东兴证券 DONGXING SECURITIES

重申制造业复苏逻辑，库存周期与资本开支共振

2021 年 4 月 11 日

A 股策略 | 策略周报

分析师	杨若木 电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
联系人	林莎 电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070056
研究助理	高天然 电话：010-66554044	邮箱：gaotr@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070029

摘要：

2021 年初伴随疫情防控进展，经济恢复持续向好，在此背景下，制造业也逐步恢复。从年初至今的数据表现来看，我们在 2020 年 12 月 3 日发布的《2021 年展望：返璞归真，重估复苏》中提出的“疫情冲击后中国供给端率先恢复、供应全球，2021 年重点关注主线之一是具备竞争优势的中国制造企业”逻辑得以验证。我们认为制造业国内外需求仍然强劲，下阶段复苏仍将延续，重申制造业复苏逻辑，建议关注目前估值低、盈利高的个股。

制造业复苏已开启，新一轮扩张周期正在途中。制造业资本支出和工业产能利用率来看，历史上产能利用率扩张往往伴随资本开支的扩张，2020 年末制造业产能利用率已经达到 78.4%，处于 2016 年以来的最高水平，而本次资本支出上行幅度明显低于产能利用率，资本支出仍具备扩张潜力。库存周期来看，制造业进入新一轮扩张周期，产成品存货累计同比开始小幅上行，伴随 PPI 上行及国内外需求的提振，工业企业主动补库存将延续，生产端有望进一步走强。供需来看，2021 年将持续海外供需两旺的格局，伴随海外复工复产提振以美国为首的发达国家进口需求，海外供需缺口将持续扩张。

年初数据验证前期复苏逻辑。一是主要国际景气指数均呈上行态势，我国 3 月 PMI 新订单、生产指数分别为 53.6、53.9。二是海内外供需缺口放大带动部分制造业海外营收占比提升，家电、汽车、基础化工 2020 年报海外营收占比较 2020 中报分别提升 16.61%、14.51%、13.30%，国内制造业贷款需求指数表现从 2020 年末的 68.6 回升至 3 月的 72.2。三是上中下游行业中观景气度均上行，上游来看主要有色金属 LME 铜、铝、锌价格均处历史高位；中游来看 3 月份挖掘机销量同比涨幅 60%，同比 19 年增涨 78%；下游以汽车为代表的主要产成品一季度销量数据表现亮眼，汽车行业已披露一季报业绩预告的公司 21Q1 归母净利润环比增速达 77.24%。

制造业的估值扩张还未结束。在 2020 年疫情冲击下，行业基本面对资产价格影响显著提高，疫情以来景气度与估值存在较大相关性。同时下阶段制造业恢复将持续，一是海外经济强劲复苏助力制造业需求恢复，二是国内小微企业政策支持力度不减，三是 PPI 上行打开制造业利润空间。后疫情阶段景气度对估值仍有拉动，制造业的估值扩张还未结束。

关注估值低、盈利高的个股。两条主线进行布局：第一、行业整体估值处于低位、盈利高的板块，如工程机械、建材、化学纤维等；第二、行业整体估值分位数虽然较高，但复苏拉动效应明显的汽车零部件、上游资源品等行业中，精选估值相对较低的个股。

风险提示：行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期，政策推进不及预期。

目 录

1. 制造业复苏已开启，新一轮扩张周期正在途中 3
2. 年初数据验证前期复苏逻辑 4
3. 制造业复苏将延续，建材、化纤等处于估值低位 6
4. 风险提示 10

插图目录

图 1：制造业资本支出存在扩张空间 3
图 2：工业企业利润总额累计同比及产成品存货累计同比均处于上行区间 4
图 3：美国仍存在较大的供需缺口 4
图 4：中、美 PMI 新订单、生产指数均呈上行态势 5
图 5：年初制造业贷款需求继续抬升 5
图 6：汽车、家电等行业海外营收/主营收有所提升 5
图 7：主要有色金属价格处于历史高位 6
图 8：2020 年 3 月挖掘机销量同比增 60% 6
图 9：一季度汽车销量同比增 76.8% 6
图 10：汽车行业部分公司净利润增速 6
图 11：大、中、小型企业 PMI 表现 7
图 12：工业企业利润滞后于 PPI 7

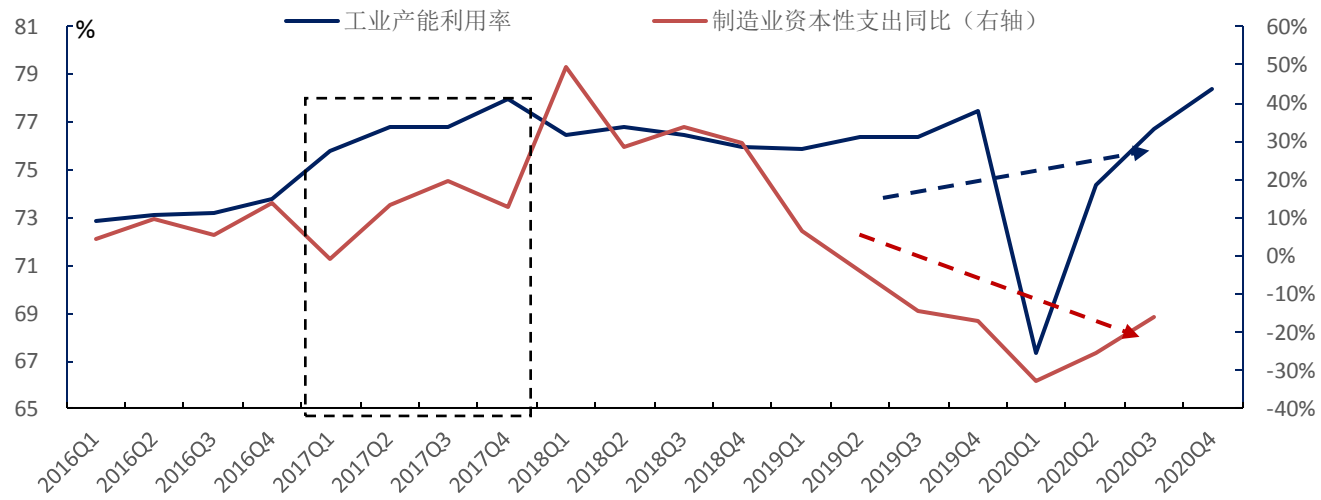
表格目录

表 1：估值变化往往伴随或滞后于行业景气度变化 7
表 2：塑料及制品、运输设备、金属制品等处于估值低位 8
表 3：制造业普遍进入主动补库存周期 8
表 4：各制造业子行业内部低估值、高盈利个股 9

1. 制造业复苏已开启，新一轮扩张周期正在途中

从制造业资本支出和工业产能利用率的角度来看，二者均自 2020 年 3 月开始见底回升，截止 2020 年 12 月，制造业产能利用率已经达到 78.4%，处于 2016 年以来的最高水平；历史上产能利用率扩张时也往往伴随资本开支的扩张，而本次资本支出上行幅度明显低于产能利用率，资本支出仍具备扩张潜力。**从库存周期角度来看**，制造业进入新一轮扩张周期。2 月工业企业利润总额累计同比达 178.9%，为 2001 年以来最高水平，同时产成品存货累计同比开始小幅上行，伴随 PPI 上行及国内外需求的提振，工业企业主动补库存将延续，生产端有望进一步走强。**从供需角度来看**，2021 年将持续海外供需两旺的格局，伴随海外复工复产提振以美国为首的发达国家进口需求，海外供需缺口将持续扩张。

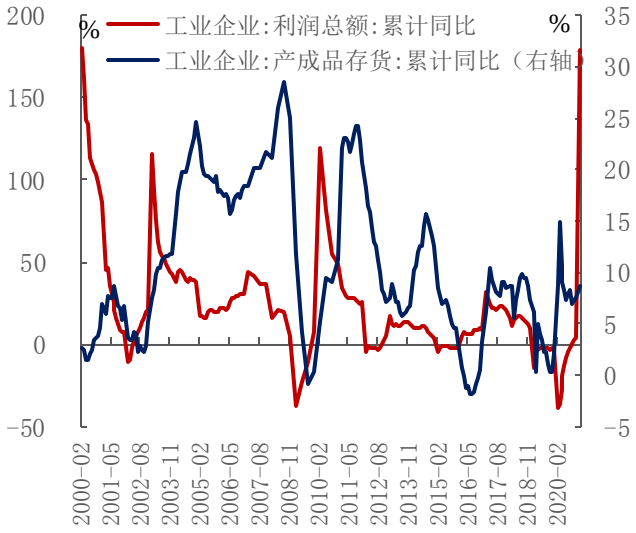
图 1：制造业资本支出存在扩张空间



资料来源：Wind，东兴证券研究所

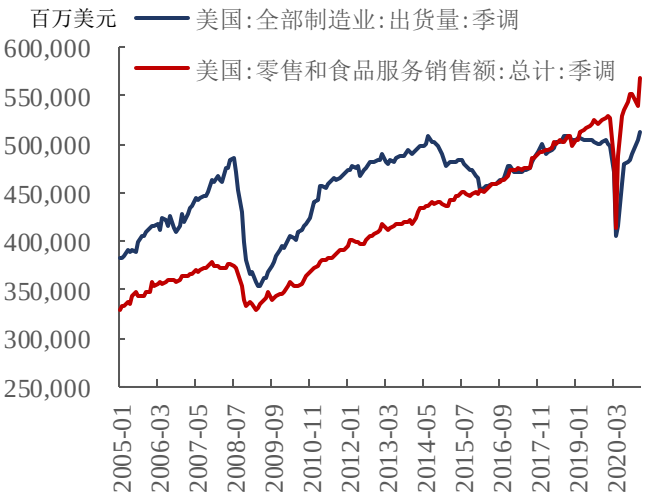
注：此处以家电、机械、汽车三个行业平均值计算制造业资本性支出。数据更新截止 2020 年 12 月

图 2：工业企业利润总额累计同比及产成品存货累计同比均处于上行区间



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：美国仍存在较大的供需缺口



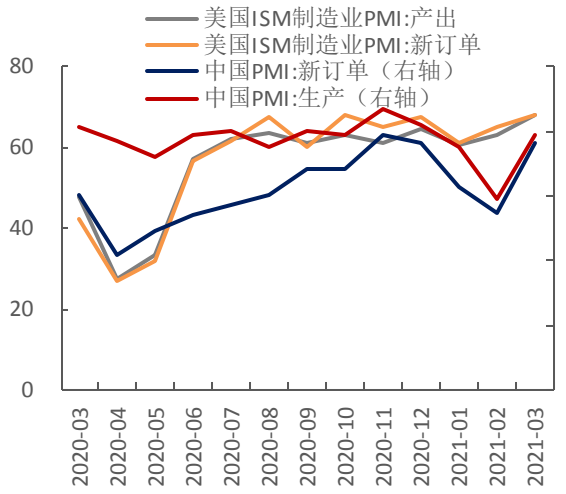
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 年初数据验证前期复苏逻辑

在 2020 年 12 月 3 日发布的《2021 年展望：返璞归真，重估复苏》中我们提出： 疫情冲击后中国供给和生产仍然正常，中国制造业将成为世界“供给方”，2021 年具备竞争优势的中国制造企业依然受益。年初至今，制造业行业、企业数据表现持续向好，年度展望中的制造业复苏逻辑得以验证。

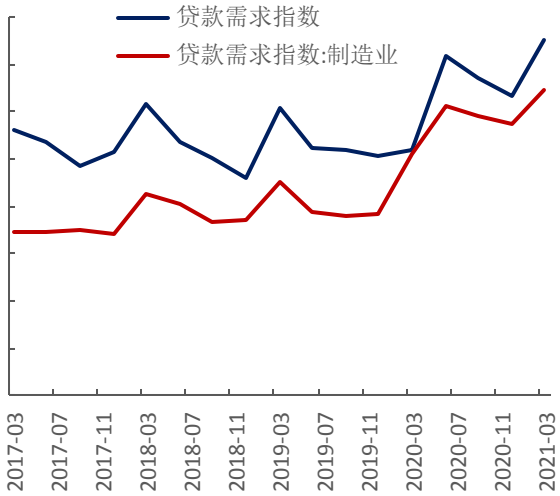
行业整体来看，制造业供需两旺。首先在全球经济复苏大背景下，2021 年开年以来主要国际景气指数均呈上行态势，我国 3 月 PMI 新订单、生产指数分别为 53.6、53.9。具体到需求端，制造业国内外需求拉动均强劲。国外需求来看，随国内疫情率先修复、海外疫情持续复苏，海内外供需缺口放大带动部分制造业海外营收占比提升，家电、汽车、基础化工 2020 年报海外营收占比较 2020 中报分别提升 16.61%、14.51%、13.30%。国内需求端旺盛主要体现于融资端贷款需求高增，制造业贷款需求指数表现从 2020 年末的 68.6 回升至 3 月的 72.2，制造业贷款需求随整体经济表现向好逐步恢复。

图 4：中、美 PMI 新订单、生产指数均呈上行态势



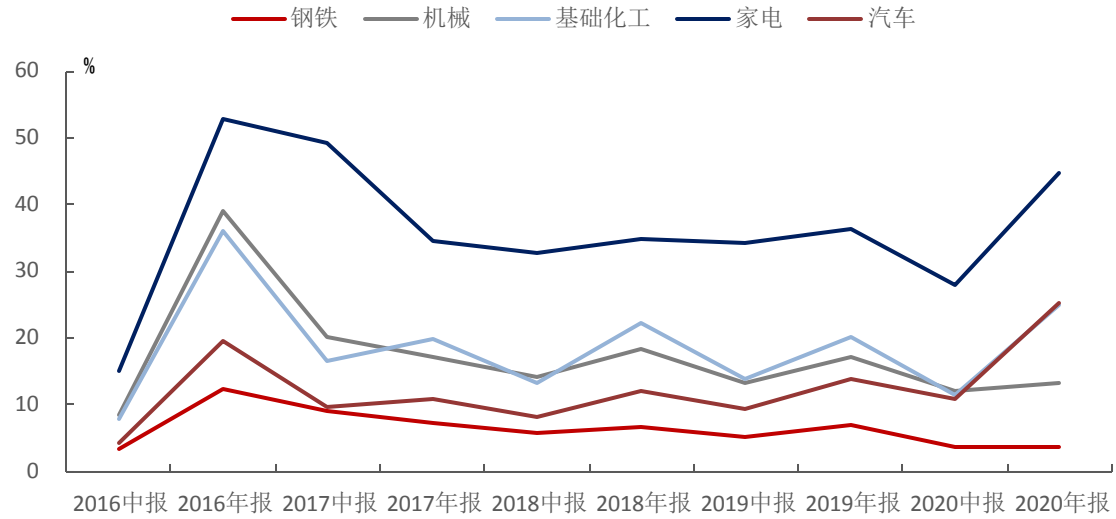
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 5：年初制造业贷款需求继续抬升



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 6：汽车、家电等行业海外营收/主营收有所提升



资料来源：Wind，东兴证券研究所

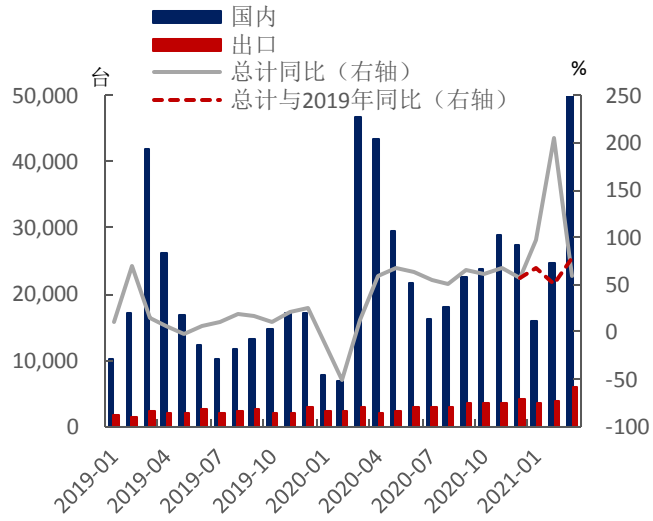
企业表现来看，上中下游景气度均上行。上游来看，主要有色金属 LME 铜、铝、锌价格均处历史高位，随工业金属消费进入旺季，基本面支撑较为稳定；中游来看，据中国工程机械工业协会统计，3 月份挖掘机销量同比涨幅 60%，同比 19 年增涨 78%，基建需求刺激挖掘机销量增长；下游以汽车为代表的主要产成品一季度销量数据表现亮眼，已披露一季报业绩预告的公司 21Q1 归母净利润环比增速达 77.24%。

图 7：主要有色金属价格处于历史高位



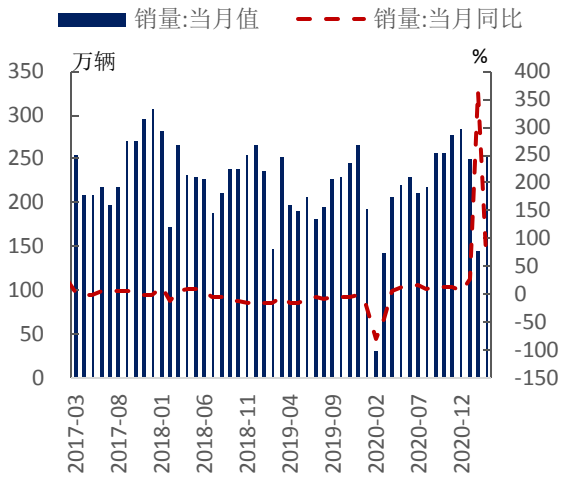
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 8：2020 年 3 月挖掘机销量同比增 60%



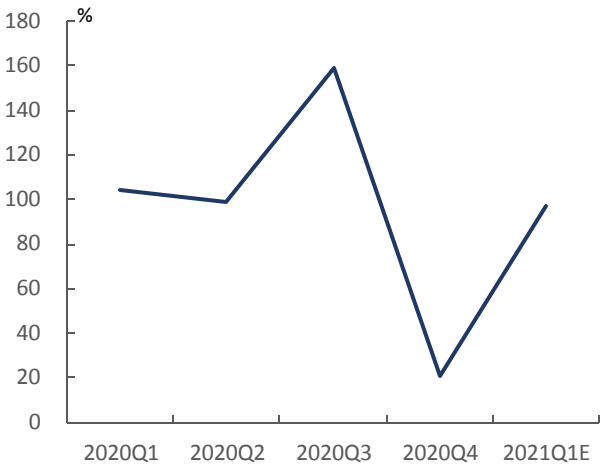
资料来源：中国工程机械工业协会，东兴证券研究所

图 9：一季度汽车销量同比增 76.8%



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10：汽车行业部分公司净利润增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

注：根据已披露业绩预告的可比公司测算，数据截至 2021 年 4 月 10 日

3. 制造业复苏将延续，建材、化纤等处于估值低位

从景气度和估值的相关性来看，估值变化往往伴随或滞后于景气度变化。历史数据来看，估值与行业景气度的相关性常出现背离，但在 2020 年疫情冲击下，行业基本面对资产价格影响显著提高，疫情以来景气度与估值存在较大相关性。

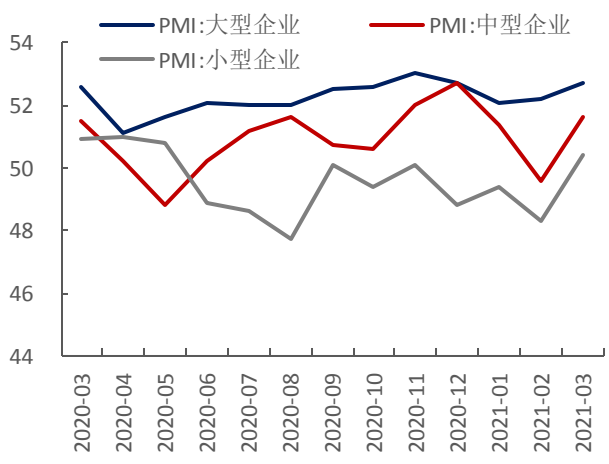
表 1：估值变化往往伴随或滞后于行业景气度变化

指标	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	
企业景气指数:家具制造业	83.06	115.54	133.88	129.00	
家具制造业市盈率	26.53	28.42	35.48	36.42	
企业景气指数:化学原料及化学制品制造业	103.02	117.76	129.82	133.00	
化学原料及化学制品制造业市盈率	23.90	32.69	40.09	42.43	
企业景气指数:化学纤维制造业	78.62	96.56	115.86	123.00	
化学纤维制造业市盈率	17.26	15.65	20.61	25.50	
企业景气指数:黑色金属冶炼及压延加工业	93.60	115.14	119.68	121.00	
黑色金属冶炼及压延加工业市盈率	9.60	11.80	13.54	14.32	
企业景气指数:金属制品业	96.28	118.74	133.08	131.00	
金属制品业市盈率	23.34	37.87	36.89	32.22	
企业景气指数:通用设备制造业	102.02	125.38	138.38	140.00	
通用设备业市盈率	54.51	156.84	75.83	57.08	
企业景气指数:专用设备制造业	105.12	124.32	136.02	137.00	
专用设备制造业市盈率	44.01	64.14	49.99	46.95	
企业景气指数:电气机械及器材制造业	98.74	125.52	139.40	138.00	
电气机械及器材制造业市盈率	27.36	38.69	44.81	53.03	

资料来源：Wind、东兴证券研究所

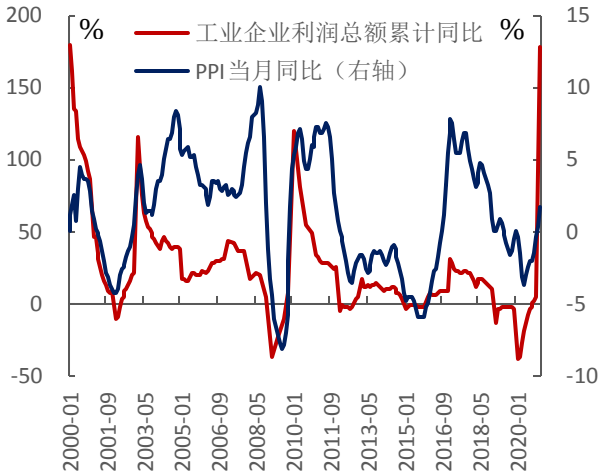
当前经济处于后疫情时代的复苏初期，制造业需求恢复将持续一段时间。需求来看，由于海内外基本面错位复苏，下阶段海外经济复苏势头更强，对于国内制造业仍有拉动；国内来看，中小型企业复苏态势更好，3 月小型企业 PMI 较 2020 年末抬升 1.6，大、中型企业 PMI 分别不变、下降 1.1 个百分点，3 月国务院常务会议决定将普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划进一步延至今年底，并且明确 2021 年继续保持对小微企业的金融支持力度不减，下阶段小型企业对经济有持续拉动。利润来看，由于价格从产业链上游传导至下游，工业企业利润往往滞后于 PPI，PPI 目前尚未见顶，制造业利润恢复仍有空间。

图 11：大、中、小型企业 PMI 表现



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 12：工业企业利润滞后于 PPI



资料来源：Wind，东兴证券研究所

目前制造业普遍处于较高景气度，工程机械、建材、化纤等行业处于估值低位。当前制造业产能利用率处于高位，供给相对趋紧，同时需求端来看也普遍已处于主动补库存周期，需求相对旺盛。而从估值水平来看，建材中的专用材料、装饰材料、结构材料等估值均相对偏低，工程机械、贵金属、普钢、电器设备、塑料及制品、化学纤维等也处于估值低位，历史分位数低于 50%。另外，汽车零部件、上游资源品等整体估值分位数较高，但受制造业复苏拉动较大的行业，行业内较低估值的个券也值得关注。

我们筛选了制造业各子行业营收前十的个股中估值历史分位数（2005 年以来）低于 50%且 2020 年度业绩增速（数据来源于年报或年度业绩预告）大于 10%的个股，列示于表 4 中。

表 2：塑料及制品、运输设备、金属制品等处于估值低位

行业	估值历史分位数	行业	估值历史分位数
家居	100.0%	小家电	57.7%
橡胶及制品	97.1%	化学原料	57.6%
特材	92.7%	照明电工及其他	56.8%
厨房电器	89.8%	装饰材料	55.0%
乘用车	84.5%	黑色家电	54.1%
白色家电	84.4%	电源设备	50.3%
新能源动力系统	76.8%	工程机械	47.0%
通用设备	75.6%	贵金属	42.9%
汽车零部件	68.20%	普钢	39.5%
稀有金属	65.7%	电气设备	37.2%
农用化工	62.3%	结构材料	34.7%
专用机械	61.1%	化学纤维	34.5%
工业金属	59.1%	金属制品	24.6%
其他钢铁	58.1%	运输设备	18.3%
专用材料	57.9%	塑料及制品	15.9%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 3：制造业普遍进入主动补库存周期

行业	当前所处周期	前一阶段所处周期	转折时点
煤炭开采和洗选业	主动补库存	主动去库存	2020 年 7 月
化学纤维制造业	主动补库存	主动去库存	2020 年 11 月
有色金属矿采选业	主动去库存	主动补库存	2021 年 2 月
黑色金属冶炼及压延加工业	主动补库存	主动去库存	2020 年 10 月
有色金属冶炼及压延加工业	主动补库存	主动去库存	2020 年 9 月
计算机、通信和其他电子设备制造业	主动补库存	主动去库存	2020 年 11 月
石油和天然气开采业	主动去库存	主动补库存	2021 年 2 月

汽车制造业	主动去库存	主动补库存	2020 年 11 月
电气机械及器材制造业	主动补库存	主动去库存	2020 年 6 月
黑色金属矿采选业	主动补库存	主动去库存	2020 年 9 月
造纸及纸制品业	主动补库存	主动去库存	2020 年 10 月
橡胶和塑料制品业	主动补库存	主动去库存	2020 年 7 月
通用设备制造业	主动补库存	主动去库存	2020 年 6 月
专用设备制造业	主动补库存	主动去库存	2020 年 9 月
纺织业	主动补库存	主动去库存	2020 年 11 月
医药制造业	主动补库存	主动去库存	2020 年 12 月
家具制造业	主动补库存	主动去库存	2020 年 11 月
化学原料及化学制品制造业	主动补库存	主动去库存	2020 年 11 月
金属制品业	主动补库存	主动去库存	2020 年 11 月

资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 4：各制造业子行业内部低估值、高盈利个股

	个股名称	中信二级行业	PE 历史分位数	2020 增速		个股名称	中信二级行业	PE 历史分位数	2020 增速
家电	澳柯玛	白色家电	18.6%	60.8%	有色金属	中金岭南	工业金属	23.3%	16.8%
	惠而浦	白色家电	9.7%	48.9%		山东黄金	贵金属	39.4%	75.0%
	兆驰股份	黑色家电	35.4%	50.0%		中金黄金	贵金属	33.4%	653.8%
	四川九洲	黑色家电	49.0%	124.6%		湖南黄金	贵金属	36.6%	41.0%
	长虹华意	照明电工及其他	43.7%	278.9%		银泰黄金	贵金属	23.4%	43.8%
	长青集团	厨房电器	42.2%	18.7%		西部黄金	贵金属	25.1%	88.7%
轻工制造	岳阳林纸	造纸	48.1%	32.3%		贵研铂业	稀有金属	16.9%	42.1%
	景兴纸业	造纸	40.0%	65.0%		厦门钨业	稀有金属	45.3%	135.6%
	紫江企业	包装印刷	14.6%	14.4%	电力设备与新能源	宝胜股份	电气设备	28.5%	41.9%
基础化工	华峰化学	化学纤维	34.9%	22.2%		众业达	电气设备	37.7%	18.2%
	天原股份	化学原料	44.8%	54.0%		金风科技	电源设备	49.5%	34.1%
	君正集团	化学原料	36.4%	90.0%	机械	柳工	工程机械	22.1%	30.9%
	金发科技	塑料及制品	1.8%	268.6%		安徽合力	工程机械	32.6%	12.4%
	国恩股份	塑料及制品	6.1%	84.3%		山河智能	工程机械	30.5%	12.3%
	双星新材	塑料及制品	10.9%	315.3%		大西洋	金属制品	17.2%	27.6%
	会通股份	塑料及制品	15.0%	71.7%		科森科技	金属制品	22.5%	74.2%
	沧州明珠	塑料及制品	14.4%	81.2%		派生科技	金属制品	7.8%	104.2%
	时代新材	橡胶及制品	11.7%	506.1%		太原重工	通用设备	20.6%	103.9%
	贵州轮胎	橡胶及制品	35.3%	726.5%		陕鼓动力	通用设备	35.1%	13.5%
钢铁	方大特钢	特材	35.3%	25.1%		宗申动力	通用设备	10.8%	39.3%
	沙钢股份	特材	44.0%	22.8%		广电计量	仪器仪表	27.3%	38.9%
建材	科顺股份	装饰材料	32.9%	135.0%		谱尼测试	仪器仪表	34.4%	30.9%

	中材科技	专用材料	13.8%	48.7%		华兴源创	仪器仪表	6.8%	53.9%
	濮耐股份	专用材料	11.0%	19.0%		威星智能	仪器仪表	2.8%	32.4%
	扬子新材	专用材料	7.6%	109.3%		中集集团	运输设备	20.1%	246.9%
	西部建设	结构材料	1.1%	18.7%		郑煤机	专用机械	47.5%	19.1%
汽车	一汽富维	汽车零部件 II	33.4%	15.2%					
	中国重汽	商用车	45.4%	53.6%					
	中路股份	摩托车及其他 II	3.0%	258.6%					

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注释：表中列示各行业营收 Top10 且当前估值分位数（2005 年以来）低于 50%且 2020 年盈利增速高于 10%的个股

表格中的个股用于说明报告观点，不作为股票投资建议。

4. 风险提示

宏观经济下行，疫情发展超出预期，市场波动超出预期

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

研究助理：高天然

南开大学金融硕士，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要负责行业比较，侧重企业盈利分析。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526