

制造业景气跟踪：来自信贷的视角

制造业贷款是信贷结构中的突出亮点，资金主要流向哪些领域、有何影响？本文从资金流的视角，探索制造业景气度，敬请关注。

■ 信贷结构中有何亮点？前三季度制造业贷款同比增长75%、结构也明显改善。制造业贷款大幅增长，前三季度增量占企业贷款近3成，成为信贷结构中的突出亮点。伴随政策支持向制造业倾斜，制造业中长贷增速保持29%以上高位，三季度抬升至30.8%，大幅高于企业中长贷增速的13%左右；前三季度制造业贷款增量创新高至4.2万亿元，占全口径企业贷款比重同比抬升6.1个百分点至29%。

制造业贷款放量同时，结构也明显改善，上市银行、制造业企业报表均可侧面印证。与全口径贷款表现一致，上市样本银行上半年制造业贷款投放1.2万亿元、同比增长42%，高于基建贷款的8500亿元及地产贷款的600亿元。反映在上市企业报表上，制造业企业借款增速抬升至16.8%、创近3年新高。除规模上量外，结构也明显改善，长期借款占比达47.3%、较去年同期抬升1.6个百分点。

■ 制造业贷款主要流向？电气机械、酒饮料等设备制造、消费制造业融资较多。分行业看，部分中下游制造业借款保持高增，其中，设备制造业、酒饮料等借款增速创新高。三季度设备制造借款增速同比抬升11.2个百分点至22%，增速、增幅均高于整体水平；消费制造和加工冶炼借款增速同比分别抬升5和1.9个百分点至15%和11.7%。细分行业中，电气机械、食品制造等中下游行业借款增速创新高。反映在企业报表上，部分行业筹资现金流明显改善，尤其是电气机械等。

除总量高增外，部分行业借款结构也明显改善，运输、专用设备尤其典型。借款结构中，设备制造、消费制造三季度长期借款占比较去年同期分别上涨1.2和0.5个百分点至53.6%和47.4%，加工冶炼回落1个百分点至47.7%。细分行业中，运输设备、专用设备、酒饮料等中下游长期借款占比涨幅均超7个百分点、远高于行业均值，部分加工冶炼行业长期借款占比逆势抬升，如化学制品等。

■ 信贷视角出发，看制造业景气？关注现金流、资本开支边际改善的行业

除融资好转外，电气机械等中游行业经营状况多有好转。受益成本端压力缓解、及需求端边际改善等，无论是绝对值、亦或是较去年同期变化，电气机械等中游设备制造业明显改善，化学制造、金属制品等部分上游景气度较高行业经营现金流状况持续好转，部分下游需求边际改善行业现金流也有改善，如农副加工等。

综合现金流、资本开支来看，电气机械等设备制造、农副加工等消费制造行业景气度值得关注。2022年前三季度，电气机械、通信设备、通用设备等设备制造，及木材加工、农副加工等消费制造业的筹资、经营现金流同步改善。现金流变化往往领先于资本开支，部分现金流改善的行业，资本开支已有扩张迹象，例如，化学制品，通信设备等资本开支占折旧摊销比重均处65%以上历史分位数。

风险提示：统计过程中可能的偏差和遗漏。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

一、信贷中有何亮点？前三季度新增制造业贷款同比增长 75%.....	3
二、制造业贷款主要流向？电气机械、酒饮料等中下游行业	5
三、从信贷视角，看制造业景气？关注现金流、资本开支等改善行业	6
4、风险提示：	8

图表目录

图表 1: 政策向制造业领域倾斜，鼓励信贷投放.....	3
图表 2: 制造业中长贷增速维持高位	3
图表 3: 前三季度制造业贷款创新高至 4.2 万亿元.....	3
图表 4: 39 家上市银行占全口径贷款比重较高且稳定	4
图表 5: 制造业贷款明显高增、对冲基建、地产回落等	4
图表 6: 上市制造业企业贷款增速创近 3 年新高	4
图表 7: 上市制造业企业新增借款多为中长期	5
图表 8: 上市制造业企业长期借款占比明显抬升.....	5
图表 9: 设备制造业贷款增速明显高于其他.....	5
图表 10: 细分行业中，电气机械、化学制品增速较高.....	5
图表 11: 长贷占比，设备、消费制造升，加工冶炼落.....	6
图表 12: 运输设备、酒饮料等明显高于行业平均水平.....	6
图表 13: 上市制造业公司筹资现金流明显改善.....	6
图表 14: 电气机械、化学制品等筹资现金流明显改善.....	6
图表 15: 中下游行业利润边际改善.....	7
图表 16: 部分中下游行业经营现金流明显改善.....	7
图表 17: 2022 年前三季度现金流为正多为中下游行业	7
图表 18: 化学制造、电气机械、农副加工现金流改善.....	7
图表 19: 金属制品、专用设备等资本开支处历史高位.....	8
图表 20: 金属制品、通信设备等资本开支明显抬升	8

一、信贷中有何亮点？前三季度新增制造业贷款同比增长 75%

本文从全口径制造业贷款、上市银行制造业贷款投放、及上市制造业企业借款角度多方面论证，发现：1) 2022 年前三季度新增制造业贷款创新高、尤其是三季度加速增长；2) 上市制造业企业融资增长较非上市企业更快；3) 制造业除融资规模上量外，结构也明显好转、长期融资占比创新高。

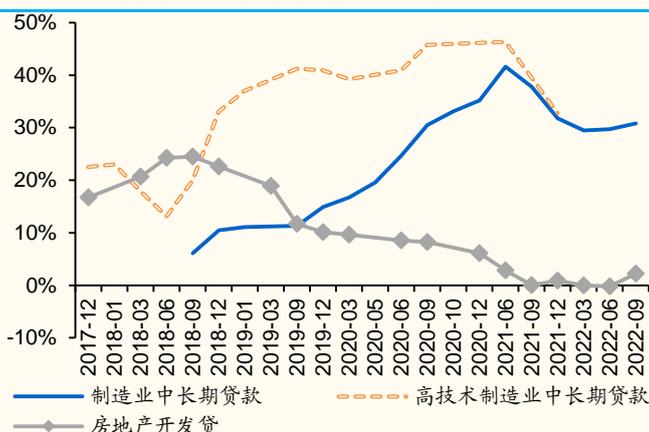
伴随政策支持向制造业倾斜，制造业贷款明显放量、前三季度突破 4 万亿元，占全口径企业贷款近 3 成。11 月中旬，三季度货币政策执行报告再次提及“扩大制造业中长期贷款...提升贷款投放效率”等，延续信贷资源向制造业领域倾斜的基调。事实上，制造业贷款确实是信贷结构中的突出亮点，制造业中长贷增速保持 29% 以上的高位、三季度抬升至 30.8%，大幅高于企业中长贷增速的 13% 左右；前三季度制造业贷款增量创新高至 4.2 万亿元、同比增长 75%，占全口径企业贷款比重同比抬升 6.1 个百分点至 29%。

图表 1：政策向制造业领域倾斜，鼓励信贷投放

时间	会议/文件	主要内容
11月16日	三季度货币政策执行报告	鼓励银行加大资源倾斜，在推进有效投资重要项目协调机制下，建立 扩大制造业中长期贷款 工作专班...提升贷款投放效率。
9月29日	三季度货币政策委员会例会	完善金融支持创新体系， 引导金融机构增加制造业中长期贷款 ，着力稳定产业链供应链...
9月13日	国常会	进一步 延长制造业缓税补缴期限 ，加力助企纾困；确定 专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造 ，扩市场需求、增发展后劲；确定优化电子电器行业管理的措施，降低制度性交易成本，更大激发市场活力。
7月11日	《关于进一步推动金融服务制造业高质量发展的通知》	国有大型银行要优化经济资本分配， 向制造业企业倾斜 ，推动制造业中长期贷款继续保持较快增长。政策性银行要结合职能定位，更好发挥 政策性金融对制造业的支持作用 。
3月5日	《政府工作报告》	增强制造业核心竞争力 。促进工业经济平稳运行， 加快发展先进制造业集群 ，培育“专精特新”企业推动产业向中高端迈进。

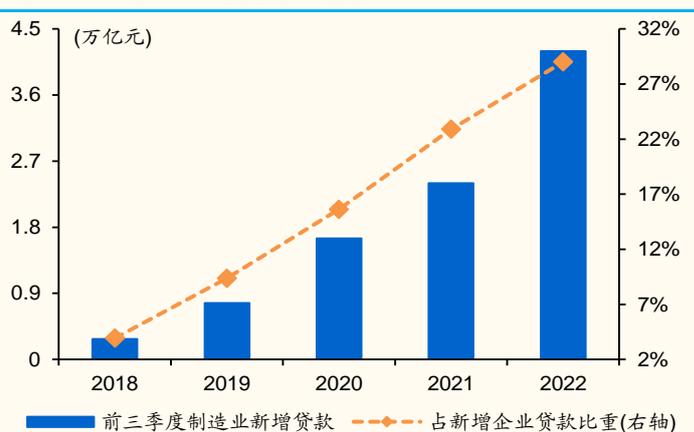
来源：政府网站、中国人民银行、Wind、国金证券研究所

图表 2：制造业中长贷增速维持高位



来源：Wind、中国人民银行、国金证券研究所

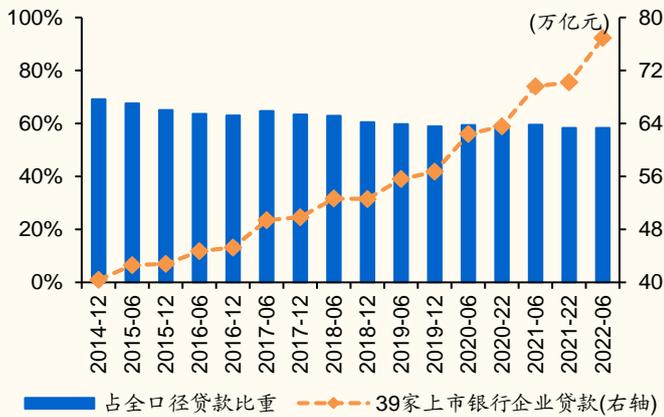
图表 3：前三季度制造业贷款创新高至 4.2 万亿元



来源：Wind、中国人民银行、国金证券研究所

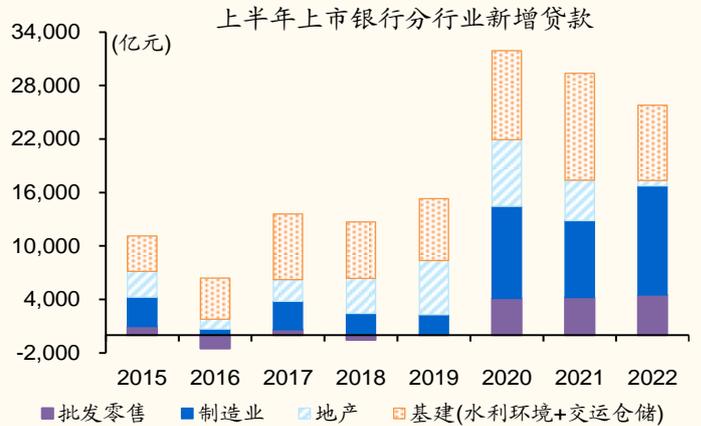
从上市银行报表侧面印证，制造业贷款明显放量，对冲基建信贷的走弱和地产相关贷款的拖累。文中选取 39 家上市银行数据，上市银行企业贷款占全口径企业贷款比重稳定在 60%左右，具有一定代表性。与全口径贷款表现一致的是，样本银行上半年制造业贷款投放超 1.2 万亿元、同比增长 42%以上，基建贷款同比缩量 3 成至 8500 亿元左右，地产上半年新增贷款仅 600 亿元左右。

图表 4：39 家上市银行占全口径贷款比重较高且稳定



来源：Wind、国金证券研究所

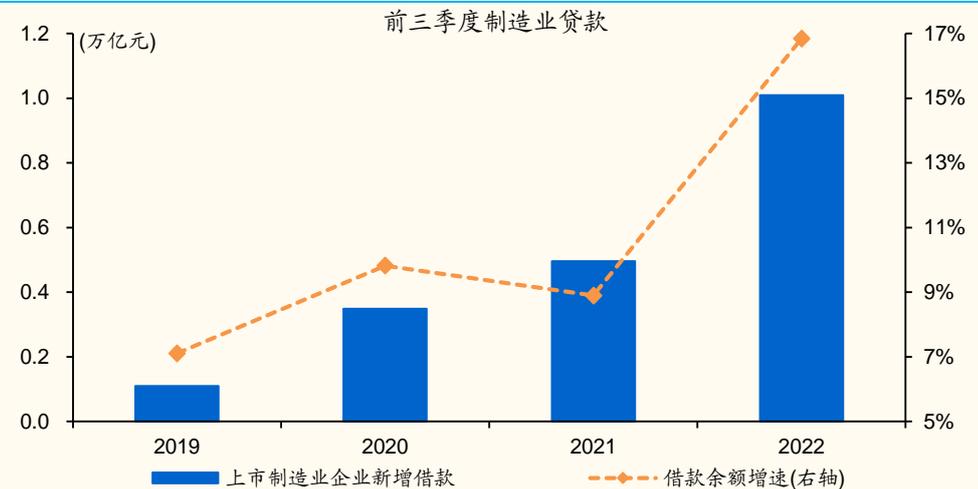
图表 5：制造业贷款明显高增、对冲基建、地产回落等



来源：Wind、国金证券研究所

反映在上市企业报表上，制造业企业贷款增速创近 3 年新高、且长期借款占比明显抬升。年初以来，上市制造业企业借款明显增长，前三季度合计新增 1 万亿元、同比翻番，带动借款增速同比抬升近 8 个百分点至 16.8%、创近年新高。除借款规模上量外，结构也明显改善，长期借款占比创新高至 47.3%、较 2021 年同期抬升 1.6 个百分点以上。

图表 6：上市制造业企业贷款增速创近 3 年新高



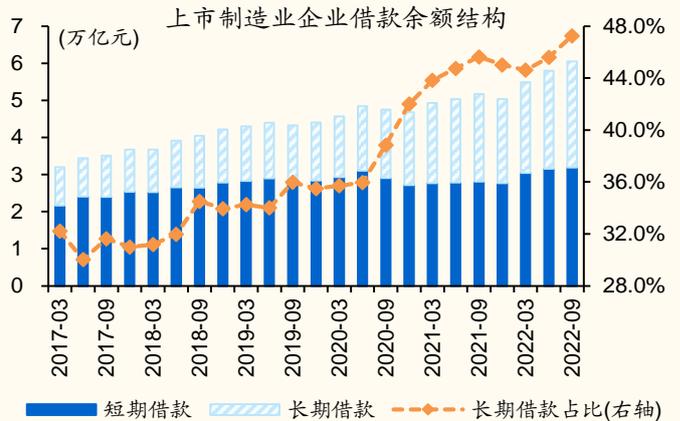
来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：上市制造业企业新增借款多为中长期



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：上市制造业企业长期借款占比明显抬升



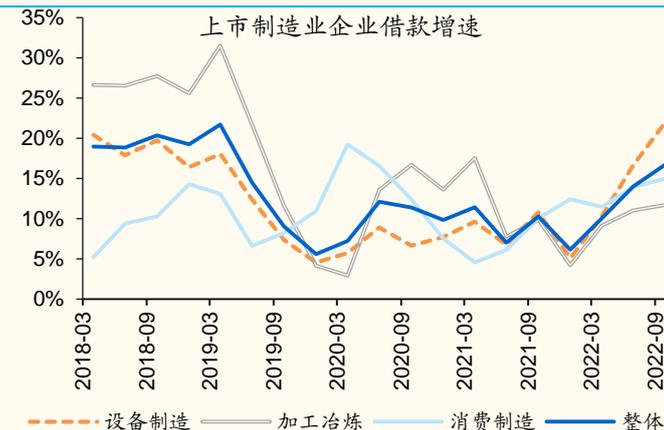
来源：Wind、国金证券研究所

二、制造业贷款主要流向？电气机械、酒饮料等中下游行业

考虑数据可得性，本文从上市制造业企业借款角度，探索制造业细分行业融资及其结构情况，发现电气机械、酒饮料等设备、消费制造行业融资高增、长期借款占比也明显抬升。

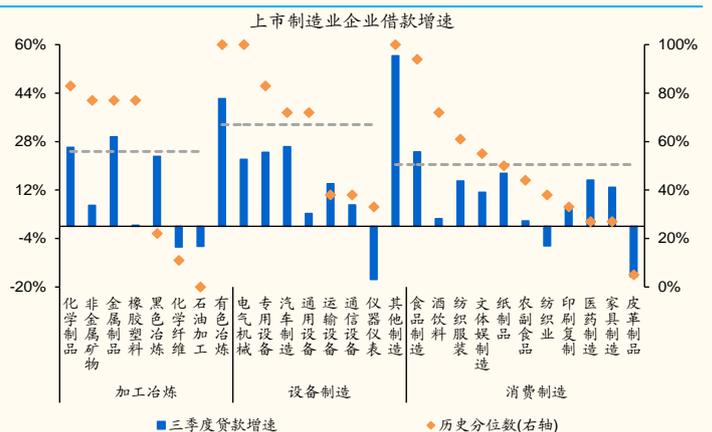
分行业来看，部分中下游制造业借款保持高增，其中，设备制造业、酒饮料等借款增速创历史新高。三季度设备制造借款增速较去年同期抬升 11.2 个百分点至 22%，增速、增幅均高于上市制造业企业平均水平；消费制造和加工冶炼借款增速较去年同期分别抬升 5 和 1.9 个百分点至 15% 和 11.7%。细分行业中，电气机械、专用设备、食品制造等中下游行业借款增速创新高。

图表 9：设备制造业贷款增速明显高于其他



来源：Wind、国金证券研究所

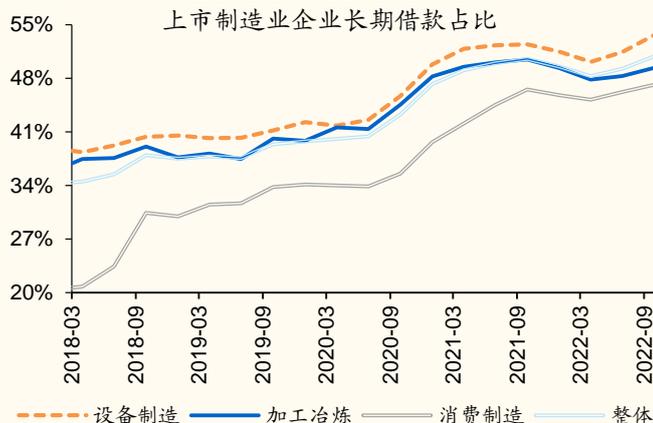
图表 10：细分行业中，电气机械、化学制品增速较高



来源：Wind、国金证券研究所

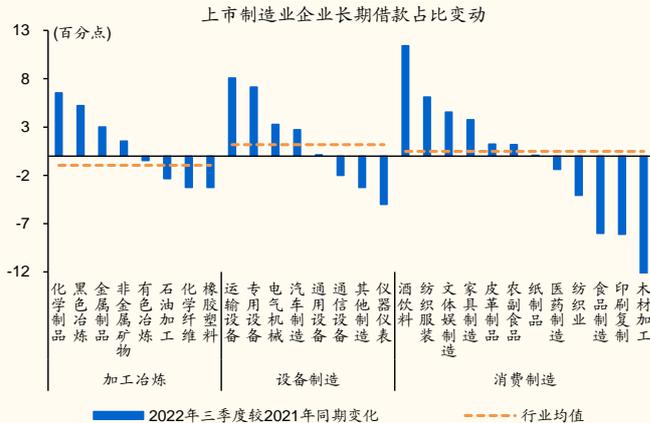
除总量高增外，部分行业借款结构也明显改善，运输、专用设备尤其典型。借款结构中，设备制造、消费制造三季度长期借款占比较 2021 年同期分别上涨 1.2 和 0.5 个百分点至 53.6% 和 47.4%，加工冶炼回落 1 个百分点至 47.7%。细分行业中，运输设备、专用设备、酒饮料等中下游行业长期借款占比涨幅均在 7 个百分点以上，远高于行业均值，部分加工冶炼行业长期借款占比逆势抬升，如化学制品、黑色冶炼等。

图表 11: 长贷占比, 设备、消费制造升, 加工冶炼落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 运输设备、酒饮料等明显高于行业平均水平



来源: Wind、国金证券研究所

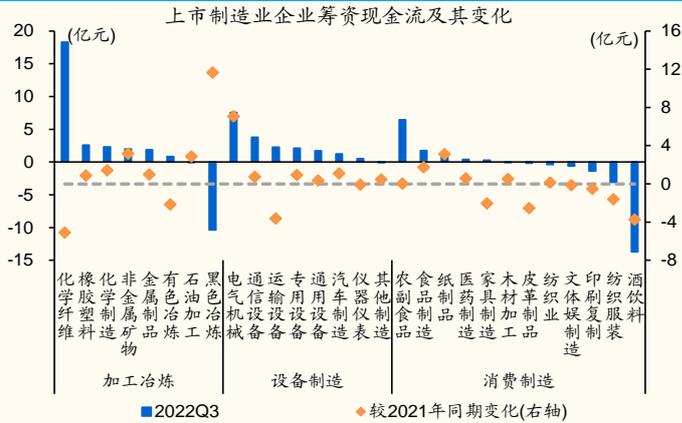
贷款等融资改善反映在企业报表上, 部分行业筹资现金流明显改善, 尤其是食品制造、电气机械等。三季度, 制造业板块上市公司筹资现金流算术平均值为 2.34 亿元、处 2018 年来高位。细分行业中, 中游设备制造业筹资现金流普遍改善, 尤其是电气机械, 专用设备及汽车制造等。除中游外, 化学制品、金属制品, 食品制造、医药制造等上、下游行业筹资现金流同比也明显好转。

图表 13: 上市制造业公司筹资现金流明显改善



来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 电气机械、化学制品等筹资现金流明显改善



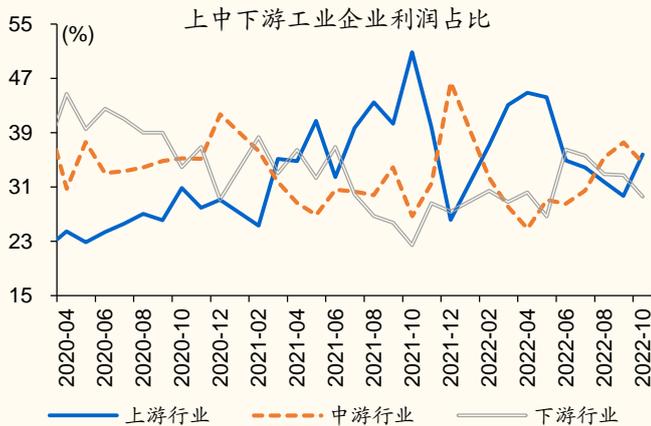
来源: Wind、国金证券研究所

三、从信贷视角, 看制造业景气? 关注现金流、资本开支等改善行业

除融资外, 综合考虑经营情况、及资本开支等因素, 电气机械、农副加工等设备制造、加工制造行业的景气度值得关注。

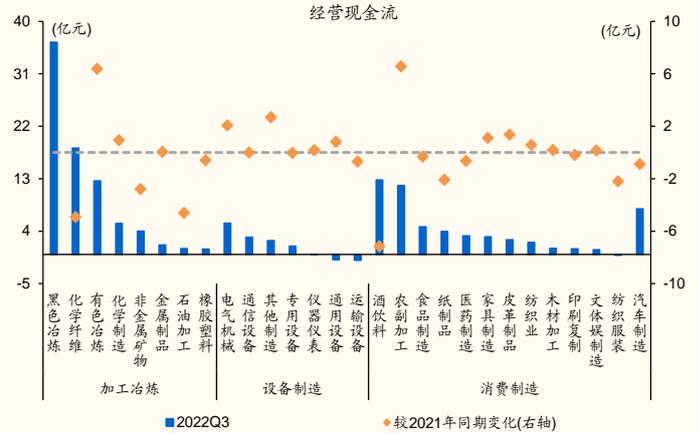
受益于成本端压力缓解、及需求端边际改善等, 中游行业经营状况多有好转, 表现为经营现金流明显改善。无论是绝对值、亦或是较去年同期变化, 电气机械等中游设备制造业明显改善, 部分上游景气度较高的行业经营现金流状况持续好转, 如有色冶炼、化学制造、金属制品等, 部分下游需求边际改善的行业现金流也边际改善, 如农副加工、文体娱制造等。

图表 15: 中下游行业利润边际改善



来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 部分中下游行业经营现金流明显改善

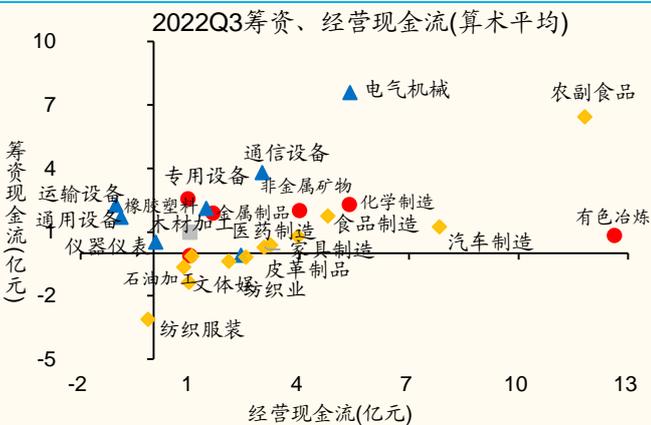


来源: Wind、国金证券研究所

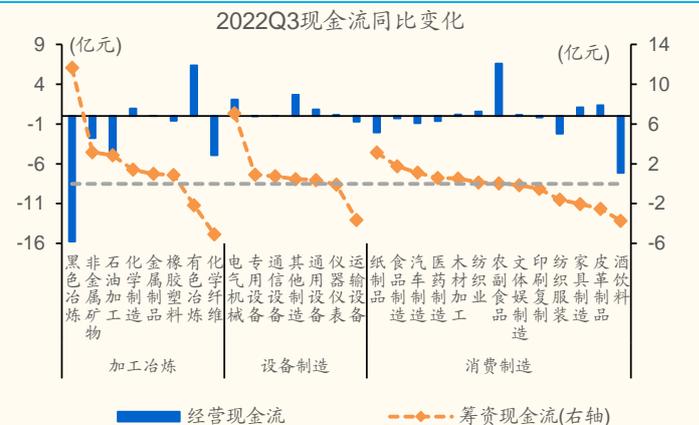
结合筹资和经营活动来看, 现金流明显改善的行业主要集中在设备制造、消费制造等领域。2022 年前三季度, 电气机械、通信设备、通用设备等设备制造, 及木材加工、纺织业、农副加工等消费制造业的筹资、经营现金流均同步改善, 部分上游加工冶炼行业现金流持续改善, 以化学制造、金属制品为典型; 食品制造、汽车制造等更靠近终端消费的行业筹资现金流已明显改善, 经营现金流尚在修复过程中, 后续可进一步观察。

图表 17: 2022 年前三季度现金流为正多为中下游行业

图表 18: 化学制造、电气机械、农副加工现金流改善



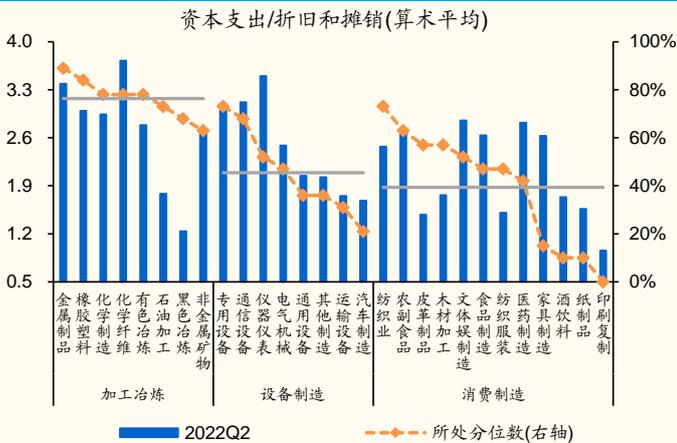
来源: Wind、国金证券研究所



来源: Wind、国金证券研究所

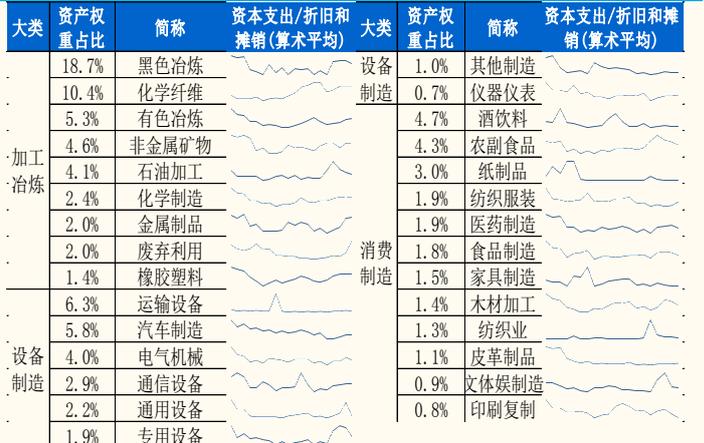
现金流改善下, 部分行业资本开支已有扩张迹象, 景气持续性值得关注。现金流变化一般领先于资本开支, 尤其是筹资或经营现金流改善的行业, 如, 上游的金属制品、化学制品, 通信设备、纺织业等资本开支与折旧摊销比重处于 2012 年以来 65% 以上的分位数; 部分现金流改善明显的行业, 资本开支的后续变化也值得关注, 尤其是电气机械、农副加工等。

图表 19: 金属制品、专用设备资本开支处历史高位



来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 金属制品、通信设备等资本开支明显抬升



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究,我们发现:

- 制造业贷款大幅增长、前三季度增量占企业贷款近 3 成,成为信贷结构中的突出亮点;制造业贷款放量同时,结构也明显改善,上市银行、制造业企业报表均可侧面印证。
- 分行业看,部分中下游制造业借款保持高增,其中,设备制造业、酒饮料等借款增速创新高;除总量高增外,部分行业借款结构也明显改善,运输、专用设备尤其典型。
- 除融资好转外,电气机械等中游行业经营状况多有好转;综合现金流、资本开支看,电气机械、农副加工等设备制造、加工制造等景气度值得关注。

4、风险提示:

- 1、统计过程中可能的遗漏或偏误。为保持数据前后一致,本文对样本上市银行、制造业企业进行了筛选,可能存在一定的偏误。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402