

疫情后制造业哪些领域更上一层楼？

报告摘要：

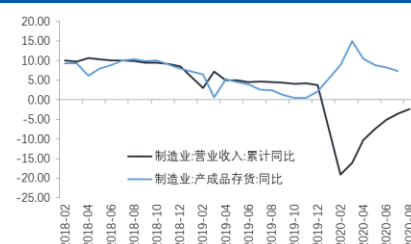
疫情得到控制以来中国经济持续复苏，工业增加值增速快速上行，Q2以来制造业营收见底回升、存货高位回落，步入复苏初期。结构上不同行业之间差异很大。从库存周期角度看，计算机、专用设备、食品与有色反弹更快；从利润改善角度看，计算机、装备制造、食品、医药等领域规模增长突出；以营收利润率衡量效率的角度看，计算机、装备制造、汽车、医药等领域有提升，从上市公司数据中也可以找到以高端制造业为主的细分行业提质增效的证据；从以资产负债率衡量的杠杆角度看，计算机、汽车、黑色与饮料的复苏更健康。

什么原因带来这样的复苏特征？首先是外因。今年前8月工业利润改善呈现下游>中游>上游特征。但需求结构上看，出口增速回升的势头明显好于国内社零消费复苏，这表明外需在制造业复苏过程中起到了关键作用。上述在周期、利润、效率和杠杆四个维度表现较好的制造业细分行业，如计算机、装备制造、医药、汽车、食品饮料等，普遍出现年初至今出口交货值累计正增长或增速较今年2月低点明显回升的特点。具体到商品，计算机电子、医药、新能源车、家电、纺织制品、机械等领域表现较好。409家A股制造业上市公司中报披露海外业务收入同比增长，其中计算机、通信和电子设备制造业最多，达102家，其次是医药、专用设备、机械和化工。

其次是内因。我们认为本轮复苏不能简单归结为房地产、基建主导。房地产开发投资中主要是土地购置费增速较高，社零中建筑及装潢材料、家具销售增速弱于社零整体增速。高技术制造业的固定资产投资增速明显快于房地产和基建。地方财力经疫情消耗后较为吃紧，大部分地区一般预算收入同比下滑，因此我们认为基建后续有提升空间，但增速也不会很快。长期来看，“双循环”新发展格局下，中国经济将释放更多创新、改革和开放红利，激发消费潜力，以科技创新带动经济增长新周期。本轮疫情对经济带来了挑战，但也为“中国制造”与“中国智造”龙头带来了机遇：第一是行业集中、结构优化；第二是提高效率、激发潜能；第三是制度优势、内需保障；第四是转危为机、开拓海外。随着低端过剩产能出清更加彻底、经济隐患更早暴露、产业结构升级更进一步，会有一批优秀的中国企业综合实力迈上新台阶，这同时也会大大增强未来经济复苏的持久性。制造业的自我革命才是永葆常青、国运昌盛之本。

风险提示：消费低于预期，宏观政策收紧，海外疫情反复。

相关数据



相关报告

- 《经济稳步爬坡，但内需仍需拉动——8月经济数据点评》
-20200916
- 《进口下降的“假象”——8月贸易数据点评》
-20200908
- 《中西方疫情后的复苏路径有何差异——海外宏观周度观察（2020年第33周）》
-20200817
- 《如何理解新形势下的“双循环”》
-20200812
- 《洪涝灾害对今年投资、通胀影响整体可控》
-20200712
- 《预计全年社零小幅正增长，下半年消费有望恢复常态》
-20200630
- 《新老基建空间广阔，预计年内基建投资增速8%以上》
-20200331

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

目 录

1.	制造业处于复苏初期，部分领域表现突出.....	4
1.1.	制造业正处于被动去库存的复苏初期.....	4
1.2.	结构上看，计算机、装备制造、医药、汽车、食品饮料相对更佳.....	5
1.2.1.	周期角度看，计算机、专用设备、食品与有色反弹更快.....	5
1.2.2.	利润角度看，计算机、装备制造、食品、医药等领域规模增长突出.....	7
1.2.3.	效率角度看，计算机、装备制造、汽车、医药等领域有提升.....	8
1.2.4.	杠杆角度看，计算机、汽车、黑色与饮料的复苏更健康.....	10
1.2.5.	综合看，计算机、装备制造、医药、汽车、食品饮料等行业表现突出.....	11
2.	海外需求对中国制造业复苏的贡献巨大.....	12
2.1.	宏观层面，外需是制造业复苏的重要拉动力.....	12
2.2.	行业层面，制造业细分行业表现与外需关联度较高.....	13
2.3.	公司层面，电子、医药等行业企业拓展海外业务最多.....	13
2.4.	技术层面，生物/生命科学与电子是中国制造优势领域.....	14
2.5.	商品层面，计算机电子、医药、新能源车、机械等类别出口较好.....	15
3.	制造业的自我革命是强国之本.....	18
3.1.	传统周期性投资的故事不会昔日重现.....	18
3.2.	制造强国是永葆昌盛的关键.....	20

图表目录

图 1:	疫情结束后，工业生产迅速回升.....	4
图 2:	制造业整体处于营收增速回升、存货增速下降的复苏初期（%）.....	4
图 3:	计算机通信电子设备制造业复苏进展（%）.....	5
图 4:	汽车制造业复苏进展（%）.....	5
图 5:	黑色金属冶炼及压延加工业复苏进展（%）.....	5
图 6:	非金属矿物制品业复苏进展（%）.....	5
图 7:	化学原料及化学制品制造业复苏进展（%）.....	6
图 8:	农副食品加工业复苏进展（%）.....	6
图 9:	有色金属冶炼及压延加工业复苏进展（%）.....	6
图 10:	食品制造业复苏进展（%）.....	6
图 11:	石油煤炭及其他燃料加工业仍处萧条（%）.....	6
图 12:	烟草制品业仍处主动去库存阶段（%）.....	6
图 13:	通用设备制造业复苏进展（%）.....	7
图 14:	专用设备制造业复苏进展（%）.....	7
图 15:	医药制造业复苏进展（%）.....	7
图 16:	家具制品业复苏进展（%）.....	7
图 17:	制造业部分细分行业实现利润正增长（1-8 月累计同比）.....	7

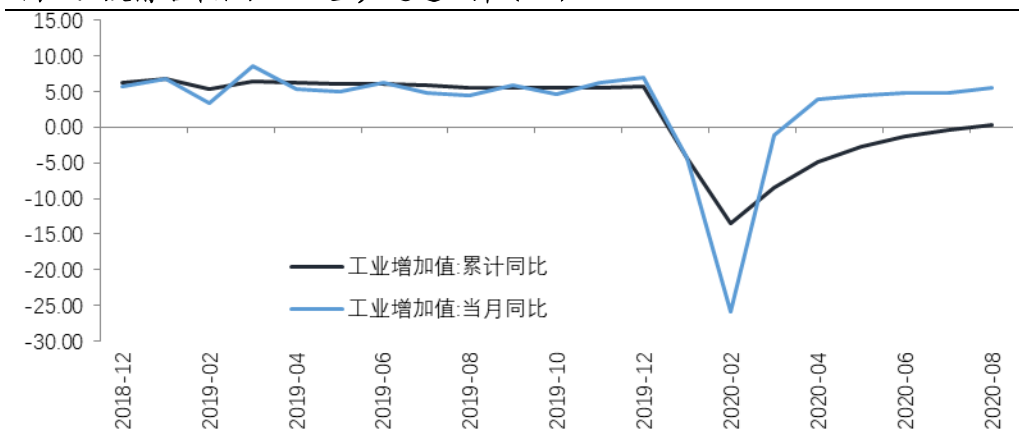
图 18: 部分细分行业占制造业利润比重变化 (与去年同期相比)	8
图 19: 制造业细分行业的营收利润率及变化情况	9
图 20: 部分制造业细分行业的平均营业收入增速变化 (Q2-Q1)	10
图 21: 部分制造业细分行业的平均营业利润增速变化 (Q2-Q1)	10
图 22: 制造业资产负债率总体无变化, 结构上国企降杠杆、民企加杠杆	11
图 23: 制造业、多数行业杠杆率上升 (个百分点)	11
图 24: 下游利润改善更明显	12
图 25: 消费增速缓步回升 (%)	12
图 26: 出口维持较好势头 (%)	12
图 27: 海外营收增长的上市公司行业分布	14
图 28: 电子与生物/生命科学是中国制造的技术优势领域	15
图 29: 我国制造业在计算机通信与集成、材料、光电与航空航天未显出口优势	15
图 30: 新能源乘用车出口大幅增长	16
图 31: 集成电路、计算机设备及零部件、LED 监视器出口快速修复	16
图 32: 家电出口金额同比正增	16
图 33: 医药出口金额同比正增	17
图 34: 电池出口金额同比正增	17
图 35: 机械出口金额同比正增	17
图 36: 纺织制品出口金额同比飙升	17
图 37: 计量仪表出口金额同比正增	17
图 38: OLED 出口金额同比飙升	17
图 39: 军工、核能、光学、电机、化工等大类今年单月出口增速	18
图 40: 房地产开发投资: 土地购置费增速高于施工、新开工、竣工	18
图 41: 社会消费品零售: 建筑及装潢材料、家具增速乏力	19
图 42: 房地产、基建投资增速快于制造业 (%)	19
图 43: 高技术制造业投资增速更快 (%)	19
图 44: 总人口与户籍城镇化率缺口很大 (%)	20
图 45: 中国与全球出口市场上部分重要经济体的当前与去年份额比	21
表 1: 8 个行业利润占比与出口增速提升	13

1. 制造业处于复苏初期，部分领域表现突出

1.1. 制造业正处于被动去库存的复苏初期

今年疫情得到控制以来，中国经济持续复苏、数据总体亮眼，工业增加值单月增速在4月即转正并快速上行，累计增速也已经于8月转正。

图 1: 疫情结束后，工业生产迅速回升 (%)

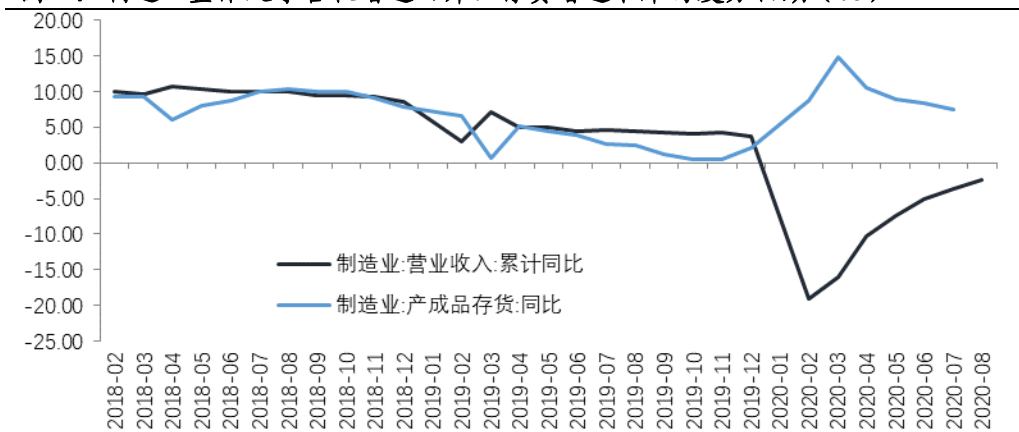


数据来源：东北证券，Wind

过去两年制造业营收与库存增速持续下行，我们此前曾估计库存周期将在 2020Q1 见底、营收增速最低到-3%左右（参见前期报告《决胜小康——2020 年宏观经济及资产配置展望》）。但新冠疫情爆发造成重大经济冲击，一季度制造业库存同比增速大幅上升，营收同比增速大幅下降，这使得周期底部更深（营收增速最低-19.1%）。

此后经济开始复苏。二季度以来，制造业营收见底回升、存货高位回落，步入被动去库存的复苏初期。这里我们没有简单地将当下时点与 2019 年末直接比较，因为这两个时点之间经济走势并非线性变化，而是先下后上、探底回升。由于营收增速尚未转正（1-8 月累计同比-2.4%）、更未追上产成品存货的增速（7.4%），当前尚属经济复苏前半程。

图 2: 制造业整体处于营收增速回升、存货增速下降的复苏初期 (%)



数据来源：东北证券，Wind

1.2. 结构上看，计算机、装备制造、医药、汽车、食品饮料相对更佳

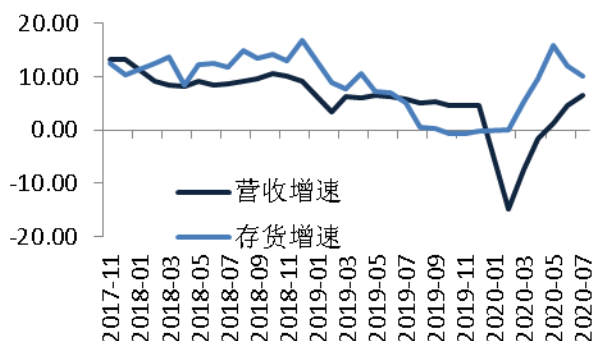
那么，是否制造业各细分领域都已步入复苏初期？结构上看并非如此，不同行业之间差异很大，以下从库存周期、利润增长、营收利润率和杠杆率四个角度进行比较。

1.2.1. 周期角度看，计算机、专用设备、食品与有色反弹更快

计算机通信电子、专用设备、食品与有色的营收增速率先转正、走出周期底部。制造业营收占比最大的 10 个细分行业中，计算机、通信和其他电子设备制造业、专用设备制造业、农副食品加工业和有色金属冶炼及压延加工业这 4 个行业的营收累计增速已经转正，而汽车制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业、非金属矿物制品业、石油、煤炭及其他燃料加工业、通用设备制造业这 6 个行业营收增速仍为负数。其余行业中，食品制造业的营收累计增速也已经转正。如果结合存货增速来看，前述行业多数处于被动去库存的复苏前半程，计算机、专用设备、食品（此处指食品制造业和农副食品加工业）与有色的复苏进度最快。

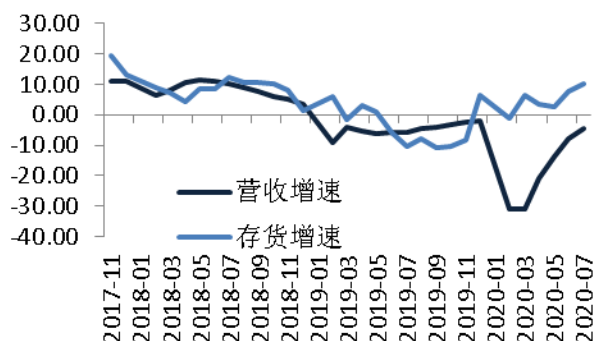
但有三个行业并不乐观，需关注风险：汽车制造业的营收、存货增速均在上行，需要特别关注汽车库存压力的风险；石油、煤炭及其他燃料加工业的营收、存货增速均持续下行，仍在主动去库存、属于萧条阶段；烟草制品业虽基本未受疫情影响，但营收、存货增速均持续下行，同样处于主动去库存阶段。

图 3：计算机通信电子设备制造业复苏进展（%）



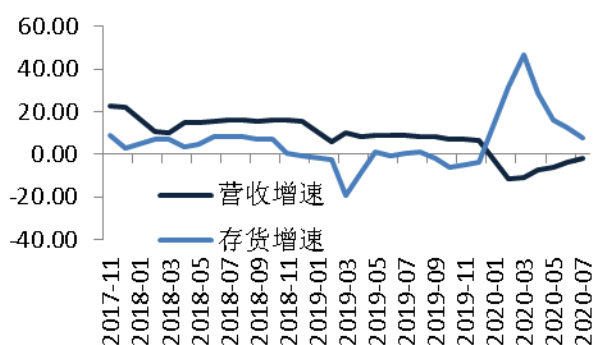
数据来源：东北证券，Wind

图 4：汽车制造业复苏进展（%）



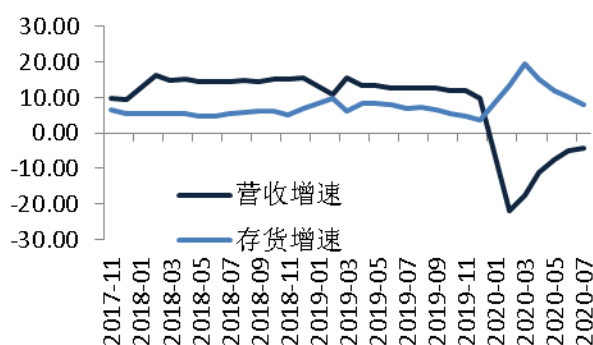
数据来源：东北证券，Wind

图 5：黑色金属冶炼及压延加工业复苏进展（%）



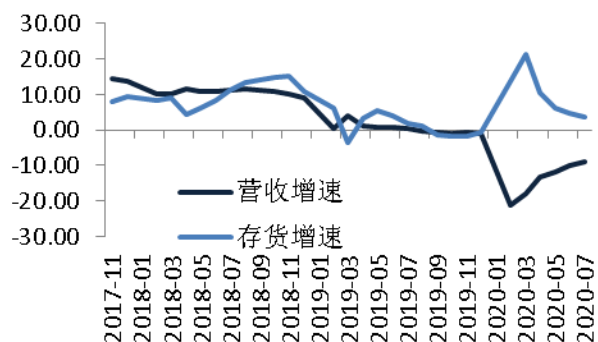
数据来源：东北证券，Wind

图 6：非金属矿物制品业复苏进展（%）



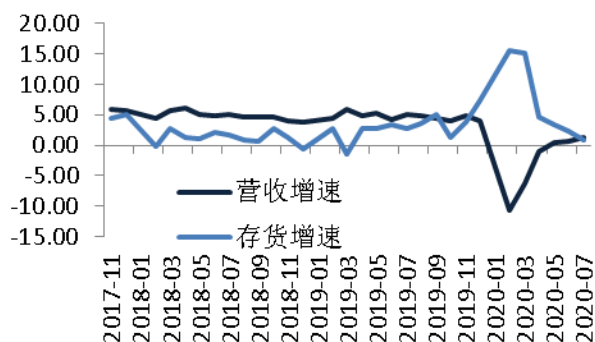
数据来源：东北证券，Wind

图 7: 化学原料及化学制品制造业复苏进展 (%)



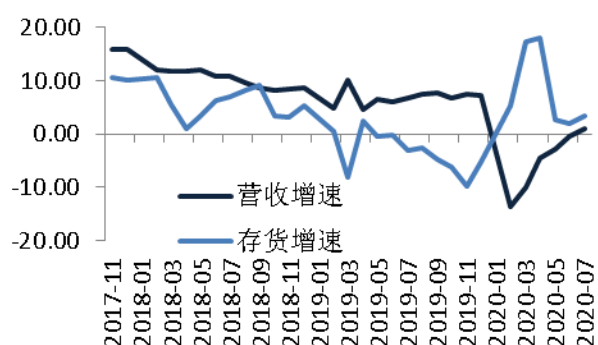
数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 农副食品加工业复苏进展 (%)



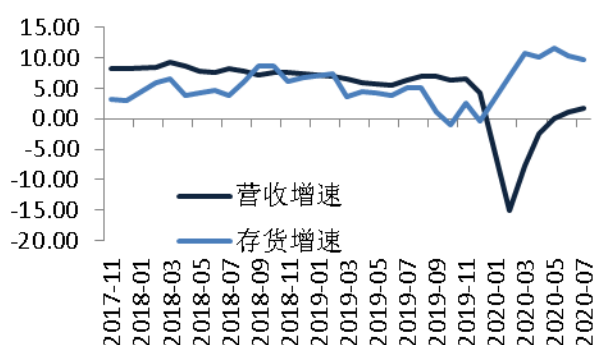
数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 有色金属冶炼及压延加工业复苏进展 (%)



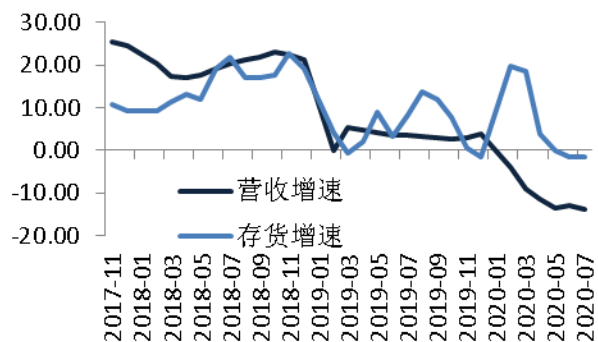
数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 食品制造业复苏进展 (%)



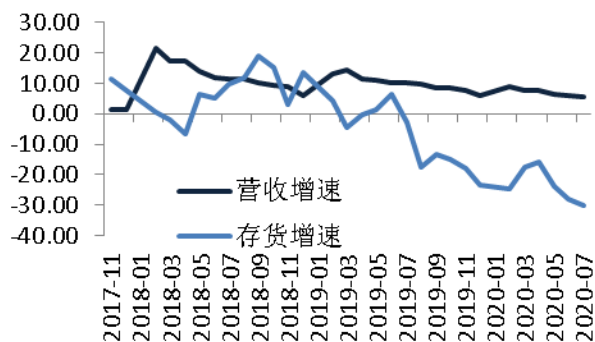
数据来源: 东北证券, Wind

图 11: 石油煤炭及其他燃料加工业仍处萧条 (%)



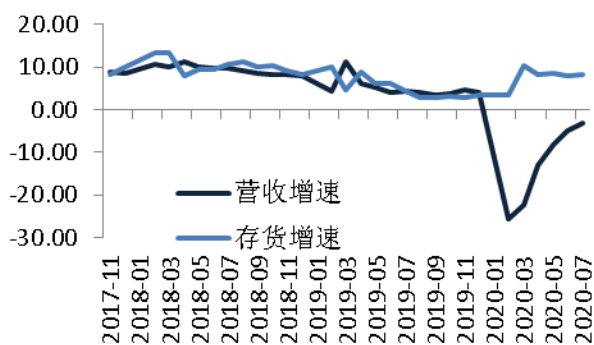
数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 烟草制品业仍处主动去库存阶段 (%)



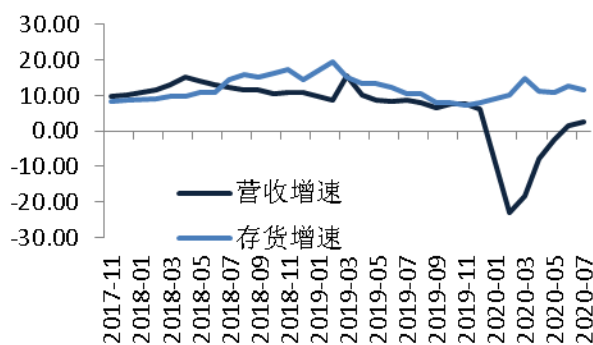
数据来源: 东北证券, Wind

图 13: 通用设备制造业复苏进展 (%)



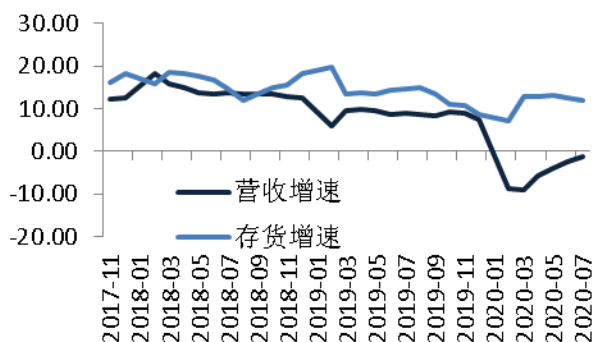
数据来源: 东北证券, Wind

图 14: 专用设备制造业复苏进展 (%)



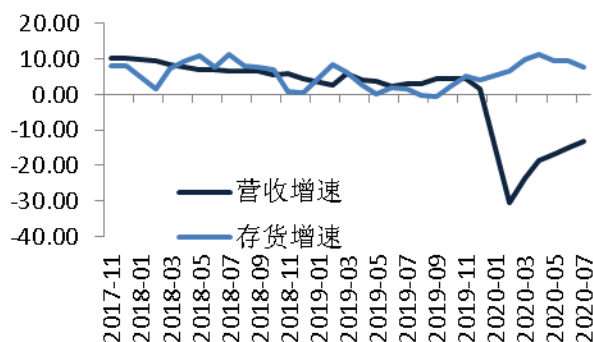
数据来源: 东北证券, Wind

图 15: 医药制造业复苏进展 (%)



数据来源: 东北证券, Wind

图 16: 家具制品业复苏进展 (%)

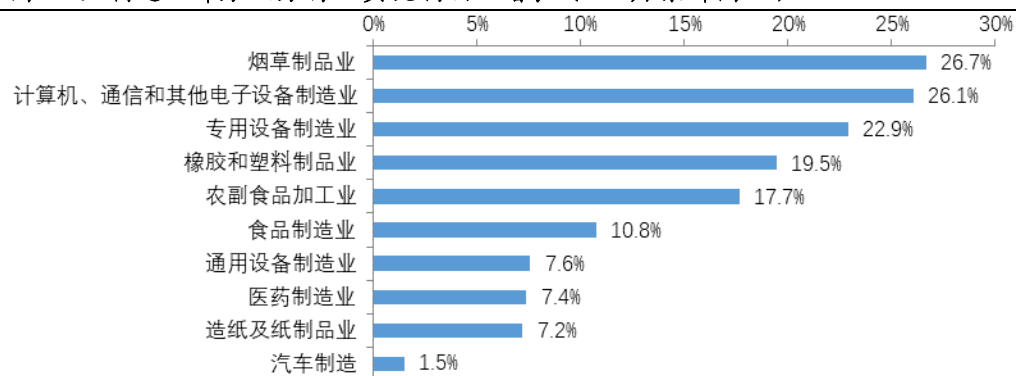


数据来源: 东北证券, Wind

1.2.2. 利润角度看, 计算机、装备制造、食品、医药等领域规模增长突出

计算机通信电子、装备制造、食品、医药、橡塑、烟草等领域今年 1-8 月实现利润正增长(同期制造业利润总额同比-1%),其中利润规模同比增长最突出的是计算机、通信和其他电子设备制造业与专用设备制造业,二者占制造业利润比重也分别同比增加了 2.25 个百分点和 0.97 个百分点。其余利润正增长的行业还有烟草制造业、通用设备制造业、医药制造业、食品制造业、农副食品加工业、汽车制造业等。

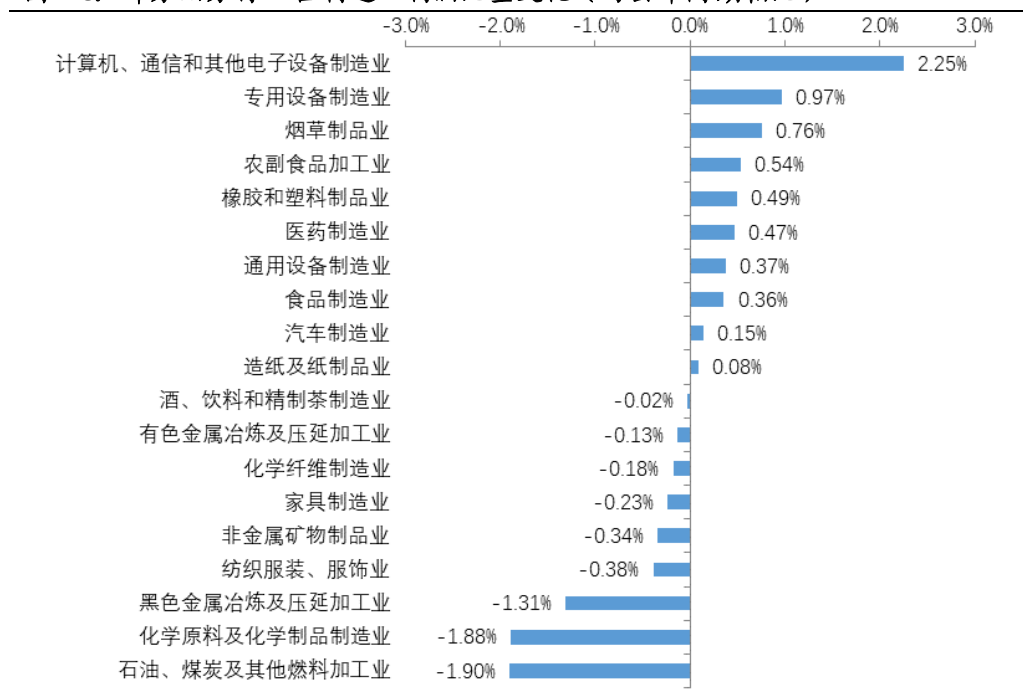
图 17: 制造业部分细分行业实现利润正增长(1-8 月累计同比)



数据来源: 东北证券, Wind

地产基建产业链则表现较差，例如非金属矿物制品业（玻璃水泥等）、有色金属冶炼及压延加工业（铜铝等）、黑色金属冶炼及压延加工业（钢铁）、家具制造业的利润占比分别下降 0.34、0.13、1.31、0.23 个百分点。

图 18：部分细分行业占制造业利润比重变化（与去年同期相比）



数据来源：东北证券，Wind

1.2.3. 效率角度看，计算机、装备制造、汽车、医药等领域有提升

以营收利润率衡量制造业企业的经营效率，较去年同期提升的领域包括烟草、橡塑、装备制造、医药、食品饮料、计算机通信电子、汽车和造纸。具体而言，烟草制品业的营收利润率从去年末的 11.24% 提高到 13.61%，橡胶和塑料制品业的营收利润率从去年末的 5.07% 提高到 6.40%，专用设备制造业的营收利润率从去年末的 7.21% 提高到 8.54%，通用设备制造业的营收利润率从去年末的 6.40% 提高到 6.96%，医药制造业的营收利润率从去年末的 13.27% 提高到 14.24%，食品制造业的营收利润率从去年末的 8.88% 提高到 9.88%，饮料食品制造业的营收利润率从去年末的 8.88% 提高到 9.88%，计算机、通信和其他电子设备制造业的营收利润率从去年末的 8.88% 提高到 9.88%。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2277

