

中國風電行業

11月風資源較差或對18年盈利帶來影響

- ❖ **11月風資源較差。**主要風電運營商近期披露了發電量信息，風力發電量在2018年11月同比下降14.5%至28.0%。根據我們與主要風電運營商的溝通，11月份由于風資源較差導致發電量表現不佳，隨著北方冷空氣南下，12月初風資源狀況有明顯恢復。鑒于11月是中國風電運營商傳統的大風月份，我們預計11月發電量下滑可能會使2018年主要風電運營商的整體風力發電量增長減少1-4%，我們測算發電增速變化將對盈利帶來5-12%的潛在影響。我們將根據12月發電量數據來修正對於全年盈利的測算。存量項目補貼調整風險已被消除。
- ❖ **18年一季度高基數將為19年一季度帶來增長壓力。**根據我們的月度風電發電量監測，風電運營商在2018年一季度取得了較高的風電增長，主要是由于風資源情況異常優異。基于對2019年一季度風資源情況維持正常預期，我們認為意外良好的1Q18業績將可能為1Q19帶來比較明顯的增長壓力。
- ❖ **總體基本面繼續改善。**儘管11月表現低于預期，我們仍然預計基本面將繼續改善。主要風電運營商11月風電限電率穩定改善，同比下降1.5至3.5個百分點。龍源電力(916HK)11月限電率為3.5%，而我們覆蓋範圍內的其他運營商的縮減率約為5%。在現金流量方面，由于風電運營商目前存量裝機受1-7批補貼名錄的覆蓋率較高，我們認為補貼回款將加速，從而帶來現金流狀況持續改善。
- ❖ **受公司自身因素帶來股價差异化趨勢。**我們觀察到風電運營商的股價近期呈差异化趨勢，并認為這主要是由于企業自身的特定因素所致。具體而言，我們認為1)龍源電力目前受到公司人事變動和公司管理方面的短期困擾；2)華能新能源(958HK)則因為裝機放緩在出質保和出免稅期兩方面帶來較大的成本壓力；3)華電福新(816HK)有望受惠于水電發電量恢復以釋放風電部門的盈利增長；以及4)新天綠色能源(956HK)將維持較高的盈利能見度及相當可觀的股息收益率。
- ❖ **估值維持吸引，維持新天作為行業首選。**目前風電行業2019年平均預測市盈率和市淨率僅為5.3倍及0.6倍，我們認為估值仍然吸引。我們對於風電運營商的偏好次序為1)新天綠色能源，2)華電福新，3)龍源電力，4)華能新能源。

行業估值表

港股上市公司	代碼	市價		目標價	評級	市盈率			市淨率		
		百萬元	(港元)			17A	18E	19E	17A	18E	19E
龍源電力	916 HK	42,914	5.34	8.00	買入	8.7	7.8	7.1	0.9	0.8	0.7
金風科技	2208 HK	42,412	7.74	9.37	買入	7.2	7.3	7.2	1.1	1.0	0.9
華能新能源	958 HK	22,929	2.17	3.5	買入	6.1	5.7	5.2	0.8	0.7	0.6
華電福新	816 HK	14,798	1.76	2.09	買入	6.2	5.9	4.8	0.6	0.5	0.5
大唐新能源	1798 HK	7,492	1.03	N/A	未評級	5.7	5.1	4.3	0.6	0.5	0.5
新天綠色能源	956 HK	7,988	2.15	2.86	買入	6.1	5.6	4.9	0.8	0.7	0.6
中廣核新能源	1811 HK	5,020	1.17	N/A	未評級	6.7	5.5	5.0	0.2	0.6	0.6
中國電力新能源	735 HK	2,967	2.50	N/A	未評級	7.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
協合新能源	182 HK	2,608	0.31	N/A	未評級	11.2	5.0	3.7	0.4	0.4	0.4
行業平均						7.2	6.0	5.3	0.7	0.7	0.6

數據來源：彭博及招銀國際

優於大市(維持)

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

中國風電行業

中國年風電裝機量



數據來源：國際風能理事會，招銀國際預測

中國非水新能源消納比重



數據來源：國家能源局，招銀國際預測

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）發圖于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、現在和將來與發圖在報告上的觀點并無直接或間接關係。

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）並沒有在發圖研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發圖報告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。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來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

優于大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來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。而過去的圖現亦不代圖未來的圖現，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圖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。報告中的信息或所圖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。

本報告基于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/或代圖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，任何機構或個人于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年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即圖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。