

策略专题

证券分析师

吴开达

资格编号: S0120521010001

邮箱: wukd@tebon.com.cn

于那

资格编号: S0120521040001

邮箱: yuna@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

1. 《REITs 生命周期全分类收益率相关性分析-》，2021.6.23
2. 《资金活跃度有所降低，增持成长类形成共振微观流动性跟踪双周报（2021.6.7-2021.6.20）-》，2021.6.22
3. 《“固收+”绝对收益产品新策略——基于首批公募 REITs 上市的思考-》，2021.6.21
4. 《上沿勿躁，把握 REITs 二级市场》，2021.6.20
5. 《七一献礼，开启中国 REITs 新时代——战略看多首批公募 REITs 系列研究合集 V1.0-》，2021.6.19

A 股基本面 20 年历史复盘： 企业自由现金流（FCFF）

——公司研究系列之深挖财报

投资要点：

- 公司的发展目标在于创造价值，企业的价值则由自由现金流决定。我们围绕价值核心进行企业财务报表分析，通过财务数据前推企业的商业模式、运营管理、发展战略、及外部环境。公司的战略执行首先推进投资活动，并形成“现金-资产-利润-现金”的逻辑闭环，通过现金流循环联结三张财务报表，构建财报分析的基本框架。
- 我们通过复盘全 A 上市公司过去 20 年的自由现金流历史波动，来更为全面、直观的理解市场及上市公司的发展和成长历程。市场的 FCFF 经历了由负转正，自 2016 年起市场现金流情况得到大幅改善。2016-2020 年持续维持正向 FCFF，2020 年全 A 上市公司 FCFF 规模达 1.14 万亿元。
- 进一步拆分全 A 现金流的各相关项目：1) 2000-2020 年全 A 的 EBITDA 结构中，平均 79% 用于资本支出，企业为取得长期发展进行的投入始终保持在 EBITDA 的 50% 以上；2) 自由现金流平均占比 -20%，企业在投入维护日常运营资金及取得成长发展所需的支出后，已无更多自由现金流供股东和债权人支配；3) 从对自由现金流的影响程度来看，盈利总规模的提升为自由现金流增长提供重要基础；4) 2016 年以来，全 A 的扩张性资本支出保持稳步向上态势，2020 年资本支出/折旧摊销比例达 1.90，疫情下全 A 的扩张性资本投入规模仍维持稳步提升。
- 分板块及行业来看：1) 上游原料板块，FCFF 整体较充裕，波动相对较小。2016-2020 年平均 FCFF 达 2653 亿元。板块的盈利波动周期性明显，总盈利规模抬升。历史的扩张投入规模较大，近年化工、有色行业景气度优扩张投入较高，净营运资本增加的规模维持较低水平，运营稳健资金利用效率高。2) 中游制造板块，2019-2020 年在盈利支撑下 FCFF 回正，其中机械行业改善最为显著，板块效率提升扩张投入稳增。3) 下游消费，2019-2020 年必选消费 FCFF 波动增加，家电、汽车行业带动下下游可选消费板块 FCFF 大幅提升。2020 年必选消费盈利规模超 4000 亿元，2000-2020 历史复合年均增速 21.73%。医药长期维持较高扩张性投入规模；2019-2020 年农业、餐饮在行业高景气带动下，扩张性投入规模显著增加。2018-2020 年可选消费板块盈利增速整体下降，除轻工和家电行业增加扩张性投入外，2019-2020 年板块扩张性资本投入较为温和；板块整体净营运资本增加的规模收缩，促进近年板块自由现金流回正。4) 支持服务板块，FCFF 波动改善，2017-2020 连续 4 年维持正向自由现金流，盈利整体保持稳步增长。计算机行业的扩张性投入在利润规模持续增长的支撑下，呈长期稳步增加趋势，体现出较好的长期持续成长性。5) 房建板块中 FCFF 2000-2020 年平均为 -651 亿元，主要为地产行业的自由现金流紧张，受净营运资本增加影响较为显著。板块盈利持续高速增长，板块历史复合增速 25.6%。
- 注：本报告中提及的“全 A”统计口径，均为已上市 A 股的上市后财务情况，剔除金融、石油石化、ST 及退市个股，日期更新至 2021/6/14。
- 风险提示：评价体系的局限性；统计误差；财务指标滞后性；业绩对股价解释力有限；企业所处外部环境发生重大变化；全球疫情反复对经济冲击超预期、宏观经济超预期波动。



内容目录

1. 企业的根本价值由现金流决定	6
2. 全 A：盈利规模提升 FCFF 回正，资金运用效率持续改善	8
2.1. CAPEX：全 A 扩张性资本支出稳增，资本开支效率提升	11
3. 各板块：2019-2020 年主要板块 FCFF 均实现不同程度改善	12
3.1. 上游原料： Δ NWC 较低 FCFF 充沛稳定，扩张投入规模市场领先	12
3.2. 中游制造：2019-2020 盈利支撑 FCFF 回正，效率提升扩张投入稳增	15
3.3. 下游消费： Δ NWC 影响 FCFF 波动较大，2019-2020 盈利高增扩张投入分化	17
3.4. 支持服务：盈利稳增 FCFF 改善，计算机行业持续稳步扩张	21
3.5. 房建板块：地产 Δ NWC 高企拖累 FCFF，盈利高增历史 CAGR 25.6%	23
4. 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司战略与企业财务报表之间的关系	6
图 2: 投资活动推动的现金流逻辑循环	7
图 3: 2000-2020 全 A 自由现金流 (亿元) 实现由负转正	8
图 4: 2000-2020 全 A FCFF (亿元) 拆解: EBIT 增长 44 倍	8
图 5: 全 A (除金融两油 ST) 企业 EBITDA 结构拆解 (%): 资本支出占比近八成	9
图 6: 2001-2020 年 FCFF 及相关项目的变动规模 (亿元): 盈利规模提升为 FCFF 回正提供重要支持	10
图 7: 2001-2020 年 FCFF 及相关项目的同比增速 (亿元): Δ NWC 与息前税后利润波动较大	10
图 8: 2001-2020 全 A 资金使用效率提高	10
图 9: 2000-2020 年全 A 盈利水平整体呈提升趋势 (%)	10
图 10: 各项目对 FCFF 变动影响 (%): 2018-2020 年资本支出投入对 FCFF 影响提升	11
图 11: 2020 年全 A 资本支出/折旧摊销 (%) 比例有所回升	12
图 12: 2017-2020 年全 A 扩张性资本支出规模稳步增加	12
图 13: 2017 年以来扩张性资本开支企稳回升 (%)	12
图 14: 2011-2020 年全 A 的 CAPEX/EBIT 比例整体降低	12
图 15: 2000-2020 年上游原料板块 FCFF 规模 (亿元) 改善显著	13
图 16: 2016-2020 上游原料板块息前税后利润 (亿元) 规模抬升	13
图 17: 2002-2020 年采掘行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 2018-2020 净营运资本规模进一步收窄	14
图 18: 2002-2020 年钢铁行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 资本投入周期波动显著	14
图 19: 2002-2020 年建材行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 投入规模随周期波动, 2020 年扩张投入增加	14
图 20: 2002-2020 年有色行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 2017-2020 年扩张投入回升	14
图 21: 2002-2020 年化工行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 2018-2020 年资本扩张规模显著提升	15
图 22: 2019-2020 年中游制造板块 FCFF (亿元) 回正	16
图 23: 2000-2020 中游制造板块息前税后利润 (亿元) 波动收窄	16
图 24: 2002-2020 年电气设备均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 扩张资本投入持续增加, 运营效率逐年提升	16

图 25: 2002-2020 年机械均值行业 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 2018-2020 运营效率显著改善	16
图 26: 2002-2020 年军工行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 资本投入水平维持低位	17
图 27: 2002-2020 年电子均值行业 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 2014-2020 行业效率提升, 规模持续扩张	17
图 28: 2002-2020 年通信行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 行业维持平稳运营 ..	17
图 29: 2015-2020 年下游必选消费板块 FCFF (亿元) 稳步提升	18
图 30: 2000-2020 年下游必选消费板块息前税后利润 (亿元) 持续高增长	18
图 31: 2002-2020 年农业行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 2020 年扩张节奏加快 ..	18
图 32: 2002-2020 年餐饮行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 2019-2020 行业高景气, 规模扩张加速	18
图 33: 2002-2020 年医药行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 维持较高扩张投入规模	19
图 34: 2002-2020 年纺服行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 维持平稳运营	19
图 35: 2019-2020 年下游可选消费板块 FCFF (亿元) 大幅提升	19
图 36: 2018-2020 年下游可选消费板块息前税后利润 (亿元) 增速下降	19
图 37: 2002-2020 年休闲服务均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 运营效率提升, 扩张投入不足	20
图 38: 2002-2020 年轻工行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 2018-2020 年扩张加快	20
图 39: 2002-2020 年传媒行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 景气度下降, Δ NWC 规模收缩	20
图 40: 2002-2020 年家电行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 运营效率提升, 扩张投入稳增	20
图 41: 2002-2020 年汽车行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 行业维持温和扩张投入	20
图 42: 2000-2020 年支持服务板块 FCFF (亿元) 改善	22
图 43: 2000-2020 年支持服务板块息前税后利润 (亿元) 稳增	22
图 44: 2002-2020 年公用事业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 扩张投入保持稳定, 净营运资本收缩	22
图 45: 2002-2020 年交运行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: Δ NWC 持续下滑	22
图 46: 2002-2020 年商贸行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: Δ NWC 下降扩张投入平	

稳.....	22
图 47: 2002-2020 年计算机行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 扩张投入长期持续稳增	22
图 48: 2000-2020 年房建板块 FCFF (亿元) 整体为负	23
图 49: 2000-2020 年房建板块息前税后利润 (亿元) 持续高增.....	23
图 50: 2002-2020 年房地产行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 2018-2020 净营运资本 规模出现波动	23
图 51: 2002-2020 年建筑行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 跟随下游地产扩张投入增 加	23

1. 企业的根本价值由现金流决定

公司的发展目标在于创造价值，能够持续创造价值的企业才可以长期生存，而企业的价值则由自由现金流决定。我们围绕价值核心进行企业财务报表分析，通过财务数据前推企业的商业模式、运营管理、发展战略、及外部环境。一般情况下，我们认为公司制定战略决策后，结合企业的商业模式推动战略执行，最终体现在财务报表约需要3年时间，因此回溯公司业绩可结合企业3年以上的历史财务报表进行分析。

图 1：公司战略与企业财务报表之间的关系



资料来源：郭永清《财务报表分析与股票估值》，德邦证券研究所

公司的战略执行首先推进投资活动，并形成“现金-资产-利润-现金”的逻辑闭环，通过现金流循环联结三张财务报表，构建财报分析的基本框架：

战略-财务-业务三角关系图

战略

资产

现金

战略投资: M&A, 新建
理财投资

投资

金融, 股权,
经营资产, 周转性投入

利润

营业利润, 投资收益,
其他(利息收入、公允价值变动损益)

资产

利润规模/结构

关系: 匹配/激进/保守
影响: 短期经营风险

资本

资本成本

股权、债务
资金成本

现金流

经营&投资活动现金流

企业自由现金流

决定: 企业价值创造能力
影响: 长期经营风险

筹资活动现金流

决定: 公司价值

分红

筹资

投资

公司的自由现金流代表了普通股股东、优先股股东、债权人的现金流量总和，串联起三张财报，反应公司扣除营运资本和资产投资后，可提供给股东和债权人的税后可支配现金总额：

$$\text{自由现金流} = \text{股权自由现金流} + \text{债权自由现金流}$$

自由现金流 (FCFF) 作为评估企业价值的有效工具已被广泛接受和应用,但在不同理论下对自由现金流概念的定义和计算仍存在一定差异,我们采用了当前市场较为普遍应用的科普兰教授计算公式,即:

$$FCFF = \text{息税前经营利润 } EBIT * (1 - \text{所得税率 } T_c) + \text{折旧摊销 } D\&A \\ - \text{资本支出 } CapEx - \text{净营运资本增加 } \Delta NWC$$

其中：

1) EBIT = (营业总收入 - 营业税金及附加) - (营业成本 + 利息支出 + 手续费及佣金支出 + 销售费用 + 管理费用 + 研发费用 + 坏账损失 + 存货跌价损失) + 其他收益

2) $T_c = \text{所得税} / \text{利润总额}$

3) $D\&A = \text{固定资产折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$

4) **CapEx** = 构建固定无形和长期资产支付的现金

5) $\Delta NWC = (\text{期末流动资产} - \text{货币资金} - \text{无息流动负债}) - (\text{期初流动资产} - \text{货币资金} - \text{无息流动负债})$

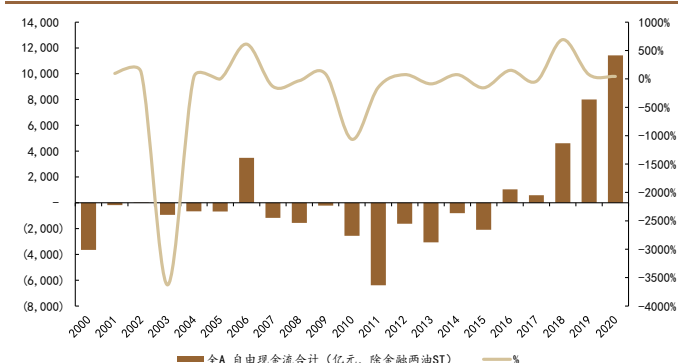
我们通过对全 A 上市公司过去 20 年的自由现金流拆解，来更为全面、直观的理解上市公司的发展和成长历程。（注：本报告中提及的“全 A”统计口径，均为已上市 A 股的上市后财务情况，剔除金融、石油石化、ST 及退市个股，日期更新至 2021/6/14。）

2. 全 A：盈利规模提升 FCFF 回正，资金运用效率持续改善

2000-2020 年，全 A（除金融两油 ST）企业的自由现金流经历了由负转正。2000-2015 年，全 A 的自由现金流波动较大，整体现金流情况为负，年均 FCFF 为-1382 亿元；2016-2020 年，全 A 现金流情况大幅改善，连续 5 年维持正向现金流，整体呈稳步提升趋势，5 年平均现金流规模 5134 亿元，2020 年尽管受到疫情冲击，全 A FCFF 保持正向高速增长，较 2019 年的 8010 亿元增长 42.67%，规模达 11428 亿元。

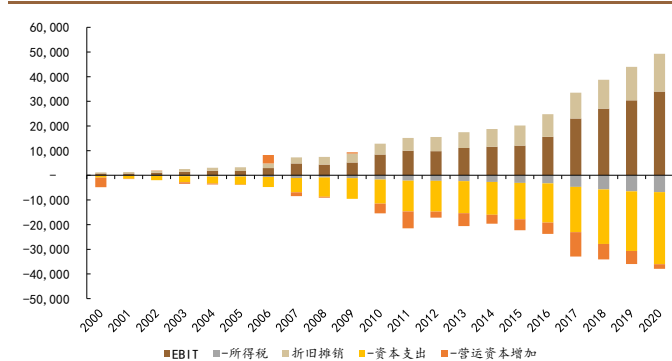
分拆来看，息税前利润 2000-2020 年 CAGR 20.91%，规模由 2000 年的 761 亿元提升至 2020 年 3.39 万亿元，增长 43.6 倍；折旧摊销 2000-2020 年 CAGR 19.59%，2000 年 430 亿元，2020 年增长 34.8 倍达到 1.54 万亿元；资本支出 2000-2020 年 CAGR 19.61%，规模由 813 亿元（2000 年）增长至 2.92 万亿元（2020 年），增长 34.9 倍；净营运资本增加额波动较大，2020 年为 1853 亿元，2000-2020 年均 2745 亿元。

图 3：2000-2020 全 A 自由现金流（亿元）实现由负转正



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 4：2000-2020 全 A FCFF（亿元）拆解：EBIT 增长 44 倍



资料来源：Wind，德邦证券研究所

通过拆分自由现金流各相关项目（息前税后营业利润、折旧摊销、资本支出、营运资本增加额）的变动规模及增速可以看到：

1) 2000-2020 年全 A 的 EBITDA 结构中，平均 79% 用于资本支出，企业为取得长期发展进行的投入始终保持在 EBITDA 的 50% 以上；所得税占比在 11%-15% 区间，平均为 14%，所得税占比较为稳定；净营运资本增加平均占比 27%；自由现金流平均占比 -20%，企业在投入维护日常运营资金及取得成长发展所需的支出

后，已无更多自由现金流供股东和债权人支配。

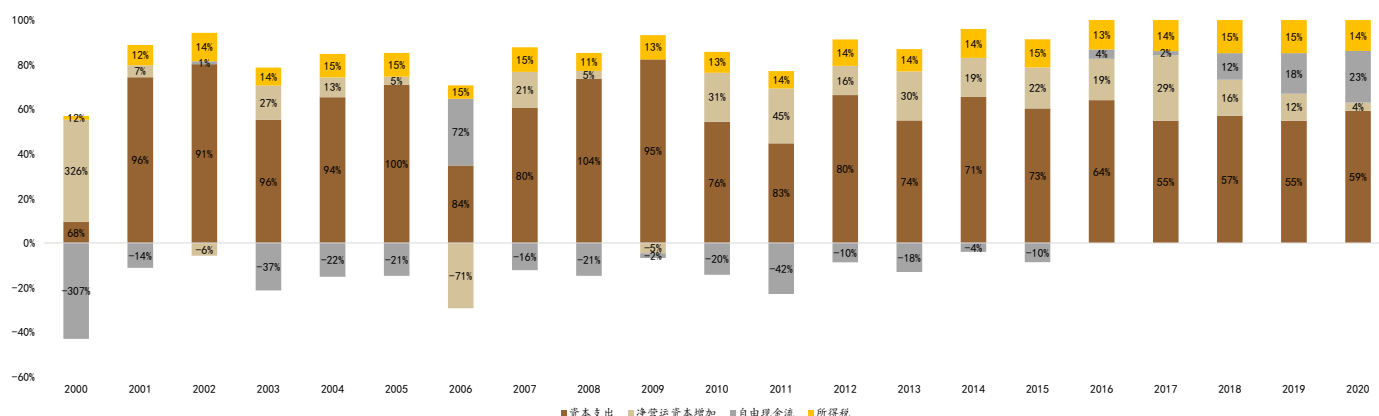
2) 企业自由现金流与营运资本增加的变动呈现显著的当期负相关关系。

2000-2020 年，全 A 的 ΔNWC 波动幅度较大，伴随全 A 销售收入规模稳步扩张， ΔNWC 整体规模及波动均呈收缩趋势，代表企业的资金运营、经营管理效率在持续提高。

3) 从对自由现金流的影响程度来看，盈利总规模的提升为自由现金流增长提供重要基础。2000-2015 年，全 A（除金融两油 ST）企业的盈利能力波动较大且整体呈下行趋势，导致企业在满足必要的再投资需求后已无剩余自由现金流，期间全 A 的 FCFF 基本为负，2016 年以后，盈利规模提升，企业自由现金流回正，2020 年全 A 息前税后营业利润达到 2.71 万亿元，EBITDA 规模 4.93 万亿元。

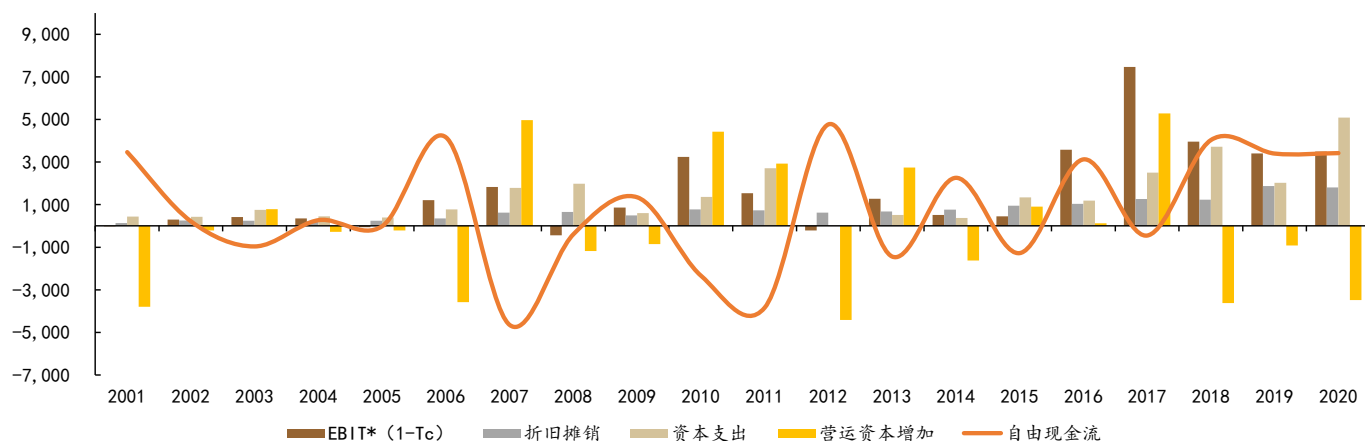
4) 2016-2020 年，资本支出的 EBITDA 占比持续低于 70%，资本支出增加占比下降，2018-2020 年资本支出规模整体略有提升。

图 5：全 A（除金融两油 ST）企业 EBITDA 结构拆解（%）：资本支出占比近八成



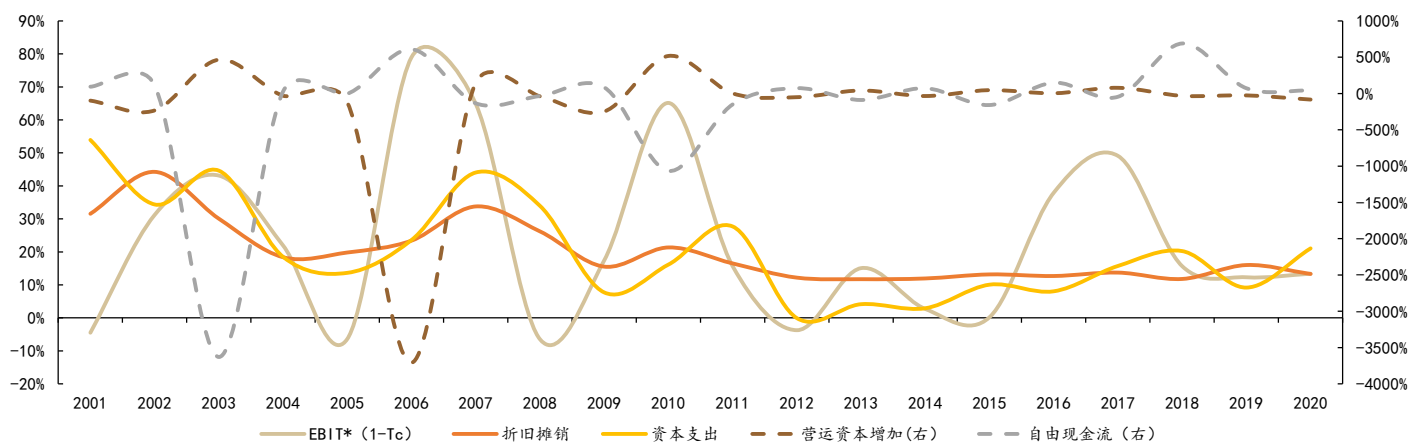
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 6：2001-2020 年 FCFF 及相关项目的变动规模（亿元）：盈利规模提升为 FCFF 回正提供重要支持



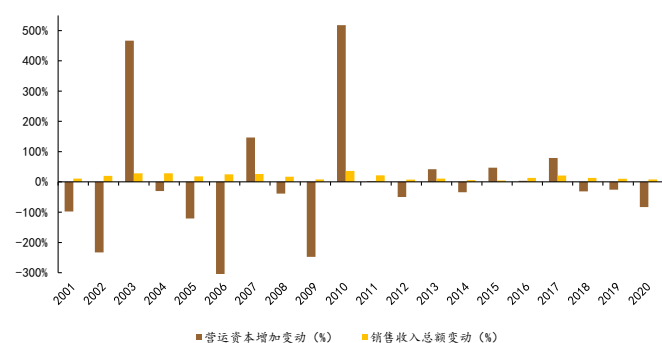
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 7：2001-2020 年 FCFF 及相关项目的同比增速（亿元）：Δ NWC 与息前税后利润波动较大



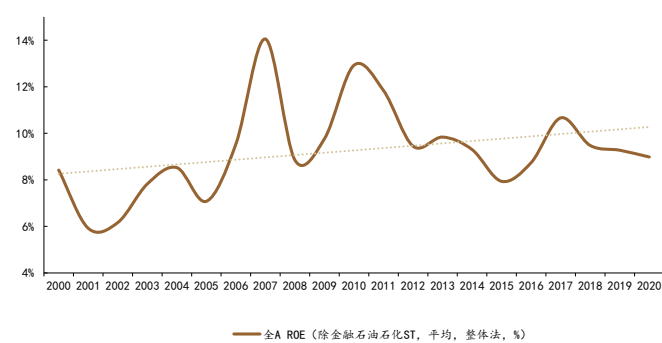
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 8：2001-2020 全 A 资金使用效率提高



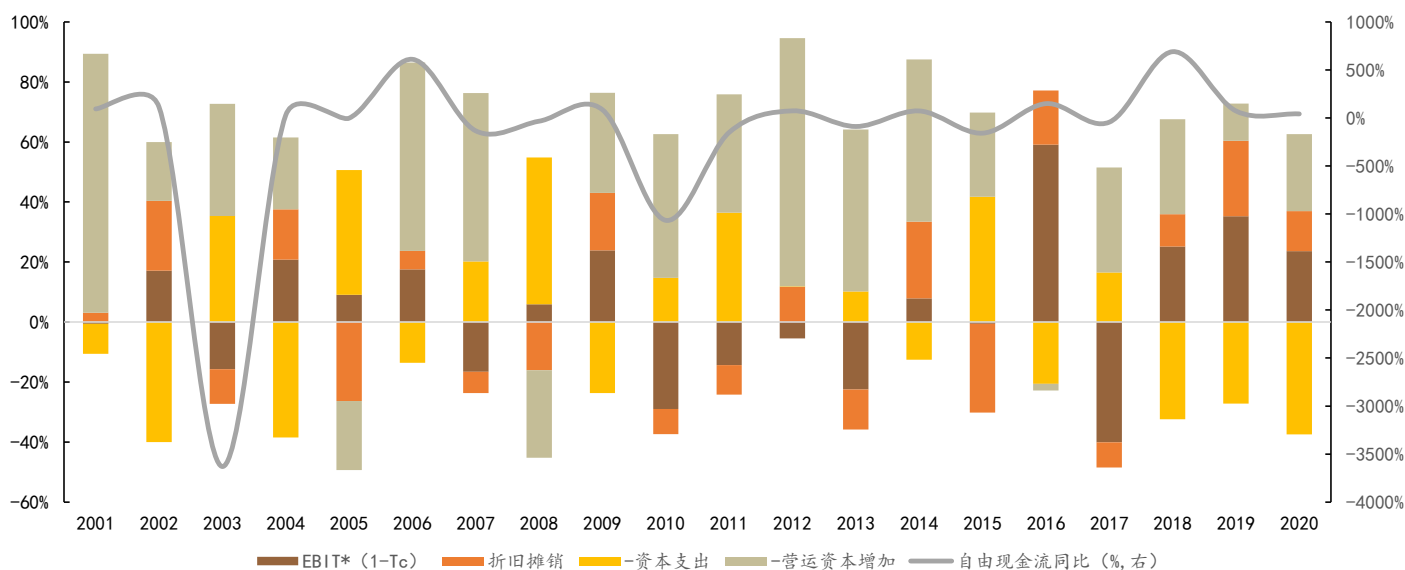
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 9：2000-2020 年全 A 盈利水平整体呈提升趋势（%）



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 10：各项目对 FCFF 变动影响（%）：2018-2020 年资本支出投入对 FCFF 影响提升



资料来源：Wind，德邦证券研究所

2.1. CAPEX：全 A 扩张性资本支出稳增，资本开支效率提升

对于资本支出的理解，可以进一步细分为扩张性资本支出（用于扩张经营规模）、保全性资本支出（用于维持当前经营水平）：

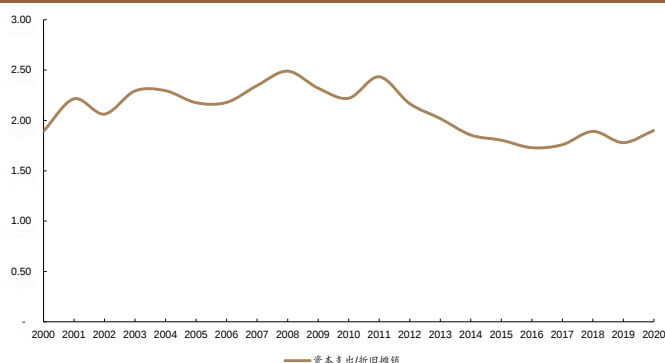
$$\text{资本支出} = \text{扩张性资本支出} + \text{保全性资本支出}$$

保全性资本支出可用折旧摊销来简单衡量，当资本支出/折旧摊销比值大于 1，代表企业投入扩张性资本支出，该比值越大，企业的扩张战略越激进。

2016 年以来，全 A 的扩张性资本支出保持稳步向上态势。2020 年资本支出/折旧摊销比例达 1.90，疫情下全 A 的扩张性资本投入规模仍维持稳步提升，2017 年以来，扩张性 CAPEX 增速波动加剧，保全性 CAPEX 保持快速增长。

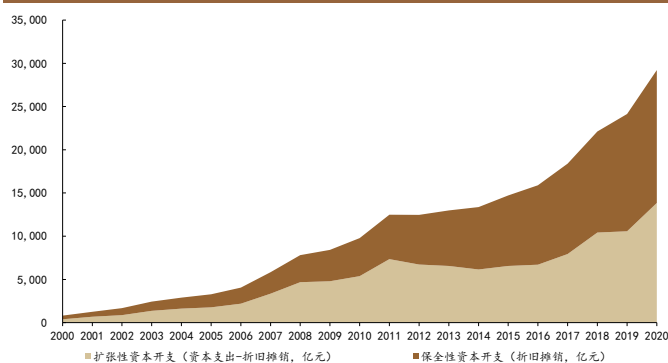
此外，2011 年以来资本开支占 EBIT 的比例整体走低，企业的资本投入比例整体呈下降趋势，2016-2020 年，平均比例在 86%，同时反应出全 A 的资本开支效率在提升，单位支出带来的盈利有所提升。

图 11：2020 年全 A 资本支出/折旧摊销（%）比例有所回升



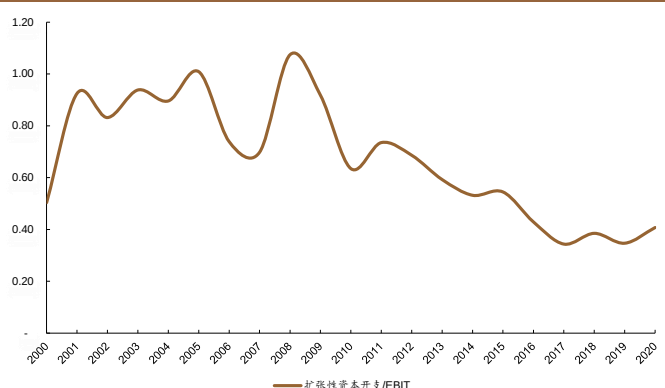
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 12：2017-2020 年全 A 扩张性资本支出规模稳步增加



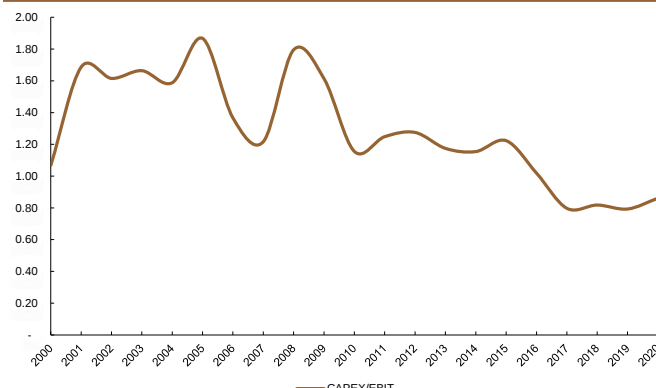
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 13：2017 年以来扩张性资本开支企稳回升（%）



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 14：2011-2020 年全 A 的 CAPEX/EBIT 比例整体降低



资料来源：Wind，德邦证券研究所

3. 各板块：2019-2020 年主要板块 FCFF 均实现不同程度改善

我们结合自由现金流及其拆分项目进一步分析各板块及行业的 FCFF 情况。

3.1. 上游原料：△NWC 较低 FCFF 充沛稳定，扩张投入规模市场领先

上游板块 FCFF 整体较充裕，波动相对较小。上游原料（采掘/化工/钢铁/有色/建材）板块，2000-2020 年 FCFF 改善显著，由 2000 年的-654 亿元，提升至 2020 年 3074 亿元；2016 年-2020 年，上游板块持续维持正向自由现金流，板块现金流充裕、波动相对较小，2016-2020 年上游板块的平均自由现金流达 2653 亿元。

板块盈利波动周期性明显，总盈利规模抬升。盈利方面，2000-2020 年上游板块息税前利润 CAGR 18.11%，利润波动呈现出较为显著的周期性。过去 20 年中，板块经历了 2001-2008 年、2009-2015 年、2016-2020 年三轮较为完整的波动周期。随着板块内上市公司数量增加，上游原料板块的总盈利规模在三轮周

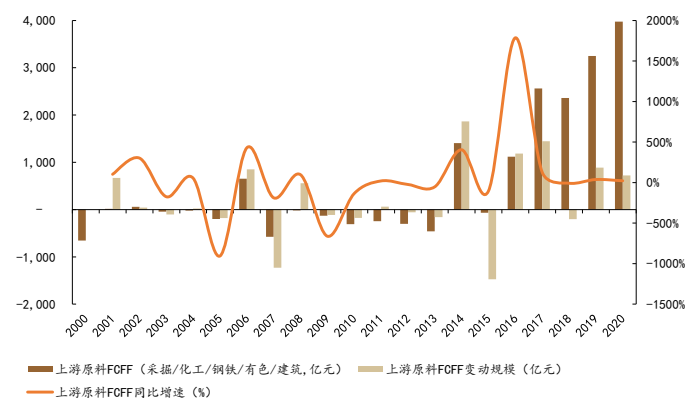
期节节攀升。

结合 CAPEX、 Δ NWC、D&A 分析板块内各行业的扩张发展情况，我们采用各行业 CAPEX、 Δ NWC、D&A 的三年均值进行比较：

上游整体历史扩张投入规模较大，近年化工、有色行业景气度较优扩张投入较高。上游板块的历史 CAPEX（三年均值）整体远高于 D&A（三年均值），反应上游板块的历史扩张资本投入规模整体较高，但受盈利周期性影响，扩张性资本投入同样呈现较为明显的周期性波动。2016-2020 年，上游进入新一轮上升周期后受到疫情冲击，增速略有放缓，叠加供给侧改革等政策因素影响，板块整体的资本扩张性投入规模发展不及前几轮周期，但其中以化工、有色行业景气度较优，近年扩张投入意愿较强。

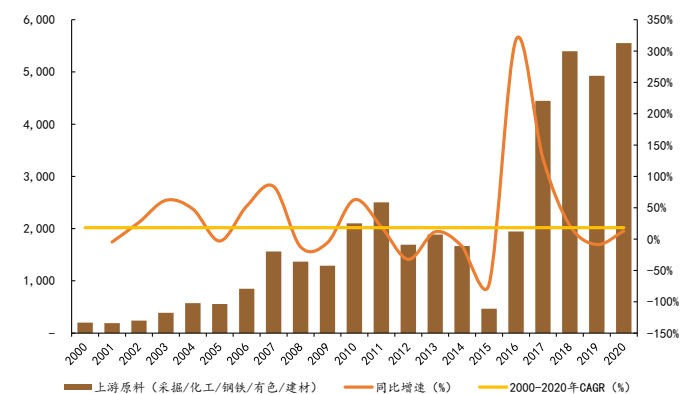
净营运资本增加规模维持较低水平，运营稳健资金利用效率高。此外，2002-2020 年板块历史的 Δ NWC（三年均值）与 CAPEX（三年均值）差异值为负，且绝对值较(CAPEX-D&A)更高，意味着上游的净营运资本投入规模较小，与行业较为积极的资本投入形成较大差距。上游的营运资本投入较小，主要原因为：1) 上游企业主营业务变动较少、经营风格保守；2) 上游包含资源型企业等，带来较高的产业资源壁垒，产业链话语权较强，运营稳健风险较小，同时带来高效的资金周转效率。此外， Δ NWC 较低也对上游自由现金流的稳定性起到积极作用，2016-2020 年，上游企业的净营运资本增加均处于较低水平。

图 15：2000-2020 年上游原料板块 FCFF 规模（亿元）改善显著



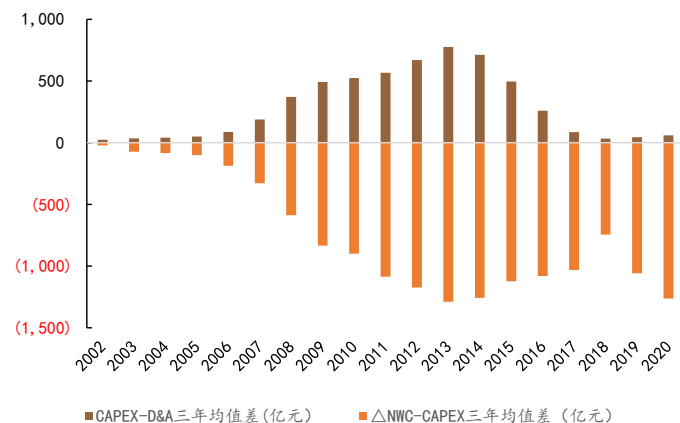
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 16：2016-2020 上游原料板块息税前利润（亿元）规模抬升



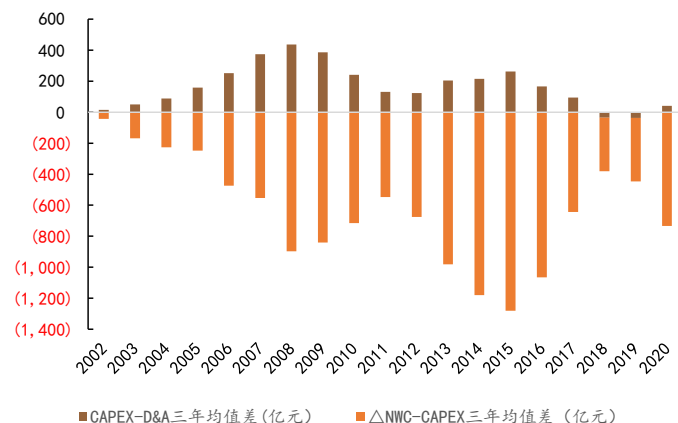
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 17: 2002-2020 年采掘行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 2018-2020 净营运资本规模进一步收窄



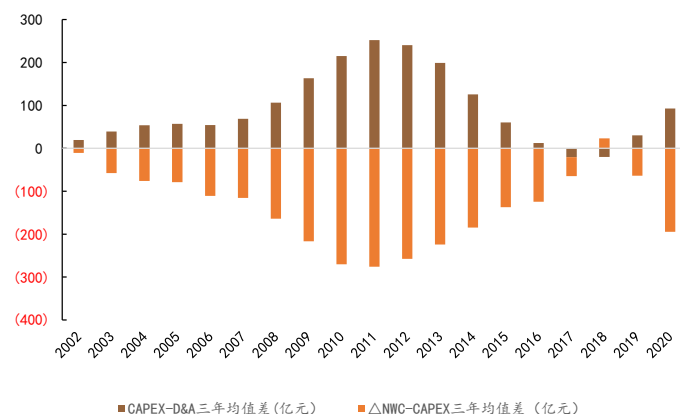
资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 18: 2002-2020 年钢铁行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 资本投入周期波动显著



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 19: 2002-2020 年建材行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 投入规模随周期波动, 2020 年扩张投入增加



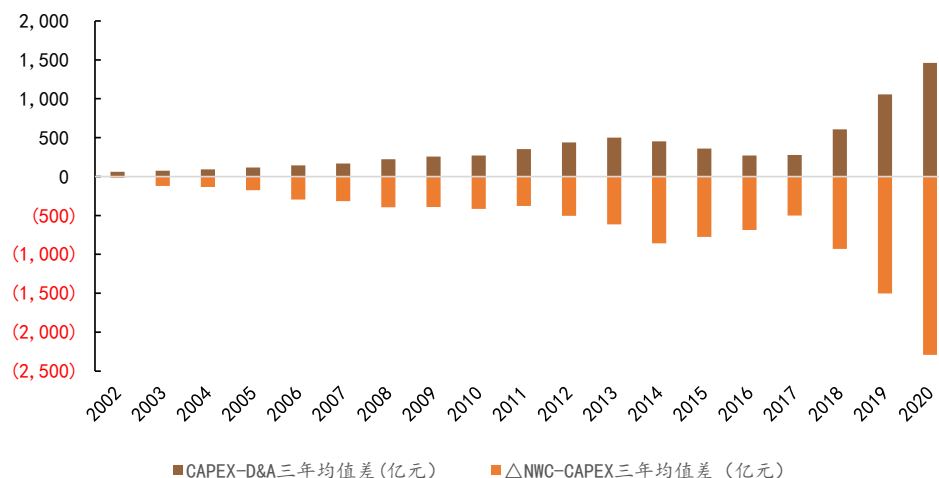
资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 20: 2002-2020 年有色行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况: 2017-2020 年扩张投入回升



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 21：2002-2020 年化工行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况：2018-2020 年资本扩张规模显著提升



资料来源：wind，德邦证券研究所

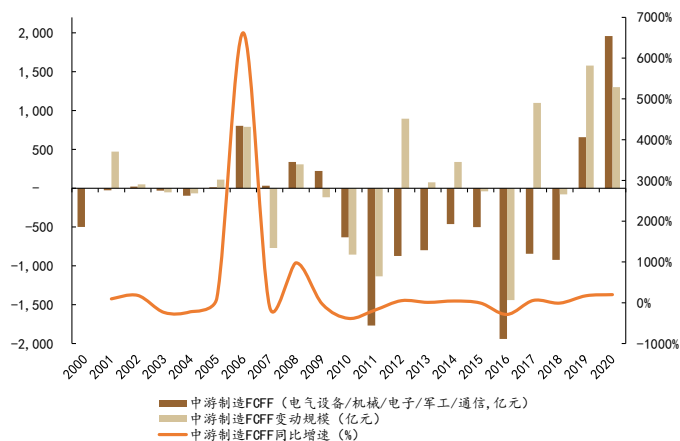
3.2. 中游制造：2019-2020 盈利支撑 FCFF 回正，效率提升扩张投入稳增长

2019-2020 年中游板块 FCFF 回正，机械行业改善最为显著。中游制造板块（电气设备/机械/电子/军工/通信）行业的 FCFF 情况存在一定分化，2000 年板块自由现金流规模为-499 亿元，2019-2020 年板块现金流情况改善，分别达 656、1958 亿元，其中机械设备行业 2018-2020 年 FCFF 大幅提升，由 75 亿元增长至 994 亿元，增加 12 倍；通信行业近年自由现金流较为平稳，2017-2020 年平均为 252 亿元；电子行业的负向自由现金流规模逐年收窄；军工、电气设备行业的自由现金流有所增加，2020 年分别为 413、692 亿元。

中游 2020 年板块盈利规模超 5000 亿元。盈利方面，2000-2020 年板块的盈利波动逐步收窄，盈利总规模稳步提升，2000-2020 年息前税后利润的复合增速 24.13%，板块盈利保持快速增长。2020 年，中游板块利润规模超 5000 亿元，达 5012 亿元，同比增加 45.45%。

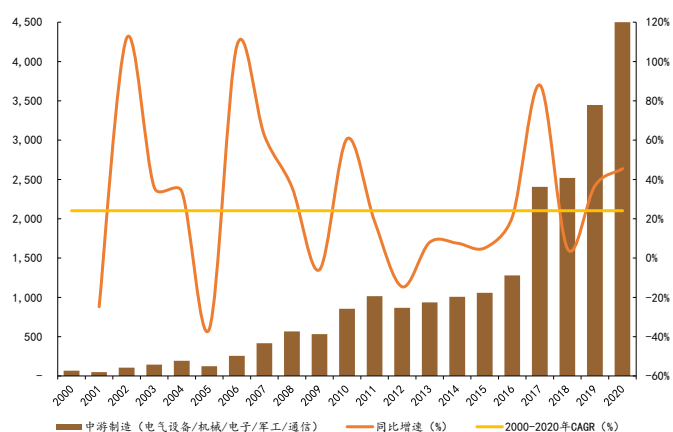
中游板块温和扩张，2017-2020 年运营效率逐步提升。扩张性资本投入方面（CAPEX-D&A），2017-2020 年，随着板块盈利规模提升，除通信行业外，板块的扩张性投入整体呈稳步增加趋势。其中，军工的资本投入规模处于市场较低水平，主要为行业盈利总规模较低。2017-2020 年，板块的净营运资本的投入稳中有降，叠加扩张性资本投入增加，反应中游企业的运营效率有所提升。

图 22：2019-2020 年中游制造板块 FCFF（亿元）回正



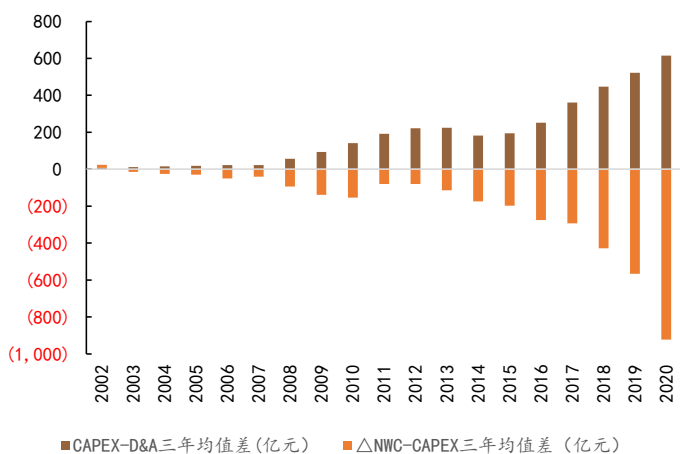
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 23：2000-2020 中游制造板块息前税后利润（亿元）波动收窄



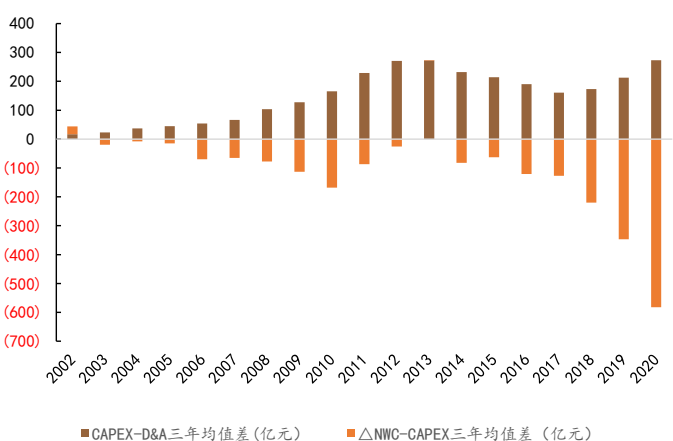
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 24：2002-2020 年电气设备均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况：扩张资本投入持续增加，运营效率逐年提升



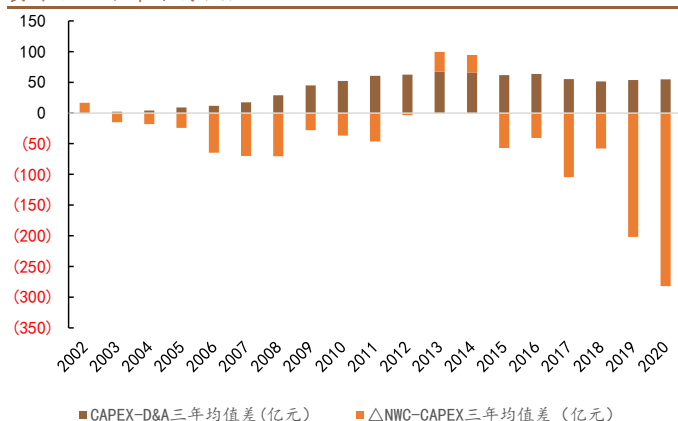
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 25：2002-2020 年机械均值行业 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况：2018-2020 运营效率显著改善



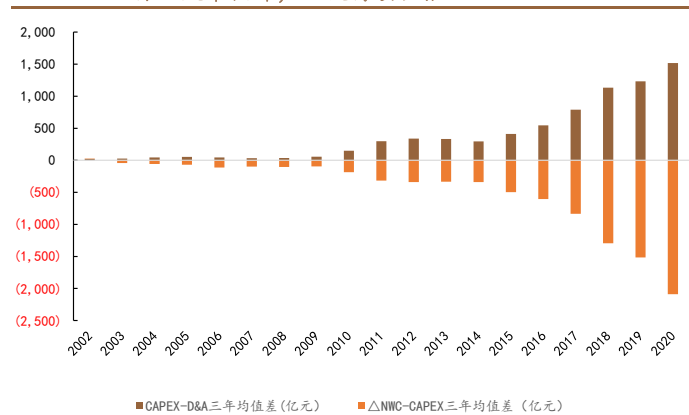
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 26：2002-2020 年军工行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况：资本投入水平维持低位



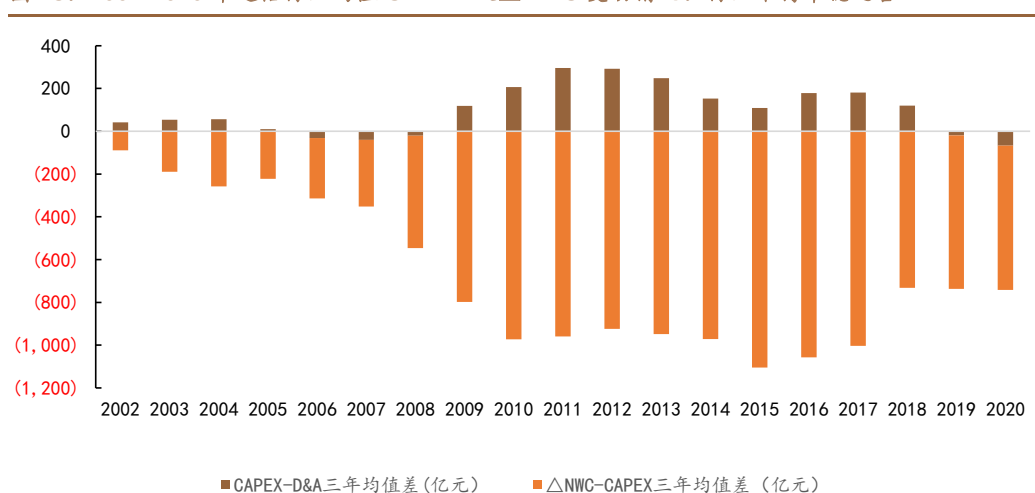
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 27：2002-2020 年电子行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况：2014-2020 行业效率提升，规模持续扩张



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 28：2002-2020 年通信行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况：行业维持平稳运营



资料来源：wind，德邦证券研究所

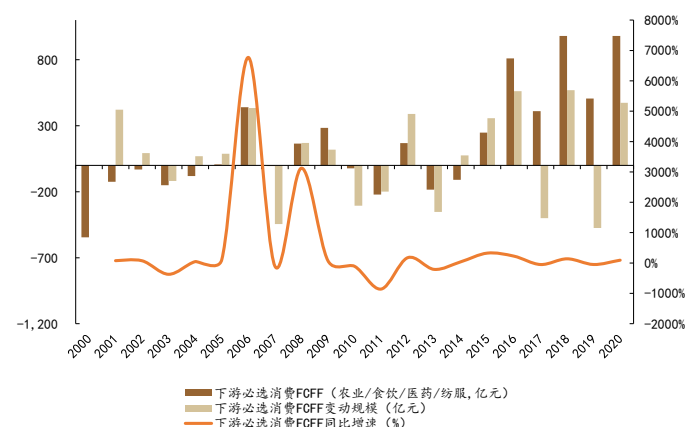
3.3. 下游消费： Δ NWC 影响 FCFF 波动较大，2019-2020 盈利高增扩张投入分化

2019-2020 年下游必选消费 FCFF 波动增加，自由现金流规模保持稳定。下游消费板块中，必选消费行业（农业/食品饮料/医药/纺服）2000-2020 年 FCFF 平均规模 168 亿元，板块中的农业、食品饮料等行业近两年现金流波动相对较大。2020 年，农业行业自由现金流为 -837 亿元，食品和医药行业分别为 1031 和 667 亿元，板块的自由现金流稳定改善。

2020 年板块盈利规模超 4000 亿元，2000-2020 历史复合年均增速 21.73%。从盈利情况来看，板块 2000-2020 年息税前税后利润 CAGR 为 21.73%，2013-2016 年的盈利维持较快增长，2020 年板块盈利增速进一步提升。2019-2020 年，必选消费板块的总盈利规模分别为 3202、4279 亿元，同比分别为 18.52%、33.64%。

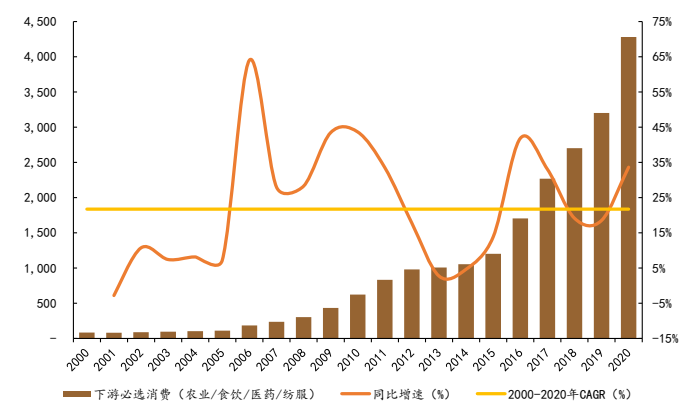
医药维持较高扩张性投入规模，食品饮料近年营运投入增加。板块的扩张性资本投入存在一定行业分化，其中农业、食品饮料 2019-2020 年在行业高景气带动下，扩张性投入规模显著增加；医药行业 2017-2020 年维持较高水平资本支出，扩张性投入规模稳步提升，主要来自行业盈利水平提升的支持，医药行业 2017-2020 年盈利规模均在 1000 亿元以上，2020 年达 1834 亿元；纺织服装整体投入规模较小，且保持在较为平稳的水平。净营运资金增加方面，除食品饮料行业外，必选消费板块的 ΔNWC 对自由现金流的波动影响均较小，食品饮料行业 2019 年 ΔNWC 激增，对行业近两年现金流波动产生一定影响。

图 29：2015-2020 年下游必选消费板块 FCFF（亿元）稳步提升



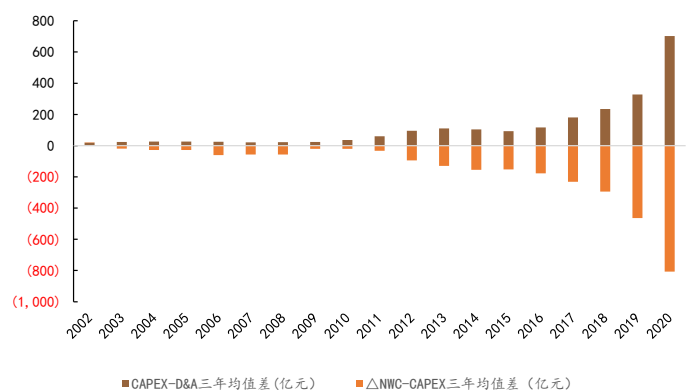
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 30：2000-2020 年下游必选消费板块息税前利润（亿元）持续高增长



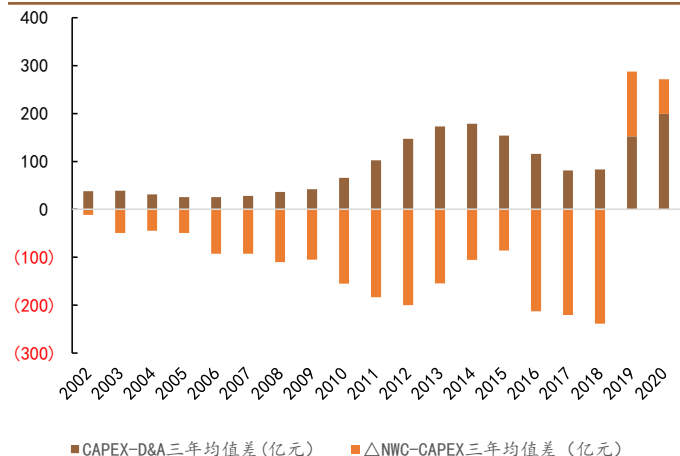
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 31：2002-2020 年农业行业均值 CAPEX 及 ΔNWC 变动情况：2020 年扩张节奏加快



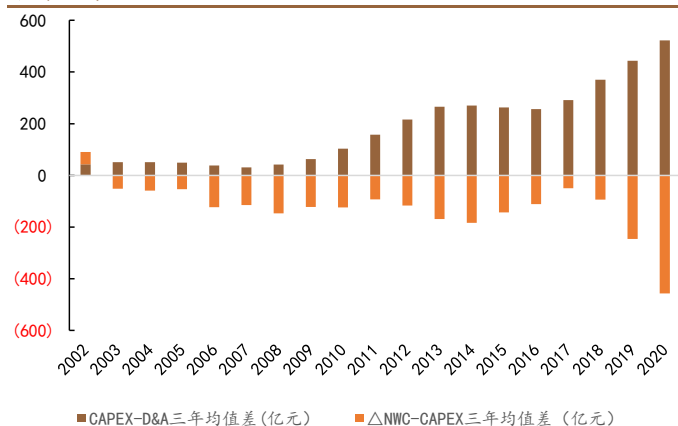
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 32：2002-2020 年食品饮料行业均值 CAPEX 及 ΔNWC 变动情况：2019-2020 行业高景气，规模扩张加速



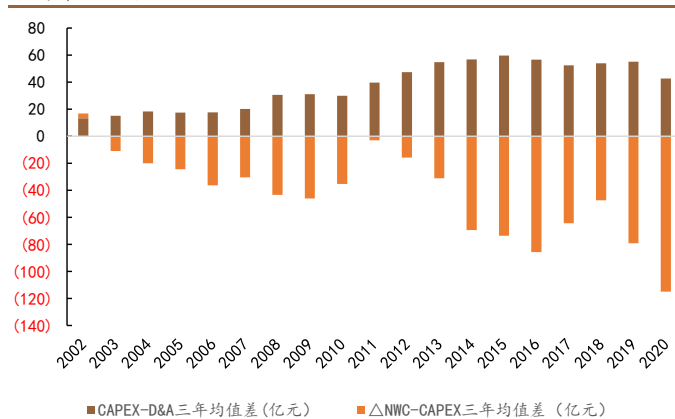
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 33：2002-2020 年医药行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况：维持较高扩张投入规模



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 34：2002-2020 年纺织行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况：维持平稳运营

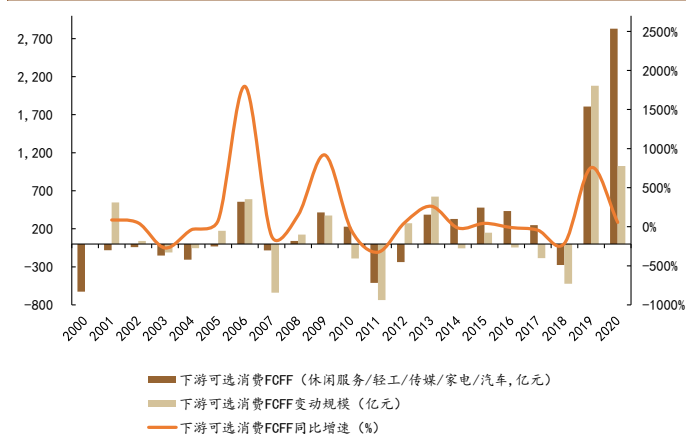


资料来源：Wind，德邦证券研究所

家电、汽车行业带动下游可选消费板块现金流大幅提升。下游消费可选消费板块（休闲服务/轻工/传媒/家电/汽车）的 FCFF 在 2019-2020 年得到大幅提升，增长主要来自于家电、汽车行业的现金流增加。2000-2020 年，板块平均 FCFF 规模 262 亿元，其中 2000-2018 年平均规模仅为 46 亿元，2019 年家电行业 FCFF 增加 811 亿元，汽车行业 FCFF 由负转正，净增加 1083 亿元，2020 年汽车行业 FCFF 净增加 1215 亿元达 1230 亿元，行业自由现金流得到显著改善。

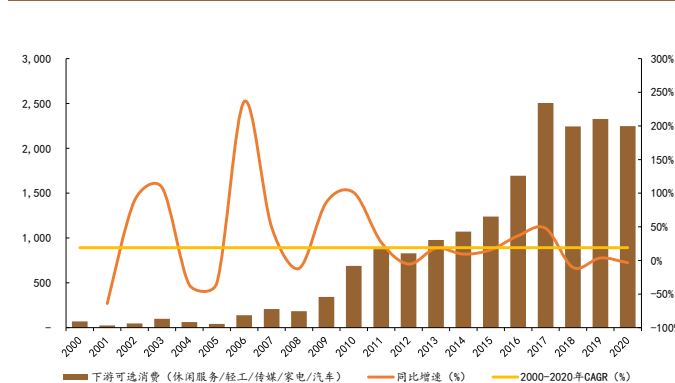
2018-2020 年可选消费板块盈利增速整体下降， Δ NWC 下滑助力板块 FCFF 回正。从盈利情况来看，2000-2020 年可选消费息前税后利润 CAGR 18.98%，2017 年以来板块整体盈利规模超 2000 亿元，2018-2020 年盈利规模保持稳中略有下降。除轻工和家电行业增加扩张性投入外，2019-2020 年板块扩张性资本投入较为温和；板块整体净营运资本增加的规模收缩，促进近年板块自由现金流回正。

图 35：2019-2020 年下游可选消费板块 FCFF（亿元）大幅提升



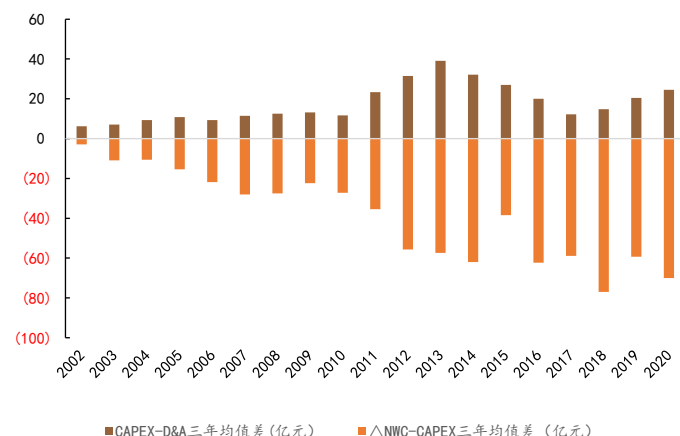
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 36：2018-2020 年下游可选消费板块息前税后利润（亿元）增速下降



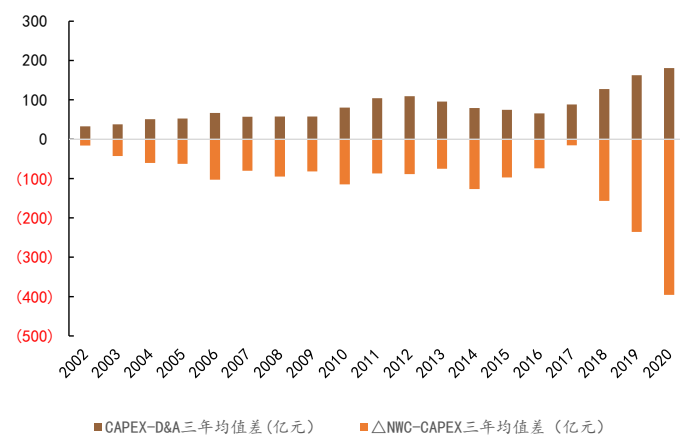
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 37：2002-2020 年休闲服务均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况：运营效率提升，扩张投入不足



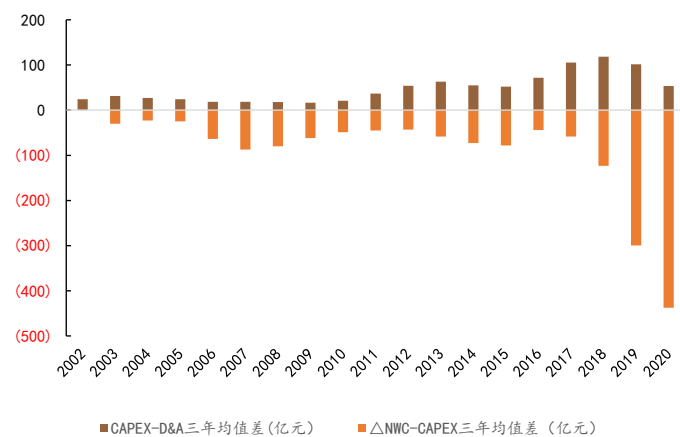
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 38：2002-2020 年轻工行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况：2018-2020 年扩张加快



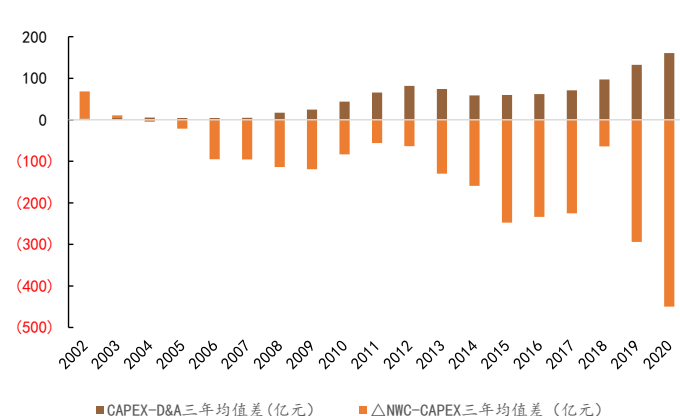
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 39：2002-2020 年传媒行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况：景气度下降， Δ NWC 规模收缩



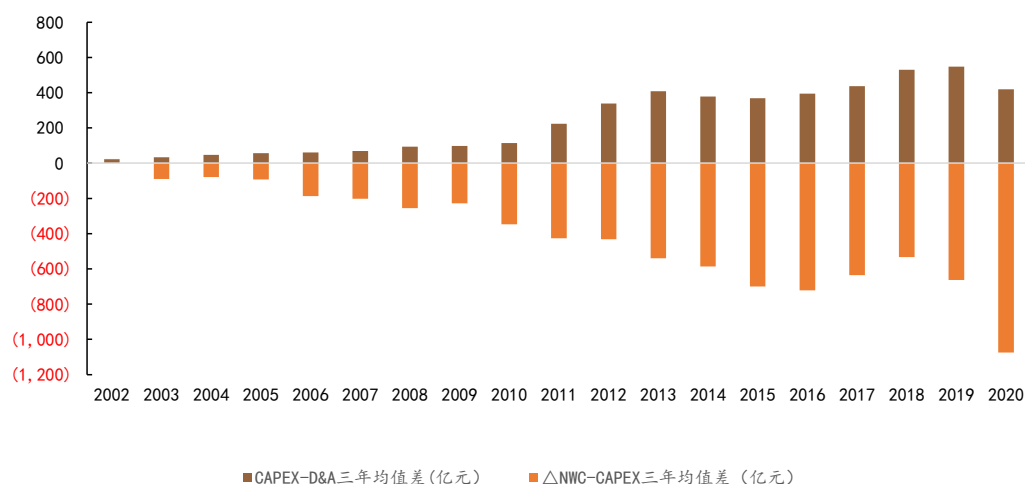
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 40：2002-2020 年家电行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况：运营效率提升，扩张投入稳增



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 41：2002-2020 年汽车行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况：行业维持温和扩张投入



资料来源：Wind，德邦证券研究所

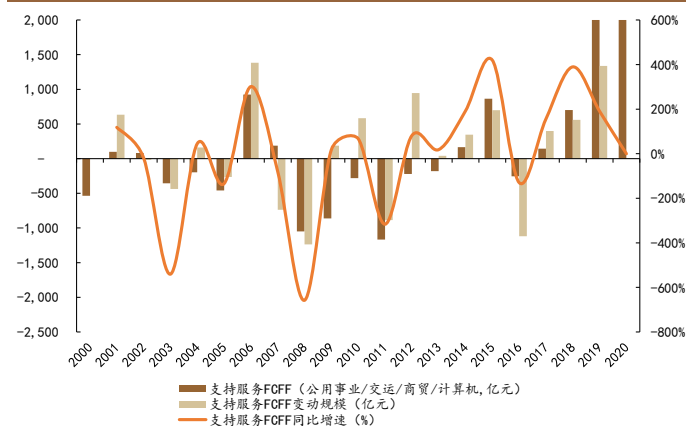
3.4. 支持服务：盈利稳增 FCFF 改善，计算机行业持续稳步扩张

2017-2020 年板块 FCFF 连续为正，支持服务板块（公用事业/交运/商贸/计算机）FCFF 2000-2020 年平均规模为 80 亿元，板块现金流自 2014 年以来呈现波动改善趋势，2017-2020 年板块连续 4 年维持正向自由现金流。2020 年板块行业均维持正向自由现金流。

板块盈利整体保持稳步增长，2020 年交运行业受疫情影响较大。板块 2000-2020 年息前税后利润 CAGR 18.60%。2011-2019 年，板块整体盈利规模保持稳步增长，2017 年盈利超 3000 亿元，2019-2020 年分别达到 4436、4278 亿元。2020 年交运行业在疫情影响下利润规模大幅下滑 42.98%，板块整体盈利规模同比下降 3.57%。

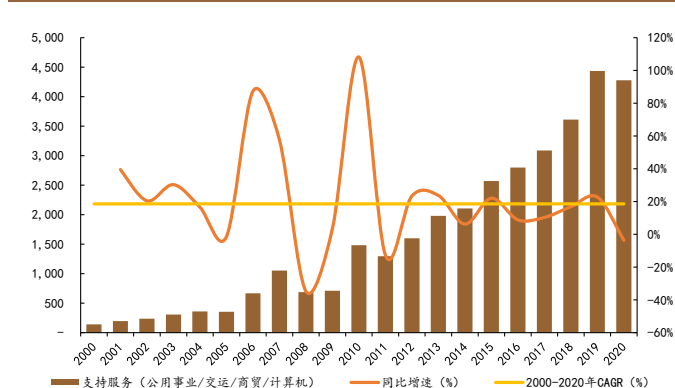
计算机行业成长性较高，板块运营效率整体提升。扩张性资本投入方面，公用事业、交运在政策引导下保持稳中略有下降的扩张性资本投入；商贸行业的扩张投入呈现小幅波动，整体仍保持较为稳定的持续扩张；计算机行业的扩张性投入在利润规模持续增长的支撑下，呈长期稳步增加趋势，体现出较好的长期持续成长性。板块的净运营资本增加持续收缩，反应板块的资金运营效率有所提升，对自由现金流的波动影响较小。

图 42：2000-2020 年支持服务板块 FCFF（亿元）改善



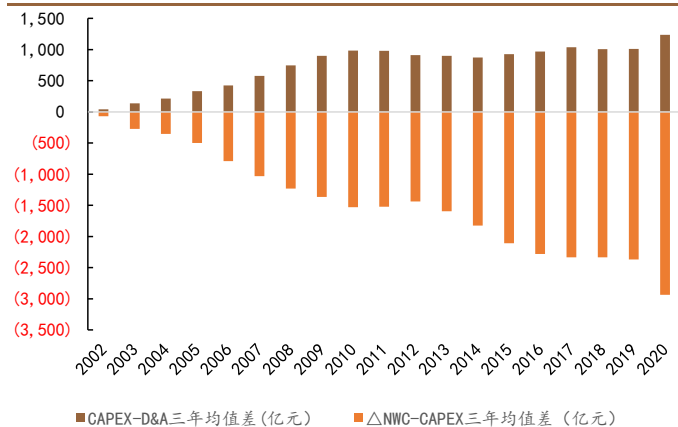
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 43：2000-2020 年支持服务板块息前税后利润（亿元）稳增



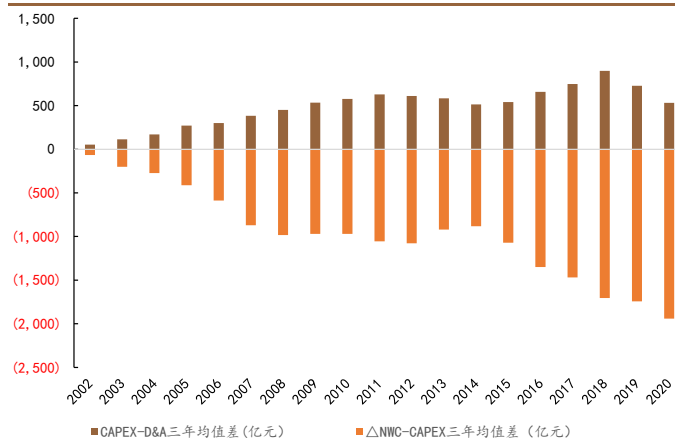
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 44：2002-2020 年公用事业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况：扩张投入保持稳定，净营运资本收缩



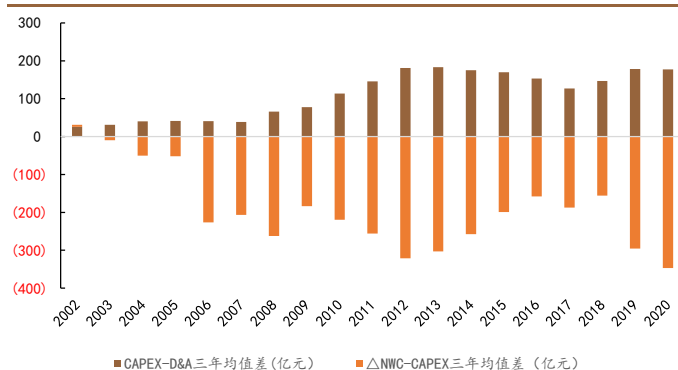
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 45：2002-2020 年交运行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况： Δ NWC 持续下滑



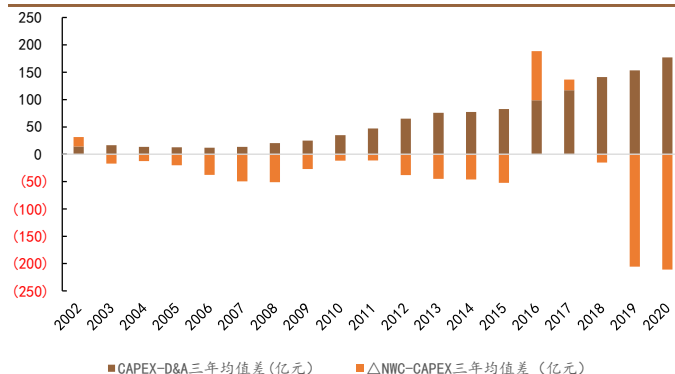
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 46：2002-2020 年商贸行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况： Δ NWC 下降扩张投入平稳



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 47：2002-2020 年计算机行业均值 CAPEX 及 Δ NWC 变动情况：扩张投入长期持续稳增



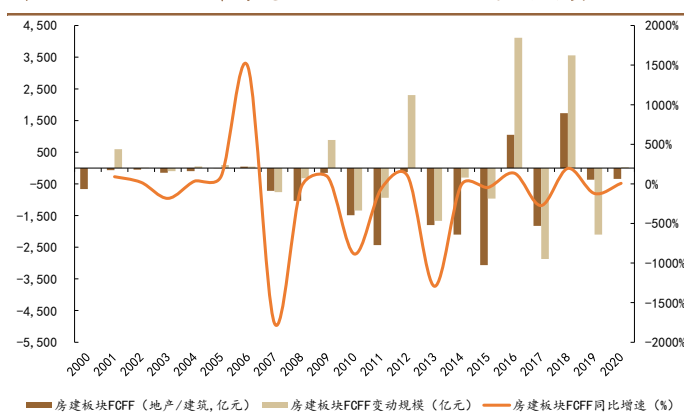
资料来源：Wind，德邦证券研究所

3.5. 房建板块：地产△NWC 高企拖累 FCFF，盈利高增历史 CAGR 25.6%

地产行业营运资本增加高企，FCFF 为负。房建板块（房地产/建筑）的 FCFF 2000-2020 年平均为-651 亿元，主要为地产行业的自由现金流紧张，受净营运资本增加影响较为显著，相对其他板块地产的经营风险较大。

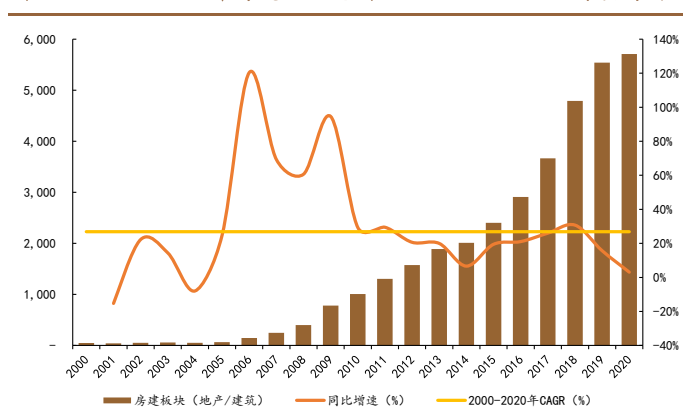
盈利持续高速增长，板块历史复合增速 25.6%。房地产行业 2000-2020 年息税前税后盈利 CAGR 23.45%（板块整体 CAGR 26.83%），2019 年盈利规模达 3038 亿元，2020 年受疫情、经济下行压力增加、融资环境收紧等因素影响，盈利规模降至 2912 亿元（-4.14%）。此外，建筑行业扩张性资本投入跟随下游地产行业，呈持续扩张态势，行业△NWC 规模有所增加，但运营效率持续提升，行业 2000-2020 年利润规模 CAGR 35.80%，2020 年维持正向增长达 2796 亿元（+11.79%）。

图 48：2000-2020 年房建板块 FCFF（亿元）整体为负



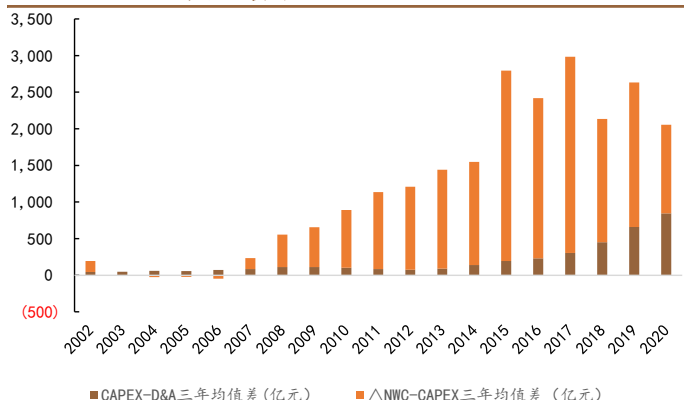
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 49：2000-2020 年房建板块息税前税后利润（亿元）持续高增



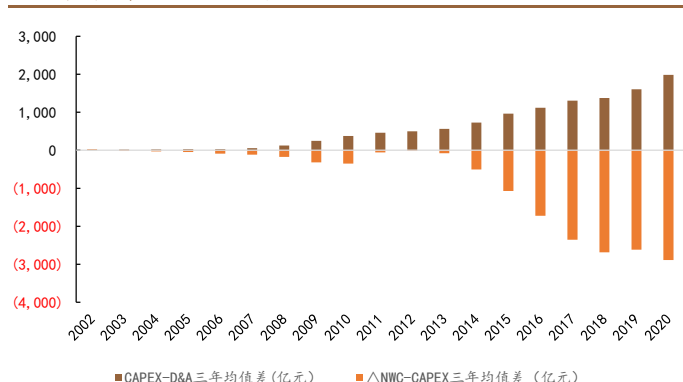
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 50：2002-2020 年房地产行业均值 CAPEX 及△NWC 变动情况：2018-2020 净营运资本规模出现波动



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 51：2002-2020 年建筑行业均值 CAPEX 及△NWC 变动情况：跟随下游地产扩张投入增加



资料来源：Wind，德邦证券研究所

4. 风险提示

评价体系的局限性；统计误差；财务指标滞后性；业绩对股价解释力有限；企业所处外部环境发生重大变化；全球疫情反复对经济冲击超预期、宏观经济超预期波动。

信息披露

分析师与研究助理简介

吴开达，德邦证券研究所副所长、总量大组长、首席策略分析师（兼中小盘、新股研究），复旦大学、上海财经大学金融专硕导师。曾任国泰君安策略联席首席，拥有超过 10 年资本市场投资及研究经历，同时具备一级市场、二级市场买方投资及二级市场卖方研究经验。践行“自由无用、策略知行”，主要研究市场微观结构。吴开达策略知行团队成员大多具有买方工作经验，细分为：大势研判、行业比较、公司研究、微观流动性、新股研究五个领域，落地组合策略+增强策略，较传统卖方策略更具买方思维、更重知行。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。