

【广发海外】港股风电运营商年报总结

新增装机趋于保守，弃风率预计17年改善

分析师：韩玲 S0260511030002



021-60750603



hanling@gf.com.cn

核心观点：

● 港股风电运营商净利润普遍增长

2016年我们关注的港股6家风电运营商共实现收入594.15亿元人民币，相对于2015年增长了6.5%，增速较2015年略有下降。6家公司中华能新能源和龙源电力的收入增速在10%以上，分别达到25.6%和13.5%。其余公司收入增速都在4%以下。净利润方面，华能新能源保持了高增速（43%）。此外，新天绿色能源公司也扭转净利润下滑的趋势，增速较2015年大幅增长221.7%。

● 新增装机趋于保守，区域分布更加优化

装机情况方面，协合新能源和新天绿色能源新增装机增速较高，分别达到308.2%和77.1%。其余公司新增装机相对于2015年基本保持不变或出现一定程度的下滑。从各公司2017年的新增装机计划来看，华能新能源2017年的计划装机相对于2016年的低基数提升较大，龙源电力和大唐新能源2017年的计划装机与2016年基本相当，其余公司的计划装机相对于2016年的数量均出现了不同程度的下降。而在装机的地域分布上，东扩南进的趋势更加明显，2016年行业新增装机中华东地区和华南地区的占比相对于2015年提升明显，三北地区则出现了较大的下降。综上，我们认为，风电行业新增装机正逐步地趋于保守，其分布则更加的合理。

● 16年弃风率仍较高，17年普遍预计改善

从港股上市公司来看，新天绿色能源和华能新能源的弃风率最低，为11.47%和6.59%，其余风电公司弃风率均处在较高水平。总的来看，2016年限电问题仍不容乐观。我们认为随着风电保障性利用小时政策在2017年的落实和相关特高压输电线路的密集投运，风电行业2017年的利用小时数有望得到明显改善。

● 分红水平普遍改善

分红情况方面，2016年除大唐新能源外，其他5家公司每股股息均实现增长，其中新天绿色能源每股股息由0.015元/股增长到0.063元/股，增长率达到320%，增长幅度显著。总体上来看，风电运营商分红情况改善明显，分红水平提升显著。

● 重点推荐

港股风电运营商我们首推新天绿色能源（0956.HK）和华能新能源（0958.HK）。新天绿色能源风电地处河北，利用小时数高，公司燃气业务触底回升，并有望分享雄安新区的建设。华能新能源作为全国第二大风电运营商，经营稳健，弃风率也优于可比同行，估值水平较低。

● 风险提示

风电利用小时改善不明显，政策尚需时间消化，新增装机并网容量低于预期，电价下降风险，融资成本上升风险。

目录索引

一、 净利润保持增长	4
二、 新增装机趋于保守，区域分布更加优化.....	5
三、 16 年弃风率改善不明显，17 年普遍预计改善.....	6
四、 电价下降渐成趋势.....	8
五、 财务数据比较.....	9
六、 重点标的公司推荐.....	11
七、 风险提示	16

图表索引

图 1: 全国用电量同比增速.....	5
图 2: 风电行业平均利用小时数和弃风率变化.....	6
图 3: 港股风电行业运营公司弃风率对比.....	7
表 1: 风电运营公司收入和净利润对比.....	4
表 2: 港股各风电运营公司 2016 年发电量情况.....	4
表 3: 港股部分风电运营公司 2017 年第一季度发电量情况.....	5
表 4: 各风电运营公司新增装机情况.....	6
表 5: 各风电运营公司累计装机情况.....	6
表 6: 2016 年以来有关解决风电消纳问题的政策.....	8
表 7: 港股风电公司不含税上网电价情况.....	9
表 8: 陆上风电上网标杆电价.....	9
表 9: 港股风电运营公司估值比较.....	9
表 10: 风电运营公司盈利能力比较.....	10
表 11: 风电运营公司成本控制情况.....	10
表 12: 风电运营公司偿债能力比较.....	10
表 13: 风电运营公司投资情况比较.....	11
表 14: 风电运营公司经营活动现金流情况比较.....	11
表 15: 风运营公司投资情况比较.....	11

一、净利润保持增长

2016年我们关注的港股6家风电运营商共实现收入594.15亿元人民币，相对于2015年（557.85亿元人民币）增长了6.5%，增速较2015年略有下降。6家公司中华能新能源和龙源电力的收入增速在10%以上，分别达到25.6%和13.5%。其余公司收入增速都在4%以下，协合新能源更是因为业务转型出现了较大的收入降幅（-50.7%）。净利润方面，华能新能源仍然保持了高增速（43%）。此外，新天绿色能源公司也扭转净利润下滑的趋势，增速较2015年大幅增长221.7%。其余公司中除大唐新能源外都保持了稳定的增速。

表 1、风电运营公司收入和净利润对比

公司名称	公司代码	收入（百万人民币）			净利润（百万人民币）		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
新天绿色能源	0956.HK	5149	4224	4384	335	168	542
增速	-	10.50%	-18.00%	3.80%	-27.10%	-49.80%	221.70%
华能新能源	0958.HK	6151	7357	9239	1121	1860	2659
增速	-	6.10%	19.60%	25.60%	26.30%	65.90%	43.00%
龙源电力	0916.HK	18207	19649	22304	2558	2881	3549
增速	-	-4.80%	7.90%	13.50%	24.80%	12.60%	23.20%
协合新能源	0182.HK	2800	3620	1785	250	426	458
增速	-	89.20%	29.30%	-50.70%	110.60%	70.10%	7.60%
华电福新	0816.HK	13895	15347	15917	1867	1902	2023
增速	-	4.90%	10.40%	3.70%	27.20%	1.80%	6.40%
大唐新能源	1798.HK	5186	5588	5786	-150	14	198
增速	-	-7.90%	7.80%	3.50%	-163.50%	-109.10%	1345.50%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

发电量方面，2016年全年风电行业共实现发电量2410亿千瓦时，较2015年增长29.4%，该增速较2015年（21.4%）有较大提高。分公司来看，新天绿色能源发电量增速最高，达到45%。华电福新和华能新能源的发电量增速也都在30%以上。而龙源电力和大唐新能源的增速则相对较为稳定。

表2、港股各风电运营公司2016年发电量情况

风电发电量(MWh)	新天绿色能源	华能新能源	龙源电力	协合新能源	华电福新	大唐新能源
2016年	4585000	18432500	29962211	1335390	12159197	12077000
2015年	3161000	13851505	25708661	1037200	9070847	10551000
变化	45.00%	33.10%	16.50%	28.70%	34.00%	14.50%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

截至17年一季度，新天绿色能源与协合新能源风电发电量同比增速显著，分别达到49.85%与39.9%，主要由于有效装机的提升与弃风情况的逐步改善，而龙源电力与华电福新增速相对较缓慢。

表 3、港股部分风电运营公司 2017 年一季度发电量情况

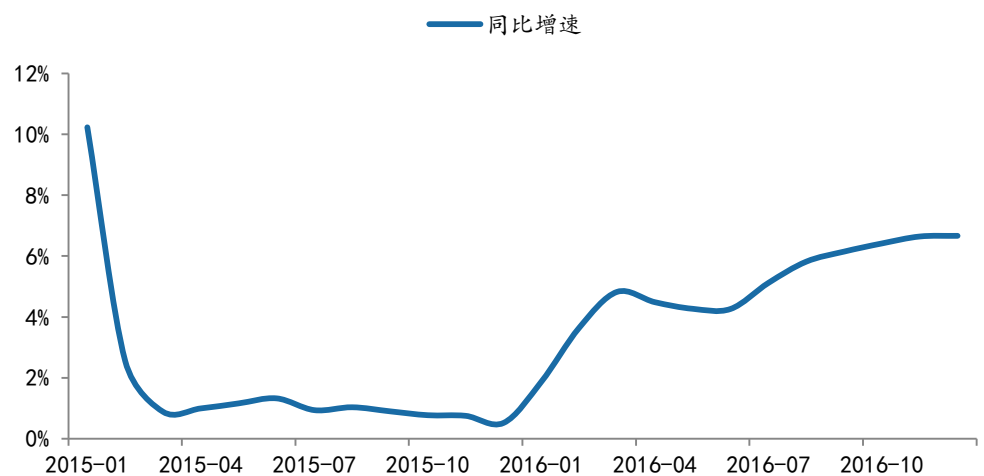
风电发电量(MWh)	新天绿色能源	华能新能源	龙源电力	协合新能源	华电福新
------------	--------	-------	------	-------	------

2017年1-3月	1773890	5707843	8243373	451880	3252217
2016年1-3月	1183792	4389785	7319011	323000	3059470
变化	49.85%	30.03%	12.63%	39.90%	6.30%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

发电量的回升一方面与装机量的增长有关，另一方面则受到电力市场需求的较大影响。2016年我国经济各项指标开始转暖，全国用电需求逐渐改善。月用电量同比增幅从2016年1月份的1.87%上涨到12月份的6.66%，全年用电量增长了5.7%。我们认为2017年在宏观经济继续复苏的背景下，全国用电量有望延续2016年的势头，继续保持较高的增速，这对风电行业公司收入和净利润的改善具有积极作用。

图1: 全国用电量同比增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

二、新增装机趋于保守，区域分布更加优化

装机情况方面，协合新能源和新天绿色能源新增装机增速较高，分别达到308.2%和77.1%。其余公司新增装机相对于2015年基本保持不变或出现一定程度的下滑。其中华能新能源公司2016年新增装机仅为532MW，相对于2015年下降了75.8%，降幅明显。此外，从各公司2017年的新增装机计划来看，华能新能源2017年的计划装机相对于2016年的低基数提升较大（69.2%），龙源电力和大唐新能源2017年的计划装机与2016年基本相当，其余公司的计划装机相对于2016年的数量均出现了不同程度的下降。

从行业角度看，2016年我国风电行业共实现新增装机23370 MW，同比下降24%，累计装机容量达到1.69亿千瓦。实际上自2014年开始，行业新增装机的增速就逐渐放缓。并且在经历抢装潮后，2016年风电行业的新增装机容量更是出现了较大幅度的下降。我们认为，风电行业新增装机正逐步地趋于保守，其增速将保持稳定。

表4、各风电运营公司新增装机情况

新增装机 (MW)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
-----------	------	------	------	------	------	-------

新天绿色能源	145	99	252	397	703	450
华能新能源	554	764	1306	2194	532	900
龙源电力	1945	1366	1633	2222	1604	1600
协合新能源	-	194	146	181	420	300
华电福新	546	784	1388	1528	923	750
大唐新能源	497	50	197	1113	1317	1400

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表5、各风电运营公司累计装机情况

累计装机 (MW)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
新天绿色能源	1346	1445	1697	2094	2796	3246
华能新能源	5458	6221	7527	9721	10253	11153
龙源电力	10544	11910	13543	15765	17369	18969
协合新能源	-	1355	1501	1681	2053	2353
华电福新	2717	3501	4889	6417	7341	8091
大唐新能源	5669	5719	5916	7029	8345	9745

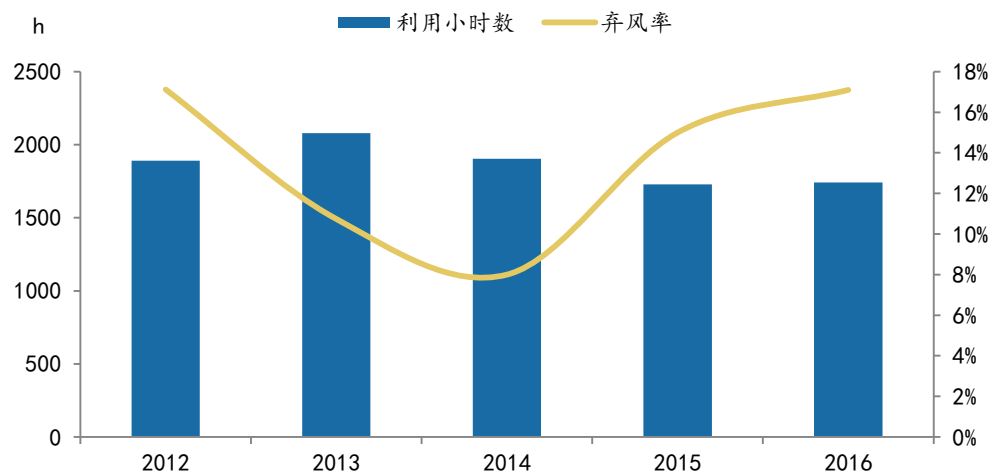
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

在新增装机的地域分布上，“东扩南进”的趋势更加明显。2016年新增装机容量中位于华东和中南地区的比例为20%和13%，相比于2015年分别提高了7个百分点和4个百分点，而三北地区的新增装机的占比则下降了12个百分点。我们认为随着风机技术的进步和弃风限电问题的存在，东扩南进的趋势仍将持续下去。

三、16年弃风率改善不明显，17年普遍预计改善

2016年风电行业全年的利用小时数是1742小时，相比于上年（1728小时）仅提高了14个小时，改善不明显。并且从弃风率上看，2016年风电行业的弃风率为17.1%，相对于2015年（15%）上升了2.1个百分点，限电问题仍然不容乐观。

图2: 风电行业平均利用小时数和弃风率变化

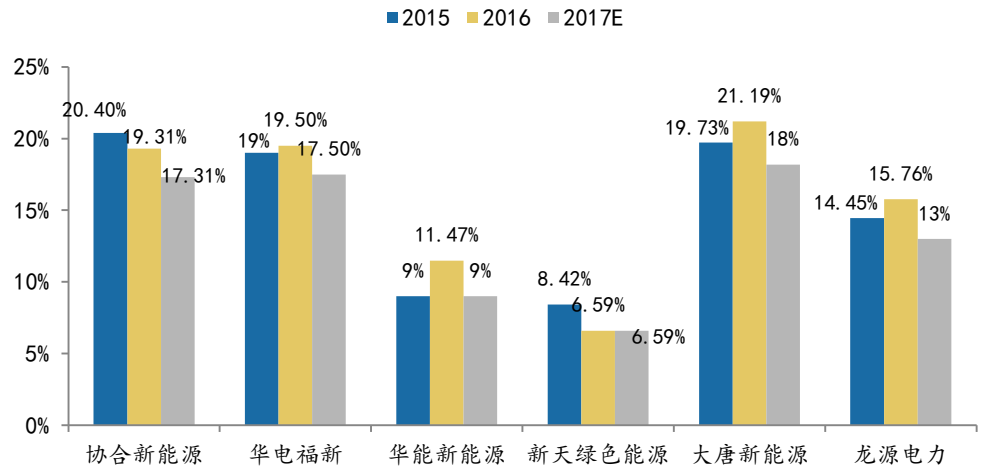


数据来源：CWEA，广发证券发展研究中心

从单个公司的角度来看，大部分风电公司弃风率均出现不同幅度的上涨。部分公司的弃风率仍旧居高不下，如华电福新和大唐新能源的弃风率从19%和19.73%上涨

到19.5%和21.19%，这主要是因为这些公司在限电地区的存量较大，其中华电福新和大唐新能源在限电地区的装机量占比都在70%以上。相比较而言，6家港股风电行业中，华能新能源和新天绿色能源的弃风率仍旧处于较低水平，分别为11.47%和6.59%，低于行业平均弃风率。

图3: 港股风电运营公司弃风率对比



数据来源: CWEA, 广发证券发展研究中心

为应对目前较为严重的弃风限电问题，国家也采取了很多措施。2016年6月国家能源局和发改委出台了风电保障性利用小时政策，目前的保障利用小时数在1800到2000之间。此外，国家电网的特高压工程自2015年开始进度明显加快。经统计已开工并计划在2016-2018年间投运的特高压输电线路有12条，其中2016年已投运4条，2017年和2018年将分别投运7条和1条。并且，2016年至2018年间投运的12条特高压线路中有8条位于限电地区，可新增输电能力6800万千瓦，限电地区的跨省输送能力将得到很大提升。

综上，我们认为随着风电保障性利用小时政策在2017年的落实和相关特高压输电线路的密集投运，风电行业2017年的利用小时数有望得到明显改善。

表6: 2016年以来有关解决风电消纳问题的政策

时间	部门	政策名称	主要内容
2016/2/29	国家能源局	《关于建立可再生能源开发利用目标引导制度的指导意见》	鼓励各省(区、市)能源主管部门制定本地区更高的可再生能源利用目标。
2016/3/17	国家能源局	下达2016年全国风电开发建设方案的通知	2016年全国风电开发建设总规模3083万千瓦。
2016/3/24	国家发改委	《可再生能源发电全额保障性收购管理办法》	电网企业(含电力调度机构)根据国家确定的上网标杆电价和保障性收购利用小时数，全额收购规划范围内的可再生能源发电项目的上网电量。
2016/4/5	国家发改委	《关于同意甘肃省、内蒙古自治区、吉林省开展可再生能源就近消纳试点方案的复函》	甘肃省、内蒙古自治区、吉林省三省的可再生能源就近消纳试点方案。

2016/4/22	国家能源局	《关于建立燃煤火电机组非水可再生能源发电配额考核制度有关要求的通知》	对火电机组强制实行非水可再生能源的配额考核机制。2020年,国内所有火电企业所承担的非水可再生能源发电量配额,需占火电发电量的15%以上。
2016/6/1	国家发改委、国家能源局	《关于做好风电、光伏发电全额保障性收购管理工作的通知》	按照各类标杆电价覆盖区域,参考准许成本加合理收益,现核定了部分存在弃风、弃光问题地区规划内的风电、光伏发电最低保障收购年利用小时数。
2016/6/21	国家能源局	国家能源局关于推动东北地区电力协调发展的实施意见	在东北地区取消煤电项目190万千瓦,缓核煤电项目210万千瓦,缓建煤电项目357万千瓦。
2016/7/18	国家能源局	《关于建立监测预警机制促进风电产业持续健康发展的通知》	建立风电监测预警机制,指标体系分为政策类指标、资源和运行类指标、经济类指标三大类,未达到标准的省区不得核准新的风电项目。

数据来源:国家能源局、国家发改委、广发证券发展研究中心

四、电价下降渐成趋势

2016年风电行业电价总体上呈现出下降的趋势,部分风电公司电价下降幅度较为明显,其中,华电福新公司2016年度电价为459.5元/MWh,相比于2016年(494.9元/MWh)降低了7.2%,这主要是因为参与市场交易电量占比增加所致。

从政策层面上来看,风火平价是一个大的趋势。根据2015年底国家发改委发布的《国家发展改革委关于完善陆上风电光伏发电上网标杆电价政策的通知》,陆上风电上网标杆价格实行随发展规模逐步降低的政策。2016年和2018年风电标杆电价将经历2次下调,2020年时陆上风电上网标杆电价将基本与火电持平。我们认为,2017年风电参与市场交易电量的占比仍会增加,而风电电价也将延续之前的下降趋势。

表7、港股风电运营公司不含税上网电价情况

(元/MWh)	新天绿色能源	华能新能源	龙源电力	协合新能源	华电福新	大唐新能源
2016	512	494.9	487.2	481.7	459.5	492.5
2015	509	523.1	505.1	477.4	495.4	507.3
变化率	0.60%	-5.40%	-3.50%	0.90%	-7.20%	-2.90%

数据来源:公司年报,广发证券发展研究中心

表8、陆上风电上网标杆电价

(元/千瓦时)	2016年1月1日后	2018年1月1日后
一类资源区	0.47	0.4
二类资源区	0.5	0.45
三类资源区	0.54	0.49
四类资源区	0.6	0.57

数据来源：发改委，广发证券发展研究中心

五、财务数据比较

这里我们从7个方面对港股几家风电公司做一个财务上的比较，分别是估值情况，盈利情况，成本控制情况，偿债能力，投资情况，经营活动现金流情况和分红情况。

估值情况方面，主要的比较指标是各公司的市值，EPS，PE和PB。EPS方面，龙源电力、华能新能源、华电福新相对较高高于其他三家公司；16年大唐新能源PE值较高，预计未来两年PE将会减小，其他几家公司PE差别较小，协合新能源、华电福新以及华能新能源PE相对较低；PB方面，除了华能新能源与龙源电力16年PB高于1，其他几家公司均在1以下，且相差不大。

表9、港股风电运营公司估值比较

公司名称	股价 (HKD)	市值 (HKD)	EPS(人民币元)			PE(倍)			PB(倍)		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
新天绿色能源	1.720	62.79 亿	0.146	0.192	0.219	10.3	7.8	6.8	0.7	0.7	0.6
华能新能源	2.670	257.8 亿	0.270	0.334	0.389	8.8	7.2	6.2	1.2	0.9	0.8
龙源电力	6.040	490.2 亿	0.442	0.487	0.555	12.7	11.2	9.8	1.1	1.0	0.9
协合新能源	0.380	33.10 亿	0.061	0.068	0.074	6.5	5.8	5.3	0.59	0.50	0.45
华电福新	1.690	141.3 亿	0.241	0.236	0.274	6.5	6.6	5.7	0.6	0.6	0.5
大唐新能源	0.810	58.92 亿	0.027	0.054	0.090	26.8	13.0	7.7	0.5	0.5	0.5

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

盈利能力方面，由于各家公司规模不同，因此我们采用净利率和单位装机带来的净利润进行比较。6家公司的净利率和单位装机的净利率在16年基本都呈现出上升的趋势，这说明风电运营商整体的盈利能力仍然向好。其中，华能新能源、新天绿色能源净利率明显高于其他公司，单位装机净利润也处于偏上水平，说明这两家公司盈利能力具有一定优势。

表10、风电运营公司盈利能力比较

公司名称	净利率(%)			单位装机净利润(百万人民币/MW)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
新天绿色能源	11.9	11.3	27.0	0.087	0.077	0.192
华能新能源	18.2	25.3	28.8	0.140	0.180	0.237
龙源电力	13.8	14.6	15.9	0.189	0.183	0.204
协合新能源	16.4	18.1	18.9	0.096	0.086	0.112
华电福新	11.7	18.7	20.3	0.131	0.117	0.084
大唐新能源	-2.9	0.2	3.4	-0.025	0.002	0.024

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

成本控制方面，所采用的指标是营业支出率和财务费用率。2016年度除新天绿色能源外，其余风电公司的营业支出率都没有得到明显改善，部分公司的营业支出率出现了略微上涨的情况。财务费用方面，协合新能源财务费用率较其他几家公司具有明显优势，大唐新能源与华能新能源财务费用率相对较高。

表11、风电运营公司成本控制情况

公司名称	营业支出率 (%)			财务费用率 (%)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
新天绿色能源	79.87	85.03	74.19	9.45	13.54	12.52
华能新能源	48.33	49.96	50.36	34.80	30.38	22.99
龙源电力	66.38	66.01	69.06	16.30	14.20	12.26
协合新能源	92.89	73.69	82.76	2.97	2.67	7.91
华电福新	66.14	69.96	67.51	17.89	17.60	17.94
大唐新能源	63.50	64.90	66.89	43.44	35.23	30.05

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

偿债能力方面，我们比较的指标是净权益负债率，流动比率和利息覆盖率。从指标上看，除协合新能源和金风科技外，2016年风电行业公司负债率普遍处于较高的水平且并未得到明显的改善。在负债率较高的情况下，为支持后续的发展，部分公司发行了利率较低绿色债，还有部分公司如华能新能源设立了新能源发展基金。

表12、风电运营公司偿债能力比较

公司名称	净权益负债率 (%)			流动比率 (倍)			利息覆盖率 (倍)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
新天绿色能源	108.3	160.8	186.4	1.5	1.1	0.5	2.3	1.2	2.2
华能新能源	283.9	305.7	273.5	0.4	0.3	0.3	1.5	1.7	2.3
龙源电力	186.9	180.6	172.1	0.3	0.2	0.2	2.3	2.7	2.8
协合新能源	26.3	48.0	68.6	1.2	1.1	1.2	2.9	5.8	2.5
华电福新	321.5	315.6	310.0	0.4	0.4	0.5	1.8	1.6	1.6
大唐新能源	317.0	326.6	366.5	0.6	0.2	0.3	1.0	1.1	1.1

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

投资情况方面，各公司资本开支额相对于2015年普遍处于下降状态，其中华能新能源和华电福新的下降幅度达到了50%。2016年资本开支的下降主要是新增装机下降导致的。

表13、风电运营公司投资情况比较

公司名称	资本开支 (百万人民币)		
	2014	2015	2016

新天绿色能源	2448	5689	4223
华能新能源	15231	15880	7904
龙源电力	13636	16193	13061
华电福新	15793	13184	6793
大唐新能源	5614	6649	8525

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

通过经营活动现金流情况比较可以发现，除了协合新能源和大唐新能源，其他几家公司在16年均稳定增长，表明公司经营情况稳定，经营活动资金回笼情况较好。

表14、风电运营公司经营活动现金流情况比较

公司名称	经营活动现金流（百万人民币）		
	2014	2015	2016
新天绿色能源	885	1,339	1,474
华能新能源	6,125	7,682	9,246
龙源电力	12,868	16,322	17,032
协合新能源	232	755	476
华电福新	7,175	8,438	9,262
大唐新能源	5,193	7,360	3,883

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

从分红情况来看，除了大唐新能源，其他5家公司每股股息均实现增长，其中新天绿色能源呈现倍数增长，增长幅度显著，风电运营商整体分红情况改善明显。

表15、风电运营公司分红情况比较

公司名称	每股股息（人民币元）			股息率（%）		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
新天绿色能源	0.039	0.015	0.063	2.6	1.0	4.2
华能新能源	0.025	0.035	0.050	1.14	1.58	2.24
龙源电力	0.060	0.072	0.085	1.1	1.3	1.6
协合新能源	0.000	0.000	0.009	0.0	0.0	2.7
华电福新	0.044	0.040	0.051	2.9	2.7	3.5
大唐新能源	0.000	0.000	0.000	0.0	0.0	0.0

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

六、重点标的公司推荐

1、新天绿色能源（0956.HK）：16年业绩超预期，风电利用小时回升明显

2016年公司实现营收43.84亿元（+3.8%）；归母净利5.42亿元（+222.6%），利润增长超预期。天然气业务回稳，全年收入24.01亿元，净利润1.19亿元，同比增长213.2%，主要由于河北天然气2015年计提坏账准备2.14亿元；公司2016年风电收入19.83亿元，

净利润5.36亿元，同比增长232.9%，主要是风电销售收入增加及毛利率提高导致净利增加。

风电业务表现良好：2016全年新增控股装机702.55MW (+77.1%)，截至当年末累计控股装机达2.8GW，2017和2018年预计每年可实现500MW的新增容量。此外公司在风电布局上开始由河北省向全国多元化扩展，其2016年新增风电协议容量2600MW，分布于江苏、江西等全国11个省区。我们认为随着公司风电业务的发展，其盈利能力有望得到进一步的提高。公司风电装机布局优势明显，16年全年弃风率为6.59%，远低于行业约20%的水平，也低于河北全省9%的弃风率，限电情况良好；公司风电场所在区域风资源强于上年同期，公司全年利用小时约为2195小时 (+308小时)，同比增长明显，增长幅度超过之前的预期。由于公司84.2%的装机布局在河北省内，预计未来随着政策的落地，利用小时数上升幅度将会缩小。

公司继续维持较高分红率：2016年公司每股股息0.063元人民币(含税)，合计分红人民币2.34亿元(含税)，约占净利润的45%，在2015年约33%的分红率基础上进一步提高，维持了较高的分红率。

盈利预测与投资评级：2017年4月12日，新天绿色能源(0956.hk)收盘价为1.720港币，我们预测公司2017-2018年EPS分别为人民币0.192元，0.219元，维持“买入”评级。

投资摘要	2014	2015	2016	2017E	2018E
销售收入(百万人民币)	5,149	4,224	4384	5,398	6075
变动(%)	10.5	-18.0	3.8	23.1	12.5
净利润(百万人民币)	335	168	542	714	812
全面摊薄每股收益(人民币元)	0.090	0.045	0.146	0.192	0.219
市盈率(倍)	16.6	33.0	10.3	7.8	6.8
每股股息(人民币元)	0.031	0.015	0.063	0.058	0.066
股息率(%)	2.3	1.1	4.7	4.3	4.8

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2、华能新能源(0958.HK)：16年净利增长显著

公司为华能集团发展新能源项目的核心平台，华能新能源为全国五大发电集团华能集团旗下主营风电与光伏的平台，依托强大的国资背景，借势新能源发展的大浪潮，目前已是全国第二大的风电运营商。2016年公司实现营业收入92.386亿元，同比增长25.6%，净利润为26.859亿元，同比增长43%，增长速度显著。净利润增速高于收入增速的原因在于：财务费用净额相对于2015年下降了3.7%。截至2016年底，公司风电业务共新增装机532 MW，累计控股装机达到10.25GW。

风电业务存量提效、增量高效，利用小时仍存增长空间：公司2016年共取得1681.5兆瓦风电项目的核准，其中四类风区风区项目占比高达64%，实现了安徽、福建空白省份的突破。2017年公司计划装机1GW以上，基本100%是在四类风区。2016年风电利用小时数为1966小时，相对于2015年(1882)增加了84小时，增长幅度较大，全年弃风率为11.47%，明显低于行业平均水平。2017全年的利用小时数预期超2000小时，1-2月份小时数已经达到373小时，同比增加了62小时，随着未来相关政策落实和特高压线路的投运，公司一部分产能释放，弃风限电问题会得到进一步改善。

盈利预测与投资评级：2017年4月12日，华能新能源(0958.HK)收盘价为2.670

港币，我们预测公司2017-2018年EPS分别为人民币0.337元、0.391元。维持“买入”评级。

投资摘要	2014	2015	2016	2017E	2018E
销售收入 (人民币百万元)	6151	7357	9239	10789	11764
变动 (%)	44.0	6.1	19.6	25.6	16.8
净利润 (人民币百万元)	1121	1860	2659	3281	3807
全面摊薄每股收益 (人民币元)	0.115	0.191	0.270	0.337	0.391
市盈率 (倍)	20.9	12.6	8.5	6.8	5.8
每股股息 (人民币元)	0.025	0.035	0.050	0.062	0.072
股息率 (%)	1.05	1.46	2.06	2.57	2.99

来源：公司公告，广发证券发展研究中心

3、龙源电力 (0916.HK): 风电运营龙头地位巩固

风电运营行业龙头，项目储备充足：2016年公司新增风电控股装机1604兆瓦，截至2016年底，公司累计风电控股装机已达17.369吉瓦，占全国风电装机容量的10.29%。风电运营商的行业龙头巩固。2016年全年公司核准风电项目1840兆瓦，其中非限电地区占比达到97%，项目所在区域不断扩展，在青海省实现零的突破；截止2016年底，公司已核准未投产的风电项目储备达7.5吉瓦，加之列入国家规划或计划未核准风电项目共计8.2吉瓦，项目储备充足，风电开发布局持续优化。

公司2016年下半年以来的弃风情况相比去年同期有明显的改善，新疆、甘肃、宁夏、黑龙江从7月份开始，弃风率每个月环比都在下降，但由于上半年弃风情况严峻，全年弃风率为15.76%，全年利用小时数提升不明显，为1901小时，略低于我们预测的1909小时，相比去年提升约13小时，风电平均利用小时的提高主要是由于风速上升以及新增装机的效率提高。随着最低保障利用小时数政策的进一步落地，预期2017年限电改善明显，预计弃风率降到13%左右，全年利用小时预期1960小时。2017年1月限电率基本与去年同期持平，2月较去年同期下降明显。

技术进步推动行业龙头最先受益：上游风机制造商推出2MW机组，可对5m/s风速进行开发利用，扩大了已有的7-8m/s风速利用范围。低风速项目经济性逐渐显露，公司安徽项目在低风速情况下发电利用小时达到2596小时。制造商机组的技术一旦成熟并通过验证，低风速风区将成为未来资源抢占的主战场，公司作为行业龙头将最先受益。

盈利预测与投资评级：2017年4月12日，龙源电力(0916.hk)收盘价为6.040港币，我们预测公司2017-2018年EPS分别为人民币0.487元、0.555元，维持“谨慎增持”评级。

投资摘要	2014	2015	2016	2017E	2018E
销售收入 (人民币百万)	18207	19683	22304	24337	26672
变动 (%)	-4.8	8.1	13.3	9.1	9.6
净利润 (人民币百万)	2510	2878	3549	3911	4457
全面摊薄每股收益 (人民币元)	0.318	0.358	0.442	0.487	0.555
市盈率 (倍)	16.9	15.0	12.2	11.2	9.6
每股股息 (人民币元)	0.060	0.071	0.088	0.097	0.110

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

4、协合新能源 (0182.HK): 模式转型成功推进, 发电业务成亮点

公司 2016 年全年共实现收入 17.85 亿元人民币, 同比大幅下降 48.7%, 净利润为 4.62 亿元人民币, 同比增长 13.4%。公司主营业务收入大幅下降主要是由于报告期内向 BT 模式转型所致。EPC 业务方面, 公司全年共实现收入 1.04 亿元人民币, 同比降幅达到 64.75%。该业务收入下滑一方面是由于公司报告期内进行模式转型, EPC 项目数减少。另一方面是由于公司合作伙伴未能按时完成协议计划。总体来看, 公司三大业务中, 发电业务净利润贡献最大, 占比超过 60%, 该板块全年实现收入为 6.74 亿元人民币, 同比增速达到 55.13%。近年来, 公司权益装机量增速较快。但高速扩张带来了较大的财务压力, 公司电场投资将趋于平稳。公司预计截止 2018 年, 每年新增 300MW 的项目, 增速较前期大为放缓。此外, 2016 年度公司弃风弃光情况并没有发生明显好转。我们认为, 17 年随着保障政策的落实和电力供热的推进, 公司弃风弃光问题有望得到部分改善。

净利润增长较为稳定, 高分红政策仍可持续: 公司 2016 年平均每股股息为 0.018 元人民币, 当年公司分红率为 30%, 股息率达到 4.3%, 高于行业平均水平。我们认为由于公司未来净利润将保持平稳增长, 且股利政策具有粘性特征, 故未来公司的高分红政策仍可持续。

盈利预测与投资评级: 2017 年 4 月 12 日, 协合新能源 (0182.HK) 收盘价为 0.380 港币, 我们预测公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.077 和 0.08 元人民币, 给予“谨慎增持”评级。

投资摘要	2014	2015	2016	2017E	2018E
销售收入 (百万人民币)	2,800	3,479	1,785	1,863	2,032
变动 (%)	89.2	24.2	-48.7	4.4	9.1
净利润 (百万人民币)	250	407	458	583	609
全面摊薄每股收益 (人民币元)	0.035	0.053	0.061	0.077	0.080
市盈率 (倍)	9.7	6.5	5.7	4.4	4.3
每股股息 (人民币元)	0	0.010	0.018	0.023	0.024
股息率 (%)	0	2.5	4.3	5.5	5.7

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

5、华电福新 (0816.HK): 水电业务成亮点, 核电将成较大利润增长点

公司 2016 年全年共实现收入 159.17 亿元, 同比增长 3.4%, 净利润 20.23 亿元, 同比增长 6.3%, 增速低于预期。低于预期的原因在于 (1) 火电业务出现较大亏损, 该业务全年净利润为 -1.6 亿 (2) 公司风电业务弃风率较高, 利用小时数改善不明显。收入结构上, 水电业务收入占比由 17.1% 上涨到 25.8%, 提升明显。分业务来看, 水电业务受厄尔尼诺和拉尼娜影响, 2016 年全年利用小时为 5622 (+1762 小时), 为历史高点, 全年水电业务收入达 40.37 亿元, 我们认为 2017 年水电利用小时数将恢复 4000 小时正常水平; 由于“水火互济”的影响, 公司的火电业务受到水电的挤压, 同时由于参与市场竞价比例较高 (48%) 和入场煤价小幅上涨的原因, 该板块全年净利润为 -1.6 亿元, 相比于 2016 年下降 130%, 我们认为 2017 年在煤炭价格上涨幅度较大和市场竞价比例增加的情况下, 公司火电业务仍将出现亏损, 净利润为 -1.79 亿元; 风电板块实现收入 52.91 亿元, 增速为 31.9%, 净利润为 6.2 亿元人民币, 相比于 2015 年 (7.5 亿元) 下降了 17%, 近年来, 公司在风电项目上的投资力度有所放

缓，2016年公司全年风电新增控股装机量为923.4 MW，同比下滑39.57%，全年累计控股装机量则达到7340.7 MW，公司计划通过内部自建和外部并购方式实现每年新增风电项目750MW，风电装机量增速将逐渐趋于平稳；核电业务成为17年较大的利润增长点，2016年，核电业务全年贡献利润5.2亿元，占全年净利润的26%。随着四号机组2017年10月份投产，2017年和2018年四台机组预计可贡献净利7.6亿元和9.35亿元。

盈利预测与投资评级：2017年4月12日，华电福新（0816.HK）收盘价为1.690港币，我们预测公司2017-2018年EPS为人民币0.236元，0.274元，对应市盈率为6.7x、5.8x，维持“谨慎增持”评级。

投资摘要	2014	2015	2016	2017E	2018E
销售收入（百万人民币）	13895	15393	15917	16647	18961
变动（%）	4.9	10.4	3.7	4.6	13.9
净利润（百万人民币）	1867	1903	2023	1981	2300
全面摊薄每股收益（人民币）	0.222	0.217	0.241	0.236	0.274
市盈率（倍）	6.8	7.0	6.3	6.4	5.5
每股股息（人民币元）	0.044	0.040	0.072	0.059	0.068
股息率（%）	2.7	2.5	4.6	3.7	4.3

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

6、大唐新能源（1798.HK）：弃风改善仍旧不明显，看好风电未来表现

2016年公司主营业务收入人民币57.86亿元，同比增长3.5%，符合预期；净利润1.98亿元，略好于我们之前的预期，净利润的增长主要由于售电收入的上升。公司2016年累计完成发电量122.97亿度，同比增加14.3%，较去年增速明显加快，其中风电发电量120.77亿度（+14.5%），其他可再生能源发电量2.21亿度（+5.3%），风电量基本符合预期。主要因为装机规模的增加，以及四季度风况明显好转，四季度风电量同比增长27.1%，相对于三季度环比增长达到73.7%。

受益于未来弃风改善，看好风电表现：公司2016年新增装机1.47GW，累计控股装机8.5GW，再创历史新纪录，其中风电新增装机1316.5MW，装机速度符合预期，绝大部分新增装机在四类风区，重点布局在山西和山东地区。2016年，公司完成新增项目核准868.5MW，其中不限电地区容量占比80%，截止2016年12月31日，公司风电累计核准储备为3685.7MW，为公司未来风电业务的增长提供了一定的动力。公司于16年实现了对湖北、重庆、贵州、福建零装机的突破，扩大了装机布局范围，持续优化区域结构。截止16年底公司仍有近76%的风电装机布局在限电区域，16年整体的弃风限电问题改善尚不明显，但是随着政策的落实，明后年限电区域的利用小时数将出现明显的提高，公司风电运营情况也将随着限电率的降低而进一步出现明显的好转。

盈利预测与投资评级：2017年4月12日，大唐新能源（1798.hk）收盘价为0.810港币，我们预测公司2017-2018年EPS分别为人民币0.054元、0.090元，维持“持有”评级。

投资摘要	2014	2015	2016	2017E	2018E
销售收入（人民币百万）	5,186	5,588	5,786	7,120	8,293
变动（%）	-7.9	7.8	3.5	23.0	16.5
净利润（人民币百万）	-150	14	198	393	658
全面摊薄每股收益（人民币元）	-0.021	0.002	0.027	0.054	0.090
市盈率（倍）	(35.4)	387.2	26.8	13.5	8.1

每股股息 (人民币元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

七、风险提示

风电利用小时改善不明显，政策尚需时间消化，新增装机并网容量低于预期，电价下降风险，融资成本上升风险。

广发海外研究小组

- 欧亚菲: 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年新财富海外研究(团队)第六名。
- 韩玲: 首席分析师, 工商管理硕士, 电力系统自动化学士, 12年证券从业经验, 6年电力行业从业经验, 获2010年及2011年新财富最佳分析师第五名, 2012年新财富电力设备和新能源行业最佳分析师第二名, 2015年新财富海外研究团队入围, 2011年进入广发证券发展研究中心。
- 惠毓伦: 发展研究中心总经理助理, 中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师, 32年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历, 13年证券研究所从业经历。
- 刘峤: 研究助理, 中央财经大学经济学硕士, 厦门大学理学学士, 2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞: 研究助理, 统计学硕士, 2016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。
- 谨慎增持: 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
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或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。

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, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。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, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。