2020 年 09 月 30 日

结构之光（下）：制造业的十年之变

——投资策略专题

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

王况炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

● **制造业投资的“失落十年”**

2011 年之前，制造业投资加速伴随“信用扩张”，2011 年之后，制造业投资与货币信用环境呈现复杂关系，制造业不再构成信用扩张的主要力量；2010 年之后，房地产投资替代外需成为影响制造业盈利的需求侧的主导因素。上述现象背后两个深刻变化：一是需求存在结构性不足，加之“四万亿”形成过剩的供给，**制造业的 ROE 水平出现趋势下行；二是房地产推升的融资成本在信用扩张期反而挤出了制造业投资。制造业投资出现长期下行。**第一因素经历了漫长的出清和供给侧改革后开始逐步改善，而第二因素在 2018 年开始贯彻“房住不炒”与金融去杠杆后开始迎来转机。然而持续的中美贸易摩擦与总需求下滑打断了 2018 年开启的资本开支周期向上的进程，使部分企业在资本开支底部盘旋时间较长。

● **制造业投资：回来，不是重来**

“双循环”发展格局下找回“遗失的投资”：（1）融资约束打开，“三道红线”进一步释放被房地产占用的信贷资源；（2）**我国的复工复产进度较快，出口持续超预期，除防疫物资以外，还有不少行业的出口提升，这一部分外需后续可能仍将保持韧性，而部分疫情受损行业有望随全球恢复。**（3）中美贸易摩擦从 2018 年 3 月至今已经历两年半的时间，外需型**行业内部经历了进一步的出清，**另一方面**企业对中美之间的冲突从贸易层面切换到其他领域，认知开始相对稳定。**

● **必然的结构机遇与潜在的“上行风险”**

经历过“三降一去一补”，部分行业处于**加杠杆有空间（资产负债率低）、有能力（ROE 高）、资本开支周期底部的状态，在前述需求回升下，这将带来行业利润的弹性，同时在融资环境改善的背景下，资本开支可能性在增加。这将对应必然的结构性投资机会，甚至成为经济上行风险的来源。**资本开支底部对应利润弹性最大时刻，在资本开支见顶之前，投资回报率稳步提升。在资本开支周期中最好的投资策略是，在利润弹性最大的时候进入，在 ROIC 从顶点向下时退出。

● **资本开支周期视角：寻找必定存在的结构机遇**

我们从归母净利润增速和资本开支增速两个维度划分：（1）无盈利改善，且资本开支处于历史地位，但下游需求出现回暖信号；（2）发生了盈利改善，但进入 2020 年由于疫情改善中断，资本开支由于有滞后性而无明显上行的行业，对应边际改善因素是疫情对盈利的负面影响减退；（3）发生了明显盈利改善，且资本开支已经开启向上周期的行业，我们则需观察随着资本开支大幅提升，ROIC 处于高位的持续性。对于我们划分的三个阶段，推荐配置的顺序：第二类中资本开支仍处于底部的，随着二季度利润改善，资本开支将重启>第三类中利润已经恢复，资本开支已经加快，但未到顶点，ROIC 仍可以持续上行的>第一类中还未出现利润改善及资本开支处于底部，但可能存在超预期需求的。具体而言对应的行业是：**家用电器、化工、建筑装饰、建筑材料、纺织服装、电子**（排名分先后）。

● **风险提示：**统计误差；疫情反复导致经济复苏不及预期。

相关研究报告

《投资策略专题-开源金股，10 月推荐》-2020.9.29

《投资策略专题-周期价值：身在灰暗，心向光明——重构的博弈系列三》-2020.9.28

《投资策略月报-调整结构，周期无忧》-2020.9.27

目 录

1、 失落的制造业投资 4
1.1、 盈利决定意愿，环境决定投资 4
1.2、 十年之前：制造业的需求并不由房地产拉动 5
2、 找回“遗失的制造业投资” 8
2.1、 自上而下：“房住不炒”与外需改善制造业投资环境 8
2.2、 自下而上：许多制造业处于“三有”状态 11
3、 从资本开支角度寻找行业的超预期 12
3.1.1、 盈利未改善，资本开支仍处于底部（聚焦下游需求） 13
3.1.2、 利润改善，资本开支待重启（聚焦疫情后的修复） 15
3.1.3、 利润改善，资本开支已经大幅上行（聚焦 ROIC 的持续性） 17
3.1.4、 行业处于不同阶段，配置有先后 18
4、 风险提示 19

图表目录

图 1： 利润回升时，叠加库存回补，制造业固定投资随后将加快 4
图 2： 2011 年末至 2016 年中，信用收缩时制造业固定资产投资反而上行；2016 年经济复苏中，制造业投资经历了先升后降再上升 5
图 3： 2010 年前，出口增速较高；2010 年之后出口回落 5
图 4： 2010 年之后，工业企业 ROE 与房地产需求相关，2010 年之前，关系不明显（黑色框中不存在上述关系） 5
图 5： 美国金融危机后，外需占比快速下滑，只在 2011-2012 出现小幅反弹，后续外需占收入比逐年下滑，直至 2017 年有所企稳 6
图 6： 工业企业产能利用率在 2011 年后逐年下行 6
图 7： 制造业 ROE 从 2011 年之后趋势性下滑 6
图 8： 房地产贷款占各项贷款余额比例逐年提升，当前已经较 2005 年翻倍 7
图 9： 房地产行业可承受的利率高于各项人民币贷款的平均利率 7
图 10： 各行业在 2018 年后 ROA 均受损，但外需型 2019 年固定投资增速下降更多 8
图 11： 年初以来，为应对疫情冲击，企业面对的融资成本在降低，且货币当局出台直达实体工具宽信用 9
图 12： 2019 年以来随着对民企一系列扶持政策出台，民企融资能力逐步改善 9
图 13： “防疫物资”占出口比例已经在下滑 9
图 14： 疫情后我国出口份额明显提升，高于 2019 年同期 9
图 15： 疫情后，部分出口产品后续将具备“韧性” 10
图 16： 持续替代和将随外需恢复的出口产品，占所有出口产品金额的 8 成以上 10
图 17： 疫情之后，出口型制造业的固定资产投资回升速度高于房地产相关制造业 11
图 18： 一些行业处于加杠杆有空间（资产负债率低）、有能力（ROE 高）、符合规律（资本开支周期底部）的状态 12
图 19： 利润增速领先于资本开支，ROIC 将在利润增速见顶与资本开支增速见顶之间保持高位 13
图 20： 2019 年下半年至今未出现明显盈利改善，资本开支仍下滑的行业 14
图 21： 美国住房市场火热 14
图 22： 我国是美国进口家具的第一大国 14
图 23： 主要的建材，水泥和玻璃价格企稳 15
图 24： 工程机械销量增速维持高位 15
图 25： 我国对铜进口增速已达到 2009 年 3 月时期的水平，供需平衡水平与当时相近 15

图 26: 2020 年铜价基差走阔相比于 2008 年更为明显，而原油基差仍未有起色 15
图 27: 2019 年下半年至今出现过明显盈利改善，在 2020 年由于疫情中断，资本开支仍处于底部的行业 16
图 28: 三指标描述修复情况，教育和家具制造业落后 16
图 29: 2019 年下半年至今出现明显盈利改善，资本开支大幅上行的行业 17
图 30: 农林牧渔，电力、热力、燃气生产和供应业已经过了 ROIC 的顶点 17
图 31: 农副食品加工业、造纸业，资本开支快速提升的同时，ROIC 降低 18
图 32: 计算机、通信和其它电子设备制造业，专用设备制造业的 ROIC 还能够提升 18
图 33: 处于三个阶段的行业，配置有先后 19

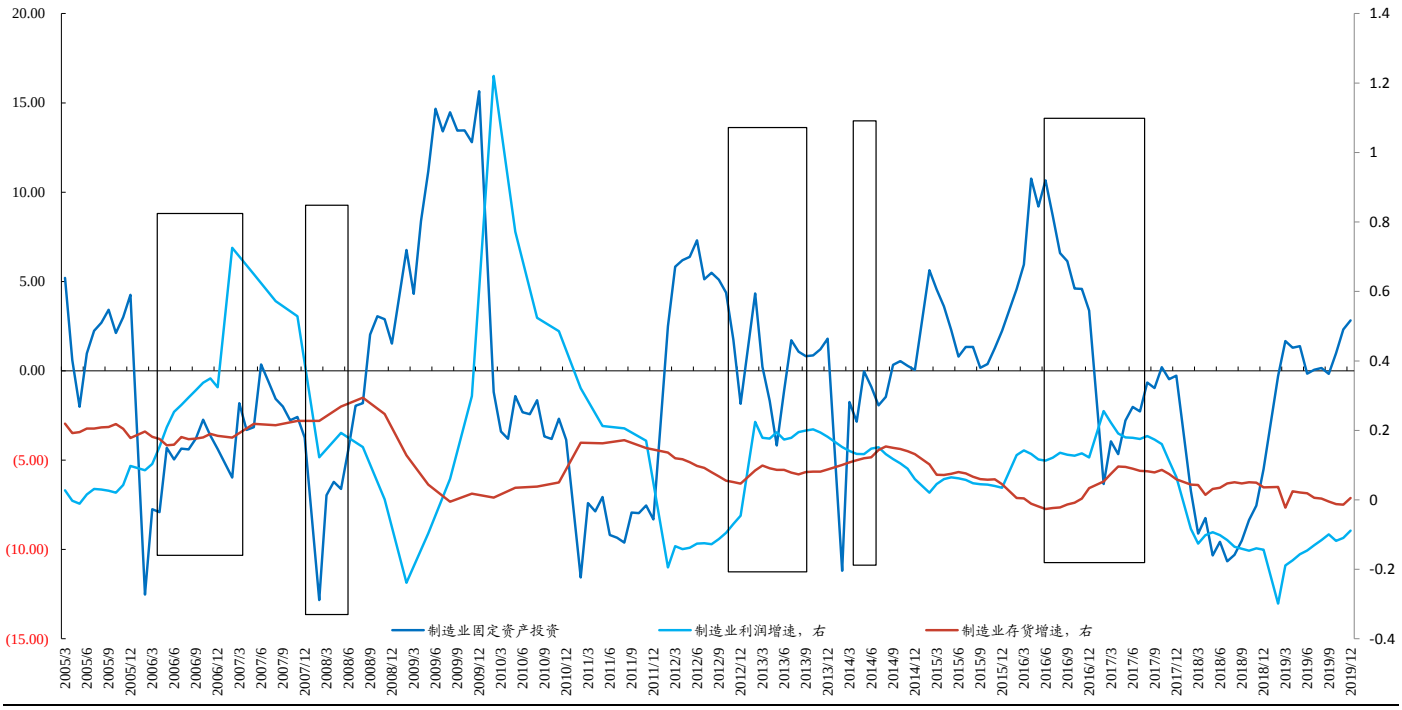
1、 失落的制造业投资

在报告《结构之光：宏微观的裂口》中我们发现微观层面汇总的预期与宏观层面的预期无法吻合，背后蕴藏的是一些行业被结构性低估的机会。2011 年之后，**制造业投资趋势性下行，对制造业的悲观似乎已经成为了一种“一致预期”。本篇报告中，我们将从资本开支周期的角度，去寻找一些行业超预期增长的可能。**

1.1、 盈利决定意愿，环境决定投资

资本开支周期又被称为朱格拉周期，这一周期的产生与设备投资的淘汰和更新、产能扩张相关，一般认为在 8-10 年，一个完整的周期经历“盈利回升—资本开支加快—过度投资—盈利回落—资本开支底部（产能收缩）—盈利改善”。经营状况转好、对未来发展具有信心是企业进行投资扩产的前提条件，**以利润见底回升代表经营状况转好，以“利润回升时库存回补”代表企业对未来预期转好，两者同时发生后经过不同的时滞期，我们将会观察到制造业固定资产投资明显加快。**

图1：利润回升时，叠加库存回补，制造业固定投资随后将加快



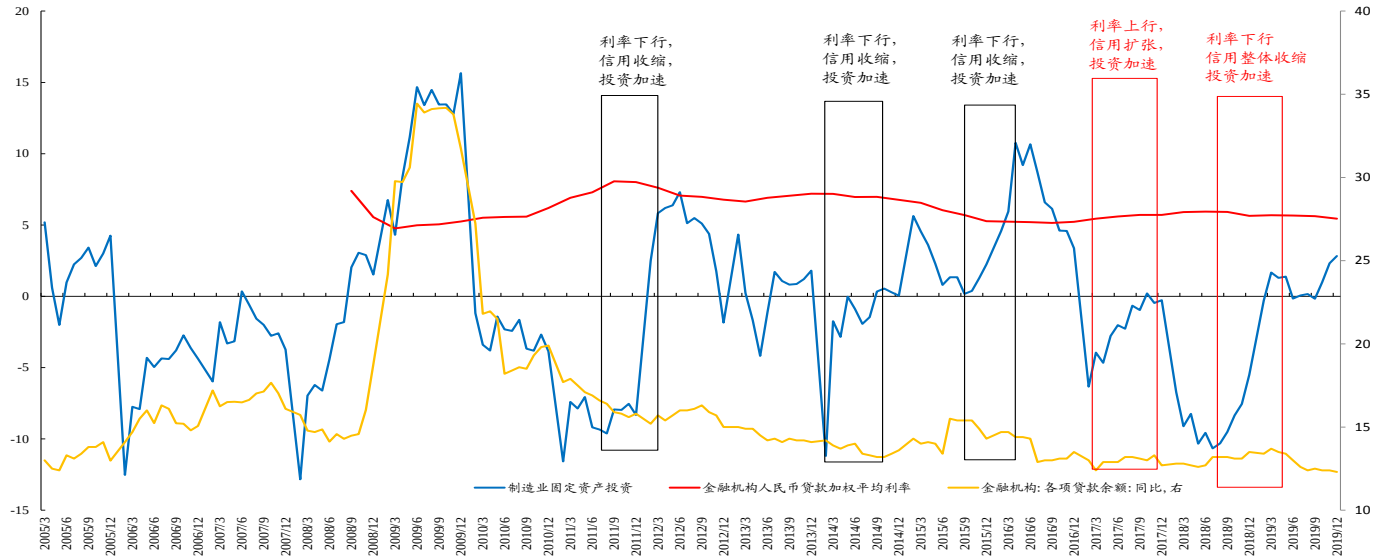
数据来源：Wind、开源证券研究所

注 1：由于制造业固定资产投资增速自 2010 年之后就开始趋势性下行（趋势性下行的原因，我们认为是由于需求疲弱、产能过剩所导致的盈利能力下滑、房地产对信贷资源的挤出，我们将在后文详细论述），为了分离出趋势及波动，进行了 HP 滤波，图中为 cycle 项。

融资环境也是投资决策中的重要因素，2011 年之前，制造业投资加速伴随“信用扩张”，2011 年之后，制造业投资与货币信用环境呈现复杂关系。以各项贷款余额增速作为观察信用扩张的指标，不难发现在 2011 年之前，信用扩张与制造业固定资产投资相关性较强，而在 2011 年之后，这种相关性弱化。同时，我们以金融机构贷款加权利率作为企业面临的融资成本，发现一个值得注意的现象是：2011 年至 2016 年中，制造业固定资产投资在“利率下行，信用收缩期”加速，2016 年被认为是资本开支的底部，叠加全球经济复苏，制造业投资向上，但在 2017 年尽管制造业 ROE 提升且整体信贷在扩张，制造业投资周期项却在快速下滑（对应的是同比增速反弹

相对疲软），这种违反直觉的现象在 2018 年又逆转到了另外一种“反直觉”：2018 年整体信贷先收缩，伴随利率下行，尽管制造业 ROE 仍然下滑，固定资产投资出现了大幅回暖（周期项和同比增速均较为明显）。**可见，2010 年和 2018 年制造业面临的融资环境发生了一些改变，这种变化也许能够为金融危机之后，制造业投资水平不断下行提供一些解释，我们将在下文具体讨论。**

图2：2011 年末至 2016 年中，信用收缩时制造业固定资产投资反而上行；2016 年经济复苏中，制造业投资经历了先升后降再上升



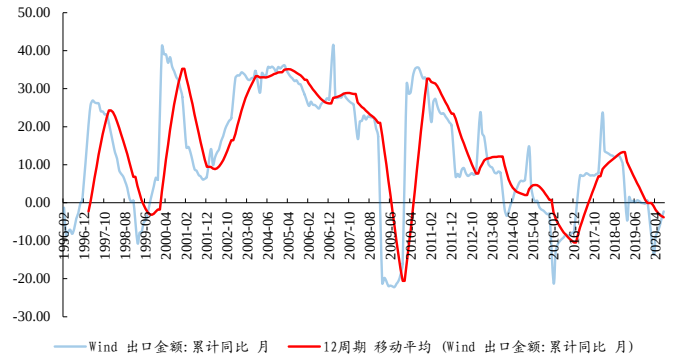
数据来源：Wind、开源证券研究所

注 1：由于制造业固定资产投资增速自 2010 年之后就开始趋势性下行，为了分离出趋势及波动，进行了 HP 滤波，图中为 cycle 项。

1.2、 十年之前：制造业的需求并不由房地产拉动

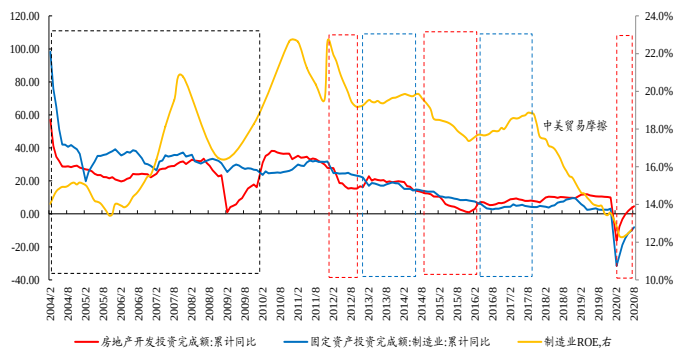
2010 年之后，外需让位于房地产，后者成为影响制造业盈利的主导因素。2010 年之后，当房地产投资增速高于制造业投资时，工业企业 ROE 回升，反之则降低，反映了制造业的产能更多对应的是房地产投资带来的需求；而 2010 年之前，这种关系却不稳定。我们的理解是：由于金融危机之前的 10 年，是中国加入 WTO 后出口的“黄金十年”，外需构成了制造业的主要下游需求，但金融危机之后，随着全球刺激政策开始退出，外需疲软，制造业更多转向内需，而内需又是由房地产所主导。

图3：2010 年前，出口增速较高；2010 年之后出口回落



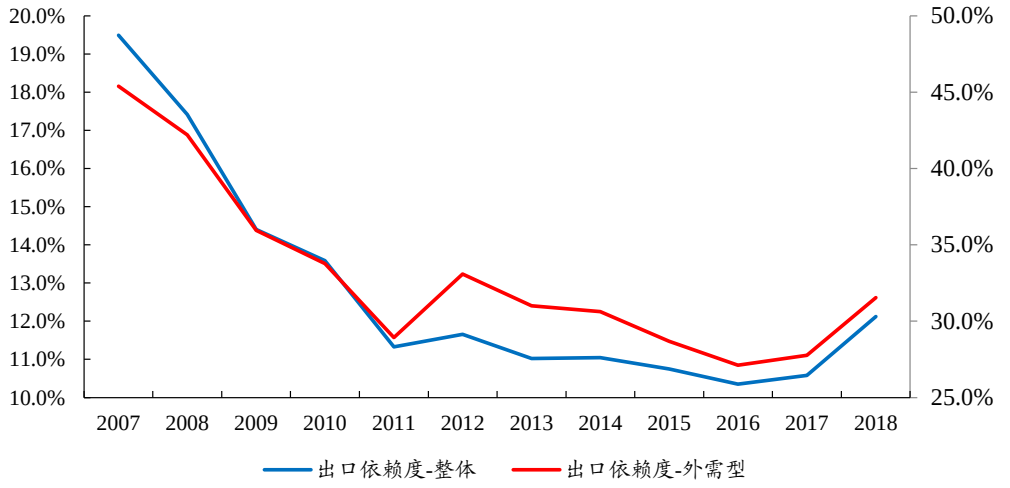
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2010 年之后，工业企业 ROE 与房地产需求相关，2010 年之前，关系不明显（黑色框中不存在上述关系）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：美国金融危机后，外需占比快速下滑，只在 2011-2012 出现小幅反弹，后续外需占收入比逐年下滑，直至 2017 年有所企稳

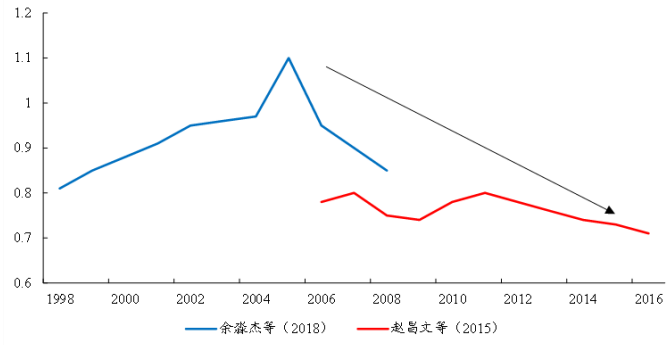


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：图中外需型为以出口交货值/行业营收衡量，制造业中的前 10 个行业。

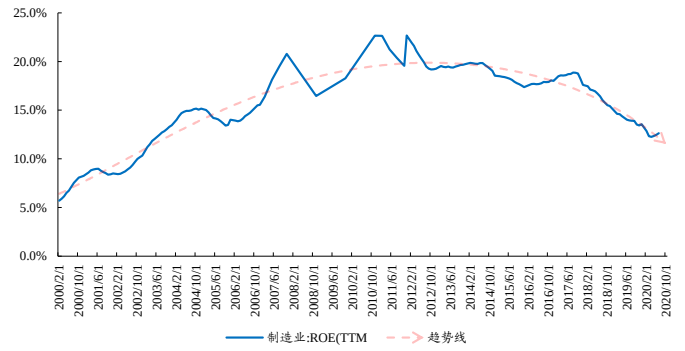
2010 年之后制造业固定资产投资趋势性下滑，我们认为原因在于盈利能力与融资环境的双重恶化。2009 年金融危机之后，“四万亿”刺激下制造业过度投资，产能扩张的同时，需求疲弱，最终表现为产能利用率的持续下行，ROE 也出现趋势性下滑，直至 2016 年全球经济复苏，外需改善时才有所回升。

图6：工业企业产能利用率在 2011 年后逐年下行



数据来源：《工业企业产能利用率与生产率估算》（余淼杰等，2018）、《当前我国产能过剩的特征、风险及对策研究———基于实地调研及微观数据的分析》（赵昌文等，2015）、开源证券研究所

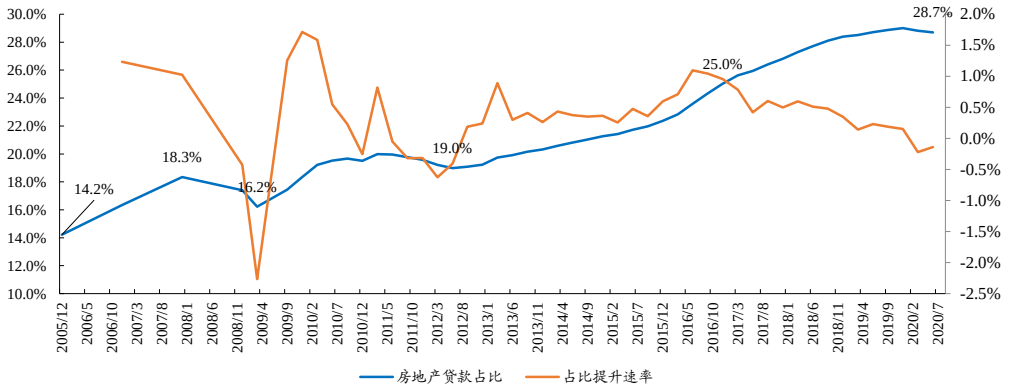
图7：制造业 ROE 从 2011 年之后趋势性下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

同时，尽管房地产业成为“内需”的主要构成，承接了由出口转内销的制造业供给，但**房地产行业较高的信贷需求和承受的高资金成本可能反而对制造业融资形成了挤出，**房地产贷款占金融机构各项贷款的比例从 2005 年 12 月份时的 14.2%，到 2020 年 8 月已经翻倍为 28.7%，同时，我们以上市公司的平均债务成本作为房地产行业可接受的信贷利率来看，明显高于金融机构一般贷款加权利率，房地产对信贷资源的需求旺盛，加上给予信贷的回报较高，很可能在 2018 年“房住不炒”精神的贯彻之前，挤出了制造业融资的需求。

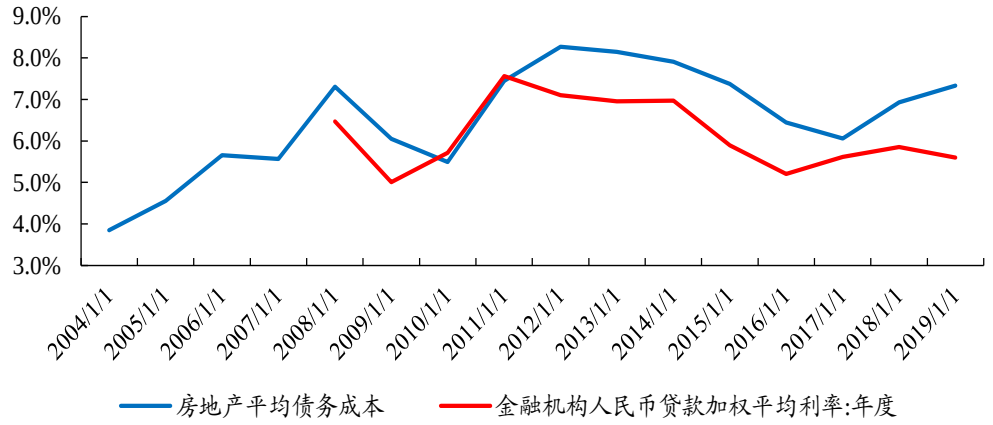
图8：房地产贷款占各项贷款余额比例逐年提升，当前已经较 2005 年翻倍



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：房地产贷款包含开发贷、个人购房贷款，包含按揭贷款的原因是：在房价持续上涨的时期，个人购房贷款主要以房产为抵押，对银行来说，相对于制造业贷款也是性价比更高的资产。而个人购房贷款又从销售回款的渠道流入房地产开发领域，进一步增加了房地产业占用的信贷资源。

图9：房地产行业可承受的利率高于各项人民币贷款的平均利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

2016 年下半年起，全球经济复苏，出口开始回升，同期棚改货币化进入加速阶段，地产同期复苏，制造业 ROE 进入回升通道，在 2016 年三季度，随着全球经济复苏，我国的固定资产投资开始止跌趋稳。此时，房地产仍然是信用扩张的主力，无风险利率和贷款利率开始逐步进入上行通道。此时，制造业投资增速其实并没有出现超预期的回升（对应的其实是周期项开始回落）。

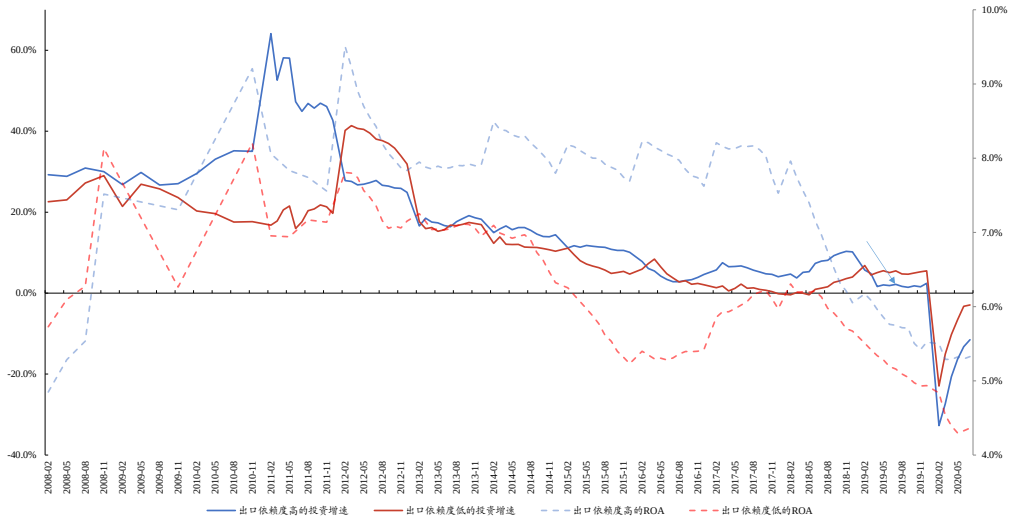
2018 年进入金融去杠杆过程中，制造业投资增速反而明显回升。2017 年末，表外非标因为受到限制而开始见顶回落，2018 年金融去杠杆开始推进，房地产对银行信贷资源的占用情况开始下降，同期宏观信用环境明显收紧。尽管此时制造业的盈利水平并无转好的迹象，但此前被压抑的投资在此时释放，结果就是固定资产投资出现快速回升。

中美贸易摩擦打断了制造业投资向上的过程，使**部分制造业的投资在底部盘桓许久。**对外依存度较高的行业面对不明确的外需，只能被动缩减投资计划，使我们观

察到 2019 年伊始，尽管内需型、外需型行业的利润率都在快速下滑，但外向型行业固定资产投资出现大幅回落，同期内需型行业的固定资产投资维持稳定，体现出了中美贸易摩擦对固定投资的抑制作用不仅仅是间接通过损害企业利润的途径，还将直接改变企业预期。

上述综合因素导致了制造业并没有在 2017 年这轮市场认为的朱格拉周期的起点中，展现出较强的投资弹性。市场原以为的新周期并未如期而至。

图10：各行业在 2018 年后 ROA 均受损，但外需型 2019 年固定投资增速下降更多



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以出口交货值/行业营收来对半划分判断 41 个工业企业中出口依赖度高和低的组别。

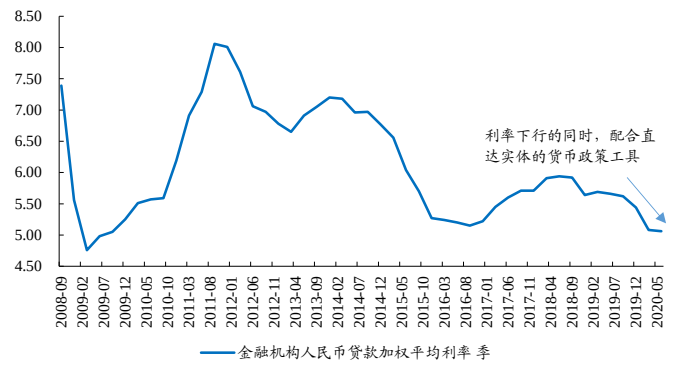
2、 找回“遗失的制造业投资”

2.1、 自上而下：“房住不炒”与外需改善制造业投资环境

在“双循环”发展格局下，上述情况开始出现微妙变化，底部盘桓许久的制造业找回“遗失的投资”的概率正在加大：

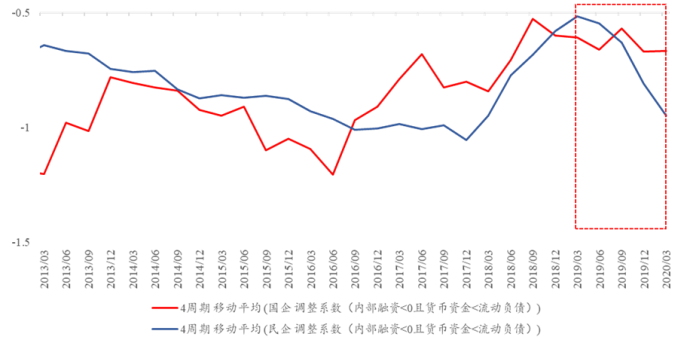
（1）融资约束打开，**“房住不炒”与“三道红线”限制了房地产行业占用过多的信贷资源**，而疫情之后的**逆周期调节政策使融资环境变得比过去更加有利**，一方面是在 5 月份之前观察到利率的快速下行，另一方面货币当局强调的直达实体的融资政策，尤其使得民营企业在当前面临的融资环境远远好于“金融去杠杆”时期，融资需求更容易得到满足；

图11：年初以来，为应对疫情冲击，企业面对的融资成本在降低，且货币当局出台直达实体工具宽信用



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2019年以来随着对民企一系列扶持政策出台，民企融资能力逐步改善

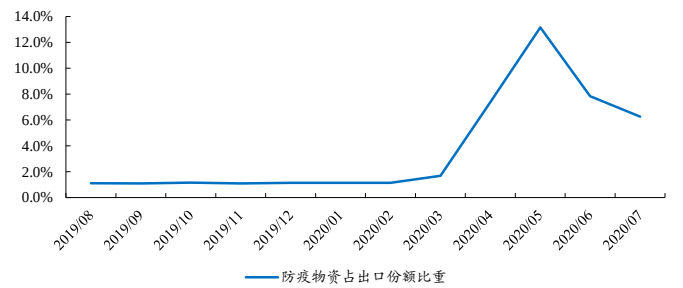


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：具体计算方法详见半年度策略《“新”复苏之路》

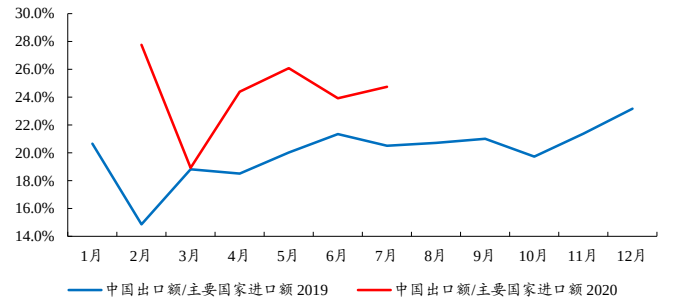
（2）**4月份以来出口数据连续超出预期，“防疫物资”之外，实际上还有一些出口替代可能将持续。**全球主要经济体均扩大政府支出以稳定需求，在这个过程中，由于我国的复工复产进度较快，成为了疫情不同步之中能够最快响应需求的生产方，以我国出口金额与全球主要国家进口金额作比，疫情之后出现了明显提升。其中，“防疫物资”将随着疫情平息，出口占比已经下滑。但其余产品的出口高增长支撑了4月份以来的出口超预期，由于我国的产业优势而在疫情中替代别国的产品，许多行业可能在后续还维持有韧性，我们以出口金额增速的变化情况，将HS分类的17类产品进行了归纳：随外需恢复、无影响、我国因复工复产领先全球，可能对其它出口国形成持续替代、随国外复工复产而下滑、武器弹药。其中“持续替代”和“随外需恢复”型的产品，以2019年全年出口金额计算，占所有出口产品的8成以上。

图13：“防疫物资”占出口比例已经在下滑



数据来源：ITC、开源证券研究所

图14：疫情后我国出口份额明显提升，高于2019年同期



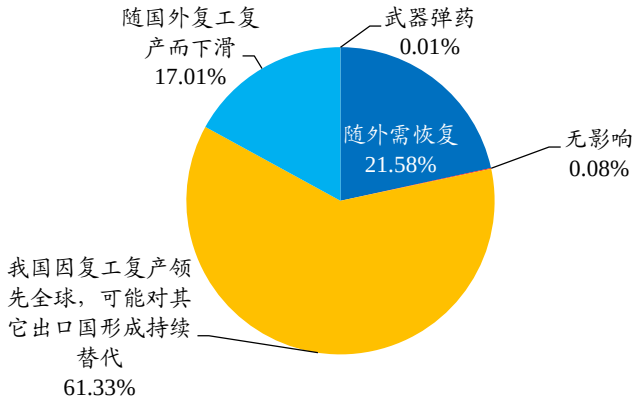
数据来源：ITC、开源证券研究所

图15：疫情后，部分出口产品后续将具备“韧性”

后续推演	HS出口品类	疫情以来出口增速走势类别	2020年3月-2020年8月
随外需恢复	活动物；动物产品	先下降后逐渐恢复	
	矿产品	先下降后逐渐恢复	
	生皮、皮革、毛皮及其制品；鞍具及挽具；旅行用品、手提包	先下降后逐渐恢复	
	木浆等；废纸；纸、纸板及其制品	先下降后逐渐恢复	
	鞋帽伞等；已加工的羽毛及其制品；人造花；人发制品	先下降后逐渐恢复	
	珠宝、贵金属及制品；仿首饰；硬币	先下降后逐渐恢复	
	贱金属及其制品	先下降后逐渐恢复	
	植物产品	先下降后逐渐恢复	
	车辆、航空器、船舶及运输设备	先下降后逐渐恢复	
无影响	动、植物油、脂、蜡；精制食用油脂	先上升后下降至与去年一致	
	艺术品、收藏品及古物	先上升后下降至与去年一致	
我国因复工复产领先全球，可能对其它出口国形成持续替代	杂项制品	先下降后持续上升，增速超过去年同期	
	塑料及其制品；橡胶及其制品	先下降后持续上升，增速超过去年同期	
	木及制品；木炭；软木；编结品	先下降后持续上升，增速超过去年同期	
	石料、石膏、水泥、石棉、云母及类似材料的制品；陶瓷产品；玻璃及其制品	先下降后持续上升，增速超过去年同期	
	机电、音像设备及其零件、附件	先下降后持续上升，增速超过去年同期	
	光学、医疗等仪器；钟表；乐器	先下降后持续上升，增速超过去年同期	
随国外复工复产而下滑	食品；饮料、酒及醋；烟草及制品	先上升后下降，但是降幅有限，增速中枢高于去年	
	纺织原料及纺织制品	先上升后下降，但是降幅有限，增速中枢高于去年	
	化学工业及其相关工业的产品	先上升后下降，但是降幅有限，增速中枢高于去年	
	武器、弹药及其零件、附件	持续上升	

数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：持续替代和将随外需恢复的出口产品，占所有出口产品金额的8成以上

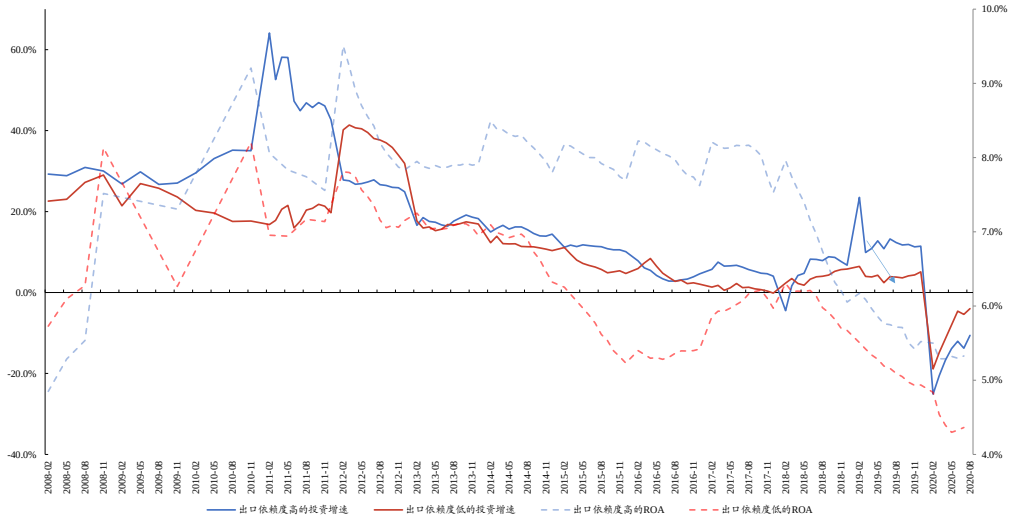


数据来源：Wind、开源证券研究所

（3）**许多制造业已经处于资本开支的底部，中美贸易摩擦对企业预期的扰动边际上将冲击变小。**中美贸易摩擦从2018年3月开启到目前已经历两年半的时间，时间所带来的结果是，一方面外需型行业固定资产投资维持极低位置，**行业内部经历**

了进一步的出清，另一方面**企业对中美之间的贸易摩擦已经形成了较为充分的认识，**意味着未来出现外贸打击“超预期”的概率在降低。实际上，我们已经观察到疫情之后，出口相关制造业的资本开支回升速度，高于过去 10 年被房地产所主导制造业的资本开支回升速度。

图17：疫情之后，出口型制造业的固定资产投资回升速度高于房地产相关制造业



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：地产相关制造业为：橡胶和塑料制品业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、金属制品业、通用设备制造业、电气机械及器材制造业；出口相关制造业为：纺织服装、服饰业、皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业、家具制造业、文教、工美、体育和娱乐用品制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、仪器仪表制造业、其他制造业、金属制品、机械和设备修理业。后者筛选办法与前文相同，取出口依赖度前 10 大行业。

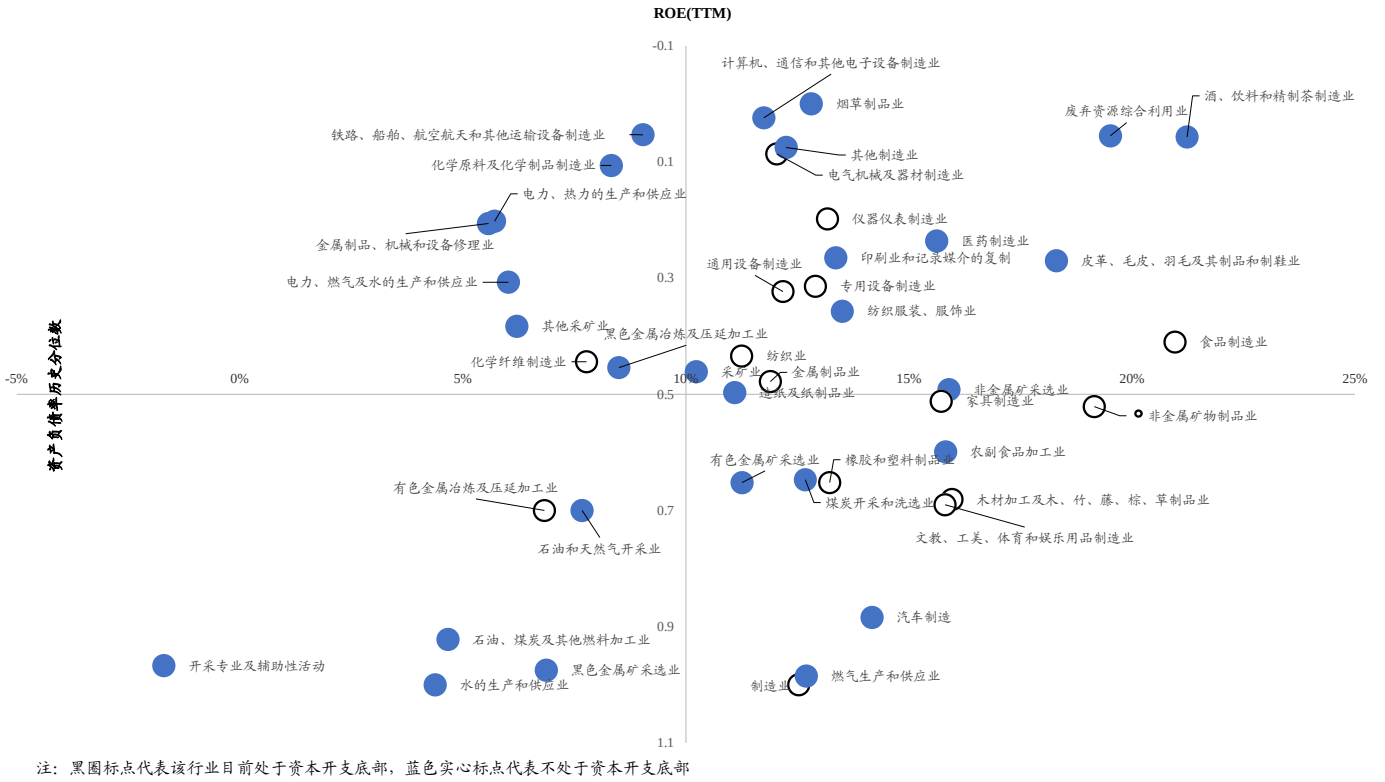
2.2、 自下而上：许多制造业处于“三有”状态

2016 年权威人士定调“经济 L 型”之后，经历过“三降一去一补”，**部分行业处于加杠杆有空间（资产负债率低）、有能力（ROE 高）、符合规律（资本开支周期底部）的状态，**目前具有较大的资本开支可能性。我们以行业资产负债率在自身历史分位数来衡量加杠杆的空间；ROE（TTM）来衡量行业的盈利能力，盈利能力越强的偿债能力越强，也越容易取得债务融资；**以固定资产投资增速与历史水平比较，定义是否处于资本开支的底部，**对于全部工业企业，我们发现门类行业中，农林牧渔、教育、批发零售业、水利环境和公共设施管理业、卫生和社区工作、文化体育和娱乐业、租赁和商务服务业等 7 大行业均处于历史低位，而制造业的细分行业众多，拆分来看，共 17 个行业资本开支增速处于历史低位：电气机械和器材制造业、仪器仪表制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、纺织业、家具制造业、木材加工业、文教、工美、体育和娱乐用品制造业、造纸和纸制品业、有色金属冶炼及压延业、非金属矿物制品业、金属制品业、农副食品加工业、食品制造业、橡胶和塑料制品业、化学纤维制造业、通用设备制造业、专用设备制造业。

结合杠杆率与 ROE 来看，我们发现**电气机械及器材制造业、通用设备制造业、专用设备制造业、纺织业、金属制品业、食品制造业**属于“三有”行业（有空间、有

能力、符合规律），当前有较大的可能回补投资；另外还存在一些符合两个条件的行业，例如**化学纤维业**杠杆率与历史水平相比不高，且目前处于资本开支底部，但 ROE 较低；**家具制造业、非金属矿物制品业、橡胶和塑料制品业、木材加工业、文教工美体育和娱乐用品制造业** ROE 较高，且目前处于资本开支底部，但资产负债率高于历史上 50%的时间。

图18：一些行业处于加杠杆有空间（资产负债率低）、有能力（ROE 高）、符合规律（资本开支周期底部）的状态



注：黑圈标点代表该行业目前处于资本开支底部，蓝色实心标点代表不处于资本开支底部

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 从资本开支角度寻找行业的超预期

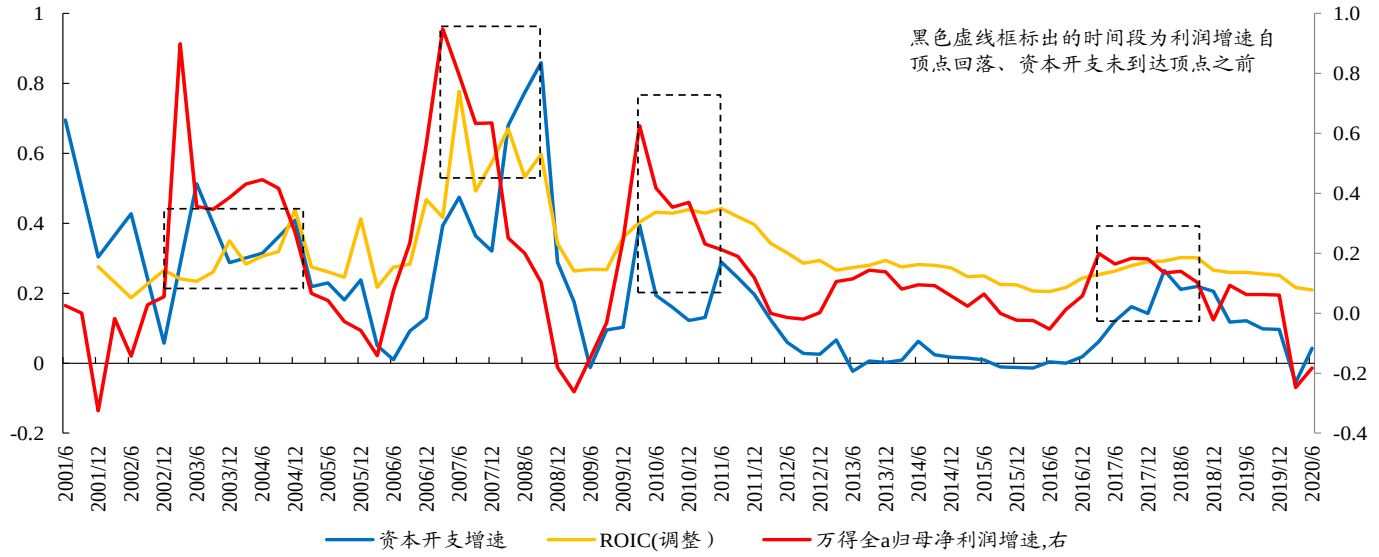
在中美贸易摩擦逐渐平息的 2019 年下半年，工业增加值增速周期项向上，上市公司盈利也从 2019 年三季度确认向上拐点，经济开启新一轮的复苏，直到 2020 年被疫情又再次打断。**我们的视角是回到 2019 年中，去寻找当时处于资本开支周期的底部，本处于利润和投资拐点的行业，在疫情被逐步控制之后，可能将出现超预期的增长。**

对于上市公司，我们以购建固定资产、无形资产所付出的现金流增速来衡量资本开支周期，结论与全部工业企业大致相同，比较特殊的是大类行业中的**电热、燃气生产和供应业，行业整体在扩张，但上市公司的投资增速却在减慢，可能体现出了竞争格局分散化的特征；**与之相对的是**制造业中的食品制造业、橡胶和塑料制品业，行业整体在收缩，但上市公司的投资增速在疫情前处于高位，集中度提升。**

资本开支底部对应利润弹性最大时刻，在资本开支见顶之前，投资回报率稳步提升。在资本开支的底部，行业出清使得面临需求出现时，供不应求，此时 ROIC 的分子分母端赛跑，分子端跑得更快，因此我们会发现利润增速出现斜率最为陡峭的阶段，这是由于 ROIC 提升的同时，IC（投入资本，代表新增产能）也在扩张，两者

叠加出现了利润的快速释放。但随着投入资本的不断上升和产能的扩张，利润率开始趋于稳定甚至下降，直至资本开支下滑时 ROIC 随之下滑。

图19：利润增速领先于资本开支，ROIC 将在利润增速见顶与资本开支增速见顶之间保持高位



注：为使ROIC能够显示在图中，故在原数据基础上乘以5倍

数据来源：Wind、开源证券研究所

因此，我们可以沿着这个思路去寻找三种状态的行业，它们所处的资本开支周期阶段不同，对应的边际改善因素也有所差异，利用**归母净利润增速**和**资本开支增速**划分：

（1） 第一种，是**从 2019 下半年至今都没有出现明显盈利改善（归母净利润增速缩小，或尽管回升但仍小于 0）的行业，同样资本开支还处于低位，**对于这一类行业而言，对应边际改善因素是出现**回暖的下游需求**；

（2） 第二种，是 **2019 年下半年发生了盈利改善**，但进入 2020 年由于疫情改善中断，资本开支由于有滞后性而无明显上行的行业，对应边际改善因素是**疫情对盈利的负面影响减退；**

（3） 第三种，**是 2019 年至今发生了明显盈利改善，2020 年疫情后快速修复，且资本开支已经明显开启向上周期的行业，**对这一类行业而言，我们需要观察随着资本开支大幅提升，**ROIC 处于高位的持续性**。

3.1.1、 盈利未改善，资本开支仍处于底部（聚焦下游需求）

符合 2019 年下半年至今没有出现明显的盈利改善，且资本开支至今仍处于底部的行业，在门类行业中是**卫生和社会工作**、文化体育和娱乐业**（主要对应上市公司的医疗服务、传媒两行业）**，在制造业细分行业中有：纺织业、木材加工业、金属制品业、有色冶炼和压延加工业**（主要对应上市公司的纺织服装、轻工制造、建筑、建材、机械设备、有色金属）**。

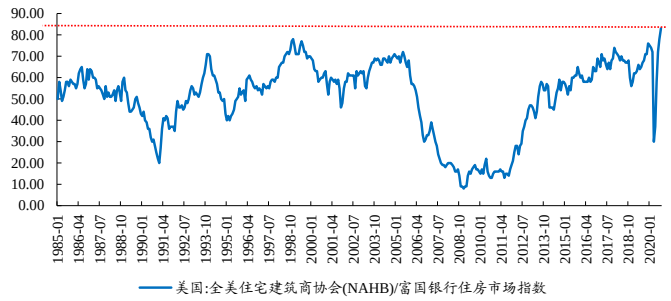
图20：2019 年下半年至今未出现明显盈利改善，资本开支仍下滑的行业

行业	归母净利润（累计同比）							资本开支同比增速	
	净利润增速趋势	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019A	2020Q1	2020H1	2012Q1-2019H1	2012Q1-2020H1
卫生和社会工作		7%	-59%	-37%	-124%	-188%	-8%		
文化、体育和娱乐业		-32%	-17%	-16%	-202%	-87%	-81%		
制造业细分行业									
纺织业		30%	-6%	-12%	-28%	-59%	-51%		
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业		15%	-7%	-4%	-10%	-166%	-111%		
金属制品业		15%	0%	-10%	-18%	-56%	-5%		
有色金属冶炼和压延加工业		-29%	-19%	-17%	-94%	-87%	-56%		

数据来源：Wind、开源证券研究所

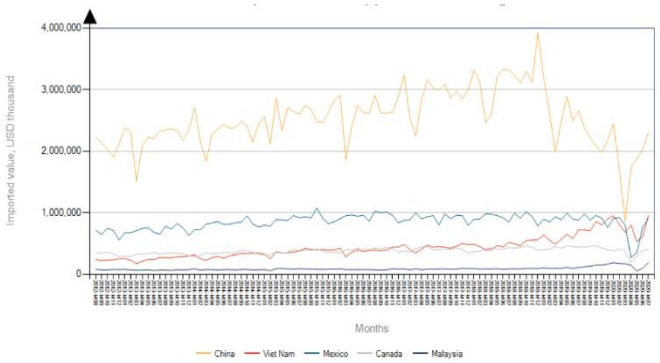
对上述**纺织服装、轻工制造、建筑、建材、机械设备、有色金属**等行业而言，已经出现三方面下游需求提升的有益因素：一是对防疫物资（口罩、医用防护服等）的需求成为**纺织业**的新增需求；二是美国房屋交易的活跃，使得对家具进口的需求增多，我国是美国**家具类产品**的第一进口国；三，国内经济复苏，**建筑、建材、机械设备**行业受基建提振，中观数据表现出明显的下游需求改善；我们前期在报告《流动性的变局与破局》中提到，**铜价**已经体现出对经济复苏下需求的预期，有色金属的业绩有望随大宗商品价格而上涨。对**医疗服务**和传媒行业而言，我们在报告《面向中报里的未来》中提到过，除部分医疗器械外的医疗医药行业由于疫情期间诊疗和手术减少，实际上需求是被压抑的，疫情之后有释放需求的可能性。而传媒行业中最受益于疫情的互联网传媒业绩已经在二季度有所下滑，因此需求是否能持续提升难以在当前证实。

图21：美国住房市场火热



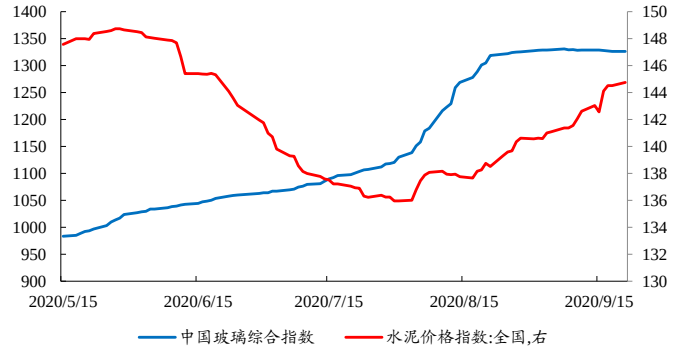
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：我国是美国进口家具的第一大国



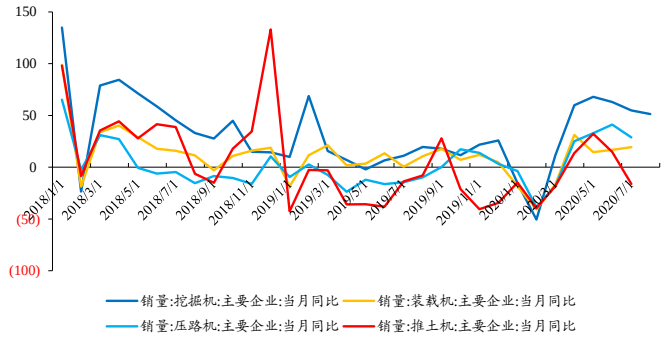
数据来源：ITC、开源证券研究所

图23：主要的建材，水泥和玻璃价格企稳



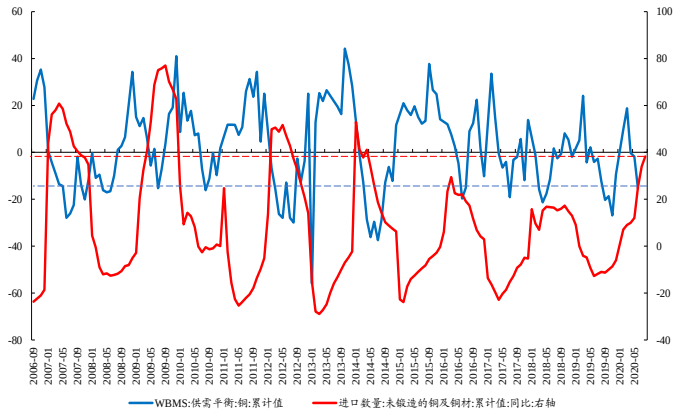
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：工程机械销量增速维持高位



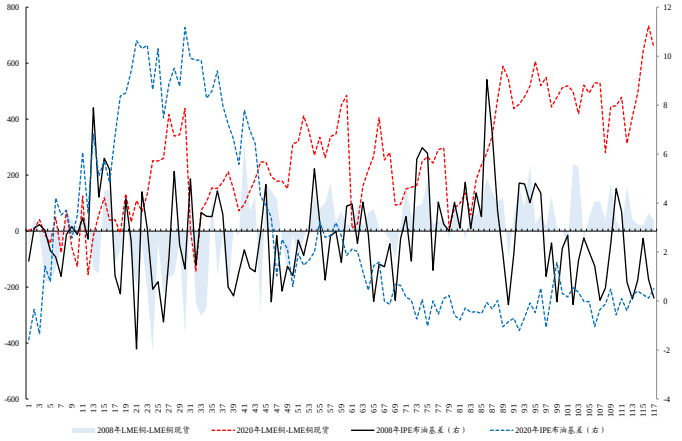
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：我国对铜进口增速已达到 2009 年 3 月时期的水平，供需平衡水平与当时相近



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2020 年铜价基差走阔相比于 2008 年更为明显，而原油基差仍未有起色



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.2、 利润改善，资本开支待重启（聚焦疫情后的修复）

符合 2019 年下半年至今出现过明显的盈利改善，但资本开支仍在处于底部的行业，在门类行业中是批发零售业、教育、水利环境和公共设施管理业（主要对应上市公司的**商贸零售、医药流通、文化传媒、休闲服务、公用事业**）；在制造业细分行业中有：电气机械和器材制造业、非金属矿物制品业、化学纤维、家具制造业、通用设备制造业、文教、工美、体育和娱乐用品制造业、仪器仪表制造业（主要对应上市公司中的**电子、家用电器、电气设备、化工、机械设备、汽车零部件、轻工制造**）。

图27：2019 年下半年至今出现过明显盈利改善，在 2020 年由于疫情中断，资本开支仍处于底部的行业

行业	净利润增速趋势		归母净利润（累计同比）						资本开支同比增速	
	2019全年	2019-2020H1	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019A	2020Q1	2020H1	2012Q1-2019H1	2012Q1-2020H1
批发和零售业			13%	2%	15%	3%	-47%	-23%		
水利、环境和公共设施管理业			-4%	-4%	-1%	2%	-55%	-18%		
教育			403%	139%	208%	35%	-150%	-167%		
制造业细分行业										
电气机械和器材制造业			12%	10%	11%	29%	-46%	-16%		
非金属矿物制品业			21%	9%	10%	6%	-26%	2%		
化学纤维制造业			2%	40%	24%	77%	35%	20%		
家具制造业			42%	25%	20%	70%	-86%	-32%		
通用设备制造业			15%	-15%	-24%	-26%	-27%	36%		
文教、工美、体育和娱乐用品制造业			25%	14%	19%	14179%	-58%	-34%		
仪器仪表制造业			43%	36%	20%	60%	-27%	11%		

数据来源：Wind、开源证券研究所

对于此类行业，边际改善因素是疫情后二季度的修复情况，我们从三个方面来观察：（1）经营现金流的流入流出，如果同时高增意味着经营状况较好；（2）对于制造业，观察营收-存货是否同时高增，出现上述情形代表企业在主动补库存；（3）以上的经营状况最终将反应到企业的盈利上，同时也是盈利的修复和高增才会促使企业投资，我们观察归母净利润增速是否提升。**从上述三个维度，我们发现除教育和家具制造业疫情后修复落后之外，其余行业在二季度均修复情况较好。**教育的营业收入及利润二季度单季度仍在恶化，家具制造业当前仍然处于被动累库存阶段，虽然二季度较一季度好，但各项指标仍然同比为减，当然，后续对家具制造业而言还有美国房地产市场景气及国内地产竣工高增的拉动。其余行业中，**电气机械和器材制造业、非金属矿物制品业、文教、工美、体育和娱乐用品制造业、仪器仪表制造业**本身在 2019 年下半年就随利润改善出现了资本开支的上行，但进入 2020 年后被疫情所打断，当前的修复状况良好，使他们有望重回原本的资本开支轨道。

图28：三指标描述修复情况，教育和家具制造业落后

行业	经营性现金流流入流出高增	营收增速-存货增速同时提升	归母净利润改善
批发和零售业	二季度转好	——	二季度增速为正
水利、环境和公共设施管理业	上半年高增	——	二季度增速为正
教育	仍在恶化	——	仍在恶化
制造业细分行业			
电气机械和器材制造业	二季度转好	主动补库存	二季度增速为正
非金属矿物制品业	二季度转好	主动补库存	二季度增速为正
化学纤维制造业	上半年高增	主动补库存	上半年增速为正
家具制造业	好于一季度，但仍为负	被动累库存	好于一季度，但仍为负
通用设备制造业	二季度转好	主动补库存	二季度增速为正
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	二季度转好	主动补库存	好于一季度，但仍为负
仪器仪表制造业	二季度转好	主动补库存	二季度增速为正

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.3、 利润改善，资本开支已经大幅上行（聚焦 ROIC 的持续性）

符合 2019 年下半年至今出现过明显的盈利改善，且资本开支已经在上行周期的行业，在门类行业中是农林牧渔业、电力热力生产和供应业、燃气生产和供应业（主要对应上市公司的农林牧渔业及公用事业）；在制造业细分行业中有：计算机、通信和其他电子设备制造业、农副食品加工业、造纸和纸制品、专用设备制造业（主要对应上市公司中的**电子、国防军工、计算机、农林牧渔、轻工制造、机械设备**）。

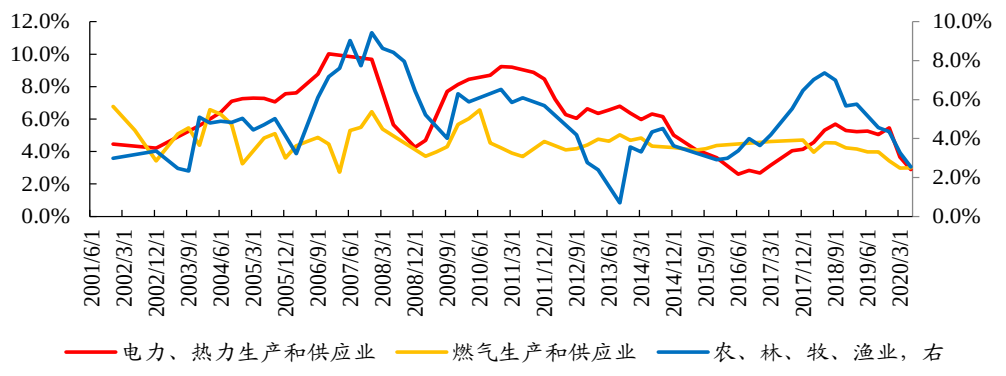
图29：2019 年下半年至今出现明显盈利改善，资本开支大幅上行的行业

行业	净利润增速趋势		归母净利润（累计同比）						资本开支同比增速	
	2019全年	2019-2020H1	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019A	2020Q1	2020H1	2012Q1-2019H1	2012Q1-2020H1
农、林、牧、渔业			-57%	537%	150%	234%	495%	162%		
电力、热力生产和供应业			20%	21%	23%	11%	-26%	11%		
燃气生产和供应业			5%	3%	5%	-33%	-24%	-7%		
制造业细分行业										
计算机、通信和其他电子设备制造业			49%	-15%	-4%	-3%	-29%	63%		
农副食品加工业			-15%	13%	22%	67%	134%	149%		
造纸和纸制品业			-43%	-44%	-34%	-21%	8%	9%		
专用设备制造业			56%	58%	44%	60%	-23%	31%		

数据来源：Wind、开源证券研究所

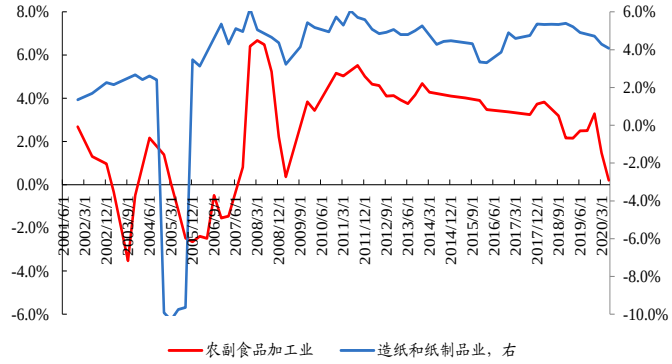
计算机、通信和其他电子设备制造业 ROIC 即将出现向上拐点，专用设备制造业 ROIC 仍在持续提升，其余行业 ROIC 已过顶点。对于上述行业，由于资本开支已经开始上行，利润弹性在逐渐变弱，我们需要考察 ROIC 的持续性。农林牧渔业前期主要是由于猪价处于高位运行而发生盈利的较大改善，同时资本开始也高增，后期随着生猪养殖的产能释放，猪价向下运行已经成为几乎一致的预期，同时我们也看到 ROIC 在 2019 年中达到高点，之后持续降低；电力、热力和燃气供应业主要是由于逆周期调控政策而在 2020 年资本开支高增，同时 ROIC 快速下行。计算机、通信和其他电子设备制造业在 2020 年二季度利润改善，资本开支提速，预计 ROIC 将些许滞后出现向上拐点，专用设备制造业同样在 2020 二季度利润改善，资本开支缓慢从底部向上，ROIC 也有所提升。

图30：农林牧渔，电力、热力、燃气生产和供应业已经过了 ROIC 的顶点



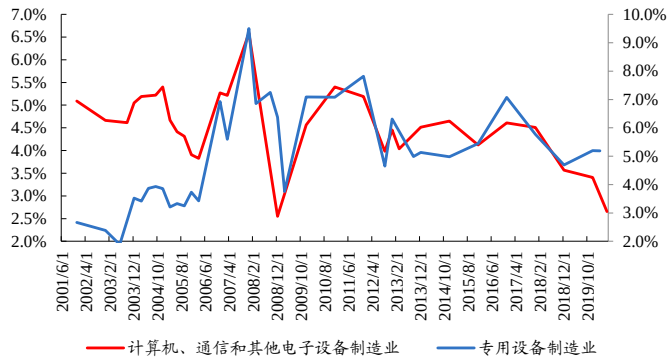
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：农副食品加工业、造纸业，资本开支快速提升的同时，ROIC 降低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：计算机、通信和其它电子设备制造业，专用设备制造业的 ROIC 还能够提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.4、 行业处于不同阶段，配置有先后

我们在前文论述过，资本开支周期中发生的故事是：利润改善→资本开支向上→ROIC 提升，并在一段时间内维持高位→随着资本开支扩大，利润减速。**因此最好的策略是，在资本开支底部，利润弹性最大的时候进入，在资本开支顶部，ROIC 开始向下时退出。**对于上述三个状态的行业，就存在这样配置的顺序：上述第二类行业中资本开支仍处于底部的，但二季度利润已经改善>上述第一类行业中还未出现利润改善及资本开支处于底部的，可能存在超预期需求>上述第三类行业中利润已经恢复，资本开支已经加快，但预计 ROIC 仍可以持续上行的。

我们利用四年均值调整的市盈率来反映估值的高低，以平滑掉由于处于库存周期不同阶段而产生的盈利差异，那么市盈率分母里反应的就是处于资本开支周期底部的盈利水平，估值分位数越低的，代表市场对于该行业从资本开支底部向上的预期越低。第一层次优先配置估值仍然较低的**家用电器、化工**；第二层次，结合估值和需求的确定性，配置受益于内需基建和地产投资的**建筑装饰、建筑材料**，受益外需的**纺织服装**；第三层次由于利润恢复和景气上行已经被认知到，调整后的市盈率已经超过 50%的时间区间，在这些行业中**电子板块估值相对较低**。

图33：处于三个阶段的行业，配置有先后

1.资本开支进度被疫情打断，仍处于底部的，但二季度利润已经改善		
行业	PE（eps取前四年平均）	PE分位数（自2004.01.01）
家用电器	24.5	44%
化工	30.2	45%
电子	106.3	57%
电气设备	82.3	63%
轻工制造-家用轻工	90.2	72%
机械设备-通用设备	111.1	85%
2.还未出现利润改善及资本开支处于底部的，可能存在超预期需求		
建筑装饰	10.5	5%
建筑材料	24.6	25%
纺织服装	31.7	25%
机械设备-金属制品	25.8	63%
有色金属	70.3	63%
轻工制造-家用轻工	90.2	72%
医药生物-医疗服务	504.3	79%
3.利润已经恢复，资本开支已经加快，ROIC仍可以持续上行的		
电子	106.3	57%
国防军工	213.6	77%
机械设备-专用设备	95.5	85%
计算机	134.8	92%
通信	269.8	97%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

统计误差；疫情反复导致经济复苏不及预期。

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

	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