

【事件】

5月18日，国家统计局公布了今年4月能源生产情况。公布内容显示，今年4月，规模以上工业（以下简称“规上工业”）原煤生产保持较高水平，原油、电力生产增速加快，天然气生产平稳增长。

具体来看，4月，规上工业原煤产量为3.9亿吨，同比下降1.0%，3月份为同比持平，日均产量1285万吨；规上工业原油产量为1794万吨，同比增长1.2%，增速比3月份加快1.0个百分点，日均产量59.8万吨；规上工业天然气产量为219亿立方米，同比增长1.9%，增速比3月份放缓1.1个百分点，日均产量7.3亿立方米。

电力生产方面，4月份，规上工业发电量为7440亿千瓦时，同比增长2.6%，增速比3月份加快1.2个百分点。分品种看，规上工业火电、太阳能发电增速放缓，水电增速加快，核电、风电降幅收窄。其中，规上工业火电同比增长3.1%，增速比3月份放缓1.1个百分点；规上工业水电增长12.2%，增速加快1.4个百分点；规上工业核电下降8.7%，降幅收窄3.1个百分点；规上工业风电下降5.0%，降幅收窄12.3个百分点；规上工业太阳能发电增长7.1%，增速放缓2.9个百分点。

【点评观点】**➤ 原煤产量同比转降，供给端边际趋紧支撑煤价**

4月原煤产量同比下降1.0%，系年内首次转负（3月为持平），1-4月累计亦微降0.1%，反映安全监管趋严及落后产能退出政策效果显现。从高频数据看，截至5月15日，三西地区样本煤矿产能利用率91.45%，尚未回到满产水平。供给侧边际收紧叠加进口煤价差持续倒挂（广州港印尼煤Q5500库提价941元/吨，显著高于秦港内贸价835元/吨），进口煤对国内供应的补充作用削弱。在供给端约束加强的背景下，4月以来动力煤价格持续上行，秦港Q5500动力煤现货价从4月初的760元/吨升至5月中旬的835元/吨，涨幅接近10%，同比大幅上涨约34%。展望后续，迎峰度夏前电厂补库需求将集中释放，叠加社会库存处于近年低位（全社会库存同比减少约1534万吨），有利支撑煤价。

➤ 电力生产增速加快，水电表现亮眼对冲风电下滑**研究部**

姓名：杨义琼

SFC: AXU943

电话：0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

4月发电量同比增长2.6%，增速较3月加快1.2个百分点，反映国内经济活动延续复苏态势、用电需求稳步增长。结构上呈现明显分化：水电同比大增12.2%，增速继续加快，主要受益于来水改善及水库蓄水量同比偏高；太阳能发电增长7.1%，但增速放缓2.9个百分点，主因去年同期高基数（光伏新增装机大幅增加形成高基数效应）。值得关注的是，风电发电量同比下降5.0%，虽较3月降幅收窄12.3个百分点，但仍录得负增长，主要受4月风资源偏弱影响；核电同比下降8.7%，预计与部分机组检修安排有关。火电维持正增长（+3.1%），但增速放缓，在水电出力增加及用电需求温和增长背景下，火电调峰角色更加凸显。

➤ 原油开采端提速但加工端承压，炼化行业或面临结构性调整

4月原油产量同比增长1.2%，增速较3月加快1.0个百分点，反映国内增储上产战略有序推进。但原油加工量同比下降5.8%，降幅较3月扩大3.6个百分点，1-4月累计同比下降0.5%，反映成品油终端消费趋弱及炼化行业产能过剩压力加大。新能源车渗透率持续提升（4月新能源车销量占比达53.2%）对传统成品油需求形成持续替代压力。天然气产量同比增长1.9%，增速小幅放缓，但整体维持稳健增长态势，1-4月累计产量900亿立方米（+2.7%），反映天然气在能源结构中的地位持续提升。

投资建议：

- 1) 煤炭板块：原煤产量同比转降叠加迎峰度夏预期，供需格局偏紧支撑煤价上行。头部煤企盈利弹性充足，建议关注中国神华（1088 HK）、兖矿能源（1171 HK）、中煤能源（1898 HK）等龙头企业。
- 2) 火电板块：电力需求增速加快叠加容量电价增厚，火电企业“成本可控+容量电价增量+调峰价值凸显”三重逻辑持续强化。当前动力煤年度长协价689元/吨，较现货价折让明显，高长协占比的火电企业燃料成本可控，盈利确定性增强。建议关注华润电力（0836 HK）、华能国际（0902 HK）。
- 3) 水电板块：来水持续偏丰（4月水电发电量+12.2%），水电企业发电量增长确定性较高，叠加经营杠杆效应，利润弹性突出。建议关注中国电力（2380 HK）。
- 4) 新能源运营商：风电发电量仍处负增长区间，光伏增速亦有所放缓，新能源运营商单位盈利继续承压，行业处于底部估值洼地，需关注后续风资源恢复及消纳政策落实节奏。

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>