

行业研究/动态点评

2019年11月19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

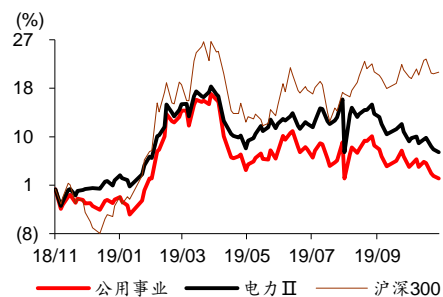
**吴祖鹏** 0755-82492080  
联系人 wuzupeng@htsc.com

**施静** 010-56793967  
联系人 shi\_jing@htsc.com

相关研究

- 1 《公用事业: 行业周报 (第四十六周)》  
2019.11
- 2 《中国核电(601985 SH,买入): 核电行业领军者, 蓄势乘风振翅》2019.11
- 3 《国检集团(603060 SH,买入): 收购集团优质资产, 外阜扩张加速》2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

## 火电估值历史新低, 电价预期或过于悲观

### 电力行业月报 201910

#### 用电量需求回暖, 继续推荐火电

根据国家统计局数据, 10 月全国发电量同比增长 4.0%, 增速环比走低 0.7pct; 火电发电量同比增长 5.9%, 增速环比放缓 0.1pct。10 月全社会用电量同比增长 5.0%, 增速环比提升 0.6pct, 三产用电回暖是驱动 10 月用电增速走高主因。上周中国神华破净, 陕西煤业不改下跌趋势, 火电和煤炭板块集体下调反映了市场对于经济下行预期背景下, 上游难有超额利润的担忧。当前火电板块的市净率已创历史新低, 建议左侧布局一线华能国际/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。

#### 10 月用电量需求回暖, 用电区域分化有所缓解

10 月份全社会用电量同比增长 5.0%, 增速环比提升 0.6pct, 第一/二/三产及居民用电增速环比波动+3.3pct/-0.2pct/+6.0pct/-0.5pct, 三产用电回暖是驱动 10 月用电增速走高主因。10 月沿海省份中广东、山东、福建、上海、浙江等地用电增速显著恢复, 但累计值依然都低于全国均值。从前十个月累计用电增速来看, 西藏、广西、海南、内蒙古、云南排名居前, 分别为 12.9%/12.8%/9.7%/9.6%/9.1%, 用电高增长地区以内陆省份为主。

#### 10 月发电增速回调, 水电降幅扩大, 火电增速略有放缓

10 月份全国发电量同比+4.0%, 环比走低 0.7pct (与用电量的不一致主要源于口径和范围), 其中火电/水电分别同比+5.9%/-4.1%, 增速较 9 月-0.1pct/-3.0pct。根据我们测算, 2019 年 1-10 月全国火电/水电/核电机组利用小时分别为 3593/3245/5798 小时, 分别同比变动-41/+158/+22 小时。单 10 月来看, 沿海福建、浙江、上海等地火电需求回暖、火电发电增速恢复显著 (或与水电偏枯挤压效应减弱有关), 内陆湖北、内蒙、河北、河南等地有所回落。

#### 原煤产量继续保持较快增长, 进口限制对煤价影响预计有限

10 月份原煤产量同比+4.4%, 增速环比持平; 1-10 月份原煤产量累计同比+4.5%, 比上半年加快 1.9pct。10 月原煤供给增速与火电产量增速差为 1pct, 增速差环比持平。煤价继续下跌, 截至 11 月初秦皇岛 Q5500/Q5000/Q4500 煤炭综合交易价格比 9 月底下行 5/4/3 元。上周发电用煤库存仍偏高, 进口限制短期或对煤价有一定支撑, 但考虑到库存偏高等因素, 我们预计影响有限, 我们判断火电 4Q19/1Q20 业绩仍将表现抢眼。

#### 火电估值创新低, 电价预期或过于悲观

我们认为 2020 浮动标杆只是市场化比例扩大的一种形式, 并不会影响火电 ROE 的修复 (煤价走低)。长期来看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)。当前火电板块的市净率已经创历史新低, 甚至低于亏损时期。建议左侧布局一线华能国际 (截至 2019 年 11 月 18 日收盘价, 我们预计 2019 年股息率可达 5%) / 华电国际, 二线火电股推荐内蒙华电 (业绩稳定, 截至 2019 年 11 月 18 日收盘价, 我们预计 2019 年股息率达 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。

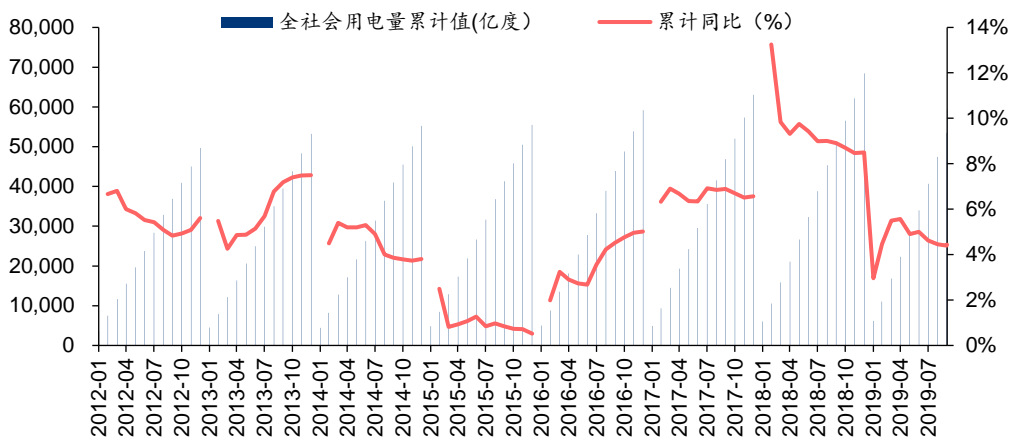
风险提示: 煤价超预期增长; 电力需求恶化。

## 用电端：10月沿海用电需求显著回暖，区域分化有所缓解

### 10月用电量增速环比+0.6pct

**10月用电量增速达5.0%，环比提升0.6pct。**根据中国电力知库数据，10月份，全社会用电量5790亿千瓦时，同比增长5.0%，增速环比提升0.6pct。1-10月，全社会用电量累计59232亿千瓦时，同比增长4.4%，增速较1-10M18同比回落4.3pct。

图表1：2019年前十个月全社会用电增速较1-10M18同比回落4.3pct

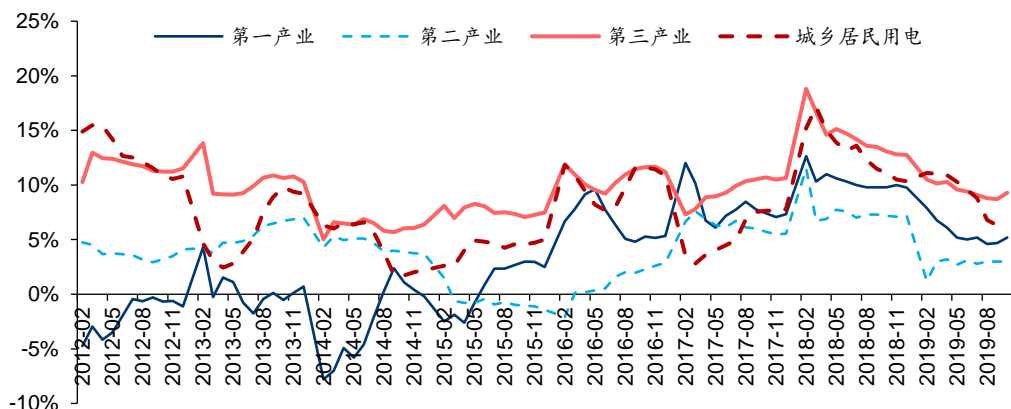


资料来源：中国电力知库，华泰证券研究所

**三产用电回暖是驱动10月用电增速走高主因。**单从10月份来看，第一产业用电量66亿千瓦时，同比+9.1%；第二产业用电量4008亿千瓦时，同比+3.4%；第三产业用电量947亿千瓦时，同比+14.5%；城乡居民生活用电量769亿千瓦时，同比+2.7%。与9月比较，10月第一/二/三产及居民用电增速环比波动+3.3pct、-0.2pct、+6.0pct、-0.5pct，三产用电回暖是驱动10月用电增速走高主因。

从1-10月累计数据来看，第一产业用电量647亿千瓦时，同比+5.2%；第二产业用电量39867亿千瓦时，同比+3.0%；第三产业用电量9941亿千瓦时，同比+9.3%；城乡居民生活用电量8777亿千瓦时，同比+5.9%。相较于前九个月电量增速，1-10M19第一/二/三产业及城乡居民用电累计增速波动+0.5pct、+0.02pct、+0.6pct、-0.4pct。

图表2：四大用电部门累计用电增速（%）

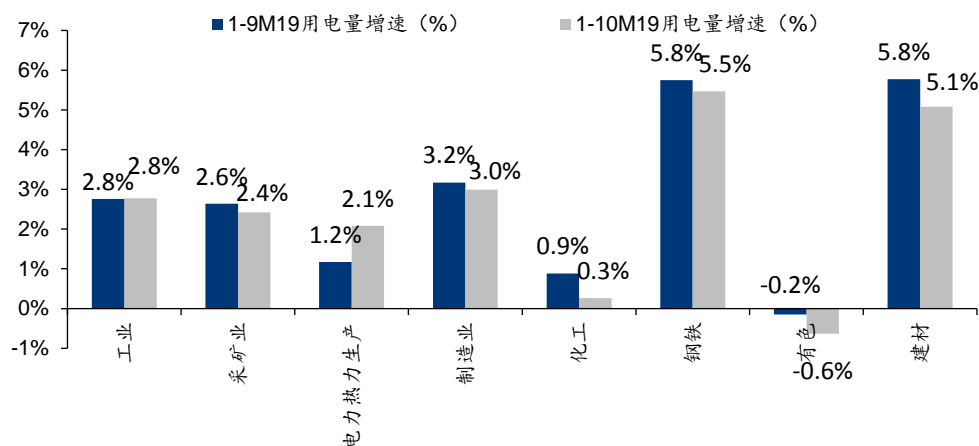


资料来源：国家能源局，中国电力知库，华泰证券研究所

**电力热力生产与供应业电量增长明显，工业用电增速持平。**根据中国电力知库数据，2019年前十个月工业用电累计增速达到2.8%，较前九个月环比持平。

细分来看，电力&热力生产与供应用电增速回升明显，10月电力&热力生产与供应用电同比增速为+10.7%；此外，化工、钢铁、有色、建材四大行业前十个月累计用电增速分别为0.3%、5.5%、-0.6%、5.1%，相较于2019年前九个月，累计用电增速环比波动-0.6pct、-0.3pct、-0.4pct、-0.7pct。

**图表3：工业用电增速环比持平**

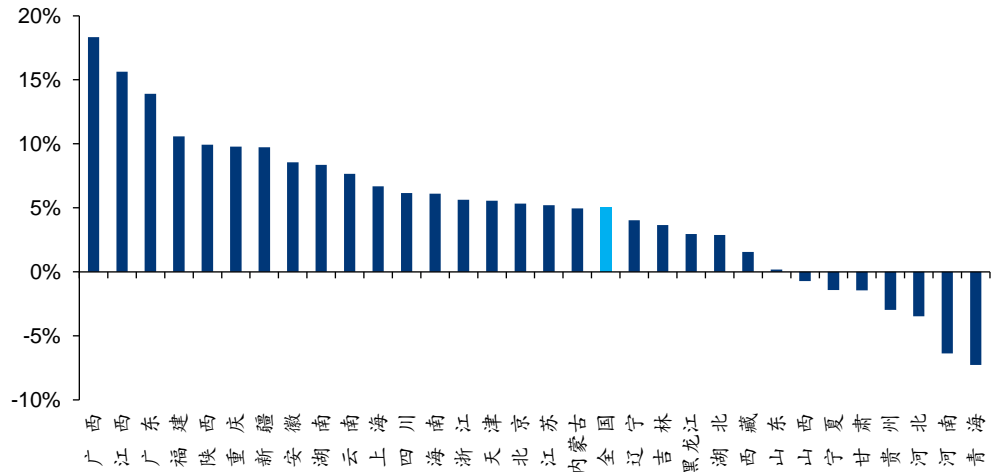


资料来源：国家能源局，中国电力知库，华泰证券研究所

**10月沿海省份中广东、山东、福建、上海、浙江等地用电增速显著恢复，但累计值依然都低于全国均值。**从前十个月累计用电增速来看，西藏、广西、海南、内蒙古、云南排名居前，分别为12.9%、12.8%、9.7%、9.6%、9.1%，用电增速高于全国的地区以内陆省份为主。

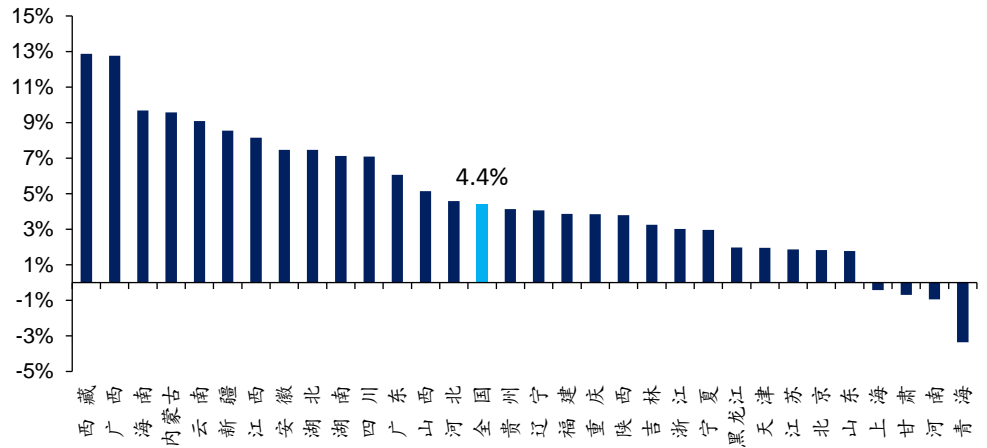
沿海省份增速普遍低于全国均值，上海、山东、江苏、浙江、福建前十个月累计用电增速分别为-0.4%、1.8%、1.9%、3.0%、3.9%。

**图表4： 2019年10月各省用电增速**



资料来源：国家能源局，中国电力智库，华泰证券研究所

**图表5： 2019年1-10月各省累计用电增速**



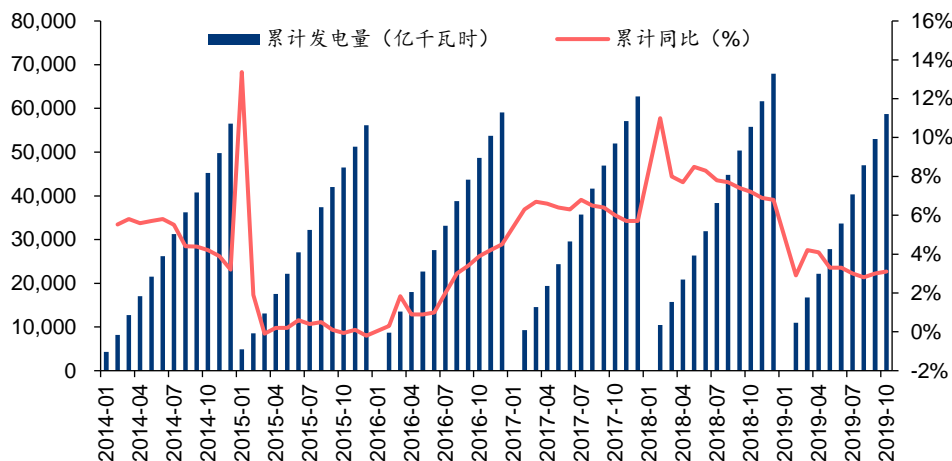
资料来源：国家能源局，中国电力智库，华泰证券研究所

## 发电端：水电降幅扩大，火电增速略有放缓，沿海增速回暖

### 10月发电量增速放缓，环比回落0.7pct

10月份全国电力生产略有放缓。根据国家统计局数据，10月份全国发电量达5714亿千瓦时，同比增长4.0%，增速较9月放缓0.7pct；日均发电184.3亿千瓦时，比9月减少12.6亿千瓦时。2019年1-10月份全国累计发电5.9万亿千瓦时，同比增长3.1%，较上半年增速回落0.2pct，较去年同期回落4.1pct。

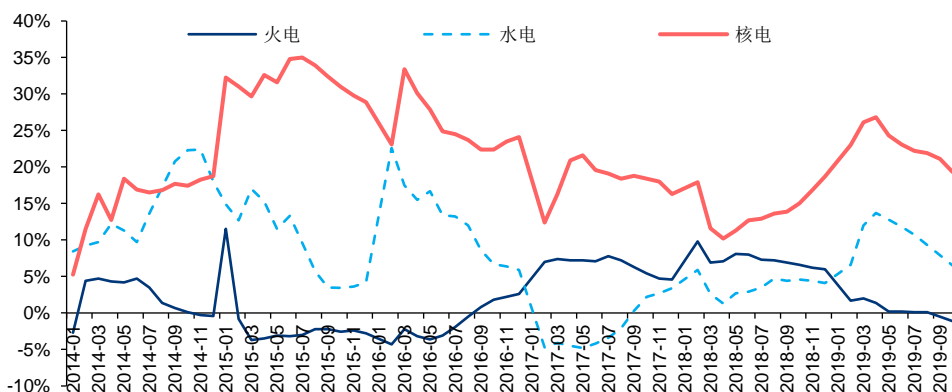
图表6：2019年1-10月发电量累计同比增长3.1%



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

火电生产增速略有放缓，水电降幅扩大，风电由负转正，核电、太阳能发电回落。根据国家统计局数据，10月火电同比增长5.9%，增速较9月放缓0.1pct；水电下降4.1%，降幅较9月扩大3.0pct；风电增长10.0%（9月同比-7.9%），增速由负转正；10月核电、太阳能发电增长5.4%、3.0%，增速较9月回落12.5pct、16.4pct。

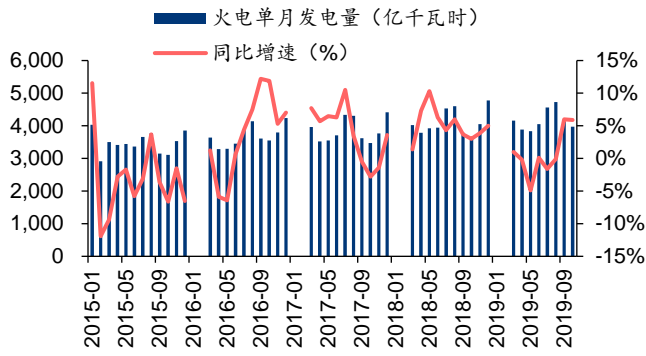
图表7：水电/核电发电量继续保持较快增长（%）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

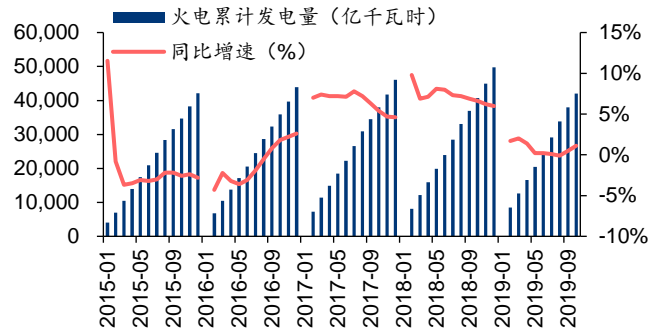
根据我们测算，2019年1-10月全国火电/水电/核电机组平均利用小时分别为3593小时、3245小时、5798小时，分别同比变动-41小时、+158小时、+22小时，水电、核电机组产能利用率增长明显，火电出现一定下滑。

**图表8：火电单月发电量**



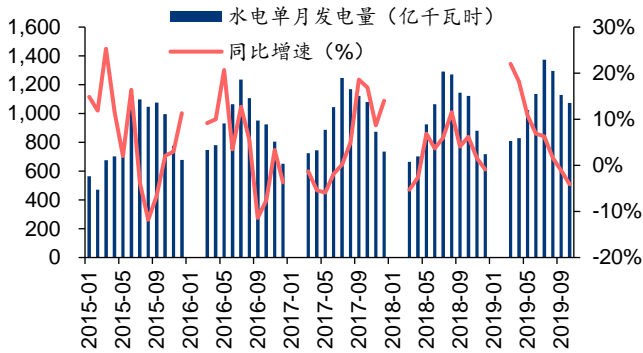
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**图表9：火电累计发电量**



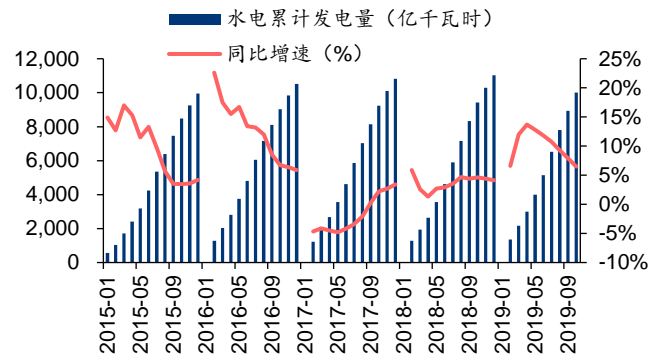
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**图表10：水电单月发电量**



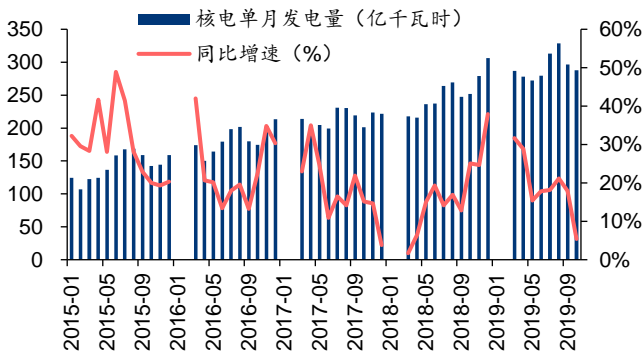
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**图表11：水电累计发电量**



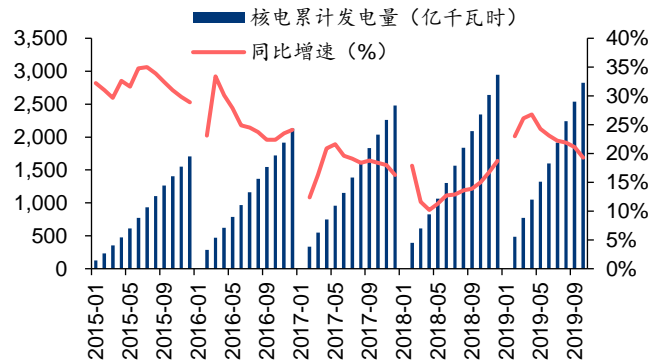
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**图表12：核电单月发电量**



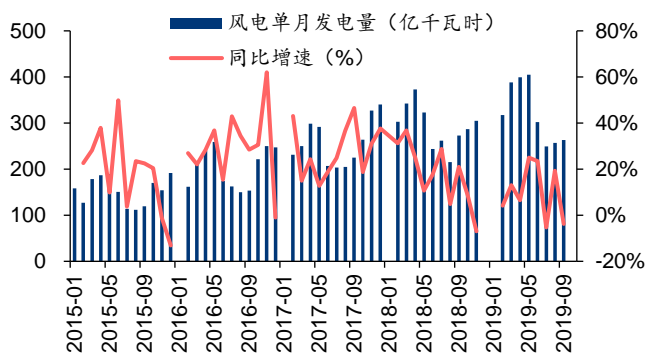
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**图表13：核电累计发电量**



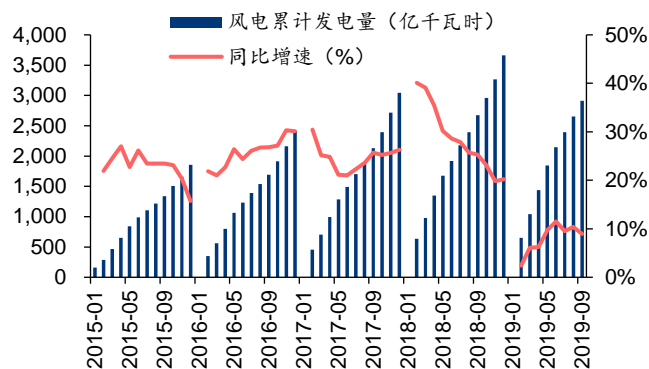
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表14: 风电单月发电量



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表15: 风电累计发电量

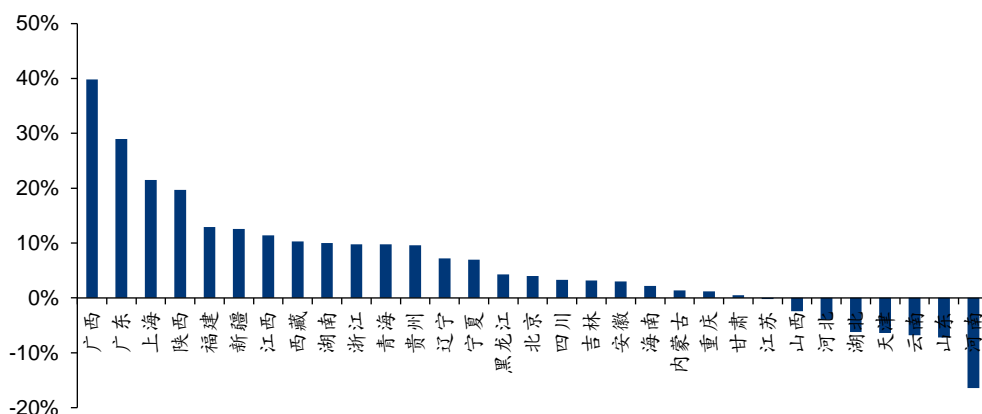


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

前十个月广西/湖北/吉林/宁夏/内蒙古火电增速可观, 沿海普遍较差。根据国家统计局数据, 剔除掉西藏等火电装机较少的地区后, 1-10M19火电发电量同比增长最快的省市分别为广西、湖北、吉林、宁夏、内蒙古, 火电发电量增速同比增加26%、19%、11%、10%、10%。

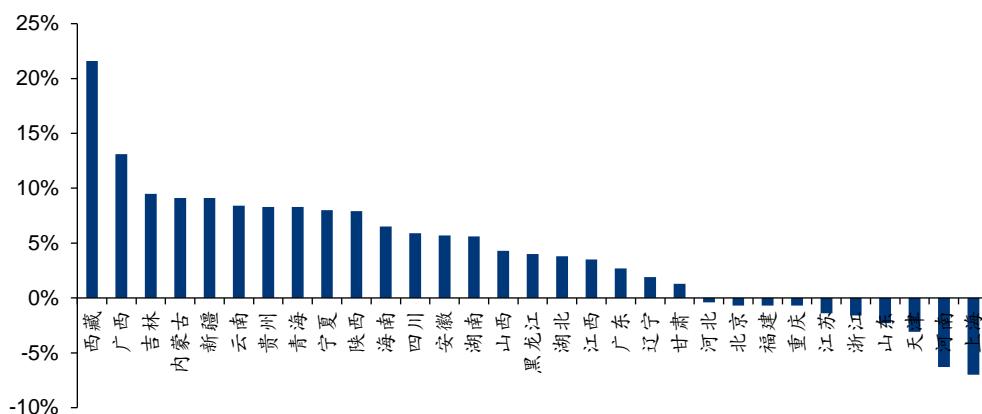
1-10M19火电发电量同比下降最快的省市分别为青海、云南、河南、上海、浙江, 火电发电量增速同比-13.9%、-7.7%、-7.4%、-6.8%、-6.4%, 其他沿海主要省市增长态势也堪忧, 山东、福建、江苏三地火电发电量增速分别为-5.7%、-4.5%、-3.6%。

图表16: 2019年10月各省发电量同比增速



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

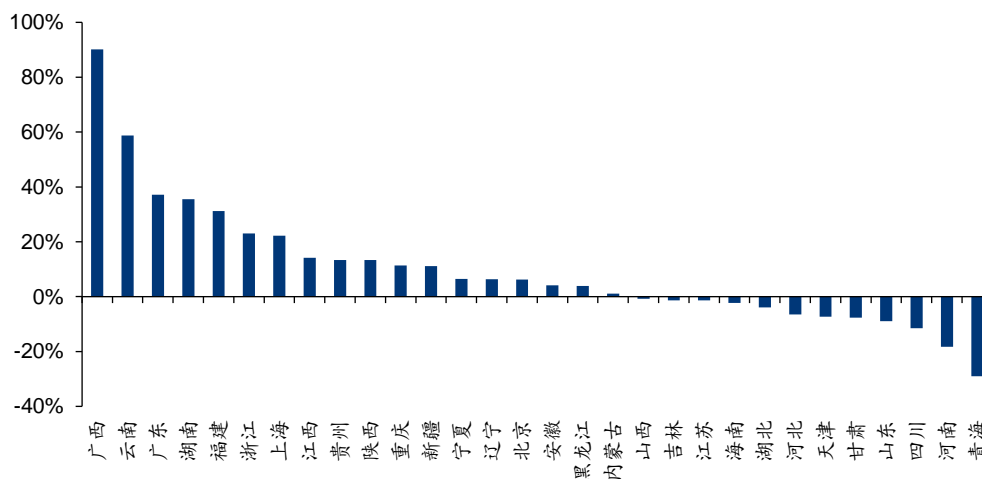
图表17: 2019年1-10月各省发电量累计增速



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

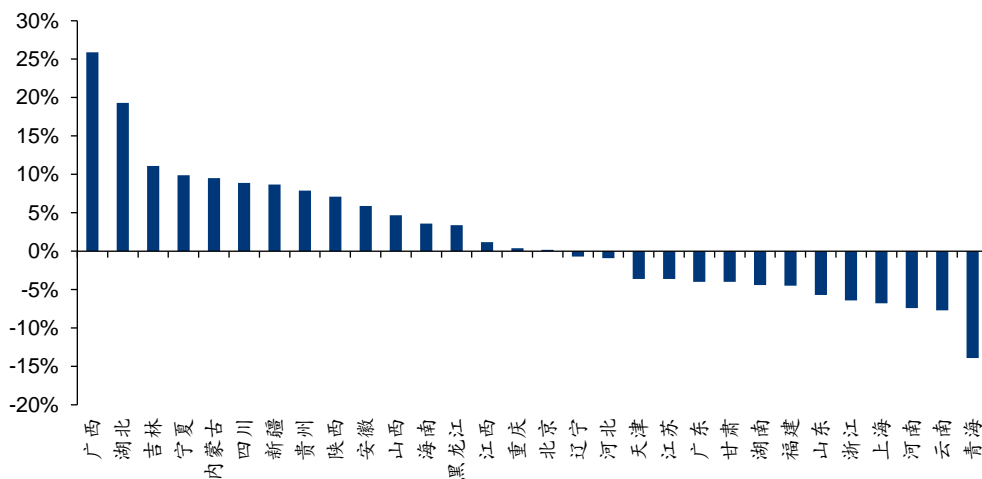
单10月来看, 沿海福建、浙江、上海等地火电需求回暖、火电发电增速恢复显著(或与水电偏枯挤压效应减弱有关), 内陆湖北、内蒙、河北、河南等地有所回落。

图表18: 2019年10月各省火电发电量同比增速



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

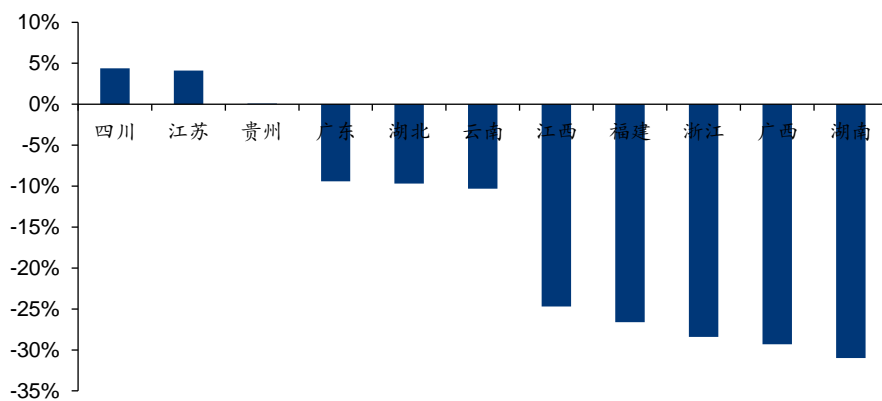
图表19: 2019年1-10月各省火电发电量累计增速



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

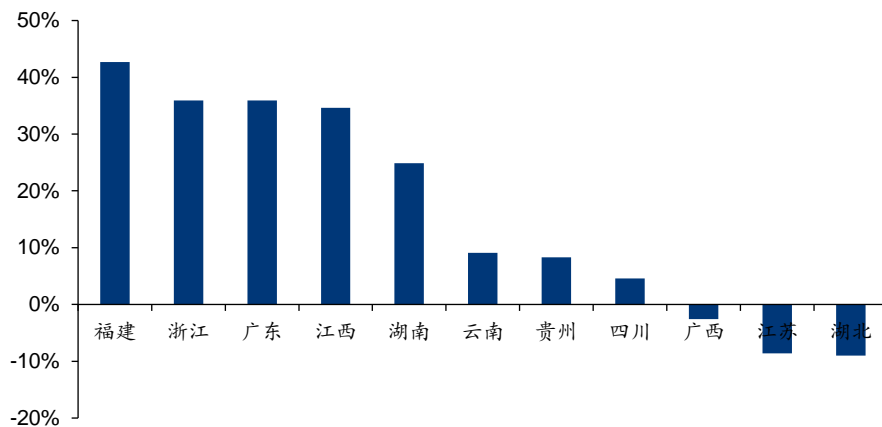


**图表20： 2019年10月主要省份水电发电量同比增速**



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**图表21： 2019年1-10月主要省份水电发电量累计增速**



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

## 煤炭：国内产量增速持续高于需求，进口限制短期或支撑煤价

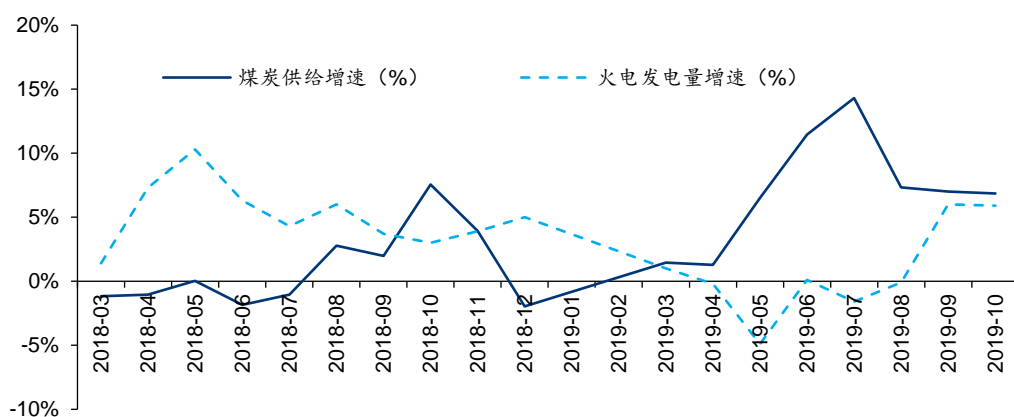
本土原煤产量继续较快增长，煤价持续下跌

原煤生产平稳增长，但增速依旧处于较高水平。根据国家统计局数据，10月份原煤产量3.2亿吨，同比增长4.4%，增速与9月份持平；1-10月份，原煤产量30.6亿吨，同比增长4.5%。

煤炭价格小幅下跌。截至11月初，秦皇岛Q5500/Q5000/Q4500煤炭综合交易价格为565、505、453元/吨，比9月底分别回落5元、4元和3元。

原煤供给增速与火电产量增速差同比有所收窄。10月原煤供给增速与火电产量增速差为1pct，增速差环比持平。（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）。

图表22：原煤供给增速 VS 火电发电量增速

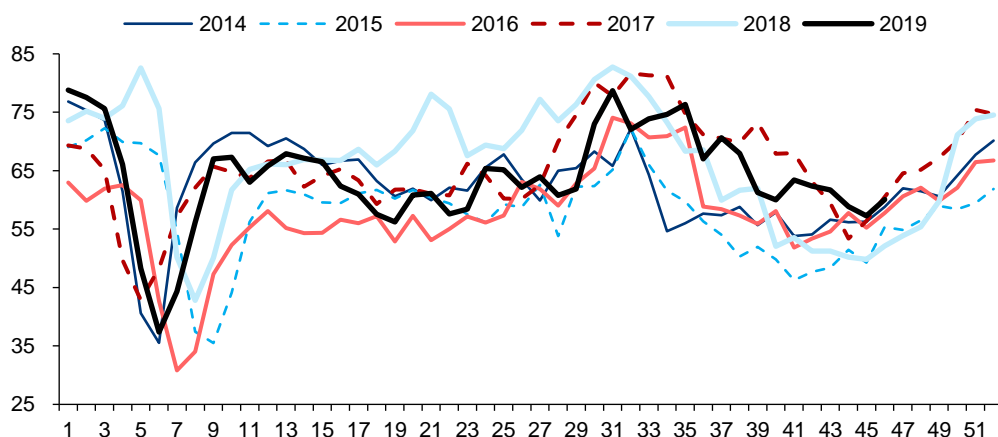


注：煤炭供给=本土原煤产量+煤及褐煤进口量-煤及褐煤出口量

资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

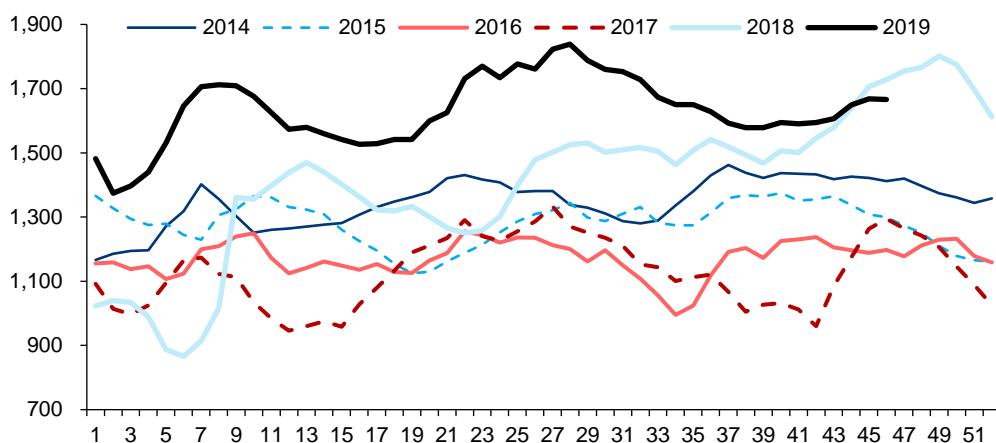
发电用煤库存仍偏高，日耗及沿海煤炭运价总体处于常规水平。根据秦皇岛煤炭网数据，上周（2019.11.11-2019.11.17）六大发电集团煤炭库存均值高达1666万吨，煤炭库存天数均值为27.8天，仅低于2018年同期，显著高于2014-2017年同期水平。此外，六大发电集团日耗为60.7万吨，沿海煤炭运价CBCFI指数为800.8，总体处于常规水平。

图表23：六大发电集团日均煤耗（万吨，周度均值）



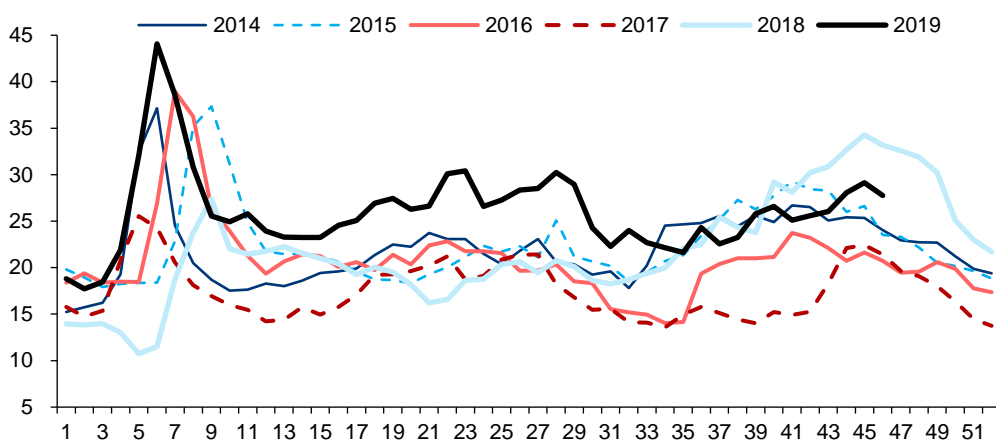
资料来源：秦皇岛煤炭网，华泰证券研究所

图表24: 六大发电集团煤炭库存(万吨, 周度均值)



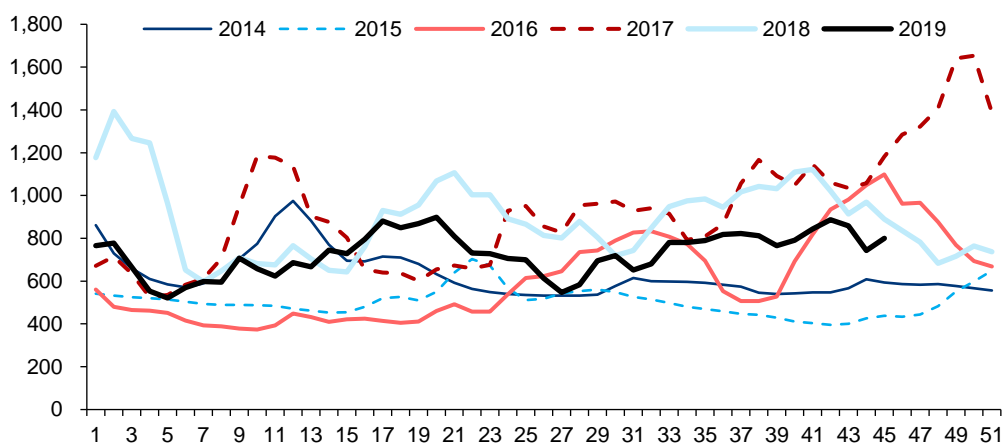
资料来源: 秦皇岛煤炭网, 华泰证券研究所

图表25: 六大发电集团煤炭库存天数(天, 周度均值)



资料来源: 秦皇岛煤炭网, 华泰证券研究所

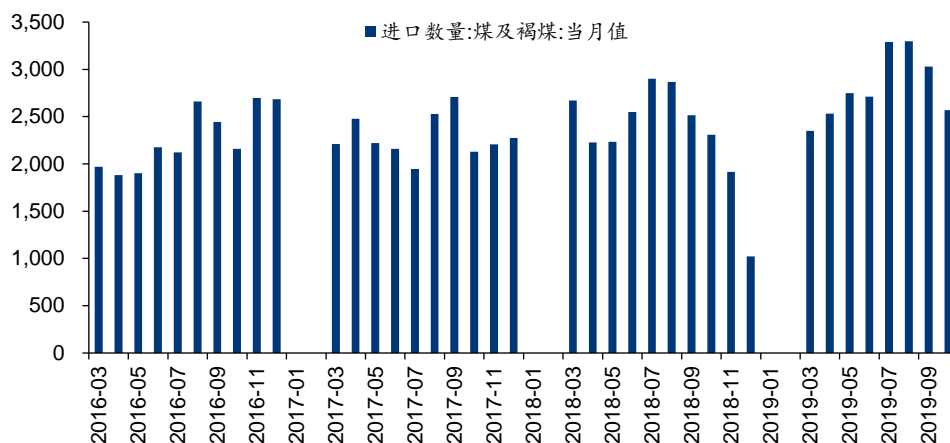
图表26: 沿海煤炭运价CBCFI指数(周度均值)



资料来源: 秦皇岛煤炭网, 华泰证券研究所

**10月煤炭进口大幅下行，未来两个月进口受限或将支撑煤价小幅上行。**根据海关总署公布数据显示，10月中国煤炭进口量为2569万吨，环比大幅下降15.2%，环比跌幅扩大7.1个百分点。根据汾渭能源披露信息，近期海关总署已通知全国停止异地报关，目前上海、海南、江苏、江西等地海关被证实已禁止异地报关，我们预计11-12月进口量环比会继续下降，短期或将对本土市场煤炭现货产生一定支撑，但考虑到国内供应充足，沿海电厂库存高企等方面因素，预计煤价反弹或将有限。

**图表27：我国煤炭进口规模（万吨）**



资料来源：海关总署，华泰证券研究所

### 投资建议：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。**9月26日国务院常务会议提出，从明年1月1日起，取消煤电价格联动机制，将现行标杆上网电价机制，改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，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，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预计下行空间较小。

**继续坚定推荐一线华能/华电，二线精选特色标的。**上周中国神华破净，陕西煤业不改下跌趋势，火电和煤炭板块集体下调反映了市场对于经济下行预期背景下，上游难有超额利润的担忧。当前火电板块的市净率已创历史新低，甚至低于亏损时期。建议左侧布局一线华能国际（截至2019年11月18日收盘价，我们预计2019年股息率可达5%）/华电国际，二线火电股推荐内蒙华电（业绩稳定，截至2019年11月18日收盘价，我们预计2019年股息率达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：A0K809

©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