

电气设备

新能源运营龙头：待重估的稀缺资产

-新能源系列研究报告之一-

评级：增持（维持）

分析师：邹玲玲

执业证书编号：S0740517040001

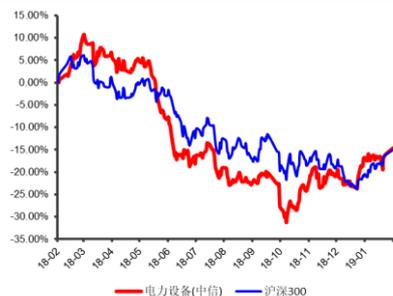
Email: zoull@r.qizq.com.cn

研究助理：花秀宁

Email: huaxn@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	156
行业总市值(百万元)	1168117
行业流通市值(百万元)	926347

行业-市场走势对比

相关报告

<<风电中观行业景气将传导至微观企业盈利，电动车龙头产业链持续景气>>2019.02.11

<<2019年风电中观行业景气或将传递到微观企业盈利>>2019.01.30

<<斩获孚能订单，静待产能释放>>2019.01.29

简称	股价 (元)	EPS				PE				PB	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
龙源电力	5.08	0.46	0.59	0.66	0.72	11	9	8	7	0.83	买入
华能新能源	2.00	0.29	0.59	0.66	0.72	17	9	8	7	0.78	买入
大唐新能源	0.86	0.08	0.59	0.66	0.72	60	9	8	7	0.53	增持
太阳能	3.77	0.27	0.59	0.66	0.72	19	9	8	7	0.90	增持

备注：盈利预测来自 Wind 一致预期，单位为人民币元

投资要点

- 市净率小于 1，市场对新能源运营存在两点担忧：**目前新能源运营板块各主要公司市净率平均值为 0.85 倍（中位数 0.83 倍），其中主要港股风电运营公司市净率平均值仅为 0.71 倍。我们认为市场主要担忧有两点：（1）补贴拖欠导致运营企业应收账款高增，现金流风险增加，影响企业折现价值；（2）公用事业属性强，成长性欠缺。
- 平价时代，新增项目不存在补贴拖欠问题：**目前应对可再生能源补贴缺口的“开源节流”政策框架已初步形成，补贴拖欠问题的影响有望趋缓。此外，平价时代到来，新增项目不需要补贴，现金流压力将边际改善，另一方面，低价项目电价低于当地燃煤标杆电价的部分，有望进入可再生能源基金反哺存量项目，存量补贴缺口或将缓解。
- 资产稀缺性、平价重塑周期、竞价利好运营龙头，行业成长性打开：**我们认为当前新能源运营资产有望重估，主要原因有：（1）利率下行趋势下，新能源运营项目收益率提升，在资产荒背景下，IRR 在 8% 以上的新能源运营资产稀缺性逐步体现（10 年期国债 3.1%、10 年期 AA 企业债 5.3%、温州民间借贷利率 16%）；（2）平价时代，补贴不再成为新能源替代过程的障碍，有望成为真正的公用事业，发展空间打开，行业生命周期将重塑，平价后，光伏或者风电每年新增装机的均值或提高 3 倍以上；（3）竞价时代，不同运营商的区分度主要体现在企业能力、已开展前期工作和申报电价方面，这些方面都对运营商的实力提出要求，利好综合实力突出的龙头运营商。
- 投资建议：**由于对补贴拖欠以及成长性的担忧，目前新能源运营板块的整体估值偏低。我们认为随着平价时代到来，补贴影响边际减弱，且在利率下行凸显运营资产稀缺性、平价重塑行业周期、竞价利好龙头运营三大成长性因素作用下，新能源运营板块估值具有修复空间。重点推荐运营龙头：**龙源电力、华能新能源、大唐新能源**，关注：**太阳能、福能股份**等。
- 风险提示：**利率波动超预期，新能源政策风险，新能源消纳改善不及预期，补贴拖欠超预期。

内容目录

1、市场对新能源运营的担忧：补贴拖欠和成长性欠缺	- 4 -
1.1 市场担忧一：补贴拖欠影响企业现金流	- 4 -
1.2 市场担忧二：公用事业属性强，成长性欠缺	- 5 -
2、补贴：平价时代，新增项目不存在补贴拖欠问题	- 7 -
2.1 变化一：“开源节流”框架成型	- 7 -
2.2 变化二：平价项目无需补贴，增量边际改善	- 7 -
2.3 变化三：低价项目反哺存量项目	- 8 -
3、成长性：资产稀缺性、平价重塑周期、竞价利好运营龙头	- 10 -
3.1 成长性一：利率下行，新能源运营资产稀缺性凸显	- 10 -
3.2 成长性二：平价重塑行业生命周期，成长空间打开	- 11 -
3.3 成长性三：竞价利好龙头运营商	- 13 -
4、投资建议：运营迎积极变化，新能源发电资产有望重估	- 15 -
4.1 行业现积极变化，新能源运营资产有望重估	- 15 -
4.2 PB 估值相对较低，存在修复空间	- 15 -
5、风险提示	- 16 -

图表目录

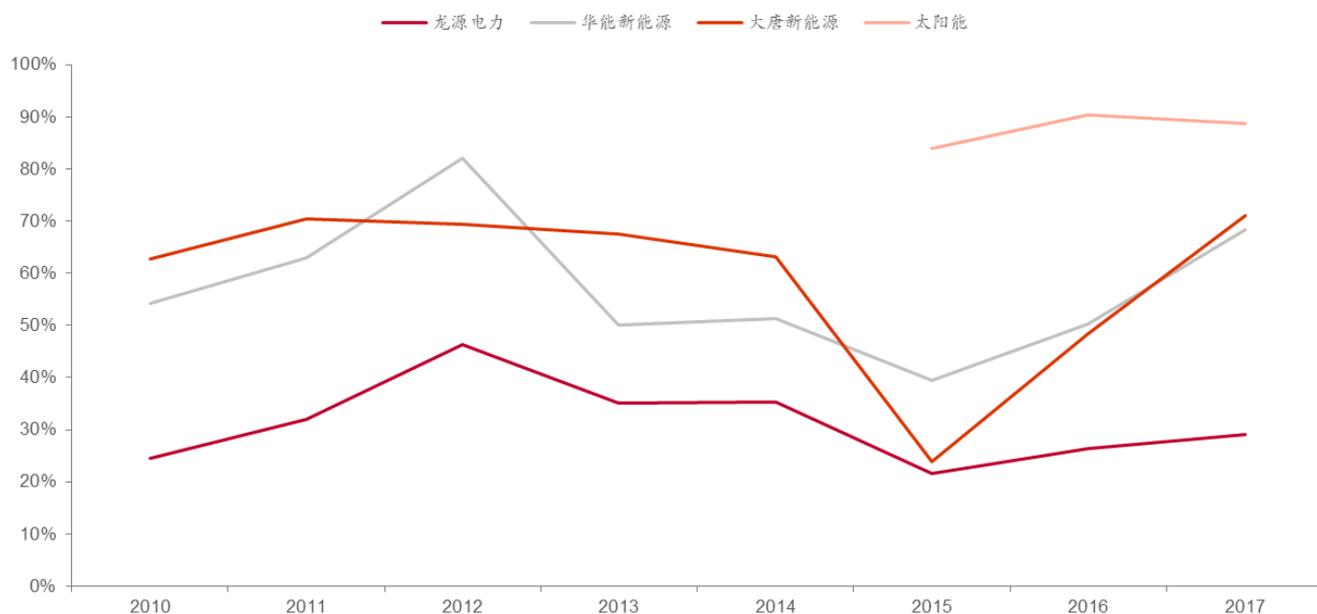
图表 1: 主要新能源运营商应收账款及票据/营业收入.....	4 -
图表 2: 2018 年底新能源补贴缺口约 1662 亿.....	5 -
图表 3: 主要运营企业 ROE 变化 (%).....	6 -
图表 4: 主要运营企业销售净利率变化 (%).....	6 -
图表 5: 主要运营企业资产周转率变化.....	6 -
图表 6: 主要运营企业权益乘数变化.....	6 -
图表 7: 应对补贴缺口的“开源节流”政策框架.....	7 -
图表 8: 新能源平价上网过程代表性事件.....	8 -
图表 9: 低价项目反哺示意图.....	8 -
图表 10: IV 类区风电 IRR 与补贴拖欠时间关系 (年).....	9 -
图表 11: III 类区光伏 IRR 与补贴拖欠时间关系 (年).....	9 -
图表 12: 新能源发电项目投资驱动力分解.....	10 -
图表 13: 金融机构基准利率上浮占比降低.....	10 -
图表 14: 新能源运营收益率逐渐具有吸引力.....	10 -
图表 15: IV 类区风电 IRR 与贷款利率的关系.....	11 -
图表 16: III 类区光伏 IRR 与贷款利率的关系.....	11 -
图表 17: 中国 6000 千瓦及以上电厂发电设备容量构成 (GW).....	11 -
图表 18: 平价有望重塑新能源运营生命周期.....	12 -
图表 19: 2021-2025 年风电每年新增装机均值约为 109GW.....	12 -
图表 20: 2021-2025 年光伏每年新增装机均值约为 184GW.....	13 -
图表 21: 广东、宁夏风电竞价细则对比.....	14 -
图表 22: 广东陆上风电竞价电价得分与电价降幅关系.....	14 -
图表 23: 新能源运营板块市净率约为 0.85 倍 (2019-2-11).....	15 -

1、市场对新能源运营的担忧：补贴拖欠和成长性欠缺

1.1 市场担忧一：补贴拖欠影响企业现金流

- **补贴拖欠导致新能源运营企业应收账款高增，现金流风险增加，影响企业折现价值。**2018年6月，可再生能源电价附加资金补助目录(第七批)下发，此批目录主要覆盖2015年3月-2016年3月间并网的新能源项目，这意味着第七批目录中的部分项目补贴已经被拖欠3年3个月以上。拖欠的补贴主要表现在运营企业的应收账款中，这会影响现金流的兑现时间，进而影响运营企业的价值，这也是运营企业目前估值被压制的原因之一。此外，应收账款从2016年开始恶化，主要原因是从第六批补贴目录起(2016年8月)补贴拖欠开始明显。

图表 1: 主要新能源运营商应收账款及票据/营业收入



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **新能源超规划发展导致的可再生能源基金入不敷出是补贴拖欠的根本原因。**新能源发展的补贴主要来自于可再生能源基金，基金收入为电力附加费用。新能源超规划发展导致可再生能源基金入不敷出。以光伏为例，太阳能发展“十三五”规划指出，到2020年光伏发电装机达到105GW以上，而到2018年底，光伏发电装机达到175GW，远超“十三五”规划。而可再生能源基金的入不敷出直接造成了补贴拖欠，成为当前新能源行业发展面临最大的问题。补贴拖欠一方面造成电站开发商无米下炊，另一方面也束缚了行业主管部门制定年度装机规模，影响行业政策出台进度。

图表 2: 2018 年底新能源补贴缺口约 1662 亿

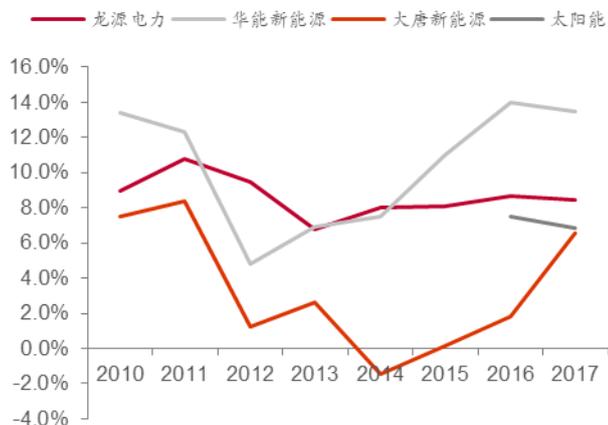
并网时间	装机量 (GW)	一年所需补贴 (亿元)	截止 2018 年末补贴拖 欠金额 (亿元)	截止 2019 年末补贴拖 欠金额 (亿元)	截止 2020 年末补贴拖 欠金额 (亿元)
光伏补贴缺口测算					
前五批	6.41	48			
第六批	19.5	129			
2015.03-2015.12	10.68	75	227	30	378
2016.01-2016.06	17.56	122	305	427	549
2016.07-2016.12	16.49	96	191	287	383
2017.01-2017.06	23.29	131	197	328	460
2017.07-2017.12	29.35	124	124	249	374
2018.01-2018.12E	50	176	0	176	352
2019.01-2019.12E	50	121	0	0	121
一年所需补贴总额		1022			
补贴缺口			1045	1769	2617
风电补贴缺口测算					
前五批	74.21	290			
第六批	32.71	124			
2015.03-2015.12	31.26	122	367	490	612
2016.01-2016.06	8	33	82	115	148
2016.07-2016.12	11.56	47	95	142	189
2017.01-2017.06	5	19	28	47	65
2017.07-2017.12	12	45	45	90	134
2018.01-2018.12E	25	81	0	81	163
2019.01-2019.12E	25	67	0	0	67
一年所需补贴总额		828			
补贴缺口			617	964	1380
新能源一年所需补贴总额		1850			
补贴缺口总计			1662	2733	3997

来源: Solarzoom, 中泰证券研究所, 2018 年初测算结果

1.2 市场担忧二: 公用事业属性强, 成长性欠缺

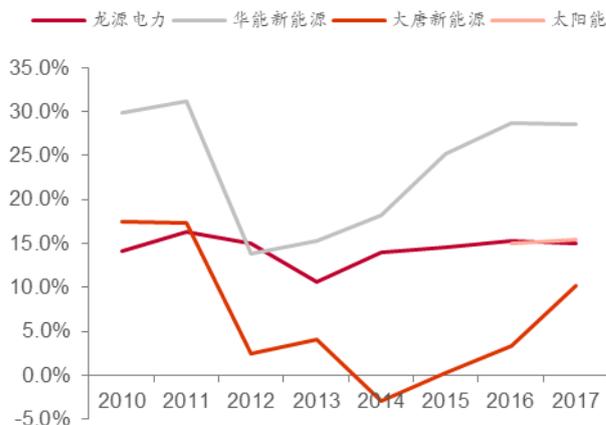
- 新能源运营公用事业属性强, 成长性受限。** 新能源运营企业 ROE 一般在 6-8%, ROE 相对较低。杜邦分析显示主要是周转率较低, 反映了行业重资产的属性。与此同时, 由于现阶段运营企业电力销售主要面向电网, 公用事业属性较强。市场担忧由于运营企业资产负债表以及电网限制, 重资产的公用事业属性会限制运营企业的发展, 成长性受限。

图表 3: 主要运营企业 ROE 变化 (%)



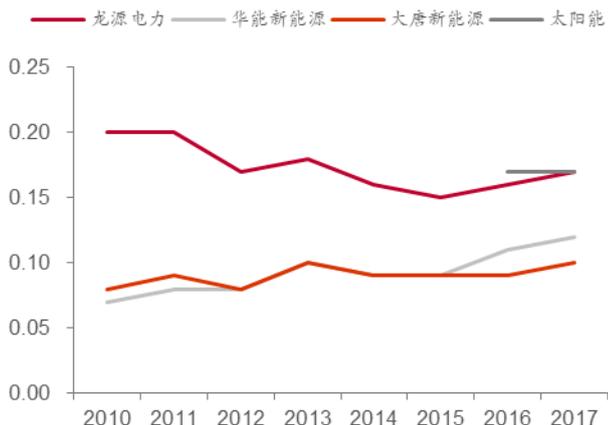
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 主要运营企业销售净利率变化 (%)



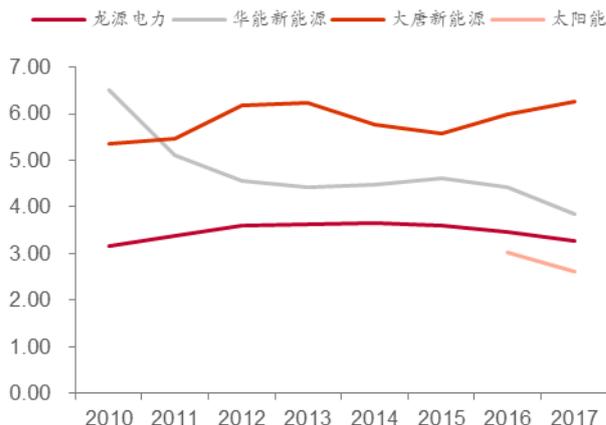
来源: Wind, 中泰证券研究所, 注: 已考虑归母净利润

图表 5: 主要运营企业资产周转率变化



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 主要运营企业权益乘数变化



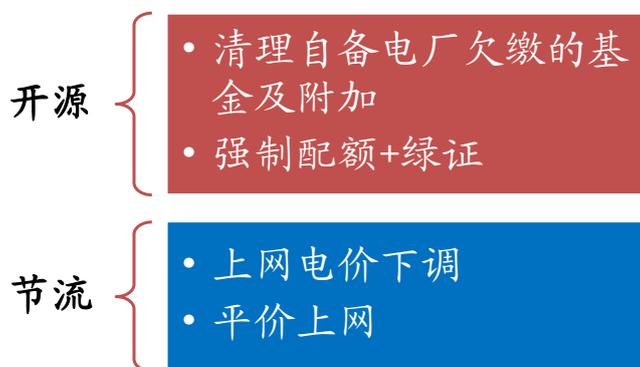
来源: Wind, 中泰证券研究所

2、补贴：平价时代，新增项目不存在补贴拖欠问题

2.1 变化一：“开源节流”框架成型

- 应对可再生能源补贴缺口的“开源节流”政策框架已初步形成，补贴拖欠问题的影响有望趋缓。目前解决可再生能源补贴缺口的相关政策不断落地，已经基本形成“开源节流”的应对框架，补贴问题的影响有望缓解。“开源”主要指增加可再生能源补贴资金的来源，具体包括清理自备电厂欠缴的政府性基金及附加、强制配额+绿证；“节流”主要指在保证行业健康发展的前提下减少可再生能源补贴资金的需求，具体包括短期的上网电价下调（包括竞价上网）、中长期的平价上网。

图表 7：应对补贴缺口的“开源节流”政策框架



来源：中泰证券研究所

2.2 变化二：平价项目无需补贴，增量边际改善

- 平价时代到来，新增项目不需要补贴，现金流压力边际改善。2019年1月7日，发改委和能源局联合印发《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，标志平价时代开启。对于新能源运营企业来说，在平价时代，新建项目不再考虑补贴拖欠的问题，增量项目现金流压力将完全缓解。

图表 8: 新能源平价上网过程代表性事件

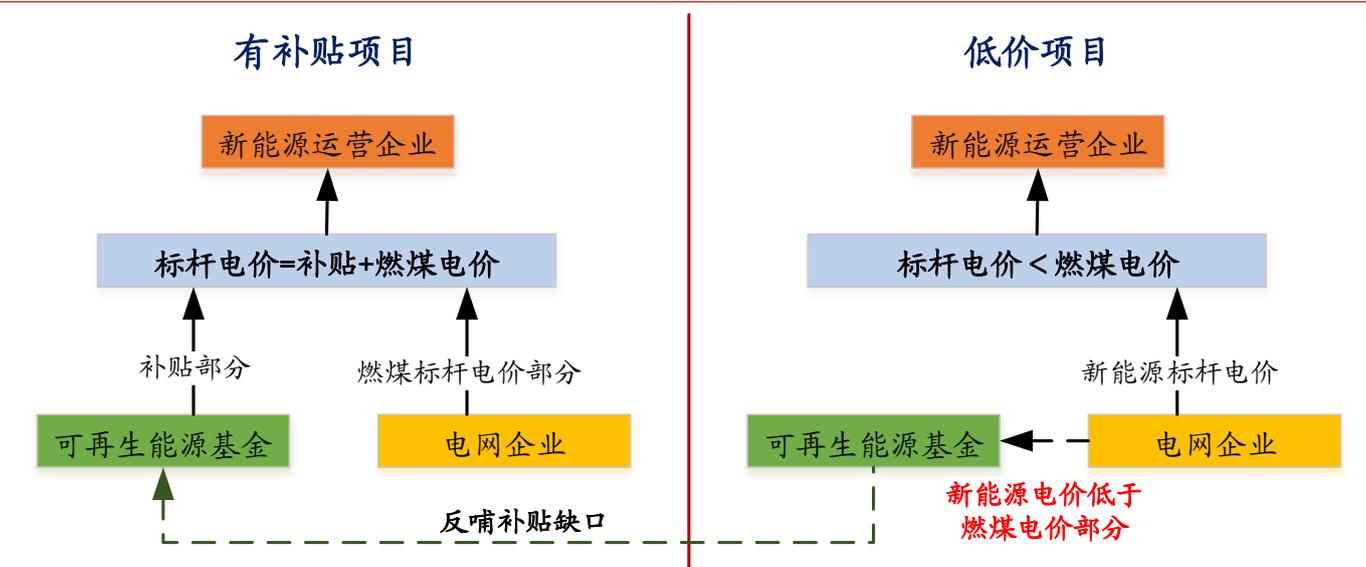
时间	事件	细节
2017-8-31	《关于公布风电平价上网示范项目的通知》	河北、黑龙江、甘肃、宁夏、新疆相关省（区）风电平价上网示范项目共 13 个，总规模 70.7 万千瓦（0.707GW）
2018-4-22	青海格尔木、德令哈光伏发电应用领跑者基地推荐投资企业评优结果公示	10 个领跑者项目中 6 个项目出现了中标电价比当地燃煤标杆电价还要低的情况
2018-5-31	《关于 2018 年光伏发电有关事项的通知》	鼓励各地根据各自实际出台政策支持光伏产业发展，根据接网消纳条件和相关要求自行安排各类不需要国家补贴的光伏发电项目
2018-12-29	乌兰察布风电基地一期 600 万千瓦示范项目获得核准	总投资为 425.44 亿元，已纳入国家规划和内蒙古自治区 2018 年新增风电建设规模，实施和火电平价上网
2019-1-7	《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》	包括开展平价上网项目和低价上网试点项目建设等 12 条内容

来源：能源局、发改委，中泰证券研究所

2.3 变化三：低价项目反哺存量项目

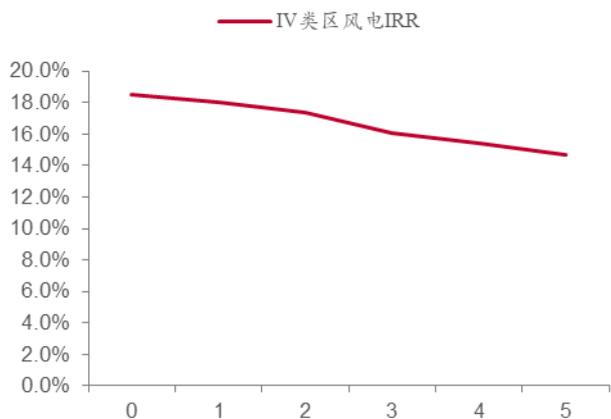
- **低价项目有望反哺存量项目，存量补贴缺口或将缓解。**除了平价项目，2019 年 1 月出台的《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》还首次提及低价项目。低价项目电价低于当地燃煤标杆电价的可能的去处有：（1）电网企业；（2）可再生能源基金。考虑到可再生能源基金的缺口问题较为严重，我们认为这两种去处中进入可再生能源基金反哺存量项目可能性最大，存量项目补贴缺口又增加一个新的解决途径。

图表 9: 低价项目反哺示意图



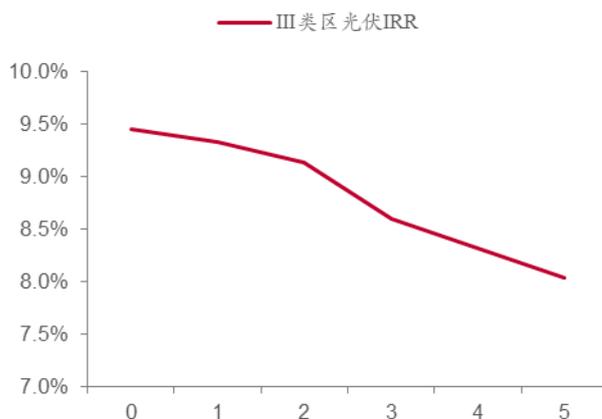
来源：中泰证券研究所整理

图表 10: IV 类区风电 IRR 与补贴拖欠时间关系 (年)



来源: 中泰证券研究所, 关键假设: 系统成本 7.5 元/W、贷款利率 4.9%、利用小时 2000 小时, 标杆电价 0.57 元/kWh, 燃煤标杆电价 0.39 元/kWh

图表 11: III 类区光伏 IRR 与补贴拖欠时间关系 (年)



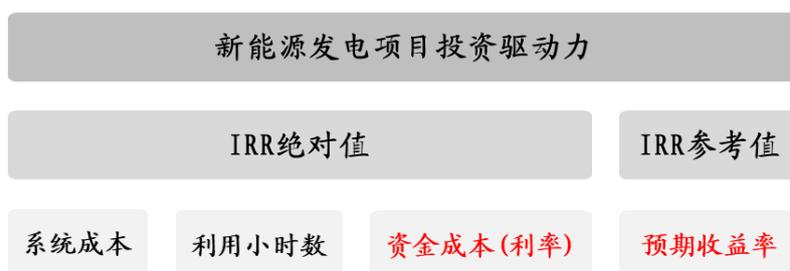
来源: 中泰证券研究所, 关键假设: 系统成本 4.5 元/W、贷款利率 6.0%、利用小时 1100 小时, 标杆电价 0.55 元/kWh, 燃煤标杆电价 0.39 元/kWh

3、成长性：资产稀缺性、平价重塑周期、竞价利好运营龙头

3.1 成长性一：利率下行，新能源运营资产稀缺性凸显

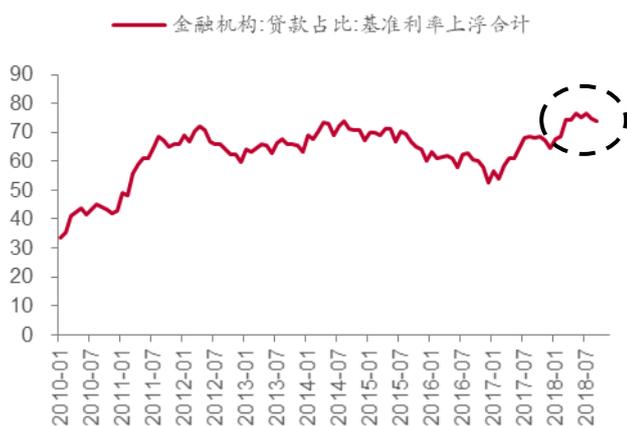
- 利率下行趋势下，新能源资产稀缺性逐步体现，价值有望重估。据中泰银行团队观点，2019 年贷款供给和需求有望保持弱平衡，贷款利率预计缓慢下行。我们认为这会从两个维度提升新能源发电投资热情：（1）从成本角度看，由于贷款利率下行，资金成本降低，项目 IRR 会增加；（2）从收益率吸引力角度看，由于预期收益率下降，新能源发电项目 8%以上 IRR 相对而言更具吸引力（10 年期国债 3.1%、10 年期 AA 企业债 5.3%、温州民间借贷利率 16%），新能源资产稀缺性逐步体现，价值有望重估。此外，对于龙头运营商而言，在资金获得的成本方面也更具有优势。

图表 12：新能源发电项目投资驱动力分解



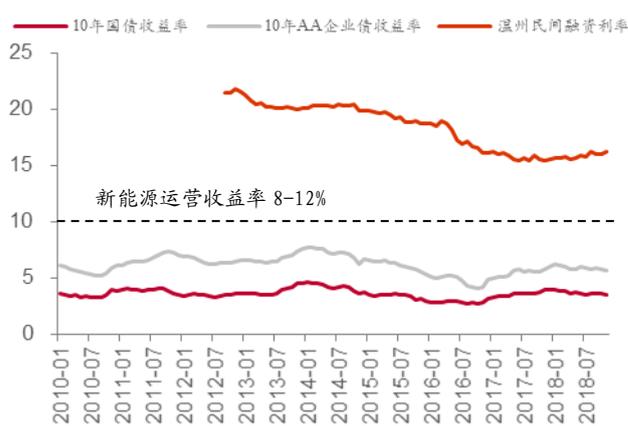
来源：中泰证券研究所

图表 13：金融机构基准利率上浮占比降低



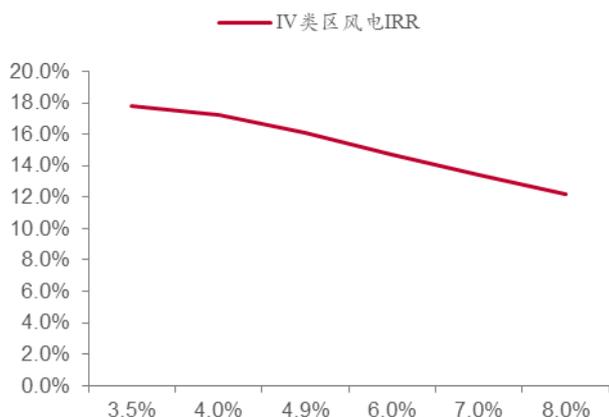
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 14：新能源运营收益率逐渐具有吸引力



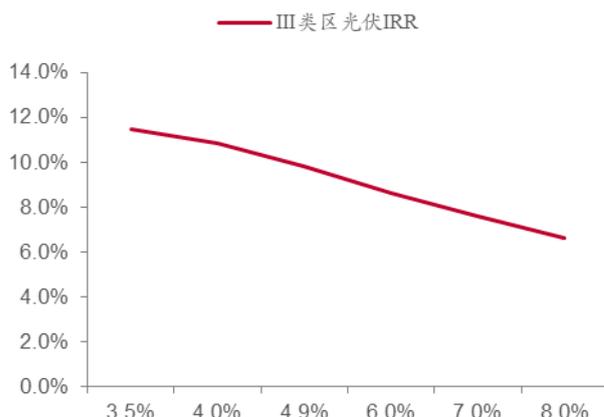
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 15: IV 类区风电 IRR 与贷款利率的关系



来源: 中泰证券研究所, 关键假设: 系统成本 7.5 元/W、补贴拖欠 3 年、利用小时 2000 小时, 标杆电价 0.57 元/kWh, 燃煤标杆电价 0.39 元/kWh

图表 16: III 类区光伏 IRR 与贷款利率的关系

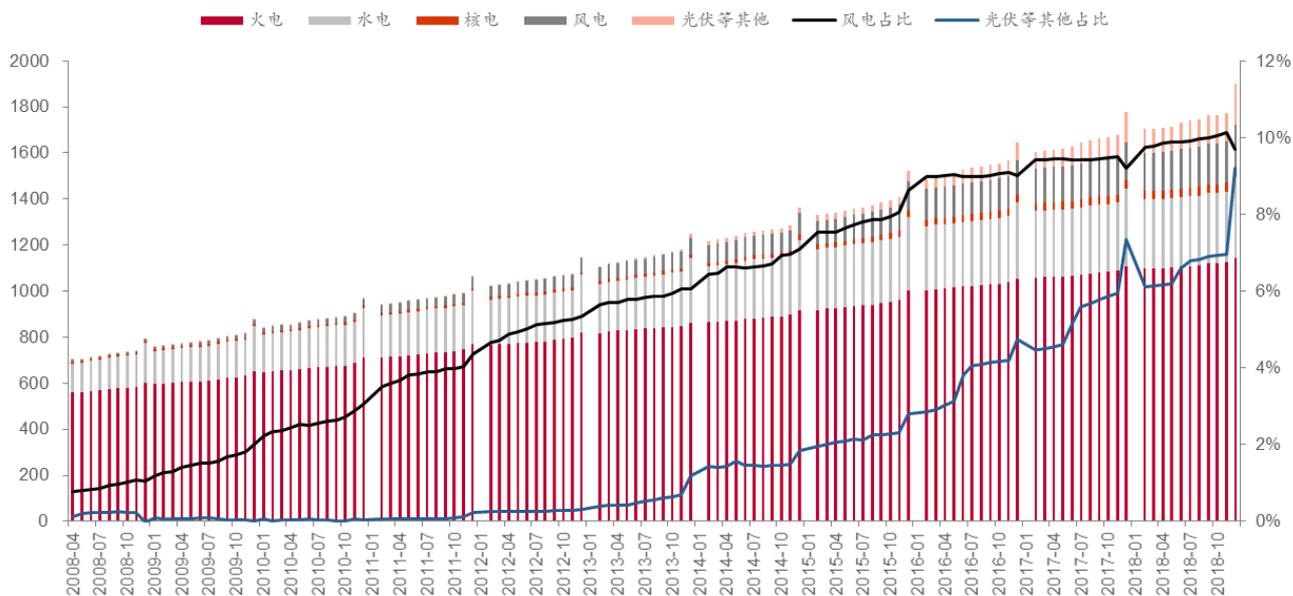


来源: 中泰证券研究所, 关键假设: 系统成本 4.5 元/W、补贴拖欠 3 年、利用小时 1100 小时, 标杆电价 0.55 元/kWh, 燃煤标杆电价 0.39 元/kWh

3.2 成长性二: 平价重塑行业生命周期, 成长空间打开

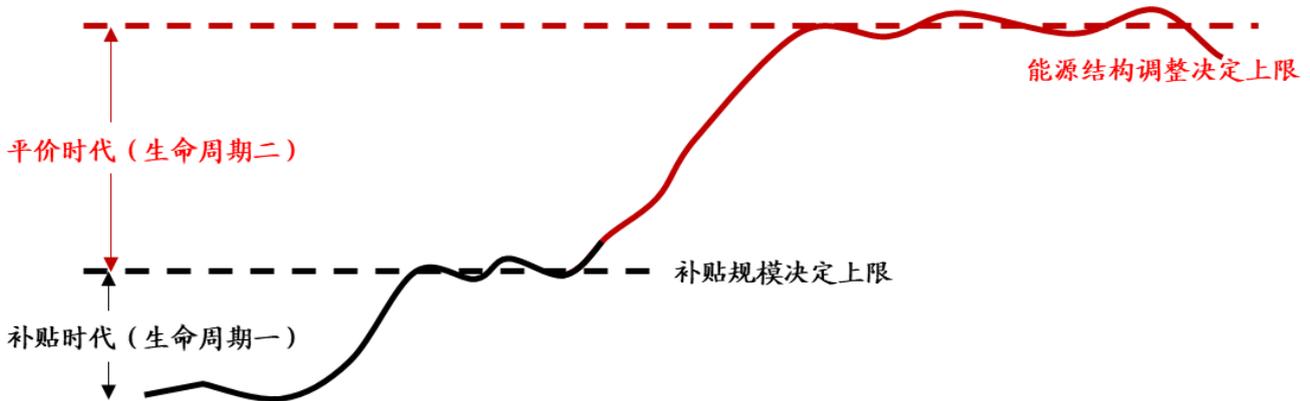
- 平价时代, 补贴不再成为新能源替代过程的障碍, 将成为真正的公用事业, 重塑行业生命周期。新能源运营被认为是公用事业, 我们认为在平价到来之前, 这种观点是不全面的, 主要原因是补贴的存在导致新能源发展受补贴规模的限制, 新能源占比受限, 只能作为一种潜在的替代能源存在。截止 2018 年底, 我国发电设备装机容量约 1900GW, 其中并网太阳能占比 9.2%、风电占比 9.7%, 而截止 2018 年底我国发电量为 6.99 万亿度, 其中太阳能占比 2.5%、风电占比 5.2%, 占比仍然较低。一旦平价到来之后, 新能源将不受补贴限制, 成为真正的潜在公用事业, 占比有望不断提升, 行业生命周期或将重塑。

图表 17: 中国 6000 千瓦及以上电厂发电设备容量构成 (GW)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 18: 平价有望重塑新能源运营生命周期



来源: 中泰证券研究所, 注: 曲线表示新能源新增装机随时间的变化

- 平价后, 2021-2025 年光伏或者风电每年新增装机的均值或提高 3 倍以上。据我们测算, 2020 年后光伏和风电的平价用电量区域分别达到 50%、80%, 计算过程请参考 2019 年新能源年度策略报告《平价接力政策, “风光” 穿越周期》。基于此, 我们假设 2021 年开始, 新能源全部实现上网侧平价, 考虑到平价后风电和光伏本身之间的竞争不确定性, 我们基于全国电力系统平衡进行了两个测算: (1) 假设 2021-2025 年光伏年均新增装机 100GW, 2021-2025 年我国风电每年新增装机的均值或达到 109GW, 是 2016-2020 年均值的 4.6 倍; (2) 假设 2021-2025 年风电年均新增装机保持 20% 的增速, 2021-2025 年我国光伏每年新增装机的均值或达到 184GW, 是 2016-2020 年均值的 4.1 倍。

图表 19: 2021-2025 年风电每年新增装机均值约为 109GW

2018-2025年全国电力系统平衡测算														备注
	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
社会用电量 (亿千瓦时)														
用电量	53225	55213	55500	59198	63077	68123	70848	73682	75892	78169	80514	82930	85418	经济平稳+电动化趋势
同比增速	7.2%	3.7%	0.5%	6.7%	6.6%	8%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	
各类电源发电量 (亿千瓦时)														
火电	42153	42337	42102	43958	45513	46823	47419	48141	45102	43602	42122	40662	39221	2018-2020年调节火电利用小时进行电力平衡, 2020后其他电源发电量根据利用小时和装机计算, 风电用于平衡
水电	7891	10643	9960	10518	11945	12643	13003	13363	13687	14011	14335	14659	14983	
核电	1106	1332	1714	2132	2483	3067	3557	4047	4467	4887	5307	5727	6147	
风电	1401	1599	1853	2410	3057	3547	4285	4948	8254	10086	11968	13899	15883	
光伏	90	250	392	662	1182	2043	2583	3183	4383	5583	6783	7983	9183	
各类电源平均利用小时数														
火电	5012	4706	4329	4165	4209	4225.767	4271.868	4336.868	4100	4000	3900	3800	3700	
水电	3318	3653	3621	3621	3579	3600	3600	3600	3600	3600	3600	3600	3600	2021年后火电在退出产能的同时, 压缩利用小时数
核电	7893	7787	7403	7042	7107	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	
风电	2080	1900	1724	1742	1948	1900	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	
光伏	1368	1255	1133	-	-	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	
各类电源累计装机容量 (GW)														
火电	862	918	990	1054	1106	1108	1110	1110	1100	1090	1080	1070	1060	十三五规划: 2020年煤电装机规模力争控制在11亿千瓦以内, 十三五期间力争关停 2000万千瓦, 十四五速度加倍
水电	280	304	319	332	341	351	361	371	380	389	398	407	416	
核电	15	20	27	34	36	44	51	58	64	70	76	82	88	
风电	75	97	128	149	164	187	214	247	413	504	598	695	794	
光伏	19	28	43	77	130	170	215	265	365	465	565	665	765	
各类电源新增装机容量 (GW)														
火电	43	56	72	64	52	2	2	0	0	0	0	0	0	
水电	31	24	15	13	9	10	10	10	9	9	9	9	9	9 光伏维持100GW/年的装机, 核电和水电平稳增长
核电	2	5	7	6	2	8	7	7	6	6	6	6	6	
风电	15	21	31	20	15	23	28	33	165	92	94	97	99	
光伏	13	9	15	34	53	40	45	50	100	100	100	100	100	

来源: 中电联, 中泰证券研究所测算

图表 20: 2021-2025 年光伏每年新增装机均值约为 184GW

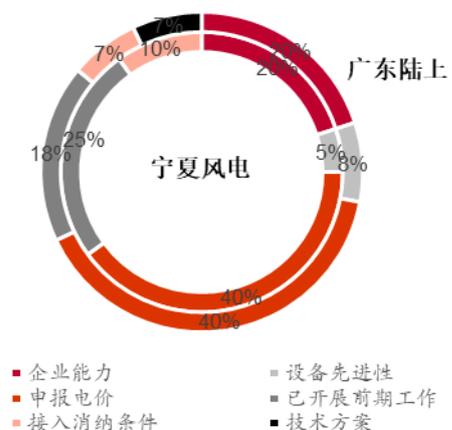
		2018-2025年全国电力系统平衡测算													
		2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	备注
社会用电量 (亿千瓦时)															
用电量		53225	55213	55500	59198	63077	68123	70848	73682	75892	78169	80514	82930	85418	经济平稳+电动化趋势
同比增速		7.2%	3.7%	0.5%	6.7%	6.6%	8%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	
各类电源发电量 (亿千瓦时)															
火电		42153	42337	42102	43958	45513	46823	47419	48141	45102	43602	42122	40662	39221	2018-2020年调节火电利用小时进行电力平衡; 2020后其他电源发电量根据利用小时和装机计算, 光伏用于平衡
水电		7891	10643	9960	10518	11945	12643	13003	13363	13687	14011	14335	14659	14983	
核电		1106	1332	1714	2132	2483	3067	3557	4047	4467	4887	5307	5727	6147	
风电		1401	1599	1853	2410	3057	3547	4285	4948	5743	6697	7841	9215	10863	
光伏		90	250	392	662	1182	2043	2583	3183	6894	8973	10909	12667	14203	
各类电源平均利用小时数															
火电		5012	4706	4329	4165	4209	4226	4272	4337	4100	4000	3900	3800	3700	
水电		3318	3653	3621	3621	3579	3600	3600	3600	3600	3600	3600	3600	3600	2021年后火电在退出产能的同时, 压缩利用小时数
核电		7893	7787	7403	7042	7107	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	
风电		2080	1900	1724	1742	1948	1900	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	
光伏		1368	1255	1133	-	-	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	
各类电源累计装机容量 (GW)															
火电		862	918	990	1054	1106	1108	1110	1110	1100	1090	1080	1070	1060	十三五规划; 2020年煤电装机规模力争控制在11亿千瓦以内, 十三五期间力争关停 2000万千瓦, 十四五速度加倍
水电		280	304	319	332	341	351	361	371	380	389	398	407	416	
核电		15	20	27	34	36	44	51	58	64	70	76	82	88	
风电		75	97	128	149	164	187	214	247	287	335	392	461	543	
光伏		19	28	43	77	130	170	215	265	574	748	909	1056	1184	
各类电源新增装机容量 (GW)															
火电		43	56	72	64	52	2	2	0	0	0	0	0	0	
水电		31	24	15	13	9	10	10	10	9	9	9	9	9	风电保持20%的增速, 核电和水电平稳增长
核电		2	5	7	6	2	8	7	7	6	6	6	6	6	
风电		15	21	31	20	15	23	28	33	40	48	57	69	82	
光伏		13	9	15	34	53	40	45	50	309	173	161	146	128	

来源: 中电联, 中泰证券研究所测算

3.3 成长性三: 竞价利好龙头运营商

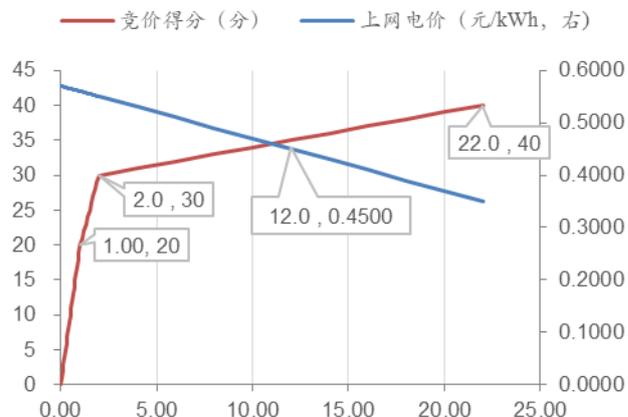
- 竞价时代, 龙头运营商综合竞争实力突出。**2018年5月18日, 能源局印发《关于2018年度风电建设管理有关要求的通知》, 指出从2019年起, 各省(自治区、直辖市)新增核准的集中式陆上风电项目和海上风电项目应全部通过竞争方式配置和确定上网电价, 竞争要素包括企业能力、设备先进性、技术方案、已开展前期工作、接入消纳条件和申报电价。从广东、宁夏等省出台的风电竞争细则来看, 不同运营商的得分区分度主要体现在企业能力、已开展前期工作和申报电价方面, 这些方面都对运营商的实力提出要求。而龙头运营商综合实力突出, 竞争优势明显。此外, 2018年5月31日印发的《关于2018年光伏发电有关事项的通知》也指出所有普通光伏电站均须通过竞争性招标方式确定项目业主, 表明光伏也进入竞价时代。

图表 21: 广东、宁夏风电竞价细则对比



来源: 广东发改委、宁夏发改委, 中泰证券研究所

图表 22: 广东陆上风电竞价电价得分与电价降幅关系



来源: 广东发改委, 中泰证券研究所

4、投资建议：运营迎积极变化，新能源发电资产有望重估

4.1 行业现积极变化，新能源运营资产有望重估

- **低利率下运营资产稀缺性凸显，平价重塑周期、竞价利好运营龙头，新能源运营成长周期打开。**宏观利率下行背景下，新能源运营收益率提升，同时相对于预期收益率的相对值也具有吸引力，运营资产稀缺性凸显。此外，平价临近，平价项目不再受补贴拖欠所累，打开了行业增长的空间，而竞价配置资源的背景下，龙头运营企业由于综合实力明显，成长性更优，新能源运营资产有望重估。

4.2 PB 估值相对较低，存在修复空间

- **新能源运营板块整体估值偏低，具有修复的空间。**目前新能源运营板块各主要公司 2019 年的市盈率平均值是 7.2 倍（中位数 7.7 倍），市净率平均值为 0.85 倍（中位数 0.83 倍），其中主要港股风电运营公司市净率平均值仅为 0.71 倍，板块的整体估值偏低，主要是对补贴拖欠的担心以及成长性的担忧。而我们认为随着平价时代到来，补贴拖欠影响边际减弱，而在利率下行凸显运营资产稀缺性、平价重塑行业周期、竞价利好龙头运营三大因素作用下，新能源运营板块估值具有修复空间。重点推荐运营龙头：**龙源电力、华能新能源、大唐新能源**，关注：**太阳能、福能股份**等。

图表 23：新能源运营板块市净率约为 0.85 倍（2019-2-11）

证券代码	名称	总市值	PB	2017 年		2018E		2019E		2020E	
				归母净利	归母净利	PE	归母净利	PE	归母净利	PE	
0916.HK	龙源电力	407.9	0.83	36.88	47.68	8.6	52.87	7.7	58.00	7.0	
0958.HK	华能新能源	211.8	0.78	30.12	35.18	6.0	38.30	5.5	42.37	5.0	
1798.HK	大唐新能源	62.6	0.53	7.28	12.72	4.9	15.00	4.2	16.68	3.8	
000591.SZ	太阳能	113.37	0.90	8.05	9.99	11.3	13.42	8.5	16.62	6.8	
600483.SH	福能股份	134.23	1.23	8.44	11.01	12.2	13.51	9.9	15.89	8.4	
	平均值		0.85			8.6		7.2		6.2	
	中位数		0.83			8.6		7.7		6.8	

来源：Wind，中泰证券研究所，注：盈利预测来自 Wind 一致预期，单位为人民币亿元

5、风险提示

- **政策性风险：**新能源发电产业的发展会受国家政策、行业政策的影响，相关政策的调整变动将会对行业的发展态势产生影响；
- **新能源消纳风险：**2017年以来我国弃风弃光限电情况虽有一定改善，但随着我国风电等新能源发电市场的快速发展，新能源消纳存在一定的压力，弃风弃光限电在一定时期内仍将是制约新能源发电发展的重要因素；
- **经济环境及利率波动风险：**当前经济形势存在不确定性，利率环境存在不确定性，这将影响新能源运营企业的资金成本，进而影响收益率；
- **电价补贴收入收回风险：**目前可再生能源基金收缴结算过程周期较长，导致国家财政部发放可再生能源补贴有所拖欠。若这种情况得不到改善，将会影响新能源发电企业现金流，进而对实际的投资效益产生不利影响。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。