

行业报告

中国风电行业

第六批可再生能源电价补贴目录的潜在影响

- 我们预期补贴目录将于2016年下半年进行更新
- 除非增加可再生能源附加费或开发绿色证书市场，否则可再生能源补贴基金的赤字可能扩大
- 补贴可缓解风电运营商的债务压力，华能新能源受益最大

政府正在审核第六批目录的项目

下一批可再生能源电价补贴自2016年1月开始接受申请以来已经5个月。我们相信政府目前正在审议可再生能源的项目，第6批可再生能源电价补贴目录（以下简称“目录”）将于2016年下半年敲定，这可能是未来几个月可再生能源板块估值上升的催化剂。我们预测第六批目录的可再生能源发电补贴总金额高达460亿元人民币，将主要支付给风能和太阳能电场的运营商（风能：42%；太阳能：40%；生物质能及其他：18%）。

可再生能源附加费可能进一步上升

我们相信目录延迟更新主要是因为可再生能源补贴资金面临财务压力，我们估计截至2015年底的赤字达到约350亿元人民币。尽管政府已上调附加费和削减可再生能源的补贴，但考虑到可再生能源发电量快速增长，特别是未来几年将推出扶持政策以提高可再生能源的利用小时数，因此我们认为资金的收益仍不足以满足2016年的开支（因此赤字将会扩大）。尽管绿色证书将成为可再生能源发电商的另一个收入来源，为削减补贴留出余地，但由于绿色证书机制仍处于初步阶段，所以提高可再生能源附加费将成为短期内收窄基金赤字的主要工具。

风电场运营商的流动性将会改善

虽然收到补贴不会直接影响风电场运营商的盈利，但这将加强后者的流动性，从而缓解债务压力。我们的估计2014-15年华能新能源（958 HK，我们在中国风电行业中的首选股）应收的补贴最多，其次是龙源电力（916 HK）和大唐新能源（1798 HK）。我们相信华能新能源是补贴的最大受益者，因其净负债比率将降低最多（-11.2%），其次是龙源电力（-4.6%）和大唐新能源（-1.9%）。我们认为这或将在一定程度上减少华能新能源在短期内进行股权融资的需求。

重点公司主要财务指标

公司名称	代码	评级	股价 (港元)	目标价 (港元)	上涨 空间	每股盈利 (人民币)		市盈率 (x)		市净率 (x)		股本回报率 (%)	
						FY16E	FY17E	FY16E	FY17E	FY16E	FY17E	FY16E	FY17E
华能新能源	958 HK	买入	2.49	3.00	20%	0.23	0.33	9.0	6.4	1.0	0.9	7%	11%
龙源电力	916HK	买入	5.76	7.80	35%	0.43	0.56	11.3	8.7	1.0	0.9	9%	10%
大唐新能源	1798 HK	中性	0.83	0.91	10%	0.03	0.11	22.3	6.3	0.5	0.4	2%	7%
金风科技	2208 HK	中性	10.8	13.50	25%	1.22	1.25	7.5	7.3	1.3	1.2	19%	17%

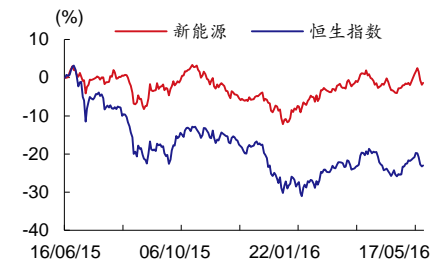
资料来源：彭博、招商证券(香港)预测

李启浩, CFA 李今韵
+852 3189 6753 +852 3189 6358
nelsonlee@cmschina.com.hk lijinyun@cmschina.com.hk

推荐

前次评级	推荐
恒生指数	20468
国企指数	8610

行业表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
绝对回报	1.4	4.4	(2.7)
相对回报	(1.9)	8.8	22.6

相关报告

1. 新能源行业 — 光伏新增装机目标或高于18.1吉瓦，市场整合将持续（推荐）2016/06/16
2. 新能源行业 — 电力改革对新能源行业的影响 2016/04/29
3. 中国新能源行业 — 国家能源局公布期待已久的可再生能源配额制（RPS）（推荐）2016/03/07
4. 中国风电行业 — 2016年一至三类风区利用小时上涨空间有限（推荐）2016/02/02
5. 中国风电行业 — 2016年风电新增装机容量增幅或将下降（推荐）2016/01/28
6. 中国风电行业 — 转机将至（推荐）2016/01/26

图1: 可再生能源电价补贴目录更新时间表

事件	宣布日期
第一批可再生能源补贴目录定稿	2012-06
第二批可再生能源补贴目录定稿	2012-10
第三批可再生能源补贴目录定稿	2012-12
第四批可再生能源补贴目录定稿	2013-02
第五批可再生能源补贴目录定稿	2014-08
第六批可再生能源补贴开始申报	2016-01
补充文件申请条例	2016-05
第六批可再生能源补贴目录定稿(预期)	2016-2H

资料来源: 国家发改委、财政部、国家能源局、招商证券(香港)预测

图2: 2013年9月至2015年2月期间新增装机产生的可再生能源发电量

2013年9月到2016年6月的发电量(对应2013年9月到2015年2月期间的新增装机)	(十亿千瓦时)
风电	128
光伏	34
生物质能及其他	33
总计	195
2013年9月到2016年6月的发电量(对应2013年9月到2015年2月期间的新增装机)	%
风电	66%
光伏	17%
生物质能及其他	17%
总计	100%

资料来源: 国家能源局、招商证券(香港)预测

图3: 第六批可再生能源补贴目录的应付补贴额

2013年9月到2016年期间新增装机产生的政府补贴(针对2013年9月到2015年2月期间的新增装机)	人民币百万元
风电	19,482
光伏	18,395
生物质能及其他	8,250
总计	46,126
2013年9月到2016年期间新增装机产生的政府补贴(针对2013年9月到2015年2月期间的新增装机)	%
风电	42%
光伏	40%
生物质能及其他	18%
总计	100%

资料来源: 国家能源局、招商证券(香港)预测

图4: 可再生能源补贴基金的累计赤字/盈余

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
	百万人民币	百万人民币	百万人民币	百万人民币	百万人民币	百万人民币	百万人民币	百万人民币	百万人民币	百万人民币
已回收可再生能源附加 (百万人民币)	8,859	19,611	29,798	49,138	49,564	73,742	105,156	128,711	131,285	133,911
可再生能源补贴 (百万人民币)	13,320	21,285	35,400	50,800	64,630	81,740	107,310	118,286	124,869	128,326
可再生能源补贴基金盈余/赤字累计额(百万人民币)	10,700	12,374	17,976	19,638	34,704	42,701	44,855	34,431	28,014	22,429
总电力消费(十亿千瓦时)	4,693	4,959	5,322	5,523	5,550	5,661	5,774	5,890	6,007	6,128
同比变化%	11.9%	5.7%	7.3%	3.8%	0.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
- 第一产业 (十亿千瓦时)	102	101	101	99	102	102	104	106	108	110
同比变化%	3.2%	-0.2%	0.1%	-2.0%	2.6%	-0.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
- 第二产业(十亿千瓦时)	3,519	3,667	3,914	4,065	4,005	4,104	4,157	4,211	4,265	4,320
同比变化%	12.3%	4.2%	6.7%	3.8%	-1.5%	2.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
- 第三产业(十亿千瓦时)	508	569	627	666	716	747	791	836	883	931
同比变化%	13.0%	12.0%	10.2%	6.2%	7.5%	4.4%	5.9%	5.7%	5.6%	5.5%
- 城乡居民(十亿千瓦时)	565	622	679	693	728	708	722	736	751	766
同比变化%	10.2%	10.1%	9.2%	2.0%	5.0%	-2.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
可再生能源附加 - 第二及第三产业 (人民币/千瓦时)	0.004	0.008	0.010	0.015	0.015	0.019	0.025	0.03	0.03	0.03
附加费回收额 (百万人民币)	16,107	33,887	45,416	70,965	70,806	92,178	123,713	151,424	154,453	157,542
实际回收额(百万人民币)	8,859	19,611	29,798	49,138	49,564	73,742	105,156	128,711	131,285	133,911
回收率(%)	55%	58%	66%	69%	70%	80%	85%	85%	85%	85%
发电量										
风电 (十亿千瓦时)	80	101	140	156	186	233	301	359	409	459
同比变化%	60%	26%	39%	11%	19%	25%	29%	19%	14%	12%
光伏发电 (十亿千瓦时)	2	3	9	23	39	50	76	98	116	135
同比变化%	n.a.	55%	165%	156%	70%	27%	53%	29%	19%	16%
生物质能及其他 (十亿千瓦时)	0	17	36	59	61	77	88	99	110	121
同比变化%	n.a.	n.a.	118%	64%	3%	27%	14%	13%	11%	10%
政府补贴										
风电 (人民币/千瓦时)	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.16	0.16	0.13	0.11	0.09
光伏发电 (人民币/千瓦时)	0.6	0.6	0.6	0.55	0.55	0.52	0.50	0.48	0.45	0.42
生物质能及其他 (人民币/千瓦时)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
政府补贴总额										
风电 (百万人民币)	12,000	15,120	21,000	23,400	27,945	36,668	47,402	46,628	44,955	41,281
光伏发电 (百万人民币)	1,320	2,040	5,400	12,650	21,560	25,822	37,908	46,908	52,414	56,795
生物质能及其他 (百万人民币)	0	4,125	9,000	14,750	15,125	19,250	22,000	24,750	27,500	30,250
总计	13,320	21,285	35,400	50,800	64,630	81,740	107,310	118,286	124,869	128,326

资料来源: 国家能源局、财政部、国家统计局、招商证券(香港)预测

图5: 风电运营商收到补贴后的净负债比率变化

	龙源电力 (916 HK)	华能新能源 (958 HK)	大唐新能源 (1798 HK)
2014-2015年电价补贴相关的应收账款(人民币百万元)	2,052	2,311	254
账目明细 (截至2015年底)			
总应收账款 (人民币百万元)	4,238	2,900	1,337
净负债 (人民币百万元)	71,771	48,266	39,220
股本 (人民币百万元)	44,533	20,668	13,579
净负债率 (%)	161%	234%	289%
收到补贴后的净负债率 (%)	157%	222%	287%
净负债率变化 (ppts)	4.6	11.2	1.9

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图6: 2014-15年龙源的应收补贴

	新增装机 (兆瓦)		利用小时数		2014				2015			
	2H13	FY14	2014	2015	风电电价 (元/千瓦时)	煤电标杆电价 (元/千瓦时)	单位补贴 (元 /千瓦时)	补贴 (元 /千瓦时)	风电电价 (元/千瓦时)	煤电标杆电价 (元/千瓦时)	单位补贴 (元 /千瓦时)	补贴 (元/ 千瓦时)
风电												
内蒙	110	99	2,017	1,920	0.51	0.30	0.21	67	0.51	0.30	0.21	84
新疆	347	201	2,101	1,730	0.51	0.30	0.21	197	0.51	0.30	0.21	199
甘肃	-	100.5	1,608	1,229	0.54	0.33	0.22	17	0.54	0.33	0.22	27
河北	-	99	2,083	1,954	0.54	0.39	0.15	15	0.54	0.39	0.15	28
黑龙江	-	50	1,929	1,678	0.58	0.39	0.19	9	0.58	0.39	0.19	16
吉林	-	99	1,333	1,242	0.58	0.38	0.20	13	0.58	0.38	0.20	25
宁夏	99	-	1,621	1,460	0.58	0.27	0.31	49	0.58	0.27	0.31	45
辽宁	-	-	1,660	1,789	0.61	0.39	0.22	0	0.61	0.39	0.22	0
江苏	125	187	2,264	1,959	0.61	0.41	0.20	99	0.61	0.41	0.20	122
浙江	-	26	1,670	1,620	0.61	0.45	0.16	4	0.61	0.45	0.16	7
福建	-	-	2,643	2,903	0.61	0.41	0.20	0	0.61	0.41	0.20	0
海南	-	-	1,346	1,390	0.61	0.45	0.16	0	0.61	0.45	0.16	0
云南	182	42	2,454	2,551	0.61	0.36	0.25	126	0.61	0.36	0.25	145
安徽	50	143	2,026	1,805	0.61	0.41	0.20	50	0.61	0.41	0.20	70
山东	-	146	2,179	1,918	0.61	0.42	0.19	30	0.61	0.42	0.19	53
天津	33	-	1,945	2,083	0.61	0.38	0.23	15	0.61	0.38	0.23	16
山西	51	149	1,855	1,657	0.61	0.35	0.26	60	0.61	0.35	0.26	85
贵州	99	96	2,105	1,849	0.61	0.37	0.24	74	0.61	0.37	0.24	86
陕西	149	50	2,061	2,143	0.61	0.38	0.23	82	0.61	0.38	0.23	98
西藏	8	-	1,833	1,856	0.61	-	-	0	0.61	-	-	8
重庆	-	50	1,820	2,493	0.61	0.42	0.19	8	0.61	0.42	0.19	23
上海	-	-	-	1,425	0.61	0.44	0.17	0	0.61	0.44	0.17	0
广东	-	-	-	-	0.61	0.47	0.14	0	0.61	0.47	0.14	0
湖南	-	-	-	-	0.61	0.47	0.14	0	0.61	0.47	0.14	0
广西	-	-	-	-	0.61	0.44	0.17	0	0.61	0.44	0.17	0
总计	1,249	1,534						916				1,136
2014+2015 补贴额 (人民币百万)												2,052

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图7: 2014-15年华能新能源的应收补贴

	新增装机 (兆瓦)		利用小时数		2014				2015			
	2H13	FY14	2014	2015	风电电价 (元/千瓦时)	煤电标杆电价 (元/千瓦时)	单位补贴 (元 /千瓦时)	补贴 (元/ 千瓦时)	风电电价 (元/千瓦时)	煤电标杆电价 (元/千瓦时)	单位补贴 (元 /千瓦时)	补贴 (元/ 千瓦时)
风电												
内蒙	-	50	1,627	1,651	0.51	0.30	0.21	9	0.51	0.30	0.21	17
新疆	99	-	2,744	1,619	0.51	0.30	0.21	57	0.51	0.30	0.21	34
河北	-	86	1,853	1,923	0.54	0.39	0.15	12	0.54	0.39	0.15	24
吉林	-	50	1,841	1,832	0.58	0.38	0.20	9	0.58	0.38	0.20	18
辽宁	99	48	1,730	1,775	0.61	0.39	0.22	48	0.61	0.39	0.22	58
山东	-	60	1,853	1,764	0.61	0.42	0.19	11	0.61	0.42	0.19	20
云南	48	345	2,923	2,960	0.61	0.36	0.25	164	0.61	0.36	0.25	295
陕西	198	100	1,896	1,724	0.61	0.35	0.26	120	0.61	0.35	0.26	132
贵州	198	200	1,594	1,674	0.61	0.37	0.24	113	0.61	0.37	0.24	159
广东	-	82	1,882	1,982	0.61	0.47	0.14	10	0.61	0.47	0.14	22
四川	-	246	2,708	2,771	0.61	0.44	0.17	57	0.61	0.44	0.17	116
上海	-	-	1,949	1,788	0.61	0.44	0.17	0	0.61	0.44	0.17	0
陕西	-	41	1,902	2,380	0.61	0.38	0.23	9	0.61	0.38	0.23	22
浙江	-	-	0	1,974	0.61	0.45	0.16	0	0.61	0.45	0.16	0
风电总计	642	1,306						618				917
光伏总计	330	155	1,420	1,591	0.91	0.33	0.58	332	0.9	0.33	0.58	443
2014+2015 补贴额 (人民币百万)												2,311

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图8: 2014-15年大唐新能源的应收补贴

	新增装机 (兆瓦)		利用小时数		2014				2015				
	2H13	FY14	2014	2015	风电电价 (元/千瓦时)	煤电标杆电价 (元/千瓦时)	单位补贴 (元 /千瓦时)	补贴 (元/ 千瓦时)	风电电价 (元/千瓦时)	煤电标杆电价 (元/千瓦时)	单位补贴 (元 /千瓦时)	补贴 (元/ 千瓦时)	
风电内蒙	50	-	1,956	1,931	0.51	0.30	0.21	20	0.51	0.30	0.21	20	
河北	-	-	1,592	1,726	0.54	0.39	0.15	0	0.54	0.39	0.15	0	
甘肃	-	149	1,413	1,174	0.54	0.33	0.22	23	0.54	0.33	0.22	38	
黑龙江	50	-	1,690	1,527	0.58	0.39	0.19	16	0.58	0.39	0.19	15	
吉林	50	-	1,500	1,492	0.58	0.38	0.20	15	0.58	0.38	0.20	15	
宁夏	-	-	1,898	1,550	0.58	0.27	0.31	0	0.58	0.27	0.31	0	
辽宁	-	-	1,729	1,640	0.61	0.39	0.22	0	0.61	0.39	0.22	0	
山西	-	-	1,967	1,860	0.61	0.35	0.26	0	0.61	0.35	0.26	0	
山东	-	-	1,613	1,653	0.61	0.42	0.19	0	0.61	0.42	0.19	0	
陕西	38	-	1,598	1,719	0.61	0.38	0.23	14	0.61	0.38	0.23	15	
河南	-	-	2,198	2,383	0.61	0.40	0.21	0	0.61	0.40	0.21	0	
云南	-	-	2,383	2,364	0.61	0.36	0.25	0	0.61	0.36	0.25	0	
广东	-	-	1,786	1,532	0.61	0.47	0.14	0	0.61	0.47	0.14	0	
上海	-	-	2,194	2,728	0.61	0.44	0.17	0	0.61	0.44	0.17	0	
安徽	-	48	1,665	1,391	0.61	0.41	0.20	8	0.61	0.41	0.20	14	
广西	-	-	0	1,987	0.61	0.44	0.17	0	0.61	0.44	0.17	0	
总计	187	197						96				116	
光伏总计	20	-	1,653	1,544	0.93	0.34	0.59	22	0.93	0.34	0.59	21	
											2014+2015 补贴额 (人民币百万)		254

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测