

“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. 供给两端受益的行业

哪些行业是供需两端的受益者

——聚焦内需系列报告（三）

基本结论

- 临近全国两会召开，政策目标和政策取向逐步明确，提振内需成为当前我国宏观政策的重要落脚点。外需仍存不确定性的背景下，内需是经济结构中的主要看点。全球贸易受疫情冲击较大，海外需求疲软态势或将延续一段时间。此外，疫情冲击下，全球供应链面临重构，疫情可能会进一步恶化原本就争端不断的全球贸易格局。总体而言，外需仍面临着较大的不确定性，从全球制造业 PMI 来看，受疫情冲击 PMI 出现断崖式下跌，其中新出口订单成为主要拖累因素。在这种背景下，提振内需成为未来政策的主要着力点。
- 疫情之下，行业供给端面临重构：行业集中度提升、库存积压问题和全球供应链重构。1) 疫情加速近年来行业集中度提升的趋势，以工业企业为例，大中型工业企业营业收入的占比自 2017 年以来明显提升，2020 年一季度进一步上升至 66.8%；2) 库存积压同样是疫情下企业生产端面临的重要冲击，需求疲软的背景下，企业库存明显积压，存货周转率急剧下降。从工业企业产成品存货增速来看，2020 年一季度达 14.9%，接近 2014 年的高点，疫情冲击之下，企业去库存压力较大；3) 疫情冲击下，全球供应链面临重构，疫情可能会进一步恶化原本就争端不断的全球贸易格局。我国中间品进口规模较大的行业主要分布在化工、TMT、汽车等。
- 需求端扩张的主要方向在内需相关的板块，特别是消费和基建相关的行业。正如前文所述，临近两会内需扩张政策将逐步加码，此外，外需仍存不确定性的背景下，内需是经济结构中的主要看点。内需相关的两大重点板块是消费和基建产业链：1) 疫情对居民消费需求产生了直接的冲击，供给侧的政策无法创造需求，消费回补政策成为各地政府刺激政策的先手棋；2) 基建发力对冲疫情冲击是当前市场共识度较高的措施，4 月政治局会议也明确提出要适当扩大财政赤字，加强传统基础设施和新型基础设施投资。
- 从供给端来看，“行业集中度提升、库存压力较小、海外供应链依赖度较低”的行业供给结构将在疫情后进一步优化。正如前文提到的，疫情会加速近年来行业集中度提升的趋势，消费等行业明显受益于行业集中度的提升。此外，基建相关的建材、机械等行业库存水平平均相对健康，后续去库存压力相对较小。而在全球供应链重构的背景下，我国消费和基建相关产业链对海外市场依赖度较低，基本属于国内本土市场。长期来看，进口替代类行业也将充分受益于全球产业链重构。
- 行业配置建议聚焦“消费+基建”等供需两端受益的行业。1) 消费：商贸零售、休闲服务、食品饮料等。疫情对消费类行业冲击较大，随着疫情缓和以及消费回补政策的刺激，行业将逐步走出低谷，客流量回升和消费意愿度提升将促进相关行业景气复苏。商贸零售、休闲服务、食品饮料等行业一方面需求端受益于需求回暖，另一方面供给端也充分受益于行业集中度的提升；2) 基建：建材、建筑、机械等。需求端方面，基建发力对冲疫情冲击是当前市场共识度较高的措施，预计在两会召开后，政策目标落地后，基建投资或将明显提速，建材、建筑和机械等基建相关的行业将受益于基建投资扩张。供给端方面，建材、机械等行业库存压力较小，同时对海外供应链依赖度较低，供需基本都集中在本土市场，供给端结构相对优化。
- 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
aixiong@gjzq.com.cn

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

内容目录

一、临近两会，内需成为经济结构中的主要看点	4
二、疫情之下，行业供给端面临重构	4
2.1 小企业退出市场，大企业越来越大	4
2.2 库存积压明显，去库存压力激增	5
2.3 全球供应链面临重构，全球贸易仍存不确定性	6
三、寻找供需两端的受益者：需求扩张、供给优化	8
3.1 需求端：聚焦内需，特别是消费和基建	9
3.2 供给端：行业集中度、库存压力、海外供应链依赖度	9
四、行业配置：消费+基建	9
4.1 消费：商贸零售、休闲服务、食品饮料等	9
4.2 基建：建材、建筑、机械等	9

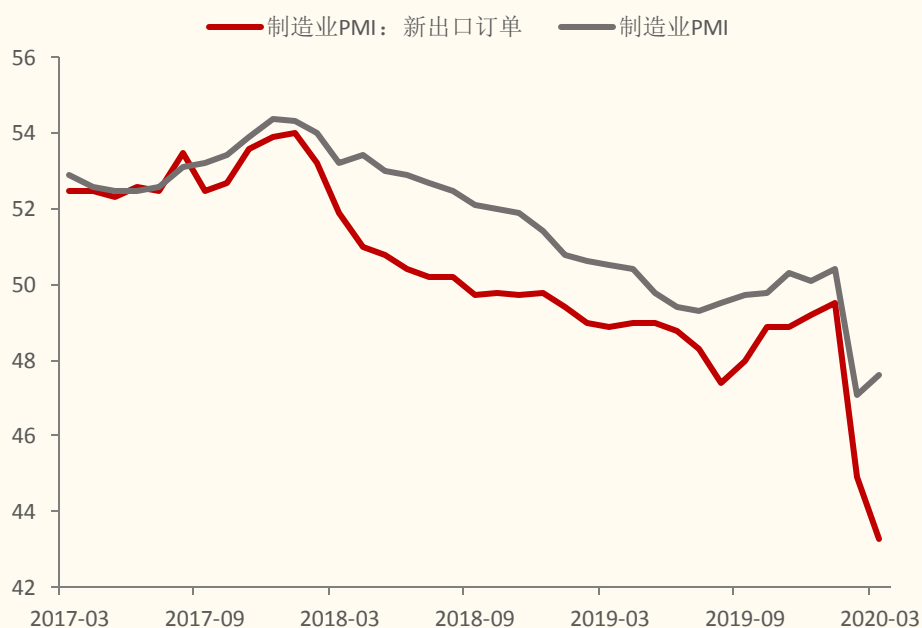
图表目录

图表 1：新出口订单大幅拖累全球制造业 PMI	4
图表 2：大企业的市场份额占比越来越大	5
图表 3：工业企业面临库存积压问题	5
图表 4：钢铁等行业库存积压问题严重	6
图表 5：美、中、德三国在全球产业链中地位举足轻重	7
图表 6：供应链依赖海外的行业风险较大	8
图表 7：寻找供需两端的受益行业	9

一、临近两会，内需成为经济结构中的主要看点

- 临近全国两会召开，政策目标和政策取向逐步明确，提振内需成为当前我国宏观政策的重要落脚点。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，同时要求积极扩大内需，扩大居民消费，加强传统基础设施和新型基础设施投资。
- 外需仍存不确定性的背景下，内需是经济结构中的主要看点。全球贸易受疫情冲击较大，海外需求疲软态势或将延续一段时间。此外，疫情冲击下，全球供应链面临重构，疫情可能会进一步恶化原本就争端不断的全球贸易格局。总体而言，外需仍面临着较大的不确定性，从全球制造业 PMI 来看，受疫情冲击 PMI 出现断崖式下跌，其中新出口订单成为主要拖累因素。在这种背景下，提振内需成为未来政策的主要着力点。

图表 1：新出口订单大幅拖累全球制造业 PMI



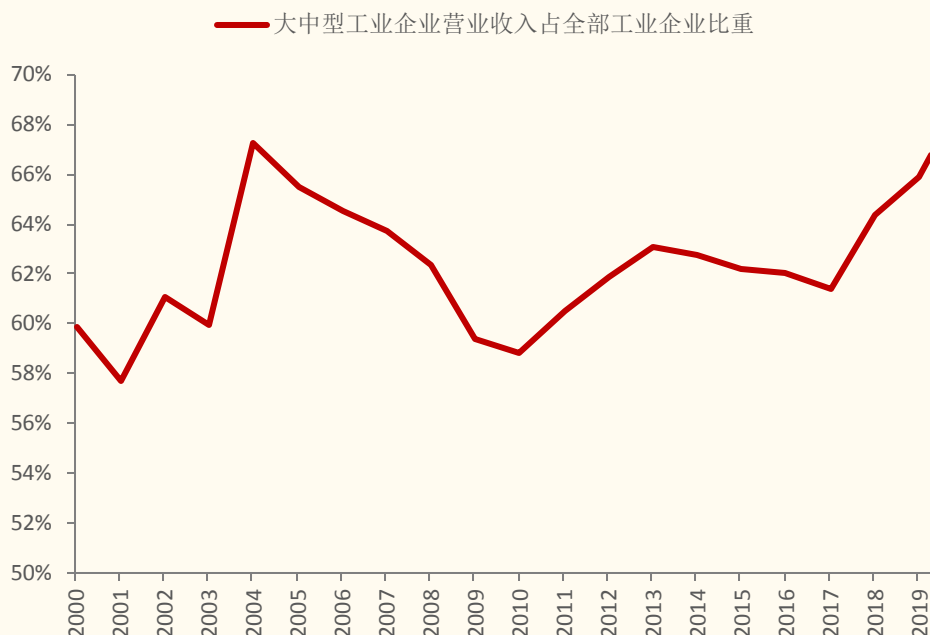
来源：Markit、国金证券研究所

二、疫情之下，行业供给端面临重构

2.1 小企业退出市场，大企业越来越大

- 疫情加速近年来行业集中度提升的趋势。疫情冲击之下，那些融资能力和产品竞争力较低的中小企业受到的负面冲击相对更大，小企业将被动退出市场，大企业的市场份额越来越大。以工业企业为例，大中型工业企业营业收入的占比自 2017 年以来明显提升，2020 年一季度进一步上升至 66.8%。

图表 2：大企业的市场占份额占比越来越大

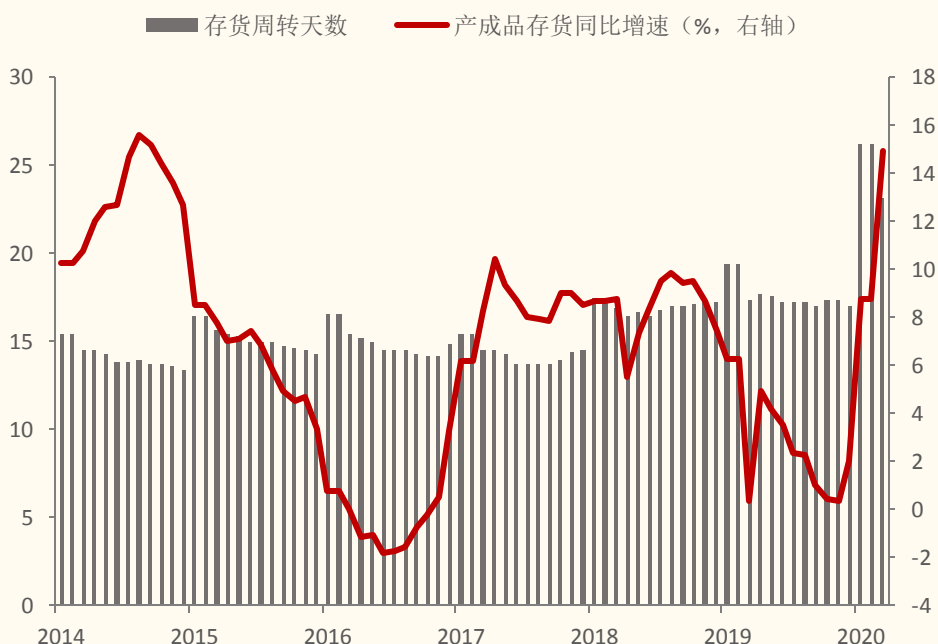


来源：Wind、国金证券研究所

2.2 库存积压明显，去库存压力激增

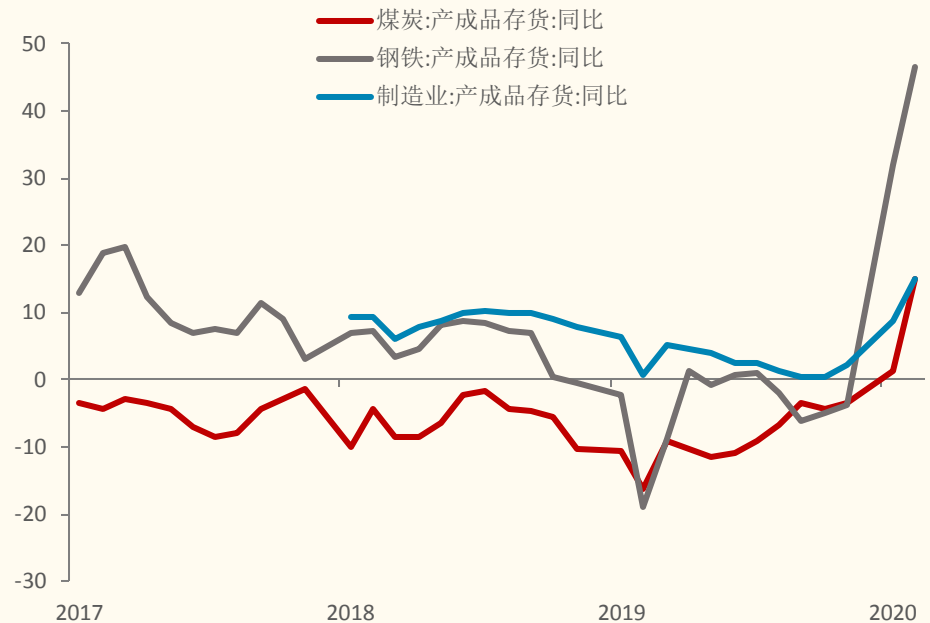
- 库存积压同样是疫情下企业生产端面临的重要冲击，需求疲软的背景下，企业库存明显积压，存货周转率急剧下降。从工业企业产成品存货增速来看，2020 年一季度达 14.9%，接近 2014 年的高点，疫情冲击之下，企业去库存压力较大。与此同时，企业存货周转率急剧下降，存货周转天数高达 26 天，创历史新高。从具体行业来看，钢铁、煤炭和制造业等行业产成品存货同比增速均大幅提升，其中钢铁行业库存积压问题尤为显著，2020 年一季度增速高达 46.5%。

图表 3：工业企业面临库存积压问题



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：钢铁等行业库存积压问题严重

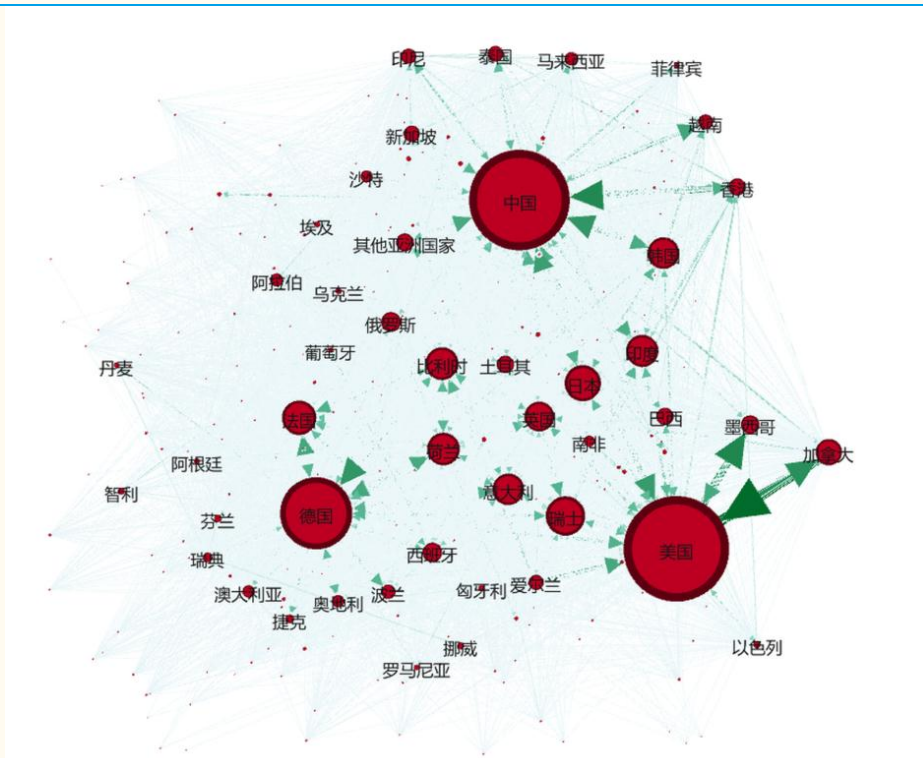


来源：Wind、国金证券研究所

2.3 全球供应链面临重构，全球贸易仍存不确定性

- 疫情冲击下，全球供应链面临重构，疫情可能会进一步恶化原本就争端不断的全球贸易格局。美股、中国和德国在全球产业链地位举足轻重，首先，这三个国家的中间品贸易额规模位居前三；其次，这三个国家的全球中间品贸易伙伴众多，基本上是全球中间品贸易的中心。但是在疫情冲击之下，贸易保护和供应链回流本国的诉求越来越普遍，全球供应链或面临重构。所以全球贸易仍存一定的不确定性，那些供应链依赖海外的行业面临着供应链风险。

图表 5：美、中、德三国在全球产业链中地位举足轻重

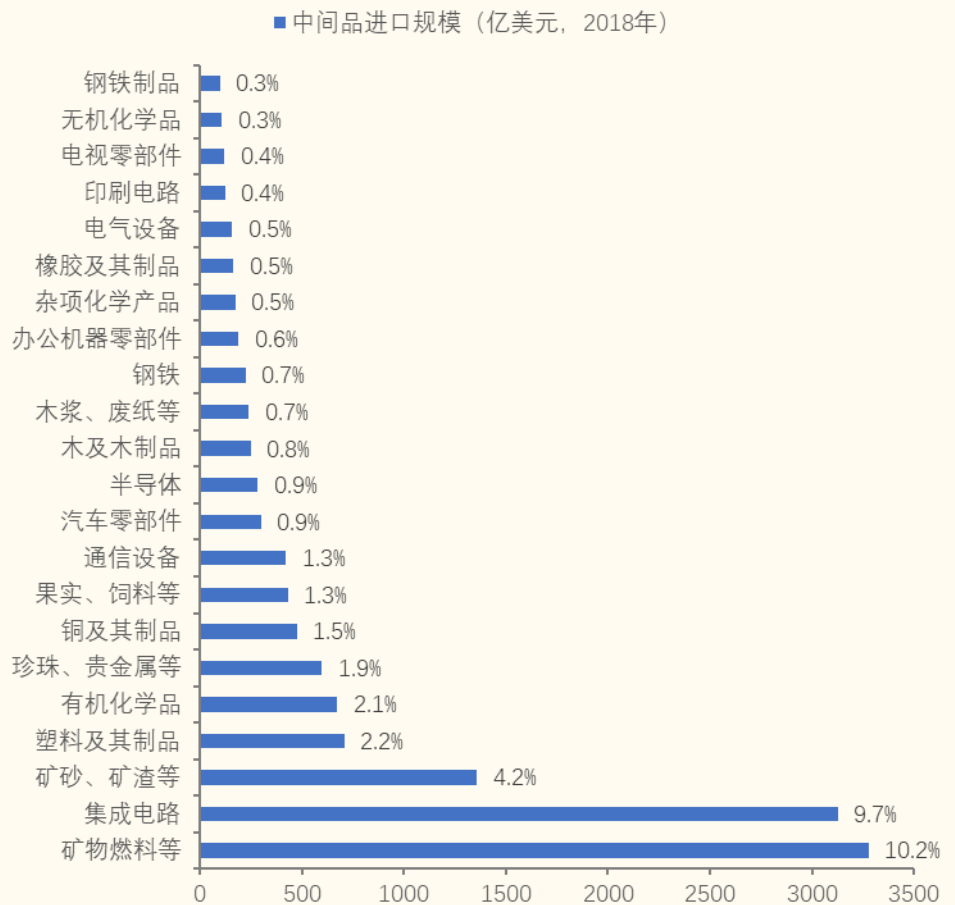


说明：1) 箭头方向代表中间品贸易出口方向，箭头大小代表出口规模；2) 每个圈代表一个国家地区，圈的大小代表中间品贸易规模大小。数据截止 2018 年。

来源：WITS、国金证券研究所

- 我国中间品进口规模较大的行业主要分布在化工、TMT、汽车等。具体来说，矿物燃料和化学制品等化工产品、集成电路和通信设备等 TMT 相关产品、汽车零部件等进口规模相对较大。一定程度上来说，这些行业供应链度海外的依赖度相对加高，在全球供应链重构的背景下，海外贸易仍存不确定性。

图表 6：供应链依赖海外的行业风险较大

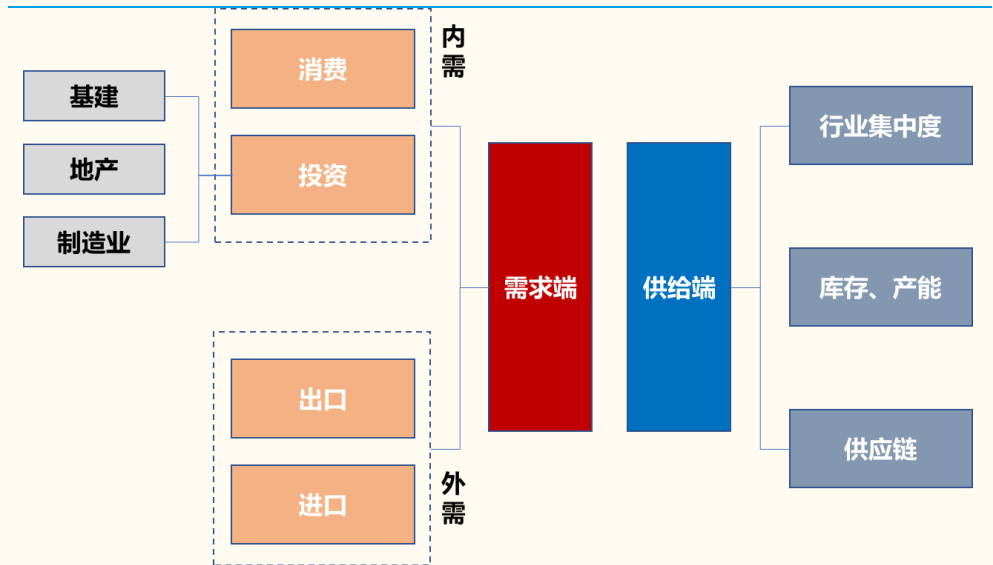


来源：COMTRADE、国金证券研究所

三、寻找供需两端的受益者：需求扩张、供给优化

- 在分析完需求端和供给端的变化之后，我们需要重点关注需求两端均受益的行业。需求端主要是受益于内需扩张政策，特别是消费回补和基建发力等政策。供给端方面，疫情后那些行业集中度加速提升、去库存压力较小和供应链海外依赖度较低的行业供给端结构相对健康。

图表 7：寻找供需两端的受益行业



来源：国金证券研究所

3.1 需求端：聚焦内需，特别是消费和基建

- 需求端扩张的主要方向在内需相关的板块，特别是消费和基建相关的行业。正如前文所述，临近两会内需扩张政策将逐步加码，此外，外需仍存不确定性的背景下，内需是经济结构中的主要看点。内需相关的两大重点板块是消费和基建产业链：1）疫情对居民消费需求产生了直接的冲击，供给侧的政策无法创造需求，消费回补政策成为各地政府刺激政策的先手棋；2）基建发力对冲疫情冲击是当前市场共识度较高的措施，4月政治局会议也明确提出要适当扩大财政赤字，加强传统基础设施和新型基础设施投资。

3.2 供给端：行业集中度、库存压力、海外供应链依赖度

- 从供给端来看，“行业集中度提升、库存压力较小、海外供应链依赖度较低”的行业供给结构将在疫情后进一步优化。正如前文提到的，疫情会加速近年来行业集中度提升的趋势，消费等行业明显受益于行业集中度的提升。此外，基建相关的建材、机械等行业库存水平平均相对健康，后续去库存压力相对较小。而在全球供应链重构的背景下，我国消费和基建相关产业链对海外市场依赖度较低，基本属于国内本土市场。长期来看，进口替代类行业也将充分受益于全球产业链重构。

四、行业配置：消费+基建

4.1 消费：商贸零售、休闲服务、食品饮料等

- 疫情对消费类行业冲击较大，随着疫情缓和以及消费回补政策的刺激，行业将逐步走出低谷，客流量回升和消费意愿度提升将促进相关行业景气复苏。商贸零售、休闲服务、食品饮料等行业一方面需求端受益于需求回暖，另一方面供给端也充分受益于行业集中度的提升。

4.2 基建：建材、建筑、机械等

- 需求端方面，基建发力对冲疫情冲击是当前市场共识度较高的措施，预计在两会召开后，政策目标落地后，基建投资或将明显提速，建材、建筑和机械等基建相关的行业将受益于基建投资扩张。

- 供给端方面，建材、机械等行业库存压力较小，同时对海外供应链依赖度较低，供需基本都集中在本土市场，供给端结构相对优化。

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