2020 年 10 月 26 日

资金流视角，看行业景气变化

——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

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

● **企业融资持续改善，贷款流向基建和中上游制造业较多、股票集中于中下游**

年初以来，有效社融增速持续抬升，企业中长期贷款、债券融资和股票融资等均明显改善。以企业中长期资金来源表示的有效社融，9 月增速较 2019 年底抬升 3.9 个百分点至 11.9%，创 2018 年 3 月以来新高。前 9 个月，企业中长期贷款、债券融资、股票融资和委托贷款均好于 2019 年同期，其中前两项融资规模分别为 7.25 万亿元和 4.1 万亿元，分别较 2019 年同期多增 2.4 万亿元和 1.7 万亿元。**贷款主要流向基建、房地产和制造业，后者流入偏中上游行业较多；股票融资集中于机械设备、电子等偏中下游行业。**前 9 个月企业中长期贷款中，制造业和不含房地产的服务业分别增加 9675 亿元和 3.74 万亿元、合计占比 65%，其中制造业贷款或主要流向化工、电气设备、机械设备等。债券融资集中于基建和房地产、以借新还旧为主；股票融资集中于医药生物、机械设备、电气设备、电子等行业。

● **基建相关、化工、有色，及机械设备、医药生物等偏中下游行业现金流较好**

上市公司数据显示，基建相关，及机械设备、电子和医药生物等偏中下游行业，筹资现金流改善较为明显。一、二季度筹资现金流持续改善的行业主要包括，上游的建筑装饰、公用事业、交通运输和房地产，中游的机械设备，及下游和成长类的农林牧渔、电子和计算机等。化工、有色和医药生物等行业，一、二季度筹资现金流明显高于 2019 年同期；电气设备、计算机等行业筹资现金流稳中有升。**从经营现金流来看，电子、电气设备等经营现金流持续较好，机械设备等二季度经营现金流改善。**一季度、二季度经营现金流持续为正的行业包括偏上游的有色、钢铁和公用事业等，偏下游的农林牧渔、食品饮料等；一季度为负、二季度转正的行业集中在电气设备、机械设备等中游行业。同比变化来看，医药生物、农林牧渔、电气设备等连续 2 个季度改善，机械设备、公用事业等二季度同比改善。

● **现金流较好的行业中，后续可关注电气设备、电子等行业资本开支改善的可能**

综合筹资和经营现金流来看，现金流改善或较好的行业，主要集中在基建相关行业，及机械设备等需求修复的中下游行业。建筑装饰、交通运输、公用事业筹资现金流持续改善，除公用事业外，其余两个行业经营现金流尚未出现改善；筹资和经营现金流均较好的行业，多集中在中下游的电气设备、机械设备、医药生物、农林牧渔等，多为景气较高或需求修复的行业，化工和有色等上游行业亦有改善。**结合资本开支情况来看，机械设备、农林牧渔等景气行业或已启动资本开支，后续可关注电气设备、电子等筹资较好行业的资本开支情况。**现金流变化一般领先资本开支变化，尤其是筹资或经营现金流显著改善的行业，例如，机械设备、农林牧渔、公用事业等行业。还有一些行业，筹资现金持续较好，同时景气较高或需求修复，例如，建筑材料、电气设备、电子、医药生物和轻工制造等，资本开支行为可能趋于改善。

● **风险提示：**计算过程中的偏误和遗漏。

相关研究报告

《宏观经济专题-美国大选倒计时》-2020.10.25

《宏观经济点评-财政支出积极，4 季度或延续高增》-2020.10.22

《宏观经济点评-经济动能的“错位”和“收敛”》-2020.10.19

目　录

1、 资金流视角，看行业景气变化 3
2、 研究结论：关注部分筹资较好行业的资本开支 7
3、 风险提示 8

图表目录

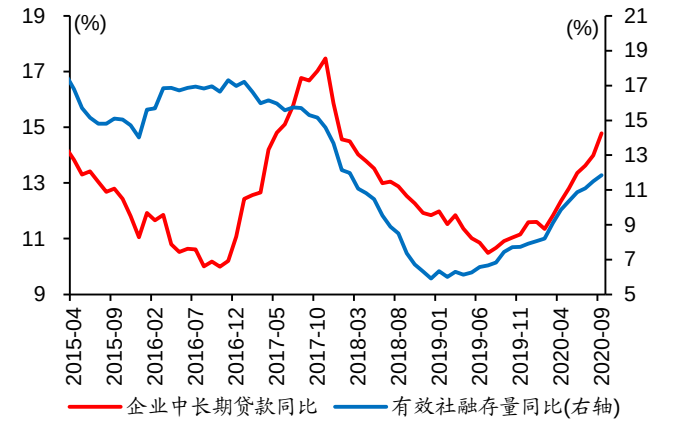
图 1: 年初以来，有效社融增速持续抬升 3
图 2: 企业中长期贷款、债券和股票融资等明显改善 3
图 3: 服务业贷款规模居前、制造业贷款增速较高 3
图 4: 交运仓储和水利环境贷款增速高于电燃水 3
图 5: 2020 年上半年商务租赁、制造业、房地产贷款居前 4
图 6: 除基建、房地产外，化工、机械等长期借款居前 4
图 7: 建筑、交运和房地产等债券融资规模居前 4
图 8: 4 月以来，房地产债券融资趋于回落 4
图 9: 建筑材料、钢铁和房地产等借新还旧比例居前 5
图 10: 食品饮料等中下游行业补充运营资金比例上升 5
图 11: 化工、电子、医药生物等股票融资规模居前 5
图 12: 医药生物、化工、电子等 IPO 规模居前 5
图 13: 建筑链、电子、医药等行业筹资现金流相对较好，明显改善 6
图 14: 2020 年一、二季度电子等行业现金流持续为正 6
图 15: 汽车、医药、农林牧渔行业经营现金流持续改善 6
图 16: 2020 年一季度医药等行业筹资、经营现金流较好 7
图 17: 2020 年二季度机械设备等经营和筹资现金流较好 7

表 1: 部分行业筹资现金流与资本开支增速情况（自 2015 年以来） 7

1、 资金流视角，看行业景气变化

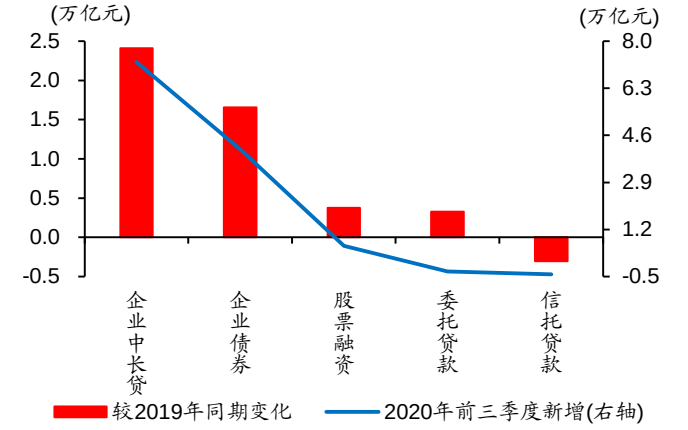
年初以来，有效社融增速持续抬升，企业中长期贷款、债券融资和股票融资等均明显改善。以企业中长期资金来源表示的有效社融，9 月增速较 2019 年底抬升 3.9 个百分点至 11.9%，创 2018 年 3 月以来新高。前 9 个月，企业中长期贷款、债券融资、股票融资和委托贷款均好于 2019 年同期，其中前两项融资规模分别为 7.25 万亿元和 4.1 万亿元，分别较 2019 年同期多增 2.4 万亿元和 1.7 万亿元；3 月以来，企业中长期贷款和股票融资均持续好于 2019 年同期。

图1：年初以来，有效社融增速持续抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

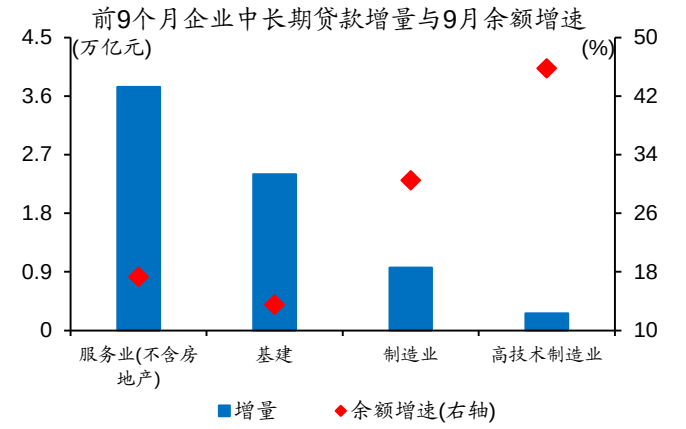
图2：企业中长期贷款、债券和股票融资等明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

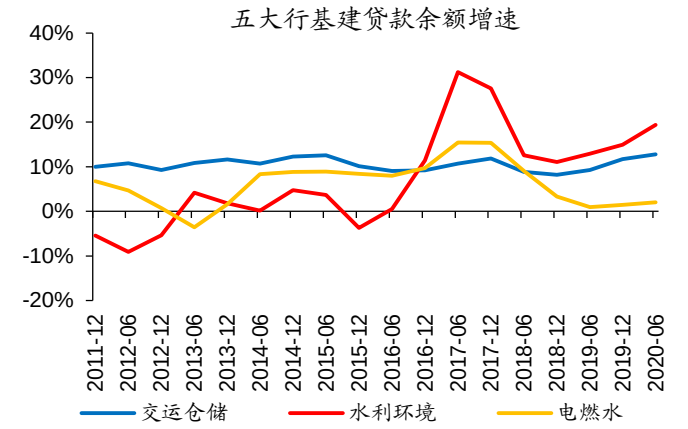
企业中长期贷款主要流向基建、房地产和制造业，后者流入电气设备等偏中上游行业较多。前 9 个月企业中长期贷款中，制造业和不含房地产的服务业分别增加 9675 亿元和 3.74 万亿元、合计占全部增量的 65%，其余的 2.5 万亿元或主要投向房地产和商务租赁等；基建中长期贷款增加 2.4 万亿元，或主要流向交运仓储和水利环境。截至 9 月底，制造业、不含房地产的服务业和基建贷款中长期增速分别为 30.5%、17.3%和 13.5%，其中高新技术制造业增速高达 45.8%。结合上市公司数据来看，制造业贷款或主要流向化工、有色、电子、电气设备、机械设备和医药生物等行业。

图3：服务业贷款规模居前、制造业贷款增速较高



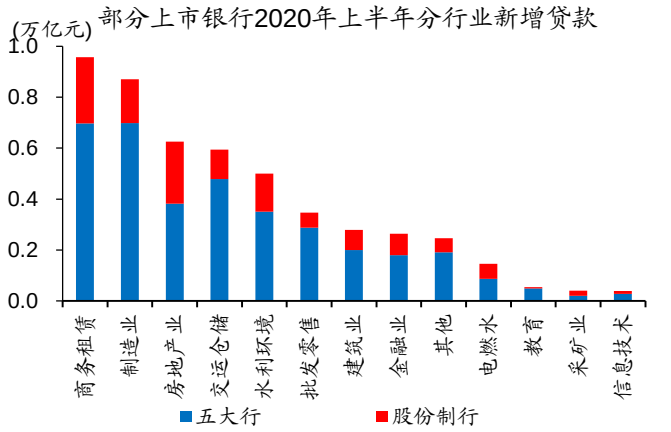
数据来源：中国人民银行、开源证券研究所

图4：交运仓储和水利环境贷款增速高于电燃水



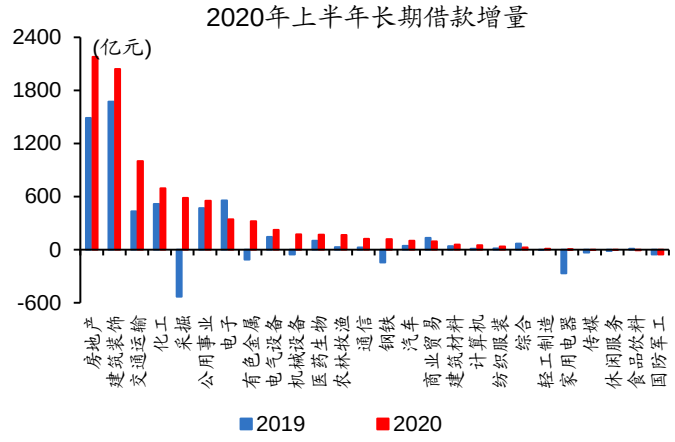
数据来源：上市银行年报和半年报、开源证券研究所

图5：2020 年上半年商务租赁、制造业、房地产贷款居前



数据来源：上市银行半年报、开源证券研究所

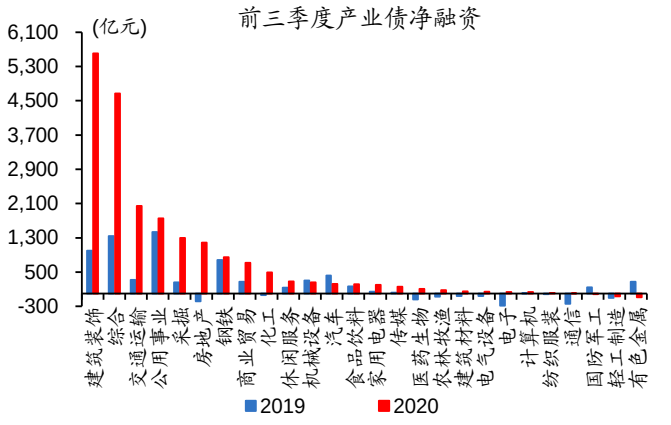
图6：除基建、房地产外，化工、机械等长期借款居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

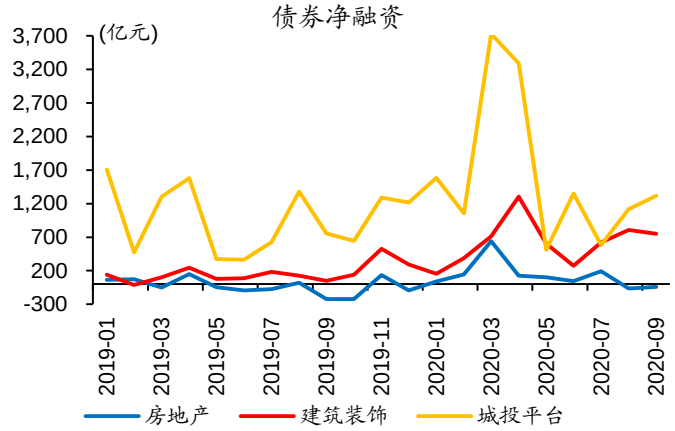
债券融资主要集中在基建和房地产等领域、以借新还旧为主，而中下游的家用电器、食品饮料等补充运营资金比例明显上升。前 9 个月产业债融资分行业来看，建筑装饰、交通运输、公用事业和房地产规模居前、合计占全部的比重达 64.1%，其中，房地产融资近几个月来趋于回落，而基建相关融资仍保持较高规模。从募资用途来看，新发债券大部分用于借新还旧，建筑材料、钢铁、房地产借新还旧比例高于 90%，而家用电器、食品饮料、轻工制造和生物医药等借新还旧比例下降的同时，补充运营资金比例明显上升，家用电器、食品饮料等补充运营资金比例超过 30%。

图7：建筑、交运和房地产等债券融资规模居前



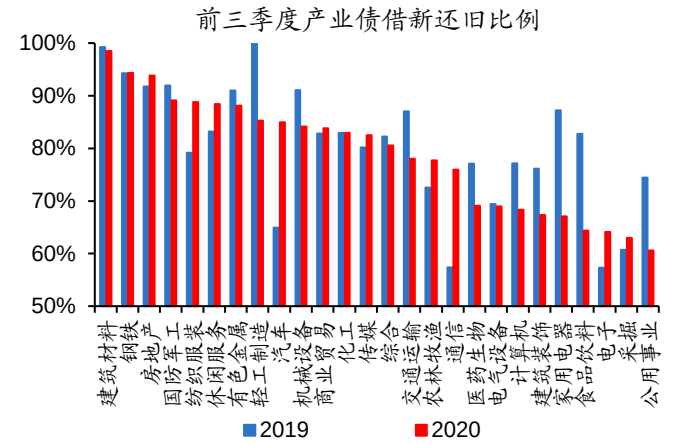
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：4 月以来，房地产债券融资趋于回落



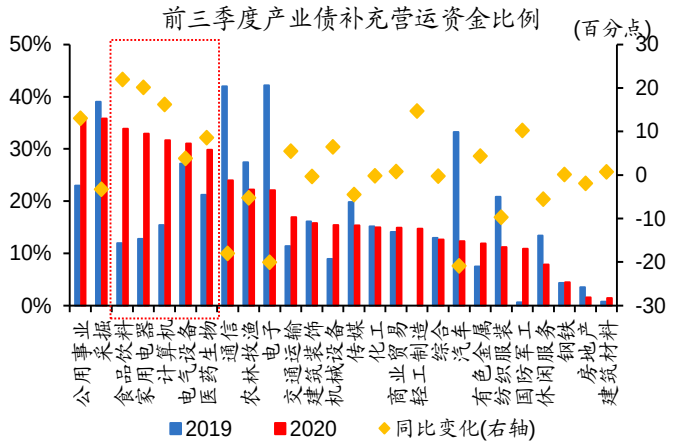
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：建筑材料、钢铁和房地产等借新还旧比例居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

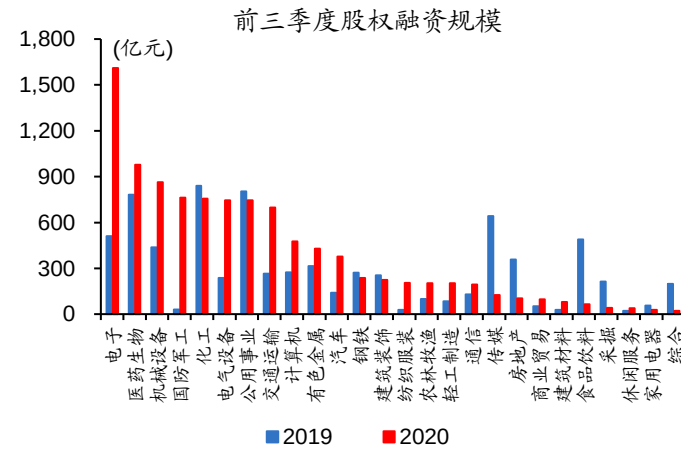
图10：食品饮料等中下游行业补充运营资金比例上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

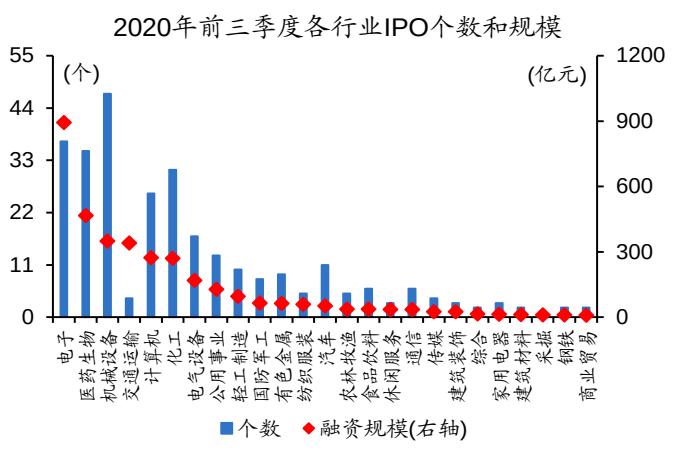
股票融资主要集中在医药生物、机械设备等中游制造业，及电子等 TMT 领域。前 9 个月，社融口径股票融资规模 6100 亿元、较 2019 年同期增长 1.6 倍，除化工和公用事业外，融资主要集中在中游医药生物、机械设备、国防军工、电气设备，及电子、计算机等 TMT 领域。从 IPO 情况来看，除化工外，中下游的电子、机械设备、医药生物、电气设备、计算机等行业 IPO 数量和规模居前。

图11：化工、电子、医药生物等股票融资规模居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

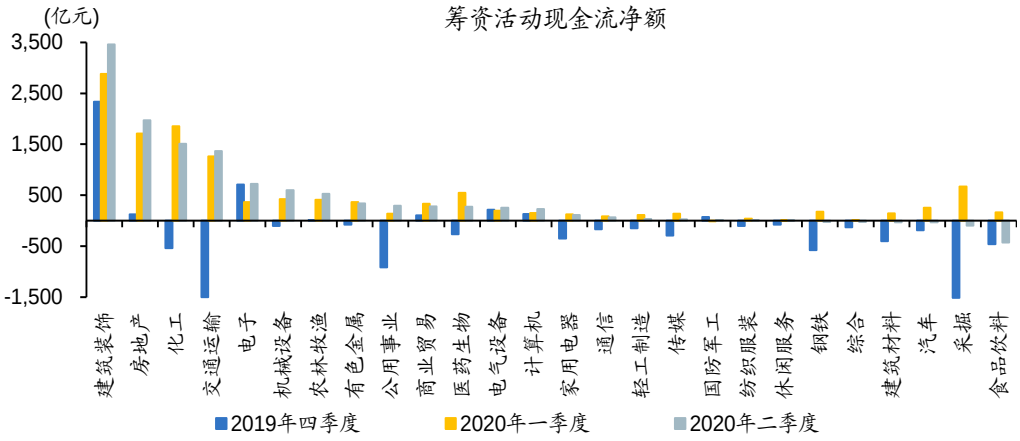
图12：医药生物、化工、电子等 IPO 规模居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

上市公司数据显示，基建相关、化工等偏上游行业，及电子和农林牧渔等偏下游行业，筹资现金流改善较为明显。分行业来看，一、二季度筹资现金流持续改善的行业主要包括，上游的建筑装饰、公用事业、交通运输和房地产，中游的机械设备，及下游和成长类的农林牧渔、电子、计算机；化工、有色和医药生物等行业，筹资现金流一、二季度总体处于相对高位，明显高于 2019 年同期；电气设备、计算机等筹资现金流近三个季度相对平稳，二季度甚至有所改善。

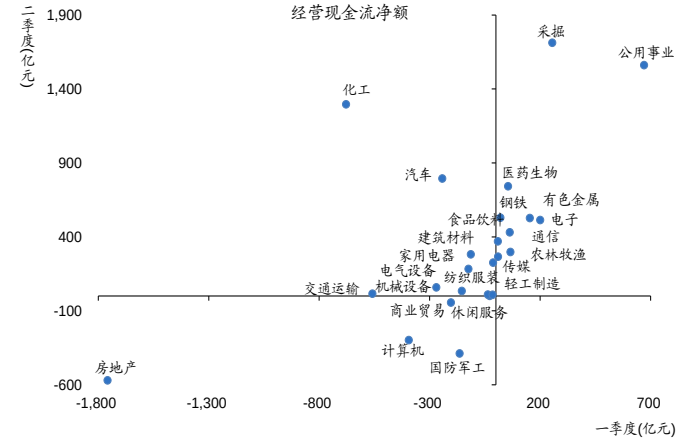
图13：建筑链、电子、医药等行业筹资现金流相对较好，明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

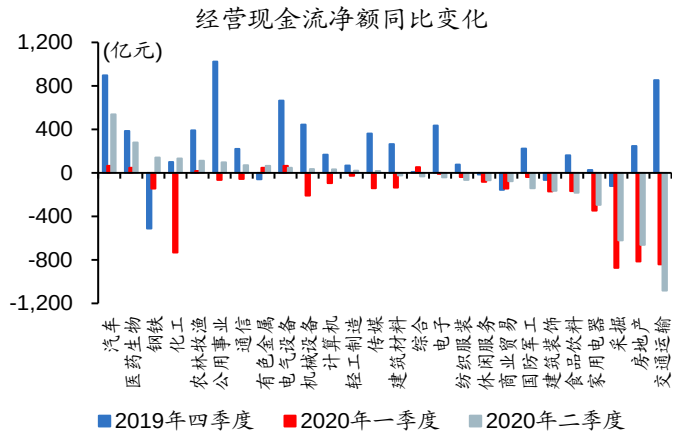
从经营现金流来看，电子、农林牧渔等经营现金流持续较好，机械设备等二季度经营现金流改善。一季度、二季度经营现金流持续为正的行业包括偏上游的有色、钢铁和公用事业等，偏下游的农林牧渔、食品饮料等；一季度为负、二季度转正的行业集中在电气设备、机械设备等中游行业。同比变化来看，医药生物、农林牧渔、电气设备等连续 2 个季度改善，机械设备、公用事业等二季度同比改善。

图14：2020 年一、二季度电子等行业现金流持续为正



数据来源：Wind、开源证券研究所

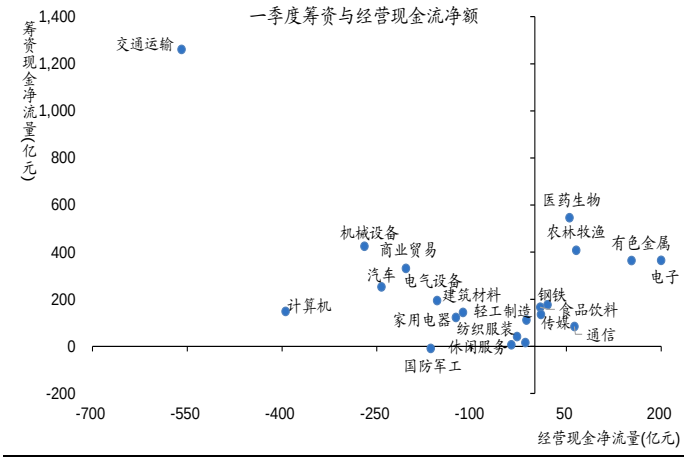
图15：汽车、医药、农林牧渔行业经营现金流持续改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

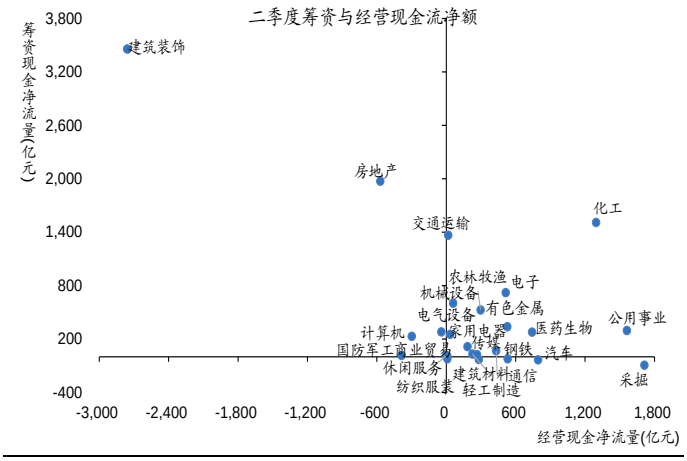
综合筹资和经营现金流来看，现金流改善或较好的行业，主要集中在基建相关行业，及机械设备等需求修复的中下游行业。建筑装饰、交通运输、公用事业筹资现金流持续改善，除公用事业外，其余两个行业经营现金流尚未出现明显改善；筹资和经营现金流均较好的行业，多集中在中下游的电气设备、机械设备、医药生物、农林牧渔等，多为景气较高或需求修复的行业，化工和有色等上游行业亦有改善。

图16：2020 年一季度医药等行业筹资、经营现金流较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2020 年二季度机械设备等经营和筹资现金流较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

结合资本开支来看，机械设备、农林牧渔等景气行业或已启动资本开支，后续可关注电气设备、电子等筹资较好行业的资本开支。现金流变化一般领先资本开支变化，尤其是筹资或经营现金流显著改善的行业，例如，机械设备、农林牧渔、公用事业等行业，已经进入资本开支持续扩张阶段。还有一些行业，筹资现金持续较好，同时景气较高或需求修复，例如，建筑材料、电气设备、电子、医药生物和轻工制造等，资本开支行为可能趋于改善。

表1：部分行业筹资现金流与资本开支增速情况（自 2015 年以来）

分类	行业	筹资现金流	资本开支增速	备注
基建链	公用事业			2020年来筹资现金流净额转正、明显改善，资本开支增速二季度加快
	交通运输			2020年来筹资现金流净额转正、大幅改善，资本开支增速回落、降幅收窄
	建筑装饰			筹资现金流净额维持高位，资本开支增速相对平稳、维持上行
景气较高或需求修复	化工			2020年来筹资现金流大幅改善，资本开支增速放缓、相对平稳
	有色金属			2020年来筹资现金流净额转正、维持高位，资本开支增速二季度有所回落
	建筑材料			筹资现金流净额有所回落，资本开支增速加速反弹
	机械设备			2020年来筹资现金流净额转正、二季度环比改善明显，资本开支增速二季度加快上行
	电气设备			筹资现金流净额持续改善，资本开支增速二季度转正
	轻工制造			2020年以来筹资现金流净额转正，资本开支增速二季度转正
	医药生物			2020年来筹资现金流净额转正，资本开支增速放缓、仍为正增长
	农林牧渔			筹资现金流净额自2019年四季度来持续为正，资本开支增速创新高
	电子			筹资现金流净额持续为正、二季度明显改善，资本开支自2020年来维持高位
	计算机			2019年下半年筹资现金流净额转正、逐季改善，资本开支增速放缓、降幅收窄

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 研究结论：关注部分筹资较好行业的资本开支

（1）年初以来，有效社融增速持续抬升，企业中长期贷款、债券融资和股票融资等均明显改善。贷款主要流向基建、房地产和制造业，后者流入偏中上游行业较多；股票融资集中于医药生物等偏中下游行业。

（2）综合筹资和经营现金流来看，现金流改善或较好的行业，主要集中在基建相关行业，及机械设备等需求修复的中下游行业。

（3）结合资本开支情况来看，机械设备、农林牧渔等景气行业或已启动资本开支，后续可关注电气设备、电子等筹资较好的行业资本开支情况。

3、 风险提示

计算过程中的偏误和遗漏。

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（中低风险），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

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