

# 基于 ROE 稳定性看当前行业比较

## ——A 股 19 年财报显微镜系列报告（一）

### 报告摘要:

#### ● 19 年 A 股盈利周期处于什么位置?

相比于 18 年 A 股业绩持续下行周期，19 年的业绩上行弹性不足、但下行风险不大，在不同的情景假设下 A 股非金融盈利增速年内不排除有二度回踩，但在减税降费的托举及去年底极低的基数效应下，下半年盈利增速步入上行期仍较为确定。另一方面，当前市场对 A 股盈利能力的趋势则存在分歧，仅从历史经验规律来看似乎 ROE 的下行趋势还未走完，但从 ROE 的杜邦拆解分项来看，趋势决定于利润率与周转率的抗衡，我们认为本轮 ROE 下行周期的底部会比历史规律提前，且此前供给侧改革带来的资产周转率趋势性抬升或使本轮 ROE 的低点较此前有所上移。

#### ● 下一阶段如何从盈利视角进行行业比较？关注盈利能力的稳定性

既然当前市场对于 19 年 A 股盈利持续负增长的担忧已有所修复，“盈利增速逆周期”不再是财报视角进行行业比较的核心矛盾；但利润率与周转率的不确定使市场对盈利能力的持续性仍然存疑，我们认为接下来市场从财务视角进行行业比较的思路将更多围绕“盈利能力的稳定性”来展开，寻找 ROE 趋势平稳或增长的细分行业是下一阶段思路，由于成长股的 ROE 受到商誉减值的节奏影响较大，本文着重以消费和周期的 ROE 比较展开。

#### ● 消费股的 ROE 比较，核心驱动因素在于销售利润率

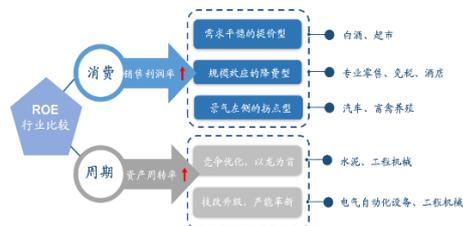
消费行业的需求弹性较周期行业更小，产能和负债波动也并不像周期行业剧烈，因此资产周转率和负债率的变动趋势一直平缓，ROE 波动的核心驱动力来自于销售利润率，历史上销售利润率对消费行业中期市场表现有指引意义。未来哪些消费行业的销售利润率还能改善？（1）需求平稳的提价型：终端产品提价而成本刚性（白酒、超市）；（2）规模效应的降费型：渠道扩张稀释单位成本及税费（专业零售、酒店、免税）；（3）景气左侧的拐点型：观察信号销售利润率有望向上由负转正（畜禽养殖、汽车）。

#### ● 周期股的 ROE 比较，核心驱动因素在于资产周转率

周期相比消费对资产依赖度更高，资产的产出效率与盈利能力紧密相关。周期股的 ROE 虽然与销售利润率也保持较高正相关性，但当前总需求弱复苏与产能弱扩张叠加，周转率衡量的供需平衡度预示未来的定价空间，是盈利能力的重要前瞻指标，16-17 年周期股相对收益是资产周转率趋势上台阶的映射。未来哪些周期行业资产周转还能改善？（1）竞争优化的“以龙为首”：行业集中度提升、寡头对产量和定价保有较大控制权的行业（水泥、工程机械）；（2）技术升级的“产能革新”：产能扩张主要以技术升级改扩建为主、而对新增产能冲击有限的行业（电气自动化设备、工程机械）。

#### ● 核心假设风险：中美贸易再次争端，国内经济下滑或信用风险超预期。

图 1：ROE 行业比较思路



数据来源：广发证券发展研究中心

分析师：

戴康



SAC 执证号：S0260517120004

SFC CE No. BOA313



021-60750651



daikang@gf.com.cn

分析师：

郑恺



SAC 执证号：S0260515090004



021-60750638



zhengkai@gf.com.cn

请注意，郑恺并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

新规后回购的同与不同：—— 2019-05-09

金融供给侧慢牛系列报告

（九）

开源节流，修复现金流：—— 2019-05-05

A 股 2018 年报 2019 一季报

深度分析

## 目录索引

前言：当前如何从盈利视角进行行业比较 .....	5
一、19 年 A 股盈利周期处于什么位置？ .....	6
1.1 盈利增长：19 年 A 股盈利增速的拐点尚有不明确，但趋势相对明晰 .....	6
1.2 盈利能力：ROE 拐点分歧较大，趋势决定于利润率与周转率的抗衡 .....	6
1.3 盈利能力的稳定性成为下一阶段行业比较的思路 .....	8
二、消费股的 ROE 比较关注销售利润率：白酒、零售、休闲服务、汽车、畜禽养殖 .....	9
2.1 消费行业的 ROE 波动核心驱动在于销售利润率 .....	9
2.2 销售利润率对消费行业中期市场表现有指引意义 .....	10
2.3 未来哪些消费行业的销售利润率还能改善？ .....	11
三、周期股的 ROE 比较，当前更关注资产周转率：水泥，工程机械，电气自动化设备 .....	15
3.1 需求弱复苏与产能弱扩张下，周转率是周期股供需匹配度最好指征 .....	15
3.2 16-17 年周期股的相对收益是资产周转率趋势上台阶的映射 .....	16
3.3 未来哪些周期行业的资产周转率还能改善？ .....	16
风险提示： .....	20

## 图表索引

图 1: A 股非金融的 ROE 波动周期.....	7
图 2: A 股的产能周期扩张进程有所反复.....	7
图 3: PPI-CPI 不确定造成 A 股销售利润率预期不明.....	7
图 4: 从 ROE 角度进行消费和周期行业的行业比较.....	8
图 5: 必选、可选的资产周转率波动平缓.....	9
图 6: 消费的销售利润率和 ROE 高度正相关.....	9
图 7: 商贸和医药生物的在建工程仍在改善.....	9
图 8: 食品饮料的构资现金流及在建工程都在回升.....	9
图 9: 食品饮料的收入和资产增速匹配度高.....	10
图 10: 商业贸易的收入和资产增速匹配度高.....	10
图 11: 食品饮料相对指数与相对销售利润率高度相关.....	10
图 12: 纺织服装相对指数与相对销售利润率高度相关.....	10
图 13: 白酒企业真实库存水平自 18 年中报持续消化.....	11
图 14: 白酒行业费用率下行, 毛利率稳步抬升.....	11
图 15: 超市行业销售利润率与 CPI 表现出较高的相关性.....	12
图 16: 19 年以来猪肉、水果涨价 (元/公斤).....	12
图 17: 专业零售指数与相对销售利润率相关性较高.....	12
图 18: 酒店销售利润率 17 年以来持续改善.....	12
图 19: 旅游的收入增速与成本增速.....	13
图 20: 旅游的周转率与 ROE.....	13
图 21: 全国生猪产能去化明显.....	13
图 22: 畜禽养殖本轮股价表现已有明显领先性.....	13
图 23: 汽车股价拐点领先销售利润率拐点 1-2 个季度.....	14
图 24: 4 月乘用车终端实销降幅收窄.....	14
图 25: 周期股的资产周转率与 ROE.....	15
图 26: 周期股的产能扩张周期.....	15
图 27: 价格与企业的生产决策之间由资产周转率衔接.....	15
图 28: 周期指数走势与净利润增速从一致到背离.....	16
图 29: 16-17 年周期指数走势与资产周转率正相关.....	16
图 30: 水泥行业的 CR4\CR8.....	17
图 31: 水泥新增熟料产能 2010 年达到顶峰后下行.....	17
图 32: 18 年全国高标水泥价格处于历史高位 (元/吨).....	17
图 33: 18、19 年水泥库容比低于历史同期 (%).....	17
图 34: 三一挖掘机市场占有率不断提升.....	18
图 35: 工程机械龙头资产周转率超过可比竞争龙头.....	18
图 36: 制造业技改投资增速显著高于整体增速.....	19
图 37: 电气设备与机械设备的研发费用占比较高.....	19
图 38: 电气自动化设备研发费用投入占比持续提升.....	19
图 39: 电气自动化行业的产能扩张并不显著.....	19
图 40: 工程机械行业研发费用增速及占收入比.....	20
图 41: 工程机械龙头企业人均创收能力大幅提升.....	20

表 1: A 股非金融盈利增速的情景假设..... 6

## 前言：当前如何从盈利视角进行行业比较

盈利对比一直是行业比较的重要思路之一，包括业绩增速的对比、盈利趋势的对比、盈利能力的对比等多个方面。我们在19年A股年度策略展望《冰与火之歌》（2018-12-9）中提示从盈利视角进行行业比较的思路之一：即在A股整体盈利增速仍在下行寻底、甚至滑落至负增长的时期，行业盈利增速体现出“逆周期”属性的行业相对占优。我们看到去年Q4至19年Q1，具备盈利增速“逆周期”属性的地产、电力、电气设备、机场等行业得到公募基金大幅增配，行业指数也实现了显著的超额收益。

2019年4月末，随着A股18年报及19年一季报的披露，19年A股业绩全景图可见一斑。相比于18年A股业绩持续下行周期，19年的业绩上行弹性不足、但下行风险也不大。我们认为，对于19年A股的盈利周期判断，今年盈利增速逐渐触底回升的趋势相对明晰，此时再去讨论“业绩增速逆周期”的行业，市场已不存在显著的预期差；而随着内外局势的不确定上升，年内A股利润率和资产周转率的趋势面临较大不确定性，盈利能力（ROE）的波动尚存分歧，A股行业比较再度重视“盈利趋势确定性”。因此，当前从盈利视角进行行业比较，我们认为相较于行业之间业绩成长性的对比（净利润增速），盈利能力的稳定性（ROE趋势）变得更为重要。

本篇报告试图围绕上述话题回答三个问题：

**第一，19年A股盈利周期处于什么位置？**——我们认为，虽然19年A股盈利拐点尚有不不确定性，但下半年趋势回暖较为确定；市场分歧集中于盈利能力，历史经验规律来看似乎ROE的下行趋势还未走完，但从ROE的杜邦拆解分项来看，我们认为本轮ROE下行周期的底部会比历史规律提前，且此前供给侧改革带来的资产周转率提升或使ROE的低点较此前有所上移。

**第二，下一阶段如何从盈利视角进行行业比较？**——既然当前市场对于19年A股盈利持续负增长的担忧已有所修复，“盈利增速逆周期”不再是财报视角进行行业比较的核心矛盾；但利润率与周转率的不确定使市场对盈利能力的持续性仍然存疑，我们认为接下来市场从财务视角进行行业比较的思路将更多围绕“盈利能力的稳定性”来展开，寻找ROE趋势平稳或增长的细分行业是下一阶段思路。

**第三，从杜邦因子剖析传统行业的ROE比较，未来ROE能够保持稳定或仍能提升的细分行业有哪些？**——消费行业ROE核心驱动力在于销售利润率，从需求平稳的提价型（白酒、超市）、规模效应的降费型（专业零售、休闲服务）、景气左侧的拐点型（汽车、畜禽养殖）三条线索展开；周期行业ROE的核心驱动力对比资产周转率，关注竞争优化的以龙为首（水泥、工程机械）、以及技改升级的产能革新（电气自动化设备、专用设备）。

## 一、19年A股盈利周期处于什么位置？

相比于18年A股业绩持续下行周期，19年的业绩上行弹性不足、但下行风险不大。随着内外局势的不确定上升，A股行业比较再度重视“盈利趋势确定性”。我们认为，对于19年A股的盈利周期判断，今年盈利增速逐渐触底回升的趋势相对明晰，而盈利能力的波动尚存在较大的分歧。因此，基于行业盈利能力的稳定性进行梳理，是下一阶段行业比较的重要思路之一。

### 1.1 盈利增长：19年A股盈利增速的拐点尚有不明确，但趋势相对明晰

19年在不同的情景假设下A股非金融盈利增速年内不排除有二度回踩，但在减税降费的托举及去年底低基数效应下，下半年盈利增速逐步进入上行期仍较为确定。影响企业盈利的变量较多，但A股整体年内的盈利节奏有一定的季节性规律，我们可以基于历史上Q1单季利润占比外推、与历史单季环比季节性规律拟合19年的A股盈利预测趋势。年内的支撑项来自于4月1号开始实施的减税、工业品价格企稳、去库存周期逐步进入尾声、以及18年年报显著的低基数效应；而盈利的下行风险来自于“宽信用+宽货币”政策的边际减缓、以及后续房地产及出口对经济产生的下拉扰动。在多种情景假设下，不排除经济下行压力上升使A股非金融中报业绩增速再度拐头向下甚至回到负增长，但无论悲观还是乐观预期，三四季度盈利增速在库存周期及基数效应下依然能够呈现明显的上行趋势。

表1：A股非金融盈利增速的情景假设

情景假设	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	Q1 利润占全年比
悲观情景	1.8%	-2.4%	-1.9%	6.5%	26.4%
中性情景	1.8%	-0.1%	2.6%	10.2%	25.7%
乐观情景	1.8%	3.7%	5.4%	12.9%	25.0%

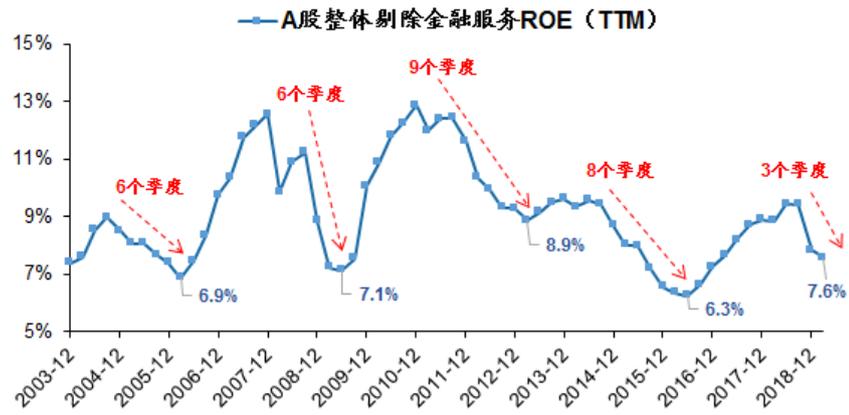
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：斜体数字为预测值

### 1.2 盈利能力：ROE 拐点分歧较大，趋势决定于利润率与周转率的抗衡

另一方面，当前市场对A股盈利能力的趋势则存在一定的分歧。仅从历史经验规律来看，似乎ROE的下行趋势还未走完。从历史ROE的波动周期来看，往次ROE的回落周期一般持续6-9个季度，而本次自2018年Q1的高点回落仅3个季度，看上去ROE的下行周期还远未走完。且历史上ROE的低点基本上在6-7%左右，目前A股非金融ROE回落至7.6%距低点还有差距。

图1: A股非金融的ROE波动周期



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

但从ROE的杜邦拆解分项来看,我们认为本轮ROE下行周期的底部会比历史规律提前,且此前供给侧改革带来的资产周转率的趋势性抬升或使本轮ROE的低点较此前有所上移。

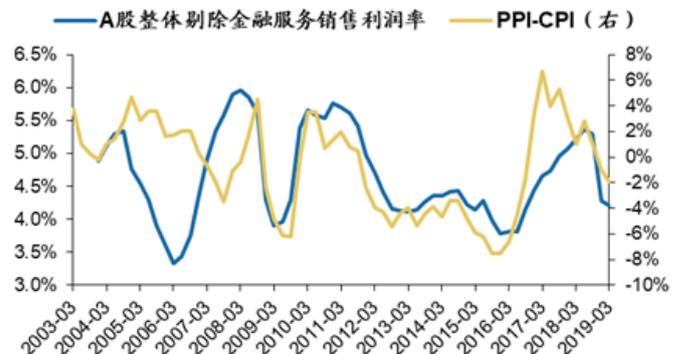
- 负债结构“此消彼长”,资产负债率预计仍将保持平稳。随着宽信用逐步见效,企业之间“三角债务”对应的无息负债率有所下降,与生产经营活动更相关的有息负债率从短期向长期传导逐步上升,资产负债率大体将保持平稳。
- 扩产周期并不坚决,随着收入逐渐触底回升,扩产不会对资产周转率造成负向冲击。资产周转率的核心波动来自于收入增长周期而非资产波动,17年A股整体开启的产能扩张小周期在18年报至19一季报进一步有所反复,构建各类资产的现金流同比增速回落会拖累在建工程增速下行,对资产周转率的冲击有限。
- 销售利润率目前尚存在不确定性,也是接下来影响ROE趋势的决定变量。A股销售利润率的大波动趋势和PPI与CPI的剪刀差拟合度较高,水果及猪肉涨价对CPI趋势形成支撑,油价的不确定性使PPI或有再度回踩,因此PPI与CPI的不明朗造成年内A股ROE的波动趋势尚不稳定。

图2: A股的产能周期扩张进程有所反复



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图3: PPI-CPI 不确定造成 A 股销售利润率预期不明



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 1.3 盈利能力的稳定性成为下一阶段行业比较的思路

我们在19年A股年度策略展望《冰与火之歌》中提出，在盈利增速下行至低点（负增长）的阶段，配置“盈利逆周期”的行业往往能够实现正的超额收益。我们发现，这一配置思路在18年Q4及19年初市场对盈利预期较为悲观的时期得到良好应验。

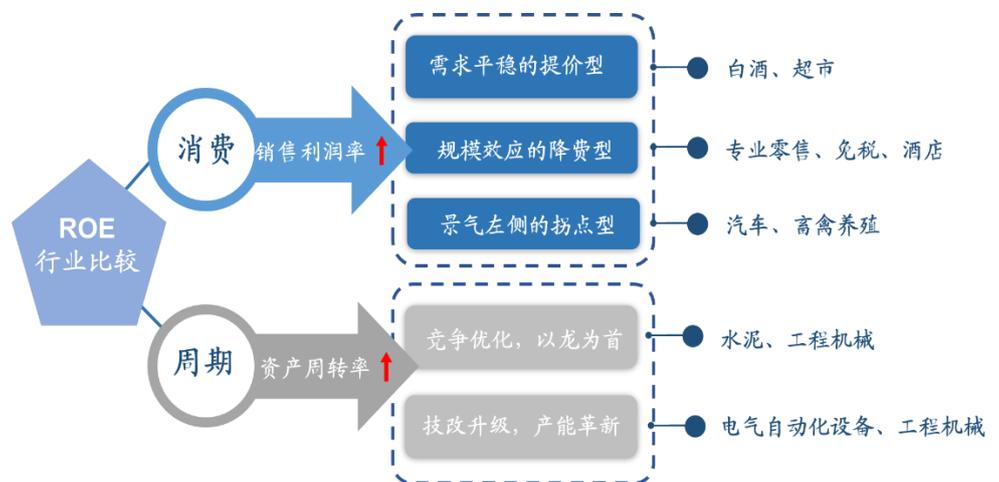
然而，当前市场对于19年A股盈利持续负增长的担忧已有所修复，但利润率与周转率的不确定使市场对盈利能力的持续性仍然存疑。我们认为接下来市场从财务视角进行行业比较的思路，将更多围绕“盈利能力的稳定性”来展开。我们下文着重考察消费、周期等等传统制造及服务行业的ROE比较方法。

#### 从杜邦因子剖析传统行业的ROE比较，下一阶段ROE能够保持稳定或仍能提升的细分行业有哪些？——

消费行业ROE核心驱动力在于销售利润率，从需求平稳的提价型（白酒、超市）、规模效应的降费型（专业零售、免税、酒店）、景气左侧的拐点型（汽车、畜禽养殖）三条线索展开；

周期行业ROE的核心驱动力对比资产周转率，关注竞争优化的以龙为首（水泥、工程机械）、以及技改升级的产能革新（电气自动化设备、专业设备）。

图4：从ROE角度进行消费和周期行业的行业比较



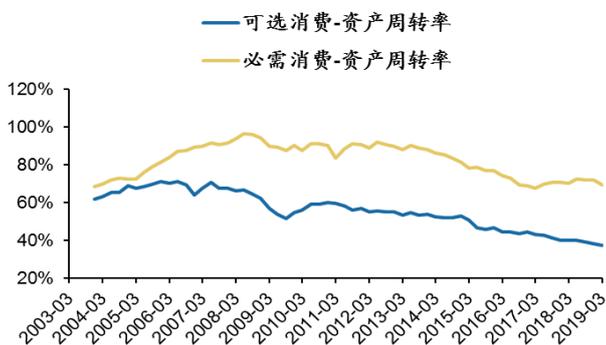
数据来源：广发证券发展研究中心

## 二、消费股的ROE比较关注销售利润率:白酒、零售、休闲服务、汽车、畜禽养殖

### 2.1 消费行业的ROE波动核心驱动在于销售利润率

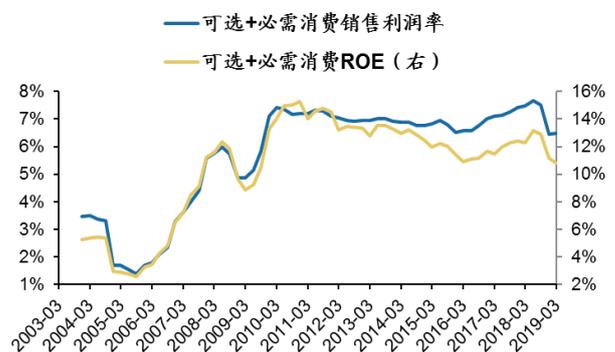
消费行业的需求弹性较周期行业更小，产能和负债波动也并不像周期行业剧烈，因此资产周转率和负债率的变动趋势一直更为平缓，ROE波动的核心驱动力主要来自于销售利润率的变化。

图5: 可选、可选的资产周转率波动平缓



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图6: 消费的销售利润率和ROE高度正相关



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

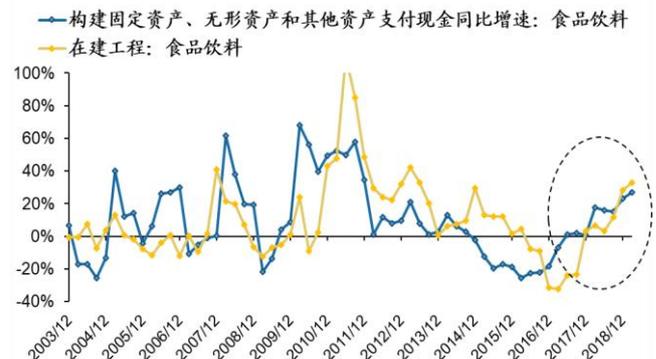
当前消费行业的供给产能扩张仍有收入端平稳增长的配合，我们看到食品饮料、一般零售等行业的收入增速与资产增速相对匹配，因此在未来供需共振趋势下，资产周转率不会对消费行业ROE造成明显扰动。相比于19年Q1A股整体的产能扩张趋势遭遇反复，目前消费行业的产能扩张仍然走在较为前列，食品饮料、商业贸易、医药生物的细分子行业构建各类资产的现金流和在建工程增速仍在回升。产能扩张需要收入共振来配合，消费板块的收入增长趋势较为稳健，食品饮料、一般零售等行业的收入增速与资产扩张的速度保持较好的匹配度，因此产能扩张并不会在短期内对资产周转率造成明显扰动。

图7: 商贸和医药生物的在建工程增速仍在改善



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图8: 食品饮料的构资现金流及在建工程增速回升



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图9: 食品饮料的收入和资产增速匹配度高

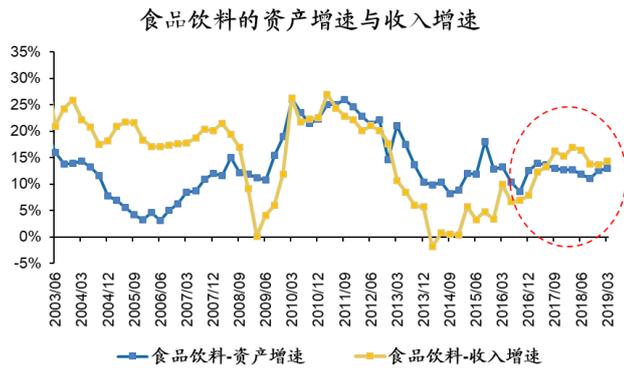


图 10: 商业贸易的收入和资产增速匹配度高



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 2.2 销售利润率对消费行业中期市场表现有指引意义

由于销售利润率衡量了需求、定价、成本、费用等一揽子经营决策的有效性，因此在行业指数表现上，部分消费行业的销售利润率在中期与股价呈现出显著的正相关性。消费行业品牌价值的效应使得销售利润率相比于产能周期及杠杆率更为敏锐的反应股价的变化。

例如，我们观察到历史上食品饮料指数相比于A股整体的相对走势，与其销售利润率相比A股非金融的优势度高度正相关。15年以来，食品饮料行业的销售利润率相比A股非金融整体的优势开始凸显，并在18年以来优势进一步放大，使食品饮料在消费行业在行业比较中收获了中长期的超额优势。

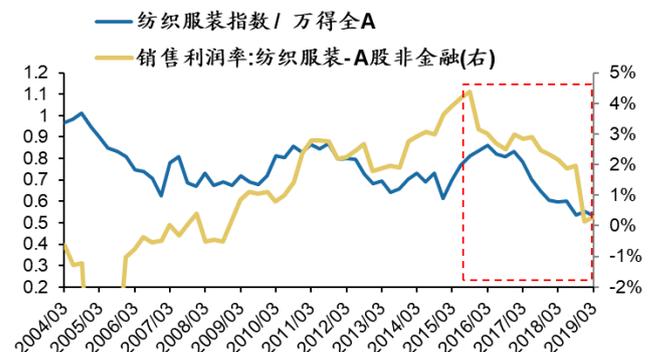
相反，我们看到消费板块中一直滞涨的纺织服装，从16年以来虽然毛利率也在上行、但伴随着电商冲击下板块费用率的持续抬升，销售利润率相比A股非金融整体一直处于劣势扩大的趋势，这也是拖累股价较于A股在过去三年整体跑输的原因之一。

因此，在销售利润率对消费板块ROE及中长期股价表现具备重要指引的前提下，我们试图找寻：哪些细分行业的销售利润率还能持续抬升？

图11: 食品饮料相对指数与相对销售利润率高度相关



图 12: 纺织服装相对指数与相对销售利润率高度相关



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 2.3 未来哪些消费行业的销售利润率还能改善？

19年在棚改货币化退坡、外销出口受阻的背景下，很多消费行业的需求端面临较大的不确定性，我们试图从收入、成本、税费等各个环节考察未来销售利润率能否稳定、甚至继续改善的消费行业，从以下三个主要的方向来映射销售利润率趋势的平稳或改善——

#### (一) 需求平稳的提价型：白酒、超市

消费行业需求弹性较小、存在品牌化溢价而竞争格局较为稳定，第一类我们寻找需求端相对平稳、而能够实现终端产品提价的行业，如果成本波动较小、或产品提价能够完全吸收甚至超过成本的上涨幅度，那么行业的销售利润率将得到改善：通胀趋势上行背景下的白酒、超市。

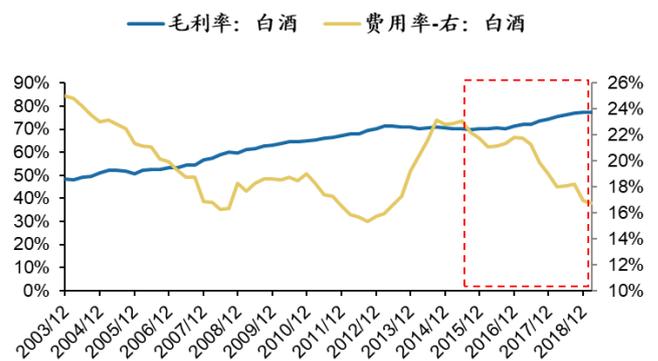
19年主流白酒厂商的提价行为已经陆续发生，我们从毛利率和费用率的剪刀差、以及白酒厂商的真实库存水平来看提价行为对未来销售利润率的拉动。首先，白酒厂商的偏低库存是19年提价的基础，用库存减去预收账款占比衡量的真实库存水平自18年中报持续消化；其次，白酒行业的成本相对刚性，渠道改革使白酒行业的费用率自15年持续下降，因此提价带来的毛利率上升直接转化为更大幅度的销售利润率改善。

图13：白酒企业真实库存水平自18年中报持续消化



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

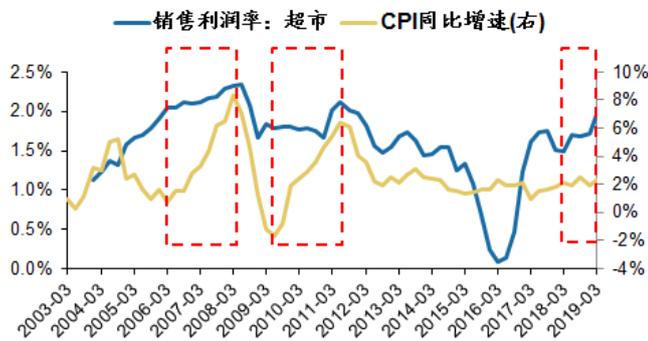
图14：白酒行业费用率下行，毛利率稳步抬升



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

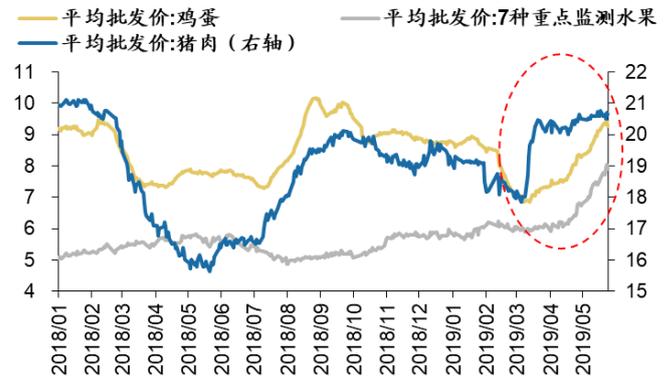
超市行业的销售利润率与CPI趋势表现出较高的正相关性，19年通胀预期升温叠加新零售应用场景的进一步拓宽，同店增速提升有望继续推升超市行业销售利润率。物价上涨因素对以刚需为主的超市收入有明显的提振作用，而成本端受影响相对较小，所以CPI上行时通常也伴随超市销售利润率向上抬升，可以看到历史上CPI同比增速上行期超市的销售利润率都能迎来向上改善。19年在猪肉及水果价格上涨的趋势下通胀预期抬头，超市的销售利润率将得到支撑。

图15: 超市行业销售利润率与CPI表现出较高的相关性



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图16: 19年以来猪肉、水果涨价(元/公斤)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(二) 规模效应的降费型: 专业零售、酒店、旅游(免税)

第二类关注渠道扩张、规模效应稀释单位成本及税费的受益行业, 主要包括专业零售及休闲服务(酒店、免税)。

历史上专业零售指数的相对收益与其销售利润率的优势也具有很好的正相关性, 自18年以来行业销售利润率相较A股非金融大幅改善, 而股价超额收益不明显, 关注后续的补涨机会。专业零售板块龙头的规模效应不断显现, 通过新店扩张带来的费用及成本摊薄, 使销售利润率较A股非金融整体持续快速增长。

酒店行业的销售利润率自17年以来也在持续改善, 规模效应下轻资产扩张使高占比费用率出现持续下降。酒店行业的费用率较高(A股剔除金融的费用率维持在9%左右, 而酒店行业的费用率长期超过70%), 随着轻资产扩张作用开始体现(直营店租赁费用、人力成本减少), 将使酒店行业销售利润率步入改善通道。

图17: 专业零售指数与相对销售利润率相关性较高



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图18: 酒店销售利润率17年以来持续改善

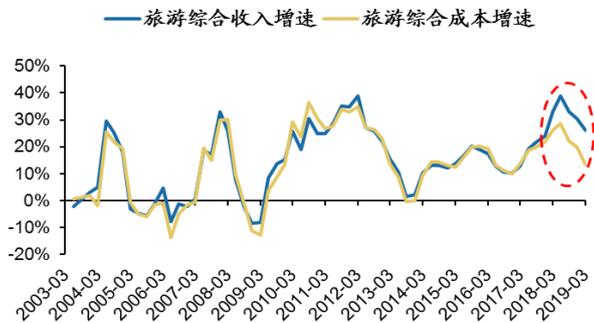


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

免税行业性质上类似基于旅游场景的零售百货。17年以来伴随行业龙头的快速发展及规模扩张, 龙头公司采购、价格优势凸显, 行业收入增速与成本增速的剪刀

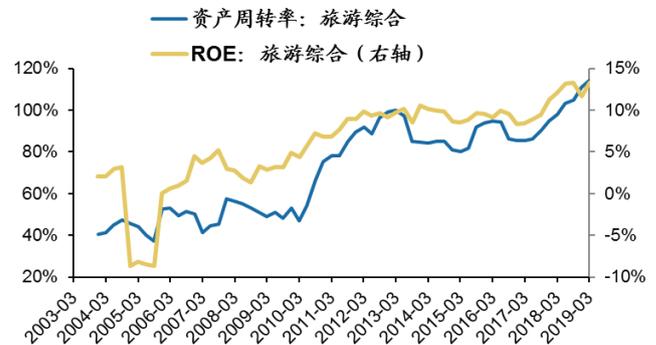
差走扩，带动行业销售利润率和资产周转率都显著上行。受益于离岛免税和市内免税店政策推进，我国免税行业销售额持续上升。17年以来我国免税龙头中免集团快速扩张，龙头议价能力提升并转化为在采购、成本价格上的优势，带动行业销售利润率水平持续提高，运营效率的提高也使得行业资产周转率大幅抬升。

图 19: 旅游的收入增速与成本增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 20: 旅游的周转率与 ROE



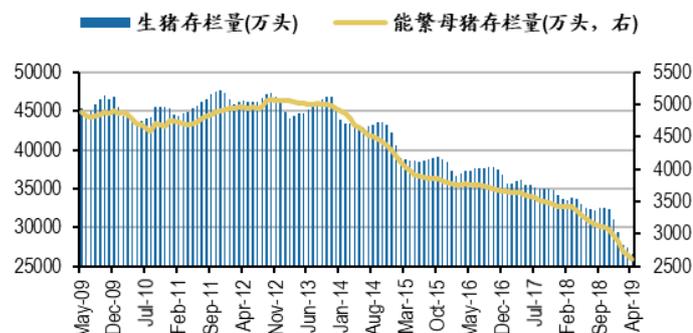
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### (三) 景气左侧的拐点型: 畜禽养殖、汽车

第三类，我们寻找当前销售利润率还在下降通道（甚至负净利率），但通过信号观察即将迎来向上拐点的左侧行业：畜禽养殖、汽车。

由于猪价仍在成本线下，截止19年一季报畜禽养殖行业的销售利润率仍在负增长的恶化通道。观察全国生猪产能去化明显、且产能恢复速度较慢，预示景气大周期将反转上行，看好畜禽行业的销售利润率迎来向上拐点。4月母猪存栏维持下滑，同比降幅继续维持扩大态势。随着下游库存去化，叠加去年4季度开始全国存栏明显下滑，后期供需缺口将逐步体现，目前畜禽养殖行业的销售利润率负数有望迎来反转上行。历史上股价的相对表现与销售利润率的相对优势具有正相关性，但需留意本轮猪周期的股价表现已大幅超前，对估值保持紧密跟踪。

图 21: 全国生猪产能去化明显



数据来源: 中国政府网、广发证券发展研究中心

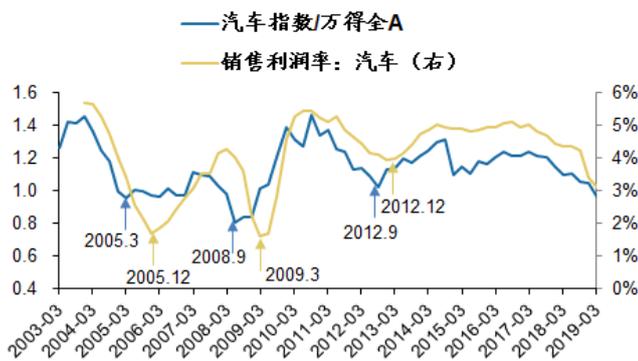
图 22: 畜禽养殖本轮股价表现已有明显领先性



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

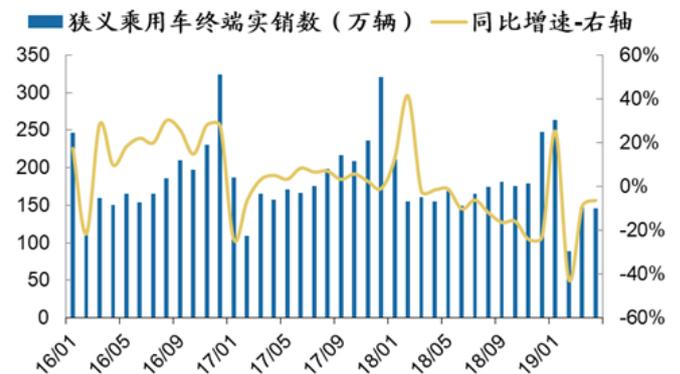
汽车股价相对收益的拐点略领先于销售利润率的拐点约1-2个季度。随着汽车行业将加速库存去化，销量对收入的传导将滞后对销售利润率产生拉动作用。各地促进汽车消费的政策密集推进，5月23日财政部、国家税务总局发布车辆购置税具体政策，5月28日广东出台消费新政放宽广州、深圳市汽车摇号和竞拍指标。随着国六提前实施日期渐进，各车企陆续推出优惠措施加速库存去化，叠加减税拉动效应，对乘用车终端销量的增加起到提振作用。5-6月车市销售有望进一步回暖，销量对收入的传导将滞后对销售利润率产生拉动作用。

图23: 汽车股价拐点领先销售利润率拐点1-2个季度



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图24: 4月乘用车终端实销降幅收窄



数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

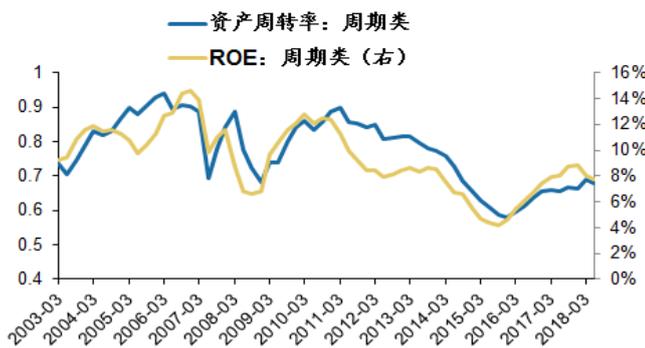
### 三、周期股的 ROE 比较，当前更关注资产周转率：水泥，工程机械，电气自动化设备

#### 3.1 需求弱复苏与产能弱扩张下，周转率是周期股供需匹配度最好指征

周期股相比消费行业对资产的投入和依赖度更高，资产的产出效率与公司的盈利能力更加紧密相关。从周期股的行业属性来看，需求/供给波动周期下，企业的经营决策最终体现在产能与库存周期的变化，最终形成盈利周期的映射，盈利能力由供需关系决定。

周期股的ROE虽然与销售利润率也保持较高的正相关性，但当前总需求弱复苏与产能弱扩张叠加，资产周转率衡量的供需平衡度预示了未来的定价空间，是周期股盈利能力的重要前瞻指标——资产周转率衡量了企业的供需效率，随着18-19年去产能约束的边际退出，企业的产能周期进入自发扩张周期，而制造业及出口链的总需求不足，是市场当前对周期股盈利的最大质疑，供需平衡度成为企业盈利能力的边际决定因素，我们考察资产周转率的变动趋势以对产能利用效率进行比较。

图25: 周期股的资产周转率与ROE



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 26: 周期股的产能扩张周期



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

在企业自发的生产经营决策中，用资产周转率近似衡量的产能利用率，也与工业品价格形成了闭环链条的传导关系：价格上行→资产周转率上升→企业扩产→供大于求→资产周转率恶化→价格下行。

图27: 价格与企业的生产决策之间由资产周转率衔接



数据来源: 广发证券发展研究中心

### 3.2 16-17 年周期股的相对收益是资产周转率趋势上台阶的映射

在15年之前的“增量经济”时代，周期股的超额与绝对收益主要与盈利增速正相关（由需求主导），而15年以后由需求端主导的盈利增速向股价的映射失效，16-17年资产周转率对股价的指引性上升（由产能利用率主导）。有效需求不足的大背景下，资产周转率衡量的供需效率在一定程度上体现出了周期股的股价表现。15年实施供给侧改革以来，周期股相对收益来自于产能利用率提高带来的议价权上升。在产能过剩的大背景下，投资者不仅关注“需求复苏”，更关注“供给收缩”，周期股的绝对与相对收益出现在资产周转率提升的时期。

18年以来，国内金融求杠杆与中美贸易谈判受阻引发市场对经济总需求走弱的担忧，虽然周期股整体供给扩张相对理性、支撑了资产周转率的超预期改善，但在总需求信心不足的背景下，资产周转率向股价的正向传导有所失效，但资产周转率趋势最稳健的水泥股价依然相对表现占优。19年部分周期性行业的产能扩张迹象延续，市场核心关注哪些行业的供需能够实现稳态？此时资产端的产出效率对周期股市场表现的指引作用将再度增强。

图28: 周期指数走势与净利润增速从一致到背离



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图29: 16-17 年周期指数走势与资产周转率正相关



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 3.3 未来哪些周期行业的资产周转率还能改善？

资产周转率是收入与资产的比值，在收入增速较资产增速更快的时候意味着周转率上升。从大趋势来看，周期性行业供给收缩的节奏有所放松、产能逐步转向扩张，在建工程会滞后转化为固定资产，从而对资产周转率造成一定冲击，统计局发布的工业企业产能利用率已经在2017年年末以后有所回落。

因此周期股中还能够保持资产周转率相对平稳的领域，我们从以下两条线索展开——第一是行业集中度提升、寡头对产量和定价保有较大控制权的行业，第二是产能扩张主要以技术升级改扩建为主、而对新增产能的冲击有限的行业。

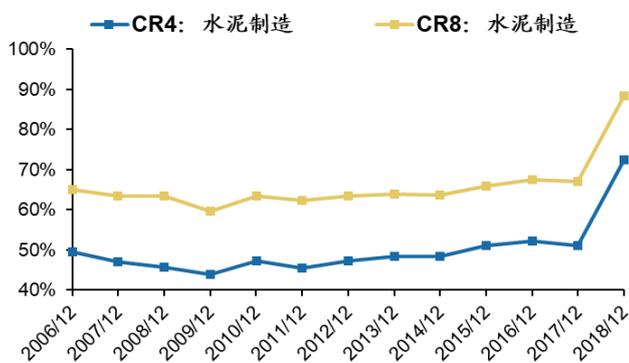
#### （一）竞争优化的“以龙为首”：水泥、工程机械

供给侧改革加速了各行业整合格局以及竞争优化的节奏，行业集中度快速集中到较高水平的行业，能够从收入和资产两条路径提升行业整体的资产周转率——路径一，对上下游产业链的议价权上升，在需求端无大幅刺激的背景下实现对价格的较高掌控，保持收入的平稳增长；路径二，行业整体的产能扩张集中在少数龙头的经营决策之下，供给扩张更加理性有序，减少对产能快速投放的冲击。周期股中受益行业集中度提升带来的周转率提高，代表行业是建材（水泥）、工程机械。

水泥行业近几年的集中度快速向龙头集中，直接带来行业协同效应凸显、价格控制力增强、新增产能有限，推高行业的毛利率与资产周转率。供给侧改革加速了水泥行业落后企业的推出、份额向龙头快速集中，17-18年，水泥行业的CR4与CR8分别从51.0%/67.2%提升至72.4%/88.4%。

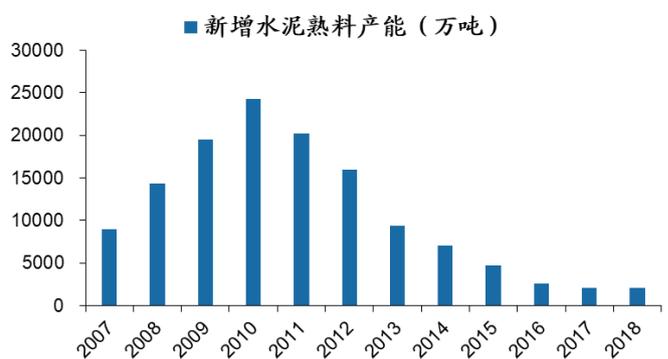
本轮地产回落周期的强韧性与扁平化给水泥行业的需求端提供一定支撑，我们看到行业集中度的提高将从量价两方面凸显出行业协同效应，带来资产周转率的平稳——价的方面，龙头企业对价格的控制力增强，行业协同提价意愿强化并得以推动，18年水泥价格呈现“淡季不淡”，19Q1水泥价格继续上行达到历史高位；量的方面，政策主导环保升级、行业协会及龙头公司主导各地错峰生产，均限制了新增产能的扩张，近几年全国新增水泥熟料产能持续降低，18、19年库容比显著低于历史同期，从新增产能来看19年水泥行业产能扩张主要以产能替换为主，对供给端的实际影响也相对有限。

图30: 水泥行业的CR4\CR8



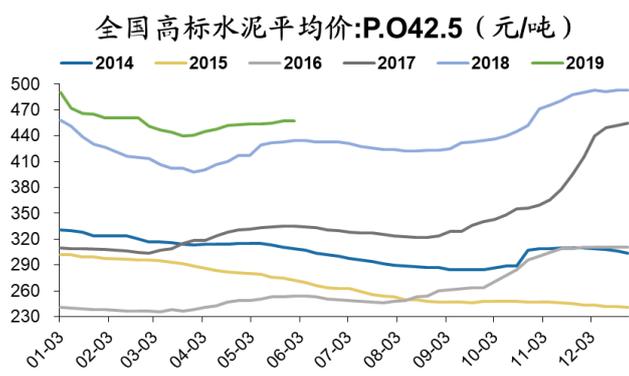
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图31: 水泥新增熟料产能 2010 年达到顶峰后下行



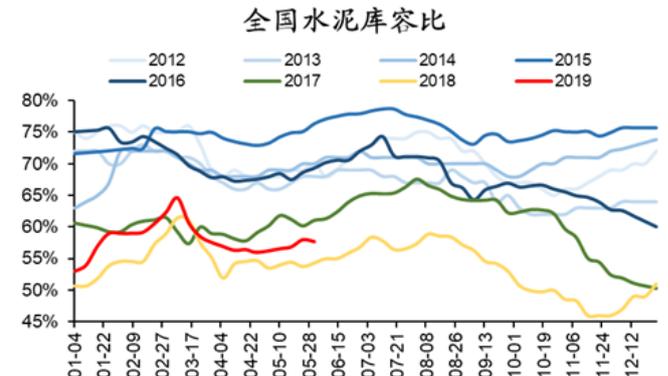
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图32: 18年全国高标水泥价格处于历史高位 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图33: 18、19年水泥库容比低于历史同期 (%)

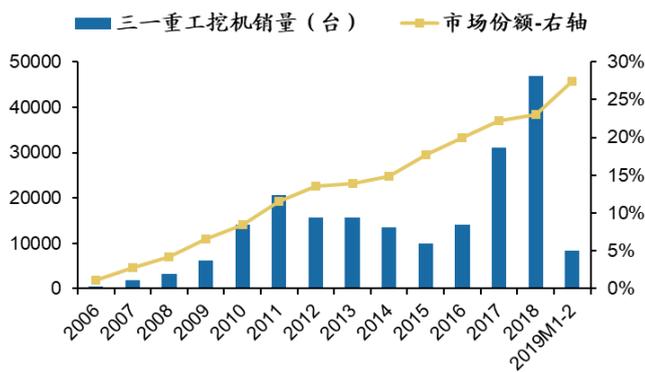


数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

第二个重资产行业、资产周转率持续改善的代表行业是制造业中的工程机械，经历了12-16年的行业下行期后，工程机械的行业集中度快速提升，议价能力与利润占比进一步占优。在多个产品领域，国内龙头企业占据了市场主导地位，以挖掘机为例，三一重工市场份额从2009年的6.5%，2017-2018年达到了22%的市场份额，19年Q1更是进一步上升达到26%。工程行业进入寡头时代，龙头企业的议价力、市场份额高度占优，行业的净利润向龙头企业集中。

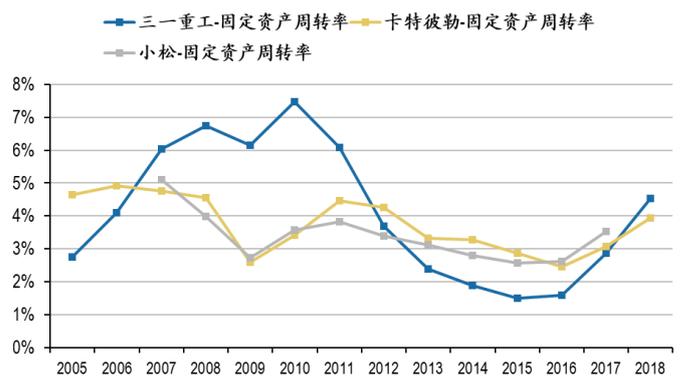
保有量低速膨胀和需求平稳，带来工程机械行业的资产周转率持续修复，龙头公司的周转率自低位反超可比国际竞争龙头。由于行业固定资产的投入较大且主要依靠固定资产实现收入，因此资产的产出效率与工程机械的盈利能力高度相关。行业资产端总供给的有效测量指标是保有量膨胀速度，15-16年，国内挖掘机保有量基本处于零增长状态，17年起才略有回暖且增长速度不快；行业收入端，存量更新需求开始大于增量需求，需求模式的转变减少了未来总需求的波动性，增强了稳定性。因此我们看到16年起工程机械的资产周转率稳步抬升，19年高频工业企业利润数据凸显工程机械行业的需求稳定性，对未来的周转率形成支撑。

图34：三一挖掘机市场占有率不断提升



数据来源：工程机械协会、广发证券发展研究中心

图35：工程机械龙头资产周转率超过可比竞争龙头



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

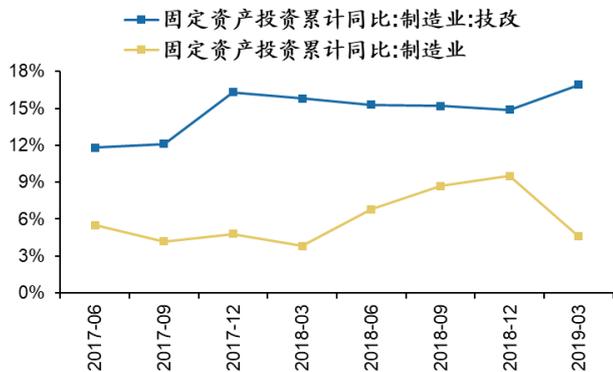
## （二）技术升级的“产能革新”：电气自动化设备、工程机械

我们观察到17年周期性行业产能周期扩张开启的同时，不可忽视技改升级带来的产能替换在背后的作用。高效产能完成对原有落后产能的替代，会使行业实际的供给冲击比想象中更小，且新增高效产能能够有效提高生产质量和效率，有助于维持资产周转率的稳定。自17年技改相关政策（《2017年度工业企业技术改造升级导向计划》、《关于扶持企业技术改造的五条措施》等）加速推进以来，我国工业投资结构加速优化，18年制造业投资中技术改造投资增长14.9%，增速比全部制造业投资高5.4个百分点；19Q1用于技改投资进一步增长至16.9%，增速比全部制造业投资高12.3个百分点。

技术改造的投入力度可以通过上市公司财报中的研发费用占收入的比重寻找线索，电气设备、机械设备等制造类行业的研发投入占比在周期股中领先。18年A股整体剔除金融的研发费用占收入比重大致在1.8%，周期股的这一比值在1.5%左

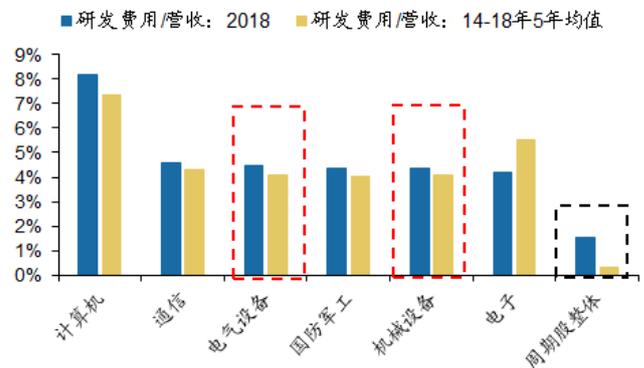
右，我们对18年及过去5年行业研发费用占收入比重进行横向比较，除了计算机、通信、电子等成长性行业的研发费用占比较高之外，电气设备与机械设备的研发费用占收入比重持续在4%以上，排名在周期类行业内最优。

图36: 制造业技改投资增速显著高于整体增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

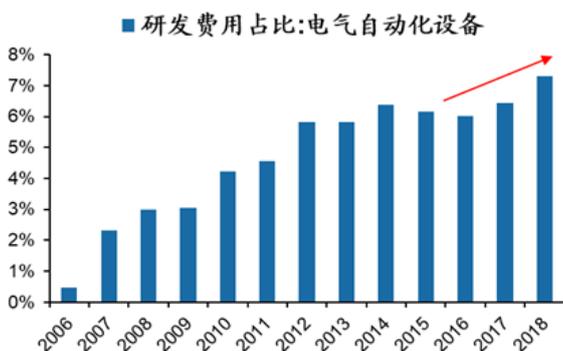
图37: 电气设备与机械设备的研发费用占比较高



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

周期性行业中研发投入占收入比较高的行业是电气设备，子行业电气自动化设备的研发费用占比持续上行，18年已突破7%。电改的推进以及风电、光伏、电动车等新能源的大规模接入需求，对配网技术和业务提出了更高的标准，配网行业改造升级加速，对行业周转率形成支撑。现阶段国内的配电网在供电可靠率、自动化水平等方面与《配电网建设改造行动计划》（2015-2020年）中提出的政策目标仍有较大差距，预计未来电网投资将进一步向配网倾斜。配网升级过程中，配电企业通过对配网核心设备的改造，淘汰低附加值的设备和工序，节省投资的同时全面提升了配电网装备的智能水平，推升了配电环节的可靠性和效率，从而能够直接提高资产利用率。从电气自动化设备的研发费用投入上看，10年以来研发费用占收入比持续增长，18年末超过7%，研发费用增速近三年保持在20%-30%之间；而从整个行业的资产端扩张来看，在建工程同比增速自18年开始回落，构建资产的现金流同比增速仍在负增长，因此技术改造升级下资产端的实际扩张压力不大。

图38: 电气自动化设备研发费用投入占比持续提升



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图39: 电气自动化行业的产能扩张并不显著



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

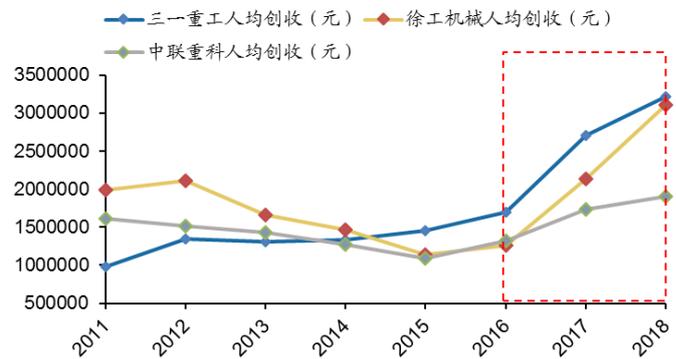
除电气设备外，周期性行业中研发投入占收入比次高的行业是机械设备，子行业依然是工程机械较为突出。工程机械18年的研发费用占收入的比重达到4.5%，远超周期性行业1.5%的均值，其研发投入主要体现在智能制造对落后产能的替换升级。16年起机械行业研发费用率重回上行通道，研发费用同比增速也由负转正，17-18年分别高达58.4%/29.4%。行业龙头公司为代表的智能制造、产线升级是制造业发展大势所趋，智能制造对落后产能的替换升级，有利于产品生产效率的提高，而这也与三一重工等龙头公司人均产值的稳步提升形成呼应。

图40: 工程机械行业研发费用增速及占收入比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图41: 工程机械龙头企业人均创收能力大幅提升



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 风险提示:

中美贸易格局再次争端，国内经济下滑压力超市场预期，信用违约风险过量。

## 广发投资策略研究小组

- 戴康：分析师，CFA，中国人民大学经济学硕士，8年A股策略研究经验，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 郑恺：分析师，华东师范大学经济学硕士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 曹柳龙：分析师，华东师范大学管理学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 俞一奇：分析师，波士顿大学经济学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 陈伟斌：分析师，CPA，复旦大学经济学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 韦冀星：联系人，杜兰大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 倪赓：联系人，中山大学经济学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。