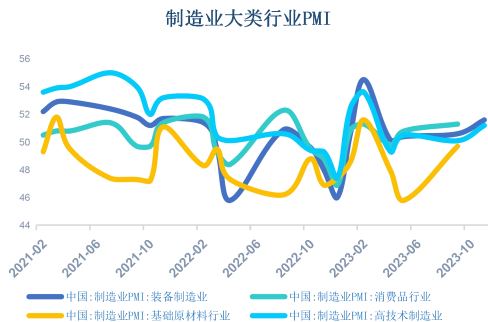


# 2024年制造业信用风险展望

## 制造业大类行业 PPI



## 制造业产能扩张速度与扩张潜力



## 行业信用利差情况



分析师：卢宏亮 贾圆圆

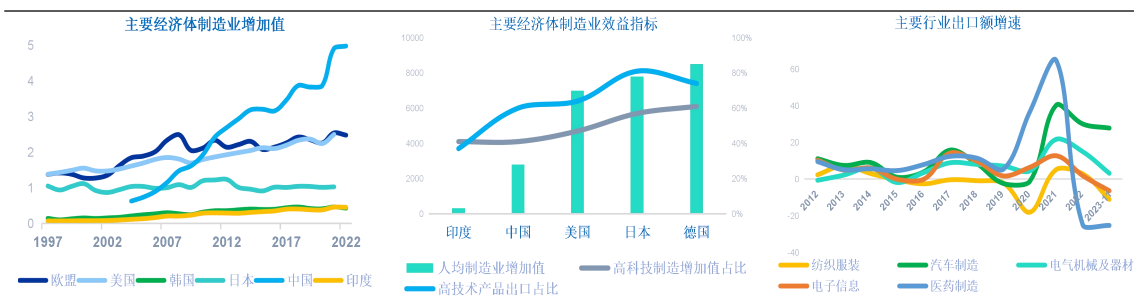
- **大国竞争加剧，制造业终为破局利器：**产业链跃升恰逢宏观周期修复，从相对竞争优势到产业链高端跃升，中国制造业驱动向结构与效益换挡，现有产业与未来产业链接真空创造跨越机遇；宏观周期向上中观需求分化，2024年需求总量回升下结构行情延续
- **全球化被动解构与主动重构，安全与效率交锋浮现：**产能周期筑底；全球低增速、高排放下目标与现实拉扯加剧，绿色转型路径仍待优化；人工智能直击制造业痛点，信息技术与制造深度融合；安全可控是底线，产业链韧性提升与区域协调发展融合
- **竞争力跃升路径重构，创新引领产业体系跃升：**原材料工业供需动能调整，绿色转型与产业升级寻求再平衡；装备制造基础战略产业补链强链，智能化高端化升级路径逐渐明朗；新能源行业高成长向企业高质量过渡，产业链局部失衡倒逼技术升华；内生增长助推堵点突破，高端制造曙光乍现
- **现金流周期错位修复，高端制造债券曙光乍现：**补库周期 PPI 震荡上行，通胀回落成本压力缓解，总体价格修复，盈利回暖，高端制造修复领先；营运资金周转加快，资本开支谨慎，现金流共振修复；债务周期扩张动力走弱，现金流修复助力偿债能力回升；城投债供给下降地产尾部出清，制造业债券博弈价值提升

## 一、大国博弈与高端破局

### 从相对竞争优势到产业链高端跃升，中国制造业驱动向结构与效益换挡

近年我国制造业总体呈增长趋势，但总量高增长时代落幕，2023 年制造业增加值占 GDP 的比重微降，目前我国人均制造业增加值仍低于美国、日本和德国。我国制造业体系完备但高端薄弱。我国是全球唯一拥有全部工业门类的国家，近年高技术制造业增势较好，2023 年高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业，电子及通信设备制造业投资分别增长 18.4%、14.5%、11.1%，但目前传统产业占工业比重超 80%，仍存在高端薄弱的问题。与其他国家相比，美国制造业综合优势突出，德国及日本技术和产品质量突出，但我国制造业盈利总体低于发达国家，未来产业升级驱动研发投入为大势所趋。

图表 1：主要经济体制造业情况

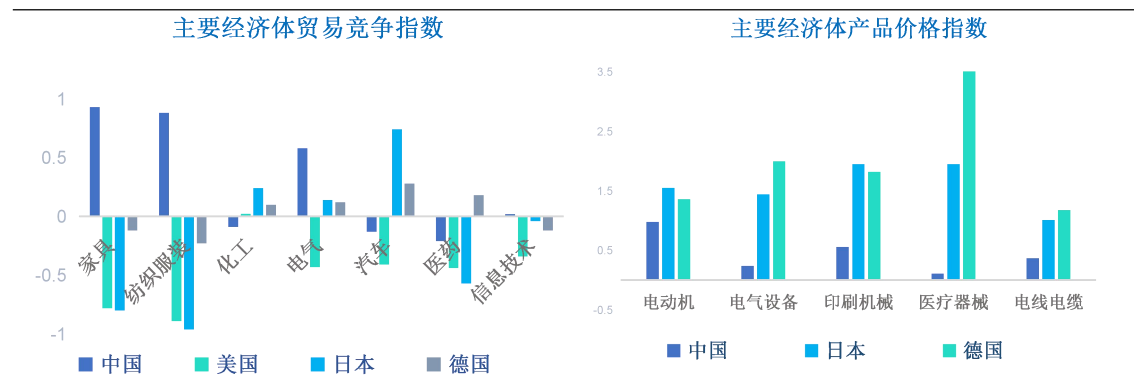


资料来源：Wind，国家统计局，根据公开资料整理

### 未来已来但分布不均，现有产业与未来产业链接真空创造跨越机遇

目前我国优势产业包括家具、纺织服装、电气机械和器材等，此外新能源产业链优势不断提升，预计 2024 年我国制造业持续回升发展向好，新能源汽车、风电、船舶等细分领域延续高景气。美国研发推动型产业优势显著，包括机器人、电子器件、互联网、智能制造、医药等，预计 2024 年复苏势头稳定，制造业进口依赖度降低，外商投资超过疫情前水平。欧盟汽车、医药、化工等产业领先，预计 2024 年供应链瓶颈仍未消除，需求仍疲软。日本汽车及仪表等优势显著，供应链改善为关键。

图表 2：主要经济体贸易竞争指数及产品价格指数



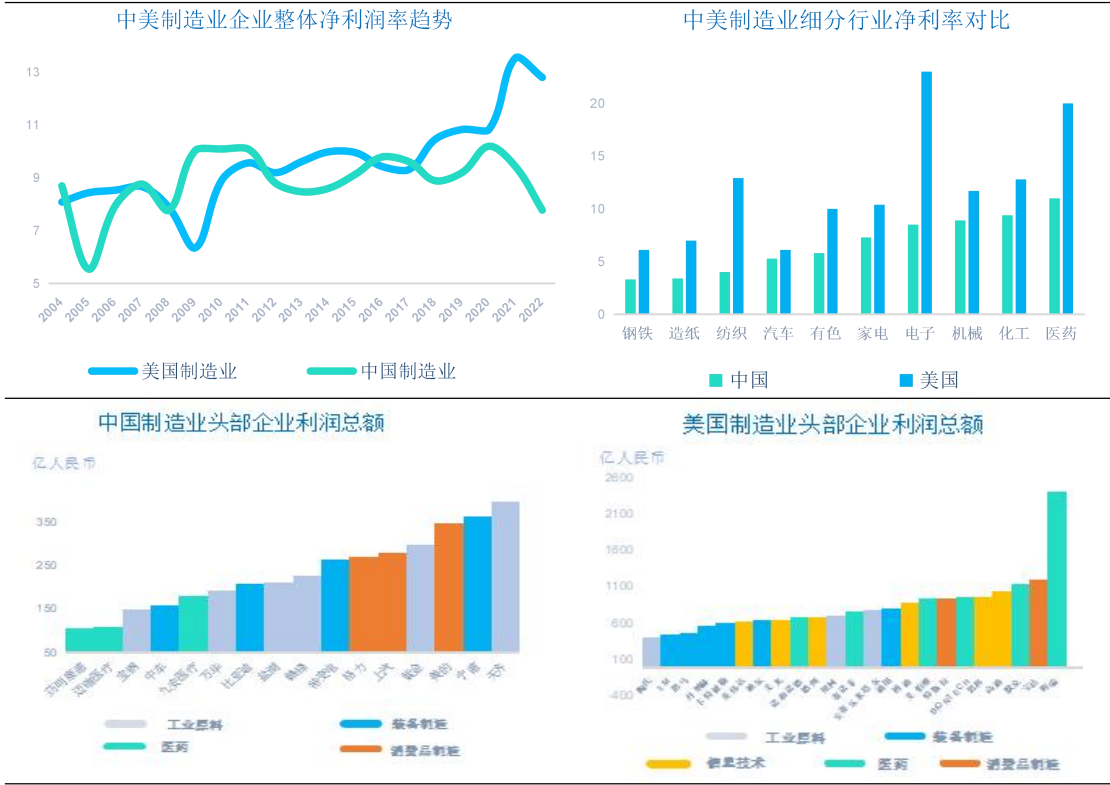
资料来源：根据公开资料整理

### 制造业竞争基石是企业盈利比拼，颠覆性技术放大差距

中美制造业相似度相对较高，核心竞争领域包括信息技术、化学和非金属、纺织服装等。目前中国制造业整体净利润率总体低于美国制造业，我国净利率相对高的行业为家电、电子、

机械、化工、医药等，美国为电子、医药、化工、纺织等。中欧制造业竞争有所差异，核心竞争领域包括化工、机械制造业等。未来我国成本优势减弱倒逼企业升级，AI、芯片等颠覆性技术出现放大全球制造业差距。

图表 3：中美制造业整体净利润率及头部企业利润总额对比

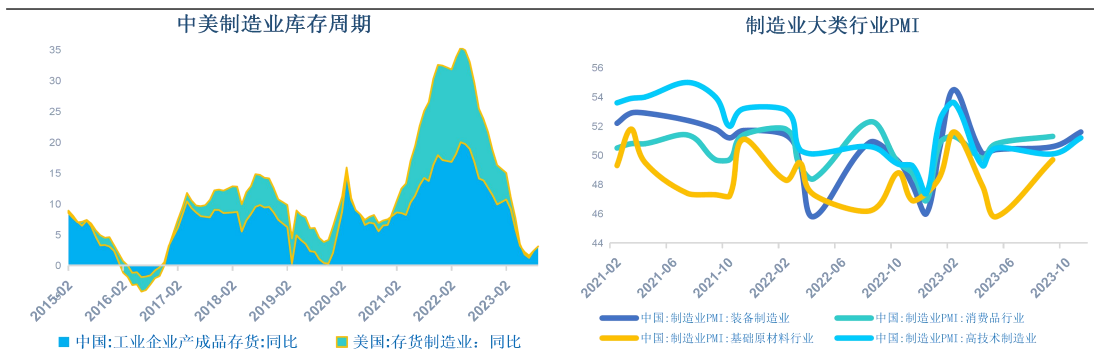


资料来源：根据公开资料整理

周期波动和结构性力量重塑未来，制造业需求总量回升下结构行情延续

预计 2024 年绿色转型共振增强，国内与国际需求分化，新旧动能分化。预计 2024 年国内经济修复强于海外，出口链修复力度偏弱，内需为主使制造业更受益。以旧换新补贴推动家电、家具等行业发展，医保支付改善、反腐风头已过等事件推动医药行业平稳提升，品牌去库结束提振纺织服装需求，AI 新需求扩容带动半导体行业发展。传统基建延续低位，长材等原材料产业需求偏弱，但新能源需求刺激新能源汽车、新材料化工等行业需求。

图表 4：中美制造业库存周期及中国制造业 PMI



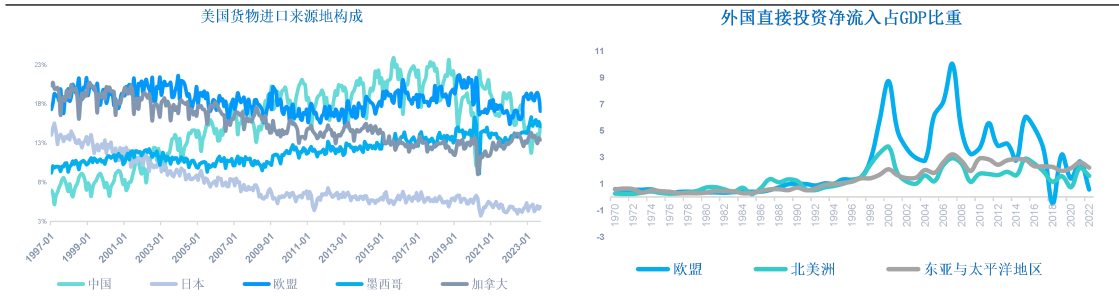
资料来源：Wind，根据公开资料整理

## 二、高质量与低碳下的供给优化

### 全球大选年全球化重构扰动加剧，供应链安全与效率交锋

2024 年为全球大选年，全球化重构扰动加剧，全球对外投资承压，结构化趋势凸显。美欧对投资及产业实施限制，欧盟及北美外国直接投资净流入占 GDP 比重有所下滑。另一方面，新一代信息通信、生物、新材料、新能源等实现技术突破，阿根廷、秘鲁等关键矿产贸易受供应冲击影响，结构化趋势明显。

图表 5：美国货物进口来源地及外国投资净流入占比

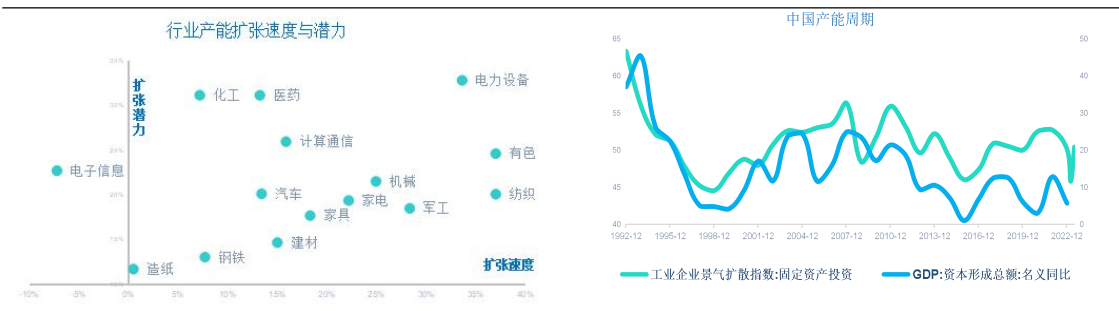


资料来源：根据公开资料整理

### 产能周期筑底，新动能扩张与旧动能转型节奏决定周期回升时间与力度

海外制造业补库，库存周期上行，国内原材料等传统领域需绿色转型和升级改造投资，能源转型支撑装备制造等行业高速增长，高技术制造业投资比制造业增加值增长更快，未来产能周期需要盈利提升为基础，盈利弱修复下产能周期延长。近年制造业总体产能利用率为 76.22%，建材、化工、医药行业处于低位弱修复阶段，纺织、汽车和电子行业高位震荡，有色金属、电气制造和通用设备中位值回归。

图表 6：各行业扩张速度与潜力、中国产能周期

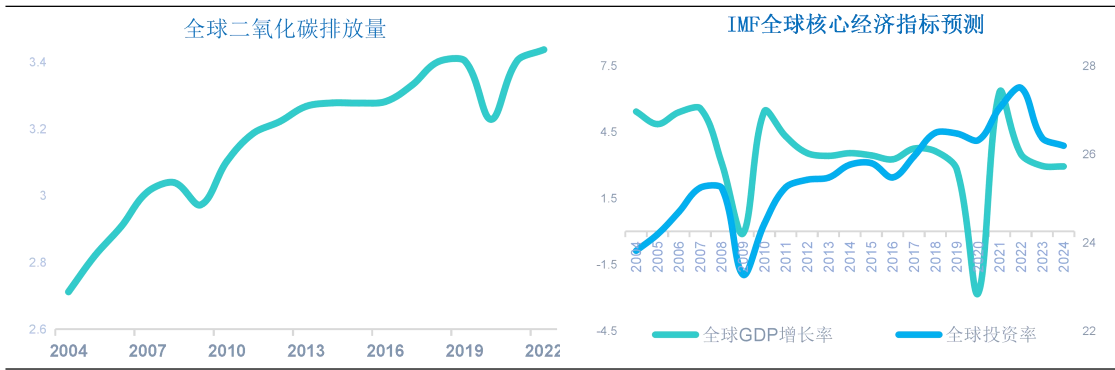


资料来源：根据公开资料整理

### 全球低增速、高排放下目标与现实拉扯加剧，转型路径仍待优化

近年二氧化碳排放量持续增长，全球高碳排放使完成巴黎协议难度提升，转型与经济效益的平衡拉扯加剧，政策、技术、消费者及投资者偏好均影响转型速度。能源价格低位、技术成本上升及材料恢复通缩使减排成本曲线抬升。目前海外高利率下经济增长动力不足，存在资金成本等问题，传统能源融资限制未出现，高排放仍为现实。转型路径可通过煤改气、可再生能源、储能、电动汽车等推动新能源增速，此外，AI 技术应用、可再生能源优化、电力使用优化等助力技术路径的优化与改进。

图表 7：全球二氧化碳排放量、IMF 全球核心经济指标预测



资料来源：根据公开资料整理

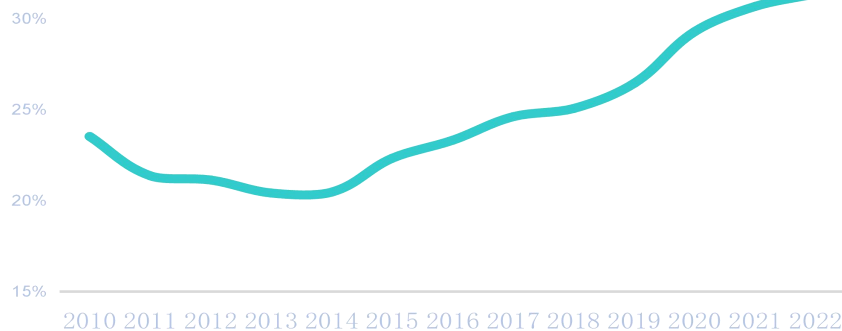
### 人工智能物理应用场景逐步成熟，为制造提供变革性驱动力

关键核心技术的突破为智能制造及先进制造提供驱动力。近年人工智能在国内企业应用规模持续提升，目前人工智能应用领域主要为智能生产、产品服务场景、运营管理及供应链，占比分别为 51%、25%、8%、8%。装备制造、电子信息、原材料等行业需通过智能化改造升级，但不同产业供给能力提升重点不同，原材料工业方面，有色金属行业以战略资源储备及取得关键材料为重点，钢铁行业以装备高端、绿色改造及数字化升级为重点，化工行业以高端绿色智能及技术改造为重点，新能源材料行业重点在于提升材料设备等。装备与信息行业方面，机械行业重点为智能转型，汽车行业为车用芯片、固态电池、操作系统等，电子信息行业重点为高端供给、材料设备及配套。

### 安全可控是底线，产业链韧性提升与区域协调发展逐步融合

制造业的发展安全可控为底线，有色金属行业需把控稀土等紧缺战略性矿产，钢铁行业保障铁资源供应，金属材料做高品质半导体材料，装备制造、医药制造、汽车及电子信息行业保障高端产品。优化内外格局，对外实现海外资源开发、标准国际合作等，对内促进区域协调发展，东部地区通过关键核心技术创新等方式打造世界先进制造业集群，中部地区布局新型产业及高新技术产业，西部地区承接东部产业转移，东北地区传统产业升级及拓展承接产业转移。

图表 9：制造业企业海外业务占比



资料来源：根据公开资料整理

### 三、竞争力跃升路径的重构

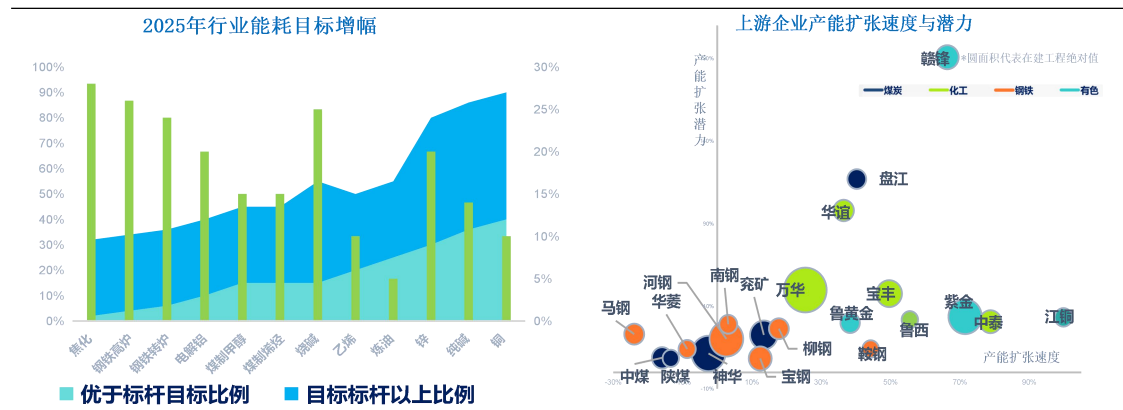
#### 竞争力跃升路径重构，创新引领产业体系跃升

内部环境为高质量发展阶段、稳增长目标、资源条件等，大国竞争格局、供应链重构及地缘冲突加剧等为外部因素，内外部因素共同驱动制造业科技变革、能源转型和需求升级，瞄准高端、智能和绿色等方向，“及时将科技创新成果应用到具体产业和产业链上，改造提升传统产业，培育壮大新兴产业，布局建设未来产业，完善现代化产业体系”<sup>1</sup>。

#### 1、原材料工业：供需动能调整，绿色转型与产业升级寻求再平衡

原材料工业需在绿色转型和产业升级中寻求再平衡。绿色转型方面，针对电解铝、焦化钢铁等高耗能行业，通过政策驱动，实现由能耗双控到碳排放双控，限时分批改造，逐步淘汰无法达标企业。低碳改造及技术提升方面，有色金属行业通过节能降碳改造、绿色开采等实现，钢铁行业通过超低排放、超低能效等方式实现低碳改造。产业升级方面，在房地产需求回落背景下，钢铁、建材扩张放缓，有色、玻纤在新能源需求带动下逐步结构化扩张。

图表 10：2025 年行业能耗目标增幅、企业产能扩张速度及潜力



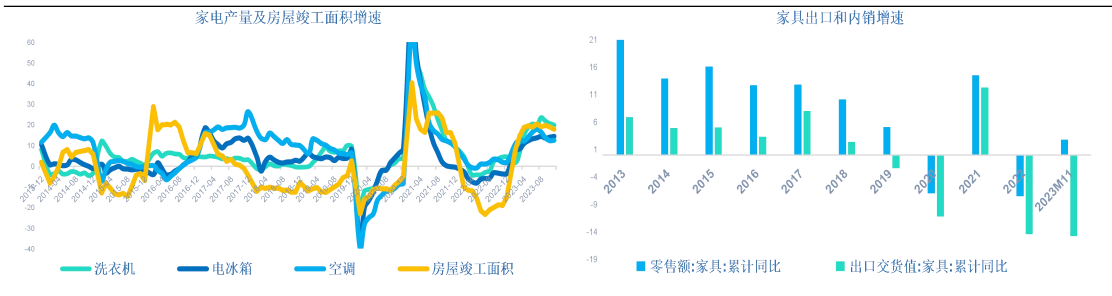
资料来源：根据公开资料整理

#### 2、轻工制造：数字化与整家时代，家具用品的升级与跨界

轻工制造通过数字化供给引领新需求，生产、研发全价值链平台化运作。数字化方面，以物联网、AI 技术发展为基础，做智能家电升级，通过“健康+家电”实现品类升级。代表性企业包括家电家居融合的美的，差异方案及全屋感知的海尔、生产数字化的格力及研发一体化的苏泊尔等。全价值链方面，实现从产品到解决方案的转变，从单品到整家定制。代表性企业包括顾家家居：启动“一体两翼，双核发展”的新战略，两翼指“一体化整家业务突破+软体品类运营创新”；索菲亚：坚持“多品牌、全渠道、全品类”的战略布局，通过整家定制促进全品类业绩增长；欧派家居：加速推进大家居战略，持续推进研发生产改革，加强数字化、智能化、流程化管理。

<sup>1</sup> 习近平总书记在中共中央政治局第十一次集体学习时强调内容。

图表 11：家电产量及房屋竣工面积增速、家具出口和内销增速



资料来源：Wind，根据公开资料整理

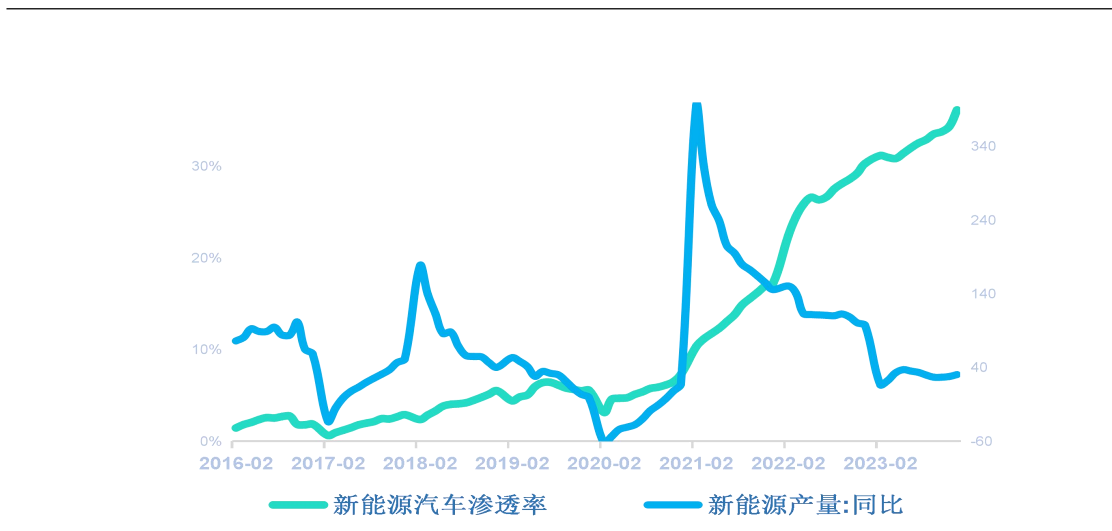
### 3、装备制造：基础战略产业补链强链，智能化高端化升级路径逐渐明朗

装备制造以智能制造及数字化转型为方向，核心领域包括新能源汽车、航空航天、基础零部件等行业，重点突破新型传感器、智能测量仪表、工业控制系统等高端装备。工程机械产业补链强链，交运装备、农机装备固链强链，工业母机延链建链。

### 4、新能源：高供给与政策高推动延续，局部失衡及盈利低位倒逼技术升华

近年新能源汽车产销量及渗透率持续提升，但增速放缓，处于高增速向平稳增长的转换阶段。锂电供给扩张超过需求存在局部过剩，风电整机大型化发展且竞争激烈，光伏存在硅料过剩，技术为王。局部失衡及盈利低位倒逼技术升华，汽车行业渗透率将与智能网联汽车普及率融合提升，光伏行业聚焦现金和成本，风电行业通过大兆瓦机型及海上海外风电的拓展实现多维度降本增效，储能方面加快发展低成本高安全长寿命的新型储能。

图表 12：新能源汽车渗透率及产量增速（右轴）

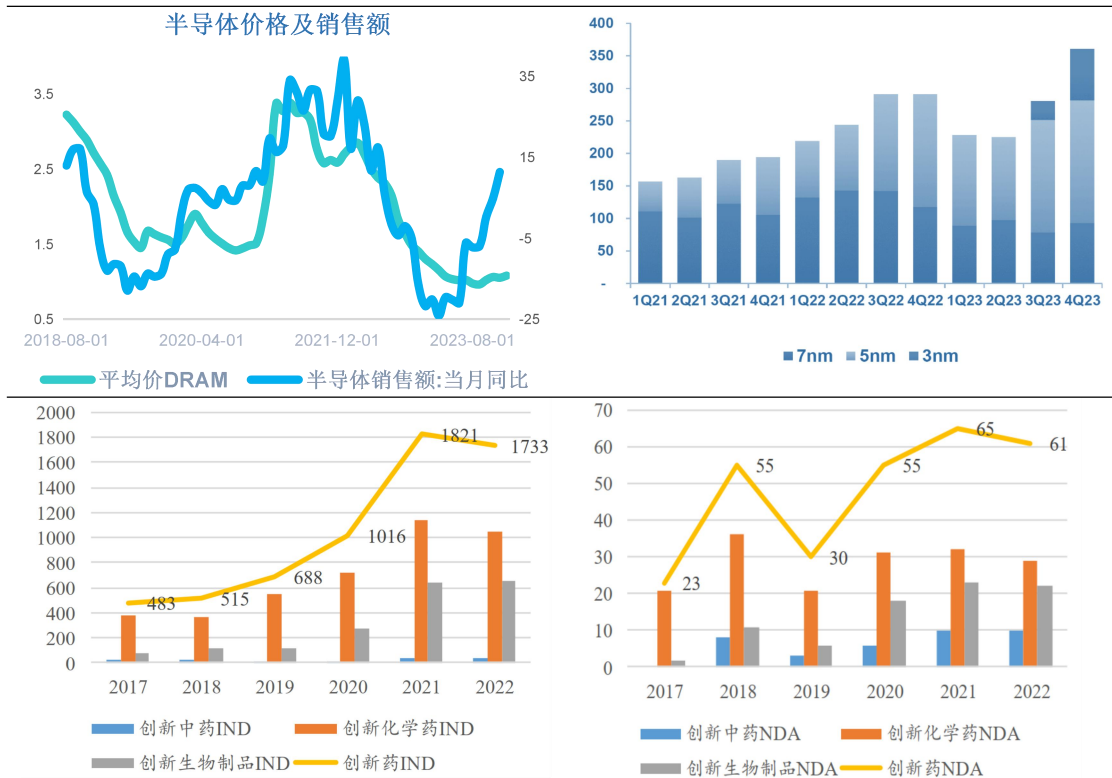


资料来源：Wind，根据公开资料整理

### 5、高端制造：内生增长助推堵点突破，高端制造曙光乍现

国产替代、政策加码及新兴需求共同推动半导体等高端制造发展。华为 Mate60pro 发布使高端芯片替代照进现实，目前元器件国产化率超过 90%，设备国产化率 10%，逐步实现国产替代；AI 大规模应用逐步落地，AI 模型应用算力需求爆发。医药制造方面，老龄化加速、全球新一轮创新周期崛起推动创新药与疫苗等研发需求，加之医疗反腐推动销售规范化、创新药企政策风险降低为医药制造提供良好外部环境，但集采等仍对行业存在冲击。

图表 13: 半导体价格及销售额、TSMC 先进工艺节点收入、中国创新药 IND 和 NDA 数量



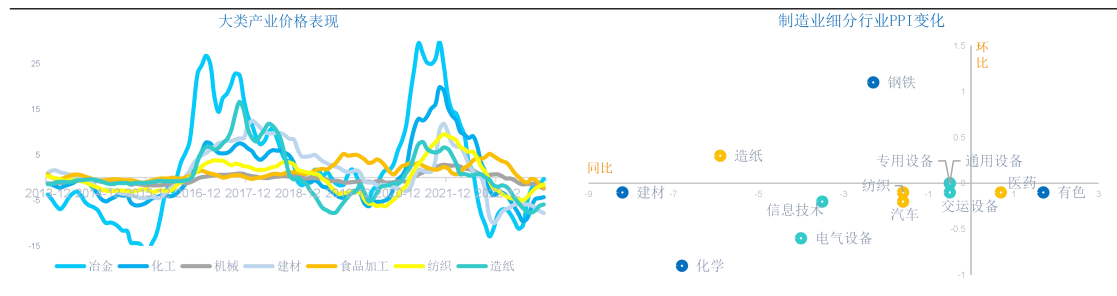
资料来源：根据公开资料整理

## 四、现金流周期错位的修复

### 流动性约束减弱，海外降息幅度及补库不确定下价格修复仍有波动

美元利率见顶，但降息路径存在分歧，流动性约束减弱，但海外降息幅度及补库的不确定使制造业价格修复仍有波动。制造业四大门类价格表现不同，工业原料价格分化，通胀品总体价格偏弱，工业品价格小幅修复；机械工业韧性强，交运通用专用价格表现优异，电气产能过剩抑制价格；信息技术价格触底，DRAM 价格回暖，AI 算力芯片价格走强；消费品价格稳健，降费减弱修复医药制造价格，汽车价格战仍在延续。

图表 14: 制造业价格表现及 PPI 变化



资料来源：Wind，根据公开资料整理

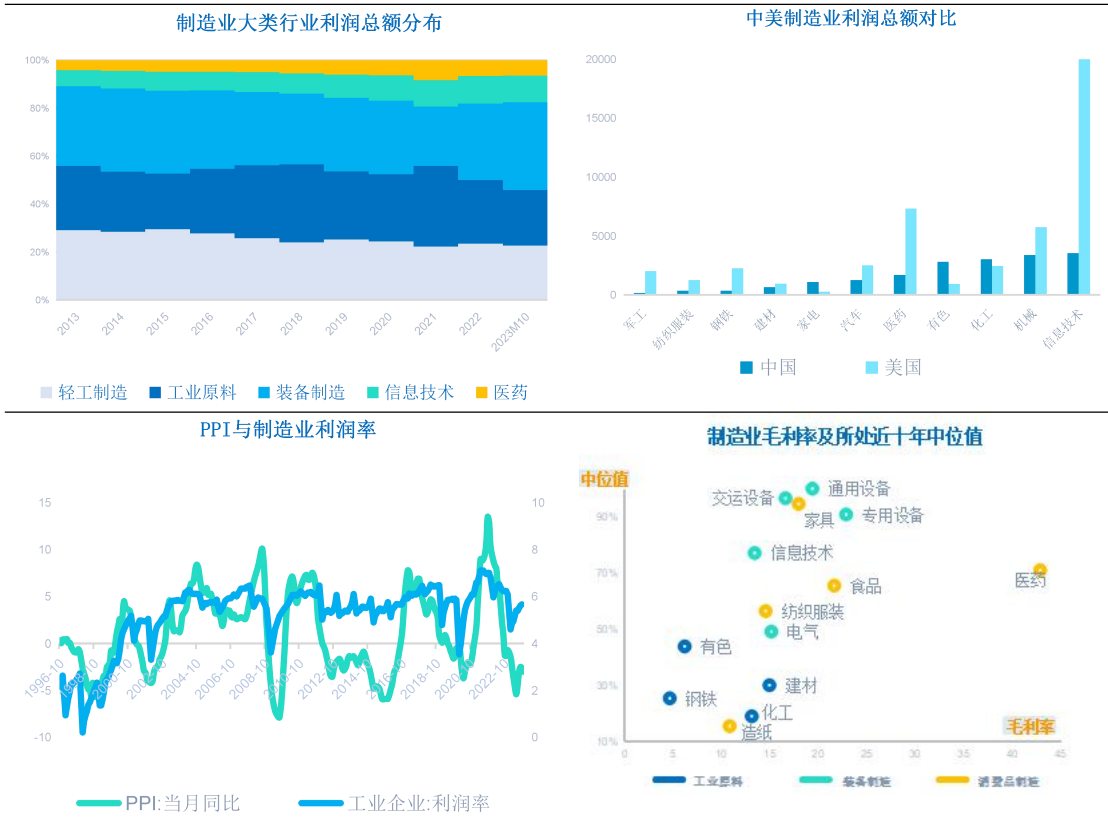
### 横向利润结构长期调整，纵向总量温和回升内部结构优化

横向利润结构相比，美国利润前三大行业为信息技术、医药和机械，占比分别为 44%、16%和 13%，中国利润前三大行业为信息技术、电气和汽车，占比分别为 12%、11%和 8.7%。



不同行业的纵向利润空间中，工业原料的新能源属性决定利润分化，钢铁利润处于低位，有色金属对行业利润进行修复；装备制造出海延续，利润修复，汽车制造在利润与销量之前寻求平衡，工程机械出口对利润提升延续；高端制造周期触底回升，半导体在 AI 增量中利润回升，医药制造在集采趋于温和及创新延续中利润回升；轻工制造利润有所分化，家具行业利润受房地产拖累，纺织服装行业受出口提振，盈利修复。

图表 15：制造业利润情况

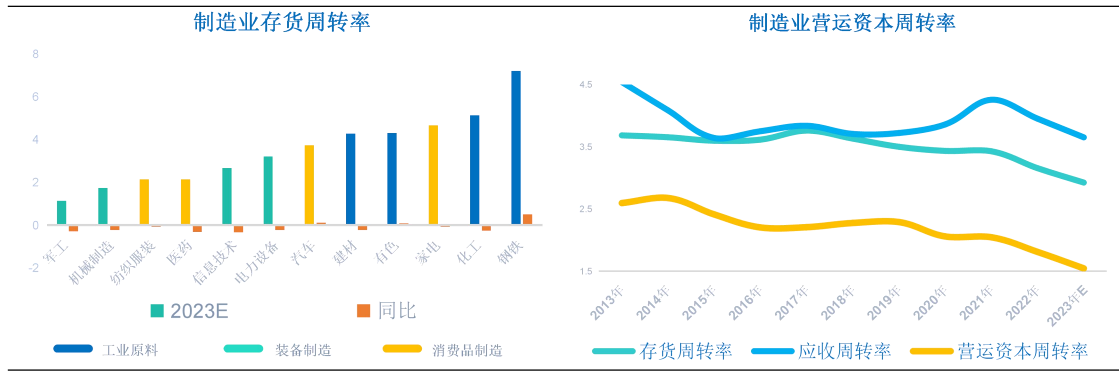


资料来源：根据公开资料整理

### 库存周期回升及再复苏下的营运资本周转修复

存货周转率与周期存在弱相关性，细分行业存货周期中，造纸、汽车、家具、纺服、信息技术和建材处于深度去库周期，有色金属、化工、电气、通用设备为库存底部，专用设备、医药和纺织处于补库存阶段。应收账款周转率与周期存在强相关性，对周期更加敏感，预计 2024 年再复苏环境下制造业应收账款周转率呈上行趋势，具体来看，工业原料地位强势、电池与光伏受益于行业高景气，以上产业应收账款周转率相对较高，装备制造应收周转率总体偏低。

图表 16：制造业营运效率

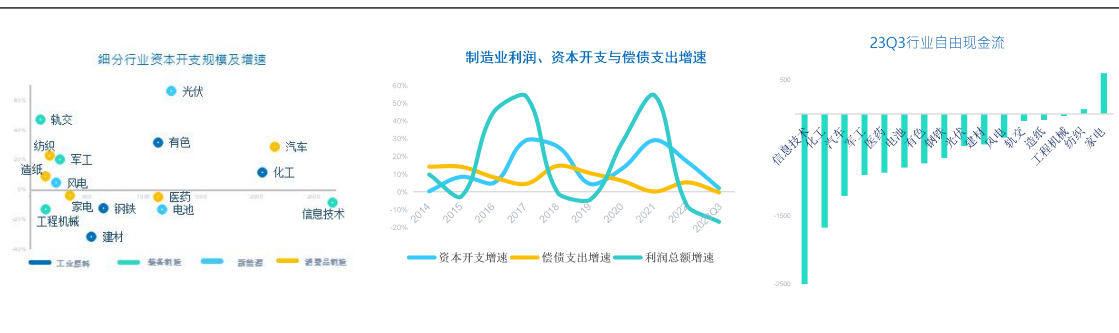


资料来源：根据公开资料整理

**乍暖还寒资本开支仍偏谨慎，自由现金流修复动力增强**

新能源新材料引领资本开支增速，但总体制造业资本开支仍偏谨慎，在资本开支意愿偏弱及盈利触底修复背景下，制造业自由现金流修复动力增强。工业原料中，化工自由现金流处于低位，有色金属整体资本开支规模较大，自由现金流修复，钢铁盈利及开支对现金流形成挤压；装备制造中，机械行业延续回升，信息技术开支增速较高；新能源中，光伏高开支延续，风电及电源小幅修复；消费品受出口带动盈利回升，纺织服装及家电行业现金流受益。

图表 17：制造业资本支出规模及现金流

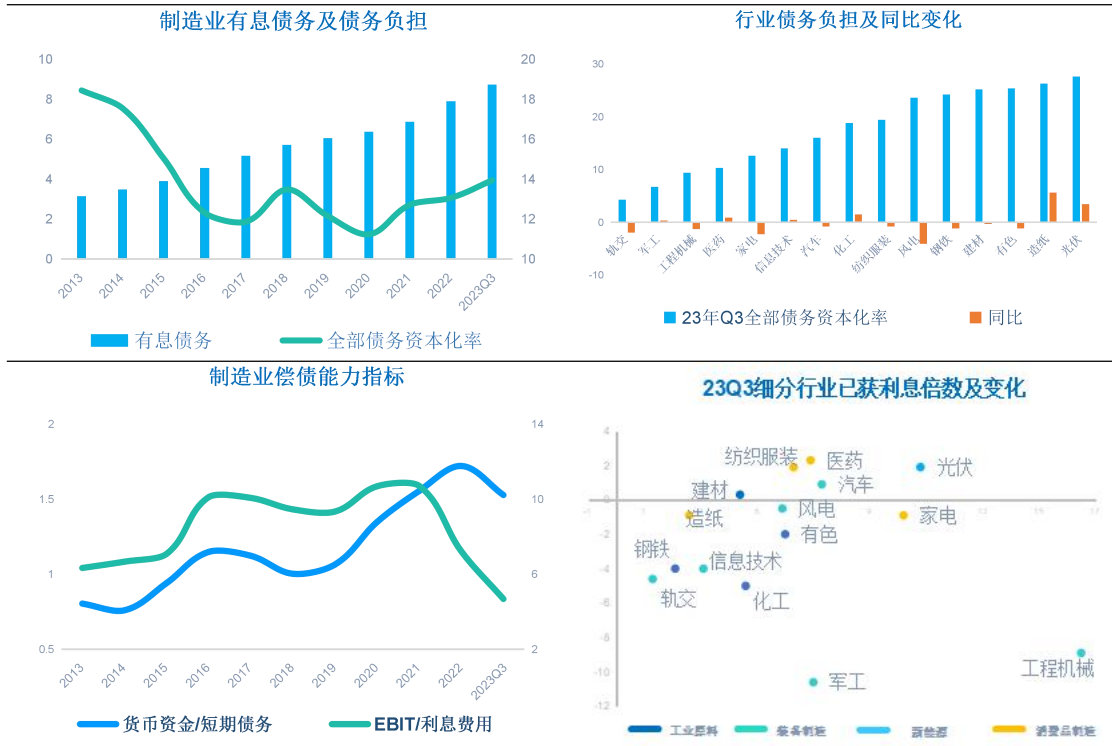


资料来源：Wind，东方金诚整理

**债务周期扩张动力减弱，现金流修复助力偿债能力回升**

债务周期上行动力放缓，预计债务上升行业为造纸、光伏、化工等，有色金属、钢铁、风电、轨道交通、家电等债务呈下降趋势，偿债资金来源方面，在货币政策宽松及融资资金到位情况良好的背景下，货币资金良好，资本支出地位及盈利修复带动自由现金流回暖，共同助力制造业偿债能力回升。

图表 18：制造业债务负担及偿债能力



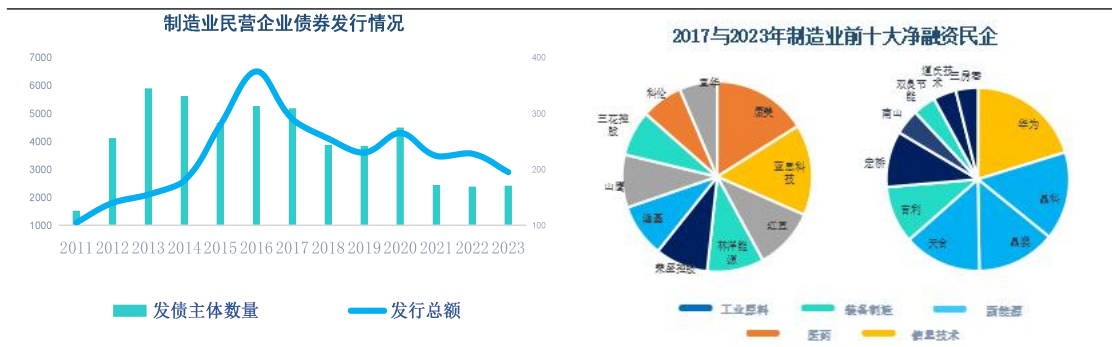
资料来源：根据公开资料整理

## 五、制造业民企债的朝晖

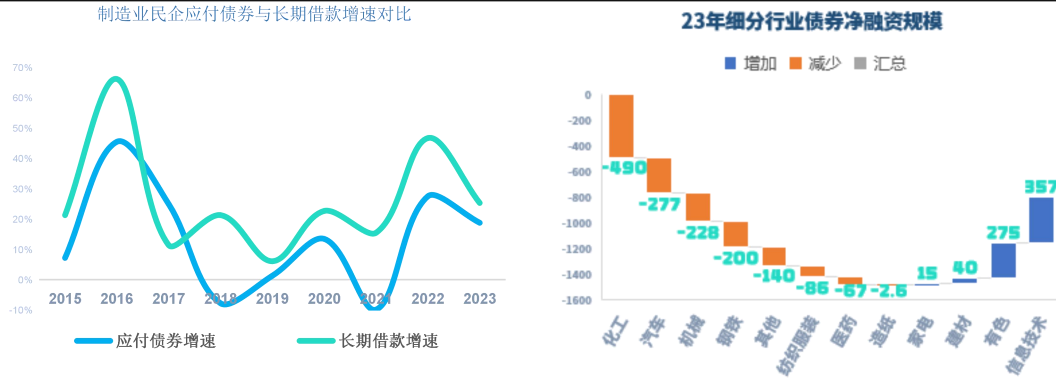
### 行业从分散到聚焦，制造业转型升级下先进制造民企融资发力

政策助力高端制造民企债券融资，高端制造延续融资景气度，传统制造与高端制造背离。2023 年制造业民营企业<sup>2</sup>共发行债券 2049.97 亿元，同比增长 15.01% 发行主体数量合计 208 家，同比增长 123.66%。民企净融资领先，央企强化负债管理净融资大幅净流出。2023 年国资委强化负债约束，中化集团、中国一汽、宝武钢铁等中央企业净融资流出 1361 亿元，地方经济转型升级，地方国企净融资保持流入，但规模相对不大，合计 65 亿元，先进制造引领民营企业融资发力，合计净融资 420 亿元。

图表 19：制造业民营企业发行及融资情况



<sup>2</sup> 数据来自 wind 行业分类-工业

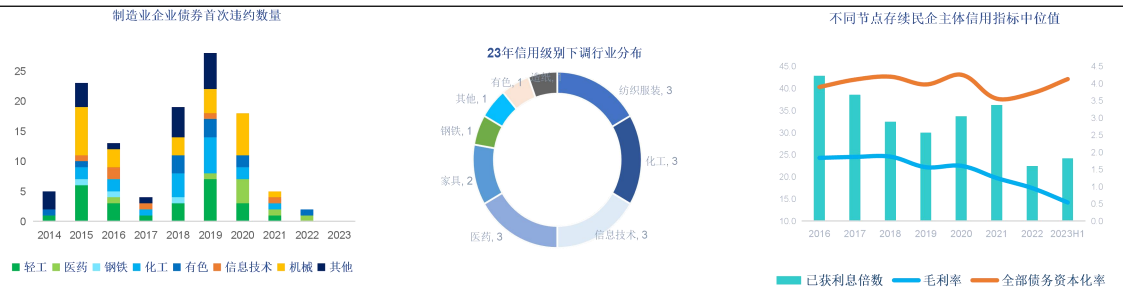


资料来源：根据公开资料整理

### 制造业级别下调及新增违约下行，存量民企内生竞争力仍需提升

2018年后民企违约规模及违约率大幅领先国企，2020年来制造业企业债券受此违约数量持续下降，2023年制造业无新增违约。级别调整方面，2023年级别上调主要集中在新能源和高端制造领域，级别上调家数11家，级别下调均为民企，以轻工和原材料行业居多，级别下调家数18家。2024年经济修复动力增强，预计级别下调减少。2021年以来弱资质民企在债券市场持续出清，但民企信用质量仍待修复，提质增效、高质量发展仍在路上。

图表 20：制造业企业债券违约情况

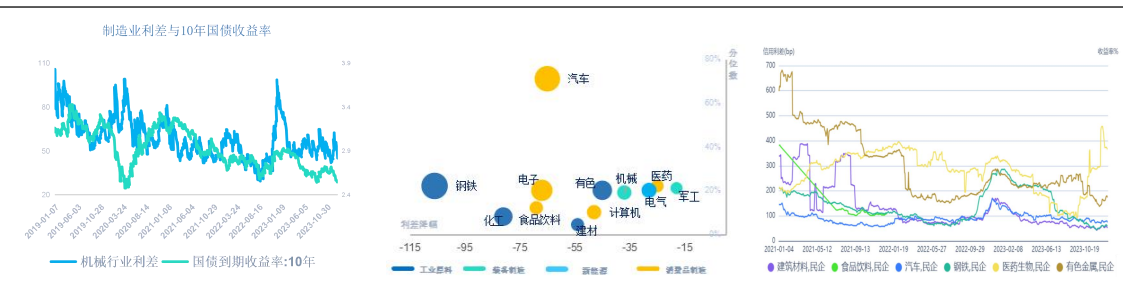


资料来源：Wind，根据公开资料整理

### 城投债供给下降地产尾部出清，配置轮动下制造业博弈价值提升

基本面为受地产拖累，新动能尚未成熟，政策面为政府加杠杆及货币政策配合，预计2024年基本面及政策面支持利率中枢震荡偏低，城投债性价比回落，房地产尾部出清，制造业债券配置价值提升。行业景气度与信用利差的性价比中，高性价比行业为医药、信息技术等，低性价比行业为建材、钢铁、化工等。近年制造业民企利差呈下行趋势，部分制造业民企利差略低，流动性好，部分化工、有色金属民企利差位于高位，部分机械、钢铁、水泥龙头利差位于低位。

图表 21：制造业利差情况



资料来源：Wind，根据公开资料整理

## 六、结论

需求方面，宏观周期向上，中观需求分化，制造业需求总体回升下结构行情延续；盈利方面，总体价格修复，盈利回暖，补库周期 PPI 震荡上行，通胀回落成本压力缓解，高端制造修复领先；竞争格局方面，科技突破及绿色转型赋能，国际化布局加速，制造业竞争格局重塑与分化并行；现金流方面，盈利修复及营运资金周转加快，资本开支谨慎，现金流共振修复；偿债能力方面，债务周期扩张动力走弱，现金流修复助力偿债能力回升；债券方面，基本面修复，城投债供给下降地产尾部出清，制造业博弈价值提升。

## 声明

本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权力，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。