

限电限产如何影响工业增加值和行业景气度——月度宏观经济回顾与展望



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- 9月，双控、缺煤、限电限产出现了超预期的演绎，限电对短期经济的影响有多大，是否会产生预期之外的衍生冲击，如何看待其长期影响，已经成为四季度宏观经济中最核心的问题。8月国家发改委办公厅印发《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，9月《完善能源消费强度和总量双控制度方案》再加码，与此同时，生产旺盛、电力供应紧张加剧了限电限产的实施力度：2021年1-8月，全国全社会用电量同比增长13.8%，两年复合增速7%，而在疫情之前的2019年末，全社会用电量同比增长仅4.5%，疫后修复使得工业增速上了一个台阶；与之相比，能源供应端的增速跟不上需求，1-8月原煤产量累计同比4.4%，两年复合增速2.1%，2019年末的增速为4.7%，反而下了一个台阶。
- 保供政策陆续出台，长协合同的落实受到关注。从政策来看，近期涉及保供的政策包括：（1）9月29日山西省保供十四省区市四季度煤炭中长期合同对接签订会要求供需双方要严格按照任务分工进行合同洽谈，承担保供任务的企业要不折不扣落实保供任务合同量，合同签订率要达到100%；（2）9月30日《中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会关于进一步做好电煤保供工作的通知》要求各煤炭企业优先确保发电供热用户的长协合同资源，原则上四季度要按照不少于全年合同量的1/4进行兑现，已签订的电煤长协合同履约率四季度要达到或超过100%；
- 从我们对各地情况的梳理来看，限电限产对工业生产的实际影响很大，但涉及行业和时间长度并不一致。此外，相比以往，当前经济增长的速度本身较低，损失的天数需要更多天的增长红利去弥补，这是导致疫情等意外事件对经济增速的冲击往往超过预期的原因，当前背景下，限电限产或将带来需求的降温和工业增速超预期回落。我们假设：（1）如果没有限电限产，则余下月份的工业增加值两年复合增速延续当前态势，小幅稳步下行，当前5.4%，前值5.6%，到年底为4.6%；（2）利用增加值定基指数，我们计算得到每日（日历日）工业生产，如果9、10月各损失0.3天，11、12月恢复正常，则9-12月单月工业增加值增速为2.5%、2.2%、2.6%、2.0%，对应两年复合增速为4.7%、4.5%、4.8%、4.6%。
- 大宗商品持续上涨，在双控叠加地产下行周期无法扭转的背景下，最终将带来需求下行，并取得新的平衡，市场需要适应经济增速下台阶、宏观政策效果不及预期的过程，未来增长机遇在于经过一轮严重挤压后仍能生存的龙头，这也是供给侧改革的经验：观察我们构造的“龙头优势”指标（规模以上工业企业中可比企业相比整体企业利润率改善幅度是否更大）不难发现，2017年供给侧改革加速之后，上游采矿业首先好转，中游制造表现普遍一般，但之后中游的龙头优势有明显改善。

风险提示

- 国庆疫情持续扰动抑制消费释放；
- 货币政策结构型宽松效果不及预期；
- 房地产相关政策超预期变动。

报告发布日期

2021年10月07日

证券分析师 陈至奕

021-63325888*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

证券分析师 孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

香港证监会牌照：BQJ932

联系人 陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

动能放缓后如何看待政策关注点：宏观经济 2021-09-13
月度回顾与展望

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

限电如何影响行业景气度？

9月，双控、缺煤、限电限产出现了超预期的演绎，限电对短期经济的影响有多大，是否会产生预期之外的衍生冲击，如何看待其长期影响，已经成为四季度宏观经济中最核心的问题。8月，国家发改委办公厅印发《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，从能耗强度降低情况看，上半年青海、宁夏、广西、广东、福建、新疆、云南、陕西、江苏9个省区能耗强度同比不降反升，10个省份能耗强度降低率未达标。文件要求，能耗强度不降反升的9省区，对所辖能耗强度不降反升的地市州，今年暂停国家规划布局的重大项目以外的“两高”项目节能审查，并督促各地采取有力措施，确保完成全年能耗双控目标特别是能耗强度降低目标任务；9月17日，《完善能源消费强度和总量双控制度方案》再加码，对新增能耗5万吨标准煤以下的“两高”项目，各地区根据能耗双控目标任务加强管理，严格把关。对不符合要求的“两高”项目，各地区要严把节能审查、环评审批等准入关，金融机构不得提供信贷支持；对未达到能耗强度降低基本目标进度要求的地区，在节能审查等环节对高耗能项目缓批限批，新上高耗能项目须实行能耗等量减量替代；对考核结果为超额完成的地区通报表扬，并给予一定奖励；对未完成能耗强度降低基本目标的地区通报批评，要求限期整改；对进度严重滞后、工作不力的地区，有关方面按规定对其相关负责人实行问责处理。

与此同时，生产旺盛、电力供应紧张加剧了限电限产的实施力度。2021年1-8月，全国全社会用电量同比增长13.8%，两年复合增速7%，而在疫情之前的2019年末，全社会用电量同比增长仅4.5%，疫后修复使得工业增速上了一个台阶；与之相比，能源供应端的增速跟不上需求，1-8月原煤产量累计同比4.4%，两年复合增速2.1%，2019年末的增速为4.7%，反而下了一个台阶。

在此背景下，近期各地动态显示，苏、浙、皖、粤、鲁、陕、云、青、新、蒙、贵、桂、川、渝、宁、豫等省份陆续开始采取实际措施。其中，部分省份同时披露了采取限电限产措施的原因，江苏、云南、陕西等省份有“能耗双控”因素，政府要求企业停工限产；而有的省份如广东、湖南、安徽等地，则主要是由于电力供应紧张，企业被迫错峰限电。

表 1：部分省份限电具体措施

省份	停电限产措施	限电原因披露	省份预警强度（取高）
北京	/		三级
天津	按照天津市工信局要求，天津地区启动有序用电，9月23日9:00至13:00、14:00至22:00停止生产用电。据了解，天津部分镀锌企业已收到限电通知，限电量在30%左右	因近期华北地区发电机组检修，电煤紧张等，京津唐电网存在电力缺口	三级
河北	/		三级
山西	/		二级
内蒙古	截止2021年8月，内蒙古已有41.7万吨/年电解铝产能因能耗双控及碳减排政策影响减产	内蒙古电网电力平衡形势依然较为严峻，电力缺口将持续到底	三级
辽宁	9月26日按照《辽宁省2021年度电网事故拉闸序位表》（辽工信电力2021171号）对辽宁地区14个市实施事故拉闸限电	7月份以来，由于发电能力大幅下降，造成辽宁电力短缺；9月23日-25日，由于	二级

		风电骤减等原因，电力供应缺口进一步增加至严重级别；个别时段在实施有序用电措施最大错峰 416.92 万千瓦的情况下，电网仍存在供电缺口	
吉林	全力保障基本民生用电需求，最大可能避免出现拉闸限电情况。确需停电限时，要提前告知居民做好准备，引导企业单位错峰错峰用电	受全国性煤炭紧缺、煤价高企、煤电价格倒挂影响，出现供电紧张局面	三级
黑龙江	依据《电网调度管理条例》及相关预案，实施了紧急限电措施	供暖期前的设备检修、火电机组发电能力受限、东北电网水电减少、新能源发电不及预期等因素影响，日内电力平衡形势进一步严峻	二级
上海	/		三级
江苏	江苏部分地区实行限电，时间暂定 15 天，9 月 15 日 0 点起执行。市里已统一布置供电部门全力做好停电服务。通知要求拉电：工业拉掉，生活用电保留，维持用电，保安负荷。统一检修半月，办公室空调停用，路灯控制减半。江苏省的纺织业、钢铁、水泥等高耗能的企业也受到了能耗“双控”的影响。目前江苏 37 条水泥熟料窑、已停产 14 条	/	一级
浙江	高能耗企业将在 9 月 21 日至 9 月 30 日关停，涉及印染厂、污水处理厂、化工厂、化纤厂等行业；从 9 月 28 日起启动 2021 年 B 级有序用电方案，确保全省经济社会平稳有序。除地铁、亚运、快速路、管廊等重点项目的地下工程、重要基坑的降排水工程和连续浇筑混凝土项目持续供电外，其他临时施工用电按公布的线路轮休表实行错峰避峰方案，期间保留 10% 的保安负荷；景观亮化一律暂停亮灯用电（店招店牌用电除外）	为有效应对近期浙江外来电减少、发电用煤和天然气资源紧张出现的供电缺口，必须遏制不合理用电需求，切实保障民生用电、重点单位、重点企业生活生产用电	二级
安徽	9 月 22 日开始启动有序用电，要求各市以保民生、保重点为底线，优先安排高耗能、高排放企业错峰让电，尽量减少对经济社会发展的影响，主动关停景观照明和亮化工程	省能源局会同国网安徽电力积极争取 120 万千瓦省外临时电力支援，但全省电力供应仍存在 250 万千瓦的缺口，需通过有序用电方式保障电力供需平衡。预计从目前到 10 月中旬，我省电力供	二级

		需缺口将持续存在，并有进一步扩大可能	
福建	9月28日起，福建启动阶段性有序用电，首先限制高耗能工业行业、景观照明用电，减少有序用电对经济发展的影响	电力供应出现缺口	一级
江西	/		二级
山东	全省日用电量控制不大于400万KWH，对未完成分摊限电措施的地市，采取拉闸处理；倡导工业企业有序用电、商场居民节约用电、公共照明科学用电	近期受电煤供应紧张形势影响，电网供需矛盾突出	三级
河南	河南省郑州，洛阳部分铝加工企业接到辖区电力局通知，大型工业企业视情况限电50%，十千伏以下工业企业全部停产，本次限电预计三周或以上	/	二级
湖北	/		一级
湖南	受限电影响，湖南黄金下属公司黄金洞矿业、大万矿业选矿厂临时停产，新邵辰州锑业产能压缩至20%；9月29日，湖南省饲料工业协会目前已收到66家饲料和饲料添加剂生产企业生产用电告急的报告，涉及14个地市	/	三级
广东	广东电网公司发布通知：根据区政府批复的有序用电方案，从9月16日起执行每周“开二停五”的分级有序用电方案。在错峰日，保安负荷保留在总负荷的15%以下。错峰时间为7:00至23:00	高温天气下电量负荷双增长、省内机组发电能力有限等因素造成，与能耗双控工作无关	一级
广西	区域内的电解铝企业自9月开始月度用电负荷在1-6月的平均月度用电负荷的基础上全时段压减35%	/	一级
海南	/		三级
重庆	9月26日全市启动有序用电方案	出现电力负荷缺口	三级
四川	/		二级
贵州	根据省内电力缺口规模分红、橙、黄、蓝4个等级进行预警。出现不同等级的预警，启动相应级别的响应；电网企业按预警响应等级和有序用电响应企业序位表，并结合实际情况合理安排有关企业错、错峰生产	预防电力供应缺口	二级
云南	调整全省钢铁企业生产时序，2021年9月份排产量调整至11—12月生产；2021年9月份水泥产量在8月份产量基础上压减80%以上，10—12月全部水泥企业错峰生产时间不少于40天；确	遏制“双高”项目盲目发展	一级

	保 2021 年 9—12 月黄磷、工业硅生产线月均产量不得超过 2021 年 8 月份产量的 10%；绿色铝企业 9—12 月份月均产量不高于 8 月份产量；在电网安全运行需要的前提下,优化降低煤电开机时间；9—12 月对肥料制造、基础化学原料制造、煤炭加工、铁合金冶炼等 4 个行业中万元增加值能耗高于行业平均水平企业采取重点企业用能管控措施,其中高于平均水平 1—2 倍的企业限产 50%,高于平均水平 2 倍及以上的企业限产 90%		
西藏	/		三级
陕西	榆林市 9 月 13 日发布通知称本年度新建已投产的“两高”项目，在上月产量基础上限产 60%。其他“两高”企业实施降低生产线运行负荷、停运矿热炉限产等措施，确保 9 月份限产 50%	确保完成能耗双控目标；相关部门称目前陕西电力供需平衡整体充裕，不存在电力缺口，不会影响电力用户正常生产生活用电	一级
甘肃	/		二级
青海	8 月 20 日部分青海省内电解铝企业收到国网西宁的限电预警通知，提醒企业提前做好有序用电准备，目前具体限电时间及限电方案尚未通知	今年黄河上游来水偏低，火力发电机组出力不足，外送电力吃紧，造成西宁电网电力供需不平衡	一级
宁夏	中卫市对全市能耗增速最快的黑色金属冶炼和化学原料制造业，主要涉及钢铁、铁合金、碳化硅、电石等四个行业 22 家企业实施限产。限产时间为 2021 年 6 月 3 日至 12 月 31 日。根据要求，所有新建的“两高”项目建成后年内不得投入生产；现有生产企业通过实行降低生产线运行负荷、停运矿热炉限产等措施，确保 6 月份限产 30%，7—12 月份根据各企业年度能耗双控目标总量剩余量再限产 30%	确保完成能耗双控目标	一级
新疆	昌吉州发改委明确提出昌吉州合规电解铝产能 305 万吨，其中：东方希望 80 万吨、神火 80 万吨、其亚 80 万吨、嘉润 40 万吨、天龙矿业 25 万吨。按照合规产能生产要求，自 8 月份开始，全区 5 家企业月产量合计不得超过 23.8 万吨	/	一级

数据来源：北极星电力网、化工易化工网、上海有色网、财联社、澎湃新闻、各省发改委，东方证券研究所

保供政策陆续出台，长协合同的落实受到关注

从政策来看，近期涉及保供的政策包括：

- 9月29日《电网公平开放监管办法》印发，明确电网企业应公平无歧视地向电源项目业主提供电网接入服务；
- 9月29日山西省保供十四省区市四季度煤炭中长期合同对接签订会在山西太原举行。会议要求供需双方要严格按照任务分工进行合同洽谈，承担保供任务的企业要不打折扣落实保供任务合同量，合同签订率要达到100%。
- 9月30日《中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会关于进一步做好电煤保供工作的通知》要求各煤炭企业优先确保发电供热用户的长协合同资源，原则上四季度要按照不少于全年合同量的1/4进行兑现，已签订的电煤长协合同履约率四季度要达到或超过100%；

限电限产将带来需求的降温，工业增速或超预期回落

从前文对各地情况的梳理来看，限电限产对工业生产的实际影响很大，但涉及行业和时间长度并不一致。此外，相比以往，当前经济增长的速度本身较低，损失的天数需要更多天的增长红利去弥补，这是导致疫情等意外事件对经济增速的冲击往往超过预期的原因，当前背景下，限电限产或将带来需求的降温和工业增速超预期回落。

我们假设：

（1）如果没有限电限产，则余下月份的工业增加值两年复合增速延续当前态势，小幅稳步下行，当前5.4%，前值5.6%，到年底为4.6%；

（2）利用增加值定基指数，我们计算得到每日（日历日）工业生产，并在此基础上，计算全国层面上完全损失0.5天带来的效应，可知9-12月单月工业增加值增速为1.8%、1.5%、0.9%、0.3%，两年复合增速为4.3%、4.1%、3.9%、3.8%；如果9、10月各损失0.3天，11、12月恢复正常，则9-12月单月工业增加值增速为2.5%、2.2%、2.6%、2.0%，对应两年复合增速为4.7%、4.5%、4.8%、4.6%。

龙头企业具备更强抗压能力

大宗商品持续上涨，在双控叠加地产下行周期无法扭转的背景下，最终将带来需求下行，并取得新的平衡，市场需要适应经济增速下台阶、宏观政策效果不及预期的过程，未来增长机遇在于经过一轮严重挤压后仍能生存的龙头，这也是供给侧改革的经验。

在前期报告《宏观视角下的行业比较系列报告之一：盈利、杠杆与库存的三维度指标》中我们曾介绍行业景气度观察指标——利用工业企业利润率数据，可以在行业层面上构建盈利能力指标，同时利用统计口径的差异，又可以分别考察龙头与整体分别有多少改善，指标包括：（1）行业盈利：使用工业企业利润率较去年同期的变化，反映的是整体规模以上工业企业的利润与营收之比，不会剔除新进出样本的企业，可用于考察行业内大企业盈利能力有何变化；（2）龙头盈利：统计局官方公布的营收与利润增速系可比口径，即连续两年停留在样本中的企业或发展壮大的企业，可以计算得到这一部分企业利润率的跨年变化；（3）龙头优势：以上两种盈利变化的比例。观察“龙头优势”指标不难发现，2017年供给侧改革加速之后，上游采矿业首先好转，中游制造表现普遍一般，但之后中游的龙头优势有明显改善。



数据来源：Wind，东方证券研究所（限于篇幅，文字与数字难以完全显示，相关数据库可以与东方战略策略组联系）

8 月 CPI 同比上涨 0.8%，前值 1%，环比增长 0.1%，前值 0.3%。目前猪价仍在主导食品项 CPI 下行，猪肉价格同比-44.9%，较上月下降 1.4 个百分点，但降幅较 7 月大幅缩小。从高频数据来看，9 月猪肉平均批发价仍在下行，中秋假期猪肉需求提振效果弱于猪周期对猪价的抑制，但目前各地开展猪肉收储会一定程度上提振需求，猪肉价格下行或温和改善。后续核心 CPI 难有大幅涨幅——新冠疫情潜伏性加强（关注福建、黑龙江、新疆疫情）、中小企业利润被挤压影响就业这两点都不支持核心 CPI 短期内有更高的修复斜率。

