

“聚焦内需”系列报告

策略专题研究报告

本报告的主要看点：

1. 内需板块或迎来业绩和估值的双重提升

对标 08 年，当前内需板块还有多大空间

——聚焦内需系列报告（四）

基本结论

- 自疫情以来，内需板块逐渐成为了 A 股市场的主线，其中核心的逻辑有以下两个方面：一是随着疫情缓和，国内经济将逐步恢复，外需仍存不确定性的背景下，内需成为主要亮点；二是临近两会召开，市场对内需刺激政策预期不断加强，消费和基建等政策刺激力度或超预期。站在当前时点，“内需板块还有多大空间”是市场对内需板块关注的焦点。一方面内需板块中，不少行业和个股均创下近年来的新高，市场或存在一定的“恐高”；另一方面，内需板块自疫情以来，已积累了一定的收益，向上的趋势是否可以延续同样备受市场关注。
- 通过复盘 2008-2009 年金融危机期间我国内需板块的走势，来前瞻内需板块的后续走势。2008-2009 年内需板块行情可以分为三个阶段：1) 反弹初期：建材、机械、建筑和电气设备领涨，随着四万亿政策的推出，市场反弹围绕着政策利好的基建产业链展开；2) 多主线并行：随后市场主线有所扩散，除了政策刺激的基建产业链之外，有色、军工等行业也明显上行，其中有色行情主要由金价和铜价上涨带动，军工行情主要由企业重组事件带动；3) 全面扩散：随着 2009 年内需刺激政策的大面积铺开，汽车、地产等耐用消费品行业在政策刺激带动下明显上行。内需板块中基建、地产和耐用消费品行业全面上行，成为贯穿整个金融危机后复苏阶段的投资主线。
- 本轮内需扩张和 2008 年内需刺激政策的着力点有所不同，2008 年政策刺激基本全面覆盖了基建、地产、家电、汽车等多个方面，而本轮刺激政策的重心或在于基建补短板 and 促进消费回补。首先，在房住不炒的政策基调下，房地产在本轮内需扩张中的作用或明显降低。其次，耐用消费品方面，当前家电和汽车等耐用消费品保有量和 08 年相比有显著增加，耐用消费品需求的提升难有当年刺激后大规模的增加。所以，本次消费回补政策或对那些受疫情冲击较大的服务性消费和非耐用品消费的拉动效应更大，比如餐饮、旅游、商贸零售和食品饮料等方面。
- 类似 2008-2009 年，本轮内需板块或同样受益于业绩和估值的双重提升。
 - 1) 业绩方面，本轮内需板块业绩边际改善幅度或类比 2008-2009 年。预计基建投资 2020 年全年增速超过 10%，相较于年初的-27%的增速边际改善显著，改善幅度类比 2008 年金融危机后基建投资增速的边际改善幅度（2009 年基建投资增速为 42%，政策刺激前增速不到 20%）；
 - 2) 估值方面，对比 2008-2009 年的估值水平，当前大部分内需板块估值处在相对低位。具体来说，当前建材、机械、商贸、食品饮料等行业 PE 分别为 13.5 倍、27.8 倍、17.5 倍和 35.3 倍，与 2008-2009 年估值中枢相比仍处在相对低位（2009 年建材、机械、商贸、食品饮料等行业估值中位数分别为 32.7 倍、33.4 倍、35.8 倍和 36.9 倍）。当然考虑到 2009 年整个股票市场处在牛市当中，整体估值中枢在持续抬升，静态的估值对比或意义不大。但总体来说，我们认为当前消费和基建等内需板块估值仍有抬升空间。
- 从板块行情的节奏来看，我们认为当前内需板块行情还未到全面扩散的阶段。当前以水泥、白酒等行业为代表的内需板块率先上涨，但与此同时市场仍是多主线并行，随着两会的召开，以及提振内需政策的逐步落地，预计内需板块将逐步成为市场核心主线，迎来全面扩散阶段。
- 风险提示：内需刺激政策的力度不及预期、海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）

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

魏雪 分析师 SAC 执业编号：S1130518090001
weixue@qjzq.com.cn

内容目录

| | |
|---|----|
| 一、内需板块逐渐成为市场主线..... | 4 |
| 1.1 行业配置聚焦内需的核心逻辑..... | 4 |
| 1.2 内需板块还有多大空间..... | 5 |
| 二、2008-2009 年内需板块行情复盘..... | 6 |
| 2.1 08 年内需板块持续走强的背景：金融危机冲击下外需疲软，内需刺激政策力度空前..... | 6 |
| 2.2 刺激政策带动下，建材、机械和耐用消费品等需求大幅提升..... | 7 |
| 2.3 内需板块估值和业绩双升..... | 8 |
| 三、对标 2008 年，内需板块还有多大空间..... | 10 |
| 3.1 本轮内需扩张与 2008 年金融危机期间的对比..... | 10 |
| 3.2 对标 08 年，本轮内需板块行情还有多大空间..... | 11 |

图表目录

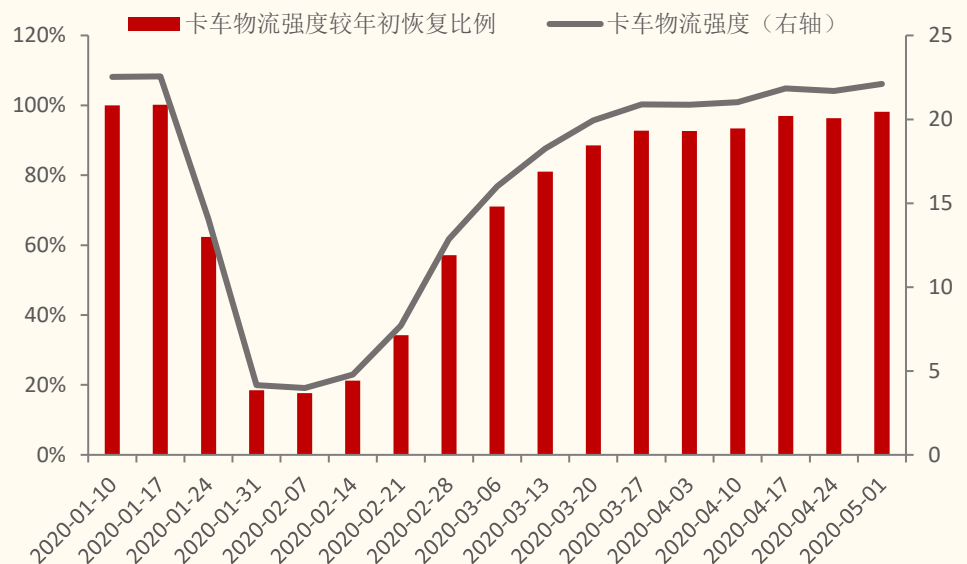
| | |
|--|----|
| 图表 1: 随着疫情缓和, 国内宏观经济逐步恢复..... | 4 |
| 图表 2: 4 月我国挖掘机销量较去年同期大幅增长..... | 5 |
| 图表 3: 4 月我国重卡销量创历史新高..... | 5 |
| 图表 4: 2008 年金融危机冲击下, 外需断崖式下降..... | 6 |
| 图表 5: 2008-2009 年刺激内需政策..... | 6 |
| 图表 6: 挖掘机、重卡销量..... | 7 |
| 图表 7: 东部和西部地区水泥价格..... | 8 |
| 图表 8: 汽车、家电等耐用消费品销量..... | 8 |
| 图表 9: 2008 年 6 月-2009 年 6 月期间累计涨跌幅前六大行业 (%)..... | 9 |
| 图表 10: 2008-2009 年建材行业估值水平变化..... | 9 |
| 图表 11: 2008-2009 年机械行业估值水平变化..... | 10 |
| 图表 12: 提振内需政策方向对比 2020 年 VS 2008 年..... | 11 |

一、内需板块逐渐成为市场主线

1.1 行业配置聚焦内需的核心逻辑

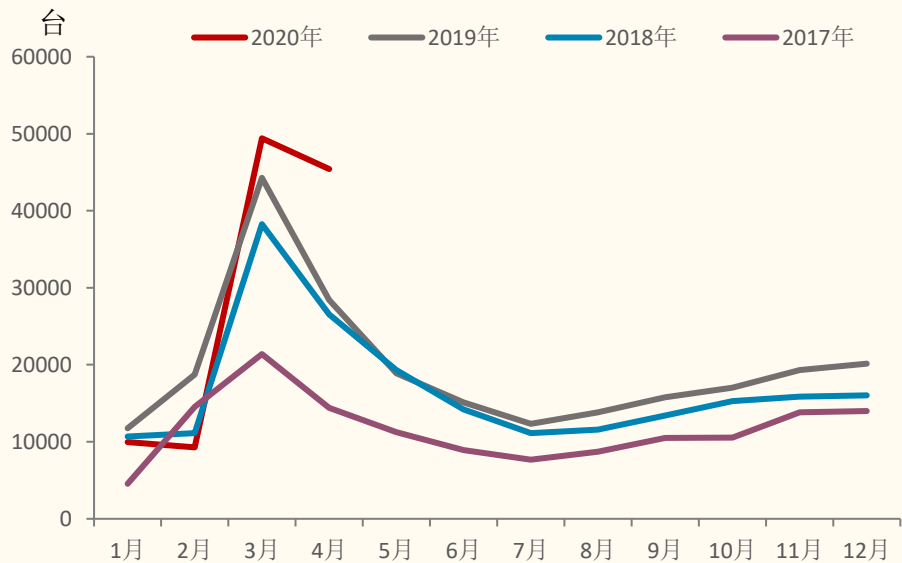
- 自疫情以来，内需板块逐渐成为了 A 股市场的主线，其中核心的逻辑有以下两个方面：一是随着疫情缓和，国内经济将逐步恢复，外需仍存不确定性的背景下，内需成为主要亮点；二是临近两会召开，市场对内需刺激政策预期不断加强，消费和基建等政策刺激力度或超预期。
- 经济正从疫情阴霾下逐步恢复，外需疲软或将延续一段时间，内需是经济结构中的亮点。根据我们独家卡车物流高频跟踪数据来看，全国卡车物流恢复情况显著超越全国城市市内交通强度和城市排放等指标的恢复程度，这说明全国货运活跃程度处于快速恢复状态，宏观经济正从疫情阴霾下逐步恢复。此外，我们从挖掘机和重卡销量的数据同样可以看出在基建投资的带动下，经济恢复势头向好，4 月挖掘机销量同比增速达 60%，重卡销量更是创历史新高，增速高达 61%。而对于外需，WTO 等国际贸易组织预计今年全球贸易将下降-15%至-30%左右，此外疫情或进一步加剧原本就争端不断的全球贸易格局，总体而言全球贸易仍存较大的不确定性。

图表 1：随着疫情缓和，国内宏观经济逐步恢复



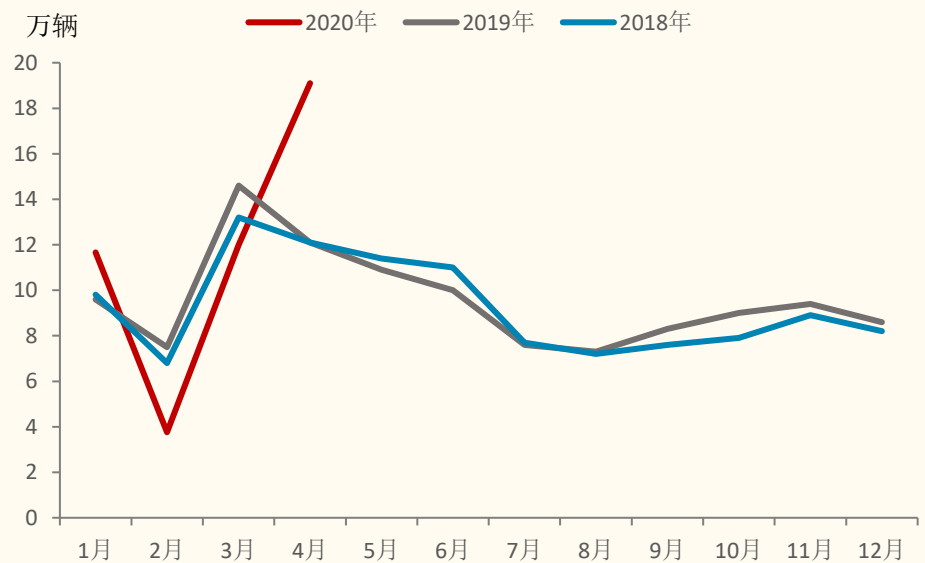
来源：国金证券研究所

图表 2：4 月我国挖掘机销量较去年同期大幅增长



来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：4 月我国重卡销量创历史新高



来源：第一商用车网、国金证券研究所

- 临近两会，中央层面的政策目标和政策取向逐渐明确，内需刺激政策预期不断加强。全国两会确定在 5 月 22 日召开，届时国务院总理将作政府工作报告，明确 2020 年的政策目标和政策取向。从 4 月 17 日政治局会议来看，保就业和保民生成为首要任务，会议提出要积极扩大内需，扩大居民消费，加强传统基础设施和新型基础设施投资。截止目前，我国对冲疫情的政策保持相对稳健，相比于 2008 年金融危机时期的刺激政策力度，目前逆周期政策保持一定的定力，随着两会关于政策层面的定调，预计后续政策力度或超预期。

1.2 内需板块还有多大空间

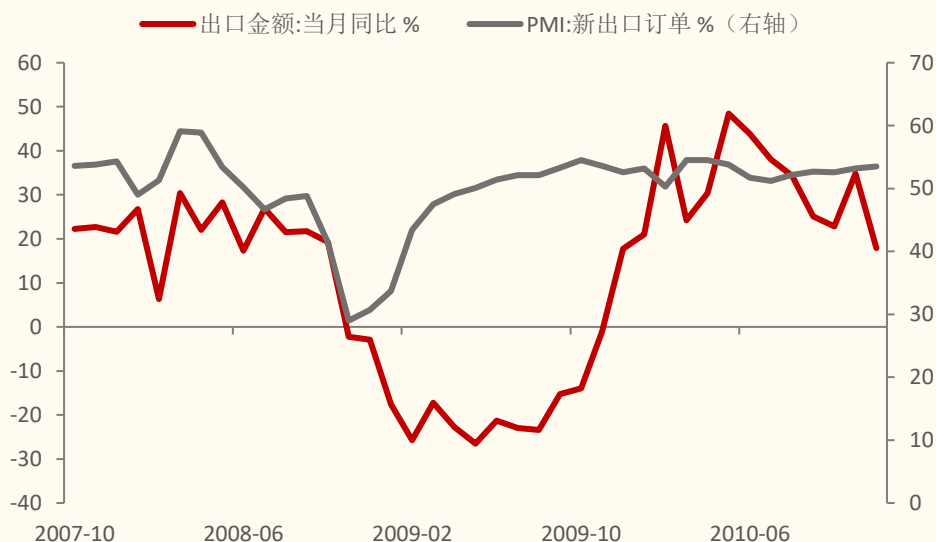
- 站在当前时点，“内需板块还有多大空间”是市场对内需板块关注的焦点。一方面内需板块中，不少行业和个股均创下近年来的新高，市场或存在一定的“恐高”；另一方面，内需板块自疫情以来，已积累了一定的收益，向上的趋势是否可以延续同样备受市场关注。
- 我们接下来复盘 2008-2009 年金融危机期间我国内需板块的走势，并对比这次疫情冲击和 2008 年金融危机冲击的异同之处，从这个角度来前瞻内需板块的后续走势。

二、2008-2009 年内需板块行情复盘

2.1 08 年内需板块持续走强的背景：金融危机冲击下外需疲软，内需刺激政策力度空前

- 2008 年在全球金融危机的冲击下，我国外需面临较大的冲击。2008 年下半年以来，我国出口增速急剧下行，这一趋势一直延续到 2009 年下半年。与此同时，PMI 新出口订单也明显萎缩，进一步反映了当时外需受到的负面冲击之大。

图表 4：2008 年金融危机冲击下，外需断崖式下降



来源：Wind、国金证券研究所

- 为了对冲外需的疲软，我国出台了多项刺激内需政策，比如 4 万亿财政刺激计划、家电和汽车下乡、十大产业振兴规划等，可以说当时的政策刺激规模是空前的。随着经济下行压力的显现，2008 年 11 月中央政府宣布 4 万亿财政刺激计划，开启了这一轮经济刺激的大幕，随后，消费和产业刺激政策密集出台，政策方向主要在（保障性）住房、基建、耐用消费品等领域。

图表 5：2008-2009 年刺激内需政策

| 时间 | 刺激内需政策 | 内容 |
|-------------|------------|--|
| 2008 年 11 月 | 4 万亿财政刺激计划 | 主要投向保障性住房、基础设施建设等领域 |
| 2008 年 12 月 | 家电下乡 | 家电下乡的品种包括彩电、冰箱（含冰柜）、洗衣机、手机、计算机、热水器、微波炉、空调、电磁炉等 |

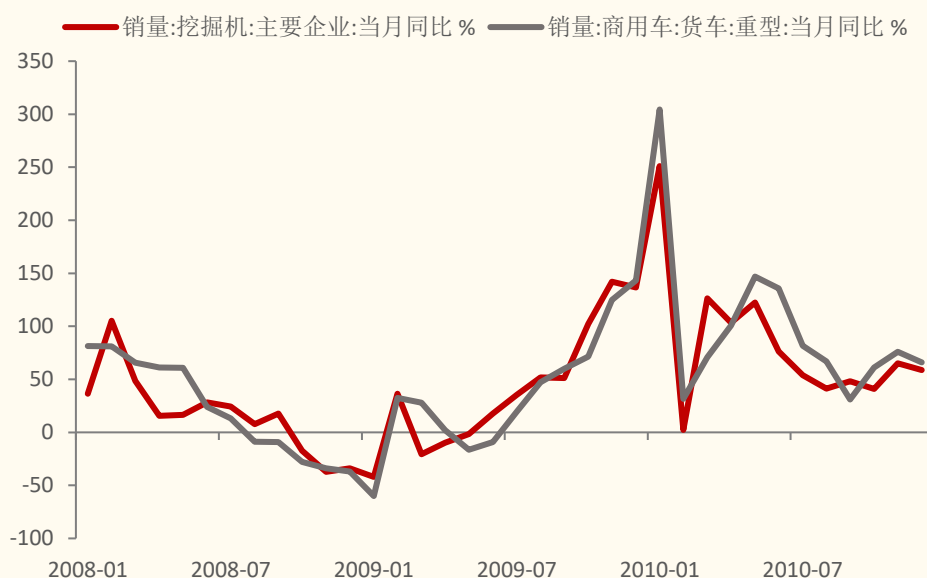
| | | |
|----------------|------------|--|
| 2009 年 1 月 | 汽车下乡 | 针对小排量乘用车的购置税减征、汽车和摩托车下乡 |
| 2009 年 1 月-2 月 | 10 大产业振兴规划 | 为应对金融危机对实体经济冲击，国务院通过了汽车、钢铁、纺织、装备制造、船舶工业、电子信息、轻工、石化、有色金属产业和物流业等十大产业调整振兴规划 |

来源：Wind、国金证券研究所

2.2 刺激政策带动下，建材、机械和耐用消费品等需求大幅提升

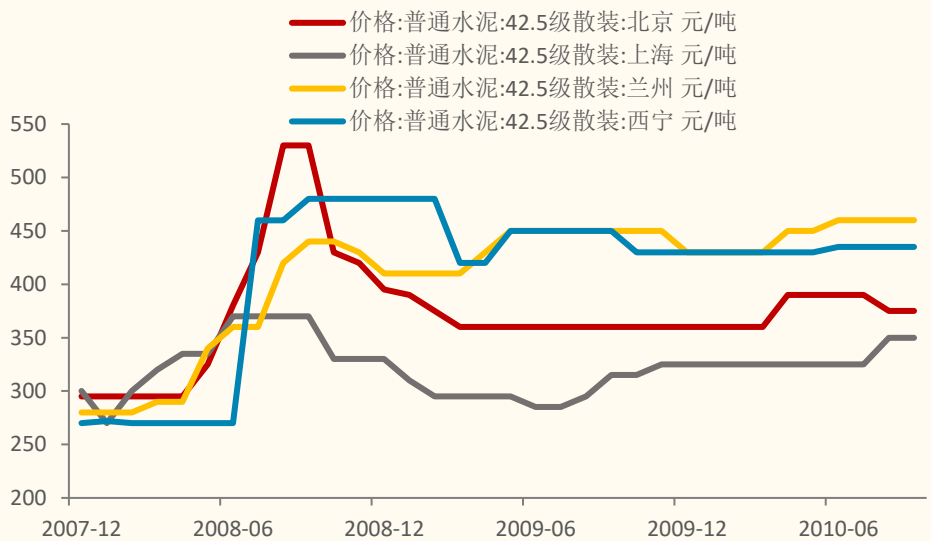
- 在政策的带动下，相关行业需求明显扩张，行业景气迅速提升。由于 2008 年政策方向主要是地产和基建产业链和耐用消费品行业，我们从典型相关行业来看，挖掘机和重卡销量、水泥价格、家电和汽车销量均明显上行。此外，在如此大规模的刺激下，需求扩张的趋势持续了近一年时间。

图表 6：挖掘机、重卡销量



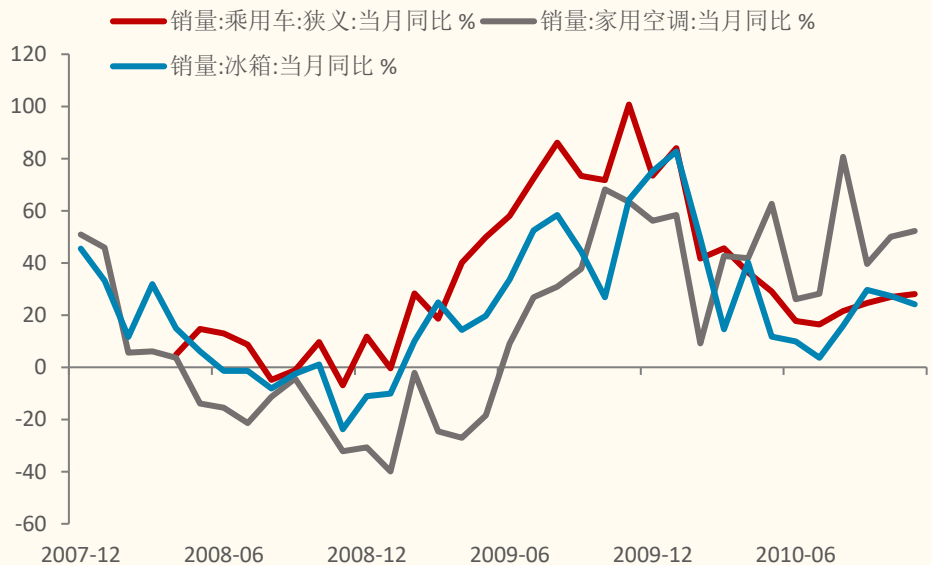
来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：东部和西部地区水泥价格



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：汽车、家电等耐用消费品销量



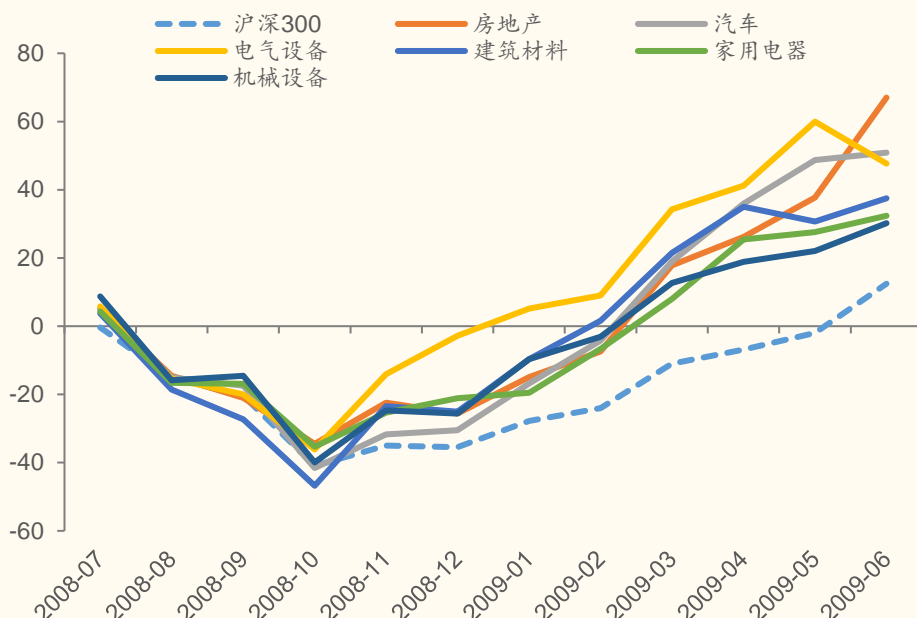
来源：Wind、国金证券研究所

2.3 内需板块估值和业绩双升

- 2008 年 11 月正式推出四万亿经济刺激方案后，A 股市场应声上涨，随后一路震荡上行，其中建材、地产、汽车、电气设备、建材、家电和机械等板内需块行情上行幅度尤为显著。
- 分阶段来看，2008-2009 年内需板块行情可以分为三个阶段：
- 1) 反弹初期：建材、机械、建筑和电气设备领涨，随着四万亿政策的推出，市场反弹围绕着政策利好的基建产业链展开，其中水泥、工程机械、铁路和电网建设成为引领市场反弹的“急先锋”；

- **2) 多主线并行:** 随后市场主线有所扩散, 除了政策刺激的基建产业链之外, 有色、军工等行业也明显上行, 其中有色行情主要由金价和铜价上涨带动, 军工行情主要由企业重组事件带动;
- **3) 全面扩散:** 随着 2009 年内需刺激政策的大面积铺开, 汽车、地产等耐用消费品行业在政策刺激带动下明显上行。内需板块中基建、地产和耐用消费品行业全面上行, 成为贯穿整个金融危机后复苏阶段的投资主线。

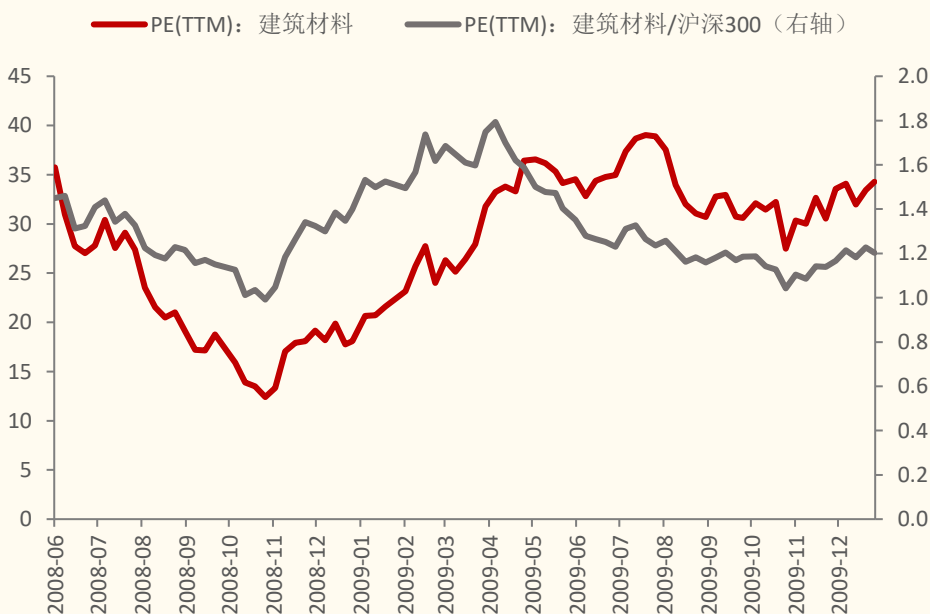
图表 9: 2008 年 6 月-2009 年 6 月期间累计涨跌幅前六大行业 (%)



来源: Wind、国金证券研究所

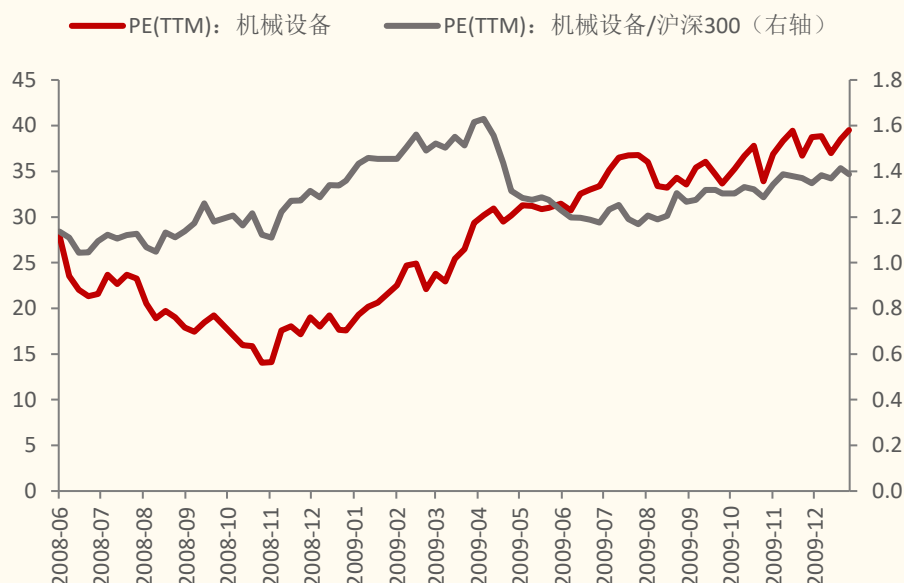
- **估值和业绩双升共同驱动 2008-2009 年内需板块的行情。**正如前文所述, 刺激政策对内需板块的需求有明显提振作用, 相关行业的业绩有明显的提升。除此之外, 行业板块估值的抬升也是当时内需板块领跑市场的重要驱动力。以建材和机械为例, 2008 年 11 月以来, 随着 4 万亿政策的落地, 不论是行业自身估值还是相对沪深 300 指数的估值均有明显的抬升。

图表 10: 2008-2009 年建材行业估值水平变化



来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：2008-2009 年机械行业估值水平变化



来源：Wind、国金证券研究所

三、对标 2008 年，内需板块还有多大空间

3.1 本轮内需扩张与 2008 年金融危机期间的对比

- 尽管本轮提振内需的背景和 2008 年金融危机的有相似之处，比如外需均相对疲软，但两者在政策方向上存在较大的区别。
- 本轮内需扩张和 2008 年内需刺激政策的着力点有所不同，2008 年政策刺激基本全面覆盖了基建、地产、家电、汽车等多个方面，而本轮刺激政策的重心或在于基建补短板 and 促进消费回补。首先，在房住不炒的政策基调下，房地产在本轮内需扩张中的作用或明显降低。其次，耐用消费品方面，当前家电和汽车等耐用消费品保有量和 08 年相比有显著增加（比如：2018 年汽车保有量是 2008 年的 6 倍），耐用消费品需求的提升难有当年刺激后大规模的增加。所以，本次消费回补政策或对那些受疫情冲击较大的服务性消费和非耐用品消费的拉动效应更大，比如餐饮、旅游、商贸零售和食品饮料等方面。

图表 12：提振内需政策方向对比 2020 年 VS 2008 年

| 方向 | 2008 年 | 2020 年 |
|--------|------------------|----------------|
| 基建 | 交通水利等传统基础设施 | 补短板：新老基建结合 |
| 地产 | 下调首付率和贷款利率等 | 房住不炒基调未变 |
| 耐用消费品 | 家电下乡、汽车下乡 | 保有量较高，较难大规模增长 |
| 非耐用消费品 | - | 消费回补，特别是服务性消费等 |
| 产业政策 | 10 大产业振兴规划聚焦传统产业 | 或更多聚焦新兴产业 |

来源：国金证券研究所

3.2 对标 08 年，本轮内需板块行情还有多大空间

- 从估值和业绩两个方面来看，本轮内需板块同样受益于业绩和估值的双重提升，首先，本轮内需板块业绩边际改善幅度或类比 2008-2009 年；其次，对比 2008-2009 年的估值水平，当前内需板块估值仍有抬升空间。
- 业绩方面，本轮内需板块业绩边际改善幅度或类比 2008-2009 年。首先，预计基建投资 2020 年全年增速超过 10%，相较于年初的-27%的增速边际改善显著，改善幅度类比 2008 年金融危机后基建投资增速的边际改善幅度（2009 年基建投资增速为 42%，政策刺激前增速不到 20%）。此外，当前我国基建产业链行业供给端结构更为优化，在 2016 年供给侧改革下，相关行业的产能、库存均相对健康，需求端扩张带来的业绩弹性更大。
- 估值方面，对比 2008-2009 年的估值水平，当前大部分内需板块估值处在相对低位。具体来说，当前建材、机械、商贸、食品饮料等行业 PE 分别为 13.5 倍、27.8 倍、17.5 倍和 35.3 倍，与 2008-2009 年估值中枢相比仍处在相对低位（2009 年建材、机械、商贸、食品饮料等行业估值中位数分别为 32.7 倍、33.4 倍、35.8 倍和 36.9 倍）。当然考虑到 2009 年整个股票市场处在牛市当中，整体估值中枢在持续抬升，静态的估值对比或意义不大。但总体来说，我们认为当前消费和基建等内需板块估值仍有抬升空间，特别是在两会召开和内需刺激政策落地后。
- 从板块行情的节奏来看，我们认为当前内需板块行情还未到全面扩散的阶段，当前以水泥、白酒等行业为代表的内需板块率先上涨，但与此同时市场仍是多主线并行，随着两会的召开，以及提振内需政策的逐步落地，预计内需板块将逐步成为市场核心主线，迎来全面扩散阶段。
- 风险提示：内需刺激政策的力度不及预期、海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）

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。

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH