

用电量增速明显回暖 发电量火水继续分化

核心观点:

1. 事件：

根据国家发改委，2020 年 5 月全社会用电量同比增长 4.6%；根据国家统计局，2020 年 5 月规模以上企业发电量同比增长 4.3%。

2. 我们的分析与判断：

复工复产情况良好，温度走高，5 月用电量增速达到 4.6%。2020 年 5 月，全社会用电量同比增长 4.6%，增速比上月提高 3.9 个百分点。2020 年 1-5 月，全国全社会用电量同比下降 2.8%，降幅收窄。一方面，2020 年 5 月，全国规模以上工业增加值同比增长 4.4%，增速比 4 月加快 0.5 个百分点，工业生产持续回升。另一方面，根据中国气象局，2020 年 5 月全国平均气温 17.2℃，较常年同期（16.2℃）偏高 1℃，为 1961 年以来历史同期第四高。在“复工复产+温度偏高”的影响下，2020 年 5 月用电量增速迎来回暖。

火电增速达到 9.0%，水电降幅继续扩大。2020 年 5 月，规模以上企业发电量 5932 亿千瓦时，同比增长 4.3%，环比增加 4.0pct。其中，火电充分受益用电量增速回暖，发电量同比增长 9.0%，环比增加 7.8 pct；对于水电来说，2020 年 5 月全国平均降水量 68.5 毫米，低于常年同期（69.5

电力

谨慎推荐 维持评级

分析师

周然

☎：(8610) 6656 8494

✉：zhouan@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130514020001

赵腾辉

☎：(010) 8635 9174

✉：zhaotenghui_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130519120001

毫米)，且降水区域差异大，水电来水受到影响，发电量同比下降 16.5%，

环比下降 7.3pct，水电和火电呈现继续分化，此消彼长。同时，核电、风

电、太阳能发电量同比分别增长 14.3%、5.2%、7.1%，环比分别增加 3.6

pct、4.0pct、-5.2pct。

动力煤价格短期略有支撑，整体价格仍处在相对低位区间。截至 2020 年 6 月 17 日，秦皇岛港动力末煤（Q5500）平仓价为 565.0 元/吨，持续回升，但整体价格仍处在相对低位区间，其中 2020 年 4 月 1 日-6 月 17 日的区间平均价为 506.9 元/吨，同比下降了 103.8 元/吨（降幅约 17%），给火电企业 Q2 业绩奠定了良好的基础。

降电价压制估值，估值修复可期。根据 2020 年政府工作报告，将降低工商业电价 5%等政策延长至年底。根据国家电网公司，全年有望减免电费约 926 亿元，减免大工业企业电费全年 631 亿元，减免一般工商业企业电费全年 295 亿元。我们认为，国网有望积极承担逆周期调节的任务，继续承担降电价的任务，市场化电价折价幅度有限。目前火电板块的估值已经处在历史低位区间，SW 火电板块的 PB 已经小于 0.9 倍，而二季度火电企业业绩向好，估值存在内在修复动力。

相关研究

- 1、【银河公用周然团队】行业简评研究_电力行业_4 月用电量增速转正 发电量火起水落_200518
- 2、【银河公用周然团队】行业简评研究_电力行业_全社会用电量增速平稳回落 火电回落明显，来水整体较好_200119
- 3、【银河公用周然团队】行业动态报告_电力行业_皖苏折价符合预期，全国市场化改革有望温和推进_191230

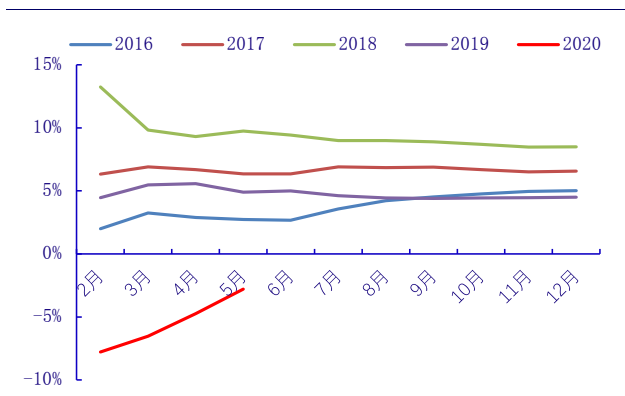
3. 投资建议：

我们认为，尽管动力煤价格短期略有支撑，但整体仍处在相对低位区间，火电企业仍具备较高的业绩弹性，板块估值处在历史低位（ $PB < 0.9$ ），估值修复可期。建议关注全国性火电龙头华能国际（600011.SH）、华电国际（600027.SH）；区域性火电优质标的长源电力（000966.SZ）、皖能电力（000543.SZ）等。另外，来水偏枯影响短期水电发电量，但从全年角度看，发电量有望逐渐得到改善，且优质水电资产股息率较高，防御属性强，在降息周期中配置价值高，持续推荐长江电力（600900.SH）。

4. 风险提示：

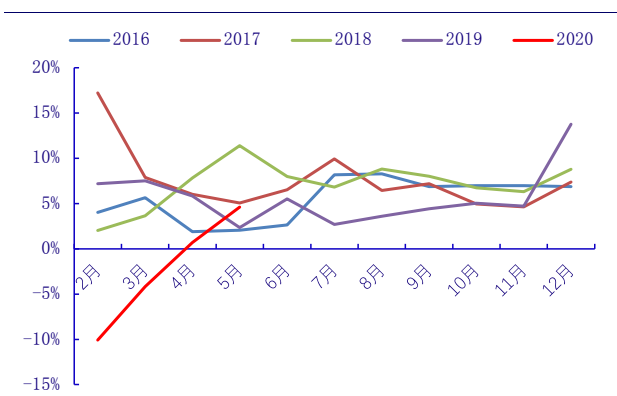
用电需求低于预期，上网电价超预期下行，动力煤价格大幅上涨。

图 1：全社会用电量增速（累计）



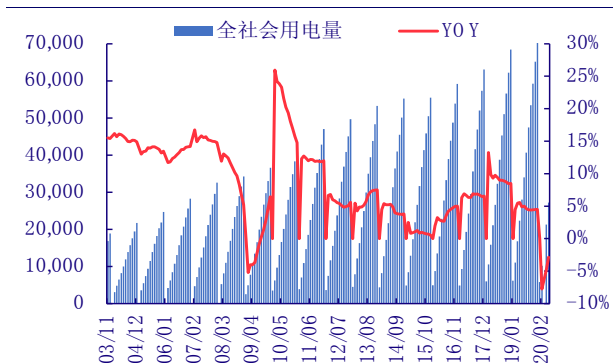
资料来源：国家能源局，国家发改委，wind，中国银河证券研究院

图 2：全社会用电量增速（单月）



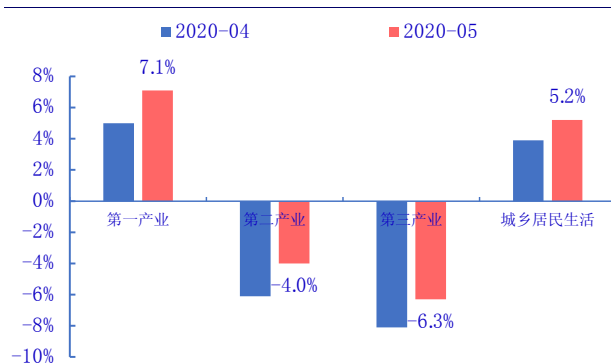
资料来源：国家能源局，国家发改委，wind，中国银河证券研究院

图 3：全社会用电量（累计）



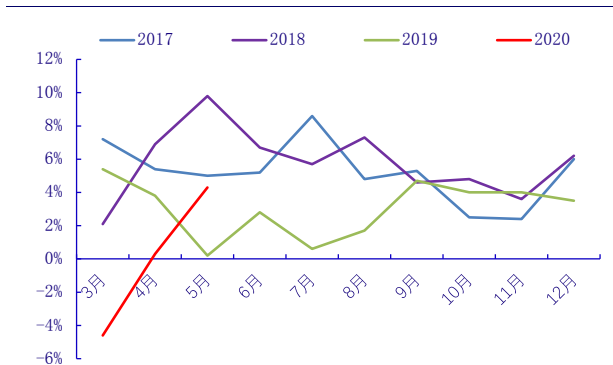
资料来源：国家能源局，国家发改委，wind，中国银河证券研究院

图 4：全社会用电量增速（分产业）（累计）



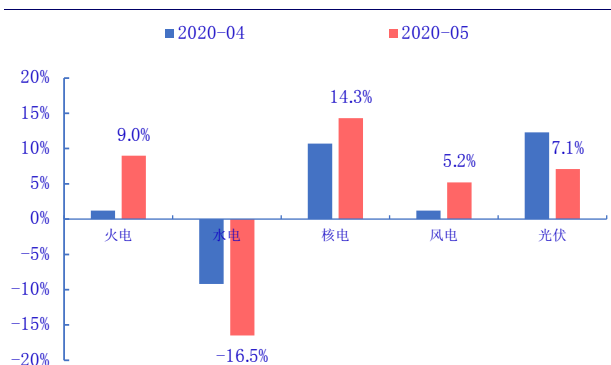
资料来源：国家能源局，wind，中国银河证券研究院

图 5：规模以上工业发电量增速（单月）



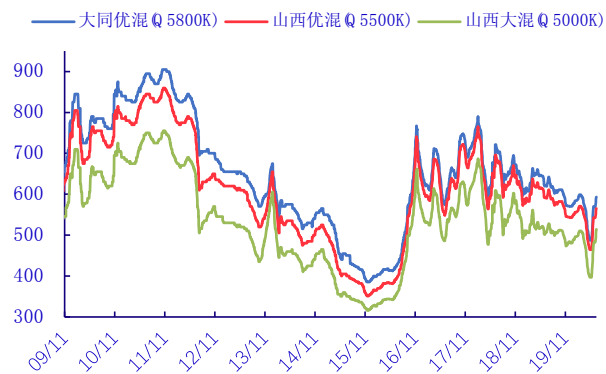
资料来源：国家统计局，wind，中国银河证券研究院

图 6：规模以上工业发电量增速（分品种）（单月）



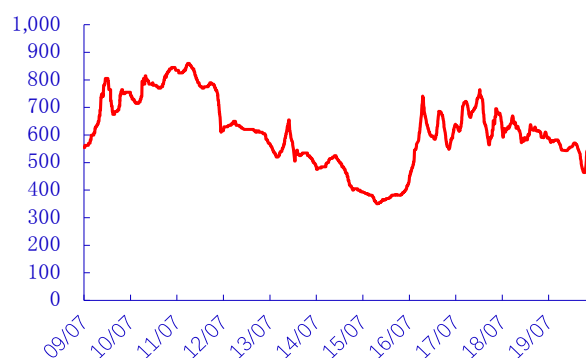
资料来源：国家统计局，wind，中国银河证券研究院

图 7：秦皇岛港动力煤价格（元/吨）



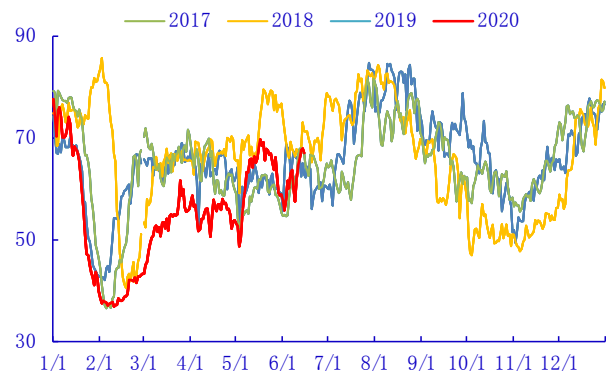
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 8：秦皇岛山西产动力末煤（Q5500K）平仓价（元/吨）



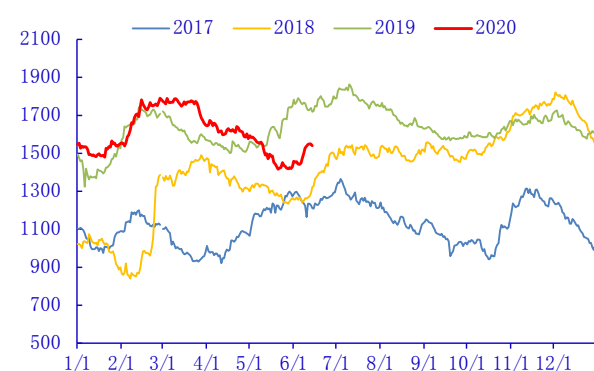
资料来源：秦皇岛煤炭网，wind，中国银河证券研究院

图 9：6 大发电集团日均耗煤量（万吨）



资料来源：秦皇岛煤炭网，wind，中国银河证券研究院

图 10：6 大发电集团煤炭库存（万吨）



资料来源：秦皇岛煤炭网，wind，中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6 - 12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6 - 12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回

报 10%及以上。该评级由分析师给出。

周然, 赵腾辉, 电力设备新能源及公用事业分析师。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, 本人承诺, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层 深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层 上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn

座

公司网址：www.chinastock.com.cn