

行业研究/动态点评

2018年10月25日

行业评级:

公用事业 增持 (维持)  
电力 II 增持 (维持)

**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

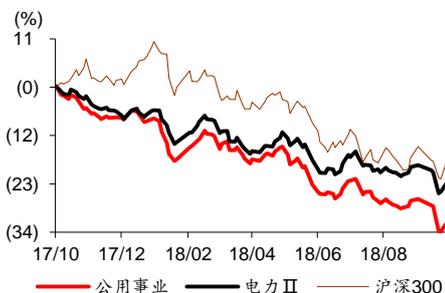
**张雪蓉** 执业证书编号: S0570517120003  
研究员 021-38476737  
zhangxuerong@htsc.com

**赵伟博** 010-56793949  
联系人 zhaoweibo@htsc.com

相关研究

- 1 《华测检测(300012,买入): 3Q 利润率+4pct, 现金流大幅好转》2018.10
- 2 《公用事业: 行业周报 (第四十二周)》2018.10
- 3 《公用事业: 9月发电量季节性走低, 继续看多火电》2018.10

一年内行业走势图



资料来源: Wind

气温等因素带动用电量环比增速走弱, 二产需求是主因

用电量持续高增长, 火电板块受益明显

根据国家能源局公布数据, 9月份全社会用电量 5742 亿千瓦时, 同比增长 8%, 1-9 月, 全社会用电量累计 51061 亿千瓦时, 同比增长 8.9%。增速创 2012 年以来新高, 我们测算得到第二产业为增量用电需求的贡献主体, 第三产业和居民端在增量用电需求中增长趋势快, 经济新动能尽显。我们判断电力需求韧性持续增强, 看好未来电力需求的持续放量, 我们持续建议超配火电板块, 继续推荐华电国际。

电量数据高景气, 第三产业及居民端增速亮眼

根据国家能源局公布数据, 1-9 月全社会用电总量增速高达 8.9%, 创 2012 年以来新高, 我们测算得到第一产业/第二产业/第三产业/城乡居民用电增速贡献率为-8.5%/49.9%/38.3%/20.3%, 第一产业/第二产业/第三产业/居民部门累计用电量分别为 555 亿千瓦时、34714 亿千瓦时、8259 亿千瓦时、7534 亿千瓦时, 分别同比增长 9.8%、7.3%、13.5%、11.5%, 第三产业及居民端增速亮眼。

9月全社会用电增速环比走低, 气温等因素影响较大。

根据国家能源局发布的数据测算, 2018 年 9 月, 一产/二产/三产/城乡居民用电增速环比+1.6pct、-1.9pct、+2.0pct、+0.2pct, 全社会用电量用电增速环比下降 0.85pct, 结合 9 月份第二产业用电量在全社会用电量中占比高达 64%, 我们认为第二产业增速环比走低是导致全社会用电量增速环比走低的主因。此外, 9 月份第三产业和城乡居民用电总和也环比降低 207 亿度, 我们认为气温等季节性因素在当中扮演着重要角色, 根据国家统计局数据, 9 月 1 日至 28 日, 全国平均气温约 17°C, 比去年同期偏低 1.2°C。

需求韧性不容小觑, 持续推荐火电板块

在新兴经济板块持续做大的背景下, 结合三产及居民端用电需求弹性低等因素, 我们判断电力需求韧性持续增强, 看好未来电力需求的持续放量。基于火电三因素全面趋好的分析, 我们持续建议超配火电板块, 继续推荐华电国际 (高弹性低估值)。

风险提示: 电力需求走低, 煤价超预期增长, 汛期来水大幅增加。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
600027.SH	华电国际	3.78	买入	0.04	0.21	0.36	0.44	94	18	11	9

资料来源: 华泰证券研究所

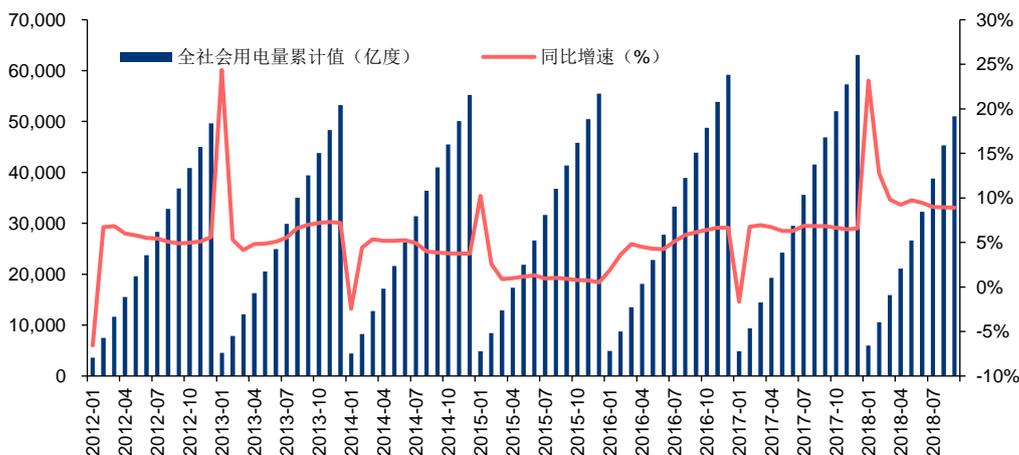
## 前九个月电力需求持续高景气

### 1-9月累计用电量增速高达8.9%，创2012年以来新高

9月用电量增速持续处于高位，看好全年高增长。根据国家能源局公布数据，9月份全社会用电量5742亿千瓦时，同比增长8%，1-9月，全社会用电量累计51061亿千瓦时，同比增长8.9%。

2018年以来用电量数据持续高景气。根据wind数据库，2018年1月至9月累计用电量增速分别为23.2%、12.8%、9.8%、9.2%、9.8%、9.4%、9.0%、9.0%、8.9%，前九个月累计用电量同比增速创2012年以来新高。

图表1：2018年以来全社会用电量持续高增长



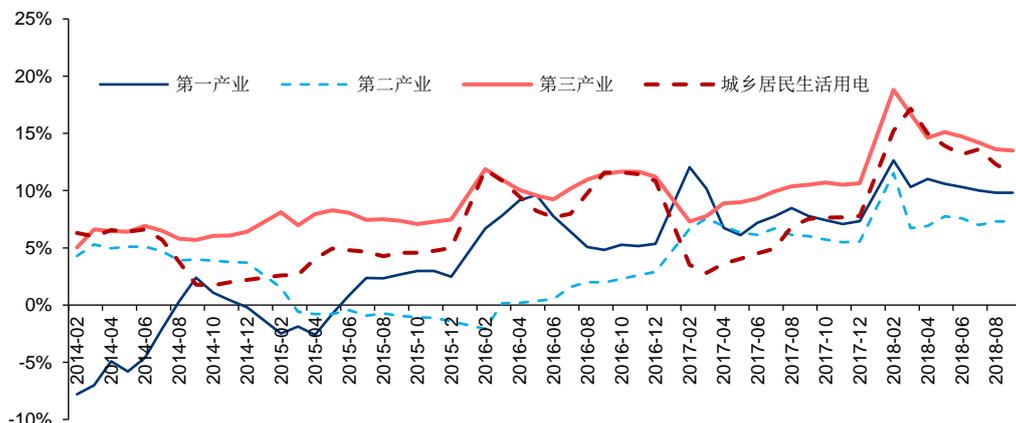
资料来源：中电联，华泰证券研究所

### 第三产业及居民部门增速继续跑赢第一产业&第二产业

分产业看，2018年9月份第一产业/第二产业/第三产业/居民部门用电量分别为73亿千瓦时、3623亿千瓦时、1016亿千瓦时、1032亿千瓦时，分别同比增长10.3%、7%、12.8%、6.9%。

从累计数值来看，2018年1-9月份第一产业/第二产业/第三产业/居民部门累计用电量分别为555亿千瓦时、34714亿千瓦时、8259亿千瓦时、7534亿千瓦时，分别同比增长9.8%、7.3%、13.5%、11.5%。

图表2：四大用电部门累计用电同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

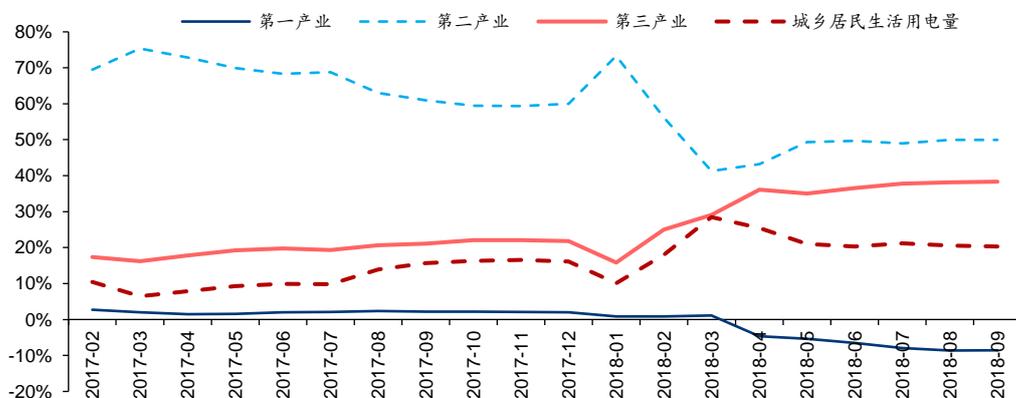
第二产业对用电增量贡献最大，第三产业及城乡居民用电对用电增量贡献增长态势快。我们构建下面公式，拆分特定行业单月电力消费对全社会电力消费增量的贡献：  

$$X \text{ 行业 } Y \text{ 年 } M \text{ 月 贡献率} = \frac{(X \text{ 行业 } Y \text{ 年 } M \text{ 月 消费量} - X \text{ 行业 } (Y-1) \text{ 年 } M \text{ 月 消费量}) \div (\text{全社会用电量 } Y \text{ 年 } M \text{ 月 消费量} - \text{全社会用电量 } (Y-1) \text{ 年 } M \text{ 月 消费量}) \times 100\%$$
 基于上述公式，我们测算得到2018年1-9月电力累计消费增量各个产业贡献比例如下：

- 1) 第一产业贡献率为-8.5%（消费总量占比1%）；
- 2) 第二产业贡献率为49.9%（消费总量占比68%）；
- 3) 第三产业贡献率为38.3%（消费总量占比16%）；
- 4) 城乡居民生活用电贡献率为20.3%（消费总量占比15%）。

不难发现，第二产业是我国用电消费的主体，也是用电增量的最大贡献端，这与我国当前经济发展阶段和产业结构息息相关。

图表3：累计用电量贡献率拆分

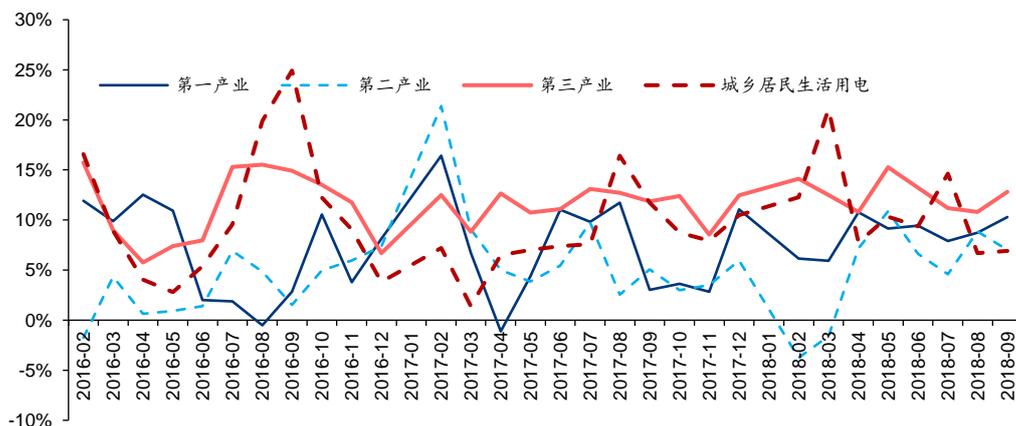


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 9月用电增速环比走低0.85pct，第二产业用电需求走弱是主因

全社会用电增速环比走低，第二产业为主因。根据国家能源局发布的数据测算，2018年9月，一产/二产/三产/城乡居民用电增速环比+1.6pct、-1.9pct、+2.0pct、+0.2pct，全社会用电量用电增速环比下降0.85pct，结合9月份第二产业用电量在全社会用电量中占比高达64%，我们认为第二产业增速环比走低是导致全社会用电量增速环比走低的主因。

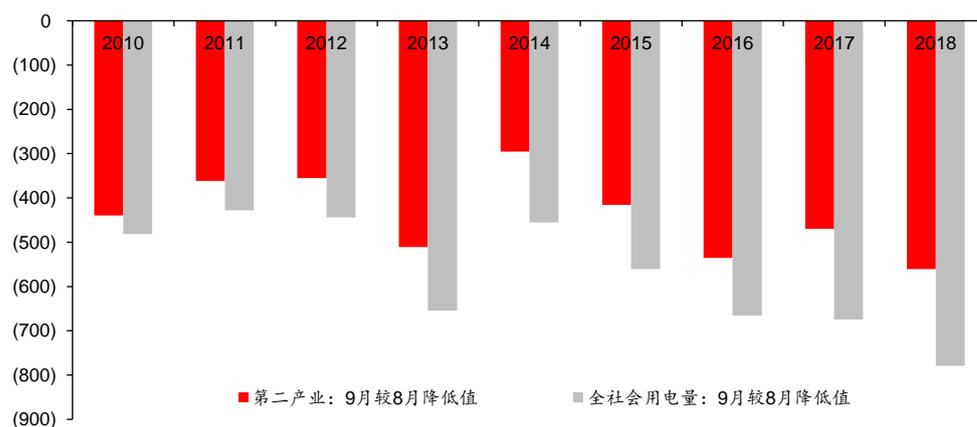
图表4：四大用电部门当月用电同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

历史来看，9月用电量呈现周期性降低特征，且第二产业用电量环比降低是驱动全社会用电量环比降低的主要因素。通过梳理2010年至今的用电量数据，可以发现9月份第二产业用电量和全社会用电量皆处于环比降低态势，且第二产业用电量环比降低值在全社会用电量环比降低值中占比较高，2010-18年比例分别为91%、85%、80%、78%、65%、74%、80%、70%、72%，由此可见，9月第二产业用电量环比降低是驱动全社会用电量环比降低的主要因素，此外，9月份第三产业和城乡居民用电总和也环比降低207亿度，我们认为气温等季节性因素在当中扮演着重要角色，根据国家统计局数据，9月1日至28日，全国平均气温约17°C，比去年同期偏低1.2°C。

图表5：历史来看，9月第二产业用电量环比降低是驱动全社会用电量环比降低的主要因素



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 用电需求韧性不容小觑，继续推荐火电板块

我们认为，在第三产业等新兴经济板块持续做大做强的背景下，考虑到第三产业和居民端用电需求弹性低于工业制造业，预计我国电力需求韧性处于持续增强阶段，我们看好未来电力需求的持续放量。

近期火电行业重大利好政策迭至：1) 7月发改委发文要求积极推进电力市场化交易机制进一步完善，逐步建立“基准电价+浮动电价”形成机制，我们认为制约火电股最根本的盈利模式有望改善；2) 年内多个省份相继出台自备电厂整治措施，尤其是国内自备电厂装机最多的山东迈出了规范自备电厂的实质性步伐，显示政府方面整治自备电厂的强大决心，我们预计后续或将有更多省份出台规范自备电厂运作的政策，自备电厂生存空间有望缩小，腾挪售电市场利好正规火电龙头。我们预计未来火电股有望迎来业绩和估值双升，继续推荐华电国际（高弹性低估值）。

### 风险提示

- (1) 电力需求走低：如果电力需求走低，将会利空火电企业收入端增长；
- (2) 煤价超预期增长：煤炭等燃料成本是火电企业成本端中占比最高的部分，如果煤炭价格超预期增长，将会显著挤压火电企业盈利空间；
- (3) 汛期来水大幅增加：如果来水增加明显，水电发电量将会显著增加，挤压火电发电量。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。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、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com