

风电电价调整，行业更加健康发展

增持 维持

投资要点:

发改委正式下发了陆上风电电价调整方案，将第 I 类、II 类和 III 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、0.56 元；第 IV 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。电价调整方案较为温和，有利于行业健康发展。

➤ **发改委正式下发陆上风电电价调整方案。**发改委正式下发了风电电价调整方案，将第 I 类、II 类和 III 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、0.56 元；第 IV 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。此次电价调整方案较座谈会提出的 4 分钱预案要温和，有利于行业健康平稳的发展，同时也有利于提升国家可再生能源补贴资金使用的效率。新的电价方案适用于 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，对于时限的规定也给了足够的缓冲期，有利于平滑行业的投资步伐。据我们测算，电价平均降低 2 分钱，项目的资本金 IRR 将降低 1 个百分点左右，对行业整体投资的影响比较有限。

➤ **抢装需求贯穿 2015 全年，风电运营的专业优势将更加凸显。**2014 年 9 月份以来，由于电价调整预期，市场上抢装需求已经开始明显启动，典型的是云南地区，当地风电利用小时数位居全国前列，电价优惠，风电项目的经济性好，非常具有投资吸引力，座谈会后云南地区项目的招标加快了启动。由于此次电价调整方案的以核准为限，并且给了一年的建设缓冲期，行业的抢装需求将贯穿 2015 全年，风电设备行业将迎来景气度的继续提升，我们建议配置行业龙头。电价下调后，资本金的 IRR 将略微降低 1 个百分点左右，风电场投资将更加有利于专业优势突出的企业，例如金风科技，同样的风资源，更加专业化的风机匹配、项目微观设计，将提高项目利用小时数，提升投资回报。电价的下调将显著有利于金风科技的风电运营业务，市场资源的竞争将更加缓和、有序，公司的市场舞台更大，这与风电运营行业的后发优势有一定的相似性。我们判断金风科技风电场投资的步伐也将理所当然的加快。

电力设备与新能源行业研究组

分析师:

徐超(S1180514050001)

电话: 010-88085388

Email: xuchao3@hysec.com

王静(S1180510120001)

电话: 010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

杨培龙(S1180514040001)

电话: 010-88085788

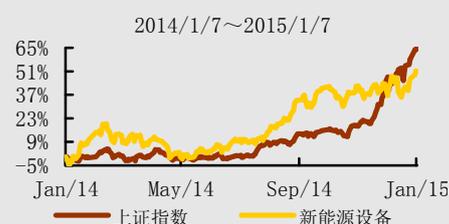
Email: yangpeilong@hysec.com

胡颖(S1180210020002)

电话: 010-88013525

Email: huying@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《新能源板块开启投资价值新时期》 2015/1/6
- 《快节奏发展，打造民营光伏运营平台》 2015/1/5
- 《能源局连发三文力推国内光伏发展》 2014/12/24
- 《碳排放权交易管理暂行办法》发布》 2014/12/14
- 《能源局力推海上风电》 2014/12/12
- 《光伏电站补贴发放流程或将简化》 2014/12/7

投资建议。我们判断 2015 年国内新增装机将达到 23 个 GW 左右，行业呈现健康向上的局面。在行业的新时期、新格局下，我们继续重点推荐绝对龙头金风科技，公司经历了行业起落，能够更加从容的面对市场，不管是短期的抢装还是之后的平稳发展期，公司都能厚积薄发，持续保持强劲的盈利能力和平稳的成长性。此外，风电运营标的进入重要投资窗口期，业绩弹性一方面来自利用小时数的潜在提升能力，另一方面来自今明两年装机规模的快速增长。我们推荐 A 股标的天顺风能，建议关注港股标的龙源电力、华能新能源和中国电力新能源。

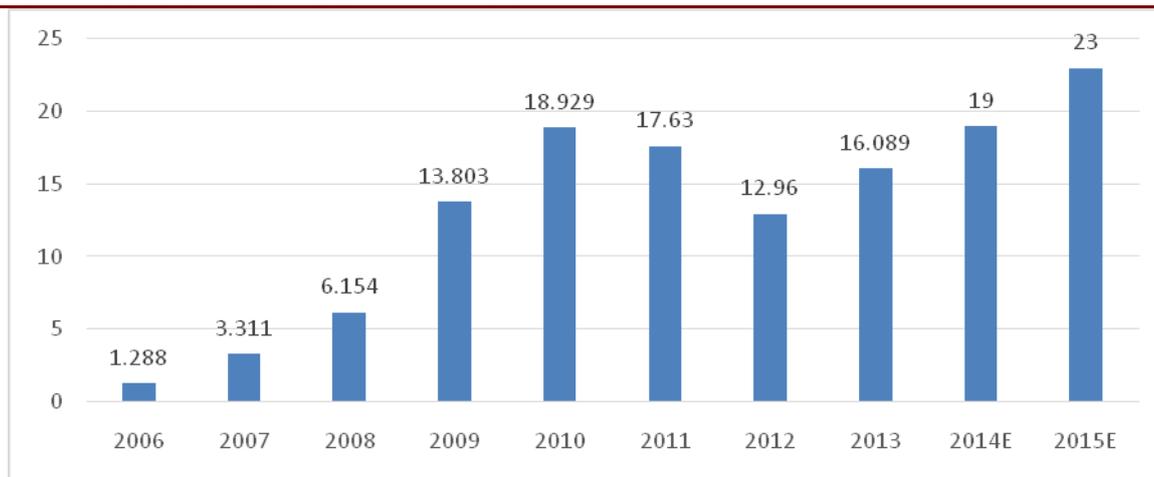
表 1: 陆上风电标杆电价调整方案

区域	原有标杆电价(元/千瓦时)	新的标杆电价(元/千瓦时)	下调幅度(元/千瓦时)
I 类资源区	0.51	0.49	0.02
II 类资源区	0.54	0.52	0.02
III 类资源区	0.58	0.56	0.02
IV 类资源区	0.61	0.61	0

注：根据“座谈会”方案，福建、云南、山西由 IV 类资源区调到 III 类，吉林、黑龙江省统一调整 III 类资源区。

资料来源：宏源证券整理

图 1: 我国新增风电装机容量及预测（吊装，GW）

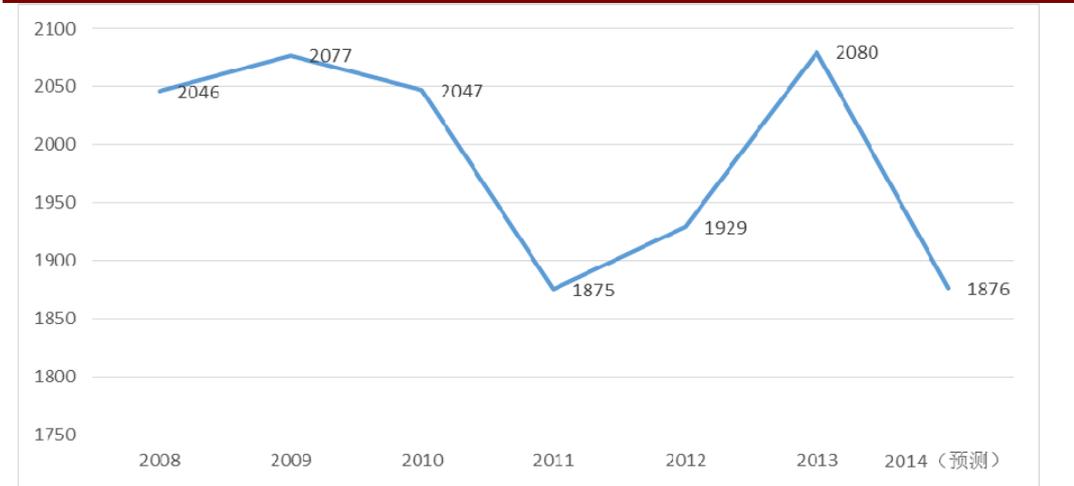


资料来源：CWEA，宏源证券研究所整理

风电运营弹性来源之一：利用小时数提升潜力。

由于来风情况不好，风资源不足，2014年我国风电设备利用小时数可能创近年来新低，预计为1876小时左右。

图 2：2008-2014 年风电设备年平均利用小时数



资料来源：中电联，宏源证券研究所整理

2015年风资源好转，风电利用小时数提升是大概率事件。我们以2014年的国内平均风电利用小时数（1876小时左右）为基础，测算了风电运营行业业绩弹性，结果如下表所示。2014年行业的单位风场年净利润在0.16元/W左右，利用小时数提升50、100、150和200小时后，风电场的单位净利润将分别达到0.19元/W、0.22元/W、0.24元/W和0.27元/W，提升幅度将分别达到16%、32%、47%和63%。这意味着2015年如果风电行业平均利用小时数提升至2013年的2080左右，风电场净利润增长幅度将达到63%左右，业绩弹性非常大。

表 2：风电场利用小时数提升带来的业绩弹性测算

平均利用小时数	1876	1926	1976	2026	2076	2126
利用小时数提升	0	50	100	150	200	250
单位风电场净利润(元/W)	0.16	0.19	0.22	0.24	0.27	0.29
净利润弹性		16%	32%	47%	63%	79%

资料来源：宏源证券研究所整理

风电运营弹性来源之二：市场抢装将带来风电运营行业规模的外延增长。

从微观来看，主要的风电运营企业加快了项目建设步伐，其中龙源电力预计2014年完成新增装机1.8GW左右，华能新能源完成2GW左右，两家企业运营规模的边际增长分别达到15%和31%左右，展望2015年，这两家企业的新增装机步伐预计将显著提速，我们预测龙源电力和华能新能源将分别完成新增装机3.5GW和3GW左右，装机规模的边际增长分别达到26%和35%。其他类似的风电运营企业也将在抢装潮的过程中快速增加风电装机，行业的运营规模增速将非常显著，从而增强业绩向上的弹性。

表 3：港股风电运营企业规模扩张弹性

	2012年底装机	2013年底装机	2014年新增E	2014边际增长	2015年新增E	2015边际增长
龙源电力	10544	11910	1800	15%	3500	26%
华能新能源	5457.4	6550.9	2000	31%	3000	35%

资料来源：宏源证券研究所整理

作者简介:

徐超: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 证券执业资格证书编号 S1180514050001

主要研究覆盖公司: 平高电气、许继电气、阳光电源、隆基股份、金风科技、航天机电、国电南瑞、置信电气、森源电气、大洋电机、大连电瓷、智光电气、中国西电、荣信股份、金智科技、风帆股份、合康变频、北京科锐、百利电气、众合机电、银星能源等。

机构销售团队

		机构销售团队			
公募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。