

**戴康** 执业证书编号: S0570516060001  
研究员 021-28972238  
daikang@htsc.com

**曾岩** 执业证书编号: S0570516080003  
研究员 021-28972096  
zengyan@htsc.com

**俞一奇** 执业证书编号: S0570517070007  
研究员 yuyiqi@htsc.com

**藕文** 021-28972082  
联系人 ouwen@htsc.com

#### 相关研究

- 1 《策略: 崛起吧, 制造!!!》2017.07
- 2 《策略: 成长的趋势性机会何时到来?》2017.07
- 3 《全视角: 库存、产能、现金流》2017.05

## 站在日本肩膀上看中国制造

### 制造为王系列之二

#### 制造业领域中周期复苏

站在当前时点, 制造业盈利能力中周期修复仍未被市场充分认知。我们认为当前中国制造业处在类似于日本 20 世纪 70 年制造业崛起的关键时刻: 重工业发展为制造业提供了资本积累和转型基础, 在政策扶持和经济结构性转型需求下, 高端制造业精密制造替代传统粗放制造。在经济增速换挡期成为一个增长点。同时, 制造业行业在 1975 年至 1985 年日本股票市场领跑, 站在日本肩膀上看, 当前中国制造业在“时代红利”+“内生改善”共同作用下, 处在中周期复兴之路上, 是当前资本市场最应该关注的方向。

#### 政策红利促进伟大时代

政策红利, 推进中国由“制造大国”转向制造强国: (1) 中国制造业发展在 2015/2016 年相继制定《中国制造 2025》等配套支持制造业发展的国家政策 (2) “一带一路”战略与中国制造深入结合, 配合实现中国传统制造业的产业转移, 为新兴制造业发展提供发展空间; 中国制造供需同步改善: (3) 2017 年以来欧美经济持续复苏, 出口导向型制造快速提升, 中国以车辆、航空器、船舶及运输设备为代表的制造业出口大幅增长替代纺织服装成为推动出口由负转正的最大推力 (4) 环保战略, 政府支持, 推升制造业行业转型升级。

#### 为什么是现在?

政策红利叠加内生增长, 投资制造正当时: (1) 制造业是资金“脱虚入实”最直接受益方: 金融工作会议为未来五年“脱虚入实”定调, 杠杆转移的大背景下, 政策引导流动性二次分配不断往以民间投资为主的制造业倾斜 (2) 中国制造业处在内生性修复的初级阶段: 制造业在经过多年投资增速下滑后, 处在偿付债务周期尾声+产能周期拐点。本轮以固定资产周转率衡量的产能利用率上行, 体现了供需关系改善, 表现为价格水平的上升和企业盈利能力见底回升, 制造业盈利能力在行业集中度上升的背景下持续性增强。

#### 制造强国孕育而出

对比日本转型期制造对经济贡献度的变化: 1975 年日本制造业对 GDP 的贡献约为 32%, 当前中国制造业对 GDP 贡献占比约为 30%; 中国工业增加值累计同比增速 7%, 1975-1985 十年间的数据来看, 日本制造业的 GDP 增速在 7% 上下波动, 与中国目前制造业的增速相当; 1975-1985 年日本制造业固定资产平均增速为 8%, 与日本制造业 GDP 增速 (7%) 匹配, 但中国制造业固定资产投资累计平均增速 5.5% (2017 年 6 月), 在产能周期拐点的预料下, 我们认为中国未来固定资产投资增速与制造业 GDP 增速匹配度将增高。

#### 水调龙头, 掘金制造

1975-1985 年间, 日本涨幅居前的板块是通讯设备制造业、精密设备制造业、电子设备制造业等高新技术制造业, 其中电气应用、运输设备、信息通信、机械装备、有色金属和精密仪器的月度涨跌幅均超过日经指数的月度涨跌幅, 与制造业重点发展的子行业相对应。建议关注机械: 伊之密、大冷股份, 电新: 国轩高科、创新股份、杉杉股份, 通信: 中兴通讯、中际装备、海能达、亨通光电, 汽车: 银轮股份、威孚高科, 医药: 长春高新、通化东宝, 电子: 劲胜智能、中茵股份。

风险提示: 制造业发展不及预期。

## 正文目录

中国正处在类似日本 20 世纪 70 年代制造业崛起的关键时刻 .....	4
日本制造业历史回顾 .....	4
中国经济增速换挡，产业结构改革势在必行 .....	5
为什么是现在？ .....	8
制造业享受时代红利 .....	8
国家战略——高端制造业得到绝对的政策扶持 .....	8
“一带一路”为制造业转移升级提供空间 .....	11
制造业供需改善 .....	11
全球制造业复苏出口改善 .....	11
环保要求催化制造业转型 .....	14
资金二次分配+内生修复周期，中国制造业处在中期向上的初级阶段 .....	15
制造业是资金“脱虚入实”最直接受益方，杠杆转移将引导流动性二次分配不断 向以民间投资为主的制造业倾斜； .....	15
中国制造业处在内生性修复的初级阶段 .....	16
日本制造业崛起股票市场映射 .....	18
日本 70-80 年代股市制造为王 .....	18
中国崛起，制造为王——制造业牛股掘金 .....	22
附录：日本制造业公司案例研究 .....	25
丰田案例 .....	25
三菱案例 .....	26

## 图表目录

图表 1： 1970 年代日本高新技术制造业靠引进外国技术快速发展 .....	4
图表 2： 中国制造业引进技术支出不及日本 70 年代 .....	4
图表 4： 1975 年日本经济名义增速换挡 .....	6
图表 5： 中国经济名义增速换挡结构调整 .....	6
图表 6： 1975 年日本制造业对 GDP 贡献 32% .....	6
图表 7： 2014 年中国制造业对 GDP 贡献占比约为 30% .....	6
图表 8： 1975-1985 年日本制造业 GDP 同比增速 7% 左右 .....	6
图表 9： 中国制造业工业增加值增速 7% 左右 .....	6
图表 10： 1975-1985 年间日本制造业固定资产增速 8% 左右 .....	7
图表 11： 中国制造业固定资产投资完成额增速拐点向上 .....	7
图表 12： 1975 年日本出口结构 .....	8
图表 13： 1985 年日本出口结构 .....	8
图表 14： 日本与中国产业政策的梳理 .....	9
图表 15： 一带一路进出口贸易额及出口量平缓增长趋势 .....	11
图表 16： 一带一路对外承包工程规模增长 .....	11

图表 17: 1975 年日本逾 45%出口欧美地区 .....	12
图表 18: 2016 年中国 38%出口欧美地区 .....	12
图表 19: 美国 2017 年以来制造业进口景气度回升 .....	12
图表 20: 欧元区制造业 PMI 大于服务业 PMI .....	13
图表 21: 中国制造业 PMI 连续 11 个月荣枯线以上, 2017 年拐点向上 .....	13
图表 22: 2017 年初高端制造业带动中国出口大幅增长 .....	13
图表 23: 中国出口结构往高端制造倾斜 .....	14
图表 24: 中国近年出台一系列环保政策 .....	14
图表 25: 1975-1985 日本 M1 同比-M2 同比小于 0, 资金流向实体经济 .....	15
图表 26: 中国 M1、M2 增速之差大于 0 在缩窄 .....	15
图表 27: 国债收益率与票据直贴利率背离 .....	16
图表 28: 加权平均贷款利率上行 .....	16
图表 29: 固定资产周转率回升体现供需改善, 表现为价格的同步上行 .....	16
图表 30: 价格的回升带动盈利能力的修复至少两年 .....	17
图表 31: 盈利能力的可持续修复领先产能周期的开启 .....	17
图表 32: 1973-1985 年日经指数相对于美国标普 500 和德国 DAX 指数比例 .....	18
图表 33: 1973-1985 年年内区间涨跌幅前十行业 (日本交易所 TOPIX 行业指数分类标准) .....	19
图表 34: 1975-1985 年涨幅行业前十半数制造业子行业 .....	19
图表 35: 1975-1985 年涨幅最末行业 .....	19
图表 36: 1975-1985 年信息通信平均月涨幅超大盘收益为 2.28% .....	20
图表 37: 1975-1985 年精密机器平均月涨幅超大盘收益为 1.59% .....	20
图表 38: 1975-1985 年电气应用平均月涨幅超大盘收益为 1.52% .....	20
图表 39: 1975-1985 年有色金属平均月涨幅超大盘收益为 1.34% .....	20
图表 40: 1975-1985 年运输设备平均月涨幅超大盘收益为 1.07% .....	20
图表 41: 1975-1985 年机械装备平均月涨幅超大盘收益为 0.72% .....	20
图表 42: 1973-1985 年间区间涨跌幅突出个股 (日本证券交易所行业分类标准) .....	21
图表 43: 未来制造业发展领域及对应标的 .....	22

## 中国正处在类似日本 20 世纪 70 年代制造业崛起的关键时刻

自 20170723《下一个主战场：制造业》报告发布以来，我们不断强调企业盈利中周期改善特别是制造业内生性修复仍未被市场充分认知。我们认为当前中国制造业处在类似于日本 20 世纪 70 年代制造业崛起的关键时刻：重工业发展为制造业提供了原始资本积累和转型基础，在政策扶持和经济结构性转型需求下，高端制造精密制造替代传统粗放制造。在经济增速换挡期成为经济下一个增长点。

### 日本制造业历史回顾

二战后日本在废墟上重塑经济，通过大型国有企业合并和巨额的建设资金形成庞大企业集团，依靠大力引进国外先进技术迎头赶上欧美等发达国家。1960 年-1973 年日本产业结构进入重工业、化学工业化时代，重工业、化学工业在工业生产中的比重在 1970 年达到 69%（日本经济企划厅数据），但 1973 年石油危机让严重依赖石油进口（99%）的日本能源陷入危机，原材料价格快速上涨，日本认识到依赖海外能源发展的重工业的脆弱性，倒逼日本国内以化工品生产加工为主的能源消耗型制造业转向技术密集型。

随着日本通商产业省颁布《产业结构展望》，突出强调加强尖端技术开发政策，大量资金被引导向高新技术制造业，1975 年日本引进国外技术支出额 712 亿美元，是 1965 年 166 亿美元的四倍。日本技术引进的结果不仅是生产效率的提高，以微电子、新材料等为代表的高端制造业迅速崛起，推动电器机械、机械等传统产业同步转型升级。高端制造业的发展为日本制造业的国际地位奠定基础。

图表1： 1970 年代日本高新技术制造业靠引进外国技术快速发展

	日本引进国外技术支出额（亿美元）	日本输出技术收入额（亿美元）
1965	166	17
1970	433	59
1973	715	88
1974	718	113
1975	712	161
增速	4 倍	9 倍

资料来源：【日】《科技白皮书》（1976 年），华泰证券研究所

图表2： 中国制造业引进技术支出不及日本 70 年代

	中国规模以上工业企业引进国外技术经费支出（亿美元）	中国规模以上工业企业购买国内技术经费支出（亿美元）
2009	63	30
2012	58	30
2013	58	32
2014	57	32
2015	61	34

资料来源：国家数据统计局，华泰证券研究所

图表3： 日本制造业历史回顾

时间	事件/状态	原因
二战后	工矿业生产水平只有 30 年代中期的 31%，重化学工业急剧萎缩，经济发展面临了前所未有的严重困难。为了迅速走出困境，日本政府通过“倾斜生产方式”，优先发展了煤炭、钢铁、电力等原材料和基础工业部门的生产。	二战对日本工业破坏严重
50 年代	1953 年日本整个工业比战前增长了 55%，其中钢、船舶、水泥分别增长了 46%、47%和 54%，电力增长了 1 倍。1955 年日本经济全面恢复到了战前最高水平，但当时轻工业在制造业中比重仍高达 50%以上。	朝鲜战争期间美军大量订购各种物资和劳务，使日本工业在“特需景气”下迅速发展。
60-70 年代	60-70 年代，制造业取得巨大发展：高速生产、生产工艺高精度化、低成本以及单一高质量的制成品 70 年代后期，制造业由大批量生产转向多品种小批量生产。1970 年是制造业内部的转折点。电气机械行业成为制造业部门中就业的龙头，日本进入了一个新的时代 70 年代后期，制造业由大批量生产转向多品种小批量生产。1970 年是制造业内部的转折点。电气机械行业成为制造业部门中就业的龙头，日本进入了一个新的时代	1、适当的产业政策，包括补助金、税收优惠、政策金融、限制进口的支持。 2、国内政策的支持，包括 60 年代提出的 10 年“收入倍增计划”和国内金融和企业之间的协同关系 3、重化学工业的工业生产超过轻工业，1974 年达到 62.2% 4、“贸易立国”出口政策拉动经济发展，外贸达 23.7%的贡献度，同时，加工贸易导向发展：“投资牵动投资”也使重化学工业实现了重装备化，设备投资对经济增长维持 40%以上的贡献度
80 年代及之后	汽车、半导体、集成电路等发展迅速。龙头电器机械行业的增速达 17.5%，此后 10 多年基本维持在 17%左右。	1、70 年代发生的两次石油危机，使日本国内普遍认识到经济发展严重依赖海外资源的脆弱性； 2、以微电子、新材料、新能源和生物技术为代表的第四次科技革命迅速兴起 3、1980 年日本政府明确提出了“技术立国”战略 4、从欧美引进大量先进技术 5、产业转向节约能源和“轻薄短小” 6、新兴技术推动电器机械、机械等传统产业的的生产革命

资料来源：华泰证券整理，华泰证券研究所

### 中国经济增速换挡，产业结构改革势在必行

在中国，制造业起源于上世纪 80 年代珠三角长三角的民营企业，通过低廉的劳动力成本优势取得国外大额订单进行原始资本积累，石油化工等重工业的发展推动了中国经济增长的高增速，也为环保等问题留下了隐患。2013 年以后，中国经济进入新常态，经济增长减速换挡，经济结构调整势在必行。

中国制造业在国民经济中的地位与日本 70 年代相似：2014 年中国制造业对 GDP 贡献占比约为 30%(2015 年后无制造业权重的统计数据)，1975 年日本制造业对 GDP 的贡献约为 32%；中国工业增加值累计同比增速 7%，1975-1985 十年间的数据来看，日本制造业的 GDP 增速在 7%上下波动（日本在 1973-1974 年的石油危机中制造业 GDP 出现了负增长，度过石油危机后制造业 GDP 迅速上升至 15%左右），与中国目前制造业的增速相当；1975-1985 年日本制造业固定资产投资平均增速为 8%，与日本制造业 GDP 增速（7%）匹配，但中国制造业固定资产投资累计平均增速 5.5%（2017 年 6 月），我们认为在制造业内生性修复周期的判断下，中国制造业固定资产投资增速与制造业 GDP 增速的匹配度将提高。

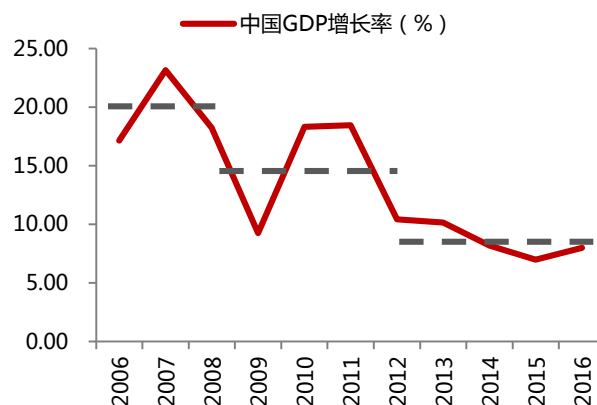


图表4： 1975 年日本经济名义增速换挡



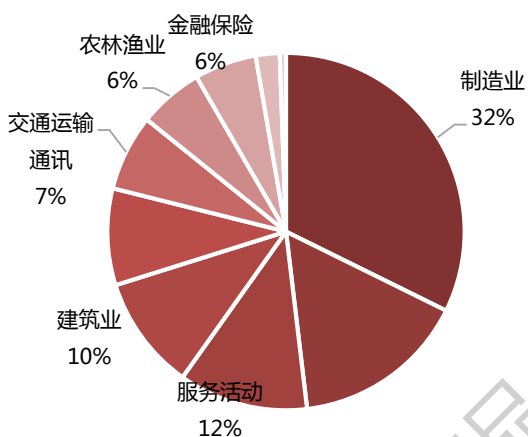
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 中国经济名义增速换挡结构调整



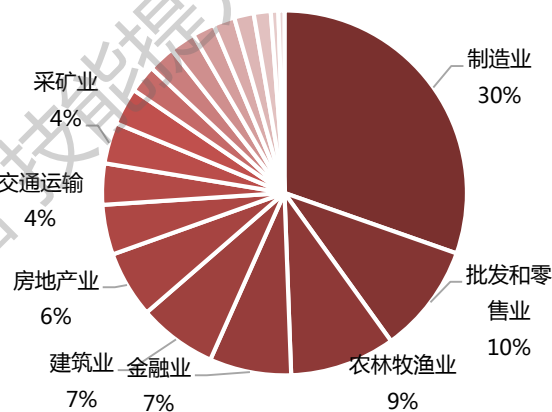
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 1975 年日本制造业对 GDP 贡献 32%



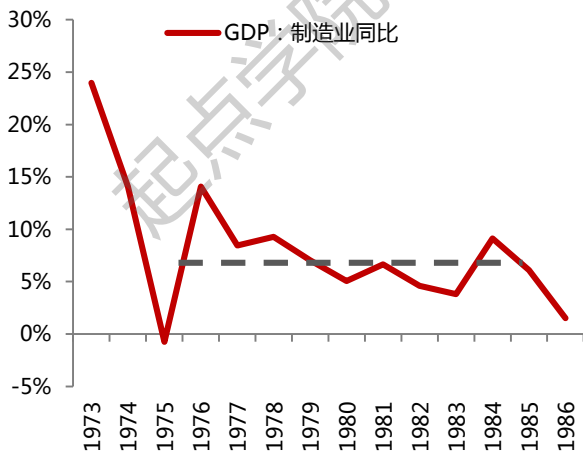
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 2014 年中国制造业对 GDP 贡献占比约为 30%



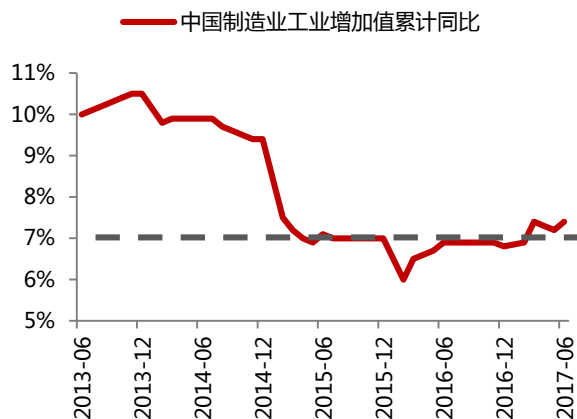
资料来源：Wind，华泰证券研究所，统计局 2014 年数据

图表8： 1975-1985 年日本制造业 GDP 同比增速 7%左右



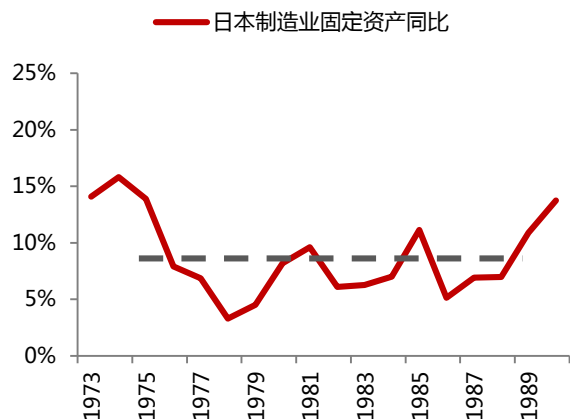
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 中国制造业工业增加值增速 7%左右



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 1975-1985 年间日本制造业固定资产增速 8%左右



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 中国制造业固定资产投资完成额增速拐点向上



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 为什么是现在？

我们认为中国制造业的崛起在“时代红利”+“供需改善”共同作用下，制造业处在内生性修复的初级阶段，是当前最应该关注的方向。

时代红利包括：

- (1) 制造业得到绝对的政策扶持
- (2) “一带一路”为制造业转移和升级提供空间

供需改善包括：

- (3) 2017 年全球制造业复苏出口改善
- (4) 环保需求加码催化制造业转型

脱虚入实+内生性修复包括：

- (1) “脱虚入实”基调下杠杆转移，实体经济以民间投资为代表的制造业是资金二次分配直接受益方
- (2) 产能周期拐点，中游制造业在产能出清背景下偿还债务现金流减少+资本开支扩张，将支撑盈利能力的可持续修复

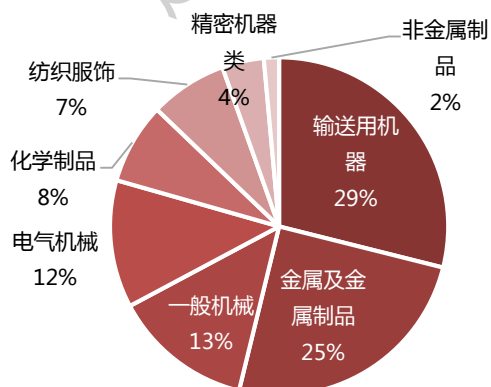
## 制造业享受时代红利

### 国家战略——高端制造业得到绝对的政策扶持

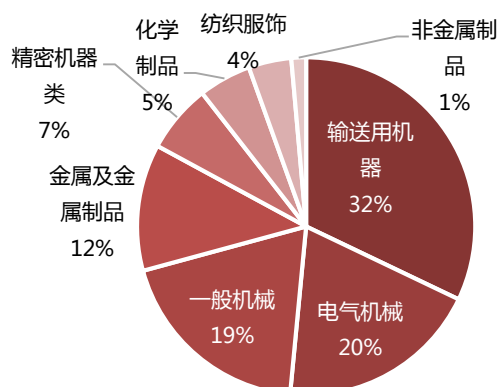
纵观 20 世纪 70-80 年代日本制造业的快速崛起，日本政府对产业的大力提振功不可没。日本通商产业省 1975 年发布《产业结构展望》，80 年代提出“技术立国”的战略，加强对集成电路、电子计算机、飞机工业等产业的支持。一方面政府提出产业结构和知识密集化的要求，给予产业优惠政策，另一方面加大对科技、研发方面的投资，向大学和政府研究机构分配资金，在税后等金融政策上向民间企业研发活动倾斜。

日本举办了 1970 年日本万国博览会、1975 年冲绳国际海洋博览会、1985 年筑波国际科学技术博览会等科技学术交流会，建设了著名的筑波科学城和其他 19 个科学技术密集区。同时政府加大科研经费拨款，在补助金、委托费、税制、贷款方面给予研究开发优惠政策。日本形成了以政府为主导，政府-企业-大学三者结合，政府科研机构负责大规模、长远研究项目，企业进行开发研究，大学负责基础理论研究，分工明确的研究体制。日本政府 1976 年提出的“超大规模集成电路补助金制度”，提供了 291 亿日元来支持该技术的研发，最终获得了 1000 多项与集成电路相关的专利；1978 年实行的《特定机械产业振兴临时措施法》也明确提出了对电子计算机、飞机等行业的支持，使得高技术产业得到快速地发展。日本的一系列支持技术产业的政策颇有成效，对比 1975 年和 1985 年的日本出口结构，1985 年日本出口输送用机器和电气机械的比重超过 50%，日本出口的输送用机器、电气机械、精密机器等高科技产品出口所占比重上升，而一般机械、金属制品、非金属制品、化学制品、纺织服饰等在出口中所占比重下降，日本的产业政策取得卓有成效。

图表12： 1975 年日本出口结构



图表13： 1985 年日本出口结构



资料来源：日本经济产业省，华泰证券研究所

资料来源：日本经济产业省，华泰证券研究所



2015 年国务院印发《中国制造 2025》，涉及十个制造业领域，强调转型升级、跨越发展和提质增效，促进信息技术与制造业深度融合，实现中国制造由大变强，由中国制造向中国智造转变的目标。

2016 年，中国在环保、产业升级、企业技术开发、公司制度、产业扶持等方面推出了一系列政策，为制造业的发展提供配套支持。例如，在税收方面，企业研制开发新产品、新技术、新工艺所发生的研制开发费用，允许税前直接扣除；企业利用废水、废气、废渣等废弃物为主要原料进行生产的，可在五年内减征或者免征所得税；投资于符合国家产业政策的技术改造项目的企业，其项目所需国产设备投资的 40% 可从企业技术改造项目设备购置当年比上一年新增的企业所得税中抵免。此外，一些市政府也印发了关于加快发展先进制造业振兴实体经济的意见，明确了制造业向高端迈进、智能化发展的目标和方向。

我们认为中国的产业扶持政策在领域和推行力度上与日本相当，也同样会在国家大力推进下完成产业升级和转型。

图表14：日本与中国产业政策的梳理

政策方向	国家	时间	政策	效果
环保	日本	1973	《公害受损补偿法案》	控制日益恶化的产业公害，限制高能耗、高污染产业发展
		1975	《产业结构的长期展望促进低能耗、低污染、高附加价值的知识密集型产业》“1975 年展望”	业，促进产业升级
		1978	“月光计划”	从大型节能技术、基础节能技术、民间节能技术的协助、节能技术的综合效果、节能标准化以及节能技术的国际合作这六个方面进行调研与开发
	中国	2010	《国务院关于加强培育和发展战略性新兴产业的决定》	到 2020 年，节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济的支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车产业成为国民经济的先导产业
		2013	《能源发展“十二五”规划》	发布了发展目标包括能源消费总量与效率、能源生产与供应能力等方面
	日本	1974	“阳光计划”	政府投资一万亿日元以上，对太阳能、煤炭的液化和煤气化、地热能的利用、氢气的利用、海洋温差发电等进行技术开发。
产业升级与技术开发	日本	1976	“超大规模集成电路补助金制度”	提供 291 亿日元补助金，获 1000 多项与集成电路相关的专利
		1980	《80 年代的通商产业政策展望》	将“技术立国”定为基本国策，克服能源结束环境
		1979	新经济七年计划“七年计划”	纠正产业不平衡；进一步改变产业结构；实现新的日本式福利社会
		2013	《2013 中国产业升级研究报告》	首份产业升级报告
	中国	2014	《关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见》	国务院首次对生产性服务业发展做出的全面部署，顺应我国产业结构和消费结构的升级趋势要求，深化改革，激发企业创新活力
		2015	《中国制造 2025》	培育创新文化和中国特色制造文化，推动制造业由大变强
		2016	《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	依据严控增量、淘汰落后、优化存量思路，有望成为煤炭行业脱困发展、转型升级的有力支撑
		2016	《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	钢铁产能、产量、需求严重失衡局面有望得到转变，钢材价格和盈利能力能实现反转回升

政策方向	国家	时间	政策	效果
		2016	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	“十三五”期间供给侧改革将解决结构性问题，推动经济转型升级
		2016	《国家创新驱动发展战略纲要》	对创新驱动发展战略进行的顶层设计和系统谋划
公司制度	日本	1975-	1953 年的《禁止垄断法》	石油危机后的调整期间，多种原材料型产业进行了实施相对宽松-承认联合公司
	中国	2015	《国务院关于国有企业发展混合所有经济的意见》	鼓励国有资本以多种方式入股非国有企业
产业扶持	日本	1977-1979	指导生产	为企业制定需求计划，建议减产及限制时间
		1978-1985	《特定产业安定临时措施法》	对萧条产业的闲置生产设备进行统筹规划，有效调整萧条产业，在第一次石油危机期间发挥了一定作用
		1978	改善法、振兴法等：《机械电子工业振兴法》、《航空工业法》、《纤维工业结构改善法》、《工业布局促进》	支撑未来解决发展的产业进行保护和扶植
		1978	《特定机械产业振兴临时措施法》	加强对电子计算机、集成电路、飞机等扶持
	中国	2016	《国务院关于印发降低实体经济企业成本工作方案的通知》	经过 1-2 年努力，会降低实体经济企业的成本，3 年左右实体经济企业综合成本也会合理下降，盈利能力较为明显增强
		2017	《市政府关于加快发展先进制造业振兴实体经济若干政策措施的意见》	推进制造业向中高端迈进，智能化发展，制造业绿色化发展，集群化发展，服务化发展等
税收	日本	1983	《特定产业结构改善临时措施法》	促进生产、买卖的相互合作，对废弃资产、新增资产的税收相应放松
	中国	2015	制造业税收优惠政策	企业研制开发新产品、新技术、新工艺发生的费用可直接抵扣应纳税所得额；企业利用废水、废气、废渣等废弃物为主要原料进行生产的，可在五年内减征或者免征所得税
进出口	中国	2015	《国办提促进进出口稳增长 7 条意见》	2016 年是完成外贸升级的关键年份。
互联网	中国	2015	“互联网+”行动计划	加快推进“互联网+”发展，有利于重塑创新体系、激发创新活力、培育新业态和创新公共服务模式
金融体系	中国	2016	《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》	有效增强企业资本实力，防范企业债务风险；优质企业降本增效、增强竞争力，推动优胜劣汰
		2016	《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》	利于发挥投资在短期稳增长、长期促供给等方面的积极作用
		2017	《政府工作报告》	继续实施稳健的货币、财政政策，坚持汇率市场化改革方向，加快国有企业与国有资产改革

资料来源：华泰证券整理，华泰证券研究所

### “一带一路”为制造业转移升级提供空间

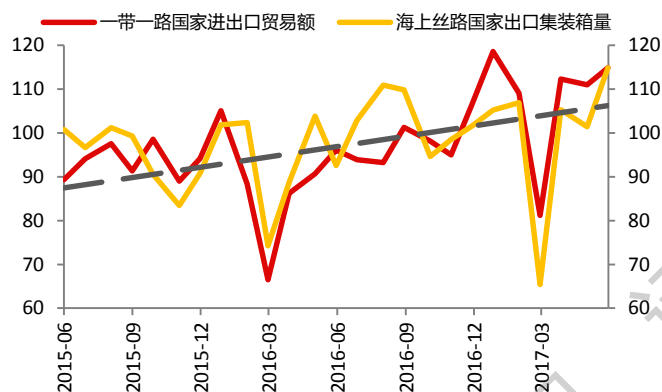
“一带一路”战略作为我国特有的开放发展战略，目的是助力我国国内产业再上新台阶。因此也为我国制造业的进一步发展带来机遇。

“一带一路”战略与“中国制造 2025”深入结合，推动制造业高端装备走出去。

“一带一路”所覆盖的大部分国家都是正处于发展阶段的新经济体，市场需求包括基础设施建设、汽车、核电、铁路等都与我国装备制造业的定位比较吻合，为我国高端装备制造业“走出去”提供了良好的市场发展环境。

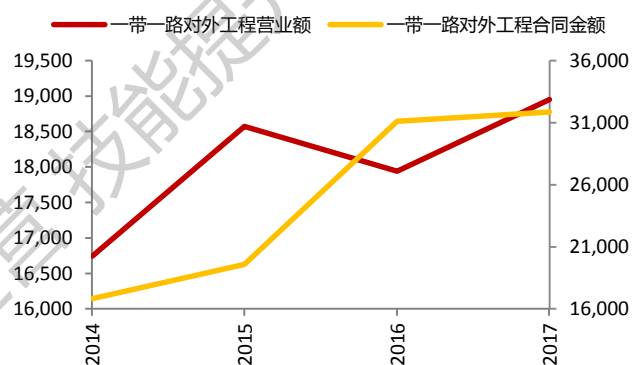
“一带一路”战略为消化转移我国包括装备制造业在内的工业领域过剩的产能提供了新的途径，将部分产业转移至“一带一路”区域国家，一方面为这些国家注入资本，另一方面输出了国内过剩资本，提高资本利用率和收益率。通过与“一带一路”沿线国家间产业合作，为我国具有行业优势的制造业企业开拓海外市场，提供较大的市场增长空间，推动铁路、电力、通信、工程机械以及汽车、飞机、电子等中国装备走向世界，通过“前向关联”效应推动我国制造业的技术进步和结构升级。

图表15： 一带一路进出口贸易额及出口量平缓增长趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16： 一带一路对外承包工程规模增长



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

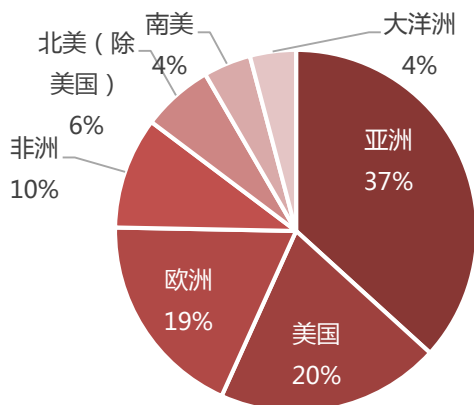
以“一带一路”战略为契机，我国制造业有望走上日本当年制造业成功崛起的道路，在陆上丝绸之路沿途形成新的生产网络与消费市场，实现制造业向高端环节转型升级，促进制造业国际影响力和竞争力的提升。

### 制造业供需改善

#### 全球制造业复苏出口改善

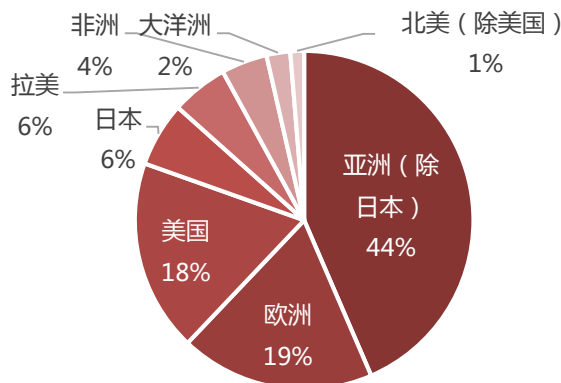
日本 20 世纪 70 年代的制造业快速发展，除了国内需求拉动外，欧美经济复苏拉动需求也是一个重要因素。1975 年日本逾 45% 的出口额来自于与欧美地区的贸易。2016 我国有 38% 的出口额来自于与欧美地区的贸易，当前人民币汇率企稳，全球经济复苏对中国制造业出口的带动将成为新亮点。

图表17： 1975 年日本逾 45%出口欧美地区



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表18： 2016 年中国 38%出口欧美地区



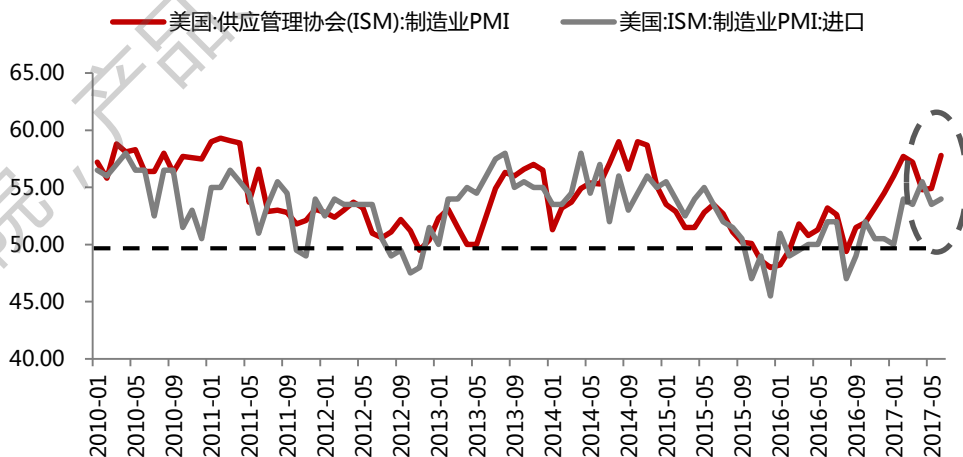
资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 2015 年以来欧美经济复苏出口带动制造业成为新亮点

2017 年美国制造业出口 PMI 突破 50 持续站在荣枯线上方，6 月份美国制造业采购经理指数从上月的 54.9 创 2015 年来新高上行至 57.8。欧洲二季度制造业 PMI 三年来首次超过服务业 PMI，中国制造业 PMI 自 2016 年 3 月以来持续 16 个月持续回升，全球制造业同步复苏。

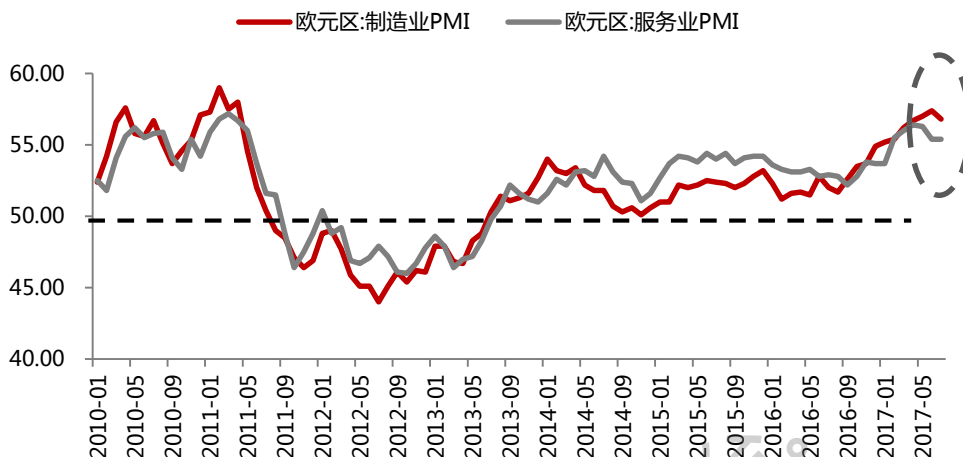
2017 年中国出口由负转正，2017 年 1 月至 6 月出口金额累计同比增速 8.5%，其中以车辆、航空器、船舶及运输设备为代表的制造业取得大幅增长，其中 1 月同比增长 29.4%，创 6 年来新高，传统的纺织原料和纺织制品增幅较小（1 月 2.2%，1 月至 6 月 2.1%），高端制造业出口对外贸的正向作用明显增强。

图表19： 美国 2017 年以来制造业进口景气度回升



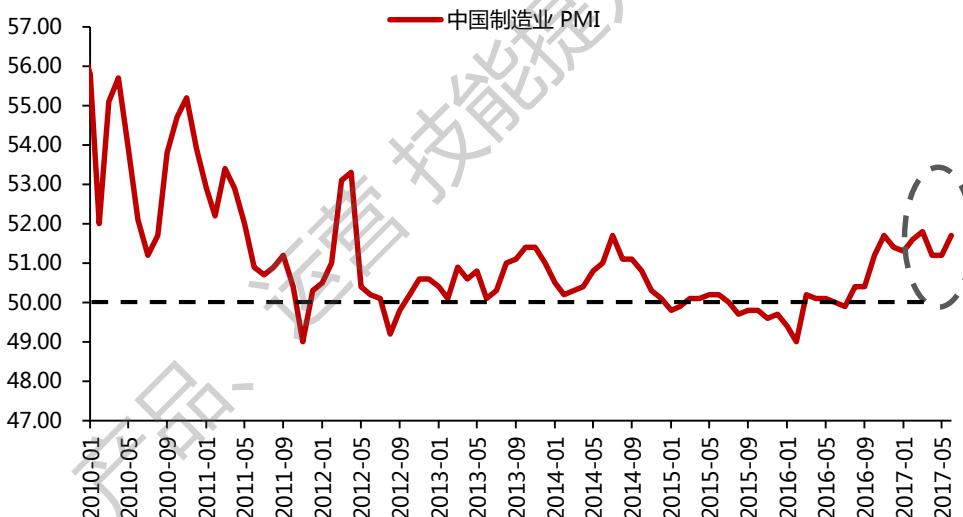
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表20： 欧元区制造业 PMI 大于服务业 PMI



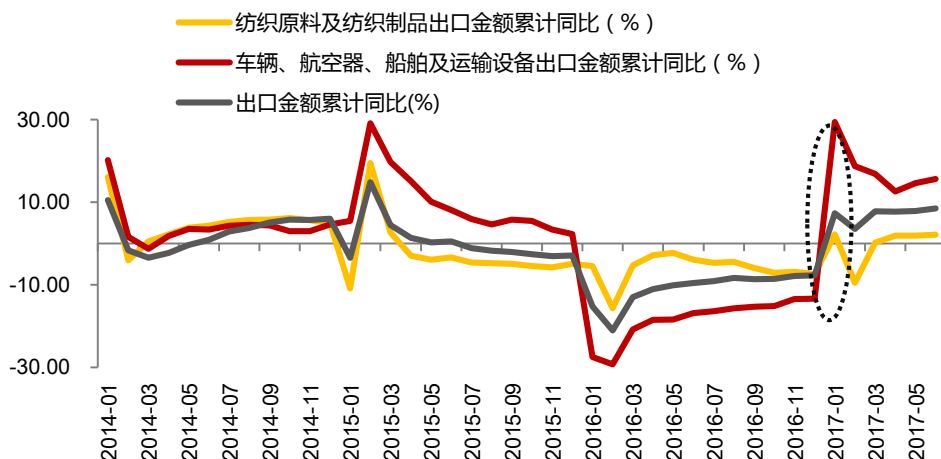
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21： 中国制造业 PMI 连续 11 个月荣枯线以上，2017 年拐点向上



资料来源：Wind，华泰证券研究所

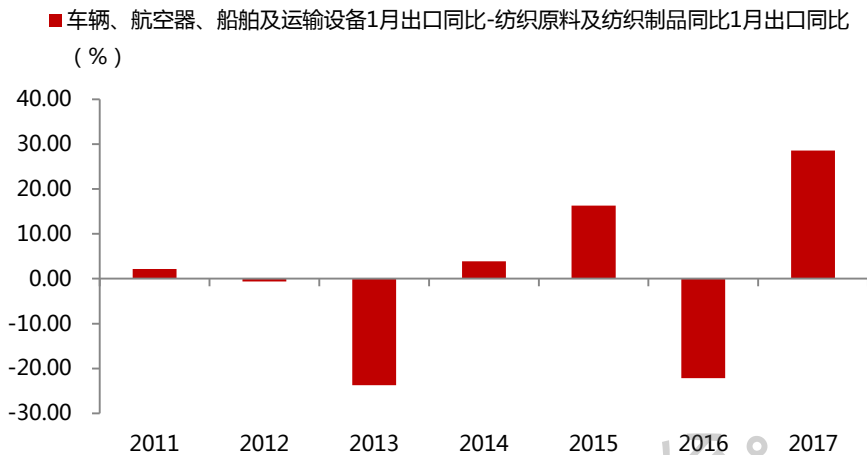
图表22： 2017 年初高端制造业带动中国出口大幅增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所



图表23： 中国出口结构往高端制造倾斜



资料来源：Wind，华泰证券研究所

环保要求催化制造业转型

70 年代的石油危机对日本重化工业造成打击，以及重化工业迅速发展造成的环境污染等公害问题不断发酵，日本政府发布《公害受损补偿法案》，开始对其产业政策进行调整：控制日益恶化的产业公害，限制高能耗、高污染产业发展，发展节能和高度加工化的产业。另一方面，“1975 年展望”的政策发布，促进低能耗、低污染、高附加值性的知识密集型产业发展，将产业结构由重化工业型的产业结构转变为知识密集型工业为主导的产业结构。资源开始从重化工业流出，转入高技术制造业。

与日本相比，我国制造业也存在长期环境污染的严重外部化问题，因此在 2010 年国务院发布了《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，支持节能环保、新一代信息技术等支柱产业的发展，重点关注新材料、新能源汽车产业，将其发展为国民经济的先导产业。环境规制将刺激企业技术革新，进而促进产能投资，催化制造业产业转型升级。

图表24： 中国近年出台一系列环保政策

时间	政策	目标
2010	《国务院关于加强培育和发展战略性新兴产业的决定》	到 2020 年，节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济的支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车产业成为国民经济的先导产业
2013	《能源发展“十二五”规划》	发布了发展目标包括能源消费总量与效率、能源生产与供应能力等方面
2014	《建设项目主要污染物排放总量指标审核及管理暂行办法》	严格控制新增污染物排放量，促进绿色发展
2015	《钢铁行业规范条件》	要求钢铁行业配套建设污染物治理设施，实施在线监控
2016	《绿色制造工程实施指南（2016-2020 年）》	实现制造业高效清洁低碳循环和可持续发展，促进工业文明与生态文明和谐共融
2016	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	培育发展新动能、获取未来竞争新优势的关键领域，构建可持续发展新模式
2016	《“十三五”生态环境保护规划》	到 2020 年，生态环境质量总体改善
2016	《环保装备制造业（大气治理）规范条件》	大力发展节能环保产业，促进大气治理装备制造业持续健康发展
2016	《关于实施工业污染源全面达标排放计划的通知》	全面排查工业污染源排放情况、加大超标排放整治力度、不断强化环境监管执法
2017	《“一带一路”生态环境保护合作规划》	实现区域经济绿色转型，可持续发展
2017	《“十三五”节能减排综合工作方案》	采取更有效的政策措施，切实将节能减排工作推向深入

资料来源：华泰证券整理，华泰证券研究所

## 资金二次分配+内生修复周期，中国制造业处在中期向上的初级阶段

2016 年 11 月 13 日，我们在年度策略《慢牛换芯，盈利牵牛》中指出，当市场依然担心中国经济陷入流动性陷阱时，我们认为中国正在慢慢走出 2011 年以来的偿债周期，开启一轮可持续的盈利修复周期，这一轮“盈利牵牛”的持续性将大过 2011 年以来的任何一次。伴随着企业扩大资本开支的意愿逐步恢复，实体经济逐渐走出偿债长周期并进入补库短周期，搭配供给侧改革等制度红利释放，A 股企业盈利能力 ROE 进入久违的可持续修复期。

对于大多数制造业行业来说，ROE 周期不仅受需求周期影响，也是一个偿债周期的变化，因为决定 ROE 的除了净利润还有净资产。制造业已经历了近五年的偿付债务周期，去年三季度至今，资本开支持续扩张，经营性现金流持续改善且增速处于历史中高分位水平，而偿债支出增速持续下降且处于历史中低分位水平，现金流的三个核心指标均反映当前仍处于 ROE 向上周期的前期阶段，并不受下游投资需求的短期扰动。我们在当前时点，非常看好由于制造业企业内生性变化带来的盈利能力中周期向上的趋势。

我们认为中国制造业成为 A 股下一个主战场主要是由于：

**制造业是资金“脱虚入实”最直接受益方，杠杠转移将引导流动性二次分配不断向以民间投资为主的制造业倾斜；**

1975-1985 年日本 M1 增速持续小于 M2 增速，资金流向实体经济，支持制造业的发展；中国 M1 与 M2 剪刀差收窄，金融工作会议为未来五年“脱虚入实”定调。

我们在 0731《崛起吧，制造业!!!》中指出民部门加杠杠（房贷）和政府部门加杠杠（地方债）受限下，流动性将转移至资产收益率和资本开支底部回升的企业部门，结构性机会在非地产（受居民加杠杠影响大）和非基建（受政府加杠杠影响大）产业链的资本品、耐用品制造业。

2011 年以来，杠杠从企业部门向居民部门和政府部门转移，杠杠转移下，企业部门盈利和盈利能力逐步修复。2016 年起，房地产信贷居民部门加杠杠受限，金融工作会议对地方债态度严厉，政府部门加杠杠受限，我们认为未来不是“降杠杠”而是“杠杠转移”，杠杠将从居民部门和政府部门向实体制造企业部门转移。

在金融去杠杠、政府地方债务平台增量严控，居民部门去杠杠（居民房贷占比 45%降至 30%），国企部门降杠杠的背景下，资金“脱虚入实”流动性一级分配从金融系统流出进入实体经济，在实体经济里往杠杠仍较低的民间投资为主的制造业流入。

图表25： 1975-1985 日本 M1 同比-M2 同比小于 0，资金流向实体经济



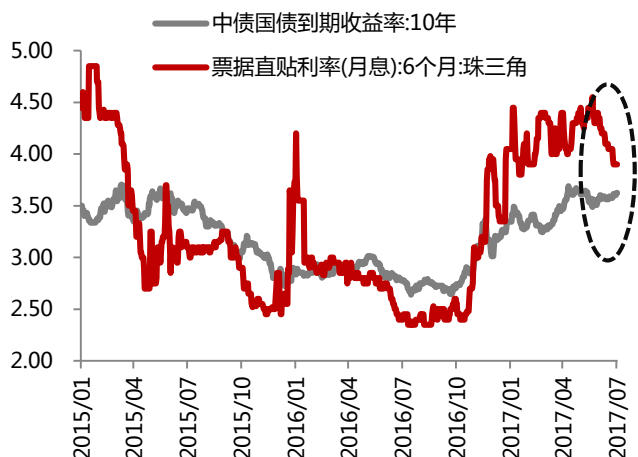
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表26： 中国 M1、M2 增速之差大于 0 在缩窄



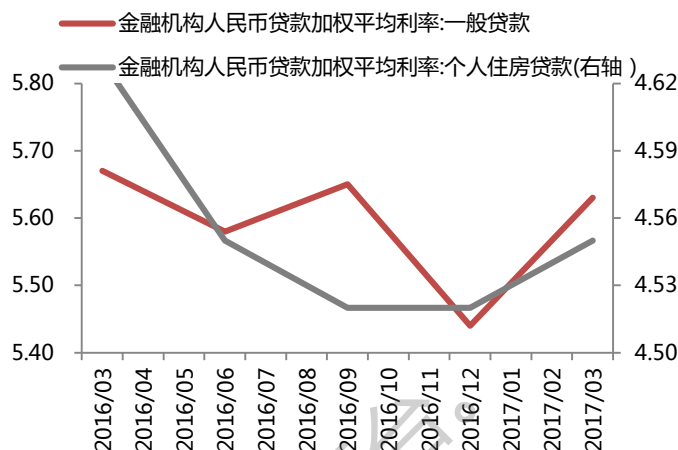
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27： 国债收益率与票据直贴利率背离



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表28： 加权平均贷款利率上行



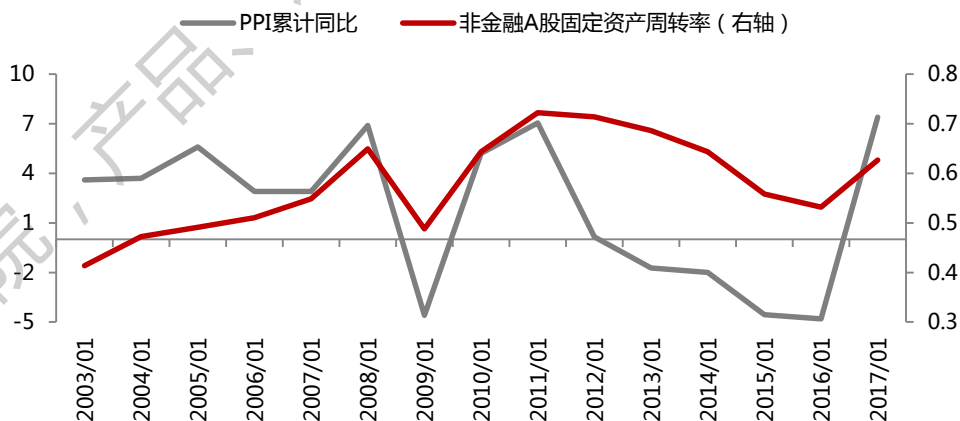
资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 中国制造业处在内生性修复的初级阶段

制造业在经过多年投资增速下滑后，当前正处在偿付债务周期的尾声。制造业迎来内生性产能周期拐点，我们预判制造业盈利能力在行业集中度上升的背景下持续性增强。

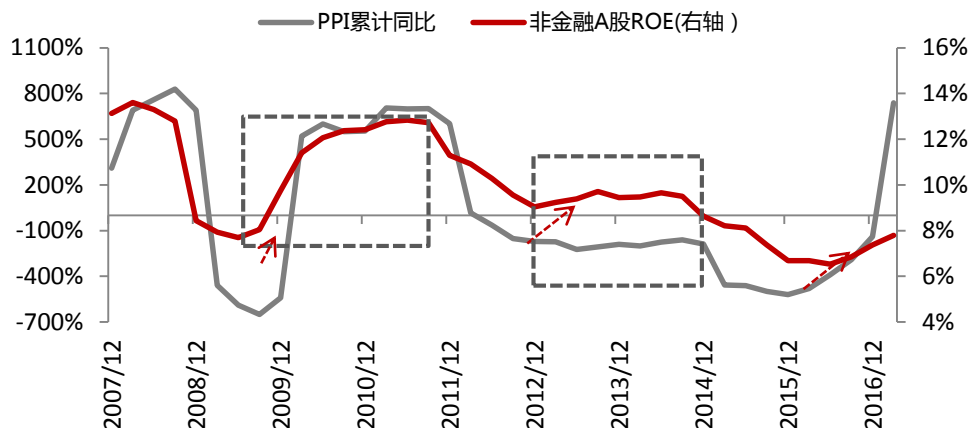
中国制造业处在内生性修复的初级阶段：本轮以固定资产周转率衡量的产能利用率上行，体现了供需关系改善，表现为价格水平的上升；价格水平上升企业盈利能力见底回升；每一轮盈利能力持续两年左右的复苏周期都会引发新一轮产能周期。在本轮非金融企业盈利能力可持续性修复预期下，我们判断当前处在制造业产能周期开启的初级阶段。

图表29： 固定资产周转率回升体现供需改善，表现为价格的同步上行



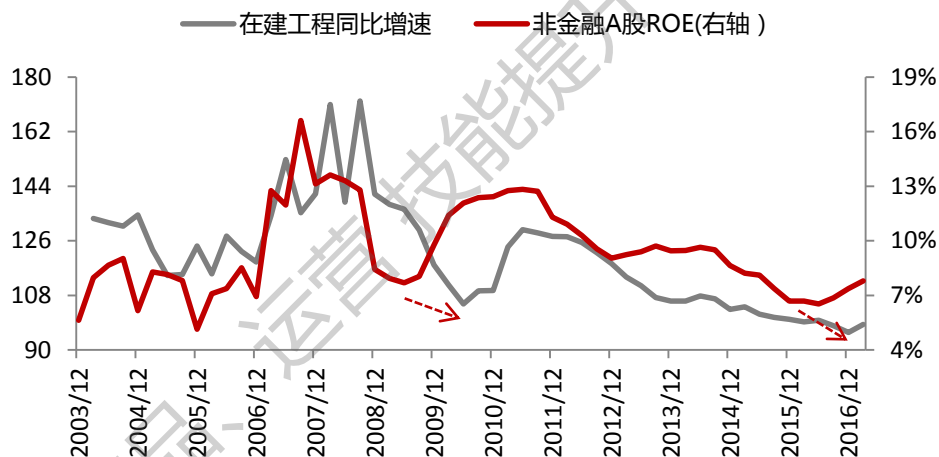
资料来源：Wind，华泰证券研究所，根据年报数据整理

图表30： 价格的回升带动盈利能力的修复至少两年



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表31： 盈利能力的可持续修复领先产能周期的开启



资料来源：Wind，华泰证券研究所

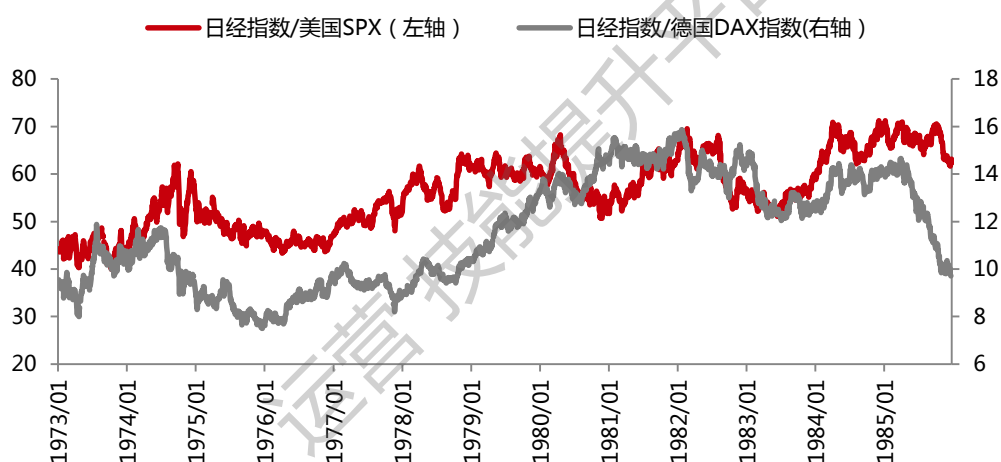
## 日本制造业崛起股票市场映射

### 日本 70-80 年代股市制造为王

如上分析，1975 年日本处于经济换挡、产业结构升级的关键点，也是日本制造业转型和高速发展的起点，日本政府出台了一系列大力支持产业结构转型的政策，与目前的中国有诸多相似之处，有很高的借鉴意义和参考价值。1985 年 9 月日本签署广场协议，日本出口遭受重创，股市也受到汇率等多方面的影响，因此我们选取 1975-1985 年日本制造业的黄金十年，分析日本制造业崛起时的股市反应，为中国 A 股投资者提供参考。

1975-1985 年十年间东京日经 225 指数显著走强，十年区间涨幅 251.93%；日经指数相对于美国标普 500 指数的比例呈现上升趋势，相对于德国 DAX 指数的比例在 1976-1985 年初之间也是有上升的趋势。

图表32： 1973-1985 年日经指数相对于美国标普 500 和德国 DAX 指数比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在 1973-1985 年区间涨跌幅位于前列的行业中，制造业占了很大比例，制造业板块的上涨是东京日经指数走强的一个重要因素。从 1974 年开始，制造业出现增长小高峰，行业景气带动价格上升。1975 年精密仪器和电气应用的区间涨幅位于前列，分别为 45.07% 和 44.42%；1976 和 1983 年区间涨幅最高的均为信息通信，其中 1983 年的涨幅高达 136.38%。

1975-1985 年间，涨幅居前的板块是通讯设备制造业、精密设备制造业、电子设备制造业等高新技术制造业。数据显示，在这十年间，信息通信、精密仪器、电气应用、有色金属、运输设备和机械装备的月度涨跌幅均超过日经指数的月度涨跌幅，与制造业重点发展的子行业相对应。

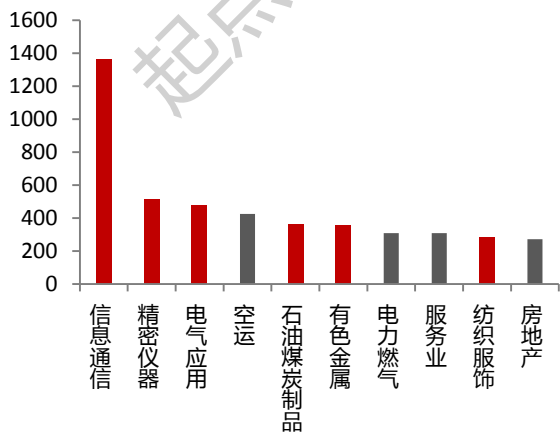


图表33： 1973-1985 年年内区间涨跌幅前十行业（日本交易所 TOPIX 行业指数分类标准）

年份	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1	采矿	金属制品	精密仪器	信息通信	电力燃气	钢铁	石油煤炭 制品	钢铁	电气应用	有色金属	信息通信	银行业	房地产
	33.97	23.68	45.07	85.00	55.58	55.01	115.38	27.92	31.85	25.63	136.38	123.41	87.99
2	农林渔 (3.91)	基建	电气应用	空运	农林渔	纺织服饰	采矿	精密仪器	纺织服饰	信息通信	造纸	信息通信	空运
		14.52	44.42	77.62	53.43	53.34	103.33	26.16	29.48	25.31	57.31	93.00	69.26
3	石油煤炭制 品 (4.49)	信息通信	基建	石油煤炭 制品	房地产	金属制品	海运	电气应用	运输设备	电气应用	玻璃制品	空运	仓库、港口 运输
		11.98	37.99	67.06	35.40	52.25	46.51	23.50	28.40	16.66	48.81	72.81	69.11
4	纺织服饰 (4.51)	橡胶产品	运输设备	精密仪器	服务业	精密仪器	有色金属	金属制品	有色金属	精密仪器	精密仪器	保险	陆运
		10.13	37.92	54.51	27.46	43.84	14.98	19.68	27.46	15.28	42.71	57.47	51.33
5	有色金属 (9.00)	其他产品	食品	运输设备	陆运	有色金属	电气应用	采矿	玻璃制品	服务业	零售贸易	制药	基建
		6.23	36.55	46.68	23.40	43.47	8.69	18.49	18.53	9.69	39.80	57.34	47.64
6	服务业 (9.24)	空运	橡胶产品	电气应用	空运	电气应用	运输设备	纺织服饰	钢铁	采矿	服务业	电力燃气	服务业
		5.81	32.21	40.52	18.93	42.18	7.52	14.66	16.06	7.44	36.48	45.07	47.52
7	钢铁 (9.56)	机械装置	其他产品	其他产品	石油煤炭 制品	服务业	机械装置	玻璃制品	其他产品	造纸	电气应用	证券、商品 期货	金属制品
		2.13	30.42	40.30	18.72	37.41	7.30	9.59	15.73	5.46	36.06	40.52	44.99
8	精密仪器 (13.59)	仓库、港口 运输	机械装置	食品	仓库、港口 运输	信息通信	精密仪器	仓库、港口 运输	基建	橡胶产品	纺织服饰	仓库、港口 运输	电力燃气
		2.02	18.93	31.15	15.98	32.93	6.77	8.55	11.46	4.64	33.22	32.86	44.66
9	造纸 (14.13)	电力燃气	金属制品	仓库、港口 运输	信息通信	机械装置	橡胶产品	造纸	房地产	石油煤炭 制品	化学制品	纺织服饰	其他产品
		1.84	18.74	23.16	9.66	27.70	0.55	8.50	11.00	4.09	32.75	32.48	30.13
10	仓库、港口 运输 (16.35)	玻璃制品	纺织服饰	机械装置	有色金属	海运	房地产	有色金属	农林渔	金属制品	机械装置	玻璃制品	保险
		1.20	14.54	22.27	8.51	25.92	(2.74)	8.48	8.62	2.22	31.31	31.90	29.91
相 关 政 策	《公害受损 补偿法案》	“阳光计 划”	《产业结 构的长期 展望》	“超大规 模集成电 路补助金 ”“1975 年 制度”； 展望”	指导生产 业安定临 时措施 法》；《特 定机械产 业振兴临 时措施 法》；“月 光计划”	《特定产 业安定临 时措施 法》；《特 定机械产 业振兴临 时措施 法》；“月 光计划”	新经济七 年计划“七 年计划”	《80 年代 的通商产 业政策展 望》	《特定产 业安定临 时措施法 》	《特定产 业安定临 时措施法 》	《特定产 业结构改 善临时措 施法》	《特定产 业安定临 时措施法 》	《特定产 业安定临 时措施法 》

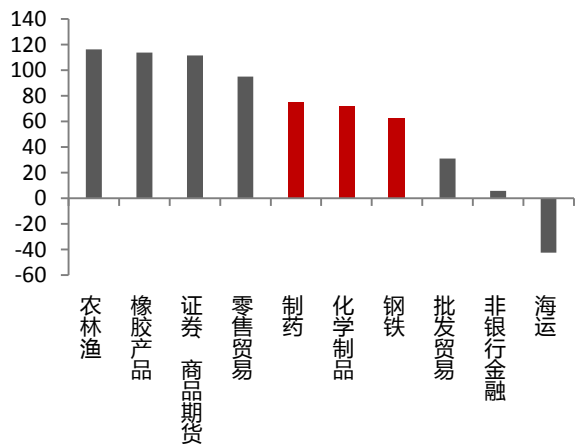
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所，标红为制造业子行业

图表34： 1975-1985 年涨幅行业前十半数制造业子行业



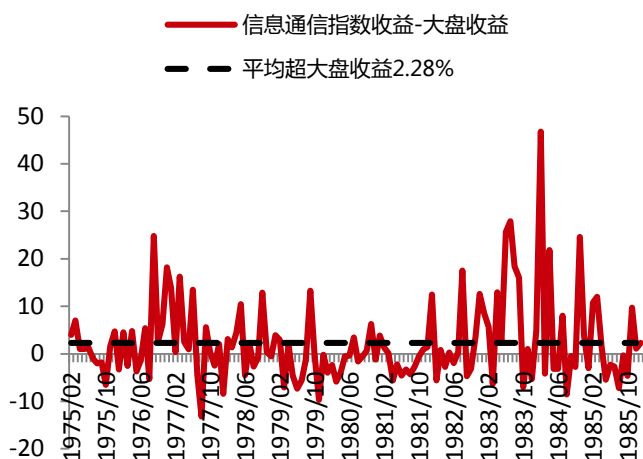
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所，根据 TOPIX 指数分类

图表35： 1975-1985 年涨幅最末行业



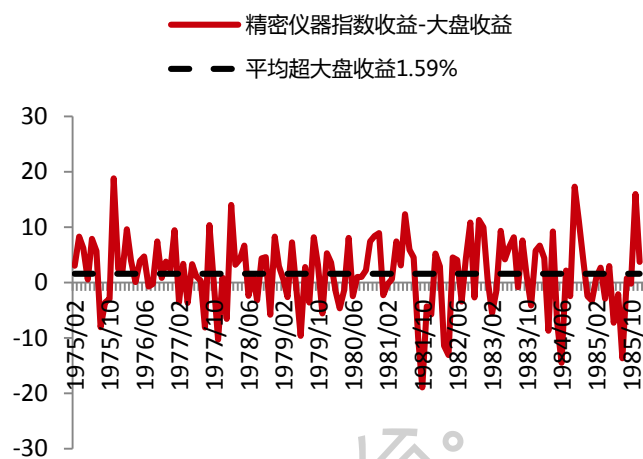
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所，根据 TOPIX 指数分类

图表36： 1975-1985 年信息通信平均月涨幅超大盘收益为 2.28%



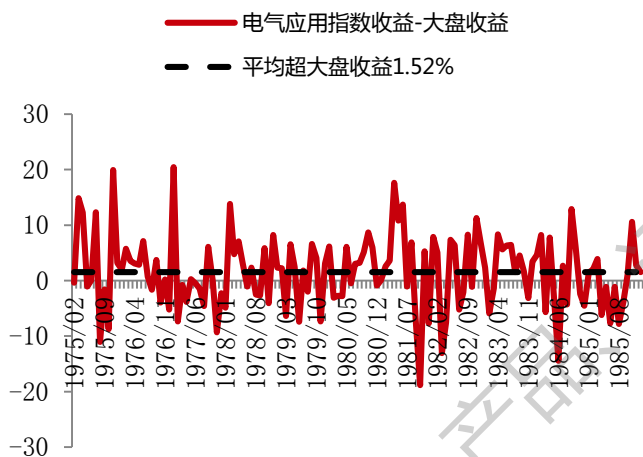
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所，根据 TOPIX 指数分类

图表37： 1975-1985 年精密仪器平均月涨幅超大盘收益为 1.59%



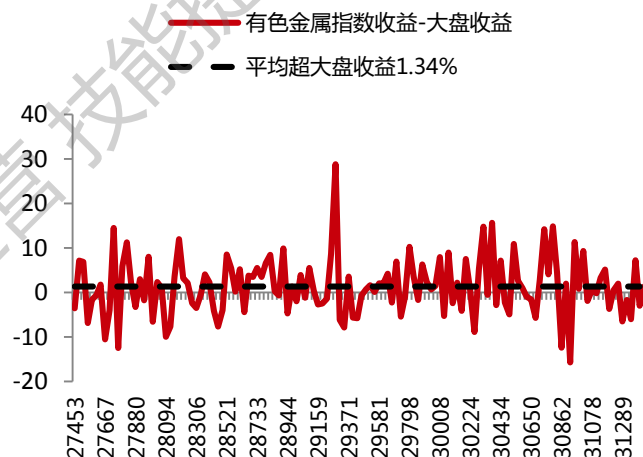
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所，根据 TOPIX 指数分类

图表38： 1975-1985 年电气应用平均月涨幅超大盘收益为 1.52%



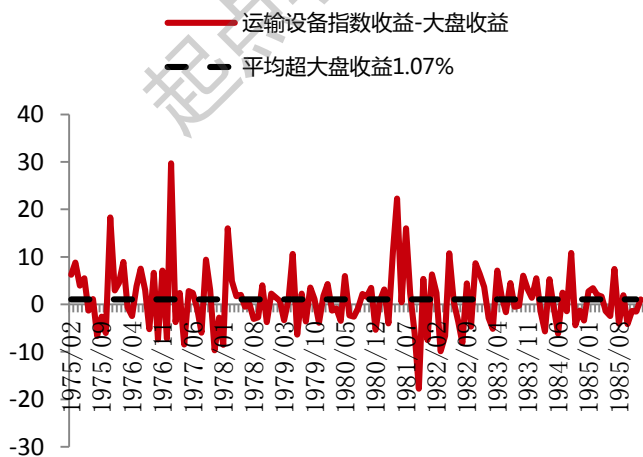
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所，根据 TOPIX 指数分类

图表39： 1975-1985 年有色金属平均月涨幅超大盘收益为 1.34%



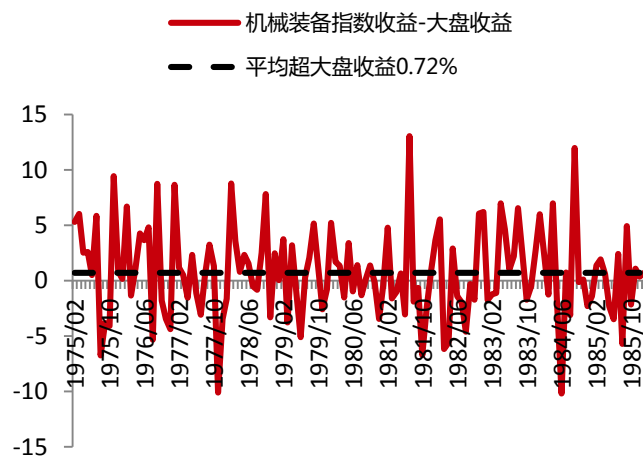
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所，根据 TOPIX 指数分类

图表40： 1975-1985 年运输设备平均月涨幅超大盘收益为 1.07%



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所，根据 TOPIX 指数分类

图表41： 1975-1985 年机械装备平均月涨幅超大盘收益为 0.72%



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所，根据 TOPIX 指数分类

从个股方面看，70-80 年代日本主营业务为精密仪器、电气设备、计算机自动化设备制造的公司股票表现突出。以 ANDO ELECTRIC CO LTD 公司为代表的电子设备公司在 1973-1985 年间区间涨幅为 7600%，另一家电子设备公司 TOKIN CORP 涨幅为 2052%，涨幅超过 10 倍的牛股共 13 只。

图表42： 1973-1985 年间区间涨跌幅突出个股（日本证券交易所行业分类标准）

公司	区间涨跌幅 (%)	公司主营业务
ANDO ELECTRIC CO LTD	7600.00	电子设备
TOKIN CORP	2052.38	电气/电子设备
MUTOH HOLDINGS CO LTD	1963.06	信息图形相关设备开发/制造/销售
KODENSHA CO LTD/THE	1720.00	电气工程/仪器仪表/工业自动化
NEOMAX CO LTD	1677.78	IT 部件/磁性应用部件/计算机和半导体集成电路器件
KYOEI SANGYO CO LTD	1671.08	半导体/电子材料
ANRITSU CORP	1624.64	测试与测量仪器/精确微波原件/光器件/超高频电子器件
OHKURA ELECTRIC CO LTD	1205.79	工业计器/通信设备/半导体制造设备
DAIKOKUYA HOLDINGS CO LTD	1179.07	照明装置/电子设备
NIPPON ELECTRIC GLASS CO LTD	1053.33	显示屏/玻璃纤维/薄膜/电子产品
FANUC CORP	1049.37	CNC/镭射装置/电机机器人
HIROSE ELECTRIC CO LTD	1031.03	电气/电子连接器
TOKYO SEIMITSU CO LTD	1013.51	半导体生产设备/测量设备
IKEGAMI TSUSHINKI CO LTD	925.00	摄像机系统/监控系统/视频制作播出系统
TOKAI KONETSU KOGYO CO LTD	889.01	工业热炉/加热部件
KANDENKO CO LTD	884.57	电子/通信/空调
SANYO DENKI CO LTD	876.92	降温设备/动力系统/伺服系统
MURATA MANUFACTURING CO LTD	825.00	电子原料/电子元器件/高密度模块
SHIZUKI ELECTRIC CO INC	790.53	薄膜电容器/故障排除机械/节能机械/电子显示式机械/电气双层结构电容器
SOKKIA TOPCON CO LTD	711.69	GNSS 接收机/光学仪器/水准仪

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

## 中国崛起，制造为王——制造业牛股掘金

中国制造业未来将围绕经济社会发展和国家安全重大需求，以国家战略产业作为突破点，根据制造业产业规划设计中需要推动的重点领域，强化工业基础能力，提高工艺水平和产品质量，推进智能制造、绿色制造，促进生产性服务业与制造业融合发展，提升中国制造业层次和核心竞争力。我们在下表梳理未来制造业发展方向的细分龙头，建议关注机械：伊之密、大冷股份，电新：国轩高科（锂电池）、创新股份（湿法隔膜）、杉杉股份（正负极材料），通信：中兴通讯、中际装备、海能达、亨通光电，汽车：银轮股份、威孚高科，医药：长春高新、通化东宝，电子：劲胜智能、中茵股份。

图表43： 未来制造业发展领域及对应标的

涉及领域	相关标的	龙头股	细分行业	主营业务	区间涨跌幅%	2017Q1 净利润同比%	总市值 (亿元)	最新 PE (TTM, 倍)	2017Q1 ROE (TTM)	2017Q1 每股营收(元)
新一代信息技术		中兴通讯	计算机、通信和其他运营网络电子设备制造业		48.34	24.15	991.11	(54.15)	(5.72)	24.18
		海能达	计算机、通信和其他终端电子设备制造业		25.08	(119.79)	287.89	90.97	6.86	1.97
		亨通光电	电气机械及器材制光纤光缆及相关产品		43.26	138.42	330.30	22.33	23.98	13.93
传感器		歌尔股份	计算机、通信和其他电声器件电子设备制造业		43.91	48.26	616.57	35.17	15.63	12.63
		华天科技	计算机、通信和其他集成电路产品电子设备制造业		16.22	52.32	149.18	34.85	8.52	5.14
物联网		美格智能	计算机、通信和其他结构件收入-手电子设备制造业	机类	97.52	57.71	27.18	55.08	20.97	1.31
		青岛海尔	电气机械及器材制电冰箱		47.17	10.34	886.56	17.12	18.28	18.27
云计算		TCL 集团	计算机、通信和其他多媒体电子产业电子设备制造业		6.36	89.16	418.93	23.41	7.57	8.86
		同方股份	计算机、通信和其他互联网服务与终端电子设备制造业		1.95	(105.62)	411.09	(35.16)	(5.49)	9.33
"高档数控机床和机器人"		拓斯达	通用设备制造业	直角坐标机器人	260.98	732.03	70.48	73.18	14.61	5.96
		金银河	专用设备制造业	生产线	140.21	146.80	28.28	51.86	14.40	3.92
		大华股份	计算机、通信和其他前端音视频产品电子设备制造业		76.46	28.73	696.73	36.73	22.24	4.60
		大族激光	专用设备制造业	小功率激光及自动化配套设备	66.96	33.59	400.15	50.62	14.25	6.52
		美的集团	电气机械及器材制空调及零部件		53.08	12.46	2719.15	17.97	23.09	24.62
		长盈精密	计算机、通信和其他手机及移动通信电子设备制造业	终端金属结构(外观)件	29.25	50.17	302.52	40.51	18.03	6.78
		汇川技术	电气机械及器材制变频器类		23.14	24.63	411.95	42.70	19.55	2.20
		上海机电	通用设备制造业	电梯业务	11.28	5.39	217.43	14.80	15.52	18.52
航空 航天无人机装备		科大智能	电气机械及器材制智能制造及机器人应用产品		10.63	41.20	160.70	55.39	7.82	2.38
		雪莱特	电气机械及器材制LED 户外照明		4.73	227.78	51.89	120.66	4.21	2.22
		南洋科技	计算机、通信和其他光学膜电子设备制造业		4.04	(8.97)	170.05	143.64	3.42	1.74
		华测导航	计算机、通信和其他高精度 GNSS 电子设备制造业	接收机	159.11	52.75	56.80	54.02	16.20	4.04
		航天电子	专用设备制造业	航天军用产品	11.87	18.48	231.95	43.42	4.88	8.49
先进 轨道交通设备		博深工具	通用设备制造业	金刚石工具	32.26	6.87	61.64	483.43	1.57	1.27
		天铁股份	橡胶和塑料制品业	轨道工程橡胶制品	14.78	(172.45)	24.14	39.82	7.74	2.79
		中铁工业	专用设备制造业	其他工程施工收入	12.87	12.29	344.56	89.77	2.80	23.07

长园集团	计算机、通信和其他电网设备类 电子设备制造业	4.62	(59.16)	191.01	32.85
赣锋锂业	有色金属冶炼及压深加工锂化合物 延加工系列	140.78	27.02	464.31	94.10
天齐锂业	有色金属冶炼及压衍生锂产品 延加工	111.74	47.77	680.58	41.66
雅化集团	化学原料及化学制炸药 品制造业	92.14	60.43	125.76	87.33
华友钴业	有色金属冶炼及压钴产品 延加工	91.81	765.99	399.82	112.37
先导智能	专用设备制造业 锂电池设备	87.92	86.45	259.86	78.10
亿纬锂能	电气机械及器材制锂离子电池 造业	50.10	39.63	187.29	69.90
杉杉股份	电气机械及器材制正极材料 造业	47.47	89.80	232.08	62.36
融捷股份	计算机、通信和其他消费类电池设备 电子设备制造业 制造	40.54	(32.18)	79.84	1632.30
赢合科技	专用设备制造业 卷绕机	34.55	69.89	103.87	74.30
沧州明珠	橡胶和塑料制品业 燃气管、给水管、 给水管件	31.51	32.56	170.70	33.11
格林美	废弃资源综合利用业 电池材料(四氧 化三钴、三元材 料等)	29.73	50.35	249.18	83.24
德赛电池	电气机械及器材制电池及配件 造业	26.21	81.08	108.43	37.99
坚瑞沃能	电气机械及器材制新能源产品及服 造业 务	23.87	65433.87	272.69	40.20
国光电器	计算机、通信和其他音箱 电子设备制造业	20.10	691.16	62.08	82.07
天赐材料	化学原料及化学制锂离子电池材料	18.97	(9.36)	162.29	41.68



涉及领域	相关标的	龙头股	细分行业	主营业务	区间涨跌幅%	2017Q1 净利润同比%	总市值 (亿元)	最新 PE (TTM, 倍)	2017Q1 ROE (TTM)	2017Q1 每股营收(元)
核能核电	核能核电	中国核电	电力、热力生产和供	电力销售	13.31	18.69	1245.23	26.53	11.20	1.81
		海陆重工	通用设备制造业	余热锅炉及相关配套产品	3.67	59.37	56.17	68.44	3.52	1.72
		盾安环境	通用设备制造业	制冷配件产业	2.93	23.85	89.15	96.74	2.05	6.36
		隆基股份	非金属矿物制品业	太阳能组件	49.77	60.86	397.78	23.12	16.33	5.78
太阳能发电	发横店东磁电	电气机械及器材制	太阳能单晶硅电		17.15	(34.72)	133.46	32.71	10.09	5.73
		中材科技	非金属矿物制品业	无碱玻璃纤维及制品	12.54	87.29	158.13	31.04	6.27	11.12
		深圳惠程	电气机械及器材制	开关	7.12	67.41	139.42	158.33	6.31	0.35
		泰和新材	化学纤维制造业	氨纶	4.19	49.64	78.06	90.35	3.33	2.59
新材料	新材料	创新股份	橡胶和塑料制品业	BOPP 平膜、烟膜	46.11	(18.43)	123.26	76.89	10.05	8.56
		恒瑞医药	医药制造业	针剂药	31.94	18.23	1405.91	51.76	20.58	4.73
		复星医药	医药制造业	药品制造与研发	23.64	9.73	713.86	24.54	12.76	6.06
		华润三九	医药制造业	非处方药	17.10	19.60	281.92	22.37	14.02	9.18
高性能医疗器械	生物疫苗	康泰生物	医药制造业	自主产品-二类疫苗	466.76	(54.73)	110.15	109.41	5.97	1.26
		透景生命	医药制造业	免疫诊断试剂	49.71	6.84	46.54	47.21	32.71	0.00
		凯普生物	医药制造业	HPV 分型试剂盒	37.20	28.12	33.07	42.75	15.52	0.00
		利德曼	医药制造业	体外诊断试剂	30.20	(8.44)	68.66	100.66	5.42	1.26
生物识别	欧菲光	计算机、通信和其他	触控显示全贴合		38.53	52.18	514.62	65.58	9.52	24.62
		电子设备制造业	产品							
		*ST 天仪	汽车制造业	车用部品	20.00	(354.36)	86.02	(1178.80)	(6.63)	1.64
		乐普医疗	专用设备制造业	支架系统	16.79	34.69	371.30	50.56	12.75	1.95
基因检测	新日恒力	金属制品业	电解铜贸易		11.80	120.56	93.42	(54.85)	(21.51)	4.29
		汤臣倍健	食品制造业	片剂	10.00	31.01	188.62	31.78	12.96	1.57
		长春高新	医药制造业	制药	8.65	27.09	205.22	40.57	12.51	17.03
		通化东宝	医药制造业	生产重组人胰岛素原料药等	(6.60)	30.53	288.37	41.81	16.65	1.34
农业机械高端装备制造	潍柴动力	汽车制造业	叉车生产及仓库		41.25	109.70	552.61	17.39	9.67	23.30
		技术服务								
		三一重工	专用设备制造业	混凝土机械	37.38	717.76	641.74	74.71	3.65	2.79
		中集集团	金属制品业	道路运输车辆	24.02	28.12	538.55	84.29	2.14	17.16
智慧农业	伊之密	专用设备制造业	注塑机		21.29	336.00	58.15	39.17	16.62	6.05
		大冷股份	通用设备制造业	制冷设备	(6.88)	32.02	61.24	32.85	5.69	2.72
		中际装备	专用设备制造业	自动生产线	71.06	32.56	172.08	1414.01	2.21	0.61
		智慧农业	通用设备制造业	柴油机零配件等	14.78	(140.93)	103.57	(72.51)	(4.28)	1.29
智慧农业	红太阳	化学原料及化学制	农药		12.06	482.30	110.23	42.98	5.21	6.09
		品制造业								
		辉丰股份	化学原料及化学制	农药及农药中间	6.93	197.80	78.99	28.91	7.60	3.93
		品制造业	体							

资料来源：华泰证券整理，华泰证券研究所。总市值与最新 PE 时点为 7 月 21 日，区间涨跌幅时段为 2017 年 1 月 1 日至 7 月 21 日。

## 附录：日本制造业公司案例研究

### 丰田案例

丰田在 2016 年《财富》位列世界 500 强第 8 位，从最初的“丰田自动织机制作所”成长为目前世界排名第一的汽车生产公司，其技术发展主要经过了四个阶段：技术引进阶段、模仿创新阶段、自主创新阶段和技术超越阶段。

#### 20 世纪 30-40 年代初期：技术引进阶段，模仿中改进

这一阶段日本整个汽车行业都缺乏竞争力，日本缺乏技术积累，难以与美国汽车竞争，因此其在初期采用的是模仿的方式。1930 年，丰田公司的创始人丰田喜一郎购买到美国史密斯轻便摩托车进行拆解试验，并于 1933 年和 1934 年两次购入美国的雪佛兰轿车，进行系统化模仿，最终于 1936 年生产出第一台直列 6 缸、3389cc 排量的 A 型发动机。1936 年，丰田 AA 型轿车问世，AA 型轿车主要是从美国引进技术，其侧重点在于外观创新。丰田坚守一个信条：模仿比创造更简单，如果能在模仿的同时给予改进，那就更好。丰田喜一郎认为首先必须生产安全、牢固、经济、传统的汽车，而不是创新性的产品，所以在很长一段时期内，所有的丰田车都具有这样的特点。

#### 20 世纪 40 年代后期—50 年代末：模仿创新阶段

##### 战后提高劳动生产力——丰田模式

第二次世界大战后，日本转入战后经济恢复期。当时，日本工业的劳动生产率仅为美国工业劳动生产率的九分之一到八分之一。丰田公司认为较低的劳动生产率根源于在生产中的浪费和不合理，并改革创新出了最具革命性的生产管理方式——丰田生产方式。丰田模式的基本思想是彻底消除浪费，主要方式是“准时生产”和“自动化”。

##### 模仿创新

1946 年丰田研制出 S 型发动机，1947 年装配 S 型发动机的 SA 型轿车问世。1950 年丰田公司派董事、常务董事等多人去福特公司考察。1951 年丰田实施《生产设备现代化五年计划》。1952 年提出了未来国产车标准。1955 年独立研制出皇冠轿车，皇冠轿车包含了丰田多项自主研发成果。

整个 50 年代，丰田汽车由模仿国外车型和发动机向自主研发转变；丰田汽车更重视自主创新而非整体引进，皇冠轿车搭载了丰田公司自主研发的 1500cc 排量 R 型发动机，前轮采用双 V 型独立悬架系统，后轮加装了三层弹簧悬架等项创新，是日本汽车向自主创新迈出的重要一步。此外，丰田公司十分重视基础研究，1959 年，建成丰田国一号技术馆和两家技术实验室工厂，是丰田汽车加大基础研发力度的标志性事件。

#### 20 世纪 60 年代-70 年代：自主创新阶段

20 世纪 60 年代，日本进入公路交通高速时代。1961 年，日本通用省提出了汽车大众化的构想。顺应这一潮流，丰田公司也开始研制大众车“花冠（COROLLA）”，于 1966 年 10 月开始生产。物美价廉的“花冠”在日本受到消费者的喜爱，被誉为“日本大众国民车”，也是丰田公司在 20 世纪开发的主流车型。

这一时期，丰田公司开始关注于核心部件及核心技术开发，如发动机、节能减排等多项技术。1964 年丰田着手开发排气净化技术；1965 年荣获 Deming 大奖；1968 年已开始研制排气再循环和触媒变换器之类的装置。重视核心技术的研发是日本在这一阶段连续取得突破性进步的关键因素。此外丰田公司技术创新与组织创新并重，并实现全面质量管理。

### 石油危机阶段：节省资源降低成本

1973 年，伴随着第 4 次中东战争的爆发，世界经济遇到了第一次石油危机。对于石油资源几乎百分之百依赖进口的日本来说，整个经济活动全都受到巨大影响，马上陷入了极大的混乱之中。战后初期恶性通货膨胀再度席卷日本，对汽车的需求一落千丈。在这种形势下，丰田将新的起点瞄准在资源的有限性上，有力地开展了节省资源、节省能源、降低成本的运动。丰田坚信汽车绝不是什么“奢侈品”，对于社会而言汽车绝对是真正的必需品。面对笼罩日本社会的一片悲观情绪，丰田恪守一个“忍”字，蓄势以待，准备迎接重振雄风之日的到来。

### 八十年代后：技术超越阶段，全面走向世界

丰田汽车公司 60 年代、70 年代是日本国内自我成长期，80 年代之后，开始了它全面走向世界的国际战略。1973 年和 1979 年的两度石油危机在极大程度上改变了美国的汽车需求结构，人们的选择热点开始由大型车转向了节省燃油的小型车，缺少小型车生产技术的美国汽车厂家逐渐失去竞争优势。1981 年日本对美出口轿车自主限制协议生效，日本车的出口受到限制。1983 年，丰田公司与通用公司共同出资，设立合资企业，生产 FF 式小型轿车。丰田先后在美国、英国以及东南亚建立独资或合资企业，并将汽车研究发展中心合建在当地，实施当地研究开发设计生产的国际化战略。1982—1987 年，丰田公司开发了 72 款新车型，远超欧美。1989 年，进军豪华车市场，推出凌志（Lexus）轿车。2008 年，汽车销量超越通用，跃居榜首，实现对欧洲汽车企业的全面跨越。

这一阶段丰田公司由内部创新转向合作创新，发展网络创新能力，通过与通用等公司合作，由单纯依靠内部研发转向充分利用外部技术来源的合作创新。

（参考文献：张立伟，胡畔．丰田汽车公司技术追赶模式研究．经济研究导刊.2013.23. pp:50-51）

### 三菱案例

第一家三菱企业是岩崎弥太郎于 1870 年接手日本官方经营的长崎造船厂，1873 年造船厂更名为三菱商会。接着三菱开始涉足采矿、造船、银行、保险、仓储和贸易，随后又经营纸、钢铁、玻璃、电气设备、飞机、石油和房地产。1950 年，二战后，得到很快恢复的三菱重工业公司才开始设立汽车部，相对丰田、日产等大汽车公司起步较晚。1970 年，三菱汽车公司从三菱重工业公司独立出来，是日本汽车行业中最年轻的汽车制造公司。

70 年代至 80 年代，三菱汽车公司凭借特有的尖端技术与研发能力走向世界，从事高性能产品及设备系统的开发和制造，在汽车制造业企业中领航发展。

### 20 世纪 70 年代，抛弃旧观念，找准特色创新定位

1970 年由三菱自动车贩卖株式会社、三菱重工及美国克莱斯勒汽车公司共同投资的“三菱自动车工业株式会社”正式成立。

1973 年，久保富夫受命担任三菱汽车公司，他强调要抛弃旧观念，生产具有自己特色的汽车。他最先着手的工作便是强化开发部门，认为如果能研制出有创造性的产品，随着生产效率的提高，成本降低，价格下降，汽车销量自然会上升。他不惜重金从欧美聘请在设计领域颇负盛名的专家，认真研究，终于研制出“佳兰”、“迷你”等名车。其中“佳兰·西格马”汽车广受客户青睐，出现了前所未有的旺销盛况，一直持续到 1978 年 6 月。

“佳兰·西格马”汽车的成功不仅外观华美，其中还包含了许多独具匠心的技术成果，在不断创新和尝试之后，研究人员终于突破技术障碍，成功发明了“无声轴附带仿星器 80 发动机”，确保稳定安静的行车，发生质的飞跃。

### 20 世纪 80 年代，凭借高效率生产技术与研发能力扩展销售网络，扩大出口市场

在 80 年代，三菱与美国克莱斯勒公司达成合作，三菱汽车向欧洲各国开始出口业务。

1987 年，德国奔驰汽车商用车国内销售部、小型轿车共同开发部以及小型商用车奔驰工厂等三个部门同三菱汽车公司联合起来，互相提携，进行技术交流与合作，探讨进一步发展小型商用车的前景及可行性问题。1970 年三菱汽车出口国仅 39 个国家，1 年出口只不过 3.1 万辆，而到 1987 年，出口国已达 157 个国家，1 年生产 87 万辆，占总生产量的 60%

### 20 世纪 90 年代，活跃在世界舞台，在技术开发方面走在前列

1994 年，三菱汽车公司同中国北方工业总公司、中国航空工业总公司以及中国航天工业总公司就进行发展汽车工业、向民品生产转轨的可行性研究，达成了实施协议。

同时，三菱在美国、台湾、泰国、印尼等多地都设立了自己的工厂，与马来西亚的合作是一个典型事例，双方联合成立了 Proton 公司，三菱汽车积极向 Proton 公司提供技术援助，并在当地开设研究开发中心，有计划有步骤地进行技术转让。

### 21 世纪初，三菱汽车遭遇黑色风暴

由于三菱汽车只注重技术，不注重顾客，忽略产前的市场调查和售后服务，并且还隐瞒车辆故障，因此在竞争激烈的国内外市场上每况愈下，2004 年年终结算亏损高达 720 亿日元

### 2016 年，日产收购三菱。

（参考文献：国华，沛津. 后来居上的三菱汽车公司. 汽车运用.200708）



## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com