

中国新能源行业

配额制政策正式发布

同步大市（维持）

概要。国家发改委和能源局 5 月 15 日正式发布了“可再生能源电力消纳保障机制（配额制）”。正式发布的配额制政策中确认了用户侧作为新能源配额的承担方。我们认为配额制政策将对地方政府施加足够强大的影响力来推动地方对于政策的执行，与此同时，我们认为新政对于地方在监督和惩罚配额实施落后者仍保有较高的自由裁量权。对于责任权重的执行，我们预期实际执行在短期内将偏向可再生能源消纳责任权重的下限，我们测算该指标将对应 2019 年的风电、光伏的新增装机量分别为 32 及 48 吉瓦。我们认为限电率较高的风电运营商将在短期内获益最多，而光伏产业链则对政策对未来潜在释放的装机增长空间反应敏感。

中国新能源行业

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

- **配额制实施政策与此前第三次征求意见稿内容大体一致。**政策的关键字由此前多项征求意见稿中的“配额制”在最终政策实施稳健中更改为可在省能源消纳“责任权重”。我们认为“责任权重”语气较“配额制”更加强烈，显示出中国政府对于该政策的推行决心。我们同时预期配额制政策将成为地方政府年度考核指标中关键项目之一。
- **配额制确立了由用户侧承担配额责任。**我们认为由用户侧承担可再生能源消纳配额将是更加公平的方式。与发电侧承担配额责任相比，用户侧承担配额更能够体现全社会共同承担可再生能源消纳的责任，同时也承担目前因此而带来相对较高的能源成本。随着可再生能源平价逐渐成为现实，我们预期未来可再生能源成本将不再是造成消纳的难题，而电网及配电销售企业对于可再生能源的消纳能力将成为未来行业发展的关键。
- **将配额制与地方“双控”考核关联。**我们注意到最终版配额制将新能源消纳责任权重与地方政府的能源消费总量以及单位能耗两项指标的控制相关联。我们认为这种方式将对地方政府及能源管理部门对配额政策的执行施加足够大的压力，同时在执行层面对于配额实施的监督和惩处仍对地方留有一定自由裁量权。
- **限电率较高的风电企业短期内将获益最多。**我们预期配额制政策的出台将会对目前风电行业较为低迷的估值情况带来价值重估的催化剂。目前对于风电行业，我们的首选股份是**华电福新（816 HK，买入，目标价：2.00 港元）**。华电福新 2018 年全年限电率约 10%，并且在 2019 年，我们预期公司的水电业务恢复和火电燃料成本下降将使公司有望获得较好的盈利增速。
- **光伏企业将对配额制政策所带来的装机增量空间较为敏感。**光伏行业 2019 年以来已累积了较好的增长动能，其主要驱动力来自于海外市场旺盛的光伏需求。随着能源局近期发布的光伏政策有望将中国光伏市场带出自 2018 年 5.31 政策以来的需求冰封期，市场共识预期光伏制造市场有望在 2019 年下半年变得更加火热。据此，我们认为上市光伏产业链企业将对潜在市场需求扩张反应积极，尤其是配额制发布将有望帮助市场确认未来中国长期光伏发展需求。

国家发改委和能源局正式发布可再生能源配额制政策

国家发改委和能源局 5 月 15 日正式发布了“可再生能源电力消纳保障机制（下称配额制）”。中国政府自 2014 年开始对可再生能源配额制政策的设计和规划，历时五年的准备，在 2018 年又分别实施了 3 轮对该政策的意见征询。对于新能源行业来说，配额制政策可谓千呼万唤始出来，其主要的政策目标为 1) 促进可再生能源的消纳，2) 促使各类承担消纳责任的市场主体公平承担消纳可再生能源电力责任，以及 3) 建立可再生能源长效发展机制。根据我们对于政策及此前征求意见稿的研习，我们总结了与该政策有关的五大方面。

政策链接：http://zfxqgk.nea.gov.cn/auto87/201905/t20190515_3662.htm

1. 配额制的运行机制

政策内容

配额制要求以省级行政区域为范围，结合 1) 省级行政区域全社会用电量，2) 地方可再生能源供应总量以及跨区域可再生能源送电量，以及 3) 地方省级电网企业的技术支持，按年度测算可再生能源电力消费比重。地方能源主管部门将该消费比重提交国务院能源主管部门进行反馈，论证后于每年 3 月底前向各级行政区域下达当年可再生能源电力消纳责任权重。升级能源主管部门会同经济运行管理部门，所在地国务院能源主管排除监管机构按年度组织制定本省级行政区域可再生能源电力消纳实施方案，报省级人民政府批准后实施。消纳责任权重包含两类，一为可再生能源电力消纳权重，二为非水可再生能源电力消纳责任权重。

我们的观点

国家发改委和能源局将此前配额制征求意见稿中关键字“配额考核”在最终政策文件中变更为“责任权重”，而配额制的组织和运行机制与此前配额制第三次征求意见稿中大致相同。我们认为“责任权重”在文字语气上较“配额考核”更为强烈，体现中国政府对于配额制执行的坚定决心，我们同时预期配额制的落实将成为地方政府年度考核机制中重要的一项。

2. 谁来承担可再生能源消纳的责任？

政策内容

配额制确认了电力市场用户侧将承担可再生能源消纳责任权重。配额制定义了承担责任权重的两类市场参与主体，分别是 1) 直接向电力用户供/售电的电网企业、独立手电公司、拥有配电网运营权的手电公司；2) 通过电力批发市场购电的电力用户和拥有自备电厂的企业。第一类市场主体承担逾期年售电量对应的消纳量，而第二类市场主体则承担与其年度用电量对应的消纳量。

我们的观点

政策最终终结了到底是由发电侧还是售电侧来承担配合的纷争。我们认为由用户侧来承担配合将是对全社会更加公平的方式。由全社会共同来承担消纳更多可再生能源的责任，以及目前阶段相对较高的可再生能源成本。随着可再生能源平价逐渐成为事实，我们预期成本问题将不构成对于未来新能源消纳的阻碍，而电网、配售电企业对于新能源的消纳能力将越发成为关键。

3. 如何对配额进行评价和考核？

政策内容

地方电网企业将承担消纳责任权重的关键角色，依据省级人民政府批准的消纳实施方案负责组织经营区内各承担消纳责任的市场的护体完成可再生能源电力消纳。地方能源主管部门会同经济管理部门负责监督并督促市场主体完成配额考核。国家可再生能源信息中心将与国家电网、南方电网等电网企业及各电力交易中心联合建立消纳监测核算体系并实现信息共享。地方能源主管主管部门会同经济管理部门将对市场主体的消纳情况进行考核，按年度公布可再生能源电力消纳量考核报告。各省级能源主管部门会同经济运行管理部门负责督促未履行消纳责任的市场主体限期整改，对未按期完成整改的市场主体依法依规予以处理，将其列入不良信用记录，予以联合惩戒。对地方政府而言，配额制将与地方“双控”目标进行挂钩以增强地方政府对于政策的执行力。

我们的观点

我们认为配额制政策将对地方政府和地方能源主管部门带来足够大的压力，以推进可再生能源消纳责任权重的实施。同时我们也注意到文件对于地方对于市场配额承担主体的监督和惩处仍保有较高的自由裁量权。

4. 满足配额考核要求的市场交易机制

政策内容

配额制设计了两套通过市场化交易来满足消纳责任权重的机制，一是向超额完成年度消纳量的市场主体购买其超额完成的可再生能源电力消纳量（简称“超额消纳量”），双方自主确定转让（或交易）价格；二是通过自愿认购可再生能源绿色电力证书（简称“绿证”），绿证对应的可再生能源电量等量记为消纳量。

我们的观点

市场化交易机制与此前第三次征求意见稿中内容完全一致。我们认为政府希望通过建立二级市场交易方式来平抑市场对于配额的供应和需求，并希望以此增加可再生能源获取补贴的渠道，如绿证，以减少目前可再生能源补贴资金缺口。在这份政策当中，配额制的交易也定价机制仍然缺失。随着配额制政策的正式发布，我们预期后续会有更多的辅助性政策（如绿证交易和定价机制）陆续推出来丰富这个长效政策框架。

5. 配额制实施的关键时间点

政策内容

在文件发布后，配额制在 2019 年内将以模拟运行方式，按照政策下达的 2019 年消纳责任权重对承担消纳责任的市场主体进行试考核。地方政府、国家电网、南方电网及有关机构需要在 2019 年底前完成有关政策实施准备工作。2020 年 1 月 1 日起全面进行监测评价和正式考核。目前版本的配额制政策有效期为 5 年，具体政策将视乎执行情况进行调整完善。

我们的观点

2019 年将启动配额制试行。随着新的消纳运行机制的启动，我们预期后续仍会陆续有更多的执行细节将会发布。此外我们也预期将会有后续的配套政策来进一步完善长效政策框架。

配额制政策的市场影响

我们认为配额制将是构成指引新能源行业长期发展的核心政策。历经五年的反复讨论，政策的最终推出将减轻或消除市场对于中国对发展可再生能源的决心，并将可再生能源作为未来长期发展的主体能源之顾虑。我们预期政策将重燃市场对于通过绿证获取新能源电力补贴的希望，并且我们也判断市场将对可再生能源的长期发展在配额制的鼓舞下将更加美好的憧憬。

根据配额制对于各省的目标，我们对不同情景配额下 2019-20 年的新能源装机进行了情境测算。基于最低消纳责任权重要求，我们预期 2019 年风电、光伏的装机增量空间分别为 32/48 吉瓦，而 2020 年风电、光伏的装机增量空间为 22/41 吉瓦。基于激励性消纳权重目标，我们测算 2019 年风电光伏的装机空间为 53/86 吉瓦，而 2020 年则分别为 24/46 吉瓦。根据能源局近期的征求意见稿政策指引隐含平价普遍实现前将对有补贴项目进行控制的思路，我们认为装机增量将偏向最低消纳责任权重情景。尽管如此，我们认为新能源的长期增长将随着配额制的发布带来更加广阔的发展空间，我们预期整体的增长将超出市场预期。

受限电影响较高的风电企业将最直接受惠于配额制政策

风电板块由于受到限电以及可再生能源补贴缺口带来补贴应收持续增加等问题，行业的估值一直承压。随着中国配额制政策的发布，我们认为风电项目的消纳问题有望妥善解决，随之也为绿证等方式带来新的补贴资金来源带来了希望。我们预期配额制政策将有望成为触发行业价值重估的催化剂，可提振目前较为低迷的行业估值。我们认为目前受限电影响较高的风电企业将有望获得最多的短期收益。我们目前的行业首选是华电福新（816HK，买入，目标价：2.00 港元）。华电福新 2018 年的限电率约 10%，并且随着公司的水电业务逐渐恢复，火电燃料成本有所下降，我们预期公司将在 2019 年获得较好的盈利增速。

光伏企业将对装机增量空间释放较为敏感

光伏行业 2019 年以来已累积了较好的增长动能，其主要驱动力来自于海外市场旺盛的光伏需求。随着能源局近期发布的光伏政策有望将中国光伏市场带出自 2018 年 5.31 政策以来的需求冰封期，市场共识预期光伏制造市场有望在 2019 年下半年变得更加炽热。据此，我们认为上市光伏产业链企业将对潜在市场需求扩张反应积极，尤其是配额制发布将有望帮助市场确认未来中国长期光伏发展需求。

图 1: 可再生能源电力消纳保障机制中对于非水可再生能源责任权重的要求

地区	2018		2019		2020	
	最低权重	激励权重	最低权重	激励权重	最低权重	激励权重
	%	%	%	%	%	%
北京	10.5%	11.6%	13.5%	14.9%	15.0%	16.5%
天津	10.5%	11.6%	13.5%	14.9%	15.0%	16.5%
河北	10.5%	11.6%	13.5%	14.9%	15.0%	16.5%
山西	12.5%	13.8%	13.5%	14.9%	14.5%	16.0%
内蒙古	18.0%	19.8%	18.0%	19.8%	18.0%	19.8%
辽宁	10.0%	11.0%	10.0%	11.0%	10.5%	11.6%
吉林	15.0%	16.5%	15.5%	17.1%	16.5%	18.2%
黑龙江	15.0%	16.5%	17.5%	19.3%	20.5%	22.6%
上海	2.5%	2.8%	3.0%	3.3%	3.0%	3.3%
江苏	5.5%	6.1%	6.5%	7.2%	7.5%	8.3%
浙江	5.0%	5.5%	6.5%	7.2%	7.5%	8.3%
安徽	9.5%	10.5%	10.5%	11.6%	11.5%	12.7%
福建	4.5%	5.0%	5.0%	5.5%	6.0%	6.6%
江西	6.5%	7.2%	7.0%	7.7%	8.0%	8.8%
山东	9.0%	9.9%	10.0%	11.0%	10.0%	11.0%
河南	9.0%	9.9%	9.5%	10.5%	10.5%	11.6%
湖北	7.5%	8.3%	9.0%	9.9%	10.0%	11.0%
湖南	9.0%	9.9%	11.5%	12.7%	13.0%	14.3%
广东	3.5%	3.9%	3.5%	3.9%	4.0%	4.4%
广西	4.0%	4.4%	4.5%	5.0%	5.0%	5.5%
海南	4.5%	5.0%	5.0%	5.5%	5.0%	5.5%
重庆	2.0%	2.2%	2.5%	2.8%	2.5%	2.8%
四川	3.5%	3.9%	3.5%	3.9%	3.5%	3.9%
贵州	4.5%	5.0%	5.0%	5.5%	5.0%	5.5%
云南	11.5%	12.7%	11.5%	12.7%	11.5%	12.7%
西藏	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
陕西	9.0%	9.9%	10.5%	11.6%	12.0%	13.2%
甘肃	14.5%	16.0%	17.0%	18.7%	19.0%	20.9%
青海	19.0%	20.9%	23.0%	25.3%	25.0%	27.5%
宁夏	18.0%	19.8%	18.0%	19.8%	20.0%	22.0%
新疆	11.5%	12.7%	12.0%	13.2%	13.0%	14.3%

资料来源：国家发改委、能源局、招银国际

图 2: 我们对于不同责任权重情形下的装机增量空间测算

	2018A	2019E	2020E
非水可再生最低消纳责任权重情景下可再生能源发电量	543,500	672,410	771,710
年度发电量(吉瓦时)			
风电发电量	366000	437,066	486,178
光伏发电量	177500	235,343	285,533
发电增量(吉瓦时)			
风电发电量	n/a	71,066	49,111
光伏发电量	n/a	57,843	50,189
非水可再生发电量比例			
风电	67.3%	65%	63%
光伏	32.7%	35%	37%
利用小时数假设			
风电	n/a	2,200	2,200
光伏	n/a	1,200	1,200
隐含装机增量空间(兆瓦)			
风电	n/a	32,303	22,323
光伏	n/a	48,203	41,825
非水可再生最低消纳责任权重情景下可再生能源发电量			
	543,500	741,909	850,430
年度发电量(吉瓦时)			
风电发电量	366,000	482,241	535,771
光伏发电量	177,500	259,668	314,659
发电增量(吉瓦时)			
风电发电量	n/a	116,241	53,530
光伏发电量	n/a	82,168	54,991
非水可再生发电量比例			
风电	67.3%	65%	63%
光伏	32.7%	35%	37%
利用小时数假设			
风电	n/a	2,200	2,200
光伏	n/a	1,200	1,200
隐含装机增量空间(兆瓦)			
风电	n/a	52,837	24,332
光伏	n/a	68,474	45,826

资料来源: 招银国际测算

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及/或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。