

# 环保扰动生产

——实体经济观察2019年第11期  
2019年3月21日

宏观首席分析师

姜超 S0850513010002

电话: 021-23212042

Email: jc9001@htsec.com

宏观资深高级分析师

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：环保扰动生产

价格：2月70城房价环比涨幅再降，上周国内生资价格涨跌互现，国际油价回升。

从中观高频数据看，3月以来需求、生产均现分化：需求端，地产销量增速短期反弹，其中一二线回暖、三四线仍弱，而汽车销量增速仍在探底；生产端，发电耗煤增速因低基数回升，但高炉开工率却因环保限产趋严而明显回落，意味着粗钢产量增速或将承压。

需求端的分化或仍将持续一段时间，而生产端的分化更多只是短期扰动。诚然，上周高炉开工率继续下行，并创下历年同期新低，但主要缘于环保限产趋严。两会结束后，唐山市开展3月份下半月大气污染防治攻坚行动，令钢铁行业的复工节奏明显偏慢。然而，考虑到采暖季已近尾声，大气污染压力后续或将有所缓解，短期扰动虽存，对生产、价格的影响料将有限。

需求：下游地产分化，乘用车走弱，家电弱改善。中游钢铁分化、水泥走弱、化工走强。上游煤炭、有色分化。交运走弱。

库存：下游地产去化，乘用车回补。中游钢铁、水泥去化，化工回补。上游煤炭、有色分化。



## 下游行业

地产：3月上中旬38城地产销量增速反弹，三四线仍较低迷。  
乘用车：3月前两周乘用车批零继续探底，开工率稳步回升。  
家电：1-2月白电产量增速涨多跌少，空调厂家销量增速转负。

## 中游行业

钢铁：上周钢价螺纹升热板降，开工同期新低，社库仍去化。  
水泥：上周全国水泥均价回落态势趋缓，库容比明显下降。  
化工：上周PTA产业链价格涨多跌少，涤纶POY库存回补。  
电力：3月上中旬发电耗煤增速回升转正，环保限产扰动生产。

## 上游行业和交通运输

煤炭：上周煤价涨跌平互现，电厂库存去化、钢厂库存回补。  
有色：上周LME铜价降、铝价升，铜库存升、铝库存降。  
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：1-2月全国货运量增速回落，上周BDI升、CCFI降。

# 下游地产：3月上中旬38城地产销量增速反弹，三四线仍较低迷



| 指标   | 数据表现  | 解读  |
|------|---|---|
| 需求   | 3月中旬38城地产销量增速回升至30.7%，上中旬合计销量增速22.8%，较1-2月反弹。 | 2月70城房价同比增速因低基数继续上升，而环比增速持续回落。3月上中旬38城地产销量增速较1-2月回升。其中一二线销量增速因低基数明显回升，并带动十大城市地产库存继续去化。而占比更高的三四线销量跌幅仍在扩大，是主要拖累，而这也意味着3月全国地产销售能否改善仍需观察。上周土地市场量价齐跌，依旧冷清。 |
| 土地成交 | 上周百城土地成交面积回落，同比增速转负，百城土地溢价率下行。                |   |
| 价格   | 2月70城房价同比升至11.1%，环比降至0.5%。                    |   |
| 库存   | 上周十大城市商品房库销比降至51.5周。                          |   |

图 38城商品房旬度销量同比增速：分线级 (%)

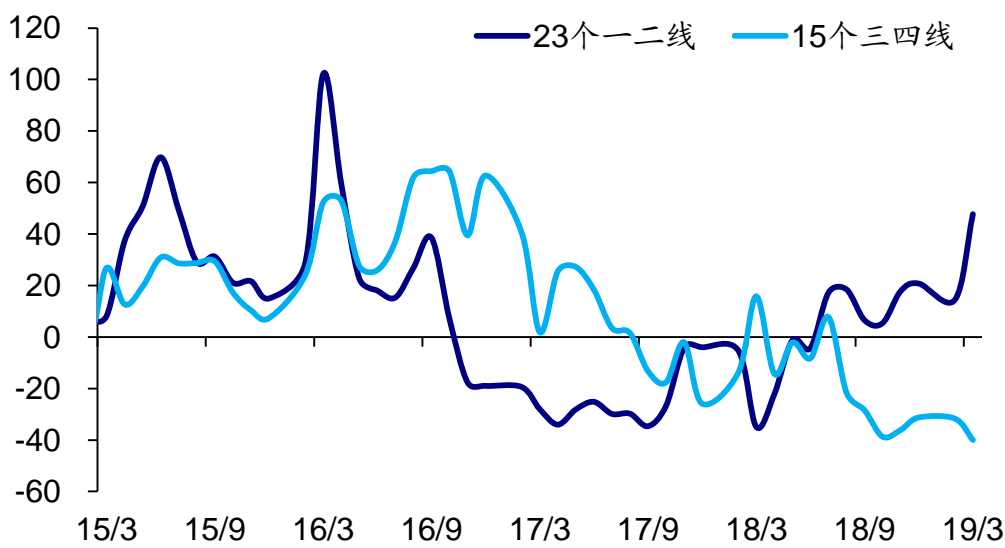


图 70城新建商品住宅同比及环比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所  
注：历年1-2月均为累计同比，19年3月为上中旬合计同比

| 指标 | 数据表现 | 解读 |
|----|------|----|
|----|------|----|

需求、生产

3月前两周乘联会乘用车  
批发、零售增速-25%、-21%。  
上周半钢胎开工率升至70.3%。

3月前两周乘联会乘用车批发、零售增速双双下滑、再度探底。一方面，去年同期基数确有抬升，而另一方面，更重要的是，需求依然疲弱。而终端库存高企、价格同比下滑也同样印证需求企稳可期但改善难现。上周半钢胎开工率继续回升，年后保持着较为平稳的复工节奏，目前开工率处于历年同期中等偏低的水平，行业供给情况好于需求。

库存

2月汽车经销商库存系数升至2.1，  
处历年同期中等偏高水平。

图 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速 (%)

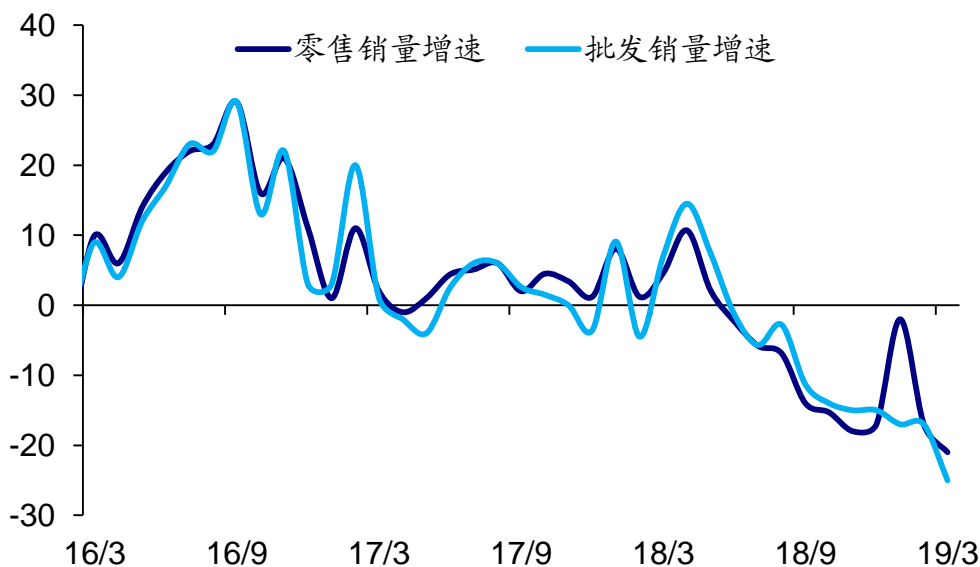
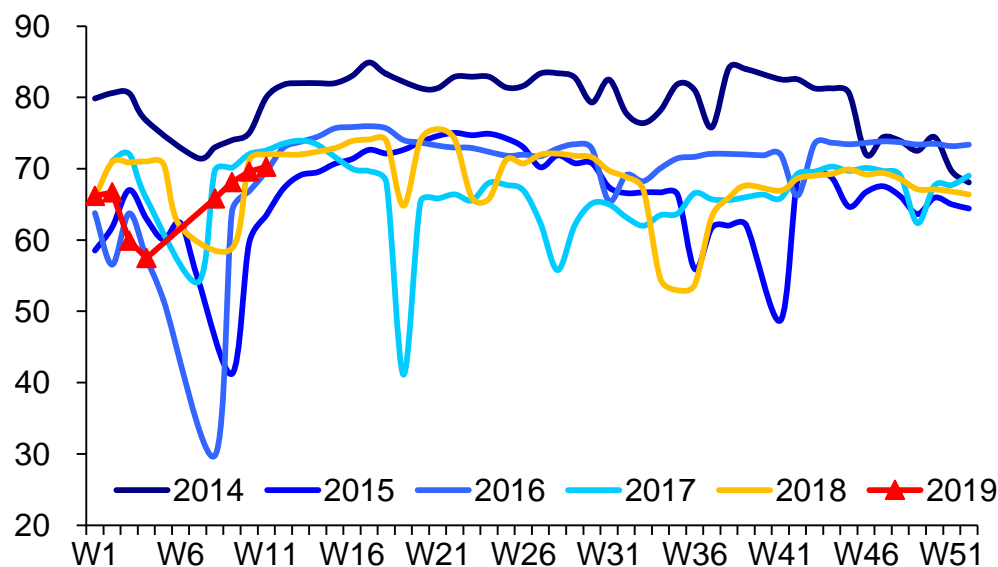


图 历年各周半钢胎开工率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

# 下游家电：1-2月白电产量增速涨多跌少，空调厂家销量增速转负



| 指标 | 数据表现 | 解读 |
|----|------|----|
|----|------|----|

需求

1-2月全国空调产量增速降至6.2%，  
冰箱、洗衣机产量增速升至6.4%、-0.1%。  
1-2月产业在线空调厂家销量增速  
转负至-1.5%。

库存

2月产业在线空调厂家库销比升至0.97。

1-2月三大白电产量增速涨多跌少，其中空调产量增速因去年同期基数较高而有所回落，洗衣机和冰箱产量增速双双回升，但回升力度也较为有限，洗衣机产量增速仍不及18年11月水平，冰箱产量依然负增。1-2月家电零售表现不佳，空调厂家销量增速明显转负，需求偏弱对生产端的制约或将逐渐显现。2月空调厂家库销比季节性回升。

图 统计局家电产量同比增速 (%)

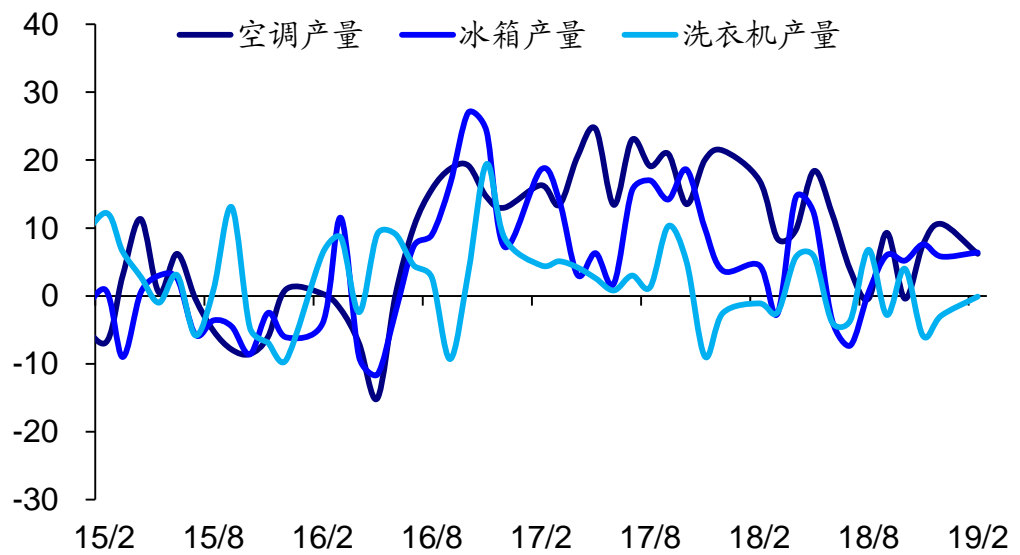
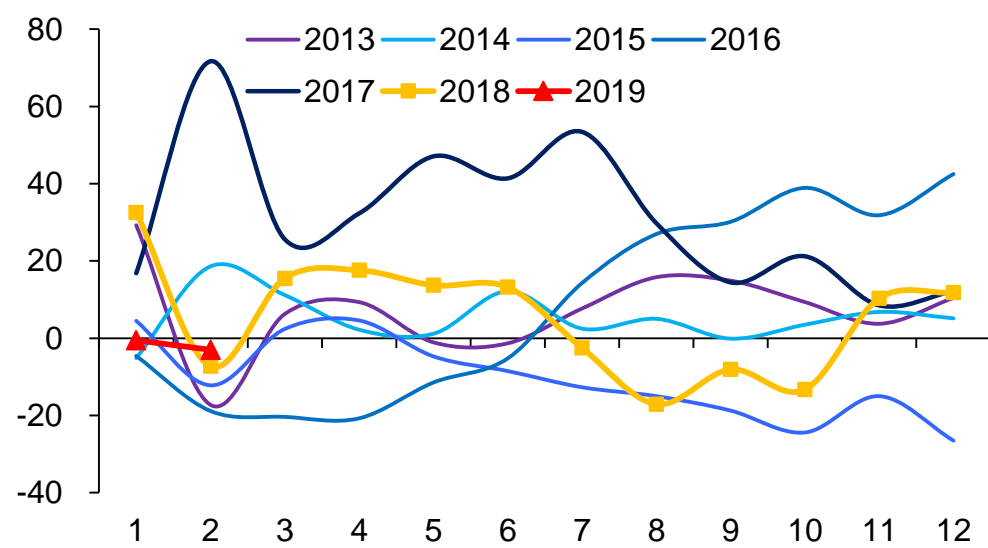


图 产业在线空调厂家销量同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

| 指标      | 数据表现   | 解读   |
|---------|--|--|
| 价格、吨钢毛利 | 上周钢价螺纹升而热板降，吨钢毛利螺纹涨、热板跌。   | 上周钢价走势分化，螺纹升而热板降，而吨钢毛利变化受钢价影响，螺纹上涨而热板有所下行。上周高炉开工率逆势回落，创下历年同期新低。近期华北地区因环保因素，停限产有再度趋严的迹象，供给端明显收紧。上周钢材社会库存继续去化，延续季节性走势，但目前仍处历年同期较高水平。整体看，当前行业需求稳健，供给受限。 |
| 生产、需求   | 1-2月全国粗钢产量增速升至 <b>9.2%</b> ，1-2月重点钢企粗钢产量增速升至 <b>4.7%</b> 。           |  |
| 库存、开工率  | 2月下旬重点钢企库存增速降至 <b>2%</b> ，上周高炉开工率降至 <b>62.3%</b> ，同比增速回落，上周钢材社会库存去化。 |  |

图 螺纹钢、热轧板卷价格（元/吨）

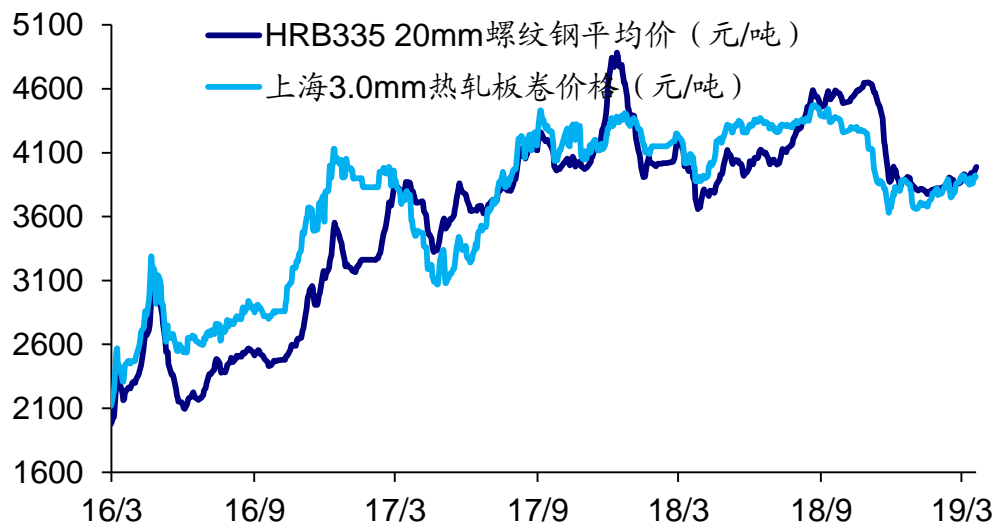
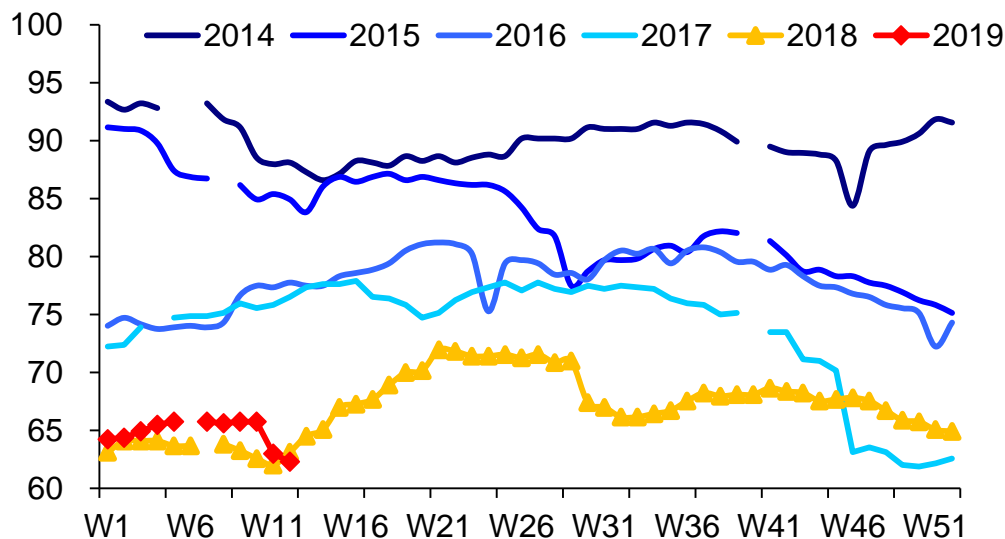


图 历年各周全国高炉开工率（%）



# 中游水泥：上周全国水泥均价回落态势趋缓，库容比明显下降



| 指标 | 数据表现                            | 解读   |
|----|---------------------------------|--|
| 价格 | 上周全国水泥均价回落，环比跌幅收窄至仅0.04%。       | 上周全国水泥均价继续回落，但下行速度趋缓，库容比有所下降，但仍高于近两年同期。3月中旬，随着天气情况好转，下游需求环比提升明显，个别企业达到产销平衡。由于前期库位较高，下游需求恢复后，部分地区企业急于出货，水泥价格再现小幅回落。分区域来看，西南、西北地区价格上调，华北价格平稳，中南大稳小动，而华东稳中略降。 |
| 库存 | 上周全国水泥企业库容比回落至60.6%，处于历年同期偏低水平。 |  |

图 全国水泥平均价格 (P.O42.5) (元/吨)

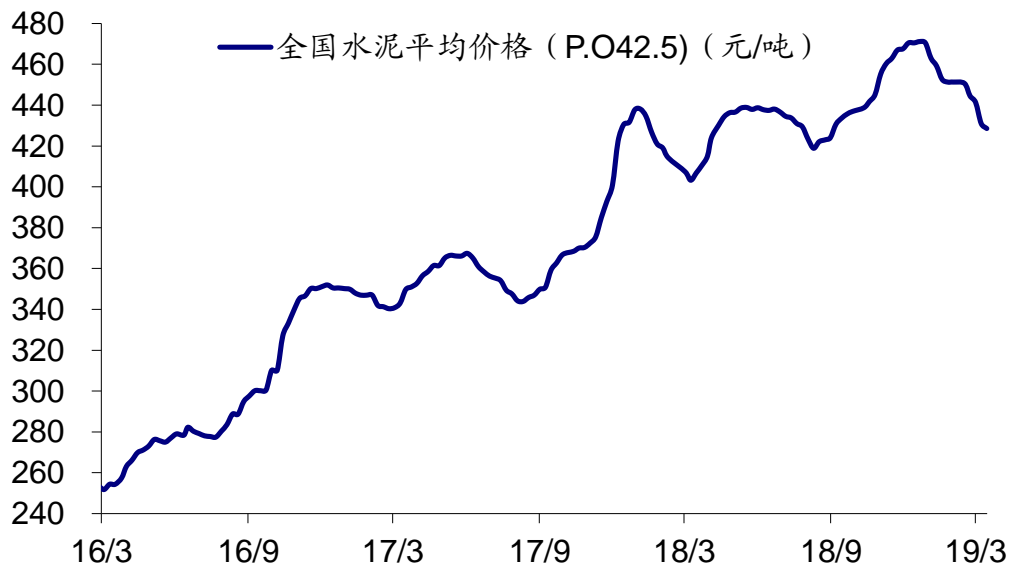
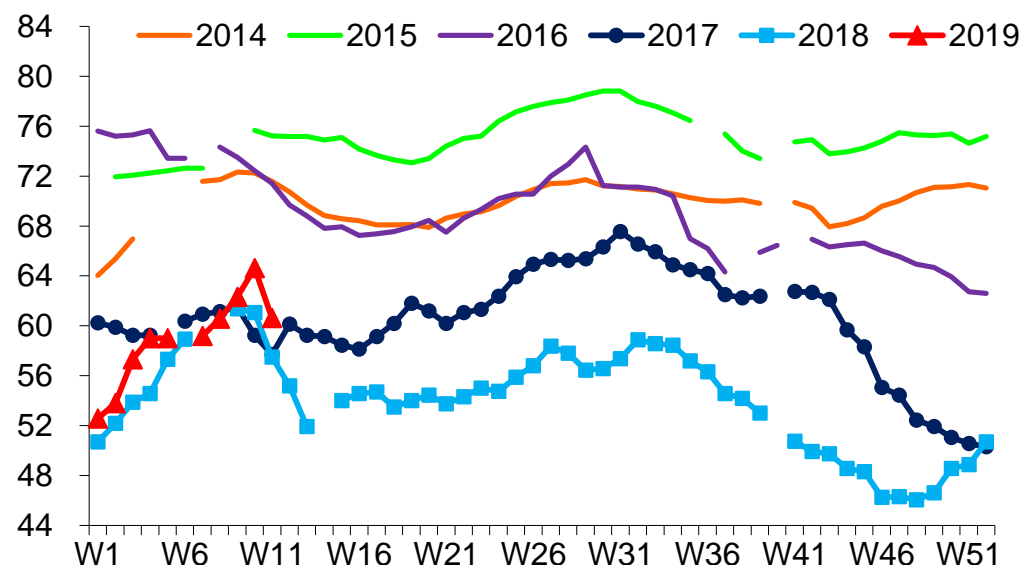


图 全国水泥企业库容比 (%)



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产业链产品价格涨多跌少，PTA回落，涤纶POY、聚酯切片上涨。

上周PTA产业链产品价格涨多跌少，PTA价格有所回落，而涤纶POY、聚酯切片价格均涨。3-5月一般为下游夏装备货高峰期，需求回暖带动价格回升。上周涤纶POY库存天数虽季节性回升，但仍处于历年同期较低水平。从生产上来看，上游PTA工厂负荷率稳中趋缓，供给相对偏紧。

库存、开工率

上周涤纶POY库存天数升至14天。  
上周PTA工厂负荷率略回落，但仍处历年同期相对高位。

图 化纤产业链产品价格（元/吨）

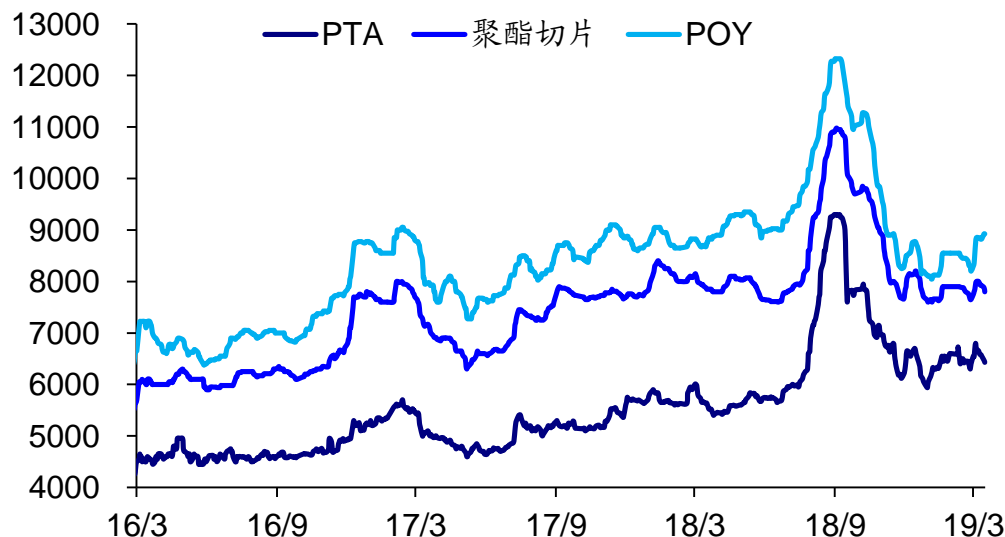
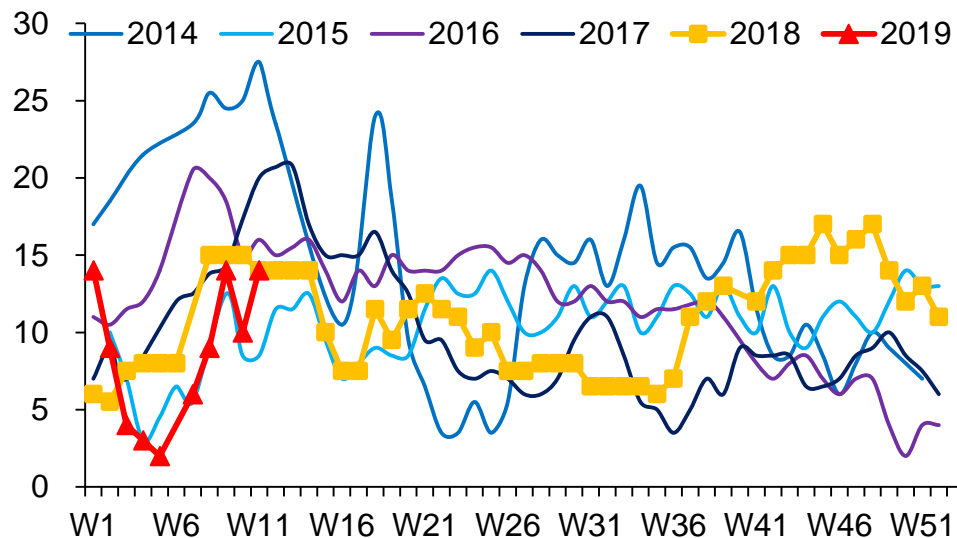


图 历年各周涤纶POY库存天数（天）



资料来源：WIND，海通证券研究所

## 指标

## 数据表现

## 解读

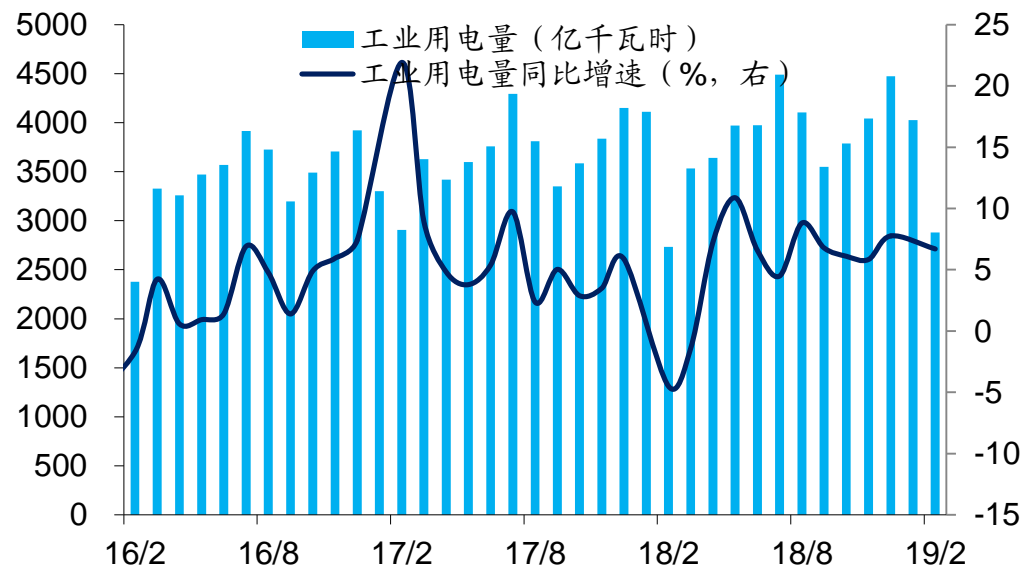
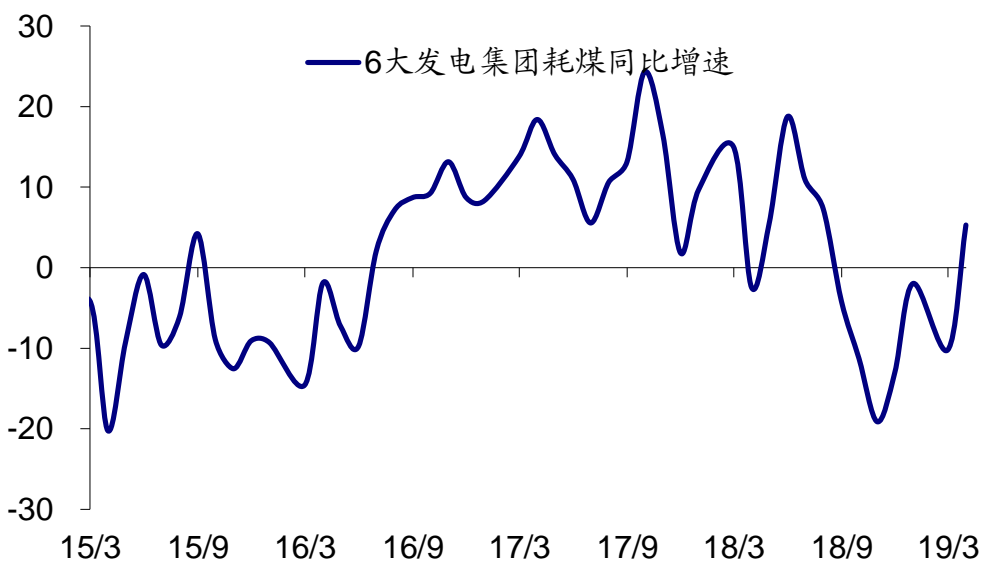
生产

1-2月工业用电量同比增速降至6.7%。  
 3月中旬六大集团发电耗煤增速转负至-2.3%，  
 环比增速转负至-5.7%，创历年同期新低。  
 3月上中旬发电耗煤同比增速转正至5.3%。

1-2月工业用电量增速下滑，印证工业增加值增速下行。3月中旬六大集团发电耗煤同比增速转负，而环比增速也创下历年同期新低。而受去年同期低基数影响，3月上中旬发电耗煤同比增速回升转正。虽然汽车、化工等行业开工率有所上行，但受环保限产趋严影响，高炉开工率明显回落，工业生产仍存扰动。

图 六大发电集团旬度发电耗煤同比增速 (%)

图 工业用电量及同比增速



资料来源：WIND，海通证券研究所

注：历年1-2月均为累计同比，19年3月为上中旬合计同比。

| 指标 | 数据表现   | 解读  |
|----|--|---|
| 价格 | 上周动力煤价格上涨，焦煤、无烟煤走平，秦皇岛港煤价格略降。                  | 上周煤炭价格涨跌平互现，其中秦皇岛港煤价格略有回落，但仍然较高。3月上中旬六大集团发电耗煤增速有所回升，带动库存去化，上周电厂煤炭库存回落，但仍处历年同期新高。上周高炉开工率继续下行，钢厂煤炭库存有所回补。 |
| 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24.5天，钢厂煤炭库存天数升至16.6天。 |   |

图 秦皇岛港煤价格（元/吨）

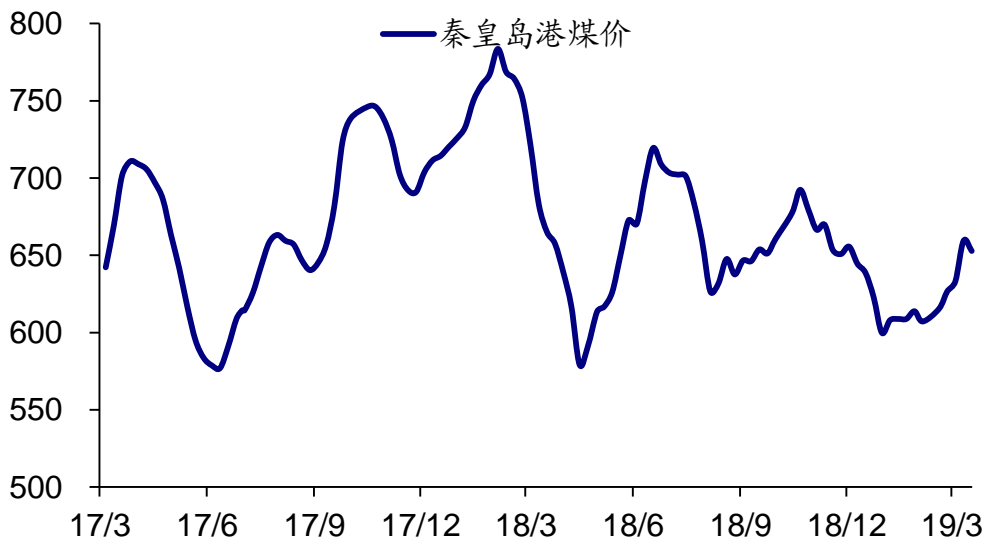
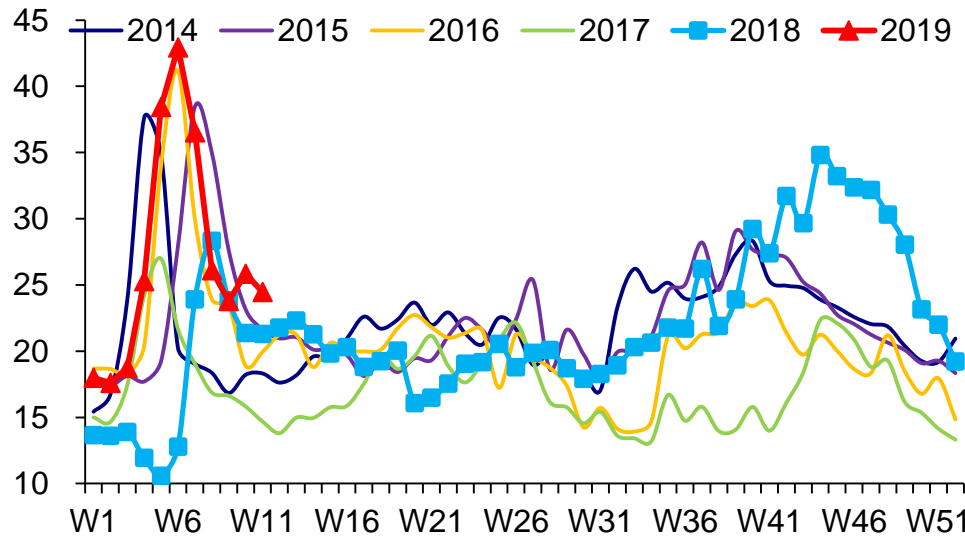


图 历年各周六大发电集团煤炭库存可用天数（天）



| 指标 | 数据表现                               | 解读   |
|----|------------------------------------|--|
| 价格 | 上周LME铜均价回落，LME铝均价回升。               | 上周基本金属价格涨少跌多。由于转入季节性需求淡季，国内外铜库存均有所增长，压制铜价上行，上周铜价均值回落。马来西亚宣布，所有铝土矿生产企业须进行环境影响评估以重新获得生产许可；挪威海德鲁铝厂屋顶构造受到破坏，对铝产量形成影响，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铝库存回落。 |  |

图 LME铜和铝现货价格（美元/吨）

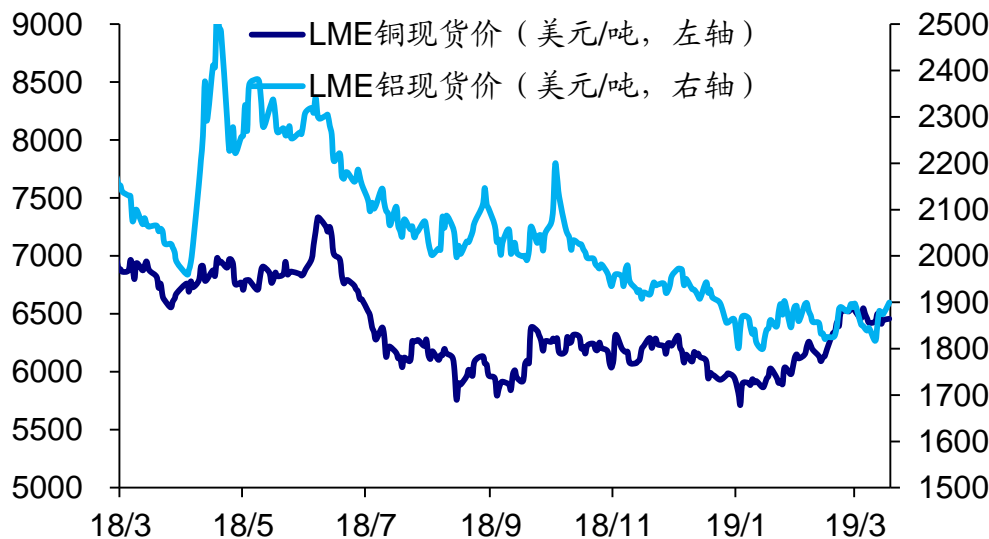
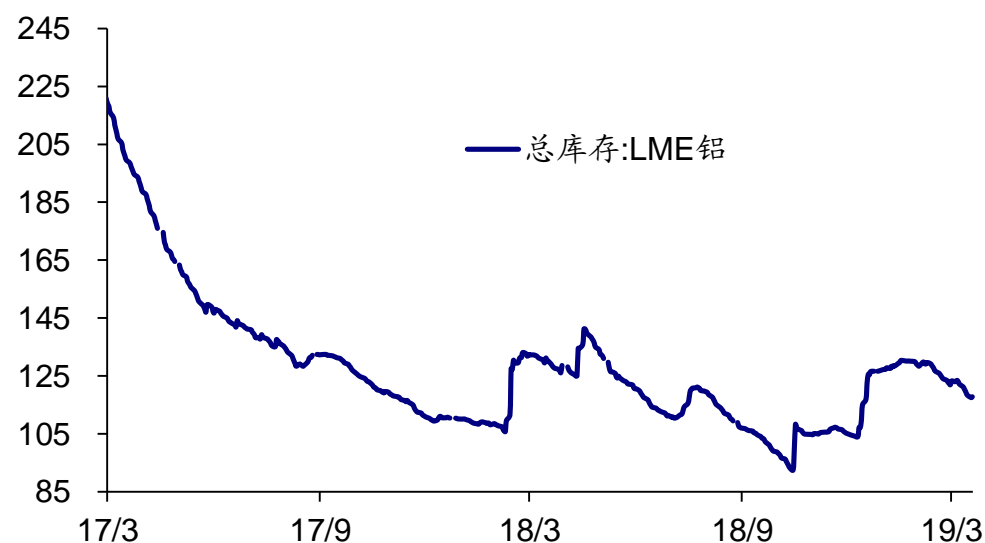


图 LME铝库存（万吨）



| 指标    | 数据表现               | 解读  |
|-------|--------------------|---|
| 原油    | 上周Brent、WTI原油均价回升。 | 上周原油价格回升，OPEC+减产依旧是当前油价最大的支撑因素，2月OPEC减产执行率达105%，委内瑞拉虽已恢复电力供应，但原油供应仍将受到轻油供应不足及美国制裁影响。上周CRB指数均值上行。美国1季度数据显示经济较弱，上周美元指数回落。 |
| 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）

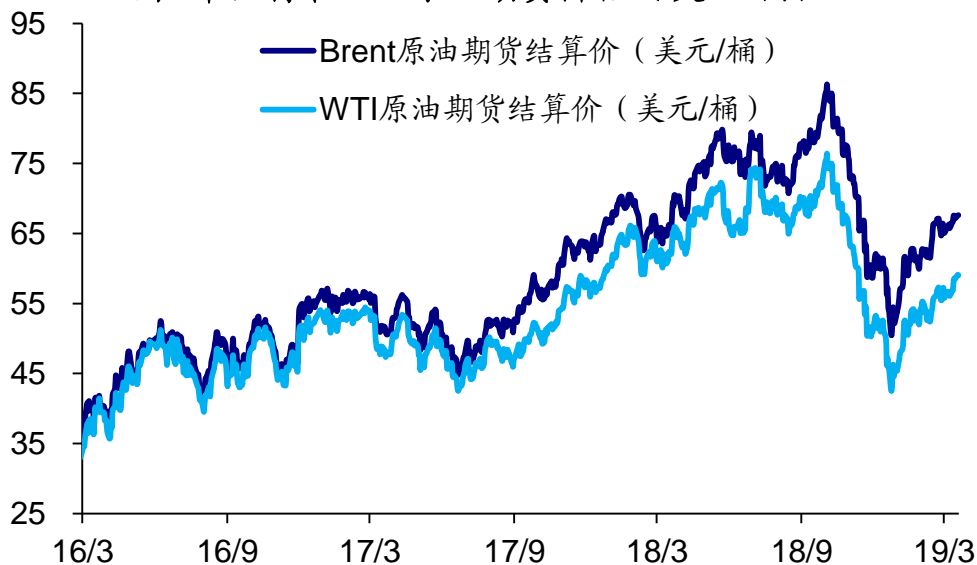
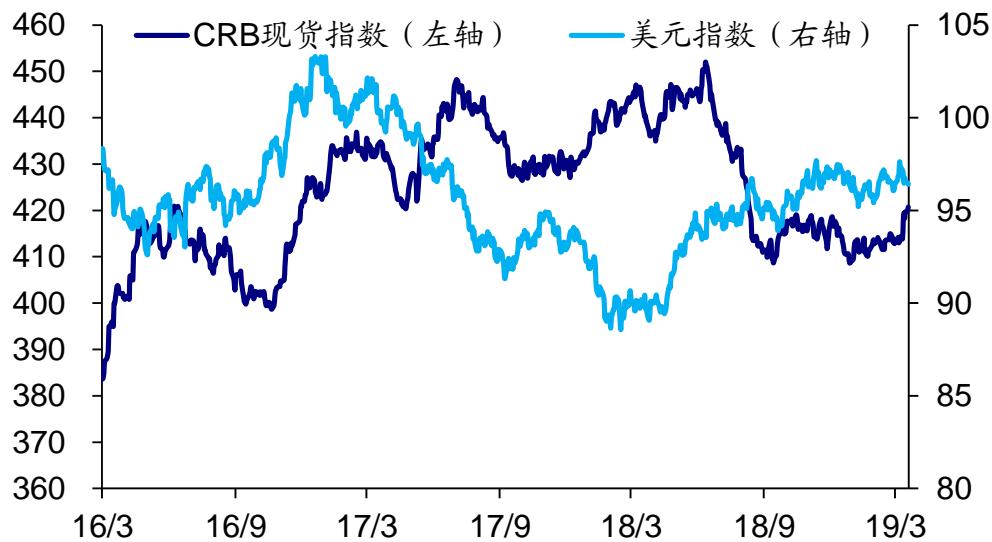


图 美元指数与CRB现货价格指数



| 指标 | 数据表现   | 解读  |
|----|--|---|
| 货运 | 1-2月全国货运量同比增速降至4.6%，其中公路货运量增速降至4.1%，铁路货运量增速降至3.3%。 | 19年1-2月全国货运量同比增速较18年12月回落，创下18年以来新低，其中公路、铁路货运量增速同步下行。货运量增速回落，印证工业增速下滑，但也与去年同期基数抬升有关。上周散运表现优于集运，BDI指数回升而CCFI指数续降。上周公路物流运价指数略有下行。 |
| 海运 | 上周BDI回升、CCFI续降。                                    |   |
| 物流 | 上周公路物流运价指数略降。                                      |   |

图 货运量同比增速 (%)

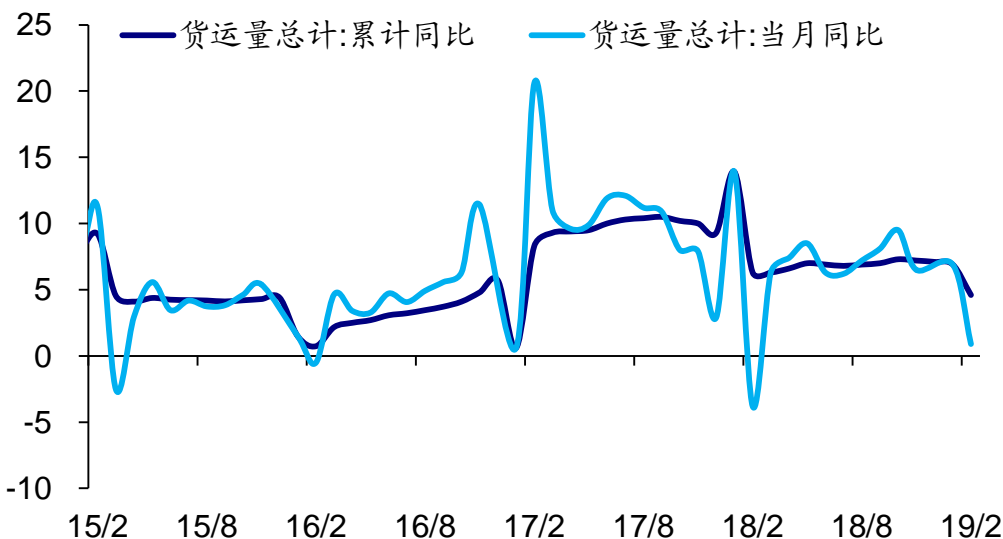
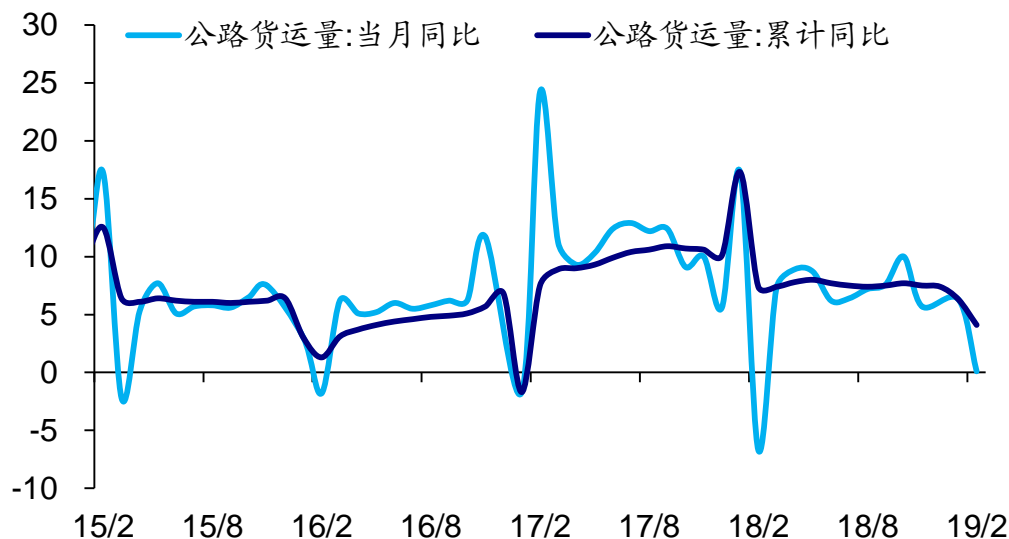


图 公路货运量同比增速 (%)



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。