

公用事业及环保产业行业研究

行业专题研究报告

证券研究报告

公共事业与环保组

分析师：张君昊（执业 S1130524070001）
zhangjunhao1@gjzq.com.cn

分析师：唐执敬（执业 S1130525020002）
tangzhijing@gjzq.com.cn

联系人：汪知瑶
wangzhiyao@gjzq.com.cn

1-2 月用电：暖冬&二产结构转型，用电增长短期承压

投资逻辑

- 总览：1-2 月全社会用电增速为 1.3%、环比下滑 2pct，中枢下移主要受到居民、二产用电拖累以及闰月的影响。
- ✓ 一方面，1-2 月制造业多数子行业用电增速均环比下滑、尤其是高耗能相关行业，使得二产用电增长持续放缓。
- ✓ 另一方面，1-2 月进入传统用电旺季，暖冬因素致使居民部门用电需求增长大幅放缓。
- ✓ 此外，1-2 月用电需求中枢下行还受到闰月影响。剔除闰月影响后，二产、三产用电增速分别恢复到 2.9%、5.6%，环比 12M24 基本持平，只有城乡居民用电受暖冬影响较大、继续保持 3.1pct 的较大幅度增速环比降幅。
- 分行业：用电结构转变带来 25 年初各板块表现分化。
- ✓ 高耗能&其他：高耗能产业增长乏力，为 25 年初用电增长承压的重要原因之一。受去年同期高基数以及 25 年初地产基建需求相对承压的影响，1-2M25 四大高耗能行业用电增速-0.3%，增速环比、同比分别下降 1.5pct、5.6pct。针对二产而言，该结构性变化带来的影响其实从 2H24 开始就已较为清晰的反映在了二产电力消费弹性系数的下滑、以及二产用电增速和规上工业增长价值脱钩（前者明显小于后者）的现象中。
- ✓ 分六大板块：TMT 服务用电增长韧性较强，其他板块增速均低于过去三年平均。
 - 1) 能源板块——1-2 月板块用电同比+3.2%，日均增速环比、同比下滑主因暖冬削弱制暖耗能需求强度所致。
 - 2) 地产周期板块——1-2 月用电增速为+0.7%，增速环比、同比分别下滑 1.06pct、6.53pct。日均同比来看，建筑业、传统四大高耗能用电降幅最大，或主要受到年初地产基建需求相对承压以及去年同期高级数的影响。
 - 3) 制造板块——1-2 月用电增速为+1.1%，增速环比、同比分别下滑 6.84pct、17.12pct。细分子行业表现呈现三大特征：①以电气设备制造为代表的新兴高耗能行业受到产能过剩影响、用电增速持续下滑；②以 TMT 制造为代表的新兴高科技制造业用电受 AI 发展驱动而具备增长韧性，增速、新增用电贡献率均在子行业中保持领先；③受到“设备更新、以旧换新”政策驱动的传统设备制造增长速度持续领先。
 - 4) TMT 服务板块——1-2 月用电量同比+11.9%、增速环比基本维稳、仅小幅回落 0.7pct。板块维持同比双位数的高增长，增速在六大板块中保持领先，主因 AI 产业链发展带动网络信息和软件服务相关领域用电持续高增。
 - 5) 消费板块——1-2 月板块用电量同比+3.6%、增速环比下降 1.56pct。其中批发和零售业增速已连续一年时间位列子行业增速第一，除线下消费持续修复外，还主因电车持续渗透带动充换电服务业用电高增所致。
 - 6) 交运板块——1-2 月用电量同比+2.6%、增速环比下降 2.2pct，或因春节期间户外出行强度降低、货运量减少所致；增速同比下降幅度达到 13.7pct，主因交运板块受去年同期高基数影响相对较大。
- 区域视角：1-2M25 西南用电增速领先，华东增速排名下滑。1-2M25 增速前十的省份主要集中在西南地区以及华东、华北的部分区域，增速 TOP10 由高到低依次为：西藏、云南、贵州、山西、浙江、福建、重庆、黑龙江、内蒙、山东。从排名变化来看，部分 24 年维持高用电增速的华东地区省份（如江苏、安徽）短期内受到“抢出口”效应减弱、区域内新兴高耗能用电增速下滑的影响，增长排名较 24 年有较大幅度的下滑；而华北（如山西、天津）、东北（黑龙江、辽宁、吉林）的部分地区受到上述影响较小，用电增长韧性凸显、增速排名普遍上行。

投资建议

- 火电：建议关注发电资产主要布局在电力供需偏紧、发电侧竞争格局较好地区的火电企业如华电国际。水电板块：建议关注水电运营商龙头长江电力。核电：建议关注电价市场化占比提升背景下，核电龙头企业中国核电。新能源板块：建议关注新能源龙头企业龙源电力（H）。

风险提示

- 新增装机容量不及预期；下游利用小时数不及预期；电力市场化进度不及预期；煤价维持高位影响火电盈利等。

内容目录

1、总览：受二产/居民用电增长承压和闰月影响，全社会用电增速中枢下移	4
2、分行业：用电结构转变带来 25 年初各板块表现分化	5
2.1 高耗能&其他：高耗能产业增长乏力，为 25 年初用电增长承压的重要原因之一	5
2.2 分六大板块：TMT 服务用电增长韧性较强，其他板块增速均低于过去三年平均	6
2.2.1 能源板块：暖冬因素削弱用电需求，日均增速环比-2.79pct	8
2.2.2 地产周期板块：板块总用电增速下滑，建筑行业用电增速降幅最大	9
2.2.3 制造板块：其他制造业增速居首，TMT 制造业新增贡献率最高	9
2.2.4 TMT 服务板块：用电需求同比增长 11.9%，增速环比基本维稳	11
2.2.5 消费板块：电气化水平提升支撑批零行业用电量增速保持子行业第一	11
2.2.6 交运板块：用电需求同比增长 2.6%，受季节性因素影响、增速环比下滑	12
3、分地区看：1-2M25 西南用电增速领先，华东部分省份增速排名下滑	13
4、投资建议	14
5、风险提示	15

图表目录

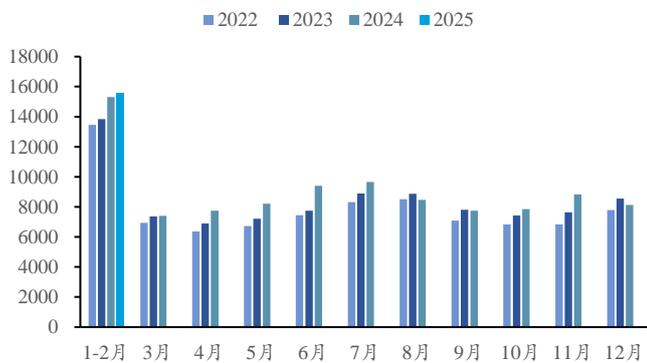
图表 1：1-2M25 用电量 15564 亿千瓦时（亿千瓦时）	4
图表 2：1-2M25 全社会用电增速为 1.3%	4
图表 3：1-2 月一/二/三产和居民用电占比分别为 1.3%/ 61.9%/19.1%/17.6%	4
图表 4：1-2 月一/二/三产和居民用电新增贡献率分别 6.4%/46.9%/44.6%/2.1%	4
图表 5：剔除闰月影响，1-2M25 全社会用电量同比增速恢复到 3.3%，环比持平	5
图表 6：1-2M25 四大高耗能用电增速环比下滑	5
图表 7：1-2M25 四大高耗能对全社会用电量的增量贡献率环比下滑 6pct	5
图表 8：1-2M25 四大高耗能用电增速同比下滑 5.6pct	6
图表 9：1-2M25 四大高耗能对二产用电量的增量贡献率环比下滑 29pct	6
图表 10：2H24 开始规上工业增加值增速和工业用电增速持续脱钩	6
图表 11：2H24 开始二产的电力消费弹性系数持续小于 1	6
图表 12：1-2M25 地产板块用电量增速低于过去三年平均	7
图表 13：1-2M25 能源板块用电量增速低于过去三年平均	7
图表 14：1-2M25 交运板块用电量增速低于过去三年平均	7
图表 15：1-2M25 消费板块用电量增速低于过去三年平均	7
图表 16：1-2M25 制造板块用电量增速低于过去三年平均	7
图表 17：1-2M25 TMT 板块用电量增速高于过去三年平均	7
图表 18：除 TMT 服务板块外，其余五大板块 1-2M25 用电量增速均低于前三年均值	8
图表 19：TMT 服务板块日均用电量同比增速最高，制造板块日均用电量环比增速最低	8
图表 20：1-2 月，能源板块月度用电量同比上升 3.2%	8
图表 21：地产周期板块 1-2 月用电增速为 0.7%、增速环比下降 1.1pct	9
图表 22：子板块中建筑业行业用电量增速为负，其余均实现正增长	9
图表 23：子板块中水电热燃增量贡献率最高	9

图表 24: 子版块中建筑业日均同比、环比降幅最大	9
图表 25: 1-2 月制造板块用电量增速为 1.06%，增速相较 12 月份环比下降 6.84pct	10
图表 26: 1-2 月制造大部分子行业用电日均增速环比下降	10
图表 27: 其他制造业日均增速环比下降幅度最大、达 13.32pct	10
图表 28: TMT 制造业新增用电贡献率最高，达 71.23%	10
图表 29: “两新”相关子行业日均用电增速在板块中领先	11
图表 30: TMT 板块 1-2 月用电量同比上升 11.9%	11
图表 31: 1-2 月消费板块用电量增速 3.6%、环比-1.56pct	12
图表 32: 1-2 月批发和零售业用电同比增速最高，达 7.2%	12
图表 33: 1-2 月批发零售业用电新增贡献率最高、达 75.4%	12
图表 34: 1-2 月所有消费板块子行业日均用电环比下降，主受季节性因素影响	12
图表 35: 1-2 月交运板块用电量同比增长 2.6%、增速环比下降 2.2pct	13
图表 36: 1-2M25 西南用电增速领先	13
图表 37: 25 年初华北、东北地区省份用电增速排名上升幅度领先	14
图表 38: 1-2 月浙江当月用电增量贡献率最高	14

1、总览：受二产/居民用电增长承压和闰月影响，全社会用电增速中枢下移

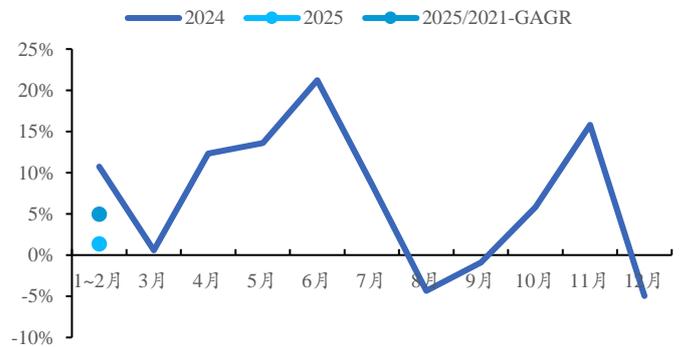
- 1-2月全社会用电增速为1.3%、环比下滑2pct，主要受到二产、居民用电的拖累。
- ✓ 1-2月全社会用电量15564亿千瓦时，各部门用电量均稳步录得正增长，但除一产外增速均环比下滑，二产、三产、居民用电增速分别下滑1.3pct、1.7pct、4.9pct。从增量贡献率看，第二产业、城乡居民用电新增贡献率较上年同期分别下降8pct、15.8pct；第一产业、第三产业用电新增贡献率较上年同期分别上升5.2pct、18.6pct。
- ✓ 综合以上数据，可见二产、居民板块是拖累1-2月用电增长承压的重要因素。一方面，1-2月制造业多数子行业用电增速均环比下滑、尤其是高耗能板块相关行业，使得二产用电增长持续放缓；此外，1-2月进入传统用电旺季，暖冬因素致使居民部门用电需求增长大幅放缓。总体来说，经济活动修复、数字化转型、电气化水平提升等因素驱动三产贡献率较同期增长明显，体现出相对较强的增长韧性。

图表1：1-2M25用电量15564亿千瓦时（亿千瓦时）



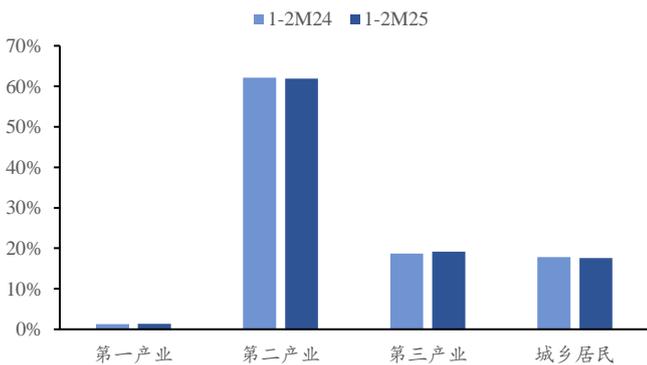
来源：中电联、国金证券研究所

图表2：1-2M25全社会用电增速为1.3%



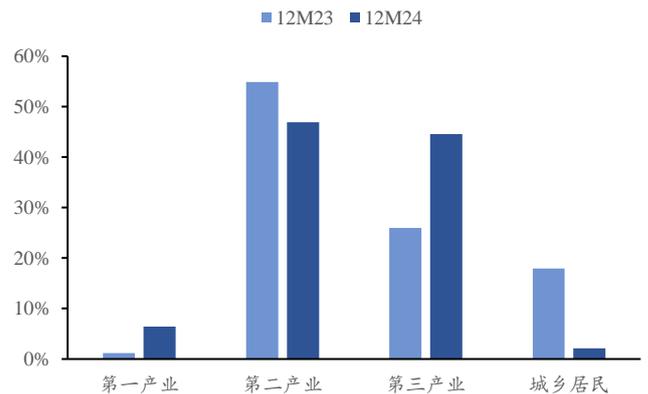
来源：中电联、国金证券研究所

图表3：1-2月一/二/三产和居民用电占比分别为1.3%/61.9%/19.1%/17.6%



来源：中电联、国金证券研究所

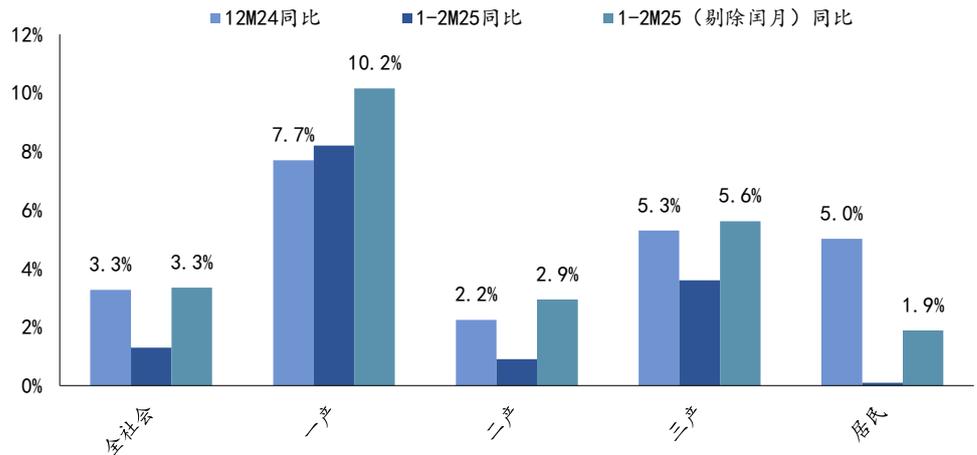
图表4：1-2月一/二/三产和居民用电新增贡献率分别为6.4%/46.9%/44.6%/2.1%



来源：中电联、国金证券研究所

- 此外，1-2月用电需求中枢下行还受到闰月影响（今年2月28天、去年2月29天），若剔除闰月影响，日均用电同比口径来看，全社会用电量同比增速恢复到3.3%，其中二产、三产用电增速分别恢复到2.9%、5.6%，环比12M24基本持平，只有城乡居民用电受暖冬影响较大、继续保持3.1pct的较大幅度增速环比降幅。

图表5: 剔除闰月影响, 1-2M25 全社会用电量同比增速恢复到 3.3%, 环比持平



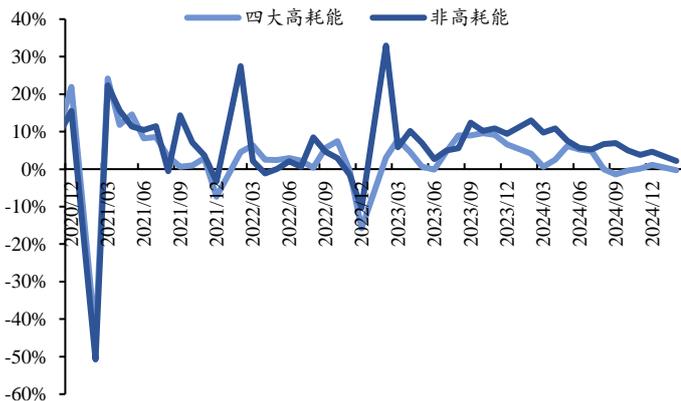
来源: Ifind、中电联、国金证券研究所

2、分行业: 用电结构转变带来 25 年初各板块表现分化

2.1 高耗能&其他: 高耗能产业增长乏力, 为 25 年初用电增长承压的重要原因之一

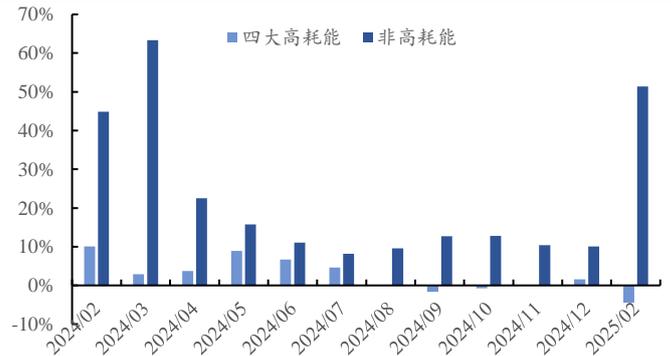
- 如果将所有行业用电拆分为传统四大高耗能板块和其他, 则可以明显的看出产业结构发生的变化——单位能耗偏高产业增长中枢持续下行。
- ✓ 1-2M25 四大高耗能行业用电增速-0.3%, 增速环比、同比分别下降 1.5pct、5.6pct。从增量贡献率角度看, 1-2M25 四大高耗能对全社会用电量的增量贡献率-4.5%, 环比下降 6pct、同比下滑 15pct; 对二产的增量贡献率-9.5%, 环比下降 29pct、同比下滑 28pct。
- ✓ 高耗能产业用电增速下滑, 或一方面受去年同期高基数的影响, 另一方面从地产开工数据 (1-2M25 地产新开工施工面积累计同比-29.6%) 可以看出, 也受到 25 年初地产基建需求相对承压的影响。

图表6: 1-2M25 四大高耗能用电增速环比下滑



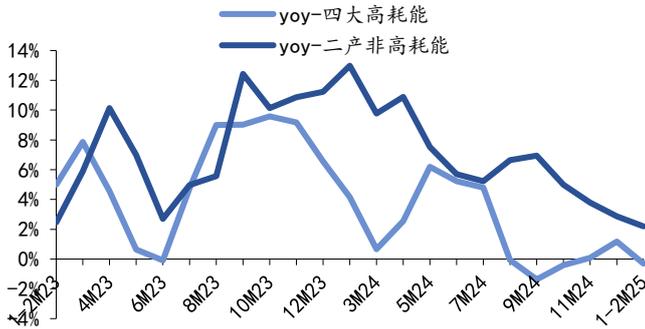
来源: 中电联、国金证券研究所

图表7: 1-2M25 四大高耗能对全社会用电量的增量贡献率环比下滑 6pct



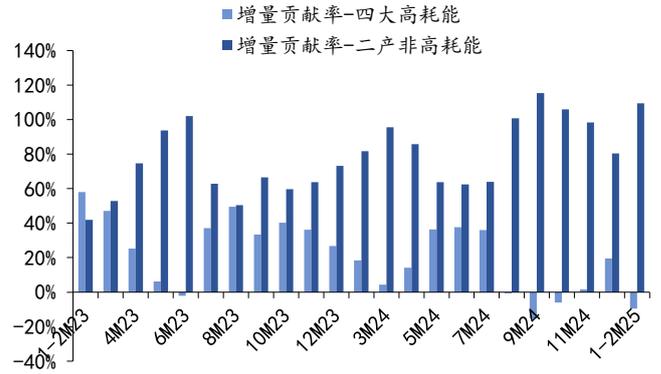
来源: 中电联、国金证券研究所

图表8: 1-2M25 四大高耗能用电增速同比下滑 5.6pct



来源: Ifind、国金证券研究所

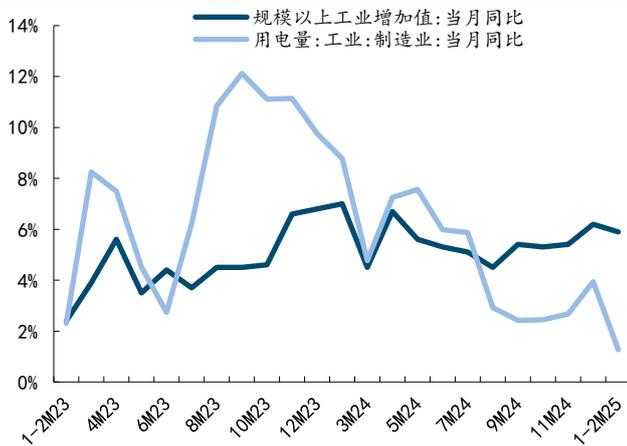
图表9: 1-2M25 四大高耗能对二产用电量的增量贡献率环比下滑 29pct



来源: Ifind、国金证券研究所

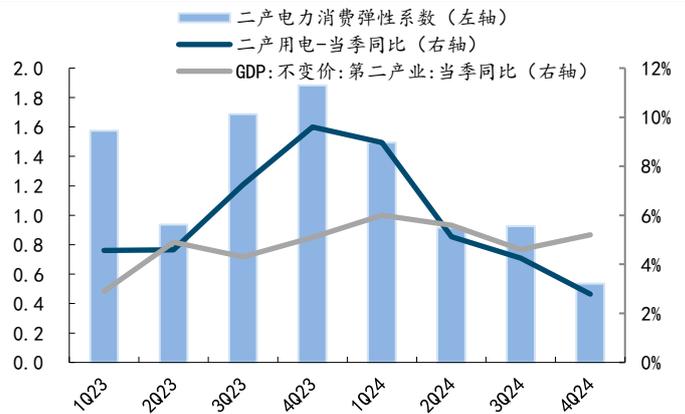
- 针对二产来看, 其用电增长承压正是主要源于上述产业结构的变化, 其实从 2H24 开始这个现象就逐步体现了, 也较为清晰的反映在了二产电力消费弹性系数的下滑、以及二产用电量增速和规上工业增长价值脱钩的现象中。
- ✓ 制造业用电和规上工业增加值的增速在 2H23、2H24 出现了明显的脱钩现象。对比图表 8 和 10, 可以发现 2H23 制造业用电增速明显更高, 主要对应着 23 年公共卫生事件后基建发力对应的传统四大高耗能用电高增长 (见图表 8); 2H24 规上工业增加值增速明显更高, 主要对应着产业结构转型背景下, 制造业中单位能耗偏高的板块增速下行, 24 年下半年传统四大高耗能用电增长中枢降低到 0% 附近低位运行 (见图表 8)。
- ✓ 此外, 二产的电力消费弹性系数也在 2H24 开始从 1 以上降至 1 以下, 也和单位 GDP 能耗相对偏高的板块 (以传统四大高耗能为代表) 增长承压有关。

图表10: 2H24 开始规上工业增加值增速和工业用电增速持续脱钩



来源: Ifind、国金证券研究所

图表11: 2H24 开始二产的电力消费弹性系数持续小于 1

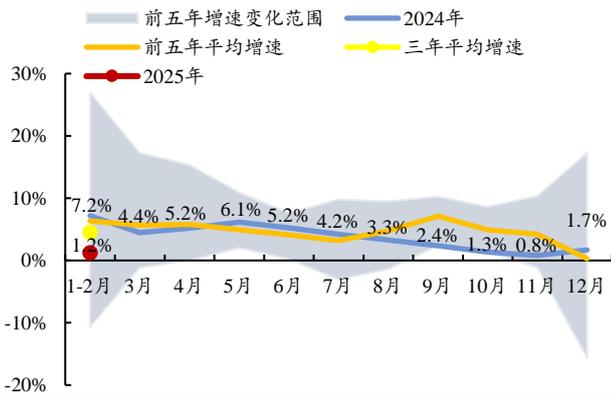


来源: Ifind、国金证券研究所 (注: 电力消费弹性系数=用电量增速/GDP 不变价增速)

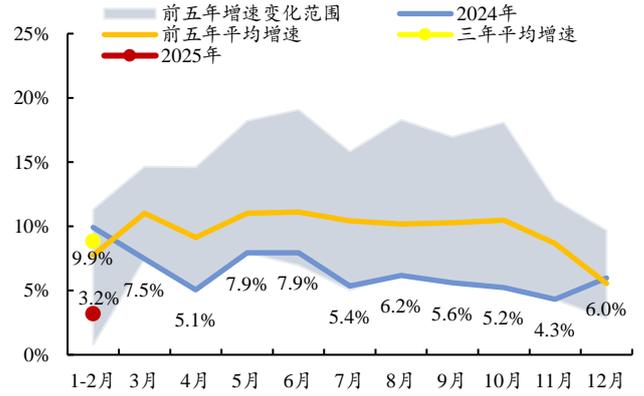
2.2 分六大板块: TMT 服务用电增长韧性较强, 其他板块增速均低于过去三年平均

- 若将所有行业分为六大板块, 可见各板块用电量均实现正增长, 地产周期、能源、交运、消费、制造、TMT 板块分别同比增长 1.23%、3.19%、2.61%、3.61%、1.06% 和 11.93%, 但各板块增速均环比下滑, 地产、能源、交运、消费、制造、TMT 板块增速环比分别下降 1.1/2.8/2.2/1.6/6.8/0.7pct; 对比历史增速来看, 仅 TMT 板块增速高于过去三年平均, 其他板块增速均较过去三年平均水平出现不同程度的下滑。

图表12: 1-2M25 地产板块用电量增速低于过去三年平均



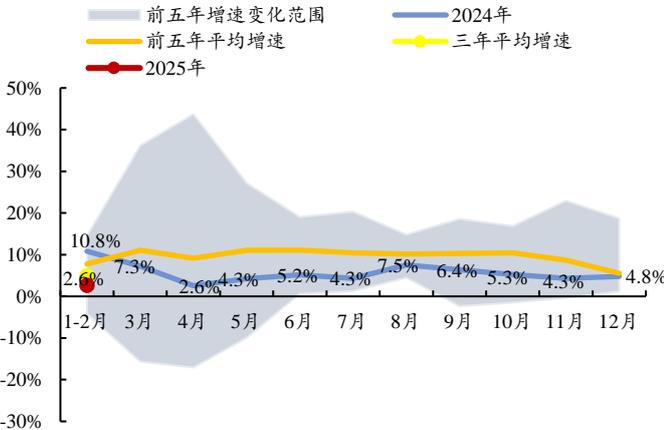
图表13: 1-2M25 能源板块用电量增速低于过去三年平均



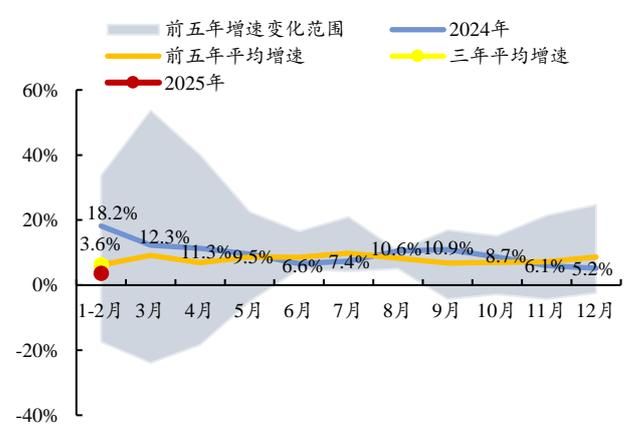
来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年平均指 2019-2024 年 CAGR、三年平均增速指 2022-2025 年 CAGR)

来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年平均指 2019-2024 年 CAGR、三年平均增速指 2022-2025 年 CAGR)

图表14: 1-2M25 交运板块用电量增速低于过去三年平均



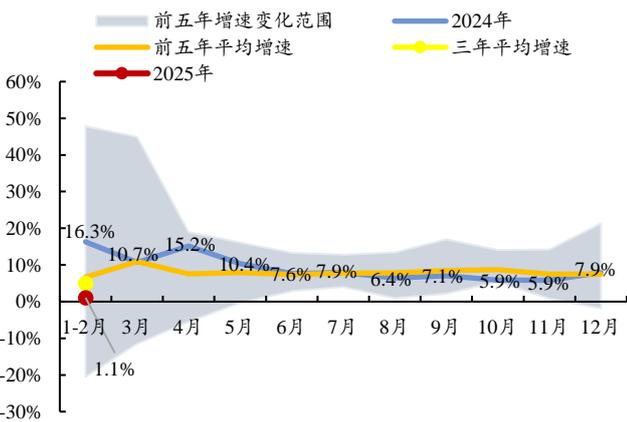
图表15: 1-2M25 消费板块用电量增速低于过去三年平均



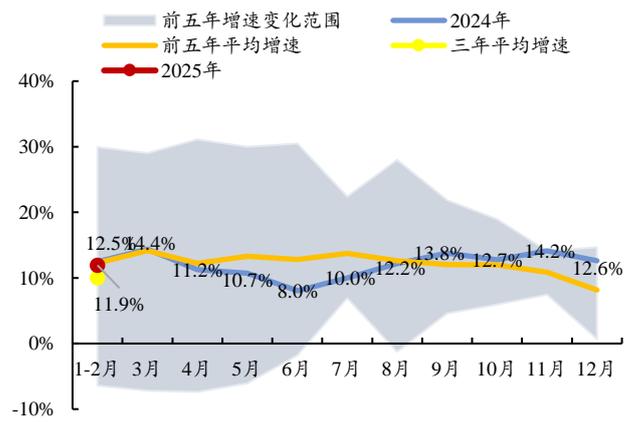
来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年平均指 2019-2024 年 CAGR、三年平均增速指 2022-2025 年 CAGR)

来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年平均指 2019-2024 年 CAGR、三年平均增速指 2022-2025 年 CAGR)

图表16: 1-2M25 制造板块用电量增速低于过去三年平均



图表17: 1-2M25 TMT 板块用电量增速高于过去三年平均



来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年平均指 2019-2024 年 CAGR、三年平均增速指 2022-2025 年 CAGR)

来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年平均指 2019-2024 年 CAGR、三年平均增速指 2022-2025 年 CAGR)

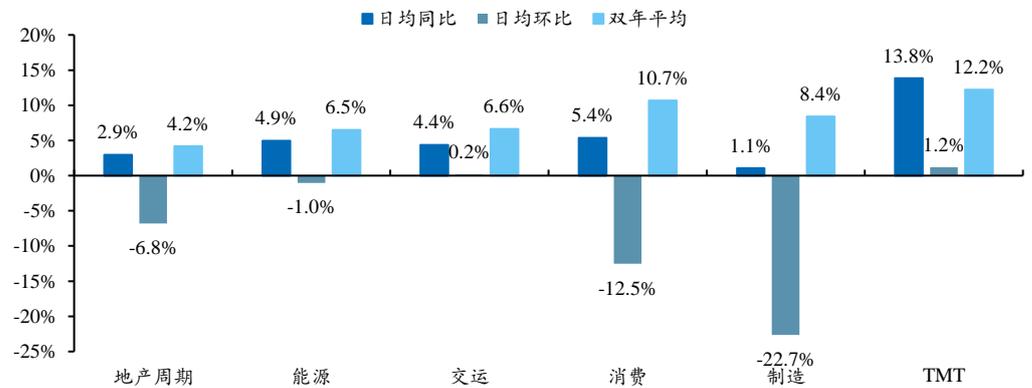
图表18: 除 TMT 服务板块外, 其余五大板块 1-2M25 用电量增速均低于前三年均值

	地产周期	能源	交运	消费	制造	TMT 服务
1-2 月同比	1.23%	3.19%	2.61%	3.61%	1.06%	11.93%
2025/2022CAGR (三年均值)	4.52%	8.85%	4.97%	6.30%	4.99%	10.06%
2024/2019CAGR (五年均值)	6.35%	7.73%	6.83%	6.19%	6.68%	12.27%
历史同比						
2019 年	3.29%	10.59%	11.46%	4.23%	-2.67%	19.36%
2020 年	-10.69%	0.79%	-4.15%	-17.48%	-20.50%	23.16%
2021 年	26.95%	11.31%	14.53%	33.70%	47.83%	29.96%
2022 年	6.38%	10.68%	12.45%	5.54%	2.65%	-6.43%
2023 年	5.24%	6.33%	1.70%	-1.90%	-1.54%	5.90%
2024 年	7.18%	9.91%	10.83%	18.19%	16.31%	12.46%

来源: 中电联、国金证券研究所 (注: 前五年平均指 2019-2024 年 CAGR、三年平均增速指 2022-2025 年 CAGR)

- 1-2 月日均用电量同比来看, 六大板块中 TMT 日均用电量同比增速也最高, 达 13.8%, 体现出 IT 新兴产业的较强增长韧性。此外, 随着用电增长承压, 所有版块日均用电量环比均下滑, 其中制造板块日均用电量环比降幅最大 (-23%), 体现出制造业结构转型带来的用电增长的明显承压。

图表19: TMT 服务板块日均用电量同比增速最高, 制造板块日均用电量环比增速最低

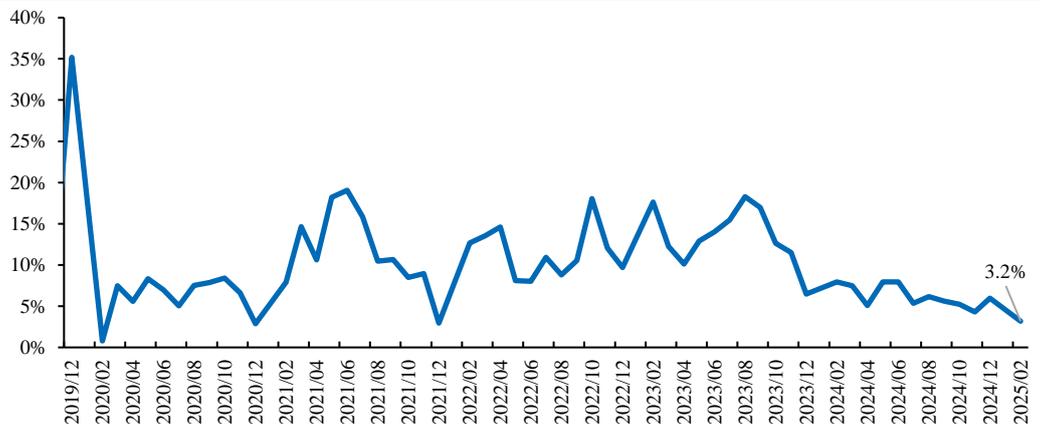


来源: 中电联、国金证券研究所

2.2.1 能源板块: 暖冬因素削弱用电需求, 日均增速环比-2.79pct

- 1-2 月, 能源板块用电量同比上升 3.2%, 日均增速环比下降 2.79pct、同比下降 4.75pct, 主因暖冬因素削弱制暖相关领域的用能需求强度——据气象部门监测显示, 今年 1 月全国平均气温比多年平均偏暖 1.5 摄氏度, 比上年同期偏暖 0.4°C; 2 月全国平均气温与上年同期持平, 而湖北、湖南、河南、安徽等冬季居民用电比重相对较高的中部地区平均气温比上年同期偏暖 1°C 以上。

图表20: 1-2 月, 能源板块月度用电量同比上升 3.2%

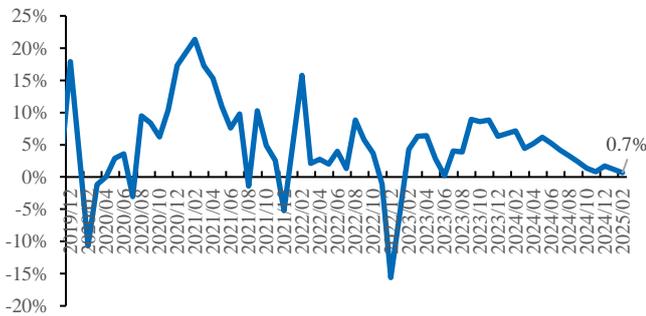


来源: 中电联、国金证券研究所

2.2.2 地产周期板块：板块总用电增速下滑，建筑行业用电增速降幅最大

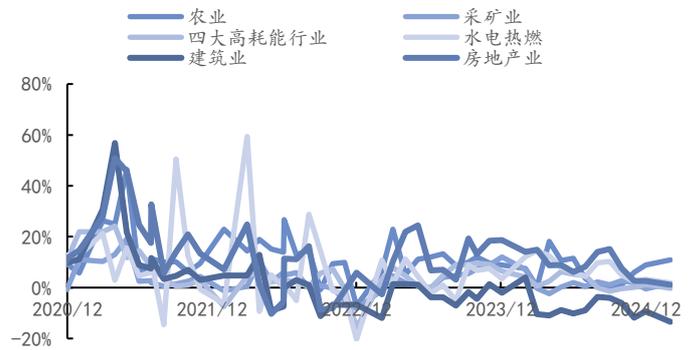
- 地产周期板块 1-2 月用电增速为 0.7%，增速环比、同比分别下滑 1.06pct、6.53pct。
- ✓ 子板块中，建筑业行业用电量增速为负，其余均实现正增长；日均同比来看，建筑业用电降幅最大、达-13.42%，传统四大高耗能次之、达-0.3%，或主要受到年初地产基建需求相对承压以及去年同期高级数的影响。日均环比来看（环比 12M24），所有子板块均为下降趋势，其中建筑业用电量降幅最大，达-26.61%，或因春节期间工地停工叠加建筑业进入传统淡季所致。
- ✓ 从用电占比和新增贡献率上看，四大高耗能行业用电占比最高、达 52.6%，持续保持地产周期板块的用电主体领域，但受到增长承压的影响，该板块新增贡献率在地产周期子板块中位列倒数第二；而水电热燃新增贡献率最高、达 85%，或因能源清洁化转型背景下的跨省跨区购售电增加带动线损以及抽水蓄能耗用电量增加所致。

图表21：地产周期板块 1-2 月用电增速为 0.7%、增速环比下降 1.1pct



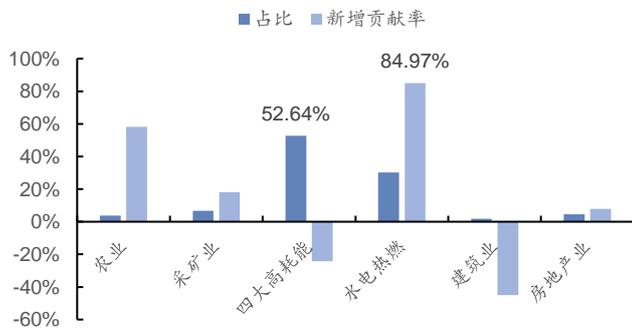
来源：中电联、国金证券研究所

图表22：子板块中建筑业行业用电量增速为负，其余均实现正增长



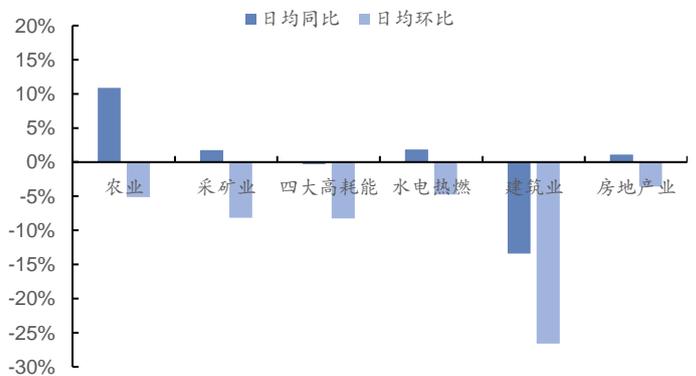
来源：中电联、国金证券研究所（图为地产周期板块各子行业月度用电增速）

图表23：子板块中水电热燃增量贡献率最高



来源：中电联、国金证券研究所

图表24：子板块中建筑业日均同比、环比降幅最大



来源：中电联、国金证券研究所

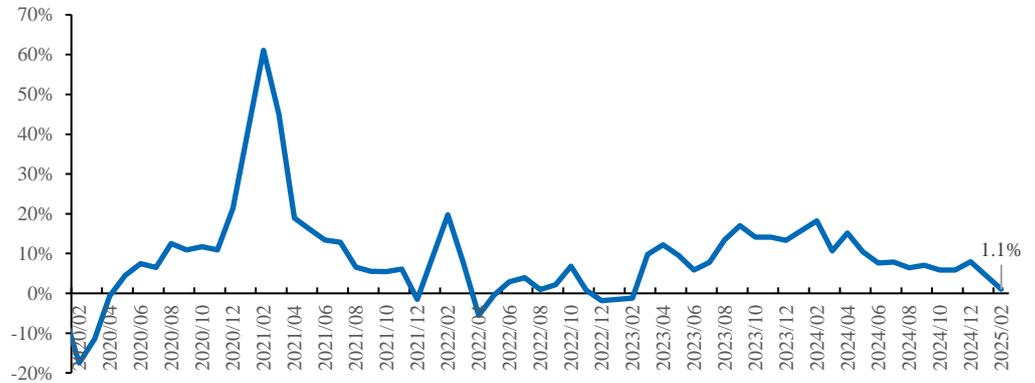
2.2.3 制造板块：其他制造业增速居首，TMT 制造业新增贡献率最高

- 制造板块 1-2 月用电增速为 1.1%，增速环比、同比分别下滑 6.84pct、17.12pct。
- ✓ 受季节性因素和去年同期高基数影响，1-2 月制造业大部分子行业用电量增速环比下降，其中下降幅度最大的三个行业为其他制造（-13.32pct）、医药制造（-6.36pct）、轻工制造（-6.32pct），前两个子行业受去年同期高级数影响较大，轻工制造增速环比下滑除基数因素以外，还因 24 年末“抢出口”效应消化了部分轻工出口需求。
- ✓ 细分子行业来看，主要呈现三大特征：
 - ①以电气设备制造为代表的新兴高耗能行业受到产能过剩影响，用电增速从 2H24 开始持续下滑，1-2M25 更是录得-3.2%的负增速、环比下滑 2.89pct，对板块用电的增量贡献率为-38.12%；
 - ②以 TMT 制造为代表的新兴高科技制造业用电受 AI 发展驱动而具备增长韧性，增速

位于板块子行业 TOP5，新增用电贡献率居子行业之首、达 71.2%；

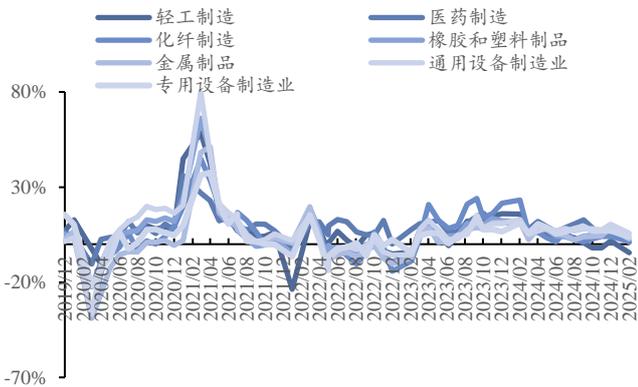
③受到“设备更新、以旧换新”政策驱动的传统设备制造增长持续领先，其中，交运设备制造、专用设备制造、通用设备制造、废弃资源综合利用 1-2M25 用电增速和日均用电增速都位列板块子行业 TOP5，且交运设备制造、通用设备制造的新增贡献率排位于行业第二和第三，分别达 46.96%、41.84%。

图表25：1-2月制造板块用电量增速为1.06%，增速相较12月份环比下降6.84pct



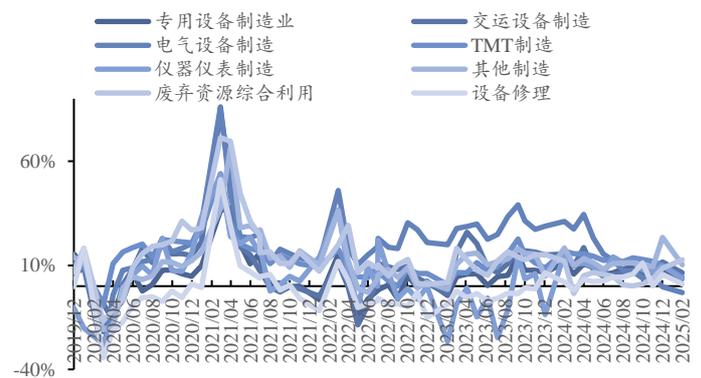
来源：中电联、国金证券研究所

图表26：1-2月制造大部分子行业用电日均增速环比下降



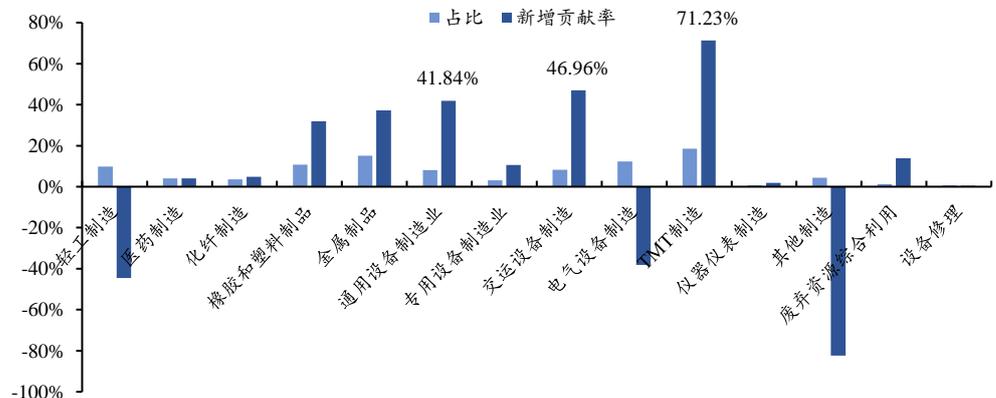
来源：中电联、国金证券研究所（图为制造板块各子行业月度用电增速）

图表27：其他制造业日均增速环比下降幅度最大，达13.32pct



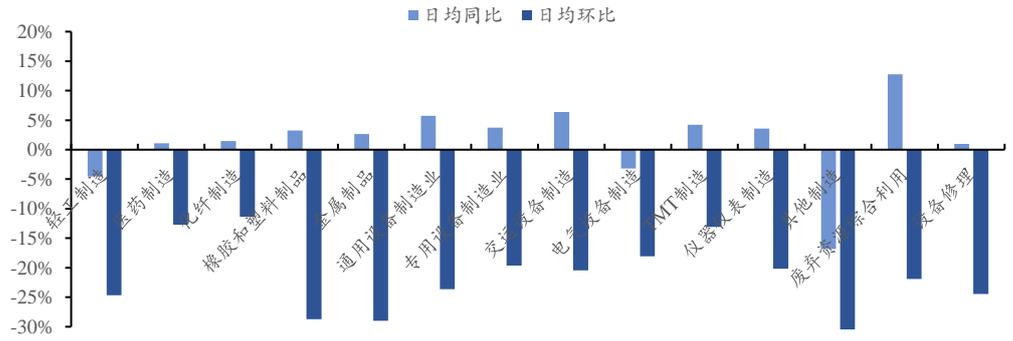
来源：中电联、国金证券研究所（图为制造板块各子行业月度用电增速）

图表28：TMT制造业新增用电贡献率最高，达71.23%



来源：中电联、国金证券研究所

图表29：“两新”相关子行业日均用电增速在板块中领先

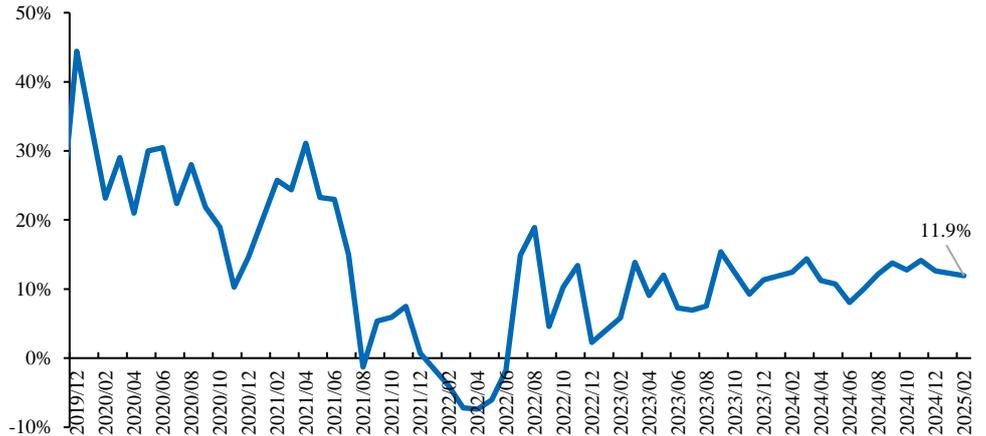


来源：中电联、国金证券研究所

2.2.4 TMT 服务板块：用电需求同比增长 11.9%，增速环比基本维稳

- TMT 服务板块 1-2 月用电量同比上升 11.9%、增速环比基本维稳、仅小幅回落 0.7pct。板块维持同比双位数的高增长，增速在六大板块中保持领先地位，或主因 AI 产业链发展带动网络信息和软件服务相关领域用电持续高增，TMT 服务板块在新兴行业中具备较强的用电增长韧性。

图表30：TMT 板块 1-2 月用电量同比上升 11.9%

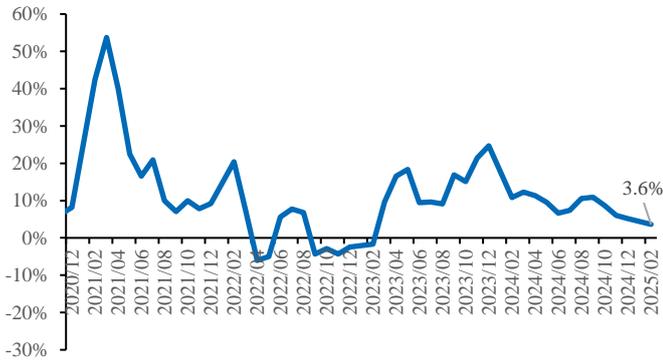


来源：中电联、国金证券研究所

2.2.5 消费板块：电气化水平提升支撑批零行业用电量增速保持子行业第一

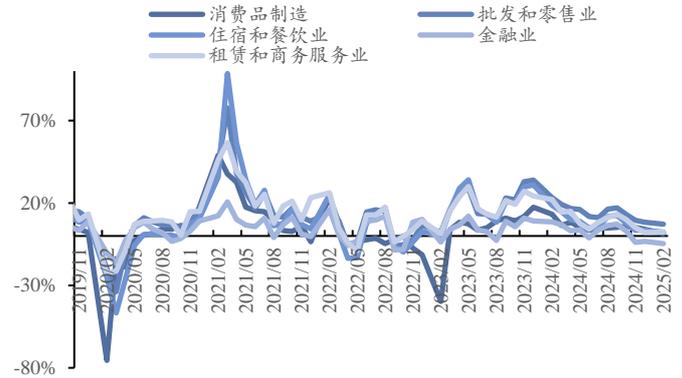
- 1-2 月消费板块用电量同比增长 3.6%、增速环比下降 1.56pct。
- ✓ 从细分行业看，除金融业外各行业均实现同比增长；其中批发和零售业用电同比增速最高，达 7.2%，已连续一年时间位列子行业增速第一，除线下消费持续修复外，还主因电动车渗透率提升驱动子行业充换电服务业用电持续高增长所致，体现三产电能替代水平的持续提升。
- ✓ 从日均用电量来看，环比 12M24 各子行业用电量均下行，主要受到 1-2 月过年的季节性因素影响；其中消费品制造板块环比下行幅度最大（达-25.15%），或主因其中轻工制造子行业受到“抢出口”效应减弱影响所致。
- ✓ 从新增贡献率看，批发和零售业贡献率达 75.38%，在细分子行业中保持第一，说明批发零售业仍是 2023 年至今拉动消费板块用电需求增长的主要引擎。

图表31: 1-2月消费板块用电量增速3.6%、环比-1.56pct



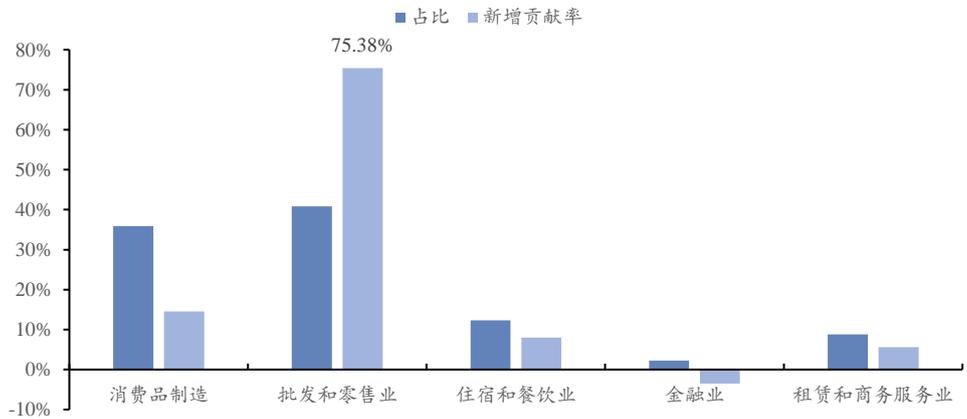
来源: 中电联、国金证券研究所

图表32: 1-2月批发和零售业用电同比增速最高, 达7.2%



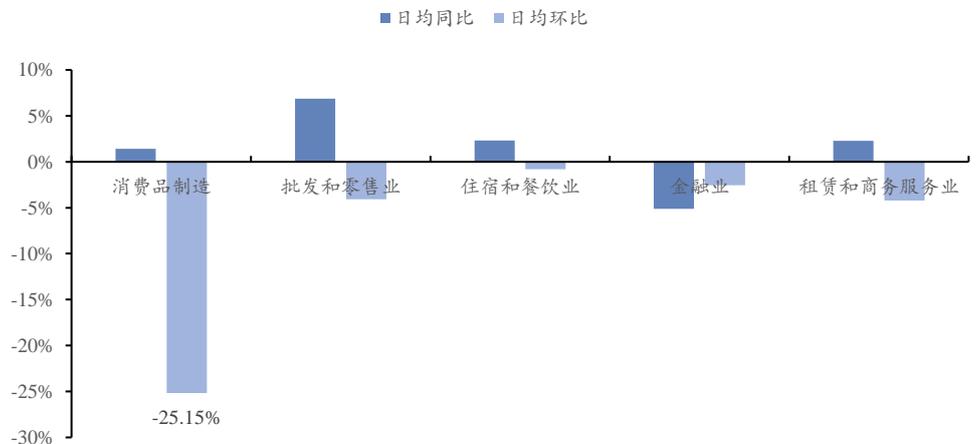
来源: 中电联、国金证券研究所 (图为消费板块各子行业月度用电增速)

图表33: 1-2月批发零售业用电新增贡献率最高, 达75.4%



来源: 中电联、国金证券研究所

图表34: 1-2月所有消费板块子行业日均用电环比下降, 主受季节性因素影响



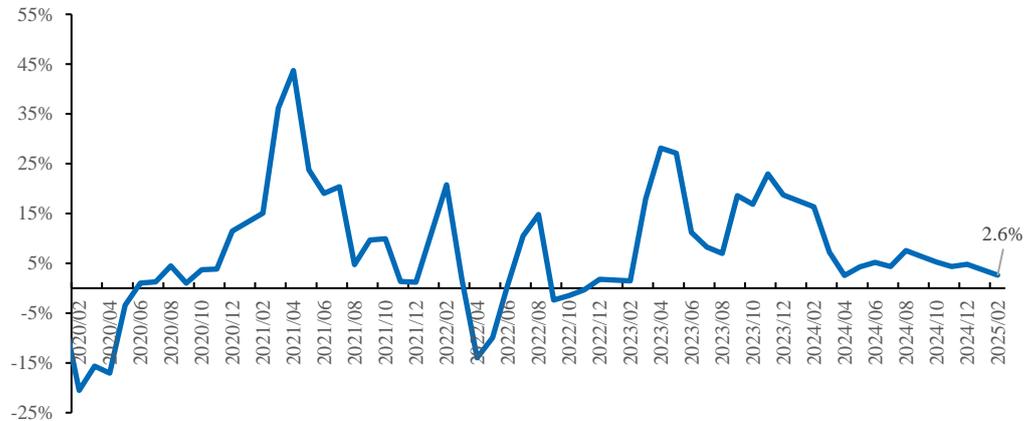
来源: 中电联、国金证券研究所

2.2.6 交运板块: 用电需求同比增长2.6%, 受季节性因素影响、增速环比下滑

- 1-2月, 交运板块用电量同比增长2.6%、增速环比下降2.2pct, 或因春节期间户外出行强度降低、货运量减少所致; 增速同比下降幅度达到13.7pct, 在六大板块中增速同比下降幅度最大, 主因交运板块受去年同期高基数影响相对较大——1-2M23 仍处

于公共卫生事件影响出行阶段，因此 1-2M24 交运用电在低基数效应影响下增速偏高，使得 1-2M25 交运板块用电量增速同比下滑幅度较大。

图表35：1-2月交运板块用电量同比增长2.6%、增速环比下降2.2pct

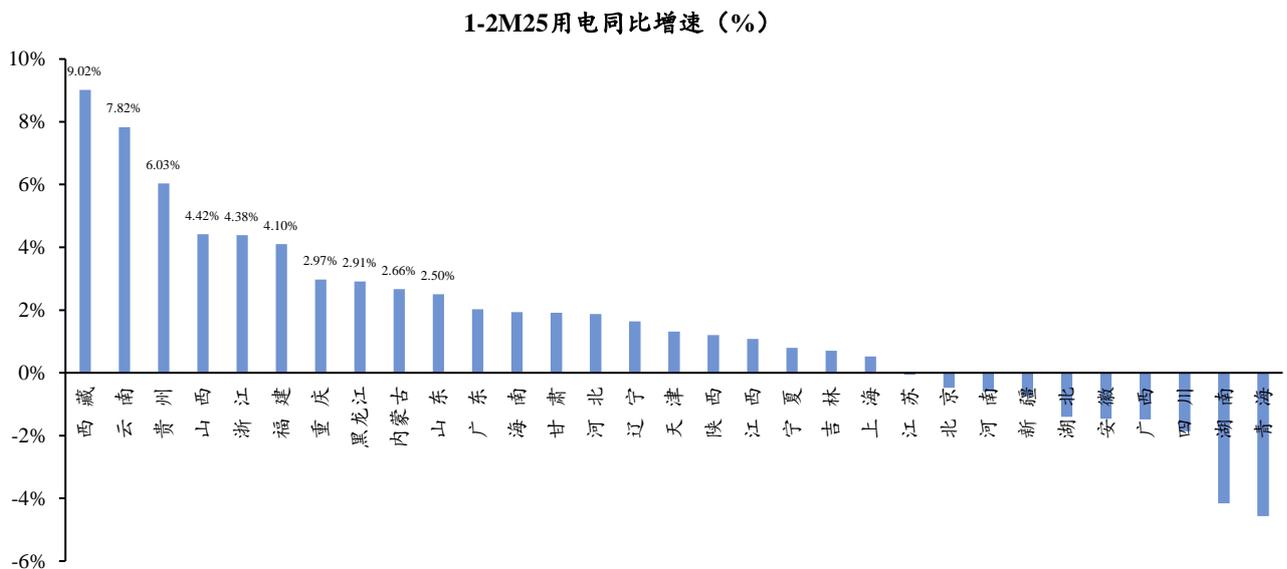


来源：中电联、国金证券研究所

3、分地区看：1-2M25 西南用电增速领先，华东部分省份增速排名下滑

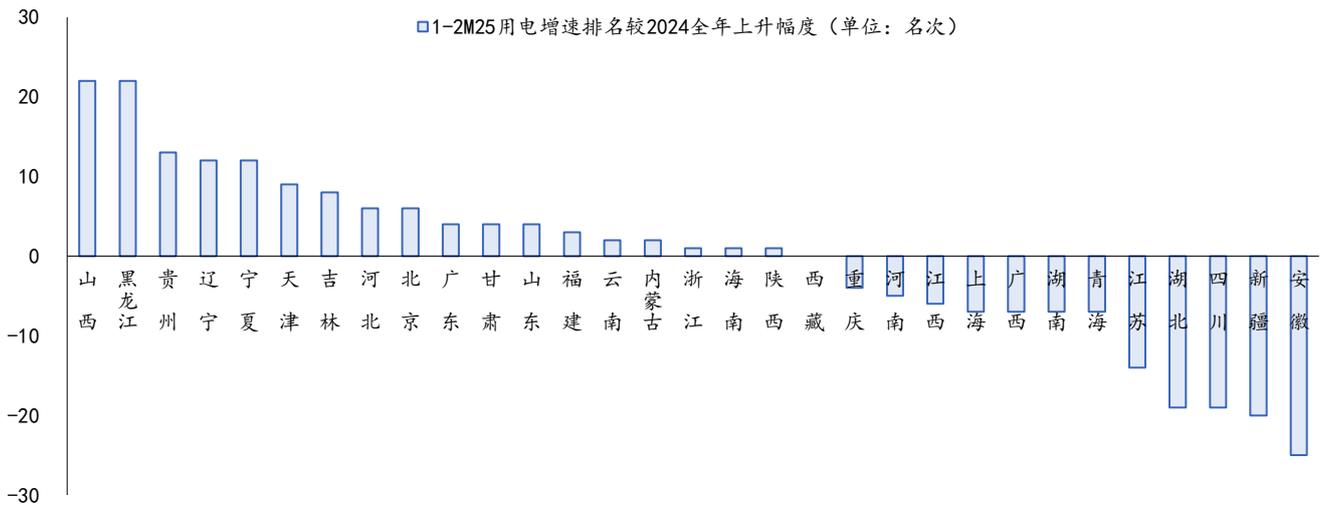
- 25年初西南地区用电量领涨。1-2M25 增速前十的省份主要集中在西南地区以及华东、华北的部分区域，增速 TOP10 由高到低依次为：西藏、云南、贵州、山西、浙江、福建、重庆、黑龙江、内蒙、山东，用电量分别同比增长 9.02%、7.82%、6.03%、4.42%、4.38%、4.10%、2.97%、2.91%、2.66%、2.50%。
- 从排名变化来看，部分 24 年维持高用电增速的华东地区省份（如江苏、安徽）短期内受到“抢出口”效应减弱、区域内新兴高耗能用电增速下滑的影响，增长排名较 24 年有较大幅度的下滑；而华北（如山西、天津）、东北（黑龙江、辽宁、吉林）的部分地区受到上述影响较小，用电增长韧性凸显、增速排名上行幅度领先。

图表36：1-2M25 西南用电增速领先



来源：中电联、国金证券研究所

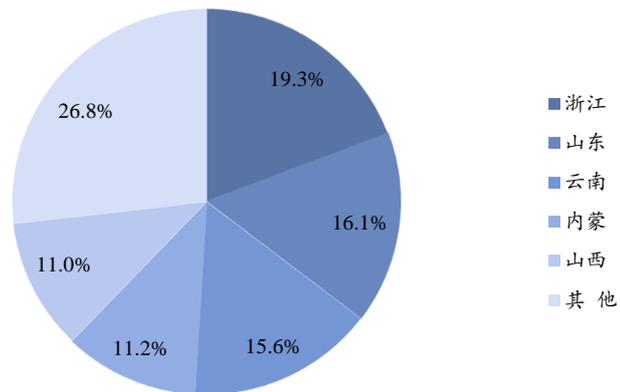
图表37：25年初华北、东北地区省份用电增速排名上升幅度领先



来源：中电联、国金证券研究所

- 1-2M25 各省用电增量贡献率前五省份分别为浙江、山东、云南、内蒙、山西，前五名省份增量贡献率合计高达 73.2%，其中新增贡献率最高的浙江贡献率达 19.3%，主因用电基数较高；云南、山东、山西 1-2M25 用电增速排名靠前，在用电增长的驱动下增量贡献率也排到了各省 TOP5 名列。

图表38：1-2月浙江当月用电增量贡献率最高



来源：中电联、国金证券研究所（图为 1-2 月全国各省用电增量贡献率）

4、投资建议

■ 火电板块：

当前各环节煤炭库存居于高位，预计 25 年动力煤供需格局延续宽松、煤价中枢有望继续下行。我们建议关注发电资产主要布局在电力供需偏紧、发电侧竞争格局较好、且 25 年区域用电增长具备韧性的地区的龙头火电企业，如华电国际、申能股份。

■ 清洁能源——水电板块：

建议关注来水改善+电价稳定+地区性供需紧张逻辑下的水电运营商长江电力。

■ 清洁能源——核电板块：

建议关注连续投产期将至、电量增长+电价稳定+长期高分红能力有望提升逻辑下的核电运营商中国核电。

■ 新能源——风、光发电板块：

建议关注风电龙头运营商龙源电力（H）。

5、风险提示

- **新增装机容量不及预期风险：**经历两次有序用电事件后，电力保供问题已得到重视，但在煤价高企、光伏组件成本偏高、风电优质资源总体有限的客观环境下，新增装机或存在时间表滞后的风险。
- **下游需求景气度不高、用电需求降低导致利用小时数不及预期：**发电企业业绩与利用小时数高度相关，若下游需求不及预期，或导致用电增速不及预期。“十四五”期间新能源装机的规划目标较高，用电需求不足可能导致消纳率下降，影响利用小时数，最终影响电企业绩表现。
- **电力市场化进度不及预期：**在“十四五”电力供需总体偏紧的背景下，电力市场化推进有助于以价格机制反映供需紧张关系、并产生自发调节。若电力市场化政策落地不及预期，或将使得发电企业上网电价上浮不及预期。
- **煤价维持高位影响火电企业盈利：**“十三五”期间煤炭增产减少带来煤炭供应压力，国际局势不稳定进一步加剧了海外进口煤煤价上升。若国内市场煤价持续维持高位或将对火电企业盈利修复产生不利影响。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦5楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路2028号
皇岗商务中心
18楼1806