

发电量增速尚可，水火结构性分化

——2019年10月发电量数据点评

行业简报

◆**事件：**国家统计局公布2019年10月发电量数据。2019年10月，规模以上电厂发电量5714亿千瓦时，同比增长4.0%；1-10月，规模以上电厂发电量5.9万亿千瓦时，同比增长3.1%。

◆**基数效应下，10月发电量增速尚可：**我们认为，2019年10月经济及温度对发电量贡献较弱。2019年10月工业增加值同比增长4.7%，增速较9月降低1.1个百分点。此外，据中国气象局报道，2019年10月全国平均气温11.1℃，较常年同期偏高0.8℃，较上年同期偏高1.3℃。2019年10月发电量同比增速4.0%，尽管较9月回落0.7个百分点，但仍处于2019年以来当月发电量增速的较高水平。我们测算2019年10月当月发电量同比/环比增速4.0%/-3.3%，同比增速处于近5年较高水平，但环比增速为近5年较低值。考虑到2018年9月起当月发电量同比增速较前期明显回落，我们判断基数效应是10月发电量同比增速尚可的主因。根据中国气象局预测，2019年冬天全国大部分地方气温接近常年到偏高的状态，寒冬发生的概率较低。我们据此认为采暖因素对2019年11、12月发用电量的边际影响较弱。

◆**水电火电发电量增速持续分化：**分电源类型看，2019年10月水电、火电发电量同比增速分别为-4.1%、5.9%，发电量增速持续分化。根据气象局报道，2019年10月全国降水量36.6毫米，接近常年同期，我们判断区域来水存在结构性差异。考虑到2018年10月水电发电量的较高基数（同比增长6.2%），2019年10月水电发电量同比下滑4.1%，降幅较9月扩大3.0个百分点。受水电挤压效应减弱的影响，2019年10月火电发电量同比增长5.9%，接近9月增速（6.0%），当月发电量增速处于年内较高水平。

◆**市场煤价已至绿色区间，电价实际影响尚待确定：**自2019年10月下旬以来，秦皇岛港5500大卡动力煤价已跌破570元/吨，截至2019年11月14日的最新报价为545元/吨，市场煤价已至绿色区间，有利于火电盈利持续修复。我们判断随着煤炭优质产能和运力释放，煤炭供需格局改善，煤价下行符合市场预期。当前阶段上网电价对于火电股二级市场走势的边际影响更为显著，“基准价+上下浮动”的市场化机制对于火电盈利的实际影响仍有待进一步跟踪和观察。

◆**投资建议：**在经济增速放缓、全社会平均投资回报率边际下行的背景下，电力股的“替代价值”和“周期对冲”优势（火电逆周期、水电近似无周期）仍为二级市场驱动力。维持电力行业“增持”评级，建议关注水电：长江电力、国投电力、川投能源、华能水电；火电：一线龙头华能国际（A+H）、华电国际（A+H），二线京能电力、长源电力。

◆**风险分析：**系统性风险，上网电价超预期下行，动力煤价格超预期上涨，电力需求超预期下滑，水电来水不及预期，利率大幅上行的风险，电力行业改革进度低于预期的风险等。

公用事业：增持（维持）

电力：增持（维持）

分析师

王威（执业证书编号：S0930517030001）

021-52523818

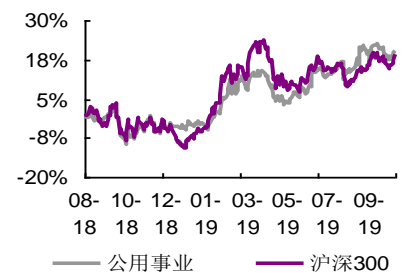
wangwei2016@ebsecn.com

于鸿光（执业证书编号：S0930519060001）

021-52523819

yuhongguang@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

发改委电价机制点评：靴子落地，关注节奏——电力行业热点专题系列（三）

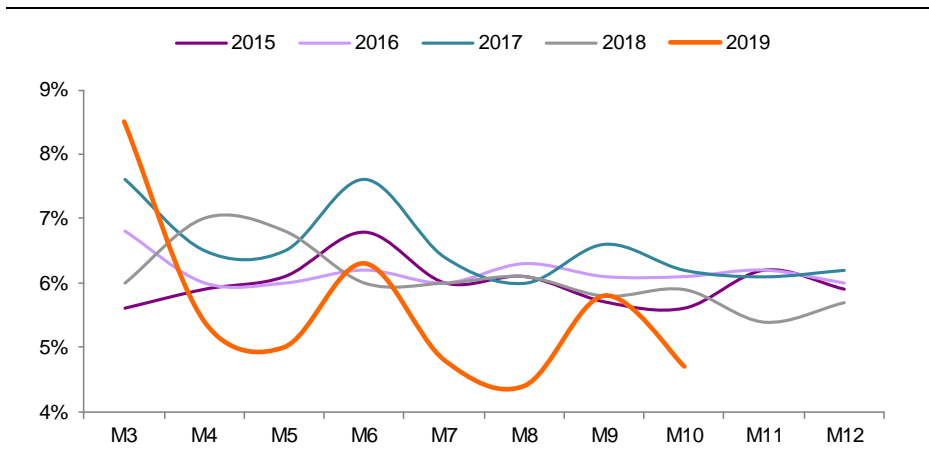
.....2019-10-24
用电增速回升，水电出力减弱——2019年9月电量数据点评

.....2019-10-20
国常会电价机制点评：向计划电告别——电力行业热点专题系列（二）

.....2019-09-26

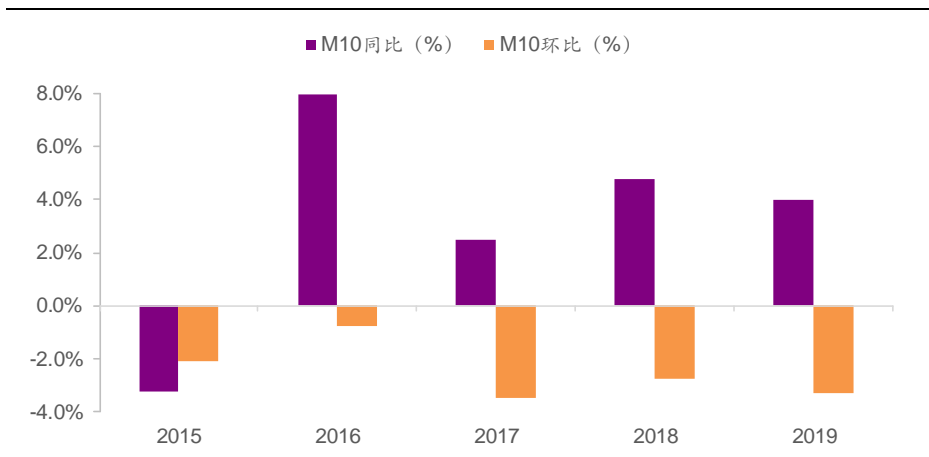
1、附图

图 1：工业增加值当月同比 (%)



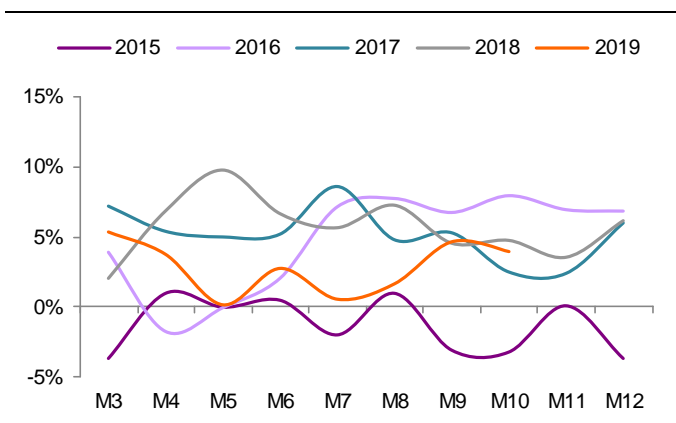
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：10月当月发电量同比/环比增速



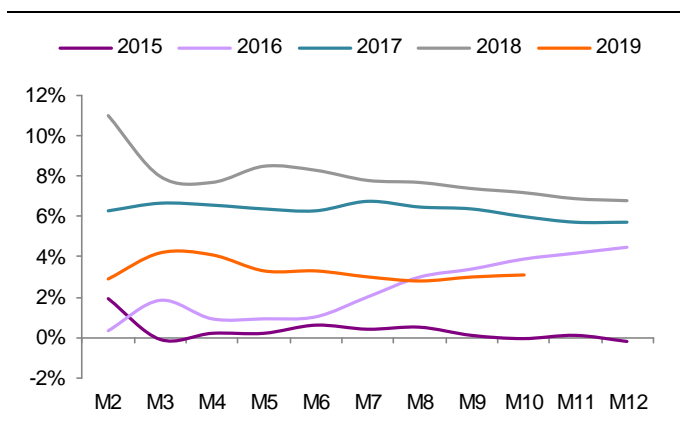
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：规上电厂当月发电量同比增速



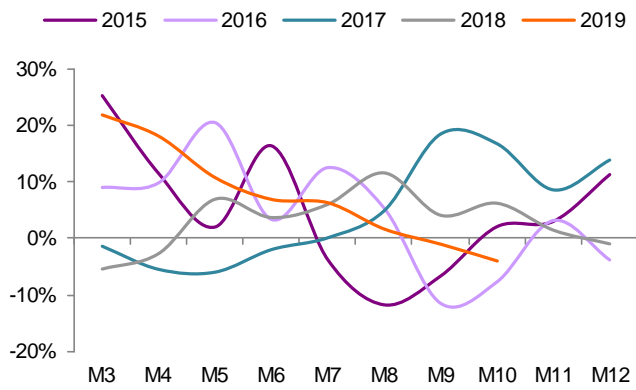
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：规上电厂累计发电量同比增速



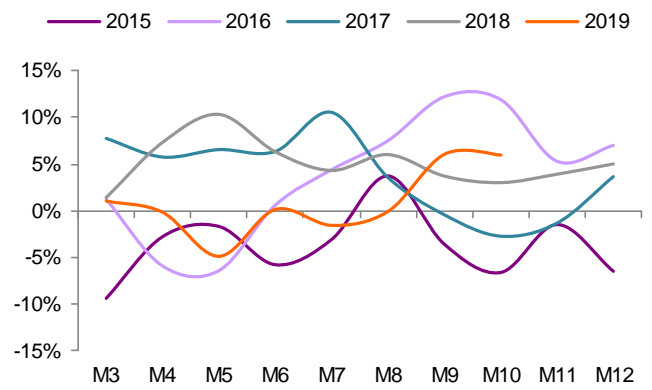
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：水电当月发电量同比增速



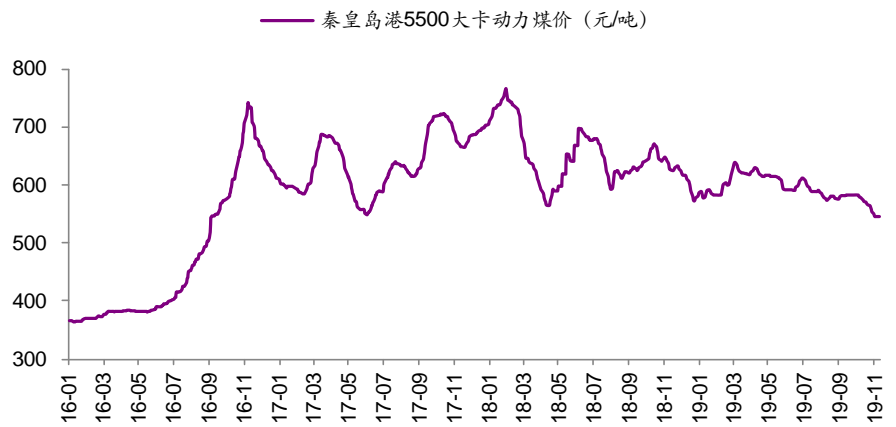
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：火电当月发电量同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：秦皇岛港 5500 大卡动力煤价



资料来源：Wind

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼