

行业研究/动态点评

2019年01月21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

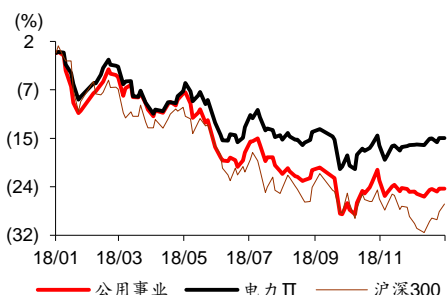
**张雪蓉** 执业证书编号: S0570517120003  
研究员 021-38476737  
zhangxuerong@htsc.com

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

相关研究

- 1 《公用事业: 行业周报(第三周)》2019.01
- 2 《碧水源(300070,买入): 拟引川投集团入主, 龙头有望涅槃》2019.01
- 3 《公用事业: 行业周报(第二周)》2019.01

一年内行业走势图



资料来源: Wind

**12月电力生产加快, 全年火电利用小时显著回升**

**12月电力生产加快, 神木事件对煤价影响有限, 继续推荐火电**

18年12月发电量同比+6.2%, 全年增速6.8%, 合乎我们预期, 火电机组利用小时回升显著, 全年达到4361小时(同比+143)。18年用电增速达8.5%, 且用电高增速地区多分布于内陆, 考虑到宏观经济可能继续承压, 并参考国网能源研究院发布的《中国能源电力发展展望2018》, 我们预计2019年用电增速或降至6.5%。近期受制于神木矿难等冲击, 港口现货煤价有所上行, 我们认为神木矿难对煤价总体有限, 继续看好后期煤价下行空间, 乐观看待19Q1季报行情, 继续推荐华电国际/内蒙华电/皖能电力/建投能源, 建议关注华能国际/长源电力。

**全年火电利用小时显著回升, 12月煤价供应增速走低无碍煤价下行**

国家统计局披露18年12月发电量同比+6.2%, 全年增速6.8%, 合乎我们预期。其中, 水电对火电挤出效应继续趋于弱化, 我们测算得12月火电/水电在总发电量中占比分别为77.0%/11.6%, 较上月环比+4.0/-4.3pct。火电机组利用小时回升显著, 全年达到4361小时(同比+143), 目前火电产能利用率已高于2015年水平(2014-15年火电利用小时4706/4329)。此外, 根据国家统计局数据, 12月份我国原煤产量增速环比-2.4pct, 煤炭进口量同比-55%, 煤炭供给增速下滑无碍煤价继续走低, 截至12月底, 秦港Q5500煤炭综合价570元/吨(同比-9元/吨), 旺季不旺趋势确立。

**全年用电增速达8.5%, 用电高增速地区多分布于内陆**

根据国家能源局数据, 18年全社会用电量68449亿千瓦时, 同比+8.5%, 12月全社会用电量增速同比+8.8%, 增速环比+2.5pct。分产业看, 第一/二/三产业及居民端全年用电量分别同比+9.8%/7.2%/12.7%/10.4%, 较1-11月累计增速环比-0.2/+0.1/-0.1/-0.1pct。从1-11月累计用电来看, 广西/西藏/内蒙/重庆/四川累计用电增速最高, 分别为20%/17%/15%/13%/12%; 上海/黑龙江/江苏/广东/河北累计用电增速最低, 为3%/5%/6%/6%/7%, 此外, 北京/上海/苏州11月用电增速负增长。

**神木事件影响有限, 继续推荐火电**

近期受制于神木矿难等偶发性因素冲击, 港口现货煤价有所上行, 我们认为神木矿难对煤炭市场影响总体有限, 继续看好后期煤价下行空间, 乐观看待19Q1季报行情。本轮火电板块行情主要集中在一线龙头华电国际/华能国际/国投电力, 二线行情尚未开启, 继续看好火电板块性机会。有别于上一轮周期, 本轮结构中消费+地域中沿海率先走弱, 我们判断中西部地区+外送电大省+自备电厂分布集中的省份火电ROE改善趋势最为显著。继续推荐华电国际/内蒙华电/皖能电力/建投能源, 建议关注华能国际/长源电力。

风险提示: 煤价超预期增长; 电力需求恶化。

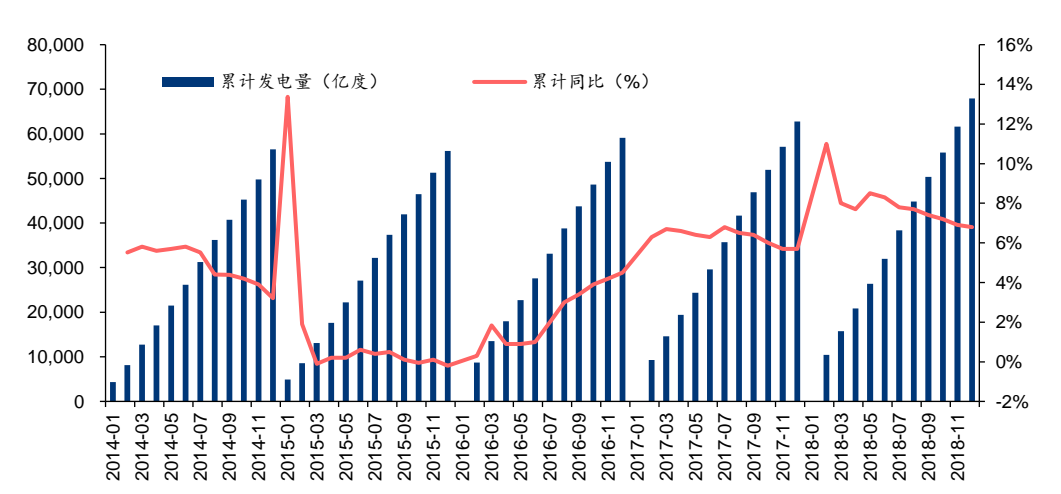
**发电端：12月增速环比+2.6pct，全年火电利用小时恢复至2015年前水平**

**12月份发电量同比增长6.2%，全年增速6.8%，合乎我们预期**

根据国家统计局数据，受全国大范围低温天气影响，用电需求增加，电力生产加快，12月份发电量达到6200亿度，同比增长6.2%，增速比11月环比+2.6pct，日均发电200亿千瓦时，接近夏季高温天气发电水平。

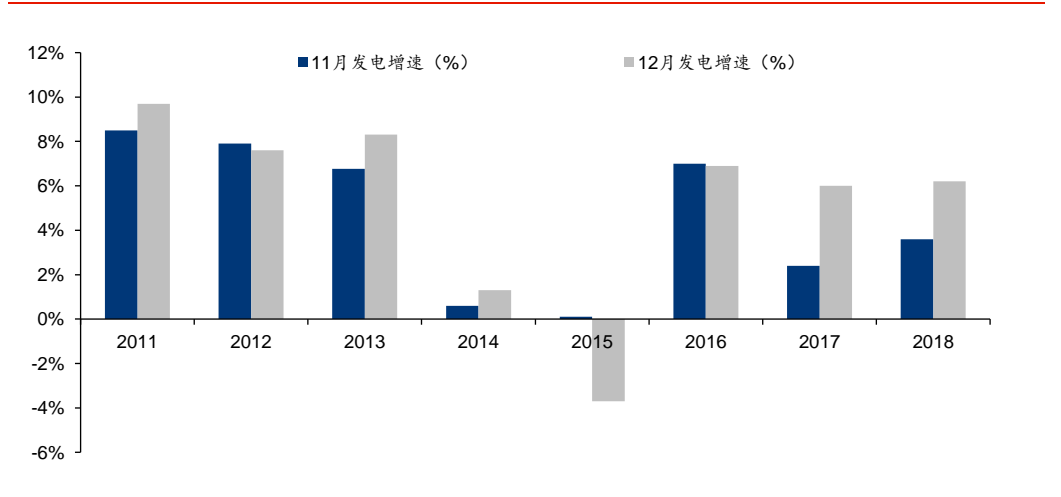
全年发电6.8万亿度，同比增长6.8%，增速较2017年环比+1.1pct，合乎我们的预期。

**图表1：全年发电增速6.8%，创近年新高**



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**图表2：历史来看，12月发电增速超过或基本持平11月发电增速**



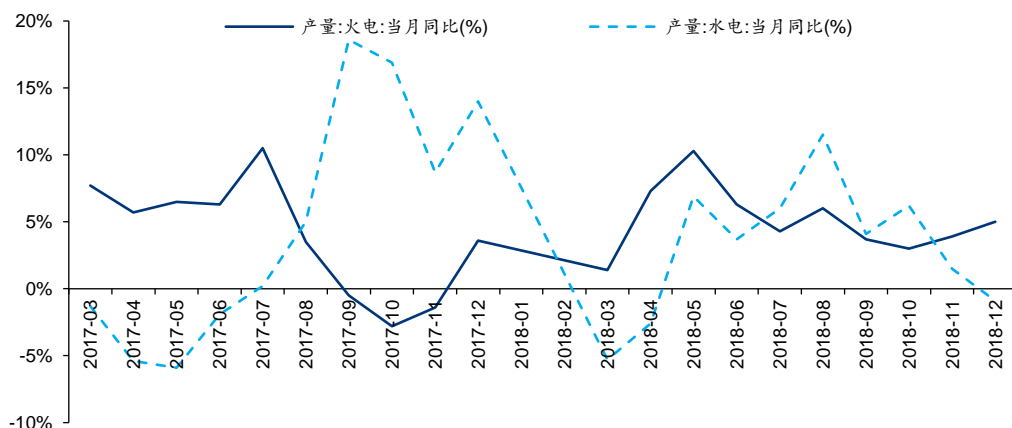
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**季节性枯水期致水电对火电挤出效应继续弱化**

12月份受我国南方部分地区等地来水继续偏少影响，叠加去年同期来水量多、基数大的作用，水电发电量增长-0.9%，较上月回落2.4pct，火电成为支撑冬季用电的主力电源，12月发电量达到4776亿度，同比增长5.0%，增速较上月回升1.1pct；

水电对火电挤出效应继续趋于弱化，我们测算得2018年12月火电/水电在总发电量中占比分别为77.0%/11.6%，较2018年11月环比+4.0/-4.3pct。

**图表 3：水电发电量增速连续第二个月不及火电发电量增速**

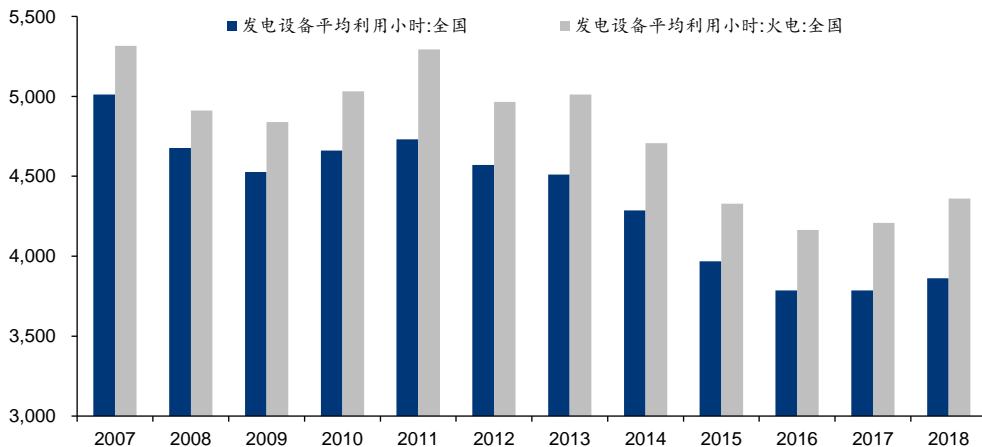


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**全年火电发电量增速创 2014 年以来新高，火电利用小时已高于 2015 年水平**

受益于电力需求高增长推动，2018 年我国火电发电量增速高达 6%，创 2014 年以来新高，火电产能利用率显著回升，根据国家发改委数据，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时为 3862 小时，同比+73 小时，其中，水电/火电设备平均利用小时为 3613/4361 小时，同比+16/143 小时，目前火电产能利用率已高于 2015 年水平（2014-15 年火电利用小时 4706/4329）。

**图表 4：火电产能利用率已高于 2015 年水平**



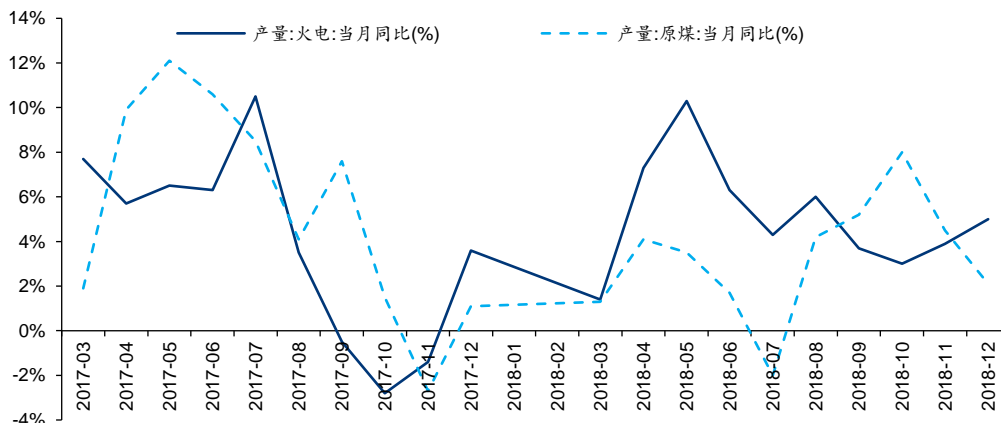
资料来源：中电联，华泰证券研究所

**原煤供应增速走低无碍煤价继续弱势，煤价旺季不旺趋势确立**

根据国家统计局数据，12 月份我国原煤产量 3.2 亿吨，同比增长 2.1%，增速环比-2.4pct，同时 12 月份煤炭进口量大幅减少，仅进口 1023 万吨，为 2014 年 6 月份以来最低月进口量，同比下降 55.0%。

煤炭供给端增速下滑无碍煤价继续下滑，截至 12 月底，秦皇岛港 5500 大卡煤炭综合交易价格为每吨 570 元，比 11 月末下跌 9 元；5000 大卡煤炭为每吨 512 元，下跌 11 元；4500 大卡煤炭为每吨 454 元，下跌 12 元。

图表 5: 火电发电量单月增速 VS 原煤产量单月增速



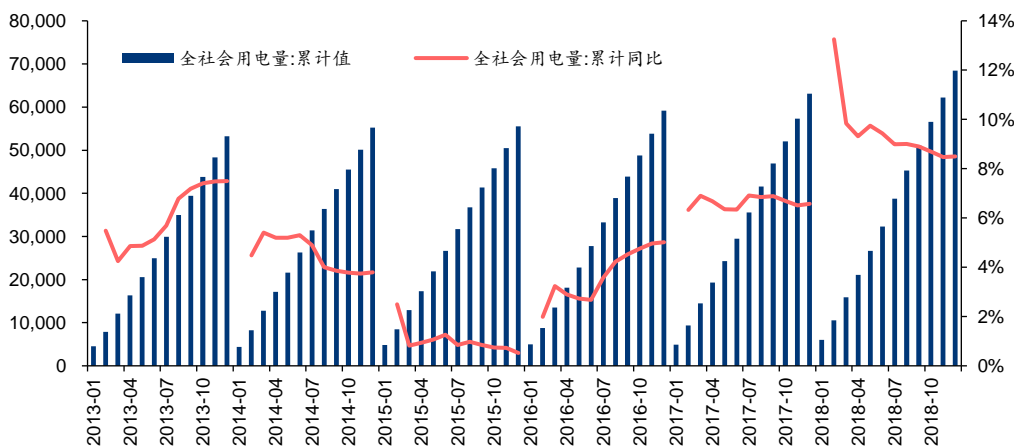
资料来源：国家统计局，煤炭运销协会，华泰证券研究所

**用电端：全年用电增速达 8.5%，合乎我们预期，19 年或降至 6.5%**

**12 月用电增速达 8.8%，全年增速达 8.5%**

根据国家能源局数据，2018 年 1-12 月全社会用电量 68449 亿千瓦时，同比+8.5%，12 月全社会用电量增速同比+8.8%，增速环比+2.5pct。分产业看，第一/二/三产业及居民端全年用电量分别同比+9.8%/7.2%/12.7%/10.4%，较 1-11 月累计增速环比 -0.2/+0.1/-0.1/-0.1pct。根据 2018 年 12 月国网能源研究院发布的《中国能源电力发展展望 2018》，考虑到宏观经济可能继续承压，我们预计 2019 年全年用电增速或将降至 6.5%。

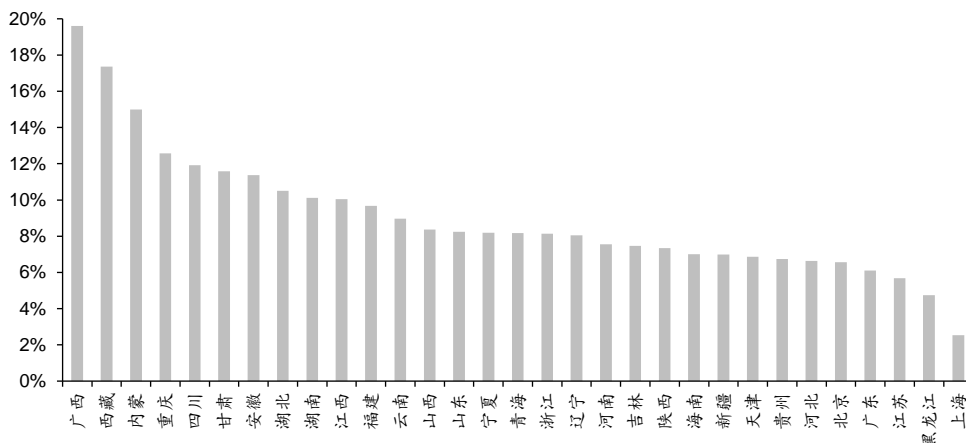
图表 6: 2018 年全社会用电量增速 8.5%



资料来源：国家能源局，华泰证券研究所

前十一个月沿海省份用电增速普遍偏低，用电高增速地区多分布于内陆。从 1-11 月累计用电增速来看，广西、西藏、内蒙、重庆、四川五个地区累计用电增速最高，分别为 19.6%、17.4%、15.0%、12.6%、11.9%；上海、黑龙江、江苏、广东、河北五个地区累计用电增速最低，分别为 2.5%、4.8%、5.7%、6.1%、6.6%。值得注意的是，北京、上海、苏州单月用电量增速均出现负增长。

**图表 7：2018 年前 11 个月各省累计用电增速（%）**



资料来源：国家能源局，华泰证券研究所

**神木事件料影响有限，继续坚定推荐火电，一线首选华电国际，关注行情向二线蔓延**

**神木矿难冲击煤价预期，我们预判总体影响有限。**近期受制于神木矿难等偶发性因素冲击，市场关于煤矿安检可能带来的供给缺口预期再起，致使港口现货煤价有所上行，根据 Wind 数据，1 月 14-18 日秦皇岛 Q5500 动力末煤平仓价从 578 元/吨上升至 590 元/吨，我们认为神木矿难等偶发性冲击影响总体有限，目前煤价旺季不旺逻辑已然兑现，供需格局宽松态势成立，叠加一季度进口煤不受限，可快速将补充短期煤炭供给缺口，截至 1 月 18 日，秦皇岛 Q5500 动力末煤平仓价同比降低 20%，降幅高达 146 元/吨，我们继续看好后期煤价下行空间，乐观看待 19Q1 季报行情。

**继续推荐火电，一线首选华电国际，关注行情向二线蔓延。**本轮火电板块行情主要集中在一线龙头华电国际/华能国际/国投电力，看好二线火电板块性机会。有别于上一轮周期，本轮结构中消费+地域中沿海率先走弱，判断中西部地区+外送电大省+自备电厂分布集中的省份火电 ROE 改善趋势最为显著。一线火电首推华电国际，建议关注华能国际；二线火电推荐内蒙华电、皖能电力、建投能源，建议关注长源电力。

**风险提示**

- 1) 煤价超预期增长；煤价是火电行业最大的成本项，如果煤价超预期大幅上行，将会导致火电成本显著增加，挤压盈利空间；
- 2) 电力需求恶化：下游电力需求决定着火电行业产能利用率，并在一定程度上影响市场化交易电价折价，如果电力需求恶化，将会火电行业收入端产生不利影响；

## 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 2019 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

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

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