策略周报 股票投资策略简报

我们处在资本开支周期的哪个阶段

基本结论

- **主动补库存推动产能利用率持续提升，当前国内工业产能利用率处在历史新高，叠加需求持续走强，我们正处在新的产能扩张周期当中。**随着去年下半年企业开始主动补库存，工业企业产能利用率也开始明显回升，去年年底工业企业产能利用率高达 78%，创历史新高。产能利用率处在高位，叠加需求持续走强，我们认为这或将驱动企业加大资本开支，扩张新的产能。从挖掘机销量和挖掘机开工小时数的数据来看，今年以来无论是销量增速还是开工小时数同比增速均明显超出低基数解释范围，需求持续走强或超市场预期。对于制造业企业资本开支来说，中国从日本进口的机床增速持续提升，美国资本品新订单同样持续走高，中美企业资本开支意愿均有明显上升。

- **在一个完整的资本开支周期中，资本开支和供给以及价格形成反馈链条：资本开支减少（增加）→供给下降（增加）→价格上行（下行）→资本开支增加（下降）。**资本开支周期分析中更加突出了供给端的因素，但并不是完全忽视需求端因素，因为资本开支的增加与减少和需求是息息相关的，相对强劲的需求是企业资本开支意愿增强的前提，需求支撑下企业内部现金流改善是资本开支早期资金的重要来源。

- **当前我们正处在资本开支扩张周期的第一阶段向第二阶段过渡的阶段。**把资本开支扩张周期划分成三个阶段：1）第一阶段：过去资本开支不足导致供需错配，价格上行；2）第二阶段：企业资本开支增加加大对资本品需求；3）第三阶段：产能扩张带来供给增加，驱动价格下行。相应的，在第一阶段，市场交易的核心逻辑是供需错配下的涨价。第二阶段，市场更为关注资本开支扩张带来中游资本品的需求增加。第三阶段，产能扩张后期，价格普跌和资本开支意愿下降，相关产业链景气下行。站在当前时点，一方面，2018 年以来资本开支下行持续了 2-3 年，当前供需错配矛盾日益突出。另一方面，需求加速复苏以及价格上行驱动企业加大资本开支。在资本开支扩张周期的第一阶段向第二阶段过渡的阶段，同时关注涨价的持续性以及中游资本品的景气周期。

- **短期市场存在二次探底潜在风险（金融数据及海外风险等），市场二次探底后或迎来明显反弹，核心驱动因素或来自全球经济共振复苏。中期市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。央行政策的核心因素仍是经济增长和防风险的微妙平衡。总体而言，我们货币政策由松趋紧的方向确定性较高，而收紧的力度多大仍有待持续观察。从业绩来看，今年 A 股企业业绩增速明显回升，我们预计今年非金融上市公司业绩增速或达 29%左右。从历史来看，在高业绩增长的背景下 A 股市场基本不会呈现单边熊市的情形。

- **行业配置：“低估值、困境反转、顺周期涨价、中游资本品、地产竣工链”。**1）低估值：银行、保险等：估值修复叠加受益于利率曲线陡峭化；2）困境反转：航空、机场、酒店、旅游等。行业最坏的阶段已经过去；3）顺周期涨价：化工、有色、造纸、玻璃等。在需求扩张的背景下，产能利用率维持高位，过去几年资本开支不足，短时间内产能扩张不足；4）中游资本品：机械等。受益于资本开支扩张带来行业景气上行；5）地产竣工链：家具、消费建材等。中美地产竣工高景气延续。

- **风险提示：**经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

内容目录

一、从库存回补到产能扩张 3
二、我们处在资本开支周期的哪个阶段 4
三、市场观点：重视近期业绩，估值分化继续收敛 5
四、行业配置："低估值、困境反转、顺周期涨价、中游资本品、地产竣工链" 6
重要事件前瞻 6

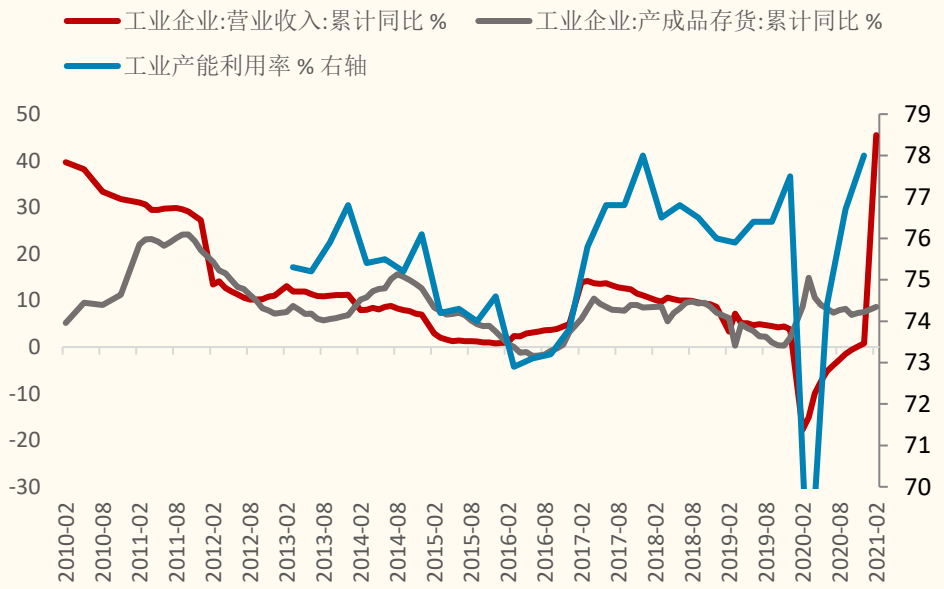
图表目录

图表 1：工业企业库存和收入增速以及工业产能利用率 3
图表 2：挖掘机销量增速及小松挖掘机开机小时数同比增速 4
图表 3：中国进口机床、美国资本品新订单同比增速 4
图表 4：资本开支周期 5
图表 5：重要事件前瞻 7

一、从库存回补到产能扩张

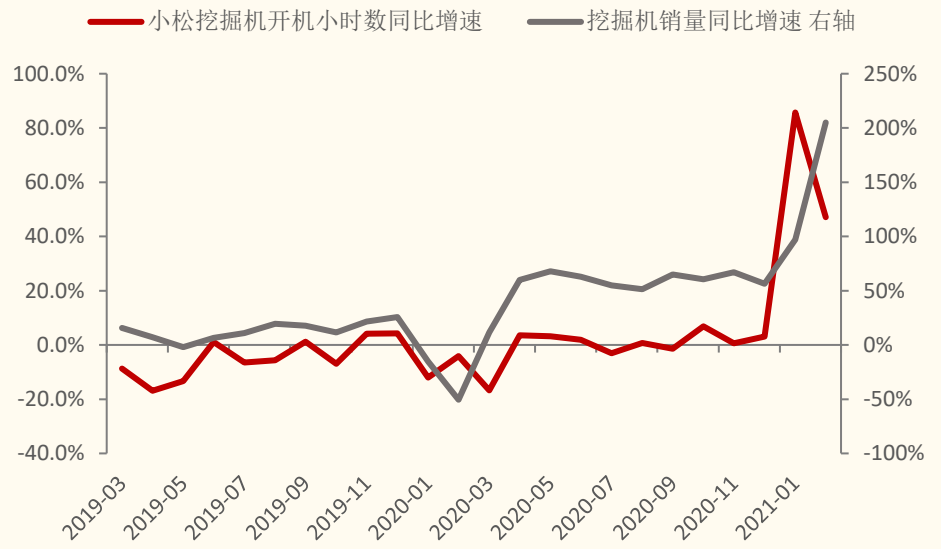
- **主动补库存推动产能利用率持续提升，当前国内工业产能利用率处在历史新高，叠加需求持续走强，我们正处在新的产能扩张周期当中。**随着去年下半年企业开始主动补库存，工业企业产能利用率也开始明显回升，去年年底工业企业产能利用率高达 78%，创历史新高。产能利用率处在高位，叠加需求持续走强，我们认为这或将驱动企业加大资本开支，扩张新的产能。从挖掘机销量和挖掘机开工小时数的数据来看，今年以来无论是销量增速还是开工小时数同比增速均明显超出低基数解释范围，需求持续走强或超市场预期。
- **对于制造业企业资本开支来说，中国和美国企业资本开支在同步扩张。**我们以中国进口的机床规模增速以及美国制造业非国防飞机资本品新订单分别作为中美两国资本开支的高频同步指标，这两个指标历史上也呈现出趋势的趋同。自去年疫情以来，中国从日本进口的机床增速持续提升，美国资本品新订单同样持续走高，这意味着中美企业资本开支意愿均有明显上升。

图表 1：工业企业库存和收入增速以及工业产能利用率



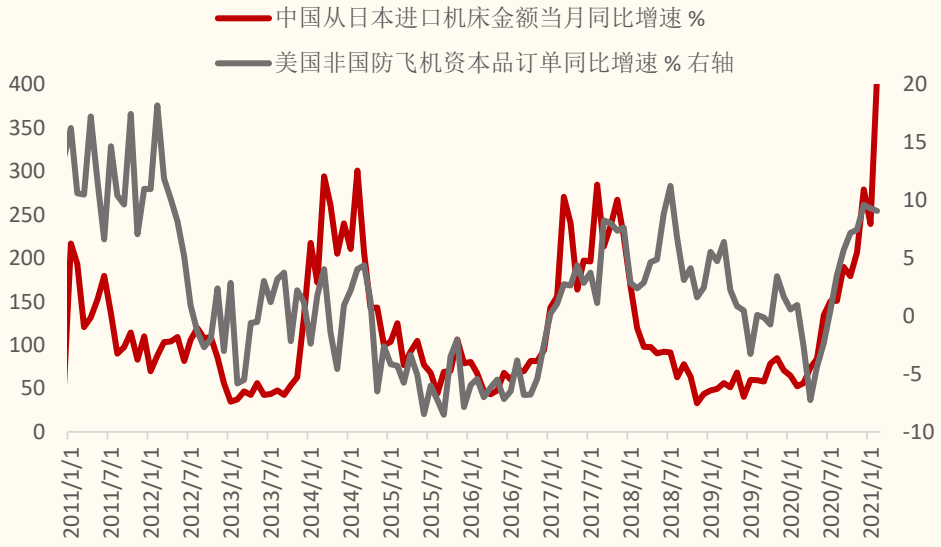
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：挖掘机销量增速及小松挖掘机开机小时数同比增速



来源：小松官网、Wind、国金证券研究所

图表 3：中国进口机床、美国资本品新订单同比增速



来源：日本工作机械工业会、FRED、国金证券研究所

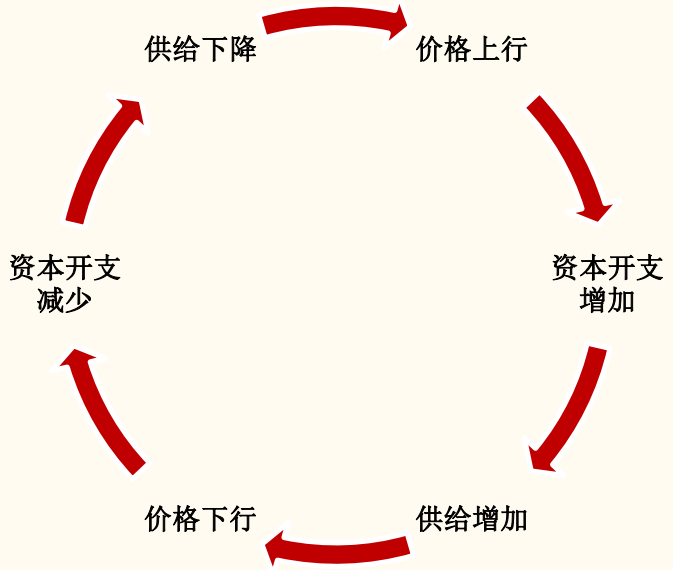
二、我们处在资本开支周期的哪个阶段

- 在一个完整的资本开支周期中，资本开支和供给以及价格形成反馈链条：资本开支减少（增加）→供给下降（增加）→价格上行（下行）→资本开支增加（下降）。**资本开支周期分析中更加突出了供给端的因素，但并不是完全忽视需求端因素，因为资本开支的增加与减少和需求是息息相关的，相对强劲的需求是企业资本开支意愿增强的前提，需求支撑下企业内部现金流改善是资本开支早期资金的重要来源。**
- **把资本开支扩张周期划分成三个阶段：**1）第一阶段：过去资本开支不足导致供需错配，价格上行；2）第二阶段：企业资本开支增加加大对资本品需求；3）第三阶段：产能扩张带来供给增加，驱动价格下行。相应的，在第一阶段，市场交易的核心逻辑是供需错配下的涨价。第二阶段，市场更为

关注资本开支扩张带来中游资本品的需求增加。第三阶段，产能扩张后期，价格普跌和资本开支意愿下降，相关产业链景气下行。

- **当前我们正处在资本开支扩张周期的第一阶段向第二阶段过渡的阶段。**一方面，2018 年以来资本开支下行持续了 2-3 年，当前供需错配矛盾日益突出，价格上行趋势明显。另一方面，需求加速复苏以及价格上行驱动企业加大资本开支，A 股上市公司去年 3 季度开始资本开支有明显回升。在资本开支扩张周期的第一阶段向第二阶段过渡的阶段，同时关注涨价的持续性以及中游资本品的景气周期。

图表 4：资本开支周期



来源：国金证券研究所

三、市场观点：重视近期业绩，估值分化继续收敛

- **短期市场存在二次探底风险：基本面、海外因素和微观资金层面的视角。**1）基本面角度：1-2 月金融数据大幅超市场预期，近期深圳、上海等地都开始对违规信贷进行排查，3 月金融数据或出现“刹车”情形，这对市场风险偏好或造成一定影响。2）海外因素：美债长端利率上行或仍未结束，短期对全球资产的影响仍在，美股或波动加大。3）微观资金层面：今年 1 月新发公募基金创单月历史新高，随着 3 个月的封闭期的结束，新基金打开申购赎回后，在市场赚钱效应较差的背景下或面临一定的赎回压力

- **市场二次探底后或迎来明显反弹，核心驱动因素或来自全球经济共振复苏。**一方面国内进入传统旺季，另一方面美国 2 万亿基建刺激计划加快全球复苏进程。极致的估值分化趋势或迎来逆转。低估值的板块，特别是金融和部分顺周期行业，在全球经济持续复苏的带动下，相对基本面有望迎来拐点。此外，在后续流动性由松趋紧的背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。

- **中长期视角来看，市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。央行政策的核心因素仍是经济增长和防风险的微妙平衡。总体而言，我们货币政策由松趋紧的方向确定性较高，而收紧的力度多大仍有待持续观察。从业绩来看，今年 A 股企业业绩增速明显回升，我们预计今年非金融上市公司业绩增速或达 29%左右。从历史来看，在高业绩增长的背景下 A 股市场基本不会呈现单边熊市的情形。

- **当高增长不稀缺，特别是企业近期业绩普遍高增长的时候，市场或更加重视近期的增长。市场估值体系或从聚焦远期切换到重视近期，也就是估值体系从 DCF 切换到 PEG。**此外，在通胀预期推升利率的阶段，贴现率的变化或对 DCF 估值造成明显的波动。从基本面、宏观流动性和微观资金面角度来看，此前极致的估值分化或出现逆转，但部分高估值板块基本面并未证伪，风格逆转过程会有所波折。
- **1）基本面角度：**业绩百花齐放，高增长不稀缺。全球经济大概率共振恢复，各大行业业绩开始同步回升，特别是上游行业和中小盘公司开始加速恢复，那么过去两年行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。
- **2）宏观流动性角度：**尽管短期货币和信用拐点和政策收缩力度有所分歧，但中期宏观流动性由松趋紧确定性较高，在此背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。
- **3）微观资金面角度：**过去两年新发基金为代表的增量资金和市场风格的正反馈或存在逆转为负反馈的风险。

四、行业配置："低估值、困境反转、顺周期涨价、中游资本品、地产竣工链"

- **低估值：银行、保险等**

  一方面低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面经济复苏和流动性趋紧预期，受益于利率曲线陡峭化。

- **困境反转：航空、机场、酒店、旅游等**

  行业最坏的阶段已经过去，行业基本面拐点取决于疫情的控制，随着疫苗的普及以及全球疫情的逐步好转，未来国际航班和跨境游大面积恢复后，相关消费需求或迎来爆发式增长。对酒店、旅游这些高度市场化竞争的行业来说，受益于行业格局改善的龙头企业困境反转的速度更快、幅度更大。而对于航空、机场这些类寡头垄断的行业来说，更多的是以行业整体性的反转为主。

- **顺周期涨价：有色、化工、造纸、玻璃等**

  继续看好供需结构向好品种的涨价趋势。2021 年将是供给和需求同时扩张的阶段，虽然全球流动性的边际变化并没有去年那么显著，但今年周期品涨价的核心驱动是供需错配进一步放大。在需求扩张的背景下，当前各国产能利用率维持高位，叠加过去几年资本开支不足，短时间内产能扩张不足，部分品种供给无法满足需求变化。

- **中游资本品：机械等**

  受益于资本开支扩张带来行业景气上行。特别是制造业固定资产投资的回升，对机械设备等行业需求或持续形成支撑。

- **地产竣工链：家具、消费建材等**

  中国房地产韧性十足，疫情冲击后地产将加速竣工。美国房地产市场在后疫情时代表现火热，新屋和成屋销售均持续恢复。中美地产竣工链条的高景气将对家具和消费建材等行业业绩形成较强支撑。

重要事件前瞻

图表 5：重要事件前瞻



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：** *经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险、拜登加税等政策超市场预期*

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402