

# 节前的萎靡

——实体经济观察2019年第5期

2019年1月31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：节前的萎靡

价格：上周国内生资价格涨多跌少，国际油价回升。

1月全国制造业PMI线下微升，但仍处历年同期低位，指向制造业景气偏弱。而中观高频数据同样指向经济下行压力未消。一方面，地产销量增速下滑转负，乘用车零售反弹，但批发仍在探底，反映终端需求仍在下滑。另一方面，汽车、钢铁、化工开工率下滑，发电耗煤、粗钢产量增速双双下滑，表明工业生产明显放缓。

今年春节偏早，民工已开始返乡，19年春运起步稳健。但春节效应并不能完全解释节前的萎靡。1月PMI生产指数创下13年以来同期新低，而剔除春节效应后，地产销量增速仍低、发电耗煤跌幅仍大。当前经济仍处下行通道，需求生产双双下行，殊途同归。

需求：下游地产、纺服走弱，乘用车仍弱，家电改善。中游钢铁、水泥走弱，化工弱改善。上游煤炭、有色改善。交运分化。

库存：下游地产、乘用车去化。中游钢铁、水泥回补，化工去化。上游煤炭、有色回补。



## 下游行业

**地产:** 1月41城地产销量、百城土地成交增速均下滑转负。  
**乘用车:** 1月前四周乘用车零售有所改善, 批发仍在探底。  
**家电:** 12月三大白电产量、厂家销量涨多跌少, 出口转弱。  
**纺织服装:** 12月子行业收入增速涨少跌多, 库销比处于高位。

## 中游行业

**钢铁:** 上周钢价、毛利回升, 开工率仍偏低, 社库继续回补。  
**水泥:** 上周全国水泥均价降幅收窄, 库容比延续上行态势。  
**化工:** 上周PTA产业链价格普遍回升, 涤纶POY库存去化。  
**机械:** 12月各子行业收入增速涨少跌多, 主因基数抬升。  
**电力:** 1月发电耗煤跌幅扩大, 高基数叠加春节假期来临。

## 上游行业和交通运输

**煤炭:** 上周煤炭价格平中有升, 电厂、钢厂库存继续回补。  
**有色:** 上周LME铜、铝价格均涨, 铜、铝库存双双回升。  
**大宗商品:** 上周原油价格回升, CRB指数下行, 美元指数回升。  
**交通运输:** 19年春运起步稳健, 上周BDI降CCFI升, 物流运价升。

指标	数据表现	解读
需求	1月下旬41城日均地产销量增速转正至0.8%，剔除春节效应后增速回升转正至6.9%。 1月前30天41城地产销量增速下滑转负至-5%。	1月下旬41城日均地产销量增速回升转正，但受上、中旬地产需求低迷拖累，1月销量增速仍下滑转负，而剔除春节效应干扰后，1月地产销量增速同样处于低位，其中一二线城市销量降幅显著。需求低迷令库存攀升，上周十大城市库销比略有回落，但依然处于历年同期高位。1月以来土地市场未见起色，前4周百城土地成交面积同比增速下滑转负。
土地成交	上周百城土地成交面积微升，但同比跌幅扩大，溢价率略有回升。	
库存	上周十大城市商品房库销比略降至57.2周。	

图 41城商品房旬度销量同比增速 (%)

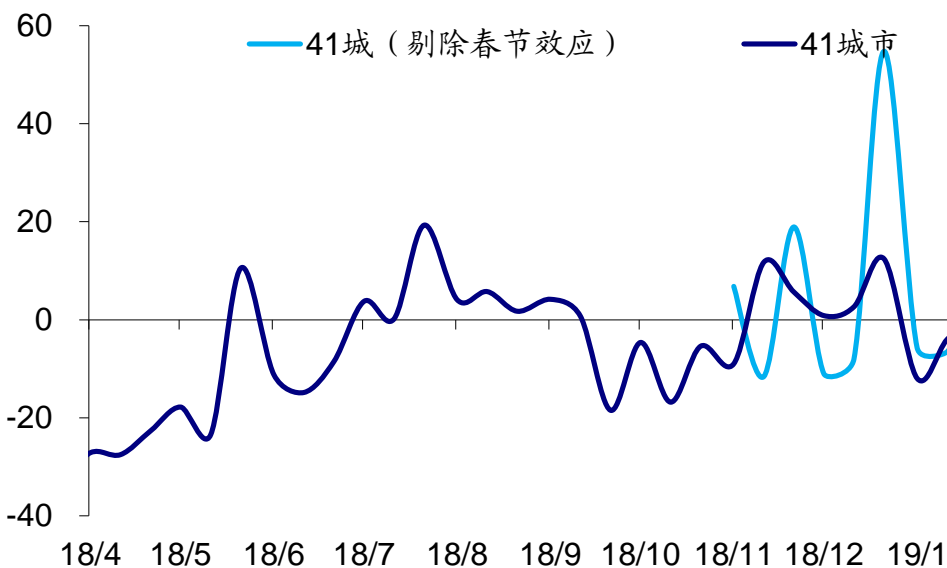
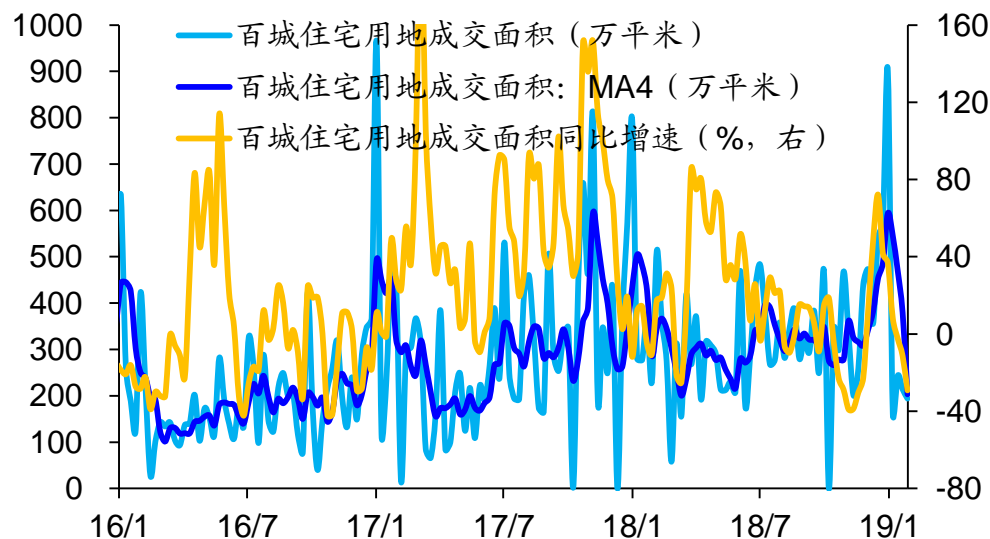


图 百城住宅用地成交面积及同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

# 下游乘用车：1月前四周乘用车零售有所改善，批发仍在探底



指标	数据表现	解读
----	------	----

**需求、生产** 18年汽车制造业主营收入增速大跌至2.9%，其中12月当月增速-13%，较11月跌幅扩大。1月前四周乘联会乘用车批、零增速-24%、-1%。上周半钢胎开工率降至57.5%。

**库存** 18年12月汽车制造业产成品库存增速降至1.3%。

18年汽车制造业惨淡收官，全年收入增速创下03年有数据以来的新低，其中12月收入跌幅仍在扩大。从高频数据看，19年1月前四周，乘联会乘用车零售降幅收窄，指向终端需求有所改善，但在渠道库存严重偏高的背景下，批发跌幅仍在扩大，指向行业景气难言改善。需求低迷拖累生产，1月各周半钢胎开工率持续位于同期低位。

图 乘联会乘用车批发、零售同比增速 (%)

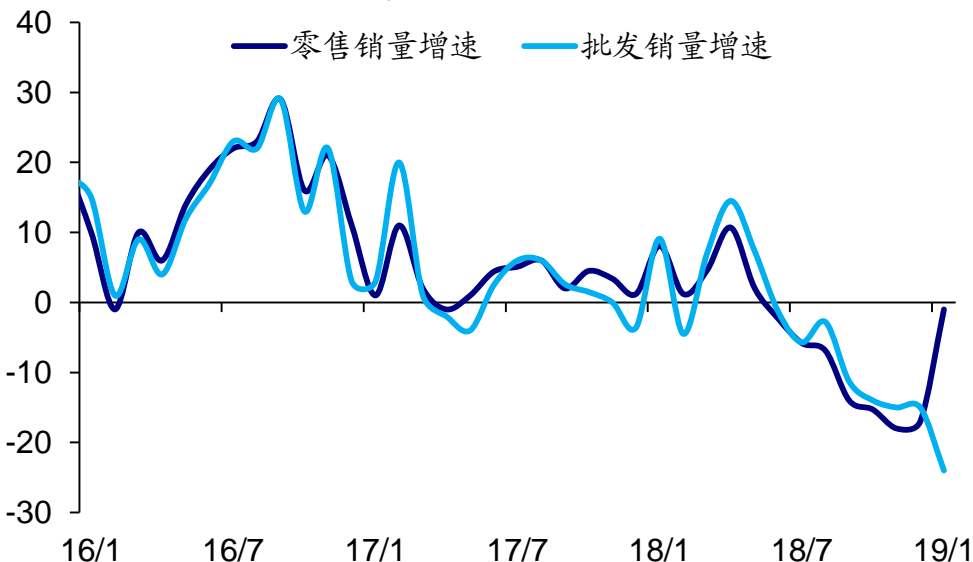
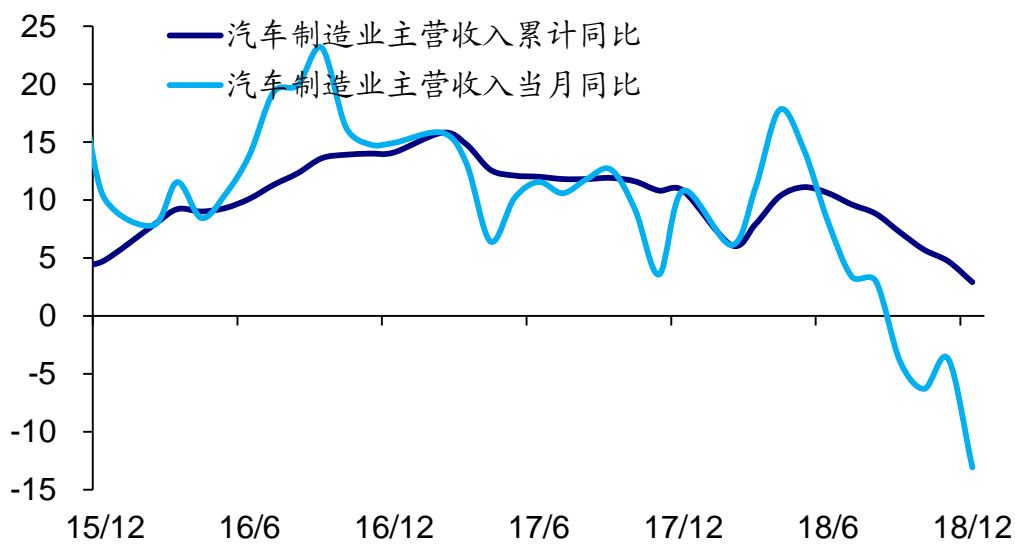


图 汽车制造业主营收入增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
需求	18年12月全国空调、洗衣机产量增速分别升至10.6%、-2.9%，冰箱产量增速降至5.8%；海关总署空调、冰箱出口增速分别降至7.1%、2.6%，洗衣机出口增速归零；产业在线冰箱销量增速降至0.9%，洗衣机销量增速转正至3.6%。	18年12月家电终端零售增速回暖，而产业在线数据显示三大白电厂家销量增速涨多跌少、与终端销售同步改善，但需求回暖主要来自内需的贡献，12月空调、冰箱出口增速均大幅下滑，洗衣机出口增速虽略回升，但主要受基数走低影响，并且仍处18年内低位。需求释放带动生产恢复，12月三大白电产量增速涨多跌少。
库存	18年12月产业在线冰箱厂家库销比升至0.72，洗衣机厂家库销比降至0.34。	

图 海关总署家电出口同比增速 (%)

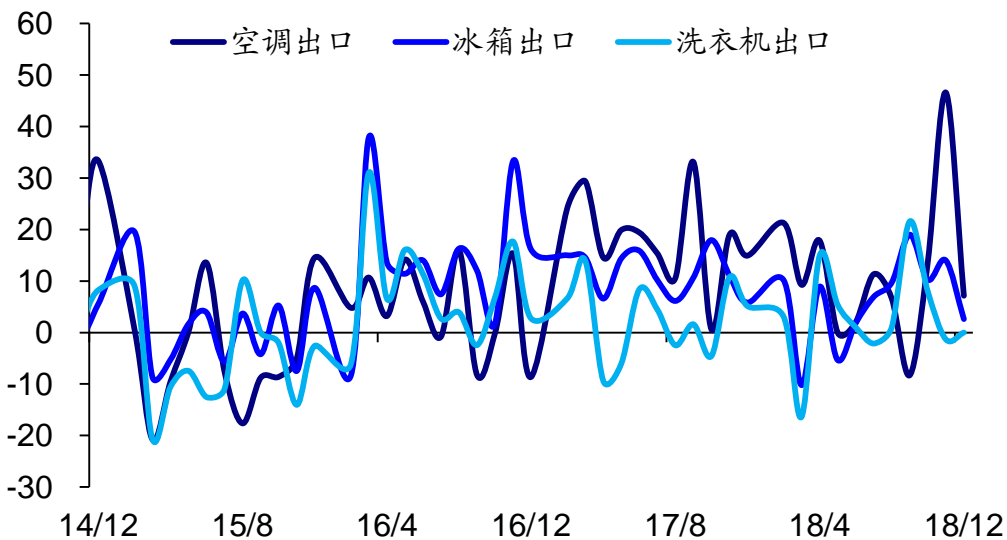
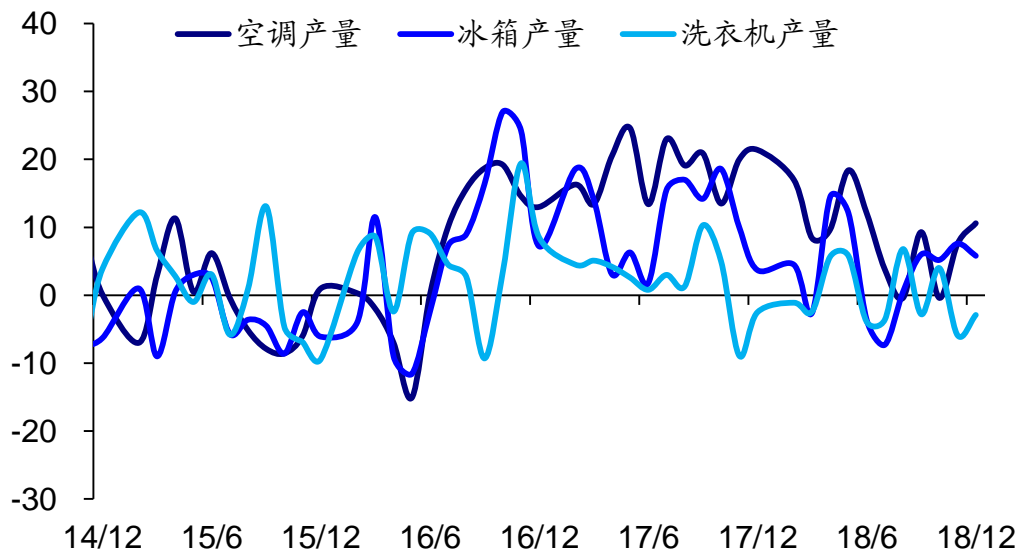


图 统计局家电产量同比增速 (%)



# 下游纺织服装：12月子行业收入增速涨少跌多，库销比处于高位

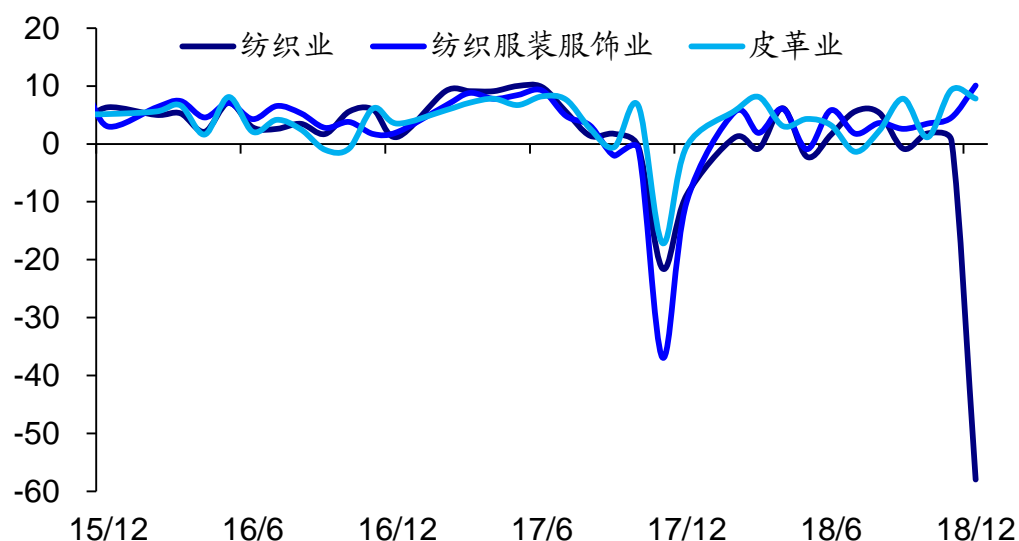


指标	数据表现	解读
价格	上周柯桥纺织价格指数回落， 上周328级棉花价格指数上行。	18年12月纺织服装各子行业收入增速涨少跌多，尤其是纺织服装业，尽管统计口径缩窄，收入增速仍大幅放缓，其中12月单月增速更是创下12年以来新低。一方面，贸易摩擦对出口形成冲击，“抢出口”带来的透支效应也逐渐体现。另一方面，也不应排除年末统计数据调整带来的影响。类比12月固定资产投资口径同样大幅收窄。
需求	18年12月纺织业、皮革业主营收入增速分别降至-58%、7.8%，服装服饰业增速升至10.1%。	
库存	18年12月纺织业、服装服饰业库销比分别升至3.48、0.73，皮革业库销比降至0.94。	

图 柯桥纺织价格指数



图 纺织、服装服饰、皮革业主营收入同比增速 (%)



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、热板均价双双反弹，吨钢毛利螺纹、热板均上行。	上周钢价有所回升，螺纹、热板价格双双上行，受钢价回升带动，吨钢毛利也同步上行。春节假期临近，近期需求生产同步转弱。需求端，上周钢材社会库存继续回补，指向春节假期临近，需求转弱推升渠道库存。生产端，1月上旬重点钢企产量增速下滑，钢企库存继续回补，而上周高炉开工率虽继续回升，但仍处历年同期低位，均指向生产仍较低迷。
---------	-------------------------------	--

生产、需求	1月上旬重点钢企粗钢产量增速略降至3.1%。
-------	------------------------

库存、开工率	1月上旬重点钢企库存跌幅收窄至1.9%，上周高炉开工率升至65.5%，同比增速回升，上周钢材社会库存继续回补。
--------	---

图 螺纹钢、热轧板卷价格（元/吨）

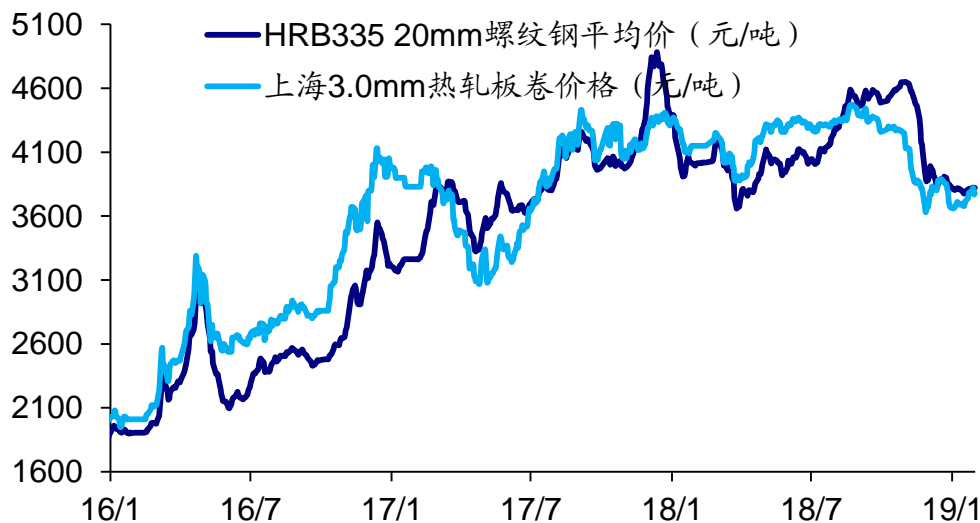
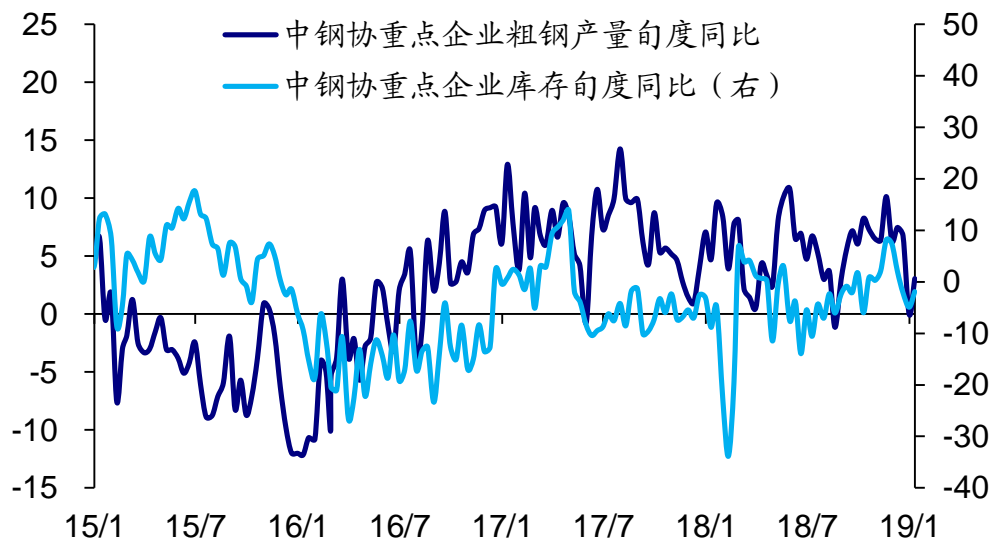


图 中钢协重点钢企粗钢产量及库存旬度同比增速（%）





# 中游水泥：上周全国水泥均价降幅收窄，库容比延续上行态势



指标	数据表现	解读
----	------	----

价格

上周全国水泥均价继续下行，环比降幅收窄至0.1%。

库存

上周全国水泥企业库容比升至59%，接近17年同期水平。

上周全国水泥均价继续回落，环比降幅收窄，而库容比延续上行态势，与17年同期水平基本持平。1月下旬，随着春节临近，除长三角局部地区因天气好转，企业发货环比有明显提升以外，其他大部分地区继续季节性减弱。分区域来看，华北地区保持平稳，华东、中南地区继续下调，而西南地区以稳为主。

图 全国水泥平均价格 (P.O42.5) (元/吨)

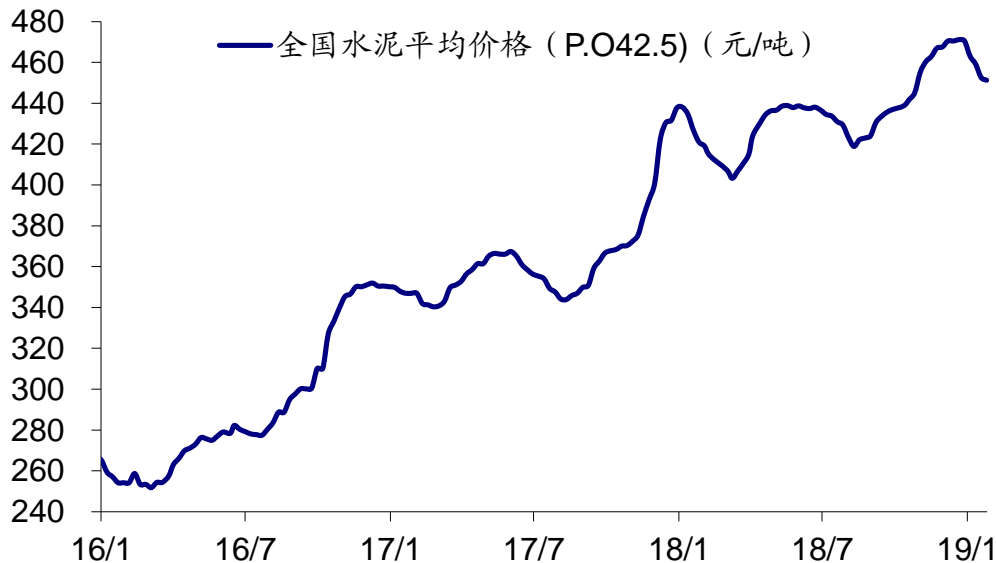
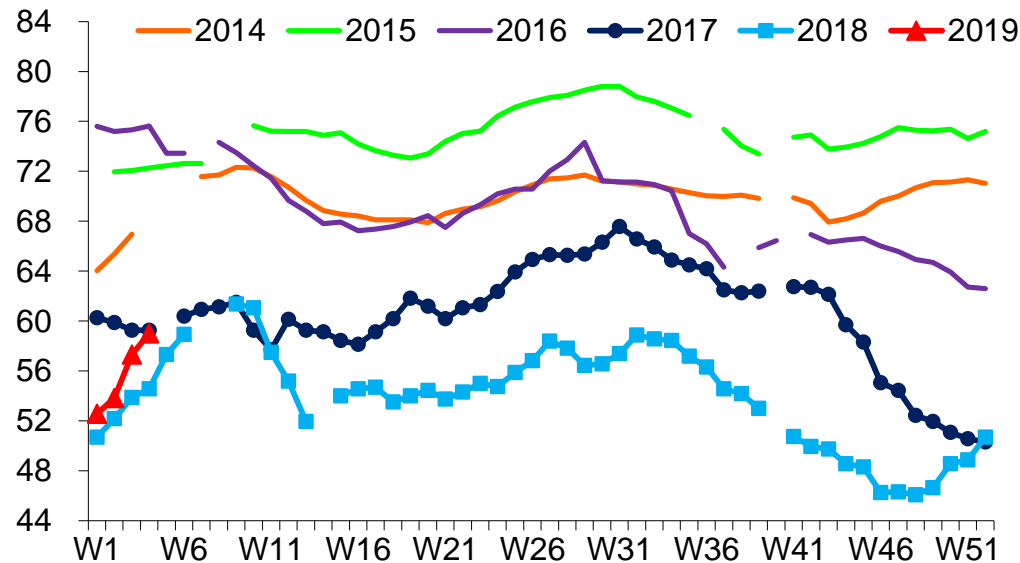


图 全国水泥企业库容比 (%)



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升。	上周PTA产业链产品价格涤纶POY、聚酯切片、PTA价格均现反弹，主因上游油价回升，下游织造需求回暖。春节假期来临，生产季节放缓，上周PTA产业链负荷率涨少跌多，仅PTA工厂略有回升，聚酯工厂和江浙织机均继续下滑。供应偏紧叠加需求改善，抬升价格的同时也带动库存继续去化，上周涤纶POY库存天数继续下降，处历年同期低位。
生产	18年12月化工各子行业收入增速普遍回落，石油、化工、化纤和橡胶塑料均降。	
库存、开工率	上周涤纶POY库存天数降至3天， 上周PTA产业链负荷率涨少跌多，PTA工厂略升，聚酯工厂和江浙织机均降。	

图 化纤产业链产品价格（元/吨）

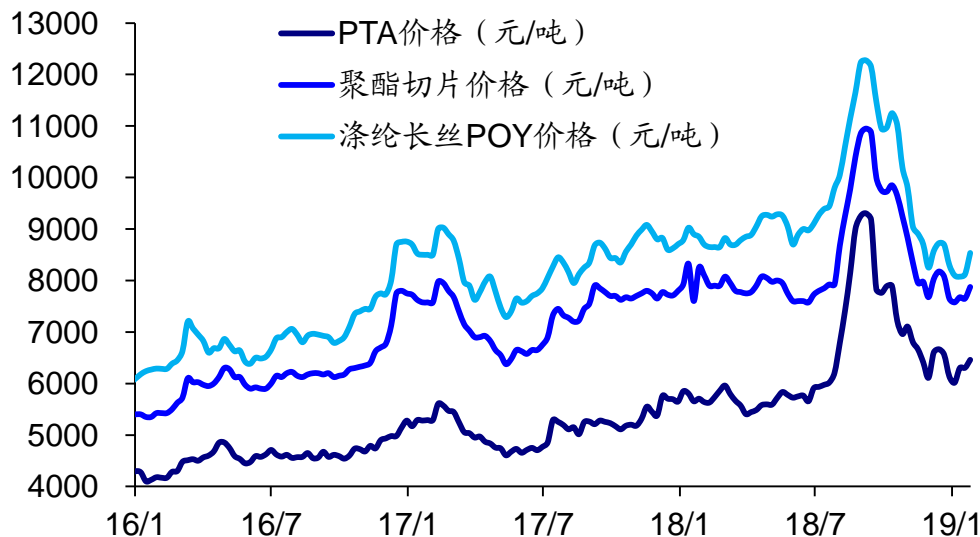
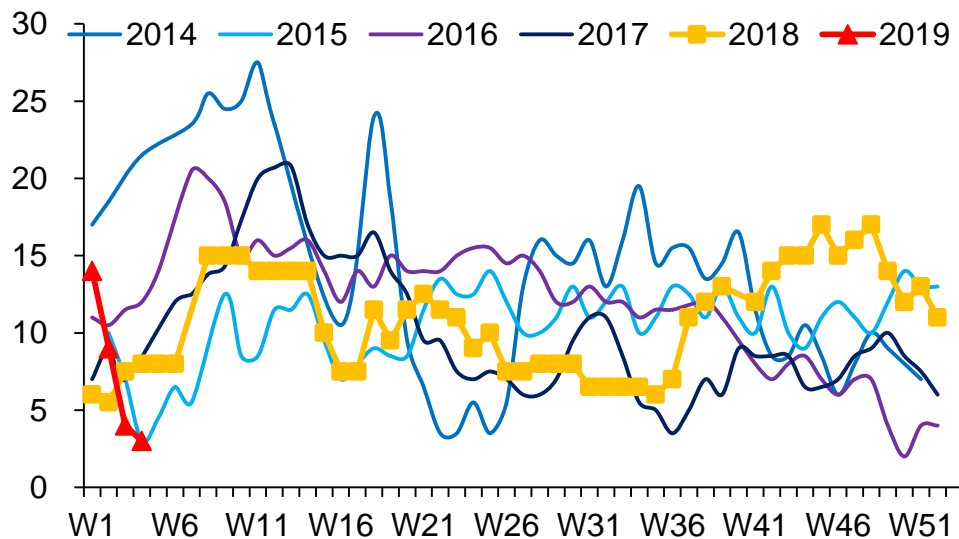


图 历年各周涤纶POY库存天数（天）



资料来源：WIND，海通证券研究所

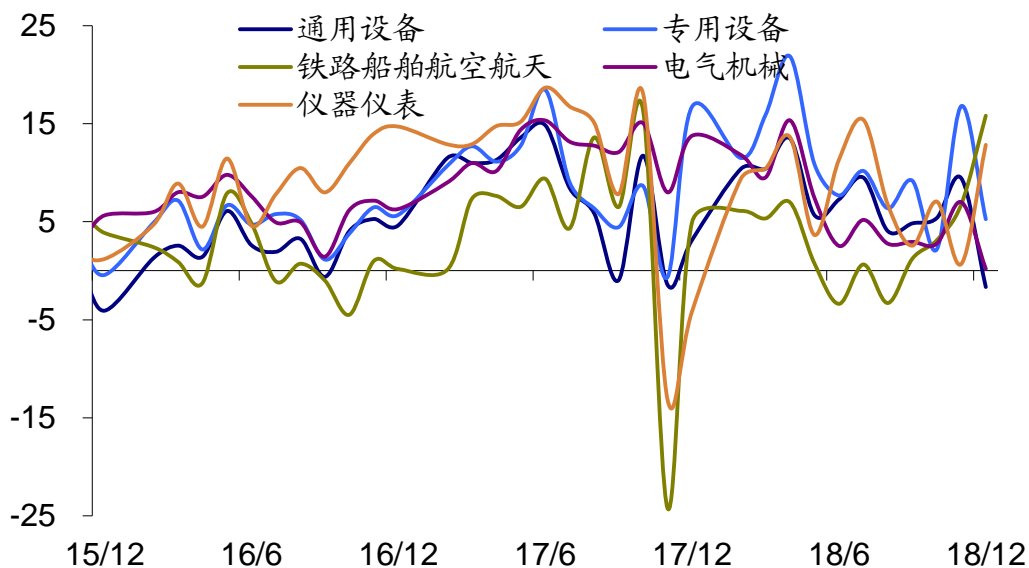
指标	数据表现	解读
----	------	----

需求

18年12月机械各子行业收入增速涨少跌多，铁路船舶、仪器仪表升至15.8%、12.8%，而通用设备、专用设备和电气机械则降至-1.7%、5.3%和0.2%。

18年12月机械各子行业收入增速涨少跌多，主要缘于17年同期基数大幅抬升。18年下半年以来，经济下行压力明显加大，基建补短板政策成为托底经济的重要抓手。18年12月至今，发改委批复全国基建投资项目总额超万亿。随着项目陆续落地开工，装备制造类行业收入增速有望改善。

图 机械子行业主营收入同比增速 (%)



## 指标

## 数据表现

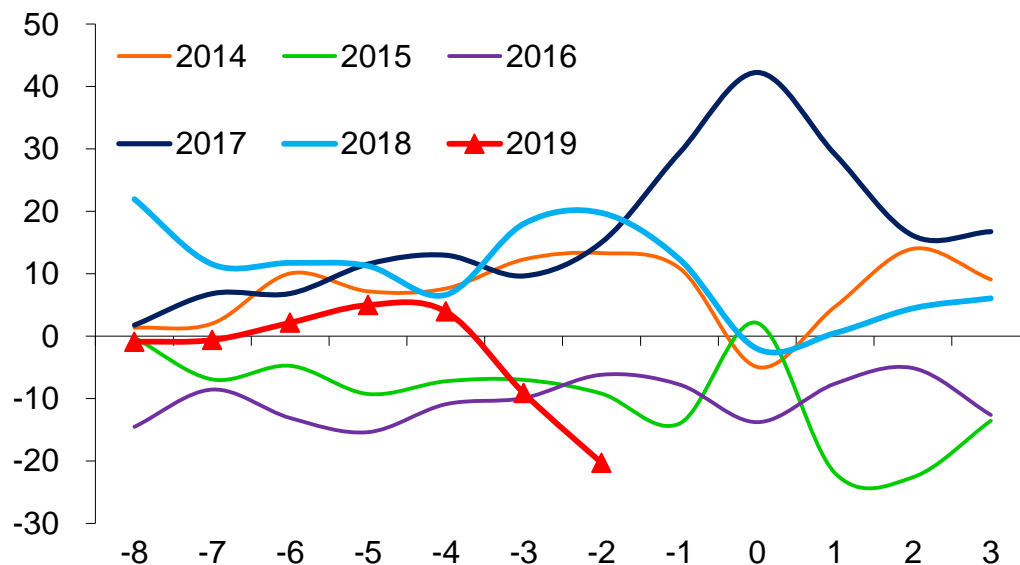
## 解读

生产 1月下旬六大集团发电耗煤增速降至-25.3%，  
1月发电耗煤同比增速-7%，跌幅扩大。  
春节前第二周发电耗煤跌幅扩大至23.3%。

19年1月六大集团发电耗煤跌幅明显扩大，农历口径下，春节前第二周发电耗煤跌幅也同样扩大。一方面，发电耗煤同比跌幅扩大与18年同期基数较高有关；另一方面，19年春节假期较早，而随着春节假期临近，生产明显放缓，1月以来，汽车、钢铁和化工等主要行业开工率均较低迷。

图 六大发电集团旬度发电耗煤同比增速 (%)

图 历年春节前后各周发电耗煤同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
----	------	----

价格	上周动力煤、无烟煤、焦煤价格均走平，秦皇岛港煤价格略升。	上周煤炭价格平中有升，其中秦皇岛港煤价格小幅上行。19年1月前30天六大集团发电耗煤同比增速跌幅扩大，农历口径下周度增速同步放缓，使得电厂煤炭库存回补。19年1月上旬重点钢企粗钢产量增速小幅回落，上周钢厂煤炭库存天数继续上行。
库存	上周秦皇岛港口煤炭库存回落，电厂煤炭库存天数升至25.3天，钢厂煤炭库存天数升至18.3天。	

图 秦皇岛港煤价格（元/吨）

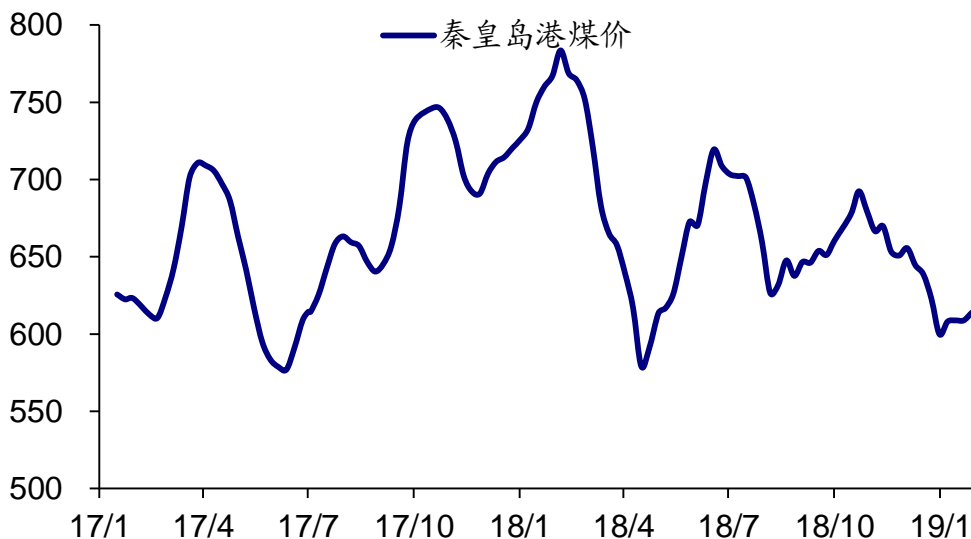
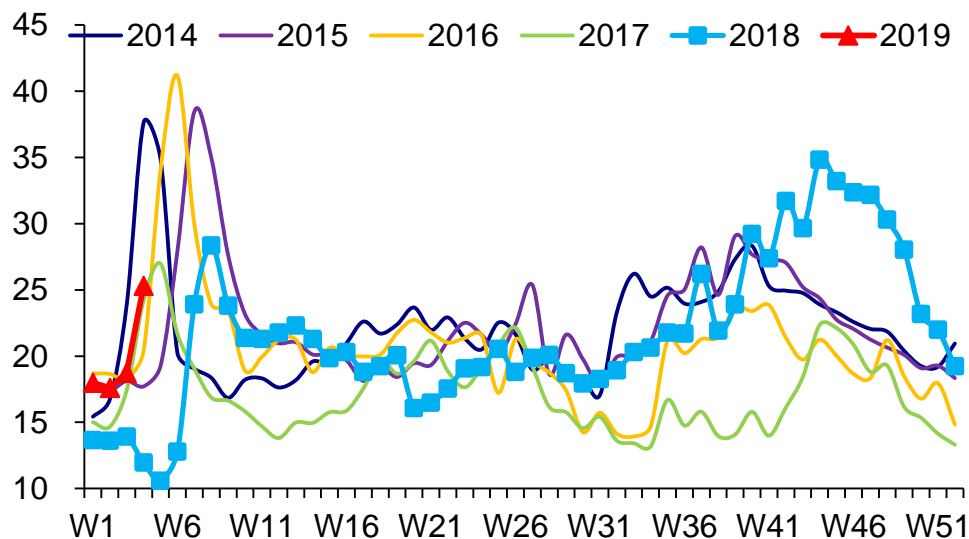


图 历年各周六大发电集团煤炭库存可用天数（天）



指标	数据表现	解读
价格	上周LME铜、铝价格均升。	上周基本金属价格普遍回升。据智利国家铜业公司预测，2019年铜产量将比消费量少22.7万吨，是去年缺口的三倍多。上周铜价均值回升。国际铝业协会数据显示18年12月全球原铝日均产量创18年6月以来新低，海德鲁公司位于肯塔基州的工厂熔炉爆炸、暂停生产。上周铝价均值上行。
库存	上周LME铜库存升、COMEX铜库存降，整体回升，LME铝库存回升。	

图 LME铜和铝现货价格（美元/吨）

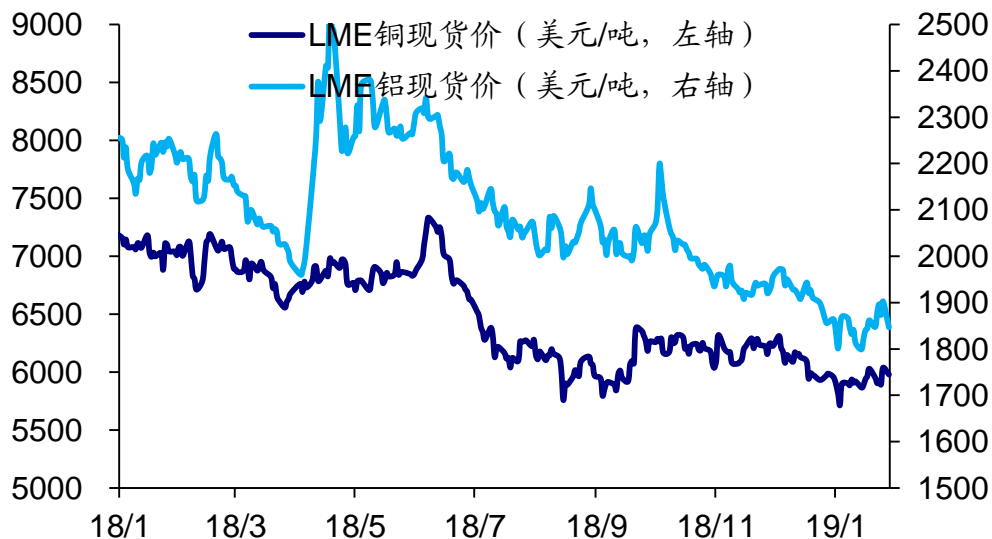
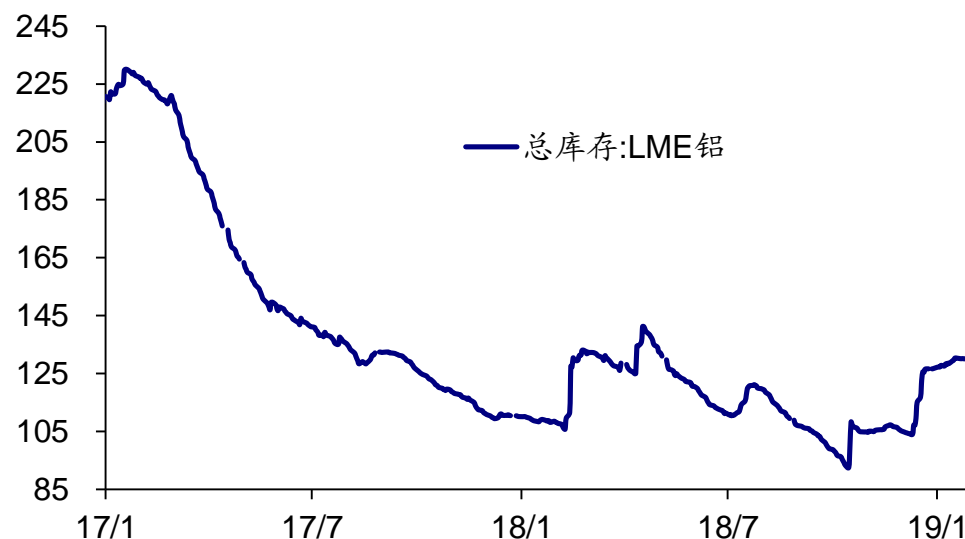


图 LME铝库存（万吨）



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
原油	上周Brent、WTI原油均价回升。	上周原油价格继续回升，委内瑞拉反对派领导人自行宣布成为临时总统，委局势动荡或对原油供应产生影响。上周CRB指数均值下行。上周美元指数回升，特朗普签署临时支出法案结束美国政府史上最长时间的关门，欧央行维持利率水平不变并下调经济增长预期。
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）

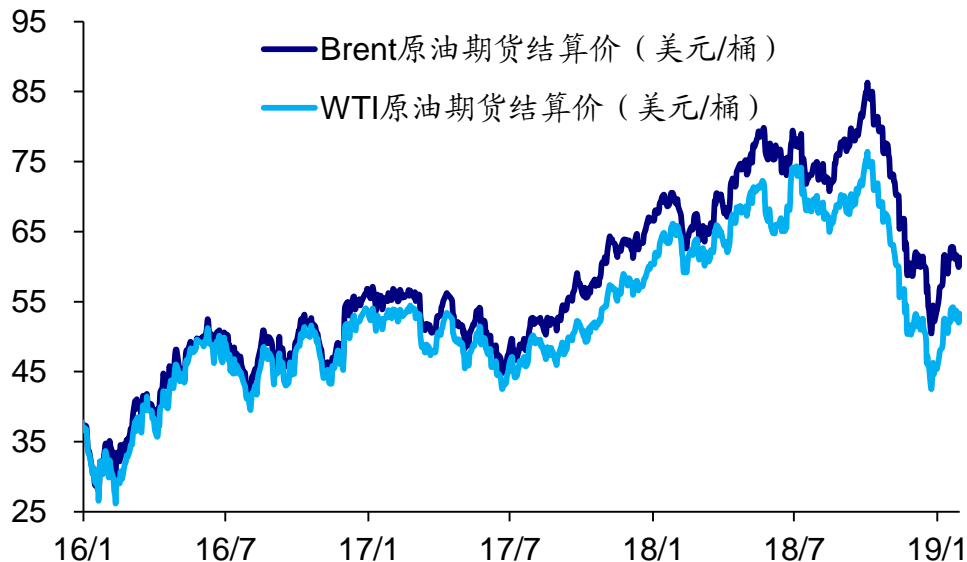


图 美元指数与CRB现货价格指数



指标	数据表现	解读
客运	春运前七日全国累计发送旅客5.04亿人次，同比增速0.88%，较18年回升转正。	19年春运起步稳健。前7天全国旅客发送量同比增速0.88%，较18年回升转正。上周集运表现继续优于散运，BDI指数再降而CCFI指数回升。海岬型船舶平均租金环比下降15.6%，巴拿马型船舶平均租金环比下降26.5%，超灵便型船舶平均租金环比下降18.3%。上周公路物流运价指数略升。
海运	上周BDI指数降、CCFI指数回升。	
物流	上周公路物流运价指数略升。	

图 BDI与CCFI指数

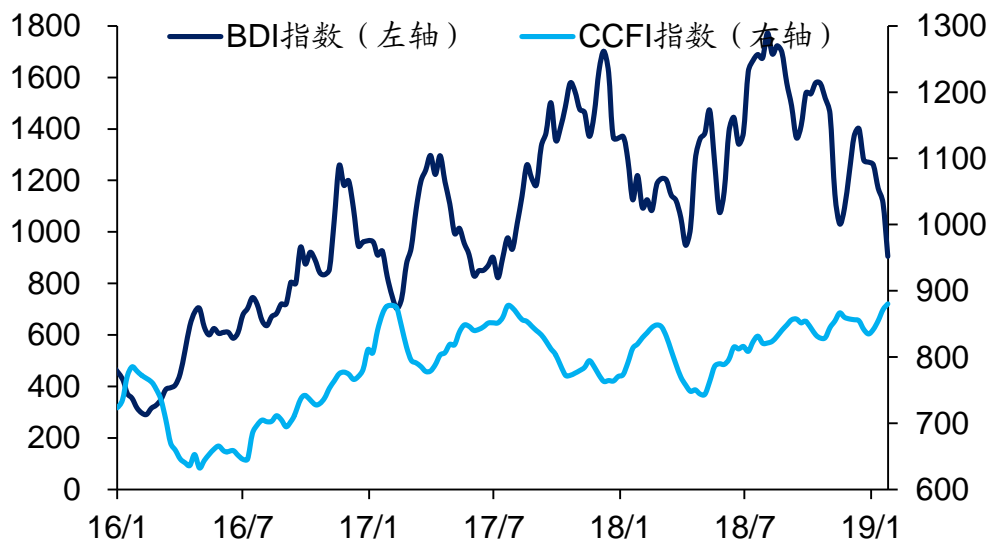
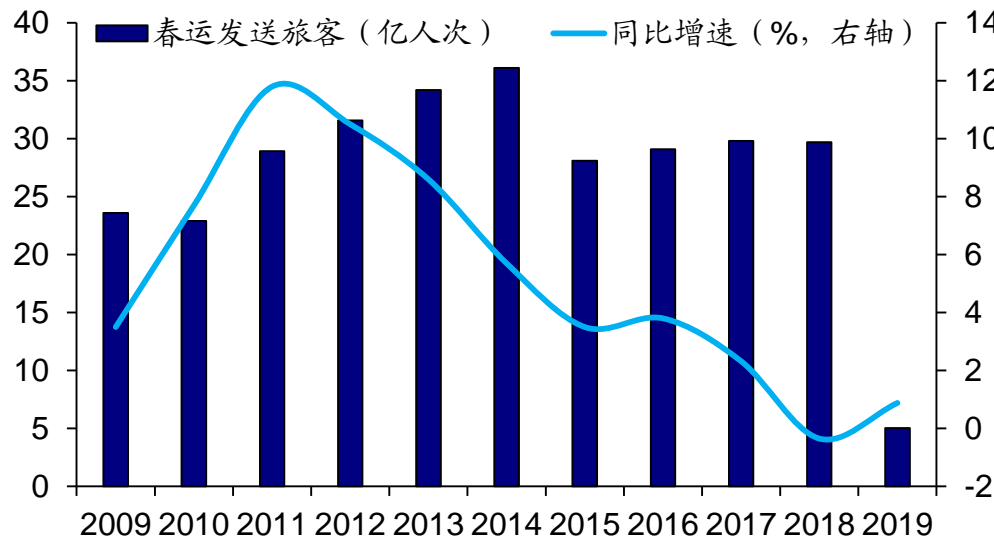


图 春运发送旅客人次及同比增速



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。