



# 见微知著系列之七十二

宏观专题研究报告  
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）  
zhangyunjie@gjzq.com.cn

## 产能周期，见底了吗？

2024年一季度产能利用率再度“触底”，“设备更新”等政策支持下，产能周期能否开启回升、行业层面如何演绎？

### 一问：产能周期，当前所处阶段？产能利用率持续磨底、结构分化，化纤、纺织已有回升

最近一轮产能周期始于2016年初，2024年一季度产能利用率再度“触底”。参考产能利用率等指标，2000-2016年共历经2轮产能周期、每轮跨度在7-10年。2016年一季度产能利用率触及72.9%的低位，随后新一轮周期开启，当前或已进入周期切换“平台期”；今年一季度，产能利用率降至73.6%、为2016年后次低。

过去一年，产能利用率在“磨底”过程中呈现明显结构分化，化纤、纺织制造回升较多，汽车等设备制造整体下滑。2023Q1-2024Q1，工业产能利用率整体回落0.7个百分点；其中，化纤、纺织制造产能利用率涨幅最高，分别回升3.5、2.5个百分点；汽车、电气机械跌幅居前，分别下滑7.1、3.1个百分点，均已降至2016年后次低水平。

化纤、纺织制造是中美库存周期“共振”的代表行业，本轮产能利用率回升主要受需求驱动。2023年6月，化纤制造实际库存增速触底-9.5%、随后连续反弹至2024年2月的17.7%。化纤制造本轮库存回补力度较强，受外需、尤其是美国纺织制品“补库”带动较大。2024年2月，我国纺织原料对美出口增速较去年低点大幅回升20.6个百分点。

### 二问：哪些因素，可能制约产能扩张？部分行业产能“过剩”、过往产能去化不够彻底

以煤炭开采、有色加工等为代表的工业领域，在过往周期中的产能去化更加彻底，当前产能利用率已升至历史高位。2016年起，煤炭、有色等行业以行政化手段压减和淘汰过剩产能，随后石油煤炭、有色加工占制造业投资比重进一步下滑。2024Q1，煤炭采选、有色加工产能利用率分别处在69.2%、42.6%的历史分位。

但钢铁、水泥等传统行业，需求端受地产链拖累较大，其产能“出清”还不够充分。2015年末，螺纹钢、水泥产量增速一度降至-4.3%、-4.9%的低位。后续伴随房地产链“起落”，2021年起螺纹钢、水泥产量增速由升转降，行业产能闲置压力上升；2024Q1，黑色金属、非金属矿物产能利用率分别处在42.7%历史分位、除2020Q1外最低位。

此外，部分新兴行业在发展过程中供给快速增加，可能存在产能“过剩”的问题。过去两年，设备制造业生产强度持续高于盈利表现，投资也保持两位数以上快速增长；2023年三季度，电气机械、计算机通信资产周转率分别下滑至73.3%、64.4%，汽车行业回升至79.9%，但都低于工业企业整体的80.1%，显示出产能或相对“过剩”。

### 三问：产能周期，见底了吗？结构分化或延续，设备制造、石油、有色产能趋于回升

前两轮产能扩张期，政策“驱动”特征十分显著，但取向上已出现由总量刺激到结构调整的转变。2009年工业产能利用率开启上行，主要对应“四万亿”经济刺激计划；2016年也有以棚改为代表的刺激政策出台，但顶层规划已明确向“高质量”发展、供给侧改革转变，2015年起《中国制造2025》等加速“新经济”培育的政策密集出台。

本轮也不例外，2024年“稳增长”加快落地的同时，政策更加聚焦现代产业体系建设。2023年四季度以来，“稳增长”三步走先后推出、落地，今年2月1万亿元国债项目清单已全部下达。与此同时，现代化产业体系加快建设；2024年代表性省份重大项目中，产业类项目占比升至65.7%、较去年进一步提高2.5个百分点。

往后看，产能扩张可能还会呈现结构分化，“新质生产力”、新一轮设备更新等加快布局，或持续带动设备制造业产能回升。2020年全行业最终使用的设备类投资中，专用设备、汽车、通用设备的供给占比最高，分别为26.2%、22.5%、21.8%；其余设备制造业中，计算机通信、电气机械、运输设备、仪器仪表占比分别为12%、8.1%、7.7%、1.6%。

前期“出清”更加彻底的石油、有色等传统领域，需求支撑下产能利用率或保持高位。一方面，中游设备制造生产强度提升，能够带动部分上游行业需求；2015年，机械设备制造对金属制品、化学工业的完全消耗系数分别为0.46、0.27。另一方面，以地产和基建为主要抓手的“稳增长”政策，也能提振采矿、部分加工冶炼制造行业需求。

### 风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



## 内容目录

1、热点思考：产能周期，见底了吗？	5
1.1、一问：产能周期，当前所处阶段？	5
1.2、二问：哪些因素，可能制约产能扩张？	7
1.3、三问：产能周期，见底了吗？	9
2、生产高频跟踪：中游开工景气回落，建筑业开工有所加速	12
3、需求高频跟踪：消费边际下滑，地产成交超季节回落、出口运价平稳恢复	15
风险提示	20

## 图表目录

图表 1：参考 5000 户工企设备能力利用水平，2000-2016 年历经 2 轮产能周期	5
图表 2：2023 年 Q1-Q4，设备制造业对工业产能利用率提升的贡献更高	5
图表 3：2023Q4，采矿业、加工冶炼、设备制造业的部分行业处于历史较高分位	6
图表 4：化纤行业实际库存增速连续回升	6
图表 5：我国纺织原料制品出口持续修复	6
图表 6：美国纺织制品行业也已开启“补库”	7
图表 7：黑色、有色、石油煤炭加工投资占比下降	7
图表 8：石油煤炭、有色金属加工投资占比下降	7
图表 9：螺纹钢、水泥产量与地产投资需求息息相关	8
图表 10：非金属矿物投资占比仍偏高	8
图表 11：设备制造业生产强度持续高于利润增速	8
图表 12：设备制造业投资保持两位数较快增速	8
图表 13：电气机械等新兴行业负债增速明显偏高	9
图表 14：2023 年汽车、电气机械等细分行业资产周转率	9
图表 15：“四万亿”经济刺激计划资金投向	9
图表 16：2016 年前后顶层规划更加重视经济发展结构	9
图表 17：2023 年新增国债的项目分布	10
图表 18：2024 年代表性省份产业类重大项目占比抬升	10
图表 19：1-2 月设备工器具投资增速大幅抬升	10
图表 20：“设备更新行动方案”主要内容	10
图表 21：投入产出表中，最终使用固定资本形成总额的分行业供给	11
图表 22：建筑业生产带动加工冶炼制造行业需求	11
图表 23：2015 年机械设备制造业完全消耗系数	11



图表 24:	本周, 钢厂盈利率延续回弹	12
图表 25:	本周, 高炉开工率继续提升	12
图表 26:	本周, 钢材表观消费小幅减少	12
图表 27:	本周, 钢材社会库存继续去库	12
图表 28:	本周, 纯碱开工率略有减少	13
图表 29:	本周, PTA 开工率显著下滑	13
图表 30:	本周, 涤纶长丝开工率与上周持平	13
图表 31:	本周, 汽车半钢胎开工率有所回落	13
图表 32:	本周, 铝行业平均开工率小幅回升	13
图表 33:	本周, 电解铜开工率延续增加	13
图表 34:	本周, 电解铝现货库存量略有提升	14
图表 35:	本周, 社铜库存有所累库	14
图表 36:	本周, 全国水泥粉磨开工率显著增加	14
图表 37:	本周, 全国水泥出货率同比差距明显缩小	14
图表 38:	本周, 水泥库容比延续回升	14
图表 39:	本周, 水泥价格指数延续下行趋势	14
图表 40:	本周, 玻璃产量高位回落	15
图表 41:	本周, 玻璃周表观消费大幅回升	15
图表 42:	本周, 玻璃库存有所回落	15
图表 43:	本周, 沥青开工率小幅下滑	15
图表 44:	本周, 全国商品房成交超季节性回落	15
图表 45:	本周, 一线城市商品房成交大幅下滑	15
图表 46:	本周, 二线城市成交明显回落	16
图表 47:	本周, 三线城市成交回落最为显著	16
图表 48:	4 月以来, 全国二手房成交降幅较上月有所收窄	16
图表 49:	上周, 全国二手房成交大幅回落	16
图表 50:	上周, 全国整车货运流量持续下滑	16
图表 51:	上周, 绝大多数各省市公路货运流量有所回落	16
图表 52:	上周, 铁路运输量延续回落	17
图表 53:	上周, 高速公路货运量明显下滑	17
图表 54:	上周, 邮政快递揽收量有所回落	17
图表 55:	上周, 邮政快递业务投递量也有减少	17
图表 56:	本周, 全国迁徙规模指数显著回落	17
图表 57:	本周, 执行航班架次有所增加	17
图表 58:	本周, 全国样本城市地铁客流总量小幅回落	18



图表 59: 本周, 多数样本城市地铁客流量减少 .....	18
图表 60: 本周, 全国拥堵延时指数明显回落 .....	18
图表 61: 本周, 多数样本城市拥堵指数有所下滑 .....	18
图表 62: 上周, 票房收入季节性增加 .....	18
图表 63: 上周, 观影人数有所回升 .....	18
图表 64: 上周, 乘用车零售量环比减少 .....	19
图表 65: 上周, 乘用车批发量环比明显回落 .....	19
图表 66: 本周, 出口集装箱运价指数回落幅度减少 .....	19
图表 67: 本周, 欧洲航线运价指数由降转生 .....	19
图表 68: 本周, 日本航线运价指降幅明显收窄 .....	19
图表 69: 本周, BDI 运价指数环比继续回落 .....	19



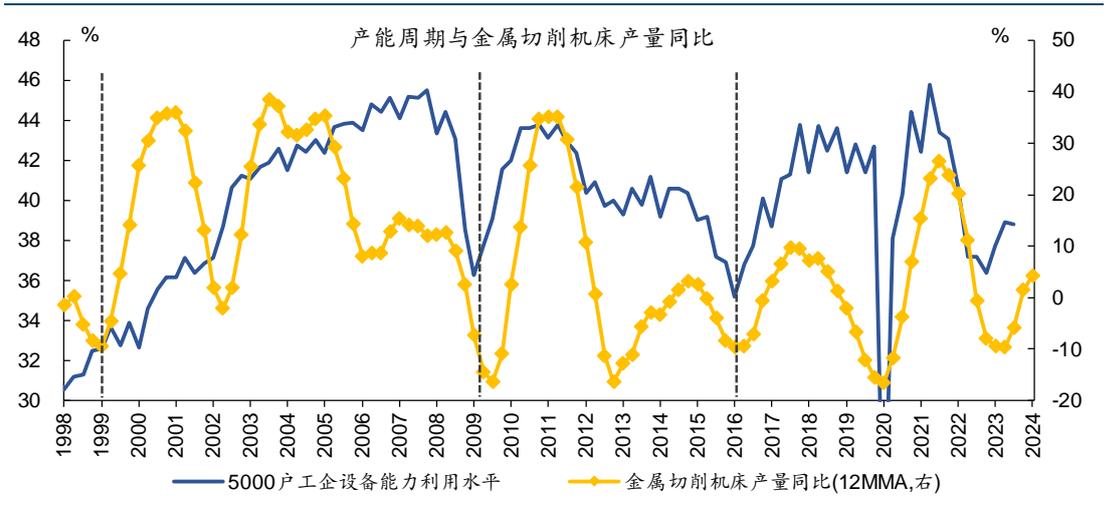
## 1、热点思考：产能周期，见底了吗？

2024 年一季度产能利用率再度“触底”，“设备更新”等政策支持下，产能周期能否开启回升、行业层面如何演绎？本文梳理，供参考。

### 1.1、一问：产能周期，当前所处阶段？

最近一轮产能周期始于 2016 年初，2024 年一季度产能利用率再度“触底”。经验上，产能周期主要受需求驱动，需求扩张带动企业利润增长、产能利用率上行；伴随产能扩张、供过于求，企业盈利开始下滑、行业出清、产能利用率下行。参考产能利用率等指标，2000-2016 年历经 2 轮产能周期、每轮跨度在 7-10 年。2016 年初新一轮周期开启，当前或已进入周期切换“平台期”；今年一季度，产能利用率降至 73.6%、为 2016 年后次低。

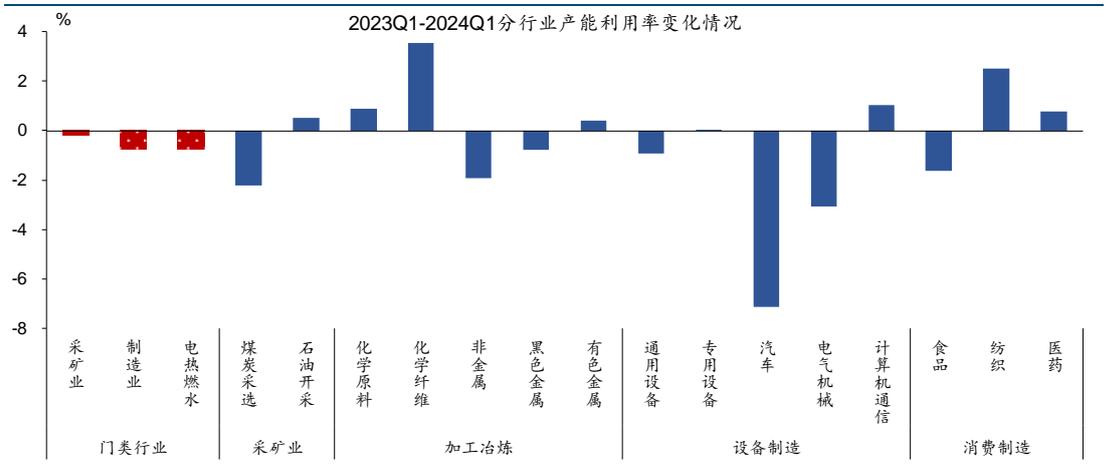
图表1：参考 5000 户工业企业设备能力利用水平，2000-2016 年历经 2 轮产能周期



来源：Wind、国金证券研究所

过去一年，产能利用率在“磨底”过程中呈现明显结构分化，化纤、纺织制造回升较多，汽车等设备制造整体下滑。2023Q1-2024Q1，工业产能利用率整体回落 0.7 个百分点；分门类行业看，采矿业、制造业、电热燃分别下滑 0.2、0.7、0.7 个百分点至 75%、73.8%、71.2%。制造业中，化纤、纺织产能利用率涨幅最高，分别回升 3.5、2.5 个百分点；汽车、电气机械跌幅居前，分别下滑 7.1、3.1 个百分点，均已降至 2016 年后次低水平。

图表2：2023 年 Q1-Q4，设备制造业对工业产能利用率提升的贡献更高



来源：国家统计局、Wind、国金证券研究所



图表3: 2023Q4, 采矿业、加工冶炼、设备制造业的部分行业处于历史较高分位<sup>1</sup>

大类	行业	产能利用率 (%)													产能利用率历史分位	产能利用率历史走势
		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1		
采矿业	煤炭采选	75.3	76.1	76.0	77.0	77.0	76.7	76.9	76.5	75.2	74.8	75.4	77.1	75.0	83.2	
	石油开采	90.0	90.3	90.0	89.0	92.4	92.3	91.8	91.3	91.2	90.9	91.2	92.1	91.7	89.7	
上游加工冶炼	化学原料	76.9	80.0	77.8	77.6	77.9	77.7	75.3	76.0	75.5	74.3	74.6	76.7	76.4	53.2	
	化学纤维	87.1	85.3	83.5	82.5	84.2	83.8	82.0	79.2	82.1	84.1	85.1	85.7	85.6	81.6	
	非金属	66.5	72.6	70.0	70.1	65.8	66.7	68.2	67.2	63.9	65.1	65.0	64.7	62.0	0.0	
	黑色金属	81.7	84.1	77.0	74.6	77.0	79.2	74.9	73.5	78.1	79.0	79.1	76.4	77.3	42.7	
	有色金属	80.3	81.6	79.6	76.9	79.0	79.0	79.6	79.4	77.8	80.3	80.2	79.6	78.2	42.6	
中游设备制造	通用设备	80.0	81.6	80.9	81.1	79.2	78.5	79.7	79.3	79.1	79.7	78.7	79.2	78.2	71.3	
	专用设备	82.5	80.4	78.9	78.6	77.8	77.5	77.6	77.5	77.0	78.1	77.5	77.5	77.0	51.4	
	汽车	78.5	74.2	70.5	75.5	72.1	69.1	75.7	73.2	72.0	73.3	75.6	76.9	64.9	0.0	
	电气机械	81.1	81.7	81.0	80.5	77.3	76.0	76.7	79.0	75.8	77.1	77.8	77.1	72.7	0.0	
下游消费制造	计算机通信	79.3	79.1	80.8	81.6	77.0	77.5	78.1	78.5	73.7	74.6	76.5	77.6	74.7	11.4	
	食品	74.2	72.8	74.2	74.5	71.6	71.3	72.0	71.9	70.7	68.1	71.1	71.3	69.1	11.0	
	纺织	78.3	80.9	79.5	79.2	78.2	77.8	76.7	76.2	75.5	76.9	76.9	76.2	78.0	61.8	
	医药	76.9	78.5	76.6	77.4	74.6	75.1	74.8	77.6	75.2	76.2	72.7	75.4	76.0	41.4	
	电热供水	74.5	74.7	75.3	75.4	73.8	70.6	72.7	74.0	71.9	71.4	74.4	71.2	44.3		

来源: iFind、国金证券研究所

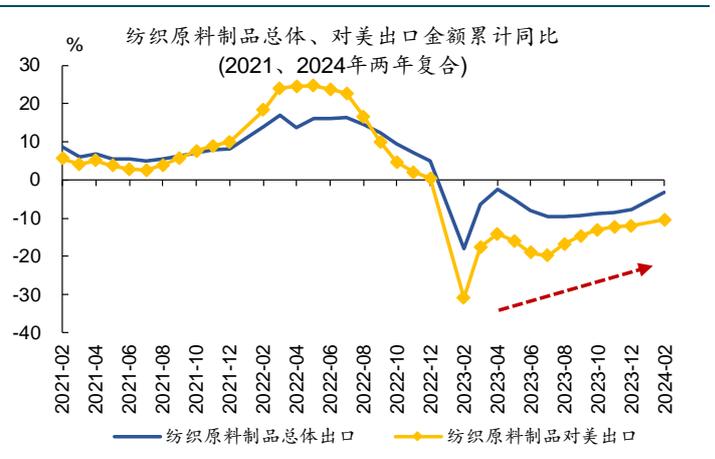
化纤、纺织制造是中美库存周期“共振”的代表性行业，本轮产能利用率回升主要受需求驱动。国内库存水平仍偏低，但部分行业库存已出现连续改善，化纤制造业为典型代表；2023年6月，化纤制造实际库存增速触及-9.5%的低点，随后连续反弹至2024年2月的17.7%。化纤制造本轮库存回补力度较强，受外需、尤其是美国纺织制品“补库”带动较大。美国是我国纺织原料制品的最大出口国、占比达15.7%，2023年2月至2024年2月，我国纺织原料制品总体、对美出口增速分别大幅回升14.8、20.6个百分点。

图表4: 化纤行业实际库存增速连续回升

分类	行业	名义库存同比(%)				实际库存同比(%)			
		12月所处历史分位数(%)	2023-11	2023-12	2024-02	12月所处历史分位数(%)	2023-11	2023-12	2024-02
上游原材料	煤炭开采和洗选	57.6	-6.50	-2.10	78.9	5.00	5.00	13.30	
下游制造	酒、饮料和精制茶制造	68.7	5.40	4.40	14.00	69.1	4.00	3.20	
中游装备制造	化学纤维制造	63.6	2.10	10.20	18.80	67.7	5.20	12.90	
下游制造	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品	60.1	0.70	-1.40	1.40	62.1	2.10	0.00	
上游原材料	石油和天然气开采	57.3	-3.80	-3.20	5.70	57.0	7.10	7.00	
上游制造	石油、煤炭及其他燃料加工	29.5	-5.50	1.60	0.20	32.5	3.00	9.90	
下游制造	纺织	46.0	5.90	6.90	6.70	47.9	9.30	10.10	
上游制造	黑色金属冶炼和压延加工	36.8	1.10	3.80	5.10	47.4	11.30	13.40	
上游制造	有色金属冶炼和压延加工	39.4	3.30	-1.80	2.80	46.4	6.60	1.20	
上游制造	橡胶和塑料制品	26.7	0.00	1.80	2.40	42.2	3.50	5.10	
上游制造	化学原料和化学制品制造	13.3	-2.80	-1.10	-0.10	41.5	6.50	7.90	
下游制造	食品制造	28.9	0.80	0.50	4.60	41.6	1.40	1.10	
上游原材料	非金属矿采选	17.8	8.70	3.80	0.80	38.9	8.30	3.60	
公用事业	燃气生产和供应	31.7	-0.90	0.20	0.70	37.4	-2.20	-0.90	
上游原材料	有色金属矿采选	34.0	-3.70	-7.10	-4.50	36.6	-9.60	-13.10	
下游制造	农副食品加工	25.4	4.00	1.10	0.50	36.4	4.20	1.60	
中游装备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造	24.7	11.90	11.50	8.50	35.3	11.60	11.30	
上游制造	金属制品	25.7	1.80	2.40	3.10	33.9	5.00	5.50	
中游装备制造	电气机械和器材制造	21.4	4.00	5.10	2.90	32.1	5.30	6.60	
下游制造	印刷业和记录媒介的复制	26.4	-1.20	-0.30	-0.30	31.0	-0.70	0.30	
下游制造	烟草制品	28.4	24.80	0.70	2.80	29.0	23.80	-0.20	
中游装备制造	汽车制造	26.7	2.80	2.30	0.20	28.8	4.00	3.50	
下游制造	造纸和纸制品	20.2	10.40	-4.50	-5.70	27.7	-5.10	0.80	
中游装备制造	通用设备制造	23.8	3.10	4.10	4.30	25.6	3.40	4.40	
下游制造	纺织服装、服饰	14.9	-1.50	-2.90	-0.90	18.4	-2.40	-3.70	
公用事业	水的生产和供应	12.2	11.30	-13.20	-8.70	13.0	10.80	-13.80	
公用事业	电力、热力及水的生产和供应	11.1	0.90	-0.50	-6.90	12.9	-0.50	-1.70	
下游制造	医药制造	12.8	7.90	10.00	4.40	12.5	7.60	9.70	
中游装备制造	计算机、通信和其他电子设备制造	4.8	-3.30	-3.50	-1.90	7.2	-1.80	-1.80	
上游原材料	黑色金属矿采选	4.1	-18.30	-16.90	-16.50	2.5	-14.80	-15.00	

来源: Wind、国金证券研究所

图表5: 我国纺织原料制品出口持续修复



来源: Wind、国金证券研究所

<sup>1</sup> 说明: 计算产能利用率历史分位数时, 剔除了2020年一季度的异常值。



图表6: 美国纺织制品行业也已开启“补库”

美国细分行业库存状态		库存状态						销售增速							
部门	行业	单位	分位数(10Y)	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	分位数(10Y)	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	
制造环节	交通运输设备	%	被动去库	37	2.86	2.42	1.79	1.42	1.04	52	0.57	1.66	2.91	4.86	7.57
制造环节	基础化学品	%	主动去库	12	-0.29	-0.69	-1.16	-1.31	-1.19	50	1.31	1.90	1.64	1.29	1.23
制造环节	金属加工制品	%	主动去库	25	-0.42	-0.47	-0.58	-0.74	-0.76	56	2.88	2.44	2.03	1.16	0.41
零售环节	杂货店	%	主动去库	24	-1.93	-1.84	-1.91	-2.94	-3.62	42	1.69	2.03	1.20	1.48	1.88
制造环节	初级金属	%	主动去库	34	-2.87	-3.17	-3.57	-3.87	-3.85	45	-0.10	0.26	-0.19	-1.37	-1.22
批发环节	专业和商业设备	%	主动去库	6	-3.50	-5.33	-6.82	-6.91	-6.87	17	0.93	-0.68	-1.96	-2.01	-1.43
制造环节	木制品	%	主动去库	8	-4.05	-4.21	-4.21	-4.42	-4.95	19	-1.08	-1.28	-1.46	-1.28	-1.28
批发环节	家用耐用消费品	%	主动去库	4	-4.38	-5.20	-5.83	-6.31	-5.64	7	-6.39	-5.36	-6.17	-5.97	-6.67
制造环节	石油及煤产品	%	主动去库	44	-6.22	-4.69	-2.37	-1.89	-4.60	40	-11.48	-13.11	-13.64	-12.32	-12.26
制造环节	纺织制品	%	主动去库	15	-6.31	-7.04	-7.64	-8.04	-7.75	26	-3.30	-3.12	-3.71	-3.96	-4.62
批发环节	计算机和计算机外围设备	%	主动去库	8	-6.94	-11.34	-15.60	-16.86	-18.55	13	-1.76	-4.06	-5.14	-5.69	-5.80
零售环节	百货商店	%	主动去库	26	-7.03	-8.03	-9.06	-9.94	-10.69	40	-4.13	-3.78	-5.04	-4.65	-4.14
批发环节	纸张和纸制品	%	主动去库	2	-16.78	-17.79	-19.02	-18.10	-16.87	7	-6.99	-7.55	-8.40	-9.65	-9.18
批发环节	农产品原料	%	主动去库	6	-26.62	-25.59	-25.58	-26.56	-29.00	13	-16.80	-12.13	-9.02	-11.32	-16.51
零售环节	服装和服装配饰店	%	被动去库	45	0.42	0.57	1.29	1.33	1.32	47	2.01	2.17	0.58	0.90	1.89
制造环节	纺织厂	%	被动去库	9	-4.39	-4.89	-4.96	-4.38	-4.11	25	-5.36	-5.48	-5.91	-6.81	-7.26
批发环节	电子产品	%	被动去库	7	-5.22	-4.46	-4.15	-3.70	-1.72	26	1.38	0.66	-0.22	-2.18	-2.47
批发环节	金属和矿产, 不包括石油	%	被动去库	26	-7.20	-6.48	-6.06	-5.38	-4.94	34	-6.77	-7.79	-9.99	-11.91	-13.21
零售环节	家具、家居用品、电子产品和电器店	%	被动去库	10	-11.39	-10.92	-10.63	-11.06	-11.91	8	-4.12	-3.45	-4.28	-5.78	-4.99
批发环节	化学品和相关产品	%	被动去库	2	-14.74	-14.04	-13.58	-13.47	-12.01	30	-3.02	-5.71	-7.49	-8.07	-8.14
批发环节	石油及石油产品	%	被动去库	19	-17.01	-15.44	-10.54	-8.77	-7.66	42	-4.36	-1.69	0.99	-0.90	-6.15
零售环节	机动车及配件经销商	%	主动去库	91	23.40	23.53	23.08	22.59	22.53	52	4.20	5.89	4.99	4.66	6.08
批发环节	机械、设备和用品	%	主动去库	87	14.35	15.25	17.08	18.94	20.64	39	0.46	1.09	1.53	2.43	3.69
制造环节	电气设备和其他设备	%	主动去库	39	1.97	2.83	3.67	4.14	4.61	67	3.28	5.00	6.30	7.44	8.05
制造环节	计算机和电子产品	%	主动去库	19	-0.07	-0.08	-0.07	0.09	0.27	41	1.16	1.22	1.21	1.17	1.17
制造环节	家具及相关产品	%	主动去库	2	-4.46	-4.30	-3.79	-3.53	-3.16	20	-2.68	-2.73	-2.23	-2.39	-2.17
批发环节	杂货和相关产品	%	主动去库	3	-5.01	-5.27	-5.33	-5.01	-5.52	27	-0.19	-0.03	0.27	1.51	2.29
零售环节	建筑材料、园艺设备、用品经销商	%	主动去库	2	-7.77	-7.38	-6.89	-6.30	-6.00	1	-5.14	-3.94	-4.45	-4.50	-4.04
制造环节	印刷	%	主动去库	7	-8.72	-9.06	-9.08	-8.27	-6.66	28	-2.61	-3.00	-2.56	-1.88	-1.04
批发环节	家具和家居	%	主动去库	3	-14.08	-14.98	-15.48	-15.03	-13.98	13	0.92	-2.04	-4.02	-2.57	0.75
批发环节	服装、布匹和鞋帽百货	%	主动去库	2	-23.17	-22.66	-21.58	-19.01	-15.80	13	-8.38	-9.80	-9.66	-9.65	-9.34

来源: CEIC、国金证券研究所

1.2、二问: 哪些因素, 可能制约产能扩张?

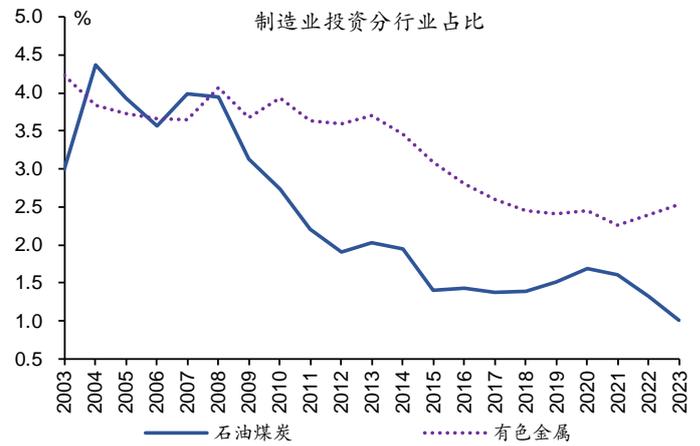
以煤炭开采、有色加工等为代表的工业领域, 在过往周期中的产能去化更加彻底, 当前产能利用率已升至历史高位。2016年起, 煤炭等行业以行政化手段去产能为主, 中央明确压减和淘汰过剩产能的具体目标; 电解铝等原料行业“去产能”的过程中, 行政力量主要体现在严控新增产能; 存量过剩产能的淘汰, 则主要通过环保“控产量”及提高能耗标准等倒逼行业自发“出清”。2023年, 石油煤炭、有色金属加工行业投资占制造业投资比重分别较2008年下降2.9、1.5个百分点至1%、2.5%; 2024Q1, 煤炭采选、有色加工产能利用率分别处在69.2%、42.6%的历史分位。

图表7: 黑色、有色、石油煤炭加工投资占比下降

图表8: 石油煤炭、有色金属加工投资占比下降

主要方式	行业	压减和淘汰过剩产能目标	发布部门
行政手段去产能为主	钢铁	“十三五”期间, 压减粗钢产能1亿-1.5亿吨(2016年2月公布)	国务院
	煤炭	从2016年开始, 用3-5年的时间退出产能5亿吨左右, 减量重组5亿吨左右, 较大幅度压缩煤炭产能(2016年2月公布); 到2020年化解淘汰过剩落后产能8亿吨/年左右(2016年12月)公布	国务院 (发改委国家能源局)
	煤电	“十三五”期间, 停建和缓建煤电产能1.5亿千瓦, 淘汰落后产能0.2亿千瓦以上(2017年8月公布)	发改委等6个部门
以环保手段和市场化机制等引导产能“出清”	水泥	2018-2020年, 压减熟料产能39270万吨使全国熟料产能平均利用率达到80%, 水泥产能平均利用率达到70%(2017年12月公布)	水泥行业协会
	平板玻璃	2020年前至少需淘汰和压减平板玻璃产能2亿重量箱	建筑玻璃与工业玻璃协会
	电解铝	—	—

来源: 中国政府网、国务院、水泥协会、建筑与工业玻璃协会、国金证券研究所

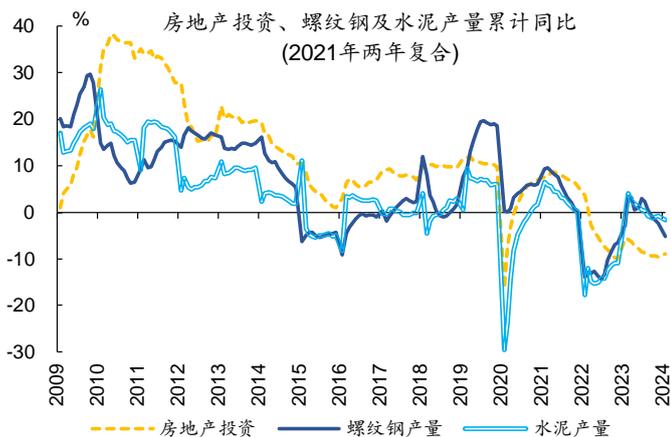


来源: 国务院、工信部、发改委、国金证券研究所

但钢铁、水泥等传统行业, 需求端受地产链拖累较大, 其产能“出清”还不够充分。钢铁、水泥也是过往周期中压减产能的重点行业, 2015年末, 螺纹钢、水泥产量增速分别降至-4.3%、-4.9%的低位。伴随房地产链的“起落”, 2017-2020年螺纹钢、水泥产量增速明显回升, 黑色金属、非金属矿物投资占制造业比重也分别提高了1.3、1.1个百分点; 2021年以来, 房地产市场“供求关系发生重大变化”, 钢铁、水泥行业需求空间再度受到挤压, 产能闲置明显上升。2024Q1, 黑色金属、非金属矿物产能利用率分别处在42.7%历史分位、除2020Q1外最低位。

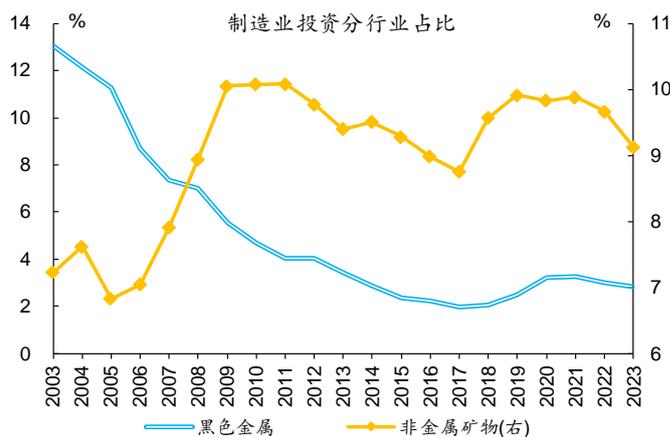


图表9: 螺纹钢、水泥产量与地产投资需求息息相关



来源: Wind、国金证券研究所

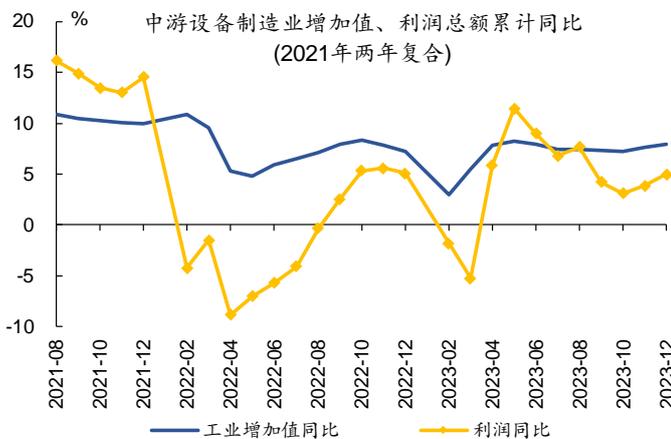
图表10: 非金属矿物投资占比仍偏高



来源: Wind、国金证券研究所

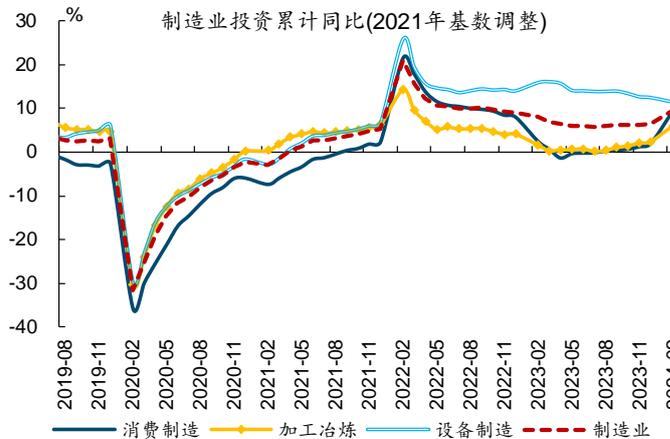
此外，部分新兴行业在发展过程中供给快速增加，可能存在产能“过剩”的问题。以中游设备制造业为代表的“新经济”，近年来受到政策重点扶持，发展速度较快、盈利表现也更好。但在过去两年，设备制造业生产强度持续高于利润增速，期间固定资产投资也保持两位数以上的快速增长。细分行业中，电气机械、汽车、计算机通信行业负债增速明显高于工业企业整体，显示其资本开支、产能投入力度更强。2023年三季度，电气机械、计算机通信资产周转率分别下滑至73.3%、64.4%，汽车行业需求形势相对更好、资产周转率回升至79.9%，但都低于工业企业整体的80.1%，显示其产能或相对“过剩”。

图表11: 设备制造业生产强度持续高于利润增速



来源: Wind、国金证券研究所

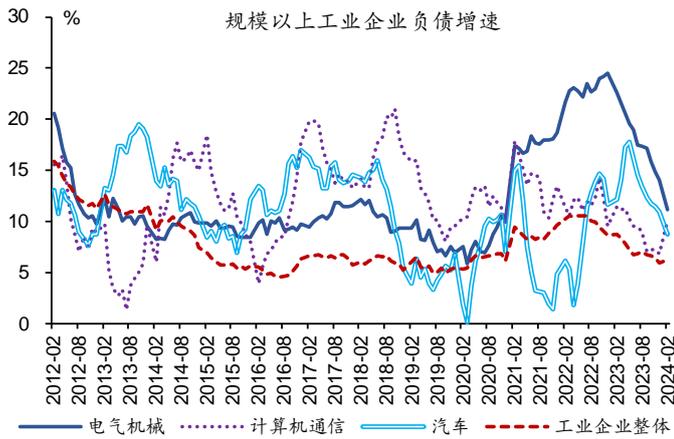
图表12: 设备制造业投资保持两位数较快增速



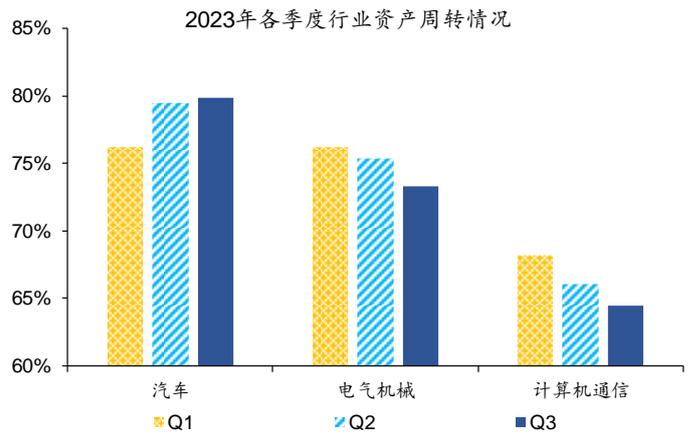
来源: Wind、国金证券研究所



图表13: 电气机械等新兴行业负债增速明显偏高



图表14: 2023年汽车、电气机械等细分行业资产周转率



来源: Wind、国金证券研究所

来源: iFind、国金证券研究所

### 1.3、三问：产能周期，见底了吗？

前两轮产能扩张期，政策“驱动”特征十分显著，但取向上已出现由总量刺激到结构调整的转变。2009年工业产能利用率开启上行，主要对应“四万亿”经济刺激计划，其中投向基础设施领域的资金占比最高、超过50%。2016年产能利用率开启新一轮扩张，政策层面也有以棚改为代表的总量刺激举措，但顶层规划已明确向“高质量”发展、供给侧改革等方向转变。2015年起，加速“新经济”培育的政策密集出台，国务院先后印发《中国制造2025》、《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》等纲领性文件。

图表15: “四万亿”经济刺激计划资金投向

扩大内需4万亿元投资投向构成 (单位: 亿元)		
重点投向	资金测算	资金占比
<b>总计</b>	<b>40,000</b>	<b>100.0%</b>
廉租住房、棚户区改造等保障性住房	4,000	10.0%
农村水电路气房等民生工程和基础设施	3,700	9.3%
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	15,000	37.5%
医疗卫生、教育文化等社会事业发展	1,500	3.8%
节能减排和生态建设工程	2,100	5.3%
自主创新和产业结构调整	3,700	9.3%
汶川地震灾后恢复重建	10,000	25.0%

图表16: 2016年前后顶层规划更加重视经济发展结构

文件/会议名称	时间	具体内容
2014年政府工作报告	2014/3	要在稳增长的同时，推动发展从主要依靠要素投入向更多依靠创新驱动转变，从主要依靠传统比较优势向更多发挥综合竞争优势转变，从国际产业分工中低端向中高端提升，从城乡区域不平衡向均衡协调迈进。
《中国制造2025》	2015/5	“坚持把创新摆在制造业发展全局的核心位置，完善有利于创新的制度环境，推动跨领域跨行业协同创新，突破一批重点领域关键共性技术，促进制造业数字化网络化智能化，走创新驱动的发展道路。”“坚持把质量作为建设制造强国的生命线，强化企业质量主体责任，加强质量技术攻关、自主品牌培育。建设法规标准体系、质量监管体系、先进质量文化，营造诚信经营的市场环境，走以质取胜的发展道路。”
中央经济工作会议	2016/12	形成以新发展理念为指导、以供给侧结构性改革为主线的政策体系，引导经济朝着更高质量、更有效率、更加公平、更可持续的方向发展，提出引领我国经济持续健康发展的一套政策框架。
十九大报告	2017/10	首次提出：“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。”从明确建立现代化经济体系的主攻方向、明确建立现代化经济体系的主体力量、明确建立现代化经济体系的基础条件和明确建立现代化经济体系的体制机制方面的动力四个方面对高质量发展阶段建设现代化经济体系作出了部署。

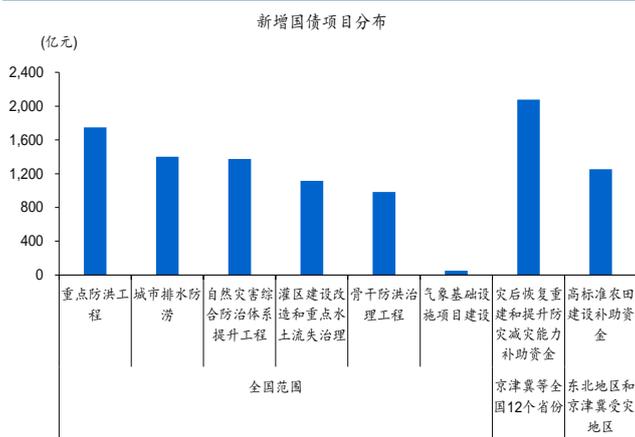
来源: 发改委、中新网、国金证券研究所

来源: 国务院、国金证券研究所

本轮也不例外，2024年“稳增长”加快落地的同时，政策更加聚焦现代产业体系建设。2023年四季度以来，中央增发万亿国债、PSL余额新增5000亿元等，政策支持力度明显有所加大；截至今年2月，1万亿元国债项目清单已全部下达，已实施国债水利项目1488个、完成投资293.1亿元，对于投资的拉动作用还将持续体现。与此同时，政府工作报告明确现代化产业体系建设、发展“新质生产力”为首要任务；2024年代表性省份重大项目，产业类项目占比升至65.7%、较去年进一步提高2.5个百分点。

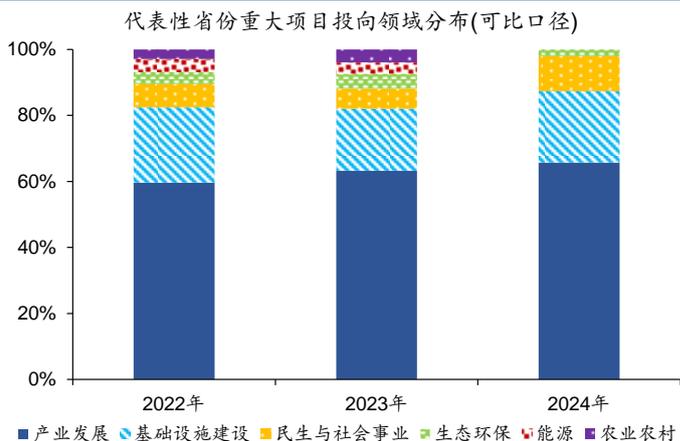


图表17: 2023年新增国债的项目分布



来源: 发改委、国金证券研究所

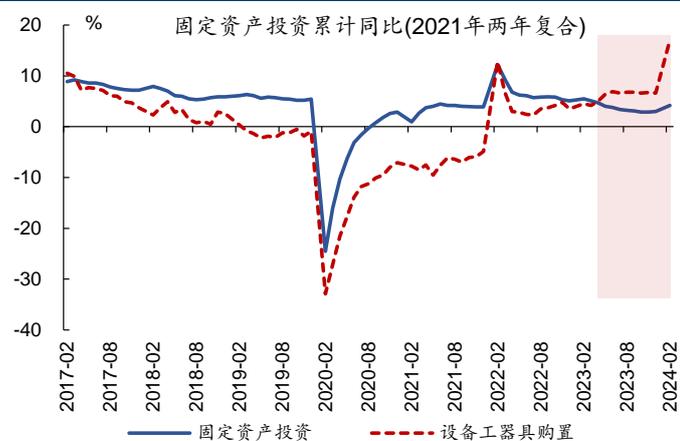
图表18: 2024年代表性省份产业类重大项目占比抬升<sup>2</sup>



来源: 地方政府官网、国金证券研究所

往后看, 产能扩张可能还会呈现结构分化, “新质生产力”、新一轮设备更新等加快布局, 或持续带动设备制造业产能回升。2024年3月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》; 1-2月, 设备工器具投资增速17%、较去年末大幅抬升10.4个百分点, 政策效果已“提前”有所体现。基于投入产出表看分行业设备供给情况, 2020年最终使用的设备类投资中, 来自专用设备、汽车、通用设备的占比最高, 分别为26.2%、22.5%、21.8%; 其余设备制造业中, 计算机通信、电气机械、运输设备、仪器仪表占比分别为12%、8.1%、7.7%、1.6%。

图表19: 1-2月设备工器具投资增速大幅抬升



来源: Wind、国金证券研究所

图表20: “设备更新行动方案”主要内容

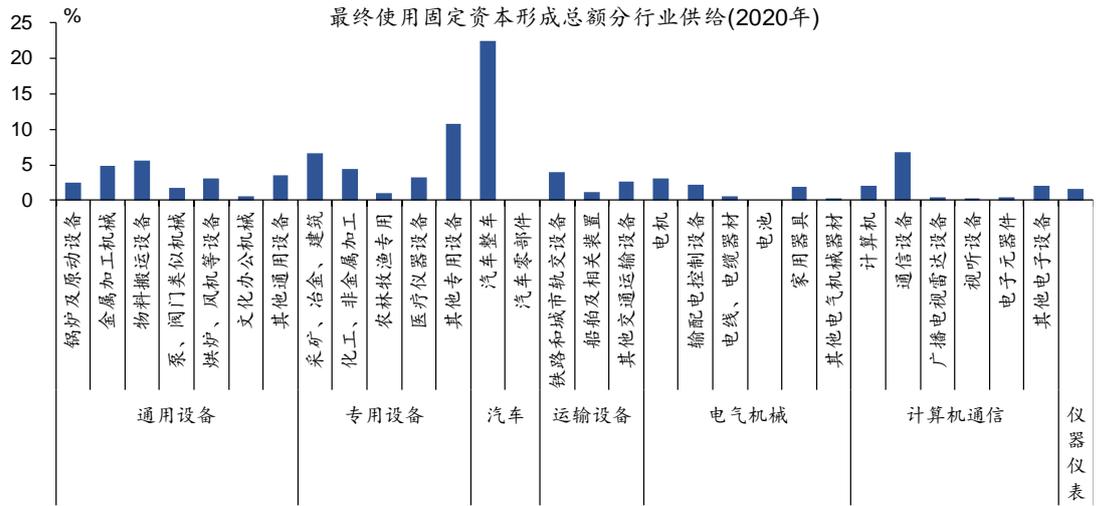
“设备更新”总体要求	投资	• 到2027年, 工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长 <b>25%</b> 以上。
	产能	• 重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平, 环保绩效达到A级水平的产能比例大幅提升, 规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过 <b>90%、75%</b> 。
	回收	• 报废汽车回收量较2023年 <b>增加约一倍</b> , 二手车交易量较2023年增长 <b>45%</b> , 废旧家电回收量较2023年增长 <b>30%</b> , 再生材料在资源供给中的占比进一步提升。
四大行动	设备更新	• 推进重点行业设备更新改造; • 建筑和市政基础设施领域设备更新改造; • 交通运输设备和老旧农业机械更新改造; • 提升教育、文旅、医疗设备水平。
	消费品以旧换新	• 推动开展汽车、家电产品、家装消费品以旧换新。
	回收循环利用	• 完善废旧产品设备回收网络; • 支持二手商品流通交易; • 有序推进再制造和梯次利用; • 推动资源高水平再生利用。
	标准提升	• 加快完善能耗、排放、技术标准; • 强化产品技术标准提升; • 加强资源循环利用标准供给; • 强化重点领域国内国际标准衔接。

来源: 国务院、国金证券研究所

<sup>2</sup> 为确保数据可比, “代表性省份”包括四川、山东、江苏、上海、河南。



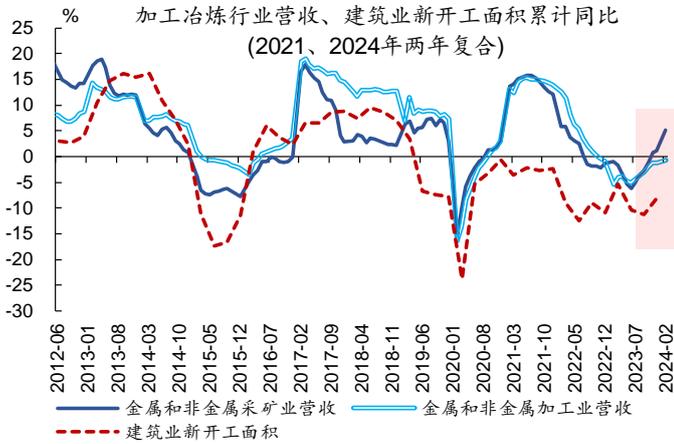
图表21: 投入产出表中, 最终使用固定资本形成总额的分行业供给



来源: Wind、国家统计局、国金证券研究所

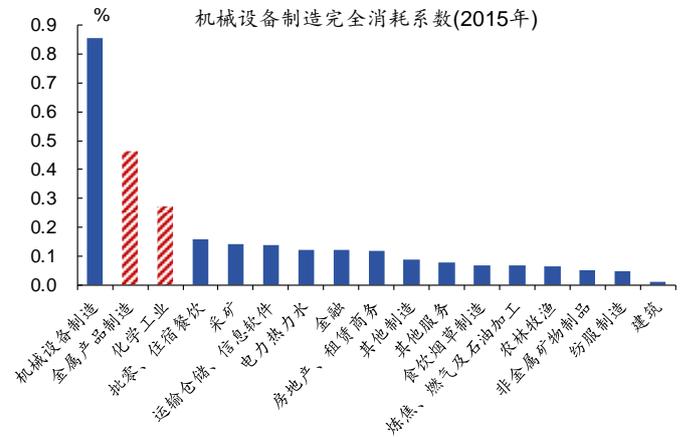
前期“出清”更加彻底的石油、有色等传统领域, 需求支撑下产能利用率或保持高位。一方面, 中游设备制造业生产强度提升, 能够对金属制品、化工等上游行业需求形成带动; 2015年, 机械设备制造与金属制品、化学工业等工业部门联系紧密, 完全消耗系数分别为 0.46、0.27。另一方面, 以地产和基建为主要抓手的“稳增长”政策, 对采矿、部分加工冶炼制造行业需求, 也能起到提振效果。

图表22: 建筑业生产带动加工冶炼制造行业需求



来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 2015年机械设备制造业完全消耗系数



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

(1) 产能周期, 当前所处阶段? 最近一轮产能周期始于 2016 年初, 2024 年一季度产能利用率再度“触底”。过去一年, 产能利用率在“磨底”过程中呈现明显结构分化, 化纤、纺织制造回升较多, 汽车等设备制造整体下滑。化纤、纺织制造是中美库存周期“共振”的代表行业, 本轮产能利用率回升主要受需求驱动。

(2) 哪些因素, 可能制约产能扩张? 以煤炭开采、有色加工等为代表的工业领域, 在过往周期中的产能去化更加彻底。但钢铁、水泥等传统行业, 需求端受地产链拖累较大, 其产能“出清”还不够充分。此外, 部分新兴行业在发展过程中供给快速增加, 可能存在产能“过剩”的问题。

(3) 产能利用率, 见底了吗? 前两轮产能扩张期, 政策“驱动”特征十分显著, 但取向上已出现由总量刺激到结构调整的转变。本轮也不例外, 2024 年“稳增长”加快落地的同时, 政策更加聚焦现代产业体系建设。往后看, 产能扩张可能还会呈现结构分化, “新

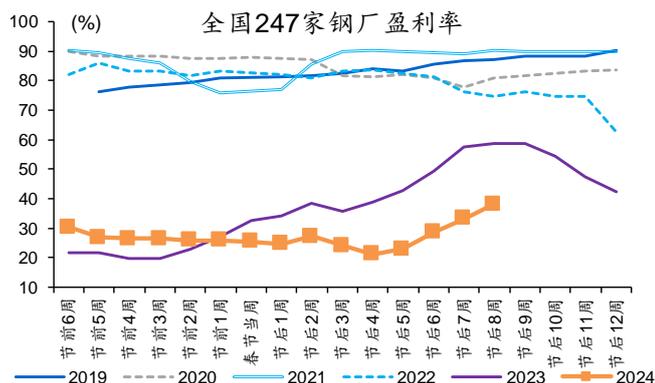


质生产力”、新一轮设备更新等加快布局，或持续带动设备制造业产能回升。前期“出清”更加彻底的石油、有色等传统领域，需求支撑下产能利用率或保持高位。

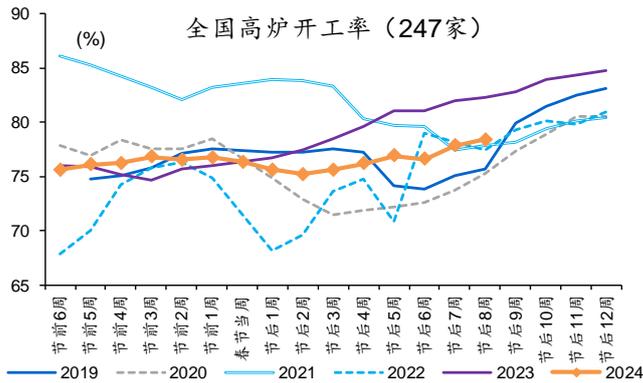
## 2、生产高频跟踪：中游开工景气回落，建筑业开工有所加速

上游生产方面，钢厂盈利率持续修复、高炉开工率延续提升。本周（04月07日至04月13日），钢厂盈利持续修复、环比增加4.8%；与此同时，高炉复产，开工率继续提升、环比增加0.6%。钢材表观消费较上周小幅回落，环比减少0.1%，但螺纹钢周表观消费较上周回升3.9%，与去年农历同期差距较上周减少10个百分点。下游需求平稳释放，社会库存继续去库、环比减少2.5%，是2022年、2023年农历同期的92%、103.3%。

图表24：本周，钢厂盈利率延续回弹



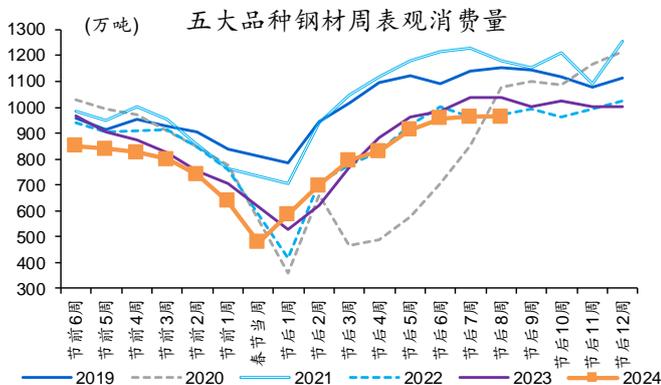
图表25：本周，高炉开工率继续提升



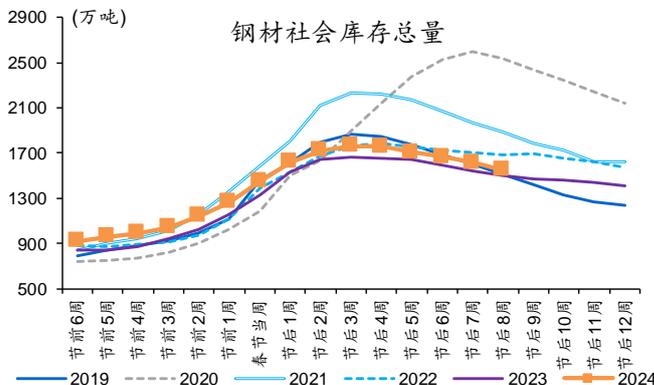
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表26：本周，钢材表观消费小幅减少



图表27：本周，钢材社会库存继续去库



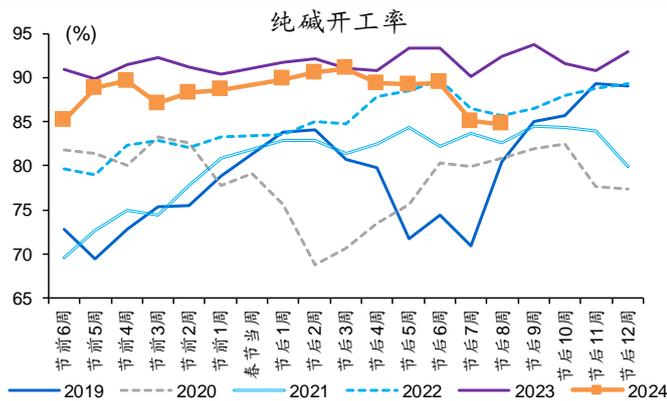
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

中游生产普遍回落，开工率有不同程度下行。本周（04月07日至04月13日），纯碱开工略有回落，环比减少0.3%、是2022年、2023年农历同期的98.9%、91.7%。纺织链中PTA近期装置检修计划较多，供给持续收缩，开工率环比减少4.9%、至年内新低；下游涤纶长丝生产表现平淡，开工率与上周持平。与此同时，汽车半钢胎开工率也有回落、环比减少2.6%，但超过去年同期6.3个百分点。

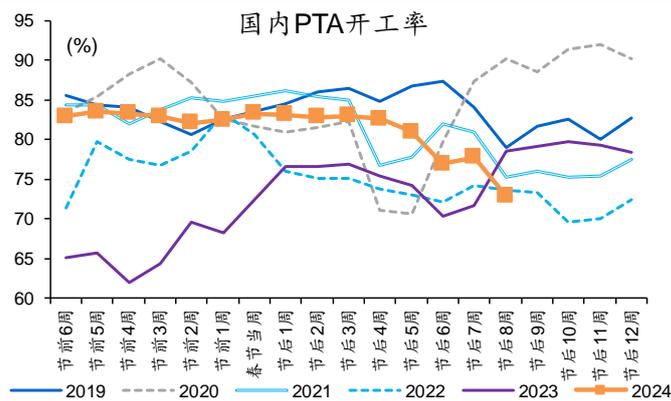


图表28: 本周, 纯碱开工率略有减少



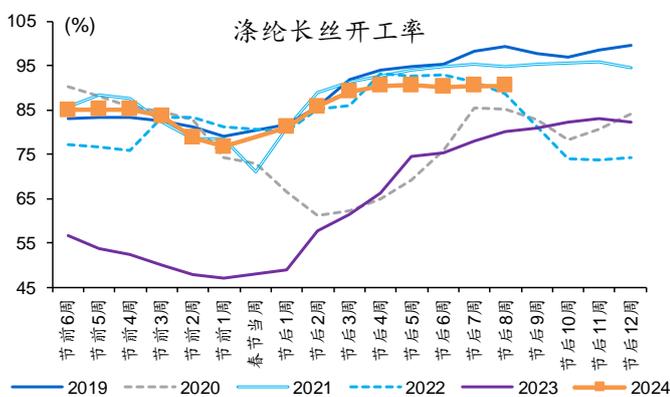
来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 本周, PTA 开工率显著下滑



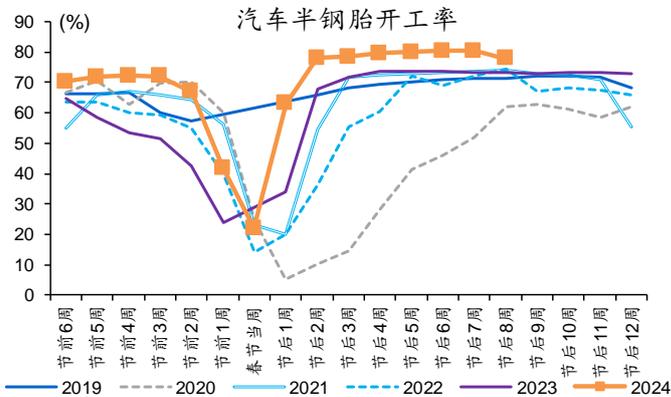
来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 本周, 涤纶长丝开工率与上周持平



来源: Wind, 国金证券研究所

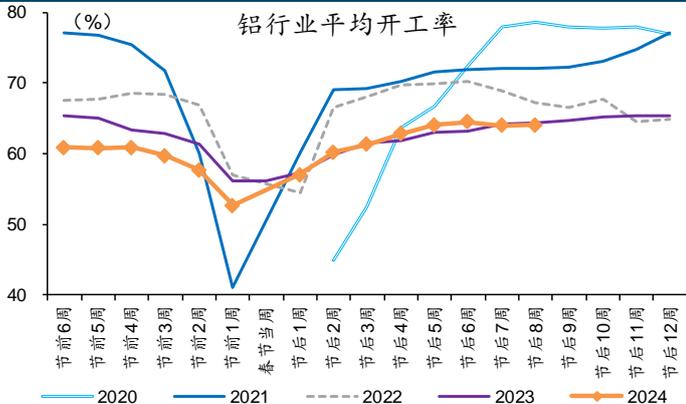
图表31: 本周, 汽车半钢胎开工率有所回落



来源: Wind, 国金证券研究所

主要工业金属开工率均有上涨, 但不及去年同期。本周 (04 月 07 日至 04 月 13 日), 铝行业开工率较前周略有上涨, 环比增加 0.1%、低于去年农历同期 0.3 个百分点; 铜杆开工率也有提升, 环比增加 0.3%、低于去年农历同期 4.4 个百分点。库存方面, 电解铝、社铜库存持续抬升, 分别较前周增加 0.8、5.3 个百分点至 85.4 万吨、47.6 万吨, 是 2023 年农历同期的 72.1%、121.4%。

图表32: 本周, 铝行业平均开工率小幅回升



来源: Wind, 国金证券研究所

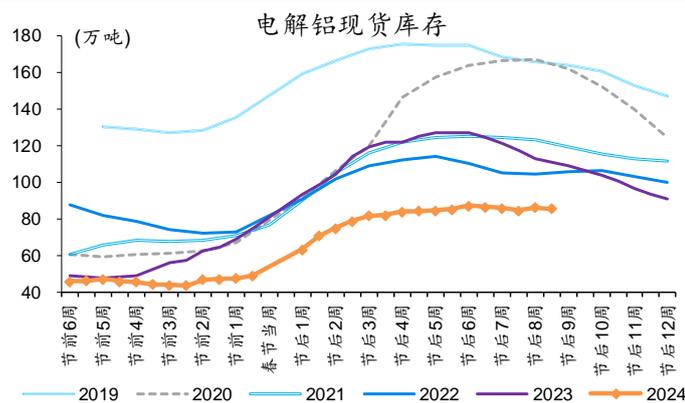
图表33: 本周, 电解铜杆开工率延续增加



来源: Wind, 国金证券研究所

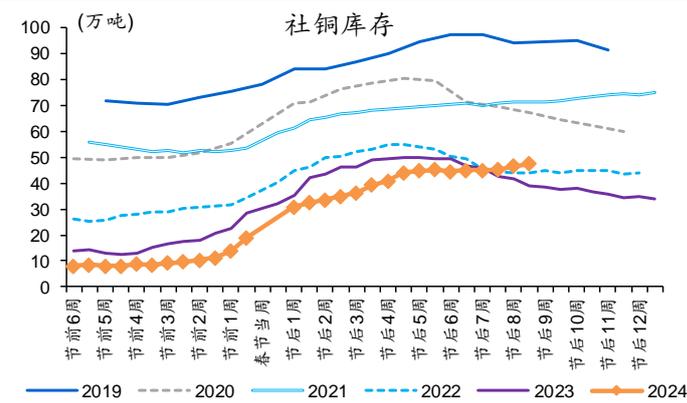


图表34: 本周, 电解铝现货库存略有提升



来源: Wind, 国金证券研究所

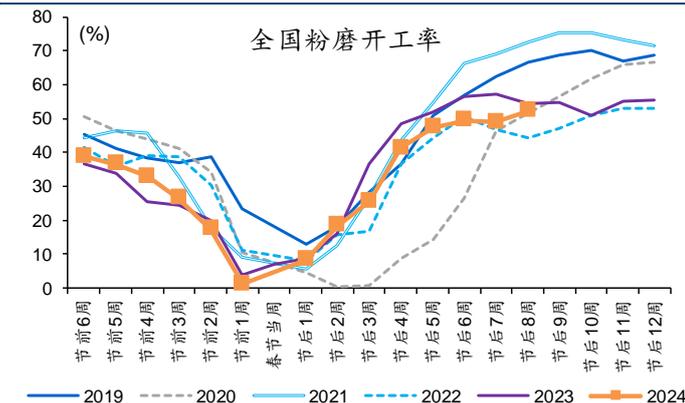
图表35: 本周, 社铜库存有所累库



来源: Wind, 国金证券研究所

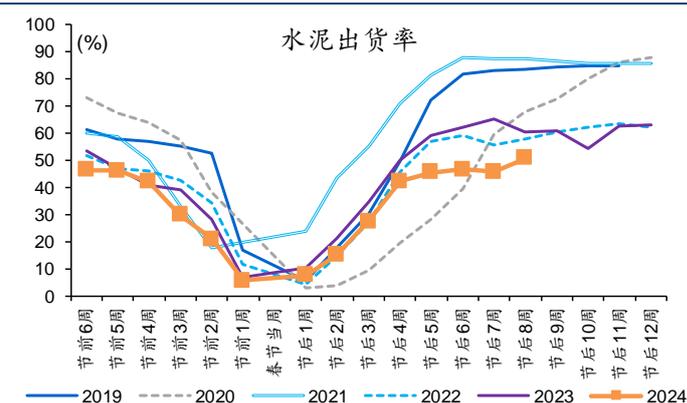
建筑业方面, 水泥产需大幅回升、同比降幅明显减少。本周(04月07日至04月13日), 水泥产需显著回升, 全国粉磨开工率较前周增加3.3%、与去年农历同期仅有2.2个百分点的差距, 水泥出货率环比增加5.2%、同比降幅减少10.1个百分点。水泥库容比继续回升、较前周增加2%、超过去年农历同期13.3个百分点。由于整体需求仍然偏弱, 全国水泥均价继续回落、环比减少0.3%, 为近年同期最低水平。

图表36: 本周, 全国水泥粉磨开工率显著增加



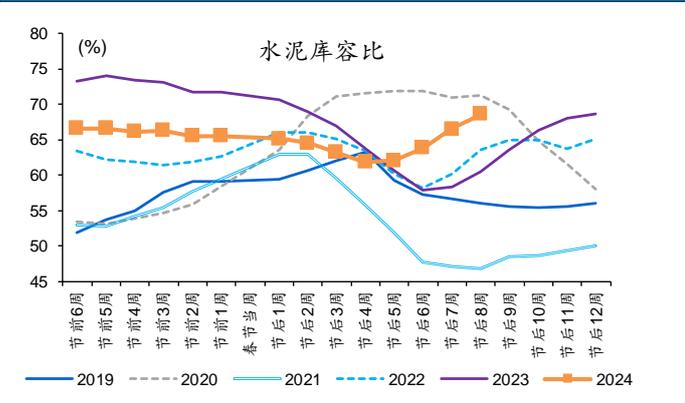
来源: Wind, 国金证券研究所

图表37: 本周, 全国水泥出货率同比差距明显缩小



来源: Wind, 国金证券研究所

图表38: 本周, 水泥库容比延续回升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表39: 本周, 水泥价格指数延续下行趋势

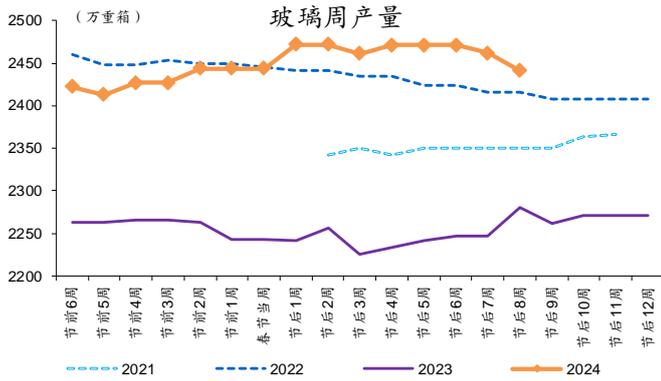


来源: Wind, 国金证券研究所

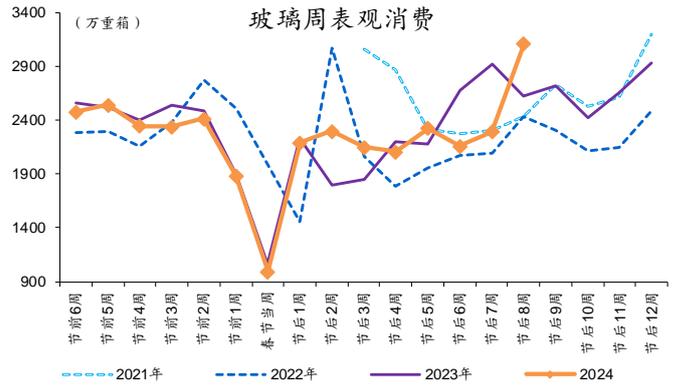
地产链开工边际修复, 玻璃表观消费大幅增加。本周(04月07日至04月13日), 玻璃产量高位继续回落, 环比减少0.9%、是去年农历同期107%; 表观消费大幅增加、较前周提升35.7%、是去年农历同期118.4%。由于消费回升幅度较大, 玻璃库存明显下滑, 较前周减少10.2%、是去年农历同期98.1%。作为对比, 沥青开工小幅回落, 环比减少0.9%, 较去年同期有8.9个百分点的差距, 反映当前基建开工仍然偏弱。



图表40: 本周, 玻璃产量高位回落



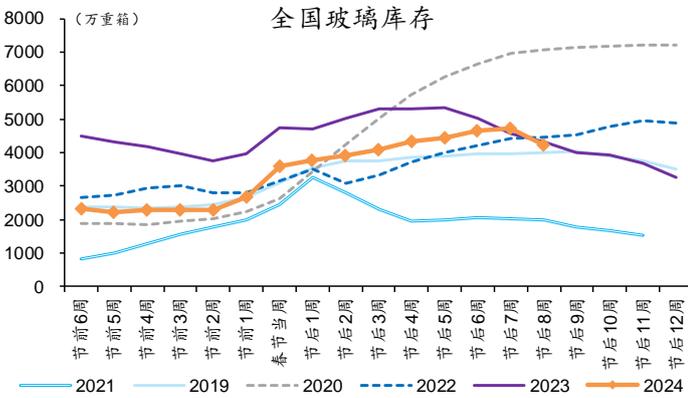
图表41: 本周, 玻璃周表观消费大幅回升



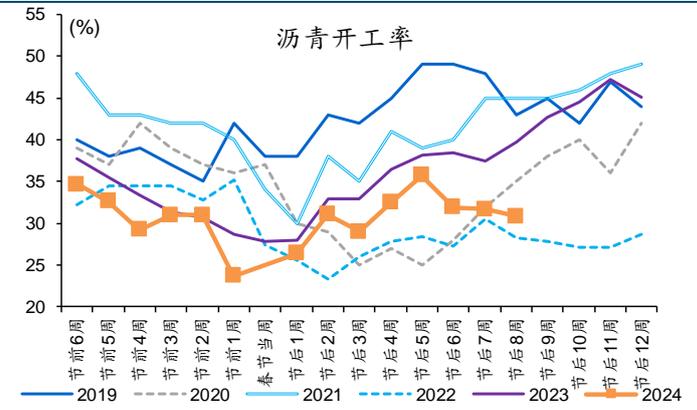
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表42: 本周, 玻璃库存有所回落



图表43: 本周, 沥青开工率小幅下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

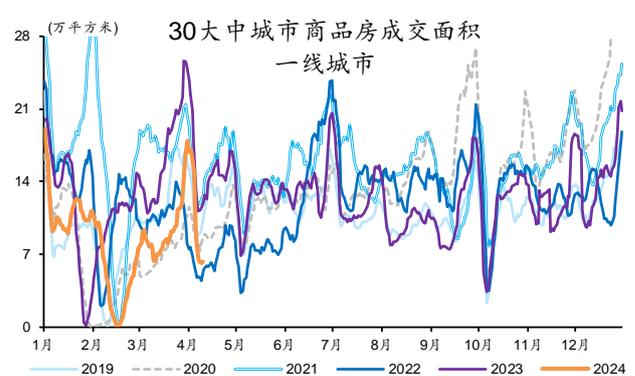
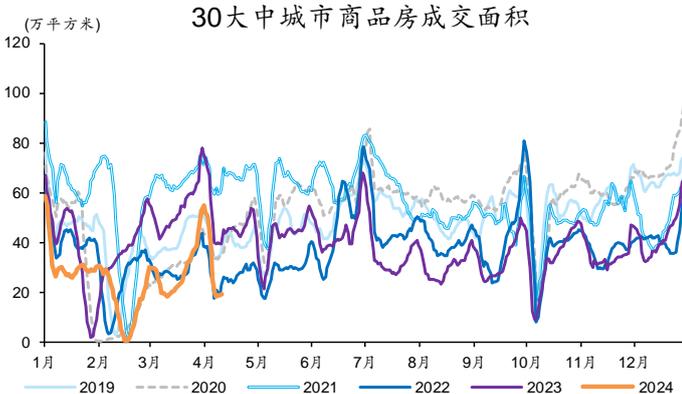
来源: Wind, 国金证券研究所

### 3、需求高频跟踪：消费边际下滑，地产成交超季节回落、出口运价平稳恢复

全国商品房销售超季节性回落、与去年有较大差距。本周（04月07日至04月13日），30大中城市商品房日均成交面积季节性回落、较前周减少39.7%，同比回落50.1%。分城市看，一线、二线、三线城市较前周均有明显的季节性回落、分别环比减少48.7%、27.6%、48.9%，同比减少40.2%、52.3%、59.3%。4月以来，全国商品房成交同比回落41.8%、降幅较上月减少3.7个百分点。各线城市商品房成交同比分别回落35.6%、43%、49.2%，但一线、二线城市降幅有所收窄，分别减少4.9、5.8个百分点。此外，上周全国代表城市二手房成交面积季节性回落、环比减少41.7%，较去年同期下降45.2%。

图表44: 本周, 全国商品房成交超季节性回落

图表45: 本周, 一线城市商品房成交大幅下滑



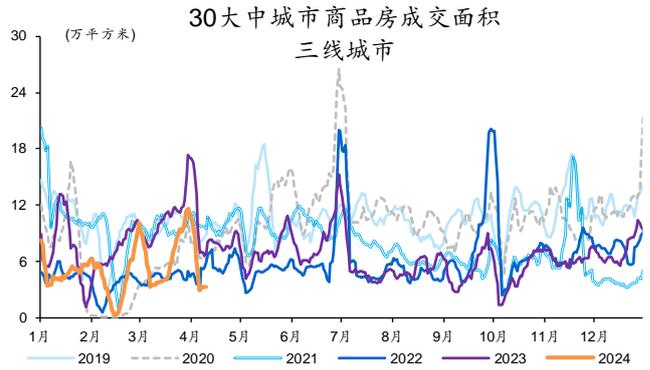
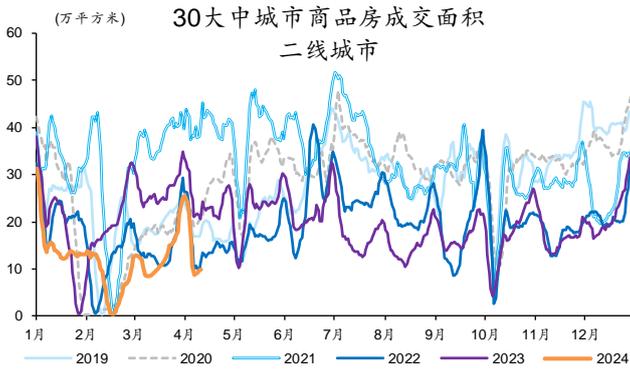
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所



图表46: 本周, 二线城市成交明显回落

图表47: 本周, 三线城市成交回落最为显著

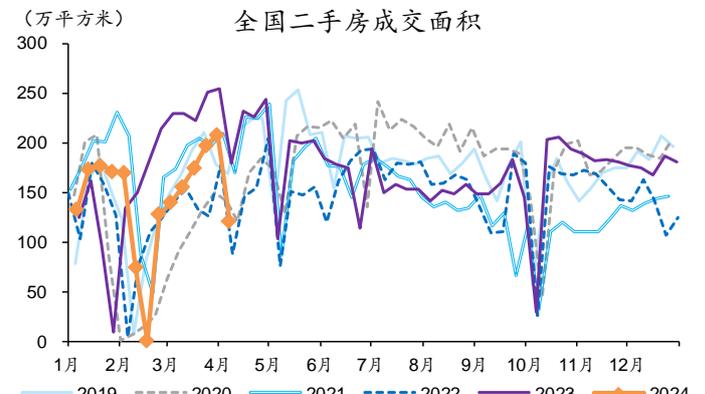
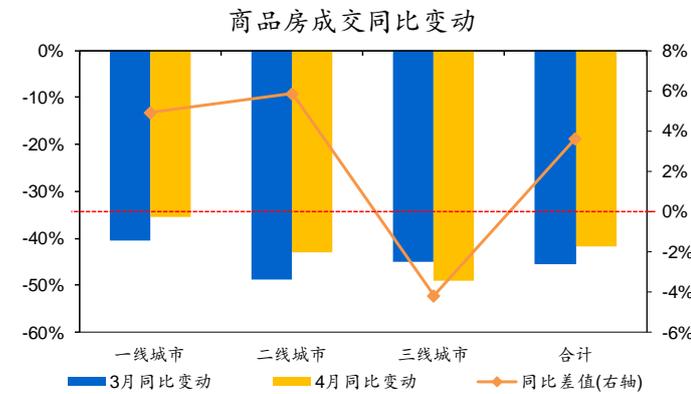


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表48: 4月以来, 全国二手房成交降幅较上月有所收窄

图表49: 上周, 全国二手房成交大幅回落



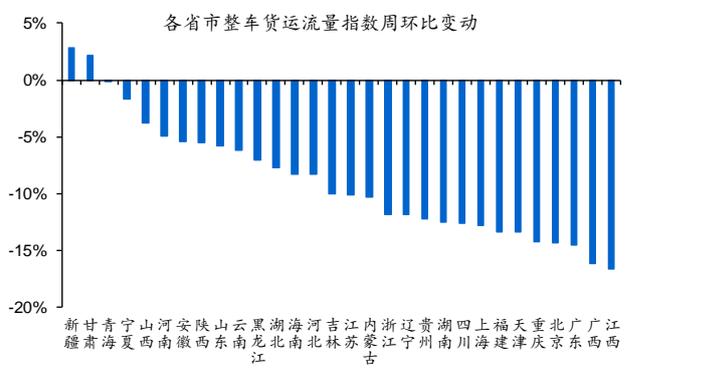
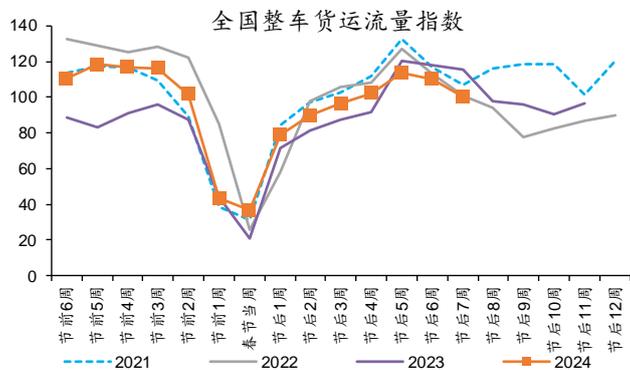
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

全国整车货运流量持续下跌, 陆路货运流量、邮政业务量均有减少。上周(04月01日至04月07日), 受清明假期影响, 需求和运力有一定回落, 整车货运流量持续下跌、环比减少9.3%; 仅有新疆、甘肃2个省份公路货运流量环比小幅上涨, 其余28个省市有不同程度下滑; 其中江西、广西、广东跌幅最大, 分别环比减少16.6%、16.2%、14.5%。陆路运输方面, 铁路、公路货运均有所回落、环比分别下降3.5%、13%。快递业务量也有减少, 揽收量、投递量环比分别下降6%、6.6%。

图表50: 上周, 全国整车货运流量持续下滑

图表51: 上周, 绝大多数各省市公路货运流量有所回落

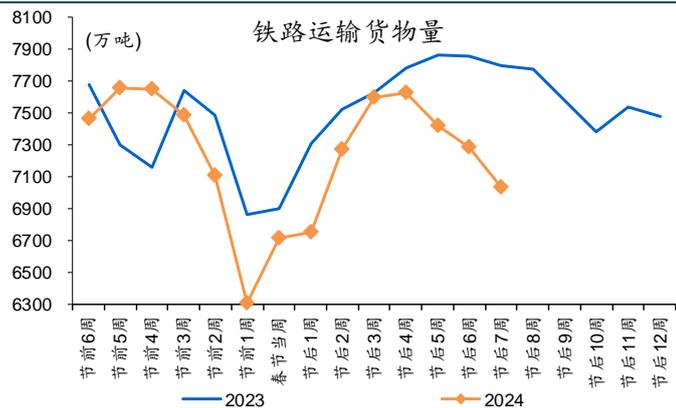


来源: G7, 国金证券研究所

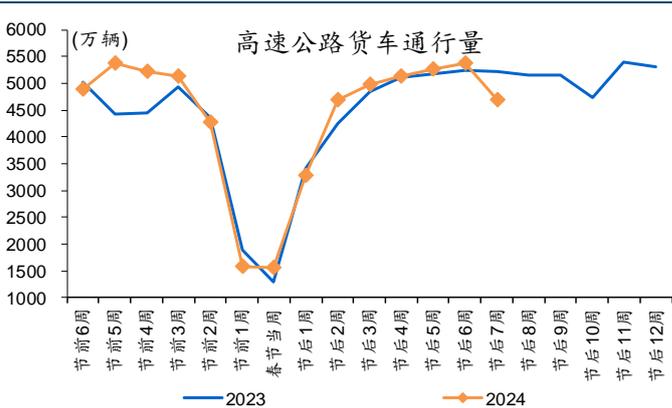
来源: G7, 国金证券研究所



图表52: 上周, 铁路运输量延续回落



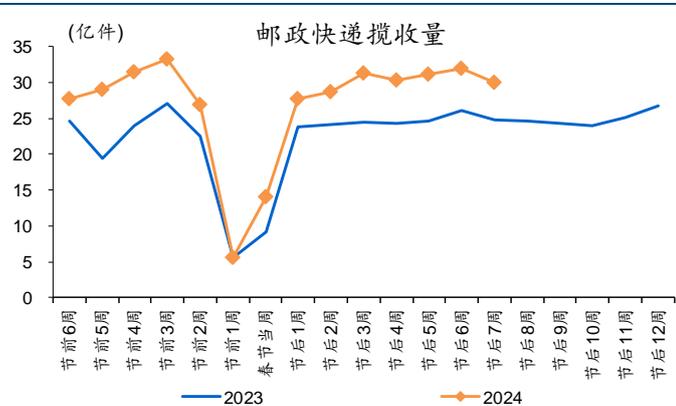
图表53: 上周, 高速公路货运量明显下滑



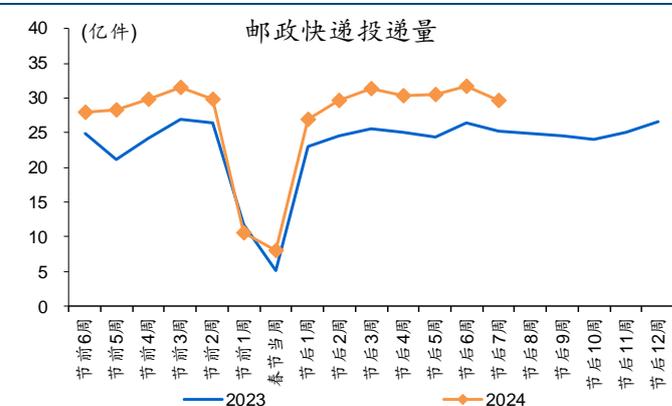
来源: 交通运输部, 国金证券研究所

来源: 交通运输部, 国金证券研究所

图表54: 上周, 邮政快递揽收量有所回落



图表55: 上周, 邮政快递业务投递量也有减少

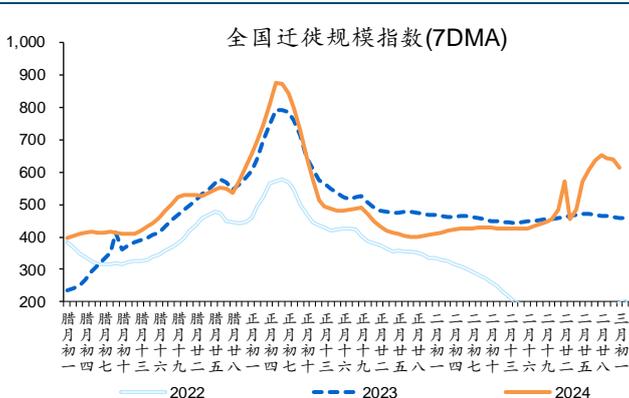


来源: 交通运输部, 国金证券研究所

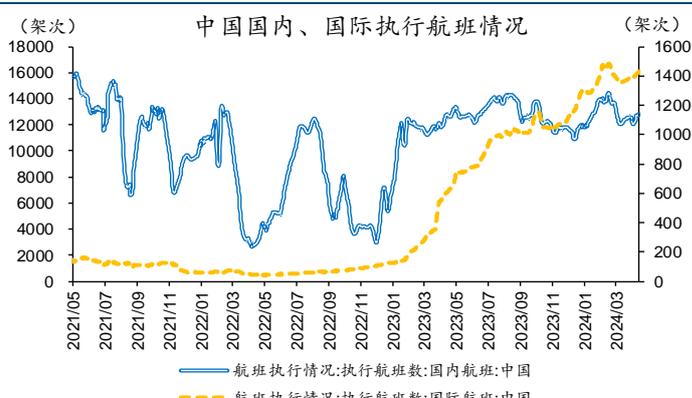
来源: 交通运输部, 国金证券研究所

跨区出行活跃度节后下滑, 执行航班架次小幅上涨。本周(04月07日至04月13日), 清明假期结束后, 全国迁徙规模指数显著回落、较上周减少26.3个百分点, 是2022年、2023年农历同期的311.2%、133.6%。国内、国际执行航班架次小幅回升, 分别较上周增加0.2%、1.7%。

图表56: 本周, 全国迁徙规模指数显著回落



图表57: 本周, 执行航班架次有所增加



来源: 百度地图, 国金证券研究所

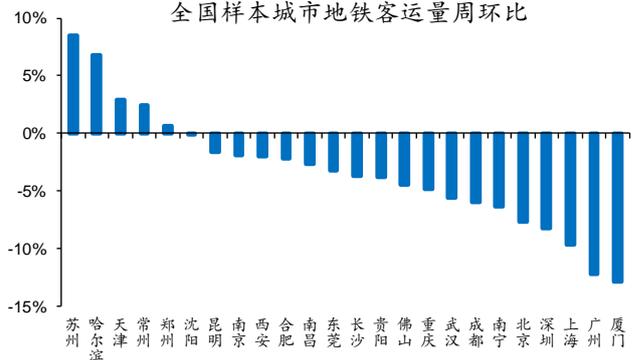
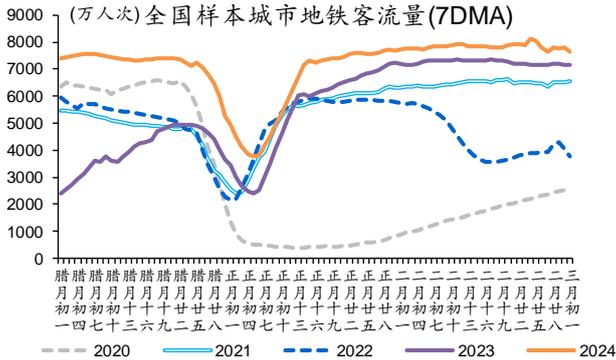
来源: Wind, 国金证券研究所

市内出行人数有所减少, 地铁客流量、拥堵延时指数有不同程度下滑。本周(04月07日至04月13日), 全国样本城市地铁日均客流量有所回落、较上周减少6%; 其中厦门、广州、上海等城市地铁客流降幅较为明显, 分别较上周减少12.9%、12.2%、9.7%。全国拥堵延时指数大幅回落、环比减少7个百分点, 其中南昌、武汉、济南等城市的市内拥堵指数回落更为显著, 分别较前周减少11.2%、7.7%、6.4%。



图表58: 本周, 全国样本城市地铁客流量小幅回落

图表59: 本周, 多数样本城市地铁客流量减少

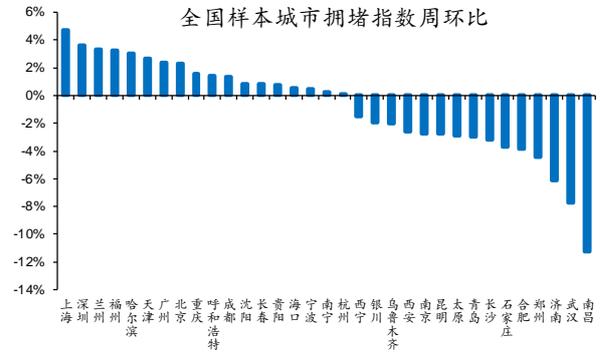
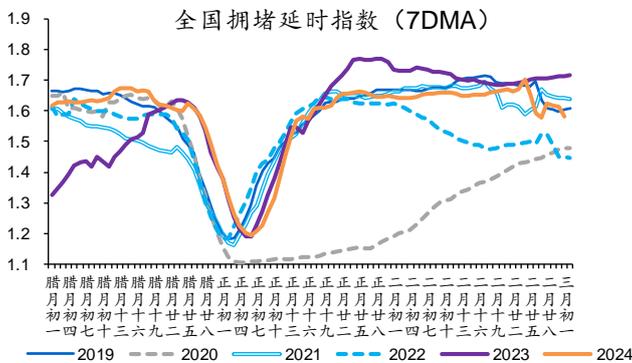


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表60: 本周, 全国拥堵延时指数明显回落

图表61: 本周, 多数样本城市拥堵指数有所下滑



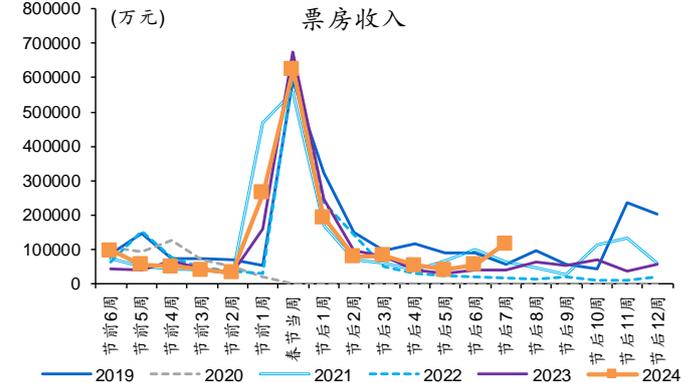
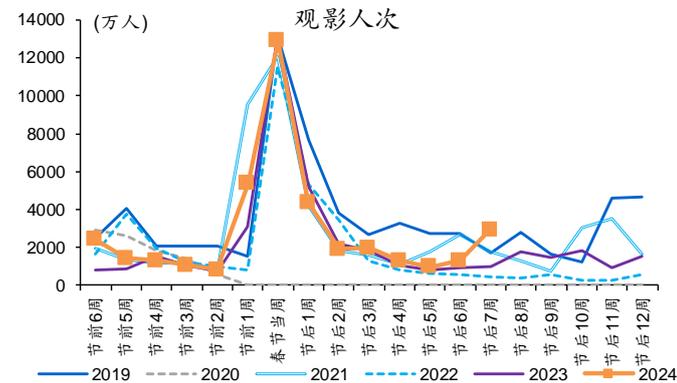
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

观影消费季节性回升、汽车消费则有减少。上周(04月01日至04月07日), 线下电影消费方面, 受假期提振作用, 电影票房日均收入、场均观影人次大幅回升、分别较前周增加68.5%、57.7%。汽车消费方面, 乘用车零售、批发单周销量分别回落64.2%、76.6%, 五周平均销量减少8.3%、24.6%。

图表62: 上周, 票房收入季节性增加

图表63: 上周, 观影人数有所回升

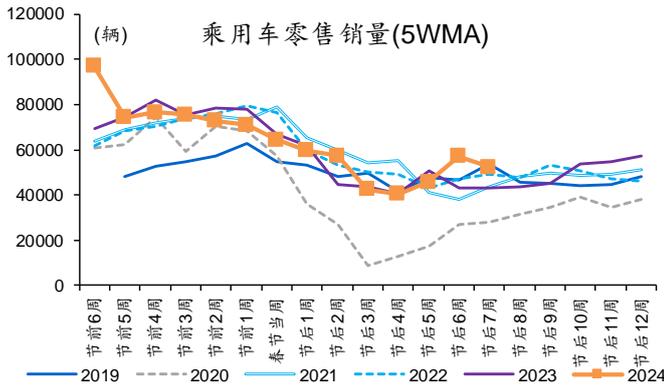


来源: Wind, 国金证券研究所

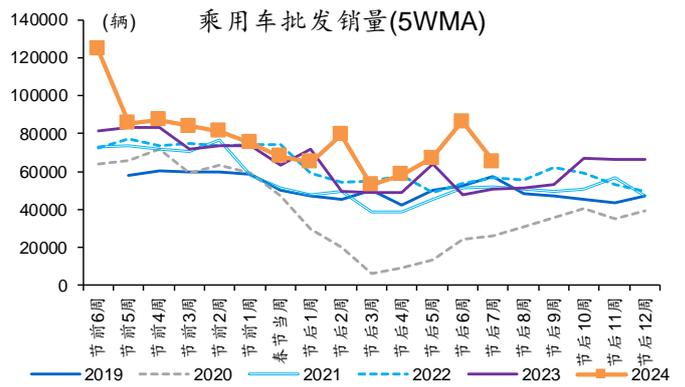
来源: Wind, 国金证券研究所



图表64: 上周, 乘用车零售量环比减少



图表65: 上周, 乘用车批发量环比明显回落

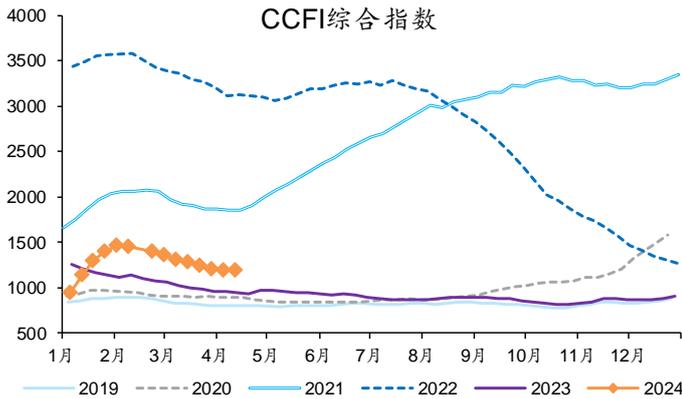


来源: Wind, 国金证券研究所

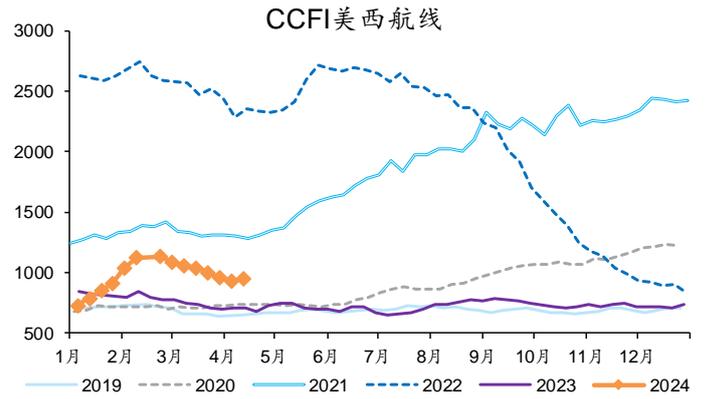
来源: Wind, 国金证券研究所

出口方面, 集装箱运价平稳恢复, 干散货指数继续下滑。本周(04月07日至04月13日), 出口集装箱市场呈现平稳恢复态势, CCFI综合指数回落幅度减少, 环比下降0.5%、降幅较上周收窄0.9个百分点。多数航线运价边际好转, 其中美西航线运价由降转升, 较前周增加2.2%; 日本、地中海航线运价降幅收窄, 分别较前周减少0.4%、0.6%, 降幅收窄2.9、2.5个百分点。此外, 本周BDI运价继续回落、环比减少17.8%。

图表66: 本周, 出口集装箱运价指数回落幅度减少



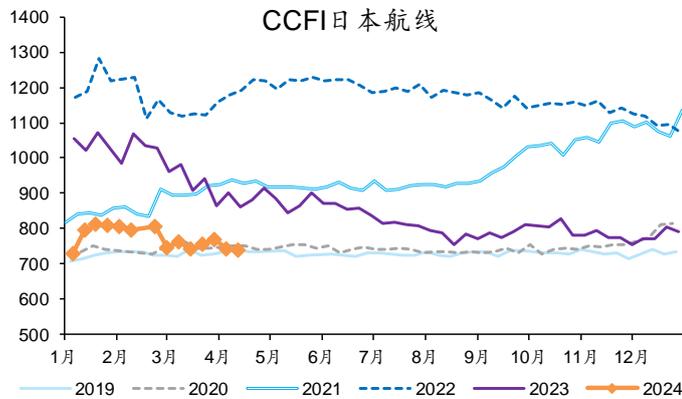
图表67: 本周, 欧洲航线运价指数由降转生



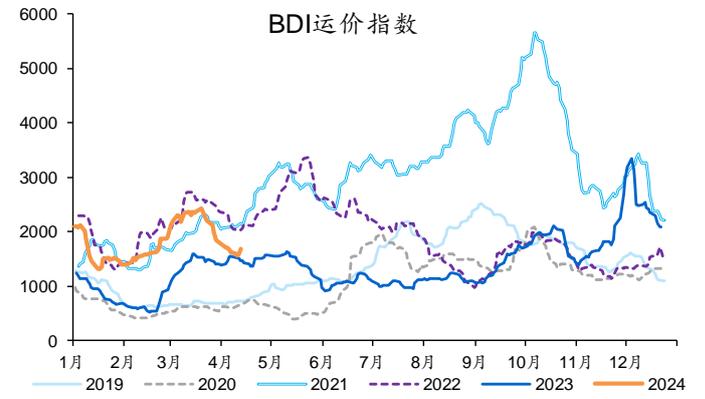
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表68: 本周, 日本航线运价降幅明显收窄



图表69: 本周, BDI运价指数环比继续回落



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所



## 风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



**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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究