

生产仍在减速

——实体经济观察2019年第20期
2019年5月30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：生产仍在减速

价格：上周国内生资价格涨少跌多，国际油价回落。

5月已近收官，从中观高频数据来看：一方面，终端需求延续弱势，但呈现改善迹象，地产销量增速拐头向下，乘用车批发增速尚在探底，而零售增速企稳回升；另一方面，工业生产仍在减速，发电耗煤增速降幅扩大，汽车、钢铁等主要行业开工率多数处于历年同期低位。

4月工业产销双双下滑，企业盈利增速也大幅回落，为制造业投资蒙上阴影。但受益于本轮大规模减税降费政策的实施，居民部门收入将得到较大程度的改善。考虑到消费对经济增长的贡献率高达70%左右，居民收入改善带来的消费增长将成为本轮经济企稳的主要动力。

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

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



下游行业

地产: 5月前29天38城地产销量回落, 土地市场有所回暖。
乘用车: 5月前三周乘用车零售增速反弹, 批发增速仍在下滑。
家电: 4月三大白电出口普遍回落, 厂家销量增速涨少跌多。
纺织服装: 4月子行业收入增速回落, 库存水平普遍回升。

中游行业

钢铁: 上周钢价升、毛利降, 高炉开工回升, 社库继续去化。
水泥: 上周全国水泥均价有所回落, 库容比低位回升。
化工: 上周PTA产业链价格均降, 涤纶POY库存继续回补。
机械: 4月各子行业收入增速大跌, 高基数叠加需求提前释放。
电力: 5月前30天发电耗煤增速降幅扩大, 工业生产继续走弱。

上游行业和交通运输

煤炭: 上周煤炭价格有平有降, 电厂煤炭库存天数高位回升。
有色: 上周LME铜、铝价格均降, 铜、铝库存双双下滑。
大宗商品: 上周原油价格回落, CRB指数上行, 美元指数上行。
交通运输: 上周BDI升、CCFI降, 公路物流运价指数微升。

指标	数据表现	解读
需求	5月下旬前9天38城地产销量增速降至1.5%，5月前29天38城地产销量增速回落至4.8%。	受去年同期基数明显走高的影响，5月前29天38城地产销量增速有所回落，其中各线城市销量增速同步下滑。而由于一二线城市销量增速仍维持在两位数以上的增长，上周十大城市商品房库存去化，库销比回落至历年同期中等水平。5月以来，土地市场逐渐回暖，上周百城土地成交面积增速继续上行，而土地成交溢价率虽有回落，也仍维持在15%以上。
土地成交	上周百城土地成交面积回落，同比增速上行，百城土地成交溢价率回落。	
库存	上周十大城市商品房库销比降至41周。	

图 38城商品房月度销量同比增速 (%)

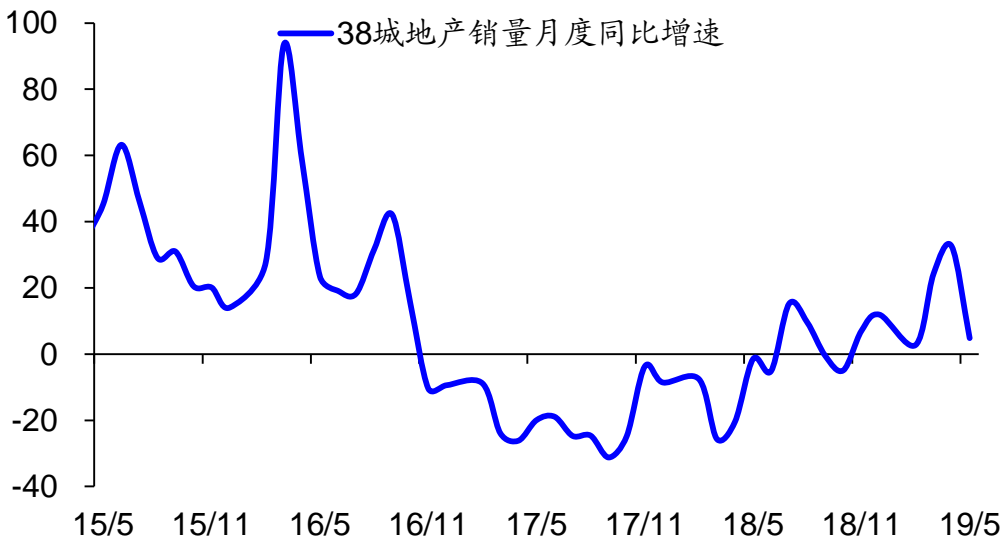
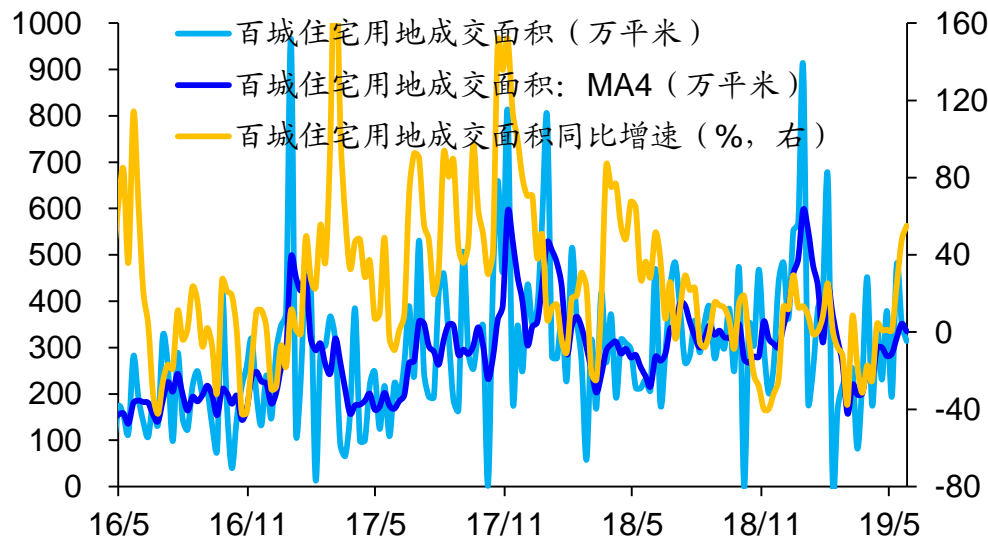


图 周度百城住宅用地成交面积及同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所
注：历年1-2月均为累计同比，19年5月为前29天日均销量同比

指标	数据表现	解读
----	------	----

需求、生产

4月汽车制造业营收增速转负至-8.7%，
5月前三周乘用车批发、零售增速
分别为-32%、-16%。
上周半钢胎开工率升至72.6%。

4月汽车制造业营业收入增速较3月大幅转负，
主因去年同期高基数。5月以来，供需两端
均出现改善迹象。一方面，虽然前三周批发
增速尚在探底，但零售增速止跌反弹，指向
终端需求有所企稳。另一方面，虽然半钢胎
开工率目前绝对水平依然偏低，但近两周来
持续上行，指向生产边际回暖。

库存

4月汽车经销商库存系数升至2.0，
创14年以来同期新高。

图 乘联会乘用车批发、零售同比增速 (%)

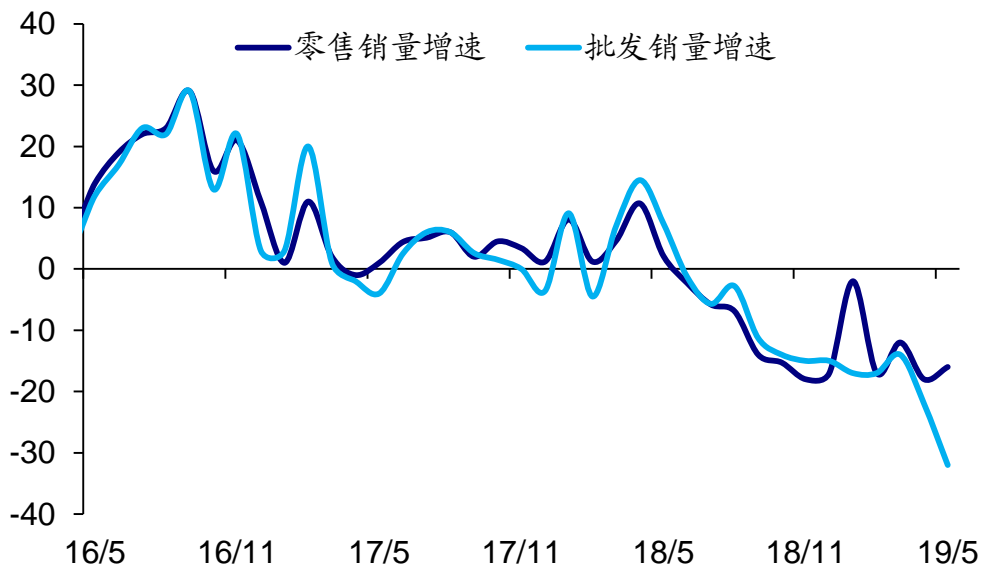
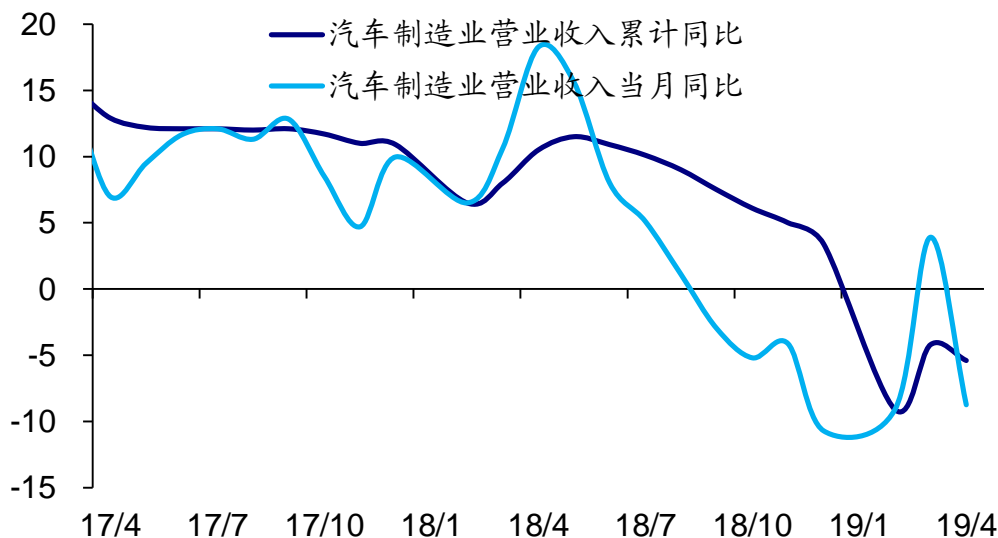


图 汽车制造业营业收入增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

下游家电：4月三大白电出口普遍回落，厂家销量增速涨少跌多



指标	数据表现	解读
需求	4月海关总署空调、冰箱、洗衣机出口增速分别降至-12.7%、-0.6%和-0.5%。 4月产业在线冰箱、洗衣机销量增速分别降至0.3%、-0.9%。	4月三大白电出口增速普遍回落，主要受去年同期高基数影响，其中空调降幅扩大，冰箱和洗衣机下滑转负。4月三大白电厂家销量增速同样涨少跌多，仅空调增速转正，洗衣机和冰箱增速均下滑。从库存看，洗衣机库销比仍处历年同期低位，而冰箱库销比因销量放缓而回升至历年同期偏高水平。
库存	4月产业在线冰箱库销比升至0.65，洗衣机库销比降至0.31。	

图 海关总署家电出口同比增速 (%)

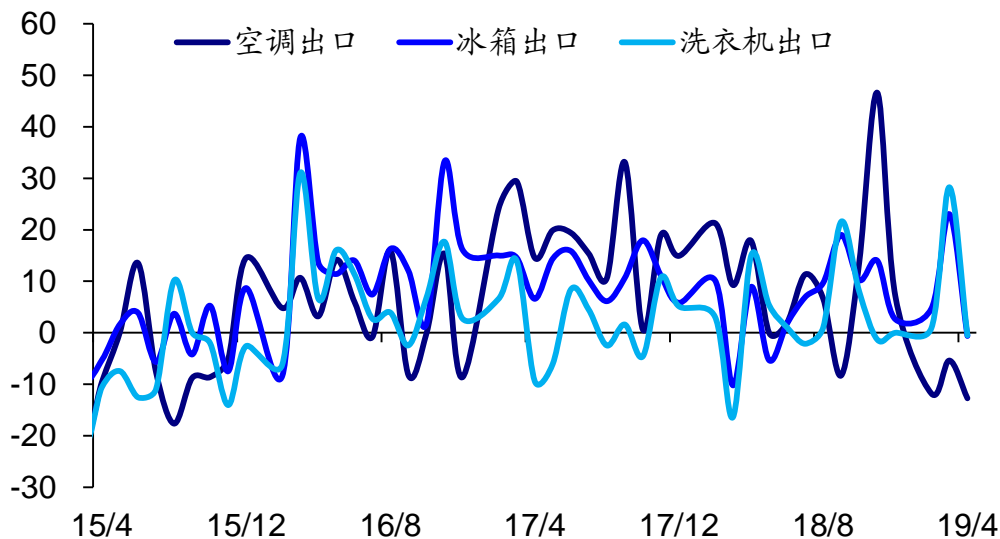
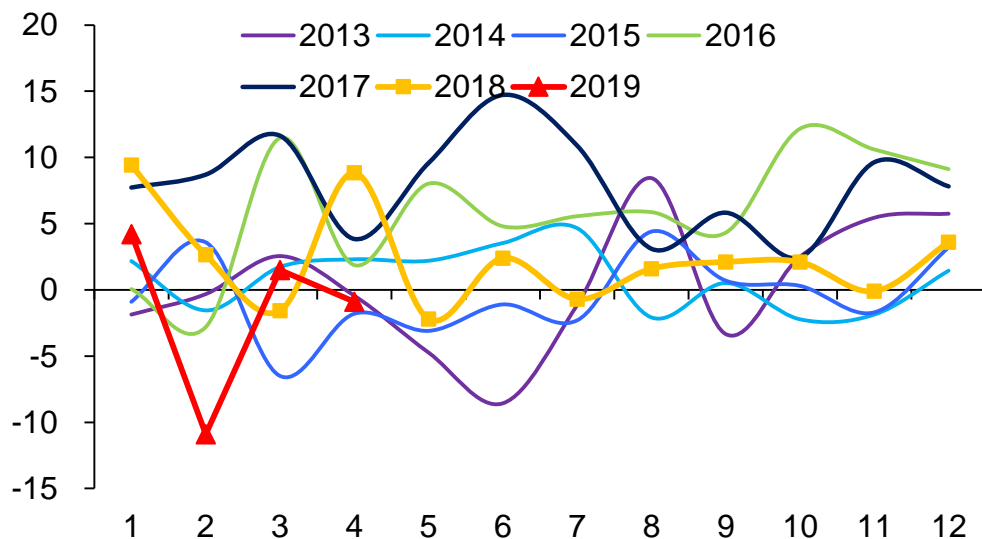


图 产业在线洗衣机厂家销量同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
----	------	----

价格	上周柯桥纺织价格指数略降， 上周328级棉花价格指数回落。	4月纺织服装各子行业营业收入增速普遍回落，其中纺织业增速受去年同期高基数拖累有所下滑，而服装服饰业和皮革业收入增速双双转负。行业景气趋弱的态势之下，库存水平也普遍上升，服装服饰业和皮革业库销比均创下16年以来历史同期新高。此外，价格端也随需求同步回落。
需求	4月纺织业、服装服饰业、皮革业营收增速 分别下滑至5.4%、-5.5%、-1.4%。	
库存	4月纺织业、服装服饰业、皮革业库销比 分别升至0.86、0.67和1.08。	

图 纺织、服装服饰、皮革业营业收入同比增速 (%)

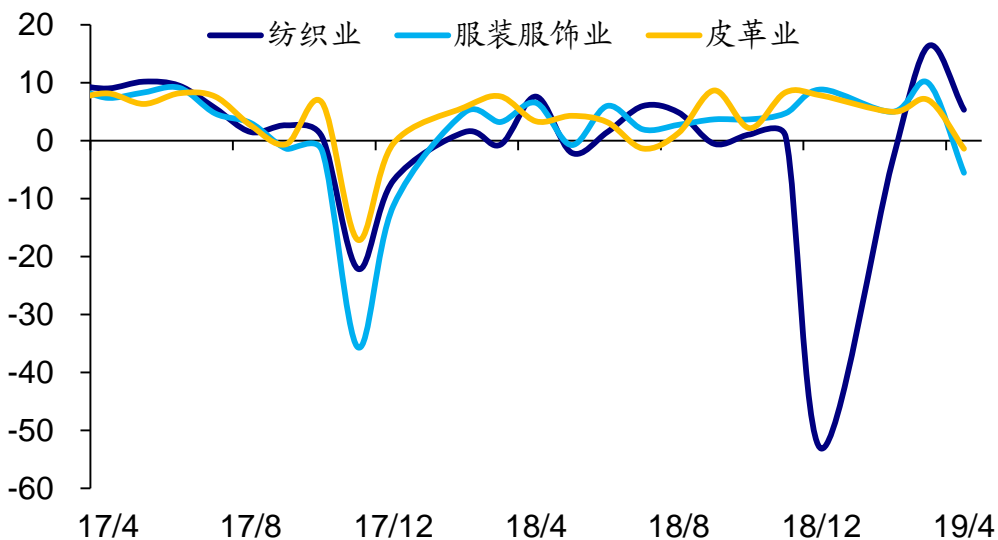


图 柯桥纺织价格指数



指标	数据表现	解读
价格、吨钢毛利	上周钢价螺纹、热板均升，吨钢毛利螺纹、热板双双回落。	上周钢价螺纹、热板稳中略升，但受原料价格明显上行影响，吨钢毛利均有所回落。5月以来，终端需求稳中向好，上周钢材社会库存继续去化；生产缓慢恢复，上周高炉开工率明显回升，并带动同比增速上行，但仍处14年以来的同期低位。整体看，行业供需均较稳健，支撑钢价缓慢回升。
生产、需求	4月全国粗钢产量增速升至12.7%，表观消费量增速升至11.9%。	
库存、开工率	4月中旬重点钢企库存增速降幅缩窄至12%，上周高炉开工率升至71.1%，同比降幅缩窄，上周钢材社会库存继续去化。	

图 螺纹钢、热轧板卷价格（元/吨）

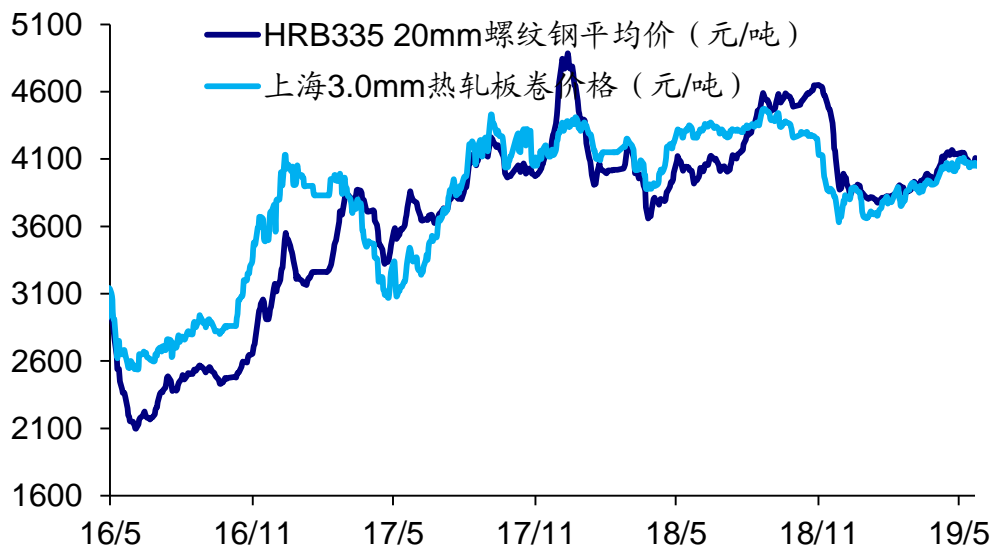
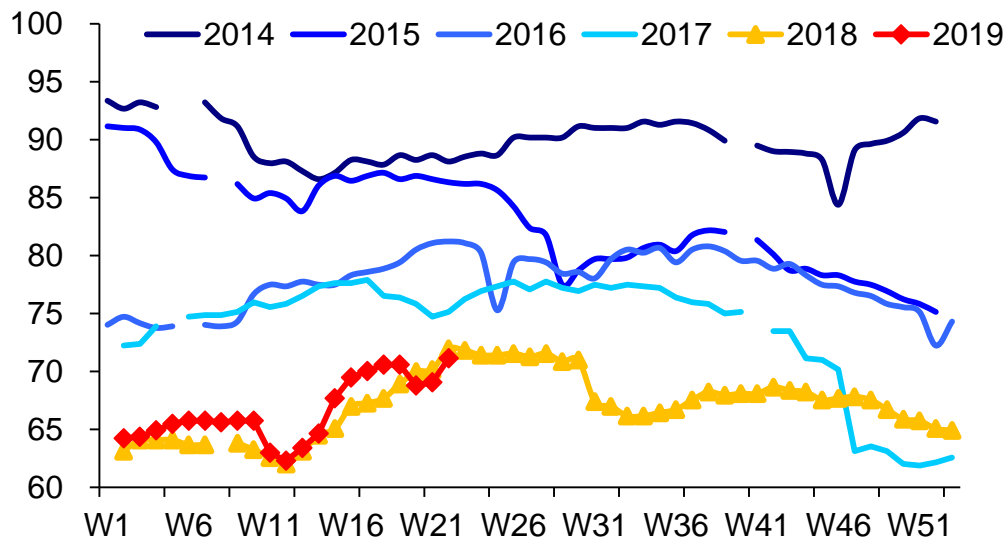


图 历年各周全国高炉开工率（%）



中游水泥：上周全国水泥均价有所回落，库容比低位回升



指标	数据表现	解读
价格	上周全国水泥均价回落，环比增速转负至-0.2%。	上周全国水泥均价回落，环比增速转负，而库容比低位回升。5月下旬，国内水泥市场需求因降雨天气和部分地区环保管控影响，企业出货减少5%-20%不等，受此影响价格继续走低。分区域来看，华北地区水泥价格稳中有涨，东北以稳为主，华东、西北大稳小动，中南分化明显而西南偏弱。
库存	上周全国水泥企业库容比回升至57.8%，仍处历年同期偏低水平。	

图 全国水泥平均价格 (P.O42.5) (元/吨)

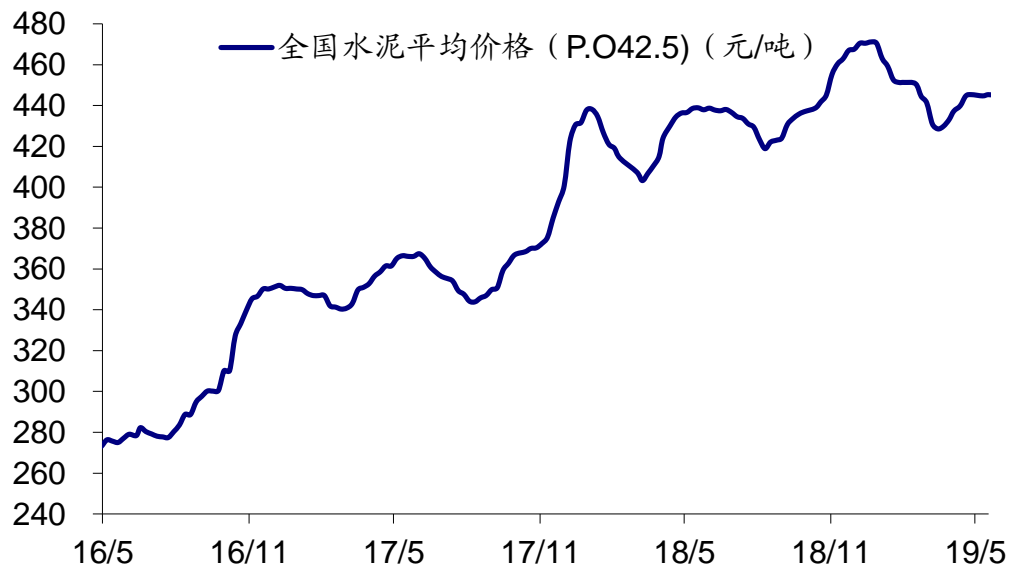
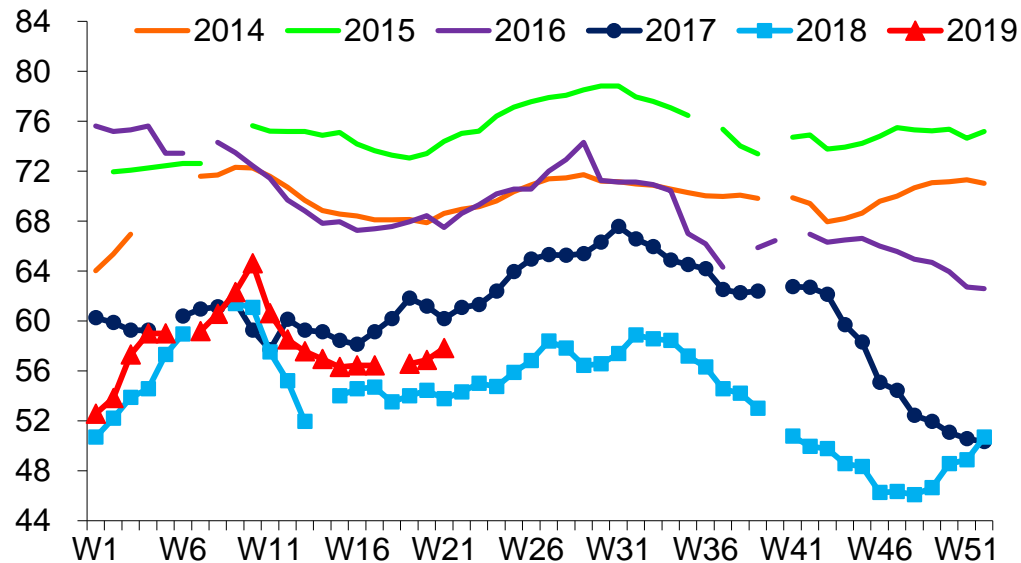


图 全国水泥企业库容比 (%)



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产业链产品价格大幅下滑，涤纶POY、聚酯切片、PTA价格均降。	上周PTA产业链产品价格全线下滑，主要缘于上游原油价格回调以及下游织造需求转弱。需求转弱也推动库存被动大幅回补，上周涤纶POY库存天数回升，并创下年内新高、14年以来同期新高。生产延续分化态势，但整体依然偏弱，上周PTA产业链负荷率涨少跌多，PTA工厂尚可，但聚酯工厂和江浙织机负荷率均低于去年同期。
生产	4月化工各子行业营收增速普遍回落，石油、化工、化纤和橡胶塑料均降。	
库存、开工率	上周涤纶POY库存天数升至18.5天； 上周PTA产业链负荷率涨少跌多，PTA工厂回升，聚酯工厂、江浙织机均降。	

图 化纤产业链产品价格（元/吨）

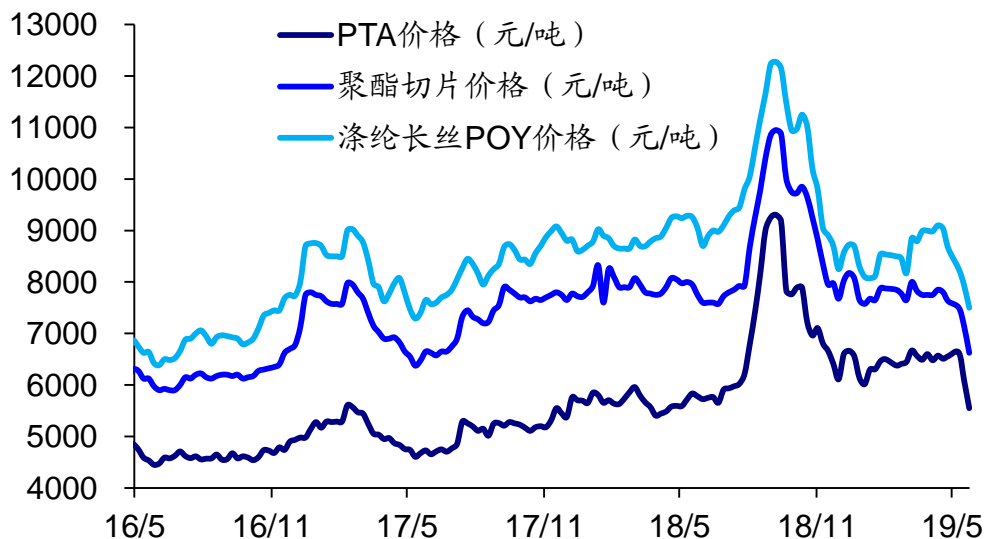
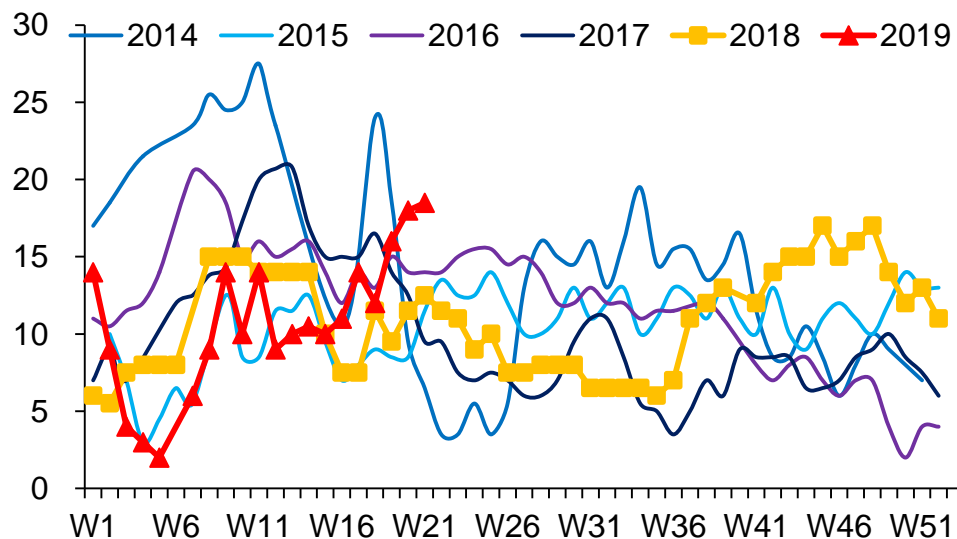


图 历年各周涤纶POY库存天数（天）



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标

数据表现

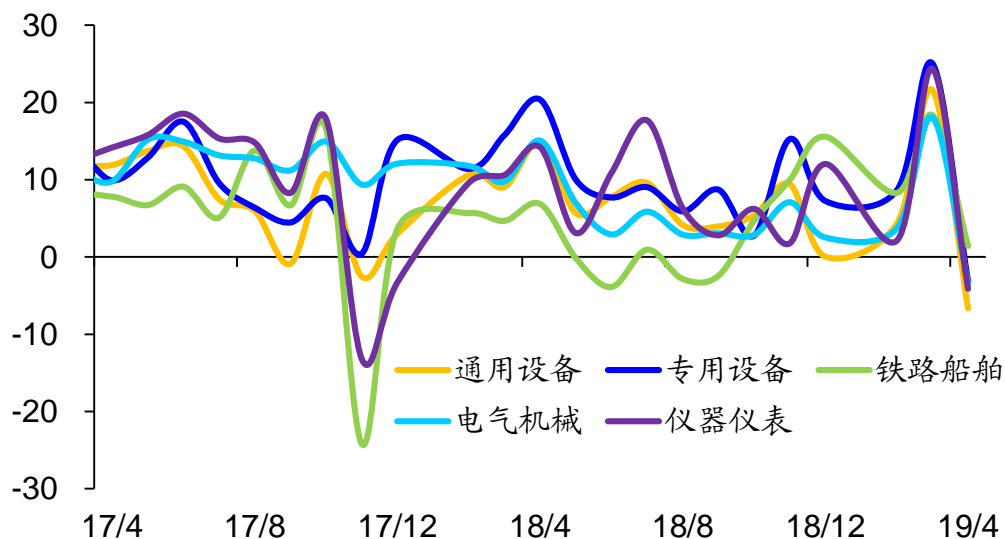
解读

需求

4月机械各子行业营收增速普遍回落，通用设备、专用设备、铁路船舶、电气机械和仪器仪表同比增速分别降至-6.6%、-3.1%、1.4%、-3.4%和-4.1%。

4月机械各子行业营业收入增速普遍大跌，其中通用设备、专用设备、电气机械和仪器仪表增速均下滑转负。一方面，去年同期高基数对各子行业收入增速形成比较明显的拖累。另一方面，受4月起实施增值税率下调影响，加工组装类行业产品需求在3月提前释放，对4月形成透支，令其需求、生产大起大落。

图 机械子行业营业收入同比增速 (%)



指标

数据表现

解读

5月下旬前10天六大集团发电耗煤同比增速降至-18.7%，环比增速转负至-2.2%。
5月前30天发电耗煤同比降幅扩大至-23%。

受去年同期高基数影响，5月以来六大集团发电耗煤同比增速旬度降幅均在15%以上，5月下旬发电耗煤环比季节性回落，增速降至历年同期低位。5月前30天发电耗煤同比增速降幅较4月明显扩大，而汽车、钢铁和化工等主要行业开工率多数处于低位，指向工业生产依然偏弱。

图 月度六大发电集团日均耗煤同比增速 (%)

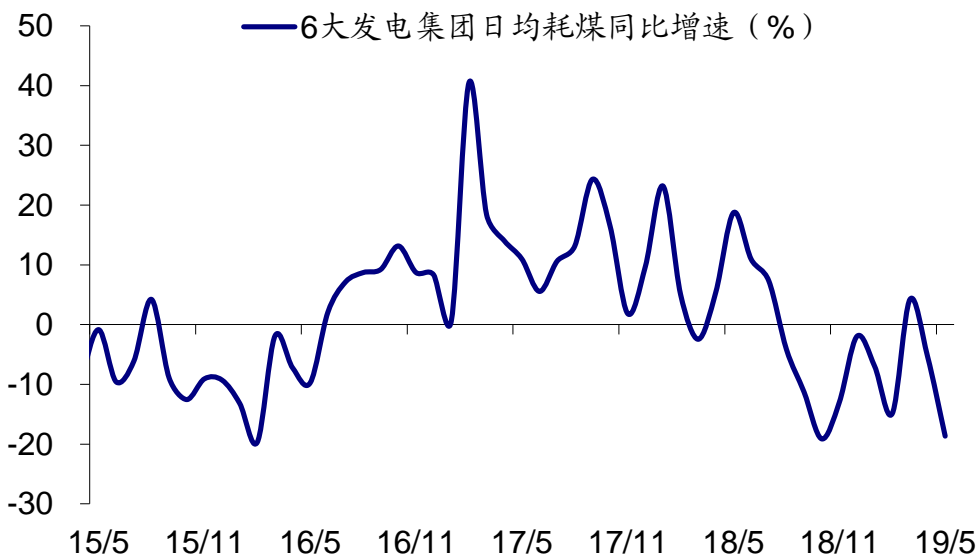
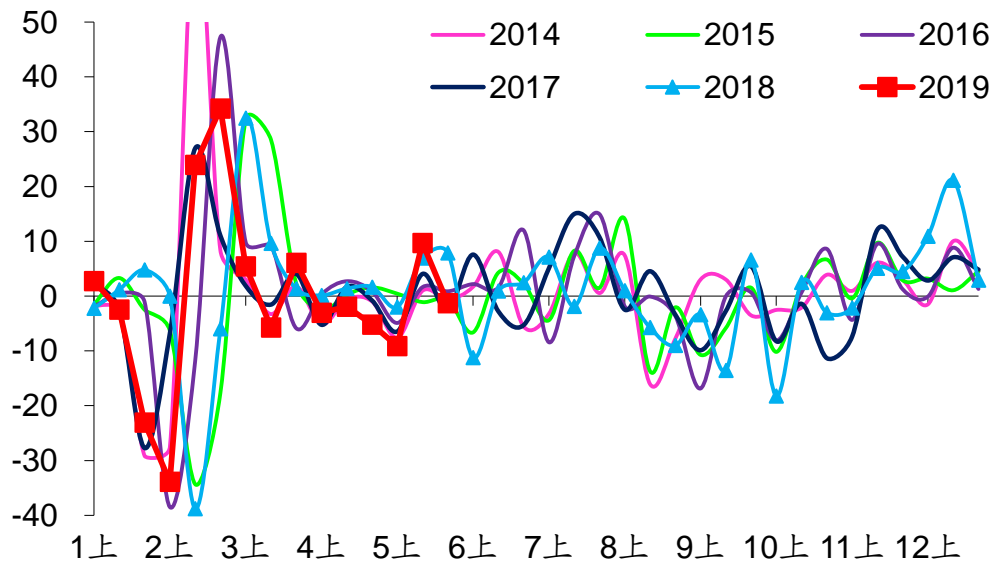


图 六大发电集团旬度发电耗煤环比增速 (%)



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5月为前30天日均耗煤同比

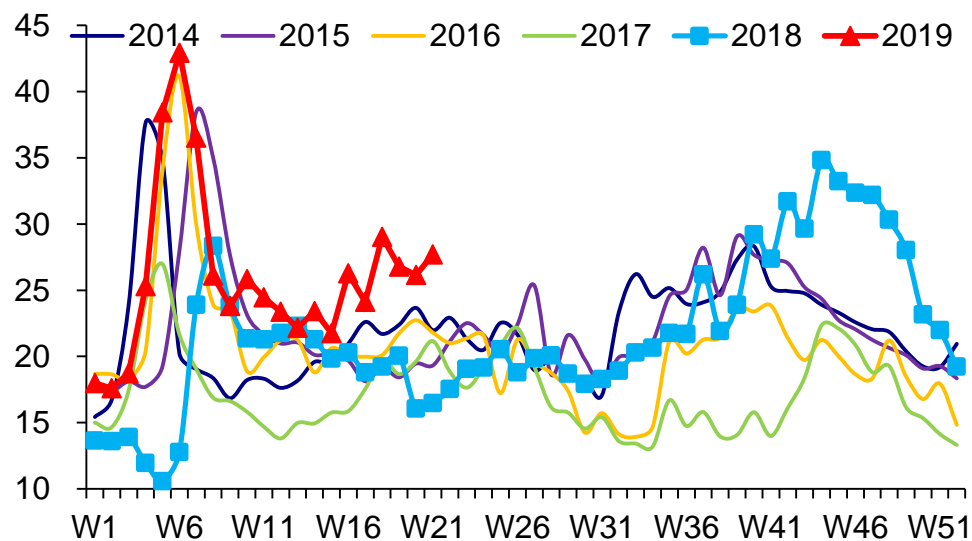
指标	数据表现	解读
----	------	----

价格	上周动力煤价格略降，焦煤、无烟煤价格走平，而秦皇岛港煤价格有所回落。	上周煤炭价格有平有降，其中动力煤和秦皇岛港煤价格双双回落。上周秦皇岛港口煤炭库存下滑。5月前29天六大集团发电耗煤同比增速降幅有所扩大，使得电厂煤炭库存虽然处于高位，仍录得较大幅度的回升，电厂煤炭库存天数仍在14年以来同期新高。
库存	上周秦皇岛港口煤炭库存下滑，电厂煤炭库存天数升至27.7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

上游有色：上周LME铜、铝价格均降，铜、铝库存双双下滑



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。秘鲁土著社区计划重新封锁Las Bambas铜矿运输道路，然而中美贸易摩擦引发对需求减弱的担忧，上周铜价均值依旧下行。海德鲁宣布Alunorte将全面复产，开工率将在2个月内恢复至七至八成，印度铝工业公司计划年内提高氧化铝精炼厂扩建速度，上周铝价有所回落。
库存	上周LME铜库存、COMEX铜库存均降，整体回落，LME铝库存下滑。	

图 LME铜和铝现货价格（美元/吨）

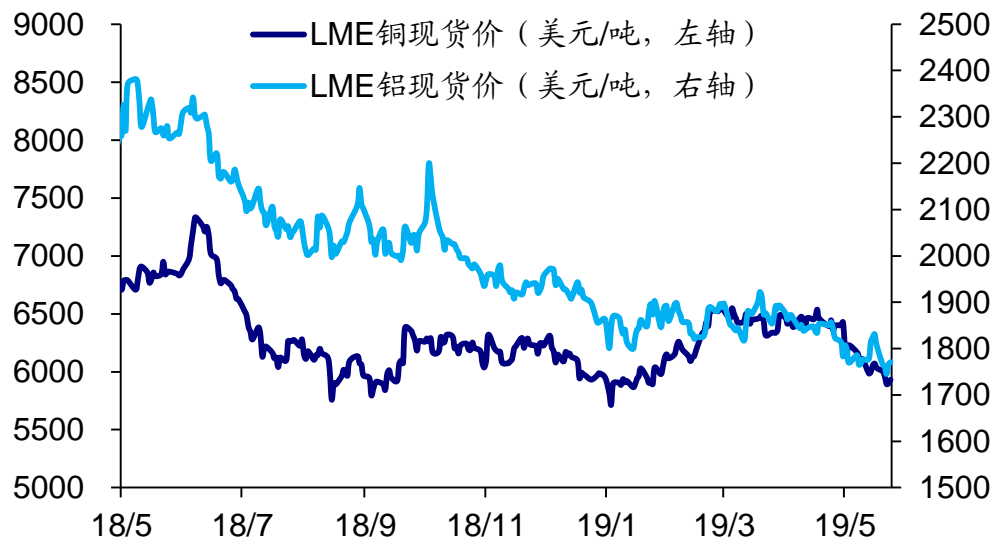
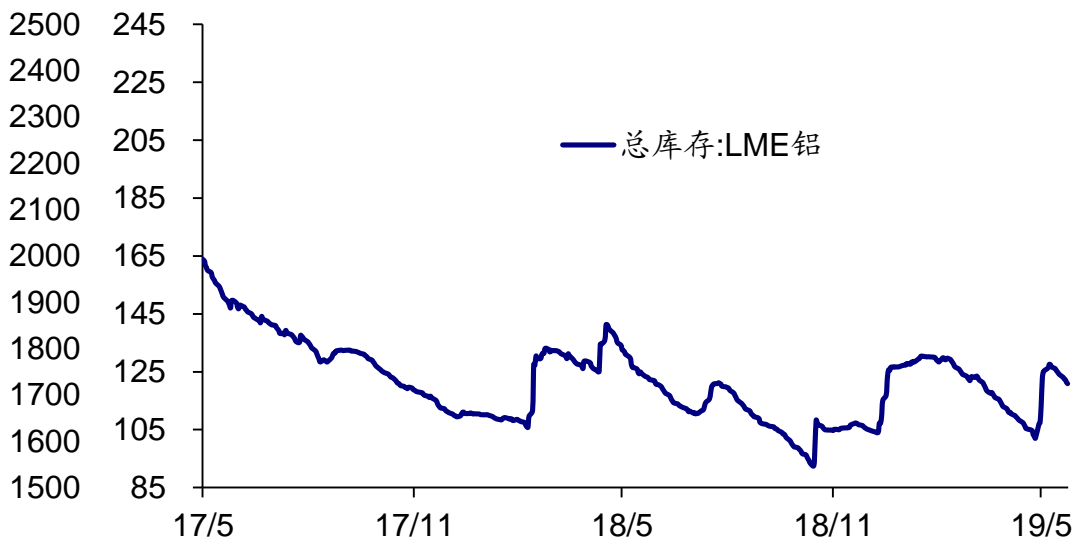


图 LME铝库存（万吨）



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
原油	上周Brent、WTI原油均价回落。	上周原油价格均值回落，贸易摩擦全球影响初显，加之美国原油持续累库，库存水平超出预期，令油价明显承压。上周CRB指数均值上行。5月美国制造业PMI回落，经济前景虽有下滑，但欧元区经济同样不容乐观，日本PMI也位于荣枯线下方，英国首相被迫宣布辞职，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）

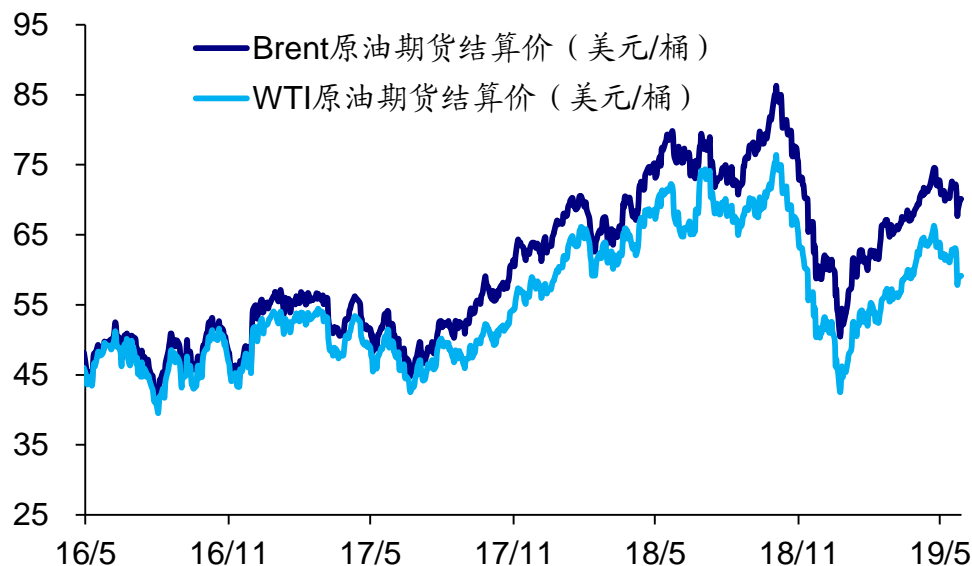
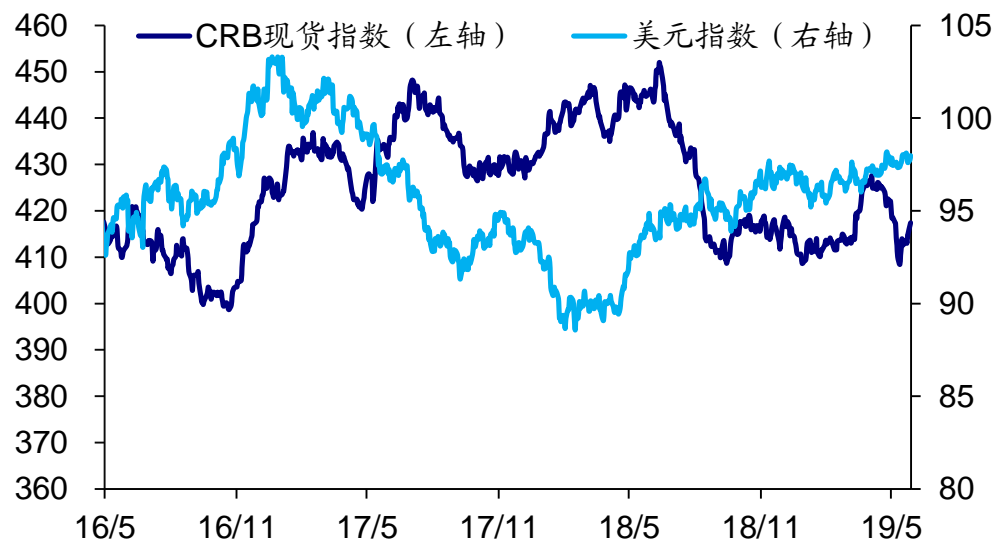


图 美元指数与CRB现货价格指数



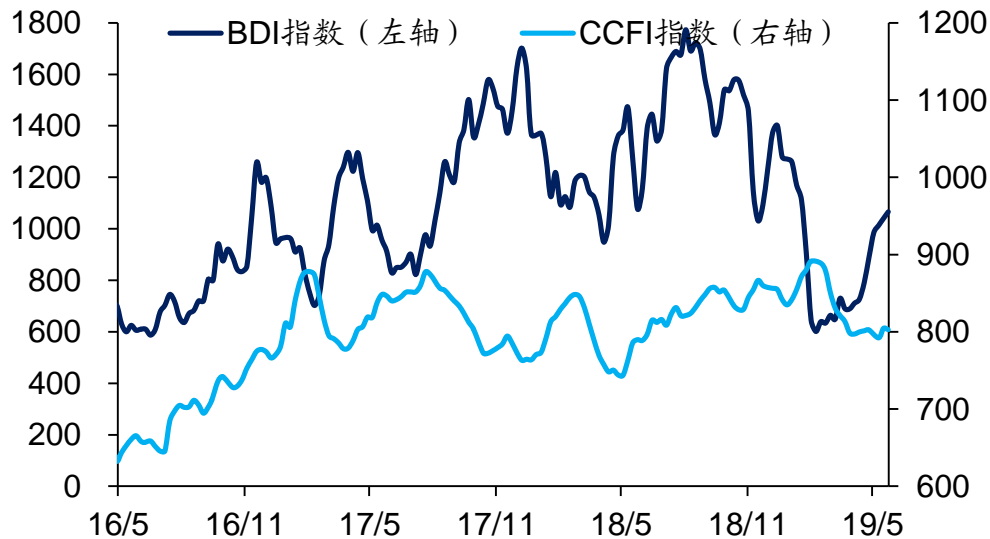
资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
海运	上周BDI指数回升、CCFI指数回落。	上周散运表现优于集运，BDI指数回升而CCFI指数下滑。海岬型船舶平均租金环比上升2.8%，巴拿马型船舶平均租金环比上升3%，超灵便型船舶平均租金环比上升0.1%。上周公路物流运价指数微升。
物流	上周公路物流运价指数微升。	

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。