

日期: 2018年1月18日

行业: 公用事业



分析师: 冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

SAC证书编号: S0870510120017

基本数据 (2017Q3)

| | |
|------------------|-----------|
| 报告日股价 (元) | 3.44 |
| 12mth A股价格区间 (元) | 3.20/9.58 |
| 总股本 (百万股) | 4155.56 |
| 无限售 A股/总股本 | 100% |
| 流通市值 (亿元) | 142.95 |
| 每股净资产 (元) | 1.58 |
| PBR (X) | 2.18 |

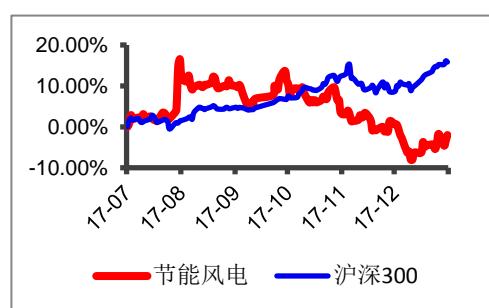
主要股东 (2017Q3)

| | |
|--------------|--------|
| 中国节能环保集团有限公司 | 45.63% |
| 全国社会保障基金理事会 | 13.21% |
| 国开金融有限责任公司 | 7.32% |

收入结构 (2017H1)

| | |
|----|------|
| 电力 | 100% |
|----|------|

最近6个月股价与沪深300指数比较



报告编号: JLJ18-CR01

首次报告日期: 2018年1月18日

绿色电力提供商

■ 主要观点

绿色电力提供商

公司专注于风力发电的项目开发、建设及运营, 收入主要来源于风力发电。截至 2017 年 6 月 30 日, 公司在建项目装机容量合计为 110.2 万千瓦, 筹建项目装机容量合计达 237.15 万千瓦。公司在加快风电场开发和建设的同时, 加大中东部及南方区域市场开发力度, 在湖北、广西、浙江、河南、四川等已有项目的区域开发后续项目, 扩大资源储备。

具丰富的风电运营经验

公司具有丰富的风电场运营经验, 对各种故障处理积累了丰富经验, 具备控制系统等核心部件故障的自行解决能力。“中节能风电”在业内具有较高的知名度和良好的品牌形象, 公司先后中标并示范建设了国家第一个百万千瓦风电基地启动项目—张北单晶河风电场 200MW 风电特许权项目; 中标并示范建设了国家第一个千万千瓦风电基地启动项目—甘肃昌马 200MW 特许权项目。

■ 投资建议

未来六个月内, 给予“谨慎增持”评级。

我们预测 2017-2018 年每股收益为 0.096 元和 0.093 元, 对应的动态市盈率为 36 倍和 37 倍, 公司估值略高于行业平均估值。我们认为, 可再生能源发电受到政策支持, 在建设、消纳、调度以及税收优惠等为风力发电企业营造了较好的政策环境, 限电弃风情况得到较大的改善; 公司是中国节能唯一风电开发运营平台, 行业经验丰富, 风电装机规模及上网电量持续增加, 给予公司“谨慎增持”评级。

■ 风险因素

宏观经济波动风险、税收优惠政策变化风险、自然条件风险等。

■ 数据预测与估值

| 至 12 月 31 日 (¥. 百万元) | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1359.37 | 1415.19 | 1839.18 | 1964.25 |
| 年增长率 | 14.88% | 4.11% | 29.96% | 6.80% |
| 归属于母公司的净利润 | 203.36 | 188.60 | 400.58 | 388.32 |
| 年增长率 | 11.71% | -7.26% | 112.40% | -3.06% |
| 每股收益 (元) | 0.049 | 0.045 | 0.096 | 0.093 |
| PER (X) | 70.20 | 76.44 | 35.83 | 36.99 |

注: 有关指标按当年股本摊薄

目 录

| | |
|-----------------------------|----|
| 一、公司基本情况..... | 4 |
| 1、基本情况..... | 4 |
| 2、主营业务..... | 4 |
| 3、行业竞争格局..... | 6 |
| 二、财务简析..... | 8 |
| 1、电力销售收入是收入主要来源..... | 8 |
| 2、毛利率提升..... | 9 |
| 3、期间费用率下降..... | 9 |
| 三、业务发展展望..... | 10 |
| 1、风电快速发展..... | 10 |
| 2、大力发展可再生能源..... | 12 |
| 四、盈利预测与投资建议..... | 13 |
| 1、盈利预测..... | 13 |
| 2、投资建议..... | 14 |
| 五、风险因素..... | 14 |
| 1、宏观经济波动风险..... | 14 |
| 2、国家支持风电行业的相关政策发生变化的风险..... | 14 |
| 3、税收优惠政策变化的风险..... | 14 |
| 4、风电项目审批风险..... | 15 |
| 5、自然条件风险..... | 15 |
| 6、风电场区域集中的风险..... | 15 |
| 7、“弃风限电”风险..... | 15 |

图

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 1: 电力工业产业链..... | 5 |
| 图 2: 风力发电原理和流程..... | 5 |
| 图 3: 公司收入情况..... | 8 |
| 图 4: 公司毛利率情况..... | 9 |
| 图 5: 公司期间费用情况..... | 9 |
| 图 6: 全国风电发电量情况 单位:亿千瓦时、%..... | 10 |
| 图 7: 我国风电 6000 千瓦及以上电厂发电设备容量..... | 10 |
| 图 8: 我国风电新增设备容量 单位:万千瓦、%..... | 11 |
| 图 9: 弃风量和弃风率情况 单位:亿千瓦时、%..... | 11 |
| 图 10: 风电发电设备平均利用小时情况..... | 11 |
| 图 11: 风电电源基本建设投资完成额 单位:亿元、% | 12 |

表

| | |
|-------------------------------------|----|
| 表 1: 公司前十大股东 (2017.9.30) | 4 |
| 表 2: 公司电力生产能力及产销量数据..... | 5 |
| 表 3: 公司各项目执行电价情况 (2017.6.30) | 5 |
| 表 4: 我国风电投资企业并网情况 (2016) | 7 |
| 表 5: 公司在全国风力发电行业的市场份额情况..... | 7 |
| 表 6: 我国历年风电分资源区标杆电价 单位: 元/kWh | 12 |

一、公司基本情况

1、基本情况

公司前身为中节能风力发电投资有限公司，设立于 2006 年 1 月，2014 年 9 月首次公开发行股票上市。

公司控股股东为中国节能，实际控制人为国务院国资委。中国节能持有公司 189,629.60 万股，占公司总股本的 45.63%，中国节能全资子公司中节能资本持有公司 366.98 万股，占公司总股本的 0.09%，中国节能及其全资子公司中节能资本合并持有公司 189,996.58 万股，占公司总股本的 45.72%。

表 1：公司前十大股东（2017.9.30）

| 排名 | 股东名称 | 持股数量(万股) | 占总股本比例(%) |
|-----|----------------------------|------------|-----------|
| 1 | 中国节能环保集团有限公司 | 189,629.60 | 45.63 |
| 2 | 全国社会保障基金理事会 | 54,898.75 | 13.21 |
| 3 | 国开金融有限责任公司 | 30,404.94 | 7.32 |
| 4 | 华宝信托有限责任公司 | 8,980.00 | 2.16 |
| 5 | 中国银河证券股份有限公司 | 8,000.11 | 1.93 |
| 6 | 华泰资产管理有限公司-策略投资产品 | 3,400.00 | 0.82 |
| 7 | 华安基金-兴业银行-广西铁路发展投资基金(有限合伙) | 3,000.00 | 0.72 |
| 8 | 全国社会保障基金理事会转持二户 | 2,370.40 | 0.57 |
| 9 | 光控安心投资江阴有限公司 | 2,310.00 | 0.56 |
| 10 | 光大创业投资江阴有限公司 | 1,476.60 | 0.36 |
| 合 计 | | 304,470.40 | 73.28 |

数据来源：公司资料 上海证券研究所

2、主营业务

公司的主营业务为风力发电的项目开发、建设及运营。

在项目开发阶段，由下属项目公司负责所在区域的项目开发，公司负责其余区域的项目开发；在项目建设阶段，公司负责风机设备的采购和招标，下属项目公司设立后由其负责其它相关设备、材料及工程施工的采购和招标；在项目运营阶段，由下属项目公司负责风电场的运行、维护和检修，公司通过远程监控对各个风电场进行实时监控，对各下属公司实行经营目标考核。各下属公司运营的风电场的电费收入是公司最主要的业务收入。

电力工业是生产和输送电能的工业，可以分为发电、输电、配电和供电四个基本环节。电能不能储存的特点决定了发电、输电、配电、供电在瞬间完成，是一个有机联系、紧密配合的整体。

风力发电行业属于电力工业链的发电环节，其工作原理和流程是将空气动能首先通过叶轮转化为机械能，再通过发电机将机械能转化为电能，发电机组输出的电能通过升压变电站升压后输送到电网中，电网再将电能送至各用电单位。

图 1：电力工业产业链



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 2：风力发电原理和流程



数据来源：公司公告 上海证券研究所

截至 2017 年 6 月 30 日，公司的并网装机容量达到 2,289.0MW。2017 年半年度公司完成发电量 23.44 亿千瓦时，售电量为 22.80 亿千瓦时。

表 2：公司电力生产能力及产销量数据

| 项目 | 2017 年半年度 | 2016 年度 | 2015 年度 | 2014 年度 |
|----------------|-----------|------------|------------|------------|
| 期末并网容量 (MW) | 2,289.0 | 2,039.5 | 1,739.5 | 1,540.0 |
| 总发电量 (亿千瓦时) | 23.44 | 36.52 | 32.14 | 26.99 |
| 上网电量 (亿千瓦时) | 22.80 | 35.36 | 31.13 | 26.34 |
| 平均利用小时数 (小时/年) | -- | 1,726 | 1,817 | 1,961 |
| 主营业务收入 (万元) | 92,923.82 | 141,212.90 | 134,567.71 | 116,835.70 |

数据来源：公司公告 上海证券研究所

表 3：公司各项目执行电价情况 (2017.6.30)

| 项目名称 | 上网电价 (元/kWh) |
|---------------|--------------|
| 张北满井风电场一期工程项目 | 0.60 |
| 张北满井风电场二期工程项目 | 0.60 |

| | |
|---------------------------------|--------|
| 张北满井风电场三期工程项目 | 0.54 |
| 张北满井风电场四期工程项目 | 0.54 |
| 张北单晶河风电场 200MW 风电特许权项目 | 0.5006 |
| 张北单晶河二期 49.5 兆瓦风电场工程项目 | 0.54 |
| 张北单晶河三期 49.5 兆瓦风电场工程项目 | 0.54 |
| 张北绿脑包风电场一期工程项目 | 0.5006 |
| 玉门昌马风电特许权项目 | 0.5206 |
| 昌马第三风电场项目 | 0.5206 |
| 玉门昌马大坝南 48 兆瓦风电场项目 | 0.55 |
| 玉门昌马大坝北 48 兆瓦风电场项目 | 0.55 |
| 乌鲁木齐托里 100 兆瓦风电场一期 30 兆瓦项目 | 0.47 |
| 乌鲁木齐托里 100 兆瓦风电场二期 30 兆瓦项目 | 0.51 |
| 乌鲁木齐托里 100 兆瓦风电场三期 40 兆瓦项目 | 0.51 |
| 乌鲁木齐托里 200 兆瓦风电场一期 49.5 兆瓦风电项目 | 0.51 |
| 乌鲁木齐托里 200 兆瓦风电场二期 49.5 兆瓦风电项目 | 0.51 |
| 内蒙古乌兰察布市兴和风电场 4.95 万千瓦工程项目 | 0.51 |
| 哈密烟墩第五风电场项目 | 0.58 |
| 青海德令哈尔海 200 兆瓦风电场一期 49.5 兆瓦工程项目 | 0.61 |
| 肃北马鬃山第二风电场 A 区 20 万千瓦风电项目 | 0.54 |
| 通辽奈曼旗永兴风电场 4.96 万千瓦风电项目 | 0.54 |
| 张北绿脑包二期 10 万千瓦风电场项目 | 0.54 |
| 乌鲁木齐达坂城 20 万千瓦风电项目 | 0.51 |
| 内蒙古红木脑包风电场一期 4.95 万千瓦风电项目 | 0.51 |
| 天祝县松山滩营盘 5 万千瓦风电项目 | 0.58 |
| 丰镇市邓家梁 49.5MW 风电项目 | 0.49 |
| 青海德令哈尔海 200 兆瓦风电场二期 49.5 兆瓦工程项目 | 0.61 |

数据来源：公司公告 上海证券研究所

3、行业竞争格局

风电行业的市场化程度不高。一方面，电力的销售对象较为单一，受《可再生能源法》的保护，电力销售不存在任何障碍；另一方面，风电运营商主要为国有的电力企业和能源企业，其它类型的运营企业尽管数量多，但持续发展能力弱。

风电运营商之间的竞争主要表现在开发阶段，尤其是在选择合适场地和获得某个具体位置开发风电项目的权益阶段，而非项目经营阶段。

表 4: 我国风电投资企业并网情况 (2016)

| 排名 | 开发商名称 | 2016年底累计装机容量 (万千瓦) | 市场份额 |
|----|-------|--------------------|---------|
| 1 | 国电 | 2,682 | 15.90% |
| 2 | 华能 | 1,782 | 10.56% |
| 3 | 大唐 | 1,515 | 8.98% |
| 4 | 华电 | 1,256 | 7.44% |
| 5 | 国电投 | 1,183 | 7.01% |
| 6 | 中广核 | 1,069 | 6.34% |
| 7 | 国华 | 752 | 4.46% |
| 8 | 华润 | 545 | 3.23% |
| 9 | 天润 | 507 | 3.00% |
| 10 | 中国电建 | 419 | 2.48% |
| | 节能风电 | 231 | 1.37% |
| | 其他 | 5,163 | 30.60% |
| | 合计 | 16,873 | 100.00% |

数据来源：公司公告 上海证券研究所

近年来，我国风电场建设进入规模化、快速化开发时期，已有数十家大型企业集团参与到国家千万千瓦级风电基地建设及其他风电场的开发建设之中。此外，还有许多中小型企业也投入到中小型风电场的开发建设之中。我国风电场运营商主要有三种类型：(1) 中央电力集团，包括国电、大唐、华能、华电和国电投。在风电市场中，该类企业占到了近 50% 的市场份额；(2) 国有能源企业，神华集团、中广核和节能风电等都属于这类企业，该类企业在我国累计风电装机容量和新增装机容量市场中，都占到了一定的市场份额；(3) 其他风电运营企业，包括部分民营企业和外资企业，相对前两类企业，这些企业所开发、运营的风电场项目较少，规模也较小。

表 5: 公司在全国风力发电行业的市场份额情况

| 年份 | 期末累计装机容量 | | 上网电量 | |
|--------|----------|-------|--------|-------|
| | (MW) | 市场份额 | (亿千瓦时) | 市场份额 |
| 2016 年 | 2,309.0 | 1.37% | 35.36 | 1.47% |
| 2015 年 | 2,077.0 | 1.61% | 31.13 | 1.67% |
| 2014 年 | 1,739.5 | 1.72% | 26.34 | 1.70% |

数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司专注于风力发电的项目开发、建设及运营，公司所有的经营性资产和收入都与风力发电相关。同时，公司坚持“有效益的规模和有规模的效益”的市场开发原则，以专业化的经营和管理确保

每个项目的盈利能力。

公司具有丰富的风电场运营经验，对各种故障处理积累了丰富经验。公司多年来培养和锻炼了一支专业的运行维护技术队伍，通过技术攻关和技术创新，具备了控制系统等核心部件故障的自行解决能力。“中节能风电”在业内具有较高的知名度和良好的品牌形象，公司先后中标并示范建设了国家第一个百万千瓦风电基地启动项目——张北单晶河风电场 200MW 风电特许权项目；中标并示范建设了国家第一个千万千瓦风电基地启动项目——甘肃昌马 200MW 特许权项目。

截至 2017 年 6 月 30 日，公司在建项目装机容量合计为 110.2 万千瓦，筹建项目装机容量合计达 237.15 万千瓦。并且在加快风电场开发和建设的同时，加大中东部及南方区域市场开发力度，在湖北、广西、浙江、河南、四川等已有项目的区域开发后续项目，在贵州、安徽、湖南、广东、重庆、江西、山东等区域开展风电项目前期踏勘和测风工作，扩大资源储备。

二、财务简析

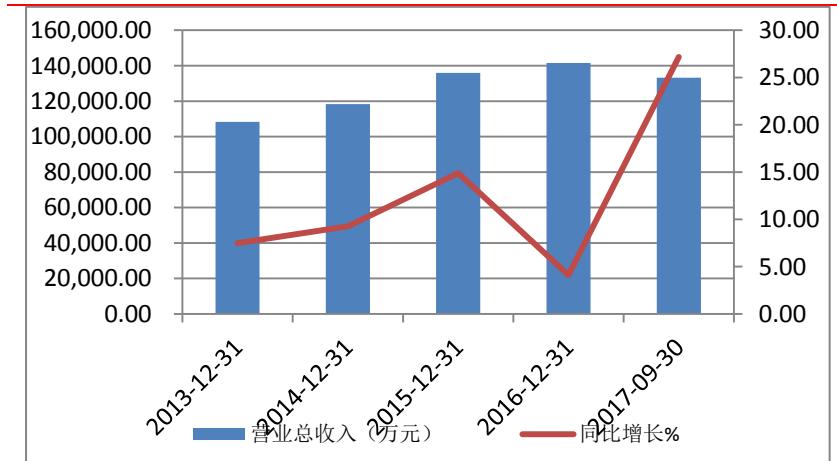
1、电力销售收入是收入主要来源

公司的营业总收入中，电力销售收入的占比超过 98%。

2017 年前三季度，公司实现营业收入 13.32 亿元，同比增长 27.18%；净利润 3.26 亿元，同比增长 74.45%。业绩增长主要是由于新增投产项目运营以及公司所在部分区域弃风限电情况较上年同期有所改善的缘故。

公司主营业务收入的项目主要位于河北、新疆、甘肃。

图 3：公司收入情况

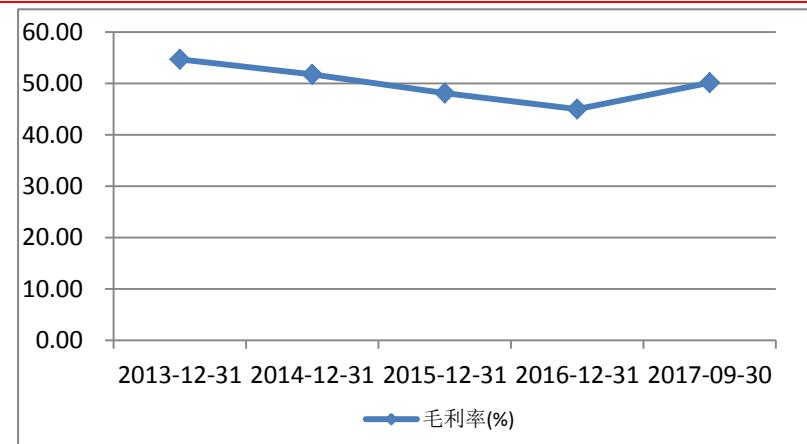


数据来源：公司公告 上海证券研究所

2. 毛利率提升

公司毛利率主要受上网电价和弃风限电情况等因素影响。2017 年前三季度，公司毛利率为 50.13%，较上年同期提升了 4.97 个百分点，主要是由于所在部分区域弃风限电情况较上年同期有所改善。2016 年毛利率较 2015 年减少 3.30 个百分点，主要系新疆、甘肃、内蒙古等省区弃风限电及参与多边交易上网电价低于风电标杆电价的影响所致。

图 4：公司毛利率情况

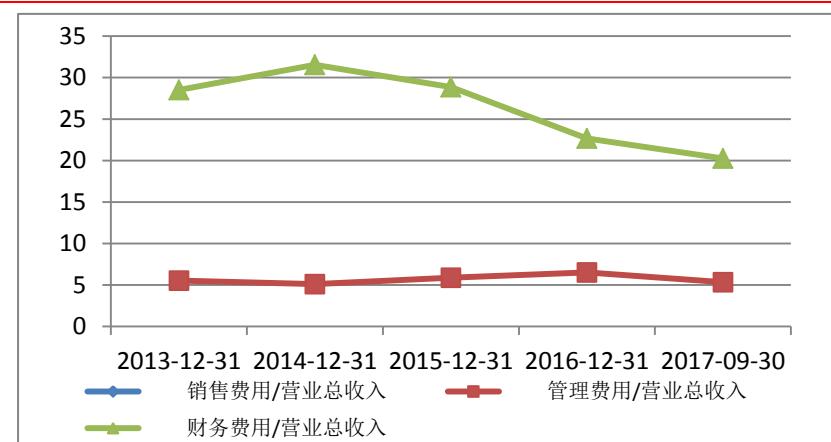


数据来源：公司公告 上海证券研究所

3. 期间费用率下降

2017 年前三季度，期间费用率为 25.60%，较上年同期下降 3.51 个百分点，其中财务费用率 20.26%，下降 2.50 个百分点，管理费用率 5.34%，下降 1.01 个百分点。公司没有销售费用。

图 5：公司期间费用情况



数据来源：公司公告 上海证券研究所

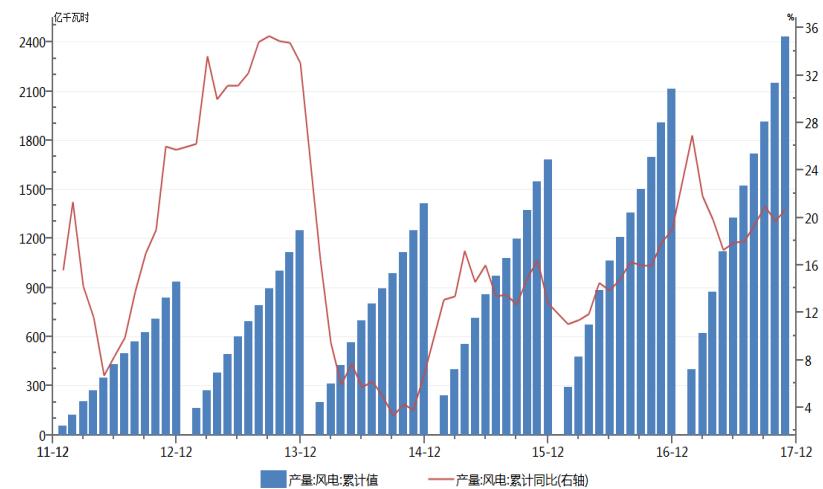
三、业务发展展望

1、风电快速发展

风能是一种清洁而稳定的可再生能源，是公认的可以有效减缓气候变化、提高能源安全、促进低碳经济增长的一种能源，风电也成为近年来世界上增长最快的能源。

2017年11月，我国风电累计发电量2434亿千瓦时，同比增长20.70%，占全部发电量的4.26%。

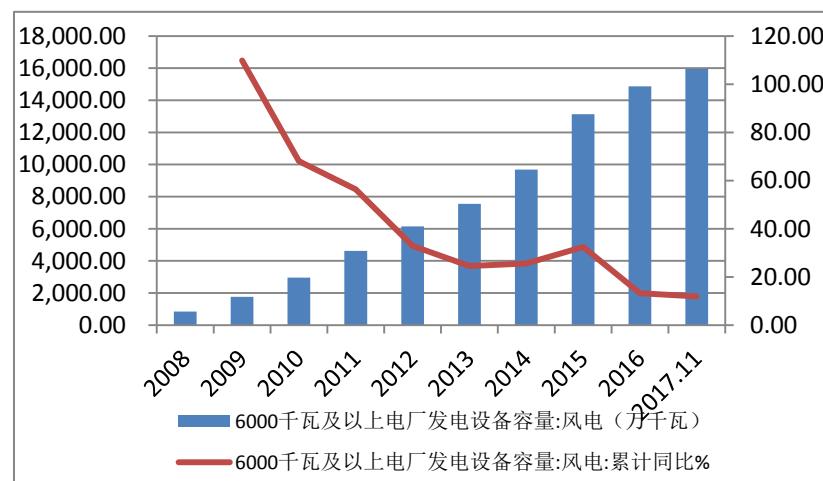
图 6：全国风电发电量情况 单位：亿千瓦时、%



数据来源：WIND 上海证券研究所

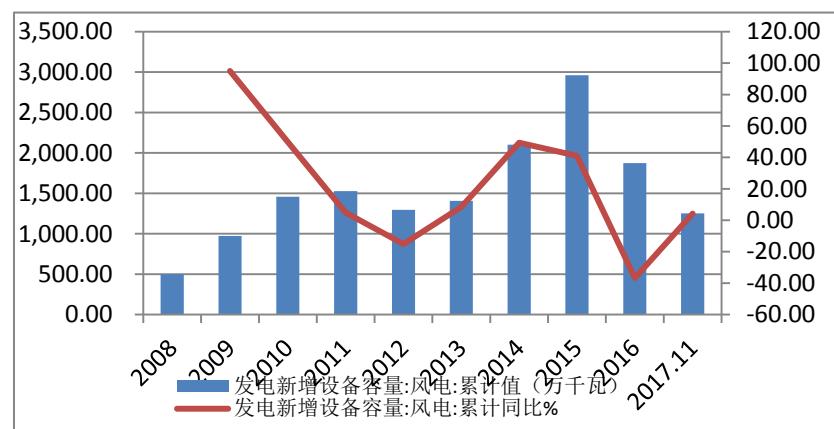
2017年11月，全国6000千瓦及以上电厂发电设备容量15949万千瓦，同比增长11.89%。

图 7：我国风电6000千瓦及以上电厂发电设备容量



数据来源：WIND 上海证券研究所

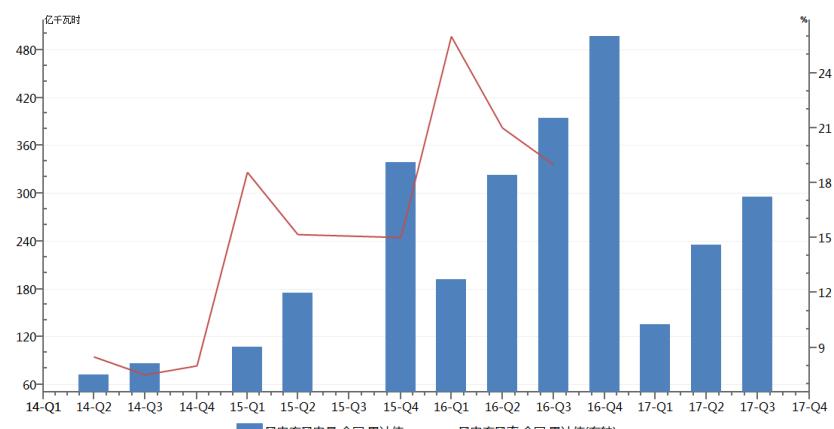
图 8：我国风电新增设备容量 单位：万千瓦、%



数据来源：WIND 上海证券研究所

2017 年 9 月，全国风电累计弃风电量为 296 亿千瓦时，较上年同期下降 99 亿千瓦时。

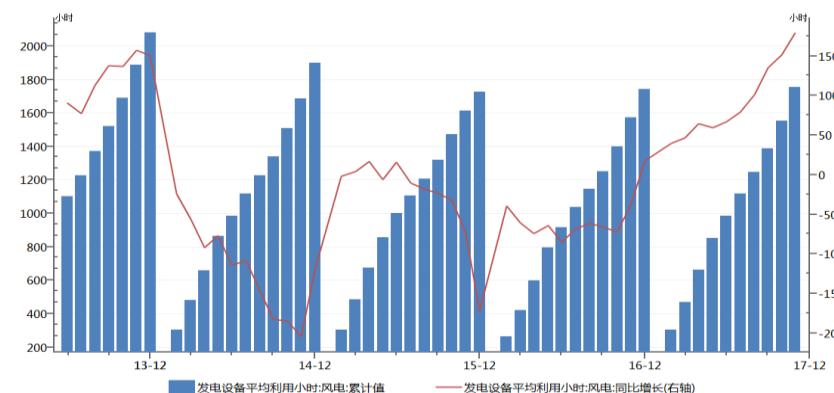
图 9：弃风量和弃风率情况 单位：亿千瓦时、%



数据来源：WIND 上海证券研究所

2017 年 11 月，风电发电设备平均利用小时 1752 小时，较上年同期增加 179 小时。

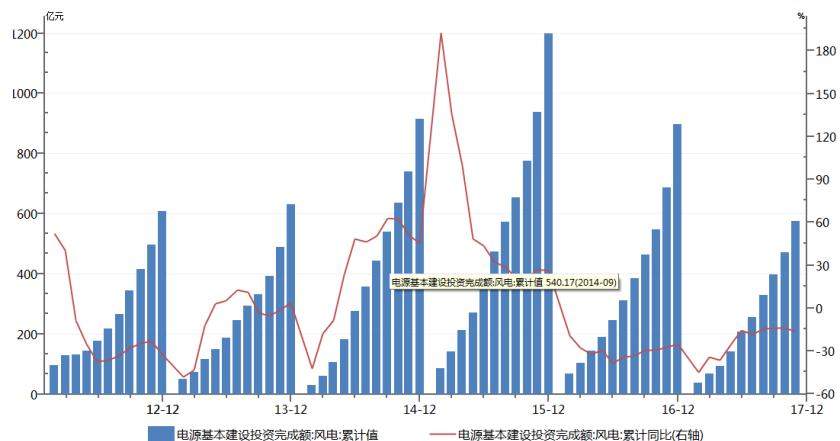
图 10：风电发电设备平均利用小时情况



数据来源：WIND 上海证券研究所

2017年11月，全国风电电源基本建设投资完成额576亿元，同比下降15.95%。

图 11：风电电源基本建设投资完成额 单位：亿元、%



数据来源：WIND 上海证券研究所

2018年国内风电标杆电价进一步下调。

表 6：我国历年风电分资源区标杆电价 单位：元/kWh

| 资源区 | 2009年8月至2015年 | 2015年1月1日后核准 | 2016年1月1日核准 | 2018年新建陆上风电标杆上网电价 | 各资源区所包括的地区 |
|---------|---------------|--------------|-------------|-------------------|--|
| I类资源区 | 0.51 | 0.49 | 0.47 | 0.40 | 内蒙古自治区除赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市以外其他地区；新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市、伊犁哈萨克族自治州、克拉玛依市、石河子市 |
| II类资源区 | 0.54 | 0.52 | 0.50 | 0.45 | 河北省张家口市、承德市；内蒙古自治区赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市；甘肃省嘉峪关市、酒泉市；云南省 |
| III类资源区 | 0.58 | 0.56 | 0.54 | 0.49 | 吉林省白城市、松原市；黑龙江省鸡西市、双鸭山市、七台河市、绥化市、伊春市，大兴安岭地区；甘肃省除嘉峪关市、酒泉市以外其他地区；新疆维吾尔自治区除乌鲁木齐市、伊犁哈萨克族自治州、克拉玛依市、石河子市以外其他地区；宁夏回族自治区 |
| IV类资源区 | 0.61 | 0.61 | 0.60 | 0.57 | 除I类、II类、III类资源区以外的其他地区 |

数据来源：公司公告 上海证券研究所

2、大力发展可再生能源

国务院发布《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》指出：

-----降低煤炭消费比重，加快清洁能源供应，控制重点地区、重点领域煤炭消费总量，推进减量替代，压减煤炭消费，到 2020 年，全国煤炭消费比重降至 62% 以内。

-----大力发展可再生能源，到 2020 年，非化石能源占一次能源消费比重达到 15%。其中，积极开发水电，到 2020 年，力争常规水电装机达到 3.5 亿千瓦左右；大力发展风电，建设 9 个大型现代风电基地以及配套送出工程，积极发展分散式风电，稳步发展海上风电，到 2020 年，风电装机达到 2 亿千瓦，风电与煤电上网电价相当；加快发展太阳能发电，到 2020 年，光伏装机达到 1 亿千瓦左右，光伏发电与电网销售电价相当。

根据《可再生能源发展“十三五”规划》，按照“统筹规划、集散并举、陆海齐进、有效利用”的原则，严格开发建设与市场消纳相统筹，着力推进风电的就地开发和高效利用，积极支持中东部分散风能资源的开发，在消纳市场、送出条件有保障的前提下，有序推进大型风电基地建设，积极稳妥开展海上风电开发建设，完善产业服务体系。到 2020 年底，全国风电并网装机确保达到 2.1 亿千瓦以上。

《风电发展“十三五”规划》旨在按照“节约、清洁、安全”三大能源战略方针和“节约优先、绿色低碳、立足国内、创新驱动”四大能源发展战略，大幅增加风电在能源生产和消费结构中的比重，实现风电从“补充能源”向“替代能源”的转变，为国家能源可持续供应提供战略保障。

到 2020 年底，风电累计并网装机容量确保达到 2.1 亿千瓦以上，其中海上风电并网装机容量达到 500 万千瓦以上；风电年发电量确保达到 4200 亿千瓦时，约占全国总发电量的 6%。到 2020 年，有效解决弃风问题，“三北”地区全面达到最低保障性收购利用小时数的要求。

目前，我国已成为全球最大风电市场，国家产业政策将推动我国风电行业的持续发展，预计未来行业需求将维持快速增长。随着我国电力体制改革的深入以及特高压外送通道的配套建设，“弃风限电”问题将逐步得到缓解，公司盈利能力将不断提升。

四、盈利预测与投资建议

1、盈利预测

我们预测，2017-2018 年，公司营业收入分别为 18.39 亿元和

19.64 亿元，同比增长为 29.96% 和 6.80%，归于母公司的净利润分别为 4.01 亿元和 3.88 亿元，同比增长 112.40% 和 -3.06%，相应的稀释后每股收益为 0.096 元和 0.093 元。

公司业绩快报公告，公司预计 2017 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 40,100 万元左右，同比增加 21,200 万元左右，增幅 112% 左右。业绩预增主要是由于新增投产项目运营及公司所在部分区域弃风限电情况较上年同期有所改善带来的售电量及售电收入增长。

2、投资建议

未来六个月内，给予“谨慎增持”评级。

我们预测 2017-2018 年每股收益为 0.096 元和 0.093 元，对应的动态市盈率为 36 倍和 37 倍，公司估值略高于行业平均估值。我们认为，可再生能源发电受到政策支持，在建设、消纳、调度以及税收优惠等为风力发电企业营造了较好的政策环境，限电弃风情况得到较大的改善；公司是中国节能唯一风电开发运营平台，行业经验丰富，风电装机规模及上网电量持续增加，给予公司“谨慎增持”评级。

五、风险因素

1、宏观经济波动风险

发电行业是为国民经济运行提供能源动力的基础性产业，其市场需求与国家宏观经济密切相关。经济周期的变化将影响电力的需求。如果国民经济对电力总体需求下降，将直接影响电力销售。宏观经济的发展周期以及公司风电场所在区域的经济发展周期变化，将会对公司的生产经营产生一定影响。

2、国家支持风电行业的相关政策发生变化的风险

国内风力发电行业高速发展，很大程度上受益于国家对可再生能源行业，尤其是风电行业在上网电价保护、强制并网、强制购电以及各项税收优惠政策等方而的大力支持。如果未来国家支持风电行业的相关政策弱化，风电项目的收入将可能减少。

3、税收优惠政策变化的风险

根据目前相关政策和法律法规，公司及下属部分子公司享有不

同程度的税收优惠。如果未来相关税收优惠政策或法律法规出现变动，公司所享受的全部或部分税收优惠减少或取消，将会对公司经营业绩带来不利影响。

4、风电项目审批风险

风电项目的设计、风场建设、并网发电和上网电价等各个环节都需不同政府部门的审批和许可。公司风电项目的建造需要获得地方政府投资主管部门的核准，同时还需要获得项目所在地地方政府的其他各项批准和许可，其中包括项目建设用地的审批、环境评价等多项审批或许可。如果未来风电项目的审批标准更加严格，或审批及核准所需时间延长，公司未来可能因为申请程序的拖延而导致失去项目开发的最佳时机，或者因为建设期延长而对项目的投资回收期产生不利影响。

5、自然条件风险

气候条件变化所导致的风险风力发电行业对天气条件存在比较大的依赖，任何不可预见的天气变化都可能对公司的电力生产、收入及经营业绩带来不利影响。实际运行中的风力资源会影响公司风电场发电量，进而使公司的盈利能力产生波动。

6、风电场区域集中的风险

公司风电场主要集中在河北张北、甘肃酒泉和新疆达坂城地区。公司所发电量主要供应华北电网、西北电网和新疆电网。公司的风电项目主要集中上述三个地区，如果上述三个地区风资源条件发生变化，将可能导致公司风机利用小时数波动，会直接影响公司利润水平。另外，上述三个地区的电网送出能力、电价政策变化和电网公司 的政策执行情况等因素也会影响公司盈利能力。

7、“弃风限电”风险

已投产风电项目需执行电网统一调度，按照电网调度指令调整发电量是各类发电企业并网运行的前提条件。能否实现全额并网发电取决于当地电网是否拥有足够输送容量、当地电力消纳能力等多种因素。因此，对于已经投产的风电项目，如果因为区域电网整体负荷发生变化而导致相关电网公司对公司风电项目限电，会对公司风电项目收入产生不利影响。

■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 1186.30 | 2579.54 | 2580.96 | 4359.10 |
| 应收和预付款项 | 805.43 | 844.16 | 919.46 | 948.68 |
| 存货 | 116.65 | 61.38 | 143.07 | 77.02 |
| 其他流动资产 | 210.58 | 210.58 | 210.58 | 210.58 |
| 长期股权投资 | 4.66 | 4.66 | 4.66 | 4.66 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 14271.31 | 13786.92 | 13199.89 | 12612.86 |
| 无形资产和开发支出 | 176.50 | 171.08 | 165.66 | 160.24 |
| 其他非流动资产 | 835.83 | 835.80 | 835.77 | 835.74 |
| 资产总计 | 17607.26 | 18494.12 | 18060.05 | 19208.88 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 1613.25 | 2740.90 | 2254.03 | 3120.33 |
| 长期借款 | 7937.32 | 7437.32 | 7237.32 | 7237.32 |
| 其他负债 | 970.10 | 970.10 | 970.10 | 970.10 |
| 负债合计 | 10520.67 | 11148.32 | 10461.45 | 11327.75 |
| 股本 | 2077.78 | 2077.78 | 2077.78 | 2077.78 |
| 资本公积 | 3250.26 | 3250.26 | 3250.26 | 3250.26 |
| 留存收益 | 1024.44 | 1226.42 | 1422.23 | 1641.05 |
| 归属母公司股东权益 | 6352.48 | 6554.47 | 6750.27 | 6969.09 |
| 少数股东权益 | 718.63 | 775.85 | 832.85 | 896.56 |
| 股东权益合计 | 7071.11 | 7330.32 | 7583.12 | 7865.65 |
| 负债和股东权益合计 | 17591.78 | 18478.64 | 18044.57 | 19193.40 |

现金流量表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|-----------------|----------------|-------------|----------------|
| 经营活动产生现金流量 | 1138.29 | 2458.74 | 758.98 | 2332.56 |
| 投资活动产生现金流量 | -2677.72 | 33.52 | -0.48 | -0.48 |
| 融资活动产生现金流量 | -444.76 | -1099.02 | -757.09 | -553.94 |
| 现金流量净额 | -1978.15 | 1393.24 | 1.41 | 1778.14 |

利润表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 1415.19 | 1839.18 | 1964.25 | 2080.14 |
| 营业成本 | 778.52 | 827.82 | 950.70 | 1023.43 |
| 营业税金及附加 | 10.57 | 13.74 | 14.67 | 15.54 |
| 营业费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 92.30 | 98.21 | 110.00 | 116.49 |
| 财务费用 | 320.67 | 400.26 | 364.41 | 338.63 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 12.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 225.47 | 499.15 | 524.47 | 586.05 |
| 营业外收支净额 | 111.15 | 39.44 | -0.56 | -0.56 |
| 利润总额 | 336.62 | 538.59 | 523.91 | 585.49 |
| 所得税 | 67.27 | 80.79 | 78.59 | 87.82 |
| 净利润 | 269.35 | 457.80 | 445.32 | 497.67 |
| 少数股东损益 | 80.76 | 57.23 | 57.00 | 63.70 |
| 归属母公司股东净利润 | 188.60 | 400.58 | 388.32 | 433.97 |

财务比率分析

| 指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 44.99% | 54.99% | 51.60% | 50.80% |
| EBIT/销售收入 | 46.46% | 51.06% | 45.23% | 44.43% |
| 销售净利率 | 19.03% | 24.89% | 22.67% | 23.92% |
| ROE | 2.97% | 6.11% | 5.75% | 6.23% |
| 资产负债率 | 59.75% | 60.28% | 57.93% | 58.97% |
| 流动比率 | 0.93 | 1.02 | 1.23 | 1.40 |
| 速动比率 | 0.80 | 0.95 | 1.12 | 1.33 |
| 总资产周转率 | 0.08 | 0.10 | 0.11 | 0.11 |
| 应收账款周转率 | 1.82 | 2.36 | 2.23 | 2.37 |
| 存货周转率 | 6.67 | 13.49 | 6.64 | 13.29 |

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|-------------------|
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|------------------------|
| 增持 | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性 | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 减持 | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。