2020 年 09 月 02 日
证券研究报告•宏观专题报告
宏观评论

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

“双循环”格局下的“扩内需”

——动态平衡中的市场机会

摘要

新冠疫情给全球经济带来了极大的不确定性，这种不确定性也带来了逆全球化势力和贸易保护主义的抬头，各国采取的以“自我为中心”的防疫举措和经济刺激政策，进一步增加了全球产业链和供应链断裂的风险，在外部经济形势不可控的情况下，牢牢把握扩大内需这个战略基点，“防风险”、“补短板”，“锻长板”确保国内产业链和供应链稳定运行，构建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，是当前复杂国际形势下的必然选择。“扩内需”的内涵不仅是增加消费，而是“使生产、分配、流通、消费更多依托国内市场，提升供给体系对国内需求的适配性，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”。本篇我们将探寻新格局下，供求之间形成动态平衡的可能路径及市场投资机会。

- **“扩内需”面临“双轮驱动”的结构性问题。**“扩内需”要充分发挥中国超大规模市场优势和消费潜力，拓展经济发展空间，实现“扩投资”与“促消费”双轮驱动。但是 2008 年金融危机后的一系列经济刺激政策留下的经济结构失衡问题目前依然存在，这使得当前投资和消费的结构性矛盾依然较为突出。这些问题集中体现为：高投资、低消费的投资消费结构失衡；居民消费占 GDP 比例偏低的消费内部结构失衡；国企投资效率偏低、产能过剩和高端制造投资不足的投资内部结构失衡。

- **“投资”与“消费”动态平衡的实现路径。**针对目前“扩内需”面临的结构失衡问题，对投资与消费在国民经济中的比重及其内部结构进行完善，是一个中长期的、系统的调整过程，最终实现以内循环为主，双循环促进的格局之下投资与消费的动态平衡。从现阶段来看，我们认为首先启动的政策方向是：深化供给侧结构性改革使生产更好适应国内消费需求；增强居民消费能力，提升其在最终消费中的占比；“做优”国企的同时为民资腾出市场空间，进一步优化民间投资与国有投资的产业布局。

- **本轮“扩内需”带来的市场投资机会。**农业领域，农业结构和生产效率在双循环发展格局下仍有很大的调整和提升空间，国家或将加大对畜牧业的支持力度，同时转基因商业化进程将迎来加速发展阶段，拓展农业产业链延伸程度也将成为发展现代农业的重要抓手；制造业领域，以集成电路、软件、军工等为代表的高端制造业将迎来新的发展机遇；能源领域，能源安全将进一步得到保障，新能源行业将步入发展快车道；金融领域，金融 IT 技术的本土替代进程将进一步加快，非银金融也将迎来新的发展契机；消费领域，免税经济将进一步助力消费升级，国货崛起将是必然之势。

- **风险提示：**中美紧张关系升级，疫情二次爆发，经济复苏不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱：yefan@swsc.com.cn

相关研究

1. 短期大小分化加剧，长期需求向好助力复苏 (2020-08-31)
2. “十四五”规划将启程，鲍威尔重磅发言起波澜 (2020-08-28)
3. 全球复苏预期良好，美国再挥关税大棒 (2020-08-21)
4. 国内外经济现分化，乘风破浪关键看政策 (2020-08-15)
5. 经济稳步复苏，为什么还是不敢买买买？——7 月经济数据点评 (2020-08-15)
6. 不一样的社融数据透露出哪些信息？ (2020-08-12)
7. 通胀攀升？莫慌 (2020-08-10)
8. 这架马车有点稳——7 月贸易数据点评 (2020-08-08)
9. 海内外多项政策落地，资金将往何处流？ (2020-08-07)
10. 战略切换后，“持久战”怎么打？——“内循环”体系下的调整及下半年政策展望 (2020-08-02)

目 录

1“扩内需”面临“双轮驱动”的结构性问题.....1

2“投资”与“消费”动态平衡的实现路径.....3

2.1 深化供给侧改革打造适应国内需求的产业链.....3

2.2 提升居民最终消费对经济的贡献率.....4

2.3 优化民间投资与国有投资的产业布局.....6

3 本轮“扩内需”带来的市场投资机会.....7

国际货币基金组织 6 月份发布的《世界经济展望报告》预计 2020 年全球经济将萎缩 4.9%，超过 95%的国家 2020 年人均收入将为负增长。尽管从季度数据来看，我国经济在经历了一季度的快速下滑之后，二季度后经济复苏趋势逐渐走稳，但世界经济依然面临较大的不确定性，这种不确定性也带来了逆全球化势力和贸易保护主义的抬头，各国采取的以“自我为中心”的防疫举措和经济刺激政策，进一步增加了全球产业链和供应链断裂的风险，可以说未来外需如何并不在我们的可控范围之内。现阶段，国内疫情防控形势已趋于稳定，经济活动有序恢复，牢牢把握扩大内需这个战略基点，“防风险”、“补短板”、“锻长板”，确保国内产业链和供应链在国际环境极端情况之下的稳定运行，构建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，正是当前复杂国际形势下的必然选择。在以支出法核算 GDP 时，内需通常是指消费和投资。“扩内需”的内涵不仅是增加消费，而是“使生产、分配、流通、消费更多依托国内市场，提升供给体系对国内需求的适配性，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”。本篇我们将探寻新格局下，供求之间形成动态平衡的可能路径及市场投资机会。

1“扩内需”面临“双轮驱动”的结构性问题

改革开放以来，我国曾因 1998 年亚洲金融危机和 2008 年美国次贷危机，启动过两轮“扩内需”，当时采取的方式主要是扩投资。本轮“扩内需”的国际环境与前两轮有所不同，除了面临全球经济衰退、金融市场动荡外，国际政治的压力增大，尤其是中美之间的不确定性增强。在这样的背景下，“扩内需”要充分发挥中国超大规模市场优势和消费潜力，拓展经济发展空间，实现“扩投资”与“促消费”双轮驱动。而前一轮的“扩内需”留下的经济结构失衡问题目前依然存在，这使得当前投资和消费的结构性矛盾依然较为突出。

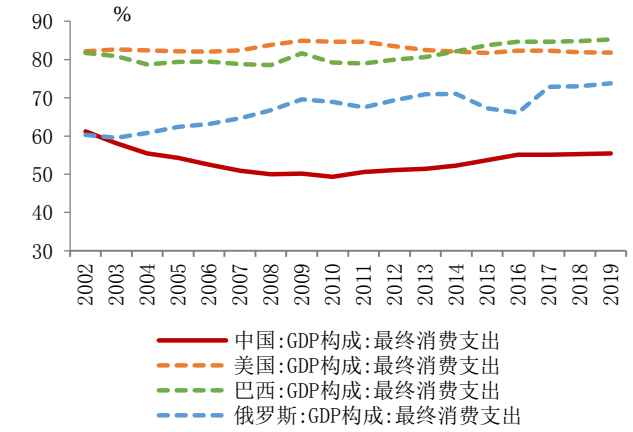
投资与消费结构的失衡：最终消费率偏低，资本形成率偏高。从建国初期“优先发展重工业”，到改革开放后依靠劳动密集型产业和政府主导投资支持的发展驱动模式，使得我国“高投资、低消费”的失衡由来已久，虽然供给侧改革后情况有所缓解，但 2019 年我国最终消费率仅为 55.40%，资本形成率 43.10%，同期，美国的最终消费率为 81.83%，资本形成率为 21.01%，与美国相比差别较大，即使与同是金砖国家的巴西、俄罗斯相比，我国的资本形成率依然偏高，最终消费率依然偏低。近几年，虽然我国资本形成率回落、最终消费率提升，但很大程度上是 GDP 增速放缓带来的协调效应所致，在经济下行阶段，投资增速的下滑会带来消费率的被动增长，并不表明我国投资消费结构失衡的问题已经得到了根本性解决。

消费内部结构问题：居民消费占 GDP 比例偏低。我国的最终消费中包含居民消费和政府消费，2019 年我国居民消费占比 69.97%，政府消费占比 30.03%，二者均与 2018 年持平，但 2016 年到 2018 年间，居民消费在最终消费中的占比已经连续两年下降。而美国居民消费在最终消费中的占比常年稳定在 80%以上，2019 年达到 82.92%。从居民消费在 GDP 中的占比来看，2019 年我国居民消费在 GDP 中的占比为 38.79%，与美国（67.86%）相比差距明显，与巴西（64.94%）和俄罗斯（54.88%）相比也依然存在较大差距。从最终消费的内部结构来看，我国居民消费对 GDP 的贡献提升空间较大。

投资内部结构问题：投资主体之间的失衡，项目资金具体流向的失衡。我国投资主体之间的失衡主要体现在国资与民资之间，我们的报告《危机之下“内循环”如何解局？——之“国改三年行动”篇》中的研究结果表明：目前，国有企业尚未实现“做优”目标，国有企业经营效率偏低的问题仍然存在，从“非主责非主业”领域的退出也未完成，对民企产生了

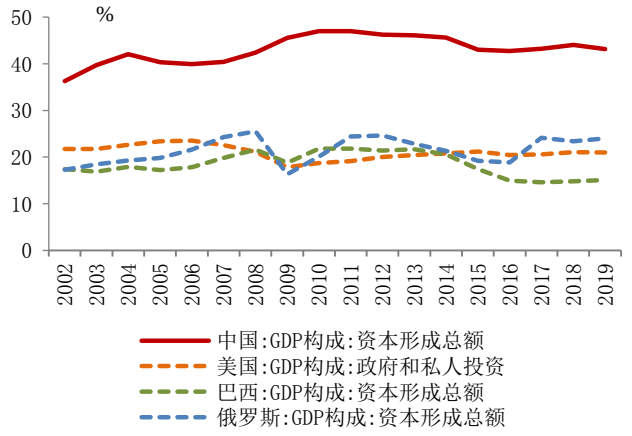
一定的挤压效应。同时，由于受到部分准入规则限制，民间投资依然集中在制造业和房地产等领域，对基础设施、教育、卫生、金融等领域的投资偏低，在融资难度方面也较高，不同投资主体平等竞争的格局仍需完善。此外，我国传统行业的产能过剩与高端制造的投资不足，也是目前存在的投资结构性问题，导致我国部分领域在面临美国制裁时非常被动。

图 1：我国最终消费率占 GDP 比例偏低



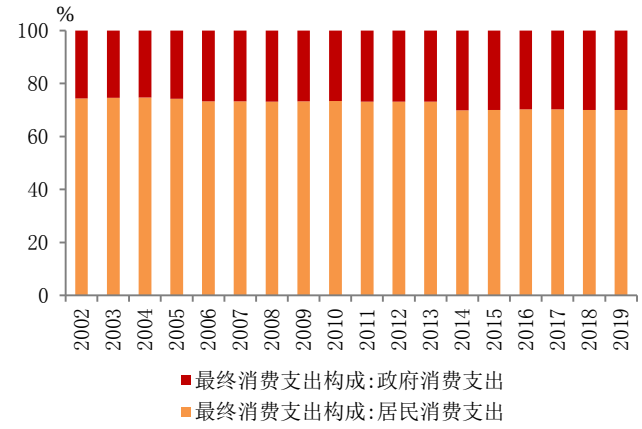
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：我国资本形成率占 GDP 比例偏高



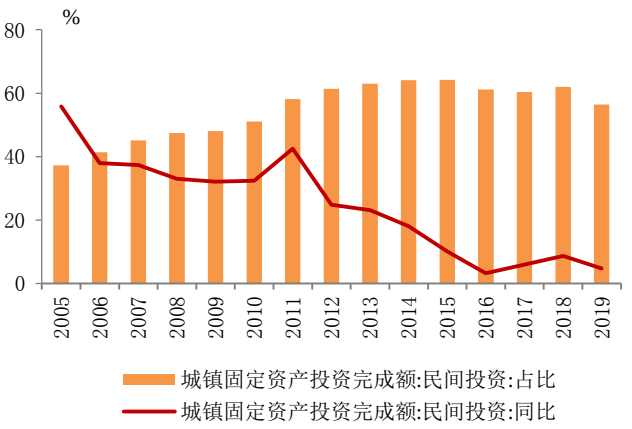
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：我国居民消费在最终消费中占比有下降之势



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：民间投资增速与占比双降



数据来源：wind、西南证券整理

2“投资”与“消费”动态平衡的实现路径

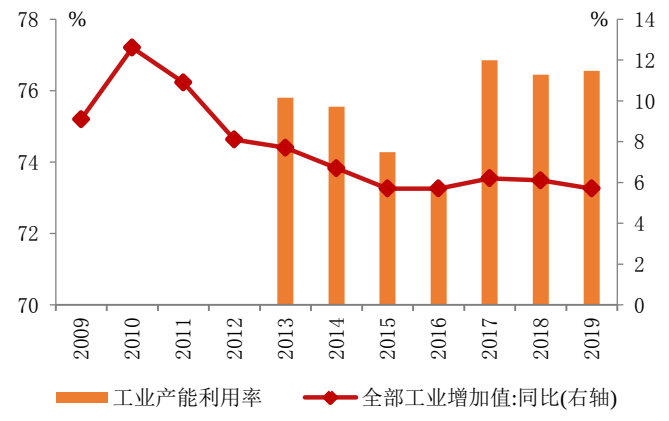
要建设以“内循环”为主，双循环促进的新格局，需要完善“扩投资”与“促消费”双轮驱动，针对目前存在的结构性问题，对投资与消费在国民经济中的比重及其内部结构进行调整，这将是一个中长期的、系统的调整过程，最终实现以内循环为主，双循环促进的格局之下投资与消费的动态平衡。从现阶段来看，我们认为首先启动的政策方向是：深化供给侧结构性改革使生产更好地适应国内消费需求；增强居民消费能力，提升其在最终消费中的占比；“做优”国企的同时为民资腾出市场空间。

2.1 深化供给侧改革打造适应国内需求的产业链

自 2015 年中央提出供给侧改革以来，我国的产业升级稳步推进，电子信息、生物医药、智能制造、新材料等战略新兴产业迎来了新的发展机遇，但在化解产能过剩，推动技术创新和产业链升级方面仍有许多问题亟待解决。从投资端来看，深化供给侧结构性改革仍将是我国未来很长一段时间内经济工作的主线之一，“大力提升自主创新能力，尽快突破关键核心技术”是现阶段供给侧结构性改革的重要发力点，未来应在加快淘汰落后产能，更多专注于推动高端制造领域的跨越式发展的同时，发挥我国当前市场需求广阔、产业部门品类完备的优势，大力推动基础学科领域研究创新，加快科研成果的转化，以自主创新打破西方对核心关键技术的垄断。

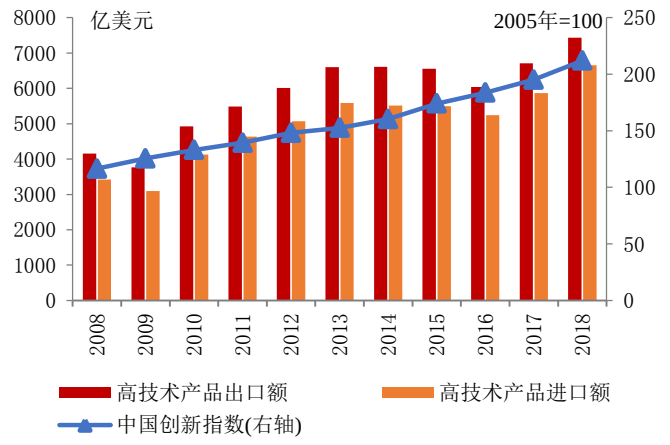
从消费端来看，需求拉动供给，要以满足国内消费为首要出发点，打造适应国内市场消费升级需求的更为完整、安全的产业链体系，我们认为，出口转内销将是未来 3-5 年重要的产业调整方向。6 月 22 日，国务院办公厅发布《关于支持出口产品转内销的实施意见》，从加快转内销市场准入、促进“同线同标同质”发展、发挥有效投资带动作用、精准对接消费需求、做好融资服务等方面推出十条举措，大力支持出口产品转内销。出口转内销作为供给侧结构性改革的一项辅助性措施，不仅是破除疫情期间发展困境的救急之举，更是建立以国内大循环为主体的新发展格局，更好满足国内消费升级需求的长久之策。未来出口转内销政策将进一步引导外贸企业经营战略的转变，强链、补链、固链以充分发掘国内市场发展潜力和内生动力。

图 5：2015-2019 年产能利用率上升，工业增加值增速止跌



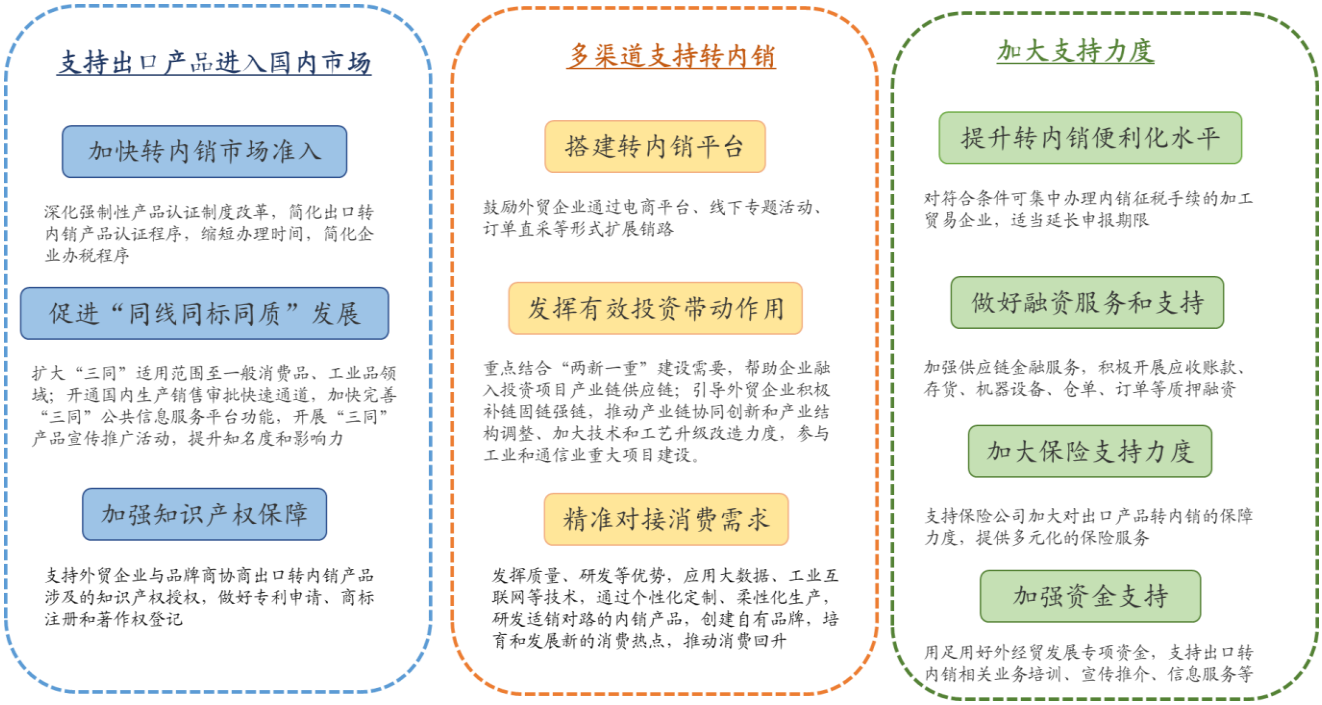
数据来源：wind、西南证券整理

图 6：供给侧改革以来我国创新能力快速提升



数据来源：wind、西南证券整理

图 7：国务院办公厅关于支持出口产品转内销的实施意见



资料来源：中国政府网，西南证券整理

2.2 提升居民最终消费对经济的贡献率

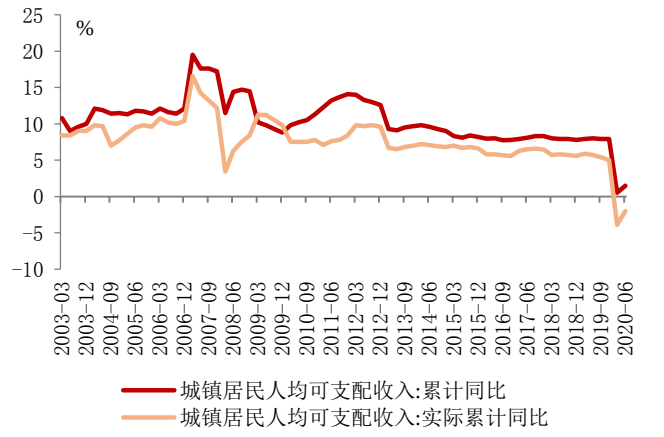
深化收入分配改革，提升居民边际消费倾向。消费改善的基础是收入水平的提高，根据2019 年的统计数据，我国低收入组和中间偏下收入组共 40%家庭户对应的人口为 6.1 亿人，年人均收入为 11485 元，月人均收入近 1000 元，其中，低收入组户月人均收入低于 1000 元，中间偏下收入组户月人均收入高于 1000 元。改革开放以来，我国居民消费水平已经得到了显著提升，但 1989 年以来，我国家庭人口结构变化带来的养老压力以及就业制度、住房制度和社会保障制度的变化使得我国居民边际消费倾向总体呈下降趋势。今年受疫情影响，我国居民消费率明显下降，储蓄率明显上升，提升居民消费水平的任务更加迫切。当前我国经济仍处于复苏进程之中，大幅提升居民收入水平仍需时间，现阶段根据边际消费倾向的不同——收入越低边际消费倾向越高，通过改变收入分配机制，增加低收入群体的可支配收入，从而提升社会整体的消费水平是一条现实可行的路径。具体的措施有：发挥财政对就业的帮扶作用和转移支付功能，以稳就业为基础促进居民增收；上调退休人员基本养老金标准，但也要注意避免出现部分地区、企业标准过高反而加剧收入不均；扩大低保保障范围，对城乡困难家庭应保尽保，将符合条件的城镇失业和返乡人员及时纳入低保；完善社会保障制度以扩大居民当期消费等。

调整居民消费结构，压降房地产贷款对居民消费的挤占。我国除了有广大的低收入群体外，还有着世界上最大规模的中等收入群体，根据统计局给出的标准，以三口之家年均收入 10 万-15 万元人民币为标准，2017 年我国中等收入群体超过 4 亿人，他们是支撑中国内需的中坚力量。但 2013 年以来，我国社会消费品零售总额实际增速已经连续 7 年下降，尽管消费基数增大带来的增速放缓是一种正常现象，但房价的快速上涨和高位运行对居民消费所

产生的虹吸效应也是绝对不容小觑。2015 年以来，50 大中城市房价收入比一线城市维持高位，二、三线城市则呈加速上升之势，截止至 2020 年二季度，每月居民新增贷款占可支配收入的比例为 29.61%，房地产对于居民消费的挤占明显。自 7 月 24 日房地产工作座谈会和 7 月 30 日的中央政治局会议以来，住建部和央行密集发声，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则；南京、无锡等城市也出手调控。坚持“房住不炒”，推动房价回归理性，将成为“内循环”为主的新格局下，提升居民消费的必由之路。

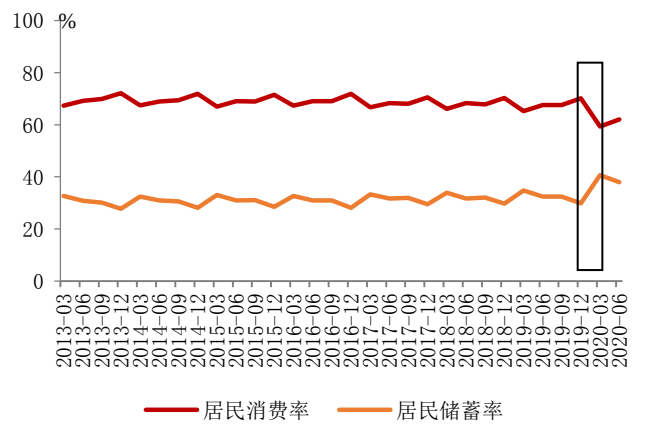
做大国内消费增量市场，吸引海外消费回流。2013 年以来，中国居民海外消费量持续走高，2015-2019 年，我国居民每年在海外消费将近 2600 亿美元，今年因为疫情，海外消费量骤降，出入境旅游购物难以快速恢复。为吸引这部分消费回流，中共中央、国务院 6 月份发布了《海南自由贸易港建设总体方案》，实行部分进口商品零关税政策，放宽离岛免税购物额度至每年每人 10 万元，扩大免税商品种类；多家商业企业也在申请免税牌照。按照每年回流 50%，年均增速 10%计算，今年回流量约有 1300 亿美元，2022 年能达到约 1600 亿美元。这部分作为国内消费的增量，在显著推动最终消费对 GDP 贡献的同时，也能有效拉动“内循环”的生产端，促进经济循环加速。

图 8：我国城镇居民可支配收入 2013 年后增速放缓



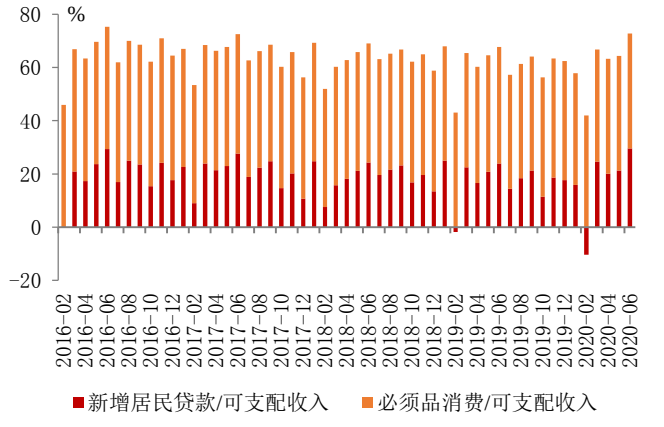
数据来源：wind、西南证券整理

图 9：疫情期间我国居民消费率显著下降、储蓄率上升



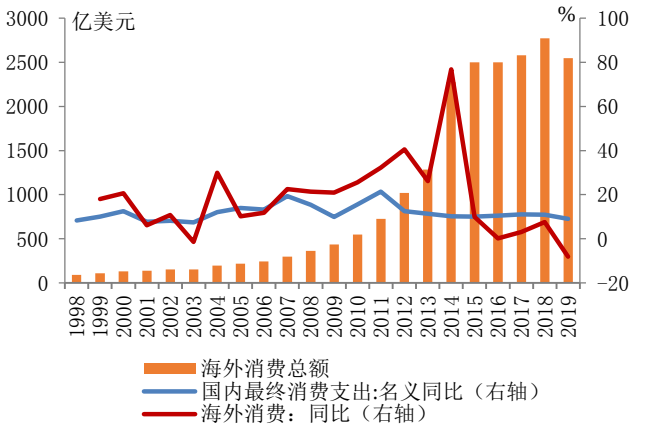
数据来源：wind、西南证券整理

图 10：居民部门必需品消费和新增贷款占比高



数据来源：wind、西南证券整理

图 11：海外消费回流空间较大



数据来源：wind、西南证券整理

2.3 优化民间投资与国有投资的产业布局

目前我们处于第五轮国改的冲刺期，优化国资布局，协调好国资和民资的竞合关系将是未来两年国改的重点之一。到目前为止，国有资本的行业布局和结构演变并未很好地实现“做优”国有资本的目标，2009-2018 年间，国有企业仅在酒、饮料和精制茶制造业、家具制造业等个别行业资产利润率高于私营企业，国有企业在对民间投资产生挤出效应的同时也影响了社会整体经营效率的提高。

我们在报告《危机之下“内循环”如何解局？——之“国改三年行动”篇》中指出，新国改将围绕“做优”国企，从产业布局、公司运营、国资监管三个方面重点推进，国有资本要更多投向重要行业、关键领域、战略性新兴产业，主动退出“非主业非优势”领域；深化混合所有制改革，探索引入高匹配度、高认同感、高协同性的战略投资者；完善国资监管体制，加快形成以管资本为主的监管新模式。在提升国企经营效率的同时进一步减少行业准入标准对民营企业的区别对待，为民营企业创造更加广阔的发展空间，营造各种所有制企业公平竞争的社会氛围以推动各行业经营效率的提升。**我们认为利润率并非是本次国改三年行动计划追求的重点，新的双循环格局下，国有企业需要服务于“建设现代化经济体系”，因此，先进制造与技术服务、医药生物健康、新材料、新能源、数字创意等产业将是国有资本的重点投向，产能严重过剩的煤电钢类企业将进行合并重组。**

表 1：国有控股企业与私营企业资产利润率对比（单位：%）

行业	2009 年		2013 年		2018 年	
	国有	私营	国有	私营	国有	私营
煤炭开采和洗选业	6.83	18.39	3.8	10.21	4.53	7.05
石油和天然气开采业	12.57	16.44	18.57	3.4	7.35	0.97
黑色金属矿采选业	5.3	17.69	2.76	23.01	-0.72	4.25
有色金属矿采选业	8.21	13.15	9.45	16.63	6.41	6.57
非金属矿采选业	5.52	17.01	4.89	20.31	2.57	11.72
农副食品加工业	4.79	14.67	4.69	16.98	2.92	8.31
食品制造业	5.27	12.98	5.73	15.08	5.44	9.85
酒、饮料和精制茶制造业	11.72	11.53	15.6	15.41	17.68	9.72
烟草制品业	13.19	4.86	15.27	3.02	8.38	20.93
纺织业	0.69	8.24	1.16	11.53	1.09	6.51
纺织服装、服饰业	5.31	11.12	4.87	13.49	4.28	8.98
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	4.63	14.6	9.9	18.15	5.97	11.98
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	2.12	16.06	2.59	20.91	0.49	10.74
家具制造业	11.53	11.05	21.69	12.43	17.67	7.86
造纸和纸制品业	1.32	10.47	0.85	11.51	1.33	6.09
印刷和记录媒介复制业	7.22	8.12	8.98	12.27	8.58	7.56
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	3.8	9.98	10.72	13.4	10.68	9.51
石油加工、炼焦及核燃料加工业	7.52	6.15	0.77	5.1	9.19	3.51
化学原料及化学制品制造业	1.89	11.12	1.04	13.3	5.35	7.79
医药制造业	8.2	10.4	7.23	14.28	8	8.55

行业	2009 年		2013 年		2018 年	
	国有	私营	国有	私营	国有	私营
化学纤维制造业	4.45	5.67	5.11	5.31	6.09	5.47
非金属矿物制品业	5.17	12.22	4.69	13.43	9.82	8.19
黑色金属冶炼及压延加工业	1.06	8.89	0.11	8.75	4.04	9.83
有色金属冶炼及压延加工业	2.44	9.6	1.54	10.75	1.4	6.83
金属制品业	5.25	9.43	2.96	11.99	1.61	6.76
通用设备制造业	4.42	10.55	3.84	12.97	3.13	6.77
专用设备制造业	4.2	10.98	2.18	12.91	0.74	6.76
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备	6.52	8.42	2.32	10.27	2.75	6.05
电气机械和器材制造业	5.42	9.32	3.19	10.86	3.67	5.59
计算机、通信和其他电子设备制造业	2.81	8.48	4.36	8.95	2.15	5.9
电力、热力生产和供应业	1.66	2.24	3.77	3.2	2.05	3.01
燃气生产和供应业	2.41	11.95	5.96	8.41	4.37	7.64
水的生产和供应业	-0.35	3.44	0.57	5.89	1.42	4.28

数据来源：Wind，西南证券整理

3 本轮“扩内需”带来的市场投资机会

在完善“扩投资”与“促消费”的双轮驱动过程中，本轮“扩内需”将是投资与消费共同发力，在农业提质增效、产业链薄弱环节的进口替代、能源安全、金融安全、国内消费升级等方面都将带来新一轮的市场投资机会。

保障粮食安全，农业发展质量和效益将迎来大幅提升。尽管我国当前粮食安全问题无需担忧，但我国农业结构和生产效率在双循环格局下仍有很大的调整和提升空间。从农业大类来看，我国种植业与畜牧业总产值之比接近于 2，远高于发达国家平均水平，畜牧业产值占比总体偏低，提高农业结构的现代化水平要求我们加大对畜牧业发展的支持力度，产业数字化、智能化将是提高畜牧业生产效率的重要解决途径。从种植业内部来看，在保证粮食安全的同时需要加快转变农业发展方式，探索现代农业发展，转基因产业或将成为突破口之一，近期转基因相关政策频繁发布，我国转基因商业化进程或将迎来加速发展期。从农业产业链延伸来看，我国食品饮料及烟草制品业与农业增加值之比远低于发达国家水平，延伸农业产业链将成为发展现代农业的重要抓手。

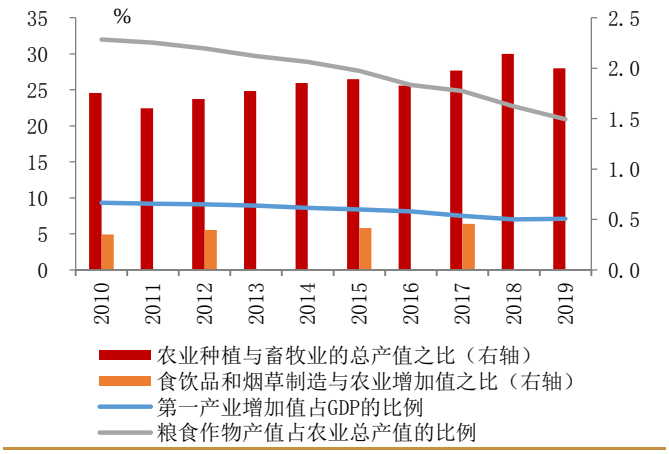
“补短板”、“锻长板”，高端制造业将迎来新的发展机遇。我国是全球制造业大国，但最具竞争力的制造业主要集中在中低端领域，在先进制造业方面仍高度依赖海外市场。2019 年我国芯片进口额超过 3000 亿美元，发展自主可控极为迫切，国产替代空间巨大。8 月，国务院印发《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》，从财税、投融资等多个方面对集成电路做了全面部署，为相关产业发展注入一针强心剂。“长板”领域，我国国防军工行业技术水平一直处于国内领先地位，但由于较高的科研支出导致整体利润率水平偏低，新格局下通过“军民融合”，充分发挥行业的科技溢出效应，将成为提升军工行业自身周转率和利润率，改善中国制造业整体盈利水平的重要发力方向。

能源安全进一步得到保障，新能源行业发展将步入快车道。我国是能源生产大国，也是能源消费大国。近年来，我国能源生产总量整体上呈现上升趋势，但同时能源进口需求依旧强劲，原油、煤炭的进口量均呈现逐年增长的态势。近年来我国能源利用率虽然在不断提升，已经接近于世界平均水平，但仍低于发达国家水平。新格局下，发展新能源技术将成为缓解国内能源进口压力，同时为新能源汽车在国际市场抢占先机助力的重要举措。8 月 6 日，财政部发布《2020 年上半年财政政策执行情况报告》，明确提出支持保障能源安全，支持新能源汽车发展，联合有关部门明确将购置补贴政策延长至 2022 年底，延续对新能源汽车发展的政策支持。这也意味着与新能源汽车行业相关的基础设施建设也将步入发展快车道，《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020 年）》提出 2020 年建成 480 万个充电桩、车桩比接近 1：1 的水平，公共充电桩，尤其是高速公路快速充电配套建设将持续推进。

金融安全带来金融 IT 和非银金融的发展契机。在中美关系紧张和“内循环”为主的新格局下，金融安全已上升到国家战略层面。我国金融信息化过程中大量引进和使用外国产品和技术，目前需要实现国外 IT 产品和技术的本土替代，预计未来非银行金融机构、银行业金融机构在 IT 领域的投入将有持续加大之势。此外，随着资本市场与金融供给侧改革持续深化，科创版、创业板、新三板改革现已全面落地，监管推进 IPO 常态化发行，券商助力投融资内循环的效用将进一步显现；场内外衍生品业务也将加速扩张，FICC 业务有望开辟创新业态核心突破口。

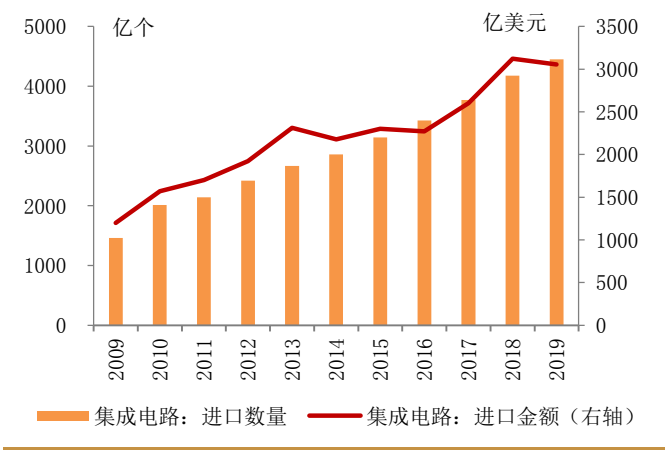
消费回流、免税经济将带来消费领域新的发展机会。在扩大内需和出口转内销的政策支持背景下，国产消费品将迎来新一轮发展浪潮。从需求端看，一方面，外部环境的动荡促进了海外消费回流，另一方面疫情之下消费力也受到影响，加大了对国产高性价比商品的需求，以海南为例，在海南离岛旅客免税购物新政的带动下，7 月 1 日至 8 月 18 日，海南省 4 家离岛免税店销售额突破 50 亿元，同比增长 2.5 倍，日均销售额超亿元；购物人数达 74 万人，同比增长 70%；购物件数 458 万件，同比增长 1.5 倍，免税渠道将成为引导海外高端消费回流国内市场的主要渠道之一。从供给端看，“内循环”的格局下，企业加快了由代工贴牌生产的低端模式向打造国产自主品牌转变的进程，而国产商品天然具有贴合本土用户的优势，加之直播带货、电商促销等新型营销手段进一步促进了国产品牌的推广，国货崛起可期。

图 12：畜牧业发展水平偏低，农业产业链延伸程度较弱



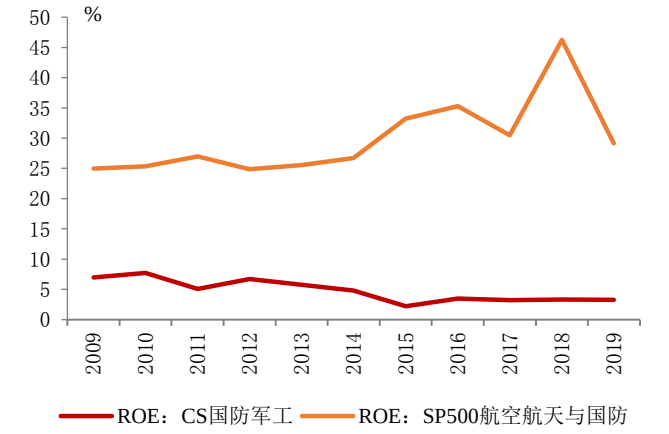
数据来源：wind、西南证券整理

图 13：集成电路进口依赖严重



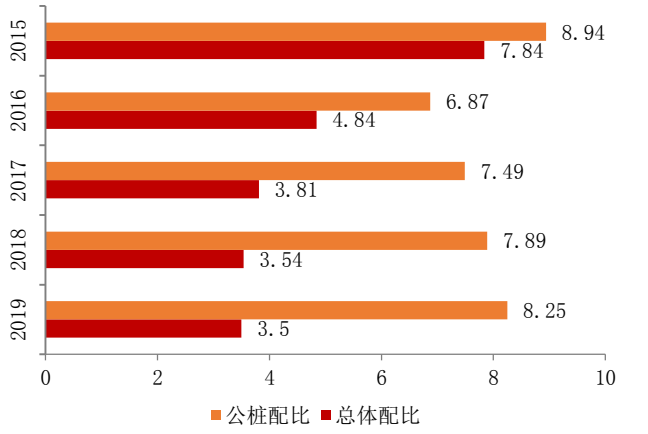
数据来源：wind、西南证券整理

图 14：我国军工行业整体利润率水平偏低



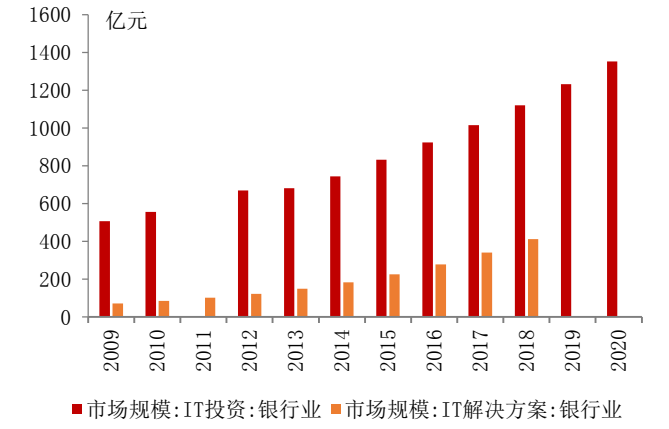
数据来源：wind、西南证券整理

图 15：新能源汽车充电桩配比不足



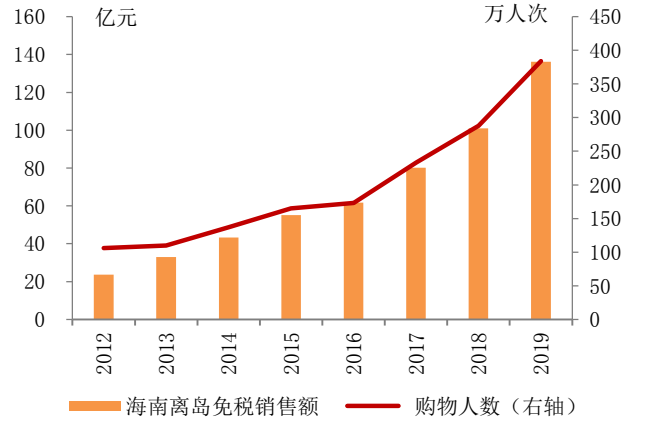
数据来源：中国产业信息网、西南证券整理

图 16：银行业 IT 投资规模逐年扩大



数据来源：wind、西南证券整理

图 17：海南离岛免税销售额和购物人数近年加速提升



数据来源：商务部、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn