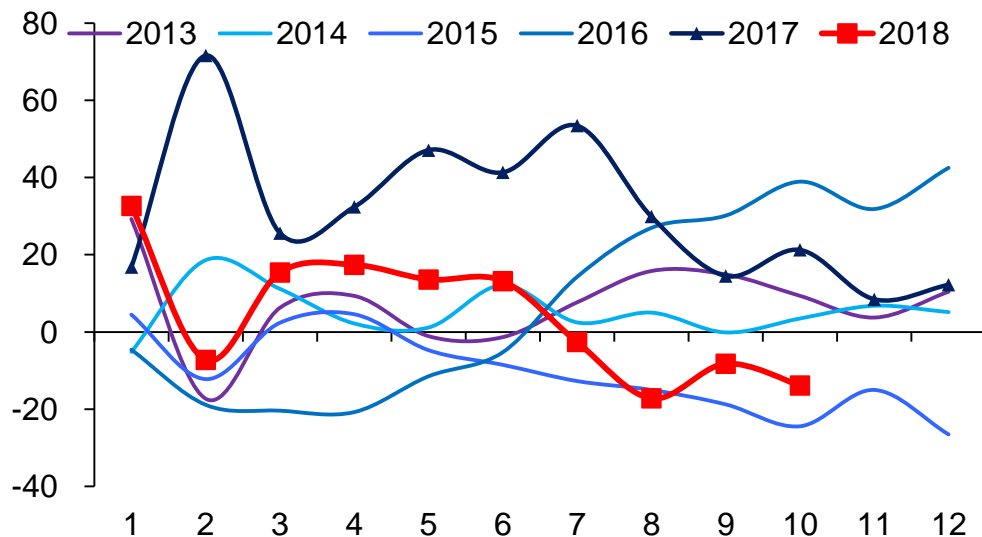


图 产业在线空调厂家销量同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标

数据表现

解读

需求

上周全国电影票房收入10.9亿元，同比、环比增速分别降至51%、4%，上周全国观影人次3092万人次，同比、环比增速分别降至45%、3%。

上周电影票房收入、观影人次同比增速略有回落，但仍处较高水平，指向下游需求仍然较为旺盛。上周《毒液》以约6.6亿元的单周票房收入继续保持票房冠军，《神奇动物2》以2.6亿元的单周票房收入紧随其后，而其它电影单周票房收入均未破亿。

图 周度电影票房收入及同比增速

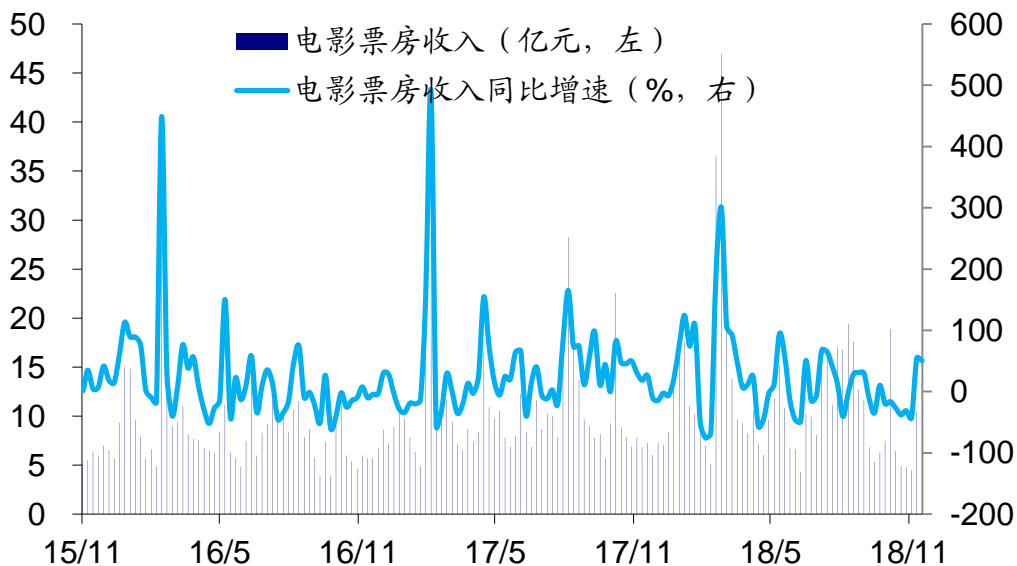
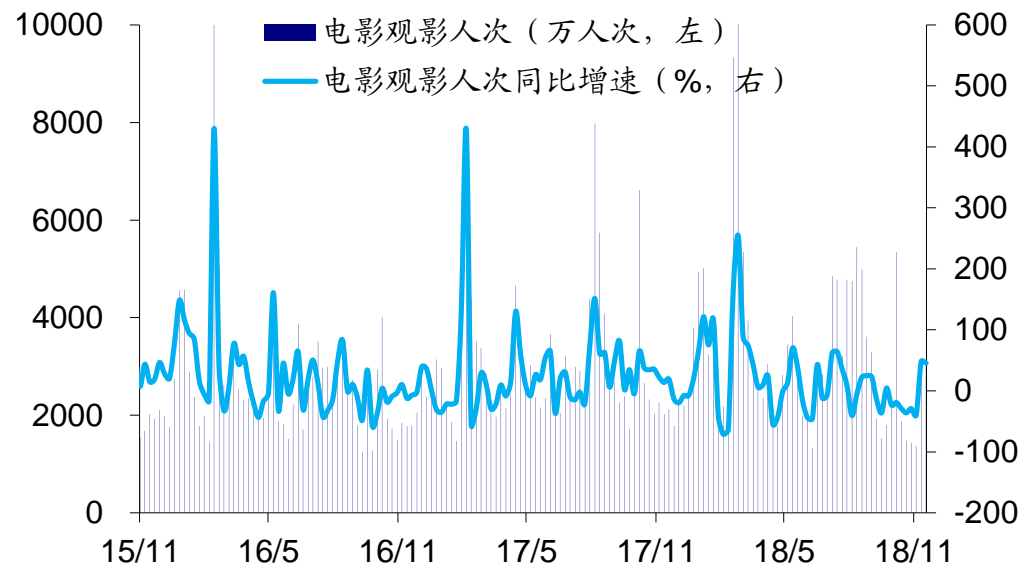


图 周度观影人次及同比增速



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
价格、吨钢毛利	上周钢价螺纹、热板继续回落，吨钢毛利螺纹、热板均降。	上周钢价螺纹、热板双双下滑，并带动吨钢毛利回调。11月上旬重点钢企粗钢产量增速略有回落，但仍在高位。今年采暖季环保政策边际放松，令京津冀空气污染情况重现，也令供给明显放量，上周高炉开工率已高于去年同期。但10月地产投资和新开工增速均有回落，意味着终端需求有所转弱。生产扩张、需求走弱令近期钢价持续下行。
生产、需求	11月上旬重点钢企粗钢产量增速回落至6.4%，不及10月下旬和10月整月增速。	
库存、开工率	11月上旬重点钢企库存增速升至2.1%，上周高炉开工率升至67.8%，同比增速转正，上周钢材社会库存继续去化。	

图 螺纹钢、热轧板卷价格 (元/吨)

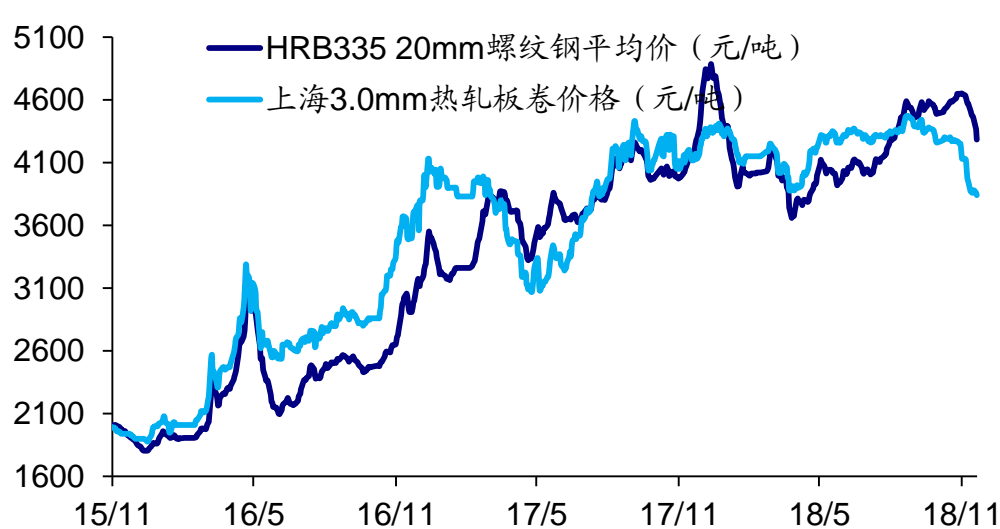
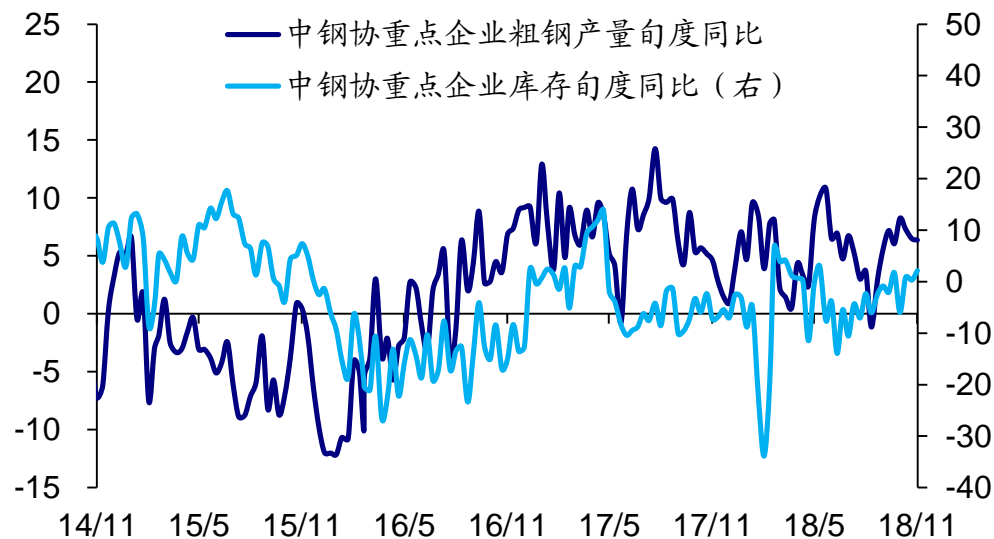


图 中钢协重点钢企粗钢产量及库存旬度同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

中游水泥：上周全国水泥均价继续走高，库容比再创新低



指标	数据表现	解读
价格	上周全国水泥均价继续走高，环比增速降至0.7%。	上周全国水泥均价继续走高，环比增速继续回落，库容比再创历史新低。11月中旬，尽管国内部分地区遭遇雨水天气，但受益于低库位和赶工需求支撑，水泥价格继续保持上行态势。考虑到多地区水泥价格已经处于历史较高水平，企业继续推涨意愿下降，除少数地区价格仍有上涨预期以外，大部分地区将会进入高位稳定阶段。
库存	上周全国水泥企业库容比降至46.3%，再创历史新低。	

图 全国水泥平均价格 (P.O42.5) (元/吨)

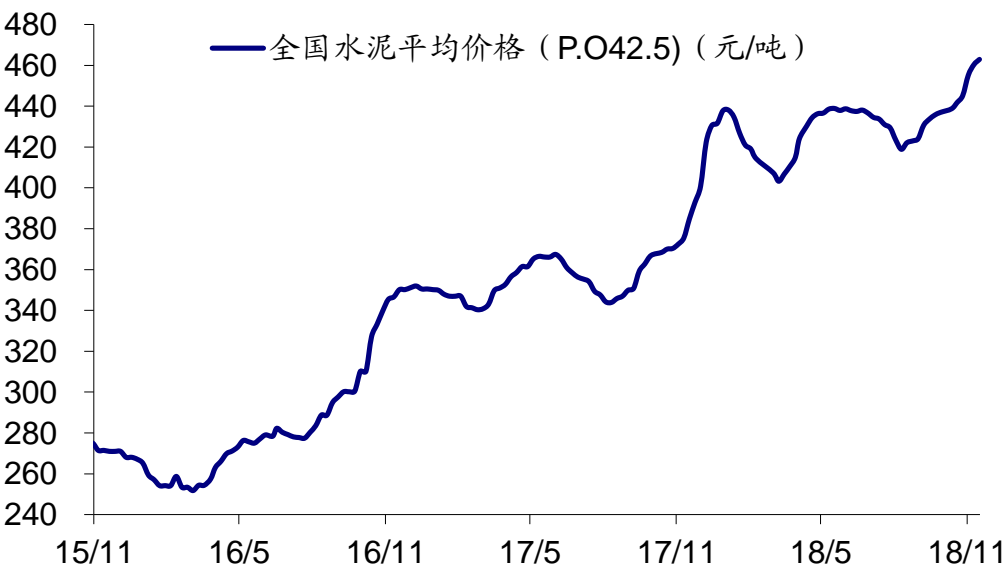
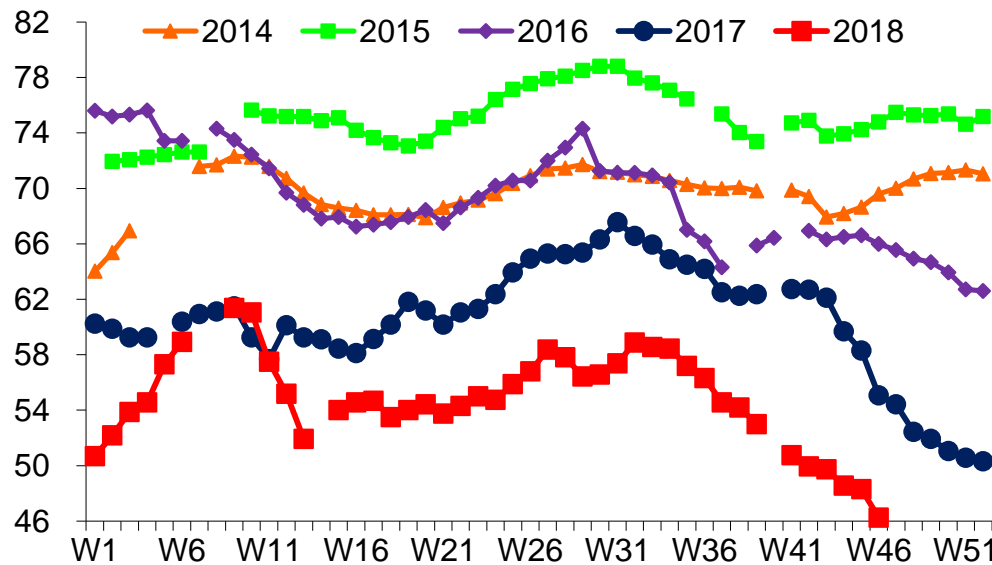


图 全国水泥企业库容比 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标

数据表现

解读

价格

上周PTA产业链产品价格普遍回落，其中涤纶POY、聚酯切片、PTA价格均降。

库存、开工率

上周涤纶POY库存天数降至15天，上周PTA产业链负荷率有平有降，PTA工厂、聚酯工厂降，江浙织机平。

上周PTA产业链产品价格普遍回落，其中涤纶POY、聚酯切片、PTA价格均降，行业景气继续回落，主因近期油价回调幅度较大。上周涤纶POY库存虽略有去化，但仍处年内高位，也是历年同期新高。上周PTA产业链负荷率有平有降，PTA工厂、聚酯工厂双双下滑，江浙织机也在历年同期新低。行业延续供需双弱格局。

图 化纤产业链产品价格（元/吨）

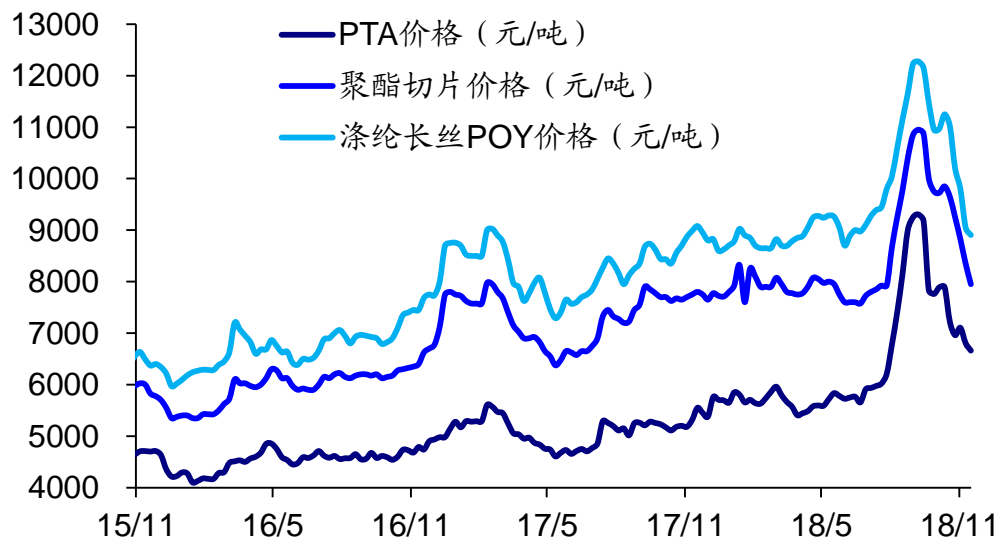
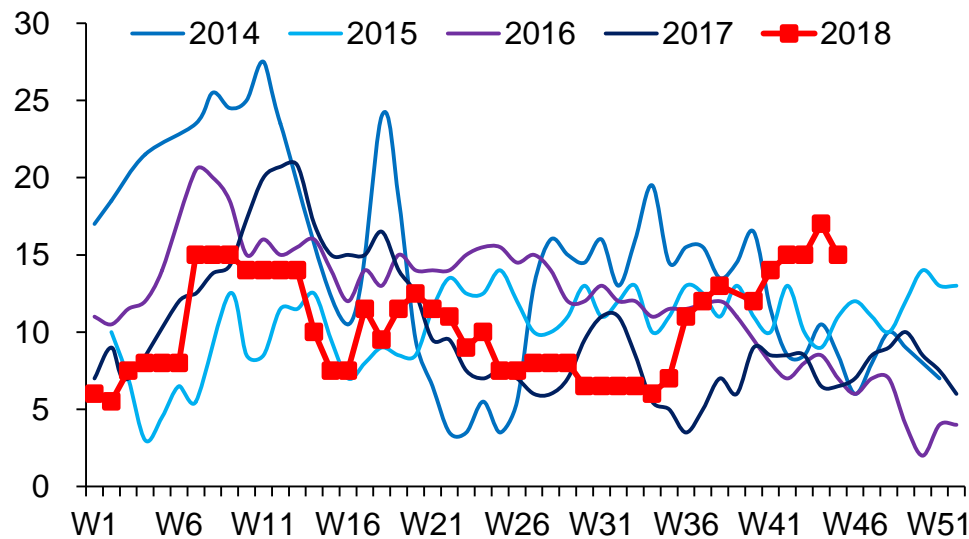


图 历年各周涤纶POY库存天数



指标

数据表现

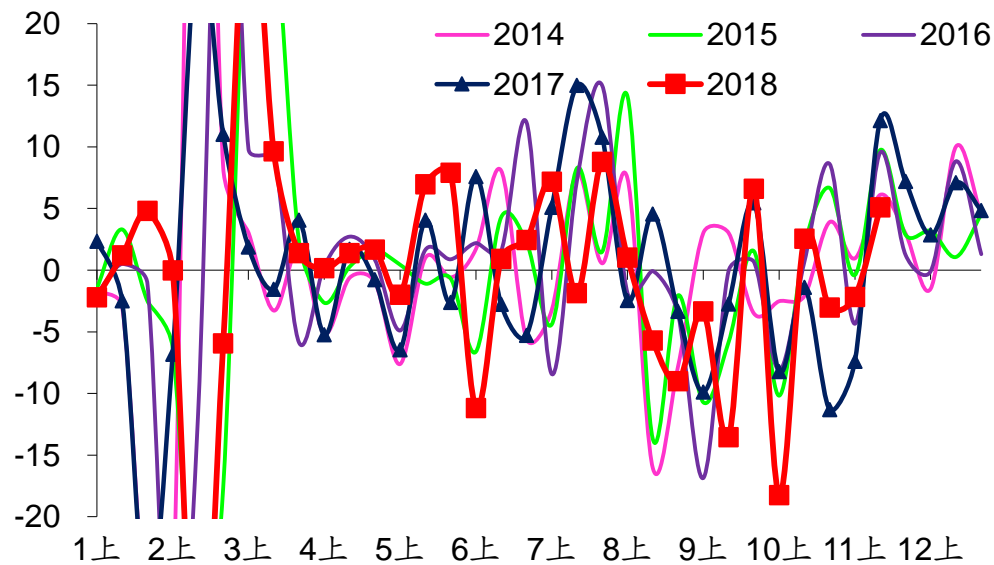
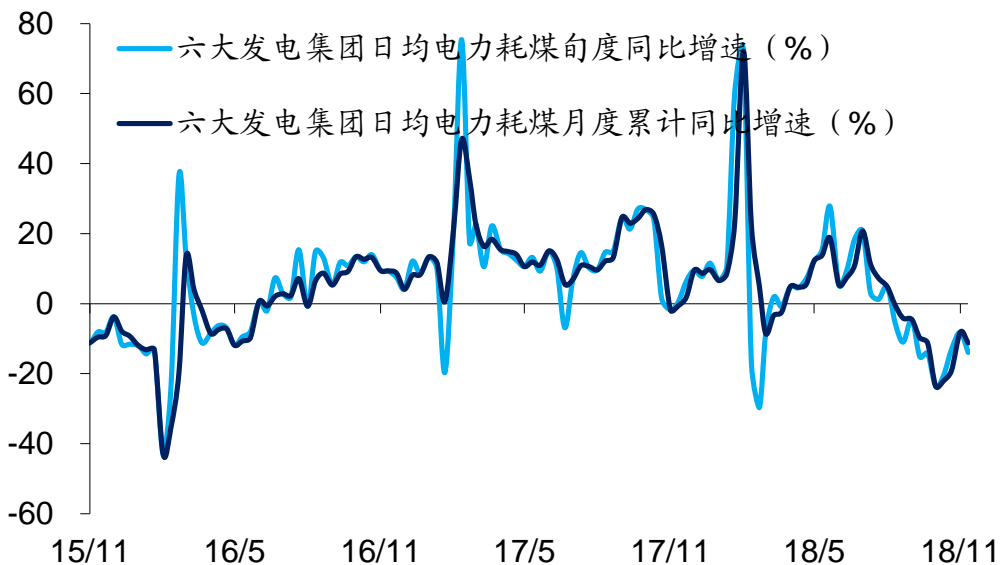
解读

11月中旬六大集团发电耗煤增速降至-14%，
 生产 环比增速转正至5%，处历年同期低位。
 11月上中旬发电耗煤同比降幅收窄至11%。

11月中旬六大集团发电耗煤同比跌幅有所扩大，环比增速虽有转正，但处于近五年同期新低，均指向生产边际走弱。从11月上中旬数据看，发电耗煤增速较10月降幅收窄，主要缘于去年基数较低。除钢铁行业开工率明显回升外，汽车、化工行业开工均在回落，指向工业生产难言改善。

图 六大发电集团旬度发电耗煤同比增速 (%)

图 六大发电集团旬度发电耗煤环比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
价格	上周动力煤、秦皇岛港煤价格回落，焦煤、无烟煤价格走平。	上周煤炭价格有平有降，其中秦皇岛港煤价格有所回落。11月上中旬六大集团发电耗煤同比增速跌幅略有收窄，电厂煤炭库存去化，但仍处历年同期高位。上周高炉开工率略有回升，钢厂炼焦煤库存天数继续走平，处于历年同期中等水平。
库存	上周秦皇岛港口煤炭库存回落，电厂煤炭库存天数降至32.4天，钢厂炼焦煤库存天数持平在14.2天。	

图 秦皇岛港煤价格（元/吨）

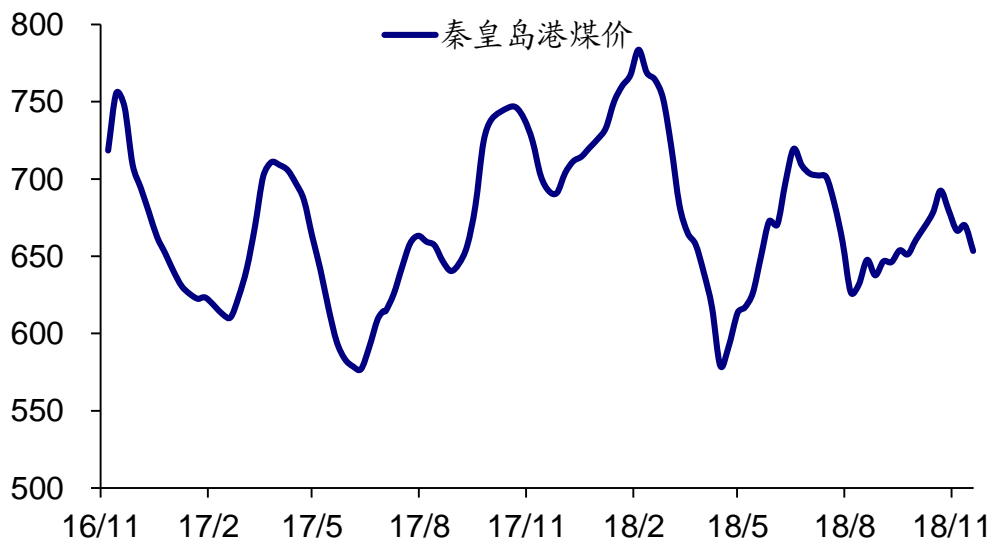
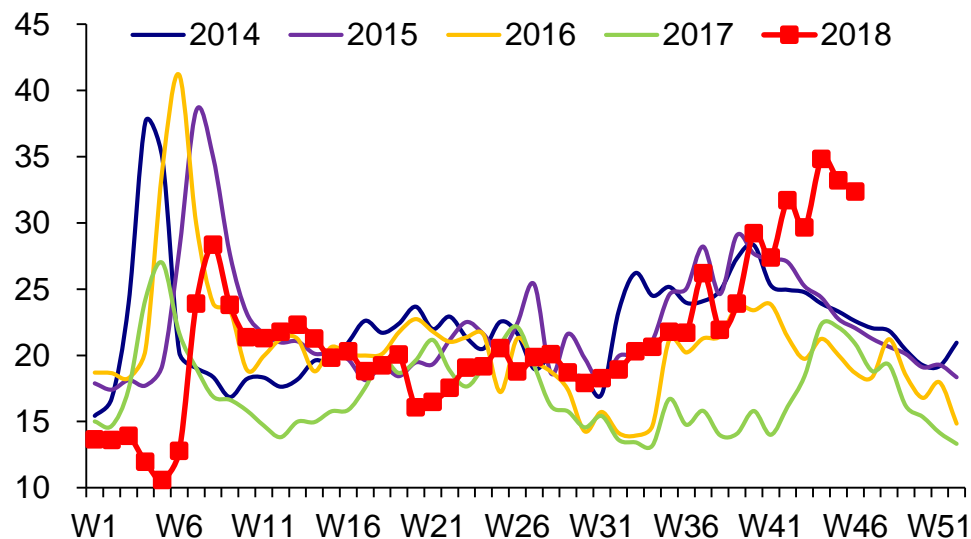


图 历年各周六大发电集团煤炭库存可用天数（天）



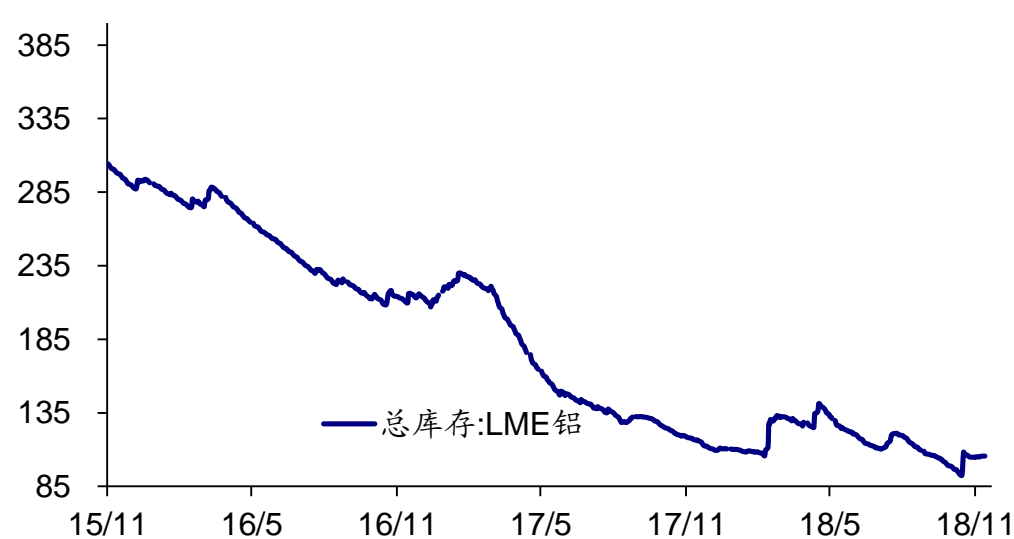
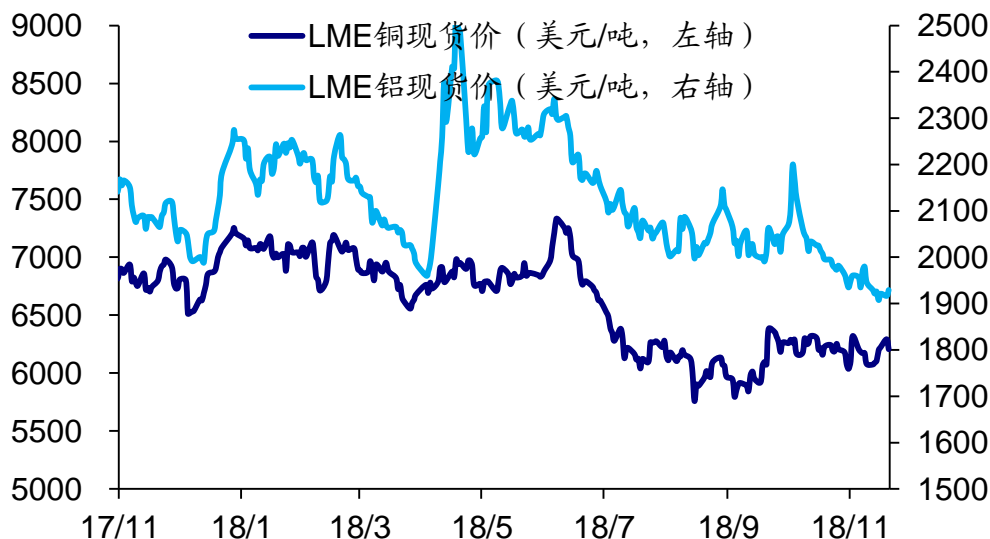
资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
----	------	----

价格	上周LME铜、铝价格均降。	上周基本金属价格涨跌互现。智利铜业委员会下调今年和明年铜价预估值，其认为中美贸易紧张将使需求景气度持续下降，家电行业销售疲弱也令铜价承压。美国宣布制裁俄铝时间推迟至19年初，上周铝价同样有所回落。
库存	上周LME、COMEX铜库存均降，LME铝库存回升。	

图 LME铜和铝现货价格（美元/吨）

图 LME铝库存（万吨）



指标	数据表现	解读
原油	上周Brent、WTI原油均价大幅回落。	上周原油价格继续大幅回落，美国原油产量不断攀高，库存也有所上升，OPEC和EIA等机构均下调了原油需求增长预期。上周CRB指数均值下行。上周美元指数均值回升，10月美国核心CPI环比增速创三个月以来最大涨幅，支持美联储加息，英国脱欧进程也再起波澜。
CRB指数	上周CRB均值下行。	
美元指数	上周美元指数回升。	

图 布伦特和WTI原油期货价格（美元/桶）

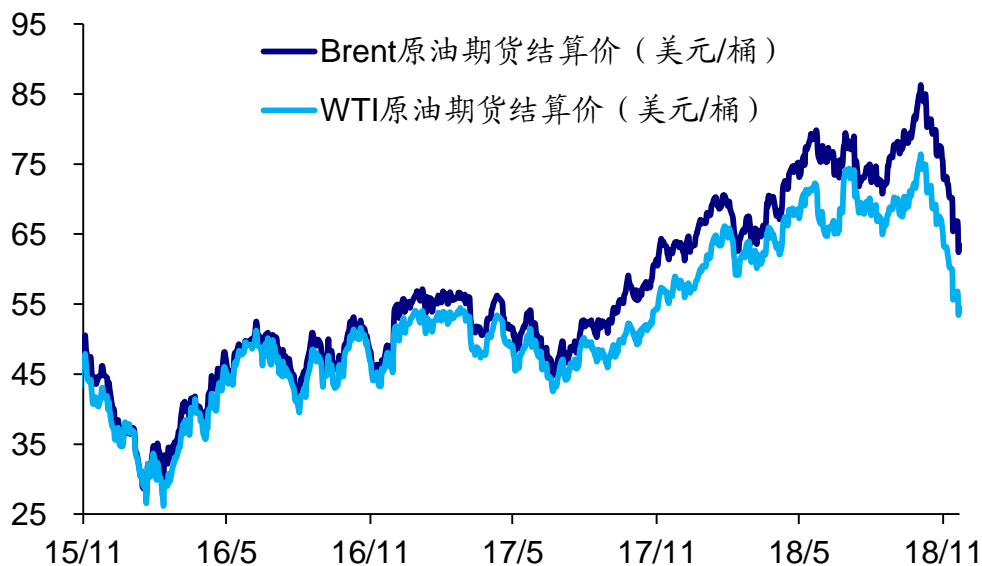


图 美元指数与CRB现货价格指数



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
货运	10月货运量同比增速升至9.5%，其中铁路货运量增速升至10.1%。	10月货运量同比增速有所回升，其中公路和铁路货运量增速双双回暖，印证工业增加值增速短期反弹，部分原因也在于去年同期基数走低。上周集运表现仍优于散运，BDI指数回落而CCFI指数再升。上周公路物流运价指数有所回落。
海运	上周BDI指数回落，CCFI指数回升。	
物流	上周公路物流运价指数略降。	

图 货运量同比增速 (%)

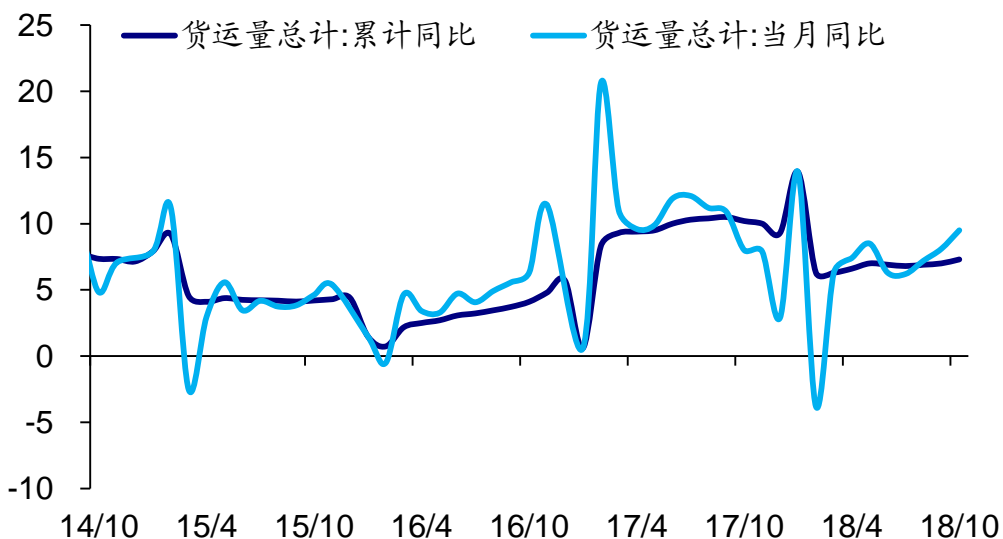
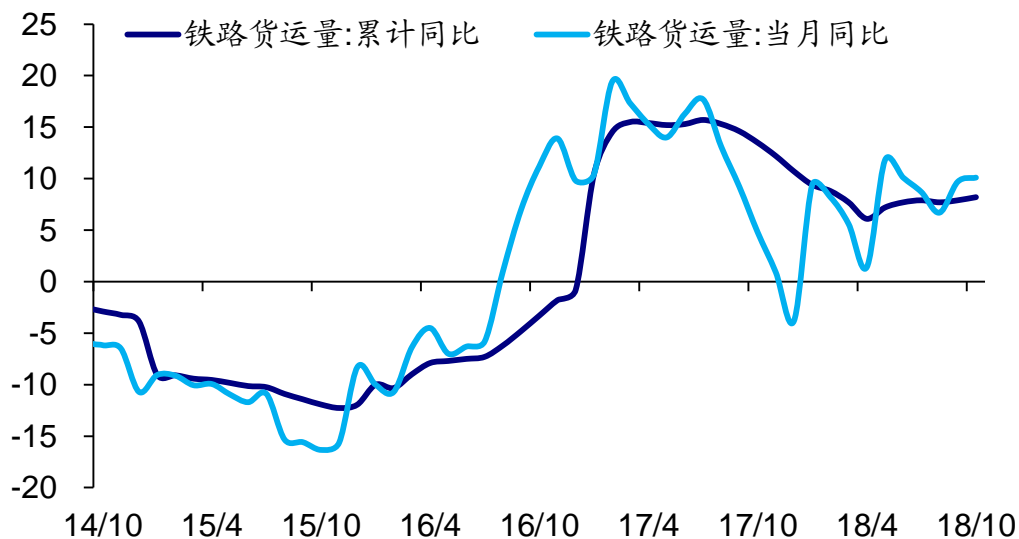


图 铁路货运量同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

附注

宏观部《实体经济观察》，立足于宏观和中观相互印证，跟踪主要行业的需求、价格和库存变量，与宏观指标对照分析判断实体经济趋势。

策略部《行业比较数据月报及解读》（Excel & PDF版），从股价驱动力出发跟踪分析行业量价等盈利及估值指标变化，以便行业横向比较，形成行业配置结论。

分析师声明

姜超、于博：宏观经济

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

姜超

SAC执业证书编号：S0850513010002

电话：021-23212042

Email: jc9001@htsec.com

于博

SAC执业证书编号：S0850516080005

电话：021-23219820

Email: yb9744@htsec.com

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;

2. 市场基准指数的比较标准

A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

类别	评级	说明
股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
	中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	无评级	
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10%与 10%之间;
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 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。在法律许可的情况下, 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书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。