资源与环境研究中心

周期行业现金流专题分析报告

行业专题研究报告

本报告的主要看点：

1. 选取各周期性行业部分上市公司数据作为行业代表，展示其自由现金流的变化和周期。
2. 基于自由现金流视角提出寻找跨越周期的成长选股策略，关注自由现金流周期低点不断抬升的公司。

寻找跨越周期的成长

- **企业的价值就是创造自由现金流的能力。**我们通过追溯过去 12 年间主要周期性行业自由现金流、经营性净现金流与资本开支，发现部分处于生命周期较为前段的行业，资本开支常先于自由现金流变化，存在较为明显的资本开支减少，产能放量，归母净利上抬的周期波动；而进入成熟周期之后，资本开支稳定，自由现金流主要受经营性现金流影响。
- **周期成长的自由现金流两大特征：寻找高速成长和明星企业。**我们通过对跨越周期自由现金流有成长的企业进行分析，总结出 2 个特征：① 周期低点不断抬升；② 周期性行业的企业，自由现金流呈现有规律的周期，其周期长度总是接近的。
- **“从 0 到 1”的增长：类似于年轻企业的成长。**成功地新进入一个领域、开发一种新的产品、投运一个新的项目，企业都可能脱胎换骨，即“从 0 到 1 的成长”。周期性企业通过吸收投资、举债等方式建设超越自己过去周期的项目，最终运营投产，使自由现金流经历一个大的资本开支带来的负值之后，与净利润一同大幅增长，可以达到超越原有周期的效果。
- **纯周期的投资机会：成熟期的胜出者。**随着疫情影响的逐渐淡化，中国经济稳步回暖，全球经济也有望出现复苏。在此背景下，纯周期板块或存较多投资机会。如欧美电商高速增长推动需求的航运和供需格局稳定的水泥板块。
- **周期性行业策略汇总：寻找跨越周期的成长。**能够跨越周期成长的公司，最终都以更低的成本、更好的产品和服务、更高效的组织，为股东创造出正的自由现金流。我们建议投资者关注跨越周期成长的公司。
- **大炼化：**自由现金流与归母扣非净利的周期性尤为明显，龙头公司在 20Q3 基本结束本轮资本开支，自由现金流持续增长，完成了“从 0 到 1”的成长，归母扣非净利有望自 21 年逐步放量。**电力：**火电板块归母净利及自由现金流基本呈现同向增减变化趋势；水电、核电板块经营现金流稳定增长，自由现金流持续提高，利润稳步增长。**环保：**业绩、资本开支和经营现金流增长，但自由现金流呈现下滑趋势。**化工：**自由现金流与自身周期性和成长性关系密切，行业不断受到需求侧和供给侧因素的冲击，但仍然表现出相对稳定的周期性，而且化工行业各子行业的周期性表现并不同步。**建材：**板块自由现金流延续回升态势，与供给侧改革关系密切。**房地产：**自由现金流波动呈现出明显的周期性，这与房地产周期波动以及房企买地行为密切相关。

投资建议

- 我们建议：①重点关注跨越周期成长，自由现金流底部抬升的上市公司：**中旗股份**、**赤峰黄金**；② 持续关注周期底部完成资本开支，自由现金流增长的上市公司：**中远海控**；关注消费属性导致周期弱化的**中天精装**。③ 重点关注以新业务、新产品、新项目实现“从 0 到 1 的成长”，资本开支已经结束的**恒力石化**。

风险提示

- 疫情导致部分周期性行业外需减弱，房地产需求下行超预期，全球贸易竞争加剧、贸易保护主义，大宗商品价格波动风险。

郭荆璞 分析师 SAC 执业编号：S1130519100005
guojingpu@gjzq.com.cn

内容目录

1.周期性行业策略汇总：寻找跨越周期的成长.....5
1.1 企业的价值是企业创造自由现金流的能力.....5
1.2 周期成长的自由现金流特征：高速成长与明星企业.....6
1.3 “从 0 到 1”的增长.....8
1.4 纯周期的投资机会——成熟期的胜出者.....8
2. 能源行业自由现金流分析：大炼化.....10
3. 公用事业产业自由现金流分析：电力行业.....11
4. 公用事业产业自由现金流分析：环保行业.....12
5. 材料产业自由现金流分析：化工行业.....14
5.1 农药行业历史自由现金流及现金流周期性分析.....14
5.2 化肥行业历史自由现金流及现金流周期性分析.....15
5.3 下游需求为基建的化工品板块历史自由现金流及现金流周期性分析.....16
5.4 下游需求为汽车的化工品板块历史自由现金流及现金流周期性分析.....17
5.5 下游需求为纺服产业链的化工品板块历史自由现金流及现金流周期性分析.....18
5.6 下游需求为家电产业链的化工品板块历史自由现金流及现金流周期性分析.....19
5.7 化工行业自由现金流与自身周期性和成长性关系密切.....19
6. 材料产业自由现金流分析：建材行业.....20
6.1 建材板块自由现金流延续回升态势.....20
6.2 建材板块自由现金流与供给侧改革关系密切.....23
7. 房地产行业自由现金流分析.....24
8. 周期性行业部分上市公司自由现金流.....25
9. 风险提示.....32

图表目录

图表 1：企业的生命周期.....5
图表 2：2008-2020 年阳谷华泰自由现金流和净利润.....6
图表 3：2008-2020 年阳谷华泰自由现金流构成.....6
图表 4：2008-2020 年国瓷材料自由现金流和净利润.....7
图表 5：2008-2020 年国瓷材料自由现金流构成.....7
图表 6：2008-2020 年安琪酵母自由现金流和净利润.....7
图表 7：2008-2020 年安琪酵母自由现金流构成.....7
图表 8：2008-2020 年恒力石化自由现金流和净利润.....8
图表 9：2008-2020 年恒力石化自由现金流构成.....8
图表 10：2008-2020 年中远海控自由现金流和净利润.....9
图表 11：2008-2020 年中远海控自由现金流构成.....9

图表 12：2008-2020 年水泥行业自由现金流和净利润.....9
图表 13：2008-2020 年水泥行业自由现金流构成.....9
图表 14：民营大炼化板块 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....10
图表 15：民营大炼化 FCF、经营现金流及 CAPEX(TTM).....10
图表 16：火电板块 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....11
图表 17：火电板块 FCF、经营现金流及 CAPEX(TTM).....11
图表 18：水电板块 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....12
图表 19：水电板块 FCF、经营现金流及 CAPEX(TTM).....12
图表 20：核电板块 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....12
图表 21：核电板块 FCF、经营现金流及 CAPEX(TTM).....12
图表 22：水务行业 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....13
图表 23：水务行业 FCF、经营现金流及 CAPEX(TTM).....13
图表 24：固废行业 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....13
图表 25：固废行业 FCF、经营现金流及 CAPEX(TTM).....13
图表 26：农药行业 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....14
图表 27：农药行业自由现金流构成.....14
图表 28：化肥行业 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....15
图表 29：化肥行业自由现金流构成.....15
图表 30：下游为基建的化工品板块 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....16
图表 31：下游为基建的化工品板块自由现金流构成.....16
图表 32：下游为汽车的化工品板块 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....17
图表 33：下游为汽车的化工品板块自由现金流构成.....17
图表 34：下游为纺服的化工品板块 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....18
图表 35：下游为纺服的化工品板块自由现金流构成.....18
图表 36：下游为家电的化工品板块 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....19
图表 37：下游为家电的化工品板块自由现金流构成.....19
图表 38：2016 年起水泥企业自由现金流与盈利同步改善.....20
图表 39：2016 年起水泥企业经营性现金流扩张.....20
图表 40：2016 年起玻璃和玻纤企业自由现金流改善.....21
图表 41：玻璃和玻纤行业资本开支仍有扩张.....21
图表 42：钢铁行业盈利波动并未影响耐材企业利润.....21
图表 43：2016 年供给侧改革后自由现金流扩张.....21
图表 44：B 端消费建材企业现金流表现偏弱.....22
图表 45：B 端消费建材企业经营性现金流转负.....22
图表 46：C 端消费建材企业现金流和盈利表现良好.....22
图表 47：C 端消费建材企业自由现金流优于 B 端.....22
图表 48：房地产板块 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....24
图表 49：房地产 FCF、经营现金流及投资性现金流(TTM).....24
图表 50：恒力石化 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....25

图表 51：恒力石化 FCF、经营现金流及 CAPEX（TTM）.....25
图表 52：华能水电 FCF 和归母净利（TTM）.....26
图表 53：华能水电 FCF、经营现金流及 CAPEX（TTM）.....26
图表 54：城发环境 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....26
图表 55：城发环境 FCF、经营现金流及 CAPEX（TTM）.....26
图表 56：中远海控 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....27
图表 57：中远海控 FCF、经营现金流及 CAPEX（TTM）.....27
图表 58：永兴材料 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....27
图表 59：永兴材料 FCF、经营现金流及 CAPEX（TTM）.....27
图表 60：中旗股份 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....28
图表 61：中旗股份 FCF、经营现金流及 CAPEX（TTM）.....28
图表 62：龙蟠科技 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....28
图表 63：龙蟠科技 FCF、经营现金流及 CAPEX（TTM）.....28
图表 64：索通发展 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....29
图表 65：索通发展 FCF、经营现金流及 CAPEX（TTM）.....29
图表 66：赤峰黄金 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....29
图表 67：赤峰黄金 FCF、经营现金流及 CAPEX（TTM）.....29
图表 68：海象新材 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....30
图表 69：海象新材 FCF、经营现金流及 CAPEX（TTM）.....30
图表 70：中天精装 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....30
图表 71：中天精装 FCF、经营现金流及 CAPEX（TTM）.....30
图表 72：万科 FCF 和归母扣非净利（TTM）.....31
图表 73：万科 FCF、经营现金流及投资性现金流（TTM）.....31
图表 74：12 家周期行业上市公司盈利预测.....31

1.周期性行业策略汇总：寻找跨越周期的成长

1.1 企业的价值是企业创造自由现金流的能力

估值定价是金融的核心，而企业的价值就是企业创造自由现金流的能力，企业的股东价值是企业自由现金流的加总。

绝对估值方法假设，企业/资产的内在价值等于整个生命周期内预期现金流经折现后得到的价值，反映企业/资产在未来实现该现金流的可能性，以及货币的时间价值。

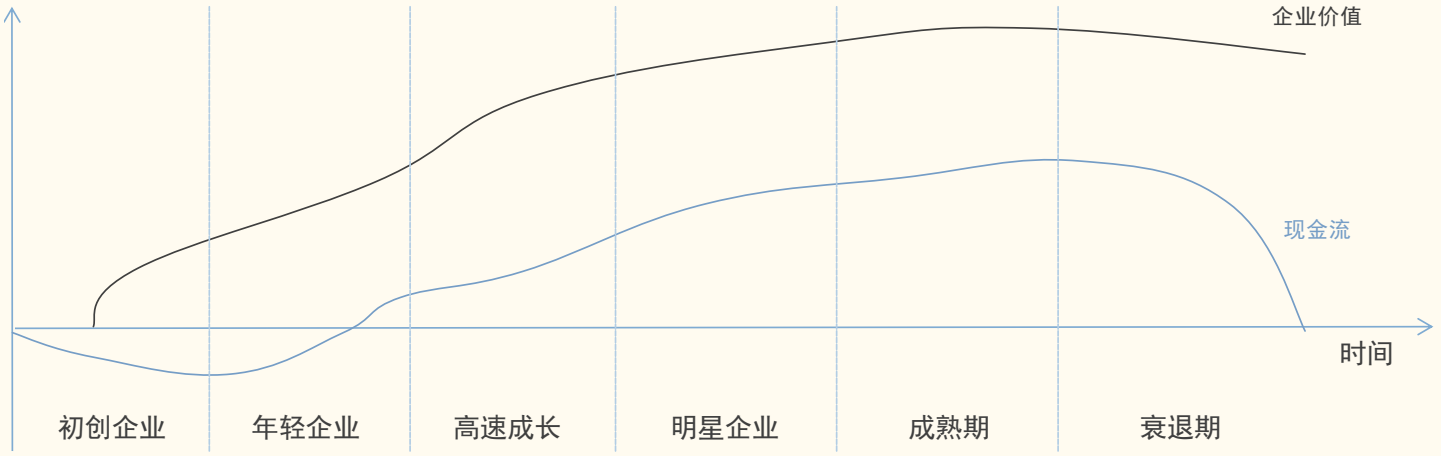
无论是股权自由现金流模型（FCFE），还是公司自由现金流模型（FCFF），不同在于以净利润还是以税后营业利润为出发点估计现金流，减去再投资需求和偿债现金流，作为自由现金流的估计。其中再投资需求包含了企业资本支出和非现金运营资本的变动，扣除折旧摊销获得的现金流，偿债现金流则包括偿付本金支出的现金流，减去新发行的债务。

$$企业价值 = \sum_{i=1}^{n} \frac{E(CF_i)}{(1+r)^i} + \frac{终值}{(1+r)^n}$$

$$= \sum_{i=1}^{n} \frac{E(CF_i)}{(1+r)^i} + \frac{E(CF_{n+1})}{(r-g_n)(1+r)^n}$$

分析企业自由现金流的变化模式，找到其中的规律，特别是找到那些自由现金流在相当长的时间内加总高于 0 的企业，也就是找到创造正的股东价值的企业，是企业分析和估值的核心目标。

图表 1：企业的生命周期



来源：Wind，国金证券研究所

“月有阴晴圆缺，人有旦夕祸福”

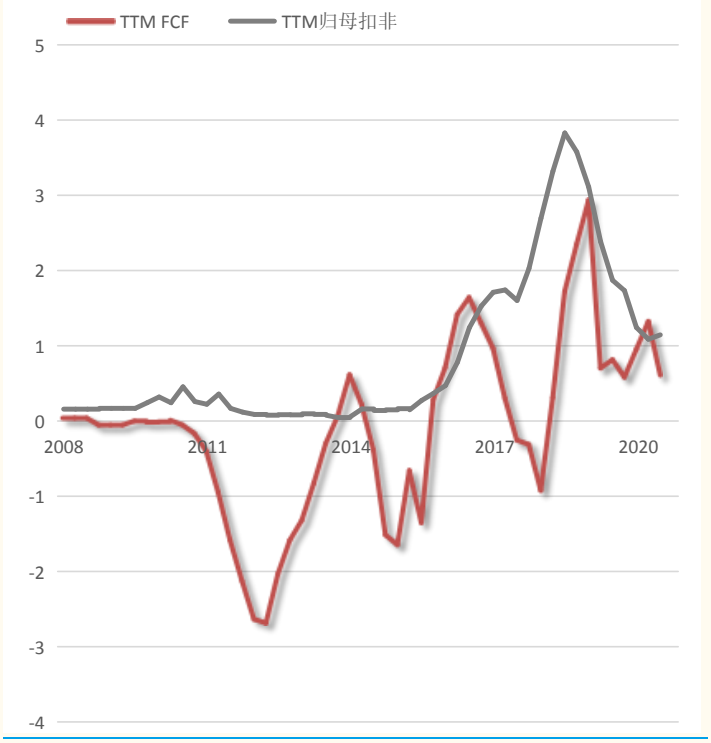
企业同样有生死，有高速发展阶段也有衰退的时候，对不同阶段的企业应当关注的，同样是企业创造现金流的能力和经营壁垒，但反映到财务数据和估值方法上，却会有不同的映射。

企业经营产生的现金流，去掉偿还债务的必要支出，剩余应当返还投资者还是继续投入扩大再生产，取决于再投资产生的资产在适当的经营壁垒保护下可以保持 ROE，使得企业的再投资回报率能够持续高于资本成本。企业长期的 ROE 或 ROI 应当高于资本成本，企业或资产存在超额收益，再投资才是有意义的，否则应当寻求将现金流返还投资者，这便是企业生命周期分析的核心。

1.2 周期成长的自由现金流特征：高速成长与明星企业

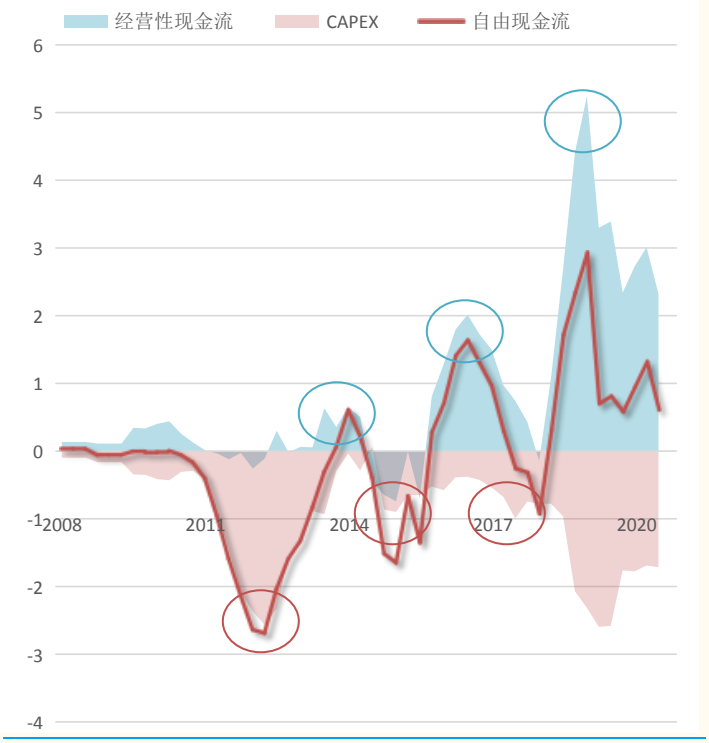
万物皆有周期。优秀的企业会在循环往复的商业周期当中，不断追求更高的效率、更低的成本、更具优势的谈判地位，以及更好的客户体验，这些努力的结果就是，在下一个周期开始的时候，企业拥有更强的话语权，拥有更高的回报率，所以我们会看到，当下一个周期开启的时候，优秀的企业站在了更高的起点上。

图表 2：2008-2020 年阳谷华泰自由现金流和净利润



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：2008-2020 年阳谷华泰自由现金流构成



来源：Wind，国金证券研究所

我们通过对跨越周期自由现金流有成长的企业进行分析，可以看到周期成长的自由现金流具有 2 个特征：

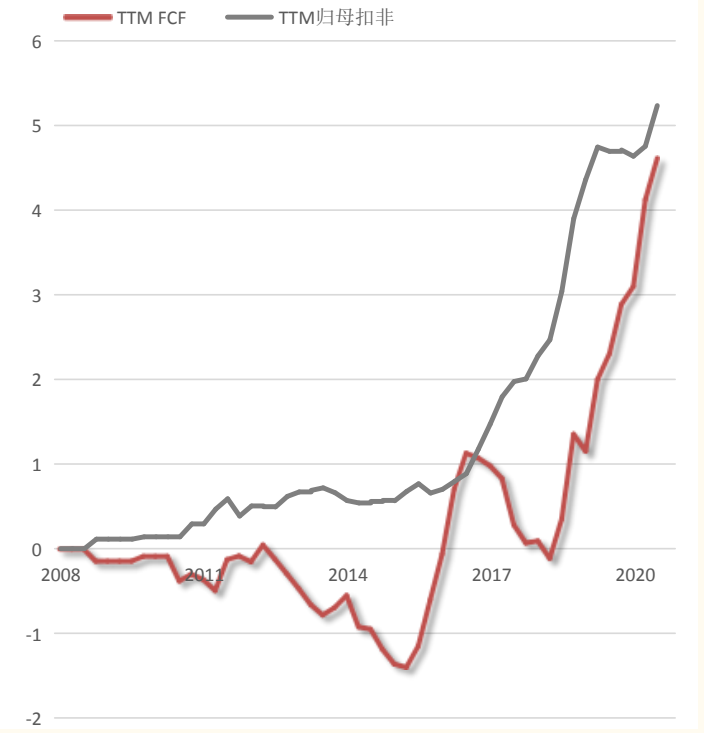
首先是周期低点不断抬升。企业自由现金流高点的高度是由市场决定的，很多因素会导致产品和服务在周期高点的价格，超过最乐观的企业经营者的预期，但是自由现金流的低点，则是由生产和履约成本，以及企业的投资规模共同决定的。

企业自由现金流在低点的抬升，意味着企业在竞争中优化了自身成本，获得更强的议价权，或者有了新的产品和产出，从而以更低的投入创造了更多的经营性净现金流。自由现金流低点的提升，最终会使企业多个周期内加总的自由现金流总和为正，从而创造出正的股东价值。

其次是周期性行业的企业，自由现金流呈现有规律的周期，其周期长度总是接近的。这种周期长度，是由企业扩张产能的时间决定的。很多周期性行业，需求增长不太快，但增速比较稳定，新建产能的时间比较长，例如高分子合成企业一般需要 2~3 年来建设和启动一条新的生产线，有色金属矿山需要 3~5 年，钾肥企业需要 7~10 年完成新生产线的建设和调试，新产线投入生产才能产生经营性现金流流入，因此现金流呈现出较为明显而稳定的周期特征。

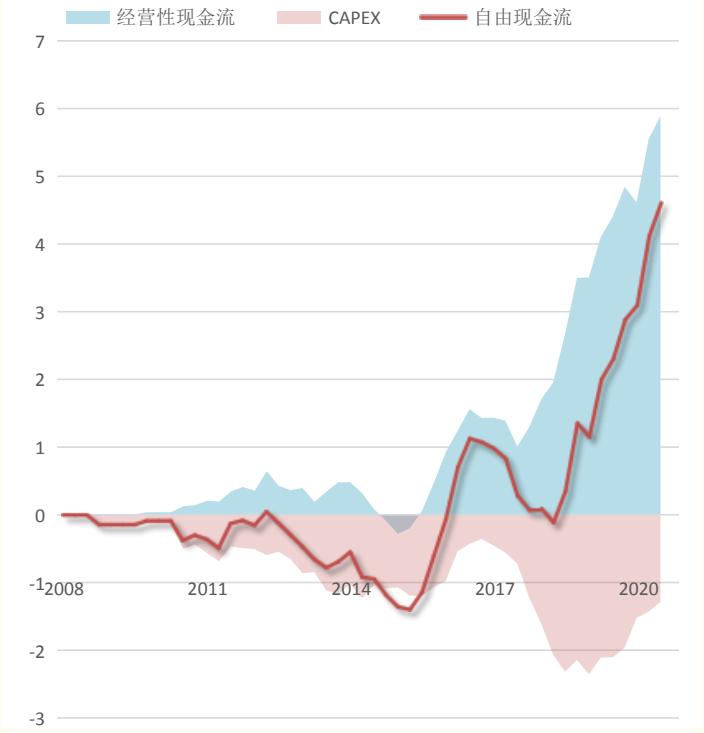
我们从阳谷华泰的自由现金流当中可以明显看到低点抬升和稳定的周期长度。国瓷材料的自由现金流同样有着稳定的周期长度，自由现金流的低点不但显著抬升，而且自由现金流的累计值很高，企业为股东创造了价值。

图表 4：2008-2020 年国瓷材料自由现金流和净利润



来源：Wind，国金证券研究所

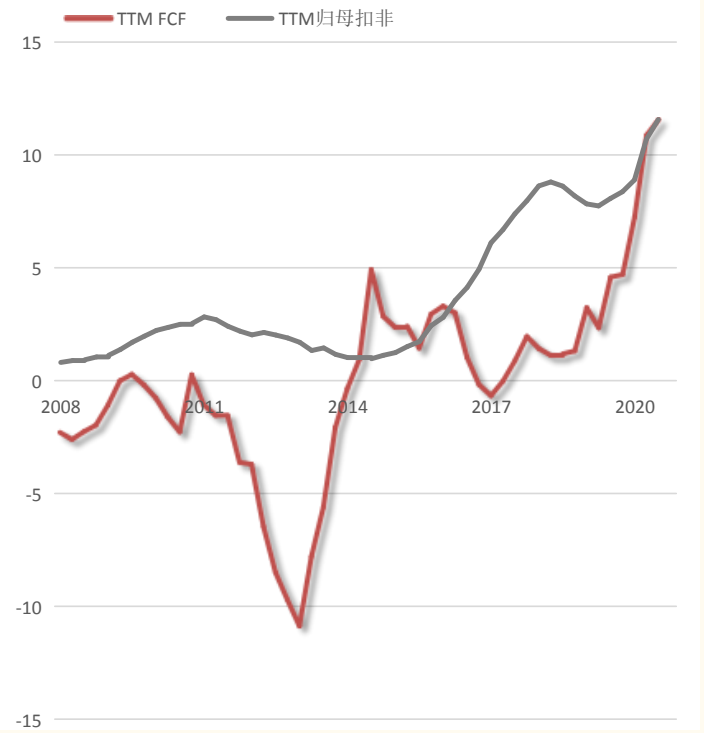
图表 5：2008-2020 年国瓷材料自由现金流构成



来源：Wind，国金证券研究所

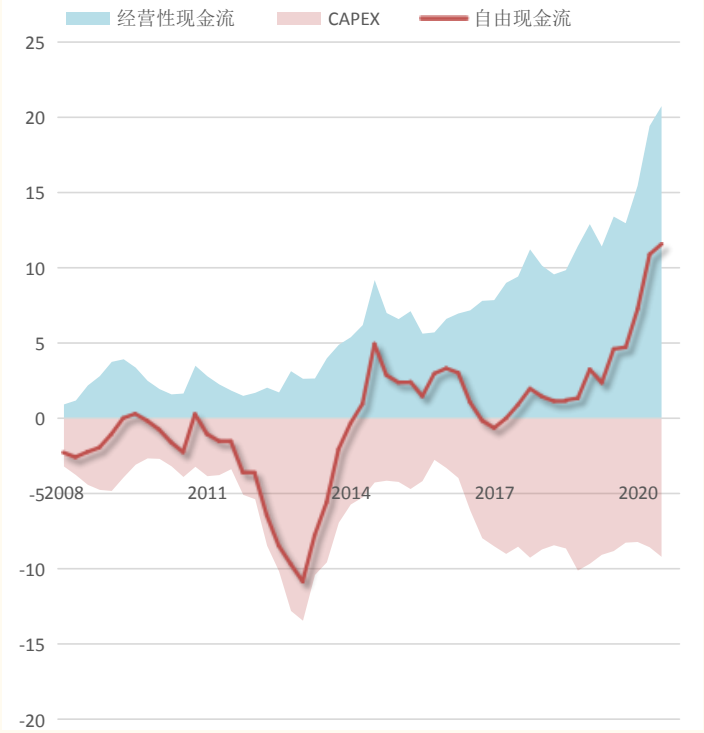
安琪酵母的自由现金流也呈现出低点抬升和时间长度的规律性。安琪酵母比较明显地体现了自由现金流超前于净利润变化的特点，2013 年和 2017 年都超前了 6 个季度，TTM 净利润达到最低点的时候，自由现金流都达到了上一轮周期最高点的水平并且仍在继续增长。

图表 6：2008-2020 年安琪酵母自由现金流和净利润



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：2008-2020 年安琪酵母自由现金流构成



来源：Wind，国金证券研究所

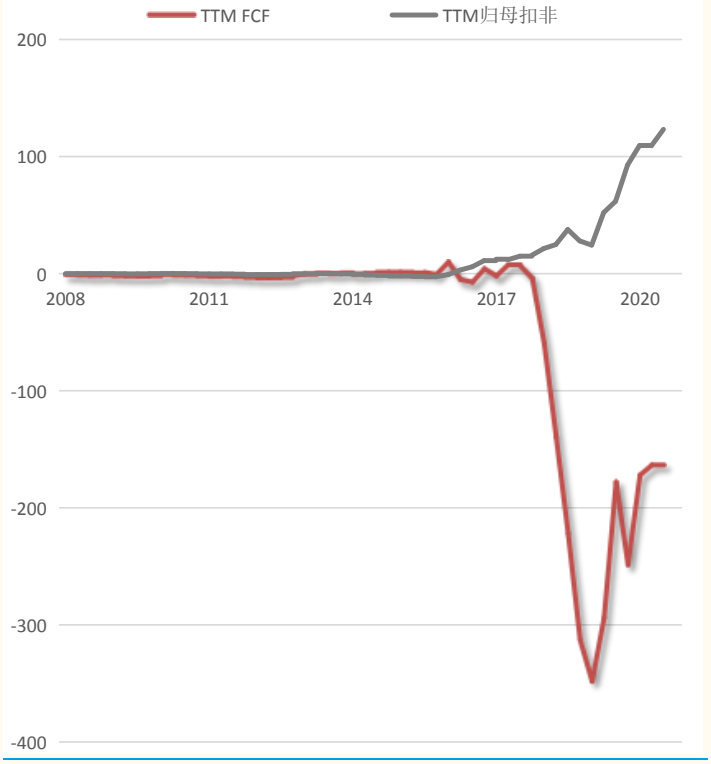
1.3 “从 0 到 1”的增长

周期性企业通过吸收投资、举债等方式建设超越自己过去周期的项目，最终运营投产，是可以达到超越原有周期的效果的，即“从 0 到 1”的增长。这在恒力石化的自由现金流和净利润上表现的较为明显。

恒力石化 2019 Q3 为自由现金流的首个大拐点，而归母扣非净利从 2019Q4 起出现了明显上升，通过拆分恒力石化的资本开支与经营性现金流可以明显发现，恒力石化资本开支的首个拐点出现与 2019 年 Q1，当期恒力石化炼化一体化项目全面投产，2019Q2 起经营性现金流出现一定增长，但 2019 年恒力仍有乙烯装置及 PTA 装置处于持续建设中，资本开支持续增加，自由现金流拐点不明显，而 2019 年 Q3 经营性现金流增速超出资本开支增速，恒力石化自由现金流出现明显拐点，在经营性现金流持续放量的情况下，归母扣非净利在 Q4 出现明显增长。

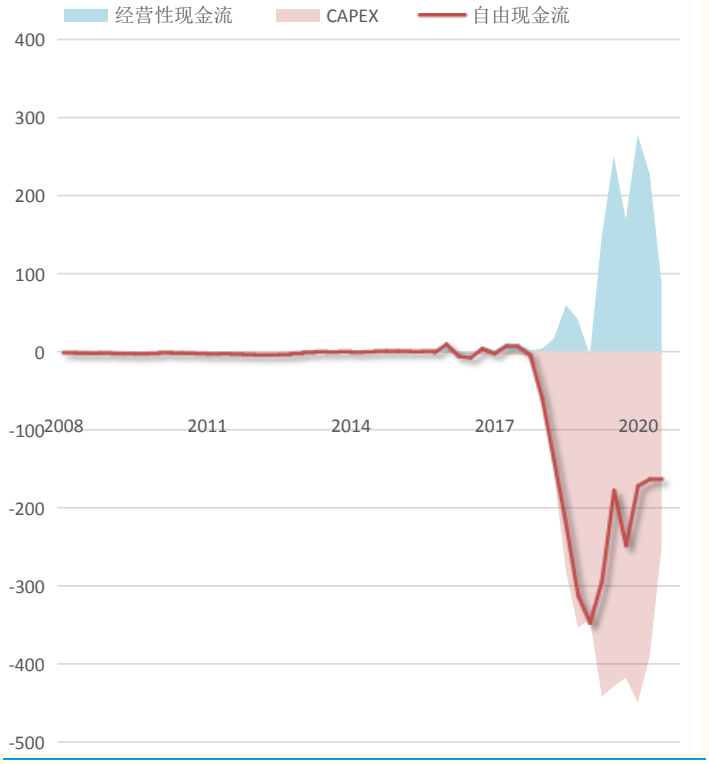
自由现金流的变化与新产能业绩兑现的周期不同步，而造成这一变化周期的核心因素为资本开支及经营性现金流的切换并非出现在同一时间点。2020Q3 恒力石化资本开支已经下降至 3 亿元以下，其 TTM CAPEX 也大幅下降，疫情影响逐渐消退将助力自由现金流的快速增长。

图表 8：2008-2020 年恒力石化自由现金流和净利润



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：2008-2020 年恒力石化自由现金流构成



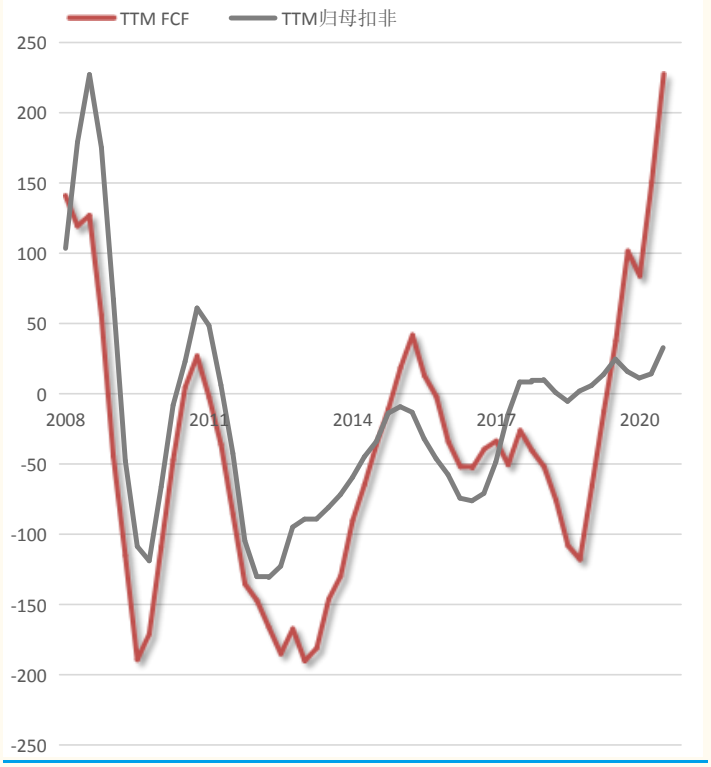
来源：Wind，国金证券研究所

1.4 纯周期的投资机会——成熟期的胜出者

随着疫情影响的逐渐淡化，中国经济稳步回暖，全球经济也有望出现复苏。在此背景下，纯周期板块或存较多投资机会，包括：欧美国家电商高速增长推高海运需求带来的航运投资机会；在基建和房地产需求支撑下，供需格局稳定的水泥板块；充分受益于海外需求复苏的玻纤和耐火材料板块。

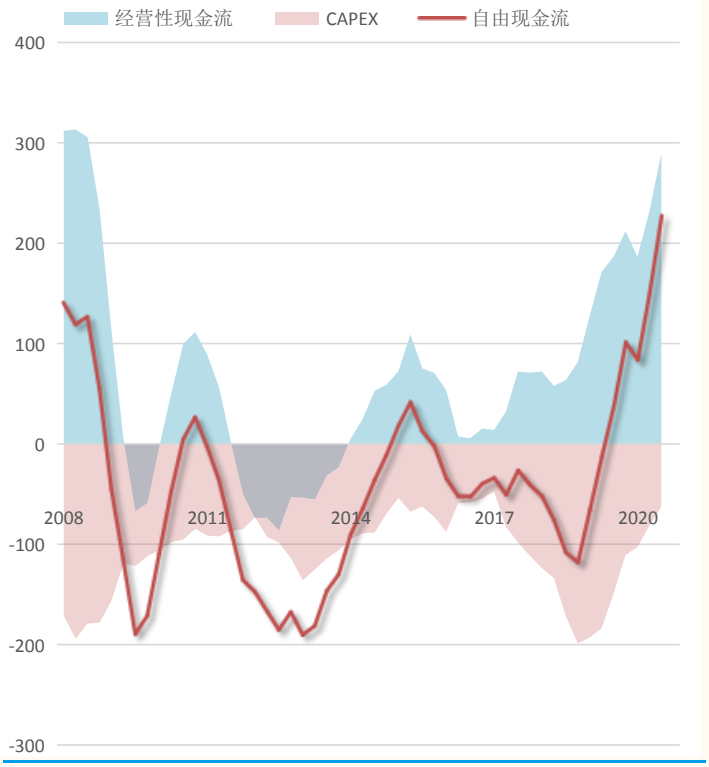
航运业特别是集装箱运输业，经过 2007 年至今 13 年的运力消化，25 家大型班轮公司只有 8 家存活，运力逐渐转为紧张的局面，在疫情的助推下显现出来。

图表 10：2008-2020 年中远海控自由现金流和净利润



来源：Wind，国金证券研究所

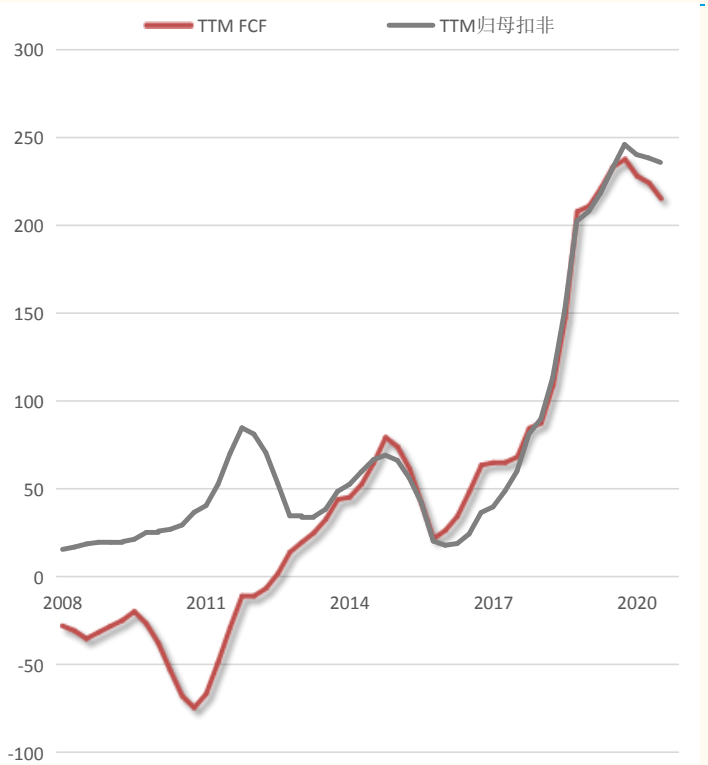
图表 11：2008-2020 年中远海控自由现金流构成



来源：Wind，国金证券研究所

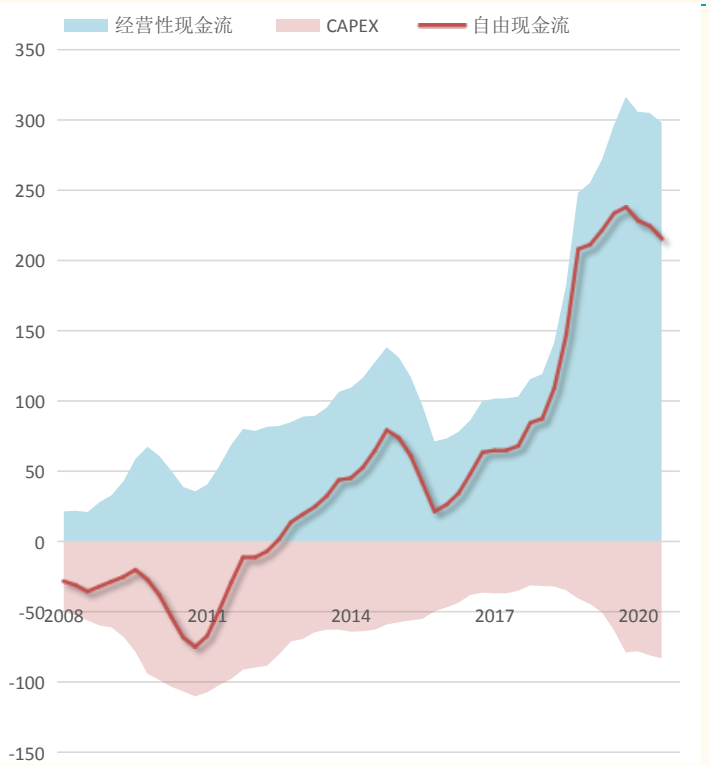
以中远海控为例，2019 年 4 个季度，经营性净现金流在 41~62 亿元之间，2020 年前两个季度合计 115 亿元，与去年平均水平接近，第三季度单季度就达到了 113 亿元，推动自由现金流的大幅增长，超过 2007 年的顶峰水平。

图表 12：2008-2020 年水泥行业自由现金流和净利润



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：2008-2020 年水泥行业自由现金流构成



来源：Wind，国金证券研究所

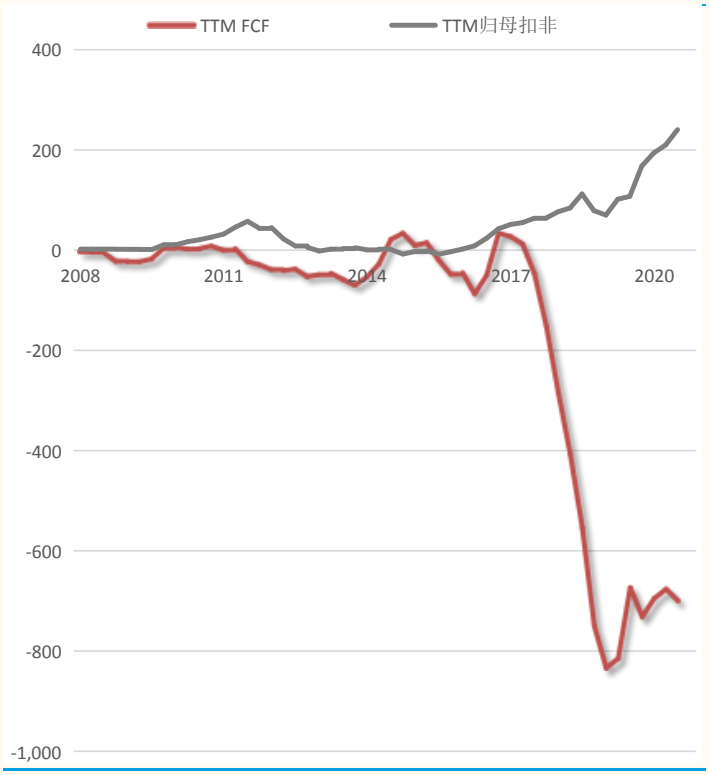
航运进入成熟期之后，仍然呈现出 10~30 年长度的大周期，底部的调整使很多企业、产能和资本退出，留下的胜利者才能够分享行业顶峰的现金流。中远海控截至 2020Q3 的经营性净现金流 4 个季度合计达到 289 亿元的水平，同期资本开支约为 62 亿元，与此同时我们也注意到中远海控旗下船队的账面原值还不到 1,300 亿元，2020Q3 一个季度的经营性净现金流就达到了船队原值的 8%以上。

水泥行业则呈现了周期性行业的另一种变化路径，行业重点公司的自由现金流与净利润之间的差距消失了，企业基本上没有净负债，财务费用非常少甚至为负，资本开支基本上等于折旧，也就是说，企业不再扩张规模，而是靠降本增效不断削减成本，同时产能扩张纪律性加强，产品价格上升推动了经营性净现金流、自由现金流和净利润的不断增长，对股东的回报主要以分红回购来实现。

2. 能源行业自由现金流分析：大炼化

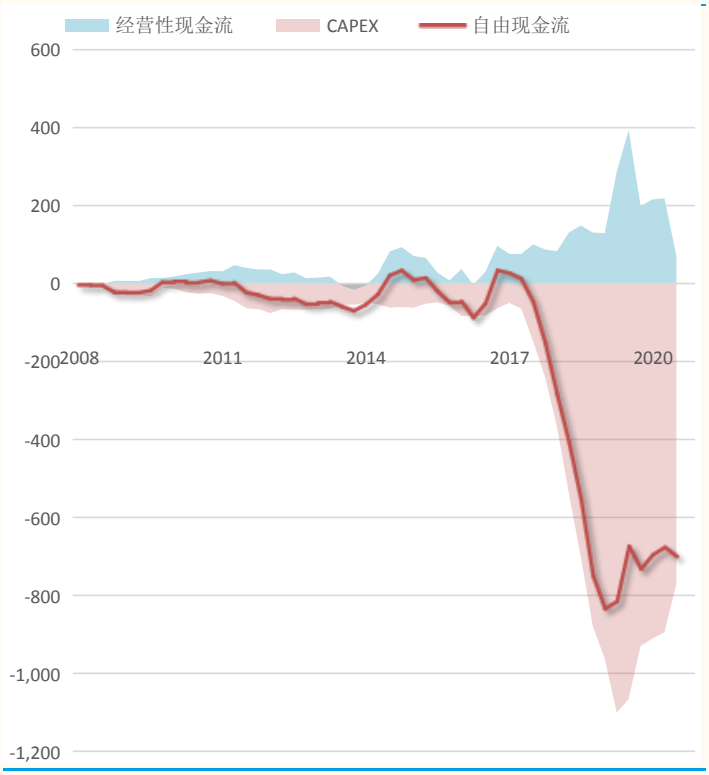
通过追溯民营大炼化板块过去 12 年归母净利及自由现金流的波动趋势可以明显的发现，板块自由现金流的拐点通常领先归母扣非净利增长，较为明显的是民营大炼化板块 2019 年四季度的自由现金流出现了明显的回升趋势，从 2020 年 1 季度起，板块的归母净利出现了明显的上升趋势，通过分析民营大炼化板块的经营性现金流、资本开支于自由现金流波动趋势可以发现，自由现金流回升的核心因素是 2019 年 Q4 资本开支出现了明显的减少，主要原因为民营大炼化的首批炼化一体化项目在 2019 年 Q4 全部建成投产，短期资本开支减少，新建项目从 Q1 开始持续盈利，从而带来大量的经营性现金流。由于化工行业存在明显的项目建设完成，同期资本开支减少，新项目投产放量带来经营性现金流增长的周期性，从而出现自由现金流率先出现拐点，归母扣非净利再出现明显增长的趋势。

图表 14：民营大炼化板块 FCF 和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

图表 15：民营大炼化 FCF、经营现金流及 CAPEX(TTM)



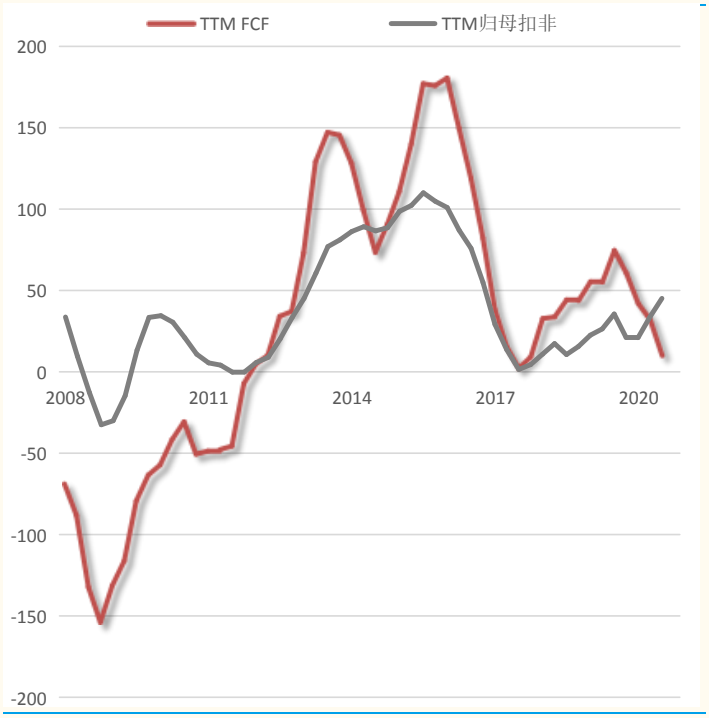
来源：WIND，国金证券研究所

在自由现金流与归母扣非净利存在明显周期性的基础上，2020Q3 民营大炼化板块资本开支出现明显拐点，经营性现金流或在 4 季度出现回升趋势，有望拉动行业板块自由现金流的拐点出现，从而推动民营大炼化板块的归母扣非净利润从 2021 年开始逐步放量。

3. 公用事业产业自由现金流分析：电力行业

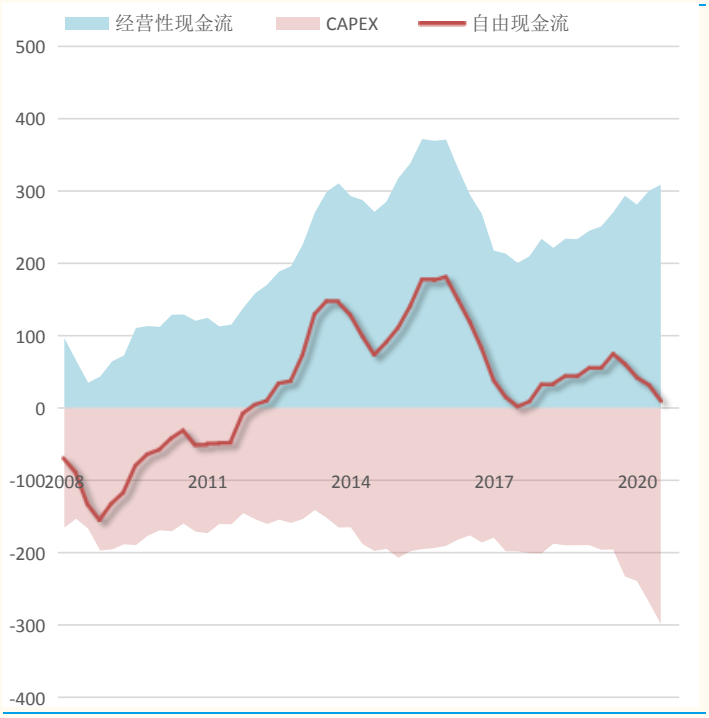
火电板块过去 12 年归母净利及自由现金流基本呈现同向增减变化趋势。从 2017 年起，火电板块经营性现金流提升，2019 年资本开始从缓慢下降变为快速提升，导致 2020 年行业自由现金流快速下降。2021 年行业或有净利润下降风险。

图表 16：火电板块 FCF 和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

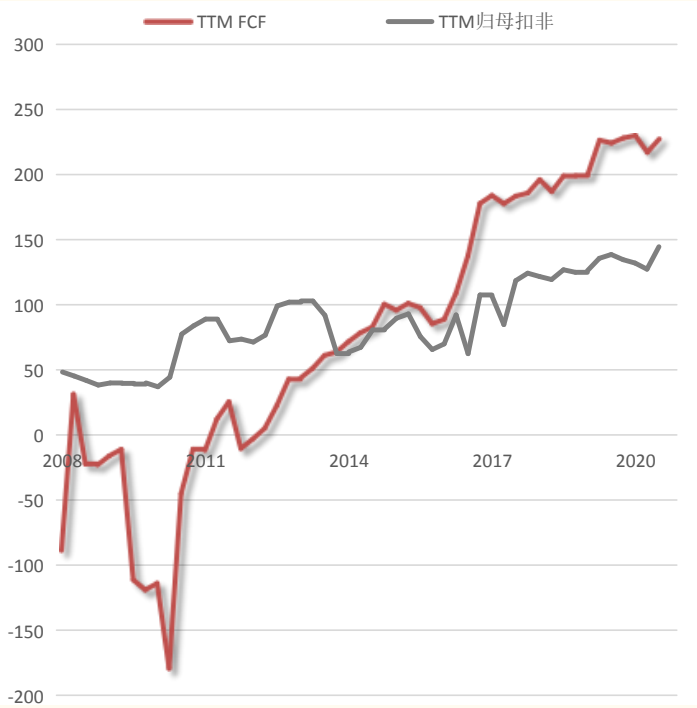
图表 17：火电板块 FCF、经营现金流及 CAPEX(TTM)



来源：WIND，国金证券研究所

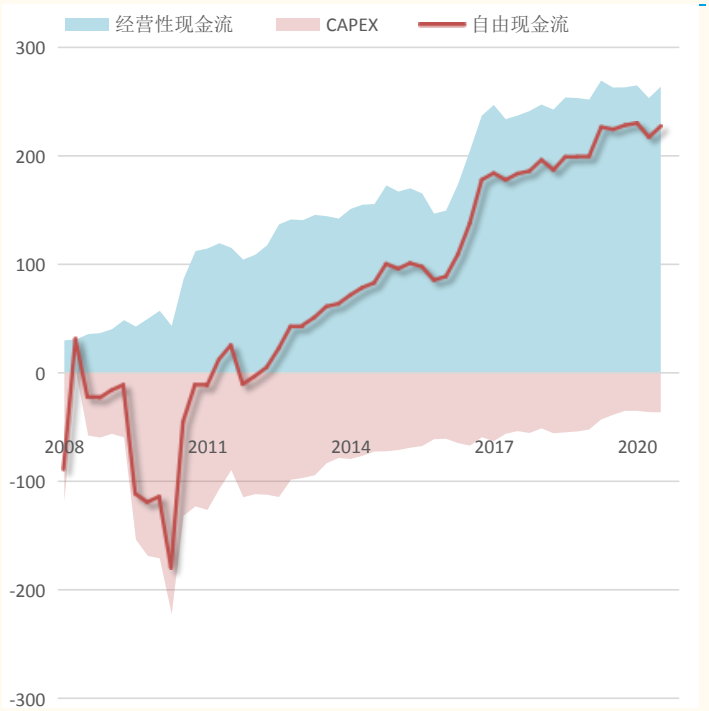
水电和核电板块近年来经营性现金流稳定增长，我国水电站和核电站的投资趋缓，资本逐步缩减，行业自由现金流持续提高，行业利润稳步增长。

图表 18：水电板块FCF和归母扣非净利（TTM）



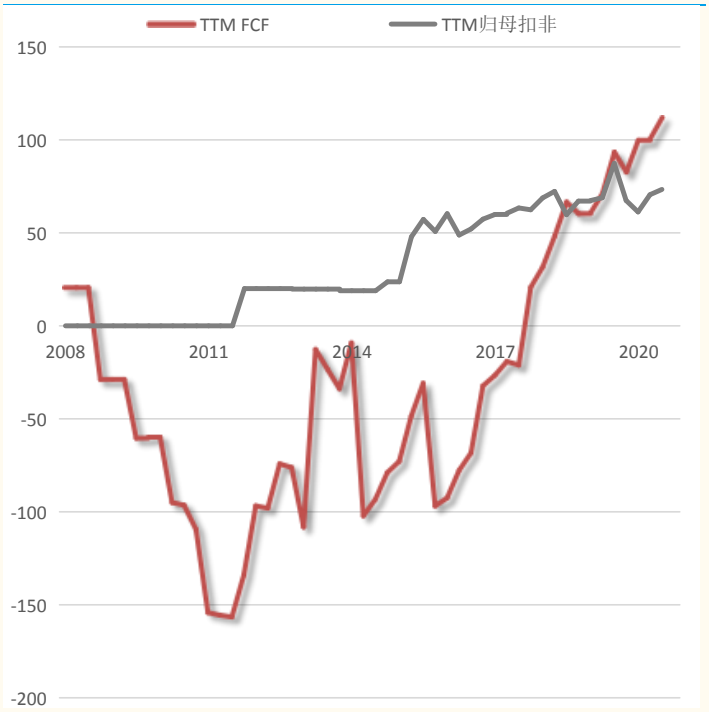
来源：WIND，国金证券研究所

图表 19：水电板块FCF、经营现金流及CAPEX(TTM)



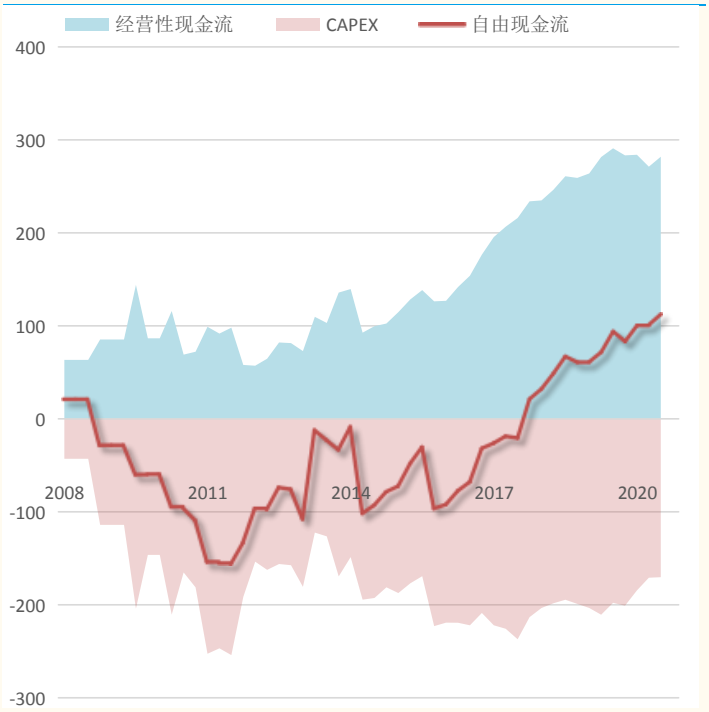
来源：WIND，国金证券研究所

图表 20：核电板块FCF和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

图表 21：核电板块FCF、经营现金流及CAPEX(TTM)



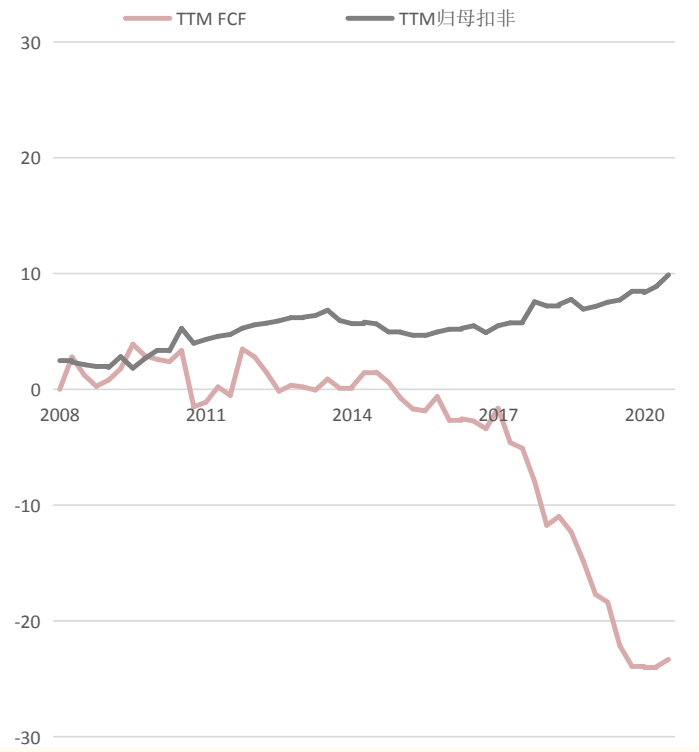
来源：WIND，国金证券研究所

4. 公用事业产业自由现金流分析：环保行业

业绩、资本开支和经营现金流增长，但自由现金流呈现下滑趋势。传统环保商业模式多以重资产为核心，需要先行大量资本开支。虽然水务和固废板块

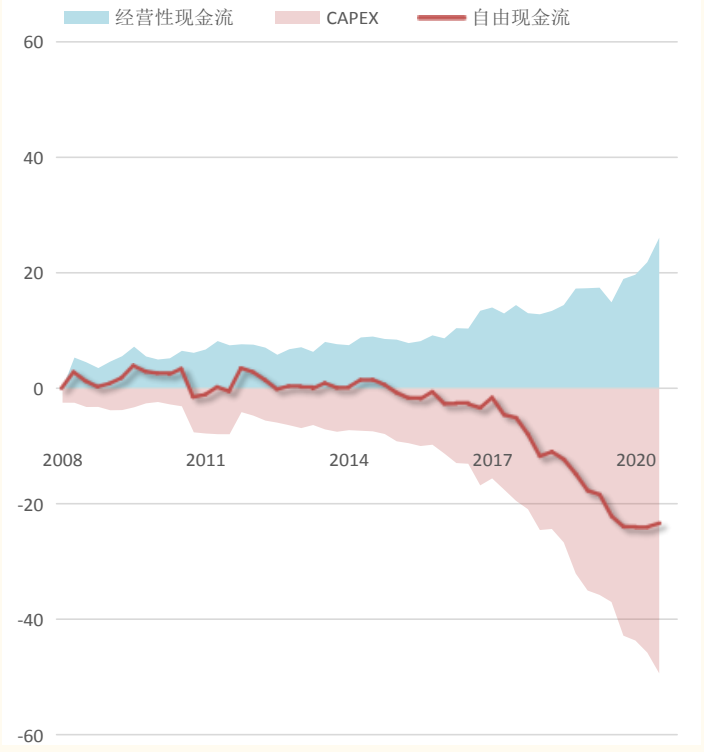
均出现在资本开支的推动下业绩和经营现金流出现明显增长，但由于资本开支的需求更为庞大，导致自由现金流出现明显下降。固废较水务板块业绩与现金流的匹配度要好于水务板块，或源于固废项目标准化程度高，发电补贴可以减轻地方政府压力，单个项目投资收益率也较高的原因。

图表 22：水务行业 FCF 和归母扣非净利（TTM）



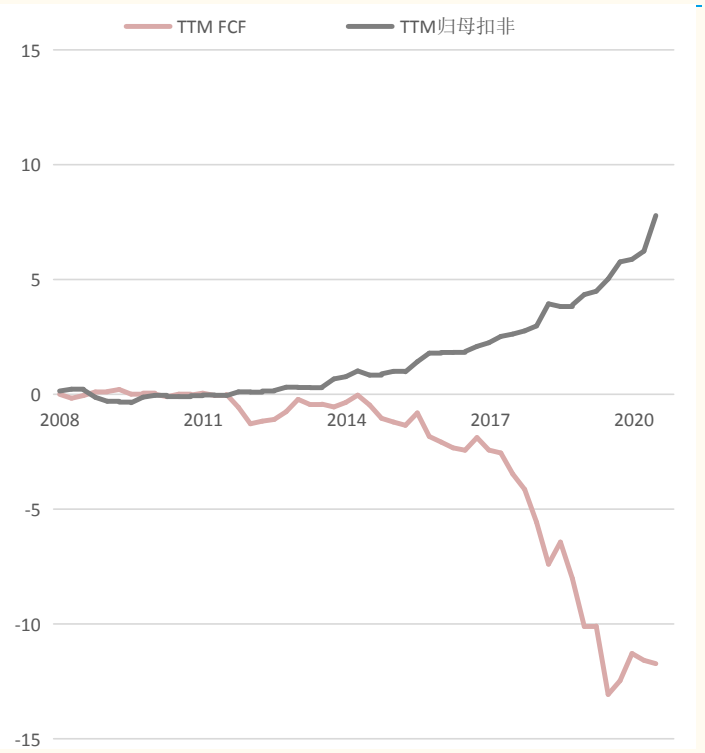
来源：WIND、国金证券研究所

图表 23：水务行业 FCF、经营现金流及 CAPEX(TTM)



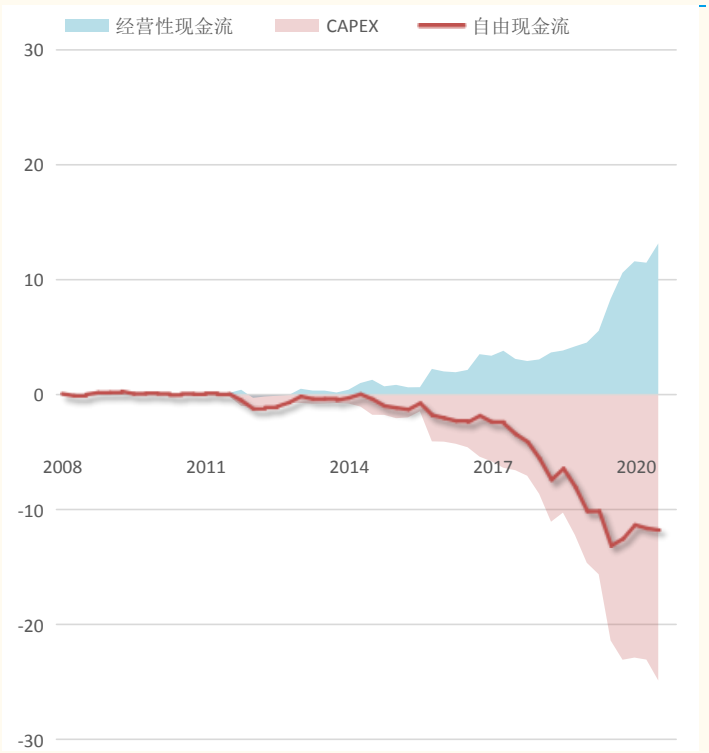
来源：WIND、国金证券研究所

图表 24：固废行业 FCF 和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND、国金证券研究所

图表 25：固废行业 FCF、经营现金流及 CAPEX(TTM)



来源：WIND、国金证券研究所

5. 材料产业自由现金流分析：化工行业

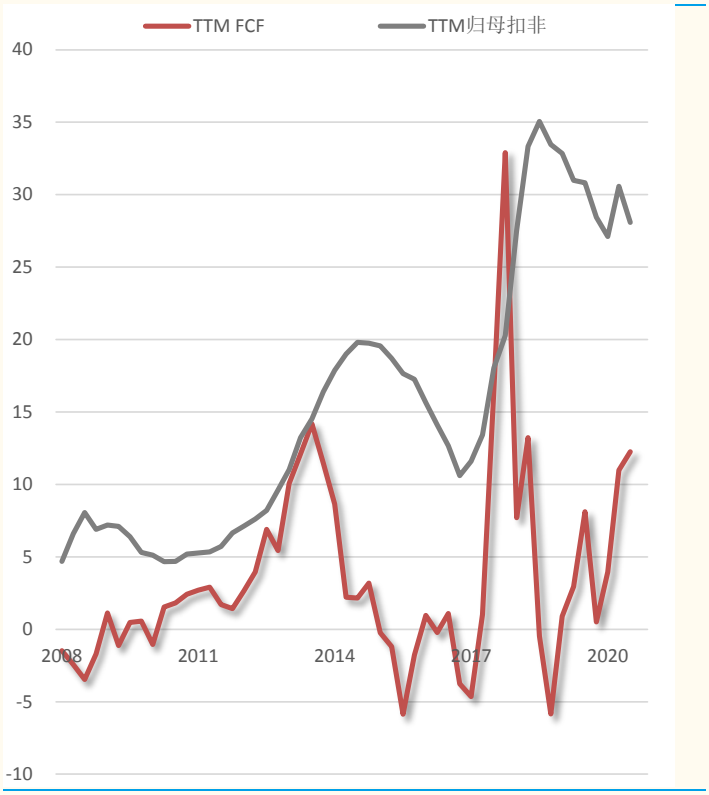
5.1 农药行业历史自由现金流及现金流周期性分析

总的来看，在过去 12 年间，农药行业归母扣非在经历一定波动情况下总体实现了大幅增长，2020 年三季度农药行业 TTM 归母扣非增高达 500%；相比之下，农药行业自由现金流同样出现了巨幅波动，并在 2017 年第四季度达到峰值，随后经历大幅下滑，在 2020 年以来重新取得上升势头。

通过追溯农药行业板块过去 12 年归母净利及自由现金流的波动趋势可以明显的发现，板块自由现金流的拐点通常领先归母扣非净利增长，较为明显的是农药行业 2017 年一季度至四季度的自由现金流出现了暴增，从 2017 年二季度起，板块的归母净利同样出现了明显的上升趋势，并在接下来四个月内增幅达到了 105%。

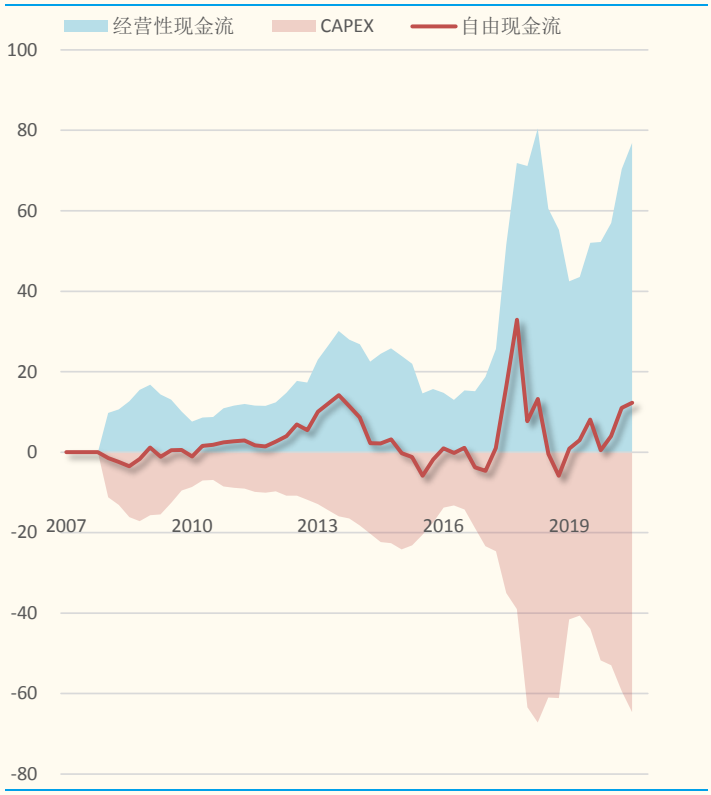
通过分析农药行业板块的经营性现金流、资本开支于自由现金流波动趋势可以发现，经营性现金流的拐点领先于资本支出，例如在 2017 年四季度经营性现金流迎来最高点的两个季度后，资本支出绝对值达到最大。同样可以看出，自由现金流的增长主要取决于经营性现金流的增长，其二者明显拐点基本出现在同一或相近季度。

图表 26：农药行业 FCF 和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

图表 27：农药行业自由现金流构成



来源：WIND，国金证券研究所

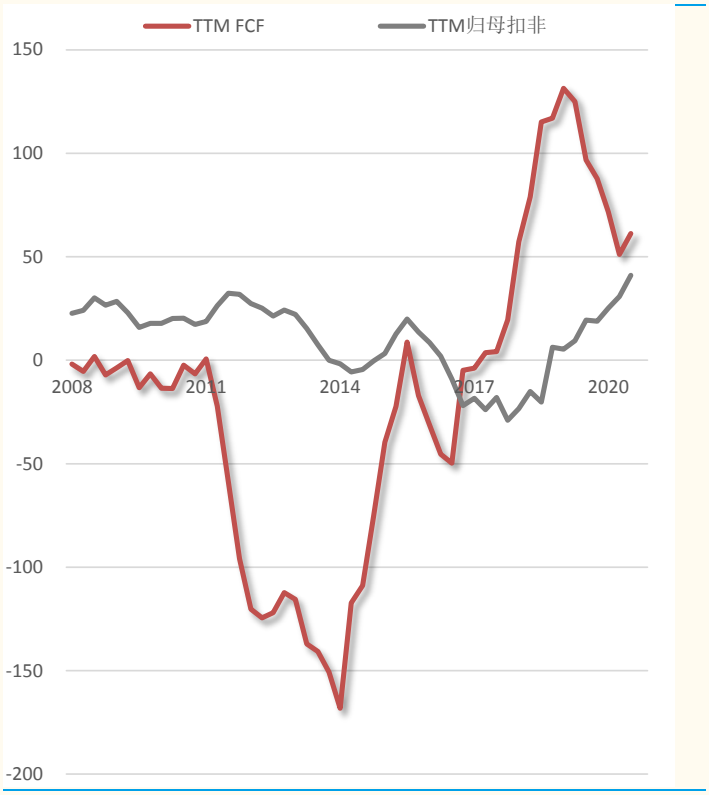
5.2 化肥行业历史自由现金流及现金流周期性分析

总的来看，在过去 12 年间，化肥行业归母扣非在波动中小幅上升，2020 年第三季度 TTM 归母扣非较 2008 年第一季度上涨约 80%，而在 2019 年一季度以来的接近两年间，化肥行业 TTM 归母扣非实现了稳步持续上涨；相比之下，农药行业自由现金流出现的波动要剧烈的多，在 2019 年第一季度达到峰值，随后经历持续下滑。

通过追溯农药行业板块过去 12 年归母净利及自由现金流的波动趋势可以发现，在多数情况下，板块自由现金流的拐点领先归母扣非净利增长。较为明显的是 2014 年一季度化肥行业 TTM 自由现金流达到最低值，随后开始上升；紧接着同年二季度，TTM 归母扣非同样经历拐点开始上涨，并双双在 2015 年第三季度达到此波上涨的峰值。但是与上述结论有所出入的是，自 2019 年一季度化肥行业 TTM 自由现金流开始大幅下降后，TTM 归母扣非却迎来了持续两年的上涨。

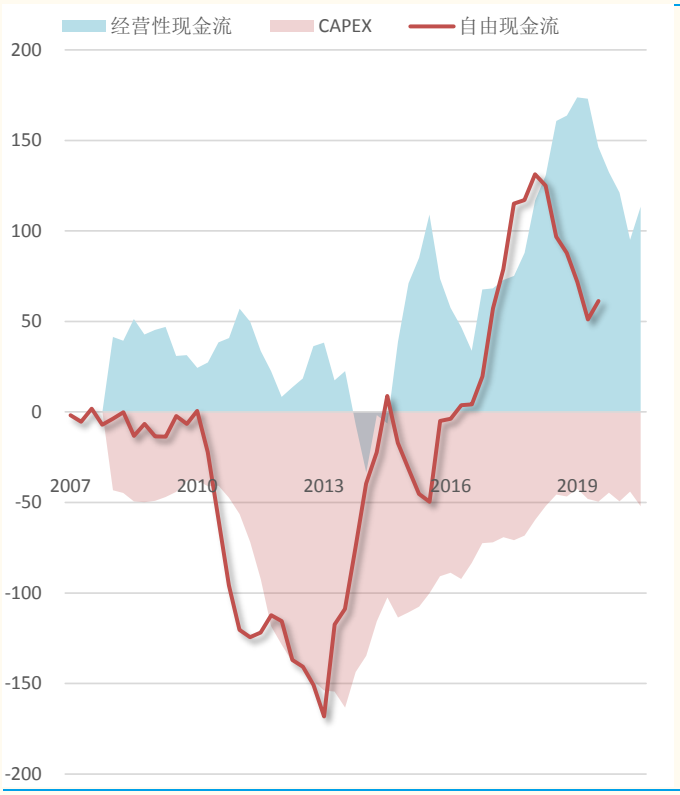
通过分析化肥行业板块的经营性现金流、资本开支于自由现金流波动趋势可以发现，经营性现金流与资本支出峰值出现时间差异较大，自 2013 年第三季度化肥行业资本支出绝对值迎来峰值后，其在接下来 4 年大幅下降，与经营性现金流的波动上升一道带来了自由现金流的大幅上升。2018 年二季度以来，化肥行业资本支出趋于平稳，而自由现金流的滑坡则由经营性现金流大幅下降所造成。

图表 28：化肥行业 FCF 和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

图表 29：化肥行业自由现金流构成



来源：WIND，国金证券研究所

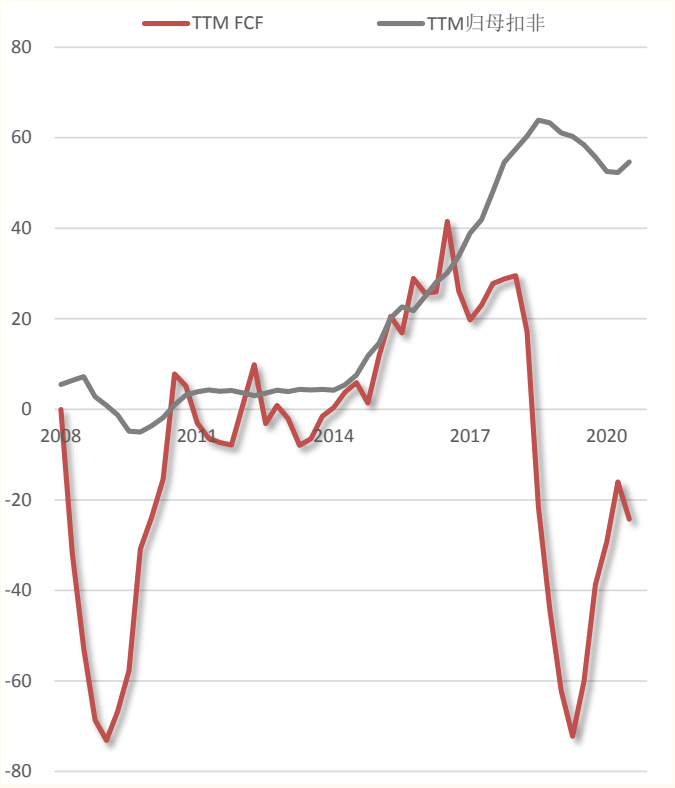
5.3 下游需求为基建的化工品板块历史自由现金流及现金流周期性分析

总的来看，在过去 12 年间，下游需求为基建的化工品板块归母扣非大幅度上升，至 2020 年第三季度，板块 TTM 归母扣非较 2008 年一季度上涨幅度接近 900%，其中 2014 年开始至 2018 年底 TTM 归母扣非在几乎没有波动的情况下持续上扬，季度 TTM 归母扣非复合增长率达 14.46%，其后至 2020 年二季度有所回落。相较之下，板块 TTM 自由现金流则经历了一波三折。在 2008 年至 2010 年经历了 V 字形走势后波动上涨直至 2018 年一季度，其后再次经历断崖式下跌和一定程度上的反弹，直至今日仍低于 2008 年一季度水平。

通过追溯板块过去 12 年归母净利及自由现金流的波动趋势可以明显发现，板块 TTM 自由现金流的拐点领先 TTM 归母扣非净利拐点两到三个季度。例如 2018 年一季度基建行业 TTM 自由现金流达到拐点，随后开始大幅下滑，紧接着同年三季度 TTM 归母扣非结束了持续了五年的快速上涨开始回落。

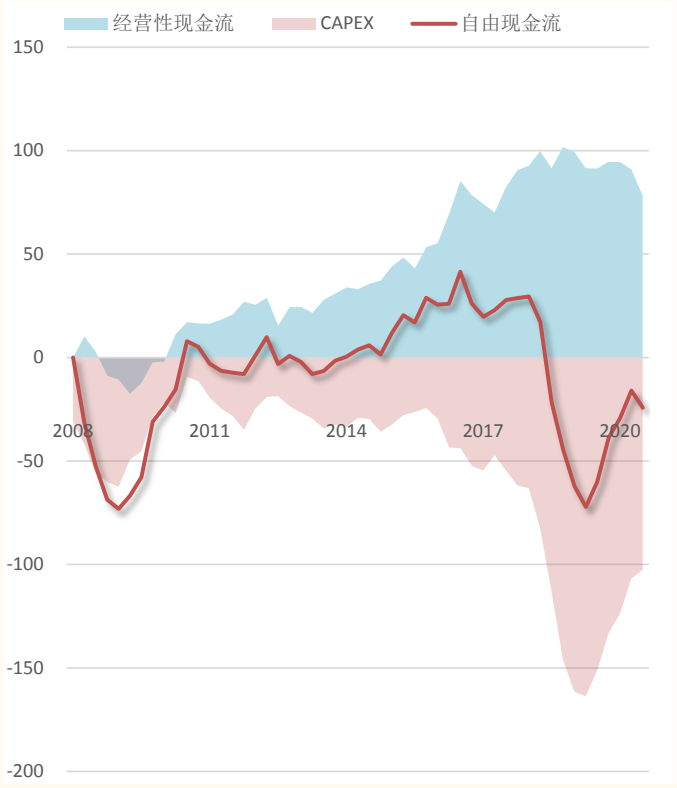
通过分析下游需求为基建的化工品板块经营性现金流、资本开支于自由现金流波动趋势可以发现，在大多数情况下经营性现金流与资本支出峰值出现时间较为接近，例如 2018 年四季度经营性现金流达到 12 年间最高值，三个季度后资本开支绝对值同样迎来 12 年间最高值。同时可以发现，2018 年全年至 2019 年中板块自由现金流的断崖式下降主要来源于同时期资本开支的巨幅上升——2019 年二季度资本开支较 2018 年一季度的增幅达到了 160%，并来到了 12 年间的峰值；而同时期经营性现金流并无剧烈波动。

图表 30：下游为基建的化工品板块 FCF 和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

图表 31：下游为基建的化工品板块自由现金流构成



来源：WIND，国金证券研究所

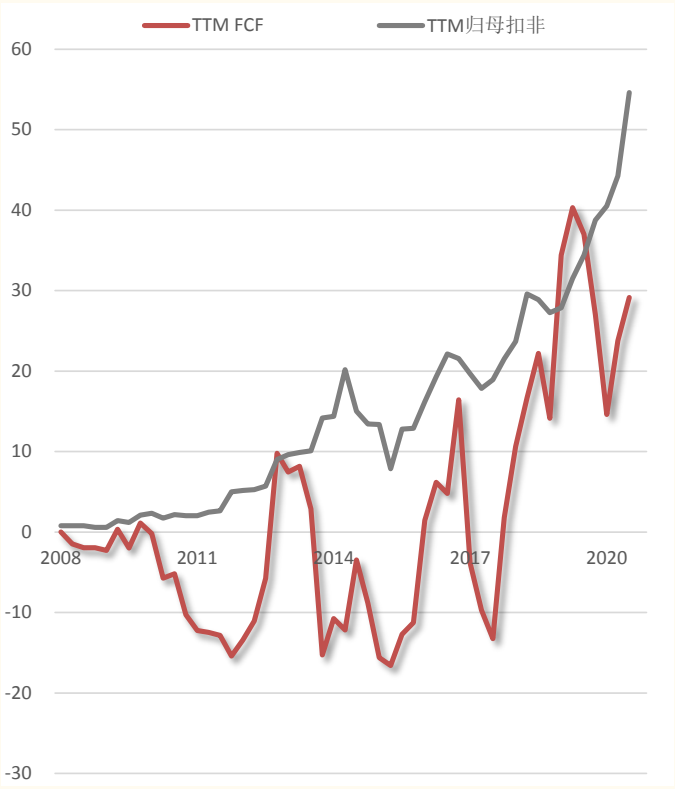
5.4 下游需求为汽车的化工品板块历史自由现金流及现金流周期性分析

总的来看，在过去 12 年间，下游需求为汽车的化工品板块归母扣非呈现出指数级增长，同时伴有小幅波动。至 2020 年第三季度，板块 TTM 归母扣非是 2008 年一季度的 70 余倍，季度复合增长率达 8.71%。其中，2014 年下半年至 2018 年上半年间，归母扣非经历了一定程度的波动。相比之下，汽车行业 TTM 自由现金流整体上同样实现了大幅增长，但其经历的波动更为剧烈。

通过追溯板块过去 12 年归母净利及自由现金流的波动趋势可以明显发现，板块 TTM 自由现金流的拐点与其 TTM 归母扣非净利的拐点基本同步，例如 2014 年第三季度 TTM 自由现金流与 TTM 归母扣非同样经历了由快速增长转变为下跌的拐点；2016 年第四季度亦是二者同时由增长转为下降。

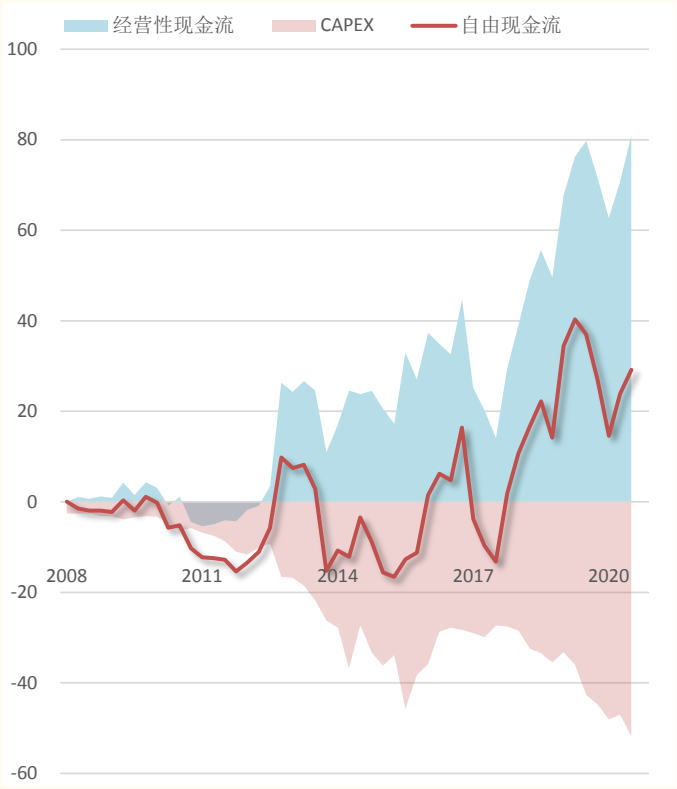
通过分析下游需求为汽车的化工品板块经营性现金流、资本开支于自由现金流波动趋势可以发现，在大多数情况下经营性现金流与资本支出的变化较为同步，例如 2017 年三季度至 2020 年三季度三年间，经营性现金流增长了 473%，同时期资本开支增幅亦达到 90%，资本支出支出绝对值达到 12 年间最高水平。同时可以发现，自由现金流的增长或下降主要受经营性现金流影响，每当经营性现金流出现重大拐点之时，自由现金流亦会几乎同步地出现拐点，例如 2017 年三季度与 2019 年三季度。

图表 32：下游为汽车的化工品板块 FCF 和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

图表 33：下游为汽车的化工品板块自由现金流构成



来源：WIND，国金证券研究所

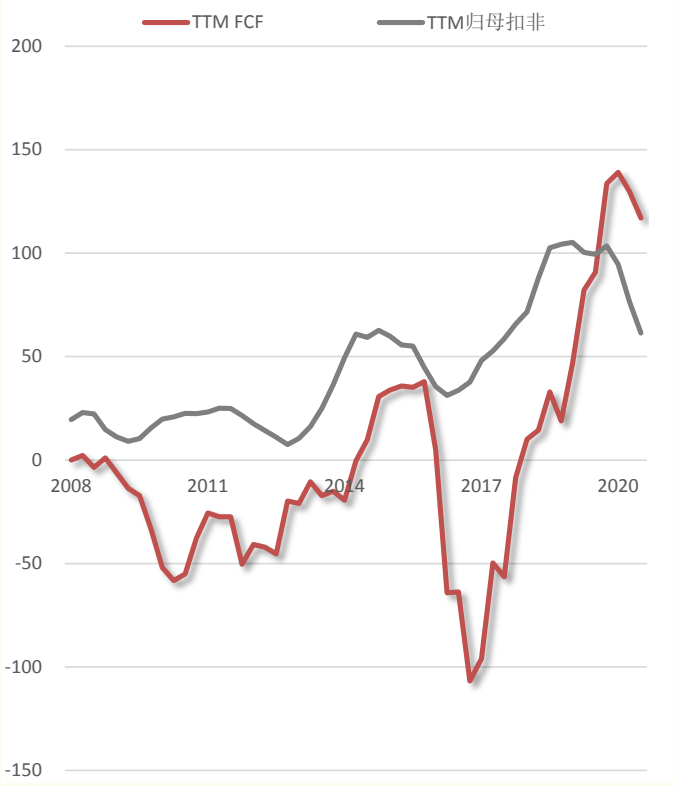
5.5 下游需求为纺服产业链的化工品板块历史自由现金流及现金流周期性分析

总的来看，在过去 12 年间，下游需求为纺服产业链的化工品板块归母扣非在波动中上升，在 2019 年一季度达到峰值，其较 2008 年一季度上涨 440%。随后，板块 TTM 归母扣非出现持续下滑至今。相比之下，板块自由现金流走势与归母扣非较为接近，但波动更为剧烈。TTM 自由现金流 2016 年四季度与 2020 年一季度两个重大拐点之间的差值绝对值是 TTM 归母扣非相近时期（2016 年二季度至 2019 年四季度）两个拐点间差值的 3.3 倍。

通过追溯板块过去 12 年归母净利及自由现金流的波动趋势可以明显发现，该行业 TTM 归母扣非的拐点较其 TTM 自由现金流的拐点领先，例如 2019 年第四季度 TTM 归母扣非结束 15 个季度以来的强势上升，开始下滑，随后自 2020 年一季度开始该板块 TTM 自由现金流亦开始下滑且幅度更大。

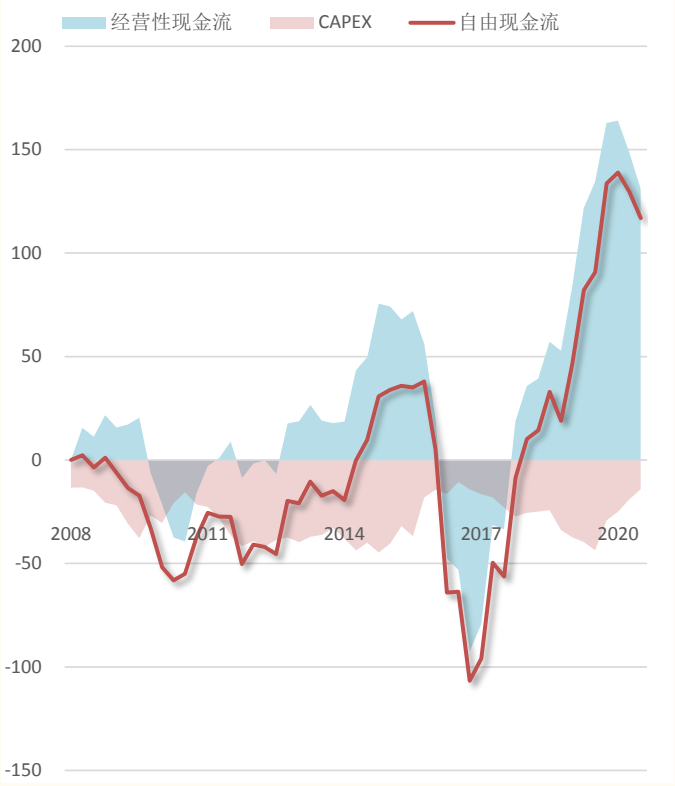
通过分析下游需求为纺服产业链的化工品板块经营性现金流、资本开支于自由现金流波动趋势可以发现，在大多数情况下经营性现金流与资本支出的变化较为同步，当经营性现金流表先强劲时资本开支亦会增长，如 2016 年四季度至 2019 年三季度，反之亦然，如 2015 年一季度至 2016 年四季度。同时可以发现，板块自由现金流主要受到经营性现金流的影响，相比之下，因资本支出变化幅度远不如经营性现金流，其影响相对有限。

图表 34：下游为纺服的化工品板块 FCF 和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

图表 35：下游为纺服的化工品板块自由现金流构成



来源：WIND，国金证券研究所

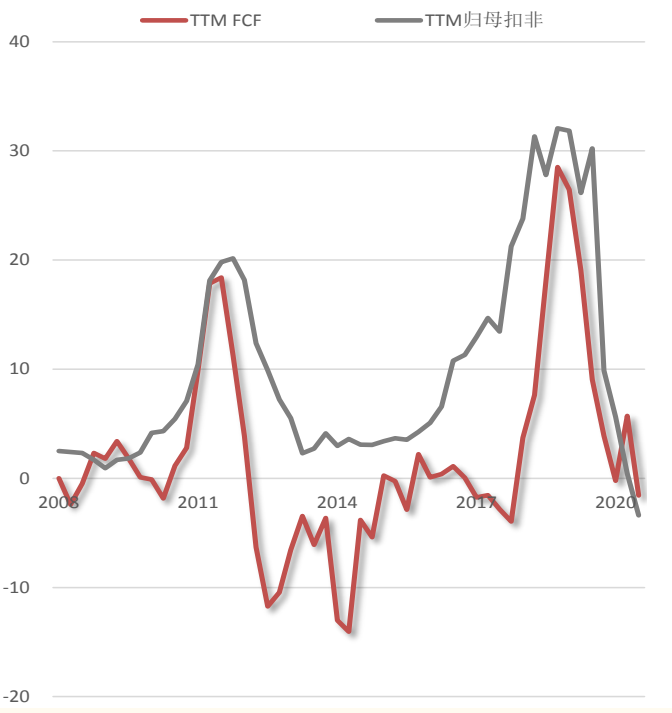
5.6 下游需求为家电产业链的化工品板块历史自由现金流及现金流周期性分析

总的来看，在过去 12 年间，下游需求为家电产业链的化工品板块归母扣非经历了两次剧烈波动，呈现出两个倒 V 字型。第一次倒 V 字形出现在 2010 二季度至 2013 年二季度；第二次波峰则出现在 2018 年第二季度，此后出现断崖式下跌至今，并已低于 2008 年一季度时的水平。过去 12 年间该行业 TTM 自由现金流走势亦波动剧烈，并几乎与归母扣非同步出现两个倒 V 型，2020 三季度 TTM 自由现金流亦低于 2008 年水平。

通过追溯板块过去 12 年归母净利及自由现金流的波动趋势可以明显发现，该板块 TTM 归母扣非和 TTM 自由现金流的剧烈波动期几乎重合，自由现金流明显拐点的出现时间与归母扣非相比基本一致或略早一个季度，如 2011 年第三季度家电行业自由现金流由持续一年半的爆发时增长转为快速下跌，随后 2011 年四季度开始归母扣非亦呈现出了同样的局面。

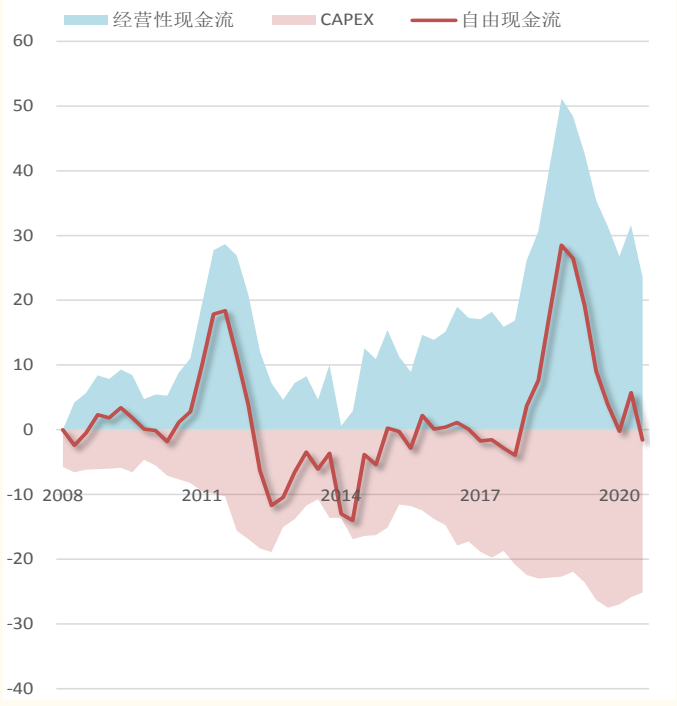
通过分析下游需求为家电产业链的化工品板块经营性现金流、资本开支于自由现金流波动趋势可以发现，一如自由现金流，该行业经营性现金流反复剧烈波动，而其资本开支波动幅度相对较小，尤其自 2015 年二季度以来，资本开支绝对值开始稳步增长。同时可以发现，资本开支所出现的拐点较经营性现金流滞后接近一年时间，例如 2011 年第三季度经营性现金流出现峰值的四个季度后，资本开支绝对值才达到其峰值。因经营性现金流波动幅度远远大于资本开支，板块自由现金流的主要受到经营性现金流的影响，并保持几乎一致的变化周期。

图表 36：下游为家电的化工品板块 FCF 和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

图表 37：下游为家电的化工品板块自由现金流构成



来源：WIND，国金证券研究所

5.7 化工行业自由现金流与自身周期性和成长性关系密切

化工行业不断受到需求侧和供给侧因素的冲击，但仍然表现出相对稳定的周期性，而且化工行业各子行业的周期性表现并不同步，足见是产业发展的内在规律影响企业的周期与发展。

化工行业是高度技术密集的行业，海外巨头逐渐在各品种上建立了寡头垄断，全球产业链的重构和中国企业参与全球分工程度的加深，都推动中国企业的周期性与全球共振，优秀的企业最终胜出，占据全球优势地位。

6. 材料产业自由现金流分析：建材行业

6.1 建材板块自由现金流延续回升态势

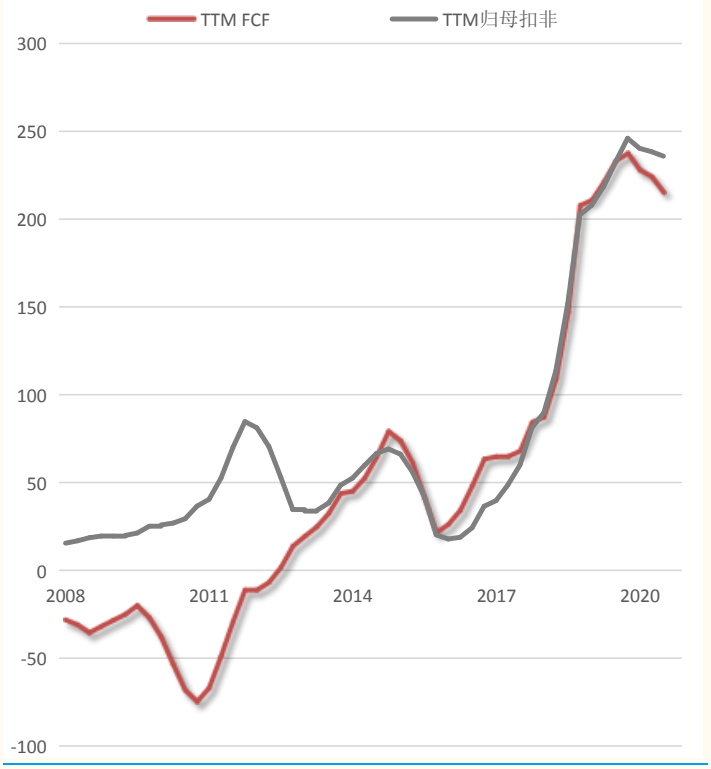
水泥属于典型的产能过剩行业，由于国家限制水泥企业新增产能，导致企业资本开支减少。由于成本相对固定，在水泥价格持续回升的背景下，水泥企业盈利持续回升，2016 年成为水泥行业利润和现金流的拐点。

玻璃与水泥都属于产能过剩行业，政策变化导致玻璃价格回升。与水泥行业不同，玻璃下游应用领域广泛，为了寻找新的利润增长点，浮法玻璃企业开始向电子玻璃、医用玻璃、光伏玻璃转型，导致行业资本开支维持在高位。玻纤也属于重资产行业，新产能集中投产和外需减弱对行业盈利产生影响。随着新产能集中投产结束和海外需求的恢复，玻纤企业盈利拐点在 2020 年 Q3 出现。

耐火材料下游主要是钢铁行业，2016 年钢铁行业供给侧改革后钢铁行业自身盈利好转后，带动了耐火材料企业利润和现金流好转。

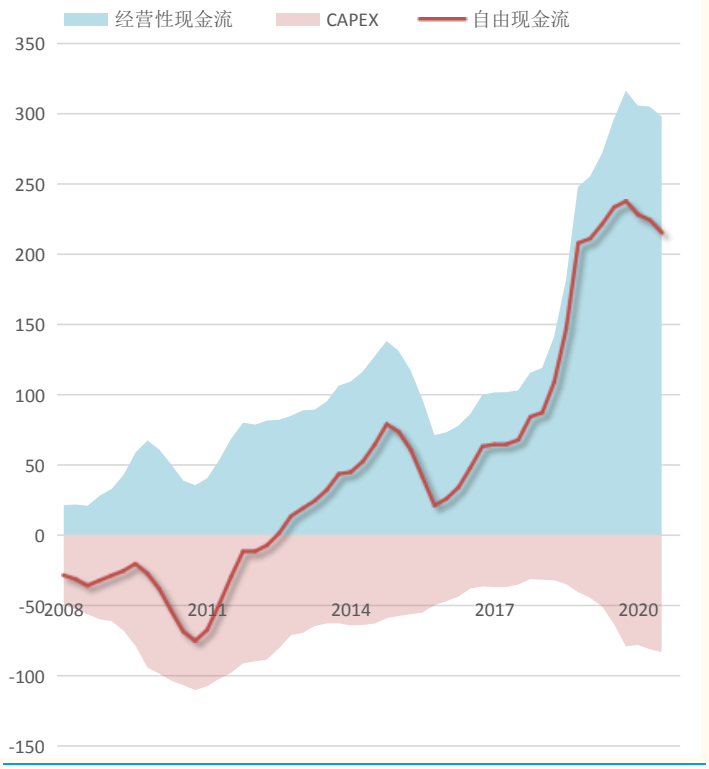
消费建材主要分为以 B 端和以 C 端为主的企业。C 端企业的下游以零售客户为主、现金回款好，B 端企业的下游以地产和基建客户为主、应收账款占比高。由于地产和基建客户全国化布局，B 端企业为了服务下游客户，全国化的布局导致资本开支加大。2016 年后，全屋精装政策在全国推进，C 端企业的市场份额被 B 端企业侵蚀。我们看到 2017 年以来，C 端企业利润有所波动、B 端企业利润持续增长，C 端企业资本开支稳定、B 端企业资本开支持续增加，C 端企业自由现金流稳定、B 端企业自由现金流持续减少。我们认为，C 端和 B 端企业在资本开支、经营性现金流、利润上的差异主要与业务模式不同有关。

图表 38：2016 年起水泥企业自由现金流与盈利同步改善



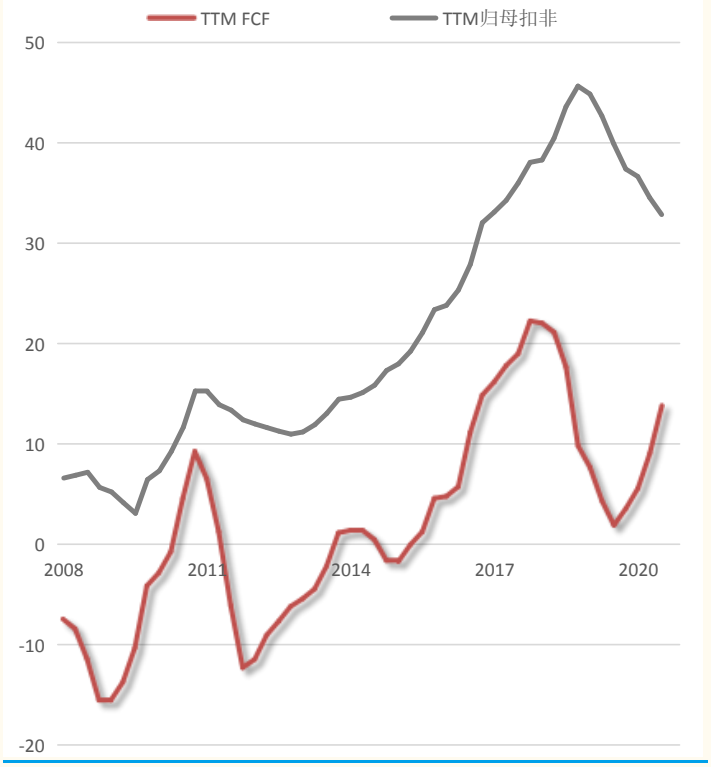
来源：Wind，国金证券研究所

图表 39：2016 年起水泥企业经营性现金流扩张



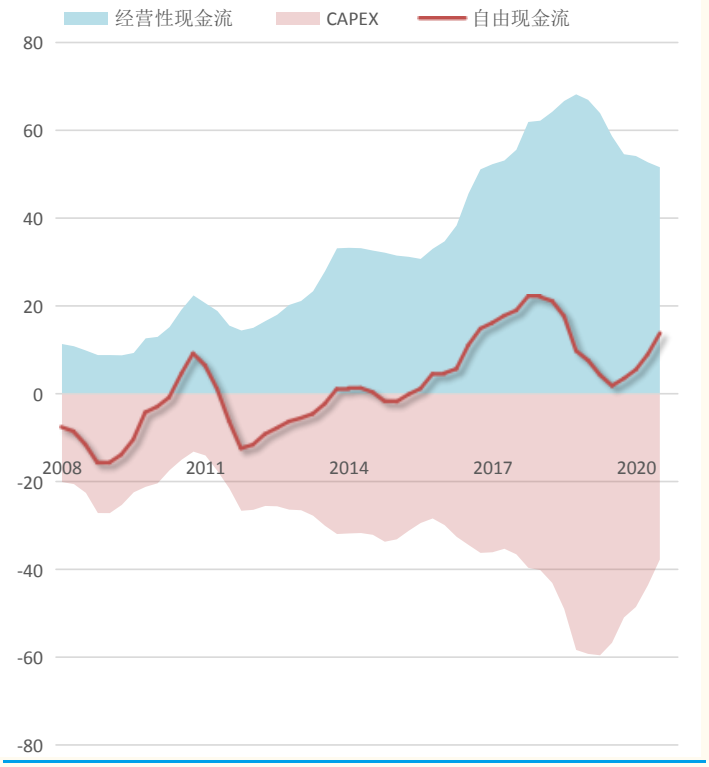
来源：Wind，国金证券研究所

图表 40：2016 年起玻璃和玻纤企业自由现金流改善



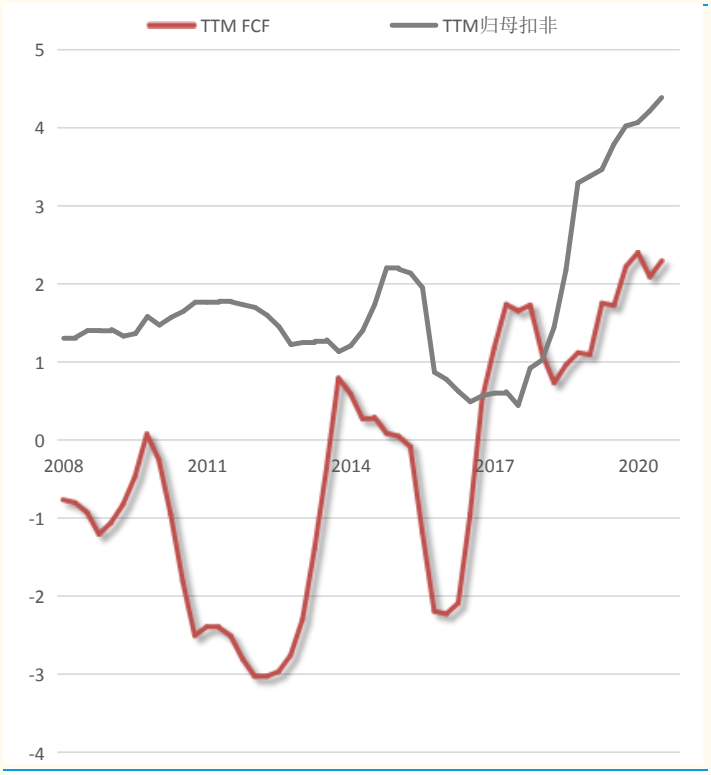
来源：Wind，国金证券研究所

图表 41：玻璃和玻纤行业资本开支仍有扩张



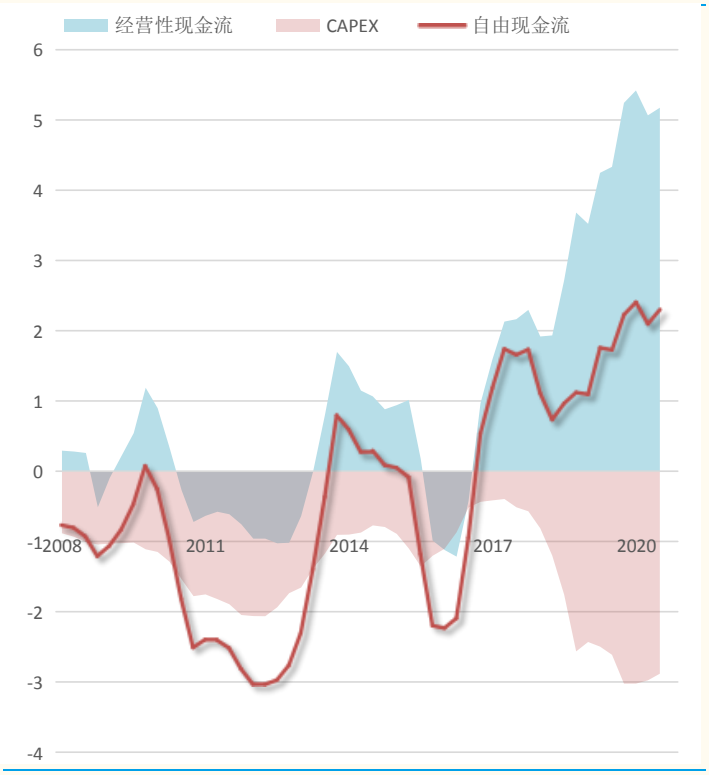
来源：Wind，国金证券研究所

图表 42：钢铁行业盈利波动并未影响耐材企业利润



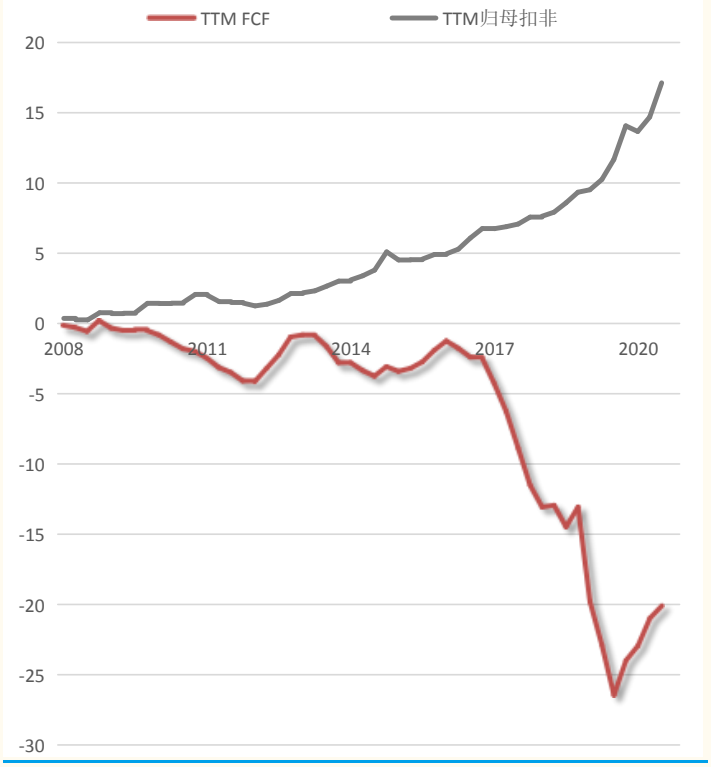
来源：Wind，国金证券研究所

图表 43：2016 年供给侧改革后自由现金流扩张



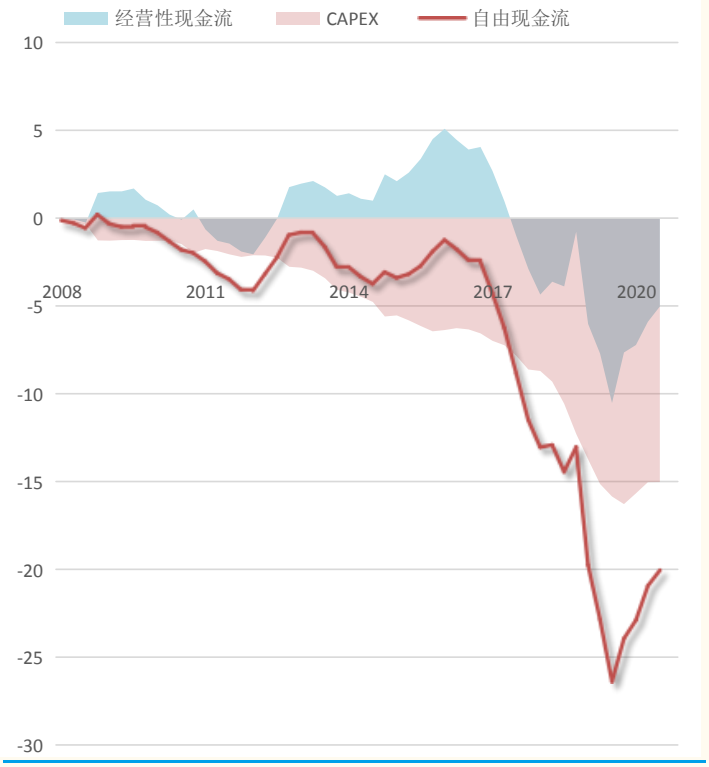
来源：Wind，国金证券研究所

图表 44：B 端消费建材企业现金流表现偏弱



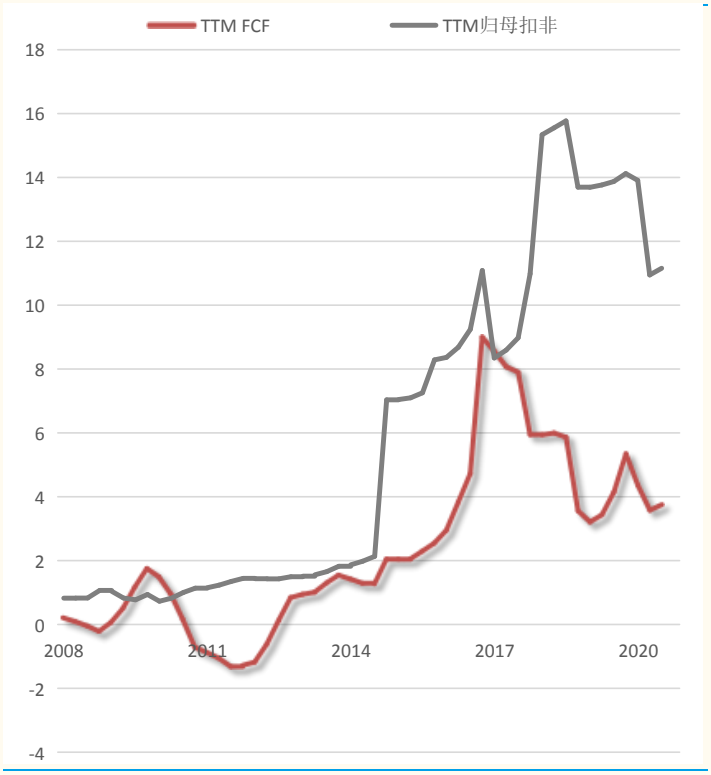
来源：Wind，国金证券研究所

图表 45：B 端消费建材企业经营性现金流转负



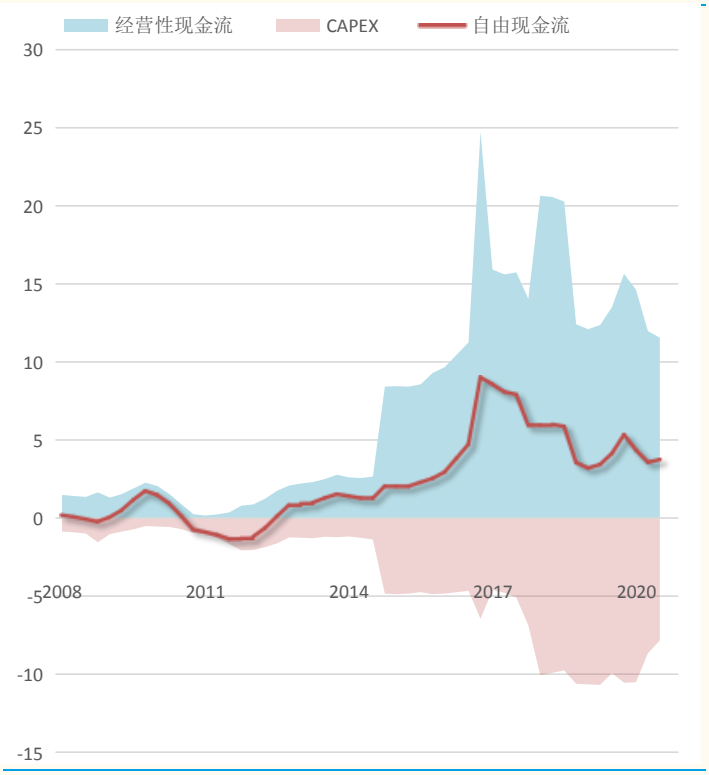
来源：Wind，国金证券研究所

图表 46：C 端消费建材企业现金流和盈利表现良好



来源：Wind，国金证券研究所

图表 47：C 端消费建材企业自由现金流优于 B 端



来源：Wind，国金证券研究所

6.2 建材板块自由现金流与供给侧改革关系密切

- 随着疫情影响的逐渐淡化，我国经济稳步回暖，全球经济也有望出现复苏。在此背景下，顺周期板块或存较多投资机会，包括：在基建和房地产需求支撑下，供需格局稳定的水泥板块；行业供给结构变化，并受益于地产竣工修复的玻璃板块；与宏观经济密切相关，且充分受益于海外需求复苏的玻纤和耐火材料板块。
- 行业集中度提升逻辑继续演绎，消费建材以及耐火材料领域“强者愈强”的趋势逐步确立。建议关注：防水材料、石膏板、涂料、塑料管道等 B 端消费建材龙头企业以及耐火材料龙头企业的投资机会。
- 随着精装房对 C 端零售市场冲击减弱，以及老房、二手房翻新和老旧小区改造也将拉动部分室内装修需求，当前 C 端建材或已逐渐走出最困难时期。建议关注：悲观预期释放完毕后，估值迎来回归的 C 端建材企业，如：塑料管道和石膏板等。

房地产领域融资监管进一步加强，调控政策整体边际收紧。2020 年 7 月 24 日，房地产工作座谈会提出，要实施好房地产金融审慎管理制度，稳住存量、严控增量，防止资金违规流入房地产市场。8 月 20 日，住建部、央行召开重点房企座谈会，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，即“三道红线”：剔除预收款的资产负债率不大于 70%；净负债率不得大于 100%；现金短债比低于 1。“三道红线”下，未来房企将降低前端融资需求，同时要优先保证房屋建设资金，进而减少拿地数量、缩减买地开支，开发规模会得到进一步控制。

- **新开工和竣工短期不必悲观，相关建材需求确定性强**

中长期来看，新开工面积随着房企土地购置减少和“高周转”战略退场，增速将出现下滑。不过，从短期来看，为了快速回笼资金，达到改善短期偿债和整体偿债水平的目的，房企仍有盘活存量土地并加快开盘和销售回款的动力，因此对新开工面积增速不必过于悲观。2020 年 1-10 月，房企本年土地购置面积增速为-3.3%，降幅较 1-9 月扩大 0.4 个百分点；房屋新开工面积累计增速为-2.6%，降幅较 1-9 月收窄 0.8 个百分点。

建筑工程投资变化，预示房地产竣工传导仍然在推进当中。由于房企这些年的“高周转”战略，积极开工推盘而放慢施工节奏，导致新开工和竣工存在较大的剪刀差。在期房交付的刚性约束下，2019 年房企开始加快施工，当年 8 月份之后，房企建安成本增加明显，房屋竣工面积增速开始转正，表明地产产业链已加速向竣工传递。进入 2020 年，新冠疫情的爆发暂时中止了竣工传导的进程，但自二季度开始房企建安投资增速不断回升。

从应对“三道红线”的角度分析，房地产竣工逻辑也具备继续演绎基础。一方面，在期房交付压力以及减少购地资金投入的，房企有意愿以及有能力保证在建项目的资金需求。另一方面，竣工结转可以同时削减存货和预收账款，增厚所有者权益，房企有继续推动竣工的动力。

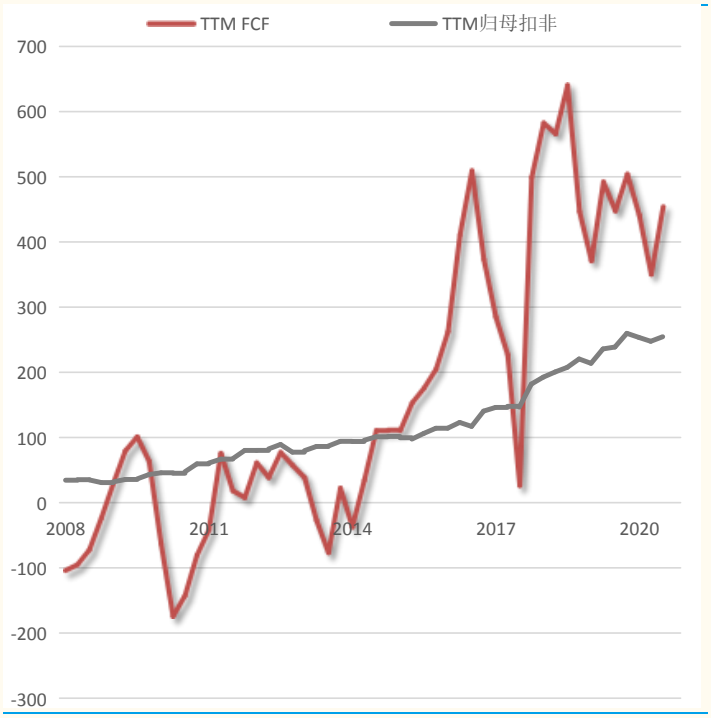
房地产领域建材需求可分三个阶段：开工端、主体结构建设和竣工端。开工端主要使用水泥和防水材料，主体结构建设需求集中在水泥，而竣工端则涵盖玻璃和绝大部分消费建材，如防水材料、瓷砖、涂料、塑料管道、建筑五金等。房地产市场整体平稳运行，将对整个产业链的建材消费形成支撑，而且在房地产竣工传导过程中，或将加速水泥以及竣工端建材需求的释放。

7. 房地产行业自由现金流分析

我们选取了万科，保利，招商蛇口 3 家公司数据作为行业代表计算其自由现金流和归母扣非净利。由于房企通常有很大一部分非并表项目在报表中通过投资收益体现，我们以经营性现金流净额和投资性现金流净额计算房企的自由现金流。通过观察过去 12 年指标波动趋势，房地产自由现金流波动呈现出明显的周期性，这与房地产周期波动以及房企买地行为密切相关。可以看到样本自由现金流 2009 年，2012 年与 2016 年 3 个较为明显的下行年份与房地产过去 12 年中销售承压情况基本一致。这几个周期受到经济下行，调控政策收紧，流动性收紧等因素影响，形成了下行周期。此外，房企杠杆率高的特征会放大周期影响，对市场的判断越准确、拿地行为越匹配，在房地产行情好的时候房企的自由现金流表现则越好。

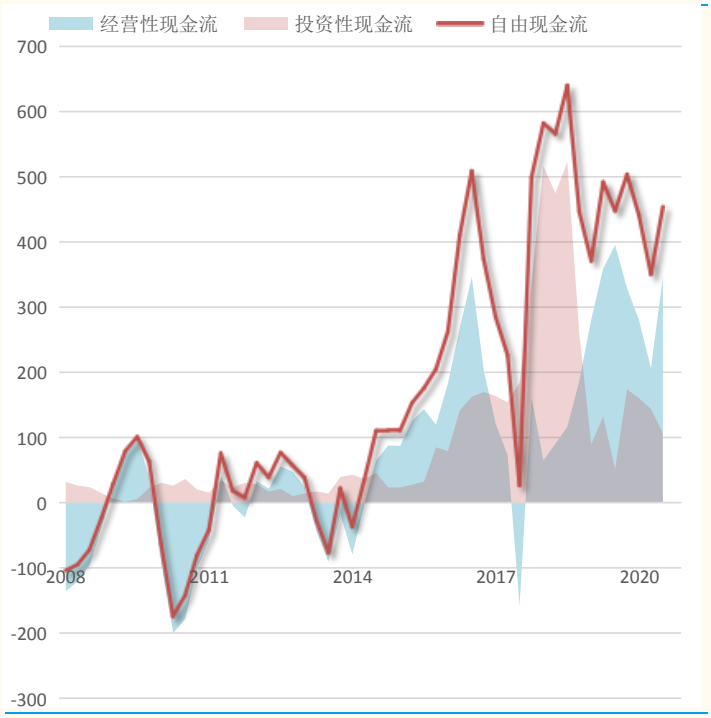
但同时，房企的净利表现为平稳上升，因为房企可在行情不好的年份销售和结算毛利率更高的项目，公允价值重估、出售持有型资产等方式调节，使得最终利润波动减小，表现更为平滑。

图表 48：房地产板块 FCF 和归母扣非净利（TTM）



来源：wind，国金证券研究所

图表 49：房地产 FCF、经营现金流及投资性现金流(TTM)



来源：wind，国金证券研究所

8. 周期性行业部分上市公司自由现金流

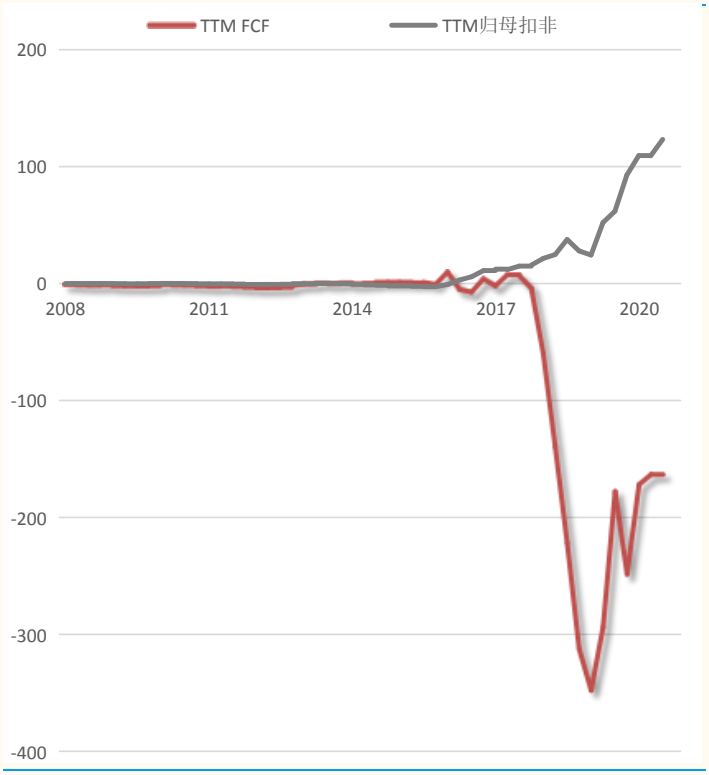
我们选取了各周期性行业部分上市公司数据作为行业代表，展示其自由现金流的变化。不同的周期性行业，其自由现金流变化的时间周期往往不同。

周期性行业的公司，在高速成长期的明星企业，会呈现出自由现金流的穿越周期的成长，即自由现金流周期底部抬升，最终自由现金流跨周期之和为正；也可能表现为“从 0 到 1 的成长”，即新进入一个领域、开发一种新的产品、投运一个新的项目，使自由现金流经历一个大的资本开支带来的负值之后，与净利润一同大幅增长。

能够跨越周期成长的公司，最终都以更低的成本、更好的产品和服务、更高效的组织，为股东创造出正的自由现金流。我们建议投资者关注跨越周期成长的公司。

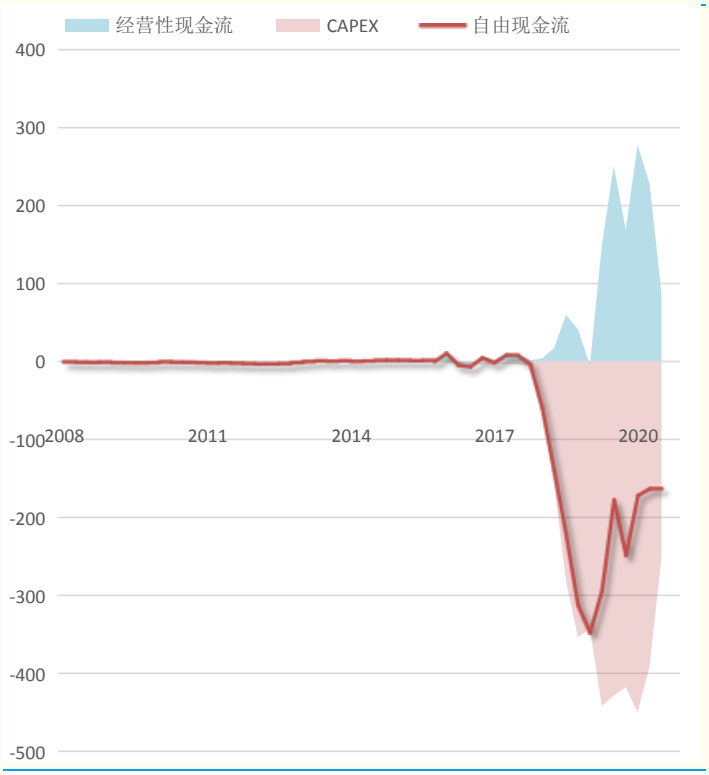
恒力石化的自由现金流与归母扣非净利的周期性尤为明显，恒力石化 2019Q3 为自由现金流的首个大拐点，而归母扣非净利从 2019Q4 起出现了明显上升，通过拆分恒力石化的资本开支与经营性现金流可以明显发现，恒力石化资本开支的首个拐点出现与 2019 年 Q1，当期恒力石化炼化一体化项目全面投产，2019Q2 起经营性现金流出现一定增长，但 2019 年恒力仍有乙烯装置及 PTA 装置处于持续建设中，资本开支持续增加，自由现金流拐点不明显，而 2019 年 Q3 经营性现金流增速超出资本开支增速，恒力石化自由现金流出现明显拐点，在经营性现金流持续放量的情况下，归母扣非净利在 Q4 出现明显增长。由于资本开支及经营性现金流的切换并非出现在同一时间点，因此大炼化板块自由现金流与归母扣非净利存在明显的周期性。

图表 50：恒力石化 FCF 和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

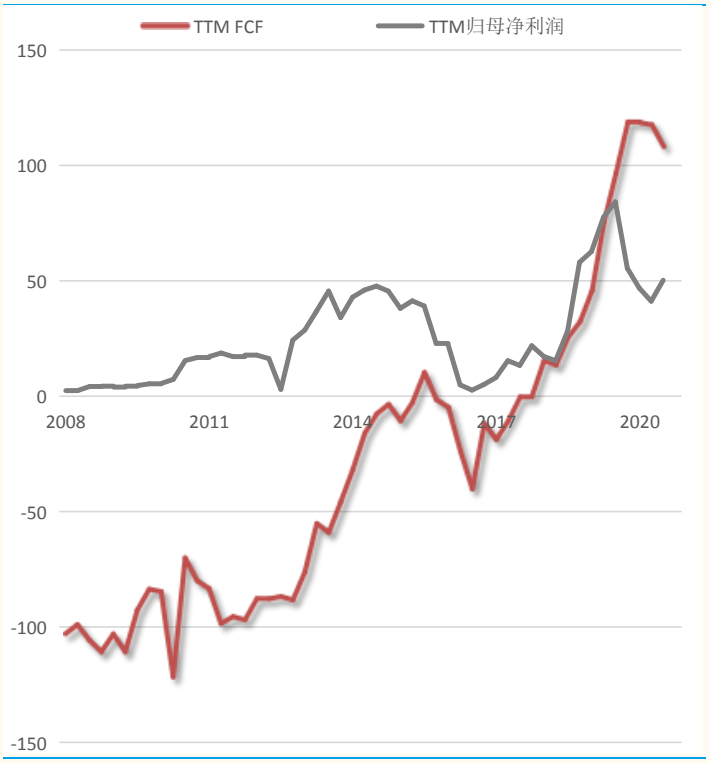
图表 51：恒力石化 FCF、经营现金流及 CAPEX（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

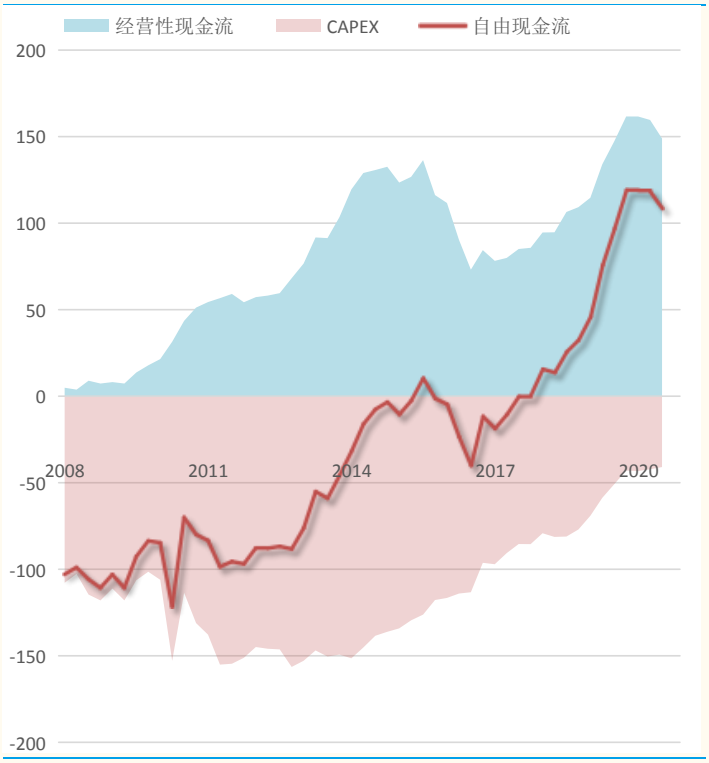
恒力石化在 2020Q3 基本结束了一期项目的资本开支，自由现金流持续增长，完成了“从 0 到 1”的成长。经营性现金流或在 4 季度出现回升趋势，有望拉动行业板块自由现金流的拐点出现，从而推动民营大炼化板块的归母扣非净利润从 2021 年开始逐步放量。

图表 52：华能水电 FCF 和归母净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

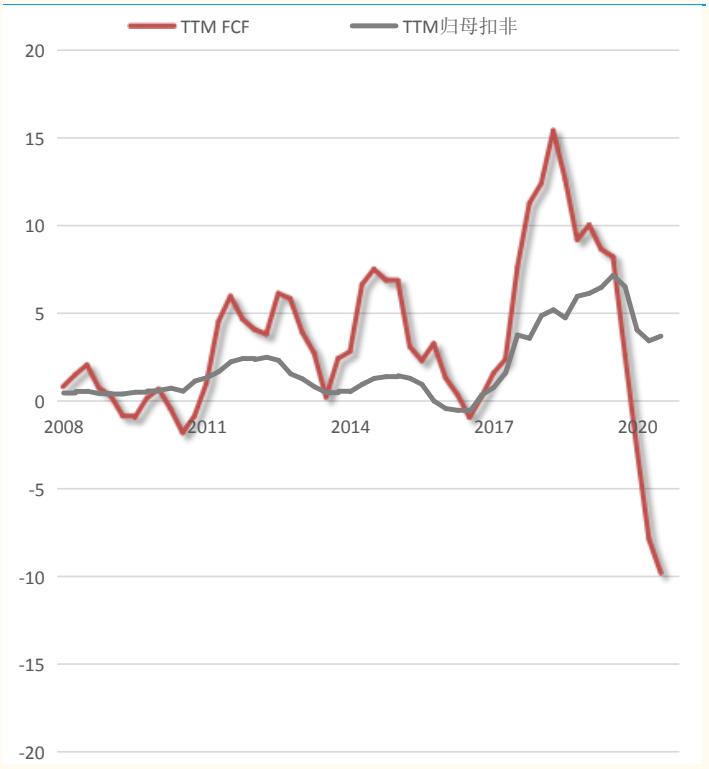
图表 53：华能水电 FCF、经营现金流及 CAPEX（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

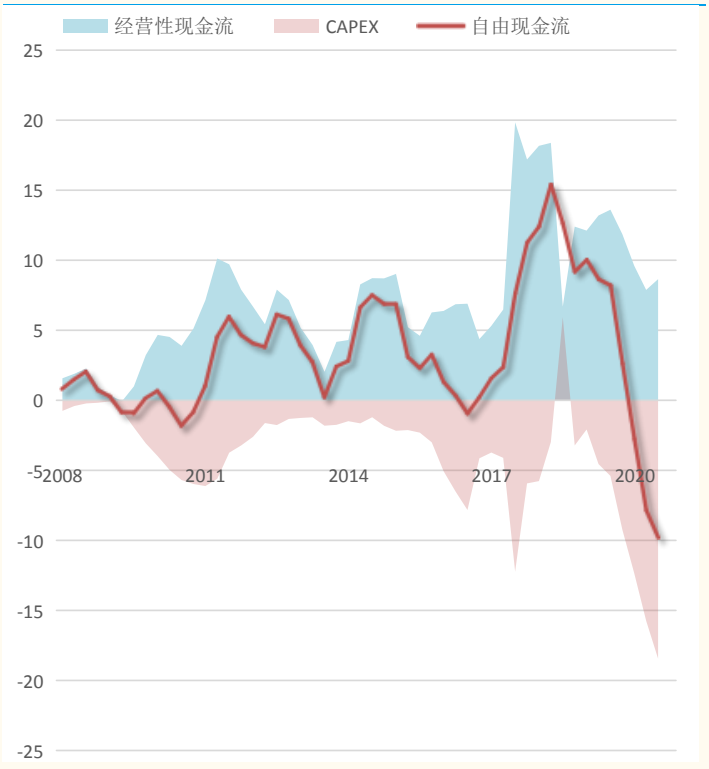
华能水电近年来资本开支趋缓，自由现金流持续提高，利润稳步增长。

图表 54：城发环境 FCF 和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

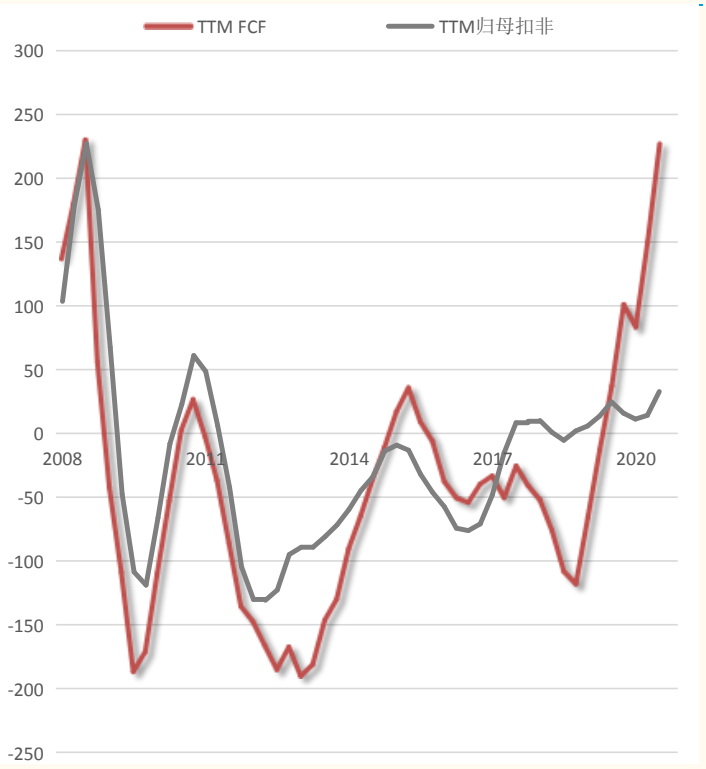
图表 55：城发环境 FCF、经营现金流及 CAPEX（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

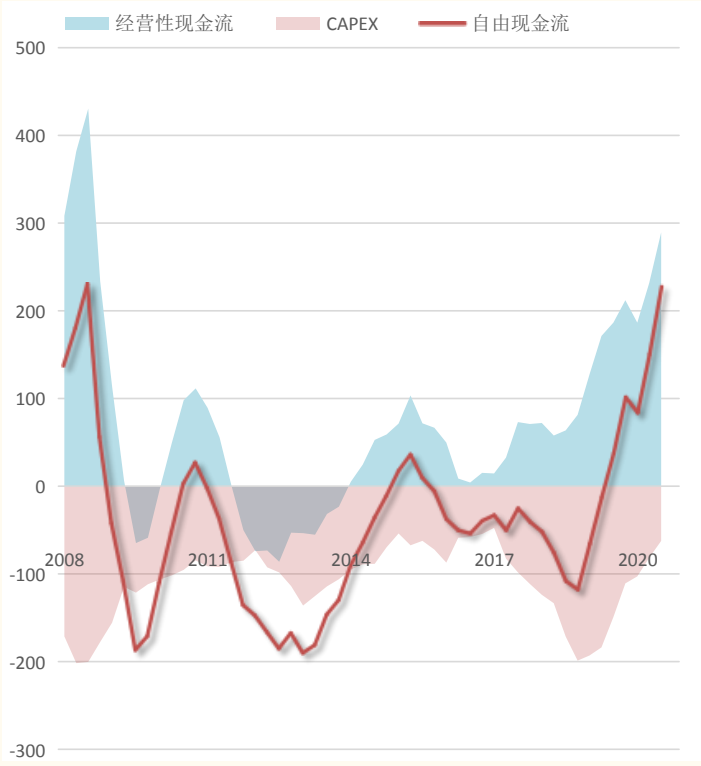
城发环境的高速公路业务创造了稳定的现金流，开展垃圾发电业务资本开支巨大，预计在未来将创造良好的现金流回报。

图表 56：中远海控FCF和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

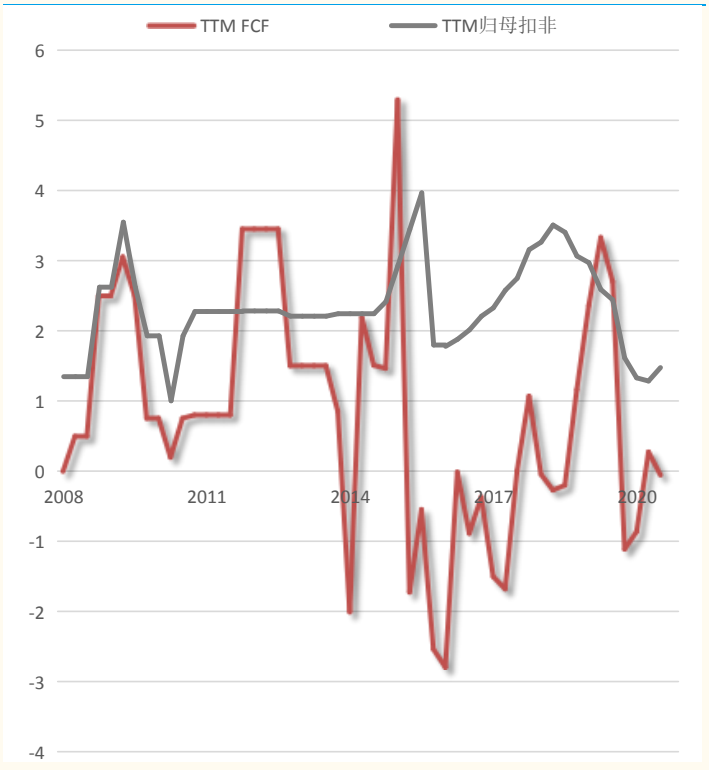
图表 57：中远海控FCF、经营现金流及CAPEX（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

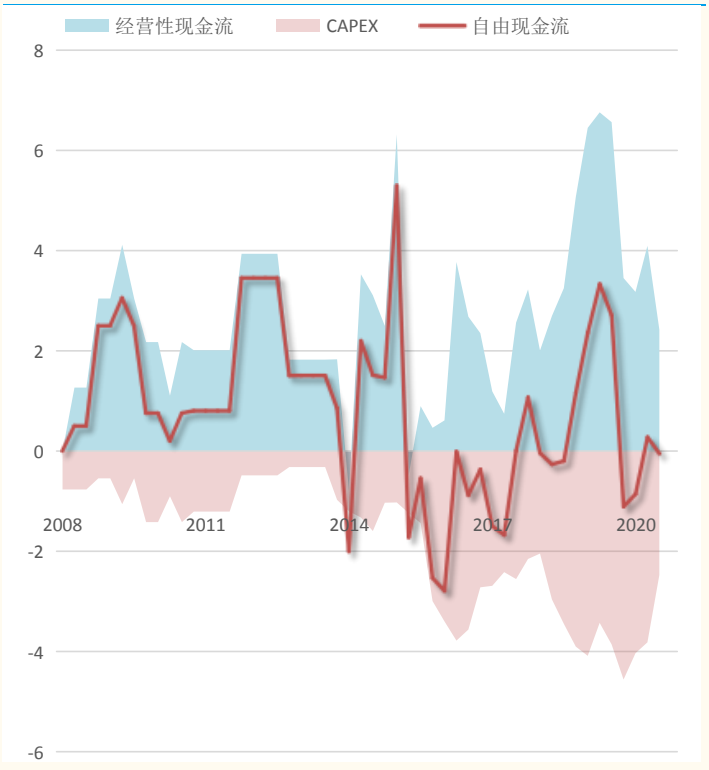
中远海控从上一周期顶点的租船模式到自建船队、车队，努力实现“端到端”的新模式，资本开支趋缓，现金流显著增长。

图表 58：永兴材料FCF和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

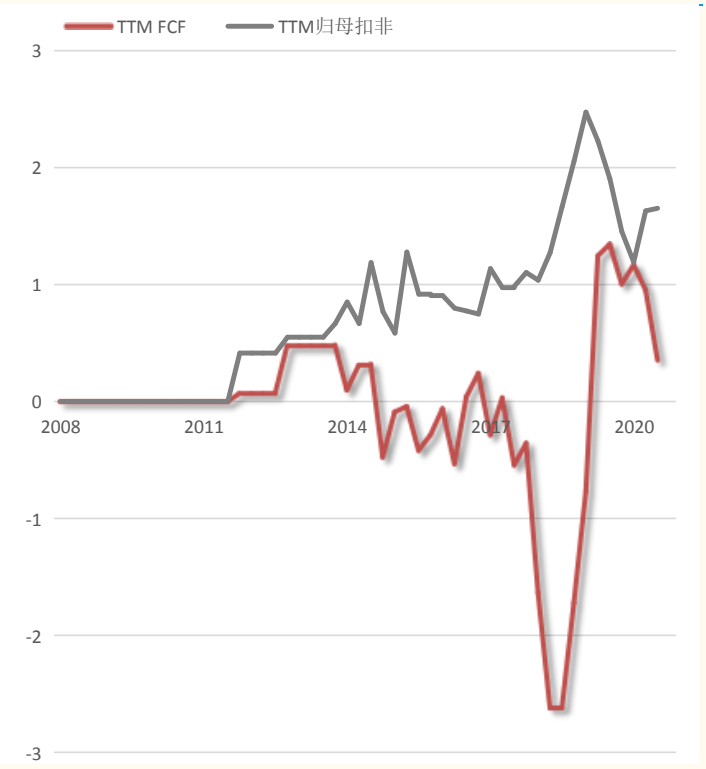
图表 59：永兴材料FCF、经营现金流及CAPEX（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

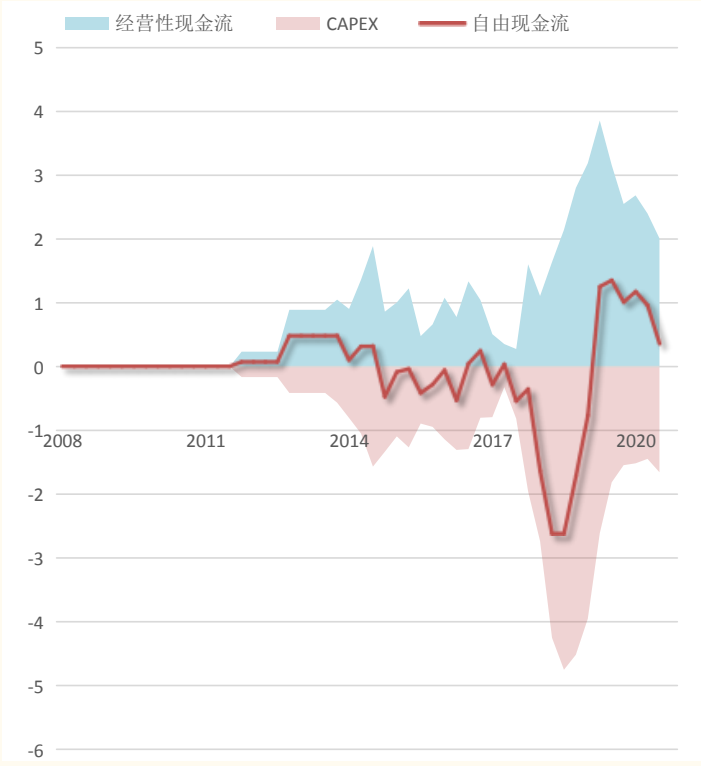
永兴材料对锂云母提取碳酸锂的资本开支开始产生回报。

图表 60：中旗股份FCF和归母扣非净利（TTM）



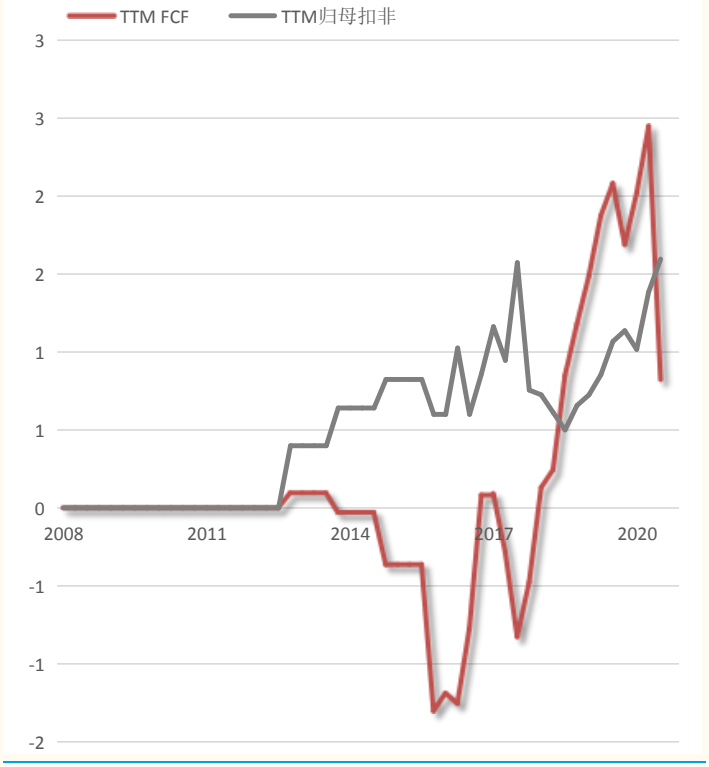
来源：WIND，国金证券研究所

图表 61：中旗股份FCF、经营现金流及CAPEX（TTM）



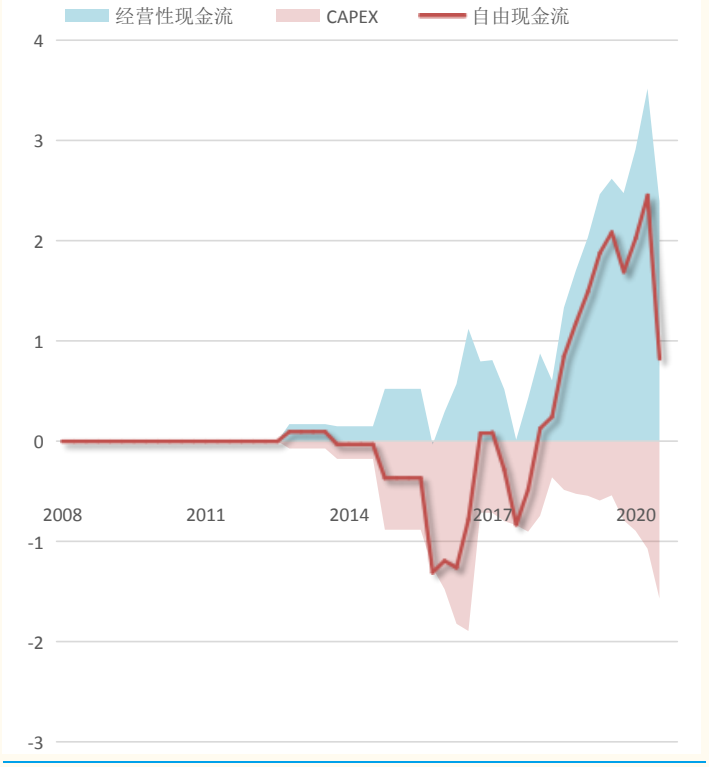
来源：WIND，国金证券研究所

图表 62：龙蟠科技FCF和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

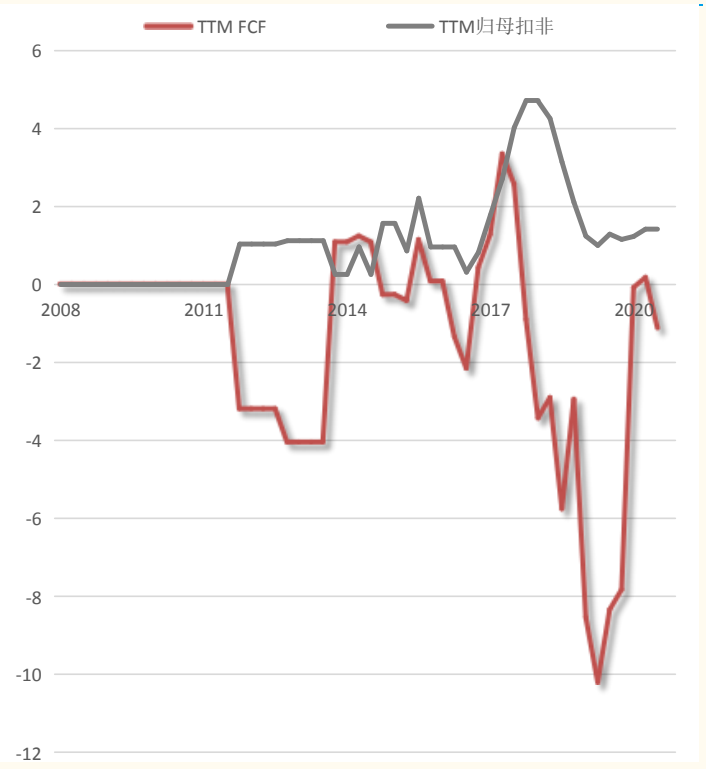
图表 63：龙蟠科技FCF、经营现金流及CAPEX（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

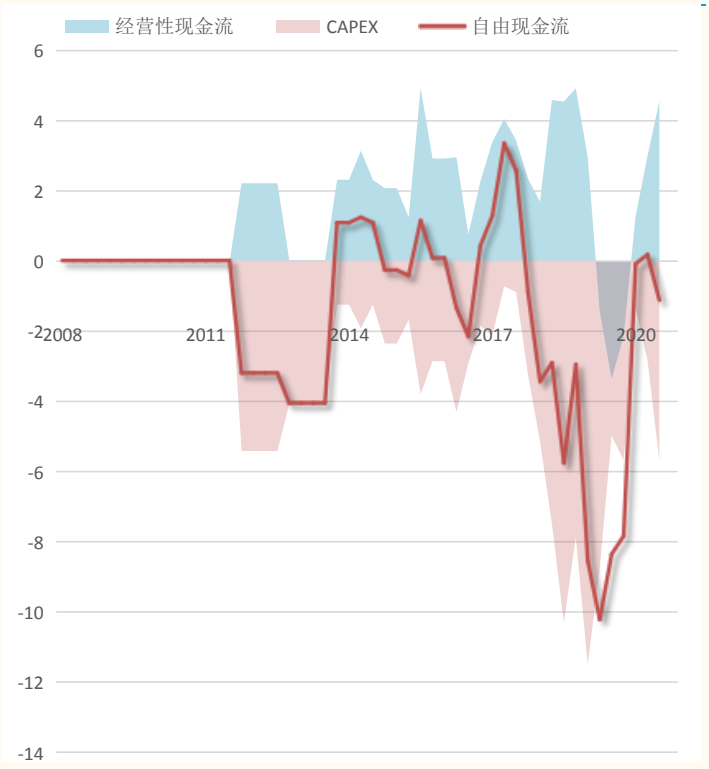
中旗股份、龙蟠科技上市融资之后的资本开支都有明显的回报，目前公司正在开展新一轮投资。

图表 64：索通发展 FCF 和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

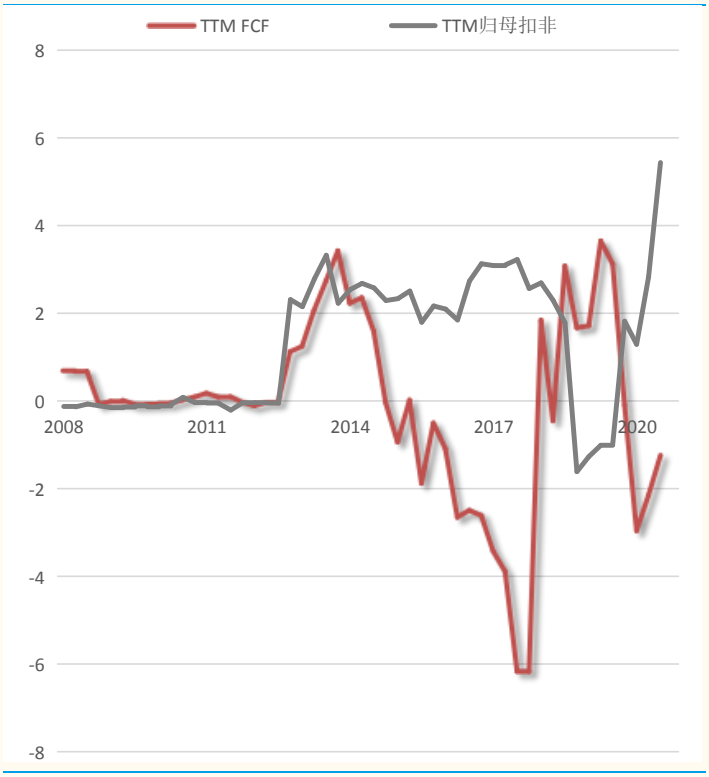
图表 65：索通发展 FCF、经营现金流及 CAPEX（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

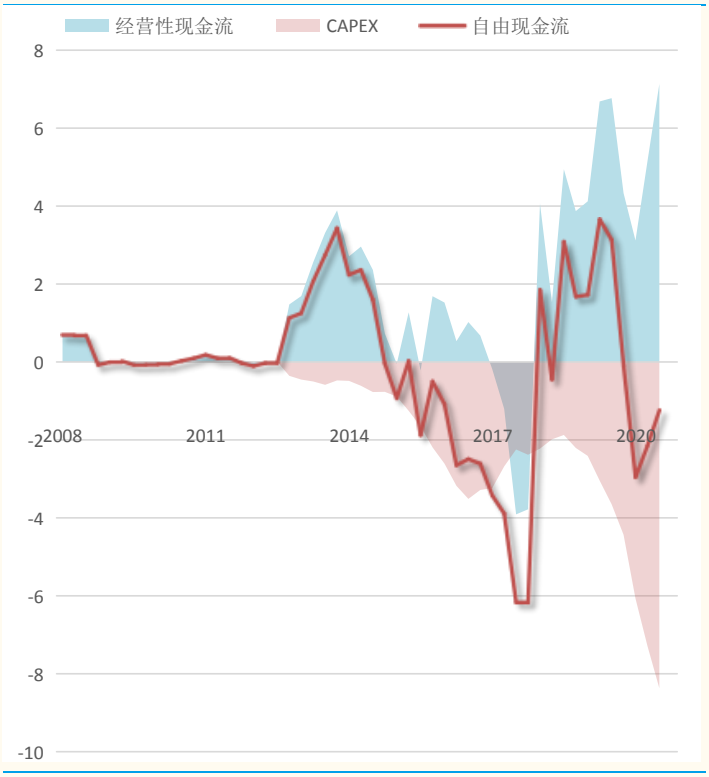
索通发展在 2018~2019 年随国内电解铝产能迁移进行的资本开支正在进入回报期。

图表 66：赤峰黄金 FCF 和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

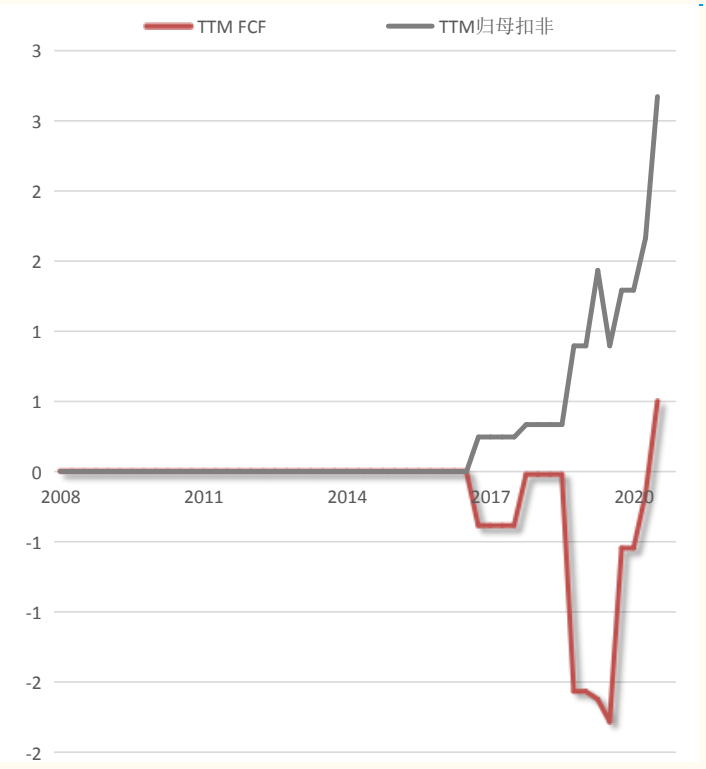
图表 67：赤峰黄金 FCF、经营现金流及 CAPEX（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

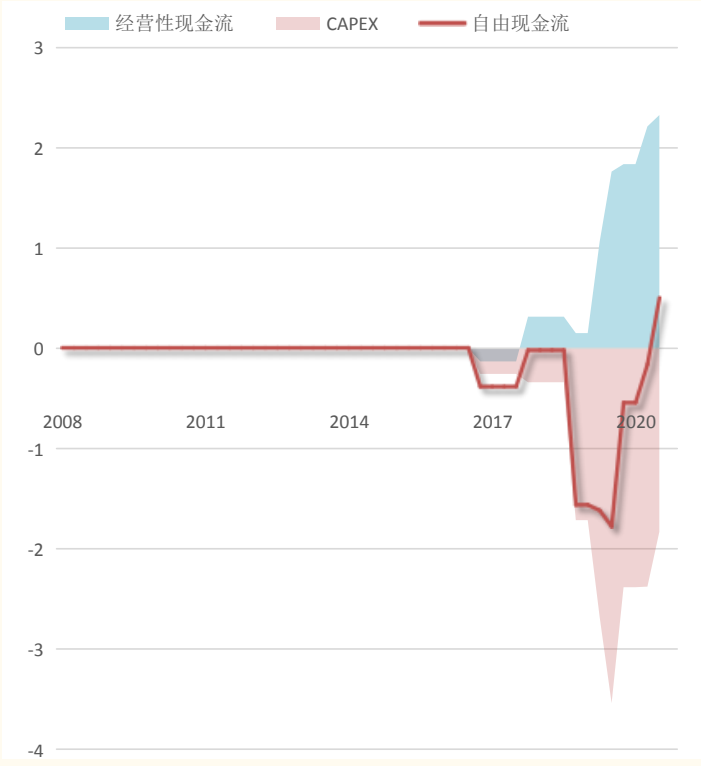
赤峰黄金资本开支仍然在进展当中，获取储量推动公司价值增长。

图表 68：海象新材FCF和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

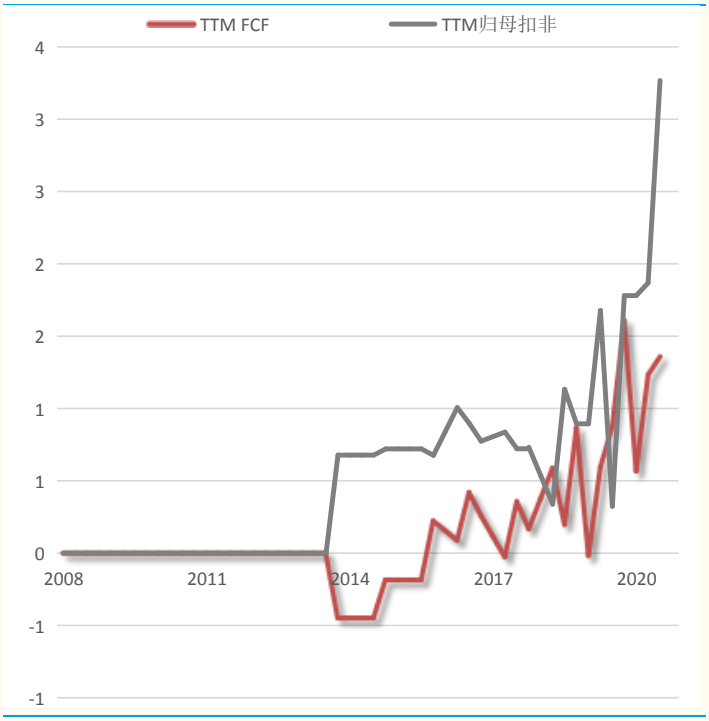
图表 69：海象新材FCF、经营现金流及CAPEX（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

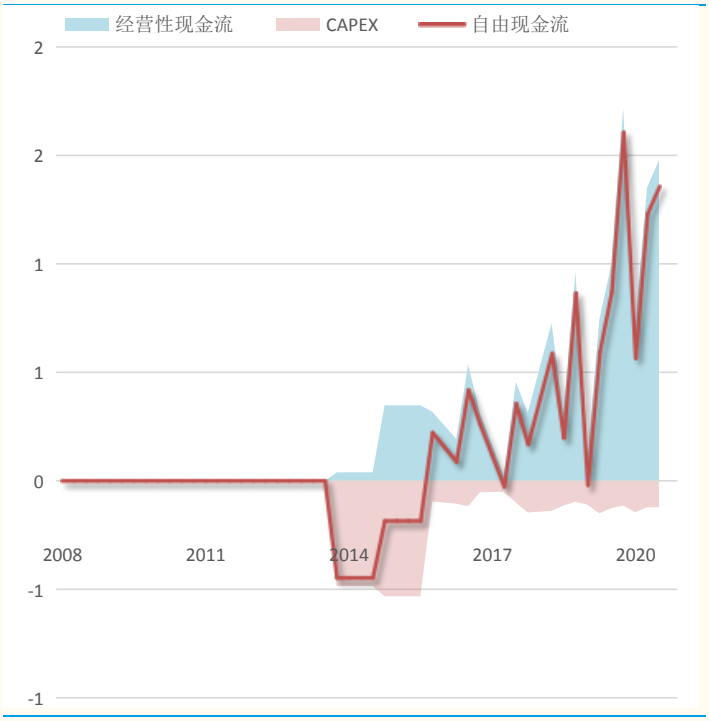
海象新材上市融资之后的资本开支接近完成，经营性现金流大幅增长推动自由现金流和净利润高速成长

图表 70：中天精装FCF和归母扣非净利（TTM）



来源：WIND，国金证券研究所

图表 71：中天精装FCF、经营现金流及CAPEX（TTM）



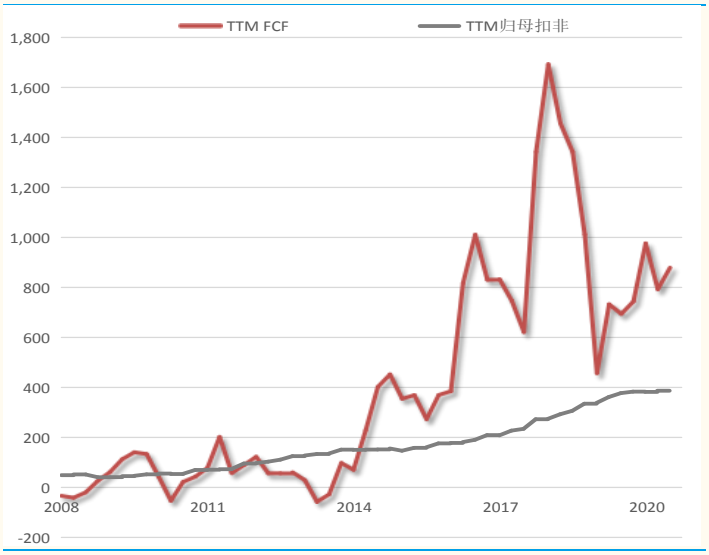
来源：WIND，国金证券研究所

中天精装的经营性现金流不断成长，且显著高于资本开支。

万科的自由现金流持续高于净利润。

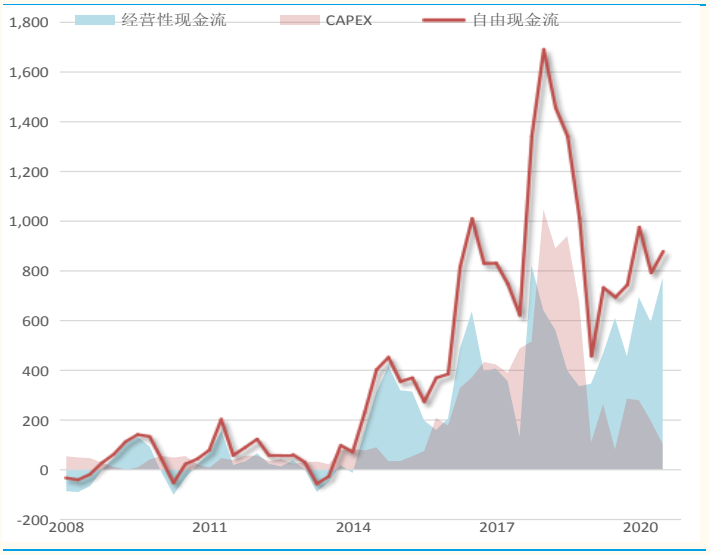
回溯万科的自由现金流表现，我们可以发现，其周期性表现与样本平均表现基本一致，但在下行周期降幅低于样本平均，在上行周期涨幅表现则高于样本平均。这与万科作为头部房企较为谨慎的拿地风格和高效率的周转有关。万科始终坚持不囤地，不拿地王，同时根据销售回款及现金流情况把控拿地节奏，控制拿地成本。这使得万科在房地产行情不好的时候受影响较小，而同时在行情好的时候又通过高周转效率获得更好的自由现金流表现。其自由现金流的周期来自于主观意愿与调控的匹配，以及年度内的资金情况匹配。

图表 72：万科FCF 和归母扣非净利（TTM）



来源：wind，国金证券研究所

图表 73：万科FCF、经营现金流及投资性现金流（TTM）



来源：wind，国金证券研究所

我们建议投资者重点关注跨越周期成长，自由现金流底部抬升的上市公司：中旗股份、龙蟠科技、赤峰黄金、万科 A。

持续关注周期底部完成资本开支，自由现金流增长的上市公司：华能水电、中远海控、索通发展、海象新材；关注消费属性导致周期弱化的中天精装。

重点关注以新业务、新产品、新项目实现“从 0 到 1 的成长”，资本开支已经结束的恒力石化、永兴材料；持续关注正在开展新业务的城发环境。

图表 74：12 家周期行业上市公司盈利预测

公司	股价	EPS				PE			评级
		2019A	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
恒力石化	28.52	1.42	1.96	2.31	2.48	15	12	12	买入
华能水电*	4.54	0.31	0.29	0.33	0.35	16	14	13	买入
城发环境	11.38	1.26	0.98	1.46	1.78	12	8	6	买入
中远海控*	11.99	0.55	0.48	0.62	0.66	25	19	18	-
永兴材料	49.08	0.95	0.94	1.45	1.62	52	34	30	买入
中旗股份	38.13	1.13	1.68	2.28	2.94	23	17	13	买入
龙蟠科技	28.77	0.42	0.68	0.96	1.15	42	30	25	买入
索通发展	13.79	0.26	0.48	0.78	1.40	28	18	10	买入
赤峰黄金	18.12	0.12	0.45	0.88	1.52	40	21	12	买入
海象新材	62.04	2.52	2.73	4.16	5.69	23	15	11	买入
中天精装*	34.74	1.61	1.49	2.02	2.64	23	17	13	-
万科A	28.42	3.44	3.71	4.09	4.48	8	7	6	买入

来源：Wind，国金证券研究所

注：*为 Wind 一致预期，股价为 2020 年 12 月 28 日收盘价

9. 风险提示

- 疫情导致部分周期性行业外需减弱，如纺织、化工、部分建材等行业的终端制成品需求下滑。“内循环”对石化、化工、医药中间体等行业的支持作用明显，以新产品创造阿尔法收益的公司将较少受到海外需求减弱的冲击。
- 房地产需求下行超预期：电力、建材、钢铁等行业的需求与房地产仍有较大的关联，未来 3~5 年的房地产需求如果出现明显的下行，可能导致部分周期性行业资本开支过度无法消化，影响企业投资的预期回报率和现金流回流。
- 全球贸易竞争加剧、贸易保护主义对航运业有负面影响。
- 大宗商品价格波动风险：黄金、铝等金属价格波动会影响上市公司的利润和估值，纯碱等原材料成本上涨同样可能侵蚀对应公司的利润。

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。

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；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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402