

PPI 新高了，CPI 还有后劲吗？

2021 年 09 月 09 日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

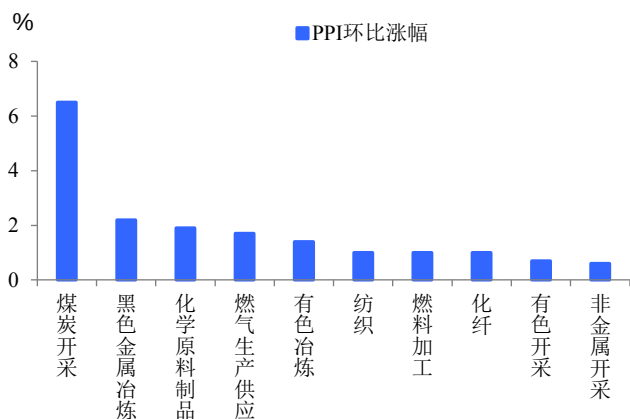
shaox@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《宏观点评 20210907：出口动能有何变化？》2021-09-07
- 2、《宏观专题报告 20210906：如何解决中小微企业融资难问题？》2021-09-06
- 3、《宏观点评 20210903：Taper 导致美债利率飙升是否为伪命题？》2021-09-03
- 4、《宏观点评 20210831：新框架窥探中国出口动能》2021-08-31
- 5、《宏观点评 20210831：疫情下需求压制明显，9 月预期向好》2021-08-31

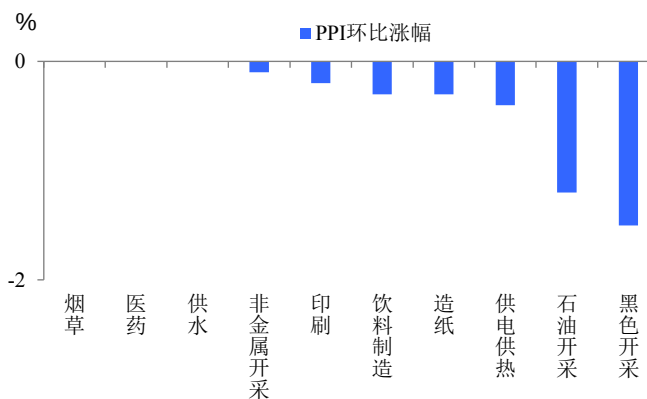
- **煤炭行业继续领跑，PPI 刷新年内新高。**2021 年 8 月 PPI 环比增速继续提速 0.2 个百分点至 0.7%，直接导致 PPI 同比达 9.5%，刷新年内新高。从行业上看，由于供需失衡的情况仍未解决，上游煤炭开采继续领跑、环比上涨 6.5%，受上游传导影响，中游行业也开始发力，化工制品环比涨幅扩大 1.1%。考虑到近期商品价格的表现和可能加速的基建投资，未来 3 个月内 PPI 同比可能还将维持在 9% 以上（图 1 和 2）。
- **CPI 如期回落，剪刀差继续扩大。**2021 年 8 月受疫情影响 CPI 环比增速低于季节性，仅增长 0.1%。从分项上看，猪肉供给继续增加，猪价环比下跌 1.4%，同比下跌 44.9%。服务受疫情反复影响大，在传统旺季仅录得零增长，其中飞机票、旅游和宾馆住宿等出行类服务消费受到抑制，价格由涨转降（图 3）。8 月 PPI 和 CPI 的剪刀差继续刷新历史，8 月 PPI 上涨的贡献中上游企业占据鳌头，中下游行业涨价有所改善但相形见绌，中小企业的经营压力进一步恶化。
- **2021 年 CPI 持续走强，怎么看待 CPI 后续的走势？**我们可以把 CPI 的主要影响因素简化为服务（占比最大）和猪价（波动突出）。我们认为从政策层面和行业层面来看，CPI 今年或许难有起色。
- **对于服务业，我们认为近期监管加强的因素会部分抵消疫情消退后服务价格的复苏。**从前几轮疫情被控制后的情况来看，服务业价格都会出现明显的环比加速（图 4）。进一步拆解，我们发现对于 CPI 中服务业价格影响重要的成分是居住、医疗和教育，而这些项目近期在价格方面都受到监管加强的限制（表 1），我们预计这将使得服务价格的疫后复苏打折扣。
- **2021 年 CPI 持续低迷很重要的一个原因是猪价的拖累（图 5），猪价何时才能触底回升？**从历史上看，国家中央储备进行大规模的猪肉收储往往发生在生猪价格底部附近。2021 年 7 月，中央储备再次启动收购，分三次共收储 5.3 万吨冻肉，这是否意味着猪价也接近底部了？（图 7）
- **与往年相比，2021 年生猪养殖的不同之处在于，虽然猪粮比已经跌破了官方测算的盈亏点——发改委测算的猪粮比价盈亏平衡水平约为 7:1，截至 2021 年 9 月 1 日这一数据已跌至 5.34。从历史上看，当猪粮比持续跌破盈亏点时，生猪存栏（存栏）都会出现下降，但是 2021 年以来存栏量却在持续上升。**
- **我们认为这可能与生猪养殖业规模化养殖后的周期性特点有关，猪价上涨时获得利润并扩产，而当猪价进入下跌周期，更好的策略可能不是退出，而是“以量补价”、抢占市场份额，为未来猪价上涨做好准备。**考虑到 2019 年至 2020 年猪肉价格创历史的大涨使得养殖企业获得丰厚的利润，这可能会导致本轮猪价寻底的过程会更加漫长。从行业层面我们可能可以捕捉到一些蛛丝马迹：
- **从净利润来看，**由于猪价快速下跌，2021 年上半年排名前五（按出栏量）的上市猪企业（牧原股份、正邦科技、温氏股份、新希望和天邦股份）中，除了龙一牧原股份保持较高盈利外，其他四家净利润均为负，部分原因是去年固定资产投资扩产加速，今年上半年成本阶段性上升（图 10）。
- **龙头企业停止利润率低的外购仔猪业务，降成本成为当前行业内卷的主线。**前五大猪企中除了天邦股份外，其他公司均停止了养殖利润偏低的外购仔猪业务，而且面对不断走低的猪价，公司的年内战略重心是降成本，9 月 1 日全国大中城市生猪出场价约为 14.9 元/公斤，已经跌破了大部分公司的成本线，根据五家公司公布的投资者关系活动记录表内容，下半年猪企降成本的竞争将进入白热化（表 2）。
- **对于未来猪价，各企业比较谨慎。**根据公司公布的投资者关系活动记录表内容，龙头公司虽然认为 2021 年下半年猪价会有所反弹，但普遍对猪价前景不乐观，做好了最坏的打算。牧原股份高管认为 2022 年猪价的平均水平大概率比 2021 年更低，且预计猪价低点很可能出现在 2022 年上半年。温氏股份则认为正常年份行业优秀企业的完全成本可以低至 6 元/斤左右。
- **总体而言，我们预计下半年 CPI 走势依旧疲软，但是由于 8 月之后疫情逐步得到控制，需求环比加速可能带来商品和原材料价格环比压力上升，PPI 将继续保持在高位。**对于央行来说，不同的通胀组合可能意味着不同的政策含义，CPI 和核心 CPI 不断上涨的压力会导致央行倾向于收紧货币政策，但是 PPI 单方面走高对于整体经济而言可能是通缩性质的——导致下游中小企业经营压力上升甚至破产，挤出有效需求。因此，尽管在 2021 年 9 月 7 日政策吹风会上，央行领导表示“可能不需要原来那么多的流动性就可以保持货币市场利率平稳运行”，我们依旧认为降准和降息的大门并没有关闭。
- **风险提示：**病毒变异导致疫情控制难度加大、政策变化超出预期

图 1：2021 年 8 月 PPI 环比增速前十的行业



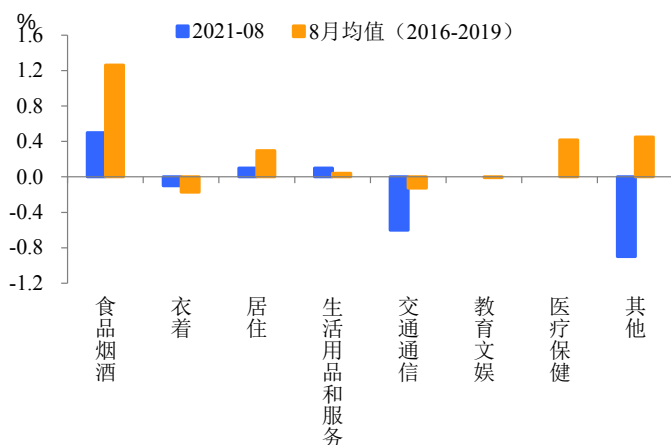
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2021 年 8 月 PPI 环比增速后十的行业



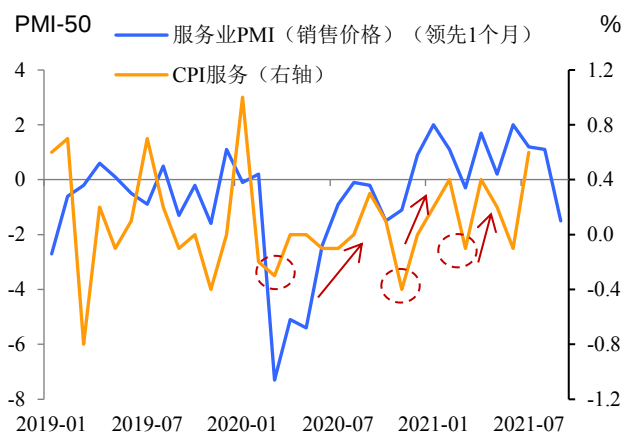
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：2021 年 8 月 CPI 环比偏弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：服务业 CPI 在疫情过去后往往会出现环比加速



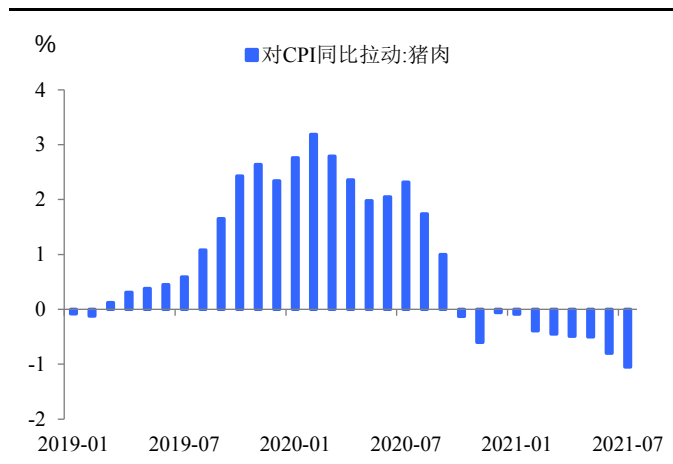
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所绘制

表 1: 2021 年教育、医疗和居住方面的部分控价政策

时间	部门	文件	主要内容
教育	2021 年 9 月 2 日	发改委	《关于加强义务教育阶段学科类校外培训收费监管的通知》
			义务教育阶段线上和线下学科类校外培训收费属于非营利性机构收费，依法实行政府指导价管理，由政府制定基准收费标准和浮动幅度。 上浮不得超过 10%，下浮可不限。培训机构在政府制定的基准收费标准和浮动幅度内，确定具体收费标准。
医疗	2021 年 8 月 25 日	医保局 等八部 委	《深化医疗服务价格改革试点方案》
			通用型医疗服务的政府指导价围绕统一基准浮动；复杂型医疗服务的政府指导价引入公立医疗机构参与形成；特需服务和试行期内新增项目实行市场调节价。 建立严密高效的价格监测考核机制。加强公立医疗机构价格和成本监测；做好医疗服务价格改革评估；实行公立医疗机构价格责任考核制度。
居住	2021 年 8 月 30 日	住建部	《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》
			严格控制大规模拆除；严格控制大规模增建；严格控制大规模搬迁；确保住房租赁市场供需平稳，城市住房租金年度涨幅不超过 5%。

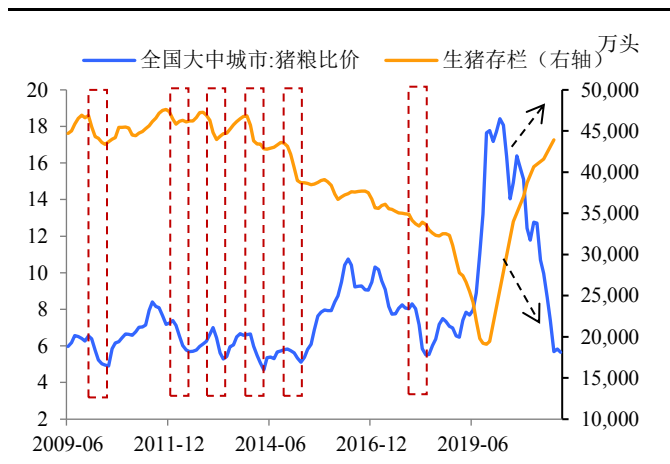
数据来源：中国政府网，东吴证券研究所整理

图 5: 猪价 2021 年持续拖累 CPI 同比增速



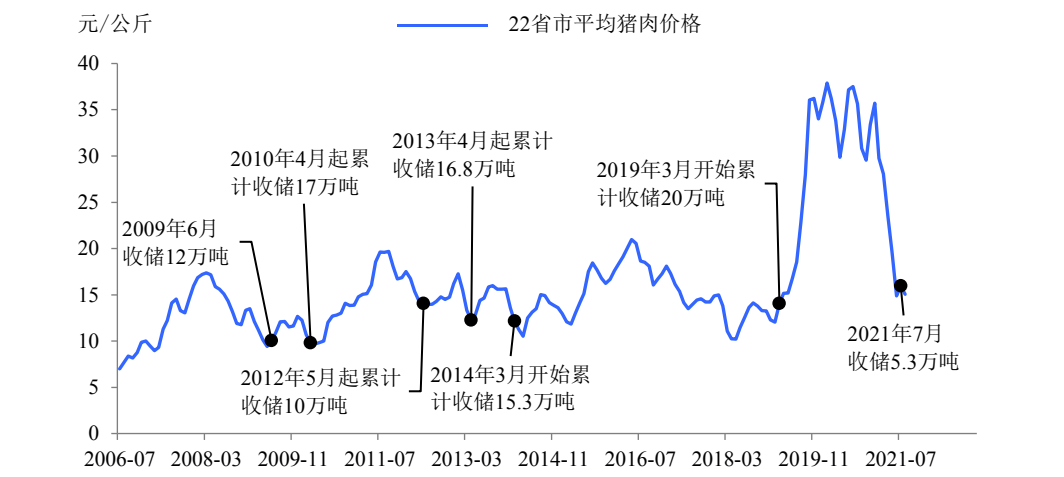
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6: 猪粮比和生猪存栏出现背离



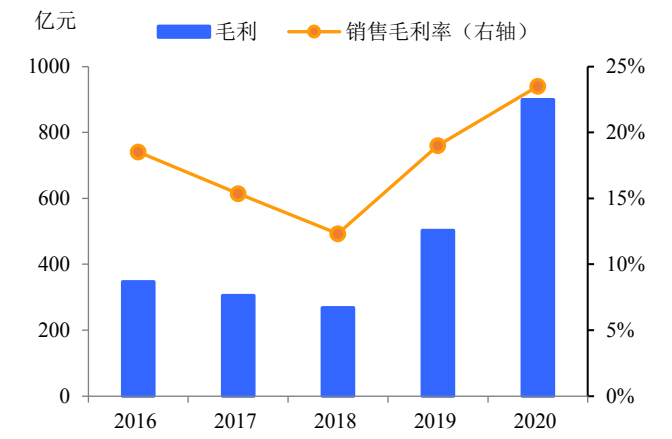
数据来源：Wind，东吴证券研究所绘制

图 7: 生猪价格和家储备猪肉收储情况



数据来源: Wind, 华储网, 东吴证券研究所

图 8: 十大上市猪企利润情况



注: 为了统一样本公司, 我们选取的是 2020 年生猪出栏量排名前列, 且上市时间在 2016 年之前的公司。

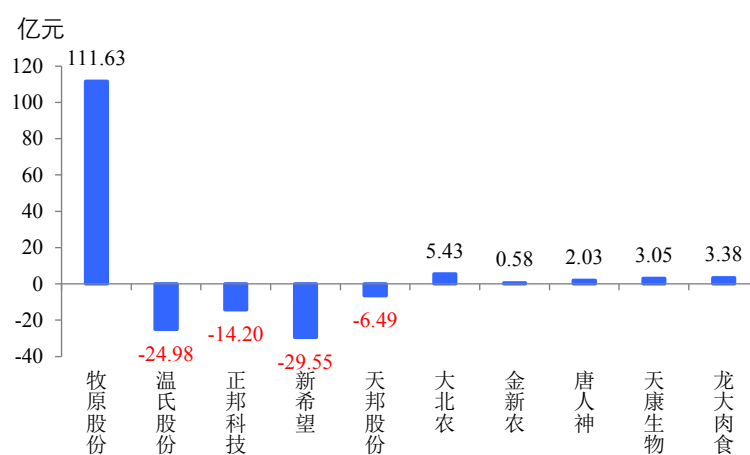
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 自繁自养的利润一般高于外购仔猪



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 2021 年上半年主要上市猪肉企业净利润情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 2: 主要上市猪企业纪要相关内容

方面	主要相关纪要内容
	牧原股份: ● 公司二季度成本较前期有所下降, 6、7 月份商品猪完全成本在 15 元/kg 左右, 剔除原材料价格对完全成本的影响, 公司明年的成本目标是维持在 14 元/公斤以下。(2021 年 8 月 26 日) ● 公司今年逆势扩张的原因... 主要还是基于前期的投资回报率高, 因此, 去年公司作出判断认为今年的投资回报率应该也处于相对高位。(2021 年 7 月 20 日) 正邦科技: ● 2020 年 5 月开始停止外购仔猪业务; ● 公司今年的目标是降成本, 目前公司成本已经处在明显的下降通道, 二季度是公司成本下降拐点... 二季度、三季度仔猪成本会下降, 三季度下降的幅度会更加明显一些。预计经过一个完整的批次出栏之后成本就会降低到行业优秀水平。(2021 年 6 月 18 日)
关于业务和成本	温氏股份: ● 公司已于 5 月份暂停外购猪苗, 预计今年四季度成本回归正常。肉猪养殖完全成本目标为下半年降至 10 元/斤左右, 明年降至 8 元/斤 (16 元/公斤) 以下。(2021 年 8 月 23 日) 新希望: ● 公司从二季度开始就停止外购仔猪跟母猪... 从目前存栏母猪情况来看, 我们明年是有能力把产能和出栏量翻番的... 我们也是期待到 12 月底, 自繁仔猪的成本能够做到 18 元/公斤, 明年年中自繁自育肥猪出栏成本能够接近每公斤 16 元左右 (不包含开办费用)。(2021 年 8 月 31 日) 天邦股份: ● 1-3 月自繁仔猪的完全出栏成本 (含筹建公司费用) 为 24 元/公斤左右, 二季度肥猪出栏成本不会有较大变化, 公司当前的育肥成本管理, 是基于第一阶段达成 15 元, 并努力持续下降。但基于生猪养殖业务周转周期特征及疫情持续存在, 这个目标达成, 还需要一个过程。4 月份投苗 45 万头左右, 其中外购仔猪比例为 25% 左右。(2021 年 5 月 8 日)

牧原股份:

本轮生猪价格下跌速度较快, 截至目前进入低价区仅三个月时间。根据历史数据, 预计下半年猪价可能还会继续小

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26382

