

【策略专题】

传统周期行业的出清特征

——产能出清系列 1

❖ 产能周期：不同原因下形成的产能过剩

理论框架：产能周期由供需格局变化导致，一般可分为四个阶段。

第一阶段，行业景气度上升，供不应求，价格持续上行。第二阶段，需求萎缩或产能大幅扩张导致供过于求，价格下跌，产能过剩压力开始体现。第三阶段，供需矛盾恶化，行业大面积亏损，企业减产出清产能。第四阶段，出清尾声需求回暖&行业格局重塑。

产能过剩均由于供需格局的变化引起，但形成产出缺口的原因却不尽相同，我们总结为两大类：需求快速下行导致供过于求；供给快速膨胀导致供过于求。

1、需求下行导致供过于求主要集中于经济强相关的传统行业，如钢铁、煤炭、工业金属等。这些行业供给相对稳定或一定程度受政策约束，因此通常不会出现大幅扩张产能的情况。行业出现产能过剩大多由于需求快速萎缩，通常都伴随经济周期下行。

2、供给扩张导致供过于求主要集中在成长型的科技制造行业，如光伏、新能源、面板等。这些行业在成长初期由于景气度快速上行，行业毛利率快速扩张，赚钱效应明显，存量企业大幅扩张产能，新玩家也会大幅涌入该赛道，造成供给端快速膨胀，相比于需求的萎缩，供给是造成该类行业产能过剩的主要原因，甚至部分行业在需求仍处上行阶段时就已出现产能过剩情况。

❖ 产能出清过程中的财务指标刻画——理论模型

传统周期行业产能出清过程中需求侧指标更重要，毛利率、营收、盈利能力的变化是判断出清的关键信号，可以划分为四个阶段：

出现产能过剩，价格下跌，毛利率、营收增速下滑；

产能过剩加剧，赚钱效应减弱，企业扩产放缓，Capex 增速下行；

产能出清白热化，价格跌至成本线以下，毛利率降至历史低点，营收增速转负，行业层面出现亏损；

产能出清尾声，需求侧指标回暖，行业扭亏为盈。

❖ 产能出清的信号——周期行业复盘

复盘传统周期行业历史上典型的产能出清过程，用财务数据实证分析传统周期行业产能出清的特征。

钢铁：2008/6-2009/4：毛利率见底与产能出清同步，盈利改善略滞后；2011/9-2015/12：毛利率&营收增速见底与产能出清同步，供给侧 capex 增速对判断出清无效。

煤炭：2011/12-2016/1：毛利率与产能出清同步见底，行业扭亏为盈&ROE 触底反弹是出清信号。

铜：2008/3-2008/12：毛利率触底反弹是出清信号，盈利拐点同步指标，营收滞后一个季度；2011/8-2015/12：毛利率触底与产能出清同步，营收增速领先一个季度，盈利拐点略滞后。

化工：2012/9-2016/1：营收增速触底反弹是出清信号，毛利率受阶段性政策影响提前反弹，盈利拐点同样领先出清时点；2018/9-2020/4：毛利率&营收增速同步触底，且与出清底部时间一致，行业扭亏为盈同样为出清信号。

结果显示需求侧指标的改善是出清结束的关键信号，出清底部呈现以下特征：毛利率降至历史低位，营收增速转负，行业层面出现亏损。出清结束通常伴随产品价格回升，毛利率和营收增速触底反弹，行业层面扭亏为盈，ROE 触底回升。

股价表现：对于传统周期行业，出清结束不代表股价开启超额收益，核心在于需求恢复的力度和价格反弹的弹性，指标来看，价格（毛利率）触底和行业层面盈利改善或为布局信号。

❖ 政策：产能出清提前，刺激需求通常强于加速去供给，左侧布局信号

政策会将出清底部的时点提前，若出清过程中观察到需求侧强刺激，往往可以提前左侧布局，而去供给政策虽然可以加速产能去化，但对股价影响通常不及需求侧。

❖ 风险提示：宏观经济复苏不及预期；历史经验不代表未来。

华创证券研究所

证券分析师：姚佩

邮箱：yaopei@hcyjs.com

执业编号：S0360522120004

证券分析师：丁炎晨

邮箱：dingyanchen@hcyjs.com

执业编号：S0360523070005

相关研究报告

《【华创策略】1929 大萧条与债务通缩模型——再通胀系列 1》

2024-02-16

《【华创策略】红利背后的自由现金流资产——自由现金流资产系列二》

2024-01-30

《【华创策略】四类基金画像：短跑、长跑、头部、调仓——23Q4 基金季报专题研究》

2024-01-23

《【华创策略】美国补库：24 年中国出口新机遇》

2024-01-23

《【华创策略】补库存：结构胜总量——2024 年度策略关键词 3》

2023-12-15

目 录

一、产能周期：不同原因下形成的产能过剩.....	4
二、产能出清过程中的财务指标刻画——理论模型	6
三、产能出清的信号——周期行业复盘.....	7
（一）出清的基本面特征：毛利率&营收触底，扭亏为盈	7
（二）股价表现：出清结束不代表股价反弹，行业扭亏为盈或为布局时点.....	14
四、政策：产能出清提前，刺激需求强于加速去供给，左侧布局信号	18

图表目录

图表 1	供需变化下，产能周期的理论模型	5
图表 2	形成产能过剩的不同原因：需求萎缩 or 供给膨胀（相对影响）	6
图表 3	经济强相关的周期行业（产能过剩主要由需求变化导致）产能出清特征推演..	7
图表 4	钢铁行业产能周期	8
图表 5	钢铁行业产能出清过程中毛利率触底、营收增速转负	9
图表 6	钢铁行业产能出清过程中出现亏损，ROE 触底，拐点滞后产能出清一个季度.	9
图表 7	煤炭行业产能周期	10
图表 8	煤炭行业产能出清过程中毛利率触底与产能出清时间一致	10
图表 9	煤炭行业出清结束对应行业扭亏为盈&ROE 触底回升	11
图表 10	铜行业产能周期	11
图表 11	铜行业产能出清过程中毛利率触底反弹是出清的重要信号	12
图表 12	铜行业产能出清过程中盈利拐点略滞后于产能周期拐点	12
图表 13	化工行业产能周期	13
图表 14	化工行业产能出清过程中营收增速和毛利率触底回升是出清完成的重要信号	13
图表 15	化工行业产能出清过程中盈利改善是出清完成的重要信号	14
图表 16	钢铁行业 08 年后无显著超额收益，即使在产能出清后	15
图表 17	钢铁行业盈利能力改善对应股价阶段性收获超额收益	15
图表 18	煤炭行业 15/12 产能出清后持续跑出超额收益	16
图表 19	煤炭行业盈利能力改善对应股价收获超额收益	16
图表 20	铜行业 10 年后超额收益不显著	17
图表 21	政策催化下铜行业股价启动或领先于基本面数据改善	17
图表 22	化工行业产能出清后股价反弹，毛利率是重要指标	18
图表 23	化工行业盈利拐点对应超额收益启动时点	18
图表 24	刺激需求&去供给政策均可加速产能出清	19
图表 25	股价对需求侧政策更敏感	19

核心结论:

- 1、产能周期由供需格局变化导致,形成产出缺口的原因不尽相同,我们总结为两类:
 - ① 需求快速下行导致供过于求: 主要集中于经济强相关的传统行业, 如钢铁、煤炭、工业金属等。
 - ② 供给快速膨胀导致供过于求: 主要集中在成长型的科技制造行业, 如光伏、新能源、面板等。
- 2、传统周期行业产能出清过程中需求侧指标更重要, 毛利率、营收、盈利能力的变化是判断出清的关键信号, 可以划分为四个阶段:
 - ① 出现产能过剩, 价格下跌, 毛利率、营收增速下滑;
 - ② 产能过剩加剧, 赚钱效应减弱, 企业扩产放缓, Capex 增速下行;
 - ③ 产能出清白热化, 价格跌至成本线以下, 毛利率降至历史低点, 营收增速转负, 行业层面出现亏损;
 - ④ 产能出清尾声, 需求侧指标回暖, 行业扭亏为盈。
- 3、需求侧的改善是传统周期行业出清结束的关键信号: 产品价格回升, 毛利率和营收增速触底反弹, 行业层面扭亏为盈, ROE 触底回升。
- 4、股价表现: 对于传统周期行业, 出清结束不代表股价开启超额收益, 核心在于需求恢复的力度和价格反弹的弹性, 指标来看, 价格(毛利率)触底和行业层面盈利改善或为布局信号。
- 5、政策会将出清底部的时点提前, 若出清过程中观察到需求侧强刺激, 往往可以提前左侧布局, 而去供给政策虽然可以加速产能去化, 但对股价影响通常不及需求侧。

一、产能周期: 不同原因下形成的产能过剩

理论框架: 产能周期由供需格局变化导致, 一般可分为四个阶段。

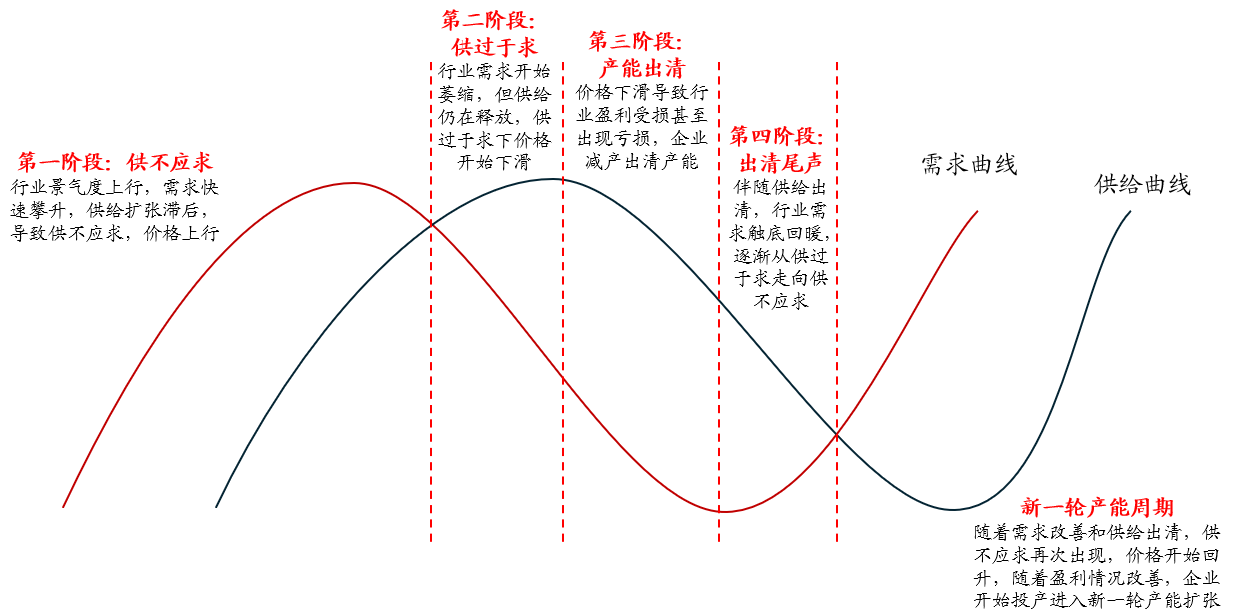
第一阶段, 行业景气度上升, 供不应求, 价格持续上行。 由于需求持续上行, 行业供不应求, 产品价格不断走高, 企业毛利率扩张, 盈利能力持续走强。经营收益远高于融资成本, 赚钱效应及政策扶持之下, 企业开始加杠杆新建产能, 新玩家也涌入赛道。

第二阶段, 需求萎缩或产能大幅扩张导致供过于求, 价格下跌, 产能过剩压力开始体现。 随着行业新增产能集中释放, 以及需求触顶回落, 行业的供需关系发生改变。产品价格开始下跌, 毛利率下滑, 但整体仍能维持盈利, 因此供给端仍在扩张产能。

第三阶段, 供需矛盾恶化, 行业大面积亏损, 企业减产出清产能。 随着需求持续下行, 供需格局进一步恶化, 价格不断下跌至成本线以下, 行业开始出现大面积亏损, 企业主动减产或政策约束限产, 破产案例开始出现, 供给端产能持续去化。

第四阶段, 出清尾声需求回暖&行业格局重塑。 行业内破产、重组增多, 行业集中度提升, 且产能出清成效显著, 供给紧平衡下需求企稳, 产品价格筑底回升。随着需求改善以及供给持续去化, 供需再次回到供不应求阶段, 开启新一轮产能周期。

图表 1 供需变化下，产能周期的理论模型



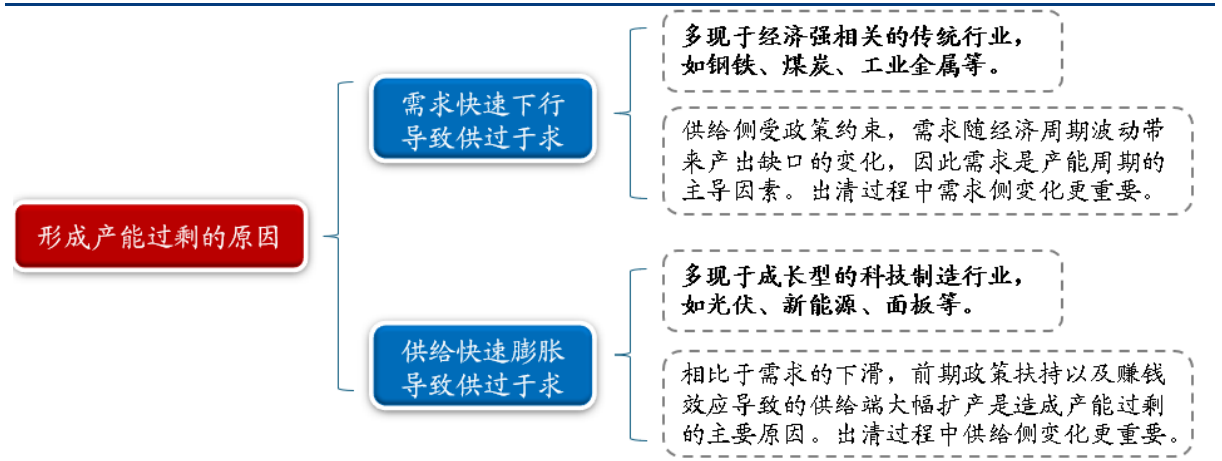
资料来源：Wind，华创证券

虽然产能过剩均由于供需格局的变化引起，但形成产出缺口的原因却不尽相同，我们总结为两大类：1、需求快速下行导致供过于求；2、供给快速膨胀导致供过于求。值得一提的是，产能周期的整体框架依然遵循图 1 的阐述，这里的分类只是依据形成产能过剩过程中供给或需求的相对影响划分。

1、需求下行导致供过于求主要集中于经济强相关的传统行业，如钢铁、煤炭、工业金属等。这些行业供给相对稳定或一定程度受政策约束，因此通常不会出现大幅扩张产能的情况。且由于行业相对成熟，行业格局较为稳固，新进企业不多。行业出现产能过剩大多由于需求快速萎缩，通常都伴随经济周期下行，典型如 08 年次贷危机、12 年经济增速换挡、18 年贸易摩擦等等。需求变化是产能周期的主导因素，因此在产能出清过程中需求侧指标的变化更为重要。

2、供给扩张导致供过于求主要集中在成长型的科技制造行业，如光伏、新能源、面板等。这些行业在成长初期由于景气度快速上行，行业毛利率快速扩张，赚钱效应明显。且政策扶持力度大，通常会针对相关企业给予财政补贴以及优惠的税收政策，在企业进行融资时也会提供信贷方面的支持。在这样的背景下，存量企业大幅扩张产能，新玩家也会大幅涌入该赛道，造成供给端快速膨胀，相比于需求的萎缩，供给是造成该类行业产能过剩的主要原因，甚至部分行业在需求仍处上行阶段时就已出现产能过剩情况。在产能出清过程中供给侧指标的变化更为重要，包括资本支出放缓以及中小企业的退出。

图表 2 形成产能过剩的不同原因：需求萎缩 or 供给膨胀（相对影响）



资料来源：Wind，华创证券

二、产能出清过程中的财务指标刻画——理论模型

根据产能周期形成的原因，我们将产能出清分为两类行业：1、经济强相关的传统周期行业，其产能过剩主要由需求变化导致；2、成长型的科技制造行业，其产能过剩大多由供给膨胀引起。本文我们主要针对前者产能出清过程中的特征分析讨论，成长型的科技制造行业我们将在《产能出清系列》后续报告中阐述。

传统周期行业产能出清过程中需求侧指标更重要，毛利率、营收、盈利能力的变化是判断出清的关键信号。按照需求、供给、盈利三类财务指标的变化特征，产能出清的过程可以从出现产能过剩，到出清结束划分为以下四个环节：

1、出现产能过剩，价格下跌，毛利率、营收增速下滑。伴随经济周期下行，传统周期行业面临需求的快速萎缩，引发行业供过于求，产品价格出现下跌，由此导致企业毛利率下滑，营收增速下行，但此时由于仍能维持盈利，因此供给端并未发生显著变化，Capex 增速尚未出现下降。

2、产能过剩加剧，赚钱效应减弱，企业扩产放缓，Capex 增速下行。由于需求的进一步下滑，产品价格持续下行导致赚钱效应减弱，供给侧产能扩张放缓，企业资本支出减弱，Capex 增速开始下行。

3、产能出清白热化，价格跌至成本线以下，毛利率降至历史低点，营收增速转负，行业层面出现亏损。随着产能过剩的情况愈演愈烈，产品价格持续下跌至成本线以下，行业需求侧指标不断恶化，毛利率降至历史低点，营收增速转负，同时企业盈利能力大幅下滑，行业层面出现亏损，ROE 触及历史低点。同时供给侧出清也进入白热化，行业 Capex 增速转负，部分中小企业破产退出（主要出现在轻资产行业，重资产行业通常会支撑更长时间的亏损）。

4、产能出清尾声，需求侧指标回暖，行业扭亏为盈。需求侧指标的变化通常是传统周期行业判断出清底部的重要信号，包括价格企稳回升，毛利率和营收增速触底反弹，以及行业层面扭亏为盈，ROE 触底改善。相比之下供给侧指标通常有所滞后，Capex 持续负增，拐点滞后于需求侧变化。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/336242232034010110>