

# 顺周期行业还有多少改善空间？

证券研究报告

2020年12月8日

## ——10月行业景气度更新

作者

未来随着疫苗落地，原油价格大概率温和回升，石油天然气开采和石油炼焦的景气度有望迎来触底反弹。随着企业利润和现金流的逐渐修复，传统制造业投资还会继续改善，化学原料、化学纤维和专用设备与制造业投资相关的行业仍有景气度提升空间。消费服务业或将出现较大复苏，未来2-3个季度内酒饮料茶制造、烟草制品、纺织服装服饰和皮革制品的景气度改善将比较明显，农副产品加工、食品制造、文体用品和医药制造的复苏斜率可能走平，造纸和纸制品的景气度受环保政策推动可能继续走高，纺织业的景气度变动取决于新兴市场恢复生产的节奏，顶点或在明年年中出现。

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号：

S1110517090003

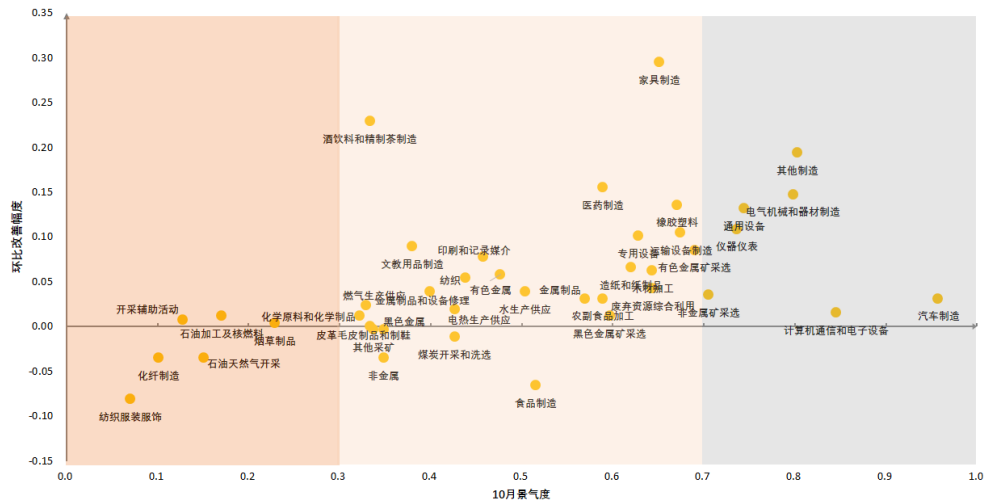
songxuetao@tfzq.com

相关报告

**风险提示：**海外房地产市场不及预期；消费复苏不及预期；出口增速不及预期

10月多数行业景气度继续上行。与9月相比，多数行业延续了复苏态势。汽车制造和计算机通信电子设备连续3个月维持高景气。其他制造、电气机械、通用设备、仪器仪表、非金属矿采选、有色金属矿采选、运输设备和橡胶塑料进入或接近高景气区间，这些行业的景气度均已超过去年同期水平。家具制造、废弃资源综合利用、木材加工、专用设备、造纸和纸制品、医药制造、食品制造、有色金属、化学原料等行业也表现出较充分的复苏，虽然景气度尚处于历史中等水平，但已高于去年同期。纺织服装、化学纤维、石油天然气开采、非金属等少数行业复苏相对缓慢，收入修复斜率偏低，本期景气度出现小幅下滑。同样下滑的还有食品制造，双十一提前备货带来了行业库存的快速去化，景气度受此影响有所波动。

图 1：行业景气度比较



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：10月行业景气度变化和过去一年走势

行业名称	10月景气度	环比增减	景气度走势 (2019年至今)	行业名称	10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	-0.01		医药制造	0.59	0.16	
石油天然气开采	0.15	-0.03		化纤制造	0.10	-0.03	
黑色金属矿采选	0.60	0.01		橡胶塑料	0.67	0.14	
有色金属矿采选	0.69	0.09		非金属	0.35	-0.03	
非金属矿采选	0.71	0.03		黑色金属	0.35	-0.00	
开采辅助活动	0.13	0.01		有色金属	0.48	0.06	
其他采矿	0.34	-0.00		金属制品	0.57	0.03	
农副食品加工	0.59	0.03		通用设备	0.74	0.13	
食品制造	0.52	-0.07		专用设备	0.63	0.10	
酒、饮料和茶制造	0.33	0.23		汽车制造	0.96	0.03	
烟草制品	0.23	0.00		运输设备制造	0.67	0.10	
纺织	0.44	0.05		电气机械和器材制造	0.80	0.15	
纺织服装服饰	0.07	-0.08		计算机通信和电子设备	0.84	0.02	
皮革制鞋	0.33	-		仪器仪表	0.74	0.11	
木材加工	0.64	0.06		其他制造业	0.80	0.19	
家具制造	0.65	0.29		废弃资源综合利用	0.64	0.04	
造纸和纸制品	0.62	0.07		金属制品和设备修理	0.40	0.04	
印刷和媒介	0.46	0.08		电热生产供应	0.43	0.02	
文体用品	0.38	0.09		燃气生产供应	0.33	0.02	
石油炼焦和核燃料	0.17	0.01		水生产供应	0.50	0.04	
化学原料和化学制品	0.32	0.01					

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？

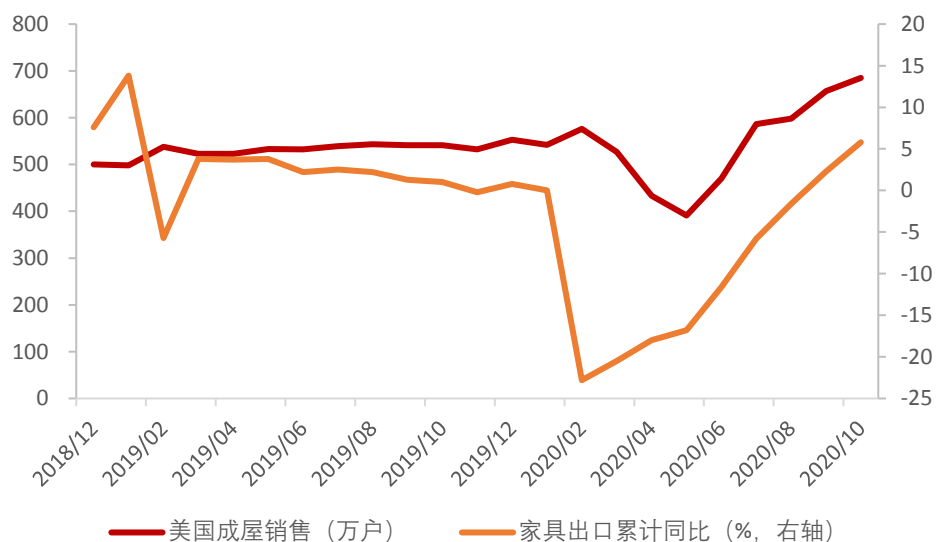
我们在上期景气度报告中将改善较大的行业分成六条主线，分别是汽车产业链、地产施工

和后周期产业链、出口产业链、环保政策推动、高技术制造、可选消费，并提示关注家具制造的景气度回升。

10 月的行业景气度结果进一步验证了我们的观点。41 个行业中，景气度改善幅度最大的行业是家具制造，景气度从 0.36 升至 0.65；景气度改善较大的行业包括汽车产业链的橡胶塑料（+0.14）、有色金属采选（+0.09）、有色金属（+0.06），地产施工和后周期产业链的通用设备（+0.13）、专用设备（+0.10）、木材加工（+0.06），出口产业链的纺织业（+0.05）、电气机械的子行业家电和运输设备的子行业摩托车，环保政策推动的造纸及纸制品（+0.07），高科技制造的电气机械（+0.15）、仪器仪表（+0.11）、运输设备（+0.10），可选消费的酒饮料精制茶（+0.23）、医药制造（+0.16）、文体用品（+0.09）、印刷和媒介（+0.08），以及顺周期属性的其他制造（+0.19）。

家具制造的景气度改善主要有两方面原因，一是国内商品房销售带动了家装内需，二是海外房地产市场持续火热拉动了家具出口。对比中美两国的房地产市场，外需对行业复苏起到了更大作用。今年 7 月美国 30 年期住房抵押贷款固定利率已低于 3%，极低的贷款成本刺激了居民的购房需求。占全美住房销售九成的成屋销售从 5 月的 391 万户攀升至 10 月的 685 万户，新开工在建私屋也同步反弹。在外需的拉动下，家具出口自 5 月起迅速复苏，9 月累计同比增速转正，10 月累计同比增速升至 5.8%。同样受益于海外房地产市场复苏的行业还包括木材加工、家电制造和部分工程机械。

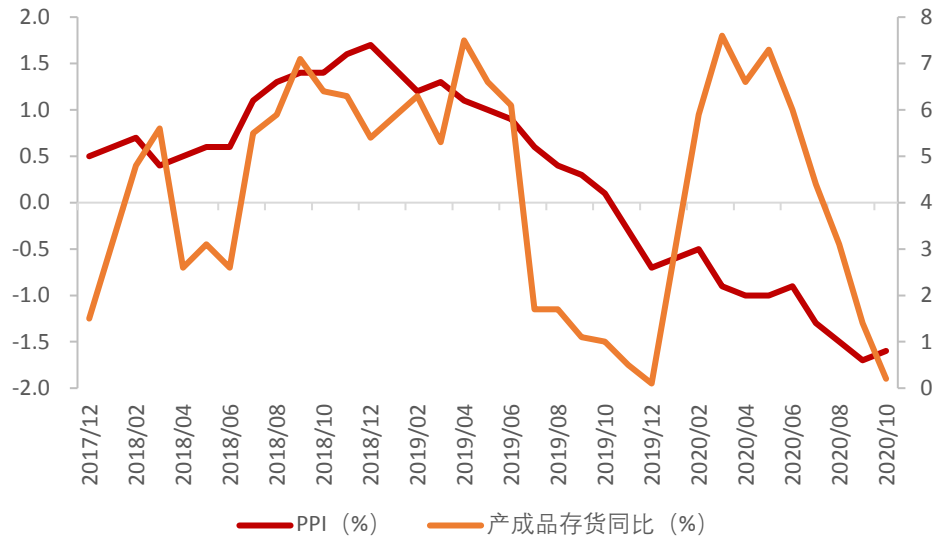
图 2：美国房地产市场拉动家具出口



资料来源：Wind，天风证券研究所

纺织业的景气度继续改善，但是服装和化纤的行业景气度仍然偏弱，建议关注这些行业的后续表现。纺织服装和化学纤维复苏相对较慢，10 月景气度仍低于 0.1，这两个行业的库存已至低位，价格也出现了见底的信号。考虑到冷冬对需求的催化和 3 季度出口订单流入的陆续兑现，行业业绩有望出现反转。

图 3：纺织服装库存和价格 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

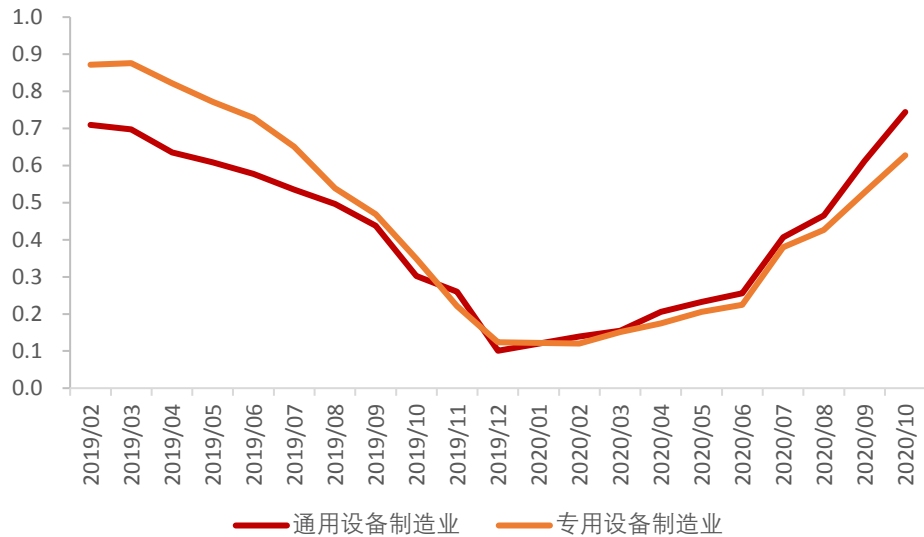
## 二、顺周期行业还有多大改善空间？哪些行业修复相对落后？

疫情后各行业的景气度走势具有比较鲜明的结构特征：基建和地产产业链最先复苏，部分上游采矿和受益于工程机械的通用设备、专用设备景气度先行回升；汽车产业链和科技含量较高的计算机通信电子设备、仪器仪表、电气机械等行业也较快进入了复苏区间；传统制造业和可选消费等顺周期行业的复苏偏慢一些，近期才表现出比较明显的复苏迹象。

综合来看，顺周期行业的下游整体修复程度较高，中游分化较大，上游整体修复程度不高，整体修复程度低于基建地产、汽车和高技术产业。具体来看，顺周期上游部分：煤炭开采洗选（0.43）、石油天然气开采（0.15）、石油炼焦和核燃料（0.17）的景气度仍在中低位震荡。顺周期中游部分：化学纤维（0.10）和化学原料（0.32）尚未进入复苏通道；金属制品和设备修理（0.40）、印刷和媒介（0.46）本期改善较为明显，但景气度仍位于中低区间；专用设备（0.63）复苏斜率持续低于通用设备（0.74），表明传统制造业资本开支强度仍然不高。顺周期下游部分：造纸和纸制品（0.62）、农副产品加工（0.59）、医药制造（0.59）和食品制造（0.52）需求偏刚性，景气度恢复相对较快；文体用品（0.38）和纺织（0.44）分别受益于开学季和国际订单回流，景气度9月以来出现明显改善；酒饮料茶制造（0.33）、烟草制品（0.23）、纺织服装服饰（0.07）和皮革制品（0.33）修复节奏缓慢，景气度仍在磨底。

顺周期行业中修复相对落后的行业主要为以下两类：（1）受海外生产需求不足影响的行业，主要是上游的石油天然气开采、石油炼焦和核燃料和中游的化学原料；（2）消费服务业和部分非耐用可选消费行业，主要是中下游的酒饮料茶制造、烟草制品、纺织服装服饰、皮革制品和化学纤维。

图 4：通用设备和专用设备的景气度



资料来源: Wind, 天风证券研究所

未来随着疫苗落地, 原油价格大概率温和回升, 石油天然气开采和石油炼焦的景气度有望迎来触底反弹。随着企业利润和现金流的逐渐修复, 传统制造业投资还会继续改善, 化学原料、化学纤维和专用设备或与制造业投资相关的行业仍有景气度提升空间。消费服务业将出现较大复苏, 未来 2-3 个季度内酒饮料茶制造、烟草制品、纺织服装服饰和皮革制品的景气度改善将比较明显, 农副产品加工、食品制造、文体用品和医药制造的复苏斜率可能走平, 造纸和纸制品的景气度受环保政策推动可能继续走高, 纺织业的景气度变动取决于新兴市场恢复生产的节奏, 顶点或在明年年中出现。

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\\_1036](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1036)

