证券研究报告

需求仍较稳定

——实体经济观察2019年第48期

2019年12月19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：需求仍较稳定

价格： 11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。

11月经济全面改善，而从12月以来的中观高频数据来看：一方面，终端需求整体稳定，虽然35城地产销量增速受一二线城市拖累转负，但三四线城市销售依然较好，而乘联会乘用车批零增速也是逐步回暖。另一方面，工业生产短期或有所放缓，虽然钢材产量增速继续回升，但发电耗煤增速有所回落，各主要行业开工率也普遍下滑。

本周国常会通过《国家科学技术奖励条例（修订草案）》，将近年来科技奖励制度改革和实践中的有效做法上升为法规。中央经济工作会议强调，要以创新驱动和改革开放为两个轮子，全面提高经济整体竞争力，加快现代化经济体系建设。而《条例》的颁布，将助力深入实施创新驱动发展战略，完善科技奖励制度，激发全社会创新活力。

需求： 下游地产走弱，乘用车弱改善，家电、纺服改善。中游钢铁平稳，水泥、化工均改善。上游煤炭走弱，有色分化。交运分化。

库存： 下游地产、乘用车均去化。中游钢铁、化工去化，水泥低位略回补。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： 11月70城房价增速降，12月前18天35城地产销售放缓。
乘用车： 11月汽车产销均改善，12月前两周批零一平一降。
家电： 11月限额以上家电零售增速反弹，三大白电产量回升。
纺织服装： 11月限额以上纺服零售转正，内外需同步改善。
商贸零售： 11月社消零售增速回升，促销导致需求集中释放。

中游行业

钢铁： 11月产需回暖，上周钢价分化、产量回升、社库去化。
水泥： 上周全国水泥均价减速上行，库容比由降转升。
化工： 上周PTA产业链价格全线回升，涤纶POY库存天数降。
电力： 12月前19天发电耗煤增速回落，工业生产或短期承压。

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铜价升、铝价降，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，美元指数回落。
交通运输： 11月铁路货运量增速跳升，上周BDI降、CCFI升。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

下游地产：11月70城房价增速降，12月前18天35城地产销售放缓

指标	数据表现	解读
需求	11月全国商品房销量同比增速降至1.1%，12月前18天35城地产销量增速转负至-1.8%。	11月地产销售稳中趋缓，主因房贷利率略有上行叠加前期“以价换量”形成需求透支，而需求边际走弱也使得房价涨幅回落，11月70城房价同比、环比增速均降。12月前18天35城地产销量增速下滑转负，主要受一二线城市销量增速大跌转负拖累，三四线城市销量增速因基数较低而稳中有升。12月以来土地市场仍显冷清，百城土地成交降幅扩大。
土地成交	11月全国土地购置面积增速转负至-0.8%，上周百城土地成交面积回落，同比降幅扩大。	
价格	11月70城房价同比降至7.3%，环比降至0.3%。	
库存	上周十大城市商品房库销比降至39.2周。	

图 35城商品房月度销量同比增速（%）

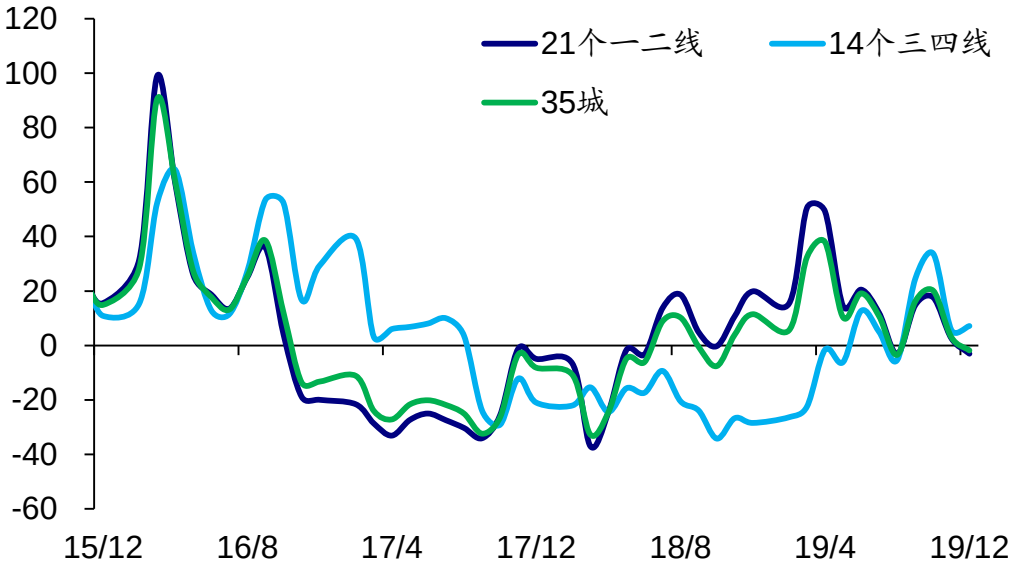
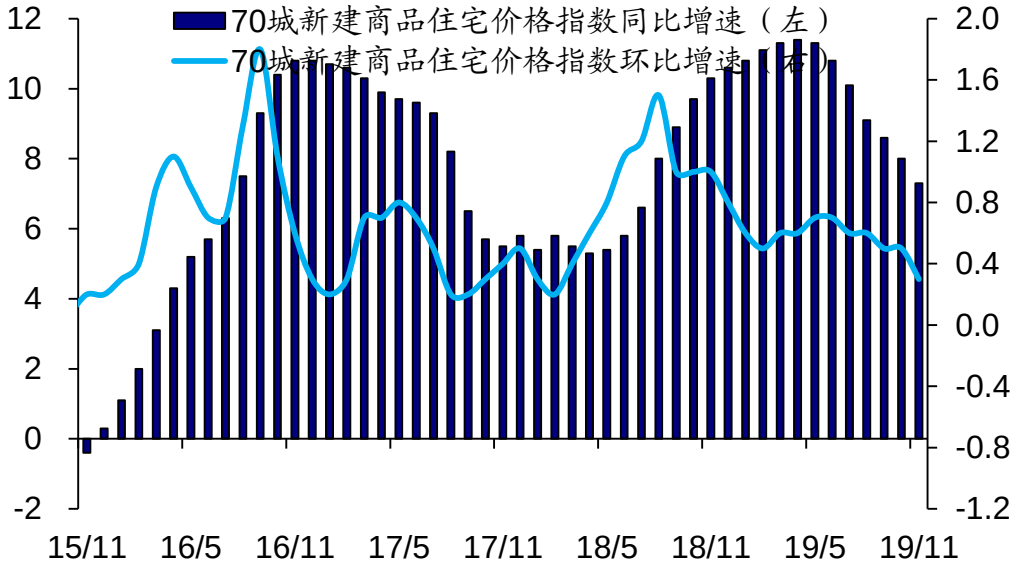


图 70城新建商品住宅价格指数同比和环比增速（%）



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月汽车产销均改善，12月前两周批零一平一降

指标	数据表现	解读
需求	11月限额以上汽车零售增速降幅收窄至-1.8%。12月前15天乘联会乘用车批发、零售销量同比增速分别为-5%、-14%，较11月一平一降。	11月汽车产、销均现改善，各口径下乘用车产销量增速降幅普遍收窄。12月前15天乘联会乘用车批、零增速较11月一平一降，但第二周增速较第一周明显改善。一方面，终端需求弱复苏，零售销量增速震荡回升；另一方面，环保标准切换抬升供给，使得生产、厂家销量回升力度强于终端零售。
生产	11月全国汽车产量增速由负转正至3.7%，上周半钢胎开工率略回落至66.9%。	
库存	11月汽车经销商库存系数升至1.49。	

图 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速（%）

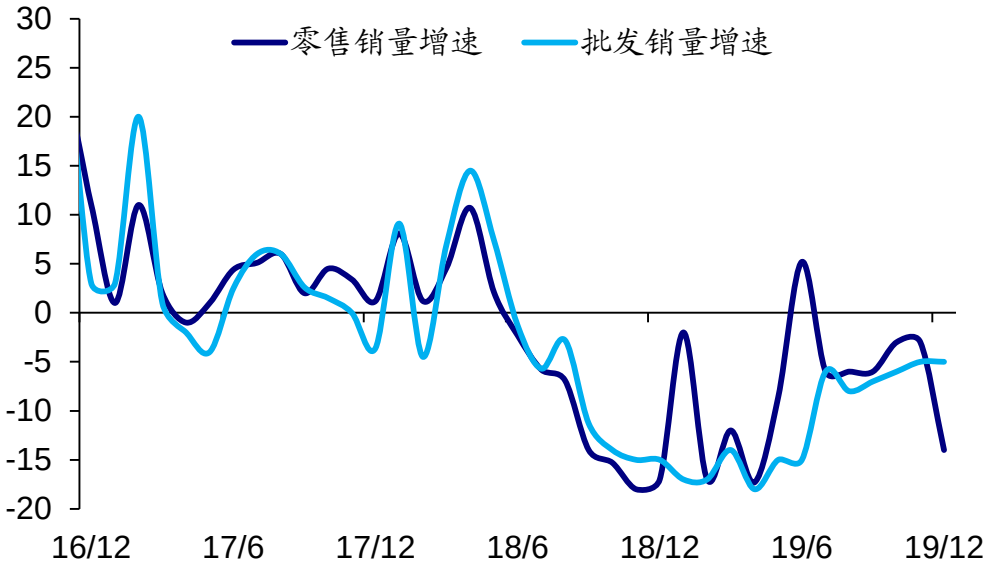
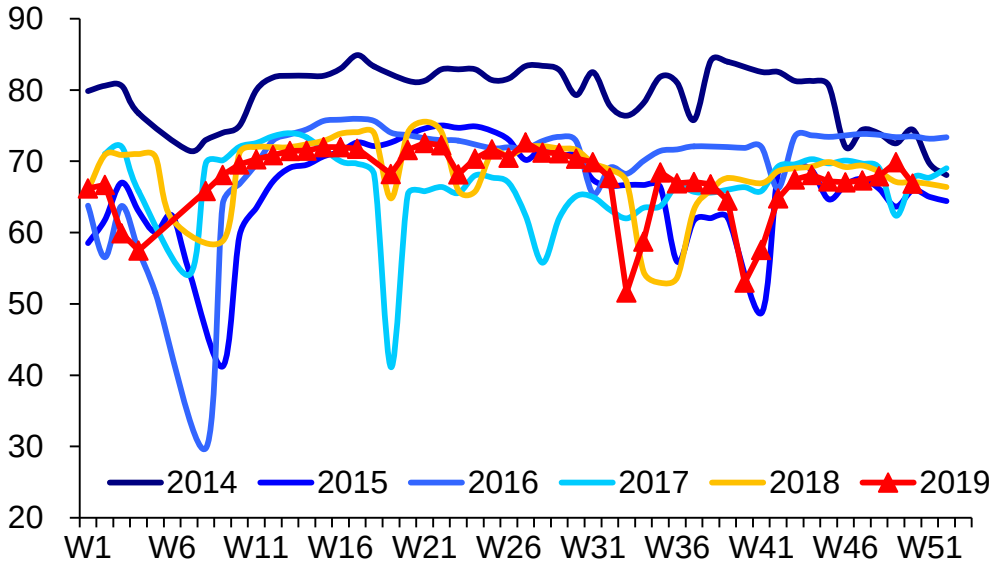


图 历年各周半钢胎开工率（%）



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：11月限额以上家电零售增速反弹，三大白电产量回升

指标	数据表现	解读
需求	11月限额以上家电音像类零售额同比增速反弹至9.7%。	11月家电行业产销两旺：一方面，受双十一电商促销所带动，11月限额以上家电音像类零售增速大幅反弹，升至年内次高点；另一方面，需求走强也带动生产同步回升，11月三大白电产量增速普遍上行，其中空调产量增速由负转正，冰箱产量增速升至年内次高点，而洗衣机产量增速更是创下12年10月以来新高。
生产	11月空调、冰箱和洗衣机产量增速分别升至1.2%、7.7%和20%。	

图 限额以上家电音像类零售额同比增速（%）

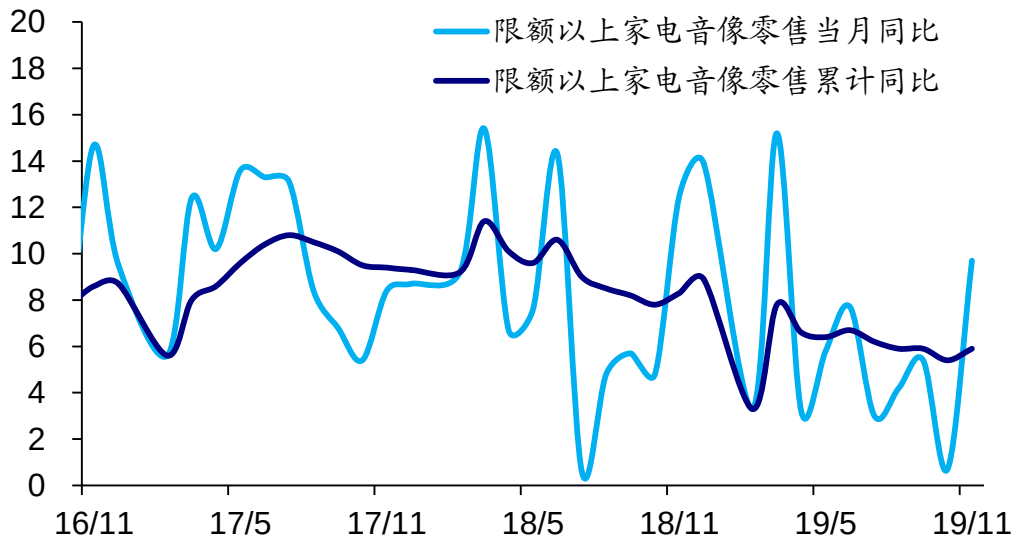
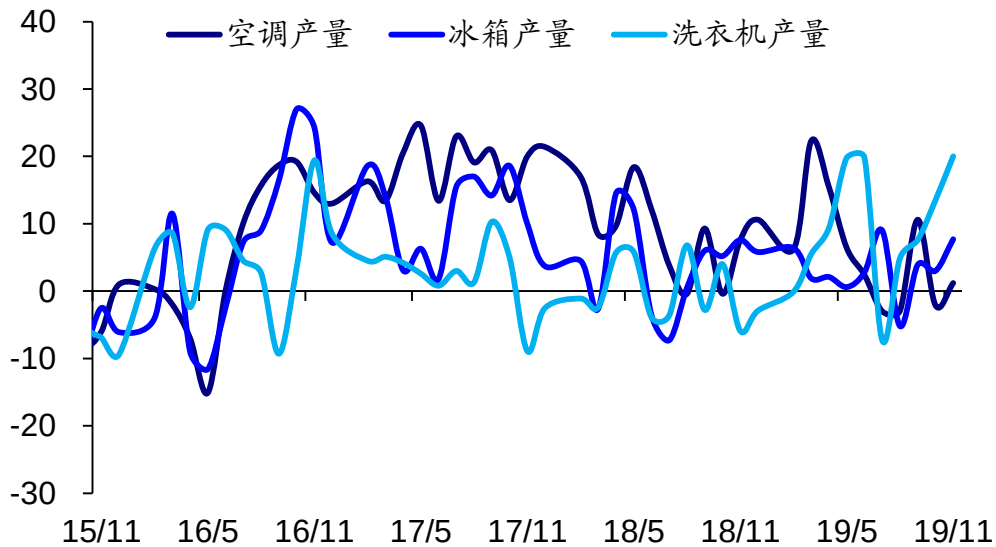


图 统计局三大白电产量同比增速（%）



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

下游纺织服装：11月限额以上纺服零售转正，内外需同步改善

指标	数据表现	解读
价格	上周柯桥纺织价格指数回升，上周328级棉花价格指数上行。	受双十一网购促销因素的带动，11月限额以上服装鞋帽类零售同比增速由负转正、明显改善，而中美贸易摩擦态势缓和叠加外需回暖，也推动纺服子行业出口增速上行，整体来看行业内外需均呈现边际好转。但前11个月限额以上服装鞋帽类零售增速仅3%，远低于18年水平，意味着行业需求仍在低位。
需求	11月限额以上服装鞋帽类零售增速转正至4.6%。	

图 柯桥纺织价格指数

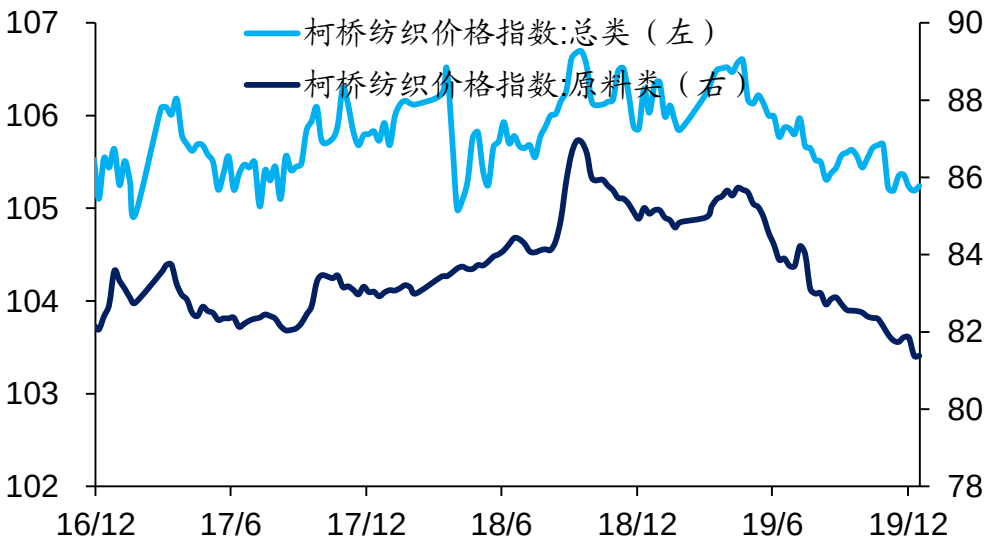
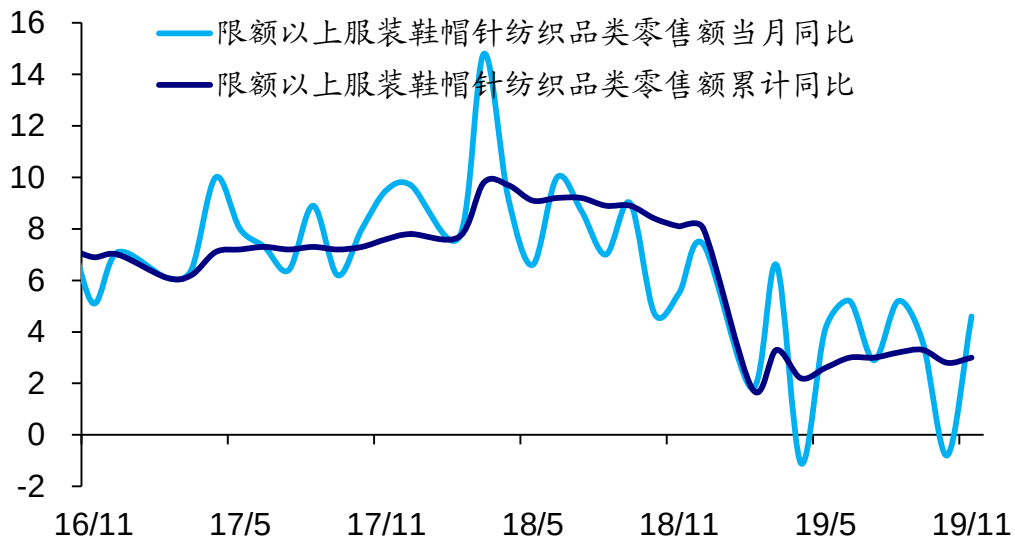


图 限额以上服装鞋帽针纺织品零售额同比增速（%）



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

下游商贸零售：11月社消零售增速回升，促销导致需求集中释放

指标	数据表现	解读
需求	11月社消零售总额同比增速回升至8%，限额以上批零增速升至4.2%，剔除石油、建材、汽车后同比增速升至7.8%，实物商品网上零售增速微降至19.7%。	11月社消零售、限额以上批零增速双双回升，一方面与消费品价格涨幅扩大有关，另一方面也受到“双十一”网购促销带动。分品类来看，必需消费全线回升，纺织服装增速转正，食品饮料、日用品增速也有改善；可选消费多数上行，汽车零售增速降幅缩窄，石油及制品零售增速转正，地产相关消费增速涨多跌少。网上零售增速保持稳定。

图 社消零售总额和限额以上批零同比增速（%）

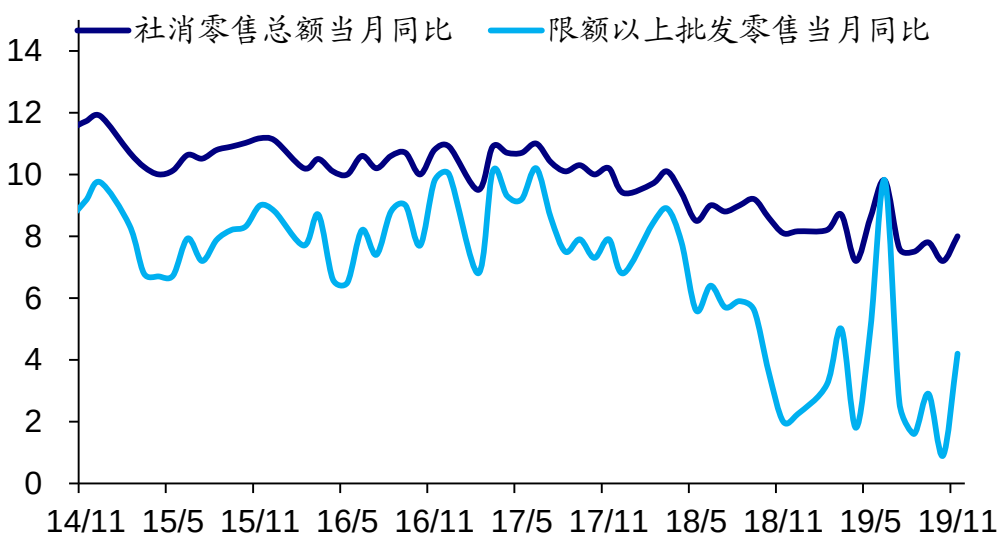
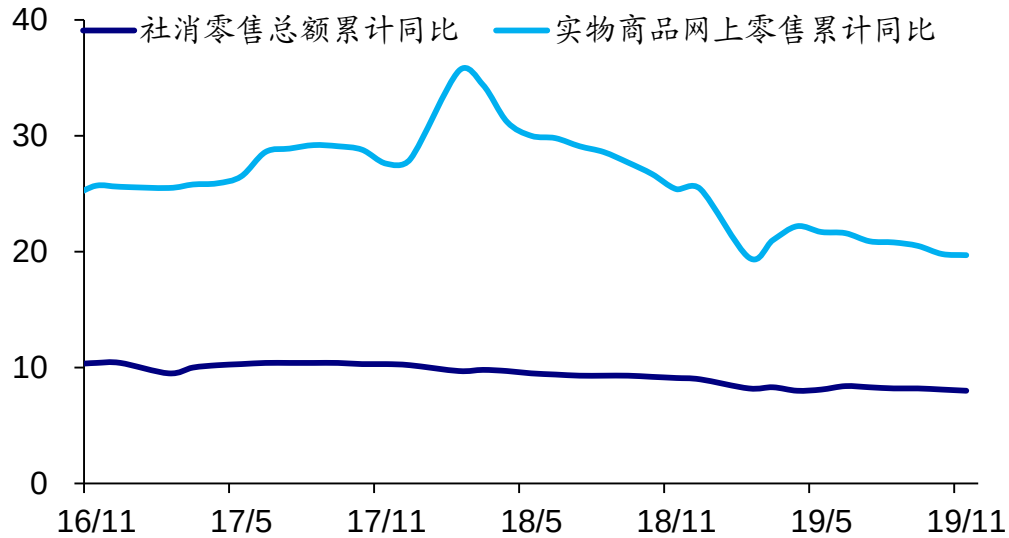


图 社消零售总额和网上零售累计同比增速（%）



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：11月产需回暖，上周钢价分化、产量回升、社库去化

指标	数据表现	解读
价格、吨钢毛利	上周钢价螺纹降、热板升，吨钢毛利螺纹回落而热板上行。	11月全国粗钢产量、表观消费量增速分别为4.0%、4.6%，均回升转正，指向供需均现改善。上周钢价螺纹跌热板涨，吨钢毛利走势亦是如此。12月以来，下游需求仍较稳健，上周钢材社会库存继续去化，而生产仍较旺盛，上周高炉开工率略回落，但钢材产量增速继续回升，钢厂库存相应回补。需求稳生产旺，也令钢价短期承压。
生产	11月全国粗钢产量、表观消费量增速均转正。上周高炉开工率降至65.9%，同比增速回落。Mysteel样本钢厂钢材产量增速升至9.6%。	
库存	上周Mysteel样本钢厂钢材库存回补，钢材社会库存继续去化。	

图 螺纹钢、热轧板卷价格（元/吨）

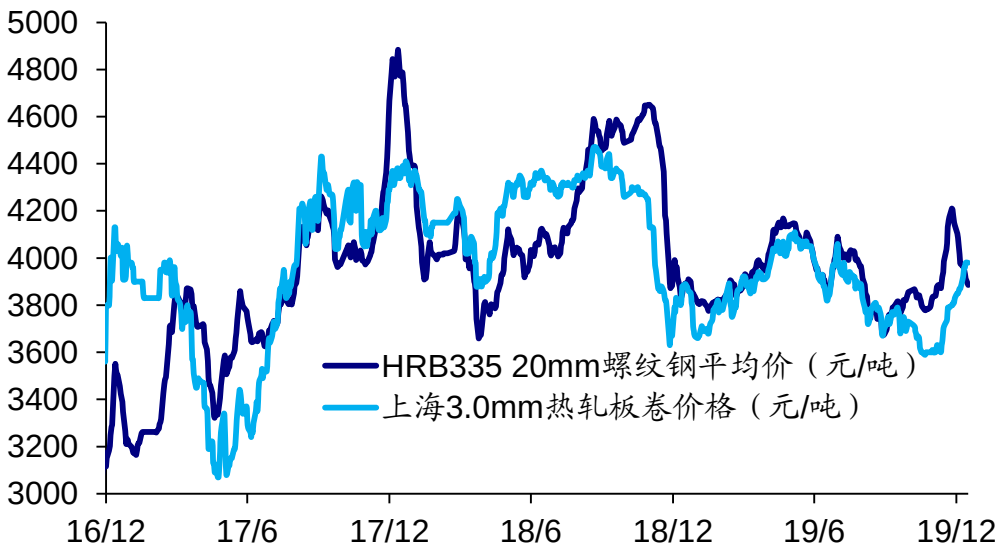
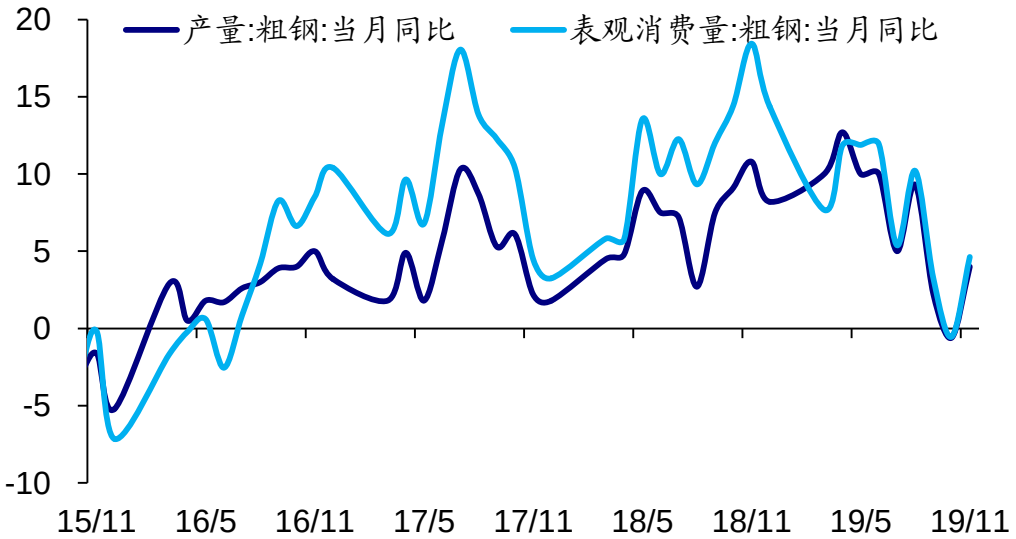


图 全国粗钢产量、表观消费量同比增速（%）



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：上周全国水泥均价减速上行，库容比由降转升

指标	数据表现	解读
价格	上周全国水泥均价继续上行，环比增速略降至0.2%。	上周全国水泥市场均价继续上行，环比增速略降，而水泥企业库容比由降转升，但仍处于14年来同期新低。12月中旬，国内水泥市场价格震荡调整，前期上涨幅度偏低地区补涨，而价格上涨幅度过大的地区，随着需求减弱以及外来低价水泥冲击，价格有所回落。分区域来看，华东、中南地区价格均有上调、西南趋强，而华北、西北以稳为主。
生产	11月全国水泥产量增速由负转正至8.3%。	
库存	上周全国水泥企业库容比回升至50.4%。	

图 全国水泥平均价格（P.O42.5）（元/吨）

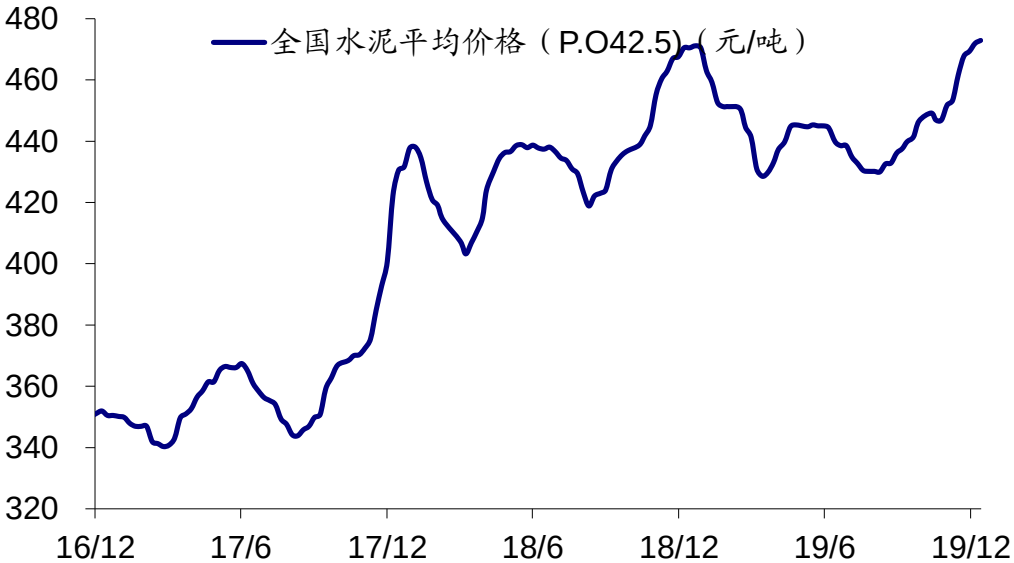
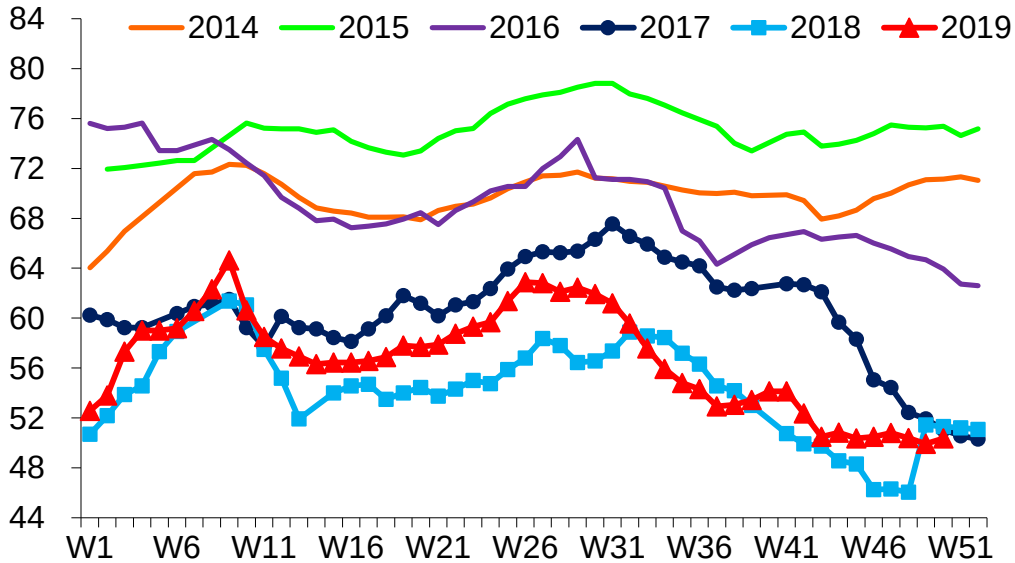


图 全国水泥企业库容比（%）



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产业链价格全线回升，涤纶POY库存天数降

指标	数据表现	解读
价格	上周PTA产业链产品价格普遍回升，其中PTA、聚酯切片、涤纶POY价格均涨。	受下游织造需求改善以及原油价格回升带动，上周PTA产业链产品价格全线回升。但前期需求持续偏弱，使得生产依然偏弱，上周PTA产业链负荷率普遍下滑，虽然PTA工厂负荷率仍处历年同期高位，但偏下游的聚酯工厂、江浙织机负荷率均已持平或低于去年同期。需求边际改善叠加生产偏弱，令库存继续去化，上周涤纶POY库存天数再降。
生产	11月乙烯产量增速上行，化纤产量增速略降。上周PTA产业链负荷率普遍下滑，PTA工厂、聚酯工厂、江浙织机均降。	
库存	上周涤纶POY库存天数降至7.5天。	

图 化纤产业链产品价格（元/吨）

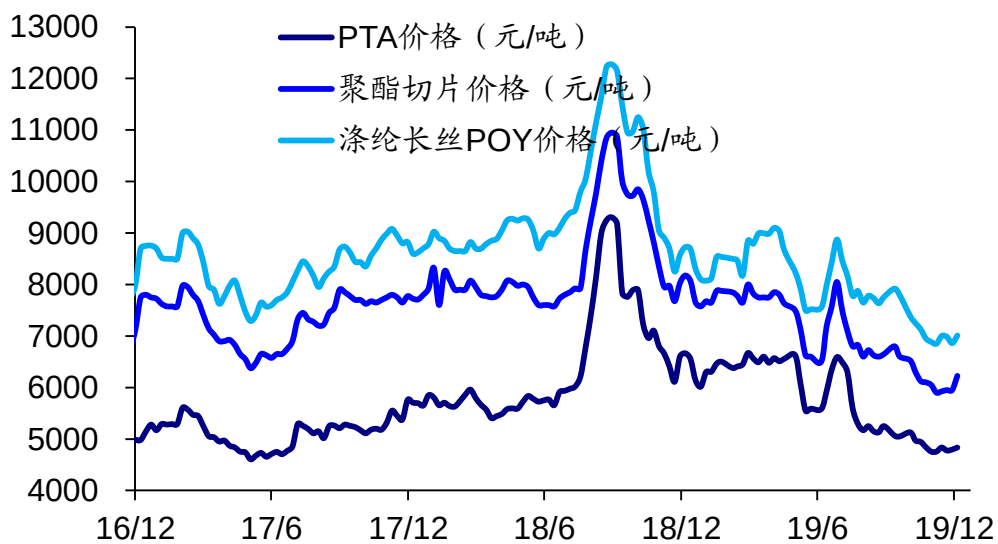
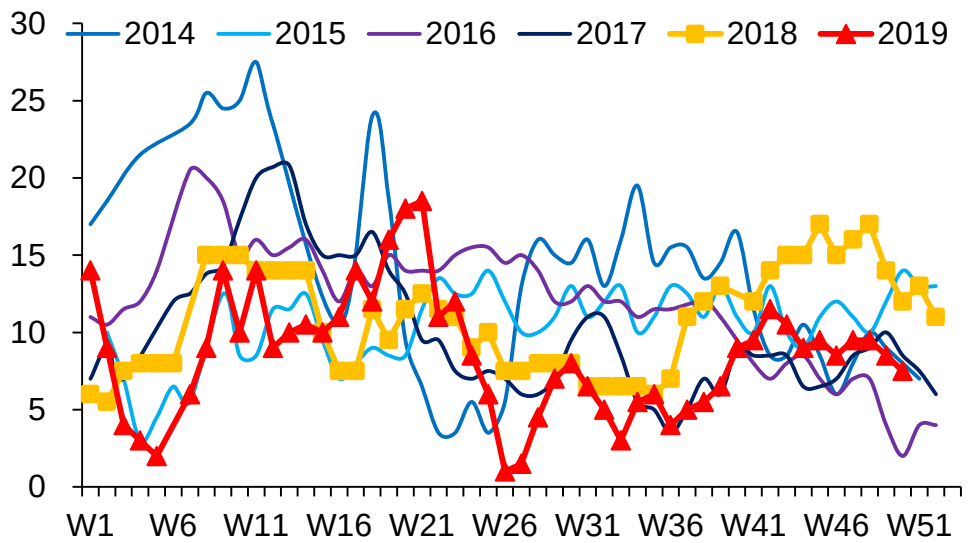


图 历年各周涤纶POY库存天数（天）



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：12月前19天发电耗煤增速回落，工业生产或短期承压

指标	数据表现	解读
生产	11月发电量同比增速4%，较10月增速走平，12月前19天六大集团日均发电耗煤增速降至8.3%。	11月发电量增速稳定在年内高位，而工业增加值增速也明显反弹。受基数抬升影响，12月中旬前9天六大集团日均发电耗煤同比增速下滑转负至-2.5%，并拖累12月上中旬发电耗煤增速回落。12月以来，汽车、钢铁和化工等主要行业开工率也普遍下滑，这意味着12月工业生产面临短期放缓压力。

图 月度六大发电集团日均耗煤同比增速（%）

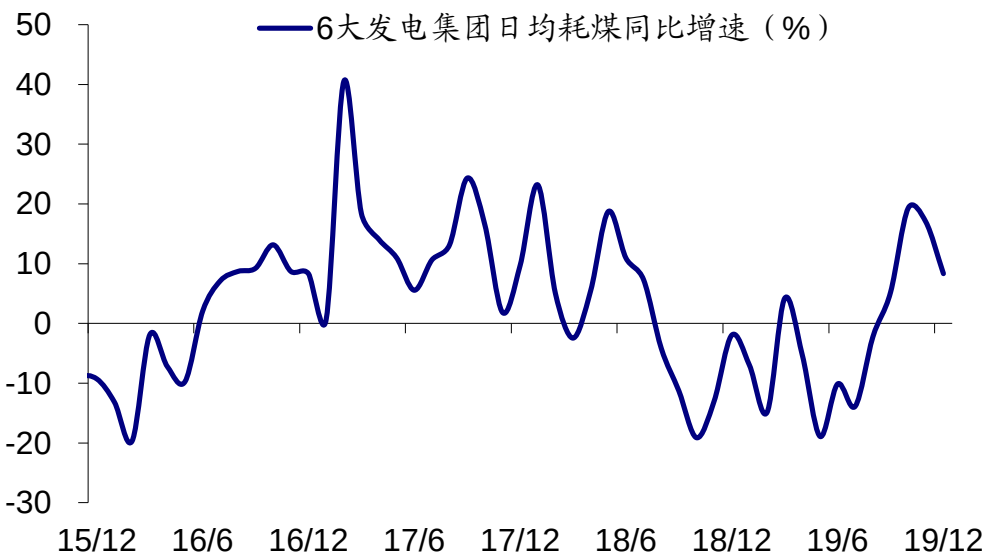
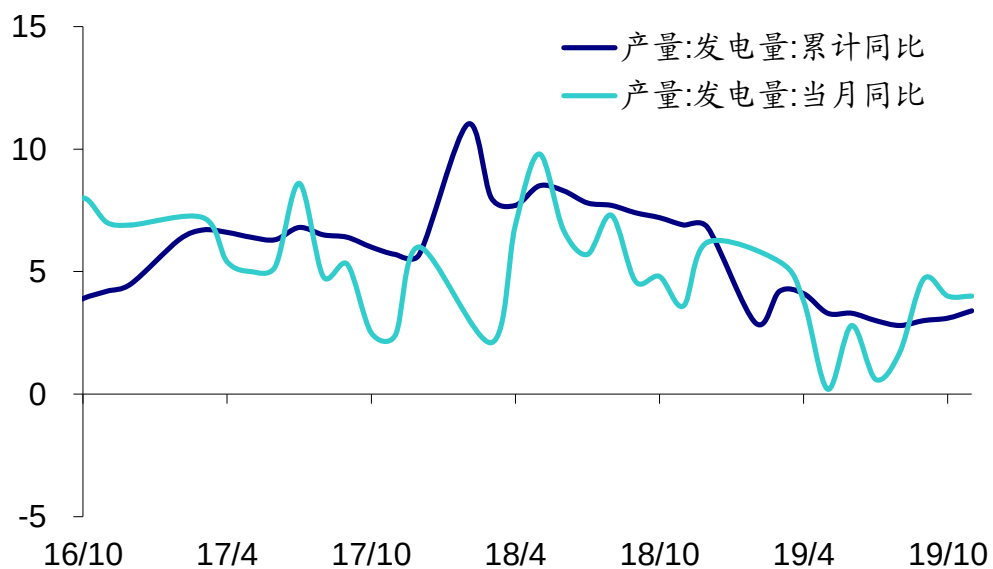


图 发电量同比增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所
注：历年1-2月均为累计同比。

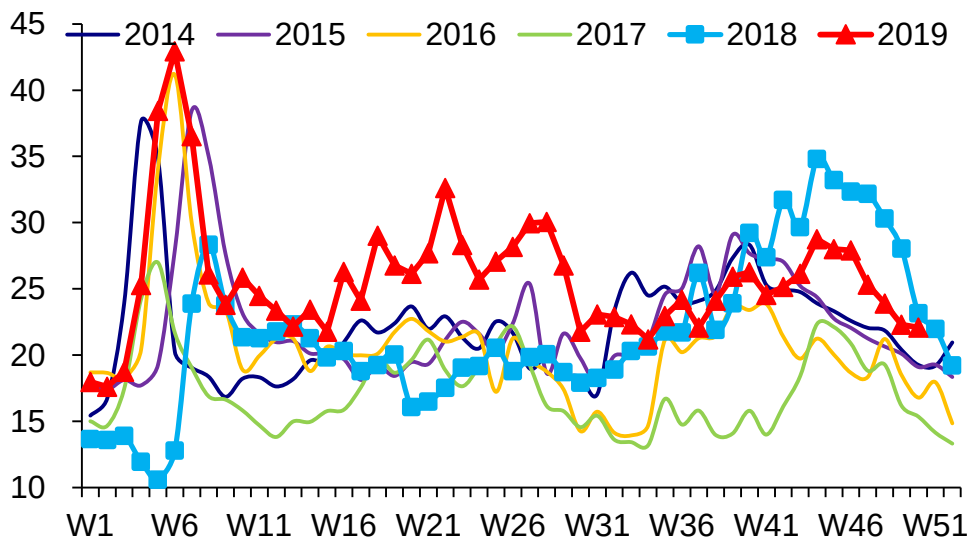
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

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	上周秦皇岛港煤价格略降，焦煤、动力煤、无烟煤价格均走平。	上周煤炭价格有平有降，其中秦皇岛港煤价格略降，而焦煤、动力煤、无烟煤价格均走平。12月前18天六大集团发电耗煤同比增速有所回落，但仍处在年内高位，上周电厂煤炭库存延续季节性下滑，电厂煤炭库存天数降至22.1天。上周秦皇岛港口煤炭库存也有所回落。
生产	11月原煤产量增速略升至4.5%。	
库存	上周秦皇岛港口煤炭库存回落，电厂煤炭库存天数继续下行至22.1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铜价升、铝价降，铜库存降、铝库存升

指标	数据表现	解读
价格	上周LME铜价均值回升，LME铝价均值回落。	上周基本金属价格涨多跌少。英美资源下调20年铜矿产量预期，赞比亚19年铜产量下滑幅度也将接近10%，上周铜价均值回升。印尼国家铝业公司高管称氧化铝冶炼厂建设几近完成，广西平果地区地质调查发现沉积型铝土矿远景资源量达1.6亿吨，上周铝价均值回落。
生产	11月十种有色金属产量增速降至4%。	
库存	上周LME、COMEX铜库存均降，LME铝库存上行。	

图 LME铜和铝现货价格（美元/吨）

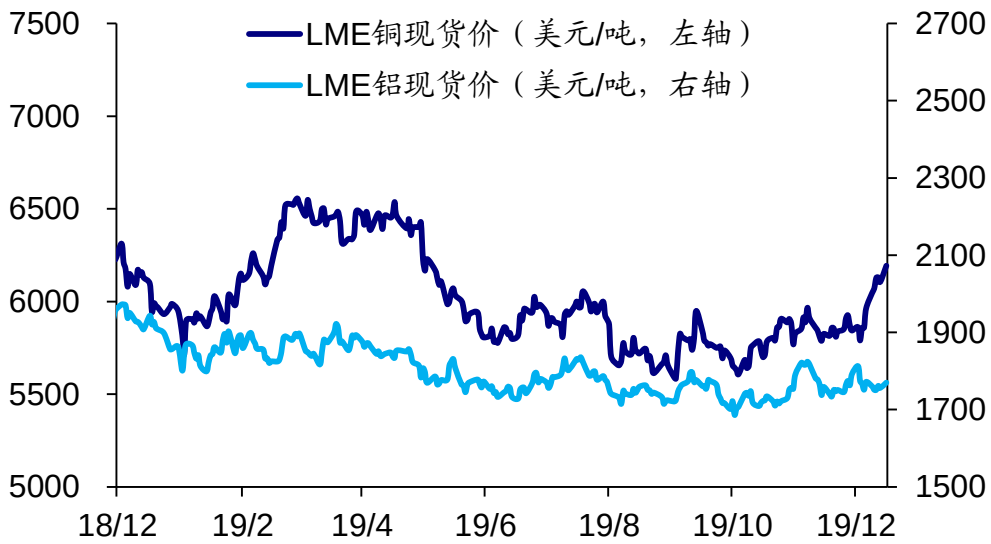
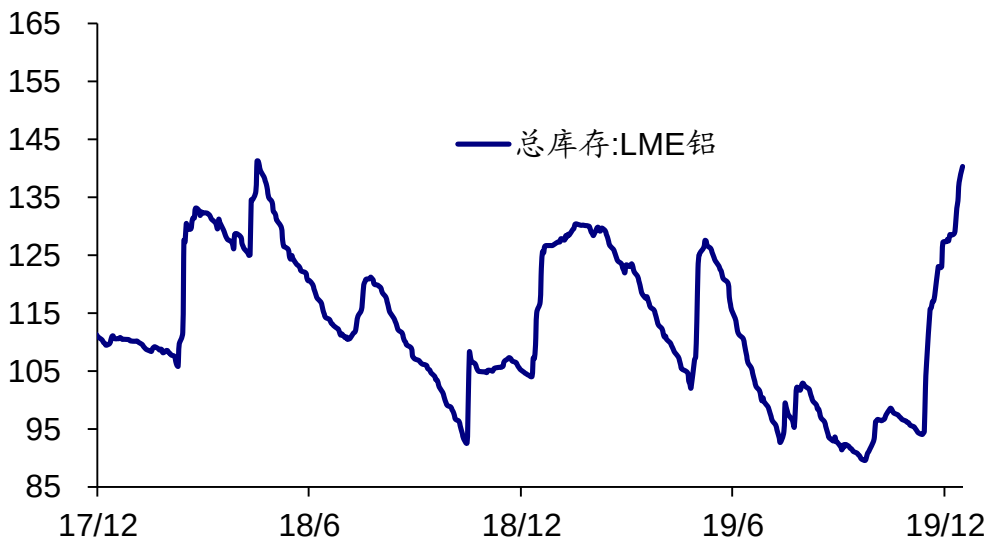


图 LME铝库存（万吨）



资料来源：WIND，海通证券研究所

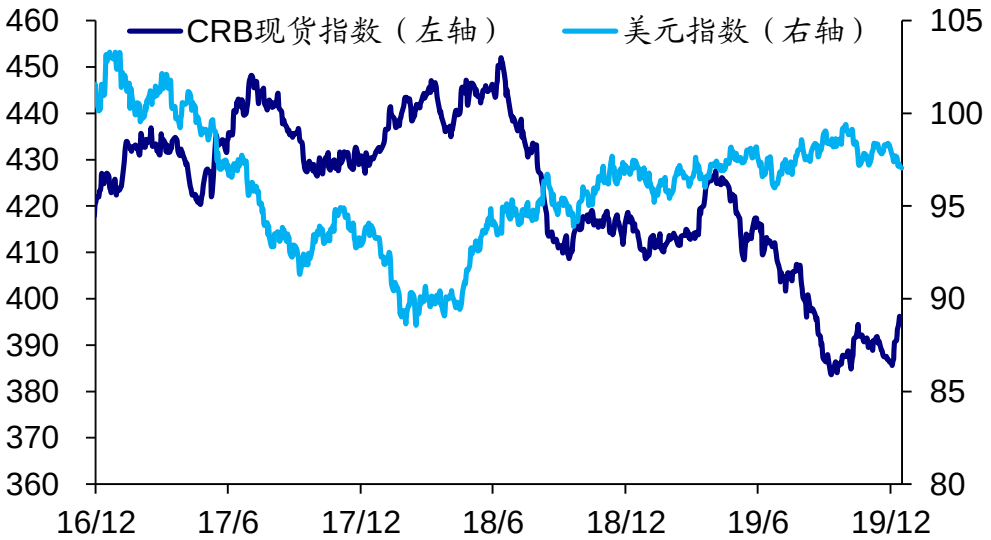
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

大宗商品：上周原油价格回升，CRB指数上行，美元指数回落

指标	数据表现	解读
原油	上周Brent、WTI原油均价回升。	三大能源机构相继发布月报，其中OPEC和IEA维持原油需求增长预期，EIA上调明年需求预期，中美第一阶段贸易协定文本达成一致，上周原油均价有所回升。上周CRB指数均值上行。欧央行表态宽松政策延续，英国大选保守党胜出，英镑明显上涨，美国零售销售在购物季刺激下仍不及预期，上周美元指数均值回落。
CRB指数	上周CRB指数均值上行。	
美元指数	上周美元指数均值回落。	

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：11月铁路货运量增速跳升，上周BDI降、CCFI升

指标	数据表现	解读
海运	上周BDI指数回落，CCFI指数回升。	11月全国铁路货运量增速跳升至27.5%。一方面，10月公路治超大幅加码，公转铁短期提速；另一方面，10月工业生产相对低迷，而11月明显改善，令货运需求放量。上周集运表现优于散运，BDI指数回落，而CCFI指数有所上行。上周海岬型、巴拿马型、超灵便型船舶平均租金环比分别为-15.5%、7.8%和1.1%。
货运	11月全国铁路货运量同比增速跳升至27.5%。	
物流	上周公路物流运价指数略降。	

图 BDI与CCFI指数

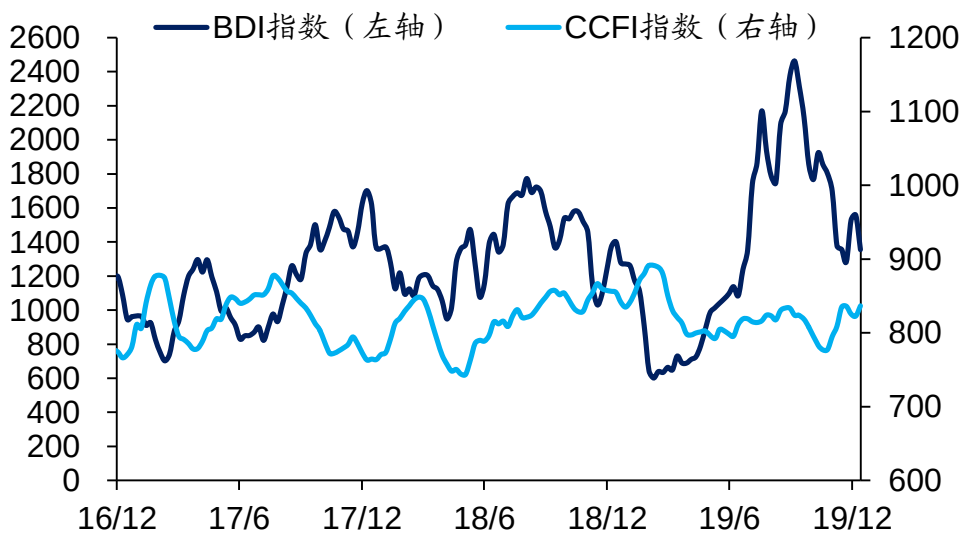
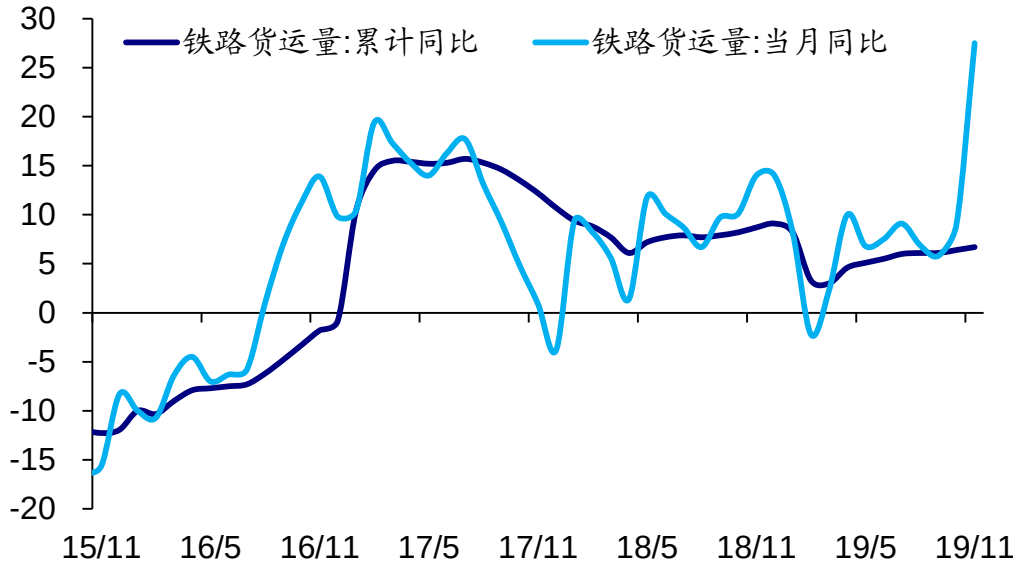


图 全国铁路货运量同比增速（%）



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。