

# 风电电价新政落地，存量项目不确定性消除

电力

## 价格政策符合预期，护航陆上风电平价上网最后一公里

此次电价新政的补贴退坡幅度和节奏与之前行业预期较为一致，为陆上风电全面进入平价时代明确了路径及方向。通知要求 2019 年起新核准的陆上风电和海上风电电价均采用竞争方式确定，且电价不能高于指导价。我们认为竞争性配置有利于实现风电资源的优化配置，在降低新增补贴需求的同时能实现风电装机的稳健增长。以 2019 年 I 类资源区 0.34 元/千瓦时的指导价作为测算依据，在 2800 利用小时、单位装机成本为 7000 元/千瓦的假设下，我们测算陆上风电的税后全投资收益率为 8.03%，可以满足绝大多数投资商的收益率要求。内蒙古 2018 年全年风电利用小时仅为 2204 小时，较 2800 小时仍有较大差距。在新的电价政策和竞争性配置政策下，具有**较好风资源属性、能确保消纳不弃风、自身建设水平及运营水平高**的风电运营商有望脱颖而出，从而实现风电产业的竞争优化，推动陆上风电迈向平价上网的目标。

## 对海上风电扶持态度明显，存量项目电价风险消除

对于海上风电，通知规定 2018 年底前核准且在 2021 年底前全部机组并网的，则执行核准时上网电价；2022 年及以后全部机组并网的，执行并网年份的指导价。考虑到海上风电的建设周期一般为 2~4 年，通知所规定的时间要求能满足大部分项目的建设周期。但海上风电要求全部机组并网才能执行核准时上网电价，这一要求较陆上风电更为严格，对于开发企业的项目推进能力和投资决策能力提出了更高的要求。在当前可再生能源补贴缺口较大的大背景下，通知能够确保存量海上风电的电价水平并对新核准的海上风电指导价进行小幅调整，已经充分体现出政府对于海上风电的支持力度。

## 福能股份电价不确定性消除，持续重点推荐

福能股份系福建省国资委旗下区域发电龙头企业，2018 年其风电业务对毛利润贡献已达 40.4%。公司目前在建海上风电 40 万千瓦（平海湾 F 区及石城）进展较为顺利，石城首台 7MW 风机已于 5 月 23 日顺利吊装，公司海上风电全年有望投运 15 万千瓦左右，此外公司还有长乐外海 C 区 49.8 万千瓦的海上风电装机已核准。此前市场担忧海上风电电价政策调整的风险，对公司成长性预期偏悲观。此次通知出台后，我们认为福能股份电价不确定性基本消除，其海上风电的成长性有望逐步释放。我们预计，2019-2021 年公司归母净利润分别为 14.74 亿元、18.08 亿元、19.42 亿元，考虑可转债摊薄后估算 PE 为 10.3、8.4 和 7.8 倍，维持“买入”评级。

维持

买入

万炜,CFA

wanwei@csc.com.cn

021-68821626

执业证书编号：S1440514080001

研究助理：高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

研究助理：任佳玮

renjiawei@csc.com.cn

021-68821600

发布日期：2019 年 05 月 27 日

## 市场表现



## 相关研究报告

- |          |                             |
|----------|-----------------------------|
| 19.05.16 | 电力:第二批降电价政策出台，发电企业不含税电价不受影响 |
| 19.05.16 | 电力:可再生能源电力消纳保障机制四易其稿终落地     |
| 19.05.06 | 火电一季度业绩回暖，长期内估值中枢有望提升       |

### 发改委发布通知，风电电价政策出台

近日国家发改委发布通知，为落实风电 2020 年实现与煤电平价上网的目标、优化风电资源的高效利用，陆上风电及海上风电的标杆电价均改为指导价。新核准的集中式陆上风电项目上网电价全部通过竞争方式确定，不得高于项目所在资源区指导价（指导价低于当地燃煤标杆电价（含脱硫、脱硝、除尘）的地区，以燃煤标杆电价作为指导价）；自 2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。对 2018 年底前已核准的海上风电项目，如在 2021 年底前全部机组完成并网的，执行核准时的上网电价；2022 年及以后全部机组完成并网的，执行并网年份的指导价。

**表 1：风电电价调整明细表（单位：元/千瓦时）**

年份	I 类	II 类	III 类	IV 类	近海风电
2018（标杆电价）	0.40	0.45	0.49	0.57	0.85
2019（指导价）	0.34	0.39	0.43	0.52	0.80
2020（指导价）	0.29	0.34	0.38	0.47	0.75
2021（平价上网）	0.273	0.324	0.326	0.395	-

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

注：2021 年新核准陆上风电全面平价上网，此处暂按相关资源区煤电标杆电价均值估算

### 价格政策符合预期，护航陆上风电平价上网最后一公里

自 2009 年风电标杆上网电价制度出台以来，标杆电价制度在引导我国风电产业升级、推动风电行业健康稳定发展方面起到了至关重要的作用。国家发改委以成本加合理利润作为电价制定的原则，根据风电装机成本变化情况进行了三次适时适度的电价退坡，一方面提升了可再生能源基金的补贴效率，另一方面也合理引导了风电装机的地域分布。但近年来我国新能源产业快速发展，可再生能源补贴缺口问题愈发严重。根据我们测算，**如果所有补贴金额均能征收到位（解决自备电厂及其他原因欠费），目前应收补贴基本上可以满足前七批补贴需求**，但和理论补贴总需求仍有一定差距。我们预测 2018 年，需求与预估实收补贴差额为 **993 亿**；即使所有应收补贴完全征收，当年可再生能源需求总缺口仍高达 **792 亿元**。在此情况下可再生能源电价政策势必需要有所调整转变。

此次电价新政的补贴退坡幅度和节奏与之前行业预期较为一致，为陆上风电全面进入平价时代明确了路径及方向。通知要求 2019 年起新核准的陆上风电和海上风电电价均采用竞争方式确定，且电价不能高于指导价。我们认为竞争性配置有利于实现风电资源的优化配置，在降低新增补贴需求的同时能实现风电装机的稳健增长。以 2019 年 I 类资源区 0.34 元/千瓦时的指导价作为测算依据，在 2800 利用小时、单位装机成本为 7000 元/千瓦的假设下，我们测算陆上风电的税后全投资收益率为 8.03%，可以满足绝大多数投资商的收益率要求。内蒙古 2018 年全年风电利用小时仅为 2204 小时，较 2800 小时仍有较大差距。在新的电价政策和竞争性配置政策下，具有**较好风资源属性、能确保消纳不弃风、自身建设水平及运营水平高**的风电运营商有望脱颖而出，从而实现风电产业的竞争优化，推动陆上风电迈向平价上网的目标。

在以往风电电价调整政策中，电价的调整主要参照项目的核准和开工时间执行。此次通知明确项目电价水平取决于项目核准时间和建成并网时间，避免了“核而不建”的现象，更具合理性和可操作性。通知规定，2018 年底之前核准的陆上风电如未能在 2020 年底前未完成并网的，以及 2019 年、2020 年核准但 2021 年底前未完成并网的，国家不再补贴。考虑到陆上风电一般一年左右的建设期，我们认为通知为存量陆上风电预留的 1~2

年的建设周期不仅合理考虑了风电开发的时间周期，也有利于尽快推动陆上风电的平价上网。在电价政策的推动下，我国风电产业或迎来新一轮抢装。

### 对海上风电扶持态度明显，存量项目电价风险消除

对于海上风电，通知规定 2018 年底前核准且在 2021 年底前全部机组并网的，则执行核准时上网电价；2022 年及以后全部机组并网的，执行并网年份的指导价。考虑到海上风电的建设周期一般为 2~4 年，通知所规定的时间要求能满足大部分项目的建设周期。但海上风电要求全部机组并网才能执行核准时上网电价，这一要求较陆上风电更为严格，对于开发企业的项目推进能力和投资决策能力提出了更高的要求。

整体而言，我国海上风电尚处于起步阶段，还需要长期的技术创新、产业链整合完善及运营经验的积累才有可能实现平价上网。在当前可再生能源补贴缺口较大的大背景下，通知能够确保存量海上风电的电价水平并对新核准的海上风电指导价进行小幅调整，已经充分体现出政府对于海上风电的支持力度。

### 福能股份电价不确定性消除，持续重点推荐

福能股份系福建省国资委旗下区域发电龙头企业。公司主营热电联产及新能源发电，截至 2018 年底，公司控股在运装机容量 484.1 万千瓦，其中包括风力发电 71.4 万千瓦、燃煤发电及热电联产 255.61 万千瓦、天然气发电 152.8 万千瓦、光伏发电 4.29 万千瓦。2018 年公司风电及火电板块分布贡献 6.06 亿元和 8.44 亿元的毛利润，占总毛利润的比重分别为 40.4% 和 56.2%，公司风火互济的经营格局已初步形成。目前在洋坪和外山投运后公司陆上风电装机规模已达 75.4 万千瓦。考虑到年内顶岩山 4.8 万千瓦及潘宅部分装机投运，我们预期 19 年底公司陆上风电装机有望达到 84.2 万千瓦。公司目前在建海上风电 40 万千瓦（平海湾 F 区及石城），项目进展较为顺利，石城首台 7MW 风机已于 5 月 23 日顺利吊装，公司海上风电全年有望投运 15 万千瓦左右，此外还有长乐外海 C 区 49.8 万千瓦的海上风电装机已核准。

此前市场担忧海上风电电价政策调整的风险，对公司成长性预期偏悲观。此次通知出台后，我们认为福能股份电价不确定性基本消除，其海上风电的成长性有望逐步释放。在福建海上风电单位千瓦投资 1.8 万元的假设下，我们测算公司海上风电税后全投资收益率受电价及利用小时影响的敏感性如下表所示。

**表 2：福能海上风电税后全投资收益率敏感性测算（单位：元/千瓦时，小时）**

税后全投资收益率	利用小时				
	3300	3600	3900	4200	4500
上网电价					
0.75	7.7%	8.9%	10.1%	11.3%	12.4%
0.80	8.6%	9.8%	11.1%	12.3%	13.5%
0.85	9.4%	10.8%	12.1%	13.4%	14.7%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

整体而言，受益于福建省优质的海上风电资源，公司海上风电利用小时有较大的可能性超出可研报告中 3300~3500 小时的预测值，从而带来业绩超预期的弹性。目前福建省已投运的海上风电运营情况良好，各项盈利指标均处于较高水平。假设公司未来在建工程按计划投产，在不考虑资产注入影响的情况下，我们预计，2019-2021 年公司归母净利润分别为 14.74 亿元、18.08 亿元、19.42 亿元，考虑可转债摊薄后估算 PE 为 10.3、8.4 和 7.8 倍，维持“买入”评级。

## 分析师介绍

**万炜,CFA:** 公用事业与环保研究员, 华中科技大学经济学硕士, 2014 年加入中信建投证券研究所, 2015 年、2016 年新财富煤炭行业最佳分析师第二名团队成员, 2017 年新财富电力公用事业入围。

**研究助理 高兴:** 华中科技大学工学学士, 清华大学热能工程系硕士, 三年电力设备行业工作经验, 2017 年开始从事卖方研究工作。2018 年加入中信建投证券, 现任电力公用事业研究助理。

**研究助理 任佳玮:** 南京大学经济学学士, 复旦大学金融硕士, 2018 年加入中信建投证券, 现任电力公用事业研究助理。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn  
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn  
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn  
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn  
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn  
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn  
任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn  
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn  
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn  
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn  
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn  
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn  
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn  
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn  
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn  
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn  
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn  
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn  
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn  
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn  
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn  
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn  
XU SHUFENG 0755-23953843  
xushufeng@csc.com.cn  
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn  
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn  
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn  
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859