

再看 2020 年行业景气轮动特征

证券研究报告

2021 年 1 月 10 日

——11 月行业景气度更新

作者

11 月规上工业企业库存小幅回补，PPI 继续修复，多达 30 个行业景气度延续上行。汽车制造和计算机通信电子设备连续 4 个月维持高景气，其他制造、电气机械和通用设备景气度在高位继续改善，橡胶塑料、仪器仪表、造纸及纸制品、非金属矿采选、运输设备和专用设备进入或接近高景气区间。消费类和周期中上游的大多行业绝对景气处在中低位，其中前期复苏较慢的酒饮料精制茶、烟草制品、纺织服装库存见底回升，化学原料、化学纤维价格上涨明显，本期景气度均有改善。食品制造库存受双十一影响快速去化，景气度连续 2 个月回踩，但行业 PPI 自 2019 年 5 月进入回落通道后首次出现明显上升，建议关注后续表现。

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号：

S1110517090003

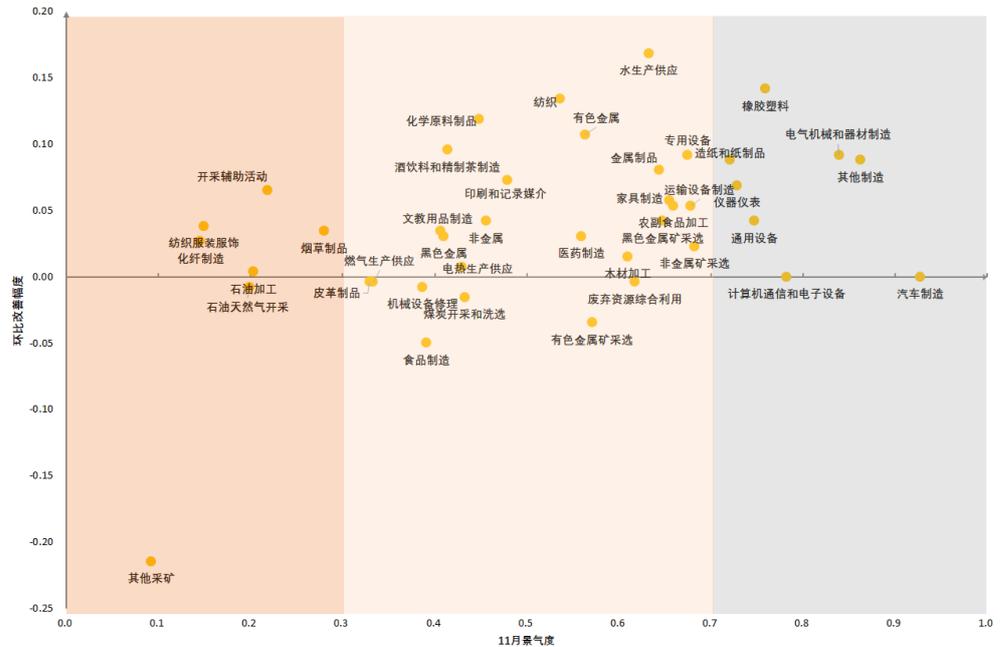
songxuetao@tfzq.com

相关报告

风险提示：新冠病毒变异导致疫苗效果低于预期；汽车销量不及预期；中美关系变化超预期

11月规上工业企业库存小幅回补，PPI继续修复，多达30个行业景气度延续上行。汽车制造和计算机通信电子设备连续4个月维持高景气，其他制造、电气机械和通用设备景气度在高位继续改善，橡胶塑料、仪器仪表、造纸及纸制品、非金属矿采选、运输设备和专用设备进入或接近高景气区间。消费类和周期中上游的大多行业绝对景气处在中低位置，其中前期复苏较慢的酒饮料精制茶、烟草制品、纺织服装库存见底回升，化学原料、化学纤维价格上涨明显，本期景气度均有改善。食品制造库存受双十一影响快速去化，景气度连续2个月回踩，但行业PPI自2019年5月进入回落通道后首次出现明显上升，建议关注后续表现。

图1：行业景气度比较



资料来源：Wind，天风证券研究所

表1：行业景气度趋势

行业名称	11月景气度	环比增减	景气度走势 (2019年至今)	行业名称	11月景气度	环比增减	景气度走势 (2019年至今)
煤炭开采和洗选	0.43	-0.02		医药制造	0.56	0.03	
石油天然气开采	0.20	-0.01		化纤制造	0.15	0.03	
黑色金属矿采选	0.65	0.04		橡胶塑料	0.76	0.14	
有色金属矿采选	0.57	-0.03		非金属	0.46	0.04	
非金属矿采选	0.68	0.02		黑色金属	0.41	0.03	
开采辅助活动	0.22	0.07		有色金属	0.56	0.11	
其他采矿	0.09	-0.21		金属制品	0.64	0.08	
农副食品加工	0.66	0.05		通用设备	0.75	0.04	
食品制造	0.39	-0.05		专用设备	0.67	0.09	
酒、饮料和茶制造	0.41	0.10		汽车制造	0.93	-	
烟草制品	0.28	0.03		运输设备制造	0.68	0.05	
纺织	0.54	0.13		电气机械和器材制造	0.84	0.09	
纺织服装服饰	0.15	0.04		计算机通信和电子设备	0.78	-	
皮革制品	0.33	-0.00		仪器仪表	0.73	0.07	
木材加工	0.61	0.02		其他制造业	0.86	0.09	
家具制造	0.66	0.06		废弃资源综合利用	0.62	-0.00	
造纸和纸制品	0.72	0.09		金属制品和机械设备修理	0.39	-0.01	
印刷和媒介	0.48	0.07		电热生产供应	0.43	0.01	
文体用品	0.41	0.03		燃气生产供应	0.33	-0.00	
石油炼焦和核燃料	0.20	0.00		水生产供应	0.63	0.17	
化学原料和化学制品	0.45	0.12					

资料来源：Wind，天风证券研究所

一、哪些行业景气度改善幅度较大？哪些行业修复进程仍然偏慢？

我们在上一篇报告中明确指出，顺周期行业景气度具有较大改善空间，并提示关注纺织服装和化学纤维的业绩反转（详见《顺周期行业还有多大改善空间？——10月行业景气度更新》）。从11月的结果看，这一判断基本准确。**制造业中游和可选消费行业景气的复苏进一步扩散，前期修复较慢的行业也出现了复苏迹象。**化学原料和化学制品、酒饮料精制茶、其他制造景气度分别环比抬升0.12、0.10和0.09，改善幅度靠前；专用设备景气度环比提升0.09，与通用设备的差距进一步缩小；可选消费类的烟草制品、纺织服装和皮革制品同样出现了见底反弹的信号。

除上述顺周期行业外，本期景气度改善较大的行业还包括：（1）受益于环保政策红利的水生产和供应（+0.17）、造纸及纸制品（+0.09）。伴随《关于进一步加强塑料污染治理的意见》、《关于构建现代环境治理体系的指导意见》、《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》等系列政策的陆续出台，环保行业政策周期已重新启动。（2）汽车产业链中上游的橡胶和塑料制品（+0.14）、有色金属（+0.11）。汽车消费的持续强势带动景气度从产业链下游向中上游逐渐扩散，零部件出口额连续3个月创出新高，部分工厂满负荷24小时生产仍供不应求。（3）出口条线的纺织（+0.13）、电气机械（+0.09）、金属制品（+0.09）。金属制品的景气度走势与子行业集装箱趋同，景气度改善的原因之一是集装箱运转效率受疫情影响明显降低，供需矛盾更加突出，量价均出现明显上行。

图2：集装箱和金属制品景气度走势趋同



资料来源：Wind，天风证券研究所

目前修复进程较为落后的行业主要位于顺周期板块上游，包括煤炭开采洗选（0.43）、石油天然气开采（0.20）、石油炼焦和核燃料（0.20）等。这些行业受上半年价格低迷的影响很大，虽然四季度以来大宗商品价格修复明显，但仍迟迟无法进入复苏通道。煤炭的国内产量受制于主产地事故和安全环保检查恢复较慢，年末停产检修和元旦休假的煤矿又进一步增多，开工出现明显下降。石油天然气开采和石油炼焦仍在主动去库，收入持续磨底。

图3：煤炭国内产量恢复较慢（%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

二、2020 年行业景气轮动具有怎样的特征？后续趋势如何？

2020 年不同产业链需求复苏的节奏并不相同，景气度出现了明显的错位修复现象。3 月多数行业仍在消化疫情带来的冲击，但少数行业景气度已经开始回升，例如必选消费类的食品制造、造纸和纸制品，需求受疫情催化的医药制造、橡胶塑料、纺织、化学制品、仪器仪表，基建地产条线的通用设备、专用设备、有色金属，以及计算机通信和电子设备。

在新基建和 5G 新周期的推动下，计算机通信和电子设备的景气度快速走高，行业成为二季度最大的亮点。二季度需求前期受疫情催化的行业景气度有所回落，而在基建地产投资和必选消费需求的推动下，更多基建和地产相关行业进入复苏区间，农副食品加工、食品制造表现出景气度的边际改善。汽车消费终端需求逐渐释放，二季度末修复斜率明显提速，三季度接棒计算机电子和通信设备成为改善最为明显的产业。受此影响，橡胶塑料制品也出现了景气度的回暖。

三季度除汽车产业链的持续强势外，更多行业逐渐表现出比较明显的边际改善。仪器仪表、运输设备、电气机械等高技术行业进入复苏区间，金属制品、木材加工等地产后周期行业边际改善明显，造纸及纸制品、水生产和供应在环保政策红利的推动下景气度先后走强，家具、纺织、文体用品等得益于出口需求开启景气复苏。

整体来看，顺周期板块的中上游和可选消费行业复苏进程较慢。截至 11 月，酒饮料精制茶、烟草制品、纺织服装、化学原料、化学纤维已经步入景气度修复通道，但上游的煤炭开采洗选、石油天然气开采、石油炼焦等行业尚未正式进入复苏区间。

图 4：2020 年行业景气轮动

行业	分类	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	11月景气度绝对值
通用设备	基建和地产	0.07	0.03	0.02	0.08	0.10	0.03	0.13	0.12	0.04	0.75
非金属矿采选	基建和地产	0.01	0.01	0.00	0.07	0.13	0.09	0.02	0.02	0.02	0.68
专用设备	基建和地产	0.06	0.01	-0.01	0.10	0.09	0.06	0.08	0.06	0.09	0.67
黑色金属矿采选	基建和地产	-0.04	0.02	0.06	0.00	0.00	0.00	0.01	0.03	0.04	0.65
有色金属矿采选	基建和地产	0.02	0.05	0.03	0.10	0.06	0.05	0.07	-0.02	-0.03	0.57
有色金属	基建和地产	0.12	0.02	-0.04	0.04	-0.00	0.04	0.03	0.05	0.11	0.56
非金属	基建和地产	0.03	-0.00	-0.01	-0.02	-0.01	0.05	0.05	0.03	0.04	0.46
黑色金属	基建和地产	-0.07	0.00	0.04	-0.01	-0.05	-0.01	0.02	0.02	0.03	0.41
电气机械和器材制造	高技术	0.03	0.00	-	0.00	0.09	0.11	0.19	0.14	0.09	0.84
计算机通信和电子设备	高技术	0.05	0.07	0.10	0.23	0.18	0.05	0.02	-0.01	-	0.78
仪器仪表	高技术	0.04	0.02	0.00	-0.00	0.14	0.09	0.06	0.03	0.07	0.73
运输设备制造	高技术	0.04	0.03	-	0.02	0.13	0.05	0.07	0.07	0.05	0.68
汽车制造	汽车产业链	0.02	0.03	0.02	0.18	0.21	0.15	0.17	0.02	-	0.93
橡胶塑料	汽车产业链	0.07	0.00	-0.04	-0.05	0.08	0.08	0.11	0.11	0.14	0.76
煤炭开采和洗选	顺周期上游	-0.05	0.01	0.02	0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.02	0.43
开采辅助活动	顺周期上游	0.02	-0.08	-0.03	-0.02	-0.07	-0.03	-0.03	-0.02	0.07	0.22
石油炼焦和核燃料	顺周期上游	-0.02	-0.11	-0.10	-0.03	-	0.02	-	0.00	0.00	0.20
石油天然气开采	顺周期上游	-0.07	-0.03	-0.01	-0.05	-0.04	-0.02	-0.01	-0.03	-0.01	0.20
其他采矿	顺周期上游	-0.06	0.04	0.06	0.01	0.05	0.14	0.03	-0.05	-0.21	0.09
其他制造业	顺周期中游	-0.02	-0.01	0.00	0.01	0.04	0.17	0.14	0.20	0.09	0.86
金属制品	顺周期中游	-0.00	0.00	0.01	-0.01	0.02	0.10	0.06	0.05	0.08	0.64
废弃资源综合利用	顺周期中游	-0.00	0.11	0.22	0.08	0.07	0.05	0.03	0.05	-0.00	0.62
化学原料和化学制品	顺周期中游	0.02	-0.01	-0.04	-0.07	0.07	0.04	0.01	0.01	0.12	0.45
金属制品和机械修理	顺周期中游	-0.06	0.04	-0.01	-0.05	-0.02	-	0.08	-0.01	-0.01	0.39
化纤制造	顺周期中游	0.07	-0.02	-0.02	0.05	0.02	-0.02	-0.07	-0.06	0.03	0.15
造纸和纸制品	顺周期下游	0.14	0.03	-0.04	-0.06	0.06	0.12	0.21	0.10	0.09	0.72
农副食品加工	顺周期下游	-0.01	0.01	0.05	0.04	-0.00	0.05	0.11	0.05	0.05	0.66
家具制造	顺周期下游	0.05	0.02	0.01	-	-	-	0.04	0.25	0.06	0.66
木材加工	顺周期下游	0.03	0.03	-	0.01	0.10	0.06	0.08	0.02	0.02	0.61
医药制造	顺周期下游	0.04	0.04	0.01	0.03	0.03	0.14	0.15	0.05	0.03	0.56
纺织	顺周期下游	0.05	0.02	-	-0.02	-0.02	-0.02	0.14	-0.02	0.13	0.54
印刷和媒介	顺周期下游	0.05	0.02	-	-0.02	-0.03	0.07	-0.02	0.06	0.07	0.48
酒、饮料和茶制造	顺周期下游	-0.02	-0.03	-0.02	-0.04	-0.05	-0.04	0.05	0.13	0.10	0.41
文体用品	顺周期下游	-0.01	-0.02	-0.05	-0.03	-0.00	0.01	0.18	0.05	0.03	0.41
食品制造	顺周期下游	0.05	0.03	0.09	0.07	0.08	0.01	-0.01	-0.10	-0.05	0.39
皮革制鞋	顺周期下游	-0.01	0.01	-	-0.00	0.00	0.02	0.02	-0.00	-0.00	0.33
烟草制品	顺周期下游	0.02	-0.03	-0.07	-0.05	-0.02	-	-0.01	0.02	0.03	0.28
纺织服装服饰	顺周期下游	0.05	0.02	0.01	-0.00	-0.05	-0.05	-0.07	-0.04	0.04	0.15
水生产供应	公用事业	-	0.01	-0.01	-0.00	-0.02	0.01	0.18	-0.02	0.17	0.63
电热生产供应	公用事业	-0.03	0.01	-	0.06	-0.02	0.03	0.01	0.00	0.01	0.43
燃气生产供应	公用事业	-0.01	0.03	0.01	-0.03	-0.03	0.02	0.09	-0.01	-0.00	0.33

资料来源：Wind，天风证券研究所

总结说来，2020 年行业景气度修复的大致顺序是基建和地产产业链—汽车产业链—高技术制造业—传统制造业和可选消费，其中有出口支撑、和居家需求相关的产业链的修复顺序又早于其他。目前部分顺周期行业的景气度尚未回到疫情前水平，2021 年伴随疫苗的落地和全球生产重启，行业景气将延续错位修复，顺周期板块的上游原料、中游设备、下游可选消费和服务行业仍有较大复苏空间，而逆周期的基建、早周期的地产和失去比较优势的出口类行业或出现景气度的回落。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_350

