

不靠政策扶持，哪些行业供给改善？

证券研究报告

2022年1月8日

作者

在不依靠政策对需求端有明显支持的前提下，供应瓶颈缓解、具有较大盈利修复弹性的行业主要是成本上涨、生产积极性下降的中下游行业和缺少关键零部件无法正常运转的中下游行业——专用设备、电气机械和汽车。

其中部分行业值得关注：（1）光伏产业链：组件、跟踪支架、铝边框、光伏玻璃；（2）新能源车产业链：电池；（3）光纤光缆；（4）工程机械；（5）汽车零部件。

风险提示：全球疫情发展超预期；全球产业链紊乱超预期；大宗商品价格变化超预期

宋雪涛

SAC 执业证书编号：

S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

郭微微

guoweimei@tfzq.com

分析师

联系人

相关报告

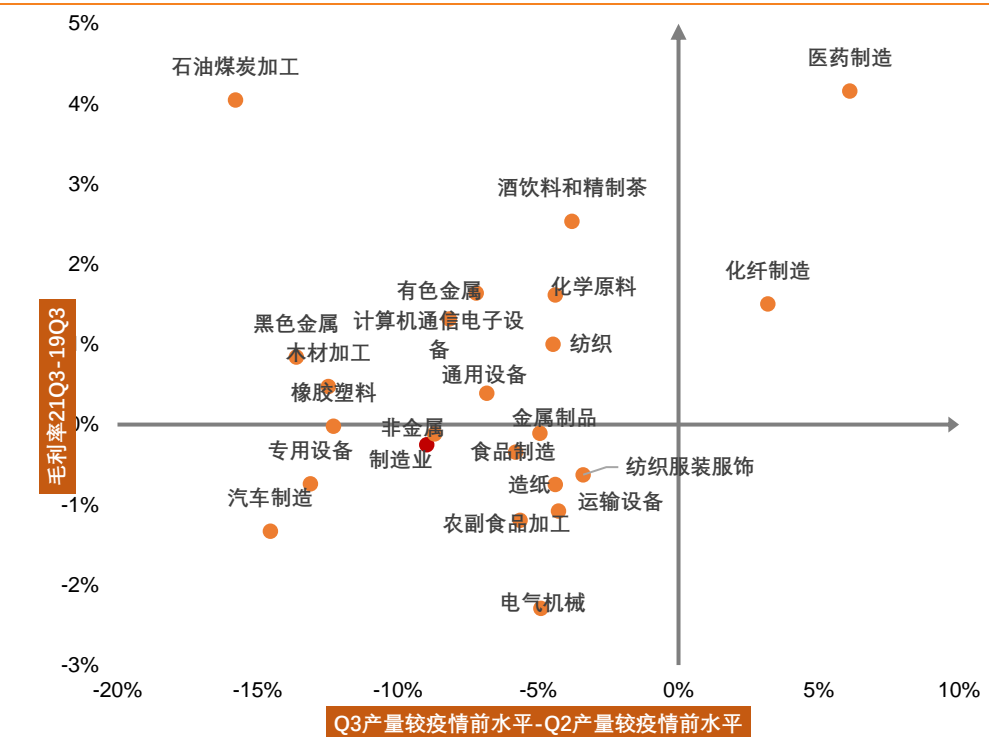
疫情以来，全球生产和运输迟迟无法从紊乱中恢复，供应链瓶颈成为各国共同面临的问题。

我们研究过美国行业的供应链瓶颈，得出了以下结论：大多数商品的涨价是因为运输效率紊乱，少部分商品的涨价是因为生产效率紊乱，还有一些商品的涨价是因为供需格局出现趋势性变化。

中国面临的供应链瓶颈，与美国有相似之处，也有不同之处。中国的运输效率比美国高，但生产受到的外部限制比美国强。除全球供应链紊乱之外，能耗双控叠加电力短缺也对中国工业生产构成了明显约束。

其中内外供给约束最明显的是去年三季度，大部分行业出现了产量回落。这些行业既包括石油煤炭加工、黑色金属、非金属、有色金属、化学原料等上游行业，也包括汽车、专用设备、食品制造、农副食品加工、电气机械、金属制品等中下游行业，占到了制造业的绝大多数。

图 1: 去年三季度大部分行业产量回落

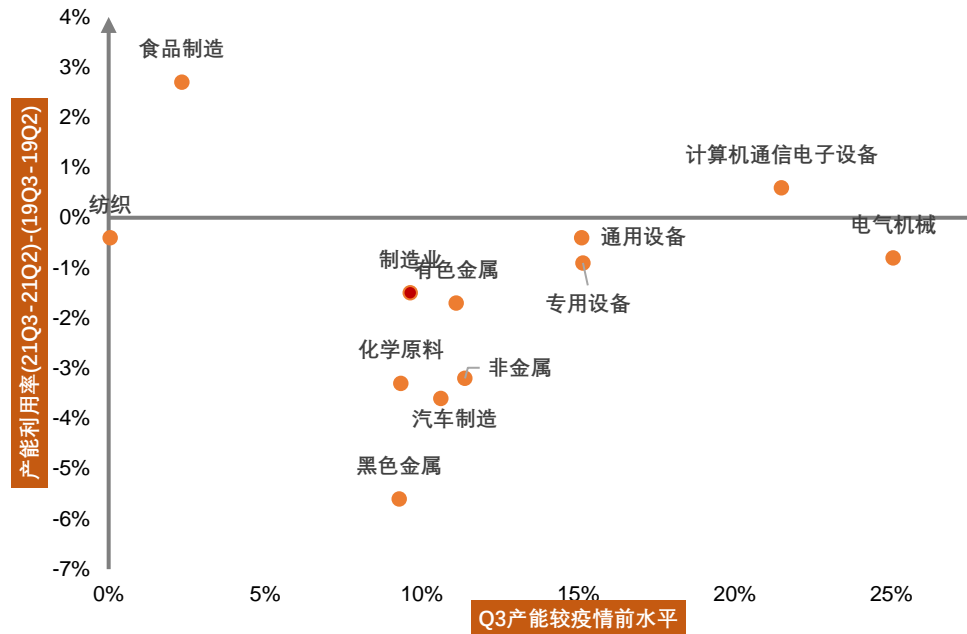


资料来源：WIND，天风证券研究所

产量回落最主要的原因是生产效率下滑，去年 3 季度工业开工率和产能利用率普遍下滑。其中高炉平均开工率 55.5%，低于 2019 年同期 8.6pct；焦炉生产率 75.6%，低于 2019 年同期 3.4pct；PTA 开工率 73.5%，低于 2019 年同期 10.7 pct；汽车半钢胎开工率 55%，低于 2019 年同期 12.8 pct。

去年 3 季度制造业产能利用率环比 2 季度下滑了 1.5 pct，而产能较 2019 年同期增长了 9.6%，说明导致大部分制造类行业产量回落的原因是生产效率下滑而非产能受损。

图 2：导致大部分制造类行业产量回落的原因是生产效率下滑而非产能受损



资料来源：WIND，天风证券研究所

根据毛利率、产量、产能利用率三个维度，生产效率下滑的行业分为三类：

- (1) 受制于双控政策的高能耗行业，主要包括石油煤炭加工、黑色金属、非金属、有色金属、化学原料。其中非金属三季度价格环比上行，但毛利率反而下降，可能的原因是较高的固定成本压缩了利润空间。
- (2) 成本上涨、生产积极性下降的中下游行业和缺少关键零部件无法正常运转的中下游行业，例如专用设备、电气机械、汽车。
- (3) 价格传导能力较强、毛利率不降反升的中下游行业，例如通用设备、纺织。

2022 年，伴随疫情的稳定，全球海运效率正在改善，海运运费已经连续 3 个月下降，集装箱滞留港口的数量也减少了 40%以上。经济工作会议明确指出“要立足以煤为主的基本国情”，“新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制”，高能耗行业在减碳的前提下有望有序释放产能，上游原料的供需矛盾边际缓解。芯片问题持续缓解，汽车供应紧张状态有明显改善，曾经制约全球产业链的关键零部件短缺问题可能迎来产能的进一步释放，带动全球供应链进一步修复。

在不依靠政策对需求端有明显支持的前提下，供应瓶颈缓解、具有较大盈利修复弹性的行业，主要是上面的第二类——专用设备、电气机械和汽车。其中部分子行业值得关注：

(1) 光伏产业链：组件、跟踪支架、铝边框、光伏玻璃

2021 年光伏产业链不平衡性加剧，利润大幅向上游迁移，上游的硅料、硅片处于盈利周期高点，下游的电池、组件处于盈利周期低点。PV InfoLink 数据显示，四季度初部分一线组件厂家相对原先计划产出下调 15-20%，二三线厂家因物料成本与采购不易、开工率也逐渐萎缩。随着上游产能的逐渐释放和下游需求的走低，11 月以来硅料、硅片价格出现松动，隆基股份和中环股份先后两次发布硅片降价通知，多晶硅料价格连续 4 周下降，降幅达 15.6%。

上游硅料、硅片降价将减轻下游组件环节的成本压力，带动组件厂商盈利边际改善，也将提升新增光伏装机量预期，拉动跟踪支架、铝边框、光伏玻璃等配套品的需求。同时，钢材、铝材、纯碱等高耗能品的能耗约束放松，也将降低这些产品的生产成本。

(2) 新能源车产业链：电池

在供需错配的驱动下，2021 年锂电池上游原材料价格快速攀升，其中电解液和正极材料价格涨幅最大，六氟磷酸锂价格上涨 517%，碳酸锂价格上涨 525%，氢氧化锂价格上涨 364%。这使得电池企业成本压力较大，利润率下滑、增收不增利成为普遍现象。2021 年上半年行业龙头宁德时代动力电池收入 304.5 亿元，比疫情前同期增长 80.3%，但毛利率降至 23%，较疫情前同期下滑 5.9pct。

据 SMM，锂资源新增产能将集中于 2022-23 年后释放。我们认为 2022 年锂产品可能还会维持供需紧平衡格局，但终端厂商和用户的承受能力决定了碳酸锂价格较难继续大幅上涨。考虑到电池厂商正在加速布局上游锂矿资源，且鹏辉能源、比亚迪、宁德时代等厂商 10 月以来陆续调升了电池出厂价格，2022 年电池行业盈利修复值得期待。

(3) 光纤光缆

2021 年伴随 5G 基础设施的建设，国际市场光纤光缆需求增长较快，但塑料、钢、铝、铜等原材料价格出现大幅上涨。在成本因素的压制下，光纤光缆盈利能力继续回落，前三季度毛利率下滑至 16.5%，低于疫情前水平 0.4pct。

目前光纤光缆供需格局正在改善，价量均出现向上拐点，同时成本改善，预计行业业绩有较大修复空间。从中国移动的光缆集采情况来看，2021 年中国移动集采光缆 1.423 亿芯公里，较 2020 年集采的 1.192 亿芯公里增长 19.4%，较 2019 年集采增长 35.5%；光缆中标均价 64.9 元/芯公里，较 2020 年集采提升 50%以上，与 2019 年集采基本相当，表明行业价格底部已经确认，供求关系正在改善。预计伴随需求的进一步扩容和成本的进一步回落，光纤光缆行业将出现业绩的触底回升，进入新一轮景气周期。

(4) 工程机械

2021 年原材料价格的大幅波动放大了机械行业的成本压力，全球海运的低效运转拖累了出口需求，双重压力下机械行业毛利率承压明显。分申万三级行业考察，机床工具、环保设备、机械基础件、金属制品等行业成本控制较为得当，能够有效传导价格波动，保持了较好盈利能力，但纺织服装设备、磨具磨料、工程机械、重型机械、制冷空调设备等行业因下游需求或竞争格局等问题承受了更大的成本冲击，前三季度毛利率较疫情前回落 3.5pct 以上。

其中工程机械的毛利率回落幅度较大、业绩修复弹性较大。2021 年前三季度，受供需双重影响，工程机械的行业毛利率回落至 21.8%，较疫情前下滑 4.2pct。2022 年行业供需压力均有望减轻，业绩改善确定性较强。除地产软着陆和传统基建将支撑行业需求外，5G 基站、城际高铁轨交、特高压、大数据中心等新型基建也将拉动行业需求，同时钢材成本对盈利的挤压也将缓解。

(5) 汽车零部件

2021 年汽车行业面临芯片短缺和原材料成本上涨的双重掣肘，从主动补库转为被动去库，

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_35817

