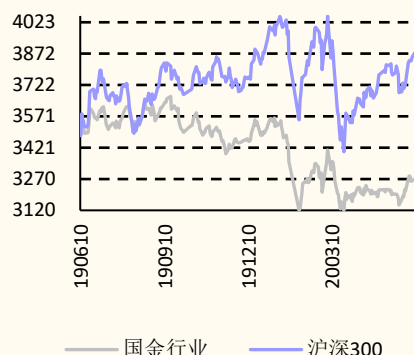


市场数据(人民币)

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	3268
沪深300指数	4022
上证指数	2938
深证成指	11216
中小板综指	10470



相关报告

- 1.《服务业受疫情影响最大，TMT 新能源强劲增长-电力行业3月月报》，2020.4.27
- 2.《用电量接近去年同期，赶工增长为时不远？-电力行业专题》，2020.4.20
- 3.《累计用电同比下降8%，TMT 板块增长亮眼-电力行业2月月报》，2020.3.29
- 4.《降息预期下，电力分红高防御性强价值再现-电力行业点评》，2020.3.17
- 5.《响应国家战略，国家电网“新基建”六大方向-电力行业点评》，2020.3.14

杜旷舟 联系人
dukz@gjzq.com.cn

李蓉 联系人
lirong@gjzq.com.cn

用电量看经济：基建复苏，三产回暖中

行业观点

- 4月首现月度正增长，二产与居民拉动明显、三产有待恢复。2020年4月，全社会用电量同比增长0.7%由负转正，增速比去年同期下滑5.2个百分点。2020年1-4月全社会累计用电量同比下降4.7%，增速比去年同期下滑13.2个百分点。4月一、二、三产业和居民用电增速分别为7.7%、1.3%、-7.8%、6.5%，对全社会用电新增贡献率分别为11.6%、135.2%、-176.2%、129.7%。第二产业和居民用电拉动的新增用电大部分被第三产业的用电量下滑所蚕食。二产中与基建相关的高耗能和与制造业相关非高耗能用增速同步转正，对全社会用电增量贡献率达到60%以上，一定程度反映了我国生产秩序的恢复。
- TMT领涨能源稳健地产由负转正，其余三大板块增速仍为负数。六大板块中，TMT增速继续领涨，能源板块增速略有下滑但依然稳健，地产板块增速由负转正，复工复产的恢复带动制造业逐步恢复正常，板块降幅收窄至-0.65%。疫情带来的流动性限制导致交运和消费板块用电量仍为负增长状态，但降幅相比3月大幅缩减。
- 六大板块复工进展依次为：TMT>能源>地产周期>制造>消费>交运。综合考虑4月日均用电量同比与环比的变化，尽管消费和制造板块同比增速仍为负，但环比增速超过30%，复产力度强劲。交运同比增速与消费相近，但环比上升大幅低于消费，说明交运在3月已有恢复，但复苏力度尚有不足；而消费恢复主要发生在4月。
- TMT和高端制造相关行业保持强劲增长，个别消费制造细分行业用电增速改善显著。71个细分行业中，共有33个行业用电量同比实现正增长。与行业景气匹配，TMT板块的主要细分行业、电动车相关的稀有稀土金属冶炼、充换电服务业，以及受赶工影响的光伏设备及原件制造、风能原动设备制造行业用电量高速增长。批发零售业、物流、教育等相关产业由于未能全面复工，用电量增速垫底。
- 高温叠加社会秩序恢复，5月行业与居民用电齐增。综合以上分析我们认为，预计5月全社会用电增约为5%，第二产业将在4月基本恢复后实现正向持续增长；三产基本恢复至去年同期水平或稍有增长；我国大部分重点城市气温较上年偏高，预计居民用电增速有望超过4月增幅。
- 分省看西南省份领涨全国，四大用电省复工尚未完成。受疫情影响较小、人口密度低的西南部省份用电增速领涨全国。湖北已经告别用电量负增长第一位置，四大用电高需求省份中，山东、广东两省用电量增速小幅改善，江苏用电增速由负转正，浙江用电量下滑幅度大幅缩减。

投资建议

- 建议短期关注火电板块机会，尤其煤价弹性大、边际变化显著的个股，如华电国际、建投能源；建议中长期关注高股息率、分红稳定的个股，如浙能电力、建投能源、华能国际、华电国际。

风险提示

- 新冠疫情影响超出预期；电价超预期下降；主要水系来水不及预期；煤价下跌不及预期。

内容目录

月度用电量首现同比正增长，二产与居民拉动用电增长	4
除能源、周期强劲复苏外，制造业基本步入正常	5
电动汽车与风光发电生产相关景气度大增，流动受限行业仍低迷	13
分省看西南省份领涨全国，四大用电省复工尚未完成	15
风险提示	16

图表目录

图表 1：2019、2020 年分月全社会用电量（亿千瓦时）	4
图表 2：2019、2020 年分月全社会用电量增速	4
图表 3：4 月一二三产和居民用电增速	4
图表 4：4 月一二三产和居民用电新增贡献率	4
图表 5：四大高耗能与非高能耗用电增速	5
图表 6：四大高耗能与非高能耗新增贡献率	5
图表 7：地产周期板块用电量同比增速与历史增速对比	5
图表 8：能源板块用电量同比增速与历史增速对比	5
图表 9：制造板块用电量同比增速与历史增速对比	6
图表 10：交运板块用电量同比增速与历史增速对比	6
图表 11：消费板块用电量同比增速与历史增速对比	6
图表 12：TMT 板块用电量同比增速与历史增速对比	6
图表 13：六大板块 4 月同比增速与对应历史月度增速	6
图表 14：六大板块日均用电量同比、环比增速	7
图表 15：TMT 板块用电量增长可观	7
图表 16：TMT 板块子行业用电量月度增速	7
图表 17：TMT 板块子行业用电量占比和新增贡献率	8
图表 18：TMT 板块子行业日均用电量同比、环比增速	8
图表 19：能源板块月度用电量增速开始企稳	8
图表 20：能源板块子行业用电量月度增速	8
图表 21：能源板块子行业用电量占比和新增贡献率	9
图表 22：能源板块子行业日均用电量同比、环比增速	9
图表 23：2020Q1 石油和天然气开采产能利用率独占鳌头	9
图表 24：地产周期板块用电量增速由负转正	10
图表 25：地产周期板块子行业用电量月度增速	10
图表 26：地产周期板块子行业用电量占比和新增贡献率	10
图表 27：地产周期板块子行业日均用电量同比、环比增速	10
图表 28：制造板块用电增速基本恢复	11
图表 29：制造板块子行业日均用电量同比、环比增速	11
图表 30：制造板块高增速子行业用电量月度增速	11

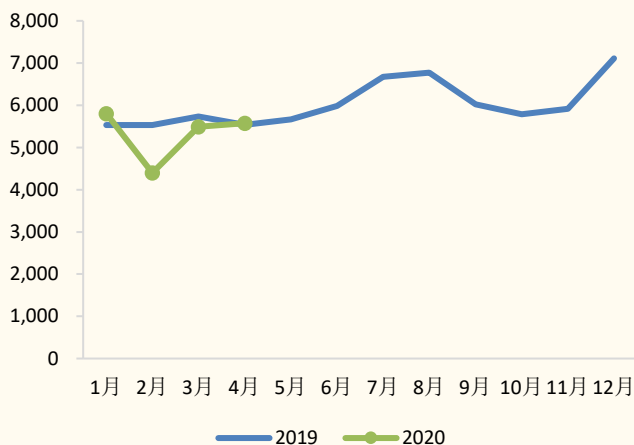
图表 31：制造板块低增速子行业用电量月度增速.....	11
图表 32：制造板块子行业用电量占比.....	12
图表 33：制造板块子行业减少承担率.....	12
图表 34：消费板块用电量降幅缩窄.....	12
图表 35：消费板块子行业用电量月度增速.....	12
图表 36：消费板块子行业用电量占比和新增贡献率.....	12
图表 37：消费板块子行业日均用电量同比、环比增速.....	12
图表 38：交运板块月度用电量降幅略有缩窄.....	13
图表 39：交运板块子行业用电量月度增速.....	13
图表 40：交运板块子行业用电量占比和新增贡献率.....	13
图表 41：交运板块子行业日均用电量同比、环比增速.....	13
图表 42：2020 年 4 月用电量增速前十名行业用电量对比 2019 年 4 月用电量 （亿千瓦时）.....	14
图表 43：2020 年 4 月用电量增速后十名行业用电量对比 2019 年 4 月用电量 （亿千瓦时）.....	14
图表 44：2020 年 4 月相比 2020 年 3 月用电增速变化前十行业.....	15
图表 45：预计 5 月全社会用电量增速约 5%.....	15
图表 46：全国各省用电量增速情况（%）.....	16
图表 47：4 月全国各省当月用电增量贡献率.....	16
图表 48：2020 年 1-4 月全国各省累计用电减量承担率.....	16

- 作为贴近实体经济发展的一项重要指标，用电量是观察经济运行的先行指数，一直以来被称作经济的晴雨表，用电量稳经济才稳。2020年4月，全社会用电量同比增长0.7%，今年以来首现月度正增长，释放出经济社会发展正加快恢复的明显信号，我们通过对六大类71个细分行业的三四月用电量分析疫情后各行业复苏的轨迹，并预测短期主要行业的用电发展趋势。

月度用电量首现同比正增长，二产与居民拉动用电增长

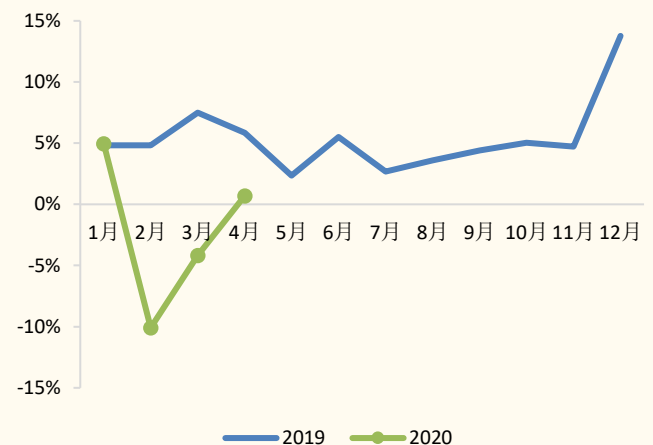
- 2020年首现月度正增长，二产与居民拉动明显、三产有待恢复。用电量4月，全社会用电量5572亿千瓦时，同比增长0.7%，尽管增速比去年同期下滑5.2个百分点，但较3月同比增速上升4.9个百分点。作为复工复产的关键时期，4月用电量增速与3月相比由负转正，二、三产业与居民的用电量增速分别为1.3%、-7.8%和6.5%。二产和居民成为拉动用电量增长的主要动力，对全社会用电新增贡献率达到135.2%和129.7%。由于全国大部分地区仍处于二级响应状态，疫情对人们流动与活动的限制导致三产的恢复较慢，对全社会用电量的贡献为-176.2%，抵消了二产和居民用电拉动的大部分用电量。

图表 1：2019、2020 年分月全社会用电量（亿千瓦时）



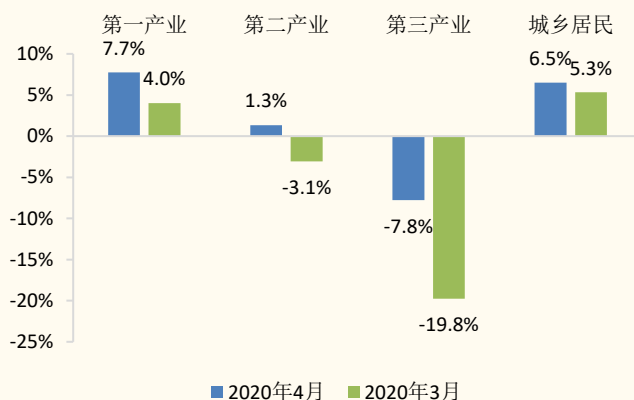
来源：中电联，国金证券研究所

图表 2：2019、2020 年分月全社会用电量增速



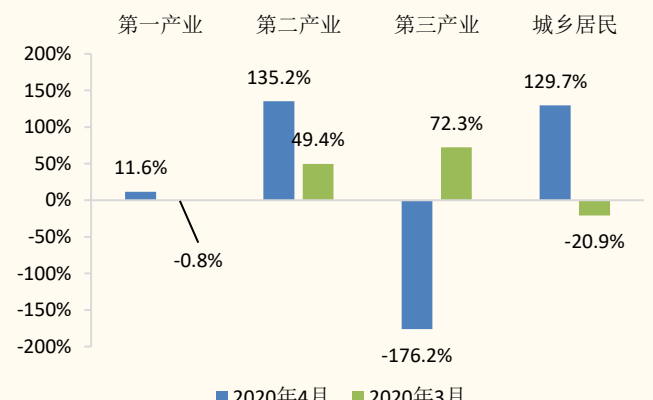
来源：中电联，国金证券研究所

图表 3：4 月一二三产和居民用电增速



来源：中电联，国金证券研究所

图表 4：4 月一二三产和居民用电新增贡献率

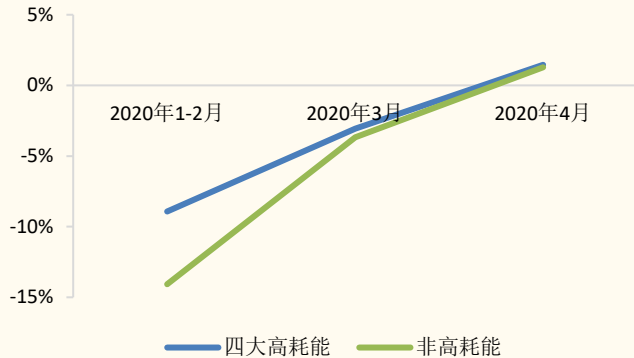


来源：中电联，国金证券研究所

- 工业生产全面恢复，高耗能与非高耗能用电增速同步转正。在疫情影响最严重的1-2月，由于四大高耗能通常节假日不停工，受到影响较小，用电量同比下降幅度相比非高耗能小。3月非高耗能复工效果显著，用电量下滑幅度大幅缩小，对用电减量的承担率（由于3月全社会用电增速为负值，

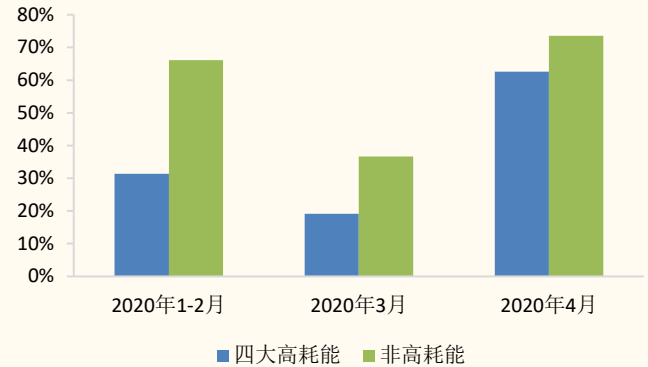
所以 3 月对全社会用电新增贡献率实际为减量承担率) 也大幅缩小。进入 4 月, 与基建相关的高耗能和与制造业相关非高耗能用电增速同步转正, 对全社会用电增量贡献率达到 60% 以上, 一定程度反映了我国生产秩序的恢复。

图表 5: 四大高耗能与非高耗能用电增速



来源: 中电联, 国金证券研究所

图表 6: 四大高耗能与非高耗能新增贡献率



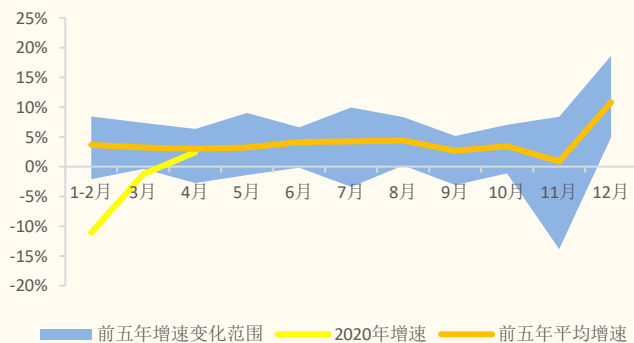
来源: 中电联, 国金证券研究所

注: 其中 3 月由于全社会用电增速为负值, 新增贡献率实际为减量承担率

除能源、周期强劲复苏外, 制造业基本步入正常

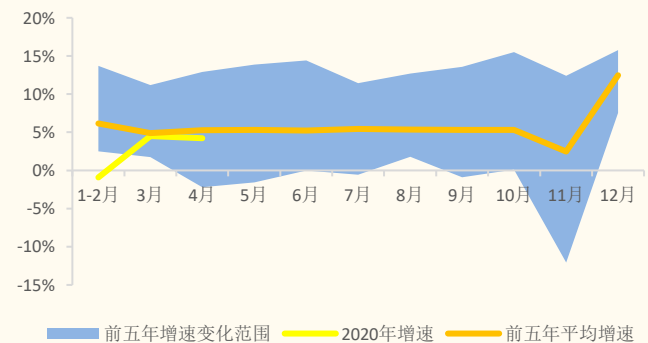
- 周期与能源增速接近五年平均, 真实反映基建拉动。拉动 4 月, 六大板块中 TMT 增速继续领涨, 能源板块增速略有下滑但依然稳健, 地产板块增速由负转正至前五年平均水平达 2.42%, 复工复产的恢复带动制造业逐步恢复正常, 板块降幅收窄至-0.65%。疫情带来的流动性限制导致交运和消费板块用电量仍为负增长状态, 但降幅相比 3 月大幅缩减。

图表 7: 地产周期板块用电量同比增速与历史增速对比



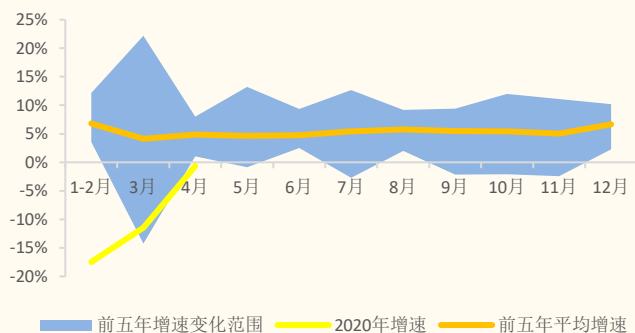
来源: 中电联, 国金证券研究所

图表 8: 能源板块用电量同比增速与历史增速对比



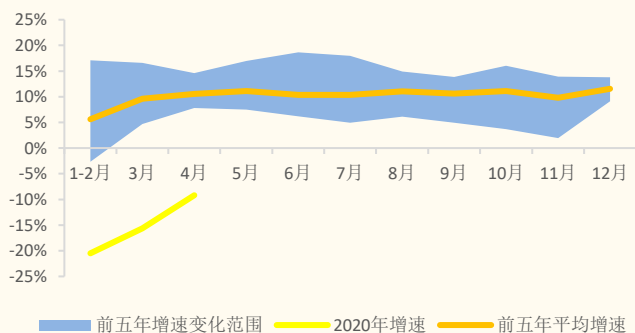
来源: 中电联, 国金证券研究所

图表 9：制造板块用电量同比增速与历史增速对比



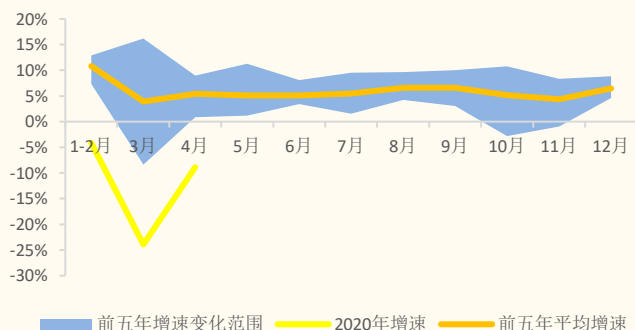
来源：中电联，国金证券研究所

图表 10：交运板块用电量同比增速与历史增速对比



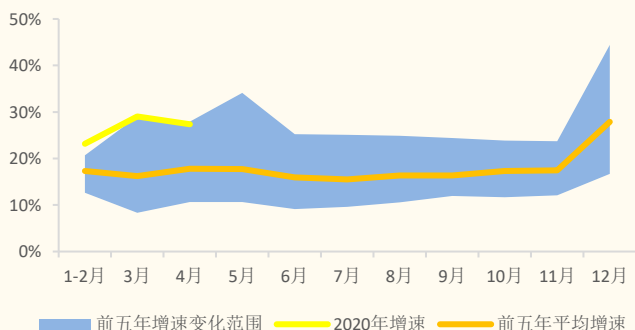
来源：中电联，国金证券研究所

图表 11：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 12：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

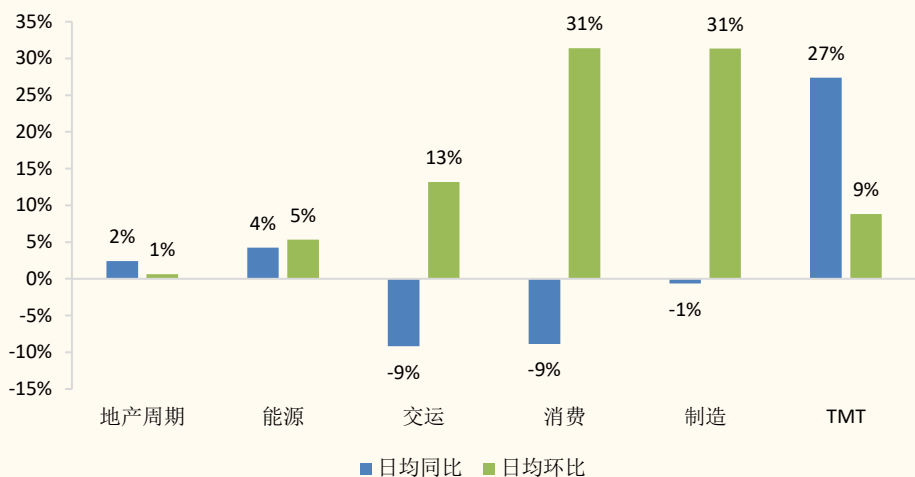
图表 13：六大板块 4 月同比增速与对应历史月度增速

		地产周期	能源	制造	交运	消费	TMT
历史同比	本月同比	2.42%	4.23%	-0.65%	-9.19%	-8.86%	27.39%
	2015 年	-2.76%	4.56%	1.05%	7.80%	6.54%	18.87%
	2016 年	4.05%	-2.20%	3.12%	8.19%	0.88%	10.67%
	2017 年	4.10%	6.18%	8.01%	14.61%	6.91%	17.56%
	2018 年	6.32%	12.92%	6.37%	14.45%	3.88%	27.88%
	2019 年	3.61%	5.45%	5.83%	7.97%	8.97%	14.16%

来源：中电联，国金证券研究所

- 消费与制造业复产力度大，线上经济发展可持续。综合考虑 4 月日均用电量同比与环比的变化，尽管消费和制造板块同比增速仍为负，但环比增速超过 30%，复产力度强劲。交运同比增速与消费相近，但环比上升大幅低于消费，说明交运在 3 月已有恢复，但复苏力度尚有不足；而消费恢复主要发生在 4 月。总体而言，六大板块复工进展依次为：TMT>能源>地产周期>制造>消费>交运。

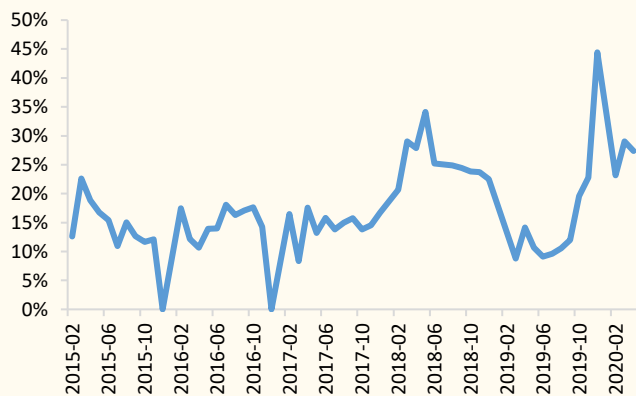
图表 14：六大板块日均用电量同比、环比增速



来源：中电联，国金证券研究所

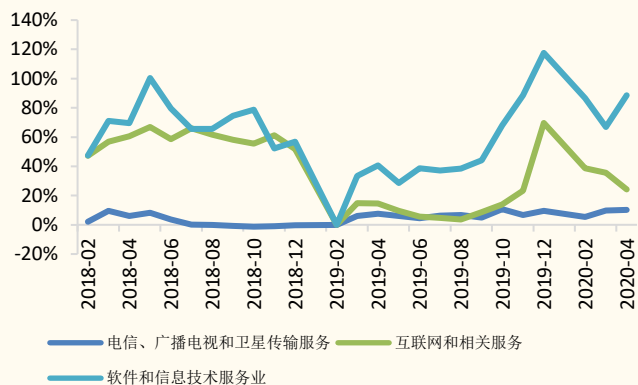
- **线上经济延续繁荣，软件和信息技术服务业拉动 TMT 增长。**TMT 板块用电量 4 月仍延续自 2019 年四季度开始的大幅增长，同比增速 27.4%，1-4 月累计增速 25.2%。细分子行业中，软件和信息技术服务业虽然用电量占比最低，但是同比和环比增速都是最高，新增贡献率超过 50%，说明该行业不仅在疫情过后快速恢复，并已经在原来基础上实现了可观增长，是 TMT 板块增长的主要拉动力量。互联网和相关服务则次之，电新、广播电视和卫星传输服务虽然用电量占比最大，但是用电增速和新增贡献率已经乏力。这充分表明疫情带来的线上经济以及人们生活习惯的改变。

图表 15：TMT 板块用电量增长可观



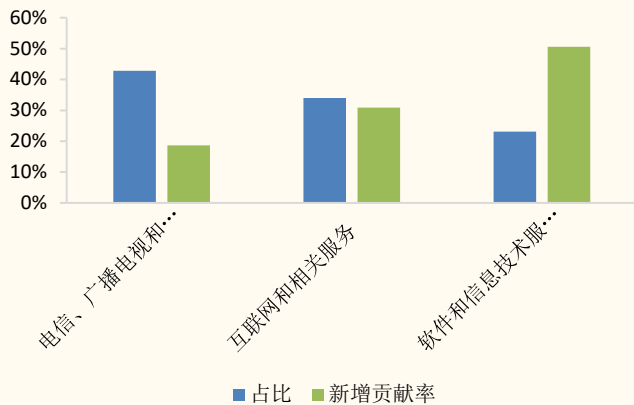
来源：中电联，国金证券研究所

图表 16：TMT 板块子行业用电量月度增速



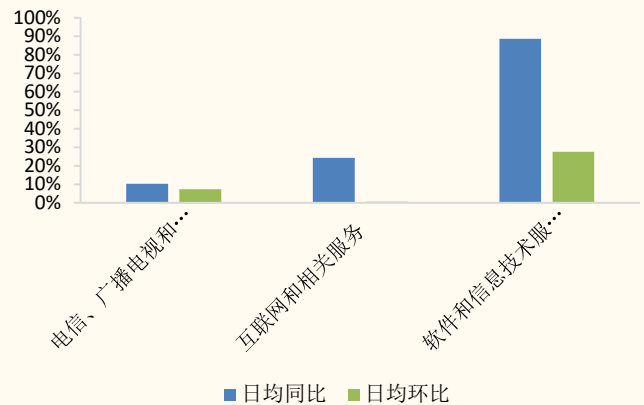
来源：中电联，国金证券研究所

图表 17: TMT 板块子行业用电量占比和新增贡献率



来源: 中电联, 国金证券研究所

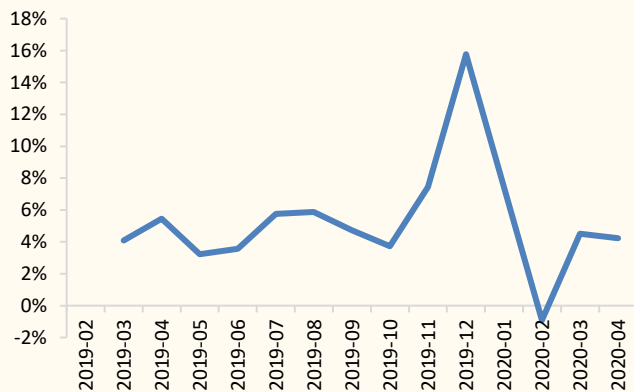
图表 18: TMT 板块子行业日均用电量同比、环比增速



来源: 中电联, 国金证券研究所

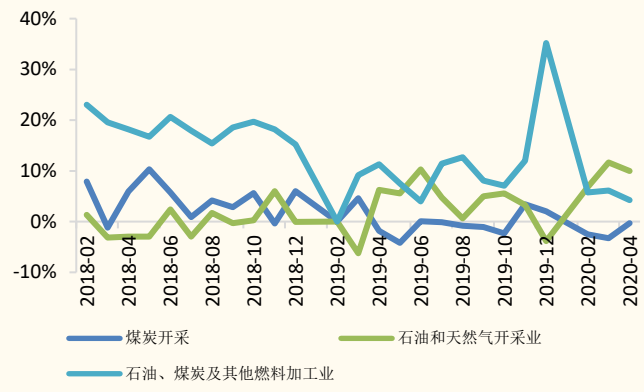
- **石油天然气开采高增, 煤炭开采维持低迷状态。**能源板块月度用电量增速 3 月反弹 4 月企稳。能源板块增速虽然不如 TMT 板块乐观, 但是依然表现出较好的韧性。子行业石油、煤炭及其他燃料加工业受疫情冲击 2 月和 3 月用电增速大幅回落, 但石油和天然气开采业受当年增产计划与开支加大的影响, 用电量 2020 年后快速上升, 其新增贡献率也显著高于用电量占比。2020Q1 石油和天然气开采业的产能利用率在工业产能利用率中独占鳌头高达 90%, 可以预见 2020 年国产石油和天然气产量将有所上升。煤炭开采行业则在疫情后期逐步复工, 尽管煤炭产能在 2019 年大幅提升, 但煤炭开采行业用电增速和新增贡献率均为负, 表明需求低迷与价格疲软一定程度上降低了煤炭开采积极性。

图表 19: 能源板块月度用电量增速开始企稳



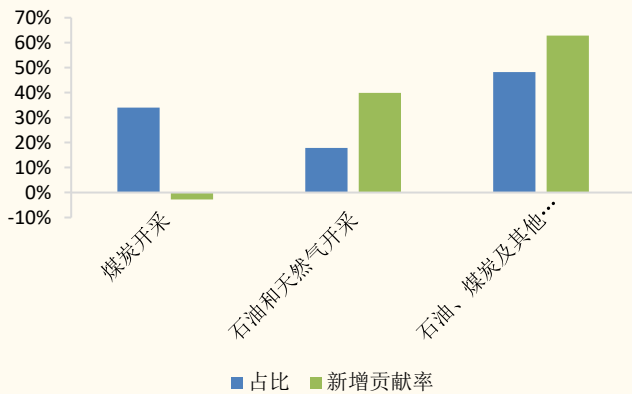
来源: 中电联, 国金证券研究所

图表 20: 能源板块子行业用电量月度增速



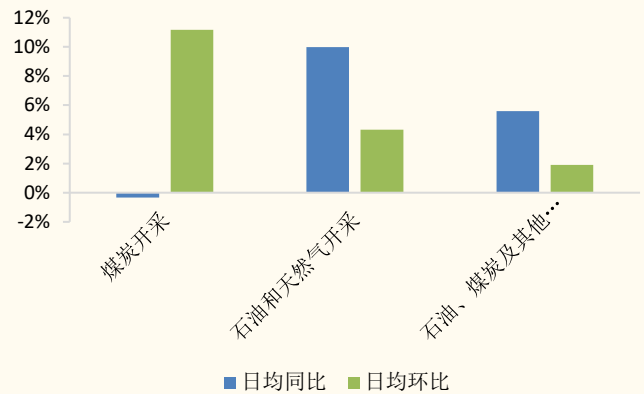
来源: 中电联, 国金证券研究所

图表 21：能源板块子行业用电量占比和新增贡献率



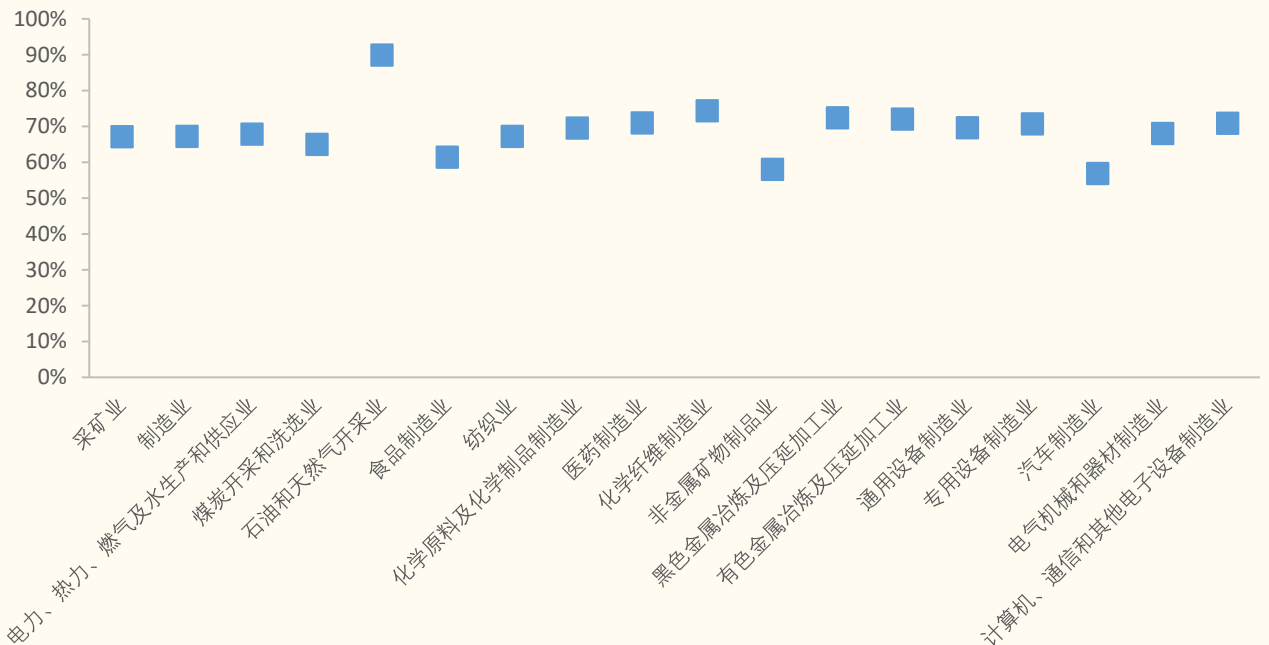
来源：中电联，国金证券研究所

图表 22：能源板块子行业日均用电量同比、环比增速



来源：中电联，国金证券研究所

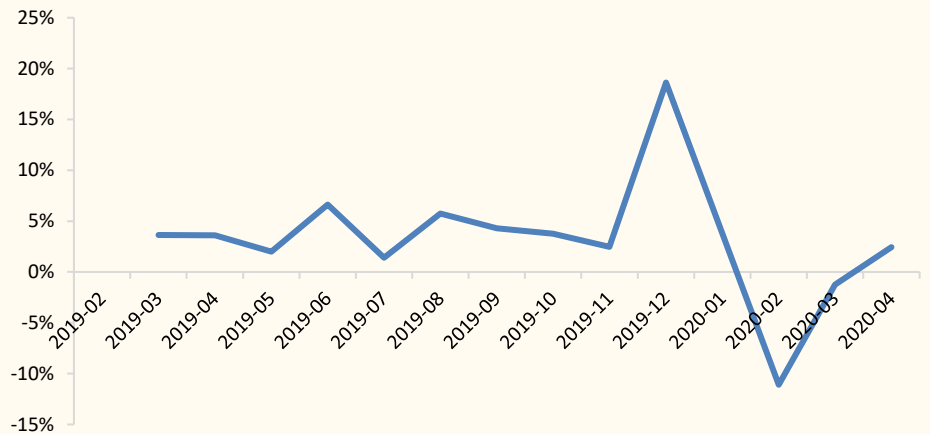
图表 23：2020Q1 石油和天然气开采产能利用率独占鳌头



来源：中电联，国金证券研究所

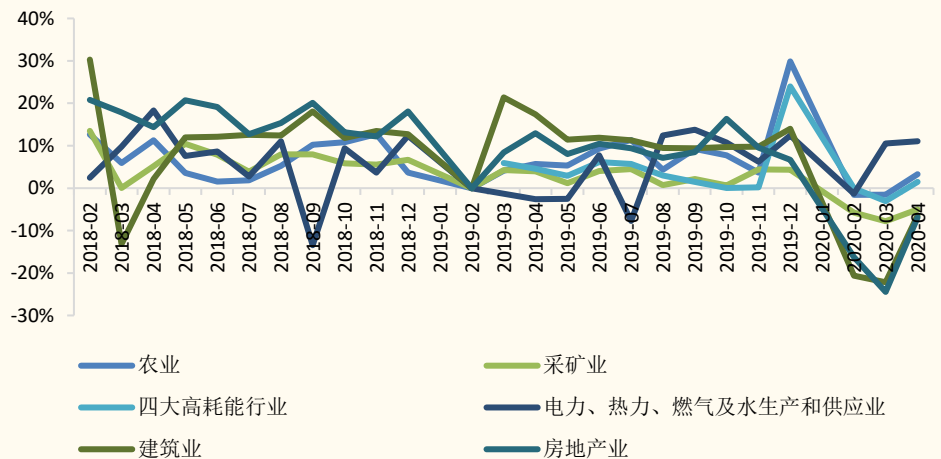
- **公共事业韧性十足，基建行业快速恢复中。**地产周期 4 月用电量增速 2.4% 由负转正，恢复并略超去年同期水平。细分子行业中，电力、热力、燃气及水生产和供应行业充分显示公用行业韧性，不仅用电增速第一时间企稳，而且做出了大部分新增用电的正向贡献，远超其用电量占比。四大高耗能行业和农业用电增速在 4 月由负转正，也具有一定的新增贡献率，说明两行业受疫情影响较小，恢复较快。其他建筑业、房地产业、采矿业用电增速仍然为负数，但前二者增速下降幅度已经快速缩窄，建筑业日均用电环比大幅增长，显示了政府借力基建拉动经济的趋势。

图表 24：地产周期板块用电量增速由负转正



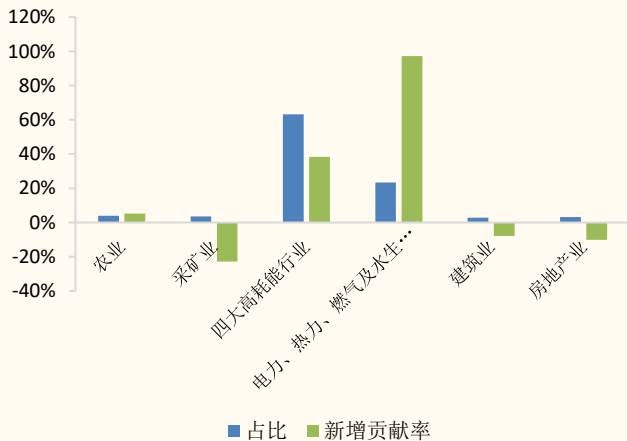
来源：中电联，国金证券研究所

图表 25：地产周期板块子行业用电量月度增速

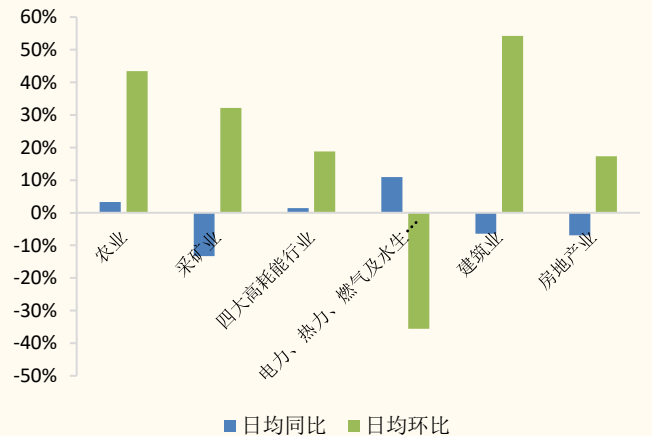


来源：中电联，国金证券研究所

图表 26：地产周期板块子行业用电量占比和新增贡献率



图表 27：地产周期板块子行业日均用电量同比、环比增速

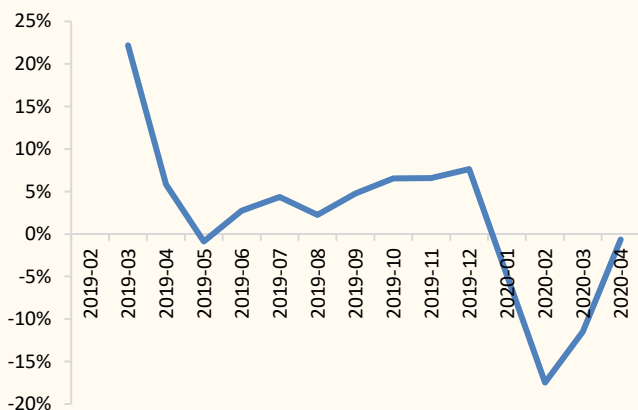


来源：中电联，国金证券研究所

来源：中电联，国金证券研究所

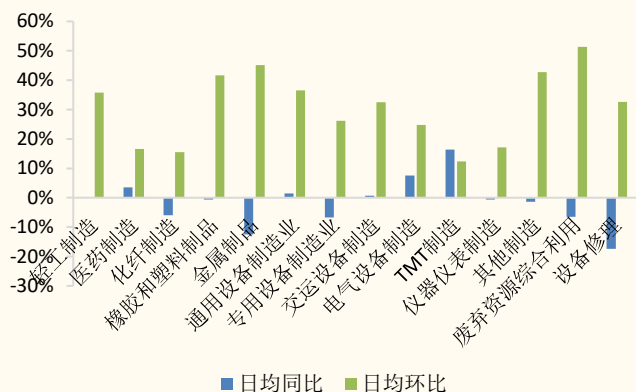
- **制造整体快速恢复，TMT 与电气设备引领增长。**制造板块 4 月用电增速-0.7%，表明行业生产已基本恢复至去年同期水平，各子行业整体日均用电量环比增速较高，行业正在恢复中。得益于板块下游成长的高景气度，TMT 制造用电增速达 16%，贡献了绝大部分的增量用电（由于制造板块整体用电增速为负，因此增速为正的子行业用电减量承担率为负数）。电气设备逐步回暖，用电增速达 8%，这与我国基建拉动经济直接相关。
- **疫情影响全球经济，出口依赖行业增长受限。**在疫情这一最大基本面下，我国经济增长重点正由出口转向内需。与出口相关性高的行业，如化纤制造、轻工制造等制造子行业，日均用电量同比和环比增速都受到一定压制。而 TMT 制造、电气设备制造等内需拉动子行业，不仅实现了较高的日均用电量环比增速，而且实现了较高的同比增速。

图表 28：制造板块用电增速基本恢复



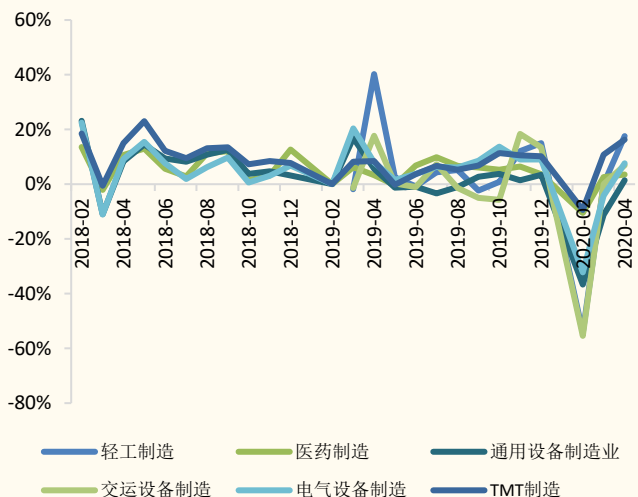
来源：中电联，国金证券研究所

图表 29：制造板块子行业日均用电量同比、环比增速



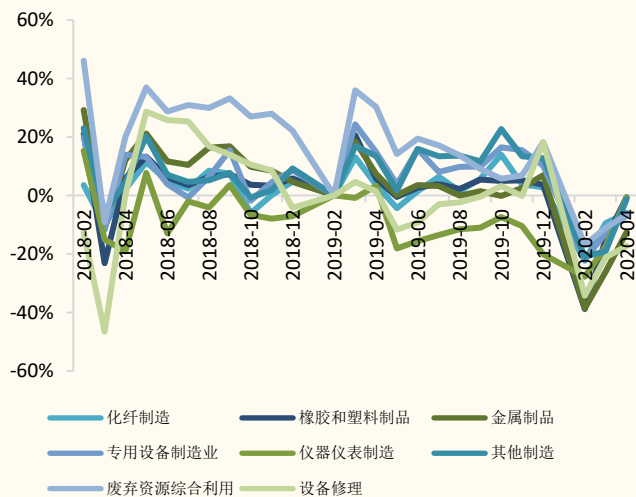
来源：中电联，国金证券研究所

图表 30：制造板块高增速子行业用电量月度增速



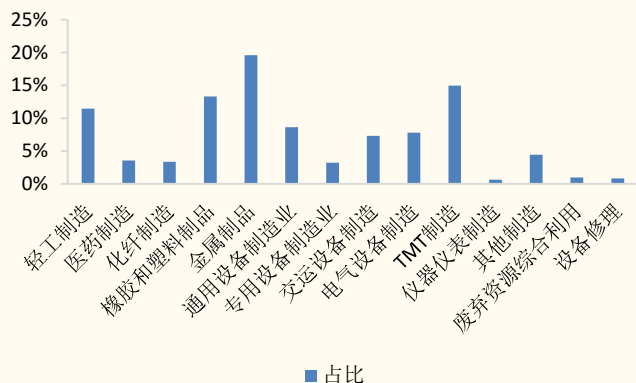
来源：中电联，国金证券研究所

图表 31：制造板块低增速子行业用电量月度增速



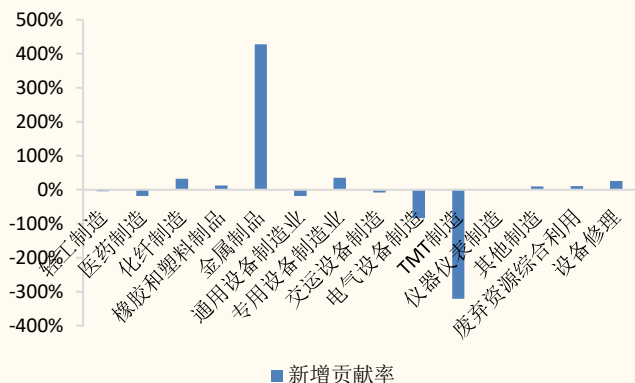
来源：中电联，国金证券研究所

图表 32：制造板块子行业用电量占比



来源：中电联，国金证券研究所

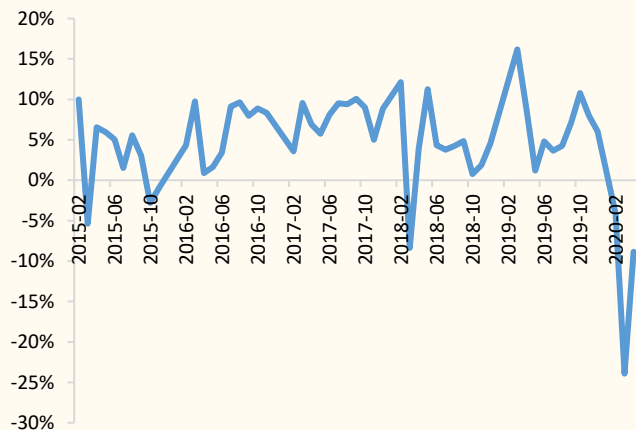
图表 33：制造板块子行业减少承担率



来源：中电联，国金证券研究所

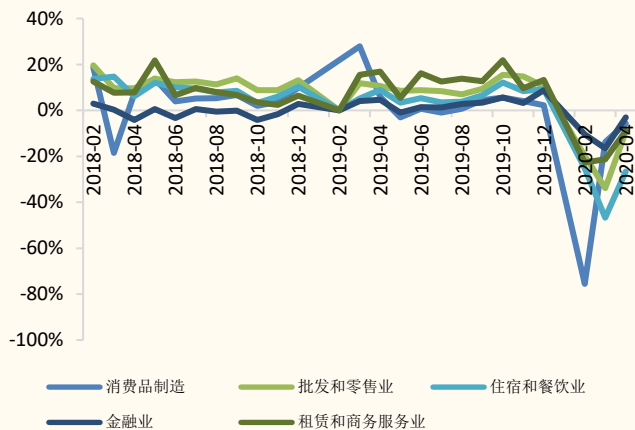
■ 消费板块百废俱兴，线下复苏指日可待。4 月，消费板块用电量下滑幅度从 3 月的 23.9% 收窄为 8.9%。从子行业细分角度看，消费板块各子行业下滑幅度均有缩窄，金融业下滑程度最低为 3%。随着多地由二级响应降到三级响应，批发和零售业迅速恢复，住宿和餐饮业也有可观的环比增速。充分说明人们的线下消费行为正在快速增加，我们预计到 Q2 末期消费将实现复苏。

图表 34：消费板块用电量降幅缩窄



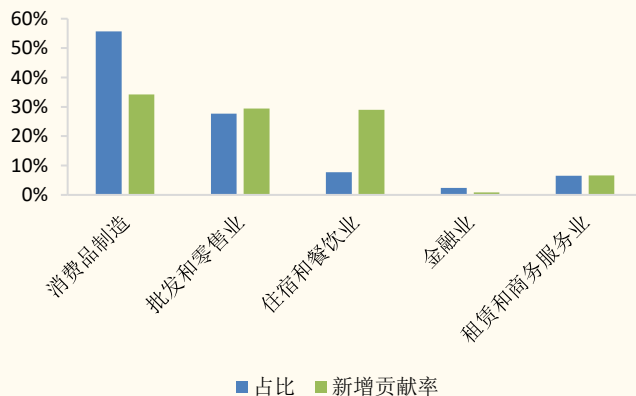
来源：中电联，国金证券研究所

图表 35：消费板块子行业用电量月度增速

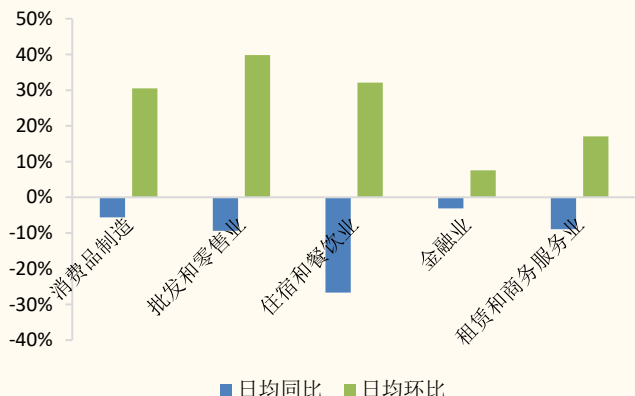


来源：中电联，国金证券研究所

图表 36：消费板块子行业用电量占比和新增贡献率



图表 37：消费板块子行业日均用电量同比、环比增速

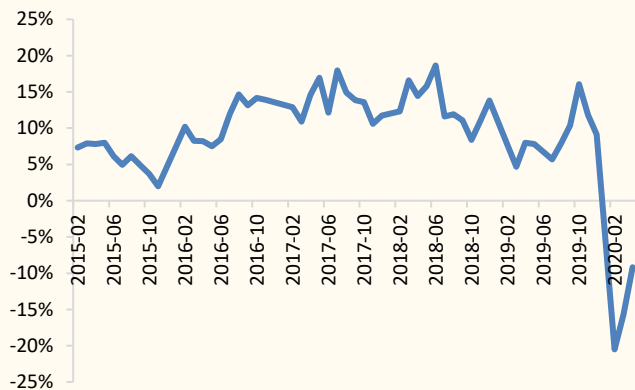


来源：中电联，国金证券研究所

来源：中电联，国金证券研究所

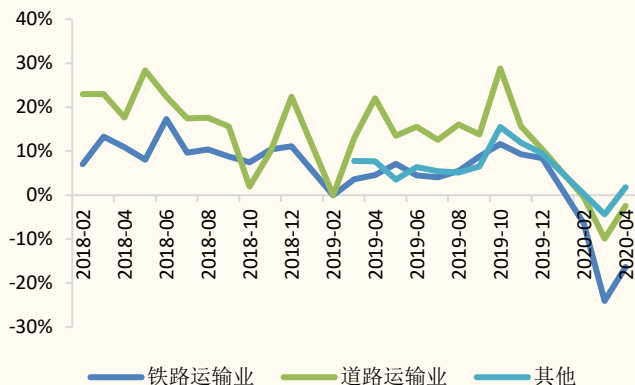
- 疫情影响物流，运输行业恢复尚需时日。4 月交运板块虽然用电增速为六大板块最低，但相比 3 月下滑幅度已经从 15.7% 继续缩窄至 9.2%。各个子行业虽然日均用电量均有环比增长，但是铁路运输业、道路运输业直接与人们出行需求相关，受到隔离以及隔离结束后人们减少出行行为最直接的影响（其中铁路运输尤甚），下滑幅度缩窄但尚未转正。

图表 38：交运板块月度用电量降幅略有缩窄



来源：中电联，国金证券研究所

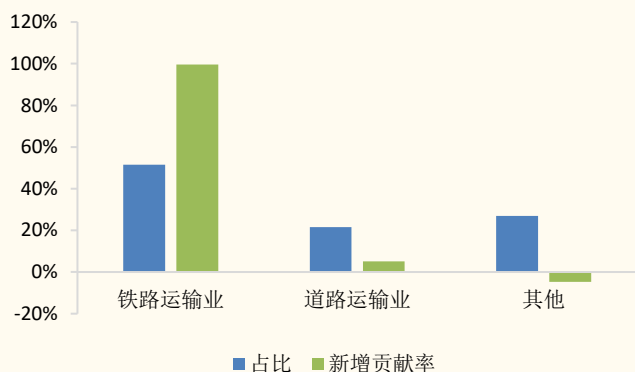
图表 39：交运板块子行业用电量月度增速



来源：中电联，国金证券研究所

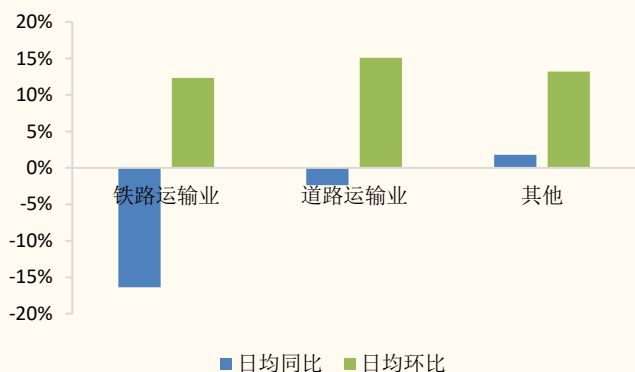
注：交运细分子行业“其他”类目 2020 年 2 月用电增速数据缺失

图表 40：交运板块子行业用电量占比和新增贡献率



来源：中电联，国金证券研究所

图表 41：交运板块子行业日均用电量同比、环比增速

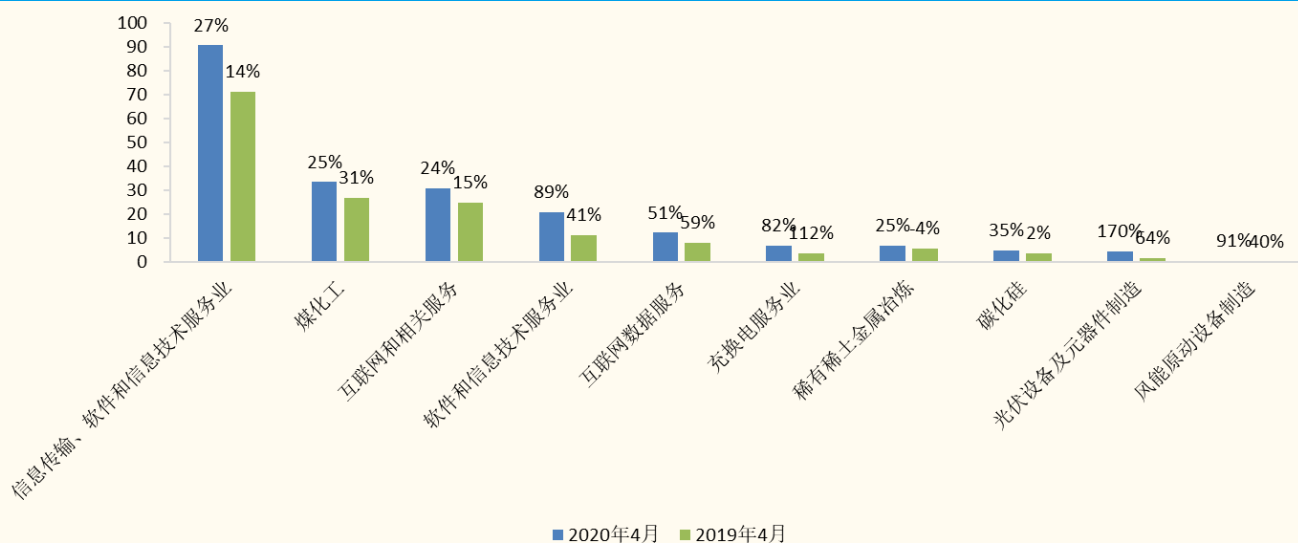


来源：中电联，国金证券研究所

电动汽车与风光发电生产相关景气度大增，流动受限行业仍低迷

- 用电量反馈行业景气度，TMT、电动汽车、风光发电生产领涨。用电量同比增速直接反应细分行业的复工情况。71 个细分行业中，本月共有 33 个行业用电量同比实现正增长。TMT 板块的主要细分行业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、互联网数据服务进入 4 月用电同比增速前十位，反映了该行业的高景气度。煤化工 25% 的用电增速反映了行业产量的快速增加，4 月煤价跌至低点。稀有稀土金属冶炼、充换电服务业用电量高增长反映电动汽车行业在特殊时期逆势增长的强劲动力。碳化硅行业的用电量高增长则与电子产业链向国内转移有关。光伏设备及原件制造、风能原动设备制造行业用电量高速增长则是因为全行业抢装赶工追赶进度。

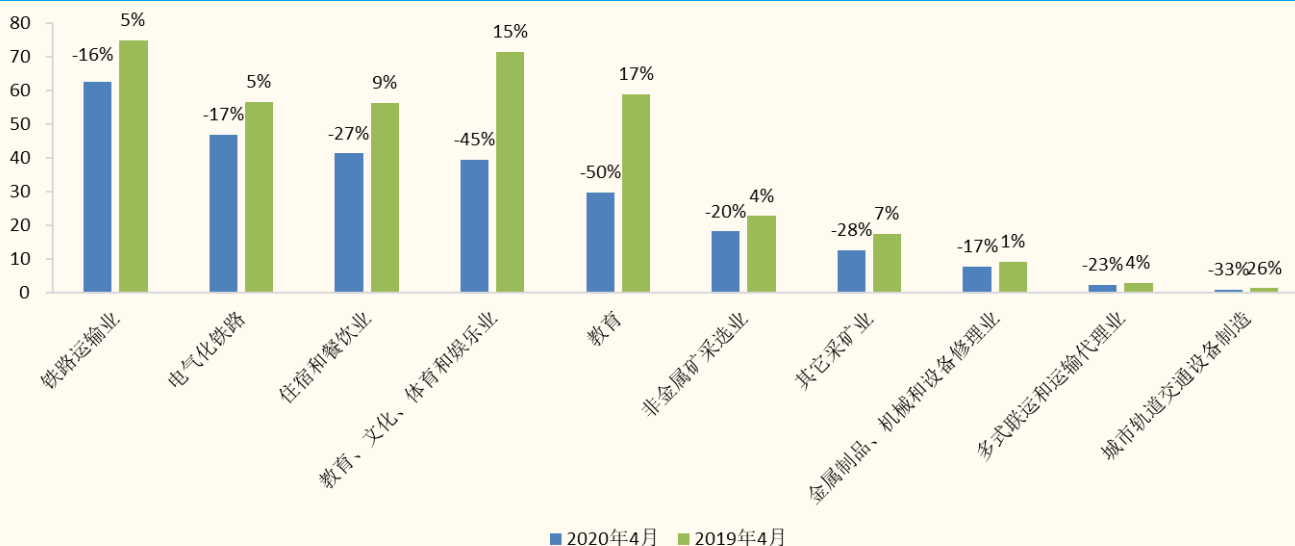
图表 42：2020 年 4 月用电量增速前十名行业用电量对比 2019 年 4 月用电量（亿千瓦时）
（柱状图数值为当月用电量，标签数值为当月用电量增速）



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

- 4 月用电量同比增速后十行业服务业和制造业各半，进入后十位的制造业行业用电量下滑主要是因为产业结构发生变化、行业衰退；进入后十位的服务业行业则主要是因为疫情缓和后人们仍在主动减少非必要的出行和消费活动。

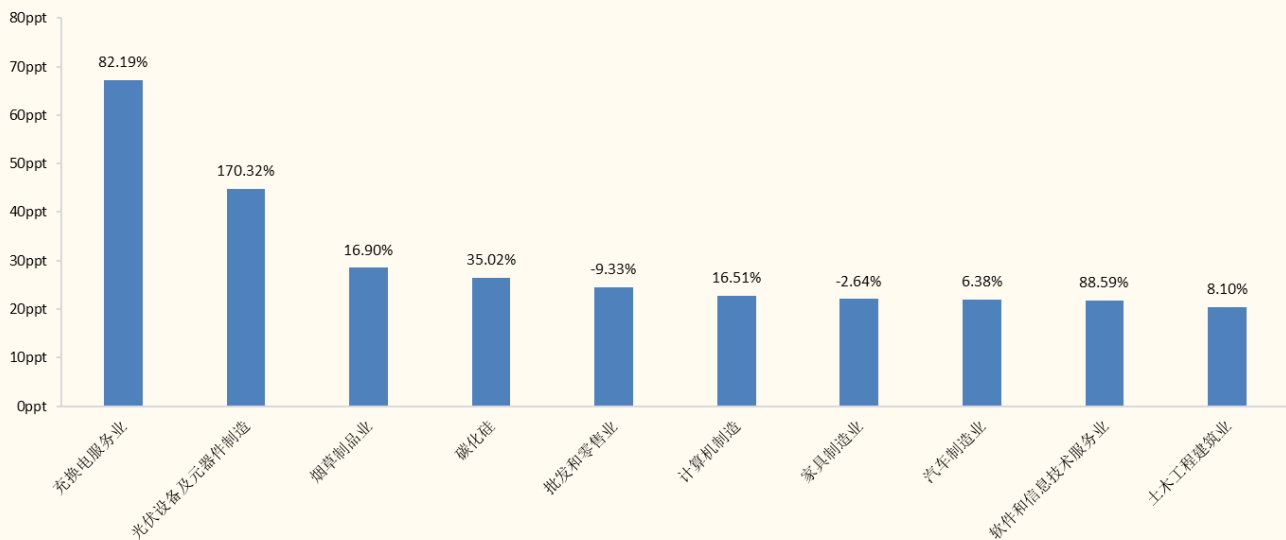
图表 43：2020 年 4 月用电量增速后十名行业用电量对比 2019 年 4 月用电量（亿千瓦时）
（柱状图数值为当月用电量，标签数值为当月用电量增速）



来源：中电联，wind，国金证券研究所

- 我们采用 4 月用电增速相比 3 月变化差值数据，观察复工复产改善情况。消费板块的批发零售业、烟草制造业复工复产效果明显。虽然消费板块整体用电增速仍为负数，但个别子行业如烟草制造业、批发零售业用电增速改善显著。计算机制造业、家具制造业、土木工程建筑业用电增速大幅提高说明行业复工顺利。充换电服务业、光伏设备及原件制造、碳化硅、软件和信息技术服务业出现在前述用电量增速排名前十行业中，不再赘述。

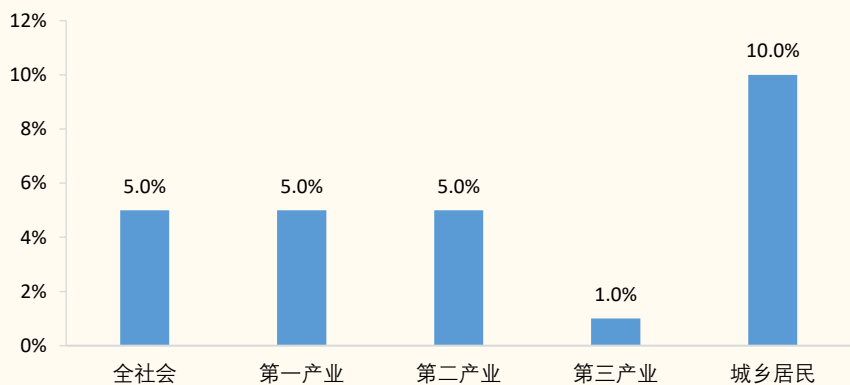
图表 44：2020 年 4 月相比 2020 年 3 月用电增速变化前十行业
(柱状图数值为用电增速变化差值，标签数值为当月用电量增速)



来源：中电联，wind，国金证券研究所

- **高温叠加社会秩序恢复，5 月行业与居民用电齐增。**综合以上分析我们认为，预计 5 月全社会用电增约为 5%，第二产业将在 4 月基本恢复后实现正向持续增长；三产基本恢复至去年同期水平或稍有增长；我国大部分重点城市气温较上年偏高，预计居民用电增速有望超过 4 月增幅。
- 从六大板块角度，预计 5 月 TMT 板块将继续以高增速实现用电量增长；能源板块继续在 4-6% 的用电增速范围企稳；地产周期板块由于基建拉动，用电增幅预计将扩大；制造板块在用电量恢复去年同期水平后，将实现用电量正增长，尤其 TMT 制造、风光新能源相关制造继续保持高用电增速；消费板块用电量接近或基本恢复去年同期水平。

图表 45：预计 5 月全社会用电量增速约 5%

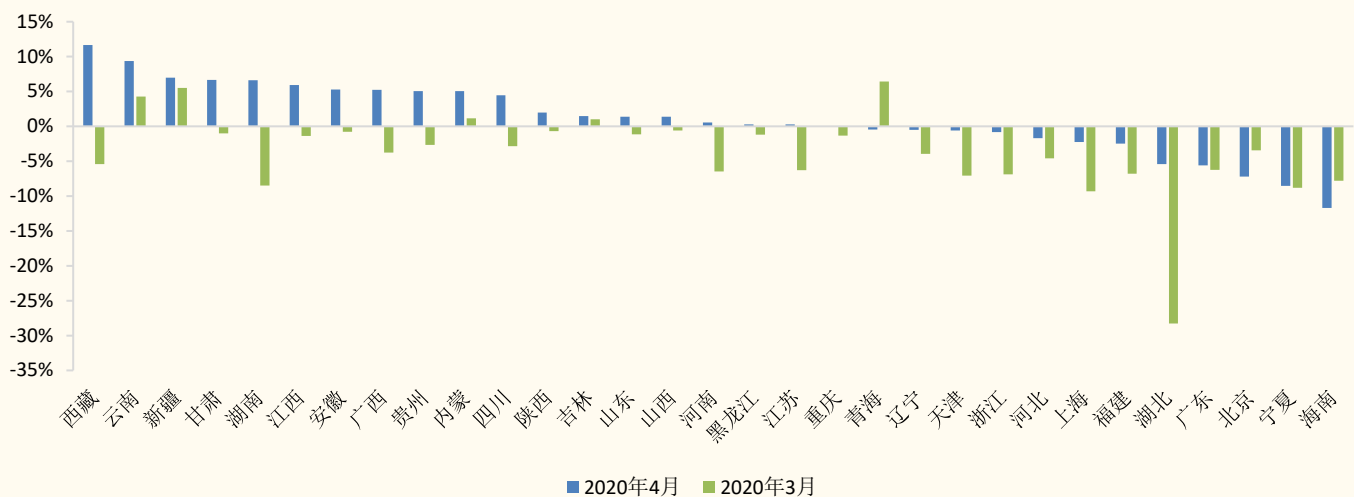


来源：中电联，wind，国金证券研究所

分省看西南省份领涨全国，四大用电省复工尚未完成

- 2020 年 4 月，全国各省用电量增速与复工情况高度相关。受疫情影响较小、人口密度低的省份如西藏、云南、新疆等省份保持较高的用电增速，在全国范围内领涨。江苏、西藏、湖南、河南、广西、贵州等省份从上个月的用电负增长快速恢复至本月的正增长；湖北、浙江、上海、福建等省份用电量下滑幅度大幅缩减，尤其湖北已经告别用电量负增长第一位置。山东、广东两省用电量增速出现小幅改善。

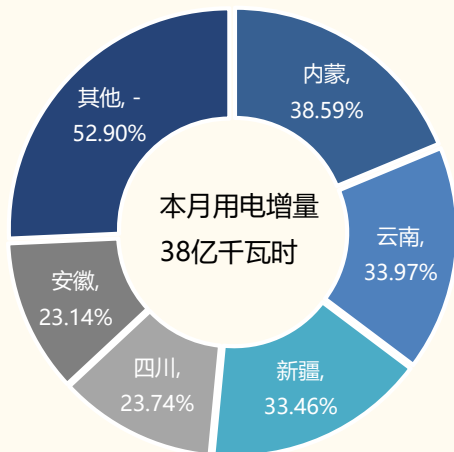
图表 46：全国各省用电量增速情况 (%)



来源：中电联，wind，国金证券研究所

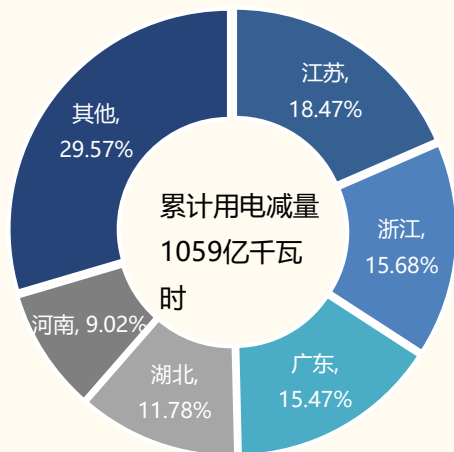
- **四大用电省新增贡献率有限，复工仍然进行中。**2020年4月全国各省用电量贡献率前五省份分别为内蒙、云南、新疆、四川、安徽，本月我国四大用电省份用电新增贡献率排名最高为山东，新增贡献率17.84%，排全国第八位。1-4月全国各省累计用电减量承担率前五省份分别为江苏、浙江、广东、湖北、河南，前三省为我国用电大省，且疫情中受到较为严重影响，河南由于临近湖北且疫情期间管理较为严格，也造成了较大的用电减量。说明四大用电省份以及湖北内部复工尚未完成。

图表 47：4月全国各省当月用电增量贡献率



来源：中电联，wind，国金证券研究所

图表 48：2020年1-4月全国各省累计用电减量承担率



来源：中电联，wind，国金证券研究所

风险提示

- 新冠疫情影响超出预期；
- 电价超预期下降；
- 主要水系来水不及预期；
- 煤价下跌不及预期。

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