

“稳”民企，“兴”制造

——金融供给侧慢牛系列报告（六）

报告摘要：

我们在今年3月中旬提示“新经济、新制造”（民企高端制造业）投资机会，本文梳理金融供给侧改革下高端制造的投资逻辑及三条投资主线。

● 前言：金融供给侧改革助力高端制造重塑全球价值链

高端制造是政策由“破”转“立”的主要发力方向，也是中国实现全球价值链跃升的关键。高端制造将重塑全球价值链，是大国竞争力的核心。

● 一、“破”“立”之道，民企制造

决策层推动新经济“宽信用”体系，扶“硬科技”民企制造。“金融供给侧改革”是其中最关键一环，与16年“实体供给侧改革”相比，19年“金融供给侧改革”下，民企的融资环境和利润结构都将显著改善。

● 二、“宽信用”供给端：从民企“纾困”到长效机制

习总书记去年末提出民企“纾困”后，各地“纾困”政策陆续出台，伴随着19年初A股较大涨幅，股权质押风险基本缓和。同时，监管层也从信贷、股权和债权3个维度，着手建立民企“纾困”长效机制。

● 三、“宽信用”需求端：制造扶持政策渐次夯实

《中国制造2025》提出“五大工程”和“十大重点战略”，定下新经济“宽信用”发力方向的基调。中国主要经济区域在过去两年也纷纷落地制造扶持政策。同时，增值税减税也进一步改善了制造业的营商环境。

● 四、国际比较：从“量”到“质”，全球价值链重塑

中国制造“大而不强”处于全球价值链较低位置。中国企业ROE显著低于美国，主要受较低的利润率拖累。高端制造抬升利润率水平，重塑全球价值链。关注中国利润率相对偏低的行业：半导体、软件、装备制造。

● 五、产能周期：民企制造业将走出“被动加杠杆”

18年紧信用，民企制造业被动加杠杆；19年宽信用，民企制造业将走出被动加杠杆，未来随着金融供改推进，终将迎来主动加杠杆。关注筹资现金流底部改善的民企制造业：电源设备、高低压设备、重卡、电气设备。

● 六、政策对冲：基建链+消费链制造业受益于经济“稳增长”预期

预计二季度经济仍有下行压力，基建+消费相关政策将托底经济“稳增长”。1-2月份部分制造行业利润增速逆势改善：电气设备、饮料制造。综合估值、ERP、基金持仓、股权质押风险等，中游制造也具备相对优势。关注“稳增长”受益的基建制造+消费制造：电气设备、饮料制造。

● 核心假设风险：

经济回落超预期；“宽信用”政策力度低预期；海外风险超预期。

图：高端制造的3条投资主线



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分析师：

戴康



SAC 执证号：S0260517120004

SFC CE No. BOA313



021-60750651



daikang@gf.com.cn

分析师：

曹柳龙



SAC 执证号：S0260516080003



021-60750626



caoliulong@gf.com.cn

请注意，曹柳龙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

科创板映射——“金融供给侧慢牛”系列报告（五） 2019-03-24

科技牛的估值：从中观到微观——金融供给侧慢牛系列报告（四） 2019-03-21

“供给侧慢牛”2.0时代——金融供给侧慢牛系列报告（三） 2019-03-14

目录索引

| | |
|---|----|
| 前言：金融供给侧改革助力高端制造重塑全球价值链..... | 4 |
| 一、“破”“立”之道，民企制造..... | 5 |
| 1.1 由“破”转“立”，决策层推进新经济“宽信用”体系 | 5 |
| 1.2 民企制造是新经济“宽信用”重点发力方向..... | 6 |
| 二、“宽信用”供给端：从民企“纾困”到长效机制，改善民企制造融资环境 | 7 |
| 2.1 各地“纾困”措施陆续出台，多重“纾困”基金相继设立..... | 7 |
| 2.2 股权质押风险基本缓和 | 8 |
| 2.3 民企“纾困”的长效机制逐步建立 | 9 |
| 三、“宽信用”需求端：制造扶持政策渐次夯实，民企制造营商环境不断改善 | 11 |
| 3.1 中国制造 2025 确定高端制造战略方向 | 11 |
| 3.2 制造扶持政策持续出台 | 11 |
| 3.3 减税进一步改善制造业的营商环境 | 13 |
| 四、国际比较：从“量”到“质”，全球价值链重塑——半导体、软件、装备制造..... | 14 |
| 4.1 中国制造业“大而不强”，仍处全球价值链较低位置..... | 14 |
| 4.2 中国亟待提升“硬科技”，改善利润率..... | 14 |
| 4.3 高端制造重塑全球价值链..... | 15 |
| 五、产能周期：民企制造业将走出“被动加杠杆”——电源设备、高低压设备、重卡、电气设备..... | 17 |
| 5.1 A 股正处于新一轮产能扩张周期..... | 17 |
| 5.2 民企制造有望走出“被动加杠杆” | 17 |
| 5.3 筹资现金流底部改善的民企制造最受益..... | 19 |
| 六、政策对冲：基建链+消费链制造业受益于经济“稳增长”预期——电气设备、饮料制造 | 20 |
| 6.1 二季度经下行压力仍在，基建+消费托底经济..... | 20 |
| 6.2 基建制造+消费制造将受益于“稳增长”政策对冲 | 22 |
| 6.3 中游制造也具备交易结构上的优势 | 23 |
| 风险提示 | 26 |

图表索引

| | |
|---|----|
| 图 1：高端制造的 3 条投资主线..... | 4 |
| 图 2：“破”“立”之道，最高层推进新经济“宽信用”体系..... | 5 |
| 图 3：“宽信用”融资需求端：（新）基建“稳增长”+民企制造“谋发展” | 6 |
| 图 4：A 股的股权质押平仓线以下的市值&上证综指..... | 8 |
| 图 5：中小板股权质押风险&市场走势..... | 8 |
| 图 6：创业板股权质押风险&市场走势..... | 8 |
| 图 7：A 股各行业股权质押风险缓解程度 & 年初以来的涨跌幅 | 9 |
| 图 8：中国制造 2025 五大工程 | 11 |

| | |
|---|----|
| 图 9: 中国制造 2025 十大战略重点 | 11 |
| 图 10: 四大经济区域制造业扶持政策体系陆续建立 | 12 |
| 图 11: 中美德等国制造业增加值占全球比 | 14 |
| 图 12: 制造业国际分工梯度格局 | 14 |
| 图 13: 美国的 ROE (TTM) 显著高于中国 | 15 |
| 图 14: 中国的资产周转率高于美国 | 15 |
| 图 15: 中国的资产负债率高于美国 | 15 |
| 图 16: 但中国的销售利润率显著低于美国 | 15 |
| 图 17: 中国和美国行业销售利润率对比 | 16 |
| 图 18: 构建各类资产支付的现金流同比增速 | 17 |
| 图 19: 在建工程同比增速 | 17 |
| 图 20: 民企制造的实际盈利周期 & 杠杆周期 | 18 |
| 图 21: 民企的融资成本已经显著回落 | 19 |
| 图 22: 民企的杠杆率从 12 年以来明显抬升, 但仍偏低 | 19 |
| 图 23: 企业筹资现金流同比增速 (预估) | 19 |
| 图 24: 社融增速 & 盈利增速 | 20 |
| 图 25: 工业企业盈利增速&A 股剔除金融业绩增速 | 21 |
| 图 26: 基建投资回升“稳增长” | 21 |
| 图 27: 工业企业收入增速向下击穿库存的时期, 经济下行+货币政策宽松 | 22 |
| 图 28: PMI 中, 中型小型企业的改善幅度更强 | 23 |
| 图 29: 工业企业利润中国企盈利增速回落幅度更大 | 23 |
| 图 30: 装备制造业的利润增速逆势改善 | 23 |
| 图 31: 消费制造业的利润增速逆势改善 | 23 |
| 图 32: 制造业的估值水平依然偏低 | 24 |
| 图 33: 制造业的 REP 仍处相对高位 | 24 |
| 图 34: 主动偏股+灵活配置型基金显著低配制造业 | 24 |
| 图 35: 制造业的股权质押风险以明显缓和 | 24 |
| | |
| 表 1: 政府“纾困”政策陆续出台 | 7 |
| 表 2: 民企直接+间接融资长效机制逐步建立 | 10 |
| 表 3: 新一代信息技术产业政策 | 12 |
| 表 4: 买卖价格均不变情况下, 受益行业及 A 股整体情况 | 13 |
| 表 5: 筹资现金流差 & 资本开支提高的细分行业 | 19 |
| 表 6: 预计二季度企业盈利回落压力依然较大 | 20 |
| 表 7: 最近消费扶持政策相继出台 | 21 |
| 表 8: 交易层面来看 (估值、基金持仓、ERP 和股权质押风险), 中游制造相对较优 | 25 |

前言：金融供给侧改革助力高端制造重塑全球价值链

政策由“破”转“立”，高端制造重点发力。18年末以来监管层相继推出民企“纾困”、科创板、金融供给侧改革等政策，分别从需求端、媒介端和供给端推进新经济“宽信用”体系，这是继13-18年金融去杠杆+实体去杠杆以来政策由“破”到“立”的重大转向。从新经济“宽信用”的供给端来看：金融供给侧改革将改善民企、小微、科创类“真成长”的融资环境，培育中国“硬科技”产业链；从新经济“宽信用”的需求端来看：高端制造是政策重点发力的方向，无论是制造强国战略、还是中国制造2025战略，均指向“硬科技”的突围！

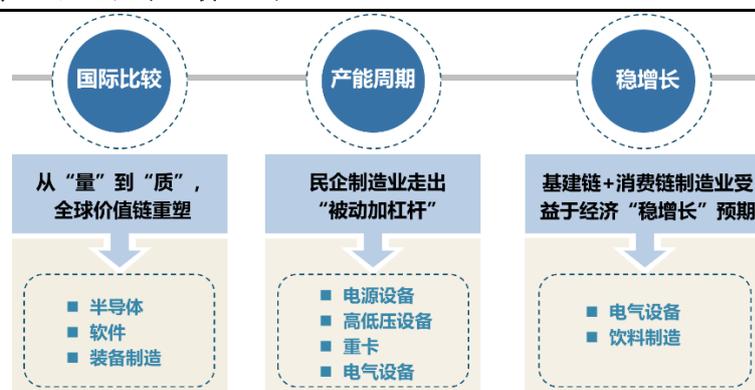
高端制造重塑全球价值链。中美对抗的实质在于，争夺全球价值链秩序的主导权。中国制造业大而不强，美国制造业强而不大，中国向高端制造业升级，一定程度上会和美国形成国家战略层面上的对抗，而中美贸易摩擦，仅仅是这种对抗的外化表现。美国ROE高于中国，销售利润率（毛利率）是唯一支撑，失去高端制造则失去一切。因此，掌握高端制造领域的主导权是维持美国国家竞争力的关键所在。

中国经济“新旧动能换挡”，高端制造助力经济突围。中国经济增长的驱动力，以08年金融危机为界，可以分为周转率驱动和杠杆率驱动——在08年以前，凭借加入WTO的东风，中国经济出口导向为主，周转率大幅抬升持续改善ROE水平；而在08金融危机之后，中国经济更加依赖地产、基建加杠杆，通过提升杠杆率维持相对较高的ROE水平。当前，中国经济越来越接近长债务周期拐点，经济体量全球第二，很难再通过加杠杆或高周转维持较高的ROE水平。从ROE杜邦三因素出发，提升利润（即高端制造产业升级）是维持经济高速增长的最优选项。

我们认为，高端制造有3条投资主线——

- (1) 中国仍处全球“价值链”较低位置的行业：半导体、软件、装备制造；
- (2) 走出“被动加杠杆”的制造业：电源设备、高低压设备、重卡、电气设备；
- (3) “稳增长”政策对冲的基建链、消费链制造业：电气设备、饮料制造。

图1：高端制造的3条投资主线



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

一、“破”“立”之道，民企制造

1.1 由“破”转“立”，决策层推进新经济“宽信用”体系

我们观察到18年末至19年初，政策基调进一步转向，推进新经济“宽信用”体系的搭建，从促进广谱利率下行和风险偏好提升两方面对A股估值形成正向推动。

中国经济结构性问题的根源在于信用配置结构的失衡。为应对08年金融危机，“4万亿”之后中国的信用错配问题越发严峻：信贷资源过度集中于地产、基建等传统周期行业，间接融资占比过大，信用资源配置效率偏低。

先“破”后“立”，最高层“三位一体”推进新经济“宽信用”体系。(1)“先破”——13-18年的实体和金融去杠杆分别从需求端和供给端压缩传统信用结构;(2)“后立”——18年末开始习总书记先后提出的民企“纾困”、金融供给侧改革、科创板，则是从信用的需求、供给和媒介出发，“三位一体”构建新经济“宽信用”体系。

19年“金融供给侧改革”将显著改善民企制造业的融资环境。16年“实体供给侧改革”对民企制造业形成影响——(1)从信用环境来看，信贷资源向央企和国企代表的上游资源行业集中；(2)从盈利结构来看，16年“实体供给侧改革”上游资源行业价格大幅抬升，企业利润进一步向国企资源类行业集中，而民企制造业的利润空间则明显收窄；而19年“金融供给侧改革”主要解决民企、小微、科创等“真成长”的“融资难、融资贵”问题，信贷资源将更多向民企制造业倾斜，民企制造业的盈利结构也会得到较大改善。

图2：“破”“立”之道，最高层推进新经济“宽信用”体系



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1.2 民企制造是新经济“宽信用”重点发力方向

在新经济“宽信用”体系中，信用需求端的民企制造是政策最核心的目标。引导民企“硬”制造发展是政策“破”而后“立”的主要目的。在经济“新旧动能转换”期，决策层需要兼顾“稳增长”和“谋发展”双重目标。在实体经济信用需求端，（新）基建是“稳增长”的政策支点，而民企制造则是“谋发展”的发力方向——

从实体需求端来看，信用扩张对应的“有效需求”主要有4个组成部分：政府债务“软约束”的基建+居民杠杆“硬约束”的地产+民企“纾困”加杠杆+居民消费(贷)。其中——

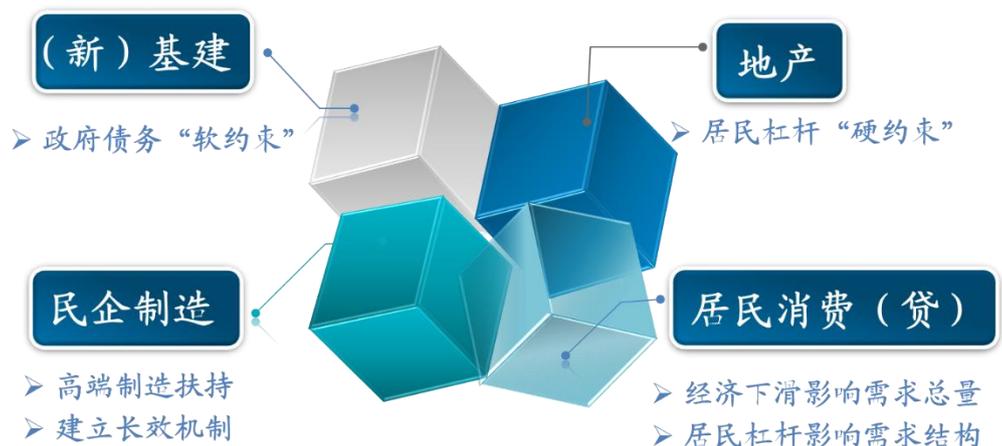
(1) 地产：在“房住不炒”的政策导向和居民杠杆高企的“硬约束”下，地产政策虽然不会更紧，但也很难明显宽松；

(2) （新）基建：经济“稳增长”是“调结构”的基础，而（新）基建由于地方政府债务软约束的优势，在宏观杠杆率较高的背景下，将越发成为经济“稳增长”的重要推手；

(3) 民企制造：民企制造业的实际盈利能力持续改善、杠杆率仍处相对低位，在民企“纾困”政策下，预计19年民企制造业的筹资环境将明显改善，产能扩张的动能也会逐步加强，新经济“硬”制造将迎来基本面和政策面共振；

(4) 居民消费(贷)：也是实体“有效需求”的重要组成部分，能够带来信用扩张。但短期来看，由于经济下滑影响需求总量、居民杠杆影响需求结构，居民消费贷款对于信用扩张的效果也比较有限。

图3：“宽信用”融资需求端：（新）基建“稳增长”+民企制造“谋发展”



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、“宽信用”供给端：从民企“纾困”到长效机制，改善民企制造融资环境

2.1 各地“纾困”措施陆续出台，多重“纾困”基金相继设立

去年11月初习近平总书记提出民企“纾困”后，各地监管层陆续出台相应纾困措施，从供给端改善“信用”环境。18年金融去杠杆力度较大，而实体部门也限制了地产和基建的融资活动，导致信用环境整体偏紧，企业的筹资环境显著恶化。尤其是处于产能扩张周期的民企制造业，现金流“捉襟见肘”。为了应对“紧信用”环境对民企、小微和科创类企业的负面影响，习总书记在去年11月初提出民企“纾困”政策。而各地方政府监管部门也积极响应，陆续落地民企“纾困”计划，设立多种专项基金，有效缓解了民企的资金困局。

表 1：政府“纾困”政策陆续出台

| 日期 | 部门/领导人 | 政策文件/来源 | 政策内容 |
|------------|--------|------------------------------|--|
| 2018-10-31 | 证券业协会 | 《证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划发起人协议》 | 11家券商签署设立210亿元母资管计划，引导设立子资管计划，形成共1000亿元规模的资管计划，专项纾解股票质押困难 |
| 2018-11-03 | 上海市政府 | 《关于全面提升民营企业活力大力促进民营经济发展若干意见》 | 100亿元上市公司纾困基金+100亿元小微企业信用贷款和担保贷款+100亿元小微企业政策性融资担保基金 |
| 2018-12-02 | 深圳市政府 | 《关于以更大力度支持民营经济发展的若干措施》 | 1000亿元新增信贷+100亿元债权资金+50亿元股权基金+1000亿元的深圳市民营企业平稳发展基金 |
| 2018-12-05 | 广东省政府 | 设立“纾困”基金 | 200亿广东上市公司新动能基金 |
| 2018-12-25 | 成都市政府 | 《关于促进民营经济健康发展的意见》 | 100亿元应急周转基金+50亿元的市级再担保公司+100亿元的地方资产管理公司+100亿元上市公司纾困帮扶基金+20亿元知识产权运营基金+20亿元四板基金+10亿元天使投资基金 |
| 2019-01-02 | 天津市政府 | 《关于进一步促进民营经济发展的若干意见》 | 100亿元的再贷款和再贴现资金+50亿元的天津市融资担保发展基金+100亿元的民营企业纾困基金 |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2.2 股权质押风险基本缓和

各地“纾困”政策持续发力，伴随19年初以来A股较大的上涨行情，股权质押风险基本缓和。18年10月之后，各类质押纾困专项基金先后入市，股权质押风险得到有效控制，在平仓线以下的股权质押市值¹也开始逐步回调。19年初以来A股显著上涨，也进一步缓和了股权质押风险，数据上来看，当前低于平仓线的股权质押市值仅为6千亿，相对去年高点的12.5千亿已经大幅下降42.73%。

备注：股权质押数据是根据Choice数据库计算统计而来，具体算法请参见本页尾注，下同。

图4：A股的股权质押平仓线以下的市值&上证综指



数据来源：Wind, Choice, 广发证券发展研究中心

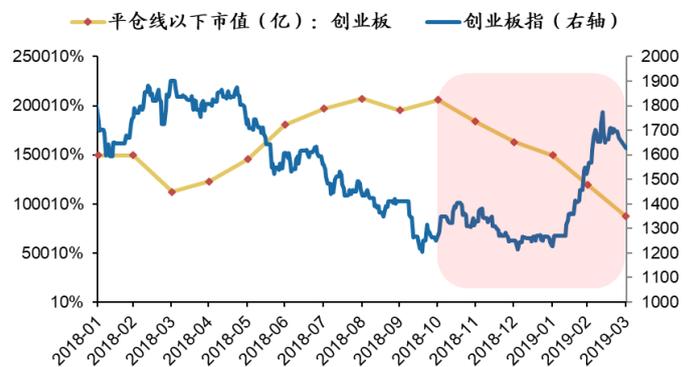
结构上来看，中小、创业板的股权质押问题也明显缓解。民企“纾困”政策主要改善民企、小微、科创类上市公司的筹资现金流环境，同时，今年初以来以中小、创业板为代表的成长股涨幅显著靠前，中小、创业板的股权质押风险缓和的幅度尤为明显：（1）当前中小板在平仓线以下的市值仅为1463亿元，相对于去年高点的3624亿元大幅回落了59.6%；（2）当前创业板在平仓线以下的市值仅为872亿，相对于去年高点的2058亿大幅回落了57.6%

图5：中小板股权质押风险&市场走势



数据来源：Wind, Choice, 广发证券发展研究中心

图6：创业板股权质押风险&市场走势

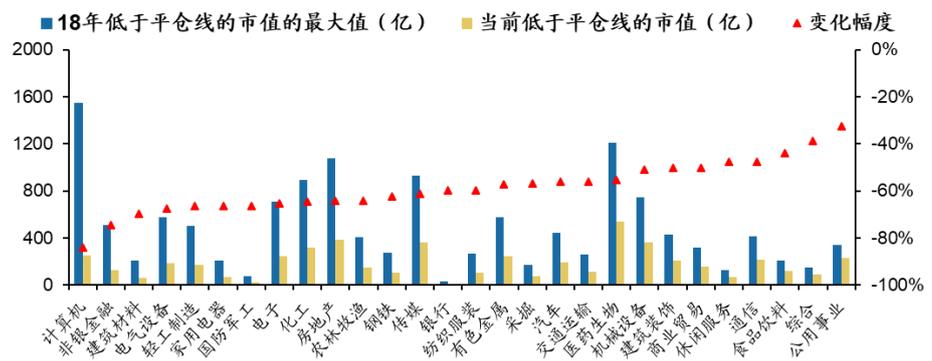


数据来源：Wind, Choice, 广发证券发展研究中心

¹ 根据wind数据统计：质押个股平仓线的测算基于质押率60%，股价平仓线130%的假定，平仓线=质押公布日的收盘价*质押率*股价平仓线。若之后的实际收盘价低于平仓线，该收盘价与质押股数乘积所得的市值认为是低于平仓线市值。

分行业来看，计算机、非银、建材等行业股权质押风险明显降低。在一级行业中，计算机当前在平仓线以下的市值仅为249亿，相对于去年高点的1551亿显著回落84.0%；非银当前在平仓线以下的市值仅为129亿，相对于去年高点的508亿显著回落74.5%；建材当前在平仓线以下的市值仅为62亿，相对于去年高点的204亿显著回落69.6%。而公用事业、食品饮料、休闲服务等行业的股权质押风险本来就相对有限，股权质押风险回落的幅度也相对有限。

图7：A股各行业股权质押风险缓解程度 & 年初以来的涨跌幅



数据来源：Choice，Wind，广发证券发展研究中心

2.3 民企“纾困”的长效机制逐步建立

监管层也逐步从间接融资和直接融资层面，分别从信贷、股权和债权3个维度，建立民企“纾困”的长效机制。（1）从民企的信贷融资角度来看——去年11月初习近平总书记表示：银行业绩效考核同支持民营经济发展挂钩；紧接着的11月7日，银保监会便设立民企贷款“一二五”目标，争取3年后银行对民企贷款占新增公司类贷款比例不低于50%；今年3月15日，李克强总理进一步表态：让小微企业融资成本在去年的基础上再降低1个百分点；（2）从民企的股权融资角度来看——上交所“科创板”持续推进落地，为民企“硬”制造公司增加了一条新的上市渠道；（3）从民企的债权融资角度来看——央行设立再贷款和信用缓释工具支持关键民企债权融资；发改委针对优质企业发行债券实行“即报即审”、“一次核准额度、分期自主发行”制度；交易所设立信用保护供给助力民企降低融资成本；

表 2: 民企直接+间接融资长效机制逐步建立

| | 日期 | 部门 | 政策文件/来源 | 政策内容 |
|------|------------|-------|----------------------------------|----------------------------------|
| 间接融资 | 2018-11-01 | 习近平 | 民营企业座谈会 | 把银行业绩考核同支持民营经济发展挂钩 |
| | 2018-11-07 | 银保监会 | 民企贷款“一二五”目标 | 三年后，银行业对民企的贷款占新增公司类贷款的比例不低于50% |
| | 2019-03-04 | 银保监会 | 进一步提升小微企业金融服务质效 | 5大行实现“普惠型小微企业贷款余额较年初增长30%以上” |
| | 2019-03-15 | 李克强 | 十三届全国人大二次会议 | 让小微企业融资成本在去年的基础上再降低1个百分点 |
| 直接融资 | 2018-10-22 | 央行 | 《设立民营企业债券融资支持工具 毫不动摇支持民营经济发展》 | 央行再贷款、专业机构信用风险缓释工具等，支持关键民企债券融资 |
| | 2018-12-05 | 发改委 | 《支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》 | 优质企业发行债券实行“即报即审”、“一次核准额度、分期自主发行” |
| | 2019-01-18 | 沪深交易所 | 《信用保护工具业务管理试点办法》 | 信用保护工具与公司债券同步发行，降低融资成本 |
| | 2019-01-28 | 证监会 | 《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》 | 于上交所设立科创板，试点注册制 |
| | 2019-03-01 | 证监会 | 《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》 | 科创板制度落地 |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、“宽信用”需求端：制造扶持政策渐次夯实，民营企业制造营商环境不断改善

3.1 中国制造 2025 确定高端制造战略方向

《中国制造2025》提出的“五大工程”和“十大重点战略”，为制造强国战略布下第一个十年行动纲领。在全球竞争的格局下，发展高端制造、提升制造业价值链，在一定程度上需要产业政策的扶持。《中国制造2025》写入19大报告，将高端制造业提升到了国家战略层面。《中国制造2025》提出五大工程和十大战略，全面提升中国制造业的国际分工格局，其中——五大工程：制造业创新中心、绿色制造工程、高端装备创新工程、工业强基工程、智能制造工程；十大战略重点：新一代信息技术产业、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、高档数控机床和机器人、电力装备、农机装备、新材料、生物医药及高性能医疗装备。

图8：中国制造2025五大工程



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：中国制造2025十大战略重点

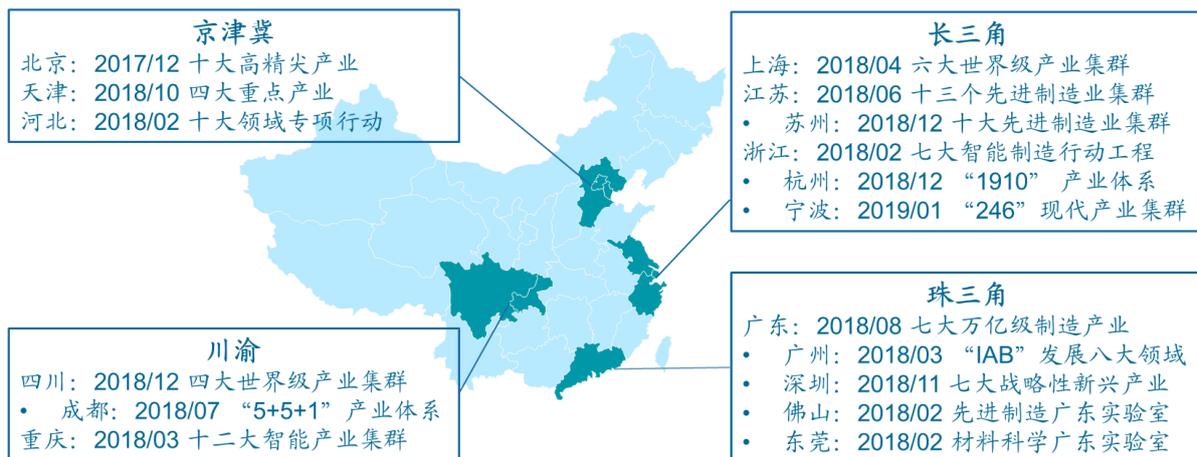


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

3.2 制造扶持政策持续出台

17年末的19大报告中写入《中国制造2025》战略以来，先进制造和新兴产业为核心的相关扶持政策也在多地得到落实。在长三角、珠三角、京津冀和川渝等中国主要的经济区域中，制造扶持相关政策从17年末以来相继落地——（1）长三角：18年4月上海推出建立“六大世界级产业集群”；18年6月江苏提出建立“十三个先进制造业集群”；18年2月浙江构建“七大智能制造行动工程”……（2）珠三角：广东省在18年8月规划“七大万亿级制造业”；广州在18年3月构建“IBA发展八大领域”……（3）京津冀：17年12月北京扶持“十大高精尖产业”；18年10月天津设立“十大重点产业”……（4）川渝：四川在18年末提出建立“四大世界级产业区”；重庆在18年初规划“十二大智能产业集群”……

图10: 四大经济区域制造业扶持政策体系陆续建立



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

以《中国制造2025》提出的“十大重点战略”中的新一代信息技术为例: 长三角、珠三角、京津冀和川渝等中国主要经济区域的地方政府, 积极响应“制造强国”战略, 17年末以来陆续推出各种制造业扶持相关政策, 从新经济“宽信用”的需求端发力, 改善高端制造业的政策环境。

表 3: 新一代信息技术产业政策

| 政府 | 时间 | 新一代信息技术产业相关政策 |
|---------|------------|--|
| 北京市人民政府 | 2017-12-20 | 北京市加快科技创新发展新一代信息技术产业的指导意见 |
| 北京市人民政府 | 2019-02-19 | 《北京市人民政府关于印发 2019 年市政府工作报告重点工作分工方案的通知》 |
| 河北省政府 | 2018-02-08 | 《河北省人民政府关于印发河北省战略性新兴产业发展三年行动计划的通知》 |
| 上海市人民政府 | 2017-04-17 | 《关于本市进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》 |
| 上海市人民政府 | 2017-10-26 | 《关于本市推动新一代人工智能发展的实施意见》 |
| 上海市经信委 | 2018-04-28 | 《全力打响“上海制造”品牌 加快迈向全球卓越制造基地三年行动计划（2018-2020 年）》 |
| 上海市松江区 | 2018-11-07 | 《松江区关于加快 G60 科创走廊产业发展的若干政策规定》 |
| 上海市人民政府 | 2018-11-12 | 《关于本市促进资源高效率配置推动产业高质量发展的若干意见》 |
| 江苏省 | 2018-06-25 | 《省政府关于加快培育先进制造业集群的指导意见》 |
| 浙经信技术 | 2018-08-24 | 《关于开展 2018 年浙江省制造业创新中心培育创建工作的通知》 |
| 宁波市政府 | 2018-10-17 | 《关于创建特色型中国软件名城的实施意见》 |
| 宁波市经信局 | 2019-01-30 | 《全市工业和科技工作会议》 |
| 广东省 | 2018-08-31 | 《广东省降低制造业企业成本支持实体经济发展的若干政策措施（修订版）》 |
| 广州市政府 | 2018-03-12 | 《广州市建设“中国制造 2025”试点示范城市实施方案（修订版）》 |
| 深圳市人民政府 | 2018-11-02 | 《深圳市关于进一步加快发展战略性新兴产业的实施方案》 |
| 四川省 | 2018-12-12 | 《关于优化区域产业布局的指导意见》 |
| 重庆市人民政府 | 2018-08-22 | 《重庆市加快集成电路产业发展若干政策》 |
| 重庆市人民政府 | 2018-03-01 | 《重庆市以大数据智能化为引领的创新驱动发展战略行动计划（2018—2020 年）》 |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3.3 减税进一步改善制造业的营商环境

19年增值税改革方案将显著利好制造业。19年3月两会政府工作报告提出进一步深化增值税改革，现行16%的税率降至13%，现行10%的税率降至9%，计划2019年减轻企业税收和社保缴费负担近2万亿元。据广发策略测算，本次减税将给A股整体盈利增厚5%，结构上制造业（销项税率接近16%）的行业显著受益。由于受益于16%的税档显著下调，使制造业盈利弹性最大：利润增厚幅度前15中占11位，制造业整体减税1576亿元，净利润增厚12.7%。作为制造业的重要组成部分，民企制造尤为受益于增值税改革，民企制造业的经营环境将得到进一步的优化和改善。

备注：我们主要考量现实情景中较为常见的情况：各行业议价能力相对均衡，即增值税率下调而企业的含税买卖价格均不变，对19年盈利增厚幅度做出测算。

表 4：买卖价格均不变情况下，受益行业及A股整体情况

| 证监会一级行业 | 投入产出表行业 | 2018年预测营业收入（亿元） | 2018年预测净利润（亿元） | 减税额（亿元） | 减税额/营业收入 | 净利润增厚（亿元） | 净利润增厚幅度 |
|------------------|-----------------|-----------------|----------------|---------------|-------------|----------------|--------------|
| 批发和零售业 | 批发和零售 | 27117.5 | 654.5 | 632.6 | 2.3% | 480.64 | 73.4% |
| 采矿业 | 非金属矿和其他矿采选产品 | 1660.2 | 36.3 | 22.5 | 1.4% | 17.11 | 47.1% |
| 制造业 | 其他制造产品 | 1011.1 | 23.7 | 11.8 | 1.2% | 9.33 | 39.4% |
| 制造业 | 交通运输设备 | 27771.6 | 1292.6 | 292.8 | 1.1% | 250.56 | 19.4% |
| 制造业 | 通信设备、计算机和其他电子设备 | 21601.1 | 1216.0 | 239.1 | 1.1% | 205.49 | 16.9% |
| 制造业 | 通用设备 | 3290.8 | 204.8 | 40.1 | 1.2% | 34.36 | 16.8% |
| 采矿业 | 金属矿采选产品 | 3199.7 | 187.3 | 43.3 | 1.4% | 29.97 | 16.0% |
| 制造业 | 石油、炼焦产品和核燃料加工品 | 1979.9 | 140.7 | 28.3 | 1.4% | 22.13 | 15.7% |
| 制造业 | 金属制品 | 2213.7 | 135.6 | 24.3 | 1.1% | 18.72 | 13.8% |
| 制造业 | 废品废料 | 266.2 | 23.2 | 3.7 | 1.4% | 3.17 | 13.7% |
| 制造业 | 金属冶炼和压延加工品 | 22542.4 | 1250.7 | 181.3 | 0.8% | 151.38 | 12.1% |
| 制造业 | 电气机械和器材 | 13391.0 | 1101.6 | 157.0 | 1.2% | 131.86 | 12.0% |
| 制造业 | 纺织品 | 772.8 | 66.4 | 9.5 | 1.2% | 7.77 | 11.7% |
| 采矿业 | 煤炭采选产品 | 8431.1 | 949.7 | 142.7 | 1.7% | 110.66 | 11.7% |
| 制造业 | 专用设备 | 5988.7 | 559.6 | 77.6 | 1.3% | 64.20 | 11.5% |
| 制造业 | 木材加工品和家具 | 928.9 | 100.2 | 13.7 | 1.5% | 11.43 | 11.4% |
| 制造业 | 纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品 | 1275.8 | 121.5 | 18.2 | 1.4% | 13.65 | 11.2% |
| 电力、热力、燃气及水生产和供应业 | 电力、热力的生产和供应 | 8417.7 | 721.4 | 99.6 | 1.2% | 78.82 | 10.9% |
| 制造业 | 造纸印刷和文教体育用品 | 2088.6 | 177.0 | 21.4 | 1.0% | 17.76 | 10.0% |
| 制造业 | 化学产品 | 20217.0 | 1962.0 | 238.9 | 1.2% | 195.68 | 10.0% |
| 制造业 | 食品和烟草 | 8408.7 | 1133.5 | 145.3 | 1.7% | 110.73 | 9.8% |
| 制造业 | 仪器仪表 | 363.9 | 54.5 | 5.8 | 1.6% | 4.95 | 9.1% |
| 电力、热力、燃气及水生产和供应业 | 水的生产和供应 | 165.4 | 36.3 | 3.2 | 1.9% | 2.72 | 7.5% |
| 制造业 | 非金属矿物制品 | 4862.6 | 734.6 | 67.2 | 1.4% | 52.69 | 7.2% |
| 房地产业 | 房地产 | 19106.7 | 1924.9 | 151.8 | 0.8% | 111.25 | 5.8% |
| 农、林、牧、渔业 | 农林牧渔产品和服务 | 1214.9 | 112.2 | 5.9 | 0.5% | 5.58 | 5.0% |
| 交通运输、仓储和邮政业 | 交通运输、仓储和邮政 | 11008.5 | 951.6 | 17.6 | 0.2% | 13.87 | 1.5% |
| 电力、热力、燃气及水生产和供应业 | 燃气生产和供应 | 860.0 | 59.7 | 1.0 | 0.1% | 0.76 | 1.3% |
| 采矿业 | 石油和天然气开采产品 | 51625.9 | 1465.3 | 1.4 | 0.0% | 1.08 | 0.1% |
| 制造业 | | 138974.9 | 10298.0 | 1575.9 | 1.1% | 1305.86 | 12.7% |
| A股剔除金融 | | 336760.9 | 20378.7 | 2398.5 | 0.7% | 1888.33 | 9.3% |
| A股整体 | | 408516.4 | 38040.8 | 2398.1 | 0.6% | 1888.01 | 5.0% |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、国际比较：从“量”到“质”，全球价值链重塑——半导体、软件、装备制造

4.1 中国制造业“大而不强”，仍处全球价值链较低位置

2010年中国制造业增加值首次超过美国，占全球制造业份额首位。截止2017年的数据显示，中国制造业增加值的全球占比高达27.3%，远高于第二名美国的16.2%以及第三名德国的6.0%。

不过中国制造业“大而不强”。在全球产业链分工格局中，中国的制造业主要提供零部件为代表的中间体、集成电路和半导体元器件，而处于更高端价值链的核心技术标准/专利/高端消费电子产品等，则几乎被美国、德国和日本垄断。

图11：中美德等国制造业增加值占全球比

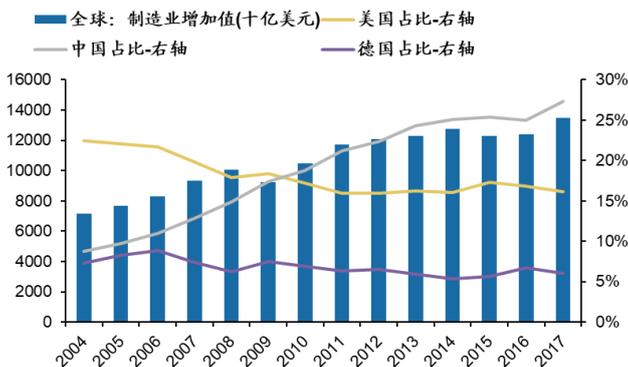
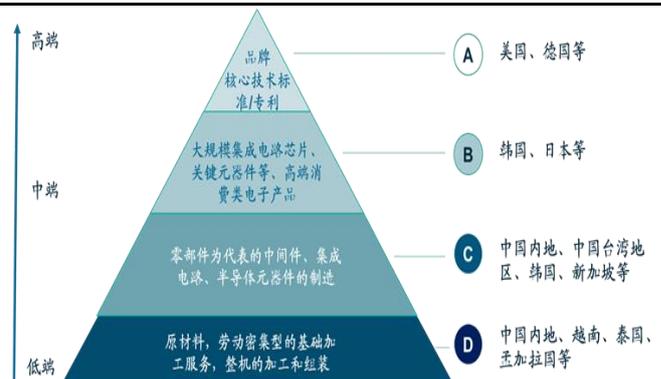


图12：制造业国际分工梯度格局



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

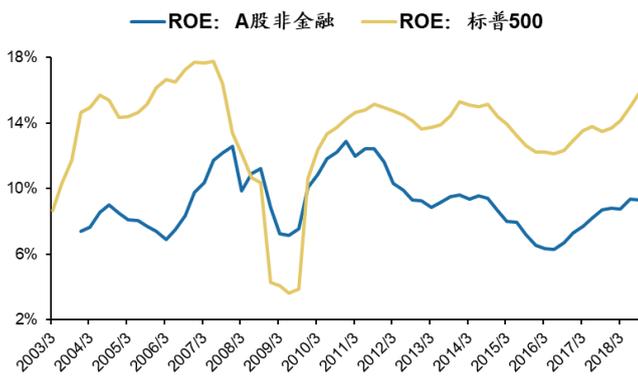
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

4.2 中国亟待提升“硬科技”，改善利润率

中国企业的盈利能力低于美国，主要因为中国企业的销售利润率明显偏低。对比中美两国的ROE可以看到：18Q3A股剔除金融的ROE（TTM）为9.33%，远低于标普500的ROE（TTM）的15.86%。通过杜邦拆解可以看到——A股剔除金融的资产周转率和资产负债率均显著高于标普500，这是由于我国企业高周转和高杠杆的经营模式决定的；而A股剔除金融的销售利润率远低于标普500，这是由于A股上市公司大多仍处于全球分工体系偏下的位置，毛利率相对较低。

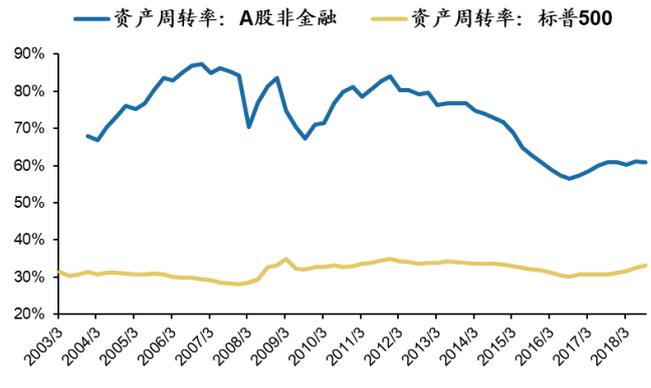
“硬科技”才能抬升中国企业利润率。由于中国制造业大多仍处于全球价值链的偏低位置，中国企业在全球缺乏核心技术标准，产成品的全球定价权主要掌握在西方发达经济体手中，这使得中国企业的利润率受到较大的挤压，制造业大而不强。只有通过主导核心技术标准，逐步掌握全球价值链中的定价权，中国制造业才能够摆脱大而不强的“代工厂”的命运，并显著抬升利润率水平。

图13: 美国的ROE (TTM) 显著高于中国



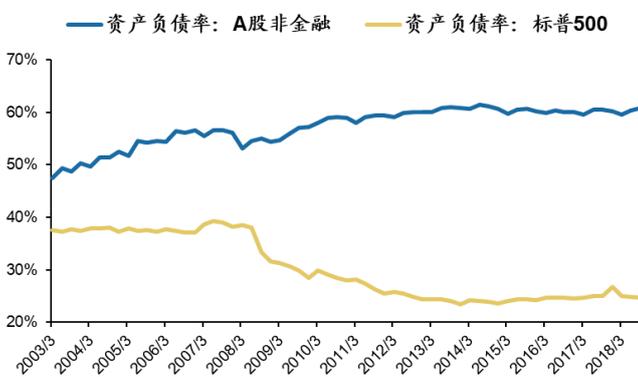
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图14: 中国的资产周转率高于美国



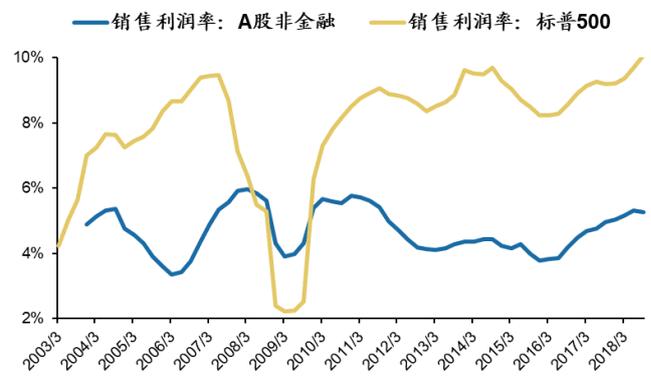
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图15: 中国的资产负债率高于美国



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图16: 但中国的销售利润率显著低于美国



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

4.3 高端制造重塑全球价值链

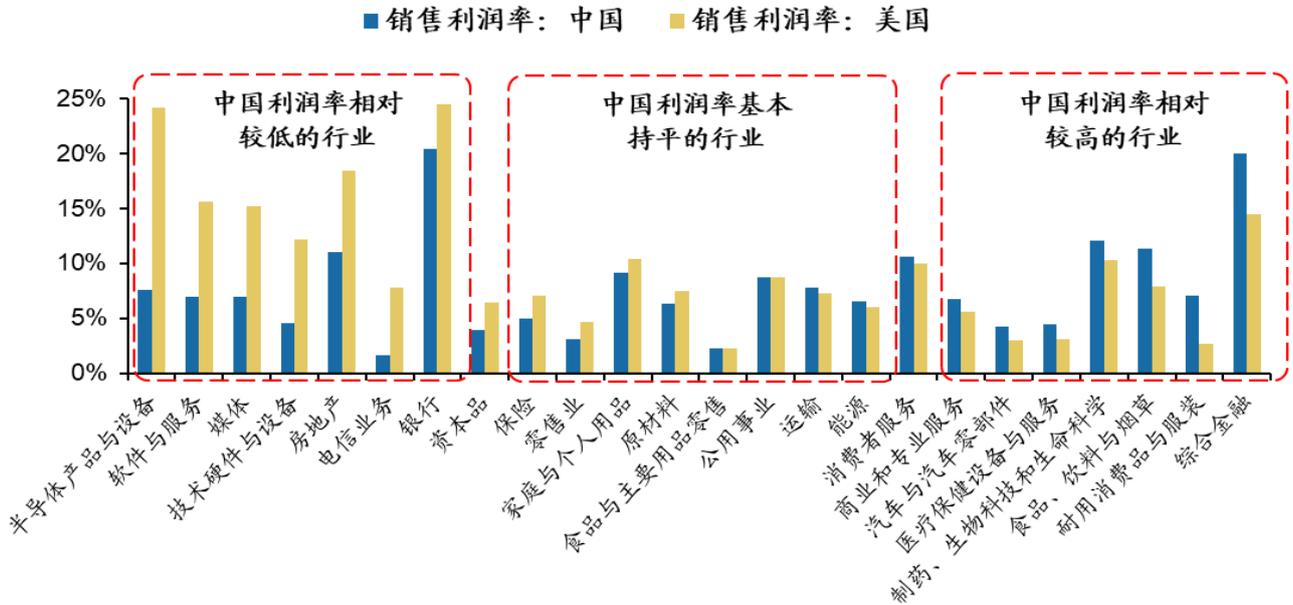
与美国对比, 中国高端制造行业的利润率仍然偏低, 高端制造是中国重塑全球价值链的主要落脚点。国际比较视角下, 产业结构在“微笑曲线”上的位置可以近似看成一国行所处全球产业链的位置。一般来说, 处于“微笑曲线”越高位置的行业拥有更高的利润率, 而在“微笑曲线”底部的行业利润率也越低, 即: 利润率相对越高的行业, 大多处于全球价值链较高的位置 (不过市场结构封闭、垄断等因素也会造成一定的扰动)。在GICS行业组中, 我们对比了中美两国各行业的利润率情况 (18Q3), 可以据此将中国的行业分成3类——

(1) 中国仍处国际“价值链”落后的行业 (高端制造业): 半导体设备、软件服务、媒体、技术硬件设备、房地产、电信业务。此类行业大多属于高端制造业, 多数是《中国制造2025》战略重点扶持的领域;

(2) 中国在国际“价值链”上基本与美国接轨的行业 (一般消费品+低端制造业): 保险、零售业、家庭和个人用品、原材料、食品与主要用品零售、公用事业、运输。此类行业大多属于一般消费品或者低端制造业, 很多行业本身就属于全球价值链中较为低端的品种, 中美两国基本拉不开差距;

(3) 由于市场结构和行业垄断等原因，中国在部分行业的利润率高于美国（耐用品消费业+生物医疗业+金融行业）：汽车与汽车零部件、耐用品消费与服务、医疗保健设备与服务、生物技术与生命科学、综合金融。此类行业或者受益于中国消费升级、或者受益于垄断的产业环境，其利润率明显高于美国相应的行业。

图17：中国和美国行业销售利润率对比



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

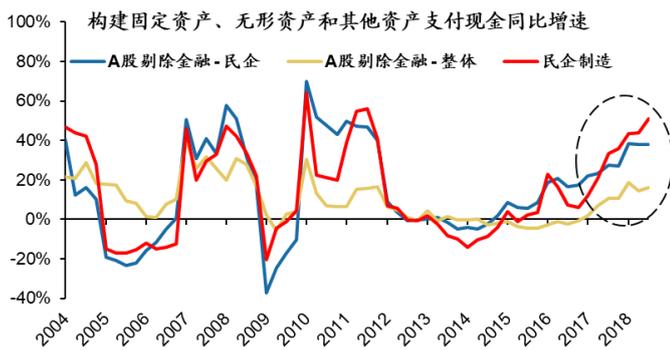
五、产能周期：民企制造业将走出“被动加杠杆”—— 电源设备、高低压设备、重卡、电气设备

5.1 A股正处于新一轮产能扩张周期

A股正处于新一轮产能扩张周期。上市公司的产能扩张一般分为“三步走”：构建各类资产支付现金流增加→在建工程增加→固定资产增加。从18年Q1开始，A股已经开启新一轮产能扩张周期：A股剔除金融构建各类资产支付的现金流增速持续抬升、且在建工程同比增速从15年报以来首次由负转正。

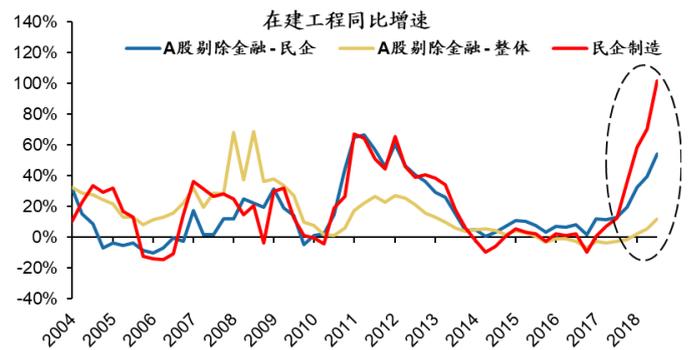
民企制造业产能扩张的力度更大。对比而言，民企制造业构建各类资产支付的现金流同比增速和在建工程同比增速均显著高于民企整体以及A股整体，为经济运转提供了更多的动力。

图18：构建各类资产支付的现金流同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图19：在建工程同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

5.2 民企制造有望走出“被动加杠杆”

18年信用环境偏紧，民企制造业“被动加杠杆”；“金融供给侧改革”持续推进，预计19年民企制造业融资环境将继续改善，并走出“被动加杠杆”。14年中以来，民企制造业相继经历了“主动去杠杆”、“被动去杠杆”、“稳杠杆”、“被动加杠杆”的过程：

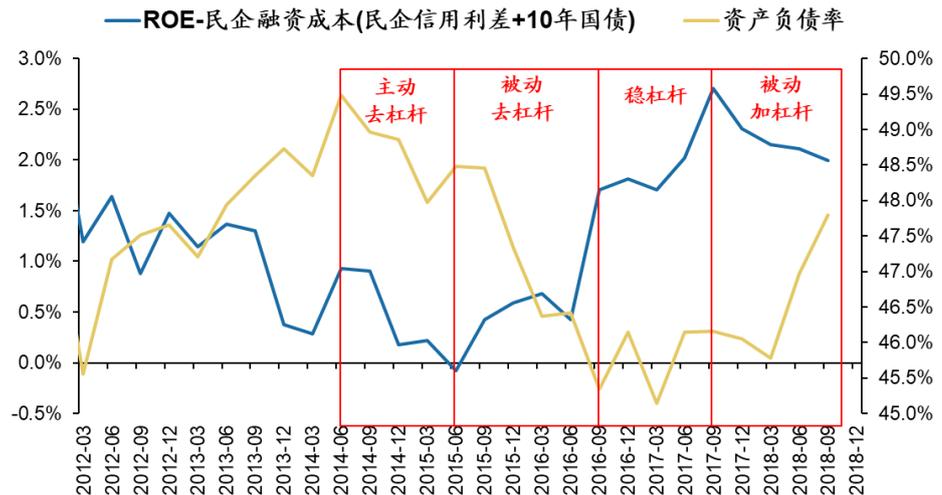
(1) “主动去杠杆”，实际盈利能力和杠杆率同时回落（14Q2-15Q2）——民企制造业的实际盈利能力（ROE-民企融资成本）从0.9%回落到-0.07%，而杠杆率也从49.5%显著回落到48.5%；

(2) “被动去杠杆”，实际盈利能力回升而杠杆率回落（15Q2-16Q3）——民企制造业的实际盈利能力从-0.07%大幅抬升到1.71%，而杠杆率则从48.5%进一步回落到45.3%；

(3) “稳杠杆”，实际盈利能力回升而杠杆率震荡走平（16Q3-17Q3）——
民企制造业的实际盈利能力从1.71%大幅回升到2.71%，但杠杆率则在45.1%-46.1%
之间反复震荡；

(4) “被动加杠杆”，实际盈利能力回落而杠杆率回升（17Q3-18Q3）——
民企制造业的实际盈利能力从2.71%回落到2.00%，而杠杆率则从46.2%大幅抬升至
47.5%。

图20: 民企制造的实际盈利周期 & 杠杆周期



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 注: 民企实际盈利能力 = ROE - 民企融资成本;
民企融资成本 = 民企信用利差 + 无风险利率

18年“紧信用”环境下，民企融资成本持续抬升。16年“实体供给侧改革”以来，民企的信用环境持续恶化，而18年的金融去杠杆进一步加剧了民企“融资难、融资贵”的问题：民企融资成本从16年低点的4.51%大幅抬升到18年高点的6.79%。18年民企制造业的ROE明显改善，但受高企的融资成本的侵蚀，民企的实际融资成本却不断恶化。

在民企“纾困”政策陆续落地后，民企的融资成本已有所回落。18年11月习近平总书记提出民企“纾困”后，各地“纾困”政策相继落地，有效缓和了民企的融资环境：民企的融资成本从18年Q3的6.79%大幅回落到19Q1的5.88%。随着“金融供给侧改革”等政策相继推出，预计19年民企的融资成本还会进一步回落。

预计19年民企制造业有望走出“被动加杠杆”周期。我们认为，随着“金融供给侧改革”不断推进，民企制造业最终将会迎来“主动加杠杆”。“金融供给侧改革”主要降低民企、小微、科创类“真成长”的融资成本，而李克强总理也明确表示“让小微企业融资成本在去年的基础上再降低1个百分点”，随着民企“纾困”长效机制进一步落地，预计民企融资成本还有较大的下行空间。当前民企的杠杆率虽已显著改善，但相对A股整体依然偏低，民企（尤其是高端制造相关民企）依然具备较大的加杠杆的空间。我们预计，“金融供给侧改革”将进一步改善民企营商环境、降低民企资金成本，民企制造业的实际盈利能力也将最终迎来向上“反转”，并迎

来“主动加杠杆”周期

我们认为，在新经济“宽信用”体系下，随着长效机制逐步落地，民企（尤其是高端制造相关民企）加杠杆将从中长期改善中国产业结构，实现“高质量”发展，并提升中国制造业在全球价值链中的位置。

图21: 民企的融资成本已经显著回落

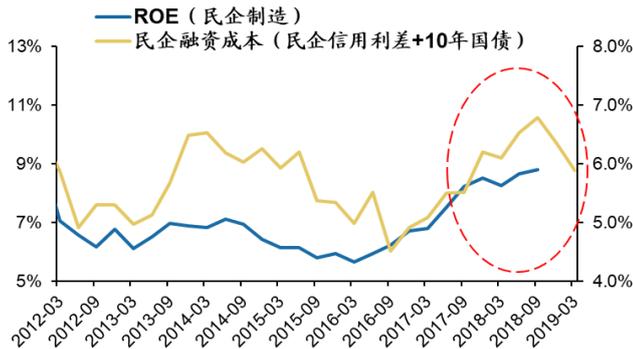
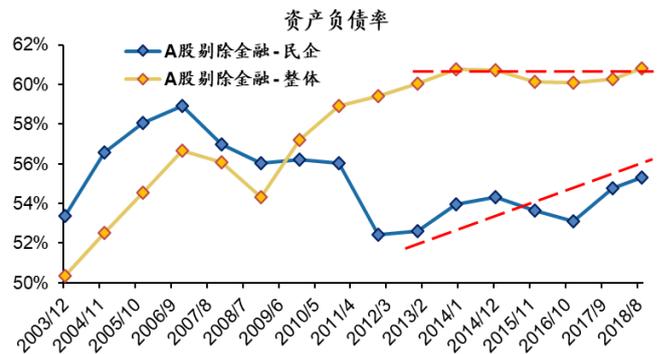


图22: 民企的杠杆率从12年以来明显抬升, 但仍偏低



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

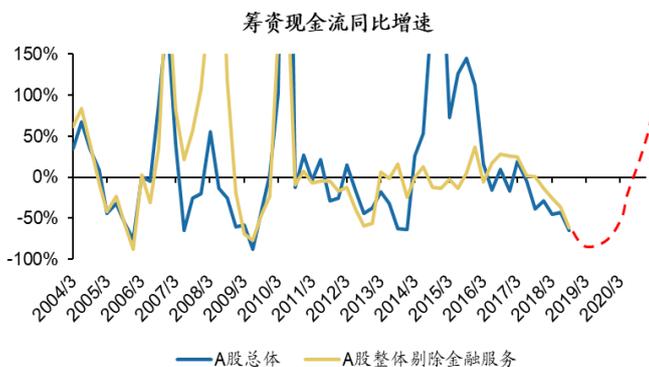
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

5.3 筹资现金流底部改善的民企制造最受益

受紧信用环境约束，18年民企“被动加杠杆”，预计19年“金融供给侧改革”将进一步改善民企融资环境。在民企“纾困”以及“金融供给侧改革”等政策加持下，预计19年民企筹资环境将会明显改善，民企筹资现金流同比增速也将底部回升。

在民企制造业细分领域，我们认为：筹资现金流增速在历史底部、而资本开支则逐步抬升、有强烈的“宽信用”需求的行业，将优先受益于金融供给侧改革——**工程机械、重卡、电气设备**。

图23: 企业筹资现金流同比增速 (预估)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 5: 筹资现金流差 & 资本开支提高的细分行业

| 行业 | 筹资现金流同比 (18Q3) | 分位数 筹资现金流 | 在建工程同比 (18Q3) | 分位数 在建工程 |
|-------|----------------|-------------|---------------|------------|
| 电源设备 | -110% | 0.19 | 52% | 0.63 |
| 高低压设备 | -194% | 0.25 | 40% | 0.63 |
| 专用设备 | -168% | 0.20 | 23% | 0.63 |
| 商用载货车 | -24% | 0.68 | 4% | 0.41 |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

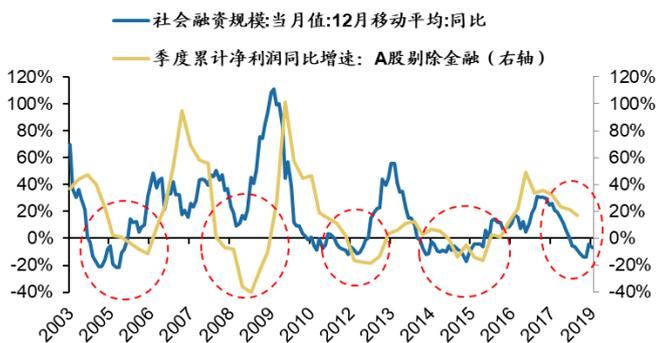
六、政策对冲：基建链+消费链制造业受益于经济“稳增长”预期——电气设备、饮料制造

6.1 二季度经下行压力仍在，基建+消费托底经济

高杠杆下，社融底到盈利底的传导周期拉长。08年金融危机之后，中国经济增长模式从外需驱动型转向杠杆驱动型，地产和基建加杠杆带来A股ROE持续高位抬升。不过，这个模式的弊端在于A股杠杆率高企，企业加杠杆的意愿降低，使得盈利底相对社融底的滞后周期明显拉长：05、08、12、15年社融底分别领先盈利底3个月、3个月、4个月、6个月。

我们预计A股剔除金融二季度盈利回落的压力依然不小。考虑到1月社融大增、制造业减税力度较大和年初经济数据不差，我们将19年全年盈利增速预测由-8.4%上调至-5.6%。不过由于社融底对盈利底的传导周期变长，预计二季度盈利回落压力仍不小，我们测算A股剔除金融上市公司二季度的盈利增速为-14.13%。

图24：社融增速 & 盈利增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 6：预计二季度企业盈利回落压力依然较大

| 19年盈利测算表 | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 | 19Q4 |
|------------------------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| 19年净利润预测：A股剔除金融 | | | | |
| 资产周转率 | - | - | - | 60.79% |
| 销售利润率 | - | - | - | 4.70% |
| 资产负债率 | - | - | - | 60.80% |
| ROE (TTM) | - | - | - | 7.28% |
| 净资产 (万亿) | - | - | - | 22.71 |
| 净利润 (万亿) | - | - | - | 1.65 |
| 利润增厚比例 | | | | |
| 研发费用抵扣比率 | - | - | - | 1.06% |
| 增值税抵扣比率 (16%下调至13%，10%下调至9%，6%档不变) | - | - | - | 9.27% |
| 增值税减免让利消费者比例 | - | - | - | 50% |
| 减税后的净利润 (万亿) | - | - | - | 1.75 |
| 19年净利润同比增速预测：A股剔除金融 | | | | |
| 净利润季度占比 (12年以来的中位数，微调) | 21.93% | 24.56% | 26.77% | 27.20% |
| 单季净利润(万亿) | 0.38 | 0.43 | 0.47 | 0.48 |
| 单季净利润增速 | -10.81% | -16.89% | -6.90% | 15.38% |
| 季度累计净利润增速 | -10.81% | -14.13% | -11.62% | -5.64% |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

今年1-2月的工业企业利润增速也印证了经济回落的压力。今年1-2月工业企业利润增速仅为-14%，创09年以来新低。数据上来看，工业企业的利润增速和A股剔除金融的业绩增速高度相关，预计一季报A股剔除金融的业绩增速也会显著回落。

经济下行压力反而会抬升政策“稳增长”。本轮A股盈利回落周期正好对应着全球经济见顶阶段，同时，中美贸易摩擦也进一步增加了外需的不确定性，经济“稳增长”的压力明显增加。我们认为，1季度监管层已经在基建链和消费链发力“稳增长”——

(1)从基建链来看：2月基建（不含电力）固定资产投资同比增速2.5%，已经连续4个季度回升。同时，地产投资回暖也部分助力经济“稳增长”；

(2)从消费链来看：年初以来监管层持续出台消费刺激政策：个人所得税减税、增值税税率调低、增加五一劳动节放假天数……

从实体经济“宽信用”的需求端来看，地产、基建、民企制造、居民消费（贷）都可以是刺激有效需求的发力方向，但是地产刺激政策受到居民高杠杆的约束、而民企制造刺激政策仍在构建长效机制，短期很难“立竿见影”。因此，基建投资和居民消费刺激是短期对冲经济回落压力“稳增长”的重要手段。

图25: 工业企业盈利增速&A股剔除金融业绩增速

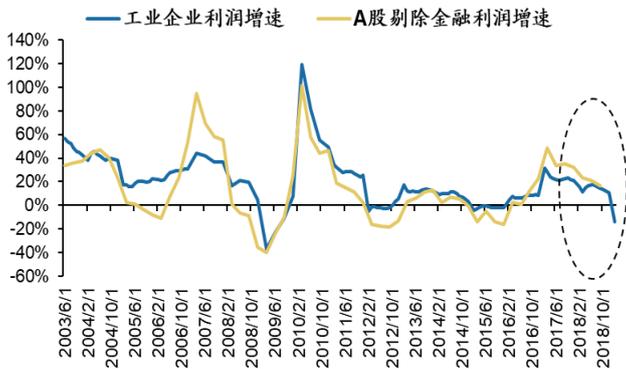
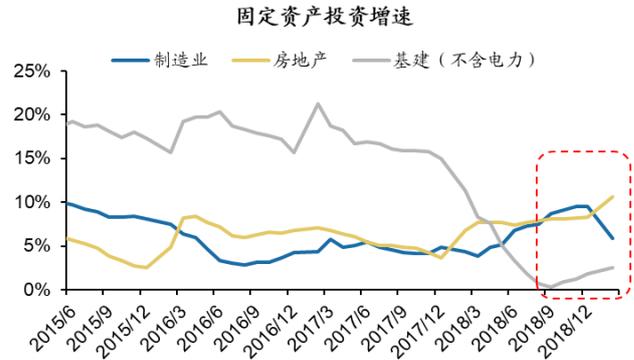


图26: 基建投资回升“稳增长”



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 7: 最近消费扶持政策相继出台

| 时间 | 部门/领导人 | 政策名称 | 政策简介 |
|-----------|---------------|-----------------------------|--|
| 2019/3/27 | 国务院发展研究中心 | 扩内需，稳增长 | 增加就业，提高中低收入群体收入。 |
| 2019/3/26 | 李克强 | 国常会强调落实减税 | 李克强指出，4月1日就要减增值税，5月1日就要降社保费率，全面推开。 |
| 2019/3/22 | 国务院 | 《国务院办公厅关于调整2019年劳动节假期安排的通知》 | 增加2019年五一劳动节放假天数以促进消费 |
| 2019/3/21 | 财政部、税务总局、海关总署 | 《关于深化增值税改革有关政策的公告》 | 2019年4月1日起，一般纳税人增值税从16%调整为13%；其他纳税人的增值税率也做相应调减。 |
| 2019/3/12 | 工信部、科技部等八部委 | 《关于在部分地区开展甲醇汽车应用的指导意见》 | 开发甲醇乘用车、商用车、非道路工程车等车辆及动力机械，满足市场需求。 |
| 2019/3/5 | 国务院 | 《政府工作报告》 | 一是大幅降低增值税税率；对生产、生活性服务业增加税收抵扣；三是明确了增值税改革的方向。 |
| 2019/1/1 | 国务院 | 《个人所得税专项附加扣除暂行办法》 | 纳税人计算个税应纳税所得额时，在5000元基本减除费用扣除和“三险一金”等专项扣除外，6项专项附加扣除。 |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

6.2 基建制造+消费制造将受益于“稳增长”政策对冲

较为宽松的货币政策有助于提升民企制造业的估值水平。1-2月工业企业收入同比增速降幅更快、并向下击穿库存同比，反映去库存阶段销售下滑（实际需求）比库存消化（厂商预期）更快，历史上可类比时段（08年11月、12年2月、14年9月）均对应着经济短期下行、货币政策宽松窗口打开的时期——

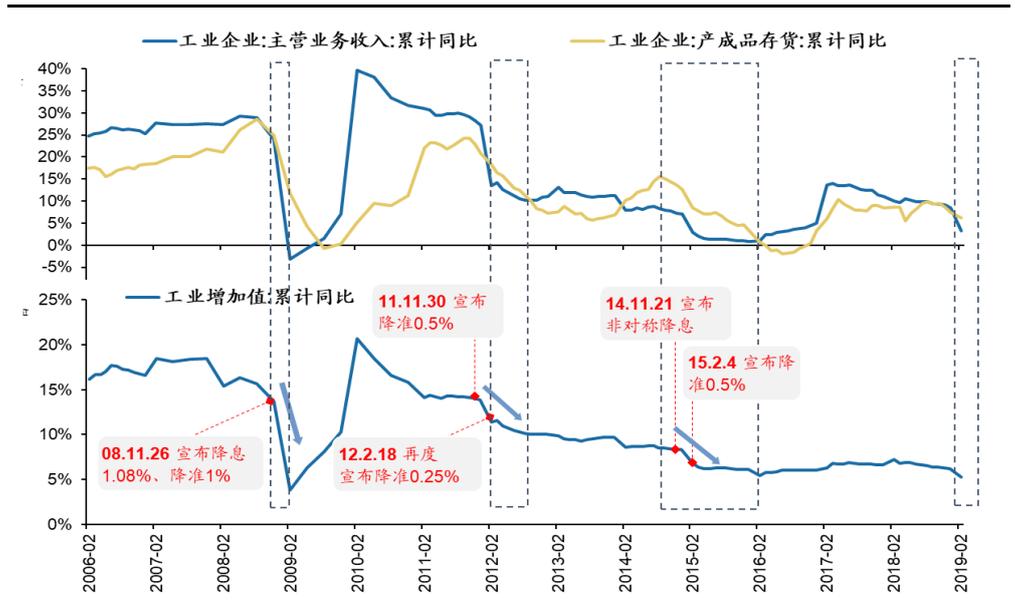
(1) 08年11月出现收入下行击穿库存增速，11月26日、12月22日央行两度宣布“双降”；

(2) 12年2月击穿，同年2月18日和5月12日两度降准0.5%；

(3) 14年9月击穿，11月21日央行开启新一轮降息周期；

我们认为，当前的工业企业利润数据有助于市场形成货币政策较为宽松的预期，而民企制造业，尤其是高端制造业，是新经济“宽信用”重点发力方向，其估值水平将会更显著受益于货币较为宽松的预期。

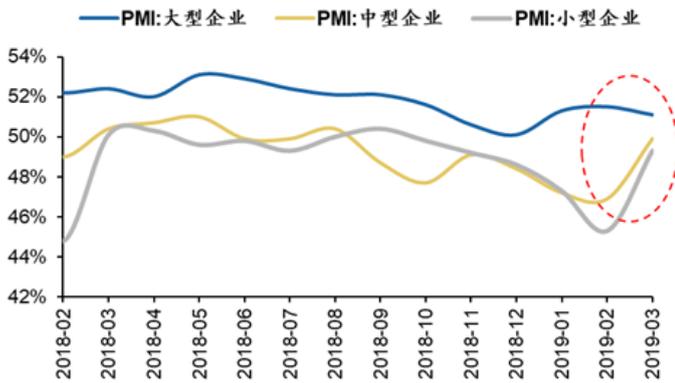
图27：工业企业收入增速向下击穿库存的时期，经济下行+货币政策宽松



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

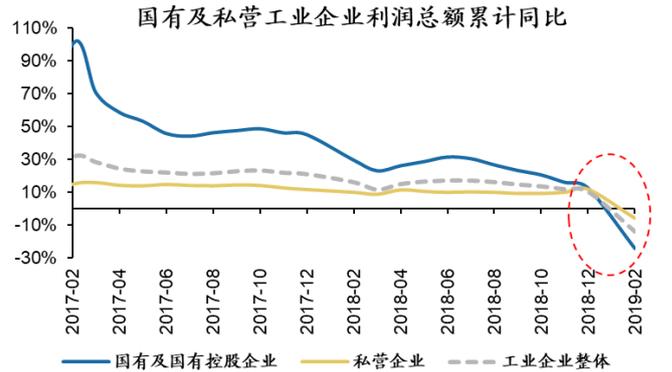
民企“纾困”政策下，中小型民企的景气程度相对更高。2月的PMI中，大型企业PMI回落0.4%至51.1%，中小型企业PMI分别较上月回升3%和4%，结构上中小型企业改善更强。同时，从企业性质来看，1-2月的工业企业利润增速中，国企口径利润同比增速由18年的12.6%大幅回落至19年1-2月的-24.2%，而私营企业的利润回落幅度则相对较低（由18年的11.9%至-5.8%）。

图28: PMI中, 中型小型企业的改善幅度更强



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图29: 工业企业利润中国企盈利增速回落幅度更大



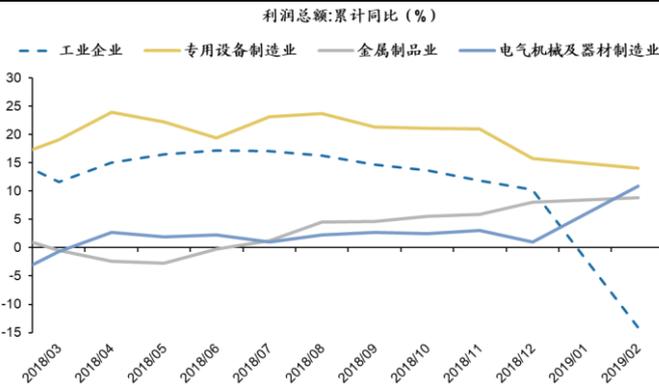
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

1-2月份消费品制造业、装备制造行业利润增速逆势改善: 电气设备、饮料制造。
1-2月工业企业利润整体大幅回落, 但基建链制造业+消费链制造业的利润率反而逆势抬升——

(1) **基建链制造业:** 受益于基建投资“稳增长”, 1-2月专用设备制造业利润增速14.0%, 处于相对高位; 金属制品业利润增速8.8%, 相对去年全年的8.0%小幅抬升; 而电气机械及器材制造业的利润增速10.9%, 相对去年全年的1.0%大幅抬升。

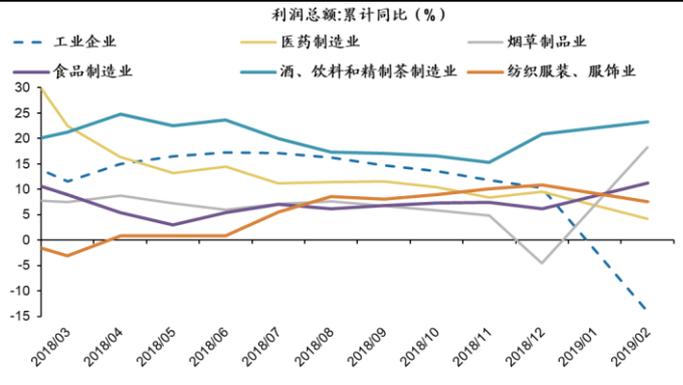
(2) **消费链制造业:** 受益于消费托底“稳增长”, 1-2月烟草制造业、食品制造业、酒和饮料制造业的利润增速显著抬升。

图30: 装备制造业的利润增速逆势改善



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 消费制造业的利润增速逆势改善



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

6.3 中游制造也具备交易结构上的优势

从估值、ERP、基金持仓以及股权质押风险等角度综合比较, 中游制造业拥有相对较优的交易结构。当前, 中游制造的估值水平接近均值-1倍标准差、主动偏股+灵活配置型基金仍显著低配、风险偏好改善的空间相对较大、股权质押风险已经明显缓解。展望二季度, 中游制造行业的交易结构较优, 配合基本面改善和估值抬升

预期，市场表现值得期待。

(1) **估值**——中游制造当前的PE (TTM) 仅为24.8倍，处于历史0.24分位，仍具备低估值的优势；

(2) **ERP**——当前中游制造的ERP为1%，处于历史0.81分位，虽然由于一季度的普涨行情ERP有所回落，但仍显著高于历史均值，这意味着：中游制造行业二季度风险偏好抬升 (ERP进一步回落) 的概率依然高于风险偏好回落 (ERP回升)，政策驱动能够显著抬升中游制造行业的风险偏好；

(3) **基金持仓**——截止18Q3，主动偏股+灵活配置型基金对中游制造行业超配比例仅为-6%，处于历史0.53分位。由于一季度中游制造行业的涨幅相对并不高，我们估计偏股+灵活配置型基金的加仓幅度也相对有限，二季度中游制造行业仍有较大的加仓空间；

(4) **股权质押风险**——当前中游制造行业中，低于平仓线的股权质押市值为1546亿，相对去年高点的2862亿显著回落46%。预计二季度“供给侧慢牛”拉动下，中游制造行业的上市公司股价上涨将进一步缓和股权质押风险。

图32: 制造业的估值水平依然偏低



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图33: 制造业的REP仍处相对高位



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图34: 主动偏股+灵活配置型基金显著低配制造业



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图35: 制造业的股权质押风险以明显缓和



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

我们也综合四大维度（估值、ERP、基金持仓、股权质押风险），对A股各大类板块进行系统打分，发现：纯粹从交易结构出发，中游制造（19.6分）在七大板块中排名第一。

我们的打分体系设计如下——

评分逻辑：估值、基金持仓、ERP和股权质押风险，估值和ERP维度最高5分，基金持仓和股权质押风险维度最高10分，按指标排序打分，总分合计30分。

估值得分 = (1-历史分位) * 5 【估值越低得分越高】

ERP得分 = 历史分位 * 5 【ERP越高得分越高】

基金仓位得分 = (1-历史分位) * 10 【超配比例越低得分越高】

股权质押得分 = 排名 / 7 * 10 【股权质押风险缓和程度高得分越高】

表 8：交易层面来看（估值、基金持仓、ERP和股权质押风险），中游制造相对较优

| 板块 | 估值 | | | ERP | | | 基金仓位 | | | 股权质押 | | | 总分 |
|------------|---------|------|-----|----------|------|-----|------|------|-----|------------|----|------|------|
| | 19Q1 PE | 历史分位 | 得分 | 19Q1 ERP | 历史分位 | 得分 | 超配比例 | 历史分位 | 得分 | 股权质押风险缓和程度 | 排名 | 得分 | |
| 可选消费 | 13.9 | 16% | 4.2 | 5% | 81% | 1.9 | 4% | 92% | 4.6 | -61% | 6 | 8.6 | 19.3 |
| 中游制造剔除石油化工 | 2.0 | 37% | 3.2 | -6% | 53% | 4.7 | 2% | 80% | 4.0 | -59% | 5 | 7.1 | 19.0 |
| 银行 | 6.8 | 36% | 3.2 | 6% | 44% | 5.6 | 12% | 67% | 3.3 | -59% | 4 | 5.7 | 17.8 |
| 非银金融 | 24.7 | 69% | 1.5 | 6% | 69% | 3.1 | 1% | 60% | 3.0 | -74% | 7 | 10.0 | 17.6 |
| TMT | 50.0 | 47% | 2.6 | 4% | 44% | 5.6 | -1% | 77% | 3.8 | -58% | 3 | 4.3 | 16.3 |
| 资源类别除石油开采 | 1.7 | 16% | 4.2 | -3% | 69% | 3.1 | 2% | 82% | 4.1 | -57% | 2 | 2.9 | 14.2 |
| 必需消费 | 31.3 | 30% | 3.5 | 9% | 50% | 5.0 | 0% | 82% | 4.1 | -50% | 1 | 1.4 | 14.0 |

数据来源：Wind, Choice, 广发证券发展研究中心

注：股权质押风险缓和程度是指，当前股权质押在平仓线以下的市值相对去年高点的回落幅度

估值分位和 ERP 取 2005 年以来的数据；基金超配分位取 2010 年以来的数据

计算 PE 的样本剔除了年报商誉减值公司

周期品采用 PB 估值，打分是基于估值分位的，不影响打分结果

风险提示

经济回落幅度超预期;

新经济“宽信用”相关政策推进力度低于预期;

海外潜在风险超预期。

广发投资策略研究小组

- 戴康：分析师，CFA，中国人民大学经济学硕士，8年A股策略研究经验，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 郑恺：分析师，华东师范大学经济学硕士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 曹柳龙：分析师，华东师范大学管理学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 俞一奇：分析师，波士顿大学经济学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 陈伟斌：分析师，CPA，复旦大学经济学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 韦冀星：联系人，杜兰大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 倪康：联系人，中山大学经济学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|---------------------------|---------------------------------|-------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼 | 深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层 | 北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼 | 香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。