

行业研究/动态点评

2019年10月20日

行业评级:

公用事业 增持(维持)  
电力 II 增持(维持)

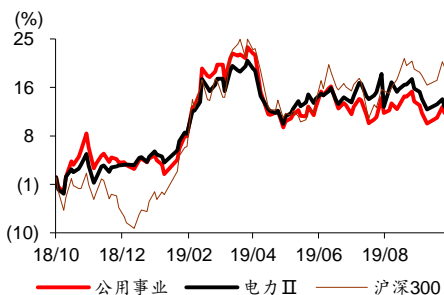
**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

**吴祖鹏** 0755-82492080  
联系人 wuzupeng@htsc.com

相关研究

- 1《国祯环保(300388 SZ,增持): 业绩不及预期, 三峡入主期待未来发展》2019.10
- 2《清水源(300437 SZ,买入): 业绩低于预期, 同生环境影响可控》2019.10
- 3《华测检测(300012 SZ,买入): 业绩超预期, 利润率逾15%再创佳绩》2019.10

一年内行业走势图



资料来源: Wind

## 火电增速转正, 消费类用电有所回暖

### 9月发电量增速加快, 持续推荐火电

根据国家统计局数据, 9月全国发电量达5908亿千瓦时, 同比增长4.7%, 增速较8月加快3.0pct; 火电发电量同比增长6.0%, 增速由负转正。根据国家能源局数据, 9月全社会用电量6020亿千瓦时, 同比增长4.4%, 增速环比下滑0.05pct, 同比下挫4.5pct, 我们认为或与去年同期基数较大、贸易摩擦后果逐步显现等因素有关。我们认为“基准电价+浮动机制”有望减弱电力逆周期属性, 增强公用事业属性, 继续推荐火电龙头华能国际/华电国际, 二线火电股推荐内蒙华电/长源电力和低估值的皖能电力/京能电力/福能股份。

### 9月发电量增速加快, 火电增速由负转正, 水电/核电利用小时增长明显

9月份全国发电量同比增长4.7%, 增速较8月加快3.0pct; 火电发电量同比增长6.0% (8月同比下降0.1%), 增速由负转正; 水电、风电分别下降1.1%和7.9%, 增速由正转负。根据我们测算, 2019年1-9月全国火电/水电/核电机组平均利用小时分别为3265小时、2897小时、5401小时, 分别同比变动-29小时、+163小时、+84小时, 水电、核电机组产能利用率增长明显, 火电出现一定下滑。

### 9月用电量增速环比小幅走低, 消费类用电回暖

根据国家能源局数据, 1-9月全社会用电量累计53442亿千瓦时, 同比增长4.4%, 其中9月份全社会用电量6020亿千瓦时, 同比增长4.4%, 增速环比下滑0.05pct, 同比大幅下挫4.5pct, 我们认为或与去年同期基数较大、贸易摩擦后果逐步显现等因素有关。分产业看, 9月第一/二/三产业及城乡居民用电增速分别为5.8%/3.6%/8.5%/3.3%, 较8月份环比+4.2pct、-0.7pct、+2.0pct、+5.1pct, 9月第三产业及居民消费类用电回暖, 二产用电下滑是导致9月增速环比走低主因。

### 原煤生产放缓, 煤炭价格平稳, 原煤供给增速较火电高出1pct

9月份原煤产量3.2亿吨, 同比增长4.4%, 增速比8月回落0.6pct; 1-9月份, 原煤产量27.4亿吨, 同比增长4.5%, 比上半年加快1.9pct。截至9月底, 秦皇岛Q5500/Q5000/Q4500煤炭综合交易价格为570/509/456元/吨, 与8月底基本持平。原煤供给增速与火电产量增速差环比进一步收窄, 9月原煤供给增速与火电产量增速差为1pct, 较去年同期扩大3pct。

### 未来电力股公用事业属性有望增强, 继续推荐火电

我们认为政府通过电价改革加快市场化用电比例的决心不言自明, 我们判断, 价格机制的形成将会打破火电逆周期属性, 回归公用事业属性(稳定ROE、稳定股息率)。继续坚定推荐一线华能国际(截至2019.10.17, 我们预计股息率可达5%)/华电国际, 二线火电股推荐内蒙华电(业绩稳定, 预计股息率达6%)/长源电力(对煤价弹性可观, 蒙华铁路最受益品种)和低估值的皖能电力/京能电力/福能股份。

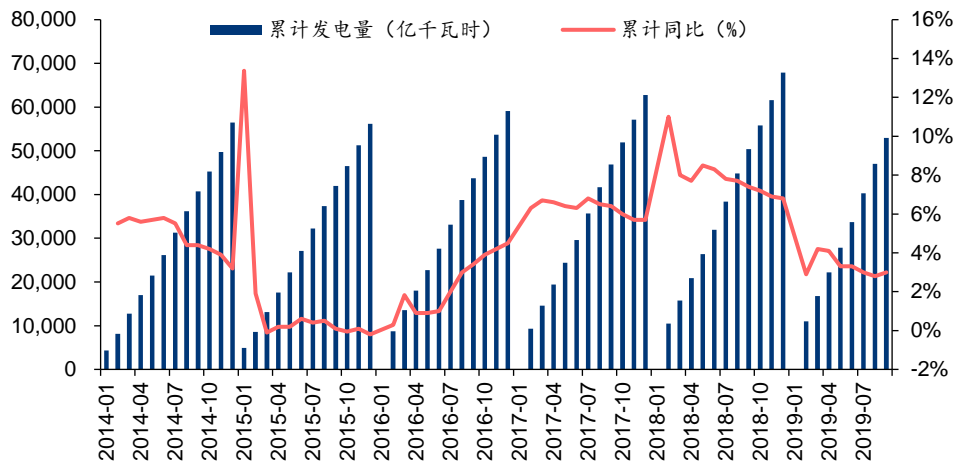
风险提示: 煤价超预期增长; 电力需求恶化。

## 9月电力生产继续加快，1-3Q19累计同比+3.0%

### 9月发电量增速加快，环比提升3.0pct

9月份全国电力生产继续加快。根据国家统计局数据，9月份全国发电量达5908亿千瓦时，同比增长4.7%，增速较8月加快3.0pct；日均发电196.9亿千瓦时，比8月减少18.7亿千瓦时。2019年前三季度全国累计发电5.3万亿千瓦时，同比增长3.0%，较上半年增速回落0.3pct，较去年同期回落4.4pct。

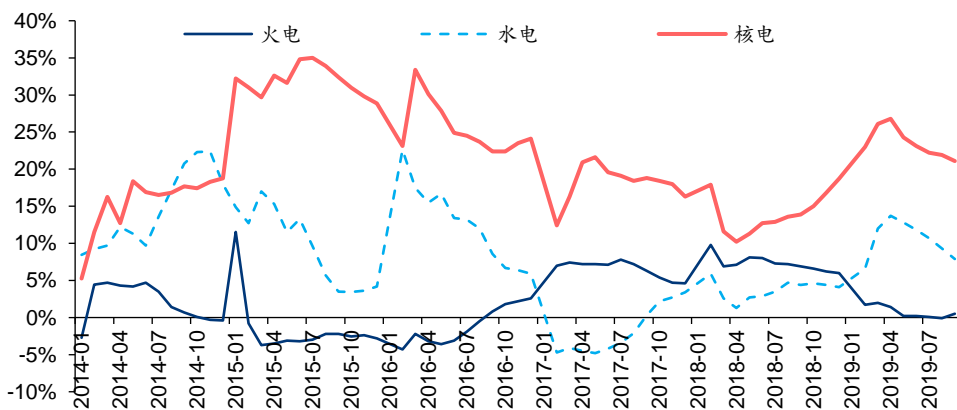
图表1：2019年1-9月发电量累计同比增长3.0%



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

火电增速由负转正，水电、风电由正转负，核电略有放缓，太阳能发电加快。根据国家统计局数据，9月火电同比增长6.0%（8月同比下降0.1%），增速由负转正；水电、风电分别下降1.1%和7.9%（8月分别增长1.6%和13.7%），增速由正转负；核电增长17.9%，增速比8月放缓3.3pct；太阳能发电增长19.4%，较8月加快5.5pct。根据我们测算，2019年1-9月全国火电/水电/核电机组平均利用小时分别为3265小时、2897小时、5401小时，分别同比变动-29小时、+163小时、+84小时，水电、核电机组产能利用率增长明显，火电出现一定下滑。

图表2：水电/核电发电量继续保持较快增长（%）

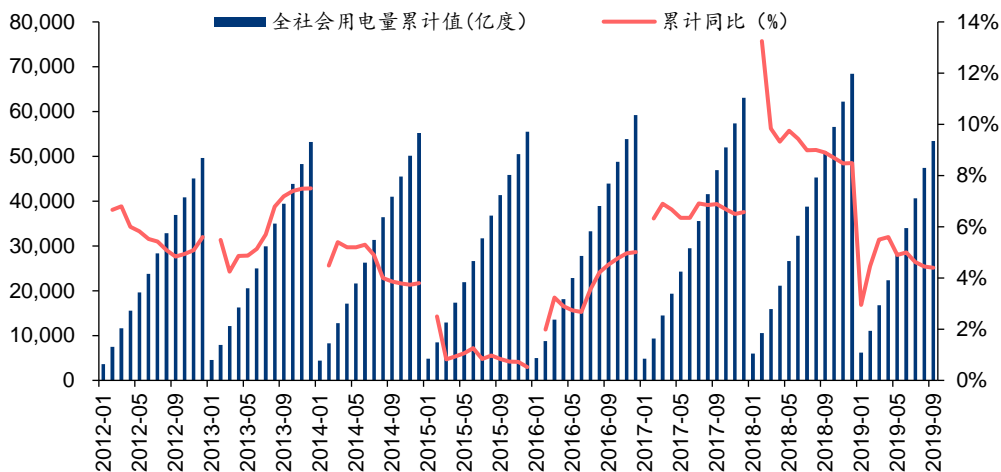


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**前九个月用电量累计增长 4.4%，9 月增速环比小幅走低 0.05pct，消费类用电回暖**

**9 月用电量增速 4.4%，环比-0.05pct。**根据国家能源局数据，1-9 月，全社会用电量累计 53442 亿千瓦时，同比增长 4.4%，其中 9 月份，全社会用电量 6020 亿千瓦时，同比增长 4.4%，增速环比下滑 0.05pct,同比大幅下挫 4.5pct,我们认为或与去年同期基数较大、贸易摩擦后果逐步显现等因素有关。

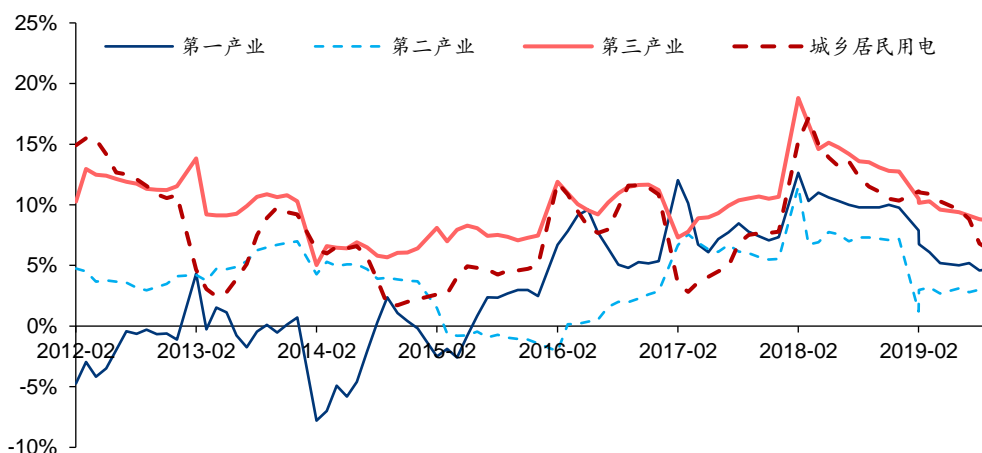
**图表 3：2019 年 1-9 月全社会用电量同比增长 4.4%**



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**9 月消费类用电回暖，二产用电下滑是导致 9 月增速环比走低主因。**分产业看，9 月第一/二/三产业及城乡居民用电增速分别为 5.8%/3.6%/8.5%/3.3%，较 8 月份环比+4.2pct、-0.7pct、+2.0pct、+5.1pct，9 月消费类用电回暖，二产用电下滑是导致 9 月增速环比走低主因。相较于 1-8M19，1-9M19 一/二/三产及居民用电累计增速环比+0.1pct、+0.0pct、-0.1pct、-0.5pct，较去年同期同比-5.1pct、-4.3pct、-4.8pct、-5.2pct。

**图表 4：四大用电部门累计用电增速 (%)**



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

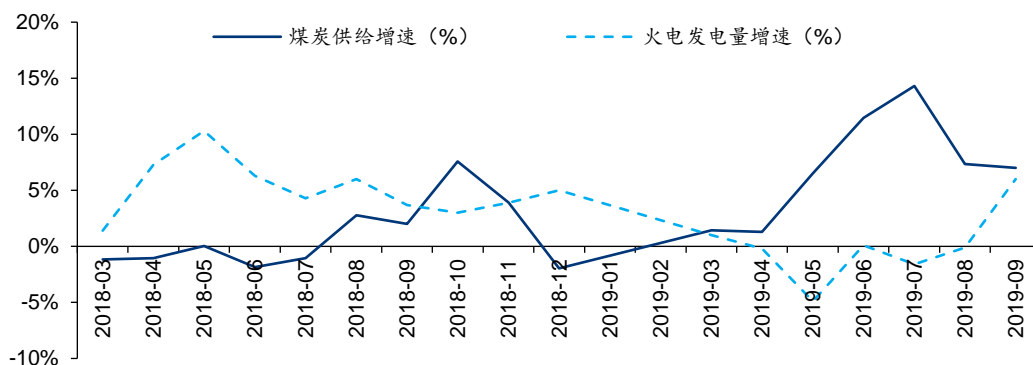
### 原煤供给增速显著超过火电发电量增速

原煤生产放缓，但增速依旧处于较高水平。根据国家统计局数据，9月份原煤产量3.2亿吨，同比增长4.4%，增速比8月回落0.6pct；1-9月份，原煤产量27.4亿吨，同比增长4.5%，比上半年加快1.9pct。

煤炭价格保持平稳。截至9月底，秦皇岛Q5500/Q5000煤炭综合交易价格为570和509元/吨，比8月底分别回落4元和1元；秦皇岛Q4500为每吨456元，比8月底上涨1元。

原煤供给增速与火电产量增速差环比进一步收窄，9月原煤供给增速与火电产量增速差为1pct，增速差环比下降6pct，较去年同期扩大3pct。（注：原煤供给量=本土原煤产量+煤及褐煤进口量-煤及褐煤出口量，考虑到火电是原煤核心下游需求端，如果原煤供给增速高于火电产量增速，往往意味着原煤供给趋于充裕）。

图表5：原煤产量增速与火电发电量增速差环比进一步收窄



注：煤炭供给=本土原煤产量+煤及褐煤进口量-煤及褐煤出口量

资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

### 未来电力股公用事业属性有望增强，继续推荐火电

“基准电价+浮动机制”，电力逆周期属性减弱，公用事业属性增强。自2019年1月江西试点“基准电价+浮动机制”的市场化定价机制以来，6月发改委宣布全面放开经营性电力用户发用电计划，我们认为政府通过电价改革加快市场化用电比例的决心不言自明，新一轮价格机制改革箭在弦上。我们判断，价格机制的形成将会打破火电逆周期属性（原电价刚性），回归公用事业属性（稳定ROE、稳定股息率）。边际成本低的发电龙头优势明显，清洁能源影响可控，广西/甘肃/广东/蒙西/云南等市场化比例较高的区域电价下行空间较小。

继续坚定推荐一线华能/华电，二线精选特色标的。龙头火电只要业绩兑现依然是主力品种，推荐华能国际（截至2019.10.17，我们预计股息率可达5%）/华电国际，二线火电股推荐内蒙华电（业绩稳定，预计股息率达6%）/长源电力（对煤价弹性可观，蒙华铁路最受益品种）和低估值的皖能电力/京能电力/福能股份。

### 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，需在允许的范围内使用，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