宏观经济

专题报告

申港证券股份有限公司证券研究报告

经济结构化视角下的内循环机会

——双循环系列报告之一

申港证券 SHENGANG SECURITIES

2020 年 09 月 27 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

投资摘要：

在疫情前消费就已是贡献 GDP 的主要分项，疫情影响加快了将“内循环”提升至国家战略高度的进程。2 月以来，突发的新冠疫情影响加大了 2020 年以来全球经济的衰退程度。构建“双循环”为基础的新发展格局是党中央在经济下行压力并内外部环境显著变化的大背景下，推动我国开放型经济深远层次发展的重大战略部署。

- **近年来，最终消费支出逐步成为 GDP 主要拉动分项，一定程度上反映了中国经济的重点已逐步转回国内消费市场。**2015 年以来共 20 个季度中，有 17 个季度中国国内消费占 GDP 增长总额的比例超过 60%。
- **随内需崛起及国内价值链发展，出口贡献逐步减少。**内需增长外需减弱的特征不仅反映了中国在世界经济中角色逐步转变，也符合产业结构演变规律。
- **我国经济已经进入新常态，经济增速总量走平，结构化经济增长会是未来中长期主要趋势。**短期疫情后周期经济恢复与国际关系紧张的背景下，“以我为主”对外结合贸易依存度推断行业内移趋势、技术，对内分析消费的结构化转变具备一定可行性。

新经济占比逐步上升。基础经济稳，新经济对提高经济附加值效果显著，新经济逐步上升会是主趋势。2019 年,中国的“新经济”占增加值的比例已有 16.3%，新增投入中占比已近三成，且每年都在上升。经济构成上看，目前传统经济比重依然占主导，增量经济持续发展需要以传统经济稳定作为前提。

我国在全球产业链、供应链受阻的情况下，迫切要解决卡脖子工程问题。卡脖子工程一方面在于高科技密集产业链回流，一方面也可以从《中国制造 2025》及各领域完成度一探究竟。

- **对比《中国制造 2025》2020-2025 年完成度，集成电路及专用装备、海洋工程装备及高技术船舶、节能与新能源汽车、机器人、生物医药及高性能医疗器械方向未来 5 年增长空间较为确定。**
- **从贸易依存度角度，计算机、电子和光学产品、电气设备、其他机械和设备行业领域高度聚合仍有所为。**
- **从技术产业链整合角度，汽车、机械设备、电子等产业链密集型行业及医疗等关键性行业回流倾向明显。**

内需扩大是循环的内在驱动力。短期来看，需要通过收入分配的调节等政策手段提升我国居民的整体消费能力，自 2018 年起，政策层众多举措在住房租赁、新能源汽车、网络提费减速、自贸港、电影院线改革、旅游免签、消费税立法等方面进行推动。同时鼓励国产品牌以及消费品的拓展，引导消费内流，实现国产化替代，打开被外部品牌占据的内需空间。从消费品升级角度，免税、酒店龙头、餐饮业中模式标准可复制、产品持续升级的公司值得关注。

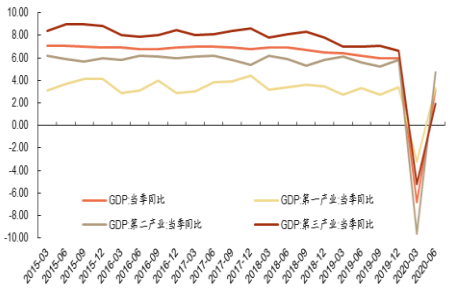
投资策略：关注计算机、电子和光学产品、电气设备、其他机械和设备等高贸易依存度行业，关注汽车、机械设备、电子等产业链密集型行业及医疗等关键性行业，关注免税、酒店龙头、餐饮业龙头等机会。

风险提示：超预期海内外关系变动、超预期政策风险、地缘政治风险等。

2020 年中国主要经济指标预测

指标	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
实际 GDP	6.80	6.90	6.70	6.10	1.60

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

相关报告

1、《工业增长略超预期 结构性分化或将延续：8 月经济数据点评》2020-09-16

2、《宏观专题：2020 年 4 季度经济展望与宏观策略》2020-09-15

3、《工业生产需求继续改善 关注基建链条机会：8 月实体经济数据观察》2020-09-04

4、《宏观点评：7 月工业企业利润数据点评》2020-08-31

名义固定资产投资	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
名义社会零售总额	10.90	9.40	8.16	8.00	-5.00
CPI	2.00	1.56	2.10	2.90	2.40
PPI	-1.37	6.31	3.54	-0.32	1.20
顺差对 GDP 贡献度	-0.5	0.6	-0.6	0.70	-0.20
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.92	6.59	6.89	7.01	7.00

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 经济结构性特征明显 3
1.1 消费是经济增长支撑主要分项 出口占比日益减少 3
1.2 新经济成效 3
1.3 制造业升级 4
1.4 消费品升级 8
1.5 行业推荐 9

图表目录

图 1： 对 GDP 增长的拉动 3
图 2： 中国新经济指数 NEI 4
图 3： 服务业增加值占 GDP 比重 9

表 1： 《中国制造 2025》计划设定的十大领域 4
表 2： 技术劳动密集型商品和资源价值链对中国贸易依存度 7
表 3： 科技厂商在关键子领域的市场份额 8
表 4： 产业链转移的要素分析 10

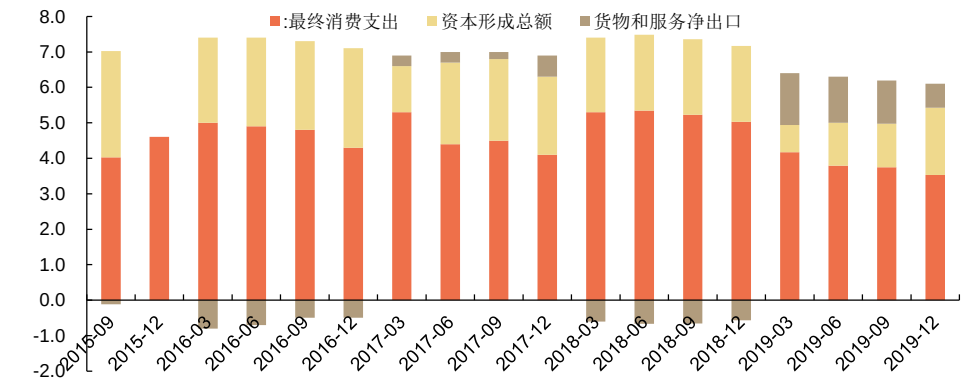
1. 经济结构性特征明显

1.1 消费是经济增长支撑主要分项 出口占比日益减少

在疫情前消费就已是贡献 GDP 的主要分项，疫情影响加快了将“内循环”提升至国家战略高度的进程。2 月以来，突发的新冠疫情影响加大了 2020 年以来全球经济的衰退程度。自疫情全球化爆发扩散后，全球各国积极拓展政策工具，加大政策刺激力度。两会期间，习近平总书记再次强调要“逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。构建“双循环”为基础的新发展格局是党中央在经济下行压力并内外部环境显著变化的大背景下，推动我国开放型经济深远层次发展的重大战略部署。

- **近年来，最终消费支出逐步成为 GDP 主要拉动分项，一定程度上反映了中国经济的重点已逐步转回国内消费市场。**2015 年以来共 20 个季度中，有 17 个季度中国国内消费占 GDP 增长总额的比例超过 60%。2018 年，中美贸易紧张的背景下，中国约有 76.2%的 GDP 增长来自最终消费，而净出口贸易额对 GDP 增长的贡献实际为负。

图1：对 GDP 增长的拉动



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **随内需崛起及国内价值链发展，出口贡献逐步减少。**2008 年到 2018 年，中国的净贸易顺差由 GDP 占比的 8%降至 1.3%。中国内需的增长以及国内价值链的发展也在一定程度上解释了近期全球范围内贸易强度的下降。内需增长外需减弱的特征不仅反映了中国在世界经济中角色的逐步转变，也符合产业结构演变规律。
- **我国经济已经进入新常态，经济增速总量走平，结构化经济增长会是未来中长期主要趋势。**短期疫情后周期经济恢复与国际关系紧张的背景下，“以我为主”对外结合贸易依存度推断行业内移趋势、技术，对内分析消费的结构化转变具备一定可行性。

1.2 新经济成效

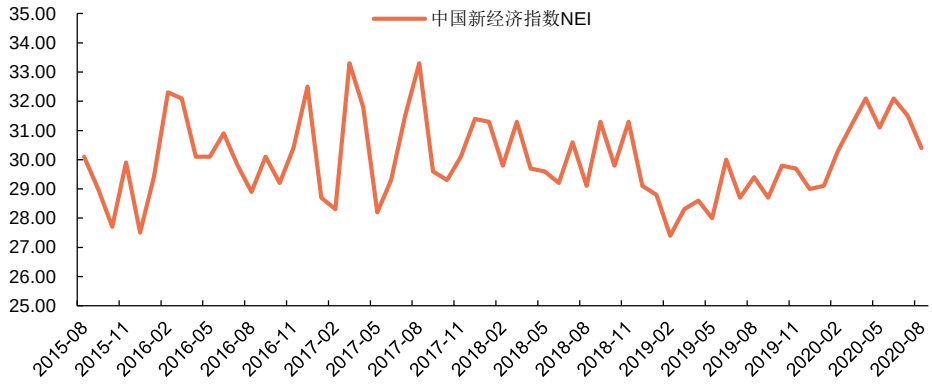
新经济占比逐步上升。基础经济稳，新经济对提高经济附加值效果显著，新经济逐步上升会是主趋势。2019 年,中国的“新经济”占增加值的比例已有 16.3%，新增投入中占比已近三成，且每年都在上升。

- **新经济的核心部分指国发〔2010〕32 号提出的“战略新兴产业”。**含新一代信息

技术产业、高端装备制造产业、新材料产业、生物产业、新能源汽车产业、新能源产业、节能环保产业、数字创意产业、相关服务业等 9 大领域。

- **2019 年,全国“三新”经济增加值相当于 GDP 的比重为 16.3%，较 2018 年上升了 0.2 个百分点,增速显著高于整体。**以经济动量来看,后期比例将进一步上升。同时，在新增投资部分（或尚未形成产能）其占比更高。财新智库和 BBD 联合发布的新经济指数（NEI）全年处于 30-32 之间（高于上一年同期），即新经济投入在整个经济投入占比 30%左右。

图2：中国新经济指数 NEI



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **经济构成上看，目前传统经济比重依然占主导，增量经济持续发展需要以传统经济稳定作为前提。**存量经济的稳定决定着需求稳定、投资稳定、金融稳定、外贸稳定、就业稳定等。存量经济的稳定是增量经济持续发展的前提。

1.3 制造业升级

我国在全球产业链、供应链受阻的情况下，迫切要解决卡脖子工程问题。卡脖子工程一方面在于高科技密集产业链回流，一方面也可以从《中国制造 2025》及各领域完成度一探究竟。根据《中国制造 2025》计划设定的目标，在政府重点计划设定的十大领域，国家提出本土企业的市场份额的期望值为 40%~70%。到 2025 年，70%的核心基础零部件、关键基础材料实现自主保障，80 种标志性先进工艺得到推广应用，部分达到国际领先水平。

集成电路及专用装备、海洋工程装备及高技术船舶、节能与新能源汽车、机器人、生物医药及高性能医疗器械方向未来 5 年增长空间较为确定。对比 2020 年与 2025 年预期完成度而言，集成电路及专用装备（特别是关系国家信息与网络安全及电子整机产业发展的核心通用芯片）、农机装备、海洋工程装备及高技术船舶、节能与新能源汽车、机器人、生物医药及高性能医疗器械方向未来 5 年增长空间较为确定。

表1：《中国制造 2025》计划设定的十大领域

产业	子产业	预计目标完成度% 2020/2025	产业方向
新一代信息技术产业	集成电路及专用装备	5/10	着力提升集成电路设计水平，不断丰富知识产权(IP)和设计工具，突破关系国家信息与网络安全及电子整机产业发展的核心通用芯片，掌握高密度封装及三维(3D)微组装技

			术，提升封装产业和测试的自主发展能力。形成关键制造装备供货能力。
	信息通信设备		掌握新型计算、高速互联、先进存储、体系化安全保障等核心技术，全面突破第五代移动通信(5G)技术、核心路由交换技术等发展。研发高端服务器、大容量存储、新型智能终端、新一代基站等设备，推动核心信息通信设备体系化发展与规模化应用。
	操作系统及工业软件		开发安全领域操作系统等工业基础软件。突破智能设计与仿真及其工具、制造物联与服务、工业大数据处理等高端工业软件核心技术，开发自主可控的高端工业平台软件和重点领域应用软件，推进自主工业软件体系化发展和产业化应用。
高档数控机床和机器人	高档数控机床		开发一批精密、高速、高效、柔性数控机床与基础制造装备及集成制造系统。加快高档数控机床、增材制造等前沿技术和装备的研发。开发高档数控系统、伺服电机、轴承等主要功能部件及关键应用软件，加快实现产业化。加强用户工艺验证能力建设。
	机器人	50/70	围绕汽车、机械、电子、危险品制造、国防军工、化工、轻工等工业机器人、特种机器人，以及医疗健康、家庭服务、教育娱乐等服务机器人应用需求，积极研发新产品，扩大市场应用。突破机器人本体、减速器、伺服电机、控制器、传感器与驱动器等关键零部件及系统集成设计制造等技术瓶颈。
航空航天装备	航空装备		加快大型飞机研制，适时启动宽体客机研制，鼓励国际合作研制重型直升机;推进干支线飞机、直升机、无人机和通用飞机产业化。突破高推重比、先进涡桨(轴)发动机及大涵道比涡扇发动机技术，建立发动机自主发展工业体系。开发先进机载设备及系统，形成自主完整的航空产业链。
	航天装备		发展新一代运载火箭、重型运载器，提升进入空间能力。加快推进国家民用空间基础设施建设，发展新型卫星等空间平台与有效载荷、空天地宽带互联网系统，形成长期持续稳定的卫星遥感、通信、导航等空间信息服务能力。推动载人航天、月球探测工程，适度发展深空探测。推进航天技术转化与空间技术应用。
海洋工程装备及高技术船舶		60/80	大力发展深海探测、资源开发利用、海上作业保障装备及其关键系统和专用设备。推动深海空间站、大型浮式结构物的开发和工程化。突破豪华邮轮设计建造技术，全面提升液化天然气船等高技术船舶国际竞争力，掌握重点配套设备集成化、智能化、模块化设计制造核心技术。
先进轨道交通装备			加快新材料、新技术和新工艺的应用，重点突破体系化安全保障、节能环保、数字化智能化网络化技术，研制先进轻量化、模块化、谱系化产品。研发新一代绿色智能、高速重载轨道交通装备系统，系统全寿命周期，向用户提供整体解决方案，建立世界领先的现代轨道交通产业体系。
节能与新能源		**/80	继续支持电动汽车、燃料电池汽车发展，掌握汽车低碳化、信息化、智能化核心技术，提升动力电池、驱动电机、高

汽车		效内燃机、先进变速器、轻量化材料、智能控制等核心技术的工程化和产业化能力，形成从关键零部件到整车的完整工业体系和创新体系，推动自主品牌节能与新能源汽车同国际先进水平接轨。
电力装备		推动大型高效超净排放煤电机组产业化和示范应用，进一步提高超大容量水电机组、核电机组、重型燃气轮机制造水平。推进新能源和可再生能源装备、先进储能装置、智能电网用输变电及用户端设备发展。突破大功率电力电子器件、高温超导材料等关键元器件和材料的制造及应用技术，形成产业化能力。
农机装备	30/60	重点发展粮、棉、油、糖等大宗粮食和战略性经济作物育、耕、种、管、收、运、贮等主要生产过程使用的先进农机装备，加快发展大型拖拉机及其复式作业机具、大型高效联合收割机等高端农业装备及关键核心零部件。提高农机装备信息收集、智能决策和精准作业，推进形成面向农业生产的信息化整体解决方案。
新材料		以特种金属功能材料、高性能结构材料、功能性高分子材料、特种无机非金属材料和先进复合材料为发展重点，加快研发先进熔炼、凝固成型、气相沉积、型材加工、高效合成等新材料制备关键技术和装备，加强基础研究和体系建设，积极发展军民共用特种新材料，促进新材料产业军民融合发展。高度关注颠覆性新材料对传统材料影响，做好超导材料、纳米材料、石墨烯、生物基材料等战略前沿材料提前布局和研制。加快基础材料升级换代。
生物医药及高性能医疗器械	50/70	发展针对重大疾病的化学药、中药、生物技术药物新产品，重点包括新机制和新靶点化学药、抗体药物、抗体偶联药物、全新结构蛋白及多肽药物、新型疫苗、临床优势突出的创新中药及个性化治疗药物。提高医疗器械的创新能力和产业化水平，重点发展影像设备、医用机器人等高性能诊疗设备，全降解血管支架等高值医用耗材，可穿戴、远程诊疗等移动医疗产品。实现生物 3D 打印、诱导多能干细胞等新技术的突破和应用。

资料来源：德国智库墨卡托中国研究中心，申港证券研究所

根据贸易依存度的不同，行业归纳为高度整合、高度依存于中国的出口、高度依存于中国的进口、对中国的贸易依存度很小的全球价值链、自产自销共 5 个类别。

- **在计算机、电子和光学产品、电气设备、其他机械和设备行业领域中国全面融入全球价值链。**在这些已经高度整合的领域当中，中国既是供应方也是需求方。中国在这些领域的进出口及全球份额的高占比反映了融入全球贸易的情况——其中占全球出口总额的 17%~28%，占全球进口总额的 9%~16%。中国在这些领域的产出占比全球份额高达 38%~42%。
- **对于轻工制造和劳动密集型产业而言，全球各国高度依赖中国的产出。**中国在全球轻工制造领域（例如纺织和服装）的份额甚至高达 52%。家具、安全、消防等、其他非金属矿产、橡胶和塑料、基础金属也高度依赖中国的出口。

- 在很多情况下，全球各国也高度依赖于中国的出口：中国占据了全球纺织和服装出口的 40%，家具出口的 26%。
- **采掘业、化工、纸和纸制品高度依存于中国的进口。**随中国的工业化不断发展，高度依存于中国的进口全球上游产业对中国的依存度日益提高。那很多提供原材料的行业高度依存于中国的进口，包括采掘业、化工、纸和纸制品行业。中国制造业的增长大幅提升了对这类原材料及中间品的需求，在 2013-2017 年间这一比例更升高到 21%。
- **制药、其他运输设备、机动车及拖车及焦炭和成品油具有本地化属性，对中国的贸易依存度很小。**在另一些全球贸易属性较强的行业中有对中国的贸易依存度很小的全球价值链。在一些着重于服务快速增长的本地需求、且有本地化要求的行业比如制药、其他运输设备、机动车及拖车及焦炭和成品油。
- 本地自产自销类行业大多没有加入全球贸易，包括农林牧渔、食品饮料等，这类行业对中国的贸易依存度往往较低。

表2：技术劳动密集型商品和资源价值链对中国贸易依存度

类型	行业	贸易强度	中国占全球出口总额的比例（2003-2007/2013-2017）	中国占全球进口总额的比例（2003-2007/2013-2017）
高度整合	计算机、电子和光学产品	高	15/28	12/16
	电气设备	中	16/27	7/9
	其他机械和设备	中	7/17	8/9
高度依存于中国的出口	纺织、服装和皮革	中高	26/40	5/5
	家具、安全、消防等	高	17/26	2/4
	其他非金属矿产	低	11/22	5/8
	橡胶和塑料	中低	10/19	5/7
	基础金属	中	8/13	8/8
高度依存于中国的进口	采掘业	中高	1/1	7/21
	化工	中	4/9	9/12
	纸和纸制品	中低	3/9	6/12
对中国的贸易依存度很小的全球价值链	其他运输设备	中高	3/6	3/5
	制药	中	2/4	1/3
	机动车及拖车	中	1/3	2/7
	焦炭和成品油	中低	2/4	4/6
自产自销	食品、饮料和烟草	低	3/4	3/6
	金属制品	低	14/23	3/5
	木材及木制品	低	11/22	2/3
	印刷和媒体	低	8/18	2/4
	农业、林业和渔业	低	5/5	7/19

资料来源：HIS Markit，麦肯锡全球研究院分析，申港证券研究所

随中国迅猛发展，国际地位的日益上升，技术作为经济发展的驱动力重要性日以体现。为持续促进本土创新并提高生产率，中国需要保持甚至加强获取技术的力度。随国际地缘政治环境恶化对中国负面影响逐渐加剧，逆全球化潮流也将进一步加剧，全球供应链或将出现"短链化"、分散化。技术领域本土化，拓展上下游构建全产业链的重要性日益凸显。

表3：科技厂商在关键子领域的市场份额

技术（基于 2018 年或更晚数据）	行业	在中国的市场份额%	中国厂商（一级供应商）提供的部件百分比%
采用国产技术的国内领先行业	光伏面板	100	70-85
	高铁	100	75-90
	数字支付	95	>85
采用外国技术的国内领先行业	风力涡轮机	80	60-75
	电动汽车	95	60-75
	货船	90	40-50
	农用机械	88	60-80
	智能手机	85	35-50
	云服务	70	<35
	机器人	50	25-45
较为薄弱的国内企业	半导体	5	<10
	飞机	5	<20

资料来源：麦肯锡全球研究院分析，申港证券研究所

- **中国早已深度融入全球产业链。**随数字化、自动化和人工智能技术逐渐普及，持续创新已成为中国经济发展的核心动力。技术链是最复杂的价值链之一，尤其需要各方通力协作，而中国早已深度融入其中，并占据了相当大的全球进出口份额。
- **光伏面板、高铁、数字支付系统为采用国产技术的国内领先行业。**从很多方面来看，中国的技术市场似乎都呈现出本地化的趋势，只是不同行业程度各异。在光伏面板、高铁、数字支付系统和电动汽车这些行业，中国企业在本土市场占据的份额超过 90%。
- **电动汽车、农用机械、风力涡轮机采用外国技术但更具自主研发产业的基础。**电动汽车、农用机械、风力涡轮机为采用外国技术的国内领先行业，有高市占比，且更多依赖中国厂商（一级供应商）提供的部件，相比其他采用外国技术的国内领先行业更具自主研发产业的基础。
- **半导体和飞机制造等行业中，中国企业市场占据的份额很小且高度依赖外国技术。**以全产业链构构建的角度，半导体和飞机制造行业空间大，但取得重大进展的难度与时间也更难预计。

1.4 消费品升级

消费品升级体现在三方面。其一，耐用消费品普及率上升速度加快，并呈现一般耐用消费品向高档耐用消费品的升级，耐用消费品消费支出实际增速也不断加快，内循环为导向的背景下体现为国产消费品牌的高端线拓展与替代;其二，必需消费品支

出所占比例不断下滑，恩格尔系数总体呈现下降趋势;其三，服务性消费支出随城市化进程加快保持快速上升。即大都市化对启动内需的主要贡献。

内需扩大是循环的内在驱动力。短期来看，需要通过收入分配的调节等政策手段提升我国居民的整体消费能力，自 2018 年国务院办公厅印发《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020 年）》后，众多举措在住房租赁、新能源汽车、网络提费减速、自贸港、电影院线改革、旅游免签、消费税立法、制定出台新个人所得税法相关配套制度和措施等方面进行推动。同时鼓励国产品牌以及消费品的拓展，引导消费内流，实现国产化替代，打开被外部品牌占据的内需空间。

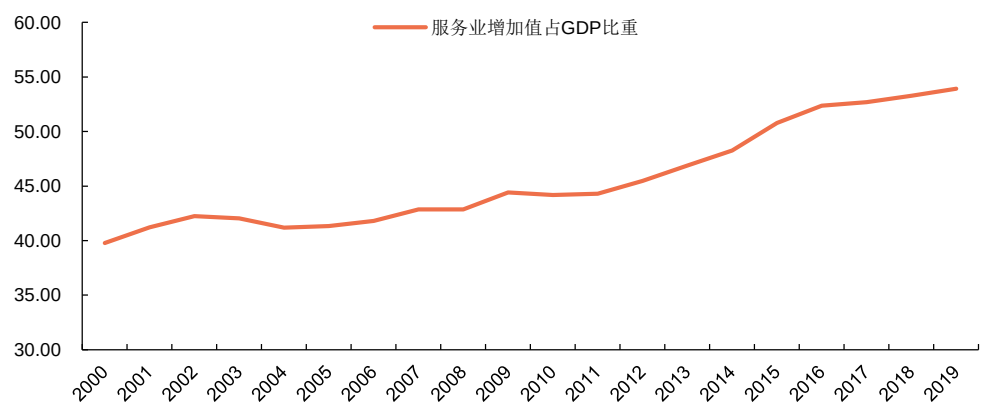
1.5 行业推荐

总的来说，从贸易依存度角度，计算机、电子和光学产品、电气设备、其他机械和设备行业领域高度聚合仍有所为；从消费品升级角度，免税、酒店龙头、餐饮业中模式标准可复制、产品持续升级的公司值得关注；从技术产业链整合角度，汽车、机械设备、电子等产业链密集型行业及医疗等关键性行业回流倾向明显。

服务业在中国经济中的占比逐年增大，且仍有继续上升空间。服务业占比从 2000 年占国内 GDP 的比例 39.79%上升至 2019 年的 53.92%，超过工业占比。结构上来看，交通运输、仓储及邮电通信业、批发与零售业、住宿餐饮在近 20 年一直是下降趋势，交通运输、仓储及邮电通信业下降最多，从 2000 年占比 GDP 15.44%降至 2019 年的 8.01%，降幅近半，与此同时行业聚集度优势整合愈发明显。金融业、房地产业等本地化属性强的行业在近 20 年小幅上升。

- **服务品质、服务能力和准入问题上很多服务业子领域仍有较大发展空间。**服务业占比上升的同时，其劳动生产率仅为经合组织平均水平的 20%~50%，服务品质、服务能力和准入问题上很多服务业子领域仍有较大发展空间。
- **免税、酒店龙头、餐饮业中模式标准可复制、产品持续升级的公司值得关注。**休闲服务中免税相对拥有较高壁垒、政策导向明显，规模和渠道优势有望提升中长期成长空间；酒店优选龙头，可以加盟扩张速度，区域入住率复购率等选取高业绩驱动型标的；旅游业顺周期属性较为明显，需待经济大体从疫情中走出的时间节点；餐饮业优选模式规范、标准可复制、产品持续升级的公司；教育作为长周期驱动因素具有强韧性慢变量的特征。教育水平提升、学科建设能力完善的都是逐步提升的过程。

图3：服务业增加值占 GDP 比重



资料来源：Wind，申港证券研究所

技术产业链整合需考量四要素。全球各国的经验均表明，一个国家若想向技术链的上游挺进，必须具备四大要素：（1）大规模投入资金；（2）拥有获取技术和知识的渠道；（3）进入庞大的市场；（4）推行鼓励竞争和创新的有效制度。类比日本的汽车、韩国的半导体及中国的高铁和液晶显示器，曾经的技术飞跃无不表明上述四大要素对于科技发展和创新的重大贡献。

中国在 1）、3）上具备明显优势，2）、4）也在逐步完善。从过往经验来看，中国在投资规模与市场要素上拥有极大优势，而随着中国国际地位的逐步提高及人才培养机制的逐步完善并实现要素贡献（如“工程师红利”），技术和知识的获取及自主研发、竞争和创新的有效制度的推行鼓励也在逐步完善。中国不但有能力提供充沛的科研资金，也拥有足够的市场空间来推动技术的商业化。因此，中国从向技术链上游扩建的角度来看，不但需要保证科研资金的持续投入，开拓足够的市场空间来积极推动技术的商业化应用，更要积极开发和收购核心知识技术，并构建有效的系统，以确保创新的持续性与积极性。

汽车、机械设备、电子等产业链密集型行业及医疗等关键性行业回流倾向明显。从产业链转移的要素分析来看，一般回流倾向高、分散化程度低、地域化程度低、可复制程度高的行业企业相对容易进行产业链转移。从产业链转移的四要素分析及美日产业转移角度来看，回流倾向明显的主要是汽车、机械设备、电子等产业链密集型行业及医疗等关键性行业。

表4：产业链转移的要素分析

产业	产业特点	行业	回流倾向	分散化程度	地域化程度	可复制程度
第一产业		采掘业、农业	中低	中低	高	低
制造业	全球价值链密集行业	高科技含量（汽车、机械设备、电子）	高	中	中高	中低
	全球价值链密集行业	中低科技含量（纺织服装）	中低	高	中	中
	地理分布广泛行业	区域加工（食品饮料、化工品）	中低	中	高	中低
	地理分布广泛行业	全球枢纽（药物）	中低	中低	中低	高
服务业	分布广、低附加值	批发和零售贸易、交通物流	高	中	中低	低
	集中、高附加值	金融服务、商业服务	中低	高	中低	低

资料来源：World Investment Report 2020，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上