

2019年制造业投资何去何从？

——基于利润与产能的制造业投资分析框架

2019年制造业投资连续两月下滑，后期走向如何？我们判断，制造业投资增速将会继续下行，但大幅下滑的空间有限。在利润改善的驱动下，2018年制造业进入集中建设期，2019年大部分细分行业进入建设后期，这意味着制造业投资的高点已过，开始进入下行期。需求、企业经营状况以及投资启动迹象等指标均印证制造业投资意愿偏弱。不过，石油加工、化学原料行业投资需求依然较强，将对制造业投资形成支撑，由此判断，整体制造业投资大幅下滑的可能性较小。

1、基本概况：制造业行业众多，投资方式以建筑安装和设备购置为主。制造业投资是我国投资的重要组成部分。相比于房地产和基建投资，制造业投资的市场化程度更高。制造业细分行业众多，国家统计局共计公布了31个行业的投资数据。制造业投资在各个行业之间的分布是不均匀的，非金属矿物制品业等前十位行业的投资占比接近三分之二。从投资方式来看，制造业投资主要涉及建设厂房、购置并安装设备等，由此建筑安装工程和设备工具器具购置占据制造业投资的绝大部分。2017年两者占制造业投资的比重达到94.5%。

2、分析框架：利润是判断制造业投资趋势的核心因素，辅以产能等指标进一步验证。利润是判断制造业投资趋势的核心逻辑。原因是制造业投资的目的在于赚取收益，且投资受到资金约束，利润改善不仅意味着投资回报增加，也意味着可用资金增加。从历史经验来看，工业企业利润大约领先制造业投资1年的时间。利润改善是制造业投资分析的主线，然而，制造业投资是否会出现回升以及可靠性有多大，还需要从需求、企业经营状况以及投资启动迹象三个方面进一步验证。另外，我们发现制造业设备投资周期大约为3-4年，每轮制造业投资的建设时间持续2年左右，这对于我们判断制造业投资何时启动以及所处建设的时间段至关重要。

3、回顾与展望：此轮制造业投资增速高点已过，2019年处于下行阶段。此轮制造业利润复苏始于2016年，按照历史经验，2017年制造业投资应该出现明显回升。然而，受供给侧改革影响，制造业投资从2018年才开始显著回升。此轮制造业投资回升的特点是石油加工、黑色冶炼、非金属制品等传统制造业利润明显改善，随后，产业结构升级、技改投资增加，推动制造业投资增速上行。展望2019年，利润下滑将导致制造业投资中枢下移。从2年的建设时长来看，2019年大部分行业投资进入尾声（例如非金属制品、有色冶炼等），制造业投资进入下行期。2018年大部分行业经营状况转弱，包括利润总额同比下滑、库存周期处于被动去库存阶段、产能利用率下滑，进一步验证制造业投资将下行的趋势。不过，专用设备工业增加值增速和产能利用率均处在非常高的水平，石油加工、化学原料行业产能置换仍有空间，表明产业结构升级并未完全结束，会对制造业投资形成支撑，制造业投资下行斜率不会太陡。减税降费以及宽信用政策会对制造业投资带来正向影响，但难以完全对冲制造业投资的下行趋势。我们判断，2019年制造业投资增速下行方向是确定性的，但是，由于3月已经下降到非常低的水平，进一步大幅下滑的空间有限，预计全年制造业投资增速为3-5%。

4、启示：制造业投资下滑带动经济增长中枢下移，但基建投资回升仍有空间。制造业投资具有顺周期特征，其增速下滑意味着经济动力减弱，预计今年GDP增速下行至6.2%。面对经济下行压力，今年基建投资将充分发挥逆周期调节作用，增速回升仍有空间。国内外经济放缓，企业实际融资成本上升，货币政策需要保持边际宽松。未来政策重心将从化解企业融资难转向缓解融资贵，预计年内再降准2次，可能降低OMO、MLF等政策利率，不排除降低贷款基础利率的可能性。
风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

内容目录

1 基本概况：制造业行业众多，投资形式以建筑安装和设备购置为主	5
2 分析框架：利润是判断制造业投资趋势的核心因素，辅以产能等指标做进一步验证	8
2.1 核心逻辑：利润是判断制造业投资趋势的核心因素	8
2.2 逻辑验证：需求、企业经营状况、产能扩张进一步验证制造业投资走向	12
2.3 周期：2 年建设时长，3-4 年设备投资周期	17
3 回顾与展望：制造业投资增速高点已过，2019 年处于下行阶段	22
3.1 回顾：利润改善带动传统产业结构升级，2018 年制造业投资增速达到近年高点	22
3.2 展望：利润下滑带动制造业投资中枢下行，设备更新决定下行斜率不会太陡	24
4 启示：制造业投资下滑带动经济中枢下移，基建投资回升仍有空间	30

图表目录

图表 1：制造业投资在固定资产投资中占比最高	5
图表 2：制造业投资的主体以私人控股企业为主	5
图表 3：制造业投资在行业的分布具有不均匀，但非常集中的特征	6
图表 4：制造业投资以建筑安装工程和设备工具器购置为主	7
图表 5：工业企业利润大约领先制造业投资 1 年时间	9
图表 6：制造业利润占工业企业利润的绝大部分	9
图表 7：制造业和工业企业利润走势基本一致	9
图表 8：制造业利润占工业企业利润的绝大部分	10
图表 9：制造业和工业企业利润走势基本一致	10
图表 10：A 股上市制造业利润大约领先投资 2 个季度	10
图表 11：化学原料行业利润领先投资大约 9 个月	11
图表 12：非金属制品行业利润大约领先投资 12 个月	11
图表 13：通用设备行业利润大约领先投资 12 个月	11
图表 14：专用设备行业利润大约领先投资 18 个月	11
图表 15：近年来电气设备行业利润与投资同步性较高	11
图表 16：计算机通讯电子行业利润大约领先投资 6 个月	11
图表 17：PMI 新订单与工业企业利润走势基本一致	12
图表 18：PPI 与工业企业利润走势一致	12
图表 19：我国制造业的产品很大一部分用于出口	13
图表 20：计算机通讯电子等行业对出口依赖度较高	13

图表 21: 工业企业出口交货值与利润走势基本一致	13
图表 22: 计算机通信电子出口交货值与利润走势一致.....	13
图表 23: 存货同比略微领先于产能利用率	14
图表 24: 产能利用率大约领先制造业投资 6 个月的时间.....	14
图表 25: 100 大中城市工业用地成交面积领先投资大约 12 个月时间.....	14
图表 26: 建筑业竣工厂房建筑物领先制造业投资 6 个月	15
图表 27: 制造业投资所需设备主要来源于通用、专用设备.....	16
图表 28: 通用和专用设备增加值大约领先制造业投资 12 个月.....	16
图表 29: 金属切削机床产量领先制造业投资 12 个月.....	17
图表 30: 金属加工机床进口金额领先制造业投资 6 个月	17
图表 31: 制造业企业中长期贷款与投资具有同步性	17
图表 32: 制造业上市公司中长期贷款领先投资 3 个月.....	17
图表 33: 制造业的建设时期大约为 2 年时间.....	18
图表 34: 通用和专用设备增加值显示, 制造业设备投资周期大约为 3-4 年...19	19
图表 35: 金属切削机床产量显示, 制造业设备投资周期大约为 3-4 年.....	19
图表 36: 金属切削机床产量略微领先金属加工机床进口金额大约 6 个月.....	20
图表 37: 美国私人设备投资周期大约为 2-5 年.....	21
图表 38: 日本机械设备投资周期大约为 2-4 年半.....	21
图表 39: 2018 年制造业投资明显回升.....	22
图表 40: 2017 年黑色冶炼等七大行业利润回升明显.....	23
图表 41: 2018 年黑色冶炼等七大行业投资回升较多.....	23
图表 42: 装备制造业投资明显回升.....	24
图表 43: 2018 年重工业获得的中长期贷款明显增长.....	24
图表 44: 大部分行业投资起步于 2018 年, 2019 年将进入下行期.....	24
图表 45: 2018 年 2 季度制造业企业家信心指数开始下降.....	25
图表 46: 2018 年制造业产能利用率持续下滑.....	25
图表 47: 大部分制造业处于主动去库存和被动补库存阶段.....	26
图表 48: 专用设备增加值增速依然维持高位.....	27
图表 49: 专用设备产能利用率维持高位.....	27
图表 50: 包钢股份重大工程建设进入尾声	28
图表 51: 卫星石化重大工程项目建设启动	28
图表 52: 非金属制品投资开始下滑.....	28
图表 53: 石油加工、化学原料投资依然在上行	28
图表 54: 与 2017 年相比, 中国一重预收账款依然较高.....	28
图表 55: 通用和专用设备投资依然处在比较高的位置.....	28
图表 56: 今年减税降费规模超出市场预期	29
图表 57: 今年以来社融余额同比回升较多	29
图表 58: 制造业投资与经济呈现同步变化的特征.....	30
图表 59: 制造业和基建投资的走势基本上是相反.....	31

图表 60: 全国基建计划投资上升	31
图表 61: 企业实际融资成本显著上升	32

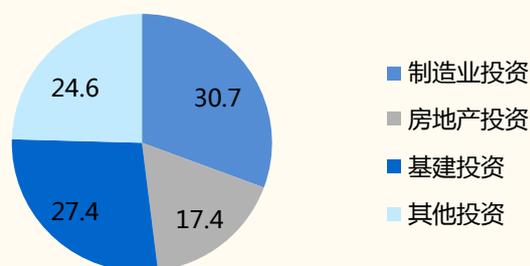
2018 年制造业投资明显回升成为稳定我国经济的重要力量。然而，2019 年以来，制造业投资增速连续下滑，已经位于去年 4 月份以来的最低水平。不过，在宽松政策影响下，经济出现企稳的迹象，市场对经济的走向开始变得乐观。这是否意味着制造业投资已经达到底部区域，甚至可能在宽松政策带动下回升？带着这些疑问，我们从利润和产能的角度出发，构建研究分析制造业投资的框架。本文着重于关注 1 年内的制造业投资的短期走势，全球化、城镇化、国家战略规划等因素也是影响制造业投资的重要因素，然而这些因素都是长期因素，需要通过企业盈利等逐渐反映到制造业投资中，并不会对短期制造业投资的判断带来太多干扰，因此本文暂未考虑这些长期因素。

1 基本概况：制造业行业众多，投资形式以建筑安装和设备购置为主

与房地产和基建投资相比，制造业投资市场化程度最高。投资是我国经济增长的重要动力，主要包括制造业、房地产和基建投资。2017 年制造业、房地产和基建投资占固定资产投资完成额的比重分别为 30.7%、17.4%和 27.4%。三类投资均有不同的属性，房地产投资对利率、房地产政策敏感度非常高，基建投资属于逆周期调节工具，制造业投资的市场化程度较高。制造业投资的市场化程度之所以较高是因为绝大部分制造业投资来自于私人控股企业。以 2017 年为例，制造业投资结构中，私人控股企业占比达到 77.0%。私人企业往往根据市场环境变化，例如需求状况、未来盈利预期等，独立做出投资决定，较少地受到政府的直接干预，市场化程度显著高于房地产投资以及基建投资。

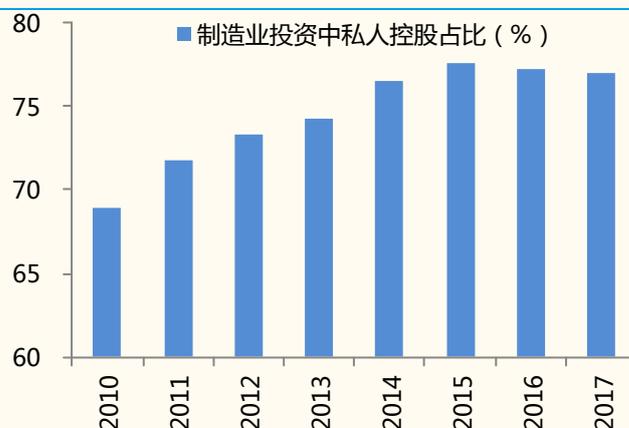
图表 1：制造业投资在固定资产投资中占比最高

2017年固定资产投资完成额各分项占比（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：制造业投资的主体以私人控股企业为主

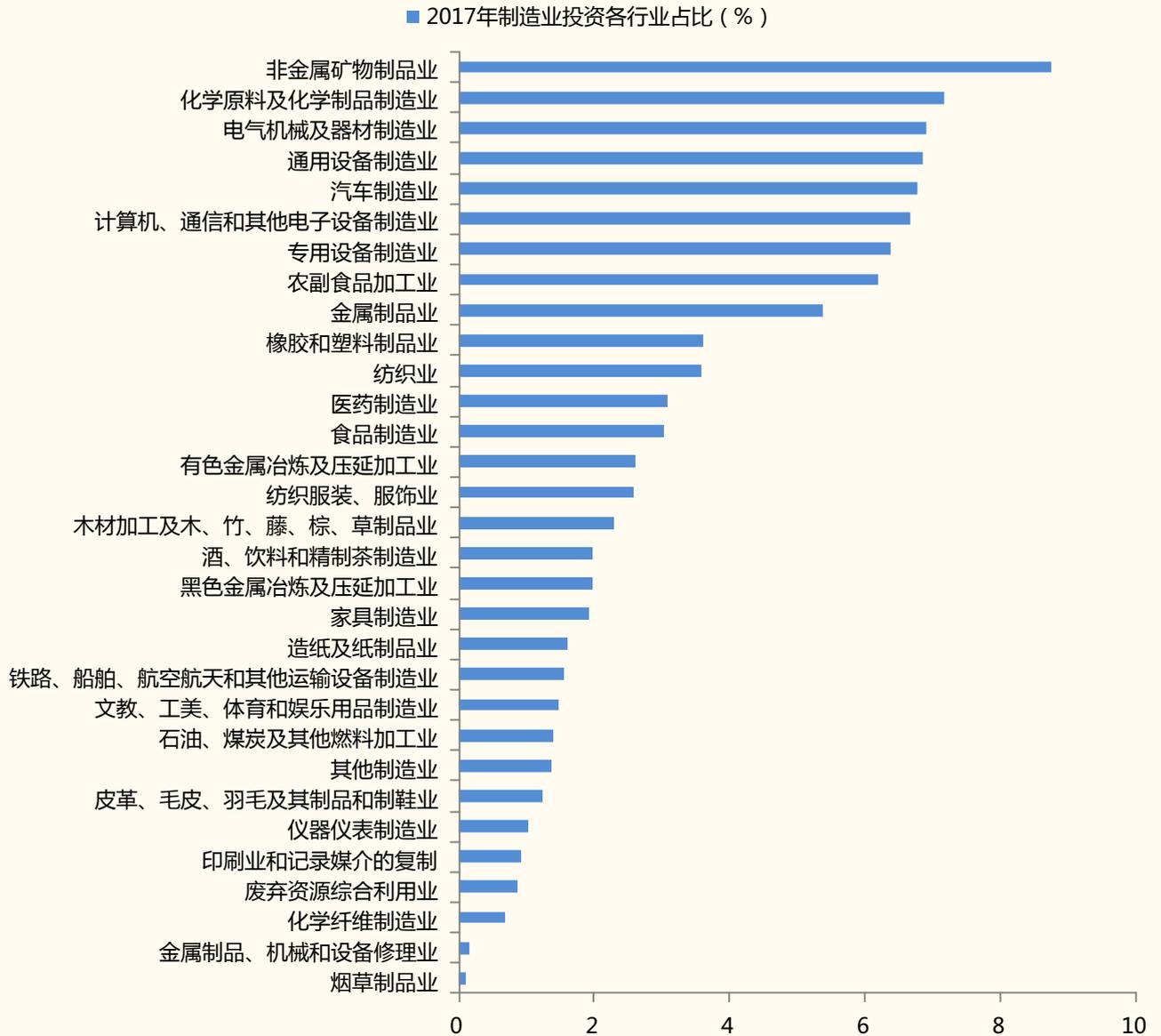


来源：Wind，国金证券研究所

制造业行业众多，投资分布不均匀、且集中度高。制造业指的是对采掘品、农副食品等进行加工、再加工的物质生产部门，它并不是一个单独的行业，而是很多行业的统称。国家统计局按月度、年度公布制造业相关行业的投资数据。从公布的投资数据来看，制造业共计包含 31 个行业，包括农副食品加工业、黑色金属冶炼及压延加工业等。我们熟知的水泥、钢铁、挖掘机等分别隶属于非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、通用设备制造业。由于国内外对各行业产品的需求量不一样，制造业投资在各行业的分布呈现两个特征：一是分布不均匀，行业之间差异较大。以 2017 年为例，非金属矿物制品业占制造业投资的比重最高，为 8.8%，烟草制品业占制造业投资最低，为 0.1%，两个行业的占比差异大。二是大部分投资集中于少部分行业。以 2017 年为例，占比排名前五的制造业分别为非金属矿物制品业、化学原料及化学制品制造业、电气

机械及器材制造业、通用设备制造业、汽车制造业，合计占比达到 36.4%。排名前十行业的占比合计达到 64.7%。

图表 3：制造业投资在行业的分布具有不均匀，但非常集中的特征

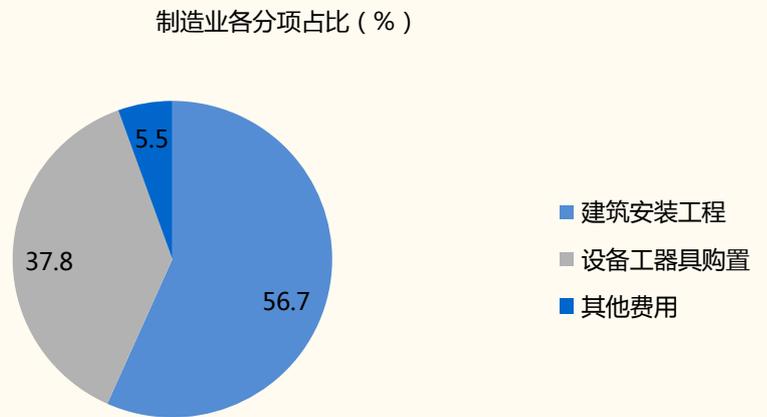


来源：Wind，国金证券研究所

制造业投资主要涉及建设厂房、购置设备等，因此建筑安装工程和设备工具器具购置占据制造业投资绝大部分。制造业投资涉及购置厂房、建设厂房、购置设备、安装设备等。以国家统计局划分标准来看，制造业投资包括建筑安装工程、设备工具器具购置及其他费用。建筑安装工程包括建筑工程和安装工程，其中建筑工程主要是指各种房屋、建筑物的建造工程，安装工程是指各种设备、装置的安装工程。设备工具器具购置是指报告期内购置或自制的，达到固定资产标准的设备、工具、器具的价值。其他费用是指在固定资产建造和购置过程中发生的，除建筑安装工程和设备、工器具购置投资完成额以外的应当分摊计

入固定资产投资的费用，不指经营中财务上的其他费用¹。制造业投资中建筑安装工程和设备工具器具购置占据绝大部分。以 2017 年为例，建筑安装工程、设备工具器具购置和其他费用占比分别为 56.7%、37.8%和 5.5%。

图表 4：制造业投资以建筑安装工程和设备工具器具购置为主



来源：Wind，国金证券研究所

¹ http://www.stats.gov.cn/tjsj/zbjs/201310/t20131029_449538.html

2 分析框架：利润是判断制造业投资趋势的核心因素，辅以产能等指标做进一步验证

利润是判断制造业投资趋势的核心因素，原因是市场化程度较高的背景下，制造业投资的主要目的在于赚取收益，且投资额的多少受到企业可用资金的约束，利润改善不仅意味着投资回报增加，也意味着资金约束减弱。从历史经验来看，工业企业利润大约领先制造业投资 1 年的时间。利润改善是制造业投资分析的主线，然而，制造业投资是否会出现回升以及回升的概率有多大，还需要从需求、企业经营状况以及投资启动迹象等三个方面进一步验证。另外，我们发现制造业设备投资周期大约为 3-4 年，每轮制造业投资的建设时期持续 2 年左右，这对于我们判断制造业投资何时会启动以及所处建设的时间段至关重要。

2.1 核心逻辑：利润是判断制造业投资趋势的核心因素

利润改善不仅意味着投资回报增加，也意味着可用资金的增加，利润是判断制造业投资趋势的核心因素，领先于投资。为了扩充产能或者进行产业结构升级，制造业企业需要投资。无论哪种投资方式，投资的目的都在于期望在未来一段时间获得回报，也就是未来收益。然而，未来收益是不可预测的，企业往往通过当期的盈利状况线性外推未来的盈利状况，利润是当期盈利状况最好的衡量指标。此外，投资涉及到大量资金的使用。我国很多企业投资的资金来源于内源融资，即通过利润留存的方式获得。即便企业可以从外部获得资金，盈利状况对其获取资金的能力的影响也非常大。利润改善不仅可以增加内源融资的资金来源，也可以增强从外部获取资金的能力。由此可见，利润改善不仅意味着投资回报增加，也意味着资金约束减弱，利润是制造业投资的核心逻辑。值得注意的是，从利润改善，到企业决策，再到投资落地，包括购置土地、购置设备、建设厂房等，需要经历一段时间。利润改善与投资回升之间存在一定的时间差，也就意味着利润是制造业投资的先行指标。我们将从工业企业、制造业上市公司以及制造业行业三个层面详细分析利润与投资之间的关系。

从历史数据来看，工业企业利润累计同比一般领先制造业投资累计同比 1 年左右的时间。需要说明的是，在分析的过程中，我们采用工业企业利润累计同比，而不是制造业企业利润累计同比，原因在于我们获得的制造业企业数据的时间是从 2014 年开始的，时间比较短，无法有效地分析近年来制造业企业利润与投资之间的关系。工业企业利润累计同比是制造业利润累计同比的一个非常好的替代指标。原因主要有两个方面：一是制造业利润占工业企业利润的绝大部分。工业主要包括采矿业、制造业和电力热力燃气水生产供应业，其中制造业占据工业生产的绝大部分，因此制造业利润也占据工业企业利润绝大部分。2014-2018 年制造业企业占工业企业利润的比重均值为 86.0%。二是制造业企业和工业企业利润走势基本上是一致的。制造业生产过程中需要原材料，进而拉动采矿业、电力热力燃气水生产供应业生产发生变化。因此，采矿业、制造

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_12594

