

宏观周报

下半年制造业投资怎么看？

■ 核心观点

第一，从建设性质上，制造业投资分为新建、扩建和改建。通常而言，需求改善和利润上升是新建和扩建的主要动力，设备更新和技术升级是改建主要因素。2019 年在改建增速大幅下行背景下，我们主要通过工业企业利润和下游需求来判断未来的制造业投资增速。

第二，从历史数据来看，工业企业利润增速对制造业投资增速有一定的领先关系，但该关系并不稳定。这可能是由于在需求没有大幅改善的前提下，企业将利润优先用于偿还债务而非扩大投资，具体表现在企业资产负债率持续下行。这意味着制造业投资增速的上行通常伴随着经济需求的改善和企业加杠杆。

第三，需求是决定制造业投资的根本因素，影响制造业投资的终端需求包括消费、房地产和基建投资以及出口。制造业投资一共包括 31 个行业，与终端需求存在不同程度的对应。

第四，展望未来，在工业企业利润和终端需求难以大幅改善的前提下，制造业投资难以出现趋势性的反转，但不同终端需求对应的产业链投资可能会出现分化。

本周市场重点

■ 下半年制造业投资怎么看？

2019 年 1-6 月固定资产投资完成额累计同比为 5.8%，其中制造业投资完成额累计同比仅为 3.0%，成为固定资产投资的最大拖累。究其原因，去年因环保因素进行的改建投资以及对 10 年-11 年的设备进行更新换代基本结束，具体表现在固定资产投资的改建投资大幅下降。2019 年 1-4 月制造业投资增速持续下行，5 月、6 月连续小幅回暖，那么下半年制造业投资能否延续改善趋势呢？

从建设性质上，制造业投资分为新建、扩建和改建，其中新建指从无到有“平地起家”开始建设的项目，扩建为扩大原有产品的生产能力(或效益)或增加新的产品生产能力，而增建的生产车间(或主要工程)、分厂、独立的生产线等，改建是指改建和技术改造。通常而言，需求改善和利润上升是新建和扩建的主要动力，设备更新和技术升级是改建主要因素，这也是 2018 年改建投资增速强于新建和扩建投资增速的原因。2019 年在改建增速大幅下行背景下，我们主要通过工业企业利润和下游需求来判断未来的制造业投资增速。

盈利反映了企业的投资回报率，盈利增速的上行有利于提振企业的预期，有助于企业扩大再生产。从历史数据来看，工业企业利润增速对制造业投资增速有一定的领先关系，但该关系并不稳定。2016 年由于 PPI 的上行，企业盈利增速改善，但制造业投资增速仍在持续下行，这可能是由于在需求没有大幅改善的前提下，企业将利润优先用于偿还债务而非扩大投资，具体表现在企业资产负债率持续下行。

此外，历史数据显示，工业企业资产负债率与制造业投资增速之间的相关性要高于工业企业利润增速与制造业投资之间的相关性。这意味着**制造业投资增速的上行通常伴随着经济需求的改善和企业加杠杆**。2019 年二季度以来，受益于增值税改革，工业企业营业收入的利润率出现一定的改善，但受 PPI 下行的拖累，工业企业利润增速并没有明显改善。虽然最新的 5 月和 6 月工业企业利润增速有一定的边际修复，但目前还处在负值区间，未来难以大幅改善。

需求是决定制造业投资的根本因素，影响制造业投资的终端需求包括消费、房地产和基建投资以及出口。按照目前的分类，制造业投资一共包括 31 个行业，其中与消费直接相关的有 22 个行业，如农副食品加工业、食品制造业、服装业等；地产产业链广泛，在建造过程中对应中上游钢铁、水泥、建筑专用设备等行业，基建产业链对建材、运输设备等行业也存在一定需求；出口产业链发达，尤其是加工贸易与制造业投资存在紧密的联系。展望未来，**在终端需求难以大幅改善的前提下，制造业投资难以出现趋势性的大幅反转，但不同终端需求对应的产业链投资可能会出现分化**。如地产投资和出口对应的产业链可能会所有恶化，但基建投资相关的产业链会有所改善。

上周市场动态

■ 科创板正式开市

事件： 7 月 22 日，科创板首批企业上市仪式在上交所交易大厅举行。

点评： 从 2018 年 11 月 5 日宣布设立科创板并试点注册制到正式开市，在制度设计保驾护航、多方主体呵护扶持下，中国资本市场迎来一个全新的板块。截止目前，上交所共受理 149 家企业科创板上市申请，其中 34 家企业通过发审委审议、28 家已获准注册、25 家完成定价和网上网下配售并在开市当天上市交易。首批上市的 25 家企业合计拟募资金额 370 亿元，共有 21 家超额募集，平均超募率达 19.1%。根据规定，开市后第 6 个交易日开始，设定 20% 的常规涨跌幅限制，相较于主板 10% 的涨跌幅交易价格波动空间更大。对于个人投资者来说，参与科创板需要满足证券账户和资金账户不低于 50 万元及参与证券交易 24 个月以上的条件，这意味着科创板的门槛对投资者风险识别和风险控制能力有更高的要求。从首日表现来看，首日平均涨幅约 140%，逾 15 只个股涨幅超 100%，换手率均超 65%，投机趋向明显。伴随市场各方主体的博弈，科创板将逐步形成均衡价格并回归企业真实价值。

■ 银保监会颁布商业银行股权托管新规

事件： 7 月 23 日，银保监会发布《商业银行股权托管办法》，明确股权托管方式、规定股权托管基本业务框架、强化监管部门职责、明确过渡期安排，原则上 2020 年 6 月底股权确权不低于 80%。

点评： 从监管实务来看，2018 年《商业银行股权管理暂行办法》出台之前，银行业对股东监管缺乏法规依据，难以对入股资金来源、股东关联关系进行全面审查。2018 年《暂行办法》出台后，监管重点聚焦在主要股东上。本次《托管办法》出台，旨在进一步落实《暂行办法》的相关要求，一方面从股权着手，从源头上完善商业银行公司治理，特别是要求非上市银行由高度自治的股权管理转变为以市场化原则自行选择托管机构进行股权托管；另一方面对托管机构的资质和条件提出要求，建立股权托管机构黑名单制度，并借助托管实现监管机构穿透式监管，对防范非上市银行股权管理乱象、提升银行股权信息透明度与股权管理水平具有重要意义。此次托管机构的门槛并不高，对于中小银行来说，未来大概率会选择本地的区域性股权交易中心实现托管。

■ 第十二轮中美经贸高级别磋商将在上海举行

事件： 7 月 25 日，商务部召开例行新闻发布会，商务部新闻发言人高峰表示，为落实中美两国元首大阪会晤达成的重要共识，中美经贸团队将在 7 月 30 日到 31 日在上海举行第 12 轮经贸磋商，并表示重启经贸磋商与近期中国企业农产品采购没有直接关系。

重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.7.26)	最新值分位	本周均值 (2019.7.22-26)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	2.68	91.6%	2.65	90.9%	-18.36bp	52.39bp
R007	2.86	85.8%	2.79	84.4%	-16.05bp	8.78bp
SHIBOR:3M	2.63	78.1%	2.63	77.6%	1.18bp	-26.46bp
1 年期国债收益率	2.63	82.4%	2.63	82.1%	-0.01bp	-6.14bp
10 年期国债收益率	3.17	73.4%	3.16	72.6%	-0.93bp	-6.77bp
1 年期国开债收益率	2.67	77.4%	2.66	76.8%	-3.01bp	-15.58bp
10 年期国开债收益率	3.54	74.0%	3.54	73.5%	-0.41bp	-8.72bp
美元兑人民币:中间价	6.88	71.2%	6.88	70.7%	0.10%	-0.12%
美元指数	98.00	62.9%	97.69	60.6%	0.64%	0.39%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

报告作者:

证券分析师: 陈骁 投资咨询资格编号: S1060516070001 电话 (010-56800138) 邮箱 (CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN)

证券分析师: 魏伟 投资咨询资格编号: S1060513060001 电话 (021-38634015) 邮箱 (WEIWEI170@PINGAN.COM.CN)

研究助理: 郭子睿 一般从业资格编号: S1060118070054 电话 (010-56610360) 邮箱 (GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN)

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)

推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)

中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)

回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)

中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)

弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资或其发行的证券。

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_11177

