

中国电力新能源 (0735.hk)

新能源装机高增长，估值修复行情继续

分析师： 韩 玲 S0260511030002



021-60750603



gfhl@gf.com.cn

核心观点：

● 股权结构优化在即，助力后续扩张

公司为全国五大发电集团之一的中电投集团控股子公司，后者持有上市公司 28.16% 的股份；第二大股东长江三峡集团公司持有 27.2% 的股份。两大股东的持股差异比较小，目前公司有意向突出控股股东的地位，以为后续潜在的股权融资或资产注入等计划扫清障碍。同时为了消除和母公司之间的同业竞争问题，若考虑中电投旗下的清洁能源资产的注入，公司的规模可以在短时间内实现跳跃式的增长，具有相当大的想象空间。股权结构的改善将明晰公司在新能源行业中的定位，加速后续扩张。

● 风电与燃气发电接力贡献营收高增长

公司于 2014 年新建成的 554.5 兆瓦风电装机将于今年 2 月份正式投入商业运营，带动风电发电量和公司全年总营收分别增长 70% 与 20%；东莞二期的两台 460 兆瓦的燃气发电机组紧随其后，将于 2015 年年底投产，于 2016 年全年贡献营收，总营收增长高达 89%。除此之外，公司在老挝装机 728 兆瓦的大型水电项目将于 2018 年投产，公司在未来五年内可保持营收的持续高增长。

● 打造燃气发电与垃圾发电两大优势板块，同时积极海外扩张

公司目前的装机量不大，且较为分散；基于现阶段的运营状况，公司将着重发展效益较好的燃气发电与垃圾发电两个板块，在手项目储备充足；同时积极进行海外扩张，目前在德国、美国、老挝均有项目运营或在建，未来重心将放在泰国、马来西亚、老挝等东南亚国家，在国家一带一路战略支持下将有所斩获。

● 低估值的优质资产，极具投资价值

公司目前 PB 仅为 0.85，我们预计 2017 年的利润对应 PE 仅为 6.5，估值修复行情仍将持续。

● 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为人民币 0.038、0.058 和 0.092 元，给予“买入”评级。

● 风险提示

装机增速低于预期；风况与弃风率恶化；费用与融资成本上升等。

投资摘要	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入（百万元人民币）	2,188	2,344	2,809	5,297	6,749
变动（%）	20.3	7.2	19.8	88.6	27.4
净利润（百万元人民币）	257	275	441	671	1,068
全面摊薄每股收益（人民币元）	0.022	0.024	0.038	0.058	0.092
市盈率（倍）	27.1	25.4	15.8	10.4	6.5
每股股息（人民币元）	0.000	0.008	0.011	0.017	0.028
股息率（%）	0.0	1.3	1.9	2.9	4.6

目录索引

一、中国电力新能源公司简介	4
1.公司的沿革	4
2.公司的股权结构	5
3.公司的收入构成	5
二、风电投产在即，全年业绩高增长可期	6
1.上网电价下调引爆抢装行情	6
2.风电售电拉动营收增长	8
三、主力发展燃气发电，形成优势板块	8
1.能源结构转型，利好燃气发电	8
2.国际油价下跌带动燃气成本下行	10
四、垃圾发电项目加速上马，高速扩张	11
五、谨慎开发光伏项目，积极求变	13
六、寻求收购国内小水电，推进海外大水电项目建设	13
七、财务状况分析	15
八、盈利预测	15
九、同业估值对比	17
十、风险提示	17

图表索引

图 1: 截至 2014 年公司装机分布情况.....	5
图 2: 公司权益装机容量增长与预测 (兆瓦)	5
图 3: 2014 年公司收入构成	6
图 4: 2014 年公司经营利润构成	6
图 5: 公司风电权益装机增长	6
图 6: 公司风力发电量详情与预测 (兆瓦时).....	8
图 7: 燃气发电业务收入与盈利情况	9
图 8: 公司燃气发电装机增长 (兆瓦)	9
图 9: 公司燃气发电量预测 (兆瓦时)	9
图 10: 燃气发电业务营收构成	10
图 11: 全国 LNG 价格 (人民币元/吨)	11
图 12: 公司历年水电装机与发电量变化	14
图 13: 公司营收增长情况 (百万元人民币)	15
图 14: 公司净利增长情况 (百万元人民币)	15
图 15: 同行业资产负债率 (%)	15
图 16: 公司财务费用占营收比	15
表 1: 公司历史沿革	4
表 2: 公司股权结构 (截至 2014 年底)	5
表 3: 公司各风电项目运营状况	7
表 4: 公司所储备的风电项目概况	7
表 5: 燃气发电储备项目进展情况	10
表 6: 天然气调价前后价格对比	11
表 7: 公司在运垃圾发电项目详情	12
表 8: 公司在建与储备垃圾发电项目概况	12
表 9: 公司在运行的光伏项目概况	13
表 10: 公司光伏储备项目概况	13
表 11: 公司运营水电项目概况	14
表 12: 公司储备水电项目概况	14
表 13: 公司收入预测详情	15
表 14: 香港上市公司中同业公司比较	20

一、中国电力新能源公司简介

1. 公司的沿革

中国电力新能源发展有限公司是一家于香港上市的中国能源供应商，主要业务为于中国内地开发、建设、拥有、经营及管理清洁能源发电厂，其中包括但不限于风力发电、水力发电、垃圾发电、天然气发电、光伏发电和其他与中国内地之发电项目；同时致力于发展基于智能电力系统的分布式能源和绿色智能健康城市等项目。目前公司拥有或控股的发电项目主要位于广东、福建、海南、贵州和甘肃等地，生产的电力出售予南方电网、华东电网和西北电网等。

表1：公司历史沿革

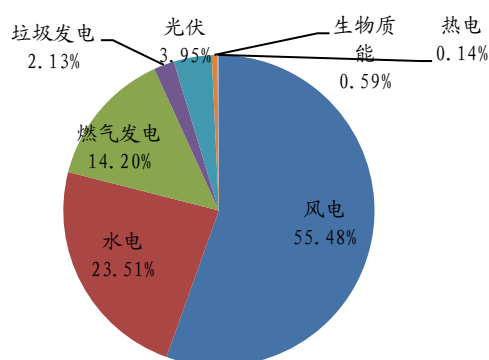
年份	重要事件
2006	收购中电（洪泽）热电有限公司60%的股权及中电（洪泽）生物质热电有限公司100%的股权。
2007	收购中电国际新能源（上海）控股有限公司，并更名为中国电力新能源发展有限公司。中国海洋石油总公司成为策略性股东。
2007	收购位于酒泉的风电项目和浙江德清县的垃圾发电项目，进一步多样化产业结构。
2009	收购漳平华口水电有限公司51%的股权，开始向水力发电扩张
2010	增持旗下水电、风电等资产的股权
2011	与第一太阳能公司签署战略合作框架协议，并引入长江三峡集团作为股东。
2012	与河南省水利电力集团有限公司签订战略合作意向协议。
2013	与泰国卜峰能源亚洲水资源有限公司签署合作协议，共同开发老挝坡诺水电站项目，规划装机728兆瓦，年均发电量32.5亿千瓦时。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2014年，公司新增控股装机容量405兆瓦，全部为分布在甘肃安北的风电项目。截至2014年底，公司控股装机容量达到2569兆瓦，其中风电控股装机容量为1383兆瓦，水电控股装机651兆瓦，天然气发电360兆瓦，垃圾发电54兆瓦，光伏发电100兆瓦，以及6兆瓦的热电项目和15兆瓦的生物质能发电项目。

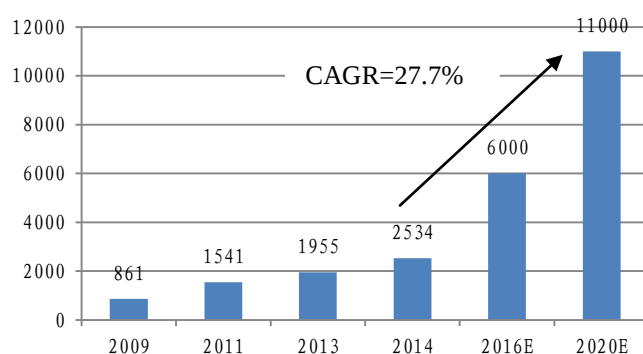
公司的整体装机量并不大，各个板块还没有形成很好的规模效应。但是公司在燃气发电和垃圾发电上积累了一定的经验与优势，盈利状况良好并且储备项目充足，我们看好公司未来在燃气发电业务上的发展。同时，公司在海外业务的扩张已取得初步成效，老挝的水电项目已在核准阶段，公司也有进一步收购与开发海外发电项目的计划。

图1: 截至2014年公司装机分布情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图2: 公司权益装机容量增长与预测 (兆瓦)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

2. 公司的股权结构

公司拥有强大的股东背景。控股股东中国电力投资集团公司（简称中电投），为五大发电集团之一，组建于2002年，是集电力、煤炭、铝业、铁路、港口各产业于一体的综合性能源集团，截止2013年旗下电力装机容量已达到8968万千瓦，清洁能源比重占34.19%。中电投通过其香港全资子公司中电国际持有中国电力新能源28.16%的股份。

持有公司27.2%股份的第二大股东长江三峡集团，为国有独资企业，以大型水电开发和运营为主的清洁能源集团。其它股东还包括三大国家石油公司之一的中国海洋石油，集电力和能源规划咨询、勘测设计等完整业务链的中国能源建设集团。

表2: 公司股权结构 (截至2014年底)

股东名称	直接持股数量	占发行比例 (%)	股份性质	股东类型
中电国际 (香港)	3,411,989,231	28.16%	H股	控股股东
中国长江三峡集团公司	3,135,029,231	27.20%	H股	股东
中国海洋石油	900,000,000	7.61%	H股	股东
中国能源建设集团	339,400,110	2.87%	H股	股东

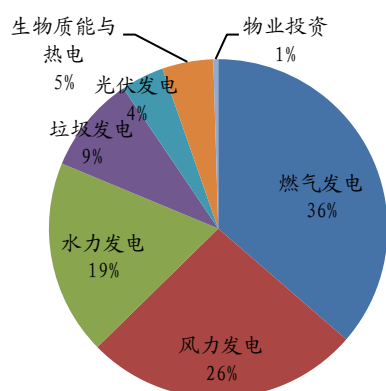
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

公司的控股股东中电投和第二大股东三峡集团的持股差异比较小，目前公司有意图突出控股股东的地位，以方便后续的股权融资或资产注入等计划的实施。若考虑中电投旗下的清洁能源资产的注入，公司的规模可以在短时间内实现跳跃式的增长，具有相当大的发展空间。但此事项具备不确定性，仍需谨慎对待。

3. 公司的收入构成

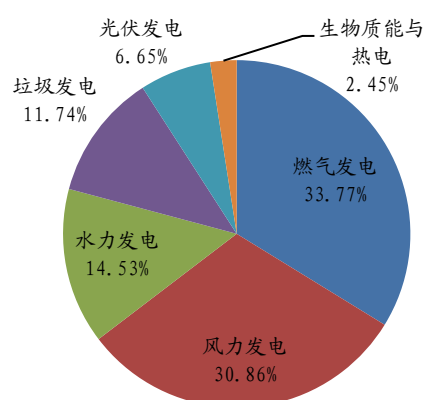
2014年公司实现总收入23.4亿元人民币，净利润达2.75亿元人民币。公司的主要收入来源为电力销售，包括燃气发电、风电、水力发电垃圾发电等。

图3：2014年公司收入构成



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4：2014年公司经营利润构成



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

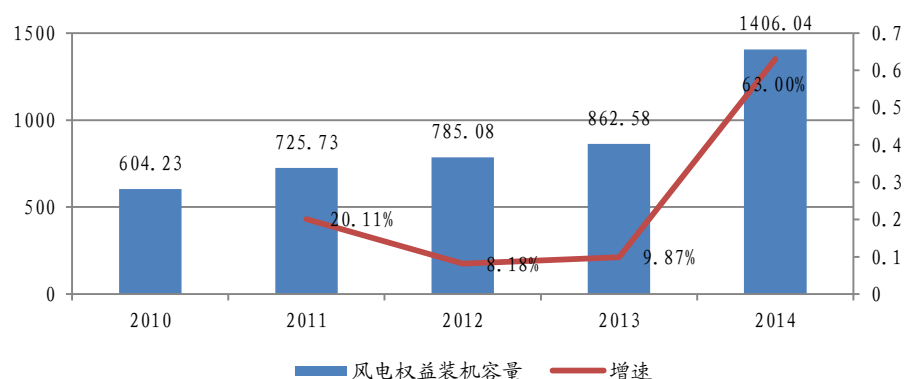
二、风电投产在即，全年业绩高增长可期

1. 上网电价下调引爆抢装行情

2015年1月，国家发改委正式下调陆上风电标杆上网电价，将第一类、二类、三类资源区风电标杆上网电价每千瓦时降低2分钱，调整后的标杆上网电价分别为每千瓦时0.49元、0.52元和0.56元。第四类资源区风电标杆上网电价维持现行每千瓦时0.61元不变。上述规定适用于2015年1月1日以后核准的陆上风电项目，以及2015年1月1日前核准但于2016年1月1日以后投运的陆上风电项目。

截至2014年底，公司风电控股装机容量达到1233兆瓦，权益装机容量达1406.04兆瓦，全年新增装机容量543.46兆瓦，且位于甘肃安北。公司的新增装机全部来自于此，并将于2015年2月份全部正式投产，为全年的业绩增长提供动力。

图5：公司风电权益装机增长（MW）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 3: 公司各风电项目运营状况

项目	装机容量 (兆瓦)	权益占 比(%)	权益装机容 量(兆瓦)	平均电价(人民 币/兆瓦时)	运行小 时数	总发电量
甘肃风力发电项目一期	100.5	100	100.5	462	1767	177565
甘肃风力发电项目二期	49.5	100	49.5	540	1330	65820
甘肃风力发电项目三期	201	100	201	521	1642	330032
甘肃风力发电项目四期	100.5	100	100.5	521	1796	180534
甘肃风力发电项目五期	20	100	20	540	2045	40907
黑龙江红旗风力发电项目	49.5	100	49.5	620	1973	97683
黑龙江海浪风力发电项目	49.75	100	49.75	630	2158	107355
中电大丰风力发电项目	200.25	100	200.25	488	1649	330163
内蒙古察右中旗风电项目	49.5	100	49.5	510	1977	97851
上海海风发电项目	102	13.18	13.44	975	2014	205428
崇明北沿风力发电项目	48	20	9.6	610	2429	116592
德国 Bönen 风电项目	8	100	8	93	1704	13632
甘肃安北第二风电项目(试运行)	400	100	400	540	310	39752
甘肃安北第六风电项目(试运行)	154.5	100	154.5	540	430	20389
合计	1533		1406.04			

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

目前, 公司在甘肃安北还有46.5兆瓦的风电项目在建, 预计今年投产。除此之外公司还有充足的储备项目, 皆处于路条或核准阶段, 并且非限电区占比明显提升, 有助于提高公司的风电资产质量。

表4: 公司所储备的风电项目概况

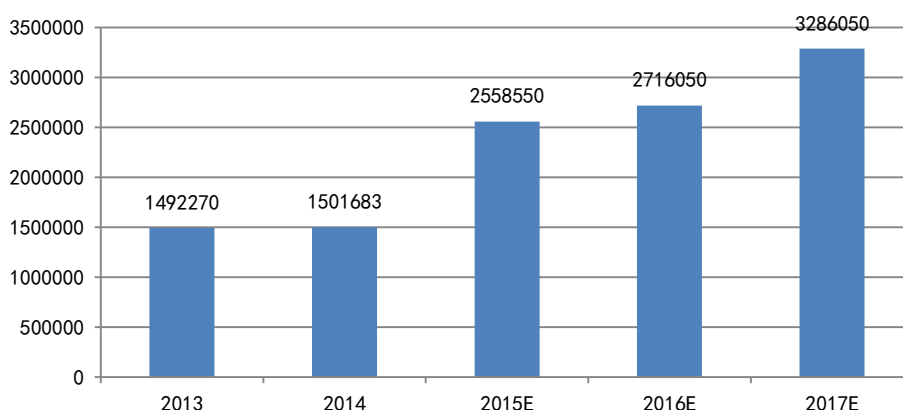
项目	装机容量(兆瓦)	进展情况
甘肃安北第六风电项目	46.5	在建
麻城纯阳山风电项目	80	核准阶段
江苏大丰二期风电项目	100	核准阶段
山东文登风电项目	49.5	核准阶段
射阳海上风电项目	300	核准阶段
福建浦城风电项目	49.5	路条阶段
云南昆明风电项目	49.5	路条阶段
黑龙江齐齐哈尔风电项目	49.5	路条阶段
内蒙察右中旗风电项目二期	49.5	路条阶段
广东阳江海上风电项目	300	路条阶段
甘肃北大桥五南风电项目	47.5	核准阶段
合计	1121.5	

数据来源: 广发证券发展研究中心

2. 风电售电拉动营收增长

风电板块是公司营收的主要来源之一。2014年由于风况不佳，尤其是上半年，2014年发电量增长大幅下滑，2014年全年风力发电量达到15.01亿千瓦时，较13年仅增长0.6%。2015年初至今风况有所好转，并且公司2月份将有500多兆瓦的装机正式商业运行，全年的增长主要集中在此。经过我们的测算，2015年风力发电量将增长70%，拉动整体售电收入增长约20%。

图6：公司风力发电量详情与预测（兆瓦时）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

三、主力发展燃气发电，形成优势板块

1. 能源结构转型，利好燃气发电

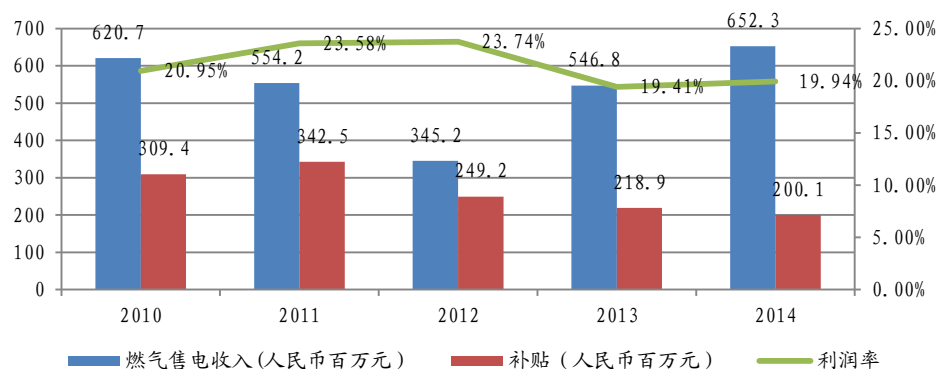
2014年国务院发布的《能源发展战略行动计划（2014-2020）》中，提出了提高天然气消费比重的规划，在坚持增加供应与提高能效相结合，加强供气设施建设，扩大天然气进口，有序扩展天然气城镇燃气应用，到2020年天然气在一次能源消费中的占比提高到10%以上；在京津冀鲁、长三角、珠三角等大气污染重点防控区，有序发展天然气调峰电站，结合热负荷需求适度发展燃气-蒸汽联合循环热电联产。

截至2012年底，全国共有集中式天然气发电机组167台，装机容量达3882.6万千瓦，2013年容量已超过4000万千瓦；按照中电联的预测，根据我国大气污染治理的需求，到2020年我国燃气发电装机将达到1亿千瓦。降低煤炭的消耗，提升燃气发电等清洁能源的比重是能源结构转型的必然趋势。

公司当下100%持有东莞中电新能源热电厂（东莞一期），装机360兆瓦，2014年全年发电量达到1000吉瓦时，售电收入6.52亿元，加上政府补贴2亿元并扣除费用后营业利润达1.7亿元人民币，虽然装机量不大但是盈利能力较强，历年利润率一直保持在20%左右。东莞一期使用9E机组，上网电价为0.745元每度，政府按照每台机组

的上网电量发放补贴；由于该项目主要用作调峰用，实际发电量主要由东莞当地用电情况决定，在非调峰时期公司按照气价测算边际收益来决定是否发电。

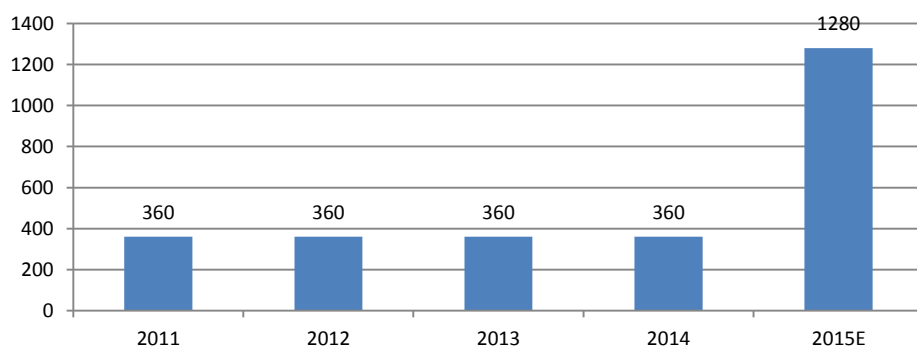
图7：燃气发电业务收入与盈利情况



数据来源：广发证券发展研究中心

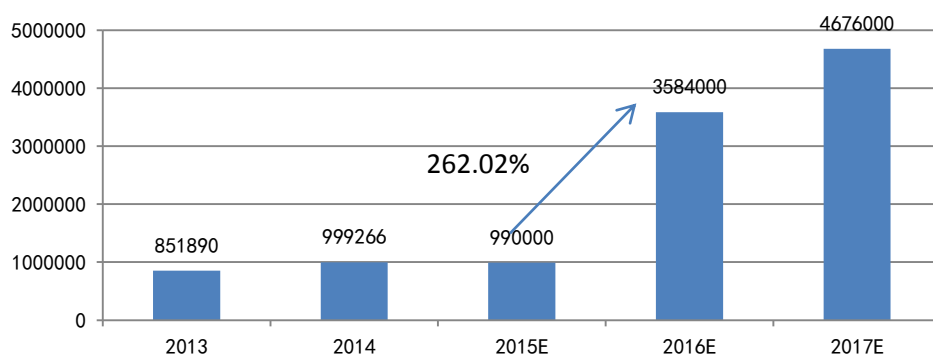
目前在建的东莞二期天然气发电扩建项目为两台460兆瓦的F机组，其中一台计划年中开始调试并且于四季度商业运行，另一台于三季度调试并争取年底投运。相对于一期项目的9E机组，二期的9F机组能耗水平更优，效益会更好；并且二期为热电联产项目，利用小时数会比一期仅作为调峰用的机组更高。两台机组将接力风电板块成为2016年的业绩增长点。

图8：公司燃气发电装机增长（兆瓦）



数据来源：广发证券发展研究中心

图9：公司燃气发电量预测（兆瓦时）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司看好燃气发电业务，积累了一定的经验与优势，有意将此业务做大做强，形成公司的主要竞争力。公司拥有众多的储备项目，储备占比在各版块中居首。

表5：燃气发电储备项目进展情况

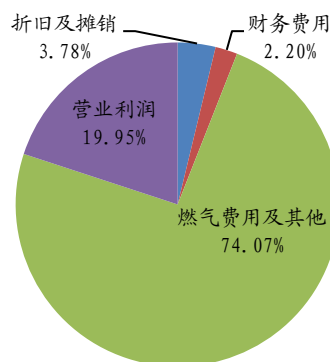
项目	装机容量（兆瓦）	进展情况
天津宁河天然气发电项目	780	核准阶段
东莞分布式能源项目	120	路条阶段
海南分布式能源项目	180	路条阶段
洪泽燃机	780	路条阶段
盐城燃机	780	路条阶段
威海燃机	780	路条阶段
合计	3420	

数据来源：广发证券发展研究中心

2. 国际油价下跌带动燃气成本下行

燃气成本在天然气发电收入中占比较重，对售电的利润影响较大。东莞项目采用两个气源，一为西气东输二线，由政府定价，二为海上到岸LNG气源，气价与全球关联度较高。

图10：燃气发电业务营收构成



数据来源：广发证券发展研究中心

2015年2月，发改委发布《国家发改委关于理顺非居民用天然气价格的通知》，自4月1日起将增量气最高门站价格下调0.44元每立方米，存量气最高门站价格提高0.04元每立方米，实现价格并轨，并开放天然气直供用户（化肥企业除外）用气门站价格，由供需双方协商决定。由于国际油价的大幅下跌带动气价下行，增量气的调价幅度超过预期，利好新投产的项目，有利于提高燃机整体的盈利能力。以广东省为例，并轨前存量气价格为2.86元每立方米，增量气为3.32元每立方米，并轨后价格统一为2.88元每立方米，增量气使用占比越高，整体降价幅度越为明显。

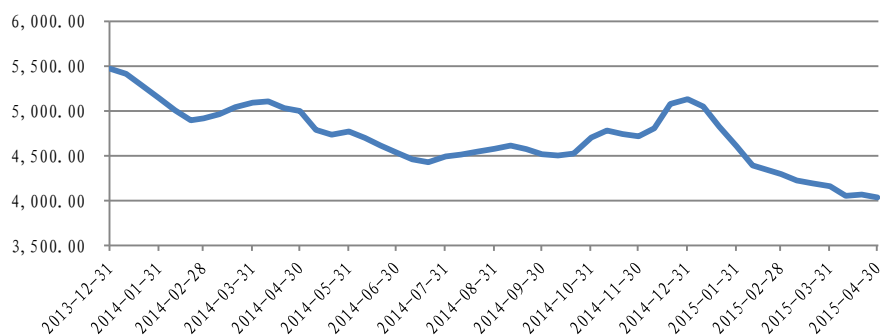
表 6: 天然气调价前后价格对比

地区	存量气价格	增量气价格	并轨价格	地区	存量气价格	增量气价格	并轨价格
北京	2660	3140	2700	湖北	2620	3100	2660
天津	2660	3140	2700	湖南	2620	3100	2660
河北	2640	3120	2680	广东	2860	3320	2880
山西	2570	3050	2610	广西	2690	3150	2710
内蒙古	2000	2480	2040	海南	2320	2780	2340
辽宁	2640	3120	2680	重庆	2320	2780	2340
吉林	2420	2900	2460	四川	2330	2790	2350
黑龙江	2420	2900	2460	贵州	2370	2850	2310
上海	2840	3320	2880	云南	2370	2850	2410
江苏	2820	3300	2870	陕西	2000	2480	2040
浙江	2830	3310	2870	甘肃	2090	2570	2130
安徽	2750	3230	2790	宁夏	2170	2650	2210
江西	2620	3100	2660	青海	1930	2410	1970
山东	2640	3120	2680	新疆	1810	2290	1850
河南	2670	3150	2710	平均	2472	2948	2505

数据来源：广发证券发展研究中心

海上到岸LNG气价原本较高，但由于该价格的全球关联度更高，自2014年初随着原油价格下跌而不断下滑，不到一年半的时间内已下降1500元/吨，幅度高达27%。

图11: 全国LNG价格（人民币元/吨）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

受益于全球油价下跌，公司的两条气源价格都有所下降，若公司整体用气价格下降5%，现有电价水平下燃气营业利润将有18%的上升空间，业绩弹性较佳。即使电价及时调整而压缩额外的盈利空间，发电成本的下降仍有利于促进燃气发电行业的良性发展，加速公司储备项目的投产。

四、垃圾发电项目加速上马，高速扩张

2012年国务院发布《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，规划到2015年全国设市城市和县城的生活垃圾无害化处理分别达到90%和70%以上，全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到无害化处理总能力的35%，其中东部地区达到48%以上。此后我国的垃圾发电产业迎来高速发展，2014年全国垃圾发电厂的处理能力已超过每日16万吨。目前我国的中西部地区还有较大的需求，未来三至五年内行业仍可保持高速增长。

截至2014年年底，公司运营着两家垃圾发电厂，分别为30MW容量的昆明电厂与24MW的海口电厂。垃圾发电板块体量虽然不大，但却是效益最好的板块，2014年ROE为15.6%，贡献营业利润0.51亿元。垃圾发电技术成熟，市场广阔，公司较为看好，有意将此板块打造成为继燃气之外的另一优势板块。

表7：公司在运垃圾发电项目详情

项目	装机容量 (兆瓦)	权益占 比 (%)	权益装机容 量 (兆瓦)	平均电价(人民 币/兆瓦时)	运行小时数	总发电量 (兆瓦时)
昆明废物焚化发电厂	30	100	30	650	5383	161489
海口废物焚化发电厂	24	100	24	650	6877	165058

数据来源：广发证券发展研究中心

由于垃圾发电厂更多的承担垃圾处理的角色，利用小时数一般较高，除了检修造成的停机外运行时间通常在为6500小时左右；除了按0.65元每度的售电收入外，还有一定的垃圾处理费用。按公司两个电厂的垃圾处理容量与2014年所得的垃圾补贴测算，每吨垃圾的补贴在65元左右，收益可观。

海口电厂的二期扩建项目正在建设中，装机容量为24兆瓦，垃圾日处理量达到1200吨，预计2016年投入运营。此外公司还有多个储备项目，包括位于美国新奥尔良的垃圾发电项目，总容量达236兆瓦。垃圾发电效益较好，且未来垃圾补贴存在下调的风险，公司已经加快了各项目的进程，下列的储备项目预计将于2016-2017年间投产。

表8：公司在建与储备垃圾发电项目概况

项目	装机容量 (兆瓦)	垃圾日处理量 (吨)	进展情况
海口二期垃圾发电扩建项目	24	1200	在建
贵州仁怀垃圾发电项目	24	1200	核准阶段
贵阳花溪垃圾发电项目	24	1200	核准阶段
安徽芜湖垃圾发电项目	24	1200	核准阶段
河北霸州垃圾发电项目	24	1200	核准阶段
四川德阳垃圾发电项目	24	1200	核准阶段
海南万宁垃圾发电项目	24	1200	路条阶段
黑龙江宁安垃圾发电项目	24	1200	路条阶段
美国环保发电项目	44	1800	路条阶段
四川宜宾垃圾发电项目	24	1200	核准阶段
合计	260	12600	

数据来源：广发证券发展研究中心

五、谨慎开发光伏项目，积极求变

公司运营着4个光伏发电项目，分布于甘肃武威和白银，总装机量达到100兆瓦。由于武威的两个项目限光问题严重，2014年平均利用小时数下滑至1253小时，全年发电量为1.3GW，较2013年下滑0.2GW，贡献营业利润仅0.33亿元。

表9：公司在运行的光伏项目概况

项目	装机容量 (兆瓦)	权益占比 (%)	权益装机容量 (兆瓦)	平均电价(人民 币/兆瓦时)	运行小 时数	总发电量(兆 瓦时)
甘肃武威光伏发电项目一期	20	100	20	810	652	13030
甘肃武威光伏发电项目二期	30	100	30	1000	1037	31106
甘肃白银光伏发电项目一期	20	100	20	827	1670	33403
甘肃白银光伏发电项目二期	30	100	30	1000	1594	47829

数据来源：广发证券发展研究中心

目前有海南和云南的两个项目在建，容量合计40兆瓦，预计今年投产。这两个项目均没有限电的问题，有望提升光伏板块的整体效益。公司储备项目众多，容量达到430兆瓦，其中140兆瓦于今年开工，顺利将于年底投运。

表10：公司光伏储备项目概况

项目	装机容量(兆瓦)	进展情况
海南昌江光伏发电项目	20	在建
云南元江光伏发电项目	20	在建
甘肃武威光伏项目三期	50	核准阶段
甘肃永登光伏项目	50	核准阶段
福建漳浦光伏项目	40	核准阶段
内蒙化德光伏项目	50	核准阶段
内蒙卓资光伏项目	100	核准阶段
甘肃白银光伏项目三期	70	路条阶段
昆明西山光伏项目	20	路条阶段
内蒙察右中旗光伏项目	50	路条阶段
合计	470	

数据来源：广发证券发展研究中心

由于光伏装机规模较小，没有形成优势，2014年武威的两个项目经历了严重的弃光限电，公司在光伏板块上保持谨慎开发的态度，并且积极求变，有意向分布式光伏和农光互补上拓展以形成特色。

六、寻求收购国内小水电，推进海外大水电项目建设

公司目前运营着6家水电厂，分布于福建、浙江、云南和重庆，权益装机容量达到595.8兆瓦。2014年发电量达到22.69亿千瓦时，贡献营业利润0.47亿元，较2013年大幅上涨，主要得益于福建地区水电电价的上调和整体利用小时数的提升。

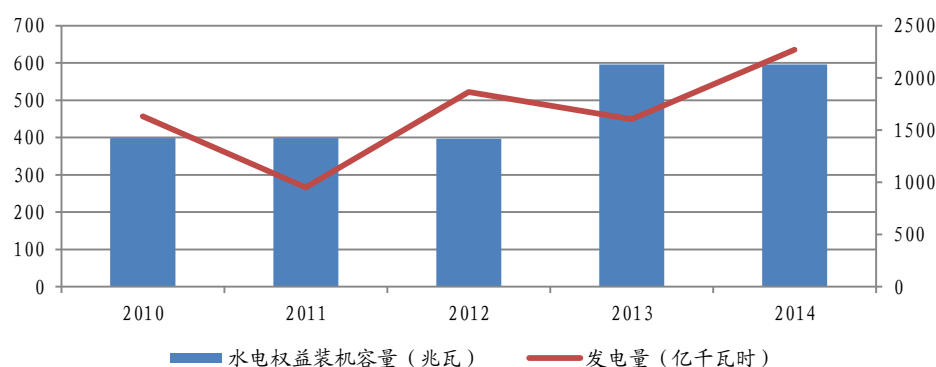
表 11: 公司运营水电项目概况

项目	装机容量 (兆瓦)	权益占比 (%)	权益装机容量 (兆瓦)	平均电价(人民 币/兆瓦时)	运行小时数	总发电量(兆瓦时)
福建沙溪口水力发电厂	300	100	300	250	3739	1121772
牛头山发电厂	115	52	59.8	358	3748	431077
漳平市华口水电厂	36.6	100	36.6	344	3047	111506
重庆梅溪河水电厂	129	100	129	384	3186	411048
云南盈江鸿福实业水电	64	100	64	186	2572	164614
云南盈江惠民水电	6.4	100	6.4	196	4465	28578

数据来源：广发证券发展研究中心

公司现有的水电项目都是依靠一些小水库，因此发电量较大程度上依赖于降水量，每年的发电量有一定的波动，但电价还存在上调的空间，仍能为公司带来可观的收入。

图12: 公司历年水电装机与发电量变化



数据来源：广发证券发展研究中心

目前国内可供开发的水电资源已经不多了，除了重庆梅溪河二级三级电站处于核准阶段外，公司在国内没有储备项目，因此公司正在积极通过收购小水电来扩大规模并且分散水电资产。在国外，公司同泰国卜峰能源亚洲水资源有限公司共同开发的老挝坡诺728兆瓦的大型水电项目已处于路条阶段，并将于30个月后首台机组投产，全部完工后年均发电量可达32.5亿千瓦时。该水电项目位于湄公河，此流域规划了11个梯级开发，仅有两个开工，后续还有很大的空间。

表12: 公司储备水电项目概况

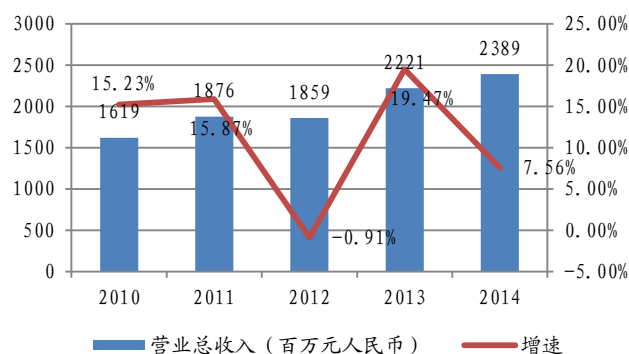
项目	装机容量(兆瓦)	进展情况
老挝坡诺水电项目	728	路条阶段
重庆梅溪河二级三级电站	20	核准阶段

数据来源：广发证券发展研究中心

七、财务状况分析

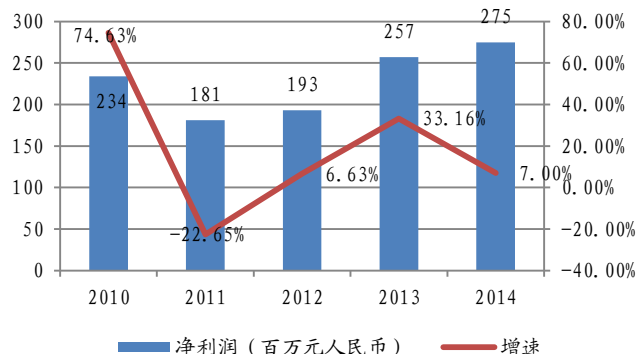
随着装机与发电量的增长，公司近几年的营收与净利呈增长趋势，2014年实现收入23.9亿元人民币，净利润2.75亿元。

图13: 公司营收增长情况 (百万元人民币)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

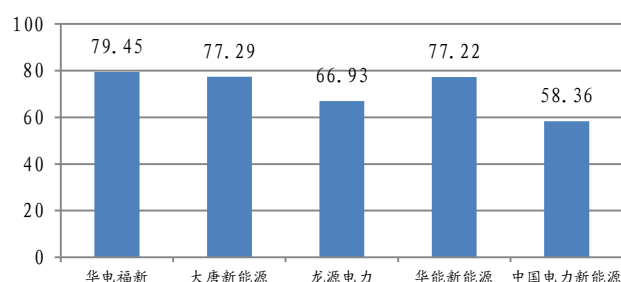
图14: 公司净利增长情况 (百万元人民币)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

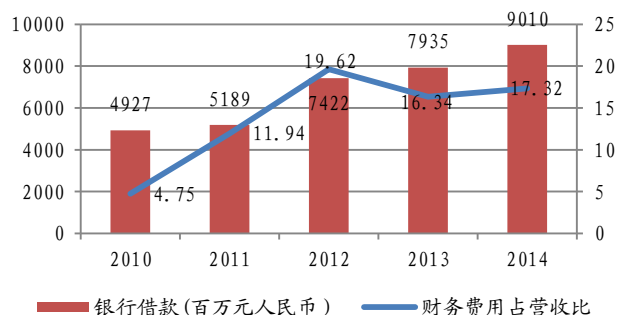
按照公司的装机计划，平均每年新增1000-2000兆瓦装机，资本开支在每年100亿左右。按照自有资本金和贷款2:8的比例，公司每年新增贷款需求在80亿左右。目前公司的资产负债率较低，明显低于其他运营商，财务杠杆上具有较大的提升空间。公司的债务成本相对略高，原因在于公司的项目贷款基本依赖于项目的自身条件，和同地区同类型的项目比起来仍处于中等水平。由于二级市场表现不佳，这两年公司没有做股权融资，不过随着市场行情的好转，股权融资有望提上议程，将进一步降低公司的融资成本。

图15: 2014年底同行业资产负债率 (%)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图16: 公司财务费用占营收比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

七、盈利预测

我们预测公司2015-2017年总营收将达到人民币28.09、52.97以及67.49亿元，对应增长率为20%、89%和27%。

表 13: 公司收入预测详情

并表营收	2013	2014	2015E	2016E	2017E
风电运营					
新增控股装机 (MW)	77.5	554.5	46.5	150	150
累计控股装机 (MW)	828.5	1383	1429.5	1579.5	1729.5
平均小时数	1801	1813	1850	1900	1900
发电量 (mwh)	1492270	1501683	2558550	2716050	3001050
售电量 (mwh)	1437802.145	1391159.13	2379452	2525927	2790977
售电比例	96%	93%	93%	93%	93%
平均税后上网电价 (Y/mwh)	443.76	443.16	443	443	443
风电售电收入 (千元人民币)	638050	616509	1054097	1118985	1236403
燃气运营					
新增装机 (MW)	0	0	920	390	390
累计装机 (MW)	360	360	1280	1670	2060
平均小时数	2366	2776	2750	2800	2800
燃气发电量 (mwh)	851890	999266	990000	3584000	4676000
含补贴平均税后上网电价 (Y/mwh)	899	853	860	860	860
燃气售电收入 (千元人民币)	765752	852354	851400	3082240	4021360
水电运营					
新增装机 (MW)	0	0	0	20	0
累计装机 (MW)	651	651	651	671	671
平均小时数	2411	3485	3400	3400	3400
发电量 (mwh)	1569239	2268595	2213400	2213400	2281400
平均税后上网电价 (Y/mwh)	181	192	192	192	192
水电售电收入 (千元人民币)	284302	436372	424973	424973	438029
光伏运营					
新增装机	0	0	90	90	100
累计装机	100	100	190	280	380
平均小时数	1509	1254	1400	1400	1400
光伏发电量 (mwh)	150860	125386	140000	266000	392000
平均税后上网电价 (Y/mwh)	763	770	770	770	770
光伏售电收入 (千元人民币)	115177	96560	107800	204820	301840
垃圾发电运营					
新增装机	0	0	24	72	72
累计装机	54	54	78	150	222
平均小时数	5901	6047	6000	6000	6000
垃圾发电量 (mwh)	318660	326547	324000	468000	900000
含补贴平均税后上网电价 (Y/mwh)	614	665	660	660	660
垃圾发电收入 (千元人民币)	195741	217228	213840	308880	594000
其他售电收入 (千元人民币)	178662	114494	146578	146578	146578
物业投资收入 (千元人民币)	9886	10864	10375	10375	10375
总收入 (千元人民币)	2187570	2344381	2809063	5296851	6748584

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

八、同业估值对比

表 7：香港上市公司中同业公司比较

同业公司	股价 (港币)	市值 (亿港元)	股价(人 民币)	EPS (人民币元)				PE			
				2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E
龙源电力	9.38	753.81	7.50	0.32	0.45	0.49	0.55	23.5	16.7	15.3	13.6
华电福新	4.01	337.16	3.21	0.23	0.3	0.4	0.47	13.9	10.7	8.0	6.8
京能清洁能源	3.57	245.27	2.86	0.18	0.31	0.35	0.37	15.9	9.2	8.2	7.7
大唐新能源	1.29	93.83	1.03	-0.02	0.04	0.06	0.09	-51.6	25.8	17.2	11.5
新天绿色能源	1.94	72.07	1.55	0.09	0.11	0.15	0.18	17.2	14.1	10.3	8.6
中国电力新能源	0.75	88.70	0.60	0.02	0.038	0.058	0.092	30.0	15.8	10.3	6.5
华能新能源	3.34	324.92	2.67	0.12	0.17	0.22	0.28	22.3	15.7	12.1	9.5

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

九、风险提示

公司装机增长不达预期；风况与弃风率恶化；费用与融资成本上升等。

资产负债表

单位: 百万元人民币

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1,735	776	843	1,854	2,362
应收帐款	1,154	1,332	1,405	2,648	3,037
库存	102	100	112	212	202
其他流动资产	287	275	205	105	105
流动资产总计	3,277	2,483	2,565	4,819	5,706
固定资产	11,619	13,317	19,357	22,095	24,586
无形资产	1,052	1,060	1,060	1,060	1,060
其他长期资产	1,605	1,936	1,503	2,150	2,200
长期资产总计	14,277	16,313	21,919	25,304	27,846
总资产	17,554	18,796	24,484	30,123	33,552
应付帐款	47	53	88	188	229
短期债务	1,667	1,554	2,454	3,514	3,749
其他流动负债	1,350	1,294	1,423	1,637	1,915
流动负债总计	3,064	2,901	3,966	5,339	5,894
长期借款	6,268	7,456	11,675	14,675	16,241
其他长期负债	711	613	708	1,504	2,065
长期负债总计	6,978	8,068	12,382	16,179	18,306
股本	1,047	1,074	1,074	1,074	1,074
储备	6,269	6,729	7,037	7,507	8,255
股东权益	7,316	7,803	8,111	8,581	9,329
少数股东权益	196	24	24	24	24
总负债及权益	17,554	18,796	24,484	30,123	33,552

现金流量表

单位: 百万元人民币

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
税前利润	335	377	557	845	1,341
折旧与摊销	485	537	704	893	1,006
净利息费用	314	394	542	736	864
运营资本变动	-95	-29	271	71	-129
税金	-58	-97	-111	-169	-268
其他经营现金流	-10	-4	-203	-447	-724
经营活动产生的现金流	971	1,178	1,761	1,930	2,090
购买固定资产净值	-1,737	-2,795	-5,894	-5,393	-5,898
投资减少/增加	7	0	0	0	0
其他投资现金流	-48	23	101	111	61
投资活动产生的现金流	-1,778	-2,772	-5,793	-5,282	-5,838
净增权益	292	315	309	470	748
净增债务	1,180	926	5,380	5,170	2,681
支付股息	0	0	-132	-201	-320
其他融资现金流	-1,623	-606	-1,456	-1,075	1,148
融资活动产生的现金流	-151	635	4,100	4,364	4,256
期初现金	2,693	1,735	776	843	1,854

主要财务比率

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	50.6	53.4	62.1	45.9	46.9
息税前利润率 (%)	28.5	30.5	37.0	29.0	32.0
税前利润率 (%)	15.3	16.1	19.8	15.9	19.9
净利率 (%)	11.8	11.7	15.7	12.7	15.8
流动性					
流动比率 (倍)	1.1	0.9	0.6	0.9	1.0
利息覆盖率 (倍)	2.0	1.8	1.9	2.1	2.5
净权益负债率 (%)	100.5	121.7	180.8	208.8	208.9
速动比率 (倍)	1.0	0.8	0.6	0.9	0.9
估值					
市盈率 (倍)	27.1	25.4	15.8	10.4	6.5
市净率 (倍)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
价格/现金流 (倍)	6.5	5.9	4.0	3.6	3.3
企业价值/息税折旧前	13.2	13.7	12.9	11.0	9.1
周转率					
存货周转天数	22.1	21.6	21.6	15.5	16.3
应收帐款周转天数	183.2	190.8	175.3	137.7	151.6
应付帐款周转天数	5.5	5.4	5.4	5.3	6.6
回报率					
股息支付率 (%)	0.0	34.1	30.0	30.0	30.0
净资产收益率 (%)	3.5	3.5	5.4	7.8	11.4
资产收益率 (%)	0.04	0.04	0.05	0.08	0.11

利润表

单位: 百万元人民币

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
销售收入	2,188	2,344	2,809	5,297	6,749
销售成本	-	-	-	-	-
经营费用	1,598	1,674	1,770	3,761	4,589
息税折旧前利润	1,108	1,252	1,743	2,429	3,165
折旧及摊销	485	537	704	893	1,006
经营利润 (息税前利)	623	715	1,039	1,536	2,160
净利息收入/(费用)	314	394	542	736	864
其他收益/(损失)	26	56	60	45	45
税前利润	335	377	557	845	1,341
所得税	58	97	111	169	268
少数股东权益	20	5	5	5	5
净利润	257	275	441	671	1,068
核心净利润	257	275	441	671	1,068
每股收益	0.022	0.024	0.038	0.058	0.092
EBITDA	1108	1252	1743	2429	3165
每股股息	0.000	0.008	0.011	0.017	0.028
收入增长 (%)	20	7	20	89	27
息税前利润增长 (%)	7	15	45	48	41
每股收益增长 (%)	12	13	39	39	30

广发电力设备与新能源研究小组

韩 玲：首席分析师，工商管理硕士，电力系统自动化学士，8 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2012 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第二名，2011 年及 2010 年新财富最佳分析师第五名，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：gfh1@gf.com.cn，021-60750603。

王 昊：资深分析师，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，010-59136700。

广发证券——行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券——公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。