

宏观专题

从资本开支看，哪些行业提升空间仍大？

我们在去年底报告《从资本开支看，哪些行业可能加速修复？》中提出，资本开支是经济内生动力的直接反映，也是观察各行业景气程度的重要参考，并从内生动力和疫后恢复情况2个维度、6个指标入手，当时研究发现化工、有色、钢铁等行业将加速修复（目前已得到验证）。本文延续此前分析框架，结合最新经济数据、上市公司2020年报和2021年一季报，对各行业资本开支情况作出更新和分析。

核心结论：化工、有色、钢铁如期加速修复，目前内生动力仍强；有色、化工提升空间仍较大，但需关注后续环保政策对上游行业资本开支的压制。

一、目前各行业资本开支的修复情况如何？

>整体制造业资本开支仍处于修复进程中。对比2021年Q1与2019年末的增速差：1）从固投看，多数行业2021年Q1复合平均增速仍低于疫情前，化纤、造纸、医药、电气机械、运输设备、有色、黑色等行业增速高于疫情前；2）从资本支出（净额）看，多数行业2021年Q1复合平均增速已高于疫情前，但建材、采掘、汽车、建筑装饰等行业增速仍明显较低。

>化工、有色、钢铁如期加速修复。对比2021年Q1与2020年Q3的增速差，化工、有色、钢铁三大行业的资本开支均加速上行，验证了我们此前判断。此外，关注四种现象背后的经济含义：1）交运设备、造纸、电气设备的资本开支增速持续提升，反映景气度维持高位；2）医药、电子、汽车的固投和资本支出增速走势背离，可能与无形资产投资增加、集中度提升有关；3）服装和纺织资本开支走势分化，反映疫情受控影响；4）机械、建材的资本开支也有所加速，应是反映了全球资本开支周期回升、建筑业施工加快。

二、目前各行业资本开支的内生动力如何？

延续此前分析框架，制造业投资的内生动力取决于投资意愿和投资能力，进而取决于企业盈利、产能利用率、库存水平、负债率等方面：

>企业盈利：上游强势、中下游明显承压，反映了PPI-CPI剪刀差持续扩大的影响；上游多数行业 and 下游的医药、家具、造纸盈利涨势仍强。

>产能利用率：多数行业小幅回落，可能与季节性因素有关；上中游产能利用率仍处高位，化纤、专用设备、纺织逆势提升。

>库存水平：上中游多数已在补库，下游维持中位水平震荡；化纤库存水平较低，上游的橡胶、黑色、有色和多数中游行业库存增速已在高位。

>资产负债率：上游多数下行，中下游分化较大；石油煤炭加工、化学制品、黑色、有色金属、交运设备、医药、电子行业的资产负债率处于低位。

我们认为盈利涨势强劲、产能利用率高位、库存低位回升、资产负债率低位的行业增加投资的内生动力更强。据此看：上游的化工（化学制品、化纤）、有色、黑色（钢铁）行业增加投资的内生动力仍然最强，医药行业也较强；中游多数行业受制于利润承压、库存高位；下游多数行业受制于利润承压、资产负债率高位，增加投资的内生动力可能暂时较弱。

三、总结：整体制造业资本开支仍处修复进程，有色、化工提升空间相对更大，环保政策是扰动

综合看，整体制造业资本开支仍处修复进程，化工（化学制品、化纤）、有色、黑色（钢铁）、医药正处加速修复进程、内生动力仍强，其中：黑色（钢铁）、医药资本开支增速已达到近年来高点，未来提升空间可能有限；有色、化工资本开支增速仍处于相对低位，未来提升空间可能相对更大；特别提示，需关注后续环保政策对上游行业资本开支的压制。

风险提示：疫情演化超预期，外部环境恶化超预期，政策收紧超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《把握三重“窗口”——逐句解读4.30政治局会议》
2021-05-01
- 2、《工业企业盈利延续高增，提示三个关注点》
2021-04-27
- 3、《价格有蝴蝶效应吗？——论PPI的四重传导》
2021-04-26
- 4、《各部委各省碳中和已有政策一览——碳中和系列一》
2021-04-24
- 5、《从资本开支看，哪些行业可能加速修复？》
2020-12-24
- 6、《从现金流看，疫情下哪些行业在“裸泳”？》
2020-05-19

内容目录

目前各行业资本开支实际恢复情况如何？	3
整体制造业资本开支仍处于修复进程中	3
化工、有色、钢铁如期加速修复	4
哪些行业资本开支的内生动力仍强？	5
风险提示	8

图表目录

图表 1: 各制造业行业疫后恢复情况	3
图表 2: 2020 年 Q3 以来各行业资本开支增速变动情况	4
图表 3: 制造业投资累计同比: 加速的行业	5
图表 4: 制造业投资累计同比: 内生动力较高的行业	5
图表 5: 资本支出累计同比: 加速的行业	5
图表 6: 资本支出累计同比: 内生动力较高的行业	5
图表 7: 各行业企业盈利增速走势	6
图表 8: 各行业产能利用率走势	6
图表 9: 各行业库存增速走势	7
图表 10: 各行业资产负债率走势	7

我们在 2020 年底报告《从资本开支看，哪些行业可能加速修复？》中提出，资本开支是经济内生动力的直接反映，也是观察各行业景气程度的重要参考，并从内生动力和疫后恢复情况 2 个维度、6 个指标入手，当时研究发现化工、有色、钢铁等行业将加速修复（目前已得到验证）。本文延续此前分析框架，并结合最新经济数据、上市公司 2020 年报和 2021 年一季报，对各行业资本开支情况作出更新和分析。

目前各行业资本开支实际恢复情况如何？

整体制造业资本开支仍处于修复进程中

用最新一期（2021.3）与 2019 年末的增速差衡量疫情后资本开支的恢复情况，制造业资本开支整体仍处于修复进程中，恢复正常水平的行业比例提升，但仍有较多行业低于疫情前。具体而言：

- 从固定资产投资看，多数行业 2021 年 Q1 较 2019 年同期复合平均增速仍低于疫情前，其中仅化纤、造纸、食品加工、医药、电气机械、运输设备、有色、黑色增速高于疫情前。
- 从资本支出（净额）增速看，多数行业 2021 年 Q1 较 2019 年同期复合平均增速已经高于疫情前，其中家电、计算机、轻工、电子、交运、医药、电气设备增速较疫情前涨幅明显；机械设备、通信、钢铁、纺服、有色也恢复较好；化工跌幅明显收窄；建材、食品、军工、采掘、汽车、建筑装饰等行业仍明显低于疫情前。

图表 1：各制造业行业疫后恢复情况

制造业行业	固投恢复情况 (2021.3- 2019.12)	申万制造业行业	资本支出恢复情况 (2021.3- 2019.12)	资本支出净额恢复 情况 (2021.3- 2019.12)
化纤	8	家用电器	38	40
造纸	8	计算机	31	31
食品加工	7	轻工制造	30	32
有色金属	4	电子	29	29
医药	4	交通运输	20	21
电气机械	3	医药生物	20	19
黑色金属	2	电气设备	19	23
运输设备	1	机械设备	17	16
食品制造	-2	通信	15	16
化学制品	-3	钢铁	15	0
金属制品	-4	纺织服装	13	11
橡胶塑料	-4	有色金属	4	14
电子设备	-5	化工	-2	-7
纺织	-5	建筑装饰	-12	-11
石油煤炭	-5	汽车	-12	-15
非金属矿物	-8	采掘	-32	-33
专用设备	-9	国防军工	-32	-39
文体娱乐用品	-10	食品饮料	-38	-40
通用设备	-12	建筑材料	-63	-73
家具	-13			
汽车	-15			
印刷	-16			
服装	-22			
仪器仪表	-45			

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：本表格及后文中 2021 年 1-3 月的同比增速均为较 2019 年同期复合平均增速

化工、有色、钢铁如期加速修复

回顾我们去年年底的判断，即综合各行业资本开支的内生动力和实际恢复情况来看，化工、有色、钢铁等行业将加速修复。截止 2021 年一季度，化工、有色、钢铁三大行业的资本开支均加速上行，验证了我们此前判断：

- 从固定资产投资增速来看，化纤、有色、化学制品、黑色金属业固投增速较去年 Q3 分别提升了 16、12、10、3 个百分点，化工和有色是固投增速升幅最大的几个行业之一；
- 从资本支出（购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金）增速来看，钢铁、化工、有色资本支出增速也较去年 Q3 分别提升了 28、18、2 个百分点。

此外，四种现象背后的经济含义值得注意：

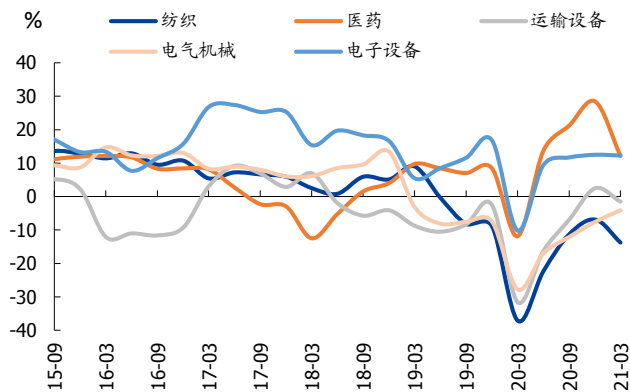
- 交运设备、造纸、电气设备行业此前资本开支已经在加速，近期增速多继续提升，显示相关行业景气度持续较高；
- 医药、电子、汽车行业的固投增速和资本支出增速走势分化，其固投增速回落或基本持平，但资本支出增速仍明显提升，其背后可能包括两方面原因：一是三大行业增加了在知识产权等无形资产的投资，如长春高新、比亚迪等公司最近半年的无形资产增速大幅高于固定资产增速；二是可能反映了市场集中度的提升，资本开支向上市企业集中。
- 服装和纺织资本开支增速走势分化，服装业升而纺织业降，反映了疫情受控的影响。
- 机械设备、建材行业资本开支增速也有所加速，可能反映了全球资本开支周期回升以及建筑业施工加快的影响。

图表 2：2020 年 Q3 以来各行业资本开支增速变动情况

制造业行业	固投增速变动 (2020. 9-2021. 3)	申万制造业行业	资本支出增速变动 (2020. 9-2021. 3)
化纤	16	食品饮料	38
服装	12	国防军工	30
有色金属	12	钢铁	28
化学制品	10	通信	27
印刷	10	建筑材料	27
文体娱乐用品	10	医药生物	24
专用设备	9	化工	18
电气机械	8	电气设备	17
仪器仪表	7	纺织服装	17
造纸	7	交通运输	17
非金属矿物	6	汽车	10
运输设备	5	电子	9
金属制品	5	机械设备	8
橡胶塑料	4	轻工制造	2
食品加工	4	有色金属	2
黑色金属	3	采掘	-4
家具	3	建筑装饰	-4
通用设备	2	计算机	-8
石油煤炭	2	家用电器	-17
汽车	1		
电子设备	1		
食品制造	-1		
纺织	-2		
医药	-9		

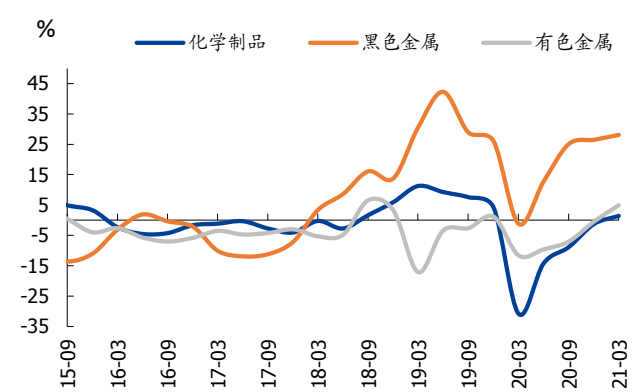
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表3: 制造业投资累计同比: 加速的行业



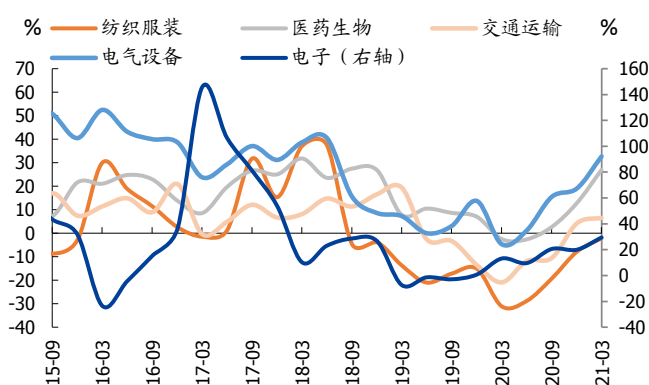
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 制造业投资累计同比: 内生动力较高的行业



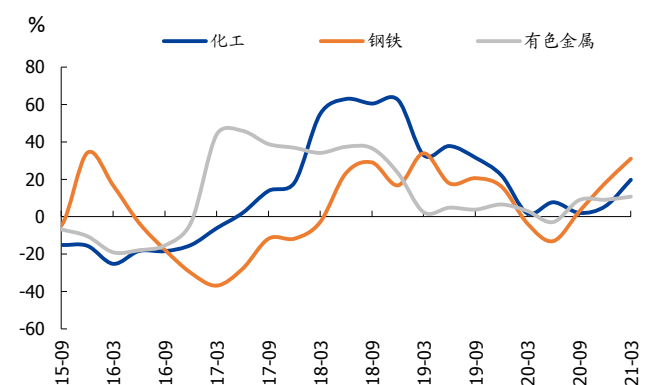
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 资本支出累计同比: 加速的行业



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 资本支出累计同比: 内生动力较高的行业



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

哪些行业资本开支的内生动力仍强?

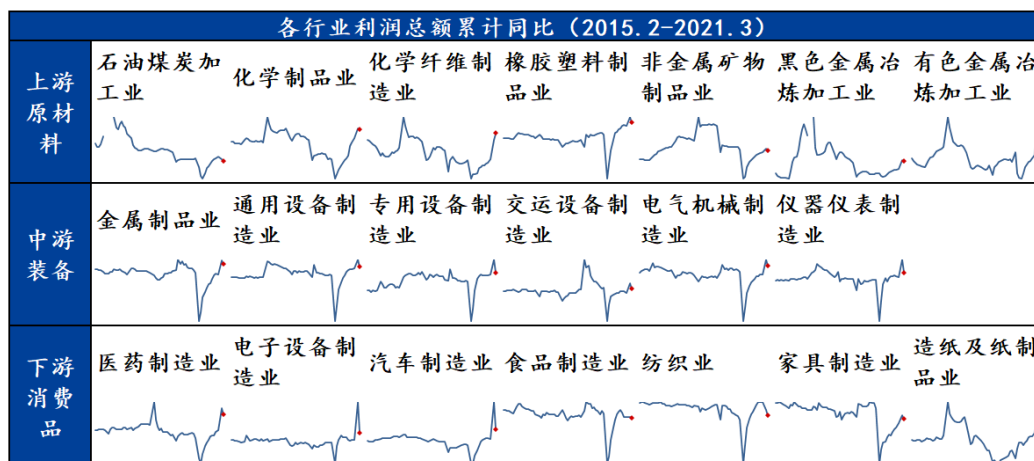
延续此前分析框架, 制造业投资的内生动力取决于投资意愿和投资能力, 进而取决于企业盈利、产能利用率、库存水平、负债率等方面:

企业盈利: 上游强势、中下游明显承压; 上游多数行业 and 下游的医药、家具、造纸涨势仍强

整体看, 多数行业利润增速已超过 2019 年水平, 上游对中下游利润的挤压明显, 其中:

- **上游原材料业:** 化学制品、化纤、橡胶塑料、黑色、有色金属冶炼业利润增速升至近年来高位, 且涨势仍然强劲;
- **中游装备业:** 增速普遍趋于放缓;
- **下游消费品业:** 医药、家具、造纸涨势仍强。

图表 7: 各行业企业盈利增速走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

产能利用率: 多数行业小幅回落, 上中游仍处高位, 化纤、专用设备、纺织逆势提升

- 上游原材料业、中游装备业的多数行业的产能利用率均处于近年来高位, 其中化纤、专用设备业逆势提升;
- 下游消费品业的产能利用率多数回落, 纺织业逆势提升。

图表 8: 各行业产能利用率走势

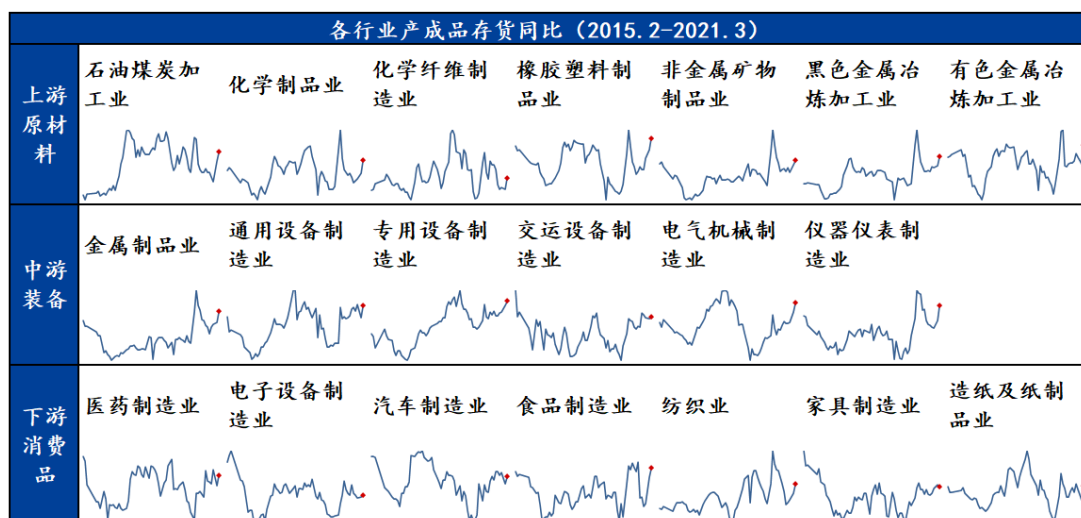


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

库存: 上中游多数已在补库, 库存水平接近高位; 下游维持中位水平震荡

- 上游原材料业多数行业库存增速触底回升, 橡胶塑料、黑色、有色等行业库存增速较高, 化纤行业库存增速仍处于低位。
- 中游装备业多数行业库存增速较高, 其中金属制品、专用设备、电气机械、仪器仪表行业持续补库; 通用设备、交通运输设备业高位震荡;
- 下游消费品业多数行业库存增速维持中位水平震荡。

图表 9: 各行业库存增速走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资产负债率: 上游多数下行, 中下游分化较大; 石油煤炭加工、化学制品、黑色、有色金属、交运设备、医药、电子处于低位

- 上游原材料业负债率多数下行, 橡胶、非金属矿物处于近年来高位, 石油煤炭加工、化学制品、黑色、有色金属业处于历史低位。
- 中游装备业的金属制品、通用、专用设备处于近年来高位, 交运设备处于低位, 电气机械、仪器仪表处于中位水平;
- 下游消费品业的医药、电子处于低位, 食品制造、纺织、家具、造纸业处于高位。

图表 10: 各行业资产负债率走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综上所述:

- 1) 盈利: 上游强势、中下游明显承压; 上游多数行业 and 下游的医药、家具、造纸涨势仍强;
- 2) 产能利用率: 多数行业小幅回落, 上中游仍处高位; 化纤、专用设备、纺织逆势提升;
- 3) 库存: 上中游多数已在补库, 库存水平接近高位, 下游维持中位水平震荡; 化纤库存水平较低, 上游的橡胶塑料、黑色、有色和多数中游行业库存增速已在高位;
- 4) 资产负债率: 上游多数下行, 中下游分化较大; 石油煤炭加工、化学制品、黑色、有色金属、交运设备、医药、电子业的资产负债率处于低位。

我们认为盈利涨势强劲、产能利用率处于高位、库存处于低位或在已开始补库、资产负债率处于低位的行业增加投资的内生动力更强。

据此看：上游的化工（化学制品、化纤）、有色、黑色金属加工业增加投资的内生动力仍然最强，医药行业也较强；而中游行业受制于利润承压、库存高位；下游多数行业受制于利润承压、资产负债率处于高位，增加投资的意愿可能暂时较弱。

综合来看：

- 1、整体制造业资本开支仍处修复进程；
- 2、目前内生动力较强的行业包括化工（化纤、化学制品）、有色、黑色金属、医药，这几个行业的资本开支也正处于加速修复过程，其中：黑色、医药资本开支增速已达到近年来高点，未来提升空间可能有限；有色、化工资本开支增速仍处于相对低位，未来可能仍有较大空间。

风险提示

- 1、疫情超预期演化：近期印度疫情大幅爆发，如后续病毒发生变异、疫苗效果不及预期，导致全球疫情再度大幅恶化，可能拖累经济复苏和资本开支。
- 2、外部环境恶化超预期：如拜登政府对华超预期强硬等，中美摩擦可能进一步恶化，打击企业投资信心。
- 3、政策收紧超预期：碳减排目标下，如环保政策超预期收紧，可能抑制企业投资意愿。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com