

中国制造业观察系列（一）

中国制造业全景图——基于需求的视角

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号

S1060522080003

CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号

S1060120100009

ZHANGLU150@pingan.com.cn



平安观点：

- 本文作为“中国制造业观察”系列的开篇，观察疫情后制造业生产和投资的现状，定位制造业各行业的需求来源，寻求后续制造业生产和投资变化的线索。
- 制造业生产与投资现状。2020至2021年，制造业生产的恢复主要受中游制造和下游医药行业带动，原材料板块和其他下游消费行业的表现多不及疫情前中枢。疫情后制造业投资的逻辑与生产有内在的一致性：中游制造生产偏强带动投资增加；除医药外的下游消费行业生产偏弱拖累其投资增速；原材料板块2020到2021年间的生产增速较疫情前两年及制造业整体均更慢，但其产能扩张的步伐快于生产，对制造业投资的贡献率不低。2022年1-7月，原材料板块对制造业增加值的拖累最为明显，其投资增速较快下滑，对制造业投资的支撑减弱；下游消费行业的增加值增速与制造业整体同步下滑，其资本开支渐呈弱势修复状态；中游制造行业生产增速也有放缓，但绝对水平依然是三大板块中最高的，对制造业投资的贡献率也还在高位。
- 制造业子行业对各需求链条的敏感度存在差异。一是，地产对国民经济的广义影响较基建更强。房地产需求对中游原材料行业的影响更强，因此这些行业源自房地产部门的需求下滑，需以更大规模的基建需求对冲；二是，汽车及新能源产业链体量不大，但从单位增加值的带动效果看，要比地产基建部门对制造业其他行业的拉动强度更高；三是，出口对中游制造和具备劳动密集型特征的下游消费行业的直接和间接拉动均较强；对化学产品、金属加工等原材料行业的直接影响虽然偏弱，广义影响却不算低。
- 展望下半年，我们预计中国制造业生产单月增速有望逐渐恢复至5%附近。制造业投资面临内生下行压力，但随着稳增长政策的逐步落地及实效显现，企业现金流有望迎来改善，预计制造业投资全年增速有望稳定在6%以上。结构上：原材料板块在地产下行、基建托底的背景下，生产有望企稳；但其盈利下滑和预期转弱态势暂难扭转，投资活动或将继续收缩。中游制造板块同时受益于出口景气度高位、基建实物工作量逐渐形成、汽车及新能源产业链较快增长的引致需求，仅地产下行压力对其有小幅拖累。在需求因素共振助推下，中游制造行业生产增速或稳中有升，但其投资需求前期已较快释放，在预期偏弱环境下或难维持高位。下游消费板块受益于国内消费需求的缓慢恢复、海外出行需求对纺织服装为代表的可选消费品存在支撑，生产或呈弱修复状态；因其资本开支近两年持续收缩，前期推延的投资需求或随生产回暖逐步释放出来。
- 风险提示：国内疫情形势再度恶化，稳增长政策效果不及预期，房地产企业信用风险扩散，欧美经济陷入衰退。

正文目录

一、 制造业生产与投资现状	4
1、制造业生产现状.....	4
2、制造业投资现状.....	5
二、 制造业的需求来源定位	7
1、建筑链：地产、基建.....	7
2、新动能：汽车、新能源.....	9
3、外引擎：出口需求拉动.....	10
4、制造业子行业需求定位.....	11
三、 制造业生产与投资展望	13
线索一：地产与基建需求的对冲.....	13
线索二：汽车及新能源产业动能.....	14
线索三：外需出口与内需消费交织.....	16
小结.....	19

图表目录

图表 1	2020 年投入产出表中制造业各行业增加值的占比	4
图表 2	疫情前后制造业各行业增加值增速变化	5
图表 3	2022 年 1-7 月制造业各行业增加值增速	5
图表 4	2021 年我国制造业投资中, 计算机、非金属矿物、专用设备等行业占比较高	6
图表 5	2022 年 1-7 月, 中游制造和下游消费对制造业投资的贡献率较高	7
图表 6	基于 2020 年投入产出表, 房地产对非金属矿物、黑色加工、有色加工等原材料行业的拉动效应强于基建	8
图表 7	基于 2020 年投入产出表, 房地产对非金属矿物、黑色加工、煤炭加工等行业增加值的拉动比例超过 20%	8
图表 8	汽车及电气设备行业对中游制造和下游消费板块子行业增加值的拉动比例强于地产和基建部门	9
图表 9	汽车及电气设备行业对有色金属冶炼加工、橡胶和塑料制品、通用设备、仪器仪表等行业的拉动较大	10
图表 10	以出口交货值占营业收入的比重衡量的制造业子行业出口依赖度	10
图表 11	出口对计算机通信电子、纺织、电气机械、仪器仪表、通用设备等部门增加值的拉动比例超过 30%	11
图表 12	2021 年我国制造业企业的需求依赖拆分 (单位, %)	12
图表 13	2022 年 1-7 月, 制造业行业增加值增速拆分	13
图表 14	2022 年以来基建投资加速, 对冲地产投资下行	14
图表 15	上半年基建相关的沥青炼厂开工率弱于历史同期	14
图表 16	非金属矿物制品行业利润领先投资增速回落	14
图表 17	黑色金属加工行业生产领先投资增速回落	14
图表 18	2022 年 5 月以来, 国内汽车产销同步恢复	15
图表 19	汽车制造业固定资产投资增速较快提升	15
图表 20	电气机械行业利润领先投资增速上行	16
图表 21	“双碳”目标确定后, 绿色贷款增速较快提升	16
图表 22	中国 PPI 增速大幅低于美日欧发达经济体	16
图表 23	今年来东盟对我国出口的拉动和占比均提升	16
图表 24	今年以来必需消费类商品增速维持在较高位置	17
图表 25	疫情冲击下, 可选消费类商品增速较快下滑	17
图表 26	2022 年 7 月制造业行业增加值增速与出口交货值增速对比	18
图表 27	今年以来医药、金属制品行业生产较快回落	18
图表 28	医药、金属制品对制造业投资由支撑转为拖累	18
图表 29	计算机通信电子行业利润领先投资增速下滑	19
图表 30	计算机通信电子行业的生产增速较为稳定	19

制造业生产的恢复是 2020 年推动我国走出疫情冲击的重要力量，制造业投资的亮眼表现对 2021 年至今的国内需求产生较强拉动。然而，制造业生产和投资回升过程中，不同行业的贡献并不均衡，不同需求链条对制造业子行业的影响也是不对称的。本文作为“中国制造业观察”系列的开篇，解构疫情后我国制造业生产与投资的运行特征，基于投入产出研究方法定位制造业各行业对不同需求链条的敏感度，旨在将制造业活动与宏观环境有机结合起来，寻求后续制造业生产和投资变化的线索。我们认为，展望下半年，我国制造业生产单月增速有望逐渐恢复至 5%附近。不过，制造业企业二季度产能利用率进一步走低，投资增速面临一定内生下行压力，在现有政策支撑下预计全年制造业投资增速将稳定在 6%以上。

一、制造业生产与投资现状

1、制造业生产现状

制造业生产是我国走出 2020 年疫情冲击的重要推动力量。制造业增加值在疫情发生前的 2018 至 2019 年的复合增速为 6.2%，而在疫情发生后的 2020 至 2021 年复合增速升至 6.6%。

首先，明确制造业增加值的构成。2020 年我国增加值规模最大的制造业行业依次是：非金属矿物 (9.5%)、化学原料制品 (7.5%)、计算机、通信和其他电子设备制造业(6.8%)、黑色加工 (6.4%)、汽车制造 (6.0%)、金属制品 (5.2%)、通用设备 (5.1%)、农副加工 (5.1%)、电气机械 (5.0%)，而其余 21 个行业合计占制造业全部增加值的 43.4%。按大类板块看，原材料、中游制造和下游消费三个板块增加值体量相当，分别占 2020 年制造业增加值的 36.5%、28.9%、34.6%。

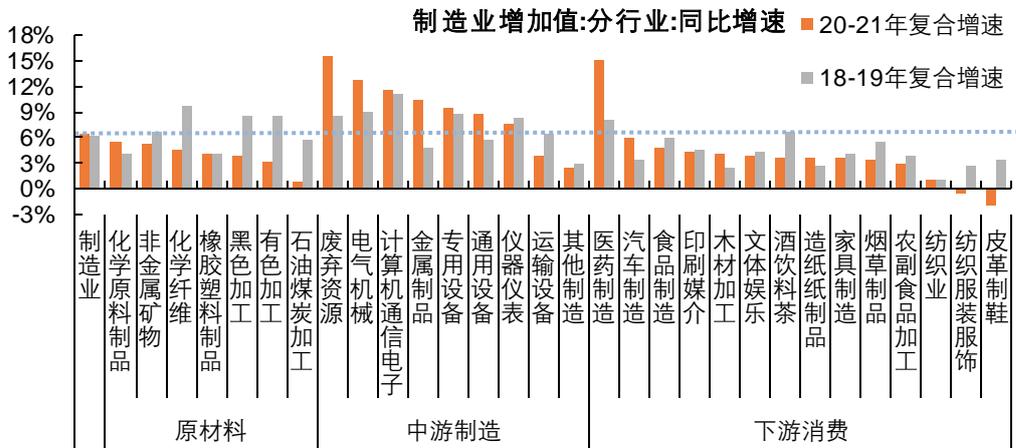
图表1 2020 年投入产出表中制造业各行业增加值的占比

原材料			中游制造				下游消费			
非金属矿物, 9.5%	黑色加工, 6.4%	有色加工, 4.9%	计算机通信电子, 6.8%	金属制品, 5.2%	汽车制造, 6.0%	农副加工, 5.1%				
化学原料制品, 7.5%	橡胶塑料, 3.5%	石油加工, 3.2%	通用设备, 5.1%	电气机械, 5.0%	专用设备, 4.0%	医药制品, 3.5%	纺织业, 2.8%	酒饮料茶, 2.4%		
	煤... 化				运输设	烟草制品, 2.9%	食品制造, 2.2%	纺织服装, 1....	造纸和纸制	

资料来源: Wind,平安证券研究所

其次，定位我国制造业生产的支撑与拖累行业。制造业是中国工业的主体，规模以上工业增加值的统计共分 41 个行业，我们聚焦于分属制造业的 30 个子行业，以规模以上企业增加值增速观察其相对变化。一方面，以子行业增加值增速高于制造业整体增速来衡量，2020 至 2021 年我国制造业增加值受 8 个子行业拉动，其中 7 个行业属中游制造板块，另有下游的医药制造业。另一方面，对比疫情前后两年制造业各子行业增加值增速的中枢变化，疫情后中游制造板块多数子行业的增速中枢抬升，9 个子行业中有 6 个增速中枢抬升；而原材料和消费制造板块多数子行业的增速中枢出现下移，21 个子行业中只有化学原料制品、医药制造、汽车制造、木材加工、造纸及纸制品 5 个行业的增速中枢抬升。综合，疫情后两年增加值增速中枢抬升、对制造业产生拉动效应的子行业集中于中游制造板块，包括电气机械、计算机通信及其他电子设备制造、金属制品、专用设备、通用设备和废弃资源利用 6 个子行业；下游仅医药制造业受益于防疫物资拉动，表现相对强势。

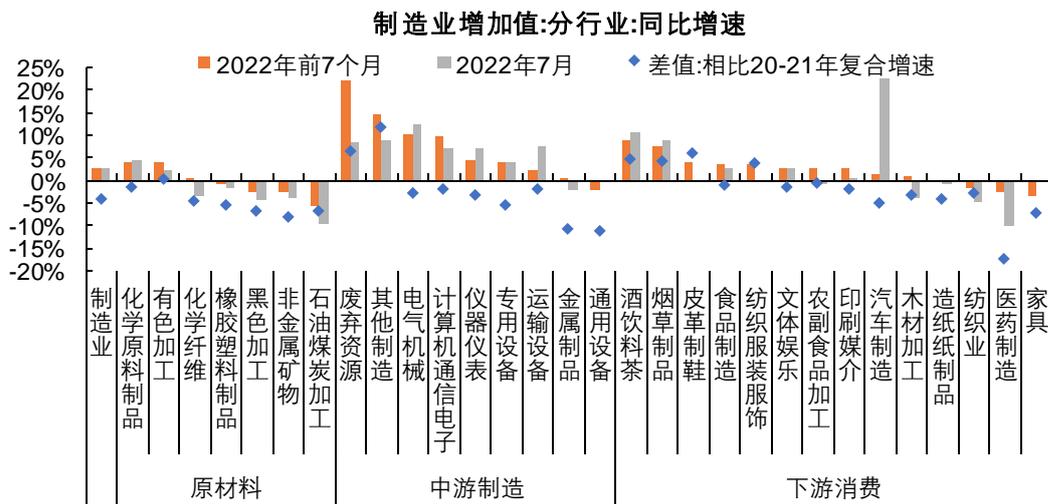
图表2 疫情前后制造业各行业增加值增速变化



资料来源: Wind,平安证券研究所

2022 年以来，俄乌地缘政治冲突、美联储快速加息并开启缩表、国内疫情防控压力抬头下，制造业所面临的供给冲击、需求收缩、预期转弱“三重压力”一度加剧，使得制造业生产增速放缓。相比 2020 至 2021 年的复合增速，**2022 年 1-7 月的制造业增加值增速下滑了 3.9 个百分点至 2.7%**。板块结构呈现以下特征：**一是**，原材料板块增速整体下滑，仅有色金属加工行业增速提升了 0.7 个百分点；**二是**，中游制造板块增加值增速虽有下滑，但以绝对水平看，仍是制造业中最强的板块，9 个子行业中有 6 个增速高于制造业整体；**三是**，下游消费行业整体稳定，内部存在分化。前期偏强的医药制造业生产走弱，而汽车制造业生产强劲，7 月单月的增加值增速在制造业各子行业中位列第一。

图表3 2022 年 1-7 月制造业各行业增加值增速



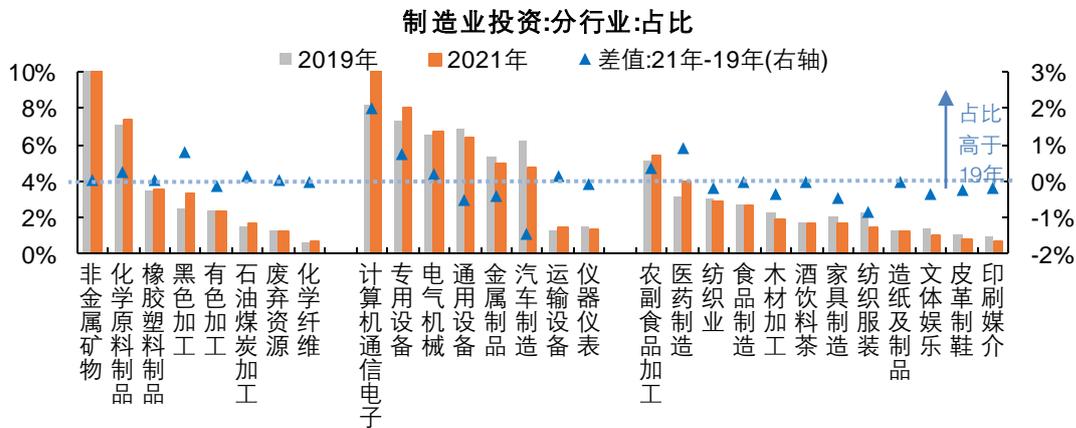
资料来源: Wind,平安证券研究所

2、制造业投资现状

制造业投资高位运行，是今年前 7 个月国内需求的重要支撑点。1-7 月制造业投资累计同比增速为 9.9%，绝对水平仍处 2017 年以来较高位置，横向比较也是固定资产投资中表现最强的项目。**分板块看，下游行业投资总体回暖，对制造业投资的贡献较 2021 年回升了 15.2 个百分点至 26.2%，由拖累转为支撑；原材料投资走弱，对制造业投资的贡献较 2021 年下滑了 17.8 个百分点至 21.9%；中游制造行业的投资延续了强势表现，对制造业投资总体的贡献较 2021 年提升了 2.6 个百分点至 51.9%。**

首先，**2021 年我国制造业投资规模最大的行业依次是：计算机、通信和其他电子设备制造业(10.2%)、非金属矿物(10.1%)、专用设备(8.0%)、化学原料制品(7.4%)、电气机械(6.7%)、通用设备(6.3%)、农副食品加工(5.5%)、金属制品(5.0%)，而汽车制造、医药制造、纺织等 20 个行业合计仅占 40.8%。**按大类板块看，原材料、中游制造和下游消费分别占 2021 年制造业投资的 30.2%、43.9%、25.9%。由此看，制造业投资对于下游行业的依赖度不算高，中游尤其是装备制造相关行业的需求更为关键。

图表4 2021 年我国制造业投资中，计算机、非金属矿物、专用设备等行业占比较高



资料来源: Wind,平安证券研究所

其次，**2021 年，我国制造业投资主要受中游制造和原材料相关行业拉动。**以 2019 年为基准，对 2021 年我国制造业投资贡献较大的行业有：中游制造板块的计算机通信电子、专用设备、电气机械，三个行业合计贡献比例为 52.2%；原材料板块的黑色加工、非金属矿物和化学原料制品三个行业，合计比例为 30.5%；下游医药制造、农副食品加工业，合计贡献比例为 21.2%。对 2021 年制造业投资拖累最大的是汽车制造业的 9.2%，下游纺织服装、家具制造等 6 个子行业的合计拖累比例也高达 15.9%。**与制造业生产相联系，疫情后制造业投资行业结构所呈现的逻辑有其内在的一致性：**中游制造板块的生产偏强带动产业链投资增加，除医药制造外的下游消费行业生产偏弱拖累其投资增速。不过，原材料板块 2020 到 2021 年间的生产增速较疫情前两年及制造业整体均更慢，但其产能扩张的步伐快于生产，对制造业投资的贡献率不低。

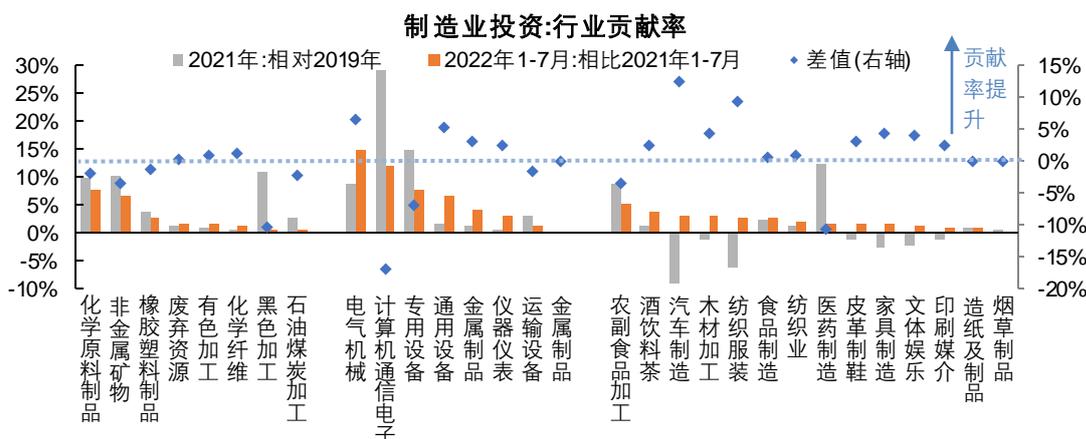
2022 年以来，多重因素扰动下制造业生产增速放缓，投资增速却维持在较高位置。前 7 个月的行业结构呈现以下特征：

- 一是，建筑产业链相关行业对制造业投资的贡献率下滑。今年以来房地产投资较快下滑，而基建对原材料行业的拉动效果不及地产部门，且基建实物工作量的形成进度偏慢。由此今年以来非金属矿物、黑色加工、石油煤炭加工三个代表性行业对制造业投资的贡献率较 2021 年显著下滑 16.2 个百分点至 7.3%，也与三个行业生产的弱势表现逻辑一致。
- 二是，出口产业链相关行业对制造业投资的贡献率整体提升，但内部有所分化。一方面，与出口关系密切的电气机械、仪器仪表、通用设备三个中游制造行业对制造业投资的贡献率达 24.4%，较 2021 年同期高出 13.7 个百分点；纺织服装、纺织业、文体娱乐用品制造三个下游消费行业对制造业投资的贡献率为 6.1%，而 2021 年同期对制造业投资造成 7.5%的拖累。另一方面，部分子行业出口增速下滑，对投资的拖累已经显现。计算机、通信和其他电子设备制造业已受到全球消费电子产业需求低迷的拖累，该行业出口交货值增速自 2021 年的 12.7%下滑至 2022 年 7 月的 7.1%，拖

累其上半年产能利用率相比 2021 年末下滑 3.1 个百分点至 77.2%，也使其对前 7 个月制造业投资的贡献率较 2021 年下滑 17.2 个百分点至 11.8%。海外对疫情防控物资需求减少，医药制造行业的出口交货值增速自 2021 年的 64.6% 下滑至 2022 年 7 月的-13.8%，其对制造业投资的贡献率下滑 10.8 个百分点至 1.6%。

- 三是，汽车制造业表现亮眼，部分必选消费行业的投资贡献率有所提升。今年前 7 个月汽车制造业投资的贡献率较 2021 年提升了 12.2 个百分点至 3.1%，表现尤为亮眼。必选消费相关的酒饮茶制造、食品制造两个行业的投资贡献率较 2021 年分别提升 2.3、0.5 个百分点。不过，粮油肉禽价格上涨推升了农副产品加工业的成本，也使其投资热度下滑，对制造业投资的贡献率较 2021 年下滑了 3.8 个百分点至 5.0%。

图表5 2022 年 1-7 月，中游制造和下游消费对制造业投资的贡献率较高



资料来源: Wind,平安证券研究所

二、制造业的需求来源定位

尽管“三驾马车”都会影响制造业企业需求，但结构上看，不同的需求链条对国内经济的影响力不同，对制造业不同行业的影响也是不对称的。本部分中，我们首先计算地产、基建、汽车、新能源、出口等需求链条对国民经济及制造业子行业的直接和间接影响，然后估算 2021 年各项需求来源对各行业增加值的拉动比例。

1、建筑链：地产、基建

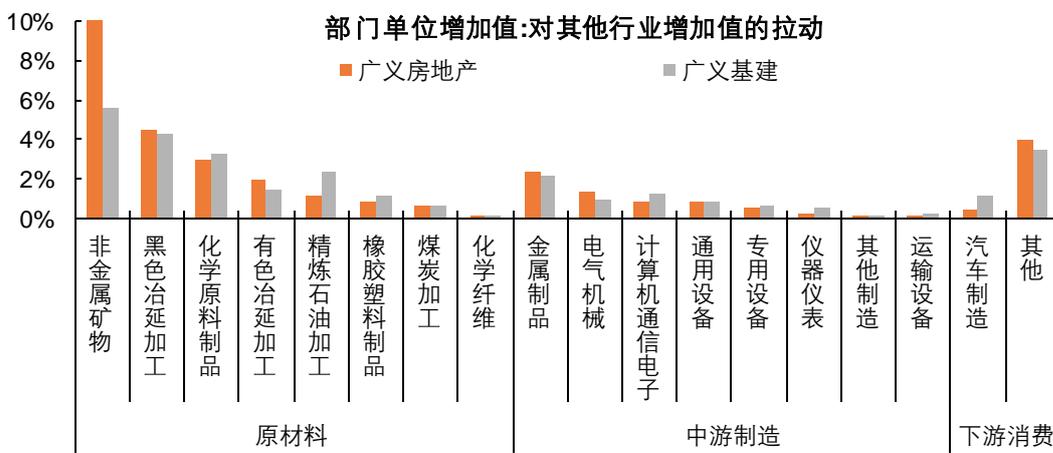
首先，我们在 2020 年竞争性投入产出表的 153 个细分行业中，定义广义基建和房地产部门。基建方面，在基建所涵盖的电力燃气和水的生产供应、交通运输仓储和邮政业、水利环境和公共设施管理三大行业外，我们另将土木工程建筑（铁路、道路、隧道和桥梁工程建筑，其他土木工程建筑）纳入，作为广义基建部门。地产方面，我们将第二产业中的住宅建筑和第三产业中的房地产两个部门定义为广义房地产部门。

其次，从增加值看，我们定义的广义基建和房地产部门在 GDP 中体量相当，但地产对其他行业的拉动效应较基建更强。以 2020 年的投入产出表看，广义房地产部门的增加值约 10.4 万亿，广义基建部门的增加值约 10 万亿，二者增加值的体量相当。但如考虑对其他产业的带动作用，我们依据许宪春等（2015）¹的算法，基于投入产出表完全消耗系数的计算结果表明，2020 年广义房地产部门直接和间接创造的增加值约 17.5 万亿（占 GDP 的 17.2%），而广义基建部门直接和间接创造的增加值约 14.7 万亿（占 GDP 的 14.5%）。

¹ 许宪春, 贾海, 李皎, 等. 房地产经济对中国国民经济增长的作用研究[J]. 中国社会科学, 2015(1):18.

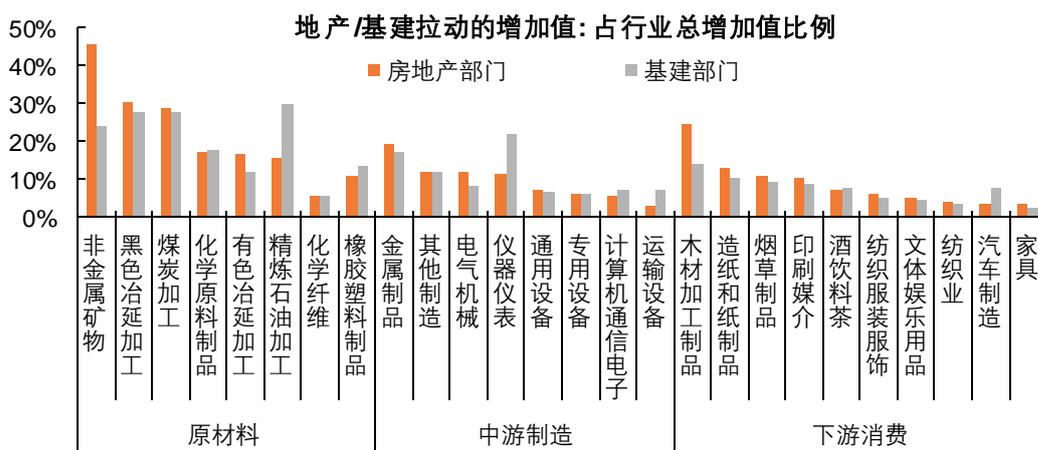
再次，分行业看，地产和基建部门对不同行业的影响力也不尽相同。同样基于 2020 年投入产出表计算：1) 从单位增加值的拉动效果看，广义地产部门 100 单位的增加值，可分别拉动非金属矿物制品、黑色金属冶炼加工、有色金属冶炼加工等原材料行业的增加值 10.1 单位、4.5 单位、1.9 单位，对这些行业的拉动强度高于基建部门。可见，这些行业源自房地产部门的需求下滑，需以更大规模的基建需求对冲。以非金属矿物制品行业为例，由于广义房地产 100 单位的增加值的拉动效果为 10.1 单位，而广义基建部门 100 单位增加值的拉动效果为 5.6 单位，这意味着广义房地产的增加值下滑 1 单位对非金属矿物制品的拖累，需以 1.8 单位广义基建部门增加值弥补。2) 从行业自身的角度出发，房地产对非金属矿物、黑色加工、煤炭加工、木材加工等行业的影响最大，对行业增加值的拉动比例分别为 45.7%、30.2%、28.6%和 24.8%。而基建对精炼石油加工、黑色冶炼加工、煤炭加工、非金属矿物、仪器仪表等行业影响较大，对行业增加值的拉动比例分别为 29.9%、27.7%、27.7%、24.3%和 21.7%。

图表6 基于 2020 年投入产出表，房地产对非金属矿物、黑色加工、有色加工等原材料行业的拉动效应强于基建



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表7 基于 2020 年投入产出表，房地产对非金属矿物、黑色加工、煤炭加工等行业增加值的拉动比例超过 20%



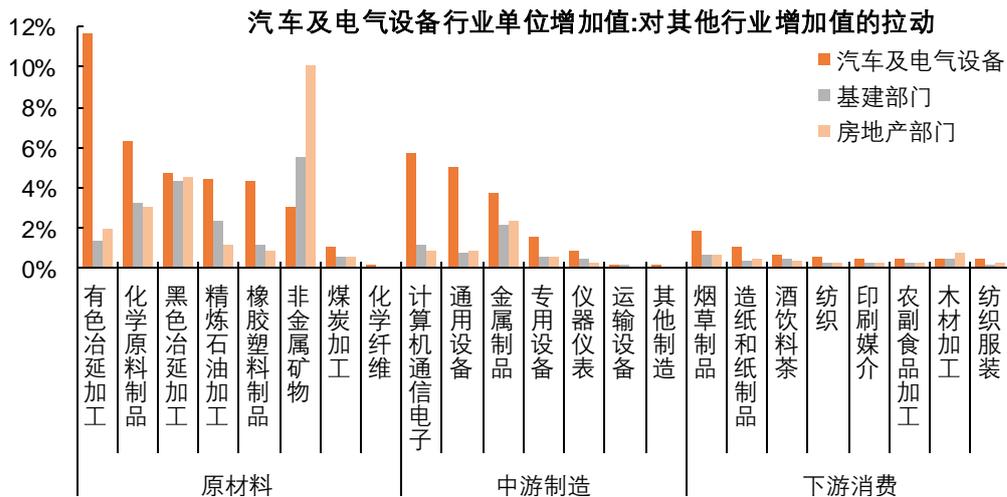
资料来源: Wind,平安证券研究所

2、新动能：汽车、新能源

我们将投入产出表中汽车整车、汽车零部件及配件定义为汽车产业链，使用电机、输配电及控制设备、电池等共 6 个属于电气机械设备行业的部门代表新能源产业链，用与前述基建、地产需求同样的方法进行计算。2020 年的数据表明，汽车产业链的直接增加值约 1.5 万亿，电气设备行业直接增加值约 1.2 万亿，汽车及新能源行业合计占名义 GDP 的 2.6%；考虑到对其他行业的拉动作用后，汽车产业链广义增加值约 3.4 万亿，电气设备行业广义增加值约 2.6 万亿，二者合计占名义 GDP 的 5.9%。

从单位增加值的带动效果看，相比地产和基建部门，汽车及新能源单位增加值对制造业各板块的拉动强度更高。我们测算，汽车及电气设备行业每 100 单位增加值可带动除二者外的制造业部门增加值提升 60.7 单位，这一带动效果约为基建和地产部门均值的 2 倍。其中，原材料板块增加值提升 35.9 单位，约为地产基建部门均值的 1.8 倍；中游制造板块（不含电气设备）增加值提升 17.3 单位，约为地产基建部门均值的 3.2 倍；下游消费（不含汽车）板块增加值提升 7.5 单位，约为地产基建部门均值的 2 倍。尤其是，汽车及电气设备行业的 100 单位增加值可带动有色金属冶炼加工工业增加值提升 11.7 单位（大幅高于地产部门的 1.9 单位和基建部门的 1.4 单位），化学原料及制品行业增加值提升 6.4 单位（高于地产部门的 3 单位和基建部门的 3.3 单位），计算机通信电子行业增加值提升 5.7 单位（高于地产部门的 0.9 单位和基建部门的 1.2 单位），通用设备制造业增加值提升 5.0 单位（高于地产基建部门的 0.8 单位）。可见，汽车及新能源需求尤其对有色金属（铜、铝、锂、钴、镍）、电池相关的化学原料、机电产品及相关制造设备的影响较大。

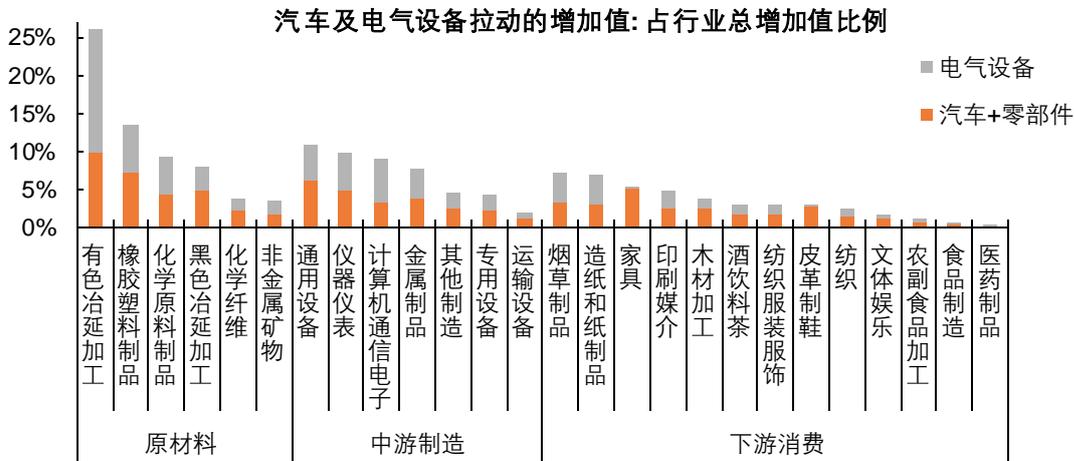
图表8 汽车及电气设备行业对中游制造和下游消费板块子行业增加值的拉动比例强于地产和基建部门



资料来源: Wind,平安证券研究所

从行业自身角度来看，受汽车及电气设备产业链影响较大的行业（汽车及电气设备行业拉动的增加值占行业整体增加值的比例超过 8%）包括：原材料板块中的有色金属冶炼加工、橡胶和塑料制品、化学原料制品、黑色金属冶炼加工等行业；中游制造中的通用设备、仪器仪表、计算机通信电子等行业。

图表9 汽车及电气设备行业对有色金属冶炼加工、橡胶和塑料制品、通用设备、仪器仪表等行业的拉动较大

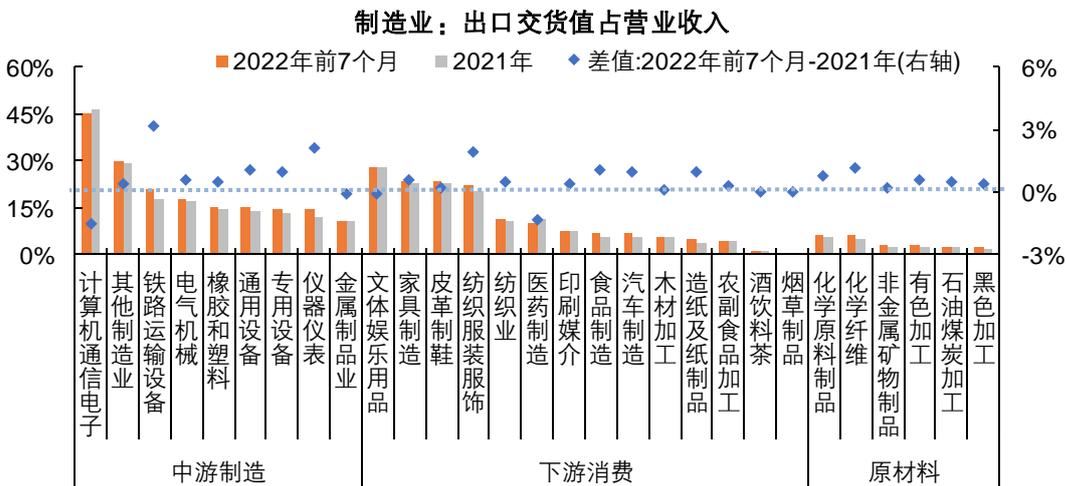


资料来源: Wind,平安证券研究所

3、外引擎：出口需求拉动

以出口交货值占营业收入的比重衡量制造业子行业的出口依赖度，将这一比重高于 10%的行业定义为高出口依赖型行业。以此看，2021 年中游制造 9 个主要子行业均属高出口依赖型行业，下游消费板块中有文体娱乐用品、家具制造、皮革制鞋、纺织服装服饰、纺织业、医药制造 6 个高出口依赖型行业，而原材料板块各子行业出口依赖度都相对偏低。

图表10 以出口交货值占营业收入的比重衡量的制造业子行业出口依赖度

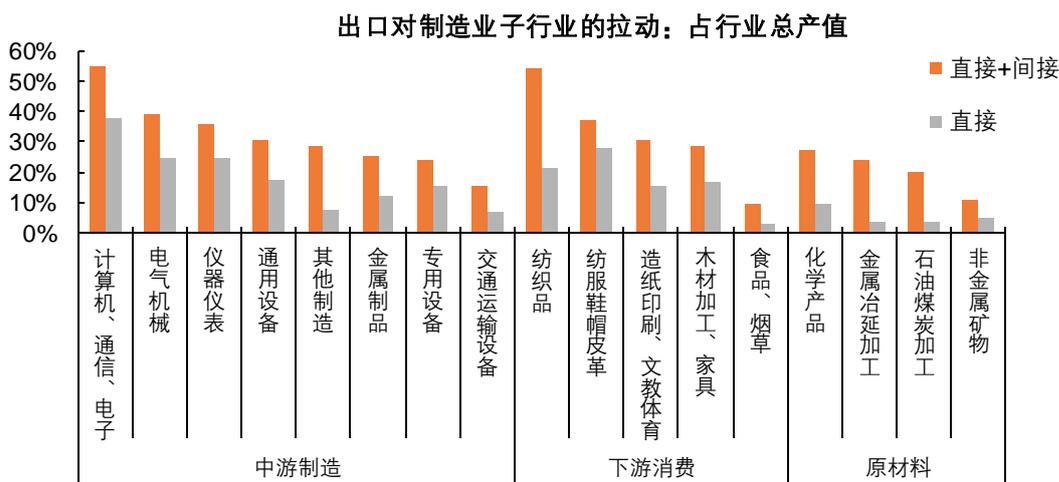


资料来源: Wind,平安证券研究所

为衡量出口产业链对制造业子行业的广义影响，我们依据沈利生，吴振宇（2003）²的算法，以 2020 年投入产出表计算出口对各部门产出的间接拉动作用，并与其直接拉动作用相比较。不过，这一衡量方法基于的是 42 部门非竞争性投入产出表，其中将国民经济行业分类中 30 余个制造业子行业合并为了 17 个，颗粒度相对较大。2020 年的数据表明，出口占我国总产出的比重约为 7.0%；剔除进口影响后，我国出口需求对增加值的带动约 14.8 万亿，占当年名义 GDP 的 14.6%。

分行业看，出口对计算机通信电子、电气机械、仪器仪表、通用设备等中游制造行业，纺织品、纺织服装、鞋帽皮革等下游消费行业的直接和间接拉动均较强；而对化学产品、金属加工等原材料行业的直接影响虽然偏弱，广义影响却不算低。

图表 11 出口对计算机通信电子、纺织、电气机械、仪器仪表、通用设备等部门增加值的拉动比例超过 30%



资料来源：Wind,平安证券研究所

4、制造业子行业需求定位

前面我们分别评估了地产、基建、汽车和出口对于国民经济及制造业子行业的直接和间接影响。接下来，我们从行业自身的角度出发，拆分 2021 年制造业各行业对各项终端需求的依赖度。假设各需求来源的单位增加值对行业增加值的带动作用保持相对稳定，基于前述 2020 年投入产出表的计算结果，考虑 2021 年各行业的增加值相对 2020 年的变化后，我们可以大体拆分出 2021 年制造业各行业的需求来源。算法包含三个部分：

一是，对于房地产、基建、汽车和新能源三大需求来源，采用以下公式计算³：

$$2021 \text{ 年需求 } i \text{ 对行业 } j \text{ 拉动占比} = 2020 \text{ 年需求 } i \text{ 对行业 } j \text{ 的拉动比例} \times \frac{1 + 2021 \text{ 年需求 } i \text{ 的增速}}{1 + 2021 \text{ 年行业 } j \text{ 的增加值增速}}$$

二是，对于出口部门，因其广义影响计算过程中仅涉及 17 个工业部门，相比国民经济行业分类而言较难拆分，故采用各行业出口交货值占营业收入的比重作为其需求依赖度的代理变量。

三是，将各行业需求来源的剩余部分定义为其部门，其中的主要部分是不含汽车的国内消费。

² 沈利生，吴振宇. 出口对中国 GDP 增长的贡献——基于投入产出表的实证分析[J]. 经济研究, 2003(11):10.

³ 例如，作为需求来源的基建，在 2020 年对非金属矿物制品行业增加值的拉动比例为 24.3%，而 2021 年基建投资的增速为 0.21%，非金属矿物制品行业增加值增速为 8%。按公式计算，2021 年基建需求对非金属矿物制品行业增加值的拉动比例应为 $24.3\% * (1 + 0.21\%) / (1 + 8\%) = 22.5\%$ 。

图表12 2021年我国制造业企业的需求依赖拆分(单位,%)

板块	行业	房地产	基建	汽车及新能源	出口	其他(消费等)
原材料						
	化学原料制品	16.7	16.6	9.6	6.5	50.6
	有色冶金加工	17.0	11.4	28.2	2.9	40.6
	化学纤维	5.5	5.3	3.9	6.3	79.1
	橡胶塑料制品	10.7	12.8	14.1	15.2	47.3
	黑色冶金加工	31.2	27.4	8.8	2.0	30.6
	非金属矿物	44.2	22.5	3.6	3.0	26.6
	石油煤炭加工	19.2	29.2	7.8	2.3	41.5
中游制造						
	其他制造	11.5	10.7	4.6	31.1	42.0
	电气机械	10.7	7.0	-	18.4	16.6
	计算机通信电子	5.1	6.3	8.9	46.7	33.0
	仪器仪表	10.7	19.4	9.7	15.3	44.9
	专用设备	5.6	5.6	4.2	15.5	69.1
	运输设备	3.0	6.9	2.0	23.3	64.9
	金属制品	17.3	15.0	7.5	10.9	49.2
	通用设备	6.6	6.0	10.6	15.7	61.1
下游消费						
	酒饮料茶	6.7	7.0	3.1	1.2	82.1
	烟草制品	10.9	9.1	7.9	0.1	71.9
	皮革制鞋	1.2	1.0	2.8	23.6	71.4
	食品制造业	1.1	1.1	0.5	6.5	90.8
	纺织服装服饰	5.8	4.8	3.0	21.3	65.2
	文体娱乐用品	4.8	3.8	1.6	26.6	63.2
	农副食品加工业	2.3	2.4	1.1	4.6	89.6
	印刷媒介	9.8	7.9	4.7	7.5	70.1
	汽车制造	3.5	7.3	-	6.5	82.7
	木材加工制品	23.5	12.6	3.8	5.5	54.5
	造纸和纸制品	12.9	9.8	7.2	4.1	66.0
	纺织业	4.0	3.7	2.6	11.6	78.1
	医药制品	0.9	1.1	0.3	11.7	86.0
	家具	3.2	2.1	5.1	24.4	65.2

资料来源: Wind, 国家统计局, 平安证券研究所; 注: 基于2020年投入产出表计算, 采用2021年各行业增加值增速调整

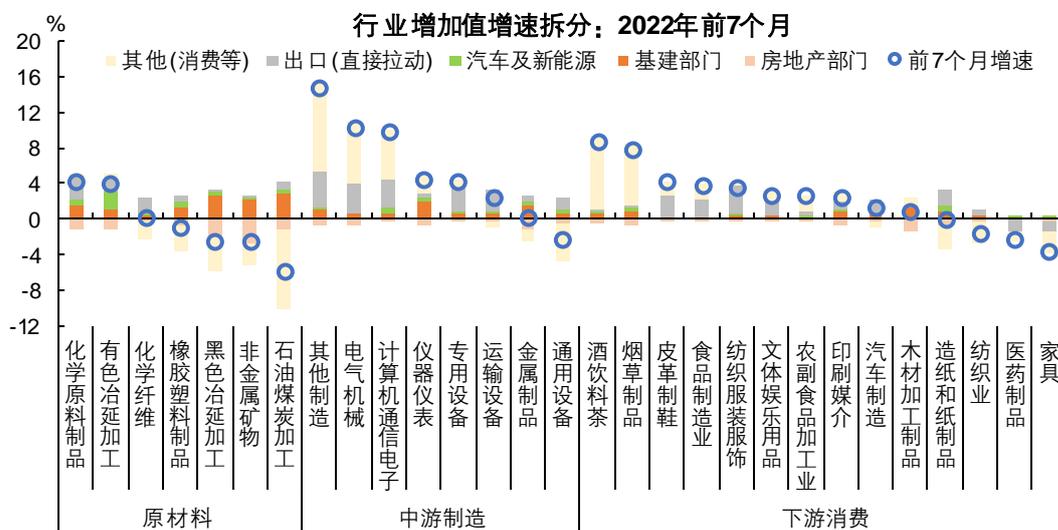
进一步地, 我们从需求构成的角度出发, 考察 2022 年以来各项需求对制造业子行业生产的支撑和拖累程度。采用以下公式计算:

$$\text{需求 } i \text{ 对行业 } j \text{ 拉动的百分点} = \text{需求 } i \text{ 对行业 } j \text{ 拉动占比} \times \text{需求 } i \text{ 的增速}$$

- **原材料板块中**, 仅有化学原料和制品、有色金属冶炼压延加工、化学纤维制造三个行业的增加值增速为正, 出口、基建投资的拉动抵消着房地产投资对它们增加值的拖累; 值得关注的是, 汽车及新能源产业需求对有色金属冶炼压延加工、化学原料和制品两个行业增加值增速的拉动分别达 2.0、0.6 个百分点。非金属矿物、黑色金属冶炼压延加工和石油煤炭加工三个行业的负增长受房地产需求下滑的影响更大, 地产分别拖累其增加值增速 2.8、2.0 和 1.2 个百分点。

- **中游制造板块中**，出口拉动力量较强，对计算机通信电子、电气机械、专用设备和铁路船舶等运输设备增加值增速的拉动均超过 2 个百分点；基建投资对于仪器仪表、金属制品两个部门增速的拉动也超过 1 个百分点。
- **下游消费板块中**，一是，国内消费及其他需求支撑着酒饮料茶、烟草制品、食品制造、农副产品加工等必需消费相关行业的生产表现，而对造纸、纺织、医药、家具等行业有所拖累；二是，出口对皮革制鞋、纺织服装服饰、食品制造业、文体娱乐用品、造纸纸制品和汽车制造 6 个行业增速的拉动超过 1 个百分点；三是，基建和房地产投资对多数行业的影响力相当，存在一定的抵消效应。
- 需要指出的是，作为需求来源的基建对各个行业增加值增速的拉动效果或被系统性高估。我们对基建需求的变化采用的代理变量是“固定资产投资完成额:基础设施建设”。目前，固定资产投资完成额的核算方法为财务支出法，资金拨付后即计入基建投资增速，但 2022 年上半年基建实物工作量形成偏慢，意味着代理变量相比实际投资的增速或偏高。

图表13 2022年1-7月，制造业行业增加值增速拆分



资料来源：Wind,平安证券研究所

三、制造业生产与投资展望

疫情冲击、俄乌冲突等超预期因素冲击下，今年二季度制造业企业面临的需求收缩压力明显加大。尽管 5 月以来疫情冲击减缓，中国经济逐渐走出“至暗时刻”，但制造业企业所面临的需求环境依然较为严峻。本部分中，我们从需求变化的角度出发，以地产基建、汽车及新能源行业、消费与外需相对变化的线索，展望后续制造业各板块生产和投资的可能走势。

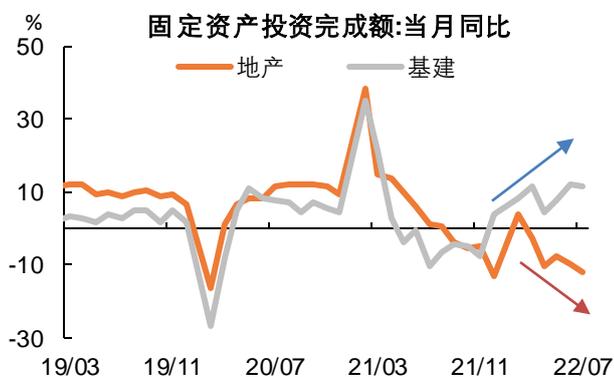
线索一：地产与基建需求的对冲

今年二季度以来，房地产投资较快下行。4 月疫情冲击下房地产开发投资完成额单月同比降至-10.1%，5 月虽因疫情缓和跌幅收窄，但 6 月继续下滑，7 月叠加事件性冲击更降至-12.1%，房地产销售面积此前连续两月降幅收窄的势头也被中断。同时，7 月房屋新开工面积同比降幅达 45.2%，房屋施工面积同比也跌至-3.7%，续创 1998 年房改以来新低。

尽管基建投资积极发力托底，但对多数原材料行业需求提振的效果，尚未弥补地产投资下滑的缺口。背后主要有两个原因：一是，相同投入下，广义基建部门对非金属矿物制品、黑色金属冶炼压延加工等原材料相关行业的带动作用不及广义房地产部门；二是，基建投资较快增长背后，实物工作量形成进度偏慢。自 2018 年固定资产投资的核算改用财务支出法后，

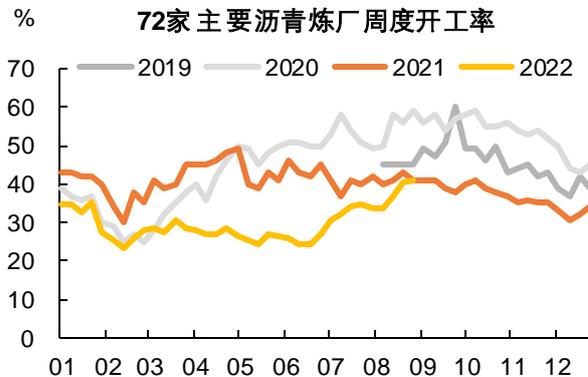
专项债资金拨付后即可计入基建投资。然而，今年上半年石油沥青开工率等基建高频指标低于历年同期水平，与较快的基建投资增速相背离，表征实物工作量形成偏慢，也使得原材料行业所面临的实际需求偏弱。

图表 14 2022 年以来基建投资加速，对冲地产投资下行



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表 15 上半年基建相关的沥青炼厂开工率弱于历史同期



资料来源: Wind,平安证券研究所

不过，下半年地产基建为代表的建筑业产业链需求进一步收缩的可能性不大。一方面，下半年基建实物工作量或逐步形成。7 月以来基建相关的水泥磨机运转率、沥青炼厂开工率等高频数据出现回暖迹象。另一方面，房地产建筑施工需求有望企稳。7 月 28 日政治局会议指出“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”后，各地区部门跟进相关措施。例如，8 月 5 日郑州市政府办公厅印发《郑州市房地产纾困基金设立运作方案》，由中心城市基金下设立房地产纾困专项基金；8 月 19 日央视新闻报道，住建部、财政部和人民银行等有关部门近日出台措施，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。在基建实物工作量形成和地产“保交付”的支撑下，预计下半年黑色及非金属矿物相关行业生产低位企稳，但相关行业的盈利下滑和预期转弱态势暂难扭转，投资活动或将继续收缩。

图表 16 非金属矿物制品行业利润领先投资增速回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表 17 黑色金属冶炼及压延加工业生产领先投资增速回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

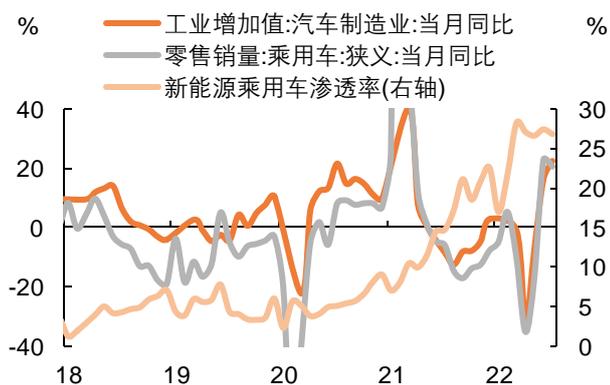
线索二：汽车及新能源产业动能

今年 6、7 月份的经济数据中，汽车产业链各维度数据增长势头强劲，已成为中国经济的重要拉动力量。国内方面，5 月以来中央和地方促汽车消费政策力度较大，对汽车产业的需求构成支撑。中央层面，对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 12 月 31 日期间内且单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税；工信部等四部门启动 2022 年新能源汽车下乡活动，持续到 12 月。地方层面，促汽车消费的政策更积极，包括增设车牌指标、发放

消费券和现金补贴等。乘联会的狭义乘用车销量同比增速自4月的-35.4%反弹至6月的22.7%，7月增速仍有20.4%。海外方面，我国汽车产业链的出口竞争力不断提升。随着新能源汽车渗透率的提升，汽车电动化和智能化的进一步发展，国内造车新势力和诸多零部件企业迎来新的发展机遇。7月我国汽车相关产品（包括汽车、汽车底盘、汽车零部件等）出口同比增速高达39.2%，超出我国出口整体增速21.2个百分点。**生产、投资的恢复与需求具有一致性：**汽车制造业的增加值单月同比增速自4月的-31.8%反弹至6月的16.2%，7月进一步提升至22.5%，而7月总体制造业增加值同比增速仅2.7%。汽车制造业的固定资产投资对制造业投资整体由拖累转为支撑，单月增速也自4月的7.1%提升至7月的15.5%。

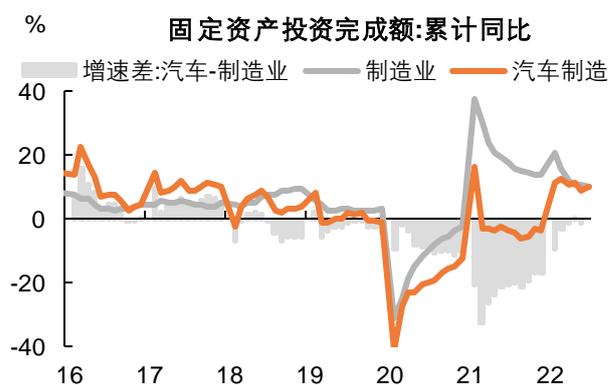
往后看，国内外需求共振下，下半年汽车产业链生产和投资或将延续强劲表现。同时，汽车产业链复杂度较高，涉及多个部门，对其他制造业行业复苏也将产生一定的带动作用。

图表18 2022年5月以来，国内汽车产销同步恢复



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表19 汽车制造业固定资产投资增速较快提升

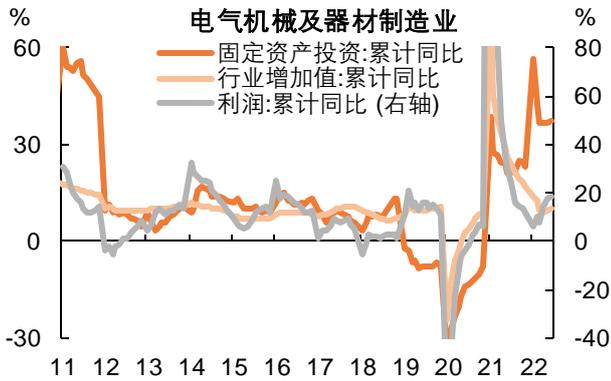


资料来源: Wind,平安证券研究所

双碳目标下，新能源相关的电气机械行业需求强劲，今年以来生产和投资高位运行。碳达峰碳中和的“1+N”顶层设计文件《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《2030年前碳达峰行动方案》指出，我国非化石能源消费比重到2025年将达到20%左右，2030年达到25%左右，2060年提升至80%以上，而2020年末仅15.9%；单位GDP二氧化碳排放量到2025年要比2020年下降18%，2030年要比2005年下降65%以上。2022年1-7月电气机械及器材制造业增加值及固定资产投资同比增速分别高出制造业企业整体7.5和27.3个百分点。

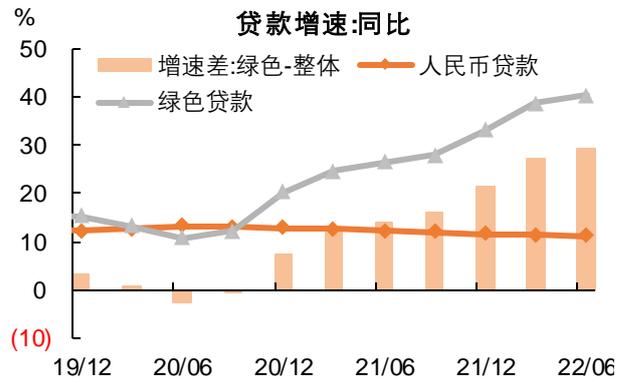
下半年电气机械行业的生产和投资均有望维持高位。一方面，电气机械行业的盈利维持较高水平，2022年前7个月的利润同比增速为17.3%，高盈利提振其投资扩张的意愿和能力。另一方面，2020年9月习近平总书记提出“双碳”目标后，尽管贷款总体增速持续下滑，但绿色领域贷款投放自2020年三季度起连续8个季度提速，央行2021年11月又创设碳减排支持工具，截止2022年6月已累计发放1827亿元，支持银行发放碳减排领域贷款3045亿元，为电气机械行业的绿色投资提供了资金支持。

图表20 电气机械行业利润领先投资增速上行



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表21 “双碳”目标确定后,绿色贷款增速较快提升



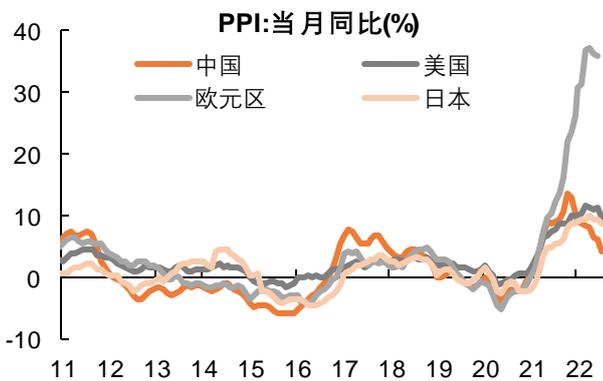
资料来源: Wind,平安证券研究所

线索三：外需出口与内需消费交织

我国出口增速在疫情冲击后领先复苏。2021年中国以美元计价的出口增长 29.9%，2022年4月疫情冲击下出口增速曾降至 3.9%，但很快重新展现出了韧性，7月出口增速进一步上扬至 18%，单月贸易顺差继6月后续创历史新高。出口韧性得益于两个方面：一是，我国出口产品市场占有率维持高位。一方面，我国出口产品竞争力不断增强，例如汽车、新能源相关产品技术优势较强，逐步成为出口的重要拉动力量；另一方面，国内能源、电力价格涨幅可控，与海外 PPI 的增速差拉大，更凸显出制造业的成本优势。二是，外需整体韧性仍在，东盟对我国出口的拉动提升。尽管欧美等发达经济体增长预期下滑，但实际经济下行压力尚未突出，且东盟等发展中经济体也为我国出口增长提供了基础。今年以来，东盟在我国出口中的地位不断提升：我国对东盟的出口占总出口的比重由去年末的 14.6%提升至 7月的 16.0%，东盟对我国出口的拉动也由去年末的 2.4%大增至 4.7%。

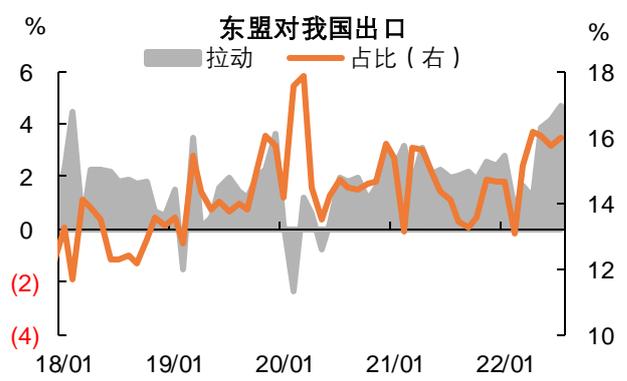
后续中国出口的隐忧主要集中在后者，即外需收缩问题。随着主要国家货币政策纷纷快速收紧对抗通胀，经济衰退可能是难以回避的代价。2022上半年出口景气度依然较高，支撑着部分制造业行业的投资。若后续出口回落，将对制造业多个子行业，尤其是高资本支出行业的需求冲击较大。

图表22 中国 PPI 增速大幅低于美日欧发达经济体



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表23 今年来东盟对我国出口的拉动和占比均提升



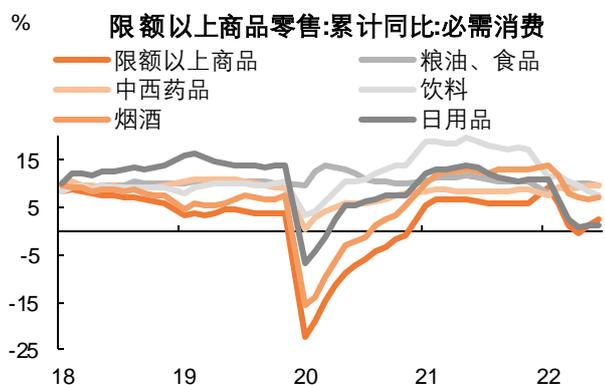
资料来源: Wind,平安证券研究所

国内方面，内需消费增速“砸坑”。今年上半年全国居民人均消费性支出同比下滑至 -2.4%，最终消费支出对 GDP 增速的贡献由一季度的拉动 3.33 个百分点，转为二季度的拖累 0.84 个百分点。居民消费的制约因素在于：一方面，疫情出现后，

各地多采取较严格的物理隔离措施，“人流”和“物流”受阻，可选消费、服务消费因缺乏消费场景大幅下降。另一方面，就业市场的不确定性加大，使得居民预防性储蓄上升，消费意愿不足。央行城镇储户问卷调查结果显示，2022年二季度“更多储蓄占比”58.3%，续创2002年三季度公布数据以来的最高值。

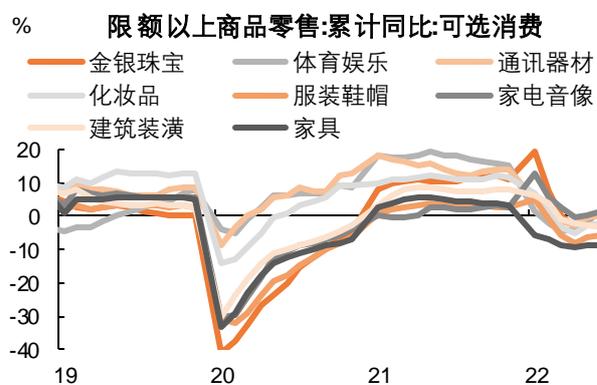
本轮疫情冲击趋缓后，此前被压制的可选消费需求逐步恢复，叠加促消费政策托底汽车、家电等大宗消费需求，6月起社会消费品零售总额同比增速转正。但消费意愿不足的问题依然存在，制约着进一步修复的空间。从限额以上企业商品零售总额来看：2022年1-7月，必需消费相关商品中，粮油食品、饮料、烟酒、中西药品均维持较高增速水平，仅日用品增速偏低。可选消费相关商品中，服装鞋帽、化妆品、金银珠宝、通讯器材、体育娱乐用品等社交品类销售额二季度多同比负增长，建筑装潢、家用电器和音像器材、家具等地产后周期消费表现更弱，但石油及制品受益于油价上涨零售额的增速较高。5月以来随着国内疫情冲击放缓，社交相关可选消费有所恢复，大宗消费（汽车类、家用电器和音像器材、通讯器材等）相关商品得益于促消费政策提振加速回暖，但家具类和建筑装潢类零售额同比增速依然为负，地产后周期消费的拖累仍然明显。

图表24 今年以来必需消费类商品增速维持在较高位置



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表25 疫情冲击下,可选消费类商品增速较快下滑



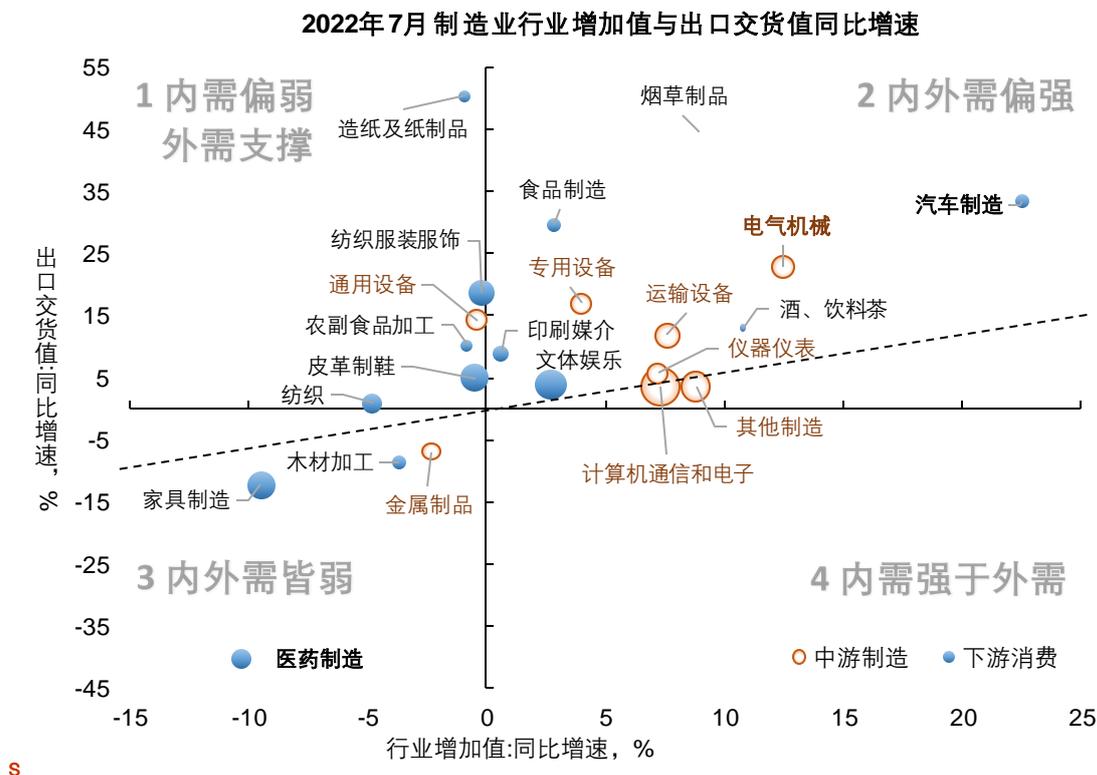
资料来源: Wind,平安证券研究所

由于内外需表现存在差异，我们对比7月各制造业行业增加值增速与出口交货值增速，将中下游行业分为四类，分别展望它们的生产和投资走势。

- 一是，内外需皆较强的行业，除前面提过的电气机械和汽车制造行业外，还有中游制造板块的铁路船舶及其他运输设备、仪器仪表行业，下游消费相关的酒饮料茶、食品制造、烟草制品等行业，其生产与投资需求仍有较强的支撑。
- 二是，内外需双弱的行业，包括受疫情拉动的医药制造行业、受全球集装箱短缺拉动的金属制品行业、国内外地产相关的家具制造业和木材加工行业等。当前，内外需皆弱行业多在2020至2021年间生产表现偏强，投资需求也已集中释放。今年以来，这些行业前期的拉动因素已明显弱化，后续在内外需共同拖累下，生产活动及投资需求皆不容乐观。
- 三是，内需强于外需的行业，主要是计算机通信和其他电子制造、其他制造两个行业。受全球消费电子景气度低迷拖累，2022年7月，计算机通信和其他电子制造业出口交货值增速较2021年下滑8.1个百分点至3.6%，前7个月出口交货值占营业收入的比重也较去年末回落1.9个百分点至44.9%。不过，国内促消费政策对行业消费存在一定支撑，2022年7月计算机通信和其他电子制造业的增加值增速仍高达7.3%。往后看，计算机通信和其他电子制造业生产有望维持相对稳定的状态。但该行业今年以来盈利增速较快下滑，且过去两年新建产能增速偏快，今年上半年需求小幅回落的同时产能利用率较快下滑（2022年上半年，计算机通信和其他电子制造业产能利用率自2021年末的80.3%的历史次高点下滑至77.2%，仅高于2020年前三个季度），后续资本开支加速的空间可能不足。
- 四是，外需强、内需弱的行业，集中于下游可选消费相关的制造领域，如纺织业、纺织服装服饰、皮革制鞋等行业。国内方面，居民收入预期偏弱、预防性储蓄进一步上升，叠加疫情的抑制作用，可选消费需求低迷。外需方面，相关行业对应于出口的劳动密集型产品，今年二季度以来人民币汇率大幅贬值，可能对劳动密集型产品保持竞争力起到了

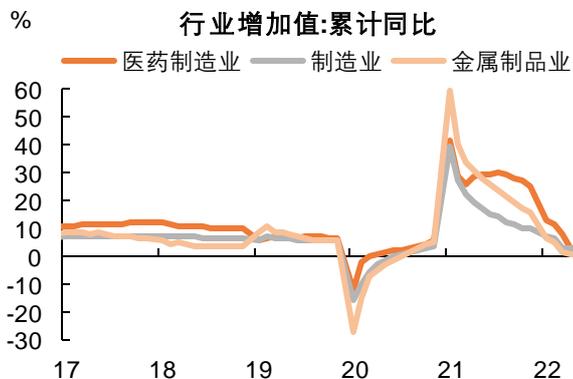
一定作用，但后续外需回落趋势下存在调整压力。往后看，下游可选消费的内需或随中国经济的回暖而缓慢修复，但其外需则在海外经济下行压力逐渐显现后面临更多回落压力，相关行业的生产或取决于内外需走势收敛的速度和力度。不过，可选消费类制造业在疫情后的 2020 至 2021 年需求不振、生产下滑，投资持续收缩，今年以来资本开支已出现触底恢复的态势，如后续内需的恢复能够在较大程度上对冲外需的下滑，投资恢复的势头有望延续。

图表26 2022年7月制造业行业增加值增速与出口交货值增速对比



资料来源: Wind,平安证券研究所; 注: 气泡大小代表该行业出口交货值占营业收入的比重

图表27 今年以来医药、金属制品行业生产较快回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表28 医药、金属制品对制造业投资由支撑转为拖累



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表29 计算机通信电子行业利润领先投资增速下滑



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表30 计算机通信电子行业的生产增速较为稳定



资料来源: Wind,平安证券研究所

小结

我们认为，制造业生产在基建托底、内需消费回暖的带动下，单月增速有望逐渐恢复至 5%附近。因制造业上半年需求走弱，经前期产能释放后，二季度产能利用率已较去年同期下行 3.4 个百分点至 75.4%的相对低位，后续在预期转弱、盈利偏弱的情景下，投资增速面临一定的内生下行压力。具体看：

- **原材料板块**在地产下行、基建托底的背景下，生产有望企稳；但其盈利下滑和预期转弱态势暂难扭转，投资活动或将持续收缩。**子行业中：**非金属矿物制品受地产需求的影响相比基建部门更大，或将拖累其相对表现；化工品及有色金属加工行业或得益于出口的能源成本优势、汽车及新能源需求的带动，相对表现更强。
- **中游制造板块**同时受益于出口景气度高位、基建实物工作量逐步形成、汽车及新能源产业链较快增长的引致需求，仅地产下行压力对其有小幅拖累。在需求因素共振的助推下，中游制造行业的生产增速或稳中有升，但其投资需求前期已较快释放，在预期偏弱环境下或难维持高位。**子行业中：**电气设备受新能源需求的支撑，仪器仪表行业对基建需求的变化更敏感，相对表现可能更强；金属制品前期在集装箱紧缺背景下需求旺盛，拉动因素趋弱叠加高基数的影响，相对表现或进一步趋弱。不过，中游制造板块面临的风险点在于欧美经济正趋下滑，我国出口增速可能在四季度或年末滞后回落。
- **下游消费板块**受益于国内消费需求的缓慢恢复、海外出行需求对纺织服装为代表的可选消费品存在支撑，生产或呈弱修复状态；因其资本开支近两年持续收缩，前期推延的投资需求或随生产的回暖逐步释放出来。**子行业中：**汽车制造业是相对亮点，但受地产拖累的木材加工和家具制造业、受粮食肉类涨价推升成本的农副产品加工业、受疫情防控需求拉动的医药制造业相对表现可能偏弱。

不过，随着一系列稳增长政策的逐步落地及实效显现，企业现金流有望迎来改善，预计有助于将制造业投资全年的增速稳定在 6%以上。我们测算，在稳定企业投资信心、增强投资意愿的基础上：1) 财政政策留抵退税已完成 2.1 万亿，假设制造业相关企业将其中的 3000 亿元用以投资，约可拉动 2022 年制造业投资增速上行 1.2 个百分点。2) 货币政策支持制造业贷款，假设科技创新再贷款、碳减排支持工具合计投放规模达 2000 亿元以上，按照 60%的支持比例、其中 80%投向制造业固定资产投资项目，约可撬动 2600 多亿的增量资金，亦可助力制造业投资增速上行 1.1 个百分点。3) 直接融资方面，稳步推进全面注册制，带动上市制造业企业股权融资同比多增 1200 亿元（2019-2021 年分别同比多增 1220 亿元、4041 亿元、910 亿元）；畅通债券融资渠道，以绿色债券、专精特新企业债券为抓手，带动制造业企业债券净融资转正，即同比减少 300 亿元。二者合计提供约 1500 亿元的增量资金，约可拉动 2022 年制造业投资增速上行 0.6 个百分点。4) 除此之外，按 8 月 31 日国常会“尽快出台支持制造业企业设备更新改造的政策”的要求，后续中央和地方或进一步出台针对性的财政补助、贷款贴息、税收返还等优惠政策，对改善企业现金流，稳定制造业投资也将有所裨益。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：10003