



新兴能源

首次覆盖
评级: 增持

2018.05.13

两大压制因素解除，发电运营迎价值重估

——新能源发电运营系列报告 1

	徐云飞 (分析师)	王浩 (分析师)	庞钧文 (分析师)
	0755-23976775	0755-23976068	021-38674703
	xuyunfei@gtjas.com	wanghao013539@gtjas.com	pangjunwen@gtjas.com
证书编号	S0880517030003	S0880513090004	S0880517120001

细分行业评级

太阳能	增持
风能	增持

本报告导读:

新能源发电运营的两重压制因素——限电和补贴拖欠都迎来边际改善，相关运营企业有望迎来价值重估，推荐金风科技、太阳能、节能风电。

摘要:

首次覆盖给予“增持”评级，新能源发电运营将迎来估值重估。

发电运营增长最为确定，但业绩和估值此前均被压制。发电运营业务通过持有新能源发电资产发电售电获取收益，其装机量增长和盈利水平都可以预期，是一种确定稳健增长的资产。但由于弃风（光）限电的出现，导致部分电量无法上网获取收益，致使发电运营资产盈利情况低于预期；同时由于新能源发电对于补贴较为依赖，补贴的拖欠导致发电运营资产现金流不达预期，对后续装机增长也产生了负面影响，压制了估值水平。

两大压制因素边际好转，或迎戴维斯双击。限电改善和补贴拖欠这两大压制因素都出现边际好转。限电主要是由于电源端与负荷端不匹配而产生，补贴拖欠则是由于可再生能源附加无法足额征收产生。通过可再生能源配额制、特高压提效、直接电力交易、煤改电等手段，弃风（光）限电已经出现了趋势性好转，并有望得到持续解决；补贴拖欠主要是由自备电厂欠缴可再生能源附加导致，我们预计能源局有计划追缴欠缴资金，将会大大改善补贴拖欠情况。两大压制因素均出现了边际好转，发电运营资产有望价值重估，或迎来戴维斯双击。

风电运营业绩改善空间大，光伏运营现金流改善更为受益。寻找受益边际改善的运营标的需要从业绩和现金流角度入手。从业绩改善空间来看，由于弃风限电率高于弃光限电率，根据能源局的目标，弃风限电率和弃光限电率均要在2020年下降到5%左右，因此从弃风（光）限电带来的业绩改善角度看，风电运营业绩改善空间更大。从现金流角度看，由于是补贴拖欠导致的现金流问题，通过计算实际补贴强度可知，光伏运营的补贴强度0.4元/kWh高于风电运营的补贴强度0.2元/kWh，因此追缴补贴对光伏运营的现金流改善更为显著。

推荐标的。金风科技、太阳能、节能风电

受益标的。北控清洁能源、协鑫新能源、大唐新能源、华能新能源、龙源电力

催化剂。配额制政策、追缴自备电池欠缴补贴等政策落地。

风险提示。借款利率大幅上行带来财务费用超预期增加。

重点覆盖公司列表

代码	公司名称	评级
002202	金风科技	增持
000591	太阳能	增持
601016	节能风电	谨慎增持

目录

1. 运营增长最为确定，但业绩和估值均被压制	3
1.1. 发电运营业绩增长稳健	3
1.2. 限电问题压制了业绩释放	4
1.3. 补贴拖欠压制了估值水平	5
2. 压制因素边际好转，或迎戴维斯双击	5
2.1. 限电已经迎来趋势性改善	5
2.2. 自备电厂补贴欠缴有望得到解决	7
2.3. 两大压制因素边际好转，或迎戴维斯双击	8
3. 寻找受益边际改善的运营标的	8
3.1. 风电业绩改善更为显著	8
3.2. 光伏补贴改善更为受益	10
3.3. 推荐标的：金风科技——风机+运营龙头标的	11
4. 风险提示	16

表：本报告覆盖公司估值表

公司名称	代码	收盘价		盈利预测 (EPS)			PE			评级	目标价
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
金风科技	002202	2018.05.10	17.72	0.86	1.13	1.38	20.63	15.63	12.81	增持	29.00
太阳能	000591	2018.05.10	5.19	0.27	0.44	0.59	19.40	11.87	8.75	增持	8.80
节能风电	601016	2018.05.11	3.17	0.10	0.18	0.22	33.01	17.29	14.69	谨慎增持	3.60

1. 运营增长最为确定，但业绩和估值均被压制

1.1. 发电运营业绩增长稳健

发电运营业务是指通过持有新能源发电资产，如光伏电站、风电场，通过获取发电收入和其他相关收入（如绿证）来实现盈利。普遍采用的方式为资本金+银行贷款的模式来建设和持有电站，实现的发电收入可以再次通过银行贷款的方式来投入到新的电站建设中去。

发电运营端增长、盈利均可以稳健预期。发电运营是一类非常特殊的业务，其增长和盈利均可稳健预期，波动风险较小。具体分析来看：

增长（基本为确定值，波动小）

➤ **发电运营业务的增长主要是看企业的开发能力和在手储备项目。**企业开发能力受企业当前在手资金量、融资能力、开发团队的开发能力影响，根据企业的开发计划，依托在手储备项目的规模进行开发，增量可以稳健预期，波动性较小。

盈利（确定值）

➤ **收入则是由上网电量和标杆电价决定。**其中上网电量由发电小时数（基本确定值，不考虑限电）和装机量（确定值）决定，标杆电价则是根据电站建成投产时的电价政策（确定值）决定，且 20 年不变。

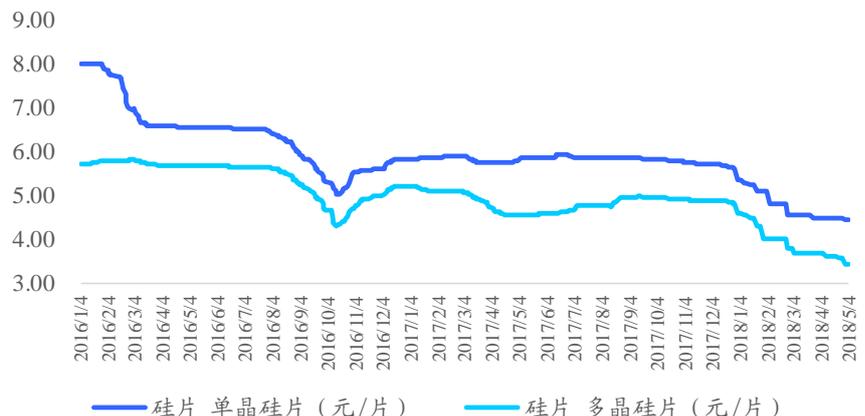
➤ **成本则基本由折旧决定。**折旧与电站建成时的固定资产投资成本决定（确定值），通常还有少量运维成本。

➤ **其他费用则主要是财务费用。**电站开发往往采用 20%~30% 资本金 +70%~80% 银行贷款的模式，财务费用是主要费用，由于贷款利率相对确定，因此财务费用也基本为确定值。

因此，发电运营拥有稳定确定的盈利水平和较为确定的增长幅度，整体风险较小，拥有稳健成长的能力和空间。

与运营相对的，制造端的销量和盈利都存在不确定性。销量的不确定性主要受装机量不确定性影响。回顾历史来看，光伏当年装机量预测难度较大，无论是商业机构还是光伏制造端企业均难以对当年的装机量有准确预测。同时行业价格的变化受到竞争格局、技术路线等多重影响，波动较大。因此，光伏制造端企业的业绩往往呈现波动性较大的特征，不确定性较大。

图 1 以硅片为例，其价格波动较为剧烈



数据来源：PVinfolink、国泰君安证券研究

发电运营的价值曾经被认可，2014-2015 年光伏发电运营商曾演绎过一轮行情。其主要驱动力光伏装机增长重点从国外向国内转移，国内运营商取得了装机量的显著增长，同时盈利能力较为确定，整体盈利增长较好。2014 年起，国内光伏新增装机增速趋于平稳（2014、2015 新增装机增速约-11%和 40%），伴随可再生能源附加上调（保证补贴）和承诺 20 年补贴年限（明确收益），电站运营的高收益、稳定现金流特性得到社会资金青睐，转型电站运营的爱康科技、江苏旷达等涨幅巨大。但超预期出现的限电问题和补贴拖欠问题对股价形成负面影响。

图 2、运营端——爱康科技 2013 年底启动

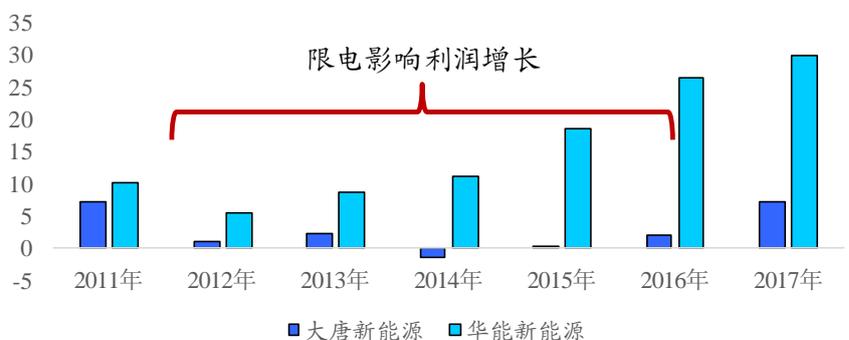


数据来源：wind、国泰君安证券研究

1.2. 限电问题压制了业绩释放

限电问题的出现导致业绩释放不达预期。如上文所述，电站业务的整体盈利水平较为确定，但限电的出现影响了预期的收益水平。电站整体盈利依赖于获取发电收入，由于限电的出现，导致部分发电量无法上网获取收入，出现了弃风弃光现象，这直接影响了电站的收入，进而对电站的盈利产生了重大负面影响，最终导致电站业务的盈利水平及后续盈利增长低于预期。

图 3 以大唐新能源和华能新能源为例，其业绩增长与装机增长不匹配



数据来源：公司年报

限电出现的原因是风力光伏资源禀赋区域与负荷区域不匹配导致的。由于我国风电光伏资源分布影响，风能和光能集中在西北、东北、华北等

区域，由其以西北为最。而电能的特点是其产生与消纳必须匹配，在大规模储能应用前需要有负荷端及时消纳产生的电能。但西北地区人口稀少、工业欠发达，导致电能无法就地消纳，需要外送到负荷较多的省份进行消纳，而彼时外送通道的建设整体慢于新能源装机进度，导致外送消纳有限，因此出现了限电问题。

1.3. 补贴拖欠压制了估值水平

一般认为，企业的估值应当与企业盈利增速相匹配。比如，高速增长的业绩水平往往能够获得较高的估值水平，业绩平稳的企业估值较低。我们能够看到发电运营企业业绩有较好的增速，但为什么估值水平确较低呢？

我们认为主要原因是补贴拖欠导致发电运营企业现金流与业绩不匹配。企业的业绩需要有相匹配的稳健的现金流，如果企业仅能获得报表上的业绩，而无法获得相应的可持续的现金流，将导致市场对企业真实盈利能力产生担忧，缺乏现金流也会抑制企业继续拓展相关业务的能力和积极性，因此现金流与业绩不匹配成为压制运营企业估值的重要原因。

为什么会产生补贴拖欠？

新能源发电收入采取脱硫脱硝电价结算+补贴（脱硫脱硝电价与标杆电价的差价）的方式。新能源发电企业在参与电费结算时，电网先按照当地的脱硫脱硝火电价格结算，高出部分（即补贴部分）由可再生能源附加基金进行支付。可再生能源附加基金加在电价中进行征收，由全网分摊。即每年从用电端征收附加电费，补贴发电端的新能源运营企业。

但现实问题是可再生能源附加的征收不全的问题，主要是广泛存在的自备电厂。由于我国的用电大户主要为电解铝等高耗能企业，高耗能企业由于历史原因、成本原因多建有不并网的自备电厂，在过去的实践中多年欠缴可再生能源附加，导致可再生能源附加基金小于应征收值，有较大缺口，导致了新能源发电补贴资金无法及时到位，产生了补贴拖欠问题。

表 1: 所需补贴测算表，2016 年实际征收可再生能源附加仅为 648 亿元，大约覆盖 2015 年及以前装机

	光伏新增装机量 (GW)	光伏新增一年所需 补贴金额 (亿元)	风电新增装机量 (GW)	风电新增一年所需 补贴金额 (亿元)	当年所需补贴金额 (亿元)
前五批	6.41	48	74.21	290	338
第六批	19.5	129	32.71	124	591
2015.03-2015.12	10.68	75	31.26	122	788
2016.01-2016.06	17.56	122	8	33	943
2016.07-2016.12	16.49	96	11.56	47	1086
2017.01-2017.06	23.29	131	5	19	1236
2017.07-2017.12	29.35	124	12	45	1405

数据来源: solarzoom

2. 压制因素边际好转，或迎戴维斯双击

2.1. 限电已经迎来趋势性改善

解决存量电站的限电问题，总体思路就是从控制新增装机规模和增加消

纳入手，也就是从控制入口，增加出口。国家近年来非常重视新能源的限电问题，出台了多项政策解决限电问题。

控制入口主要是控制新增装机规模，具体措施就是风电/光伏投资监测预警机制。以风电投资监测预警机制为例，国家能源局自 2017 年起对上一年度的风电运行情况进行考核，考核的主要指标就是弃风率指标，按照考核结果，将全国各省份按照颜色划分，划分为红色预警区域的省份电网企业不得受理其新增并网申请（含在建、已核准和纳入规划的项目），直接控制新增装机规模，并要求已建成输电通道重点用于消纳存量风电项目。同时绿色区域也应当统筹兼顾，把握好风电项目建设节奏，避免出现新的限电情况。

表 2: 部分重点区域限电已经出现改善

	新疆	甘肃	内蒙古	宁夏	黑龙江	吉林
2016 (风电)	红色	红色	红色	红色	红色	红色
2017 (风电)	红色	红色	橙色	绿色	橙色	红色
2016 (光伏)	红色	红色	红色	红色	橙色	绿色
2017 (光伏)	红色	红色	橙色	红色	绿色	橙色

数据来源：国家能源局、国泰君安证券研究

增加出口主要是促进新能源电力本地消纳和促进新能源电力外送，具体政策包括配额制（本地+外送）、特高压建设（外送）、本地大工业直供电（本地）、煤改电取暖（本地）等。

配额制：详细规定各省级行政区域的最低可再生能源电力消费比重指标。2018 年 3 月 23 日国家能源局综合司在网站上挂出《可再生能源电力配额及考核办法》（征求意见稿），规定了各省的可再生能源及非水可再生能源的配额要求及相关考核办法，按照总量配额和非水电配额，规定最低的可再生能源电力消费比重。配额制将有效促进可再生能源消纳，提升可再生能源运营商的盈利能力。

特高压：采用 1000kV 交流或 ±800kV 直流进行超远距离输电，将偏远地区的可再生能源电源中心同中东部地区的负荷中心连接起来，有效提升可再生能源外送能力。同时在现阶段，特高压普遍存在利用率较低的问题，后续提升输送能力解决限电的空间依然很大。

表 3: 部分特高压线路可再生能源输送量有很大提升空间

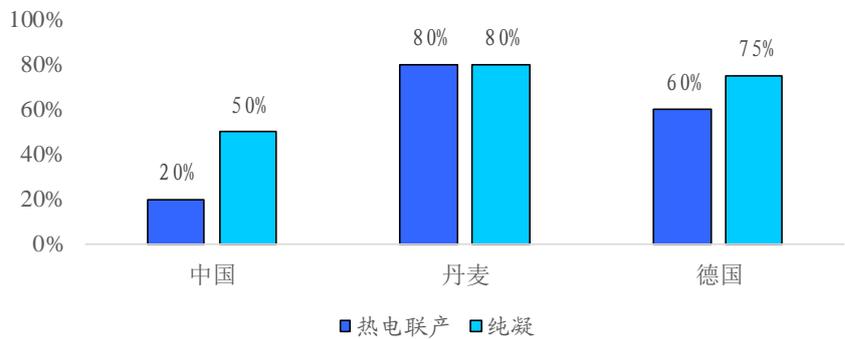
线路名称	年输送电量（亿千瓦时）	其中可再生能源电量（亿千瓦时）	可再生能源电量在全部输送电量占比
长南线	82.5	29.2	35%
锡盟-山东	32.8	0	0
皖电东送	202.9	0	0
浙福线	17.1	0	0
复奉直流	326.1	324.8	100%
锦苏直流	383.3	382.5	99%
宾金直流	367.5	367.5	100%
天中直流	322.6	73.4	23%
灵绍直流	72.8	20.8	29%

楚慧直流	261.8	261.8	100%
普侨直流	264.5	264.5	100%
全国	2333.9	1724.5	74%

数据来源：国家电网

直购电：当地电网撮合当地工业用电大户采购新能源电力。通过由当地火电参与调峰，电网直接撮合交易，有效促进了新能源消纳，根据金风科技披露的信息，其旗下风电场 2018 年 Q1 利用小时同比增长 100+小时，子公司天润总发电量的 25.9% 参与直接电力交易，分地区看，西北地区占 55%、华北地区占 34%、南方地区占 6%、华东地区占 5%。直购电有效的平衡了新能源与火电的利益分配，在政府和电网的推动下有望持续推进，同时火电灵活性改造也大大提升了火电的调峰能力。

图 4 与丹麦和德国相比，我国火电机组灵活性改造空间很大



数据来源：电力规划设计院、国泰君安证券研究

煤改电：推进用电采暖。以风电为例，冬春两季对流强，风力资源丰富，然而恰逢采暖季，热电联产机组为保证供热，其调峰能力非常有限，这就导致限电在供暖季会加剧。因此推进采暖煤改电，由清洁能源供暖，可以大大改善新能源电力在春冬季节的消纳。

趋势性改善已经出现，能源局制定《2018-2020 年清洁能源消纳计划》征求意见稿，提出在 2018 年，清洁能源消纳取得显著成效，2020 年，清洁能源消纳难的问题得到基本解决。

图 5 根据计划，在 2020 年基本解决消纳难问题



数据来源：国家能源局、国泰君安证券研究

2.2. 自备电厂补贴欠缴有望得到解决

3 月 22 日，根据“深度能源观察”报道，国家发改委下发了《燃煤自备

电厂规范建设和运行专项治理方案（征求意见稿）》，文件要求自备电厂自发自用电量应承担并足额缴纳依法合规设立的政府性基金及附加（包括燃煤、资源综合利用、热电联产型自备电厂），各级地方政府不得随意减免或选择性征收，具体要求：

- 自备电厂自 2016 年起欠缴政府性基金及附加和系统备用费的，应于 2018 年底前缴清；
- 2016 年前欠缴的政府性基金及系统备用费，应于本文件引发之日起 3 年内缴清。

如果企业继续欠缴，惩罚措施包括①不得纳入电力市场准入目录；②已进入市场的，应终止交易资格，并纳入国家涉电领域失信名单。

预计到 2018 年将欠缴约 1620 亿元，如全额追缴可大幅充实补贴资金。根据测算，2017 年理论上可再生能源附加资金总收入 1011 亿元，征收比例近几年都维持在 70% 左右，假设按照 70% 的征收率测算，2017 年欠缴金额预计也高达 303 亿元，线性外推的话 2018 年也在 300 亿元以上，则 2016-2018 年 3 年累计可达 1000 亿元，2016 年以前的预计约 620 亿元，总额高达 1620 亿元。如果均追缴，可以大幅充实补贴资金。

表 4：截至 2016 年，累计欠缴金额已经接近 1000 亿

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
应缴纳可再生能源附加的电量（亿 kWh）	第二产业	36669	39143	40650	40046	42108	44413
	第三产业	5690	6273	6660	7158	7961	8814
	总计	42359	45416	47310	47204	50069	53227
征收标准（分/kWh）	0.8	0.8	1.5	1.5	1.9	1.9	
理论征收金额（亿元）	339	363	710	708	951	1011	
实际征收金额（亿元）	196	298	491	515	648	-	
征收率	58%	82%	69%	73%	68%	-	
当年欠缴金额（亿元）	143	65	219	193	303	-	
累计欠缴金额（亿元）	143	208	427	620	923	-	

数据来源：智汇光伏

2.3. 两大压制因素边际好转，或迎戴维斯双击

正如前文所述，运营商的股价较低，主要是业绩受到限电困扰，估值受到补贴不到位的压制，而这两大负面因素都得到边际改善。我们认为新能源运营企业有望迎来业绩和估值的双升，即戴维斯双击。

3. 寻找受益边际改善的运营标的

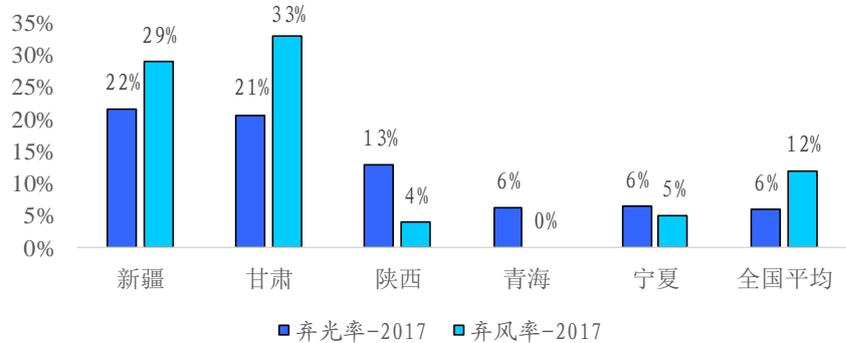
目前新能源的两种运营企业中，主要分为光伏运营和风电运营，而这两种运营到底哪一种更为受益本次边际改善呢？由于运营的边际改善主要从业绩和补贴两个角度改善，那么我们分析风电运营和光伏运营就从业绩和和补贴两个角度入手。

3.1. 风电业绩改善更为显著

新能源运营商业绩的改善来自于限电的改善，因此我们只需要梳理限电率的变化即可了解风电和光伏发电运营的业绩改善程度。从重点区域和全国范围内来看，2016-2017 年全国风电限电率分别高于光伏限电率 7%、6% 左右，重点区域如新疆和甘肃，弃风率两年平均高于弃光率 6.5%、

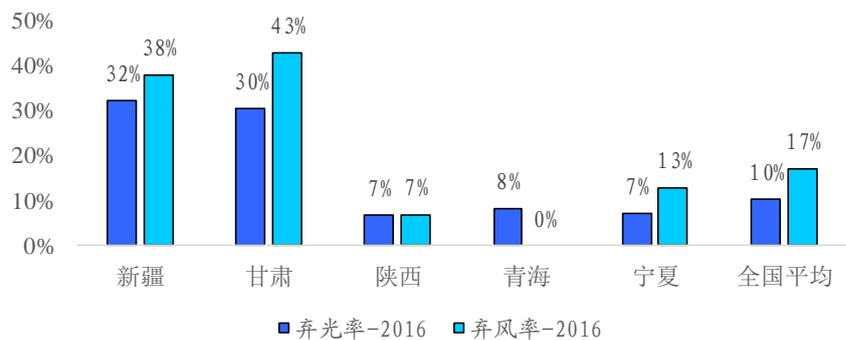
12.5%左右。按照两年时间跨度看，全国平均弃风率改善 5%、弃光率改善 4%；重点区域如新疆和甘肃，弃风率分别改善 9%、10%，弃光率分别改善 10%、9%。因此可以大体认为，弃风和弃光的限电改善幅度一致，从改善空间上来看，弃风改善空间略大于弃光改善空间。因此从弹性的角度，限电改善对风电运营商的业绩影响空间更大。

图 6 2017 年全国平均弃风率高于弃光率 6 个百分点



数据来源：国家能源局、国泰君安证券研究

图 7 2016 年全国平均弃风率高于弃光率 7 个百分点



数据来源：国家能源局、国泰君安证券研究

通过上文定量的分析，可以发现风电限电改善相比于光伏更大，这从限电的结构和原因来讲也能有较好的解释，主要是因为：风电装机量相比于光伏，更集中在三北地区。由于红色预警机制的出现，导致红六省风电装机几乎停滞，而特高压等解决消纳的手段持续推进，带来限电趋势性改善。相比而言，光伏在非限电地区装机量占比较大。

表 5: 弃风主要发生在三北地区，由以西北和东北为最

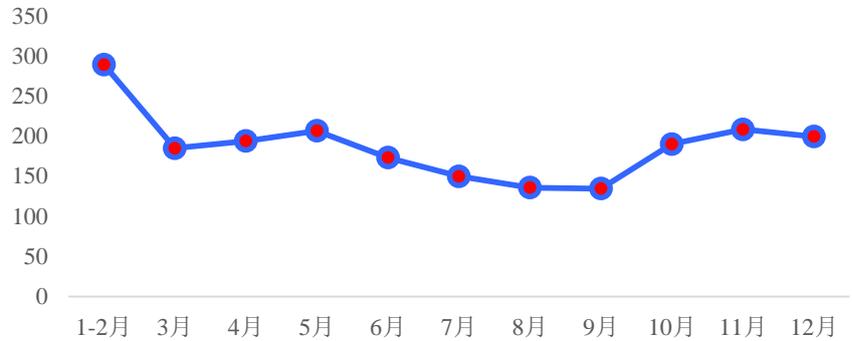
弃风率	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
华北地区	5%	7%	5%	6%	9%
内蒙古	15%	21%	18%	9%	15%
东北地区	13%	19%	19%	10%	13%
华东地区	0%	0%	0%	0%	0%
华中地区	0%	0%	0%	0%	0%
南方地区	2%	2%	2%	2%	2%
西北地区	24%	33%	29%	10%	12%

数据来源：国家能源局、国泰君安证券研究

从风电和光伏的发电出力曲线上来看，光伏发电出力与太阳移动有关，

夏多冬少，而风电的出力则在取暖季显著增加，也就是说风电出力和取暖季重合度较高。我国北方地区在取暖季为了保证热电联产机组的供热，调峰深度变浅，导致风电出力大的时候却遭遇调峰难而限电的问题。随着本次“煤改气”“煤改电”等采暖方式的改变，以及火电灵活性改造，风电冬季大幅限电将显著缓解。

图 8 风电出力与供暖季高度重合（全国风电月度发电量亿 kWh）



数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

因此无论从限电数据还是限电结构上来看，风电运营更为受益限电改善，拥有更大的业绩弹性。

3.2. 光伏补贴改善更为受益

新能源运营商估值的压制主要来自于补贴拖欠导致的现金流压力，因此我们需要研究风电和光伏运营对补贴的依赖程度。风电和光伏运营一般都采用标杆电价制度，如上文所述，运营商首先按照上网电量和当地脱硫脱硝电价与电网结算一笔现金流，然后标杆电价高出脱硫脱硝电价的部分即补贴部分需要等待国家可再生能源附加基金来支付，补贴部分越大，则意味着对补贴的依赖更大，如果补贴资金缓解，支付提速，则更为受益。

根据计算结果，光伏的补贴强度较风电来说更大，其度电补贴大约是风电多 100%，因此在补贴拖欠的背景下，光伏运营商的补贴压力较大，这也就是说，如果补贴拖欠得到边际改善，光伏运营商的现金流改善将更为明显，从现金流的改善的角度更加受益。

表 6: 2017 年风电平均补贴强度在 0.2 元/kWh 左右（单位：元/kWh）

光伏资源区	平均脱硫脱硝电价	2017 年标杆电价	补贴强度
I 类资源区	0.27	0.47	0.20
II 类资源区	0.33	0.50	0.17
III 类资源区	0.31	0.54	0.23
IV 类资源区	0.39	0.60	0.21

数据来源：国家发改委、国泰君安证券研究

表 7: 2017 年光伏平均补贴强度在 0.4 元/kWh 左右（单位：元/kWh）

光伏资源区	平均脱硫脱硝电价	2017 年标杆电价	补贴强度
I 类资源区	0.28	0.65	0.37
II 类资源区	0.36	0.75	0.39
III 类资源区	0.40	0.85	0.45

数据来源：国家发改委、国泰君安证券研究

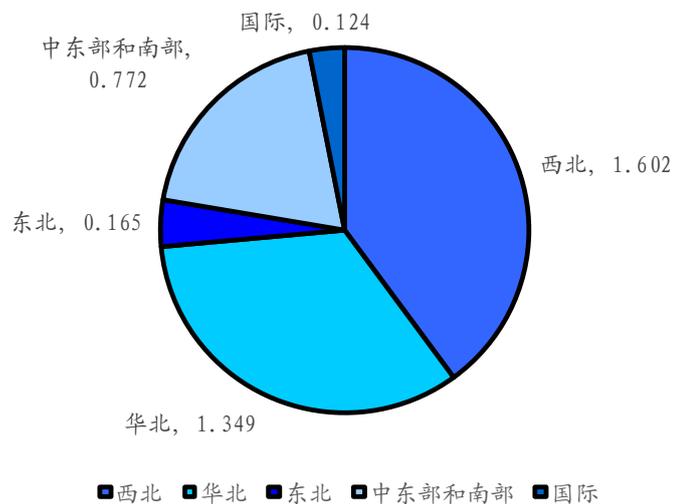
3.3. 推荐标的：金风科技——风机+运营龙头标的

金风科技是我国风机龙头，拥有自主知识产权的 1.5MW、2.XMW、2.5MW、3.0MW (S) 和 6.XMW 永磁直驱系列化机组，代表着全球风力发电领域最具前景的技术路线。金风科技在国内风电设备制造商中连续七年排名第一，在全球风电市场连续三年名列前三，在行业内多年保持领先地位。2017 年全年外销风机超过 5GW。同样值得注意的是，金风科技也是我国重要的风电运营商，截至 2018 年 Q1，自营风电场权益装机容量已达 4GW 以上。

2018 年 Q1 受益弃风限电改善，业绩大幅增长。2018 年 Q1 实现收入 38.6 亿元，同比增长 8%；归母净利润 2.4 亿元，同比增长 33%；扣非净利润 2.25 亿元，同比增长 28%。弃风限电改善是盈利增长的主因。从利用小时数来看，公司风电场利用小时数同比增长 142 小时，大增 31.7%。显著增长的主要原因是弃风限电的改善：①公司的电站在西北地区装机占比达 43%，而西北地区是弃风限电改善最大的区域；②参与直接电力交易量占子公司天润总发电量高达 26%。

行业深蹲起跳，风电复苏确认。经过两年培育，装机阻力逐步得到解决，行业在未来三年内将确定性增长，18-20 年装机可达 25、30、35GW。核准数据、订单数据、装机多维数据支持增长逻辑。行业已核准未建设规模已达 120GW 左右，分摊到未来三年年均 40GW。同时金风科技在手订单已达历史高位的 17.37GW，已签合同待执行订单首次超过 10GW，预收款已达 44 亿元。

图 9 金风科技存量电站集中在西北、东北、华北等区域



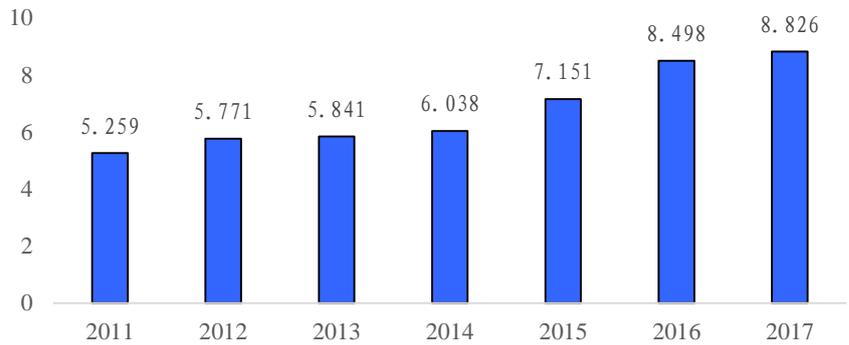
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

金风科技权益电站装机已经超过 4GW，Q1 发电小时数同比增长 31%，发电业务业绩大增。维持 2018-2020 年 EPS 分别为 1.13、1.38、1.65 元的预测，目标价 29 元，维持“增持”评级。

受益标的①：大唐新能源

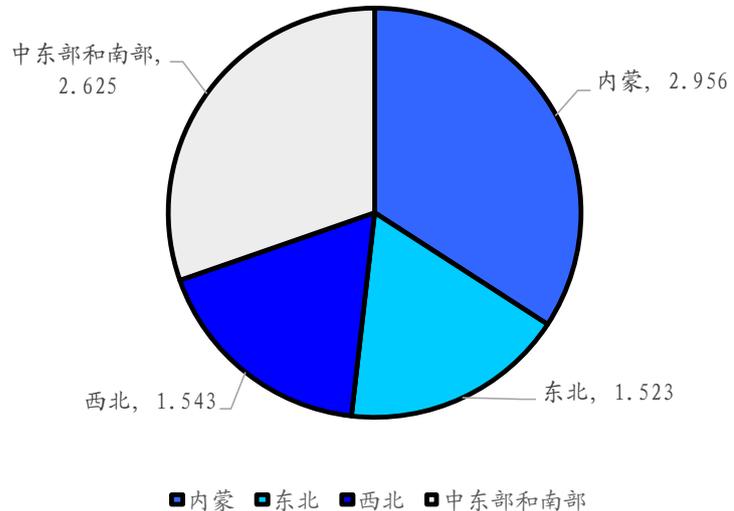
大唐新能源是五大发电集团之一中国大唐集团旗下的新能源发电运营企业，专门从事风电等新能源发电资产的运营。大股东中国大唐集团直接持股 57%。2017 年大唐新能源实现发电量 15299GWh，同比增加 3002GWh；实现净利润 9.03 亿元，同比增长 6.1 亿元，同比增长 208%，实现归母净利润 7.28 亿元，盈利水平刷新历史记录。目前公司控股装机容量为 8.826GW，其中风电装机容量 8.647GW。2017 年公司弃风限电率大幅改善，弃风限电率从 2016 年的 21% 下降到 2017 年的 15%，利用小时数同比提升 146 小时，达到 1899 小时，预计 2018-2020 年仍将受益限电改善。

图 10 大唐新能源装机量持续增长，已达 8.8GW



数据来源：公司年报

图 11 大唐新能源装机集中在内蒙、东北、西北



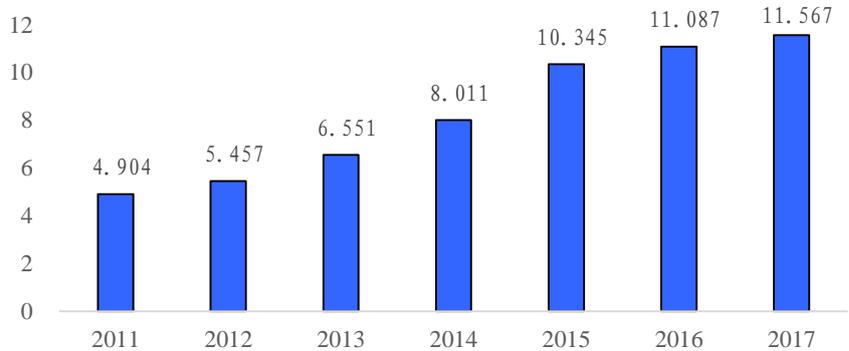
数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

受益标的②：华能新能源

华能新能源是五大发电集团之一中国华能集团旗下的新能源发电运营企业，专门从事风电等新能源发电资产的运营。大股东中国华能集团直接持股 50%。2017 年华能新能源实现总发电量 22434GWh，同比增加 2999GWh；实现净利润 30.61 亿元，同比增长 3.53 亿元，同比增长 13%，

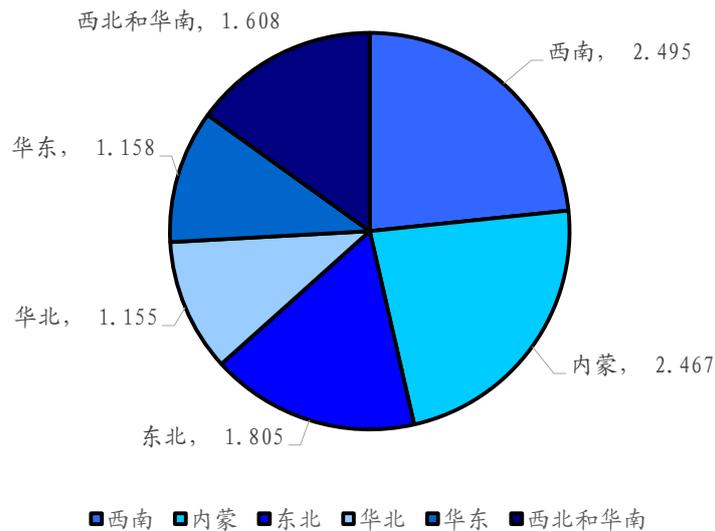
实现归母净利润 30.12 亿元，盈利水平稳健增长。目前公司控股装机容量为 11.567GW，其中风电装机容量 10.687GW。2017 年公司弃风限电率大幅改善，利用小时数同比提升 116 小时，达到 2082 小时，继续保持行业领先水平，预计 2018-2020 年仍将受益限电改善。

图 12 华能新能源装机量持续增长，已达 11.6GW



数据来源：公司年报

图 13 华能新能源装机集中在西南、内蒙、东北

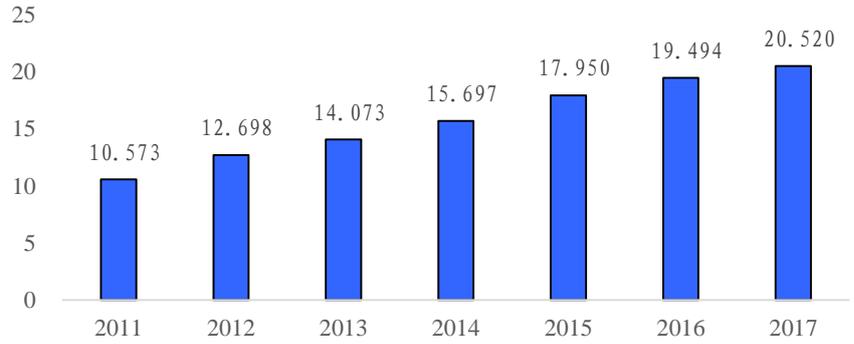


数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

受益标的③：龙源电力

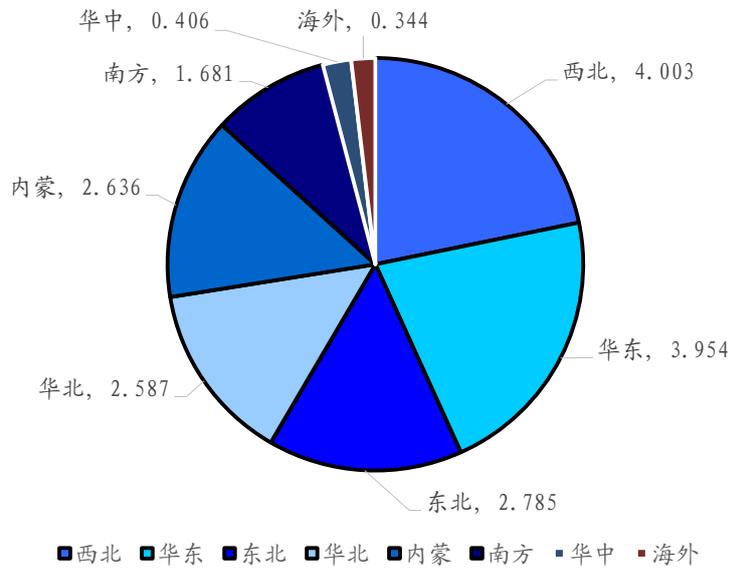
龙源电力是五大发电集团之一中国国电集团旗下的新能源发电运营企业，专门从事风电等发电资产的运营。大股东中国国电集团直接持股 57%。2017 年龙源电力实现风电发电量 34448GWh，同比增加 4486GWh；实现净利润 45.50 亿元，同比增长 0.6 亿元，同比增长 1%，实现归母净利润 38.46 亿元，盈利水平保持行业领先水平。目前公司控股装机容量为 20.520GW，其中风电装机容量 18.395GW。2017 年公司弃风限电率大幅改善，弃风限电率从 2016 年的 15.76% 下降到 2017 年的 10.43%，利用小时数同比提升 134 小时，达到 2035 小时，预计 2018-2020 年仍将受益限电改善。

图 14 龙源电力装机量持续增长，已达 20.5GW



数据来源：公司年报

图 15 龙源电力装机集中在西北、华东、东北、华北和内蒙

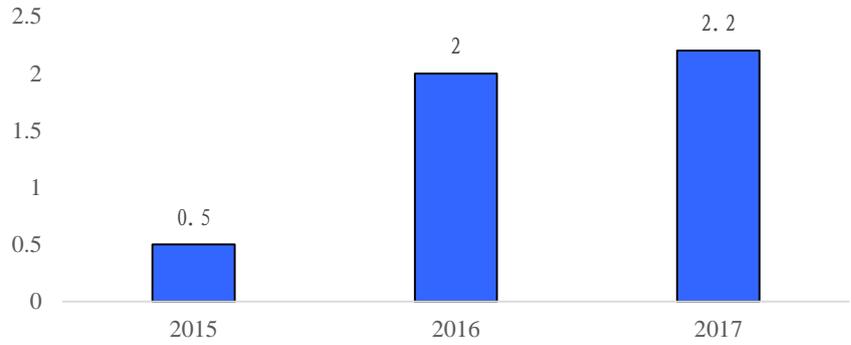


数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

受益标的④：北控清洁能源

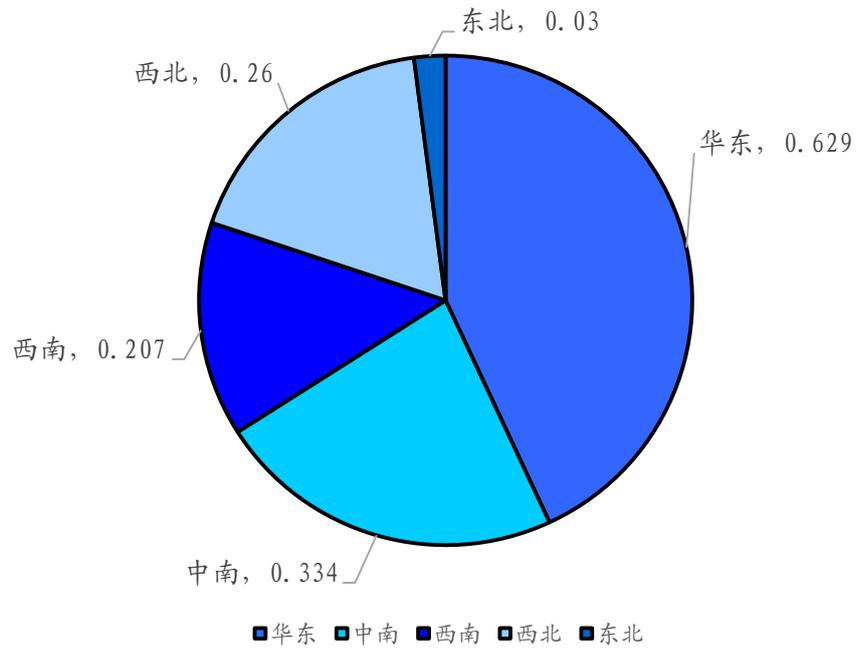
北控清洁能源集团是北京市人民政府出资设立，由原京泰实业集团、北京控股和北京燃气集团联合组建的市属大型国有企业集团，专门从事太阳能发电等新能源发电资产的运营。大股东北京控股集团直接持股 31.88%。2017 年北控清洁能源实现总发电量 1401GWh，同比增加 1179GWh；实现净利润 12.81 亿元，同比增长 8.51 亿元，同比增长 197.9%，实现归母净利润 12.67 亿元，盈利水平稳健增长。目前公司控股装机容量为 2.2GW，其中光电装机容量 1.784GW。由于公司 2016 年以来电站规模快速扩张，需要补贴资金支持，如果补贴资金加速发放，将会显著改善公司现金流。

图 16 北控清洁能源装机量持续增长，已达 2.2GW



数据来源：公司年报

图 17 北控清洁能源装机集中在华东、中南、西北和西南

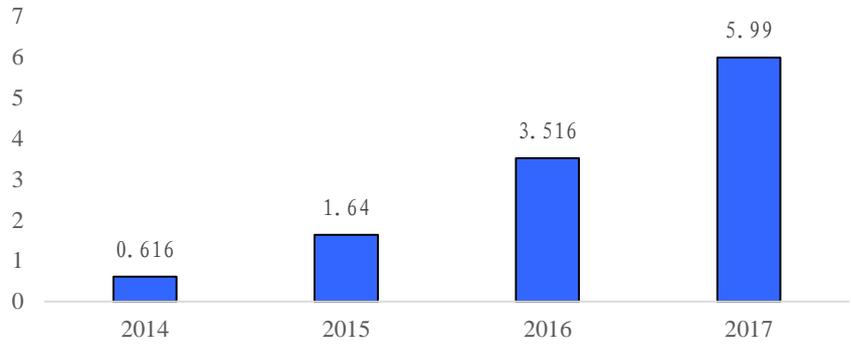


数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

受益标的⑤：协鑫新能源

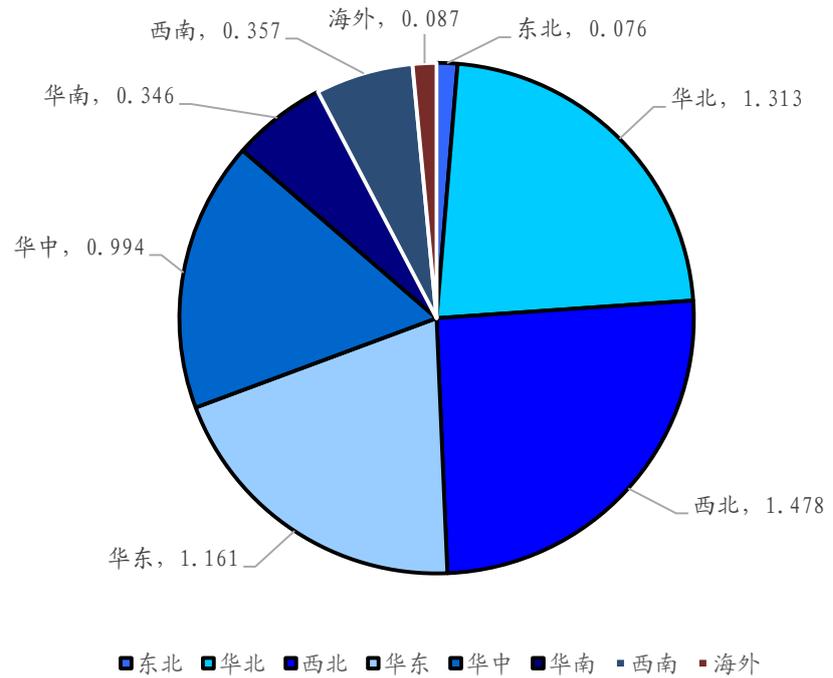
协鑫新能源是全球领先的以太阳能发电为主，集发电、建设、运营为一体的新能源企业。大股东保利协鑫直接持股 62.28%。2017 年协鑫新能源实现光伏发电量 5347GWh，同比增加 2559GWh；实现净利润 9.81 亿元，同比增长 7 亿元，同比增长 597.3%，实现归母净利润 8.41 亿元，盈利水平保持行业领先水平。目前公司控股光伏装机容量为 5.99GW。由于公司 2016 年以来电站规模快速扩张，需要补贴资金支持，如果补贴资金加速发放，将会显著改善公司现金流。

图 18 协鑫新能源装机量持续增长，已达 5.99GW



数据来源：公司年报

图 19 协鑫新能源装机集中在西北、华北、华东和华中



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

4. 风险提示

借款利率超预期上升。发电运营业务一般采用资本金+银行借款的方式进行开发，如果借款利率超预期上升，会导致财务费用超预期增加，进而影响运营企业的盈利能力。

金风科技 (002202)

弃风限电改善助力业绩高增长

	徐云飞 (分析师)	王浩 (分析师)	庞钧文 (分析师)
	0755-23976775	0755-23976068	021-38674703
	xuyunfei@gtjas.com	wanghao013539@gtjas.com	pangjunwen@gtjas.com
证书编号	S0880517030003	S0880513090004	S0880517120001

本报告导读:

金风科技不只是我国风机龙头,也是风电运营领军企业,权益装机容量超过 4GW,受益弃风限电改善,业绩高增长,维持“增持”评级,目标价 29 元。

投资要点:

维持“增持”评级,目标价 29 元。维持 2018-2020 年 EPS 分别为 1.13、1.38、1.65 元的预测,维持“增持”评级,目标价 29 元。

核心逻辑。行业深蹲起跳,风电三年期复苏。经过两年培育,装机阻力逐步得到解决,行业在未来三年内将确定性增长,18-20 年装机可达 25、30、35GW。核准数据、订单数据、装机多维数据支持增长逻辑。行业已核准未建设规模已达 120GW 左右,分摊到未来三年年均 40GW。同时金风科技在手订单已达历史高位的 17.37GW,已签合同待执行订单首次超过 10GW,预收款已达 44 亿元。

与众不同的观点。金风科技不只是风机龙头,还是我国重要的风电运营商,将显著受益限电改善带来的业绩增长。截至 2018 年 Q1,自营风电场权益装机容量已达 4GW 以上。Q1 受益弃风限电改善,业绩大幅增长。2018 年 Q1 实现收入 38.6 亿元,同比增长 8%;归母净利润 2.4 亿元,同比增长 33%;扣非净利润 2.25 亿元,同比增长 28%。弃风限电改善是盈利增长的主因。从利用小时数来看,公司风电场利用小时数同比增长 142 小时,大增 31.7%。显著增长的主要原因是弃风限电的改善:①公司的电站在西北地区装机占比达 43%,而西北地区是弃风限电改善最大的区域;②参与直接电力交易量占子公司天润总发电量高达 26%。弃风限电的持续改善有望助力全年业绩超预期。

催化剂。配额制政策、追缴自备电池欠缴补贴等政策落地。

风险提示。借款利率大幅上行带来财务费用超预期增加。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	26,396	25,129	29,028	34,763	40,404
(+/-)%	-12%	-5%	16%	20%	16%
经营利润 (EBIT)	3,617	3,059	4,207	5,447	6,826
(+/-)%	6%	-15%	38%	29%	25%
净利润	3,003	3,055	4,031	4,920	5,885
(+/-)%	5%	2%	32%	22%	20%
每股净收益 (元)	0.84	0.86	1.13	1.38	1.65
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	13.7%	12.2%	14.5%	15.7%	16.9%
净资产收益率 (%)	16.2%	14.4%	16.0%	16.3%	16.3%
投入资本回报率 (%)	14.3%	10.7%	12.8%	11.5%	11.5%
EV/EBITDA	12.0	17.2	12.8	10.8	8.8
市盈率	19.4	19.0	14.4	11.8	9.9
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 29.00

上次预测: 29.00

当前价格: 17.72

2018.05.10

交易数据

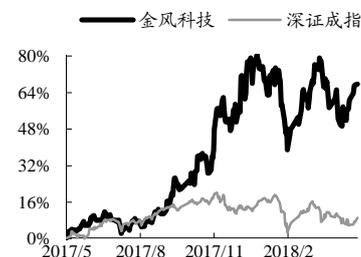
52 周内股价区间 (元)	11.38-20.00
总市值 (百万元)	63,016
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,556/2,805
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/650
流通股比例	97%
日均成交量 (百万股)	2528.92
日均成交值 (百万元)	444.38

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	22,854
每股净资产	6.43
市净率	2.8
净负债率	71.18%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.05	0.07
Q2	0.27	0.35
Q3	0.33	0.44
Q4	0.21	0.28
全年	0.86	1.13

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-100%	-100%	-100%
相对指数	-100%	-107%	-110%

模型更新时间: 2018.05.10

股票研究

工业
资本货物

金风科技 (002202)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 29.00

上次预测: 29.00

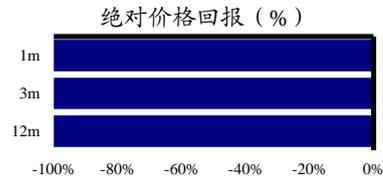
当前价格: 17.72

公司网址

www.goldwind.com.cn

公司简介

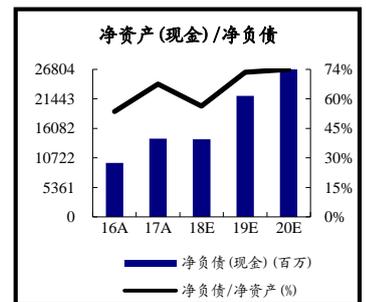
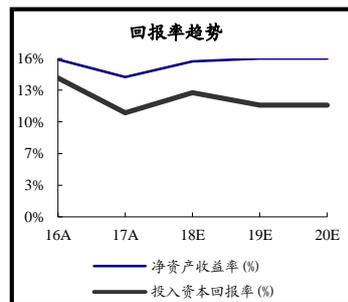
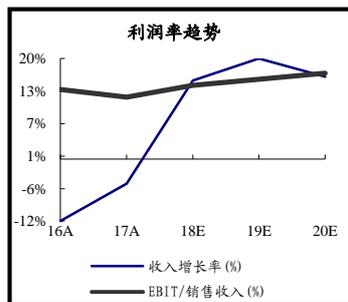
公司成立于1998年, 致力于成为国际化的清洁能源和节能环保整体解决方案提供商, 多次入选“全球最具创新能力企业50强”, 荣登2016年度“全球挑战者”百强榜, 被《知识产权资产管理 IAM》组织授予“中国知识产权倡导者”殊荣。公司目前专注于风电系统解决方案、可再生能源、新业务投资孵化。



52周价格范围 11.38-20.00
市值(百万) 63,016

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业总收入	26,396	25,129	29,028	34,763	40,404
营业成本	18,671	17,530	20,252	24,366	28,067
税金及附加	165	161	186	223	259
销售费用	2,033	1,906	1,916	2,155	2,424
管理费用	1,910	2,473	2,467	2,572	2,828
EBIT	3,617	3,059	4,207	5,447	6,826
公允价值变动收益	24	-16	0	0	0
投资收益	622	1,213	1,012	1,089	1,122
财务费用	760	786	158	420	740
营业利润	3,291	3,509	4,805	5,840	6,908
所得税	446	342	469	570	675
少数股东损益	103	94	287	332	332
净利润	3,003	3,055	4,031	4,920	5,885
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	8,300	7,752	7,013	8,013	9,013
其他流动资产	3,473	2,530	0	0	0
长期投资	7,060	10,793	10,793	10,793	10,793
固定资产合计	19,479	22,838	25,503	37,123	46,487
无形及其他资产	3,284	4,474	4,488	5,831	7,143
资产合计	64,437	72,788	73,258	92,280	108,845
流动负债	24,663	29,600	29,579	43,349	53,699
非流动负债	19,075	19,713	1,589	15,886	15,886
股东权益	18,481	21,192	25,222	30,143	36,027
投入资本(IC)	22,057	25,820	29,594	42,717	53,772
现金流量表					
NOPLAT	3,163	2,760	3,795	4,913	6,157
折旧与摊销	937	1,137	1,427	2,004	2,791
流动资金增量	-1,164	554	9	-159	-380
资本支出	-5,608	-4,901	-4,124	-14,985	-13,485
自由现金流	-2,672	-451	1,107	-8,227	-4,916
经营现金流	3,103	3,023	6,813	6,445	8,262
投资现金流	-7,011	-7,098	-3,112	-13,896	-12,363
融资现金流	5,247	3,382	-4,440	8,451	5,101
现金流净增加额	1,338	-693	-740	1,000	1,000
财务指标					
成长性					
收入增长率	-12.2%	-4.8%	15.5%	19.8%	16.2%
EBIT 增长率	6.1%	-15.4%	37.5%	29.5%	25.3%
净利润增长率	5.4%	1.7%	32.0%	22.1%	19.6%
利润率					
毛利率	29.3%	30.2%	30.2%	29.9%	30.5%
EBIT 率	13.7%	12.2%	14.5%	15.7%	16.9%
净利润率	11.4%	12.2%	13.9%	14.2%	14.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	16.2%	14.4%	16.0%	16.3%	16.3%
总资产收益率(ROA)	4.7%	4.2%	5.5%	5.3%	5.4%
投入资本回报率(ROIC)	14.3%	10.7%	12.8%	11.5%	11.5%
运营能力					
存货周转天数	61	76	76	76	76
应收账款周转天数	194	215	215	215	215
总资产周转天数	809	997	918	869	908
净利润现金含量	1.03	0.99	1.69	1.31	1.40
资本支出/收入	21%	20%	14%	43%	33%
偿债能力					
资产负债率	69.5%	69.2%	63.4%	65.2%	64.8%
净负债率	53.1%	66.9%	55.9%	72.9%	74.4%
估值比率					
PE	19.4	19.0	14.4	11.8	9.9
PB	2.4	2.7	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	12.0	17.2	12.8	10.8	8.8
P/S	1.7	2.3	2.0	1.7	1.4
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



太阳能 (000591)

央企旗下光伏平台，有望迎来资产重估

	徐云飞 (分析师)	王浩 (分析师)	庞钧文 (分析师)
	0755-23976775	0755-23976068	021-38674703
	xuyunfei@gtjas.com	wanghao013539@gtjas.com	pangjunwen@gtjas.com
证书编号	S0880517030003	S0880513090004	S0880517120001

本报告导读:

中节能旗下光伏运营平台，目前在手电站 4GW，年均新增 1GW 左右装机，受益限电改善业绩高增长，首次覆盖给予“增持”评级，目标价 8.8 元。

投资要点:

首次覆盖，给予“增持”评级。太阳能是央企中节能旗下的光伏运营平台，具备央企的项目开发和资金成本优势，目前存量电站在 4GW 以上，公司未来将保持年均 1GW 左右的电站扩张规模，在限电改善的大背景下，利润将实现大幅增长，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.44、0.59、0.77 元，CAGR 为 32%，由于 ROE 进入回升期，估值将提升，2018 年 20 倍 PE 较为合理，对应目标价 8.8 元，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设。太阳能持有的 4GW+ 的电站，在西北如新疆的电站限电较为严重，此前业绩受到限电压制。但在国家着力解决弃光限电的大背景下，太阳能将受益限电的持续改善，存量电站利用小时数增加，业绩有望大幅增长，同时能源局对自备电厂追缴欠缴补贴，有望加速其存量电站的补贴的发放进程。

与众不同的观点。市场普遍认为新能源光伏运营企业业绩受到限电压制，同时补贴拖欠影响企业现金流水平，后续电站开发进度受影响。我们认为限电改善和补贴拖欠这两大压制因素都出现边际好转。通过直接电力交易等措施，太阳能旗下电站已经出现了显著的限电改善，后续随着可再生能源配额制等手段，弃光仍将继续好转，并有望得到基本解决，2018 年 Q1 实现归母净利润 1.42 亿元，同比增长 89.52%；补贴拖欠主要是由自备电厂欠缴可再生能源附加导致，我们预计能源局有计划追缴欠缴资金，将会大大改善补贴拖欠情况。两大压制因素均出现了边际好转，太阳能有望价值重估，或迎来戴维斯双击。

催化剂。配额制政策、追缴自备电厂欠缴补贴等政策落地。

风险提示。借款利率大幅上行带来财务费用超预期增加。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,333	5,205	5,665	6,321	7,089
(+/-)%	19%	20%	9%	12%	12%
经营利润 (EBIT)	1,177	1,516	2,037	2,628	3,233
(+/-)%	17%	29%	34%	29%	23%
净利润	653	805	1,315	1,784	2,302
(+/-)%	38%	23%	63%	36%	29%
每股净收益 (元)	0.22	0.27	0.44	0.59	0.77
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	27.2%	29.1%	36.0%	41.6%	45.6%
净资产收益率 (%)	5.8%	6.7%	9.8%	11.7%	13.2%
投入资本回报率 (%)	4.9%	5.5%	7.0%	8.0%	9.0%
EV/EBITDA	9.7	12.2	9.8	8.2	6.9
市盈率	23.7	19.2	11.8	8.7	6.7
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 8.80

当前价格: 5.19

2018.05.11

交易数据

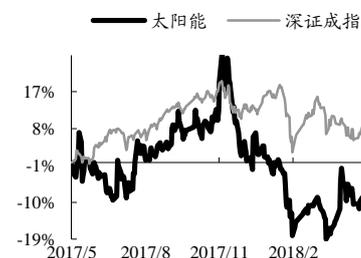
52 周内股价区间 (元)	4.44-14.08
总市值 (百万元)	15,607
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,007/1,849
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	61%
日均成交量 (百万股)	1283.70
日均成交值 (百万元)	65.79

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	12,247
每股净资产	4.07
市净率	1.3
净负债率	112.19%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.02	0.04
Q2	0.11	0.16
Q3	0.10	0.15
Q4	0.04	0.09
全年	0.27	0.44

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-100%	-100%	-100%
相对指数	-100%	-107%	-110%

模型更新时间: 2018.05.10

股票研究

工业
资本货物

太阳能 (000591)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 8.80

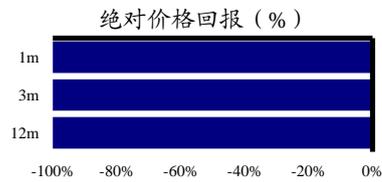
当前价格: 5.19

公司网址

www.ccecsec.cn

公司简介

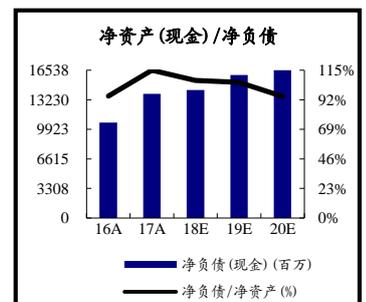
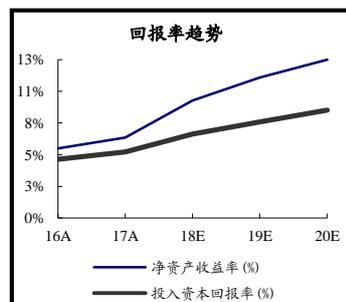
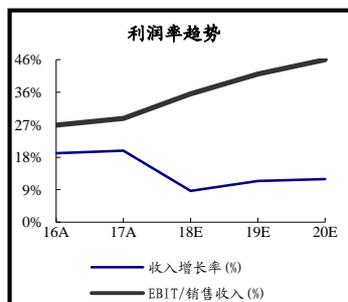
公司是中国最大的太阳能投资运营商和国内第一家以太阳能发电为主业的上市公司,是中国节能环保集团公司的控股子公司。中国节能环保集团公司是国内唯一一家以节能减排、环境保护为主业的中央企业。



52 周价格范围 4.44-14.08
市值 (百万) 15,607

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业总收入	4,333	5,205	5,665	6,321	7,089
营业成本	2,909	3,414	3,348	3,404	3,543
税金及附加	41	58	63	70	79
销售费用	38	38	39	39	39
管理费用	168	178	178	180	195
EBIT	1,177	1,516	2,037	2,628	3,233
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	31	42	30	30	30
财务费用	525	672	690	785	843
营业利润	680	837	1,377	1,873	2,421
所得税	50	40	65	88	114
少数股东损益	25	6	10	14	14
净利润	653	805	1,315	1,784	2,302
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,572	844	1,000	1,000	1,000
其他流动资产	1,996	966	0	0	0
长期投资	54	49	49	49	49
固定资产合计	19,572	22,501	25,593	28,603	30,929
无形及其他资产	2,121	2,197	514	504	494
资产合计	29,768	31,548	32,252	35,810	38,787
流动负债	5,877	5,747	4,787	4,847	3,805
非流动负债	12,371	13,552	1,389	15,591	17,291
股东权益	11,297	12,099	13,414	15,198	17,500
投入资本(IC)	22,163	26,092	27,860	31,356	34,188
现金流量表					
NOPLAT	1,096	1,446	1,942	2,505	3,082
折旧与摊销	660	883	1,020	1,203	1,385
流动资金增量	-620	-1,417	4	-497	-516
资本支出	-4,063	-2,749	-2,417	-4,189	-3,689
自由现金流	-2,927	-1,838	549	-978	263
经营现金流	1,359	1,666	3,996	3,246	3,989
投资现金流	-6,191	-2,033	-2,387	-4,159	-3,659
融资现金流	4,454	-168	-1,453	913	-330
现金流净增加额	-378	-535	156	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	19.4%	20.1%	8.8%	11.6%	12.1%
EBIT 增长率	16.9%	28.8%	34.3%	29.0%	23.0%
净利润增长率	38.2%	23.2%	63.4%	35.7%	29.0%
利润率					
毛利率	32.9%	34.4%	40.9%	46.1%	50.0%
EBIT 率	27.2%	29.1%	36.0%	41.6%	45.6%
净利润率	15.1%	15.5%	23.2%	28.2%	32.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	5.8%	6.7%	9.8%	11.7%	13.2%
总资产收益率(ROA)	2.2%	2.6%	4.1%	5.0%	5.9%
投入资本回报率(ROIC)	4.9%	5.5%	7.0%	8.0%	9.0%
运营能力					
存货周转天数	23	21	21	21	21
应收账款周转天数	283	295	295	295	295
总资产周转天数	2211	2150	2055	1965	1920
净利润现金含量	2.08	2.07	3.04	1.82	1.73
资本支出/收入	94%	53%	43%	66%	52%
偿债能力					
资产负债率	61.3%	61.2%	57.9%	57.1%	54.4%
净负债率	94.7%	114.8%	106.9%	105.5%	94.5%
估值比率					
PE	23.7	19.2	11.8	8.7	6.7
PB	0.6	1.3	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.7	12.2	9.8	8.2	6.9
P/S	1.6	3.0	2.7	2.5	2.2
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



节能风电 (601016)

央企旗下风电平台，有望迎来资产重估

首次覆盖

评级：谨慎增持

目标价格：3.60

当前价格：3.17

2018.05.11

	徐云飞 (分析师)	王浩 (分析师)	庞钧文 (分析师)
	0755-23976775	0755-23976068	021-38674703
	xuyunfei@gtjas.com	wanghao013539@gtjas.com	pangjunwen@gtjas.com
证书编号	S0880517030003	S0880513090004	S0880517120001

本报告导读：

中节能旗下风电运营平台，目前在手电站 2.67GW，年均新增 300-400MW 左右装机，受益限电改善业绩高增长，首次覆盖给予“谨慎增持”评级，目标价 3.6 元。

投资要点：

首次覆盖，给予“谨慎增持”评级。节能风电是央企中节能旗下的风电运营平台，具备央企的项目开发和资金成本优势，目前存量电站在 2.6GW 以上，公司未来将保持年均 300-400MW 以上的电站扩张规模，在限电改善的大背景下，利润将实现大幅增长，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.18、0.22、0.25 元，由于 ROE 进入回升期，估值将提升，2018 年 20 倍 PE 较为合理，首次覆盖给予“谨慎增持”评级，目标价 3.6 元。

关键假设。节能风电持有的 2.6GW+ 的电站，在西北、东北的电站限电较为严重，此前业绩受到限电压制。但在国家着力解决弃光限电的大背景下，节能风电将受益限电的持续改善，存量电站利用小时数增加，业绩有望大幅增长，同时能源局对自备电厂追缴欠缴补贴，有望加速其存量电站的补贴的发放进程。

与众不同的观点。市场普遍认为风电运营企业业绩受到限电压制，同时补贴拖欠影响企业现金流水平，后续电站开发进度受影响。我们认为限电改善和补贴拖欠这两大压制因素都出现边际好转。通过多边电力交易等措施，节能风电旗下电站已经出现了显著的限电改善，其中 2017 年多边电力交易占比由 2016 年的 15.7% 提升到 29.8%，发电小时数同比增长 333 小时至 2059 小时，同时 2017 年公司仍有 11.7 亿度弃电，如果后续弃风限电持续改善，业绩有很大改善空间；补贴拖欠主要是由自备电厂欠缴可再生能源附加导致，我们预计随着能源局追缴欠缴资金，将会改善补贴拖欠情况。两大压制因素均出现边际好转，节能风电有望价值重估。

催化剂。配额制政策、追缴自备电厂欠缴补贴等政策落地。

风险提示。借款利率大幅上行带来财务费用超预期增加。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,415	1,871	2,442	2,766	3,092
(+/-)%	4%	32%	30%	13%	12%
经营利润 (EBIT)	534	833	1,300	1,504	1,706
(+/-)%	-6%	56%	56%	16%	13%
净利润	189	399	762	897	1,025
(+/-)%	-7%	112%	91%	18%	14%
每股净收益 (元)	0.05	0.10	0.18	0.22	0.25
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	37.7%	44.5%	53.2%	54.4%	55.2%
净资产收益率 (%)	3.0%	6.0%	10.2%	10.8%	10.9%
投入资本回报率 (%)	3.0%	4.3%	6.5%	6.8%	7.1%
EV/EBITDA	11.7	14.2	10.9	9.8	8.9
市盈率	70.1	33.1	17.3	14.7	12.9
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

交易数据

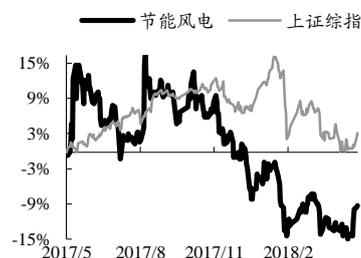
52 周内股价区间 (元)	2.91-4.24
总市值 (百万元)	13,173
总股本/流通 A 股 (百万股)	4,156/4,156
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	1291.89
日均成交值 (百万元)	40.37

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,846
每股净资产	1.65
市净率	1.9
净负债率	139.87%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.02	0.05
Q2	0.03	0.05
Q3	0.01	0.03
Q4	0.03	0.06
全年	0.10	0.18

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	5%	-10%
相对指数	3%	4%	-13%

模型更新时间: 2018.05.11

股票研究

公用事业
电力

节能风电 (601016)

首次覆盖

评级: 谨慎增持

目标价格: 3.60

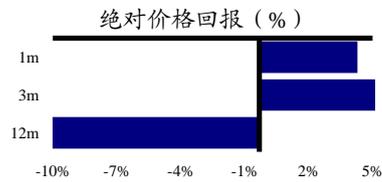
当前价格: 3.17

公司网址

www.cecwpc.cn

公司简介

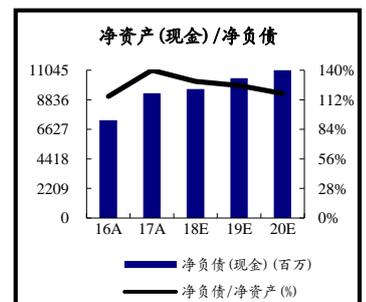
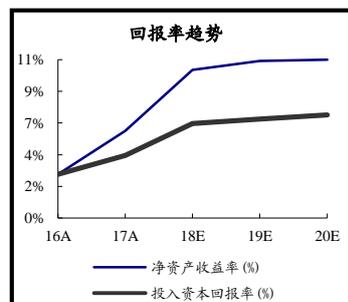
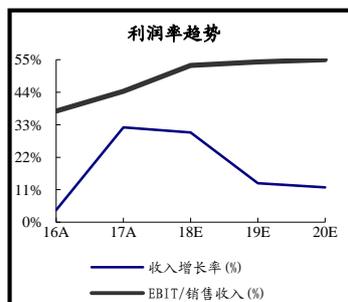
公司是从事风力发电项目开发、投资管理、建设施工、运营维护的专业化公司。公司控股股东中国节能环保集团是最早介入风电领域的中央企业之一，作为中国节能唯一风电开发运营平台，公司承继了中国节能在风电领域多年积累的行业经验、技术优势及从事风电行业的优秀管理团队，已发展成为张北坝上地区、甘肃河西走廊地区最大的风电开发商。



52 周价格范围: 2.91-4.24
市值 (百万): 13,173

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业总收入	1,415	1,871	2,442	2,766	3,092
营业成本	779	915	1,002	1,114	1,227
税金及附加	11	14	18	20	23
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	92	110	122	127	136
EBIT	534	833	1,300	1,504	1,706
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	12	2	2	2	2
财务费用	321	364	406	448	495
营业利润	225	512	896	1,058	1,213
所得税	67	73	101	119	136
少数股东损益	81	63	55	65	65
净利润	189	399	762	897	1,025
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,503	1,511	1,000	1,000	1,000
其他流动资产	228	237	0	0	0
长期投资	59	58	58	58	58
固定资产合计	14,271	15,659	17,507	19,250	20,896
无形及其他资产	958	987	194	201	208
资产合计	17,942	19,952	20,296	22,247	24,102
流动负债	2,550	3,641	2,752	2,741	2,497
非流动负债	8,321	8,915	933	10,330	11,330
股东权益	6,352	6,684	7,446	8,343	9,368
投入资本(IC)	14,315	16,694	17,788	19,575	21,265
现金流量表					
NOPLAT	427	719	1,157	1,339	1,519
折旧与摊销	660	756	804	910	1,006
流动资金增量	-556	-969	15	-37	-37
资本支出	-2,756	-2,653	-1,838	-2,637	-2,637
自由现金流	-2,225	-2,147	139	-426	-149
经营现金流	1,138	1,203	2,373	2,258	2,540
投资现金流	-2,678	-2,660	-1,836	-2,636	-2,636
融资现金流	-445	1,477	-1,048	377	96
现金流净增加额	-1,984	20	-511	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	4.1%	32.2%	30.5%	13.3%	11.8%
EBIT 增长率	-6.1%	56.0%	56.1%	15.7%	13.4%
净利润增长率	-7.3%	111.6%	91.0%	17.7%	14.3%
利润率					
毛利率	45.0%	51.1%	59.0%	59.7%	60.3%
EBIT 率	37.7%	44.5%	53.2%	54.4%	55.2%
净利润率	13.3%	21.3%	31.2%	32.4%	33.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	3.0%	6.0%	10.2%	10.8%	10.9%
总资产收益率(ROA)	1.1%	2.0%	3.8%	4.0%	4.3%
投入资本回报率(ROIC)	3.0%	4.3%	6.5%	6.8%	7.1%
运营能力					
存货周转天数	46	50	50	50	50
应收账款周转天数	151	195	195	195	195
总资产周转天数	4611	3695	3008	2807	2736
净利润现金含量	6.04	3.02	3.11	2.52	2.48
资本支出/收入	195%	142%	75%	95%	85%
偿债能力					
资产负债率	60.6%	62.9%	59.5%	58.8%	57.4%
净负债率	115.0%	139.7%	129.4%	125.3%	117.9%
估值比率					
PE	70.1	33.1	17.3	14.7	12.9
PB	1.0	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	11.7	14.2	10.9	9.8	8.9
P/S	4.7	7.1	5.4	4.8	4.3
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		