2020 年 09 月 17 日

结构之光：宏微观预期的裂口

——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

王汎炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

● 微观层面：上市公司营收预测隐含了对经济增长的预期

从历史数据看，**上市公司营收增速与 GDP 增速走势基本一致，相关系数高达 0.91；同时，名义 GDP 可以由各个行业的增加值加总得到，而行业增加值与上市公司行业总营收具备较高相关性。**上述关联成为策略分析员预测全部上市公司营收的依据。我们反其道行之，利用研究员对上市公司营收的一致预期，两种方法推导反向 GDP：（1）通过全部 A 股营收推导名义 GDP；（2）通过上市公司各行业营收推导行业增加值，再汇总成为名义 GDP。**我们将上述结果与宏观预期 GDP 增速进行对比，判断宏观/行业分析师对经济的预期是否有差异。**

● 微观与宏观不吻合，自下而上的视角对经济增长更悲观。

自下而上的两种方法推导出 GDP 增速均低于宏观一致预期。第一种方法（以全部 A 股营收推导名义 GDP），悲观/乐观/中性假设下，未来三年名义 GDP 增速分别为{-1.4%，7.7%，4.9%}、{1.8%，9.9%，2.7%}、{0%，8.2%，4.3%}，而**宏观分析师对未来三年的实际 GDP 一致预期增速为{2.25%，8.8%，5.8%}，**考虑到名义 GDP 与实际 GDP 之间还存在通货膨胀率（8 月 CPI 为 2.4%），以 A 股营收推导的 GDP 增速明显低于宏观分析师预测。第二个方法下（先推导行业增加值，再汇总成为名义 GDP），我们得到未来三年名义 GDP 同比增长 4.1%，8.3%，5.4%，结果比第一种方法更乐观，但相较宏观分析师的预期仍存在低估。

● 原因探究：市场预期疫情对各行业是一次性冲击，因此短期、长期的分化不同

观察连续三年的行业增加值增速，2020 年受损较多的行业在此后两年都将出现可观反弹，而受益较多的行业在此后两年均出现不同程度下跌，我们认为这反应了**市场认为疫情的冲击不影响长期逻辑，因此预期增加值会逐渐回到原本的增长轨道。**就短期而言，仅有农林牧渔业，制造业，建筑业与房地产业行业增加值 2020 年同比增速较 2019 年上升，其余行业出现了增速大幅减缓或负增长，其中住宿和餐饮业，信息传输、计算机服务和软件业，交通运输、仓储及邮政业，租赁和商业服务业降幅较大。长期而言，**市场预期住宿和餐饮业、农林牧渔业、制造业占 GDP 比重将趋势性下滑，建筑业，房地产业，批发和零售业，租赁和商务服务业，信息传输、计算机服务和软件业则趋势性上升。**

● 若宏观预期为真，市场存在结构性低估机会，相关行业未来有望完成定价

我们发现微观与宏观对 GDP 的同比增速预期出现了不小的裂口，那么可能出现两种情形：一种是宏观预测的 GDP 同比增速被高估，则未来存在经济修复不及预期、市场估值中枢下修的可能；而另一种情形是行业分析师对经济的隐含预期过于悲观，部分行业的增长可能是被低估了，而随着行业景气不断上行，市场也将有望逐渐对其完成定价。我们**从营收增速与营收占比两个维度出发，结合分析师覆盖率，**找到可能存在结构性低估的行业为**交通运输，家用电器，建筑材料，钢铁，采掘和公用事业。**

● 风险提示：经济修复不及预期，测算误差

相关研究报告

《投资策略专题-机构重仓股的分化刚刚开始》-2020.9.14

《投资策略周报-顺周期：不只是防守》-2020.9.13

《投资策略专题-流动性的变局与破局》-2020.9.9

目 录

1、 从微观视角找寻另一个经济的“一致预期”.....4
2、 对经济总量增长的预期，自下而上的视角更悲观.....5
2.1、 方法一：由全部 A 股营收直接推导 GDP.....5
2.1.1、 预测方法.....5
2.1.2、 自下而上预测经济的较差、较好、中性情形.....7
2.2、 方法二：通过行业营收预测行业增加值，进而预测 GDP.....9
2.2.1、 预测方法.....9
2.2.2、 预测结果较方法一更为乐观.....11
2.3、 自下而上的经济总量增长，低于宏观预测.....12
3、 市场预期疫情是一次性冲击，因此短期、长期的分化不同.....12
4、 预期裂口下，隐藏着结构性低估所带来的机会.....13
5、 风险提示.....17

图表目录

图 1: 上市公司营收增速与 GDP 增速走势基本一致.....4
图 2: 由全部 A 股营收直接推导 GDP 的流程图.....5
图 3: 分析师对于当年营收一致预期与实际差异较小，预测误差随预测区间拉长而增大.....5
图 4: 上市公司分析师覆盖率波动较小.....6
图 5: 近十年分析师所覆盖的上市公司的营收占整个 A 股的营收比例中枢上移.....6
图 6: 分析师预期偏乐观下的名义 GDP 预测（经济较差）.....8
图 7: 分析师预期偏悲观下的名义 GDP 预测（经济较好）.....8
图 8: 中性假设下的名义 GDP 预期（经济中性）.....9
图 9: 通过行业营收预测行业增加值，进而预测 GDP 的流程图.....9
图 10: 覆盖公司营收占比 2016 年后出现较大抬升.....10
图 11: 各行业分析师覆盖个股营收占行业比例的估计值.....10
图 12: 上市公司各行业营收占行业增加值比重（估计值）.....10
图 13: 不同行业的分析师预测营收与实际营收偏差区别较大.....11
图 14: 行业增加值同比增速及未来三年变动（估计值）.....13
图 15: 行业增加值占 GDP 比重变化及未来三年预测（%）.....13
图 16: 2006 年至 2022 年（E）各行业营收增速变化.....14
图 17: 2006 年至 2022 年（E）各行业营收占全部 A 股营收比重变化.....14
图 18: 2011 年至 2022 年（E）“其他”中细分行业营收增速变化.....15
图 19: 2010 年至 2022 年（E）“其他”中细分行业营收占比变化.....16
图 20: 2011 年至 2022 年（E）制造业细分对应上市公司行业营收增速变化.....16
图 21: 2010 年至 2022 年（E）制造业细分对应上市公司行业营收占比变化.....17
图 22: 家用电器行业预期营收增速反弹力度有限，预期营收占比下滑.....17
图 23: 建筑材料行业预期营收增速处于历史低位，预期营收占比下滑.....17
图 24: 钢铁行业预期营收增速反弹力度有限，预期营收占比下滑至历史底部.....17

表 1: 各行业营收增速与行业增加值的相关性普遍较高.....4
表 1: 集中度提升发生在众多行业，这可能是导致覆盖公司营收占比提升的原因.....6

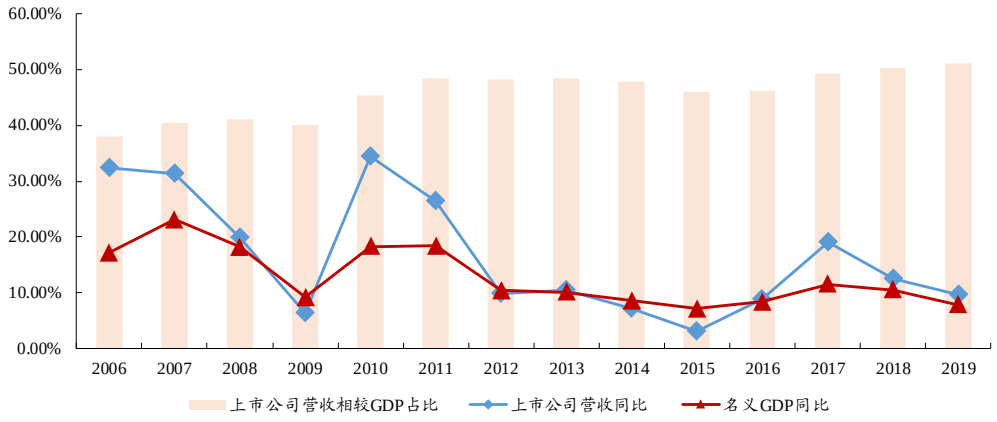
表 2: 上市公司的营收占名义 GDP 比重与时间的回归统计分析结果 7
表 3: 行业营收占增加值比重与时间变量的回归统计结果 10
表 4: 各行业的修正系数（过往十年预期偏差的中位数） 11
表 5: 两种自下而上方法的参数估算方式的差异 12
表 6: 两种自下而上方法预测 GDP 增速均低于宏观预期 12
表 7: 制造业成分股对应上市公司行业汇总 16

1、 从微观视角找寻另一个经济的“一致预期”

当提到经济增长预期时，通常关注的是宏观分析师给予的预测，然而对于权益市场而言，从宏观经济增长到公司业绩之间并不直观，因此想要利用好这个指标似乎显得“无从下手”，在本文中我们将尝试从微观行业和公司视角出发，提供自下而上的测算未来三年预期 GDP 的框架，将基本面预测与市场预期联系起来，捕捉两者差异中蕴含的增量信息。相较于宏观分析师对于总量的直接预期，本框架可以细致地看到各行业的预期增加值变化，并借此推断当前行业分析师对未来 GDP 构成的预期变化。

上市公司作为经济实体中最优秀的代表，其营收的变化很大程度上代表了我国宏观经济的景气程度。**从历史数据看，上市公司营收增速与 GDP 增速走势基本一致，相关系数高达 0.91。**在 2018 年，上市公司的整体营收占名义 GDP 总值第一次超过了 50%，在 2019 年继续上升到 51.11%，相较 2006 年的 37.99%提升了 13.12%。

图1：上市公司营收增速与 GDP 增速走势基本一致



数据来源：Wind、开源证券研究所

同时，名义 GDP 可以由各个行业的增加值加总得到，而行业增加值与上市公司行业总营收具备较高相关性。我们对上市公司各行业营收增速与行业增加值增速进行相关性检验，发现除住宿与餐饮业由于上市公司个数较少，样本代表性较为有限以外，其余的行业中这两者的相关性均较高。

表1：各行业营收增速与行业增加值的相关性普遍较高

所属行业	交通运输、仓储及邮政业	住宿和餐饮业	信息传输、计算机服务和软件业	其他	农林牧渔业	制造业	建筑业	房地产业	批发和零售业	租赁和商务服务业	金融业
相关系数	0.795	0.091	0.359	0.761	0.699	0.828	0.710	0.546	0.414	0.606	0.911

数据来源：Wind、开源证券研究所

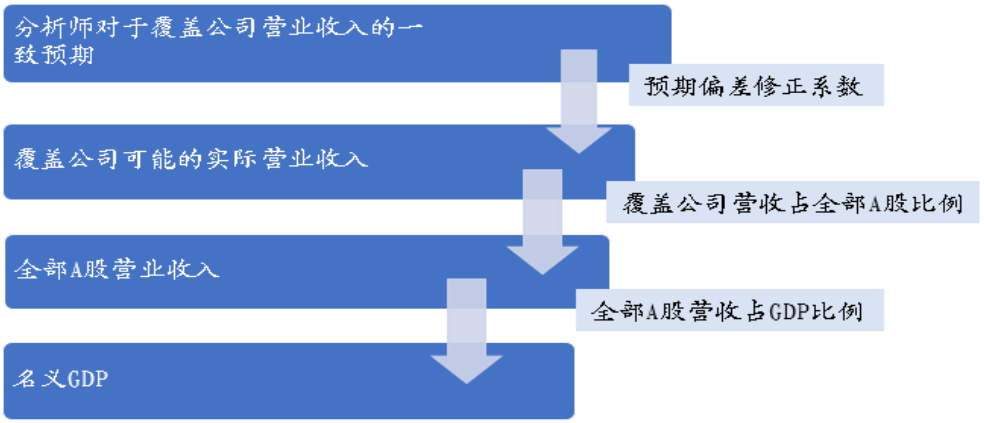
因此，本文利用上市公司关于未来三年的营收一致预期数据，采取自下而上的方式，用两种方法从上市公司营收出发推导 GDP:（1）通过全部 A 股营收推导名义 GDP;（2）通过上市公司各行业营收推导行业增加值，再汇总成为名义 GDP。**基于此，我们能够将上述结果与宏观预期 GDP 增速进行对比，判断宏观分析师与行业分析师对经济的预期是否有差异。**

2、 对经济总量增长的预期，自下而上的视角更悲观

2.1、 方法一：由全部 A 股营收直接推导 GDP

2.1.1、 预测方法

图2：由全部 A 股营收直接推导 GDP 的流程图

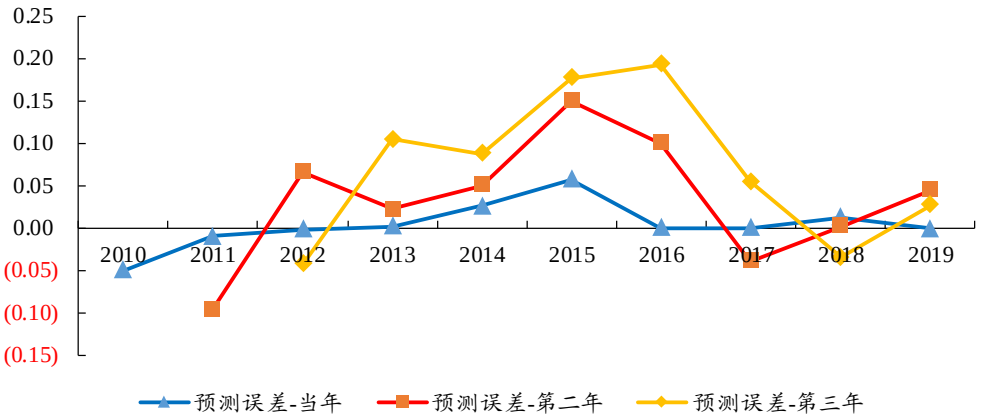


资料来源：开源证券研究所

分析师对营收的预测准确度较高，分析师覆盖公司占上市公司的比例或可预测，上市公司的营收占名义 GDP 比重稳定或可预测，这三点是由上市公司推导 GDP 的重要前提。

从历史上看，第一点的确成立，我们对从 2010 年以来，有分析师覆盖的公司营收与当年和未来两年的实际营收进行比较，能够发现，总体上分析师的一致预期误差（（预期值-实际值）/实际值）随着预测区间的加长而增大，但对当年的预测偏差最大时也仅仅高估了 5%，对第三年的预期偏差最大时不超过 20%，这还是在 2015 年-2016 年的特殊历史背景下，分析师并不能预测到供给侧改革带来的效果以及其对 GDP 的影响，因此对于 2016 年的盈利预测产生了较大的误差。

图3：分析师对于当年营收一致预期与实际差异较小，预测误差随预测区间拉长而增大

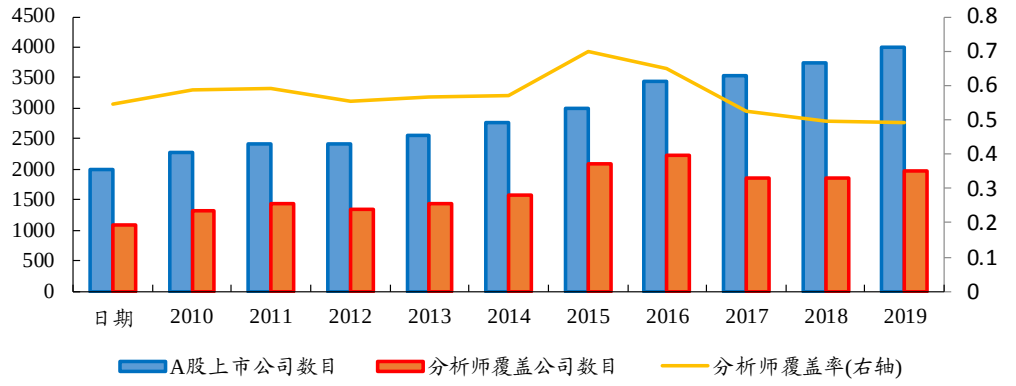


数据来源：Wind、开源证券研究所

就第二点而言，我们发现 A 股的分析师覆盖率较为稳定，但覆盖公司的营收占

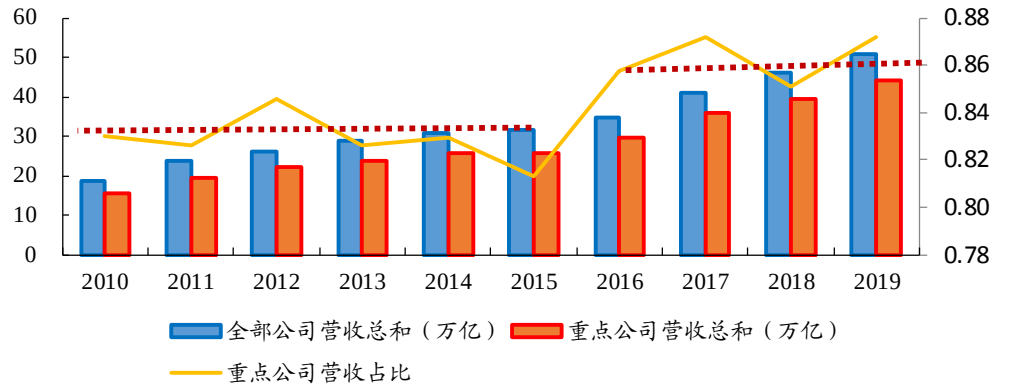
A 股总营收比例在 2016 年后，中枢较过往明显上升。这可能有两方面的原因：一是分析师对重点公司的覆盖数逐渐增加，公司覆盖占比增加带来的营收占比增加；二是重点公司凭借着各种方式如利用规模效应逐渐扩大市占率，进而使得营收占比增加。我们认为，尽管未来分析师覆盖的公司个数越来越多，并且行业集中度的提升是一个长期过程，这两点将提升覆盖公司营收占 A 股总营收的比例，但是自创业板注册制改革以后，新上市公司的审批速度也明显加快，这又将产生反向的作用，**综合两种作用，我们选用近四年来的均值作为未来三年的分析师覆盖公司占全部 A 股的营收占比。**

图4：上市公司分析师覆盖率波动较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：近十年分析师所覆盖的上市公司的营收占整个 A 股的营收比例中枢上移



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：集中度提升发生在众多行业，这可能是导致覆盖公司营收占比提升的原因

近三年行业 CR3 营收占比持续上升的行业				
所属一级行业	**所属二级行业**	**2017**	**2018**	**2019**
交通运输	物流Ⅱ	0.5794	0.5945	0.6279
交通运输	机场Ⅱ	0.9162	0.9208	0.9269
传媒	互联网传媒	0.4885	0.5096	0.5545
公用事业	环保工程及服务Ⅱ	0.2649	0.3011	0.3046
化工	化学原料	0.3847	0.4480	0.4848

近三年行业 CR3 营收占比持续上升的行业				
家用电器	视听器材	0.7958	0.8078	0.8484
家用电器	白色家电	0.7317	0.7443	0.7512
机械设备	专用设备	0.2086	0.2442	0.2826
电子	元件 II	0.4929	0.5177	0.5489
纺织服装	纺织制造	0.3190	0.3211	0.3320
轻工制造	造纸 II	0.5140	0.5254	0.5327
非银金融	保险 II	0.7877	0.7905	0.7980
食品饮料	饮料制造	0.4704	0.4856	0.5032

数据来源：Wind、开源证券研究所

接下来我们尝试着寻找上市公司的营收与名义 GDP 之间的映射，发现上市公司的营收占名义 GDP 比重与时间存在较为明显的线性关系，拟合优度达到了 0.88，时间变量系数与截距项也均为显著。其中时间变量系数为正，这符合我们前文的判断，即随着资本市场上集结越来越多的优秀公司，其营收占 GDP 的比重将会越来越大。基于一元线性回归的结果，我们得到 2020、2021、2022 年，上市公司营收占 GDP 比重分别为 53.1%, 54.1%, 55.2%。

表2：上市公司的营收占名义 GDP 比重与时间的回归统计分析结果

回归统计分析结果			
Multiple R	0.88		
R Square	0.78		
Adjusted R Square	0.76		
系数	Coefficients	t Stat	P-value
Intercept	-19.9682	-6.5971	0.0000
时间	0.0101	6.7458	0.0000

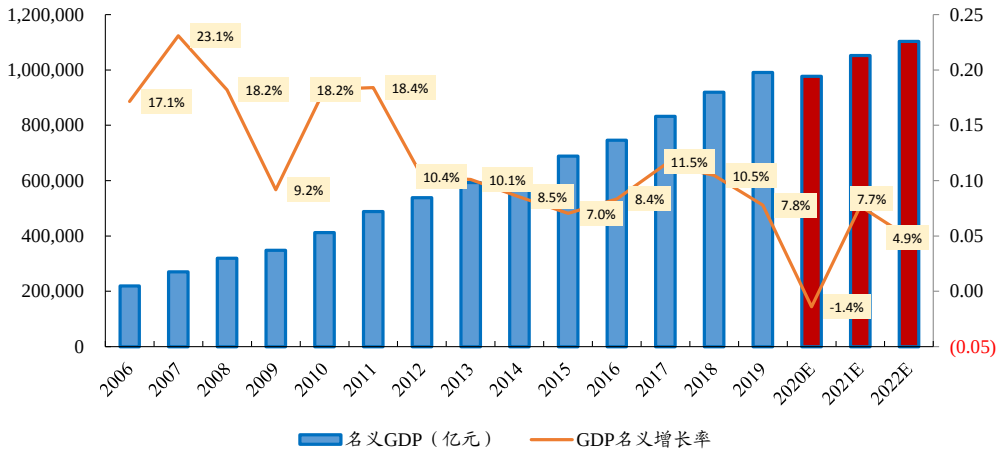
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.2、 自下而上预测经济的较差、较好、中性情形

在过去的十年中，分析师对营收的预期相较实际值既有过于乐观，也有过分悲观，为了使当前分析师一致预期数据能更好地体现未来三年可能的实际营收情况，我们需要对其进行一定的修正，分为分析师预期偏乐观、偏悲观、合理三种情形，对应的是经济较差、较好、中性三种情况。

假设分析师目前对于上市公司的盈利偏乐观，实际营收将低于预期，我们选择历史上所有预测误差大于 0 的年份的误差值求均值，作为未来三年的盈利预期误差修正系数。经过调整后，我们**可以推算出未来三年的名义 GDP，分别为 97.7 万亿，105.2 万亿，110.3 万亿，同比增长-1.4%，7.7%，4.9%。**

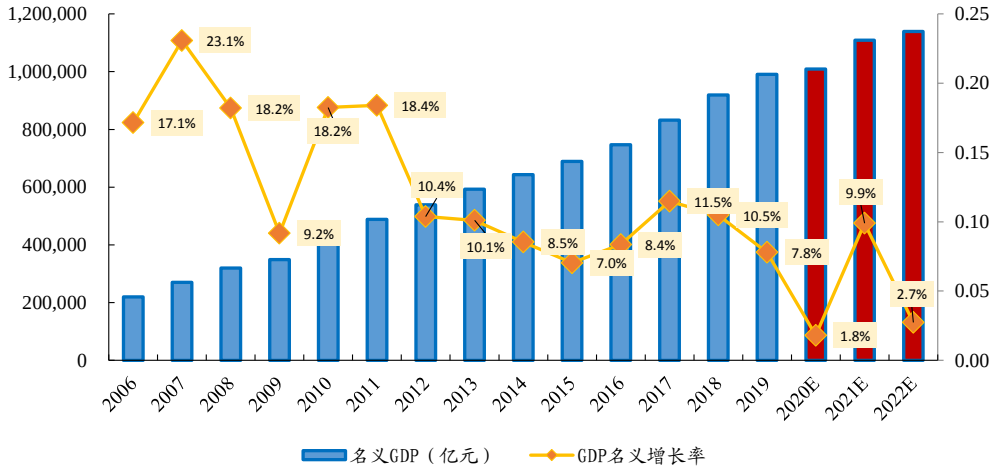
图6：分析师预期偏乐观下的名义 GDP 预测（经济较差）



数据来源：Wind、开源证券研究所

如果当前分析师对于营收的一致预期偏悲观，我们同样可以计算预期误差小于 0 的年份的预期误差均值作为悲观预期下的修正系数，修正后推导出的 2020 年，2021 年，2022 年名义 GDP 预期值分别为 100.9 万亿，110.9 万亿，113.9 亿，同比增长率分别为 1.8%，9.9%，2.7%。

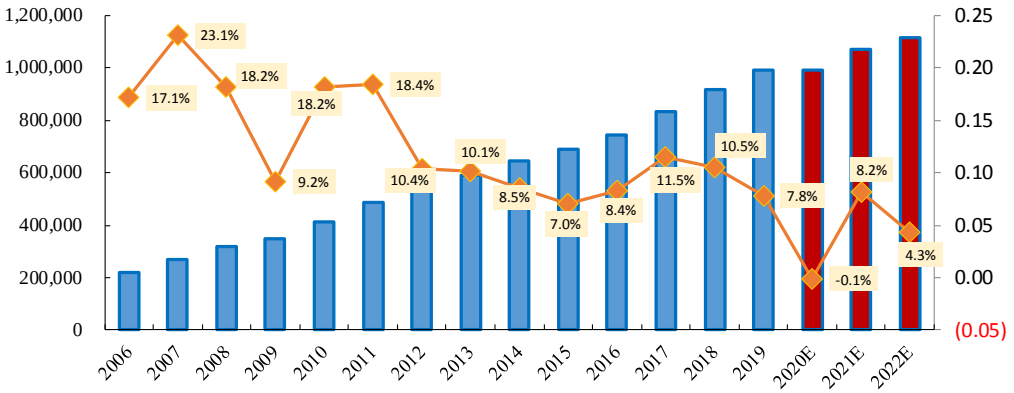
图7：分析师预期偏悲观下的名义 GDP 预测（经济较好）



数据来源：Wind、开源证券研究所

如果分析师当前对未来三年的营收预期较为合理，我们采用过往十年的预期偏差的均值来作为中性预期下的预期修正系数，在进行同样的计算后，我们可以得到在这种情况下，未来三年的预期名义 GDP 分别为 98.9 万亿，107.0 万亿，111.6 万亿元，同比增长率分别为 0%，8.2%，4.3%。

图8：中性假设下的名义 GDP 预期（经济中性）

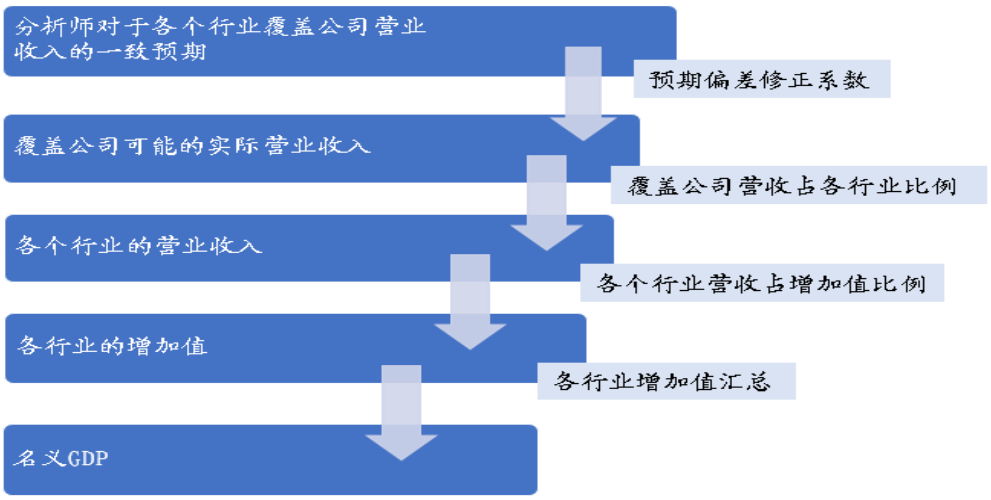


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 方法二：通过行业营收预测行业增加值，进而预测 GDP

2.2.1、 预测方法

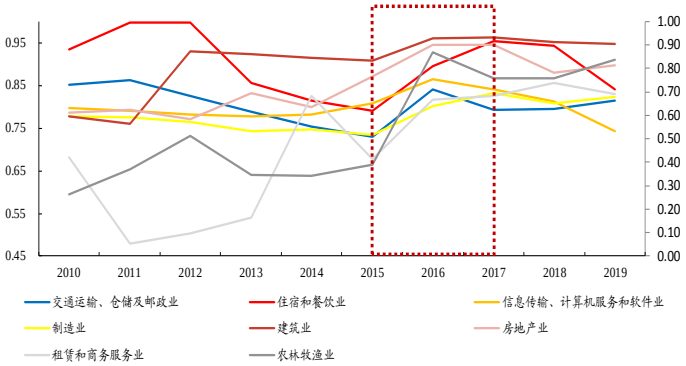
图9：通过行业营收预测行业增加值，进而预测 GDP 的流程图



资料来源：开源证券研究所

该预测方法要求两个关键变量：覆盖公司占上市公司行业营收比例、上市公司营收占增加值比重。对于前者，在上文中已提到 2016 年之后这一占比出现较大抬升，背后的原因是多样的，我们假设分析师一旦对公司进行覆盖，除非公司发生极端负面事件致其不再具备投资价值，分析师才会放弃对该公司的覆盖。因此，**我们计算 2020 年最新有预测数据的重点公司的 2019 年实际营收按行业汇总后占整个行业营收的比重，作为有关各个行业的分析师覆盖个股营收占行业比重的估计。对于后者，**我们同样采用线性回归的方式来尝试寻找行业营收占比与时间变量之间的关系，对于拟合优度大于 0.7 且系数显著的行业，可线性外推这一比重，对于拟合不理想的行业，我们将过去四年的营收占行业增加值比重均值作为估计值。

图10：覆盖公司营收占比2016年后出现较大抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：各行业分析师覆盖个股营收占行业比例的估计值

所属行业	各个行业的分析师覆盖个股营收占行业比重的估计
交通运输、仓储及邮政业	0.8226
住宿和餐饮业	0.7083
信息传输、计算机服务和软件业	0.7845
其他	0.9362
农林牧渔业	0.7327
制造业	0.8021
建筑业	0.9155
房地产业	0.8684
批发和零售业	0.6689
租赁和商务服务业	0.6823
金融业	0.9838

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：部分行业在2017年后不再公布数据，因此我们将相关行业统一归类于“其他”：包括采矿业与电力、燃气及水的生产和供应业，科学研究、技术服务和地质勘查业、水利、环境和公共设施管理业、居民服务和其他服务业、教育、卫生、社会保障和社会福利业、文化、体育和娱乐业、公共管理和社会组织。

表3：行业营收占增加值比重与时间变量的回归统计结果

行业	年份系数	P值-系数	解释项	P值-解释项	R2
交通运输、仓储及邮政业	0.005	0.006	-10.405	0.008	0.447
住宿和餐饮业	0.001	0.000	-1.646	0.000	0.644
信息传输、计算机服务和软件业	0.008	0.000	-16.164	0.001	0.622
其他	-0.003	0.518	6.498	0.483	0.033
农林牧渔业	0.001	0.000	-1.912	0.000	0.905
制造业	0.019	0.000	-38.032	0.000	0.942
建筑业	0.013	0.005	-26.206	0.006	0.463
房地产业	0.017	0.000	-33.127	0.000	0.910
批发和零售业	0.011	0.000	-21.729	0.000	0.751
租赁和商务服务业	0.012	0.000	-23.332	0.000	0.847
金融业	-0.017	0.000	34.450	0.000	0.680

数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：上市公司各行业营收占行业增加值比重（估计值）

年份	交通运输、仓储及邮政业	住宿和餐饮业	信息传输、计算机服务和软件业	其他	农林牧渔业	制造业	建筑业	房地产业	批发和零售业	租赁和商务服务业	金融业
2005	0.260	0.010	0.257	0.451	0.011	0.340	0.470	0.134	0.277	0.076	1.323
2006	0.273	0.010	0.276	0.491	0.012	0.383	0.618	0.141	0.291	0.090	1.353
2007	0.316	0.011	0.261	0.495	0.013	0.418	0.647	0.142	0.292	0.099	1.339
2008	0.338	0.010	0.310	0.518	0.014	0.421	0.661	0.143	0.279	0.084	1.252
2009	0.278	0.010	0.320	0.483	0.015	0.406	0.742	0.148	0.295	0.085	1.120
2010	0.359	0.012	0.337	0.555	0.017	0.476	0.825	0.160	0.321	0.075	1.132
2011	0.357	0.013	0.367	0.626	0.020	0.499	0.756	0.161	0.352	0.124	1.212
2012	0.357	0.013	0.379	0.639	0.021	0.481	0.742	0.191	0.347	0.127	1.200
2013	0.340	0.012	0.401	0.603	0.019	0.504	0.769	0.212	0.343	0.136	1.158
2014	0.334	0.011	0.362	0.585	0.018	0.501	0.764	0.225	0.304	0.141	1.190
2015	0.309	0.011	0.371	0.442	0.019	0.513	0.768	0.284	0.326	0.167	1.165
2016	0.324	0.017	0.380	0.408	0.022	0.553	0.756	0.314	0.353	0.204	1.104
2017	0.344	0.023	0.385	0.452	0.022	0.607	0.748	0.296	0.433	0.240	1.107
2018	0.367	0.022	0.363	0.489	0.023	0.627	0.728	0.317	0.440	0.226	1.079
2019	0.377	0.021	0.347	0.439	0.027	0.631	0.790	0.353	0.438	0.202	1.119
2020(E)	0.353	0.021	0.369	0.447	0.026	0.644	0.756	0.347	0.427	0.232	1.102
2021(E)	0.353	0.021	0.369	0.447	0.027	0.663	0.756	0.364	0.438	0.243	1.102
2022(E)	0.353	0.021	0.369	0.447	0.028	0.682	0.756	0.380	0.449	0.255	1.102

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.2、 预测结果较方法一更为乐观

根据上述的假设，我们通过分行业预测增加值汇总得到的未来三年（2020-2022）名义 GDP 分别为 103.1 万亿，111.7 万亿，117.7 万亿，同比增长 4.1%，8.3%，5.4%。在进行分行业预测和汇总时，与之前相同，我们也要对分析师预期进行修正，从行业层面来看，由于预测偏差忽高忽低，且在部分行业存在明显的极端偏差值，因此我们采用近十年预期偏差的中位数作为修正系数。

图13：不同行业的分析师预测营收与实际营收偏差区别较大

第一年预测偏差									
所属行业	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
交通运输、仓储及邮政业	-0.063	-0.008	0.025	0.025	0.023	0.066	-0.043	-0.005	-0.025
住宿和餐饮业	0.001	0.012	0.072	0.107	0.099	0.145	-0.031	-0.005	0.025
信息传输、计算机服务和软件业	-0.015	-0.019	0.012	-0.007	0.117	0.105	0.046	0.032	0.061
其他	-0.086	-0.067	-0.033	0.006	0.049	0.099	-0.022	-0.036	-0.024
农林牧渔业	0.060	0.043	0.058	0.096	0.079	0.201	0.055	0.001	0.017
制造业	-0.035	0.009	0.031	0.012	0.036	0.089	-0.002	0.007	0.026
建筑业	-0.060	0.084	0.001	-0.010	0.015	0.036	0.032	0.010	0.013
房地产业	-0.035	0.054	-0.037	-0.030	0.038	0.112	-0.016	0.120	0.045
批发和零售业	-0.053	-0.028	0.034	0.038	0.064	0.083	-0.041	-0.026	0.027
租赁和商务服务业	-0.038	0.051	-0.060	-0.204	0.032	-0.044	-0.058	-0.010	0.099
金融业	-0.007	0.005	-0.017	-0.016	-0.036	-0.033	0.026	0.001	0.011
第二年预测偏差									
所属行业	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
交通运输、仓储及邮政业		-0.0456	0.0397	0.1310	0.0854	0.1675	0.1307	-0.0705	-0.0556
住宿和餐饮业		-0.0114	0.1097	0.3149	0.2998	0.1254	-0.3341	-0.1746	0.0327
信息传输、计算机服务和软件业		-0.0466	0.0128	0.0159	0.1342	0.1724	0.1623	0.0497	0.0899
其他		-0.2220	-0.0570	0.0168	0.0740	0.4307	0.1937	-0.1215	-0.1162
农林牧渔业		0.1035	0.2019	0.3883	0.3283	0.3280	0.2104	0.1779	0.0694
制造业		-0.0629	0.1770	0.0625	0.0927	0.1710	0.1032	-0.0624	0.0347
建筑业		0.0315	0.1743	-0.0127	0.0060	0.0715	0.0739	0.0215	0.0244
房地产业		0.0848	0.0901	-0.0565	0.0529	0.1200	0.0305	0.1070	0.1223
批发和零售业		-0.1233	0.0608	0.0832	0.1388	0.0881	0.0882	-0.1027	-0.0268
租赁和商务服务业		-0.0022	0.0633	-0.1289	-0.1730	-0.0662	-0.2029	-0.1987	0.0343
金融业		-0.0190	0.0483	-0.0371	-0.0510	-0.0691	0.0549	0.0437	0.0356
第三年预测偏差									
所属行业	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
交通运输、仓储及邮政业			-0.0221	0.1321	0.2138	0.1872	0.1851	0.0554	-0.1210
住宿和餐饮业			0.0361	0.3557	0.6190	0.2385	-0.3383	-0.5085	-0.1644
信息传输、计算机服务和软件业			-0.0550	0.0167	0.1674	0.1953	0.2077	0.1892	0.1286
其他			-0.2196	-0.0413	0.1092	0.4708	0.5423	0.0553	-0.1567
农林牧渔业			0.1888	0.4907	0.8418	0.6665	0.2979	0.2500	0.2680
制造业			0.0583	0.2283	0.1521	0.2459	0.1744	0.0255	-0.0468
建筑业			0.0916	0.1966	-0.0121	0.0446	0.1319	0.0644	0.0194
房地产业			0.0565	0.1211	0.0312	0.1406	0.0496	0.1718	0.0943
批发和零售业			-0.0882	0.1274	0.2977	0.1443	0.0907	0.0074	-0.1156
租赁和商务服务业			0.0316	-0.0048	-0.1067	-0.2681	-0.2552	-0.3038	-0.1682
金融业			0.0379	0.0774	-0.0632	-0.0864	0.0283	0.1014	0.0928

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：各行业的修正系数（过往十年预期偏差的中位数）

各行业的修正系数（过往十年预期偏差的中位数）			
所属行业	第一年	第二年	第三年
交通运输、仓储及邮政业	0.0088	0.0397	0.0937
住宿和餐饮业	0.0256	0.0737	0.0654
信息传输、计算机服务和软件业	0.0386	0.0899	0.1777
其他	-0.0230	-0.0223	0.0070
农林牧渔业	0.0563	0.2019	0.2830
制造业	0.0163	0.0927	0.1345
建筑业	0.0116	0.0244	0.0545
房地产业	0.0398	0.0901	0.1077
批发和零售业	0.0183	0.0775	0.0490
租赁和商务服务业	-0.0273	-0.0662	-0.1374
金融业	-0.0076	-0.0031	0.0331

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 自下而上的经济总量增长，低于宏观预测

自下而上的两种方法推导出的 GDP 增速均低于宏观一致预期。在 2020 年两会上的政府工作报告中，并没有提出具体的实际 GDP 增速目标，然而从财政赤字率反推出增速应当在 3%左右。基于此，**未来三年宏观经济预期中，实际 GDP 同比增速分别为 2.25%，8.8%，5.8%。**而自下而上的第一种方法（以全部 A 股营收推导名义 GDP），悲观/乐观/中性假设下，未来三年名义 GDP 增速分别为{-1.4%，7.7%，4.9%}、{1.8%，9.9%，2.7%}、{0%，8.2%，4.3%}，考虑到名义 GDP 与实际 GDP 之间还存在通货膨胀率（未来三年 CPI 同比增速的一致预期分别为{2.54%，2.20%，2.60%}），**以 A 股营收推导的 GDP 增速明显低于宏观分析师预测。**第二个方法下未来三年名义 GDP 同比增长 4.1%，8.3%，5.4%，**虽然比第一种方法更乐观，但相较宏观分析师的预期仍存在低估。**

表5：两种自下而上方法的参数估算方式的差异

	通过全部 A 股营收直接预测名义 GDP		通过行业营收估算增加值后加总得到名义 GDP	
	估算方法		估算方法	
参数	**预期修正系数**	根据不同的假设采取不同年份预期偏差的均值	**预期修正系数**	近十年预期偏差的中位数
	分析师覆盖个股营收占全部 A 股营收比例	近四年的分析师覆盖个股营收占全部 A 股营收比例均值	**分析师覆盖个股营收占各行业营收比例**	2020 年最新有预测数据的重点公司的 2019 年实际营收按行业汇总后占整个行业营收的比重
	上市公司营收占 GDP 比例	2020 年，2021 年，2022 年代入拟合的线性函数外推值。	**上市公司营收占行业增加值比例**	不满足线性外推条件的行业采用过去四年的营收占行业增加值比重均值；满足线性外推条件的行业的采用将 2020 年，2021 年，2022 年代入拟合的线性函数外推值。

资料来源：开源证券研究所

表6：两种自下而上方法预测 GDP 增速均低于宏观预期

年份	通过全部 A 股营收直接预测名义 GDP 同比增速（乐观假设下，%）	通过行业营收估算增加值后加总得到名义 GDP 同比增速（%）	宏观一致预期估计的名义 GDP 增速(预期实际 GDP 同比增速+预期 CPI 同比增速，%)
2020	1.8	4.1	4.8
2021	10	8.3	11
2022	2.7	5.4	8.4

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 市场预期疫情是一次性冲击，因此短期、长期的分化不同

接下来，我们对总量预期进行拆分。利用同样的思路对各个行业的增加值同样进行测算，将得到一些有意思的结论：

（1） 从 2021 年，2022 年的预测结果看，在 2020 年行业增加值增速抬升的行业均出现了不同程度的下跌；与此相反的是，其余在 2020 年遭受重大打击的行业，2021 年行业增加值增速均出现可观的反弹（除金融业，批发和零售业外）。可以认为，**市场倾向于预期疫情冲击是一次性，因此预期增加值会逐渐回到原本的增长轨道。**

（2） 短期来看，**仅有农林牧渔业，制造业，建筑业与房地产业行业增加值 2020 年同比增速较 2019 年上升**，其中农林牧渔业 2020 年预计行业增加值增速为

28.9%，相较 2019 年上升 20.0%，遥遥领先其他行业；制造业，建筑业与房地产业 2020 年行业增加值同比增速分别为 5.8%，15.1%，19.6%，相较 2019 年分别上升 0.6%，6.8%，12.1%。**而其余行业或出现了增速大幅减缓，甚至出现了负增长：**住宿和餐饮业行业增加值同比增速从 2019 年的 9.2%下降到-28%，下跌 37.2%，位列首位；信息传输、计算机服务和软件业从 2019 年的 13.8%下降至-12.3%，降幅达-23.7%；降幅较大的行业还有交通运输、仓储及邮政业（-10.5%），租赁和商务服务业（-10.1%）等。

（3） 拉长时间期限（从 2005 年至 2022 年），从长期的视角来看，各行业增加值占 GDP 的比重出现趋势性变化，**市场预期住宿和餐饮业、农林牧渔业、制造业占 GDP 比重将趋势性下滑，建筑业，房地产业，批发和零售业，租赁和商务服务业，信息传输、计算机服务和软件业则趋势性上升。**

图14：行业增加值同比增速及未来三年变动（估计值）

所属行业	交通运输、仓储及邮政业	住宿和餐饮业	信息传输、计算机服务和软件业	其他	农林牧渔业	制造业	建筑业	房地产业	批发和零售业	租赁和商务服务业	金融业	汇总
2006	0.1422	0.1423	0.1589	0.1681	0.0723	0.1846	0.1971	0.2167	0.1836	0.2114	0.3321	0.1719
2007	0.1985	0.1576	0.1798	0.1765	0.1850	0.2282	0.2328	0.3288	0.2666	0.2385	0.5242	0.2295
2008	0.1207	0.1925	0.1721	0.1965	0.1736	0.1723	0.2254	0.0646	0.2505	0.1945	0.2069	0.1810
2009	0.0095	0.0515	0.0387	0.0598	0.0368	0.0739	0.2060	0.2849	0.1076	0.1040	0.1903	0.0900
2010	0.1369	0.1085	0.0964	0.2192	0.1431	0.1831	0.2018	0.2434	0.2380	0.2074	0.1784	0.1899
2011	0.1628	0.1107	0.1513	0.1754	0.1642	0.2009	0.2079	0.1909	0.2180	0.2646	0.1949	0.1897
2012	0.0880	0.1134	0.1576	0.0919	0.0967	0.0853	0.1206	0.1070	0.1395	0.1899	0.1472	0.1043
2013	0.0959	0.0725	0.1510	0.0958	0.0813	0.0710	0.1084	0.1492	0.1295	0.1855	0.1707	0.1013
2014	0.0957	0.0978	0.1610	0.0390	0.0508	0.0756	0.1102	0.0777	0.1223	0.1456	0.1346	0.0818
2015	0.0696	0.0960	0.0989	0.0558	0.0414	0.0195	0.0520	0.1178	0.0720	0.1842	0.2016	0.0645
2016	0.0822	0.1058	0.1488	0.0813	0.0434	0.0505	0.0783	0.1737	0.0887	0.1901	0.0651	0.0790
2017	0.1239	0.1064	0.1831	0.1141	0.0354	0.1163	0.1244	0.1424	0.1008	0.1739	0.0814	0.1106
2018	0.0866	0.0973	0.2068	0.0893	0.0448	0.0943	0.1310	0.1320	0.0955	0.1660	0.0889	0.0995
2019	0.0611	0.0920	0.1377	0.2015	0.0889	0.0517	0.0826	0.0775	0.0781	0.1176	0.0916	0.0992
2020（E）	-0.0441	-0.2800	-0.0998	-0.1228	0.2891	0.0573	0.1510	0.1985	0.0532	0.0166	0.0815	0.0377
2021（E）	0.2286	0.3099	0.1125	0.1217	-0.0059	0.0353	0.1048	0.0990	0.0488	0.2152	0.0813	0.0818
2022（E）	0.0520	0.0523	0.0649	0.0113	-0.0043	0.0427	0.0745	0.0897	0.0917	0.2073	0.0602	0.0527

数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：行业增加值占 GDP 比重变化及未来三年预测（%）

年份	交通运输、仓储及邮政业	住宿和餐饮业	信息传输、计算机服务和软件业	其他	农林牧渔业	制造业	建筑业	房地产业	批发和零售业	租赁和商务服务业	金融业
2005	5.70	2.24	2.70	21.65	11.97	32.50	5.55	4.53	7.46	1.70	4.00
2006	5.55	2.18	2.60	21.58	10.95	32.90	5.67	4.70	7.53	1.80	4.54
2007	5.41	2.05	2.50	20.65	10.55	32.90	5.68	5.08	7.75	1.80	5.63
2008	5.13	2.07	2.50	20.92	10.47	32.70	5.89	4.57	8.20	1.80	5.75
2009	4.74	2.00	2.40	20.34	9.94	32.30	6.51	5.38	8.32	1.80	6.27
2010	4.56	1.87	2.20	20.84	9.61	31.90	6.61	5.66	8.71	1.80	6.24
2011	4.48	1.76	2.11	20.59	9.45	31.98	6.75	5.69	8.96	1.93	6.30
2012	4.41	1.77	2.21	20.36	9.39	31.42	6.85	5.71	9.25	2.08	6.55
2013	4.39	1.72	2.31	20.26	9.22	30.55	6.90	5.96	9.49	2.24	6.96
2014	4.43	1.74	2.49	19.46	8.93	30.50	7.05	5.92	9.82	2.38	7.28
2015	4.43	1.79	2.54	19.30	8.69	29.51	6.93	6.18	9.83	2.63	8.17
2016	4.43	1.82	2.70	19.34	8.37	28.96	6.90	6.69	9.88	2.88	8.03
2017	4.46	1.81	2.86	19.40	7.77	29.30	6.96	6.86	9.75	3.04	7.79
2018	4.39	1.80	3.13	19.22	7.35	29.40	7.12	7.03	9.67	3.21	7.68
2019	4.32	1.82	3.30	21.01	7.42	27.17	7.16	7.03	9.67	3.32	7.78
2020（E）	3.97	1.24	3.15	17.71	9.20	27.60	7.92	8.09	9.79	3.25	8.09
2021（E）	4.50	1.56	3.30	18.34	8.44	26.38	8.07	8.21	9.48	3.64	8.07
2022（E）	4.49	1.62	3.40	17.60	7.97	26.10	8.23	8.49	9.82	4.17	8.12

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、预期裂口下，隐藏着结构性低估所带来的机会

我们已经发现，通过行业分析师一致预期自下而上得到的名义 GDP 预期增速要低于宏观分析师的一致预期。如果宏观预测 GDP 同比增速被高估，则未来存在经济修复不及预期、市场估值中枢下修的可能；**而如果是行业分析师对经济的隐含预期**

过于悲观，那么存在部分行业被结构性低估的机会，随着行业景气不断上行，市场也将有望逐渐对其完成定价。

我们通过**分析师预期未来三年行业营收增速**与**行业营收占全 A 营收比例**这两个指标，来挖掘可能存在结构性低估机会的行业，如果两个指标均位于历史低位，且在未来三年无明显改善，则出现低估的可能性更大，通过这一标准，**我们发现市场对交通运输、仓储及邮政业，“其他”行业，制造业的增长可能存在低估。细分行业上，是可能对交通运输，家用电器，建筑材料，钢铁，采掘和公用事业产生低估。**

图16：2006 年至 2022 年（E）各行业营收增速变化

行业	交通运输、仓储及邮政业	住宿和餐饮业	信息传输、计算机服务和软件业	其他	农林牧渔业	制造业	建筑业	房地产业	批发和零售业	租赁和商务服务业	金融业	全部A股
2006	18.21%	7.04%	20.44%	26.84%	11.81%	29.48%	35.03%	25.61%	20.71%	13.57%	26.12%	27.19%
2007	37.87%	21.43%	9.41%	17.42%	21.08%	29.46%	21.70%	33.71%	16.63%	11.24%	50.60%	28.01%
2008	11.03%	8.80%	35.39%	24.31%	23.13%	13.74%	24.46%	7.28%	18.80%	-0.45%	12.58%	17.51%
2009	-18.23%	6.49%	5.52%	-1.36%	9.32%	2.03%	33.92%	30.46%	15.62%	3.02%	6.43%	5.38%
2010	46.14%	37.32%	15.61%	38.93%	30.75%	39.16%	33.11%	34.42%	34.56%	35.03%	23.71%	35.15%
2011	14.18%	15.82%	20.04%	31.49%	35.41%	22.14%	10.10%	19.43%	31.63%	95.77%	20.06%	23.21%
2012	7.84%	8.94%	18.56%	11.23%	10.28%	3.24%	9.59%	25.57%	11.41%	16.93%	13.59%	9.11%
2013	3.43%	-3.01%	20.78%	3.24%	-0.63%	10.91%	14.75%	27.02%	11.80%	26.76%	12.97%	9.96%
2014	5.26%	-1.79%	3.52%	0.31%	1.66%	6.18%	10.24%	14.68%	-0.65%	18.55%	16.60%	6.62%
2015	-0.95%	6.56%	12.83%	-20.38%	7.97%	1.17%	5.74%	40.83%	14.48%	40.05%	17.65%	1.93%
2016	13.41%	76.74%	16.65%	-0.28%	20.17%	12.26%	6.14%	29.66%	17.93%	45.28%	0.87%	8.44%
2017	19.28%	48.89%	20.01%	23.52%	5.69%	22.50%	11.31%	7.95%	35.20%	38.00%	8.51%	19.02%
2018	15.86%	5.46%	13.79%	17.76%	6.82%	12.99%	10.00%	21.16%	11.09%	10.04%	6.09%	12.51%
2019	8.97%	3.17%	8.70%	7.83%	27.33%	5.88%	17.51%	19.97%	7.31%	-0.23%	13.18%	9.53%
2020（E）	-10.44%	-29.61%	5.54%	-10.64%	24.49%	7.82%	10.08%	17.84%	2.79%	16.65%	6.55%	4.12%
2021（E）	22.86%	36.33%	13.49%	12.17%	3.10%	6.61%	10.48%	15.15%	7.57%	27.64%	8.13%	9.64%
2022（E）	5.20%	9.35%	8.59%	1.13%	3.13%	7.28%	7.45%	13.94%	11.90%	26.52%	6.02%	7.15%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2006 年至 2022 年（E）各行业营收占全部 A 股营收比重变化

年份	交通运输、仓储及邮政业	住宿和餐饮业	信息传输、计算机服务和软件业	其他	农林牧渔业	制造业	建筑业	房地产业	批发和零售业	租赁和商务服务业	金融业
2006	3.98%	0.06%	1.88%	27.70%	0.35%	32.70%	9.23%	1.74%	5.77%	0.41%	16.18%
2007	4.21%	0.05%	1.60%	25.00%	0.33%	33.36%	9.07%	1.77%	5.58%	0.43%	18.59%
2008	4.22%	0.05%	1.85%	26.14%	0.35%	32.89%	9.48%	1.59%	5.57%	0.36%	17.50%
2009	3.29%	0.05%	1.87%	24.32%	0.37%	32.02%	12.07%	1.98%	6.13%	0.38%	17.53%
2010	3.60%	0.05%	1.61%	25.34%	0.36%	33.07%	12.00%	1.99%	6.14%	0.30%	15.55%
2011	3.29%	0.05%	1.60%	26.59%	0.39%	32.98%	10.51%	1.89%	6.50%	0.49%	15.73%
2012	3.26%	0.05%	1.74%	26.96%	0.40%	31.37%	10.52%	2.26%	6.63%	0.55%	16.26%
2013	3.08%	0.04%	1.92%	25.24%	0.36%	31.85%	10.93%	2.60%	6.72%	0.63%	16.63%
2014	3.09%	0.04%	1.87%	23.75%	0.34%	31.82%	11.26%	2.79%	6.24%	0.70%	18.10%
2015	2.97%	0.04%	2.05%	18.39%	0.36%	32.23%	11.56%	3.81%	6.95%	0.95%	20.68%
2016	3.10%	0.07%	2.21%	16.86%	0.40%	33.58%	11.27%	4.54%	7.53%	1.27%	19.16%
2017	3.11%	0.08%	2.23%	17.50%	0.35%	34.56%	10.54%	4.12%	8.56%	1.47%	17.47%
2018	3.20%	0.08%	2.26%	18.32%	0.33%	34.71%	10.31%	4.43%	8.45%	1.44%	16.47%
2019	3.18%	0.07%	2.24%	18.03%	0.39%	33.55%	11.06%	4.85%	8.28%	1.31%	17.02%
2020（E）	2.74%	0.05%	2.27%	15.48%	0.47%	34.75%	11.69%	5.49%	8.17%	1.47%	17.42%
2021（E）	3.07%	0.06%	2.35%	15.83%	0.44%	33.78%	11.78%	5.77%	8.02%	1.71%	17.18%
2022（E）	3.01%	0.06%	2.38%	14.94%	0.42%	33.83%	11.81%	6.14%	8.38%	2.02%	17.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

交运行业在 2020 年预期营收增速降至-10.44%，近十五年里仅高于 2009 年的-18.23%，直到 2022 年预期营收增速依然仅为 5.2%，与 2019 年 8.97%的增速仍有较大差距；从营收占比看，2020 年预期营收占比相较 2019 年下降 0.44%至 2.74%，创历史新低，直至 2021 年与 2022 年这一占比仍然较低，分别为 3.07%与 3.01%，仅高于 2015 年的 2.97%。在前期报告《性与价的均衡-2020 年中报点评》中我们测算过在

当前一致预期下，交运行业 2020 年 H2 业绩增速仅有 0.28%，同时，当前的估值也隐含了较为悲观的预期，PB 为 1.5，位于近十年来 43.26%的分位点。**因此，我们认为市场对交运行业的营收预期可能过于悲观，随着行业逐渐复苏，较低油价利好成本端，业绩修复有望超预期。**

“其他”行业 2020 年预期增速为-10.64%，较 2019 年下降 18.47%，仅高于 2015 年-20.38%，营收占比降至 15.48%，为历史新低。我们对“其他”行业进行重新拆解，发现营收占比最大的电力、热力、燃气及水生产和供应业，采矿业的 2020 年预期营收增速分别下滑 10.6%与 22.9%，降至 0.6%与-16.2%，均只略好于 2015 年。并且在 2021 年，2022 年市场对其预期也较为谨慎。从营收占比看，电力、热力、燃气及水生产和供应业，采矿业的 2020 年预期营收占比分别为 1.81%与 11.18%，较 2019 年分别下降 0.5%与 2.84%，均处于历史最低，在 2021 年，2022 年预期营收占比也未有改善。

电力、热力、燃气及水生产和供应业中成分股大多集中于公用事业，采矿业大多对应于采掘与有色金属。从不久前公布的 2020 年中报数据看，公用事业，采掘累计营业收入增速分别为-3.37%，-15.16%，利润增速为 6.2%，-79.2%，业绩修复较慢是 2020 年悲观预期的主要原因。然而疫情对公用事业与采矿业的直接冲击有限，更多地是冲击其下游需求造成的间接影响，在上面我们谈到，市场倾向于认为疫情对大多数行业都是一次性冲击，那么在一次性冲击过去之后，随着大多数行业都回到疫情前的增长水平，公用事业和采矿业作为上游行业业绩也将得到修复。然而**从 2021 年与 2022 年的营收预期看，市场对其未来两年的营收修复依然较为悲观。**公用事业，采掘当前 PB 分别为 1.51 与 1.03，位于近十年 14.62%与 4.58%分位点，估值安全边际较高，一旦业绩修复超预期，有望带动估值上升。

图 18：2011 年至 2022 年（E）“其他”中细分行业营收增速变化

所属行业	卫生和社会工作	教育	文化、体育和娱乐业	水利、环境和公共设施管理业	电力、热力、燃气及水生产和供应业	科学研究和技术服务业	综合	采矿业
2011	27.19%		4.25%	30.86%	19.57%	19.13%	8.66%	33.40%
2012	6.21%		21.89%	20.59%	12.56%	19.31%	-15.47%	10.95%
2013	14.85%	22.28%	15.24%	6.54%	5.80%	31.49%	1.36%	2.32%
2014	19.87%	3.79%	13.32%	22.36%	0.09%	12.69%	10.54%	-1.37%
2015	17.57%	-0.62%	18.52%	24.33%	-1.89%	0.63%	-6.03%	-25.06%
2016	26.45%	-56.71%	18.26%	27.40%	1.85%	24.68%	16.66%	-3.17%
2017	36.00%	28.92%	4.26%	43.55%	17.80%	30.90%	-18.82%	24.95%
2018	19.94%	-1.52%	0.35%	21.76%	13.71%	20.58%	89.05%	18.89%
2019	11.19%	37.47%	-1.46%	15.77%	11.23%	13.09%	23.13%	6.74%
2020	20.26%	15.31%	-8.53%	21.18%	0.63%	34.08%	4.47%	-16.17%
2021	24.42%	30.43%	34.45%	19.49%	6.04%	17.40%	18.05%	12.58%
2022	24.50%	24.12%	13.25%	15.85%	4.62%	21.47%	17.94%	6.10%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2010 年至 2022 年（E）“其他”中细分行业营收占比变化

所属行业	卫生和社会工作	教育	文化、体育和娱乐业	水利、环境和公共设施管理业	电力、热力、燃气及水生产和供应业	科学研究和技术服务业	综合	采矿业
2010	0.03%	0.00%	0.10%	0.05%	2.45%	0.00%	0.09%	21.25%
2011	0.03%	0.00%	0.14%	0.07%	2.12%	0.01%	0.09%	22.44%
2012	0.03%	0.02%	0.20%	0.09%	2.34%	0.01%	0.03%	22.80%
2013	0.03%	0.02%	0.18%	0.09%	2.21%	0.02%	0.03%	20.90%
2014	0.03%	0.02%	0.19%	0.10%	2.03%	0.03%	0.05%	19.33%
2015	0.04%	0.02%	0.26%	0.14%	2.15%	0.04%	0.04%	14.08%
2016	0.06%	0.03%	0.42%	0.19%	1.98%	0.06%	0.04%	12.68%
2017	0.08%	0.04%	0.40%	0.24%	2.04%	0.08%	0.00%	13.47%
2018	0.08%	0.02%	0.28%	0.25%	2.05%	0.11%	0.04%	14.32%
2019	0.07%	0.03%	0.30%	0.26%	2.31%	0.13%	0.05%	14.02%
2020（E）	0.09%	0.04%	0.22%	0.30%	1.81%	0.14%	0.02%	11.18%
2021（E）	0.10%	0.05%	0.27%	0.33%	1.76%	0.15%	0.02%	11.47%
2022（E）	0.12%	0.06%	0.29%	0.36%	1.71%	0.17%	0.02%	11.36%

数据来源：Wind、开源证券研究所

在过往经济复苏期中，制造业的营收增速弹性较高，然而此次复苏期中，市场对制造业 2020 年至 2022 年的预期营收增速分别为 7.82%，6.61%和 7.28%，相较过去三轮经济复苏期的增速中枢显著下滑，且弹性较弱。然而相较于认为制造业整体行业被低估，我们更倾向于认为市场对制造业存在结构性低估，这是由于制造业的子行业众多，且各子行业之间的景气决定因素差异较大，并不能一概而论。

因此我们对制造业成分股按上市公司通常的行业划分，寻找可能被低估的细分行业线索，依然考虑行业历史营收增速与历史营收占比两个维度（行业成分股为制造业中相应成分股），我们认为可能存在业绩低估的行业有**家用电器，建筑材料和钢铁**。

表7：制造业成分股对应上市公司行业汇总

行业	机械设备	化工	医药生物	电子	电气设备	汽车	轻工制造	有色金属	食品饮料	纺织服装	通信	国防军工	建筑材料	家用电器	计算机	钢铁	其他
成分股个数	380	350	287	269	202	166	127	105	98	81	72	70	65	60	53	35	118

数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2011 年至 2022 年（E）制造业细分对应上市公司行业营收增速变化

所属行业	化工	医药生物	国防军工	家用电器	建筑材料	有色金属	机械设备	汽车	电子	电气设备	纺织服装	计算机	轻工制造	通信	钢铁	食品饮料
2011	39.53%	19.68%	39.85%	20.93%	34.94%	38.78%	22.30%	16.85%	11.74%	8.53%	22.30%	-1.05%	22.38%	25.70%	13.42%	22.93%
2012	3.36%	21.96%	-2.01%	9.44%	0.06%	8.83%	-2.51%	2.89%	21.84%	6.11%	11.10%	12.84%	10.83%	3.93%	-9.85%	19.55%
2013	19.22%	21.87%	3.35%	13.50%	22.64%	10.32%	4.01%	16.54%	26.24%	13.73%	1.46%	12.80%	11.58%	-3.56%	2.15%	5.93%
2014	3.83%	10.02%	28.35%	7.11%	3.24%	4.43%	3.10%	12.28%	27.00%	7.66%	6.41%	28.70%	-0.23%	12.65%	-6.76%	0.82%
2015	-3.85%	11.70%	8.73%	-6.32%	-11.24%	-7.43%	15.06%	9.07%	16.83%	16.82%	8.72%	19.78%	6.32%	25.83%	-24.85%	4.92%
2016	11.35%	13.74%	8.81%	16.80%	11.92%	9.01%	-1.36%	18.33%	27.75%	14.42%	12.75%	17.61%	10.88%	15.42%	9.16%	7.97%
2017	32.12%	18.36%	-0.39%	32.72%	33.42%	14.72%	13.80%	17.53%	29.02%	14.31%	19.15%	-4.32%	23.28%	15.64%	42.58%	16.11%
2018	16.54%	19.28%	8.86%	14.17%	39.89%	7.69%	16.42%	4.61%	15.45%	7.19%	8.21%	23.14%	15.04%	3.85%	12.82%	14.41%
2019	4.46%	12.71%	5.25%	5.23%	16.09%	7.36%	10.77%	-2.86%	6.61%	18.55%	-0.75%	10.70%	7.62%	1.94%	6.10%	14.99%
2020	7.91%	19.23%	11.63%	0.60%	9.52%	6.05%	13.99%	2.53%	16.54%	22.52%	-8.86%	10.72%	9.96%	14.11%	-1.74%	12.47%
2021	18.77%	18.68%	15.96%	11.21%	10.73%	10.08%	13.96%	10.40%	21.28%	20.88%	12.71%	20.44%	17.84%	18.99%	2.68%	14.35%
2022	16.98%	17.88%	16.44%	9.09%	9.36%	7.85%	13.23%	9.29%	19.04%	17.76%	11.95%	17.92%	15.55%	19.29%	3.26%	12.88%

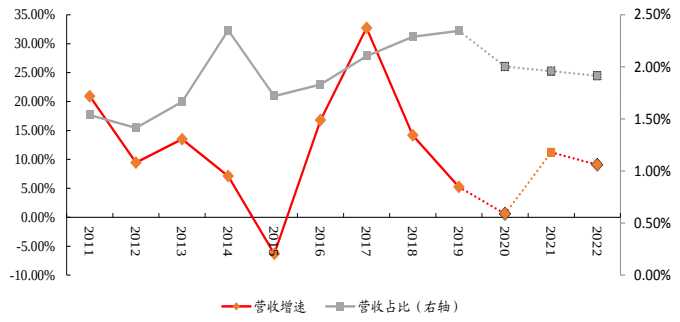
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2010 年至 2022 年（E）制造业细分对应上市公司行业营收占比变化

所属行业	化工	医药生物	国防军工	家用电器	建筑材料	有色金属	机械设备	汽车	电子	电气设备	纺织服装	计算机	轻工制造	通信	钢铁	食品饮料
2010	1.79%	0.82%	0.56%	1.39%	0.63%	2.14%	2.41%	4.05%	0.84%	1.31%	0.20%	0.63%	0.46%	0.48%	5.88%	0.98%
2011	2.53%	0.81%	0.63%	1.54%	0.90%	2.76%	2.72%	4.63%	0.83%	1.32%	0.37%	0.20%	0.55%	0.59%	5.65%	1.11%
2012	2.52%	0.83%	0.67%	1.41%	0.85%	2.64%	2.39%	4.15%	0.92%	1.22%	0.30%	0.10%	0.62%	0.54%	4.63%	1.18%
2013	2.45%	1.05%	0.64%	1.66%	0.97%	2.67%	1.90%	4.59%	1.15%	1.31%	0.41%	0.16%	0.53%	0.49%	4.73%	1.25%
2014	2.93%	1.14%	0.88%	2.35%	0.91%	2.50%	2.00%	5.35%	1.38%	0.97%	0.40%	0.21%	0.54%	0.55%	4.35%	1.33%
2015	2.48%	1.25%	0.87%	1.72%	0.72%	2.23%	1.96%	5.14%	1.72%	1.65%	0.46%	0.50%	0.57%	0.65%	2.99%	1.26%
2016	2.66%	1.19%	0.80%	1.83%	0.70%	2.27%	1.55%	5.04%	1.83%	1.50%	0.46%	0.58%	0.61%	0.65%	2.67%	1.15%
2017	3.27%	1.29%	0.75%	2.10%	0.71%	2.44%	1.84%	5.26%	2.28%	1.52%	0.49%	0.43%	0.77%	0.67%	3.20%	1.20%
2018	3.42%	1.39%	0.73%	2.29%	0.94%	2.21%	1.84%	4.88%	3.26%	1.32%	0.46%	0.49%	0.79%	0.64%	2.98%	1.25%
2019	3.56%	1.43%	0.78%	2.35%	1.14%	2.58%	2.00%	4.73%	3.44%	1.29%	0.42%	0.50%	0.78%	0.67%	3.41%	1.46%
2020	3.45%	1.48%	0.68%	2.00%	1.17%	2.42%	2.26%	4.56%	4.16%	1.91%	0.39%	0.56%	0.87%	0.70%	2.96%	1.53%
2021	3.61%	1.55%	0.70%	1.96%	1.14%	2.34%	2.27%	4.43%	4.44%	2.03%	0.39%	0.59%	0.91%	0.73%	2.67%	1.54%
2022	3.78%	1.64%	0.73%	1.91%	1.11%	2.26%	2.30%	4.34%	4.74%	2.15%	0.39%	0.62%	0.94%	0.78%	2.48%	1.55%

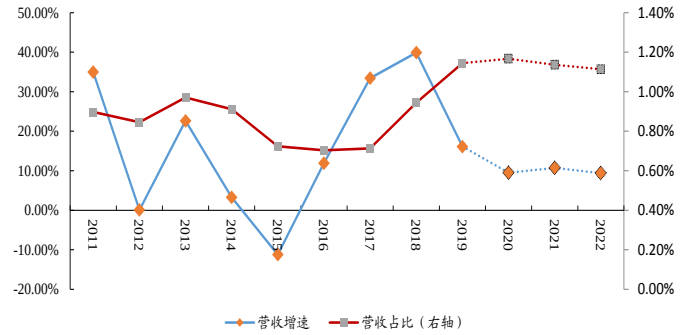
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：家用电器行业预期营收增速反弹力度有限，预期营收占比下滑



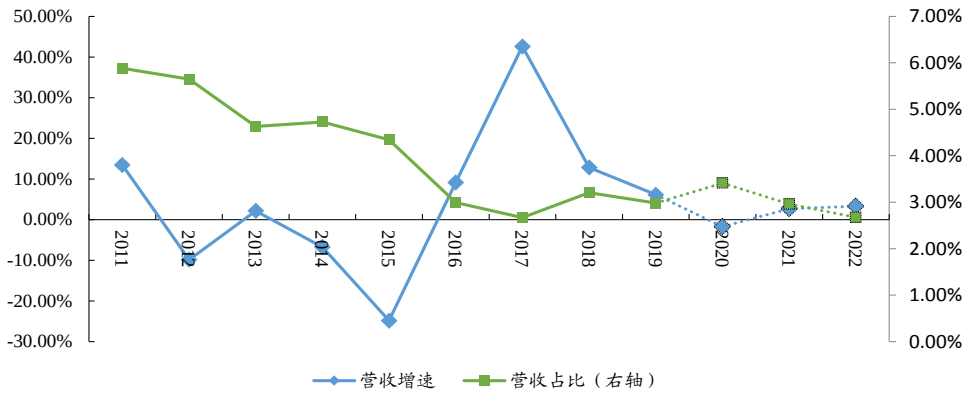
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：建筑材料行业预期营收增速处于历史低位，预期营收占比下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：钢铁行业预期营收增速反弹力度有限，预期营收占比下滑至历史底部



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

经济修复不及预期，测算误差

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