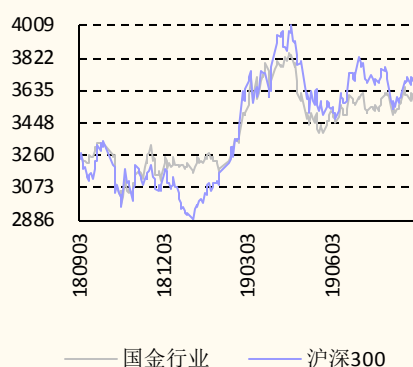


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金电力、煤气及水等公用事业指数	3549.56
沪深300指数	3799.59
上证指数	2886.24
深证成指	9365.68
中小板综指	8815.02



相关报告

1. 《2019 天然气市场转折之年：消费增速趋稳，供应侧增长潜力较大...》，2019.8.16
2. 《下半年用电增速好转，电力配置正当时——2019 下半年用电预测...》，2019.8.6
3. 《城市燃气：接驳费改革势在必行，对燃气行业影响集中在短期释放...》，2019.4.21
4. 《国家油气管网公司呼之欲出，推动万亿管道基建-天然气系列报告一》，2019.3.17

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

杜旷舟 联系人
dukz@gjzq.com.cn

气温与贸易战影响 7 月用电量增速继续回落，煤价持续下跌利好煤电利润回升

投资建议

- **行业策略：**建议关注煤价下跌业绩弹性大、用电增速高省份的火电龙头华能集团和二线火电龙头皖能电力、建投能源、长源电力；建议关注国网旗下云网融合业务平台的岷江水电。

行业点评

- **需求侧：7 月用电量增长 2.7%，受上年同期高基数影响增速下滑较大：**7 月份，全社会用电量 6,671.7 亿千瓦时，同比增长 2.7%，增速比去年同期回落 4.1 个百分点。分析 2017-2019 年 7 月的数据，我们发现 2019 年不论是全社会用电量、分行业用电量还是城乡居民用电量增速，都低于 2017-2019 年 7 月用电量复合增长率，尤其以第二产业增速降低最为显著。高基数、气温低、贸易摩擦影响是导致 2019 年 7 月同比用电增速大幅下滑的主要原因。
- **三产用电增长稳健，二产用电增速下滑明显但钢铁行业增速提升。**7 月份一、二、三产业用电量分别为 76.35、4626.23、1109.91 亿千瓦时，同比增长 5.39%、1.19%、7.60%，其中第二产业用电增速下滑明显，同比回落 3.39 个百分点。城乡居民生活用电量为 859.16 亿千瓦时，同比增长 4.61%，占全社会用电量比重为 12.88%。与上年同期主要由二产拉动增长的情况不同，三产成为带动用电量增长的主要部门，贡献了 47% 接近一半的增量。四大高耗能行业 7 月同比增长 5.69%，钢铁行业出现高增长。
- **发电侧：7 月规模以上机组发电量 6573 亿千瓦时，同比增长 0.6%，增速较去年同期回落 5.1 个百分点。电力生产分化，水电、核电增速回升，火电、风电增速转负。**水电、核电增速比去年同期提高，火电、风电增速由正转负。7 月份，火电同比下降 1.6%，增速由上月 0.1% 下降为负数；水电增长 6.3%，增速比上月回落 0.6 个百分点；核电增长 18.2%，增速比上月提高 0.4 个百分点；风电同比下降 5.3%，增速由上月 23.4% 下降为负数；太阳能发电增长 13.2%，加快 5.8 个百分点。
- **电煤价格下降，利好火电企业。**随着陕西煤炭产量逐步恢复，叠加火电需求低迷等因素影响，供需格局由 2018 年的紧张逐渐变宽松，动力煤煤价逐步下降。截至 2019 年 7 月，5500 大卡中国沿海电煤平均价格为 609 元/吨，较 2018 年平均价格全年中枢 657 元/吨下降 48 元/吨，火电企业成本压力减轻，有望增厚利润。

风险提示

- 宏观经济大幅放缓；电力改革进展缓慢；来水不及预期等。

内容目录

需求侧：7月用电量增长 2.7%，受上年同期高基数影响增速下滑.....	3
增速大幅下滑的主要原因系高基数、气温低、贸易摩擦影响.....	3
分行业情况：第二产业用电增速下滑明显，钢铁行业增速提升.....	4
分地区情况：西部用电量增速领先.....	6
供给侧：电力生产分化，水电、核电增速回升，火电、风电增速转负.....	7
分地区发电量情况：西藏、四川、云南增速居前.....	8
电煤价格持续回落，利好火电企业.....	8
风险提示.....	9

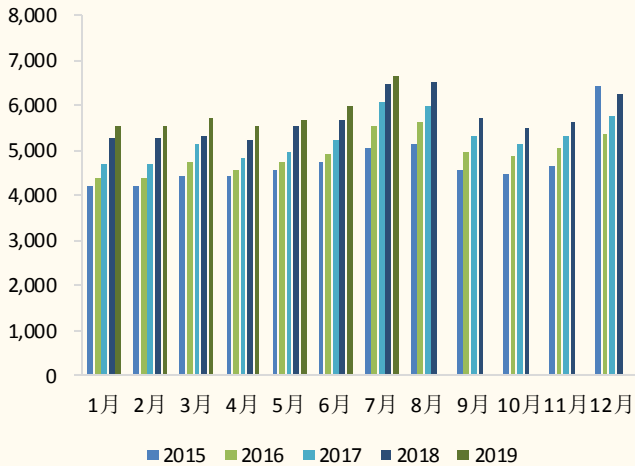
图表目录

图表 1：月度全社会用电量情况（亿千瓦时）.....	3
图表 2：月度日均全社会用电量情况（亿千瓦时）.....	3
图表 3：7月用电量同比增速.....	4
图表 4：7月用电量环比增速.....	4
图表 5：制造业用电量当月同比.....	4
图表 6：2018年 vs 2019年 7月分部门增量贡献率.....	5
图表 7：四大高耗能行业 7月用电量情况（亿千瓦时）.....	5
图表 8：2019年 7月用电量增速前十名行业用电量对比 2018年 7月用电量（亿千瓦时）.....	5
图表 9：2019年 7月用电量增速后十名行业用电量对比 2018年 7月用电量（亿千瓦时）.....	6
图表 10：7月份分全国各省用电量增速情况（%）.....	6
图表 11：7月份分全国各省用电量增量占比.....	7
图表 12：历年发电量月度同比增速（%）.....	8
图表 13：7月发电量增量分布（亿千瓦时）.....	8
图表 14：7月月度各省发电量同比增速（%）.....	8
图表 15：中国沿海电煤 Q5500 采购价格指数：成交价（元/吨）.....	9

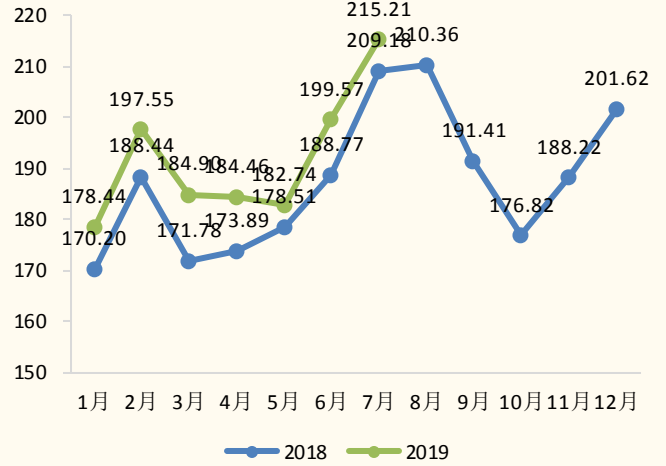
需求侧：7月用电量增长2.7%，受上年同期高基数影响增速下滑

- **7月全社会用电量增长平稳，但增速下滑较大。**2019年1-7月份全社会累计用电量累计40,652.0亿千瓦时，同比增长4.6%，增速比去年同期回落4.4个百分点。7月份，全社会用电量6,671.7亿千瓦时，同比增长2.7%，增速比去年同期回落4.1个百分点。进入夏季，空调用电量增大，7月日均全社会用电量为215.2亿千瓦时，在4、5月连续出现环比下降后，日均用电量提升。

图表1：月度全社会用电量情况（亿千瓦时）



图表2：月度日均全社会用电量情况（亿千瓦时）



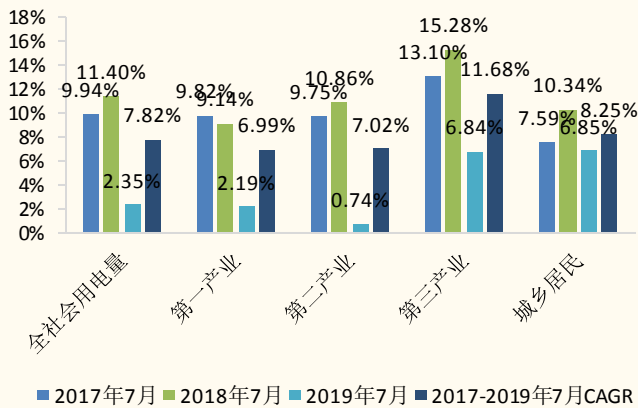
来源：中电联，国金证券研究所

来源：中电联，国金证券研究所

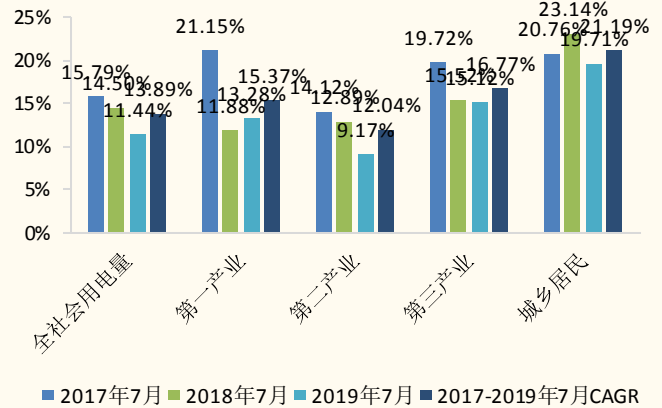
增速大幅下滑的主要原因系高基数、气温低、贸易摩擦影响

- **分析2017-2019年7月的数据，我们发现2019年不论是全社会用电量、分行业用电量还是城乡居民用电量增速，都低于2017-2019年7月用电量复合增长率，尤其以第二产业增速降低最为显著。**
- **2018年高基数。**如我们之前的深度报告《下半年用电增速好转，电力配置正当时——2019年下半年用电预测》分析，在2018年高增速对比下，2019年用电量增速下滑尤为明显。2018年上下半年用电量增速分别为9.4%和7.7%，为2013年以来第二高和第三高的半年增速；2018年7月用电量增速6.8%，导致2019年7月在2018年7月的高基数基础上，同比增速仅有2.7%。
- **气温影响大。**2019年5月以来，除华北地区外，全国大部分地区气温较上年同期低，导致制冷用电需求下降，夏季同比增速低于去年同期。
- **中美贸易摩擦对制造业的影响。**自2018年5月后，包括纺织、电子等在内的制造业大量赶工，拉动2018年用电量大幅增长；2019年二季度开始，中美贸易摩擦升级，导致许多外贸企业处于观望状态，一定程度上影响制造业用电需求。

图表 3：7 月用电量同比增速



图表 4：7 月用电量环比增速

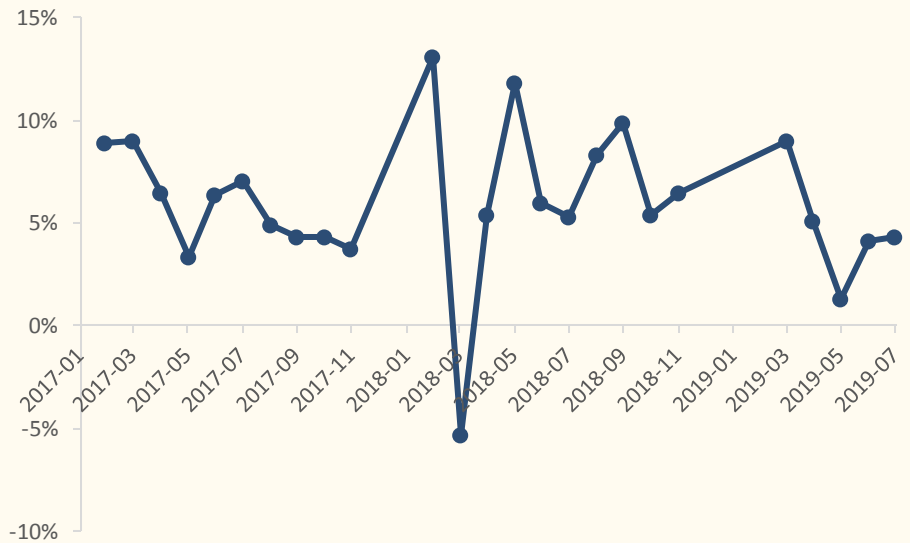


来源：中电联，wind，国金证券研究所

来源：中电联，wind，国金证券研究所

- 制造业用电量同样反映了高基数和贸易摩擦对增速的影响。2019 年 7 月制造业用电量为 3193 亿千瓦时，占整个第二产业的比重达到 69.02%。2018 年制造业全年增速 7.2%，为 2013 年以来的历史最高。进入 2019 年，制造业用电量在 2018 年高基数基础上，增长乏力；同时受中美贸易摩擦影响，制造业部分厂家在 2018 年赶工生产后处于缓慢出货的观望状态，5 月制造业用电增速跌入低谷仅为 1.3%，之后 6、7 月开始缓慢回升，实属不易。

图表 5：制造业用电量当月同比



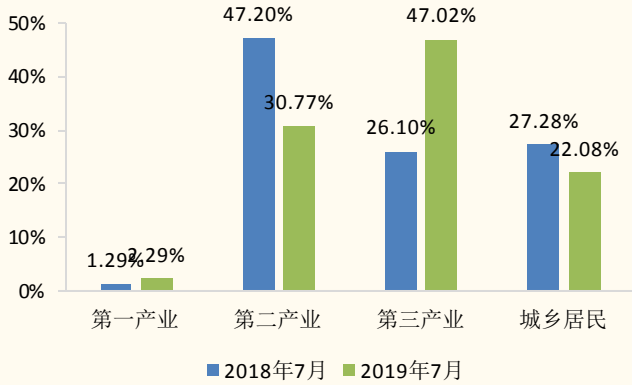
来源：中电联，wind，国金证券研究所

分行业情况：第二产业用电增速下滑明显，钢铁行业增速提升

- 三产用电增长稳健，成为主要增量贡献部门。7 月份一、二、三产业用电量分别为 76.35、4626.23、1109.91 亿千瓦时，同比增长 5.39%、1.19%、7.60%，其中第二产业用电增速下滑明显，同比回落 3.39 个百分点。城乡居民生活用电量为 859.16 亿千瓦时，同比增长 4.61%，占全社会用电量比重为 12.88%。与上年同期主要由二产拉动增长的情况不同，三产成为带动用电量增长的主要部门，贡献了 47% 接近一半的增量。
- 7 月四大高耗能行业用电量同比增长 5.69%，钢铁受地产与基建拉动高增长。化学原料及化学制品制造业（化工）、非金属矿物制品业（建材）、黑色金属冶炼及压延加工业（钢铁）和有色金属冶炼和压延加工业（有色）

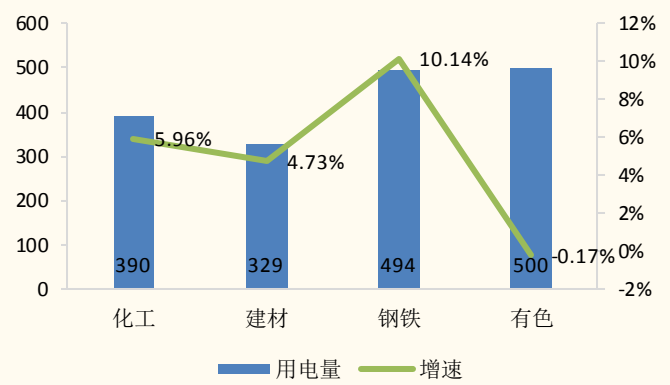
四大高耗能行业 7 月用电量合计 1713 亿千瓦时，同比增长 5.69%，对社会用电量贡献为 49.02%。其中化工 390 亿千瓦时、建材 329 亿千瓦时、钢铁 494 亿千瓦时、有色 500 亿千瓦时，同比分别增加 5.96%、4.73%、10.14%、-0.17%。

图表 6：2018 年 vs2019 年 7 月分部门增量贡献率



来源：中电联，wind，国金证券研究所

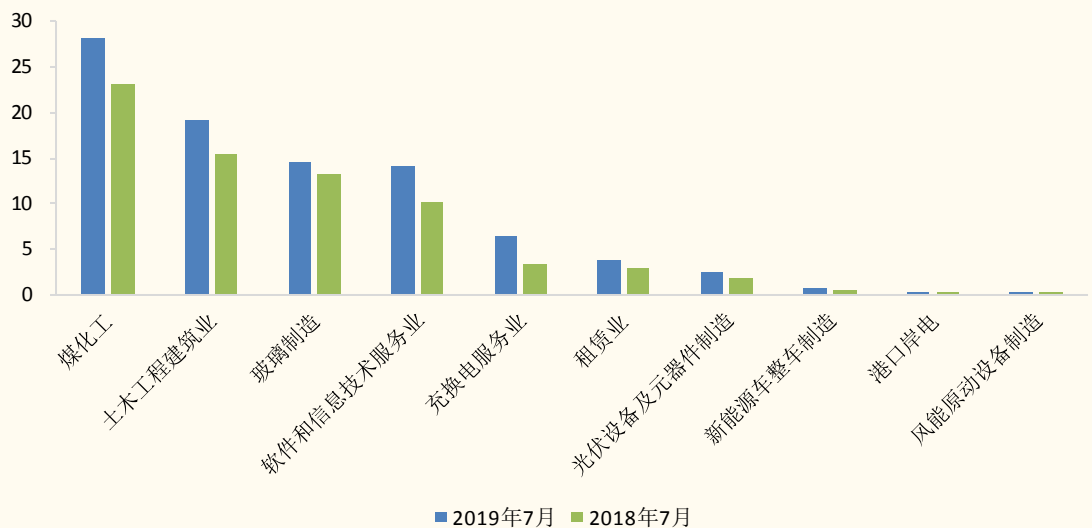
图表 7：四大高耗能行业 7 月用电量情况 (亿千瓦时)



来源：中电联，wind，国金证券研究所

- **用电增速前十名：**7 月份，全产业中用电量增量前十的行业分别为港口岸电、充换电服务业、风能原动设备制造、软件和信息技术服务业、光伏设备及元器件制造、新能源整车制造、玻璃制造、土木工程建筑业、租赁业和煤化工。我们的研究表明，相关行业用电量高速增长通常代表着该行业的景气度较高：譬如，充换电服务用电量增速高达 99%，主要得益于充电基础设施的迅猛发展；风能原动设备制造由 2018 年 7 月的同比-28%大幅攀升至 38%，侧面反映了 2019 年因抢装回暖的风电行业；新能源车整车制造 2019 年 7 月同比增速达到 33%重回前十，相比去年同期 20%增速大幅提高，或与行业季节性波动强烈有关；2019 年港口岸电受港口集团建设增量配电网试点、加速岸电电能替代相关。

图表 8：2019 年 7 月用电量增速前十名行业用电量对比 2018 年 7 月用电量 (亿千瓦时)

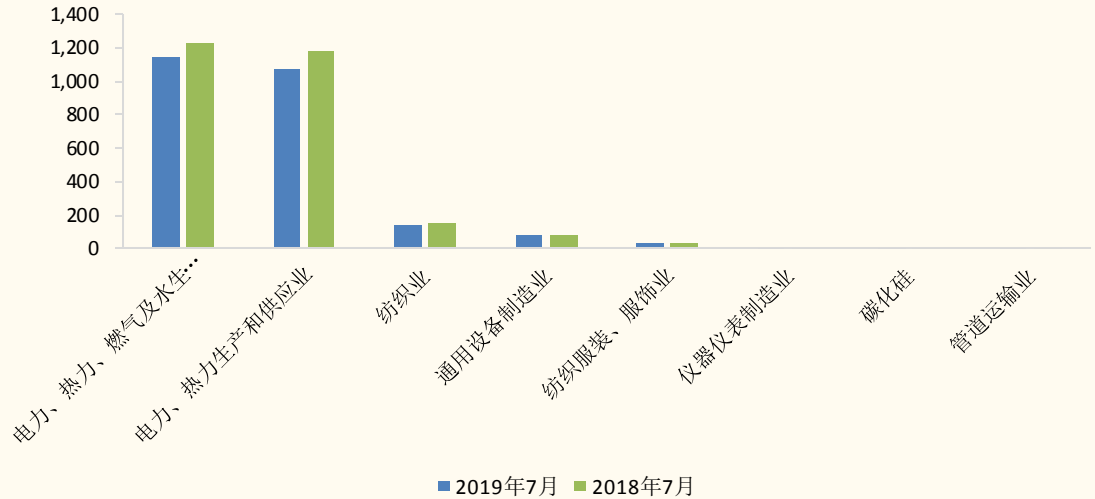


来源：中电联，wind，国金证券研究所

- **用电增速后十名：**2019 年 7 月，多个行业出现了用电量负增长的情况，分别是：仪器仪表制造业、碳化硅、电力&热力生产和供应业、电力&热力&燃气及水生产和供应业、城市轨道交通设备制造、管道运输业、纺织服装&服饰业、纺织业、通信设备制造业、通用设备制造业。十个行业中，除了仪器仪表制造业跌幅扩大外，其他行业用电增速均由正转负，其中，城

市轨道交通设备制造业增速下滑最大，由去年同期 30% 下滑至 2019 年 7 月 -6%；除仪器仪表制造业为连续负增长外，纺织服装&服饰业、纺织业、通信设备制造业、通用设备制造业等行业用电量下滑的主要原因既包括了贸易战对行业的影响也与行业上一年高基数有一定关系。

图表 9：2019 年 7 月用电量增速后十名行业用电量对比 2018 年 7 月用电量（亿千瓦时）

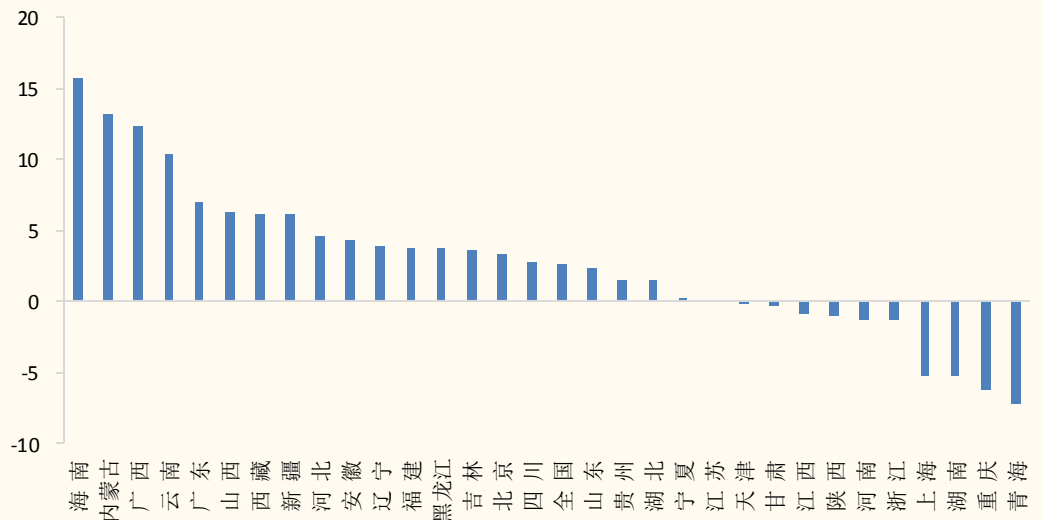


来源：中电联，wind，国金证券研究所

分地区情况：西部用电量增速领先

- 南方省份和高耗能产业承接省份用电增速领涨全国。2019 年 7 月全社会用电量增速为 2.69%。用电量增速前五的省份：海南（15.69%）、内蒙古（13.18%）、广西（12.38%）、云南（10.38%）、广东（6.96%），其中海南、广西、云南、广东等南方省份的高增速与 7 月进入夏季，空调用电增长有关，内蒙古的高增速则由于承接高耗能转移；用电量增速后五的省份：青海（-7.26%）、重庆（-6.18%）、湖南（-5.29%）、上海（-5.23%）、浙江（-1.36%）、湖南（-1.57%），其中重庆的负增长与上年同期的高速增长密切相关，2018 年 7 月重庆的增速高达 21.38%。

图表 10：7 月份分全国各省用电量增速情况 (%)

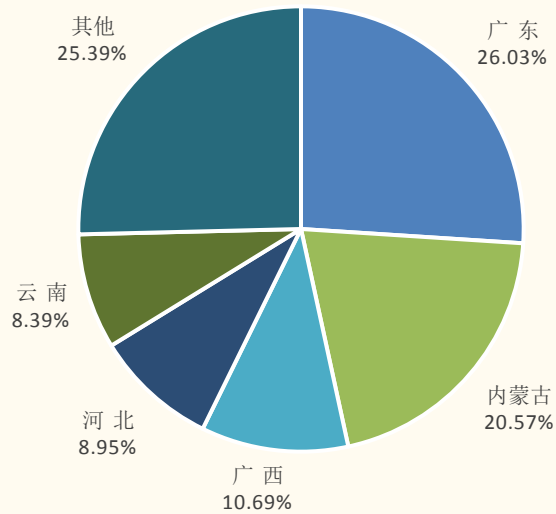


来源：中电联，wind，国金证券研究所

- 7 月份用电量增量贡献前五的省份分别为广东（用电量增量 45.49 亿千瓦

时)、内蒙古 (35.95 亿千瓦时)、广西 (18.68 亿千瓦时)、河北 (15.65 亿千瓦时)、云南 (14.66 亿千瓦时)。

图表 11: 7 月份分全国各省用电量增量占比

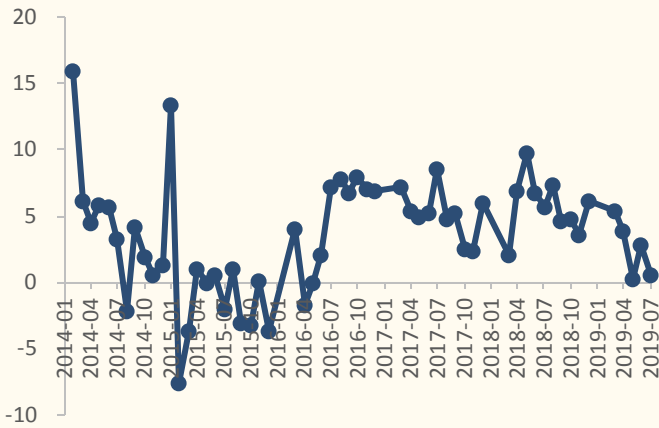


来源: 中电联, wind, 国金证券研究所

供给侧: 电力生产分化, 水电、核电增速回升, 火电、风电增速转负

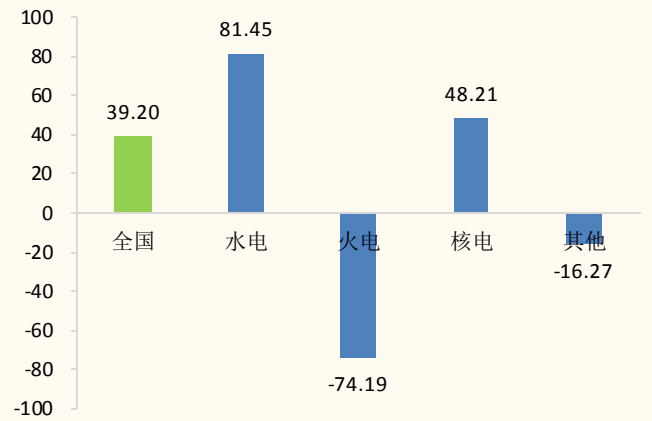
- 7 月规模以上机组发电量 6573 亿千瓦时, 同比增长 0.6%, 增速较去年同期回落 5.1 个百分点。1-7 月份, 规模以上机组发电量 40301 亿千瓦时, 同比增长 3.0%, 增速较去年同期回落 4.8 个百分点。
- 分品种看, 水电、核电增速比去年同期提高, 火电、风电增速由正转负。7 月份, 火电同比下降 1.6%, 增速由上月 0.1% 下降为负数; 水电增长 6.3%, 增速比上月回落 0.6 个百分点; 核电增长 18.2%, 增速比上月提高 0.4 个百分点; 风电同比下降 5.3%, 增速由上月 23.4% 下降为负数; 太阳能发电增长 13.2%, 加快 5.8 个百分点。
- 从增量贡献率看, 5 月份规模以上电厂发电总量为 6573 亿千瓦时, 同比增加 39.2 亿千瓦时。其中火电发电总量为 4563 亿千瓦时, 占比达 69%, 相比去年同期下滑 74.2 千瓦时, 新增贡献率-189%; 水电发电总量为 1374 亿千瓦时, 占比 21%, 相比去年同期增加 81.5 亿千瓦时, 新增贡献率-208%; 核电发电总量为 313 亿千瓦时, 占比为 5%, 相比去年同期增加 48.2 亿千瓦时, 新增贡献率 123%。

图表 12: 历年发电量月度同比增速 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 7月发电量增量分布 (亿千瓦时)

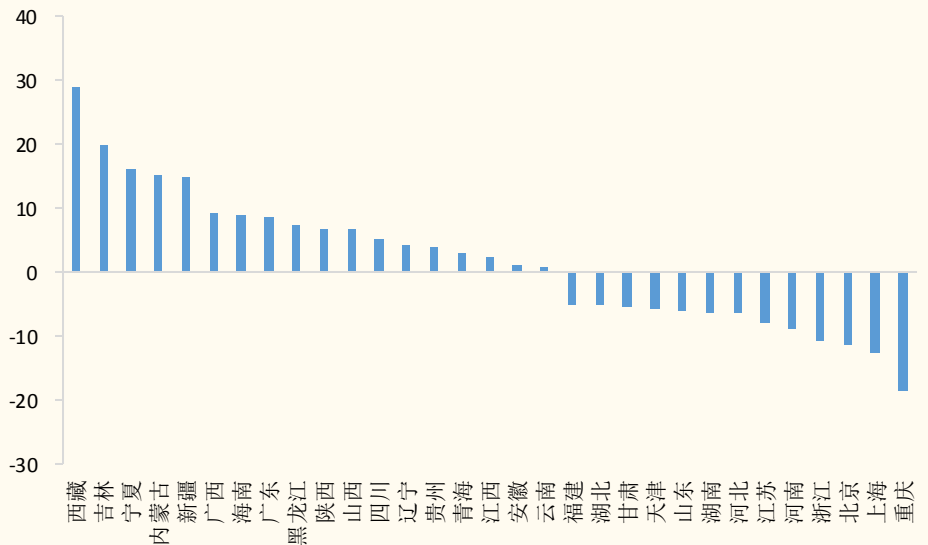


来源: 中电联, wind, 国金证券研究所

分地区发电量情况: 西藏、四川、云南增速居前

- 2019年7月全国发电贡献量前五位的省份分别是山东(495亿千瓦时)、内蒙古(475亿千瓦时)、江苏(454亿千瓦时)、广东(452亿千瓦时)、四川(387亿千瓦时), 同比分别增长-6.0%、15.3%、-7.8%、8.5%、5.2%。
- 7月份全国发电同比增速前五位的省份分别为西藏(28.9%)、吉林(19.9%)、宁夏(16.0%)、内蒙古(15.3%)和新疆(14.8%)。西藏发电量增速高的原因是2018年7月发电量基数低, 仅为6.1亿千瓦时。7月云南的发电量为334亿千瓦时, 用电量为156亿千瓦时, 主要原因是“西电东送”电量增多。
- 同时发电量增速下滑较大的省份有重庆(-18.40%)、上海(-12.5%)、北京(-11.2%), 跌幅较大与2018年7月气温高导致发电量高基数以及外送电增多有关。

图表 14: 7月月度各省发电量同比增速 (%)

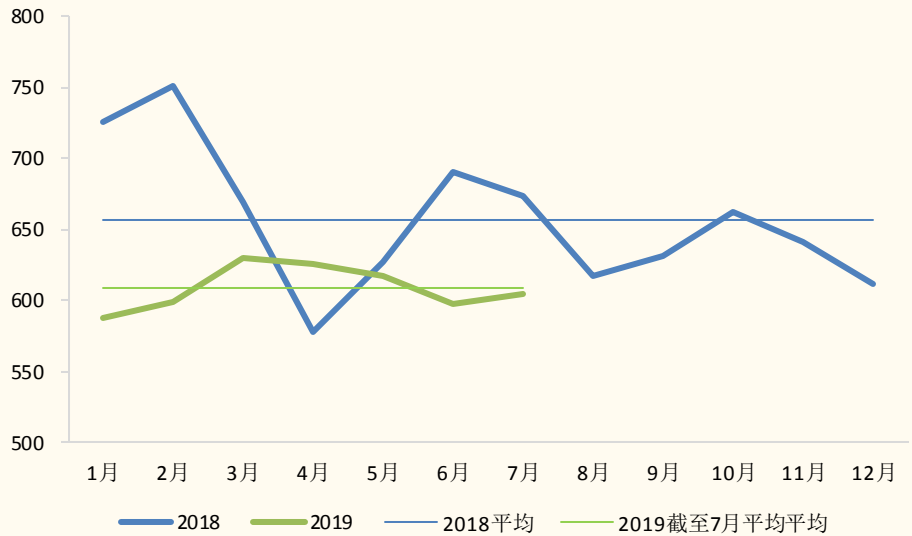


来源: 中电联, wind, 国金证券研究所

电煤价格持续回落, 利好火电企业

- 尽管 3 月、4 月受陕西矿难影响及非电煤需求高企拉动，动力煤价格升高，但由于 2019 年煤炭产能整体增加，随着陕西产量逐步恢复，叠加火电需求低迷等因素影响，供需格局由 2018 年的紧张逐渐变宽松，动力煤煤价逐步下降。截至 2019 年 7 月，5500 大卡中国沿海电煤平均价格为 609 元/吨，较 2018 年平均价格全年中枢 657 元/吨下降 48 元/吨，火电企业成本压力减轻，有望增厚利润。

图表 15：中国沿海电煤 Q5500 采购价格指数：成交价（元/吨）



来源：中电联，wind，国金证券研究所

风险提示

- 宏观经济大幅放缓；电力改革进展缓慢；主要水系来水不及预期。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

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 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH