

2024年04月25日

证券分析师

谢建斌 S0630522020001
xjb@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002
hush@longone.com.cn

联系人

董澄溪
dcx@longone.com.cn

高质量发展阶段中国企业出海的新趋势

——宏观视角看中国企业出海系列一

投资要点

- 在本篇中，我们通过跨国比较视野，回答中国企业出海的三个基本问题：当前中国企业为什么要出海？政策对于企业出海的导向是什么？企业出海未来有哪些新的趋势和机遇？
- **企业出海的动机：一是突破国际大环境第二次“逆全球化”的约束。**全球经济历经多次全球化与逆全球化的波动，目前处于第二次逆全球化的高峰，全球产业链格局呈现出区域化的趋势。**二是寻求突破出口贸易的“平台期”。**中国企业受到劳动力成本上升和国际贸易壁垒增加的挑战，出口贸易增长遇到瓶颈。
- **政策导向的转变：自改革开放以来，我国的对外投资政策经历了从严格监管、到鼓励企业出海、再到细化产业导向的转变，目前的政策侧重引导国企基建能源出海、民企新兴制造业有序出海。**2000年以前，我国的对外投资政策以严监管和限制为主，2000年以后，“走出去”战略提出，我国开始鼓励和支持对外投资。2013年，我国提出“一带一路”战略，政策支持更具有区域和行业导向性。2023年，“一带一路”迈入高质量发展阶段，对于出海投资新兴产业和高端制造业的倾向越发明确。
- **中国企业已有的出海投资格局呈现出以下趋势和特征：1）中国企业出海正迈入成熟期和理性期。2）过往的企业出海以制造业企业在海外设立办事处和销售网络居多。**多数已有海外投资的中国企业采用的依然是国内生产、国外销售的模式。3）**已有的生产型投资呈现出靠近需求地的特征。**劳动密集型的制造业主要出海设销售网络，出海建厂的反而是具有其他方面竞争优势的制造企业。4）**同一地区投资的行业密集程度高。**5）**以通过金融监管差异和税收机制套利为动机的出海广泛存在。**近两年来还出现了两个新趋势：一是在投资形式上，2004年-2018年主流的并购投资走下历史舞台，而2004年前流行的绿地投资再次兴起，可能意味着企业的出海动机正在切换，出海投资和海外收入的相关性将会上升。二是在投资主体上，2020年后的新增出海投资中，国有企业出海的规模占比再次上升。目前看来，国企出海方面的增量可能更大。
- **世界各国的跨国公司可以根据其国际化开始时的竞争格局分为先发展型和后发展型。**先发展型公司，如早期的欧美跨国企业，享有较大的市场空间和技术自主权，其国际扩张通常遵循从发达国家到发展国家的模式。而后发展型公司，如日本和大部分新兴国家的企业，面临更激烈的国际竞争，因此常采用成本优势策略，先在发展国家建厂再向发达国家扩展。中国的跨国公司大多属于后发型，但在新兴产业如光伏和新能源汽车领域，部分企业展现出先发展型的特征，这些企业在国际市场竞争不充分的领域快速崛起，形成了特殊的出海模式。
- 我们可以总结出一个自上而下地在资本市场中寻找具有出海增量的企业的办法：首先判断企业所处的行业属于哪一类型，然后再根据其行业特征判断其出海策略是否能带来竞争优势。对于后发型企业，关键在于海外投资是否带来实际上的成本优势；对于先发型企业，关键在于是否有效拓展发达国家市场、绕开贸易壁垒；对于已有海外生产布局的“前”先发型企业，关键在于是否及时向开拓发展中经济体市场转型。此外，国有企业具有资金和政策上的天然优势，在“一带一路”的高质量发展阶段，对外直接投资中国企业占比提升的趋势可能仍将持续，国企出海或将长期向好。
- **风险提示：市场竞争风险；政策和法律遵从风险；依赖单一市场的风险。**

正文目录

1. 引言	4
2. 从出口到出海：逆全球化浪潮下，企业的“趋利”与“避害”	4
2.1. “逆全球化”浪潮冲击全球供应链格局	4
2.2. 出口贸易面临“平台期”	6
3. 政策趋势：鼓励基建和新兴制造业有序出海	11
3.1. 1979-1996 年，企业出海的限制政策松动	11
3.2. 1997 年-2018 年，政策大力支持企业进入出海高峰期	12
3.3. 2018 年后，政策的行业取向明确，企业有序出海	13
4. 中国企业海外投资发展趋势与分析	14
4.1. 中国企业出海的现有格局	14
4.2. 中国企业出海特征的解读与分析	19
5. 中国企业出海的未来机遇	20
5.1. 从美日经验看跨国企业出海的一般进程	20
5.2. 中国企业出海下一步增量的推演	21
6. 风险提示	25

图表目录

图 1 19 世纪以来的全球化进程，%	5
图 2 全球区域贸易协定数量攀升，协议个数	6
图 3 区域贸易协定覆盖广度加大，协议个数	6
图 4 1980 年以来中国贸易顺差不断扩张，美元	7
图 5 出口商品中工业制成品占比增加，%	7
图 6 一般贸易成为主导贸易方式，%	7
图 7 私营企业成为出口贸易的重要主体，%	7
图 8 “三驾马车”对我国 GDP 的拉动，%	8
图 9 我国对外依存度在 2006 年左右出现拐点，%	8
图 10 我国各行业的显性比较优势指数，1-10	9
图 11 我国出口商品结构，%	9
图 12 高新技术产品（海关总署定义范围）在我国出口总额中的占比，%	9
图 13 中国出口份额，%	10
图 14 中国和越南月均工资对比，美元	10
图 15 各国对美国商品出口份额，%	10
图 16 中国对外出口目的地占比，%	10
图 17 1979 年以来中国海外投资流量及存量，亿美元	12
图 18 中国的海外资产负债情况，万亿美元	14
图 19 中国海外资产结构，%	14
图 20 我国对外投资主要投向非金融类企业，%	15
图 21 股权投资是我国对外直接投资的主导形式，%	15
图 22 2022 年末对外投资存量在各洲的分布情况，%	15
图 23 2022 年末中国对经济体直接投资存量构成，%	15
图 24 2022 年末中国对外直接投资存量行业分布，亿美元	16
图 25 2022 年末中国对外直接投资存量按三次产业分类构成，%	16
图 26 投资并购比重下滑、绿地投资再兴，亿美元，%	18
图 27 2022 年末境内投资者行业构成情况，%	18
图 28 2022 年末中国对外非金融类直接投资存量按境内投资者注册类型分布情况，%	19
图 29 美日企业跨国发展的一般进程	21
表 1 2022 年末中国对各洲直接投资存量前五位的行业，亿美元，%	16
表 2 近年来汽车行业出海投资，截至 2023 年底	22

1.引言

本篇报告是宏观视角看中国企业出海系列的第一篇。在本篇中，我们通过跨国比较视野，回答中国企业出海的三个基本问题：当前中国企业为什么要出海？政策对于企业出海的导向是什么？企业出海未来有哪些新的趋势和机遇？

2.从出口到出海：逆全球化浪潮下，企业的“趋利”与“避害”

2.1. “逆全球化”浪潮冲击全球供应链格局

“逆全球化”浪潮的兴起是中国企业新一轮出海潮的大背景。“逆全球化”是指在经济全球化进展到一定阶段后，出现的不同程度和不同形式的市场再分割现象，包括从全面开放退回到有条件开放，甚至封闭的过程。具体体现在对商品、资本、劳动力等国际间流动设置的各种显性及隐性障碍。2008年后，全球步入第二次“逆全球化”时代。2020年，新冠疫情打破了全球以往的供应链运行秩序，使“逆全球化”思潮进入白热化阶段，以往建立在比较优势基础上的国际分工无法开展，“逆全球化”思潮达到顶点。我国企业将生产要素向世界转移，正是顺应区域化浪潮的趋势。

从有记载的人类文明发展至今，我们分析认为总共经历了两次“全球化”与两次“逆全球化”。

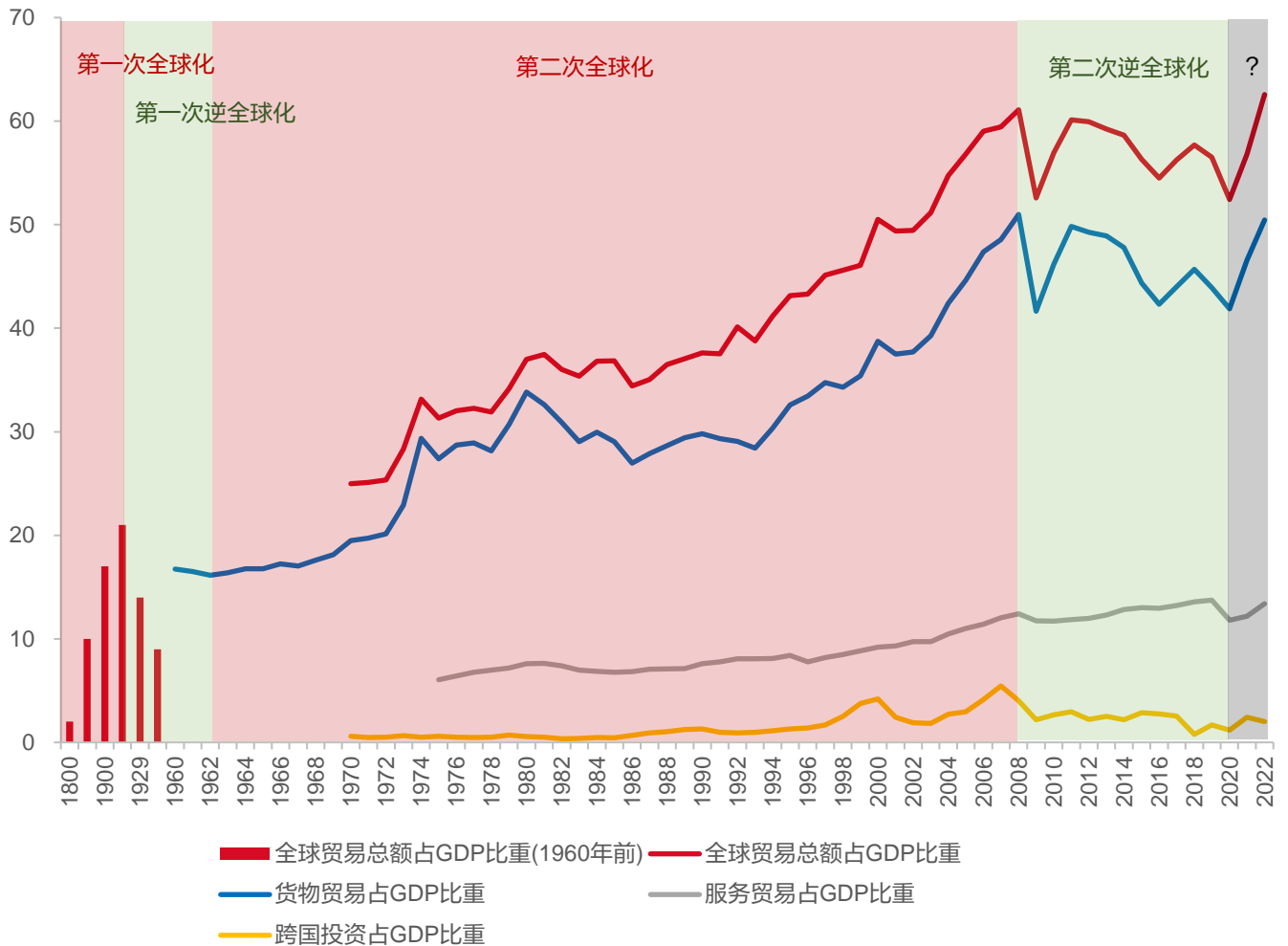
第一次全球化：始于19世纪的技术革命和自由贸易思潮的兴起，影响范围广泛。国际贸易蓬勃发展，阿根廷、德国和日本等国深度融入国际经济，大量技术工人在国家间迁移，跨国投资畅通无阻。英国利用其海军力量和英镑金本位制度，强有力地推动了这一轮全球化的兴起和扩展。

第一次逆全球化：源于20世纪初的一系列金融危机和政治变革，特别是第一次世界大战和大萧条。1929年的华尔街金融危机迅速波及欧洲，全球资本市场一体化导致的传染效应显著，大量银行破产，国际贸易和投资急剧萎缩。各国纷纷采取保护主义措施，加剧了全球经济的衰退。英镑金本位制度的终结和随后的货币战与贸易战，从根本上动摇了第一次全球化进程。

第二次全球化：在第二次世界大战后萌芽，在冷战结束后加速发展。这一时期，以美国为领导的国际经济秩序和美元本位体系建立，全球贸易和资本流动迅速增加。东亚和大西洋两岸之间贸易大幅增长，现代全球产业链格局初步形成，中国、韩国等新兴市场经济体以重要角色加入全球化版图，全球经济实现了前所未有的互联互通。

第二次逆全球化：21世纪初以来，尤其是2008年全球金融危机后，“逆全球化”再次抬头。全球经济增长放缓，国际贸易和投资面临壁垒，贸易保护主义和民族主义情绪上升。英国脱欧、美国退出跨太平洋伙伴关系协定（TPP）等事件，标志着全球化进程受到阻碍。2020年后，新冠疫情导致国际供应链的中断和人员流动的限制，加速了“逆全球化”进程，标志着第二次“逆全球化”进入白热化阶段。美国、欧盟、日本等国纷纷出台政策鼓励制造业回流本国。

图1 19世纪以来的全球化进程，%

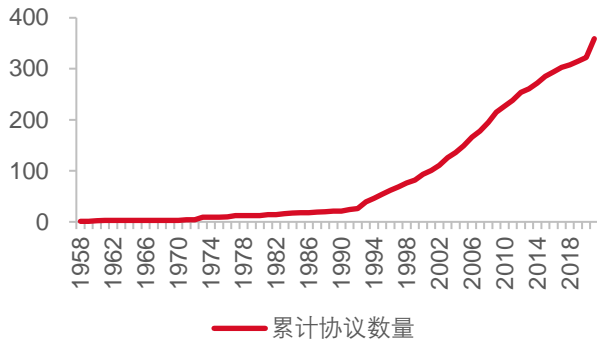


资料来源：NBER《The Rise and Fall of World Trade, 1870-1939》，世界银行，东海证券研究所

2020年后，全球跨国贸易回暖，但跨国投资仍然低迷。疫情影响减退后，货物贸易恢复最快，截至2022年底，占全球产出比重已恢复至第二次“逆全球化”开始以前的水平。服务贸易次之，恢复速度较慢，还未能回到疫情前的水平。跨国投资的恢复进程最为曲折，在2021年反弹之后再次回落。2022年，跨国投资占全球总产出的2%，高于2019年，但低于2017年的水平。从货物和服务贸易来看，第三次“全球化”已有萌芽之势，但从跨国投资的角度来看，“逆全球化”的过程仍在延续。

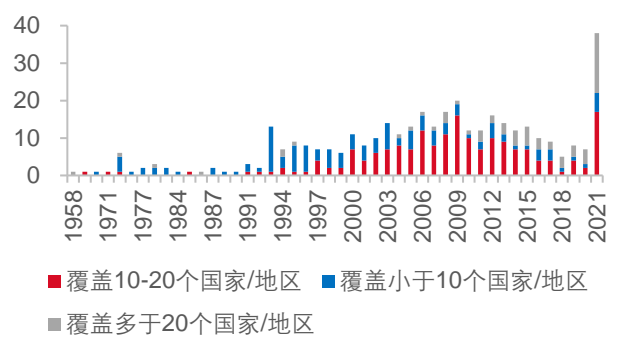
全球产业链格局呈现出向区域性集聚演化的趋势。一是区域贸易协定增加。各国间签订了更多的区域贸易协定，通过降低区域内贸易壁垒来促进成员国之间的贸易，进而促进区域内的产业集聚。例如东盟自由贸易区、北美自由贸易协定（NAFTA）及其更新版美墨加协定（USMCA）等。二是供应链的区域化。受到贸易战、疫情影响以及运输成本的考量，跨国公司开始优先选择地理位置相近的国家建立供应链，以降低物流成本和时间，提高供应链的效率和稳定性。三是产业转移的次区域化。发达国家的制造业向成本较低的发展中国家转移的同时，这些发展中国家又在区域内寻找合作伙伴，形成了次区域化的产业转移和集聚模式。四是贸易内容的转变。区域内的贸易越来越多地集中在中间品和零部件的交换上。与全球化时期原材料和成品贸易占主导地位相比，区域化促进了产业链内部分工细化，如东亚的电子产业链，其成员通过专业化分工，形成了紧密的中间品贸易网络。

图2 全球区域贸易协定数量攀升，协议个数



资料来源：世界银行，东海证券研究所

图3 区域贸易协定覆盖广度加大，协议个数



资料来源：世界银行，东海证券研究所

产业链区域化的影响是双面的，既降低了与成员国的贸易壁垒，也抬高了与非成员国的贸易壁垒，对于近年来中国出口贸易结构的改变非常直观。体现在出口目的地上，中国的出口对象从欧美等发达国家转向区域内的东盟及其他 APEC 国家。2023 年，中国对美出口金额占总出口金额比重从最高点 2018 年的 19% 下跌至 13.9%，对东盟出口比重上升至 15.7%。体现在出口内容上，中国近年来工业制成品出口增速缓慢，反之中间品出口景气度较高。据海关总署统计，2023 年我国出口中间品 11.24 万亿元，占我国出口总值的 47.3%。其中机电类中间品增长较快，我国对日本、墨西哥出口汽车零配件类，对美国、德国出口锂电池类，对越南、印度尼西亚出口平板显示模组类中间品。

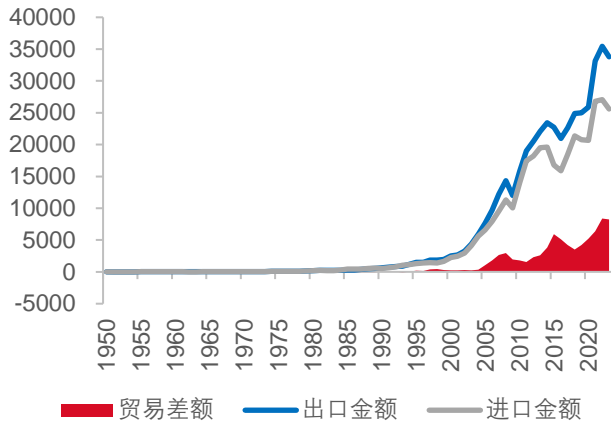
中国企业出海，既是对“逆全球化”的应对，也顺应了全球供应链向区域化的“再全球化”趋势。在全球经济一体化遭遇挑战、贸易保护主义抬头的背景下，中国企业通过扩大海外布局，不仅能够绕开部分贸易壁垒，降低逆全球化带来的直接影响，还能通过深入参与到区域内的经济活动中，加强与各地区市场的联系，提高在全球产业链中的地位和影响力，促进“再全球化”进程的深化。

2.2. 出口贸易面临“平台期”

自 1776 年亚当·斯密发表《国民财富的性质和原因的研究》以来，比较优势一直是国际贸易的基础性理论。在传统比较优势理论中，各国在国际贸易中分工的标准，是根据李嘉图的比较成本理论、赫克歇尔和俄林的资源禀赋理论来确定的。比较成本理论指出，各国应当生产具有相对优势，即劳动生产率较高或成本较低的产品。资源禀赋理论进一步指出，各国生产成本的差异是由资源禀赋决定的。结论是，各国应当出口需要使用该国最富裕的要素的商品。

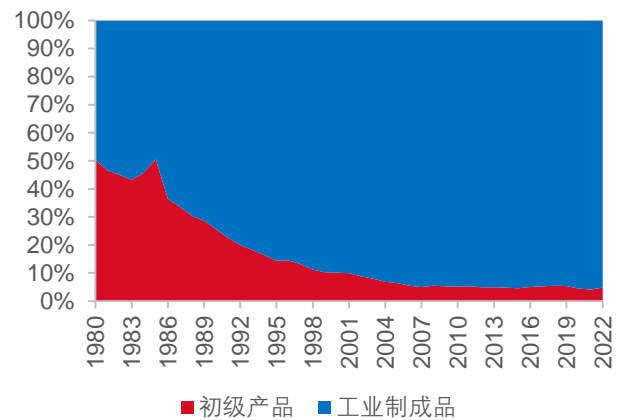
我国是自然资源、人力资源丰富的国家，但技术和资本相对稀缺，按照比较优势理论，我国应当出口资源密集、劳动密集型的商品，进口技术和资本密集型商品。这与我国目前的贸易结构大致吻合。改革开放以来，我国的出口贸易不断做大做强，已经完成了贸易差额由负转正、出口商品结构从以初级产品为主到以工业制成品为主、贸易方式从加工贸易走向一般贸易、贸易主体从外商投资企业为主到以本土民营企业为主的转变。

图4 1980年以来中国贸易顺差不断扩张，美元



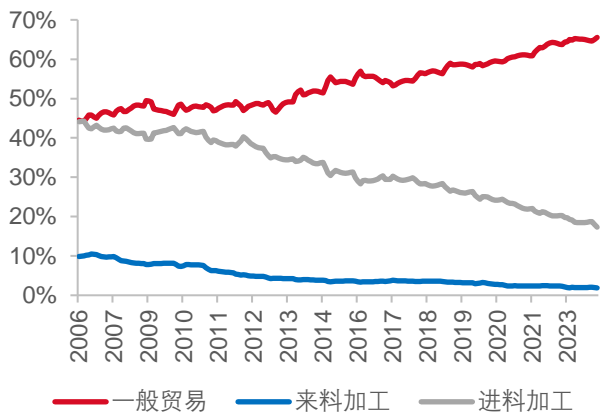
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 出口商品中工业制成品占比增加，%



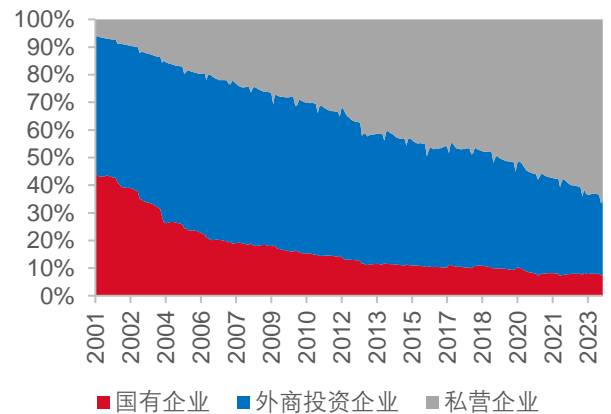
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 一般贸易成为主导贸易方式，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

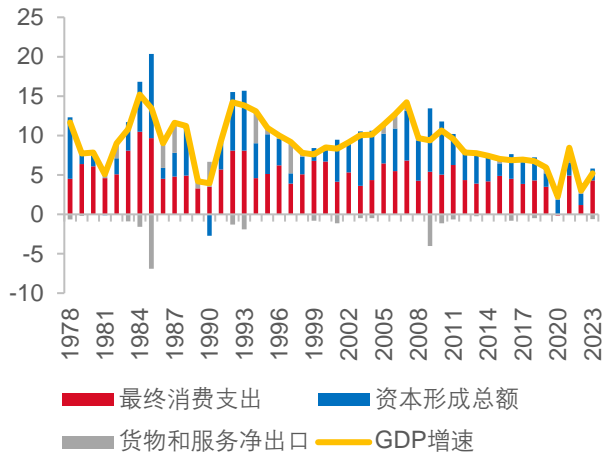
图7 私营企业成为出口贸易的重要主体，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

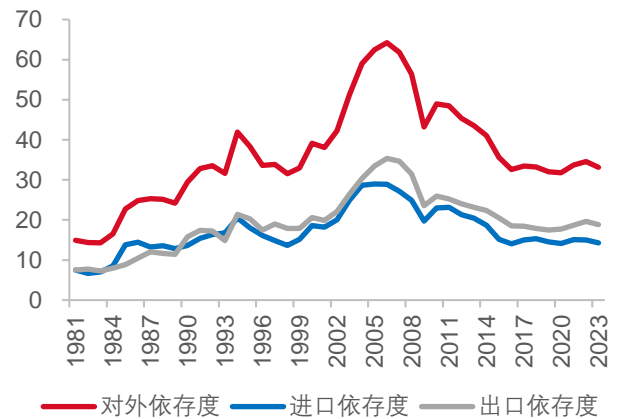
随着国内外贸易环境的变化，我国出口发展似乎进入了“平台期”。近几年，虽然出口在我国经济中仍占有重要地位，但对我国经济的拉动作用放缓。对外贸易依存度，即进出口总额占我国国民生产总值的比重，早在 2006 年达到 64% 的峰值后就开始回落。2016 年以后，我国对外依存度基本维持在 30% 左右不变，出口依存度基本维持在 20% 以上。从投资、消费、净出口“三驾马车”对我国经济的拉动情况来看，我国对外依存度的触顶回落，虽然在一定程度上反映了内需的增长，也得益于地产和基建投资的旺盛，对于经济起到了更大拉动作用。随着中国地产和财政政策的调整，这些基于债务拉动的增长正在退潮。但如果产业结构无法顺利升级，外需拉动中国经济增长效率可能仍然不高。

图8 “三驾马车”对我国 GDP 的拉动，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

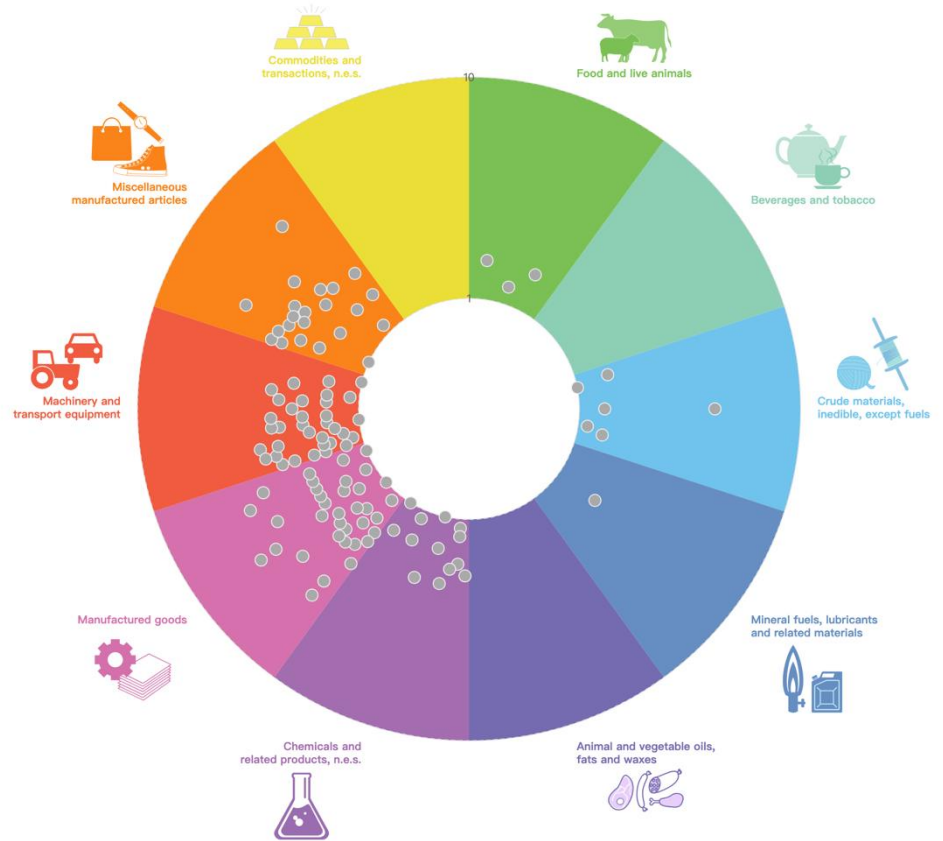
图9 我国对外依存度在 2006 年左右出现拐点，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

我国产业结构的升级自 2011 年后有所放缓。从产业结构上来看，机械及运输设备是推动我国以往出口增长的主力，但 2011 年后，机械及运输设备出口的增长放缓，近几年在我国出口中的占比维持在 40%到 50%左右。传统的低技术产业，即轻纺产品、橡胶制品、矿冶产品等，过去几十年来的扩张速度与我国出口总额的增长速度基本一致，占比从 1980 年的 22%下滑至 2023 年的 16%，在我国出口中的份额仅次于机械设备和杂项制品。海关总署统计的高新技术产品的占比，在 2022 年 4 月后有所回落，目前已处于 2014 年以来的最低点。高技术产品（按海关总署统计范围）出口受国际关系等因素影响增长进入瓶颈、低技术产品出口尾大不掉，国际贸易竞争力的提升压力较大，拉动经济增长的效率可能不高。

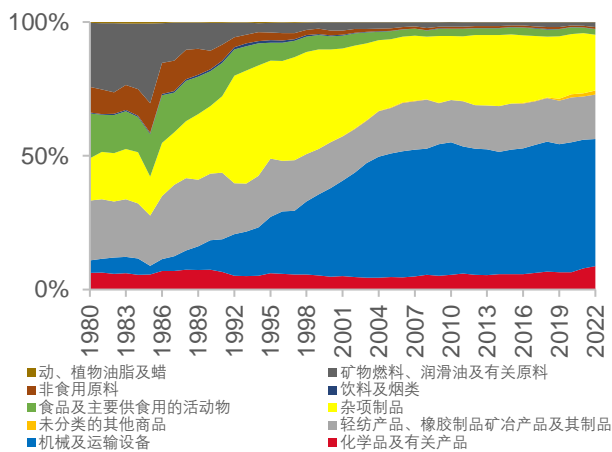
图10 我国各行业的显性比较优势指数，1-10



资料来源：UNCTAD，东海证券研究所

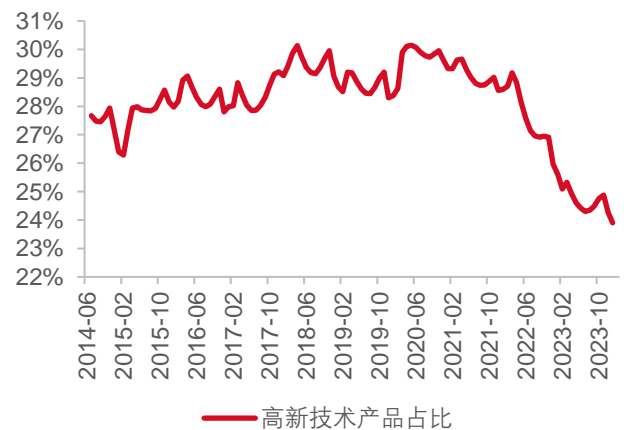
*显性比较优势指数代表当前国际贸易中已经展示出的产业国际竞争优势，越大则优势越高

图11 我国出口商品结构，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 高新技术产品（海关总署定义范围）在我国出口总额中的占比，%

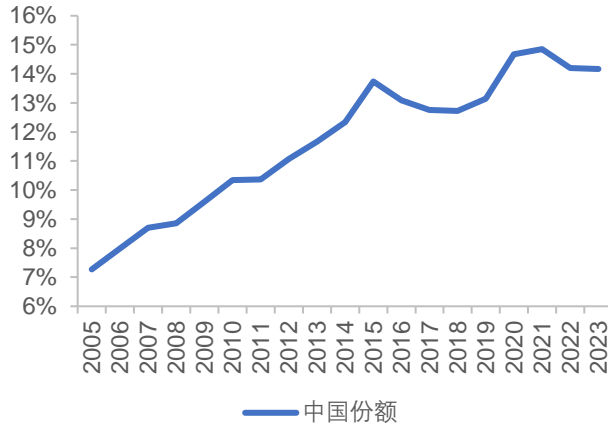


资料来源：Wind，东海证券研究所

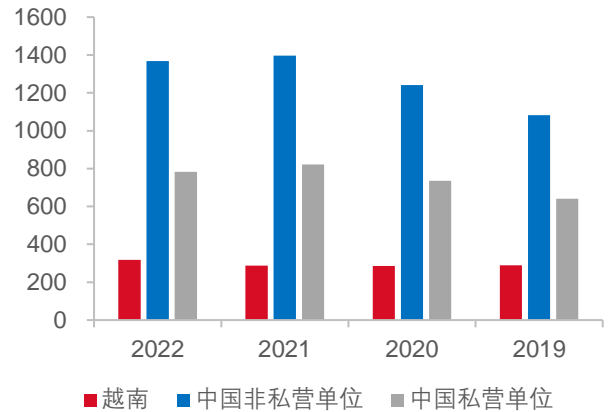
我国在劳动力成本方面虽仍有比较优势，但在产业链上的利益分配中处于被动地位，虽然可以获得贸易利益，与发达国家之间差距仍有较大。这就导致了，主观感受上，中国企业在国际贸易中的“内卷”和缺乏定价权。

当前中国的贸易困局是由两方面因素原因造成的。一方面是来自其他发展中国家的贸易替代。随着我国工资成本在产品成本中占比的提高，越南、印度、墨西哥等工资更低的国家

正在替代我国劳动密集型产品的出口份额。2015 之前，我国在全球出口贸易中的份额稳步上升。2015 年到 2021 年，我国出口份额在回落之后，由于我国受疫情影响时间与其他制造国错开，又重新上升，画出了微笑曲线。2023 年前三个季度，我国出口份额再次回落至 2020 年之前的水平。

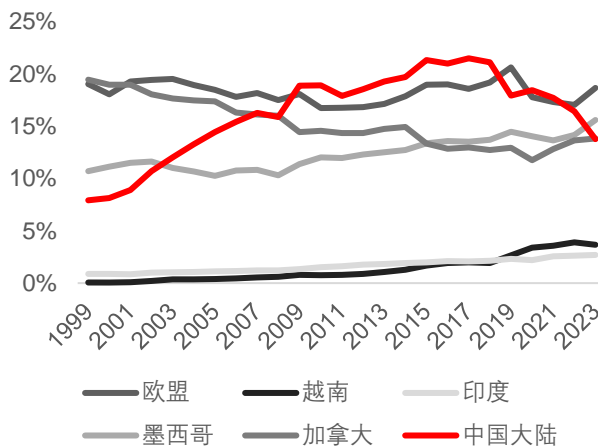
图13 中国出口份额，%


资料来源：WTO，东海证券研究所

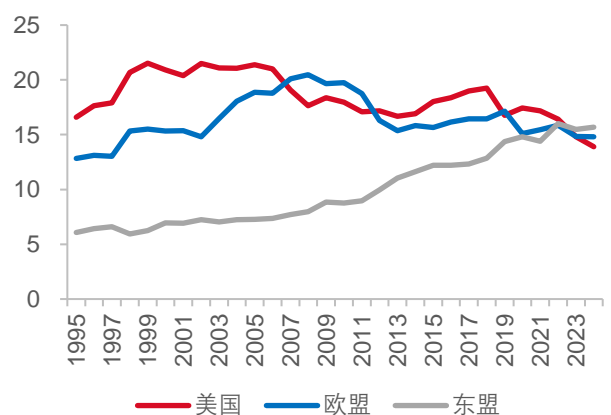
图14 中国和越南月均工资对比，美元


资料来源：Wind，东海证券研究所

另一方面是来自发达国家的贸易封锁。近年来，美国不仅通过产业政策推动制造业回流，还鼓励“友岸”和“近岸”贸易。我国对美国商品出口的份额于 2018 年触顶于 21%，后持续回落。2023 年，美国进口的商品中，来自中国大陆的仅有 14%，与 2005 年的水平相当。失去的份额一部分被工资成本更低的东南亚的国家替代，一部分被墨西哥、加拿大等近岸国家分走。2015 年至 2023 年，越南对美的出口份额从 2% 上升至 4%，墨西哥的份额从 13% 上升至 16%。

图15 各国对美国商品出口份额，%


资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 中国对外出口目的地占比，%


资料来源：Wind，东海证券研究所

过去几年，中国企业通过向东盟国家出口制造设备、增加对东欧、沙特阿拉伯等国出口、经墨西哥等近岸国家转口贸易等方式减少了出口总份额的损失。然而，随着东南亚国家和墨西哥等国基础设施的成熟，这些国家的设备生产也将逐渐转向国产化，减少从中国的进口。

因此，中国企业迫切地需要寻找新的增长点。为走出“比较优势陷阱”，中国企业需要从出口企业转变为具有全球竞争力的跨国企业。

企业出海的目的是把经济资源和生产资源在国际范围内进行重新配置、优化组织，应根据动机选择出海战略。除了响应政策出海的国有企业外，中国企业出海的动机不外乎转移产能、规避贸易壁垒、获得原料和资源三类，本质上是市场竞争下“趋利”和“避害”的自发选择。这三类之间有所重叠，但并不完全一致。有的企业因具有国际竞争力才受到外国的贸易管制，对于这些企业，出海并不能完全解决问题，需要和因产能过剩出海的企业有所区分。企业出海，首先需要根据自身的出海动机，明确出海的战略和首要目标，在此基础上选择出海目的地。

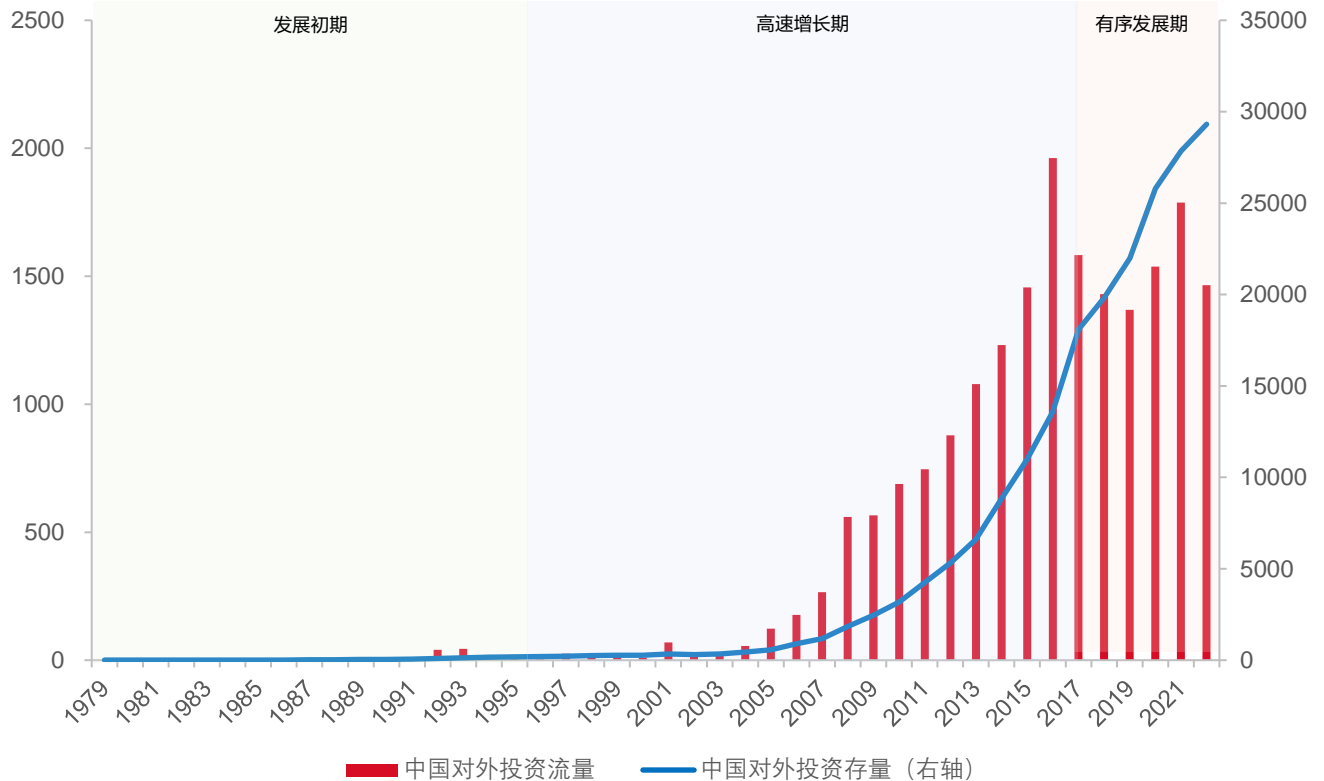
3.政策趋势：鼓励基建和新兴制造业有序出海

自上世纪 70 年代以来，我国的对外投资政策经历了从严格监管、到鼓励企业出海、再到细化产业导向的转变。2000 年以前，我国的对外投资政策以严监管和限制为主，2000 年以后，“走出去”战略提出，我国开始鼓励和支持对外投资。2013 年，我国提出“一带一路”战略，政策支持更具有区域和行业导向性。2023 年，“一带一路”迈入高质量发展阶段。

3.1.1979-1996 年，企业出海的政策限制松动

我国企业的出海进程是伴随着改革开放开始的。在新中国成立初期的 30 年里，中国改革开放之前，专注于国内的工业发展，培养了一批规模较大的工业企业。1979 年 8 月，国务院发布《关于经济改革的十五项措施》，其中第十三项明确表示允许内地企业“出国开办企业”，首次将发展对外直接投资纳入国家政策，为中国企业跨国经营打开了大门。1979 年-1996 年是中国企业出海的起步阶段，对外投资规模较小，年流量均小于 10 亿美元，主要由建国前期发展起来的国有工业企业为主。首钢、中信、中化等大型国有企业是这一时期的出海主体。

图17 1979年以来中国海外投资流量及存量，亿美元



资料来源：UNCTAD，中国商务部，东海证券研究所

3.2.1997年-2018年，政策大力支持企业进入出海高峰期

1997年-2003年是我国企业出海的发展初期阶段，绿地投资占主导。1997年亚洲金融危机后，为了扩大出口，国家实行了鼓励企业开展境外加工装配业务的战略，《关于鼓励企业开展境外带料加工装配业务的意见》出台，提出了支持我国企业以境外加工贸易方式“走出去”的具体政策措施。随着市场化经济体制改革和对外开放的加快，许多在改革开放中成长起来的中国企业开始参与到跨国发展中，中国的对外投资在迅猛增加的同时波动率放大。上世纪90年代上半期，中国家电和摩托车行业的产能已经超过国内市场需求，小天鹅、海尔、海信、华为等公司成为这一时期在海外投资的先锋，投资形式以在海外建厂为主。

“走出去”在2000年成为我国的重点战略，在“十一五”期间得到全面落实。2000年之前，我国对外投资政策的主要出发点是完善企业对外直接投资的审批、监督和外汇管制机制。2000年3月的全国人大九届三次会议期间，“走出去”战略正式提出。党的十五届五中全会上，“走出去”战略成为四大新战略(西部大开发战略、城镇化战略、人才战略和“走出去”战略)之一。2003年，第十六届三中全会决定中国将继续实施“走出去”战略，对外投资实行“备案为主、核准为辅”的管理模式。2007年，十七大报告明确指出：“坚持对外开放的基本国策，把‘引进来’和‘走出去’更好地结合起来。”2000年到2018年之间，我国进行了一系列对外投资政策改革，改革的原则是“企业主体、市场原则、国际惯例、政府引导”，改革的方向是“简政放权、放管结合、优化服务”。

2004年-2018年是我国对外投资增长的高速发展期，并购重要性上升。2004年到2018年是我国对外直接投资发展最为迅速、稳定的时期，对外直接投资存量从2004年的55亿美元上升到2018年的1430亿美元，年均增长98亿美元。随着中国企业面临的国际竞争压力增加，跨国并购成为出海的主要方式。2004年，联想以12.5亿美元收购IBM的个人电脑

业务，是这一段时期中国企业出海的典型案例。这一时期企业出海投资，很多是为了获取技术和品牌资源，而不仅仅是为了获得海外收入。

2013年，“一带一路”战略提出，对于企业出海的政策支持进一步深化。2013年，习近平主席在出访中亚和东南亚国家期间，先后提出共建“新丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”（“一带一路”）的合作倡议。中国政府积极推动“一带一路”建设，与多个国家签署了一系列合作协议，积极引导中国企业出海。“一带一路”政策关乎的国家范围是欧亚地区和非洲国家。据国家发改委数据，2013年至2023年10月，我国与共建国家进出口总额累计超过21万亿美元，对共建国家直接投资累计超过2700亿美元。

3.3.2018年后，政策的行业取向明确，企业有序出海

2018年后，中国对外投资进入有序发展阶段，对外直接投资增长的速度放缓。政策更关注引导“理性”出海，行业导向明确，限制地产和娱乐行业投资，鼓励实体产业出海。

2016年12月，国家发展和改革委员会、商务部、中国人民银行和国家外汇管理局四部门负责人在答记者问中提出，将“密切关注近期在房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等领域出现的一些非理性对外投资的倾向，以及大额非主业投资、有限合伙企业对外投资、‘母小子大’、‘快设快出’等类型对外投资中存在的风险隐患”，建议“有关企业审慎决策”。

2017年8月，国务院办公厅转发国家发改委、商务部、人民银行、外交部《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》，指出重点推进有利于“一带一路”建设和周边基础设施互联互通的基础设施境外投资；稳步开展带动优势产能、优质装备和技术标准输出的境外投资；限制开展房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等境外投资。2018年，国家发改委将房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等列入需要限制境外投资的行业。2018年，受中美贸易摩擦、全球经济低迷，以及监管导向变化的影响，中国对外投资增长的斜率放缓。2020年、2021年，尽管受到新冠疫情的影响，中国的对外投资在全球经济复苏和“一带一路”政策推动的背景下，出现了逆势反弹。

2023年，共建“一带一路”进入高质量发展的新阶段，行业导向进一步偏向新能源、新基建。2023年10月，习近平主席在第三届“一带一路”国际合作高峰论坛的开幕演讲上宣布，共建“一带一路”进入高质量发展的新阶段。习近平总书记郑重宣布中国支持高质量共建“一带一路”的八项行动，即构建“一带一路”立体互联互通网络，支持建设开放型世界经济，开展务实合作，促进绿色发展，推动科技创新，支持民间交往，建设廉洁之路，完善“一带一路”合作机制。绿色基建、绿色能源、绿色金融、绿色交通等行业是未来“一带一路”政策的重点行业。

对于民企，政策鼓励核心零部件和高端制造业出海。2023年7月，《国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》指出，支持民营企业立足自身实际，积极向核心零部件和高端制成品设计研发等方向延伸；加强品牌建设，提升“中国制造”美誉度。鼓励民营企业拓展海外业务，积极参与共建“一带一路”，有序参与境外项目，在走出去中遵守当地法律法规、履行社会责任。更好指导支持民营企业防范应对贸易保护主义、单边主义、“长臂管辖”等外部挑战。2024年4月16日，国家金融监督管理总局、工业和信息化部、国家发展改革委联合发布通知，宣布将扩大战略性新兴产业信用贷款规模，以支持汽车、家电、机械、航空、船舶与海洋工程装备等企业“走出去”。

目前的政策侧重引导国企基建能源出海、民企制造业有序出海。出海投资的高质量发展阶段，**新能源和新基建是政策支持国有企业出海的重点。**“一带一路”沿线欧亚国家和非洲国家的电力设施建设、公路铁路航运以及能源运输管网等运输网络基建、中欧班列的重点口岸设施扩能改造等项目可能是国企出海未来具有增量的方向。**民营企业需注重出海投资对于**

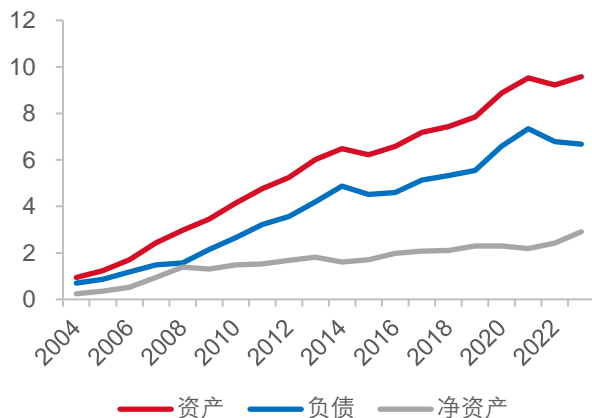
国内经济和我国国际声誉的外部性，进行有序出海。民营企业需要避免非实体领域和非主业大额投资、避免触犯资金跨境监管法律法规，核心零部件和高端制造业出海可能更受政策支持。民营企业也可以积极寻求参与海外基础设施项目的机会。

4.我国企业海外投资发展趋势与分析

4.1.中国企业出海的现有格局

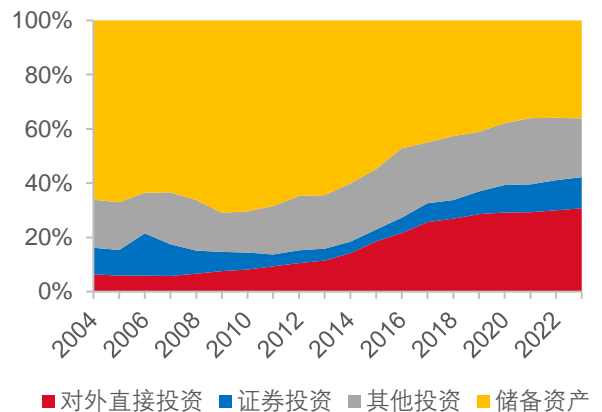
对外直接投资是我国资金出海的主要方式，规模不断扩大。2023 年，我国持有海外资产 9.58 万亿美元、净资产 2.91 万亿美元。对外直接投资是过去 20 年我国资金出海的主要形式，在我国海外总资产中的占比从 2004 年的 6% 上升到 30%。当前语境下，我国企业的出海，指的也主要是对海外销售网络、生产基地、原材料等要素的直接投资。

图18 中国的海外资产负债情况，万亿美元



资料来源：Wind，东海证券研究所

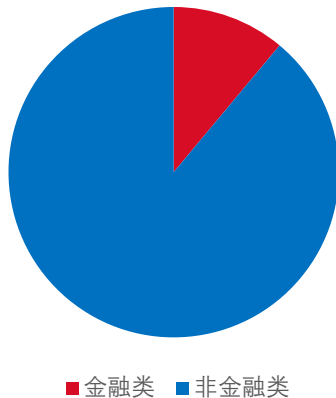
图19 中国海外资产结构，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

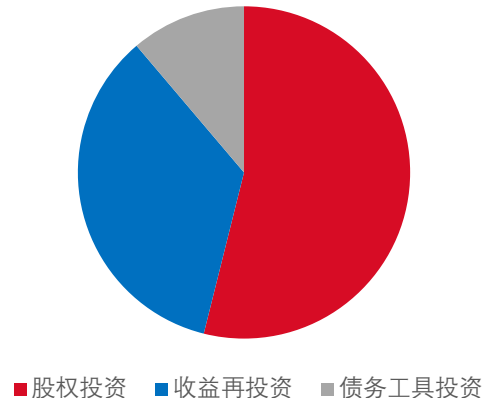
我国对外直接投资主要以股权投资投向非金融类企业。据商务部数据和我们测算，2023 年，我国全行业对外直接投资 1478 亿美元，对外投资存量突破 3 万亿美元。在我国重视实业的对外投资政策取向下，我国对外投资主要投向非金融类企业。截至 2023 年底，我国存量对外投资中，89% 投向非金融类企业，11% 投向金融类企业。我国对外投资主要以股权投资为主。截至 2022 年底，股权投资、收益再投资、债务工具投资分别占我国存量对外投资的 54%、35%、11%。自 1988 年以来，为支持企业在不增加对象国债务负担的情况下出海投资，国家开发银行与境内外金融机构合资设立了中国—东盟中小企业投资基金、中非发展基金、中瑞合作基金等跨国股权投资基金，推升了股权投资在我国对外直接投资中的比重。近年来，随着中国企业境外投资企业的日益成熟，收益再投资的规模上升。2022 年，收益再投资 803.8 亿美元，占当年对外直接投资流量的 49%。

图20 我国对外投资主要投向非金融类企业，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图21 股权投资是我国对外直接投资的主导形式，%

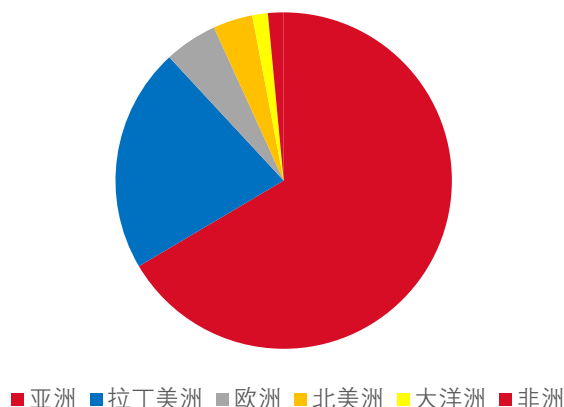


资料来源：Wind，东海证券研究所

中国企业的存量投资主要分布在发展中国家，但除去借道资金的影响后，实际投资可能更侧重于发达国家。截至 2022 年底，中国对外投资存量的 66.5% 分布在亚洲，89.2% 分布在发展中国家。其中在中国香港的投资额最高，占发展中经济体投资存量的 64.7%，东盟 1546.6 亿美元，占 6.3%。香港在中国企业出海的过程中扮演了桥梁作用，历年中国对外投资虽然有一半投向香港，但不是以香港为最终目的地，或利用其金融服务进行套利。中国内地资本流出中的近四成是返程投资，会再次以直接投资的形式回到内地。除香港外，“避税天堂”英属维京群岛和开曼群岛是中国企业对外投资存量第二、第三高的地区，分别占中国对外直接投资存量的 13.3% 和 7.7%，说明北美洲的数据也存在一定水份。

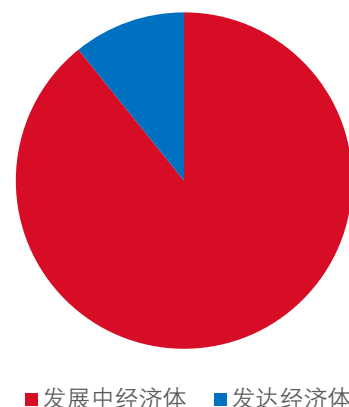
除去香港和避税地外，中国对外直接投资存量排行前 5 的国家是美国（2.9%）、新加坡（2.7%）、澳大利亚（1.3%）、荷兰（1%）、印度尼西亚（0.9%）。除印尼外，前 4 个都是发达国家，虽然其中可能包含了一些直接投资名义下的资本外逃和财富转移，但总的来看，中国目前的存量投资，在除去借道资金后，布局更加侧重于发达国家，而不是数据表面上显示的发展中国家。

图22 2022 年末对外投资存量在各洲的分布情况，%



资料来源：商务部，东海证券研究所

图23 2022 年末中国对经济体直接投资存量构成，%



资料来源：商务部，东海证券研究所

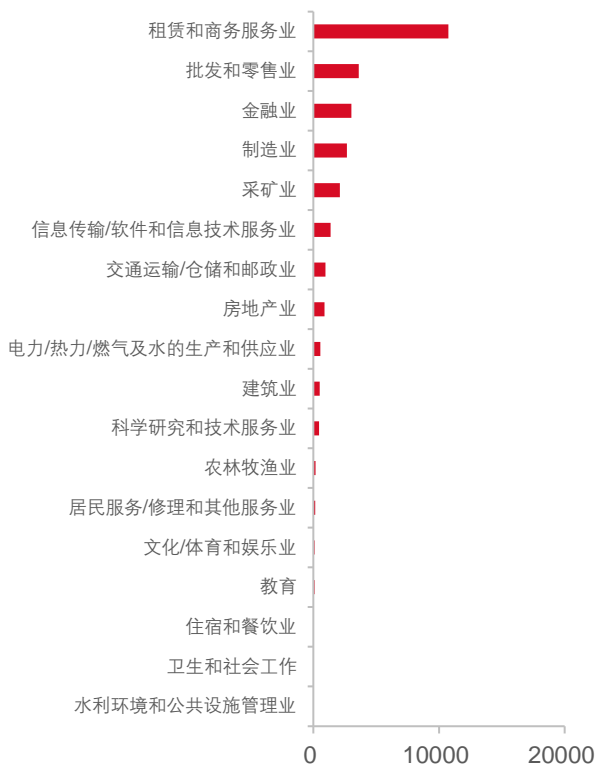
按照投资的行业划分，中国对外投资存量的近八成分布在第三产业，多数属于贸易服务型投资。这类投资主要包括例如进出口代理、批发零售、市场开发与售后服务。其主要投资形式包括两类，租赁和商业服务以及批发零售业。租赁和商业服务，即在海外建立贸易办事处进行接单以及售后，批发零售业主要指在海外建立进出口贸易公司辅助进出口以及进行批

发零售业务。租赁和商务服务业是中国对外投资存量最高的行业，占中国对外投资存量的39%。批发零售业位列第二，占比13%。

生产型投资相对偏少，汽车行业是出海生产的先锋。我国对于境外制造业企业的投资仅有2680亿美元，占直接投资存量的9.7%。汽车制造、计算机、通信及其他电子设备制造、专用设备制造、其他制造、医药制造、非金属矿物制品等领域是出海生产的主体。其中汽车制造业存量631.8亿美元，占制造业投资存量的23.6%。

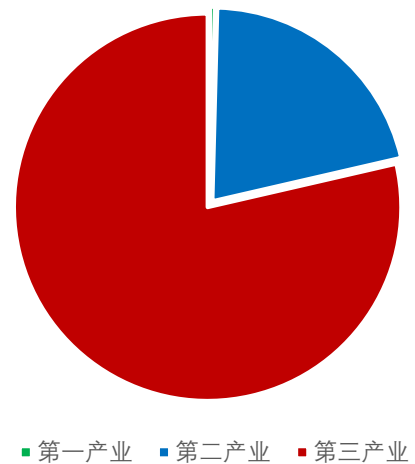
中国的存量投资具有在同一地区高度集中的特征。中国主要投资亚洲和拉丁美洲的租赁和商务服务业、非洲的建筑业和采矿业、欧洲和北美洲的制造业、大洋洲的采矿业。同一地区投资的行业集中度很高。在每个大洲，中国投资的排名前5的行业的总比重都接近80%。

图24 2022年末中国对外直接投资存量行业分布，亿美元



资料来源：商务部，东海证券研究所

图25 2022年末中国对外直接投资存量按三次产业分类构成，%



资料来源：商务部，东海证券研究所

表1 2022年末中国对各洲直接投资存量前五位的行业，亿美元，%

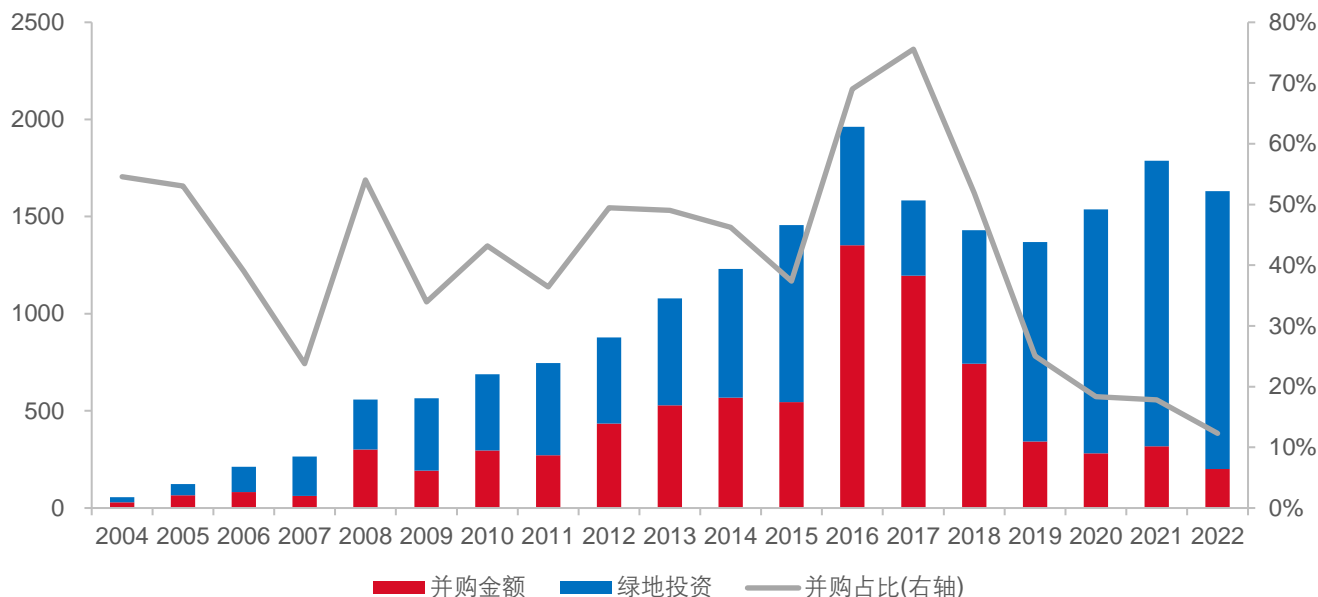
地区	行业	存量 (亿美元)	占比 (%)
亚洲	租赁和商务服务业	7786.1	42.5
	批发和零售业	2728.4	14.9
	金融业	2095.7	11.4
	制造业	1361.3	7.4
	采矿业	1199.2	6.6
	小计	15170.7	82.8
非洲	建筑业	136.2	33.3
	采矿业	97.2	23.8

	制造业	50.6	12.4
	金融业	44	10.7
	租赁和商务服务业	21.6	5.3
	小计	349.6	85.5
欧洲	制造业	479.1	34
	金融业	218.2	15.5
	采矿业	210.1	14.9
	租赁和商务服务业	137.8	9.7
	房地产业	74.8	5.3
	小计	1120	79.4
拉丁美洲	租赁和商务服务业	2637.1	44.2
	信息传输/软件和信息技术服务	836.9	14
	批发和零售业	721.8	12.1
	制造业	477.4	8
	金融业	443.3	7.5
	小计	5116.6	85.8
北美洲	制造业	286.6	27.7
	采矿业	196.7	19
	金融业	196.6	19
	租赁和商务服务业	80.6	7.8
	批发和零售业	72.6	7
	小计	833.1	80.5
大洋洲	采矿业	174.4	42.2
	租赁和商务服务业	74.1	17.9
	金融业	41.2	10
	房地产业	28.4	6.8
	制造业	25	6.1
	小计	343.1	83

资料来源：商务部，东海证券研究所

从出海方式来看，投资并购比重下滑，绿地投资再兴。企业对外直接投资有两种方式：跨国并购和绿地投资。跨国并购是企业收购目标国现存企业的所有或部分股权的直接投资，绿地投资则是新建建厂。2004年-2018年，海外并购是我国企业出海投资的主要形式，在大多数年份的直接投资流量中的占比过半。2018年后，在逆全球化的影响下，我国企业出海并购的交易规模和数量快速下滑。绿地投资，即出海建厂，再次崛起成为企业出海的主要形式。2022年，并购在我国当年新增对外直接投资中的占比仅有12%。

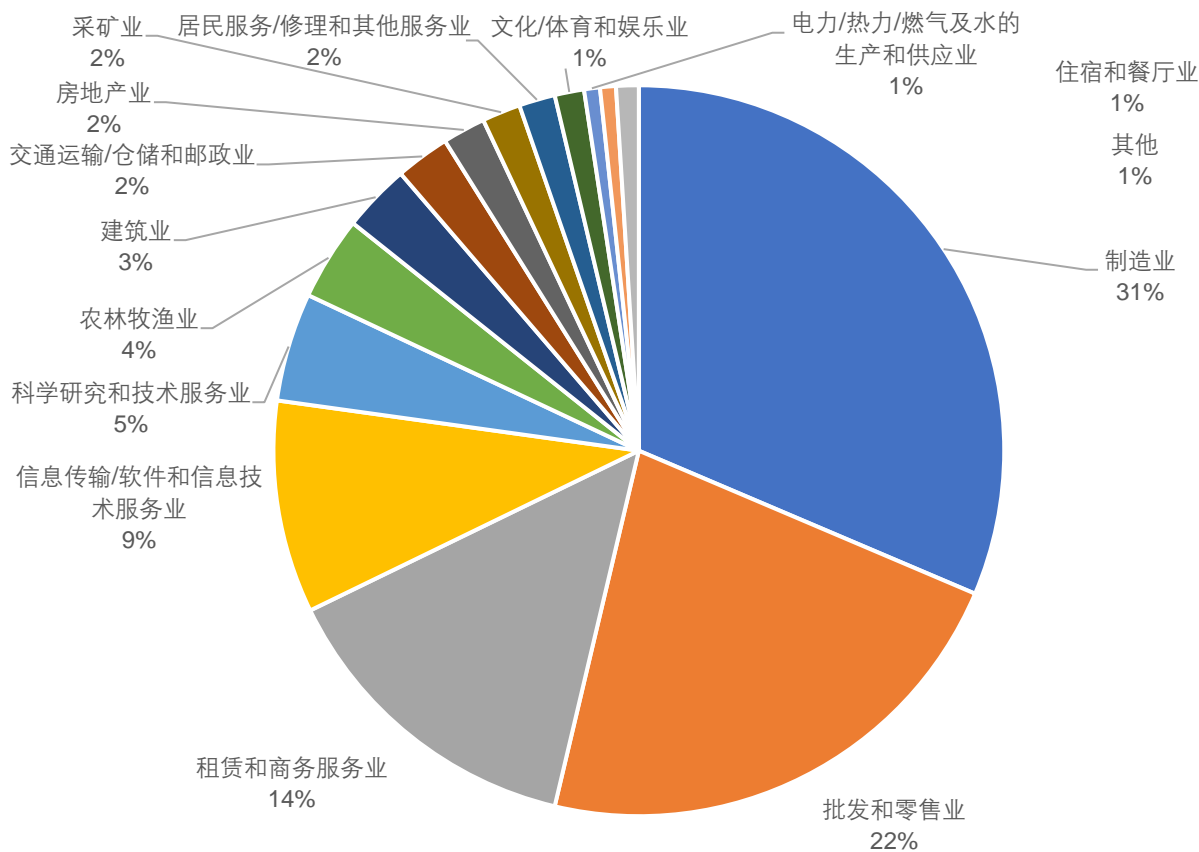
图26 投资并购比重下滑、绿地投资再兴，亿美元，%



资料来源：商务部，东海证券研究所

从出海企业的行业分布来看，制造业出海最为活跃。截至2022年末，我国制造业出海企业的数量达9201家，占出海企业的31%。批发和零售业紧随其后，占出海企业的22%。租赁和商务服务企业占14%，排行第三。

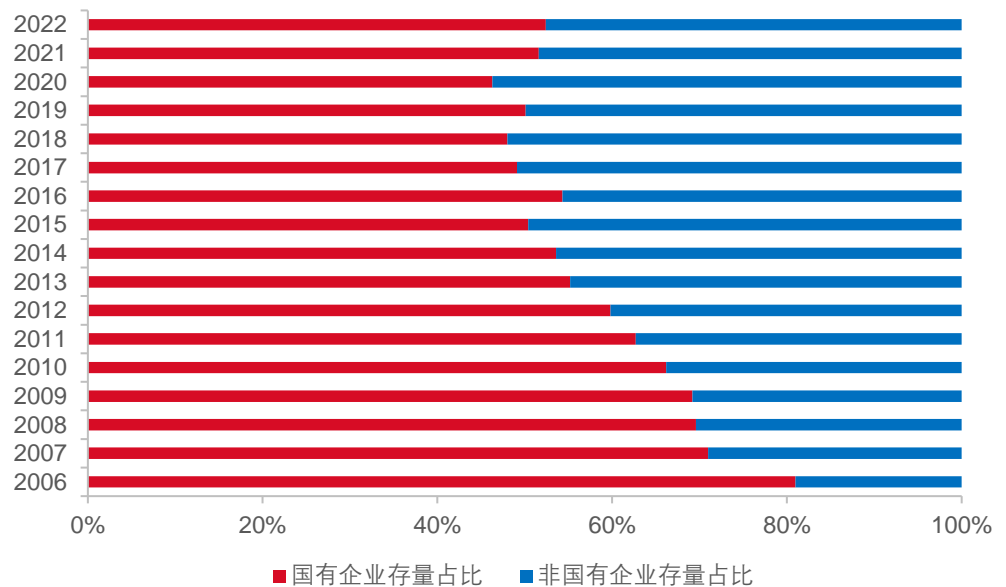
图27 2022年末境内投资者行业构成情况，%



资料来源：商务部，东海证券研究所

私营企业出海数量多但平均规模小，2020年后国有企业投资规模占比重新上升。从企业数量来看，私营企业出海投资最为活跃，占33.6%，但平均投资规模较小。国有企业的数量占比仅有5.6%，但在投资规模存量中的占比过半。中国企业出海投资的发展前期，国有企业是中国企业出海的主体。随着中国改革开放的推进和民营企业的发展，国有企业对外直接投资存量逐步下滑。到2015年时，非国有企业在非金融类对外直接投资存量中的占比已经达到49.6%，与国有企业平分秋色。2020年后，受到疫情和国内政策导向变化的影响，国有企业的占比再次提升。截至2022年末，我国非金融类企业对外直接投资中，约有52.4%是国有企业，47.6%是非国有企业。

图28 2022年末中国对外非金融类直接投资存量按境内投资者注册类型分布情况，%



资料来源：商务部，东海证券研究所

4.2. 中国企业出海特征的解读与分析

结合上面的信息，我们可以对中国企业出海的已有布局和未来趋势做出以下归纳：

- 1) **中国企业出海正迈入成熟期和理性期。**从大趋势看，中国企业出海投资总量的增速自1970年代至今经历了二阶段放缓。增速最快的时期在2004年-2018年之间。**2018年以来，政策倡导有序出海，企业行为也更趋理性。**
- 2) **过往的企业出海以制造业企业在海外设立办事处和销售网络居多。**出海最多的境内企业是制造业企业，但在海外布局最多的并非用于生产的工厂，而是用于进出口代理、批发零售、市场开发与售后服务等业务的平台。**这说明，多数已有海外投资的中国企业采用的依然是国内生产、国外销售的模式。**
- 3) **已有的生产型投资呈现出靠近需求地的特征。**与主观直觉相反，多数已经出海的中国企业并未将生产基地设在发展中国家以获取劳动成本优势，而是将生产布局在更靠近需求地的美国、欧洲、非洲等地。过往的中国企业出海建厂，在目的地选择上主要受需求驱动，更多是出于规避贸易壁垒、节省运输成本的考虑，而非为了获取廉价劳动力。由此推理，这些已经出海建厂的企业更有可能是依靠技术、资源或商

业模式在国际上具有一定竞争力的企业，而非依靠低人力成本才能存活的劳动密集型产业。背后可能的原因是我国“人口红利”的消失和劳动密集型企业的迁才刚开始不久。1970年代至今的中国企业出海，劳动密集型的制造业主要出海设销售网络，出海建厂的反而是具有除了劳动力成本以外优势的制造企业。

- 4) **同一地区投资的行业密集程度高。**在每个大洲，中国企业存量投资的八成都集中在5个行业中。除租赁与商务服务、批发零售、金融业、制造业、采矿业，和以跨境电商出海为代表的信息传输和软件服务业以外，其他行业的存量投资规模截至2022年末都没有超过1000亿美元。这可能是由于国有企业的单个项目资金量大，也说明中国企业在同一地区出海布局的产业链可能不完善，非国有企业的内部竞争压力可能较大。
- 5) **以通过金融监管差异和税收机制套利为动机的出海广泛存在。**国际化渐进理论（也称乌普萨拉模型）认为，企业国际化应遵循“由近至远”的原则，即先进入心理距离较近的国家，待积累了国际化经验之后再进入距离较远的国家。但我国民营企业却倾向于直接“逆向”投资于发达经济体。截至2022年末，我国最大的直接投资存量位于香港、英属维京群岛、开曼群岛等可以帮助企业实现“制度套利”的地区。除去上述的资金中转地，中国企业直接投资存量规模最大的是发达国家。

2020年以来，随着“逆全球化”的加剧，以及“一带一路”战略进入高质量发展阶段，中国企业出海投资又有了两个新趋势：

一是在投资形式上，2004年-2018年主流的并购投资走下历史舞台，而2004年前流行的绿地投资再次兴起。投资并购是一种较为激进的出海模式，有利于绕开国际贸易的制度壁垒，快速打入市场。2004年-2018年，我国企业大规模并购，既有企业希望快速打入国外市场的原因，可能也是因为企业希望借国外的资源、技术与品牌优势，获取国内市场的竞争优势，既是“走出去”，也是“引进来”，出海的首要目的不是换取海外收入，而是增加国内收入。最近几年，逆全球化下，企业并购遇到的制度阻碍在增加，随着对于国内需求的饱和和对国有品牌认可度的上升，“引进来”的动力也在减弱。绿地投资重回主流，可能意味着企业的出海动机正在切换，出海投资和海外收入的相关性将会上升。

二是在投资主体上，2020年后的新增出海投资中，国有企业出海的规模占比再次上升。这一方面是由于政策推动，一方面可能是因为疫情导致非国有企业资金比较紧张，是否会成为往后的长期趋势仍有待观察。目前看来，国企出海方面的增量可能更大。

这两个趋势中可能蕴含着高质量发展下中国企业出海的新机遇。

5. 中国企业出海的未来机遇

5.1. 从美日经验看跨国企业出海的一般进程

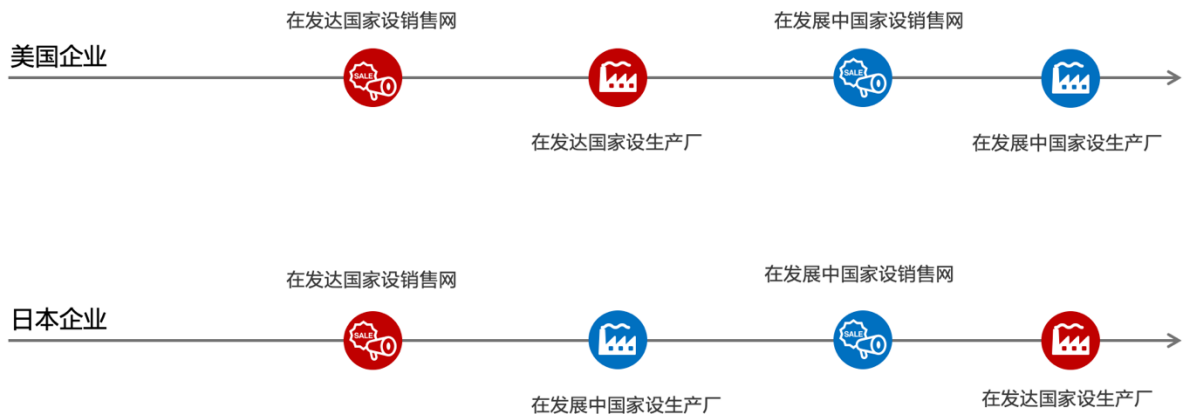
回顾世界各国跨国公司的起步历史，可以把跨国公司按照其开始国际化时竞争格局的不同，将其分为先发展型和后发展型。

早期的欧美跨国公司是先发展型的典型代表。这类企业的国际化有两大特点：一是起步时市场空间较大，当该企业开始跨国经营时，其行业内还没有或很少有跨国公司；二是技术自主，该企业的核心技术基本上是自己发明的，不是依靠引进。

包括日本在内，大部分新兴国家的跨国企业属于后发展型。主要特点一是进入的市场竞争密集，该企业在开始国际化时，其行业的国际市场中已经充满了跨国公司；二是该类企业的核心技术依靠国外引进。

从日本和美国跨国公司发展的经验来看，两类跨国公司发展的进程是有差异的。以美国为代表的先发展型公司，一般遵循“在发达国家设销售网——在发达国家设生产厂——在发展中国家设销售网——在发展中国家设生产厂”的出海顺序，因为这些企业出海时，其行业内国际市场上竞争的压力小，可以先抢占需求更大的发达国家市场，并就近生产。以日本为代表的后发展型公司，由于国际竞争压力较大，一般遵循“在发达国家设销售网——在发展中国家设生产厂——在发展中国家设销售网——在发达国家设生产厂”的特征。跨国发展的初期，后发型企业往往先采用在国内和其他发展中国家生产、在发达国家销售的方式，获取生产成本上的优势。

图29 美日企业跨国发展的一般进程



资料来源：山田荣作《新多国籍企业论》，东海证券研究所

中国的跨国企业大多是后发展型，但也有先发展型。虽然中国企业整体开始出海的时间晚于欧美，也晚于日本，属于后发型企业。然而，新兴产业的崛起为中国企业提供了新的机遇。新兴产业的国际市场竞争尚不充分，这些产业中率先发展起来并走出去的中国企业，实际上属于先发展型。比如说中国的光伏和新能源汽车行业，都存在一些领先崛起并率先出海的企业。这就解释了，目前中国企业在发达国家的生产型投资反而大于销售服务型投资的局面。

5.2. 中国企业出海下一步增量的推演

通过历史规律，我们可以推演出中国企业出海下一步的增量：后发型企业的增量在于去发展中国家的生产厂以降低成本，先发型企业的增量在于去发达设销售网和生产厂。已有生产型投资的企业下一步可以去发展中国家打响“中国品牌”。

后发型企业出海的增量在于降成本。企业出海的意愿和国内市场的大小呈反比，一个国家的国内市场越大，则企业跨国发展的动力越小。大部分的中国企业，即后发型企业，虽然从上世纪 70 年代就已经开始出海，但由于国内市场庞大、与其他发展中国家的人力成本差距较为有限，出海初期扩张国外市场的意愿并不大，更多是在“走出去”的同时“引进来”，获得品牌和资源优势。从其已有的海外投资来看，更偏向于在海外建销售网络，而生产型投资不多。由于产品周期已经过于成熟，在不切换行业的前提下，这些企业很难通过提高产品附加值打开市场，未来出海需要比拼的是成本优势，也就是通过去发展中国家建厂。由于后发型企业占大多数，从数据可以看出，这一进程在过去几年中实际已经开始。可以预见，未来企业出海投资在方式的选择上，绿地投资占比提升的趋势仍将延续。

先发型企业出海的增量在于去发达国家设销售网和生产厂。中国的新兴制造业产业已经开始向国外销售，并在国外设厂。例如，中国的新能源汽车出口已经从单纯的成品车辆出口，扩展到对国外市场的投资建设工厂，进而将整个产业链推广至海外。据人民日报，“2023 年初，宁德时代德国图林根工厂正式启动，这是宁德时代在欧洲建立的第一座电池工厂，该工厂将为宝马、博世、戴姆勒等欧洲汽车制造商提供电池。此外，国轩高科、蜂巢能源等中国电池企业也先后在欧洲布局设厂投产。”在拓展国际市场初期，将厂建在更加靠近终端需求的发达国家和其周边，将更有利于这些企业绕开贸易壁垒、统一生产标准。这些企业可能还将取得一些国内政策支持带来的额外优势。

中国还有一类特殊的企业，他们曾经作为先发型企业率先出海建厂，但后来随着技术的革新，市场形势发生变化，其行业的国际竞争加剧，已有的发达国家布局不再具有竞争优势。内燃机汽车行业就是其中的典型。在中国为数不多的海外生产型投资中，截至 2022 年末，汽车制造业占比达到 23.6%，多分布于发达经济体。由于新能源汽车出海兴起不久，我们可以推测其中多数是内燃机汽车制造业。紧随其后的计算机、通信及其他电子设备制造、专用设备制造等行业可能也属于这一类型。这些企业虽然难以在发达国家继续扩张，但由于其产品的生命周期已经偏成熟，可以去开拓基建尚不完善、市场竞争较小的发展中国家市场，在这些国家铺开销售网络并建厂，打造自有的“中国品牌”。

以下表格列出了中国汽车行业最近几年的海外投资布局。可以看出，属于先发型的新能源汽车行业更倾向于在发达经济体及其近岸设厂，而内燃机汽车行业更倾向于在发展中经济体建厂并建立自有品牌。这可以印证我们以上的推理。

表2 近年来汽车行业出海投资，截至 2023 年底

车企	地区	投产时间	分类	产能规划
比亚迪	泰国	2024	新能源汽车	将采用最先进的右舵汽车技术，年产能约 15 万辆，生产的汽车将投放到泰国本土市场，同时辐射周边东盟国家及其他地区
比亚迪	巴西	2024	新能源汽车	巴西生产基地将由三座工厂组成，其中新能源乘用车整车生产基地产线涵盖纯电动和插电式混动车型，计划年产能达 15 万辆
比亚迪	匈牙利		新能源汽车	未公布，仅有媒体报道
比亚迪	匈牙利	2017	新能源汽车	纯电动大巴工厂，双班年产量为 400 台，产品辐射整个欧洲大陆市场
比亚迪	法国	2018	新能源汽车	纯电动大巴工厂，单班年产量约 200 台
长安	泰国	2025	新能源汽车	将建成涂装、总装、发动机组装、电池组装车间以及相关配套设施，一期设计产能达 10 万辆/年，计划在 2025 年初投产；二期建设投产后长安泰国制造基地总产能将达到 20 万辆/年

广汽埃安	泰国	2024	新能源汽车	设计年产能达 5 万台，分两期建设，预计第一期明年 7 月建成
长城	泰国	2021	新能源汽车	全工艺整车制造工厂，生产新能源汽车，初期规划年产能 8 万辆。已量产欧拉好猫、哈弗 H6 HEV、哈弗 JOLION HEV
长城	巴西	2024	新能源汽车	全工艺整车制造工厂，生产新能源汽车，规划年产能 10 万辆，首款地产车型为混动弹性燃料皮卡
长城	俄罗斯	2019		全工艺整车制造工厂，规划年产能 15 万辆，车型包括哈弗 F7、哈弗 H6、哈弗 H9 等
长城	巴基斯坦	2022		KD 工厂，组装第三代哈弗 H6
长城	马来西亚	2017		KD 工厂，车型包括哈弗 H2 等
长城	厄瓜多尔	2012		KD 工厂，车型包括早期的哈弗 H1、风骏 5，以及今年投产的长城炮等
长城	突尼斯			KD 工厂，车型包括哈弗 H1 等
长城	伊朗	2018		KD 工厂，车型包括哈弗 H2、哈弗 H6 等
长城	保加利亚	2012		KD 工厂，车型包括哈弗 H6、风骏皮卡等
奇瑞	越南	2025		年产能 20 万辆，生产奇瑞欧萌达和 JAECOO 品牌车型。将分三个阶段建设，第一阶段计划在 2025 年第四季度投入使用；第二阶段投资约 2 亿美元，目标在 2031-2033 年间完成；最后一个阶段的投资约为 3.8 亿美元，将于 2034-2035 年完成
奇瑞	巴西	2014		一期建成双班 5 万辆的年产能，二期建成三班 15 万辆的年产能，车型包括瑞虎 1、瑞虎 3、瑞虎 5 等
奇瑞	阿根廷	2030		年产能 10 万辆
奇瑞	印度尼西亚	2024	新能源汽车	将投产 OMODA 5 EV
奇瑞	马来西亚	2008		KD 工厂，与马来西亚 ALADO 合作，年产能 3 万辆，车型包括东方之子 CROSS 等
奇瑞	泰国	2024	新能源汽车	将分为三个阶段，第一阶段为 2024-2025 年，电动汽车年产能约为 1.8 万辆
奇瑞	俄罗斯	2001		图拉工厂年产能 15 万辆；卡玛斯工厂年产能 15 万辆，生产瑞虎系列 SUV
奇瑞	土耳其	2009		与土耳其 Mermerler Otomotive 合作，年产能 10 万辆
奇瑞	乌克兰	2006		KD 工厂，与乌克兰 UAC、ZAZ 等合作，车型包括奇瑞 A13 等
奇瑞	伊朗	2004		KD 工厂，与伊朗 SKT、MVM 等合作，年产能 6 万辆
奇瑞	埃及	2005		KD 工厂，与埃及 DME 合作，年产能 3.5 万辆，车型包括奇瑞 A5 等
奇瑞	南非			生产艾瑞泽系列轿车、瑞虎系列 SUV
奇瑞	委内瑞拉	2011		车型包括 Arauca、Orinoco 等
哪吒汽车	泰国	2024	新能源汽车	将成为哪吒汽车打造右舵电动汽车、出口东盟的主要制造基地，年产能 2 万辆
上汽通用五菱	印度尼西亚	2017		整车制造基地，生产五菱 Confero 等车型
上汽	欧洲		新能源汽车	已公布，但未确定选址

上汽	泰国	2017	整车制造基地，与正大合作，生产 MG 品牌汽车
上汽	印度	2019	整车制造基地，生产 MG 品牌汽车
上汽	巴基斯坦	2021	KD 工厂，生产 MG 品牌汽车

资料来源：公开数据整理，东海证券研究所

由此，我们可以总结出一个自上而下地在资本市场中寻找具有出海增量的企业的办法：首先判断企业所处的行业属于哪一类型，然后再根据其行业特征判断其出海策略是否能带来竞争优势。对于后发型企业，关键在于海外投资是否带来实际上的成本优势；对于先发型企业，关键在于是否有效拓展发达国家市场、绕开贸易壁垒；对于已有海外生产布局的“前”先发型企业，关键在于是否及时向开拓发展中经济体市场转型。此外，国有企业具有资金和政策上的天然优势，在“一带一路”的高质量发展阶段，对外直接投资中国企业占比提升的趋势可能仍将持续，国企出海或将长期向好。看好国内出口高端化，以及具有海外成本、资源优势的标的。

6.风险提示

市场竞争风险：中国企业出海可能面临激烈的国际市场竞争。后发展型企业在进入已由其他跨国公司占据的市场时，需要面对成熟的竞争对手和品牌，这可能限制它们在国际市场上的成长和市场份额扩展。

政策和法律风险：政策变化可能影响企业的国际战略和操作。中国企业在海外进行直接投资时，必须适应和遵守当地的法律和政策，这包括但不限于贸易壁垒、税收规定和劳动法。政策的不确定性和复杂性可能增加运营成本和合规风险。

依赖单一市场的风险：过度依赖某个单一国家或市场可能导致中国企业面临较高的经济和政治风险。特别是在地缘政治紧张或经济不稳定的区域，任何负面事件都可能影响到企业的海外业务和收益，因此，企业需要多元化市场以分散风险。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089