

2019年用电量增长将回归常态

——公用事业及环保行业深度报告

2019年03月03日

看好/维持

公用事业及环保 深度报告

投资摘要:

2018年全社会用电量增长超预期，同比增速8.50%，全年用电量达到68449亿千瓦时。在国内经济平稳发展的情况下，各行业用电增速同比均有所上升，同时极端高温与电能替代拉动用电增长，用电增速创七年新高。

- ◆ **重点行业平稳增长，为用电量提供支撑：**2018年1-11月，黑色、有色、建材、化工行业用电增速分为达到9.52%、4.41%、5.92%、0.43%。有色与化工行业用电增速有所下滑，钢铁行业高增长支撑整体用电量平稳增长。
- ◆ **新兴产业快速发展，成用电增长新亮点：**装备制造业、高技术新兴产业实现两位数增长，上拉用电量增长速度。
- ◆ **产业结构持续优化，第三产业比重上升：**在结构优化背景下，第三产业、城乡居民生活用电延续两位数增长态势，带动用电快速增长同时，第三产业与居民用电比重逐年上升。
- ◆ **夏季极端高温频繁，拉用电量增速上涨：**全年气温偏高，极端高温天气较往年持续时间长，拉用电量上涨约1个百分点。
- ◆ **电能替代加速推进，大幅上拉用电增速：**电能替代加速推进，工业生产领域，电窑炉大量应用于钢铁、建材生产；居民生活用电领域，电采暖得到广泛推广。电能替代驱动用电量上涨1.8个百分点。

2019年全社会用电量增速预计回落至常年水平，增速在6.00%左右，全年全社会用电量预计实现7.25万亿千瓦时。全球与国内经济增速均有所放缓，电能替代拉动作用有所减弱；政策带动基础设施投资增速回升，重点产业稳定运行。

- ◆ **政策带动投资回升，基础设施投资加速：**“基础设施补短板”指导意见发布，铁路、公路、水运、机场建设得到大力支持，同时保障工业产品需求。
- ◆ **重点行业增速回落，整体发展稳中趋缓：**黑色金属行业高位回落，有色、建材、化工行业发展态势或不及去年，增速有所回落，但仍处于合理区间。
- ◆ **电能替代潜力较大，拉动作用有减弱：**电力替代省用技术可行空间仍然较大，综合考虑效率与成本因素，其推进速度或不及去年。
- ◆ **第三产业快速增长，用电比重持续上升：**第三产业延续两位数高增长态势。

投资策略:

- ◆ **华能国际：**电力绝对龙头，行业翘楚，电力行业业绩反转龙头率先启动。
- ◆ **皖能电力：**区域专业电力企业，域内电力供给紧平衡，有助利用小时数提升。

风险提示：宏观经济增长不及预期，部分行业供给侧改革超预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	17A	18E	19E	17A	18E	19E		
华能国际	0.12	0.16	0.35	52	42	19	1.42	推荐
皖能电力	0.07	0.24	0.37	68	21	13	0.95	推荐

分析师

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

洪一

0755-23930446

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110001

研究助理

沈一凡

010-66554020

shenyf@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480118080040

细分行业

评级

动态

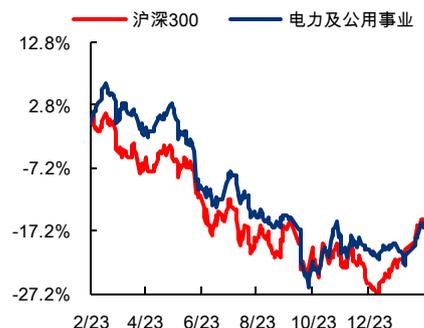
电力	看好	维持
水务	看好	维持
燃气	看好	维持

行业基本资料

占比%

股票家数	163	4.55%
重点公司家数	-	-
行业市值	20723.43 亿元	3.79%
流通市值	15486.25 亿元	3.9%
行业平均市盈率	19.93	/
市场平均市盈率	14.71	/

行业指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告



目 录

1. 2018 年用电增长超预期	4
1.1 全社会用电快速增长，增速创七年新高	4
1.2 重点行业平稳增长，新兴产业加快成长	5
1.2.1 重点行业用电平稳增长，黑色金属产量攀升	5
1.2.2 新兴产业用电加快成长，第三产业比重上升	7
1.3 中西部地区用电高增长，带动全国用电量提升	8
2. 2018 年经济增速放缓，结构优化	9
2.1 国内生产总值中高速增长	9
2.2 工业增加值稳中趋缓	10
2.3 固定资产投资平缓增长	11
3. 四大高耗能行业产量增速平稳，黑色金属行业高增长	12
3.1 黑色金属冶炼及延压加工业产量快速增长	12
3.2 有色金属冶炼及压延加工业增速有所回升	13
3.3 非金属矿物制品业面临诸多问题与限制，延续低速增长	14
3.4 化学原料及化学制品制造业低位增长	15
4. 2018 年高温极端性强与降水偏多且集中	16
5. 电能替代上拉用电增速 1.8 个百分点	17
6. 2019 年经济增速持续放缓	17
6.1 国民生产总值增速同比下降	17
6.2 工业增加值增速降低	19
6.3 投资增速有望回升	19
7. 2019 年重点行业发展稳中趋缓	20
7.1 黑色金属产量增速稍有回落 用电量高位增长收窄	20
7.2 有色金属产量增速 用电量增速预计回落至常年水平	21
7.3 非金属矿物制品业或负增长，电能替代上拉用电增速	21
7.4 化学原料及化学制品制造业产能或负增长	21
8. 2019 年电能替代拉动作用削弱	22
9. 2019 年用电增速回归常年水平	22
10. 2019 年煤价中枢下移	23
11. 投资策略	23
11.1 华能国际	23
11.2 皖能电力	24
12. 风险提示	24

表格目录

表 1: 全国分产业用电量	4
表 2: 四大高耗能行业用电量	5
表 3: 2018 年 1-11 月装备制造业用电情况	8
表 4: 三次产业增加值及增速	9
表 5: GDP 增速按地区划分	18
表 6: 2019 年用电量预测	22

插图目录

图 1: 2010-2018 年各行业用电量变化	5
图 2: 黑色金属行业用电量与当月增速	6
图 3: 有色金属行业用电量与当月增速	6
图 4: 非金属矿物制品业用电量与当月增速	7
图 5: 化学原料及化学制品制造业用电量与当月增速	7
图 6: 2017-2018 年分地区用电情况	9
图 7: 2010-2018 年 GDP 增速与用电量增速	10
图 8: 2010-2018 年工业增加值增速与用电量增速	11
图 9: 2016-2018 年部分行业投资累计增速	12
图 10: 2010-2018 年用电量增速与固定资产投资增速	12
图 11: 2017-2018 年粗钢月度产量与当月同比增速	13
图 12: 2017-2018 年钢材月度产量与当月同比增速	13
图 13: 2017-2018 年十种有色金属月度产量与当月同比增速	14
图 14: 2017-2018 年原铝月度产量与当月同比增速	14
图 15: 2017-2018 年水泥月度产量与当月同比增速	15
图 17: 2017-2018 年氢氧化钠月度产量与当月同比增速	15
图 18: 2017-2018 年碳化钙月度产量与当月同比增速	15
图 19: 2017-2018 年化肥月度产量与当月同比增速	16
图 20: 2014-2018 年国网完成电能替代量	17
图 21: 2019 年预期固定资产投资累计同比增速	19

1. 2018 年用电增长超预期

2018 年全社会用电实现高速增长，四大高耗能行业平稳运行，第三产业、居民生活用电延续高速增长趋势，共同拉动社会用电量上升。电能替代加速推进成为用电增长新动力。西南、华中等地区承接产业转移，用电量增长迅速。

1.1 全社会用电快速增长，增速创七年新高

2018 年，全社会用电量达到 68449 亿千瓦时，同比增长 8.5%，增速创七年新高。

- ◆ 各产业用电量同比增速均有所上升。2018 年全年，第一产业用电量为 728 千瓦时，同比增长 9.80%，较去年提高 2.46 个百分点；第二产业用电量 47235 亿千瓦时，同比增长 7.20%，较去年提高 1.65 个百分点。第三产业用电量同比增长 12.70%，对全社会用电量增长的贡献率为 20.88%。城乡居民生活用电 9685 亿千瓦时，同比增速 10.40%，较去年提高 2.62 个百分点。



表 1：全国分产业用电量

	2017				2018			
	用电量 (亿千瓦时)	同比增速 (%)	贡献率 (%)	结构 (%)	用电量 (亿千瓦时)	同比增速 (%)	贡献率 (%)	结构 (%)
全社会	63,077	6.57	100.00	100.00	68,449	8.50	100.00	100.00
第一产业	1,155	7.34	2.03	1.83	728	9.80	2.11	1.06
第二产业	44,413	5.55	60.09	70.41	47,235	7.20	59.64	69.01
第三产业	8,814	10.65	21.80	13.97	10,801	12.70	20.88	15.78
城乡居民生活	8,695	7.78	16.11	13.78	9,685	10.40	16.87	14.15

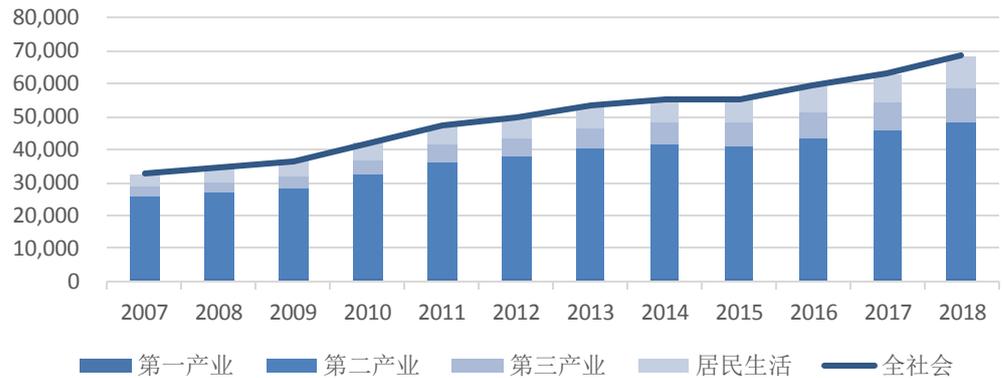
资料来源：国家能源局、东兴证券研究所



- ◆ 第二产业用电量平稳增长，工业用电快速增长。2018 年，第二产业用电量对全社会用电量增长的贡献率达到 57.6%，是拉动全社会用电量增长的最主要动力。其中，工业用电量 46456 亿千瓦时，同比增长 7.10%，较去年提高 1.60 个百分点。四大高耗能行业整体用电趋势均平稳、缓慢上升。除此之外，汽车制造、金属制品、计算机通信设备制造业等新兴产业用电增速较快，分别达到 17.3%、13.9%、13.4%。
- ◆ 第三产业、居民生活用电实现高速增长，用电比重持续上升。第三产业用电比重 15.78%，同比上升 1.81 个百分点；城乡居民生活用电比重 14.15%，同比上升 0.36 个百分点，结构优化持续进行。



图 1: 2010-2018 年各行业用电量变化



资料来源：中电联、Wind、东兴证券研究所

单位：亿千瓦时

1.2 重点行业平稳增长，新兴产业加快成长

用电量增长的基石是四大高耗能行业用电量稳定不变或平稳增长，在第二产业占用电量 70%、四大高耗能行业用电占第二产业用电近一半的前提下，只有四大高耗能行业增速保持稳定，用电量增长才有所保障。

1.2.1 重点行业用电平稳增长，黑色金属产量攀升

四大高耗能行业用电量平稳、缓慢增长，增速较去年小幅回升，黑色金属行业是增长主要动力。2018 年 1-11 月，四大高耗能行业共计用电 17421 亿千瓦时，同比增长 5.10%。其中，黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业（建材）、化学原料及化学制品制造业用电量分别同比增长 9.52%、4.41%、5.92%和 0.43%。其中黑色金属和建材行业用电增速同比上升 7.23 和 2.42 个百分点，有色金属和化工行业用电增速同比下降 3.27 和 2.23 个百分点。

表 2: 四大高耗能行业用电量

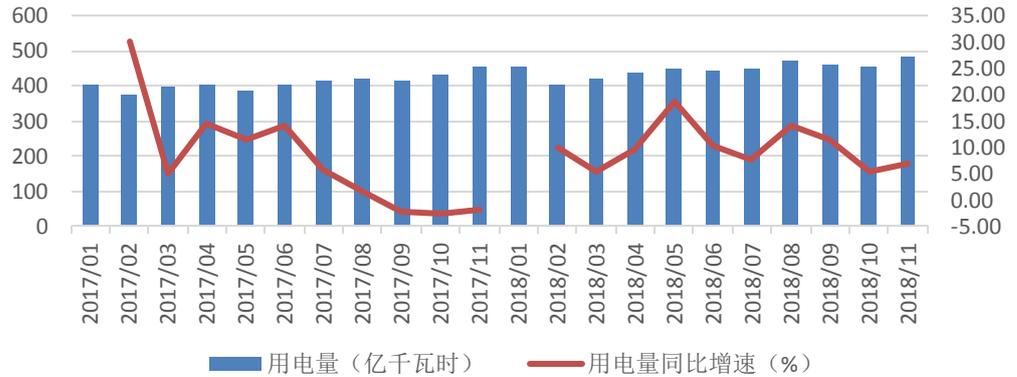
	2017 年 1-11 月				2018 年 1-11 月			
	用电量 (亿千瓦时)	同比增速 (%)	贡献率 (%)	结构 (%)	用电量 (亿千瓦时)	同比增速 (%)	贡献率 (%)	结构 (%)
黑色	4510	2.30	15.24	27.21	4939	9.52	50.77	28.35
有色	4995	7.68	53.60	30.13	5215	4.41	26.05	29.94
建材	3016	3.50	15.33	18.20	3195	5.92	21.11	18.34
化工	4055	2.66	15.83	24.46	4072	0.43	2.07	23.38

资料来源：Wind、东兴证券研究所

◆ **黑色金属冶炼及压延加工业用电量大幅增长，增速同比提升 7.22 个百分点。**2018 年 1-11 月，黑色金属行业用电量累计达到 4939 亿千瓦时，同比提高 9.52%，增速较为稳定，且始终以较高的速度增长。5 月份用电量同比增速高达 18.63%，10 月

份用电量增速最低，为 5.28%，但仍远高于去年同期水平。截至 2017 年 10 月，“地条钢”1.4 亿吨产能全部出清，导致去年黑色金属行业用电量增长缓慢。但 2018 年，得益于去年基数较低、钢材产量快速增长，同时在电炉钢大量投产、环保设备大量安装的多重因素影响下，黑色金属行业用电量增速大幅提升。

图 2：黑色金属行业用电量与当月增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

◆ **有色金属行业用电量同比增长，增速同比大幅下降，但下半年有所回升。**2018 年 1-11 月，有色金属行业用电量为 5215 亿千瓦时，同比增长 4.41%，增速同比下降 3.27 个百分点。上半年，受到原铝去产能政策趋紧的影响，有色金属行业各月用电量增速较低，均未超过 3%；但下半年，在去年基数已经较低的情况下，行业主要产品产量同比增速快速回升，带动用电增速上涨，11 月当月用电量同比增速则达到了 13.98%。

图 3：有色金属行业用电量与当月增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

◆ **建材行业用电量增速同比上升，电能替代是主要推动力。**2018 年 1-11 月，建材行业用电量累计达到 3195 亿千瓦时，同比增长 5.92%，增速同比上升 2.42 个百分点。行业用电量的快速增长主要是受到电能替代推进的积极影响。陶瓷、耐火材料、玻

璃制品等行业广泛推广电窑炉。2018 年前三季度，建材电窑炉完成电能替代量 122 亿千瓦时，拉动全社会用电增长 0.3 个百分点。第一季度建材行业用电量增速波动较大，2 月行业用电增速高达 23.14%，3 月增速降至-19.47%，此后 4、5 月份行业用电增速逐步回升，5 月份增速为 14.59%。下半年，行业用电增速在 2%至 8% 之间小幅波动。

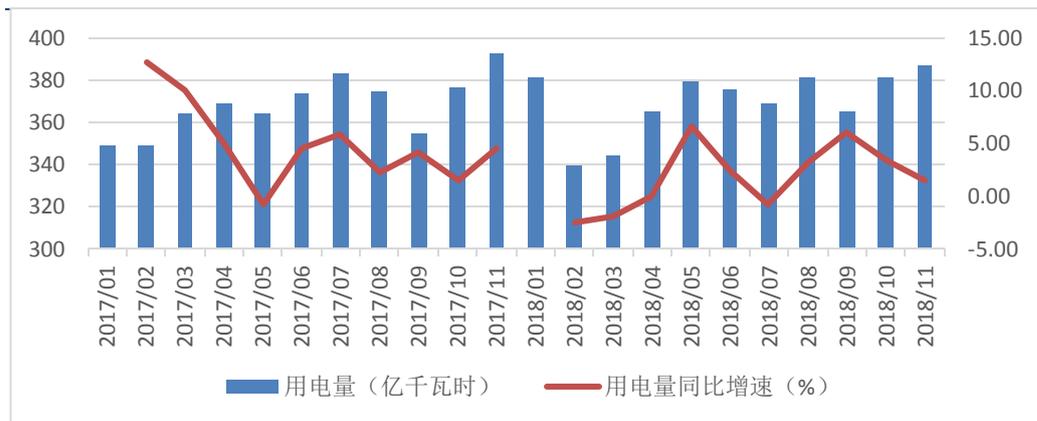
图 4：非金属矿物制品业用电量与当月增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

◆ 化工行业用电缓慢增长，增速同比有所下降。2018 年 1-11 月，化工行业用电量达到 4072 亿千瓦时，较去年仅增加 18 亿千瓦时，增幅约 0.43%，较去年下降 2.23 个百分点。2018 年以来，化工行业用电增速波动较大，5 月、9 月行业用电增速较大，分别为 6.37%、6.10%；2-4 月、7 月行业用电出现负增长，增速分别为-2.46%、-1.95%、-0.04%和-0.79%。

图 5：化学原料及化学制品制造业用电量与当月增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

1.2.2 新兴产业用电加快成长，第三产业比重上升

除四大高耗能行业外，第三产业、装备制造业用电均在2018年实现两位数高速增长，拉动用电量快速增长。

- ◆ **第三产业用电增速 12.70%，较去年提高 2.05 个百分点。**信息传输软件和信息技术服务业、房地产业、教育文化体育和娱乐业用电增速均较快；批发和零售业、房地产业等对第三产业用电增速贡献率最高。
- ◆ **装备制造业用电量同比增长 11.55%，远高于工业用电增速。**其中金属制造业、计算机通信和其它电子设备制造业、汽车制造业增速较高，分别达到 21.77%、10.06% 和 15.60%，对装备制造业用电量增长贡献率分别为 58.64%、19.51%和 9.43%，位居前三。金属集装箱产量延续高增长态势，拉动金属制品业用电增长；服务器、移动信息基站设备、光纤等产品产量高速增长，带动计算机通信和其它电子设备制造业用电量上升；汽车制造业用电增长则主要受益于新能源汽车产量的大幅提升。

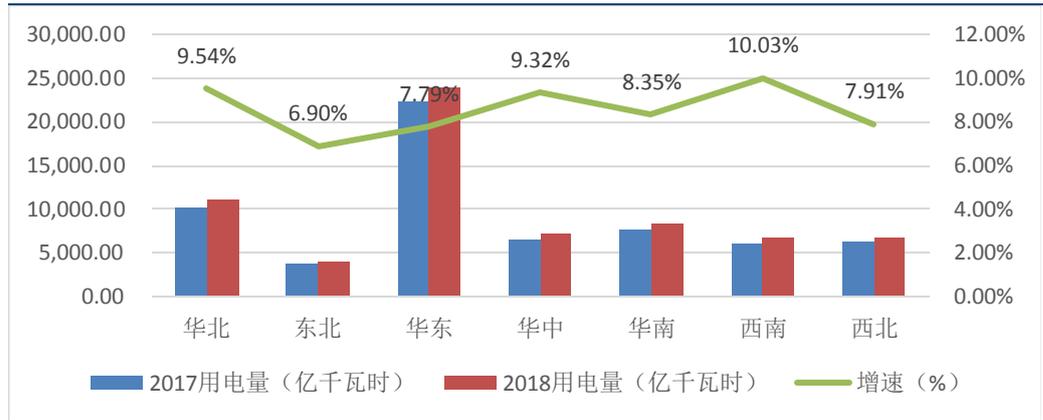
表 3: 2018 年 1-11 月装备制造业用电情况

	用电量 (亿千瓦时)	同比增速 (%)	贡献率 (%)	结构 (%)
装备制造业	5,507.30	11.55	100.00	100.00
金属制品业	1,871.01	21.77	58.64	33.97
计算机、通信和其他电子设备制造业	1,217.69	10.06	19.51	22.11
通用设备制造业	737.71	7.69	9.24	13.40
电气机械和器材制造业	644.10	4.91	5.28	11.70
汽车制造业	398.50	15.60	9.43	7.24
专用设备制造业	287.46	4.88	2.34	5.22
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	279.20	-6.85	-3.60	5.07
仪器仪表制造业	71.45	-6.32	-0.85	1.30

资料来源：Wind、东兴证券研究所

1.3 中西部地区用电高增长，带动全国用电量提升

西南、华北、华中地区用电量增速位列前三，分别达到 10.03%、9.54%和 9.32%。西南地区主要受到承接产业转移、冬季温度较低且夏季持续高温天气因素影响；华北地区受到低温天气与“煤改电”等电能替代因素的影响，用电增长较快；华中地区同样承接产业转移，且受到高温天气影响，用电量快速增长。

图 6: 2017-2018 年分地区用电情况


资料来源：Wind、东兴证券研究所

2. 2018 年经济增速放缓，结构优化

2018 年经济运行总体平稳，国内生产总值、工业增加值、固定资产投资均显现出稳中趋缓的态势。经济发展重心从高速度逐步转化为高质量，产业结构持续优化。

2.1 国内生产总值中高速增长

国民经济平稳，国内生产总值保持中高速增长。2018 年国内生产总值达到 900310 亿元，按不变价格计算，同比增长 6.60%。按照产业划分，第一产业增加值为 64734 亿元，增长 3.50%；第二产业增加值为 366001 亿元，增长 5.80%；第三产业增加值为 469575 亿元，增长 7.60%。

产业结构继续优化，第三产业比重持续上升。第三产业增加值增速较第二产业高出 1.80 个百分点。2018 年，第三产业增加值占国内生产总值比重为 52.16%，较去年同期提高 0.26 个百分点。

表 4: 三次产业增加值及增速

	GDP		第一产业		第二产业		第三产业	
	现价 (亿)	增速 (%)	现价 (亿)	增速 (%)	现价 (亿)	增速 (%)	现价 (亿)	增速 (%)
2017	820,754	6.80	62,100	4.00	332,743	5.90	425,912	7.90
2018	900,310	6.60	64,734	3.50	366,001	5.80	469,575	7.60

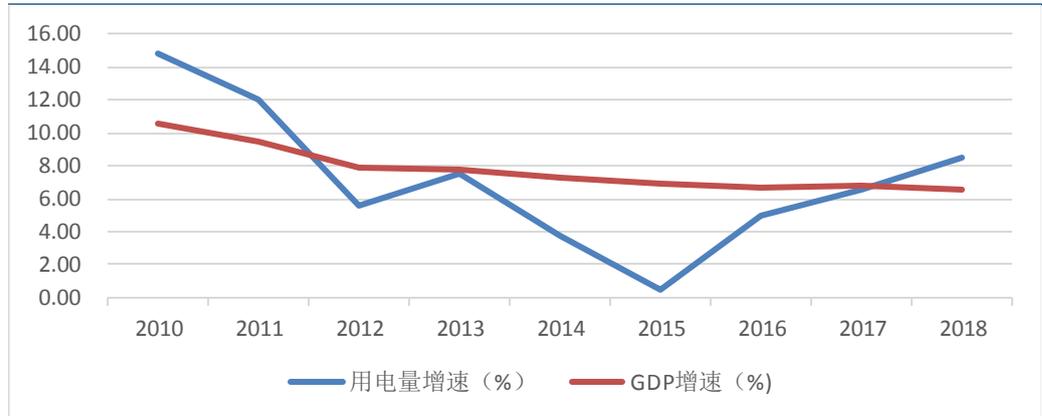
资料来源：Wind、东兴证券研究所

2010-2015 年用电量增速与 GDP 增速同趋势变动，均有所下降。2010-2015 年，第二产业用电量占比较大，且对用电量增速贡献率较高，用电增速与第二产业产量增速密切相关。

2016-2018 年，GDP 增速缓慢下降，而用电量增速大幅上升。2016 年以来，第三产业、城乡居民生活用电以两位数速度快速增长，用电量增长主要动力从前些年的传统

高耗能行业，持续向服务业、生活用电、新兴技术行业及大众消费品业转换。2017年，第三产业用电延续两位数增长；此外，电能替代在居民生活领域加快推进，居民取暖“煤改电”、电动汽车的推广均显著拉动居民用电。2018年，产业结构优化同时，电能替代在第二产业大力推广、第二产业用电增速创七年新高。

图 7: 2010-2018 年 GDP 增速与用电量增速



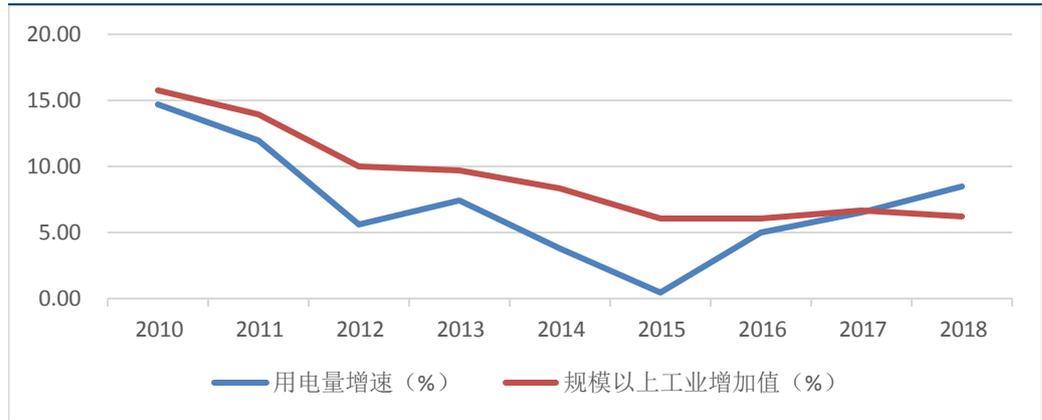
资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.2 工业增加值稳中趋缓

2018年全部工业增加值达到305160亿元，规模以上工业增加值同比增长6.20%，较去年下降0.40个百分点。

- ◆ **四大高耗能行业增速整体低于工业用电增速。**其中化工、建材行业低速增长，增速分别为3.60%、4.60%，化工行业同比下降0.20个百分点，建材行业同比上升0.90个百分点；黑色金属、有色金属行业增速回升，分别为7.00%、7.80%，分别较去年同期上升6.70、6.30个百分点。
- ◆ **装备制造业等高新技术产业发展迅速。**计算机通信和其它电子设备制造业增加值同比增长13.10%，专用设备制造业同比增长10.90%。

2016年以来，第三产业与居民用电成为用电增长新亮点；工业用电稳定发展，为用电量提供重要支撑。2010-2015年，用电量增速与工业增加值增速变动密切相关，2016年以来，第三产业与城乡居民用电逐渐成为用电增长主要动力，但工业用电比重仍然较高，工业增加值的稳定增长成为全社会用电量的重要支撑。

图 8: 2010-2018 年工业增加值增速与用电量增速


资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.3 固定资产投资平缓增长

固定资产投资缓慢、平稳增长。2018年固定资产投资（不含农户）为635636亿元，比上年增长5.90%，增速较上年同期回落1.30个百分点。分产业看，第一产业投资22413亿元，比上年增长12.90%；第二产业投资237899亿元，增长6.20%；第三产业投资375324亿元，增长5.50%。从环比速度来看，第一产业较1-11月份提高0.70个百分点，第二产业与1-11月持平，第三产业增速下降0.10个百分点。

- ◆ **第二产业中，工业投资较上年增长6.50%。**增速较1-11月份提高0.10个百分点，较去年同期提高2.90个百分点。制造业投资增长9.50%，较上年有所回升。
- ◆ **第三产业中，制造业、房地产投资增速回升，基建投资下滑。**主要受到房企补库存、三线城市需求释放等因素影响，房地产投资增速较去年同期有所上涨。基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增速明显下降，主要是受到PPP整顿和结构性去杠杆的影响。基础设施投资较上年仅增长3.8%，增速比1-11月份提高0.1个百分点，比上年回落15.2个百分点。其中，水利管理业投资下降4.9%，较1-11月份降幅扩大0.5个百分点；公共设施管理业投资增长2.5%，增速提高1.1个百分点；道路运输业投资增长8.2%，增速回落0.3个百分点；铁路运输业投资下降5.1%，降幅扩大0.6个百分点。

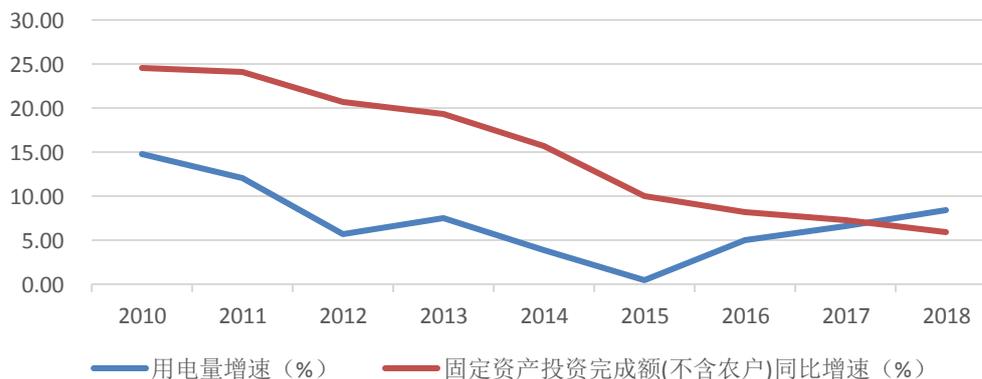
图 9: 2016-2018 年部分行业投资累计增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2015 年后，随着多数城市基础设施的不断完善，基础设施建设投资增速逐步下滑，目前已难成为拉动用电量快速增长的引擎。

图 10: 2010-2018 年用电量增速与固定资产投资增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

3. 四大高耗能行业产量增速平稳，黑色金属行业高增长

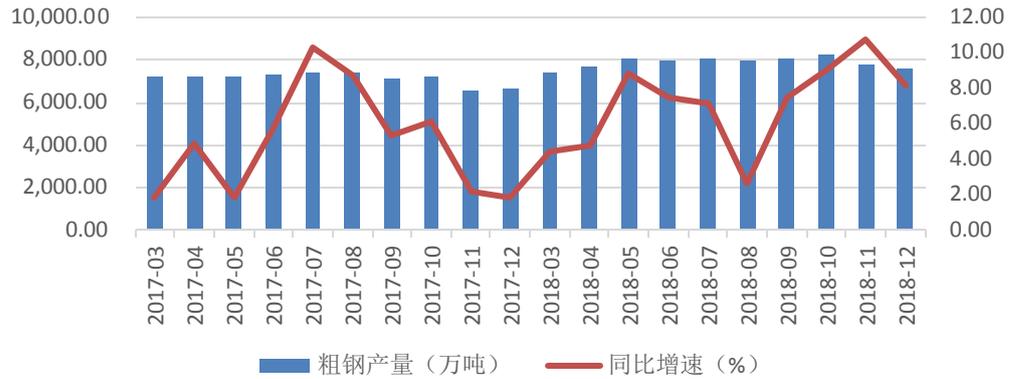
四大高耗能行业整体发展速度较缓慢，但黑色金属行业实现较快增长。产量方面，黑色金属行业主要产品产量增长速度较快，有色金属行业产量增速高于去年同期，建材、化工行业主要产品产量较为平稳；价格方面，钢铁价格波动上升、水泥价格同比大幅上涨，电解铝、平板玻璃、烧碱、电石、化肥等产品价格有所回落。

3.1 黑色金属冶炼及延压加工业产量快速增长

粗钢、钢材等主要产品产量快速增长。2018 年，粗钢累计产量 92826 万吨，同比增长 6.60%，较去年同期增加 0.90 个百分点；钢材累计产量 110552 万吨，同比增长 8.50%，较去年同期增加 7.70 个百分点。在 2017 年 10 月，地条钢产能全部出清后，

钢铁优质产能快速释放，同时下游产业用钢需求稳定拉动钢价回升，多因素共同驱动黑色金属行业产量大幅提升。

图 11: 2017-2018 年粗钢月度产量与当月同比增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 12: 2017-2018 年钢材月度产量与当月同比增速

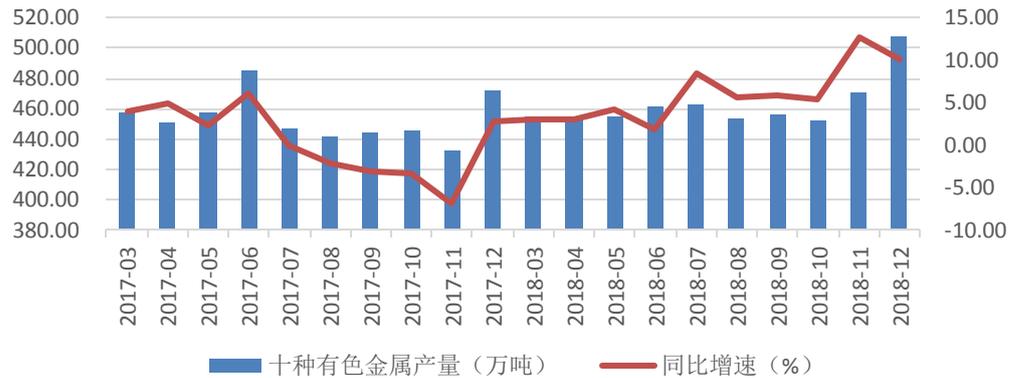


资料来源：Wind、东兴证券研究所

3.2 有色金属冶炼及压延加工业增速有所回升

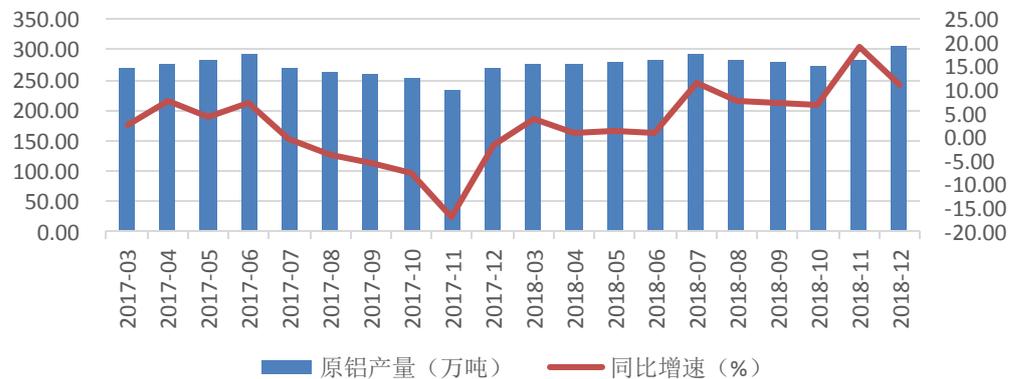
主要产品产量增速高于去年，但去年基数较小是主要原因。2018 年，十种有色金属累计产量 5688 万吨，同比增长 6.00%，较去年增速提高 3.00 个百分点；其中原铝累计产量 3580 万吨，同比增长 7.40%，较去年提高 5.80 个百分点。但截至 2018 年前三季度，产品产量仍略有下降趋势，十种有色金属产量增速为 4.20%，同比增长 0.10 个百分点；电解铝产量增速为 4.20%，同比减少 0.80 个百分点。2017 年下半年，有色金属产量持续出现负增长，导致去年基数较小，使得 2018 年下半年有色金属产量出现大幅增长。

图 13: 2017-2018 年十种有色金属月度产量与当月同比增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 14: 2017-2018 年原铝月度产量与当月同比增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

3.3 非金属矿物制品业面临诸多问题与限制，延续低速增长

建材行业主要产品受到环保限产限制，同时产能过剩问题仍未解决，行业保持较低速度增长。2018 年，水泥累计产量 217667 万吨，同比增长 3.00%，较去年增速提高 3.20 个百分点；平板玻璃累计产量 86864 万重量箱，同比增长 2.10%，较去年增速降低 1.70 个百分点。产品产量低速增长，波动幅度较小。

图 15: 2017-2018 年水泥月度产量与当月同比增速

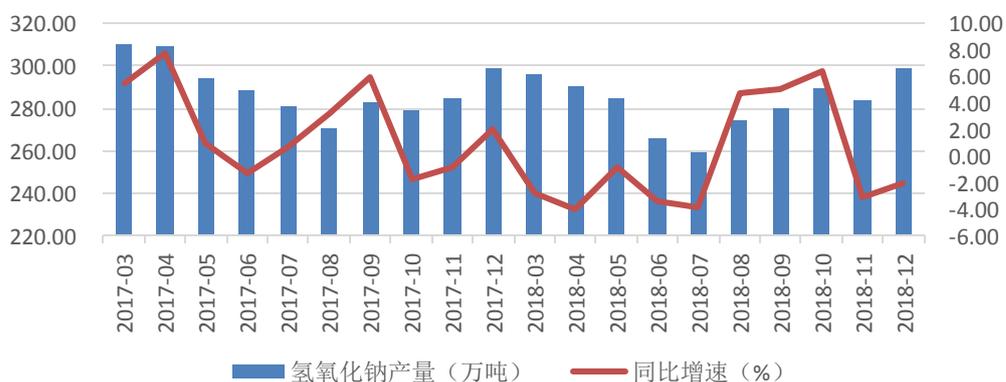


资料来源: Wind、东兴证券研究所

3.4 化学原料及化学制品制造业低位增长

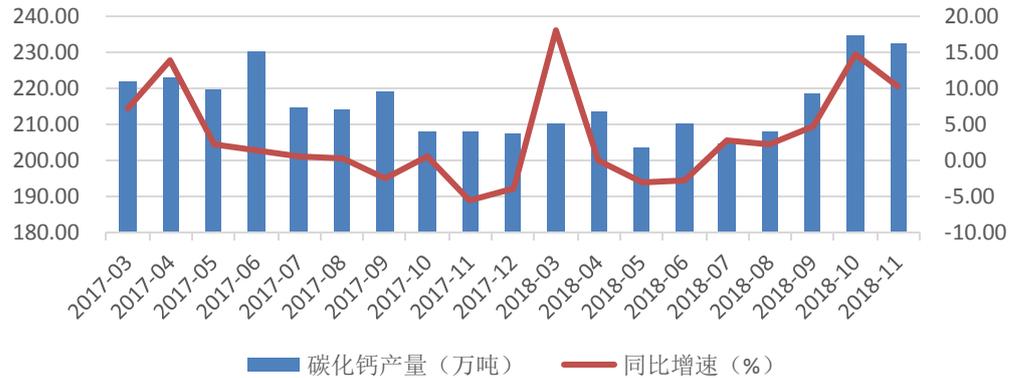
化工行业主要产品产量低速增长，化肥产量延续负增长趋势。2018 年氢氧化钠（烧碱）累计产量达到 3420 万吨，同比增长 0.90%，较去年减少 4.50 个百分点；碳化钙（电石）1-11 月累计产量 2376 万吨，同比增长 4.50%，较去年同期提高 4.90 个百分点；化肥累计产量为 5460 万吨，同比降低 5.20%，下降幅度较去年同期扩大 2.60 个百分点。

图 16: 2017-2018 年氢氧化钠月度产量与当月同比增速



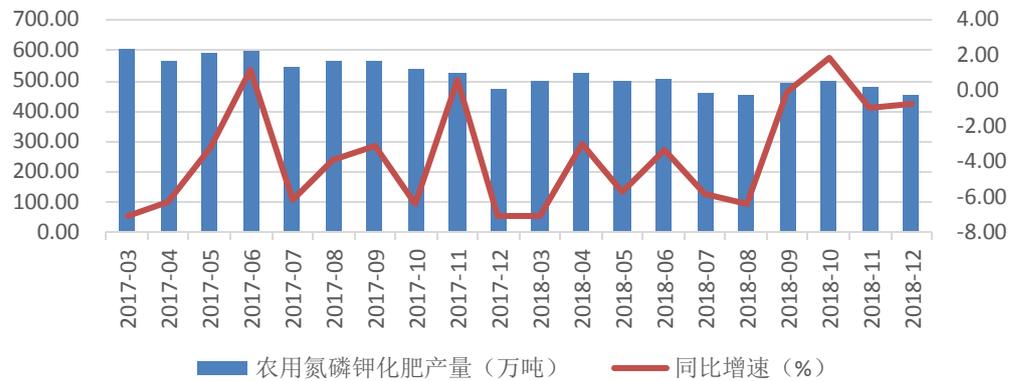
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 17: 2017-2018 年碳化钙月度产量与当月同比增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 18: 2017-2018 年化肥月度产量与当月同比增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

4. 2018 年高温极端性强与降水偏多且集中

2018 年我国气温整体偏高、降水偏多。

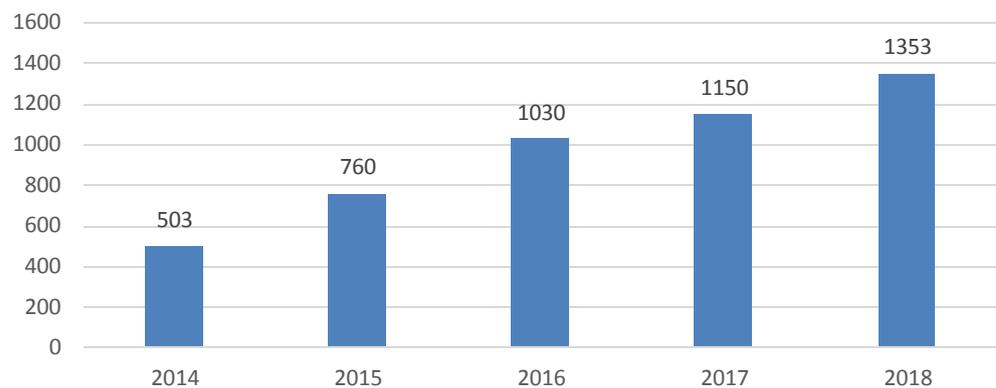
- ◆ **气温方面：**我国平均气温（10.1℃）较常年偏高 0.5℃，夏季高温极端性强，但年初气温偏低。春、夏季气温创历史新高，秋、冬季气温接近常年同期。1、2 月份平均气温较常年同期偏低 0.3℃，三月以来气温开始持续偏高，6 月份温度较常年偏高 0.8℃，成为 1961 年以来的最高温度；7 月偏高 1.0℃；8 月偏高 1.2℃；夏季温度整体偏高 1.0℃。
- ◆ **降水方面：**全国平均降水量 673.8 毫米，比常年偏多 7%，多集中在 7、8 月份。夏、秋季降水分别偏多 10%和 6%，冬季偏少 17%，春季接近常年同期。六大区域年降水量均偏多或接近常年；七大流域中除辽河偏少 11%外，其余均偏多或接近常年。按照地区划分，华南前汛期开始时间较常年明显偏晚，结束偏早，雨量偏少；西南雨季开始和结束时间均接近常年，雨量偏多；入梅晚、出梅早，梅雨量偏少；华北雨季开始和结束均偏早，雨量偏多；华西秋雨开始和结束时间均偏晚，雨量偏

少；东北雨季开始和结束时间均接近常年，雨量偏少。

5. 电能替代上拉用电增速 1.8 个百分点

电能替代拉动社会用电增长。2014-2018 年，国网完成电能替代量逐年增长，截至 2018 年，国网当年累计完成电能替代量 1353 亿千瓦时，占全社会用电量的 1.95%，对用电增长的贡献率达 21.23%。上拉用电增速 1.8 个百分点。2018 年前三季度，电能替代对用电增长的贡献率达到 29.10%，其中工农业生产、居民生活、交通运输领域电能替代量分别占 77%、11%和 8%。电能替代方式包括以电代煤、以电代油等方式，以电代煤主要涉及家庭及餐饮业电气化、电采暖、电锅炉的推广，对第二、第三产业用电量增长均有推动作用。以电代油则主要涉及轨道交通领域、农业灌溉领域与航海航空领域。

图 19: 2014-2018 年国网完成电能替代量



资料来源：北极星电力网、国家能源局、东兴证券研究所

单位：亿千瓦时

6. 2019 年经济增速持续放缓

2019 年，预期全球经济增速放缓，经济复苏较慢。国内供给侧结构性改革持续进行，国际上中美贸易摩擦加大宏观经济不确定性。

6.1 国民生产总值增速同比下降

2019 年，中国 GDP 同比增速预测平均值为 6.33%，较去年增速放缓 0.27 个百分点。中国经济发展重心由高速发展转为高质量发展。国际方面，预计经济形势整体较为平稳，全球经济增速放缓至 3.70%左右，受到中美贸易摩擦影响，我国出口增速应有所降低，但同时受到美联储缩表影响，人民币汇率可能出现短期、小幅贬值，支撑出口增长；国内方面，消费增速小幅下降，投资增速延续去年稳中趋缓态势。

分地区来看，大部分地区 GDP 目标增速下调或持平，湖北、海南上调 2019 年 GDP 增速目标。2018-2019 年，东部地区经济增长速度稳中趋缓，中西部地区由于承接产业转移，经济保持较高速增长。2019 年，共有 13 个省份下调了 GDP 增速预期目

标，仅湖北、海南将 GDP 增速预期目标上调了 0.5 个百分点，湖北在荆州承接产业转移示范区的拉动下经济增长速度较高，而海南成立自贸区的方案于 2018 年刚刚通过，预计可以带动当地经济快速发展。

表 5: GDP 增速按地区划分

GDP 增速	2018 实际 (%)	2018 目标 (%)	实际-目标	2019 目标 (%)	目标变动
北京	6.60	6.50	0.10	6.50	-
天津	3.60	5.00	-1.40	4.50	-0.50
河北	6.60	6.50	0.10	6.50	-
山西	6.70	6.50	0.20	6.30	-0.20
内蒙古	5.30	6.50	-1.20	6.00	-0.50
辽宁	5.70	6.50	-0.80	6.33	-0.17
吉林	4.50	6.00	-1.50	6.00	-
黑龙江	4.70	6.00	-1.30	5.00	-1.00
上海	6.60	6.50	0.10	6.50	-
江苏	6.70	7.00	-0.30	6.50	-0.50
浙江	7.10	7.00	0.10	6.50	-0.50
安徽	8.02	8.00	0.02	8.00	-
福建	8.30	8.50	-0.20	8.50	-
江西	8.70	8.50	0.20	8.50	-
山东	6.40	7.00	-0.60	6.50	-0.50
河南	7.60	7.50	0.10	7.50	-
湖北	7.80	7.50	0.30	8.00	0.50
湖南	7.80	8.00	-0.20	8.00	-
广东	6.80	7.00	-0.20	6.50	-0.50
广西	6.80	7.50	-0.70	7.00	-0.50
海南	5.80	7.00	-1.20	7.50	0.50
重庆	6.00	8.50	-2.50	6.00	-2.50
四川	8.00	7.50	0.50	7.50	-
贵州	9.10	10.00	-0.90	9.00	-1.00
云南	8.90	8.50	0.40	8.50	-
西藏	10.00	10.00	-	10.00	-
陕西	8.30	8.00	0.30	8.00	-
甘肃	6.30	6.00	0.30	6.00	-
青海	7.20	7.00	0.20	7.00	-
宁夏	7.00	7.50	-0.50	7.00	-0.50
新疆	6.10	7.00	-0.90	5.50	-1.50

资料来源：Wind、东兴证券研究所

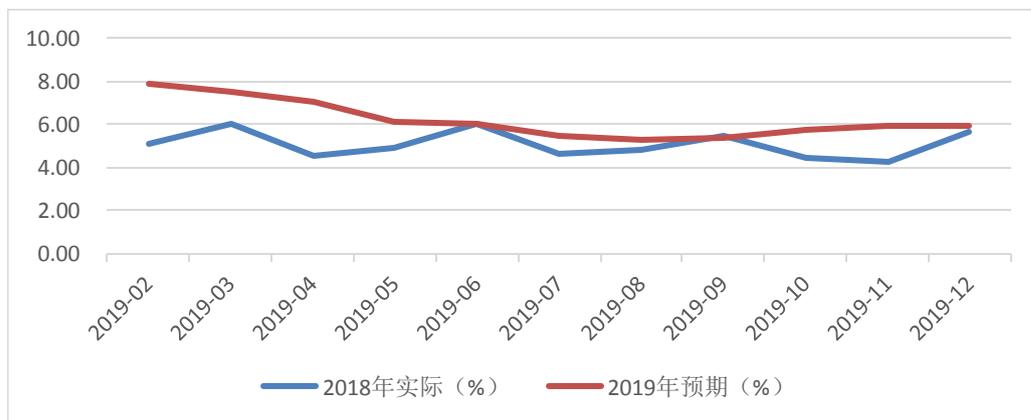
6.2 工业增加值增速降低

2019年工业增加值同比增速较去年有所降低，但可以达到或接近6.0%，仍将在合理区间稳定运行。产业结构将持续优化，高技术制造业等新兴产业快速发展，传统产业改造提升力度加大。同时，工业投资增速有望缓慢回升，但考虑到中美贸易摩擦对工业增加值产生的负面影响，在对其进展方向持中性判断的情况下，2019年规模以上工业增加值增速预计会略有下滑。

6.3 投资增速有望回升

2019年固定资产投资完成额增速有望回升。基础设施投资增速有望回升、制造业投资保持快速增长、房地产投资增速趋缓。

图 20: 2019 年预期固定资产投资累计同比增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

受到“基础设施领域补短板”政策的积极影响，基础设施投资增速有望止跌回升。2017年2月至2018年9月，基础设施投资（不含电力）的同比增速从27.30%一路下滑至3.30%，但自2018年第四季度，基础设施投资增速出现小幅回升，12月同比增速为3.80%，2019年基础设施投资预计缓中有升。

2018年10月国务院办公厅发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》。明确要聚焦关键领域和薄弱环节，进一步完善基础设施和公共服务，提升基础设施供给质量，更好发挥有效投资对优化供给结构的关键性作用，保持经济平稳健康发展。补短板主要涉及铁路、公路、水运、机场等领域：

- ◆ **铁路领域将以中西部为重点**，加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目，拓展区域铁路连接线，进一步完善铁路骨干网络。加快推动一批战略性、标志性重大铁路项目开工建设。推进京津冀、长三角、粤港澳大湾区等地区城际铁路规划建设。加快国土开发性铁路建设。实施一批集疏港铁路、铁路专用线建设和枢纽改造工程。
- ◆ **在公路、水运领域**，加快启动一批国家高速公路网待贯通路段项目和对“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等重大战略有重要支撑作用的地方高速公路项目，加快推进重点省区沿边公路建设。加快推进三峡枢纽

水运新通道和葛洲坝航运扩能工程前期工作，加快启动长江干线、京杭运河等一批干线航道整治工程，同步推动实施一批支线航道整治工程。

- ◆ **在机场领域**，加快北京大兴国际机场建设，重点推进一批国际枢纽机场和中西部支线机场新建、迁建、改扩建项目前期工作，力争尽早启动建设，提升国际枢纽机场竞争力，扩大中西部地区航空运输覆盖范围。

高技术制造业、装备制造业投资预计会延续去年的较高增速，拉动投资增长。2018 年，在“去产能”政策作用下，工业企业利润增加、投资结构持续优化，制造业投资增速较快且有上涨趋势。2019 年，供给侧结构性改革将继续推进过剩行业的市场出清，投资重心将由传统行业转向高技术新兴产业、转型升级项目等，制造业投资增速预计会在 2019 年维持较高水平。

2019 年房地产投资增速有下降风险。2018 年房地产调控力度较大，预计 2019 年调控政策将继续抑制房地产业；同时，棚改货币化安置政策收紧，预计会对三四线城市房市造成一定负面影响。新开工面积增速等先行指标已经在 2018 年内持续下降，2019 年房地产投资增速或有下降。

7. 2019 年重点行业发展稳中趋缓

2019 年，四大高耗能行业增速预计稳中趋缓，黑色金属行业保持较高速增长，对但有色、建材、化工行业发展较为缓慢，此外，电能替代在四大高耗能行业中拉动作用有所减弱，高耗能行业用电增速将有所回落。

7.1 黑色金属产量增速稍有回落 用电量高位增长收窄

2019 年中国粗钢产量增长将回归平均水平，将达到 2%~3%水平，相应黑色金属行业用电量将高位保持增长但增速低于 2018 年，约为 6%。2018 年增长快速的主要原因是 2018 年在地条钢产能全部出清，下游用钢行业需求保持稳定的情况下，钢铁价格上涨，企业生产意愿增加，同时钢铁行业优质产能快速释放，实现快速增长。2019 年增长趋缓的原因是钢铁需求预计保持平稳，在钢铁投资加速，基建投资增速，电钢炉大量投产的驱动下，预计黑色金属行业用电量高位增长，但在钢材出口的发展面临挑战的背景下，增速有所回落。

钢铁投资加速，产能逐步增加。受到钢铁价格波动上升、企业效益较好的影响，2018 年钢铁行业固定资产投资增长速度达到 13.80%，较去年同期增长 20.90 个百分点，投资增长将驱动产能逐步增加。但目前钢铁市场仍处于供大于求状态，长期来看，对钢铁的供求平衡较为不利。

基建投资增速有望上升，为国内钢铁需求增长提供保障。《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》提出要大力发展中西部铁路公路、加快推进干线航道整治和重大水利设施、国际枢纽机场建设。政策有望拉动基建投资增速加快，钢铁下游行业用钢需求预计将保持稳定。

电炉钢大量投产驱动钢铁行业用电量快速增长。在政策导向作用下，我国电炉钢产能已经达到 1.5 亿吨左右，电炉钢冶炼电耗约为 350 千瓦时/吨，高于转炉钢 200 千瓦时/吨的电耗，为 2018 年钢铁行业用电量增长做出较大贡献，2019 年该趋势仍将延续。

国际市场复杂，钢铁行业出口发展面临挑战。受到全球经济复苏较为缓慢以及中美贸易摩擦的影响，预计 2019 年钢材出口压力仍然较大。

7.2 有色金属产量增速 用电量增速预计回落至常年水平

与钢铁行业相似，2019 年有色金属产量增速预计回归常态，达 4% 左右，相应有色金属用电量将在高位增长，但有所回落，约 4% 左右。2018 年，有色金属行业用电量增长较快主要是因为原铝的产量受到偶然因素较大影响，海德路停产等情况导致 2018 年中国由氧化铝进口国变为出口国，而 2019 年氧化铝厂将恢复满负荷生产、国内氧化铝产能可能会出现产能过剩，美国钢铝关税影响开始显现，需求或不及预期。

从供应端来看，主要产品产量预计有所增加，但可能出现产能过剩。环保政策略有放松趋势，冬季采暖季对有色金属等行业不再规定限产比例，供暖季大规模停产情况有所缓解。同时电解铝的生产成本或有所下降，而电解铝新增产能亦有所增加。

从需求端来看，表现或不及 2018 年。海德路恢复满负荷生产、美国对钢铝加征关税将导致氧化铝出口恢复正常，国外市场需求难以出现大幅增长。国内方面，根据汽车行业协会的预测报告，2019 年汽车销量将与 2018 年持平，保持零增长；房地产业受到政策限制，增速或难以延续。

7.3 非金属矿物制品业或负增长，电能替代上拉用电增速

2018 年以来，建材行业一直延续了较低增长的趋势，市场需求不足、环保限产都对行业产生了一定负面影响，用电量增长主要得益于电能替代。2019 年，建材行业预计将延续上年的低增速趋势，相应用电量增速也将从 6.3% 下降至 4% 左右。

建材市场持续呈现供大于求的局面，产能过剩仍未解决，对 2019 年建材行业主要产品产量增速产生负面影响。2018 年非金属矿物制品业产能利用率仅为 69.90%，较去年同期下降 1.10 个百分点，过剩产能并未得到消化，反而持续积累。此外，国际市场方面，美国加税清单中涉及建材对美出口 140 余种，金额约 32 亿美元（按照 2017 年出口量计算）。受到中美贸易摩擦的负面影响，建材行业主要产品产量可能出现负增长。

建材行业广泛推广电能替代，拉动行业用电量增长。受到环保治理与产业升级的因素影响，电能替代在建材行业得到广泛应用，其中陶瓷、耐火材料、玻璃制品等产品的生产过程中大量使用电窑炉，拉用电量增长。2018 年建材行业用电量增速远高于主要产品产量增速，2019 年随着电能替代的深入推进，该局面预计得到延续。

7.4 化学原料及化学制品制造业产能或负增长

化工行业景气指数自 2016 年以来一直处于高位，但主要受到供给侧结构性改革、环保等政策限制，主要产品产量增速处于较低水平，增速自 2012 年以来呈现下降趋势，用电量增长也一直处于增长中枢之下。化肥产量收到 2020 年前产能零增长的限制，持续负增长。

2019 年，化工行业将持续化解过剩产能，优化生产结构，预计用电量增速会下降至 3% 左右，这主要是因为中美贸易摩擦影响显现，行业持续去产能。但另一方面，汽车轻量化、新能源汽车发展、无人机在农业中的应用前景等为化工行业主要产品（碳纤维、化肥、农药、石墨烯、尿素、石灰氮等）产量增速提供了一定支撑。

8. 2019 年电能替代拉动作用削弱

国家发展改革委提出，到“十三五”期间，电能占终端能源消费比重达到约 27%，电能替代新增用电量约 4500 亿千瓦时。十三五期间，国网计划完成 5800 亿千瓦时替代电量。仅从当前技术可行性考虑，我国电能替代潜力空间约为 2.2 万亿千瓦时，未来电能替代空间仍然较大。但综合考虑成本与效率等因素，2019 年电能替代拉动用电量增长作用将有所减弱。

9. 2019 年用电增速回归常年水平

全社会用电量增速多采用部门分析法、重点行业比重法、月度用电量比重法等方式进行预测，本文采用部门分析法，将全社会用电量拆分为三次产业与居民生活用电量进行预测。

农网改造升级工程持续推进，农村用电潜力逐渐释放，预计 2019 年第一产业用电量依然能够保持 8% 以上的较快增长。第二产业中，四大高耗能产业用电量增速有所下降，但基础设施、制造业投资增长较快，支撑第二产业用电量平稳增长。第三产业在产业结构持续优化的背景下将继续保持两位数增长。综合考虑电能替代与可能的极端天气影响，居民生活用电增速仍然属于较高水平，但增速较去年有所回落。

当前经济复苏缓慢、中美贸易摩擦增加外部环境不确定性，传统高耗能行业增速稳中趋缓，加之 2018 年用电量的高基数影响，2019 年用电量增长不确定性较大。预计 2019 年全社会用电量增速将回落至常年水平，约为 6.0%，用电量达到 7.25 亿千瓦时左右。

表 6: 2019 年用电量预测

	2018		2019	
	用电量 (亿千瓦时)	增速 (%)	用电量 (亿千瓦时)	增速 (%)
全社会	68449	8.5	72565	6.0
第一产业	728	9.8	791	8.6
第二产业	47235	7.2	49172	4.0
四大高耗能	20022	6.8	20823	4.0

黑色	4652	11.2	4936	6.0
有色	3582	6.0	3689	4.0
建材	5480	6.3	5694	4.0
化工	6308	4.5	6504	3.0
第三产业	10801	12.7	11978	11.0
居民生活	9685	10.4	10624	9.7

资料来源：国家能源局、Wind、东兴证券研究所

10. 2019 年煤价中枢下移

放眼 2019 年，受宏观经济下滑影响，预计需求增速较今年略有放缓，但新增产量亦相对有限，煤炭市场仍将维持供需均衡。价格方面，经历过年初的暴涨后，下游用户开始主动增库，抑制了煤价的上涨空间，后续在长协政策的引导下，预计煤价中枢小幅下移，全年呈现先抑后扬走势。燃料价约占整个火电成本的 65%左右，煤价的下移将为火电机组腾挪出利润空间。

供给端放量有限。为理清供给端产能投放进度，我们对表内外所有在建矿井建设情况逐一核实，预计 2019 年新增产量 8825 万吨。去产能方面主要以引导南方地区落后产能退出为主，涉及在产产能约 1500 万吨。而进口煤作为调控供需、煤价的重要举措，弹性随煤价波动，预计未来仍以平控为主。综合考虑，预计 2019 年煤炭供给净增约 7325 万吨，同比增长 2%。

需求增速回落。2019 年我国经济面临较大下行压力，煤炭需求增速料将有所放缓，但并不会出现断崖式下滑。一方面，电力需求在“电能替代、居民需求和新兴产业”的支撑下，仍有望维持 6%以上增速，成为拉动煤炭消费的压舱石。另一方面，受益于油价上涨和国家能源战略需要，煤化工发展潜力巨大，化工用煤有望维持 5%以上增长，成为拉动煤炭消费的新亮点。我们预计 2019 年煤炭消费量约 40 亿吨，同比增长 1.8%。

价格中枢小幅下移。预计 2019 年煤价维持区间窄幅震荡格局，波动重心略微下移，但由于明年新增产量有限，且国家有意通过进口煤调控政策对煤价托底，因此煤价不具备大幅下跌基础，中枢有望维持在 610-630 元/吨区间。

11. 投资策略

在电力行业整体利润率上升，行业走出低谷的背景下，优质的龙头公司业绩将率先反弹，推荐电力龙头华能国际。区域用电量增长较快，电网供需紧平衡的区域电力公司业绩增长将更具后劲，推荐皖能电力。

11.1 华能国际

公司是规模及机组质量最优的龙头企业，火电龙头地位彰显。供电煤耗、厂用电率等技术指标长期保持行业领先水平，竞争力十足。2017 年底华能国际的火电装机市占

率为 8.91%，2018 年将同比增长 2.82%，达 107265MW，其中火电装机将同比增长+2.02%，达 100567.5MW。公司机组煤耗长期大幅低于平均煤耗，预计 2018 年将达到 297g/kWh，厂用电率达 6.5%左右，领先全行业。

我们认为 2019 年火电投资应把握阶段性行情，特别关注煤价、电价、和利用小时数的变化。华能国际阶段性行情明显，在煤炭供给侧改革达到政策预期之际，煤价的大幅上涨已不现实，2019 年在经济结构不断优化的背景下，高耗煤行业增长将趋缓，煤炭需求减弱，库存不断上升，煤价中枢将下移。市场化购电不断推进，在前两年电力现货市场不断放开的背景下，上网电价下降，但 2018 年部分省份电力交易供需出现变化，电力交易市场供给量上升的速度低于需求量上升的速度，至使电力交易价格与上网标杆价格利差收窄，电力交易价格每季度不断上升，电力企业营收上升。近年电力新增机组容量不断下降，将有利于现有火电机组利用小时数的提升。我们预计 2018 至 2020 年公司 EPS 分别为 0.16、0.35、0.51 元，对应 PE 分别为 42、19、13 倍，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

11.2 皖能电力

皖能集团旗下电力公司，公司控股火电装机容量为 693 万千瓦。近年来受上网电价、发电小时数和煤炭价格影响业绩波动较大。2013 年以来，安徽省上网电价多次下调，电价处于较底水平。火电上网的优先级低于其他电源，优先级低于水电等新能源机组，使得上网发电小时数在 2013-2016 年持续下降。煤炭供给侧改革叠加需求拉动，动力煤价格一直高位震荡。

2018 年公司业绩大幅上升，这主要是由于公司火电利用小时数上涨，发电量增加，综合电价同期上升。我们预计 2019 年公司业绩增长动能将持续。公司所在安徽省本身用电量增长较快，预计今年将达到 8%左右，高于全年用电量增长，另外公司机组所处的华东电网处于供给紧平衡状态，公司机组利用小时数将继续提升。我们预计 2018 至 2020 年公司 EPS 分别为 0.24、0.37、0.48 元，对应 PE 分别为 21、13、8 倍，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

12. 风险提示

宏观经济增长不及预期，部分行业供给侧改革超预期。

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

洪一

中山大学金融硕士，CPA、CIIA，2 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学本科，曾供职于中国能建华东电力设计院，5 年基础设施建设经验，2018 年加盟东兴证券研究所，负责研究公用事业及环保行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。