

ROE 提升持续一年，CapEx 扩张再次验证

——2021 年中报剖析

基本结论

- **剔除基数效应，A 股业绩增速仍在持续改善。2021 年上半年 A 股上市公司收入和利润两年复合增速均有稳定提升。**2021 年上半年全部 A 股和非金融 A 股收入增速分别为 26.2%、31.4%，净利润增速分别为 43.4%、77.7%。由于去年基数是逐季抬升，在基数效应影响下今年业绩增速的读数大概率是逐季回落，因此今年中报增速比一季报环比有所回落，但如果计算相对 2019 年同期的两年复合增速，无论是收入还是净利润，中报两年复合增速仍在持续改善。具体来说，非金融企业收入和净利润今年上半年两年复合增速分别为 11.7%和 15.9%，较一季度的 10.2%和 12.7%均有稳定的提升。
- **结构分化特征明显：创业板和科创板业绩恢复弹性大，中间市值分布公司业绩改善幅度显著，部分周期行业和成长板块业绩改善趋势延续。**1) 板块层面，剔除基数效应后，主板业绩仍相对较弱，而创业板和科创板业绩弹性较大，其中创业板净利润增速改善最为显著。在剔除基数效应后，无论是收入端还是净利润端，科创板和创业板业绩增速在所有板块中弹性最大，而主板业绩增速则受到去年同期低基数的影响，两年复合增速仍相对较弱；2) 市值层面，从相对 2019 年的两年复合增速来看，中间市值分布（60-500 亿市值）公司相对业绩改善幅度最大；3) 行业层面，中报数据显示电子、电气设备、医药等成长板块处在高景气当中，有色、钢铁、煤炭和机械等周期行业业绩持续改善。
- **利润率回升和资产周转率加快持续驱动上市公司 ROE 上行，当前 PPI 仍处高位，ROE 将继续改善。**自去年三季报非金融上市公司 ROE 拐头回升以来，最新财报数据显示 A 股 ROE 连续四个季度回升，利润率和资产周转率驱动 ROE 步入上行阶段。从历史趋势来看，自 2018 年四季度以来，随着 PPI 进入下行通道，A 股整体 ROE 持续下行，直到 2020 年三季报 A 股 ROE 才开始出现积极变化的信号。2021 年一季度上半年全部 A 股和非金融 A 股 ROE (TTM) 分别为 9.77% (上季度为 9.12%)、9.26% (上季度为 8.45%)，均连续四个季度有所回升。自上而下来看，PPI 是非金融企业 ROE 的同步指标，当前 PPI 仍处在高位，后续上市公司 ROE 改善趋势或将延续。
- **上市公司资本开支稳定提升，再次验证资本开支扩张周期。**随着上半年上市公司盈利增速和经营性现金流不断改善，非金融上市公司资本开支也处在高速增长阶段，资本开支 TTM 同比增速达 16.9%，超过 2018 年的阶段性高点。如果剔除基数效应，一季度和上半年非金融 A 股资本开支 TTM 两年复合增速分别为 10.8%、10.9%，相比 2019 年底 8.5%的增速在持续改善。分行业来看，钢铁、电气设备、医药、轻工、机械、家电、电子、化工等行业资本开支持续扩张趋势明显。
- **当前新一轮全球资本开支扩张周期中，中国处在相对领先地位，海外国家资本开支增速将持续跟上。**从上市公司的数据来看，我国 A 股企业资本开支增速已经开启 4 个季度回升阶段。相对美国等海外市场的上市公司而言，我们领先大概 3-4 个季度左右。海外上市公司资本开支速度仍相对较缓，但我们认为这是暂时的。以美国的数据来看，月度的资本品新订单增速自去年二季度触底后持续回升，一般来说资本品新订单增速大致领先上市公司资本开支增速一年左右，我们预计后续美国等海外上市公司资本开支增速也将持续改善。
- **风险提示：**经济恢复不及预期、宏观流动性超预期收紧，海外黑天鹅事件

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
(8621)61038291
aixiongfeng@gjzq.com.cn

内容目录

一、A股收入和利润两年复合增速在持续改善.....	4
1.1 剔除基数效应，A股业绩增速仍在持续改善	4
1.2 分板块来看，主板业绩复合增速仍较弱，创业板和科创板业绩弹性大 ..	5
1.3 分市值来看，中间市值分布公司业绩复合增速明显改善	6
1.4 分行业来看，部分周期行业业绩持续改善，成长板块处在高景气	7
二、利润率回升和资产周转率加快持续驱动 ROE 上行.....	8
2.1 利润率和资产周转率推动 ROE 持续提升	8
2.2 PPI 仍处高位，ROE 将继续改善	10
三、上市公司资本开支稳定提升，再次验证资本开支扩张周期.....	10
3.1 宏观和微观环境都在支撑企业资本开支扩张	11
3.2 新一轮全球资本开支扩张周期中，中国处在领先地位	12
3.3 哪些行业在进行资本开支？	13

图表目录

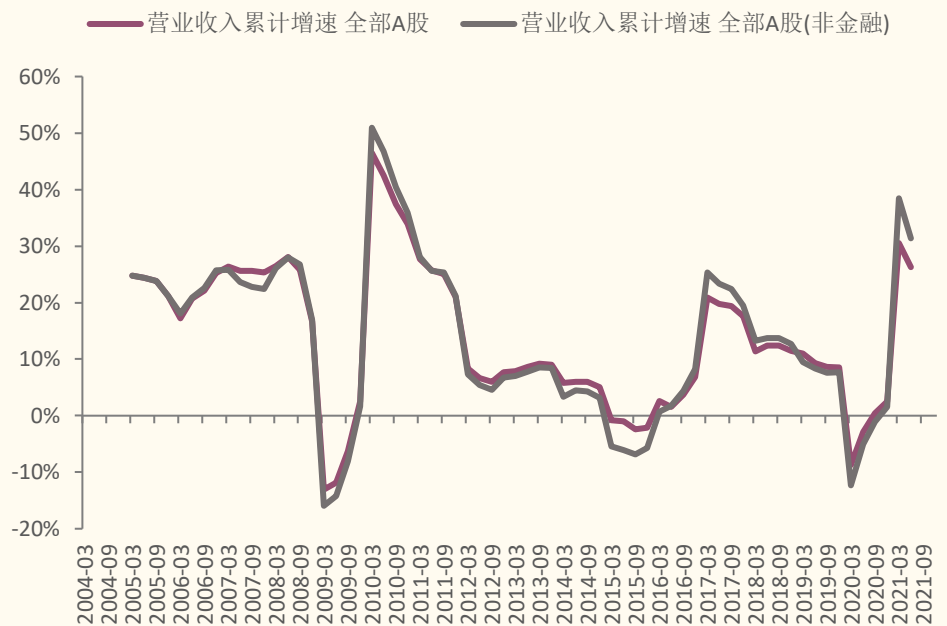
图表 1: A 股收入增速	4
图表 2: A 股净利润增速	5
图表 3: 各板块收入增速	6
图表 4: 各板块利润增速	6
图表 5: 不同市值规模非金融上市公司业绩增速	7
图表 6: 各行业利润增速	8
图表 7: ROE 重新进入上行阶段	9
图表 8: 利润率回升和资产周转率加快是驱动 ROE 回升的核心驱动力	9
图表 9: 毛利率-费用率明显改善	10
图表 10: PPI 上行周期, ROE 将继续改善	10
图表 11: A 股非金融企业资本开支加速	11
图表 12: 净利润和现金流增速同步改善	11
图表 13: 全球主要国家地区上市公司资本开支增速	12
图表 14: 美国资本品新订单增速领先上市公司资本开支增速 1 年左右	13
图表 15: 2020 年行业资本开支规模占比	14
图表 16: 行业资本开支情况	14

一、A 股收入和利润两年复合增速在持续改善

1.1 剔除基数效应，A 股业绩增速仍在持续改善

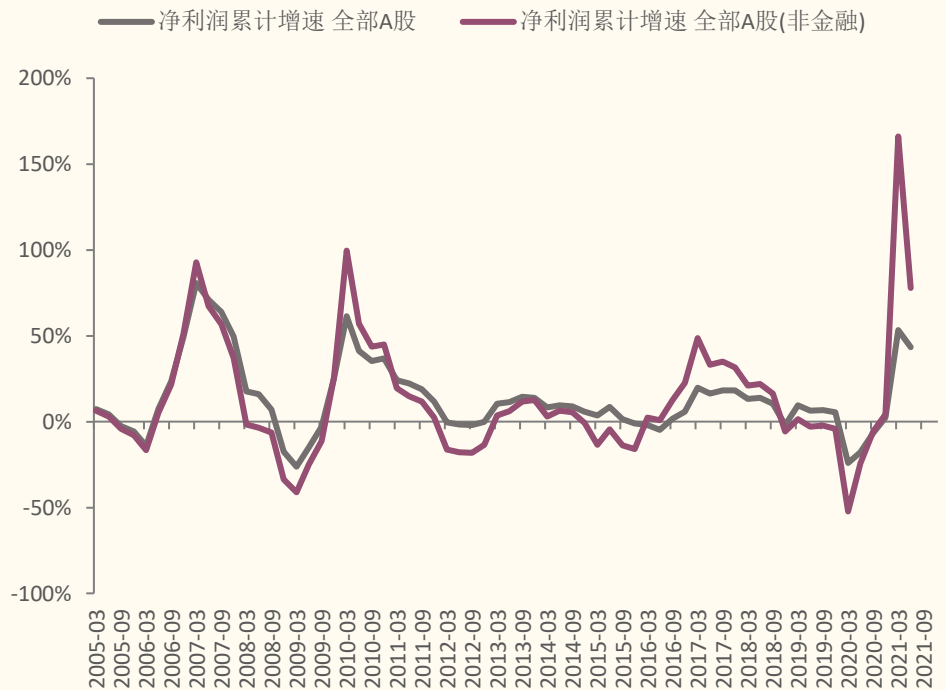
- 2021 年上半年 A 股上市公司收入和利润两年复合增速均有稳定提升。2021 年上半年全部 A 股和非金融 A 股收入增速分别为 26.2%、31.4%，净利润增速分别为 43.4%、77.7%。由于去年基数是逐季抬升，在基数效应影响下今年业绩增速的读数大概率是逐季回落，因此今年中报增速比一季报环比有所回落，但如果计算相对 2019 年同期的两年复合增速，无论是收入还是净利润，中报两年复合增速仍在持续改善。具体来说，非金融企业收入和净利润今年上半年两年复合增速分别为 11.7%和 15.9%，较一季度的 10.2%和 12.7%均有稳定的提升。

图表 1：A 股收入增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2: A 股净利润增速

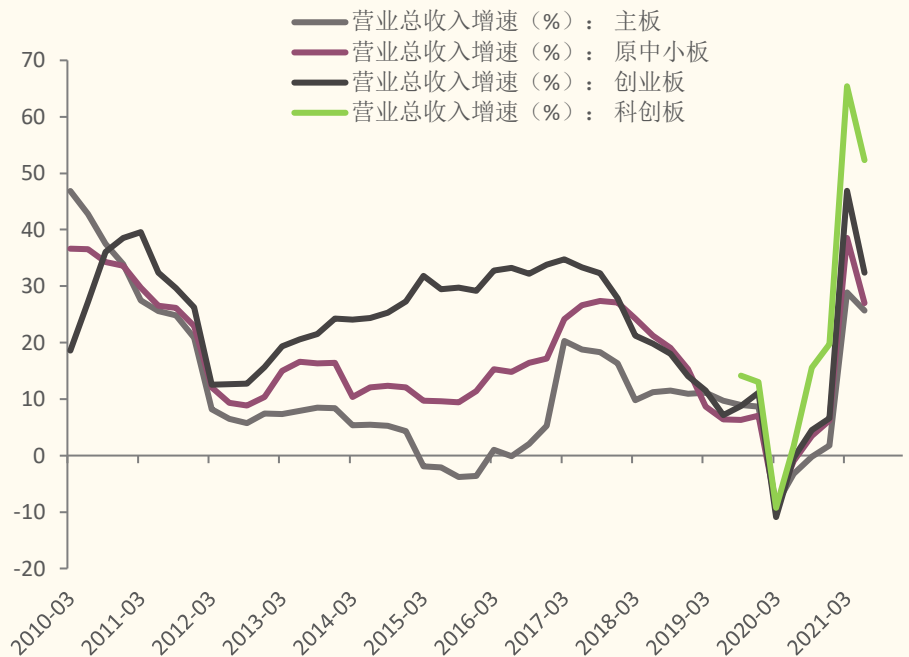


来源: Wind、国金证券研究所

1.2 分板块来看，主板业绩复合增速仍较弱，创业板和科创板业绩弹性大

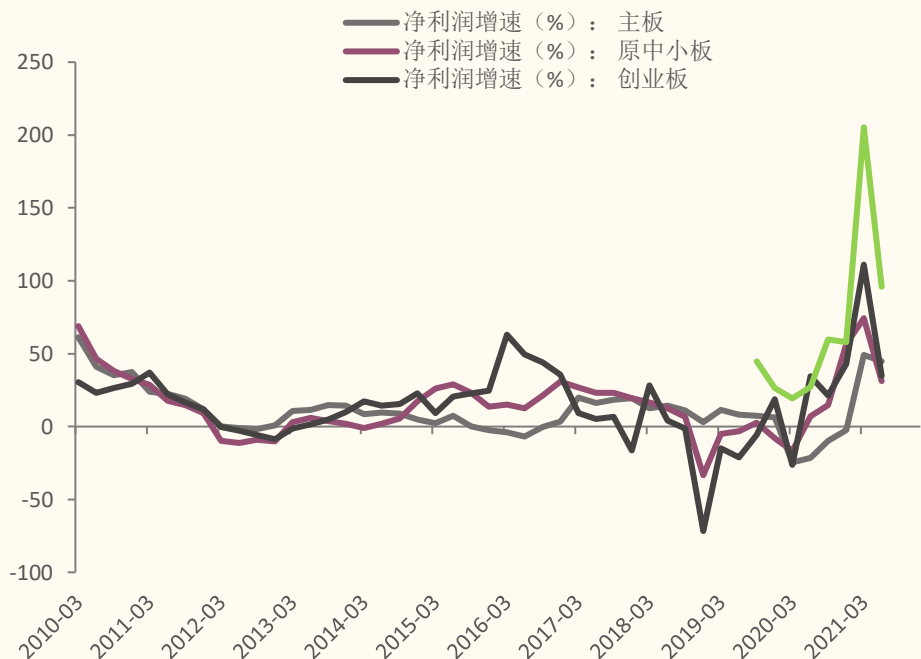
- 剔除基数效应后，主板业绩仍相对较弱，而创业板和科创板业绩弹性较大，其中创业板净利润增速改善最为显著。在剔除基数效应后，无论是收入端还是净利润端，科创板和创业板业绩增速在所有板块中弹性最大，而主板业绩增速则受到去年同期低基数的影响，两年复合增速仍相对较弱。具体来看，今年上半年收入增速方面，主板、原中小板、创业板和科创板两年复合增速分别为 10.3%、12.2%、14.9%、24.5%；净利润增速方面，主板、原中小板、创业板和科创板两年复合增速分别为 6.6%、18.5%、34.7%、58.0%。对比一季度的情况，创业板净利润增速改善最为显著。

图表 3: 各板块收入增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4: 各板块利润增速



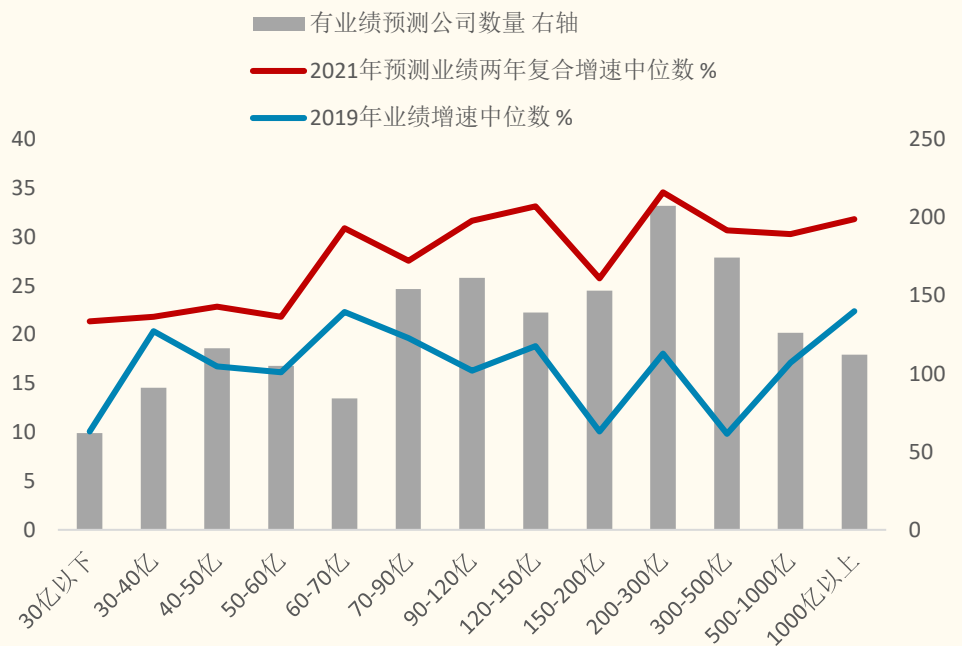
来源：Wind、国金证券研究所

1.3 分市值来看，中间市值分布公司业绩复合增速明显改善

- 从相对 2019 年的两年复合增速来看，中间市值分布公司相对业绩改善幅度最大。不同市值分布的公司预期两年复合增速（即相对 2019 年业绩的两年复合平均增速）的中位数随着市值的增加的上升，但如果只看 60 亿以上市值的公司，业绩增速中位数差别不大。但是去看 2019 年的情况，很明显中间市值分布的公司（60-500 亿市值）2019 年业绩增速显著低于大

市值公司（500 亿市值以上）。从 2021 年的盈利预测数据来看，中间市值分布的公司和大市值公司业绩增速的差别并不大。

图表 5：不同市值规模非金融上市公司业绩增速



说明：2021 年业绩增速为分析师预期相对 2019 年的两年复合平均增速。

来源：Wind、国金证券研究所

1.4 分行业来看，部分周期行业业绩持续改善，成长板块处在高景气

- 电子、电气设备、医药等成长板块处在高景气当中，有色、钢铁、煤炭和机械等周期行业业绩持续改善。剔除基数效应影响并计算相对 2019 年的两年复合增速，今年上半年有色、钢铁和机械行业净利润两年复合增速持续保持高位并逐季改善，电子、电气设备和医药行业净利润两年复合增速也都处在较高水平。需要指出的是，通信和传媒较高的两年复合增速仍受到 2019 年低基数的影响。

图表 6: 各行业利润增速

行业	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30	趋势
通信	1062.89	(183.88)	(60.50)	(255.02)	238.77	(4.39)	180.85	
有色金属	(38.71)	(32.21)	(28.32)	(46.48)	171.44	45.83	67.27	
电子	(11.31)	(2.91)	2.97	24.64	29.52	63.08	63.95	
钢铁	(47.47)	(39.33)	(45.59)	(45.80)	1.60	49.76	56.32	
传媒	(24.10)	(55.74)	(42.05)	34.15	109.26	(0.01)	38.72	
电气设备	17.60	1.16	8.07	46.82	56.80	56.19	32.59	
医药生物	13.36	3.53	4.93	(8.55)	30.27	24.64	30.72	
采掘	7.03	5.97	(2.88)	(2.32)	(26.31)	33.75	29.77	
化工	(22.54)	(20.61)	(21.92)	(37.69)	25.11	(284.27)	29.61	
机械设备	31.07	28.21	14.00	5.69	60.78	23.48	28.13	
轻工制造	(27.93)	(24.21)	(16.15)	8.29	20.94	35.19	24.56	
汽车	(26.65)	(32.69)	(30.26)	(24.03)	(1.35)	6.54	14.88	
食品饮料	23.14	21.23	19.65	14.28	15.85	12.79	13.63	
建筑装饰	11.83	2.45	6.09	6.11	3.89	11.09	10.88	
建筑材料	46.46	19.01	17.57	17.28	11.19	10.22	9.10	
公用事业	18.34	10.17	15.26	4.91	23.47	4.83	8.79	
农林牧渔	(62.33)	83.68	69.66	195.94	37.17	208.65	7.48	
国防军工	87.64	51.11	33.75	12.38	32.18	10.61	4.22	
银行	6.27	6.75	7.14	6.92	0.68	5.20	1.22	
非银金融	71.26	68.36	73.01	64.91	0.60	(3.15)	0.52	
家用电器	7.21	9.91	12.62	16.38	7.42	5.36	(2.06)	
纺织服装	2.70	(14.06)	(19.34)	(22.08)	(24.80)	(12.82)	(9.60)	
房地产	14.16	16.52	12.70	9.96	(11.81)	(25.47)	(17.73)	
计算机	64.60	36.58	25.59	(6.89)	(0.39)	(86.42)	(19.34)	
商业贸易	15.43	(7.85)	15.28	(15.17)	(67.91)	(11.64)	(19.63)	
交通运输	12.18	12.34	8.91	12.44	(93.28)	(99.39)	(38.37)	
休闲服务	76.36	24.94	7.19	(8.95)	(102.31)	(131.57)	(119.01)	

说明: 2021 年的增速为两年平均增速; 2020 年数据只显示了年报增速

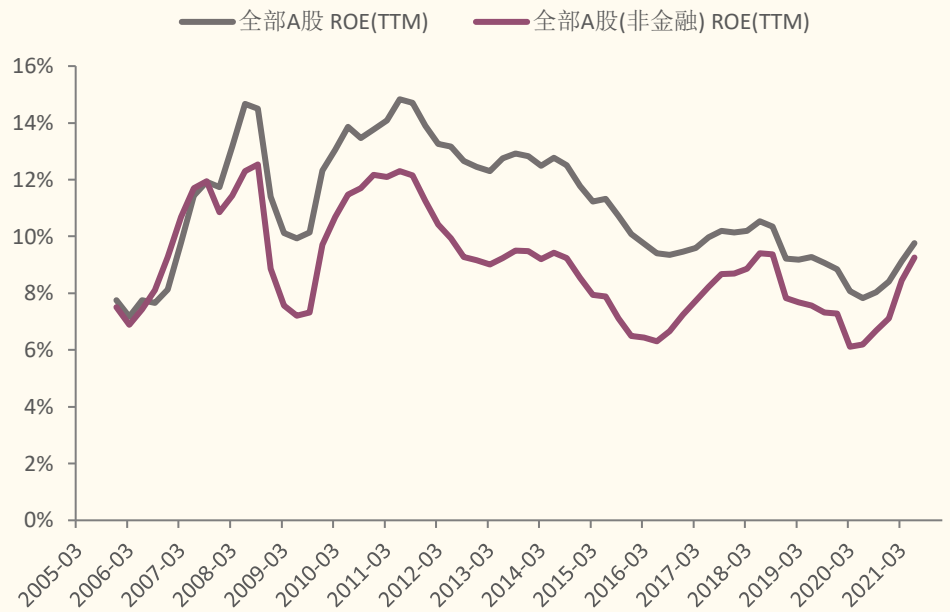
来源: Wind、国金证券研究所

二、利润率回升和资产周转率加快持续驱动 ROE 上行

2.1 利润率和资产周转率推动 ROE 持续提升

- 自去年三季报非金融上市公司 ROE 拐头回升以来, 最新财报数据显示 A 股 ROE 连续四个季度回升, 利润率和资产周转率驱动 ROE 步入上行阶段。从历史趋势来看, 自 2018 年四季度以来, 随着 PPI 进入下行通道, A 股整体 ROE 持续下行, 直到 2020 年三季报 A 股 ROE 才开始出现积极变化的信号。2021 年一季度上半年全部 A 股和非金融 A 股 ROE (TTM) 分别为 9.77% (上季度为 9.12%)、9.26% (上季度为 8.45%), 均连续四个季度有所回升。

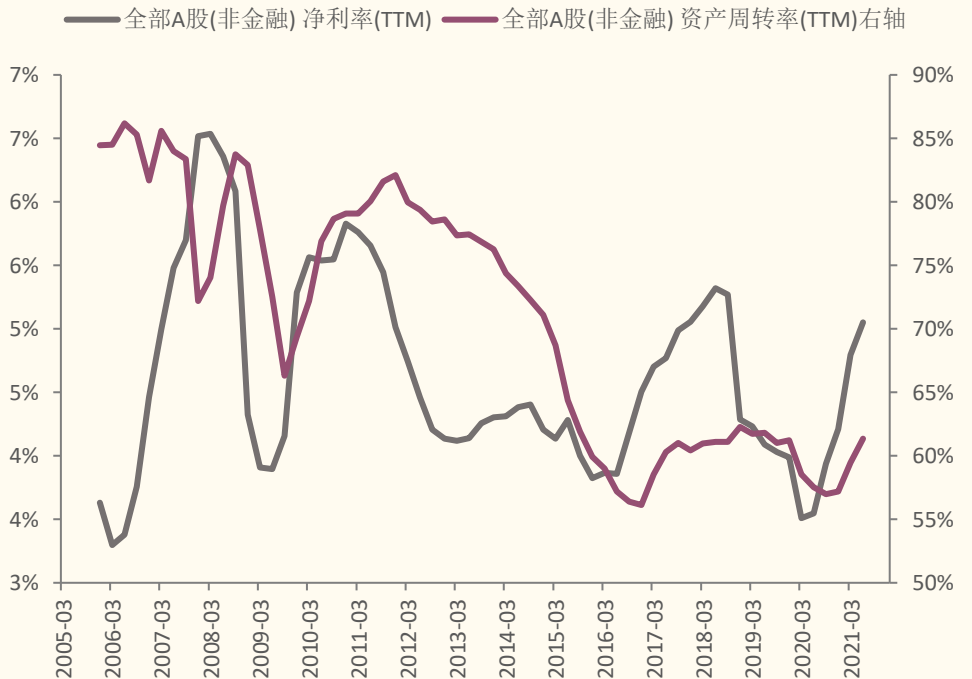
图表 7: ROE 重新进入上行阶段



来源: Wind、国金证券研究所

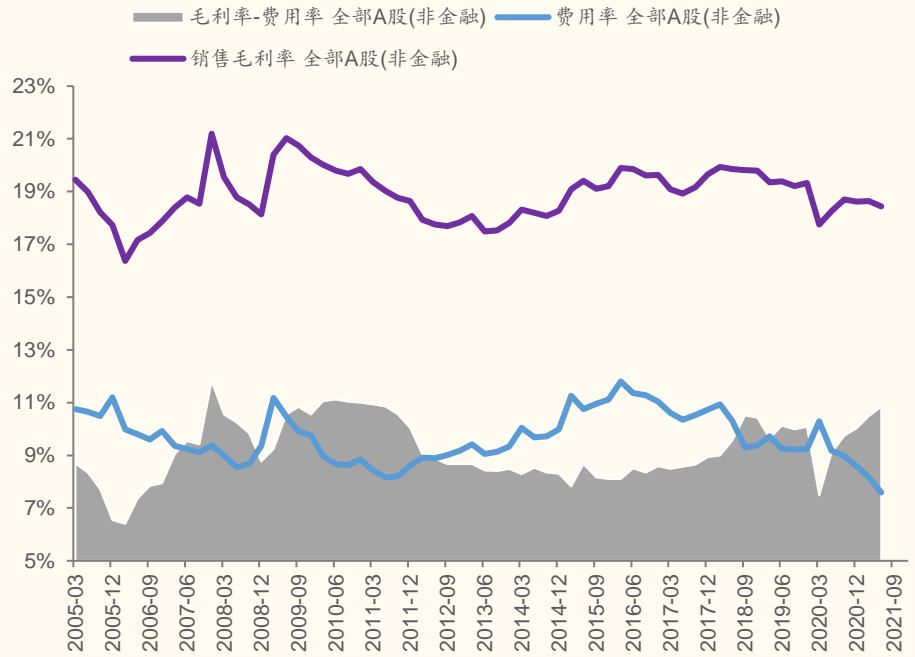
- 整体来说，利润率回升和资产周转率加快是驱动 ROE 回升的核心驱动力，而企业杠杆率水平均保持相对稳定。PPI 回升带动企业毛利率提升，与此同时在经济复苏阶段，企业收入和利润规模均加速增长，费用率在规模经济效应下呈现下行趋势，毛利率的回升和费用率的下降表现为企业净利润率的持续回升。此外，规模经济效应下资产周转率同样有所回升。

图表 8: 利润率回升和资产周转率加快是驱动 ROE 回升的核心驱动力



来源: Wind、国金证券研究所

图表 9：毛利率-费用率明显改善

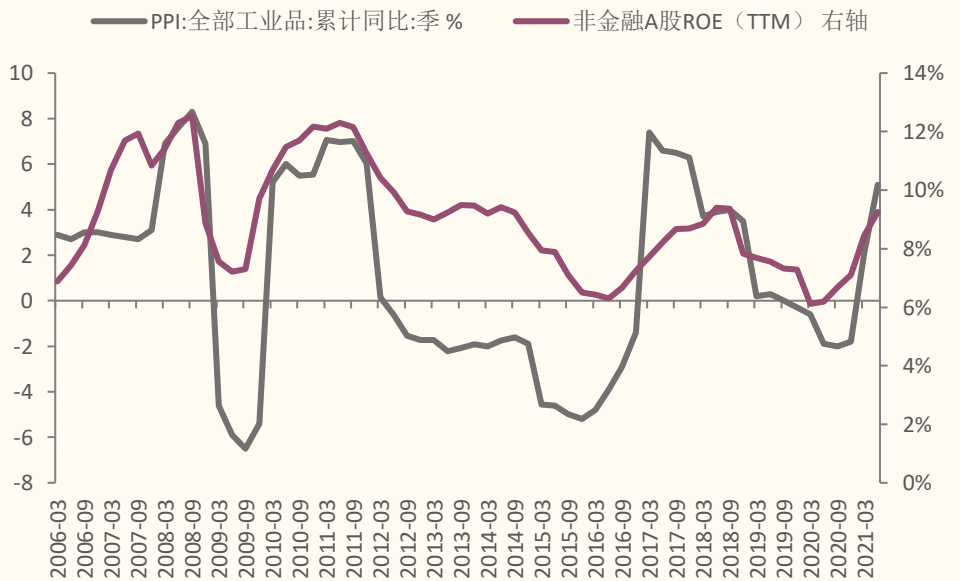


来源：Wind、国金证券研究所

2.2 PPI 仍处高位，ROE 将继续改善

- 自上而下来看，PPI 是非金融企业 ROE 的同步指标，当前 PPI 仍处在高位，后续上市公司 ROE 改善趋势或将延续。正如前文所述，PPI 上行有助于提升企业毛利率，此外 PPI 上行往往对应的是经济边际向好的阶段（除了滞涨阶段之外），企业收入和利润规模将加速增长，规模效应将带来费用率的降低和资产周转率的加快，这些因素均有利于 ROE 的持续改善。三季度 PPI 仍处在高位，对后续 A 股企业 ROE 水平将继续形成有力支撑。

图表 10：PPI 上行周期，ROE 将继续改善



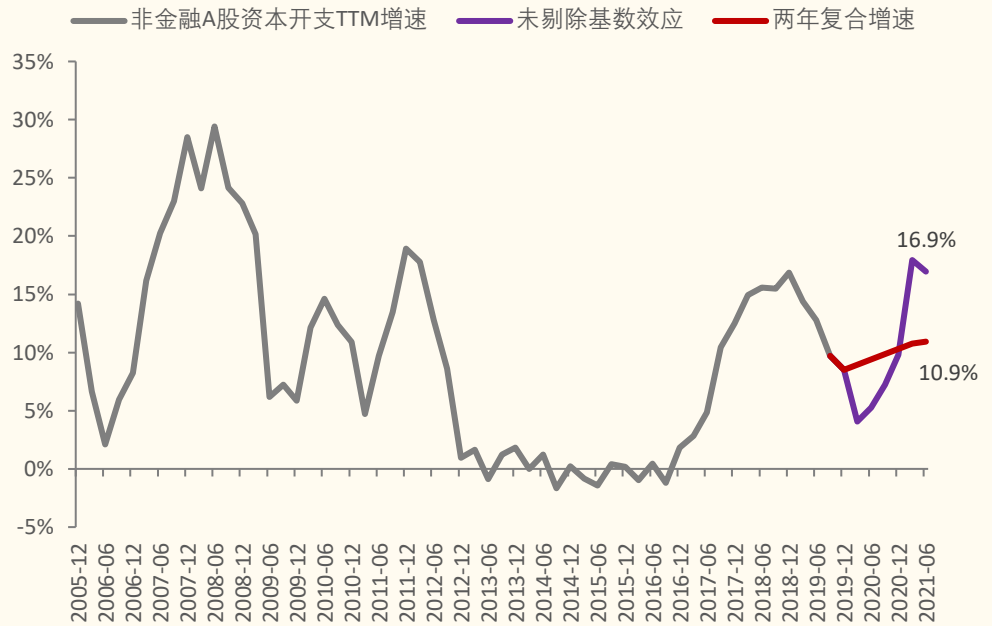
来源：Wind、国金证券研究所

三、上市公司资本开支稳定提升，再次验证资本开支扩张周期

3.1 宏观和微观环境都在支撑企业资本开支扩张

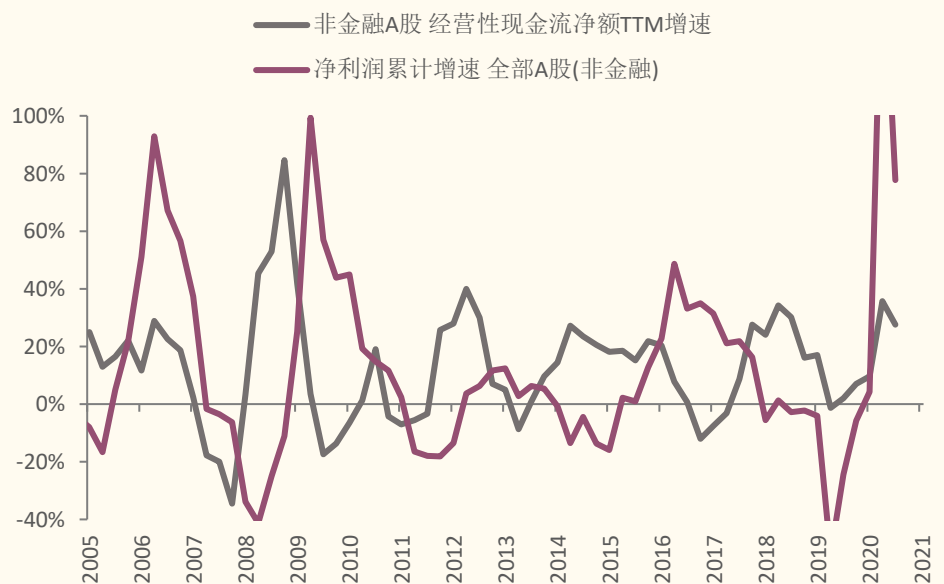
- 影响企业资本开支的宏观因素是行业景气，微观因素是企业盈利和现金流。从宏观层面来看，今年上半年国内经济持续复苏，无论是景气周期相关的周期行业还是政策导向的科技成长行业，相关行业景气都处在持续改善的阶段。从微观层面来看，当前上市公司盈利增速和经营性现金流均在改善当中。由我们可以看到，上半年非金融上市公司资本开支也处在高速增长阶段，资本开支 TTM 同比增速达 16.9%，超过 2018 年的阶段性高点。如果剔除基数效应，一季度和上半年非金融 A 股资本开支 TTM 两年复合增速分别为 10.8%、10.9%，相比 2019 年底 8.5% 的增速在持续改善。

图表 11: A 股非金融企业资本开支加速



来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 净利润和现金流增速同步改善

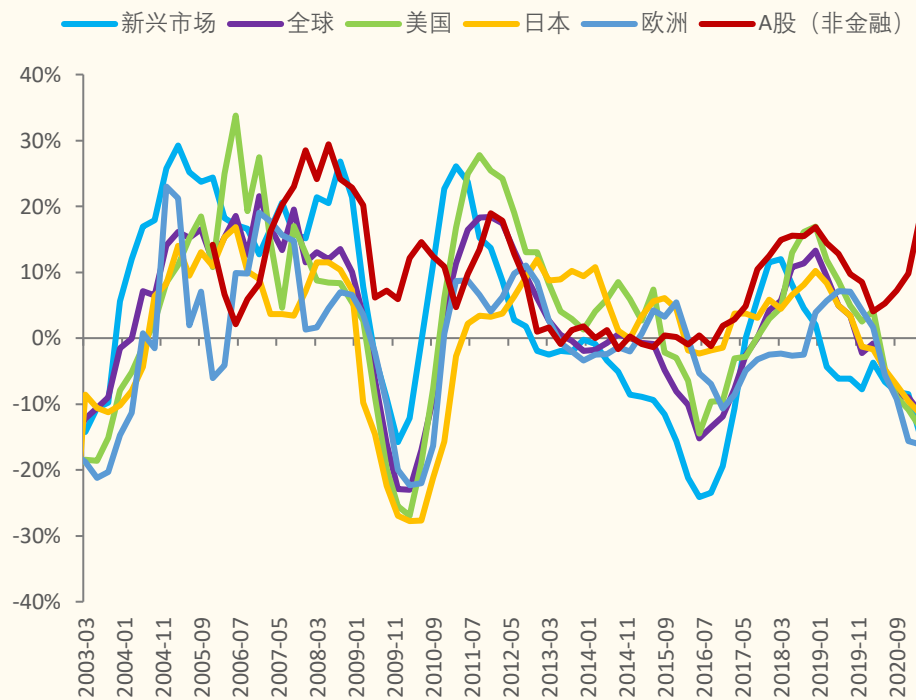


来源: Wind、国金证券研究所

3.2 新一轮全球资本开支扩张周期中，中国处在领先地位

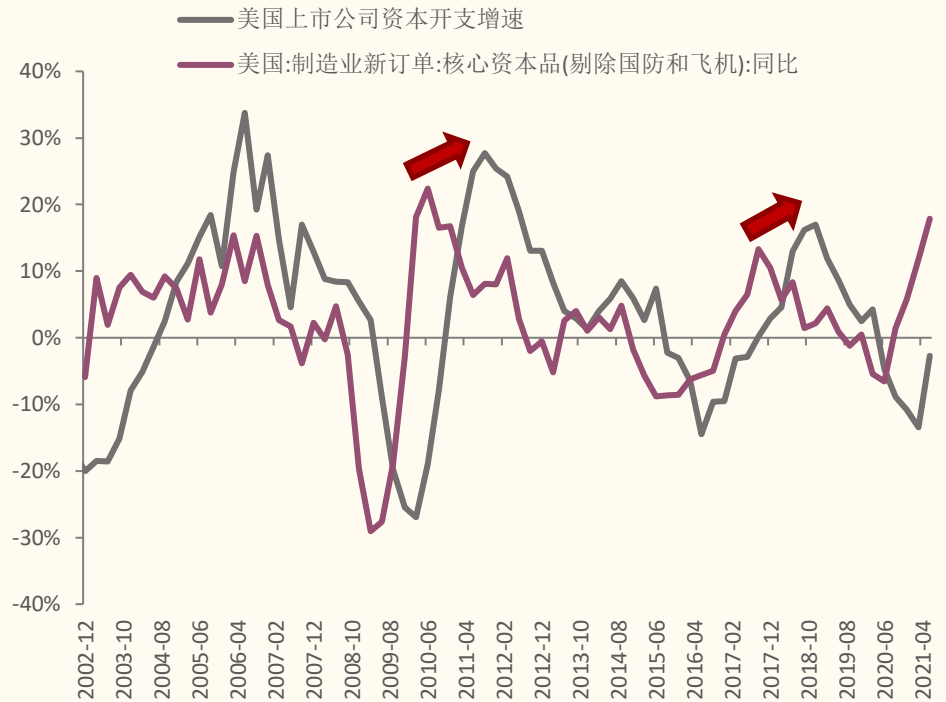
- 当前全球处在新一轮资本开支扩张阶段，从上市公司的数据来看，我国 A 股企业资本开支增速已经开启 4 个季度回升阶段。相对美国等海外市场的上市公司而言，我们领先大概 3-4 个季度左右。当前驱动全球资本开支扩张的核心因素仍是供需矛盾激化叠加产能利用率处在高位。特别是去年下半年到今年上半年的大宗商品涨价潮之下，那些景气度较高的行业均有资本开支扩张的动力。
- 当前海外上市公司资本开支速度仍相对较缓，但我们认为这是暂时的。以美国的数据来看，月度的资本品新订单增速自去年二季度触底后持续回升，一般来说资本品新订单增速大致领先美国上市公司资本开支增速一年左右，我们预计后续美国等海外上市公司资本开支增速也将持续改善。

图表 13：全球主要国家地区上市公司资本开支增速



来源：Wind、Bloomberg、国金证券研究所

图表 14: 美国资本品新订单增速领先上市公司资本开支增速 1 年左右

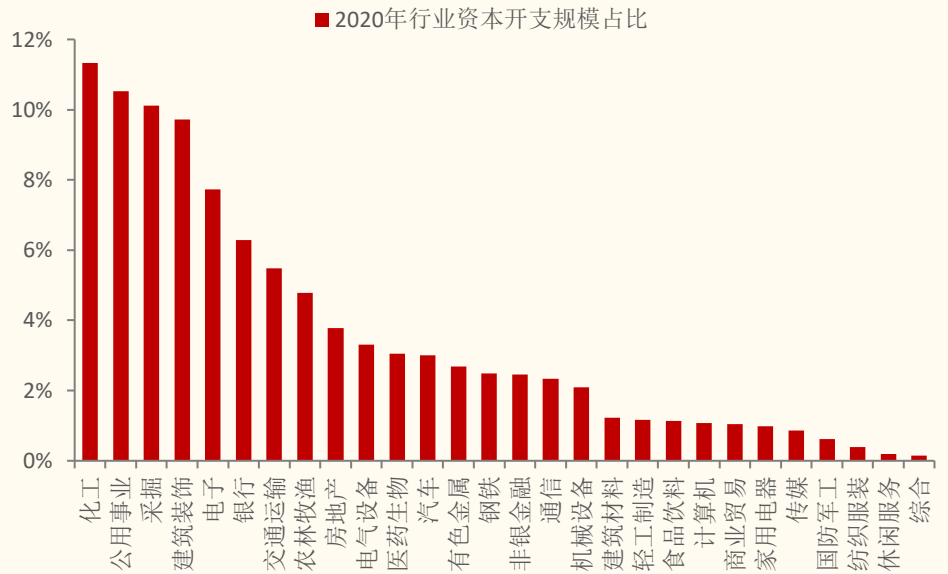


来源: Wind、Bloomberg、国金证券研究所

3.3 哪些行业在进行资本开支?

- 从资本开支规模来看, 化工、公用事业、采掘、电子是 A 股市场资本开支占比较高的行业。截止 2020 年, A 股市场资本开支规模占比较高的行业有化工、公用事业、采掘、电子、银行、交运和农业等行业, 占比分别为 11.3%、10.5%、10.1%、9.7%、7.7%、6.3%、5.5%和 4.8%。
- 从资本开支扩张速度来看, 资本开支增速持续为正(至少 4 个季度)且今年上半年累计增速相对靠前的行业有个: 钢铁、电气设备、医药、轻工、机械、家电、电子、化工等, 今年上半年资本开支累计增速分别为 73.9%、65.0%、54.3%、53.0%、51.3%、34.9%、26.1%、21.7%。

图表 15: 2020 年行业资本开支规模占比



来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 行业资本开支情况

行业	资本开支规模占比	资本开支累计同比增速							增速变化趋势
		2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30	
钢铁	2.4%	15.0%	-3.0%	-13.4%	3.0%	18.0%	76.5%	73.9%	
电气设备	3.3%	19.3%	9.8%	11.2%	11.4%	9.8%	68.0%	65.0%	
医药生物	3.1%	1.2%	-6.6%	-5.3%	1.0%	10.8%	65.6%	54.3%	
轻工制造	1.2%	-4.9%	-3.9%	5.7%	12.7%	14.3%	52.7%	53.0%	
机械设备	2.1%	3.7%	-1.7%	10.9%	17.3%	5.8%	63.2%	51.3%	
食品饮料	1.2%	51.3%	-10.0%	-12.3%	-14.7%	-9.9%	63.1%	40.1%	
传媒	0.8%	0.2%	-3.4%	-14.7%	-9.8%	-13.9%	36.5%	38.4%	
家用电器	1.0%	7.2%	14.6%	1.2%	4.1%	8.2%	39.4%	34.9%	
综合	0.2%	-42.3%	-23.6%	1.5%	4.4%	29.5%	66.2%	34.5%	
建筑材料	1.2%	56.6%	-2.0%	21.2%	-5.8%	0.9%	43.2%	32.0%	
交通运输	5.5%	-17.9%	-28.3%	-19.2%	-11.3%	4.1%	44.2%	28.2%	
电子	7.7%	-18.9%	4.3%	11.8%	27.2%	30.5%	42.7%	26.1%	
化工	11.2%	22.0%	2.5%	6.0%	1.6%	4.6%	40.0%	21.7%	
汽车	3.0%	-4.8%	-35.0%	-31.8%	-25.2%	-25.3%	11.0%	21.4%	
纺织服装	0.4%	-3.5%	0.5%	-9.0%	-21.3%	-13.1%	22.5%	20.8%	
有色金属	2.7%	9.1%	6.8%	-0.4%	6.9%	7.3%	17.3%	19.4%	
计算机	1.1%	1.6%	-6.9%	15.9%	10.7%	8.7%	26.4%	18.2%	
休闲服务	0.2%	9.4%	-34.7%	-30.5%	-24.2%	-19.3%	4.1%	16.9%	
国防军工	0.6%	18.1%	-7.7%	-15.4%	-8.1%	-2.2%	20.3%	15.5%	
农林牧渔	4.7%	50.0%	107.6%	166.8%	186.3%	129.1%	67.6%	11.8%	
房地产	3.7%	26.3%	-25.4%	12.8%	17.8%	14.2%	46.2%	8.4%	
公用事业	11.3%	12.5%	7.5%	22.4%	26.5%	23.0%	34.8%	5.6%	
商业贸易	1.0%	-1.0%	-21.5%	-19.7%	-19.7%	-15.5%	9.3%	4.9%	
采掘	9.9%	15.6%	-16.2%	-10.8%	-9.1%	-15.2%	-9.1%	4.4%	
通信	2.3%	-3.5%	-26.8%	-5.2%	-15.9%	-6.4%	68.5%	0.4%	
建筑装饰	9.6%	24.4%	6.2%	15.2%	16.1%	31.7%	17.6%	-3.0%	
银行	6.2%	-9.2%	-24.4%	12.6%	-10.6%	0.8%	30.3%	-7.7%	
非银金融	2.4%	-9.6%	-43.7%	12.3%	12.7%	4.3%	-6.5%	-11.1%	

说明：资本开支规模占比为 2020 年数据；橙色底色行表示资本开支增速为正

来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：**经济恢复不及预期、宏观流动性超预期收紧，海外黑天鹅事件

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

C3 级(含 C3

级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH