

# 公用事业 II 行业

## 一季度来风较差，风电运营商业绩不及预期

### 核心观点:

#### ● 一季度港股风电运营商净利润不及预期

2019 年一季度我们关注的港股 5 家风电运营商之中，已经公布一季报的 4 家公司共实现收入 180.2 亿，较 2018 年一季度增长了 9.3%，其中新天绿色能源的一季度收入增幅最为可观，为 39.54%，其余龙源电力和华电福新的收入增幅均在 2% 以上。归母净利润方面，上述五家公司共实现归母净利润 38.19 亿，同比增长 1.4% 增幅符合预期；华电福新增幅最为可观，实现增幅 13.29%；新天绿色能源实现增幅 8.02%。

#### ● 运营商净利率稍有下降，应收账款同比大幅增加

风电售电净利润对收入变动较为敏感，2019 年一季度，龙源电力、新天绿色能源、大唐新能源净利率同比下降 1.3/4.6/2.7pp。此外由于 2018 年至 2019 年一季度风电发电量处于高位，带动风电运营商补贴应收大幅增长，上述三家公司一季度期末应收账款分别同比增长 32%/47%/40%。

#### ● 一季度来风情况较差，发电量低于预期，弃风率持续改善

2019 年一季度，全国风电平均利用小时数 556 小时，同比下降 37 小时。我们关注的 5 家港股风电运营商风电运营一季度发电量，同比增加，低于预期，其中。地域上来看，华北华东地区来风情况较差，西南地区以及广西、江西省来风较好。累计装机容量超过 10GW 的省份利用小时数同比均有下降。弃风率方面全国继续保持改善趋势，一季度全国平均弃风率 4%，同比下降 4.5pp。

#### ● 风电平价上网政策集中出台，平价前窗口期将缩窄

2019 年 4 月 11 日，国际能源局发布《关于征求对 2019 年风电、光伏发电建设管理有关要求的通知（征求意见稿）意见的函》提出要优先发展平价和竞价风电项目，2020 年前暂停部分建设规模超过 2020 年规划省份的集中式风电项目建设，并要求 2019 年新增，以及 2018 年前核准两年内未建也未申请延期项目，均需参与市场竞价上网。

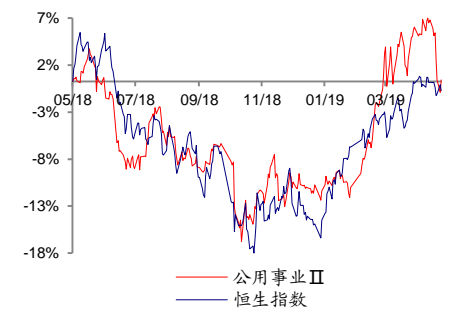
2019 年 4 月 16 日的“2019 年风电上网电价政策讨论会”中，提议推出“指导价”，新指导价较 18 年标杆电价每千瓦时有所下调，分别为陆风电下调 6 分钱，海上风电下调 5 分钱。同时会议提议要求 2018 年前核准的非竞价、非平价项目最后并网期为 2020 年底。我们认为风电平价上网推进有加快倾向，平价前上网窗口期大概率将缩窄为两年（至 2020 年底）。

#### ● 风险提示

2019 年来风较差，发电量增速较低；新增装机规模不及预期；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	2019-05-07

### 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】新天绿色能源 (00956.HK): 风电低于预期，燃气销气量持续高增长	2019-04-29
【广发海外】龙源电力 (00916.HK): 一季度来风情况较差，弃风率持续改善	2019-04-29
【广发海外】天伦燃气 (01600.HK): 销气量、接驳持续稳步增长	2019-04-04

## 重点公司估值和财务分析表 (2019年5月7日收盘价)

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	合理价值	EPS(元)	PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)			
			收盘价	报告日期			评级	(港元/股)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
龙源电力	00916.HK	港币	5.16	04/29	买入	5.94	0.537	0.588	8.3	7.6	7.8	7.5	8.2	8.4
新天绿色能源	00956.HK	港币	2.27	04/29	买入	2.88	0.412	0.478	4.7	4.1	9.2	8.7	14.2	15.3

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

一、2019 一季度净利润增速放缓 .....	5
二、2019 年一季度来风情况较差，发电量低于预期，弃风率持续改善 .....	6
三、风电平价上网政策集中出台，平价前窗口期将缩窄 .....	8
四、重点公司介绍 .....	9
1.新天绿色能源 (00956.HK): 风电低于预期，燃气销气量持续高增长 .....	9
2.龙源电力(00916.HK): 一季度来风情况较差，弃风率持续改善 .....	12
五、风险提示 .....	15

## 图表索引

图 1: 2017-2019 年 Q1 全国分季度平均风电利用小时数 .....	7
图 2: 2017-2019Q1 全国季度弃风电量和当年累计弃风率 .....	7
图 3: 2013-2019Q1 年公司收入及增幅 .....	9
图 4: 2013-2019Q1 年公司归母净利润及增幅 .....	9
图 5: 2017-2019Q1 季度风电发电量 .....	10
图 6: 2017-2019Q1 季度利用小时数 .....	10
图 7: 2013-2021E 全年风电发电量和同比 .....	10
图 8: 2017-2019 年公司季度总销气量 .....	11
图 9: 2015-2021E 公司全年销气量 .....	11
图 10: 2015-2019Q1 公司有效税率 .....	11
图 11: 2015-2019Q1 公司主营业务营业支出率 .....	11
图 12: 2012-2019Q1 年公司收入及增幅 .....	12
图 13: 2012-2019Q1 年公司归母净利润及增幅 .....	12
图 14: 公司 2011-2019Q1 年经营利润和经营利润率 .....	13
图 15: 公司 2018-2019Q1 月度风电发电量 .....	13
图 16: 公司 2017-2019Q1 风电季度平均利用小时数 .....	14
表 1: 港股风电公司营业收入与归母净利润对比 (单位: 百万元人民币) .....	5
表 2: 港股风电公司 2018Q1 2019Q1 净利润和经营利润率 (单位: 百万元人民币) .....	5
表 3: 港股风电公司 2018Q1 2019Q1 财务费用率, 资产负债率和应收账款 .....	6
表 4: 2018-2019 年一季度全国部分省市风电利用小时数和发电量 .....	6
表 5: 港股风电运营商 2018Q1-2019Q1 分季度风电发电量和同比增速 (GWh) .....	8
表 6: 新天绿色能源盈利预测 (2019 年 5 月 06 日) .....	12
表 7: 龙源电力盈利预测 (2019 年 5 月 06 日) .....	14

## 一、2019 一季度净利润增速放缓

2019年一季度我们关注的港股5家风电运营商之中，已经公布一季报（财务数据）的4家公司共实现收入180.2亿，较2018年一季度增长了9.3%，其中新天绿色能源的一季度收入增幅最为可观，为39.54%，其余龙源电力和华电福新的收入增幅均在2%以上。归母净利润方面，上述五家公司共实现归母净利润38.19亿，同比增长1.4%增幅符合预期；华电福新增幅最为可观，实现增幅13.29%；新天绿色能源实现增幅8.02%。

表 1：港股风电公司营业收入与归母净利润对比（单位：百万元人民币）

	证券代码	主营业务收入(百万 CNY)			归母净利润(百万 CNY)		
		2018Q1	2019Q1	YOY	2018Q1	2019Q1	YOY
新天绿色能源	00956.HK	3,060	4,270	39.54%	619	669	8.02%
龙源电力	00916.HK	6,862	7,092	3.34%	1,901	1,876	-1.31%
华电福新	00816.HK	4,299	4,390	2.11%	659	747	13.29%
大唐新能源	01798.HK	2,259	2,269	0.45%	585	527	-9.97%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

**风电净利润有所下降，经营利润率下降：**由于风电运营成本相对固定，风电净利润率和经营利润率对风电发电收入变化较为敏感，由于发电量下降，港股风电运营商经营利润率和净利润率有所下降。新天绿色能源由于燃气收入增多净利率下降幅度较大。整体而言由于弃风率持续改善，来风虽然较差，风电运营商净利润相对保持稳定。

表 2：港股风电公司2018Q1 2019Q1净利率和经营利润率（单位：百万元人民币）

公司简称	公司代码	净利率 (%)		经营利润率 (%)	
		2018Q1	2019Q1	2018Q1	2019Q1
新天绿色能源	00956.HK	20.24	15.67	31.64	23.91
龙源电力	00916.HK	27.70	26.45	46.75	43.44
华电福新	00816.HK	15.34	17.02	30.82	32.83
大唐新能源	01798.HK	25.91	23.23	53.48	26.27

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

**财务费用率下降，应收账款增加：**财务结构上来看，除大唐新能源2019年一季度期末资产负债率同比有所增加外，其余三家港股风电运营商资产负债率均有下降。由于负债率下降，以及弃风率下降带动公司收入水平有所上升，除大唐新能源外，各公司财务费用率均有下降。

此外公司应收账款有较大增长。龙源电力、新天绿色能源和大唐新能源三家公司，2019年一季度期末应收账款较去年同期，分别同比增长32%/47%/40%，主要是2018年公司收入大幅增长带动的补贴应收增长。2019年一季度补贴回收进度较慢，下半年有望加速。

表 3: 港股风电公司2018Q1 2019Q1财务费用率, 资产负债率和应收账款

公司简称	公司代码	财务费用率 (%)		资产负债率 (%)		应收账款 (百万元人民币)	
		2018Q1	2019Q1	2018Q1	2019Q1	2018Q1	2019Q1
新天绿色能源	00956.HK	6.17	4.96	67.84	64.96	2493	3287
龙源电力	00916.HK	11.46	10.31	61.61	59.78	9150	13441
华电福新	00816.HK	17.03	16.45	75.52	68.60	8028	7289
大唐新能源	01798.HK	22.44	23.67	68.05	78.79	5914	8261

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

## 二、2019 年一季度来风情况较差, 发电量低于预期, 弃风率持续改善

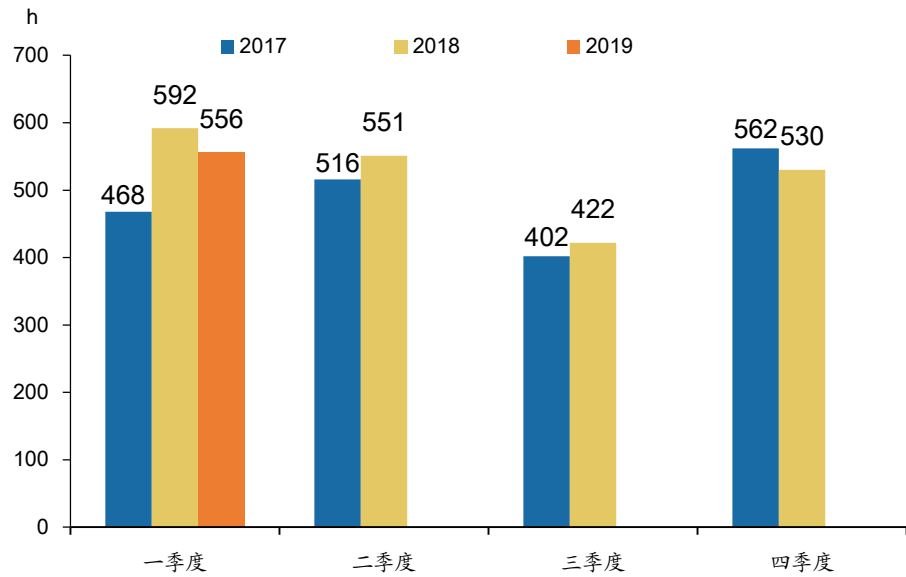
2019年一季度, 全国风电平均利用小时数556小时, 同比下降37小时。地域上来看, 华北华东地区来风情况较差, 江苏、山西和山东省来风最差, 利用小时数分别同比下降210/183/144小时。西南地区以及广西、江西省来风较好。全国截至2019年3月底, 累计装机容量超过10GW总共有7个省份, 该7省2019年一季度利用小时数同比均有下降。2019年一季度累计装机容量同比增加12.7%, 而发电量仅增长6.3%。可以看到一季度全国来风情况和发电量增速不及预期, 这也与2018年一季度超预期的来风情况和较高的发电量基数有关。

表 4: 2018-2019年一季度全国部分省市风电利用小时数和发电量

省份	累计装机容量 (万千瓦)			利用小时数			发电量 (亿千瓦时)		
	2019	2018	YOY	2019	2018	YOY	2019	2018	YOY
河北	1439	1208	19.1%	631	747	-116	89.6	89.8	-0.2%
山西	1073	891	20.4%	555	738	-183	59.5	65.4	-9.0%
内蒙古	2879	2681	7.4%	602	617	-15	172.9	160	8.1%
江苏	886	678	30.7%	516	726	-210	43.5	44.8	-2.9%
山东	1160	1073	8.1%	470	614	-144	54.1	64	-15.5%
云南	858	825	4.0%	1078	904	174	92.7	74.6	24.3%
甘肃	1282	1282	0.0%	402	456	-54	52	58.2	-10.7%
宁夏	1011	976	3.6%	408	499	-91	41.3	48.1	-14.1%
新疆	1896	1806	5.0%	403	422	-19	76.4	76.1	0.4%
全国合计	18888	16761	12.7%	556	592	-36	1041	979	6.3%

数据来源: 国家能源局, 广发证券发展研究中心

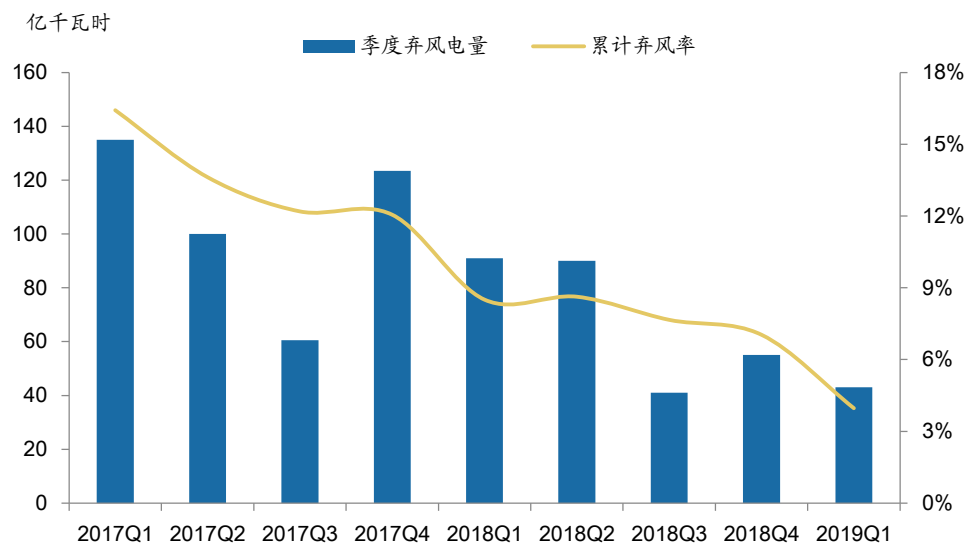
图 1: 2017-2019年Q1全国分季度平均风电利用小时数



数据来源: 国家能源局, 广发证券发展研究中心

弃风率方面: 2019年一季度全国继续保持改善趋势, 一季度全国平均弃风率4%, 同比下降4.5pp。弃风区域一季度河北省弃风率同比上升2.5pp, 考虑到2019年一季度河北省累计并网容量较2018年一季度增加23GW, 同比增幅高达19%, 我们估计是较快的装机增长和配套电网接入、建设环节滞后造成的弃风率上升。其他弃风较严重省份弃风率均有较大同比改善, 新疆、内蒙古、甘肃、黑龙江和吉林2019年一季度弃风率分别同比下降6.4/ 13.9/ 10/ 5.9/ 3.8pp, 弃风率分别为15.2/ 7.4/ 9.5/ 2.6/ 4.3%, 仅有新疆弃风率高于10%。弃风率改善整体趋势不变。

图 2: 2017-2019Q1全国季度弃风电量和当年累计弃风率



数据来源: 国家能源局, 广发证券发展研究中心

我们关注的5家港股风电运营商(均披露一季度发电量)2019年一季度共实现发电量



30,406GWh, 同比增长2.2%, 增幅低于预期。各运营商公司由于差异化的装机地域分布, 发电量增速有所不同。华能新能源一季度发电量同比增加为11.3%, 为同业最高, 主要是来风情况较好, 又有较多装机分布的内蒙古、贵州和四川做出了主要贡献。华电福新最低同比减少5.4%。

表 5: 港股风电运营商2018Q1-2019Q1分季度风电发电量和同比增速 (GWh)

	2018Q1	YOY	2018Q2	YOY	2018Q3	YOY	2018Q4	YOY	2019Q1	YOY
龙源电力	10,977	33.2%	9812	10.7%	8120	16.3%	10632	2.6%	10855	-1.1%
新天绿色能源	2,481	39.9%	1695	2.4%	1205	8.6%	2296	4.5%	2628	5.9%
大唐新能源	4,892	46.4%	4509	16.6%	3293	9.7%	4995	3.4%	4996.6	2.1%
华能新能源	6,837	19.8%	6069	9.7%	4052	6.5%	6605	7.5%	7611	11.3%
华电福新	4,560	40.2%	4380	13.0%	3489	9.5%	4440	0.0%	4315	-5.4%
<b>合计</b>	<b>29,747</b>	<b>33.3%</b>	<b>26465</b>	<b>11.2%</b>	<b>20159</b>	<b>11.5%</b>	<b>28968</b>	<b>3.5%</b>	<b>30405.6</b>	<b>2.2%</b>

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

### 三、风电平价上网政策集中出台, 平价前窗口期将缩窄

**优先开发、并网平价、竞价项目, 优先保障平价、竞价项目送电:** 目前行业内基本共识是2020年后实现平价上网。2019年4月11日, 国际能源局发布《关于征求对2019年风电、光伏发电建设管理有关要求的通知(征求意见稿)意见的函》提出要优先发展平价和竞价风电项目, 2020年前暂停部分建设规模超过2020年规划省份的集中式风电项目建设, 并要求2019年新增海上陆上风电项目, 以及2018年前核准两年内未建也未申请延期项目, 均需参与市场竞价上网。

我们对该政策解读主要为以下两点: (1) 平价上网前的窗口期内重点推进竞价和平价项目, 窗口期内电价会加速下调至火电上网电价。(2) 平价上网窗口期内, 已经核准的标杆电价项目的实际并网量将会受到限制, 长时间未并网的标杆电价项目将逐渐向平价竞价转化。

**“指导电价”下调, 存量项目并网窗口期将缩窄到2020年底:** 2019年4月16日的“2019年风电上网电价政策讨论会”中, 提议推出“指导电价”, 新指导电价较18年标杆电价每千瓦时有所下调, 分别为陆风电下调6分钱, 海上风电下调5分钱。同时会议提议要求2018年前核准的非竞价、非平价项目最后并网期为2020年底。我们认为风电平价上网推进有加快倾向, 虽然具体政策落地有待多方商讨, 但预计平价前上网窗口期大概率将缩窄为两年(至2020年底)。

**平价上网愿景清晰, 窗口期内开工项目不受影响:** 虽然未来平价政策仍面临一定的不确定性, 但基本可以确定(1) 2021年将基本实现陆上风电平价上网。(2) 2021年前并网竞价和标杆电价项目的电价不受平价政策影响(可保电价)。而具体平价前窗口期长短, 可能会根据不同地区的平价上网实现情况而有所调整。



## 四、重点公司介绍

### 1. 新天绿色能源 (00956.HK): 风电低于预期, 燃气销气量持续高增长

#### 1.1 一季度归母净利润稍低于预期

公司公布了2019年一季度经营业绩, 公司实现主营业务收入人民币42.7亿元, 同比增长39.6%, 归母净利润人民币6.7亿元, 同比增长8.1%, 略低于预期。收入增长由于燃气销气量增幅较大 (+35.1% yoy), 净利润不及预期主要是应为占比较大的风电板块售电量增幅不及预期 (+5.9% yoy)。

图 3: 2013-2019Q1 年公司收入及增幅

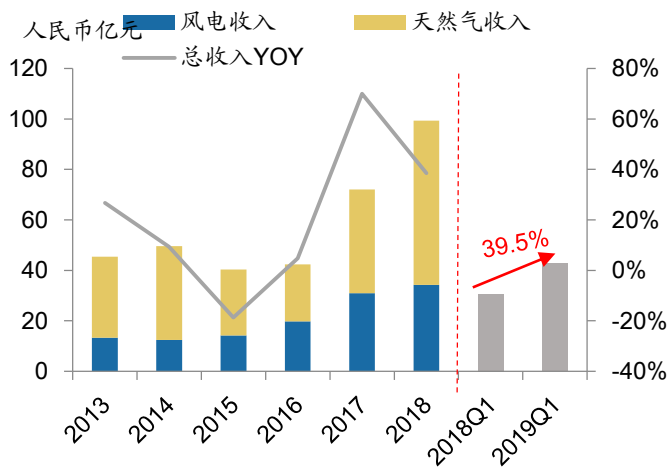
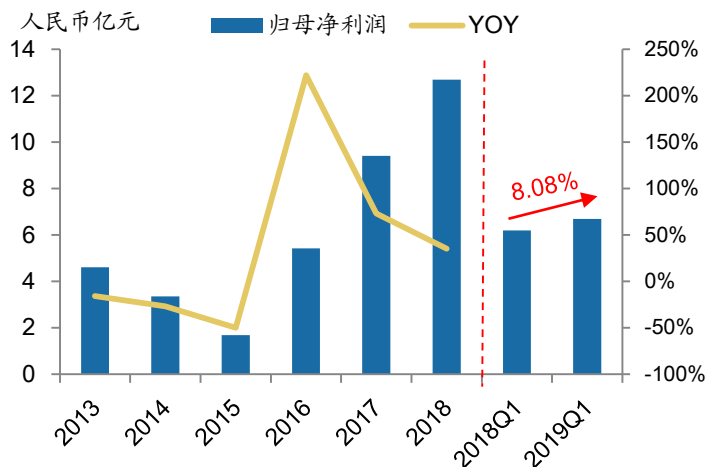


图 4: 2013-2019Q1 年公司归母净利润及增幅



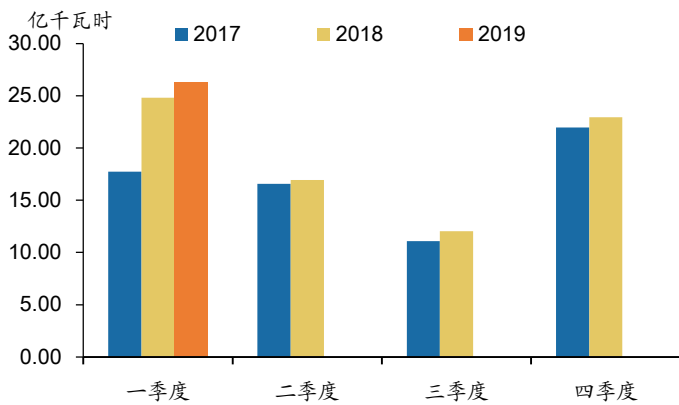
数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

#### 1.2 河北省一季度来风较差, 利用小时数同比下降33小时

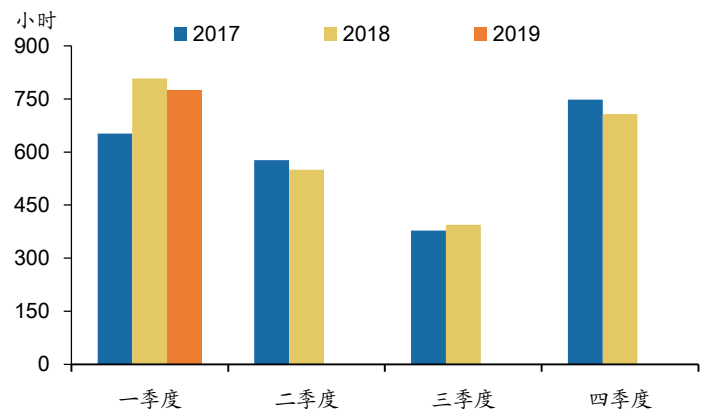
2019年第一季度, 公司实现风电发电量26.3亿千瓦时, 同比增长5.9%, 主要原因是河北省来风情况较差。截至2018年底公司河北省累计风电控股装机3132MW, 同比增长11%, 而一季度河北省发电量 (占比82%) 仅同比增长2.1%。公司一季度风电利用小时数同比下降33小时, 较差的来风情况使得整体业绩增长受限。

图 5: 2017-2019Q1 季度风电发电量



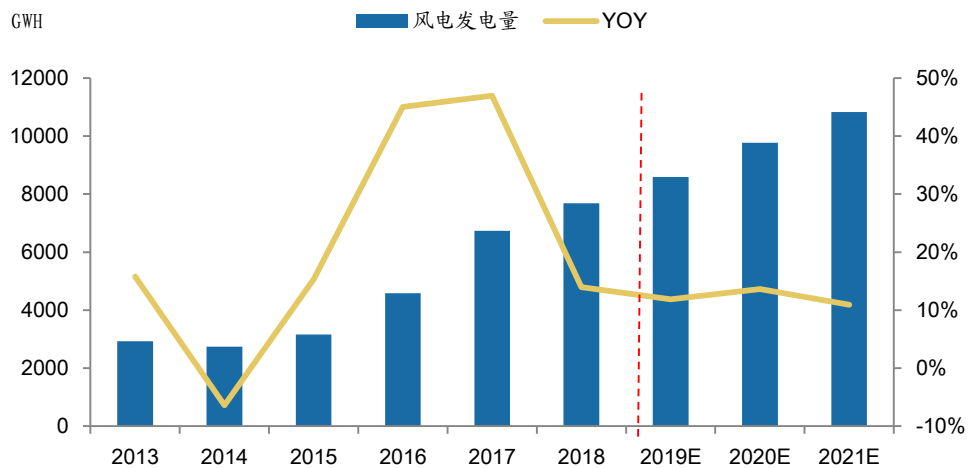
数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 6: 2017-2019Q1 季度利用小时数



数据来源: 公司业绩会纪要, 广发证券发展研究中心

图 7: 2013-2021E 全年风电发电量和同比

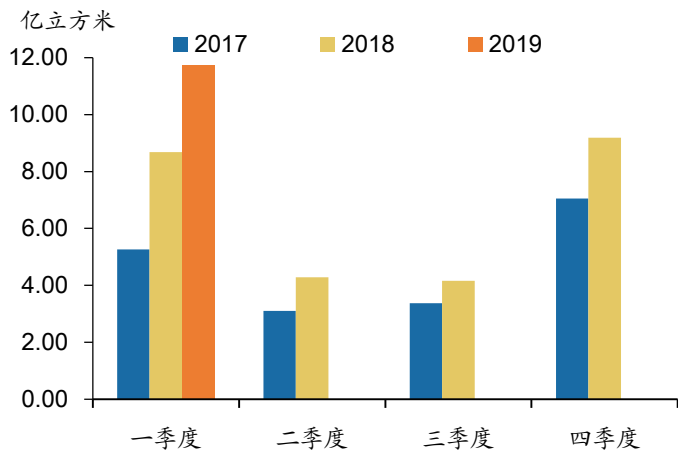


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

### 1.3 燃气销气量保持较高增长

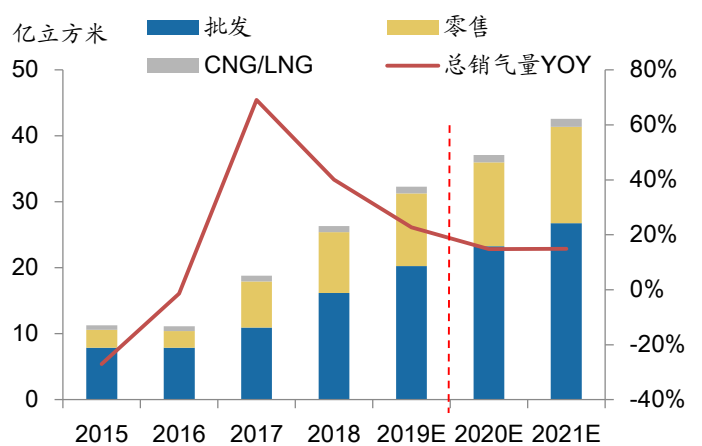
2019年第一季度, 公司天然气业务累计售气量为11.7亿立方米, 同比增长35.1%, 其中: 天然气批发业务、零售业务、CNG/LNG业务分别实现售气量8.5/3.0/2.6亿立方米, 同比增长34.9%/37.6%/17.2%。一季度燃气销售量快速增长也为全年业绩奠定了良好基础, 全年预计能实现销气量同比增长20%的目标。

图 8: 2017-2019 公司季度总销气量



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 9: 2015-2021E 公司全年销气量

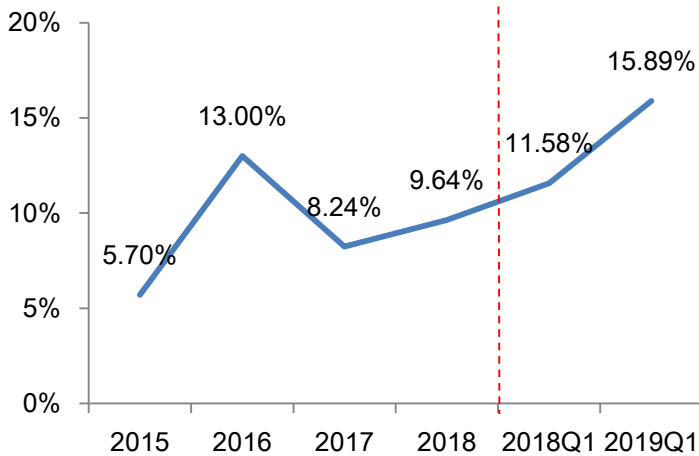


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

#### 1.4 有效税率上升, 营业支出率上升, 收入结构变化所致

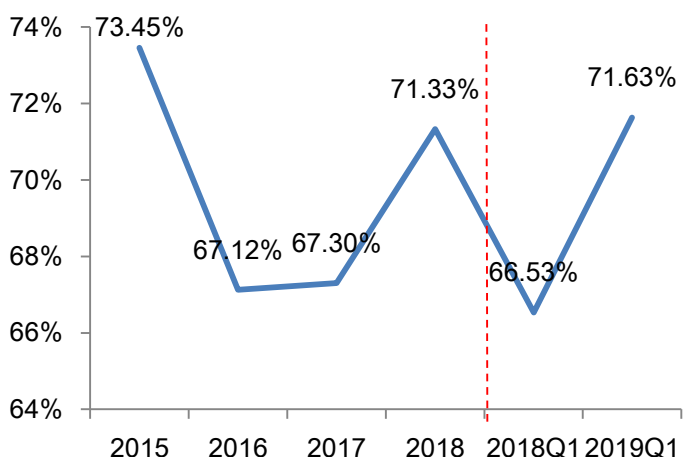
2019 年一季度, 公司有效税率同比上升 4.3pp。主要是燃气销售利润占比增加所致, 燃气销售收入有效税率则接近 25%, 远高于风电板块 (风电售电收入享受三免三减半税收优惠政策)。主营业务营业支出率同比增加 5.1pp, 一是因为风电利用小时数下降, 在风电成本较为固定的情况下, 利润率下降幅度会大于收入降幅。二是因为毛利率较低的燃气板块何 EPC 业务收入增幅较大。经营情况方面, 除来风不及预期外, 公司风电和燃气各板块的运营、费用情况均为正常范围。

图 10: 2015-2019Q1 公司有效税率



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 11: 2015-2019Q1 公司主营业务营业支出率



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

#### 1.5 盈利预测和投资评级

我们假设2019-21年公司新增风电装机容量480/450/500MW, 风电利用小时数分别为2400/2420/2420小时, 2019-21年风电发电量同比增加11.9%/13.6%/10.9%, 燃气总销量同比增加22.7%/14.8%/14.8%。

2019年5月7日, 新天绿色能源 (00956.HK) 最新收盘价为2.27港元。一季度来风较

差，不过公司稳定的新增风机节奏和燃气销量的持续高速增长给公司业绩提升提供坚实支持。我们预测公司2019-2021年EPS为人民币0.412/0.478/0.532元，并基于2019年6倍市盈率给予合理价值2.88港元/每股，维持“买入”评级。

表 6: 新天绿色能源盈利预测 (2019年5月07日)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万CNY)	7058	9975	11703	13302	15243
增长率(%)	61.0	41.3	17.3	13.7	14.6
归母净利润(百万CNY)	940	1240	1531	1775	1977
增长率(%)	73.5	31.9	23.5	15.9	11.4
EPS (CNY/股)	0.253	0.330	0.412	0.478	0.532
市盈率 (P/E)	7.0	5.3	4.7	4.1	3.7
市净率 (P/B)	0.8	0.6	0.7	0.6	0.6

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

注: 汇率为港币/人民币=0.858

### 1.6 风险提示

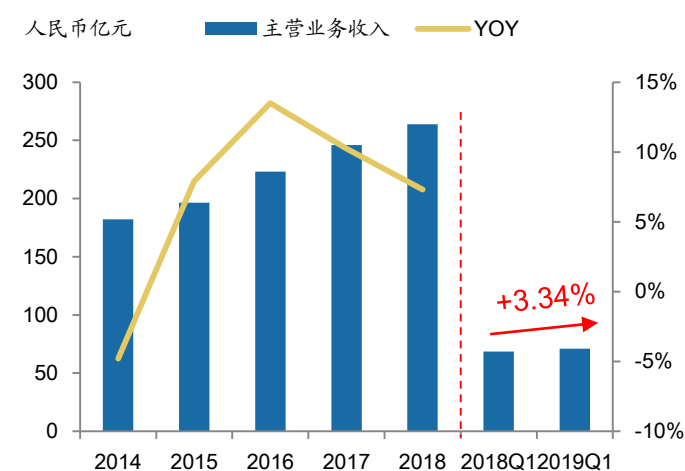
燃气供应紧张风险, 风电装机新增不及预期风险, 来风情况低于预期风险。

## 2. 龙源电力(00916.HK): 一季度来风情况较差, 弃风率持续改善

### 2.1 一季度业绩略低于预期

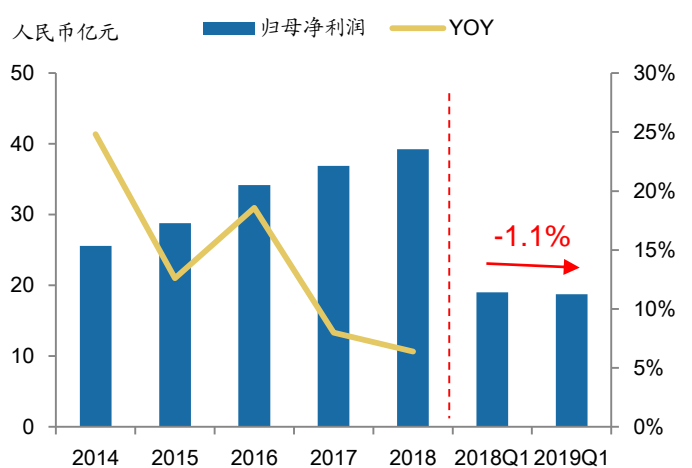
公司公布了2019年第一季度业绩。一季度实现收入人民币70.9亿元, 同比增长3.34%, 其中风电分部收入49.4亿元, 同比下降0.99%, 火电分部收入9.2亿元, 同比增长8.35%。实现归母净利润18.76亿元, 同比降低1.11%, 略低于预期。由于风电一季度来风较差, 发电量较去年同期略有下降, 且其他业务经营状况正常, 公司业绩与去年同期基本持平, 增速略低于预期。

图 12: 2012-2019Q1 年公司收入及增幅



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

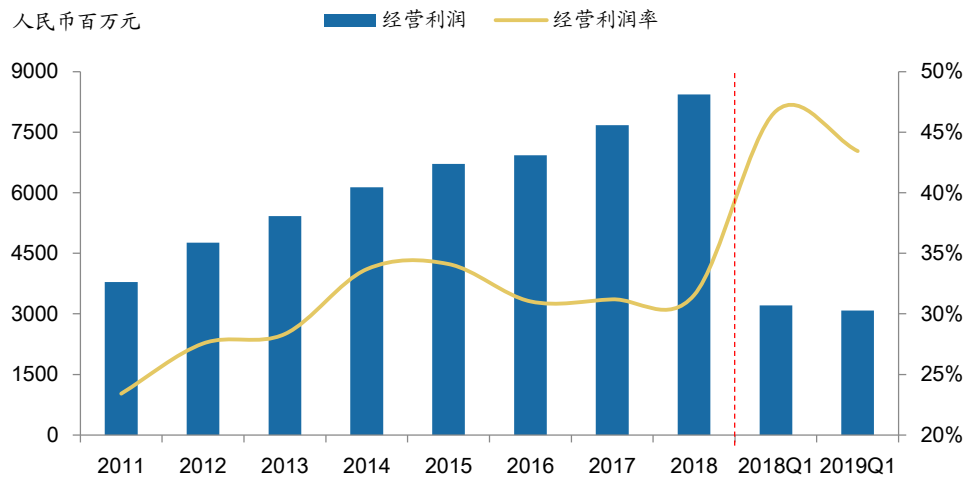
图 13: 2012-2019Q1 年公司归母净利润及增幅



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

2019年一季度公司收入增长主要因为公司煤炭销售量增加、燃煤发电量略有增加, 以及其他分部中新增EPC项目带来较多收入提升。不过由于公司火电分部以及EPC项目的毛利率较低, 公司一季度经营利润率同比下降3个百分点。

图14: 公司2011-2019Q1年经营利润和经营利润率



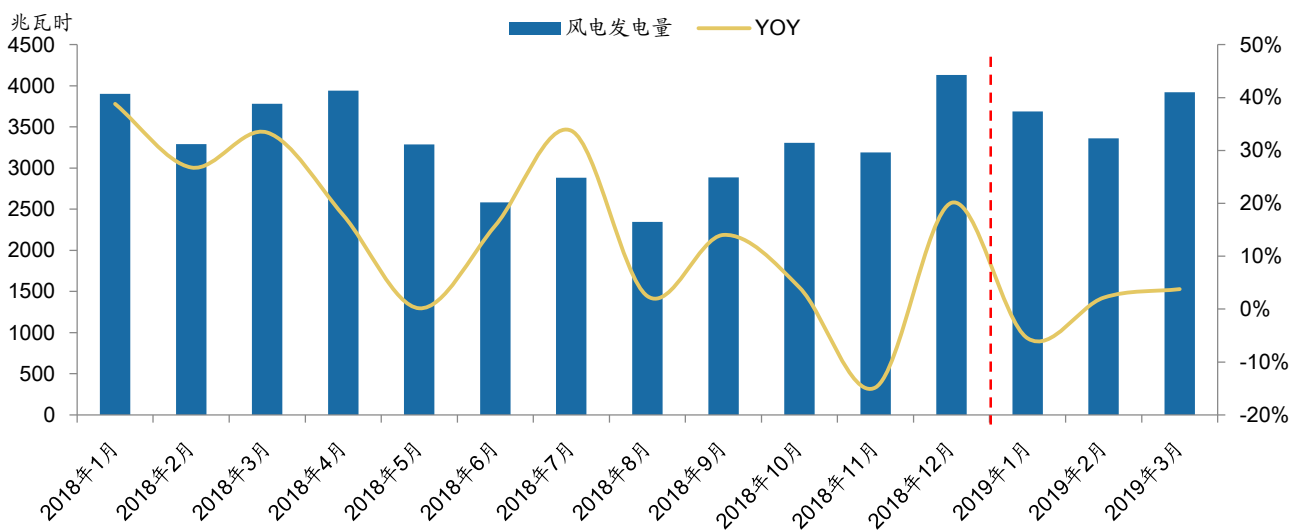
数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

## 2.2 一季度来风情况较差, 弃风率继续改善

2019年一季度公司实现累计风电发电量10,856兆瓦时, 同比下降1.11%, 利用小时数591, 同比下降35小时。地域分布上来看东部沿海地区来风情况较差, 内蒙、甘肃、吉林、云南和贵州等内陆省份发电量增幅较大。公司平均弃风率5.03%, 同比下降2.4个百分点。我们认为来风情况有季度波动性实属正常, 并且是相比于基数较大的18年一季度, 不过大部分弃风区域发电量增长显著, 公司弃风率持续向好, 说明风电消纳得到明显改善。

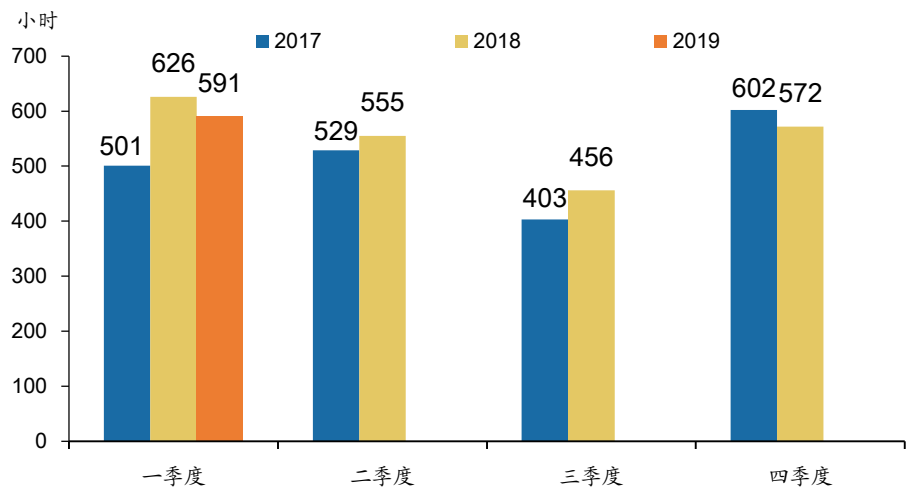
由于一季度来风情况较差, 我们预测全年风电利用小时数为2230小时, 在剩余三个季度来风正常的情况下, 2019风电发电量仍可实现5%左右的增幅。

图15: 公司2018-2019Q1月度风电发电量



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 16: 公司 2017-2019Q1 风电季度平均利用小时数



数据来源: 公司业绩会纪要, 广发证券发展研究中心

### 2.3 盈利预测和投资建议

我们预测公司 2019-2021 年, 新增装机容量分别为 1200/1500/1500MW, 风电利用小时数为 2230/2290/2300 小时, EPS 分别为人民币 0.537/0.588/0.635 元。

2019 年 5 月 7 日, 龙源电力 (00916.HK) 收盘价 5.16 港元。我们预测 2019-2021 年 EPS 分别为人民币 0.537/0.588/0.635 元。由于弃风率仍保持改善趋势, 未来两年基本面整体向好。我们基于 2019 年 9.5 倍市盈率和给予合理价值港币 5.94 元/股, 维持“买入”评级。

表 7: 龙源电力盈利预测 (2019 年 5 月 07 日)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万 CNY)	24,592	26,388	27,749	29,281	30,903
增长率(%)	10.3	7.3	5.2	5.5	5.5
EBITDA (百万 CNY)	14,423	15,611	16,560	17,783	18,986
归母净利润(百万 CNY)	3,688	3,924	4,312	4,728	5,101
增长率(%)	7.98	6.39	9.88	9.65	7.90
EPS (CNY/股)	0.459	0.488	0.537	0.588	0.635
市盈率 (P/E)	12.1	10.9	8.3	7.6	7.0
市净率 (P/B)	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

注: 汇率为港币/人民币=0.858

### 2.4 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。



## 五、风险提示

2019年来风情况波动风险。

政策不确定风险。

新增装机规模不及预期风险。

融资成本上升风险。

补贴回收不及预期风险。

**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。
- 刘峤：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	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35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	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 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。