

如何看待高景气行业的景气度走势？

证券研究报告

2021年7月22日

——6月行业景气度更新

当前工业企业的主动补库周期已行至末期，下半年经济复苏将温和放缓，地产和出口回落，基建躺平，制造和消费修复，行业景气度走势的分化将会更加明显。需求修复较晚较慢的行业有望延续错位复苏；需求修复较早较快的行业则需要结合产业趋势考量，如果没有出现技术进步、全球份额提升、竞争格局改善等产业趋势提速的信号，这类行业很有可能迎来需求释放的尾声和景气见顶的拐点。

第一，消费品制造业延续复苏的可能性较大，看好纺织服装、皮革制鞋、化纤制造、造纸和纸制品、医药制造等行业。

第二，装备制造的整体高景气不可持续，走势分化呼之欲出。汽车制造、电气机械、仪器仪表、专用设备等行业将面临压力，产业趋势加速的细分行业景气度继续上行。

第三，原材料制造和采矿类行业建议关注化学原料、需求受新能源汽车拉动的锂钴等小金属，以及行业供给受限背景下出货相对正常、市占率进一步提升的周期龙头。

风险提示：国内疫情防控压力超预期；新冠病毒变异导致疫苗效果低于预期；中美关系变化超预期

作者

宋雪涛

SAC 执业证书编号：

S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

郭微微

guoweimei@tfzq.com

分析师

联系人

相关报告

1. 当下行业景气度特征及成因

当下多数行业景气度已行至高位，随着经济修复的动能温和放缓，行业景气度将表现出分化特征。

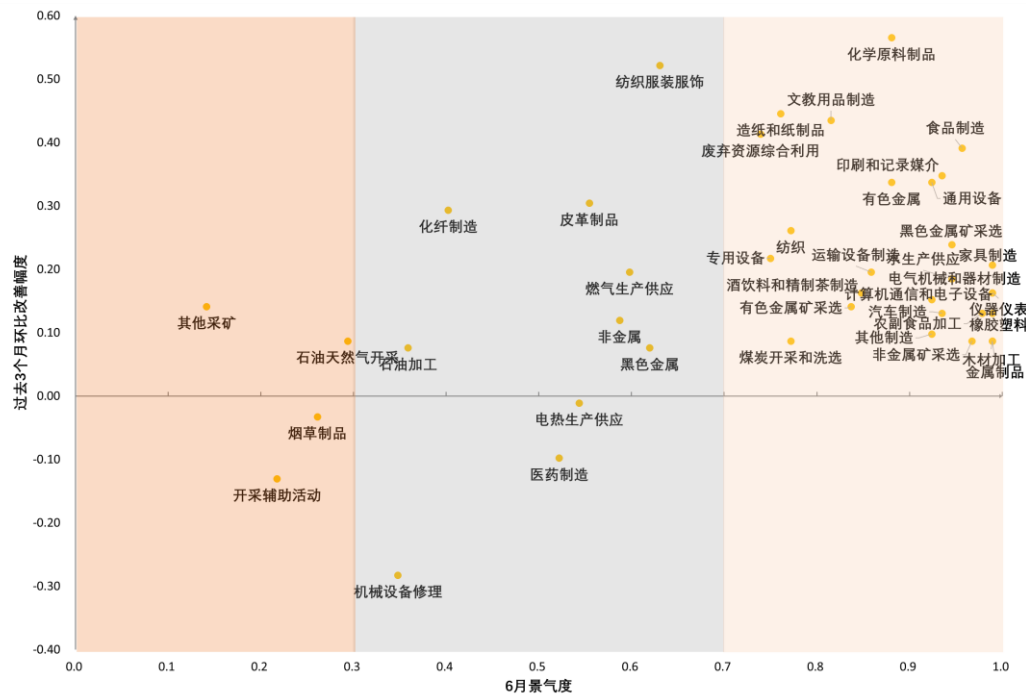
从我们计算的结果看，景气度（过去3个月）还在继续上行的行业主要有原材料制造类的化学原料、有色金属，消费品制造类的纺织服装、造纸和纸制品、文体用品、食品制造、印刷和媒介、皮革制鞋、化纤制造、纺织，装备制造类的通用设备、运输设备，采矿类的黑色金属矿采选。

景气度（过去3个月）高位走平的行业主要有装备制造类¹的金属制品、计算机通信电子设备、仪器仪表、电气机械，消费品制造类的家具制造、农副食品加工、酒饮料精制茶和上游的非金属矿采选、有色金属矿采选、木材加工、橡胶塑料。

景气度（过去3个月）稳定在中低水平的行业主要分布在中上游，主要包括采矿类的煤炭开采洗选、石油天然气开采和原材料制造类的黑色金属、非金属，还包括需求受疫情扰动的医药制造。

景气度（连续2个月）回落的行业有设备修理（-0.13）、开采辅助活动（-0.08）、烟草制品（-0.04）。刚刚出现回落的行业有电热生产供应（-0.03）、专用设备（-0.01）、汽车制造（-0.01）、石油炼焦（-0.01）。
















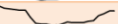













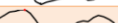











图 1：6 月行业景气度分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：6 月行业景气度环比变化和中期趋势

¹统计局定义的装备制造业包括金属制品业，通用设备制造业，专用设备制造业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业。

行业名称	6月景气度	环比增减	景气度走势 (2019年至今)	行业名称	6月景气度	环比增减	景气度走势 (2019年至今)
煤炭开采和洗选	0.77	0.04		医药制造	0.52	0.03	
石油天然气开采	0.29	0.02		化纤制造	0.40	0.04	
黑色金属矿采选	0.95	0.05		橡胶塑料	0.99	0.01	
有色金属矿采选	0.84	0.04		非金属	0.59	0.01	
非金属矿采选	0.97	0.01		黑色金属	0.62	0.01	
开采辅助活动	0.22	-0.08		有色金属	0.88	0.05	
其他采矿	0.14	0.03		金属制品	0.99	0.01	
农副食品加工	0.98	0.02		通用设备	0.92	0.10	
食品制造	0.96	0.12		专用设备	0.75	-0.01	
酒、饮料和茶制造	0.85	0.03		汽车制造	0.93	-0.01	
烟草制品	0.26	-0.04		运输设备制造	0.86	0.04	
纺织	0.77	0.09		电气机械和器材制造	0.99	0.03	
纺织服装服饰	0.63	0.08		计算机通信和电子设备	0.92	0.04	
皮革制鞋	0.55	0.14		仪器仪表	0.99	0.03	
木材加工	0.99	0.02		其他制造业	0.92	0.05	
家具制造	0.99	0.07		废弃资源综合利用	0.74	0.16	
造纸和纸制品	0.76	0.05		金属制品和机械修理	0.35	-0.13	
印刷和媒介	0.93	0.02		电热生产供应	0.54	-0.03	
文体用品	0.82	0.12		燃气生产供应	0.60	0.02	
石油炼焦和核燃料	0.36	-0.01		水生产供应	0.95	0.05	
化学原料和化学制品	0.88	0.08					

资料来源：Wind，天风证券研究所

以上行业可以大致分为两类：

第一类是需求主导景气度走势的行业。

今年上半年，先行复苏的基建和地产受地方债发行缓慢和供地量大幅减少的拖累开始走弱，持续高增长的出口逐渐接近景气的顶点，但复苏开启较晚、斜率偏低的可选消费和制造业投资仍在温和复苏。需求的动能切换推动行业景气度出现了不同于以往的特征。

(1) 前期改善较慢，景气度明显上行。这种错位复苏的突出代表是可选消费类的纺织服装、文体用品、印刷和媒介、皮革制鞋、化纤制造、纺织和中上游的化学原料。

(2) 需求有韧性，景气度继续上升。通用设备受益于机床、电梯、起重机、工业机器人的需求增长，运输设备受益于军工订单的持续落地，造纸和纸制品受益于禁塑令和固废禁令的新增需求，均出现了景气度的进一步上行。食品制造子行业方便食品、罐头食品、调味料等在 2020 年上半年消费高增，部分透支了后续可释放的需求空间；粮油食品零售额的复合增速在 2020 年下半年持续较低，2021 年才回到正常水平，因此食品制造的景气度在疫情后先上后下，最近 3 个月重新改善。

(3) 前期改善较快，景气度高位走平。基建地产业产业链方面，建筑业需求的回落削弱了非金属矿采选和以工程机械为代表的专用设备的改善动力，中美房地产销售的先后见顶带来了木材和家具景气度上行斜率的放缓。出口产业链方面，电气机械、仪器仪表、计算机通信和电子设备、金属制品等行业外需依赖度较高，疫情过后凭借出口的高增实现了景气度的快速回弹，但伴随出口份额的逐渐回落和外需复苏的逐渐放缓，这些行业的景气改善幅度开始逐渐收窄。景气度受需求影响边际改善放缓的行业还包括酒饮料精制茶和橡胶塑料，其中酒饮料精制茶的需求阶段性走弱，进入主动去库阶段；橡胶塑料受制于汽车产销，新订单疲态渐显。

除此之外，医药和烟草制品的需求和服务业相关，过去 3 个月景气度受疫情影响在中低水平就出现了回落。

第二类是供给主导景气度走势的行业。

(1) 供给推动景气度上行的代表性行业是有色金属冶炼和黑色金属矿采选。今年以来铜价的上涨来源于全球经济复苏拉动需求但南美疫情反弹扰乱供给造成的供需紧平衡，铁矿石价格的上涨来源于钢铁冶炼企业限产拉高钢材价格后的产业链利润再分配，均是在需求强劲的基础上叠加供给受限的结果。

(2) 供给带来景气度回落或走平的行业包括：因芯片短缺无法正常生产的汽车制造；因

生猪出栏量逆季节性快速上升压低猪价的农副食品加工；因开工受限价升量跌的黑色金属冶炼、煤炭开采洗选、石油天然气开采、有色金属矿采选。

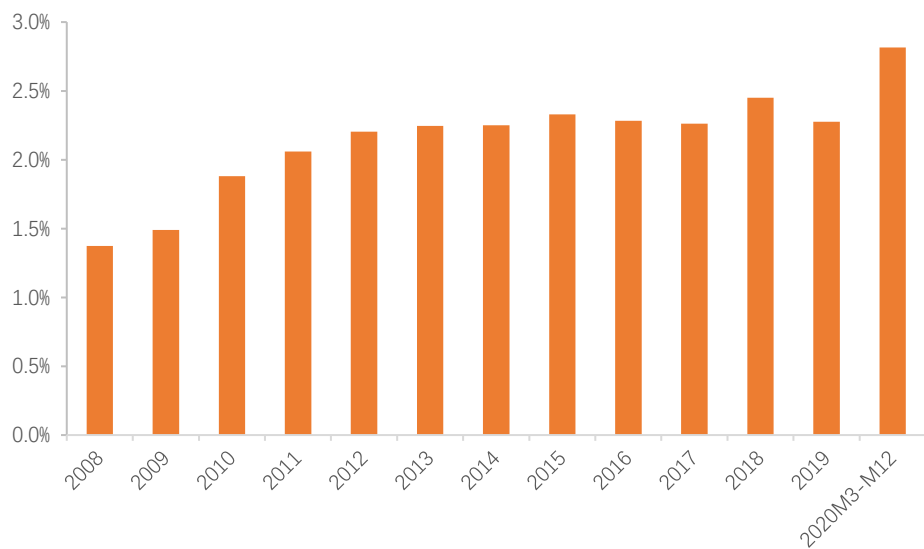
2. 如何看待后续行业景气度走势？

从价格和库存数据来看，当前工业企业的主动补库周期已行至末期，下半年经济复苏将温和和放缓，地产和出口回落，基建躺平，制造和消费修复，行业景气度走势的分化将会更加明显。需求修复较晚较慢的行业有望延续错位复苏；需求修复较早较快的行业则需要结合产业趋势考量，如果没有出现技术进步、全球份额提升、竞争格局改善等产业趋势提速的信号，这类行业很有可能迎来需求释放的尾声和景气见顶的拐点。

第一，消费品制造业延续复苏的可能性较大，看好纺织服装、皮革制鞋、化纤制造、造纸和纸制品、医药制造等行业。

纺织服装、皮革制鞋、化纤制造等行业需求修复进程开启较晚，仍有充足改善空间，有较大概率维持景气度的错位向上。造纸和纸制品需求旺季即将到来，新增产能比较有限，叠加限塑令对需求的催化，行业景气度或能继续上行。医药制造行业景气度尚处中等水平，短期受益于新冠疫苗、检测试剂等防疫抗疫物资需求，长期受益于卫生健康理念的深入、人口老龄化的市场和全球市占率的提升，有望迎来产需双增。

图 2：药品出口份额受疫情推动进一步走高



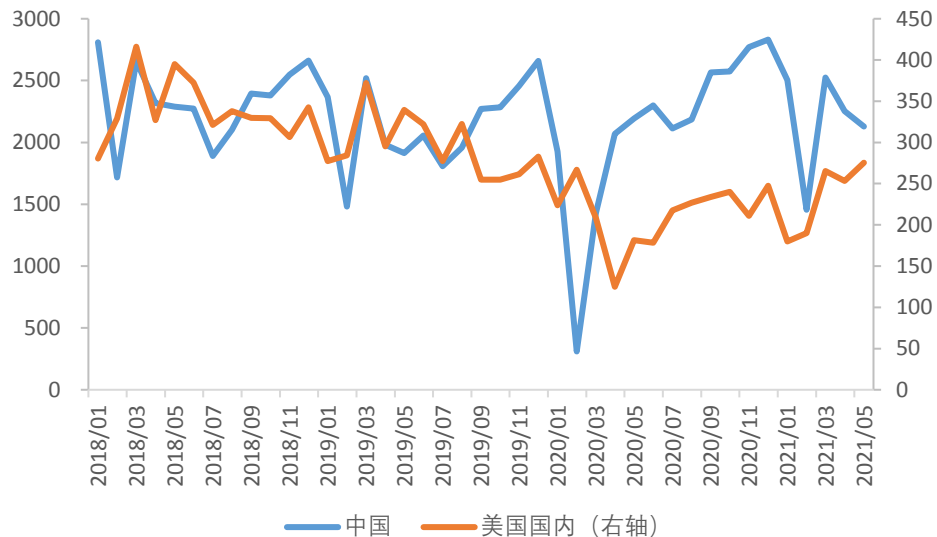
资料来源：ITC，天风证券研究所

但需要关注原材料价格对行业利润率的影响。对于大宗价格上涨，原材料制造业较为受益，装备制造业也有较强的成本传导能力，但消费品制造业的利润率相对受损。5月消费品制造业毛利率环比走低0.4%，其中酒饮料精制茶、烟草制品、纺织服装、农副产品、造纸和纸制品、化纤制造、皮革制鞋等行业毛利率下降0.2%以上。

第二，装备制造的整体高景气不可持续，走势分化呼之欲出。汽车制造、电气机械、仪器仪表、专用设备等行业将面临压力，产业趋势加速的细分行业景气度继续上行。

汽车产业链的景气拐点已得到数据验证，汽车制造、橡胶塑料等行业面临景气度的持续下行。6月汽车行业销量201.5万辆，同比下滑12.4%，环比下滑5.3%；半钢胎开工率进一步下滑至56.6%，汽车产业链上下游表现继续走弱。对比仍在高位的美国汽车销量，我们认为汽车产业链的问题不仅在于芯片短缺，受疫情催化的旺盛需求已经开始走弱。电气机械和仪器仪表的行业景气度已来到0.99的绝对高位，但行业出口交货值增速已经过顶下坡。考虑到美国制造业补库基本回到正常，复苏开始放缓，耐用品订单和ISM制造业新订单指数连续两月低于预期，未来行业外需将趋于回落。专用设备的行业景气度持续受工程机械拖累，信用收缩对地产基建等建筑业开工的负面影响年内难见消退。

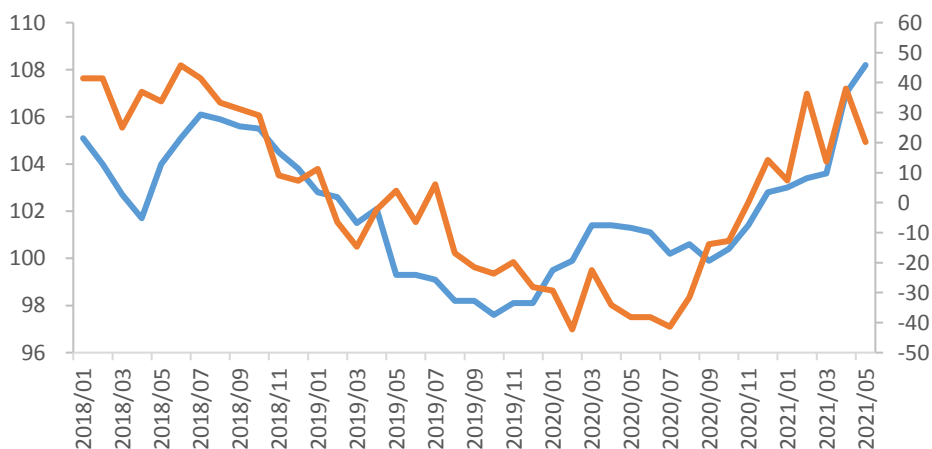
图 3：中美汽车月销量（千辆）



资料来源：Wind，天风证券研究所

金属制品和运输设备景气度或能维持高位。金属制品方面，中国出口集装箱运价指数自 4 月以来不断创出新高，7 月 16 日较 6 月底进一步上涨了 7%，表明集装箱效率问题仍然比较突出。在全球疫苗接种取得重大进展、海运周转率明显改善之前，集装箱或能保持需求旺盛、量价高位，成为行业景气度的有力支撑。运输设备方面，“十四五”订单驱动军工走强是长期逻辑，行业景气度改善仍然可期。

图 4：集装箱需求依然旺盛



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_22348

