

## 宏观深度

## 详解产能过剩：历史对话现实

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号

S1060522100001

ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号

S1060522080003

CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



## 平安观点：

- 本文回顾中国历史上的产能周期与产能过剩，审视当下产能过剩的结构特征，在此基础上提出本轮产能过剩的化解之道。
- 历史上的产能周期与产能过剩。产能周期往往滞后于经济周期，新增产能的投放可能恰逢需求的回落，从而造成经济中出现产能过剩。回顾历史，中国在1980年代、1990年代、2000年-2015年走过了三轮朱格拉周期，最新一轮的朱格拉周期在2016年开启，2022年起或已进入下行阶段。
- 当前中国制造业面临结构性产能过剩。综合统计局公布的细分行业和上市公司固定资产周转率：2023年下半年，中国制造业总体产能利用程度低于历史中枢水平。其中，计算机通信电子、电气机械、汽车制造等装备制造业表现最弱，与高技术制造业的重合度较高。原材料行业产能利用程度也有不足，集中于非金属矿物制品和化工相关行业。消费制造行业中，无论是医药、食品制造、农副产品加工等必需品，还是纺织服装、家具制造、皮革制鞋、纺织业等可选消费品，都存在不同程度的产能利用不足。
- 本轮产能过剩的结构性特征。第一，房地产和人口迎拐点，建筑原料与商品需求面临变局。一方面，商品消费可能从增量市场变为存量市场，尤其是家用器具、家具、木材等房地产相关的耐用消费品，而食品制造、农副产品加工、纺织服装等行业也较难复刻“消费升级”时期的增长逻辑。另一方面，房地产部门对钢铁、水泥、平板玻璃等建筑原材料终端需求的影响较大，相关行业产能过剩压力逐步累积。第二，产能投放叠加外需转弱，化工医药行业压力突出。2021年以来，外需推动化工、医药行业等行业大规模扩产。然而，2023年以来全球需求趋于回落，对前期产能的消化能力不足，产能过剩风险逐渐显现。第三，绿色化浪潮推动，能源转型行业投资迅猛。“碳中和”长期需求前景较好，远期视角下的产能有望得以消化。然而，技术路线处于演进过程中，“先进产能”和“落后产能”存在矛盾。第四，海外产业链加速重构，半导体竞争白热化，行业面临三重压力。一是产能增长，中国及海外经济体均加大半导体领域的资本支出，新建产能将陆续投放。二是制造外迁，外商企业在华生产回落，更趋向于“在岸”、“近岸”和“友岸”。三是需求回落，加剧相关行业的经营压力。
- 产能过剩的化解之道。第一，供给侧改革仍然有必要。本轮产能过剩行业涉及的民营企业更多，需避免“一刀切”重演，可给予主动退出的落后产线一定财政奖励，补贴低能耗产品的终端消费、征收“碳税”等市场化形式，给予民营企业稳定的预期和充分的信心。第二，鼓励创新和质量标准提升。先进产能不易过剩，渠道、商业模式及应用端的创新同样重要，优质产品的推出和推广能够创造需求，有助于帮助结构性阶段性产能过剩的企业打开市场，消化产能。第三，畅通“外循环”。创造良好国际环境，鼓励企业提高产品竞争力，获取更多国际市场份额。

# 正文目录

<b>一、历史上的产能周期与产能过剩</b> .....	<b>4</b>
如何刻画产能周期? .....	4
2000-2015 年的产能周期 .....	5
1990 年代的产能周期.....	8
1980 年代的产能周期.....	8
<b>二、新一轮产能过剩的结构特征</b> .....	<b>9</b>
本轮周期中, 哪些行业面临产能过剩? .....	9
1、房地产和人口迎拐点, 建筑原料与商品需求变局.....	12
2、产能投放叠加外需转弱, 化工医药行业压力突出.....	13
3、绿色化浪潮推动, 能源转型行业投资迅猛.....	14
4、海外产业链加速重构, 半导体竞争白热化.....	16
<b>三、新一轮产能过剩的现实应对</b> .....	<b>17</b>
第一, 供给侧改革仍然有必要.....	17
第二, 鼓励创新和质量标准提升.....	17
第三, 畅通“外循环”化解过剩压力.....	17

## 图表目录

图表 1	1980 年代以来，中国已走过三轮完整的产能周期 .....	4
图表 2	在产能周期下行阶段，产能利用率阶段性反弹的幅度受限 .....	5
图表 3	2004 至 2011 年分行业固定资产投资情况 .....	6
图表 4	2012 至 2014 年国有企业资产负债率高位抬升 .....	7
图表 5	2013 至 2016 年国有企业亏损面扩大 .....	7
图表 6	15 至 18 年钢铁、焦炭、水泥等原材料产能压减 .....	7
图表 7	供给侧改革曾带来产能利用率的提升 .....	7
图表 8	1980 年代以来，中国已走过三轮完整的产能周期 .....	9
图表 9	2017 至 2023 年分行业固定资产投资情况 .....	10
图表 10	统计局分行业产能利用率 .....	10
图表 11	制造业固定资产周转率处 16 年以来 43%分位 .....	11
图表 12	装备制造业固定资产周转率处 16 年以来低点 .....	11
图表 13	2023 年三季度，上市制造业企业固定资产周转率的历史分位水平 .....	11
图表 14	非金属矿物制品需求受房地产部门影响最为突出 .....	12
图表 15	水泥产能利用率较快下滑 .....	12
图表 16	钢材产能利用率总体较高，不同品种分化明显 .....	13
图表 17	铜、铝等有色冶炼加工产能利用率维持相对高位 .....	13
图表 18	房地产部门拉动的各行业增加值占比 .....	13
图表 19	2023 年以来化学原料外需较快下滑 .....	14
图表 20	2022 年以来医药制造业海外需求减少 .....	14
图表 21	电池材料相关开工率降至 2022 年以来较低位置 .....	15
图表 22	电气机械制造业 2021 年以来投资持续较快增长 .....	15
图表 23	新能源领域部分项目投资停建、缓建 .....	15
图表 24	中美计算机和电子制造业产能利用率均处低位 .....	16
图表 25	国内主流晶圆厂产能利用率降至相对低位 .....	16
图表 26	2020 年以来中国造船业主要指标的市占率攀升 .....	18
图表 27	中国造船业产能利用指数回归正常区间 .....	18

2023 年 12 月，中央经济工作会议提出“部分行业产能过剩”。当下看，“量”与“价”的背离已是中国经济面临的重要问题，而其根源便是产能过剩带来的价格下跌，企业增收而不增利。本文着眼于中国产能周期的历史轨迹，聚焦于当前中国制造业产能过剩的结构性特征，立足于历史与现实的异同，探讨化解本轮产能过剩的相关策略。

## 一、历史上的产能周期与产能过剩

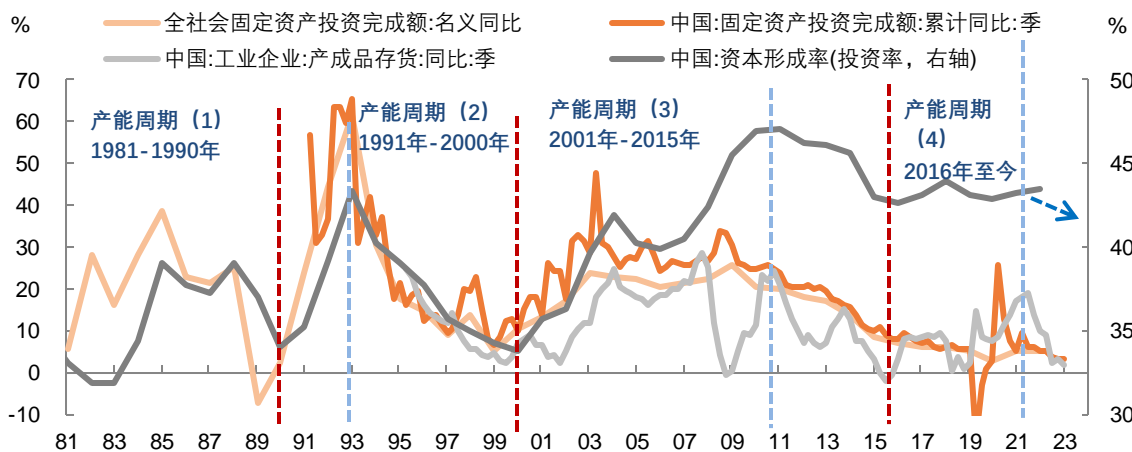
### 如何刻画产能周期？

库存周期属于经济周期中的短周期，往往以工业企业产成品库存累计同比增速表征，其历史运行基本稳定遵循 3-4 年的规律、且为月度数据，是宏观研究中观察到的重要周期。

经济中的中周期——产能周期（也称朱格拉周期）与设备投资活动相关联，其中包括多个库存周期。产能过剩的形成原理在于：投资决策滞后于经济周期、产能的形成也需要过程（设备、厂房等固定资本形成需要一定时间），从而往往在经济下行期遭遇新产能集中上马，形成产能过剩。

结合 GDP 中的资本形成率、固定资产投资完成额数据来看，可以大致认为我国在 1980 年代、1990 年代、2000 年-2015 年走过了三轮朱格拉周期，最新一轮的朱格拉周期在 2016 年开启，2022 年起或已进入下行阶段。

图表1 1980 年代以来，中国已走过三轮完整的产能周期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

产能过剩最重要的判断指标是产能利用率。产能利用率通常定义为实际产出与潜在产能的比例。当一个行业的整体产能利用率处于较低水平时，就意味着存在大量的闲置产能，该行业就处于整体产能过剩的状态。因此，产能利用率的衡量就成为界定和分析产能过剩的前提和基础。

### 1、国家统计局调查产能利用率

国家统计局采用直接的统计调查法测算工业产能利用率，对工业企业进行抽样调查，并推算总体。在抽样中，对于规模以上大中型企业采取全部抽取，规模以上小微企业采取分层抽取的方式（抽样率为 10%）。调查的所有样本企业总产值占规模以上工业总产值的 60% 以上。

国家统计局口径产能利用率的问题在于：一是，发布时间相对较短。2017 年底，统计局首次公布了自 2013 年第一季度以来每个季度的中国工业产能利用率，2006 年以来历年工业产能利用率。不过，陈颖婷、许宪春（2023）《中国调

查法工业产能利用率的统计方法及改进方向》的图表 8 中，涵盖了 2006 至 2021 年的季度产能利用率数据，并注明数据源于国家统计局，能够形成有机补充。二是，数据未经季节调整，呈一季度环比回落，二三季度逐季攀升的态势。三是细分数据仅公布了 15 个行业，未涵盖 41 个工业行业，且最早 2016 年四季度开始发布，可比区间较短。

2023 年，统计局公布的工业产能利用率为 75.1%，低于 76%-80% 的合意区间（陈颖婷（2021）《对我国工业产能利用率合理区间的供需动态平衡分析》）。

## 2、央行 5000 户企业设备能力利用水平

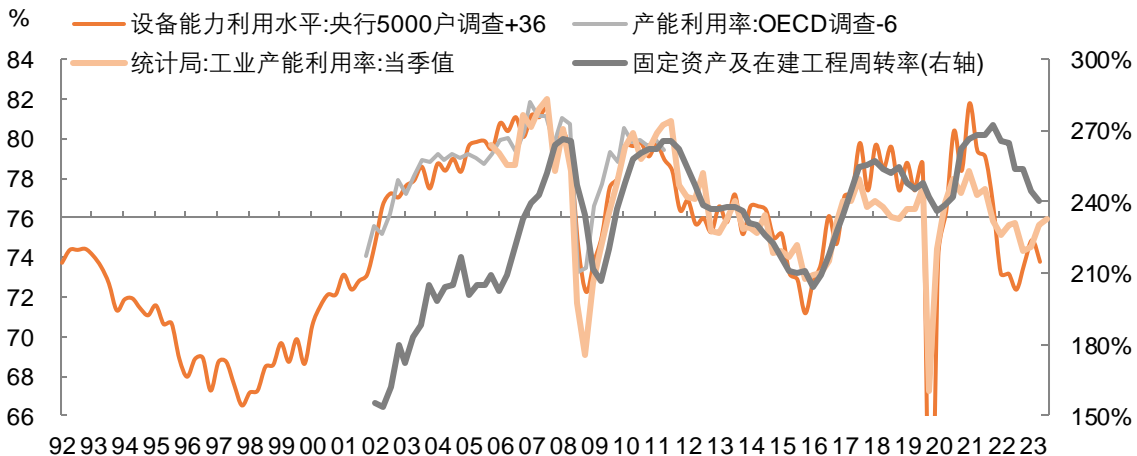
在中国公开可得的宏观数据中，与产能利用率定义最为接近的是中国人民银行每季度发布的 5000 户工业企业调查数据中的“设备能力利用指数”。该指数最早于 1992 年二季度开始发布，时间序列较长。2023 年三季度，央行 5000 户企业设备能力利用水平为 38.8，处于 2000 年以来的 27% 分位。

然而，央行 5000 户企业调查只适用于工业整体的产能利用率推测，而没有分行业数据。为了研究行业层面和企业层面产能利用率的特征和变化趋势，就需要利用企业层面的微观数据作为基础进行估计。

## 3、固定资产周转率

从微观角度出发，固定资产周转率与产能利用率的经济含义一致。固定资产周转率 = 销售收入 / 固定资产平均净值，表示在一个会计年度内，固定资产周转的次数，或表示每 1 元固定资产支持的销售收入。截至 2023 年三季度末，上市企业固定资产周转率回落仅至中途，类似 2013-2014 年的位置。

图表2 在产能周期下行阶段，产能利用率阶段性反弹的幅度受限



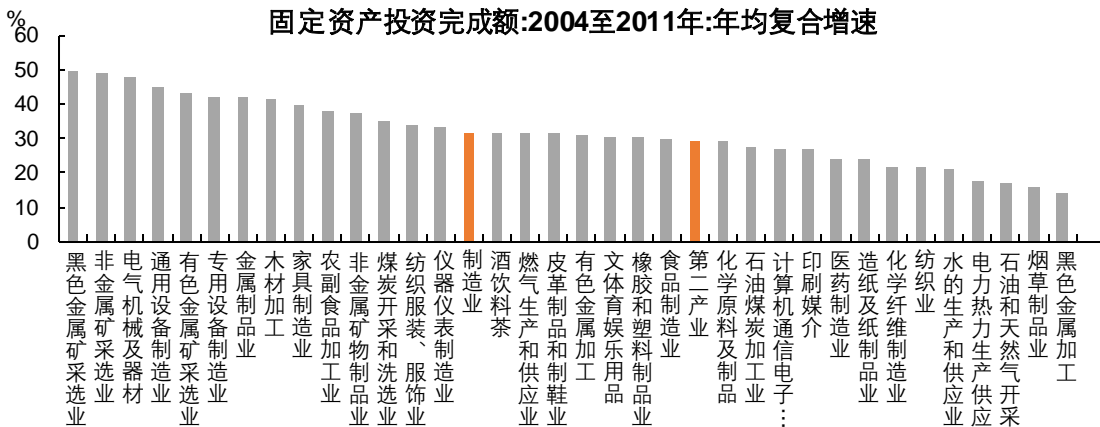
资料来源:国家统计局, Wind, iFind, OECD, 平安证券研究所

## 2000-2015 年的产能周期

2001 年至 2007 年，随着中国加入 WTO 和国内房地产市场兴起，国内外需求增长带动工业生产能力快速扩张，尤其是基础工业和重化工业领域。2008 年全球金融危机爆发，外部需求急剧下降，政府实施大规模经济刺激计划，进一步加剧了部分行业的产能过剩。

以 2004 年至 2011 年分行业固定资产投资增速观察，此轮产能周期扩张较快的行业集中于上游资源和中游制造板块。其中，黑色金属矿采选、有色金属矿采选和非金属矿采选行业的投资复合增速分别达 49.8%、49.1%和 43.2%，电气机械、通用设备、专用设备和金属制品行业的投资复合增速分别达 47.6%、44.9%、42.3%和 41.9%，七个主要行业均强于制造业总体 31.8% 的增速水平。

图表3 2004至2011年分行业固定资产投资情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

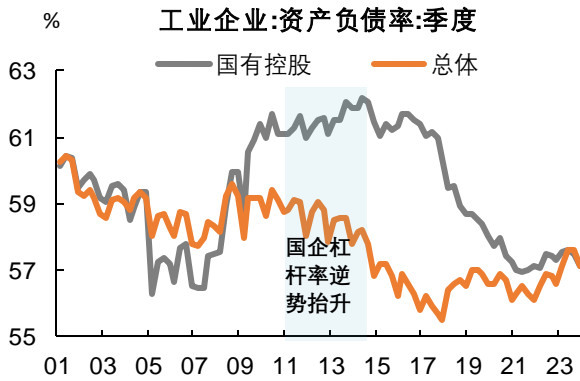
**2012年，我国产能过剩问题逐步显现。**一方面，经济过热、物价上行压力较大，宏观调控政策整体收紧，而前期“四万亿”刺激带来的新增产能陆续释放。另一方面，欧洲主权债务危机爆发，全球经济增速放缓，中国出口面临逆风环境，也不利于工业产能的消化。2012-2014年，中央经济工作会议持续关注产能过剩，解决产能过剩问题成为宏观经济调控重要任务。2013年10月，国务院发布了《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》(国发〔2013〕41号)，文件显示“2012年底，我国钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶产能利用率分别仅为72%、73.7%、71.9%、73.1%和75%，明显低于国际通常水平”。这些行业中不少属于生产连续性强的行业，合理的产能利用率应该较高，产能利用率低于75%表明严重过剩。

**尽管政策端已有重视和应对措施，但2012至2015年间我国产能过剩情况仍在加剧。**国务院2013年《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》文件中，提出“消化一批、转移一批、整合一批、淘汰一批”过剩产能的相关措施，但其成效有限。2015年，我国产能利用率、5000户企业设备利用能力指数分别较2011年低6.1和5.0个百分点，制造业上市企业固定资产周转率较2011年末下滑15.3%。

**这一时期产能过剩化解效果不佳，原因在于，以投资拉动经济增长的发展模式未有根本性改变。**产能周期的下行调整阶段，投资率(固定资本形成在GDP中的占比)均有过明显的回落，1990年的投资率较1985年的高点回落5个百分点，2000年的投资率较1993年的高点下滑9.7个百分点，而2014年的投资率仅较2011年回落了1.4个百分点。**产能过剩的本质是投资释放的新增产能供给远超需求增速，产能过剩的化解必然伴随着新增投资增速相对于出口和国内消费增速的明显回落。**

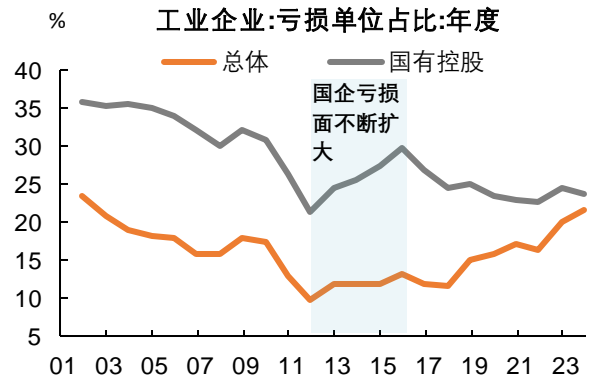
**部分国有“僵尸企业”未及时出清，是2015年之前产能过剩治理的重要阻碍。**这些企业普遍面临经营困难，如经常性停产、持续亏损、资不抵债等问题，长期占用大量资源，扭曲资源配置。从工业企业财务指标可看出国有企业这一时期产能出清的缓慢：**一是**，国有企业资产负债率自高位进一步抬升，有异于工业企业总体的“去杠杆”。**二是**，国有企业经营效率低下，利润增速持续低于股份制和私营企业，亏损面(亏损单位占全样本的比例)攀升至近3成。

图表4 2012至2014年国有企业资产负债率高位抬升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 2013至2016年国有企业亏损面扩大

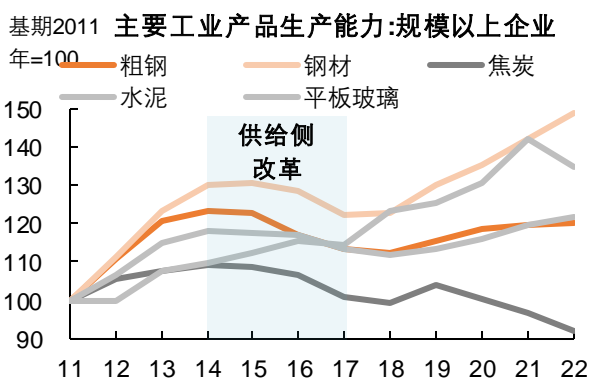


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2015年末供给侧改革启动后,产能过剩治理的成效较快显现。2015年11月10日,中央财经领导小组召开第十一次会议,习总书记发表的重要讲话中强调,在适度扩大总需求的同时,着力加强供给侧结构性改革,着力提高供给体系质量和效率,首提“供给侧结构性改革”。2015年12月,中央经济工作会议提出,要抓好“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大任务。其中“去产能”为五大任务之首,重点是继续推动钢铁、煤炭等行业治理过剩产能。同时,国资委于2016年启动了“处僵治困”工作,对中央企业所属子企业做了摸底,确定了2041户“僵尸企业”和“特困企业”,计划用三年时间完成这些企业的“处僵治困”。同时,宏观政策以“棚改”为抓手,促进房地产及其他上游行业“去库存”,通过减税降费、降准降息为企业“降成本”,助力需求的企稳回升,为走出产能过剩提供良好环境。

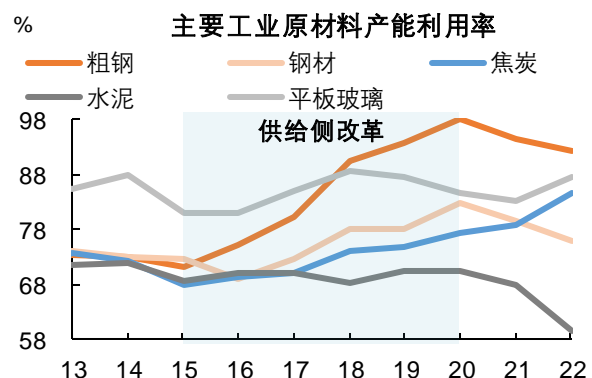
2015至2016年,我国投资率(固定资产形成在GDP中的比重)回落3.8个百分点,幅度远超2012至2014年的1.4个百分点。从主要工业品生产能力看,2015至2018年钢铁、焦炭、水泥等原材料产能均有压减,产能利用率上行。据央视报道,2016年至2019年年中,我国累计压减粗钢产能1.5亿吨以上,退出煤炭落后产能8.1亿吨,淘汰关停落后煤电机组2000万千瓦以上,均提前两年完成“十三五”去产能目标任务<sup>1</sup>。从产能利用相关指标看,统计局公布的产能利用率和5000户企业设备利用能力指数自2016年二季度起回升,上市制造业企业的固定资产周转率自2016年四季度起回升,中国经济在2016年下半年起重新焕发活力。

图表6 15至18年钢铁、焦炭、水泥等原材料产能压减



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 供给侧改革曾带来产能利用率的提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

<sup>1</sup> <https://m.news.cctv.com/2021/03/02/ARTIYmwTVUECIXYLFga9lori210302.shtml>

## 1990年代的产能周期

1992年初，改革开放总设计师邓小平发表南方谈话，极大地激发了广大干部群众发展经济的热情，各地出现了投资热、房地产热、股票热、开发区热等现象，产能过剩压力接踵而来。

**1996-1999年产能过剩集中于消费品和轻工业，以纺织、家电、塑料制品等为代表。**根据1995年第三次工业普查结果，在900多种主要工业产品中，全国有半数产品的生产能力利用率在60%以下；如照相胶卷的产能利用率仅13.3%，电影胶片25.5%，电话单机51.4%，彩色电视机46.1%，家用洗衣机43.4%，自行车54.5%。1996年末，全国28种主要工业品生产能力有四成处于闲置状态。1997年下半年，统计的消费品中有1/3供过于求；1998年，在900多种主要工业产品中，多数工业品生产能力利用率在60%以下，最低的仅有10%。

**产能过剩矛盾直接带来企业效益恶化和投资增速回落，亚洲金融危机爆发加剧了这一状态。**1998年初，亚洲金融危机对我国的影响显现，出口增速出现大幅下滑，外需明显受到抑制，海外国家、地区在我国的直接投资也大幅下降。我国所面临的主要矛盾不再是通货膨胀，而是经济衰退带来的通货紧缩。

**这一阶段针对产能过剩的问题，主要采取了以下措施：**首先，以行政手段推动供给端改革。终止重复建设、清理过剩产能，同时以纺织行业为试点、推动国有企业兼并重组企业，分流安置下岗职工。具体看，1997年9月十五大提出“用三年左右的时间使大多数国有大中型亏损企业摆脱困境”；1998年6月中共中央、国务院发出《关于切实做好国有企业下岗职工基本生活保障和再就业工作的通知》；1999年9月中共十五届四中全会通过《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》。其次，实施债务重组，同时补充银行资本金，增强银行体系的稳健性。1998年8月，经全国人大常委会批准，财政部发行2700亿元人民币的长期特别国债，用于补充四大行资本金，提升其清偿能力。1999年成立四大资产管理公司，向四大行收购不良资产。最后，以改革释放内需活力，以积极的财政政策托底需求。1998年房改启动，为制造业创造了新的需求增长点；1998-2000年增发长期建设国债，加强农林水利、交通、基础建设、电网等基础设施建设。据张占斌（2016）<sup>2</sup>统计，1999-2005年间剥离不良资产总额高达2.58万亿；1996-1998年，国有企业从11.38万家下降至6.5万家，减少幅度达到42%；1998-1999年，国有企业就业人数下降约2200万。

从宏观指标看，中国的全社会固定资产投资在1991年至1995年间的复合平均增速达到34.7%，在1996至2000年间增速中枢回落至10.5%。代表产能利用情况的央行5000户企业设备利用能力指数，从1992年的38.2的均值水平逐步回落，到1998年初降至31.4的极端低位，此后随着去产能的推进开始触底反弹。

## 1980年代的产能周期

**1980年代，在计划经济向市场经济转轨的过程中，需求提升、行政放权，刺激投资较快增长。**随着经济的发展和人民生活水平的提高，消费需求日益多样化，商品市场走向繁荣，需求膨胀推升供给端的产能建设。同时，地方政府经济建设的积极性较高，但难免存在以行政边界利益最大化为目标的问题，出现重复投资、盲目建设。当时的流行消费品以自行车、缝纫机等初级非农产品为主，也是产能建设较为集中的领域。据徐景安（1983）统计，当时全国大约有50%的手表厂和电视机厂、75%的自行车厂、80%的洗衣机厂和电冰箱厂达不到起码的生产批量。

随着产能过剩压力逐步增大，企业现金流难以为继，账款相互拖欠，“三角债”愈演愈烈，投资快速增长后通胀压力也接踵而至。1989年前后，中共中央通过《关于进一步治理整顿和深化改革的决定》，国家开启为期三年的整顿工作。1990年初，国务院决定在全国范围内开展清理“三角债”工作。

从宏观指标看，中国的全社会固定资产投资在1981年至1988年间的复合平均增速高达22.9%，到1989年增速下滑7.2%，1990年小幅增长2.4%，直至1991年才有所恢复。

<sup>2</sup>张占斌,孙飞.中国上一轮去产能的经验与启示[J].人民论坛,2016(10):47-49.DOI:10.16619/j.cnki.rmlt.2016.10.019.



图表8 1980年代以来，中国已走过三轮完整的产能周期

产能周期	产能过剩情况	相关数据
1981-1990年 改革开放初期，计划经济向市场经济转轨。	投资权从中央政府向地方政府下放，地方政府以行政边界利益最大化为目标，重复投资、盲目建设。	徐景安（1983）统计，全国大约有50%的手表厂、电视机厂，75%的自行车厂，80%的洗衣机厂、电冰箱厂达不到起码的生产批量；一半以上，甚至四分之三以上的厂子属于盲目建设。
1991-2000年 劳动密集型产业主导逐步向技术密集型产业转换	前期重复建设，97年亚洲金融危机爆发加剧矛盾。 1996-1999年产能过剩集中于消费品和轻工业，以纺织、家电、塑料制品等为代表。 <b>压减产能期间，国有企业出现“下岗潮”。</b>	根据1995年第三次工业普查结果，在900多种主要工业产品中，全国有半数产品的生产能力利用率在60%以下；如照相胶卷的产能利用率仅13.3%，电影胶片25.5%，电话单机51.4%，彩色电视机46.1%，家用洗衣机43.4%，自行车54.5%。 <b>1996年末</b> ，全国28种主要工业品生产能力有四成处于闲置状态； <b>1997年下半年</b> ，统计的消费品中有1/3供过于求； <b>1998年</b> ，在900多种主要工业产品中，多数工业产品生产能力利用率在60%以下，最低的仅有10%。产能过剩矛盾直接带来了企业效益恶化。
2001-2015年 资本密集型产业主导逐步向技术密集型产业转换	2012-2015年产能过剩以传统重工业为主（钢铁、水泥、平板玻璃、电解铝等）。 <b>“供给侧改革”化解产能过剩。</b>	2013年10月，国务院发布了《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发〔2013〕41号），文件显示，2012年底，我国钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶产能利用率分别仅为72%、73.7%、71.9%、73.1%和75%，明显低于国际通常水平。这些行业中，不少属于生产连续性强的行业，合理的产能利用率应该较高，低于75%的产能利用率则表明严重过剩。

资料来源：中国政府网、Wind、徐景安（1983）等，平安证券研究所

## 二、新一轮产能过剩的结构特征

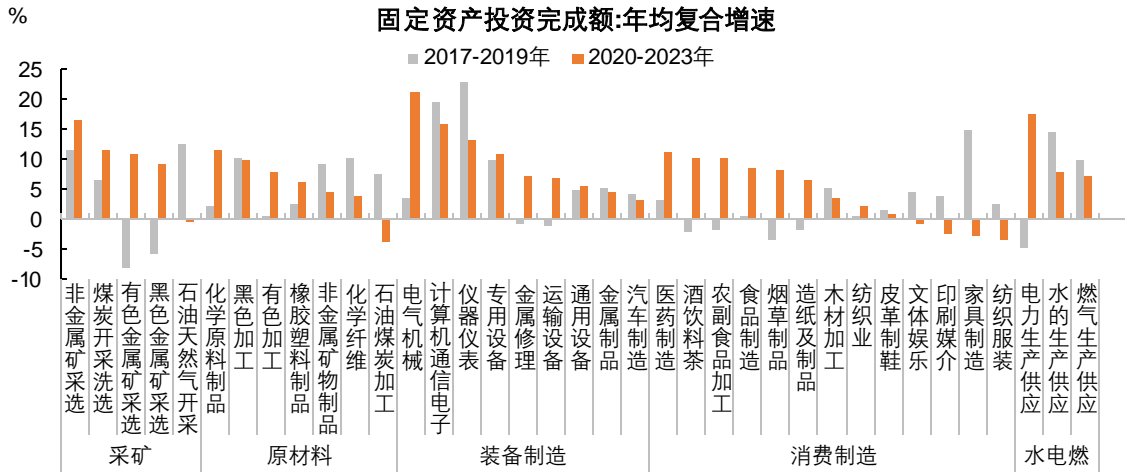
### 本轮周期中，哪些行业面临产能过剩？

本轮产能周期初期的2016至2019年，中国工业及制造业投资稳步增长，第二产业固定资产投资分别增长3.5%、3.2%、6.5%和3.2%，仅2018年投资偏强，得益于计算机通信电子、仪器仪表等行业设备更新需求的支撑。多数行业投资增速低迷，相较于2016年，2019年的有9个子行业投资增速为负，22个子行业投资的年均增速低于5%。2020年新冠疫情暴发，工业需求和投资均受冲击。

**2021年至2023年，工业领域投资较快增长，产能趋于扩张。**相对于2019年末，2023年第二产业固定资产投资的年均复合增速达到7.4%，制造业投资增速6.6%，均高于行业增加值的增速水平，一度受国内经济复苏、大宗商品价格上行、出口中高速增长的支撑。分行业看，2020至2023年间的固定资产投资增速在10%左右及以上的行业可分为3类。一是，**出口依赖度较高的装备制造行业**，包括电气机械、计算机通信电子、仪器仪表、专用设备，增速分别达21.1%、15.6%、13.2%和10.7%。二是，**资源能源及原材料行业**，包括电力生产和供应、非金属矿采选、煤炭开采洗选、有色金属矿采选、化学原料制品、黑色金属加工等，增速在10%-18%之间。三是，**消费相关的行业**，包括医药制造、酒饮料茶、农副食品加工等，增速分别达11.2%、10.2%和10.1%。

2022 年下半年以来，中国工业产能利用水平趋于回落。2022 年中国经济受疫情冲击、三重压力影响，2023 年受外需和房地产拖累较大，新增产能的投放恰逢需求不振。

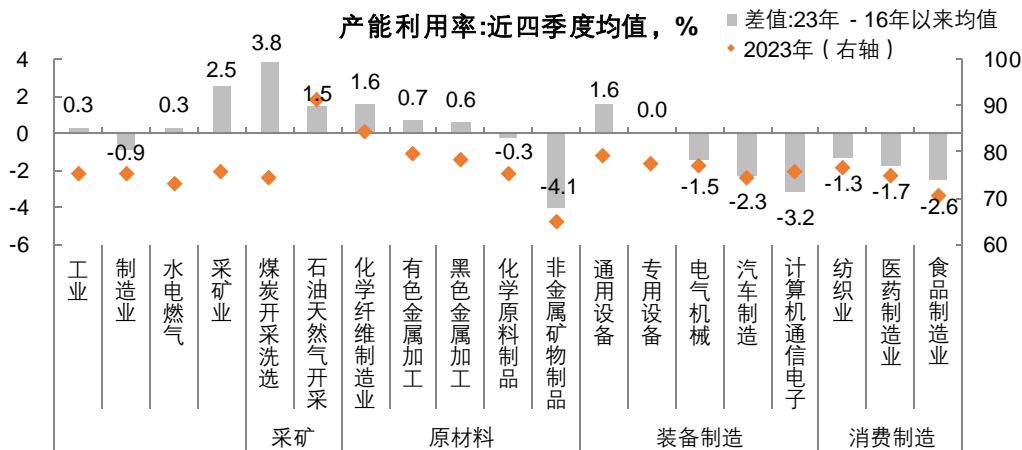
图表9 2017 至 2023 年分行业固定资产投资情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

以统计局数据观察，2023 年工业、水电燃气及采矿业的产能利用率均值都高于 2016 年四季度以来的中枢水平。不过，作为工业主体的制造业产能利用率仅 75.3%，较中枢水平低 0.9 个百分点。以 2023 年为基准，若行业产能利用率低于 16 年四季度有统计以来的中枢，可以认为该行业产能利用不足。以此筛选：化学原料制品、非金属矿物制品等原材料行业产能利用率分别较中枢低 0.3 和 4.1 个百分点；计算机通信电子、汽车制造、电气机械等装备制造业分别较中枢低 3.2、2.3 和 1.5 个百分点；食品制造、医药制造和纺织等消费制造行业产能利用率分别较中枢水平低 2.6、1.7 和 1.3 个百分点。

图表10 统计局分行业产能利用率



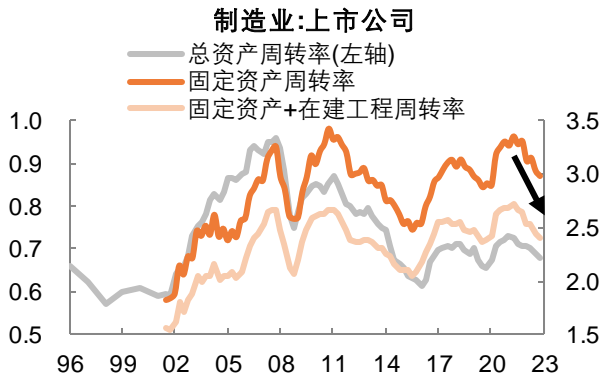
资料来源: Wind, 平安证券研究所

以上市制造业企业固定资产周转率看，2023 年三季度，上市制造业企业固定资产周转率处于 2016 年以来的 43%分位，产能利用程度处于中性偏低水平。制造业三个板块中，装备制造业产能利用水平明显偏低，固定资产周转率处于 2016 年以来的最低点；原材料制造和消费制造行业的固定资产周转率相比 2022 年一季度的高点回落，分别处 2016 年以来的 70%和 50%分位水平。若指标处于历史相对低位（低于 1/3 分位数），可以认为该行业存在产能利用不足的风险。以此筛选细分行

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

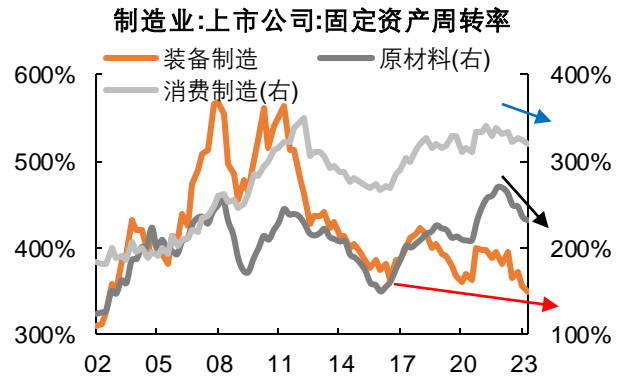
业：截至 2023 年三季度，计算机通信电子、医药制造、汽车制造、电气机械和器材制造、橡胶塑料制品、纺织服装服饰 6 个行业固定资产周转率处于 2016 年以来的 10%分位以下，产能利用水平不足；石油煤炭加工、化学纤维制造、非金属矿物制品等原材料行业，以及食品制造、农副食品加工、家具制造、皮革制鞋、纺织业等消费制造行业的固定资产周转率处于历史 13%-33%分位水平，也存在一定的产能过剩风险。

图表 11 制造业固定资产周转率处 16 年以来 43%分位



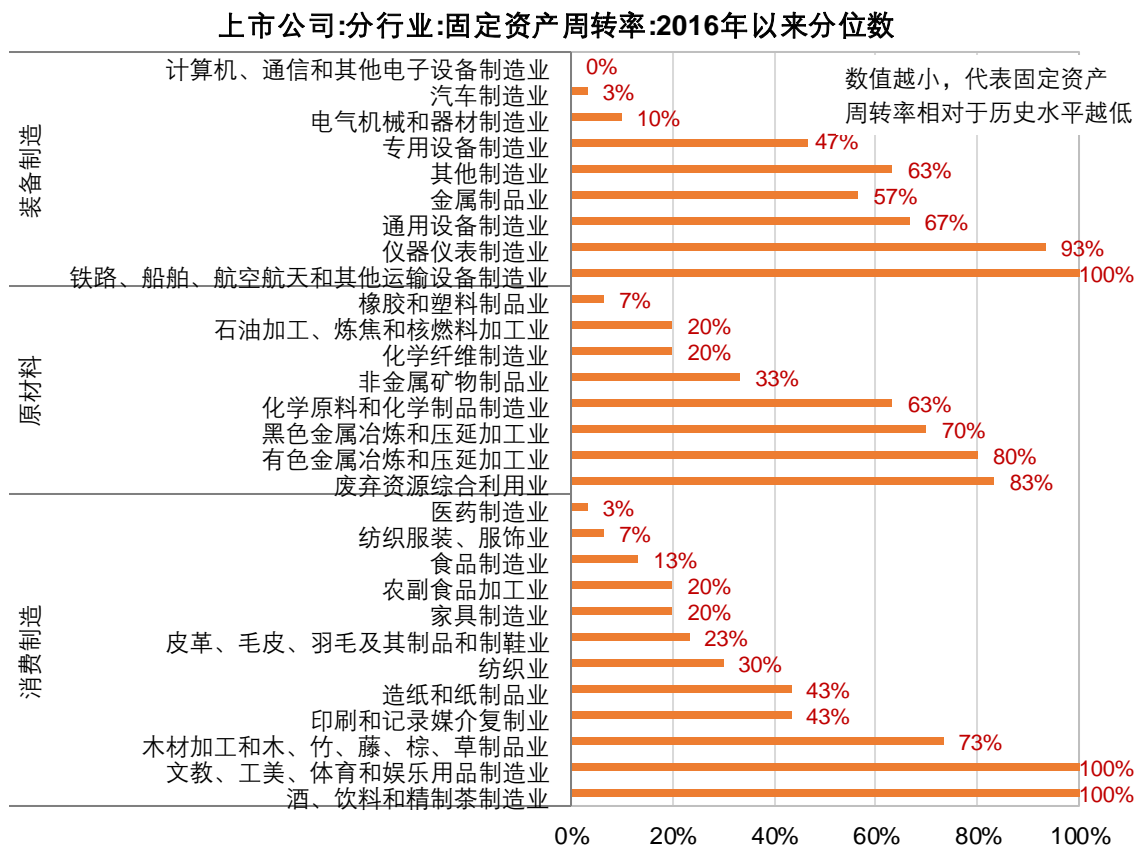
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 12 装备制造业固定资产周转率处 16 年以来低点



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 13 2023 年三季度，上市制造业企业固定资产周转率的历史分位水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

综合统计局公布的细分行业产能利用率和上市企业固定资产周转率：2023 年下半年，中国制造业总体产能利用程度低于历史中枢水平。其中，计算机通信电子、电气机械、汽车制造等装备制造业表现最弱，与高技术制造业的重合度较高。原材料行业产能利用程度也有不足，集中于非金属矿物制品和化工相关行业。消费制造行业中，无论是医药、食品制造、农副产品加工等必需品，还是纺织服装、家具制造、皮革制鞋、纺织业等可选消费品，都存在不同程度的产能利用不足。接下来，我们将探究和总结本轮产能过剩的结构性特征，以寻求产能过剩的深层次原因和破解之道。

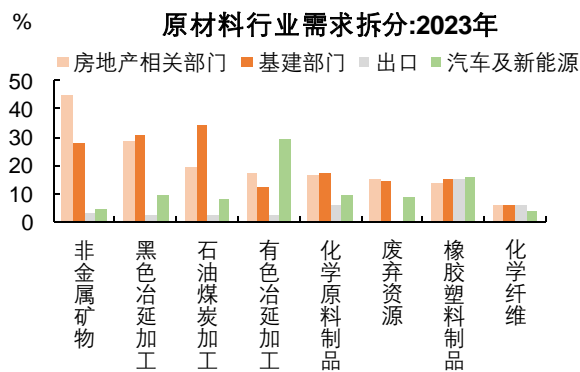
## 1、房地产和人口迎拐点，建筑原料与商品需求变局

2022 年和 2023 年，中国人口连续两年负增长，房地产周期大拐点出现，这意味着居民消费及住宅投资将发生趋势性变化，对建筑原料需求有较深远的影响。在人口日趋老龄化、潜在经济增速缓慢回落、房地产需求见顶的背景下，消费增速的中枢也将回落，结构上或减少住宅相关消费，增加医疗保健、餐饮住宿、文旅、交通出行等服务型消费。这意味着，商品消费可能从增量市场变为存量市场，尤其是家用器具、家具、木材等房地产相关的耐用消费品，而食品制造、农副产品加工、纺织服装等行业也较难复刻“消费升级”时期的增长逻辑。

本轮周期中，原材料行业的产能过剩压力自 2022 年下半年开始累积，截至 2023 年，产能过剩的程度暂不及上轮。从投入产出表出发，房地产部门对钢铁、水泥、平板玻璃等建筑原材料终端需求的影响较大。

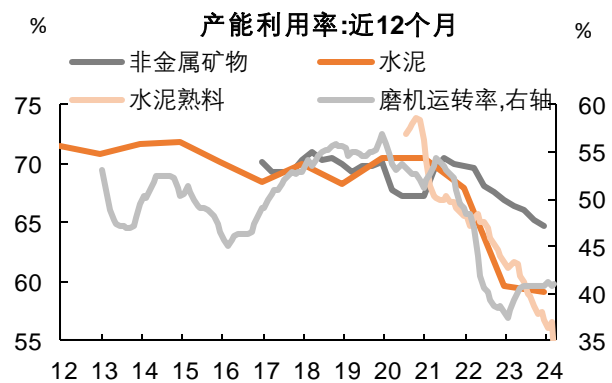
一方面，以水泥为代表的非金属矿物制品行业产能过剩矛盾最为突出，因其需求高度依赖于房地产部门，而基建需求的扩张尚难以对冲。基于最新投入产出表和工业增加值数据测算，2023 年房地产部门在非金属矿物制品行业终端需求中的占比分别达到 44.6%；基建部门的占比仅 28%，较房地产部门的影响低 16.6 个百分点。统计局数据显示，2023 年非金属矿物制品行业产能利用率的均值仅 64.7%，较 2016 年末低 5.4 个百分点。我们将高频数据移动平均 12 个月以剔除季节性，观察到：2024 年一季度末水泥磨机运转率仅 41%，较 2019 年末的峰值水平低 15.8 个百分点，较上一轮产能周期的最低点（2016 年 2 月）低 4 个百分点。

图表 14 非金属矿物制品需求受房地产部门影响最为突出



资料来源: Wind, 平安证券研究所

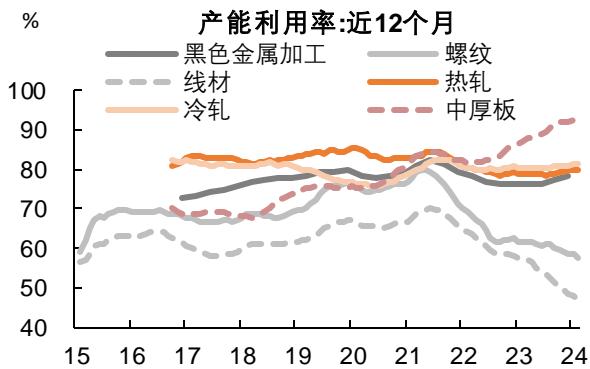
图表 15 水泥产能利用率较快下滑



资料来源: Wind, iFind, 平安证券研究所

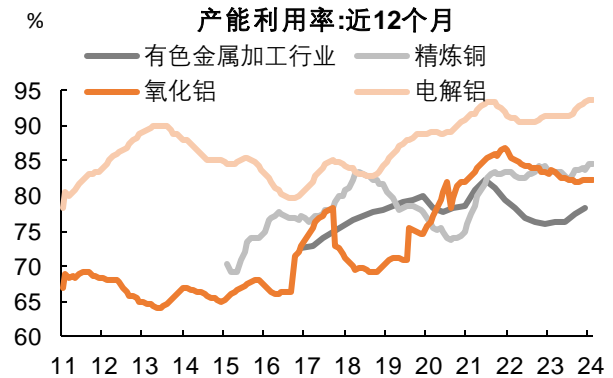
另一方面，黑色金属加工等建筑原料行业产能过剩问题尚不突出，基建投资的托底对冲、新能源及汽车行业较快发展带来需求增量，为产能的消化和调整赢得时间。对于黑色金属加工、石油煤炭加工等原材料行业而言，尽管房地产部门在其终端需求中的占比分别达到 28.7%和 19.7%，但均不及基建部门的 30.8%和 34.7%。对于有色金属加工行业而言，房地产部门在其终端需求中的占比达到 17.5%，而汽车及新能源相关行业、基建部门的占比分别达到 29.3%、12.2%，能够形成有效对冲。例如，黑色金属加工所代表的钢材产能利用率总体处于较高水平，但结构上分化明显。与地产关系密切的螺纹钢、线材产能利用率已降至 4 到 6 成，而中厚板产能利用率超过 9 成，热轧、冷轧的产能利用率也在 8 成以上，与制造业、基建及出口需求的支撑相关联。

图表16 钢材产能利用率总体较高，不同品种分化明显



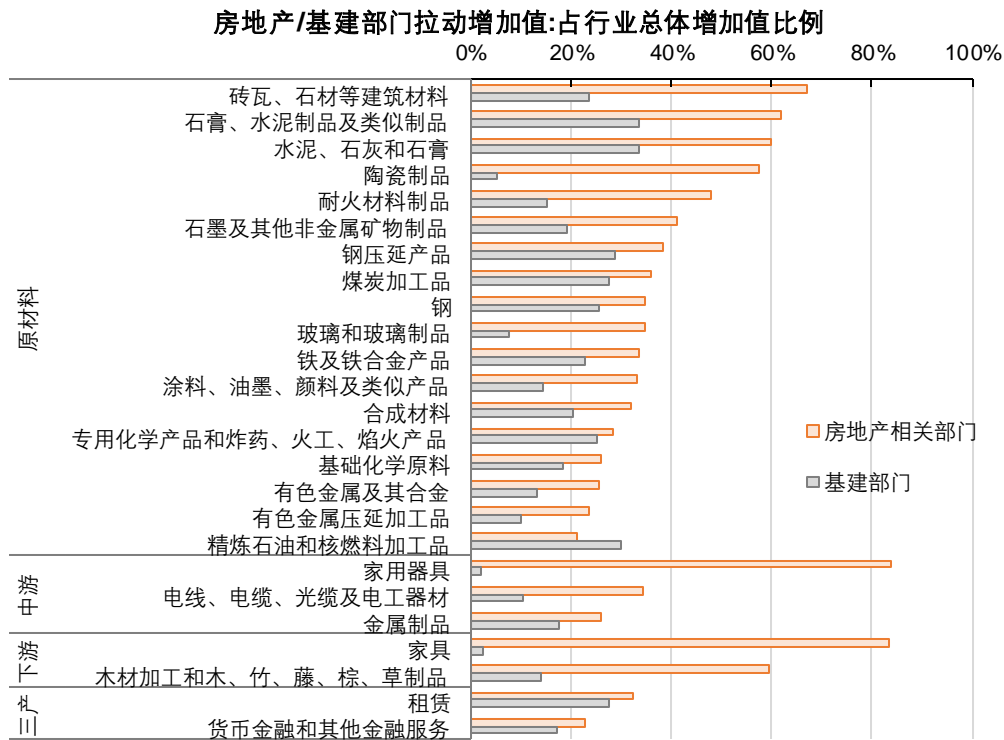
资料来源: Wind, iFind, 平安证券研究所

图表17 铜、铝等有色冶炼加工产能利用率维持相对高位



资料来源: Wind, iFind, 平安证券研究所

图表18 房地产部门拉动的各行业增加值占比



资料来源: 国家统计局, Wind, 平安证券研究所; 注: 基于2020年最新版投入产出表计算

## 2、产能投放叠加外需转弱，化工医药行业压力突出

化工行业经历大规模扩产。2020年下半年以来，海外先后受疫情蔓延、能源危机影响，部分化工行业产能难以正常运行，国内化工品出口强劲，行业景气上行、利润积累，刺激投资扩产。民营龙头企业加速布局炼化一体，发挥规模化、集群化优势；德国化工巨头巴斯夫在华也有布局，广东湛江的新一体化基地首套装置在2022年9月开始投产，到2030年的计划总投资达到100亿欧元，将成为全球第三大巴斯夫基地。

然而，2023 年以来全球需求趋于回落，对前期产能的消化能力不足，基础化工原料产能过剩风险逐渐显现。国务院此前印发的《2030 年前碳达峰行动方案》明确要求，到 2025 年，国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，主要产品产能利用率提升至 80% 以上。**1) 需求端：**化学原料及制品行业的出口交货值在 2023 年下跌 14.3%，同期行业 PPI 回落 9%；2024 年 1-2 月出口交货值再跌 9.4%，同期行业 PPI 回落 6.4%。剔除价格因素影响看，出口“量”的回落仍有拖累。**2) 供给端：**据隆众数据，2023 年 11 月末中国 162 家炼厂原油总加工能力约为 9.84 亿吨/年，逼近于 10 亿吨的红线水平。作为石油化工产业的核心的乙烯（乙烯衍生品占石化产品的 75% 以上），产能大量投放带来过剩风险。据石化联合会统计，2022 年我国乙烯生产能力达到 4675 万吨/年，国内计划于“十四五”末投产的乙烯产能还有 3475 万吨/年。2024 年 2 月 1 日，石化联合会副会长傅向升在新闻发布会上表示“当前化工行业产能过剩的问题，已经不仅是肥料、酸、碱、涂料、农药、钛白粉、有机硅单体、PTA、PET 等基础化学品和通用材料等领域面临的问题了，而 1, 4-丁二醇、EVA、POE、己二腈、己内酰胺、尼龙 6、尼龙 66 以及与新能源动力电池相关的碳酸锂、磷酸铁锂、六氟磷酸锂等，诸多产品的在建、拟建产能都令人惊讶。有些产品，如果已经规划的拟建产能都能如期建成投产的话，不仅是满足国内市场需求的问题，有的满足世界市场的消费总量都绰绰有余”。

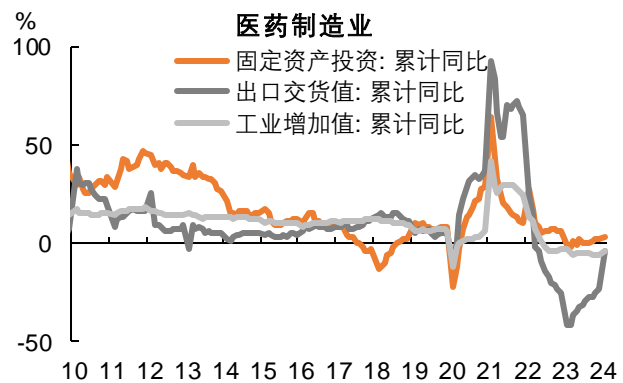
医药行业一度受益于海外疫情，需求锐减拖累较大。2020 至 2021 年，国外疫情对新冠疫苗、生物药品、卫生材料、医疗设备及器械等板块出口形成较强支撑，医药行业出口交货值分别增长 36.6% 和 64.6%，但 2022 至 2023 年增速回落至 -25.1% 和 -22.8%。

图表 19 2023 年以来化学原料外需较快下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 20 2022 年以来医药制造业海外需求减少



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 3、绿色化浪潮推动，能源转型行业投资迅猛

能源领域面临的更多是结构性的产能过剩。“碳中和”长期需求前景较好，远期视角下的产能有望得以消化。然而，技术路线处于演进过程中，“先进产能”和“落后产能”存在矛盾。中小企业、落后产能尚未退出，大型企业、上市公司在资金支持下已经先行建设，新增大量产能。

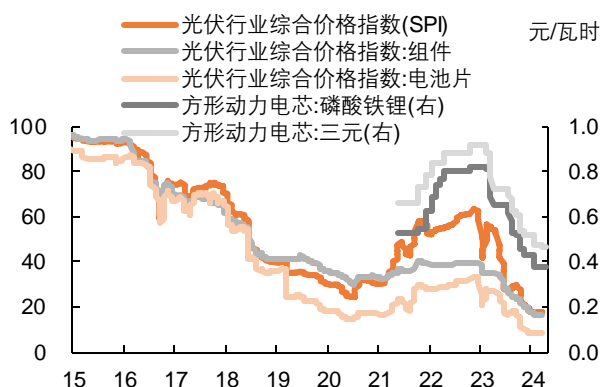
**2030 年全球可再生能源装机容量增至 3 倍已达成共识。**2023 年 11 月至 12 月，《联合国气候变化框架公约》第二十八次缔约方大会（COP28）召开，为应对气候变化和推动可持续发展，各国达成了重要协议，即到 2030 年将全球可再生能源装机容量增加至目前的三倍，至少达到 11000GW，其中光伏装机容量将从 2022 年的 1055GW 增加到 2030 年的 5457GW。在此背景下，中美两国发表了《关于加强合作应对气候危机的阳光之乡声明》，表明两国愿意在气候行动上加强合作，共同推动全球可再生能源的发展。

**新能源相关企业扩产意愿非常强烈，产能增速快于产量和需求的提升。**新能源领域涵盖光伏、风电、储能、动力电池、新能源汽车等诸多行业。据国家能源局统计，2023 年中国新能源领域完成投资额同比增长超过 34%，太阳能发电和风电领域的投资额显著增加。同时，新型储能装机规模迅速增长，新增装机规模约 2260 万千瓦，容量超过三峡水电站，较 2022 年底增长超过 260%。在国民经济行业分类中，与新能源领域关系密切的是电气机械及器材制造业和汽车制造业，2023 年

的固定资产投资同比增速分别为 32.2%、19.4%，工业增加值同比增速分别为 12.9%、13.0%。因产能增速远快于生产的增速，产能过剩的压力已然显现，2023 年电气机械行业季度平均产能利用率为 76.95%，较 2016 年以来的均值水平低 1.5 个百分点。高工锂电（GGII）数据显示，动力电池领域平均利用率由 2022 年的超 75%，下降到 2023 年的不足 65%；储能电池产能利用率也从 2022 年超 85%跌至 2023 年的不足 55%。

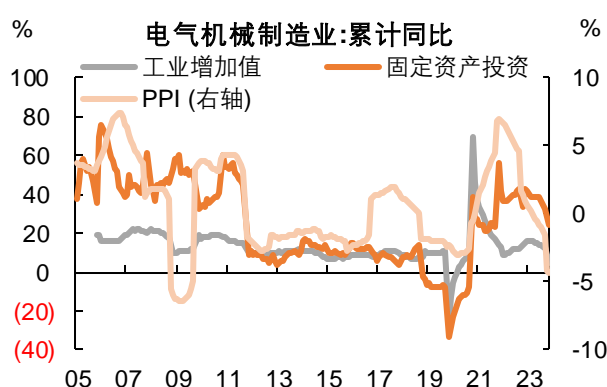
产能过剩带来供给过剩，“价格战”愈演愈烈，使中国新能源相关行业在短期内面临严峻形势。相比 2022 年年末，2024 年 3 月 25 日光伏行业综合价格指数累计下跌 69.8%，其中电池片价格累计下跌 72.7%；方形电池的磷酸铁锂和三元电芯价格分别累计下跌 54.3%和 49.5%。2023 年以来，新能源领域已经出现了一系列的项目调整，包括终止和延期投产的情况。

图表 21 2023 年以来光伏及锂电相关价格指数大幅回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 22 电气机械制造业 2021 年以来投资持续较快增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 23 新能源领域部分项目投资停建、缓建

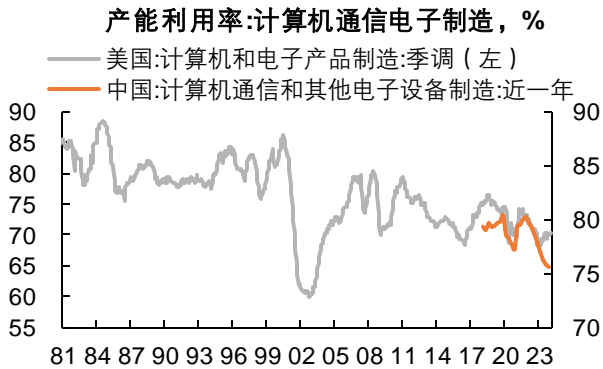
公司	终止/延期项目
沐邦高科	终止安义县 8GW TOPCon 光伏电池生产项目。
向日葵	终止 10GW TOPCon 电池扩产项目。
亿晶光电	滁州年产 10GW TOPCon 光伏电池项目滞后。
大全能源	包头二期年产 10 万吨高纯多晶硅项目投产时间延期半年至 2024 年第二季度。
山煤国际	终止高效异质结(HJT)太阳能电池产业化一期 3GW 项目
京运通	乐山 22GW 高效单晶硅棒、切片项目的预计投产时间从 2023 年 12 月延期至 2024 年 12 月。
奥维通信	终止投资建设 5GW 高效异质结(HJT)太阳能电池及组件项目。
金刚光伏	终止用于年产 4.8GW 高效异质结电池及 1.2GW 组件项目的定增募资。
国晟科技	终止用于 1GW 高效异质结电池生产项目、2GW 高效异质结太阳能组件生产项目的定增募资
欧晶科技	内蒙古欧晶科技的“循环利用工业硅项目”延期一年至 2024 年 12 月 31 日。
润阳股份	润阳股份在鄂尔多斯布局的 8 万吨多晶硅项目原计划于 2023 年 10 月投产，但项目进展未明确提及。
亿晶光电	亿晶光电位于滁州的高效 N 型 TOPCon 光伏电池项目，原宣传规模为 10GW，实际投产仅 500MW。
京山轻机	“用于制备异质结和钙钛矿叠层电池的核心设备研发项目”预定可使用状态日期延至 2024 年 6 月 30 日。
科翔股份	终止《新建 6GWH 钠离子新能源电池项目投资意向合同书》。

资料来源: 中国光伏行业协会, Wind, 公司公告, 平安证券研究所

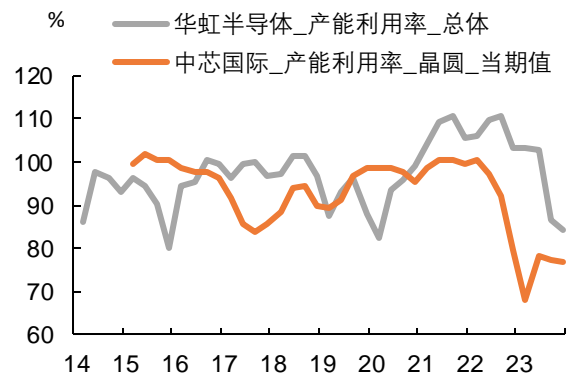
#### 4、海外产业链加速重构，半导体竞争白热化

2023 年半导体及电子产业链产能利用率处于偏低水平。海外方面，TechInsights 估算的 2023 年半导体行业的平均产能利用率约为 73.3%，低于 80%以上的合理水平；美国计算机和电子产品制造产能利用率仅 69.9%，较 2005 年以来的均值低 3.7 个百分点。统计局公布的中国计算机通信及其他电子设备制造业 2023 年产能利用率均值 75.6%，处于历史低点。2023 年四季度，国内最大两家的晶圆巨头中芯国际与华虹产能利用率分别为 76.8%和 84.1%，低于历史中枢。

图表24 中美计算机和电子制造业产能利用率均处低位



图表25 国内主流晶圆厂产能利用率降至相对低位



2008 年金融危机后，发达国家的贸易保护主义和逆全球化思潮已有抬头。新冠疫情后，各国更加重视供应链安全，美欧纷纷推出“再工业化”、“去风险化”的政策。

一是产能增长，中国及海外经济体均加大半导体领域的资本支出，新建产能将陆续投放。以作为半导体基础材料的晶圆为例：据 SEMI 在 2024 年 1 月 2 日公布的《世界晶圆厂预测报告》<sup>3</sup>，全球半导体每月晶圆（WPM）产能在 2023 年增长 5.5% 至 2960 万片后，预计 2024 年有 42 个项目投产，产能增长 6.4%，首次突破每月 3000 万片大关。报告显示，1) 中国大陆芯片制造商 2023 年产能同比增长 12%，2024 年将有 18 个项目投入运营，预计产能同比增加 13%。2) 2024 年中国台湾、韩国、日本的晶圆产能将分别增长 4.2%、5.4%、2%。3) 此外，2024 年美洲将新增 6 家晶圆厂，预计产能同比增长 6%；欧洲和中东地区 4 家新晶圆厂投产，预计产能同比增长 3.6%；东南亚 4 个新晶圆厂项目启动，产能将提高 4%。

二是制造外迁，外商企业在华生产回落，更趋向于“在岸”、“近岸”和“友岸”。以苹果产业链为例：1) 据《财经》统计，2022 财年苹果供应商中，151 家在中国大陆设厂，较 2020 财年减少 4 家；同时，东盟国家（越南、马来西亚、菲律宾、泰国、新加坡）和印度的供应商建厂数量分别较 2020 财年增加 10 家和 5 家。2) 据 Countpoint 预计，2023 年中国在苹果手机、耳机、PC、平板生产中的份额均下滑，印度的苹果手机份额由 4% 增至 7%，越南的其他三类产品份额也有所提升。

三是需求回落，全球产业链重构背景下，需求回落加剧半导体相关行业的经营压力。2023 年，受电脑、智能手机等销售低迷，数据中心支出减少的拖累，全球半导体需求回落，SIA 统计的 2023 年全球半导体销售额同比下降 9.4%。

<sup>3</sup> <https://www.semi.org.cn/site/semi/article/a60f27a777374e5999f55db4dfeacc52.html>



### 三、新一轮产能过剩的现实应对

新一轮产能过剩与上一轮有何不同？一方面，本轮产能过剩的行业更集中于装备制造和下游消费行业，涉及更多民营企业。上轮产能过剩中矛盾最为突出的是钢铁、水泥、有色金属等原材料行业，国有企业的占比相对较高。另一方面，本轮产能过剩行业中，部分曾受益于产业政策的大力支持。例如，计算机通信电子、电气机械、医药制造行业都属于高技术行业、战略新兴产业，近年来较多享受各地产业政策的补贴和支持。

总结来看，本轮产能过剩原因更加复杂，与产业政策的“过度补贴”、技术路线的更迭、需求端强预期和弱现实相关，化解本轮产能过剩应从供需两端同时入手，“双管齐下”。

#### 第一，供给侧改革仍然有必要

上一轮产能过剩治理中有值得借鉴的经验。环保督察工作在全国范围内普遍开展，助力高耗能的原材料行业，以及印刷、造纸、皮革制鞋等下游行业落后产能的退出。例如：根据工信部的数据，1) 在全国深入大气污染防治的背景下，2016 年全年淘汰落后炼铁产能 677 万吨、炼钢产能 1096 万吨、电解铝产能 32 万吨、水泥熟料产能 559 万吨、平板玻璃产能 3340 万重量箱，关闭 30 万吨/年以下落后小煤矿 1500 多处、涉及煤炭产能超过 1 亿吨。2) 在 2017 年的“地条钢”落后产能淘汰督察专项行动期间，全国共退出钢铁产能 3170 万吨，既能够打消质量问题和安全隐患，也能够减少环境污染。

需要注意的是，本轮产能过剩行业涉及的民营企业更多，实现手段不能简单复制此前的经验。民营企业通常更加依赖市场机制和利润驱动，以行政命令压降产能并不容易。通过能耗、质量和标准的引导，可以更有效地促使企业主动淘汰落后产能，实现产业结构的优化和升级。在方式方法上，亦不能忽视上一轮的教训，避免“一刀切”重演，可给予主动退出的落后产线一定财政奖励，补贴低能耗产品的终端消费、征收“碳税”等市场化形式，给予民营企业稳定的预期和充分的信心。

#### 第二，鼓励创新和质量标准提升

一方面，先进产能不易过剩，技术创新在产能消化中扮演着至关重要的角色。1) 以半导体为例：在行业景气度下行阶段，成熟制程的产能利用率往往更大幅度回落，而先进制程存在技术领先和独占性，所受冲击相对有限。可见，半导体下行周期中，逆周期扩产能否成功，关键要看扩产工厂是否具备先进技术，是否有创新能力，是否适应市场变化。2) 在动力电池行业，当前过剩的产能是上一代老车型用的接近于标准的电池产品；而升级后的电池产品（800V 等）又存在产能和供给不足的问题。

另一方面，渠道、商业模式及应用端的创新同样重要，优质产品的推出和推广能够创造需求，有助于帮助结构性阶段性产能过剩的企业打开市场，消化产能。例如，光伏与建筑一体化项目、光伏+交通、光伏+通信、光伏+渔业等模式，均有助于拓宽需求端的市场空间。与之配套，还需提升电网对分布式光伏并网的消纳能力，阶段性放松清洁能源 95% 的消纳红线等，避免行政限制成为行业发展的瓶颈。

#### 第三，畅通“外循环”化解过剩压力

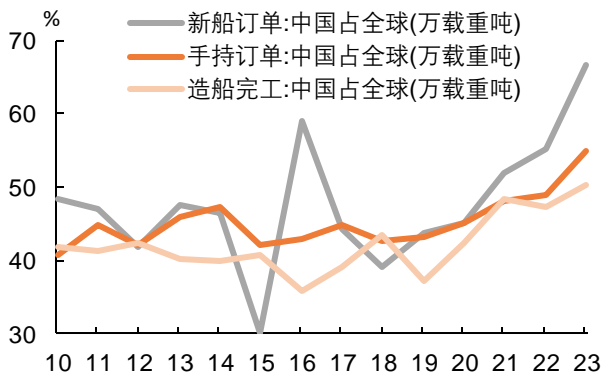
创造良好国际环境，鼓励企业提高产品竞争力，获取更多国际市场份额。中国作为新兴大国，在国际关系中扮演着越来越重要的角色，也面临着贸易保护主义抬头的挑战，需积极参与多边经贸合作，为企业出海营造良好的国际环境。一方面，巩固区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）、“一带一路”倡议、金砖国家合作机制等成果。另一方面，拓展自贸谈判或者升级谈判，进一步扩大面向全球的高标准自贸区网络，包括但不限于东盟自贸区 3.0 版谈判，继续推动加入 CPTPP 和 DEPA；与洪都拉斯、秘鲁、海合会、新西兰、韩国、瑞士进行自贸谈判或者升级谈判等。

在上一轮产能过剩中，通过提升自身竞争力抢占国际市场份额的典型是造船行业。回顾中国造船业近年来的发展脉络，可为当下处理产能过剩问题提供有益借鉴：

1) 造船业初期“大而不强”，周期下行后产能过剩，造船业陷入困境。我国早在2011年就成为第一造船大国，却存在创新能力不强，管理水平与效率低等问题。2015年，我国新承接船舶订单大幅下降，泰州最大的民营造船企业东方重工、温州最大的民营造船企业庄吉船业、浙江知名的民营造船企业正和造船、中国最大的外资造船企业STX(大连)造船，均进入破产重整。这一方面是因为航运低迷、需求不足、产能过剩，国内外市场竞争激烈；另一方面则是我国高技术含量、高附加值船舶制造能力低，难以比拼日韩船企的技术优势。2015年，全国规模以上船舶工业企业1452家，实现主营业务收入7893.8亿元，同比增长1.3%；实现利润总额179亿元，同比下降32.3%，利润率仅2.3%。

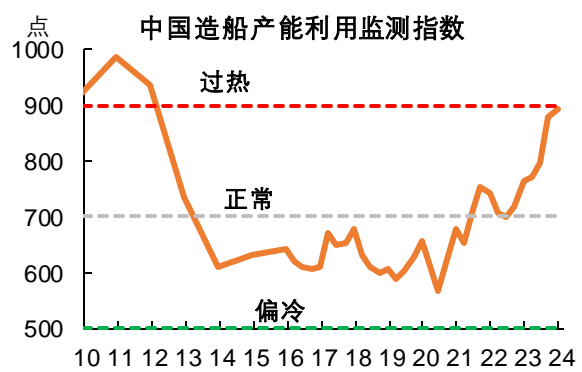
3) 造船行业转型后，乘风而起。转型时期，中国船舶工业从常规船型向高技术、高附加值船型迈进，在LNG、甲醇动力、氨燃料预留、氢燃料电池等绿色船舶和零碳船舶方面实现技术突破，获取海外订单。2023年，我国造船完工量、新接订单量、手持订单量以载重吨计分别占世界总量的50.2%、66.6%和55.0%，三大主要市场份额指标首次全部超过50%。据中国船舶工业协会数据，2023年中国造船产能利用监测指数(CCI)达到894点，与2022年相比增长17.0%，全年运行持续上行。2023年，全国规模以上船舶工业企业实现主营业务收入6237亿元，同比增长20%；实现利润总额259亿元，同比增长131.7%。

图表26 2020年以来中国造船业主要指标的市占率攀升



资料来源: iFind, 平安证券研究所

图表27 中国造船业产能利用指数回归正常区间



资料来源: 中国船舶工业协会, Wind, 平安证券研究所

风险提示:

- 1、中国正处于结构性转型的关键时期，历史数据的规律对于现实的指导意义或有不足。
- 2、若国内财政政策、货币政策力度不及预期，或地方政府债务负担偏重影响政策传导，“稳增长”的效果可能不及预期。
- 3、若房地产市场调整压力超预期，可能通过“财富效应”影响消费者信心，并使房企现金流压力，冲击房地产投资。
- 4、若海外经济下行超预期，或全球产业链调整风险超预期，可能使全球需求减弱，或中国出口份额下滑，拖累外需表现。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）  
推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）  
中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）  
回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）  
中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）  
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层