

煤电闯关（下）：保供政策决心有多强

宏观专题报告

2021年11月15日

报告摘要：

9月份全国限电限产呈现扩散趋势，部分行业生产经营活动受到影响。10月以来一系列煤炭保供政策密集出台，煤炭及相关商品价格应声下跌，价格下降速度之快，幅度之大，极为罕见。

本轮黑色系大宗商品价格回调，与保供政策紧密相关。市场普遍认为，商品价格回调的幅度越深，说明政策保供决心越坚决。之前市场低估政策保供决心，最终商品价格跌幅超过市场预期。

展望未来煤炭及电力供需格局，除了判断电力能源需求之外，还必须判断政策对煤炭等供给的影响。分析供给政策，有一个问题无法避开，电力能源保供政策决心有多强？

我们认为保供政策之所以坚定，与缺煤缺电引发的深刻负面影响有关。本文试图从原材料价格、行业利润分配、企业日常生产活动、企业长期经营预期四个方面出发，梳理限电对企业带来哪些即期和远期影响，进而把握政府强力保供决心背后的底层因素。

保供政策背后的逻辑支撑依然是民生和企业生产持续性问题。换言之，煤炭和电力越紧缺，限电对经济影响越深远，保供政策决心就越强。

四季度是传统的煤炭和电力需求旺季，而今年还可能迎来典型冷冬叠加出口生产景气度极高的四季度。不排除四季度我们将遇见这样一种情形：电力供需缺口和强力保供政策并存。

如何减缓季节性能源趋紧对经济的冲击，平衡部门之间电力资源分配，或是我们理解四季度电力能源相关政策的重要出发点。除了保供政策之外，四季度我们还可能会看到更多灵活调适的政策，例如科学限电、提高限电政策透明度等。这种情形下，煤炭和电力紧缺对经济影响或有别于今年7-9月份。

风险提示：

经济增长变化；极端气候引发能源需求的不确定性；原煤供给同比增长较快。

民生证券研究院

分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理：谢文迪

执业证号：S0100121110022

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

相关研究

煤电闯关（上）：迎峰度冬的四个关口

目 录

1 限电影响之一，高耗能限产推升原材料价格.....	4
2 限电影响之二，工业利润向中上游行业倾斜.....	7
3 限电影响之三，企业生产和市场定价秩序紊乱.....	9
4 限电影响之四，企业长期经营活动将受冲击	10
5 保供政策的决心和启示	12
6 风险提示	13
插图目录	14
表格目录	14

前言

近期政府部门对于今冬煤炭保供给予高度关注。10月19日来，不到两周时间，发改委公众号发布了近30篇关于煤炭的文章。

随后煤炭等期货价格发生调整，动力煤期货主力合约于10月19日见顶。相较10月19日的价格高点，目前动力煤期货价格几乎腰斩，价格回调速度创历史最快。焦炭、焦煤、甲醇等其他相关商品价格也同步回调。

煤炭保供政策主要可以划归为六类。一、要求煤企对煤炭价格主动限价；二、对期货市场加强监管，严厉查处资本恶意炒作动力煤期货；三、增加供给，积极推动煤炭产能核增和临时停工的煤矿复工复产；四、为保证民生用煤，推行发电供热用煤长协全覆盖；五、推动电厂提升存煤水平，使库存处于合理位置；六、考虑建立动力煤长效机制。

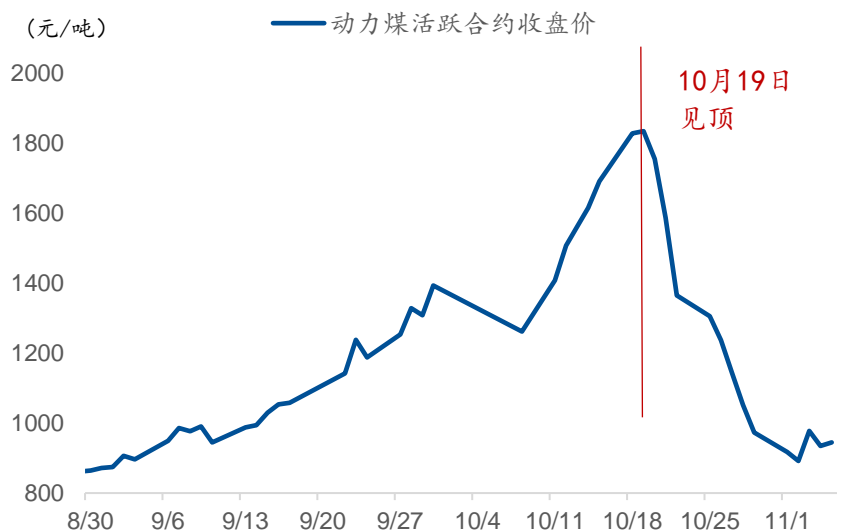
9月份限电对经济影响最深，10月保供政策频发之后，煤炭价格快速下调，电力供需格局有所改善。**10月煤电需求正常季节性下修，除此之外，还有原因就是保供政策扩大煤炭供给。**

煤炭是中国能源结构的绝对主体，而煤炭供给又深受行政干预。10月以来动力煤以及黑色系大宗价格降速之快，幅度大超市场预期。**关键是误判了保供政策决心。**

11、12月仍是传统高耗电时间段，**分析11、12月煤炭价格以及电力缺口，有两条清晰的供需主线。**一是11、12月电力需求，二是11、12月电力供给，尤其保供政策力度有多强。

保供政策之所以坚定，与缺煤缺电引发的经济负面影响有关。本文从限电影响入手，论述未来可能面临的煤电缺口，以及保供政策决心有多强。以此为基础，我们对未来电力供需状况做出简单预判，同时对未来或有的限电措施，提出我们的理解。

图1：动力煤期货活跃合约价格变动



资料来源：Wind；民生证券研究院

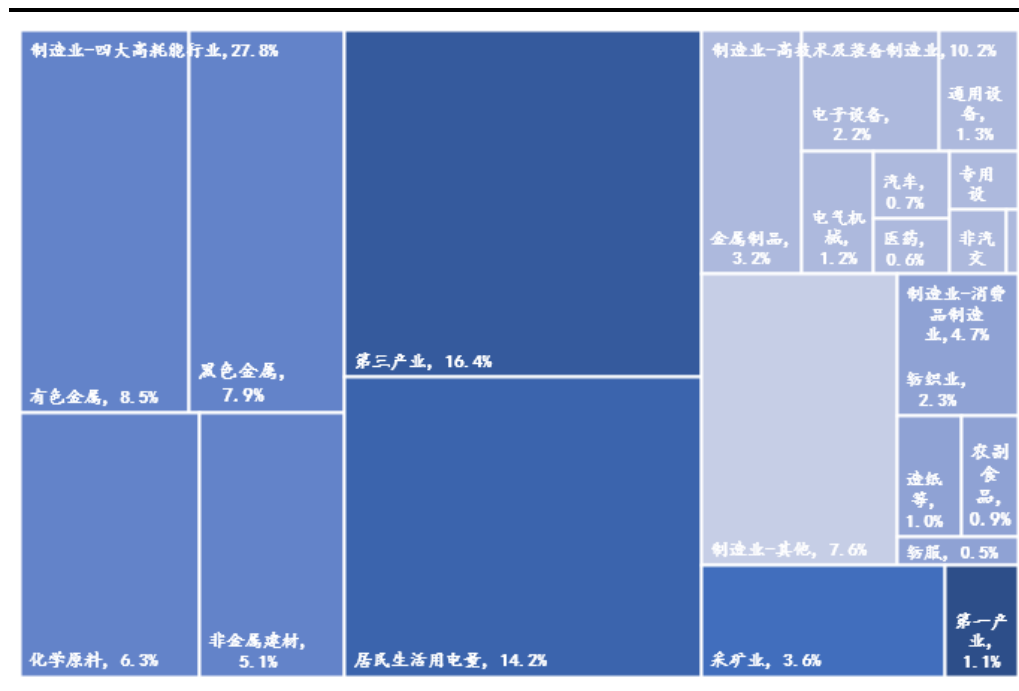
1 限电影响之一，高耗能限产推升原材料价格

限电的直接影响在于高耗能产业因缺电而被迫限产，原材料价格因此走高。限电如何推升价格？论述这一点之前，我们先来熟悉中国电耗结构以及电力定价机制特征。

全社会用电可以主要划分为居民用电和三产用电两大块内容。增速而言，2012 年以后三产及城乡居民用电增速持续高于社会总用电增速，也就是说第二产业用电增速相对弱于三产和居民用电。绝对规模而言，目前工业用电相对全社会总用电量比重维持在 65%，工业依然是中国目前用电的绝对主体。

再看工业用电结构，近几年高技术及装备制造业用电量大幅增加，相对工业用电的占比不断提升，虽然如此，传统四大高耗能行业（钢铁、有色、建材、化工）依然消耗了绝大部分工业用电。以 2019 年为例，有色金属、黑色金属、化学原料制品、非金属建材耗电占比达到当年总工业用电量的 55%。

图 2：2019 年各行业用电量占全社会用电量比重



资料来源：Wind；民生证券研究院

各级政府为保障民生用电，对耗电大户，尤其是高耗能产业采用更严格的限电。这里的限电有两方面，一是因为能耗双控压力下的主动限电，二是电力负荷在高峰期无法被满足的被动限电。限电的必然结果是高耗能企业开工率下滑、产量下降，价格快速上涨。

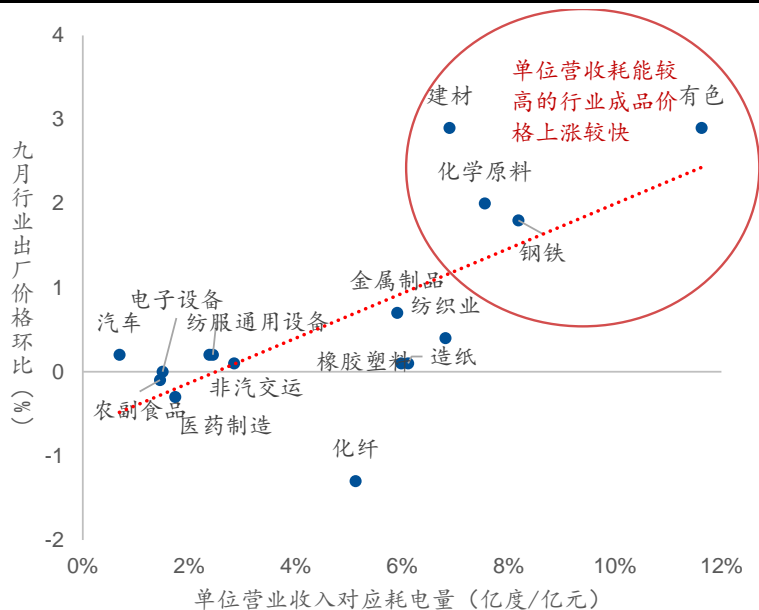
回顾历史，2010 年下半年出现过类似限电情况。2010 年是“十一五”计划的最后一年，各地方政府为了完成五年计划中单位 GDP 能耗下降 20% 目标，对建材、化工、钢铁等行业采取了拉闸限电措施。水泥、纯碱等商品耗电量相对较高，当时价格出现巨幅拉升，这些表现与目前限电情况十分相近。

本次限电对物价带来的实际影响，可以做截面和时序双重比较。

截面比较，制造业中单位营收耗电量越高的行业，近期行业价格指数走势越强。在限产扩大化的九月份，这一点表现得更为突出。九月份各行业 PPI 环比，有色、非金属建材、钢铁、化学原料等四大高耗能行业均位居制造业前五。

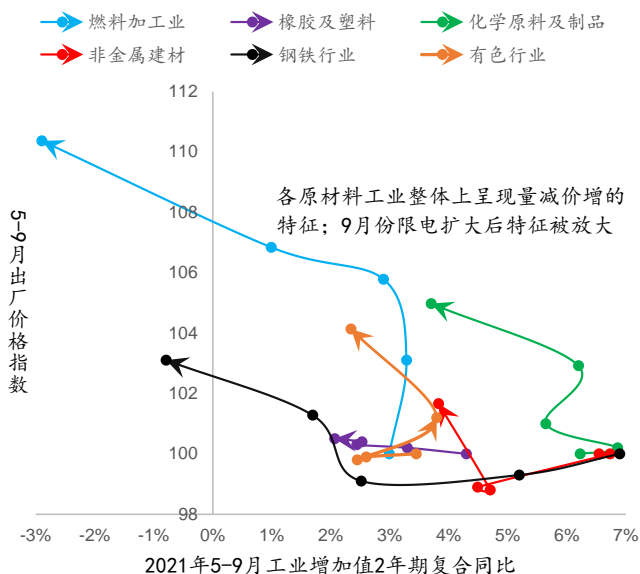
时序比较，参考我们绘制各行业 5-9 月的工增与物价的路径图，可以看到九月份相比八月份，数据节点向第二象限大幅跃升。这就意味着 9 月限电加剧之后，不少上游企业工业生产持续下降（对应横坐标读数向左移动），成品价格暴涨（对应纵坐标读数快速上移）。

图 3：各行业单位营收耗电量及其九月物价环比（截面比较）



资料来源：Wind；民生证券研究院。注：数据源采用 2020 年各行业主营业务收入及年度用电量

图 4：2021 年 5-9 月中上游行业工增与出厂价格指数的路径（时序）



资料来源：Wind；民生证券研究院

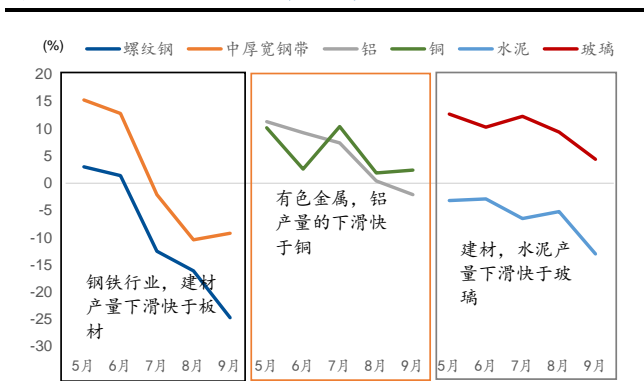
进一步考察钢铁、有色、建材这些高耗能行业中细分商品的量价表现，也能发现相似现象，生产过程中耗电量较大品种，价格涨幅更快。

钢铁行业，螺纹钢和板材价格表现各异。电炉企业开工率下降幅度大于长流程钢厂，电炉企业主要生产螺纹钢，长流程钢厂主要生产板材，故而限电对螺纹钢的量价影响大于板材。此外，限电对上游铁合金厂影响较大，一定程度上抬升了螺纹钢及特材成本。最终我们发现近两个月热卷和螺纹的价差明显收缩。

有色金属行业，铝、锌和铜价表现不一。电解铝行业的电力消耗远高于铜等其他有色金属。限电情况下电解铝供给收缩最为明显。9月铝价涨幅明显强于铜。同样逻辑适用于锌。10月上半月锌价涨幅较大，因为海外电力紧张，锌冶炼厂开工率下降。

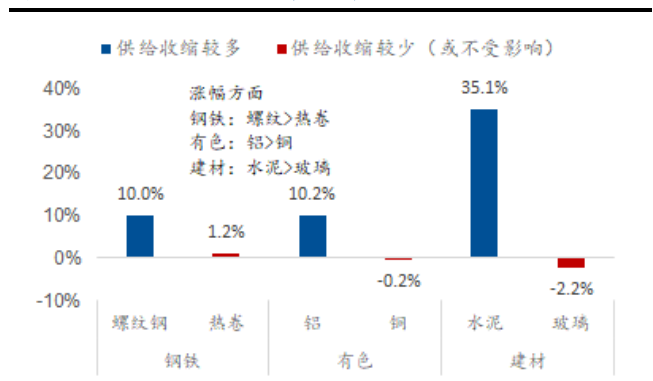
建材行业，水泥和玻璃价格背后的逻辑截然不同。水泥下游需求不佳，按理水泥价格难有强劲表现。但因水泥生产直接受限电冲击，供给大幅收缩，面临疲软的需求，水泥价格上涨速度依然创下历年最快。玻璃原片生产供应相对刚性，不直接受限电影响，现货价格则出现松动。所以在建材行业内部，水泥价格强于玻璃。

图 4：各行业主要工业品的产量同比



资料来源：Wind；民生证券研究院。

图 5：细分工业品价格对限产的弹性反应



资料来源：Wind；民生证券研究院。注：9月价格环比涨幅。

2 限电影响之二，工业利润向中上游行业倾斜

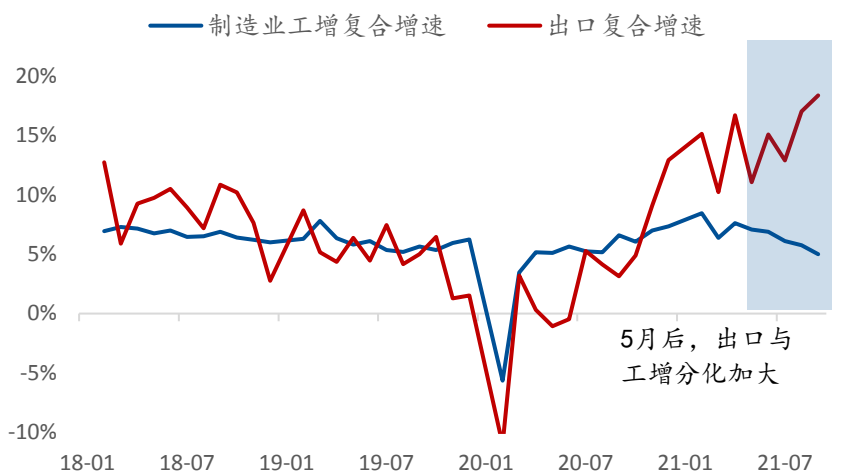
从整个工业体系角度观察限电限产影响，主要体现在两个方面。一是整体工业生产在海外需求扩张情况下被动走弱；二是下游制造成本抬升，工业企业利润进一步朝上游倾斜。

今年高景气出口推动制造业生产以及用电需求扩张，1-10月出口总额累计同比达到22.5%。

今年1-5月份，工业增加值2年期复合增速中枢达到近5年85%分位，高景气出口推动制造业生产快速扩张的同时，也推动电力需求高速增长。观察今年工业产业用电结构，中下游制造业用电占比明显提升。

5月后限电原因导致制造业工增与高景气出口表现有所脱节。下半年电力供给趋于紧张，电力资源紧张打断了工业生产扩张的良好态势。中上游高耗能产业产量率先出现下滑，随后下游行业也因为原材料紧缺而被迫降低负荷。整体工业生产受到电力短缺的约束。最终我们看到6月以后出口持续高增长，然而整体工增同比却有所下降。

图6：制造业工增与出口分化加大



资料来源：Wind；民生证券研究院

进入九月后，各地政府频繁发布限电限产政策，限电对经济的影响开始扩大。一是范围扩大化，从耗能较高的上游行业逐步向耗能较低的下游行业扩散；二是影响程度深化，高耗能行业的开工率加速下滑。

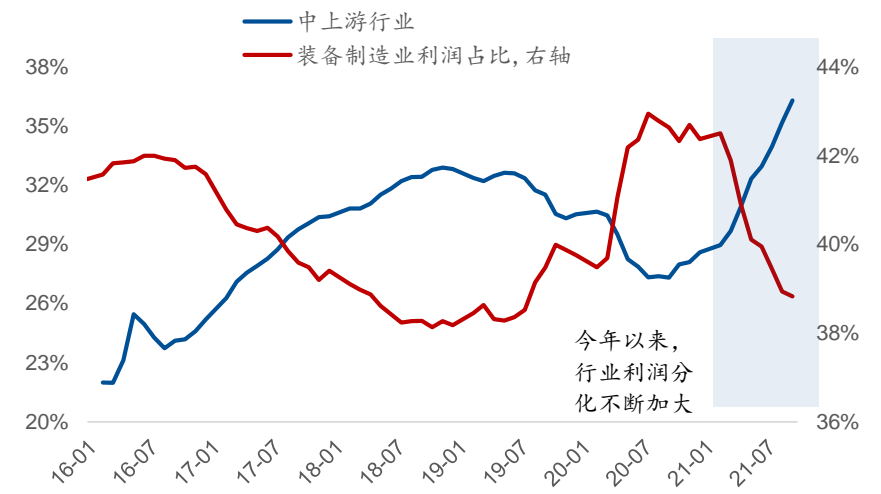
持续加深的限电限产推高原材料价格，也进一步扩大上游高耗能产业对下游的利润挤占。根据各行业规上企业的利润总额数据，我们可以大致匡算出每个行业每个月的利润情况。

采选业占比工业企业总利润从年初的5.3%上升至9月的9.4%。正常情况下，最上游的采选业每月利润一般稳定在400亿左右；然而今年8月份采选业单月利润已经超过1100亿。

原材料工业占工业企业的利润从年初的23%上升至9月的27%。2018-2020年原材料工业月均利润在1400亿左右，但是今年春节后，月均利润持续保持在2000亿以上，其中一些细分行业（如电解铝）的利润创历史最高。

下游装备制造业占工业企业利润的比重从今年年初的 42% 下滑至 9 月的 38%，月均利润则从去年的 2200 亿下滑至今年的 1800 亿。限电导致的原料成本上涨和产出下滑（影响单位折旧）共同抬升了下游行业的单位营业成本，侵蚀了企业毛利。

图 7：工业企业利润向中上游行业倾斜



资料来源：Wind；民生证券研究院。注：中上游行业指采选业和原材料工业。

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_29462

