



弃风率降低提升运营业绩 市场化交易开辟发展空间

2018年08月17日

推荐/首次

节能风电

财报点评

——节能风电（601016）中报点评

杨若木	分析师 yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	执业证书编号：S1480510120014
贺朝晖	研究助理 hezh@dxzq.net.cn 010-66554024	

事件：

公司2018年中报正式披露，营业总收入12.13亿元，同比增长30.56%，净利润为3.38亿元，同比增长47.11%，基本EPS为0.08元，加权平均ROE为5.01%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	367.65	431.68	497.56	403.03	539.18	610.58	602.62
增长率（%）	13.63%	13.76%	24.72%	49.74%	46.66%	41.44%	21.12%
毛利率（%）	44.39%	52.24%	54.17%	42.90%	53.46%	59.77%	53.76%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	-	-
营业利润率（%）	14.48%	30.12%	31.94%	16.04%	29.41%	41.98%	31.54%
净利润（百万元）	82.68	117.49	146.78	61.37	135.94	224.98	161.99
增长率（%）	08.32%	20.57%	48.61%	-743.09%	64.42%	91.49%	10.36%
每股盈利（季度，元）	0.03	0.05	0.03	0.01	0.03	0.05	0.03
资产负债率（%）	60.59%	61.35%	61.85%	63.66%	62.93%	62.91%	63.70%
净资产收益率（%）	1.17%	1.65%	2.04%	0.84%	1.84%	2.97%	2.16%
总资产收益率（%）	0.46%	0.64%	0.78%	0.31%	0.68%	1.10%	0.78%

观点：

1. 风电运营状况大幅改善助推公司业绩提升

公司是非常纯正的风电运营标的，超过99%以上营收来自于电力销售。截止2018年6月公司装机规模2.77GW，占全国风电总装机1.62%，在建项目1.23GW。2018年上半年上网电量30.08亿千瓦时，占风电全行业1.57%，风电机组运行状况对公司业绩影响非常显著。

2018年上半年全国风电发电量同比增长28.6%，增速比上年同期提高7.7 pct，全国并网风电设备平均利用小时1143小时，比上年同期增加159小时。公司上半年业绩受益于风电机组运行状况好转实现高增长。在2.77GW并网机组基础上，上半年利用小时数增长159小时增加发电量3.7亿度，带来了约2亿元的电力销售收入增量。

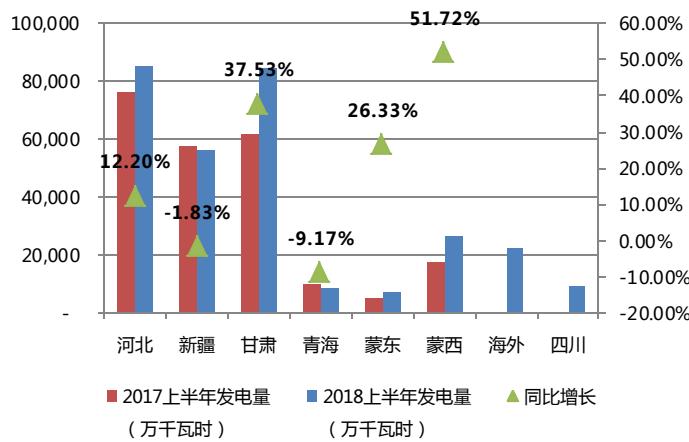
2. 弃风限电现象显著缓解保证利用率提升

“弃风限电”对公司业绩影响显著，因为公司机组集中的新疆、甘肃、内蒙等区域，这些地区也因风资源丰富、风电开发规模大，而用电负荷远离风电机组，在近几年出现了非常严重的弃风现象。

2018年上半年，全国弃风电量182亿千瓦时，同比减少53亿千瓦时，全国平均弃风率8.7%，弃风率同比下降5 pct, 全国弃风电量和弃风率“双降”。新疆、甘肃的弃风率从2017年的29%、33%下降至2018年上半年的28.9%、20.5%，内蒙古的弃风率从15%小幅增加至16.7%，这三个地区上网电量占公司总额58%，弃风率存在继续优化的空间。而占据公司28.5%上网电量的河北地区机组弃风率仅为2.7%，表现良好。

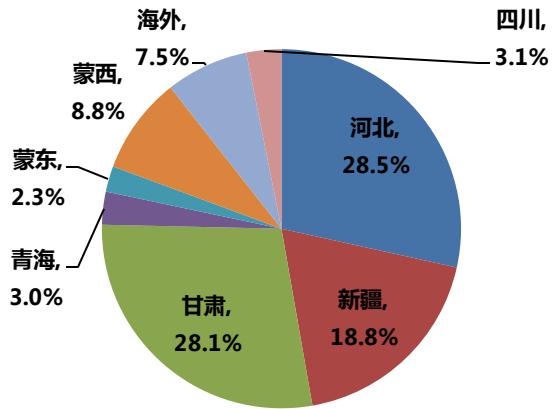
由于风电运行以固定成本为主，边际成本几乎为零，弃风率降低对存量机组利润增厚效果显著。而且随着公司战略布局向南方非限电区域调整，公司弃风电量占比会进一步降低。

图 1：公司上半年上网电量及同比增长



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 2：公司上半年上网电量各地区占比



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

3、核准和在建机组保证未来规模扩张

公司在2018年中并网容量2.77GW基础上，拥有1.23GW在建项目，可预见的筹建项目装机容量合计达3.47GW，未来运营机组规模将不断扩大。其中0.66GW在建项目以及0.98GW备案项目位于湖北、湖南、广西、广东、浙江、四川、河南、山西、陕西等非限电区域，并且将以此为基础继续挖掘后续项目。

公司以三北地区为基础逐步发展到中东部和南部地区，规模和覆盖区域逐渐扩大，并且受益于新开发地区较低的弃风率以及较高的上网电价，机组盈利能力有望继续提高。

在此同时公司积极拓展海外市场，2018年上半年澳大利亚白石17.5万千瓦项目已经建成投产，并在白石项目并购及建设运营的经验基础上，继续加大澳大利亚以及“一带一路”国家市场的开拓。

4、电力市场化交易及绿证销售增加售电收入

7月16日，发改委发布《关于积极推进电力市场化交易进一步完善交易机制的通知》加快推进电力市场化交

易，支持电力用户与水电、风电、太阳能发电、核电等清洁能源发电企业开展市场化交易。电力市场化交易的推进有助于拓宽售电途径，使存量机组能够多发电，对于缓解弃风限电问题起到了非常积极作用。

2017年公司上网电量30.08亿千瓦时，其中直接售电电量为21.27亿千瓦时，参与电力多边交易的电量为8.81亿千瓦时，市场化交易电量占比近30%，在政策支持下此规模预计未来还将继续扩大。

公司的澳大利亚白石风电场售电收入来源于电力销售和可再生能源证书销售两部分，2018年上半年销售可再生能源证书112,351个，平均销售价格0.459元/千瓦时。在我国未来“配额制+绿证”将是取代新能源补贴的重要方式，绿证销售收入将成为新能源发电企业重要的收入来源，配额制相关政策文件有望2018年内出台。

结论：

公司是纯正的风电运营标的，受益于2018年上半年风电运营状况改善，业绩出现大幅增长。在全社会用电量稳步增长、能源结构清洁化不断加速的背景下，风电运营企业业绩拥有坚实支撑。我们预计公司2018年-2020年的营业收入分别为24.7亿元、30.4亿元和36亿元，归属于上市公司股东净利润分别为6.32亿元、8.21亿元和10亿元，每股收益分别为0.15元、0.2元和0.24元，对应PE分别为19、14、12，首次给予“推荐”评级。

风险提示：

风电装机不达预期、社会用电量需求下降、风电补贴出现大幅下降

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
流动资产合计	2653	3226	5346	7425	9656	营业收入	1415	1871	2469	3037	3597			
货币资金	1503	1511	3233	4849	6621	营业成本	779	915	1195	1484	1768			
应收账款	730	1270	1556	1914	2267	营业税金及附加	11	14	25	30	36			
其他应收款	17	16	21	26	31	营业费用	0	0	0	0	0			
预付款项	12	5	17	32	50	管理费用	92	110	148	182	216			
存货	117	135	180	224	266	财务费用	321	364	373	387	404			
其他流动资产	211	233	257	280	302	资产减值损失	0.00	9.29	3.10	3.10	3.10			
非流动资产合计	15289	16726	16090	15342	14595	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	5	4	4	4	4	投资净收益	12.34	1.86	2.04	2.25	2.47			
固定资产	11192.	12209.	14914.	14171.	13427.	营业利润	225	512	727	953	1173			
无形资产	147	158	265	261	258	营业外收入	112.90	25.38	87.18	87.18	87.18			
其他非流动资产	780	800	800	800	800	营业外支出	1.75	3.16	2.25	2.25	2.25			
资产总计	17942	19952	21435	22767	24251	利润总额	337	534	812	1038	1257			
流动负债合计	2550	3641	4522	5114	5722	所得税	67	73	111	141	171			
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	269	462	701	897	1086			
应付账款	1123	978	1480	1837	2189	少数股东损益	81	63	69	76	83			
预收款项	4	4	103	225	369	归属母公司净利润	189	399	632	821	1003			
一年内到期的非流	869	2315	2315	2315	2315	EBITDA	1351	1787	1859	2110	2347			
非流动负债合计	8321	8915	9322	9822	10414	EPS (元)	0.09	0.10	0.15	0.20	0.24			
长期借款	7937	8230	8616	9091	9654	主要财务比率								
应付债券	0	300	300	300	300		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
负债合计	10871	12556	13843	14935	16135	成长能力								
少数股东权益	719	713	782	857	941	营业收入增长	4.11%	32.24%	31.94%	23.00%	18.44%			
实收资本(或股本)	2078	4156	4156	4156	4156	营业利润增长	28.09%	127.16	41.90%	31.14%	23.03%			
资本公积	3250	1172	1172	1172	1172	归属于母公司净利润	58.46%	29.82%	58.46%	29.82%	22.17%			
未分配利润	924	1216	1145	1052	939	获利能力								
归属母公司股东权	6352	6684	6796	6960	7160	毛利率 (%)	44.99%	51.09%	51.59%	51.15%	50.86%			
负债和所有者权	17942	19952	21435	22767	24251	净利率 (%)	19.03%	24.66%	28.39%	29.52%	30.19%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	1.05%	2.00%	2.95%	3.61%	4.14%			
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	2.97%	5.97%	9.30%	11.79%	14.01%			
经营活动现金流	1138	1203	2333	2185	2410	偿债能力								
净利润	269	462	701	897	1086	资产负债率 (%)	61%	63%	65%	66%	67%			
折旧摊销	804.42	910.73	0.00	743.79	743.79	流动比率	1.04	0.89	1.18	1.45	1.69			
财务费用	321	364	373	387	404	速动比率	0.99	0.85	1.14	1.41	1.64			
应收账款减少	0	0	-286	-358	-353	营运能力								
预收帐款增加	0	0	99	121	144	总资产周转率	0.08	0.10	0.12	0.14	0.15			
投资活动现金流	-2678	-2660	-121	-24	-24	应收账款周转率	2	2	2	2	2			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.14	1.78	2.01	1.83	1.79			
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)								
投资收益	12	2	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.09	0.10	0.15	0.20	0.24			
筹资活动现金流	-445	1477	-491	-544	-614	每股净现金流(最新)	-0.95	0.00	0.41	0.39	0.43			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.06	1.61	1.64	1.67	1.72			
长期借款增加	0	0	386	475	563	估值比率								
普通股增加	0	2078	0	0	0	P/E	31.10	29.48	18.60	14.33	11.73			
资本公积增加	0	-2078	0	0	0	P/B	0.93	1.76	1.73	1.69	1.64			
现金净增加额	-1984	20	1721	1617	1772	EV/EBITDA	9.76	11.80	10.63	8.82	7.42			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

贺朝晖

清华大学机械工程学士，核科学与技术专业硕士，4年核电行业工作经验，3年国际能源工程企业工作经验，2018年加入东兴证券从事电力设备与新能源研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看高：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。