



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号: S0120521080004

邮箱: panjing@tebon.com.cn

联系人

相关研究

- 1.《对海关关税:中美故事不同,取消影响有限》, 2022.7.6
- 2.《从联储通胀框架看加息能否有转机——供应链&通胀特辑#3》, 2022.7.5
- 3.《疫情好转带动实体经济流动性持续回升——量化经济指数周报-20220703》, 2022.7.3
- 4.《输入型通胀会构成下半年的风险吗》, 2022.7.1
- 5.《兑现“衰退预期”需要分几步?——大类资产比价关系研究之四-》, 2022.6.30

大宗价格对中下游利润的传导机制

投资要点:

- 我们主要采用投入产出表(2020)测算上游价格变化对下游行业价格的影响,我们发现石油行业的价格变动影响的范围最广,除了石油部门本身外,上游、中游、下游均有行业受到超过9%的价格变动影响。价格传导的顺畅程度说明了受到影响的这些行业对于上游行业价格变动的敏感性较强,在上游价格变动50%的时候,部分中游行业的价格变动也超过了30%,中下游行业变动基本与各商品产业链的中下游分布一致。有些行业会同时受到多个上游行业价格拉动的影响,不同的行业价格也会交叉产生影响。
- 上游成本下行影响更大的是直接受益于原材料价格下行的行业,这样的行业对成本的敏感程度较高。从各二级行业的上游产业链出发,我们发现煤炭下游的成本敏感度最高,电力行业有望呈现量升价稳的盈利小幅增长态势。以原油和农产品为主要成本的行业来看,国际粮价、饲料的成本仍然较高,目前影响更大的因素是国内猪周期带来的猪肉和替代品禽类的价格上行,养殖业有望在自身景气周期影响下迎来利润拐点。在油价三季度依然维持在高位的情况下,原油产业链下游的包装、塑料行业的成本改善暂时未见曙光,行业仍然需要忍受一段时间的利润压缩。以黑色系和有色金属为主要上游原材料的环保、电机、家电行业,在上游商品价格下行的过程中,同时受益于国内经济复苏对于上游商品需求的拉动,自下而上的需求端传导让行业有望迎来成本端的下降和需求的双升,盈利可能出现较为明显的改善。
- 当前时点与去年末的上游商品价格表现形态类似,近期原油、农产品、工业金属等大宗商品价格有所波动,上游价格见顶的预期发酵后,下游行业以成本降低盈利提升的预期逻辑开始演绎,但如果需求的格局仍然未发生改变,提价的实际表现可能会像去年四季度的部分行业盈利“以高价换低量”,在交易情绪被证伪后,板块回归下行,仅有行业龙头能够实现顺利传导价格和份额的提升;如果成本由上游价格下行带动开始下行,对下游行业来讲,中间成本仍然高居不下,弱勢的终端需求导致传导受阻,也会造成下游板块交易预期过满,在后续交易中存在被证伪的可能性,因此需要辨别板块是否真的存在实际上的盈利改善,短期情绪上行后市场仍然会选择回归基本面。
- 在本周资金面出现边际紧缩的变化后,市场开始了反弹后的调整,进入7月,市场的主要逻辑需要关注预期的兑现情况,业绩预告和6月金融数据的公布都将确认前期驱动市场上行的预期逻辑是否成立,尽管我们不认为当前对于银行间资金面的调整会导致股市的资金快速流出,但是在本次两个月左右的反弹中并未出现明显回调,突然紧缩的预期会影响市场的情绪变化,短期市场可能进入震荡博弈状态,也需要警惕部分行业在本次市场上行过程中积累的估值风险。海外因素可能不会在短期内出现明显的变化,在海外衰退的明显迹象出现前,国内因素仍将主导市场暂时与海外“脱钩”。经济基本面仍然支持整体流动性宽裕,在居民资产负债表暂未完全修复之前进入紧缩的路径本次也正在被纠偏,参考去年四季度PPI拐点下行时期的中下游提价潮,需求端弱化的情况下,板块毛利率整体提升的逻辑并不牢固,但若疫情影响导致的需求端抑制短期缓解、地产链拐点初现、经济复苏能够得到更多数据的确认,那么消费行业相对前期上涨过多的成长行业仍然具有更高的性价比。
- **风险提示:疫情影响再度升级;全球通胀危机;海外衰退超预期;经济复苏强度不及预期;政策推出程度不及预期**

内容目录

1. 供需角度观察中下游行业传导的顺畅程度	4
1.1. 农产品	4
1.2. 原油	5
1.3. 煤炭与黑色金属	7
1.4. 有色金属：以铜为代表	8
2. 价格角度观察上游行业的影响范围和程度	9
3. 毛利率角度观察成本敏感程度	10
4. 中下游盈利变化对市场交易逻辑的影响	11
5. 风险提示	12

图表目录

图 1: 部分农产品和食品出口占比	4
图 2: 部分农产品的进口依赖度	4
图 3: 全球主要地区农产品出口情况	5
图 4: 除玉米外粮价涨幅基本未跟随国际粮价变化 (%)	5
图 5: 农产品链条传导	5
图 6: 中国从全球各地区进口原油数量占比	6
图 7: 全球主要国家石油需求量 (百万桶/天)	6
图 8: 原油行业全产业链条	6
图 9: 煤炭使用主要用于发电	7
图 10: PMI 和用电量都在 4 月出现拐点	7
图 11: 煤炭和黑色金属产业链条	7
图 12: 铜消费量占全球比 (2022 年 3 月)	8
图 13: 世界主要铜产量占比 (2021 年)	8
图 14: 铜广泛应用于各个领域	8
图 15: 塑料、包装行业需求走弱	11
图 16: 猪肉价格拐点回升	11
表 1: 上游部门价格变动对主要行业的价格拉动	9
表 2: 毛利率与原材料同比负相关的行业	11

在《大宗价格波动与股票市场逻辑演变》里，我们阐述了供给侧和需求侧定价的不同大宗商品价格的变化走势和成因。我们认为，尽管近期供给侧预期变化和全球衰退风险加强的预期导致供给仍然偏紧的商品价格出现暂时性的调整，但在供给端的约束在短期内无法放开、供需缺口仍未有效缓解的情况下，供给端定价的产品仍然可能维持高位震荡，下游成本可能短期内无法下降；而需求端定价的部分商品价格已经见顶，我们需要关注上游覆盖面较广的行业，其下游不同行业的需求变化能否承接上游价格向下的变化。我们看到部分大宗商品价格变化可能会带来国内中下游企业成本端下行的转机，从而导致行业实现盈利回升，因此本次我们主要从供需角度、价格角度和毛利率角度来探讨价格传导的机制和中下游行业盈利上行的可能性。

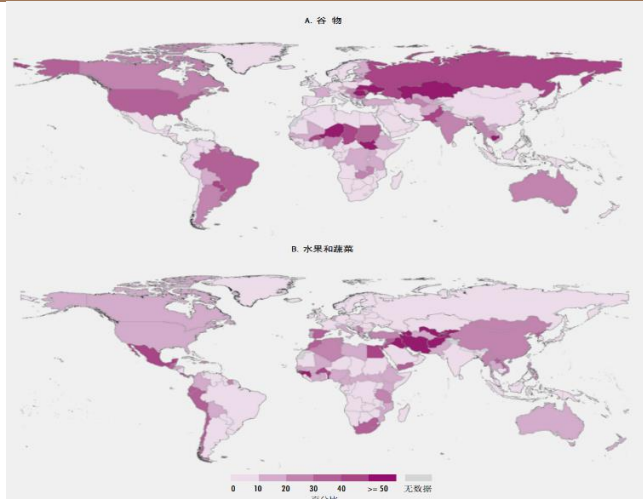
1. 供需角度观察中下游行业传导的顺畅程度

1.1. 农产品

国内的需求来看，尽管中国的农产品进口金额大于出口金额，但主粮基本自给自足，谷物和水果的进口依赖度均较低。同时，中国粮食通过实施最低收购价和进出口配额制度和积累大量库存来减小粮价波动。中国农产品进口的主要类别包括玉米、豆粕等，一般用于饲料加工，海外农产品的价格变化可能会小幅影响养殖行业成本，但整体波动不大。更重要的渠道反而可能是原油链条下游的化工品涨价导致化肥价格上涨驱动国内粮价成本上行。

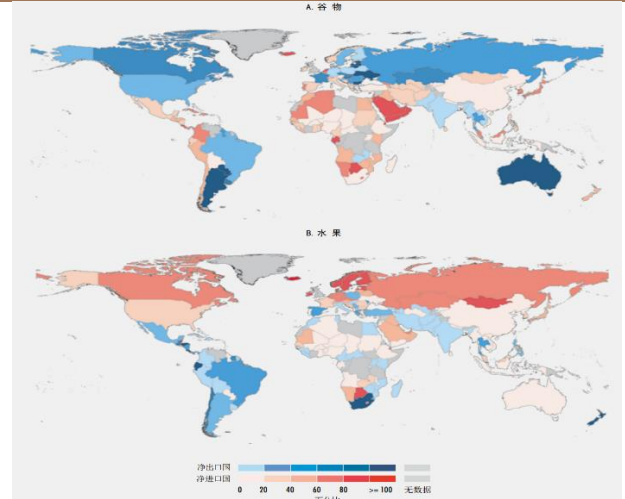
根据我们在《大宗价格波动与股票市场逻辑演变》中对农产品价格的判断，农产品供给端仍然缺乏弹性，对于国内主要依靠进口的部分品种来说，成本端的问题暂时难以得到缓解，因此养殖业饲料成本提升导致毛利率在粮价提升的过程中受到挤压，但同时养殖业也受到猪周期的影响，猪价已见拐点，需求拉动的价格回升与成本提升相比，可能末端价格更占优，因此，养殖业近期的利润传导链条更多跟随猪价拐点上行而上行，成本端的提升会挤压一部分利润，但无法改进行业价格周期拐点的到来。以进口产品为主要成本的、需求端相对刚性或者较为低迷的行业可能仍然将维持一段时间成本高企的状态。

图 1：部分农产品和食品出口占比



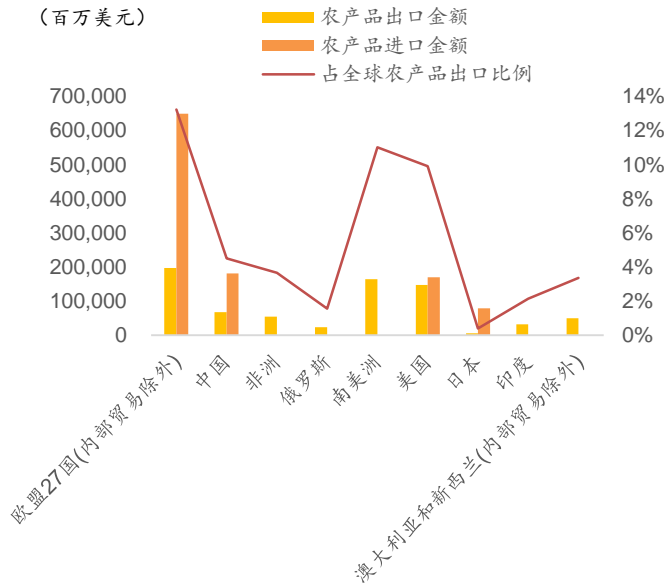
资料来源：联合国农粮组织，德邦研究所，2016 年-2018 年均值

图 2：部分农产品的进口依赖度



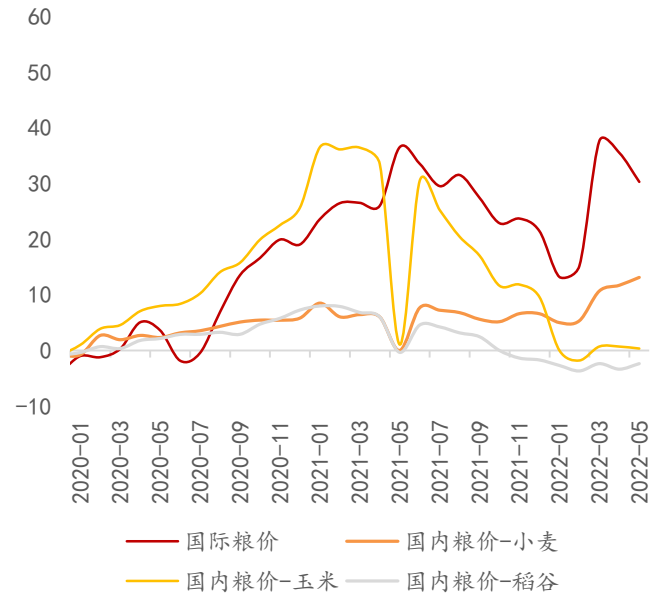
资料来源：联合国农粮组织，德邦研究所，进口依赖度表示国内食品供应量中进口食品所占比例，蓝色数值表示该国为净出口国，食品类别按照粮农组织食物平衡表分类，最新数据为 2017 年

图 3：全球主要地区农产品出口情况



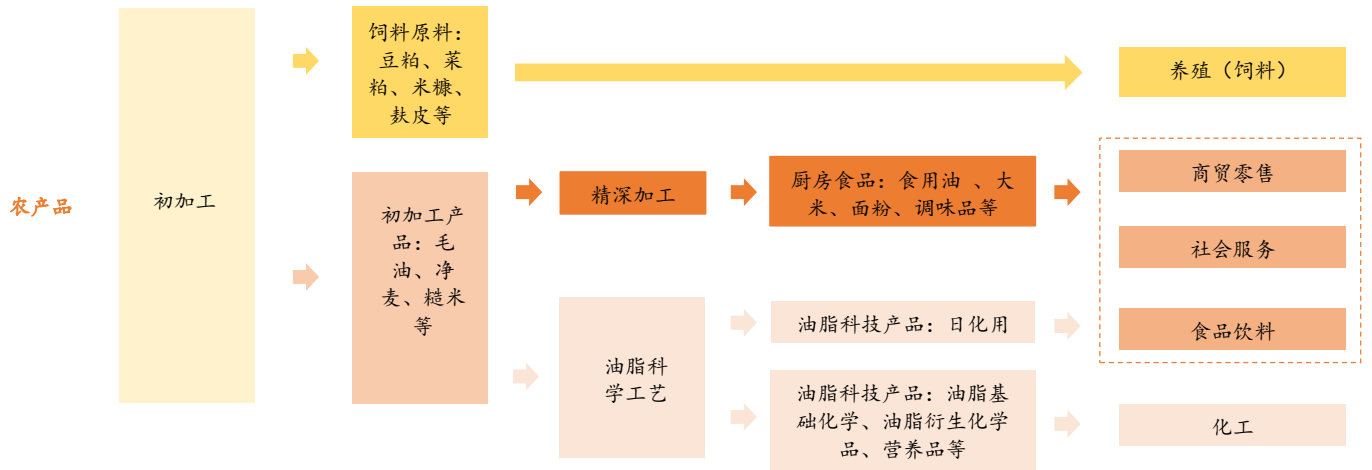
资料来源：wind，联合国农粮组织，德邦研究所

图 4：除玉米外粮价涨幅基本未跟随国际粮价变化 (%)



资料来源：wind，德邦研究所

图 5：农产品链条传导



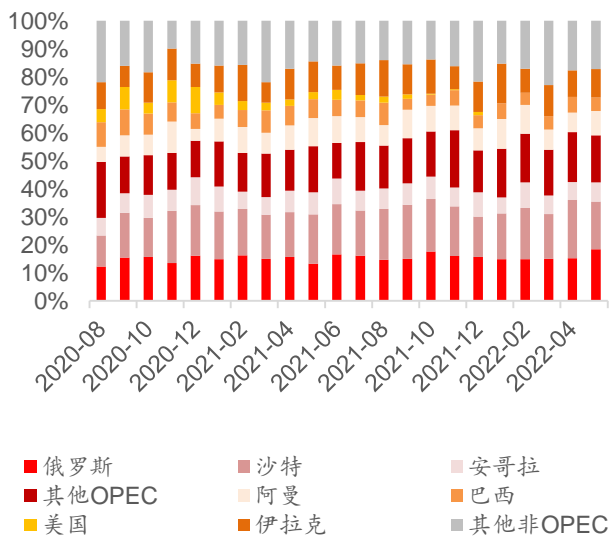
资料来源：德邦研究所绘制

1.2. 原油

国内原油价格基本跟随海外油价，自 2017 年以来，中国超过美国成为全球最大的原油进口国。2022 年 5 月，中国约有 60% 的原油进口来自 OPEC 内的国家，从俄罗斯进口的占比也在上升。油价上升的成本继续向国内传导，由于原油行业的应用涉及到的下游需求相当分散，从需求端来看，不管是偏向企业端的投资、还是偏向居民端的消费，各方面都涉及到原油中间品或者产成品的使用，因此，在海外油价大幅上行的过程中，国内成品油价、需求端较紧的生活必需品价格持续上涨，中游材料、器械、交通运输的成本上升带动下游应用较为广泛、需求较为刚性的塑料、金属材料、电子化学品、电机、物流等行业能维持价格传导出现盈利增速上行，但同样面临上游成本上行的部分建材、家具、服装以及航空业等，则因为需求本身受到了地产下滑、消费场景限制的影响，无法顺利传导涨价预期。

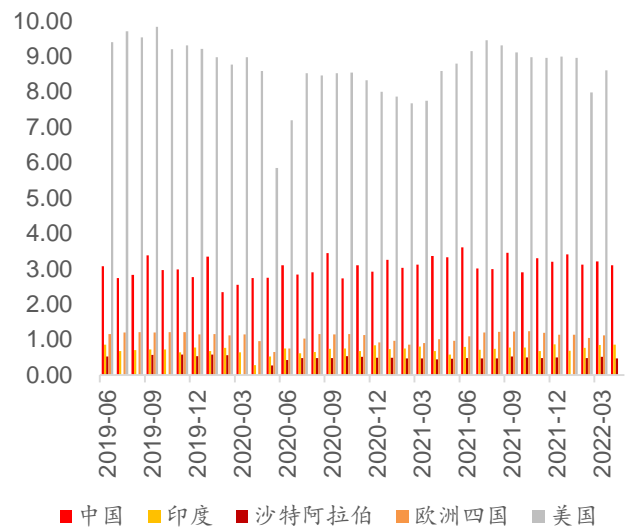
我们在《大宗价格波动与股票市场逻辑演变》中探讨过全球原油三季度供给端仍然存在较大的缺口，油价可能在三季度仍然能维持高位。下半年国内的修复节奏和海外需求逐渐下滑的趋势或也将呈现反向，投资端显示基建的托底已经有一定成效；另一个较为关键的预期是国内发布的第九版防疫政策细化了具体的防控措施，人员流动和城际出行的预期会带来线下需求的边际改善，前期受影响最大的社会服务、交运、零售等行业的基本面或许会逐渐迎来底部改善，但居民资产负债表的修复迟迟不见成效，存款和贷款的增速同时下降也显示了居民的需求预期难以出现明显改善、对未来收入增长存在担忧的现状。疫情的冲击导致了以线下为主的经营模式的行业遭受了不可逆转的损失，本次自线下出发需求拐点的回升幅度可能仍然弱于前几轮经济受创时恢复的程度，行业修复在低基数下可能会见到一轮较为明显的回升，但长期恢复的斜率可能不宜高估。

图 6：中国从全球各地区进口原油数量占比



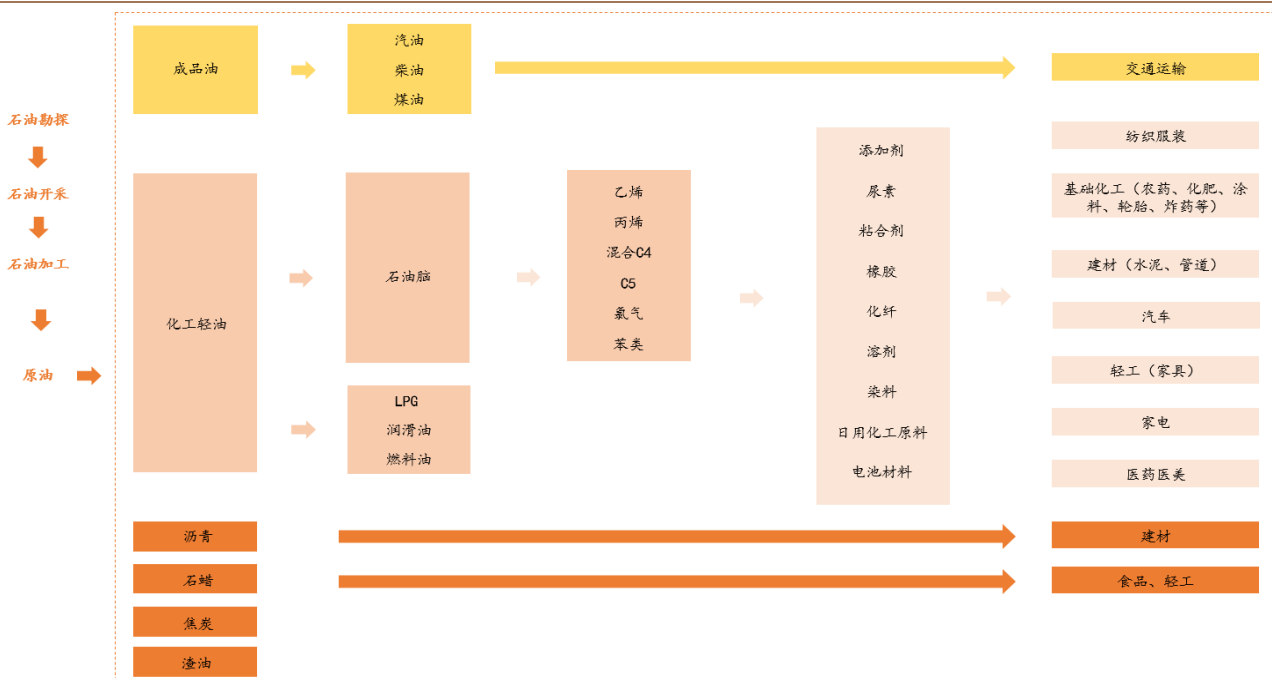
资料来源：wind，德邦研究所

图 7：全球主要国家石油需求量（百万桶/天）



资料来源：wind，OPEC，德邦研究所

图 8：原油行业全产业链条



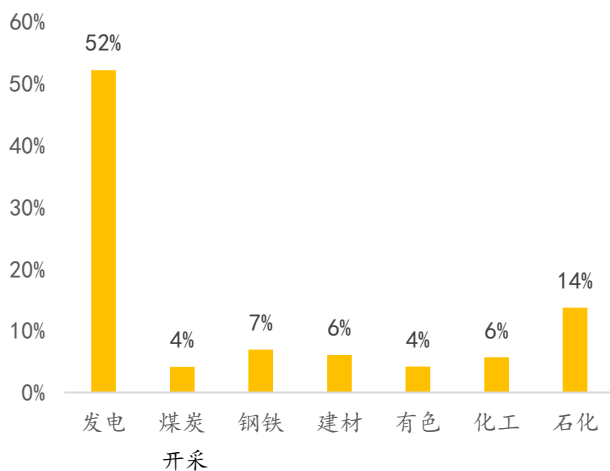
资料来源：德邦研究所绘制

1.3. 煤炭与黑色金属

和其他大宗商品相比，国内煤炭行业相对具有自主定价权，国内产煤和耗煤基本能实现供需平衡。中国主要依赖国内煤炭生产，进口煤炭作为一定补充。2017年的供给收缩和2021年“双控”带来的产能的压降都在一定程度上减少了产能，导致煤炭价格上行。2021年10月保供稳价政策出台后，煤炭产量逐渐提升，国内煤价也开始回落，基本与去年调控后的煤价维持在同等水平。

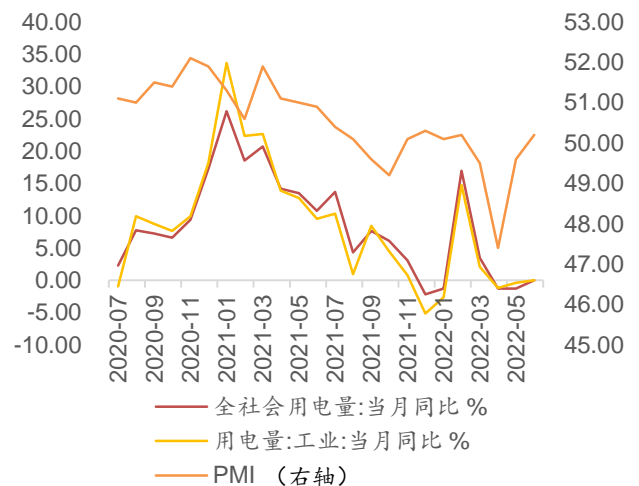
国内的煤炭需求来看，发电需求占50%以上，石化占14%，钢铁占7%，建材和化工占6%，有色和煤炭下游占4%。用电量跟工业生产相关性较高，4月PMI拐点回升之后，工业用电量降幅持续收窄，在疫情稳定后，发电耗煤需求将随着夏天用电高峰、线下活动展开带动下下游行业需求增长而逐渐增长，煤炭下游的钢铁、建材需求复苏也随着地产销售拐点出现而见到需求上行。与线下需求修复相类似，本轮地产恢复更多基于托底思维，去年下半年的低基数可能会让增速看起来较为乐观，但实际上的恢复程度相比之前的增速预计会有大程度的减弱，需求端的恢复幅度仍然是“弱复苏”。基建相对来说产业链更为健康，需求也相对较为旺盛，可以较为顺畅地承接上游价格的传导。

图 9：煤炭使用主要用于发电



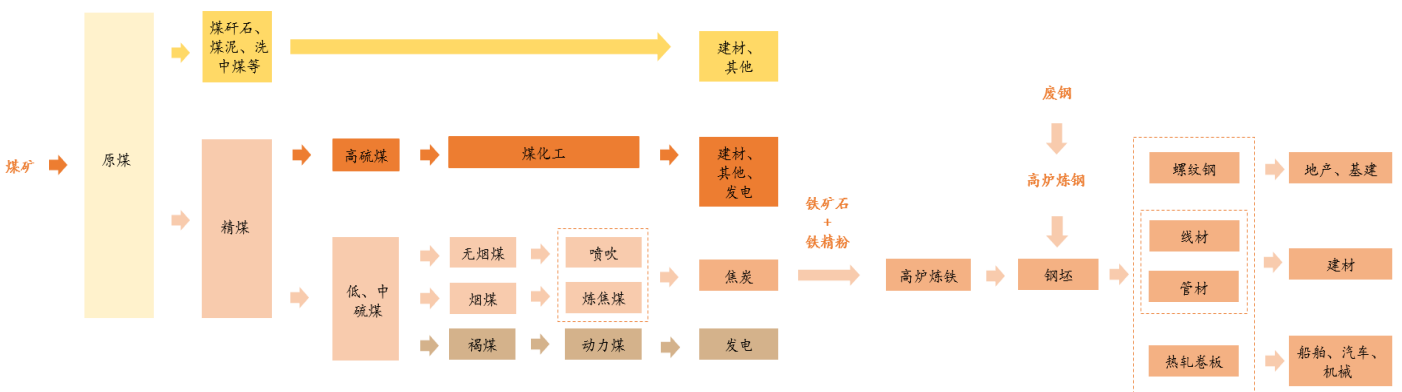
资料来源：wind，德邦研究所

图 10：PMI 和用电量都在 4 月出现拐点



资料来源：wind，德邦研究所

图 11：煤炭和黑色金属产业链条



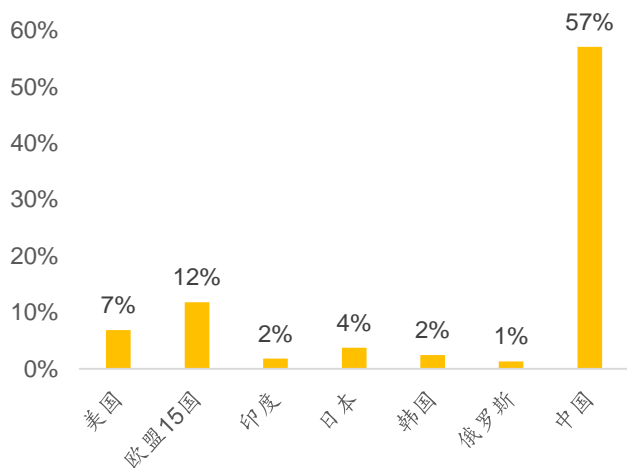
资料来源：德邦研究所绘制

1.4. 有色金属：以铜为代表

从全球铜矿资源分布的情况来看，铜矿资源分布相对集中。中国作为用铜大国，铜资源相对短缺，铜大部分依靠进口，国内铜价参考海外定价。精炼铜为下游产业链提供了铜原材料，广泛应用于各个领域，因此，铜的价格反映了全球各行业生产所需材料的变化，铜价下行也主要是由于受到了全球经济下行预期的影响。

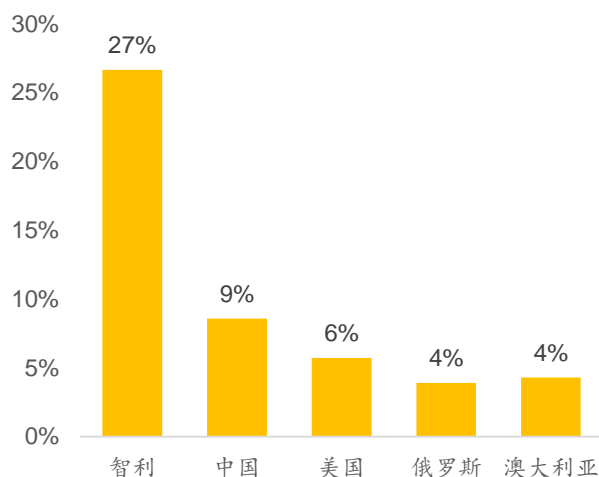
国内铜作为原材料，在电力、建筑、家电、交通运输、和电子领域应用相对较为广泛，尤其是以铜电线电缆生产企业成本构成中，铜原料占总成本的比例较高，下游产业承担着较重的成本压力。下游终端产品更贴近消费品，市场竞争格局较为清晰，难以通过提价来转移成本压力。需求侧走弱导致的上游价格下行意味着中下游的需求更弱，因此无法实现完全的价格传导，只能被迫牺牲中下游的利润。其他有色金属也面临类似的处境，下游行业的议价能力和竞争格局决定了上游行业的价格是否能顺利传导。尽管国内对铜的需求占到全球的50%以上，但下游主要的电力、建筑、家电行业的复苏仍然需要看到需求端的明显反转，否则也难以抵挡全球经济衰退的预期。

图 12：铜消费量占全球比（2022 年 3 月）



资料来源：wind，德邦研究所

图 13：世界主要铜产量占比（2021 年）



资料来源：wind，德邦研究所

图 14：铜广泛应用于各个领域

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_43673



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn