

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量加大。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

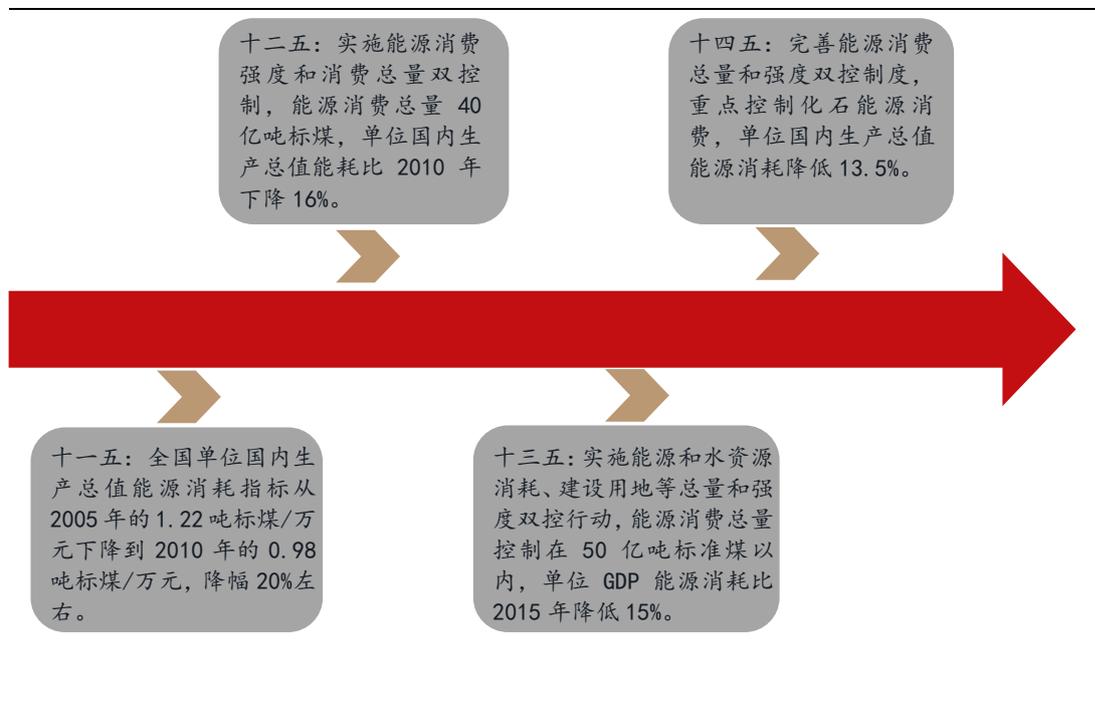
图 1：我国能耗双控政策的演进历程	3
图 2：各地区一季度能源消费总量目标完成情况	4
图 3：各地区上半年能源消费总量目标完成情况	4
图 4：各地区一季度能耗强度目标完成情况	4
图 5：各地区上半年能耗强度目标完成情况	4
图 6：高能耗工业品产量与 GDP 增速对比	5
图 7：煤炭产量缩减，库存下滑，价格飙升	6
图 8：发电量累计同比增长情况	6
图 9：中国出口增速与全球制造业 PMI	7
图 10：上一轮 PPI 见顶回落后的行业利润格局变化	8
图 11：全社会用电量当月值的季节性特征（亿千瓦时）	8
表 1：政府工作报告中提出的能耗强度目标和实际完成情况	3
表 2：日韩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

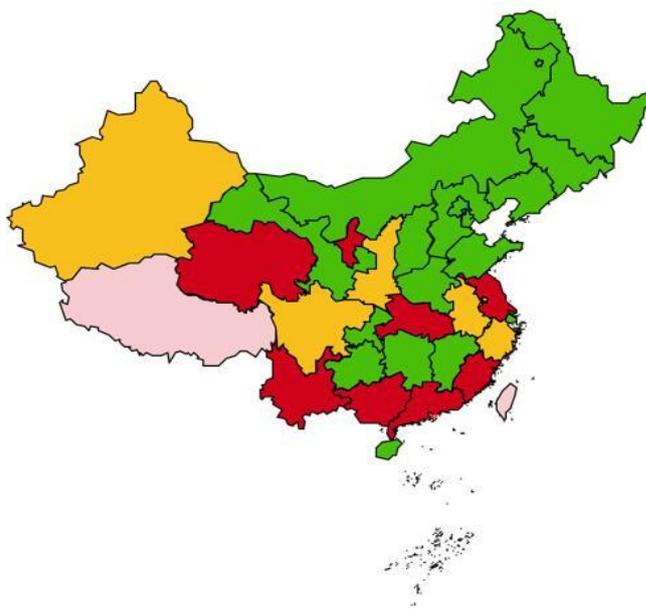
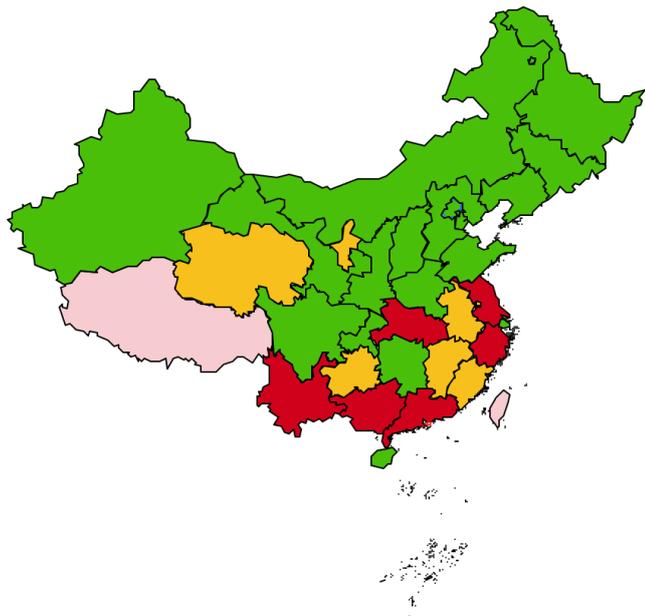
年份	目标值	实际值
2015	3.1%以上	5.60%
2016	3.4%以上	5.00%
2017	3.4%以上	3.70%
2018	3%以上	3.10%
2019	3%左右	2.60%
2020	-	0.10%
2021	3%左右	-

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

图3：各地区上半年能源消费总量目标完成情况

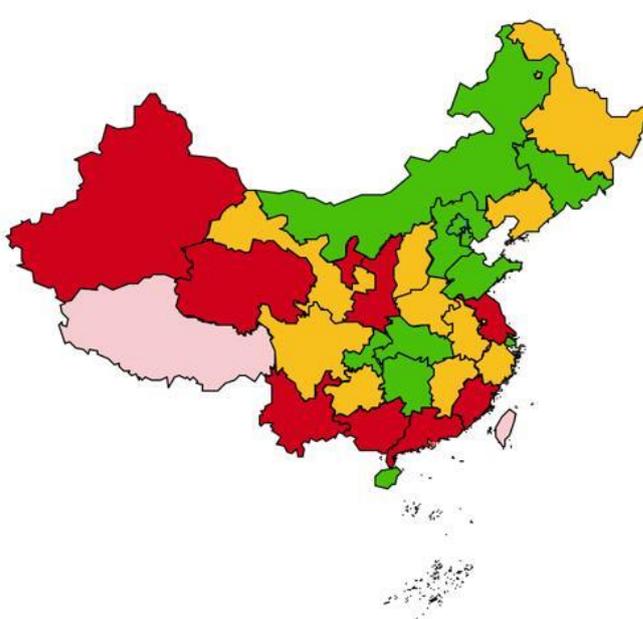


资料来源：国家发改委，西部证券研发中心

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

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

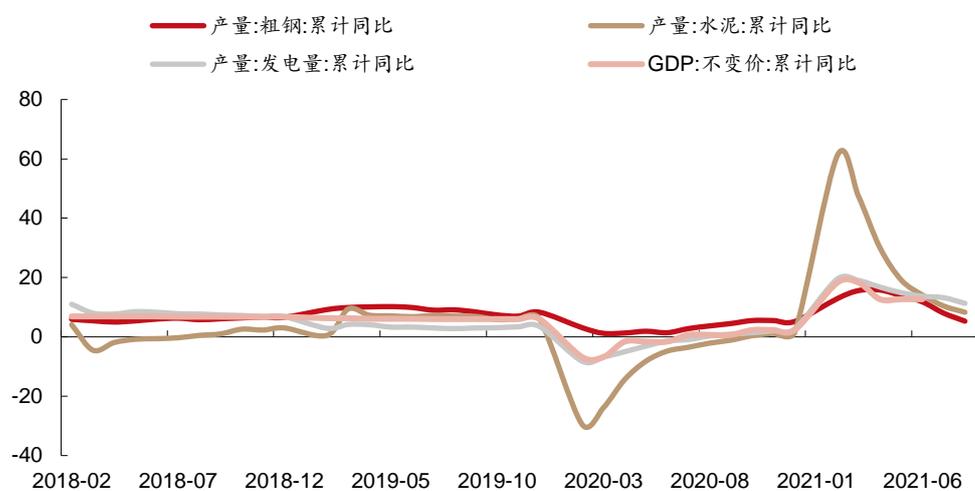
资料来源：国家发改委，西部证券研发中心

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量加大

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

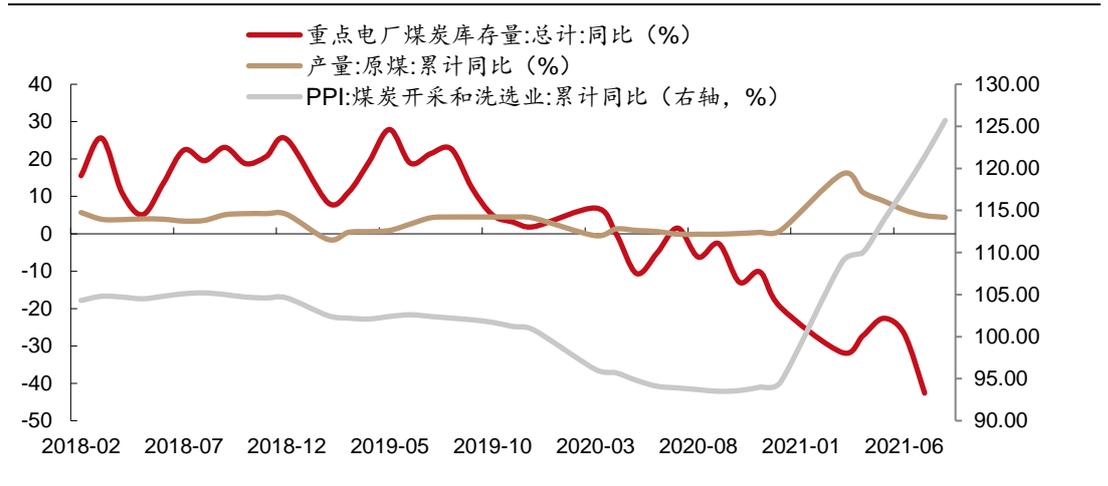


资料来源：Wind，西部证券研发中心

（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

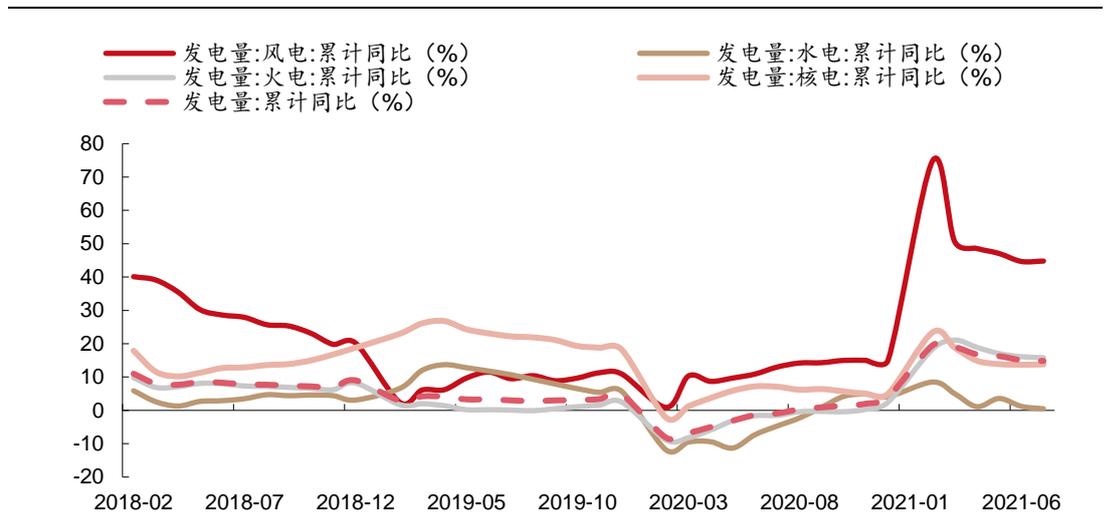
“双碳”目标下，煤炭产能削减，产量增速下滑，供需失衡导致库存锐减，极大地推高了煤炭价格。我国发电结构中，火电占据主导地位。2021年1-7月，火电贡献了全国72%的总发电量。从前7月累计同比增速来看，火电甚至领先于总发电量，水电供应则表现不佳，同比增速仅有0.48%，风电等清洁能源尽管发电量增长较快，但在电力结构中占比依然不高。电力消费的快速增长带来了较大的供应压力，结果造成火电企业发电成本上升，但由于电价缺乏弹性，无法向下游传导成本，发电企业不得不面临亏损局面，故而缺乏足够的供给意愿。

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。

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_27143

