

2024 年 04 月 18 日

看好 (维持)

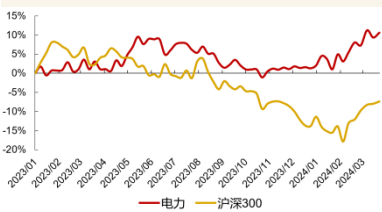
证券分析师

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

板块表现:



相关研究

用电需求延续高增长 两年复合增速中枢上移

——2024 年 1-3 月全社会发用电数据点评

投资要点:

- 国家统计局公布 1-3 月能源生产情况，用电需求延续高增长，两年复合增速中枢上移。国家统计局公布 1-3 月能源生产情况，3 月单月规模以上工业发电量同比增长 2.8%，较 1-2 月的 8.3% 回落 5.5 个百分点，1-3 月同比增长 6.7%。但是考虑到基数效应，2023 年 1-2 月同比增长 0.7%，1-3 月同比增长 2.4%；从复合增速的角度看，1-2 月两年复合增速为 4.4%，1-3 月为 4.5%，中枢仍整体上移。
- 受光伏装机占比提升影响，全社会用电量与规上发电量的差值拉大，实际用电需求更高。根据国家统计局新闻发布会披露，2024 年 1-3 月全社会用电量同比增长 9.6%，高出规上发电量增速 2.9 个百分点，两年复合增速为 6.6%，高出规上发电增速 2.1 个百分点。预计差别主要系 2023 年光伏新增装机超预期（全年投产 216GW），其中分布式光伏项目普遍较小，不在规模以上统计范围内。
- 分电源来看：3 月全国火电发电量同比增长 0.5%（规模以上工业口径，下同），较 1-2 月回落 9.2 个百分点，水电发电量同比增长 3.1%，较 1-2 月加快 2.3 个百分点；核电发电量同比下降 4.8%，1-2 月为增长 3.5%（预计与检修有关），风电发电量同比增长 16.8%，较 1-2 月加快 11 个百分点（预计主要系风电改善），光伏发电量同比增长 15.8%，较 1-2 月加快 0.4 个百分点。对比之下，根据中电联数据，2023 年底我国在运光伏装机容量较 2022 年底增长 55.2%，与发电量增速差异明显，预计差额部分为分布式。
- 煤炭方面，3 月规上工业原煤产量 4.0 亿吨，同比下降 4.2%，增速与 1-2 月持平；进口煤炭 4138 万吨，同比增长 0.5%，较 1-2 月的 22.9% 大幅回落，与煤电发电量较低（传统淡季）以及非电需求减弱有关。
- 2024 年电力供需格局仍然偏紧，继续看好传统电源保供价值。2020 年以来受双碳战略压制煤电建设影响，我国电力供需格局逐步进入偏紧周期，2022 年以来能源局强调“先立后破”，但是受火电建设周期、核电投产断档等影响，根据中电联及我们的模型预测，2024 年迎峰度夏期间均可能是近年全国电力供需最紧张的时间点，预计届时电力供需格局将对市场化交易电价提供支撑，同时为电力板块行情提供催化。
- 投资建议：当期时点继续看好以“四水两核”（长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、中国核电、中国广核）为代表的低协方差资产行情，以及逻辑扩散标的黔源电力，水火业务具有边际改善的湖北能源。经济数据向好有利于权益资产表现，但是部分投资者可能恰恰担心风格转换对稳定价值类资产形成压制。我们分析水电核电近年来获得持续超额收益的根本原因是市场对其商业模式固有的低协方差属性重新定价，从当前市值隐含的折现率来看（长江电力等龙头水电约为 8%，与沪深 300 相当），定价过程尚未结束（我们预计折现率有望向 5% 靠拢）。即便从历史复盘来看，长江电力在 2014-2015、2017 以及 2019-2020 年牛市中也并未跑输沪深 300，在经济企稳回升过程中，“四水两核”以及二线龙头黔源电力、湖北能源仍具备攻守兼备特性。
- 长三角等电力供需紧张区域电价相对坚挺，区域火电公司有望受益于煤价回落。站在当前时点，由于 2024 年度长协电价已定，市场对火电公司博弈的焦点再次转移到煤价。但是在煤价回落过程中，区域供需格局与政府的态度依然是决定煤电板块投资价值最核心的因素，供需格局不仅决定了市场化条件下电价的传导能力，还一定程度上决定了地方政府对煤电的态度。目前华东地区（江浙沪皖）是我国电力负荷最大且最紧张的区域，申能股份、皖能电力、浙能电力等有望受益。
- 风险提示：煤价及来水存在不确定性，政策刺激效果低于预期。



证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数