

中國新能源行業

配額制政策正式發布

概要。國家發改委和能源局 5 月 15 日正式發布了“可再生能源電力消納保障機制（配額制）”。正式發布的配額制政策中確認了用戶側作為新能源配額的承擔方。我們認為配額制政策將對地方政府施加足夠強大的影響力來推動地方對於政策的執行，與此同時，我們認為新政對於地方在監督和懲罰配額實施落後者仍保有較高的自由裁量權。對於責任權重的執行，我們預期實際執行在短期內將偏向可再生能源消納責任權重的下限，我們測算該指標將對應 2019 年的風電、光伏的新增裝機量分別為 32 及 48 吉瓦。我們認為限電率較高的風電運營商將在短期內獲益最多，而光伏產業鏈則對政策對未來潛在釋放的裝機增長空間反應敏感。

- **配額制實施政策與此前第三次徵求意見稿內容大體一致。**政策的關鍵字由此前多項徵求意見稿中的“配額制”在最終政策實施穩健中更改為可在省能源消納“責任權重”。我們認為“責任權重”語氣較“配額制”更加強烈，顯示出中國政府對於該政策的推行決心。我們同時預期配額制政策將成為地方政府年度考核指標中關鍵項目之一。
- **配額制確立了由用戶側承擔配額責任。**我們認為由用戶側承擔可再生能源消納配額將是更加公平的方式。與發電側承擔配額責任相比，用戶側承擔配額更能夠體現全社會共同承擔可再生能源消納的責任，同時也承擔目前因此而帶來相對較高的能源成本。隨著可再生能源平價逐漸成為現實，我們預期未來可再生能源成本將不再是造成消納的難題，而電網及配電銷售企業對於可再生能源的消納能力將成為未來行業發展的關鍵。
- **將配額制與地方“雙控”考核關聯。**我們注意到最終版配額制將新能源消納責任權重與地方政府的能源消費總量以及單位能耗兩項指標的控制相關聯。我們認為這種方式將對地方政府及能源管理部門對配額政策的執行施加足夠大的壓力，同時在執行層面對於配額實施的監督和懲處仍對地方留有一定自由裁量權。
- **限電率較高的風電企業短期內將獲益最多。**我們預期配額制政策的出臺將會對目前風電行業較為低迷的估值情況帶來價值重估的催化劑。目前對於風電行業，我們的首選股份是**華電福新（816 HK，買入，目標價：2.00 港元）**。華電福新 2018 年全年限電率約 10%，並且在 2019 年，我們預期公司的水電業務恢復和火電燃料成本下降將使公司有望獲得較好的盈利增速。
- **光伏企業將對配額制政策所帶來的裝機增量空間較為敏感。**光伏行業 2019 年以來已累積了較好的增長動能，其主要驅動力來自於海外市場旺盛的光伏需求。隨著能源局近期發布的光伏政策有望將中國光伏市場帶出自 2018 年 5.31 政策以來的需求冰封期，市場共識預期光伏製造市場有望在 2019 年下半年變得更加熾熱。據此，我們認為上市光伏產業鏈企業將對潛在市場需求擴張反應積極，尤其是配額制發布將有望幫助市場確認未來中國長期光伏發展需求。

同步大市（維持）

中國新能源行業

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

國家發改委和能源局正式發布可再生能源配額制政策

國家發改委和能源局 5 月 15 日正式發布了“可再生能源電力消納保障機制（下稱配額制）”。中國政府自 2014 年開始對可再生能源配額制政策的設計和規劃，歷時五年的準備，在 2018 年又分別實施了 3 輪對該政策的意見徵詢。對於新能源行業來說，配額制政策可謂千呼萬喚始出來，其主要的政策目標為 1) 促進可再生能源的消納，2) 促使各類承擔消納責任的市場主體公平承擔消納可再生能源電力責任，以及 3) 建立可再生能源長效發展機制。根據我們對於政策及此前徵求意見稿的研習，我們總結了與該政策有關的五大方面。

政策鏈接：http://zfxqgk.nea.gov.cn/auto87/201905/t20190515_3662.htm

1. 配額制的運行機制

政策內容

配額制要求以省級行政區域為範圍，結合 1) 省級行政區域全社會用電量，2) 地方可再生能源供應總量以及跨區域可再生能源送電量，以及 3) 地方省級電網企業的技術支持，按年度測算可再生能源電力消費比重。地方能源主管部門將該消費比重提交國務院能源主管部門進行反饋，論證後於每年 3 月底前向各級行政區域下達當年可再生能源電力消納責任權重。升級能源主管部門會同經濟運行管理部門，所在地國務院能源主管排除監管機構按年度組織制定本省級行政區域可再生能源電力消納實施方案，報省級人民政府批准後實施。消納責任權重包含兩類，一為可再生能源電力消納權重，二為非水可再生能源電力消納責任權重。

我們的觀點

國家發改委和能源局將此前配額制徵求意見稿中關鍵字“配額考核”在最終政策文件中變更為“責任權重”，而配額制的組織和運行機制與此前配額制第三次徵求意見稿中大致相同。我們認為“責任權重”在文字語氣上較“配額考核”更為強烈，體現中國政府對於配額制執行的堅定決心，我們同時預期配額制的落實將成為地方政府年度考核機制中重要的一項。

2. 誰來承擔可再生能源消納的責任？

政策內容

配額制確認了電力市場用戶側將承擔可再生能源消納責任權重。配額制定義了承擔責任權重的兩類市場參與主體，分別是 1) 直接向電力用戶供/售電的電網企業、獨立手電公司、擁有配電網運營權的手電公司；2) 通過電力批發市場購電的電力用戶和擁有自備電廠的企業。第一類市場主體承擔逾期年售電量對應的消納量，而第二類市場主體則承擔與其年度用電量對應的消納量。

我們的觀點

政策最終終結了到底是由發電側還是售電側來承擔配合的紛爭。我們認為由用戶側來承擔配合將是對全社會更加公平的方式。由全社會共同來承擔消納更多可再生能源的責任，以及目前階段相對較高的可再生能源成本。隨著可再生能源平價逐漸成為事實，我們預期成本問題將不構成對於未來新能源消納的阻礙，而電網、配售電企業對於新能源的消納能力將越發成為關鍵。

3. 如何對配額進行評價和考核？

政策內容

地方電網企業將承擔消納責任權重的關鍵角色，依據省級人民政府批准的消納實施方案負責組織經營區內各承擔消納責任的市場的護體完成可再生能源電力消納。地方能源主管部門會同經濟管理部門負責監督并督促市場主體完成配額考核。國家可再生能源信息中心將與國家電網、南方電網等電網企業及各電力交易中心聯合建立消納監測核算體系并實現信息共享。地方能源主管部門會同經濟管理部門將對市場主體的消納情況進行考核，按年度公布可再生能源電力消納量考核報告。各省級能源主管部門會同經濟運行管理部門負責督促未履行消納責任的市場主體限期整改，對未按期完成整改的市場主體依法依規予以處理，將其列入不良信用記錄，予以聯合懲戒。對地方政府而言，配額制將與地方“雙控”目標進行掛鉤以增強地方政府對於政策的執行力。

我們的觀點

我們認為配額制政策將對地方政府和地方能源主管部門帶來足夠大的壓力，以推進可再生能源消納責任權重的實施。同時我們也注意到文件對於地方對於市場配額承擔主體的監督和懲處仍保有較高的自由裁量權。

4. 滿足配額考核要求的市場交易機制

政策內容

配額制設計了兩套通過市場化交易來滿足消納責任權重的機制，一是向超額完成年度消納量的市場主體購買其超額完成的可再生能源電力消納量（簡稱“超額消納量”），雙方自主確定轉讓（或交易）價格；二是通過自願認購可再生能源綠色電力證書（簡稱“綠證”），綠證對應的可再生能源電量等量記為消納量。

我們的觀點

市場化交易機制與此前第三次徵求意見稿中內容完全一致。我們認為政府希望通過建立二級市場交易方式來平抑市場對於配額的供應和需求，并希望以此增加可再生能源獲取補貼的渠道，如綠證，以減少目前可再生能源補貼資金缺口。在這份政策當中，配額制的交易也定價機制仍然缺失。隨著配額制政策的正式發布，我們預期後續會有更多的輔助性政策（如綠證交易和定價機制）陸續推出來豐富這個長效政策框架。

5. 配額制實施的關鍵時間點

政策內容

在文件發布後，配額制在2019年內將以模擬運行方式，按照政策下達的2019年消納責任權重對承擔消納責任的市場主體進行試考核。地方政府、國家電網、南方電網及有關機構需要在2019年底前完成有關政策實施準備工作。2020年1月1日起全面進行監測評價和正式考核。目前版本的配額制政策有效期為5年，具體政策將視乎執行情況進行調整完善。

我們的觀點

2019 年將啟動配額制試行。隨著新的消納運行機制的啟動，我們預期後續仍會陸續有更多的執行細節將會發布。此外我們也預期將會有後續的配套政策來進一步完善長效政策框架。

配額制政策的市場影響

我們認為配額制將是構成指引新能源行業長期發展的核心政策。歷經五年的反復討論，政策的最終推出將減輕或消除市場對於中國政府對發展可再生能源的決心，並將可再生能源作為未來長期發展的主體能源之顧慮。我們預期政策將重燃市場對於通過綠證獲取新能源電力補貼的希望，並且我們也判斷市場將對可再生能源的長期發展在配額制的鼓舞下有更加美好的憧憬。

根據配額制對於各省的目標，我們對不同情景配額下 2019-20 年的新能源裝機行進了情境測算。基於最低消納責任權重要求，我們預期 2019 年風電、光伏的裝機增量空間分別為 32/48 吉瓦，而 2020 年風電、光伏的裝機增量空間為 22/41 吉瓦。基於激勵性消納權重目標，我們測算 2019 年風電光伏的裝機空間為 53/86 吉瓦，而 2020 年則分別為 24/46 吉瓦。根據能源局近期的徵求意見稿政策指引隱含平價普遍實現前將對有補貼項目進行控制的思路，我們認為裝機增量將偏向最低消納責任權重情景。儘管如此，我們認為新能源的長期增長將隨著配額制的發布帶來更加廣闊的發展空間，我們預期整體的增長將超出市場預期。

受限電影響較高的風電企業將最直接受惠於配額制政策

風電板塊由於受到限電以及可再生能源補貼缺口帶來補貼應收持續增加等問題，行業的估值一直承壓。隨著中國配額制政策的發布，我們認為風電項目的消納問題有望妥善解決，隨之也為綠證等方式帶來新的補貼資金來源帶來了希望。我們預期配額制政策將有望成為觸發行業價值重估的催化劑，可提振目前較為低迷的行業估值。我們認為目前受限電影響較高的風電企業將有望獲得最多的短期收益。我們目前的行業首選是華電福新（816HK，買入，目標價：2.00 港元）。華電福新 2018 年的限電率約 10%，並且隨著公司的水電業務逐漸恢復，火電燃料成本有所下降，我們預期公司將在 2019 年獲得較好的盈利增速。

光伏企業將對裝機增量空間釋放較為敏感

光伏行業 2019 年以來已累積了較好的增長動能，其主要驅動力來自於海外市場旺盛的光伏需求。隨著能源局近期發布的光伏政策有望將中國光伏市場帶出自 2018 年 5.31 政策以來的需求冰封期，市場共識預期光伏製造市場有望在 2019 年下半年變得更加熾熱。據此，我們認為上市光伏產業鏈企業將對潛在市場需求擴張反應積極，尤其是配額制發布將有望幫助市場確認未來中國長期光伏發展需求。

圖 1: 可再生能源電力消納保障機制中對於非水可再生能源責任權重的要求

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%

資料來源：國家發改委、能源局、招銀國際

圖 2: 我們對於不同責任權重情形下的裝機增量空間測算

	2018A	2019E	2020E
非水可再生最低消納責任權重情形下可再生能源發電量	543,500	672,410	771,710
年度發電量(吉瓦時)			
風電發電量	366,000	437,066	486,178
光伏發電量	177,500	235,343	285,533
發電增量(吉瓦時)			
風電發電量	n/a	71,066	49,111
光伏發電量	n/a	57,843	50,189
非水可再生發電量比例			
風電	67.3%	65%	63%
光伏	32.7%	35%	37%
利用小時數假設			
風電	n/a	2,200	2,200
光伏	n/a	1,200	1,200
隱含裝機增量空間(兆瓦)			
風電	n/a	32,303	22,323
光伏	n/a	48,203	41,825
非水可再生最低消納責任權重情形下可再生能源發電量			
	543,500	741,909	850,430
年度發電量(吉瓦時)			
風電發電量	366,000	482,241	535,771
光伏發電量	177,500	259,668	314,659
發電增量(吉瓦時)			
風電發電量	n/a	116,241	53,530
光伏發電量	n/a	82,168	54,991
非水可再生發電量比例			
風電	67.3%	65%	63%
光伏	32.7%	35%	37%
利用小時數假設			
風電	n/a	2,200	2,200
光伏	n/a	1,200	1,200
隱含裝機增量空間(兆瓦)			
風電	n/a	52,837	24,332
光伏	n/a	68,474	45,826

資料來源：招銀國際測算

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。