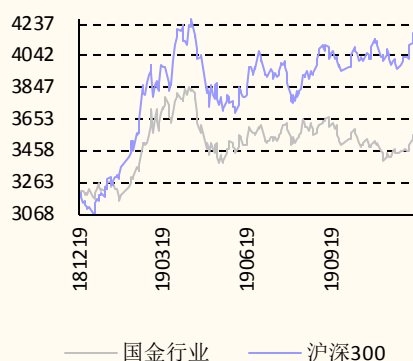


市场数据(人民币)

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	3528
沪深300指数	4033
上证指数	3017
深证成指	10295
中小板综指	9580



相关报告

1. 《供需宽松格局下不改基准价，2020年电煤长协难达成协议-【国金...】》，2019.12.12
2. 《管网改革新纪元已至，天然气产业链面临重塑-【国金公用环保】行...》，2019.12.10
3. 《供需向好可预期，管网改革新纪元-【国金公用环保】天然气202...》，2019.11.29
4. 《交运、消费板块因低基数用电显著增长，发电侧火电新增贡献最大-...》，2019.11.28

杜旷舟 联系人
dukz@gjzq.com.cn

李蓉 联系人
lirong@gjzq.com.cn

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

娜敏 联系人
namin@gjzq.com.cn

TMT 板块引领复苏，水火发电此消彼长

行业点评

- **11月全社会用电量增长表明经济韧性：**2019年1-11月，全社会累计用电量65144亿千瓦时，同比增长4.5%，增速比去年同期回落4.0个百分点。11月份，全社会用电量5912亿千瓦时，同比增长4.7%，增速比去年同期回落1.6个百分点。2019年1-11月，一、二、三产业和居民用电增速分别为5.1%、3.1%、9.4%、5.7%。11月延续10月月度用电量增速超过累计用电量增速趋势，或预示经济已经结束三季度低迷期，整体上有所恢复。
- **TMT引领六大板块用电量出现不同程度的复苏趋势：**11月TMT月度用电量延续10月趋势，同比增速提高至前五年平均水平以上开始复苏；交运、消费板块月度用电量同比增速在10月高增速之后回落，去年10月低基数影响减弱。进入四季度，除地产周期板块外，其他五大板块累计用电增速都出现不同程度的上升，其中以TMT板块上升最为显著，出现复苏趋势。
- **用电增速行业排行前十位和后十位：**高增速的信息传输、软件和信息技术服务业，互联网和相关服务，软件和信息技术服务业对应TMT板块用电量月度同比增速和累计增速提高，表明TMT板块复苏中这三个行业最为显著。稀有稀土金属冶炼行业为电子行业上游，其高增速也与TMT板块高增速相关。光伏设备及元器件制造行业的高增速反映了光伏行业年底抢装并网趋势。新能源车整车制造11月进入低增速前十行业，主要受去年同期高基数影响，同时也与行业生产主要由订单驱动，月度用电量波动较大有关。
- **月度用电增速环比变化行业排行前十位和后十位：**趋势与用电增速行业排行相似，反映了TMT板块复苏和光伏行业年底抢装并网。充换电服务业2019年1-10月用电量月度增速在100%以上，11月回落至97%，是11月月度用电增速前十行业之一，虽然用电量增速回落，但行业仍处于高速发展通道毋庸置疑。
- **11月用电增量贡献率江苏省独领风骚：**江苏省11月用电增量贡献率排名占第一位，累计用电增量贡献率排名第十一位，或与省内多个工业园区在环保整顿后开始复产有关。
- **11月水电和火电发电量此消彼长：**1-11月全国规模以上电厂发电量64796亿千瓦时，同比增长3.4%，增速比上年同期上浮0.4个百分点。1-11月全国火电、水电、风电、核电、光伏发电分别同比增长1.6%、5.4%、7.4%、18.8%、13.3%。1H2019我国各大水系来水丰沛，带动2019年1-11月水电累计增速达5.4%；下半年我国各大水系来水转枯，导致11月水电发电量增速降为-6.4%，火电充分发挥调节功能，加上多个省份“双控”带来的边际影响趋弱，火电发电量增速在11月提高到4.4%。此外，2019年多个核电站新机组投产，带动2019年1-11月核电累计增速达18.8%。

投资建议

- 建议关注受电价政策落地、煤价下行、利用小时数稳定业绩企稳回升的火电龙头企业华能国际、华电国际；以及受地方区域供需紧平衡影响电价上升、盈利增加的区域性火电龙头建投能源、皖能电力、湖北能源。

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

11月全社会用电量增长表明经济韧性	4
TMT引领六大板块用电量出现不同程度的复苏趋势	4
用电增速前十名和用电增速后十名	7
用电增速环比上升前十名和环比下降前十名	8
全国各省11月用电增量贡献率江苏省独领风骚	9
11月水电和火电发电量此消彼长	10
风险提示	11

图表目录

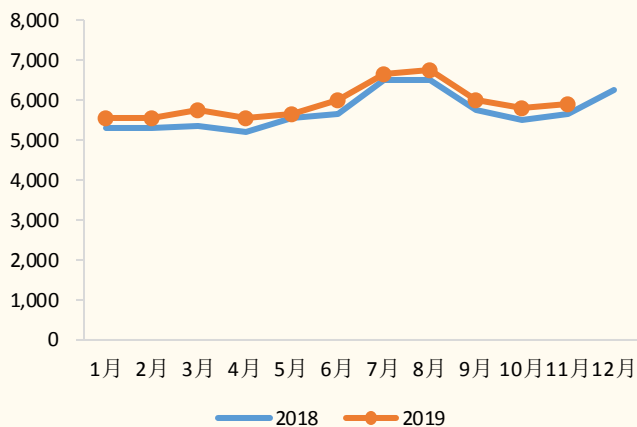
图表 1: 2018、2019 分月全社会用电量 (亿千瓦时)	4
图表 2: 2018、2019 分月全社会用电量增速	4
图表 3: 六大板块本月同比增速与对应历史月度增速	4
图表 4: 地产周期板块用电量同比增速与历史增速对比	5
图表 5: 能源板块用电量同比增速与历史增速对比	5
图表 6: 制造板块用电量同比增速与历史增速对比	5
图表 7: 交运板块用电量同比增速与历史增速对比	5
图表 8: 消费板块用电量同比增速与历史增速对比	5
图表 9: TMT 板块用电量同比增速与历史增速对比	5
图表 10: 六大板块累计增速	6
图表 11: 地产周期板块逐年月度用电量对比 (亿千瓦时)	6
图表 12: 能源板块逐年月度用电量对比 (亿千瓦时)	6
图表 13: 制造板块逐年月度用电量对比 (亿千瓦时)	6
图表 14: 交运板块逐年月度用电量对比 (亿千瓦时)	6
图表 15: 消费板块逐年月度用电量对比 (亿千瓦时)	7
图表 16: TMT 板块逐年月度用电量对比 (亿千瓦时)	7
图表 17: 2019 年 11 月用电量增速前十名行业用电量对比 2018 年 11 月用电量 (亿千瓦时)	7
图表 18: 2019 年 11 月用电量增速后十名行业用电量对比 2018 年 11 月用电量 (亿千瓦时)	8
图表 19: 11 月用电量增速环比上升前十行业	8
图表 20: 11 月用电量增速环比下降前十行业	9
图表 21: 11 月全国各省用电量增速情况 (%)	9
图表 22: 11 月全国各省当月用电增量贡献率	10
图表 23: 1-11 月全国各省累计用电增量贡献率	10
图表 24: 发电量月度同比增速 (%)	10

图表 25: 1-11 月发电量增量 (亿千瓦时) 及增速.....	11
图表 26: 11 月发电量增量 (亿千瓦时) 及增速.....	11
图表 27: 11 月月度各省发电量同比增速 (%)	11

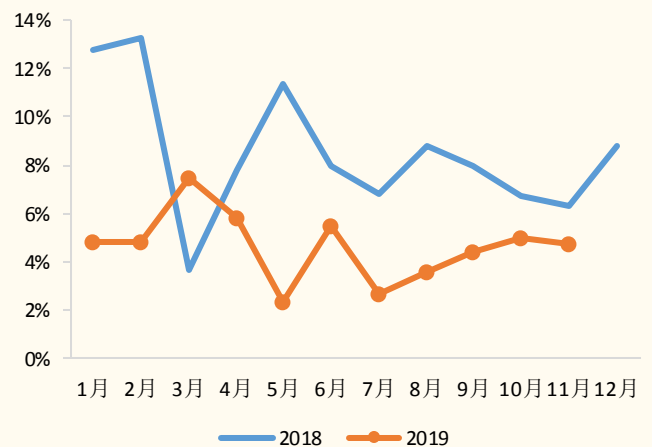
11 月全社会用电量增长表明经济韧性

- 2019 年 1-11 月，全社会累计用电量 65144 亿千瓦时，同比增长 4.5%，增速比去年同期回落 4.0 个百分点。11 月份，全社会用电量 5912 亿千瓦时，同比增长 4.7%，增速比去年同期回落 1.6 个百分点。11 月延续 10 月月度用电量增速超过累计用电量增速趋势，或预示经济已经结束三季度低迷期，整体上有所回复。
- 2019 年 1-11 月，第一产业用电量 708 亿千瓦时，同比增长 5.1%，占全社会用电量的比重为 1.1%；第二产业用电量 44127 亿千瓦时，同比增长 3.1%，增速比上年同期回落 4.0 个百分点，占全社会用电量的比重为 67.7%，对全社会用电量增长的贡献率为 47%；第三产业用电量 10842 亿千瓦时，同比增长 9.4%，增速比上年同期回落 3.3 个百分点，占全社会用电量的比重为 16.6%，对全社会用电量增长的贡献率为 33.6%；城乡居民生活用电量 9468 亿千瓦时，同比增长 5.7%，增速比上年同期回落 4.9 个百分点，占全社会用电量的比重为 14.5%，对全社会用电量增长的贡献率为 18.3%。

图表 1：2018、2019 分月全社会用电量（亿千瓦时）



图表 2：2018、2019 分月全社会用电量增速



来源：中电联，国金证券研究所

来源：中电联，国金证券研究所

TMT 引领六大板块用电量出现不同程度的复苏趋势

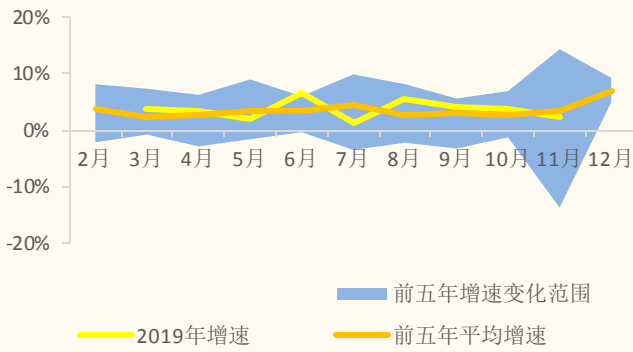
- 为了更加直观呈现不同行业用电量变化趋势，我们将十一大类细分 71 个子行业进行了整合，最终精简为六大板块。11 月交运、消费板块月度用电量同比增速在 10 月高增速之后回落，去年 10 月低基数影响减弱；TMT 月度用电量延续 10 月趋势，同比增速提高至前五年平均水平以上开始复苏；地产周期、能源、制造板块用电增速仍在近五年平均水平。

图表 3：六大板块本月同比增速与对应历史月度增速

	地产周期	能源	制造	交运	消费	TMT	
本月同比	2.48%	9.69%	6.56%	11.84%	7.95%	22.79%	
历史同比	2014 年	14.35%	34.72%	9.26%	13.70%	10.59%	17.41%
	2015 年	-13.69%	-14.81%	-2.41%	1.97%	-0.95%	12.09%
	2016 年	8.09%	6.11%	11.07%	13.89%	8.34%	14.25%
	2017 年	3.15%	4.43%	5.36%	10.57%	4.98%	14.51%
	2018 年	5.61%	22.99%	5.09%	11.02%	1.88%	23.73%

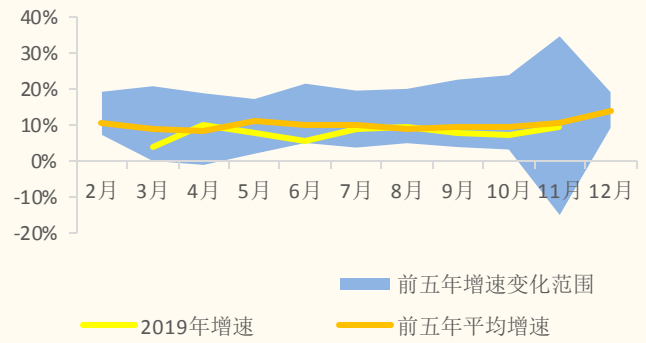
来源：中电联，国金证券研究所

图表 4：地产周期板块用电量同比增速与历史增速对比



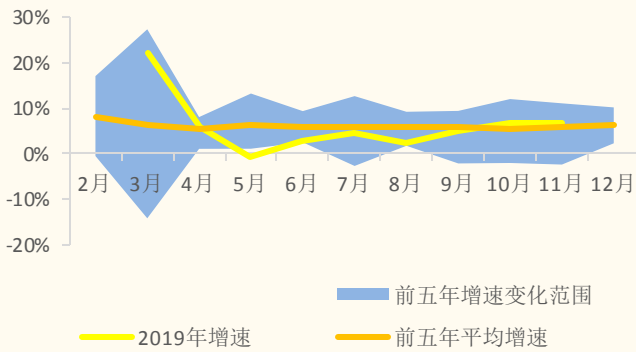
来源：中电联，国金证券研究所

图表 5：能源板块用电量同比增速与历史增速对比



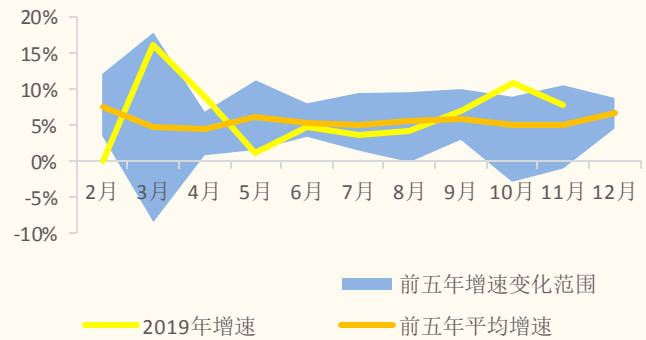
来源：中电联，国金证券研究所

图表 6：制造板块用电量同比增速与历史增速对比



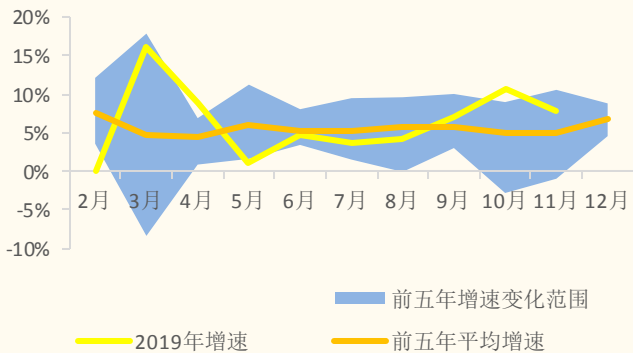
来源：中电联，国金证券研究所

图表 7：交运板块用电量同比增速与历史增速对比



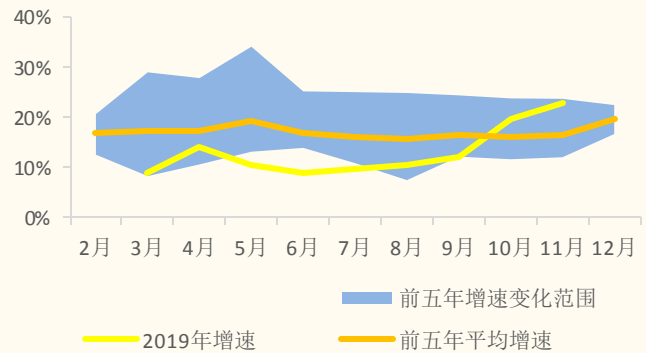
来源：中电联，国金证券研究所

图表 8：消费板块用电量同比增速与历史增速对比



来源：中电联，国金证券研究所

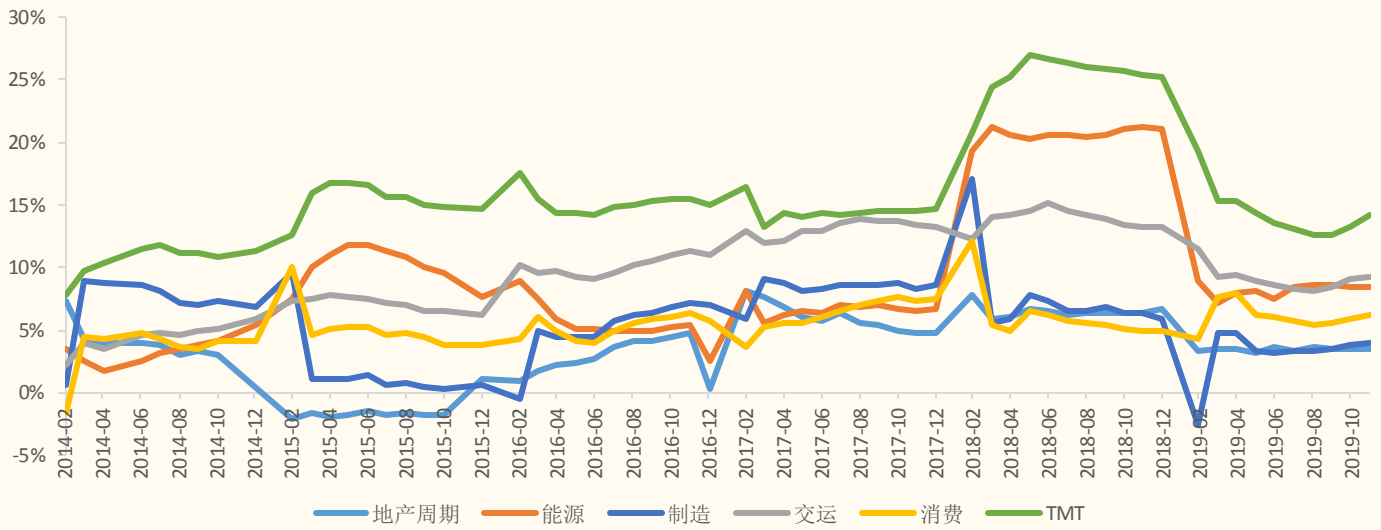
图表 9：TMT 板块用电量同比增速与历史增速对比



来源：中电联，国金证券研究所

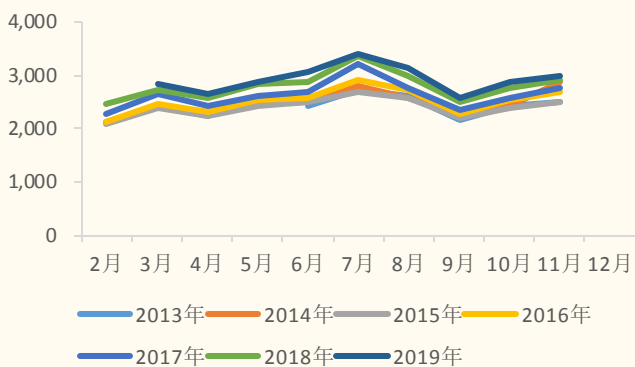
- 地产周期、交运、消费板块显现出非常显著的周期性，能源、制造、TMT 板块用电量就季节趋势不明显。进入四季度，除地产周期板块外，其他五大板块累计增速都出现不同程度的上升，其中以 TMT 板块上升最为显著，出现复苏趋势。

图表 10：六大板块累计增速



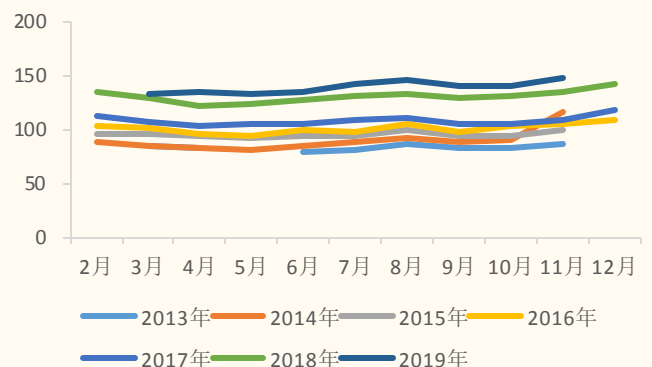
来源：中电联，国金证券研究所

图表 11：地产周期板块逐年月度用电量对比（亿千瓦时）



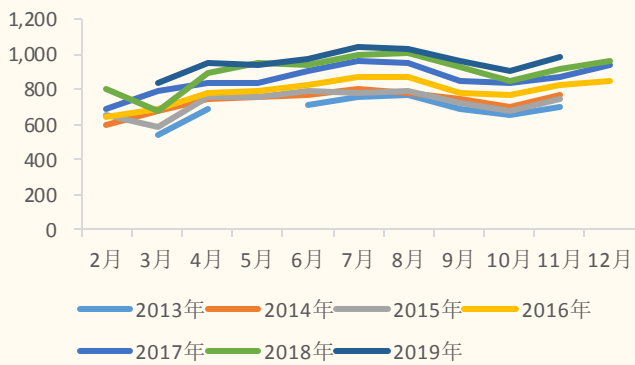
来源：中电联，国金证券研究所

图表 12：能源板块逐年月度用电量对比（亿千瓦时）



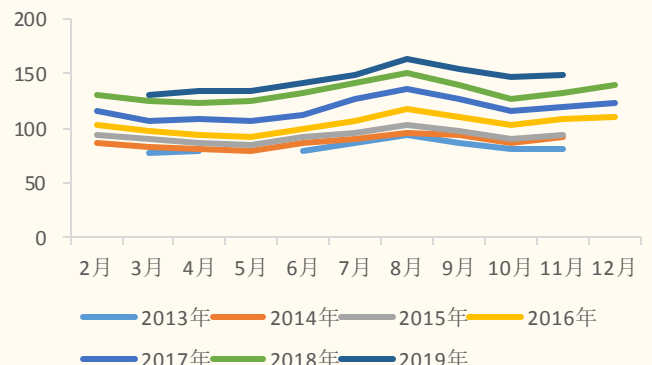
来源：中电联，国金证券研究所

图表 13：制造板块逐年月度用电量对比（亿千瓦时）



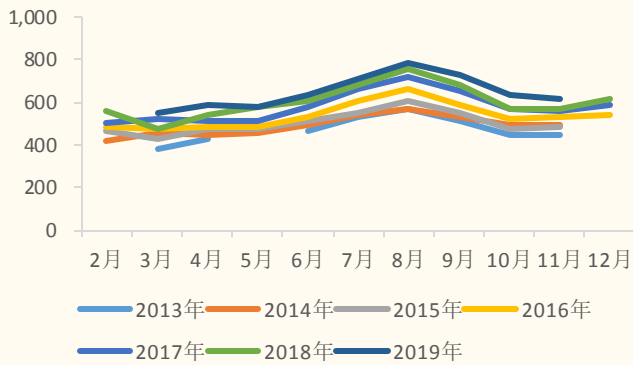
来源：中电联，国金证券研究所

图表 14：交运板块逐年月度用电量对比（亿千瓦时）



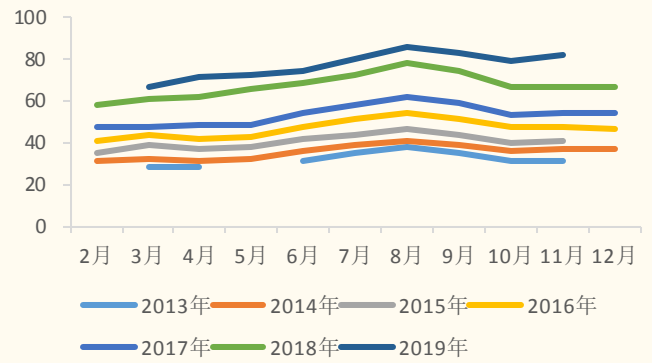
来源：中电联，国金证券研究所

图表 15: 消费板块逐年度用电量对比 (亿千瓦时)



来源: 中电联, 国金证券研究所

图表 16: TMT 板块逐年度用电量对比 (亿千瓦时)

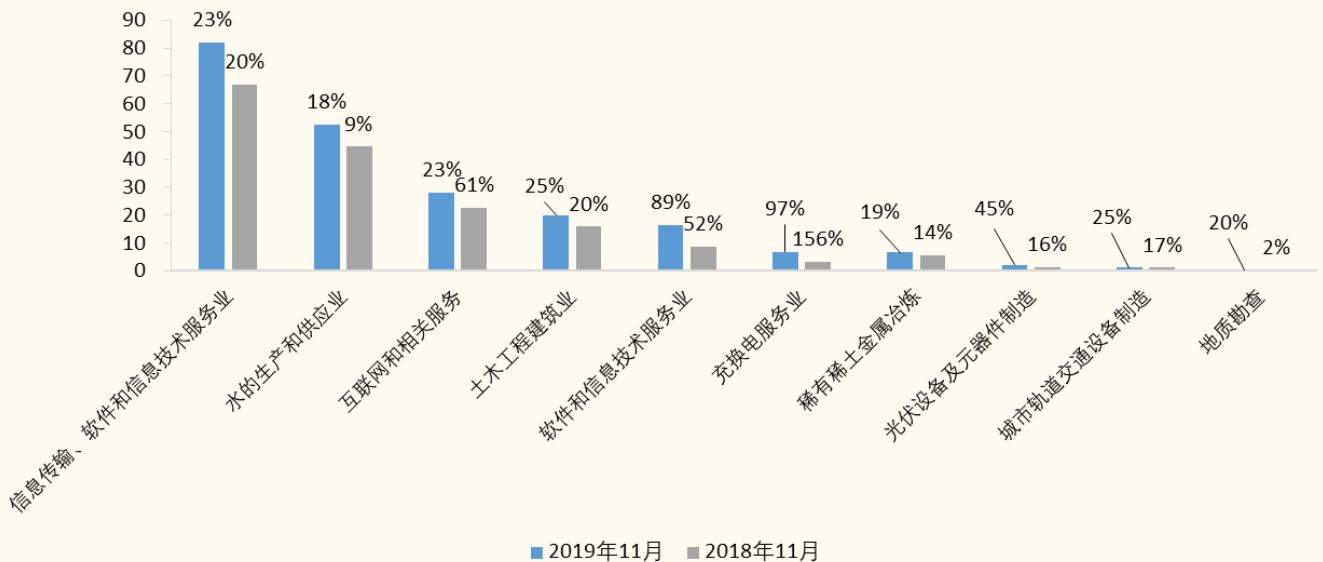


来源: 中电联, 国金证券研究所

用电增速前十名和用电增速后十名

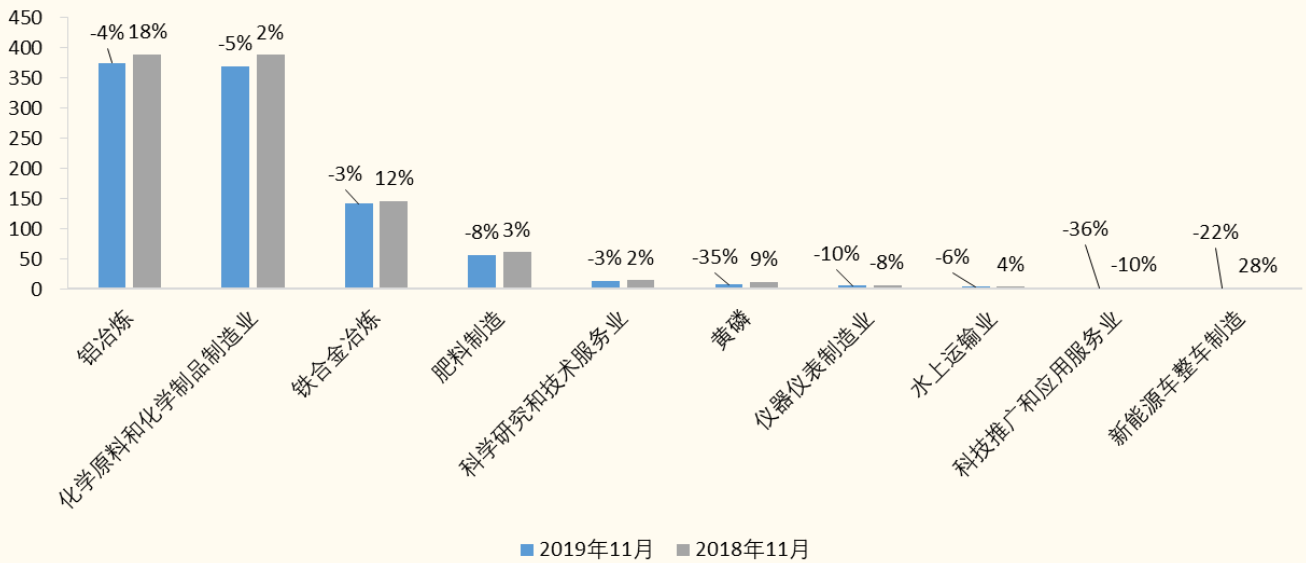
- 高增速的信息传输、软件和信息技术服务业, 互联网和相关服务, 软件和信息技术服务业对应 TMT 板块用电量月度同比增速和累计增速提高, 表明 TMT 板块复苏中这三个行业最为显著。稀有稀土金属冶炼行业为电子行业上游, 其高增速也与 TMT 板块高增速相关。光伏设备及元器件制造行业的高增速反映了光伏行业年底抢装并网趋势。
- 低增速的化学原料和化学制品制造业、铝冶炼、铁合金冶炼基本反映了对应行业的景气度下降情况。黄磷行业受行业整顿影响, 用电量增速同比大幅降低。新能源车整车制造 11 月进入低增速前十行业, 主要受去年同期高基数影响, 同时也与行业生产主要由订单驱动, 月度用电量波动较大有关。

图表 17: 2019 年 11 月用电量增速前十名行业用电量对比 2018 年 11 月用电量 (亿千瓦时)



来源: 中电联, wind, 国金证券研究所注: 柱状图数值为当月用电量, 标签数值为当月用电量增速

图表 18：2019 年 11 月用电量增速后十名行业用电量对比 2018 年 11 月用电量（亿千瓦时）

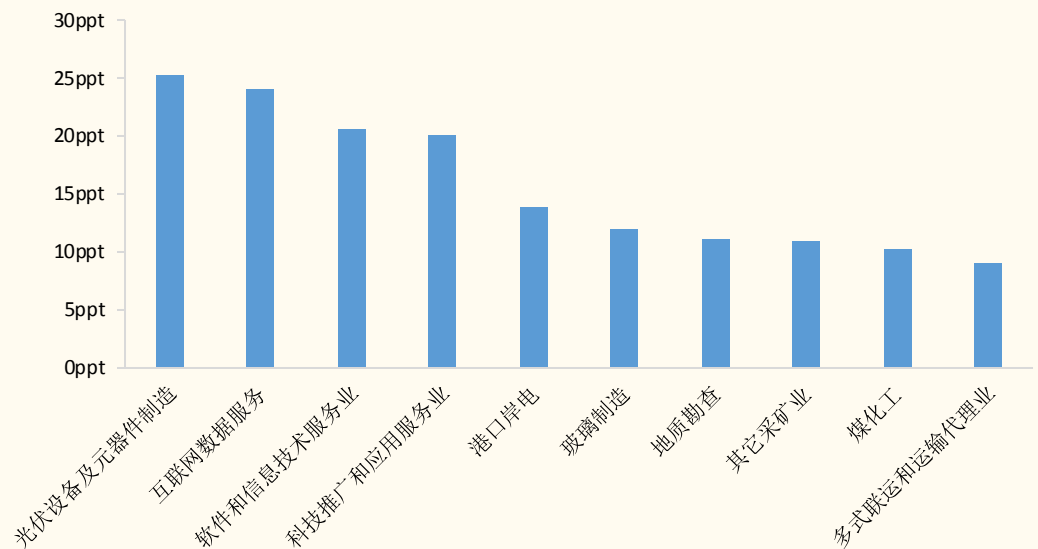


来源：中电联，wind，国金证券研究所注：柱状图数值为当月用电量，标签数值为当月用电量增速

用电增速环比上升前十名和环比下降前十名

- 用电增速环比显著上升的行业中，光伏设备及元器件制造行业的高增速反映了光伏行业年底抢装并网趋势。互联网数据服务、软件和信息技术服务业对应 TMT 板块复苏。

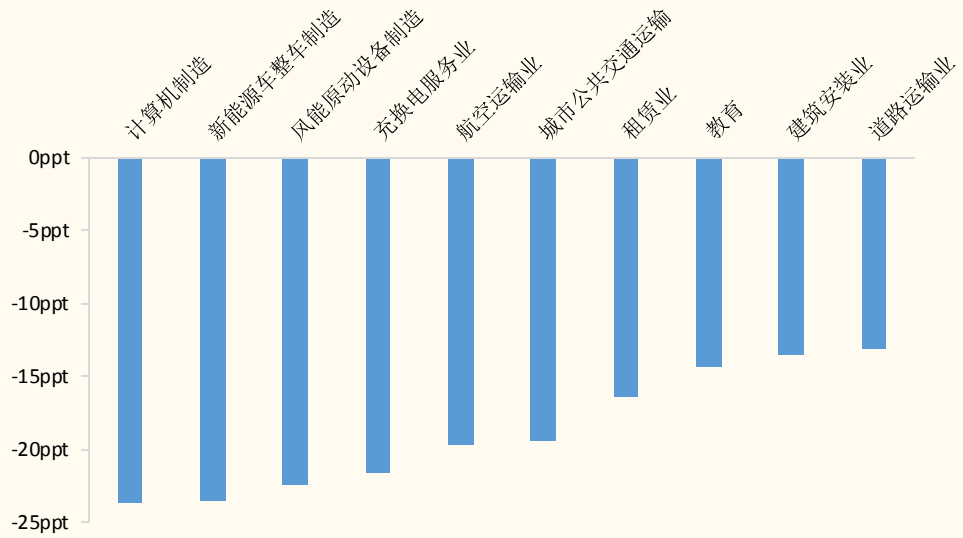
图表 19：11 月用电量增速环比上升前十行业



来源：中电联，wind，国金证券研究所

- 用电增速环比显著下降的行业中，航空运输业、城市公共交通运输业、道路运输业用电增速环比显著下降则是受去年 10 月基数高影响，导致 10 月用电增速大增，11 月高基数影响消除，用电增速环比下降。新能源车整车制造业用电增速环比下降主要受去年同期高基数影响，同时也与行业生产主要由订单驱动，月度用电量波动较大有关。充换电服务业 2019 年 1-10 月用电量月度增速在 100%以上，11 月回落至 97%，是 11 月月度用电增速前十行业之一，虽然用电量增速回落，但行业仍处于高速发展通道毋庸置疑。

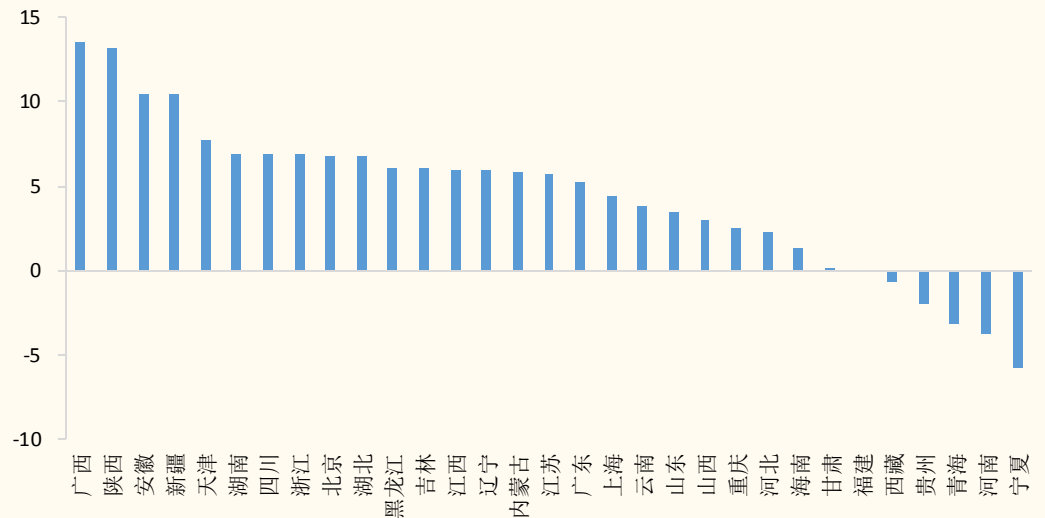
图表 20: 11 月用电量增速环比下降前十行业



来源: 中电联, wind, 国金证券研究所

全国各省 11 月用电增量贡献率江苏省独领风骚

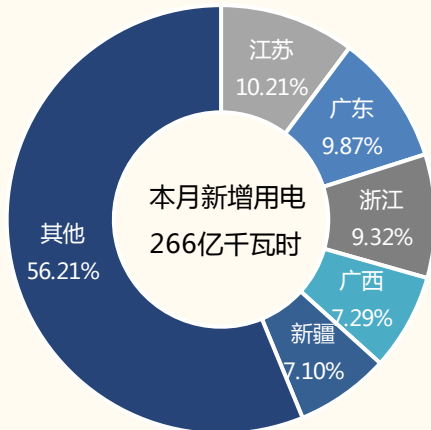
图表 21: 11 月全国各省用电量增速情况 (%)



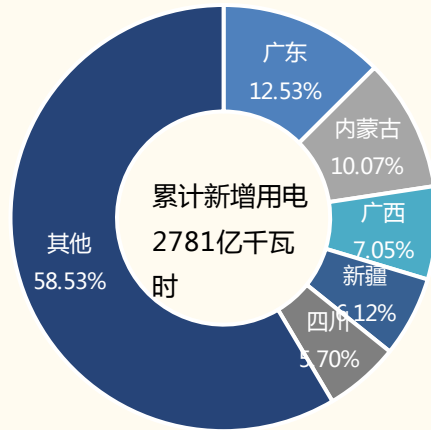
来源: 中电联, wind, 国金证券研究所

- 2019 年 1-11 月全国各省累计用电增量贡献率前五省份分别为广东、内蒙古、广西、新疆、四川, 11 月全国各省月度用电增量贡献率前五省份分别为江苏、广东、浙江、广西、新疆。其中江苏省在月度用电增量占比排名第一位, 累计用电增量贡献率排名第十一位, 江苏省在 11 月用电增量突然扩大, 或与省内多个工业园区在环保整顿后开始复产有关。

图表 22: 11 月全国各省当月用电增量贡献率



图表 23: 1-11 月全国各省累计用电增量贡献率



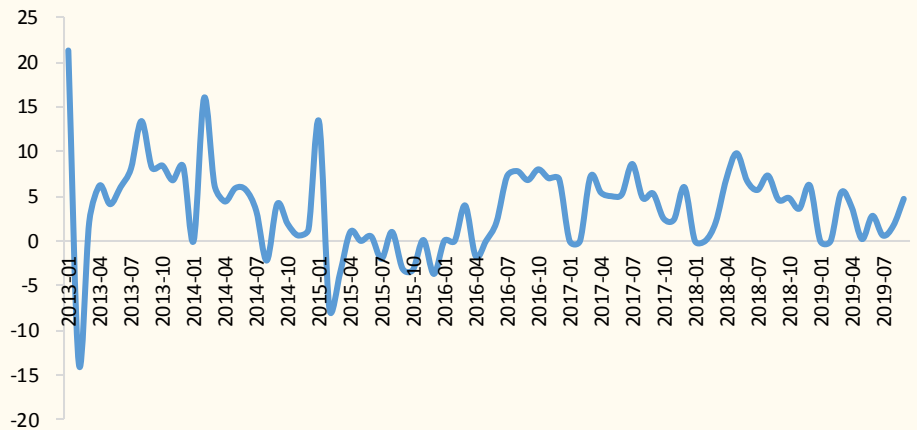
来源: 中电联, wind, 国金证券研究所

来源: 中电联, wind, 国金证券研究所

11 月水电和火电发电量此消彼长

- 2019 年 1-11 月全国规模以上电厂发电量 64796 亿千瓦时, 同比增长 3.4%, 增速比上年同期上浮 0.4 个百分点。11 月规模以上机组发电量 5890 亿千瓦时, 同比增长 4.0%, 增速较去年同期下滑 3.5 个百分点。

图表 24: 发电量月度同比增速 (%)

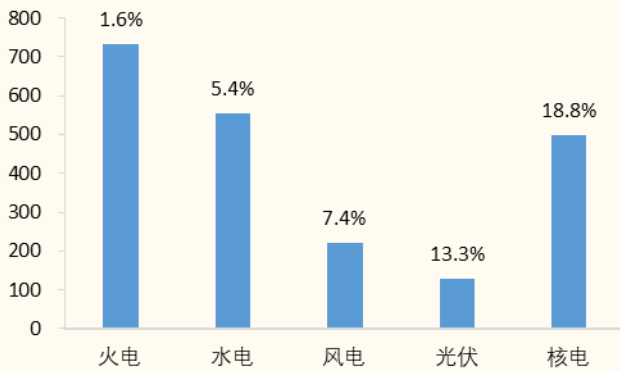


来源: wind, 国金证券研究所

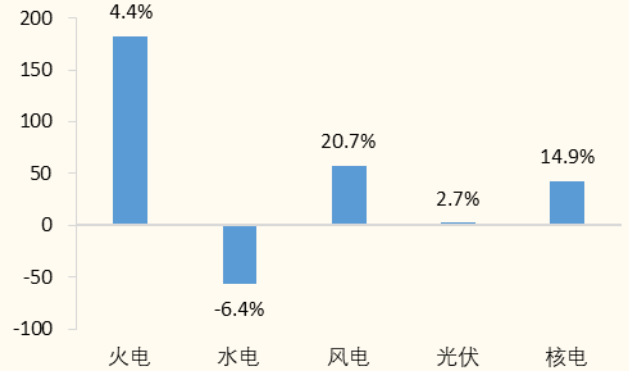
- 2019 年 1-11 月全国规模以上电厂火电发电量 46522 亿千瓦时, 同比增长 1.6%, 增速比上年同期下滑 4.6 个百分点; 全国规模以上电厂水电发电量 10826 亿千瓦时, 同比增长 5.4%, 增速比上年同期上浮 15.0 个百分点; 全国 6000 千瓦及以上风电厂发电量 3204 亿千瓦时, 同比增长 7.4%, 增速比上年同期下滑 8.3 个百分点; 全国核电发电量 3151 亿千瓦时, 同比增长 18.8%, 增速比上年同期上浮 2.0 个百分点; 全国规模以上电厂光伏发电 1092 亿千瓦时, 同比增长 13.3%, 增速比上年同期下滑 4.3 个百分点。
- 2019 年 11 月, 全国规模以上电厂火电、水电、风电、核电、光伏发电量同比增速分别为 4.4%、-6.4%、20.7%、2.7%、14.9%。1H2019 我国各大水系来水丰沛, 带动 2019 年 1-11 月水电累计增速达 5.4%; 下半年我国各大水系来水转枯, 导致 11 月水电发电量增速降为-6.4%, 火电充分发挥调节功能, 加上多个省份“双控”带来的边际影响趋弱, 火电发电量增速

在 11 月提高到 4.4%。此外，2019 年多个核电厂新机组投产，带动 2019 年 1-11 月核电累计增速达 18.8%。

图表 25：1-11 月发电量增量（亿千瓦时）及增速



图表 26：11 月发电量增量（亿千瓦时）及增速



来源：中电联，wind，国金证券研究所

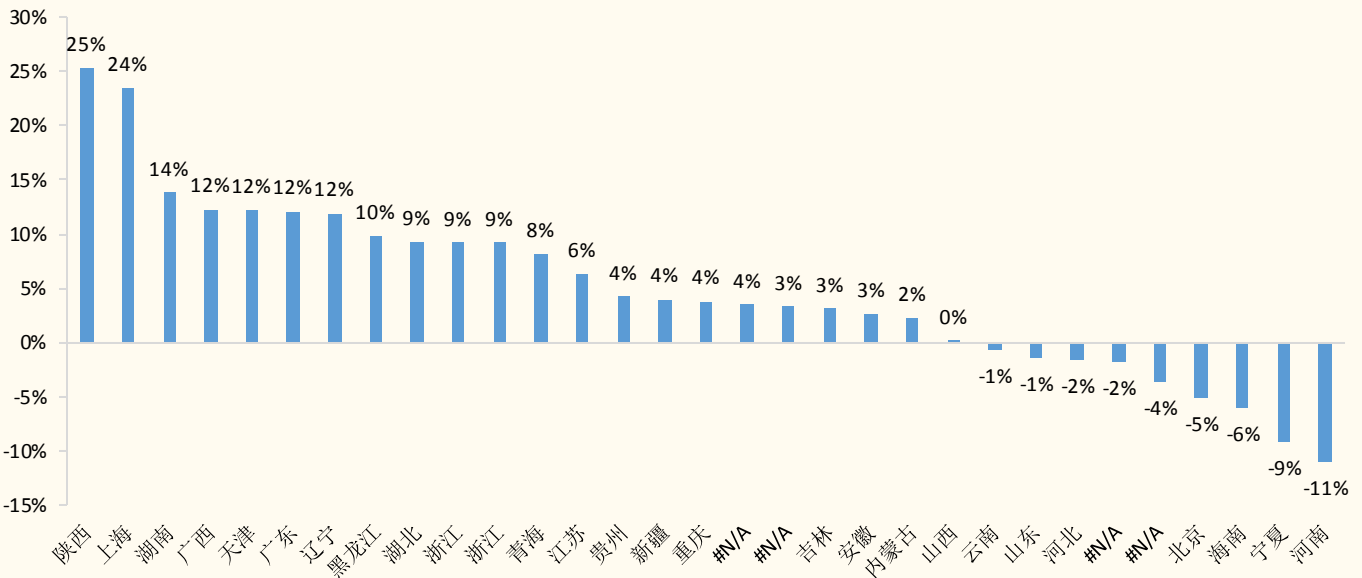
来源：中电联，wind，国金证券研究所

注：柱形为各种电源的发电量增量，数字为对应电源发电量累计同比增速

注：柱形为各种电源的发电量增量，数字为对应电源发电量当月同比增速

- 2019 年 11 月全国发电贡献量前五位的省份分别是陕西、上海、湖南、广西、天津。

图表 27：11 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

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