

2015.12.16

下游一枝独秀

——中观行业追踪



刘毅(分析师)

021-38676207

Liuyi013898@gtjas.com

证书编号

S0880514080001

徐寒飞(分析师)

021-38674711

xuhanfei013284@gtjas.com

S0880513060001

本报告导读:

下游回暖走强，并非昙花一现。下游地产新房去化加速，车市销售火爆。中游钢铁高炉开工率创近三年来新低。上游原油价格创 2009 年以来新低。

摘要:

- **下游一枝独秀。**下游行业中，地产量价周环比回落，新房去化加速，整体依旧回暖。汽车行业 11 月末销售火爆，更进一步呈现出了平稳走强趋势；家电方面，空调产销低迷，加速去库存。物价方面，食品项带动 CPI 反弹，PPI 通缩风险持续。中游电力方面，11 月发电同比持平，10 月二产用电依旧负增长。钢铁行业形势非常悲观，价格“跌跌不休”，高炉开工率创近三年来新低。全国水泥价格环比微跌，需求走弱格局未改。化工行业方面，整体去产能，PTA 价格下跌而纯碱价格持稳。上游方面，大宗商品整体整体呈震荡格局，静待加息落地。动力煤价格仍在底部，炼焦煤延续持稳，煤炭行业仍处于漫长的寒冬之中。铁矿石方面，悲观态势依旧，价格一路下行，下游需求继续恶化。有色金属价格指数环比微涨，库存出现反弹，中期看空。原油方面，利空余震仍未了，价格重挫创新低。交运方面，BDI 与 BCI 指数均显著下跌。
- **下游：新房去化加速，车市销售火爆。**上周重点城市一手房销量整体环比下降 13.9%，其中一线降 12.16%，二线降 9%，三线降 28.1%，12 个典型城市一手房平均可售面积环比降 0.5%，同比降 5.7%，12 个城市新房去化时间 9.8 个月，一手房整体成交均价环比降 3.1%，同比升 24.0%。汽车行业 11 月四周零售同比增速分别为 14%、9%、17%、21%，厂商日均批发同比增速依次为 16%、22%、20%、20%。10 月份家用空调销量同比跌幅扩大至 24.41%，库存同比跌幅扩大至 7.28%，处于加速去库存通道。
- **中游：钢铁高炉开工率创近三年来新低。**11 月单月发电量 4660 亿千瓦时，同比微增 0.10%，10 月全国全社会用电量 4491.41 亿千瓦时，同比下降 0.24%。钢材综合价格指数环比继续微跌至 54.74，跌幅较前一周收窄至 1.08%，创两年以来指数新低，最新数据显示盈利钢厂占比从 5.52%下跌至 4.91%，高炉开工率由 76.93 下跌至 76.24，创 2012 年 8 月以来新低。全国水泥市场价格下跌 1.21%。PTA 期货收盘价从 4504 小幅下跌至 4350。
- **上游：原油价格创 2009 年以来新低。**上周 CRB 现货指数环比跌幅 1.63%。环渤海动力煤价格指数环比微跌 1 元至 371 元/吨，山西古交 2 号焦煤车含税价继续持稳于 630 元/吨。中国铁矿石价格指数从 154.85 快速下跌至 149.99，周度环比跌幅达 3.14%。LME 基本金属指数环比微涨 0.41%，收于 2177.9。布伦特原油现货价格收于 37.13 美元/桶，环比跌幅达 11.15%，跌至 2009 年初以来新低。

债券研究团队

徐寒飞(分析师)

电话: 021-38674711

邮箱: Xuhanfei013284@gtjas.com

证书编号: S0880513060001

张莉(分析师)

电话: 010-59312705

邮箱: Zhangli014203@gtjas.com

证书编号: S0880514070007

覃汉(分析师)

电话: 010-59312713

邮箱: Qinhan@gtjas.com

证书编号: S0880514060011

刘毅(分析师)

电话: 021-38676207

邮箱: Liuyi013898@gtjas.com

证书编号: S0880514080001

郑文佳(分析师)

电话: 010-59312720

邮箱: Zhengwenjia@gtjas.com

证书编号: S0880515040002

高国华(分析师)

电话: 021-38676055

邮箱: Gaoguoehua@gtjas.com

证书编号: S0880515080005

相关报告

《钢铁开工率创新低，尽显经济转型阵痛》

2015.12.09

《煤炭钢铁仍在探底》

2015.11.18

《一半火焰，一半海水》

2015.11.06

《汽车销量复苏，钢铁盈利跌入谷底》

2015.10.29

《汽车销量有所恢复》

2015.10.16

1. 下游一枝独秀

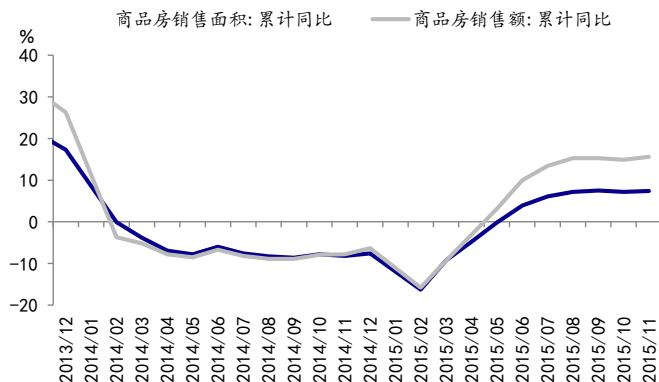
下游行业中，地产量价周环比回落，新房去化加速，整体依旧回暖。汽车行业 11 月末销售火爆，更进一步呈现出了平稳走强趋势；家电方面，空调产销低迷，加速去库存。物价方面，食品项带动 CPI 反弹，PPI 通缩风险持续。中游电力方面，11 月发电同比持平，10 月二产用电依旧负增。钢铁行业形势非常悲观，价格“跌跌不休”，高炉开工率创近三年来新低。全国水泥价格环比微跌，需求走弱格局未改。化工行业方面，整体去产能，纯碱价格持稳。上游方面，大宗商品整体呈震荡格局，静待加息落地。动力煤价格仍在底部，炼焦煤延续持稳，煤炭行业仍处于漫长的寒冬之中。铁矿石方面，悲观态势依旧，价格一路下行，下游需求继续恶化。有色金属价格指数环比微涨，库存出现反弹，中期看空。原油方面，利空余震仍未了，价格重挫创新低。交运方面，作为大宗商品市场“风向标”的 BDI 环比下跌 7%。

2. 下游：新房去化加速，车市销售火爆

下游概况：地产量价周环比回落，新房去化加速，整体依旧回暖。汽车行业 11 月末销售火爆，更进一步呈现出了平稳走强趋势；家电方面，空调产销低迷，加速去库存。物价方面，食品项带动 CPI 反弹，PPI 通缩风险持续。

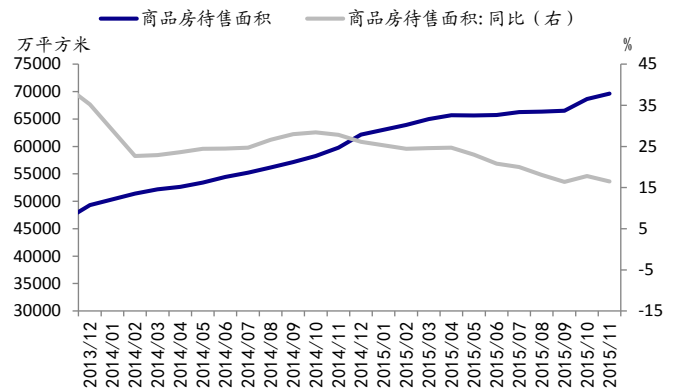
一、地产：量价周环比回落，新房去化加速，整体依旧回暖。销量方面，上周我们跟踪的重点城市一手房销量情况如下：整体环比下降 13.9%，其中一线降 12.16%，二线降 9%，三线降 28.1%；整体同比升 1%，其中一线降 3%，二线升 17%，三线降 27%。从累计同比来看，销售整体回暖趋势依旧，整体同比升 23%，其中一线城市升 40%，二线升 23.3%，三线升 10%。价格方面，一手房整体成交均价环比降 3.1%，同比升 24.0%，整体形势较为乐观。库存方面，我们跟踪的 12 个典型城市一手房平均可售面积环比降 0.5%，同比降 5.7%。12 个城市新房去化时间 9.8 个月，同前两周一致，延续了加速去化的趋势。投资方面，房地产投资增速 11 月单月同比下降 5.1%，延续了低迷走势，预计房地产需求端回暖向供给端传递仍有较长时滞。整体来看，进入 12 月中旬，回顾全年地产行情，今年房地产整体供需关系显著好于 2014 年。展望 2016 年，“去库存”将是房地产市场的主基调，近期政府出台的一系列“去库存”政策将有利于房地产行业需求端的持续改善。虽然房地产行业步入了长周期拐点，但在短期内，地产基本面仍有继续同比回暖的空间。

图 1: 商品房销售面积、销售额累计同比



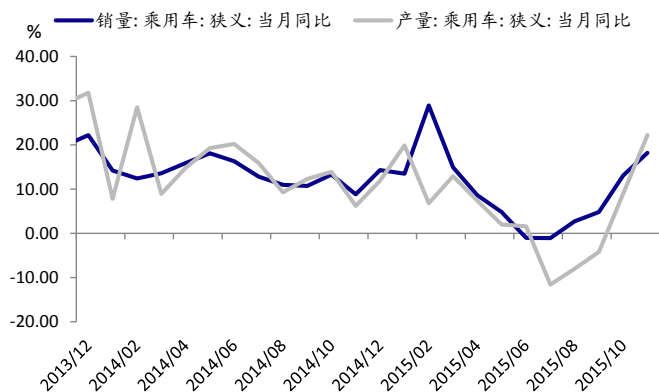
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 2: 商品库存



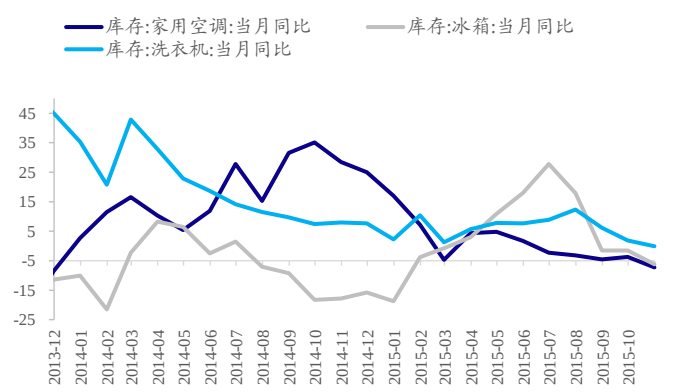
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 3: 乘用车产销 (乘联会口径)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 4: 家电库存同比变化 (产业在线)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

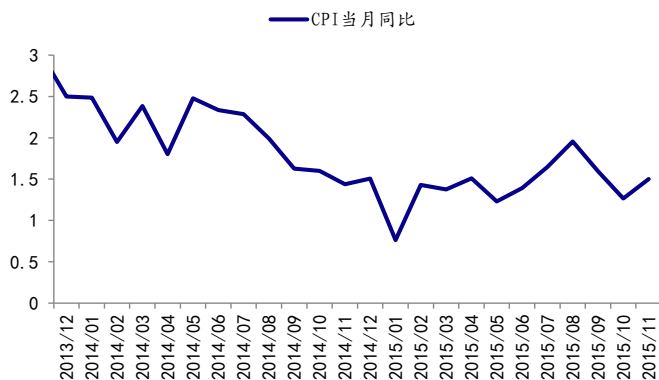
二、汽车: 11 月末销售火爆, 短期平稳走强。回顾 11 月车市, 从零售、批发数据可以确认, 车市在 11 月延续了 10 月以来的回暖走强趋势。根据乘联会数据, 零售方面, 11 月四周零售同比增速分别为 14%、9%、17%、21%, 其中第四周 (统计区间为 21~31 日, 下同) 日均销售量达 7.6 万台, 超出市场预期; 批发方面, 11 月四周厂商日均批发同比增速依次为 16%、22%、20%、20%, 其中第四周日均批发量达 7.9 万台以上, 超出市场预期。乘联会 11 月狭义乘用车销量同比增速高达 18.2%。产量库存方面, 11 月狭义乘用车销量同比高速增长 22.2%, 11 月汽车经销商库存深度也从上月的 1.45 回落到 1.42。整体来看, 在 10 月初期回暖后, 车市在 11 月更进一步呈现出了平稳走强趋势, 尤其是零售数据印证了 11 月末期车市的火热程度; 批发、库存数据体现了销售商情绪良好, 出货渠道通畅, 也印证了车市回暖走强的局面。

三、家电: 空调产销低迷, 加速去库存。销量方面, 产业在线数据显示, 10 月份家用空调销量同比跌幅扩大至 -24.41%, 仅录得 517 万台销量, 延续了加速下滑的态势; 冰箱 10 月销量则同比大幅增长 43%, 主要归因于基数效应; 洗衣机销量 10 月同比微增 0.30%。产量方面, 国家统计局数据显示, 10 月空调产量同比跌幅则进一步下滑至 -8.56%, 家用电冰箱和家用洗衣机产量同比跌幅分别为 -8.60% 和 -4.69%, 彩电产量同比增幅由 9 月 8.15% 小幅提升至 12.51%。库存方面, 产业在线

数据显示，10月空调库存下滑至640万台，同比跌幅扩大至7.28%，处于加速去库存通道；冰消库存同比下滑6.20%，洗衣机库存同比微降0.10%。

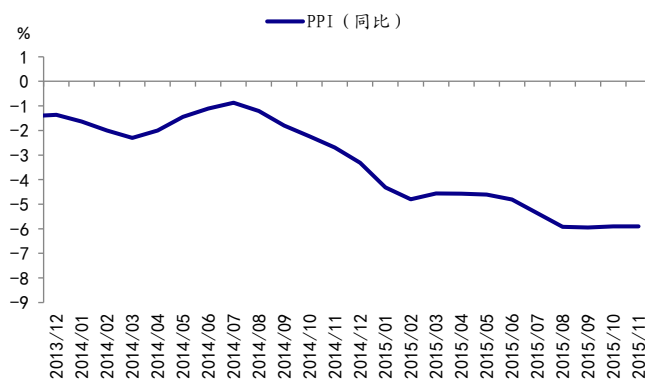
四、物价：食品项带动CPI反弹，PPI通缩风险持续。统计局公布11月CPI为1.5%，略超市场预期，其中食品项同比为2.3%(上月1.9%)，非食品同比1.1%(上月0.9%)，CPI反弹主要由食品项上涨带动。11月PPI同比-5.9%(与上月持平)，PPI通缩风险持续。12月上旬，50个城市主要食品价格显示，统计的27种食品价格，有11种产品价格环比下跌，13种产品环比上涨，3种持平，下跌产品种类比10月下旬多出3种；从幅度来看，猪肉环比基本持平，蔬菜方面，菜价在上一期全线上涨之后出现了企稳迹象，大白菜环比微跌0.06元/千克、黄瓜、西红柿依次环比上涨3.3%、8%、3.5%，涨幅有所收窄。12月上旬，50种重要生产资料价格数据显示，统计的50种生产资料，有30种出现价格环比下滑，14种上涨，6种持平。其中钢铁几乎全线下跌，环比跌幅在-1%到-3%之间，有色整体小幅回暖，化工产品涨跌互现而煤炭行业无烟煤环比小幅好转而其余品种以继续下跌为主。

图 5: CPI



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: PPI



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

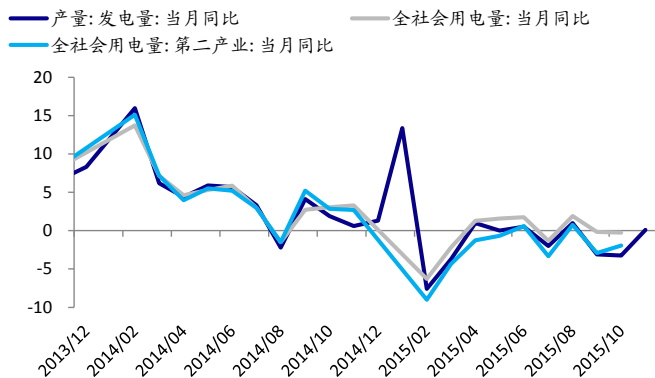
3. 中游：钢铁高炉开工率创三年来新低

中游概况：电力方面，11月发电同比基本持平，10月二产用电依旧负增。钢铁行业形势非常悲观，价格“跌跌不休”，高炉开工率创三年来新低。全国水泥价格环比微跌，需求走弱格局未改。化工行业方面，整体去产能，纯碱价格持稳。

一、电力：11月发电同比持平，10月二产用电依旧负增。发电方面，统计局公布11月单月发电量4660亿千瓦时，同比微增0.10%；截至10月底，全国6000千瓦及以上电厂装机容量13.9亿千瓦，同比增长9.5%；1-10月，全国发电设备累计平均利用小时3279小时，同比下降268小时。11月，六大发电集团耗煤量同比下跌9.08%，相比于10月的跌幅12.55%有所收窄。用电方面，10月全国全社会用电量4491.41亿千瓦时，同比下降0.24%，跌幅较前值扩大0.09个百分点；其中，

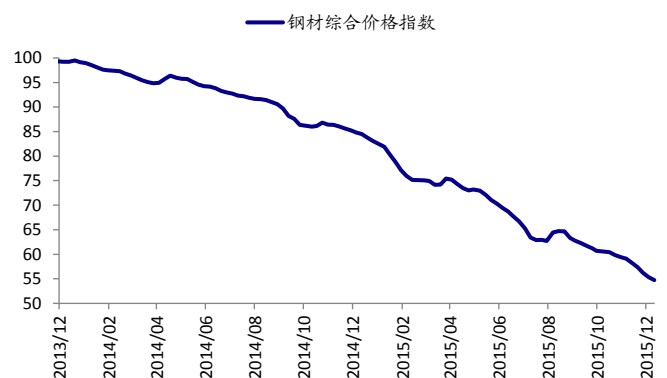
第二产业用电量 3298.21 亿千瓦时，同比下跌 1.95%；城乡居民生活用电量 565.89 亿千瓦时，同比增长 4.71%。

图 7：全社会用电量与发电量



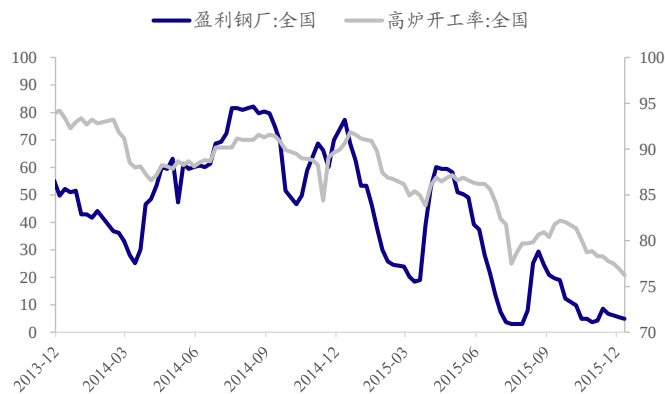
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 8：钢材综合价格指数



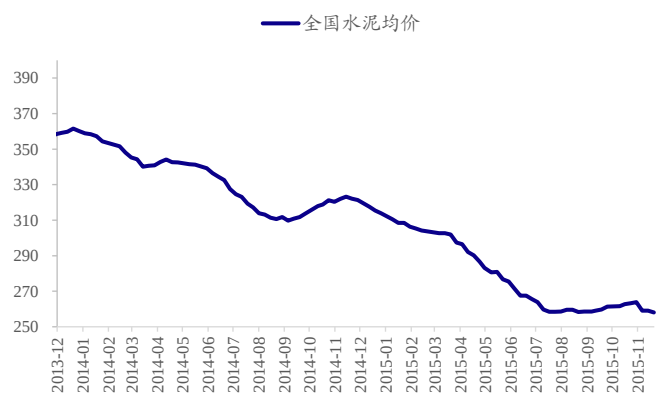
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 9：钢铁行业盈利及高炉开工率



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 10：全国水泥均价



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

二、钢铁：形势非常悲观，价格“跌跌不休”，高炉开工率创近三年新低。 价格方面，上周钢材综合价格指数环比继续微跌至 54.74，跌幅较前一周收窄至 1.08%，创两年以来指数新低；其中，长材指数环比小幅下跌 1.53%至 55.86，板材指数环比继续微跌 0.59%至 53.96。螺纹钢期货价格环比微涨 0.48%至 1658 元/吨。开工盈利方面，钢价持续下跌背景下，钢铁行业盈利水平进一步恶化，本周供需格局仍处于低迷状态，最新数据显示盈利钢厂占比从 5.52%下跌至 4.91%，延续了前两周的跌势以及 10 月份以来低于 10%的颓势；与此相呼应，高炉开工率同样表现惨淡，由 76.93 下跌至 76.24，创 2012 年 8 月以来新低，验证了我们的预判。

三、水泥：价格环比微跌，需求走弱格局未改。 价格方面，上周全国水泥市场价格下跌 1.21%，从地理区域来看，降价地区主要集中在江苏和浙江地区，幅度为 20-30 元/吨。库存方面，水泥库容比周度环比提升 0.1 个百分点至 75.4%。进入 12 月中下旬，淡季已至，下游基建、房地产项目开工情况不理想，决定了市场需求将延续走弱格局；库存小幅提升，企业降库存仍将对价格形成压力。我们预期水泥价格后期

仍将以小幅震荡调整态势为主。

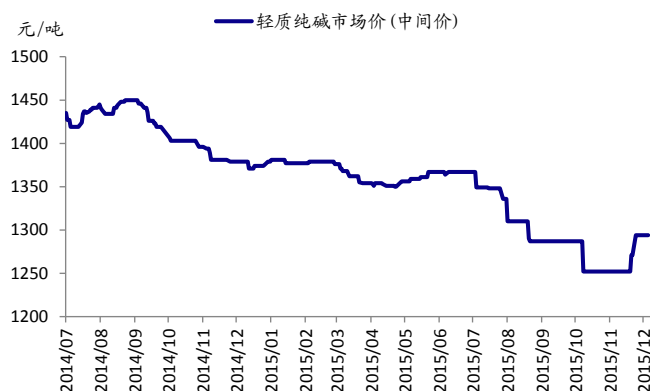
四、化工：整体去产能，纯碱价格持稳。由于下游行业前期需求较弱，大部分化工子行业当前面临着过剩产能出清局面。上周 PTA 期货收盘价从 4504 小幅下跌至 4350，预计 PTA 短期内大概率维持震荡走势。涤纶短纤市场价从 6575 微跌至 6400 元/吨；纯苯上海石化出厂价从 4600 小幅下跌至 4400 元/吨。氯碱化工产业链方面，受益于下游市场需求逐渐改善，纯碱价格持稳，轻质纯碱市场价持平于 1294 元/吨。国际方面，东南亚乙烯现货价微涨至 1080 美元/吨，东南亚 LDPE 现货价格微跌至 1054 美元/吨，新加坡石脑油 FOB 现货价小幅跌至 46.35 美元/桶。

图 11: PTA 价格



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 12: 轻质纯碱市场价



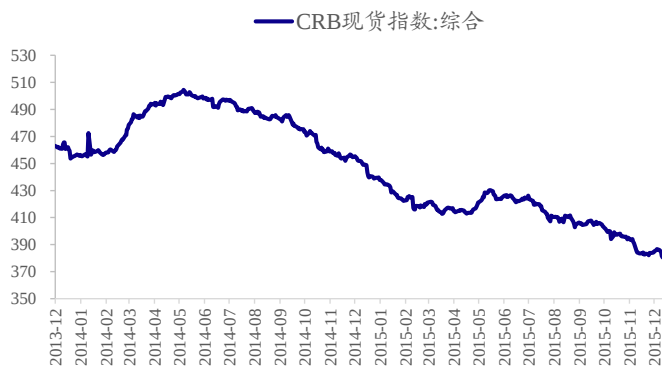
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4. 上游：原油价格创 2009 年以来新低

上游概况：大宗商品整体呈震荡格局，静待加息落地。动力煤出现短期企稳迹象，炼焦煤延续持稳，煤炭行业仍处于漫长的寒冬之中。铁矿石方面，悲观态势依旧，价格一路下行，下游需求继续恶化。有色金属价格指数环比微涨，库存出现反弹，中期价格仍然面临下行压力。原油方面，利空余震仍未了，价格重挫创新低。交运方面，作为大宗商品市场“风向标”的 BDI 环比下跌 7%。

一、大宗商品概览：整体呈震荡格局，静待加息落地。CRB 现货指数上周从 386.75 小幅下跌至 380.46，环比跌幅 1.63%。美元方面，美元指数周度环比下跌 0.75% 至 97.58，美联储 12 月首次加息预期已逐步被市场消化。根据历史经验，一旦加息预期落地，大宗商品价格有望迎来短暂反弹。

图 13: CRB 现货指数



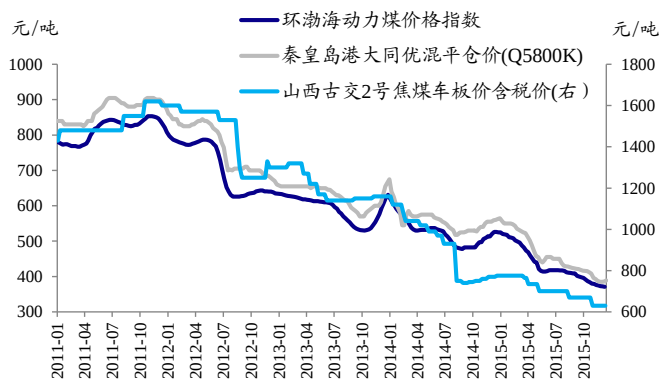
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 14: 美元指数



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 15: 煤炭价格



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 16: 煤炭库存



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

二、煤炭：动力煤价格仍在底部，炼焦煤延续持稳。动力煤方面，上周环渤海动力煤价格指数环比微跌 1 元至 371 元/吨；秦皇岛 5800 大卡大同优混平仓价环比微涨 0.6 元至 385.6 元/吨。**库存方面**，秦皇岛港煤炭库存收缩明显，周度环比大幅下跌 13.68% 至 464.83 万吨。从近一个月来看，环渤海动力煤在跌破 400 元/吨关口后一路向下，目前跌幅有所收窄，结合大同优混止跌以及港口库存下降等信号，我们认为，动力煤跌势短期内很有可能暂时性企稳。**下游需求方面**，六大发电集团用煤方面，其煤炭库存从 1195.40 小幅下跌至 1158.90 万吨，而煤炭库存可用天数持稳于 20.12 天。冬季取暖带动的煤炭需求在一定程度上支撑了动力煤价格。**炼焦煤方面**，山西古交 2 号焦煤车含税价继续持稳于 630 元/吨，近六周以来未现下跌。长期来看，煤电产业链、煤焦钢产业链等下游产业需求整体弱势格局在短期内尚无复苏回暖迹象，煤炭行业仍处于漫长的寒冬之中，我们认为，目前煤价短期企稳迹象过后，四季度后期煤价仍然难有明显反弹。

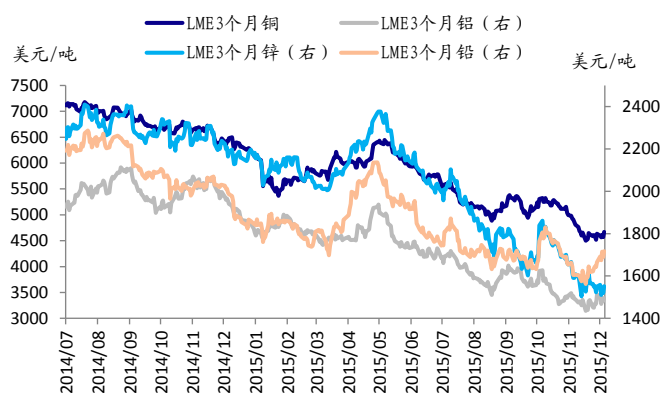
三、铁矿石：悲观态势依旧，价格一路下行，下游需求继续恶化。价格方面，中国钢铁协会公布的中国铁矿石价格指数（CIOPI）上周延续了阴跌态势，从154.85快速下跌至149.99，周度环比跌幅达3.14%，跌幅较上周收窄；西本新干线铁矿石价格指数从450跌至440；同样，唐山66%铁精粉干基含税出厂价也从450跌至440元/吨，再度开启了下跌走势。库存方面，主要港口铁矿石库存仍然处于高位，从9149万吨小幅攀升至9209万吨，环比微涨0.66%，处于今年5月份以来的最高点位。从铁矿石下游来看，本周高炉开工率指标处于谷底徘徊并跌至近三年来新低，这一惨淡指标所反映的钢铁减产的悲观情形始终未有根本改善，因此，需求弱势格局短期恶化的趋势料将难以改变。在需求不断弱化的强大压力下，铁矿石港口库存仍然高企，供需矛盾导致价格延续走弱。考虑到钢铁行业的寒冬还未过去、需求弱化格局短期难以改变，我们维持预判，春节之前，铁矿石价格仍然存在较高下跌风险。

图 17：铁矿石价格



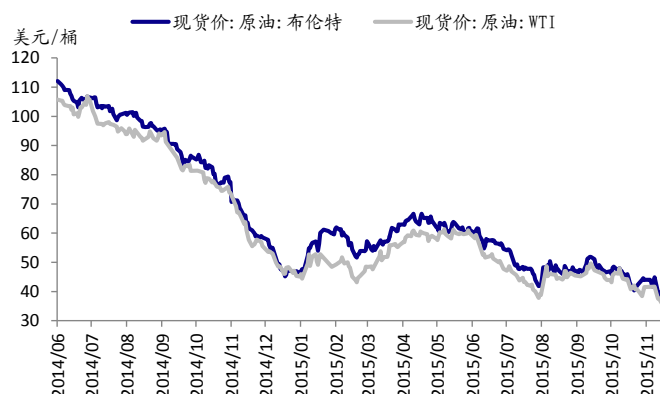
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 18：有色金属价格



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 19：原油价格



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 20：BDI



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

四、有色金属：价格指数环比微涨，库存出现反弹，中期看空。价格方面，LME 基本金属指数环比微涨 0.41%，收于 2177.9，所跟踪的六种有色金属的价格涨跌不一，期铜、期锌、期铝的价格环比涨幅依次为 0.69%、0.13%、3.12%、2.50%，期铝、期锡、期镍的价格环比跌幅依次为 0.99%、1.55%、4.15%。库存方面，有色金属延续了整体去库存的趋势，期铜、期锌环比分别下降 2.08%、3.67%，期铝、期铅、期锡、期镍分别反弹 1.41%、2.77%、9.39%、2.43%。据媒体报道，12 月 1 日，我国 10 家大型铜冶炼企业联合发布《中国铜冶炼骨干企业联合倡议书》，表示将在 2016 年削减铜产量 35 万吨，约占我国今年铜总产量的 8.75%，从中长期来看，有利于缓解铜冶炼行业的产能过剩问题。但在短期内，铜、铝等有色金属仍将处于产能过剩、需求不振的供需矛盾之中，去库存是个漫长的过程。我们认为，未来短期内，铜、铝等产能过剩类的有色金属价格仍大概率处于震荡下行趋势之中。

五、原油：利空余震仍未了，价格重挫创新低。上周布伦特原油现货价收于 37.13 美元/桶，环比跌幅达 11.15%，跌至 2009 年初以来新低；WTI 原油现货收于 35.59 美元/桶，环比跌幅达 11.16%。美国原油减产趋势依旧，贝克休斯统计的美国开采油井数量环比减少 28 个至 709 个，同比减少 1184 个。近期利空因素较多，余震未了，之前举行的 OPEC 会议未达成减产协议，且伊朗石油部长会后表示“原油产量没有上限”，此举意味着 OPEC 选择了保产量不保价格的策略，虽然没有从实质上改变短期基本面，但其带来的情绪冲击使得油价再遭打压。其次，美联储 12 月 16 日议息会议将近，首次加息几成定局，短期内强势美元无疑将继续施压油价。利多因素方面，反恐以及土俄冲突所带来的情绪冲击已逐渐消退为短期次要因素，但仍是接下来需要密切关注的边际因素。整体来看，国际原油供需关系失衡的格局短期内难以改变，中期来看油价大概率维持底部震荡的格局。

六、交运：BDI 环比下跌 7%。上周，作为大宗商品市场“风向标”的波罗的海干散货指数（BDI）环比大幅下跌 7.28%，收至 522 点；好望角型船运价指数（BCI）环比大幅下跌 12.47%，收至 779 点。国内方面，沿海煤炭运价指数（CBCFI）环比大幅上涨 9.11%至 621.31；上海出口集装箱运价指数（SCFI）则环比上涨 6.69%至 527.17。

附图及附表：

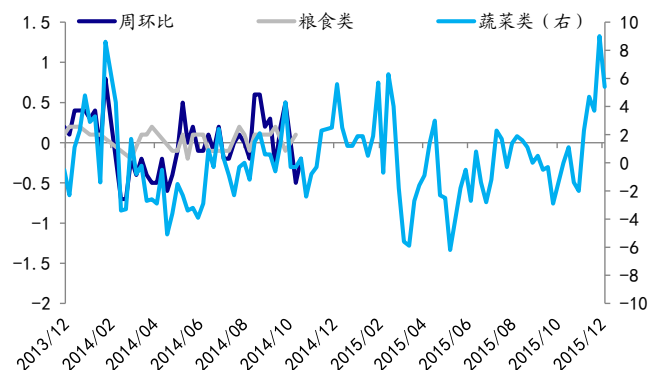
表：行业风险排序

所属梯队	行业	本期风险程度	15年展望	研判逻辑
第一梯队	公用事业	低	稳定	非周期性行业，政府支持力度大，现金流来源稳定
	交通运输	低	稳定	非周期性行业，政府扶持力度强，现金流稳定
第二梯队	医药	较低	稳定	下游刚性类需求行业，周期性不明显，盈利稳定，受政策影响较大
	传媒	较低	向好	下游消费类行业，发展速度快，景气程度高，属于顺经济周期行业
	食品饮料	较低	稳定	下游非周期性消费类行业，业绩稳定，个体品牌因素影响较大
	通信	较低	稳定	下游非周期性消费类行业，业绩稳定，现金流状况好
	家电	较低	稳定	下游游非周期性消费行业，产品更新换代快，生下活家店、智能家电转变
	汽车	较低	稳定	下游消费类行业，销量增长稳定，盈利能力好，现金流充裕
第三梯队	房地产	中性	向好	下游消费类行业，受宏观因素影响较大，近期景气程度较低但货币宽松政策利好供需，行业基本面情况显著好转
	商业贸易	中性	稳定	顺经济周期的零售消费行业，受国家政策和外部经济环境影响较大，中游行业，对房地产和基建依附程度较高，但行业规模不经济，对上下游处于弱势地位
	建筑	中性	稳定	
第四梯队	电气设备	较高	稳定	随下游用电量下滑出现产能过剩，新能源设备依靠补贴，自身盈利能力较差
	化工	较高	稳定	中游产能过剩行业，近期原材料价格下降，化工产品提价改善行业短期盈利
	水泥	较高	稳定	中游产能过剩行业，对下游房地产和基建依赖程度较高，15年需求持续低迷，旺季不旺特征明显
	造船	较高	恶化	周期性行业，金融危机之后陷入长期低迷，景气程度较低。航运持续低迷导致行业需求不佳
	电子	高	稳定	劳动力密集型行业，毛利率水平低，盈利能力一般。
	纺织服装	高	向好	受外部经济环境影响较大，集中度相对较低，但基本面有底部回暖趋势
第五梯队	煤炭	高	恶化	上游产能过剩的周期性行业，15年以来煤价下跌超出预期，产能释放仍未结束，位于产业链最上端，复苏最为滞后
	钢铁	高	恶化	中游产能过剩行业，受益于成本端大幅下跌13年、14年盈利小幅回暖，15年成本端跌幅放缓，盈利好转空间显著收窄
	工程机械	高	恶化	周期性行业，与固定资产投资规模有直接关系，受经济转型影响较大。
	有色	高	恶化	上游产能过剩的强周期性行业，经济发展低迷情况下行业景气度长期处于低位，其中电解铝子行业产能过剩问题最为严重
	造纸	高	恶化	轻工制造业，劳动力密集、环境污染型行业，景气程度较差

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

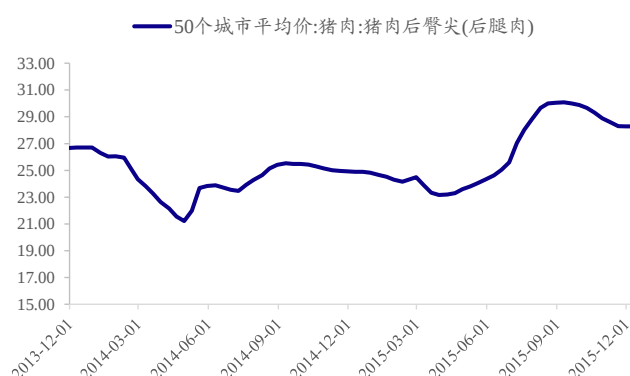
1. 下游

图 21: 食用农产品价格指数



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 22: 50个城市猪肉平均价



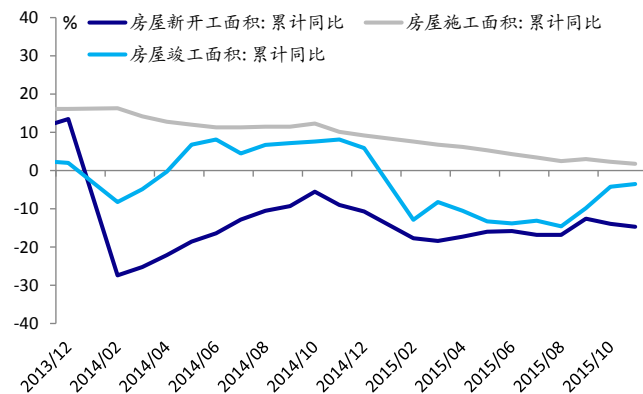
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 23: 菜篮子产品批发价格指数



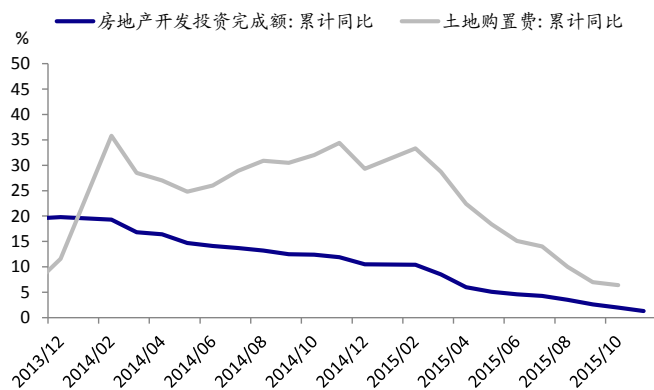
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 24: 房屋开工情况



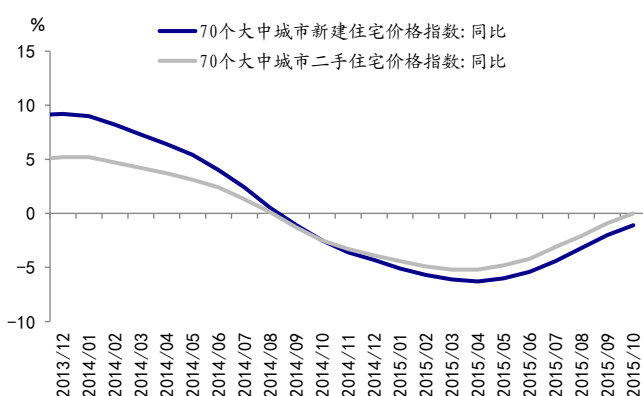
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 25: 房地产投资



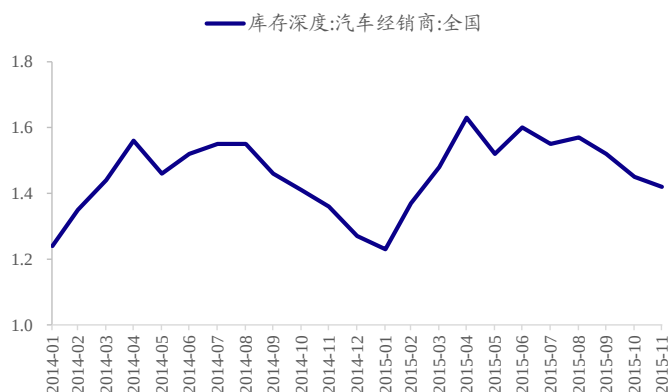
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 26: 70个大中城市新建、二手住宅价格指数



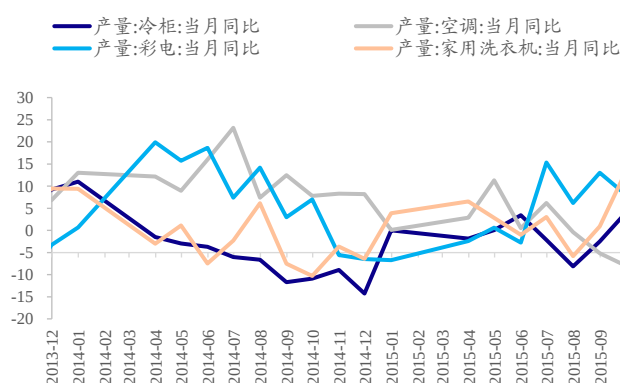
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 27: 全国汽车经销商库存深度



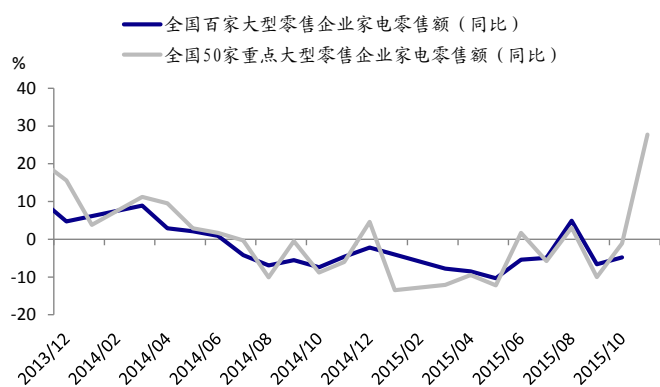
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 28: 家电产量



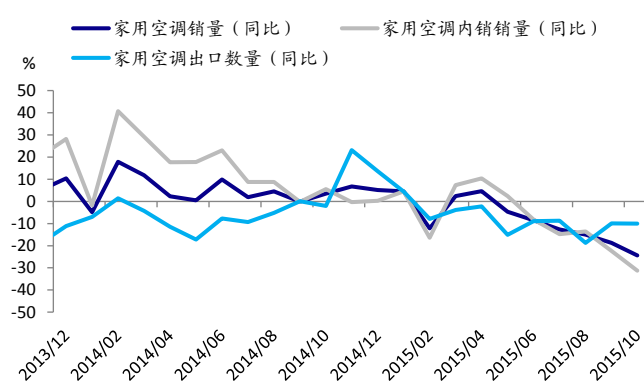
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 29: 家电零售



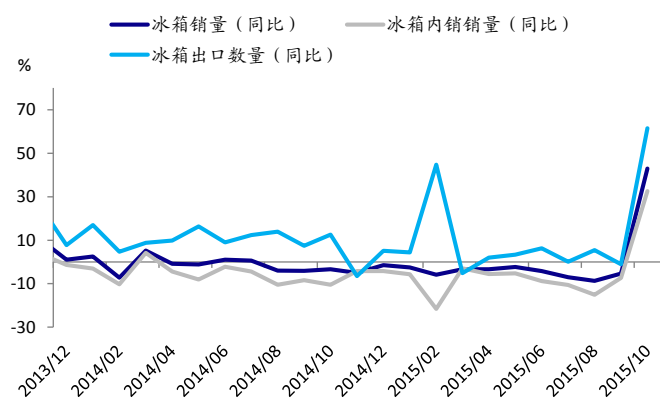
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 30: 空调销量



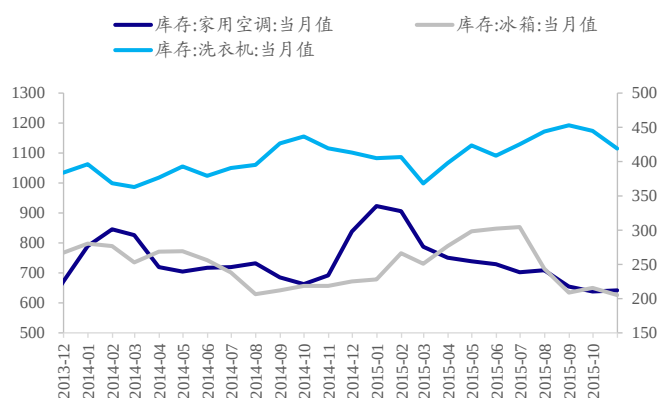
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 31: 冰箱销量



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

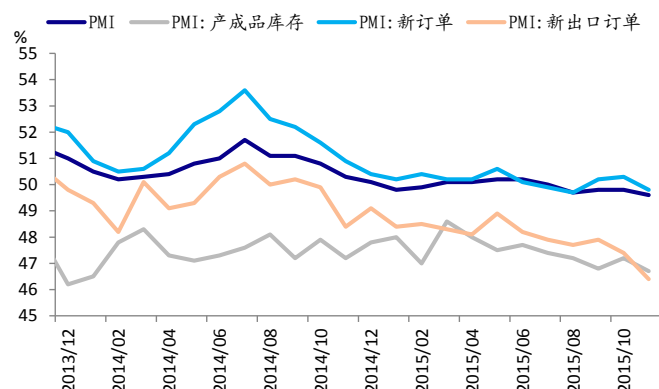
图 32: 家电库存规模



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

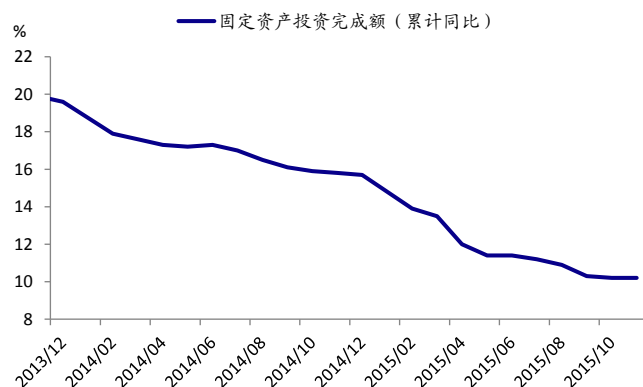
2. 中游

图 33: PMI



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 34: 固定资产投资完成额



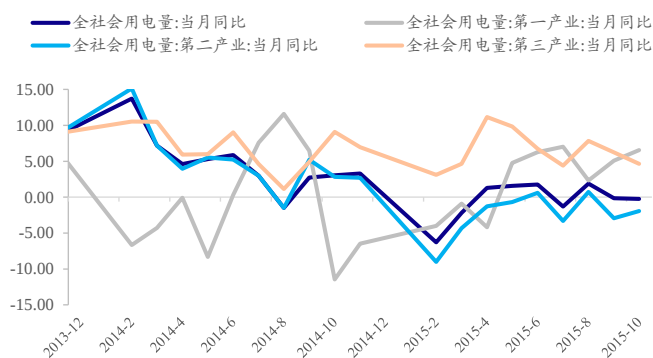
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 35: 工业增加值



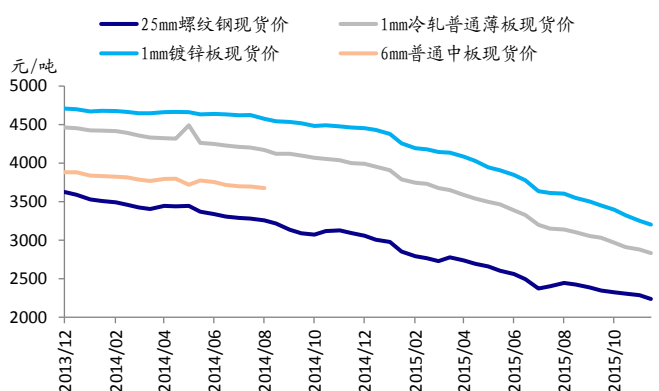
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 36: 全社会用电量当月同比



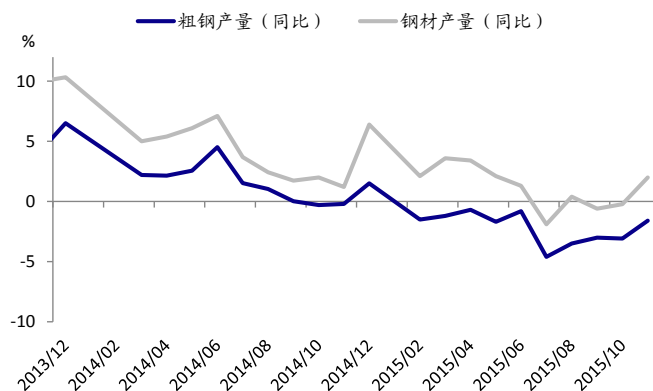
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 37: 主要钢铁产品价格



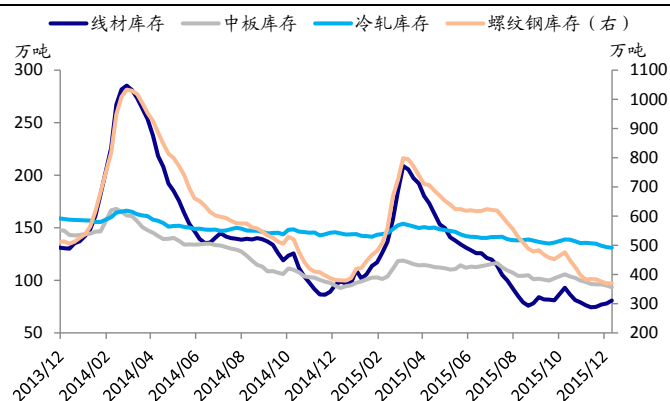
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 38: 钢铁产量



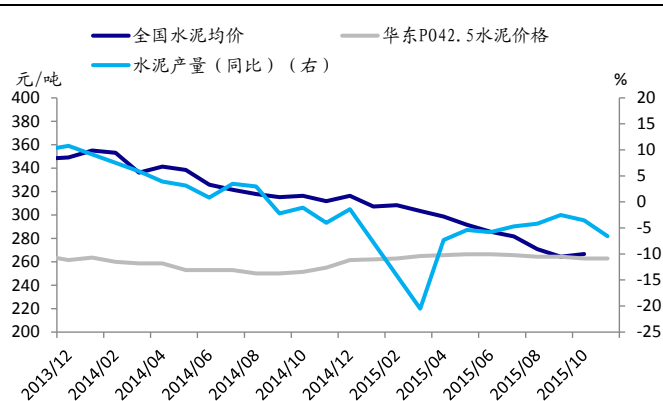
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 39: 主要钢铁产品库存



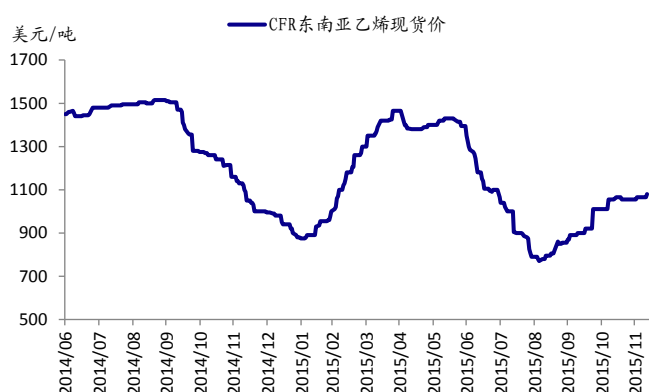
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 40: 水泥价格



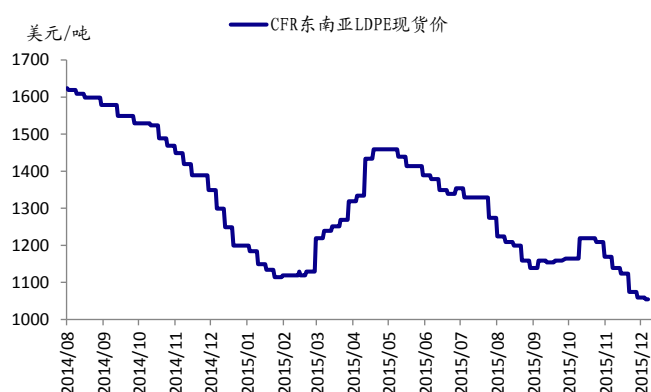
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 41: 东南亚乙烯价格



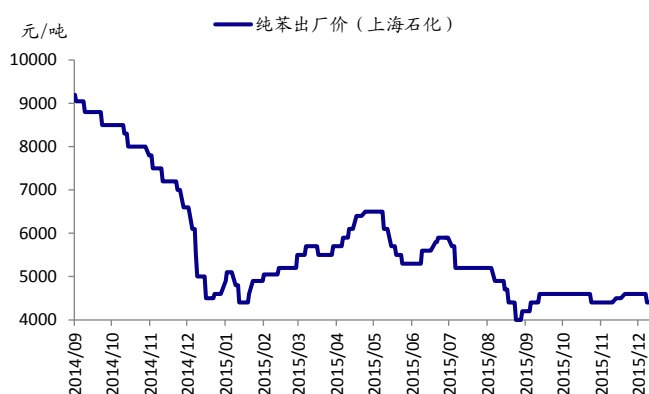
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 42: LDPE 价格



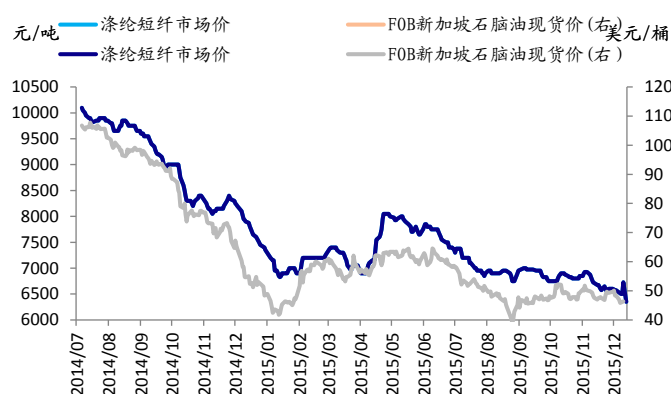
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 43: 纯苯价格



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

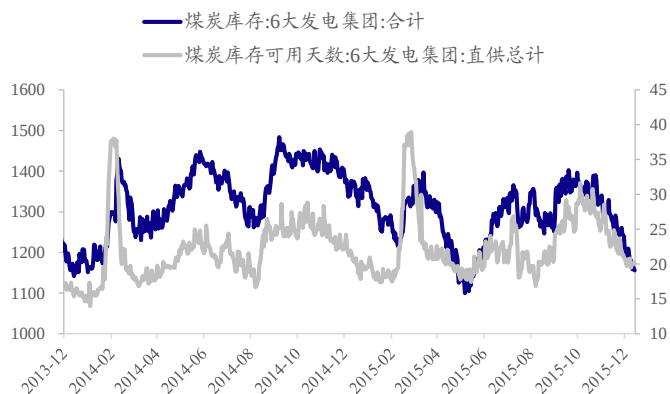
图 44: 涤纶短纤、石脑油价格



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

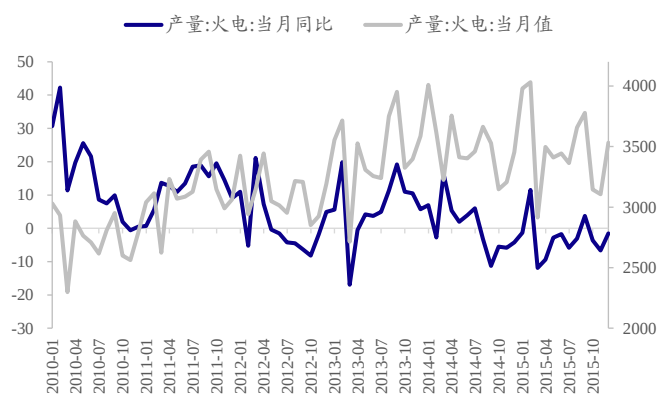
3. 上游

图 45: 电厂煤炭库存



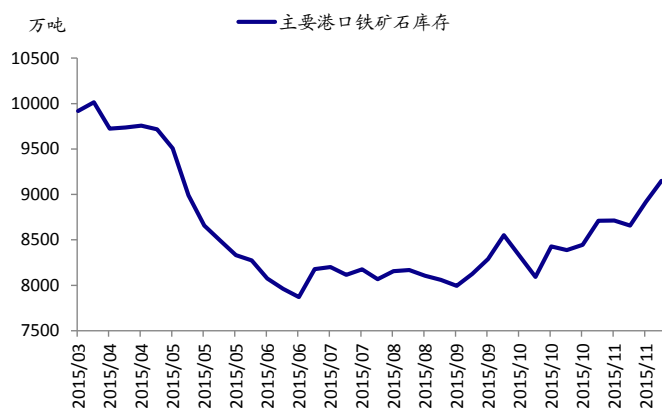
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 46: 煤炭下游需求



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 47: 铁矿石库存



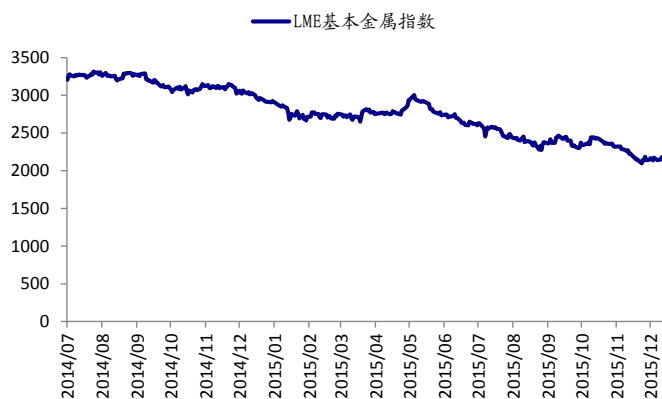
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 48: 唐山 66%铁精粉干基含税出厂



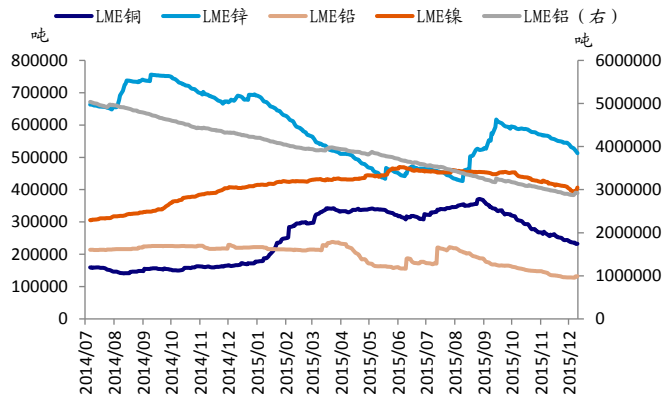
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 49: LME 基本金属价格指数



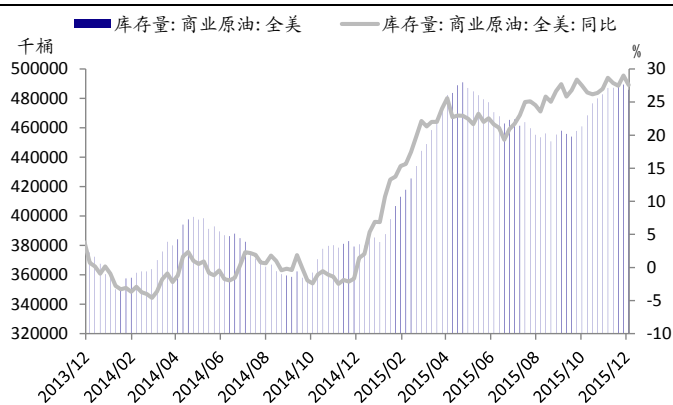
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 50: LME 库存



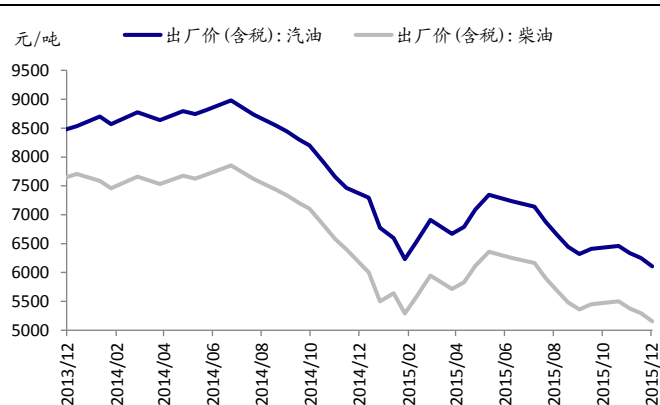
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 51: 原油库存



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 52: 汽柴油价格



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 53: BCI



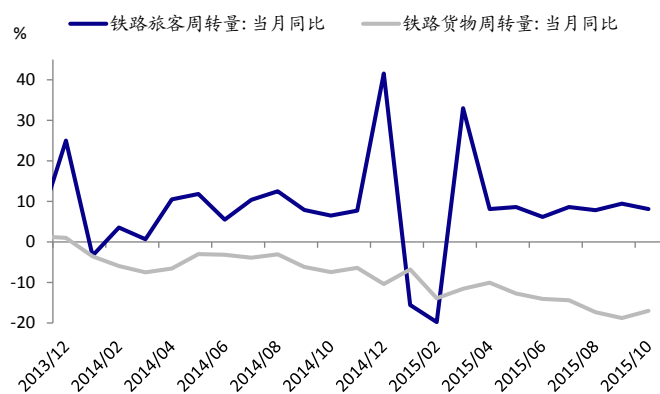
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 54: 沿海煤炭运价指数



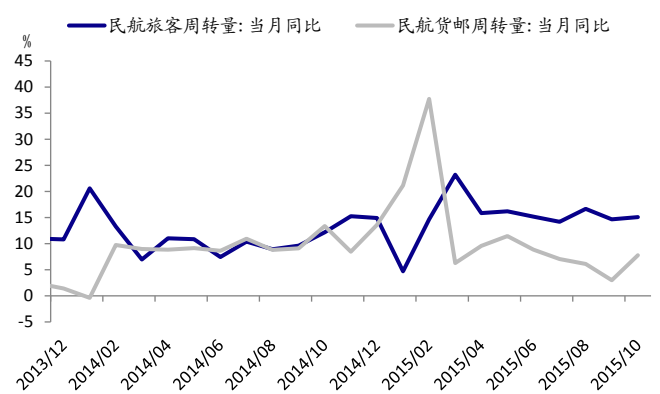
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 55: 铁路客货运周转量



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 56: 民航客货运周转量



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为信用债评级和转债评级。以报告发布后的建议 3 个月内的信用债净价为比较基准，报告发布后的建议投资期限内的信用债指数为比较基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 3 个月内信用债净价的涨跌幅，3 个月内转债价格相对于信用债指数的涨跌幅。

	评级	说明
信用评级	增持	信用风险下降，净价上涨
	中性	净价不变
	减持	信用风险上升，净价下跌
转债评级	增持	强于信用债指数
	中性	与信用债指数持平
	减持	弱于信用债指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		