2020 年 12 月 01 日

后疫情时期，走出“独立逻辑”的行业

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

张蓉蓉（分析师）
zhangrongrong@kysec.cn
证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

● **电子、医药、部分机械设备等制造业或已走出“独立逻辑”、维持较高景气**

近几个月，制造业投资总体改善、分化明显；部分行业表现亮眼，或主要受到稳增长政策、外需提振、产业逻辑等多因素的共同支撑。年初以来，制造业投资从深度下滑中逐步修复，单月增速已恢复正增长。各行业投资表现分化明显，其中，医药、黑色、造纸、农副食品等制造业，单月投资增速已高于 2019 年底。归纳来看，这些行业主要受到稳增长政策、外需提振、产业逻辑等多因素的共同支撑。

受“稳增长”及其外溢效应拉动，基建、房地产、汽车等链条景气回升；全球主要经济体产需“错位”，部分消费品制造业受外需拉动明显。黑色金属等原材料行业，需求受基建和房地产投资提振；汽车、橡胶和塑料制品等汽车链行业，景气也受到稳增长政策外溢效应的拉动。疫情影响下，中国产能的“替代效应”，对出口占比较高的消费品制造业拉动显著，如纺织、家具、文娱用品等行业。

部分行业受自身逻辑催化，需求改善背景下行业景气提振明显；电子、通信等行业，与结构转型契合，近年来持续保持较高增速。化工、造纸等行业，在环保政策和技术升级等推动下，中小企业、落后产能加速淘汰，龙头企业积极扩产，带动投资回暖。“工业 4.0”浪潮下，我国计算机、通信、电子设备等制造业，投资持续保持 10%以上的高增速。此外，医药等行业还受消费升级等长期逻辑支撑。

在政策退潮、“替代效应”减弱背景下，部分行业景气或受影响；而有些行业可能已经走出“独立逻辑”，未来景气延续性值得关注。对比各行业的生产、盈利、筹资、投资等数据表现，部分行业或已走出“独立逻辑”。其中，有转型逻辑的行业，如先进制造、新一代信息技术等，在政策退潮过程中，受到影响较小；部分外需依赖度较高的制造业，如电气、机械等工业品，或阶段性受益于外需改善。

● **高频数据：蔬菜上涨、猪价回落，人民币对美元贬值，商品价格多数上涨**

【通胀观察】蔬菜价格上涨、猪肉价格回落。农业部 28 种重点监测蔬菜平均批发价上涨 1.6%、至 4.49 元/公斤；猪肉平均批发价下跌 0.7%、至 39.10 元/公斤。

【汇率表现】美元指数上涨，人民币对美元贬值。上周美元指数上涨 0.52%，周五收于 91.78 点。美元兑人民币汇率收于 6.58，当周人民币对美元贬值 0.17%。

【大宗商品】商品价格多数上涨，能化指数领涨。上周南华商品综合指数上涨 2.5%，沥青指数领涨、周环比涨幅 9.0%，白银指数跌幅较大，周环比下跌 3.4%。

● **中观行业：商品房成交面积持平，水泥、玻璃价格上涨，国际原油结算价走高**

【下游】商品房成交面积持平，土地市场量涨价跌。30 城商品房成交面积与前周持平，一、三线回落，二线城市上升；土地成交溢价率下降 11.19 个百分点。

【中游】钢铁价格下跌，水泥、玻璃价格上涨。Myspic 综合钢价指数周环比下跌 0.4%，水泥价格上涨 0.1%、玻璃价格上涨 0.87%；橡胶价格较前周上涨 1.8%。

【上游】原油期货结算价格走高，有色金属价格多数上涨。布伦特和 WTI 原油期货结算价格分别上涨 7.2%、7.3%，LME 铜、铝、铅、锌 3 个月期货价上涨。

● **风险提示：**宏观经济或政策出现大幅调整；疫情形势出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-上游原料制造盈利大幅改善》-2020.11.27

《宏观经济点评-政策回归常态的再确认》-2020.11.26

《宏观深度报告-“转债策论”系列之十：

产业链视角，看造纸包装转债》-2020.11.25

目 录

1、 后疫情时期，走出“独立逻辑”的行业 4
2、 高频数据跟踪 11
2.1、 通胀观察：蔬菜价格上涨、猪肉价格小幅回落 11
2.2、 汇率表现：美元指数上涨，人民币对美元贬值 11
2.3、 大宗商品：商品价格多数上涨，能化指数领涨 12
3、 中观行业跟踪 13
3.1、 下游：商品房成交持平，土地市场量涨价跌 13
3.2、 中游：钢铁价格下跌，水泥、玻璃价格上涨 15
3.3、 上游：国际原油价格上涨，动力煤价格上行 17
4、 风险提示 18

图表目录

图 1： 近几个月，制造业投资总体改善、分化明显 4
图 2： 受益于稳增长发力，钢铁行业生产持续修复 5
图 3： 汽车产业链受稳增长政策外溢效应的提振 5
图 4： 口罩、防护服等防疫物资拉动纺织业出口 5
图 5： 2 季度以来，“替代效应”对相关行业形成拉动 5
图 6： 化工、造纸、食品等行业投资增速高于 2019 年底 6
图 7： 纸制品价格上涨、造纸业利润改善 6
图 8： 供给侧改革以来，化工行业格局持续优化 6
图 9： 农副制品行业扩大投资，或与生猪养殖修复有关 6
图 10： 信息技术服务业投资增速较高 7
图 11： 信息技术相关制造业，投资占比持续抬升 7
图 12： 医药行业的需求持续保持高位 7
图 13： 居民医疗保健支出占消费支出的比重持续抬升 7
图 14： 部分行业或已走出“独立逻辑” 8
图 15： 近几年，高技术制造业投资表现持续好于总体 9
图 16： 高技术制造业投资占制造业比重已超过 20% 9
图 17： 美国库存领先指标，制造业新订单增速止跌反弹 10
图 18： 美国有望在 2021 年 Q1 前后完成高危人群的接种 10
图 19： 美国化工、基本金属、机械及电气设备等行业库存，均处历史极低水平 10
图 20： 农业部 28 种重点监测蔬菜价格上涨 11
图 21： 农业部猪肉平均批发价下跌 11
图 22： 人民币对美元贬值，美元指数上涨 12
图 23： 人民币对欧元贬值、对日元升值 12
图 24： 美元兑人民币即期-中间日均价差为-2 基点 12
图 25： 离岸、在岸人民币日均价差-81 基点 12
图 26： 30 大中城商品房成交面积持平 13
图 27： 30 大中城商品房一线城市成交面积减少 13
图 28： 30 大中城商品房二线城市成交面积增加 14
图 29： 30 大中城商品房三线城市成交面积减少 14

图 30: 100 城供应土地占地面积增加 14
图 31: 100 城供应土地挂牌均价下跌 14
图 32: 100 城住宅类用地成交土地溢价率下降 15
图 33: 三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降 15
图 34: 线材、长材价格指数均下降 15
图 35: 前周全国高炉开工率保持不变 15
图 36: 水泥价格指数上涨 16
图 37: 玻璃价格指数上涨 16
图 38: 长江有色市场铜、铝价格上涨 16
图 39: 长江有色市场锌价格下跌，铅价格上涨 16
图 40: 上期所铜、铝库存均减少 17
图 41: 上期所铅库存均增加，锌库存减少 17
图 42: 焦煤价格持平前周、动力煤价格上升 17
图 43: 国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率上升 17
图 44: 国际原油期货结算价格上涨 18
图 45: LME3 个月铜、铝价格均上涨 18

表 1: 政策引导下，新一代信息技术相关的先进制造业或受到支撑 8
表 2: 商品期货市场核心品种普遍上涨 12
表 3: 商品期货市场细分品种中，沥青指数领涨 13

1、 后疫情时期，走出“独立逻辑”的行业

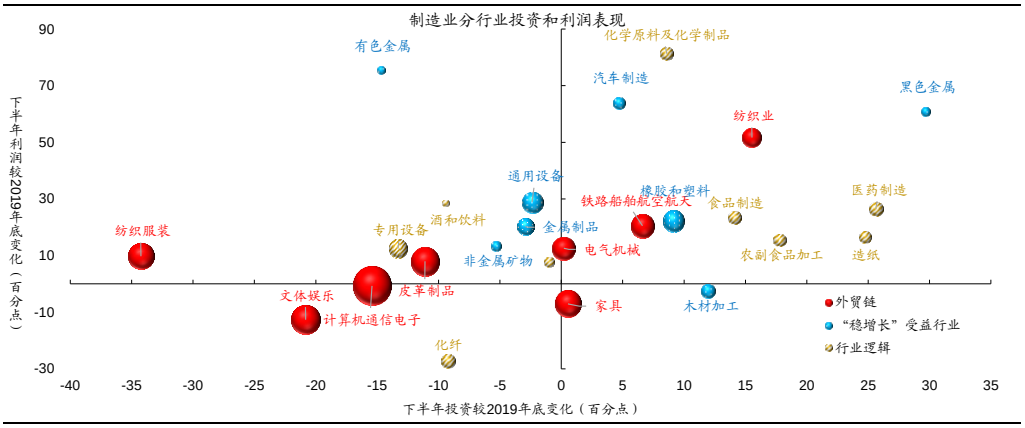
事件：

1—10 月份，制造业投资同比下降 5.3%，降幅比 1—9 月份收窄 1.2 个百分点。（数据来源：Wind）

点评：

近几个月，制造业投资总体改善、分化明显；部分行业表现亮眼，或主要受到稳增长政策、外需提振、产业逻辑等多因素的共同支撑。年初以来，固定资产投资从深度下滑中逐步修复，制造业投资单月增速已恢复正增长。各行业投资表现分化明显，其中医药、黑色、造纸、农副食品等部分制造业，近几个月的投资增速已高于 2019 年底，呈现较高景气。归纳来看，主要受到稳增长政策、外需提振、产业逻辑等多因素的共同支撑。

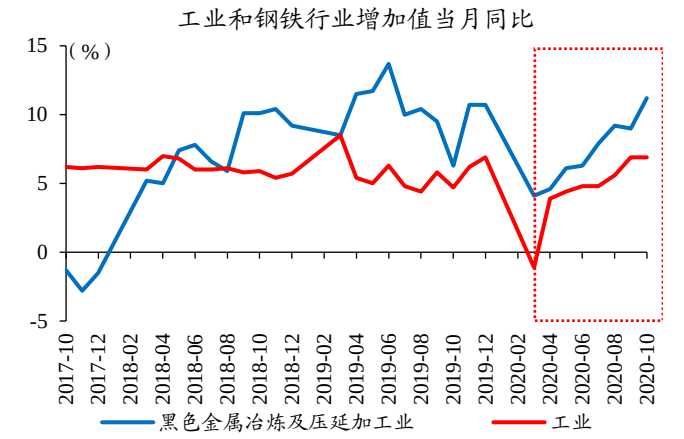
图1：近几个月，制造业投资总体改善、分化明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

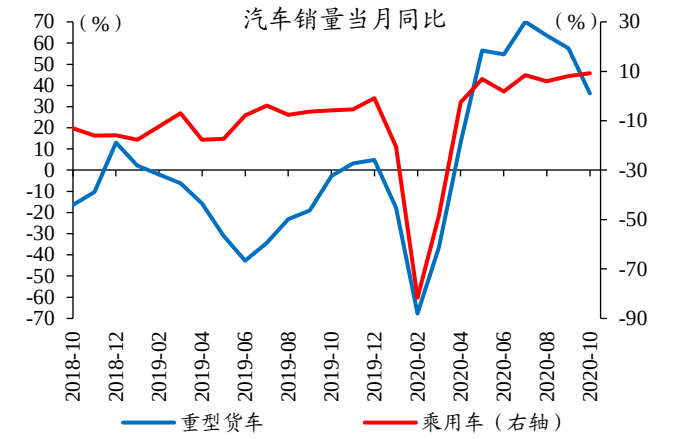
受“稳增长”及其外溢效应拉动，基建、房地产、汽车等链条景气回升。年初以来大规模的财政扩张和货币宽松，以及政策的外溢效应，对基建、房地产投资提振明显，后地产、汽车等链条也受到拉动。比如 8-10 月，黑色金属制造业投资同比增长 48.0%，较 2019 年 4 季度提高 29.7 个百分点；橡胶和塑料制品业、汽车制造业，投资分别提高了 9.1 和 4.7 个百分点。此外，工程机械设备、金属制品、非金属矿物制品等制造业，景气均出现回升。

图2：受益于稳增长发力，钢铁行业生产持续修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

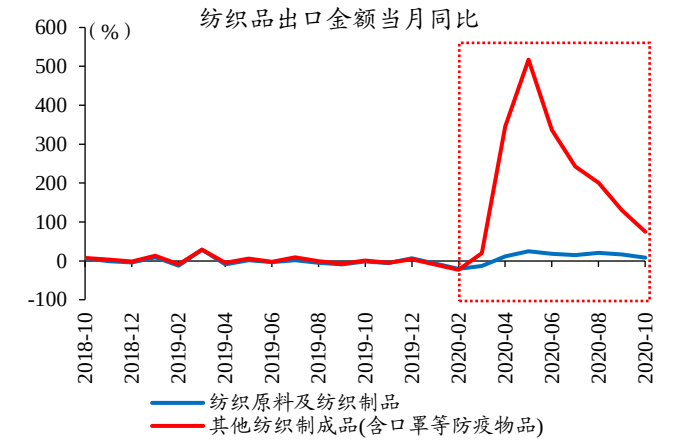
图3：汽车产业链受稳增长政策外溢效应的提振



数据来源：Wind、开源证券研究所

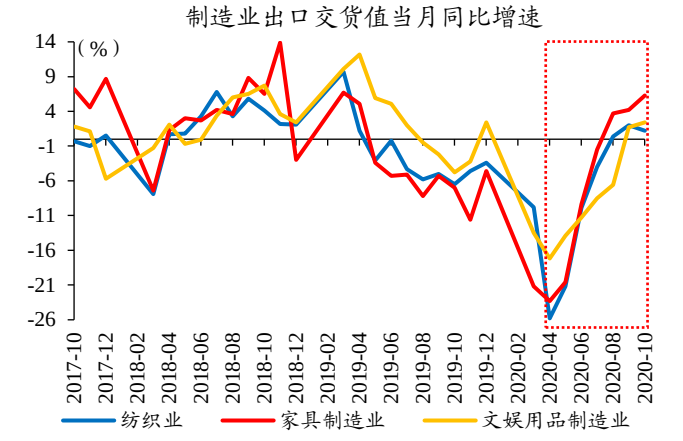
2 季度以来，全球主要经济体产需“错位”，外需对纺织、家具、文娱用品等部分消费品制造业拉动明显。疫情影响下，2 季度以来国内生产率先修复、海外生产受疫情持续压制；中国产能的“替代效应”，对出口占比较高的消费品制造业拉动显著。比如包含防疫物资的“其他纺织制成品”出口金额一度同比增长 500%以上、医药制造业 2 季度出口交货值同比增长超过 50%。纺织、家具、文娱用品等出口交货值增速，均已高于 2019 年下半年。

图4：口罩、防护服等防疫物资拉动纺织业出口



数据来源：Wind、开源证券研究所

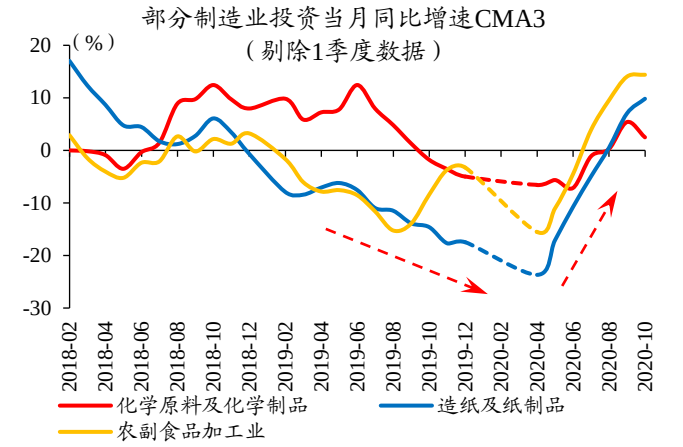
图5：2 季度以来，“替代效应”对相关行业形成拉动



数据来源：Wind、开源证券研究所

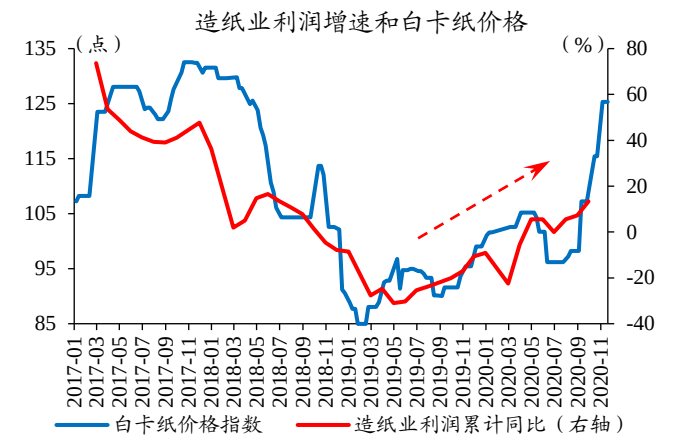
部分行业受自身逻辑催化，需求改善背景下行业景气提振明显，如化工、造纸、农副食品等制造业。供给侧改革以来，化工、造纸等行业产能扩张受到环保政策严格约束，中小企业、落后产能加速淘汰；2019 年造纸行业的固定资产投资降幅超过 10%，化工行业投资增速在 2019 年下半年也持续回落、降为负增。同时，龙头企业凭借资金和技术优势，积极扩产和整合。尤其在后疫情时期，行业格局进一步优化，产品价格上涨、利润改善，带动投资回暖。非洲猪瘟等影响下，农副食品行业也产生了类似的格局变化。

图6：化工、造纸、食品等行业投资增速高于 2019 年底



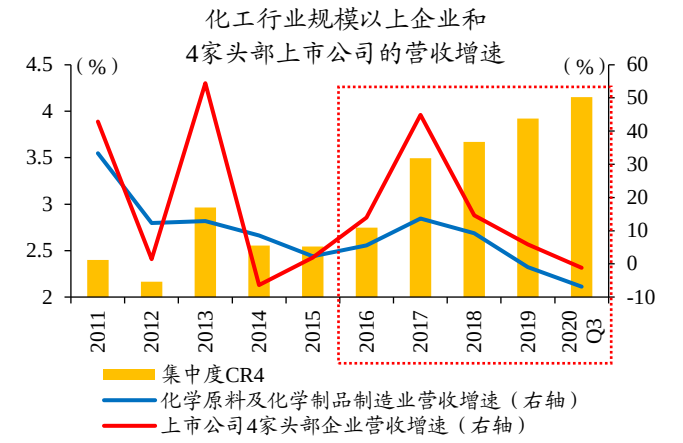
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：纸制品价格上涨、造纸业利润改善



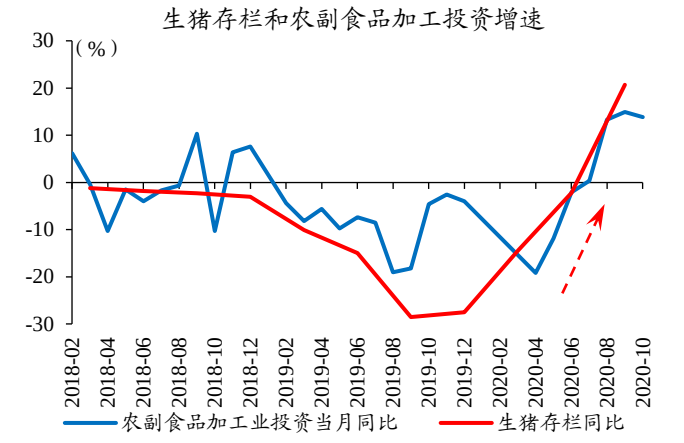
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：供给侧改革以来，化工行业格局持续优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

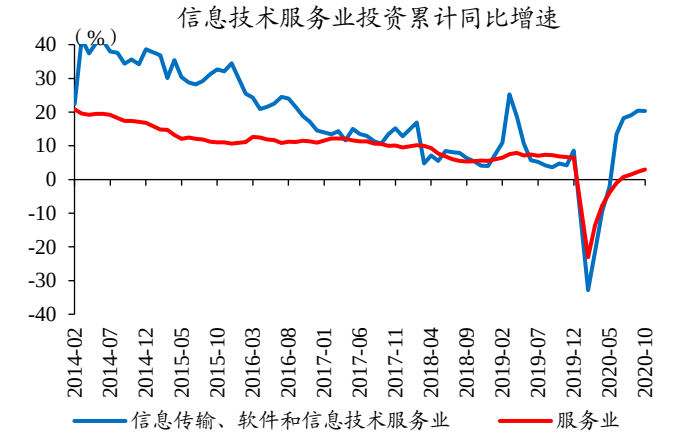
图9：农副制品行业扩大投资，或与生猪养殖修复有关



数据来源：Wind、开源证券研究所

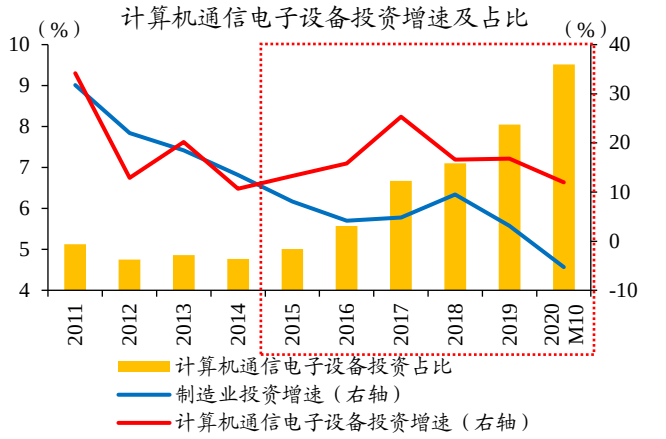
与此同时，部分行业和产业结构转型的长期发展方向相契合，近年来保持较高增速，如电子、医药等。“工业 4.0”浪潮下，新一代信息技术高速发展，相关服务如 5G 通信等投资增长迅猛，带动硬件设施制造业的投资扩张。近年来，计算机通信电子设备制造业投资增速，始终保持 10%以上的高位；2020 年前 10 个月，投资占制造业总投资比重达 9.5%，较 2015 年提高 4.5 个百分点。消费升级和老龄化趋势下，医疗保健等相关消费需求持续扩张，对医药行业形成持续的支撑。此外，部分高端化工品、装备制造等，在产业转型持续推动下，近年来也保持较高景气。

图10：信息技术服务业投资增速较高



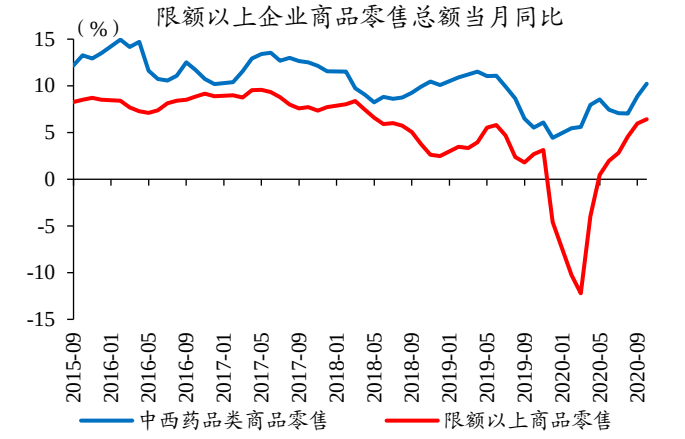
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：信息技术相关制造业，投资占比持续抬升



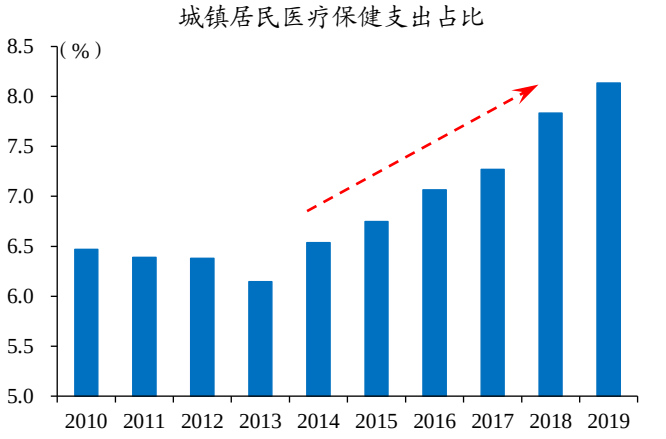
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：医药行业的需求持续保持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：居民医疗保健支出占消费支出的比重持续抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

在政策退潮、“替代效应”减弱背景下，部分行业景气或受影响；而有些行业可能已经走出“独立逻辑”，未来景气延续性值得关注。对比梳理各行业的生产、盈利、筹资、投资等数据表现，部分行业或已走出“独立逻辑”。比如上游原材料制造业中的化工、造纸等，中游设备制造业中的电气机械、计算机通信电子等，下游居民消费品制造业中的医药等。这些行业在后疫情时期，利润显著改善，投融资行为也均有回暖迹象，行业景气的抬升势头或将延续。

图14：部分行业或已走出“独立逻辑”



数据来源：Wind、开源证券研究所

这其中，有转型逻辑的行业，如先进制造业、新一代信息技术等，在政策退潮过程中，受到的影响较小。2010 年，国务院将高端装备制造、新一代信息技术等 7 个产业列为战略性新兴产业，作为重点培育发展的领域；2015 年《中国制造 2025》，明确我国先进制造业发展的顶层设计。2016 年以来，我国着力促进信息化、数字化产业发展；2018 年中美贸易摩擦加剧、2020 年疫情爆发，进一步推动政策加大对电子、通信等相关制造业的支持力度。在经济转型突围过程中，这些契合转型发展方向的行业，或将具有持续的发展动能，在政策退潮过程中，受到的影响也相对较小。

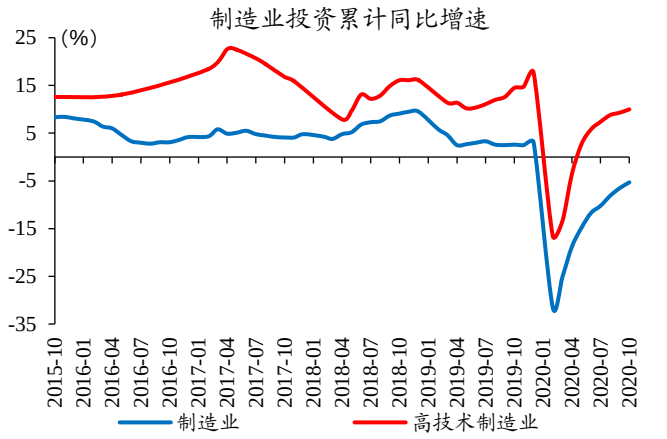
表1：政策引导下，新一代信息技术相关的先进制造业或受到支撑

时间	文件/会议	内容
2010 年 10 月	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	**重点培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等产业。**到 2020 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 15%左右。
2011 年 12 月	《工业转型升级规划（2011—2015 年）》	**发展先进装备制造业，积极培育发展智能制造、新能源汽车、海洋工程装备等高端装备制造业。增强电子信息产业核心竞争力，突破关键电子元器件、材料和设备的核心技术和工艺。**
2012 年 7 月	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	到 2020 年，力争使战略性新兴产业成为国民经济和社会发展的重要推动力量，增加值占 GDP 比重达到 15%，节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济支柱产业。
2015 年 5 月	《中国制造 2025》	力争用十年时间，迈入制造强国行列。到 2020 年，基本实现工业化，制造业大国地位进一步巩固，制造业信息化水平大幅提升。**到 2025 年，制造业整体素质大幅提升。**
2016 年 7 月	《国家信息化发展战略纲要》	以智能制造为突破口，加快信息技术与制造技术、产品、装备融合创新，推广智能工厂和智能制造模式，全面提升企业研发、生产、管理和服务的智能化水平。
2016 年 12 月	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	到 2020 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值比重达到 15%，形成新一代信息技术、高端制造、生物、绿色低碳、数字创意等 5 个产值规模 10 万亿元级的新支柱。
2017 年 10 月	十九大报告	**加快建设制造强国，加快发展先进制造业，推动互联网、大数据、人工智能和实体经**

时间	文件/会议	内容
		济深度融合。促进我国产业迈向全球价值链中高端，培育若干世界级先进制造业集群。
2019 年 10 月	《制造业设计能力提升专项行动计划（2019-2022 年）》	在高档数控机床、工业机器人、汽车、电力装备、石化装备、重型机械等行业，以及节能环保、人工智能等领域实现原创设计突破。
2019 年 11 月	《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》	**深入实施工业互联网创新发展战略，加快人工智能、5G 等新一代信息技术在制造、服务企业的创新应用。**
2020 年 5 月	《关于深入推进移动物联网全面发展的通知》	准确把握全球移动物联网技术标准和产业格局的演进趋势，推动 2G/3G 物联网业务迁移转网，建立 NB-IoT、4G 和 5G 协同发展的移动物联网综合生态体系。
2020 年 9 月	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	**加大 5G 建设投资，加快基础材料、关键芯片、高端元器件、新型显示器件、关键软件等核心技术攻关，大力推动重点工程和重大项目建设，积极扩大合理有效投资。**加快推进基于信息化、数字化、智能化的新型城市基础设施建设。
2020 年 10 月	十九届五中全会公报	坚持把发展经济着力点放在实体经济上，**坚定不移建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国**，推进产业基础高级化、产业链现代化，提高经济质量效益和核心竞争力。

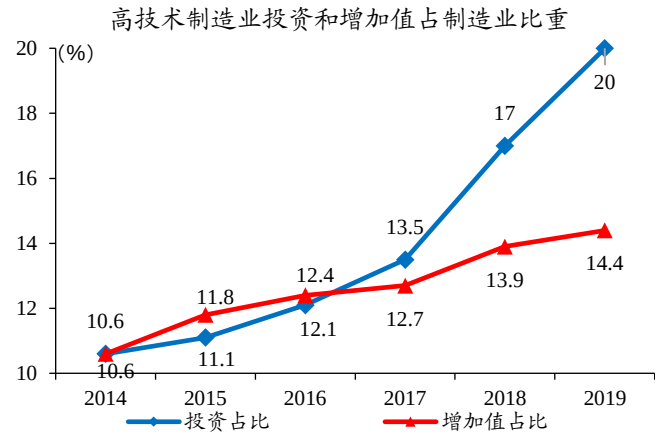
资料来源：中国政府网、开源证券研究所

图15：近几年，高技术制造业投资表现持续好于总体



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：高技术制造业投资占制造业比重已超过 20%



数据来源：Wind、开源证券研究所

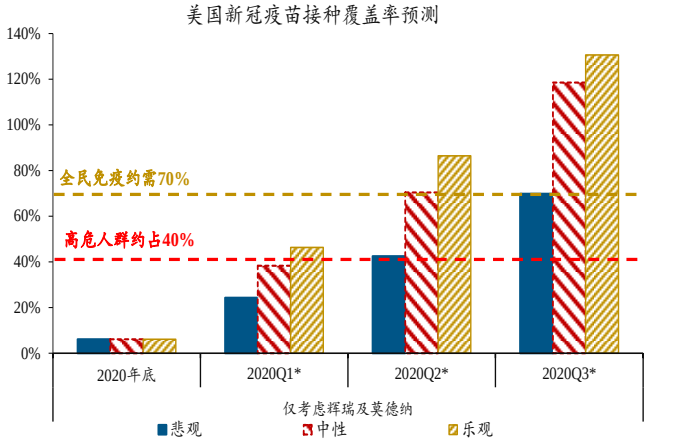
部分外需依赖度较高的制造业，如电气、机械、化工等工业品，家具等居民消费品，还可能阶段性受益于外需改善的拉动。疫情爆发后，美国推行了大规模财政和货币刺激举措，经济已完全具备复苏条件。需求持续向好带动下，美国库存周期重启在即，制造业新订单已止跌反弹、加速提升。细分制造业中，机械设备（装卸、农业等）、电气设备（家电、照明等）等生产活动所需物资，补库空间或较大。此外，批发和零售环节中的服装、家具等居民消费相关商品，库存也处于较低水平。这些商品对应的我国出口行业，未来景气抬升的持续性可能更好。

图17：美国库存领先指标，制造业新订单增速止跌反弹



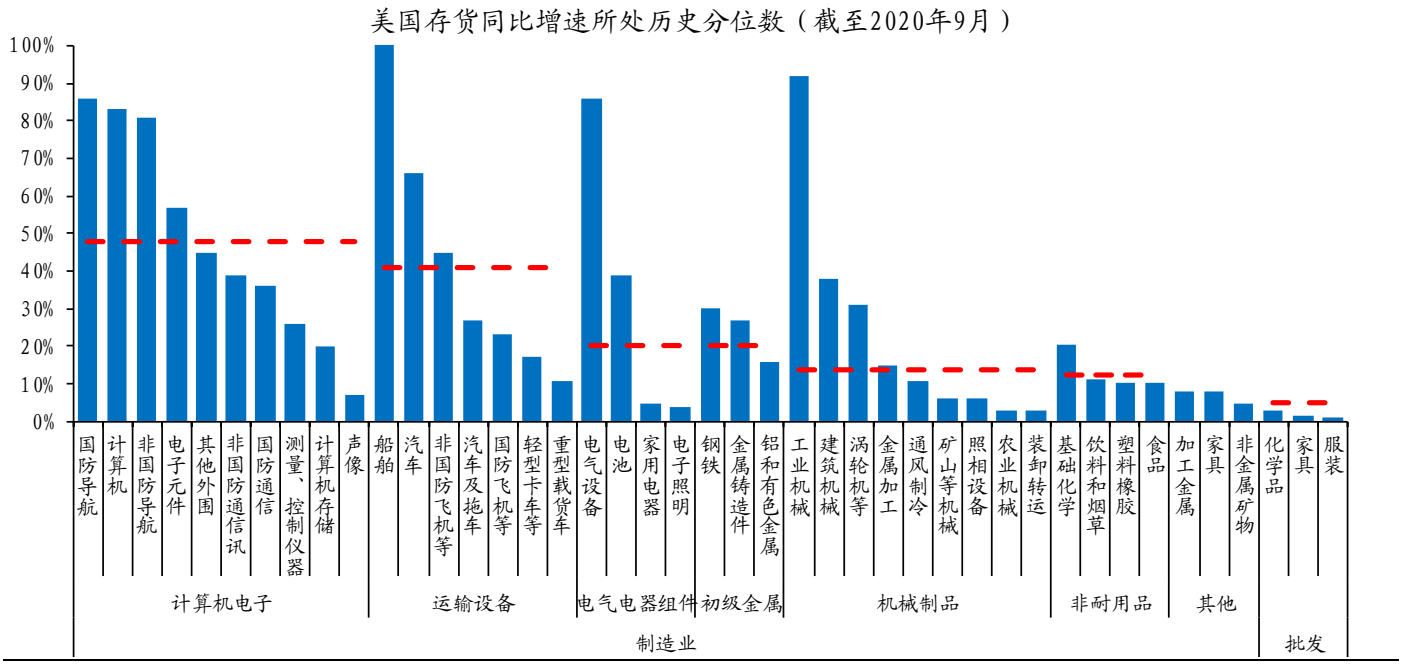
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：美国有望在2021年Q1前后完成高危人群的接种



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：美国化工、基本金属、机械及电气设备等行业库存，均处历史极低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

经过以上研究，我们发现：

（1）近期制造业投资总体改善，各行业投资表现分化明显；中上游制造业投资修复较早，下游制造业近几个月投资明显抬升。其中，医药、黑色、造纸、农副食品等部分原材料和消费品制造业，单月投资增速已高于2019年底，呈现较高景气。

（2）黑色金属、汽车链等相关制造业，得益于“稳增长”逻辑；基建和房地产投资拉动原材料产需景气，汽车销售回暖提振产业链向好。医药、纺织等防疫物资产品制造业受疫情支撑，尤其在海外疫情蔓延、生产受限背景下，维持较高的景气度。

（3）化工、造纸等行业投资改善，或反映政策约束、技术升级等推动下，行业

格局优化的逻辑；龙头企业积极扩张，带动产业投资。“工业 4.0”浪潮、居民消费升级背景下，电子、医药等行业，和产业结构转型方向相契合，近年来保持较高增速。

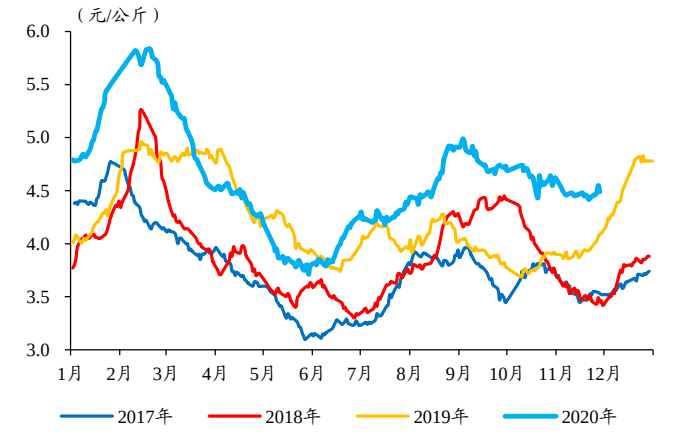
（4）从行业数据梳理来看，经过数年的行业优化，有些行业可能已经走出“独立逻辑”，未来景气延续性值得关注。其中，有转型逻辑的行业，如先进制造、新一代信息技术等，在政策退潮过程中，受到影响较小；部分外需依赖度较高的制造业，如电气、机械等工业品，家具、服装等消费品，或将受益于后疫情时期的外需改善。

2、 高频数据跟踪

2.1、 通胀观察：蔬菜价格上涨、猪肉价格小幅回落

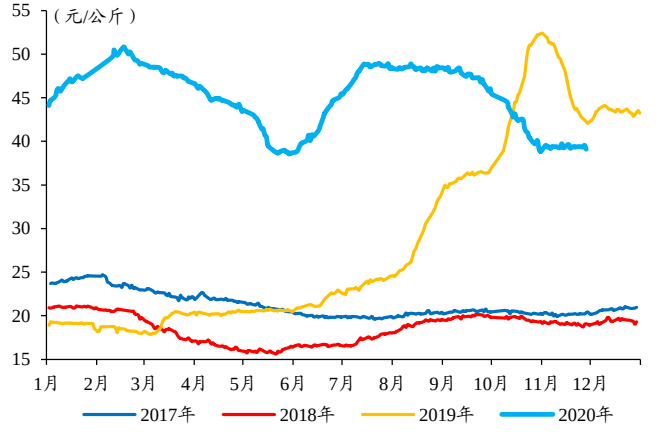
上周（11 月 23 日-11 月 27 日），蔬菜价格上涨、猪肉价格小幅回落。农业部 28 种重点监测蔬菜平均批发价周环比上涨 1.6%，至 4.49 元/公斤。猪肉平均批发价周环比下跌 0.7%，至 39.10 元/公斤。

图20：农业部 28 种重点监测蔬菜价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：农业部猪肉平均批发价下跌

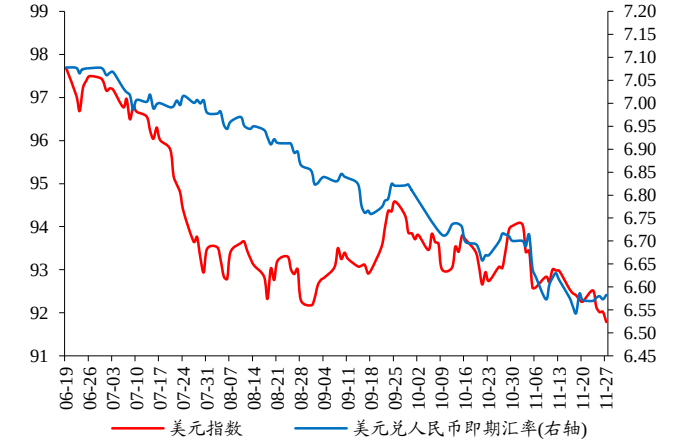


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 汇率表现：美元指数上涨，人民币对美元贬值

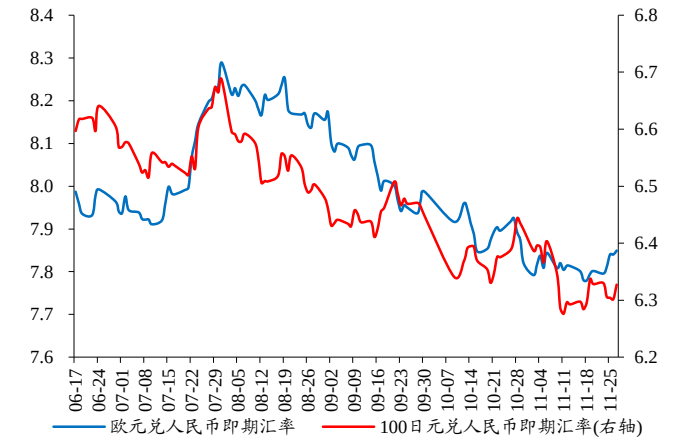
上周（11 月 23 日-11 月 27 日），人民币对美元贬值 0.17%，周五美元兑人民币汇率收于 6.58；美元指数收于 91.78，周环比上涨 0.52%。美元兑人民币即期-中间日均价差为-2 基点；离岸、在岸人民币日均价差-81 基点。

图22：人民币对美元贬值，美元指数上涨



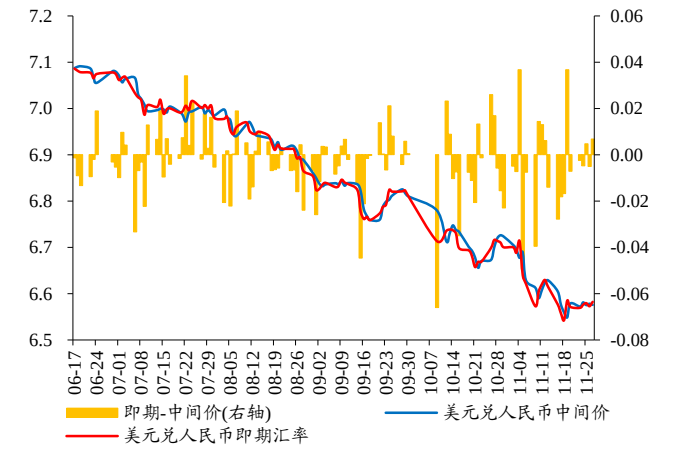
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：人民币对欧元贬值、对日元升值



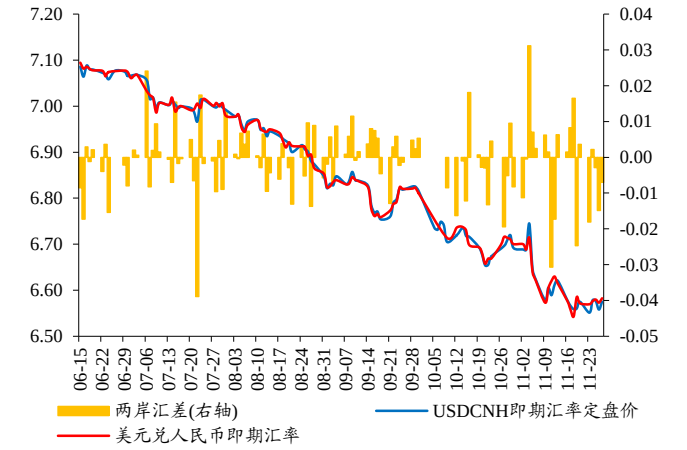
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：美元兑人民币即期-中间日均价差为-2基点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：离岸、在岸人民币日均价差-81基点



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 大宗商品：商品价格多数上涨，能化指数领涨

上周（11 月 23 日-11 月 27 日），商品期货核心品种多数上涨，能化指数领涨。上周南华商品综合指数上涨 2.5%。核心品种普遍上涨，能化指数领涨，周环比涨幅 5.4%。细分品种来看，沥青指数领涨，周环比涨幅为 9.0%；白银指数跌幅较大，周环比跌幅为 3.4%。

表2：商品期货市场核心品种普遍上涨

	南华综合指数	南华工业品指数	南华农产品指数	南华金属指数	南华能源化工指数	南华贵金属指数
上周涨幅	2.5%	3.9%	-0.1%	1.9%	5.4%	-3.3%
前周涨幅	2.0%	2.4%	0.3%	3.5%	1.1%	-1.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：商品期货市场细分品种中，沥青指数领涨

	能源化工			金属				加工					农产品	
	南华铁矿石指数	南华动力煤指	南华焦煤指数	南华沪锌指数	南华沪铜指数	南华白银指数	南华黄金指数	南华玻璃指数	南华沥青指数	南华螺纹钢指数	南华PTA指数	南华PVC指数	南华玉米指数	南华豆粕指数
上周涨幅	1.6%	7.8%	8.3%	-0.7%	4.9%	-3.4%	-3.3%	-1.8%	9.0%	-1.3%	0.7%	2.8%	-0.6%	-0.3%
前周涨幅	6.6%	-1.8%	-3.5%	6.1%	2.5%	-0.8%	-1.3%	2.5%	-0.5%	3.6%	3.2%	0.5%	1.4%	2.0%

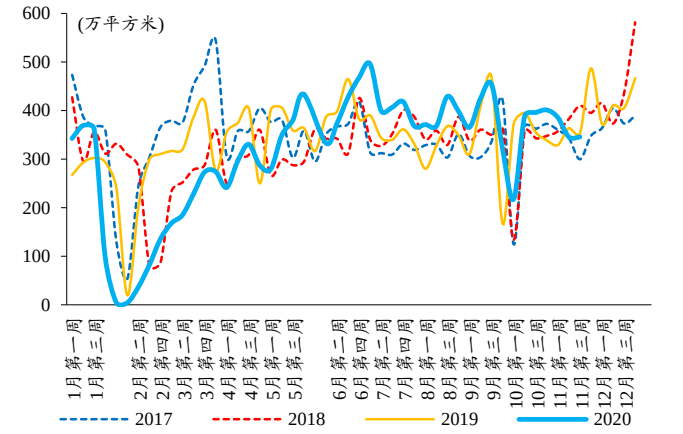
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 中观行业跟踪

3.1、 下游：商品房成交持平，土地市场量涨价跌

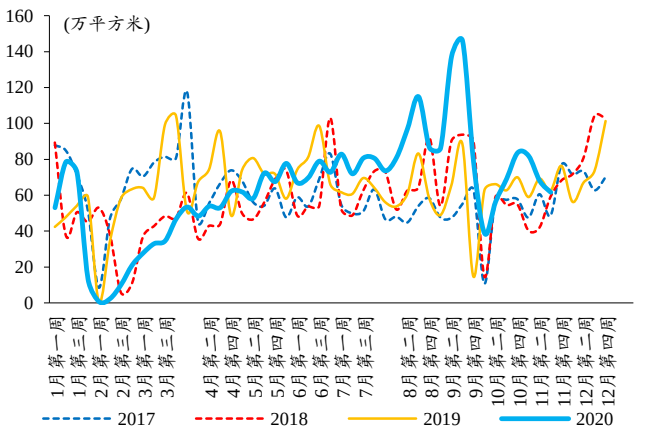
前周（11 月 15 日-11 月 22 日），30 大中城市商品房成交面积持平，一线、三线城市成交面积减少、二线城市成交面积增加。前周，30 城商品房成交面积 346 万平方米。分城市来看，一线城市成交面积 62 万平方米，周环比下降 9.4%；二线城市成交面积 169 万平方米，周环比上升 5.5%；三线城市成交面积 115 万平方米，周环比下降 2.1%。

图26：30 大中城商品房成交面积持平



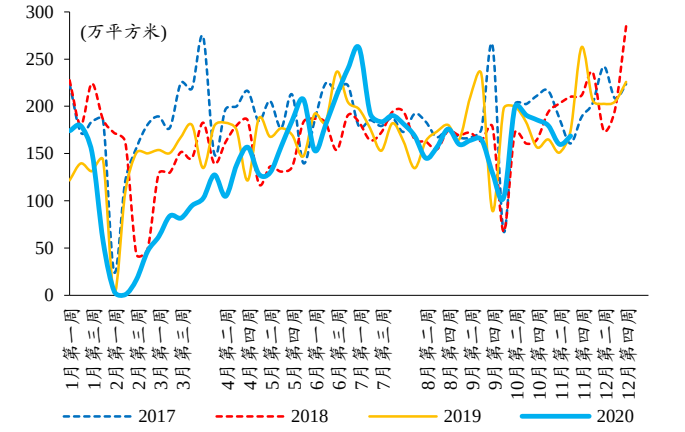
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：30 大中城商品房一线城市成交面积减少



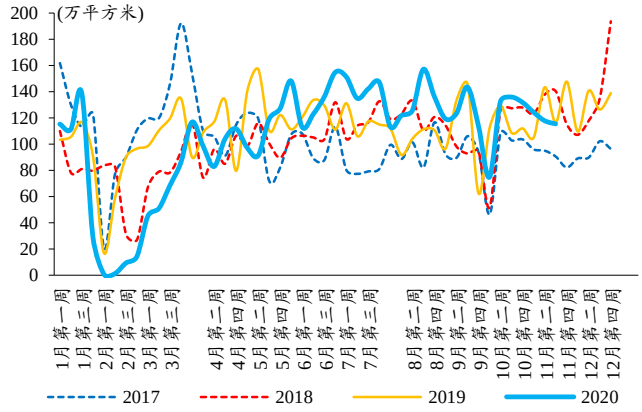
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：30 大中城商品房二线城市成交面积增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

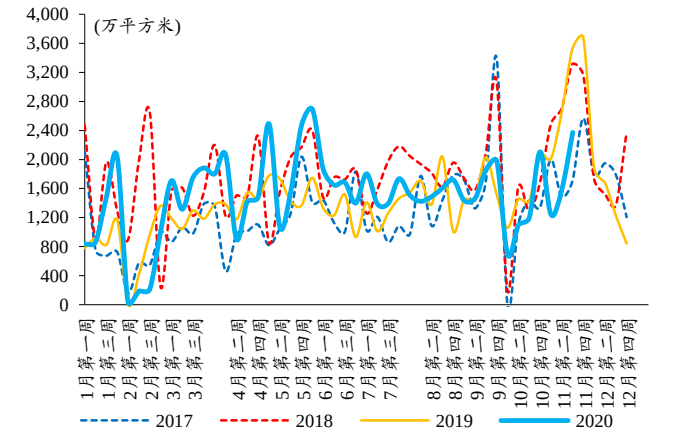
图29：30 大中城商品房三线城市成交面积减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

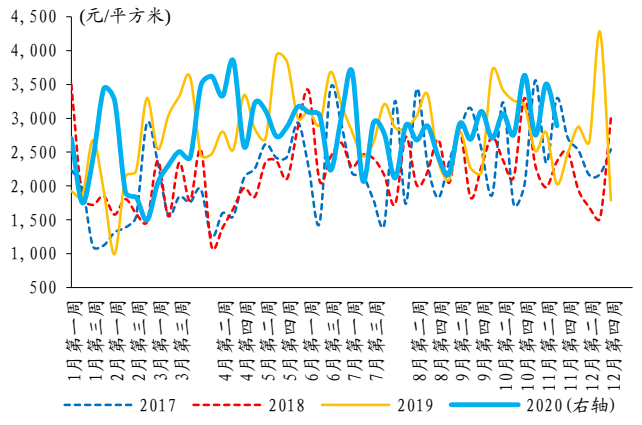
土地供应量涨价跌，土地成交溢价率下降。前周（11 月 15 日-11 月 22 日），100 大中城市土地供应占地面积 2372 万平方米，周环比上升 49.7%；土地挂牌均价 2889 元/平方米，周环比下降 17.6%。前周，成交土地溢价率下降 11.19 个百分点。

图30：100 城供应土地占地面积增加



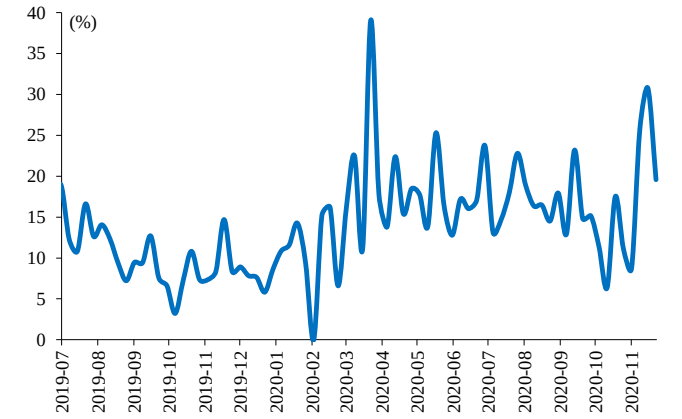
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：100 城供应土地挂牌均价下跌



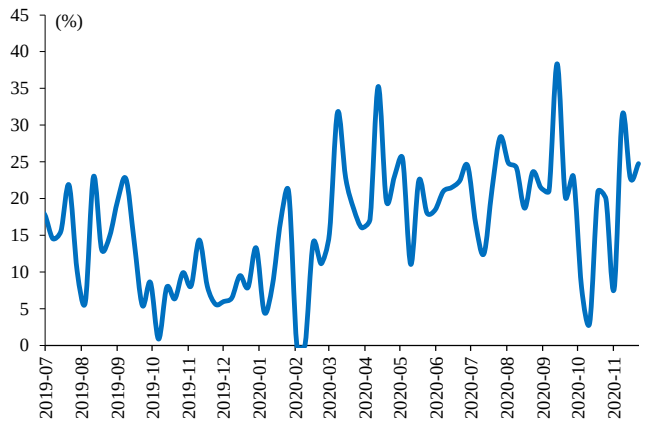
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：100 城住宅类用地成交土地溢价率下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降

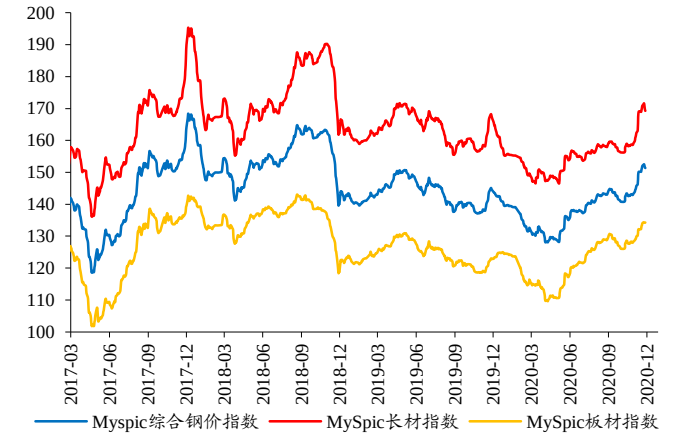


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 中游：钢铁价格下跌，水泥、玻璃价格上涨

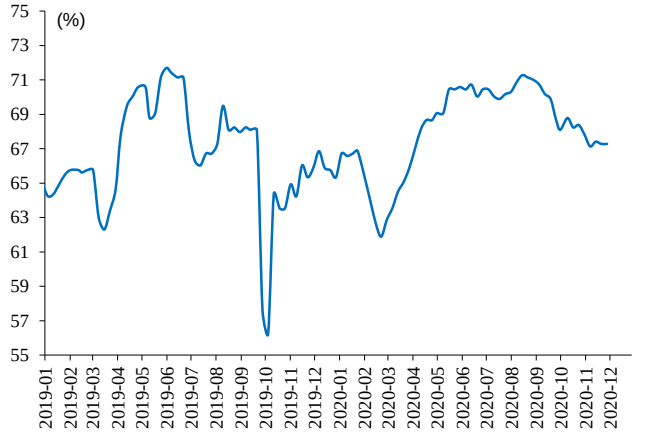
上周（11 月 23 日-11 月 27 日），钢铁价格下跌，水泥、玻璃价格上涨。上周，Myspic 钢价综指收于 151.38，周环比下降 0.4%。全国水泥价格指数收于 154.79，周环比上涨 0.1%；全国玻璃价格指数收于 1,409.92，周环比涨幅为 0.87%。

图34：线材、长材价格指数均下降



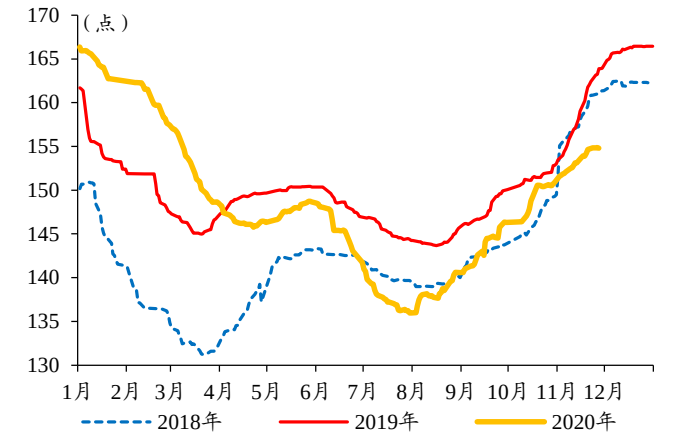
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：前周全国高炉开工率保持不变



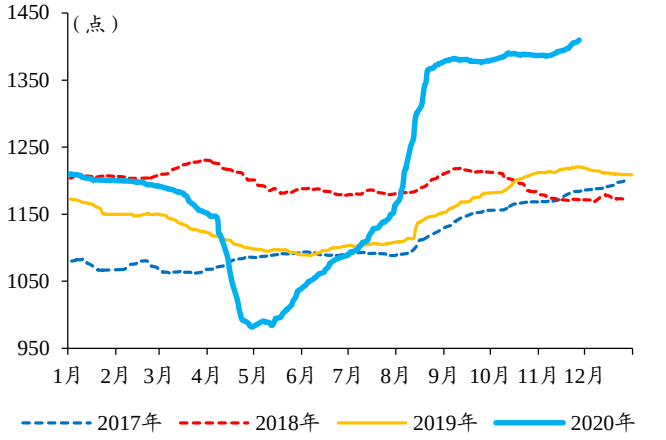
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：水泥价格指数上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

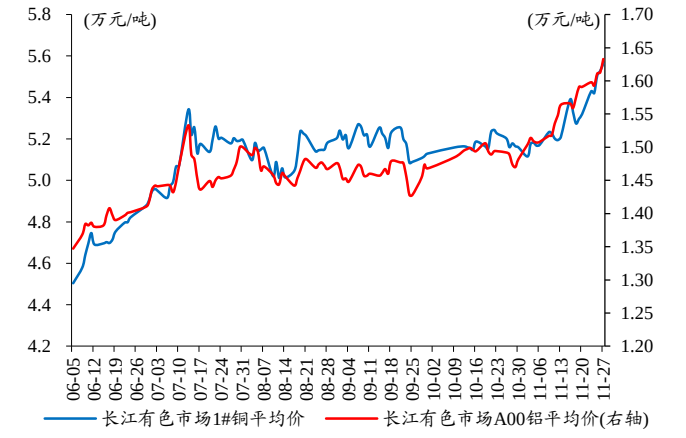
图37：玻璃价格指数上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

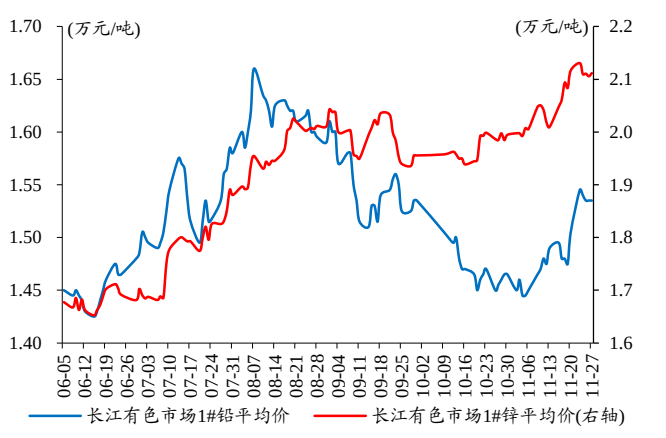
有色金属多数上涨，其中铜、铝、铅价格均上涨、锌价格下跌；橡胶价格上涨。上周（11 月 23 日-11 月 27 日），长江有色铜、铝、铅价格周环比分别上涨 4.6%、2.6%、2.0%，锌价格周环比下跌 0.2%。上期所库存小计来看，铅库存周环比增加 5.4%，铜、铝、锌库存周环比下降 4.0%、5.0%、7.3%。上周，橡胶价格收于 11,120 元/吨，周环比涨幅为 1.8%。

图38：长江有色市场铜、铝价格上涨



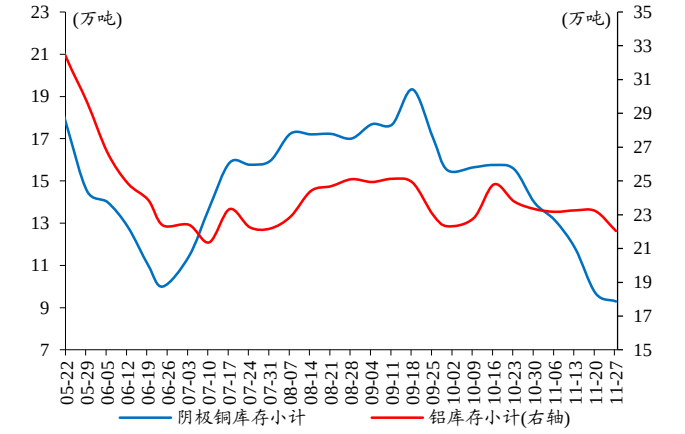
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：长江有色市场锌价格下跌，铅价格上涨



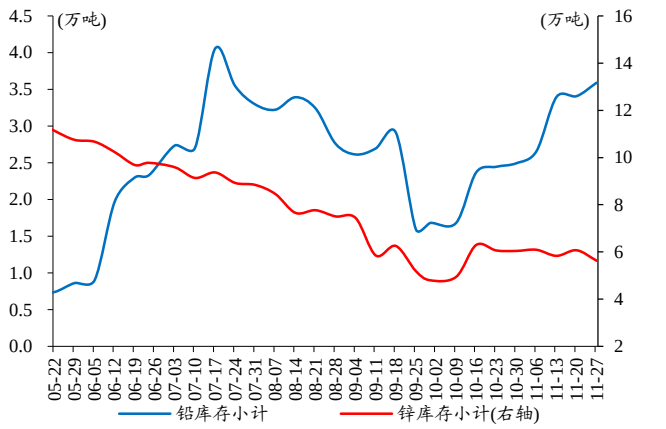
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：上期所铜、铝库存均减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：上期所铅库存均增加，锌库存减少

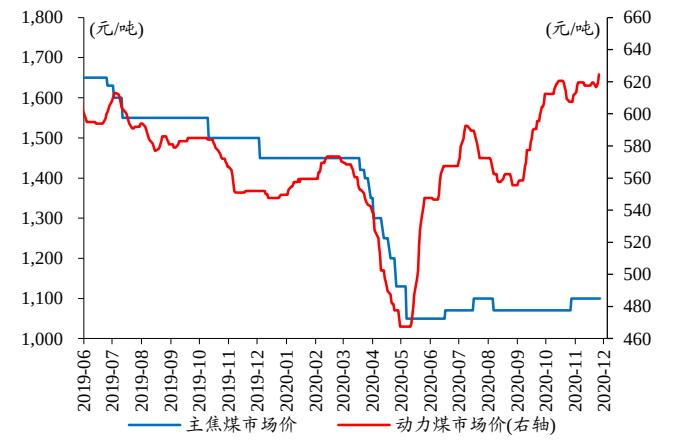


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 上游：国际原油价格上涨，动力煤价格上行

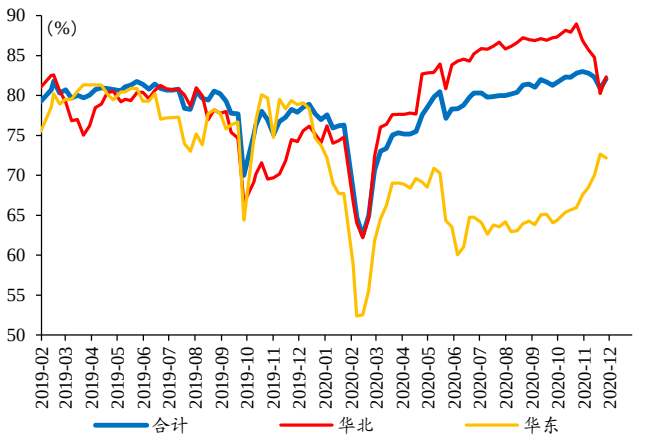
上周（11 月 23 日-11 月 27 日），主焦煤价格持平前周、动力煤市场价格下降；国内独立焦化厂（100 家）焦炉生产率下降。上周，焦煤价格为 1100 元/吨，持平前周；动力煤价格 624.50 元/吨，较前周上升 0.8%。国内独立焦化厂（100 家）焦炉生产率 82.07%，较前周上升 1.2%。

图42：焦煤价格持平前周、动力煤价格上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

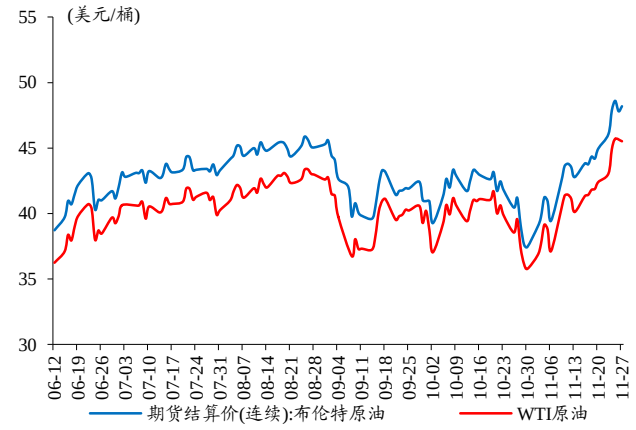
图43：国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

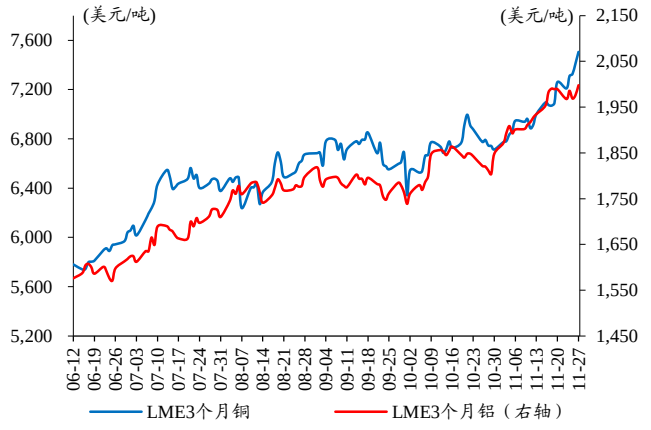
上周（11 月 23 日-11 月 27 日），国际原油价格上涨，国内汽油、柴油价格均上涨，LME3 个月铜、铝、铅、锌期货价格均上涨。上周，国际原油期货结算价格上涨，布伦特原油和 WTI 原油期货结算价周环比分别上涨 7.2%、7.3%；国内汽油较前周上涨 2.1%、柴油较前周上涨 2.8%。LME3 个月铜、铝、铅、锌期货价格周环比涨幅分别为 3.4% 、0.4%、3.8%、0.3%。

图44：国际原油期货结算价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：LME3 个月铜、铝价格均上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

宏观经济或政策出现大幅调整；疫情形势出现超预期变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn