

行业研究/动态点评

2019年03月22日

行业评级:

公用事业 增持(维持)
电力 II 增持(维持)

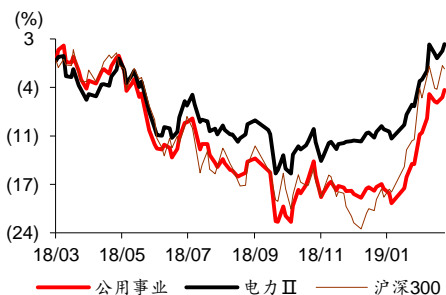
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

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

相关研究

- 1 《公用事业: 下游运营最受益环保减税, 板块有望补涨》2019.03
- 2 《华能国际(600011, 增持): 4Q 业绩低于预期, 看好未来反弹》2019.03
- 3 《高能环境(603588, 买入): 19 年资本开支有望见顶, 龙头当刮目相看》2019.03

一年内行业走势图



资料来源: Wind

2M19 用电+4.5%，沿海走弱致火电增速明显降低

1-2 月累计用电量增速 4.5%，继续推荐火电，首选内蒙华电/京能电力

根据国家能源局公布数据，2M19 全社会用电量同比增长 4.5%，增速同比-8.8pct，1/2 月全社会用电量同比增速分别为 3%/7.2%。用电增长态势区域分化明显，内陆地区增速相对优于沿海。我们认为煤价中长期下滑趋势未改，火电板块短期若回调将提供较佳买入机会，目前煤价走势已出现回撤，秦港动力煤（5500K）从 3 月 8-20 日已下降 18 元/吨（-2.8%）。我们首推内蒙华电、京能电力，另推荐皖能电力、建投能源、长源电力，建议关注华能国际、浙能电力。

1-2 月累计用电量增速 4.5%，高耗能行业用电增速降低明显

根据国家能源局公布数据，2M19 全社会用电量同比增长 4.5%，增速同比-8.8pct，1/2 月全社会用电量同比增速分别为 3%/7.2%，分部门看，2M19 一/二/三产及居民端用电分别同比增长 7.9/1.2%/10.5%/11.1%，分产业看，2M19 主要高耗能行业用电增速降低明显，采矿、化工、钢铁、有色、建材五大行业用电增速分别为 1.7%、2.4%、2.7%、1.3%、2.4%，同比走低 9.3pct、0.8pct、7.6pct、1.2pct、19.3pct，下滑幅度较大。

用电增长态势区域分化明显，内陆地区增速相对优于沿海

2M19 用电高增速地区多分布于内陆，西藏/内蒙/湖北/安徽/新疆增速较高，为 20.2%/13%/10.6%/10.6%/10.6%，沿海主要省份普遍低于全国均值，福建/上海/广东/浙江/江苏/山东为-1.7%/0.2%/0.5%/1.4%/2.0%/3.2%。我们基于最近十余年的数据测算得到，前 2 个月用电量增速对当年用电量增速拟合优度在 54%-79% 区间，基于数据回归的结果，我们认为 19 年全社会用电量增速下滑是大概率事件。

继续坚定推荐火电，首选内蒙华电/京能电力

陕西复产迟缓叠加 2 月内蒙矿难引发的安全检查致使煤炭供应收缩，短期支撑煤价，秦港动力煤（5500K）从 2 月 11 日至 3 月 8 日上涨 56 元/吨（+9.6%），但我们认为煤价中长期下滑趋势未改，火电板块短期若回调将提供较佳买入机会，目前煤价已开始回撤，秦港动力煤（5500K）从 3 月 8 日至 20 日已下降 18 元/吨（-2.8%），我们判断未来中西部地区+外送电大省+自备电厂分布集中的省份火电 ROE 改善趋势有望较为显著。我们首推内蒙华电、京能电力，另推荐皖能电力、建投能源、长源电力，建议关注华能国际、浙能电力。

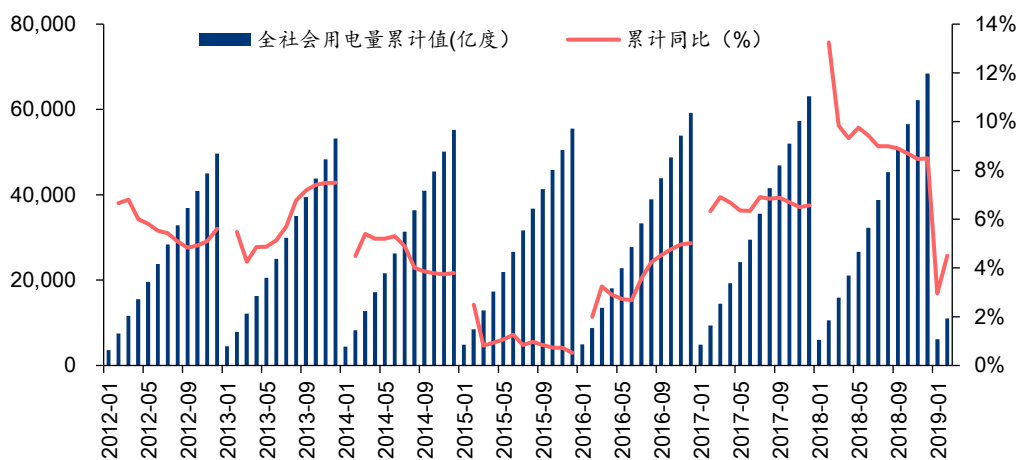
风险提示：煤价超预期增长；电力需求恶化。

1-2月累计用电量增速4.5%，其中2月增速环比+4.2pct

1-2月累计用电量增速4.5%，1/2月增速分别为3%/7.2%。根据国家能源局公布数据，1-2月，全社会用电量累计11063亿千瓦时，同比增长4.5%，增速同比降低8.8pct。1月全社会用电量6172亿千瓦时，同比增速仅3%，2月全社会用电量4891亿千瓦时，同比增速达7.2%，2月用电量增速环比+4.2pct，反弹强劲，我们认为这或许跟2019年春节提前有关，今年农历春节对应的公历日期较去年提前11天，导致春节前后的假期全部包含在1-2月当中。

我们预计伴随春节假期效应的结束，各地有望全面复工，3月份用电量有较2月份显著恢复。

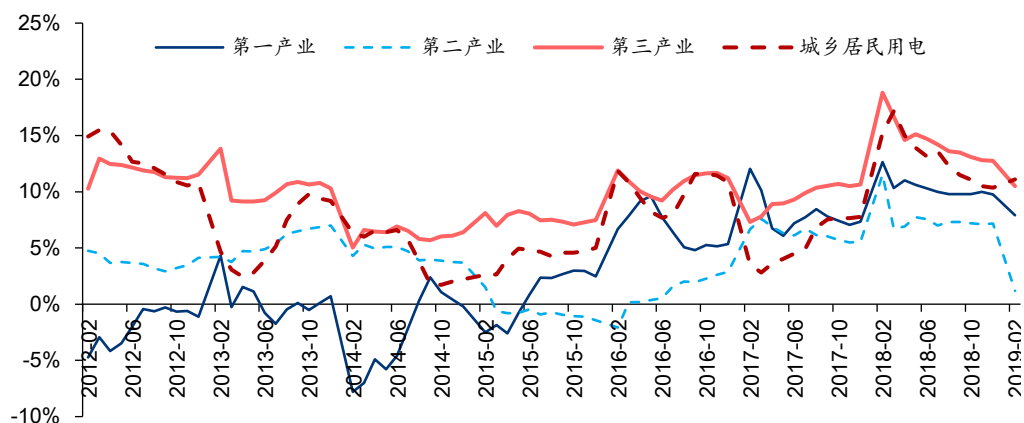
图表 1: 2M19 全社会用电增速同比回落



资料来源：国家能源局，华泰证券研究所

分产业看，2019年1-2月，第一产业用电量110亿千瓦时，同比增长7.9%；第二产业用电量7059亿千瓦时，同比增长1.2%；第三产业用电量1994亿千瓦时，同比增长10.5%；城乡居民生活用电量1899亿千瓦时，同比增长11.1%。

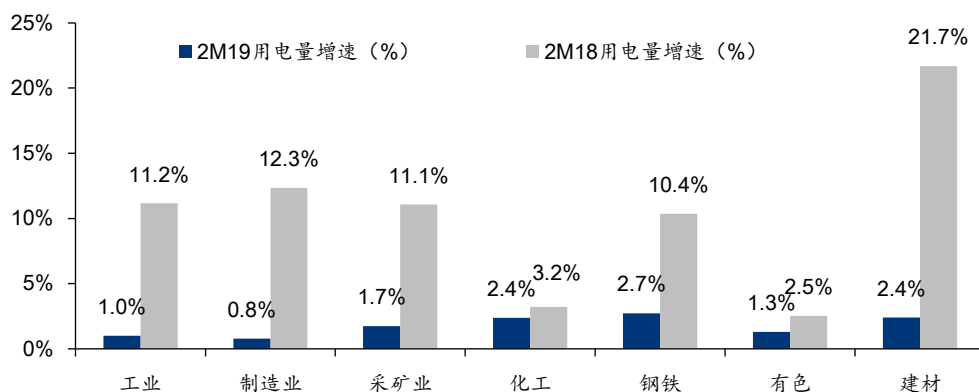
图表 2: 四大用电部门累计用电增速 (%)



资料来源: 国家能源局, 华泰证券研究所

2M19 主要高耗能行业用电增速降低明显。根据国家能源局和中国电力知识库数据,2019年前两个月,采矿、化工、钢铁、有色、建材五大行业用电增速分别为 1.7%、2.4%、2.7%、1.3%、2.4%,同比走低 9.3pct、0.8pct、7.6pct、1.2pct、19.3pct,下滑幅度较大。

图表 3: 2M19 主要高耗能行业用电增速下滑明显



资料来源: 国家能源局, 华泰证券研究所

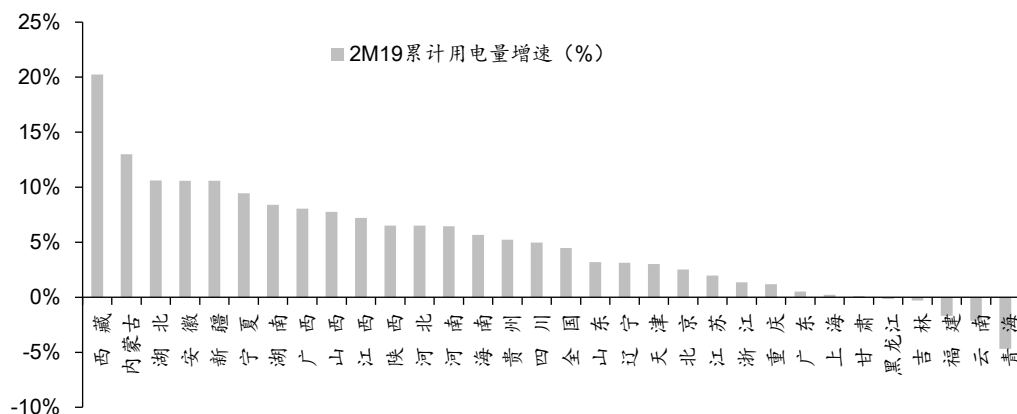
用电增长态势区域分化明显, 内陆地区增速相对优于沿海

前两个月沿海主要省份用电增速全部低于全国均值, 用电高增速地区多分布于内陆。从 1-2 月累计用电增速来看, 西藏、内蒙古、湖北、安徽、新疆五个地区累计用电增速最高, 分别为 20.2%、13.0%、10.6%、10.6%、10.6%:

而沿海省份增速普遍低于全国均值, 福建、上海、广东、浙江、江苏、山东前两个月累计用电增速分别为-1.7%、0.2%、0.5%、1.4%、2.0%、3.2%, 沿海主要经济大省用电增速皆低于全国平均水平 4.5%。

上述情况与我们基于 2018 年底各省用电增速数据得到的分析结论一致, 即消费+地域中沿海 (外贸/双控) 率先走弱 (参见我们发布的报告《11 月用电增速 6.3%, 内陆需求增速持续优于沿海》), 我们判断未来中西部+外送大省+自备电厂三大省份火电 ROE 改善趋势较为显著。

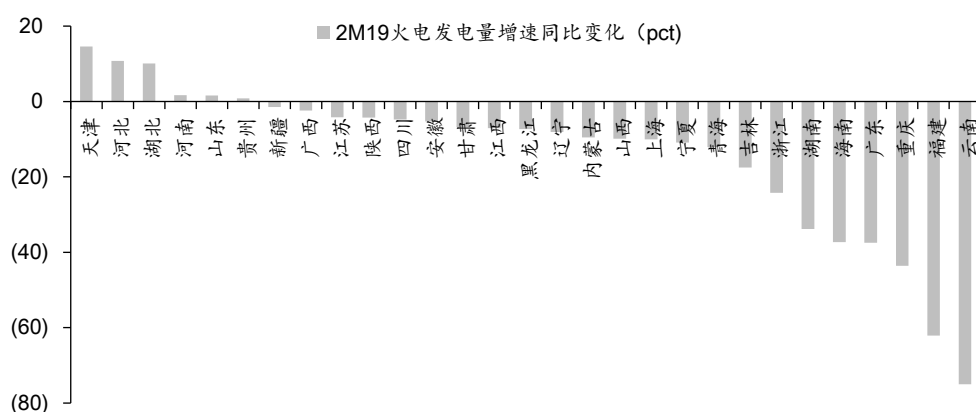
图表 4：2019 年前 2 个月各省累计用电增速



资料来源：国家能源局，华泰证券研究所

从火电发电数据来看，2M19 火电发电量增速同比增加最大的为天津、河北、湖北、河南和山东，火电发电量增速同比增加 14.6pct、10.8pct、10.1pct、1.7pct、1.6pct，沿海主要经济大省降幅较大，广东、浙江、上海、江苏分别走低 37.5pct、24.2pct、10.0pct、4.2pct，我们认为主因系沿海地区用电增速较弱。

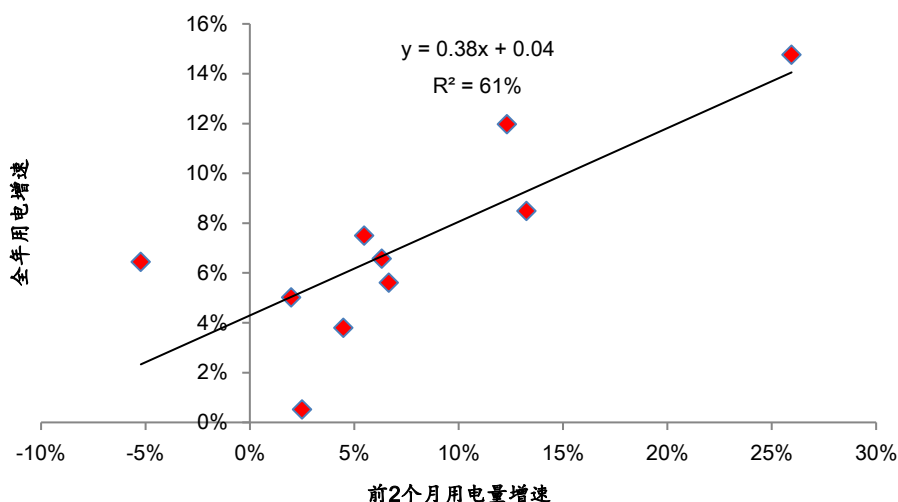
图表 5：2019 年前 2 个月各省火电发电量累计增速变化



资料来源：国家能源局，华泰证券研究所

前 2 个月用电量增速对全年有一定指导意义，19 年用电量增速有下滑可能

历史来看，前 2 个月用电增速对全年累计用电量增速拥有较高解释力。我们基于最近十余年的数据测算得到，前 2 个月用电量增速对当年用电量增速拟合优度在 54%-79% 区间，拟合优度高且稳定性较好（07-18 年数据拟合优度 58%；08-18 年数据拟合优度 54%；09-18 年数据拟合优度 61%；10-18 年数据拟合优度 79%；11-18 年数据拟合优度 67%），基于数据回归的结果，我们认为 19 年全社会用电量增速下滑是大概率事件。

图表 6：前 2 个月用电量增速对全年用电量增速有一定的指引作用（基于 09-18 年数据）


资料来源：华泰证券研究所

继续坚定推荐火电，首选内蒙华电/京能电力

煤价中长期下滑趋势未改，火电板块短期若回调将提供较佳买入机会。陕西复产迟缓叠加 2 月内蒙矿难引发的安全检查致使煤炭供应收缩，短期支撑煤价，秦港动力煤（5500K）从 2 月 11 日至 3 月 8 日上涨 56 元/吨（+9.6%），但我们坚定认为长期煤炭供需依旧向宽松格局演变，目前煤价已出现回撤，秦港动力煤（5500K）从 3 月 8 日至 3 月 20 日已降低 18 元/吨（-2.8%）。由于 18Q1 煤价较高，看好 19Q1 煤价（5500K）同比下滑或超 100 元/吨。我们预测主流火电公司 19Q1 业绩增速在 50% 以上：华能国际（+60%）、内蒙华电（+346%）、京能电力（+245%）、长源电力（+230%）、建投能源（+159%）、皖能电力（+119%）、浙能电力（+151%）。

继续推荐火电，首选内蒙华电/京能电力。本轮火电板块行情主要集中在一线龙头华能国际/国投电力，看好二线火电板块性机会。我们判断未来中西部地区+外送电大省+自备电厂分布集中的省份火电 ROE 改善趋势有望较为显著。首推内蒙华电、京能电力，另推荐皖能电力、建投能源、长源电力、京能电力，建议关注华能国际、浙能电力。

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：AOK809

©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