

【广发海外】公用事业 II 行业

中期业绩符合预期，估值处于历史低位

核心观点:

● 2019 上半年风电运营商业绩出现分化，整体符合预期

2019 年上半年我们关注的港股 5 家风电运营商共实现收入人民币 418.7 亿元 (+10.53% yoy)，共实现归母净利润 85.61 亿元 (+11.2% yoy)，增幅符合预期。其中华能新能源由于上半年来风情况较好，并且费用控制良好，归母净利润增幅最高，为 31.70%。上半年除大唐新能源外，港股风电运营商整体经营利润率略有提高，公司运营效率持续提升；上半年的资产负债率和财务费用率均有所下降，反映了公司和行业持续改善的融资环境。不过由于区域性的来风差异，以及在费用控制出现差异，上半年风电运营商业绩出现分化，整体业绩表现符合预期。

● 二季度来风有所恢复，全国弃风率持续改善

2019 年上半年，全国风电平均利用小时数 1133 小时 (-10h yoy)，同今年一季度相比，二季度来风情况有所恢复，全国上半年实现风电发电量 2145 亿千瓦时 (+12% yoy)，弃风率同比下降 4pp 至 4.7%。我们关注的 5 家港股风电运营商在 2019 年上半年共实现风电发电量 594 亿千瓦时 (+5.8% yoy)。地域上来看，受到传统的大风季一季度来风较差影响，我国华北、华东的部分地区上半年来风情况较差，上海、江苏、山东省利用小时数同比大幅下降，且山西、内蒙古自治区也遭遇了较差的风资源。上半年整体来风情况基本符合预期，但和去年的高基数相比仍有一定差距。

● 运营商大量投产蓄势待发，风机价格有所回升

截至 2019 年 6 月 30 日，我们关注的 5 家港股风电运营商的合计风电装机容量约为 51.2GW (+1.9GW yoy)。我们预计 2019 年下半年将进入集中投产阶段，同时 2019-2020 年上市公司风机投产节奏将大幅加速。受风机订单量激增影响，2019 年上半年风机投标价格有所回升，2.0MW 机型较年初价格上涨约为 6%，我们认为暂时受供需偏紧影响，并考虑到平价政策压力，2019 年下半年风机价格会暂时维持当前水平。

● 估值处于历史低点，潜在投资价值凸显，寻求融资渠道

2019 年我们关注的 5 家风电港股运营商平均 PB 为 0.67 倍，较 2018 年平均下降 24%，当前估值水平处于历史最低点。我们认为当前估值水平主要反映出了市场对于补贴拖欠发放和最近的电价下调的担忧，就平价上网时间点来看，上述两大风险将会在 2019-2020 年窗口期内集中释放。而鉴于目前整体低迷的估值状态，华能新能源于 2019 年 9 月 2 日公布了其控股集团提出的全面要约，并拟私有化退市，我们猜测上市公司会寻求诸如回 A 上市等融资渠道，从而提振风电运营商板块的整体估值水平。

● 应收账款攀升，加快盘活力度

2019 年上半年龙源电力、新天绿色能源、大唐新能源和华能新能源 4 家公司在上半年的实际产生的应收账款和应收票据同比增速均为 30% 左右。我们认为针对于当前的补贴缺口问题，会以“先收紧再补足”的方式分步解决，而平价上网通过控制补贴需求增长将迈出重要第一步。另一方面，部分上市公司已经通过应收账款证券化、银行保理业务或者签订应收账款转让协议，以改善公司现金流，为后续发展提供资金支持。

● 风险提示

2019 年下半年来风较差，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；补贴回收不及预期等风险。

行业评级

买入

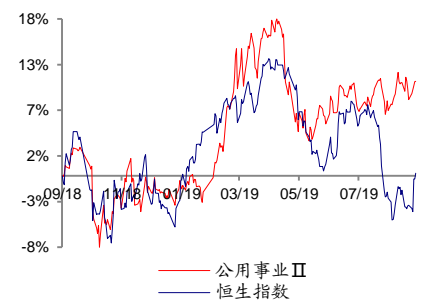
前次评级

买入

报告日期

2019-09-08

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】公用事业 II 行业: 2019-07-01

补贴缺口仍在，新增装机短期承压

【广发海外】公用事业 2019 年下半年投资策略: 2019-06-11

风电平价上网渐行渐近，天然气销量加快

公用事业 II 行业: 一季度来风 2019-05-07

较差，风电运营商业绩不及预期

重点公司估值和财务分析表 (根据2019年9月6日收盘价计算)

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	评级	合理价值 (港元/股)	EPS(人民币元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
						2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
龙源电力	00916.HK	港币	4.56	买入	5.81	0.522	0.578	7.9	7.2	7.9	7.6	8.0	8.3
新天绿色能源	00956.HK	港币	2.10	买入	2.60	0.396	0.436	4.8	4.4	8.2	7.7	13.6	14.0
华能新能源	00958.HK	港币	2.72	买入	2.72	0.355	0.407	6.9	6.1	8.5	8.1	13.7	15.7
大唐新能源	01798.HK	港币	0.77	买入	0.97	0.147	0.168	4.8	4.2	9.6	9.4	8.6	9.6
华电福新	00816.HK	港币	1.38	买入	2.08	0.274	0.321	4.6	3.9	8.0	7.6	8.6	9.1

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; 所用汇率为港币/人民币=0.907

目录索引

2019 上半年业绩出现分化，整体符合预期	6
政策面基本清晰，平价上网旨在收紧补贴盘口	7
二季度来风有所恢复，全国弃风率持续改善	9
港股运营商大量投产蓄势待发，风机价格有所回升	12
估值处于历史低点，潜在投资价值凸显，寻求融资渠道	13
应收账款攀升，加快盘活力度	15
重点公司介绍	16
1. 新天绿色能源 (00956.HK): 中期业绩符合预期，利润增长确定性高	16
2. 华能新能源 (00958.HK): 上半年业绩超预期	20
3. 龙源电力 (00916.HK): 预计全年业绩温和增长	25
4. 大唐新能源 (01798.HK): 费用上升大于收入增速	29
风险提示	33

图表索引

图 1: 2018H1-2019H1 弃风严重省份弃风率	10
图 2: 2018H1-2019H1 弃风严重省份弃风电量	10
图 3: 2017-2019 年 Q2 全国分季度风电利用小时数	10
图 4: 2017-2019Q2 全国季度弃风电量和当年累计弃风率	10
图 5: 2018-2019 上半年 5 家风电港股运营商风电发电量	11
图 6: 2018-2019 上半年 5 家风电港股运营商风电利用小时数	11
图 7: 2016Q1-2019Q2 国内风机季度公开招标量	12
图 8: 2018/4-2019/6 月度公开招标平均价	13
图 9: 2018/1/1-2019/9/6 5 家港股风电运营商日平均 PE (TTM)	14
图 10: 2018/1/1-2019/9/6 5 家港股风电运营商日平均 PB (MRQ)	14
图 11: 2014-2019 年 9 月 5 家港股风电运营商月度平均 PE (TTM)	14
图 12: 2014-2019 年 9 月 5 家港股风电运营商月度平均 PB (MRQ)	14
图 13: 2018/8-2019/9 华能新能源市场表现	15
图 14: 华能新能源历史月度 PB (MRQ)	15
图 15: 2018H1-2019H1 5 家风电港股运营商应收账款规模	16
图 16: 2013-2019H1 公司主营营业收入和增速	17
图 17: 2013-2019H1 公司归母净利润和增速	17
图 18: 2017-2019Q2 季度风电发电量	17
图 19: 2017-2019Q2 季度利用小时数	17
图 20: 2013-2021E 全年风电发电量和同比	18
图 21: 2017-2019Q2 公司季度总燃气销气量	18
图 22: 2014-2021E 公司全年销气量	18
图 23: 2017-2019Q2 燃气板块分季度业务分拆销气量	19
图 24: 2016-2021E 测算有效税率 (均为测算, 且扣除减值计提等影响)	19
图 25: 2013-2019H1 公司营业收入和同比变化	20
图 26: 2013-2020E 公司归母净利润和同比变化	21
图 27: 2013-2019H1 风电发电量和增速	21
图 28: 2013-2019H1 风电利用小时数和增速	21
图 29: 2015-2019H1 公司弃风省份 (内蒙古、吉林、新疆) 总发电量和增速	22
图 30: 2016-2021E 公司平均风电上网电价	22
图 31: 2013-2021E 公司风电累计装机容量	23
图 32: 2014-2021E 公司风电新增风电装机容量	23
图 33: 2013-2019H1 公司经营费用和经营费用率	24
图 34: 2016-2019H1 公司应收账款和应收票据规模	24
图 35: 2014-2019H1 年公司收入及增幅	25
图 36: 2014-2019H1 年公司归母净利润及增幅	25
图 37: 公司 2011-2019H1 年经营利润和经营利润率	26
图 38: 2014-2019H1 风电板块营收和经营利润率	27
图 39: 公司 2017-2019H1 风电季度平均利用小时数	27

图 40: 公司 2018-2019H1 月度风电发电量	27
图 41: 公司 2013-2021E 累计风电并网装机容量	28
图 42: 公司 2014-2019H1 应收账款和应收票据 (剔除保理、ABN 应收账款出表影响)	28
图 43: 公司 2014-2019H1 主营业务收入及增速	29
图 44: 公司 2014-2019H1 归母净利润及增速	29
图 45: 公司 2014-2019H1 营业利润率	30
图 46: 公司 2014-2021E 风电发电量及增速	30
图 47: 公司 2014-2021E 风电利用小时数	30
图 48: 公司风电装机量分布 (截至 2019 年 6 月 30)	31
图 49: 公司 2016-2018 主要弃风省份发电量	31
图 50: 公司 2014-2021E 风电累计装机量和新增装机量	31
图 51: 公司 2013-2018 应收账款及应收票据	32

表 1: 2018H1-2019H1 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)	6
表 2: 2018H1-2019H1 港股风电公司净利率和经营利润率	7
表 3: 2018H1-2019H1 港股风电公司财务费用率和资产负债率	7
表 4: 2019 年 1 月-2019 年 8 月以来重要风电政策、新闻汇总	8
表 5: 2018-2019H1 全国风电累计装机容量、利用小时数和发电量	9
表 6: 港股风电运营商 2018Q2-2019Q2 分季度风电发电量和同比增速 (GWh)	11
表 7: 港股风电公司累计装机容量和 2019-2020E 预测新增装机容量	12
表 8: 新天绿色能源盈利预测 (2019 年 9 月 6 日收盘价)	20
表 9: 华能新能源盈利预测 (2019 年 9 月 6 日收盘价)	25
表 10: 龙源电力盈利预测 (2019 年 9 月 6 日收盘价)	29
表 11 大唐新能源盈利预测 (2019 年 9 月 6 日收盘价)	32

2019 上半年业绩出现分化，整体符合预期

2019年上半年我们关注的港股5家风电运营商共实现收入人民币418.7亿元，较2018年上半年增长了10.53%，主要是二季度全国来风情况有所好转，其中新天绿色能源的上半年收入增幅最为可观，继一季度的高速增长后（+39.54%），上半年实现同比增长30.65%；华能新能源次之，由于公司的差异化风机布局，公司上半年来风情况好于预期，收入同比增长13.01%；大唐新能源最低，收入同比增速为2.90%。归母净利润方面，上述五家公司共实现归母净利润85.61亿元，同比增长11.2%，增幅符合预期；其中华能新能源由于上半年费用控制良好，归母净利润增幅最为可观，为31.70%；新天绿色能源次之实现增幅17.69%；大唐新能源由于费用增长过快，经营利润率下滑，归母净利润同比减少7.16%。整体而言，上半年港股风电运营商业绩分化较大，主要原因有2019年上半年不同区域的来风情况存在差异，以及费用控制水平出现分化。

表 1: 2018H1-2019H1 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)

公司简称	证券代码	主营业务收入(百万 CNY)			归母净利润(百万 CNY)		
		2018H1	2019H1	YOY	2018H1	2019H1	YOY
新天绿色能源	00956.HK	4,869	6,361	30.65%	822	968	17.69%
华能新能源	00958.HK	6,325	7,148	13.01%	2349	3094	31.70%
龙源电力	00916.HK	13,410	14,077	4.97%	3072	3087	0.47%
华电福新	00816.HK	8,919	9,799	9.86%	1428	1548	8.38%
大唐新能源	01798.HK	4,366	4,492	2.90%	889	826	-7.16%
合计		37,889	41,877	10.53%	8561	9522	11.22%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

经营利润率、净利润率同比有所改善: 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。2019年一季度受制于2018年同期较高的发电量基数，发电量同比下滑，不过由于二季度来风恢复，以及弃风持续改善，风电运营商板块的整体经营利润率和净利率均同比有所改善，上半年5家公司合计经营利润率和净利率分别同比上升0.9和0.8个百分点。其中华能新能源上半年来风情况最好，费用控制良好，净利率提升约6个百分点，改善最为明显；而大唐新能源则由于上半年公司风机集中区域来风情况不及预期，以及计提在建工程减值损失等费用上升幅度较大等因素，经营利润率和净利率分别同比下滑3.1和2.2个百分点。

除去非经常性损益外，我们认为风电运营商的整体常规运营费用上升处于合理范围内，且考虑到去年同期的较高的发电量基数和新增装机有所放缓，19年上半年收入增速有所承压，经营利润率和净利率基本保持稳定。

表 2: 2018H1-2019H1 港股风电公司净利率和经营利润率

公司简称	公司代码	经营利润率			净利润率		
		2018H1	2019H1	百分点变化	2018H1	2019H1	百分点变化
新天绿色能源	00956.HK	26.7%	27.0%	0.3	19.6%	19.0%	-0.6
华能新能源	00958.HK	58.2%	62.1%	3.9	37.9%	44.1%	6.1
龙源电力	00916.HK	41.2%	40.5%	-0.7	26.9%	25.8%	-1.1
华电福新	00816.HK	29.6%	34.4%	4.8	18.3%	20.7%	2.4
大唐新能源	01798.HK	49.1%	46.0%	-3.1	25.5%	23.3%	-2.2
合计		40.4%	41.3%	0.9	25.6%	26.4%	0.8

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

财务费用支出率改善, 资产负债率同比下降: 财务结构上来看, 2019年上半年, 除大唐新能源资产负债率较去年同期维持不变外, 其余四家家港股风电运营商资产负债率均实现同比下降, 在平价前的窗口期内, 控制良好的资产负债率为扩大后续风机投产规模保证了融资空间。

由于资产负债率下降, 部分公司融资成本改善, 以及营业收入上升, 5家风电运营商2019年上半年整体财务费用和财务费用率(财务支出/总营业收入)同比有所下降, 只有大唐新能源由于上半年收入增速放缓, 财务费用率出现同比上涨。从2019年上半年财务费用率来看, 大唐新能源最高为24.4%, 新天绿色能源最低为6.6%, 而财务费用率过高也意味着公司业绩对财务成本的变化敏感度较高。

表 3: 2018H1-2019H1 港股风电公司财务费用率和资产负债率

公司简称	公司代码	财务费用率			资产负债率		
		2018H1	2019H1	百分点变化	2018H1	2019H1	百分点变化
新天绿色能源	00956.HK	8.0%	6.6%	-1.4	67.7%	66.5%	-1.2
华能新能源	00958.HK	17.4%	14.3%	-3.1	69.1%	66.2%	-2.9
龙源电力	00916.HK	12.8%	11.6%	-1.2	62.0%	61.4%	-0.6
华电福新	00816.HK	16.6%	14.6%	-2.0	74.9%	66.5%	-8.4
大唐新能源	01798.HK	23.4%	24.4%	1.0	79.1%	79.1%	0.0
合计		40.4%	41.3%	0.9	25.6%	26.4%	0.8

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

政策面基本清晰, 平价上网旨在收紧补贴盘口

2019年上半年风电、光伏电价和建设等行业关键政策陆续落地, 2019-2021年风电行业国家政策指引基本清晰, 稳定了行业未来预期。行业政策核心内容可总结为, **大力度推行补贴退坡、确保稳定、优先的实现风电平价上网**。对于2019-2021年, 风电全行业上下产业链, 将面对电价下调、竞争配置、配额制消纳、抢投产以保电价等多重行业变化和机遇, 我们认为平价上网, 短期会给光伏、风电行业投资者带来阵痛, 但长远来看我国鼓励可再生能源发张加快能源结构转型的总战略没有变, 而通过政策调, 建立健全风电行业标准, 完善市场化的风电产业上下游产业链, 将更有

利于行业长期有序发展。

表 4: 2019年1月-2019年8月以来重要风电政策、新闻汇总

文件/会议	时间	政策主要内容及解读
《关于 2019 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》	2019 年 5 月 30 日	<ol style="list-style-type: none"> 1. 依据规划建设。各省以本地区并网目标为基准，减去 2018 年底已累计并网装机容量和已核准有效且企业承诺继续建设的项目总规模。 2. 确保参与竞争配置的项目电力消纳。 3. 2019 年集中式风电项目全部采取竞争方式配置，竞价评分标准按照国家能源局要求
《关于完善风电上网电价政策的通知》	2019 年 5 月 24 日	<ol style="list-style-type: none"> 1. 标杆电价改为指导电价，2019 年新核准风电项目全部竞价上网，不得高于所在资源区指导电价。 2. I-IV 类风区 2019 年新增风电上网电价指导价分别调整为每千瓦时 0.34 元、0.39 元、0.43 元、0.52 元（含税、下同）；2020 年指导价分别调整为每千瓦时 0.29 元、0.34 元、0.38 元、0.47 元。 3. 2019 年海上风电指导价下调 0.05 元/千瓦时。2018 年底之前核准的陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019 年 1 月 1 日至 4. 2020 年底前核准的陆上风电项目，2021 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴。2021 年 1 月 1 日开始新核准的陆上风电项目全面平价。
《关于公布 2019 年第一批风电、光伏平价上网项目的通知》	2019 年 5 月 20 日	公布了全国新增风电平价上网项目共 56 个，合计装机容量 451 万千瓦。（4.51GW）
《关于建立健全可再生能源消纳保障机制的通知》	2019 年 5 月 10 日	<ol style="list-style-type: none"> 1. 明确配额制核算、额度等具体实施机制。 2. 确保、激励各省市可再生能源消纳执行，为风电平价上网铺路。
《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》	2019 年 4 月 11 日	<ol style="list-style-type: none"> 1. 2019 年新增集中式陆上风电和海上风电项目全部通过竞争方式配置并确定电价。 2. 2018 年前核准两年内未建也未申请延期项目需重新参与市场竞价。3. 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。 3. 18 年 5 月 18 日前核准，本通知前未办齐开工前手续海上项目，参与竞价配置确定上网电价。 4. 切实降低风电投资非技术成本。
《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》	2019 年 1 月 9 日	<ol style="list-style-type: none"> 1. 优先规划、开展平价、低价项目。 2. 保障平价（低价）项目优先发电和全额消纳，采取固定电价收购政策。 3. 2020 年前核准开工的平价（低价）项目经营期内，有关支持政策不变。

数据来源：国家发改委，国家能源局，广发证券发展研究中心

二季度来风有所恢复，全国弃风率持续改善

根据国家能源局最新统计数据，2019年上半年，全国风电平均利用小时数1133小时，同比下降10小时，同今年一季度相比，二季度来风情况有所恢复。全国实现风电发电量2145亿千瓦时，同比增长12%，累计装机容量达到192.69GW，较2018年中期增加21GW。地域上来看，主要还是受到传统的大风季一季度来风较差影响，我国华北、华东的部分地区上半年来风情况较差，上海、江苏、山东省利用小时数同比大幅下降，且山西、内蒙古自治区也遭遇了较差的风资源（内蒙古上半年弃风率同比改善8个点的基础下，利用小时数仅同比增加57小时）。上半年整体而言来风情况和发电量符合预期，但和去年的高基数相比仍有一定差距。。

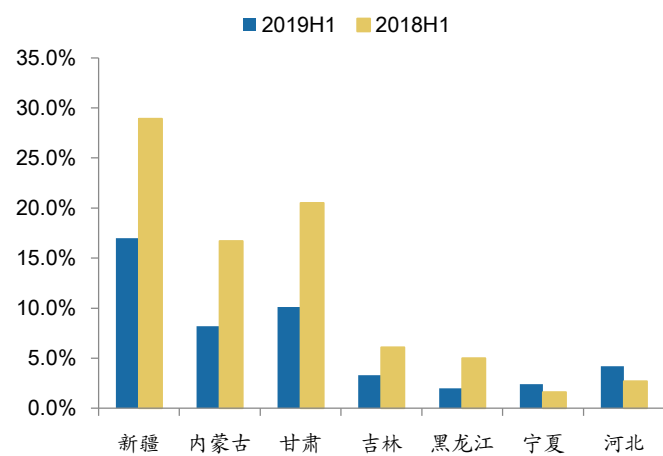
表 5: 2018-2019H1全国风电累计装机容量、利用小时数和发电量

省份	累计装机容量 (万千瓦)			利用小时数			发电量 (亿千瓦时)		
	2019H1	2018H1	YOY	2019H1	2018H1	YOY	2019H1	2018H1	YOY
北京	19	19	0.0%	1093	1026	6.5%	2	1.9	5.3%
天津	52	52	0.0%	1283	1238	3.6%	6.6	4.4	50.0%
河北	1465	1227	19.4%	1184	1297	-8.7%	170.3	157	8.5%
山西	1134	931	21.8%	1031	1263	-18.4%	113.7	113.2	0.4%
内蒙古	2896	2761	4.9%	1236	1179	4.8%	356.2	314.2	13.4%
辽宁	789	725	8.8%	1340	1335	0.4%	104.8	95.8	9.4%
吉林	514	510	0.8%	1260	1093	15.3%	64.7	55.3	17.0%
黑龙江	602	585	2.9%	1243	1099	13.1%	74.7	63	18.6%
上海	71	71	0.0%	990	1278	-22.5%	7.9	9.1	-13.2%
江苏	927	748	23.9%	1037	1292	-19.7%	91.4	82.8	10.4%
浙江	157	142	10.6%	983	1049	-6.3%	15.1	14.3	5.6%
安徽	258	231	11.7%	890	1105	-19.5%	22.6	25.1	-10.0%
福建	325	278	16.9%	1162	1302	-10.8%	36.3	34.1	6.5%
江西	247	208	18.8%	1037	976	6.3%	24.8	19.9	24.6%
山东	1191	1081	10.2%	1084	1226	-11.6%	126.2	130	-2.9%
河南	562	299	88.0%	795	996	-20.2%	42.6	28.9	47.4%
湖北	371	284	30.6%	967	1153	-16.1%	35.3	32	10.3%
湖南	381	279	36.6%	1025	1158	-11.5%	37.7	31.3	20.4%
广东	402	348	15.5%	882	874	0.9%	35.5	30.4	16.8%
广西	260	189	37.6%	1298	1227	5.8%	30.8	21	46.7%
海南	29	32	-9.4%	812	804	1.0%	2.3	2.7	-14.8%
重庆	56	33	69.7%	1017	990	2.7%	5.2	3.3	57.6%
四川	264	218	21.1%	1654	1296	27.6%	44.4	28	58.6%
贵州	425	372	14.2%	1067	1049	1.7%	42.5	38.4	10.7%
云南	863	832	3.7%	1843	1592	15.8%	159	131	21.4%
西藏	0.8	1	-20.0%	1408	1146	22.9%	0.1	0.1	0.0%
陕西	440	374	17.6%	967	1034	-6.5%	34.3	37.3	-8.0%
甘肃	1282	1282	0.0%	929	918	1.2%	118.9	117.2	1.5%
青海	352	247	42.5%	1027	799	28.5%	34.8	18.7	86.1%
宁夏	1011	996	1.5%	894	1038	-13.9%	90.4	101.1	-10.6%
新疆	1926	1806	6.6%	1094	969	12.9%	207.9	175	18.8%
全国合计	19269	17161	12.3%	1133	1143	-0.9%	2145	1917	11.9%

数据来源：国家能源局，广发证券发展研究中心

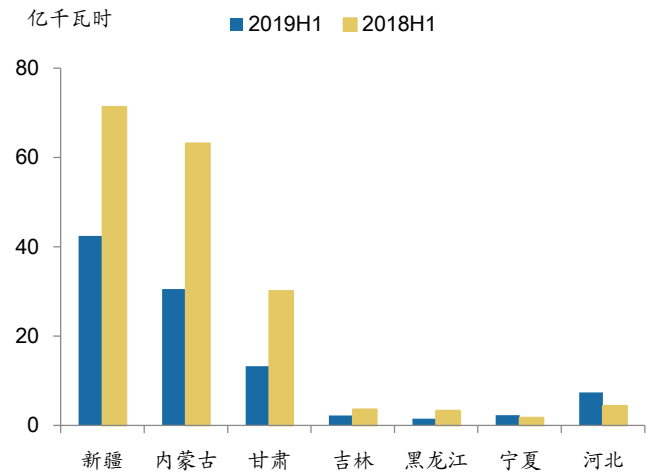
弃风率持续改善，全国首降5%以下：2019年上半年，全国弃风率同比下降4个百分点至4.7%，弃风电量104.6亿千瓦时，同比下降42%，2019年上半年继续实现“双降”。2019年3月8日，国家能源局发布《2019年度风电投资监测预警结果的通知》，只有新疆（含兵团）、甘肃被列为红色区域，吉林和黑龙江两省分别从红色和橙色转为绿色。弃风率高于5%的省份只剩下新疆（17%）、甘肃（10%）和内蒙古（8.2%），在2019年上半年分别实现同比下降11.9、10.4、8.5个百分点。弃风率持续改善一方面得益于电网接入条件的改善，另一方面源于风电运营商积极开展风电市场化电量交易。我们认为，目前除去个别弃风严重省份外，其他省份弃风率均低于3%，而对于弃风严重省份，未来弃风率仍将稳步下降，根据国家能源局计划安排，将会在2020年后尽量将所有弃风省份的弃风率控制在5%以下，我们预计未来弃风率仍将保持一个稳态下降的趋势，仍然利好风电运营商企业。

图 1：2018H1-2019H1 弃风严重省份弃风率



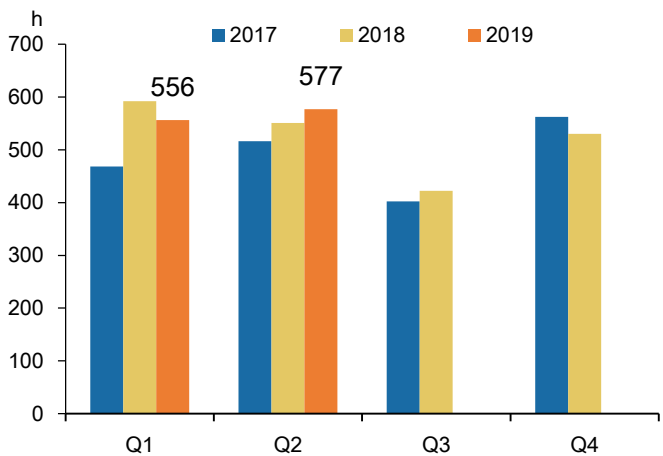
数据来源：国家能源局，广发证券发展研究中心

图 2：2018H1-2019H1 弃风严重省份弃风电量



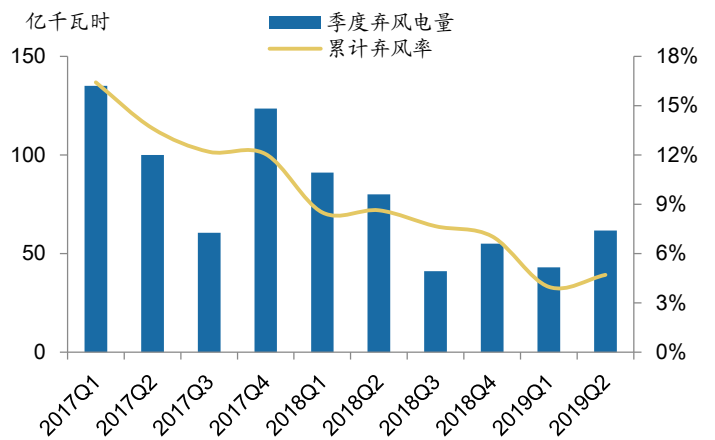
数据来源：国家能源局，广发证券发展研究中心

图 3：2017-2019 年 Q2 全国分季度风电利用小时数



数据来源：国家能源局，广发证券发展研究中心

图 4：2017-2019Q2 全国季度弃风电量和当年累计弃风率



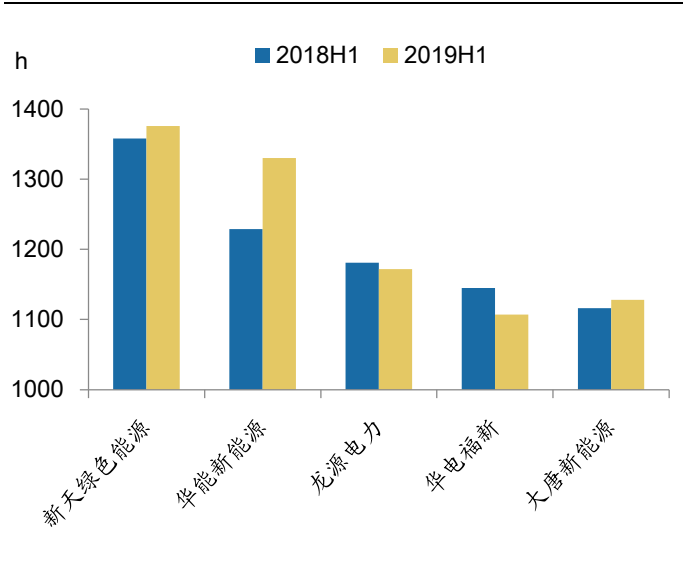
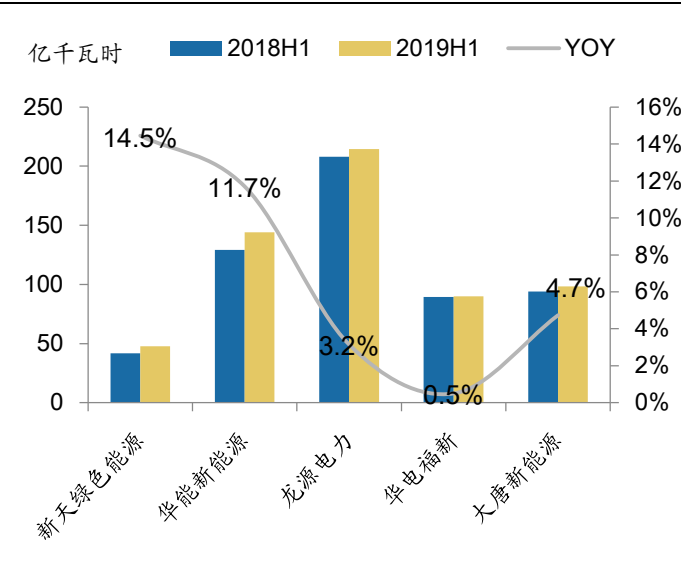
数据来源：国家能源局，广发证券发展研究中心

港股运营商风电发电量增速出现分化：我们关注的5家港股风电运营商在2019年上半年共实现发电量594亿千瓦时，同比增长5.8%，增幅符合预期。由于在2019年上半年，全国弃风率改善到相对较低点，实际来风情况也就是风资源的季节性波动对风电运营商的发电量影响更为显著，且由于各运营商公司差异化的装机地域分布，以及2019年上半年我国不同区域的来风情况有较明显波动，上市公司发电量增速也相应出现分化。

2019年上半年，新天绿色能源由于公司装机容量规模相对较小，新增装机带来的发电量增长较为显著，发电量同比增长14.5%；华能新能源由于我国西南地区来风情况较好，发电量同比增长11.7%，略高于预期；龙源电力和大唐新能源则由于风资源较差，发电量增速相对较低。

图 5：2018-2019 上半年 5 家风电港股运营商风电发电量

图 6：2018-2019 上半年 5 家风电港股运营商风电利用小时数



数据来源：国家能源局，广发证券发展研究中心

数据来源：国家能源局，广发证券发展研究中心

表 6：港股风电运营商2018Q2-2019Q2分季度风电发电量和同比增速 (GWh)

公司简称	2018Q2	YOY	2018Q3	YOY	2018Q4	YOY	2019Q1	YOY	2019Q2	YOY
龙源电力	9812	10.7%	8120	16.3%	10632	2.6%	10855	-1.1%	10590	7.9%
新天绿色能源	1695	2.4%	1205	8.6%	2296	4.5%	2628	5.9%	2151	26.9%
大唐新能源	4509	16.6%	3293	9.7%	4995	3.4%	4997	2.1%	4849	7.5%
华能新能源	6069	9.7%	4052	6.5%	6605	7.5%	7611	11.3%	6811	12.2%
华电福新	4380	13.0%	3489	9.5%	4440	0.0%	4315	-5.4%	4668	6.6%
合计	26465	11.2%	20159	11.5%	28968	3.5%	30406	2.2%	29069	9.8%

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

港股运营商大量投产蓄势待发，风机价格有所回升

港股大型风电运营商于2019-2020年加速投产：截至2019年6月30日，我们关注的5家港股风电运营商的合计风电装机容量约为51.2GW，较2018年中期增加约1.9GW，2018年全年和2019年上半年风机投产整体节奏偏慢。

根据我们对2019年各大风电港股中期业绩会上对于未来风机投产指引的总结，龙源电力、华能新能源、大唐新能源三家风电装机规模最大的风电运营商均计划在2019-2020全年大幅提高风机投产规模，2019-2020年投产计划均在1GW或者以上。根据中电联最新的统计数据，1-7月全国风电投资额近366亿元，同比增长52%，上半年运营商加速的投资的迹象较为明显。

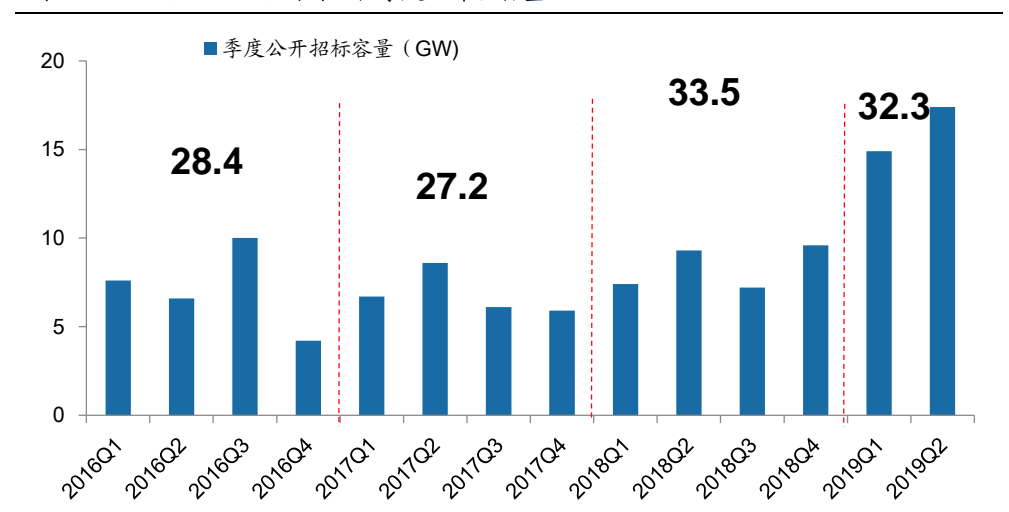
表 7：港股风电公司累计装机容量和2019-2020E预测新增装机容量

公司简称	公司代码	累计装机容量 (MW)			预测新增装机容量 (MW)		
		2018H1	2019H1	YOY	2019E	2020E	2021E
新天绿色能源	00956.HK	3544	3978	12.2%	480	350	350
华能新能源	00958.HK	10687	11163	4.5%	1200	1400	1000
龙源电力	00916.HK	18395	19009	3.3%	1200	1500	1500
华电福新	00816.HK	7842	8069	2.9%	500	800	800
大唐新能源	01798.HK	8874	9015	1.6%	1000	1000	600
合计		49342	51233	3.8%	4380	5050	4250

数据来源：公司财报、业绩会纪要、广发证券发展研究中心

当前供需偏紧，风机价格有所回稳：最新风电政策对于平价前窗口期内并网的风电装机仍予以核准电价并保证电价补贴，根据政策安排，若要保证上网电价，2018年前核准的风电项目最后并网期为2020年底，而2019-2020年新核准的项目最后并网期为2021年底。风电投资者为保电价引发风电装机订单需求上升，行业招标量激增，2019年上半年国内风机公开招标量为32.3GW。同比上升93%，其中北方项目21.7GW，占比为67%。

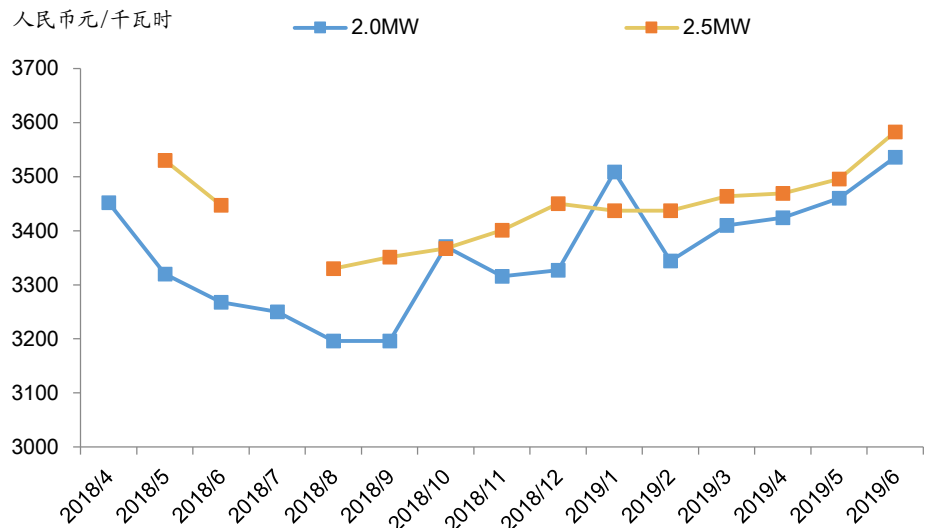
图 7：2016Q1-2019Q2国内风机季度公开招标量



数据来源：金风科技业绩展示资料，广发证券发展研究中心

受订单量激增带动，我国风电装机价格继2018年大幅下降后，于2019年上半年有所回稳。以金风科技为例，到2019年6月，公司2.0MW风机平均投标价格为人民币3536元/千瓦时，较2018年最低点和2018年底，分别同比上涨10.6%和6.3%；3.0MW风机平均投标价格为3583元/千瓦时，较2018年价格最低点和2018年底分别同比上涨7.6%和3.9%。

图 8：2018/4-2019/6 月度公开投标均价



数据来源：金风科技业绩展示资料，广发证券发展研究中心

我们认为在2019-2020年间，由于抢装意愿强烈，风机市场会存在短暂供需紧张，由需求带动风机价格暂时回升，不过受到终端上网电价和风电投资商对收益率的要求作为限制，风机价格将大概率维持现状，且难以出现大幅度上升。

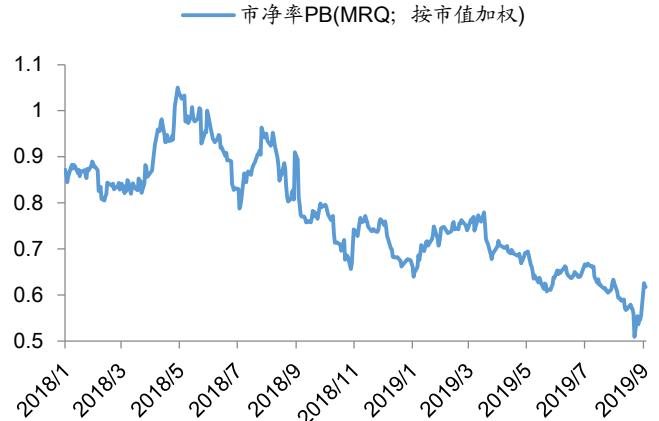
估值处于历史低点，潜在投资价值凸显，寻求融资渠道

风电运营商板块历史最低估值水平：2018年初以来，风电板块估值水平持续下降，以我们关注的5家风电港股运营商为例，截至2019年9月4日最新收盘价，5家公司按照市值加权的平均PB(MRQ)以及PE(TTM)分别较2018年1月2日下跌29%和29%，在该区间内最低平均PB相较区间最高值低49%，最低平均PE比最高值低45%。

图 9: 2018/1/1-2019/9/6 5 家港股风电运营商日平均 PE (TTM)



图 10: 2018/1/1-2019/9/6 5 家港股风电运营商日平均 PB (MRQ)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2019年初至今, 5家风电运营商市值加权PB (MRQ) 约为0.67倍, 平均PE (TTM) 为7.17倍; 2018年全年5家公司平均PB (MRQ) 为0.77倍, 平均PE (TTM) 为0.92倍, 在2019年分别同比下降24%和23%。估值水平下降原因主要有两方面, 首先2018-2019年上半年, 由于弃风持续改善和来风情况较好等因素, 风电运营商发电量实现稳定增长, 同时存量电价保持良好的情况下, 公司业绩均有较明显的提升; 不过同时由于可再生能源补贴欠款问题较为严重, 公司应收账款持续攀升, 加上处于平价上网前窗口期内, 电价下调等政策压力增加了投资者对行业的担忧, 导致股价持续低迷。目前估值水平已经处于历史最低点。

图 11: 2014-2019 年 9 月 5 家港股风电运营商月度平均 PE (TTM)

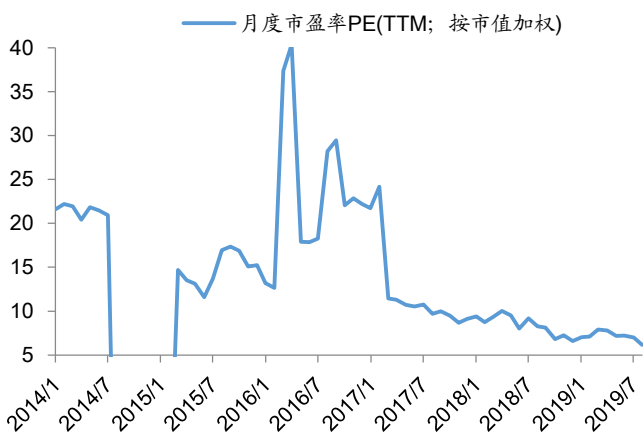
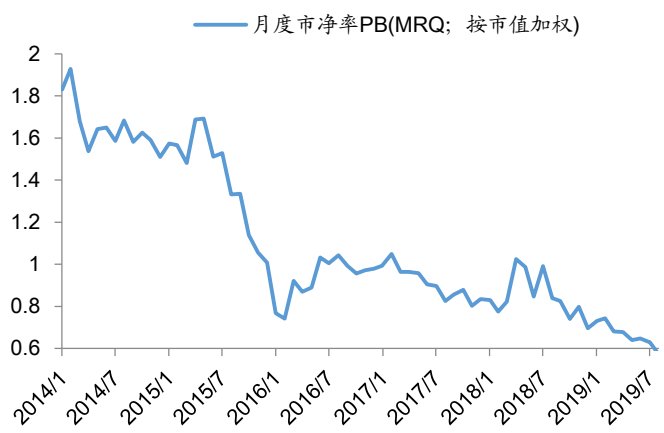


图 12: 2014-2019 年 9 月 5 家港股风电运营商月度平均 PB (MRQ)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

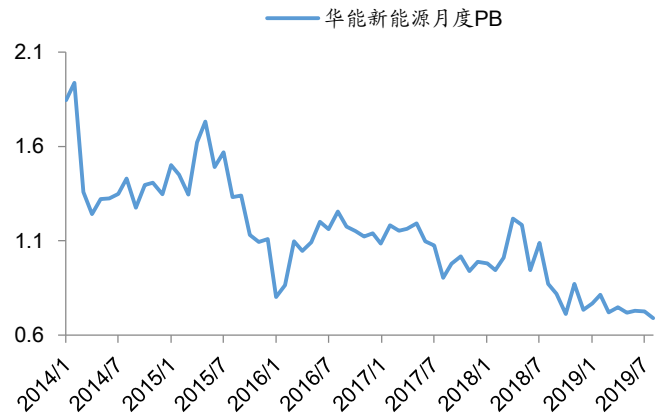
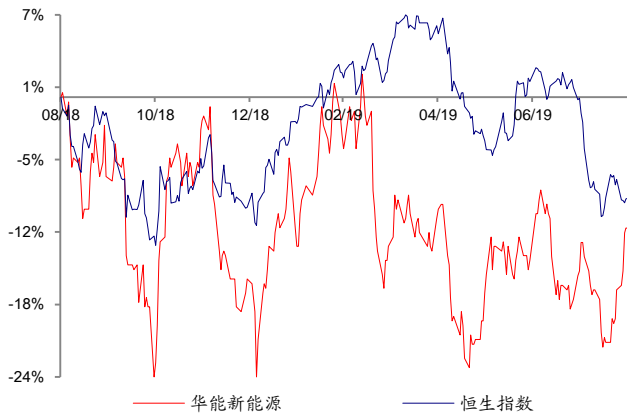
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

寻求融资渠道：2019年9月2日，华能新能源发布公告称，其控股股东中国华能集团拟就公司所有H股股份提出有条件自愿现金全面收购要约，如要约执行，公司将从香港交易所私有化退市。受华能新能源全面要约公告影响，公司股价大幅上涨，公告发布当天收盘价为2.64港元/股，涨幅21.66%。同时，龙源电力、大唐新能源、华电福新、新天绿色能源等港股风电运营商，也受到华能新能源公告的带动影响，9月2日当日涨幅分别为5.57%/ 5.41%/ 3.82%/ 2.48%。

我们预计华能新能源若执行全面要约，则收购价格应至少为1倍PB，公告当天，华能新能源收盘涨幅21.66%，对应当天市净率约0.9倍。我们猜测，鉴于当前风电板块估值水平较低，上市公司可采取A股上市或者类似华能新能源私有化退市并进行资产重组，而寻求新融资渠道将提振公司和板块的整体估值水平

图 13: 2018/8-2019/9 华能新能源市场表现

图 14: 华能新能源历史月度 PB (MRQ)



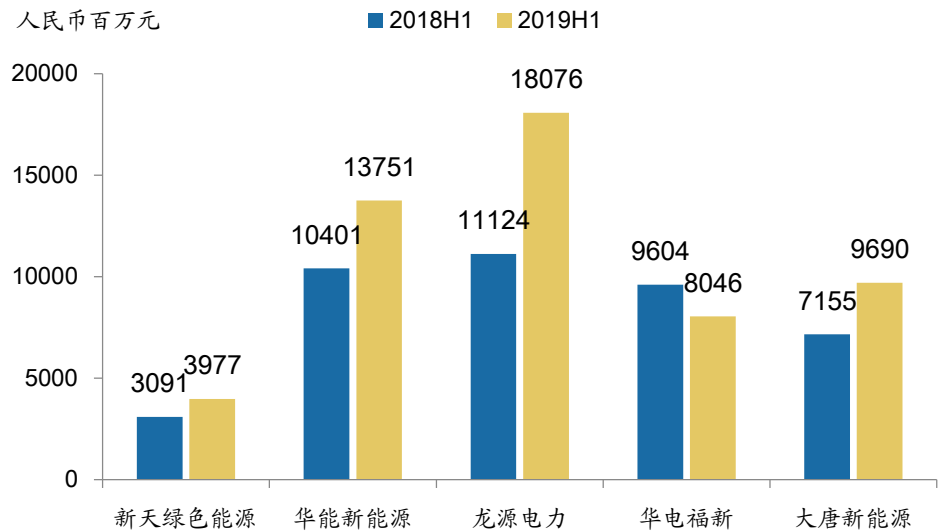
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

应收账款攀升，加快盘活力度

应收账款攀升：2019年上半年，风电运营商的应收账款和票据规模持续增长。根据各公司公布的业绩计算，在考虑到经过证券化或者保理应收账款后，龙源电力、新天绿色能源、大唐新能源和华能新能源4家公司应收账款和应收票据规模均同比上升30%左右。考虑到可再生能源补贴回收一般发生在下半年，预计全年回收金额与去年同期接近，仍难以完全覆盖公司全年新增应收补贴。

图 15: 2018H1-2019H1 5家风电港股运营商应收账款规模



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

上市公司加快应收账款盘活力度: 为应对补贴发放拖欠问题, 部分上市公司已经通过应收账款证券化、银行保理业务或者签订应收账款转让协议, 以改善公司现金流, 为后续发展提供资金支持。

应收账款转让协议: 华能新能源已经与其控股股东华能集团签订应收账款转让协议, 根据双方约定, 2019-2021年每年转让应收账款上限分别为人民币10亿、20亿和30亿元, 转让协议的年度安排费用上限为1.8亿元。虽然转让协议综合成本略高于融资成本, 但对于公司改善现金流以及对冲风险十分有益。

银行保理额证券化工具转移风险: 截至2019年6月30日, 龙源电力通过与多家银行签订应收账款保理合同, 累计转让并尚未收回的应收账款原账面价值为人民币19亿元, (2018年12月31日: 52.90亿元)。同时公司在2018年9月17日, 完成资产支持(ABN)注册, 金额为30亿元, 有效期限为两年。截至2019年6月30日公司已经转移而尚未收回的应收账款账面价值为人民币10.1亿元。总共通过ABN和银行保理等证券化工具转移转让应收账款面值29亿元。

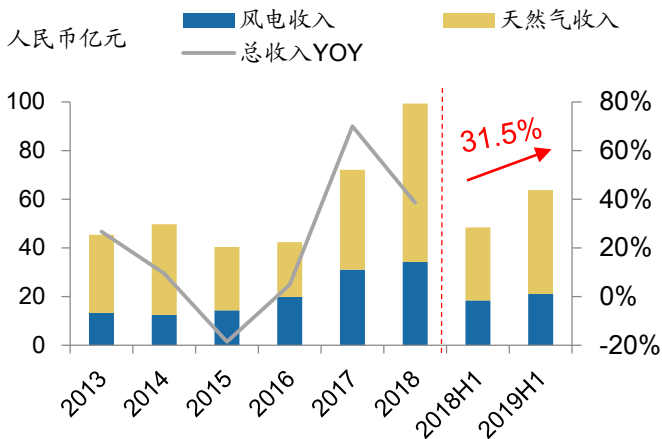
重点公司介绍

1. 新天绿色能源 (00956.HK): 中期业绩符合预期, 利润增长确定性高

1.1 2019年上半年业绩符合预期

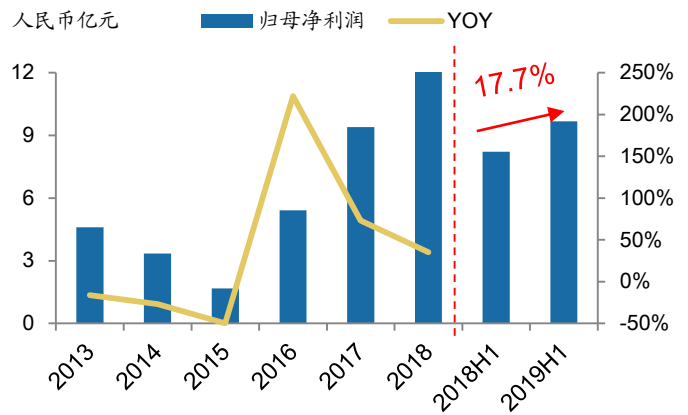
公司披露了2019年上半年业绩。公司实现营业收入人民币63.6亿元, 同比增长31.5%, 归母净利润9.7亿元, 同比增长17.7%。风电、燃气板块在上半年均实现快速增长, 业绩增速符合市场预期。

图 16: 2013-2019H1 公司主营营业收入和增速



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 17: 2013-2019H1 公司归母净利润和增速



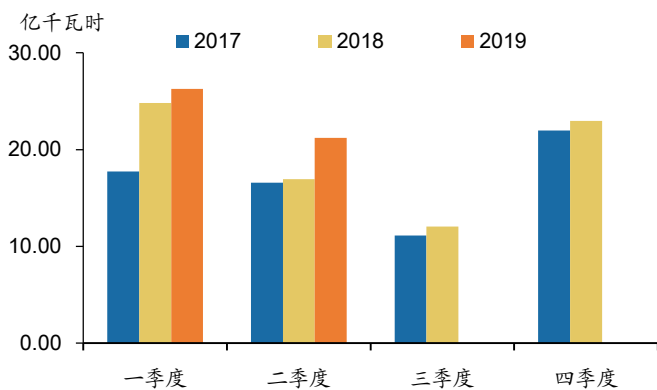
数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

1.2 2019 年二季度来风好转, 全年展望乐观

2019 年上半年公司风电板块收入为人民币 21.04 亿元, 同比增长 14.3%, 上半年累计风电发电量 4,779 GWh, 同比增长 14.45%。第二季度风电利用小时数为 600 小时, 同比增长 50 小时, 累计利用小时数 1376 小时, 同比增长 18 小时。

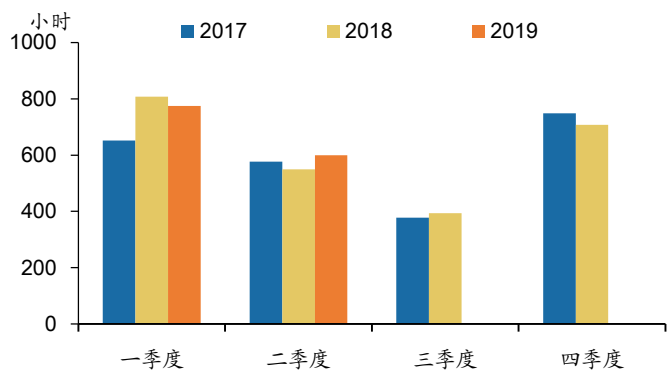
公司两大主要的风机分布省份, 河北和新疆二季度来风情况较好, 弥补了一季度风况较差的负面影响, 为全年发电量稳定增长奠定基础。我们预计全年风电发电量同比增长 16% 左右, 另外公司计划加大燃气发展力度, 略微放缓风电投产节奏, 我们预计 2019-2021 年新增装机规模分别为 480/350/350 MW。

图 18: 2017-2019Q2 季度风电发电量



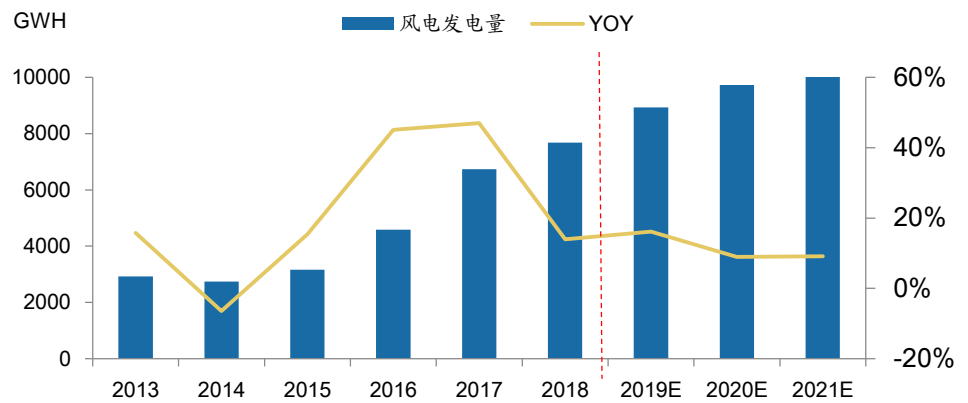
数据来源: 公司季度经营数据公告, 广发证券发展研究中心

图 19: 2017-2019Q2 季度利用小时数



数据来源: 公司季度经营数据公告, 广发证券发展研究中心

图 20: 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 预计全年燃气销气量稳定增长, 销气毛差结构性提升

2019年上半年公司燃气板块收入为人民币42.54亿元, 同比增长41.9%, 实现燃气总销气量16.5亿立方米, 同比增长27.3%, 其中批发、零售、CNG/LNG业务销气量分别10.8/5.2/0.5亿立方米, 分别同比增长31.4%/ 19.8%/ 25.3%。第二季度的总销气量为4.8亿立方米, 同比增长11.56%。

2019年3/4月份燃气销量增速出现下滑, 3月份销气量同比下降4.2%, 主要由于2018年3月开放限气, 公司销气量基数较大, 并且2019年3月气温较去年同期相对较高; 4月份销气量同比下降1.4%, 主要因为1) 4月份北京举办一带一路及世博会等重要会议, 导致部分燃气终端用户不同程度的限产/停产, 2) 由于2019年3月下旬江苏盐城化工厂爆炸事故, 各地均对当地化工企业进行安全生产普查, 影响了部分公司燃气用户正常生产经营。

2019年5-7月份燃气销气量增速有所恢复, 我们保守估计, 若下半年能够保持当前趋势, 2019年全年销气量约为31.5亿立方米左右, 同比增长约20%。

公司上半年燃气毛差0.35元/立方米, 由于销气结构性变化同比增长3分9, 目前公司燃气业务顺价渠道较为顺畅, 我们预计公司销气毛差将继续保持稳定。

图 21: 2017-2019Q2 公司季度总燃气销气量

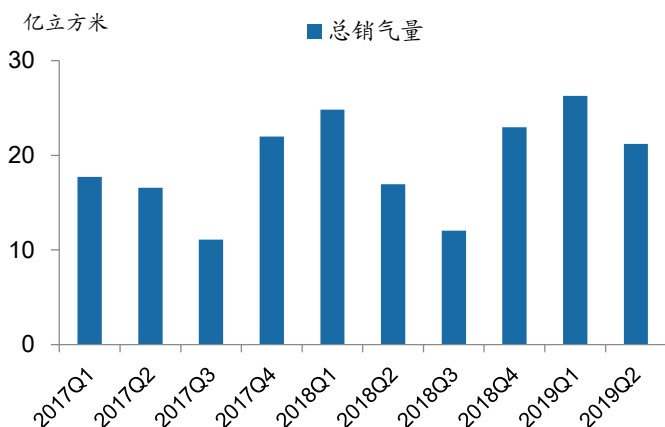
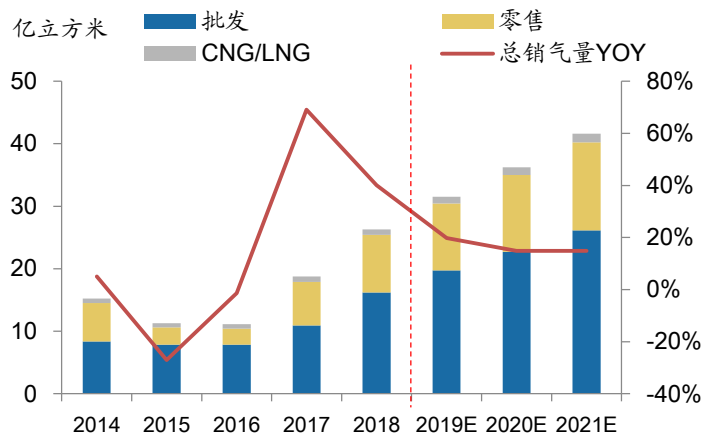


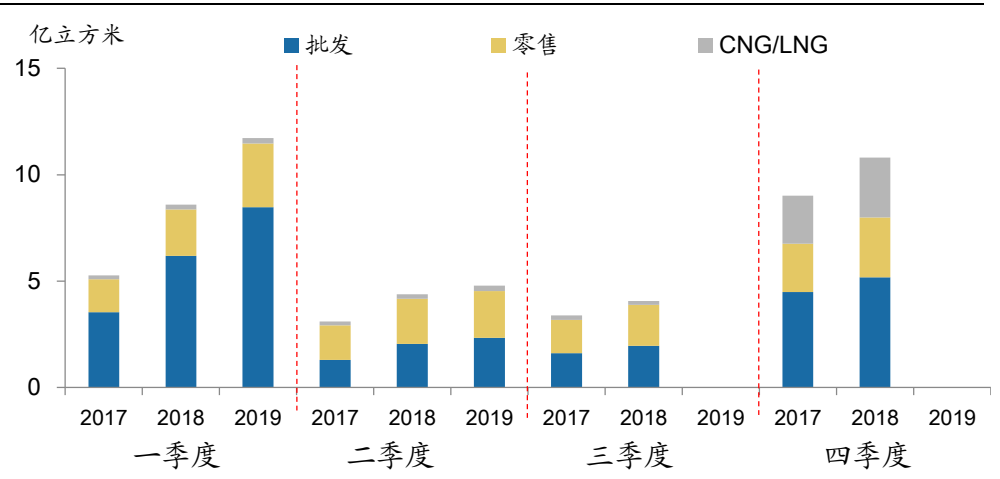
图 22: 2014-2021E 公司全年销气量



数据来源: 公司季度经营数据公告, 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

图 23: 2017-2019Q2燃气板块分季度业务分拆销气量

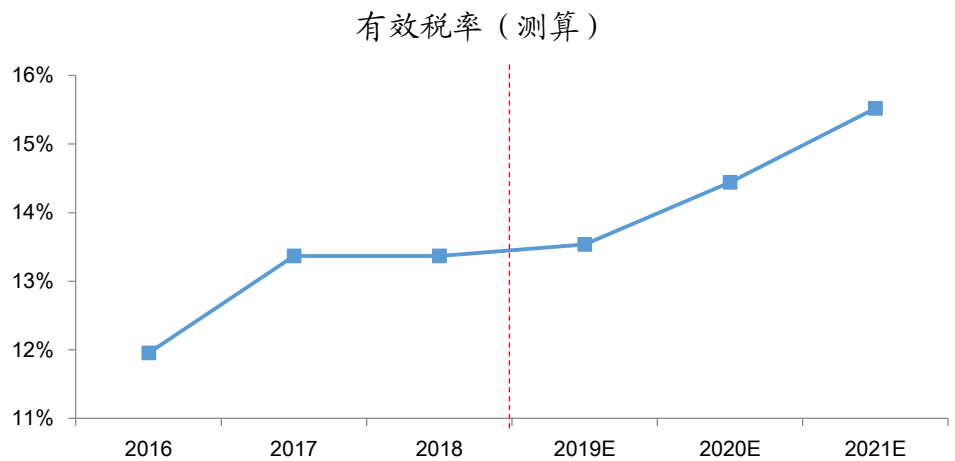


数据来源: 公司季度经营数据公告, 广发证券发展研究中心

1.4 税收费用同比较大幅增加, 有效税率维持上升态势

2019年上半年, 公司所得税费用为人民币2.46亿元, 较去年同期上升103.3%, 主要原因有公司税前利润大幅增长, 以及装机陆续脱离三免三减半的税收优惠期。公司财务报表中未扣除减值计提影响的有效税率为17%, 扣除该影响后, 实际主营业务的有效税率上升比较平缓, 我们预计随着脱离税收优惠期装机占比不断增大, 未来几年有效税率继续保持轻微上扬态势。

图 24: 2016-2021E测算有效税率 (均为测算, 且扣除减值计提等影响)



数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

1.5 盈利预测与投资评级

2019年9月6日, 新天绿色能源 (00956.HK) 最新收盘价2.10港元, 我们预测公司2019-2021年EPS为人民币0.396/0.436/0.481元。2019年上半年业绩基本符合预期, 我们预计未来公司发电量和销气量将保持稳定增长, 并基于2019年6倍市盈率给予合理价值2.60港元/每股, 维持“买入”评级。

表 8: 新天绿色能源盈利预测 (2019年9月6日收盘价)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万CNY)	7058	9975	11669	13072	14912
增长率(%)	61.0	41.3	17.0	12.0	14.1
EBITDA(百万CNY)	2816	3300	3889	4304	4757
归母净利润(百万CNY)	940	1240	1470	1618	1788
增长率(%)	73.5	31.9	18.6	10.1	10.5
EPS (CNY/股)	0.253	0.334	0.396	0.436	0.481
市盈率 (P/E)	7.5	5.5	4.9	4.4	4.0
市净率 (P/B)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	8.7	8.2	8.2	7.7	6.9

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

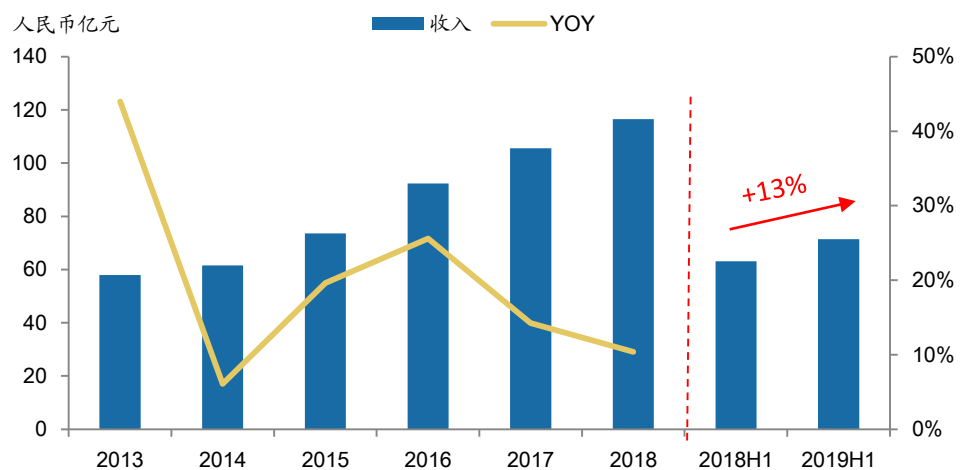
风险提示: 燃气供应紧张, 风电装机新增不及预期, 来风情况低于预期风险。

2. 华能新能源 (00958.HK): 上半年业绩超预期

2.1 2019年上半年业绩高于预期

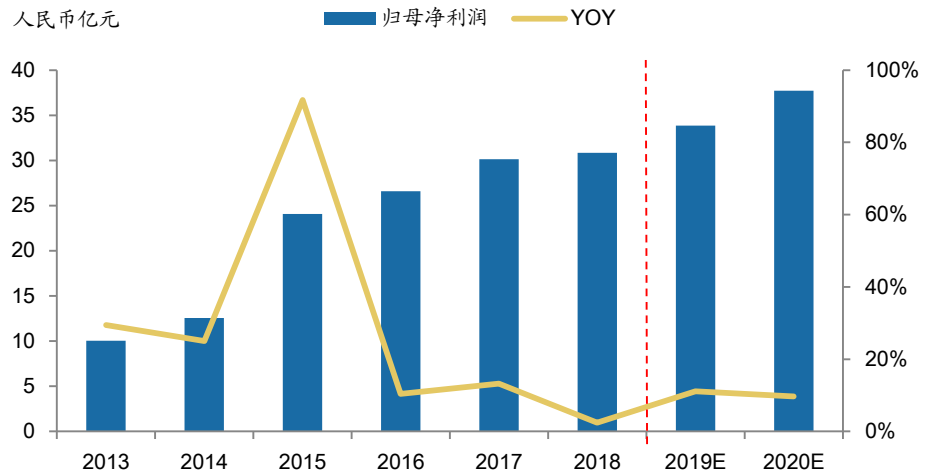
公司披露2019年中期业绩公告, 上半年实现营业收入人民币71.4亿元 (+13%); 归母净利润30.9亿元, (+32%), 高于市场预期。由于公司上半年来风情况好, 以及费用改善效果显著, 业绩表现领先于同业风电运营商。

图 25: 2013-2019H1公司营业收入和同比变化



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 26: 2013-2020E公司归母净利润和同比变化

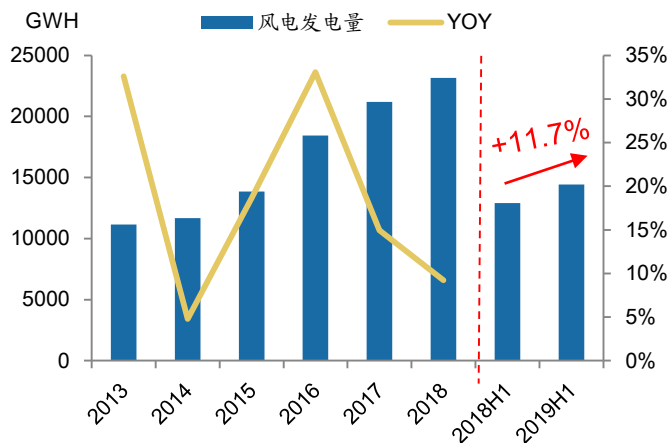


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

2.2 来风情况好, 为全年增长奠定基础

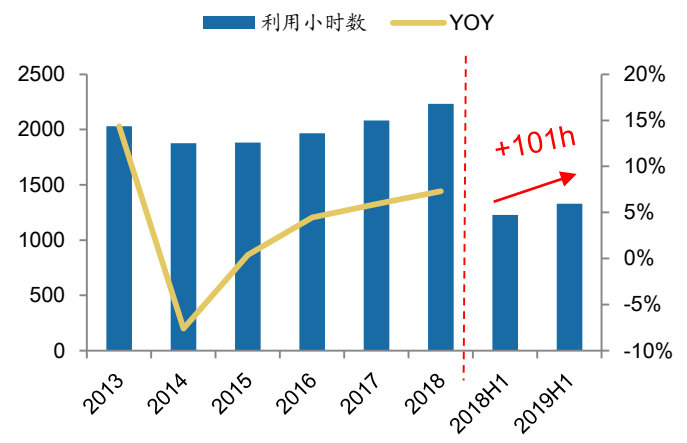
公司2019年上半年实现累计风电发电量14.423GWh, 同比增长11.7%, 风电利用小时数为1330小时, 同比大幅上升101小时。在去年上半年的高发电量基数下仍实现较大增长, 板块表现由于同业风电运营商, 主要原因是公司的差异化装机分布特点: 上半年我国西南区域和内蒙古来风情况较好, 而公司在这两区域有较多装机分布, 其中云南省和四川省上半年利用小时数属于全国最高, 且内蒙古上半年弃风限电同比大幅改善, 全省平均弃风率下降了8.5个百分点。鉴于2019年上半年的高基数, 且考虑到下半年的新增装机密集投产, 并出于对来风情况季度性波动的考虑, 我们预计全年风电发电量增速可达11.1%。

图 27: 2013-2019H1风电发电量和增速



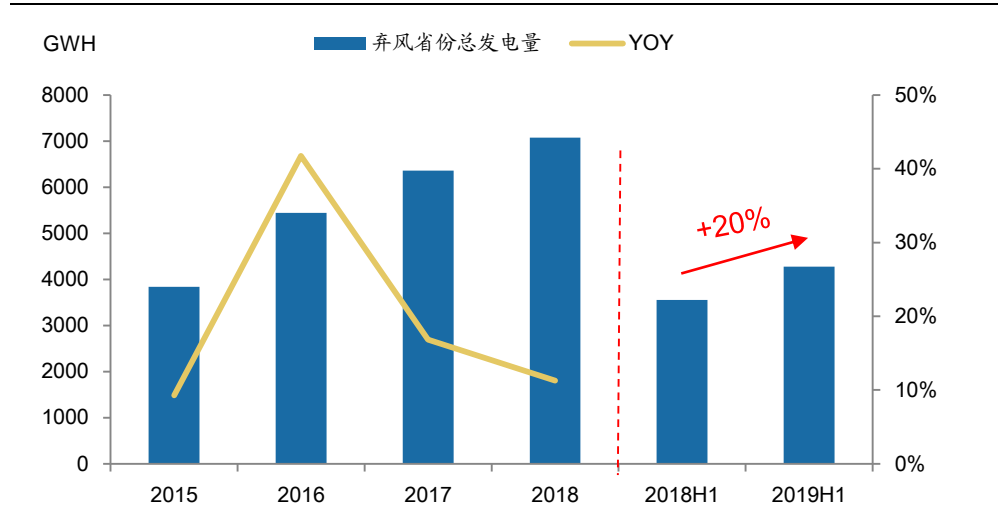
数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 28: 2013-2019H1风电利用小时数和增速



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 29: 2015-2019H1公司弃风省份(内蒙古、吉林、新疆)总发电量和增速

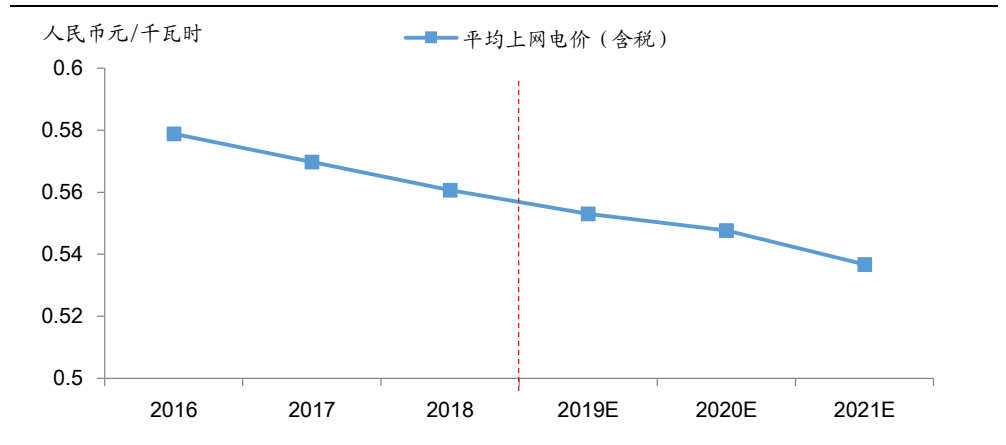


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

2.3 平均上网电价同比下降0.5%，符合预期

2019年上半年公司平均上网电价(含税)为人民币0.559元/千瓦时, 同比下降0.5%, 下降幅度较为温和, 基本符合我们的预期。电价下调主要原因有1) 新并网的装机核准电价较低; 2) 发电结构变化, 上网电价较低的区域发电占比增多, 比如一类风区由于弃风改善, 发电量上升较多; 以及3) 随着弃风改善, 公司积极拓宽风电消纳渠道, 市场化交易电量规模有所增长。我们认为, 目前风电“双降”已经进入慢速通道, 市场化交易规模基本保持稳定, 交易折价幅度趋于理性, 且部分区域折价幅度出现下降, 未来电价变化主要反映的是发电结构变化, 而存量部分电价将基本保持稳定或者略有下降。

图 30: 2016-2021E公司平均风电上网电价

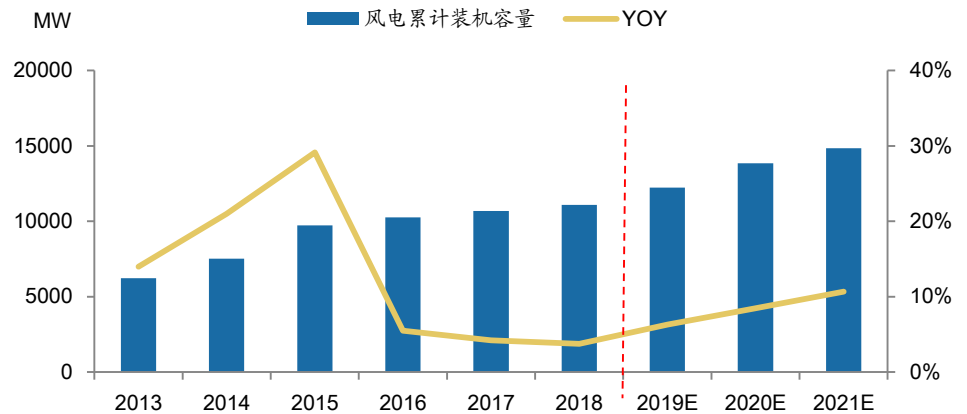


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

2.4 2019-2020年新风电装机投产较快

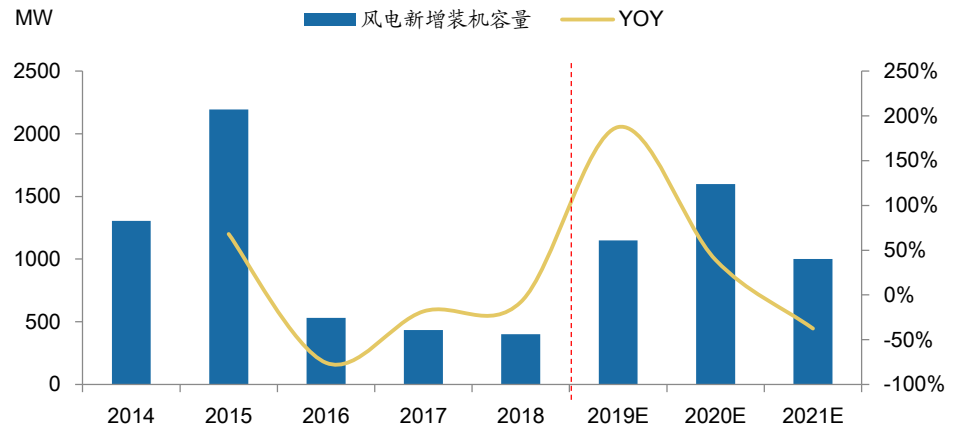
2019年上半年公司新增风电装机容量129.5MW，累计装机规模达到1162.8MW。预计到下半年第四季度将进入密集投产期，面对平价上网前窗口期的最后两年，公司将加大投产力度，预计2019年全年资本支出人民币120亿元，我们预计公司19/20年新增装机规模为1.2/1.6GW。

图 31: 2013-2021E公司风电累计装机容量



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 32: 2014-2021E公司风电新增风电装机容量

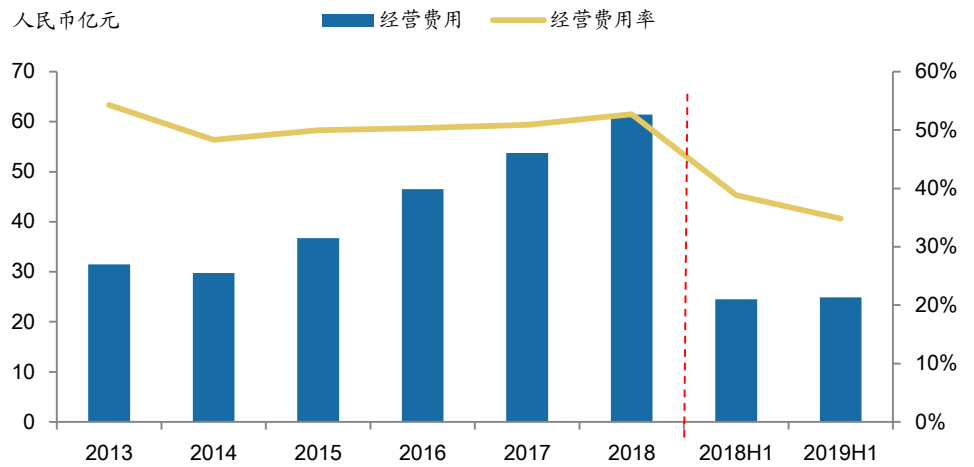


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

2.5 费用改善明显，利润率提升

2019年上半年公司经营开支人民币27.1亿元，同比仅增长2.5%，其中由于设备大修安排减少，维修保养费用同比下降13%；行政管理费用同比下降13%。此外由于公司上半年融资成本改善，财务费用同比下降7.4%。公司上半年经营利润率同比上升4个百分点，净利率同比上升近6个百分点。

图 33: 2013-2019H1公司经营费用和经营费用率

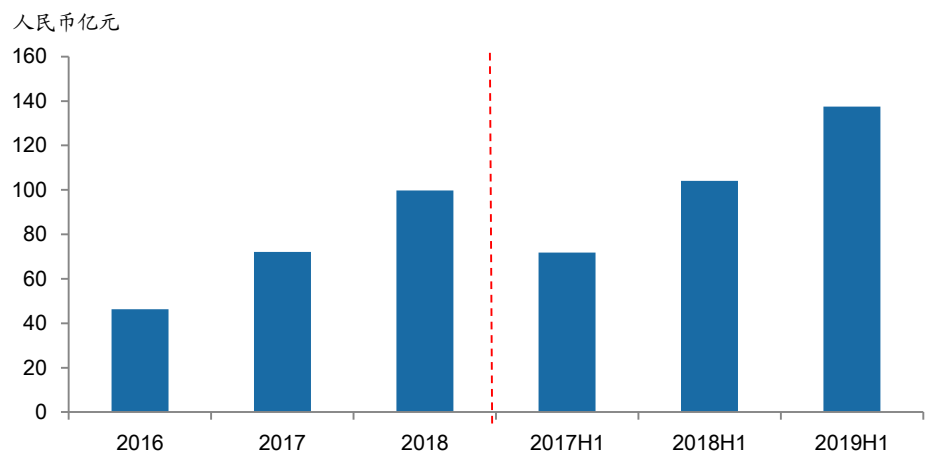


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

2.6 应收帐款同比增加38%，预计下半年加速回款

2019年6月30日, 公司应收账款和应收票据较2018年中期, 增长人民币38亿元至138亿元, 同比增长38%。公司上半年收款进度较慢, 7月份收款加速, 2019年1-7月份总计收回补贴欠款约7亿元, 我们预计全年补贴回收款与去年同期规模相近, 为30-40亿元, 将基本覆盖上半年补贴应收增加额。

图 34: 2016-2019H1公司应收账款和应收票据规模



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

2.7 盈利预测和投资建议

我们预测2019-2021年公司风电装机增量分别为1200/1600/1000MW, 风电利用小时数分别为2325/2380/2381小时, EPS为人民币0.355/0.407/0.442元。

2019年9月6日华能新能源(00958.HK)最新收盘价为2.72港元。综合考虑公司低于行业平均的弃风率、以及风电行业持续“双降”的趋势,上半年较为靓丽的业绩,且2019-2020年的风电板块扩产计划将在未来三年为公司带来稳定收入增长,我们选取几家H股风电运营商进行比较,并基于2019年7倍PE,给予2.72港元/股的合理价值,维持“买入”评级。

表 9: 华能新能源盈利预测(2019年9月6日收盘价)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万CNY)	10554	11650	12847	14179	15396
增长率(%)	14	10	10	10	9
EBITDA(百万CNY)	8977	9528	10952	12140	13372
归母净利润(百万CNY)	3012	3086	3751	4302	4669
增长率(%)	-48	2	22	15	9
EPS(CNY/股)	0.285	0.292	0.355	0.407	0.442
市盈率(P/E)	8.5	6.6	7.4	6.5	5.9
市净率(P/B)	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	9.0	8.3	9.9	9.7	9.4

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

风险提示:经营成本上升超预期;来风情况不达预期;新增装机不达预期风险。

3.龙源电力(00916.HK): 预计全年业绩温和增长

3.1 2019年中期业绩与去年同期持平

公司公布了2019年上半年度业绩。公司实现营业收入人民币140.4亿元,同比增长5.1%,实现归母净利润32.1亿元,同比增长0.5%,略低于预期。由于2018上半年风电利用小时数基数较大,而2019年一季度来风情况较差;2019年上半年员工成本、财务费有所用上涨;以及毛利较低的煤炭销售业务收入占比有所上升,公司上半年经营利润率和净利率同比略有下降。

图 35: 2014-2019H1 年公司收入及增幅

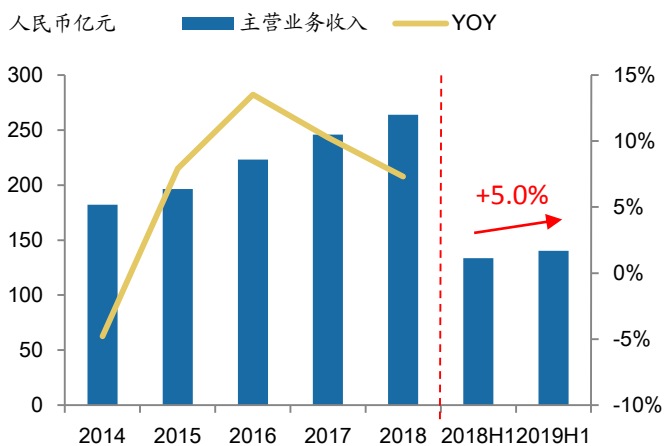
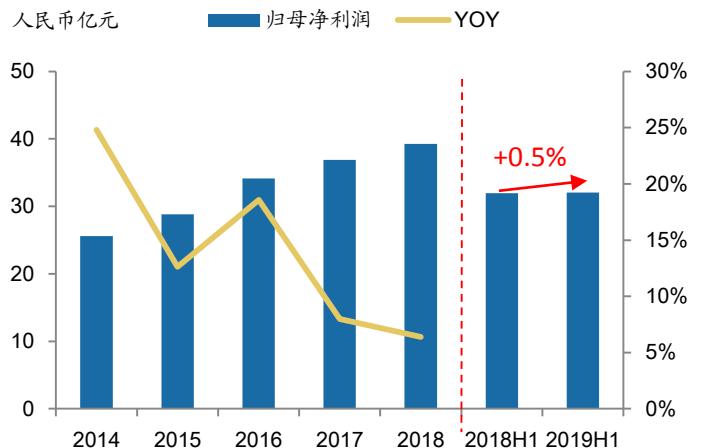


图 36: 2014-2019H1 年公司归母净利润及增幅



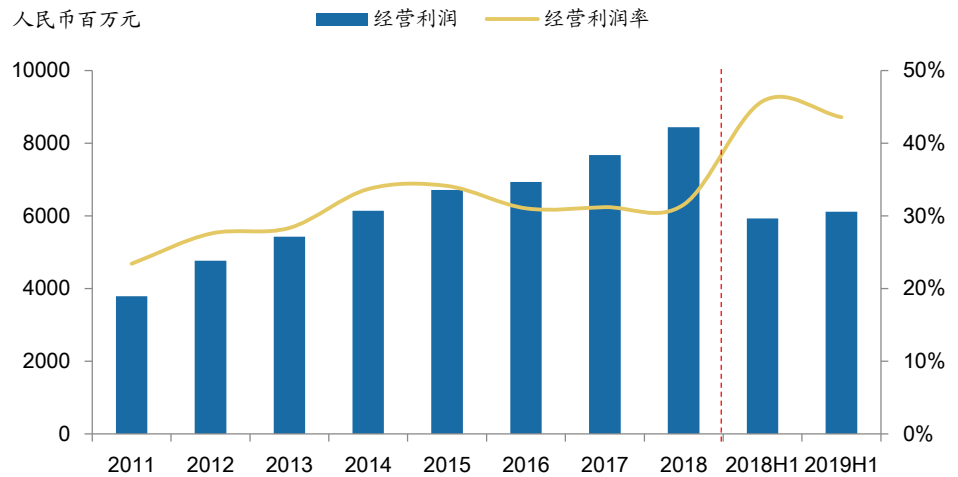
数据来源:公司业绩公告,广发证券发展研究中心

数据来源:公司业绩公告,广发证券发展研究中心

3.2 上半年经营开支率略有提升

2019年上半年内公司经营支出率为60%，同比上升1个百分点。上半年公司成本构成中，煤炭消耗由于火电发电受到挤压有所下降，但员工薪酬和其他经营成本均有较大提升，分别同比增加13%和20%，高于主营业务收入增长。其中员工薪酬增长源于公司项目规模提升和员工福利增加，增速符合预期；其他经营支出增长略高于预期，不过考虑到2019年其他经营支出中风电板块的在建工程减值计提预计要低于2018年，我们认为下半年经营开支率会有所恢复，但由于上半年来风情况较差，全年整体经营开支率预计与2018年持平或略有下降。

图37：公司2011-2019H1年经营利润和经营利润率

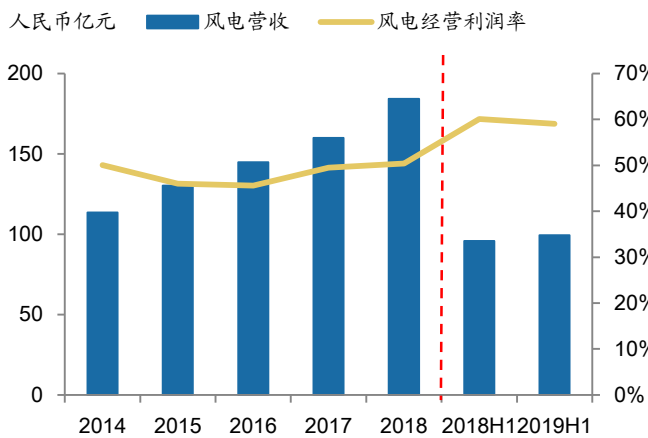


数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

3.3 上半年来风情况不及去年同期，全年发电量预计温和增长

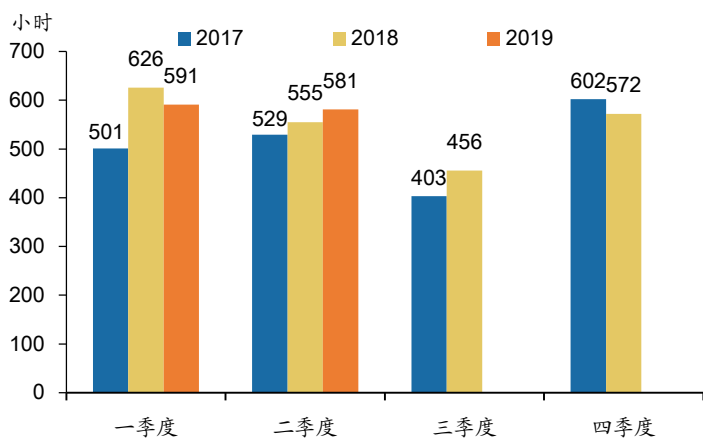
2019年上半年公司实现累计风电发电量21,445吉瓦时，同比上升3.15%，利用小时数1172小时，同比下降9小时。相比一季度较差的风资源（-1.1%yoy），第二季度的风电发电量同比增长8.0%。由于上半年季节性来风波动，并且受到今年台风自然灾害影响，我们预计全年风资源与去年持平或略差。考虑到2018年三季度利用小时数基数较高，四季度基数较低，发电量在三季度恐将继续承压，但全年发电量仍预计能保持温和增长，我们预计2019年风电发电量同比增长5%，风电板块仍将贡献主要盈利增长。

图 38: 2014-2019H1 风电板块营收和经营利润率



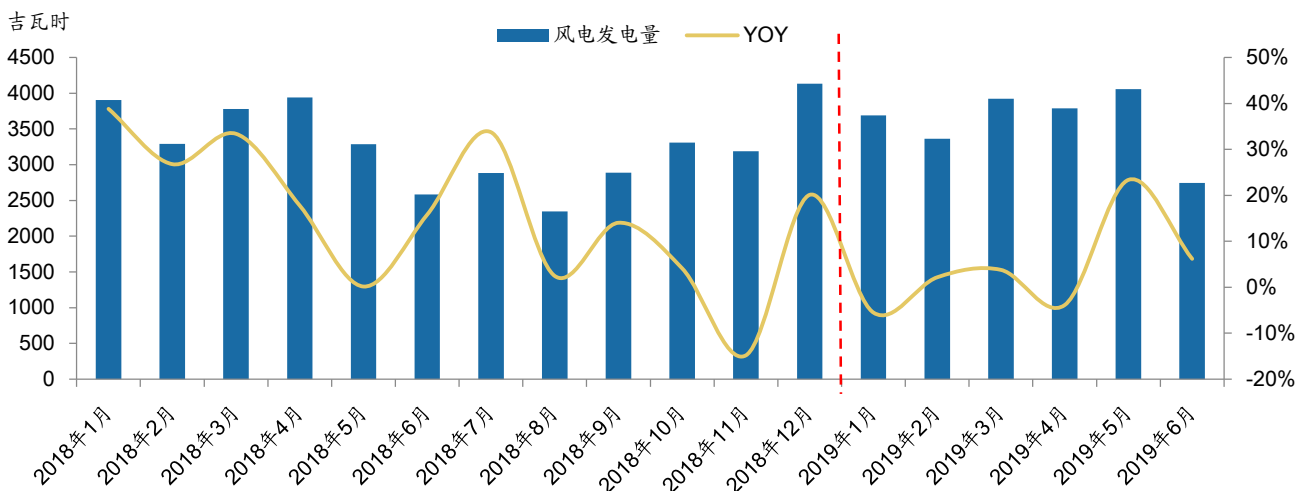
数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 39: 公司 2017-2019H1 风电季度平均利用小时数



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 40: 公司 2018-2019H1 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

3.4 存量电价稳定, 电量市场化交易折价效应基本释放

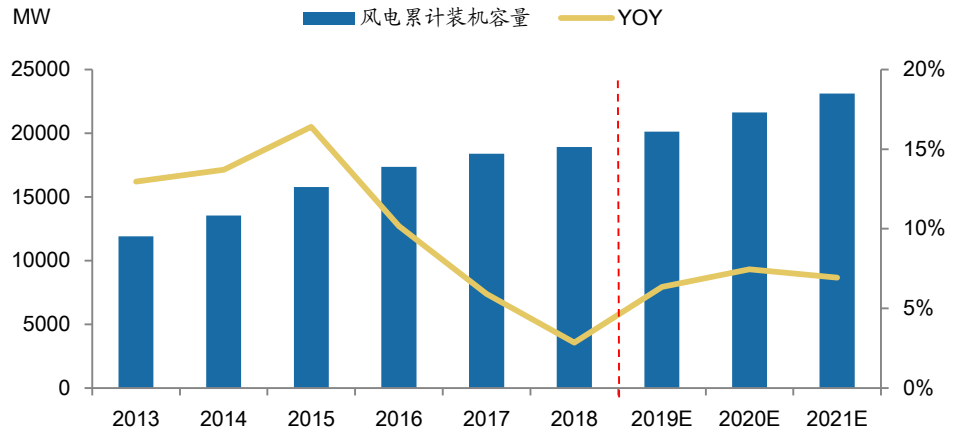
2019年上半年公司风电平均上网电价(不含税)为人民币478元/兆瓦时, 较2018年上半年平均电价478元/兆瓦时, 基本持平。市场化交易规模扩大带来的电价下调, 和增值税率下调带来的电量增加效应相互抵消, 公司电价保持基本稳定。我们认为随着弃风率持续下降, 市场化交易电量有一定的增长预期, 但不会出现大幅增长, 反而部分地区的市场化电量交易折价幅度在2018-2019H1出现一定程度的下降, 综上所述我们认为未来2-3年, 公司存量装机电价将基本保持稳定或略有下降。

3.5 积极应对平价上网, 19-21年大规模扩产

2019年上半年新增风电装机容量90MW, 在建项目容量超过1.6GW, 公司上半年获得国家平价项目批复247.5MW, 预计将会在明后两年陆续并网投产。由于公司项目

储量丰富，并且下半年将继续扩大开工规模，我们保守估计2019-2021年新增装机容量分别为1.2/1.5/1.5GW。

图41：公司2013-2021E累计风电并网装机容量



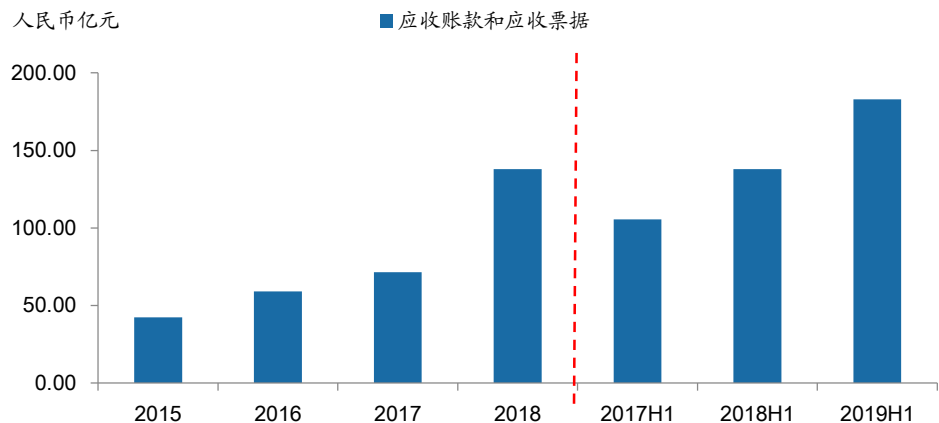
数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

3.6平价政策收紧补贴缺口整体规模，未来政策逐渐乐观

根据我们之前的行业报告中测算，截至2018年底，全国可再生能源补贴累计缺口接近人民币2000亿元，不过在202年后风电、光伏实现平价上网，可再生能源补贴欠款总体规模将基本得到收紧，在此种环境下，我们认为风电板块的补贴欠款相关风险已经进入最后释放阶段，未来政策走向逐渐转为乐观，行业不确定性正在不断减少。

2019年中期，公司应收账款和应收票据账面规模达到人民币180亿，剔除保理应收账款对账面应收规模影响后，上半年实际应收规模同比增加33%，根据往年经验来看，可再生能源补贴回收会在下半年加速，上半年应收增长规模符合预期。

图42：公司2014-2019H1应收账款和应收票据（剔除保理、ABN应收账款出表影响）



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

3.7 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，风电利用小时数分别为2209/2269/2300小时。

2019年9月6日，龙源电力(00916.HK)收盘价4.56港元。我们预测2019-2021年EPS分别为人民币0.52/0.58/0.65元。由于公司主营业务运营状况良好，全年业绩预计持续温和增长，未来两年弃风率持续改善，装机容量有望快速增长，并且考虑到公司的港股风电运营商龙头地位，我们基于2019年0.8倍市净率和给予合理价值港币5.81元/股，维持“买入”评级。

表 10: 龙源电力盈利预测 (2019年9月6日收盘价)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万CNY)	24,592	26,388	27,707	29,354	31,217
增长率(%)	10.3	7.3	5.0	5.9	6.3
归母净利润(百万CNY)	3,846	4,166	4,435	4,890	5,468
增长率(%)	8.38	8.32	6.46	10.25	11.83
EPS (CNY/股)	0.459	0.488	0.522	0.578	0.650
市盈率 (P/E)	12.1	10.9	7.9	7.1	6.4
市净率 (P/B)	1.0	0.9	0.6	0.6	0.5

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

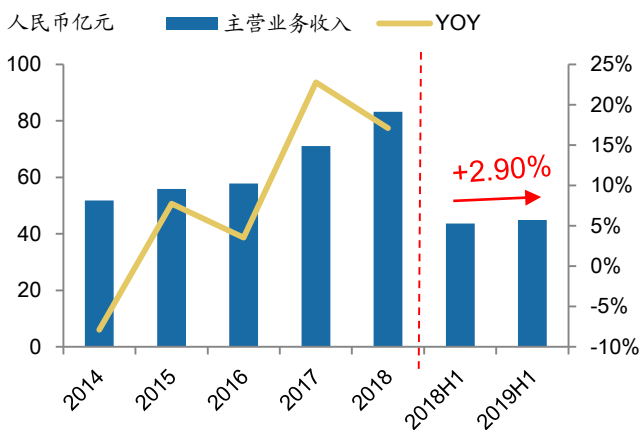
风险提示: 来风情况不达预期风险, 新增装机不达预期; 补贴政策不确定性; 额外计提资产减值准备; 投产建设进程不及预期等风险。

4.大唐新能源 (01798.HK): 费用上升大于收入增速

4.1 2019年上半年业绩不及预期, 费用上升拖累所致

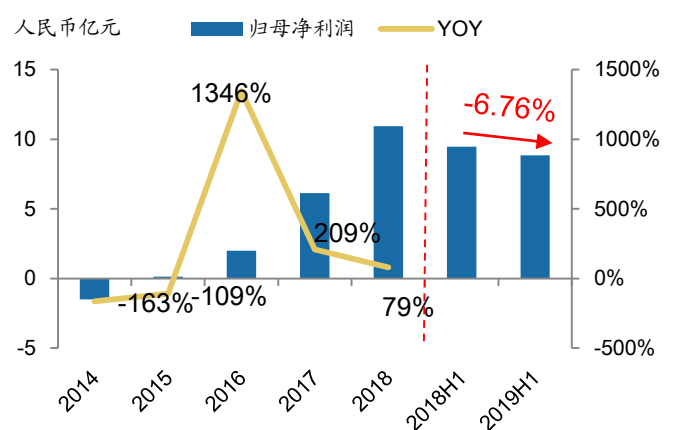
公司披露2019年中期业绩, 上半年公司实现主营业务收入人民币44.92亿元, 同比增长2.9%, 归母净利润人民币8.83亿元, 同比减少6.72%, 业绩表现低于我们的预期。上半年营业利润率为46%, 同比下降3个百分点。主要原因是上半年发电收入增长缓慢, 但经营费用同比上升9.2%, 其中包括2019年上半年计提的81百万元的在建工程减值损失。

图 43: 公司2014-2019H1主营业务收入及增速



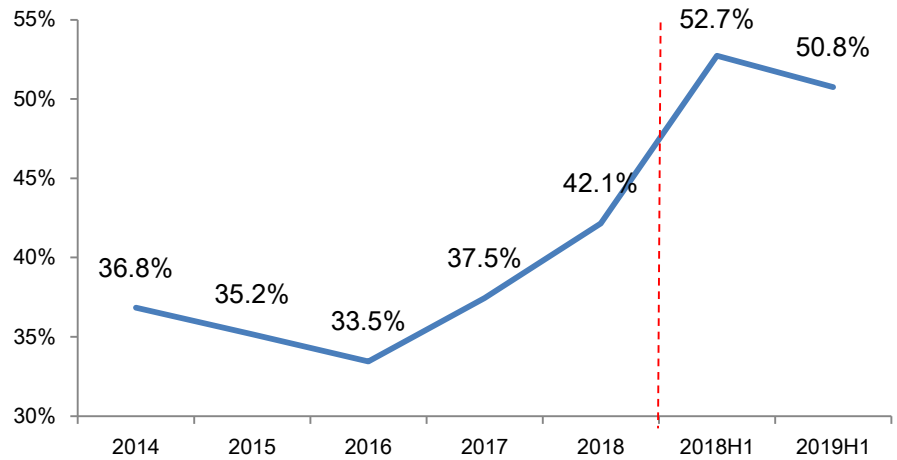
数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 44: 公司2014-2019H1归母净利润及增速



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 45: 公司2014-2019H1营业利润率

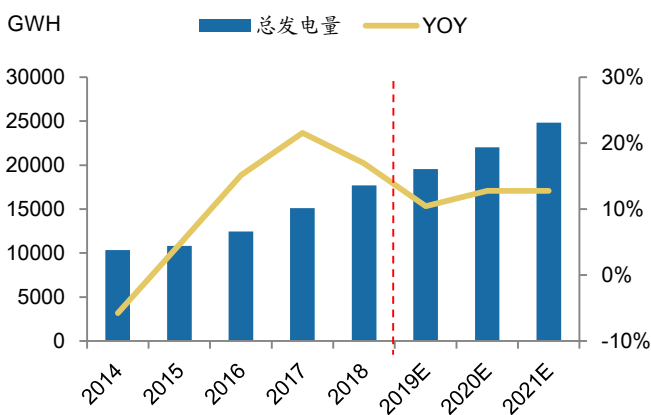


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

4.2 2019年上半年来风较差, 售电收入增长缓慢

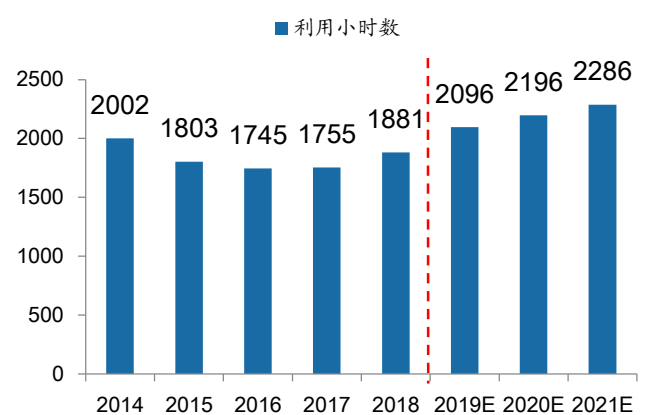
2019年公司上半年公司实现累计风电发电量9846GWH, 同比增长4.3%, 利用小时数1135小时, 同比增加13小时, 弃风率为5.62%, 同比改善4.18个百分点。虽然弃风持续改善, 但上半年来风情况总体差于去年同期, 另外由于上网电价同比有所下降, 导致公司上半年售电收入增长缓慢, 我们预测在正常的来风情况下, 全年利用小时数至少可达到2146小时, 同比增长50小时, 发电量同比增速可达8%。

图 46: 公司2014-2021E风电发电量及增速



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 47: 公司2014-2021E风电利用小时数

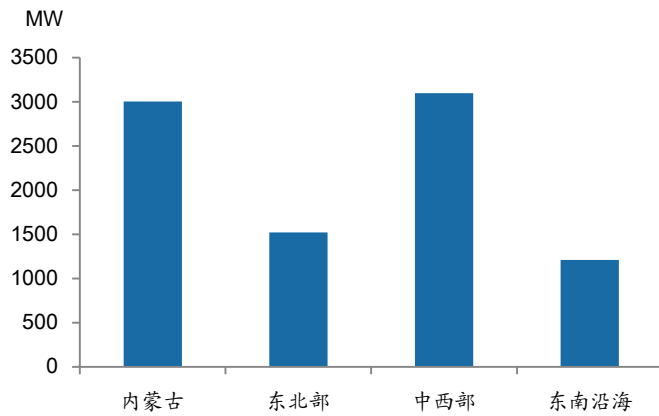


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

公司风电装机在三北地区分布占比较高, 2019年上半年, 公司在甘肃、内蒙古、吉林和黑龙江这四个弃风率相对较高的省份风电发电量之和为6240GWH, 占风电总发电量的63%, 弃风省份的来风情况和限电情况对于公司业绩尤为关键。我们认为在未来持续“双降”趋势下, 公司未来风电利用小时数增长潜力较大, 然而相对集中的

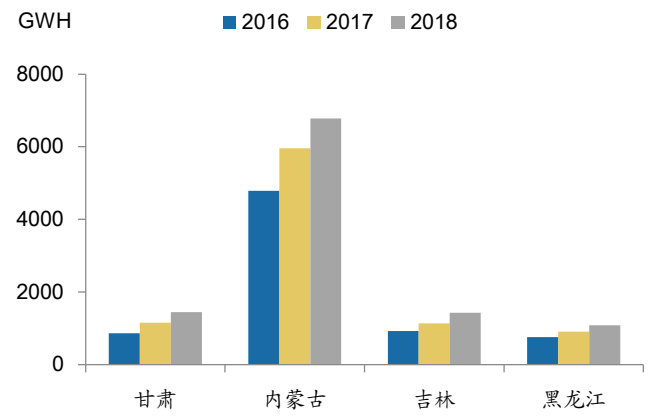
装机分布更加容易受到季度性来风波动的影响，我们预测2019-2021年公司风电利用小时数为2146/2236/2316小时。

图 48: 公司风电装机量分布 (截至2019年6月30)



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 49: 公司2016-2018主要弃风省份发电量

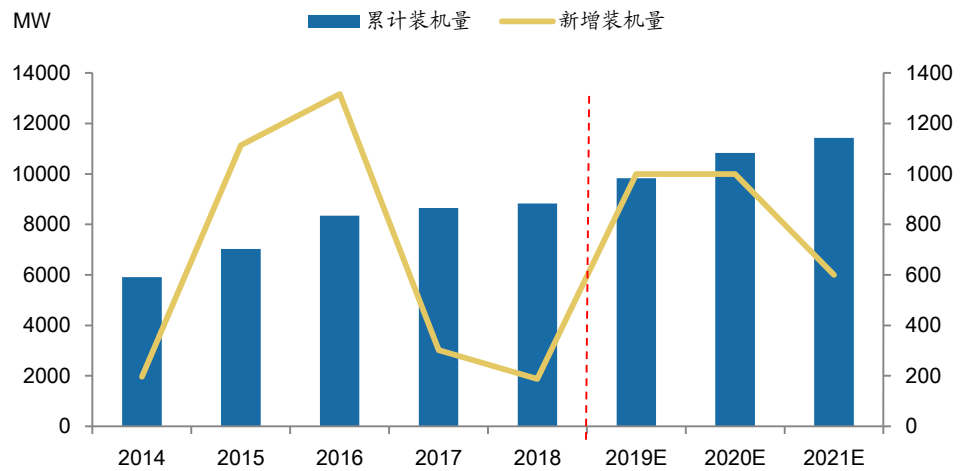


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

4.3 2019/20年风机加速投产

2019年上半年没有新投产装机，截止到6月30日，公司拥有在建项目容量1.9GW，在平价前窗口期内的2019-2020年将加速投产，我们预测2019-2021年公司新增风电装机容量为1000/1000/600MW。

图 50: 公司2014-2021E风电累计装机量和新增装机量

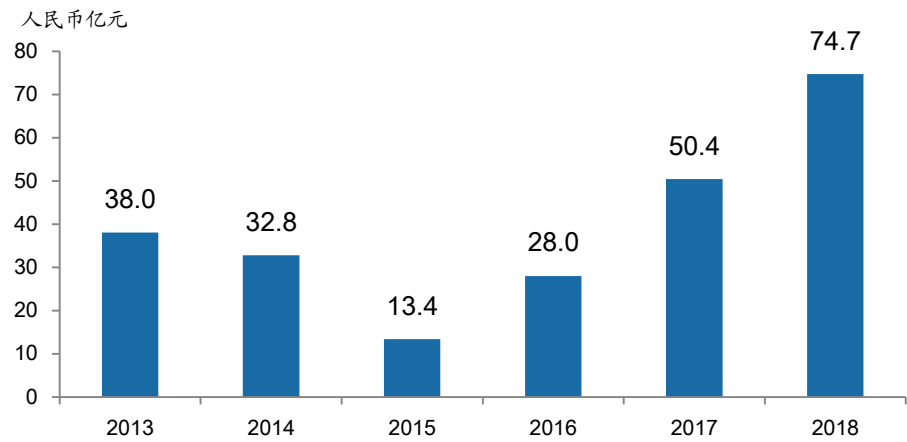


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

4.4 应收账款持续上升

2019年上半年，公司应收账款和应收票据规模，同比增加35.4%至人民币96.9亿元，上半年共净新增22.2亿元应收账款。补贴回收方面，上半年回收6000万元，7月份回收约6.7亿元，由于一般是下半年回收进度加速，预计到年底的应收规模也将维持在100亿元左右。

图 51: 公司2013-2018应收账款及应收票据



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

4.5 投资建议与风险提示

我们预测2019-2021年公司风电装机增量分别为1000/1000/600MW, 利用小时数分别为2146/2236/2316小时, EPS为人民币0.147/0.168/0.193元。

2019年9月6日, 大唐新能源(01798.HK)最新收盘价为0.77港元。2019年上半年由于区域性来风情况较差, 以及费用上升较快, 业绩不及预期, 不过考虑到公司高于同业的弃风率, 增长潜力和业绩弹性相对较高。我们基于2019年6倍市盈率给予合理价值港币0.97元/股, 维持“买入”评级。

表 11 大唐新能源盈利预测 (2019年9月6日收盘价)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万CNY)	7,104	8,380	8,923	9,968	11,157
增长率(%)	22.8	18.0	6.5	11.7	11.9
EBITDA(百万CNY)	6027	7179	7388	8061	8855
归母净利润(百万CNY)	612	1,093	1,071	1,222	1,403
增长率(%)	208.6	78.6	-2.0	14.1	14.8
EPS (CNY/股)	0.084	0.151	0.147	0.168	0.193
市盈率 (P/E)	9.5	5.3	4.5	4.0	3.4
市净率 (P/B)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	9.9	8.4	9.6	9.4	8.7

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

风险提示: 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。

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。

广发海外研究小组简介

- 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。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬件分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外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。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，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。
- 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）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 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。
- 刘娇：海外消费品高级分析师，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。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，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。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业研究助理，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进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。