

分析师:

张忆东 全球首席策略师

SFC HK: BIS749

SAC: S0190510110012

[zhangyd@xyzq.com.cn](mailto:zhangyd@xyzq.com.cn)

联系人:

李彦霖

SAC: S0190510110015

迟玉怡

SAC: S0190120040012

## 乘风破浪的中国制造业核心资产

2020年10月13日

## 报告关键点

## 相关报告

20200913《守正出奇，布局港股好时机》

20200911《美股2000年科网牛市如何走向泡沫破灭》

20200828《港股已成为中国新经济的投资沃土》

20200817《恒指结构优化，攻守更兼备，配置机遇来临》

20200807《从黄金王者归来，看周期核心资产重估》

20200728《周期核心资产的价值重估》

20200715《“核心资产牛市”进入“新”阶段》

20200705《恒指的未来：“新核心资产”驱动的新时代》

20200621《风格再平衡，“硬科技”的吸引力提升》

20200605《香港金融中心的明天会更好》

20200601《赢在未来——中国权益资产2020年中期投资策略报告》

20200522《“5.20”收获反弹，敬畏不确定性——2020.05.21电话会议纪要整理》

20200513《流动性盛宴一醉解千愁——疫情、联储、美股Faangs行情的启示》

20200504《外因只是扰动，内因才是关键——中美贸易摩擦2018和2019年对中国股市影响对比及策略观点更新》

20200423《冬天的太阳之油价都是浮云》

20200420《全球反弹的补涨高潮临近中国资产》

20200413《冬天的太阳之曲折反弹》

20200406《冬天的太阳并不是复苏的春光》

20200329《勇敢者的游戏和大智若愚者的机遇》

20200325《黄金的配置良机归来，这是一个长逻辑》

## 投资要点

1、回顾：“先进制造业的核心资产崛起”的大逻辑。我们在2019年12月9日发布的深度报告《先进制造业的核心资产崛起》中，提出：**先进制造业领域的核心资产将成为2020年中国资本市场的“明星”**。

2、中短期展望：未来半年，中国制造业核心资产的景气将持续上行，随着疫苗量产，全球史无前例的大刺激将驱动欧美及中国经济阶段性“复苏共振”。

2.1、展望中国经济此轮复苏仍将延续，先进制造业受益于新一轮主动补库存。

(1)制造业龙头公司基本面的改善仍在继续，资产定价并未充分 price in，密切跟踪未来三个季度的业绩惊喜。“制造业高质量发展，将是2020年中国稳增长的最大受益者”这一判断正在兑现。2020年8月工业企业数据显示中游制造业景气正明显回暖。未来半年，先进制造业有望持续受益复苏。

(2)先进制造业龙头整体估值风险不大，有些公司的静态估值已不算便宜，但是，动态市盈率有吸引力。随着中国经济稳步复苏，经济政策由“抗疫”模式回归正常化但并不意味着收紧，而是以经济复苏延续为底线的。增量流动性最宽松的阶段可能已经过去，但是，无风险收益率依然维持低位徘徊。

2.2、展望未来半年随着美国总统大选结束、新冠疫苗问世，欧美经济有望延续复苏。为应对疫情，2020年海外主要国家实施了史无前例的大刺激。随着疫苗问世并量产，刺激政策将作用于实体经济，推动欧美需求复苏，特别是2020年圣诞节到2021年复活节，中外经济有望共振复苏，提升中国制造业景气度。

2.3、中国制造业核心资产厚积薄发，经历数年供给侧改革和科技创新之后，有望迎来美好的时光。当前中国经济复苏以一种温和、健康的方式进行，原材料PPI弱于加工工业PPI，有利于利润留在中游和下游制造业。2016年至今供给侧改革，特别是2018年以来，制造业产能低速扩张，因而需求的略微改善也能带来产能利用率和利润的大幅提升。

3、中长期展望：未来3-5年“疫情影响”+“双循环”驱动，中国制造业的核心资产将迎来黄金发展机遇期。

3.1、未来3年甚至5年，中国制造业提升全球竞争力具备天时、地利、人和。**天时：**疫苗在全球普及仍待时日，未来3-5年疫情后遗症将推迟全球供应链重构。1)中国经济得益于疫情防控和社会治理能力的优势，制造业产能利用率有内需支撑；2)预计未来数年全球疫情仍有反复，中国制造业凭借完备的产业链将强化在全球供应体系中的优势，享受全球此轮大刺激红利。

**地利：**“十四五规划”将驱动“中国制造”走向“中国智造”。“十四五规划”继续助力供给侧改革，制造业核心资产的竞争力盈利能力提升，有实力进行研发开支和先进产能的投入，进一步推动全球竞争力提升。

**人和：**制度红利向中国制造业龙头企业全力倾斜，特别是资本市场服务实体经济和科技创新。减税降费，助力企业研发和创新；积极引导融资重点流向制造业、中小微企业，引导实体经济融资成本下降。

3.2、以光伏、面板产业为例，看中国制造业军团如何进击全球。

3.3、从海外卡特彼勒的例子看制造业如何通过全球化长盛不衰。

4、投资策略：参与未来数年先进制造业核心资产乘“风”破“浪”行情。

4.1、制造业核心资产仍将是未来数年核心资产行情主角，2020年只是开始：

1)亮眼的三季报是未来业绩浪的开始；2)美国大选结束、疫苗问世，全球主要经济体有望复苏共振；3)五中全会及十四五规划；4)动态估值不贵。

4.2、配置建议：1)战略性配置阿尔法属性的中国制造业龙头：**光伏、新能源车、军工、工业4.0、电子、化工等**；2)阶段性参与贝塔属性的传统周期龙头。

**风险提示：**全球经济增速下行；中、美货币政策宽松不达预期；大国博弈风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 目录

1、回顾：“先进制造业的核心资产崛起”的大逻辑和演进脉络 .....	5 -
2、中短期展望：未来半年，中国制造业核心资产的景气将持续上行，随着疫苗量产，全球史无前例的大刺激将驱动欧美及中国经济阶段性“复苏共振” .....	9 -
2.1、展望中国经济此轮复苏仍将延续，先进制造业受益于新一轮主动补库存 .....	9 -
2.1.1、制造业龙头公司基本面的改善仍在继续，资产定价并未充分 price in，密切跟踪未来三个季度的业绩惊喜 .....	9 -
2.1.2、经济政策由“抗疫”模式回归正常化但并不意味着收紧，而是以延续经济复苏延续为底线 .....	12 -
2.2、展望未来半年随着美国总统大选结束、新冠疫苗问世，欧美经济有望延续复苏，海内外共振提升中国制造业景气度 .....	13 -
2.3、中国制造业核心资产厚积薄发，经历数年供给侧改革和科技创新之后，有望迎来美好的时光 .....	16 -
3、中长期展望：未来 3-5 年“疫情影响”+“双循环”驱动，中国先进制造业的核心资产将迎来黄金发展机遇期 .....	18 -
3.1、未来 3 年甚至 5 年，中国制造业提升全球竞争力具备天时、地利、人和 .....	18 -
3.1.1、天时：疫苗在全球普及仍待时日，未来 3-5 年疫情后遗症将推迟全球供应链重构 .....	18 -
3.1.2、地利：“十四五规划”将驱动“中国制造”走向“中国智造” .....	24 -
3.1.3、人和：制度红利向中国制造业龙头企业全力倾斜，特别是资本市场服务实体经济和科技创新 .....	25 -
3.2、以光伏、面板产业为例，看中国制造业军团如何进击全球 .....	28 -
3.2.1、代表性产业之一：光伏产业浴火重生 .....	28 -
3.2.2、代表性产业之二：中国面板行业后来居上 .....	33 -
3.3、从海外卡特彼勒的例子看制造业如何通过全球化长盛不衰 .....	36 -
4、投资策略：参与未来数年先进制造业核心资产乘“风”破“浪”行情 .....	38 -
4.1、制造业核心资产仍将是未来数年核心资产行情主角，2020 年只是开始 .....	38 -
4.2、首先，战略性配置阿尔法属性的中国制造业龙头 .....	44 -
4.2.1、光伏：H2 抢装需求高度确定，龙头格局进一步清晰 .....	44 -
4.2.2、新能源车：长期发展空间广阔，拥抱核心资产 .....	45 -
4.2.3、军工：战略看多“十四五”，优选高成长标的 .....	45 -
4.2.4、电子：5G 和国产化浪潮继续驱动电子行业快速发展 .....	46 -
4.2.5、工业 4.0：把握基建产业链，重视周期、成长龙头 .....	48 -
4.2.6、化工：至暗时刻已过，关注政策刺激下需求修复，继续聚焦龙头分享格局优化红利 .....	49 -
4.3、阶段性参与贝塔属性的传统周期龙头 .....	50 -
4.4、先进制造业核心资产股票池 .....	51 -
5、风险提示 .....	53 -
图表 1：GDP 同比 .....	5 -
图表 2：1990-2019 中国三次产业结构变迁 .....	5 -
图表 3：创业板指和沪深 300、上证综指走势 .....	6 -
图表 4：融资买入额成交额占全部 A 股成交额比重 .....	6 -
图表 5：工业企业利润总额在 2016 年供给侧改革之后出现明显回升 .....	6 -
图表 6：中信一级行业 2016-2017 区间涨跌幅 % .....	6 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

图表 7: 2017 年 A 股上市公司各行业利润总额增速 % .....	- 7 -
图表 8: M2 与社融规模存量同比增速 % .....	- 7 -
图表 9: 非金融企业部门杠杆率 % .....	- 7 -
图表 10: 中信一级行业 2018-2019 区间涨跌幅 % .....	- 8 -
图表 11: 中国 PMI 指数连续 7 个月处于扩张区间 .....	- 9 -
图表 12: 中国 PMI 生产、新订单、库存分项全面回升 .....	- 9 -
图表 13: 工业企业产成品存货与 PPI 同比增速 .....	- 10 -
图表 14: 2010 年 1 月-7 月工业企业收入累计同比增速 % .....	- 10 -
图表 15: 收入提升带动库存增速提高 % .....	- 11 -
图表 16: 制造业投资同比增速 (%) .....	- 12 -
图表 17: M1 与 M2 剪刀差指标改善 .....	- 13 -
图表 18: 1-8 月累计新增人民币贷款分类占比 % .....	- 13 -
图表 19: 企业中长贷连续 6 个月超季节性增长 .....	- 13 -
图表 20: 央行资产负债表规模 .....	- 14 -
图表 21: 美国 NAHB 房地产市场指数 .....	- 14 -
图表 22: 美国个人可支配收入及存款占可支配收入比例 .....	- 14 -
图表 23: 美国新屋销售及成屋销售 .....	- 14 -
图表 24: 部分国家新增确诊病例数周度平均 .....	- 15 -
图表 25: 美国基建计划相关报道 .....	- 16 -
图表 26: 大类 PPI (%) .....	- 16 -
图表 27: 大类 PPI 的差异 (%) .....	- 16 -
图表 28: 1-7 月工业企业利润总额累计同比增速 (%) .....	- 17 -
图表 29: 制造业毛利率水平 (%) .....	- 17 -
图表 30: 制造业固定资产投资 % .....	- 17 -
图表 31: 二季度 A 股上市公司营收与净利润同比增速 % .....	- 18 -
图表 32: 中国是全球最大的内需市场之一 .....	- 19 -
图表 33: 电子行业: 中间投入矩阵 .....	- 19 -
图表 34: 2014 年全球制造业增加值分行业分布 .....	- 20 -
图表 35: 中国出口同比增速 % .....	- 20 -
图表 36: 中国出口份额占全球比例提升明显 % .....	- 20 -
图表 37: 全球 FDI 流入量同比增速 % .....	- 21 -
图表 38: 外商直接投资累计同比增速 % .....	- 21 -
图表 39: 外商直接投资当月同比增速 % .....	- 21 -
图表 40: 中国豪华车历年销量及同比增速 (单位: 万辆, %) .....	- 22 -
图表 41: 美国/欧洲/中国豪华品牌渗透率 (单位: %) .....	- 22 -
图表 42: 全球新能源乘用车历年销量及同比增速 (单位: 万辆, %) .....	- 22 -
图表 43: 中国新能源乘用车历年销量及同比增速 (单位: 万辆, %) .....	- 22 -
图表 44: 特斯拉上海工厂与美国工厂比较 .....	- 23 -
图表 45: 特斯拉上海工厂与美国工厂成本比较 .....	- 23 -
图表 46: 制造业研发支出占营收比重排名前列 .....	- 25 -
图表 47: 制造业研发支出占营收比重 % .....	- 25 -
图表 48: 2018H1、2019H1、2020H1 各版块扣非净利润 CR5 呈集中化趋势 .....	- 25 -
图表 49: 光伏组件集中度加速提升 .....	- 25 -
图表 50: A 股 IPO 募资总额 (亿元) .....	- 27 -
图表 51: 港股 IPO 募资总额 (百万港元) .....	- 27 -
图表 52: 2019 年 7 月 1 日-2020 年 9 月 25 日 A 股市场分板块 IPO 募资占比 .....	- 27 -
图表 53: 2019 年 7 月 1 日-2020 年 9 月 25 日 A 股市场分行业 IPO 募资占比 .....	- 27 -
图表 54: 2019 年 7 月以来科创板 IPO 融资金额按科创主题分类 .....	- 28 -
图表 55: 2019 年 7 月以来香港 IPO 融资金额按行业分布 .....	- 28 -
图表 56: 金融机构人民币贷款加权平均利率:一般贷款 % .....	- 28 -
图表 57: 小微企业贷款余额占金融机构各项贷款余额比重 % .....	- 28 -
图表 58: 2005-2010 中国光伏产业格局呈“反微笑曲线” .....	- 29 -
图表 59: 光伏产业链集中度逐步提升 .....	- 29 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 3 -



图表 60: 2019 年毛利率 28.90%, 净利率 16.89%.....	30 -
图表 61: 研发投入 16.77 亿元, 稳步增长.....	30 -
图表 62: 2020 年单晶比例有望进一步攀升至 79% .....	31 -
图表 63: 隆基股份 2018 年单晶组件出货量第一.....	31 -
图表 64: 福斯特胶膜市占率不断提升.....	32 -
图表 65: 2011-2014 全球装机格局 .....	33 -
图表 66: 2011-2014 我国光伏政策细化, 行业商业模式确立.....	33 -
图表 67: 2005-2024 全球各区域高世代线 (G6 以上) 产能面积份额情况.....	34 -
图表 68: 2015-2019 年大尺寸液晶面板产能面积市场率 (依面板厂区分) .....	35 -
图表 69: 2018-2025 年 OLED 市场格局情况及预测.....	35 -
图表 70: 卡特彼勒全球化扩张的路径.....	36 -
图表 71: 卡特彼勒的市值, 亿美元 .....	37 -
图表 72: 卡特彼勒的历史估值 PS .....	37 -
图表 73: 卡特彼勒 2017 年营收占比, 分地区.....	38 -
图表 74: 7 月份制造业股价斜率明显提高.....	39 -
图表 75: 二季度 A 股上市公司营收与净利润同比增速%.....	40 -
图表 76: 恒生指数 .....	40 -
图表 77: A 股 2011 年以来分行业历史市盈率 TTM 区间 (按当前所处历史分位数从 高到低排序) .....	41 -
图表 78: A 股 2011 年以来分行业历史 PB 区间 (按当前所处历史分位数从高到低排 序) .....	42 -
图表 79: 港股 2011 年以来行业估值 (按当前所处历史分位数从高到低排序) ..	42 -
图表 80: 2020Q2 公募基金对 A 股行业配置比例.....	43 -
图表 81: 2020Q2 公募基金对 A 股行业配置比例所处 2014Q1 以来的分位数 .....	43 -
图表 82: 2020Q2 公募基金对 A 股行业相对标准板块配置比例.....	43 -
图表 83: 全球光伏正式开启成长通道.....	44 -
图表 84: 5G 标准立项数目 .....	46 -
图表 85: 主要国家 5G 基础设施状况.....	46 -
图表 86: 二线代工厂的研发支出 (2018, 百万美元) .....	47 -
图表 87: 二线代工厂的资本支出 (2018, 百万美元) .....	47 -
图表 88: 舜宇是中国领先的集成光学元件和产品制造商 .....	47 -
图表 89: 全球纯代工厂的市场份额 .....	47 -
图表 90: 6 月全国水泥产量同比增速达 8.4% .....	50 -
图表 91: 水泥 2020 年预计点火产能.....	50 -
图表 92: 先进制造业核心资产股票池.....	51 -

## 1、回顾：“先进制造业的核心资产崛起”的大逻辑和演进脉络

2013 年是中国经济发展的转折年。“三期”叠加是当时中国经济的阶段性特征：**增速换挡期**，中国经济从高速换挡至中高速，2013 年之后，GDP 增速进入“7%”时代；**结构调整面临阵痛期**，2013 年开始第三产业对 GDP 的贡献度以及同比增速始终居于三大产业首位；**前期刺激政策消化期**，主要指金融危机爆发初期，中国实施的一揽子经济刺激计划，处在了消化期。与之相对应的是资本市场在 2013 年、2014-2015 年出现“转型牛”、“改革牛”。

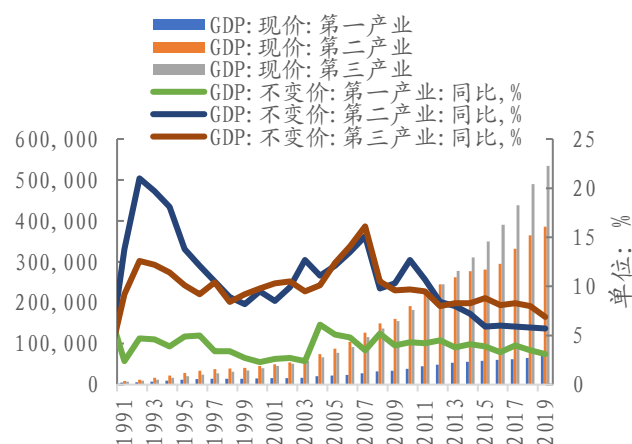
- 2013 年以后经济降速、地方政府去杠杆、传统行业增速从高位下台阶，而新经济方兴未艾，4G、苹果产业链、移动互联网等等风头正劲。
- 政策大力推进战略性新兴产业发展，包括“大众创业、万众创新”、“互联网+”等。2014 年底，强烈的改革预期包括国企改革、一带一路战略等，打开了传统行业的想象空间。
- 股市并购重组政策不断放松。这段时期，跨界并购、外延式并购层出不穷，上市公司通过定向增发这个融资手段进行大量的并购重组，传统行业通过定增收购或者募集资金投向“互联网金融、游戏、影视、VR”等行业，提高公司相对估值；中小创公司通过大量的外延式并购，使得公司体量和利润总量出现了大幅增长。
- 2013 年股市存量资金再配置，从传统行业不断向新兴行业迁徙。2014 年底随着经济下行，流动性走向全面宽松。许多资金通过融资融券市场加大杠杆进入股票市场，两融余额不断创新高。除了场内配资之外，场外配资、民间配资机构更为疯狂，投资者加杠杆加速 2014-2015 年行情。
- 2013-2015 年间，创业板指涨幅高达 280.2%，远高于沪深 300（47.9%）和上证综指（56.0%）。

图表 1: GDP 同比



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2: 1990-2019 中国三次产业结构变迁

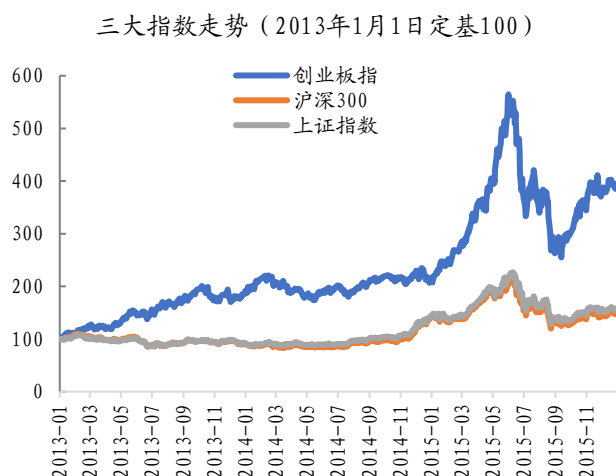


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

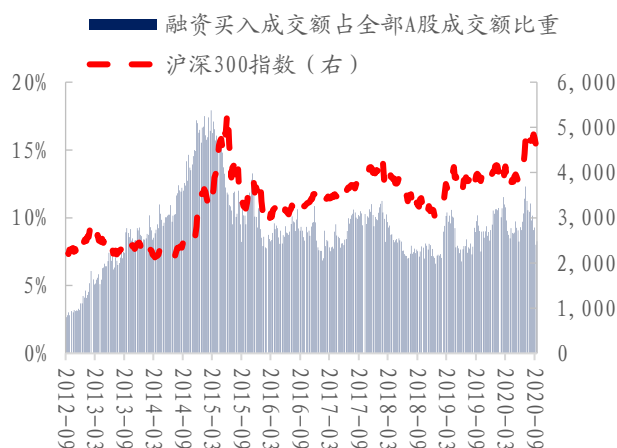
- 5 -

图表 3: 创业板指和沪深 300、上证综指走势



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4: 融资买入成交额占全部 A 股成交额比重



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2016-2017 年是供给侧改革, 赢家通吃, 胜者为王的时代。2016 年 1 月, 供给侧结构性改革第一次登上历史舞台, 为解决“产能过剩、楼市库存大、债务高企”等问题, 推行“三去一降一补”政策, 即“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”。特别是上游行业煤炭钢铁开始行政性压产能, 以及环保监管加强, 传统行业去产能, 行业龙头公司开始崛起。加上棚改等刺激需求的政策, 工业企业利润明显回升, 上游企业利润增速大幅攀升。股市反映了经济环境和政策的变化, 这一阶段具有强  $\beta$  属性的煤炭钢铁有色行业的龙头表现较好。

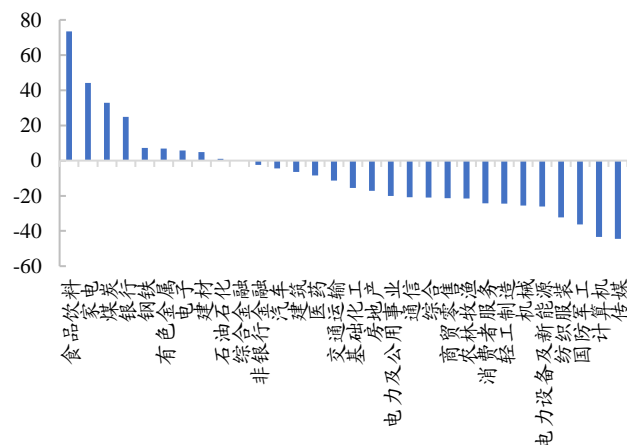
也正是从此时开始, 我们提出了核心资产崛起的大逻辑: 全球经济新平庸时代的“赢家通吃”。“核心资产”逆势崛起的第一步, 受益于供给侧改革、经济结构调整。在 2016 年后, 各行业核心资产的市占率、盈利能力持续占优。

图表 5: 工业企业利润总额在 2016 年供给侧改革之后出现明显回升



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

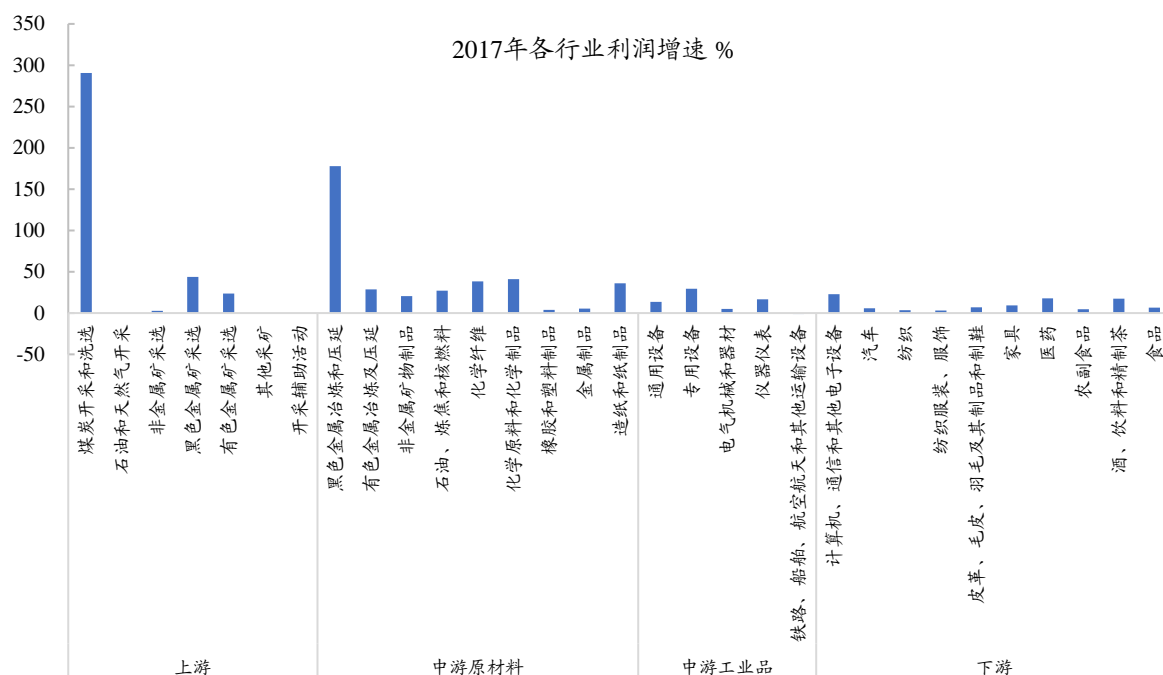
图表 6: 中信一级行业 2016-2017 区间涨跌幅 %



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

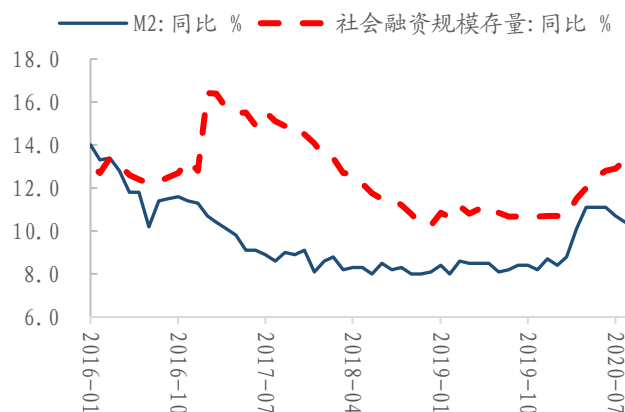
图表 7: 2017 年 A 股上市公司各行业利润总额增速%



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

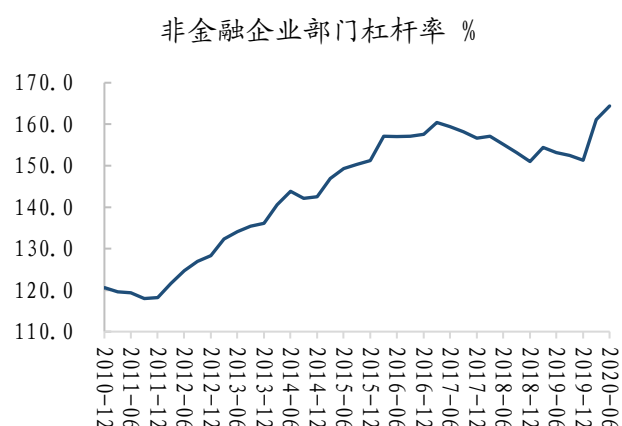
**2018 年-2019 年, 金融去杠杆、经济下行期。**2018 年开始着力推进金融“去杠杆”, 18 年资管新规、理财新规落地, 清理“影子银行”, 宏观杠杆率逐步下降。实体经济融资明显收紧, 2018-2019 年社融规模存量同比增速始终维持在 8% 左右的相对低位。经济显著降速的阶段已经过去, 虽然经济进入下行期, 但是以食品饮料、消费者服务等行业龙头进入赢家通吃阶段, 充分享受经济转型的红利。中美关系发生变化, 内需相关的行业确定性更受青睐。这一阶段, 周期股表现落后, 而非周期、弱周期的消费科技等行业龙头受益于确定性和成长性, 估值不断提高。

图表 8: M2 与社融规模存量同比增速%



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

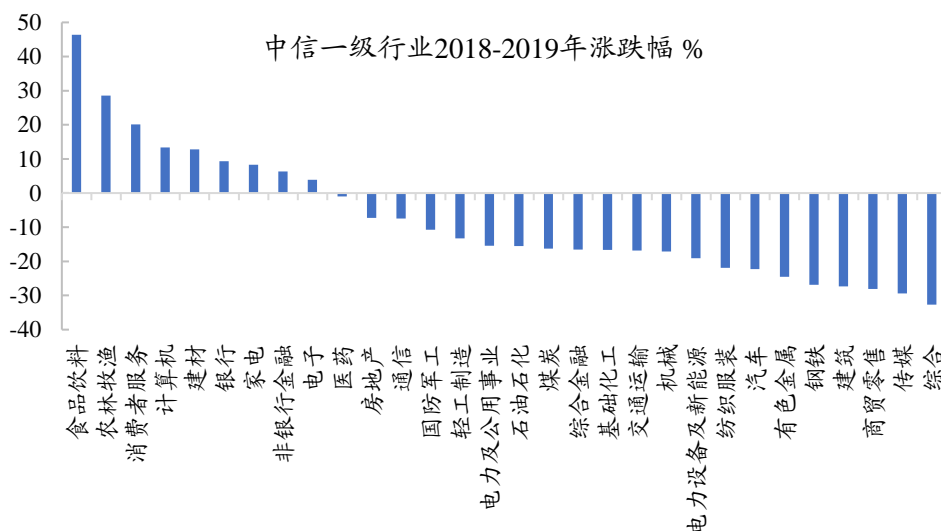
图表 9: 非金融企业部门杠杆率%



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表 10: 中信一级行业 2018-2019 区间涨跌幅 %



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年底, 基于经济内部和外部环境的新变化, 我们提出先进制造业领域的核心资产将成为 2020 年中国资本市场的“明星”, 这是“核心资产”崛起的第二步。受益于科技赋能、内需扩张、改革开放。先进制造业领域的核心资产将成为 2020 年中国资本市场的“明星”。(详参 2019 年 12 月 9 日发布的《先进制造业的核心资产崛起》)

首先, 制造业高质量发展, 将是 2020 年中国“精准滴灌式”稳增长的最大受益者。制造业投资是兼顾短期稳增长和中长期战略目标的最佳选项。相比较而言, 当前进出口受限于海外, 投资端基建受限于债务率、房地产受限于社会压力, 消费端刺激效果不明显, 而制造业投资的规模在三大固定资产投资里居首, 制造业升级将提升中国经济效率。

第二, 2020 年制造业中的核心资产对政策红利的边际刺激将更为敏感。从 2018 年以来, 制造业投资同比增速经历了一轮下滑, 目前在低位徘徊。我们判断, 当前产成品库存周期到了底部, 2020 年那些具有科研实力等核心竞争力的制造业核心资产, 将更受益于政策红利, 并率先恢复盈利弹性。政策红利包括:

- 资本市场引导经济转型升级, 针对各领域先进制造业的核心资产, IPO 融资便利、产业并购重组相关的再融资便利将进一步落实。
- 减税降费, 特别是研发费用税前加计扣除, 助力企业研发和创新。
- 相关部门加快 5G 在制造、能源、交通等领域的融合应用, 培育壮大行业龙头企业。

第三, 基于库存周期的历史规律, 新旧库存周期转折时库存处于更低位的行业之后一年“戴维斯双击”, 2020 年更看好具有“科研能力”的先进制造业龙头。制

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



制造业的整体情况也就是企稳，但是，细分行业的龙头公司将赢家通吃、强者更强。所以亮点在于结构分化、依然是核心资产的逻辑，即有科技研发实力的制造业龙头企业“自助者天助之”，将率先复苏。

第四，制造业的核心资产当前具有较高“性价比”，制造业相关行业不论是估值水平或者是机构资金配置比例目前均处于历史相对低位。

## 2、中短期展望：未来半年，中国制造业核心资产的景气将持续上行，随着疫苗量产，全球史无前例的大刺激将驱动欧美及中国经济阶段性“复苏共振”

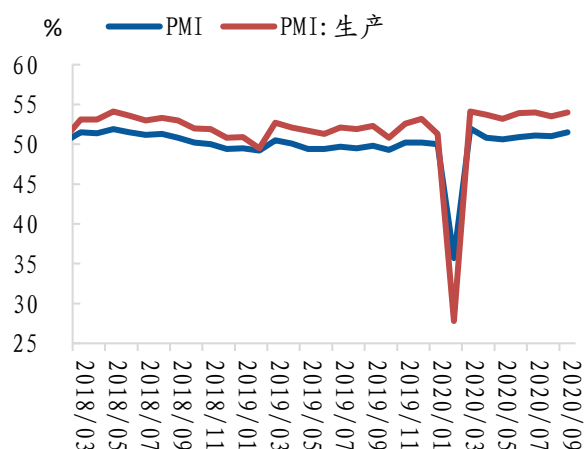
### 2.1、展望中国经济此轮复苏仍将延续，先进制造业受益于新一轮主动补库存

2.1.1、制造业龙头公司基本面的改善仍在继续，资产定价并未充分 price in，密切跟踪未来三个季度的业绩惊喜

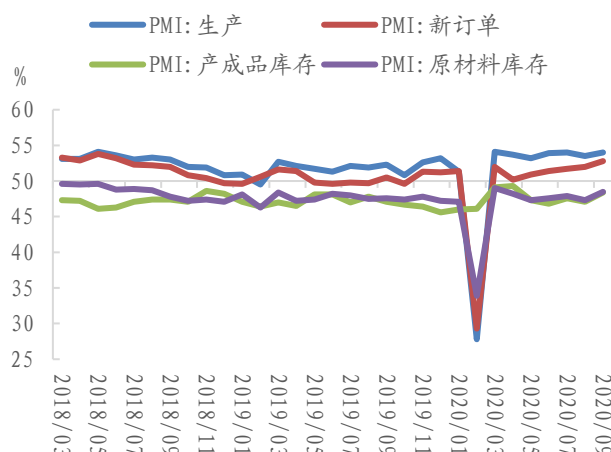
**“制造业高质量发展，将是 2020 年中国“精准滴灌式”稳增长的最大受益者”这一判断正在兑现。**

中国库存周期主动补库存确认，制造业景气全面恢复。1) 9 月 PMI 由前值 51 升至 51.5，连续 7 个月处于扩张区间，PMI 新订单、生产、原材料库存、产成品库存分项全面改善，确认主动补库存周期启动。2) PMI15 个细分行业中，11 个行业 PMI 新订单指数回升，同时 7 个行业生产指数回升。3) 8 月工业企业产成品库存同比增速结束了 3 月以来持续下降的趋势，8 累计同比增长 7.9%，比 7 月增长了 0.5 个百分点。

图表 11：中国 PMI 指数连续 7 个月处于扩张区间



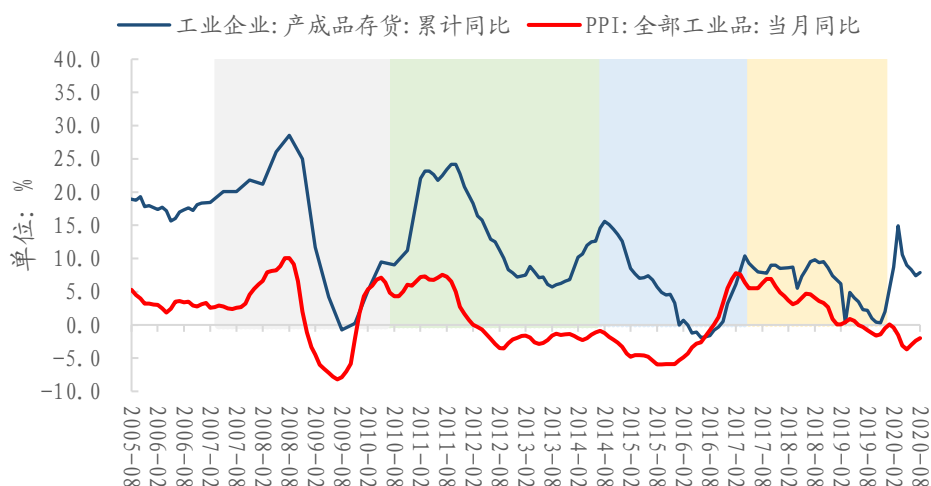
图表 12：中国 PMI 生产、新订单、库存分项全面回升



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

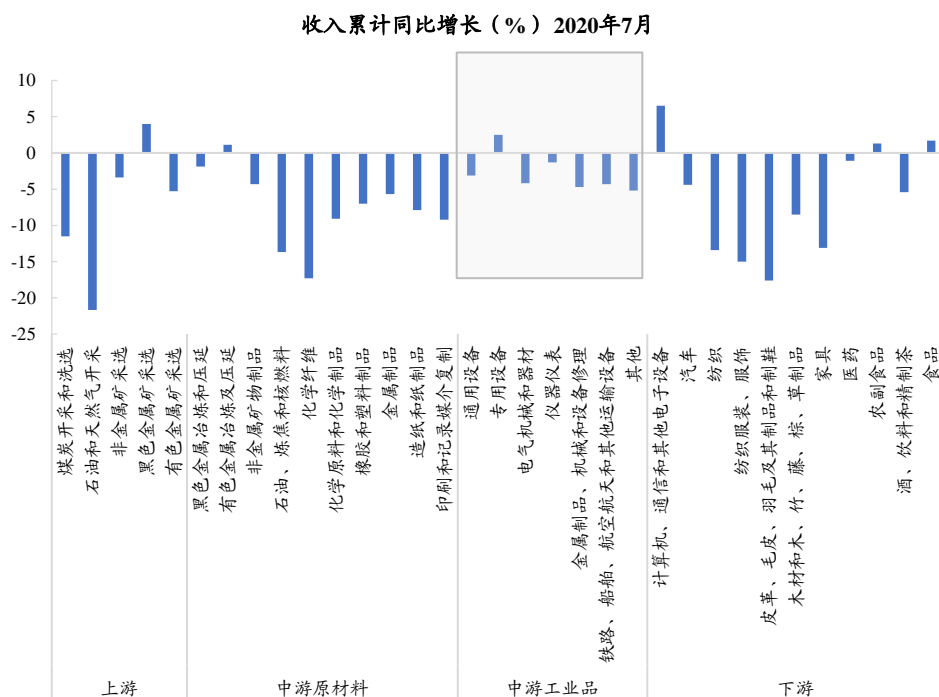
数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**图表 13: 工业企业产成品存货与 PPI 同比增速 %**


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

工业企业数据显示中游制造业景气正明显回暖。1-7 月工业企业收入累计同比增速来看, 中游制造业收入累计同比降幅已经明显小于上游采掘、中游原材料和下游消费品。其中, 专用设备营业收入已经从 1-2 月累计同比下降 22% 转为 1-7 月同比增长 2.5%, 通用设备、电气机械、仪器仪表、铁路船舶 1-7 月收入累计同比分别仅下降 3.1%、4.2%、1.3%、4.3%。

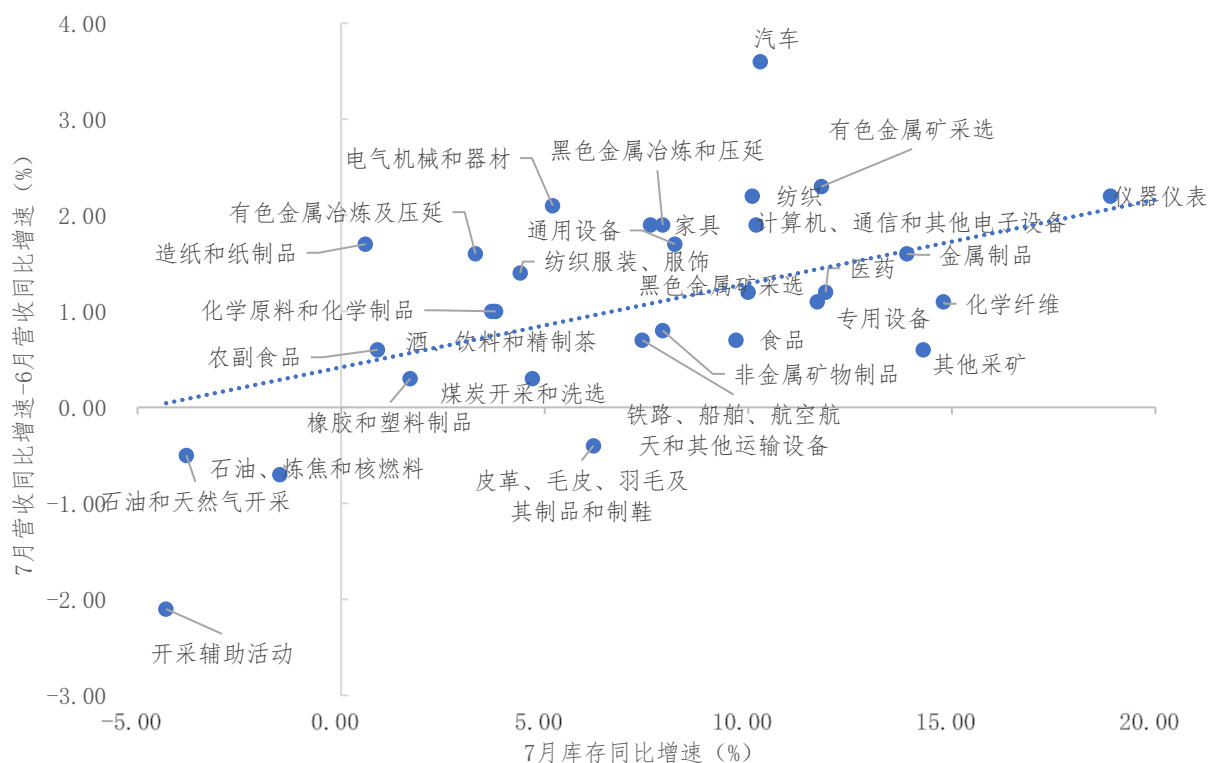
**图表 14: 2010 年 1 月-7 月工业企业收入累计同比增速 %**


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

未来半年，先进制造业有望持续受益复苏。需求改善，收入提升，带动先进制造业企业加速补库存。从7月营收同比增速较6月变动幅度与7月库存同比增速散点图来看，二者大致呈现出正相关关系，随着7月份收入的上升，行业加速补库存意愿提升。汽车、仪器仪表、专用设备制造业伴随营收改善，库存增速处于领先地位。

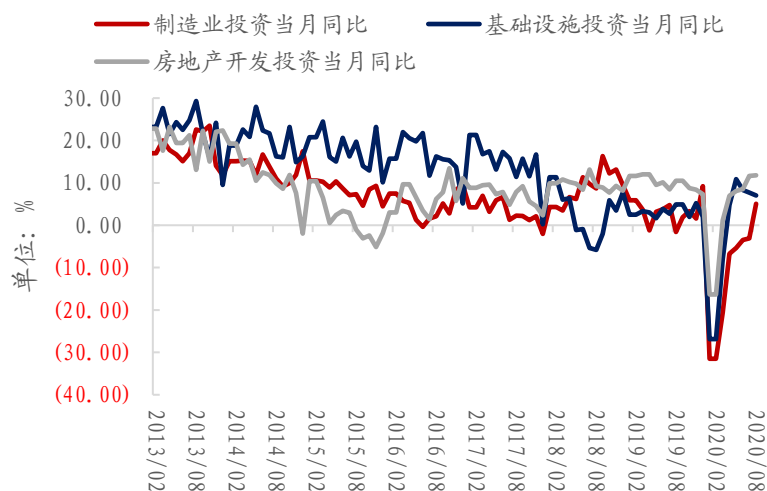
图表 15: 收入提升带动库存增速提高



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

自 2018 年以来持续低迷的制造业投资出现加速迹象，也印证了旺盛的需求，企业开始有意愿增加资本开支，而制造业投资的加速又会进一步增加对设备的需求。2020 年 8 月份，制造业投资当月同比增速大幅改善，达到 5.03%，较前值-3.11% 提升约 8.2 个百分点，或反映供需发生改变。

图表 16: 制造业投资同比增速 (%)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

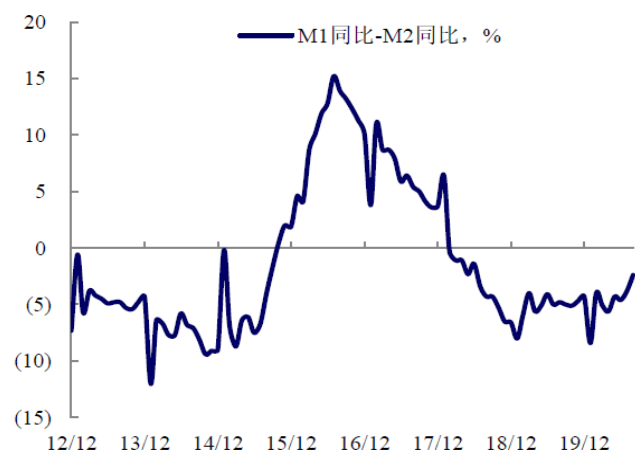
### 2.1.2、经济政策由“抗疫”模式回归正常化但并不意味着收紧，而是以延续经济复苏延续为底线

随着经济的稳步复苏，经济政策也由“抗疫”模式回归正常化，但是经济政策回归正常化并不意味着收紧，而是有底线思维的——保证复苏延续。增量流动性最宽松的阶段可能已经过去，但是，无风险收益率依然维持低位徘徊。先进制造业龙头整体估值风险不大，有些公司的静态估值已不算便宜，但是，动态市盈率有吸引力。

- **M1 与 M2 剪刀差指标改善，指向金融支持实体的效率进一步提升。**8 月 M2 同比下降 0.3 个百分点，但 M1 同比上行 1.1 个百分点至 8%，M1 与 M2 同比差值进一步缩小，说明企业存款中用于生产经营的活期存款占比提升，金融支持实体的效率有所提高。
- **从信贷资金流向来看，新增资金更多的流向了实体，尤其是制造业和小微企业。**1) 2020 年 1-8 月累计新增非金融企业中长期贷款占新增人民币贷款比重 43%，处于 2015 年以来较高水平，仅次于 2017 年。企业中长期贷款连续 6 个月超季节性增长。2) 截止二季度末，小微企业贷款余额同比增长了 26.5%；根据央行二季度货币政策执行报告表述，制造业中长期贷款增速为 24%，创十年来新高。

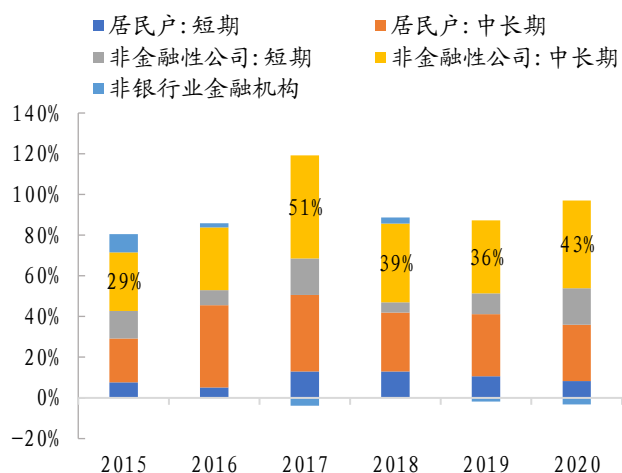


图表 17: M1 与 M2 剪刀差指标改善



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 18: 1-8 月累计新增人民币贷款分类别占比 %



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 19: 企业中长贷连续 6 个月超季节性增长



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院固定收益团队整理

## 2.2、展望未来半年随着美国总统大选结束、新冠疫苗问世，欧美经济有望延续复苏，海内外共振提升中国制造业景气度

为应对疫情，2020 年海外主要国家实施了史无前例的“大刺激”。随着疫苗问世并量产，刺激政策将作用于实体经济，推动欧美需求复苏，特别是 2020 年圣诞节到 2021 年复活节有望中外经济共振复苏，提升中国制造业景气度。

虽然三季度以来欧美疫情出现严重反弹，但前期为刺激经济发展，欧美所采取的一系列货币政策和财政政策的效果正在逐渐显现，欧美需求不断恢复。7、8 月份欧美 PMI 指数重回扩张区间，8 月美国制造业 PMI 高达 56，非制造业 PMI 达

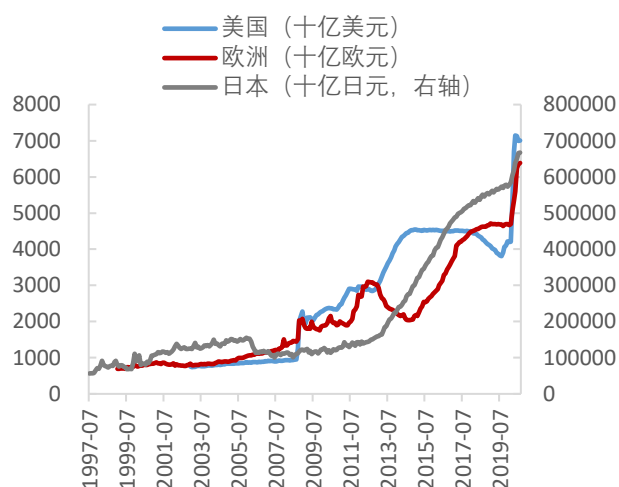
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 13 -

### 56.9. 两个数据可以反映在全球超常规的刺激政策下经济的潜力:

- 1) 美国个人可支配收入在疫情期间不但没有下降, 反而因为补贴出现上升, 7月个人可支配收入较2月提升了6.2%, 叠加疫情对消费的抑制, 储蓄率大幅提升, 美国个人储蓄存款占可支配收入的比例4月一度高达33.7%, 此后有所下降但7月仍在17.8%的高位。这意味着一旦疫情的影响消除, 消费需求有望快速释放。
- 2) 美国的房地产市场比疫情前更加活跃。7月新屋销售较2月提升了25.8%, 成屋销售也完全恢复到了2月的水平之上。衡量建筑商对未来房产市场的看法的NAHB房地产市场指数已经创下2000年以来的历史新高。

图表 20: 央行资产负债表规模



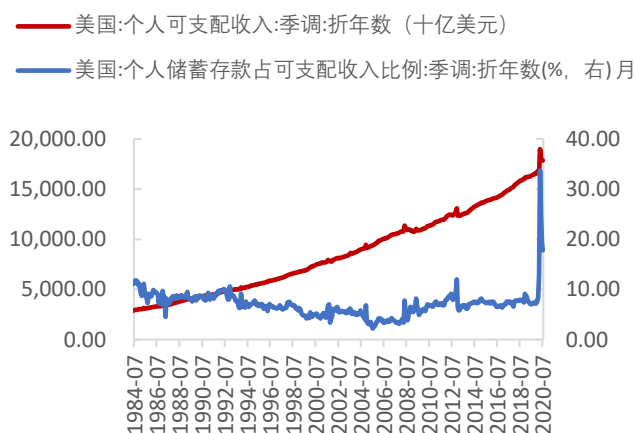
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 21: 美国 NAHB 房地产市场指数



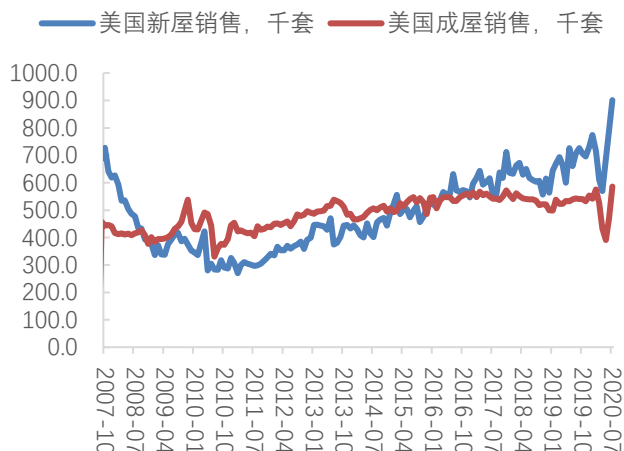
数据来源: IMF, 兴业证券经济与金融研究院整理  
准财政支持: 贷款和股权注入及担保等

图表 22: 美国个人可支配收入及存款占可支配收入比例



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 23: 美国新屋销售及成屋销售



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

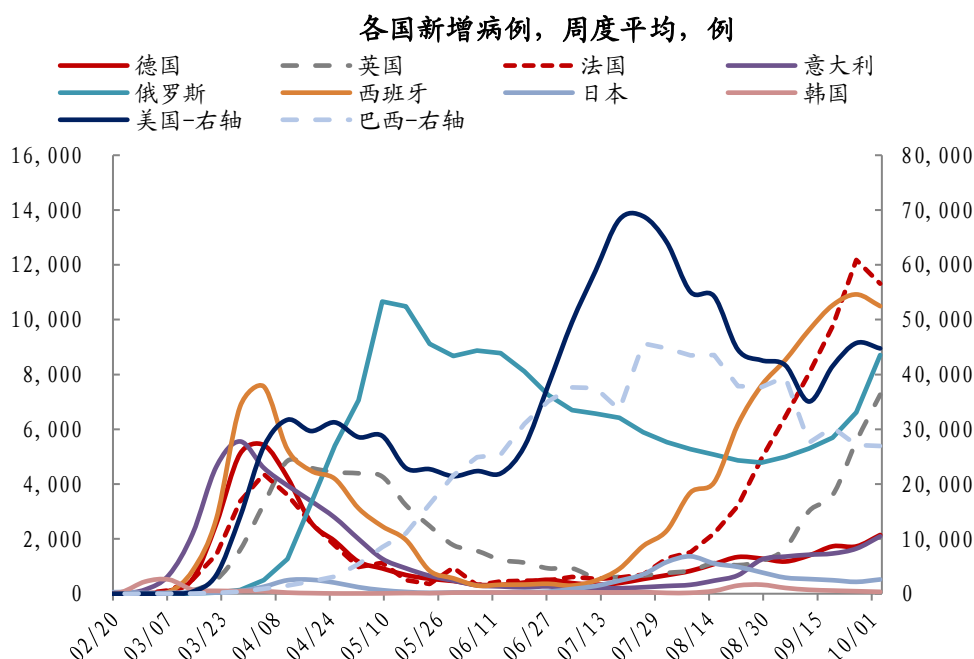
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 14 -

快则四季度，慢则明年初，新冠疫苗的普及，将为欧美需求的持续复苏保驾护航。

世卫组织总干事谭德塞在9月22日例行发布会上表示，“当前全球已有近200种新冠疫苗处于临床或临床前试验阶段……候选疫苗越多，得到安全有效疫苗的几率就越高”。新冠疫苗研发成功及量产或许指日可待。首席科学家苏米娅·斯瓦米纳坦称，“中国的新冠疫苗研发项目非常活跃，已有数个候选疫苗处于临床试验领先阶段，世卫组织对中国的新冠疫苗很感兴趣，一直在密切关注，一些疫苗在现阶段临床试验中已被证明有效。”

图表 24：部分国家新增确诊病例数周度平均



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

美国大选结束后，不管是哪种情形，都会推出大规模财政刺激计划，将为复苏再添一把火。

首先，美国大选结束后，在两党博弈之下迟迟未能推出的第二轮财政救助法案有望水落石出，好于当前的财政谈判僵局。第二，不论谁当选新总统，刺激基建都是未来2-4年的经济政策必选项，其中，特朗普政府计划出台接近1万亿美元的基础设施计划，而众议院民主党主导通过1.5万亿美元的前进法案。

- 情形一：拜登胜选以及民主党同时控制参众两院，或者特朗普胜选以及共和党同时控制参众两院，都意味着大规模财政刺激计划顺利快速出台。虽然拜登主张加税，但在美国“药不能停”的经济环境下，拜登主张的加税政策未必能够立刻付诸议程。
- 情形二：拜登或者特朗普胜选及政府分裂、民主党和共和党各控制参众议院，同样也会有财政刺激政策出台，规模可能相对温和。
- 情形三：最差的情形是悬而未决，在疫情的影响下选择邮寄选票的选民较多，可能出现选举结果延迟出炉的情况，这将使得不确定性更强。但是尘埃总会落定。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 15 -

图表 25: 美国基建计划相关报道

6.16	特朗普政府计划出台接近 1 万亿美元的基础设施计划。美国交通部正编制的初步版本将预留大部分资金用于传统基础设施工作，如道路和桥梁，同时也将为 5G 无线基础设施和农村宽带预留资金。(Bloomberg)
7.1	现行的基础设施融资法《FAST》法案将于 2020 年 9 月 30 日到期，在此之前出台一项基础设施法案是必要的。 众议院民主党议员通过 1.5 万亿美元的前进法案：5 年内将为用于地面运输和基础设施倡议和项目提供接近 5000 亿美元；1000 多亿美元用于扩大农村和低收入社区的互联网络；250 亿美元用于美国邮政服务的基础设施和运营现代化（包括电动汽车车队）；1000 亿美元用于公共住房融资；300 亿美元用于医院升级等。不过据《Transportation Today》，白宫称就算通过这项法案，白宫也将予以否决。(The Hill; Yahoo Finance)

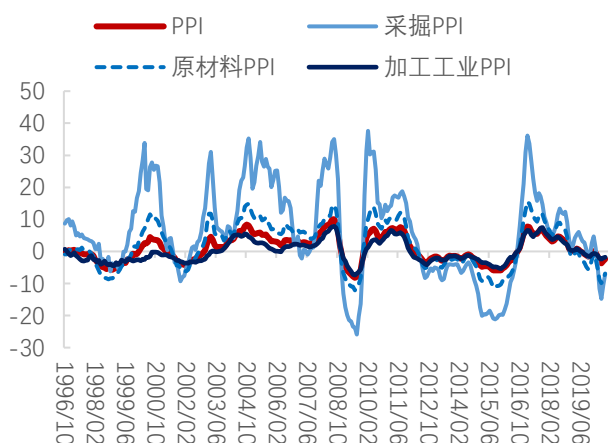
数据来源: Bloomberg, The Hill, Yahoo Finance, Transportation Today, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、中国制造业核心资产厚积薄发，经历数年供给侧改革和科技创新之后，有望迎来美好的时光

2015 年之前，经济和企业增长的方式往往是以“量”取胜，制造业通过疯狂上产能，扩张总量，使得竞争格局很差。因此，往往一旦经济开始复苏，很快上游大宗商品就会进入大幅涨价的阶段，吞噬中下游制造业利润。我们可以看到 2015 年之前，原材料 PPI 在绝大部分时间内都显著高于加工工业 PPI。

2015 年之后，行业产能逐步向龙头集中，龙头企业无论是竞争力还是议价权都有了较大的改善。反映在此轮经济复苏过程中，原材料 PPI 弱于加工工业 PPI。经济复苏以一种更健康更温和的方式进行，有利于利润留在中下游制造业。工业企业数据显示制造业利润回升更快。

图表 26: 大类 PPI (%)



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 27: 大类 PPI 的差异 (%)



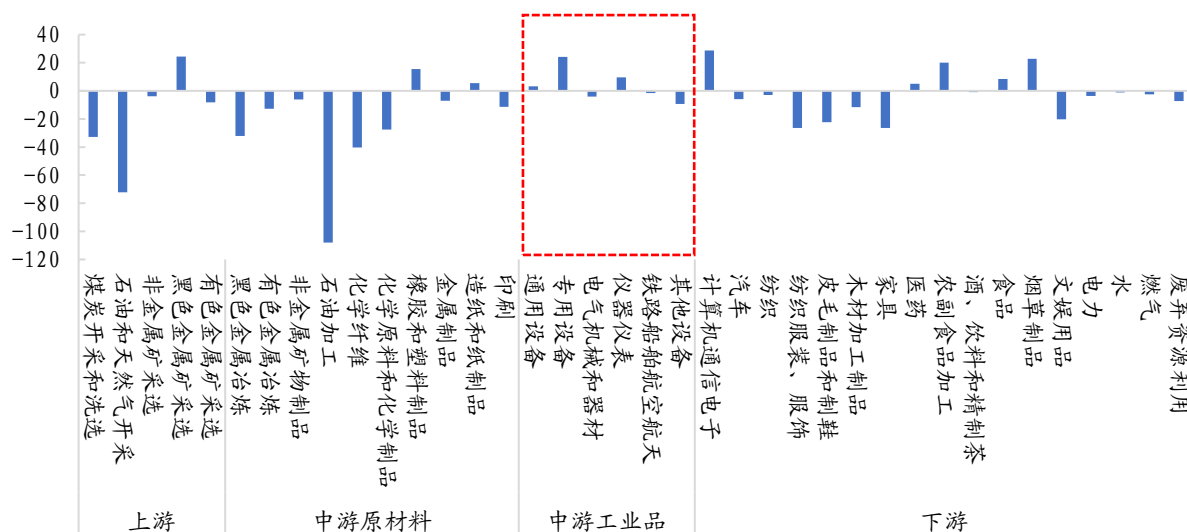
数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 16 -



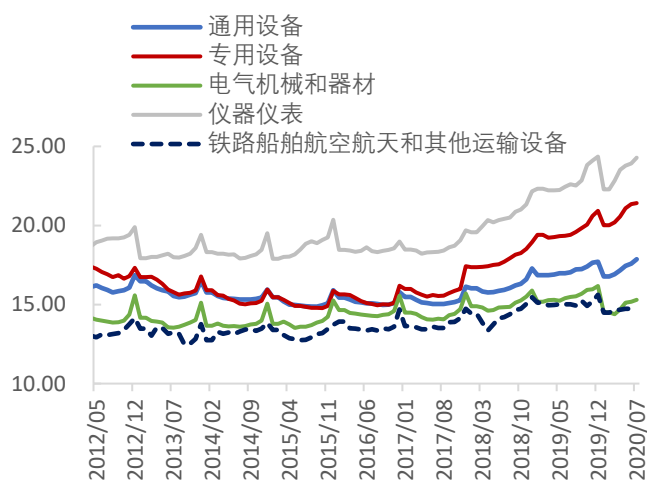
图表 28: 1-7 月工业企业利润总额累计同比增速 (%)



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

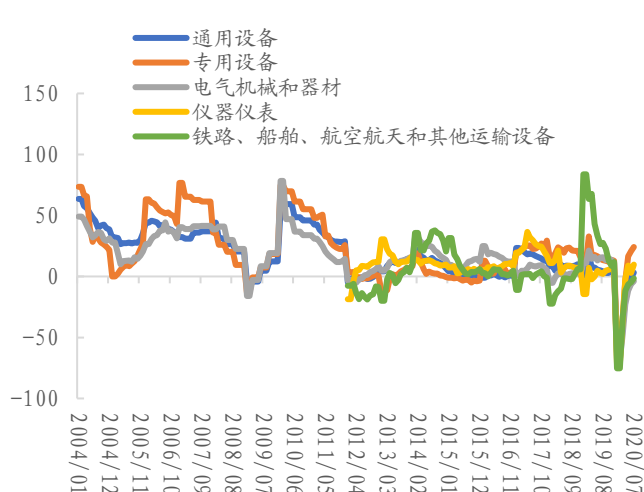
温和复苏叠加低产能扩张, 制造业核心资产有望迎来美好的时光。2018 年以来, 制造业产能扩张速度较低, 需求的略微改善也能带来利润的大幅提升。2018 年以来, 制造业投资增速持续下行, 2019 年累计同比增速在 3% 左右徘徊, 制造业产能扩张较慢, 也因此收入的略微改善有望带来产能利用率的大幅上升, 过去两年虽然收入增速不高, 但通用设备、专用设备等行业毛利率却创历史新高。二季度 A 股制造业上市公司利润同比增速明显高于收入同比增速: 机械行业营收同比增速 14.7%, 净利润同比增速却高达 52.8%; 电力设备及新能源营收同比增速 16.6%, 而净利润同比增长 32.7%。

图表 29: 制造业毛利率水平 (%)



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

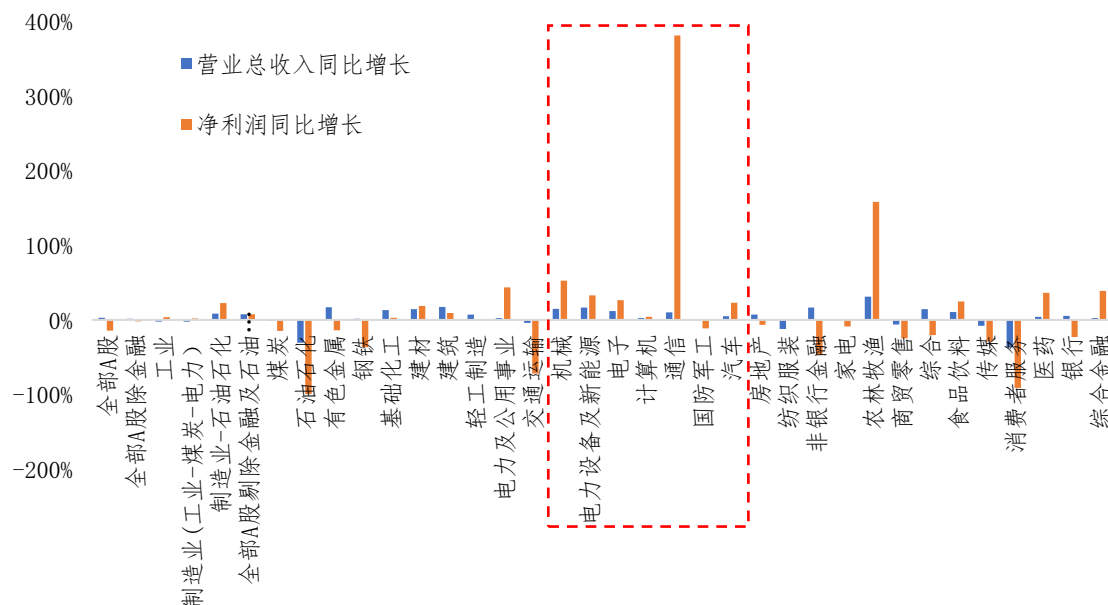
图表 30: 制造业固定资产投资 %



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表 31: 二季度 A 股上市公司营收与净利润同比增速%



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、中长期展望：未来 3-5 年“疫情影响”+“双循环”驱动，中国先进制造业的核心资产将迎来黄金发展机遇期

### 3.1、未来3年甚至5年，中国制造业提升全球竞争力具备天时、地利、人和

### 3.1.1、天时：疫苗在全球普及仍待时日，未来 3-5 年疫情后遗症将推迟全球供应链重构

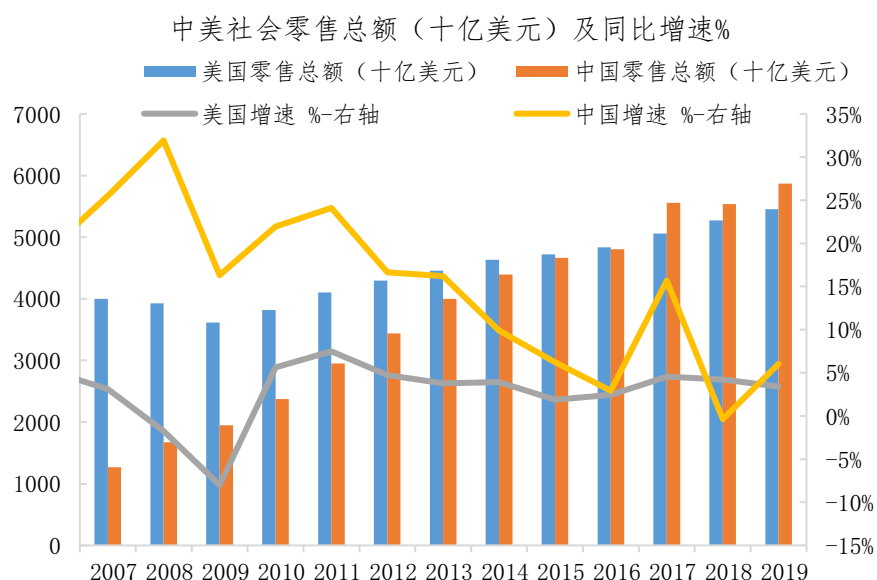
首先，中国享有双循环模式的优势。中国具有全球最大的内需消费市场，这个其他新兴市场国家没有办法比的。中国内需消费市场正跃居全球第一并将继续增长，中国制造业企业拥有最大的市场需求，这是中国企业崛起的坚实保障。一方面，为企业提供了足够多的试错空间和细分市场需求；另一方面，也有利于中国制造业通过庞大的内需支撑，发挥规模优势，降低成本、提升性价比。

其次，广阔的市场机会和从中成长起来的完备的供应链体系是中国制造业在后疫情时代不可或缺的底气。在庞大的消费市场中，中国制造业形成了完备的产业链和产业集群优势，这是其他劳动力成本较低的经济体所不具备的。中国是全球产业结构最为完备的经济体之一，分行业来看，在 18 个制造业行业中，中国在 17 个行业产出中排名第一。以全球化程度较高的电子产业链为例，中国电子行业 77% 的中间投入来自内地，这在中美日韩中占比都是最高的。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

在后疫情时代，全球供应链不可避免地将发生变化，而中国制造业的综合优势将更加难以替代。我们可以这样比喻，中国的制造业是集团军作战，而海外其他小型新兴经济体比起来就是游击队。我们的单项不一定是最强的，劳动力红利在消退，劳动力成本、土地成本可能都没有亚非拉有优势，但是，我们的产业链完善程度是其他新兴经济体没有办法比拟的，企业可以在更短的时间内找到原材料、配套，并且进入中国这个庞大的消费市场。预计未来数年全球疫情仍有反复，中国制造业凭借完备的产业链而将强化在全球供应体系中的优势，享受全球此轮大刺激红利。

图表 32：中国是全球最大的内需市场之一



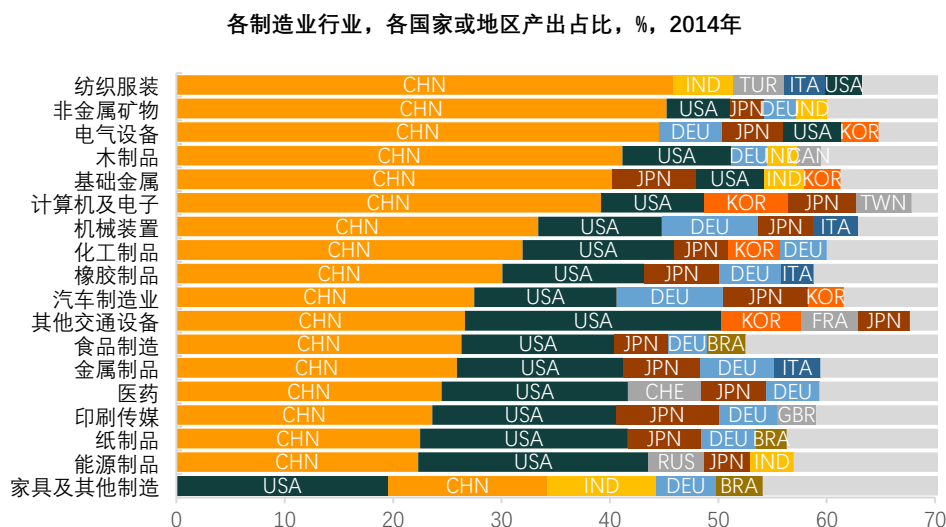
数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 33：电子行业：中间投入矩阵

电子行业：中间投入矩阵						
	中国内地	日本	韩国	中国台湾	美国	其他
中国内地	0.77	0.09 <sup>1</sup>	0.14	0.13	0.15	0.23
日本	0.02	0.70	0.05	0.07	0.04	0.05
韩国	0.04	0.02	0.65	0.05	0.04	0.09
中国台湾	0.05	0.05	0.04	0.54	0.03	0.07
美国	0.00	0.01	0.02	0.02	0.45	0.07
其他	0.12	0.13	0.11	0.20	0.30	0.49

数据来源：全球投入产出表（2014），兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

图表 34: 2014 年全球制造业增加值分行业分布



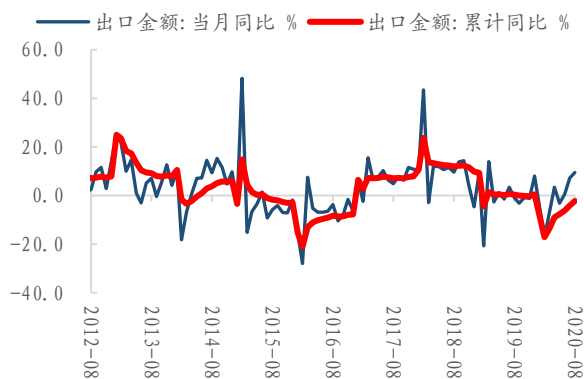
数据来源：全球投入产出表（2014），兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

因此，在突如其来的新冠疫情对全球供应链形成挑战的情况下，中国依旧能保持亮眼的出口数据，依旧能够吸引外商直接投资，凸显了中国制造业龙头在全球的竞争力，凸显了中国产业链的稳定性。

**出口数据表现亮眼。**在需求不断恢复的过程中，大部分新兴市场国家由于疫情控制相对落后，产业链恢复速度不达预期，生产供给与需求不匹配。而中国经济得益于社会制度的优越，经受住疫情考验，并且率先从新冠疫情的影响中重启，不断强化在全球供应体系中的重要地位：

- 7、8 月份中国出口数据表现优异。7 月出口同比增长 7.2%，8 月份进一步提升至 9.5%。
- 中国出口份额占全球比例提升明显，从 2019 年 11 月的 13% 提升到 2020 年 6 月的 20%。

图表 35: 中国出口同比增速%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 36: 中国出口份额占全球比例提升明显 %



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



**2020 年外商直接投资有望保持增长。**根据联合国发布的《2020 年世界投资报告》，新冠肺炎疫情将导致 2020 年与 2021 年的外国直接投资（FDI）大幅下滑，2020 年全球 FDI 流量预计将比 2019 年的 1.54 万亿美元减少 40%。在 FDI 大幅下滑的情况下，中国 7 月、8 月外商直接投资当月同比增速分别高达 12.1% 和 15.0%，1-8 月累计同比增速仅为 -0.3%，2020 年全年我国外商直接投资有望继续保持正增长。

图表 37: 全球 FDI 流入量同比增速 %

同比增速 %	2017	2018	2019	2020 下限	2020 上限
全球	-14	-12	3	-40	-30
发达经济体	-25	-20	5	-40	-25
欧洲	-16	-36	18	-45	-30
北美	-40	-2	0	-35	-20
发展中经济体	7	0	-2	-45	-30
非洲	-10	22	-10	-40	-25
亚洲	7	-1	-5	-45	-30
拉美和加勒比	14	-5	10	-55	-40
转型经济体	-25	-31	59	-45	-30

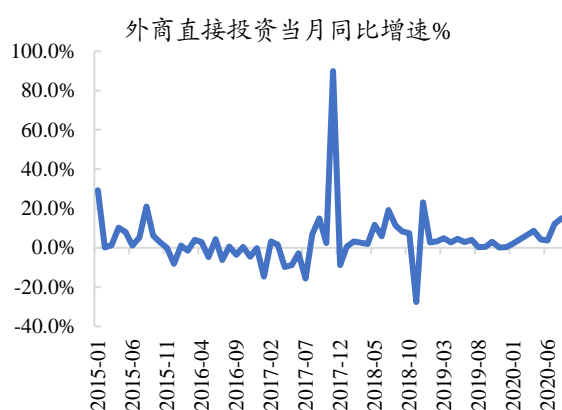
数据来源：UNCTAD，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 38: 外商直接投资累计同比增速 %



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 39: 外商直接投资当月同比增速 %



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

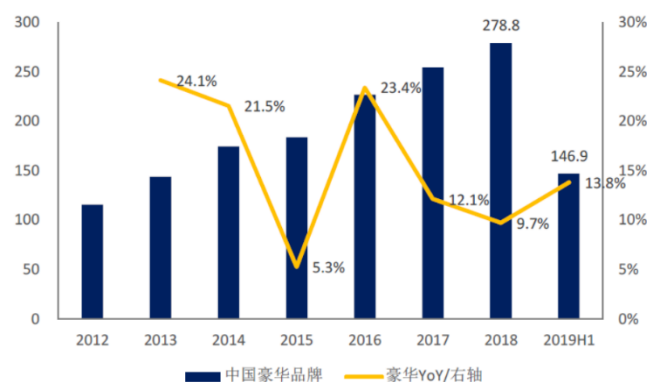
以特斯拉中国建厂为例，简要说明中国制造业在全球产业链中不可替代。2018 年 4 月国家政策取消专用车、新能源汽车外资股比限制；2018 年 5 月特斯拉（上海）有限公司即完成注册，7 月份特斯拉上海与上海市政府正式签署工厂建设协议。特斯拉选择中国建厂的原因在于：中国庞大的市场需求；成本优势；中国完善的工业体系和世界顶级的汽车产业链。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

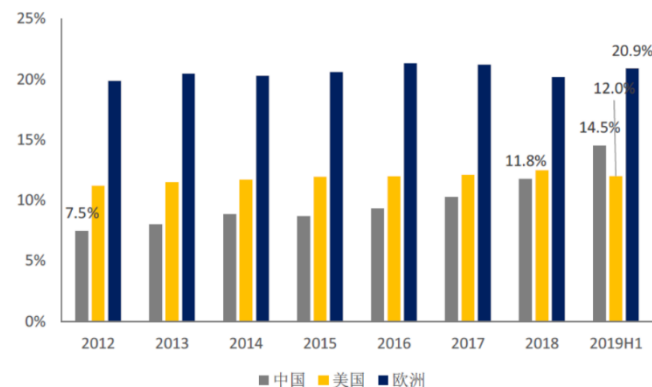
### (1) 中国豪华车和电动车消费规模大增长快，市场需求广阔

- 中国是全球增速最高的豪华车市场之一，增速超越行业，渗透率仍在提升。欧美市场豪华品牌渗透率及增速基本平稳，国内豪华品牌仍保持高增速，且相比欧美成熟的市场体系，近年来中国豪华品牌渗透率持续提升，且相比欧洲仍有显著差距。
- 中国是主流电动车市场中，规模最大，增长最快的市场。2018 年全球新能源乘用车销量达 200 万辆，其中中国市场销量达 110 万辆，占全球市场 55% 的市场份额，是全球目前最大的新能源乘用车单体市场。中国电动车市场从 15 年以来呈现显著高增长的态势。

图表 40: 中国豪华车历年销量及同比增速 (单位: 万辆, %)



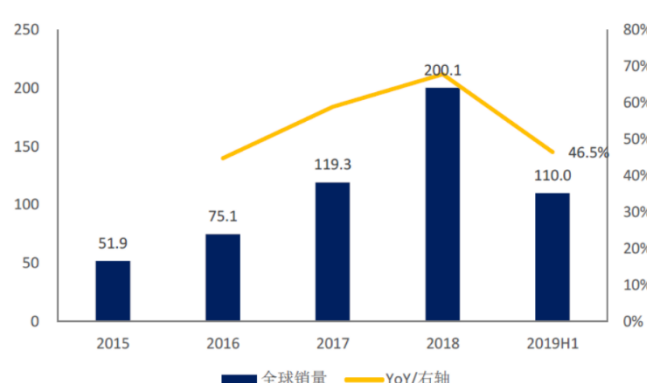
图表 41: 美国/欧洲/中国豪华品牌渗透率 (单位: %)



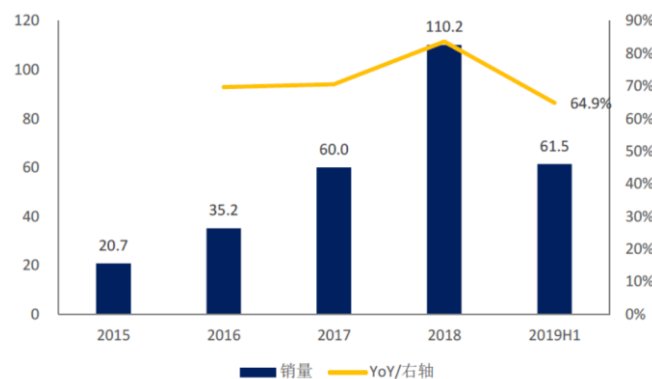
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院汽车团队整理

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院汽车团队整理

图表 42: 全球新能源乘用车历年销量及同比增速 (单位: 万辆, %)



图表 43: 中国新能源乘用车历年销量及同比增速 (单位: 万辆, %)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院汽车团队整理

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院汽车团队整理

### (2) 特斯拉上海工厂 Model3 单位产能资本开支低，生产成本下降

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

### 特斯拉上海工厂 Model 3 单位产能资本开支相比美国降低 65%。

根据特斯拉 2019 年三季报披露，特斯拉 Model 3 单位产能资本开支相比美国工厂降低 65%，据兴业证券汽车团队，上海的单位产能资本开支比美国明显下降，主要原因或有以下几个方面：上海土地租金低；建设周期短；贷款成本低；建筑工人成本低；在原有建厂经验基础上，熟练程度有所提高。

此外，特斯拉国产化后，重点培养国内本土供应商，从直接原材料、制造费用、人工成本等方面，成本有望进一步下降。根据兴证汽车团队测算，预计上海工厂 Model 3 国产后比进口 Model 3 成本低 20%-30%。（详参《国产 Model 3 生产成本降低了多少？\_20201229》）

图表 44：特斯拉上海工厂与美国工厂比较

	美国弗里蒙特工厂	上海临港工厂
土地面积	150（其中16年扩产83）	86
建筑面积	93	69
土地年租金	900万美金	1946万人民币
建厂周期	2年改造，2年扩产	10个月
贷款成本	2.60%	美元计价libor+1%（约1.72%上下）；人民币贷款3.915%
建筑工人时薪（美金）	55	4.7
当前产能	Model S/X 9万（已投产） Model 3 35万（已投产）	Model 3 15万 一期规划25万，总规划50万

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 45：特斯拉上海工厂与美国工厂成本比较

	美国弗里蒙特工厂	上海临港工厂	关键假设
原材料-零部件	80.0%	64%-72%	国产零部件比海外低10%-20%
制造费用			
其中：固定资产折旧	9.0%	3.2%	国内比美国低65%
其中：无形资产摊销	4.3%	2.5%	今年全球总产量35万，明年60万
其中：能源成本	0.7%	1.0%	上海比美国高48.8%
人工费用	6.0%	1.5%	国内比美国低75.8%
营业成本合计	100%	72.2%-80.2%	

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### （3）中国完善的工业体系和世界顶级的汽车产业链

在中国建厂之前，特斯拉的许多零部件供应商都来自中国，例如宏发的逆变器、三花智控的热管理设备、宁德时代的电池、拓普的 Nvh 等等。随着特斯拉在中国建厂放量，考虑到后续降价带来的降本压力，以及减少运输费用及关税等角度考虑，预计特斯拉将重点培养国内本土供应商，而中国完备的汽车产业链将大大降低特斯拉零部件国产化的时间和成本。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 23 -

依托巨大的中国市场、成本优势和完备的产业链，以及生产流程优化带来的产能爬坡速度的提升，国产特斯拉或将出口至其他国家。2020年9月12日，据外媒报道，特斯拉计划将中国产 Model 3 出口至欧洲和其他亚洲国家，在中国生产、计划在海外交付的特斯拉 Model 3 或将于第四季度开始大规模生产，最早于今年年底或明年初开始向日本、新加坡、澳大利亚、新西兰和欧洲等市场交付。国产特斯拉伴随国产化率提升带来成本降低，结合上海工厂区位优势，出口运费相比美国工厂优势明显。

### 3.1.2、地利：“十四五规划”将驱动“中国制造”走向“中国智造”

经过过去数年供给侧改革推动下企业优胜劣汰，先进制造业龙头已经积累了不少优势，盈利能力显著提升，有实力进行研发开支和先进产能的投入，为从“中国制造”走向“中国智造”打下了坚实的基础。

- 首先，龙头公司强者恒强，凭借先进的研发技术、管理水平，盈利能力不断提升。以电力设备与新能源行业为例：净利润呈现头部集中化趋势，特别在疫情冲击下，少数行业龙头利用充沛的现金流能力和完善的产品布局及销售渠道不但渡过危机，反而逆势提振市场份额。2018H1、2019H1、2020H1 各版块扣非净利润 CR5 呈集中化趋势。

——光伏 CR5 分别达到 77%、73%、62%，其中龙头隆基股份 2020H1 扣非净利占比 34%；

——风电 CR5 分别达 102%、107%、82%，龙头上海电气 2020H1 占比 25%，金风科技占比 22%；

——电动车 CR5 分别达 51%、51%、58%，龙头宁德时代 2020H1 占比 22%；

——电力设备分别达 84%、79%、78%，龙头国电南瑞 2020H1 占比 23%；

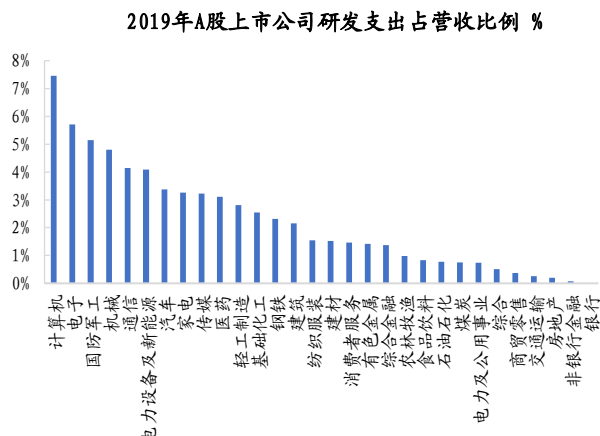
——工控分别达 77%、82%、91%，龙头汇川技术 2020H1 占比 42%。

- 第二，龙头企业拥有更强的盈利能力之后，也有更多资金可以投入到研发支出、先进产能投放，推动生产效率进一步提升。2015 年以来，制造业研发支出占营收比重不断提高，2019 年，A 股上市公司研发支出占营收比例中，电子（6%）、国防军工（5%）、机械（5%）、电力设备及新能源（4%）行业排名前列，高于全部行业平均水平（2%）。

十四五期间新发展格局为先进制造业龙头提供战略机遇期，进一步驱动“中国制造”走向“中国智造”。十九届五中全会将研究制定“第十四个五年规划”（2021-25 年）纲要。在外部环境更具挑战性、经济潜在增长率放缓的背景下，我们预期新的五年规划将围绕构建“国内国际双循环”的新发展格局，着力拉动内需和推进结构性改革，实现高质量发展。要改变过去市场和资源“两头在外”的模式，构建“双循环”格局，需求端需要进一步激活国内超大规模市场优势，供给端将大力推动科技创新，加快关键核心技术攻关，提升产业链水平，维护产业链安全。

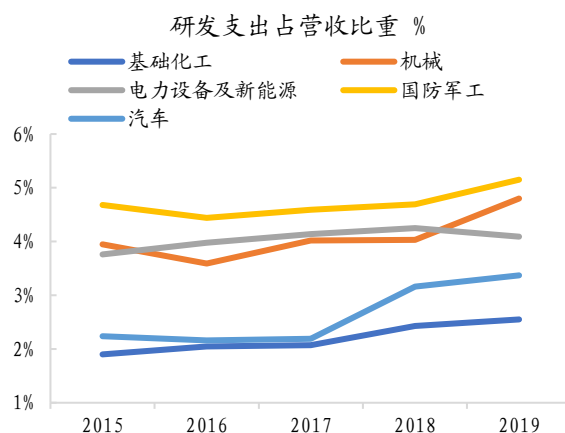


图表 46: 制造业研发支出占营收比重排名前列



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

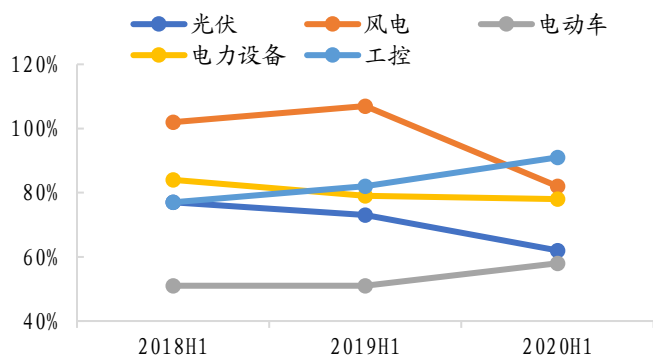
图表 47: 制造业研发支出占营收比重 %



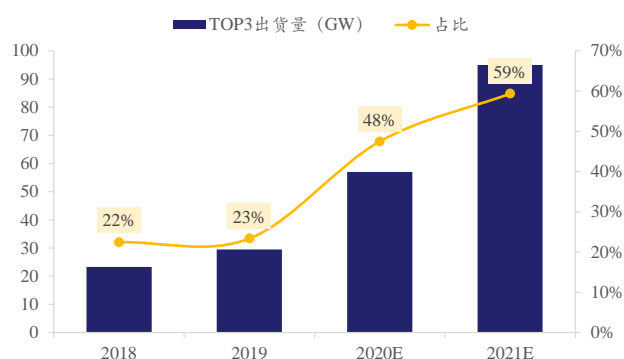
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 48: 2018H1、2019H1、2020H1 各版块扣非净利润 CR5 呈集中化趋势

图表 49: 光伏组件集中度加速提升



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院电新团队整理

### 3.1.3、人和：制度红利向中国制造业龙头企业全力倾斜，特别是资本市场服务实体经济和科技创新

资本市场引导经济转型升级，A股市场积极推动注册制和科创板，服务实体经济和科技创新；港股积极修改恒指编制规则和主板上市规则，包括允许同股不同权的新兴及创新行业公司来港上市、允许符合资格的中资及国际公司在港二次上市等等，鼓励科技创新公司上市。针对各领域先进制造业的核心资产，IPO 融资便利、产业并购重组相关的再融资便利进一步落实。

- 2020 年 A 股港股 IPO 募资总额有望创近年来新高。截至 9 月 29 日，A 股 IPO 募资总额高达 3536.6 亿元人民币，仅次于 2007 年和 2010 年的规模；港

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

股 IPO 募资总额也已达到 1935.4 亿港元。

- **A 股市场的 IPO 向科创板、新经济行业倾斜。**截至 2020 年 9 月 25 日，自去年 7 月科创板运行以来，科创板占全部 A 股 IPO 金额 50%，高于主板占比 (29%)，创业板占比 13%，中小企业板占 8%，主板仅占 29%；分行业来看，IPO 募资总额主要投向新经济公司，信息技术占 A 股 IPO 金额的 33%。截至 9 月 28 日，科创板已上市公司 427 家，募资总额主要集中于新一代信息技术 (54.5%)、生物 (19.2%)、新材料 (10.7%) 和高端装备制造 (9.2%) 产业。
- **港股市场的新经济行业 IPO 持续欣欣向荣。**2019 年 7 月 1 日至 2020 年 9 月 29 日，香港 IPO 融资金额中，资讯科技占比达 39.2%，消费 (必需性消费加非必需性消费) 占比 26.9%，医疗保健占比达 13.7%。

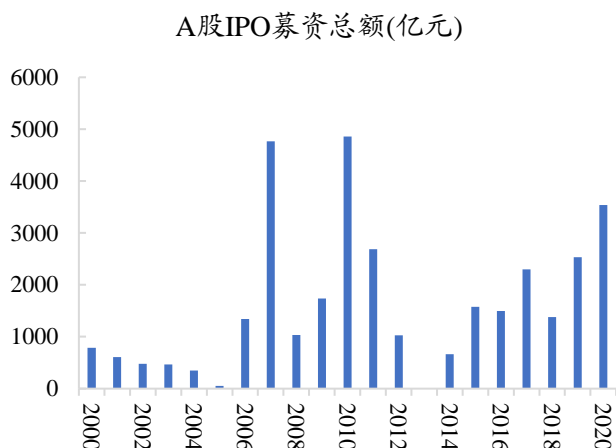
**减税降费，特别是研发费用税前加计扣除，助力企业研发和创新。**2019 年 7 月 23 日，李克强总理在的国务院常务会上表示，将企业研发费用加计扣除比例提高到 75% 的政策由科技型中小企业扩大至所有企业，全年减税 650 亿元。

**相关部门加快 5G 在制造、能源、交通等领域的融合应用，培育壮大行业龙头企业等等。**2020 年政府工作报告中提出，要扩大有效投资，重点支持“两新一重”，“两新”即：加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级；加强新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力，以适应农民日益增加的到县城就业安家需求。

**积极引导融资重点流向制造业、中小微企业，引导实体经济融资成本下降。**9 月 28 日，央行货币政策委员会召开 2020 年第三季度例会，会议强调，“着力打通货币传导的多种堵点，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动综合融资成本明显下降，引导金融机构加大对实体经济的支持力度，补短板、锻长板，确保新增融资重点流向制造业、中小微企业，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。深化利率市场化改革，引导贷款利率继续下行，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。

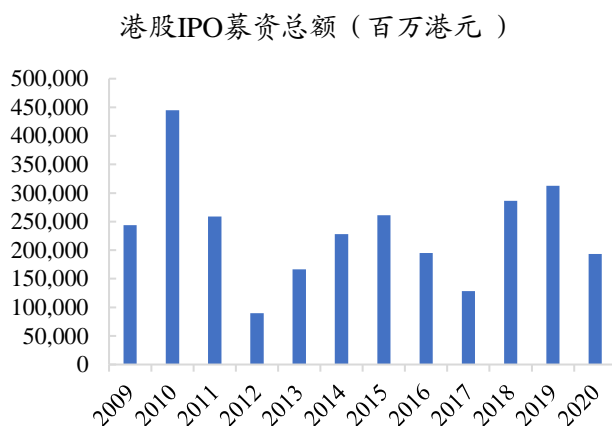
- 2020 年二季度数据显示，金融机构一般贷款加权平均利率下降至 5.3%，为 2018 年以来的最低值。
- 小微企业贷款余额占金融机构贷款余额的比重，由 2019 年四季度的 24.1% 上升至 2020 年四季度的 24.6%。

图表 50: A 股 IPO 募资总额 (亿元)



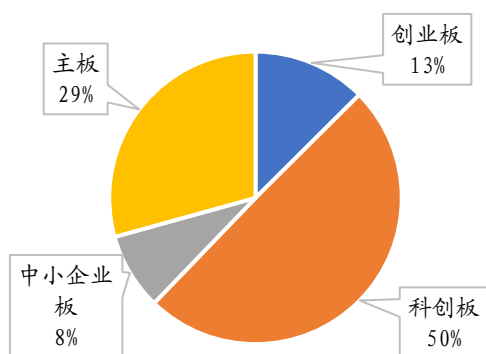
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
 数据截至: 2020 年 9 月 29 日

图表 51: 港股 IPO 募资总额 (百万港元)



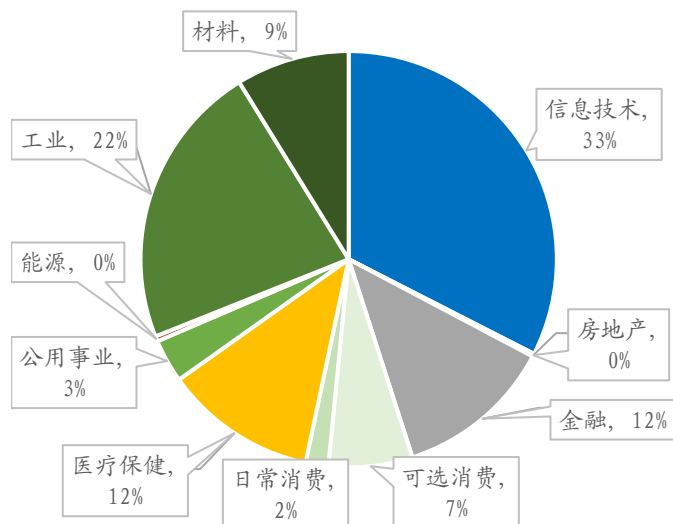
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
 数据截至: 2020 年 9 月 29 日

图表 52: 2019 年 7 月 1 日-2020 年 9 月 25 日 A 股市场分板块 IPO 募资占比

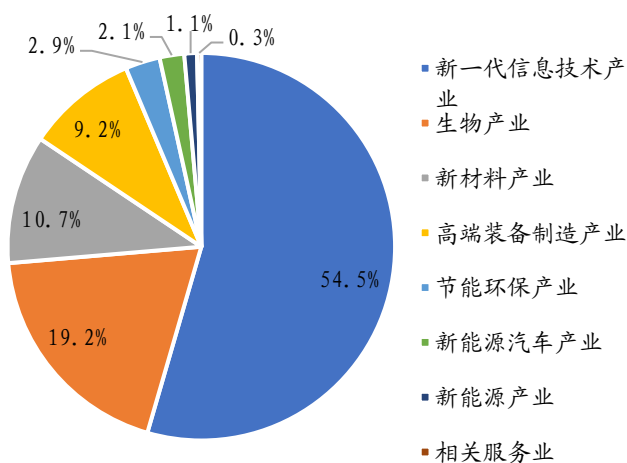


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

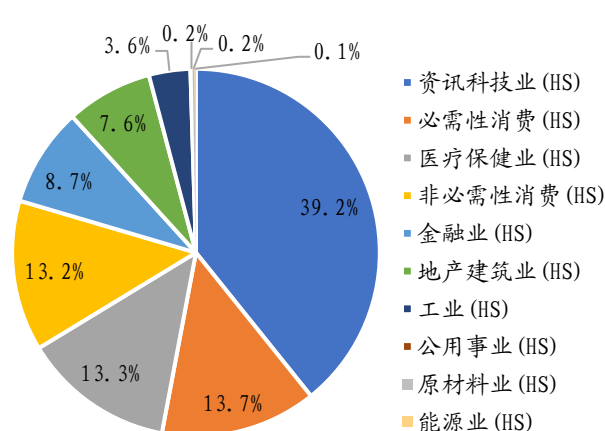
图表 53: 2019 年 7 月 1 日-2020 年 9 月 25 日 A 股市场分行业 IPO 募资占比



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 54: 2019 年 7 月以来科创板 IPO 融资金额按科创主题分类**


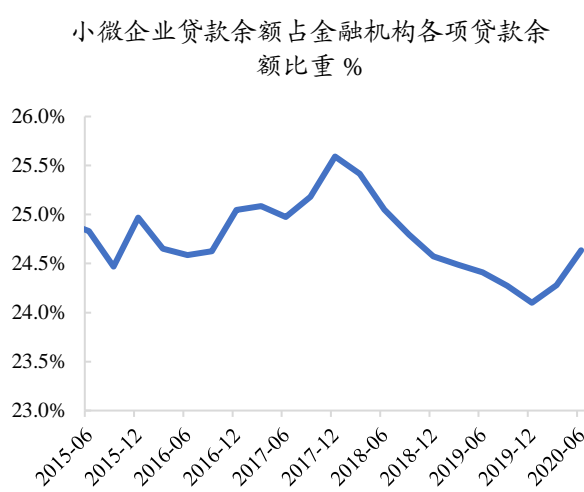
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
数据截至: 2020 年 09 月 29 日

**图表 55: 2019 年 7 月以来香港 IPO 融资金额按行业分布**


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
数据截至 2020 年 09 月 29 日

**图表 56: 金融机构人民币贷款加权平均利率:一般贷款 %**


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 57: 小微企业贷款余额占金融机构各项贷款余额比重 %**


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 3.2、以光伏、面板产业为例，看中国制造业军团如何进击全球

### 3.2.1、代表性产业之一：光伏产业浴火重生

以光伏产业链为例，2010 年之前，中国光伏产业链“两头在外”，产业格局呈现明显的“反微笑曲线”。而具有较高产业附加值的是高纯晶硅和终端电站设计建设

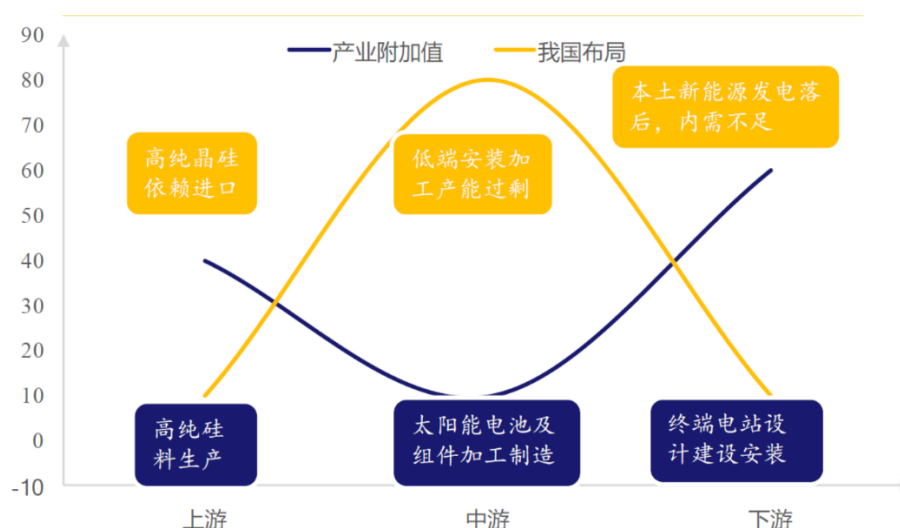
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

安装环节，一个严重依赖进口，一个由于本土新能源发电建设落后，内需不足。中国光伏企业没有技术，只能负责其中附加值最低的组件加工制造环节。狂热时期，光伏企业纷纷扩大产能，甚至连服装私企、家庭作坊也加入其中，造成严重的产能过剩。祸不单行，欧盟降低对新能源补贴使得光伏市场迅速萎缩，而欧美对光伏产品征收反倾销税更是给中国光伏企业带来了灭顶之灾。2013年前后，中国光伏企业全部陷入巨额亏损，90%的多晶硅企业被迫停产。

然而近年来中国光伏产业链浴火重生，发展成为国际龙头。2019年，中国光伏产业链各环节产能在全球占比均绝对领先，硅料产量全球占比到69%，硅片占比94%，电池占比77.7%，组件占比69.2%，2018年装机量占比也提升至40%，实现了全产业链的领先。

可以说光伏产业链是中国先进制造业发展的一个缩影，其成功也离不开上述提到三个条件：

图表 58：2005-2010 中国光伏产业格局呈“反微笑曲线”



数据来源：中国光伏协会，兴业证券经济与金融研究院电新团队整理

图表 59：光伏产业链集中度逐步提升

公司	全球产能 (2019)	中国产能 (2019)	中国产能占比	2019年CR4	2025年行业龙头市占率 (E)
硅料 (万吨)	67.5	46.6	69%	45%	30%
硅片 (GW)	185.3	173.6	94%	67%	55%
电池 (GW)	210.9	163.9	77.7%	24%	28%
组件(GW)	218.7	151.3	69.2%	65%	35%

数据来源：CPIA，兴业证券经济与金融研究院电新团队整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 29 -

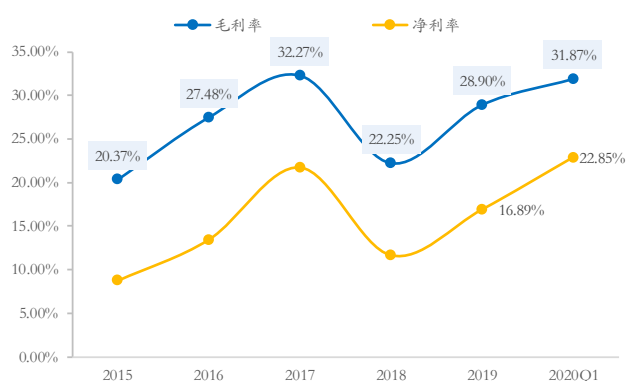


## 1. 科技赋能先进制造业，从中国制造到中国智造

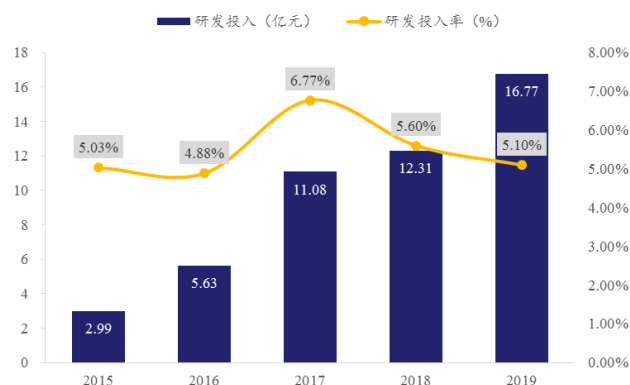
以全球最大的硅片制造商、单晶硅龙头公司隆基股份为例，2020 年隆基股份上半年研发投入 10.66 亿元，占营收比例 5.29%。其实自 2015 年以来公司研发投入率始终保持 5% 左右，是全球研发投入最多的光伏制造商。研发投入帮助公司不断降本增效：

- 2020 年 Q1 公司毛利率达到 32%，净利润达到 23%，自 2018 年以来稳步提升；
- 目前公司单晶 PERC 电池量产转换效率突破 23%，已推出基于 182mm 硅片的 Hi-MO5 组件，72 型功率达 540W，转换效率超过 21%。同时，通过自身技术解决了掺镓硅片成本偏高的问题，引领行业快速实现了高品质硅片产品的规模化应用。

图表 60：2019 年毛利率 28.90%，净利率 16.89%



图表 61：研发投入 16.77 亿元，稳步增长



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院电新团队整理

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院电新团队整理

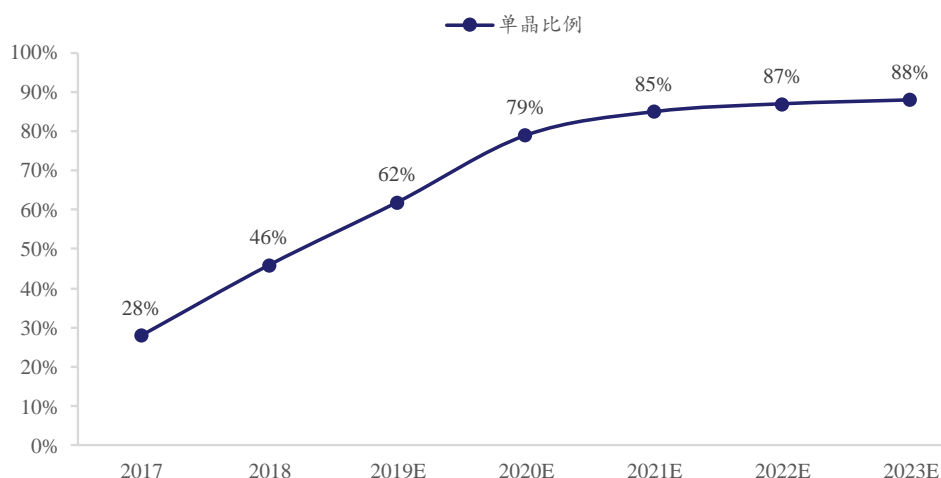
持续研发投入之下，公司优质产品供不应求，产能利用率明显高于行业平均水平。根据中国光伏行业协会 2019 年统计数据，光伏行业硅片产能利用率约 40%-95% 左右，组件产能利用率约 30%-80%，公司硅片和组件产能利用率分别为 103.05% 和 78.36%，产能利用率均处于行业较高水平。

2015 年开始公司不断更新单晶硅生产技术，使得单晶硅片价格由 10 年前的 100 元/片降至 3.07 元/片。成本的下降带来单晶渗透率的提升，隆基股份单晶硅片市场占有率稳步提升。2019 年单晶硅片市场占比为 62%，其中 P 型单晶硅片市场占比由 2018 年的 39.5% 增长到 60%，N 型单晶硅片市场约为 5%，较 2018 年基本持平。预计 2020 年单晶渗透率进一步提升至 79%，2023 年达到 88%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 30 -

图表 62: 2020 年单晶比例有望进一步攀升至 79%



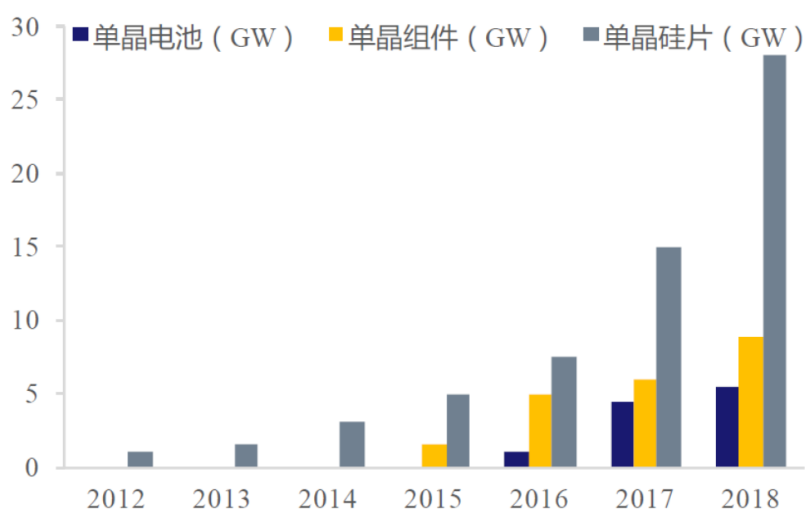
资料来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院电新团队整理

## 2. 产业协同, 创建完善的制造业生态, 构建产业壁垒

光伏产业链包含“硅料-硅片-电池片-组件”, 各产业链公司深度合作, 产业协同, 形成了“产业链上下游深度合作-技术升级-降本增效-终端产品价格下降-销量扩大-市占率提高-收入提高-资金增多-进行新一轮研发”的良性循环, 是中国光伏产业链领先全球的真正壁垒。

起初, 隆基股份业务以制作单晶硅为主, 后来公司以单晶作为战略出发点, 向下延伸产业链, 提升垂直一体化能力。近年来, 公司布局下游单晶电池和组件, 2018 年公司单晶组件出货量排名第一。

图表 63: 隆基股份 2018 年单晶组件出货量第一



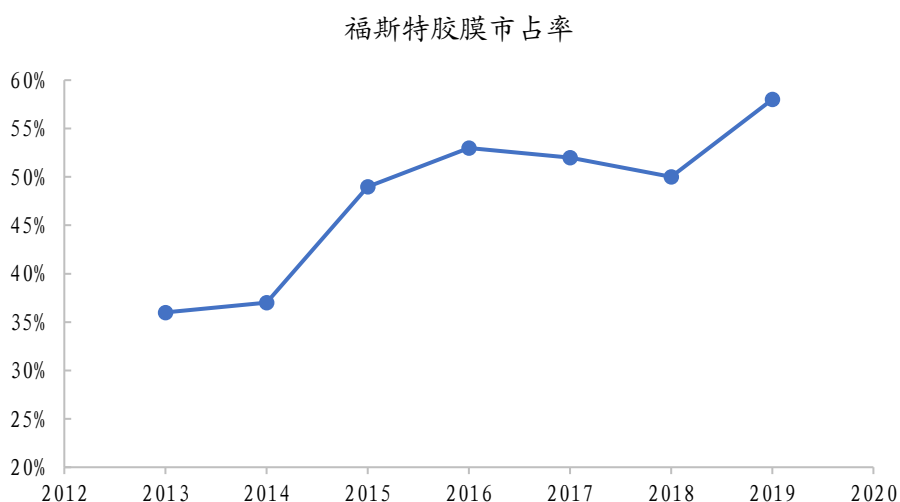
资料来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院电新团队整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

在积极整合产业链上下游的同时，头部光伏企业也在带领供应链上下游的中国企业加速技术更新，完成国产替代，协同进化：

- 在电池方面，隆基股份通过自身技术研发，改善 P 型单晶 PERC 电池的光衰情况，使得单晶性价比凸显，之后积极向下游厂商公开控制 PERC 衰减技术，大规模推进 PERC 应用，促进下游企业技术升级。
- 单晶硅切割所需的金刚线公司——美畅新材，与隆基的共同成长的同时，凭借国际领先的技术，能够提供最稳定的供应，进行最快速的工艺升级，使得产品成本不断下降，成为全球金刚线市占率第一名。
- 而光伏组件光伏胶膜制造商——福斯特，2003 年开始布局 EVA 胶膜，经过 5 年的自主开发，在配方、生产工艺、关键设备等方面取得重大突破，2008 年所产 EVA 胶膜性能指标已经达到、甚至超过国外产品。在那之后，通过低价策略，主动将毛利率从 40% 压缩到 20%，成功抢占市场，全球市占率从 2013 年的 36% 提升到 2019 年的 58%，成为全球光伏胶膜领域的寡头。

图表 64：福斯特胶膜市占率不断提升 %

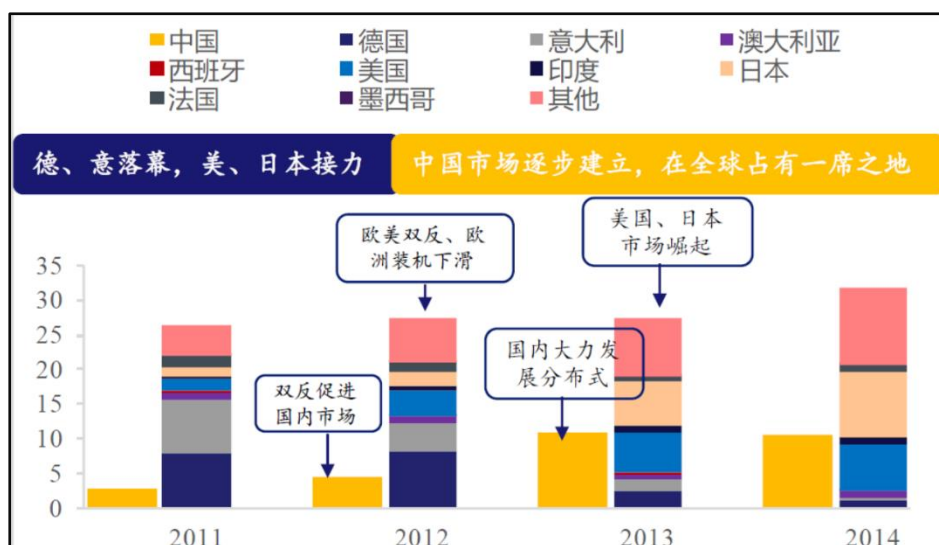


资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

### 3. 政策激励，引导产业健康发展

2011 年-2014 年是中国光伏产业出口破灭与再平衡的建立时期。这一阶段，欧美双反对中国光伏出口造成了严重打击，在这种情况下，中国政府加快建设国内光伏市场，2012 年中国装机 4.5GW 成为全球第二大市场，2013 年装机 10.9GW，成为全球第一大市场。该阶段，国内补贴政策逐步完善，加强并网消纳基础条件，使得国内装机逐步增长。

图表 65：2011-2014 全球装机格局



资料来源：中国光伏协会，彭博，兴业证券经济与金融研究院电新团队整理

图表 66：2011-2014 我国光伏政策细化，行业商业模式确立

发布时间	政策方向	发文单位	法律及政策文件名称	主要内容
2012/7/7	战略与规划/长期规模与指标	能源局	《太阳能发电发展“十二五”规划》	明确了国家近、中期光伏发展目标
2012/10/26	管理方案	国家电网	《分布式光伏发电并网方面相关意见和规定》	为分布式光伏发电并网扫除了障碍，开启了快速通道。
2013/7/4	战略与规划/长期规模与指标	国务院	《关于促进光伏产业健康发展的若干意见》	把扩大国内市场、提高技术水平、加快产业转型升级作为促进光伏产业持续健康发展的根本出路和基本立足点，从十二五规划的2015年装机容量达25GW，提升到35GW以上。
2013/7/24	管理方案	财政部	《关于分布式光伏发电按照电量补贴政策等有关问题的通知》	明确了光伏电价补贴的发放原则，解决了国家电价补贴拖欠的问题。
2013/8/9	战略与规划	能源局	《关于开展分布式光伏发电应用示范区建设的通知》	共核准18个示范区，2013年实施容量749MW，2015年规划容量1823MW，标志着我国分布式光伏发电规模化推广正式启动。
2013/8/22	管理方案	能源局、开发银行	《关于支持分布式光伏金融服务的意见》	提出了支持光伏项目融资和建立融资平台的方案。
2013/8/27	补贴及电价政策	发改委	《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》	出台了期盼已久的光伏分区上网电价政策和分布式光伏度电补贴标准。
2013/8/29	管理方案	能源局	《光伏电站项目管理暂行办法》	明确了光伏电站项目备案程序和管理办法。
2013/9/27	税收优惠	财政部、税务总局	《关于光伏发电增值税政策的通知》	给予光伏系统增值税即征即退50%的优惠。
2013/11/18	管理方案	能源局	《分布式光伏发电项目管理暂行办法》	明确了分布式光伏发电项目的备案程序和管理办法。
2013/11/19	税收优惠	财政部	《关于对分布式光伏发电自发自用电量免征政府性基金有关问题的通知》	对分布式光伏自发自用电量免征可再生能源电价附加、国家重大水利工程建设基金、大中型水库移民后期扶持基金、农网还贷资金等4项政府性基金。
2014/10/11	光伏扶贫	能源局、国务院扶贫办	《关于印发实施光伏扶贫工程工作方案的通知》	开展光伏发电产业扶贫工程。

资料来源：中国光伏协会，彭博，兴业证券经济与金融研究院电新团队整理

### 3.2.2、代表性产业之二：中国面板行业后来居上

我国作为世界最大的 CRT、液晶电视制造国，在显示器产业发展历史上有着惨痛的教训。2004 年，世界电视产业从传统 CRT 显示器，向液晶等新型平板显示器转换，而当时彩电产业采用的仍然是“以市场换技术”、“合资”的发展方式，对引进技术存在严重依赖，未能形成自主的技术能力，因此在这轮液晶显示板浪潮初期惨遭淘汰。在 1998 年至 2008 年，日韩平板电视厂商、台湾企业“拥屏自重”，肆意侵蚀中国彩电市场份额，并且对中国企业进行严格的液晶技术封锁、中国电子工业只能“跪着”求生存，花费巨资，从韩国、台湾、日本厂商手里采购液晶面板等关键零部件。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

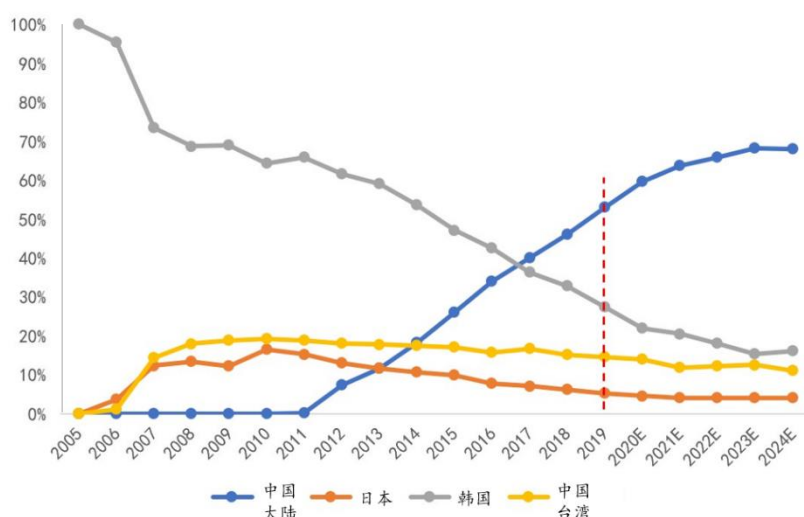
- 33 -

2008年下半年，全球金融危机重创显示器产业，韩国三星和LG相继放慢脚步，停止了8代线的建设，产业进入衰退期，而这个衰退期给中国企业提供了进场机会。为了突破产业困局，从2009年起，国内液晶面板企业逆势扩张，打响了产业反击战，而这其中国家的大力支持与资本市场的融资功能不可或缺。以京东方为例，京东方通过向政府或特定的“战略投资者”增发股票的方式获得足够资本金，与此同时政府也会提供诸如土地、税收等方面的支持。在这种模式下，京东方通过资本市场融资，成功在成都建立4.5代线、在合肥开设6代线项目，在北京亦庄设立8.5代线。

在获得融资大力扩张的同时，京东方积极准备技术研发，为了建设6代线，京东方在技术上准备了3年时间，也因此从6代线破土动工到实现量产，仅用了21个月；而8.5代线在工艺流程上与6代线并没有本质的区别，只是工艺难度有所提高，所以8.5代线项目同样推进得很快。

经过几年的自主发展，在高世代线产能上，中国大陆厂商占据统治地位。中国LCD面板厂商凭借成本竞争力、新投产线生产效率以及产业链配套优势已经赶超韩国厂商。参考IHS数据，中国大陆自2017年第一次成为全球高世代线产能最大的地区以来，到2019年已经达到全球产能的53%，并有望在2024年占据全球高世代线产能的68%。随着韩国厂商在2020年加速关闭LCD产能，预计未来中国大陆地区的大尺寸LCD面板产能占比将逐渐提高。参考集邦咨询数据，到2021年在中国面板厂新增产线产能持续开出后，中国大陆厂商大尺寸液晶面板产能面积市占率将达到57.8%，在全球居主导地位。

图表 67：2005-2024 全球各区域高世代线（G6 以上）产能面积份额情况



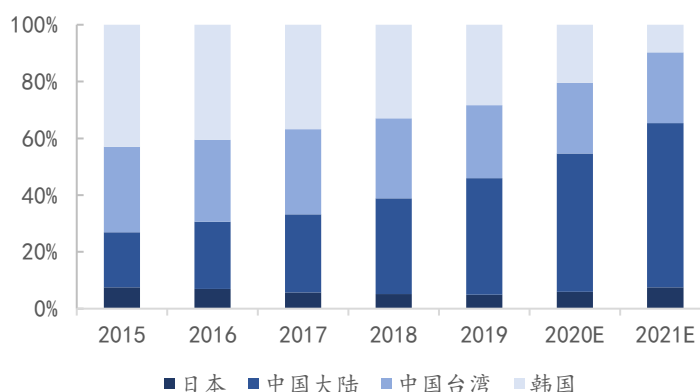
资料来源：IHS，兴业证券经济与金融研究院电子团队整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 34 -



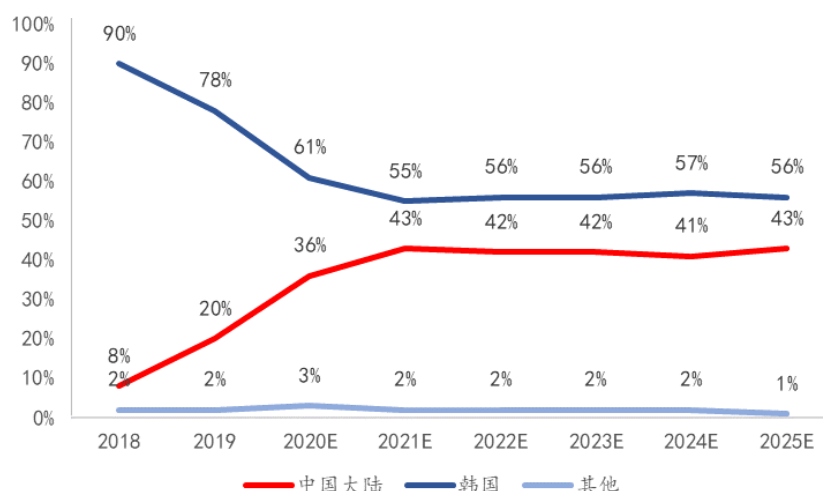
图表 68: 2015-2019 年大尺寸液晶面板产能面积市场率 (依面板厂区分)



资料来源: 集邦咨询, 兴业证券经济与金融研究院电子团队整理

面板项目大力发展的同时, 也为产业链配套的基础原材料、关键设备研发企业, 开辟出生存空间, 使得我国自主的电子产业研发体系拥有进入上升循环的机会。以京东方为例, 在合肥 6 代线项目实施之后, 此前生产 CRT 显像管的咸阳彩虹集团, 开始进行液晶基板玻璃配套项目的生产; 之前生产胶片的保定乐凯, 上马偏光片项目等等。同时, 近年来下游产品升级+国产手机厂商扶持, 也推动我国 **OLED 产业进入发展快车道**。OLED 面板具有可折叠、可弯曲的特性, 可以彻底改变当前智能手机、甚至平板和笔记本电脑的既有形态。我国整机终端企业为保持竞争实力, 积极和 AMOLED 面板企业合作开发各种折叠、弯曲形态的手机, 以期增加高端市场份额。为了扶持国产 OLED 屏厂商发展, 国产手机厂商华为、中兴、小米、OPPO 等纷纷采用国产 OLED 屏幕。

图表 69: 2018-2025 年 OLED 市场格局情况及预测



资料来源: DSCC, 兴业证券经济与金融研究院电子团队整理

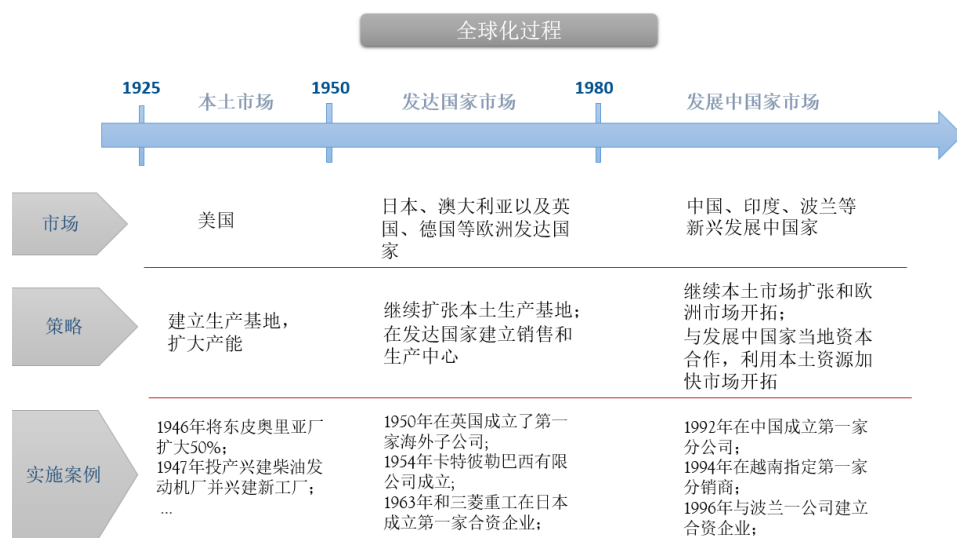
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

### 3.3、从海外卡特彼勒的例子看制造业如何通过全球化长盛不衰

疫情不可避免地将对全球供应链的重塑产生影响，而中国制造业龙头有望凭借上述优势，加快全球化的步伐。就像二战凸显了美国作为这个制造业最强者的地位，美国制造业企业在此之后走向全球。借鉴美国制造业代表性企业卡特彼勒如何通过全球化在美国经济结构性调整之后仍然长盛不衰。

- 战备军需和战后重建为卡特彼勒带来了充沛的订单，卡特彼勒不断扩充产能，在全国兴建工厂、开拓新产品线。欧洲和亚洲同样需要大量的工程机械重建国家，卡特彼勒顺势开启全球扩张。1946-1980年，卡特彼勒营收年复合增速11%，进入快速发展期，海外收入是卡特彼勒的重要收入来源，占比不断上升。当发达国家的工业化&城镇化红利享受殆尽时，卡特彼勒进军发展中国家。发展中国家的人口、经济增长和城镇化进程，需求基础设施建设的支撑，为卡特彼勒的成长铺平道路。
- 卡特彼勒从全球经济发展、人口增长及城市化进程加速中充分获利，公司的市值和盈利不断向更大规模发展。卡特彼勒长达90年蓬勃发展，从1973至2017年，卡特彼勒的股价上涨27倍（已根据分红调整），复合年回报率7.68%。在此期间，卡特彼勒向投资者提供了平均2.53%的股息率。
- 在2003年之前，公司的股价波动往往有着明显的戴维斯双击（双杀），业绩和估值同时向上（向下），股价波动区间较业绩波动区间更大，尤其以处于80年代经济转型背景下，传统行业面临衰退及强劲竞争对手时，对估值的杀伤力最为剧烈。卡特彼勒全球龙头地位确认并难以撼动后，投资者可以更理性对待周期敏感类公司的业绩波动，同时给予龙头公司估值溢价。

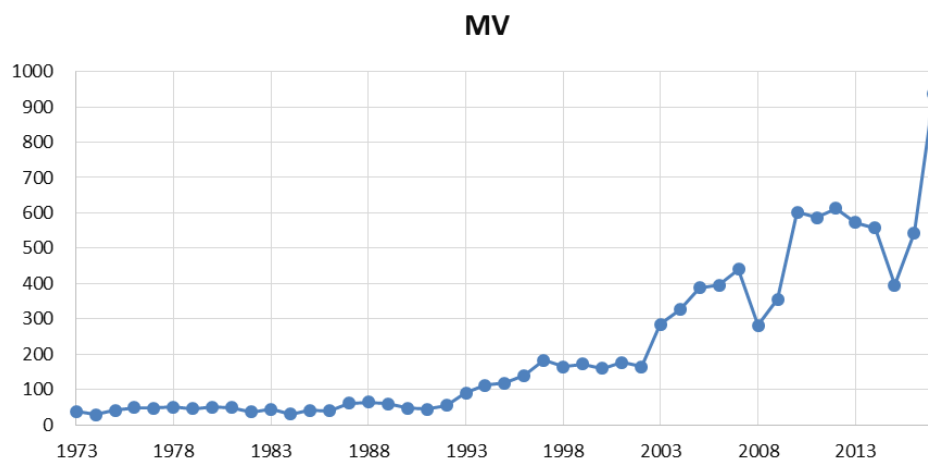
图表 70：卡特彼勒全球化扩张的路径



资料来源：卡特彼勒资料，兴业证券经济与金融研究院整理

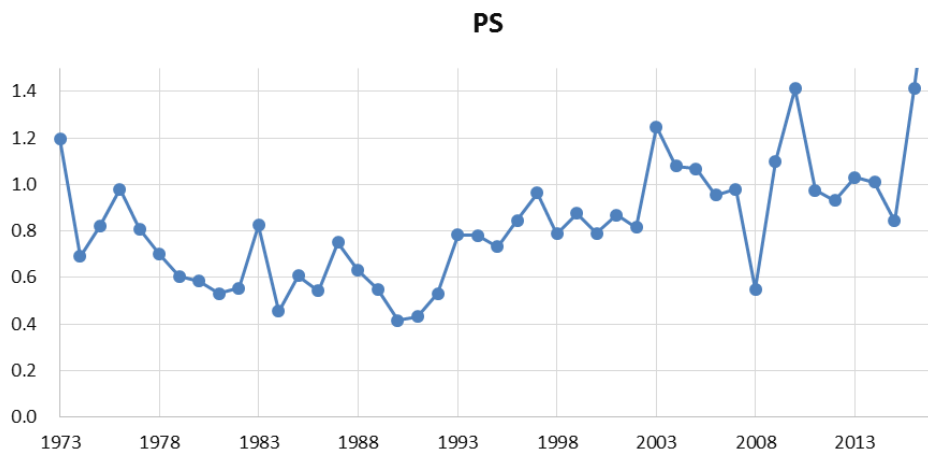
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表 71: 卡特彼勒的市值, 亿美元



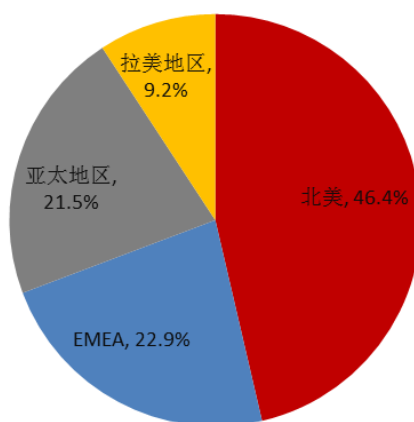
资料来源: Datastream, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 72: 卡特彼勒的历史估值 PS



资料来源: Datastream, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 73: 卡特彼勒 2017 年营收占比, 分地区



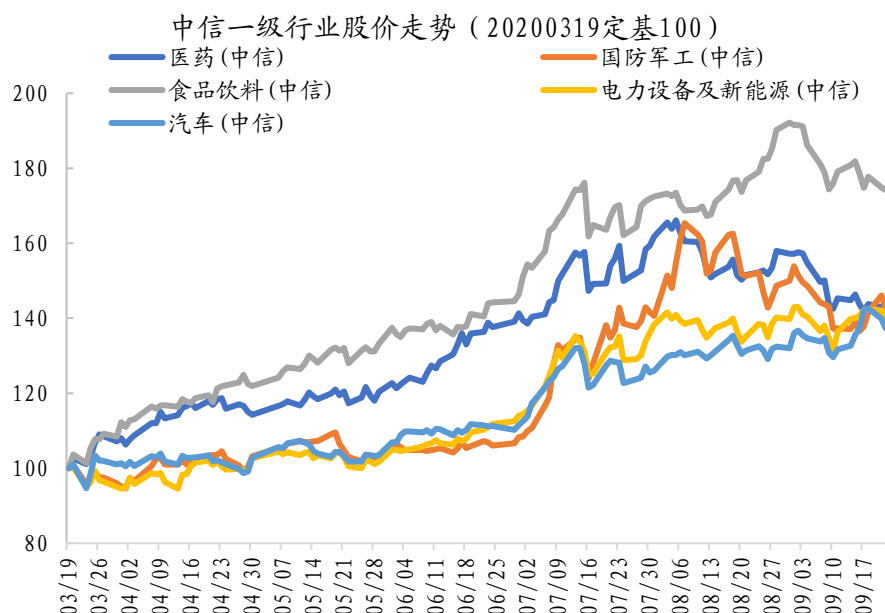
资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4、投资策略: 参与未来数年先进制造业核心资产乘“风”破“浪”行情

##### 4.1、制造业核心资产仍将是未来数年核心资产行情主角, 2020 年只是开始

制造业核心资产将成为未来两到三年核心资产的“新主角”。7 月份, 伴随着中国经济复苏逐渐明朗, 制造业领涨 A 股, 国防军工、电力设备及新能源行业股价走势斜率明显高于医药和消费。然而 8 月以来随着海外疫情反复, 投资者对经济复苏强度仍心存疑虑, 行情步入震荡。四季度开始, 制造业核心资产行情有望迎来多重“暖风”。

图表 74: 7 月份制造业股价斜率明显提高



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

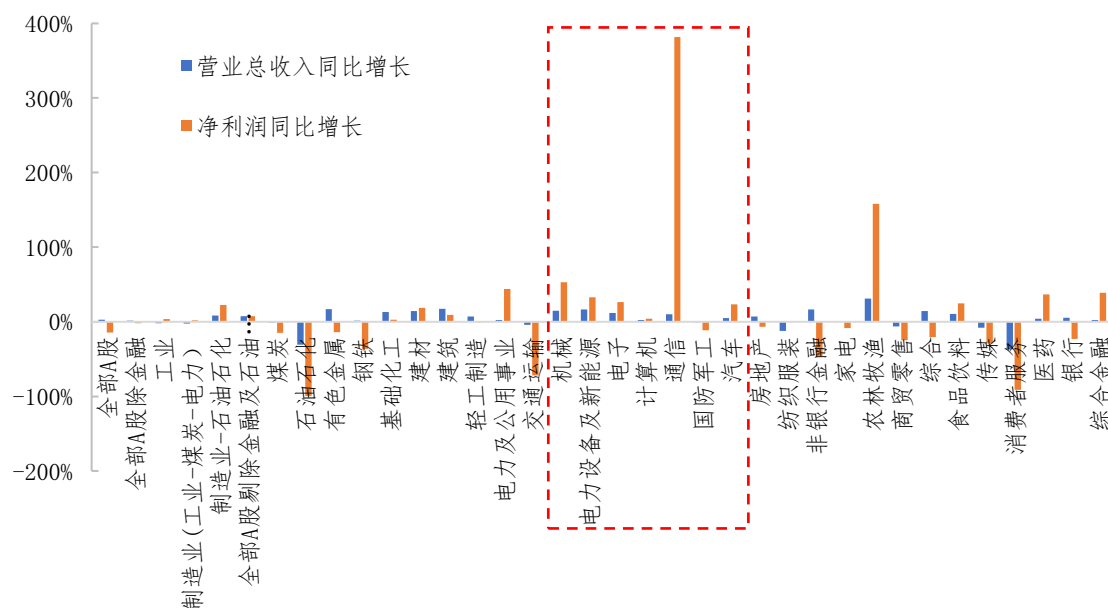
**第一, 亮眼的三季报是未来业绩浪的开始。**2020 年二季度 A 股上市公司净利润同比增速中, 制造业已经交了一份优秀的答卷, 与其他行业相比, 制造业净利润同比增速处于前列。三季报有望继续加速, 验证制造业业绩浪的开启。

**第二, 美国大选结束、疫苗问世, 全球主要经济体有望复苏共振。**1) 大选结束之后, 不管是哪种情形, 美国都会推出大规模财政刺激计划, 好于现在的僵局。2) 秋冬来临, 新冠疫情的二次反弹导致欧美部分地区实施“二次封锁”, 引发市场对于经济复苏强度和持久度的担忧。欧美经济恢复正常化只能寄希望于疫苗。美国大选结束、新冠疫苗问世, 全球主要经济体有望复苏共振。

**第三, 十九届五中全会及十四五规划。**10 月 26 日至 29 日, 中国十九届五中全会即将召开, 会议将研究关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议。先进制造业作为“加快形成以国内大循环为主体”不可或缺的重要环节, 将受益于未来五年的政策规划。

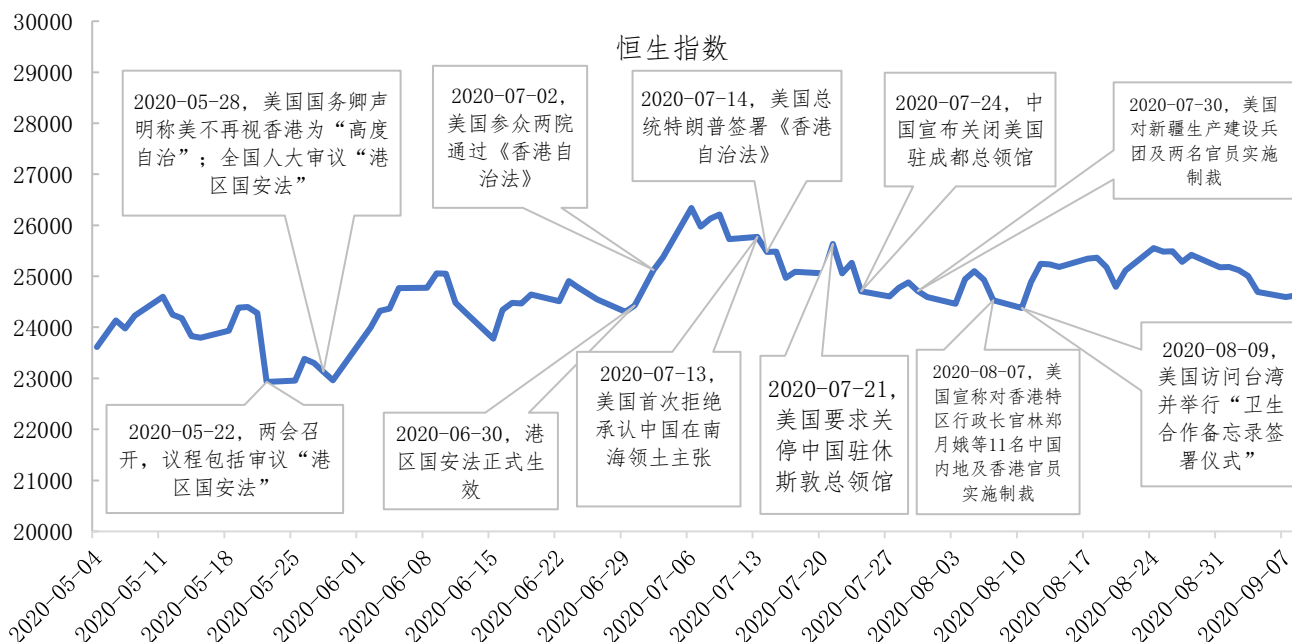


图表 75: 二季度 A 股上市公司营收与净利润同比增速%



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 76: 恒生指数



数据来源: Wind, 政府官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

#### 第四, 制造业核心资产的静态估值相对有性价比, 动态估值不贵。

2020 年 3 月以来, 科技和消费行业估值已经上升至历史最高位水平, 例如休闲服

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

务 PE-TTM、PB 已处于 2011 年以来的最高分位数水平，而先进制造业的部分行业，如电气设备 PE-TTM（60%）、机械设备（50%）PE-TTM 等处于相对合理的估值水平。

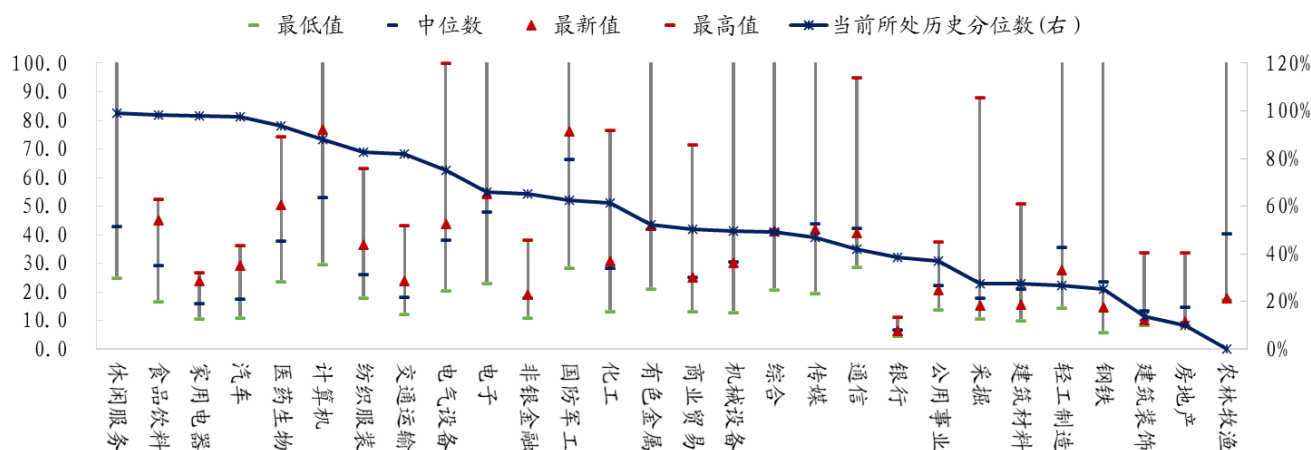
首先，A 股行业纵向估值市盈率（PE TTM）分析，截至 10 月 9 日，**有色（52%）、军工（62%）、电子（66%）、化工（61%）、通信（42%）、机械设备（49%）**等行业市盈率都处于 2011 年以来的历史居中分位数水平（行业括号内百分比数值为当前最新估值所对应的历史分位数）。

其次，A 股行业纵向估值市净率（PB TTM）来看，截至 10 月 9 日，**有色（24%）、军工（63%）、化工（45%）、通信（47%）、机械设备（54%）、汽车（43%）**等行业的市净率均处于 2011 年以来历史居中或较低分位数水平（行业括号内百分比数值为当前最新估值所对应的历史分位数）。

第三，港股行业纵向估值市盈率（PE TTM）分析，截至 9 月 18 日，**工业（44%）、电讯业（3%）**等行业市盈率处于 2011 年以来的历史低位水平。（注：行业括号内百分比数值为最新估值对应的历史分位数）。

由于 2020 年上半年是业绩低点，考虑周期复苏的弹性和先进制造业龙头自身的成长性，动态市盈率更低。

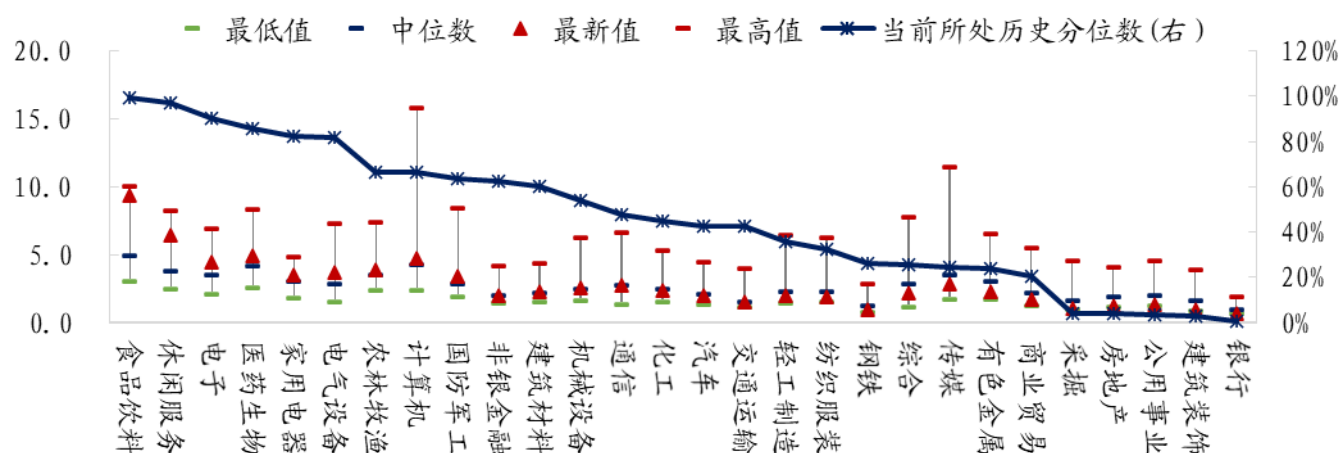
图表 77：A 股 2011 年以来分行业历史市盈率 TTM 区间（按当前所处历史分位数从高到低排序）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

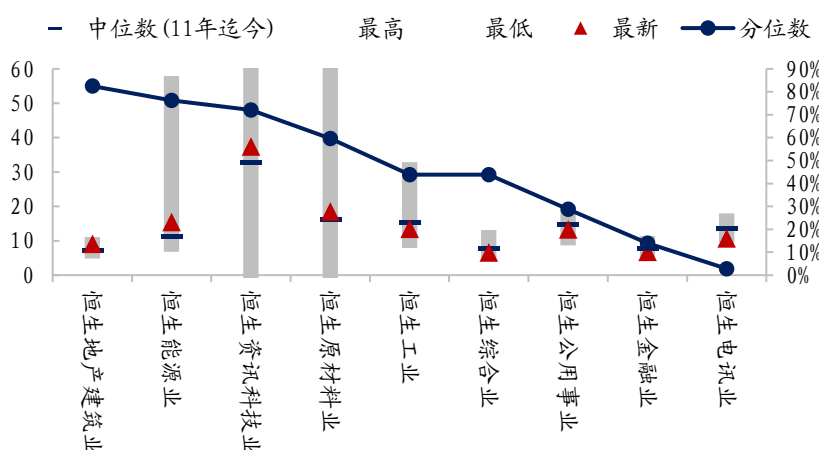
注：市盈率最高值若超过 100 倍，未在图中列示

图表 78: A 股 2011 年以来分行业历史 PB 区间 (按当前所处历史分位数从高到低排序)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 79: 港股 2011 年以来行业估值 (按当前所处历史分位数从高到低排序)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

机构资金配置比例, 制造业相关行业目前处于相对低位。

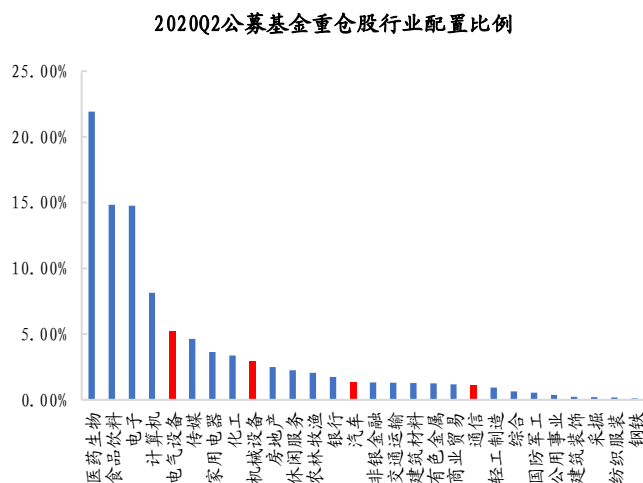
首先, 横向比较来看, 制造业行业在公募基金中所占的配置比例合理或者偏低。根据 2020 年第二季度公募基金重仓股行业分布来看, 电力设备 (5.21%)、基础化工 (3.4%)、机械 (2.9%)、通信 (1.1%)、汽车 (1.4%)、有色金属 (1.3%)、国防军工 (0.55%) 等 (注: 括号内百分比数值为 2019 三季度公募基金配置比例);

其次, 纵向历史分位数来分析, 制造业行业的持仓比例处于 2014 年 Q1 以来的中位数以下或偏低水平。2020 年第二季度公募基金在汽车 (4%)、机械 (24%)、基础化工 (16%)、有色金属 (20%)、通信 (4%)、军工 (12%) 等 (注: 括号内百分比为最新配置比例对应的历史分位数数值);

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

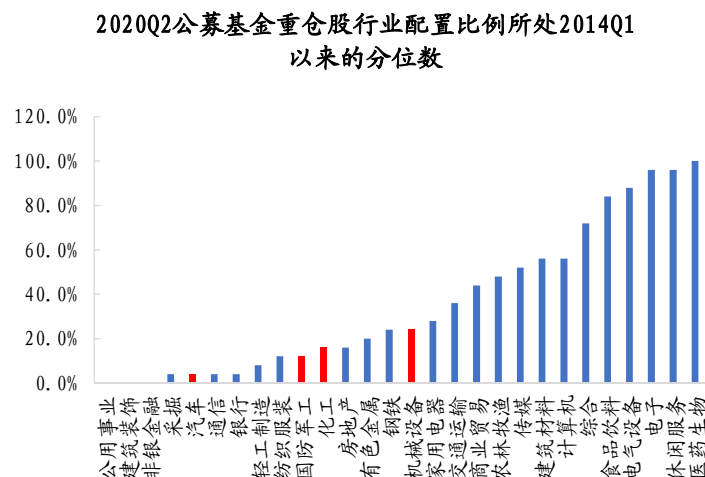
第三，相比标配比例来看，2019 年三季度公募基金对化工、国防军工、机械、有色、汽车等制造业相关行业均呈现较明显低配水平。

图表 80：2020Q2 公募基金对 A 股行业配置比例



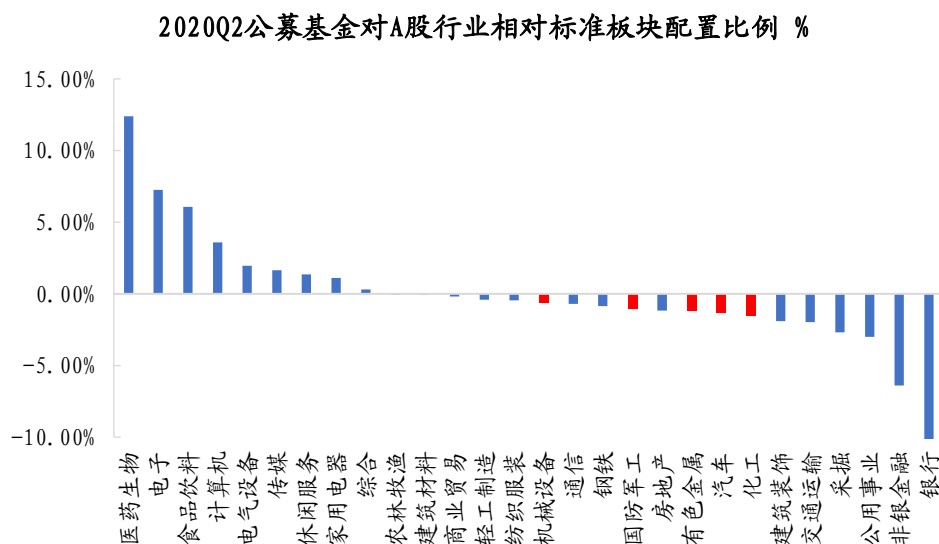
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 81：2020Q2 公募基金对 A 股行业配置比例所处 2014Q1 以来的分位数



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 82：2020Q2 公募基金对 A 股行业相对标准板块配置比例



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

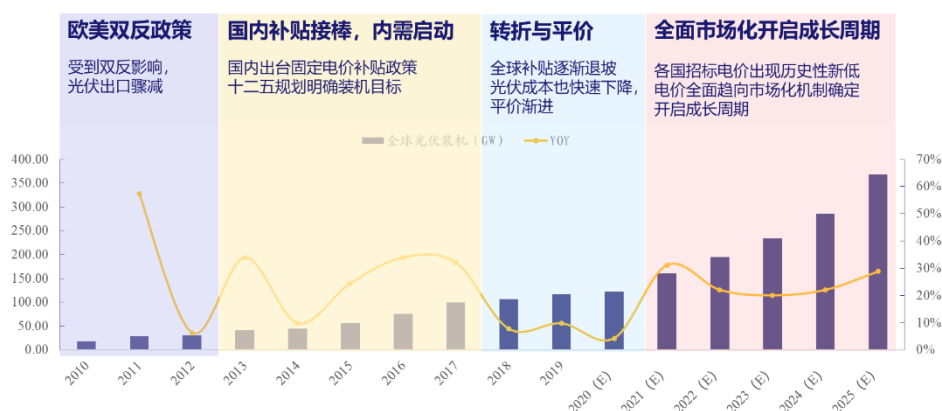
## 4.2、首先，战略性配置阿尔法属性的中国制造业龙头

### 4.2.1、光伏：H2 抢装需求高度确定，龙头格局进一步清晰

- **中长期需求有较大发展空间。**光伏全面进入平价、低价时代，帮助行业摆脱补贴依赖，这是推动行业持续向上增长之核心动力。2009 至 2019 年光伏度电成本下降达 89%，2019 年平均度电成本已至 40 美分/kWh，已经是各类电源中成本最低的电源之一。“储能”的加入可以使得新能源提升为电网友好型的优质电源，搭配储能将为光伏带来长期、可持续的发展动力，包括中国在内的诸多国家已经将“光伏+储能”作为光伏开发的标准配置加以要求。根据兴证电新，预计 2025 年全球光伏新增装机 368GW，五年复合增速 25%。
- **中短期国内需求确定性强，海外出口持续超预期。**近期价格稳定的信号出现，海外需求稳定，国内形势更为明朗，五大四小没有大规模延期并网打算，需求预期不变则行业基本面无虞。
- **龙头马太效应加剧。**2020H1 光伏降价通道中，龙头依靠一体化展现出强抗风险能力，加快了市场出清。硅料环节行业格局已经较为稳定，优质产能未来将持续稳定盈利，需求恢复后供需将重新走向偏紧；组件环节拥有高质量高效率的领先组件产品的公司将拥有品牌效应和产品溢价，并凭借既有的销售渠道，维持出货量的增长。
- **推荐：国电南瑞、隆基股份、通威股份、信义光能（海外团队覆盖）、福莱特玻璃（海外团队覆盖）、信义能源（海外团队覆盖）、大全新能源（海外团队覆盖）、晶科能源（海外团队覆盖）等**

（详参兴证电新团队《疫情危机冲击下，少数龙头迎来牛市--2020 年半年报新能源与电力设备板块总结 20200906》）

图表 83：全球光伏正式开启成长通道



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理



#### 4.2.2、新能源车：长期发展空间广阔，拥抱核心资产

**终端需求确定：新能源汽车长期发展空间广阔，产业链上的电池、负极材料、电解液隔膜等需求确定。**根据兴业证券电新团队预计，2025 年全球新能源汽车销量有望实现 1280 万辆，复合增速 36%。其中，中国体量最大，达到 540 万辆；欧洲增速最高，复合增速 44%。

**中游供给紧扼国内外核心产业链：**

**国内产业链上游龙头公司份额不断提升，核心供应链有望共同成长。**

- **电池环节寡头垄断，龙头享有较高的议价能力。**据 GGII，2018 年、2019 年、2020 年前四月，宁德时代国内动力电池市占率达到 37%、52%、51%。得益于较低的成本、较好的产品一致性与技术储备、优质的客户结构，宁德时代市占率不断提升，国内动力电池已呈现寡头垄断格局，对上游供应商议价能力较强。与下游加强合作研发，增强与下游的绑定。
- **车企—宁德时代—核心材料供应商已形成强强绑定之势，宁德时代望带领核心供应链共成长。**2018 年至今，尽管下游需求未现显著增量，但宁德时代核心材料供应商，结构件—科达利、负极/隔膜涂覆—璞泰来、隔膜基膜—恩捷股份、电解液—天赐材料均已成为各行业龙头，且市占率稳步提升。

**海外：核心供应链份额提升，利润增厚加速成长。**

- 欧洲电车放量，LG 化学份额提升迅猛，而 LG 化学、松下正在逐步导入中国材料厂商，如电解液天赐材料、新宙邦，负极璞泰来、贝特瑞，隔膜恩捷股份、星源材质，结构件科达利等，伴随全球电动化进程加速，国内材料厂商在实现海外市场突破上迎来良机。由于核心龙头企业海外毛利率高于国内，有望拉动整体盈利能力的提升。

**推荐：**

- “全球主流供应链”龙头，电芯龙头**宁德时代**；
- 湿法隔膜龙头**恩捷股份**，**璞泰来**；
- 新能源车上游有色板块的**华友钴业**，**赣锋锂业**；
- 汽车产业链的**华域汽车**、**拓普集团**、**福耀玻璃**、**长城汽车**、**吉利汽车**、**敏实集团**、**长安汽车**、**比亚迪股份**、**中国重汽**、**三花智控**。

（详参兴证电新团队《电动车行业 2020H2 策略报告-夏季攻势 20200601》）

#### 4.2.3、军工：战略看多“十四五”，优选高成长标的

- **长期成长性确定。**当前我国武器装备建设仍处于补偿式发展的关键时期，未来装备费占国防费的比例有望进一步提升。当前外部环境下，军工行业是我

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

国各工业领域中自主可控需求刚性最强、对外依赖最小的方向，同时也是孵化高新技术企业的重要土壤。

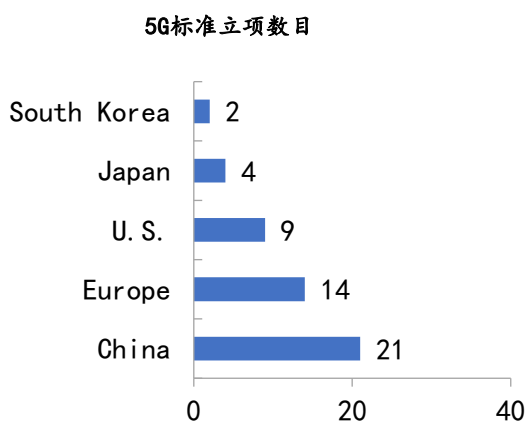
- **伴随着需求逐步落地、产业链景气度加速上升。**部分国家重点建设的装备、部分渗透率显著提升的产品、部分业务开拓能力强竞争优势突出的企业需求增速将显著领先于整个行业。展望未来一个季度，航天装备需求加速趋势将在产业链上游企业订单层面获得更多验证。
- **处在需求加速方向的标的远期安全边际高。**根据兴证军工研究，未来5年十数个标的业绩复合增速有望提升至30%以上；此外，部分标的受益于主导产品渗透率提升、竞争能力突出市占率提升，也可实现30%以上复合业绩增速，相当一批标的2021年peg仍在1以下。
- **重点看好航空碳纤维复合材料、新型军机产业链、并战略看多“十四五”航天装备产业链。**重点推荐**菲利华、爱乐达、中简科技、航天电器、中航高科、中航沈飞、光威复材、中航机电、航发动力、中航光电、安达维尔**等。

（详参兴证军工机械团队《2020年中期投资策略：战略看多“十四五”，优选高成长标的 20200607》）

#### 4.2.4、电子：5G 和国产化浪潮继续驱动电子行业快速发展

创新驱动中国科技公司积极参与全球化竞争，细分领域不断诞生全球领导者，特别是，中国5G自主创新能力处于全球领先地位。5G作为未来通信发展的方向，对各国发展都具有举足轻重的作用。放眼全球，中国5G发展处于前列。中国5G标准立项数目，基础设施情况明显优于欧美等发达国家。5G标准立项数目达21项，比欧洲高出50%。

图表 84：5G 标准立项数目



图表 85：主要国家 5G 基础设施状况

Countries	China	U. S.	South Korea	Japan
5G Commercialization	Sep. 2019	Apr. 2019	Apr. 2019	2020
5G BTS 基站	65k	30k	62k	
5G frequency 频率	2. 6GHz, 3. 5GHz, 4. 9GHz	3. 4GHz, 28GHz	3. 5GHz, 28GHz	3. 7GHz, 4. 5GHz, 28GHz

数据来源：工信部，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：工信部，兴业证券经济与金融研究院整理

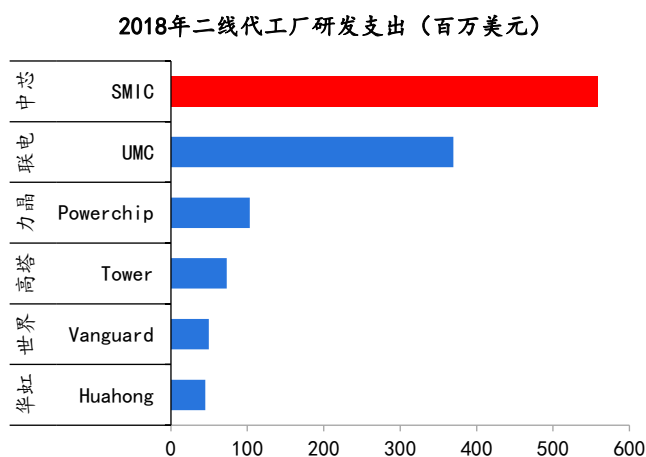
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 46 -

对标全球竞争者，中国科技制造业的龙头企业在研发方面持续加大投入。作为市场份额排名全球第四的半导体代工厂——中芯公司，其在研发支出和资本支出中，于在列全球对标公司中排名第一。在研发支出中，中芯公司超出第二名联电公司1.8亿美元；在资本支出中，中芯公司资本支出达18亿美元，远高于世界、力晶、高塔、华虹、联电的总资本支出10.5亿美元。

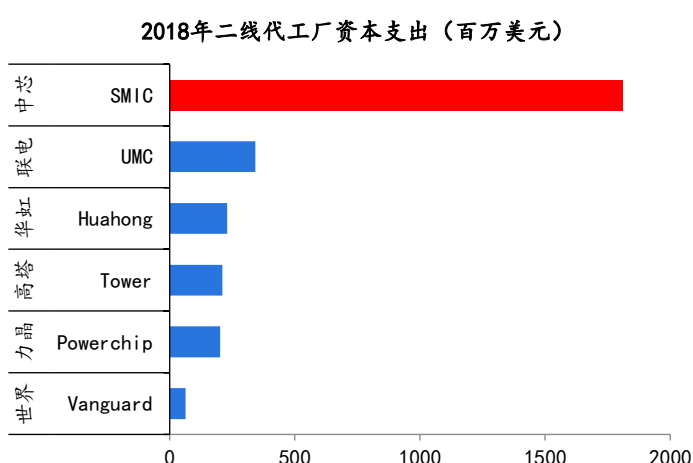
科技赋能的制造业龙头公司正在全球获取市场份额，盈利能力逐渐提高。在集成光学行业，中国企业舜宇毛利率水平居于前列，且近年来稳步提升。截至2019H1，舜宇的毛利率为44.1%，超过全球对标公司玉晶光的39%和世高光13.1%。

图表 86：二线代工厂的研发支出（2018，百万美元）



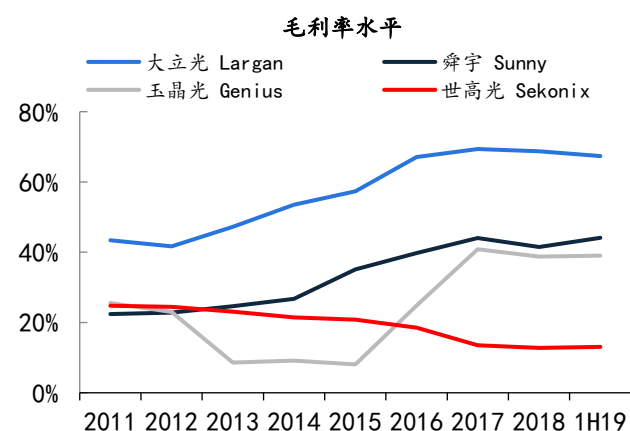
数据来源：公司报表，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 87：二线代工厂的资本支出（2018，百万美元）



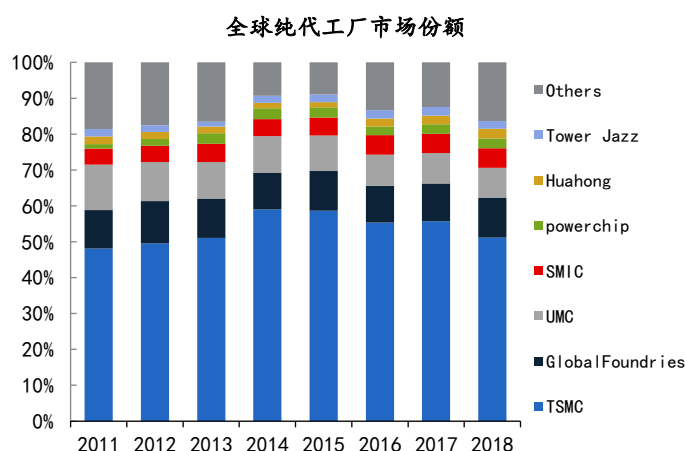
数据来源：公司报表，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 88：舜宇是中国领先的集成光学元件和产品制造商



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 89：全球纯代工厂的市场份额



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

未来 3-5 年 5G 和国产化浪潮继续驱动电子行业快速发展。在不同的时间段会呈现不同的主线。

- 以苹果、小米为代表，已经初步开拓出了 5G 的应用场景：物联网，以苹果的 AirPods、小米的智能家居为例，在 5G 解决了接入点和带宽的瓶颈以后，更丰富的智能硬件形态带来更好的消费体验和交互方式，而云计算和 AI 等后端算力的解放，也能支撑更多丰富的硬件形态创新。5G 将会很快带来智能硬件的大创新，将更多是手机以外的增量市场，通过比如蓝牙耳机、智能手表这样的形态，挖掘更多细分的需求，比如运动、医疗、健康、教育等，智能硬件生态产业链受益。
- 面板行业坚定看好供给收缩带来的行业持续反转，这一轮行业景气有望大幅超过 2017 年景气高点，在韩厂退出以后，国内面板两大龙头将占有行业绝对话语权，未来行业格局有望大幅稳定。
- 自从去年华为拉开了国产化的帷幕以后，现在已经有越来越多的国内品牌开始具备国产化的意识，我们认为国产化浪潮并没有结束，在目前时点，晶圆代工以及上游的设备和材料基本面仍然持续超预期。而国产化的全面扩散，将更加有利于拥有自己核心研发能力的优质芯片龙头。
- 推荐：
  - 5G 智能型手机产业链：立讯精密、水晶光电、大族激光、小米集团；
  - 5G 终端产业链的硬件和服务商龙头：舜宇光学科技、比亚迪电子、华虹半导体、瑞声科技；
  - “华为事件”后，国产替代迎来机会。新一轮自主可控是品牌商主导，优质公司将获得更多机会。半导体领域重点关注：汇顶科技、中微公司、北方华创；
  - 5G 网络设备等通信基建设备：中兴通讯、移远通信、中际旭创、光环新网、信维通信、亿联网络；
  - 受益 5G 基站建设和云计算拉动，高频高速 PCB、CCL 需求大幅增长，推荐通信板龙头沪电股份。

(详参兴证电子团队《2 季度继续改善，看好面板和苹果产业链 20200901》)

#### 4.2.5、工业 4.0：把握基建产业链，重视周期、成长龙头

**工程机械：**工程机械行业维持高景气度，核心配套零部件国产替代进程加速

- **基建投资预期增强，工程机械维持高景气度，主机厂商直接受益。**当前基建投资增速回暖，工程机械产品需求持续走强，工程机械主机厂商直接受益。且各大主机厂商陆续推出贴合下游需求的轻量化产品，行业销量进一步打开；

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

智能化工厂及运营系统建设有望持续降本增效，增厚业绩弹性。

- **工程机械需求增加和国产替代双轮驱动，核心零部件企业有望收获高业绩增速。**目前，在海外供应链受阻的情况下，国产液压泵阀的产品质量、供应及售后能力得到验证，国产替代进程加速。展望未来，核心零部件国产化是大势所趋，随着液压泵阀等产品的技术成熟，我们判断国产液压件的渗透率将进一步提升，核心零部件企业增速领跑工程机械行业。
- **高空作业平台加速渗透，臂式产品有望打开差异化空间。**相比于欧美等发达国家，我国高空作业平台渗透率仍处于较低水平。施工安全性重视程度提升，叠加人力成本增加是推动我国高空作业平台持续渗透的核心驱动力。
- **重点关注工程机械行业龙头三一重工、三一国际（海外团队覆盖）、核心配套企业恒立液压、高空作业平台龙头浙江鼎力；建议关注建设机械、中联重科、艾迪精密。**

**油气设备：能源安全叠加补短板，页岩气开采设备景气上行。**

- 国内原油消费持续走高，产量改善不足，导致我国原油对外依存度持续提升。在当前我国油气对外依存度高企的情况下，能源安全问题亟需改善，油气设备装备体量、技术水平是落实“增储上产”政策的刚性条件，油气设备市场成长趋势明确。
- 伴随压裂设备技术能力提升，我国页岩气开发成本大幅优化，在此背景下，非常规油气补贴政策由“总量补贴”转为“增量补贴”。非常规油气开发指引有力，创造油气设备行业的黄金赛道。
- **重点关注民营油服龙头杰瑞股份，关注中海油服、石化机械。**

（详参兴证军工机械团队《二季度业绩强势复苏，重视周期、成长龙头-20200902》）

#### 4.2.6、化工：至暗时刻已过，关注政策刺激下需求修复，继续聚焦龙头分享格局优化红利

**具备一体化、规模化、科研实力强大的传统化工白马龙头——产业格局重塑的关键力量**

- 化工企业资本支出继续分化，2019年Q3以来国内化工上市公司资本开支增速回升，且进一步向大市值企业集中，其中基础化工上市公司市值排名前10%企业占据了全行业50%的在建工程。长远看，国内安环监管趋严将加剧行业马太效应，资本开支向环保达标、拥有一体化产业链、规模化、技术与成本领先的头部企业集聚，而当下的外部冲击或将加速这一进程。
- **推荐具备一体化、规模化、低成本优势的行业领先企业：万华化学、华鲁恒升、扬农化工、中国巨石；**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 49 -



### 新材料领域的小巨人：成长空间广，政策助力进口替代加速

- **新材料**：国内新材料市场大发展，政策扶持下，相关企业迎来关键窗口期，进口替代空间广阔，结合政策利好，新材料有望迎发展良机。
- **新材料领域重点推荐**：国瓷材料、万润股份、新宙邦、福斯特、金发科技；

### 农化等细分领域的冠军：需求偏刚性

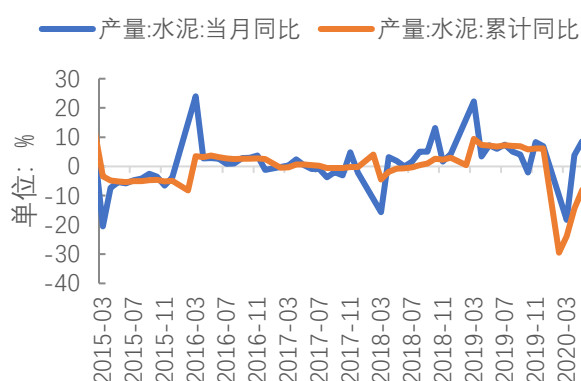
- **农化产业**：《2020 年农药管理工作要点》对农药行业管理提出了更高的要求，行业监管趋严、退出机制完善之下加速行业格局优化。农药行业上市公司资本开支向头部公司集中，在建工程达到近 10 年峰值，强者愈强。玉米等粮食价格走高有望刺激化肥需求。重点推荐产品好、一体化、园区化农药龙头以及具备资源禀赋优势的农化龙头企业。重点推荐扬农化工。
- **维生素及代糖**：维生素及代糖行业竞争格局良好，依托品类扩张、消费习惯改变、饮食健康推广等，成长空间广阔。关注金禾实业。

（详参兴证化工团队《聚氨酯、钛白粉、化肥等板块至暗时刻或已过去，农药、精细化工逆势增长——基础化工行业 2020 年半年报总结\_20200918》）

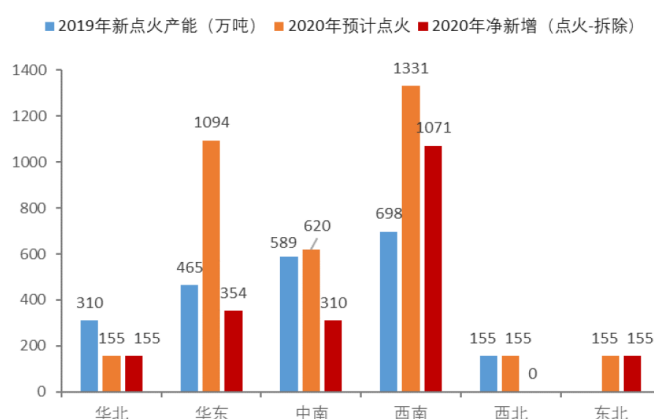
## 4.3、阶段性参与贝塔属性的传统周期龙头

当前市场对于资产定价未能充分反应未来经济的复苏，对于疫情的担忧，对于中美关系的担忧，对于周期行业业绩低于预期的担忧主导着市场定价。一旦未来两年宏观经济略超预期，竞争格局更好的周期行业的核心资产将更受益，如建材等；周期属性和金融属性的大宗商品价格弹性更大，如有色金属、石油石化。

图表 90：6 月全国水泥产量同比增速达 8.4%



图表 91：水泥 2020 年预计点火产能



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院海外建材团队整理

数据来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究院海外建材团队整理

## 4.4、先进制造业核心资产股票池

图表 92：先进制造业核心资产股票池

类别	行业	推荐标的	股票代码	评级	单位	EPS				PE TTM 20201011	PB (MRQ) 20201011
						2019A	2020E	2021E	2022E		
精密制造	机械军工	恒立液压	601100.SH	买入	元	1.47	1.93	2.41	2.84	60.56	16.14
		三一重工	600031.SH	审慎增持	元	1.36	1.67	2.01	2.17	16.77	4.35
		先导智能	300450.SZ	审慎增持	元	0.87	1.13	1.56	2.04	76.76	10.98
		中航沈飞	600760.SH	审慎增持	元	0.63	1.01	1.39	1.81	62.94	8.55
		中航机电	002013.SZ	审慎增持	元	0.27	0.29	0.34	0.42	46.42	4.66
		内蒙一机	600967.SH	审慎增持	元	0.34	0.40	0.48	0.59	30.92	1.99
		光威复材	300699.SZ	审慎增持	元	1.01	1.30	1.73	2.20	65.81	11.08
		菲利华	300395.SZ	审慎增持	元	0.63	0.74	1.15	1.77	81.94	7.80
		中航光电	002179.SZ	审慎增持	元	1.04	1.11	1.38	1.83	45.18	5.96
		北方华创	002371.SZ	审慎增持	元	0.67	0.81	1.19	1.72	219.62	13.32
		杰瑞股份	002353.SZ	审慎增持	元	1.42	1.88	2.26	2.64	19.01	2.90
		中海油服	601808.SH	未评级	元	0.52	0.60	0.68	0.80	17.45	1.50
		鸿远电子	603267.SH	审慎增持	元	1.88	1.42	1.99	2.75	64.72	8.64
		铂力特	688333.SH	审慎增持	元	1.09	1.19	1.61	2.19	133.70	8.55
		睿创微纳	688002.SH	审慎增持	元	0.49	1.18	1.52	2.10	86.55	14.67
		紫光国微	002049.SZ	审慎增持	元	0.67	1.14	1.80	2.81	118.02	15.96
		北摩高科	002985.SZ	审慎增持	元	1.89	1.97	2.76	3.89	93.07	13.04
		高德红外	002414.SZ	审慎增持	元	0.24	0.57	0.69	0.84	95.56	14.56
		捷昌驱动	603583.SH	审慎增持	元	1.61	1.80	2.13	2.68	43.82	8.57
		华测检测	300012.SZ	审慎增持	元	0.29	0.36	0.44	0.55	84.98	12.98
		华峰测控	688200.SH	审慎增持	元	2.27	2.73	3.35	4.59	103.66	7.95
		拓斯达	300607.SZ	审慎增持	元	1.41	2.01	2.20	2.76	23.08	5.70
		杭可科技	688006.SH	审慎增持	元	0.77	0.90	1.25	1.65	72.89	9.62
		浙江鼎力	603338.SH	审慎增持	元	2.00	1.86	2.44	2.97	58.74	14.15
		晶盛机电	300316.SZ	审慎增持	元	0.50	0.63	0.87	1.13	61.87	8.70
		迈为股份	300751.SZ	审慎增持	元	4.76	6.80	9.03	12.38	58.74	12.24
		锐科激光	300747.SZ	审慎增持	元	1.69	1.78	2.28	2.73	104.36	7.75
		埃斯顿	002747.SZ	审慎增持	元	0.08	0.17	0.28	0.40	248.02	10.73
		爱乐达	300696.SZ	审慎增持	元	0.66	0.73	0.97	1.30	124.78	12.96
		中简科技	300777.SZ	审慎增持	元	0.36	0.58	1.01	1.79	123.37	20.93
		航天电器	002025.SZ	审慎增持	元	0.94	1.10	1.51	2.10	55.98	7.10
		中航高科	600862.SH	审慎增持	元	0.40	0.33	0.50	0.72	55.94	8.17
		安达维尔	300719.SZ	审慎增持	元	0.29	0.39	0.52	0.67	68.00	7.07
		航发动力	600893.SH	审慎增持	元	0.48	0.58	0.69	0.82	95.71	3.87
	海外工业	中车时代电气	3898.HK	未评级	元	2.26	2.18	2.48	2.73	13.06	1.29
		三一国际	0631.HK	买入	元	0.30	0.38	0.46	0.57	13.38	1.75
化工及新材料	化工	万华化学	600309.SH	买入	元	3.23	2.31	3.78	4.81	30.87	5.49
		华鲁恒升	600426.SH	买入	元	1.51	1.29	2.02	2.21	19.52	2.74
		扬农化工	600486.SH	买入	元	3.78	4.13	5.5	6.13	19.74	4.85
		中国巨石	600176.SH	审慎增持	元	0.61	0.6	0.77	0.9	29.37	3.37
		恒力石化	600346.SH	审慎增持	元	1.44	1.71	2.16	2.3	11.66	3.43

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

以新 能源 为代 表的 汽车 产业 链		荣盛石化	002493.SZ	审慎增持	元	0.35	1.13	1.53	1.92	26.92	4.70
		金禾实业	002597.SZ	买入	元	1.45	1.61	2	2.39	24.75	4.31
		利尔化学	002258.SZ	审慎增持	元	0.59	1.2	1.38	1.59	25.73	3.07
		万润股份	002643.SZ	审慎增持	元	0.56	0.7	0.83	0.91	34.88	3.53
		桐昆股份	601233.SH	审慎增持	元	1.57	1.57	2.36	2.62	10.51	1.36
		卫星石化	002648.SZ	审慎增持	元	1.20	1.28	2.5	2.87	18.30	2.28
	电新	璞泰来	603659.SH	审慎增持	元	1.50	1.73	2.24	2.9	86.41	14.75
		宁德时代	300750.SZ	审慎增持	元	2.09	2.14	2.86	3.61	119.18	13.20
		恩捷股份	002812.SZ	审慎增持	元	1.06	1.2	1.77	2.28	110.57	18.54
	汽车	华域汽车	600741.SH	审慎增持	元	2.05	1.54	1.91	2.14	18.32	1.68
		拓普集团	601689.SH	审慎增持	元	0.43	0.63	0.99	1.2	97.22	6.08
		福耀玻璃	600660.SH	审慎增持	元	1.16	0.97	1.14	1.34	34.80	4.00
		长城汽车	601633.SH	审慎增持	元	0.49	0.46	0.80	1.00	44.24	3.43
		吉利汽车	0175.HK	买入	元	0.90	0.95	1.08	1.17	21.87	2.24
		敏实集团	0425.HK	审慎增持	元	1.47	1.10	1.58	1.91	29.64	2.36
		长安汽车	000625.SZ	审慎增持	元	-0.55	1.00	1.06	1.29	31.17	1.47
		比亚迪股份	1211.HK	审慎增持	元	0.50	1.14	1.08	1.55	196.88	4.87
	有色	中国重汽	000951.SZ	审慎增持	元	1.82	2.25	2.49	3.01	17.03	3.04
		三花智控	002050.SZ	审慎增持	元	0.52	0.56	0.69	0.86	62.38	8.98
		华友钴业	603799.SH	审慎增持	元	0.11	0.77	1.38	2.22	93.94	4.30
节 能 和 新 能 源 产 业 链	电新	赣锋锂业	002460.SZ	审慎增持	元	0.28	0.47	0.90	1.22	345.21	9.39
		国电南瑞	600406.SH	买入	元	0.94	1.14	1.30	1.47	20.56	3.03
		隆基股份	601012.SH	审慎增持	元	1.47	2.26	3.08	4.06	41.87	9.97
	海外新能 源	通威股份	600438.SH	审慎增持	元	0.68	1.36	1.40	1.86	57.14	5.69
		信义光能	0968.HK	买入	港 仙	30.28	36.58	48.79	52.86	40.50	7.78
		福莱特玻璃	6865.HK	买入	元	0.37	0.55	0.74	1.04	49.47	8.29
		信义能源	3868.HK	审慎增持	港 元	0.15	0.16	0.17	0.19	30.71	3.04
		大全新能源	DQ.N	审慎增持	美 元	2.17	11.39	16.66	15.05	45.00	4.53
		晶科能源	JSK.N	审慎增持	元	21.22	30.09	31.68	37.88	0.00	0.00
以 5G、 半导 体为 亮点 的 TMT 产业 链	通信	中兴通讯	000063.SZ	审慎增持	元	1.22	1.26	1.56	2.28	27.82	3.74
		移远通信	603236.SH	买入	元	1.94	2.16	3.29	5.86	154.67	12.36
		中际旭创	300308.SZ	审慎增持	元	0.73	1.18	1.67	2.11	54.49	5.04
		光环新网	300383.SZ	审慎增持	元	0.54	0.65	0.85	1.10	39.87	4.01
		信维通信	300136.SZ	审慎增持	元	1.05	1.45	1.92	2.47	57.01	11.17
		亿联网络	300628.SZ	审慎增持	元	2.07	1.73	2.28	2.96	43.92	12.40
	电子	汇顶科技	603160.SH	买入	元	5.17	3.17	4.11	5.44	39.37	10.90
		立讯精密	002475.SZ	买入	元	0.88	1.08	1.51	2.11	74.62	18.85
		水晶光电	002273.SZ	审慎增持	元	0.44	0.46	0.56	0.74	33.89	3.24
		沪电股份	002463.SZ	审慎增持	元	0.72	0.92	1.16	1.4	25.42	6.13
		中微公司	688012.SH	未评级	元	0.37	0.59	0.78	1.16	329.20	23.51
		大族激光	002008.SZ	-	元	0.61	1.15	1.48	1.72	41.44	4.09
		北方华创	002371.SZ	审慎增持	元	0.67	0.81	1.19	1.72	219.62	13.32
	海外 TMT	华虹半导体	1347.HK	审慎增持	美 元	0.13	0.09	0.12	0.16	42.34	2.05
		舜宇光学科技	2382.HK	买入	元	3.65	3.96	5.09	6.43	29.25	8.94
		比亚迪电子	0285.HK	审慎增持	元	0.71	2.72	1.62	1.50	24.58	4.26

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 52 -

		小米集团	1810.HK	买入	元	0.42	0.55	0.68	0.83	39.72	4.92
		瑞声科技	2018.HK	未评级	元	1.84	1.55	2.29	2.77	27.80	2.41

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2020 年 10 月 11 日；中海油服、中车时代电气、中微公司、大族激光、瑞声科技 2020-2022 年 EPS 为彭博一致预期；中海油服、中车时代电气、中微公司、瑞声科技此前有覆盖报告，评级显示为“未评级”；大族激光此前无覆盖评级报告，评级显示为“-”。

## 5、风险提示

全球经济增速下行；中、美货币政策宽松不达预期；大国博弈风险。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyqz.com.cn](http://www.xyqz.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。