

中国制造的生命周期全景图

证券研究报告

2018年03月18日

谁在成长，谁在成熟，谁在衰退

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：
S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

行业的生命周期包含萌芽、成长、成熟、衰退四个阶段

行业萌芽期规模小，盈利低；成长期市场逐渐扩大，利润增速大伴随风险强，市场份额和技术竞争激烈，直至兼并重组和集中度提高；成熟期市场结构较稳定，收入适度，资本开支下降且利润水平较高；衰退期行业收入利润停滞或向下进入萧条，其中出现短期的静态性产能过剩，资源型行业常衰而不亡，高科技行业常衰退期短。

行业的生命周期判断主要依据资本开支增速和主营收入增速

我们以行业的成长能力与收入能力为锚，划分行业的生命周期，其中的关键指标是行业构建固定、无形和其他长期资产的资本开支增速（包括资本化的研发投入）和主营业务收入增速。企业的价值取决于企业盈利能力有多强，企业所处的行业发展空间有多大，这两者是随着企业所在行业的生命周期而动态变化的。好企业具有核心竞争力和可持续性，兼具长长的坡与厚厚的雪，是价值和成长的统一而非对立。

成长期行业偏技术密集，成熟期行业偏资本密集，衰退期行业偏周期性

处于成长期的中国制造大多属于技术密集度较高的电子、通信、电气、医疗、新能源、新材料等产业链，处于成熟期的大多属于中游的机械化工运输装备制造和下游的消费品制造，处于衰退期的主要是早期城市化和工业化 1.0 时代崛起的周期性产业，受益于地产基建需求，以重资产高耗能为主。其中，锂是兼具高成长和高收入的超级风口；低压设备处于成长初期，成长性强但收入增速低；被动元件处于成长性低但收入增速高的甜蜜期。

不同阶段的行业有不同的投资特点

萌芽期行业投资高风险与高回报并存；成长期行业选择具备较强的创新能力、能够保持高研发投入、商业模式清晰、符合产业发展趋势的，这一类企业能够创造长期价值；成熟期行业中规模优势强、毛利高的行业龙头企业一般会有不错的分红表现；衰退期机会在于提高产能利用率和运营效率，可持续性的行业。

风险提示：产业政策加速行业生命周期；技术变革对行业成长和收入的冲击

戈登摩尔：企业从来不会依靠现有产品复苏，如果它们能够走出衰退，一定是骑在新产品的背上。

人的一生会经历幼年、青年、中年、老年，一个行业也会经历萌芽、成长、成熟、衰退。

一、行业生命周期的这四个阶段有什么特征？

行业的萌芽期，就像人从出生到幼年这个阶段，“从头到脚都是新的”：科学概念孵化为技术原型，技术的应用诞生了一个新的行业。行业诞生的初期，研发费用较高，技术也不成熟，而且市场对产品缺乏了解，使得市场需求小，销售收入低，规模不经济，因此处在萌芽初期的企业，财务上可能没有盈利，还有较大亏损。如果没有大公司收购或是风险投资，这类初创型企业只有少数能撑下来。当行业进入萌芽后期，随着技术的成熟，成本逐渐降低，应用范围和市场需求逐渐扩大，行业逐步进入成长期。

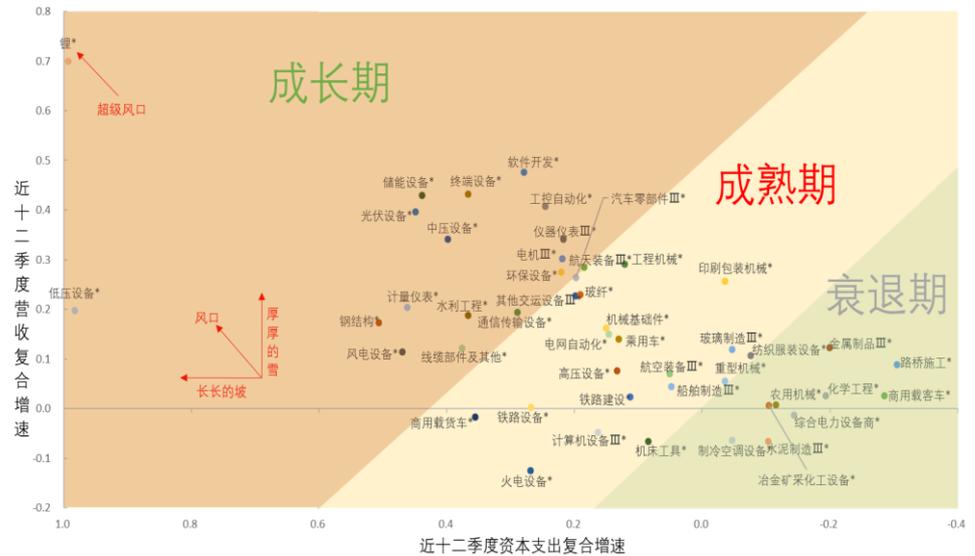
行业的成长期，就像人从少年到青年的发育阶段：成长初期，技术应用从示范化进入到市场化和规模化阶段。成长中期，市场逐渐认可并接受了新产品，产品销量迅速增长，市场逐步扩大，企业的收入增长很快，同时也投入大量资本开支来实现高速增长。这个阶段虽然企业利润成长很快，但面临的竞争风险也很大，投资于新行业的厂商大量增加，进入激烈的价格竞争阶段。成长后期，企业不仅依靠扩大产量和提高市场份额获得竞争优势，还需要不断提高技术水平、降低成本、研发新产品，从而战胜或紧跟竞争对手，维持企业生存。激烈的行业竞争使得企业破产率与被兼并率非常高，优胜劣汰后行业集中度大幅提升，之后稳定在一定水平。由于市场需求趋于饱和，行业收入增速开始下降，企业的成长性开始放缓，整个行业开始进入成熟期。

行业的成熟期，就像人的壮年和中年，行业的成熟期也是一个持续时间相对较长的阶段：技术应用的市場化和规模化已经完成，渗透率逐渐饱和，行业的成长性逐渐消失，行业的收入增速降到一个适度水平，行业的资本开支增速下降。整个市场的竞争格局在相当长的时期内处于稳定状态，企业之间的竞争手段从成长期的打价格战转向成非价格手段，比如提高质量、改善性能、加强服务。行业利润也由于一定程度的垄断达到了较高水平，而风险却因为市场结构稳定、新企业难以进入而降低。成熟后期，部分行业开始进入衰退，某些行业也可能由于技术创新、产业政策或者全球化等各种原因又迎来新的高速成长。

行业的衰退期，就像人进入老年，是客观的必然：衰退并不一定意味着消亡，很多情况下，行业的衰退期往往比行业生命周期的其他三个阶段的总和还要长，大量的行业都是衰而不亡，甚至会与人类社会长期共存。通常情况是高科技行业的衰退期持续时间较短，而资源相关的公用事业行业衰退期持续时间较长。总的来说，当行业进入衰退期后，会出现短期的非均衡，也就是短期产能过剩，但长期没有过剩问题，产能过剩只是静态概念，产业和经济发展永远是动态的。行业衰退期，市场逐渐收缩，部分企业开始向更有利可图的行业积极转型，行业内的企业数目减少，行业收入和利润水平停滞，或不断下降进入萧条。

一个企业可以在不同的行业之间跃迁，踩在新行业的浪潮之巅，成为一家新企业，像 GE、诺基亚这样的百年老店几乎都是如此。但一个行业很难逆生长，再新的行业，也会有衰退的一天。每个行业的生命路径不同，有的行业早熟，几乎没有萌芽期，短暂的爆发式成长后就进入了寡头竞争的成熟期，这类行业的生命周期路径是典型的大起大落之后维持稳定。这类行业的共同特点是技术壁垒低、短时间内出现大量竞争者，比如 O2O、共享单车。有的行业晚熟，从萌芽阶段开始，一直缓慢成长，比如医疗器械、燃气、涂料油漆油墨。每个行业的寿命不同，有的行业从成长到衰退只要十年，比如高科技和服务，有的行业经历上百年，与人类的发展史同步，比如能源、水利、电力等。

图 2：中国制造的生命周期（部分行业）



资料来源：WIND，天风证券研究所

（图 1 中的行业）

成长期

集成电路，被动元件，医疗服务，显示器件，涂料油漆油墨制造，LED，电子零部件制造，电子系统组装，其它视听器材，医疗器械，光学元件，非金属新材料

成熟期

燃气，磁性材料，洗衣机，轮胎，纺织化学用品，氟化工及制冷剂，改性塑料，日用化学产品，化学制剂，分立器件，包装印刷，印刷电路板，水电，小家电，彩电，生物制品，空调，高速公路，金属新材料，高速公路，造纸，航空运输，化学原料药，家电零部件，印染

衰退期

棉纺，火电，普钢，港口，煤炭开采，石油开采，石油加工，氨纶，特钢，炭黑

（图 2 中的行业）

成长期

锂，低压设备，储能设备，光伏设备，终端设备，中压设备，软件开发，工控自动化，钢结构，计量仪表，风电设备，仪器仪表，电机，线缆部件及其他，通信传输设备，环保设备，航天装备，汽车零部件

成熟期

其他交通运输设备，玻纤，工程机械，商用载货车，机械基础件，电网自动化，乘用车，印刷包装机械，高压设备，铁路设备，航空装备，火电设备，计算机设备，船舶制造，重型机械，纺织服装设备，玻璃制造，机床工具

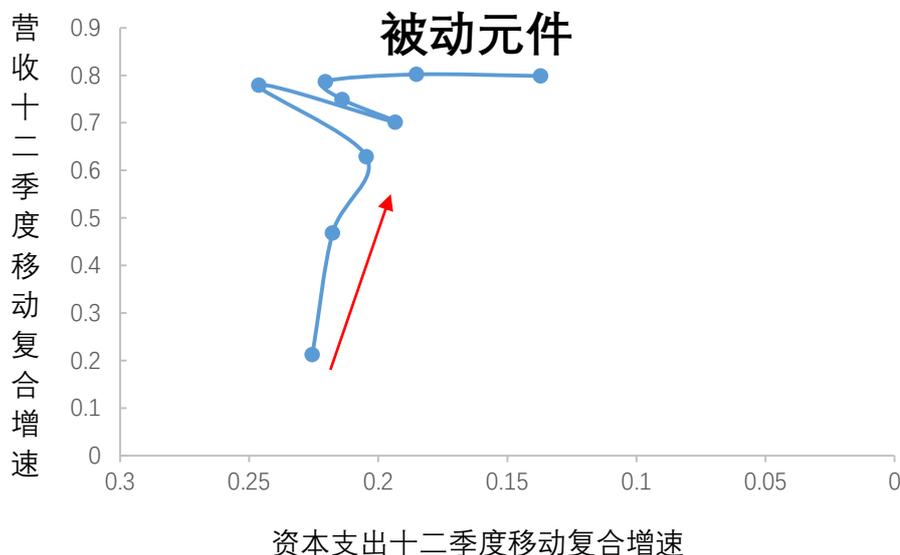
衰退期

金属制品，路桥施工，商用载客车，化学工程，农业机械，综合电力设备商，制冷空调设备，水泥制造，冶金采矿化工设备

处于成长期的中国制造大多属于技术密集度较高的电子、通信、电气、医疗、新能源、新材料等产业链，处于成熟期的大多属于中游的机械、化工、运输、装备制造和下游的消费品制造，处于衰退期的主要是早期城市化和工业化 1.0 时代崛起的周期性产业，受益于地产基建需求，以重资产高耗能行业为主。

过去三年，有三个行业不在正弦曲线的分布带上——锂、低压设备、被动元件。其中锂是行业中的**超级风口**，兼具高成长性和高收入增速；低压设备的成长性强但收入增速低，反映出行业仍在成长初期，快速扩张但竞争激烈，行业集中度低；被动元件的情况和低压设备相反，收入增速极高但成长性减弱，行业集中度很高（CR4=83.3），行业正在甜蜜的阶段。

图 3：被动元件的生命周期



资料来源：WIND，天风证券研究所

随着中国经济结构调整和优化，每个生命周期阶段的行业都有不同的投资机会，就像人的各个年龄段都有不同的魅力一样。萌芽期的行业，投资面临很多不确定性和偶然性，成功会获得丰厚的回报，失败则要承担很大的损失。成长期的行业，具有核心竞争力的企业脱颖而出。创新需要持续的试错，高强度的研发不能保障成功，但至少是保证竞争性的前提。所以，具备较强的创新能力、能够保持高研发投入、商业模式清晰、符合产业发展趋势的企业最终成功的可能性更大，这一类企业能够创造长期价值。成熟期的行业，优胜劣汰后竞争格局稳定，行业利润由于一定程度的垄断达到了较高水平，而竞争风险较低，规模优势强、毛利高的行业龙头企业一般会有不错的分红表现。衰退期的行业，机会在于提高产能利用率和运营效率，可持续性的行业即使在衰退期依然会有不错的盈利表现。

推荐阅读：《中国制造的激荡四十年：中国做对了什么？》

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 10 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-50165671	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com