

3月生产有望反弹

——实体经济观察2019年第13期

2019年4月3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：3月生产有望反弹

价格：上周国内生资价格涨跌互现，国际油价回升。

3月中采、财新制造业PMI均创半年新高，其中，中采PMI回升主要缘于生产大幅回升。3月以来的中观高频数据也印证了这点：一是发电耗煤增速回升转正，二是粗钢产量增速继续回升，三是乘用车、钢铁、化工等行业开工率均持续回升，并处于历年同期中等水平。

企稳殊为不易，未来能否延续反弹？我们认为，当前经济反弹基础尚不牢固，或仍在震荡筑底。一是终端需求依然分化，地产一二线销售回暖但三四线萎靡，乘用车批发企稳但零售仍回落；二是社融初现企稳迹象，从融资到实体的改善仍有时滞；三是去年春节复工偏晚、环保约束放松，令生产集中释放，意味着今年4、5月生产面临高基数。不过，需求端从走弱到分化，生产端从回落到反弹，以及融资端的企稳，都意味着经济增速的真正见底或许已经不远。

需求：下游地产分化，乘用车、纺服改善。中游钢铁走弱，水泥、化工走强。上游煤炭分化、有色走弱。交运走弱。

库存：下游地产回补，乘用车去化。中游钢铁、水泥去化。上游煤炭分化、有色去化。



下游行业

地产: 3月各口径下地产销量增速回升, 土地市场量缩价涨。
乘用车: 3月乘用车批发零售均现反弹, 经销商库存大幅回落。
纺织服装: 3月柯桥纺织景气指数微升, 生产改善需求仍弱。

中游行业

钢铁: 上周钢价回落, 社库继续去化, 3月上旬粗钢产量回升。
水泥: 上周全国水泥均价继续上行, 库容比连续三周回落。
化工: 上周PTA产业链价格有平有升, 负荷率均处同期高位。
重卡: 3月重卡销量同比增速转正, 生产改善提振运输需求。
电力: 3月6大集团发电耗煤增速转正, 低基数叠加季节性回暖。

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、铝价格均降, 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, 美元指数回升。
交通运输: 上周BDI、CCFI指数均下滑, 公路物流运价指数回升。

指标	数据表现	解读
需求	3月38城地产销量增速回升至23.9%， 五大、百家龙头房企销量增速升至-7.5%、7%。	3月地产销售情况较1-2月明显改善，38城地产销量增速回升，而龙头房企销量降幅收窄。地产销售回暖主要由一二线城市带动，而低基数是主要原因，但占比更高的三四线城市销量降幅仍在扩大。因而3月全国地产销量增速有望保持平稳。3月土地市场量缩价涨，尚显冷清，百城土地成交面积降幅扩大，而溢价率则有所反弹。
土地成交	3月百城土地成交面积再降， 同比跌幅扩至33%， 百城土地溢价率反弹至24%。	
库存	3月十大城市商品房库销比升至13.2个月。	

图 38城、百家房企、五大龙头房企地产销量同比增速 (%)

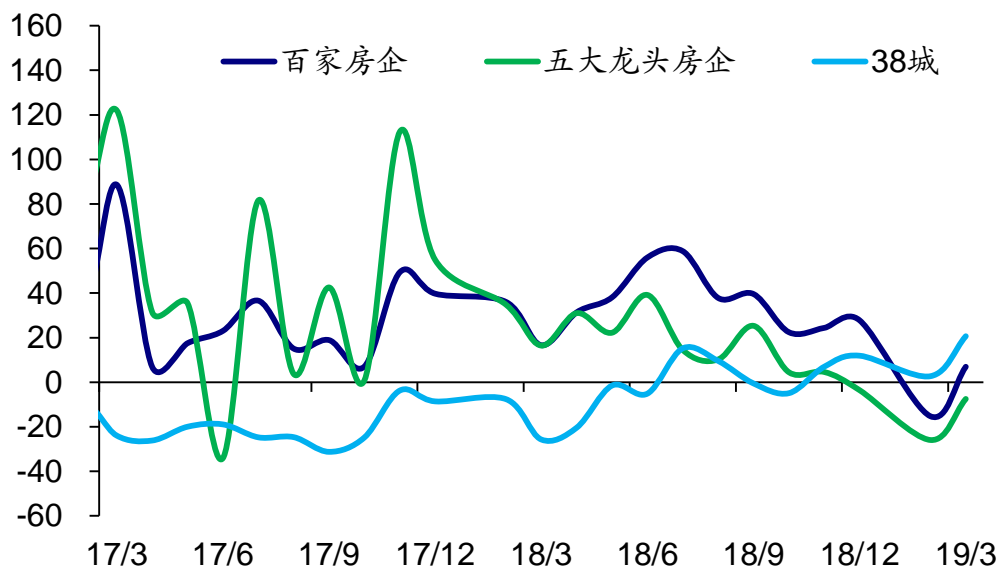
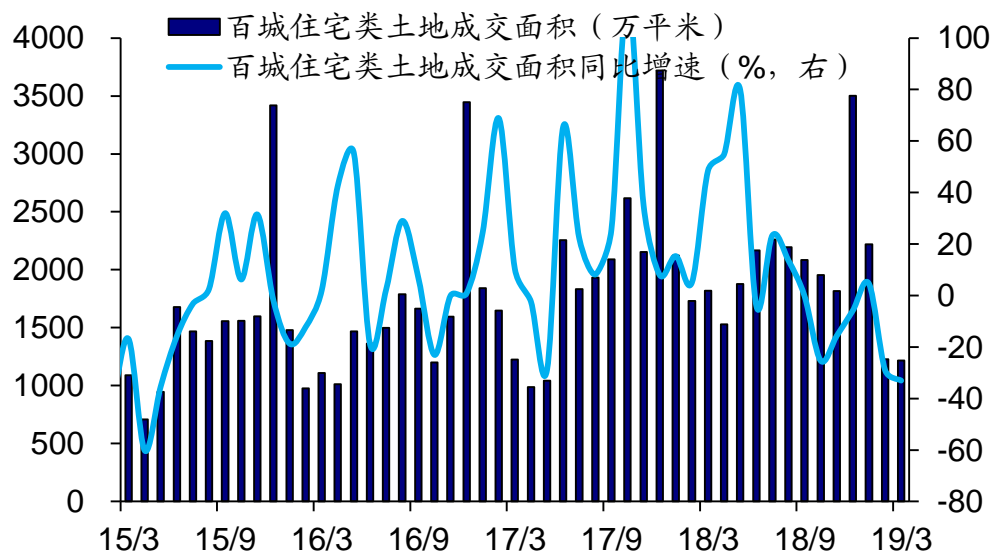


图 百城住宅用地成交面积及同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

下游乘用车：3月乘用车批发零售均现反弹，经销商库存大幅回落



指标	数据表现	解读
----	------	----

需求、生产

3月乘联会乘用车批发、零售同比增速-14%、-12%，均较2月回升。
上周半钢胎开工率升至71.4%。

库存

3月汽车经销商库存预警指数降至55.3%，处历年同期偏低水平。

1-2月汽车开局不佳，仍在探底，而3月行业供需情况均有一定的改善。需求端，乘用车批发、零售增速均较2月反弹，虽然零售仍低于1-2月增速，但批发降幅较1-2月收窄。受需求反弹带动，3月经销商库存预警指数大幅回落，并降至历年同期低位。生产端，半钢胎开工率节后持续回升，虽仍处于历年同期低位，但与18年水平已较为接近。

图 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速 (%)

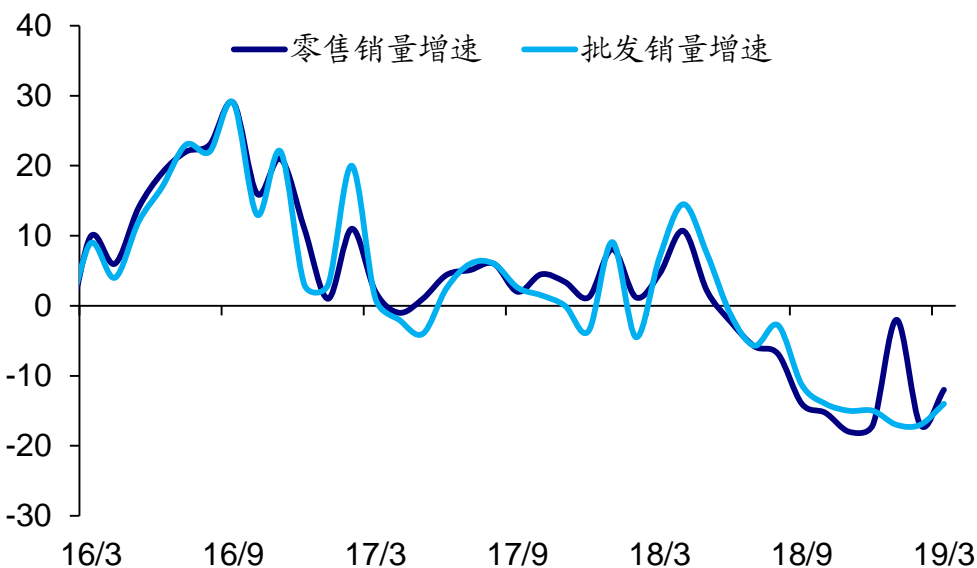
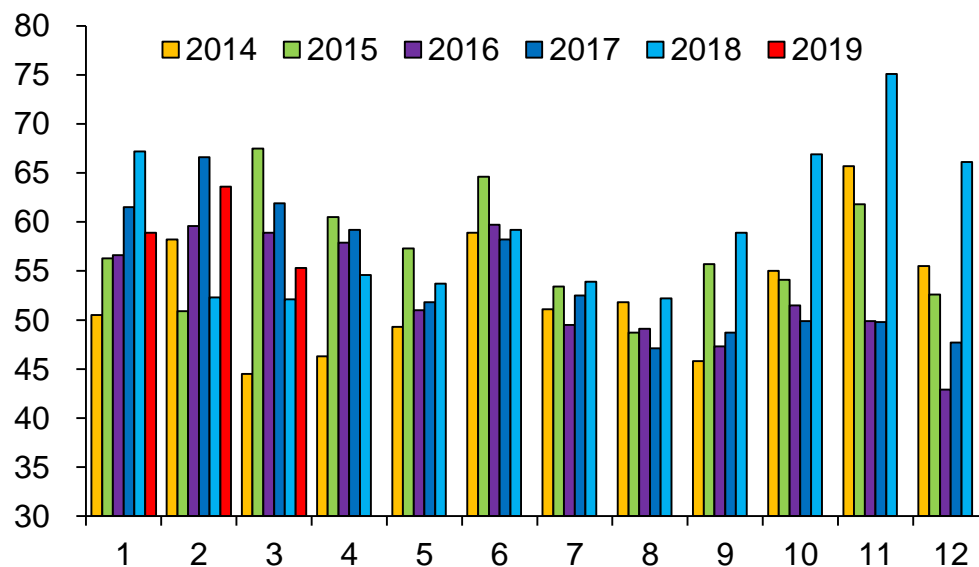


图 汽车经销商库存预警指数 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
----	------	----

价格	上周柯桥纺织价格指数微升， 上周328级棉花价格指数上行。
需求	3月柯桥纺织景气指数回升， 其中市场指数略降而生产指数上行。
库存	3月纺织业、服装服饰业产成品库存 同比增速10.6%、6.3%，均回升。

3月柯桥纺织景气指数较节前略有回升，但反弹力度偏弱，不及去年12月底的水平。其中市场指数略有下降，创下18年以来的新低，反映需求端依然较弱，而生产指数明显上行。整体来看，行业供给端表现优于需求，结合产成品库存增速继续回升，意味着补库存延续，未来价格上行趋势或将受阻。

图 柯桥纺织景气指数

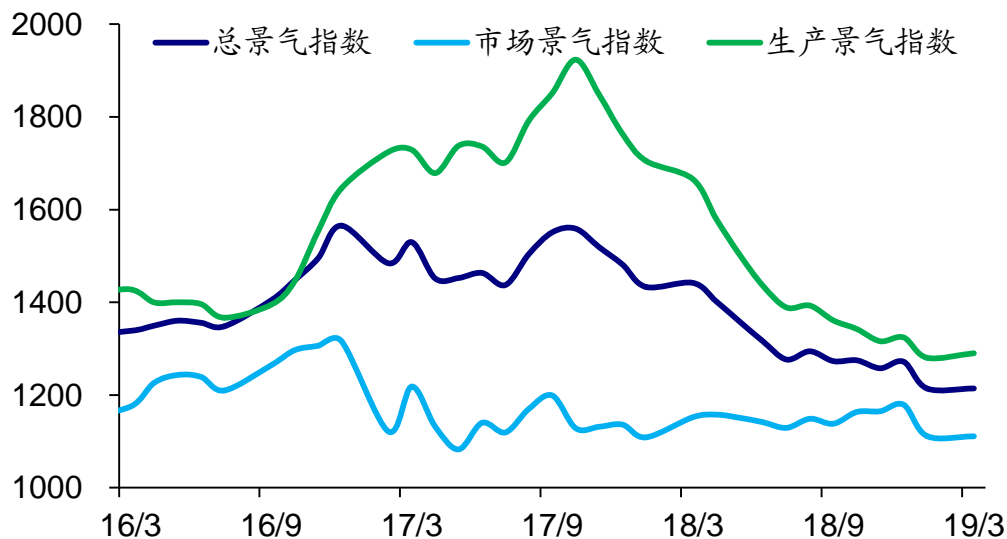
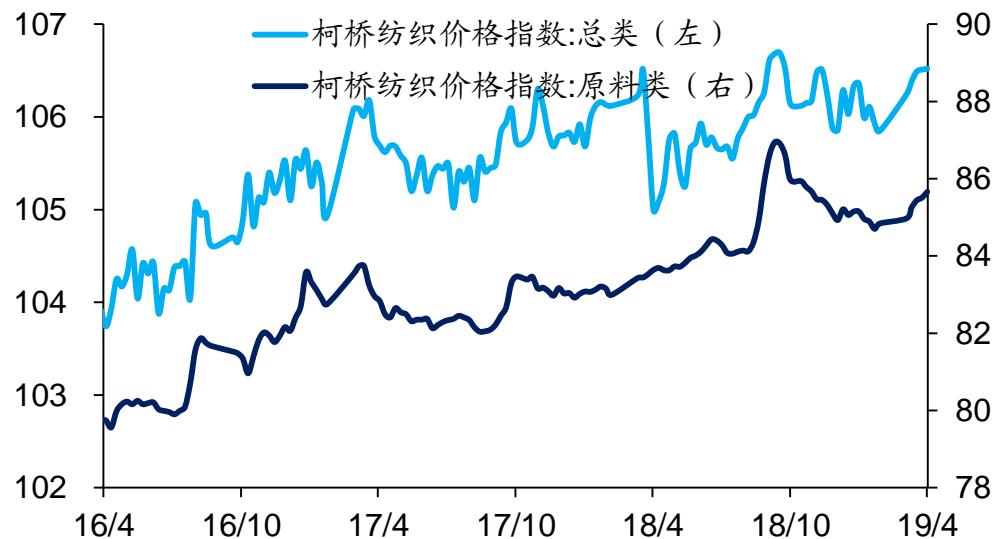


图 柯桥纺织价格指数



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、热板双双上行。

上周钢价有所回落，螺纹和热板价格双双下行，但因原料价格转弱，吨钢毛利继续上行。3月上旬重点钢企产量增速较1-2月明显回升，而上周高炉开工率虽有所上升，但仍在历年同期低位，同比也由正转负，预示后续产量增速或将承压。受需求季节性回暖带动，上周钢材社会库存继续去化。

生产、需求

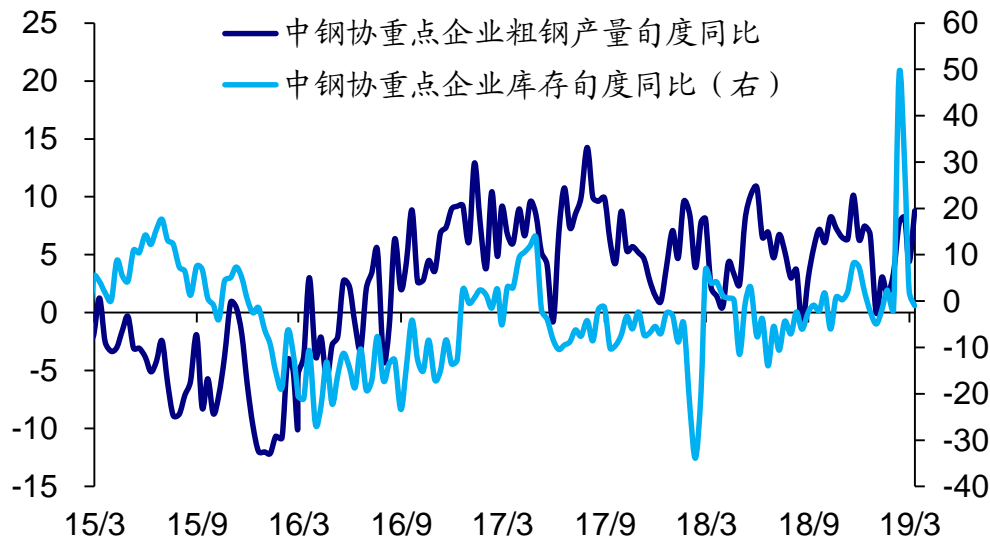
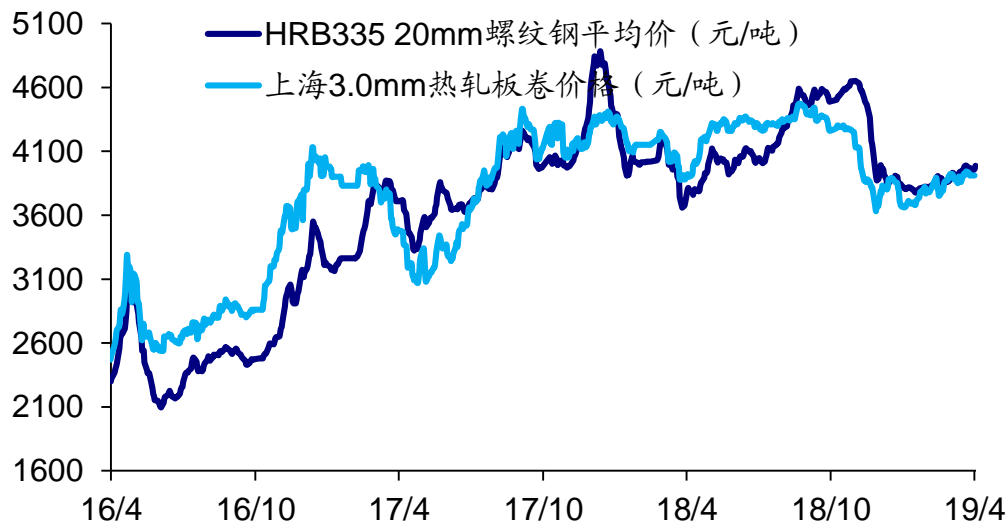
3月上旬重点钢企粗钢产量增速8.8%，
较1-2月增速明显回升。

库存、开工率

3月上旬重点钢企库存增速转负至-1%，
上周高炉开工率升至63.6%，同比增速转负，
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上行，库容比连续三周回落



指标	数据表现	解读
价格	上周全国水泥均价继续上行，环比增速升至0.7%。	上周全国水泥均价继续上行，环比涨幅再度扩大，而库容比连续三周回落。3月底，除东北、内蒙和新疆以外，全国大部分地区水泥市场需求基本已恢复，市场正式进入旺季，水泥价格也随之走高。分区域来看，华北地区水泥价格以稳为主，而华东、中南、西南和西北地区价格均现上调。
库存	上周全国水泥企业库容比继续回落至57.6%，仍处历年同期偏低水平。	

图 全国水泥平均价格 (P.O42.5) (元/吨)

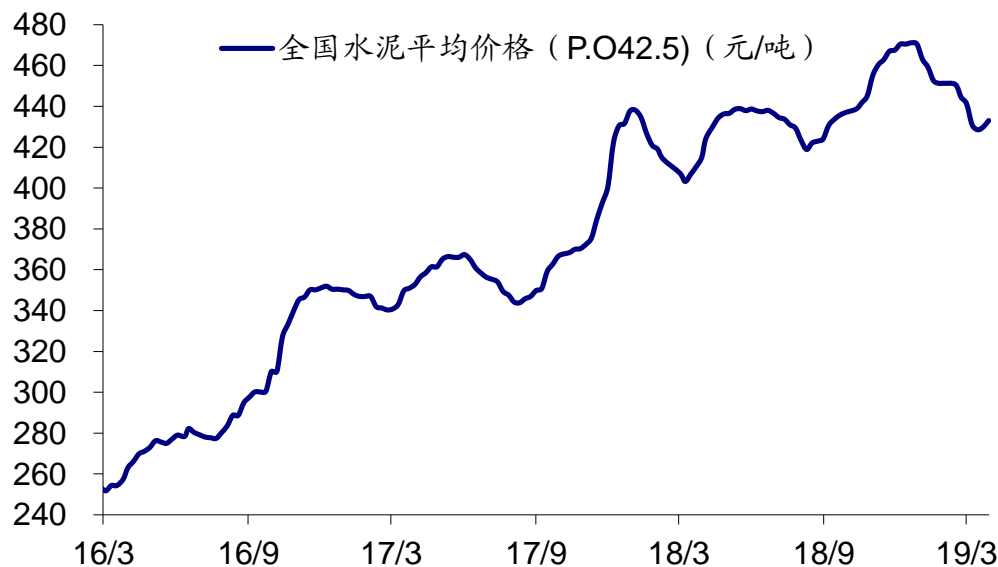
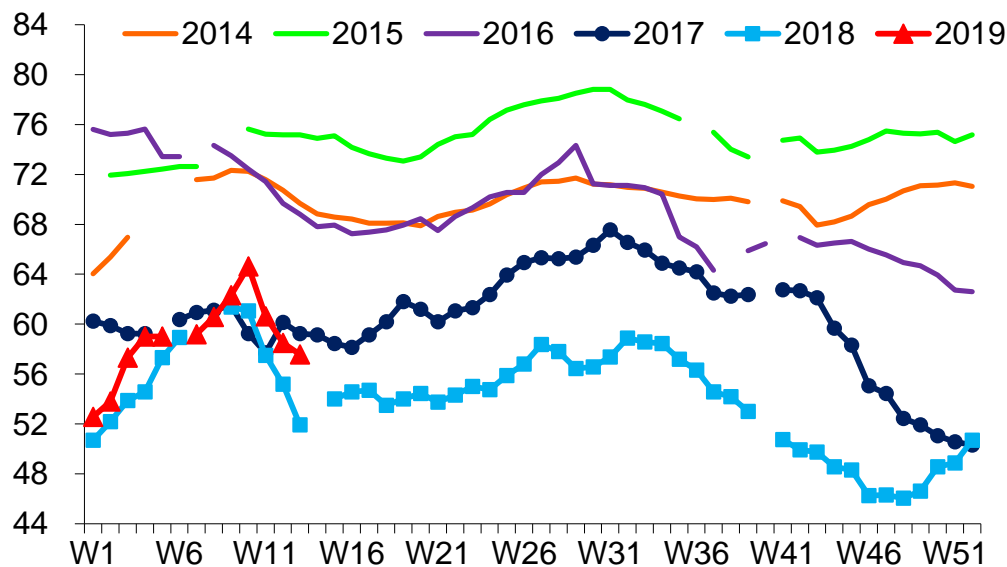


图 全国水泥企业库容比 (%)



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产业链产品价格有平有升，PTA、涤纶POY价格均涨，聚酯切片走平。

上周PTA产业链产品价格有平有升，偏上游的PTA和偏下游的涤纶POY价格均涨，而聚酯切片价格走平。下游纺服行业供给旺盛带动PTA产业链景气上行，开工也因季节因素明显回暖。上周PTA产业链负荷率涨跌平互现，其中PTA工厂略降，聚酯工厂回升，江浙织机走平，但三者普遍处在历年同期高位，均指向生产较旺。

库存、开工率

上周PTA工厂负荷率略降，聚酯工厂回升，而江浙织机走平。

图 化纤产业链产品价格（元/吨）

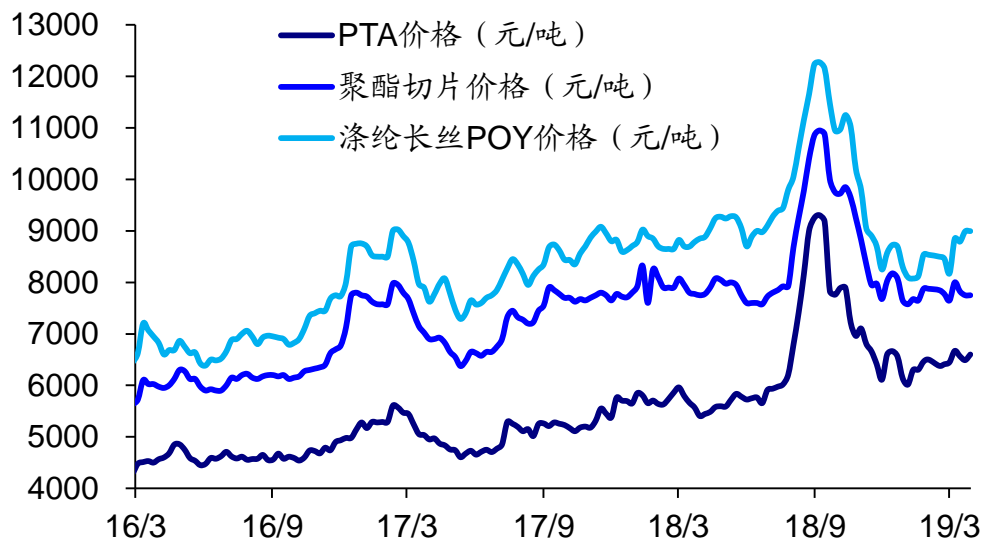
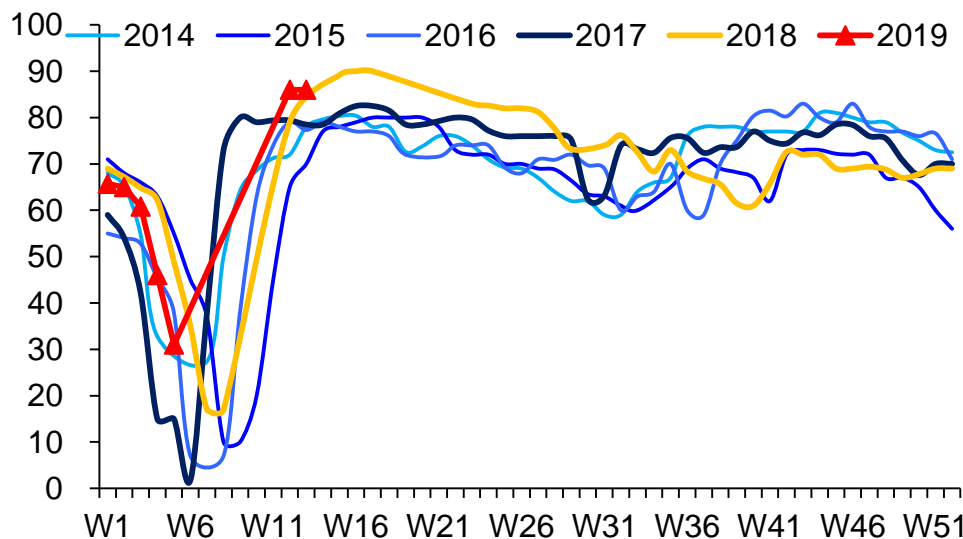


图 PTA产业链负荷率：江浙织机（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标

数据表现

解读

生产 3月重卡销量约14.4万辆，同比转正至3.6%，环比63%，高于过去两年同期。

3月重卡销量同比增速回升转正，但仍低于18年11、12月水平，环比增速季节性回升，虽处历年同期中等水平，但明显高于过去两年同期。春节假期过后，3月生产出现明显改善，印证PMI生产指标短期大幅回升，而生产改善也带动运输需求走强。

图 重卡销量同比增速 (%)

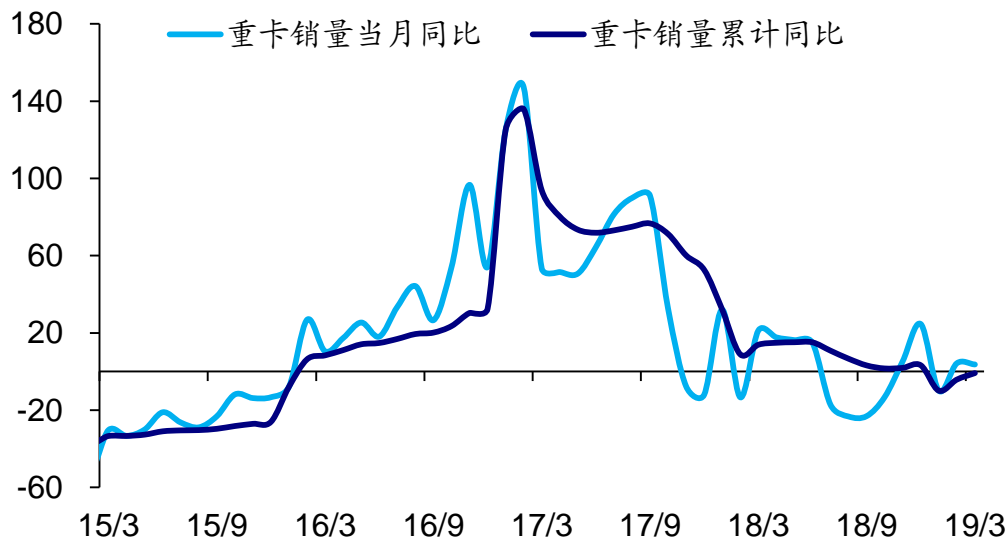
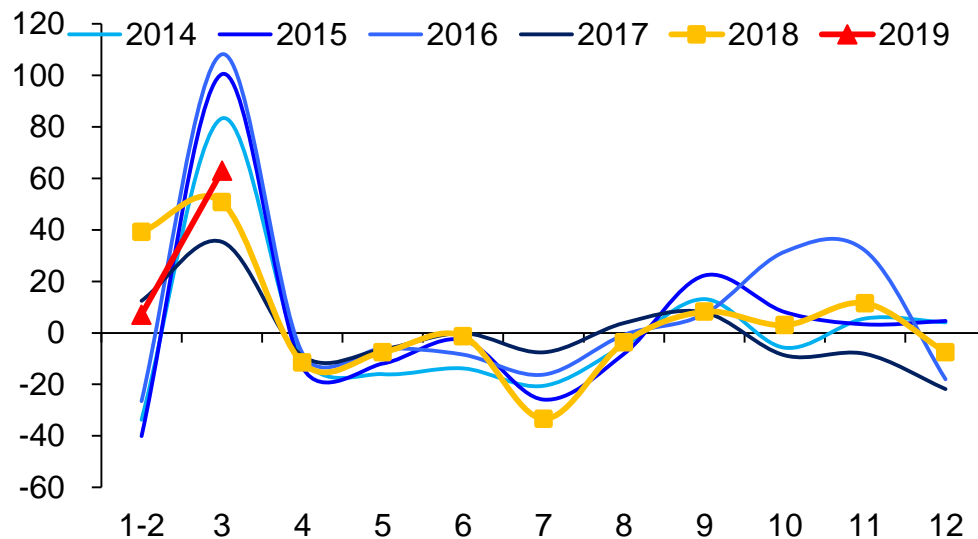


图 重卡销量环比增速 (%)



指标

数据表现

解读

生产 3月下旬六大集团发电耗煤同比转正至2.3%，环比增速6.1%，创11年以来历年同期新高。3月发电耗煤同比增速回升转正至4.2%。

3月下旬六大集团发电耗煤增速由负转正，环比增速也创下历年同期新高，3月发电耗煤同比增速较1-2月由负转正。一方面，去年同期基数较低对增速回升有一定贡献；另一方面，3月以来工业生产出现季节性回暖迹象，汽车、钢铁、化工等主要行业开工率多数上行，也带动耗煤增速走高。

图 六大发电集团月度发电耗煤同比增速 (%)

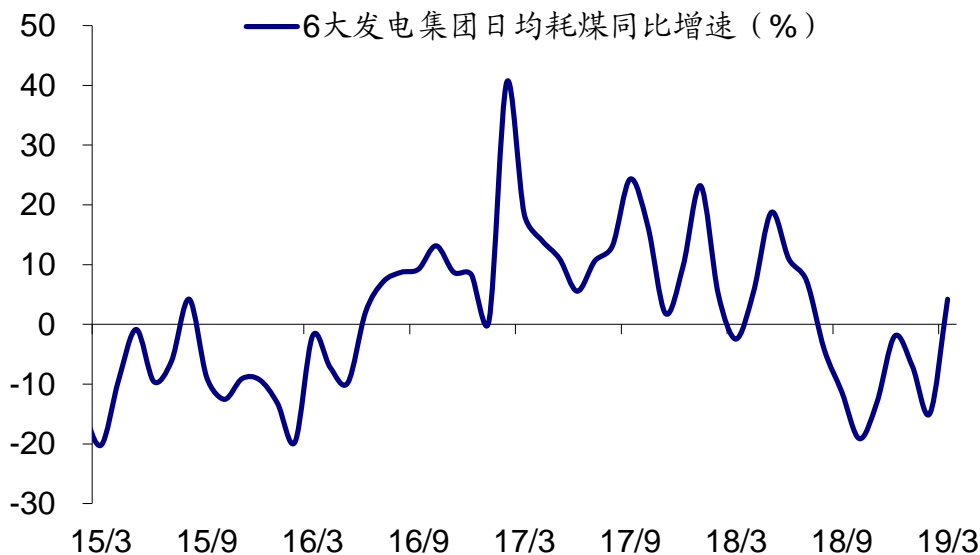
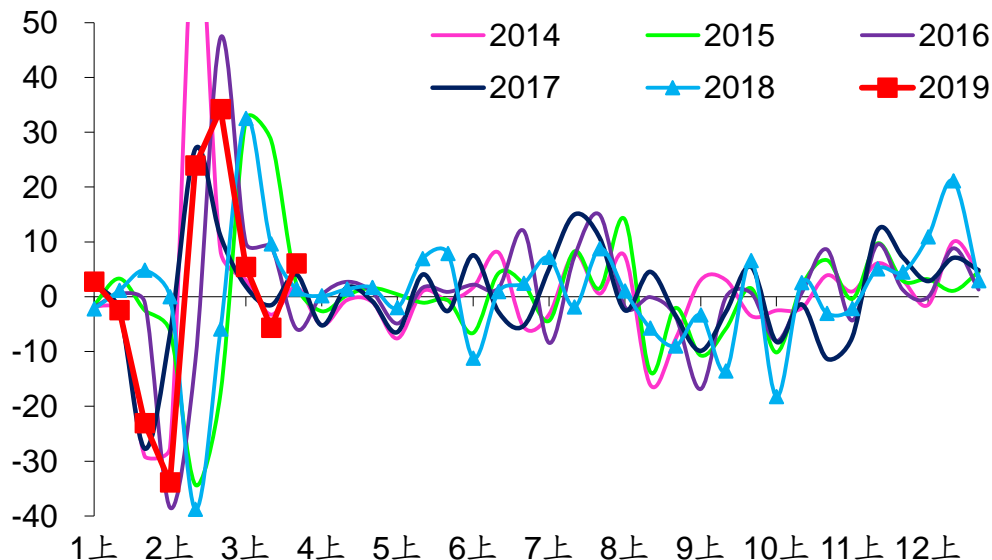


图 六大发电集团旬度发电耗煤环比增速 (%)



指标	数据表现	解读
----	------	----

价格 上周动力煤、无烟煤价格走平，焦煤价格略降，而秦皇岛港煤价格回升。

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22.2天，钢厂煤炭库存天数升至16.8天。

上周煤炭价格涨跌平互现，其中秦皇岛港煤价格有所回升。3月六大集团发电耗煤增速较1-2月增速由负转正，带动电厂煤炭库存继续去化，上周电厂煤炭库存天数有所回落。上周高炉开工率略有回升，但仍在历年同期新低，钢厂煤炭库存继续回补。

图 秦皇岛港煤价格（元/吨）

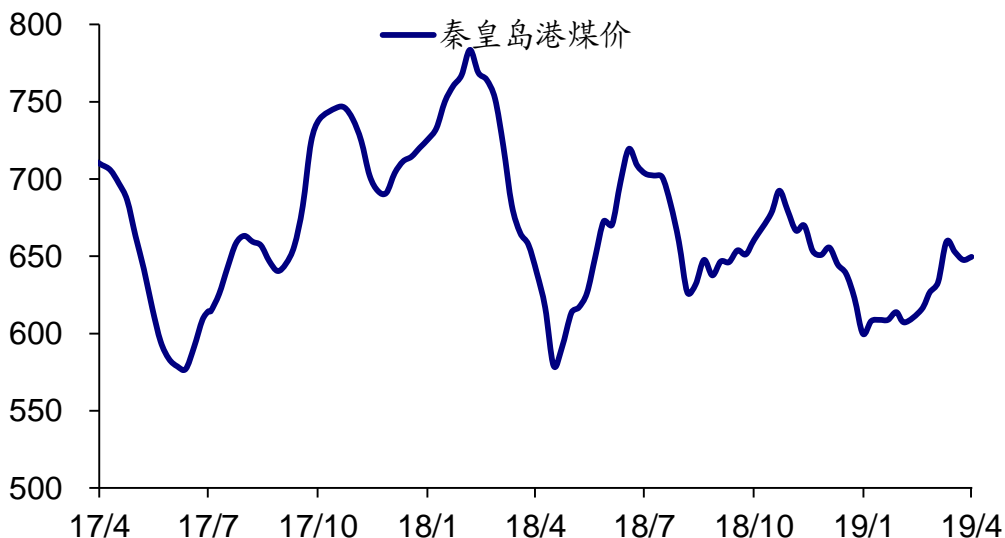
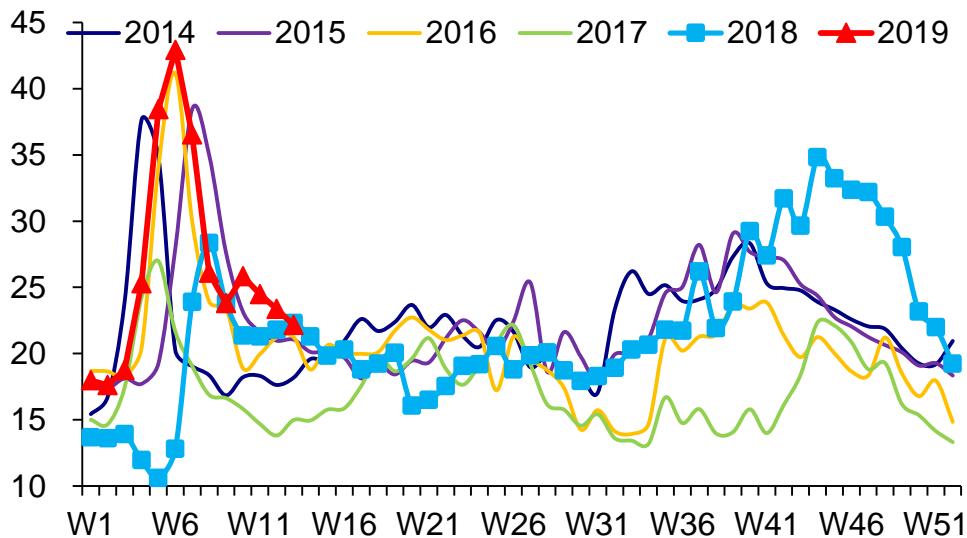


图 历年各周六大发电集团煤炭库存可用天数（天）



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少跌多。波兰矿工KGHM与其在智利的铜矿工会同意延长合同谈判，暂时避免了罢工威胁，上周铜价均值回落。海德鲁旗下巴西氧化铝厂Alunorte最快可在6月份恢复开工率至80%，上周铝价均值下行。
库存	上周LME铜库存、COMEX铜库存均降，整体回落，LME铝库存下行。	

图 LME铜和铝现货价格（美元/吨）

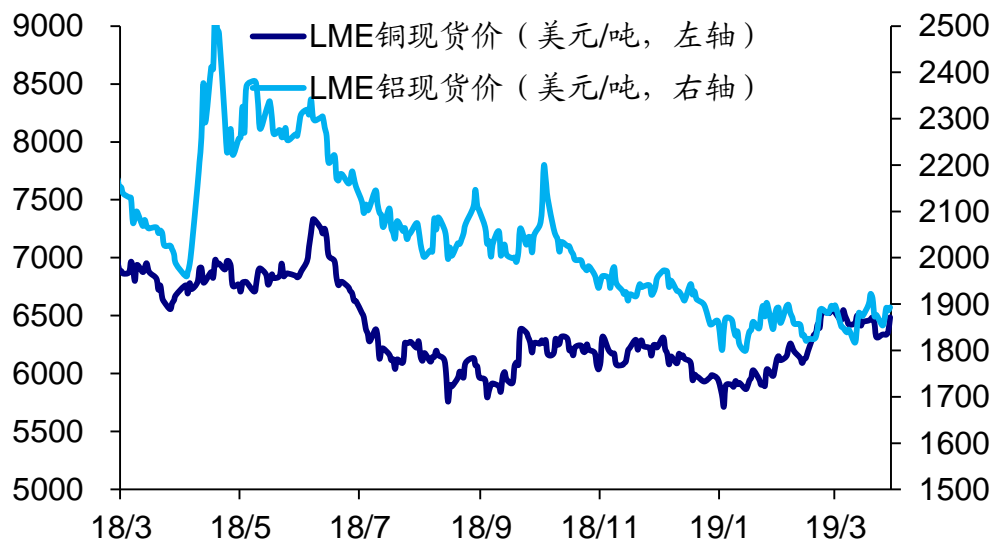
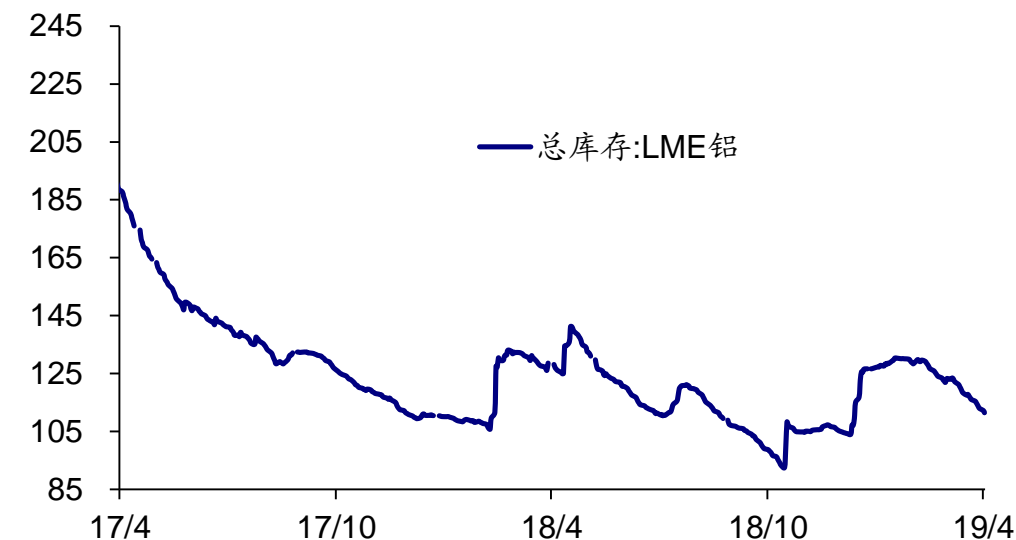


图 LME铝库存（万吨）



指标	数据表现	解读
原油	上周Brent、WTI原油均价回升。	上周原油价格均值回升，沙特方面表示要致力于消除产量不平衡的状况，欲推动油价继续回升，俄罗斯重申将在3-4月达到减产目标，委内瑞拉政局动荡，令产量大幅下滑。上周CRB指数均值上行。英国议会投票否决特蕾莎·梅首相的动议，脱欧期限料将延长，土耳其政局令市场对土耳其里拉的贬值预期大增，上周美元指数回升。
CRB指数	上周CRB均值上行。	
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）

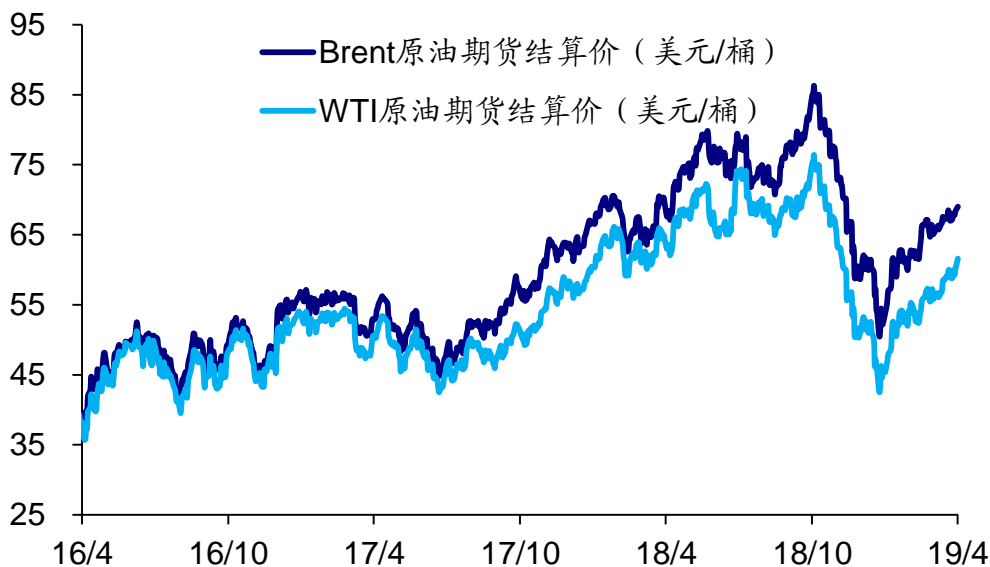
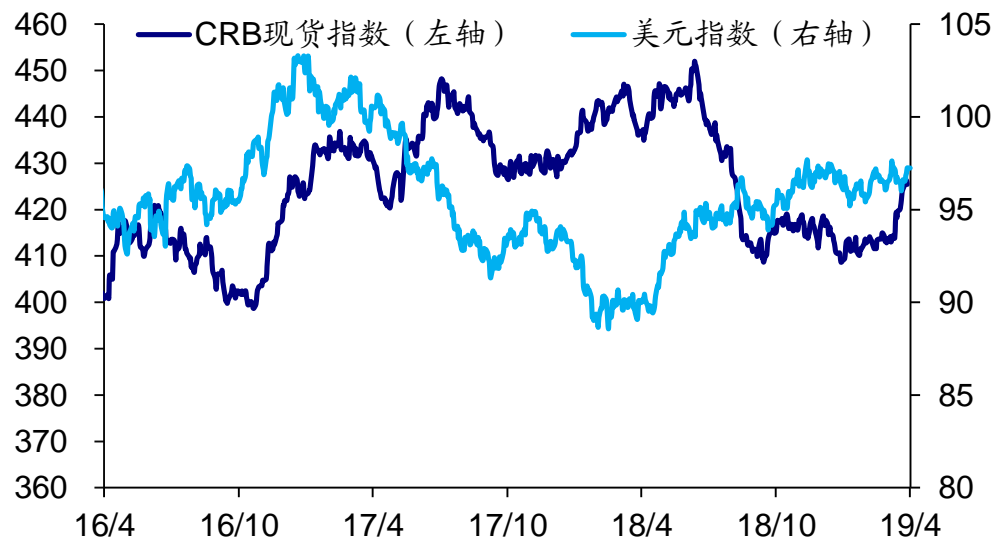


图 美元指数与CRB现货价格指数



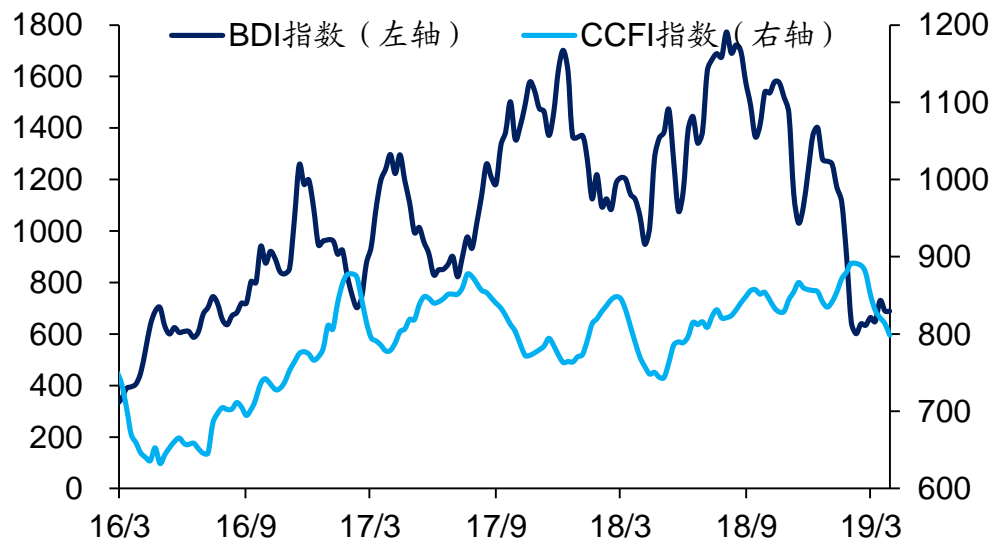
资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
海运	上周BDI、CCFI指数均降。	上周BDI和CCFI指数双双下滑，集散运表现均不佳。海岬型船舶平均租金环比下降9.2%，巴拿马型船舶平均租金环比上升6.9%，超灵便型船舶平均租金环比下降1.1%。上周公路物流运价指数回升。
物流	上周公路物流运价指数回升。	

图 公路物流运价指数



图 BDI与CCFI指数



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。