证券研究报告

生产恢复偏慢

——实体经济观察2019年第8期

2019年2月28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：生产恢复偏慢

价格：1月70城房价同比涨幅回升，上周国内生资价格涨少跌多，原油价格回升。

2月全国制造业PMI再创新低，其中新订单仅是边际改善，而生产则创下09年2月以来的新低。从中观高频数据来看，1-2月经济整体仍较疲弱。终端需求方面，1-2月38城地产销量增速较去年12月再度下滑，1月及2月前三周乘用车批、零销量跌幅均超过30%。工业生产方面，1-2月发电耗煤同比增速较去年12月跌幅明显扩大，而1月重点钢企粗钢产量增速也同样回落。

春节假期过后，随着工厂逐渐复工，通常会逐渐步入生产旺季，生产数据通常会季节性回升。但从近期数据来看，工业生产恢复明显偏慢。不仅汽车、钢铁等行业开工率普遍低于过去几年同期均值，发电耗煤降幅也明显扩大，并且生产资料价格也均处弱势。终端需求羸弱仍是主因。近期，发改委密集批复基建项目，但能否托底需求、带动生产？仍然需要观察。

需求：下游地产走弱，乘用车仍弱，家电尚可。中游钢铁、水泥、化工均走弱。上游煤炭、有色走强。交运走弱。

库存：下游地产、乘用车去化。中游钢铁、水泥、化工均回补。上游煤炭、有色去化。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

分行业观察：

下游行业

地产： 1月70城房价增速反弹，1-2月38城地产销量增速回落。
乘用车： 2月前三周乘用车批零跌幅仍大，开工率季节性回升。
家电： 1月三大白电出口涨多跌少，空调厂家销量增速转负。

中游行业

钢铁： 1月钢企产量增速回落，上周钢价回落、社库继续回补。
水泥： 上周全国水泥均价环比跌幅扩大，库容比持续上升。
化工： 上周PTA产业链价格涨少跌多，涤纶POY库存回补。
电力： 1-2月发电耗煤同比增速跌幅扩大，工业生产恢复偏慢。

上游行业和交通运输

煤炭： 上周煤炭价格平中有升，电厂、钢厂煤炭库存继续回落。
有色： 上周LME铜、铝价格均升，铜、铝库存双双下滑。
大宗商品： 上周原油价格回升，CRB指数上行，美元指数回落。
交通运输： 上周BDI、CCFI指数双双回落，公路物流运价指数升。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

下游地产：1月70城房价增速反弹，1-2月38城地产销量增速回落

指标	数据表现	解读
需求	2月下旬前7天38城地产销量增速回落至48%，2月前27天38城地产销量增速稳定在1.5%。	受春节假期错位影响，年初各旬地产销量增速波动较大。但综合来看，1-2月38城地产销量增速仅0.8%，较18年12月大幅回落，指向需求仍未见起色。1月70城房价同比增速继续走高，但环比增速继续下滑，指向房价上涨压力仍存，主要来自于二三线城市，而整体涨压仍较可控。上周十大城市商品房库销比见顶回落，处历年同期中等水平。
土地成交	上周百城土地成交面积继续回落，同比跌幅扩大，土地成交溢价率回升。	
价格	1月70城房价同比升至10.8%，环比降至0.6%。	
库存	上周十大城市商品房库销比降至95周。	

图 38城和全国商品房月度销量同比增速（%）

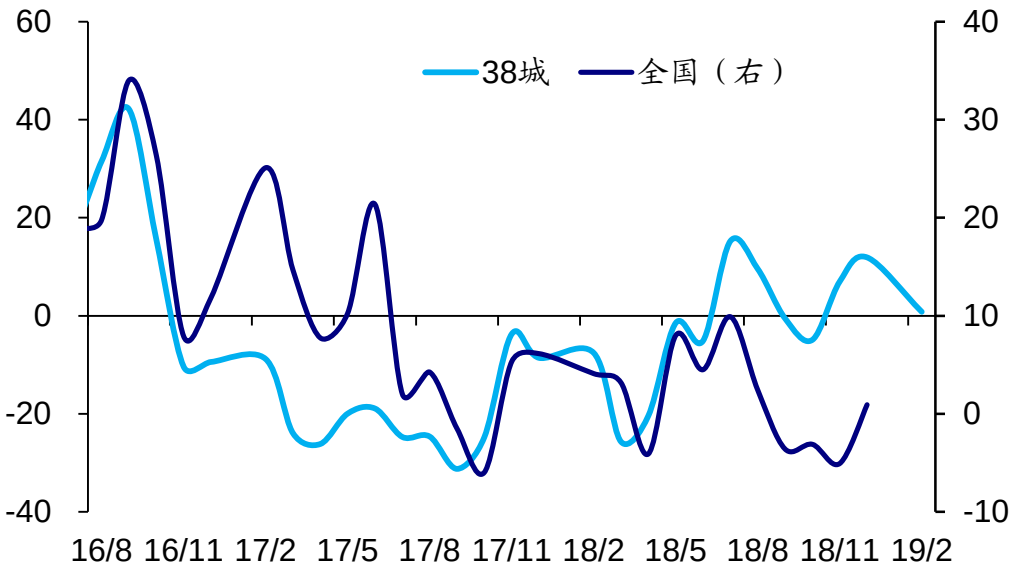
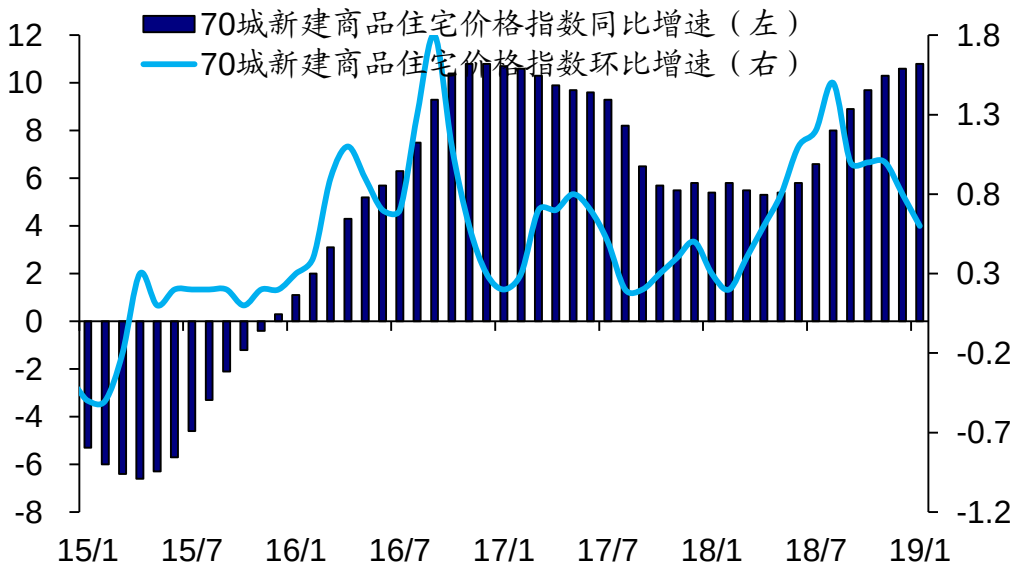


图 70城新建商品住宅同比及环比增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

下游乘用车：2月前三周乘用车批零跌幅仍大，开工率季节性回升

指标	数据表现	解读
需求、生产	2月前三周乘联会乘用车批发、零售销量增速分别降至-32%、-33%。 上周半钢胎开工率为65.8%，较节前回升。	2月前三周，乘联会乘用车批发、零售销量跌幅均在30%以上，增速也较1月明显下滑。综合来看，1月及2月前三周，乘联会乘用车零售销量增速-13%，较18年12月降幅略有收窄，而批发销量增速-22%，仍在下行探底。上周半钢胎开工率较节前有所回升，处历年同期中等水平。
库存	1月汽车经销商库存系数降至1.4。	

图 乘联会乘用车销量批发、零售同比增速（%）

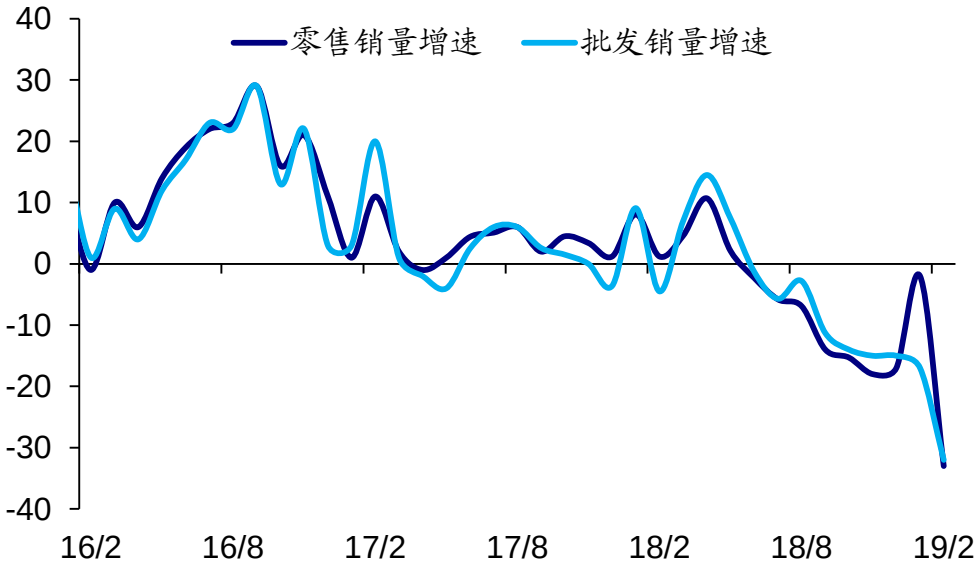
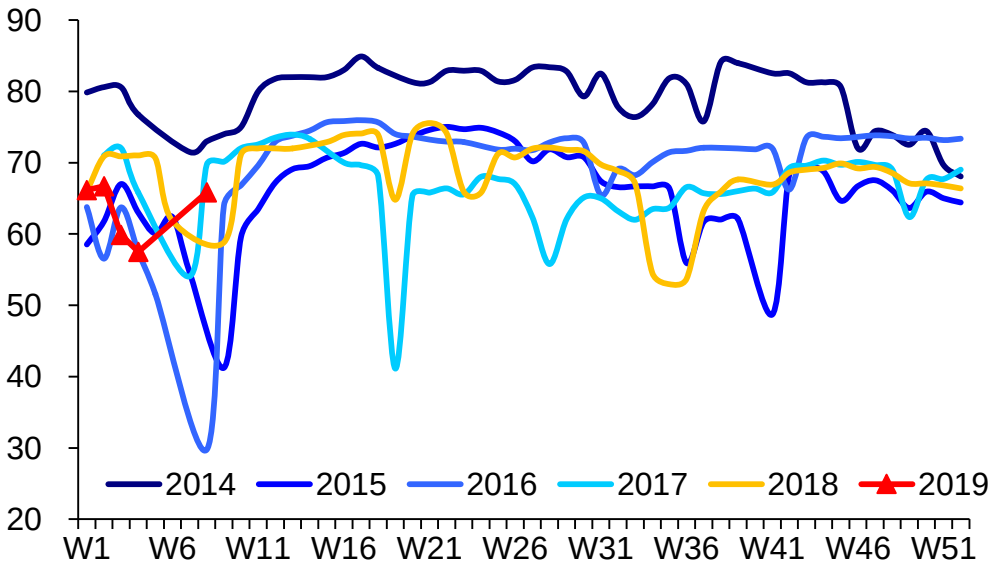


图 历年各周半钢胎开工率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

下游家电：1月三大白电出口涨多跌少，空调厂家销量增速转负

指标	数据表现	解读
需求	1月海关总署空调出口增速归零，冰箱、洗衣机出口增速分别升至22.7%、13.2%。1月空调厂家销量增速转负至-0.5%。	1月三大白电出口增速涨多跌少，其中空调出口因去年同期高基数，增速归零，而冰箱和洗衣机受益于低基数效应，出口增速均大幅反弹。1月在高基数压制下，空调厂家销量增速也有所转负，但厂家库销比降至历年同期偏低水平。整体来看，1月行业数据受春节假期干扰，发展态势判断有待2月数据综合观察。
库存	1月产业在线空调库销比降至0.74。	

图 海关总署家电出口同比增速（%）

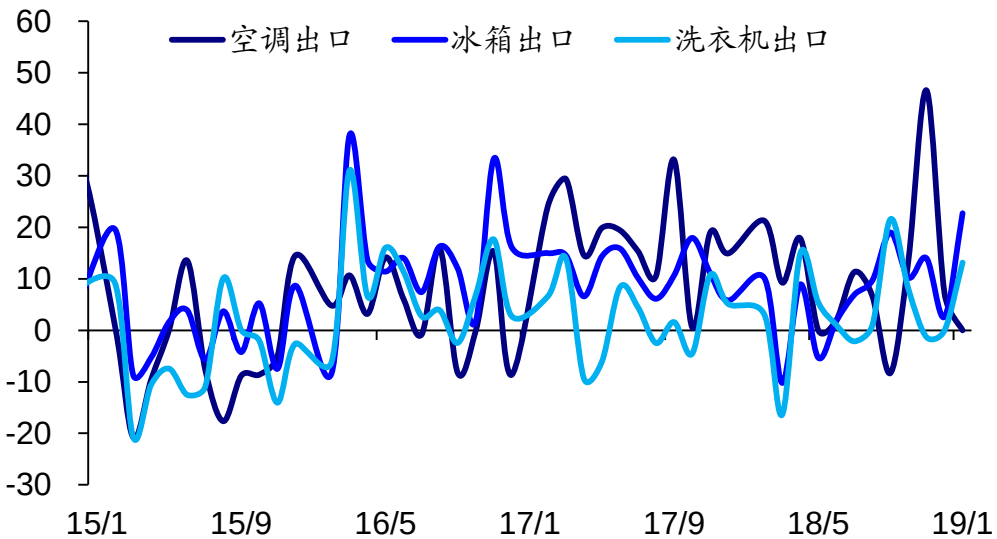
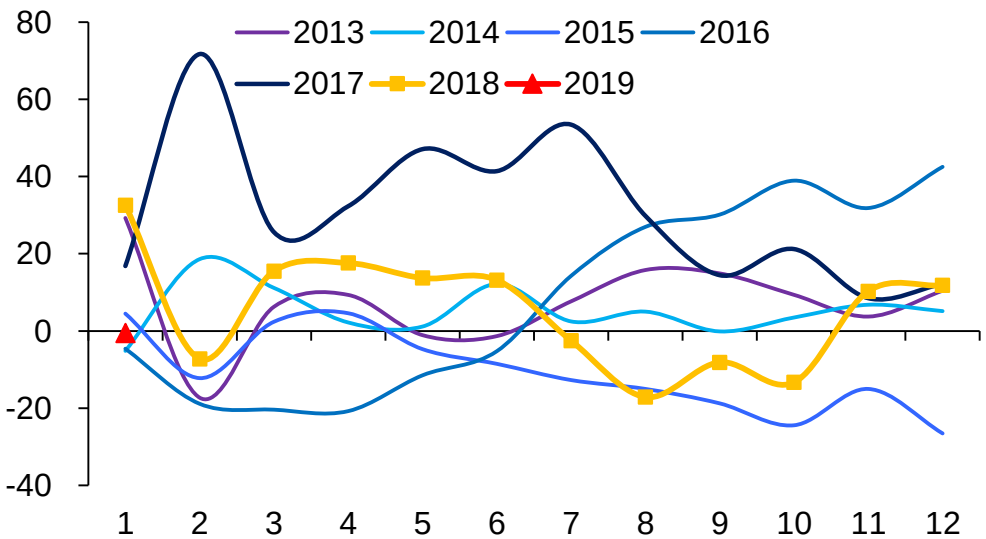


图 产业在线空调厂家销量同比增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

中游钢铁：1月钢企产量增速回落，上周钢价回落、社库继续回补

指标	数据表现	解读
价格、吨钢毛利	上周钢价螺纹、热板均降，吨钢毛利螺纹、热板双双下行。	上周钢价螺纹、热板均有所回落，钢价下行叠加原料价格走高，令吨钢毛利略有下滑，螺纹、热板双双下行。1月重点钢企粗钢产量增速回落，而上周高炉开工率虽季节性回升，但仍处于历年同期偏低水平，均指向生产依然偏弱。1月下旬重点钢企库存增速转负，而社会库存仍在回升，经销商累库现象进一步延续。
生产、需求	1月重点钢企粗钢产量增速2.7%，较18年12月有所回落。	
库存、开工率	1月下旬重点钢企库存增速转负至-1.7%，上周高炉开工率略升至65.8%，上周钢材社会库存继续回补。	

图 螺纹钢、热轧板卷价格（元/吨）

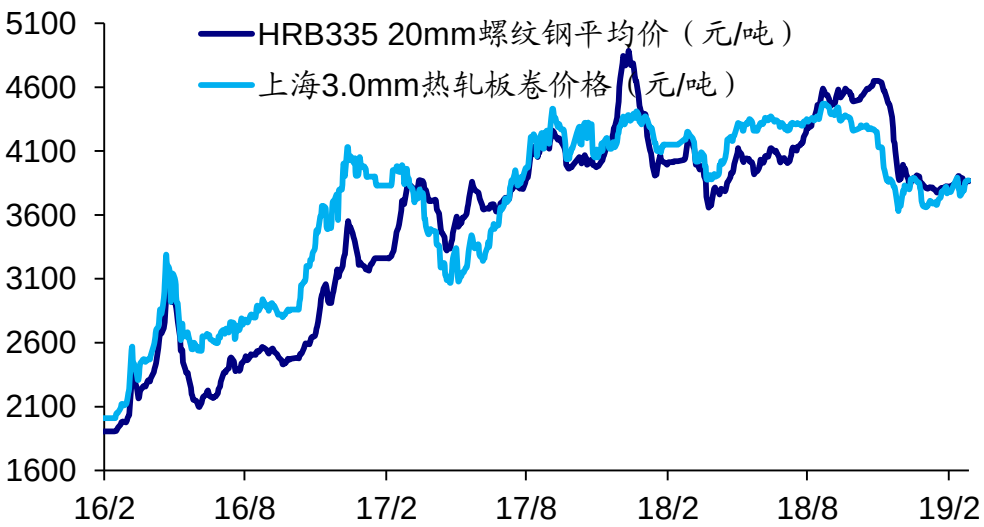
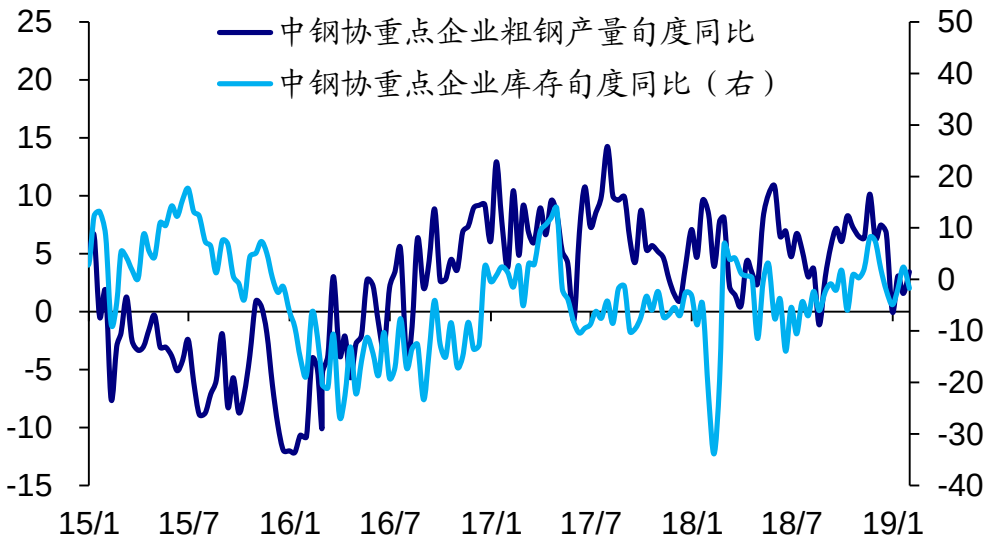


图 中钢协重点钢企粗钢产量及库存旬度同比增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

中游水泥：上周全国水泥均价环比跌幅扩大，库容比持续上升

指标	数据表现	解读
价格	上周全国水泥均价继续下行，环比跌幅扩大至1.4%。	上周全国水泥均价继续下行，环比跌幅明显扩大，而库容比持续上升。春节过后，南方地区受持续降雨影响，建筑工地和搅拌站开工迟缓，水泥需求尚未正式启动，企业发货仅在2-3成，价格偏高地区继续修正下调。分区域来看，华东、中南、西南地区水泥价格均有所下调。
库存	上周全国水泥企业库容比持续上升至60.6%。	

图 全国水泥平均价格（P.O42.5）（元/吨）

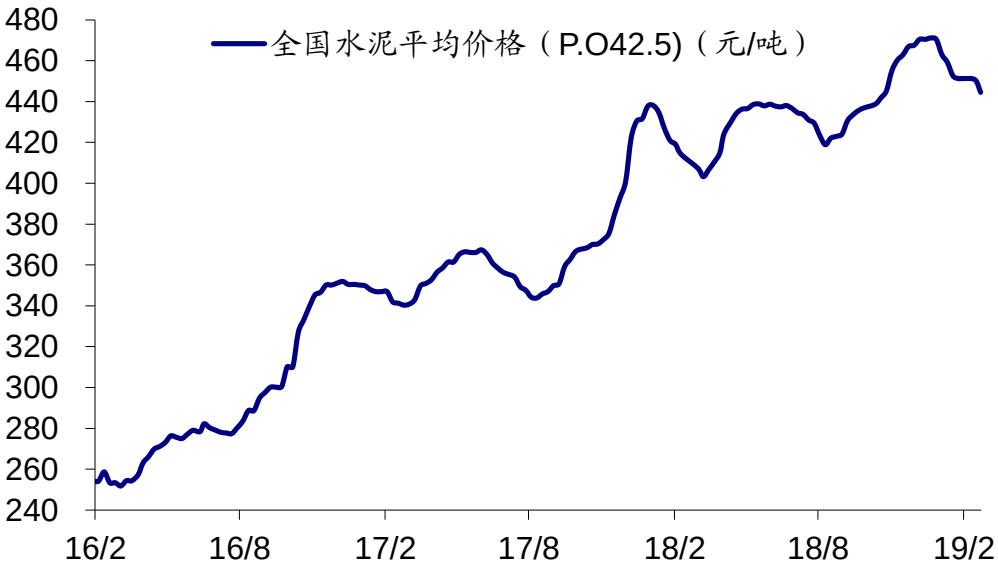
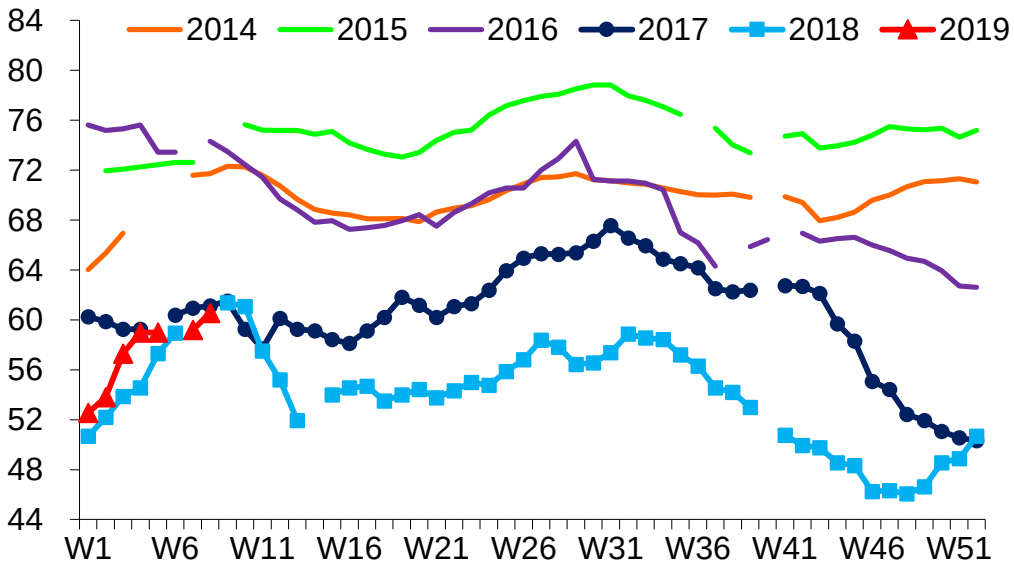


图 全国水泥企业库容比（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

中游化工：上周PTA产业链价格涨少跌多，涤纶POY库存回补

指标	数据表现	解读
价格	上周PTA产业链产品价格涨少跌多，其中PTA略升，聚酯切片、涤纶POY均降。	上周PTA产业链产品价格涨少跌多，受原油价格回升的支撑，偏上游的PTA价格略有上行，但偏下游的聚酯切片、涤纶POY价格均降，或缘于下游需求恢复偏慢。而上周涤纶POY库存天数虽继续上升，但仍处历年同期低位，也印证了需求不旺、补库力度较弱。
库存、开工率	上周涤纶POY库存天数继续升至9天，仍处历年同期低位。	

图 化纤产业链产品价格（元/吨）

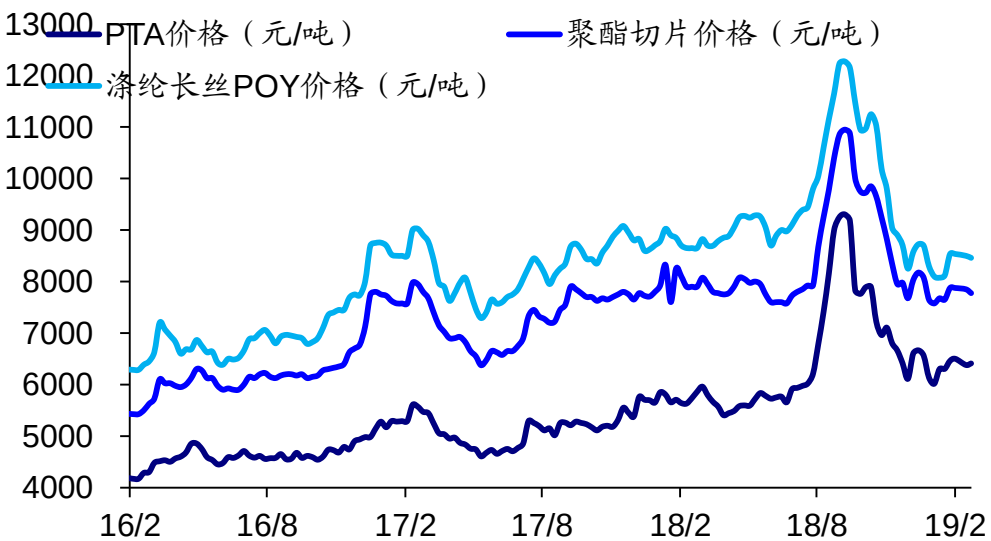
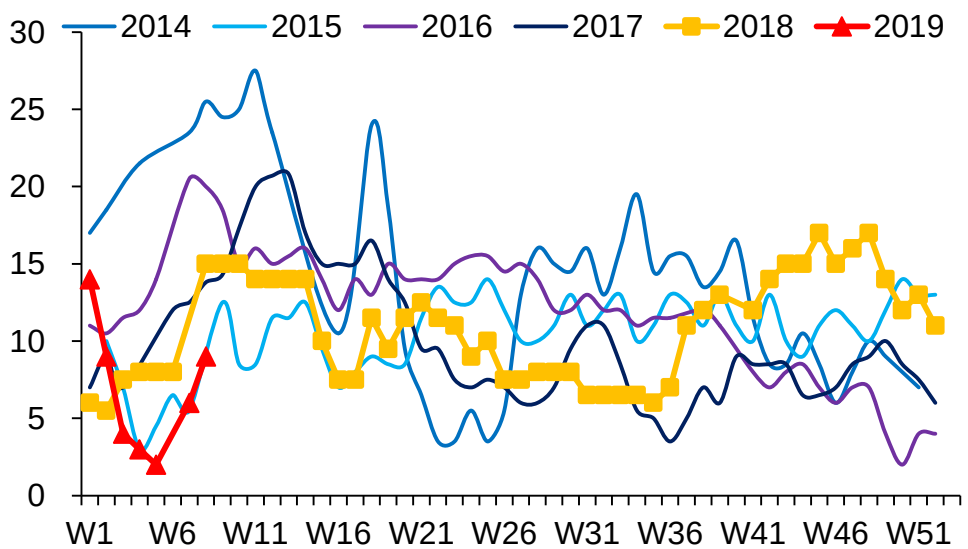


图 历年各周涤纶POY库存天数（天）



资料来源：WIND，海通证券研究所

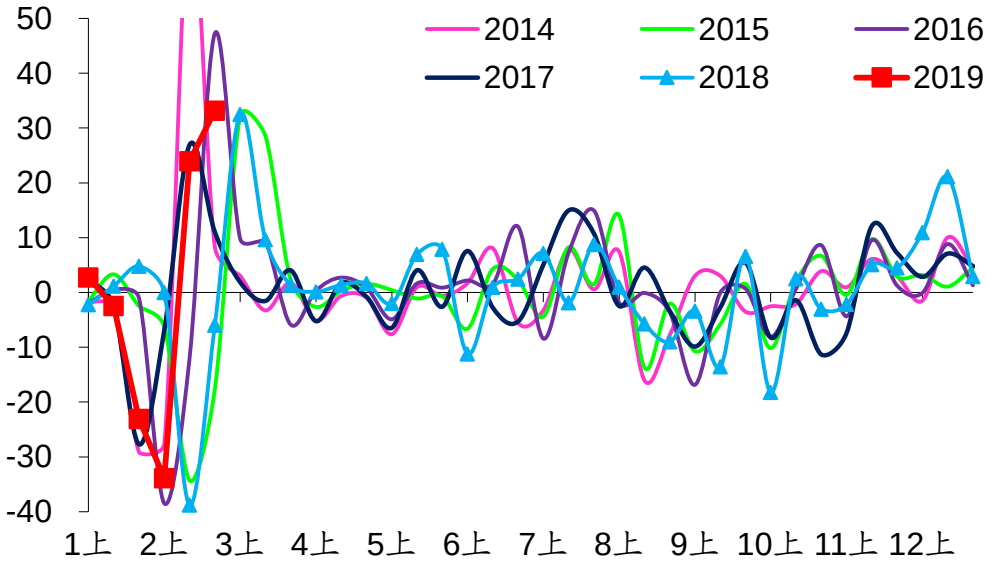
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

中游电力：1-2月发电耗煤同比增速跌幅扩大，工业生产恢复偏慢

指标	数据表现	解读
生产	2月下旬六大集团发电耗煤增速升至42.8%，环比增速升至34.2%，处历年同期较高水平。2月发电耗煤同比降幅扩大至14.9%，1-2月增速-10.2%，较18年12月降幅扩大。	2月下旬六大集团发电耗煤增速因春节错位而大幅回升，但2月跌幅仍较1月扩大。整体来看，1-2月发电耗煤合计同比增速仅-10.2%，较18年12月的-2%跌幅明显扩大。事实上，汽车、钢铁等行业开工率也普遍低于历年同期均值，也印证了工业生产恢复偏慢。

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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

上游煤炭：上周煤炭价格平中有升，电厂、钢厂煤炭库存继续回落

指标	数据表现	解读
价格	上周动力煤、秦皇岛港煤价格有所回升，无烟煤、焦煤价格均平。	上周煤炭价格平中有升，其中秦皇岛港煤价格继续上行。2月下旬六大集团发电耗煤增速大幅回升，环比增速也有所上行，令电厂煤炭库存继续去化。 1月钢企产量增速回落，上周高炉开工率略有回升，钢厂煤炭库存天数虽继续回落，但仍处历年同期中等偏高水平。
库存	上周秦皇岛港口煤炭库存回升，电厂煤炭库存天数降至26.1天，钢厂煤炭库存天数降至17.3天。	

图 秦皇岛港煤价格（元/吨）

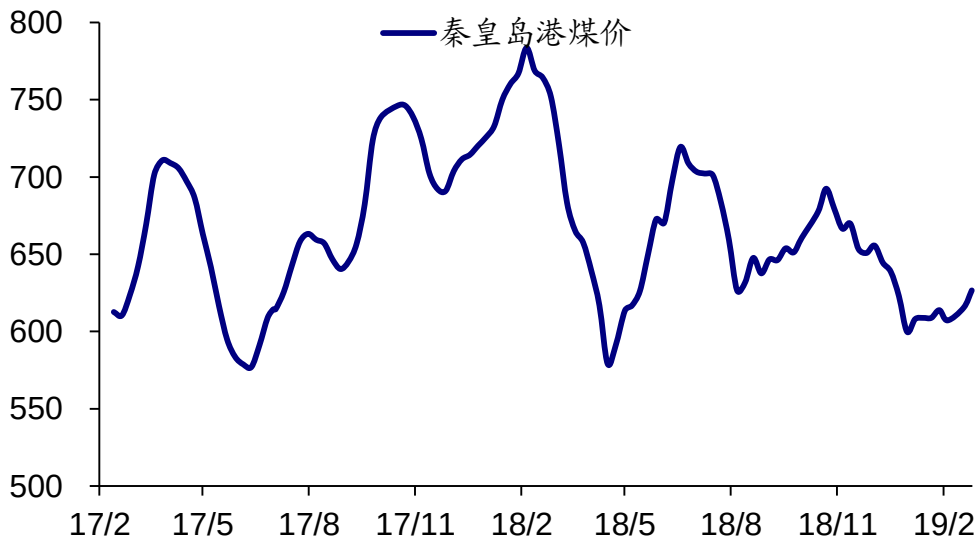
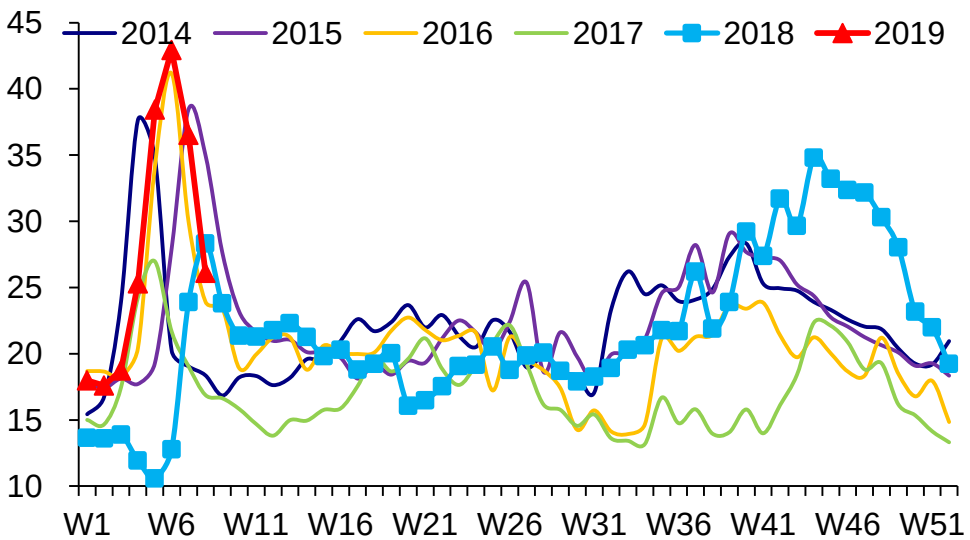


图 历年各周六大发电集团煤炭库存可用天数（天）



资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

上游有色：上周LME铜、铝价格均升，铜、铝库存双双下滑

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。印尼自由港还未获得新的出口许可，出口量将有所削减，印度最高法院推翻了重启韦丹塔铜冶炼厂的命令，嘉能可计划削减其位于刚果的Mutanda矿场产量，上周铜价均值回升。俄铝工人对加薪幅度并不满意，薪资谈判仍在继续，上周铝价均值上行。
库存	上周LME、COMEX铜库存均降，整体回落，LME铝库存下滑。	

图 LME铜和铝现货价格（美元/吨）

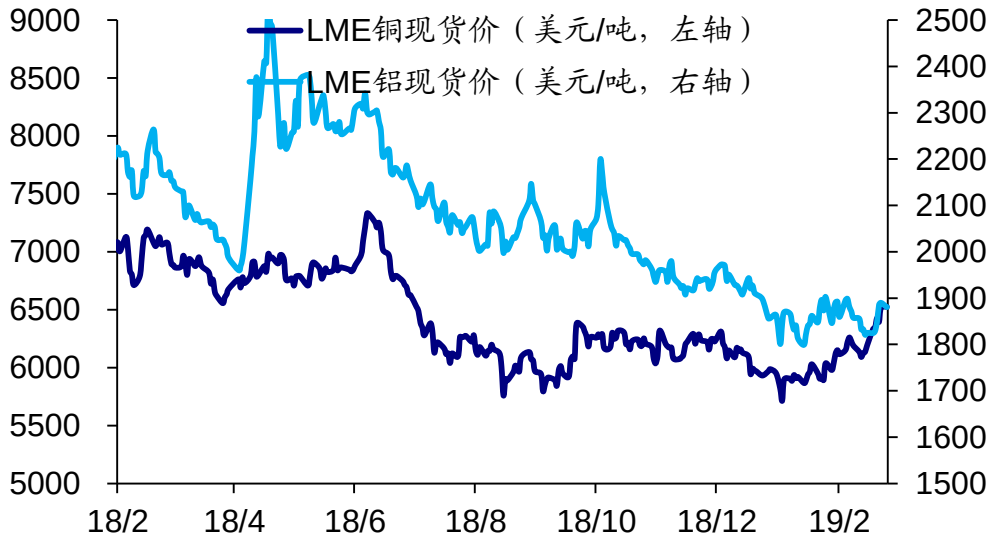
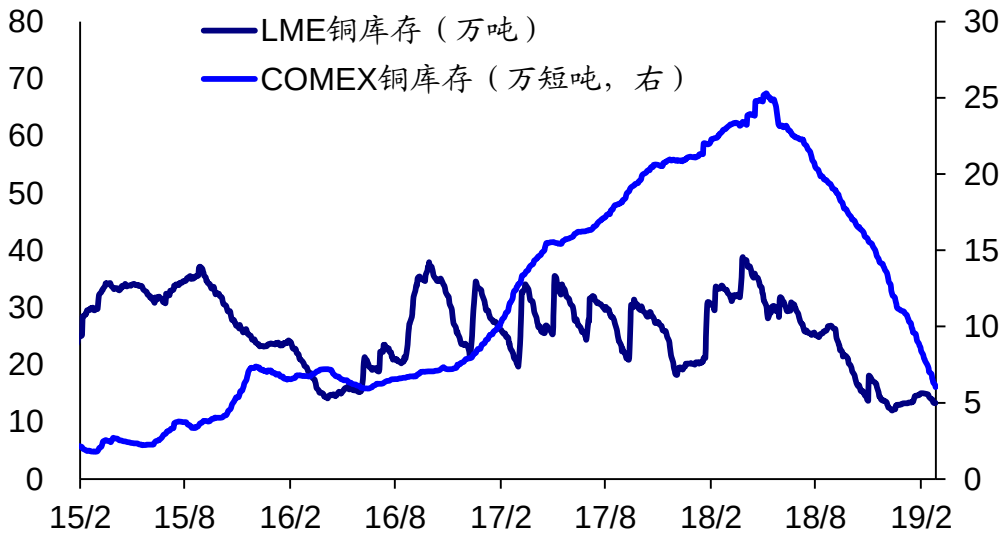


图 LME铜库存（万吨）



资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

大宗商品：上周原油价格回升，CRB指数上行，美元指数回落

指标	数据表现	解读
原油	上周Brent、WTI原油均价上行。	上周原油价格继续回升，OPEC原油出口量已连续三个月大幅下降，尼日利亚表示将配合对OPEC减产协议的遵守，同时沙特方面也承诺给予支持。上周CRB指数均值上行。上周美元指数回落，美联储针对缩表释放鸽派信号，美国18年12月耐用品订单表现不佳，19年1月现房销售增量也不及预期。
CRB指数	上周CRB均值上行。	
美元指数	上周美元指数回落。	

图 布伦特和WTI原油期货价格（美元/桶）

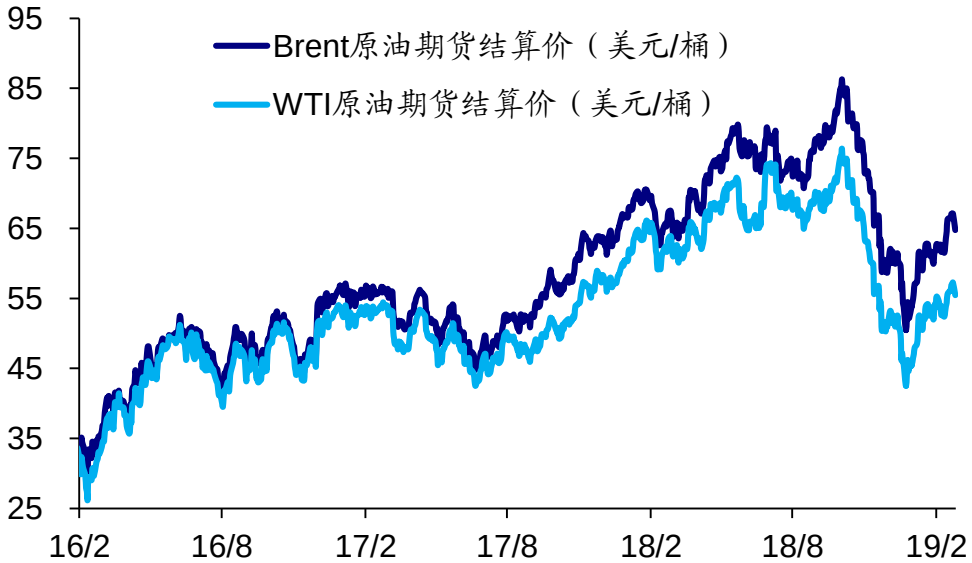


图 美元指数与CRB现货价格指数

资料来源：WIND，海通证券研究所

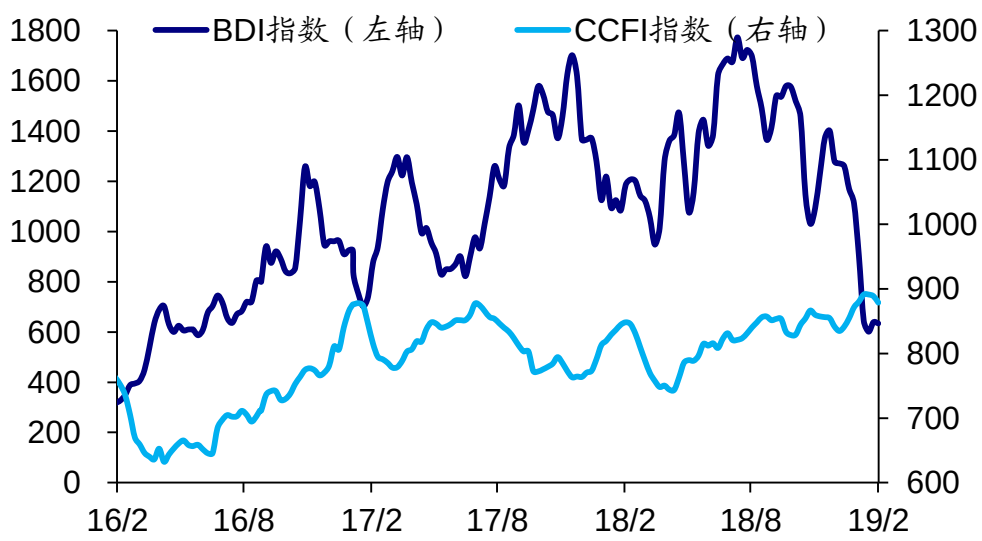
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

交通运输：上周BDI、CCFI指数双双回落，公路物流运价指数升

指标	数据表现	解读
海运	上周BDI、CCFI指数均回落。	上周BDI和CCFI指数双双回落，集散运表现均不佳。海岬型船舶平均租金环比下降19.6%，巴拿马型船舶平均租金环比上升6.8%，超灵便型船舶平均租金环比上升21.5%。上周公路物流运价指数微幅回升。
物流	上周公路物流运价指数微幅回升。	

图 公路物流运价指数

图 BDI与CCFI指数



资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

分析师声明和研究团队

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

信息披露和法律声明

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；
	无评级	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。
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范围包括证券投资咨询业务。