

相关研究

《少即是多——策略研究框架-20230730》2023.07.29

《库存周期的位置及行业差异》2023.07.22

《库存周期的位置及行业差异》2023.07.22

分析师:荀玉根

Tel:(021)23185715

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zxx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

分析师:王正鹤

Tel:(021)23185660

Email:wzh13978@haitong.com

证书:S0850523060001

本轮产能过剩有何不同？

投资要点:

- **核心结论:** ①本轮产能过剩主要集中在中游科技制造和下游食品医药，传统产业主因需求大幅下滑，新兴产业主因供给增长速度过快。②相比2016年前后通过行政命令强制关停产能，本轮产能过剩化解或将主要采用产能置换和并购重组等市场化手段。③周期性产能过剩往往带来集中度上升，投资龙头公司更优，结构性产能过剩往往推动发展路线变革，投资创新公司更优。
- **哪儿产能过剩了？** 本轮产能过剩主要集中在中游科技制造和下游食品和医药。对于国民经济行业，国家统计局有公布产能利用率数据，能够直观反映产能是否过剩，但行业划分较粗；对于更细致的申万行业，可以用上市公司固定资产和在建工程之和的周转率来间接刻画产能利用率。从两种口径看，本轮产能过剩主要分布在：（1）中游科技和制造，对应国民经济行业中的非金属矿物制品业、计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材，对应申万行业中的计算机、建筑材料、电力设备；（2）下游地产和消费，对应国民经济行业中的医药制造业、食品制造业、纺织业、汽车制造业等，对应申万行业中的地产、家电、医药、纺织服装。对于传统产业而言，由于供给侧经历过16-17年的出清阶段，本次产能过剩主因需求大幅下滑导致现有产能闲置。对于新兴产业而言，尽管中长期需求依然旺盛，但前期众多企业竞相扩大产能，导致出现阶段性产能过剩的问题。
- **过剩的产能这次如何去除？** 根据近期官方表态和政策导向，当前产能去化思路或更多采取产能置换、并购重组等市场化手段。2023/12/12中央经济工作会议提出，要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新。2023/12/29工信部等八部门《关于加快传统制造业转型升级的指导意见》提出，对能效高、碳排放低的技术改造项目，适当给予产能置换比例政策支持；加大对制造业技术改造资金支持力度；发挥多层次资本市场作用，支持符合条件的传统制造业企业通过并购重组实现转型升级。产能置换和并购重组作为市场化手段在历史上也曾被政府采用，并取得一定的效果。产能置换能够拉动制造更新投资，促进制造业技术升级。例如17-18年发改委等部门持续推进产能置换和智能化、绿色化设备改造升级。并购重组能够推动企业横向和纵向整合，优化资源配置效率。13-15年国务院、证监会等部门致力于减少并购重组行政审批限制，拓宽并购重组融资渠道。
- **如何布局这次的去产能？** 周期性产能过剩往往出现在跟宏观经济或政策密切相关的领域，典型的资源品、传统制造和部分消费品，产能出清有利于行业集中度提升。反观当下，目前产能过剩的行业中包括钢铁、建材等传统行业，或将受益于产能出清带来的集中度提升，龙头公司的规模优势更加明显。因此，对于投资者而言，在周期性产能过剩的行业中投资时可以聚焦龙头。结构性产能过剩的出现意味着现有产能或是无法满足新需求，或是被新技术淘汰，这就意味着过剩的产能并不会在未来被消化，因此产能出清方式并非是“剩者为王”，而是“胜者为王”，即只有凭借产品或技术创新才能在激烈的竞争中存活。就目前而言，我国以光伏、锂电为代表的新兴产业面临一定程度的产能过剩，技术创新实力才是根本，未来投资光伏行业需甄别出能够把握技术变革、赢得激烈竞争的优秀公司。
- **风险提示:** 产业政策推进不及预期；技术创新进程不及预期。

目 录

1. 哪儿产能过剩了?	5
2. 过剩的产能这次如何去除?	8
3. 如何布局这次的去产能?	11

图目录

图 1	当前工业产能利用率不高.....	5
图 2	当前 PPI 在负值区间运行.....	5
图 3	国民经济行业产能利用率.....	6
图 4	A 股申万行业资产周转率.....	6
图 5	水泥产能存在显著过剩.....	7
图 6	22 年以来水泥价格持续下跌.....	7
图 7	光伏各环节均出现一定程度的产能过剩.....	7
图 8	22 年底以来硅片价格大幅下滑.....	7
图 9	碳酸锂出现供大于求的局面.....	7
图 10	22 年底以来碳酸锂价格大跌.....	7
图 11	15 年之后粗钢产量增速明显下滑.....	9
图 12	15 年之后全国水泥产能增速明显下滑.....	9
图 13	18 年改建相关投资保持较快增长.....	10
图 14	18 年制造业投资增速显著高于整体.....	10
图 15	13-15 年并购重组事件大幅增加.....	11
图 16	横向并购是化解产能过剩的重要手段.....	11
图 17	16-17 年供给侧改革推进各行业去产能.....	13
图 18	去产能背景下大型企业盈利增长更快.....	13
图 19	11 年之后光伏产能过剩问题显现（单位：t）.....	14
图 20	多晶硅价格跌幅显著大于单晶硅.....	14
图 21	单晶硅技术逐渐成为主流.....	14
图 22	光伏新技术路线仍需摸索.....	14

表目录

表 1	2016 年前后行政手段去产能政策	8
表 2	2015 年全国各地淘汰煤矿落后产能的政策目标	9
表 3	17-18 年设备改造相关政策	10
表 4	13-15 年并购重组相关政策	11
表 5	产能过剩分类、释义及特征	12
表 6	供给侧改革推动中国部分行业集中度快速上升	13

12月中央经济工作会议指出部分行业产能过剩，回过头看，上一次中央经济工作会议提及产能过剩还是在2018年，当时会议指出要巩固“三去一降一补”成果，推动更多产能过剩行业加快出清。时隔多年后，产能过剩再次被中央经济工作会议关注，可见这一问题的紧迫性已经得到重视。当前产能过剩集中在哪些领域？政策会有哪些应对，投资者该如何寻找机会？本文进行详细分析。

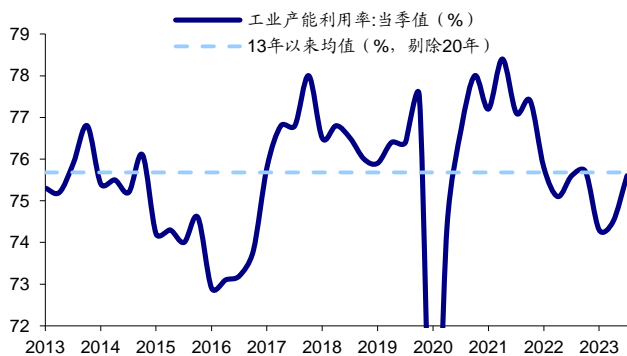
1. 哪儿产能过剩了？

本轮产能过剩问题相对较轻，主要集中在中游科技制造和下游食品和医药。产能过剩的经济性含义是实际产出未达到潜在产出，产能利用率是衡量产能是否得到充分利用的重要指标，国际上通常认为产能利用率在80%以上属于合理水平，但由于每个国家、每个行业的实际情况存在较大差异，难以用统一的标准去评判，因此我们主要将最新产能利用率与历史均值和近期均值进行比较来考察是否存在产能过剩。

我国工业企业的产能利用率自21Q2的阶段高点78.4%开始下行到23Q1的低点74.3%，此后有所回升，23Q3为75.6%，略低于13年来均值75.7%，更低于近3年均值76.1%，表明当前我国确实存在一定的产能过剩问题，这也能从PPI自22/10开始持续运行在负值区间可以看出。不过，整体而言，相对13-15年当前产能过剩问题较轻，彼时工业企业产能利用率一度下行至最低的72.9%，PPI负增长的程度和时间也更严重，而目前我国并未出现系统性的产能过剩。

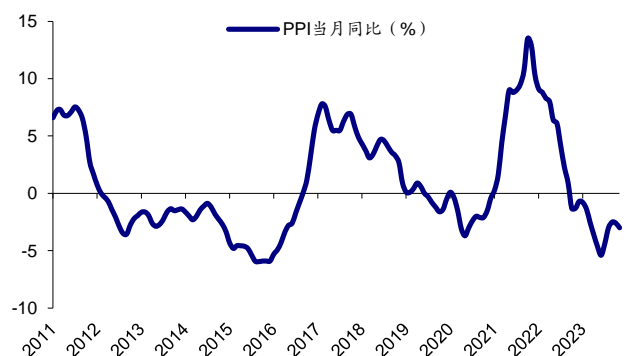
从结构看，本轮产能过剩主要集中在中游科技制造和下游食品和医药。对于国民经济行业，国家统计局有公布产能利用率数据，能够直观反映产能是否过剩，但行业划分较粗；对于更细致的申万行业，可以用上市公司固定资产和在建工程之和的周转率来间接刻画产能利用率。从两种口径看，本轮产能过剩主要分布在：（1）中游科技和制造，对应国民经济行业中的非金属矿物制品业、计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材，对应申万行业中的计算机、建筑材料、电力设备；（2）下游地产和消费，对应国民经济行业中的医药制造业、食品制造业、纺织业、汽车制造业等，对应申万行业中的地产、家电、医药、纺织服装。

图1 当前工业产能利用率不高

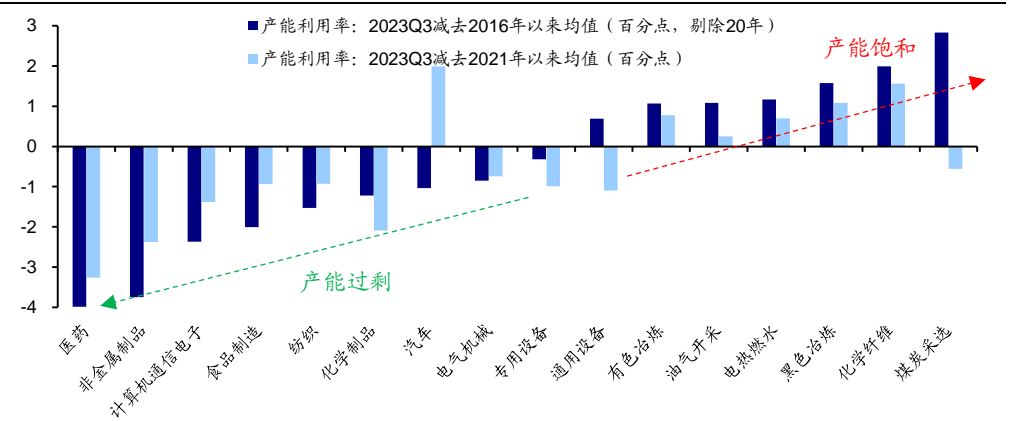


资料来源：Wind，海通证券研究所

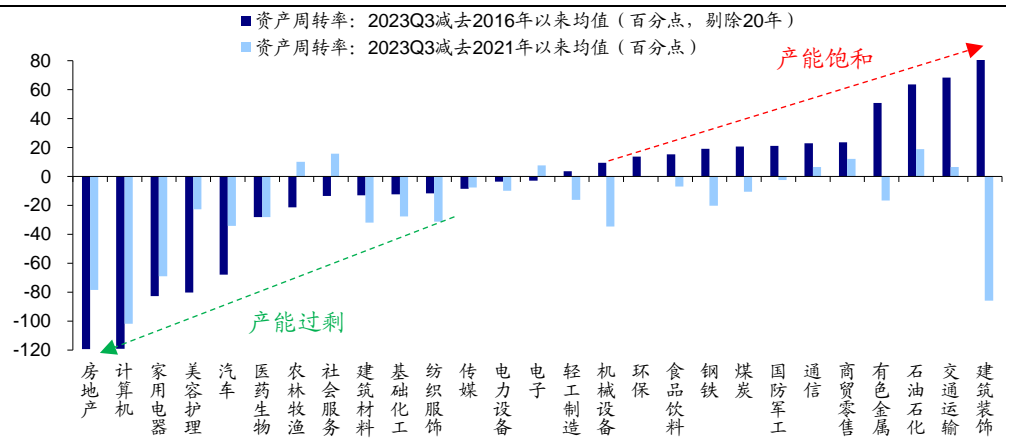
图2 当前PPI在负值区间运行



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 国民经济行业产能利用率


资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 A股申万行业资产周转率


资料来源：Wind，海通证券研究所

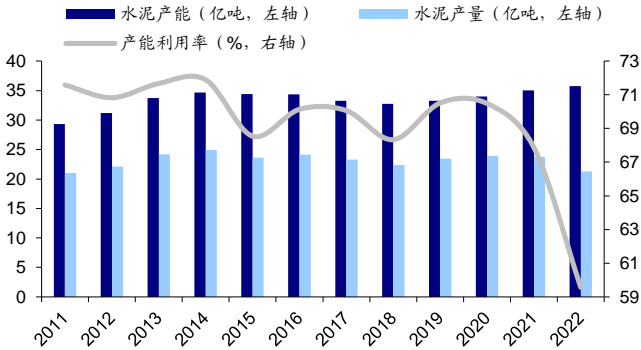
传统产业产能过剩主因需求大幅下滑，新兴产业主因供给增长速度过快。根据上文分析，本次产能过剩的行业主要分布在中下游，并且不仅是传统产业存在过剩，例如非金属物制品业（典型的包括玻璃等建筑材料）；部分新兴产业也面临一定的过剩，例如电气机械和器材（典型的包括光伏等新能源行业）。但是，如果分析两类产业出现产能过剩的原因，可以发现其中的差异点。

对于传统产业而言，由于供给侧经历过16-17年的出清阶段，本次产能过剩主因需求大幅下滑导致现有产能闲置。典型的是非金属制品中的水泥，作为房地产建设的重要材料，水泥的需求很大程度取决于地产销售和地产投资，然而21年下半年以来随着地产政策收紧，地产销售和地产投资增速持续下行，2022年商品房销售面积和房地产开发投资完成额同比下滑24.3%和10.0%，今年1-11月下月8.0%和9.4%。而从供给看，水泥行业一直都存在产能过剩问题，产能利用率基本在70%上下徘徊，2022年中国水泥产能进一步增长至30.8亿吨，而产量下滑至21.3亿吨，产能利用率大幅降至59.6%。与此相对应的是，水泥价格从2022年开始持续下跌，水泥价格指数自高点的最大跌幅为51%。

对于新兴产业而言，尽管中长期需求依然旺盛，但前期众多企业竞相扩大产能，导致出现阶段性产能过剩的问题。例如，医药制造业产能过剩最为严重，但医药行业细分领域众多，不可一概而论。医药行业产能过剩问题在原料药领域较为突出，根据前瞻产业研究院数据，2022年原料药产量为363万吨，需求量仅为296万吨，供大于求使得原药价格自21年10月底高点最大跌幅达59%；此外，由于前些年CXO公司大幅增加资本开支，而CXO产能建设周期基本在1-3年左右，其中CDMO在2-3年左右，因此当行业需求下行时供给依然在扩张，进而出现产能过剩。另一个典型案例是电气机械制造，尤其近年来飞速发展的新能源产业，过去2-3年光伏装机持续高增，新能源汽车销

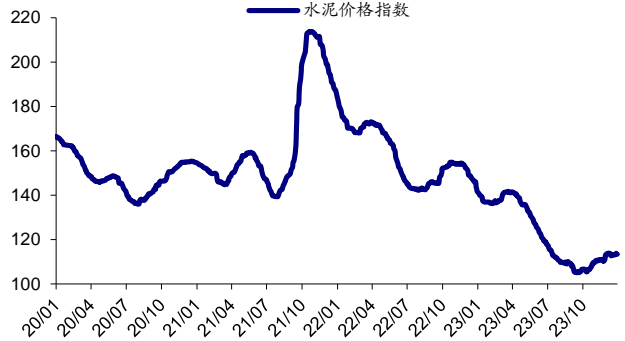
量节节攀升，在中长期前景和短期利润的驱使下，相关产业链上的企业为了提升市场份额纷纷扩大产能，因而导致产能过剩问题，例如根据集邦咨询数据（图 7），光伏各环节均出现产能过剩，硅片价格自 22/08 高点下滑超过 70%，锂电池关键材料碳酸锂在 23 年出现供大于求的局面（图 9），碳酸锂价格自 22/11 高点下滑近 80%。

图5 水泥产能存在显著过剩



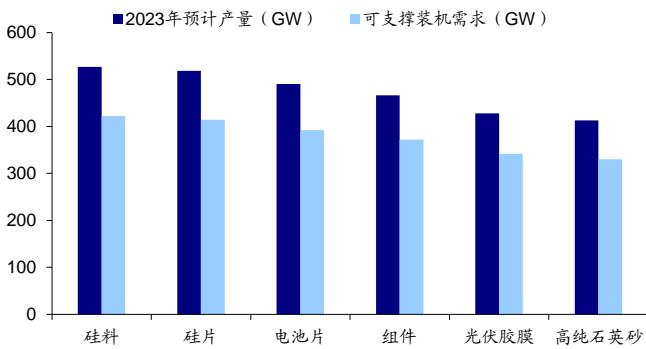
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 22年以来水泥价格持续下跌



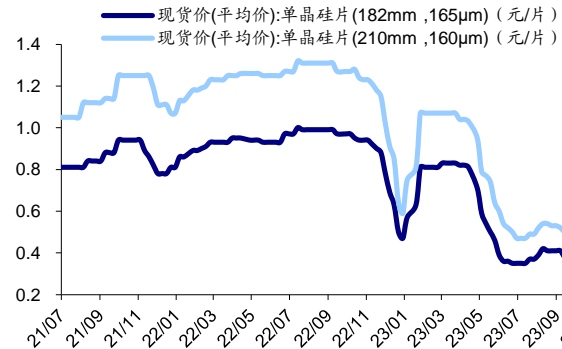
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 光伏各环节均出现一定程度的产能过剩



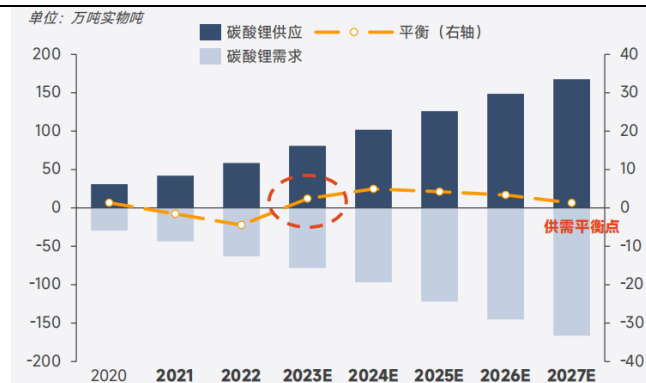
资料来源: 集邦咨询公众号, 海通证券研究所

图8 22年底以来硅片价格大幅下滑



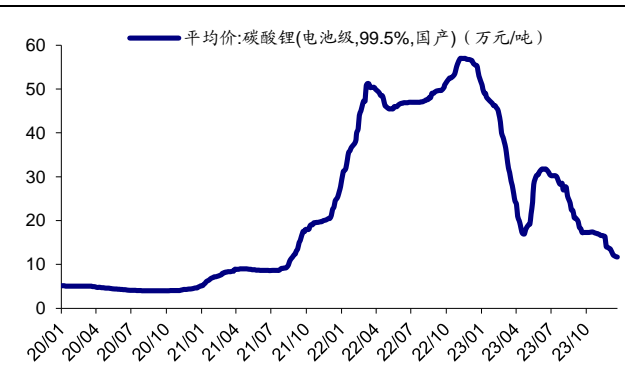
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 碳酸锂出现供大于求的局面



资料来源: SMM 公众号, 海通证券研究所

图10 22年底以来碳酸锂价格大跌



资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 过剩的产能这次如何去除？

产能过剩结构的不同影响着政策路径的选择，16年前后去产能更多采取行政手段，一个重要原因在于当时产能过剩集中在央企国企占比高、市场化程度低的资源品行业，政策具有较强的干预能力；但根据上文所述，本轮产能过剩分布在中下游，市场化经营的民营企业较多，同时也有新兴产业，采用行政手段不利于提升效率和产业升级，因此本轮去产能或更多是推动市场化出清，具体而言：

2016年前后政策采取行政命令的方式强制资源品企业关停产能。2016年前后，政府主导的去产能任务主要集中在煤炭、钢铁和水泥等传统工业领域，政府部门采取强制关停、淘汰和退出等行政手段促使产能显著下降，取得总量指标的阶段性改善。分产业看：煤炭业去产能从严控新增、淘汰落后、有序退出过剩产能三个方向展开。2014/06/05 国家安监总局等十二部门提出到2015年底全国关闭2000处以上小煤矿。在国家任务目标下，据不完全统计，2015年全国各省1052处煤矿关闭产能达6391万吨。钢铁业通过严禁新增产能，引导过剩产能主动退出，化解产能绝对过剩。2016/02/01 国务院《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》提出，2016年开始用5年时间再压减粗钢产能1-1.5亿吨。截至2016年11月末，全年压减粗钢产能4500万吨的目标完成。同年我国粗钢产量/消费量同比增速分别下滑至-14.3%/-13.5%。水泥业通过严禁新增产能、淘汰落后和错峰生产，压减过剩产能。2016/05/05 国务院办公厅《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》提出，到2020年再压减一批水泥熟料产能，生产集中度CR10达60%左右。新投产水泥熟料产能由2012年的1.6亿吨大幅下降至2016年的0.3亿吨，此后基本维持不变；15-18年全国水泥产能保持同比负增长。

表 1 2016年前后行政手段去产能政策

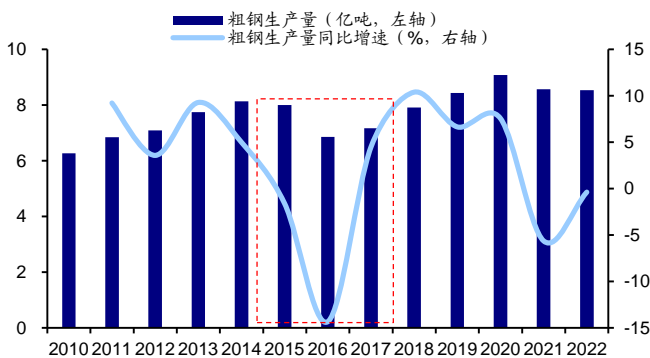
时间	部门	文件/政策	相关内容
2014/06	安全监管总局等十二部门	《国家安监总局等十二部门关于加快落后小煤矿关闭退出工作的通知》	到2015年底全国 关闭2000处以上小煤矿 。以辽宁、黑龙江、江西、湖北、湖南、重庆、四川、云南、贵州等省（市）为重点地区， 逐步淘汰9万吨/年及以下煤矿 。
2015/04	国家能源局	《国家能源局关于下达2015年电力行业淘汰落后产能目标任务的通知》	要求全国范围在年底前淘汰423.4万千瓦落后小火电机组 。列入本年度电力行业淘汰落后产能目标任务的小火电机组，须在2015年12月底前完成拆除工作。
2015/04	工信部	《工业和信息化部关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》	产能严重过剩行业项目建设， 须制定产能置换方案，实施等量或减量置换 ，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换。
2015/12	中央经济工作会议	中央经济工作会议举行，习近平李克强作重要讲话	积极稳妥化解产能过剩 。要按照企业主体、政府推动、市场引导、依法处置的办法，研究制定全面配套的政策体系，因地制宜、分类有序处置，妥善处理保持社会稳定和推进结构性改革的关系。 要严格控制增量，防止新的产能过剩 。
2016/02	国务院	《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	工作目标为从 2016年开始用5年时间再压减粗钢产能1-1.5亿吨 ；主要任务包括 严禁新增产能、化解过剩产能、严格执法监管、推动行业升级等 。
2016/02	国务院	《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上， 从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右 ，较大幅度压缩煤炭产能
2016/04	国家安监总局、国家煤矿安监局	《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	停止新增产能煤矿的安全设施设计审查和产能核增工作 ；对于全国所有生产煤矿，有关部门在现有合规产能的基础上， 直接乘以0.84取整数，确定为煤矿的生产能力 ；加强执法，明确钢铁企业整改要求等
2016/05	国务院办公厅	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	再次强调水泥等行业产能严重过剩， 在供给侧截长补短、压减过剩产能 。目标任务是 到2020年再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间 ，水泥熟料、平板玻璃产量排名前 10家企业的生产集中度达60%左右 。
2016/05	国家发改委	《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》	从2016年开始，全国所有煤矿 按照276个工作日规定组织生产 ，作为新的合规生产能力。
2016/06	国土资源部	《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	对《禁止用地项目目录》内的新建、改扩建项目， 禁止供应土地 。对 钢铁、煤炭行业新建项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目，一律不予受理用地预审 。从2016年起，3年内停止煤炭划定矿区范围审批。
2016/07	人民银行、原银监会、证监会、原保监会	《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	满足钢铁、煤炭企业合理资金需求；严格控制对违规新增产能的信贷投入 ；加快信贷产品创新，促进钢铁、煤炭行业转型升级；支持钢铁、煤炭企业扩大直接融资等。

资料来源：工信部、中国政府网官网及公众号、国务院、国家矿山安全监察局、国务院办公厅、国家发改委、国土资源部等，海通证券研究所整理

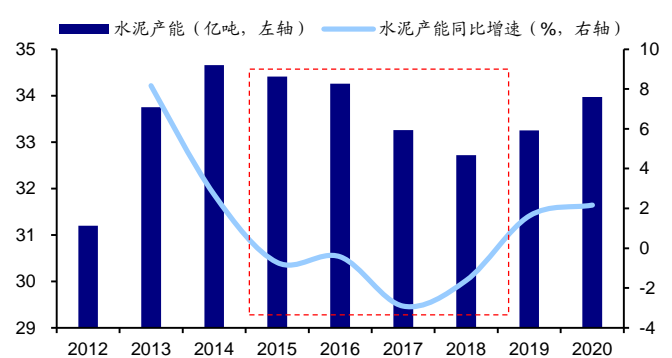
表 2 2015 年全国各地淘汰煤矿落后产能的政策目标

省别	关闭数量 (处)	关闭产能 (万吨/年)
黑龙江	233	1270
贵州	200	1800
云南	115	345
湖南	100	600
重庆	80	240
福建	54	225
江西	50	110
湖北	50	150
广西	37	340
山东	35	483
河南	23	320
辽宁	20	60
陕西	20	120
新疆	12	100
甘肃	11	105
吉林	5	35
安徽	5	76
青海	2	12
全国	1052	6391

资料来源：华夏能源网公众号，海通证券研究所

图 11 15 年之后粗钢产量增速明显下滑


资料来源：Wind，海通证券研究所

图 12 15 年之后全国水泥产能增速明显下滑


资料来源：Wind，海通证券研究所

本轮产能过剩化解或将主要采用产能置换和并购重组等市场化手段。根据近期官方表态和政策导向，当前产能去化思路或更多采取产能置换、并购重组等市场化手段。2023/12/12 中央经济工作会议提出，要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新。2023/12/29 工信部等八部门《关于加快传统制造业转型升级的指导意见》提出，对能效高、碳排放低的技术改造项目，适当给予产能置换比例政策支持；加大对制造业技术改造资金支持力度；发挥多层次资本市场作用，支持符合条件的传统制造业企业通过并购重组实现转型升级。产能置换和并购重组作为市场化手段在历史上也曾被政府采用，并取得一定的效果，具体而言：

产能置换能够拉动制造更新投资，促进制造业技术升级。例如 17-18 年发改委等部门持续推进产能置换和智能化、绿色化设备改造升级。2017/04/17 发改委《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》指出，加快推进钢铁制造技术的信息化、数字化，严格落实煤矿减量置换要求。2018/01/08 工信部修订《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》，进一步加严置换比例要求。在设备改造的政策导向下，制造业设备更新投资迅速增长，2018 年改建相关投资增速达 11%，明显高于新建/扩建投资的 3%/0%，制造业投资增速亦突破整体达 9%。

并购重组能够推动企业横向和纵向整合，优化资源配置效率。例如 13-15 年国务院、证监会等部门致力于减少并购重组行政审批限制，拓宽并购重组融资渠道。2013/10/15 国务院《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》指出，支持兼并重组企业整合内部资

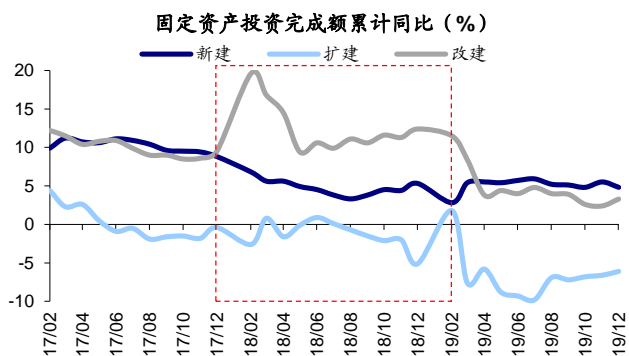
源，压缩过剩产能。2014/10/23 证监会修订《上市公司资产重组管理办法》，对不构成借壳上市的上市公司重大购买、出售、置换资产行为，全部取消审批。随着并购重组市场化改革持续深化，15 年重大重组事件数量较 12 年增长超过 4 倍，其中横向并购占比由 40% 提升至 60% 左右，有利于强化优势企业的拉力效应。

综上所述，本轮产能过剩化解思路偏向产能置换、并购重组等市场化手段。借鉴历史经验，设备智能绿色改造升级有助于产业结构优化，兼并重组可发挥优势企业主导作用。以上方式或有效促进市场化出清，同时形成更高质量的有效供给。

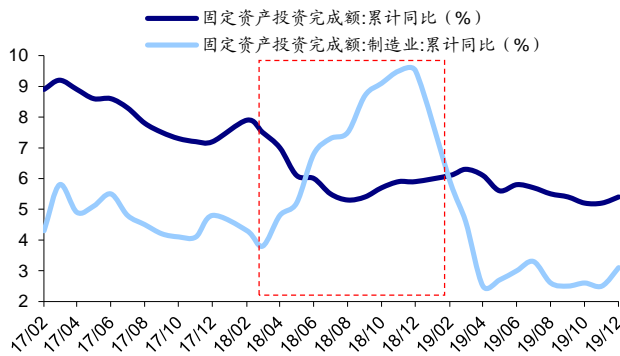
表 3 17-18 年设备改造相关政策

时间	部门	文件/政策	相关内容
2017/04	国家发改委	《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》	鼓励企业大力发展智能制造，加快推进钢铁制造信息化、数字化与制造技术融合发展。深入推进绿色制造，加快实施先进适用以及成熟可靠的节能环保工艺技术改造升级。严格落实煤矿建设项目减量置换要求，有序核准建设一批先进产能煤矿。
2017/08	国家发改委等十六部门	《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》	加快机组改造提升。统筹推进煤电机组超低排放和节能改造，进一步提高煤电高效清洁发展水平。积极实施灵活性改造（提升调峰能力等）工程，深入挖掘煤电机组调节能力，提高系统调节运行效率。
2017/11	国家发改委	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020 年）》	以高效智能、资源节约为重点，构建高端和适用型产品共同发展的产业格局。加强重大技术装备研发和产业化能力建设，加快创新产品示范应用，积极发展先进化工成套装备、大型智能化矿选设备等，为石化、冶金等重点产业转型升级提供装备保障。
2018/01	工业和信息化部	关于印发《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》的通知	进一步加严了置换比例要求，京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域置换比例要继续执行不低于 1.25:1 的要求，其他地区由等量置换调整为减量置换。新项目备案前必须公告置换方案，新项目投产前必须拆除置换设备。
2018/05	国家发改委	关于做好 2018 年降本重点工作的通知	支持企业围绕智能化、绿色化等方向进行技术升级改造，瞄准国际标杆，全面提高产品技术、工艺装备、能效环保、质量效益和安全水平。
2018/11	发展改革委、能源局、应急部、煤矿安监局	关于印发《煤矿安全改造专项管理办法》的通知	扎实推进煤炭行业供给侧结构性改革，夯实煤矿安全生产基础，提升煤炭工业发展质量和效益，制定本方法。本专项中央预算内投资用于支持与煤矿安全生产直接相关的设备升级、系统改造和工程建设等。

资料来源：国务院、中国政府网、发改委、工信部等，海通证券研究所整理

图 13 18 年改建相关投资保持较快增长


资料来源：Wind，海通证券研究所

图 14 18 年制造业投资增速显著高于整体


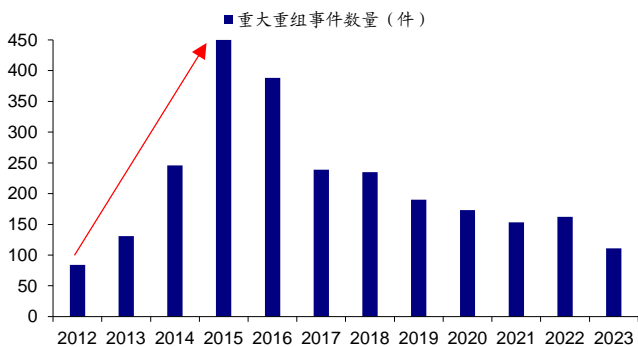
资料来源：Wind，海通证券研究所

表 4 13-15 年并购重组相关政策

时间	部门	文件/政策/会议	相关内容
2013/01	工信部、发改委、财政部等 12 部门	《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》	促进汽车、钢铁、水泥、船舶、电解铝、稀土、电子信息、医药和农业产业化 9 大行业和领域兼并重组。
2013/09	上海证券交易所	《关于配合做好并购重组审核分道制相关工作的通知》	明确证监会自 2013 年 10 月 8 日起正式实施并购重组分道制审核，根据财务顾问的执业能力、上市公司的规范运作和诚信状况、产业政策及交易类型的不同，实行差异化审核。
2013/10	国务院	《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	完善和落实促进企业兼并重组的财税、金融、土地等政策措施；协调解决企业跨地区兼并重组重大问题；支持兼并重组企业整合内部资源，优化技术、产品结构，压缩过剩产能。
2014/03	国务院	《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》	取消上市公司收购报告书事前审核；地方国有股东所持上市公司股份的转让，下放地方政府审批；允许符合条件的企业发行优先股、定向发行可转换债券作为兼并重组支付方式；对上市公司发行股份实施兼并事项，不设发行数量下限；改革上市公司兼并重组的股份定价机制，增加定价弹性。
2014/05	国务院	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用，强化资本市场的产权定价和交易功能，拓宽并购融资渠道，丰富并购支付方式。尊重企业自主决策，鼓励各类资本公平参与并购。
2014/10	证监会	修改《上市公司重大资产重组管理办法》	对不构成借壳上市的上市公司重大购买、出售、置换资产行为，全部取消审批；将上市公司发行股份定价的市场参考价进行拓宽；取消发行数量和交易金额的限制。
2014/10	证监会	《关于修改〈上市公司收购管理办法〉的决定》	取消要约收购需提前向证监会报备及等待 15 日无异议期等规定。
2015/08	证监会等四部委	《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》	在并购重组监管中将进一步简政放权，扩大并购重组取消行政审批的范围，简化审批程序，通过批量安排上重组委会议，提高审核效率。
2015/12	中央经济工作会议	多兼并重组，少破产清算，积极稳妥去产能	因地制宜、分类有序处置，妥善做好企业兼并重组、破产清算等工作。金融资产管理公司按照市场化原则参与处理破产重组和退出企业的债权债务。

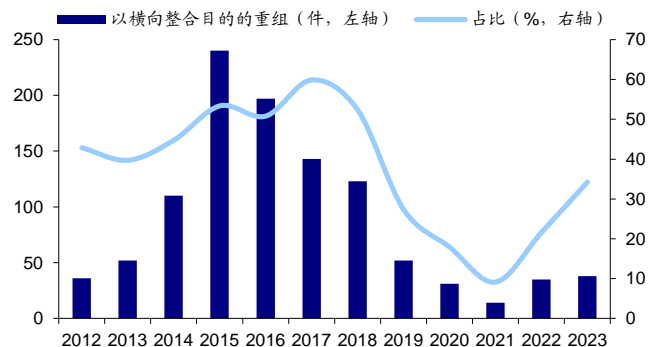
资料来源：中国新闻网、中国政府网、上交所、德恒律师事务所、证监会官网及公众号、人民日报等，海通证券研究所整理

图 15 13-15 年并购重组事件大幅增加



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 16 横向并购是化解产能过剩的重要手段



资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 如何布局这次的去产能？

不同行业产能过剩的原因存在差异，对应的投资策略也就不同。在分析产能过剩背景下的投资策略时，部分投资者会认为大公司更容易存活下来，投资龙头是最好的选择。然而，不同行业出现产能过剩的原因各异，例如由周期性因素导致短期供过于求的产能过剩，也有结构性因素导致原有需求消失的产能过剩（详见表 5 定义）。正如前文所述，相比前一轮产能过剩集中在上游资源品，本轮产能过剩分布在中下游，因此投资者需要对不同行业产能过剩的原因进行具体分析，找到产能出清的突破口和相应投资机会。

表 5 产能过剩分类、释义及特征

分类	原因	解释	特征
摩擦性产能过剩	市场交易过程存在的摩擦性产能过剩	在市场经济运行机制下， 货币与商品对立、生产资本与商品资本货币资本相分离、流通链条与产业链条延长 等原因，供需很难完全匹配，导致生产过剩。	涉及行业相对较少，过剩程度较低，持续时间较短，可自发恢复平衡状态，且难以完全避免。
	产业链技术进步不同步导致的摩擦性产能过剩	当某一行业率先实现技术突破，但 上下游配套产业没有及时跟进时 ，技术进步行业就可能出现暂时性相对过剩。等到产业链各环节的配套产业都能跟进，产能过剩问题自然化解。	
	信息不完全导致的摩擦性产能过剩	由于 企业难以完全准确地掌握未来的市场需求与竞争者供给状况 ，基于预测结果所确定的生产能力可能显著超过市场实际需求，形成产能过剩。 (1) 企业对潜在进入者的威胁策略 。在不完全竞争尤其是寡头垄断市场结构中，在位厂商为了阻止后来厂商的进入，可能会把生产能力设置在较高水平，将商品价格设定在较低水平，产生产能过剩。(2) 生产要素窖藏行为 。为了保持生产的柔性，企业会保持一定规模的要素投入闲置，来应对未来经济波动的不确定性。	
	企业策略性行为导致的摩擦性产能过剩		
周期性产能过剩	宏观经济波动导致的工业周期性产能过剩	在经济 繁荣 时期，市场需求较高，产能利用率相对 提高 ；经济 衰退 时期，市场需求 萎缩 ，产能利用率相对 较低 ，产能过剩问题相对较为严重。	往往涉及多个周期性行业，过剩程度相对较高并可能持续数年。但随着经济状况好转以及宏观调控政策的变化而明显缓解。
	调控政策转向导致的行业周期性产能过剩	单个行业产品市场需求状况受到 针对本行业以及下游产业的调控政策 影响：一是促进市场需求快速增长，企业往往会扩大生产规模；二是抑制市场需求，企业会减少产量。	
结构性产能过剩	产业规划偏离实际导致的结构性产能过剩	我国政府通过制订产业发展规划明确政策导向，但现代经济非常复杂，市场信息难以完全获得， 政府制定的产业规划目标可能偏离实际状况 ，导致产能过剩问题。	可能在单个或多个行业发生，过剩程度较高，通过市场机制难以恢复供需平衡状态， 应当作为重点治理对象 。
	需求结构转型导致的结构性产能过剩	需求的变化相对较快 ，如果 生产企业的技术更新相对滞后 ，不能实现产品同步升级，则与旧需求对应的生产能力就会过剩。	
	生产技术变革导致的结构性产能过剩	在新生产技术出现伊始， 新旧生产技术叠加导致新旧产能叠加 。如果供给超过需求，生产技术落后的生产能力则出现过剩，而生产技术先进的生产能力有可能产能不足。	

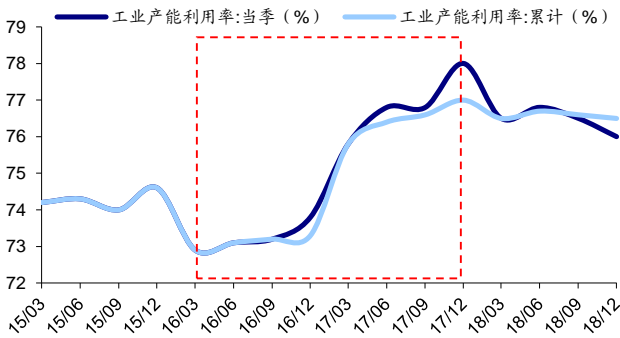
资料来源：梁泳梅《产能过剩的分类以及对治理的启示》(2023)，海通证券研究所

周期性产能过剩往往带来集中度上升，投资有规模优势的龙头公司更优。宏观经济波动与政府调控政策通常会对市场需求产生重大影响，进而可能导致某些行业产能过剩。其中，宏观经济波动通常会对工业整体的供需情况产生影响，影响范围较广；政府调控政策包括针对宏观经济整体的调控政策以及针对特定行业的调控政策，前者可能引起宏观经济波动，进而对工业整体的供需情况产生影响，后者的影响范围要小一些，基本局限于该行业，以及对该行业依赖度较高的上游行业。

周期性产能过剩往往出现在跟宏观经济或政策密切相关的领域，典型的就资源品、传统制造和部分消费品，产能出清有利于行业集中度提升，16-17年就是典型的例子。15年12月中央经济工作会议提出“三去一降一补”五项重要任务，其中去产能针对的就是当时我国部分行业出现的产能过剩问题，目的是为了淘汰落后产能，加快产业重组，尤其是煤炭、钢铁等传统高能耗行业。去产能政策效果也十分显著，宏观层面，17Q4工业产能利用率上升，同时优质龙头企业经营得以改善，16-17年工业企业中的大中型企业利润增速持续提升，并且相对全部工业企业的优势不断凸显。中观层面，部分行业集中度进一步加速，代表性行业例如15-19年间水泥CR10从54.0%升至57.0%，挖掘机CR3从37.2%升至48.7%，液体奶CR2从29.8%升至35.6%，空调CR3从66.5%升至67.2%，冰箱CR3从44.4%升至46.1%。

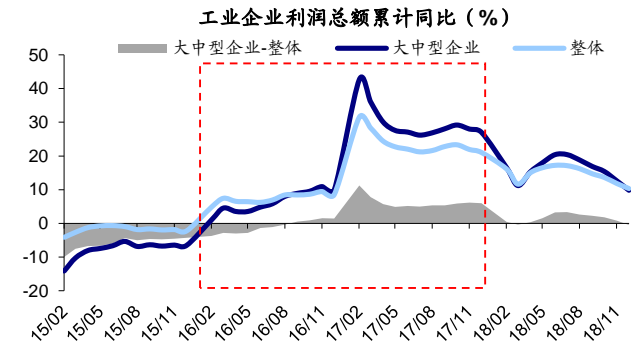
反观当下，目前产能过剩的行业包括钢铁、建材等传统行业，或将受益于产能出清带来的集中度提升，龙头公司的规模优势更加明显。23年1月全国工业和信息化工作会议就曾提出“严格执行钢铁、水泥、玻璃等产能置换政策”“提高钢铁等重点行业产业集中度”。因此，对于投资者而言，在周期性产能过剩的行业投资时可以聚焦龙头。

图17 16-17年供给侧改革推进各行业去产能



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图18 去产能背景下大型企业盈利增长更快



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表6 供给侧改革推动中国部分行业集中度快速上升

细分行业	2010年行业集中度(%)	2015年行业集中度(%)	2019年行业集中度(%)
CR4 白酒	17.0	14.4	29.6
CR2 液体奶	27.6	29.8	35.6
CR3 空调	60.5	66.5	67.2
CR3 冰箱	44.1	44.4	46.1
CR3 国产轿车	37.2	47.3	49.7
CR10 地产	10.1	16.9	21.3
CR4 尿素	11.9	11.8	14.8
CR5 化肥农药	9.7	9.9	21.6
CR3 挖掘机	38.2	37.2	48.7
CR3 起重机	82.2	86.2	92.5
CR10 水泥熟料	44.0	54.0	57
CR4 煤炭	15.6	20.6	21.6
CR3 黄金	12.7	45.2	48.1

资料来源: Wind, 海通证券研究所

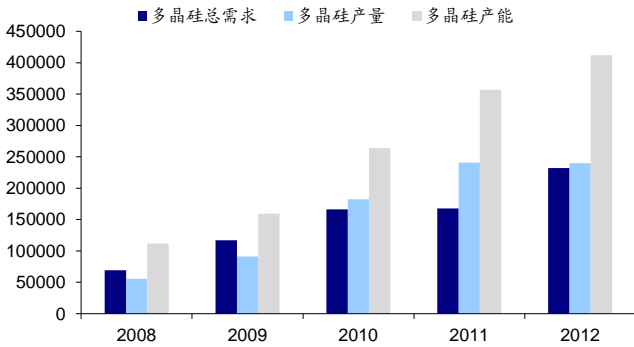
结构性产能过剩往往推动发展路线变革, 投资创新实力强的公司更优。中国作为后发赶超国家, 产能过剩往往有更深层的体制性与结构性因素。首先, 产业政策被普遍采用, 如果产业规划目标严重偏离实际, 容易造成产能过剩。其次, 经济快速增长会带来需求增长与需求结构转变, 特别是在进入中等收入水平时, 需求增速一般会放缓, 需求结构会急剧变动, 如果供给体系难以及时顺应变化, 就可能造成结构性产能过剩。最后, 生产技术的快速变革容易形成落后产能, 当产品价格回落时, 落后产能由于缺乏竞争力而缺乏销路, 成为过剩产能。

结构性产能过剩的出现意味着现有产能或是无法满足新需求, 或是被新技术淘汰, 这就意味着过剩的产能并不会在未来被消化, 因此产能出清方式并非是“剩者为王”, 而是“胜者为王”, 即只有凭借产品或技术创新才能在激烈的竞争中存活。典型的例子就是2011年之后光伏的产能过剩困局。自2011年开始, 欧美光伏市场萎缩使我国光伏产业陷入困境, 2012年下半年美国和欧盟对中国光伏企业展开“双反”调查更是雪上加霜。加之前期光伏企业无序扩张, 导致多晶硅出现严重的产能过剩(图16), 多晶硅价格大跌。在光伏行业的动荡之中, 龙头企业并未表现出更强的韧性, 例如最大的多晶硅企业无锡尚德在2013年宣布破产, 相反押注单晶硅技术路线的隆基股份后来居上。隆基股份早在2009年就建成一期350MW吨单晶硅片项目, 此后不断深耕单晶硅技术路线, 2014年隆基股份收购浙江乐叶光伏科技有限公司, 开始进入快速扩张期。2015年工信部发布《光伏制造行业规范条件》, 2016年之后随着单晶硅成本不断下降, 单晶硅技术逐步成为光伏行业的主流, 隆基股份一跃成为光伏龙头。

就目前而言, 我国以光伏、锂电为代表的新兴产业面临一定程度的产能过剩, 因为产业的中长期发展前景依然广阔, 如果仅仅是短期供大于求带来的周期性产能过剩, 那么并不会对企业造成严重损害。但是, 正如上文所述, 不同类型的产能过剩往往交织在一起, 尤其对于技术更迭较快的新兴产业而言, 技术创新实力才是根本。例如, 当前光伏产业再次面临技术路线的选择, 包括TOPCon、HJT、BC等方向, 在此情况下, 未

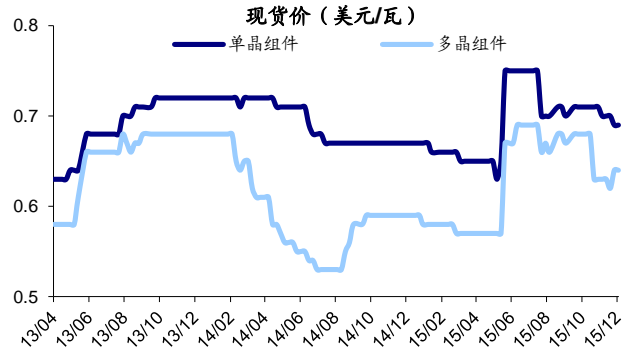
来投资光伏行业需甄别出能够把握技术变革、赢得激烈竞争的优秀公司。

图19 11年之后光伏产能过剩问题显现(单位:t)



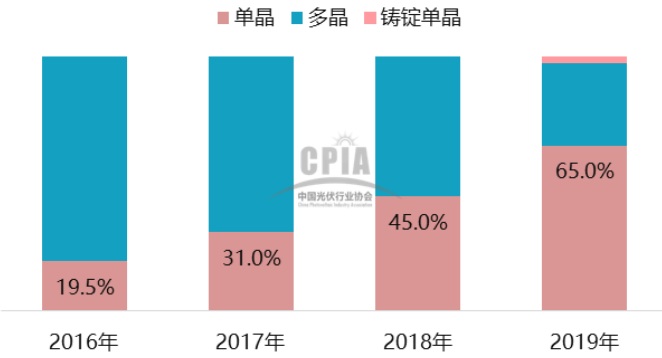
资料来源: 成靛等《全球光伏产业发展现状及趋势》, 海通证券研究所

图20 多晶硅价格跌幅显著大于单晶硅



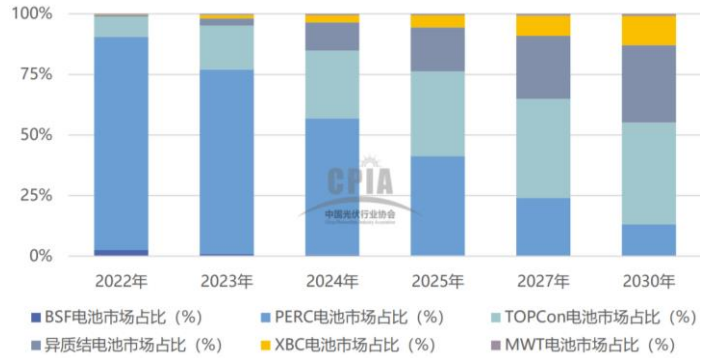
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图21 单晶硅技术逐渐成为主流



资料来源: CPIA, 海通证券研究所

图22 光伏新技术路线仍需摸索



资料来源: CPIA, 海通证券研究所

风险提示: 产业政策推进不及预期; 技术创新进程不及预期。

信息披露

分析师声明

荀玉根 策略研究团队
 郑子勋 策略研究团队
 王正鹤 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。