

公用事业及环保产业行业研究

行业专题研究报告

证券研究报告

公共事业与环保组

分析师：张君昊（执业 S1130524070001）

联系人：汪知瑶

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

wangzhiyao@gjzq.com.cn

7月用电：二产用电增量贡献率达53.8%、同比上升9.2pct

投资逻辑

- 1-7M24 用电增速达 7.7%，各月增速呈现前高后低的特点。根据不同阶段驱动用电增长的因素特征有所不同，可以拆分为 1Q24、4M24、5-7M24 三个阶段：①1Q24：城乡居民贡献高增量，轻工出口、新质生产力用电高增。②4M24：居民用电增速回落，轻工出口链、新质生产力持续高增。③5-7M24：四大高耗能开始发力，新质生产力、轻工业用电增速有所下滑。
- 1-7M24 我国经济仍处于弱复苏周期，用电和经济增长的体感差仍未消除。究其原因，二产方面，生产好于需求（制造业用电高增但价格下滑）、外需好于内需（出口依赖度高的行业用电高增）导致二产修复体感弱于用电增速；三产方面，电能替代持续拉动三产用电增速高于实际消费复苏水平。
- 拆分 7M24 用电数据——总量及分板块视角：
 - 1) 7 月全社会用电量 9395.8 亿千瓦时。一/二/三产用电量均稳步增长；其中第二产业用电对全社会用电量新增贡献率达 53.8%、同比变化幅度最大（同比上升 9.2pct），体现出工业总体延续复苏向好的态势、对国内用电需求增长起到支撑作用。
 - 2) TMT 板块——7 月用电量同比上升 10.0%，增速环比+2.0pct、增速在 3 个月环比下降后出现回升，在新兴制造业中增速具备一定韧性，主因 AI 发展驱动的网络信息和软件服务相关领域用电持续高增。
 - 3) 能源板块——7 月用电量同比上升 5.4%，环比增速-2.6pct。作为四大高耗能的上游，受到高耗能用电增速环比小幅下滑的影响，燃料加工业用电需求增速出现一定回落。
 - 4) 地产周期板块——7 月用电增速为 4.2%、增速环比-1.1pct。子板块中除建筑业用电量增速为负外，其余均实现正增长；从用电占比和新增贡献率上看，用电占比最高的四大高耗能行业新增贡献率最高、达 61.0%。
 - 5) 制造板块——7 月用电同比增长 7.9%，增速相较 6 月份环比增+0.3pct。其中仪器仪表制造业增速环比上升幅度最大、达 8.1pct，且同比增速最高、达 14.7%，或因设备更新以旧换新政策驱动所致。
 - 6) 消费板块——7 月用电量同比增长 7.4%、增速环比+0.8pct。从细分行业看，各行业实现同比稳健增长，其中批发和零售业用电同比增速最高、达 11.1%，已连续 10 个月位列子行业增速第一，新增贡献率（57.2%）也持续位列第一，除服务业持续修复外还受到电动车驱动的电能替代影响（充换电服务业用电增长拉动）。
 - 7) 交运板块——7 月用电量同比增长 4.3%、增速环比下降 0.8pct，为增速连续环比提升 2 个月后出现的首次环比下滑，或因受到去年公共卫生事件修复后的暑期出行高需求带来的高基数影响。
- 区域视角：增速前十的省份主要集中在西南和华东地区、及西北部分省区，用电增速 TOP10 由高到低依次为：云南、重庆、西藏、安徽、新疆、甘肃、江苏、浙江、黑龙江、江西。环比前几个月来看，华东地区用电增速排名有所提升，主要受到 7 月高温的影响，以及华东地区属于经济较为发达的地区，气温上升对其空调负荷的拉升作用更为明显。从新增贡献率看，7M24 各省用电增量贡献率前五省份分别为江苏、浙江、广东、新疆、安徽，前五名省份增量贡献率合计高达 53.2%，新增贡献率最高的江苏贡献率达 15.1%，主因 7 月江苏遭遇大范围持续高温天气所致。

投资建议

- 火电：建议关注发电资产主要布局在电力供需偏紧、发电侧竞争格局较好地区的火电企业，如浙能电力、皖能电力。水电板块：建议关注水电运营商龙头长江电力。核电：建议关注电价市场化占比提升背景下，核电龙头企业中国核电。新能源板块：建议关注区域性风电运营商云南能投。

风险提示

- 新增装机容量不及预期；下游利用小时数不及预期；电力市场化进度不及预期；煤价维持高位影响火电盈利等。

内容目录

1、1-7M24 用电总结回顾	4
1.1 1-7M24 是什么在驱动用电量增长?	4
1.2 1-7M24 用电增速为何和经济增速仍有体感差?	6
2、分部门看: 7M24 二产用电新增贡献率达 53.8%.....	8
3、分板块看: 消费、制造、TMT 板块用电增速环比提升	9
3.1 整体: 地产周期、制造板块用电增速高于前 5 年平均增速.....	9
3.2 TMT 板块: 用电需求同比增长 10.0%, 增速连续下降后出现回升.....	11
3.3 能源板块: 用电需求同比增长 5.4%, 增速环比下降 2.6pct.....	12
3.4 地产周期板块: 建筑业用电降幅最大, 四大高能耗行业新增贡献率最高.....	12
3.5 制造板块: 仪器仪表制造业增速居高位, TMT 制造业新增贡献率最高	13
3.6 消费板块: 批零行业用电量增速连续 10 个月位列子行业第一.....	14
3.7 交运板块: 用电需求同比增长 4.3%, 增速连续上升后出现下滑	15
4、分地区看: 7M24 西南、华东、西北地区用电量领涨	16
5、投资建议.....	16
6、风险提示.....	17

图表目录

图表 1: 1Q24 城乡居民用电量高增.....	4
图表 2: 5M24 之前, 新质生产力对用电增长的拉动整体较为突出.....	5
图表 3: 1-4M24 多个轻工子行业增速排名位列二产 TOP10	5
图表 4: 四大高耗能 5-6M24 用电增速亮眼	6
图表 5: 5-7M24 新质生产力用电增速下滑.....	6
图表 6: 1-7M24 制造业 PPI 持续下行.....	6
图表 7: 1-7M24 PMI 分项中生产指数基本处于荣枯线上.....	6
图表 8: 1-7M24 多个轻工子行业出口交货值累计同比增速显著转好.....	7
图表 9: 24 年我国社零增速持续低于 21-23 年 CAGR	7
图表 10: 1-5M24 我国三产用电量增速高于 21-23 年 CAGR	7
图表 11: 与 2023 年情况相似, 1H24 三产度电产值(不变价)下降幅度高于二产, 二产度电产值(不变价)与度电产值(现价)的降幅差值大于三产.....	8
图表 12: 7M24 用电量 9396.0 亿千瓦时(亿千瓦时)	8
图表 13: 7M24 全社会用电增速为 5.72%	8
图表 14: 7 月一/二/三产和居民用电占比分别为 1.5%/60.2%/19.9%/18.4%.....	8
图表 15: 7 月一/二/三产和居民用电新增贡献率分别为 0.4%/53.8%/26.8%/19.0%.....	8
图表 16: 7 月高耗能用电增速环比基本持平.....	9
图表 17: 7 月高耗能新增贡献率环比小幅下降 2.3pct	9
图表 18: 7M24 地产板块用电量增速高于前五年均值.....	10
图表 19: 7M24 能源板块用电量增速低于前五年均值.....	10
图表 20: 7M24 交运板块用电量增速低于前五年均值.....	10

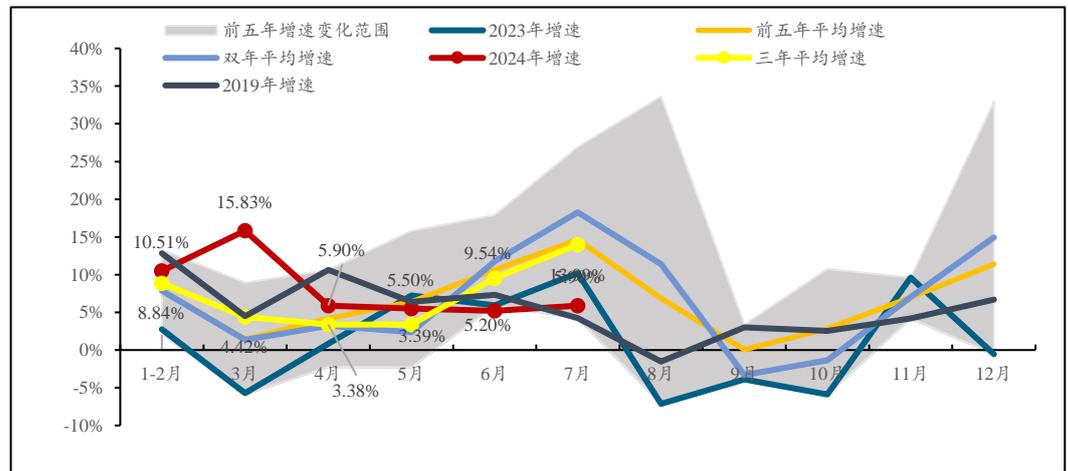
图表 21:	7M24 消费板块用电量增速低于前五年均值.....	10
图表 22:	7M24 制造板块用电量增速高于前五年均值.....	10
图表 23:	7M24 TMT 板块用电量增速低于前五年均值.....	10
图表 24:	除地产、制造板块外, 7M24 其余板块用电量增速均低于前五年均值.....	11
图表 25:	六大板块中 TMT、制造、消费板块日均用电量同比增速最高.....	11
图表 26:	TMT 板块 7 月用电量同比上升 10.0%.....	11
图表 27:	7 月, 能源板块月度用电量同比上升 5.4%.....	12
图表 28:	地产周期板块 7 月用电增速为 4.2%、增速环比-1.1pct.....	12
图表 29:	子板块中除建筑业用电量增速为负, 其余均实现正增长.....	12
图表 30:	用电占比最高的四大高耗能行业贡献率最高、达 61.0%.....	12
图表 31:	房地产业用电日均环比增幅最大、达 25.3%.....	13
图表 32:	7 月制造板块用电量增速为 7.9%, 增速相较 6 月份环比上升 0.3pct.....	13
图表 33:	7 月制造各子行业用电增速大部分环比上升.....	13
图表 34:	仪器仪表制造增速环比上升最高、上升 8.1pct.....	13
图表 35:	TMT 制造业新增用电贡献率最高, 达 28.4%.....	14
图表 36:	板块所有细分子行业日均用电量同比均上升.....	14
图表 37:	7 月消费板块用电量增速 7.4%、环比+0.8pct.....	14
图表 38:	7 月批发和零售业用电同比增速最高、达 11.1%.....	14
图表 39:	7 月批发零售业用电新增贡献率最高、达 57.2%.....	15
图表 40:	7 月所有消费板块子行业日均用电环比上升.....	15
图表 41:	7 月交运板块用电量同比增长 4.3%、增速环比下降 0.8pct.....	15
图表 42:	7M24 西南、华东、西北地区用电量领涨.....	16
图表 43:	7 月江苏当月用电增量贡献率最高.....	16
图表 44:	1-7 月江苏累计用电增量贡献率最高.....	16

1、1-7M24 用电总结回顾

1.1 1-7M24 是什么在驱动用电量增长？

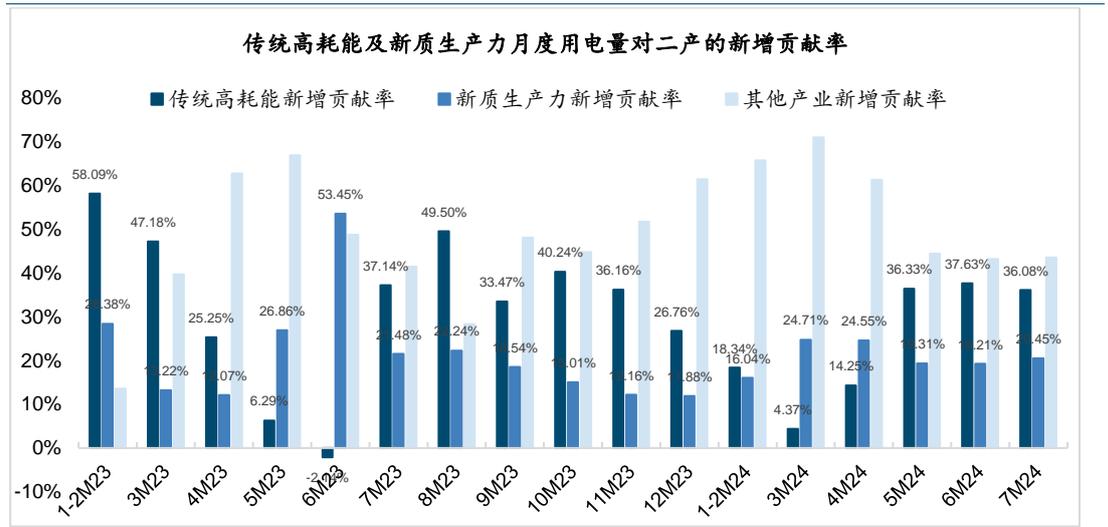
- 1-7M24 我国用电量同比增长 7.7%，各月增速呈现前高后低的特点。细分各板块来看，不同阶段驱动用电增长的因素特征有所不同，这里我们拆分为 1Q24、4M24、5-7M24 三个阶段进行讨论。
- 1Q24：城乡居民贡献高增量，轻工出口、新质生产力高增。
 - ✓ 根据国家气象局数据，1M24 有 4 次冷空气过程影响我国，19 日-23 日为全国型寒潮天气过程，降温幅度大、覆盖范围广，影响超 25 个省(区、市)，且 2M24 全国平均气温-1.8℃、较常年同期偏低 0.5℃；极端天气使得 1Q24 采暖需求高增、拉动城乡居民用电量同比高增 12%，各月增量贡献率处于偏高水平、增速也均处于前五年度增速的上游或超出五年增速上限。
 - ✓ 多个轻工子行业（如家具制造、文体娱用品制造、造纸业）1Q24 增速排名均位于二产子行业 TOP10（见图表 3），主要受益于海外去库存周期结束带来的海外需求改善（出口逻辑）。
 - ✓ 新质生产力（包括电气机械及器材制造、计算机通信和其他电子设备制造业、专用设备制造业、仪器仪表制造业 4 个子行业，下同）1Q24 在二产各子行业中排名领先，尤其是电气机械及器材制造 24 年起持续位列增速 TOP1，计算机通信和其他电子设备制造业也稳列 TOP6。
 - ✓ 四大高耗能（包括化学原料和化学制品、非金属矿物制品、有色金属冶炼和压延加工、黑色金属冶炼和压延加工 4 个子行业，下同）：与上述板块表现相反，四大高耗能在 1Q24 的用电表现并不突出，尤其经过 1-2M24（去年同期低基数影响较大的时期）后，3M24 开始高耗能增速下滑明显（见图表 4），增量贡献率也环比下滑 14pct 至 4.4%（见图表 2），特别是黑色金属冶炼及压延加工、非金属矿物制品制造受到地产基建承压的拖累影响、3M24 用电增速由正转负。

图表1：1Q24 城乡居民用电量高增



来源：I find、国金证券研究所

图表2: 5M24之前, 新质生产力对用电增长的拉动整体较为突出



来源: Ifind、国金证券研究所

- 4M24 城乡居民用电量回落, 轻工板块、新质生产力持续高增。
- ✓ 4M24的用电特征和1Q24最大的不同则是城乡居民用电量回归正常增速范围(由1Q24的17.1%下降至6.0%, 重新处于过去5年增速范围内), 主要因为4M24我国气温较往年偏暖, 采暖负荷快速下滑。
- ✓ 4M24 轻工、新质生产力板块的子行业用电表现和1Q24基本一致, 在二产用电增速TOP10中持续处于领先地位。
- ✓ 四大高耗能4M24用电量增量贡献开始较3M24略有缓和, 增量贡献率环比提升10pct, 但增速仍然低于21-24三年CAGR(见图表4), 用电增长并不突出。

图表3: 1-4M24 多个轻工子行业增速排名位列二产 TOP10

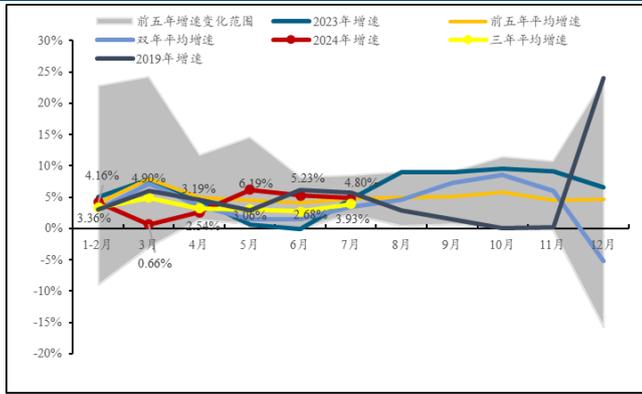
增速排名	1-2M23	3M23	4M23	5M23	6M23	7M23	8M23	9M23	10M23	11M23	12M23	1-2M24	3M24	4M24	5M24	6M24	7M24
1	电气机械和器材制造业 19.7%	电气机械和器材制造业 27.6%	汽车制造业 31.5%	电气机械和器材制造业 33.9%	电气机械和器材制造业 24.0%	电气机械和器材制造业 25.0%	电气机械和器材制造业 33.3%	电气机械和器材制造业 38.7%	电气机械和器材制造业 31.6%	电气机械和器材制造业 27.5%	石油和天然气开采业 34.7%	电气机械和器材制造业 31.0%	电气机械和器材制造业 27.4%	电气机械和器材制造业 34.4%	电气机械和器材制造业 23.1%	电气机械和器材制造业 15.5%	仪器仪表制造业 14.1%
2	石油煤炭燃料加工业 13.7%	汽车制造业 20.8%	电气机械和器材制造业 29.4%	石油煤炭燃料加工业 27.1%	汽车制造业 18.1%	石油煤炭燃料加工业 14.7%	化学纤维制造业 21.0%	化学纤维制造业 23.8%	汽车制造业 20.6%	汽车制造业 20.1%	食品制造业 29.1%	家具制造业 26.8%	IT电子设备制造业 15.6%	汽车制造业 21.0%	IT电子设备制造业 14.4%	有色金属冶炼和压延加工业 13.5%	IT电子设备制造业 12.7%
3	有色金属冶炼和压延加工业 12.5%	化学纤维制造业 18.3%	化学纤维制造业 22.6%	汽车制造业 24.6%	石油煤炭燃料加工业 17.5%	医药制造业 13.5%	石油、煤炭及其他燃料加工业 17.2%	IT设备制造业 21.9%	医药制造业 15.8%	纺织业 17.6%	电气机械和器材制造业 28.8%	化学纤维制造业 23.2%	仪器仪表制造业 10.4%	IT电子设备制造业 15.5%	汽车制造业 10.3%	IT电子设备制造业 12.4%	电气机械和器材制造业 12.4%
4	医药制造业 7.3%	有色金属冶炼和压延加工业 18.1%	医药制造业 13.2%	IT设备制造业 18.0%	食品制造业 11.0%	汽车制造业 11.5%	有色金属冶炼和压延加工业 16.8%	汽车制造业 21.2%	造纸和纸制品业 15.2%	家具制造业 15.2%	纺织业 17.0%	纺织业 23.7%	文体娱乐用品制造业 19.5%	汽车制造业 10.2%	文体娱乐用品制造业 14.6%	食品制造业 10.5%	食品制造业 9.4%
5	化学原料和化学制品制造业 2.9%	有色金属冶炼和压延加工业 17.4%	纺织业 12.8%	化学纤维制造业 13.6%	家具制造业 10.2%	IT电子设备制造业 11.5%	IT电子设备制造业 15.5%	石油煤炭燃料加工业 16.4%	IT设备制造业 15.2%	化学纤维制造业 16.4%	家具制造业 22.2%	汽车制造业 18.1%	食品制造业 10.0%	家具制造业 2.1%	化学原料和化学制品制造业 9.5%	化学原料和化学制品制造业 9.8%	化学原料和化学制品制造业 9.2%
6	有色金属冶炼和压延加工业 1.9%	有色金属冶炼和压延加工业 13.2%	通用设备制造业 12.4%	医药制造业 13.7%	医药制造业 9.8%	IT电子设备制造业 10.1%	有色金属冶炼和压延加工业 15.0%	专用设备制造业 14.9%	有色金属冶炼和压延加工业 15.1%	木材加工及木竹藤棕草制品业 15.9%	化学纤维制造业 21.5%	IT设备制造业 17.3%	家具制造业 9.2%	医药制造业 11.9%	医药制造业 9.3%	石油煤炭燃料加工业 7.9%	医药制造业 8.7%
7	食品制造业 0.8%	石油煤炭燃料加工业 11.8%	有色金属冶炼和压延加工业 12.3%	煤炭开采和洗选业 12.2%	纺织业 9.8%	有色金属冶炼和压延加工业 9.8%	汽车制造业 14.6%	造纸和纸制品业 14.6%	有色金属冶炼和压延加工业 14.6%	有色金属冶炼和压延加工业 15.5%	纺织服装、服饰业 20.2%	纺织服装、服饰业 16.8%	造纸和纸制品业 9.2%	造纸和纸制品业 10.7%	仪器仪表制造业 9.2%	通用设备制造业 7.2%	文体娱乐用品制造业 6.3%
8	IT设备制造业 0.7%	医药制造业 10.6%	运输设备制造业 11.8%	运输设备制造业 11.8%	化学纤维制造业 9.8%	化学纤维制造业 9.8%	纺织业 14.5%	医药制造业 14.4%	医药制造业 14.0%	造纸和纸制品业 14.3%	汽车制造业 19.7%	造纸和纸制品业 6.4%	文体娱乐用品制造业 8.7%	仪器仪表制造业 11.0%	专用设备制造业 8.8%	文体娱乐用品制造业 6.8%	通用设备制造业 8.3%
9	有色金属冶炼和压延加工业 0.6%	造纸和纸制品业 9.3%	家具制造业 10.8%	家具制造业 9.1%	木材加工及木竹藤棕草制品业 9.4%	有色金属冶炼和压延加工业 9.4%	造纸和纸制品业 14.0%	食品制造业 14.1%	石油煤炭燃料加工业 13.5%	橡胶和塑料制品业 13.9%	文体娱乐用品制造业 16.7%	纺织业 15.8%	医药制造业 7.9%	食品制造业 10.7%	食品制造业 8.7%	医药制造业 6.4%	汽车制造业 7.4%
10	有色金属冶炼和压延加工业 0.2%	酒、饮料和精制茶制造业 8.4%	医药制造业 10.6%	专用设备制造业 8.9%	通用设备制造业 9.3%	家具制造业 8.9%	家具制造业 13.0%	纺织业 14.0%	家具制造业 12.2%	皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品和文教、工美、体育和器材制造业 13.5%	木材加工及木竹藤棕草制品业 15.5%	食品制造业 14.5%	食品加工业 7.4%	专用设备制造业 10.6%	通用设备制造业 8.4%	汽车制造业 6.2%	有色金属冶炼和压延加工业 7.2%
二产用电增速	2.9%	6.4%	7.6%	4.1%	2.3%	5.7%	7.6%	8.7%	8.6%	9.8%	9.4%	9.7%	4.8%	6.2%	6.8%	5.5%	5.0%

来源: Ifind、国金证券研究所

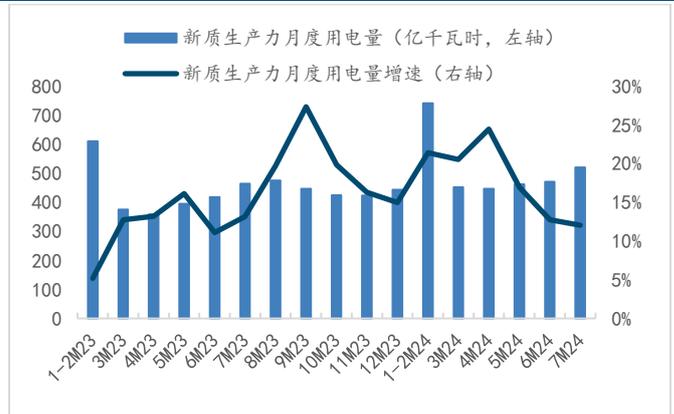
- 5-7M24: 四大高耗能开始发力, 新质生产力、轻工业用电增速下滑。
 - ✓ 5-6M24 开始四大高耗能用修明显, 用电增量贡献率环比提升幅度高达22-23pct(见图表2), 虽然部分受到去年同期低基数的影响(尤其是黑色金属冶炼压延加工业受低基数效应的影响较为明显, 5M24 用电增速环比、同比分别提升10pct、13pct), 但总体增速也开始持续高于21-24三年CAGR, 整体景气度修复明显。
- 7M24 开始四大高耗能增速环比微降了0.4pct, 主要由于黑色金属行业低基数效应减弱, 但化工、有色行业用电增速仍然坚挺, 驱动传统高耗能对二产用电的增量贡献率仍处于36%+的较高水平、与5-6M24基本持平(见图表2)。

- ✓ 与 1-4M24 不同的是，轻工业、新质生产力在 5-7M24 的表现有所转弱。其中，轻工业在出口逻辑减弱（主因低基数效应减弱）的背景下，多个子行业（如家具制造、造纸业、纺织业等）均掉出了二产子行业增速 TOP10 的排名（见图表 3）；新质生产力则由于产能持续过剩（可由 PPI 持续同比下行反映出），用电增速虽然仍在二产中较为领先，但增速环比下滑明显，尤其电气机械及器材制造在 5M24、6M24、7M24 用电增速环比下滑幅度分别为 8pct、11pct、3pct，年初开始的高增速已经难以为继。

图表4：四大高耗能 5-6M24 用电增速亮眼



图表5：5-7M24 新质生产力用电增速下滑



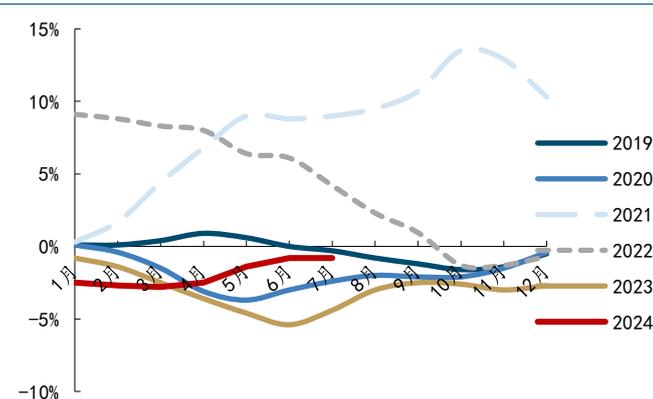
来源：I find、国金证券研究所

来源：I find、国金证券研究所

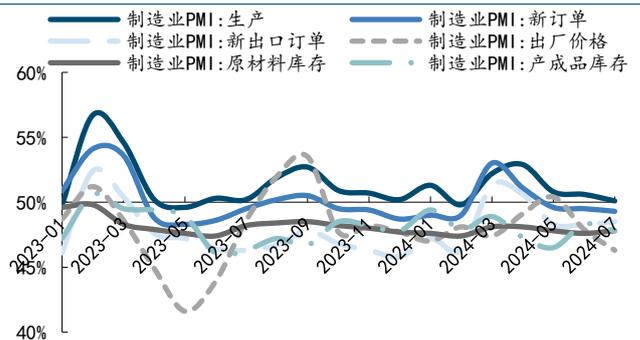
1.2 1-7M24 用电增速为何和经济增速仍有体感差？

- 我们曾在 2024 年 4 月 12 日发布的报告《为什么用电量与经济增速体感有温差？——用电量看经济系列（一）》中，讨论了为何 23 年用电和经济增速体感差异较大的问题，主要结论为二产产能过剩导致 PPI 下滑、高耗能（传统四大高耗能&以电新产业链为代表的新兴高耗能）占比提升，以及三产的电能替代加速推进共同导致了用电量增长好于经济体感。
- 聚焦 24 年的情况来看，目前经济仍处于弱复苏周期，而 1H24、1-7M24 的用电量增速分别达到了 8.1%、7.7%，前者较 1Q24 的 GDP 增速高出 3.1pct，用电和经济增长的体感差仍未消除。我们认为，第二产业的企业利润情况和第三产业消费的复苏情况是决定经济体感较为重要的因素，而经过分析可知，二者在 1-7M24 的表现与用电的较高增速仍未实现很好的匹配。
- ✓ 第二产业：生产好于需求（制造业用电高增但价格下滑），外需好于内需（出口依赖度高的行业用电高增），导致二产的实际修复体感弱于用电增速。
- ① 生产好于需求：1-7M24 二产用电量同比增长 6.6%，显著高于规上工业企业利润总额的同比增速 3.6%。究其原因，影响二产企业利润的重要因素是产量和产品价格，根据 1-7M24 的 PMI 分项指数，生产指数基本处于荣枯线以上，反映出生产端开工运转强度较高，这也促进了二产用电量的高增长；而与 2023 年的情况类似，我国 PPI 指数 24 年各月仍呈现同比下行趋势，1-7M24 累计-2.0%，PMI 的价格分项指标也处于荣枯线以下，可见需求修复力度不足的背景下，二产产能过剩导致的产品价格下滑未有明显的改善，企业利润端仍然受到价格下滑的压缩影响。

图表6：1-7M24 制造业 PPI 持续下行



图表7：1-7M24 PMI 分项中生产指数基本处于荣枯线上

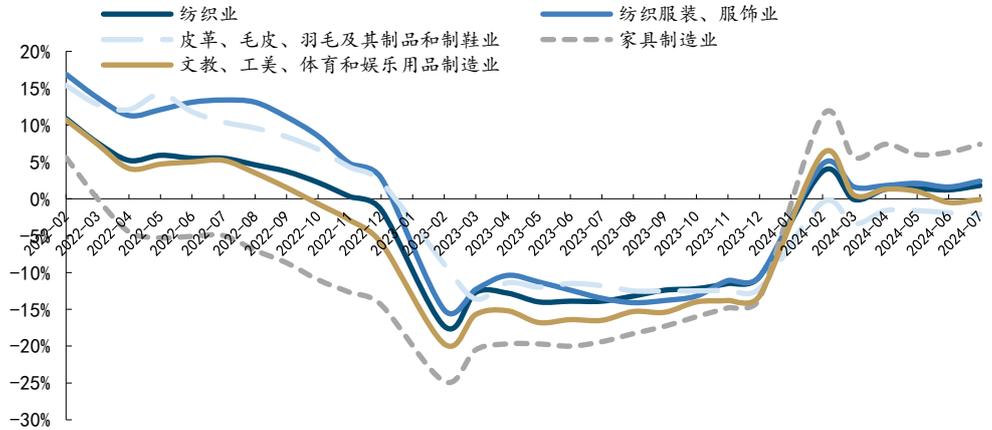


来源：I find、国金证券研究所

来源：I find、国金证券研究所

- ② 外需好于内需：受益于海外去库存周期结束带来的海外需求改善，轻工业主要子行业的出口同比高增长带来了用电量的高增、从而逐步接替高耗能对二产用电贡献重要增量。一定程度上来说，1-7M24“外需好于内需”的特点也会使得经济复苏的实际体感不及用电增速。

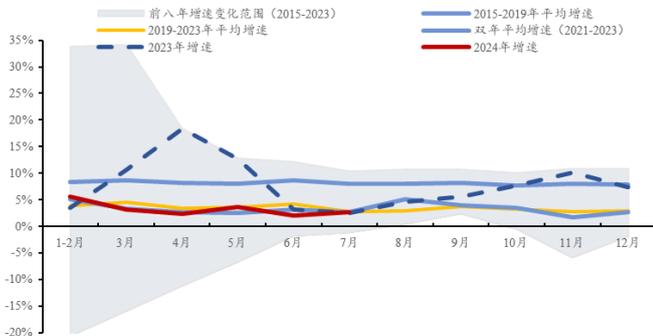
图表8：1-7M24 多个轻工子行业出口交货值累计同比增速显著转好



来源：I find、国金证券研究所

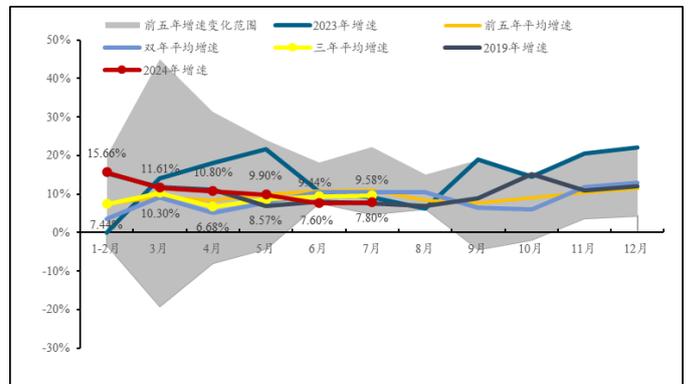
- ✓ 第三产业：1-7M24 我国社零总额增速基本低于 18-23 年、21-23 年 CAGR，且处于前八年增速变化范围的中下游水平，而我国三产用电量增长韧性凸显，尤其是低基数效应逐步减弱的背景下，1-5M24 三产用电当月增速持续高于 18-23 年、21-23 年 CAGR，主要由于电能替代持续推进所导致；典型的电能替代三产子行业涉及交运和批零，其中高铁发展拉动电气化铁路 1-4M24 为交运板块带来了 52.6% 的用电增量，电车持续普及下充换电服务 1-4M24 为批发零售板块带来了 46.2% 的用电增量，从而带来了高于实际消费复苏水平的三产用电增速（由于 5M24 起电气化铁路、充换电服务业用电量暂停披露，因此这里暂时用 1-4M24 数据）。

图表9：24 年我国社零增速持续低于 21-23 年 CAGR



来源：I find、国金证券研究所

图表10：1-5M24 我国三产用电量增速高于 21-23 年 CAGR

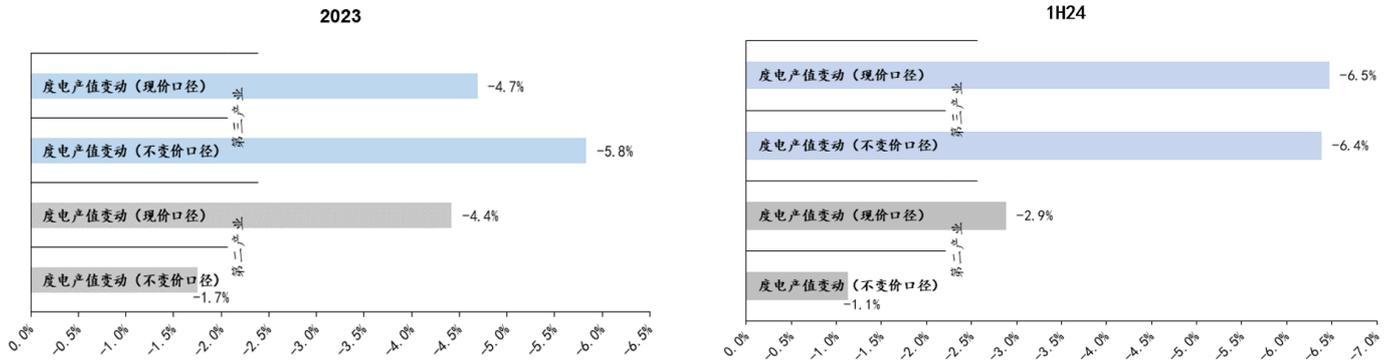


来源：I find、国金证券研究所（前五年平均增速指 18-23 年 CAGR，双年平均增速指 21-23 年 CAGR，三年平均增速指 21-24 年 CAGR）

- 抓主要矛盾来看——2023 年、1-7M24 用电量和 GDP 关联度下滑的体感差异均主要来自度电产值（现价口径）下滑；其中二产主要由于价格的下滑，三产主要由于度电产量的下滑。
- ✓ 理论上度电产量变动和价格变动的综合结果就是以现价口径计算的度电产值的变动，换言之，造成用电量和 GDP 关联度下滑体感差异的本质原因是考虑价格因素在内的度电产值变动。
- ✓ 而造成二产和三产度电产值（现价口径）变化的主导因素并不相同。由于 GDP 数据按季度披露，这里暂时用 1H24 的度电产值计算结果代表 1-7M24 的情况。通过数据分析可得，1H24 以不变价和现价口径计算的二产度电产值变化分别为 -1.1%、-2.9%，而以不变价和现价口径计算的三产度电产值变化分别为 -6.4%、-6.5%，由此可以得到的两个结论为：① 由于以不变价计算的度电产值可以用来衡量度电产量的变化，而三产度电产值（不变价口径）下降幅度比二产高出 5.3pct，说明三产度电产量对度电产值（现价口径）的影响比二产更大（与 2023 年情况类似），即受到电能替代的影响更大；② 二产不变价和现价口径的度电产值变动幅度差异为 1.8pct、而三

产中二者几乎相等，说明二产价格因素对度电产值（现价口径）的影响比三产更大（与2023年情况类似）。

图表11：与2023年情况相似，1H24三产度电产值（不变价）下降幅度高于二产，二产度电产值（不变价）与度电产值（现价）的降幅差值大于三产



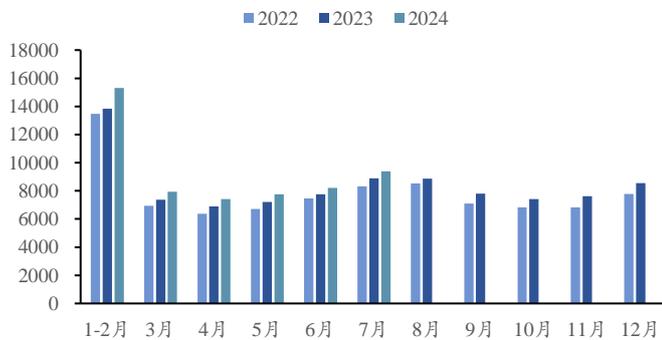
来源：I find、国金证券研究所

就7月最新用电数据，我们展开做如下分析：

2、分部门看：7M24 二产用电新增贡献率达 53.8%

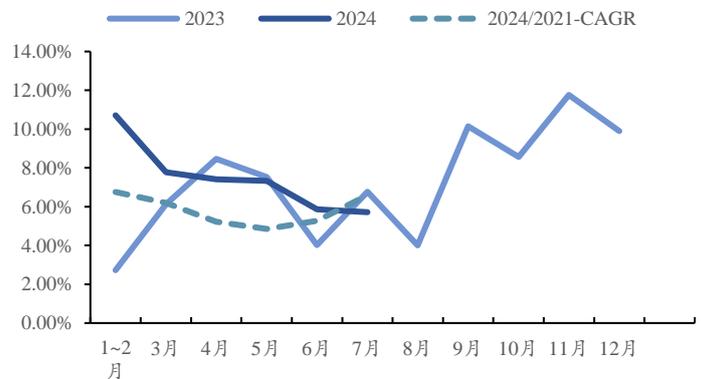
- 7月全社会用电增速为5.7%，三大产业均实现同比正增长。7月全社会用电量9395.8亿千瓦时。一/二/三产用电量均稳步增长：其中，第二产业用电对全社会用电量新增贡献率达53.8%，且同比变化幅度最大（同比上升9.2pct），说明7月工业稳步复苏，对国内用电需求增长起到明显支撑作用。

图表12：7M24 用电量 9396.0 亿千瓦时（亿千瓦时）



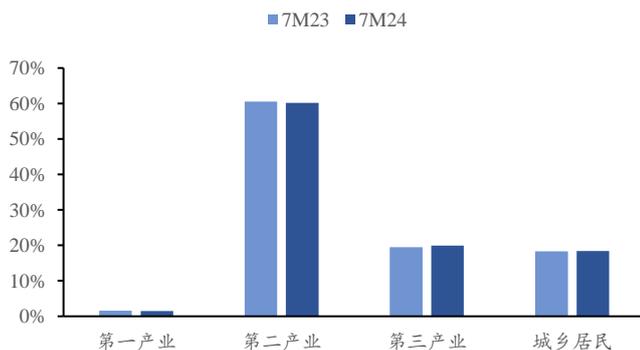
来源：中电联、国金证券研究所

图表13：7M24 全社会用电增速为 5.72%



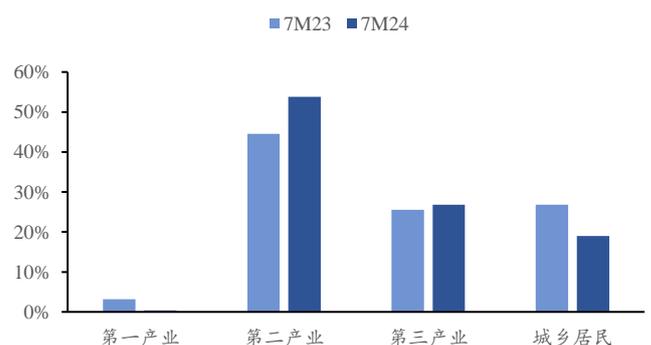
来源：中电联、国金证券研究所

图表14：7月一/二/三产和居民用电占比分别为 1.5%/60.2%/19.9%/18.4%



来源：中电联、国金证券研究所

图表15：7月一/二/三产和居民用电新增贡献率分别为 0.4%/53.8%/26.8%/19.0%



来源：中电联、国金证券研究所

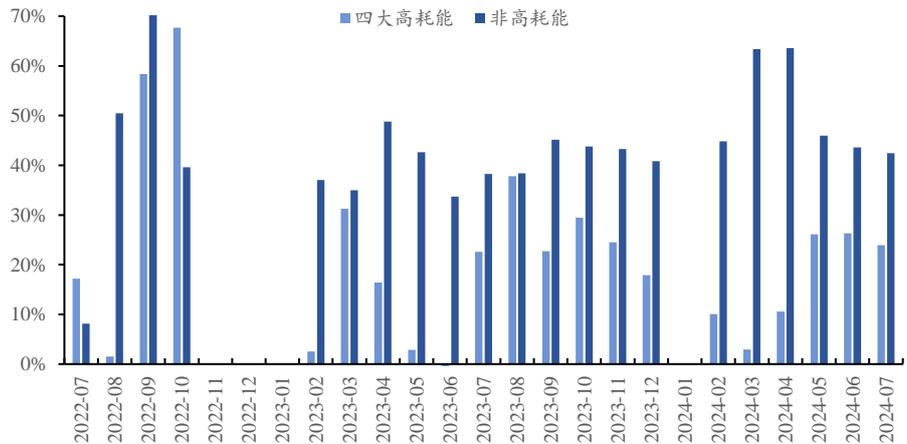
- 四大高耗能行业增量贡献率环比小幅降低 2.3pct。7 月高耗能行业用电需求同比增长 4.8%，增速环比基本持平（微降 0.4pct），虽然在黑色金属低基数效应减弱后高耗能增量贡献率环比小幅降低 2.3pct，但在化工、有色用电需求的高景气拉动下，高耗能用电 7 月整体延续 5 月以来的较高景气度。

图表16：7月高耗能用电增速环比基本持平



来源：中电联、国金证券研究所

图表17：7月高耗能新增贡献率环比小幅下降 2.3pct



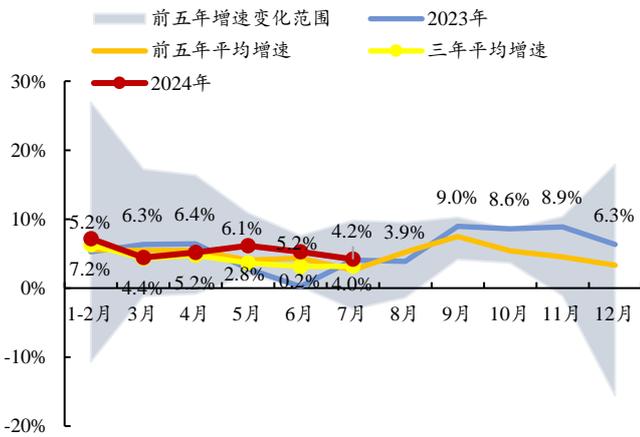
来源：中电联、国金证券研究所（已剔除总用电量负增长年份，1M24 无数据）

3、分板块看：消费、制造、TMT 板块用电增速环比提升

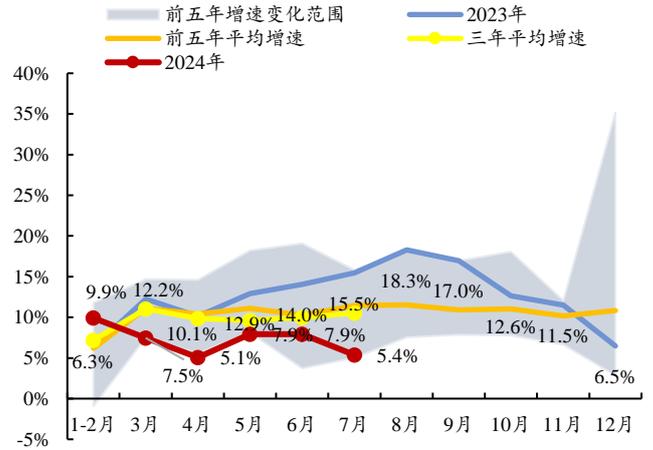
3.1 整体：地产周期、制造板块用电增速高于前 5 年平均增速

- 六大板块用电量均实现正增长，地产周期、能源、交运、消费、制造、TMT 板块分别同比增长 4.2%、5.4%、4.3%、7.4%、7.9%和 10.0%。消费、制造、TMT 板块用电增速环比提升，分别提升 0.8、0.3、2.0pct；地产周期、能源、交运板块用电增速环比有所回落。其中地产周期、制造板块用电增速高于前五年平均增速，或因地产政策组合拳落地效果初步显现、行业处在筑底阶段，且 24 年来制造业生产开工端较为景气所致；能源、交运、消费、TMT 板块用电增速低于前五年平均增速，或因 24 年来低基数效应持续减弱所致。

图表18: 7M24 地产板块用电量增速高于前五年均值



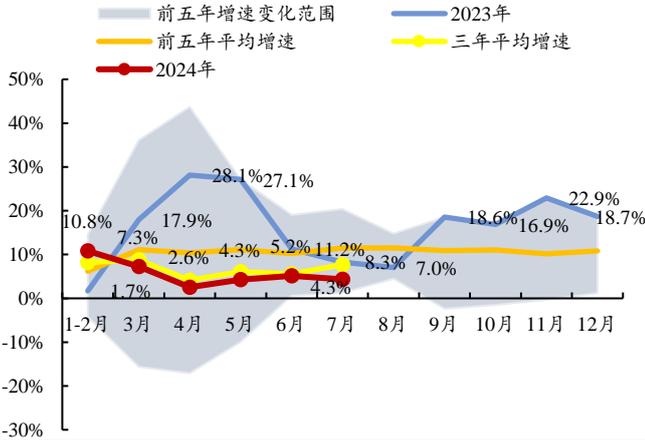
图表19: 7M24 能源板块用电量增速低于前五年均值



来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年平均指 2018-2023 年 CAGR、三年平均增速指 2021-2024 年 CAGR)

来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年平均指 2018-2023 年 CAGR、三年平均增速指 2021-2024 年 CAGR)

图表20: 7M24 交运板块用电量增速低于前五年均值



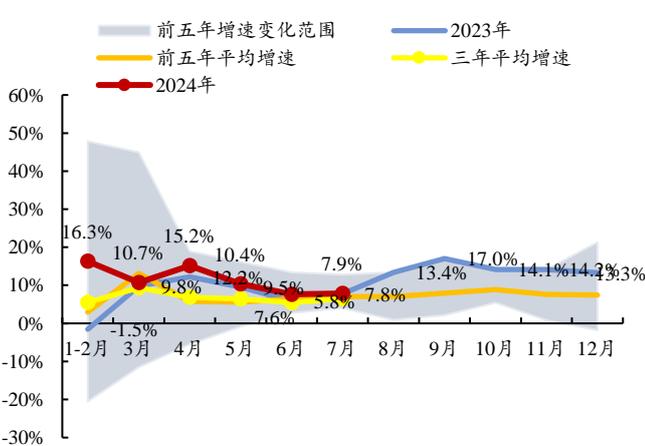
图表21: 7M24 消费板块用电量增速低于前五年均值



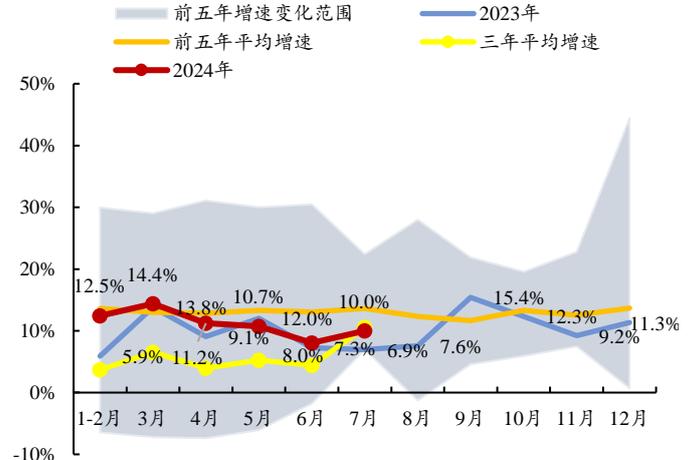
来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年平均指 2018-2023 年 CAGR、三年平均增速指 2021-2024 年 CAGR)

来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年平均指 2018-2023 年 CAGR、三年平均增速指 2021-2024 年 CAGR)

图表22: 7M24 制造板块用电量增速高于前五年均值



图表23: 7M24 TMT 板块用电量增速低于前五年均值



来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年平均指 2018-2023 年 CAGR、三年平均增速指 2021-2024 年 CAGR)

来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年平均指 2018-2023 年 CAGR、三年平均增速指 2021-2024 年 CAGR)

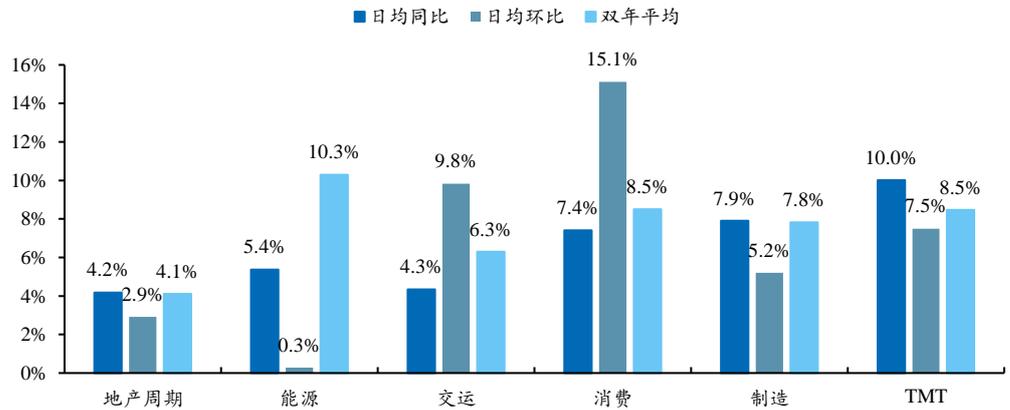
图表24：除地产、制造板块外，7M24 其余板块用电量增速均低于前五年均值

	地产周期	能源	交运	消费	制造	TMT
7月同比	4.18%	5.37%	4.34%	7.41%	7.90%	10.01%
2024/2021CAGR	3.17%	10.50%	7.68%	8.24%	6.53%	10.56%
2023/2018CAGR	2.61%	11.45%	9.04%	9.04%	7.03%	13.64%
历史同比						
2018年	8.13%	-46.72%	11.62%	3.76%	3.17%	25.07%
2019年	1.40%	10.40%	5.70%	3.65%	4.35%	9.63%
2020年	-3.05%	5.03%	1.26%	4.22%	6.50%	22.39%
2021年	9.80%	15.83%	20.35%	20.88%	12.81%	14.99%
2022年	1.31%	10.91%	10.52%	7.71%	3.96%	14.88%
2023年	4.04%	15.46%	8.28%	9.62%	7.76%	6.94%

来源：中电联、国金证券研究所（注：前五年平均指 2018-2023 年 CAGR、三年平均增速指 2021-2024 年 CAGR）

- 7月，从日均用电量同比来看，六大板块中 TMT、制造、消费板块日均用电量同比增速最高，分别为 10.0%、7.9%、7.4%；消费和交运板块日均用电量环比增速最高，分别为 15.1%、9.8%；能源、消费和 TMT 板块日均用电量双年平均增速最高，分别为 10.3%、8.5%、8.5%。

图表25：六大板块中 TMT、制造、消费板块日均用电量同比增速最高

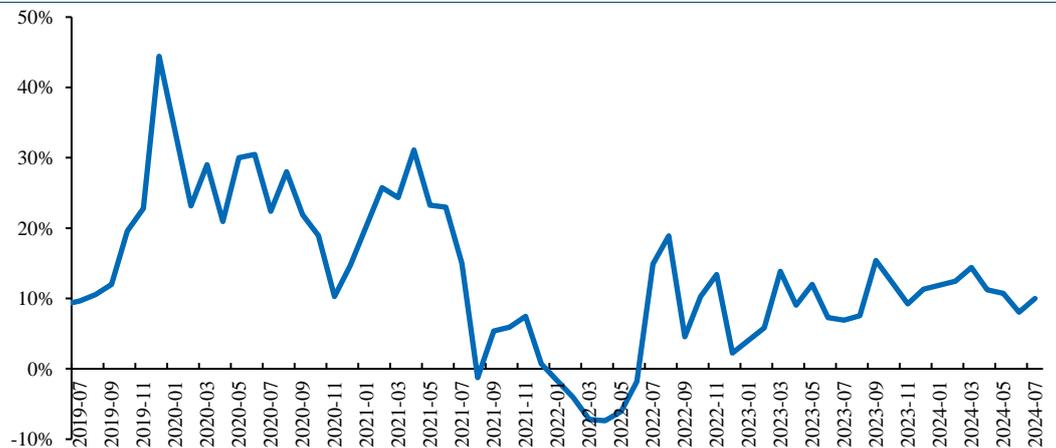


来源：中电联、国金证券研究所

3.2 TMT 板块：用电需求同比增长 10.0%，增速连续下降后出现回升

- TMT 板块 7 月用电量同比上升 10.0%、增速环比上升 2.0pct。板块维持同比增长，增速在 3 个月环比下降后出现回升，在新兴制造业中增速具备一定韧性，主因 AI 发展驱动的网络信息和软件服务相关领域用电持续高增。

图表26：TMT 板块 7 月用电量同比上升 10.0%

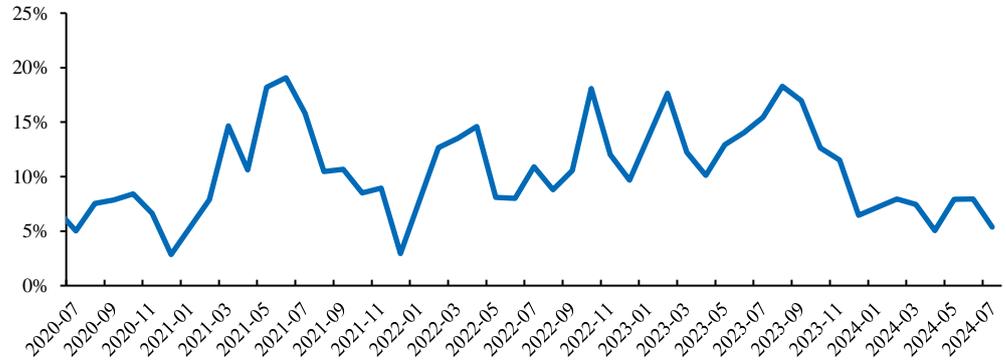


来源：中电联、国金证券研究所

3.3 能源板块：用电需求同比增长 5.4%，增速环比下降 2.6pct

- 7月，能源板块月度用电量同比上升 5.4%，增速相比 6月环比下降 2.6pct。作为四大高耗能的上游，受到高耗能用电增速环比下滑的影响，燃料加工业用电需求增速出现一定回落。

图表27：7月，能源板块月度用电量同比上升 5.4%



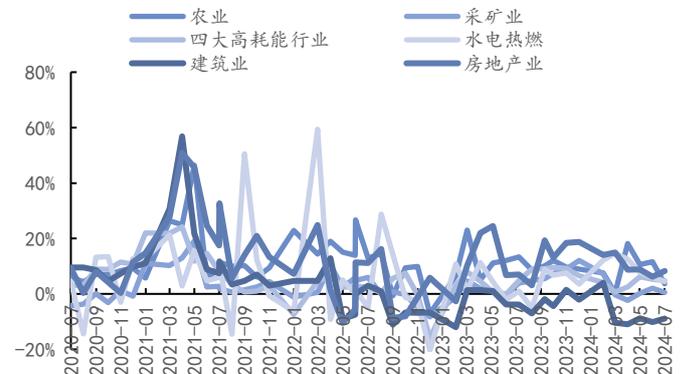
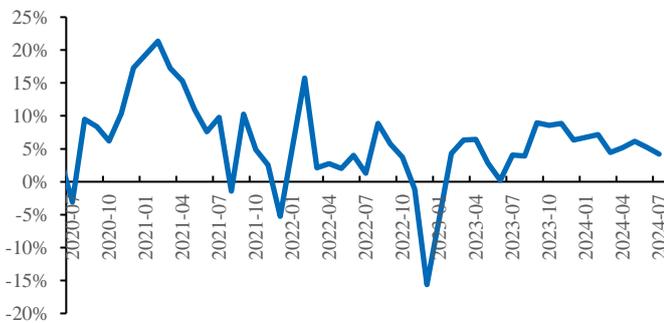
来源：中电联、国金证券研究所

3.4 地产周期板块：建筑业用电降幅最大，四大高耗能行业新增贡献率最高

- 地产周期板块 7月用电增速为 4.2%、增速环比-1.1pct。子板块中除建筑业用电量增速为负外，其余均实现正增长。日均同比来看，建筑业用电降幅最大、达-8.9%；日均环比来看，只有房地产业、建筑业、水电热燃用电量上升，其中房地产业用电增幅最大、达 25.3%，房地产行业相关政策效果逐步显现。从用电占比和新增贡献率上看，用电占比最高的四大高耗能行业新增贡献率最高，达 61.0%。

图表28：地产周期板块 7月用电增速为 4.2%、增速环比 -1.1pct

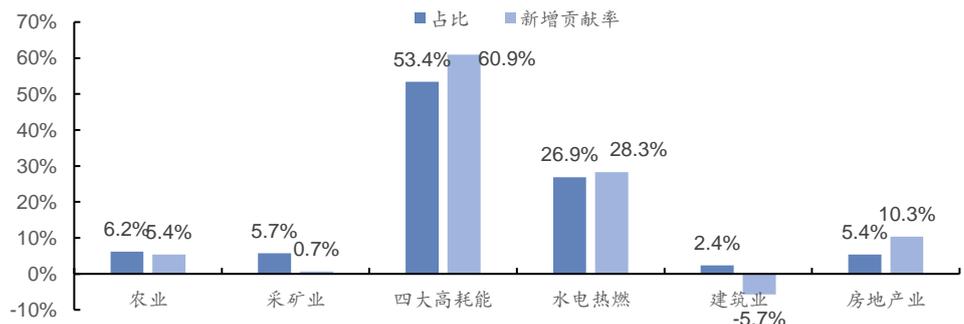
图表29：子板块中除建筑业用电量增速为负，其余均实现正增长



来源：中电联、国金证券研究所

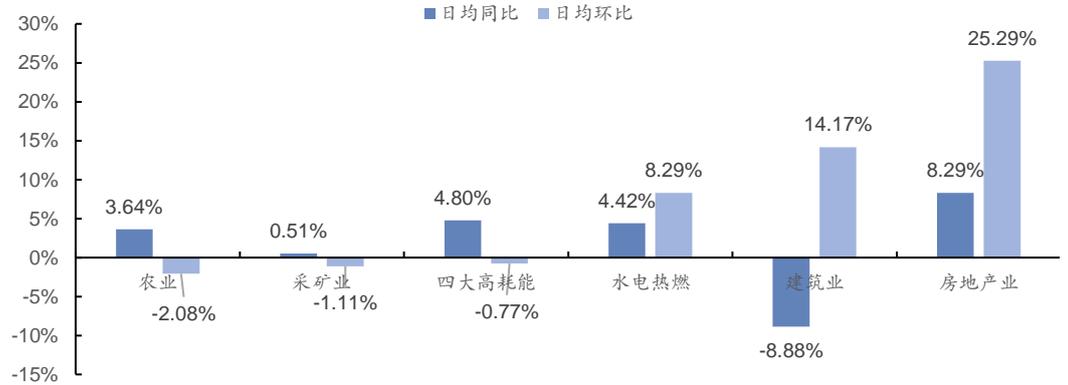
来源：中电联、国金证券研究所（图为地产周期板块各子行业月度用电增速）

图表30：用电占比最高的四大高耗能行业贡献率最高，达 61.0%



来源：中电联、国金证券研究所

图表31：房地产业用电日均环比增幅最大，达25.3%

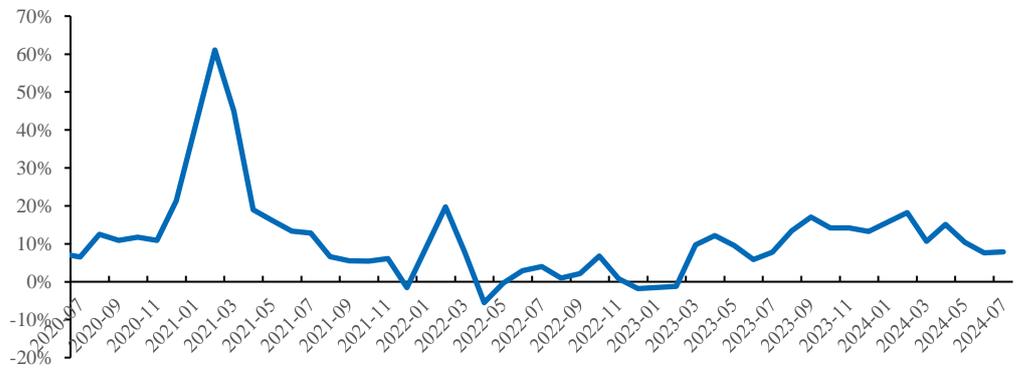


来源：中电联、国金证券研究所

3.5 制造板块：仪器仪表制造业增速居高位，TMT 制造业新增贡献率最高

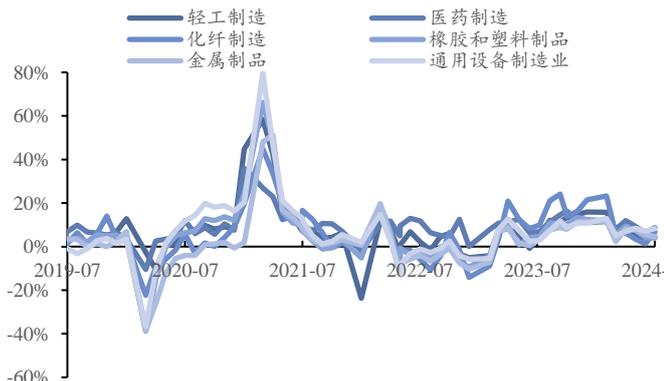
- 7月制造板块用电量1507.3亿千瓦时、同比增长7.9%，同比增速相较6月份环比提升0.3pct，但绝对量环比提升120.7亿千瓦时，说明我国7月制造业生产端景气度延续。各子行业增速大部分环比上升，其中仪器仪表制造业增速环比上升最高、上升8.1pct。细分子行业分析，新兴制造板块在增速、增量贡献率方面领先，尤其是仪器仪表制造业同比增速最高，达14.7%；TMT制造新增用电贡献率最高，为28.4%。仪器仪表用电增速环比、同比表现均亮眼，或因设备更新以旧换新政策驱动所致。日均用电量同比、环比来看，所有细分子行业用电量均上升。

图表32：7月制造板块用电量增速为7.9%，增速相较6月份环比上升0.3pct



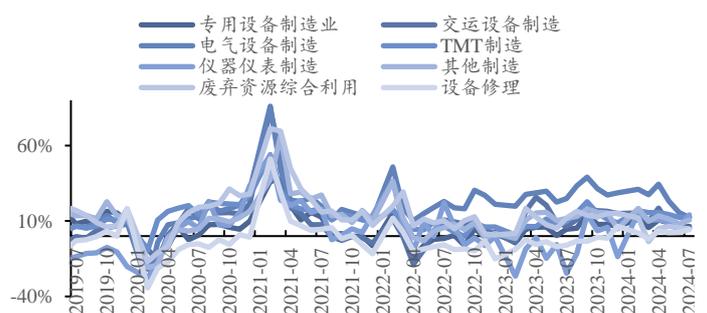
来源：中电联、国金证券研究所

图表33：7月制造各子行业用电增速大部分环比上升



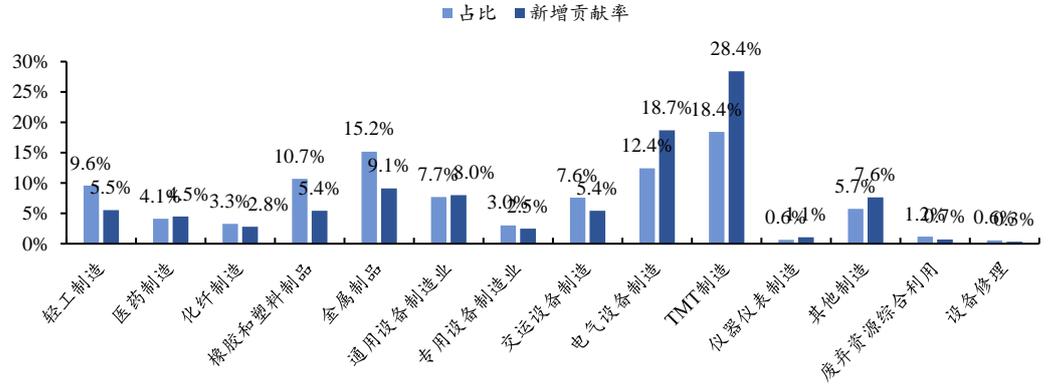
来源：中电联、国金证券研究所（图为制造板块各子行业月度用电增速）

图表34：仪器仪表制造增速环比上升最高，上升8.1pct



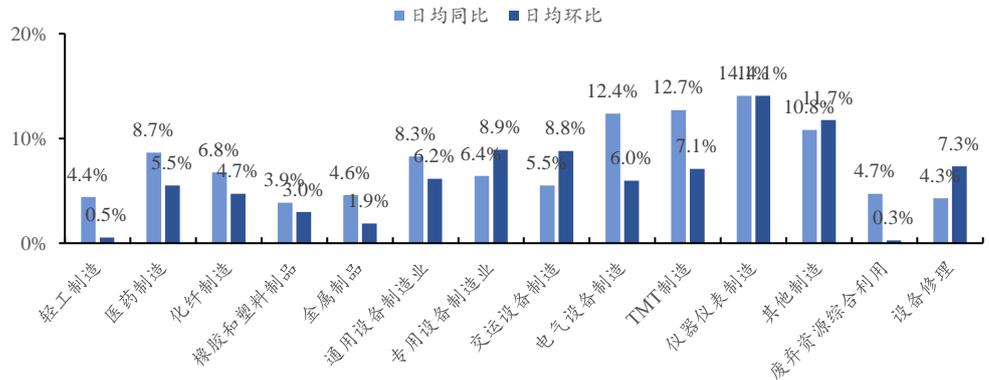
来源：中电联、国金证券研究所（图为制造板块各子行业月度用电增速）

图表35: TMT 制造业新增用电贡献率最高, 达 28.4%



来源: 中电联、国金证券研究所

图表36: 板块所有细分子行业日均用电量同比均上升



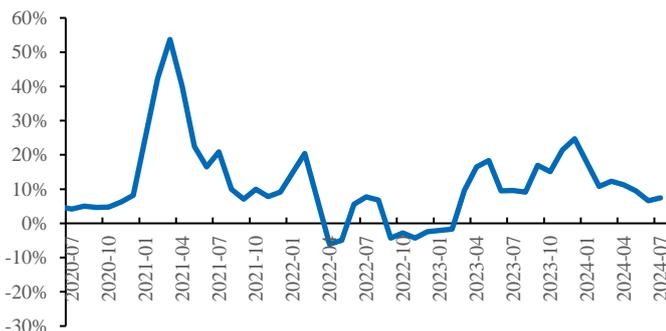
来源: 中电联、国金证券研究所

3.6 消费板块: 批零行业用电量增速连续 10 个月位列子行业第一

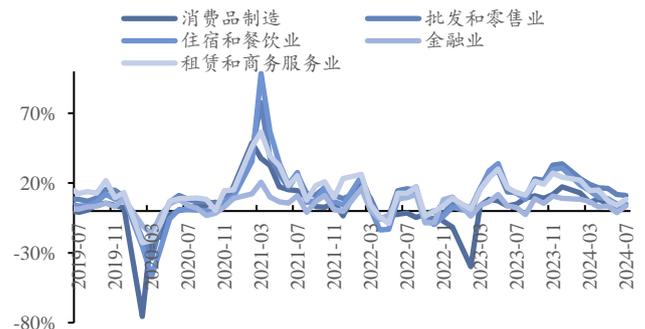
- 7 月消费板块用电量增速回升、环比上升 0.8pct, 修复进程加快。7 月消费板块用电量同比增长 7.4%, 从细分行业看, 各行业实现同比稳健增长, 其中批发和零售业用电同比增速最高、达 11.1%, 已连续 10 个月位列子行业增速第一, 除服务业持续修复外还受到电动车驱动的电能替代影响(充换电服务业用电增长拉动)。日均用电量环比来看, 细分子板块所有行业用电量均上升, 其中住宿和餐饮业日均用电环比最大、达 24.2%。从新增贡献率看, 批发和零售业贡献率达 57.2%, 在细分子行业中持续位列第一, 说明批发零售业仍是 2023 年至今拉动消费板块用电需求的主要引擎。

图表37: 7月消费板块用电量增速 7.4%、环比+0.8pct

图表38: 7月批发和零售业用电同比增速最高、达 11.1%

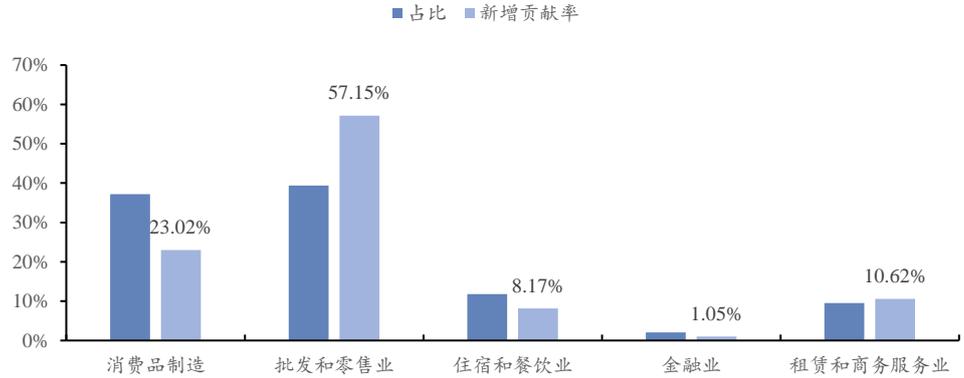


来源: 中电联、国金证券研究所



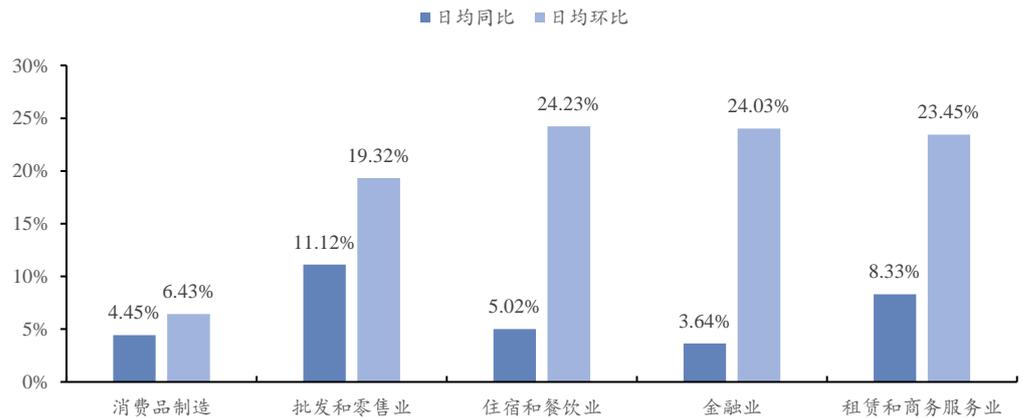
来源: 中电联、国金证券研究所 (图为消费板块各子行业月度用电增速)

图表39：7月批发零售业用电新增贡献率最高，达57.2%



来源：中电联、国金证券研究所

图表40：7月所有消费板块子行业日均用电环比上升

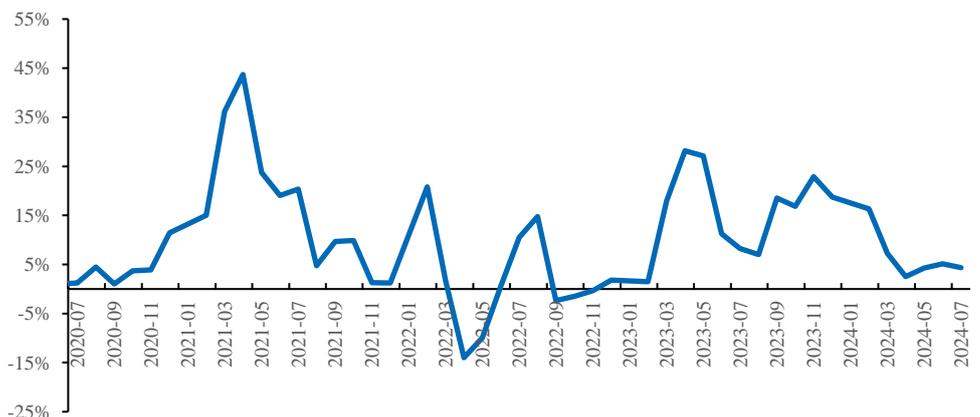


来源：中电联、国金证券研究所

3.7 交运板块：用电需求同比增长4.3%，增速连续上升后出现下滑

- 7月，交运板块用电量同比增长4.3%、增速环比下降0.8pct，为增速连续环比提升2个月后出现的首次环比下滑，或因受到去年公共卫生事件修复后的暑期出行高需求带来的高基数影响。

图表41：7月交运板块用电量同比增长4.3%、增速环比下降0.8pct

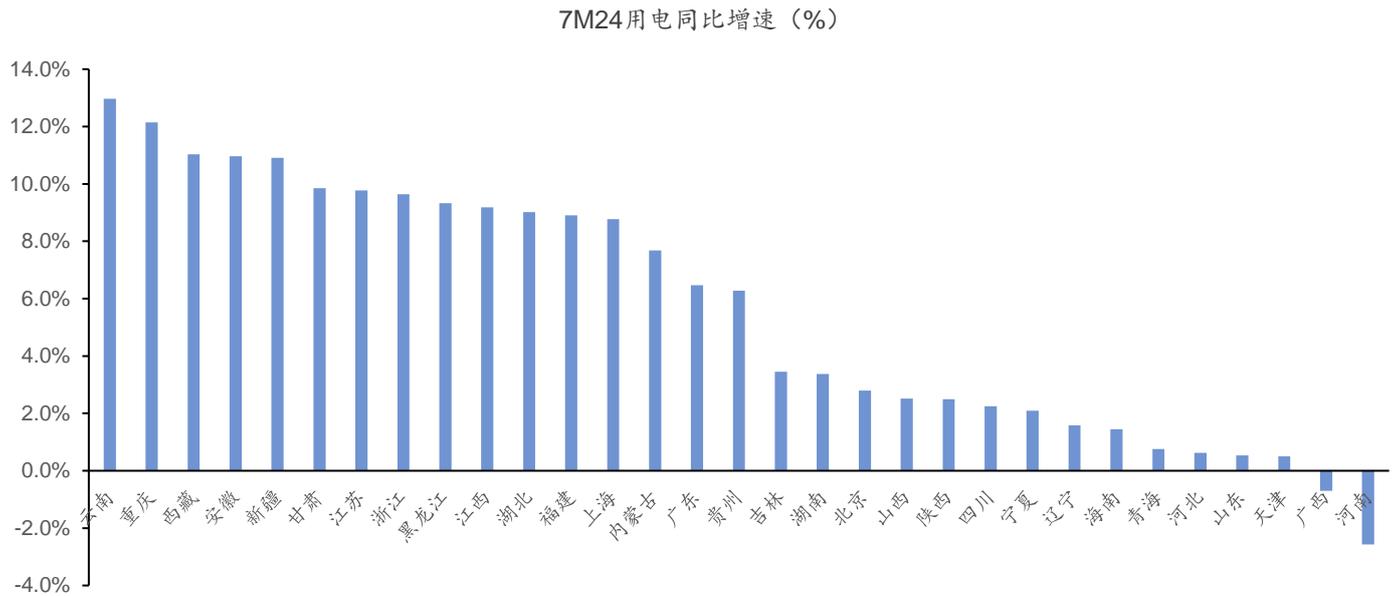


来源：中电联、国金证券研究所

4、分地区看：7M24 西南、华东、西北地区用电量领涨

- 7月云南、重庆地区用电量领涨。7月全国除广西、河南以外，其余省份用电增速均为正；增速前十的省份主要集中在西南和华东地区，以及西北部分省区，增速TOP10由高到低依次为：云南、重庆、西藏、安徽、新疆、甘肃、江苏、浙江、黑龙江、江西，用电量分别同比增长13.0%、12.1%、11.0%、11.0%、10.9%、9.8%、9.8%、9.6%、9.3%、9.2%。环比前几个月来看，华东地区用电增速排名提升，主要受到7月高温的影响，以及华东地区属于经济较为发达的地区，气温上升对其空调负荷的拉升作用更为明显。

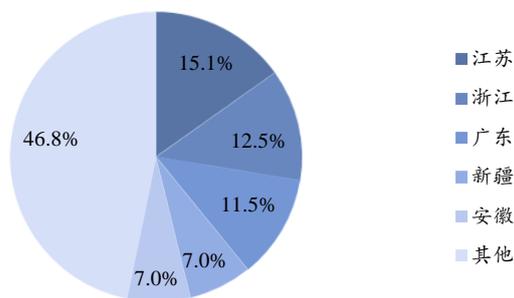
图表42：7M24 西南、华东、西北地区用电量领涨



来源：中电联、国金证券研究所

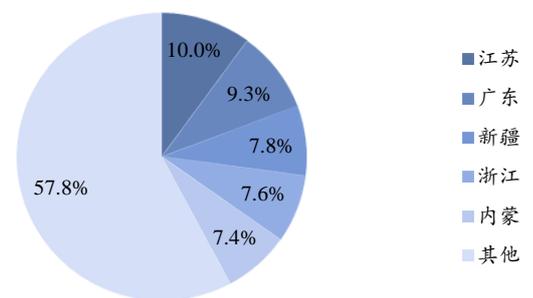
- 7月，江苏受高温影响新增用电量贡献率最高。7M24 各省用电增量贡献率前五省份分别为江苏、浙江、广东、新疆、安徽，前五名省份增量贡献率合计高达53.2%，新增贡献率最高的江苏贡献率达15.1%，主因7月江苏遭遇大范围持续高温天气所致。2024年1-7月各省累计用电增量贡献率前五省份依次为江苏、广东、新疆、浙江和内蒙，前五名省份合计贡献率达42.2%。

图表43：7月江苏当月用电增量贡献率最高



来源：中电联、国金证券研究所（图为7月全国各省当月用电增量贡献率）

图表44：1-7月江苏累计用电增量贡献率最高



来源：中电联、国金证券研究所（图为1~7月全国各省累计用电增量贡献率）

5、投资建议

- 火电板块：

24年动力煤供需偏松的大格局未改，预计24年煤价中枢有望继续下行，驱动火电盈利能力持续改善。我们建议关注发电资产主要布局在用电增速领先、电力供需偏紧、发电侧竞争格局较好地区的火电企业，如浙能电力、皖能电力。

- **清洁能源——水电板块：**
建议关注来水改善+电价稳定+地区性供需紧张逻辑下的水电运营商长江电力。
- **清洁能源——核电板块：**
建议关注连续投产期将至、电量增长+电价稳定+长期高分红能力有望提升逻辑下的核电运营商中国核电。
- **新能源——风、光发电板块：**
建议关注区域性风电运营商云南能投。

6、风险提示

- **新增装机容量不及预期风险：**经历两次有序用电事件后，电力保供问题已得到重视，但在煤价高企、光伏组件成本偏高、风电优质资源总体有限的客观环境下，新增装机或存在时间表滞后的风险。
- **下游需求景气度不高、用电需求降低导致利用小时数不及预期：**发电企业业绩与利用小时数高度相关，若下游需求不及预期，或导致用电增速不及预期。“十四五”期间新能源装机的规划目标较高，用电需求不足可能导致消纳率下降，影响利用小时数，最终影响电企业绩表现。
- **电力市场化进度不及预期：**在“十四五”电力供需总体偏紧的背景下，电力市场化推进有助于以价格机制反映供需紧张关系、并产生自发调节。若电力市场化政策落地不及预期，或将使得发电企业上网电价上浮不及预期。
- **煤价维持高位影响火电企业盈利：**“十三五”期间煤炭增产减少带来煤炭供应压力，国际局势不稳定进一步加剧了海外进口煤煤价上升。若国内市场煤价持续维持高位或将对火电企业盈利修复产生不利影响。

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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806