

公用事业 II 行业

风电运营商 18 年较好收官

核心观点:

- **2018 年第四季度发电量稳中有升，全年增速符合预期**

2018 年第四季度，我们关注的港股 5 家公司第四季度共实现风电发电量 28,967GWh，同比增长 3.54%。10、11 月来风较差，12 月来风超预期，整体四季度风电发电量略低于预期。5 家公司全年发电量稳增，共实现风电发电量 105,340GWh，同比增长 14.29%，全年增长幅度符合预期。

- **2018 年弃风改善效果显著，利用小时数提升明显，存量效益大幅提高**

2018 年港股风电运营商弃风率平均较去年同期普遍改善 5 个百分点以上，利用小时数提高 130 小时以上。弃风显著改善使得行业存量发电产能和效益得到提升，我们预计全年港股风电运营商归母净利润均有显著增长。

- **建设周期拉长，风电新增节奏暂时放缓**

行业新增风机重心转南，由于南方在审批、环保、征地方面要求趋严，以及工程建设方面难度加大，整体建设工期有所拉长。我们预计全行业 18 年新增规模普遍低于年初的指引，并且 19/20 年新增节奏仍会较缓。

- **补贴回收进度总体向好**

第七批可再生能源补贴发放于 18 年四季度加速，预计全年回收情况要好于去年。随着平价上网的加快到来，存量补贴的资金压力会日益缓解。

- **市场化交易规模保持稳定，平均上网电价进入平稳通道**

我们认为存量装机的平均上网电价不会出现大幅下降，(1) 市场化电量交易规模和折价幅度将保持稳定，并且市场化电量交易将增加售电比例 (2) 新增装机占比较小，对电价拉低效果逐年降低。

- **重点公司推荐和盈利预测**

公司名称	公司代码	股价 (港币元)	EPS (单位: 人民币)			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
华能新能源	00958.HK	2.34	0.338	0.364	0.392	6.0	5.6	5.2
龙源电力	00916.HK	6.00	0.591	0.653	0.690	8.8	8.0	7.6
新天绿色能源	00956.HK	2.10	0.308	0.374	0.439	6.0	4.9	4.2
大唐新能源	01798.HK	0.96	0.171	0.215	0.240	4.8	3.8	3.5

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 股价为 2019 年 1 月 25 日收盘价格

- **风险提示**

2019 年一二季度来风较差，发电量增速较低；新增装机规模不及预期；弃风地区弃风率反弹风险；融资成本上升等风险。

行业评级

买入

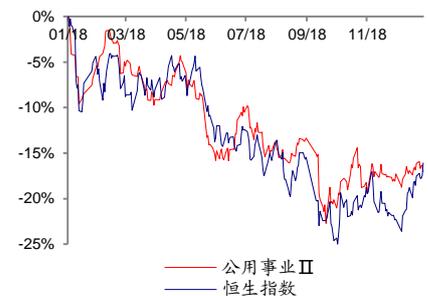
前次评级

买入

报告日期

2019-01-28

相对市场表现



分析师:

韩玲



SAC 执证号: S0260511030002



SFC CE No. ARI073



021-60750603

hanling@gf.com.cn

相关研究:

【广发海外】龙源电力 2019-01-18

(00916.HK): 弃风改善受益显著, 18 年风电发电量创新高

【广发海外】新天绿色能源 2019-01-18

(00956.HK): 18 年燃气销量超预期, 风电发电量稳中有增

【广发海外】大唐新能源 2019-01-16

(01798.HK): 四季度发电量略低于预期, 全年弃风改善效果显著

目录索引

一、2018 年第四季度发电量稳中有升，全年增速符合预期.....	4
二、全年弃风率改善效果显著，利用小时数提升明显，存量效益较大幅度提高	5
三、建设周期拉长，风电新增节奏暂时放缓.....	7
四、补贴回收进度加速	9
五、风电存量电价稳定，平均上网电价保持较好	9
六、重点公司介绍.....	10
1.新天绿色能源（00956.HK）：风电发电量稳中有增	10
2.龙源电力(00916.HK)：18 年风电电量创新高	12
3.华能新能源(00958.HK)：18 年 12 月风电发电量超预期.....	15
4.大唐新能源(01798.HK)：全年弃风改善效果显著	19
七、风险提示	23

图表索引

图 1: 2017Q4/2018Q4 年港股风电运营商年度风电发电量和增速	4
图 2: 2017/2018 年港股风电运营商年度风电发电量和增速	5
图 3: 2013-2020E 龙源电力新增风电装机容量	8
图 4: 2013-2020E 华能新能源新增风电装机容量	8
图 5: 2013-2020E 大唐新能源新增风电装机容量	8
图 6: 2013-2020E 华电福新新增风电装机容量	8
图 7: 2013-2020E 新天绿色能源新增风电装机容量	8
图 8: 2013-2020E 港股风电运营商平均税后风电上网电价	9
图 9: 公司 2013-2020E 风电发电量和增速	10
图 10: 公司 2013-2020E 公司燃气分类销气量和总销气量增速	11
图 11: 新天绿色能源历史 PE 情况	12
图 12: 公司 2017-2018 年分月度风电发电量	12
图 13: 公司 2013-2020E 风电发电量和增速	13
图 14: 龙源电力历史 PE 情况	15
图 15: 2017-2018 公司月度风电发电量 (GWh)	16
图 16: 2015-2020E 风电发电量和增速	16
图 17: 2015-2020E 风电利用小时数和增速	16
图 18: 2013-2020E 风电新增装机容量	17
图 19: 2013-2020E 公司归母净利润和有效税率	17
图 20: 华能新能源历史 PE 情况	19
图 21: 2013-2020E 风电发电量和同比增速	20
图 22: 2013-2020E 风电利用小时数和弃风率	20
图 23: 2013-2020E 新增风电装机容量	20
图 24: 大唐新能源历史 PE 情况	22
表 1: 港股部分风电运营公司 2018 年四季度风电发电量情况 (单位: Gwh)	4
表 2: 港股风电运营商 2017-2018E 年利用小时数、弃风率和发电量	6
表 3: 港股风电运营商 2018-2019E 风电收入、风电净利润和归母净利润预测	6
表 4: 新天绿色能源盈利预测 (2019 年 1 月 25 日)	11
表 5: 龙源电力盈利预测 (2019 年 1 月 25 日)	15
表 6: 华能新能源盈利预测 (2019 年 1 月 25 日)	18
表 7: 大唐新能源 2019 年 EPS 相对风电利用小时数及风电新增装机的敏感性分析	21
表 8: 大唐新能源盈利预测 (2019 年 1 月 25 日)	22

一、2018 年第四季度发电量稳中有升，全年增速符合预期

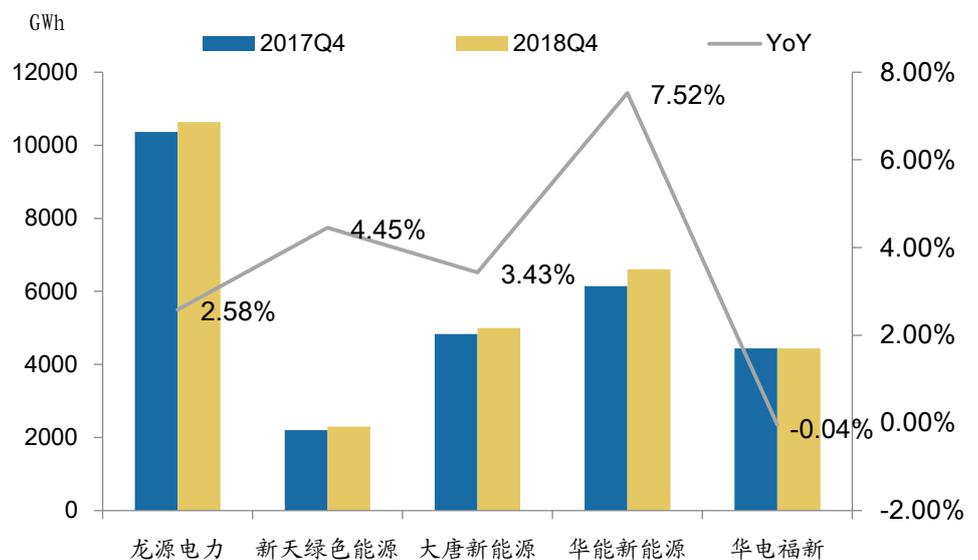
2018年第四季度，我们关注的港股5家公司第四季度共实现风电发电量28967GWh，同比增长3.54%，发电量同比增长低于预期，我们认为主要原因是2018年第四季度来风情况不达预期，导致了风电运营商整体发电量没有较大增幅。河北、辽宁、福建、广东等地来风较少，导致这些地区风电发电量同比有所下降。这5家公司中，华能新能源风电发电量同比增幅最大，为7.52%；华电福新增幅最小，第四季度风电发电量基本与去年同期持平；其余三家公司同比均略有增长。

表 1：港股部分风电运营公司2018年四季度风电发电量情况（单位：Gwh）

风电发电量	龙源电力	大唐新能源	华能新能源	华电福新	新天绿色能源
2018Q4	10632	4995	6605	4440	2296
2017Q4	10364	4829	6143	4442	2198
同比变化	2.58%	3.43%	7.52%	0.04%	4.45%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

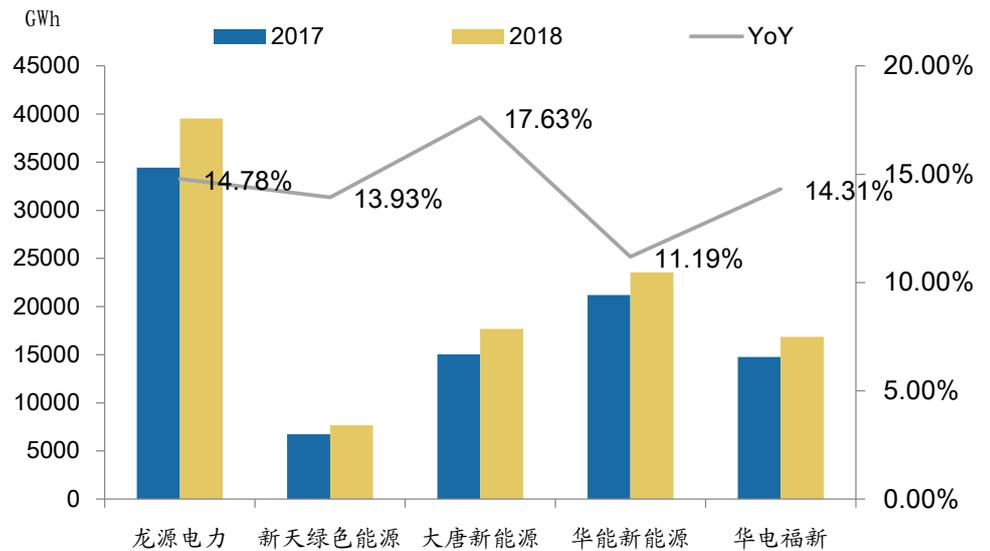
图 1：2017Q4/2018Q4年港股风电运营商年度风电发电量和增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

从全年发电量来看，得益于弃风率的持续改善，这5家公司全年风电发电量稳增，共实现风电发电量105340GWh，同比增长14.29%，全年增长符合我们之前的预期。各公司均有较大增幅，其中大唐新能源全年风电发电量增幅最大，为17.63%；龙源电力次之，实现增幅14.78%；华电福新14.31%；新天绿色能源13.93%；华能新能源11.19%。

图 2: 2017/2018年港股风电运营商年度风电发电量和增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

二、全年弃风率改善效果显著, 利用小时数提升明显, 存量效益较大幅提高

2018年港股风电运营商存量效益有显著提高, 弃风率平均较去年同期普遍改善5个百分点以上, 利用小时数提高130小时以上。弃风显著改善使得行业存量发电产能得到二次释放, 并且由于新增发电量并不会带来额外成本增加, 我们预期全年港股风电运营商归母净利润均有显著增长。

我们测算了港股5家风电港股运营商2018年的弃风率和利用小时数: 其中大唐新能源弃风率改善最大, 预计全年改善幅度超过8个百分点, 并有望控制在9%以下; 华能新能源和龙源电力次之, 全年弃风率分别同比改善约7和6个百分点, 全年弃风率均可控制在6%左右; 华电福新同比改善约4个百分点, 弃风率改善至8%左右, 改善力度相对较低; 新天绿色能源由于弃风率本身较低, 改善幅度较小, 全年弃风率控制在5%以下。

从利用小时数来看, 5家港股风电运营商的利用小时提升幅度从133小时最高可达到197小时。利用小时数增加主要有三个方面, 最主要弃风率的改善, 弃风率每降低1%, 利用小时数可以提升20-25小时, 弃风率下降可以解释大概70%的利用小时数增长, 此外两点分别是风资源的改善和管理、运营、技术进步。

表 2: 港股风电运营商2017-2018E年利用小时数、弃风率和发电量

	证券代码	利用小时数			弃风率(%)			发电量(GWh)		
		2017	2018E	YOY	2017	2018E	YOY	2017	2018E	YOY
龙源电力	00916.HK	2,026	2,180	154	12	6	-6	34,449	39,541	14.78%
华能新能源	00958.HK	2,082	2,215	133	13	6	-7	21,189	23,563	11.20%
新天绿色能源	00956.HK	2,392	2,482	90	7	5	-2	6,737	7,676	13.93%
大唐新能源	01798.HK	1,881	2,050	169	17	9	-8	15,053	17,686	17.49%
华电福新	00816.HK	1,940	2,115	175	12	8	-4	14,757	16,860	14.25%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

由于新增发电量并不会带来额外成本增加, 对公司整体业绩增厚有显著效果, 公司净利润增长对于发电量变化的敏感性很高。

2018、2019年公司归母净利润测算: 大唐新能源由于2017年弃风率较高, 部分资产存在亏损运营, 2018年新释放出的发电量对亏损的弥补效果极为显著, 我们预计2018年大唐新能源的净利润增幅可达71.18%, 为同业最高。龙源电力次之, 净利润同比增长28.8%。新天绿色能源燃气、风电板块双开花, 预计全年归母净利润增幅21%。华能新能源弃风率较低, 改善幅度相对较小, 预计归母净利润同比增幅16.7%。华电福新主要受到火电业务拖累业绩有所下降, 预计全年归母净利润同比下降20%。

对于2019年, 我们认为由于风电新增装机节奏放缓, 存量规模较大的风电运营商增速会有所放缓, 新天绿色能源由于新增规模比例相对较大, 并且燃气管输业务下游需求持续攀升, 预期净利润增速最大和2018年持平。其他港股风电运营商净利润增速均会有所放缓。

表 3: 港股风电运营商2018-2019E风电收入、风电净利润和归母净利润预测

	证券代码	风电板块收入(百万 CNY)				风电板块净利润(百万 CNY)				归母公司净利润(百万 CNY)			
		2018E	YOY	2019E	YOY	2018E	YOY	2019E	YOY	2018E	YOY	2019E	YOY
龙源电力	00916.HK	18,242	14%	19,533	7%	4,274	30	4,719	10%	4,749	29%	5,244	10%
华能新能源	00958.HK	12,282	9%	13,082	7%	3,214	15%	3,463	8%	3,572	17%	3,848	8%
新天绿色能源	00956.HK	3,585	14%	4,030	12%	913	20%	1,111	20%	1,143	22%	1,389	22%
大唐新能源	01798.HK	8,210	17%	8,845	8%	1,196	72%	1,499	25%	1,246	71%	1,562	25%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

三、建设周期拉长，风电新增节奏暂时放缓

2018年第四季度，我们关注的5个风电运营商的18年新增风电装机容量均较年中的指引有所下调。我们预计2018年新增装机容量最多的是龙源电力，全年可实现并网新增600MW以上，其中包括200MW以上的海上装机；华电福新次之，预计全年可确认500MW新增并网；新天绿色能源和大唐新能源预计分别可实现450MW和400MW的新增；华能新能源最少，预计全年350MW新增。

2018年上半年，新增装机节奏已经有所放缓，我们分别于第三、四季度下调港股风电运营商装机规模，累计下调幅度相较于年初的指引在100-200MW之间。我们认为，新增风电装机放缓的主要原因是在公司的新增装机重心由三北地区转向东、南部不弃风地区。并且我们认为在三北地区完全解禁前，新增装机规模会持续受压，海上装机作为一颗潜在释放窗口，但依然存在着建设成本较大、周期较长等问题。

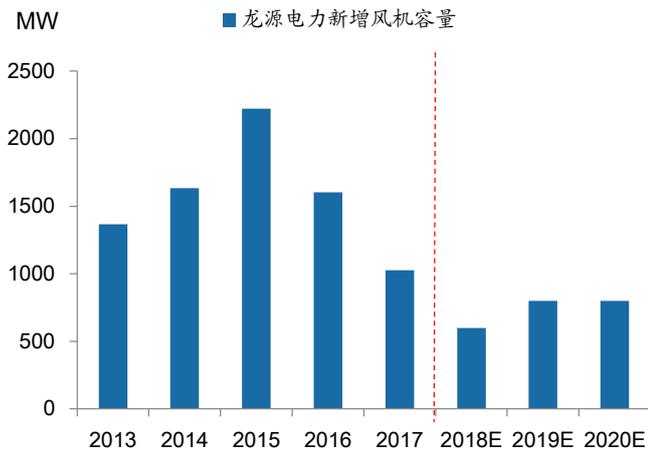
三北地区新增持续受限：2018年春季国家能源局下发《关于发布2018年度风电投资监测预警结果的通知》，内蒙古、黑龙江、宁夏三个省份已被移出红色预警名单，“红六省”变成“红三省”。然而，国家能源局也在《2018年能源工作指导意见》中明确指出，要强化风电发电投资监测预警机制，控制弃风严重地区新建规模，确保风电发电弃电量和弃电率实现“双降”。我们认为三北地区，受限于电网、当地消纳等问题无法短时间内解决，短期内新增规模将继续承压。

港股风电运营商战略南移，核准、工期拉长：根据2018年前三季度国家能源局公布的风电并网数据，2018年前三季度全国新增风电装机容量同比增加30%，其中新增规模变化主要集中在江苏和内蒙古。我们认为，相比2017年弃风较为严重的情况，2018年的部分省份解禁释放了一部分增量。而目前存量规模较大的港股风电运营商并没有加入此抢装行列，主要的新增在南方和海上风电的比例有所增多，这也反应了部分港股风电运营商的战略转换：以保证存量为主，同时控制新增节奏，优化资本开支。不过由于南方地区土地资源相对较为紧张，风场投资在征地、环保、和建设等环节上上相对于三北存在较大劣势，导致平均工期被拉长。

海上风电蓝海初探，成本较高开发经验不足：海上风电所具备的优势和三北地区类似：环保、征地要求较低，适合较大规模开发，风资源较好，理论利用小时数可达陆上同类风电的1.5以上。但目前来看海上风电装机成本较高，单位千瓦造价约是同类陆上风电装机造价的2倍左右。不过相对于规模较小的开发商，大型的央企、国企风电运营商更具备优势。其投资逻辑和在我国风电发展初期布局三北地区类似，（1）海上风电建设具有协同效应和规模效应，包括项目共用的基础设施建设，诸如海底电缆的制造、海上升压站、港口基础建设等，以及后续的运营维护体系，诸如管理和运维系统、驳船、仓库等服务都具备一定的规模效应。（2）资源调配能力强，主要反映在建造维护成本，技术升级以及项目审批方面。（3）引导政府政策制定方面具备一定的话语权。考虑到目前海上风电成本较高开发经验不足等因素，我们仍持保守态度。

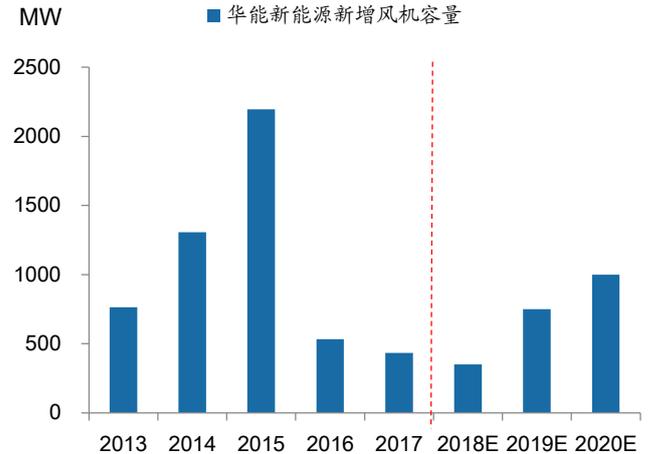
总体而言，我们预计未来2年内新增规模仍将保持略微放缓，并网节奏保持平稳，对于19/20年的新增装机规模均相对于2018年中期时的指引下调100MW左右。

图 3: 2013-2020E龙源电力新增风电装机容量



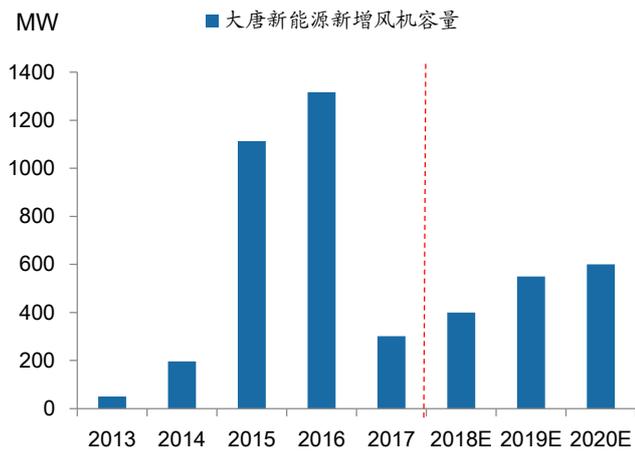
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 4: 2013-2020E华能新能源新增风电装机容量



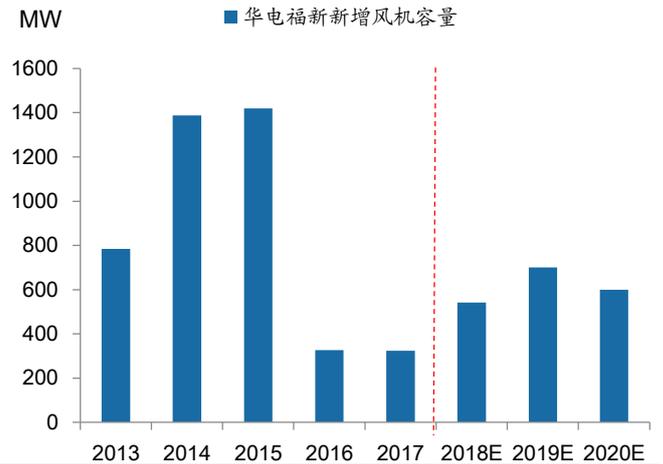
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 5: 2013-2020E大唐新能源新增风电装机容量



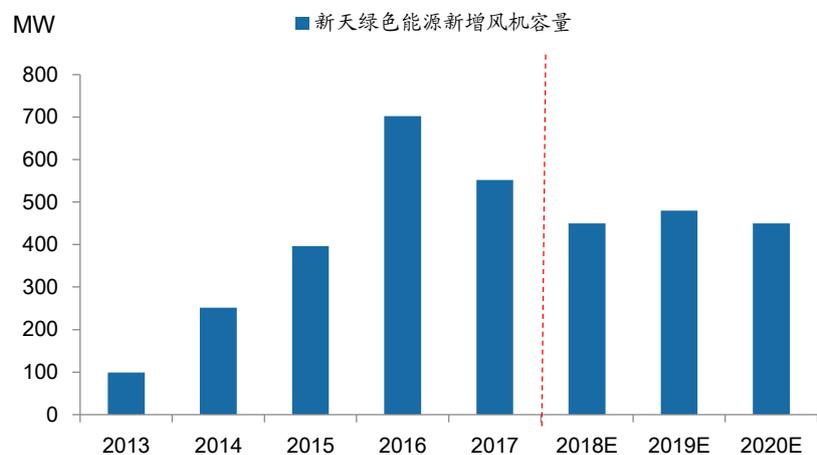
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 6: 2013-2020E华电福新新增风电装机容量



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 7: 2013-2020E新天绿色能源新增风电装机容量



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

四、补贴回收进度加速

根据目前的回收情况来看，补风电补贴欠款回收在2018年第三季度开始进入加速阶段，第四季度补贴欠款回收情况良好，全年总体情况符合我们的预期。补贴欠款回收进度的加快部分消除了市场对风电行业补贴损失的担忧，并且回收款项将有助于与公司改善现金流并优化财务结构。

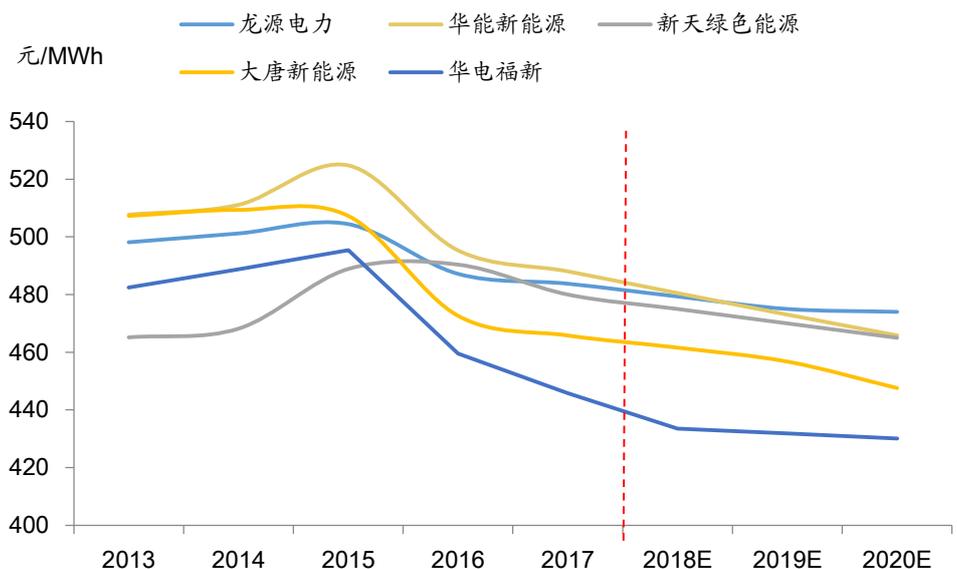
同时，行业装机增速已明显放缓，风电平价上网目标越来越近，我们认为未来补贴缺口会逐渐缩窄，存量补贴资金压力会日益改善，补贴发放和相关政策的制定会更加乐观。

五、风电存量电价稳定，平均上网电价保持较好

我们认为存量装机的平均上网电价不会出现大幅下降，（1）市场化电量交易规模和折价幅度将保持稳定，并且市场化电量交易将增加售电比例（2）新增装机占比较小，对电价拉低效果逐年降低。我们认为存量平均电价将保持轻微下行趋势。

结合当前的弃风改善成果以及对上市公司的调研结果，我们预计未来各大风电运营商的市场化电量交易规模和折价幅度均不会出现太大变动，在当前的标杆上网电价基础上，港股风电运营商普遍市场化交易规模在20-25%之间，市场化交易折价幅度在20%左右，如此计算市场化交易对平均电价的影响系数为0.95左右，市场化电量交易作为保证售电量的措施，其对平均电价的拉低效果在电量交易规模不大幅增长的情况下对整体电价影响是逐年降低的，此外新增装机放缓，对整体电价的拉低效果也有所降低，我们预计进入2019年后平均电价将进入平稳通道。

图 8：2013-2020E 港股风电运营商平均税后风电上网电价



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

六、重点公司介绍

1. 新天绿色能源 (00956.HK): 风电发电量稳中有增

1.1、第四季度风电略低于预期，风电板块业绩2019/20年稳中有增

四季度风电低于预期: 2018年第四季度公司实现风电发电量2,295GWh, 同比增长4.45%, 略低于预期。全年公司累计实现风电发电量7,676GWh, 同比增长13.93%。

展望未来: 我们认为由于(1)河北省弃风率水平较低(18年5%左右), 且当地消纳能力较强弃风率比较稳定(2)不同于风电运营龙头公司, 公司每年400-500MW的新增装机规模相对于存量规模比例较大。2019/20年风电板块业绩将持续稳中有增。我们预计19-20年公司风电发电量增长13.6/12.8%。

图 9: 公司2013-2020E风电发电量和增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心预测

1.2、2018年燃气销量大幅增长，批发销量超预期

公司公布了2018年四季度经营业绩, 2018年第四季度, 公司燃气业务实现销气量9.1亿立方米, 同比增长30.20%, 其中批发、零售和CNG/LNG业务分别实现销气量5.9/2.9/0.3亿立方米, 分别同比增长31.6%/31.3%/1.64%, 第四季度实现销气量大幅增长。

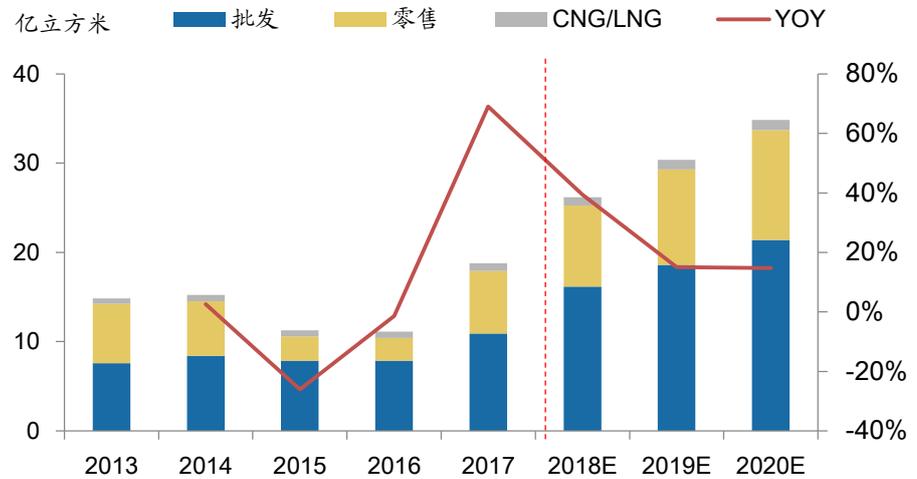
公司全年实现累计销气量26.3亿立方米, 同比增长40.0%, 其中燃气批发、零售和CNG/LNG业务分别实现累计销气量10.9/6.9/0.8亿立方米, 同比增长48.26%/31.52%/4.79%, 其中燃气批发业务增速要高于我们之前全年40%的预期, 全年增速也高于我们之前35%的预期。

1.3、河北燃气供需偏紧，19/20销气量保持稳定增长

我们认为2018年燃气业务大幅增长主要是17年的燃气共计缺口得到补充带来的销量释放, 以及河北省燃气需求的持续稳定扩张。我们认为, 考虑到燃气供需持续偏紧, 19年公司可能在气源供应上仍面临一定的压力, 但不会严重到17年的“气

荒”程度，河北燃气供需偏紧，我们预计受到下游需求持续攀升带动，2019-20年公司燃气销量每年可实现增速分别为20%/15%。

图 10: 公司2013-2020E公司燃气分类销气量和总销气量增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心预测

1.4、盈利预测和投资评级

我们假设2018-20年公司新增风电装机容量为450/480/450MW，风电利用小时数是分别为2430/2440/2440，燃气总销量同比增加40%/20%/15%。

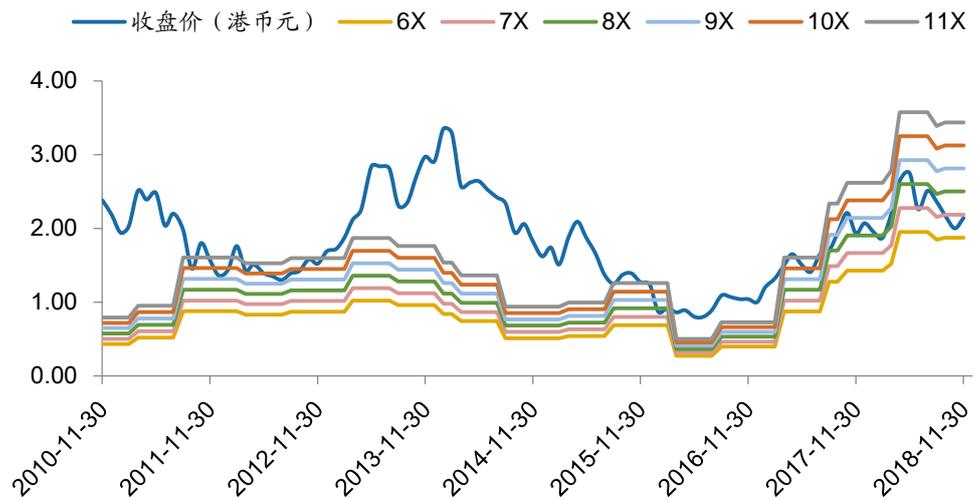
2019年1月25日新天绿色能源（00956.HK）收盘价为2.10港元，我们预测公司2018-2020年公司EPS分别为人民币0.308/0.374/0.439元，对应当前股价市盈率分别为6.0/4.9/4.2倍。由于公司18年运营表现总体符合预期，未来业绩增长确定性较高，我们维持公司2.60港元/股的合理价值，并维持“买入”评级。

表 4: 新天绿色能源盈利预测 (2019年1月25日)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万CNY)	4,384	7,058	9,249	10,465	11,828
增长率(%)	3.8	61.0	31.1	13.1	13.0
归母净利润(百万CNY)	542	940	1143	1389	1631
增长率(%)	221.7	73.5	21.6	21.5	17.5
EPS (CNY/股)	0.146	0.253	0.308	0.374	0.439
市盈率 (P/E)	12.4	7.1	6.0	4.9	4.2
市净率 (P/B)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

图 11: 新天绿色能源历史PE情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

1.5、风险提示

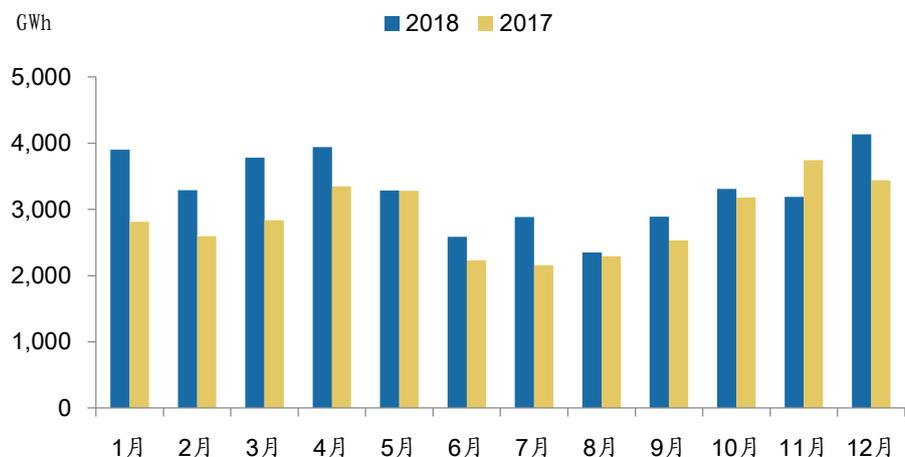
燃气供应紧张风险, 风电装机新增不及预期风险, 来风情况低于预期风险。

2.龙源电力(00916.HK): 18年风电电量创新高

2.1、2018年12月发电量同比增长16.28%

2018年12月龙源电力实现发电量5,275GWh, 同比增长16.28%, 其中风电发电量4,133GWh, 同比增长20.11%, 火电发电量1076GWh, 同比增长4.27%。全年公司实现累计发电量49,970GWh, 同比增长9.63%。12月份整体来风情况好于预期, 和11月风较差相互有所抵消, 2018年第四季度发电量和去年相比略有增长。综合来看由于2018年上半年来风较好, 2018年风资源还是整体偏好。

图 12: 公司2017-2018年分月度风电发电量



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

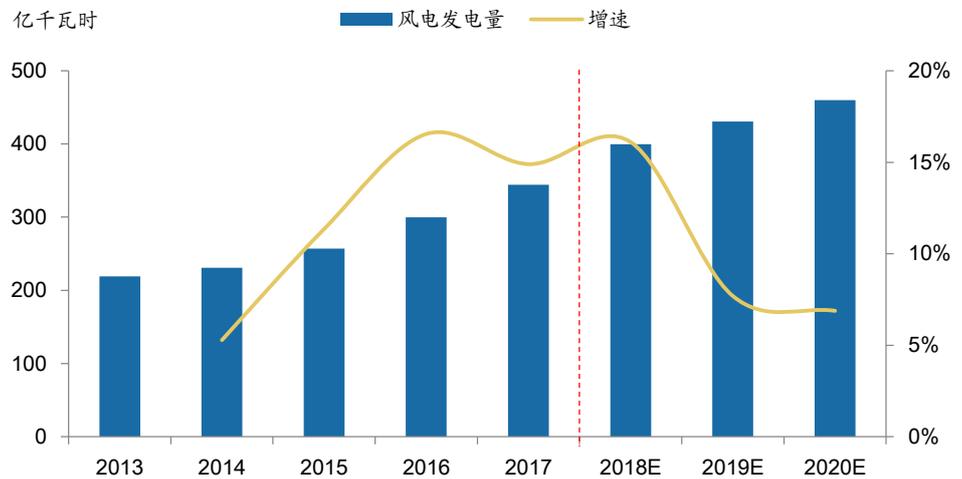
2.2、弃风改善成效突出，2018 风电效益显著提升

2018年全国范围内弃风率改善明显，公司由于风电装机规模庞大，且在全国范围内分布广泛，18年公司存量装机运作效率提升显著，是弃风率下降最大受益者。2018年公司2018年全年风电发电量累计39.541GWh，同比增长14.78%。全年的发电增长主要受益于弃风率持续改善和风资源相对较好，公司发电机组效益明显增长，存量产能得到显著释放。我们预计18年风电利用小时数可达到2175小时左右，同比增长约150小时，弃风率能够控制在6%以内，较2017年改善近6个百分点。**19年建议持续关注弃风率改善，公司预计19年弃风率可控制在5%以内，利用小时数还将进一步提高。**

分地区来看，几个规模较大且2017年弃风率较高的省份，甘肃、新疆、内蒙古、山西和辽宁等在2018年均贡献了较大发电量增长，全年发电量较2017年同期增幅普遍在11%-15%。江苏海上风电在2018年大放异彩，发电量同比增长109%，全年净增加近1,200GWh电量。此外云南省和南非风场作为公司的优质发展风场之一在2018年也实现了显著增长，发电量分别同比增加15%和429%，净增发电量。可见弃风率改善是2018年风电板块业绩增长的主要背后支撑。

新增装机18年有所放缓，全年预计600MW的新增容量，其中包括200-300MW的海上项目。由于风电板块存量较大并电价已保，而且18年沿海地区贡献了大量增长，沿海地区电价相对较高，所以全年电价相对稳定，平均电价下降幅度较小，我们预计2018全年风电售电收入增速在15%左右。

图 13：公司2013-2020E风电发电量和增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心预测

2.3、可再生能源行业政策加速出台，利好龙头企业

政策促进消纳：随着第三轮《可再生能源配额制》征求意见进行中，2019年1月1日配额制考核也正式开始，且一季度将会发布19年配额指标。行业宏观政策已开始加速出台，将促进行业有序整合，利好龙头企业，并有助于消除不确定性担忧。配额制的即将落地对行业形成成熟的消纳机制和解决补贴缺口问题均有重要意义。

龙头企业优势提高度电成本竞争力：随着行业宏观调控手段更加成熟，市场化程度上升，从微观层面来看，龙头公司的管理优势、成本控制以及资金周转等能力将成为行业整合和发展的核心竞争力。因为为了实现平价上网将持续考量公司的核心命脉度电成本，而无论是通过技术进步和优化管理来实现规模效益，还是获取廉价的融资渠道，公司均有一定的优势。从前三季度经营情况来看，公司资产负债率较17年同期下降4个百分点至56.62%，第三季度财务费用较同期有所减少，展现出公司资金链有所改善。

2.4、未来展望：存量业绩稳增，补贴欠款回收有所好转

我们认为19-20年的两大看点：

(1) 存量装机量价可保，弃风持续改善，利用小时数有望进一步提高。在增量受限和增量电价下调的预期下，规模较大的存量的效益改善对公司整体业绩提升效应更为明显，存量部分电价有所保障，此外新增放缓和配额制约性政策将为利用小时数维持高位提供有力支撑，存量部分量价齐保，盈利能力十分稳定。我们预计19年弃风率有望进一步改善，公司利用小时有望会进一步提升，增厚公司业绩。

(2) 我们认为2015-17年可再生能源发展过快而引起的补贴缺口的超预期增长是当前补贴拖欠的重要原因之一，而随着行业装机增速已明显放缓，在补贴需求增速可控的情况下，补贴发放会有所好转。

2.5、盈利预测和投资建议

我们预测公司2018-2020年，新增装机容量分别为600/800/800MW，主营业务收入分别为人民币26,091/28,021/29,174百万元，归母公司净利润分别为4,749/5,244/5,547百万元，EPS分别为0.591/0.653/0.690元，EPS分别同比增长29%/10%/6%，对应当前股价市盈率分别8.8/8.0/7.6倍。

2018年下半年以来，风电行业整体估值持续走低，平均市盈率也跌到8倍以下，风电行业增长预期有所放慢。从公司运营角度来看，规模较大的几个港股风电运营商新增装机进度有所放缓，我们认为在风电行业进入平稳周期后龙头公司的优势仍将继续体现，行业普遍降速的情况下，弃风率改善将最大利好装机规模大的公司。在规模方面，龙源电力作为港股风电运营商龙头公司，累计控股装机容量为行业首位，累计未并网核准装机容量超过7GW。另外竞争优势方面，公司在集中管理、融资成本、技术革新等方面拥有战略优势，同时分布广的装机布局使得盈利能力相对稳定，能够平稳度过蛰伏期等待行业复苏。

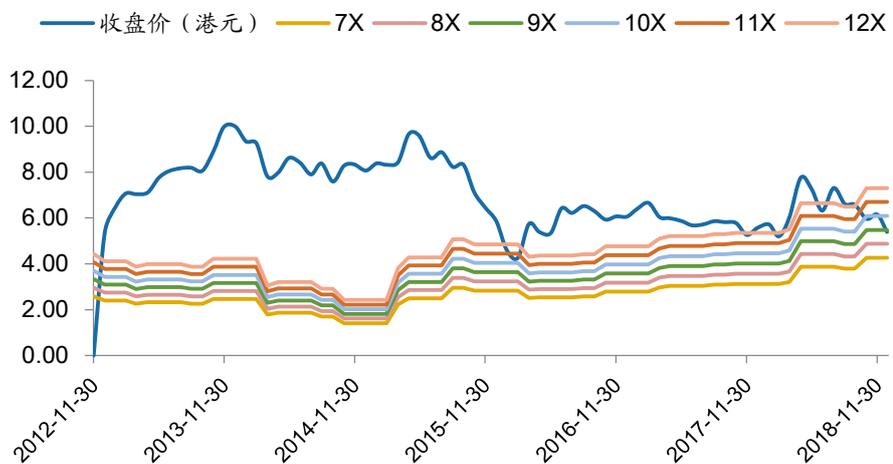
2019年1月25日，龙源电力(00916.HK)最新收盘价6.00港元。我们综合18-19年的港股和A股的可比公司估值得出的调整后行业平均PE在8-10倍之间，从历史估值来看，龙源电力历史PE绝大部分时间维持在10倍以上，PB在1倍以上，且龙源电力作为风电运营龙头公司，享受行业龙头估值溢价，其PE一直高于行业平均20%以上。综合上述原因，我们基于2019年9倍的估值，给予6.75港元的合理价值，维持“买入”评级。

表 5: 龙源电力盈利预测 (2019年1月25日)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万CNY)	22,304	24,592	26,091	28,021	29,174
增长率(%)	13.5	10.3	6.1	7.4	4.1
EBITDA (百万CNY)	13,273	14,423	16,354	17,616	18,460
归母净利润(百万CNY)	3,415	3,688	4,749	5,244	5,547
增长率(%)	18.56	7.98	28.77	10.42	5.79
EPS (CNY/股)	0.425	0.459	0.591	0.653	0.690
市盈率 (P/E)	11.3	10.5	8.8	8.0	7.6
市净率 (P/B)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

图 14: 龙源电力历史PE情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 历史 PE 估值计算基准为当天交易日 EPS (TTM)

2.6、风险提示

来风情况不达预期风险, 新增装机不达预期; 补贴、绿证等政策不确定性; 投产建设进程不及预期等风险。

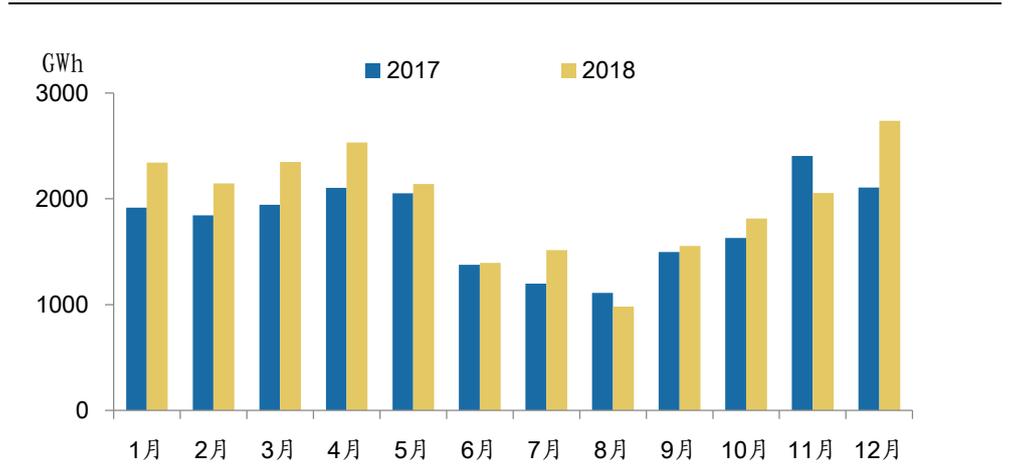
3. 华能新能源(00958.HK): 18年12月风电发电量超预期

3.1、2018年12月来风好于预期

华能新能源发布12月发电量公告: 2018年12月华能新能源实现发电量2,851GWh, 同比增长29.5%, 其中风电发电量2,737GWh, 同比增长30.0%, 环比增长33.2%, 太阳能发电量113GWh, 同比增长18.9%。全年公司实现累计发电量49,970GWh, 同比增长9.63%。

12月来风情况好于预期, 由于是大风季对全年总发电量影响较大, 并对11月风资源差有所抵消。公司全年实现风电发电量23,563GWh, 同比增长11.2%, 基本符合我们的预期。

图 15: 2017-2018公司月度风电发电量 (GWh)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心预测

3.2、弃风持续改善, 风力发电机组效益显著增长

主要得益于弃风率的改善, 公司的部分风电机组效益显著提升。从地域上看, 内蒙古、山西、吉林和河北省由于弃风率下降发电量分别全年风电发电量分别同比增加10.6%/14.6%/9.4%/9.9%, 旧风场产能释放成为增厚业绩的主要动力。我们测算出公司2018年风电利用小时数可达2215小时, 同比增加133小时, 弃风率在6%左右, 同比改善近7个百分点。

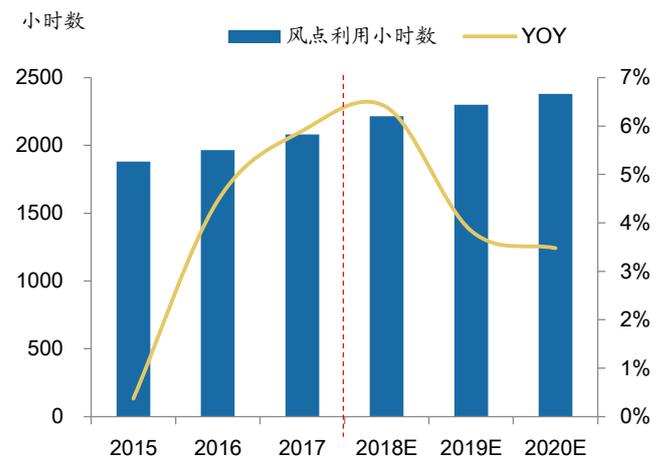
我们预计18年风电板块收入增幅可达12,299百万元人民币, 同比增长近9%, 由于风电业务净利润对于发电量和收入变化有较大敏感性, 收入每变化1%, 公司归母净利润同向变化约2.5%, 我们测算全年归母净利润约3,584百万元人民币, 同比增长17%。

图 16: 2015-2020E风电发电量和增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 17: 2015-2020E风电利用小时数和增速



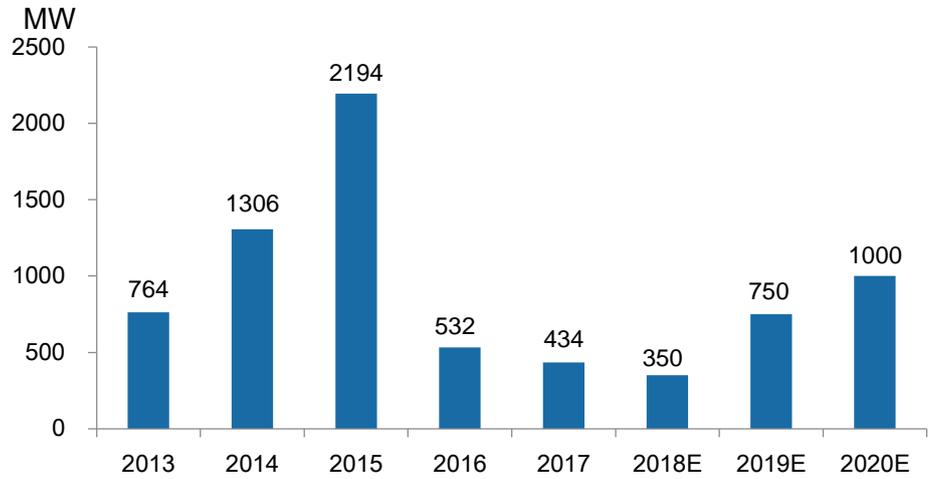
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

3.3、新增装机有所放缓

随着环保要求和审批流程趋严, 2018年新增风电项目的整体审核建设流程周期

被拉长，公司18年全年装机容量会低于之前的指引。我们预计2018年公司新增装机容量350MW左右，19-20年分别新增700和1000MW。

图 18: 2013-2020E风电新增装机容量



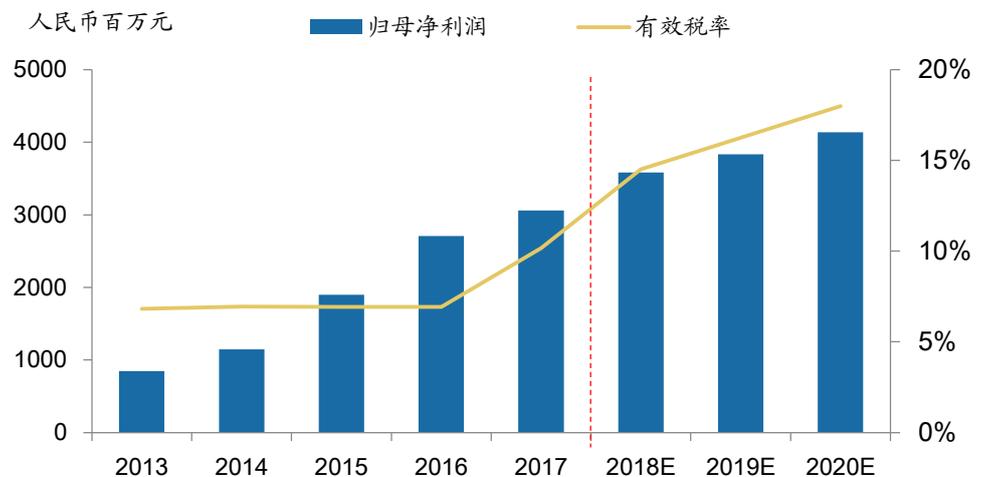
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心预测

3.4、19年有效税率攀升

随着公司部分风场减税免税期结束，公司有效税率在18年有所提升。另外由于三北地区弃风率改善较好，发电量增幅较大，收入增长也带动了税收费用增长。我们认为有效税率上涨符合行业预期，并预测18年全年公司有效税率将同比提升约4.5个百分点至14.5%，2019年有效税率持续攀升2个百分点以内。

考虑到有效税率增长部分来自于盈利改善所带来的税收费用提高，公司整体业绩提升的正面影响要明显大于有效税率提升副作用。

图 19: 2013-2020E公司归母净利润和有效税率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心预测

3.5、盈利预测和投资建议

我们预测2018-2020年公司风电装机增量分别为350/700/1000MW，利用小时

数分别为2215/2300/2380小时，主营业务收入分别为人民币116.4/124.4/135.0亿元，归母公司净利润分别为人民币35.7/38.5/41.5亿元，EPS为0.338/0.364/0.392元，EPS同比增速分别为17%/8%/8%。18-20年有效税率分别为14.5%/16.25%/18%。

2018年下半年以来港股风电运营商估值普遍偏低，华能新能源历史PE在2018年中期之前一直在9倍以上，最近3年的历史平均PE近11倍，当前PE低于6倍为历史最低估值。华能新能源截至2018年中期存量风电装机容量累计超过11GW，属于行业龙头公司，装机规模仅次于龙源电力，公司管理能力稳健，拥有多渠道获取各种行业、政府资源，并在项目运营、投资管理和技术研发上面具备一定的优势，我们认为公司应享有高于行业平均5%左右的公司溢价。

同时我们认为：风电运营商将持续保持稳定的营收能力并具较大业绩成长空间，因为（1）风电存量装机上网电价已保，新政策并不会影响存量标杆上网电价。（2）未来弃风率将持续保持改善趋势，将支持风机效益稳步提升，尤其是三北地区高弃风省份的早期投产风场，由于风资源丰富，利用小时数提升潜力很大。（3）随着平价上网平稳推进，在新项目逐步摆脱补贴束缚后将更有利于全行业重新恢复新增规模，重建市场信心。综上所述，风电行业整体未来趋势逐渐向好，当前行业估值水平偏低未能充分反映出行业合理价值。我们认为港股风电板块的合理PE应高于目前水平10%左右，行业估值有待修复。

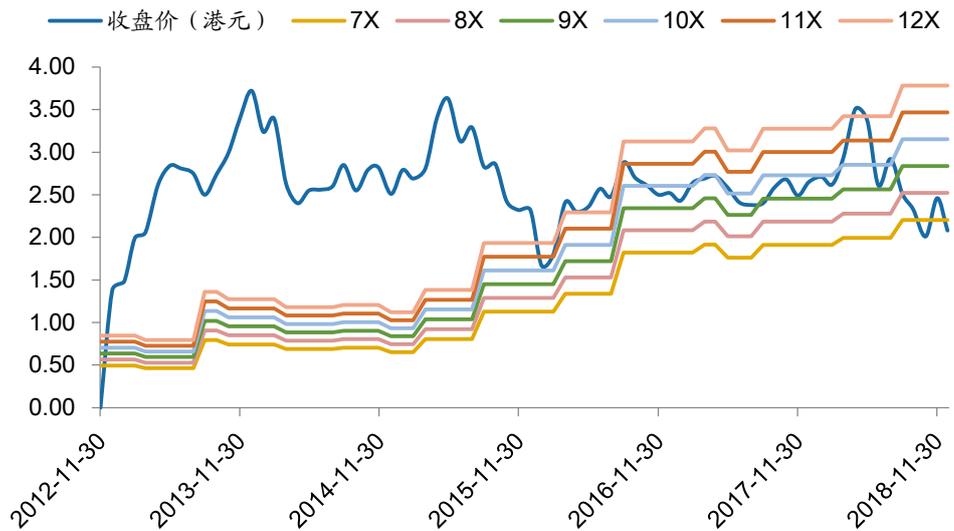
2019年1月25日华能新能源（00958.HK）收盘价为2.34港元。19年港股可比公司平均PE为6.1倍，我们对此进行行业估值修复调整（港股风电被低估10%左右），和公司溢价调整（公司由于其管理经营和规模优势，应合理享有高于行业平均5%的公司溢价），得出2019年7倍的合理PE，给予2.93港元的合理价值，维持“买入”评级。

表 6：华能新能源盈利预测（2019年1月25日）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入(百万CNY)	9239	10554	11640	12444	13495
增长率(%)	26	14	10	7	8
EBITDA(百万CNY)	8370	9449	10404	10984	11779
归母净利润(百万CNY)	2708	3061	3572	3848	4146
增长率(%)	43	13	17	8	8
EPS (CNY/股)	0.278	0.290	0.338	0.364	0.392
市盈率 (P/E)	6.8	6.5	6.02	5.59	5.19
市净率 (P/B)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

图 20: 华能新能源历史PE情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 历史 PE 估值计算基准为当天交易日 EPS (TTM)

3.6、风险提示

经营成本上升超预期; 来风情况不达预期; 新增装机不达预期; 补贴、绿证等政策不确定性。

4.大唐新能源(01798.HK): 全年弃风改善效果显著

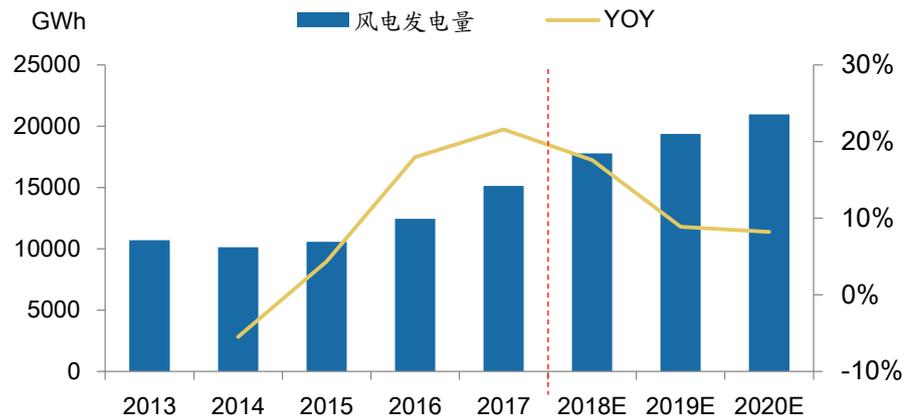
4.1、18年发电量显著提升, 四季度发电量略低于预期

大唐新能源2018年第四季度实现发电量5,059GWh, 同比增长3.35%其中风电发电量4,994GWh, 同比增长3.4%。2018年实现累计发电量17,975GWh, 同比增长17.49%, 其中风电发电量17,686GWh, 同比增长17.63%。

第四季度发电量略低于预期。从地域上看, 装机规模最大的内蒙古第四季度风电发电量仅同比增加1.31%, 受四季度风资源差影响较为严重。此外公司装机规模较大的山东和山西省第四季度发电量分别同比下降19.99%和11.76%。不过从全年来看, 内蒙古、山西、甘肃和宁夏几个弃风相对较高的省份区域的弃风改善效果较为显著, 公司这些区域发电量分别同比增加13.81%、21.05%、25.09%和18.77%。

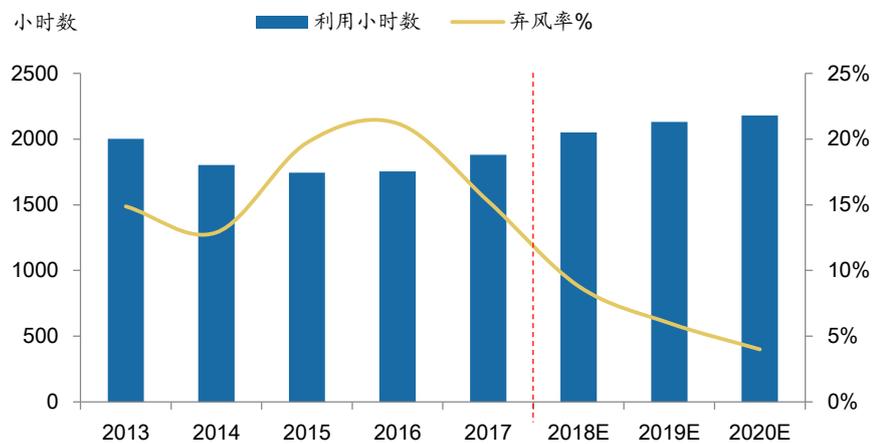
我们测算出18年风电利用小时数可达2050小时, 同比增加168小时左右, 弃风率全年在9%以下, 同比改善近8个百分点, 改善力度相对于港股其他风电运营商属于较高水平。

图 21: 2013-2020E风电发电量和同比增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心预测

图 22: 2013-2020E风电利用小时数和弃风率



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心预测

4.2、下调18/19年新增装机容量

受环保、征地等要求趋严影响, 风厂建设周期拉长, 我们适当下调了公司2018/19年的新增装机规模至400/550MW (此前为500/600MW)。

图 23: 2013-2020E新增风电装机容量



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心预测

4.3、19年弃风率持续改善，存量效益仍有增长空间

我们认为弃风率下降和存量改善逻辑将继续适用于2019年。由于公司存量风电装机规模较大（18年底9GW），新增部分对于总体影响相对较小，公司业绩对存量装机的利用小时数增加更为敏感。我们进行了大唐新能源2019年EPS相对风电利用小时数及风电新增装机的敏感性分析：风电利用小时增减25小时，净利润会同向变动5-6%；新增装机增减50MW，净利润变动要低于1%。我们认为19年弃风率将会进一步改善，公司存量装机效益仍有较大增长空间。

表 7：大唐新能源2019年EPS相对风电利用小时数及风电新增装机的敏感性分析

2019年EPS (CNY)		2019 风电利用小时数				
		2075	2100	2125	2150	2175
新增 装机 容量 (MW)	400	0.185	0.196	0.208	0.219	0.230
	450	0.187	0.198	0.209	0.221	0.232
	500	0.188	0.200	0.211	0.222	0.234
	550	0.190	0.201	0.213	0.224	0.235
	600	0.191	0.203	0.214	0.225	0.237

数据来源：广发证券发展研究中心

4.4、补贴应收回款总体向好

目前公司在运项目已被前七批目录覆盖比例约75%，18年全年预计可回收应收款15-20亿。我们认为：随着风电平价上网目标越来越近，风电和光伏增装机增速放缓，未来补贴缺口逐渐清晰的情况下，未来补贴发放和相关政策的制定会更加乐观。

4.5、盈利预测和投资建议

我们预测2018-2020年公司风电装机增量分别为400/550/600MW，利用小时数分别为2050/2130/2190小时，主营业务收入分别为人民币81.77/89.26/95.62亿元，归母公司净利润分别为人民币12.5/15.6/17.4亿元，EPS为0.171/0.215/0.240元，对应当前股价PE分别4.8/3.8/3.5倍，EPS同比增速分别为71%/25%/12%。

作为港股上市风电运营商，公司在装机分布上和其他可比公司略有不同，由于其装机在内蒙古有较大占比（2017年底占比超过34%），并在其他高弃风率省份区域也有较大分布，公司弃风率要高于港股其他风电运营商。我们预计18年公司弃风率在9%左右，同港股可比公司的5-6%的弃风率相比仍有较大差距。较高的弃风率使得公司估值相对行业平均较低，从历史PE来看，由于最近三年公司净利润变动度较大，历史PE参考性不强，但从2017年11月后，公司PE基本稳定在8-9倍以上，基本维持在于行业平均。

我们认为进入2019年后公司弃风率和利用小时数水平和其他风电运营商差距将进一步逐步缩小，盈利水平也基本达到行业平均水平。远观未来，公司弃风率较高源自于公司位于“红三省”较大规模的装机容量，不过由于内蒙古等三北地区的风资源要远优于中国东部，随着特高压线路搭建和跨省电力交易逐步推进等举措进一步解决三消纳问题后，三北地区利用小时数潜在增长空间较大。我们认为公司当前略低于行业平均的PE水平未能充分反映公司当前的经营情况和增长前景，未来股价

修复到行业平均水平。

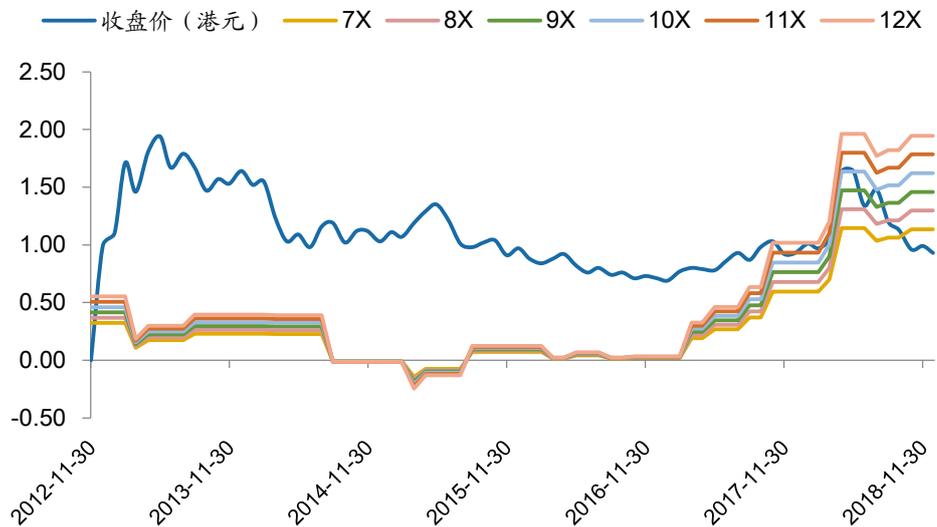
2019年1月25日，大唐新能源（01798.HK）最新收盘价为0.96港元。由于2018年公司风电板块业绩大幅增长，并且随着弃风率持续改善，公司的经营和盈利能力将进一步向可比公司水平靠拢，我们认为2019年公司PE有待修复到行业平均水平，但同时鉴于目前公司相对较高弃风率和风电装机增速放缓趋势，出于审慎性给予适当折价。综合上述理由，我们基于2019年5.5倍市盈率给予合理价值1.37港元，维持“买入”评级。

表 8：大唐新能源盈利预测（2019年1月25日）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万CNY)	5,786	7,104	8,177	8,926	9,562
增长率(%)	3.54	22.78	15.11	9.16	7.12
净利润(百万CNY)	198	728	1,246	1,562	1,743
增长率(%)	1345.55	267.15	71.18	25.41	11.55
EPS (CNY/股)	0.027	0.100	0.171	0.215	0.240
市盈率 (P/E)	30.30	8.25	4.82	3.84	3.45
市净率 (P/B)	0.55	0.53	0.51	0.50	0.49

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

图 24：大唐新能源历史PE情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

4.6、风险提示

弃风率反弹；来风情况不达预期；新增装机不达预期；补贴、绿证等政策不确定性风险。

七、风险提示

2019年一二季度来风较差，发电量增速较低风险：由于2018年前两季度风况超预期，发电量基数较大，故2019年一二季度风电运营商发电量增长恐承压，且从往年经验来看，风资源很难有长期的稳定增长，故对2019年一二季度来风情况持保守态度。

新增装机规模不及预期风险：由于港股风电运营商新增重点由北转南，南方环保、征地等要求趋严，建设难度较大，整体工期拉长，风机增速有不及预期风险。

弃风地区弃风率反弹风险：2018年前三季度内蒙古有较大的新增装机反弹，不排除原“红六省”相继解禁后，新增装机规模的反弹会对弃风区域风电消纳造成压力。

融资成本上升风险。

广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 武煜：广发海外医药行业首席分析师，上海交通大学硕士，2017年Asia Money评选，获得H股医药研究团队第二、个人第三，香港本地股团队第三。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港(地区)汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国(港股)可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王雯：分析师，美国乔治华盛顿大学(George Washington University)金融硕士，从事港股金融板块研究。
- 刘娇：海外必须消费品研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

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。
- 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	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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。