

上证报-上证投资家国民教育高质量投教系列课程

上海证券报—鹏华基金 联袂推出

上海财经大学《资产配置实战课程》

应邀主讲：鹏华基金

2022年



鹏华基金管理有限公司[®]
PENGHUA FUND MANAGEMENT CO., LTD



行业主题指数基金的投资与研究实践

陈龙

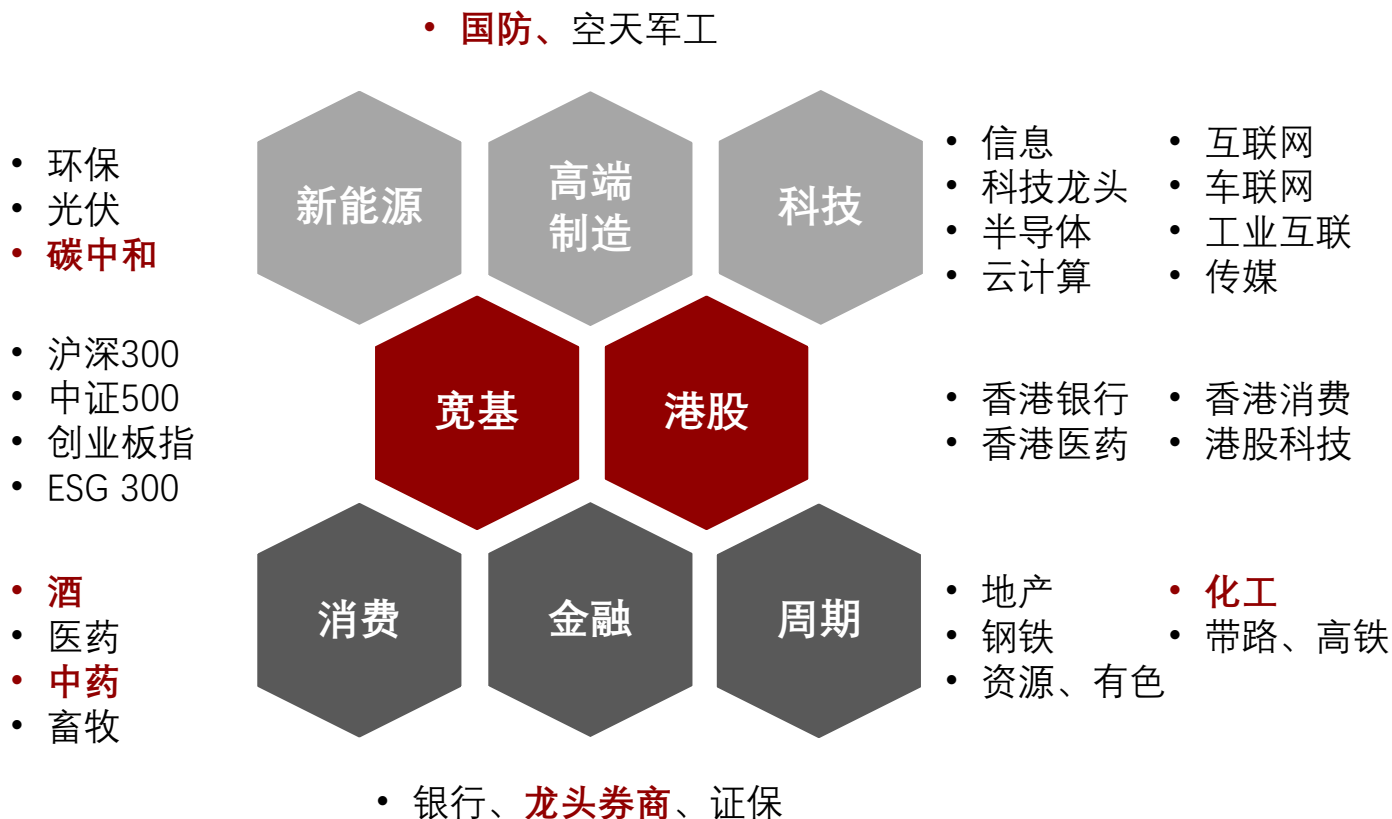
2022年12月

13年从业经验，7年投资经历

- 2007年毕业于上海财经大学金融工程专业
- 2007-2009年，杭州衡泰软件金融工程师
- 2009年12月加入鹏华基金
- 2010-2014年，历任监察稽核部金融工程师、金融工程总监助理、副总监等
- 2015至今，历任量化及衍生品投资部研究副总监、副总经理
- 2015年8月任职基金经理，目前担任多只行业主题指数及ETF产品基金经理，重点跟踪国防军工、农业等行业
- 2018年与研究团队构建多因子选股策略及量化研究平台，目前专注于行业轮动策略研究

产品矩阵丰富，兼顾标准化与特色化

- 宽基、策略、港股、行业主题全面覆盖，标准化指数与定制化特色指数相结合；
- 精选赛道：**酒、化工、碳中和、中药**；定制指数：**龙头券商、国防**；



A股遵循景气度的投资框架

- 景气度的高低（业绩增速）决定相对收益的高低

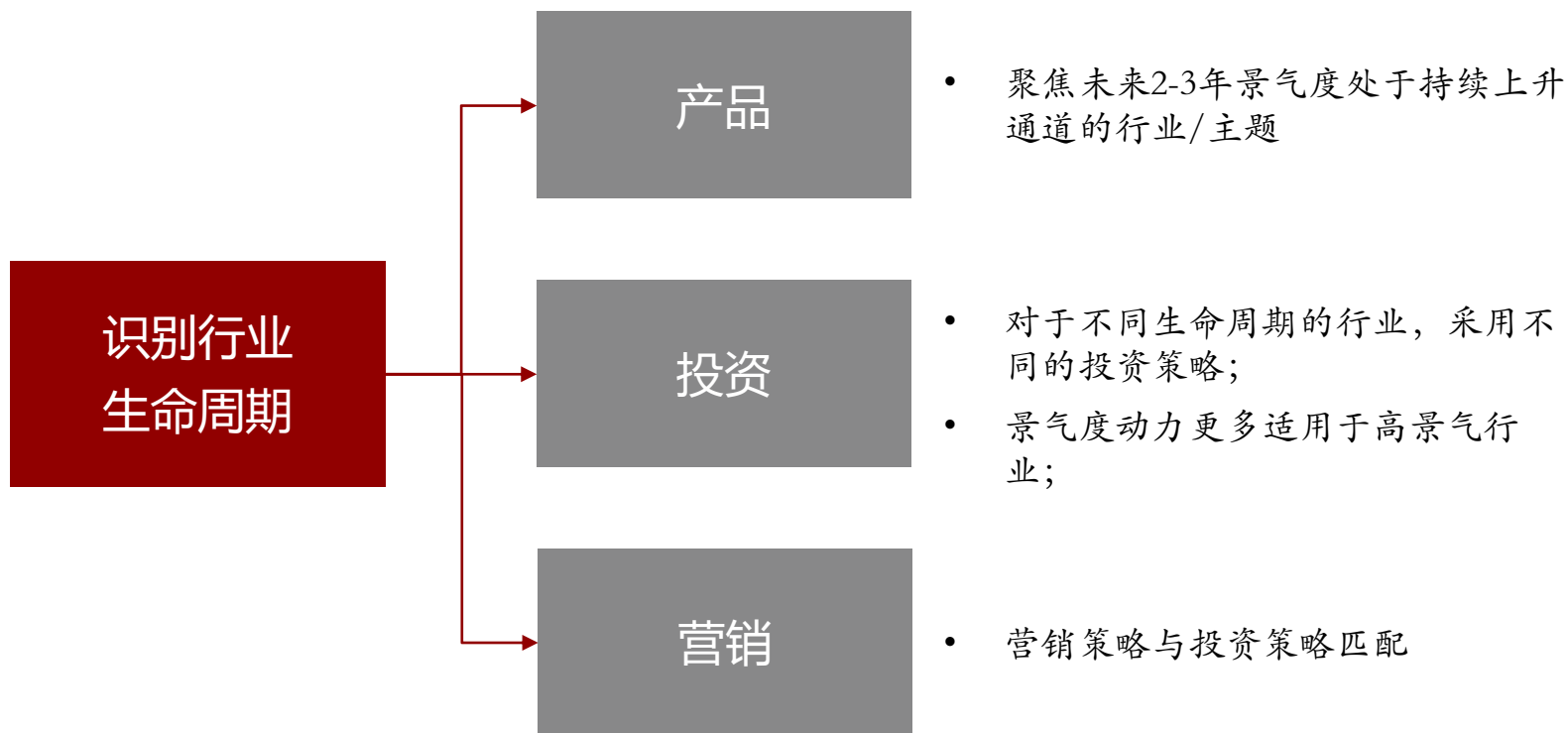
图表【年度业绩增速】分组与每组【当年涨幅中位数】

年份	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
第1组(增速最高)	-	106.0	1.4	-8.7	91.1	51.4	37.3	35.0	86.1	-18.1
第2组	-	101.4	-29.2	-16.6	135.4	64.2	13.7	18.7	72.7	-21.7
第3组	-	-20.2	-30.1	-9.6	97.8	40.7	10.7	29.1	71.5	-16.9
第4组	-	-24.0	-27.0	-14.5	51.4	46.8	10.9	20.3	60.5	-23.5
第5组	-	-10.2	-23.8	-10.3	73.1	17.3	0.9	17.7	64.1	-21.4
第6组	-	-6.9	-18.6	-20.2	75.1	28.1	-2.7	8.1	54.1	-24.6
第7组	-	42.1	-40.9	-19.9	86.8	11.3	-9.0	6.7	44.6	-25.2
第8组	-	-20.1	-40.3	-22.1	54.1	-0.9	-15.1	3.4	52.0	-28.6
第9组	-	4.7	-41.5	-24.5	34.5	-2.4	-6.3	-0.6	44.8	-28.2
第10组(增速最低)	-	-25.6	-43.3	-26.1	78.5	-4.8	6.5	-1.2	56.2	-29.9
年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
第1组(增速最高)	-15.2	-5.9	-10.1	-4.3	112.1	250.1	-57.5	158.3	17.4	-25.5
第2组	-21.7	-17.2	-12.5	-6.6	74.4	222.6	-58.8	155.8	10.6	-26.6
第3组	-17.1	-1.8	-9.6	-5.0	76.7	186.2	-55.5	138.1	6.8	-25.2
第4组	-21.2	-12.2	-11.3	-8.8	101.7	179.5	-57.2	149.8	17.8	-33.3
第5组	-21.6	-13.7	-13.1	-11.1	95.1	159.8	-60.0	113.1	9.3	-33.3
第6组	-23.3	-15.2	-16.5	-14.3	71.6	142.8	-62.2	103.8	6.6	-36.0
第7组	-25.6	-19.3	-21.4	-23.2	60.0	155.5	-64.2	116.8	7.6	-37.9
第8组	-27.4	-24.1	-23.8	-26.9	54.7	134.4	-67.7	131.6	-2.9	-41.9
第9组	-26.6	-24.0	-27.1	-31.7	44.6	145.1	-66.7	110.1	-9.5	-37.2
第10组(增速最低)	-28.9	-31.1	-29.7	-34.0	54.0	175.0	-63.3	118.8	-7.1	-39.6
年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
第1组(增速最高)	8.8	28.4	46.7	83.2	-8.5	-8.8	-28.7	32.9	21.1	42.8
第2组	9.1	23.1	44.3	85.9	-9.9	-17.5	-30.3	23.6	17.5	25.6
第3组	6.1	33.0	41.9	77.1	-10.6	-12.9	-25.8	29.1	16.3	19.1
第4组	3.0	26.6	40.0	63.2	-13.0	-14.5	-28.0	26.7	15.0	14.1
第5组	-1.0	21.9	34.9	62.1	-14.4	-16.3	-30.6	20.3	5.6	9.4
第6组	-5.6	22.3	36.6	47.2	-14.6	-18.3	-34.1	15.5	1.6	7.4
第7组	-4.9	16.3	34.6	49.9	-15.0	-21.0	-34.9	9.0	-5.5	6.2
第8组	-10.7	2.9	30.6	49.7	-19.9	-27.5	-40.8	7.8	-7.5	-2.7
第9组	-14.7	2.8	29.1	41.8	-18.9	-30.6	-40.4	5.0	-11.4	-1.5
第10组(增速最低)	-12.4	1.4	37.0	39.4	-17.7	-30.6	-44.4	3.7	-11.9	-1.1

资料来源：天风策略

寻找处于景气上升期的行业（产业）

- 识别行业所处的生命周期，有助于更好的进行产品布局，采取合适的投资和营销策略。



目录 CONTENTS

行业生命周期理解

景气度投资框架

行业主题指数产品开发

典型的行业（产业）生命周期阶段

- 五个阶段：导入期、成长期、成熟期、淘汰期以及衰退期；
- ✓ 导入期 (Introduction)：产品体系或相关技术匮乏，因此有很强的投资需求，市场空白从而营收往往爆发式增长，但盈利模式不成熟，仅有少量参与者；
- ✓ 成长期 (Growth)：产业总收入维持高速增长，但由于盈利模式初步探明，吸引大量竞争者蜂拥而入，业内公司平均营收增速相比引入期有所放缓，产品体系不完善和剧烈竞争使投资需求维持较强；
- ✓ 成熟期 (Maturity)：产业格局稳定，而产业需求将长期存在且随经济发展缓慢增长，因此业内公司长期有利可图，为应对缓慢变化的需求和少量竞争者，仍需维持较低水平的投资；
- ✓ 淘汰期 (Shake-out)：产业总需求仍在增长，但参与者过多最终导致供给短期过剩，倒逼产业开始洗牌，高成本企业逐渐退出，行业集中度由低位开始回升，产品体系走向完善，投资强度也有所减弱；
- ✓ 衰退期 (Decline)：总需求有显著萎缩，盈利能力相比历史大打折扣，新的投入失去意义，业内公司普遍开始考虑退出产业，可能会收回过往投资甚至清偿债务。

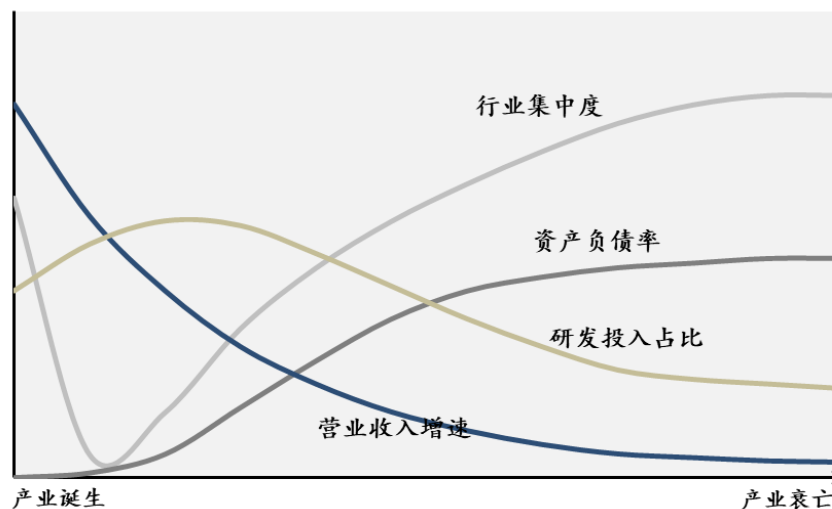
不同阶段的财务特征

- Dickson (2006) 对处于不同产业生命周期的企业的现金流进行了总结和归纳;
- 行业集中度、资产负债率、研发投入占比、营收增速将伴随产业生命周期的演绎而出现显著的波动变化。

主要指标在产业生命周期演进中的理论

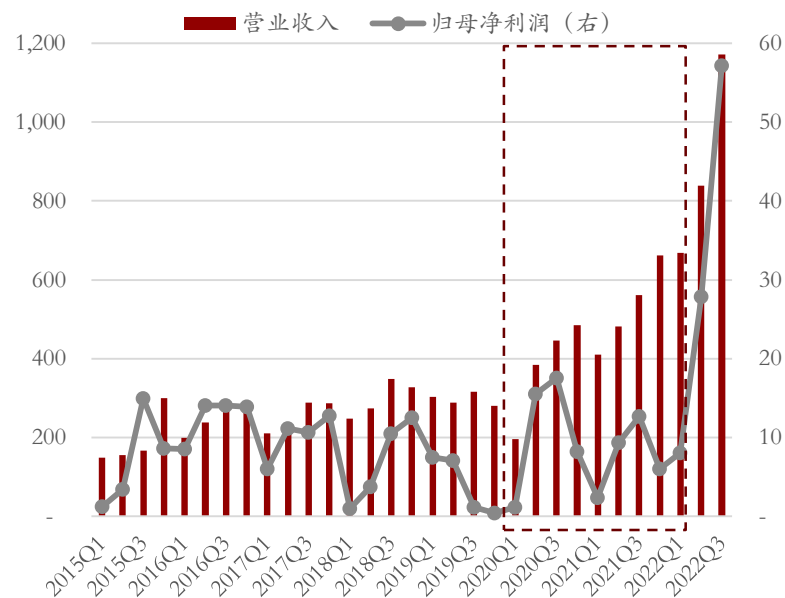
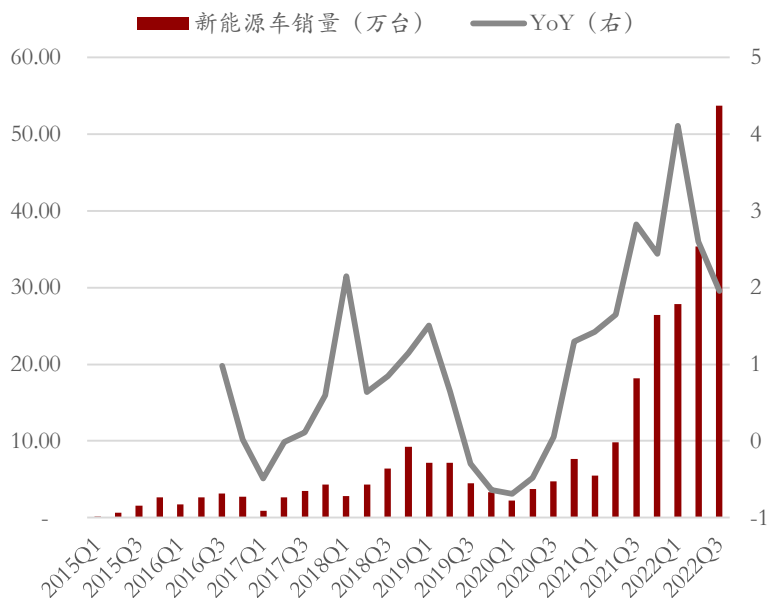
阶段	经营现金流	投资现金流	融资现金流
导入期	(-)	(-)	(+)
成长期	(+)	(-)	(+)
成熟期	(+)	(-)	(-)
淘汰期1	(-)	(-)	(-)
淘汰期2	(+)	(+)	(+)
淘汰期3	(+)	(+)	(-)
衰退1	(-)	(+)	(+)
衰退2	(-)	(+)	(-)

主要指标在产业生命周期演进中的理论变化趋势



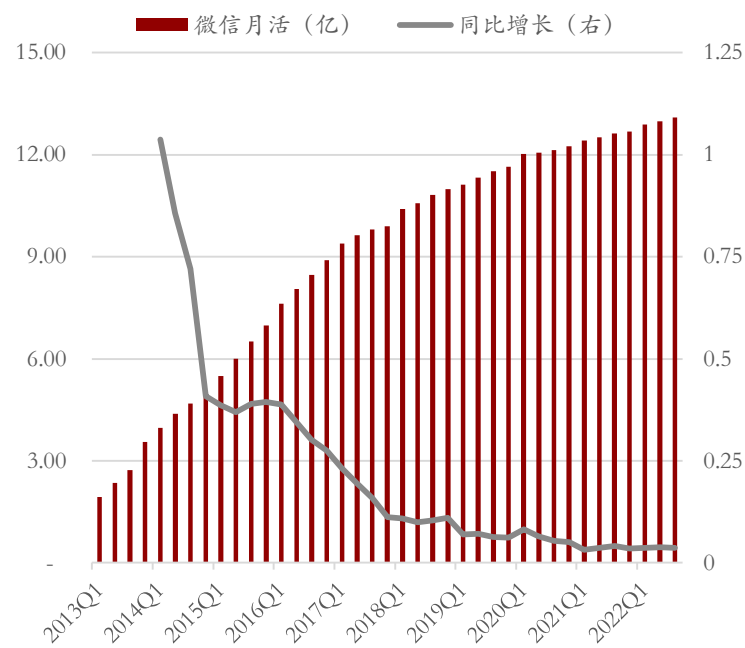
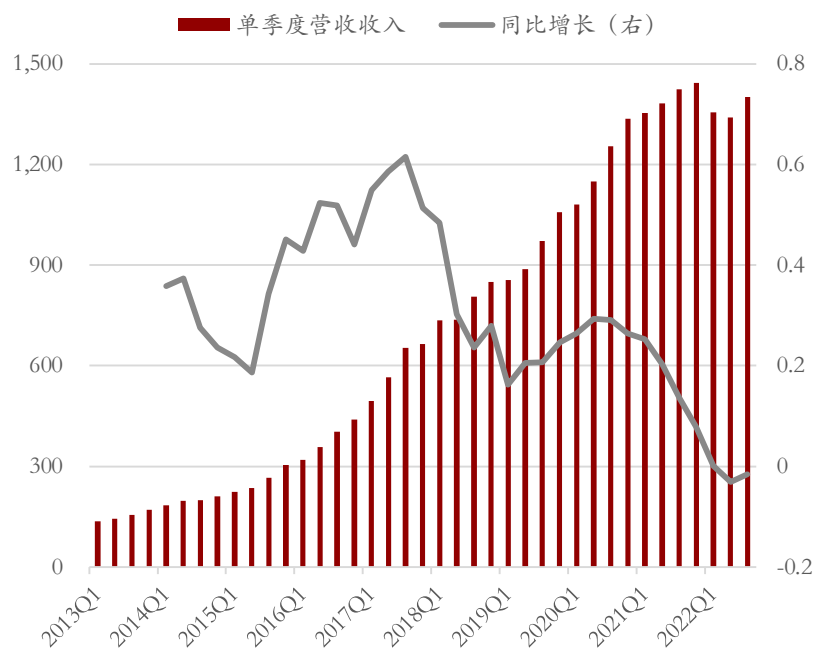
案例：比亚迪（新能源车）

- 受益于国家的补贴政策，2020年以来，以比亚迪为代表的新能源车龙头企业的销量经历了快速增长，经历了从导入到成长期，以及逐步进入到成熟期；
- 与此相伴随的是，公司的营业收入也经历了同步的增长，而利润的释放则会显著滞后。



案例：腾讯控股（互联网）

- 2021年下半年以来，腾讯的营业收入的增长经历了断崖式下滑，直接的导火索是国家对互联网行业的采取了反垄断措施；
- 营收增速从2019年开始便已经下台阶，反映的是整个互联网流量趋于饱和的产业周期。



思考：政策对行业影响

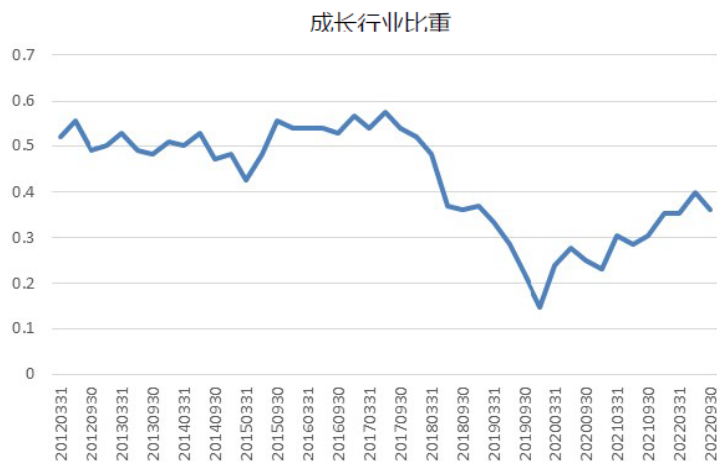
- 路径1：通过政策引导激发新的需求，培育新产业
 - ✓ 影响：正面
 - ✓ 典型案例：新能源车的补贴
- 路径2：通过政策刺激短期需求，仅改变需求释放节奏，没有激发新需求
 - ✓ 影响：短期正面，中长期偏中性甚至略有负面
 - ✓ 典型案例：棚改货币化、家电下乡、汽车购置税补贴等
- 路径3：出于长期社会发展目标考虑，出台抑制性的行业政策
 - ✓ 影响：负面
 - ✓ 典型案例：房地产“三道红线”、教培“双减”、互联网平台“反垄断”、医药“集采”

各阶段对应代表性行业/产业

阶段	代表性行业/产业
导入期	<ul style="list-style-type: none">• 创新药、大飞机、半导体材料及设备、人工智能、元宇宙等• 主要分布在科创板、北交所等
成长期	<ul style="list-style-type: none">• 智能汽车、航空航天装备、光伏、风电、信创、半导体、种业
成熟期	<ul style="list-style-type: none">• 食品饮料、医药、新能源车
淘汰期	<ul style="list-style-type: none">• 消费电子、家用电器、畜牧养殖
衰退期	<ul style="list-style-type: none">• 房地产、钢铁、煤炭、建材、传媒、传统汽车

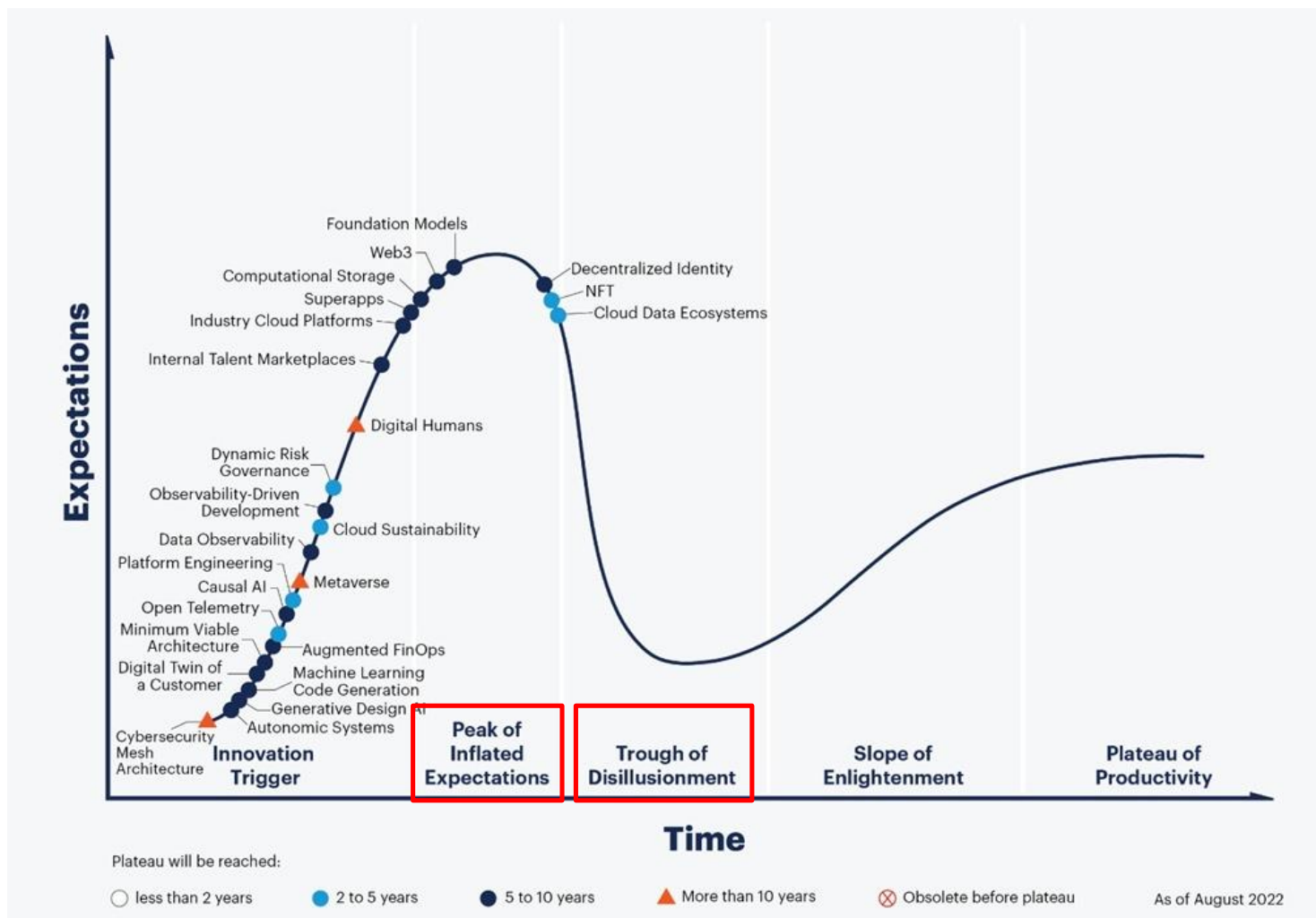
A股市场行业生命周期的演变

- 以中信二级行业为基准，进入“L型”发展阶段后，成长行业的比例持续下降，大量成长股转入成熟期；
- 疫情后得益于注册制和外部流动性改善，成长行业比例有所提升，但仍低于2015年前的50%



资料来源：华证指数

Gartner 2022新兴技术成熟度曲线



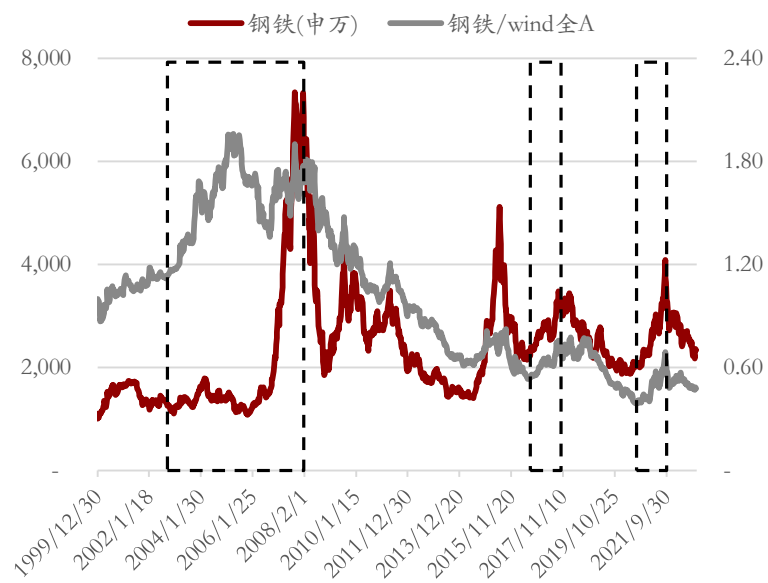
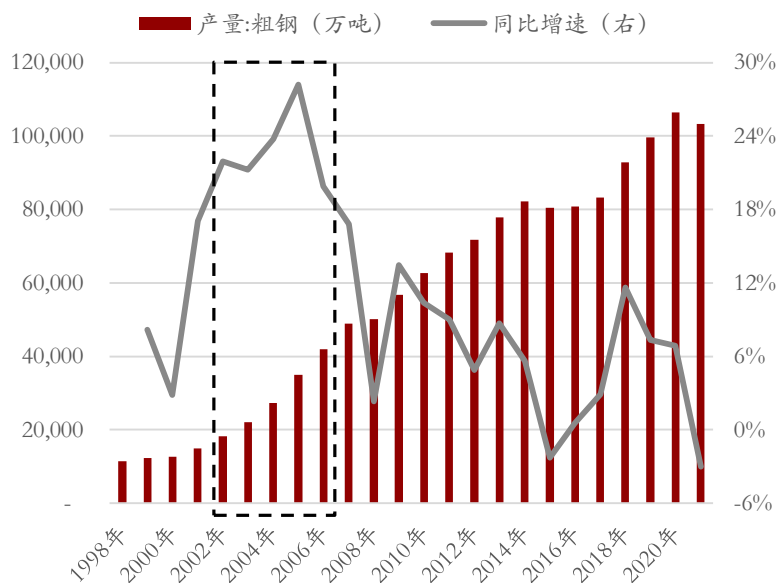
不同阶段的投资策略

- 莫把成熟行业阶段性的景气扩张当成是新一轮成长周期
- 2017年的“新周期”之辩

阶段	代表性行业/产业
导入期	<ul style="list-style-type: none">• 更多偏主题投资，以短线博弈为主• 跟踪产品的研发进展情况，关注市场情绪过度演绎的风险
成长期	<ul style="list-style-type: none">• Beta型机会，行业内呈现普涨格局，任何调整都是加仓机会• 紧密跟踪行业景气度变化
成熟期	<ul style="list-style-type: none">• 行业格局相对稳定，以合理估值参与，适合中长期配置
淘汰期	<ul style="list-style-type: none">• Alpha型机会，挑选龙头公司，剩者为王
衰退期	<ul style="list-style-type: none">• 阶段性参与，以交易思路为主，关注市场情绪过度演绎的风险

思考：衰退期的投资机会

- 以钢铁行业为例，粗钢产量在2002-2006年经历了高速增长，对应着中国快速工业化的阶段，同时也迎来行业最好的投资时间窗口（2003-2004年的“五朵金花”行情）；
- 在需求端的增长进入下行通道之后，结构供给侧改革以及“双碳”战略带来的供给端的收缩分别驱动了2016-2017年，以及2021年3季度的阶段性行情。



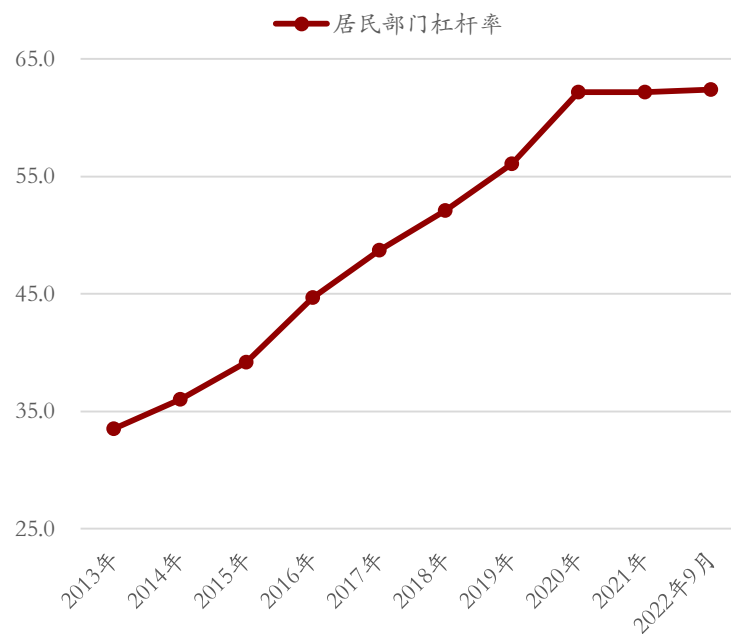
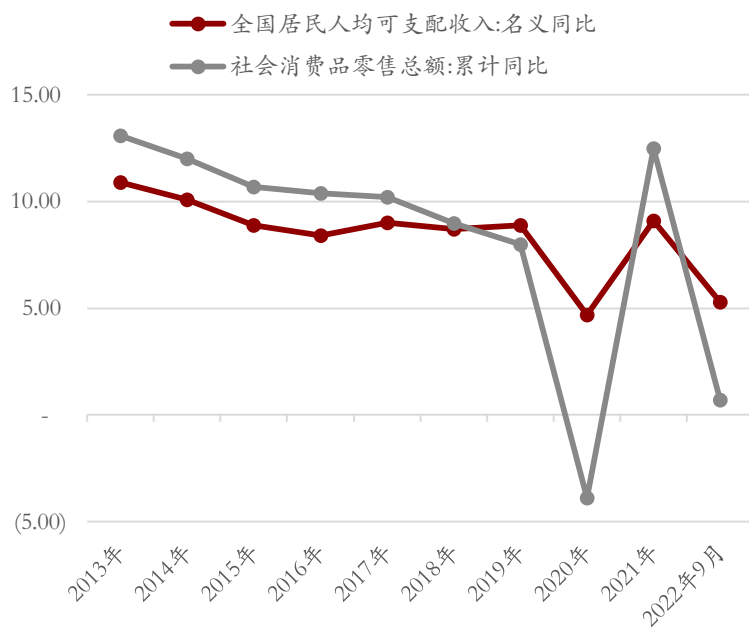
思考：衰退期的投资机会

- 2021年4季度以来，煤炭与钢铁的表现持续分化，表明存在投资逻辑上的变迁；
- 在能源安全的背景下，作为我国能源的重要组成部分，煤炭作为基础产品，其重要性日益凸显；在长协的约束下，盈利周期性显著减弱，存在价值重估的逻辑。



思考：疫情对消费行业影响

- 疫情带来的不仅仅是消费场景的限制，也极大的影响了居民的收入增长，以及对未来收入增长的预期，从而影响当期的边际消费倾向；
- 2013年以来，居民部门的杠杆率快速上升也是抑制近几年消费的重要因素。



展望：聚焦高端制造 + 安全可控

- 二十大报告：中国式现代化
 - ✓ 坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国；
 - ✓ 推进国家安全体系和能力现代化，坚决维护国家安全和社会稳定
- 高端制造业才是大国的真正核心竞争力
 - ✓ 以【互联网】为代表的创新应用，逐步转向以【高端制造】为代表的技术创新
 - ✓ 产业变迁：房地产 → 互联网 → 高端制造
- 俄乌冲突、台海事件进一步强化安全可控的长期（3-5年）目标
 - ✓ 粮食安全：种子、农化等
 - ✓ 能源安全：新能源（光伏等）、传统能源（煤炭）
 - ✓ 科技自主：半导体、信创
 - ✓ 国家安全：国防军工

目 录

CONTENTS

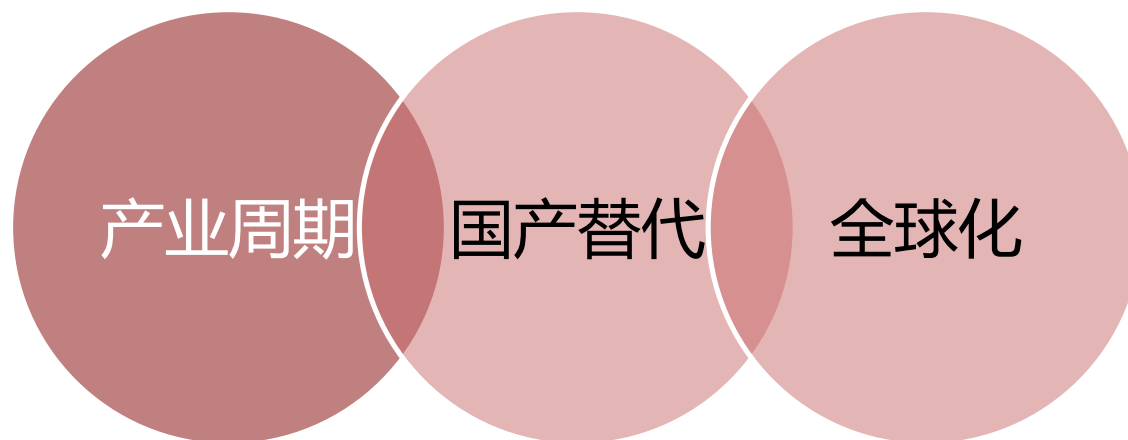
行业生命周期理解

景气度投资框架

行业主题指数产品开发

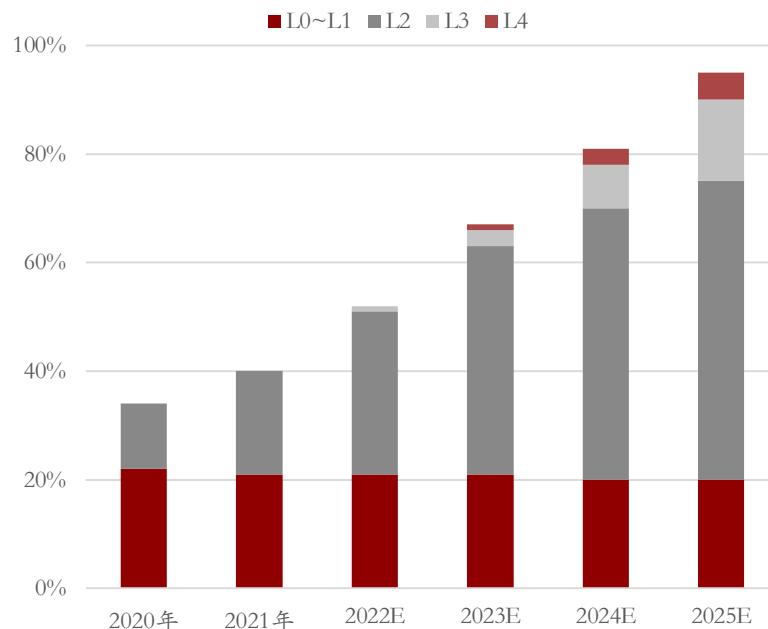
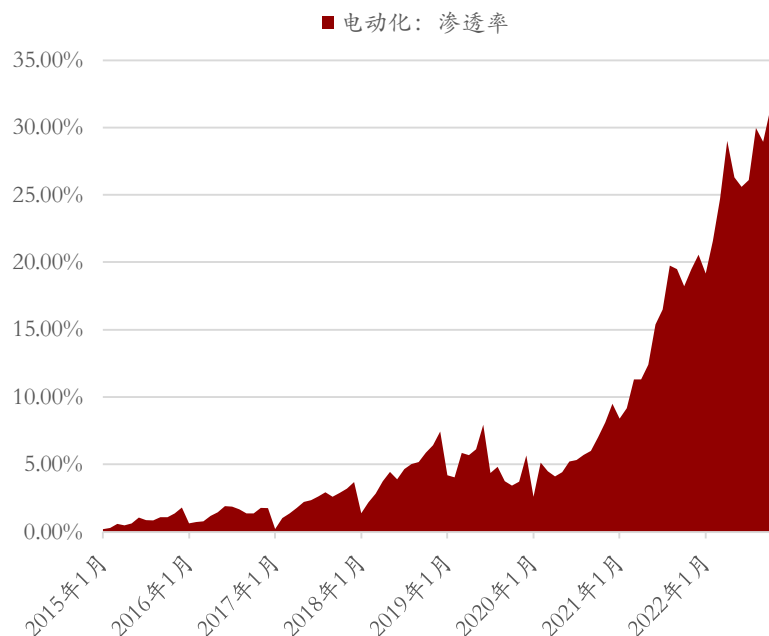
景气扩张的几个逻辑

- 产业周期：基于产业自身的发展周期，关注渗透率的提升
- 国产替代：关注国产化率的变化，也是当前及未来几年政策鼓励的方向
- 全球化：关注全球市场份额提升，在大国博弈背景下，会受到一定程度的抑制上



汽车：电动化&智能化

- 2020年以来，随着新能源车的销量快速增长，其渗透率也在快速提升，最近几个月的渗透率已经超过30%，远超“十四五”规划中提及的20%的目标；
- 电动化加速渗透带动智能化加速，未来汽车行业的方向在于智能化，最主要的体现为L2级别的汽车占比快速提升。

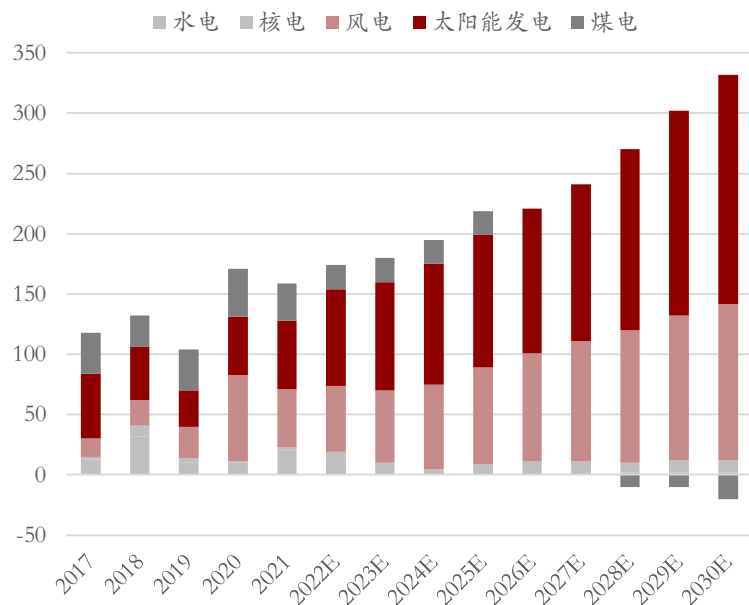
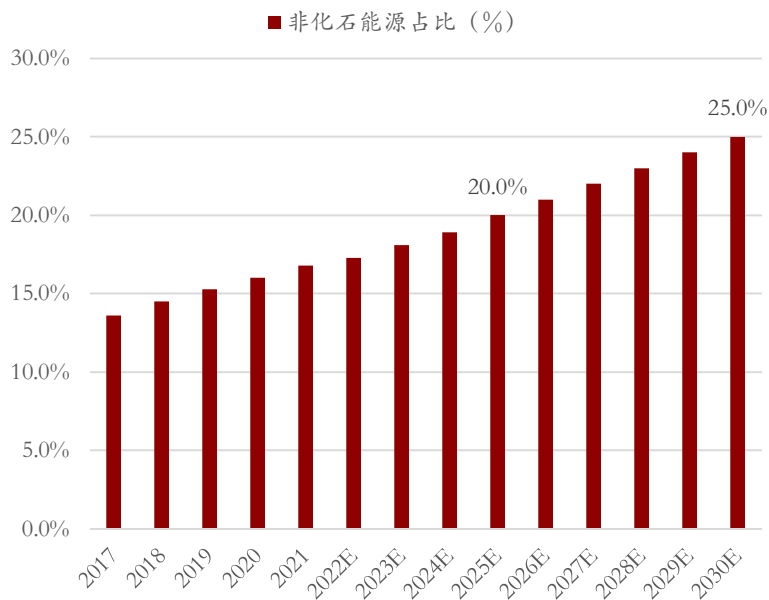


汽车：电动化&智能化

- 根据2021年8月国家市场监管总局及标委下发的《汽车驾驶自动化分级》文件，汽车自动化共划分为6个等级：
 - L0级：无自动，油门、煞车、方向盘全程皆由驾驶者掌控
 - L1级：驾驶操控为主，系统适时辅助
 - L2级：部份自动化，驾驶者仍需专心于路况
 - L3级：有条件自动控制，该系统可自动控制车辆在大多数路况下，驾驶注意力不需专注于路况
 - L4级：高度自动化，还具有方向盘等界面提供驾驶适时操控
 - L5级：全自动化，人类完全成为乘客

电力新能源：能源结构优化

- 《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》：到2025年，非化石能源消费比重达到20%左右；到2030年，非化石能源消费比重达到25%左右，风电、太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦以上；到2060年，非化石能源消费比重达到80%以上；
- 未来新增装机容量将会大幅向光伏、风电倾斜；根据测算，“十四五”期间，光伏年均装机容量达到87GW，风电年装机容量达到63GW。



半导体：全球半导体仍处于下行周期

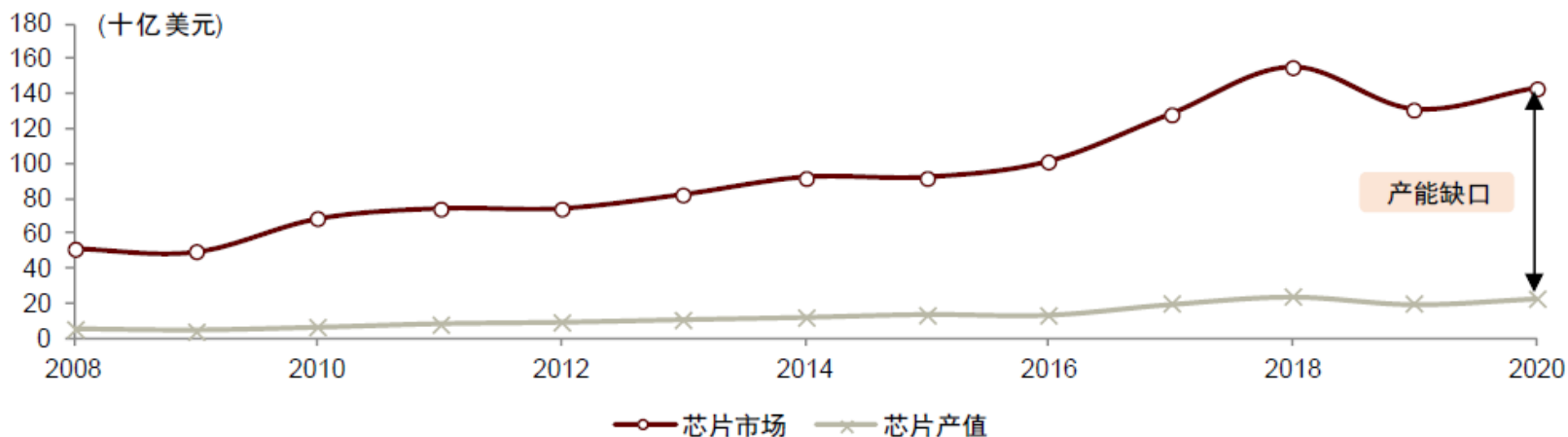
受到宏观经济影响，当前一致预期是趋势性下行仍然继续，IC Insights预计下降6%，Semiconductor Intelligence预计下降14%。Future Horizons预测将下降22%。WSTS相对乐观，预期明年会下降 5%至6042亿美元

- a) 半导体库存修正将在接下来的2-3个季度内解决
- b) PC和智能手机到2023年年中恢复到疫情前的正常状态
- c) 2023年不会出现全球经济衰退，没有更大的不确定性事件发生

半导体：产能缺口

- 根据 IC Insights，中国大陆芯片市场为1,430亿美元，但中国大陆芯片产值仅为227亿美元，存在较大的缺口。
- 即使剔除短期内中国大陆仍较难扩张的先进制程产能，仅成熟制程产能，内资晶圆厂也还有较大的提升空间以达到一定程度的自给率。

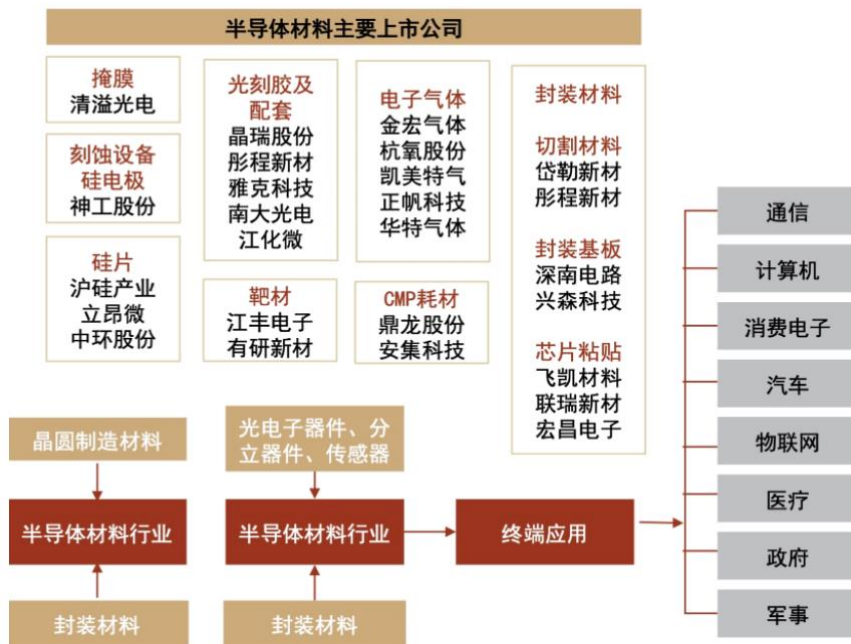
中国大陆芯片市场 v.s 芯片产值



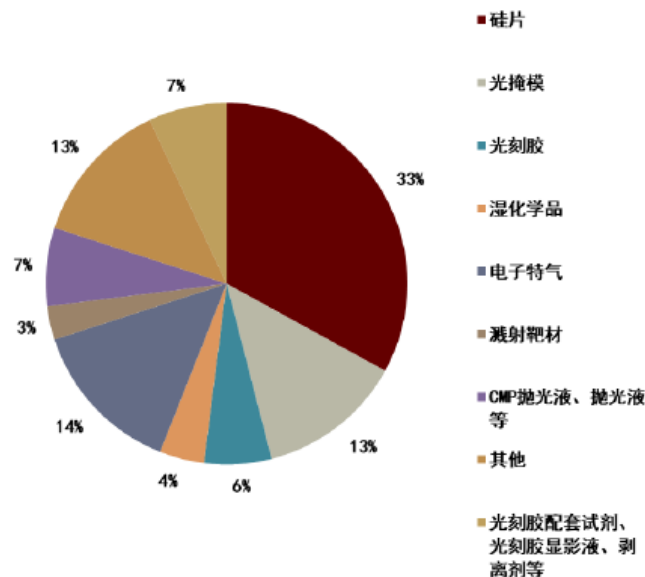
半导体材料

- 晶圆制造材料种类繁多，分为硅片、光刻胶、电子湿化学品、抛光液、靶材、电子特气等；
- 2020年，全球晶圆制造材料中占比最大的是硅片及硅基材料，市场空间约130亿美元，占比为 33%；光刻胶湿法化学品/CMP抛光材料增长最强劲；

半导体材料产业链

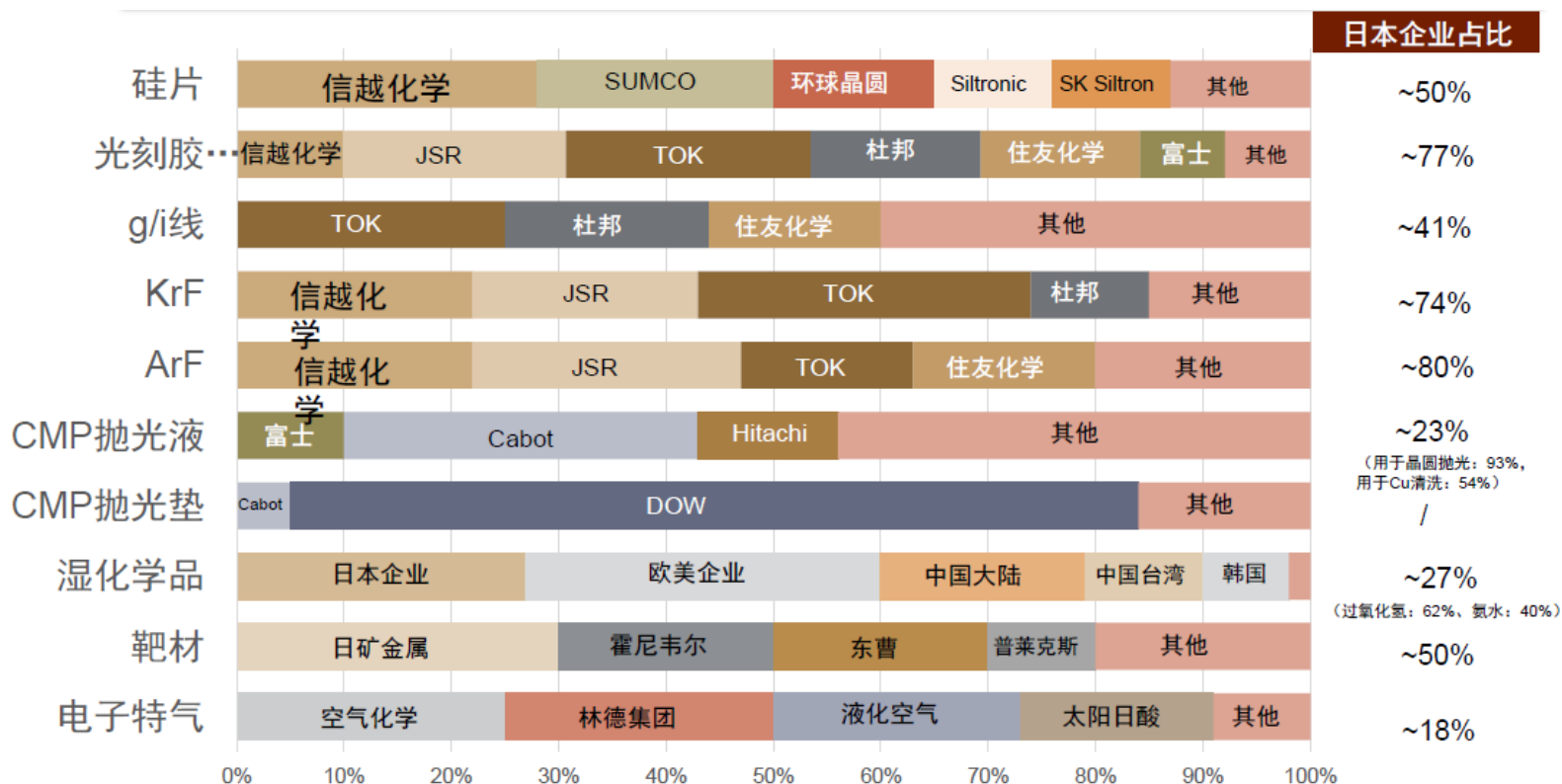


2020年市场规模和占比



半导体材料：日本企业占据垄断地位

- 日本企业在硅晶圆、各类光刻胶、各类CMP粉浆、各类高纯度溶液等产品中的占比极高；



半导体材料：国内国产化进程

前道材料	国产化进程	国内公司	国内公司当前情况	已供货/通过认证
硅片	6寸：>50% 8寸：20%~30% 12寸：<10%	沪硅产业	300mm抛光片及外延片、200mm及以下抛光片外延片及SOI硅片	300mm 硅片基本实现了 14nm 及以上工艺节点的技术全覆盖和国内300mm 客户全覆盖
		立昂微	4/6/8/12寸硅片，轻掺杂及重掺杂片	安森美、中芯国际、华虹宏力、华润微；博世、大陆等
		晶瑞股份	I、G线、KrF中试	扬杰科技、福顺微电子、晶安光电、水晶光电、安芯半导体等
		江化微	剥离液、显影液等	长电先进、士兰微、长电科技、中芯国际、华润微、方正微等
光刻胶及配套材料	I/G线：30% KrF：<10% ArF/EUV：~0%	上海新阳	-	-
		南大光电	ArF 通过客户认证	在一家存储芯片制造企业的50nm闪存平台上通过认证；在逻辑芯片制造企业55nm技术节点的产品上取得了认证突破
		雅克科技	收购LG化学彩色光刻胶进入LCD光刻胶和配套试剂领域；收购韩国COTEM进入TFT光刻胶领域	在韩国生产的光刻胶产品已经批量供应华星光电、惠科绵阳、深天马；小批量供应京东方、群创光电、友达光电
		彤程新材	I线、G线，KrF均进入量产	中芯国际、上海华力微电子、长江存储、华润上华、杭州士兰、吉林华微电子、三安光电、华灿光电等
		雅克科技	六氟化硫和四氟化碳	台积电、三星电子、Intel、中芯国际、长江存储、合肥长鑫、海力士；中电熊猫、京东方
		华特气体	清洗/刻蚀：高纯四氟化碳、高纯六氟乙烷等；光刻气：氟氮混合气等；外延/成膜气体：高纯氨等；掺杂气体：乙硼烷等。	中芯国际、华虹宏力、长江存储、武汉新芯、华润微电子、台积电（中国）；海外客户：英特尔、美光科技、台积电、海力士等
电子气体	30%~40%	昊华科技	含氟电子气（包括三氟化氮、六氟化硫等）、绿色四氧化二氮、高纯硒化氢、高纯硫化氢等	-
		金宏气体	超纯氨、高纯氢、高纯氧化亚氮等	联芯集成、华润微电子、华力微电子、矽品科技、华天科技、士兰微等；京东方、三星电子、天马微电子、TCL华星、中电熊猫、龙腾光电等
		南大光电	高纯磷烷、砷烷纯度达到6N级别；三氟化氮等	-
		江化微	普遍G2、G3，部分G4	超净高纯试剂进入某12英寸客户。半导体总体业务覆盖士兰微、长电科技、中芯国际、华润微电子、方正微电子等
湿电子化学品	30%~40%	晶瑞股份	G5：双氧水、高纯氨水及在建的高纯硫酸	华虹宏力、方正半导体、武汉新芯、长江存储
		安集科技	当前：铜大马士革工艺光刻胶去除剂量产；28nm后段硬掩模工艺光刻胶去除剂验证中 规划：14nm后段蚀刻残留物去除剂	-
CMP	20%~30%	安集科技	130-14nm；14nm铜及铜阻挡层抛光液已量产；钨抛光液运用到3D NAND先进制程；以二氧化铈为基础介电材料抛光液验证中	英特尔、中芯国际、联电、台积电、长江存储、华润微电子、华虹宏力等
		鼎龙股份	当前：抛光垫28nm量产 规划：14nm	中国大陆领先半导体晶圆代工厂商

半导体设备

- 结合公开数据以及产业链调研来看，半导体设备整体国产化率目前在10%-15%左右，不同细分赛道国产化率情况有所不同；
- ✓ 国产化率相对较高：去胶机、热处理设备、清洗设备、CMP设备等；
- ✓ 国产化率不高但已取得一定突破：刻蚀机、PVD、离子注入设备、涂胶显影设备等；
- ✓ 国产化率仍有待突破：量测设备、光刻机等；

各半导体设备国产化率情况（2021年）

	海外厂商	国内厂商	国产化率
光刻机	ASML	上海微电子	<1%
涂胶显影设备	Tokyo Electron、Screen	芯源微	1-5%
刻蚀机	Lam Research、Tokyo Electron、Applied Materials	北方华创、中微公司	10-20%
去胶机	PSK、Hitachi	屹唐股份	>80%
PVD	Applied Materials	北方华创	10-15%
CVD/ALD	Applied Materials、Lam Research、Tokyo Electron	北方华创、拓荆科技	5-10%
量测设备	KLA-Tencor、Applied Materials、Hitachi	中科飞测、精测电子	1-5%
清洗设备	Screen、Tokyo Electron、Lam Research、SEMES	盛美上海、北方华创、芯源微	20-30%
CMP设备	Applied Materials、Ebara	华海清科、众硅科技	20-30%
热处理设备	Applied Materials、Tokyo Electron、Kokusai	北方华创、屹唐股份	30-40%
离子注入设备	Applied Materials、Axcelis、Sumitomo	凯世通（万业企业）、中科信	10-20%

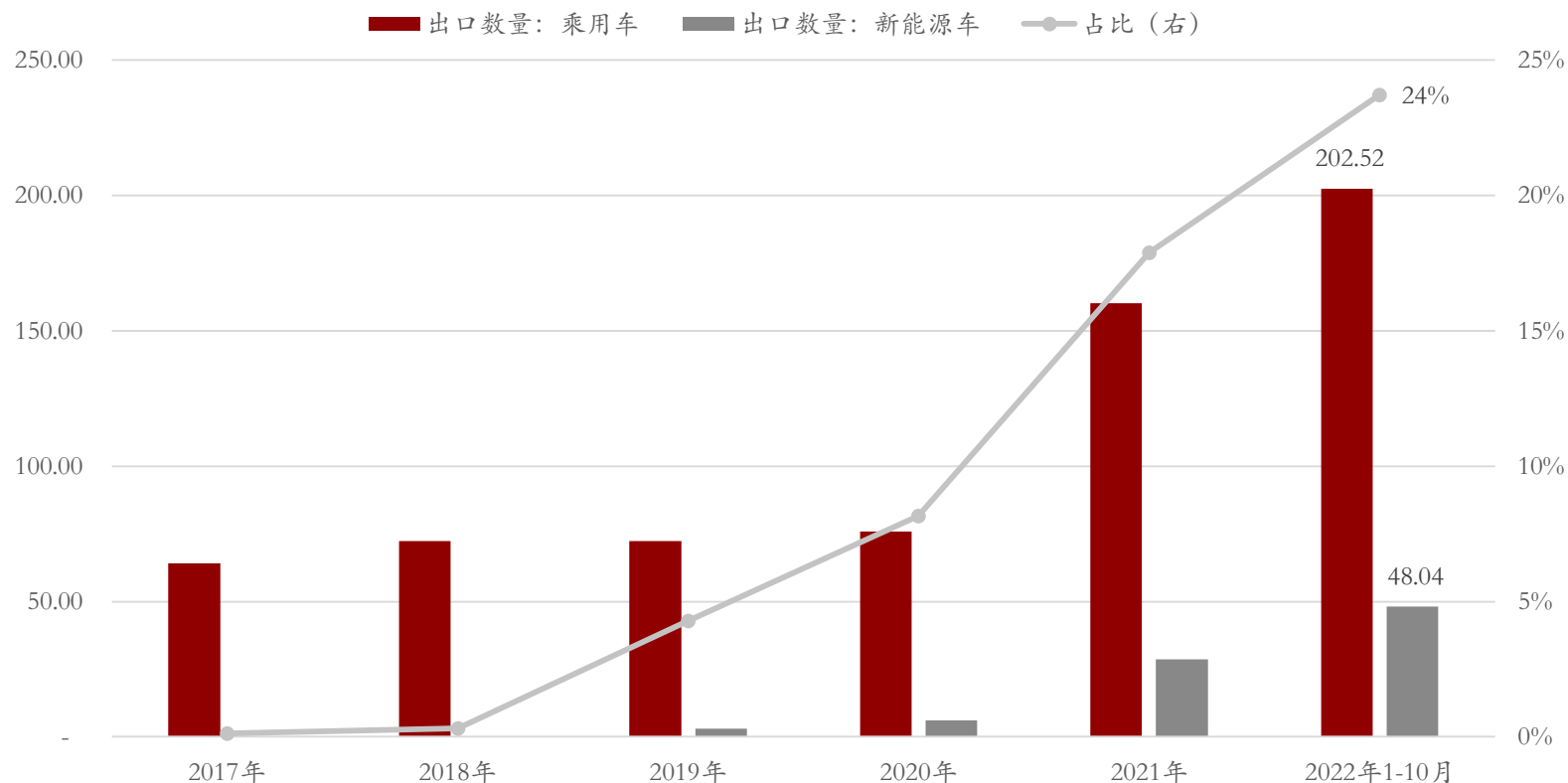
其他领域

- 信创：计算机软硬件
- 医药：医疗器械、疫苗及其他创新药等
- 高端制造：发动机
- 农业：种子

	四级行业	2020年(百万美元)	进口占比
1	电子集成电路	351000	17.1%
2	石油及原油	176000	8.6%
3	铁矿石	119000	5.8%
4	机动车	44923	2.2%
5	手机	43544	2.1%
6	天然气	42078	2.0%
7	大豆	39528	1.9%
8	铜矿石	34298	1.7%
9	计算机及其他便携式自动数据处理设备	33925	1.7%
10	半导体设备	31753	1.5%
11	精炼铜	30579	1.5%
12	半导体元器件	26738	1.3%
13	其他光学设备和仪器	26400	1.3%
14	机动车零部件	25767	1.3%
15	药品	21163	1.0%
16	聚乙烯	20146	1.0%
17	机械零部件	19837	1.0%
18	美容日化	17336	0.8%
19	煤炭	16385	0.8%
20	电气设备	14951	0.7%
	2020年进口金额合计	2,055,480	

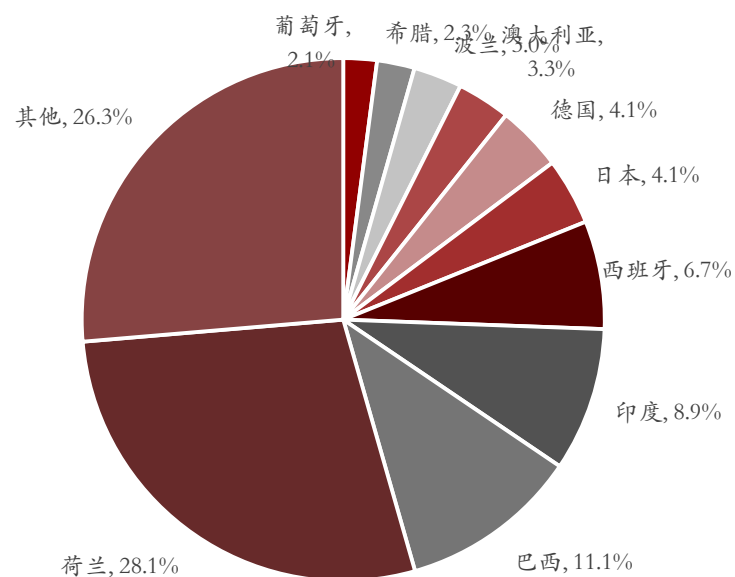
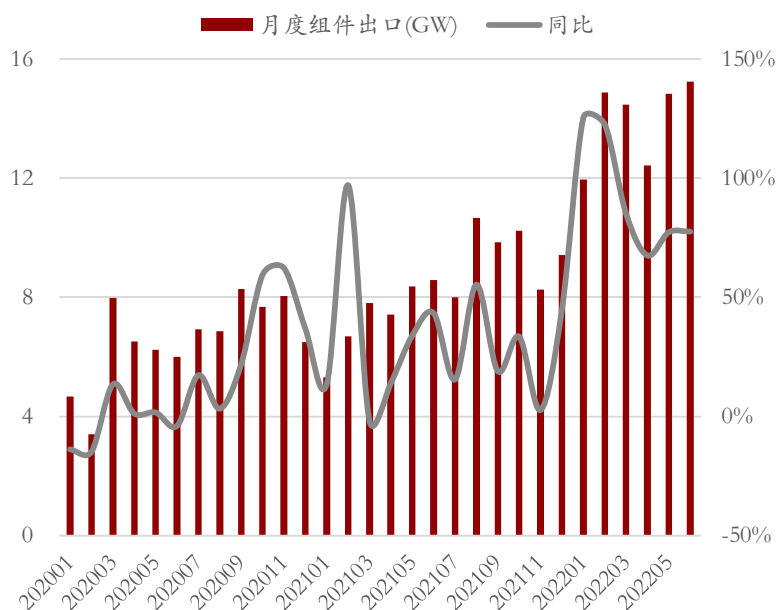
汽车出口

- 2022年1-10月，国内累计汽车出口数量超过200万辆，已经超过去年全年；其中，新能源车出口超过48万辆，占比接近1/4。



光伏：组件出口情况

- 2022年1-8月组件出口量113.5GW，同增80.5%，出口总金额303.1亿美元，累计113.4%；
- 欧洲需求表现亮眼，2022年1-8月组件累计对欧洲出口59.9GW，同增105.0%；其中，对荷兰累计出口31.9GW，同增86.8%，出口排名第一；



光伏：美国政策

- **针对中国企业：**从中国直接出口组件至美国将要面临的是“双反+201+301+暂扣”，中国企业从东南亚出口至美国面临的是“201+反规避+暂扣”。

时间	
2011年11月	美国商务部宣布将对中国输美光伏电池展开反倾销和反补贴“双反”调查；
2018年1月	201 条款，对从中国进口的太阳能电池片征收 30%的关税，为期四年；
2018年9月	301 条款，对 3250 亿美元的中国进口产品征收10%的关税，后续提高至 25%。
2021年6月	美国海关和边境保护局发布了暂扣令，指向强迫劳动太阳能项目组件采购合同。

- **对于美国企业：**《降低通胀法案》（IRA）提出对于光伏组件、逆变器、储能电池均提出补贴，力度前所未有的。有效期为2022-2029年，之后每年递减25%，2033年退出。
- **最新变化：**
 - ✓ 6月6日，白宫正式声明美国将对从东南亚四国采购的太阳能组件给予 24 个月的关税豁免，
 - ✓ 12月1日，经美国商务部初步裁定，晶科、韩华、New East和Boviet不存在反规避行为，可免除额外关税。晶科能源首批因UFLPA被扣押组件已获批向市场投放，标志着中国组件厂商已具备应对溯源要求，若溯源流程进展顺利，美国积压高价需求有望释放。

动力电池：中美新合作模式

- 宁德时代美国业务进展：据彭博社报道，宁德时代与福特计划在密歇根或弗吉尼亚设立电池厂，预计福特拥有100%的工厂股份，而宁德时代拥有运营权及负责电池相关技术，将为福特提供LFP电池。该方案符合IRA要求，预计宁德可能通过专授权费形式获得收益。
- 点评：方案提供出海绕过IRA新思路、意义重大。此前众多国产电池、材料厂考虑布局美国，后因IRA方案，市场普遍担心其成功性，若宁德-福特合资厂可行，将为此前打算出海的国内企业提供模板。
- 从北美OEM角度看，日韩电池材料厂商成本过高、工程建设进度普遍2-3年，都无法与国内厂商匹敌，引入国内企业亦可降本。
- 用市场换技术是国内制造业过去的成长路径，现在却复现在美国，显示了宁德的技术确实有领先性。

国防军工

- 国防军工行业信息透明度较低，型号&订单、价格&数量等信息因涉密而无法公告
- 建立从型号、订单到收入，再到利润的跟踪判断指标体系

✓ **研发**：定型、小
批量、批产

✓ **产能**：中上游-定增扩
产，下游-在建工程



✓ **合同负债**：预收款

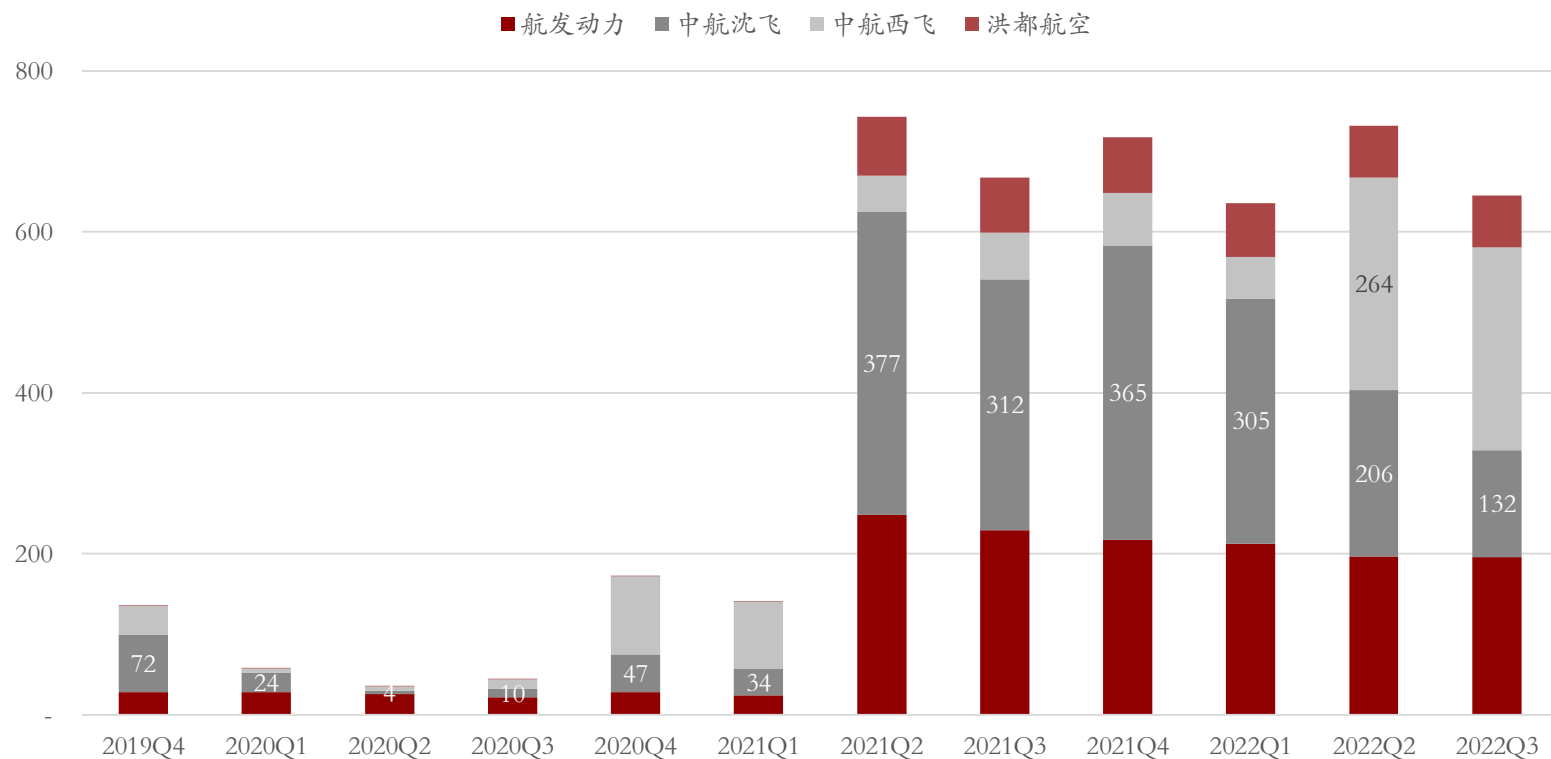
✓ **关联方存款**：前置信号

✓ **净利率**：大额采购+批次
定价、规模&学习效应

✓ **股权激励**：理顺利润释放
的机制

订单：主机厂合同负债

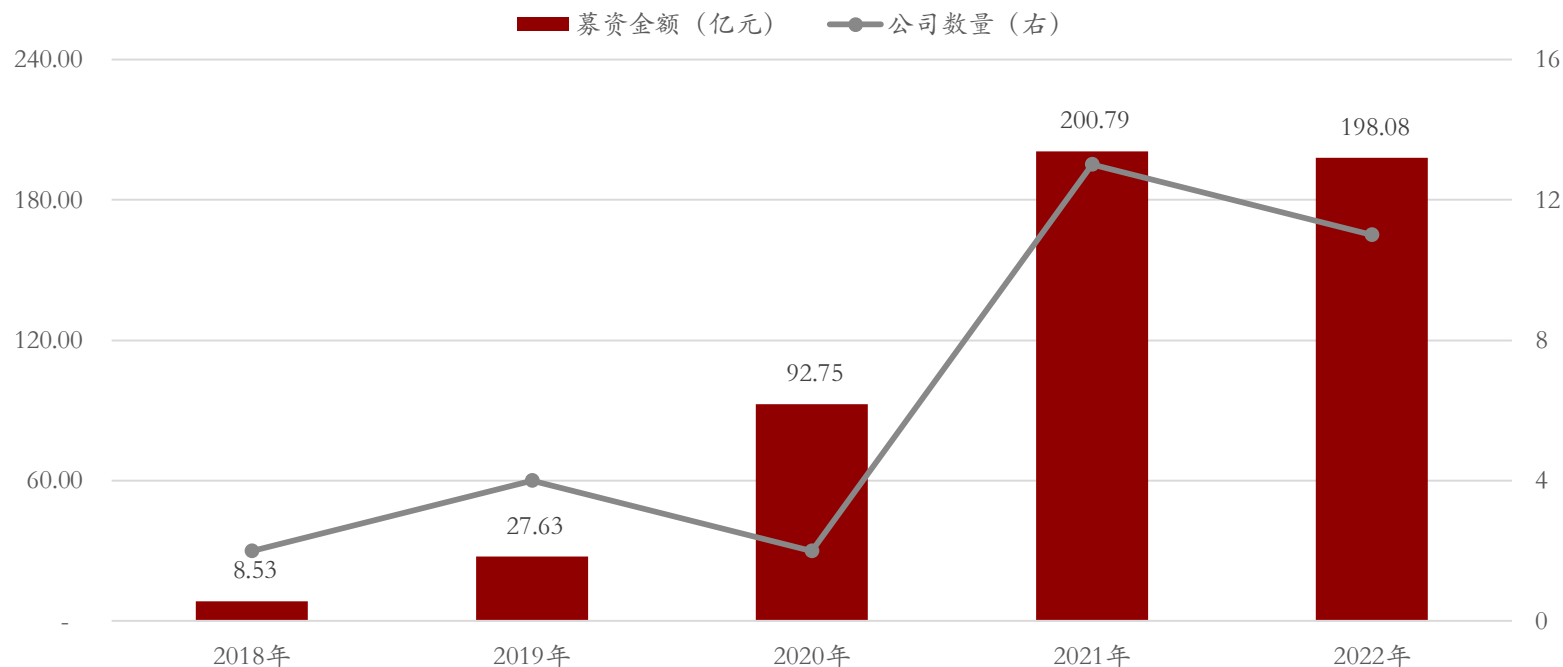
- 2021年中报第一次公告了大额订单，四家航空主机厂合计获得了742亿的大额合同负债
- 2022年12月，中直股份公告将2023年的关联方的存款额度提升至130亿，或预示着成熟型号大额订单将在2023年落地。



收入：产能扩张

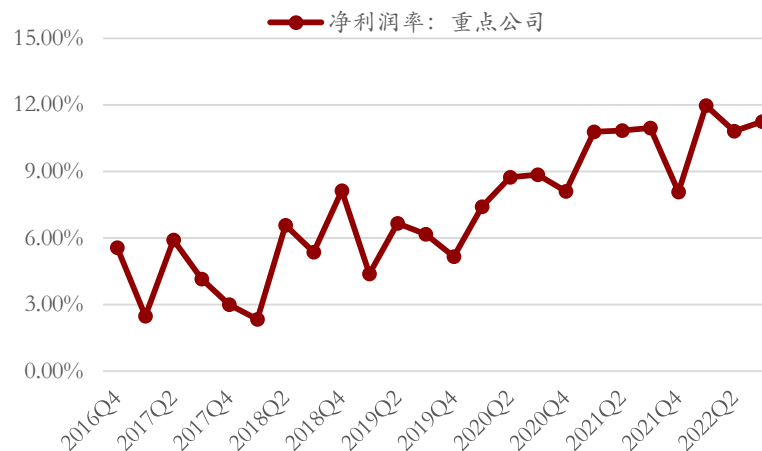
- 2020年以来，国防军工高景气子行业定向增发的数量及募资规模均显著增长，推动后续产能持续扩张，并最终形成收入和利润的增长
- 国防军工行业“以销定产”的模式，也侧面佐证行业可持续的高景气

国防军工高景气子行业定向增发情况



利润：大额采购+规模&学习效应

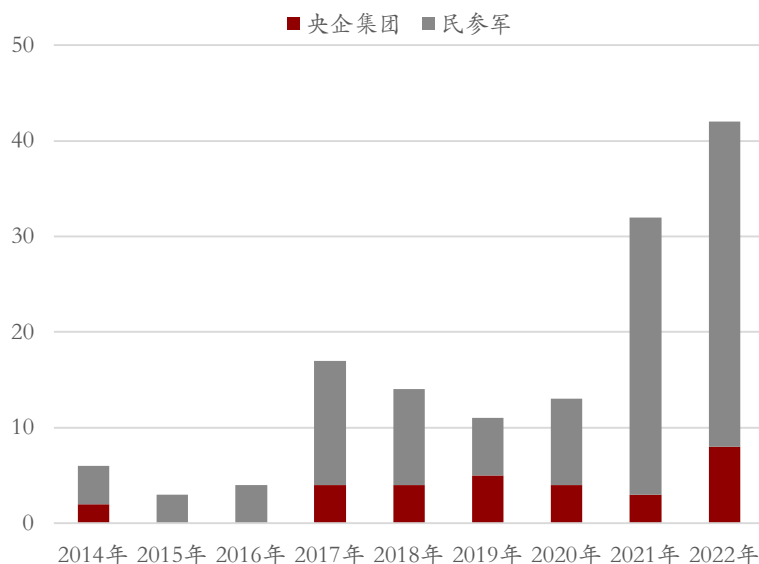
- 历史上军品“小批量、多品种、长周期”的特征，叠加成本加权法的定价机制约束，使得军工企业的净利率受到较大程度的抑制
- 随着大额订单的落地，我们认为后续行业的盈利能力将出现显著改善
- ✓ 采购方式：大额采购+批次定价（阶梯降价）+增值税改革，理顺军品定价机制与税收制度
- ✓ 规模效应：军品放量，以及企业产能的释放，边际成本快速下降
- ✓ 学习效应：随着武器装备交付数量的增加，工人熟练度获得快速提升，单位武器装备所用工时也会显著下降



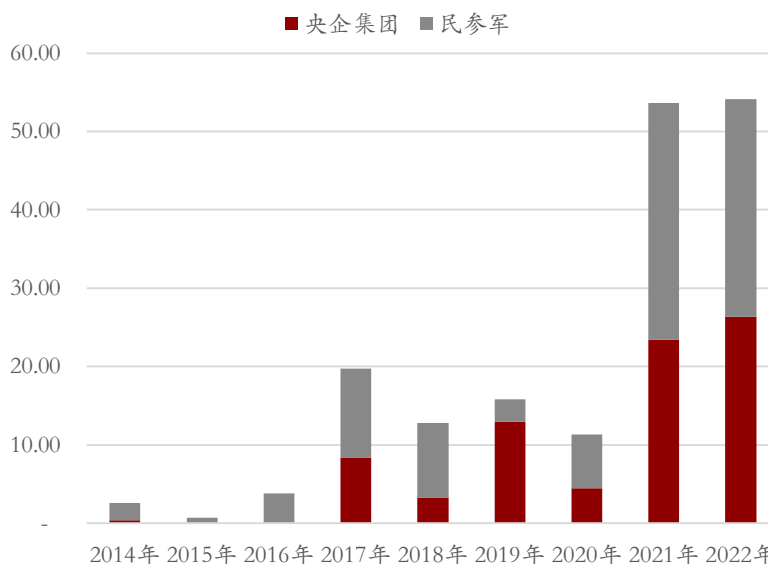
利润：股权激励

- 在缺乏激励背景下，管理层目标排序为：型号任务>经营目标（集团）>股价（市值），股权激励可以使得管理层目标和二级市场股东保持一致，保证利润有效释放
- 近年来，随着国企改革的推进，军工央企集团下属军工企业股权激励落地的项目持续增长；2021年以来，民参军企业的股权激励数量也在快速增长

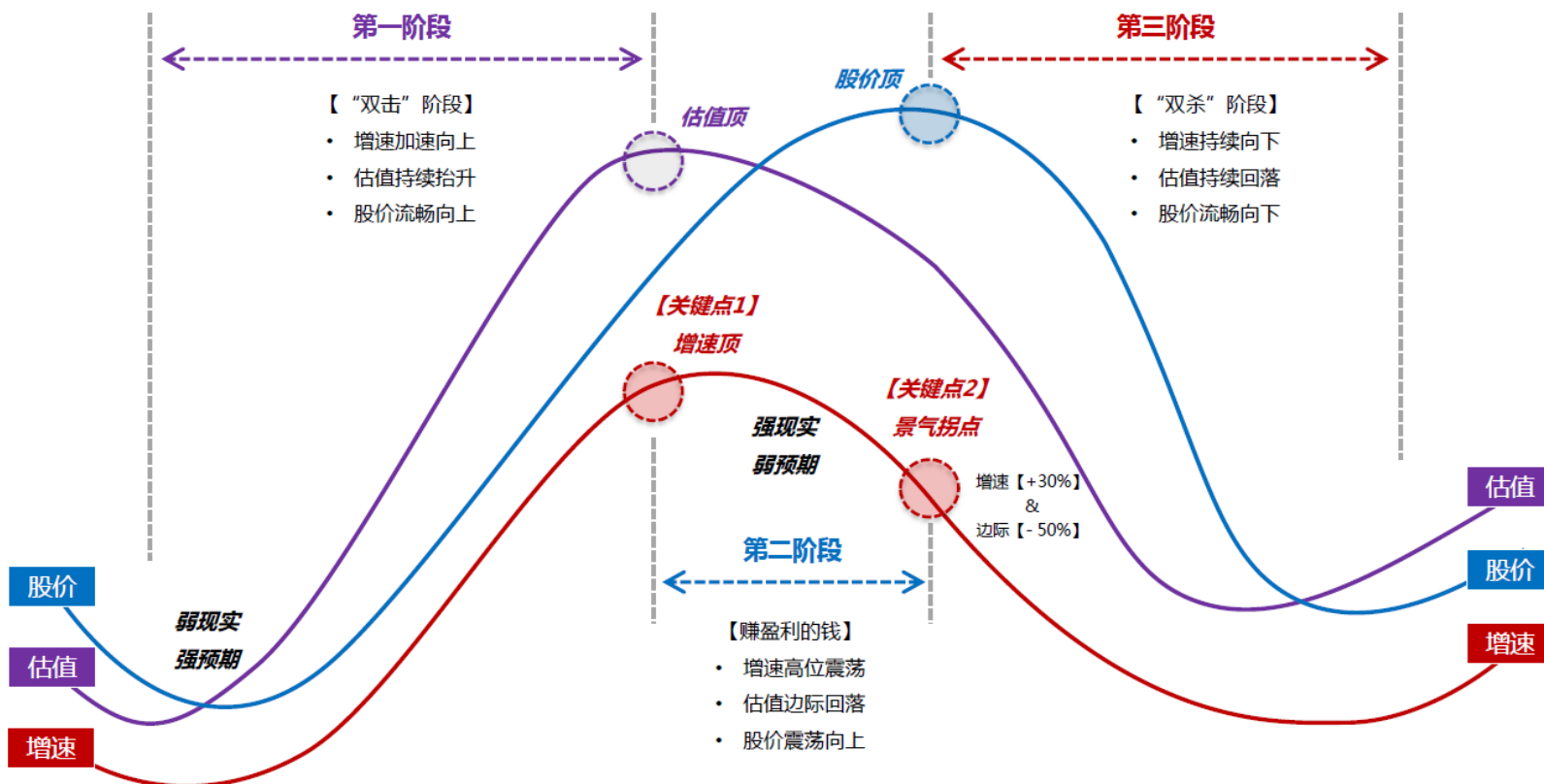
军工上市企业股权激励数量



军工企业股权激励金额（亿元）



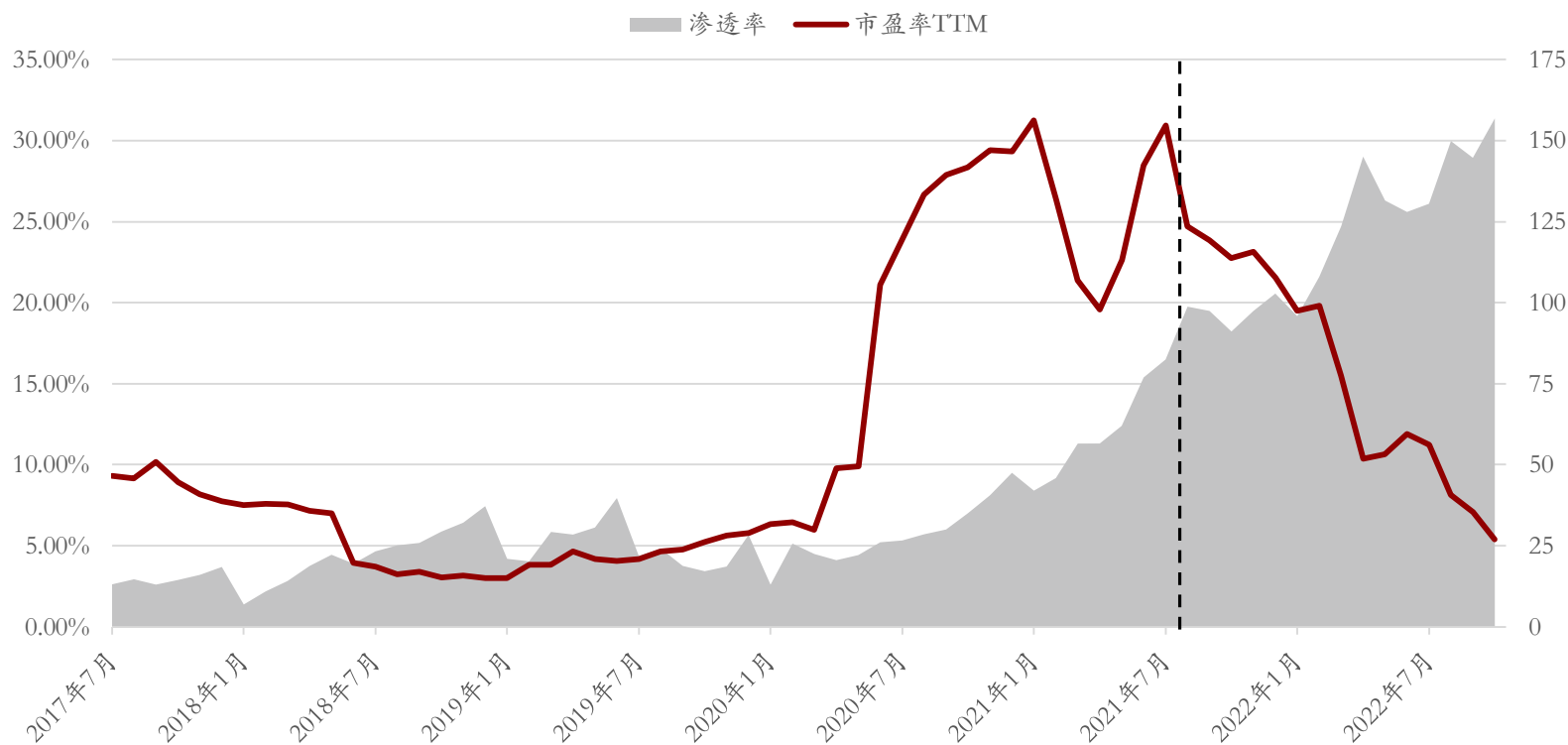
三个阶段：双击、震荡、双杀



资料来源：天风策略

新能源车：渗透率压制估值

- 《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》提及“到2025年，新能源汽车新车销量占比达到20%左右”；
- 从资本市场的角度，但系能源车的渗透率达到20%之后，对板块的估值造成明显的压制。



困境反转行业特征

- 当下行业处于困境状态，行业内主要企业普遍面临经营压力；
- 在可预期的时间段内，未来行业会出现较大概率的反转，这种可能性或来自于政策，或来自于行业自身的周期，或来自于事件的驱动；
- 当前的股价并未充分反映反转后的状况，这意味着当行业出现反转的时候，仍会获得比较好的投资回报。

传媒：困境但并未反转



航空：股价一度超越疫情前的水平

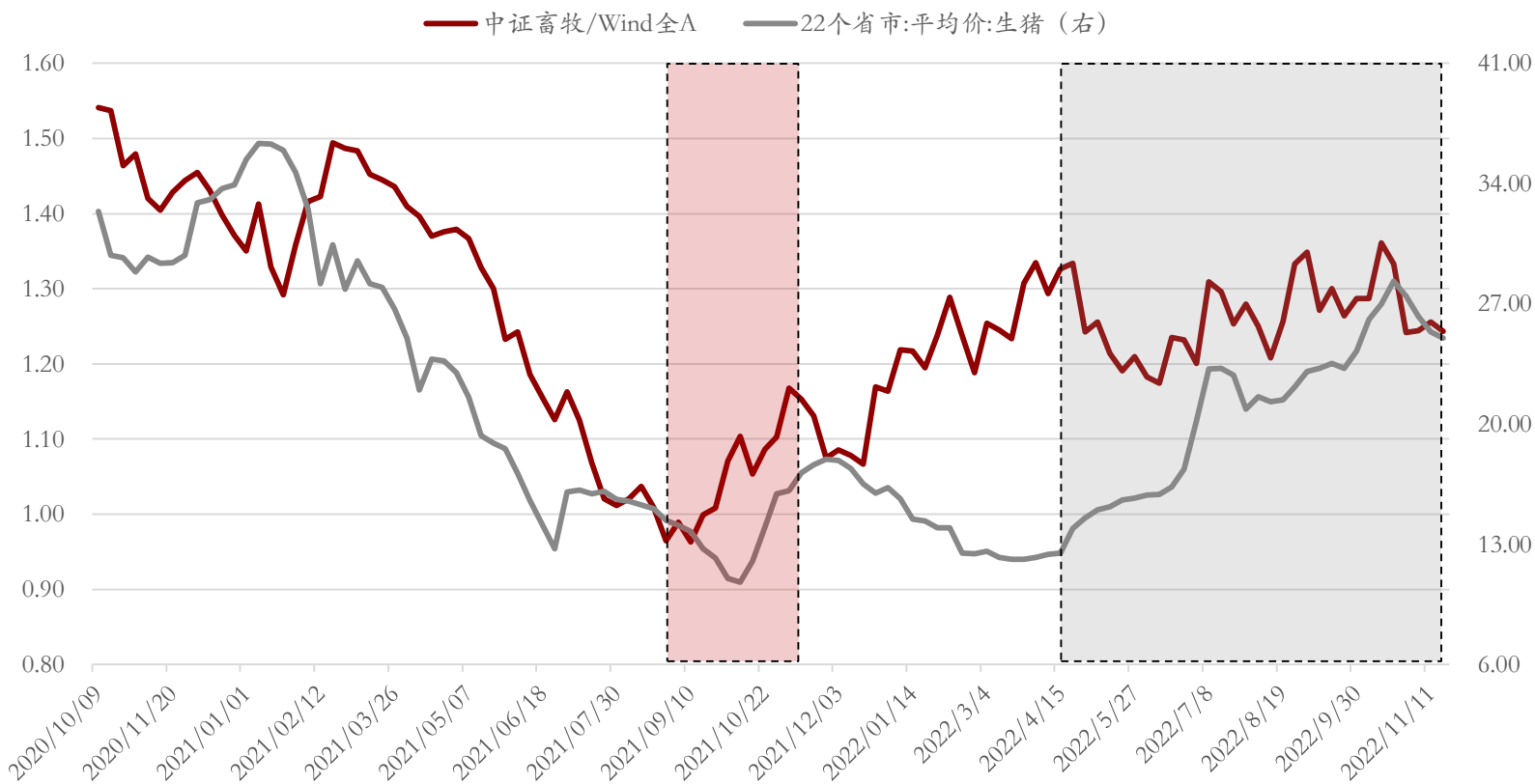


困境反转的几种类型

- 周期性反转：畜牧养殖
 - ✓ 猪周期：基于蛛网模型的猪价与产能的周期性波动；
 - ✓ 2006年以来，我国经历了四轮猪周期，每轮猪周期呈现3-4年的周期性变化规律；目前处于第五轮猪周期的高位阶段；
- 一次性反转：旅游出行
 - ✓ 2020年以来的新冠疫情对旅游出行行业带来持续的冲击；
 - ✓ 借鉴海外国家的经验，在疫情防控政策逐步放松之后，旅游出行等出现显著改善；
- 涅槃重生：国防军工
 - ✓ 2016-2018年，受制于军改等因素，订单情况显著恶化，对股价造成较大冲击；
 - ✓ 2020年6月之后，对先进武器装备的需求，使得行业景气度出现了较为明显的改善；
 - ✓ 可类比行业：医药、房地产？

投资策略

- 逆向投资思维，买在基本面最差时
- 及时获利了结，“买预期，卖事实”



目录 CONTENTS

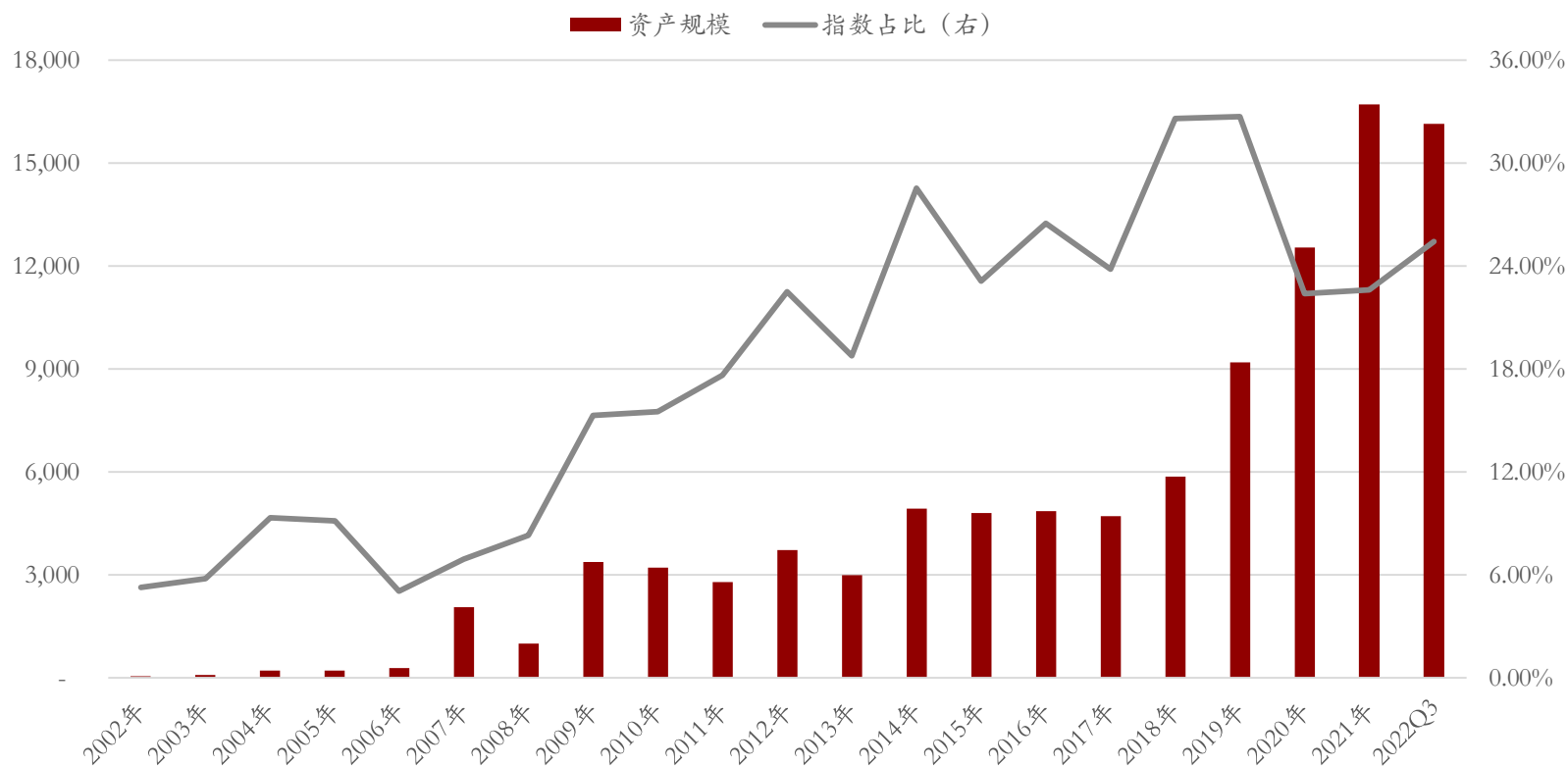
行业生命周期理解

景气度投资框架

行业主题指数产品开发

权益指数基金规模快速增长

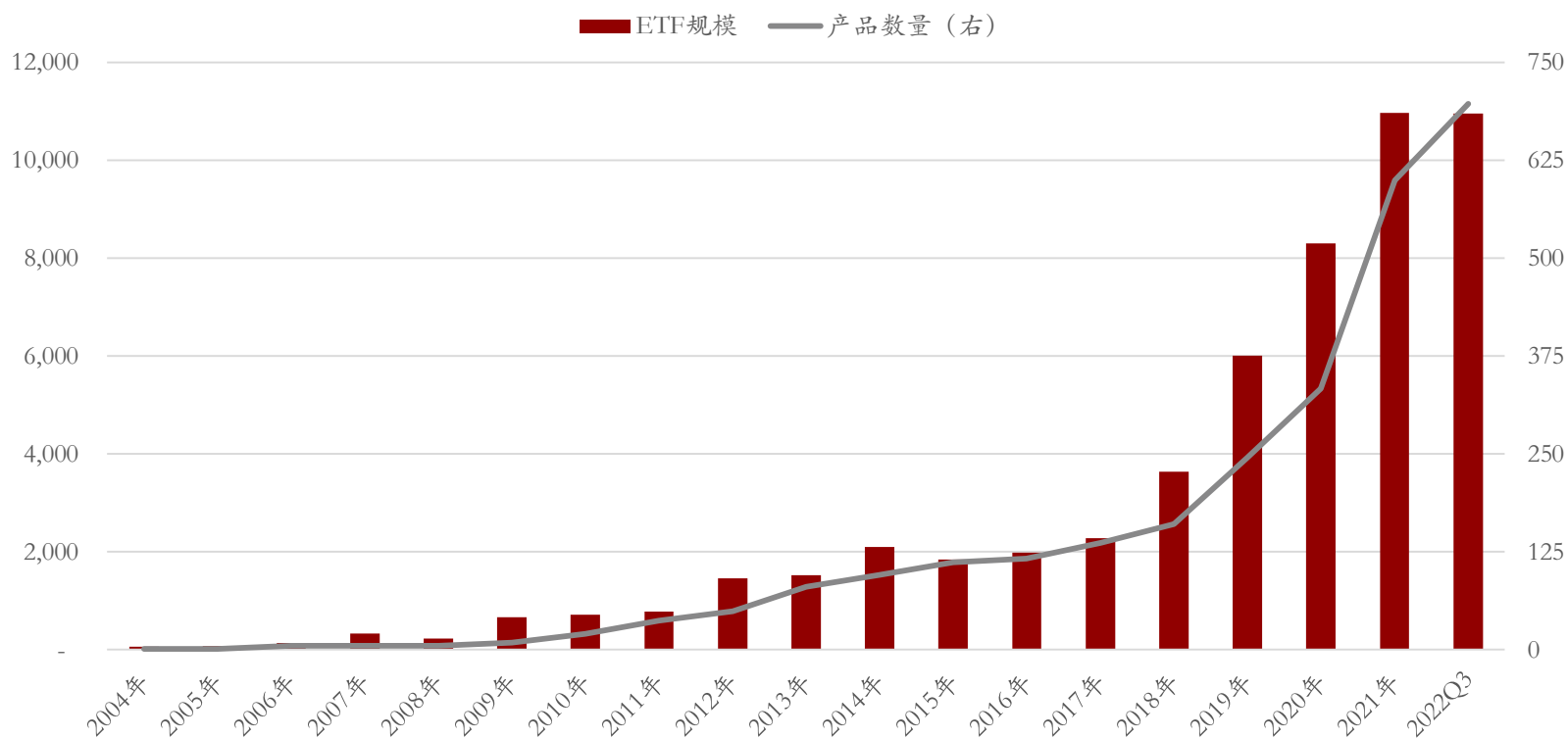
- 截止2022年3季度，国内泛权益指数基金的规模超过1.61万亿，占权益类基金的比例为25%；



权益指数基金范围包括：国内、港股通、沪港深、QDII等股票指数，以及商品指数（或单品种）、QDII-FOF形式的商品基金。

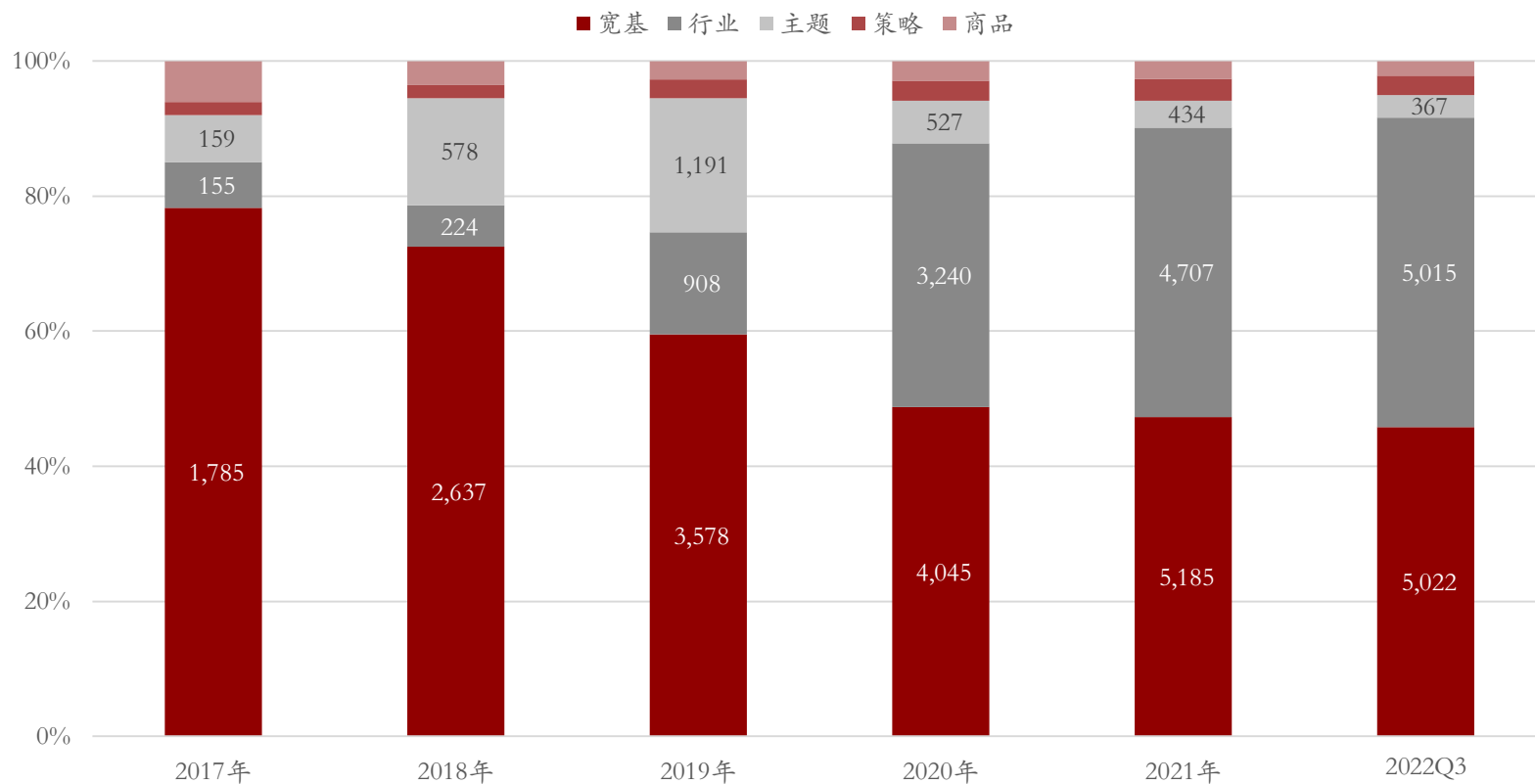
ETF成为主流产品形式

- 2004年第一只ETF产品，目前697只产品（含商品），资产管理规模近10,959亿元；
- 2012年推出跨市场ETF，2018年以来进入快速发展阶段。



行业ETF规模占比快速提升

- 行业ETF规模快速增长，接近宽基ETF产品的规模；
- 2018年主要增量来自宽基、主题，2019年三类方向均有增长，2020-2022年主要来自行业。



指数需要具备中长期的生命力

投资机会

- 产业周期
- 政策方向
- 宏观环境
- 市场热点

市场认知

- 逻辑清晰
- 贴近生活
- 长期价值
- 短期波动

监管要求

- 指数容量
- 发布期限
- 政策支持

指数及产品流程

想法

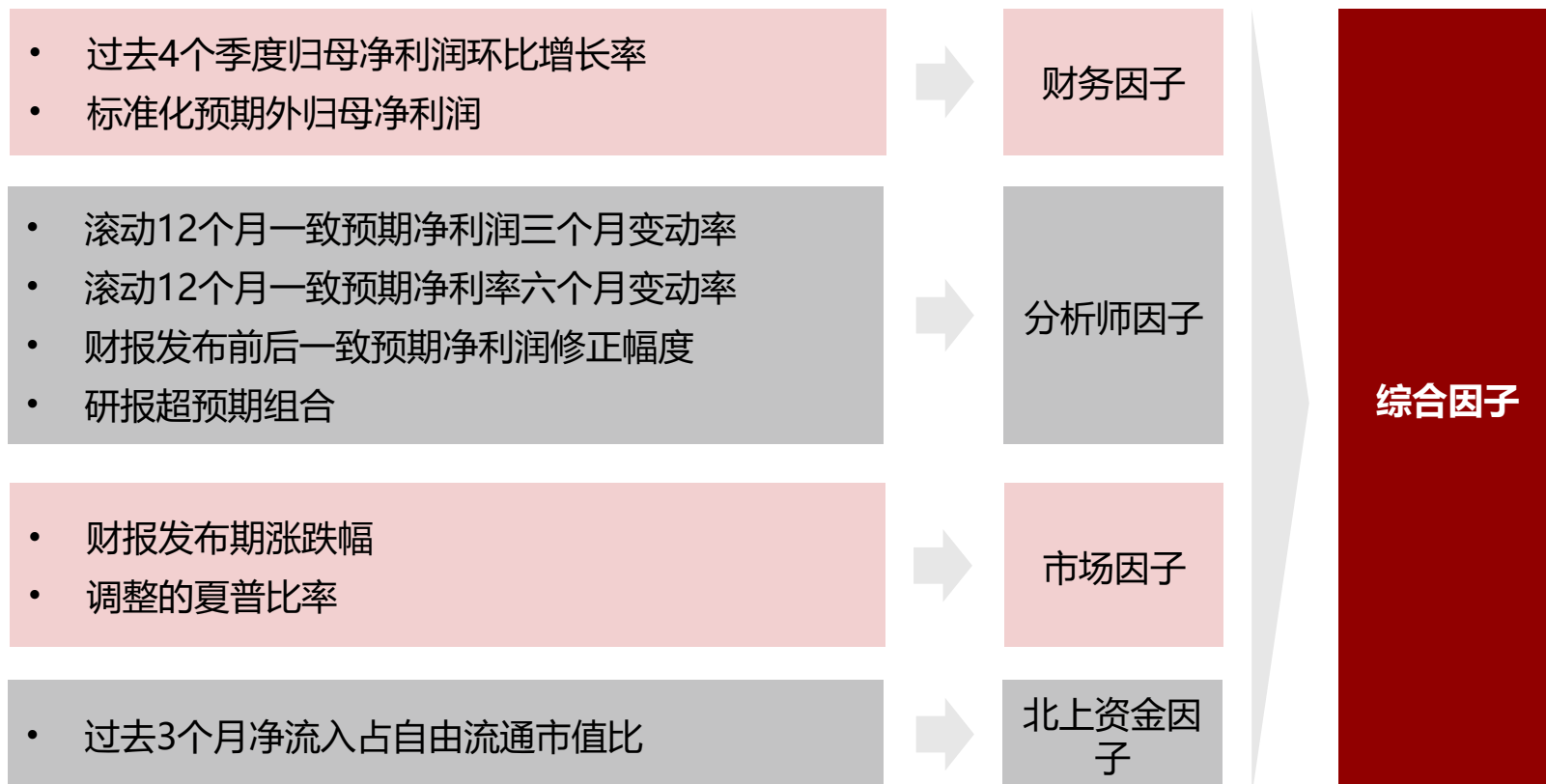
指数

产品

- ✓ 产品方案（分析师）
- ✓ 指数编制（指数公司）
- ✓ 指数发布（交易所、证监会）
- ✓ 指数授权（指数公司、交易所）
- ✓ 产品申报（基金公司、托管人）
- ✓ 产品审批（证监会）
- ✓ 产品发行（发行渠道）

微观：多因子框架

- 基于相关性分析，将9个因子分为4组，组内因子按等权构建综合排序值，再将4大类因子综合排序值等权汇总得到最终的复合因子；



中观：行业景气度+拥挤度

- 在A股市场，景气度的投资框架得到长期数据验证，困境反转属于少数特例；
- 2021和2022年初的波动让市场开始关注宏观风格以及微观交易拥挤度的风险；宏观风格因涉及时间周期比较长，更适合通过定性的方式去推演、判断。

景气度

- ✓ 适用于成长与消费类行业
- ✓ 以行业收入或利润作为拟合目标
- ✓ 按行业逐步建立中观指标体系
- ✓ 按一定的算法整合形成景气度指标

拥挤度

- ✓ 估值分位数
- ✓ 指数绝对/相对点位
- ✓ 持仓拥挤度
- ✓ 交易拥挤度

年轻人如何才能逆袭？

- 劣势与优势
 - ✓ 劣势：缺乏经验
 - ✓ 优势：精力旺盛、学习能力强
- 投身全新的行业
 - ✓ 新兴行业
 - ✓ 传统的行业的新兴部门
 - ✓ 传统行业、传统部门的新岗位
- 用演绎法，而非归纳法去认识世界
 - ✓ 百年未有之大变局
- 稀缺性（独特性）

鹏友会·鹏华基金投资者教育基地

首页

大学堂

科普帖

鹏友会

直播间

鹏华智投

法规库

国民教育

关于我们

当前位置: 首页



| 开心养基厂



| 鹏华FM



| 基本面投资大学堂



| 科普帖



| 鹏友会



| 直播间



| 法规库



| 关于我们

THANKS



ETF 让未来更精彩
上证杯 高校ETF菁英选拔赛
2022 第二期

2022上证杯

高校ETF菁英选拔赛

2022.9 - 2022.12

上证投资家
edu.cnstock.com

百位专家投教行



大学生财富素养调查