

# 周期回调风险

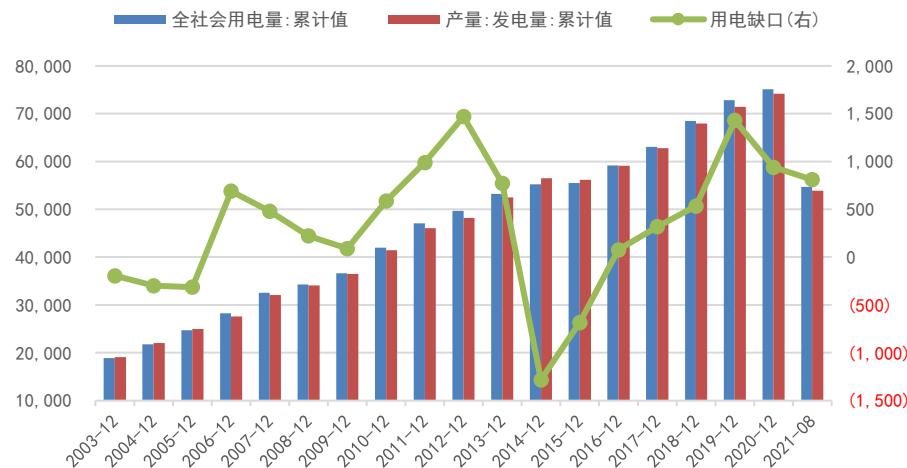
2021年10月

成都五福源投资管理有限公司

# 一、拉闸限电背后的“供需缺口”

2021年9月中、下旬，包括蒙娜丽莎、云铝股份、蓝丰生化、金岭矿业、湖南黄金、桃李面包等20家上市公司先后发布“受限电影响”公告，涉及江苏、山东、广西、云南、湖南、浙江等省份，主要集中于建筑陶瓷、铝制品、化工、矿产等高能耗行业。9月25日，东北居民限电等消息将“拉闸限电”这一问题推向舆论风口。

截至8月末，全社会累计用电量54,704亿千瓦时、同比增长13.8%；累计发电量53,894亿千瓦时、同比增长11.3%；“电力缺口”810亿千瓦时（2020同期富裕51.9亿千瓦时）。细分看，主要电力净输出省份湖北、四川、云南、安徽、青海等可外输电量同比减少。



省份	2020年	2021前7月	完成率	省份	2020年	2021前7月	完成率
北京	698.7	444.0	63.5%	湖北	-763.1	-332.7	43.6%
天津	122.2	124.5	101.9%	湖南	432.8	278.0	64.2%
河北	738.2	482.4	65.3%	广东	1,916.1	948.1	49.5%
山西	-1,024.9	-635.5	62.0%	广西	135.2	92.4	68.3%
内蒙	-1,733.8	-1,099.8	63.4%	海南	43.0	19.2	44.7%
辽宁	371.9	260.7	70.1%	重庆	412.2	196.8	47.7%
吉林	-139.7	-88.9	63.6%	四川	-1,115.8	-278.4	25.0%
黑龙江	-69.5	-35.3	50.8%	贵州	-588.3	-353.2	60.0%
上海	757.0	431.6	57.0%	云南	-1,425.2	-665.0	46.7%
江苏	1,324.5	726.4	54.8%	西藏	12.9	12.1	93.8%
浙江	1,463.5	836.5	57.2%	陕西	-537.3	-412.9	76.8%
安徽	-253.6	-125.4	49.4%	甘肃	-225.2	-152.5	67.7%
福建	-54.1	-14.4	26.6%	青海	-155.9	-21.9	18.9%
江西	309.1	223.0	72.1%	宁夏	-787.0	-515.1	65.5%
山东	1,426.3	908.4	63.7%	新疆	-1,033.5	-1,072.8	103.8%
河南	642.9	466.8	72.6%	合计	939.6	647.1	68.9%

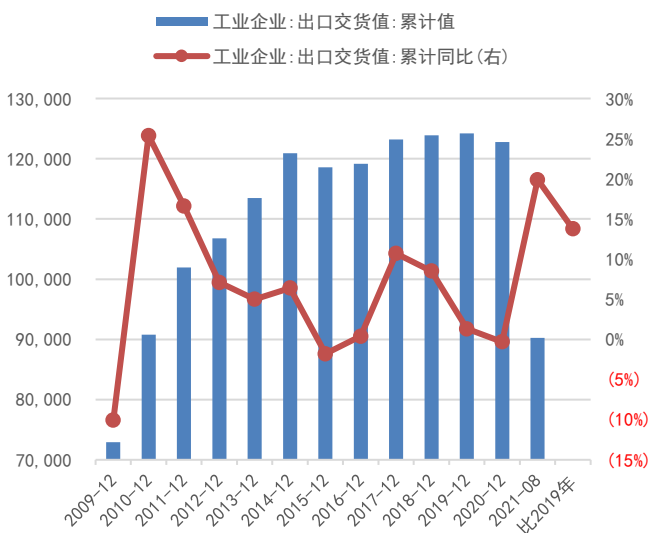
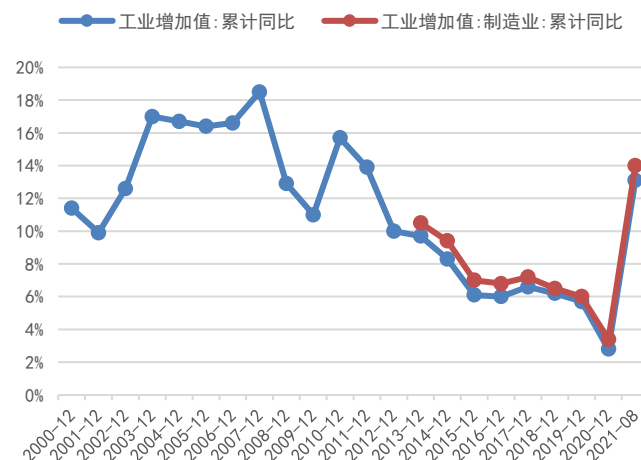
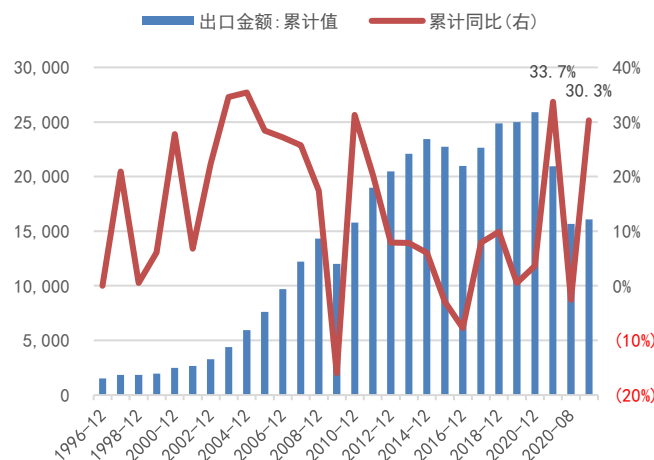
# 一、拉闸限电背后的“供需缺口”

电力供给局部不足的主要原因分析有三：

## ①以出口为代表的需求拉动用电量大幅增加

2021年前8个月，累计出口金额20,951.41亿美元、同比增长33.7%（较2019年同期增长30.3%）；1-8月，工业增加值累计增长13.1%、制造业增加值同比增长14.0%，工业90,228亿元、同比增长19.9%（较2019年同期增长13.8%）...

海外新冠疫情失控下产业回流，需求增长；多国货币宽松下大宗商品价格高企（截至2021年9月末，较2020年3月低点，沪铜、沪铝、沪锌、沪镍、沪锡平均价格分别增长74.1%、96.2%、48.0%、50.6%、125.0%），国内企业生产动力提高，工业开工率创出新高，用电量随之大幅增长。



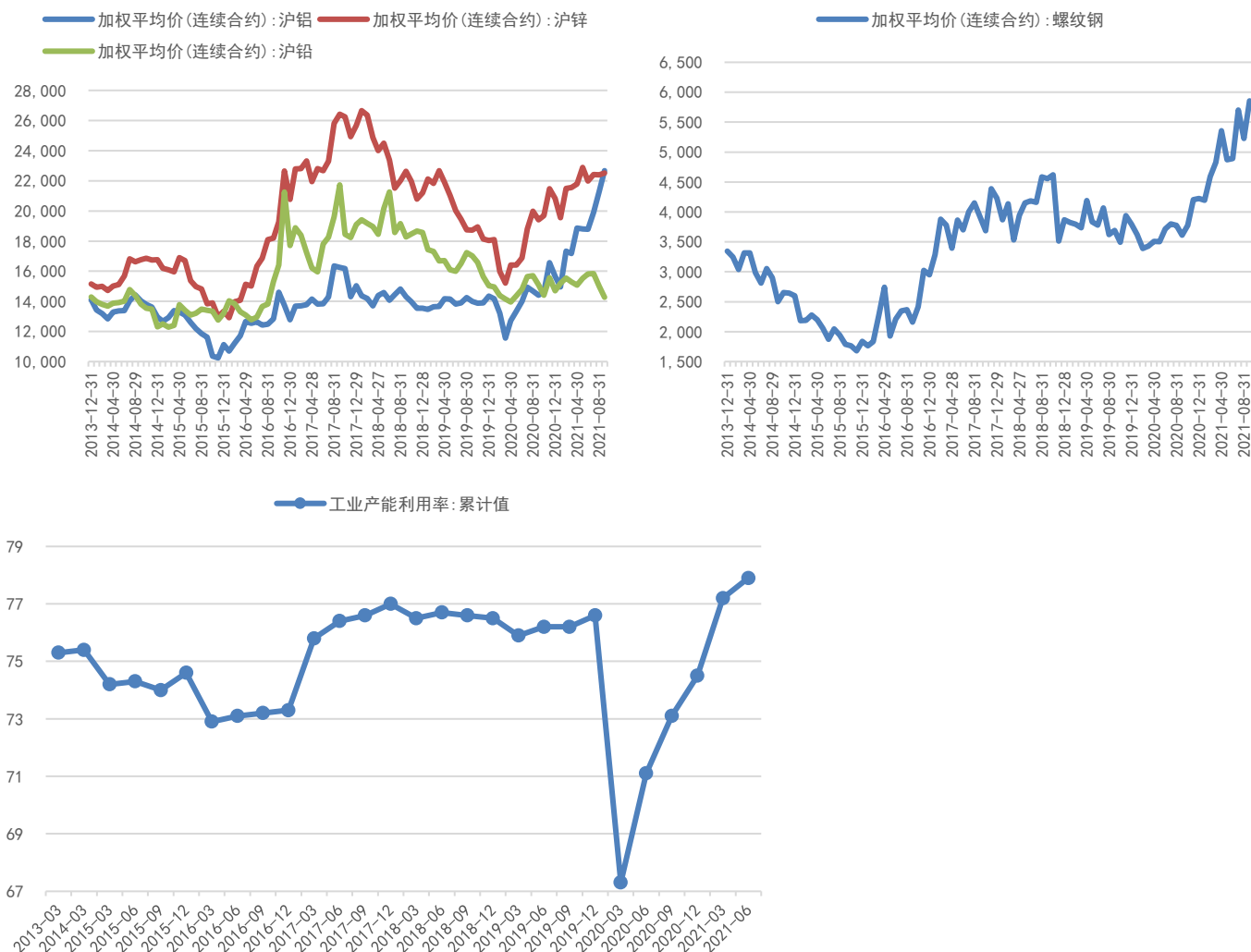
# 一、拉闸限电背后的“供需缺口”

电力供给局部不足的主要原因分析有三：

## ①以出口为代表的需求拉动用电量大幅增加

2021年前8个月，累计出口金额20,951.41亿美元，同比增长33.7%（较2019年同期增长30.3%）；1-8月，工业增加值累计增长13.1%、制造业增加值同比增长14.0%，工业90,228亿元、同比增长19.9%（较2019年同期增长13.8%）...

海外新冠疫情失控下产业回流，需求增长；多国货币宽松下大宗商品价格高企（截至2021年9月末，较2020年3月低点，沪铜、沪铝、沪锌、沪镍、沪锡平均价格分别增长74.1%、96.2%、48.0%、50.6%、125.0%），国内企业生产动力提高，工业开工率创出新高，用电量随之大幅增长。

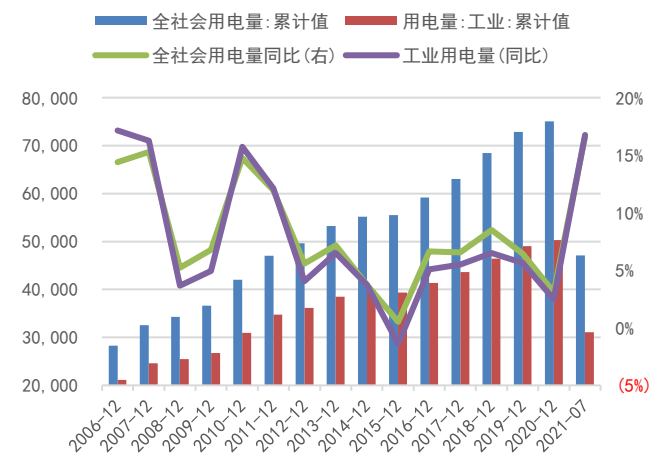
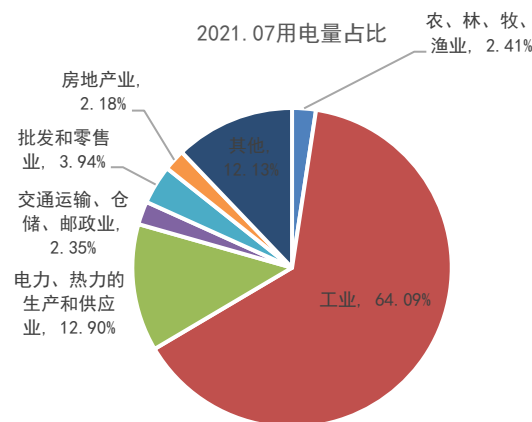


# 一、拉闸限电背后的“供需缺口”

电力供给局部不足的主要原因分析有三：

## ①以出口为代表的需求拉动用电量大幅增加

需求带动下，全社会用电量（1-8月）、工业用电量（前7个月）累计分别为54,704亿千瓦时、31,099亿千瓦时，同比分别增长13.8%、16.8%。工业用电增量主要集中于黑色金属、有色金属、化学原料及制品等细分行业。



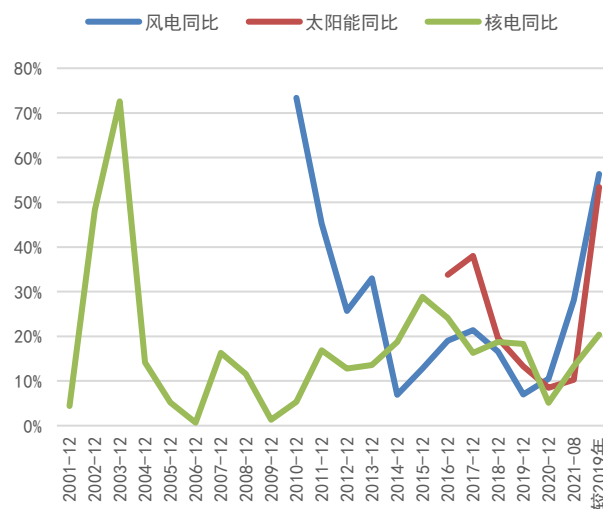
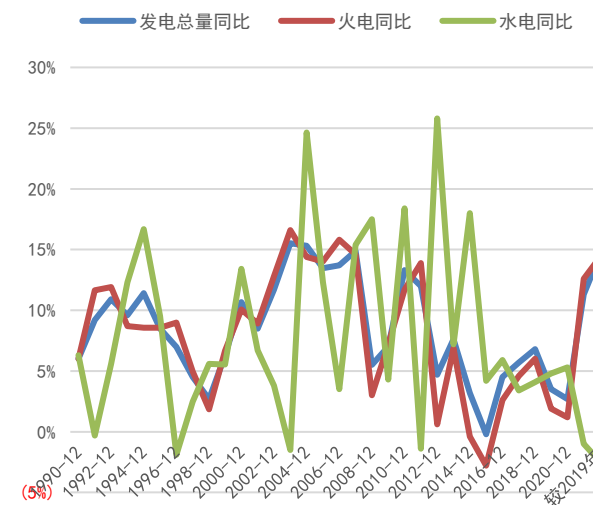
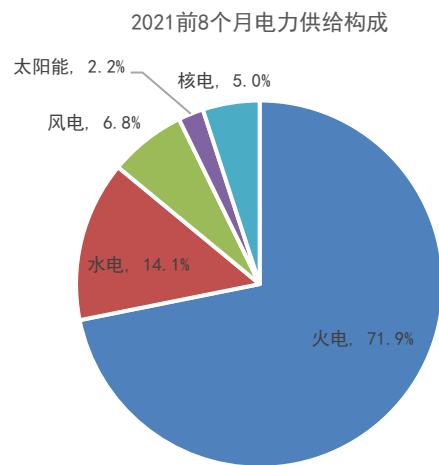
制造业主要细分行业用电量变化/亿千瓦时							
行业	2021.01~07	较2020	较2019	2020年	2019年	2018年	2017年
工业	31,099	4,467	3,876	50,297	49,073	46,456	43,624
制造业	23,655	3,803	3,270	37,721	36,303	34,630	32,627
其中:纺织业	999	211	75	1,552	1,648	1,634	1,681
化学原料及化学制品制造业	2,911	407	310	4,766	4,529	4,463	4,456
橡胶和塑料制品业	936	175	136	1,482	1,427	1,374	1,348
非金属矿物制品业	2,342	380	314	3,856	3,692	3,496	3,303
黑色金属冶炼及压延加工业	3,747	508	490	5,956	5,681	5,424	4,976
有色金属冶炼及压延加工业	3,880	431	465	6,464	6,163	5,717	5,466
金属制品业	1,386	238	57	2,175	2,345	2,274	1,849
通用设备制造业	655	143	132	980	918	821	#N/A
汽车制造业	373	91	98	564	497	441	#N/A
电气机械和器材制造业	630	160	160	920	839	714	#N/A

# 一、拉闸限电背后的“供需缺口”

电力供给局部不足的主要原因分析有三：

## ②水力发电小年；

2021年前8个月，累计发电53,894亿千瓦时、同比增长11.3%，火电、水电、风电、太阳能、核电累计发电量分别为38,723亿千瓦时、7,617亿千瓦时、3,651亿千瓦时、1,204亿千瓦时、2,699亿千瓦时，同比分别+12.6%、-1.0%、28.1%、10.3%、13.3%。第二大来源水电供给不足是电力供给不足的主要原因之一。



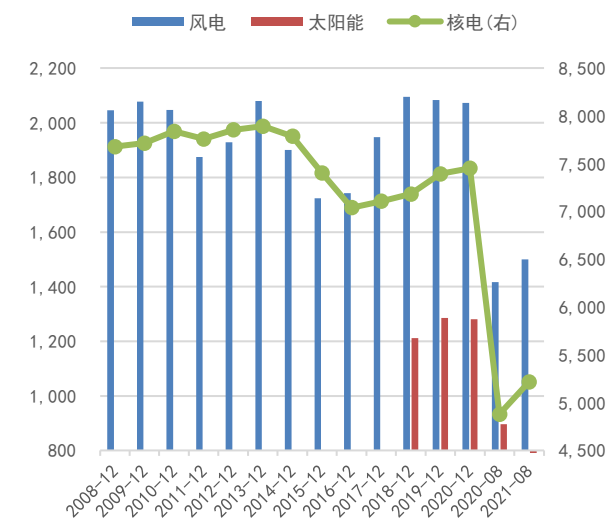
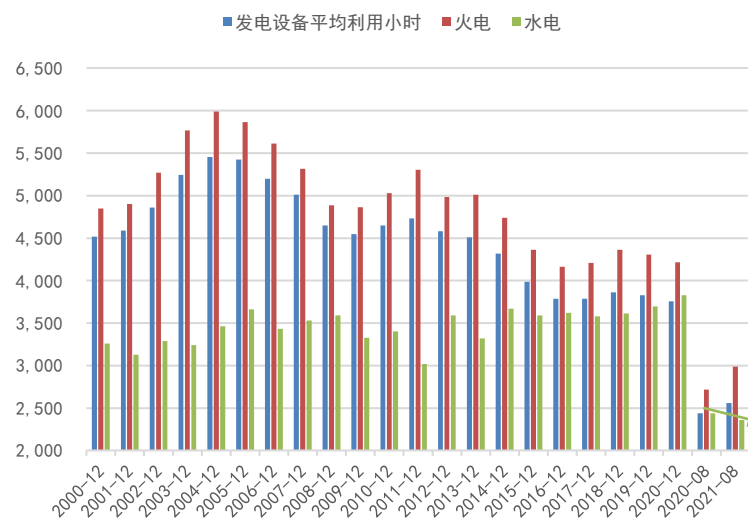
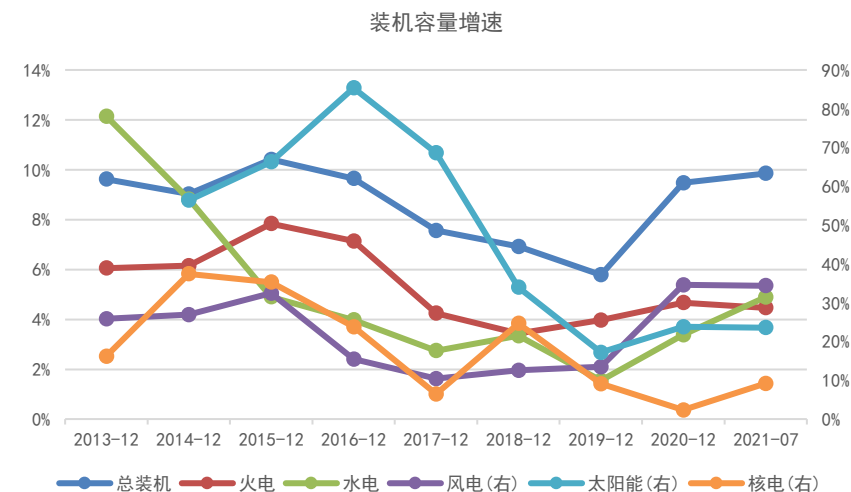
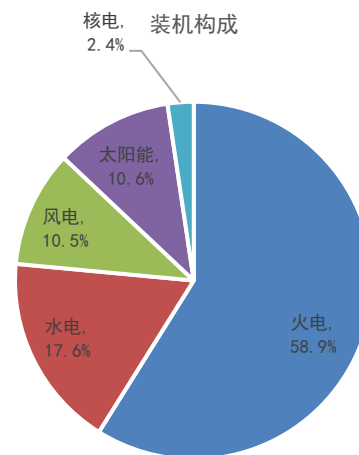
# 一、拉闸限电背后的“供需缺口”

电力供给局部不足的主要原因分析有三：

## ②水力发电小年；

装机容量上，截至2021年7月，总装机22.72亿千瓦、同比增9.9%，火电、水电、风电、太阳能、核电装机分别12.73、3.81、2.93、2.71、0.53亿千瓦，同比分别增长4.5%、4.9%、34.4%、23.6%、9.2%。从增速上看，水电、核电装机略有提速，火电、风电、太阳能微降。

分析认为，水电少发主要是因为气候变化下，部分机组发电效率回落，前8个月平均利用小时数同比减少79个小时（火电增270个小时、风电增83个小时、核电增338个小时，太阳能基本持平）。



# 一、拉闸限电背后的“供需缺口”

电力供给局部不足的主要原因分析有三：

## ③煤价飙高，火电替代乏力

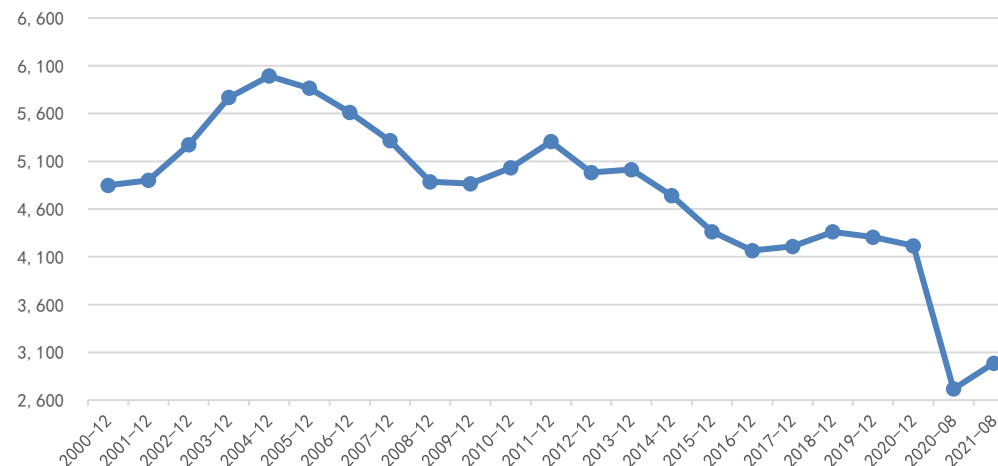
2021年9月30日，动力煤期货结算价1,330元/吨，较2020年4月28日区间低点增长173%，尤以6月以来煤炭价格直线上扬。

2021年火力发电利用小时虽有明显增加，但较区间高点仍有很大空；而煤价的高企抑制了火电增量。

期货结算价(活跃合约):动力煤



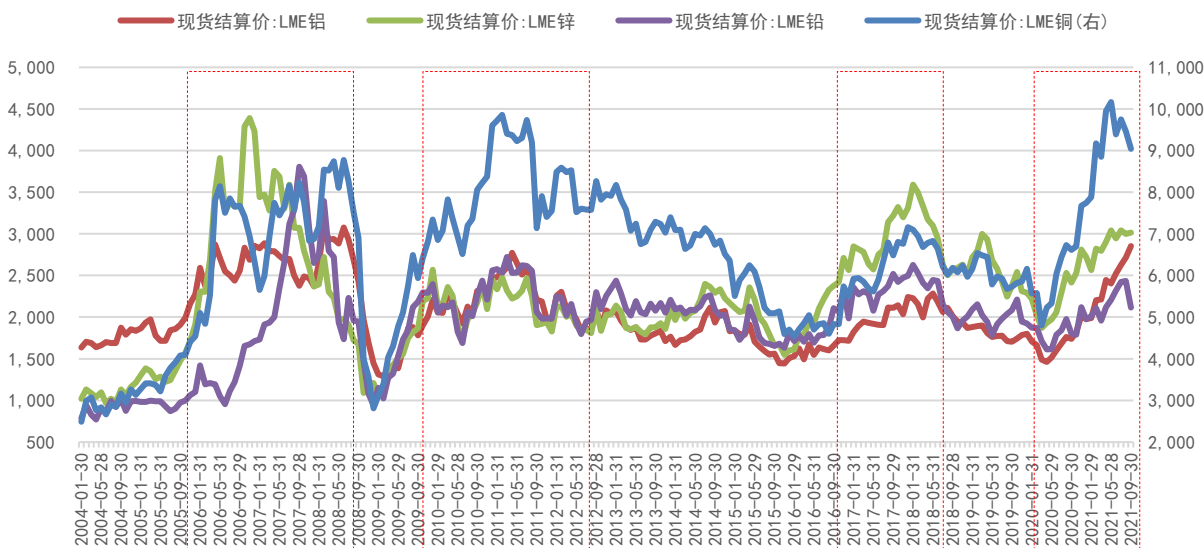
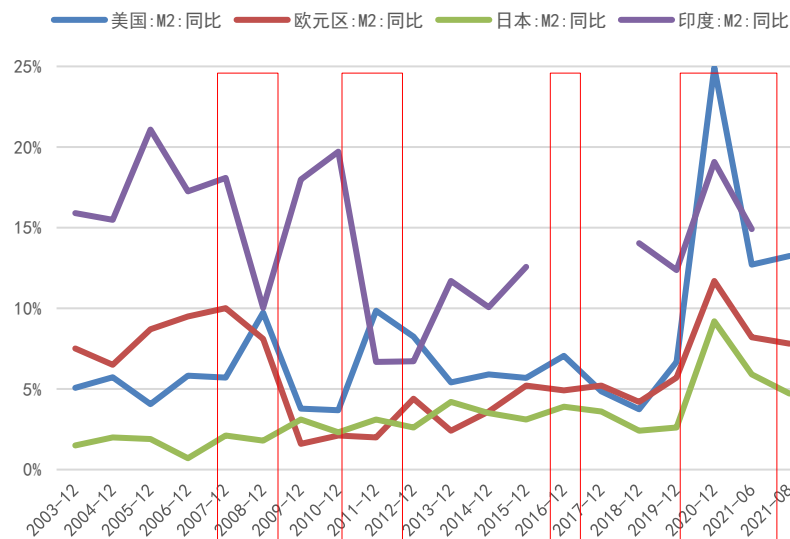
火电



## 二、涨价下的周期股“盛宴”

2020新冠疫情冲击下，各主要经济体大发货币，力度尤胜2008年经济危机期间。截至2021年8月末，美国M2余额20.78万亿美元、同比增13.2%，同期欧元区、日本M2增幅分别为7.8%、4.7%，均处于2000年以来较高区间位置。

货币超发带来大宗商品价格显著上升，铜、铝、锌、铅、镍等金属价格与美国M2增速变动区间一致；叠加地区风云变幻，原油价格迅速上涨，关连化工产品价格直线上涨。

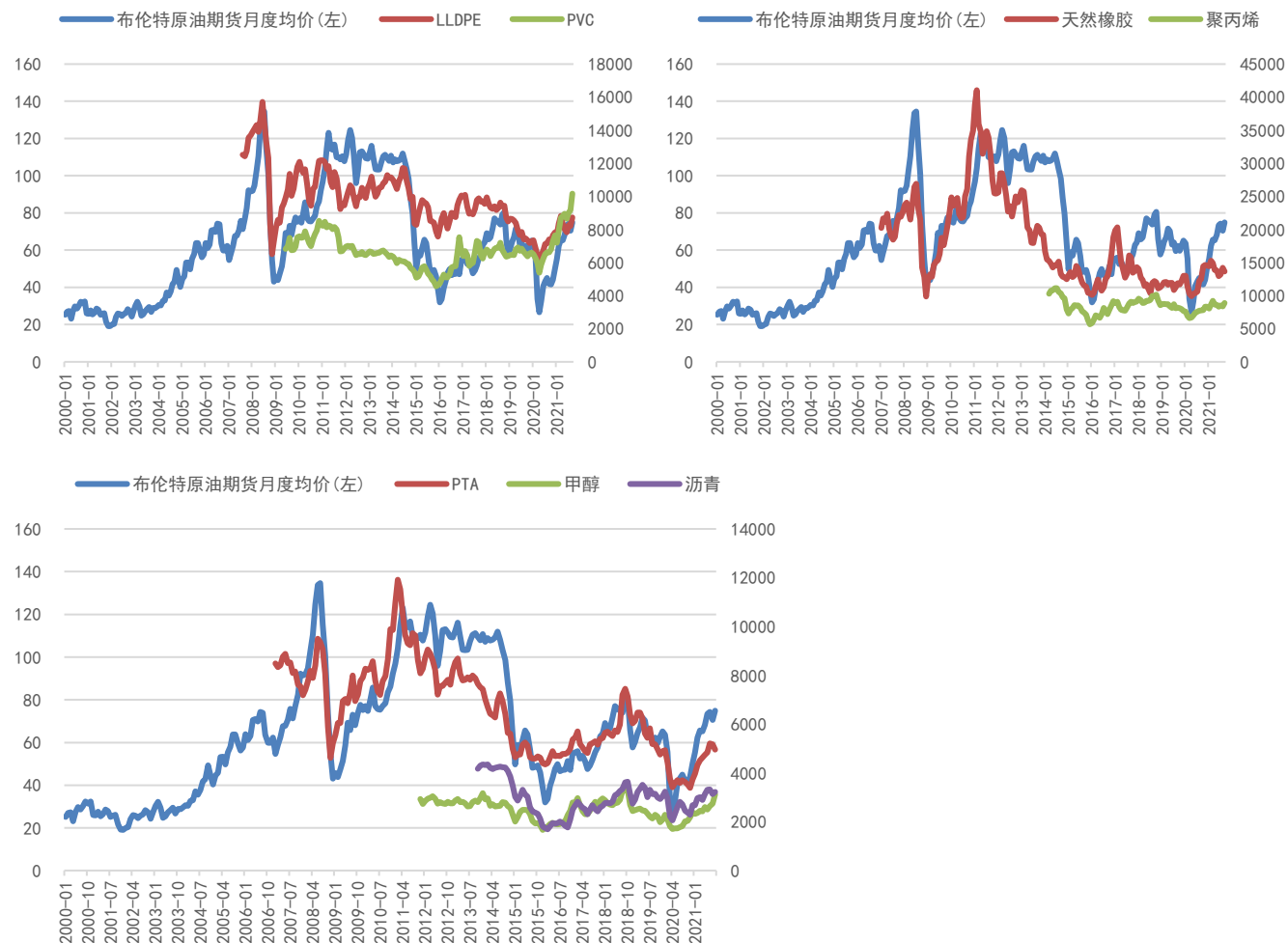


伦敦金属交易所金属期货价格变动 (美元/吨)						
	LME铜	LME铝	LME锌	LME铅	LME锡	LME镍
2020-03	4,797	1,489	1,868	1,712	14,401	11,235
2021-09	9,041	2,851	3,015	2,114	36,600	18,180
涨幅	88.5%	91.5%	61.4%	23.5%	154.1%	61.8%

## 二、涨价下的周期股“盛宴”

2020新冠疫情冲击下，各主要经济体大发货币，力度尤胜2008年经济危机期间。截至2021年8月末，美国M2余额20.78万亿美元、同比增13.2%，同期欧元区、日本M2增幅分别为7.8%、4.7%，均处于2000年以来较高区间位置。

货币超发带来大宗商品价格显著上升，铜、铝、锌、铅、镍等金属价格与美国M2增速变动区间一致；叠加地区风云变幻，原油价格迅速上涨，关连化工品价格直线上涨。



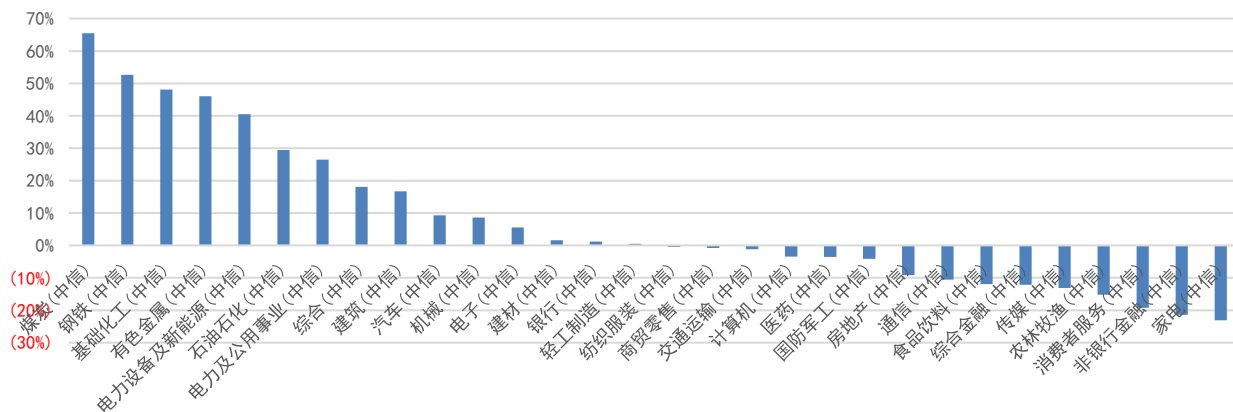
期货月平均价格（美元/桶、元/吨）								
	布伦特原油	LLDPE	PVC	天然橡胶	PTA	甲醇	沥青	聚丙烯
2020-04	26.64	6,305.95	5,380.24	9,927.14	3,411.90	1,710.95	2,062.48	6,680.29
2021-09	74.88	8,734.00	10,174.25	13,633.25	4,954.80	3,123.05	3,222.00	8,875.60
涨幅	181.1%	44.7%	89.1%	37.3%	45.2%	82.5%	56.2%	32.9%

## 二、涨价下的周期股“盛宴”

产品价格的快速上涨带动能源、金属、化工等相关板块上市公司股价、业绩双增长。截至2021年9月30日，中信一级行业累计涨跌幅前五的分别为煤炭、钢铁、基础化工、有色金属、电力设备及新能源，涨幅分别为65.54%、52.70%、48.15%、46.05%、40.54%；净利润增幅分别为66.1%、238.5%、166.6%、276.4%、55.5%。

同时，得益于产品价格的上行，周期行业销售净利率等盈利指标也恢复至过往十年来较高位置，行业景气度高。

2021年1-9月累计涨跌幅

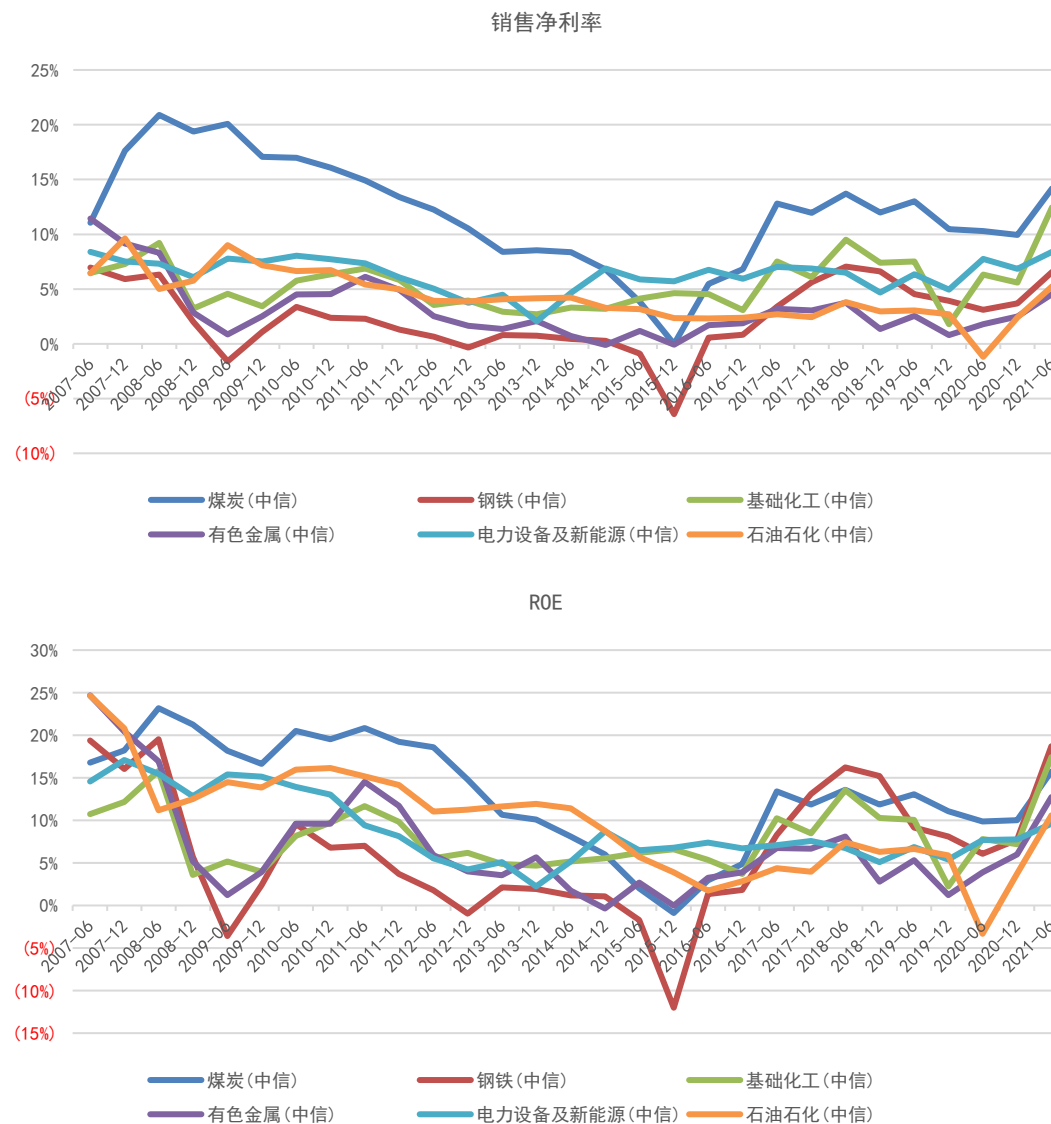


中信一级行业业绩表现													
行业	营业收入	同比	净利润 (2021-06)	净利润 (2020-06)	同比	较2019	行业	营业收入	同比	净利润 (2021-06)	净利润 (2020-06)	同比	较2019
煤炭	6,383.88	20.5%	905.40	545.17	66.1%	37.5%	纺织服装	1,833.14	30.7%	120.61	71.24	69.3%	22.8%
钢铁	13,734.92	59.9%	900.67	266.06	238.5%	140.3%	商贸零售	9,525.34	30.5%	182.40	131.19	39.0%	-23.5%
基础化工	9,132.10	35.1%	1,136.75	426.37	166.6%	130.7%	交通运输	14,474.43	46.2%	952.32	10.47	8995.7%	21.8%
有色金属	12,710.62	49.4%	576.94	153.28	276.4%	193.9%	计算机	5,856.80	21.1%	188.62	143.32	31.6%	2.3%
电力设备及新能源	8,589.91	43.5%	720.32	463.23	55.5%	196.5%	医药	10,357.81	27.5%	1,227.65	817.77	50.1%	71.6%
石油石化	30,143.20	27.1%	1,575.68	-281.08	#N/A	66.9%	国防军工	1,759.48	24.1%	148.91	114.84	29.7%	74.5%
电力及公用事业	8,392.79	31.3%	850.97	756.87	12.4%	29.5%	房地产	12,566.71	30.5%	900.35	1,030.34	-12.6%	-28.0%
综合	3,902.43	40.6%	88.66	44.43	99.6%	0.9%	通信	6,243.18	15.4%	231.19	206.78	11.8%	160.0%
建筑	35,164.36	32.3%	1,218.62	913.95	33.3%	27.8%	食品饮料	4,470.10	17.5%	894.36	759.62	17.7%	27.8%
汽车	14,651.19	35.8%	674.88	341.96	97.4%	22.3%	综合金融	210.88	24.7%	26.29	24.83	5.9%	#N/A
机械	8,441.51	39.5%	715.73	454.58	57.5%	83.0%	传媒	2,562.28	20.7%	288.36	170.09	69.5%	97.0%
电子	10,132.57	56.5%	970.74	374.03	159.5%	216.2%	农林牧渔	4,921.57	71.4%	158.74	342.37	-53.6%	64.9%
建材	2,946.73	31.8%	443.56	337.23	31.5%	24.3%	消费者服务	805.52	59.6%	69.76	-18.25	#N/A	-2.7%
银行	28,919.69	6.3%	9,830.58	8,686.10	13.2%	8.7%	非银行金融	22,720.40	7.2%	2,852.97	1,840.43	55.0%	4.5%
轻工制造	2,520.46	47.6%	228.70	117.46	94.7%	74.5%	家电	6,568.41	29.0%	460.31	343.10	34.2%	0.3%

## 二、涨价下的周期股“盛宴”

产品价格的快速上涨带动能源、金属、化工等相关板块上市公司股价、业绩双增长。截至2021年9月30日，中信一级行业累计涨跌幅前五的分别为煤炭、钢铁、基础化工、有色金属、电力设备及新能源，涨幅分别为65.54%、52.70%、48.15%、46.05%、40.54%；净利润增幅分别为66.1%、238.5%、166.6%、276.4%、55.5%。

同时，得益于产品价格的上行，周期行业销售净利率等盈利指标也恢复至过往十年来较高位置。



## 二、后续怎么走

①电力缺口仍将存在，动力煤价格次高位置震荡

☆9月中下旬以来，部分企业用电受限，但随冬季临近，取暖等居民生活用电增加，整体用电需求维持旺盛；

☆受限于自然条件，水电走弱将延续，供给增量难以覆盖需求增长，电力缺口仍存在；

☆保障民生需要，煤炭供给增加，对当前高位煤价有一定压制；火电替补+供暖用煤，煤炭消费需求保持强劲，煤炭或小幅回落至次高位置震荡。

## 二、后续怎么走

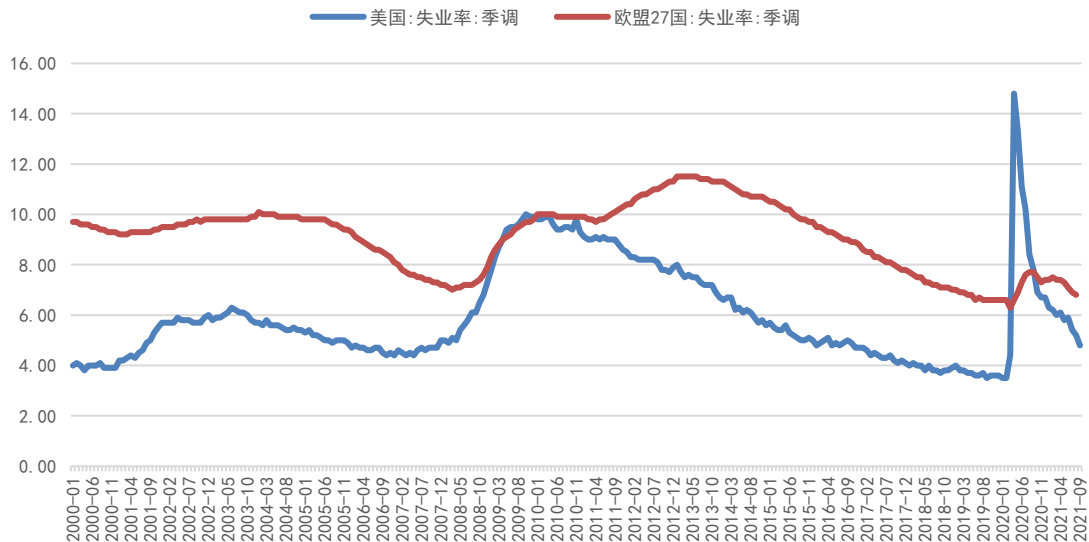
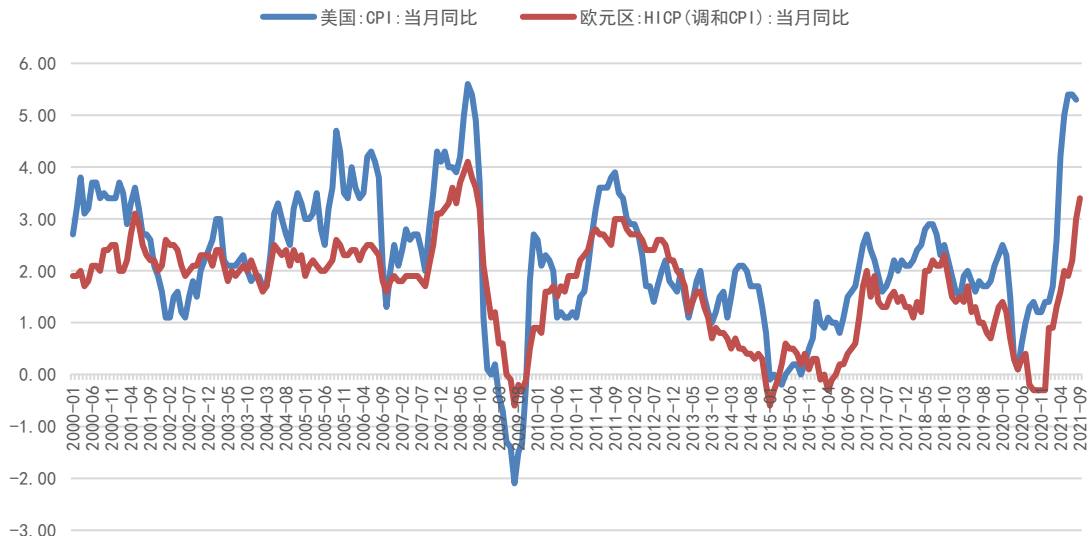
②大宗商品年内仍将维持高价，2022Q1或有变局

☆电力缺口+保障民生，高耗能产业限电将会持续，供给减弱对价格形成支撑；

☆货币宽松退出仍需时间，超发带来的价格上涨仍需时间消化。

☆能源短缺全球蔓延，各方压力下增加供给或亦不远；

☆美国等海外经济体CPI高企，叠加失业率回落，2022年度货币超发大概率逐步退潮，大宗商品价格或将回落。



# 免责声明

- 本报告所载管理人业绩表现均为过往历史业绩，并不预示管理人未来业绩表现，管理人管理的其他基金的业绩，并不构成投资者拟投资基金的业绩保证。
- 本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但本公司不对其准确性或完整性做出任何保证，本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。本报告所载全部内容仅作参考之用，并不构成对报告接收人的投资建议，亦不应被视为购买或销售本报告所载基金及其他任何金融产品的某种要约。
- 本报告并非意图发送、发布给当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不因报告接收人收到本报告而视其为本公司的客户。本报告不应视为对特定客户关于特定金融工具或产品的建议或策略，本报告接收人需保持自身的独立判断。
- 除非法律法规有明确规定。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。