

能耗双控影响解读

证券研究报告

2021年09月27日

● 核心结论

能耗双控目标完成形势严峻是导致本轮限电限产的直接原因。从国家发改委今年公布的上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表来看,能耗强度和能源消费总量列为一级预警的省份较一季度均有增加。在今年政策层面对“双碳”目标格外关注的背景下,通过限电限产减少企业能源消耗是缓解地方达标压力的重要选项。具体来看,本轮限电限产主要由两条宏观逻辑驱动。

逻辑之一: 出口高景气带动国内工业生产走强, 对高能耗工业品的需求加大。防疫物资、全球复苏、美国财政转移支付及供给替代等因对疫后中国出口订单形成支撑。出口高景气带动国内工业生产走强, 对钢铁、水泥、电力等重点能耗行业产品的消费量明显加大, 控能耗压力较大。

逻辑之二: “双碳”目标下煤炭供应紧张, 发电企业成本居高不下。“双碳”目标下, 煤炭产能削减, 产量增速下滑, 供需失衡导致库存锐减, 极大地推高了煤炭价格。我国发电结构中, 火电占据主导地位。风电等清洁能源尽管发电量增长较快, 但在电力结构中占比依然不高。电力消费的快速增长带来了较大的供应压力, 结果造成火电企业发电成本上升, 但由于电价缺乏弹性, 无法充分向下游传导成本, 发电企业不得不面临亏损局面, 故而缺乏足够的供给意愿。

对于限电限产的政策走向, 我们有如下判断:一是海外供给恢复、防疫物资需求回落、全球经济复苏斜率转平及美国即将步入主动去库存阶段等因素工作下, 中国出口增速将出现明显放缓, 10-11月限电限产政策可能边际上缓和。二是煤炭供给紧张格局难改, 不排除12月冬季用电高峰限电限产政策再度加码的可能性。

防止运动式“减碳”背景下, 仍有望迎来政策纠偏。从历史经验来看, 限电限产更多是应对能耗压力的临时性举措, 难以成为常规性的政策选项。7.30政治局会议也提到, 要“纠正运动式‘减碳’”, 如果执行力度过大, 四季度也存在政策纠偏的可能性。

风险提示: 出口增速超预期; 政策变化超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

分析师



宋进朝 S0800521090001



15701005636



songjinchao@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、近期限电限产背后的宏观逻辑	3
(一) 多地能耗双控目标完成预警是直接原因	3
(二) 逻辑之一：出口高景气带动国内工业生产走强，对高能耗工业品的需求量加大	5
(三) 逻辑之二：“双碳”目标下煤炭供应紧张，发电企业成本居高不下	5
二、本轮限电限产会持续多久？	6
(一) 中国出口增速大概率下滑，10-11 月限电限产压力或有缓和	6
(二) 煤炭供给紧张格局难改，限电限产政策或于冬季用电高峰期再度加码	7
三、防止运动式“减碳”背景下，仍有望迎来政策纠偏	8
四、风险提示	9
(一) 出口增速超预期	9
(二) 政策变化超预期	9

图表目录

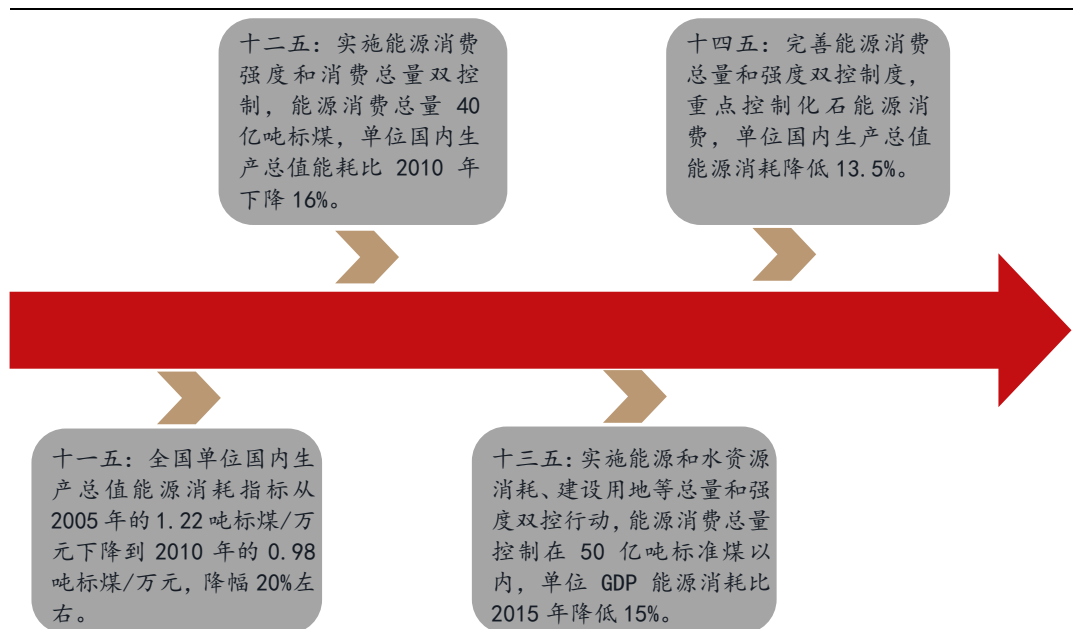
图 1：我国能耗双控政策的演进历程	3
图 2：各地区一季度能源消费总量目标完成情况	4
图 3：各地区上半年能源消费总量目标完成情况	4
图 4：各地区一季度能耗强度目标完成情况	4
图 5：各地区上半年能耗强度目标完成情况	4
图 6：高能耗工业品产量与 GDP 增速对比	5
图 7：煤炭产量缩减，库存下滑，价格飙升	6
图 8：发电量累计同比增长情况	6
图 9：中国出口增速与全球制造业 PMI	7
图 10：上一轮 PPI 见顶回落后的行业利润格局变化	8
图 11：全社会用电量当月值的季节性特征（亿千瓦时）	8
表 1：政府工作报告中提出的能耗强度目标和实际完成情况	3
表 2：日韩出口增速相对全球制造业 PMI 的弹性系数	7

一、近期限电限产背后的宏观逻辑

(一) 多地能耗双控目标完成预警是直接原因

“十一五”以来，我国开始加大对能源消耗控制问题的重视，每个五年规划都制定了能耗强度的约束性指标，“十二五”规划中除提出能耗强度约束外，首次提出了能源消费总量控制的要求，正式开始实施双控考核。其中，能耗强度属于必须完成的约束性指标，能源消费总量是鼓励完成的预期性指标。每年的政府工作报告中，也会公布上年已完成和当年需要完成的能耗强度目标。从2019年开始，我国单位能耗强度就面临较大的达标压力，2019年单位能耗强度实际下降2.6%，2020年由于疫情特殊原因，单位能耗强度仅下降0.1%，近几年完成能耗控制任务的形势较为严峻。

图1：我国能耗双控政策的演进历程



资料来源：西部证券研发中心整理

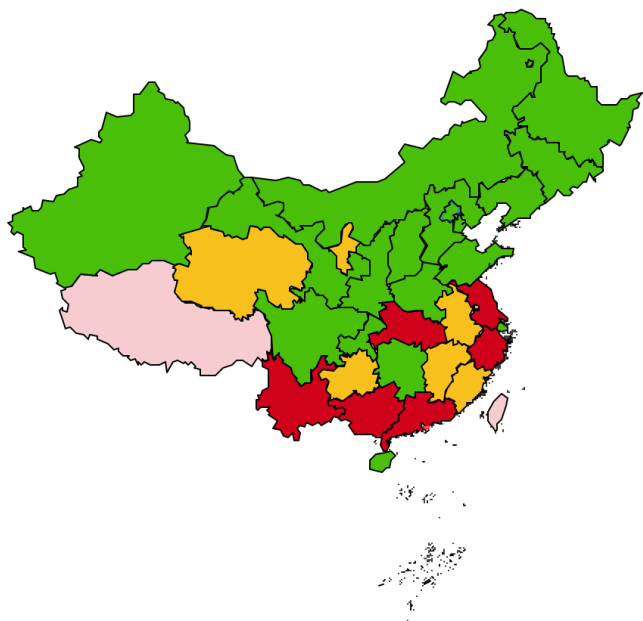
表1：政府工作报告中提出的能耗强度目标和实际完成情况

年份	目标值	实际值
2015	3.1%以上	5.60%
2016	3.4%以上	5.00%
2017	3.4%以上	3.70%
2018	3%以上	3.10%
2019	3%左右	2.60%
2020	-	0.10%
2021	3%左右	-

资料来源：Wind，政府工作报告，西部证券研发中心

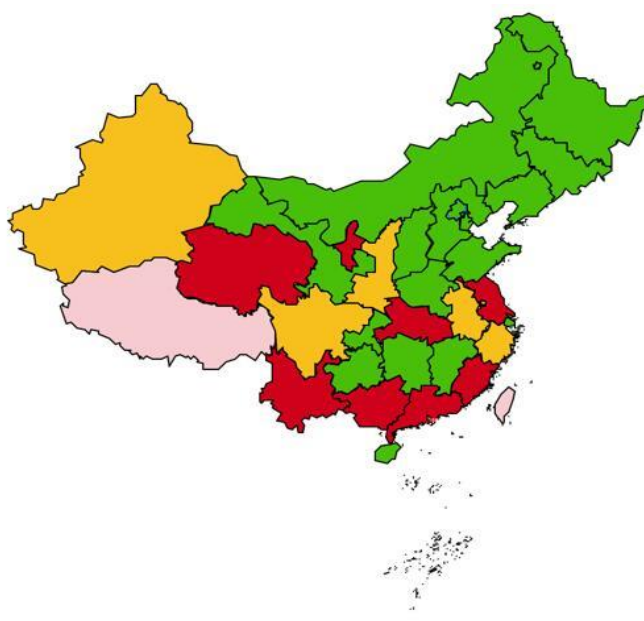
从国家发改委今年公布的一季度和上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表来看,能耗强度和能源消费总量列为一级预警的省份较一季度均有增加。其中,能耗强度列为一级预警的省份由7个增加至9个,能源消费总量列为一级预警的省份由6个增加至8个。此外,云南、广西、广东三个省份在年内双控指标两次被列为一级预警,这些省份也是近期发布限电限产措施较多的地区。在今年政策层面对“双碳”目标格外关注的背景下,通过限电限产减少企业能源消耗是缓解地方达标压力的重要选项。具体来看,本轮限电限产主要由两条宏观逻辑驱动。

图2: 各地区一季度能源消费总量目标完成情况



资料来源: 国家发改委, 西部证券研发中心

图3: 各地区上半年能源消费总量目标完成情况



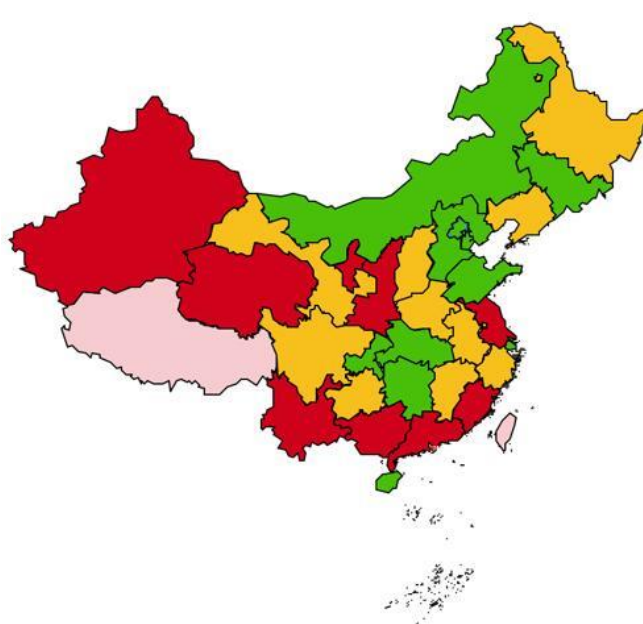
资料来源: 国家发改委, 西部证券研发中心

图4: 各地区一季度能耗强度目标完成情况



资料来源: 国家发改委, 西部证券研发中心

图5: 各地区上半年能耗强度目标完成情况



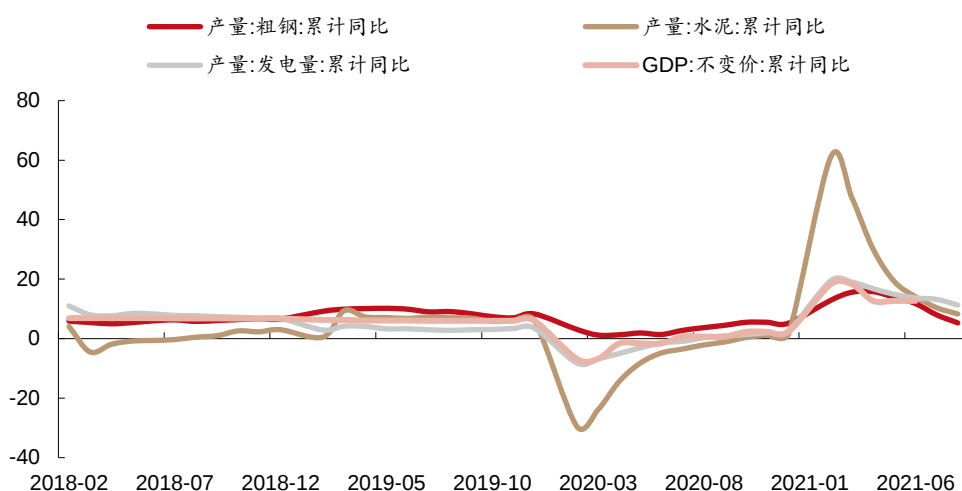
资料来源: 国家发改委, 西部证券研发中心

注：红色为一级预警，表示形势十分严峻；橙色为二级预警，表示形势比较严峻；绿色为三级预警，表示进展总体顺利；粉色为数据暂缺，不纳入预警范围

（二）逻辑之一：出口高景气带动国内工业生产走强，对高能耗工业品的需求加大

正如我们在9月6日发布的报告《出口因素的驱动逻辑》中提到的，防疫物资、全球复苏、美国财政转移支付及供给替代等因素对中国出口订单形成支撑。出口高景气带动国内工业生产走强，对钢铁、水泥、电力等重点能耗行业产品的消费量明显加大。1-6月，高能耗工业品中的水泥、发电量增速分别为14.1%和13.7%，均领先于12.7%的GDP增长水平，能耗管控压力较大。

图6：高能耗工业品产量与GDP增速对比

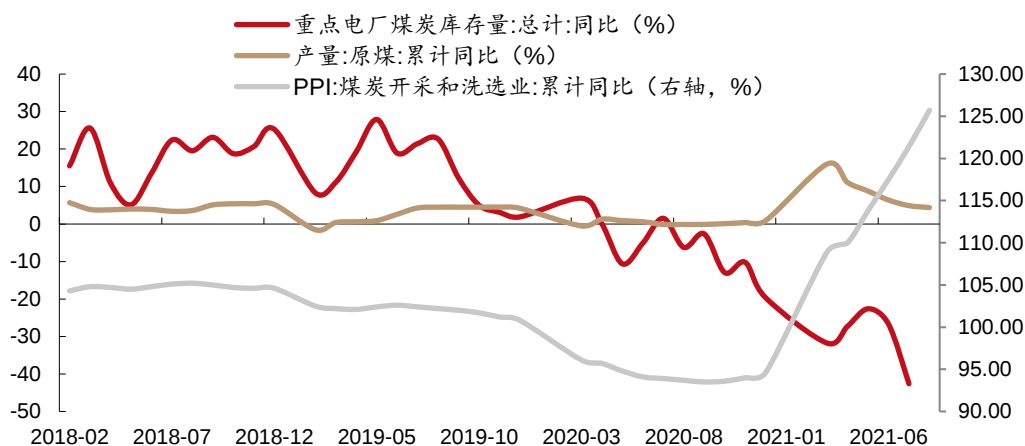


资料来源：Wind，西部证券研发中心

（三）逻辑之二：“双碳”目标下煤炭供应紧张，发电企业成本居高不下

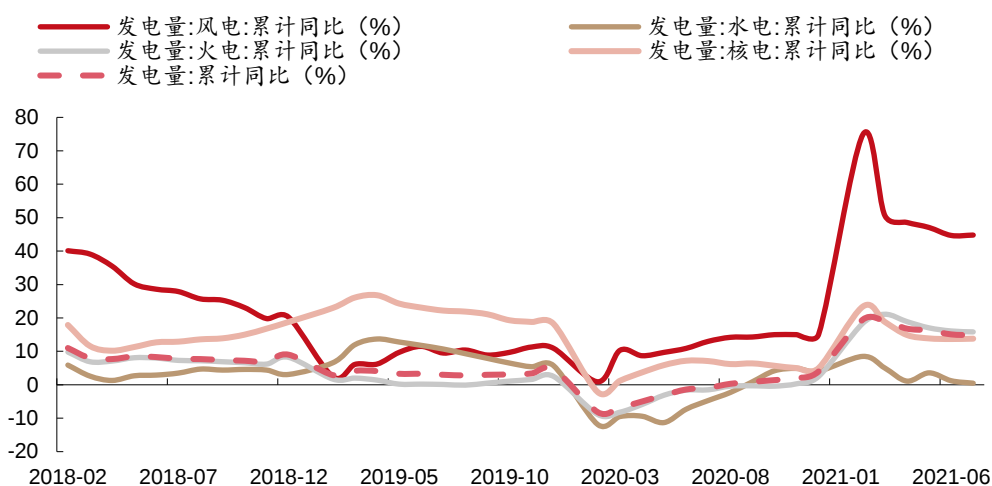
“双碳”目标下，煤炭产能削减，产量增速下滑，供需失衡导致库存锐减，极大地推高了煤炭价格。我国发电结构中，火电占据主导地位。2021年1-7月，火电贡献了全国72%的总发电量。从前7月累计同比增速来看，火电甚至领先于总发电量，水电供应则表现不佳，同比增速仅有0.48%，风电等清洁能源尽管发电量增长较快，但在电力结构中占比依然不高。电力消费的快速增长带来了较大的供应压力，结果造成火电企业发电成本上升，但由于电价缺乏弹性，无法向下游传导成本，发电企业不得不面临亏损局面，故而缺乏足够的供给意愿。

图7：煤炭产量缩减，库存下滑，价格飙升



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图8：发电量累计同比增长情况



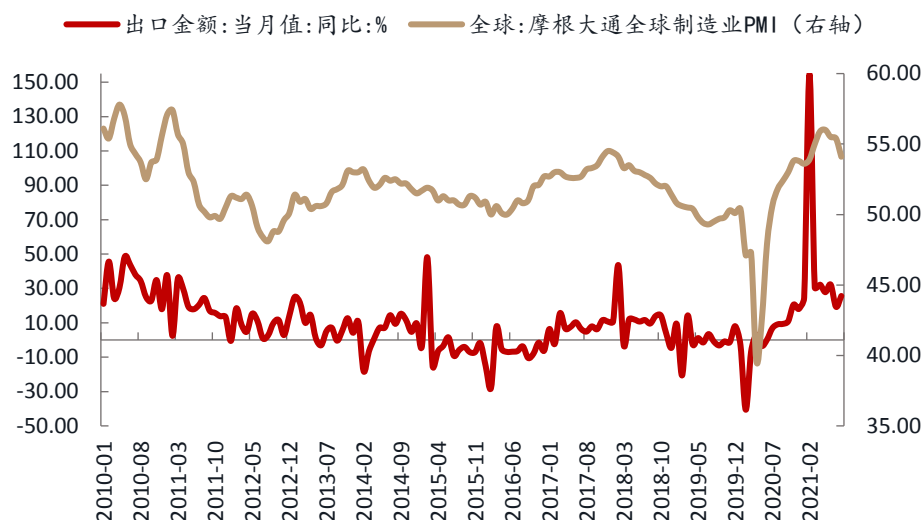
资料来源：Wind，西部证券研发中心

二、本轮限电限产会持续多久？

（一）中国出口增速大概率下滑，10-11月限电限产压力或有缓和

在当前全球疫情形势下，我国出口增速短期仍有一定支撑，但在欧美疫苗接种后防疫物资出口放缓、全球经济复苏斜率平坦化、美国个人消费结构逆转、中国对日韩出口的供给替代逻辑削弱这几项因素的影响下，四季度出口会明显下滑至个位数区间，对国内工业生产的支撑也会弱化，企业耗电量可能会自然下行。此外，因10-11月份非季末“考核时点”，各地达标压力会阶段性减轻，限电限产政策边际上可能会有松动。

图9：中国出口增速与全球制造业 PMI



资料来源：Wind，西部证券研发中心

表2：日韩出口增速相对全球制造业 PMI 的弹性系数

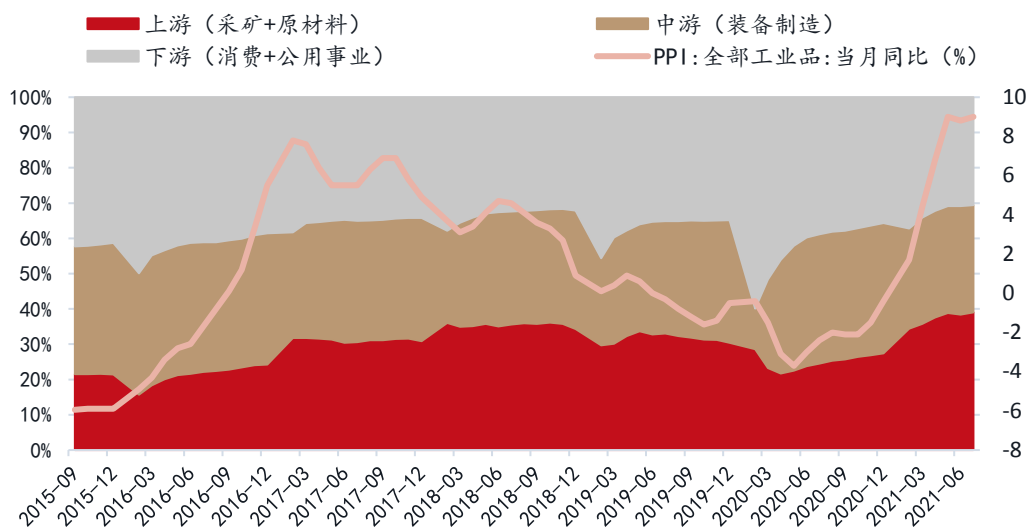
测算区间	日本出口增速相对全球制造业 PMI 弹性系数	韩国出口增速相对全球制造业 PMI 弹性系数
2010-2019	3.99	5.26
2010-2020	3.46	4.13
2010-2021.6	3.91	4.46

资料来源：Wind，西部证券研发中心

（二）煤炭供给紧张格局难改，限电限产政策或于冬季用电高峰期再度加码

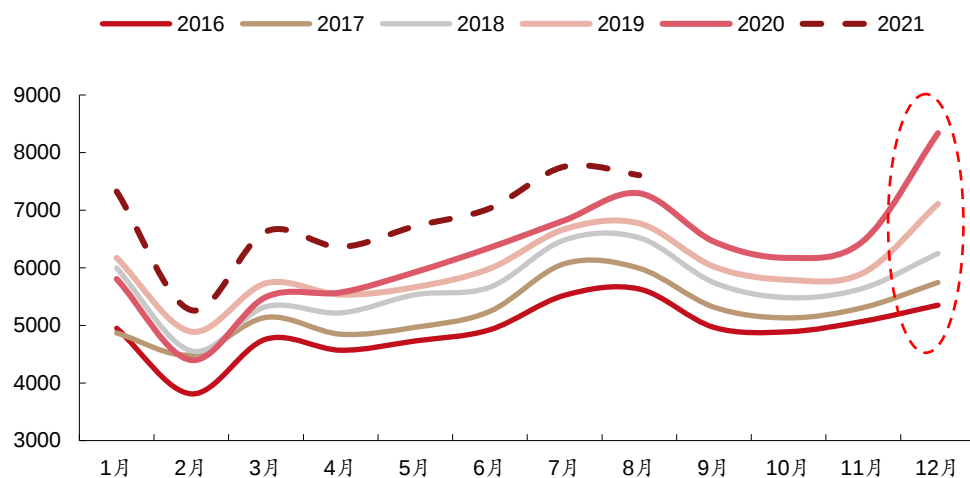
从供给方面来看，短期煤炭供应紧张的局面很难改观，全国多地限产限电政策的相继执行，虽会带来煤炭需求的回落，对冲部分价格上涨压力，减轻发电企业成本负担。但价格传导堵点的打通，上中下游行业利润格局的改变，都需要时间，在供给侧逻辑居于主导地位的情况下，还需要等待需求端信号的进一步明确。此外，12月进入冬季用电高峰，电力供应紧张下，不排除限电限产政策再度加码的可能性。

图 10：上一轮 PPI 见顶回落后的行业利润格局变化



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 11：全社会用电量当月值的季节性特征（亿千瓦时）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

三、防止运动式“减碳”背景下，仍有望迎来政策纠偏

着眼于长期，制定各行业紧平衡的碳排放配额，激活碳交易市场，通过改变能源消费结构倒逼产业结构调整才是实现“双碳”目标的关键，行政性的限电限产措施对企业经营和居民生活均会产生负面影响。从历史经验来看，限电限产更多是应对能耗压力的临时性举措，难以成为常规的政策选项。7.30 政治局会议也提到，要“纠正运动式‘减碳’”，如果执行力度过大，四季度也存在政策纠偏的可能性。

四、风险提示

(一) 出口增速超预期

(二) 政策变化超预期

联系我们

联系地址：上海市浦东新区耀体路276号12层

北京市西城区月坛南街59号新华大厦303

深圳市福田区深南大道6008号深圳特区报业大厦10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。