

【事件】

用电量：10 月 21 日，国家能源局发布 9 月及前三季度全社会用电量数据。9 月份，全社会用电量 8997 亿千瓦时，同比增长 1.2%，单月增速较 8 月的 1.7% 进一步回落；1-9 月累计 80734 亿千瓦时，同比增长 3.9%，较 1-8 月累计增速 4.3% 放缓 0.4 个百分点。

分产业用电（9 月单月）：第一产业用电量 135 亿千瓦时，同比增长 4.1%；第二产业 5800 亿千瓦时，同比增长 1.7%，其中工业 5751 亿千瓦时，同比增长 1.8%，高技术及装备制造业 1167 亿千瓦时，同比增长 4.6%；第三产业 1852 亿千瓦时，同比增长 4.9%，其中充换电服务业、互联网数据服务用电量分别为 168 亿、98 亿千瓦时，增速分别达 57.0%、35.4%；城乡居民生活用电量 1210 亿千瓦时，同比下降 6.0%，主因受“沙德尔”台风等极端天气影响，9 月上中旬华中、华东、南方等高负荷区域降温用电需求下降。

分产业用电（1-9 月累计）：第一产业 1182 亿千瓦时，同比增长 3.4%；第二产业 51098 亿千瓦时，同比增长 4.1%，其中工业 50632 亿千瓦时，同比增长 4.3%，高技术及装备制造业 9619 亿千瓦时，同比增长 8.7%；第三产业 16109 亿千瓦时，同比增长 6.8%，其中充换电服务业、互联网数据服务分别为 1315 亿、793 亿千瓦时，增速分别达 55.4%、41.6%；城乡居民生活 12346 亿千瓦时，同比下降 0.3%。

【点评观点】

➤ 台风气温扰动压低单月增速，用电增长动能加速向新质生产力切换

需求端：9 月单月用电增速回落至 1.2%，主要拖累来自居民用电同比下降 6.0% 的台风气温扰动，按居民用电持平测算，9 月真实增速约 2.1%，气温拖累约 0.9pct；二产、三产分别增长 1.7%、4.9% 均高于总量增速，生产性用电韧性仍在。结构分化愈发鲜明：高技术及装备制造业 9 月增长 4.6%、累计增长 8.7%，显著高于工业整体的 1.8% 和 4.3%；充换电服务业、互联网数据服务累计增速高达 55.4%、41.6%，AI 算力与新能源车补能已取代传统高耗能行业成为用电增量的核心引擎。

研究部

姓名：杨义琼

SFC: AXU943

电话：0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

供给端：电量结构切换同步映射到发电侧，9月水电同比下降18.1%由增转降，火电兜底压力下电量降幅收窄2.9个百分点，核电、风电、光伏分别增长21.5%、10.6%、19.5%，前三季度清洁能源发电占比升至36.8%。需求增量向数据中心、充换电等新业态集中，供给增量向清洁能源集中，“算电协同、绿电直连”的产业趋势在电量数据上持续兑现。

➤ 迎峰度冬临近，电量增速有望回升，关注火电电量修复与绿电需求重估

随着四季度迎峰度冬临近，居民及供暖用电需求回升，叠加高技术制造与新业态用电的刚性高增，全社会用电增速或有望回到3.5%-4%左右的年度中枢。火电方面，水电出力转弱后其兜底保供价值凸显，电量端已现边际修复信号，容量电价机制托底下盈利稳定性增强；绿电方面，互联网数据服务用电的累计高增为绿电直连、源网荷储一体化项目打开需求空间，具备优质资源区位与低融资成本的运营商有望率先受益。中长期投资逻辑主要是用电结构切换驱动电力资产分化，电量确定性强、现金回报稳定的港股运营商仍具重估空间。

➤ 投资建议

中长期建议继续沿“火电盈利稳定优先、绿电重估跟进”两条主线布局港股电力板块：

- 1、火电主线：建议关注华能国际（0902.HK）、华润电力（0836.HK）、大唐发电（0991.HK）和华电国际（1071.HK）
- 2、新能源运营主线：受益于绿电直连、算电协同打开的消纳与溢价空间，建议关注龙源电力（0916.HK）、大唐新能源（1798.HK）和新天绿能（0956.HK）

风险提示：电力需求不及预期；绿电直连落地不及预期；煤价大幅波动风险。

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。本报告清晰准确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>