



Research and  
Development Center

# 走向高端：中国制造业十年变迁史

2021年6月18日

解运亮

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

联系电话：+86 15502128053

邮箱：xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

# 走向高端：中国制造业十年变迁史

2021年6月18日

## 摘要：

- **从增加值结构变迁看，2013年扩产能和2016年去产能两阶段博弈留下深远影响。**统计局目前没有公布分行业的增加值规模。为了计算制造业的增加值结构，本文利用《投入产出表》的统计数据推算各行业的增加值规模。从2010-2020年结构变化来看，非金属矿物制品业、废弃资源综合利用业、金属制品业、医药制造业、汽车制造业占比增长较快。10年间，占比增长较快的行业有两次共性上升。第一次发生在2013年，我国推行了一批重大基础设施项目，扩大了相关产能，但也最终导致了更严重的产能过剩。第二次在2018年，原因在于2016年开始的供给侧改革，去产能、去库存引起PPI大幅反弹，带动了钢铁、石油、煤炭等行业增长。

- **从营收结构变迁看，外向型行业经历起起伏伏，中下游行业始终占据优势。**

**第一个维度是出口依赖。**根据出口交货值占营业收入的比重，我们将制造业行业分为出口依赖行业和非出口依赖行业。2012年，海外刺激政策退出导致外需较为疲软，我国制造业开始从外需主导转向内需，出口依赖行业营收占比下滑。2016年后，全球经济复苏，出口回暖，出口依赖行业营收占比重回上升通道。但出口依赖行业营收占比仍未能回到2011年水平。

**第二个维度是将行业根据产业链中的位置划分。**我国下游制造业、中游原材料加工业营收占比较高，下游消费品占比偏低。虽然各个阶段营收占比的变动方向不同，但依旧有两条主线：出口和原材料价格。出口主要关联下游制造业，其影响前文已经论述。原材料价格层面上，PPI可以看作是预测制造业营收结构的领先指标，具体表现在PPI的高点领先于中游营收占比的高点半年至一年。

- **从投资结构变迁看，大浪淘沙，中高端制造业不断崛起。**2010年以来，制造业投资仅经历过两次持续性上行。一次是2010-2012年“四万亿”刺激，另一次是2018年至2019年设备更新周期。我国原材料加工类行业与装备制造类行业投资占比较大。从变化趋势来看，10年间中游高污染行业的投资占比出现明显下降，而中高端制造类行业占比大幅改善。
- **结合2010年至2020年间制造业结构的变化趋势，以及当前的宏观形势，判断下一轮的投资线索。**制造业潜力较大的行业包括：计算机通信、专用设备制造、医药制造业、汽车制造业、钢铁、有色等行业。
- **风险因素：**全球疫情传播持续恶化；通货膨胀超预期等。

## 目录

一、增加值结构变迁——增长的共性与分化	4
1.1 分行业增加值计算方法	4
1.2 工业增加值的结构特点	8
二、营收结构变迁——抓住出口与原材料价格两条主线	12
2.1 营收结构与增加值结构的区别	12
2.2 通过两个维度观察营收结构的变化	15
三、投资结构变迁——中高端制造业投资稳步上升	19
3.1 制造业投资的四个驱动因素	19
3.2 传统制造业投资承压，新兴产业投资持续向好	21
四、从制造业十年变化看新一轮投资机会	23
风险因素	26

## 表目录

表 1：投入产出表	4
表 2：投入产出表行业归类（一）	5
表 3：投入产出表行业归类（二）	6
表 4：投入产出表行业归类（三）	7
表 5：各行业增加值占比	9
表 6：各行业营收占比	12
表 7：各行业投资占比	21

## 图目录

图 1：误差比例	8
图 2：全部工业与规模以上工业同比增速不同	8
图 3：2010 年与 2020 年各行业增加值占比	10
图 4：2010 年与 2020 年各行业增加值占比差值	10
图 5：占比增长较快行业走势	11
图 6：占比下降较多行业走势	11
图 7：2020 年各行业营收占比	13
图 8：各行业中间投入和增加值的比例差别	13
图 9：2018 年各行业增加值率	14
图 10：2012 年-2018 年各行业增加值率变化	15
图 11：出口依赖行业排名	16
图 12：出口依赖行业营收占比	17
图 13：2003-2008 年与 2011 年我国出口金额高增	17
图 14：制造业行业划分	18
图 15：2020 年各类行业营收占比	18
图 16：各类行业营收占比走势	19
图 17：PPI 是预测制造业营收结构的领先指标	19
图 18：自筹资金占制造业全部投资资金的比重较高	20
图 19：2010 年以来，制造业投资仅经历过两次持续性上行	20
图 20：2010-2020 年各行业投资占比变化	22
图 21：各类行业投资占比走势	22
图 22：2010 年起，房地产投资进入下行通道	23
图 23：社零与下游消费品投资关联性较强	23
图 24：计算机通信的出口金额超过季节性水平	24
图 25：中游行业 PPI 快速上行	25
图 26：各行业利润同比增速	25
图 27：黑色、有色冶炼产能利用率处于高位	26
图 28：计算机通信、汽车产能利用率位于近年平均水平	26

# 一、增加值结构变迁——增长的共性与分化

## 1.1 分行业增加值计算方法

统计局目前没有公布分行业的增加值规模。为了计算制造业的增加值结构，本文利用《投入产出表》的统计数据推算各行业的增加值规模。投入产出表也称部门联系平衡表，它以产品部门分类为基础，反映国民经济各部门的投入来源与产出去向，以及部门之间相互提供或消耗产品的联系和平衡关系。

投入产出表中的投入，指的是国民经济各部门、各产品在进行生产时投入的各种原材料、燃料、动力、各种服务以及所投入的劳动力、上缴的利润和税金等，即中间投入和增加值两部分。投入产出表中的产出，指的是国民经济各部门所生产的货物或服务的分配使用去向，即用于货物和服务生产的中间使用，以及消费、资本形成和出口的最终使用。**在本文的分析中，使用投入产出表中各行业的增加值规模。**

表 1：投入产出表

计量单位：万元

投入 \ 产出	中间使用			最终使用										流入(含进口)	其他	总产出
	农业	...	公共管理和社会组织	最终消费支出					资本形成总额			流出(含出口)	最终使用合计			
				居民消费支出			政府消费支出	合计	固定资本形成总额	存货增加	合计					
				农村居民	城镇居民	小计										
中间投入	第 I 象限			第 II 象限												
增加值	第 III 象限															
总投入																

资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

根据投入产出表计算制造业增加值结构需要注意三点：

一是投入产出表并非每年公布。一般逢 2、逢 7 年份编制基本表，但在个别年份也会进行投入产出调查，如 2018 年。因此 2010 年至 2020 年的 10 年间，我们可以直接使用的投入产出数据包括 2012、2017、2018 这三个年份。

二是投入产出表统计的增加值与统计局月度公布的工业增加值增速有所不同。投入产出表统计的是各行业（部门）全部增加值，而月度公布的工业增加值只统计规模以上工业企业。

三是投入产出表按照产品分类统计。2012 年投入产出表包含 139 个部门，2017 年包含 149 个部门，2018 年包含 153 个部门，可以看出部门数在逐次增加。其原因在于，每一次投入产出的统计变得更“细”了。比如，

2012年统计中，有一项名为饮料和精制茶加工品，2017年，这一项被分为饮料、精制茶两个部门单独统计公布。也就是说，统计局会根据统计结果以及趋势对部门进行调整，使得统计结果更完善。但100多个产品部门太过细致，我们需要把各部门与大类行业逐一对应，归类汇总。分类结果如下图所示。

表 2：投入产出表行业归类（一）

2018投入产出表部门对照表

I级分类（42部门）		II级分类（153部门）			
代码	部门名称	代码	部门名称		
01	农林牧渔产品和服务	01001	农产品		
		02002	林产品		
		03003	畜牧产品		
		04004	渔产品		
		05005	农、林、牧、渔服务产品		
02	煤炭采选产品	06006	煤炭开采和洗选产品		
03	石油和天然气开采产品	07007	石油和天然气开采产品		
04	金属矿采选产品	08008	黑色金属矿采选产品		
		09009	有色金属矿采选产品		
05	非金属矿和其他矿采选产品	10010	非金属矿采选产品		
		11011	开采辅助活动和其他采矿产品		
06	食品和烟草	13012	谷物磨制品		
		13013	饲料加工品		
		13014	植物油加工品		
		13015	糖及糖制品		
		13016	屠宰及肉类加工品		
		13017	水产加工品		
		13018	蔬菜、水果、坚果和其他农副食品加工品		
		14019	方便食品		
		14020	乳制品		
		14021	调味品、发酵制品		
		14022	其他食品		
		15023	酒精和酒		
		15024	饮料		
		15025	精制茶		
		16026	烟草制品		
		07	纺织品	17027	棉、化纤纺织及印染精加工品
				17028	毛纺织及染整精加工品
17029	麻、丝绢纺织及加工品				
17030	针织或钩针编织及其制品				
17031	纺织制成品				
18032	纺织服装服饰				
08	纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品	19033	皮革、毛皮、羽毛及其制品		
		19034	鞋		
		20035	木材加工和木、竹、藤、棕、草制		
09	木材加工品和家具	21036	家具		
		22037	造纸和纸制品		
10	造纸印刷和文教体育用品	23038	印刷和记录媒介复制品		
		24039	工艺美术品		
		24040	文教、体育和娱乐用品		

资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

表 3：投入产出表行业归类（二）

## 2018投入产出表部门对照表

I级分类（42部门）		II级分类（153部门）	
代码	部门名称	代码	部门名称
11	石油、炼焦产品和核燃料加工品	25041	精炼石油和核燃料加工品
		25042	煤炭加工品
12	化学产品	26043	基础化学原料
		26044	肥料
		26045	农药
		26046	涂料、油墨、颜料及类似产品
		26047	合成材料
		26048	专用化学产品和炸药、火工、焰火产品
		26049	日用化学产品
		27050	医药制品
		28051	化学纤维制品
		29052	橡胶制品
		29053	塑料制品
13	非金属矿物制品	30054	水泥、石灰和石膏
		30055	石膏、水泥制品及类似制品
		30056	砖瓦、石材等建筑材料
		30057	玻璃和玻璃制品
		30058	陶瓷制品
		30059	耐火材料制品
		30060	石墨及其他非金属矿物制品
		31061	钢
14	金属冶炼和压延加工品	31062	钢压延产品
		31063	铁及铁合金产品
		32064	有色金属及其合金
		32065	有色金属压延加工品
		33066	金属制品
15	金属制品	34067	锅炉及原动设备
		34068	金属加工机械
		34069	物料搬运设备
		34070	泵、阀门、压缩机及类似机械
		34072a	烘炉、风机、包装等设备
		34071	文化、办公用机械
		34072b	其他通用设备
		35073	采矿、冶金、建筑专用设备
17	专用设备	35074	化工、木材、非金属加工专用
		35075	农、林、牧、渔专用机械
		35076a	医疗仪器设备及器械
		35076b	其他专用设备
		36077	汽车整车
18	交通运输设备	36078	汽车零部件及配件
		37079	铁路运输和城市轨道交通设备
		37080	船舶及相关装置
		37081	其他交通运输设备
		38082	电机
19	电气机械和器材	38083	输配电及控制设备
		38084	电线、电缆、光缆及电工器材
		38085	电池
		38086	家用器具
		38087	其他电气机械和器材
		39088	计算机
20	通信设备、计算机和其他电子设备	39089	通信设备
		39090	广播电视设备和雷达及配套设
		39091	视听设备
		39092	电子元器件
		39093	其他电子设备

资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

表 4：投入产出表行业归类（三）

## 2018投入产出表部门对照表

I级分类（42部门）		II级分类（153部门）	
代码	部门名称	代码	部门名称
21	仪器仪表	40094	仪器仪表
22	其他制造产品和废品废料	41095	其他制造产品
		42096	废弃资源和废旧材料回收加工
23	金属制品、机械和设备修理服务	43097	金属制品、机械和设备修理服
24	电力、热力生产和供应	44098	电力、热力生产和供应
25	燃气生产和供应	45099	燃气生产和供应
26	水的生产和供应	46100	水的生产和供应
		47101a	住宅房屋建筑
		47101b	体育场馆和其他房屋建筑
27	建筑	48102a	铁路、道路、隧道和桥梁工程
		48102b	其他土木工程建筑
		49103	建筑安装
		50104	建筑装饰、装修和其他建筑服
28	批发和零售	51105	批发
		52106	零售
		53107	铁路旅客运输
		53108	铁路货物运输和运输辅助活动
		54109	城市公共交通及公路客运
		54110	道路货物运输和运输辅助活动
29	交通运输、仓储和邮政	55111	水上旅客运输
		55112	水上货物运输和运输辅助活动
		56113	航空旅客运输
		56114	航空货物运输和运输辅助活动
		57115	管道运输
		58116	多式联运和运输代理
		59117	装卸搬运和仓储
		60118	邮政
30	住宿和餐饮	61119	住宿
		62120	餐饮
		63121	电信
		63122	广播电视及卫星传输服务
31	信息传输、软件和信息技术服务	64123	互联网和相关服务
		65124	软件服务
		65125	信息技术服务
32	金融	66126	货币金融和其他金融服务
		67127	资本市场服务
		68128	保险
33	房地产	70129	房地产
34	租赁和商务服务	71130	租赁
		72131	商务服务
35	研究和试验发展	73132	研究和试验发展
36	综合技术服务	74133	专业技术服务
		75134	科技推广和应用服务
		76135	水利管理
37	水利、环境和公共设施管理	77136	生态保护和环境治理
		78137	公共设施及土地管理
38	居民服务、修理和其他服务	80138	居民服务
		81139	其他服务
39	教育	83140	教育
40	卫生和社会工作	84141	卫生
		85142	社会工作
		86143	新闻和出版
41	文化、体育和娱乐	87144	广播、电视、电影和影视录音
		88145	文化艺术
		89146	体育
		90147	娱乐
42	公共管理、社会保障和社会组织	94148	社会保障
		91149	公共管理和社会组织

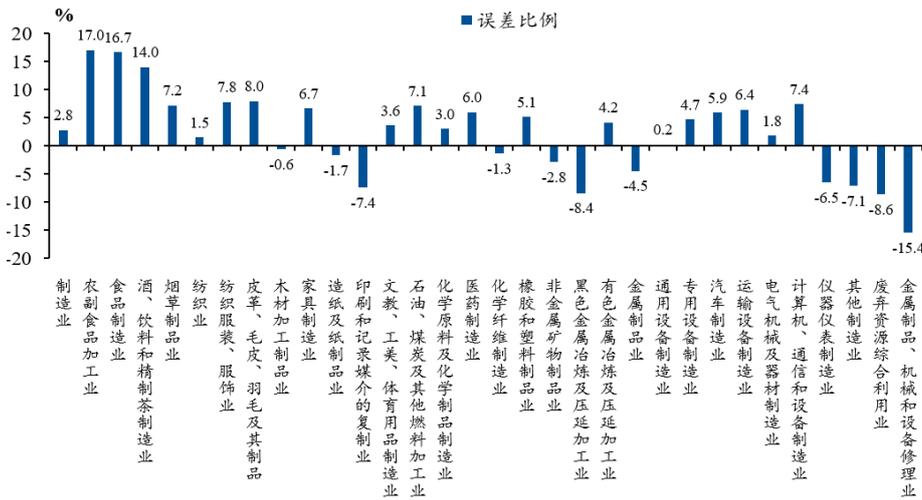
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

其余年份的增加值则需要根据对应年份增加值增速和 PPI 增速推算得出。增加值方面，我们采用统计局每月公布的各行业规模以上增加值增速。该增速是剔除价格变动因素后增加值的实际增长速度，因此需要在工业增加值中加上 PPI 增速，以还原价格因素的变化。基期方面，2019-2020 年的各行业增加值以 2018 年为基期向后推算而得，2013-2016 年以 2017 年为基期向前推算而得，2010-2011 年以 2012 年为基期向前推算而得。概言之，基

期均选择数据可得的最新年份。

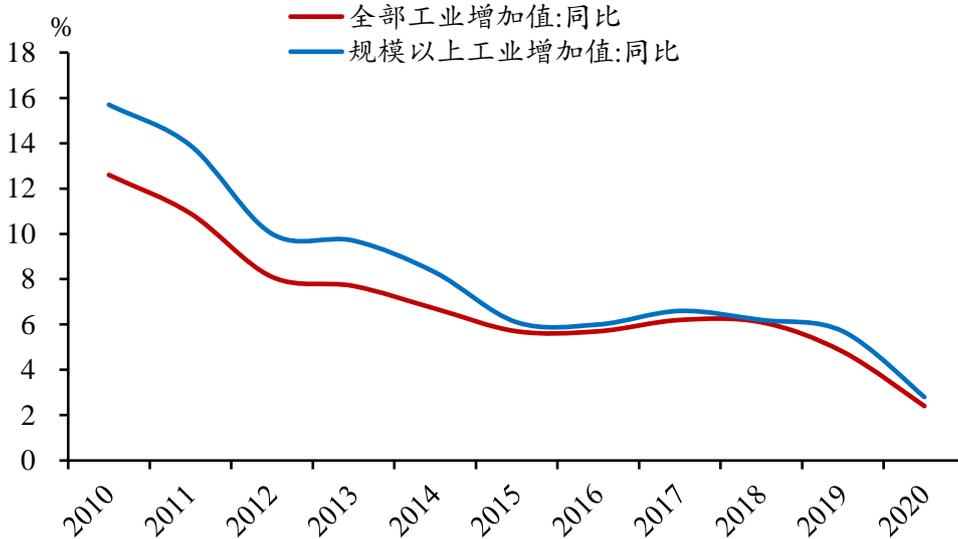
为了验证数据的有效性，我们通过上述方法使用 2017 年数据计算 2018 年的各行业增加值。制造业总体拟合值高于实际值 2.8%，其中，农副食品加工业、食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业、金属制品、机械和设备修理业这四个行业误差比例在 10% 与 17% 之间，其余均在 10% 以内。而这四个误差值偏大的行业增加值加总占制造业总体不到 10%，所以我们认为经过此方法推算出的其他年份行业构成与现实情况较为接近。误差的原因可能在于全部增加值和规模以上工业增加值口径不同，2018 年以前规模以上工业增加值增速持续高于全部工业增加值，而 2019、2020 年情况发生了反转，推测是因为近两年小企业的运行情况比大企业更好。

图 1：误差比例



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：全部工业与规模以上工业同比增速不同



资料来源：万得，信达证券研发中心

## 1.2 工业增加值的结构特点

观察制造业各行业增加值结构，建材、化工、汽车、计算机通信等行业占比较高，且 10 年来持续处于领先地位。前十大行业增加值占比接近整体的 65%。印刷、家具、橡胶塑料制品、化学纤维制造业占比均低于 1%。

**表 5：各行业增加值占比**

行业	各行业增加值占比 (%)	
	2010	2020
制造业	100	100
非金属矿物制品业	8.94	12.08
黑色金属冶炼及压延加工业	8.36	7.53
化学原料及化学制品制造业	7.47	7.32
计算机、通信和其他电子设备制造业	7.01	7.05
汽车制造业	5.44	6.49
电气机械及器材制造业	5.23	5.32
金属制品业	3.72	5.04
通用设备制造业	5.43	4.71
农副食品加工业	4.67	4.54
有色金属冶炼及压延加工业	4.33	4.42
专用设备制造业	4.01	3.79
石油、煤炭及其他燃料加工业	4.42	3.65
医药制造业	2.34	3.53
废弃资源综合利用业	1.87	3.32
纺织业	4.20	2.49
烟草制品业	3.03	2.45
酒、饮料和精制茶制造业	2.11	2.20
食品制造业	1.95	2.13
造纸及纸制品业	1.70	1.59
纺织服装、服饰业	2.10	1.40
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	1.47	1.29
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2.13	1.25
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	1.53	1.23
仪器仪表制造业	0.75	1.07
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	1.75	1.05
印刷和记录媒介的复制业	1.08	0.94
家具制造业	0.94	0.85
橡胶和塑料制品业	0.84	0.75
化学纤维制造业	0.63	0.57
其他制造业	0.31	0.38
金属制品、机械和设备修理业	0.11	0.19

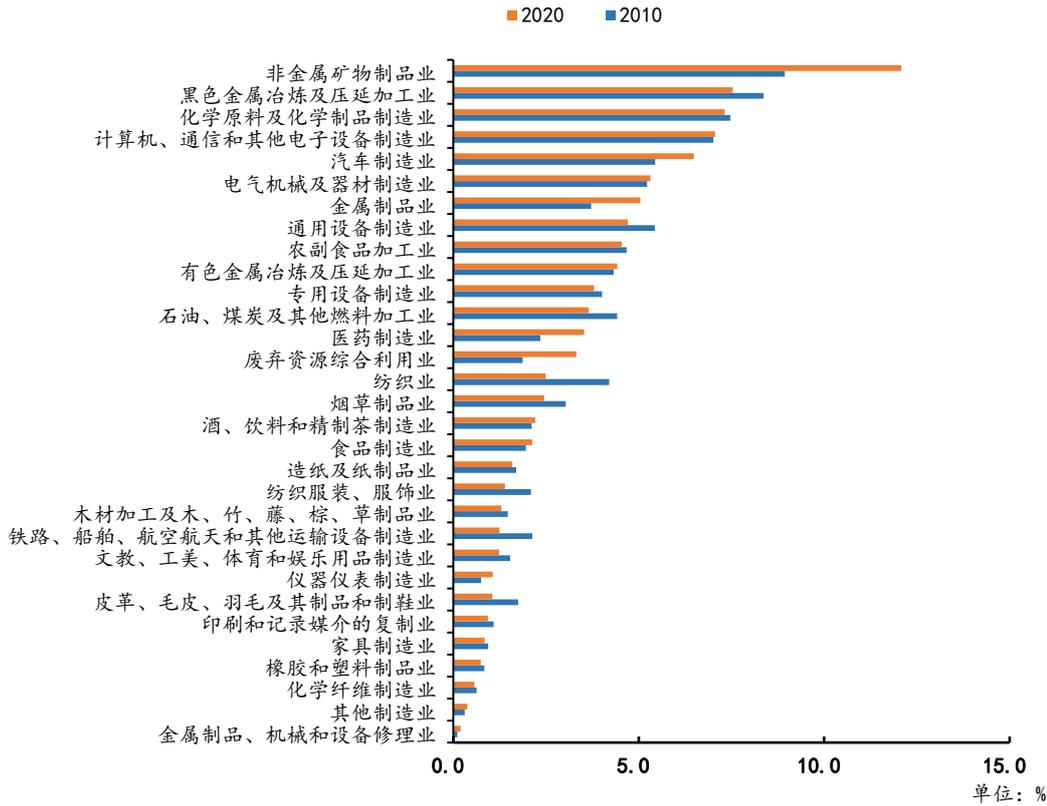
资料来源：万得，信达证券研发中心

说明：

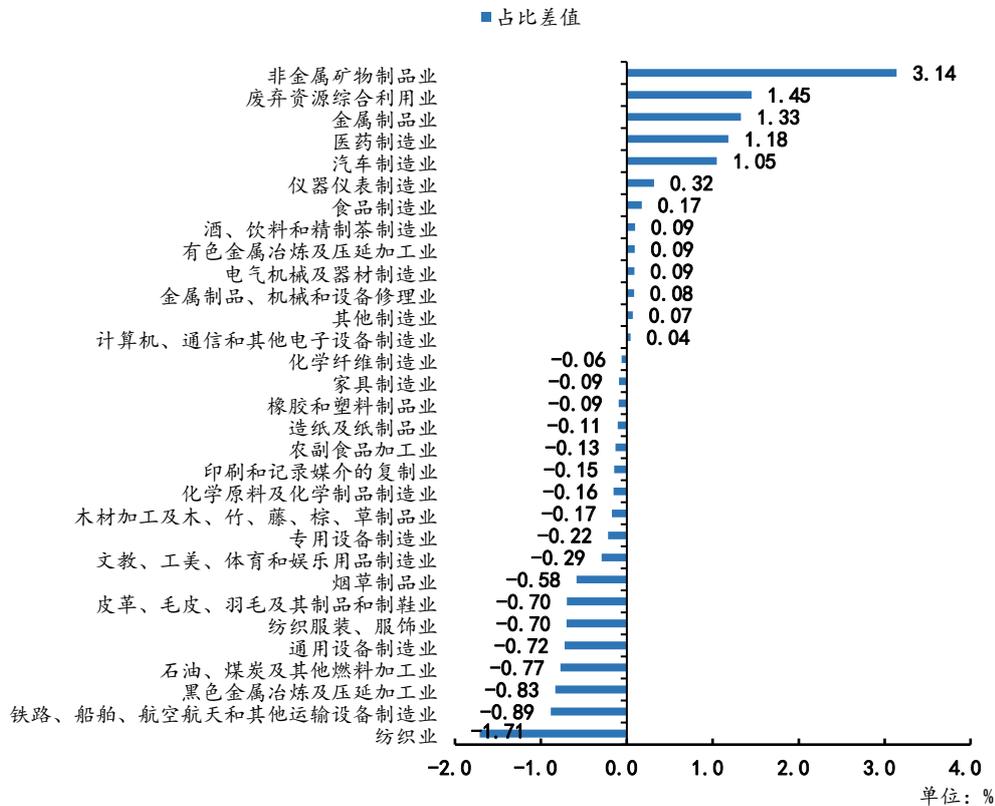
1、2010 年、2020 年各行业增加值为作者根据对应年份增加值增速和 PPI 增速推算而得。其中，2020 年系以 2018 年为基期向后推算而得，2010 年系以 2012 年为基期向前推算而得。

2、2020 年制造业增加值增速为统计局公布的全年累计增速。由于 2013 年之前制造业增加值未公布，2010 年数据根据 2013 年增速采用（年度规模以上工业增加值增速+0.8%）拟合。

从 2010 年至 2020 年结构变化来看，非金属矿物制品业、废弃资源综合利用业、金属制品业、医药制造业、汽车制造业占比增长较快。占比增长较快的行业为非金属矿物制品业（3.14%）、废弃资源综合利用业（1.45%）、金属制品业（1.33%）、医药制造业（1.18%）、汽车制造业（1.05%）。而占比下降的行业主要是纺织业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、石油、煤炭及其他燃料加工业，分别下降 1.71%、0.89%、0.83%、0.77%。

**图 3：2010 年与 2020 年各行业增加值占比**


资料来源：投入产出表，信达证券研发中心

**图 4：2010 年与 2020 年各行业增加值占比差值**


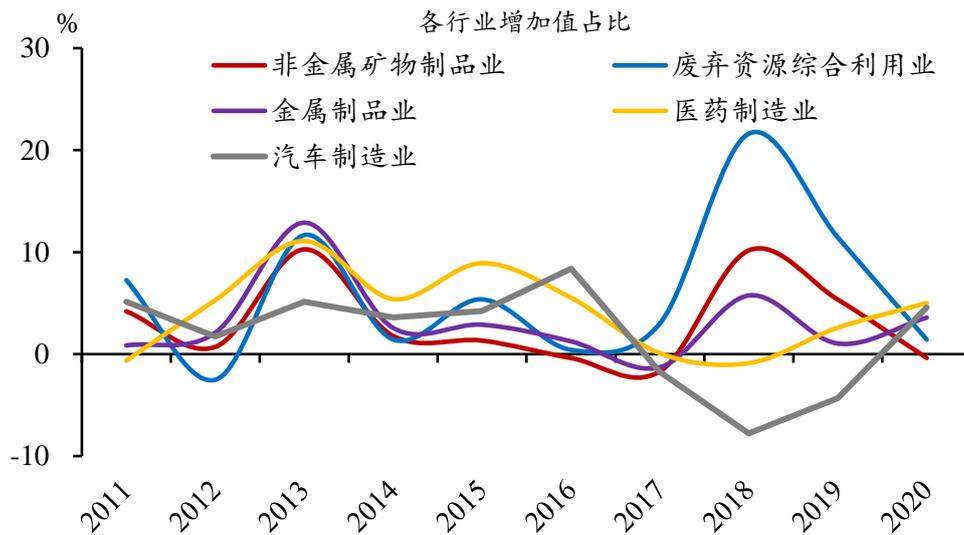
资料来源：投入产出表，信达证券研发中心

再进一步，选取占比增长较快和占比下降幅度较大的数个行业深度分析它们的走势。

**10年间，占比增长较快的行业有两次共性上升。**第一次发生在2013年，其原因在于2012-2013年，我国面临经济下行压力，把稳增长放到了重要的位置，推行了一批重大基础设施项目，包括广东和广西两个投资均在600亿元以上的钢铁项目。这拉动了相关行业的产能，但也最终导致了更严重的产能过剩。第二次发生在2018年，原因在于2016年开始的供给侧改革，去产能、去库存引起PPI的大幅反弹，带动了钢铁、石油、煤炭等行业增长。而汽车和医疗两个行业占比的提升则是源于居民对汽车和医疗消费的上升。

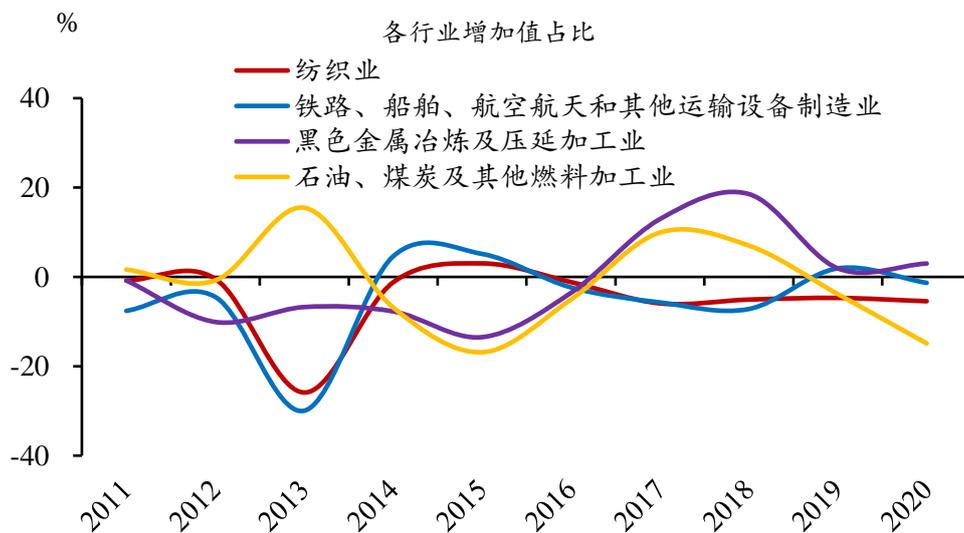
**占比下降较多的行业走势出现明显分化。**其中，石油、煤炭行业占比受商品价格影响较大。由于环保压力，黑色金属冶炼加工业在2012-2015年下降比较严重。纺织业、运输设备制造业的下降主要是由于行业增速及价格较为稳定，占比受到其他行业挤压，这也是两个行业的走势一致性较强的原因。

图 5：占比增长较快行业走势



资料来源：投入产出表，信达证券研发中心

图 6：占比下降较多行业走势



资料来源：投入产出表，信达证券研发中心

## 二、营收结构变迁——抓住出口与原材料价格两条主线

### 2.1 营收结构与增加值结构的区别

对比制造业各行业增加值，营业收入数据的获取更为直接。统计局每期披露 41 个工业细分行业的“规模以上”月度营收数据，我们选取其中的 31 个制造业行业，并将月度数据汇总，即可得出年度营收数据。

企业营收=企业总产值 x 产销率，而企业总产值=增加值 + 中间投入，合并两个公式，可以得出企业营收=（增加值 + 中间投入）x 产销率，因此营业收入结构与增加值结构的差别在于三点，一是各行业中间投入和增加值的比例，二是各行业产销率的差别，三是规模以上与全部工业。

2020 年各行业营收结构与增加值结构的有相似之处，但也有明显区别。两者的占比前六名相同，均为计算机通信、汽车制造、黑色金属冶炼、电气机械、化学原料及制品、非金属矿物，但排序发生了变化。计算机通信与汽车制造在营收占比中位列 1、2 位，但在增加值占比为 5、6 位。在增加值占比排名中位列前四的黑色金属冶炼、电气机械、化学原料及制品、非金属矿物这四个行业的排名在营收占比排名中出现了下降。

表 6：各行业营收占比

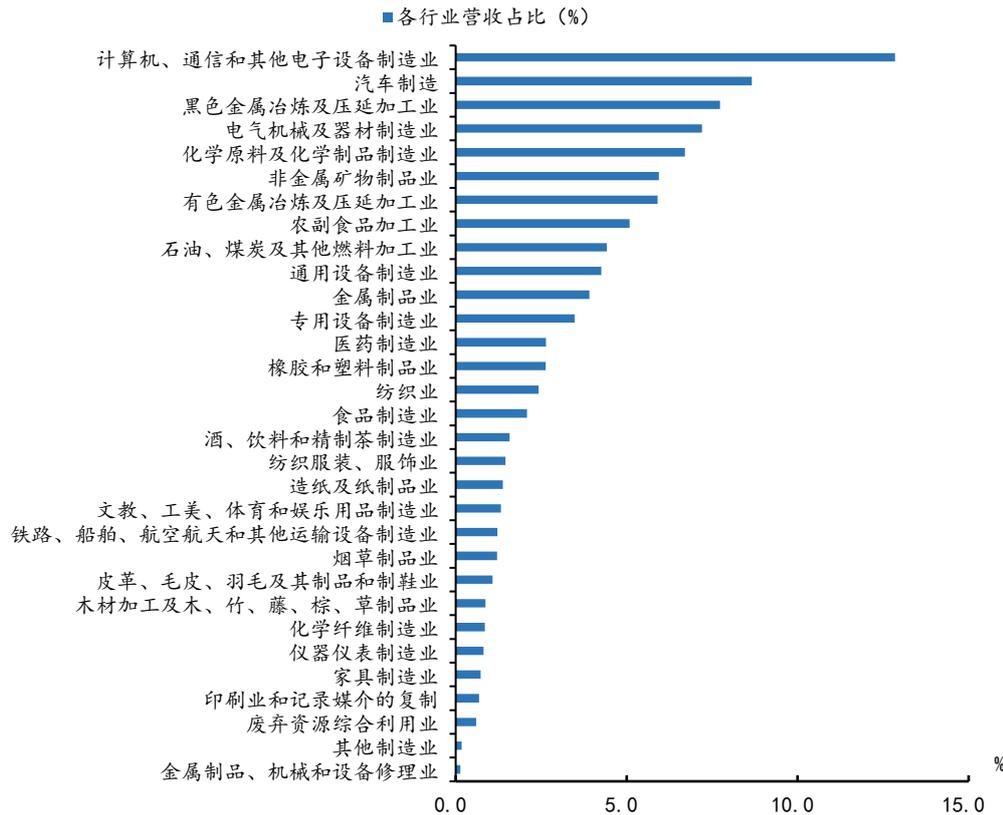
行业	各行业营收占比 (%)	
	2010	2020
计算机、通信和其他电子设备制造业	8.30	12.85
汽车制造	6.33	8.66
黑色金属冶炼及压延加工业	8.47	7.73
电气机械及器材制造业	6.43	7.20
化学原料及化学制品制造业	7.29	6.70
非金属矿物制品业	4.82	5.94
有色金属冶炼及压延加工业	4.42	5.90
农副食品加工业	5.36	5.09
石油、煤炭及其他燃料加工业	4.49	4.42
通用设备制造业	5.30	4.25
金属制品业	3.04	3.91
专用设备制造业	3.23	3.47
医药制造业	1.73	2.64
橡胶和塑料制品业	3.54	2.63
纺织业	4.31	2.42
食品制造业	1.73	2.08
酒、饮料和精制茶制造业	1.41	1.57
纺织服装、服饰业	1.90	1.45
造纸及纸制品业	1.56	1.38
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.49	1.32
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	8.35	1.22
烟草制品业	0.89	1.21
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	1.20	1.08
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	1.14	0.87
化学纤维制造业	0.76	0.85
仪器仪表制造业	0.99	0.81
家具制造业	0.65	0.73
印刷业和记录媒介的复制	0.53	0.69
废弃资源综合利用业	0.36	0.60
其他制造业	0.86	0.18
金属制品、机械和设备修理业	0.13	0.14

资料来源：万得，信达证券研发中心

说明：

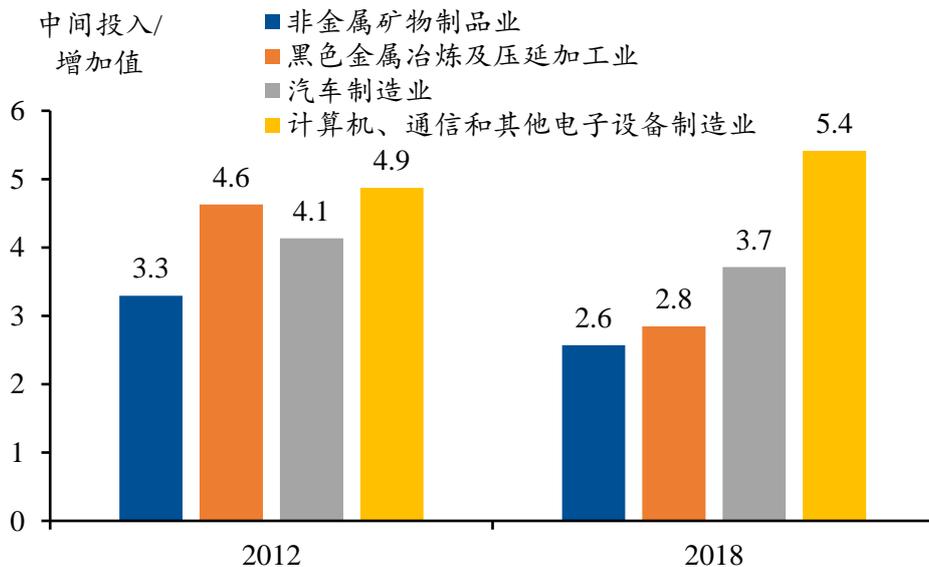
1、为全面反映工业企业收入规模，从 2019 年起，统计局用“营业收入”替代“主营业务收入”，并回溯到 2017 年。“主营业务收入”不再公布相关指标。

2、本表 2010 年为主营业务收入数据，2020 为营业收入。

**图 7：2020 年各行业营收占比**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**为什么会有这样的区别？** 通过上文给出的三个差别进行分析发现，中间投入和增加值的比例是区别的主要原因。投入产出表数据显示 2018 年计算机及通信行业的比例为 5.4，汽车制造业的比例为 3.7，而非金属矿物和黑色金属冶炼的比例较低，分别为 2.6 和 2.8。考虑到计算机通信行业的营业收入占比分别是非金属矿业和黑色金属冶炼的 2.1、1.6 倍，中间投入和增加值的比例的区别即是主要原因，加入中间值因素后，计算机通信和非金属矿物的占比基本相同。中间投入和工业增加值的比例高的产业附加值较低，但对其上游产业的带动力较强。

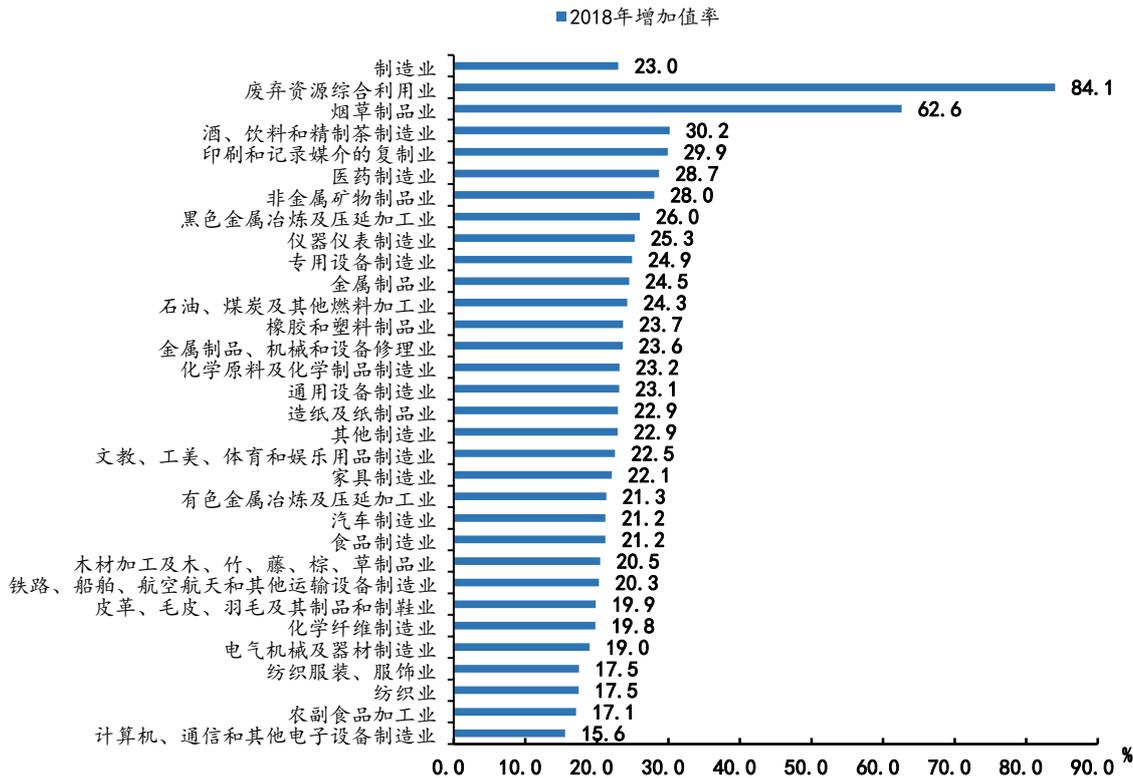
**图 8：各行业中间投入和增加值的比例差别**


资料来源：万得，信达证券研发中心

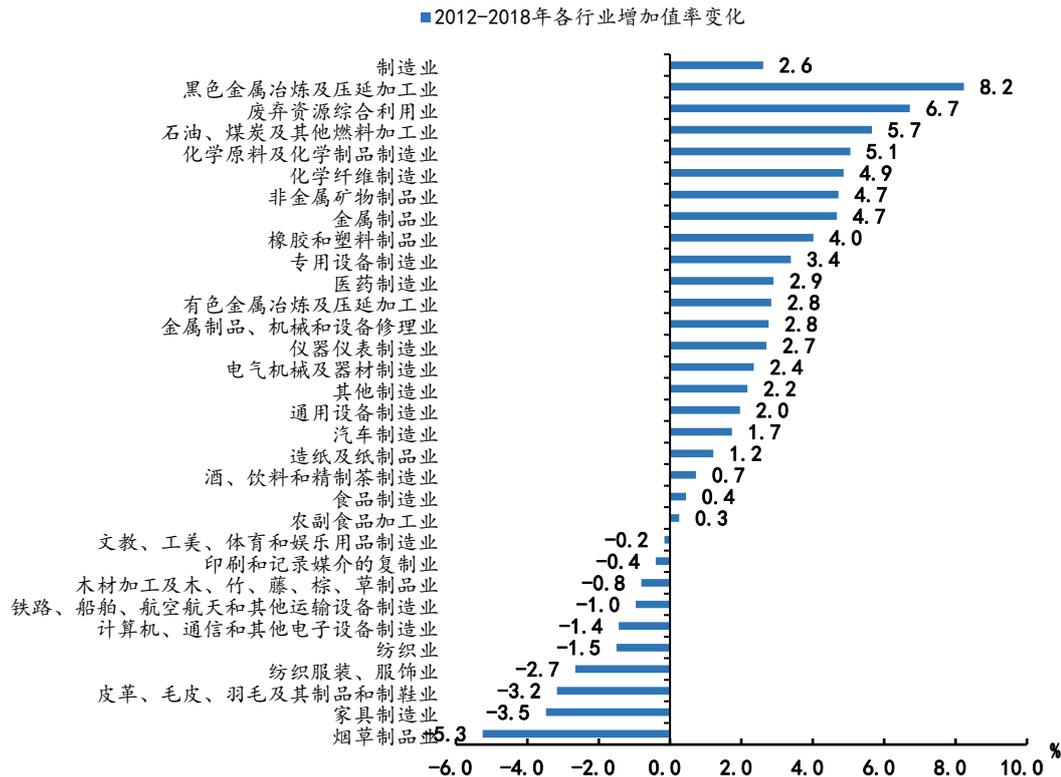
增加值比例（增加值/总产出）与上述的中间投入和增加值的比例概念相同，但方向相反，也就是说增加值比例越高，附加值越高，盈利能力更强。2018年，我国制造业整体增加值率为23.0%。其中，废弃资源综合利用业（84.1%）、烟草制造业（62.5%）增加值比率较高，远超其他行业。而计算机通信（15.6%）、农副食品加工（17.1%）、纺织业（17.5%）的增加值比率较低。

2012年至2018年，我国制造业增加值率提高了2.6%，改善较为明显。黑色金属冶炼、石油、煤炭加工、化工等原材料加工相关行业，以及医药制造业增加值率增长较快，拉动了制造业增加值率的增长。纺织业、计算机通信、家具制造、烟草等行业增加值率出现下降，对整体增加值率形成拖累。

图 9：2018 年各行业增加值率



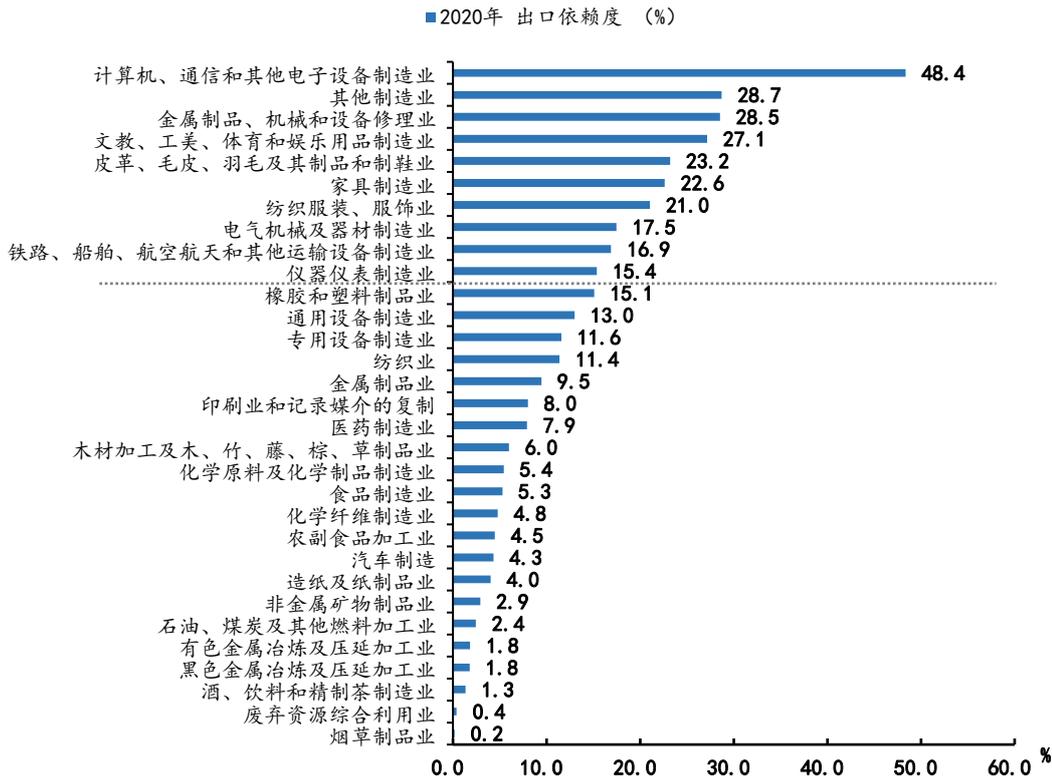
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 10：2012 年-2018 年各行业增加值率变化**


资料来源：万得，信达证券研发中心

## 2.2 通过两个维度观察营收结构的变化

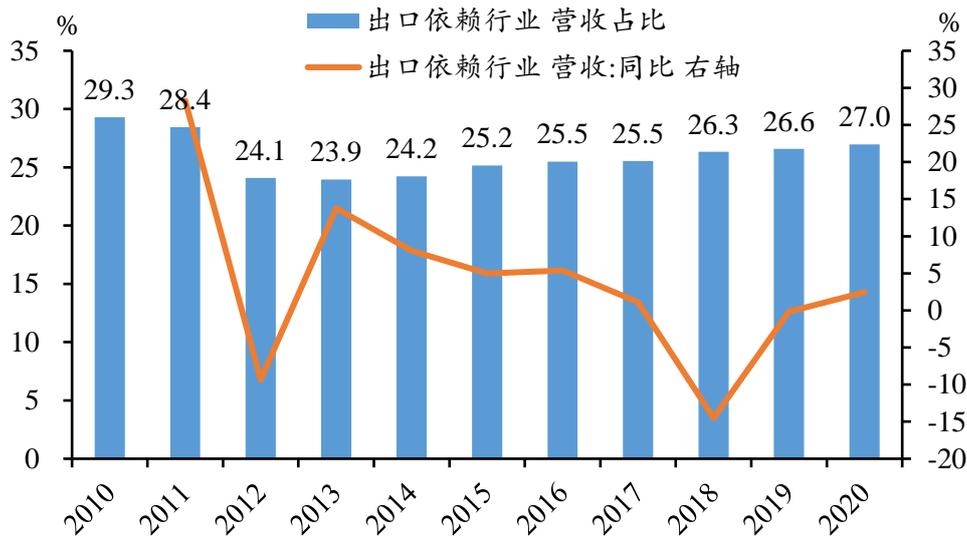
**第一个维度是出口依赖。**我们把制造业 31 个行业，根据其出口交货值占营业收入的比重，分为出口依赖行业和非出口依赖行业，出口依赖度前 10 位的行业为出口依赖行业，其余则为非出口依赖行业。2020 年数据显示，出口依赖行业营业收入之和占制造业总体的 27%，其中计算机通信、金属制品机械和设备修理业、文体娱乐用品、皮革制鞋、家具、纺织服装出口依赖度较高。此外，对比增加值率可以发现，出口依赖行业集中在附加值率较低的领域。

**图 11：出口依赖行业排名**


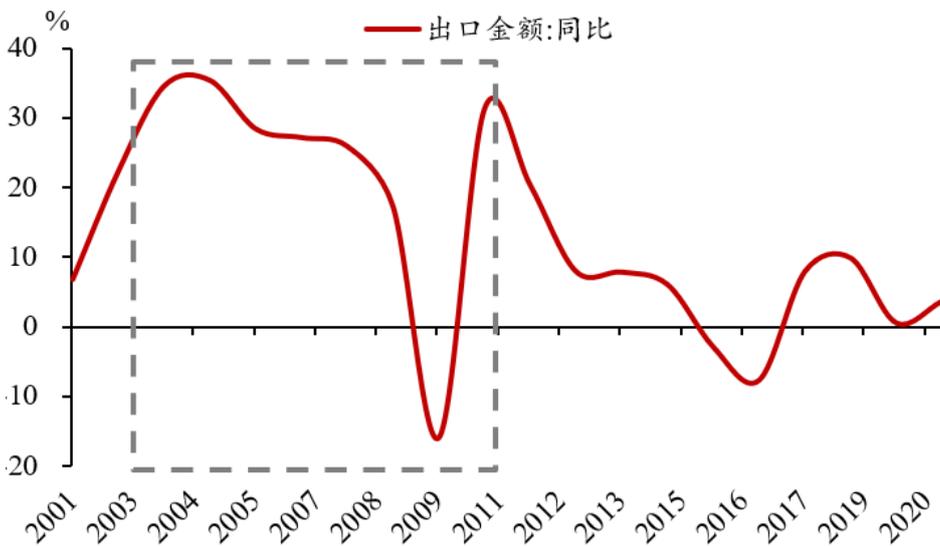
资料来源：万得，信达证券研发中心

**2011年后，出口依赖行业营收占比阶段性下滑。**中国加入WTO与2008年金融危机之间的6年，中国出口高速增长。这段时期是外需主导了制造业需求，出口依赖行业营收占比处于高位。金融危机之后，全球刺激政策又对出口形成支撑。但随着刺激退出导致外需较为疲软，我国制造业开始转向内需，出口依赖行业营收占比下滑。

**2016年后，全球经济复苏，出口回暖，出口依赖行业营收占比重回上升通道。**但出口依赖行业营收占比仍未能回到2011年水平，一方面与特朗普掀起全球贸易保护主义有关，另一方面与我国劳动力成本提升，低附加值行业向东南亚转移有关。

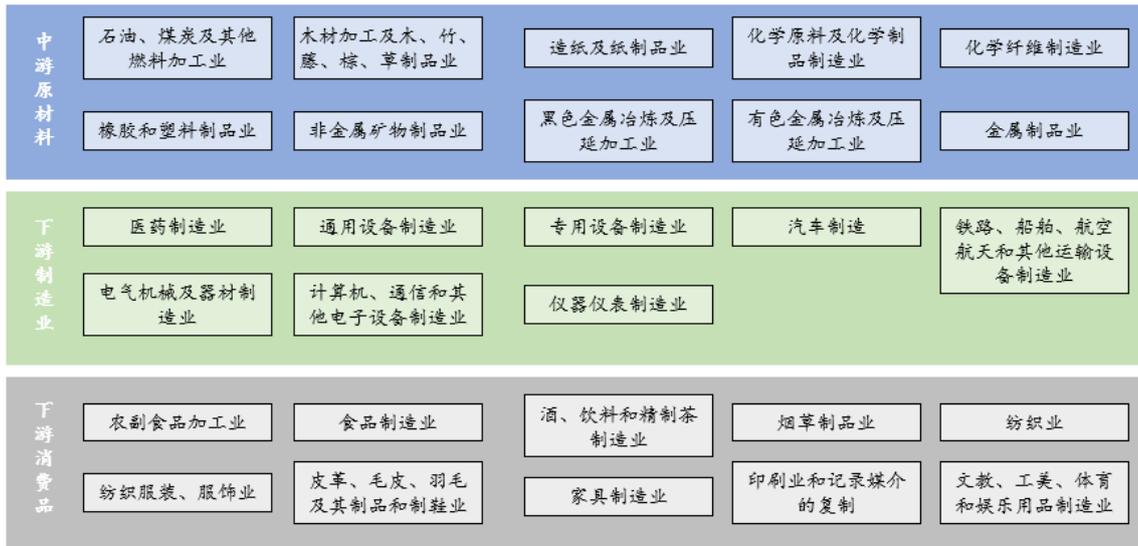
**图 12: 出口依赖行业营收占比**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 13: 2003-2008 年与 2011 年我国出口金额高增**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

第二个维度是将行业根据产业链中的位置分为中游原材料加工业、下游制造业、下游消费品。具体的划分方式与《工业企业利润分析框架》中一致，但制造业行业不包含上游采掘业，还需要剔除其他制造业、废弃资源综合利用业、金属制品机械和设备维修业这三个划分不明确的行业。

**图 14：制造业行业划分**


资料来源：信达证券研发中心

我国下游制造业、中游原材料加工业营收占比较高，下游消费品占比偏低。2020 年，下游制造业营收占比最高，为 41.5%。其次是中游原材料加工，占比 40.7%。下游消费品占比偏低，仅为 17.8%。

2012-2013 年，下游制造业占比大幅下降，其原因在于出口的下降，与出口维度中出口依赖行业的表现较为一致。

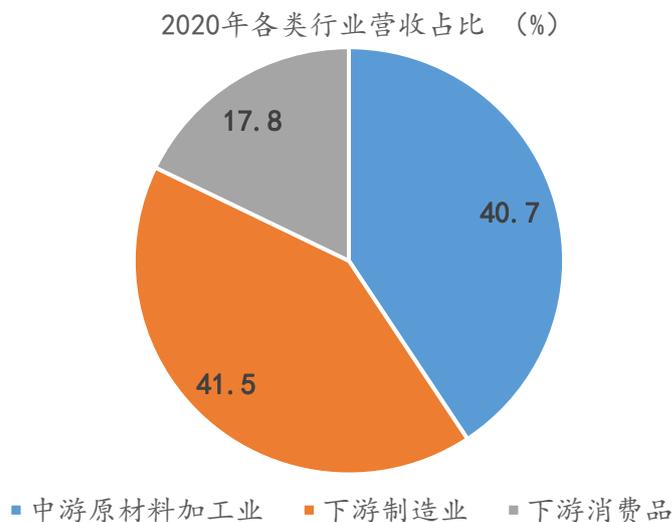
2014-2015 年，下游消费品和下游制造业营收出现明显的改善，占比持续上升。

2016 年-2018 年，中游原材料加工业营收增长较快，占比回升。

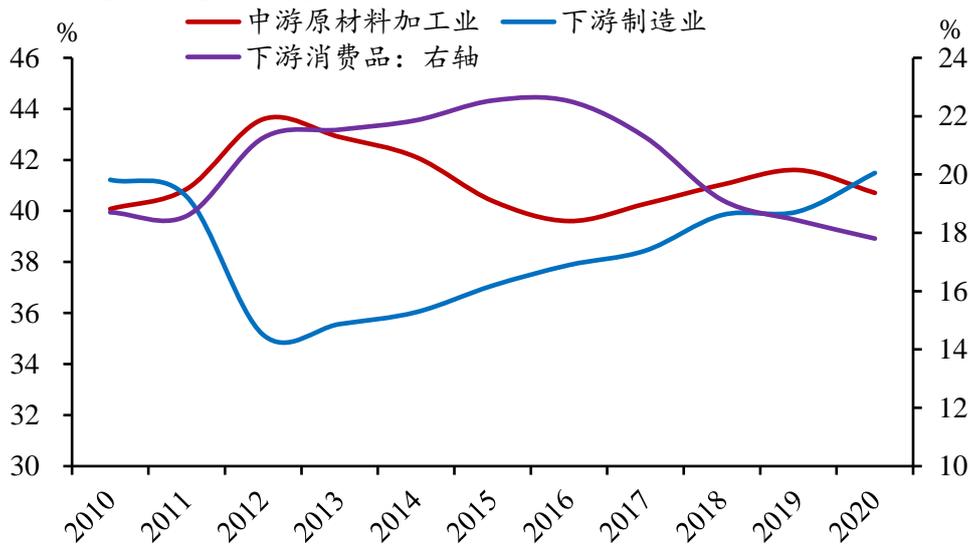
2019 年，下游消费品营收增速下滑。

2020 年，中游原材料和下游消费品受到疫情影响，营收表现较差，而由于我国复工复产进度较快，下游制造业依靠出口和国内生产复苏，占比大幅提升。

虽然各个阶段营收占比的变动方向不同，但依旧有两条主线：出口和原材料价格。

**图 15：2020 年各类行业营收占比**


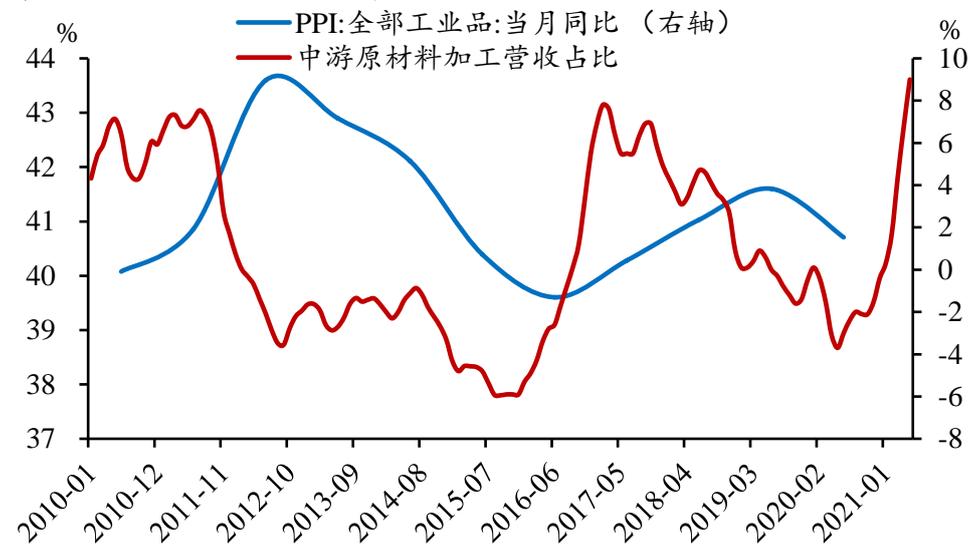
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 16：各类行业营收占比走势**


资料来源：万得，信达证券研发中心

出口主要关联下游制造业，其影响前文已经论述。

原材料价格层面上，PPI 可以看作是预测制造业营收结构的领先指标。中游原材料加工业的营收占比和 PPI 关系较为密切，具体表现在 PPI 的变化领先于中游营收占比的变化半年至一年。2011 年第三季度与 2017 年的第一季度分别是前两次通胀走高时 PPI 的高点，而中游营收占比的高点出现在 2012 年与 2018 年。由此看来，PPI 可以看作是预测制造业营收结构的领先指标。

**图 17：PPI 是预测制造业营收结构的领先指标**


资料来源：万得，信达证券研发中心

### 三、投资结构变迁——中高端制造业投资稳步上升

#### 3.1 制造业投资的四个驱动因素

整体来看，有四个因素影响制造业投资意愿和投资能力。

一是企业利润。一方面，当企业利润提升时，企业为了获取更多利润，投资意愿提升。另一方面，制造业企业利

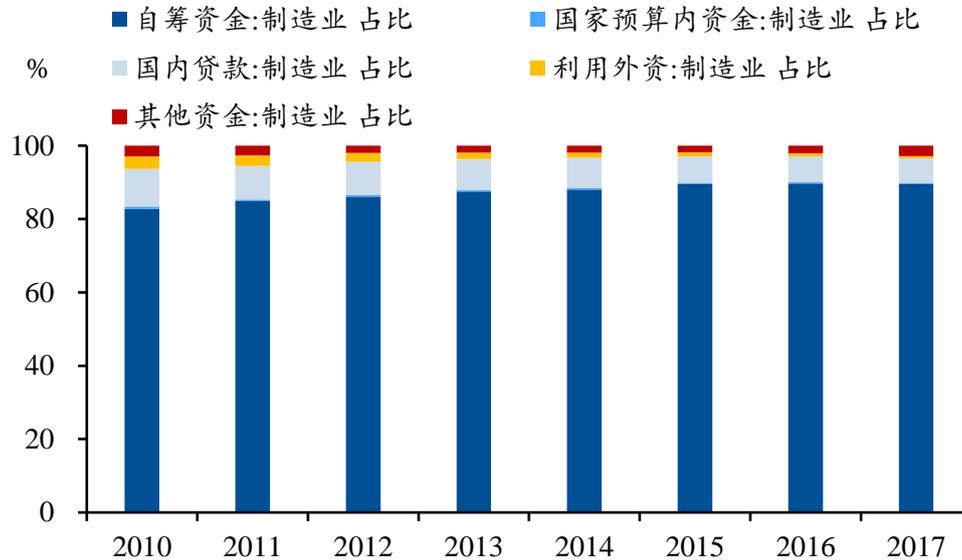
润直接影响企业的再投资能力。2017年制造业企业自筹资金占全部投资资金的比重接近90%。

**二是对未来盈利情况的预期。**如果企业对未来的盈利情况较为乐观，投资意愿可能会增强。

**三是产能利用率。**当产能利用率偏低时，企业可以提高现有设备的利用率直至产能无法满足需求。

**四是企业融资能力。**强大的融资能力可以保证投资资金的来源。此外，外部的融资环境也直接影响企业的融资能力。

图 18：自筹资金占制造业全部投资资金的比重较高



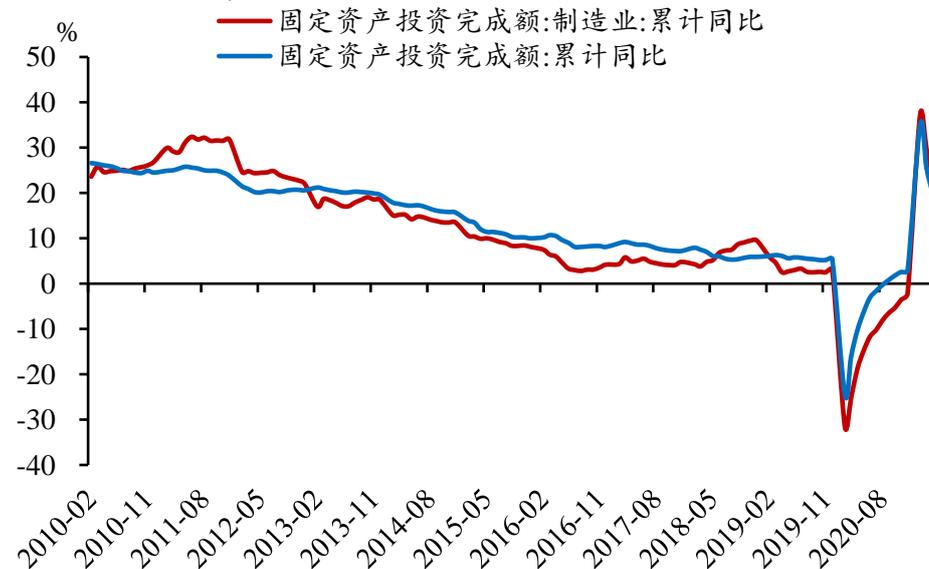
资料来源：万得，信达证券研发中心

2010年以来，制造业投资仅经历过两次持续性上行。

**2010-2012年“四万亿”刺激：**“四万亿”刺激政策后，企业于2010年大举扩张投产，大量资金流入制造业。

**2018年至2019年设备更新周期：**在上一轮“四万亿”的带动下，企业购置了大量设备。8年后，部分设备需要更新换代，促进了制造业投资。另一方面，供给侧改革加上高污染行业面临环保整治压力，制造业投资需求释放。

图 19：2010年以来，制造业投资仅经历过两次持续性上行



资料来源：万得，信达证券研发中心

### 3.2 传统制造业投资承压，新兴产业投资持续向好

2020年，原材料加工类行业与装备制造类行业投资占比较大。非金属矿物制造业与计算机通信业投资占比较高，分别为9.83%与9.26%。专用设备制造业、化学原料制品、通用设备制造业、电器机械器材、汽车制造业、农副产品加工业占比均在5%以上。这8个行业的投资规模之和达到了制造业整体的56%。

2010年至2020年间，原材料加工类行业投资占比出现明显下降，而中高端制造类行业占比大幅改善。化工、有色、黑色金属冶炼、石油煤炭等传统高污染行业投资占比下滑。计算机通信、专用设备、医药、家具等中高端制造行业占比上升。

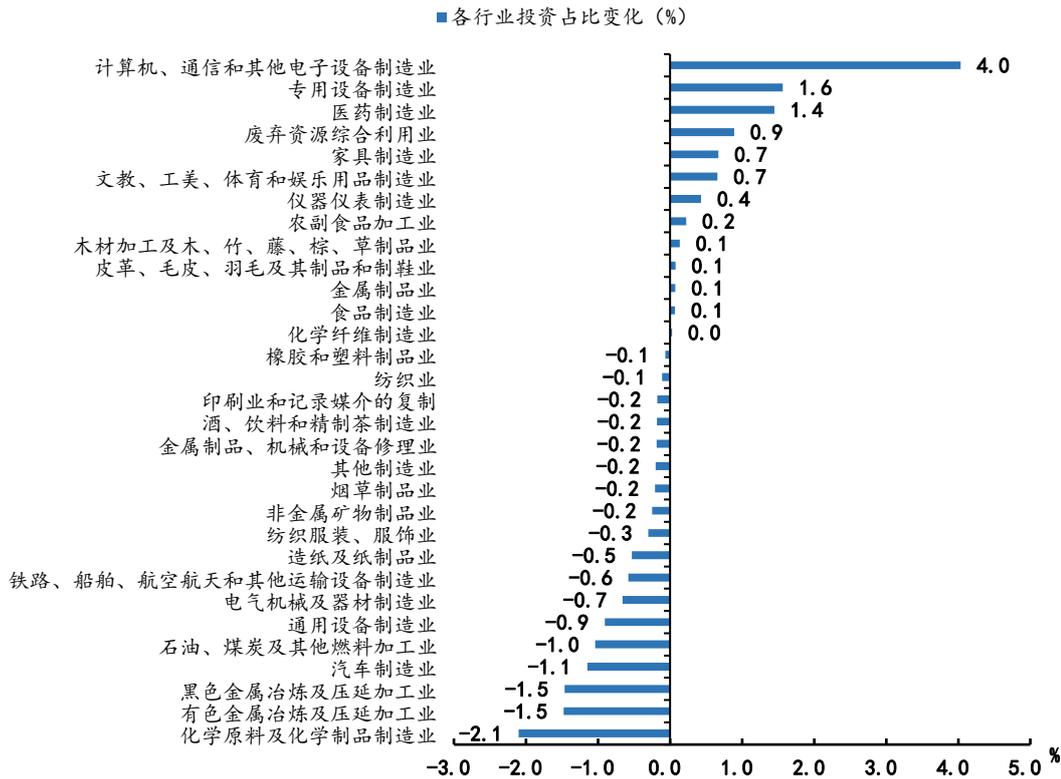
表 7：各行业投资占比

行业	各行业投资占比 (%)	
	2010	2020
非金属矿物制品业	10.08	9.83
计算机、通信和其他电子设备制造业	5.22	9.26
专用设备制造业	5.58	7.14
化学原料及化学制品制造业	9.20	7.10
通用设备制造业	7.33	6.42
电气机械及器材制造业	6.71	6.05
汽车制造业	6.62	5.47
农副食品加工业	4.88	5.10
金属制品业	4.87	4.95
医药制造业	2.61	4.05
橡胶和塑料制品业	3.50	3.43
黑色金属冶炼及压延加工业	4.69	3.23
纺织业	3.00	2.89
食品制造业	2.61	2.68
有色金属冶炼及压延加工业	3.93	2.45
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	1.75	1.88
家具制造业	1.13	1.80
石油、煤炭及其他燃料加工业	2.73	1.70
酒、饮料和精制茶制造业	1.82	1.64
纺织服装、服饰业	1.89	1.59
仪器仪表制造业	0.96	1.39
废弃资源综合利用业	0.45	1.34
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1.92	1.34
其他制造业	1.48	1.28
造纸及纸制品业	1.81	1.28
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.37	1.03
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.86	0.94
印刷业和记录媒介的复制	0.93	0.75
化学纤维制造业	0.53	0.56
金属制品、机械和设备修理业	0.28	0.09
烟草制品业	0.28	0.07

资料来源：万得，信达证券研发中心

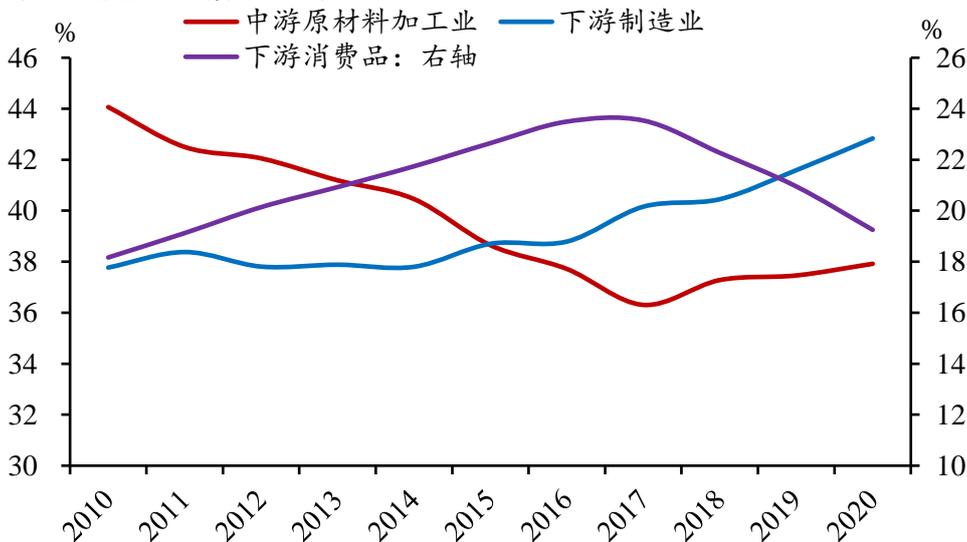
说明：

- 1、本表2010年投资额数据为统计局官方发布数据。
- 2、2020年投资额数据为作者推算。推算方法，以2017年投资额数据为基期，根据官方发布的同比增速数据顺次推算下一年投资额。
- 3、2017年为官方发布投资额数据的最后一年，但2017年由于数据口径调整等原因，累计值和累计同比不对应。考虑到2017年数据为最新权威数据，仍以2017年为基期。

**图 20：2010-2020 年各行业投资占比变化**


资料来源：万得，信达证券研发中心

再把制造业行业分为中游原材料加工，下游制造业和下游消费品，2020 年，三者投资规模占比分别为 37.9%、42.8%、19.3%。

**图 21：各类行业投资占比走势**


资料来源：万得，信达证券研发中心

2010 年至 2017 年，中游原材料加工业占比持续下降。一方面是由于 2011 年扩产能下，中游投资占比偏高，且随后因为产能过剩，投资需求较低。另一方面中游原材料加工业中的钢铁、水泥、玻璃等与房地产需求密切相关。

2010年起，房地产投资进入下行通道，降低了对中游行业的投资意愿。2018年，由于设备集中更新与供给侧改革，中游投资开始回暖。

下游制造业在10年期间，投资占比持续提升，和营收占比的走势较为一致。其中，计算机通信投资增速在2015年以来均超过制造业平均增速，医药制造业在2012年至2016年增速超过平均值。

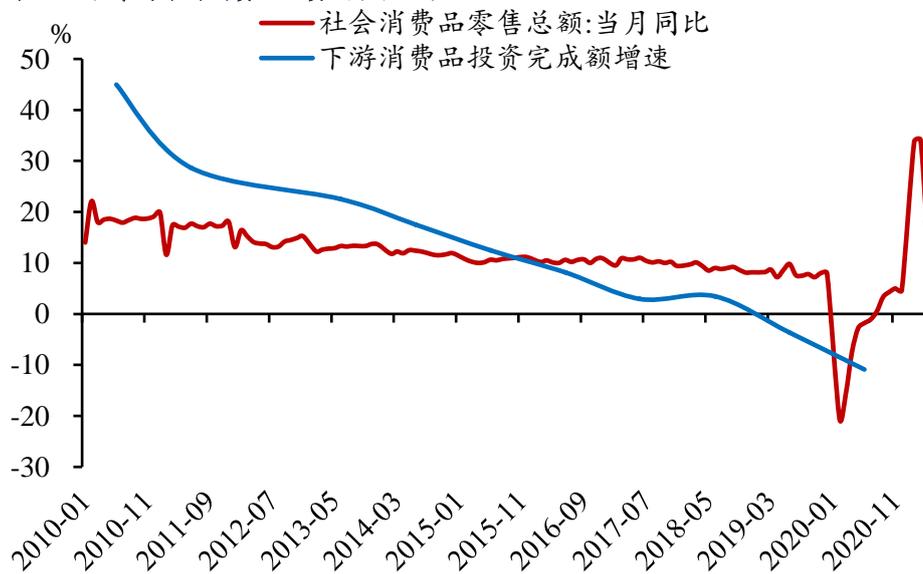
下游消费品投资与社会消费品零售总额的相关性较强。2010年至2019年，社零同比增速震荡下行。下游消费品投资同比增速除了在2018年有所回升，其他年份均为下滑。

图 22：2010 年起，房地产投资进入下行通道



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：社零与下游消费品投资关联性较强



资料来源：万得，信达证券研发中心

#### 四、从制造业十年变化看新一轮投资机会

我们结合 2010 年至 2020 年间制造业结构的变化趋势，以及当前的宏观形势，判断新一轮的投资线索。

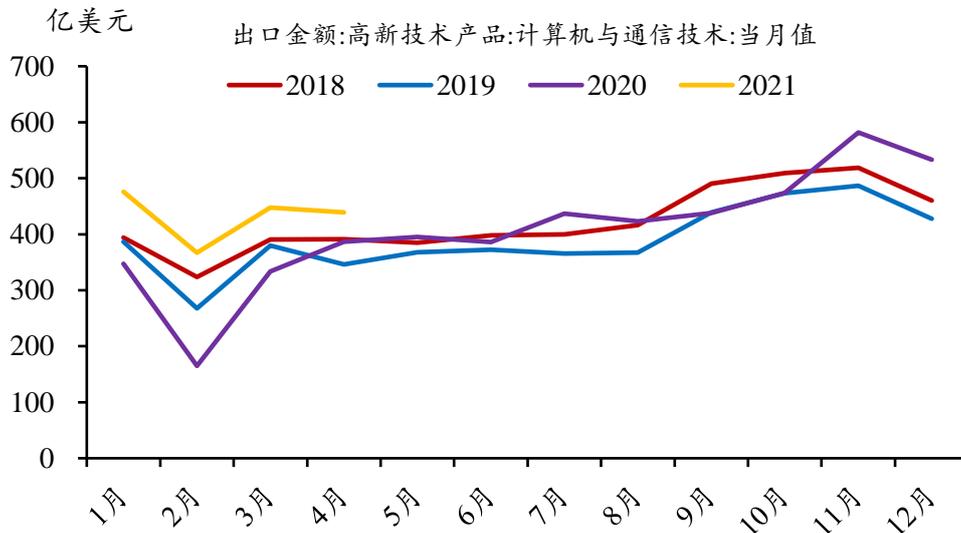
1) 从增加值来看，医药制造业，汽车制造业的增加值有望进一步扩大。2010 年至 2020 年，增加值占比增速上升较快的行业为非金属矿物制品业、废弃资源综合利用业、金属制品业、医药制造业、汽车制造业。政策层面上，

强化国家战略科技力量是 2021 年头号任务，3 月 13 日发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中指出“坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑”，科技兴国的战略部署更加明确。在政策促动下，医药制造业，汽车制造业的增加值有望进一步扩大。

## 2) 考虑到出口与 PPI 的情况，计算机通信、黑色金属冶炼、石油煤炭加工、有色金属冶炼有望持续受益。

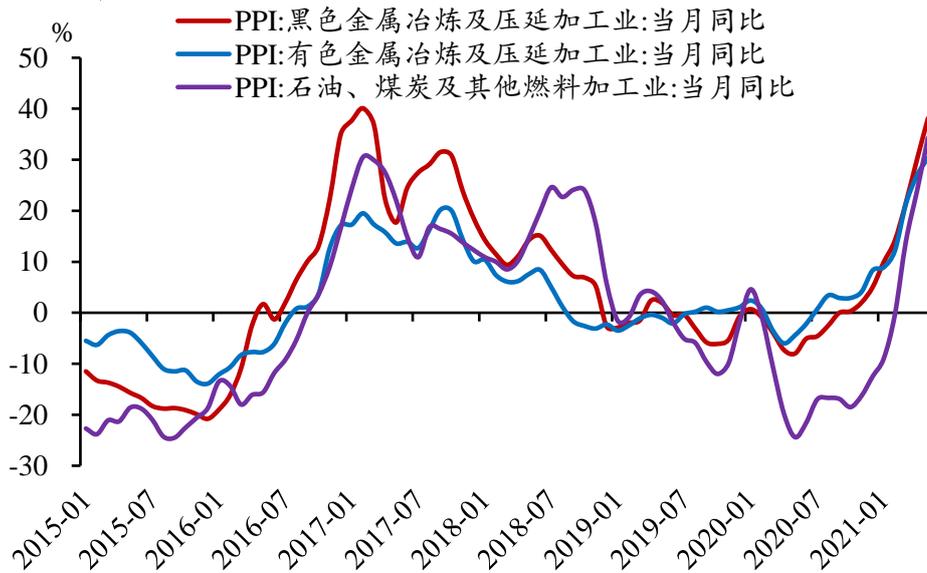
我们在《为什么中国出口份额还能继续提高？》中提出了 2021 年将会是中国的出口大年，中国出口份额有望进一步提升。原因在于：一是美国产能利用率存在长期下降趋势，很难回到疫情前水平，美国生产修复可能持续落后于需求修复；二是受益于市场份额提高和市场规模扩大，中国制造业企业享受到规模经济优势，产品平均成本明显摊薄，有利于巩固甚至进一步扩大市场份额；三是全球疫情演变仍有不确定性，发展中国家成为重灾区，相关国家生产修复仍然缓慢。在出口表现保持韧性的情况下，计算机通信等出口依赖度较高的行业有望受益。2020 年 11 月至 2021 年 4 月，计算机通信的出口金额均超过季节性水平。

图 24：计算机通信的出口金额超过季节性水平



资料来源：万得，信达证券研发中心

2021 年年初至今，大宗商品价格提升，PPI 快速上行。5 月 PPI 同比上涨 9.0%，涨幅较上月扩大 2.2 个百分点。其中，同比涨幅靠前的包括黑色金属冶炼、石油煤炭加工、有色金属冶炼，分别为 38.1%、34.3%、30.4%。前文提出 PPI 可以看作是预测制造业营收结构的领先指标，因此中游原材料行业营收占比或将在 2021 年有明显提升。

**图 25: 中游行业 PPI 快速上行**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

3) 中游制造业、医药、装备制造类行业利润增速较快, 其中, 专业设备制造业, 黑色、有色冶炼产能利用率处于高位, 或有较强投资需求。

2020 年 9 月至今, 利润增速较快的行业主要集中在中游行业, 如黑色、有色采选、造纸, 下游行业利润改善整体不及中游。但在其中, 医药制造业、计算机通信、专用设备制造业以及汽车制造业利润表现较好。

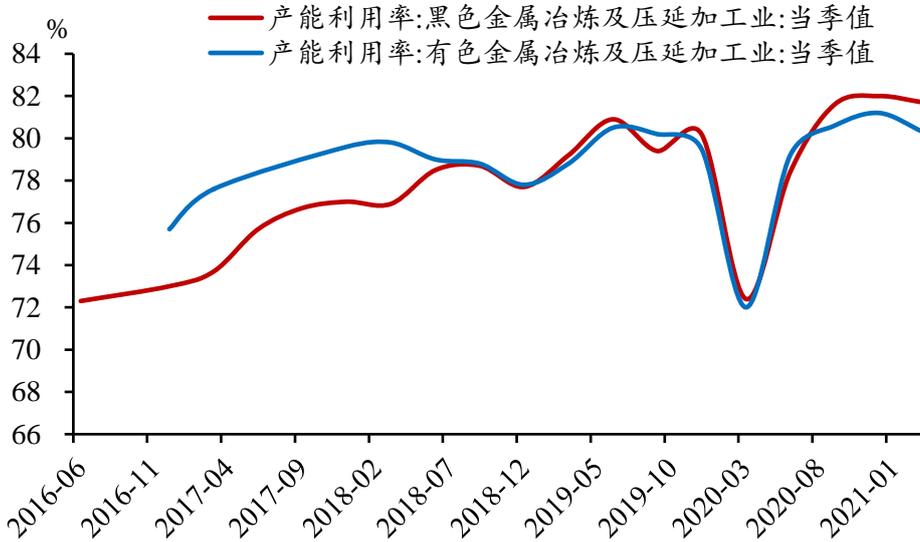
**图 26: 各行业利润同比增速**

行业	各行业利润同比增速 (%)								
	2020-09	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-02	2021-03	2021-04	
制造业	-0.9	0.9	4.1	6.0	7.4	224.7	163.3	117.9	
农副食品加工业	18.2	17.3	15.0	8.9	6.0	44.6	28.3	16.0	
食品制造业	12.7	13.3	11.0	6.6	6.9	59.4	47.6	25.0	
酒、饮料和精制茶制造业	-0.3	4.8	5.7	6.0	9.5	62.8	42.2	38.1	
烟草制品业	28.4	27.9	29.5	34.3	26.0	26.3	17.8	16.4	
纺织业	0.2	3.0	5.9	6.0	5.8	157.6	47.2	21.1	
纺织服装、服饰业	-27.1	-24.2	-22.6	-22.2	-22.8	37.7	42.2	37.9	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-26.8	-24.6	-23.3	-22.3	-21.4	26.3	28.2	22.5	
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-14.4	-13.6	-12.8	-13.2	-9.5	51.9	27.7	15.0	
家具制造业	-27.1	-22.7	-20.2	-17.5	-11.5	206.0	75.6	55.7	
造纸及纸制品业	9.1	15.1	16.5	17.1	22.8	189.5	118.0	96.1	
印刷业和记录媒介的复制	-11.4	-8.5	-8.3	-6.4	-6.4	171.5	49.4	27.0	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-20.3	-17.3	-14.8	-13.6	-9.0	66.4	60.9	46.3	
石油、煤炭及其他燃料加工业	-82.5	-64.2	-51.6	-41.7	-27.4	0.0	468.7	0.0	
化学原料及化学制品制造业	-22.8	-18.4	2.6	10.1	22.9	523.1	356.3	284.2	
医药制造业	8.1	8.7	9.3	12.2	12.7	95.3	88.3	81.8	
化学纤维制造业	-35.3	-38.0	-31.5	-28.9	-16.2	927.0	672.8	764.8	
橡胶和塑料制品业	19.8	20.9	23.9	25.5	23.0	321.6	150.5	88.4	
非金属矿物制品业	-4.3	-1.8	0.3	0.8	2.2	88.2	70.6	41.9	
黑色金属冶炼及压延加工业	-24.0	-21.9	-16.3	-12.2	-14.2	305.5	433.9	444.1	
有色金属冶炼及压延加工业	-4.8	2.9	5.0	8.9	21.8	270.4	543.8	569.9	
金属制品业	-7.2	-3.1	0.4	2.2	1.2	185.3	121.4	82.5	
通用设备制造业	7.0	9.8	11.2	12.0	14.6	366.9	132.0	73.4	
专用设备制造业	22.8	22.6	23.2	23.8	26.0	460.1	157.4	81.5	
汽车制造业	3.4	4.7	8.1	8.2	5.2	2650.0	839.0	157.9	
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1.1	4.4	5.0	7.0	1.0	719.6	77.8	20.5	
电气机械及器材制造业	-1.0	3.3	3.9	6.6	6.1	459.8	179.1	90.8	
计算机、通信和其他电子设备制造业	26.4	15.4	12.3	15.8	17.7	0.0	150.3	91.0	
仪器仪表制造业	11.8	13.3	13.9	13.7	11.9	949.2	126.7	56.1	
其他制造业	-6.7	-7.4	-7.1	-6.6	-8.5	172.7	84.4	42.9	
废弃资源综合利用业	-4.8	-8.4	-5.1	-16.5	-4.7	118.5	139.1	77.2	
金属制品、机械和设备修理业	-40.9	-36.8	-30.3	-12.0	-31.2	100.0	327.3	228.6	

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

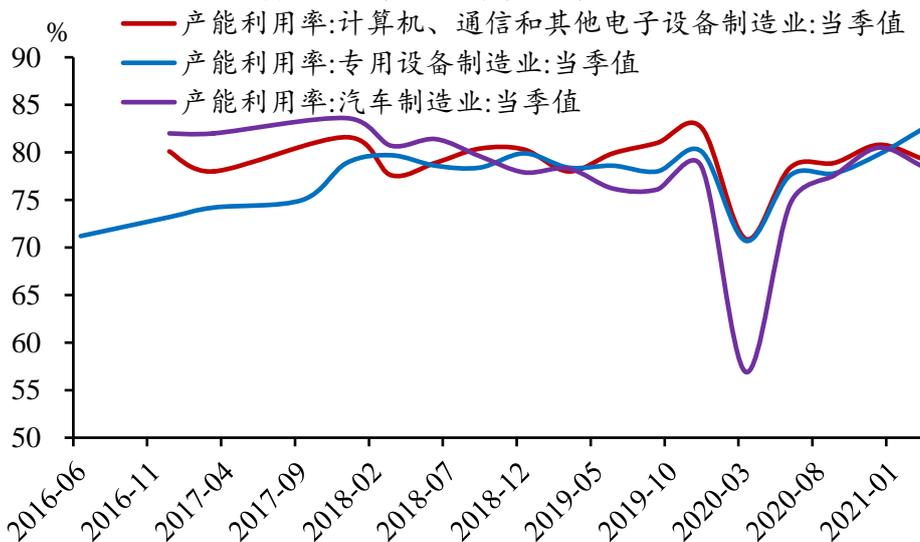
产能利用率上，2021 年第一季度黑色、有色冶炼、专用设备制造业的产能利用率已经达到 2016 年以来的高位，投资意愿可能较强。计算机通信、汽车制造业产能利用率位于 2016 年以来的平均水平，投资需求预计较为有限。但从 2010 年以来制造业投资占比变化趋势来看，黑色、有色金属冶炼占比降幅较大，未来投资可能会继续受到产能限制和环境压力的影响。

图 27：黑色、有色冶炼产能利用率处于高位



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 28：计算机通信、汽车产能利用率位于近年平均水平



资料来源：万得，信达证券研发中心

综合以上分析，我们认为下一阶段制造业潜力较大的行业包括：计算机通信、专业设备制造、医药制造业、汽车制造业、钢铁、有色等行业。

## 风险因素

全球疫情传播持续恶化；通货膨胀超预期等。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北	欧亚菲	18618428080	<a href="mailto:ouyafei@cindasc.com">ouyafei@cindasc.com</a>
华北	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东	孙斯雅	18516562656	<a href="mailto:sunsiya@cindasc.com">sunsiya@cindasc.com</a>
华东	张琼玉	13023188237	<a href="mailto:zhangqiongyu@cindasc.com">zhangqiongyu@cindasc.com</a>
华南总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南	焦扬	13032111629	<a href="mailto:jiaoyang@cindasc.com">jiaoyang@cindasc.com</a>
华南	江开雯	18927445300	<a href="mailto:jiangkaiwen@cindasc.com">jiangkaiwen@cindasc.com</a>
华南	曹曼茜	18693761361	<a href="mailto:caomanqian@cindasc.com">caomanqian@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准20%以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。