

华能新能源 (0958.HK)

风电装机稳健增长，效益改善

分析师：韩 玲 S0260511030002



021-60750603



gfhl@gf.com.cn

分析师：王 昊 S0260512070003



021-60750627



wh15@gf.com.cn

分析师：徐云飞 S0260513090003



0755-88285816



xuyunfei@gf.com.cn

核心观点：

● 公司为华能集团旗下新能源平台，全国第二大风电运营商

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，2011 年于香港联交所上市。截至 2014 年，华能集团全资及控股电厂装机容量达到 1.43 亿千瓦，居亚洲第一，世界第二。华能新能源依托强大的国资背景，借势新能源发展的大浪潮，目前已成长为全国第二大的风电运营商。

● 风电新增装机稳健增长，光伏装机快速增长

截至 2014 年底，公司风电总装机容量达到 7526.4 兆瓦，同比增长 26.4%，略低于之前的预期；光伏装机达到 485 兆瓦。2014 全年年上市公司风力总发电量达到 1168 万兆瓦时，较 2013 年增长 4.8%，而光伏发电量达到 50.2 万兆瓦，实现了从无到有的快速增长。由于风电上网电价的下调刺激抢装，合理的装机布局，以及弃风限电的问题有望进一步得到解决，我们认为公司在 15-17 的风电新增装机约为 1800、1500 和 1500 兆瓦，平均利用小时数将达到 2050 小时左右的水平。而光伏装机将保持在每年 200 兆瓦的新增装机量。

● 能源结构区转型，清洁能源发展加速

全球风电装机在经历了 2013 年的寒冬之后，2014 年迎来强势反弹。中国驱动全球装机增长，占到了全球新增装机的 40%。目前我国的电力来源中，风力发电已占到 2.86%，而光伏仅占 0.44%，远低于欧美国家水平，并且从环境保护的角度，能源结构转型，风电、光伏等清洁能源占比提升为大趋势。

● 稳居风电前三，成长与盈利能力居行业前列

随着上市公司风电装机的有序扩张，其营收呈逐年增长趋势，对比同行业来看，最近两年公司的盈利能力处于 7 家同类上市公司的前列，在风电行业整体回暖的环境下，华能新能源率先反弹。我们预期公司的弃风限电问题将得到好转，并且光伏业务也将为公司贡献部分业绩。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2015-2017 年的 EPS 分别为 0.17 元、0.22 元和 0.28 元，给予“买入”评级。

● 风险提示

风电装机量不达预期，弃风限电、风电场气候等问题得不到好转。

投资摘要	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入（百万元 人民币）	5798	6151	8631	10377	12361
变动（%）	44	6	40	20	19
净利润（百万元 人民币）	888	1121	1624	2137	2725
全面摊薄每股收益（元人民币）	0.09	0.12	0.17	0.22	0.28
市盈率（倍）	24.13	19.17	16.94	13.09	10.28
每股股息	0.019	0.020	0.029	0.038	0.049
股息率（%）	0.62	0.67	0.97	1.28	1.63

目录索引

一、华能新能源公司简介	4
1.公司简介	4
2.公司的股权结构及控股股东	5
二、公司主营业务概况	6
1.以发展优质风电项目为核心，新装机增长提速	6
2.弃风状况改善提高整体盈利水平	8
3.进军光伏发电，新能源布局多元化	9
三、行业介绍	10
1.风电回暖基本确定，即将引来新的发展高潮	10
2.政策助力，光伏定调高增长	12
四、公司财务状况分析	13
1.成长与盈利能力居行业前列	13
2.资本结构分析	15
五、盈利预测	16
六、同业估值比较	17
七、风险提示	17

图表索引

图 1: 截至 2014 年装机分布	4
图 2: 2014 年全年发电量分布	4
图 3: 公司历年发电情况与预测	4
图 4: 公司历年售电收入情况与预测	5
图 5: 公司新增风电装机与预测 (兆瓦)	6
图 6: 上市公司风电装机分布详情 (兆瓦)	7
图 7: 公司十二五规划第三批核准项目 (2013)	7
图 8: 公司十二五规划第四批核准项目 (2014)	7
图 9: 公司风机利用状况与行业弃风率关系	8
图 10: 2014 年公司各地风电加权平均利用小时数	9
图 11: 风电售电收入预测	9
图 12: 截至 2014 年光伏装机分布情况 (兆瓦)	9
图 13: 预计未来光伏装机情况 (MW)	10
图 14: 2001-2015 年全球风电累计装机(MW)	10
图 15: 2001-2015 年全球风电新增装机(MW)	10
图 16: 2001-2015 年中国风电累计装机(MW)	11
图 17: 2001-2015 年中国风电新增装机(MW)	11
图 18: 2014 年各电力来源占我国发电量百分比	11
图 19: 主要新增和规划中的特高压输电线路	12
图 20: 2004 年-2014 年我国光伏并网装机容量 (兆瓦)	12
图 21: 2004 年-2014 年全球光伏并网装机容量 (兆瓦)	13
图 22: 2009-2014 公司营收与增长情况 (百万)	14
图 23: 2009-2014 公司净利润与增长情况 (百万)	14
图 24: 同行业盈利能力比较	14
图 25: 同行业成长能力比较	14
图 26: 同行业资产负债率比较 (%)	15
图 27: 同行业速动比率比较	15
图 28: 折旧、财务费用占营收比	15
图 29: 经营性现金流 (百万元)	15
 表 1: 上市公司股权结构 (截至 2014 年 6 月)	 5
表 2: 上市公司风力发电详情 (兆瓦时)	8
表 3: 盈利预测	16
表 4: 香港上市公司中同业公司比较	17

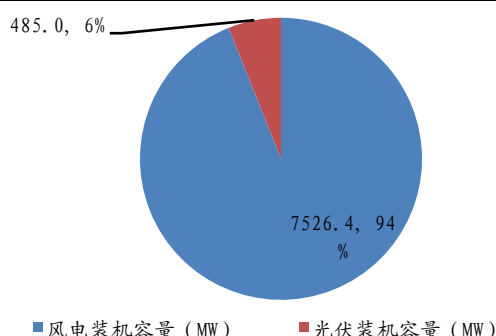
一、华能新能源公司简介

1. 公司简介

华能新能源股份有限公司前身为成立于2002年11月的华能新能源产业控股有限公司，为中国华能集团的全资子公司。截至2003年，公司装机90%以上为水电机组，风电机组占比较小。在2004年提出风电产业化之后，公司发展战略向风电转型，并逐步剥离水电资产，主营风力发电。2010年，母公司华能集团决定将华能新能源定位为风电等新能源业务的最终整合平台，母公司与众子公司间签订了一份避免同业竞争的协议，使得集团的业务划分更为合理，华能新能源在风电行业的主导地位就此确立，并于一年后在香港联交所主板上市。

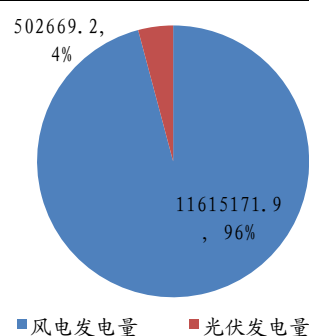
现阶段公司致力于新能源项目的投资、建设与经营，以风电开发与运营为核心，太阳能等其他可再生能源协同发展；坚持合理布局，通过基地型与分散型相结合、陆地与海上相结合、开发与收购相结合，立足于中国并开拓海外市场。

图1：截至2014年装机分布



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

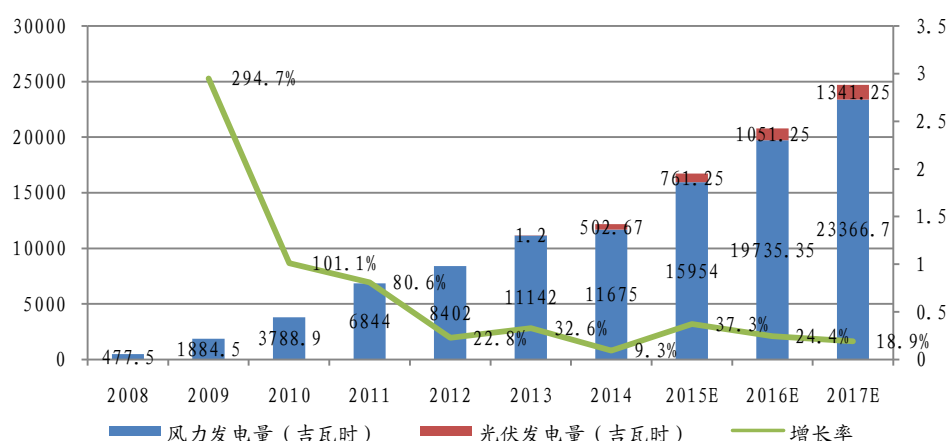
图2：2014年全年发电量分布



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

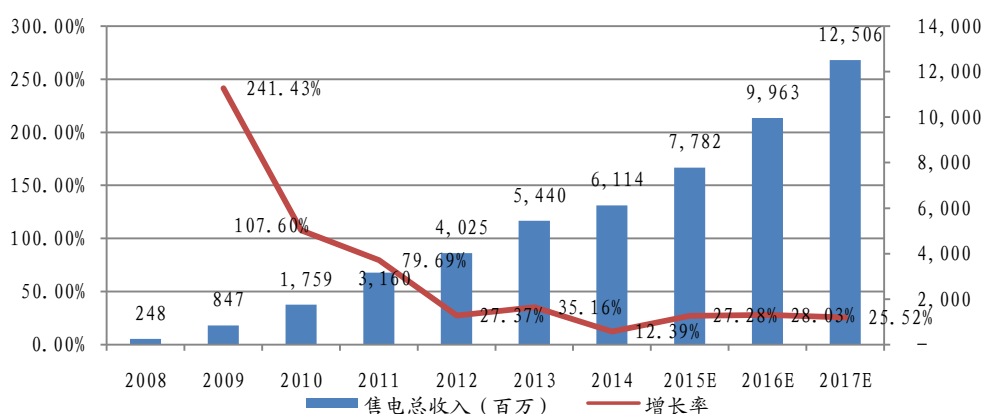
截止2014年，公司的总装机容量达到8011兆瓦，全年发电12177吉瓦时，实现电力销售收入61.14亿元。

图3：公司历年发电情况与预测



数据来源：广发证券发展研究中心

图4: 公司历年售电收入情况与预测



数据来源: 广发证券发展研究中心

2. 公司的股权结构及控股股东

截至2014年6月, 中国华能集团持有占总股份61.3%的非流通内资股, 为公司控股股东。在2014年12月23号, 上市公司完成H股增发, 华能集团持股比例降至56.90%, 不改变其控股股东地位。

表1: 上市公司股权结构 (截至2014年6月)

股东名称	直接持股数量	占已发行普通股比例 (%)	股份性质	股东类型
中国华能集团公司	5,535,311,200	61.30	内资股	持股 5%以上股东
JPMorgan Chase&Co	349,602,600	3.85	H 股	机构投资者
FIL Limited	348,079,280	3.85	H 股	机构投资者
全国社会保障基金理事会	264,688,800	2.93	H 股	机构投资者
T.Rowe Price Associates, Inc and its Affiliates	250,620,000	2.77	H 股	机构投资者
Invesco Hong Kong Limited	183,782,000	2.03	H 股	机构投资者
合计	6,932,083,880	76.75		

数据来源: 公司网站, 广发证券发展研究中心

华能集团自1985年经国务院批准成立, 注册资本200亿元, 为五大发电集团之一, 实际控制人为国务院国资委。截至2013年底, 华能集团全资及控股电厂装机容量达到1.43亿千瓦, 局亚洲第一, 世界第二。除华能新能源外, 华能集团旗下上市公司还包括华能国际 (600011.SH, 1071.HK)、内蒙华电 (600863.SH)、新能泰山 (000720.SZ)。

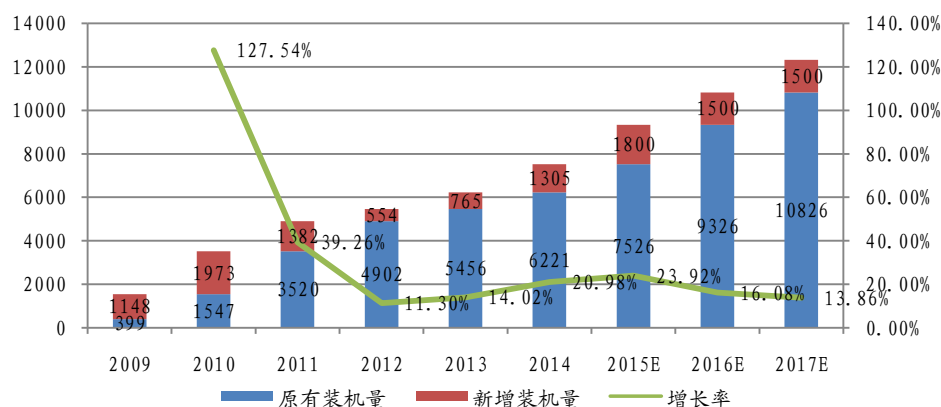
二、公司主营业务概况

1. 以发展优质风电项目为核心，新装机增长提速

在2013年公司进军光伏发电之前，经营风电发电为公司的唯一主营业务，是公司的主要收入来源。2011-2012年，全国风电企业普遍面临弃风限电的问题，公司新增装机量大幅下滑，而在2013-2014年有所回升。截至2014年底，公司风电总装机容量达到7526.4兆瓦，同比增长21%，略低于公司之前的目标。

2015年1月，国家发改委正式下调陆上风电标杆上网电价，将第一类、二类、三类资源区风电标杆上网电价每千瓦时降低2分钱，调整后的标杆上网电价分别为每千瓦时0.49元、0.52元和0.56元。第四类资源区风电标杆上网电价维持现行每千瓦时0.61元不变。上述规定适用于2015年1月1日以后核准的陆上风电项目，以及2015年1月1日前核准但于2016年1月1日以后投运的陆上风电项目。随着弃风限电的情况好转，上网电价下调引发抢装潮等因素，公司计划在2015新增装机容量将达到1800兆瓦，而之后保持在每年1500兆瓦的水平。

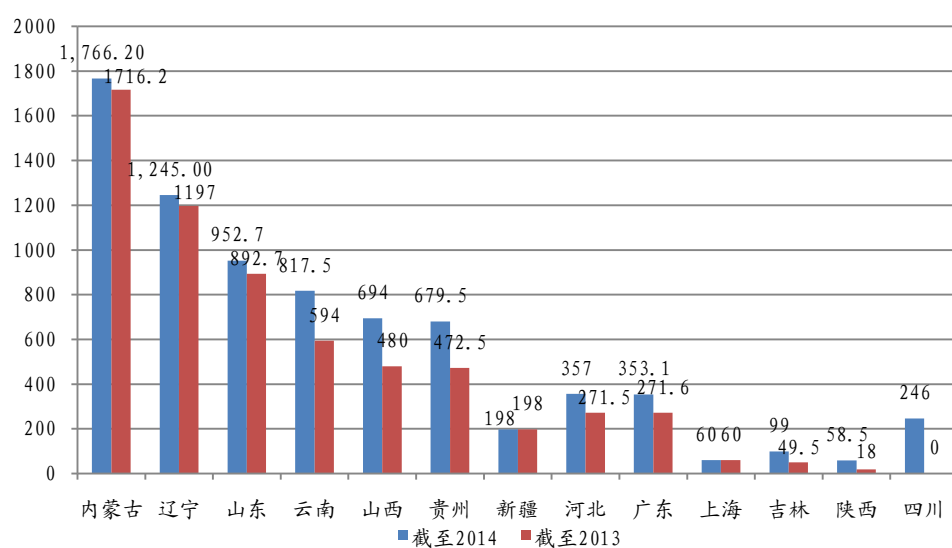
图5：公司新增风电装机与预测（兆瓦）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司原有风电装机多分布在华北与东北地区，2013、2014年新疆、贵州、云南、山西、四川等地装机容量增长显著。2014年全年取得总计装机容量为2037.5兆瓦风电项目的核准，在江西、湖北、安徽、福建、河南等空白省份签署了百万风电开发协议，并进入全国海上风电开发建设方案（2014-2016）装机容量600MW，目前公司风电资源储备充足。在巩固现有区域资源开发的同时，加强对资源优质、不限电地区的开发，不仅有利于公司的扩张计划稳定完成，也为业绩增长提供动力。

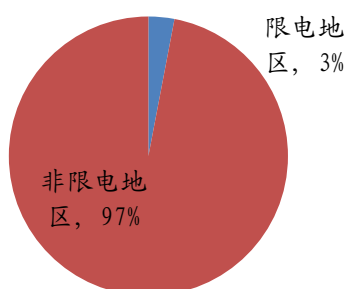
图6：上市公司风电装机分布详情（兆瓦）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

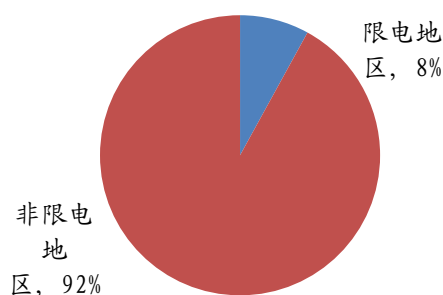
公司在十二五规划中所核准的项目较多的分布在非限电区域：

图7：公司十二五规划第三批核准项目（2013）



数据来源：能源局，广发证券发展研究中心

图8：公司十二五规划第四批核准项目（2014）



数据来源：能源局，广发证券发展研究中心

2014年上市公司风力总发电量达到1168万兆瓦时，较2013年增长4.8%。尽管上半年全国风况普遍不佳，公司积极采取应对措施并参与东北富裕风电电量送华北交易，并且有云南、山西、贵州和新疆等非限电地区新装机并网发电，发电量同比大幅增长37.3%、23.9%、13.9%和44.2%，使得全年发电量保持了正增长。

表2: 上市公司风力发电详情(兆瓦时)

地区	2014 年发电量	2013 年发电量	同比变化
内蒙古	2,795,683.60	3,096,665.00	-9.70%
辽宁	2,057,122.20	2,115,846.70	-2.80%
山东	1,686,521.00	1,678,333.00	0.50%
云南	1,546,919.30	1,126,898.30	37.30%
山西	1,100,131.10	888,195.60	23.90%
贵州	676,062.70	593,546.00	13.90%
新疆	534,315.80	370,618.10	44.20%
河北	503,080.60	523,297.00	-3.90%
广东	477,106.60	483,626.00	-1.30%
上海	116,963.20	129,098.60	-9.40%
吉林	103,668.80	108,408.50	-4.40%
四川	43,078.20	—	—
陕西	34,518.80	27,342.30	26.20%
总计	11,675,171.90	11,141,875.10	4.80%

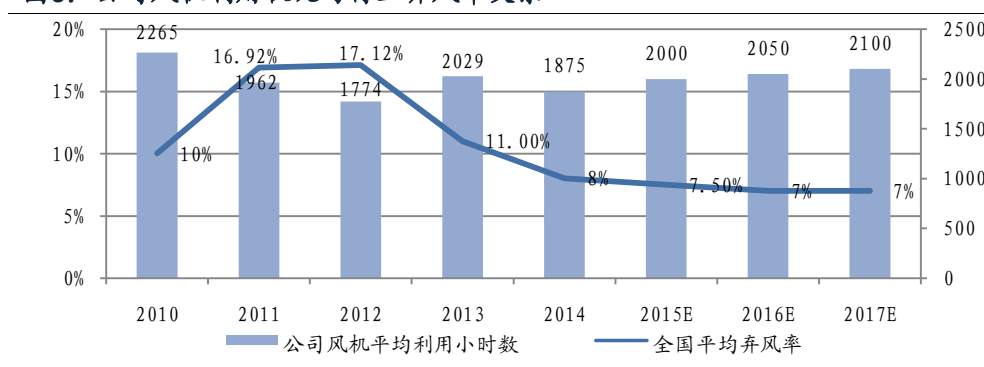
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

2. 弃风状况改善提高整体盈利水平

2014年公司风电加权平均利用小时数为1875小时,较2013年2029小时下降7.6%,主要原因在于全国风况普遍不佳。据能源局《2014年风电产业检测情况》,全国陆地70米高度年平均风速约为5.5米每秒,比往年偏小8-12%,受此影响全国风电平均利用小时数仅为1893小时。但是全国平均弃风率好转加快,2014年全国平均弃风率为8%,达到近年来的最低值,全国除新疆地区外其他地区弃风率均有不同程度的好转。

由上市公司风机平均利用小时数和全国的平均弃风率的关系可以看出,公司的运营状况受行业影响较大。2011、2012年全国弃风率明显上升,公司风机利用小时数相应下滑。我们认为随着新投产项目布局的优化,风资源的改善,公司的风电利用小时数有进一步增长的空间,2015年利用小时数将回到2000小时的正常水平,16、17年仍有小幅增长空间。

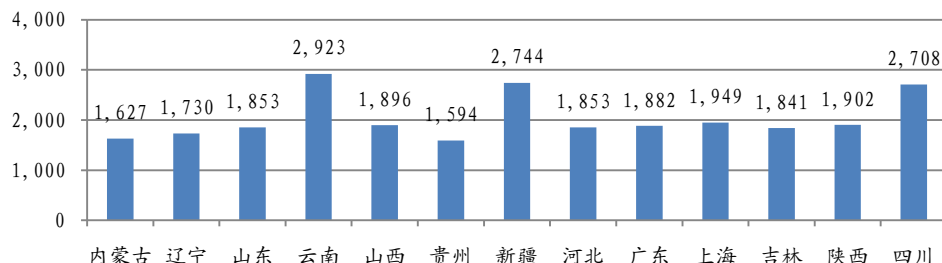
图9: 公司风机利用状况与行业弃风率关系



数据来源：广发证券发展研究中心

公司在云南、四川、新疆等地装机投入加大，而该区域的平均利用小时明显优于其他地区，体现了公司良好布局的能力。

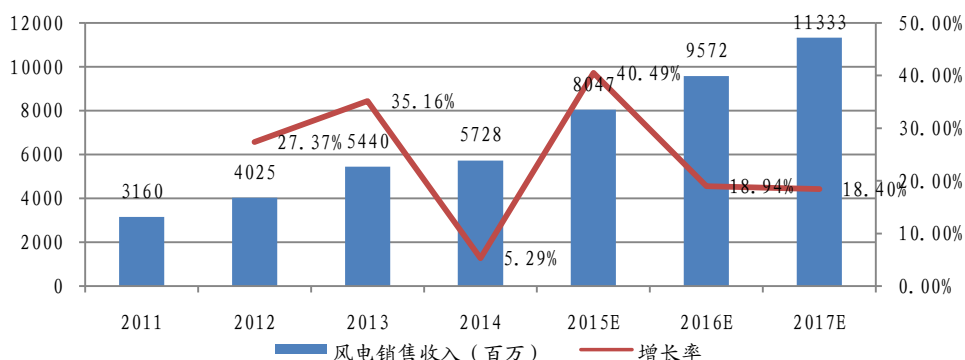
图10：2014年公司各地风电加权平均利用小时数



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

我们预计公司2015-2017年风电业务的收入分别为80.5、95.72和113.3亿元，同比增长40.49%、18.94%和18.40%。

图11：风电售电收入预测

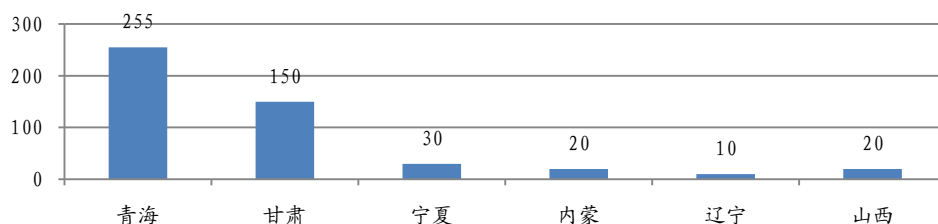


数据来源：广发证券发展研究中心

3. 进军光伏发电，新能源布局多元化

公司从2013年开始进入光伏发电领域，截至2014年底，公司光伏装机已经达到485兆瓦，其中从中国风电集团和通泰新能源收购100兆瓦，分别为金昌金川协合光伏项目50兆瓦以及金昌永昌协和光伏项目50兆瓦。2014全年光伏发电50.2万兆瓦时，平均利用小时达1420小时，实现了从无到有的快速增长。

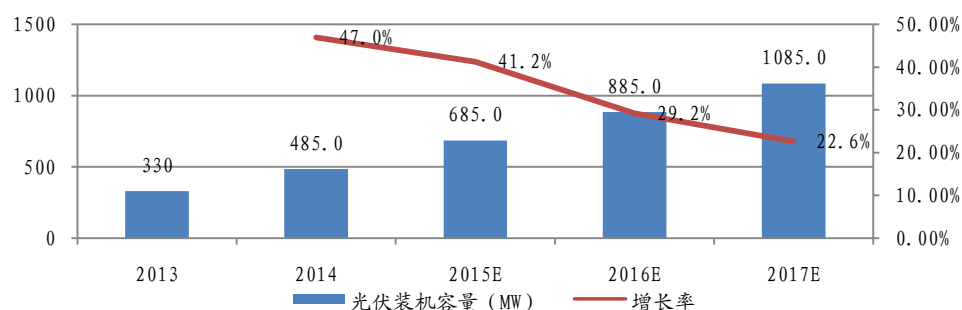
图12：截至2014年光伏装机分布情况（兆瓦）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司在2014年取得建设规模并备案的光伏项目容量253.5兆瓦，全年签署光伏开发协议容量1544兆瓦。我们预计随着政策对光伏发电的扶持不断加大，公司将在光伏领域持续投入，未来新增装机容量有望保持每年约200兆瓦的水平。

图13: 预计未来光伏装机情况 (MW)



数据来源：广发证券发展研究中心

三、行业介绍

1. 风电回暖基本确定，即将引来新的发展高潮

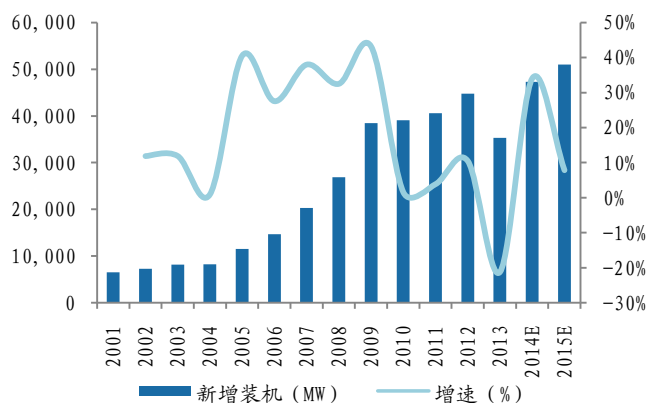
全球风电装机在经历了2013年的寒冬之后，2014年迎来强势反弹。中国驱动全球装机增长，占到了全球新增装机的40%。欧洲装机也实现了小幅的增长，新装机主要来自于德国、英国、瑞典和法国。

图14: 2001-2015年全球风电累计装机(MW)



数据来源：广发证券发展研究中心

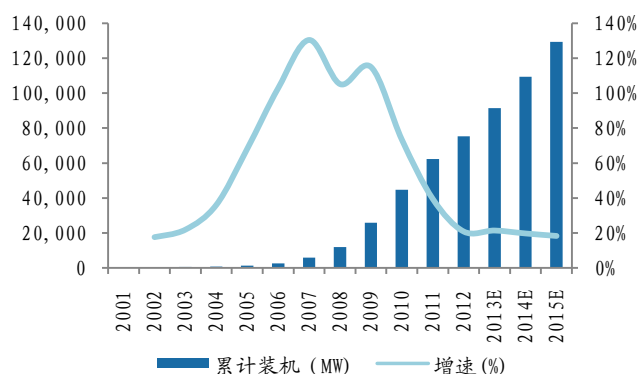
图15: 2001-2015年全球风电新增装机(MW)



数据来源：广发证券发展研究中心

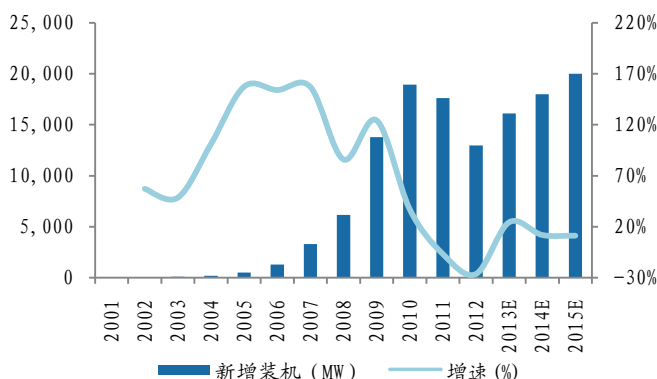
据国家能源局统计，2014年我国新装机容量1981万千瓦，创下历史新高，累计并网装机容量达9637万千瓦，占全部发电容量的7%，占全球风电装机的27%。2014年风电上网电量1534亿千瓦时，占全部发电量的2.78%。

图 16: 2001-2015 年中国风电累计装机(MW)



数据来源: 广发证券发展研究中心

图 17: 2001-2015 年中国风电新增装机(MW)

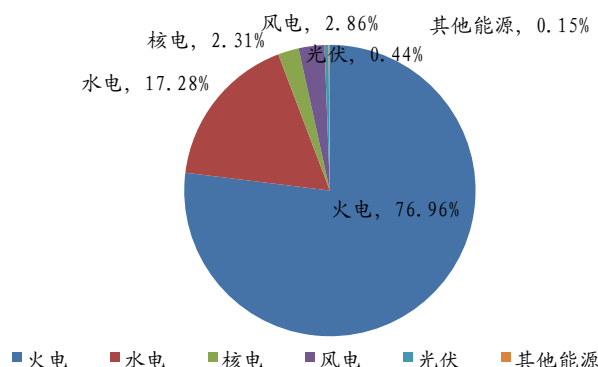


数据来源: 广发证券发展研究中心

我国风电发展起步落后与欧美发达国家，真正的发展时期也不过短短十年，却也是黄金的十年。在这十年中，我国风电实现了爆发式的增长，2006-2010 年装机容量增长率持续保持在 50%以上，并且多年在 100%以上，其中大规模的分布在东北、华北、西北这些风况较好的地区。然而由于我国区域经济发展不平衡导致沿海南方地区用电需求明显高于北方地区，再加上风电的不稳定性会对电网有一定影响，国网接纳意愿不强，北方地区风电经历了严重的弃风限电问题，导致风电新增装机量在 2011-2013 年相对下滑，风电运营商、机组制造商都经历了一场“寒冬”。2013 年后弃风限电问题有所缓解，2013、2014 年全国平均弃风率为 12%与 8%。我们认为风电行业在经历了爆发期、调整期后，将步入稳健发展阶段，主要原因有二：

第一，能源结构的加速转型。2015 年开始，以环保、节能减排为契机，由煤炭、石油主导的能源消费结构向各清洁能源倾斜的步调将有所加快。目前我国风电发电量占比为 2.86%，仍远低于欧盟各国平均 8%-10%的占比水平。2014 年 11 月国务院出台的《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》，以“调结构，提能效，减排放”为核心，奠定了未来 5 至 6 年能源发展的大方向。2014 年风电并网装机容量为 9637 万千瓦，2020 年并网装机容量目标为 20000 万千瓦，年复合增长率 15.72%。在此背景下，除传统的北方地区外南方地区风电项目开始大量招标，并且海上发电项目也开始落实。考虑到实际装机和并网步伐的差异、风电上网电价下调的预期，实际新增装机增长率会高于这个数字。

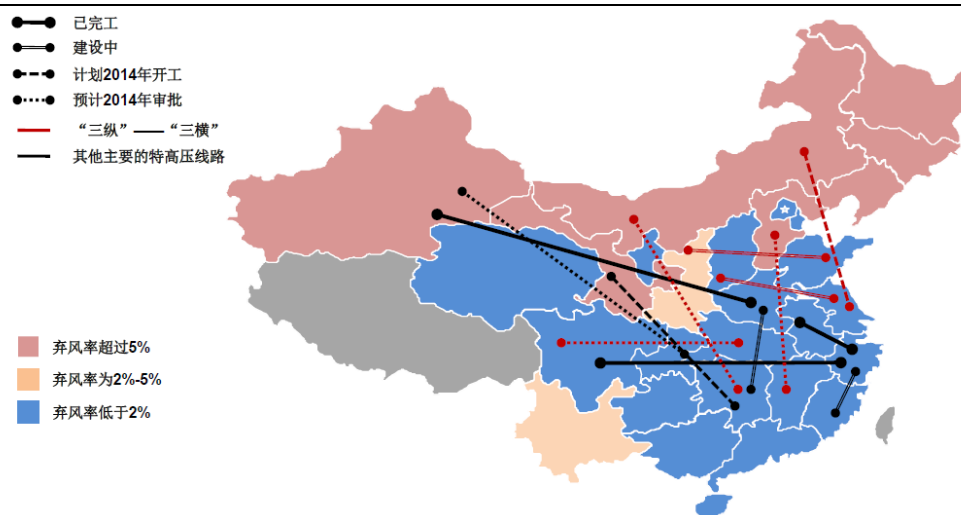
图 18: 2014 年各电力来源占我国发电量百分比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

第二，特高压的大规模建设将有效解决风电供给与消费不平衡的问题。2010年初国网公布了特高压建设“十二五”规划，到2015年将建成华北、华东、华中特高压电网，形成“两纵两横”的格局。同时，在直流特高压方面，将建设7回特高压直流输电工程，建成青藏直流联网工程；到2017年，建成“三纵三横”特高压目标网架；到2020年，“三华”特高压同步电网形成“五纵五横”主网架。2014年6月，国家能源局下发了《关于加快推进大气污染防治行动计划12条重点输电通道建设的增加》，最早一批送电通道将在2016年建成。从国家电网2015投资规划来看，特高压是单年规划总额最大的一年，2015年核准开工“六交八直”，预估总体超过3000亿。随着特高压建设的进一步推进，弃风限电问题有望持续改善。

图19：主要新增和规划中的特高压输电线路

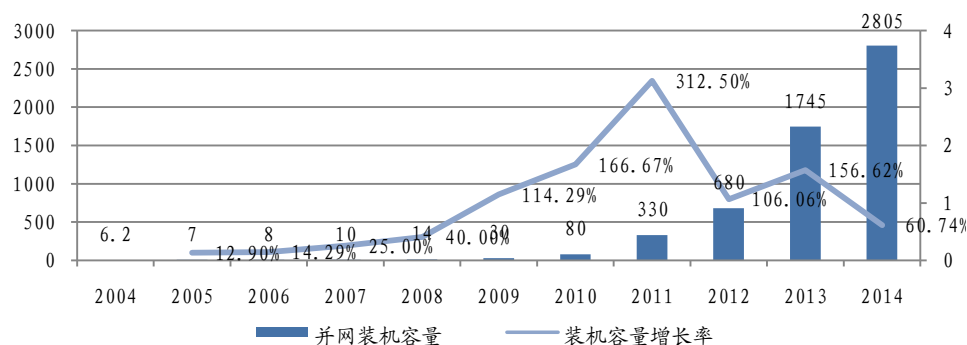


数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

2. 政策助力，光伏定调高增长

根据能源局最新报告，2014年光伏产业稳健发展，累计并网装机容量达到28.05GW，同比增长60%，其中光伏电站23.38GW，分布式4.67GW，全年发电量约240亿千瓦时，同比增长超过200%。

图20：2004年-2014年我国光伏并网装机容量（兆瓦）

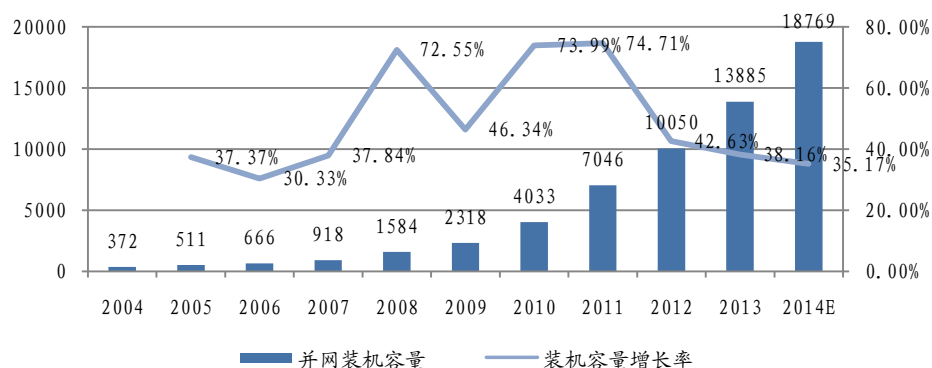


数据来源：广发证券发展研究中心

我国光伏并网在2010-2013呈现爆发式增长，每年增长率突破100%。尽管在2014年有明显回落，但仍保持着60%的增长。2015年1月能源局发布《关于征求2015年光伏年光伏发电建设实施方案意见的函》，其中预定今年光伏发电计划新增规模总量为15GW，其中大型地面电站将达到8GW，分布式达到7GW。从《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》的规划来看，到2020年装机目标为100GW，年均复合增长率达到28.95%。我们预期后期装机量将保持稳定的增长，并且提前完成2020年规划额为大概率事件。

全球光伏并网装机仍然保持稳定增长的趋势，根据Bloomberg New Energy Finance (BNEF) 预测2014年全球光伏并网装机容量增长率约为35%。我国作为能源消耗大国，光伏发电占比远低于世界发达国家水平，我国发电量约占全球发电量四分之一，而光伏装机占全球比例不足六分之一。以我国西北、华北地区丰富的太阳能分布和位列世界前列的光伏电池产能为基础，能源结构向世界发达国家靠拢为大趋势。

图21：2004年-2014年全球光伏并网装机容量（兆瓦）



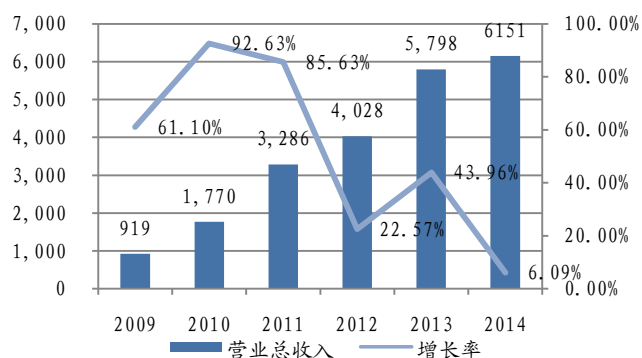
数据来源：广发证券发展研究中心

四、公司财务状况分析

1. 成长与盈利能力居行业前列

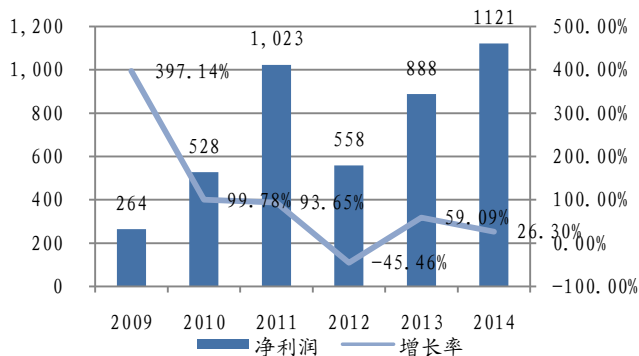
随着上市公司风电装机的有序扩张，其营收呈逐年增长趋势。2009-2011年随着风电市场的繁荣，公司的营收与净利均大幅增长，而2012年受弃风限电拖累营收增长大幅下滑，并且2011年大量的新增装机在2012年造成折旧支出大幅增长，2012年净利润出现负增长。

图22: 2009-2014公司营收与增长情况 (百万)



数据来源: 广发证券发展研究中心

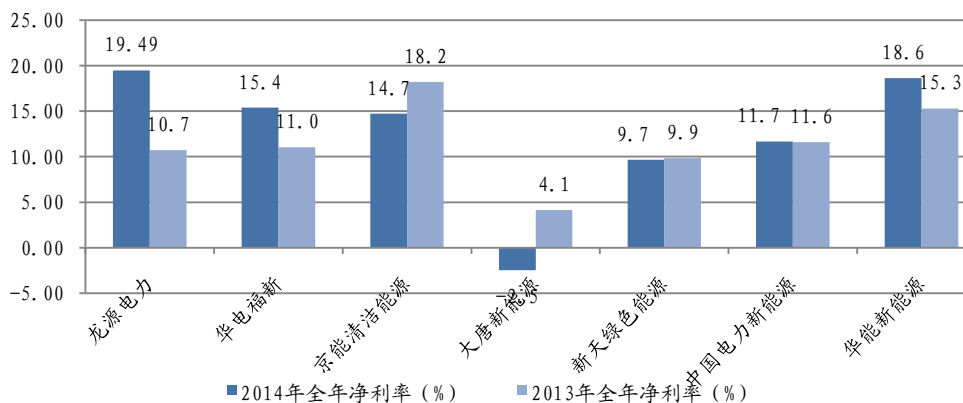
图23: 2009-2014公司净利润与增长情况 (百万)



数据来源: 广发证券发展研究中心

对比同行业来看,最近两年公司的盈利能力处于7家同类上市公司的前列,在风电行业整体回暖的环境下,华能新能源率先反弹。

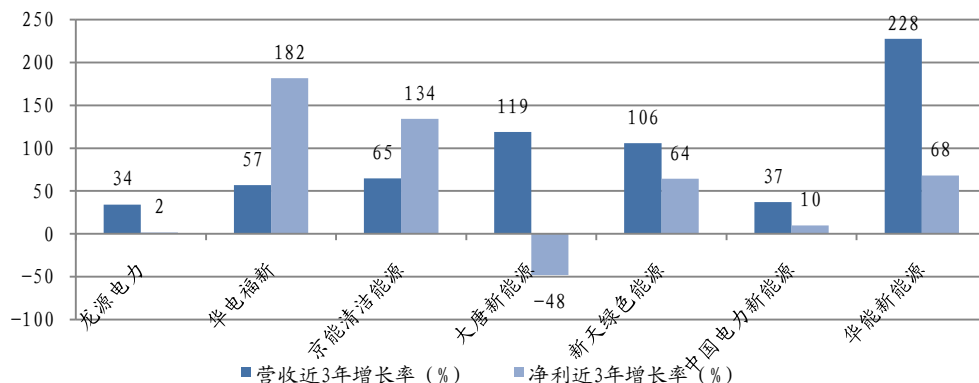
图24: 同行业盈利能力比较



数据来源: 广发证券发展研究中心

公司的成长能力也排列在同业中较前的位置,展现了其风电场布局的前瞻性和较强的电力营销能力。

图25: 同行业成长能力比较



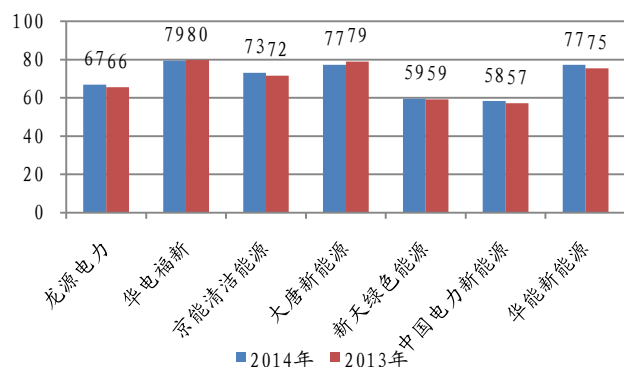
数据来源: 广发证券发展研究中心

2. 资本结构分析

由于公司专注于风电场运营，而建造风电场业务均采用外包的形式，属于典型的重资产行业，其包括风电机组、建筑在内的物业、厂房与设备项占公司总资产比例达到78%。

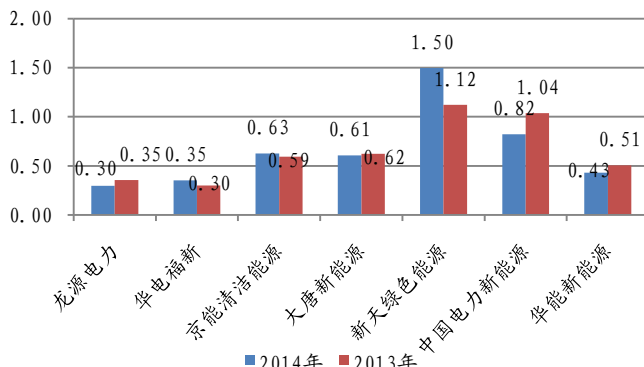
公司风电厂建造综合建设费用约为8200元每千瓦，成本中50%-60%用于购买风机，7%-8%为安装费用，升压站、中控楼、变电站等建筑建造和安装占到17%。较高装机增长需要大额的资金支持，按照公司未来三年每年15GW-20GW的新装机量估算，每年投入资金需要约120-160亿元。公司目前的资产负债率略高于行业平均水平，短期偿债能力相比同类公司并没有优势。从公司现有的资本结构以及财务支出来看，未来除了增加银行贷款外有进一步股权融资的需求。随着新增装机的投运，公司的经营性现金流稳定增长，对快速扩张有一定的支持作用。

图26: 同行业资产负债率比较 (%)



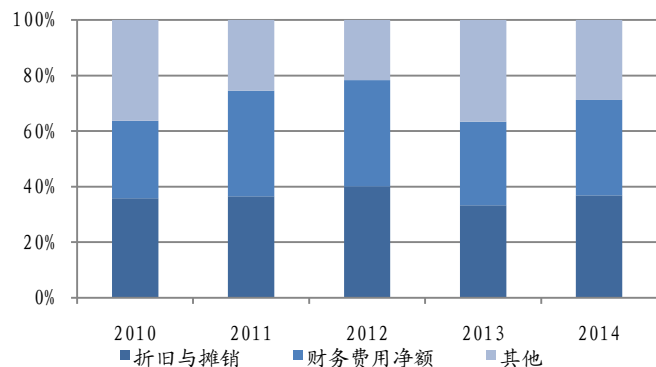
数据来源: 广发证券发展研究中心

图27: 同行业速动比率比较



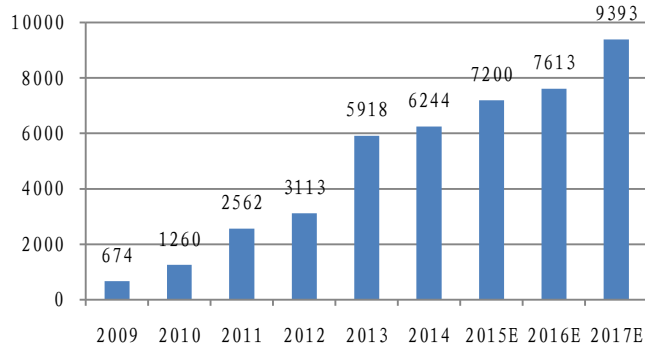
数据来源: 广发证券发展研究中心

图28: 折旧、财务费用占营收比



数据来源: 广发证券发展研究中心

图29: 经营性现金流 (百万元)



数据来源: 广发证券发展研究中心

五、盈利预测

按照我们的预期,公司在 2015 年-2017 年光伏新增装机容量分别为 1.8GW、1.5GW 与 1.5GW,光伏新增装机为每年 200MW。其 2014 年发电量已确定,风电为 1167 万兆瓦时,光伏为 50 万兆瓦时,预计 2015-2017 的风电、光伏平均利用小时数为 2000、2050、2100 小时与 1450 小时。由于公司所核准的新风电场多分布于第四资源区,未来平均上网电价有望对冲部分电价的下调,因此我们认为未来两年税后平均上网电价将保持在 0.5 元。由于公司目前光伏装机主要分布在 II 类资源区,其上网电价为 0.95 元/度,税后约 0.79 元/度。

其收入预测详情如下表:

表 3: 盈利预测

风电运营	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
新增装机 (MW)		1,148	1,973	1,382	554	765	1,305	1,800	1,500	1,500
累计装机 (MW)	402	1,550	3,522	4,904	5,457	6,222	7,527	9,327	10,827	12,327
平均小时数	2,380	2,365	2,265	1,962	1,774	2,029	1,875	2,000	2,050	2,100
风力发电量 (GW. h)	478	1,885	3,789	6,844	8,402	11,142	11,675	15954	19735	23366
售电量 (GW. h)	427	1,607	3,405	6,206	7,790	10,719	11,266	15475	19143	22665
售电比例	89.5%	85.3%	89.9%	90.7%	92.7%	96.2%	96.5%	97%	97%	97%
平均税后上网电价	0.581	0.527	0.516	0.509	0.517	0.508	0.511	0.509	0.50	0.50
平均税前上网电价	0.679	0.617	0.604	0.596	0.605	0.594	0.598	0.595	0.585	0.585
实际税率	14.43%	14.59%	14.57%	14.60%	14.55%	14.48%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%
风电售电收入 (百万)	248	847	1,759	3,160	4,025	5,440	5,728	8047	9571	11332
光伏运营										
新增装机						330	155	200	200	200
累计装机						330	485	685	885	1085
平均小时数							1,420	1450	1450	1450
光伏发电量 (GW. h)						1	503	761	1051	1341
售电量 (GW. h)							489	738	1019	1301
售电比例							97.20%	97%	97%	97%
平均税后上网电价						0.79	0.79	0.79	0.79	0.79
光伏售电收入 (百万)							386	583	805	1027
售电总收入 (百万)	248	847	1,759	3,160	4,025	5,440	6,114	8,631	10,377	12,361
增长率		241.43%	107.60%	79.69%	27.37%	35.16%	12.39%	41.16%	20.24%	19.11%
总发电量 (GW. h)	478	1,885	3,789	6,844	8,402	11,143	12,178	16715	20787	24708
总发电量增长率		294.66%	101.06%	80.63%	22.76%	32.63%	9.28%	37.26%	24.36%	18.86%

数据来源: 广发证券发展研究中心

六、同业估值比较

表 4: 香港上市公司中同业公司比较

同业公司	股价 (港币)	市值 (亿港元)	EPS				PE			
			2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E
龙源电力	9.13	734	0.32	0.43	0.50	0.54	21.26	15.90	13.62	12.54
华电福新	3.87	325	0.23	0.29	0.38	0.46	12.72	13.34	10.18	8.41
京能清洁能源	3.61	248	0.18	0.31	0.35	0.36	15.21	8.53	7.61	7.53
大唐新能源	1.28	93.1	-0.02	0.04	0.06	0.09	-46.25	24.12	15.83	10.98
新天绿色能源	2.15	79.88	0.09	0.12	0.16	0.18	18.11	13.71	10.3	9.26
中国电力新能源	0.55	65.04	0.02	0.05	0.06	0.10	17.65	9.02	6.36	4.19
华能新能源	2.88	280	0.12	0.17	0.22	0.28	19.17	16.94	13.09	10.28

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

七、风险提示

风电装机量不达预期, 弃风限电、风电场气候等问题得不到好转等风险均会影响到上市公司营收与利润的增长。

资产负债表

单位: 百万元人民币

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	4,318	7,786	7,768	6,226	7,416
应收帐款	3,314	3,340	3,711	4,462	5,315
库存	4	13	9	10	12
其他流动资产	2,118	2	10	10	10
流动资产总计	9,754	11,141	11,497	10,709	12,754
固定资产	45,599	57,873	72,265	85,160	97,843
无形资产	703	696	650	750	850
其他长期资产	3,742	4,427	4,584	4,939	5,213
长期资产总计	50,044	62,997	77,500	90,849	103,90
总资产	59,798	74,138	88,997	101,55	116,661
应付帐款	1,792	1,025	1,856	2,034	2,604
短期债务	10,775	17,740	22,740	26,740	29,673
其他流动负债	6,675	6,975	7,324	7,690	8,075
流动负债总计	19,242	25,741	31,920	36,617	40,352
长期借款	24,489	29,611	34,611	39,104	43,104
其他长期负债	1,370	1,901	2,589	2,695	3,210
长期负债总计	25,859	31,512	37,200	41,799	46,314
股本	9,029	9,728	10,528	11,228	11,228
储备	4,832	6,373	8,565	11,130	17,982
股东权益	13,861	16,101	19,093	22,358	29,210
少数股东权益	836	784	784	784	784
总负债及权益	59,798	74,138	88,997	101,55	116,661

现金流量表

单位: 百万元人民币

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
税前利润	984	1,232	1,768	2,320	2,952
折旧与摊销	1,915	2,270	2,855	3,454	4,015
净利息费用	1,820	2,088	2,840	3,327	3,727
运营资本变动	1,116	654	554	198	555
税金	(67)	(86)	(124)	(162)	(207)
其他经营现金流	150	86	(694)	(1,523)	(1,649)
经营活动产生的现金流	5,918	6,244	7,200	7,613	9,393
购买固定资产净值	(7,157)	(12,155)	(14,542)	(14,697)	(13,574)
投资减少/增加	267	(423)	(394)	(600)	(730)
其他投资现金流	237	336	163	213	663
投资活动产生的现金流	(6,653)	(12,241)	(14,772)	(15,083)	(13,641)
净增权益	2,006	2,188	2,992	3,265	6,852
净增债务	4,093	12,152	11,867	9,296	8,250
支付股息	(127)	(195)	(282)	(371)	(473)
其他融资现金流	(4,608)	(4,631)	(7,023)	(6,261)	(9,192)
融资活动产生的现金流	1,364	9,515	7,554	5,929	5,438
期初现金	3,768	4,318	7,786	7,768	6,226

主要财务比率

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	80.1	88.7	83.1	84.3	83.5
息税前利润率 (%)	47.0	51.8	50.0	51.0	51.0
税前利润率 (%)	17.0	20.0	20.5	22.4	23.9
净利率 (%)	15.3	18.2	18.8	20.6	22.0
流动性					
流动比率 (倍)	0.51	0.43	0.36	0.29	0.32
利息覆盖率 (倍)	1.50	1.53	1.52	1.59	1.69
净权益负债率 (%)	256.0	275.6	286.3	290.8	315.5
速动比率 (倍)	0.51	0.43	0.36	0.29	0.32
估值					
市盈率 (倍)	29.9	23.7	16.3	12.4	10.7
市净率 (倍)	1.8	1.6	1.5	1.4	1.1
价格/现金流 (倍)	4.2	4.3	4.0	4.0	3.6
企业价值/息税折旧前	14.1	13.9	12.6	11.8	11.8
周转率					
存货周转天数	0.48	1.05	0.91	0.67	0.68
应收帐款周转天数	222.9	194.7	147.1	141.8	142.4
应付帐款周转天数	134.5	159.2	110.0	133.1	133.9
回报率					
股息支付率 (%)	20.3	17.4	17.4	17.4	17.4
净资产收益率 (%)	6.4	7.0	8.5	9.6	9.3
资产收益率 (%)	0.06	0.07	0.09	0.10	0.09

利润表

单位: 百万元人民币

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
销售收入	5,798	6,151	8,631	10,377	12,361
销售成本	-	-	-	-	-
经营费用	(3,149)	(2,973)	(4,315)	(5,085)	(6,057)
息税折旧前利润	4,642	5,456	7,170	8,746	10,319
折旧及摊销	(1,915)	(2,270)	(2,855)	(3,454)	(4,015)
经营利润(息税前利)	2,727	3,186	4,315	5,292	6,304
净利息收入/(费用)	(1,820)	(2,088)	(2,840)	(3,327)	(3,727)
其他收益/(损失)	77	134	293	355	375
税前利润	984	1,232	1,768	2,320	2,952
所得税	(67)	(86)	(124)	(162)	(207)
少数股东权益	(29)	(26)	(20)	(20)	(20)
净利润	888	1,121	1,624	2,137	2,725
核心净利润	888	1,121	1,624	2,137	2,725
每股收益	0.091	0.115	0.167	0.220	0.280
EBITDA	4642	5456	7170	8746	10319
每股股息	0.019	0.020	0.029	0.038	0.049
收入增长 (%)	44	6	40	20	19
息税前利润增长 (%)	26	17	35	23	19
每股收益增长 (%)	59	26	45	32	27

广发电力设备与新能源研究小组

- 韩 玲：首席分析师，工商管理硕士，电力系统自动化学士，8 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2012 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第二名，2011 年及 2010 年新财富最佳分析师第五名，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：gfh1@gf.com.cn，021-60750603。
- 王 昊：资深分析师，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，010-59136700。
- 徐云飞：资深分析师，大连理工大学材料硕士，4 年太阳能工厂主管经验，2012 年加入广发证券发展研究中心，联系方式：xuyunfei@gf.com.cn，0755-88285816。

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	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	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	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

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。