证券研究报告

需求偏弱，生产尚可

——实体经济观察2019年第44期

2019年11月21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

宏观分析师

陈兴 S0850519110001

电话: 021-23154504

Email: cx12025@htsec.com

结论：需求偏弱，生产尚可

价格： 10月70城房价同比回落，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，**11**月以来，工业经济呈现出需求转凉、生产尚可的局面。一方面，终端需求再度转弱，**35**城地产销量增速回落，而乘联会乘用车批、零降幅双双扩大。另一方面，工业生产整体稳定，虽然样本钢企产量增速回落，但发电耗煤增速仍处高位，各主要行业开工率涨多跌少。

近期国常会听取个人所得税改革情况汇报，今年前**9**个月个税累计减税**4400**多亿元，惠及**2.5**亿纳税人，为居民减负发挥了重要作用。会议决定暂定两年内对综合所得年收入不超过**12**万元或年度补税金额较低的纳税人，免除汇算清缴义务，进一步减轻中低收入群体负担，这意味着减税政策继续深化，落实减税降费工作做实做细的要求。

需求： 下游地产、乘用车、家电走弱。中游钢铁稳健，水泥走强，化工走弱。上游煤炭、有色走弱。交运分化。

库存： 下游地产回补，乘用车去化。中游钢铁、水泥、化工均去化。上游煤炭去化，有色分化。

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： 10月70城房价增速降，11月上中旬35城地产销售放缓。
乘用车： 11月前17天乘用车批零增速再降，开工率同期低位。
家电： 10月三大白电产量增速涨少跌多，空调厂家销量下滑。

中游行业

钢铁： 上周钢价上涨，钢材产量增速下滑，社库加速去化。
水泥： 上周全国水泥均价继续上行，库容比连续两周下滑。
化工： 上周PTA产业链价格有平有降，涤纶POY库存去化。
电力： 10月工业用电增速回落，11月上中旬发电耗煤增速仍高。

上游行业和交通运输

煤炭： 上周煤炭价格有平有降，电厂煤炭库存天数延续下行。
有色： 上周LME铜、铝价格均降，铜库存降、铝库存升。
大宗商品： 上周原油价格回升，CRB指数上行，美元指数走高。
交通运输： 10月货运量公路降铁路升，港口货物吞吐量增速上行。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

下游地产：10月70城房价增速降，11月上中旬35城地产销售放缓

指标	数据表现
需求	11月上中旬35城地产销量增速回落至3.6%。
土地成交	上周百城土地成交面积回落，同比降幅扩大，百城土地成交溢价率继续回落。
价格	10月70城房价同比降至8%，环比持平在0.5%。
库存	上周十大城市商品房库销比升至50.9周。

解读

10月70城房价环比增速低位持平，而同比增速继续回落，“以价换量”令10月全国地产销售量稳价跌。受基数抬升影响，11月上中旬35城地产销量增速下滑，其中一线城市销售仍强，而其他线级城市销售普遍下滑。受二线城市销售放缓拖累，上周十大城市商品房房库销比再创历年同期新高。上周土地市场量价齐跌，而11月前三周百城土地成交面积同比降幅也较10月继续扩大。

图 35城商品房月度销量同比增速（%）

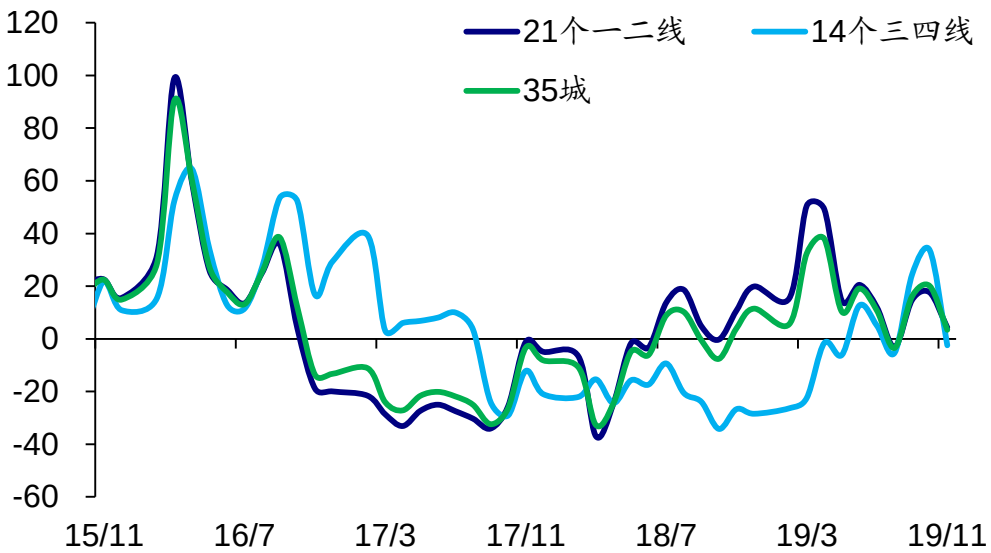
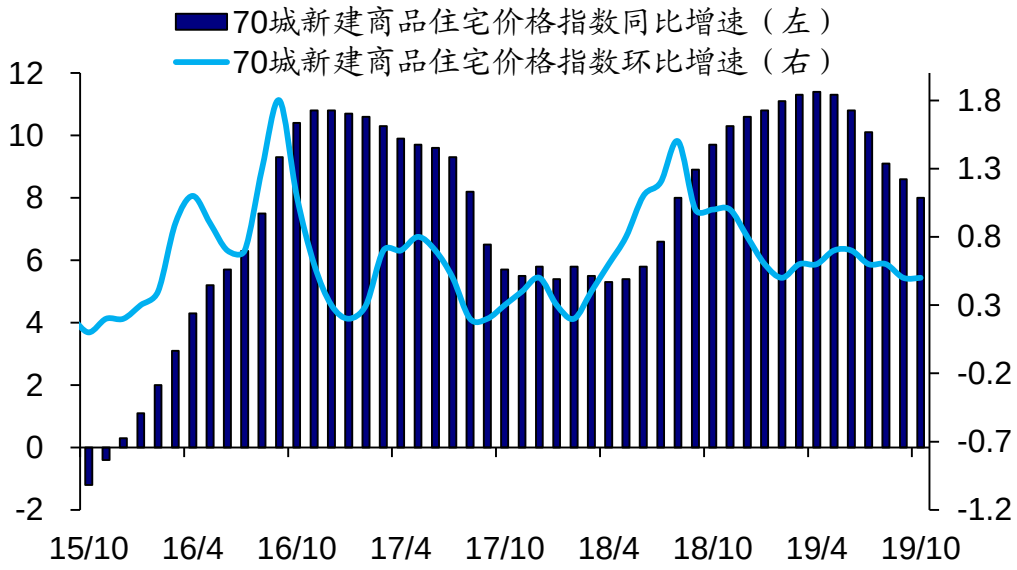


图 70城新建商品住宅价格指数同比和环比增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所
注：历年1-2月均为累计同比。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

下游乘用车：11月前17天乘用车批零增速再降，开工率同期低位

指标	数据表现	解读
需求	11月前17天乘联会乘用车批发、零售销量增速分别为-11%、-13%，降幅较10月均有扩大。	11月前17天乘联会乘用车批发、零售销量同比增速再度下滑，降幅较10月明显扩大，指向需求整体偏弱，11月车市起步不佳。需求偏弱拖累生产，上周半钢胎开工率继续下行，并依然处在16年以来同期低位。发改委在近期新闻发布会上表示，将破除汽车消费限制，推动汽车限购政策向引导使用政策转变，有望对终端需求形成提振。
生产	上周半钢胎开工率继续下行至67.1%。	
库存	10月汽车经销商库存系数降至1.39。	

图 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速（%）

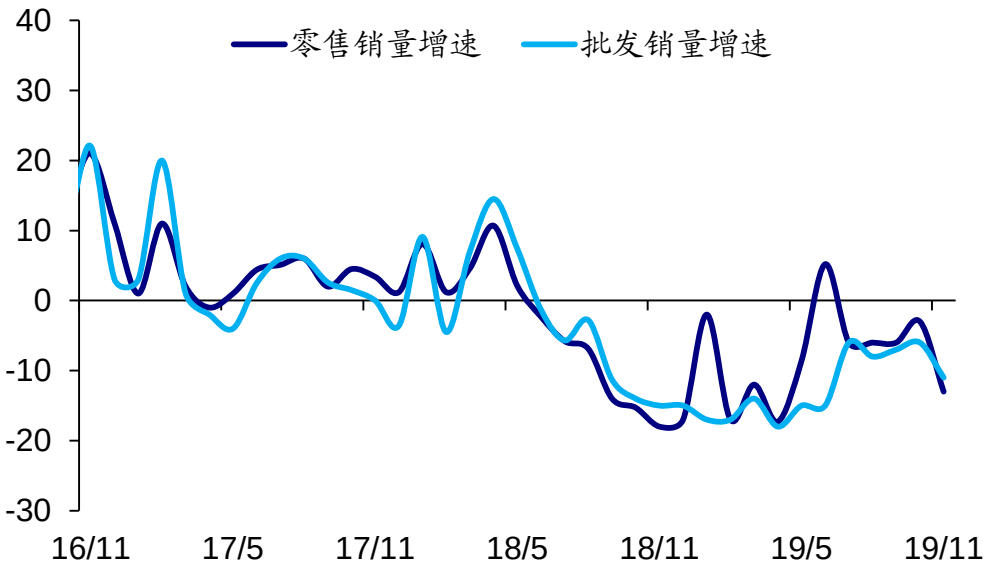
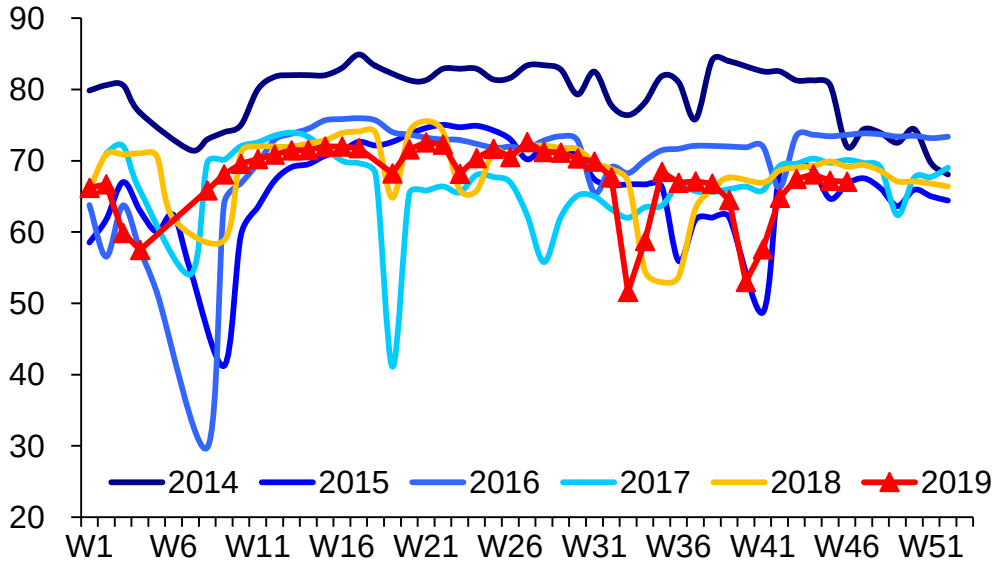


图 历年各周半钢胎开工率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

下游家电：10月三大白电产量增速涨少跌多，空调厂家销量下滑

指标	数据表现	解读
需求	10月产业在线空调厂家销量增速降至3.1%。	受双十一造成部分需求延后影响，10月行业需求偏弱，产业在线空调厂家销量增速也有所下滑，而库存端季节性回升，10月产业在线空调厂家库销比继续上行，但仍不及18年同期水平。需求转差带动生产同步走弱，10月三大白电产量增速涨少跌多，其中空调产量增速由正转负，冰箱产量增速小降，仅洗衣机产量增速大幅上行。
生产	10月全国空调、冰箱产量增速分别下滑至-2.1%、3%，洗衣机产量增速升至13.5%。	
库存	10月产业在线空调厂家库销比升至1.17。	

图 产业在线空调厂家销量同比增速（%）

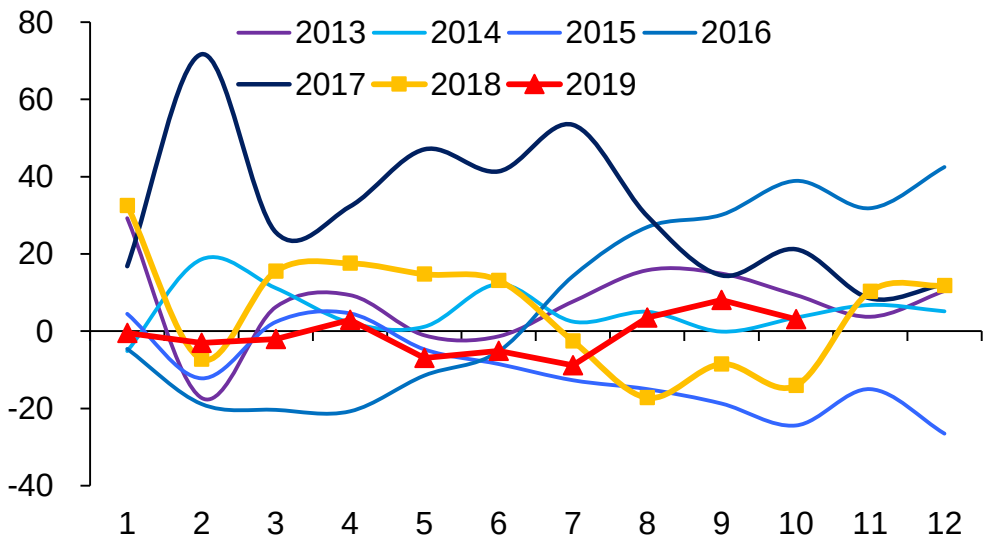
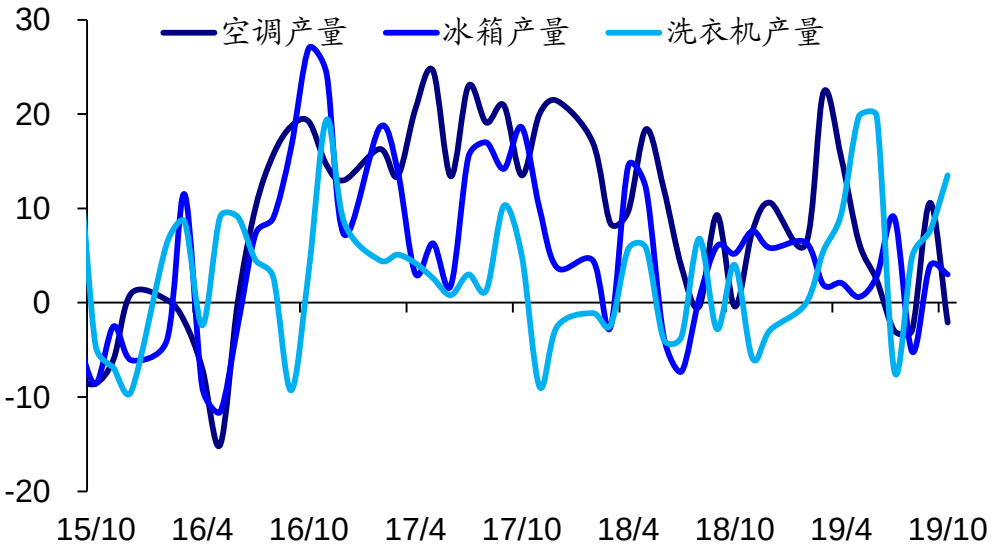


图 三大白电产量同比增速（%）



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：上周钢价上涨，钢材产量增速下滑，社库加速去化

指标	数据表现	解读
价格、吨钢毛利	上周钢价螺纹、热板均升，吨钢毛利螺纹、热板双双上行。	上周钢价螺纹、热板均升，钢价回升也带动吨钢毛利双双上行。一方面，需求仍较稳健，上周钢材社会库存继续去化，去化速度也有所加快。而另一方面，生产难言乐观，虽然上周全国高炉开工率回升，且同比降幅收窄，但样本钢厂钢材产量降幅再度扩大。需求尚稳、生产收缩的背景下，钢企库存也同步去化。
生产	上周高炉开工率回升至66%，同比跌幅收窄。Mysteel样本钢厂钢材产量增速降至-1.9%。	
库存	上周Mysteel样本钢厂钢材库存去化，钢材社会库存去化。	

图 螺纹钢、热轧板卷价格（元/吨）

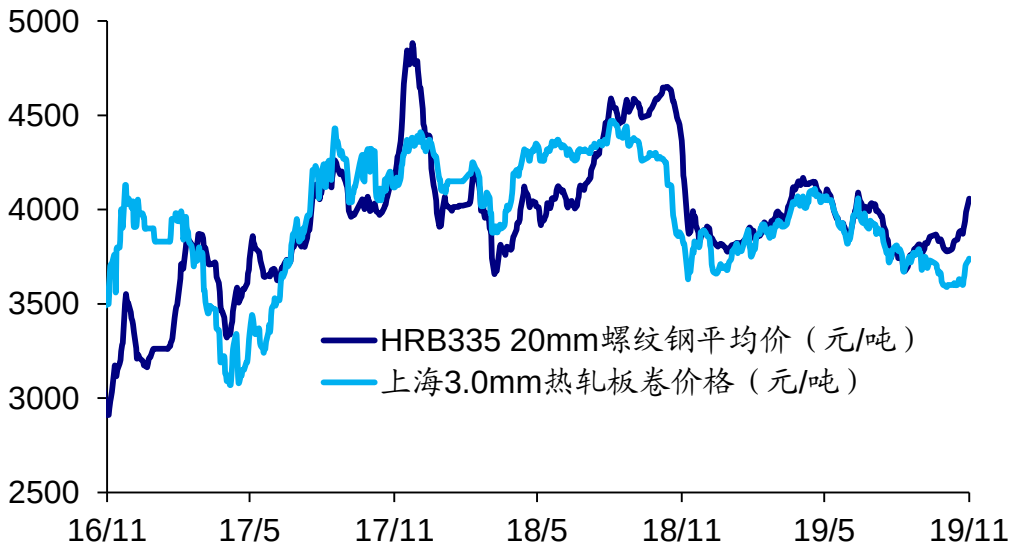
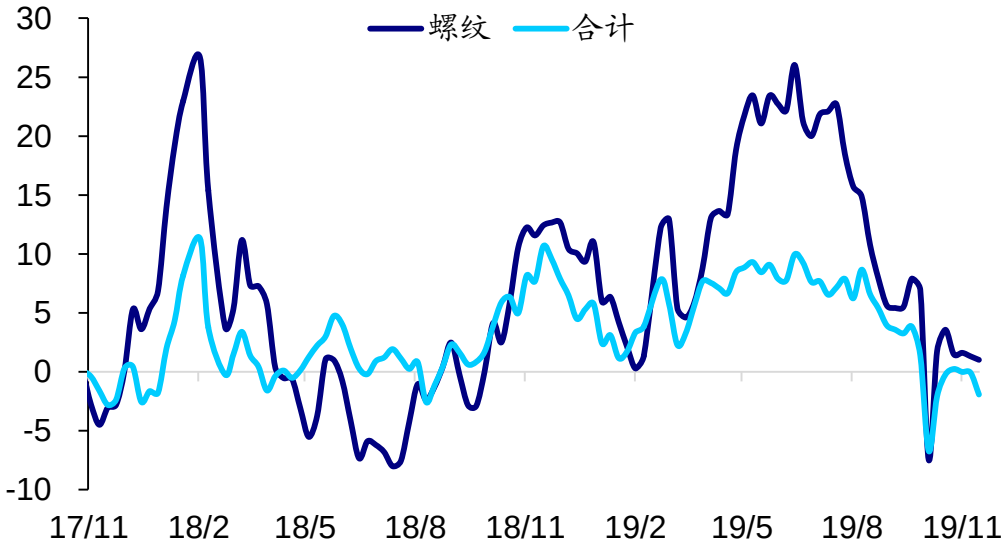


图 Mysteel周度钢厂螺纹、钢材产量同比增速（%）



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

中游水泥：上周全国水泥均价继续上行，库容比连续两周下滑

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1.9%。	上周全国水泥市场价格继续上行，环比增速回升，而水泥企业库容比连续两周下滑。11月中旬，国内多数地区下游建筑工程出现赶工现象，特别前期环保管控区域，预警解除后下游需求突然暴发，再加上河南地区因环保治理企业大面积停产，从而带动周边地区价格全面上行。分区域来看，华北、华东、中南、西北地区价格均现上调，东北以稳为主，西南大稳小动。
库存	上周全国水泥企业库容比降至50.5%。	

图 全国水泥平均价格（P.O42.5）（元/吨）

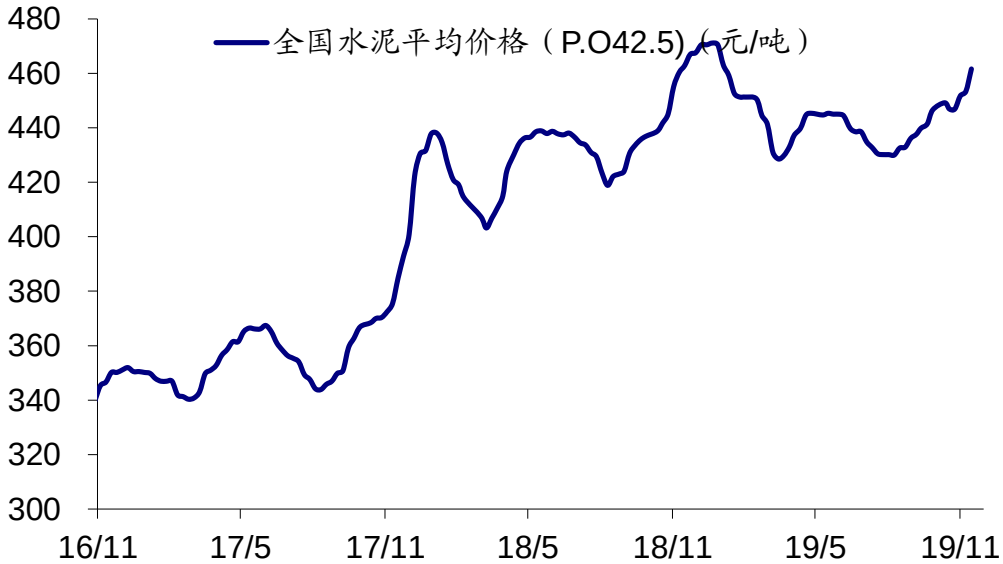
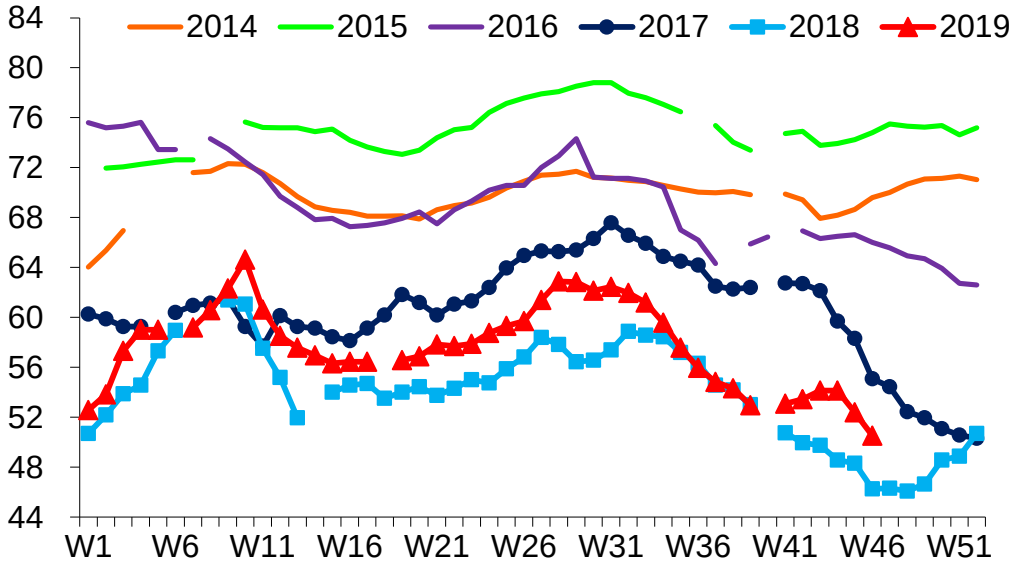


图 全国水泥企业库容比（%）



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产业链价格有平有降，涤纶POY库存去化

指标	数据表现	解读
价格	上周PTA产业链产品价格有平有降，PTA价格走平，聚酯切片、涤纶POY价格均降。	受下游织造需求整体走弱带动，上周PTA产业链产品价格有平有降，均处年内低位，其中PTA价格走平，而聚酯切片和涤纶POY价格均有回落。生产端略有修复，上周PTA产业链负荷率涨多跌少，其中PTA工厂、聚酯工厂均升，仅江浙织机略有走低。上周涤纶POY库存天数略有回落，处于历年同期中等偏高水平，但远低于18年同期。
生产	上周PTA产业链负荷率涨多跌少，PTA工厂、聚酯工厂均升，江浙织机略降。	
库存	上周涤纶POY库存天数回落至8.5天。	

图 化纤产业链产品价格（元/吨）

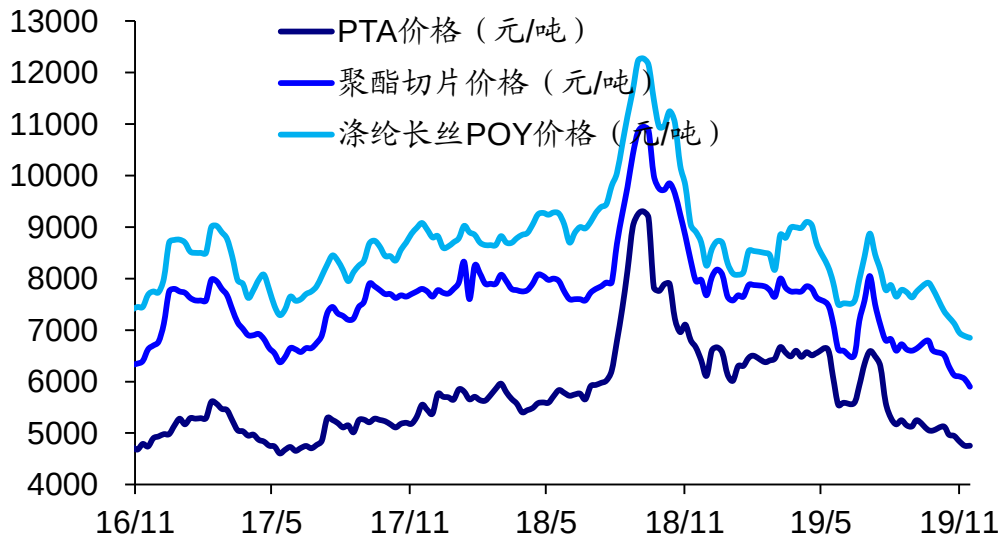
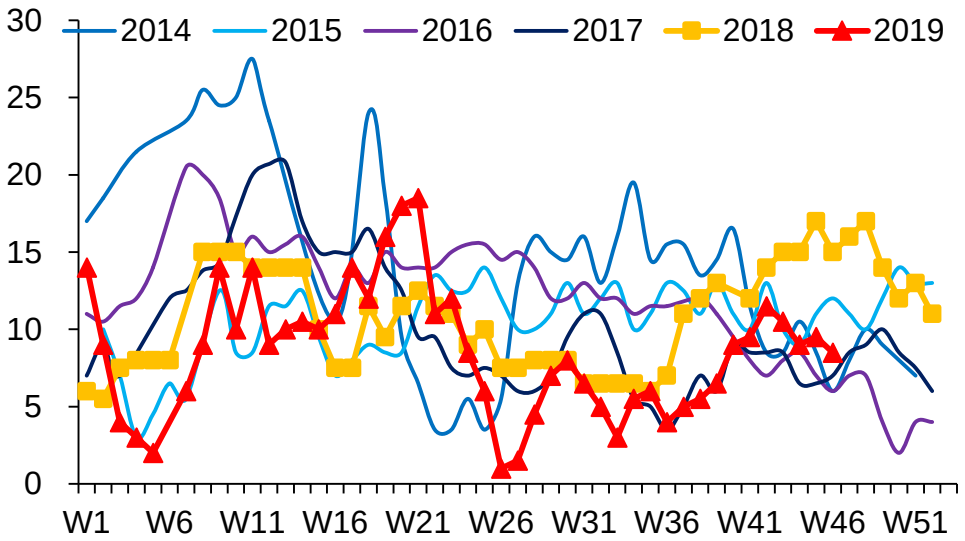


图 历年各周涤纶POY库存天数（天）



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：10月工业用电增速回落，11月上中旬发电耗煤增速仍高

指标	数据表现	解读
生产	10月工业用电量同比增速略降至3.3%，11月上中旬六大集团发电耗煤同比增速14.9%，较10月增速略有回落，但仍处高位。	10月工业用电量增速略降，与工业增加值增速走势一致。11月上中旬六大集团发电耗煤同比增速较10月有所回落，但仍处年内高位，而汽车、钢铁和化工等主要行业开工率涨多跌少，指向工业生产稳中略降。

图 月度六大发电集团日均耗煤同比增速（%）

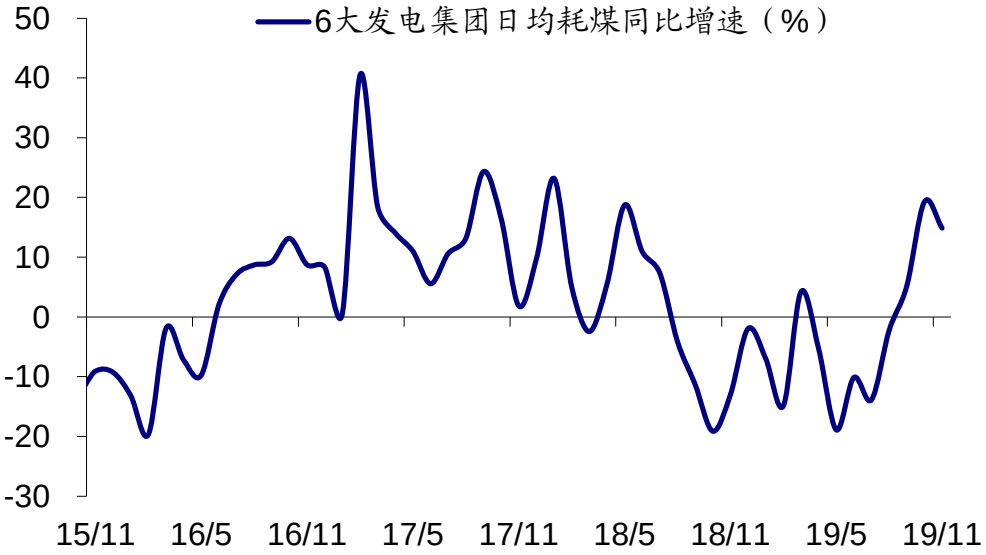
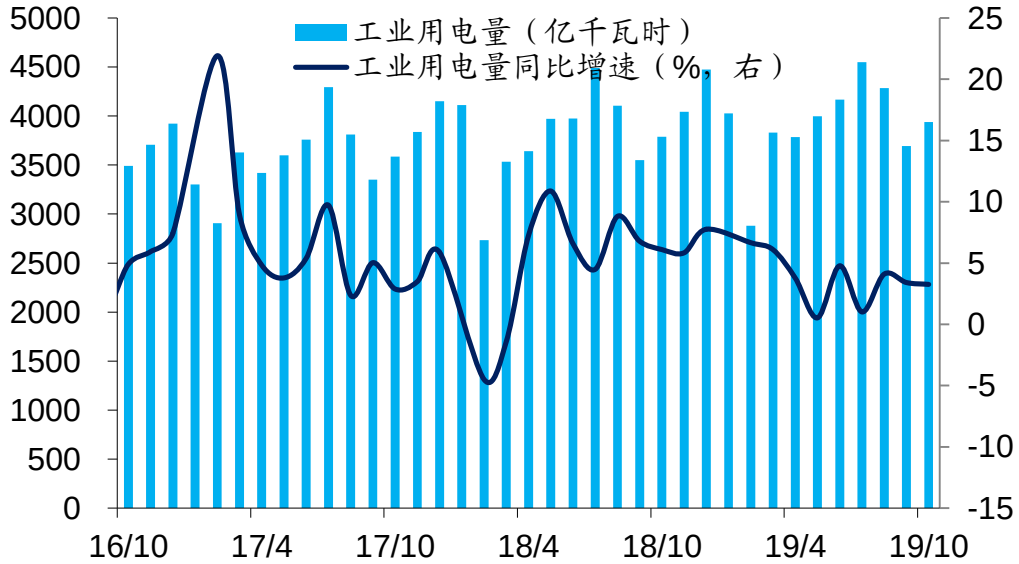


图 工业用电量及同比增速



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11月为上中旬同比。

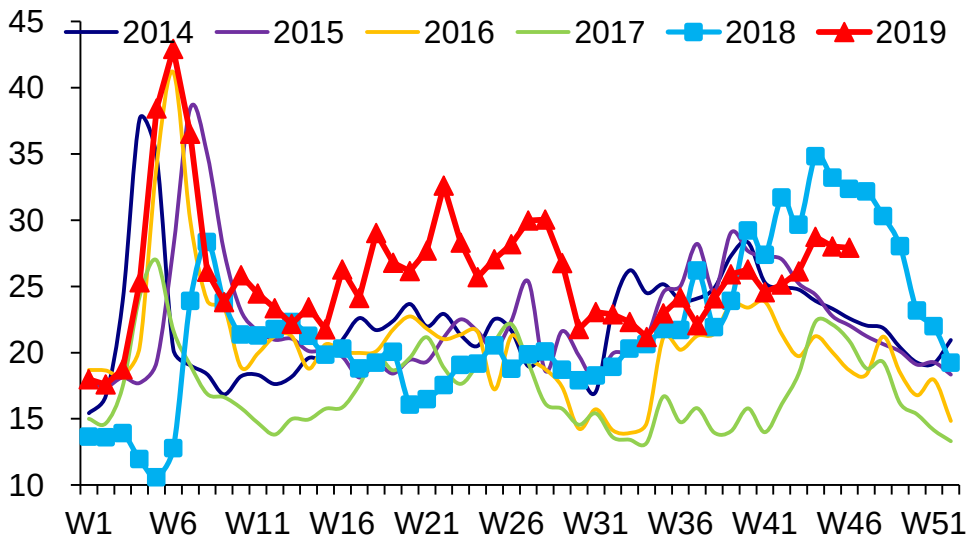
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

上游煤炭：上周煤炭价格有平有降，电厂煤炭库存天数延续下行

指标	数据表现	解读
价格	上周秦皇岛港煤、动力煤、无烟煤价格均降，焦煤价格走平。	上周煤炭价格有平有降，其中秦皇岛港煤、动力煤、无烟煤价格均有下降，而焦煤价格走平。11月上中旬六大集团发电耗煤增速略降，但仍处于年内高位，而电厂煤炭库存季节性去化，上周电厂煤炭库存天数继续降至27.9天。上周秦皇岛港口煤炭库存回升。
库存	上周秦皇岛港口煤炭库存回升，电厂煤炭库存天数继续下行至27.9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、铝价格均降，铜库存降、铝库存升

指标	数据表现	解读
价格	上周LME铜、铝均价回落。	上周基本金属价格普遍回落。尽管罢工事件仍在持续发酵，但智利大多数铜矿企业表示仍维持运营，Oz Minerals旗下南澳大利亚铜矿资源增加超30%，上周铜价均值回落。中东地区最大冶炼厂之一SALCO铝冶炼厂第一阶段开工，中铝几内亚铝土矿项目计划12月初首批铝土矿发货，上周铝价均值下行。
库存	上周LME铜库存降、COMEX铜库存升，整体下滑，LME铝库存明显回升。	

图 LME铜和铝现货价格（美元/吨）

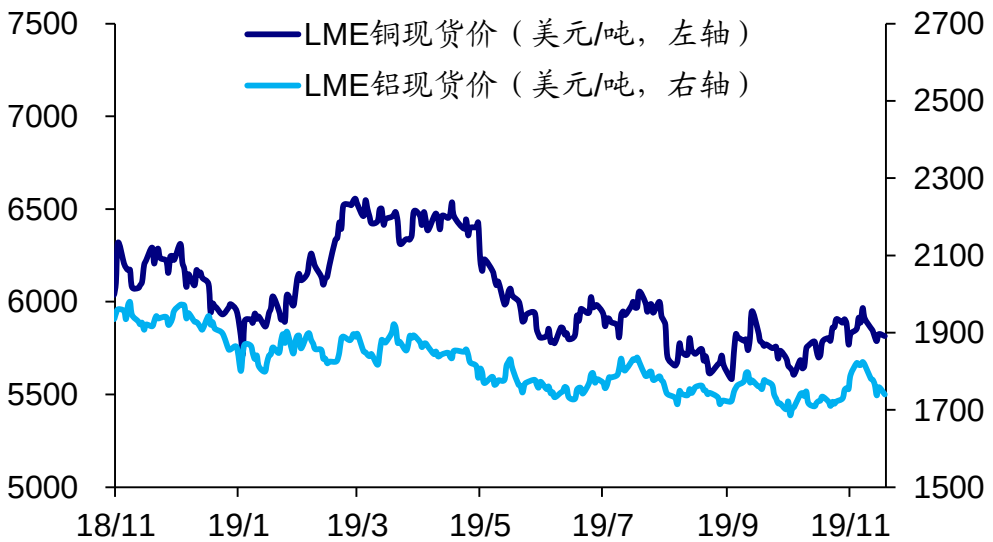
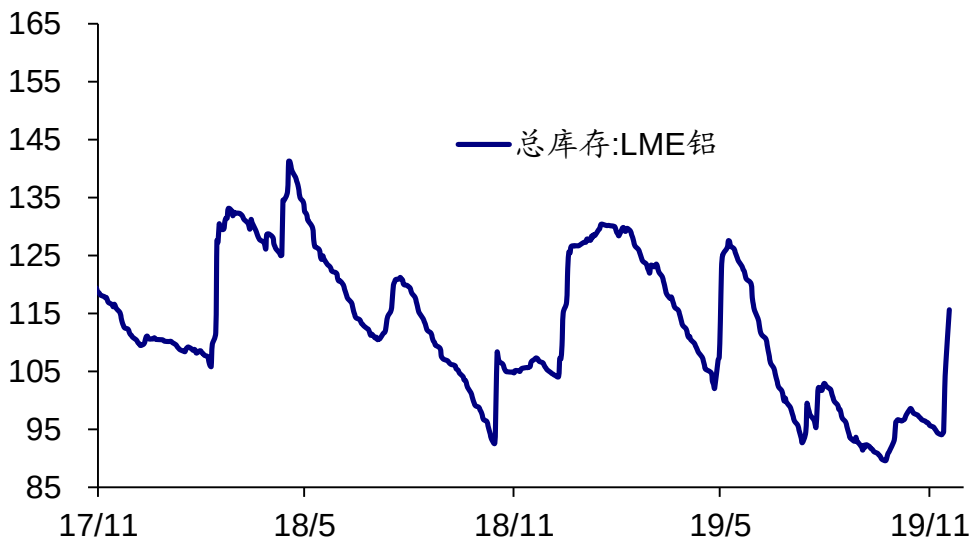


图 LME铝库存（万吨）



资料来源：WIND，海通证券研究所

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，美元指数走高

指标	数据表现	解读
原油	上周Brent、WTI原油均价回升。	阿布扎比原油期货交易所正式成立，中石油作为唯一一家中资企业参与入股，欧佩克秘书长表示2020年原油需求增速预期可能上升，美国石油活跃钻井数继续下滑，上周原油价格均值回升。上周CRB指数均值上行。美国10月零售销售和PPI环比增速均好于预期值，上周美元指数均值回升。
CRB指数	上周CRB指数均值上行。	
美元指数	上周美元指数均值走高。	

图 布伦特和WTI原油期货价格（美元/桶）

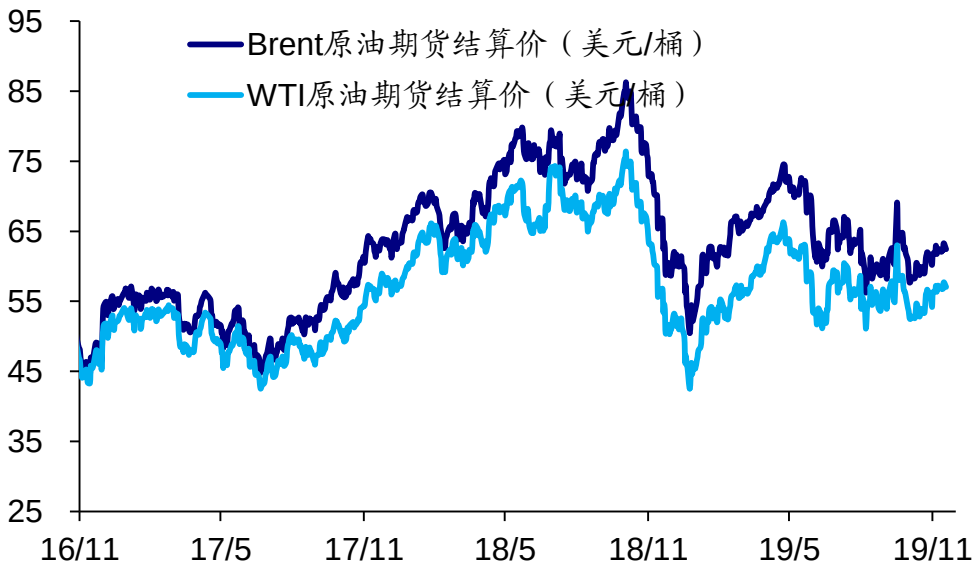
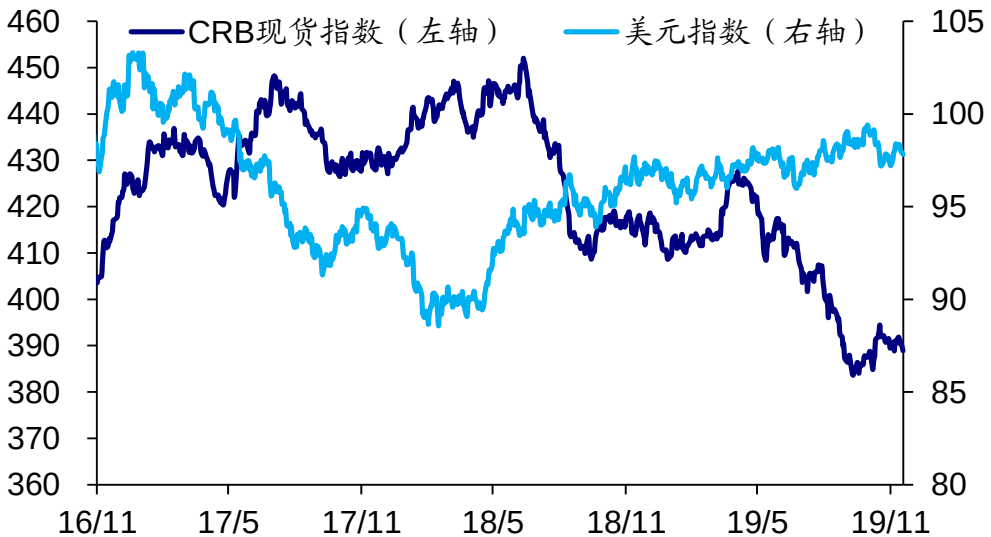


图 美元指数与CRB现货价格指数



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：10月货运量公路降铁路升，港口货物吞吐量增速上行

指标	数据表现	解读
货运	10月公路货运量增速回落至1.5%，铁路货运量增速升至9.4%，全国主要港口货物吞吐量增速升至7.5%。	10月“公转铁”现象依然明显，公路货运量增速明显下滑，而铁路货运量增速升至年内高位。10月全国主要港口货物吞吐量增速上行，印证进口增速改善。
海运	上周BDI指数下滑，CCFI指数上升。	上周集运表现优于散运，BDI指数下降，而CCFI指数有所上升。
物流	上周公路物流运价指数略有下降。	上周公路物流运价指数微降。

图 公路货运量同比增速（%）

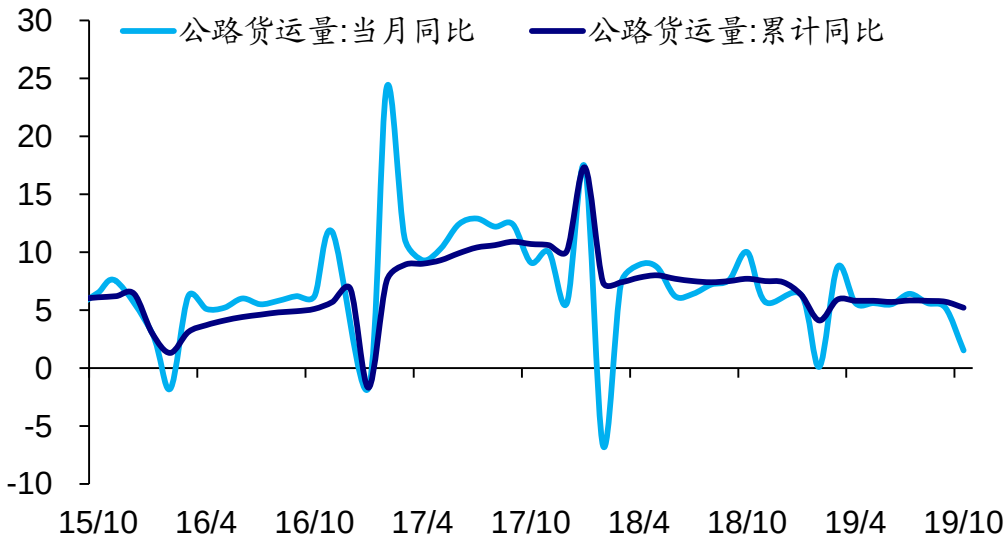
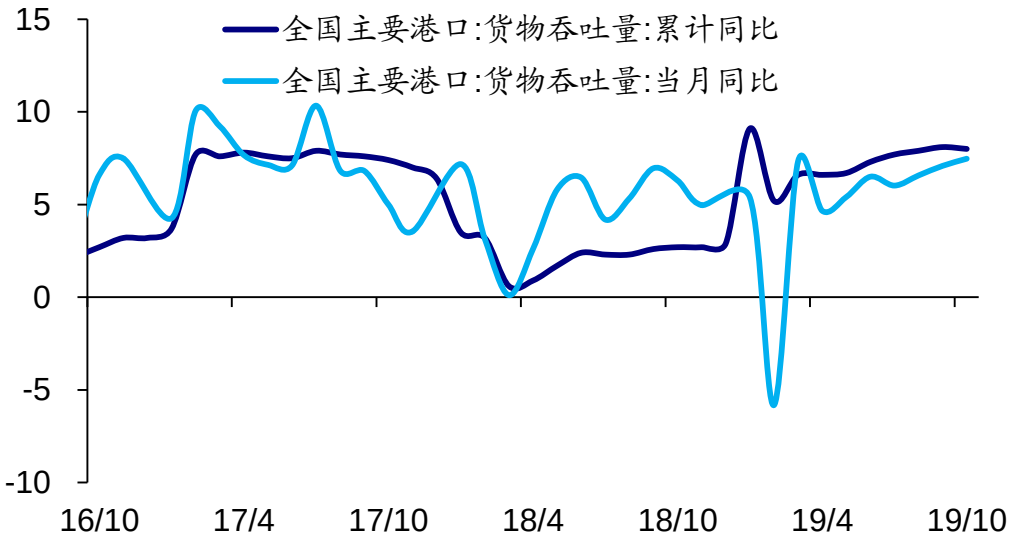


图 全国主要港口货物吞吐量同比增速（%）



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

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、陈兴：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

陈兴
SAC执业证书编号：S0850519110001
电话：021-23154504
Email：cx12025@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。