

产能周期：去金融化下的挑战与机遇

➤ **制造业产能格局的刻画框架：产能现状 VS 潜在供给。**近两年来中国逐渐进入债务周期下行期，宏观经济结构“脱需向实”不断深化，依赖于制造业与出口带动的经济增长模式下，内外需求均不再集中于国内某些特定的宏观主线与海外少数发达国家的驱动，而变得更为离散化与扁平化，导致宏观总量需求可预测性大幅下降，且波动率显著抬升。相较之下，当前供给侧的产能压力正在探底，部分板块的供给格局也同样实现边际优化，这为我们筛选未来三到五年中期维度下的投资主线提供思路：即去寻找当下产能逐渐完成出清，而未来需求修复后业绩更具弹性的板块，**由于本轮产能风险更多集中于中游制造业**，因此其将是我们的重点关注的领域。在产能周期的具体刻画上，我们将其分为未来产能新增压力与产能使用现状两个视角，分别表征潜在的产能风险与当前的资产盈利能力与效率。对于制造业而言，产能新增压力于 2022 年见顶，若无重大扰动，从资本支出到形成产能的时滞来看，**本轮制造业产能扩张或将于 2024 年实现见顶回落**。相较之下产能运行现状指数于 2021 年见顶，当前处于历史中枢以下位置，**相较极低点（2005 年、2009 年与 2015 年）尚有一定距离**。从制造业板块内部来看，当前供需格局相对良好的板块大多集中于传统制造行业，而绝大部分高端制造板块都处于产能使用现状寻底而产能逐渐出清的阶段。

➤ **更广泛视角下的供给侧再审视之一：新兴行业产能周期的核心扰动：技术创新与政策引导。**在产能周期实际运行的过程中，时常会发生并未运行至底部完成出清便又重新开启新一轮扩张周期的现象，这种情况在新兴产业中十分常见，其背后主要为政策与技术创新的影响。**当行业本身存在着技术路径的不确定，政策扶持也并不会轻易退出时，行业产能周期的运行规律也将变得高度不确定**，尤其对于本轮产能过剩压力较大的高端制造产业而言（当前研发投入力度偏高，政策周期仍在向上，且整体现金流状况依然相对良好）。从历史表现来看，**当新兴产业阶段性陷入产能过剩，单纯针对供给侧约束的政策出台似乎并不足以扭转市场的预期，需求端的进一步扩张与具备更高效率或更低成本的新技术或创新展现出优势后开启新一轮的渗透与洗牌周期，往往才是新兴产业股价与业绩走出产能困境的核心驱动**。当前基本面视角的好消息是：截至 2023 年末，整体口径下高端制造产能周期产能使用现状与新增产能压力均下滑至历史中枢水平以下，这是 2010 年以来的首次，这或许意味着板块已进入底部区间。

➤ **更广泛视角下的供给侧再审视之二：传统行业需求的稳定使得其供给侧的重要性相较新兴产业更为重要。**而具体供给侧的壁垒来源于：（1）外部资本无法进入或需要付出高额代价，行业资本开支高峰期一旦过后，因各种原因往往会导致其供给侧约束瓶颈较强，新增产能压力始终处于低位，如**具备行政或资源禀赋等的垄断（如动力煤、铝、火电、航运港口等）；因环保要求、内部过剩等原因存在供给侧的政策约束（如磷化工、水泥、钢铁等）以及产业步入产业成熟期，缺乏大规模资本开支意愿（如商用车）**。（2）板块经过长时间的市场化竞争后，核心技术与商业模式的成熟使得外部企业即使进入也缺乏颠覆现有格局的竞争力，高集中度下龙头企业具备较高的竞争壁垒，并以此获得超出板块与市场整体的超额回报。从我们筛选框架的结果来看，**大多集中于中下游消费板块（如家电、食品饮料等）与制造业部分细分环节（如钛白粉、特种纸等），当然在此部分也需要留意其竞争壁垒是否高依赖于过去金融化的宏观环境**。

➤ **产能周期视角，“2×2”四维度下投资机遇与“预备役”：**在中国需求结构发生变化与更广泛的制造业参与全球竞争过程中，**传统行业的结构性产能过剩现象是正常且普遍的，其投资核心是：**第一，判断产能是否具备稀缺性，上游与基础设施等垄断性行业正好符合该特征，推荐**资源、电力（火电、水电）、运输（铁路、航运）等**，重估空间依然广阔；第二，具备全球化竞争优势，供给格局正在优化同时产能使用现状边际改善的板块，建议关注**家电、农化制品、商用车等**。**对于高端制造而言，如果大规模需求扩张与颠覆性技术创新均未发生，投资核心或是：**第一，政府补助相对较少，技术创新活跃度相对较低，产业出清的节奏与传统行业类似，且当前产能周期见底回升，关注**航海装备与消费电子**；第二，内部竞争格局分化，无论未来产能周期向何方演绎，龙头企业的产业领导地位似乎较难被颠覆，关注**生物制品、化学制药、电网设备等**。

目录

- 1 当前产能格局面面观.....4
 - 1.1 与过去不同，本轮工业系统的产能压力更多来自于中游制造业 4
 - 1.2 产能周期的刻画框架：产能现状 VS 潜在供给 5
- 2 更广泛视角下的供给侧再审视..... 12
 - 2.1 新兴行业产能周期的核心扰动：技术创新+政策引导.....12
 - 2.2 传统行业供给周期的平抑与终局21
- 3 “2×2” 四维度下投资机遇与“预备役” 24

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/876212111012010225>