

补库存的黄昏

——实体经济观察2017年第16期
2017年5月5日

宏观首席分析师

姜超 S0850513010002

电话: 021-23212042

Email: jc9001@htsec.com

宏观分析师

于博 S0850516080005

电话: 021-23219820

Email: yb9744@htsec.com

结论：补库存的黄昏

价格：4月35城首套房贷款利率继续上行。上周国内生产资料价格有平有降，国际原油价格震荡下行。

从PMI和中观行业数据看，4月经济回落几成定局：从宏观看，全国制造业PMI降至去年10月水平，且供、需、价均下滑；从中观看，终端需求中，地产、乘用车销量增速仍低，工业生产中，发电耗煤，粗钢产量增速均下滑。

库存周期依然是短期经济的主要驱动力，而当前或已进入被动补库存阶段：一是PMI原材料库存平而产成品库存升；二是需求、价格拐点已先后出现；三是越来越多的行业正在从“需求旺库存补”转向“需求弱库存补”。而从主动补库存向被动补库存的切换，也意味着经济重回衰退期，资产配置现金为王。

需求：下游地产、乘用车回落，家电、纺服、文体娱乐弱改善。中游钢铁、水泥、重卡走弱，化工尚可。上游煤炭弱，有色尚可，交运改善。

库存：下游地产、乘用车、纺织服装去化，家电回补。中游钢企回补，水泥仍低，化工持平。上游煤炭有去有补，有色去库存。



下游行业

地产: 4月地产销量、土地成交均降, 5月地产销量开局仍弱。
家电: 3月厂家销量增速冰箱降、洗衣机升, 空调一枝独秀。
纺织服装: 3月纺织服装库销比同期新低, 4月柯桥景气回落。
文体娱乐: 4月电影票房较3月回暖, 五一档票房温和增长。

中游行业

钢铁: 4月中旬粗钢产量再降, 上周钢价反弹, 高炉开工率降。
水泥: 上周全国水泥均价走平, 库容比反弹但仍处同期低位。
化工: 上周化纤原料价平中有降, 涤纶POY库存平、负荷平。
重卡: 4月重卡销量季节性下滑, 同比增速继续回落。
电力: 4月发电耗煤增速明显回落, 5月上旬日均耗煤增速再降。

上游行业和交通运输

煤炭: 上周煤价有平有降, 电厂库存天数升, 钢厂库存天数平。
有色: 上周铜价升、铝价震荡, 铜库存回落, 铝库存继续降。
大宗商品: 上周油价震荡下行, CRB升, 美元指数继续走弱。
交通运输: 上周航空客运周转量增速平, BDI续降、CCFI续升。

下游地产：4月地产销量、土地成交均降，5月地产销量开局仍弱



指标	数据表现	解读
需求	4月64城地产销量同比跌幅扩大至-29%，5月上旬前3天日均销量同比增速-30%。	4月房贷利率继续走高，地产销量增速继续下滑，且各线城市销量增速均逐旬走低。4月土地成交面积环比3月下滑30%，叠加去年同期基数较高，同比增速大跌并转负，这将对未来地产投资形成拖累。5月以来，地产销量依然低迷。棚改货币化安置固然能对低线城市地产销量形成短期支撑，但缺乏产业支撑仅靠政府购买料难持续。
土地成交	4月百城土地成交大降，同比大跌至-14.6%。	
房贷利率	4月35城首套房贷款平均利率升至4.52%。	
库存	4月十大城市商品房存销比降至9.0个月，上周十大城市商品房存销比降至37.5周。	

图 64城住宅商品房销量同比增速：分一二三线 (%)

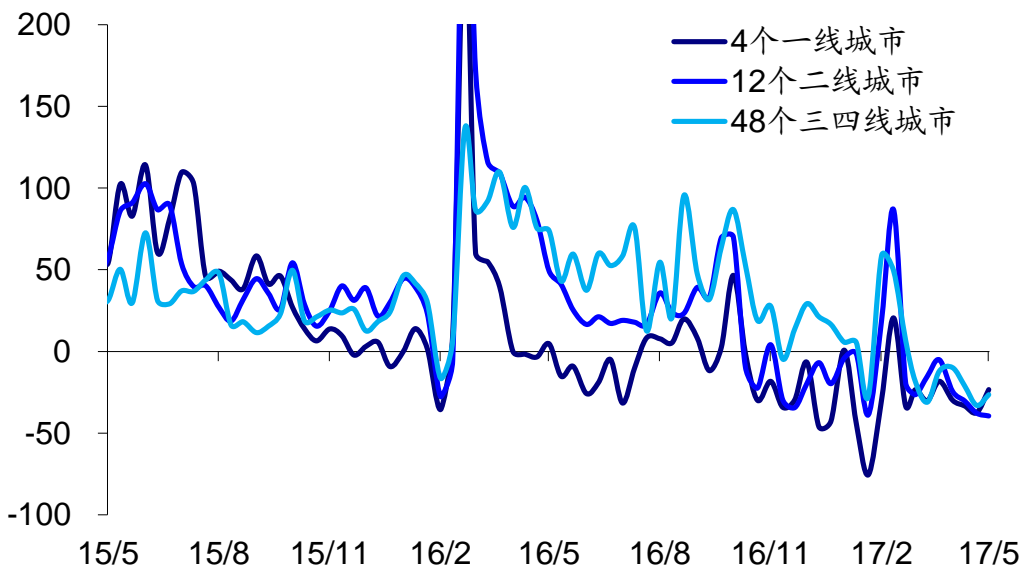
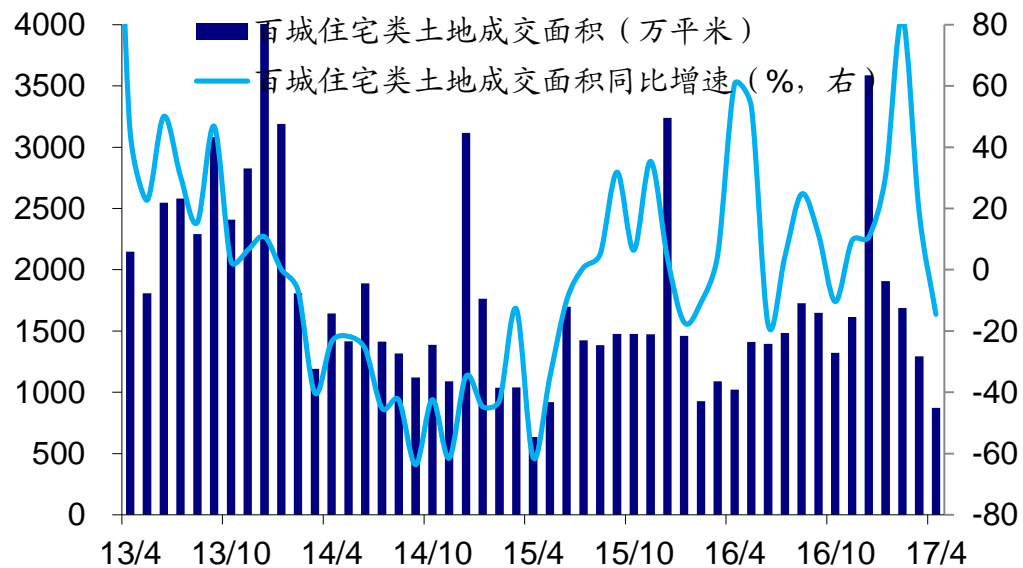


图 百城住宅用地成交面积及同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
需求	<p>3月产业在线冰箱厂家销量同比降至-6.4%，内销大降至-16.7%，出口微降至19.7%。</p> <p>3月产业在线洗衣机厂家销量同比升至11.6%，内销降至6.2%，出口升至24.4%。</p>	<p>3月三大白电销量增速分化，前期公布的空调销量增速25%，可谓一枝独秀。而近期公布的冰箱、洗衣机销量增速则有涨有跌、不瘟不火，其中冰箱主要受内销大跌拖累，洗衣机主要受出口大升带动。3月三大白电产量增速普遍回落，厂商注意到前期库存快速增长后控制生产节奏。前期地产销量回升对家电需求的拉动效应正步入尾声。</p>
库存	<p>3月产业在线冰箱库销比下降至0.54，洗衣机库销比下降至0.53。</p>	

图 产业在线冰箱厂家销量同比增速 (%)

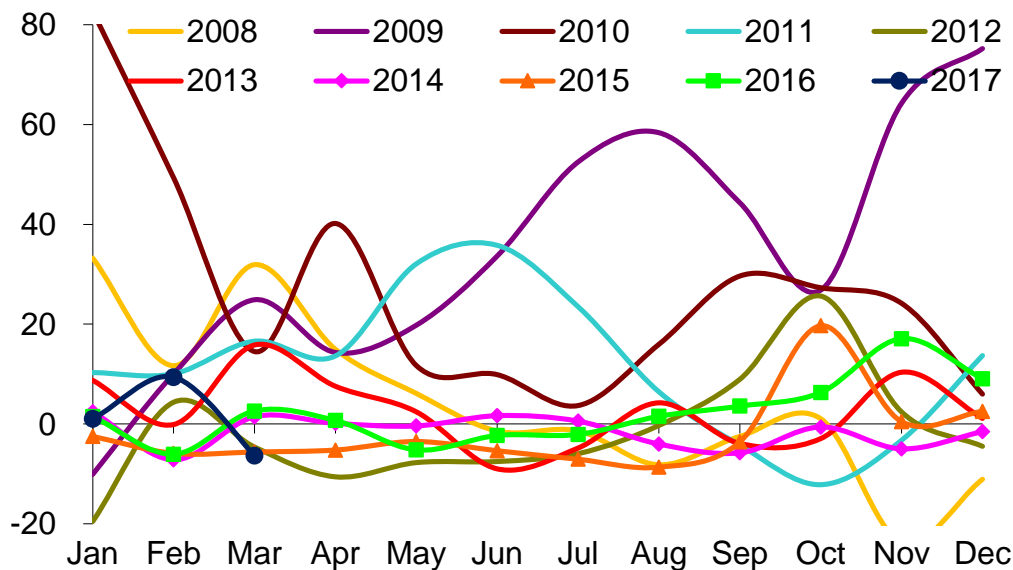
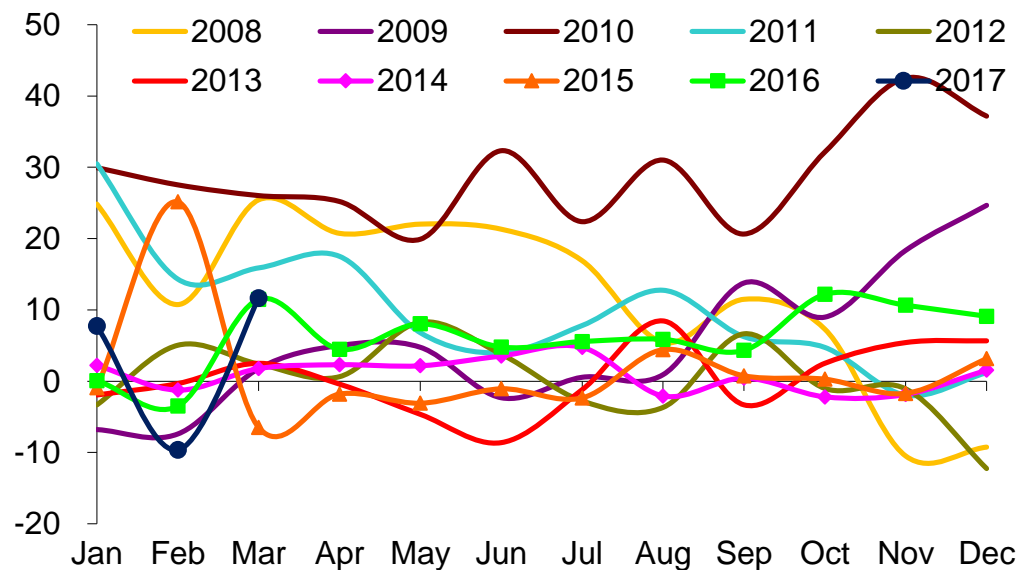


图 产业在线洗衣机厂家销量同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

下游纺织服装：3月纺织服装库销比同期新低，4月柯桥景气回落



指标	数据表现	解读
价格	上周柯桥纺织价格指数降。 上周328级棉花现货价格指数降。	3月纺织业、服装业库销比均季节性回升，但仍处2010年以来的同期低位，结合3月内外需均改善，指向厂商仍在主动补库存。但4月柯桥景气指数再度回落，且市场、生产指数双双回落，而4月柯桥纺织价格指数也是震荡下滑，意味着4月行业景气度略走弱，供需格局或小幅转差。
需求	4月柯桥纺织景气指数再度回落，其中市场景气指数和生产景气指数均回落。	
库存	3月纺织业库销比升至0.41，服装服饰库销比升至0.47，均处同期偏低水平。	

图 纺织业库存销售比

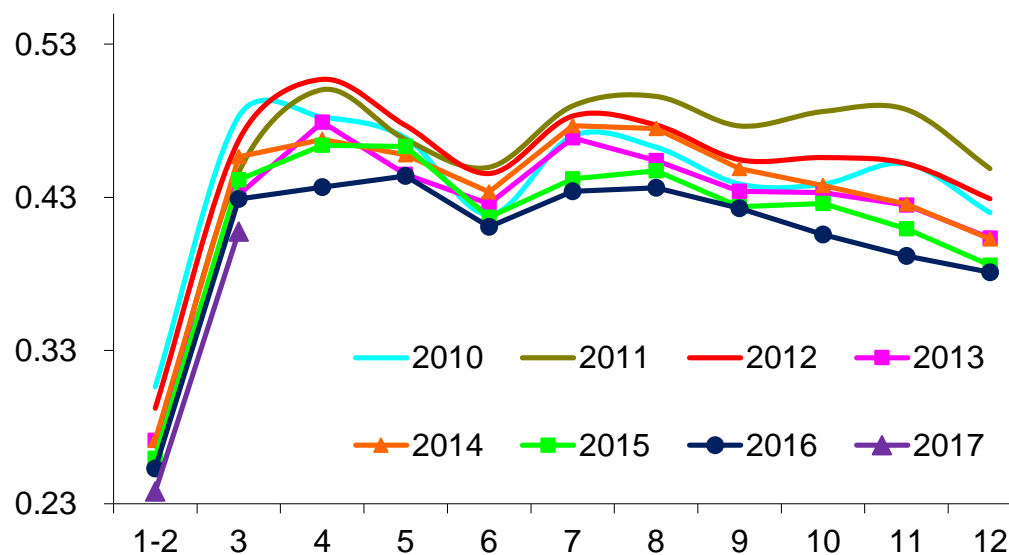
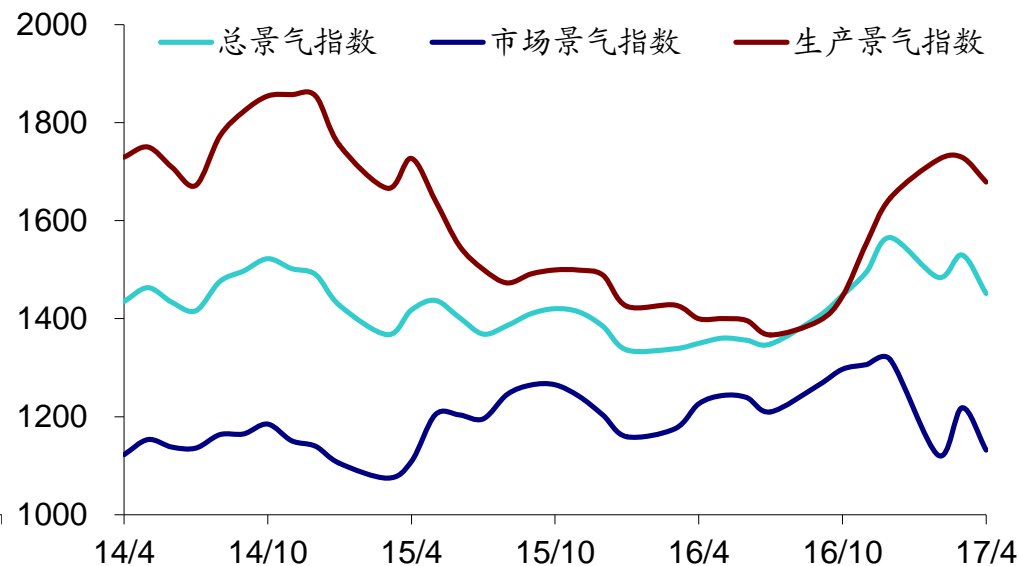


图 柯桥纺织景气指数



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标

数据表现

解读

需求

上周电影票房收入及观影人次均降，票房收入降至9.4亿元，同比12%，观影人次降至2847万，同比9.5%。

17年五一档票房收入7.3亿元，较去年同期增长10.7%，高于去年的4.7%。

上周电影票房收入环比略降，同比增速小幅回落，但仍保持正增长。在《速度与激情8》等影片带动下，4月电影票房较3月改善，不仅票房收入较3月明显上升，同比增速也由负转正。17年五一档票房收入温和增长，增速较去年同期回升，这与元旦档、春节档、清明档增速大跌形成对比，也印证4月以来电影市场需求回暖。

图 历年五一档电影票房收入及增速

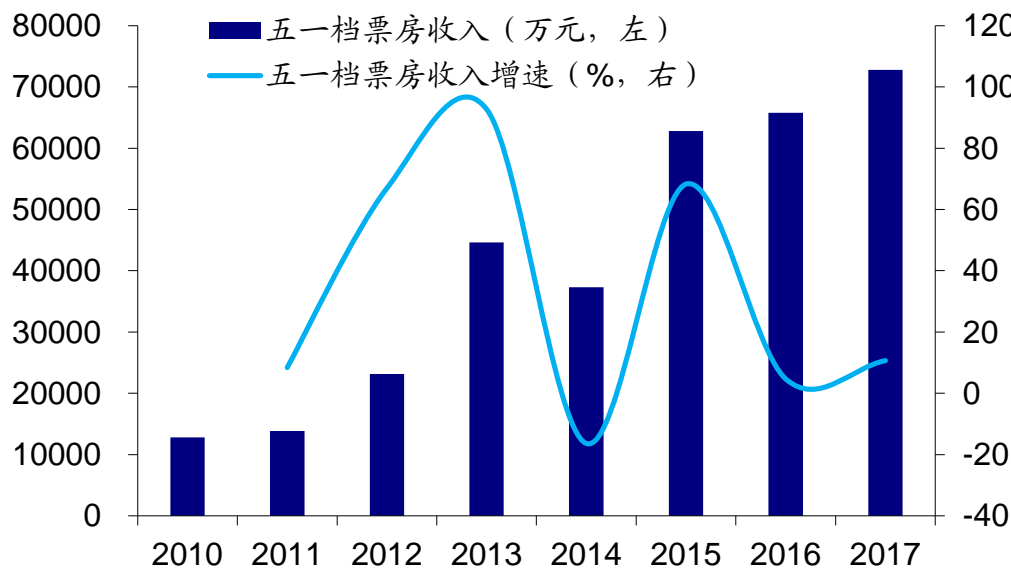
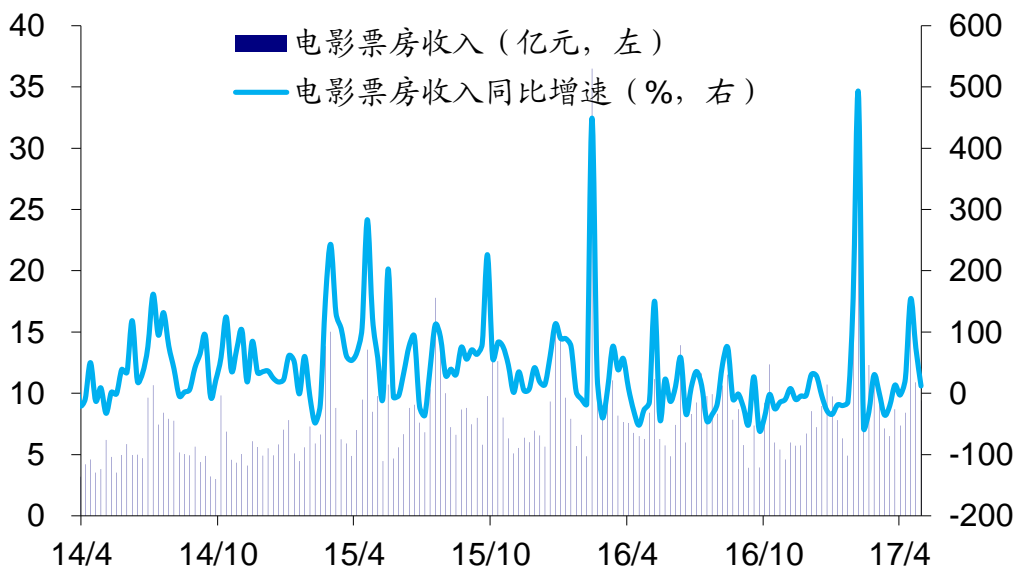


图 周度电影票房收入及同比增速



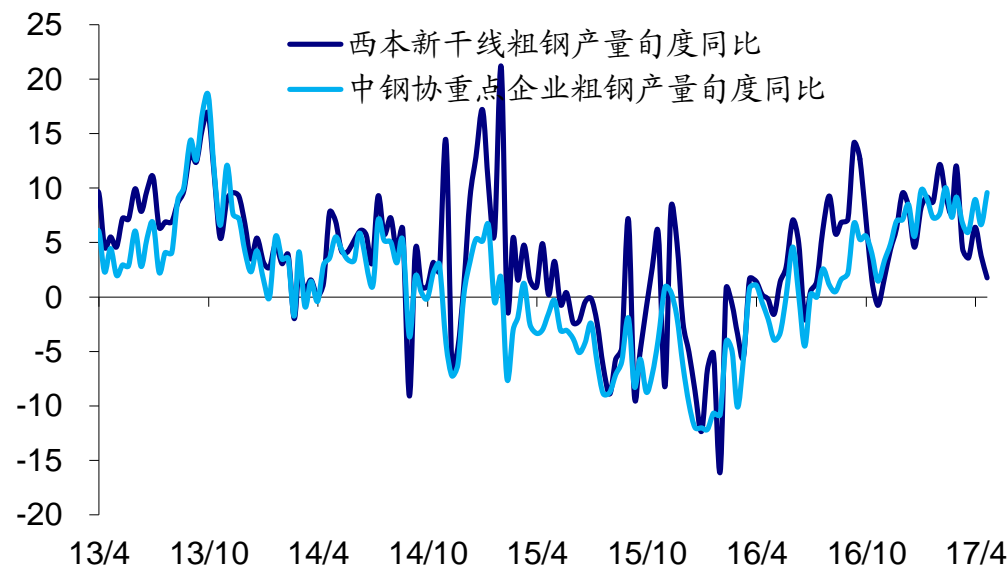
资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
价格、吨钢毛利	上周钢价螺纹钢、热轧板卷均反弹， 螺纹、热板吨钢毛利升。	4月中旬全国粗钢产量增速再降，上中旬产量增速2.8%，较3月的4.9%明显下滑，但马太效应显现，重点钢企产量增速不降反升。上周钢价反弹、毛利回升，指向供需格局改善。而钢材社会库存加速去化，粗钢产量和高炉开工率增速下滑，则分别印证了需求回暖和供给收缩。当前下游需求整体依然偏弱，钢企库存持续回补，行业进入被动补库存。
生产	4月中旬粗钢产量同比增速降至1.8%， 重点钢企粗钢产量同比增速升至9.6%。	
库存、开工率	4月中旬钢企库存同比升至12%。 上周高炉开工率76.5%，同比-3%。 上周钢材社会库存去化加速。	

图 螺纹钢、热轧板卷价格 (元/吨)



图 旬度日均粗钢产量同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

中游水泥：上周全国水泥均价走平，库容比反弹但仍处同期低位



指标	数据表现	解读
----	------	----

价格 上周全国水泥均价环比前一周持平。

库存 上周全国水泥企业库容比升至59.13%。

上周全国水泥市场价格环比前周持平。4月底国内下游需求继续保持稳定，水泥库存比上升，但仍处历年同期低位。分地区看价格，西南、华北、东北以稳为主，华东、西北小幅提升，中南略有下滑。各地淡季停产计划陆续公布，冀鲁豫地区主导企业5月停产计划公布，10-15天；东北地区5月份计划停产10天。

图 全国水泥平均价格 (P.O42.5) (元/吨)

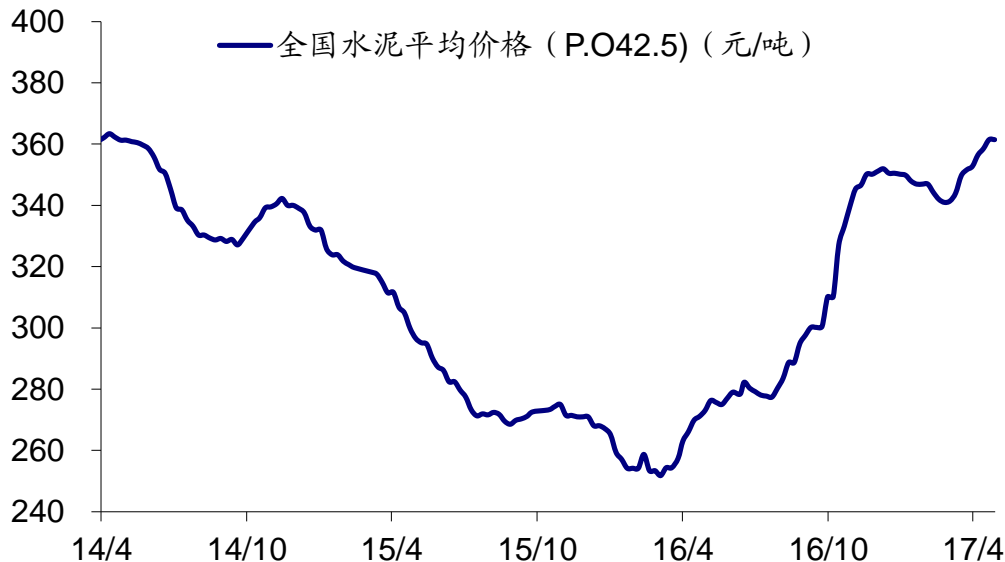
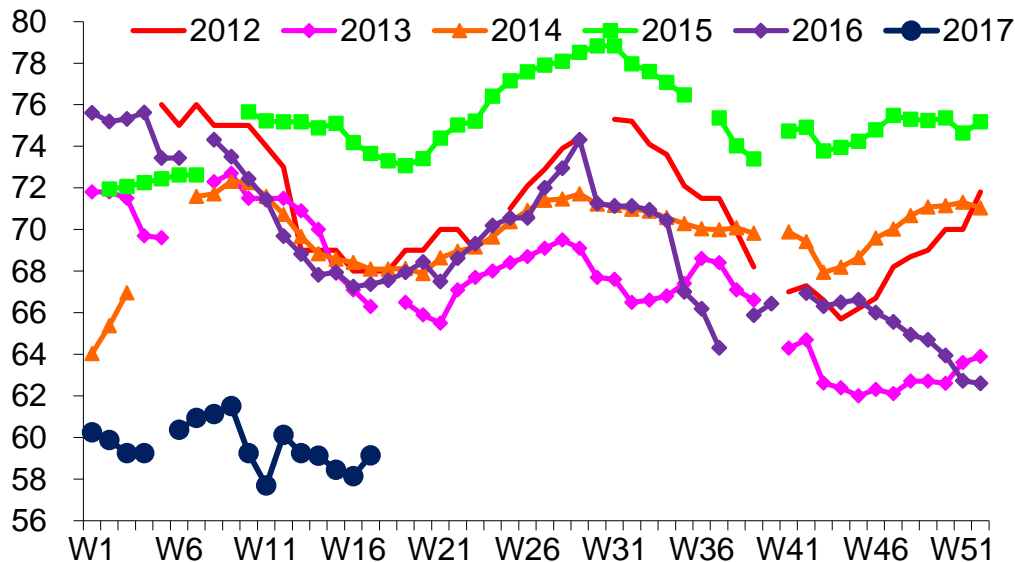


图 全国水泥企业库容比 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标

数据表现

解读

价格

上周化纤原料价格钾肥、纯碱、PVC、橡胶平，涤纶POY、尿素、聚乙烯降。涤纶POY上游的聚酯切片、PTA价格降。

库存、开工率

上周涤纶POY库存天数维持在15天。上周PTA产业链负荷率PTA工厂升，聚酯工厂降、江浙织机平。

上周化纤原料价格平中有降，其中涤纶POY价格回落，而涤纶POY上游的聚酯、PTA价格也都继续下滑。需求整体变化不大，价格下滑主要与上游油价下跌有关。节前聚酯工厂迎来备货行情，国内PTA工厂装置检修量不大，PTA工厂负荷率大升。而上周涤纶长丝POY库存天数继续持平，江浙织机负荷率仍高，指向供需基本稳定。

图 化纤产业链产品价格（元/吨）

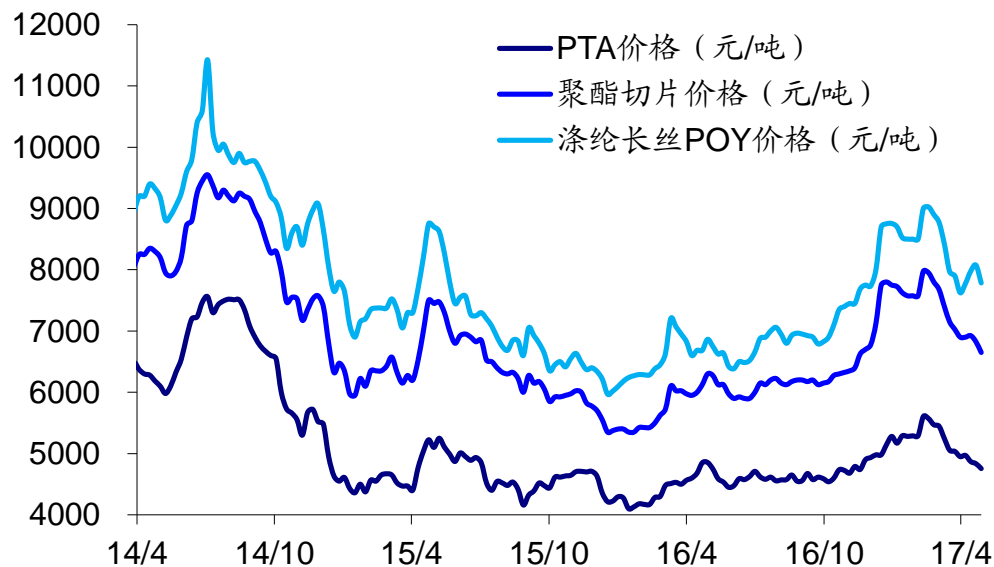
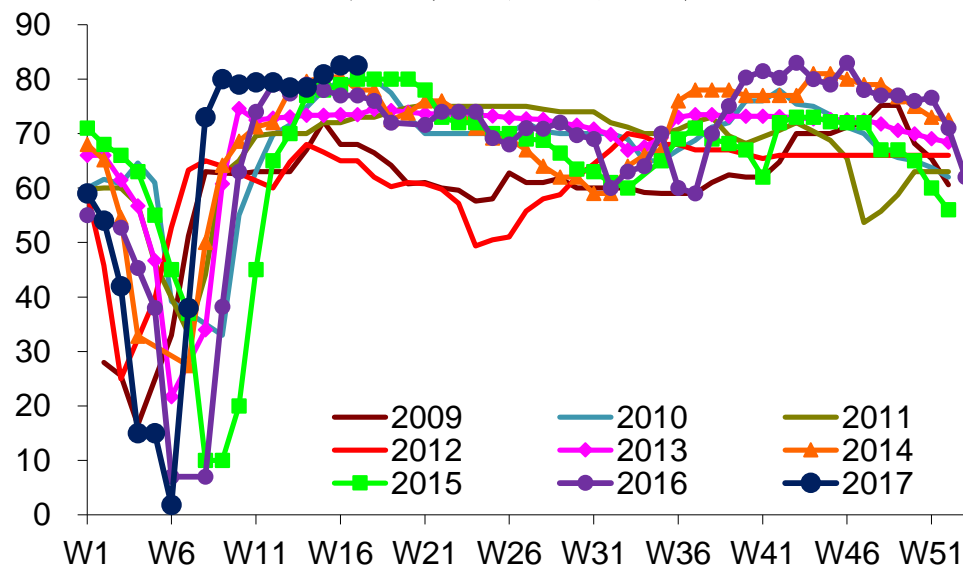


图 历年各周江浙织机负荷率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

中游重卡：4月重卡销量季节性下滑，同比增速继续回落



指标

数据表现

解读

需求
4月重卡销量10.3万辆，较3月下滑，同比增速49.5%，较3月的53.4%小幅回落，环比增速-10.2%，处同期中等偏低水平。

4月重卡销量季节性下滑，同比增速继续回落，降至16年10月以来新低，而环比增速在历年同期中也处中等偏低水平。考虑到3月重卡销量同比已从高点大幅回落，环比也创下同期新低，4月未见反弹而是继续下滑，意味着强力治超政策引致的存量更新需求正在消退。

图 重卡销量同比增速 (%)

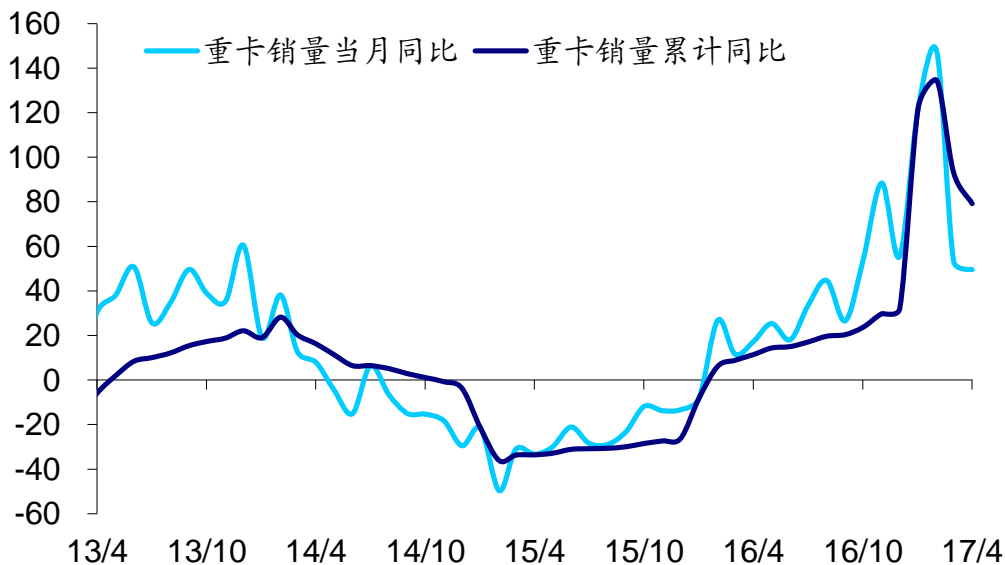
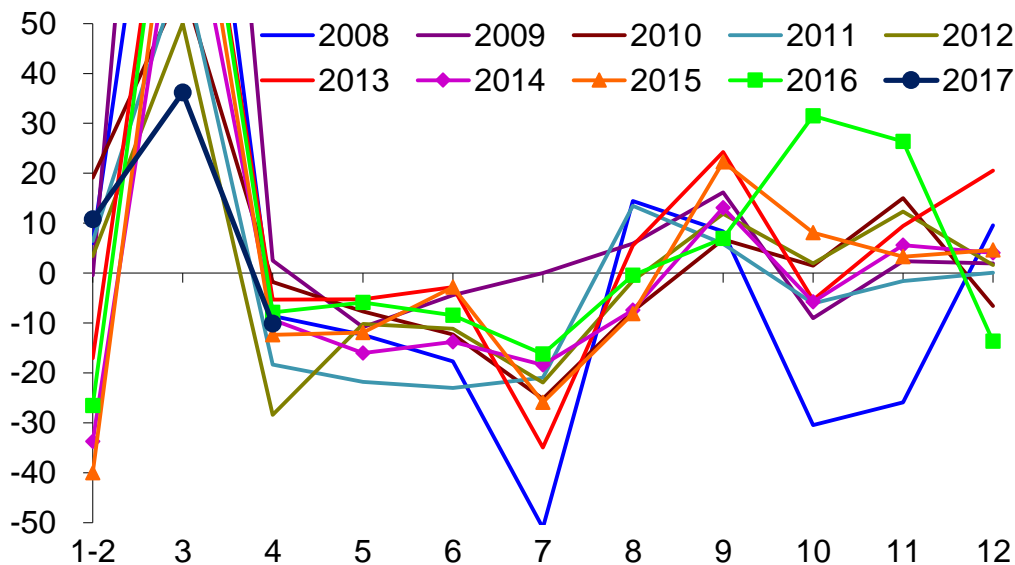


图 重卡销量环比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标

数据表现

解读

生产
4月六大发电集团电力耗煤同比增速14%，较3月的18.4%明显回落。
5月上旬前4天日均发电耗煤同比12.5%。

4月发电耗煤同比增速逐旬下滑，环比均处同期低位，全月同比增速14%，较3月明显下滑，印证4月PMI生产指标回落至53.8%，指向工业经济明显放缓。5月上旬日均发电耗煤增速继续下滑，指向经济开局低迷，仍在缓慢下滑。

图 六大发电集团旬度发电耗煤同比增速 (%)

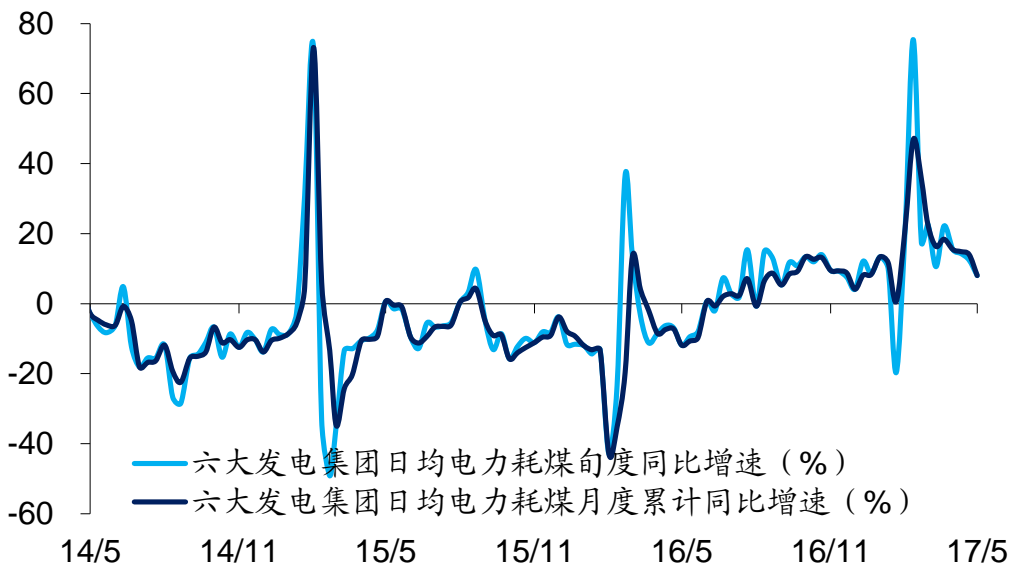
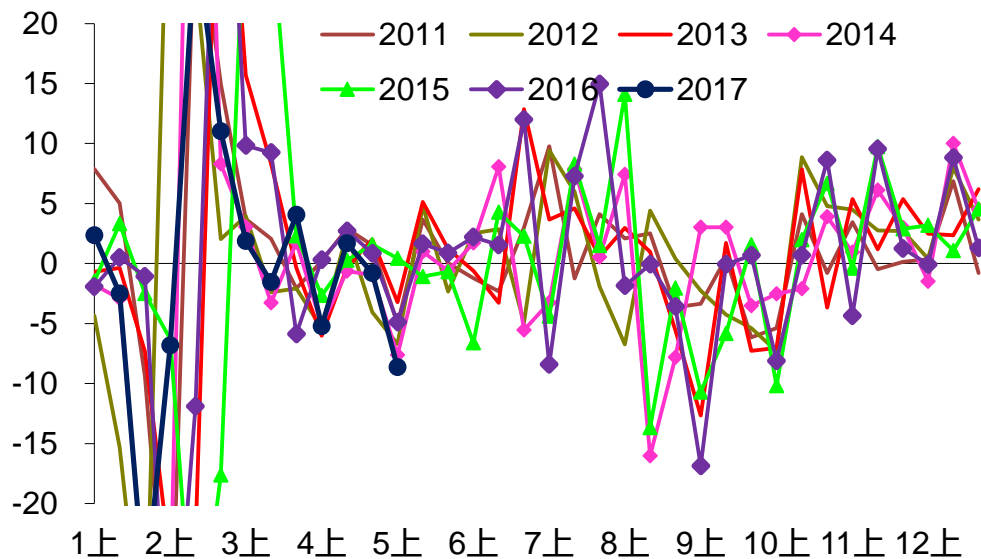


图 六大电厂日均电力耗煤旬度环比增速 (%)



上游煤炭：上周煤价有平有降，电厂库存天数升，钢厂库存天数平



指标	数据表现	解读
价格	上周动力煤、秦皇岛港价格再降， 煤焦煤、无烟煤价格平。	上周煤价有平有降。从需求端看，4月发电耗煤增速逐旬下滑，5月以来依然低迷，电厂耗煤需求持续走弱令电厂煤炭库存继续回升；4月以来粗钢产量增速回落，高炉开工率同比持续负增长，钢企焦煤库存天数平。从供给端看，发改委要求提高煤炭产能置换比例，促进先进产能释放，随着276工作日制度放开，煤炭供应或出现回升。
库存	上周秦皇岛港口煤炭库存略升， 电厂煤炭库存可用天数升至17.6天， 钢厂炼焦煤库存天数维持在13.5天。	

图 动力煤价格（元/吨）

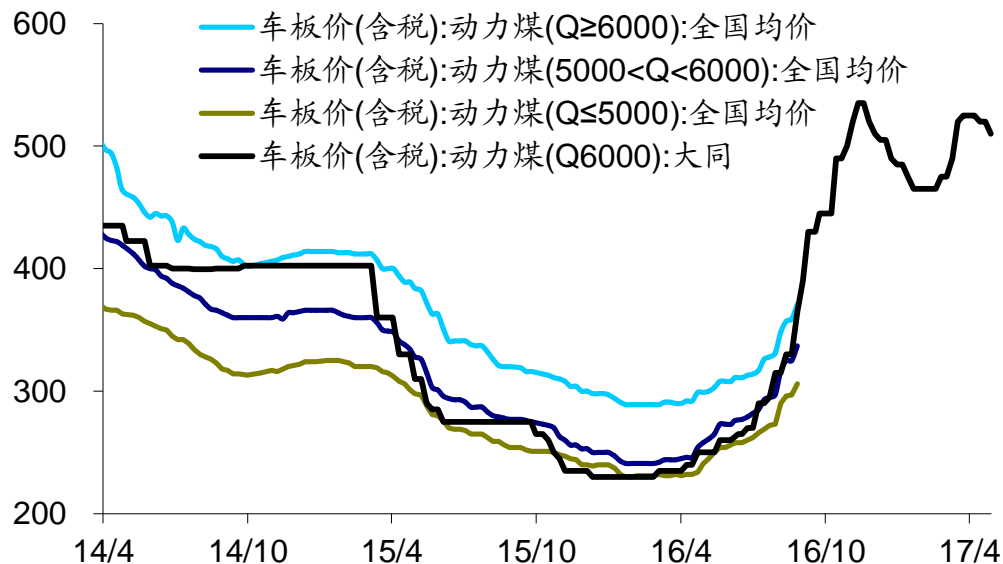
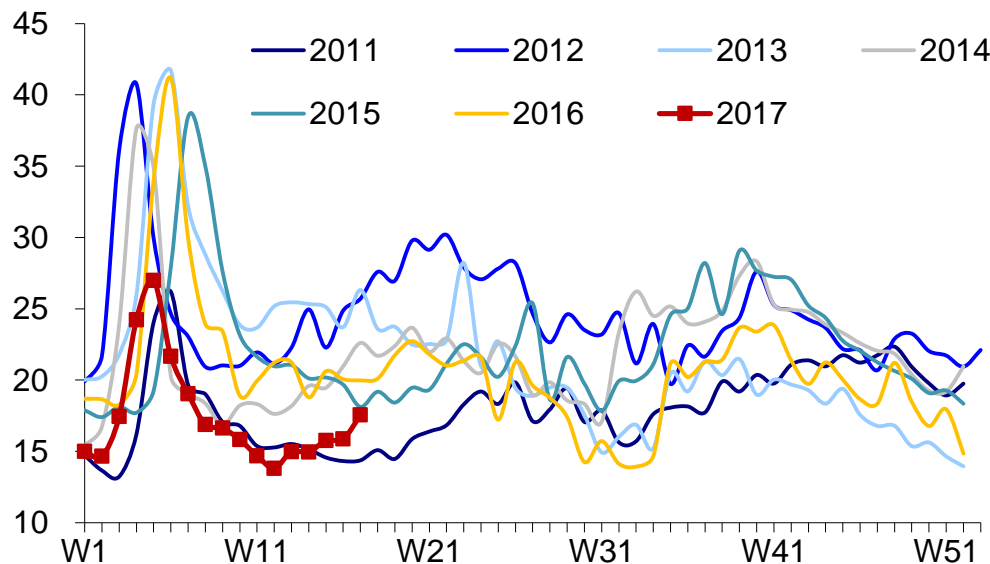


图 历年各周六大电厂煤炭库存可用天数



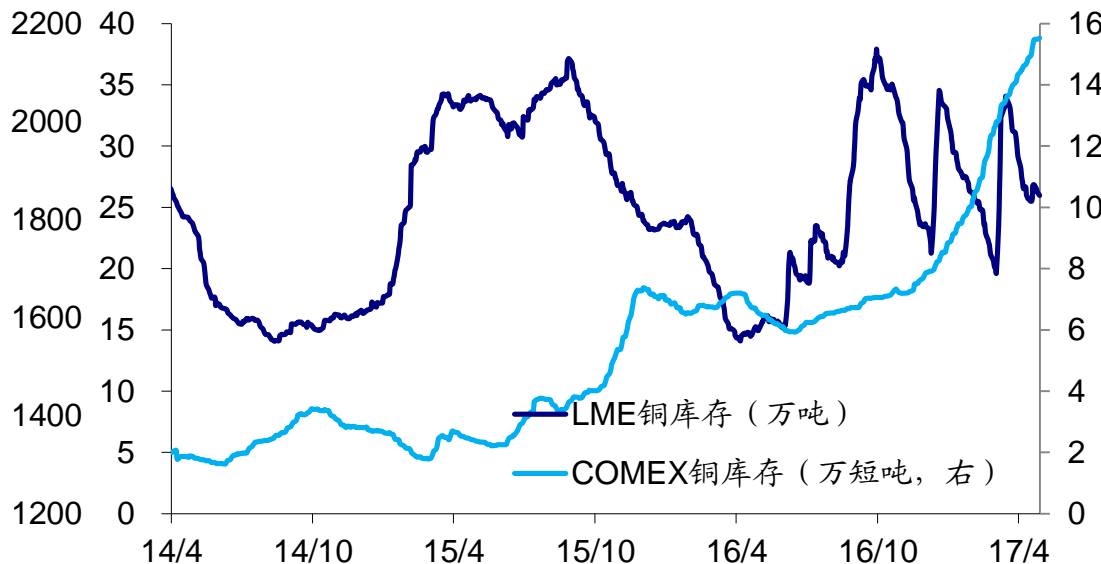
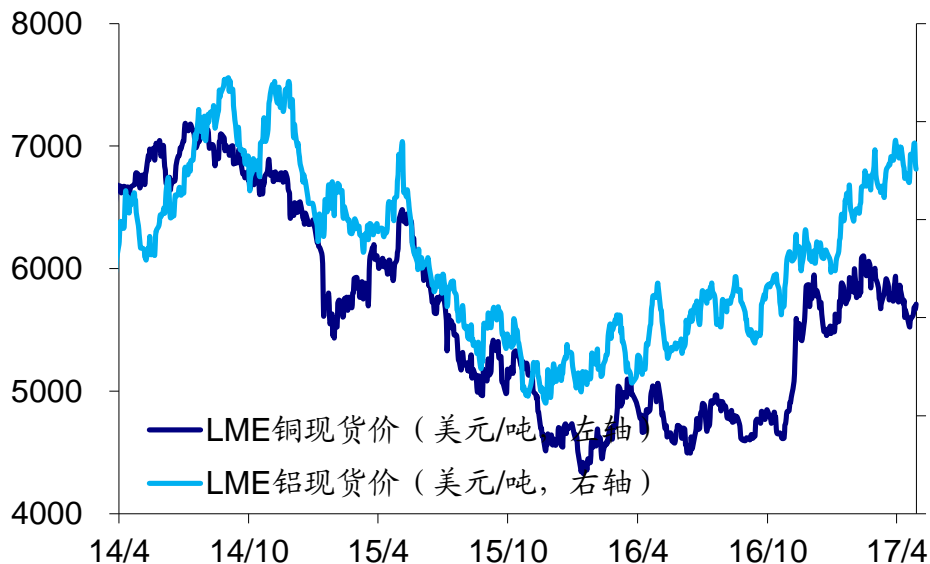
资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
----	------	----

价格	上周LME铜价涨，铝价冲高回落。	上周美元继续走弱，地缘局势继续紧张，铜价升、铝价降。上周自由港印尼公司发放铜精矿出口许可，Grasberg露天矿提高产量，而4月电线电缆企业开工率提高，意味着铜供需均保持稳定。上周几内亚铝土矿暴乱，国内电解铝供给侧改革继续推动铝去产能，均对未来短期铝价形成支撑。
库存	上周LME铜库存降、COMEX铜库存平，LME铝库存继续回落。	

图 LME铜和铝现货价格（美元/吨）

图 LME、COMEX铜库存



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
原油	上周Brent、WTI原油价格震荡下行。	上周特朗普公布税改计划，美国一季度GDP走弱，地缘政治风险仍在，美元短期在100以下继续走弱，CRB指数小幅回升。上周利比亚最大油田复产，虽然OPEC秘书长表示若原油库存能继续下降将确保5月减产协议延长，但油价仍震荡下行。
CRB指数	上行。	
美元指数	100以下，继续走弱。	

图 布伦特和WTI原油期货价格 (美元/桶)

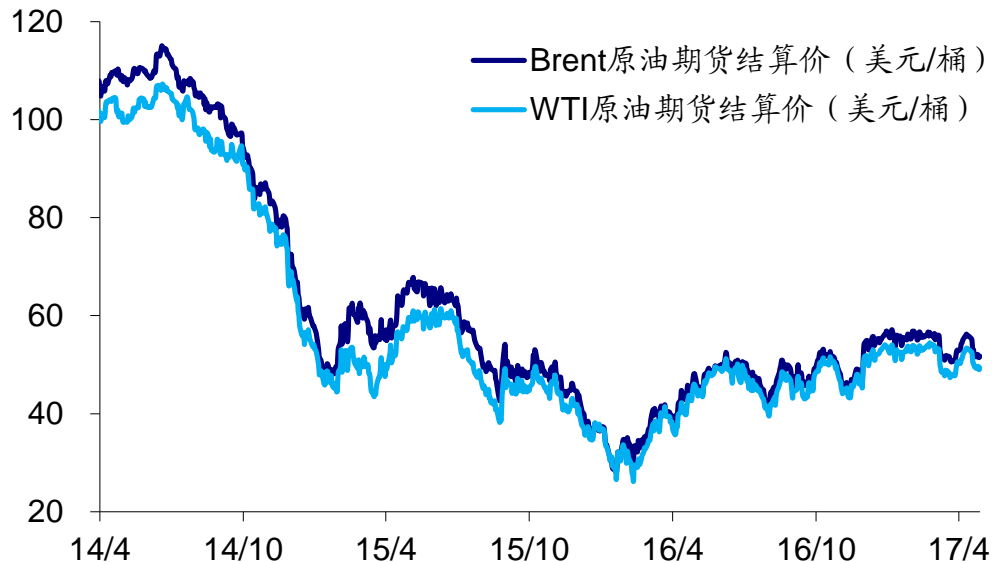
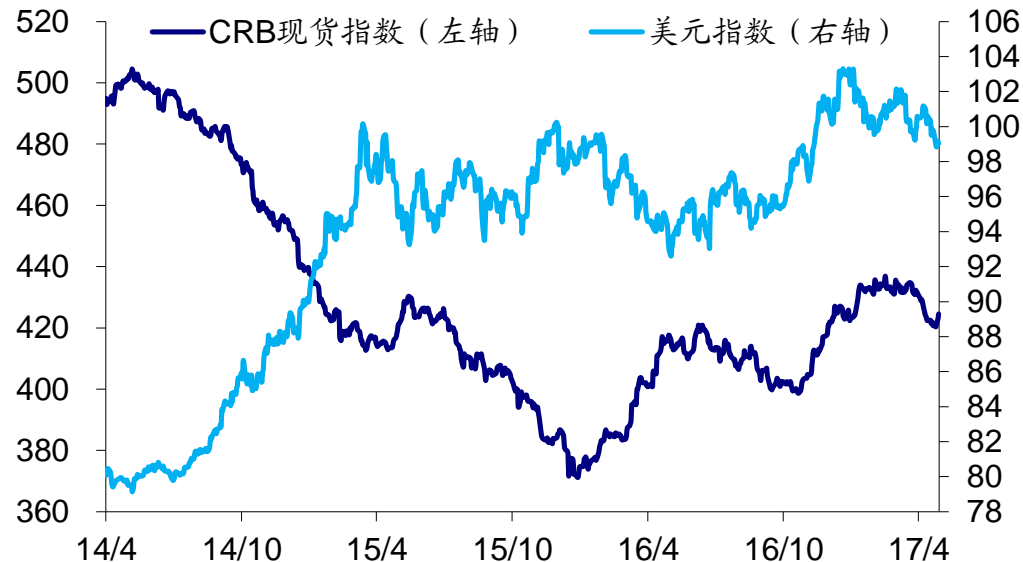


图 美元指数与CRB现货价格指数



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标

数据表现

解读

航空客运 上周航空客运周转量同比维持在14%。

货运 3月货运量同比11%，较1-2月走高。其中公路、铁路上升，民航微降。

海运 上周BDI续降，CCFI续升。

上周航空客运周转量（RPK）增速国内、国际微升，整体基本持平，仍保持温和增长。上周BDI指数继续回落，虽然上周美元走弱，但巴拿马型船舶运费跌，下游需求延续低迷，令BDI小幅回落。上周CCFI指数继续回升。

图 全国铁路货运量同比增速 (%)

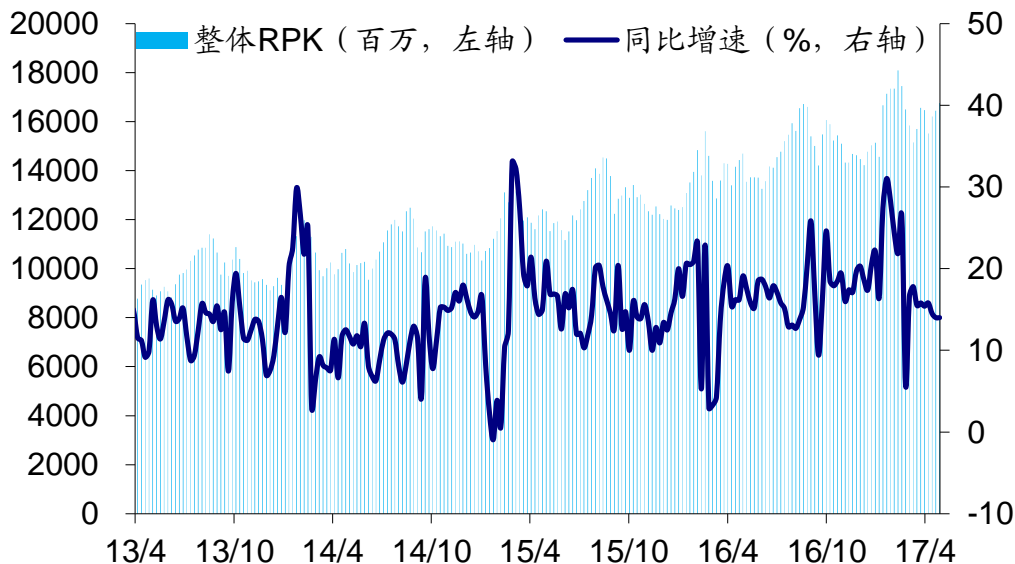
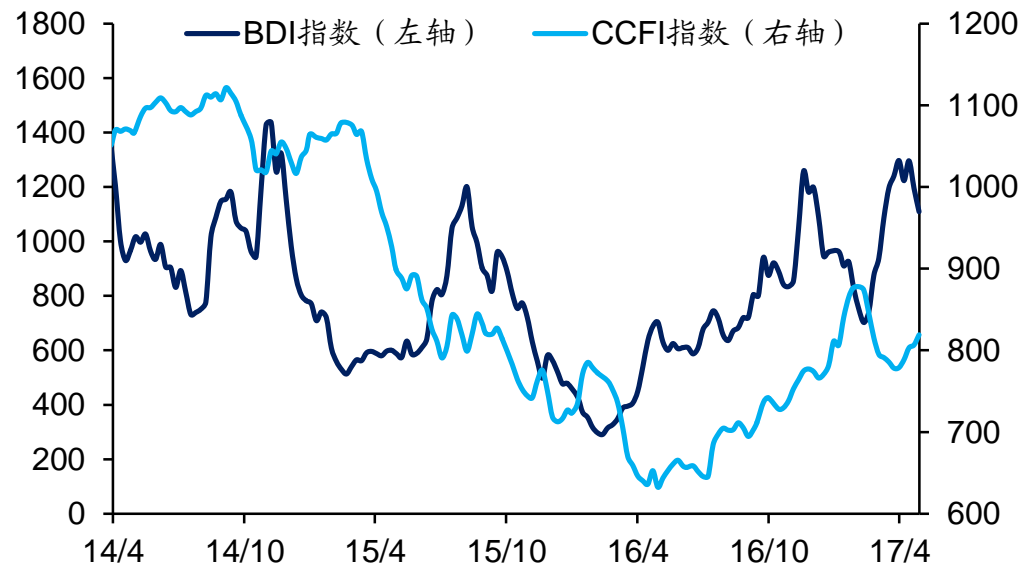


图 BDI与CCFI指数



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. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

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)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%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。