

买入 (首次)

中国电力新能源 (0735. HK)

目标价: 0.89 港元

现价 : 0.52 港元

装机量持续提升的多元化清洁能源供应商

预期升幅: 71.2%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2014.11.17

收盘价(港元)	0.52
股本(百万股)	11,826
总市值(亿港元)	61.50
净资产(百万元)	7,220
总资产(百万元)	16,082
每股净资产(元)	0.64

数据来源: Wind

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,188	2,408	3,429	5,657
同比增长	20.27%	10.10%	42.38%	64.97%
净利润(百万元)	257	284	523	795
同比增长	33.55%	10.38%	84.09%	52.06%
经营利润率	28.75%	29.11%	31.56%	26.87%
净利润率	12.68%	12.79%	16.02%	14.52%
净资产收益率	3.69%	3.93%	6.52%	8.89%
每股收益(分)	2.24	2.40	4.42	6.72
市盈率	18.41	17.18	9.33	6.14
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源: 公司资料、兴证香港

相关报告

投资要点

- **首次覆盖给予买入评级, 目标价 0.89 港元, 较现价有 71.2% 的上升空间。**中国电力新能源是领先的多元化清洁能源供应商, 受益于我国能源结构调整带来的历史发展机遇, 公司清洁能源装机容量持续提升, 未来 3 年经营业绩有望快速增长。我们预测 2014-2016 年公司营业收入分别为 24.1 亿、34.3 亿和 56.6 亿元, 股东净利润分别为 2.84 亿、5.23 亿和 7.95 亿元, 对应每股基本收益分别折合港币 3.03、5.57 和 8.47 港仙。考虑到公司的业绩增速和行业估值情况, 我们综合给予中电新能源未来 12 个月内 0.89 港元的目标价。目标价约相当于 2014-2016 年 PE 为 29.4、16.0、10.5 倍, 目标价较现价 0.52 港元约有 71.2% 的上升空间, 故首次给予其“买入”投资评级。
- **多元化的清洁能源供应商。**中国电力新能源是五大发电集团之一的中国电力投资集团旗下清洁能源海外上市平台, 也是香港上市的国内第一家新能源企业。中电新能源致力于发展清洁能源, 拥有多元化的清洁能源发电组合, 包括风电、水电、燃气发电、垃圾发电、光伏发电等项目。多元化的发电组合可创造协同效益, 也有助于抵抗单一发电种类在不景气下的发电量波动风险。此外, 多元化发电资产组合也使公司受惠于政府鼓励开发不同类型清洁能源项目的各项优惠政策。
- **能源结构调整引致清洁能源需求。**改革开放 30 多年以来, 中国经济高速发展, 用电需求持续上升。受限于我国自然资源禀赋因素, 我国能源供应过多依赖煤炭, 而大量使用煤炭带来的一系列环境污染问题日益严重, 大气污染治理引致清洁能源强烈需求。故当前我国一方面面临经济增长对电力需求不断增加, 另一方面必须要面对资源短缺和治理的压力, 欲协调二者的矛盾, 就必须实行能源结构转型, 大力发展清洁能源。
- **政策助力清洁能源可持续发展, 中电新能源长期受惠。**在我国能源结构转型发展的历史背景下, 政府对风电、光伏、垃圾发电等可再生能源出台了一系列的优惠政策, 治霾特高压输电通道建设将大幅度改善西部弃风弃光限电现象, 而即将推出的可再生能源配额

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
(SFC: AZF126)

(755) 2382-6005
(852) 3509-5999
luhj@xyzq.com.hk

考核政策将彻底改变我国风电、光伏行业的发展态势。面临我国大力发展可再生能源的历史机遇，致力于发展清洁能源的中电新能源必将长期受惠于这一历史过程。

- **清洁能源发电装机容量持续快速提升。**公司当前运营控股发电装机容量 2,014.5MW，在建各类清洁能源发电项目装机总容量达 1,584MW，预计于 2015 年年底前可全部投产。按公司已开工的在建项目，未来几年内公司每年都将有一个装机容量高速增长的发电板块。2014 年公司风电新增装机 600MW，风电装机容量同比增长 72.4%；2015 年东莞燃气发电二期装机总容量 920MW 投产，燃气发电装机容量同比增长 255.6%；2016 年垃圾发电业务日处理垃圾量增加 4,800 吨至 7,500 吨，垃圾处理量同比增长 177.8%；光伏项目预期每年约有 100MW 的新增装机量；老挝 728MW 水电项目预期于 2018 年建成投产。中电新能源的清洁能源发电项目储备充足，未来仍将通过自建与收购并行方式持续提升公司装机规模。
- **财务状况稳健，具备财务杠杆提升空间。**与五大集团旗下的其他新能源上市公司相比，中电新能源具有较低的资产负债率水平。截至 2013 年年底，公司资产负债率为 57.21%，具备财务杠杆提升空间。随着公司发电装机容量的持续提升，售电收入带来持续的经营现金流，加上在手现金等价物可基本覆盖当前新建项目资本开支所需的自有资本金。

目 录

1、公司基本概况	- 6 -
1.1 多元化的清洁能源供应商	- 6 -
1.2 中电新能源的发展历程	- 6 -
1.3 公司的股权结构及控股股东	- 7 -
1.4 过往业务发展概况	- 8 -
2、能源结构调整引致清洁能源需求	- 9 -
2.1 中国经济高速增长，用电需求逐步提升	- 9 -
2.2 我国能源供应过度依赖煤炭	- 10 -
2.3 大气治理引致清洁能源刚性需求	- 11 -
2.4 国家政策助力，清洁能源未来发展空间巨大	- 12 -
2.5 可再生能源配额制考核办法出台在即	- 16 -
2.6 治霾输电通道—特高压建设提速	- 17 -
2.7 致力于成为一流的多元化清洁能源供应商	- 18 -
3、清洁能源发电装机量持续快速提升	- 19 -
3.1 风电控股装机量 2014 年高速增长	- 19 -
3.2 东莞燃气发电二期 2015 年投产，气电装机量爆发式增长	- 21 -
3.3 多个垃圾发电项目 2016 年加速投产，垃圾日处理量大增	- 24 -
3.4 水电积极拓展海外项目	- 25 -
3.5 进军光伏发电领域，增添新的利润贡献点	- 27 -
3.6 其他发电装机维持不变	- 27 -
3.7 多元化发电组合有助于降低经营业绩波动风险	- 28 -
4、财务状况稳健	- 29 -
4.1 资产负债比例较低，具有财务杠杆提升空间	- 29 -
4.2 经营现金流稳健提升，可以覆盖未来资本开支	- 29 -
5、盈利预测与估值	- 31 -
5.1 营业收入预测	- 31 -
5.2 经营费用及利润表预测	- 34 -
5.3 目标价	- 35 -
5.4 同类公司估值比较	- 35 -
6、风险因素	- 36 -

图表目录

图表 1、公司主营业务—各类发电厂.....	- 6 -
图表 2、公司当前各类型发电装机容量.....	- 6 -
图表 3、中电新能源的发展历程.....	- 6 -
图表 4、中电新能源发展过程中的里程碑事件.....	- 7 -
图表 5、公司主要股权结构.....	- 7 -
图表 6、公司控股装机容量稳步增长.....	- 8 -
图表 7、公司的主营收入和经营利润.....	- 8 -
图表 8、几项主要发电种类的售电收入.....	- 8 -
图表 9、公司的经营利润率、净利率.....	- 8 -
图表 10、中国的 GDP 高速增长.....	- 9 -
图表 11、中国的发电量高速持续增长.....	- 9 -
图表 12、能源分类.....	- 10 -
图表 13、我国与世界的一次能源消费结构差异.....	- 10 -
图表 14、我国多个城市雾霾天气严重.....	- 11 -
图表 15、北京市 PM2.5 的来源构成.....	- 11 -
图表 16、近年我国发布的部分重要的纲领性政策文件.....	- 12 -
图表 17、近几年我国出台的主要风电产业政策.....	- 13 -
图表 18、截至 2013 年末我国发电装机量占比.....	- 13 -
图表 19、2013 年各类型发电量占比.....	- 13 -
图表 20、近几年我国出台的重要光伏产业政策.....	- 14 -
图表 21、近几年我国出台的水电产业优惠政策.....	- 15 -
图表 22、截至 2013 年末我国发电装机量占比.....	- 15 -
图表 23、垃圾焚烧的优缺点.....	- 15 -
图表 24、近几年我国出台的垃圾焚烧产业优惠政策.....	- 16 -
图表 25、我国可再生能源配额制政策发展历程.....	- 16 -
图表 26、我国的电力资源与用电负荷分布.....	- 17 -
图表 27、我国未来的电力流向.....	- 17 -
图表 28、公司未来发电装机规划.....	- 18 -
图表 29、公司的风电控股装机容量.....	- 19 -
图表 30、公司的风电控股装机发电量.....	- 19 -
图表 31、风电的营业收入和税前净利润.....	- 19 -
图表 32、风电业务收入的主要成本分析.....	- 19 -
图表 33、控股运营的风力发电厂.....	- 20 -
图表 34、已运营的参股风电场.....	- 20 -
图表 35、在建风电项目.....	- 21 -

图表 36、风电储备项目	- 21 -
图表 37、燃气发电装机容量及发电量	- 21 -
图表 38、燃气发电储备项目	- 21 -
图表 39、燃气售电收入、补贴收入及税前利润	- 22 -
图表 40、燃气发电收入构成分解	- 22 -
图表 41、运营过的垃圾发电项目	- 24 -
图表 42、垃圾项目年发电量	- 24 -
图表 43、公司在建和储备垃圾发电项目	- 24 -
图表 44、垃圾发电业务收入及税前利润	- 25 -
图表 45、垃圾发电的折旧摊销及财务费用	- 25 -
图表 46、运营中的水电项目	- 26 -
图表 47、水力发电控股装机容量	- 26 -
图表 48、水电发电量	- 26 -
图表 49、水力发电业务收入及税前利润	- 27 -
图表 50、水力发电的折旧摊销及财务费用	- 27 -
图表 51、运营中的光伏发电项目	- 27 -
图表 52、储备中的光伏发电项目	- 27 -
图表 53、运营中的其他发电项目	- 28 -
图表 54、同业的资产负债率	- 29 -
图表 55、负债结构和现金等价物	- 29 -
图表 56、总资产和总负债数据	- 30 -
图表 57、ROE 杜邦分解	- 30 -
图表 58、公司现金流量表数据	- 30 -
图表 59、风力发电业务收入预测表	- 31 -
图表 60、燃气发电业务收入预测表	- 31 -
图表 61、垃圾发电业务收入预测表	- 32 -
图表 62、水力发电业务收入预测表	- 32 -
图表 63、光伏发电业务收入预测表	- 32 -
图表 64、其他发电业务收入预测表	- 33 -
图表 65、综合收入预测表	- 33 -
图表 66、利润预测表	- 34 -
图表 67、同类公司估值比较	- 35 -

1、公司基本概况

1.1 多元化的清洁能源供应商

中国电力新能源发展有限公司（简称“中电新能源”，港股代码：0735.HK，2007 年通过收购发电项目，主营业务转型为新能源电力供应商）是香港上市的国内第一家新能源企业，主要业务为清洁能源电力生产、开发、建设、拥有、经营及管理清洁能源发电厂，其中包括但不限于风力发电、水力发电、天然气发电、光伏发电、垃圾发电和其它发电项目等。

图表 1、公司主营业务—各类发电厂



资料来源：公司网站、兴证香港

中电新能源拥有多元化清洁及环保能源发电组合。截至 2014 年 6 月底，中电新能源控制的发电厂达 25 家，主要位于广东、福建、甘肃、江苏及重庆等地，控股运营的发电装机容量为 2,014.5MW，权益装机容量 1,990.98MW。

图表 2、公司当前各类型发电装机容量

	风电	水电	燃气发电	垃圾发电	光伏发电	其他发电项目	总计
控股装机容量(MW)	828.50	651.00	360.00	54.00	100.00	21.00	2,014.50
权益装机容量(MW)	862.58	595.80	360.00	54.00	100.00	18.60	1,990.98

资料来源：公司资料、兴证香港

1.2 中电新能源的发展历程

图表 3、中电新能源的发展历程

2006	收购洪泽热电公司和洪泽生物质公司股权，主营逐步转为发电业务
2007	收购垃圾发电、风力发电、热电等发电项目及上海新能源大厦 中国海洋石油成为公司策略性股东 公司更名为“中国电力新能源发展有限公司”
2009	收购水电业务，进军水力发电领域
2012	引入长江三峡集团作为公司股东
2013	公司多个发电项目同年开工建设，并向广东电力设计院发行股份

资料来源：公司资料、兴证香港

1.3 公司的股权结构及控股股东

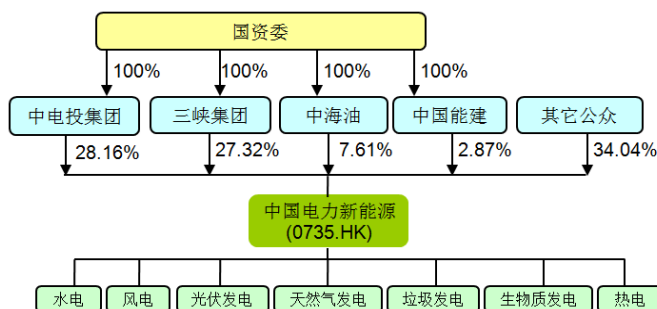
中电新能源的股东实力雄厚，包括中电投集团、长江三峡集团、中海油和中国能源建设等大型国有企业。中电新能源的最新股权结构如图 4 所示：

图表 4、中电新能源发展过程中的里程碑事件



资料来源：公司资料、兴证香港

图表 5、公司主要股权结构



资料来源：公司资料、兴证香港

控股股东—中电投集团。中国电力投资集团公司（简称中电投集团）组建于 2002 年 12 月 29 日，是集电力、煤炭、铝业、铁路、港口各产业于一体的综合性能源集团，是国家五大发电集团之一。

中电投集团注册资本金人民币 120 亿元，在全国唯一同时拥有水电、火电、核电、新能源资产，是国家三大核电开发建设运营商之一。除中电新能源外，中电投集团控股及投资的上市平台还有中国电力 (2380.HK)、上海电力 (600021.SH)、漳泽电力 (000767.SH)、中电远达 (600292.SH)、吉电股份 (000875.SH) 等。

主要股东—长江三峡集团。经国务院批准，中国长江三峡工程开发总公司于 1993 年 9 月 27 日成立，2009 年 9 月 27 日更名为中国长江三峡集团公司，集团战略定位是以大型水电开发与运营为主的清洁能源集团，主营业务是水电工程建设与管理、电力生产、相关专业技术服务。中国长江三峡集团公司全面负责三峡工程的建设与运营。集团旗下有上市公司长江电力 (600900.SH)。

主要股东—中国海洋石油总公司。中国海洋石油总公司是国资委直属中央企业，也是中国最大的海上油气生产商。当前公司主营业务包含油气勘探开发、专业技术服务、炼化销售及化肥、天然气及发电、金融服务、新能源等六大业务板块。总公司旗下的上市公司有中国海洋石油 (0883.HK)、中海油服 (601808.SH, 2883.HK, CHOLY.US)、海油工程 (600583.SH)、中海石油化学 (3983.HK) 等。

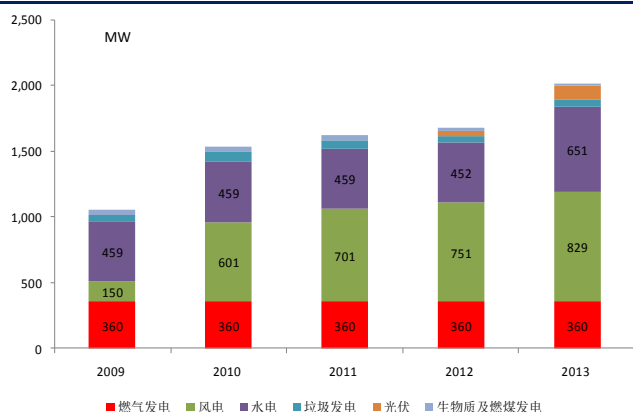
主要股东—中国能源建设集团。中能建设是集电力和能源规划咨询、勘测设计、工程承包、装备制造、投资运营等于一体的完整业务链的特大型央企。

1.4 过往业务发展概况

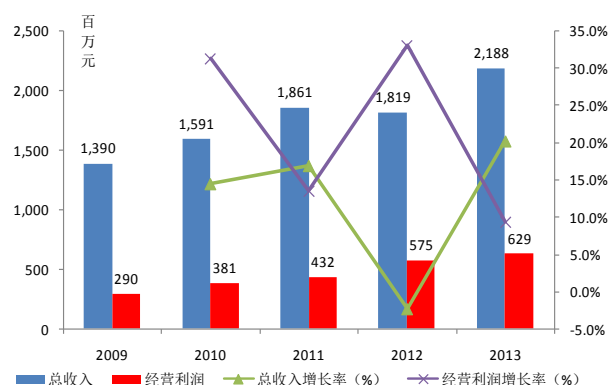
近几年伴随着公司控股装机容量的稳步提升，公司的营业收入、经营利润和净利润均保持稳健增长。2009-2013 年，公司营业收入复合增速为 12.01%，经营利润复合增速 21.34%，净利润复合增速为 9.8%。

公司发电控股装机容量从 2009 年 1,056MW 提升至 2013 年的 2,015MW。截至 2013 年年底，从发电装机类型看，水电控股装机容量占 32.32%，风电控股装机容量增长最快，已占控股装机容量的 41.43%，燃气发电占比为 17.87%。

图表 6、公司控股装机容量稳步增长



图表 7、公司的主营收入和经营利润



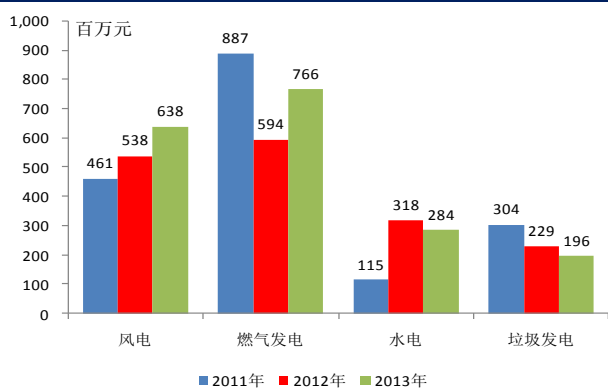
资料来源：公司资料、兴证香港

资料来源：公司资料、兴证香港

2012 年营业收入小幅下降主要原因有：1、2012 年燃气发电量及燃气补贴下降，唯部分因同年水况较好被水力售电收入增加所抵消。2、转让德清垃圾发电项目致垃圾分部售电收入下降。当年经营利润率反而增长的主要原因是：1、燃气发电量下降使得燃气成本下降。2、当年水资源较佳，水电收入增长。

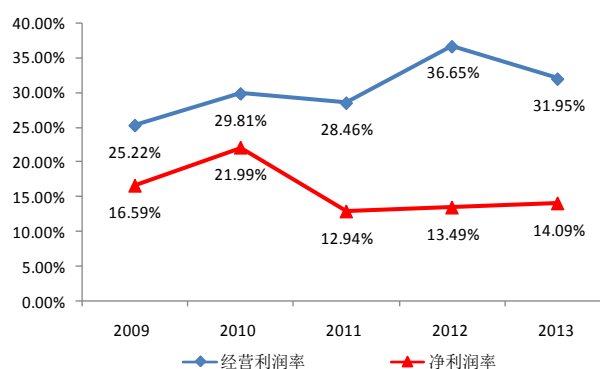
2010 年风电投产的装机容量较大，风电资产当年投产后转固，2011 年财务利息支出骤增，致 2011 年在经营利润率稳定的情况下净利润率却有个明显的下降。

图表 8、几项主要发电种类的售电收入



资料来源：公司资料、兴证香港

图表 9、公司的经营利润率、净利率



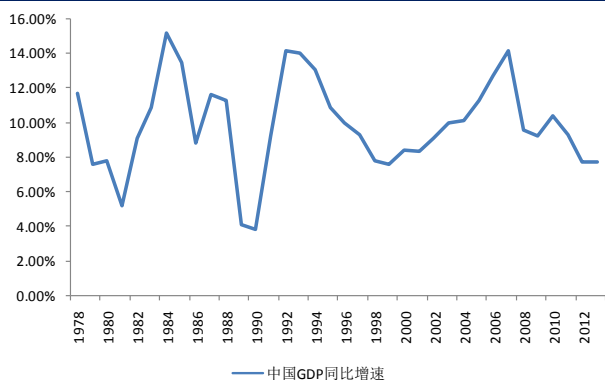
资料来源：公司资料、兴证香港

2、能源结构调整引致清洁能源需求

2.1 中国经济高速增长，用电需求逐步提升

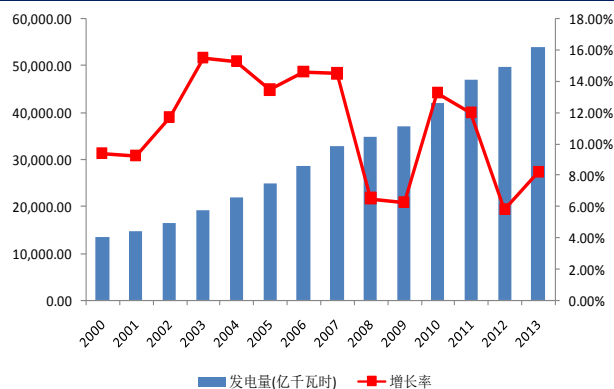
改革开放 30 多年来，工业化、城市化快速推进，产业结构变动活跃，推动中国经济持续高速增长。30 年来，中国的国内生产总值（GDP）保持持续的快速增长，在 1978 年~2007 年度 30 年中，有 16 年超过 10%，只有 3 年低于 7%。2010 年中国 GDP 超越日本，成为世界上第二大经济体。

图表 10、中国的 GDP 高速增长



资料来源：wind、兴证香港

图表 11、中国的发电量高速增长



资料来源：wind、兴证香港

伴随着经济的发展，中国在 2009 年超越美国成为世界上最大的一次能源消费国。根据国际能源署（International Energy Agency）的数据，2009 年中国消费了 22.52 亿吨油当量，较美国高出约 4%，美国消费了 21.70 亿吨油当量。（油当量代表消费的所有形式的能源，其中包括原油、核电、煤炭、天然气以及水力发电等再生资源）。

经济增长与发电量增长密切相关。过往十多年来中国经济强劲发展，以及作为工业大国快速扩张带来发电量的快速增长。受益于快速的工业化进程、固定资产投资加速以及人均收入增加令居民用电需求亦大幅加大，中国的电力行业已经历长足发展与显著扩张。截至 2013 年底全国发电装机容量首次跃居世界第一，达到 12.5 亿千瓦。

尽管发电装机容量和发电量快速增长，但中国人口基数大，在人均能耗上，中国明显低于发达国家，目前中国每人每年耗电 3,400 千瓦时，而发达国家的这一数据普遍在 8,000 千瓦时左右，美国更是高达 1.5 万千瓦时。因此，从人均用电量增长空间看，中国发电装机量还有较大的提升空间。

2.2 我国能源供应过度依赖煤炭

根据能源产生的方式可将能源分为一次能源(天然能源)和二次能源(人工能源)。一次能源是指自然界中以天然形式存在并没有经过加工或转换的能量资源,而二次能源则是指由一次能源直接或间接转换成其他种类和形式的能量资源。

图表 12、能源分类

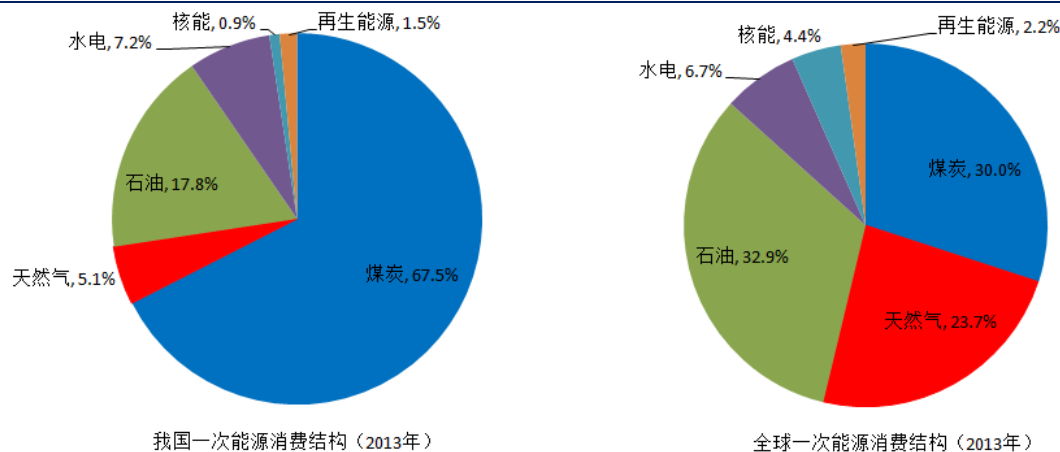
能源分类		
一次能源	非可再生能源	煤炭、石油、天然气、核能
	可再生能源	水能、太阳能、风能、生物能、海洋能等
二次能源		焦炭、煤气、电力、蒸汽、沼气、汽油、柴油、液化气等

资料来源:兴证香港

清洁能源包括水力、风力、分布式能源、核能、太阳能、生物质和潮汐。**可再生能源**指在自然界可以循环再生,不包括清洁能源定义中的分布式能源和核能。

我国一次能源消费结构中以煤炭为主,石油、天然气所占比例较小。根据英国石油(BP)公司的统计,2013年我国一次消费能源中煤炭占比高达67.5%,而全球统计平均为30.0%。

图表 13、我国与世界的一次能源消费结构差异



资料来源:BP 能源统计年鉴 2014、兴证香港

中电联数据显示,2013 年底中国发电装机容量首次超越美国位居世界第一,达 12.5 亿千瓦,但其中煤炭发电装机仍然占总装机量的 69.1%。

我国的能源供给中过度依赖煤炭,虽然这与我国“多煤少油缺气”自然资源禀赋有关,但煤炭资源总是有限的,而且大量使用煤炭带来的一系列环境污染问题日益严重。我们认为,大力发展可再生能源,以替代煤炭、石油等一次性能源使用是我国能源结构转型关键环节。

2.3 大气治理引致清洁能源刚性需求

近些年来随着工业化的发展和城镇化的加速，以及人们生活水平的提高，大量的人涌入城市，但由于我国能源结构的不合理和环保治理不重视，我国的大气、水资源等生态系统出现了各种各样的严重污染问题。

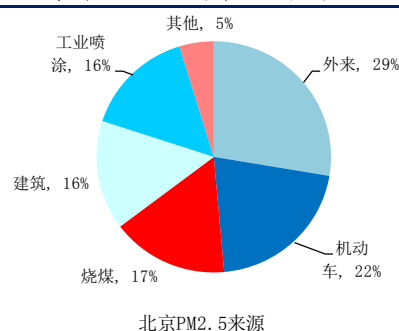
近几年，全国已经有很多城市都接连出现了雾霾天气。国家气候中心监测显示，1961—2013年，全国平均的年霾日数呈显著增加趋势。本世纪以来，全国霾日数增加明显，中东部地区霾日数有显著增多趋势。据环保部门最新统计，目前一些大城市的灰霾天数，已经达到全年的30%以上，有的甚至达到全年的一半左右。

图表 14、我国多个城市雾霾天气严重



资料来源：互联网，兴证香港

图表 15、北京市 PM2.5 的来源构成



资料来源：兴证香港

中国社科院发布的《气候变化绿皮书：应对气候变化报告（2013）》指出，社会化石能源消费增多造成的大气污染物排放逐年增加，是我国近年雾霾天气增多的最主要原因。燃煤电厂、机动车尾气排放等方面的氮氧化物正是可以在空气中转化成 PM2.5 的气体污染物之一。雾霾天气唤起了民众对空气污染进行系统性治理的强烈诉求，以治理 PM2.5 污染为目标的环保革命已刻不容缓。

与此同时，伴随着经济的增长，我国用电量不断攀升。根据中国国家统计局和中国电力企业联合会的数据，2002-2013 年我国用电量年复合增长率为 12.5%，预计“十二五”期间，我国用电量年复合增长率为 7-8%。根据中国电力工业发展的现状及中国经济发展的各阶段、中国人口增长趋势和城镇化各阶段相应的电力需求，预计到 2030 年左右，中国电力需求及用电负荷方达到高峰，因此中国电力至少还面临 15 年的刚性增长需求。

我们认为，大力发展清洁能源是应对国家能源需求及环境保护需要的长远解决方案。因为一方面是国家经济增长产生对电力的需求不断增加，另一方面是必须要面对资源短缺和环境治理的压力，欲协调二者的矛盾，就必须实行能源结构转型，大力发展清洁能源。

2.4 国家政策助力，清洁能源未来发展空间巨大

为尽快解决我国严重雾霾天气问题，加快发展清洁能源发电已成为我国能源电力发展的重大战略选择，国家亦出台了一系列环保法规和支持清洁能源发展的相关政策。

图表 16、近年我国发布的部分重要的纲领性政策文件

2005.2	《中华人民共和国可再生能源法》	为了促进可再生能源的开发利用，增加能源供应，改善能源结构，保障能源安全，保护环境，实现经济社会的可持续发展制定。
2007.9	《可再生能源中长期发展规划》	提出在 2020 年之前将可再生能源在一次能源总消耗量中的比重提高到 15%。
2012.8	《可再生能源“十二五”规划》	包括了水能、风能、太阳能、生物质能、地热能 and 海洋能等“十二五”期间发展目标、重点任务、产业布局等等。
2013.9	《大气污染防治行动计划》	当前和今后一个时期全国大气污染防治工作的行动指南，提出了 2017 年大气污染防治目标和具体治理路径。
2014.5	《2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案》	大力发展非化石能源，到 2015 年非化石能源占一次能源消费量的比重提高到 11.4%。

资料来源：政府网站、兴证香港

2.4.1 中国风电市场步入有序发展阶段

2006年1月1日实施的《可再生能源法》，明确了发展可再生能源的信心，制定了一系列的财税优惠政策和固定电价政策，随后制定的《可再生能源发展中长期规划》和《可再生能源“十二五”规划》等，明确了我国风电发展目标，带动了我国风电产业的飞速发展。

2007-2010年是我国风电装机量超高速提升时期，爆发式的集中化装机使得风电发展与电网建设滞后的矛盾愈发突出。中国千万千瓦大规模风场高度集中于三北（东北、西北、华北）核心风电区，而其本地电量消纳空间有限，同时离东南沿海等用电负荷中心较远，远距离输电线路建设的迟滞使得风电并网、消纳问题成为制约风电发展的瓶颈。风电行业在2011-2012年度遭遇严重的弃风限电问题，2012年我国平均风电限电率为17.12%，在吉林省和蒙东地区的风电弃风率均超过30%。“弃风限电”影响到开发商的投资收益，我国风电开发速度下降，全国新增装机量负增长，风电行业遭遇寒冬。2012年我国风电新增装机仅为12.96GW，远低于2011年的17.63GW的装机量。

2013年后风电行业步入有序发展阶段。2013年我国风电弃风率有所好转，平均弃风率降至10.74%，风电新增装机出现复苏迹象，新增装机回升到16.81GW。预计未来随着我国特高压输电线路的陆续建成，风电弃风限电现象有望逐步改善。

2013年下半年以来国家对风电行业支持力度渐增，能源局及电监会更多从风电消纳层面给予特别关注，目前风电消纳已得到一定改善。随着并网状况好转、补贴到位，2013年下半年我国风电行业开始复苏，今年有望呈持续复苏态势。

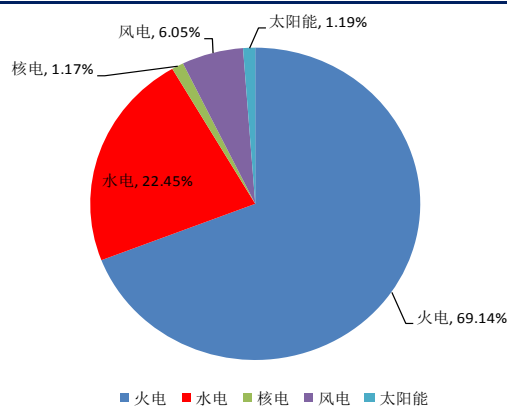
图表 17、近几年我国出台的主要风电产业政策

2005.2	全国人大常委会通过《中华人民共和国可再生能源法》	为了促进可再生能源的开发利用,增加能源供应,改善能源结构,保障能源安全,保护环境,实现经济社会的可持续发展制定。全额接纳可再生能源电力。可再生能源发展的里程碑式法律文件。
2007.9	国家发改委发布《可再生能源中长期发展规划》	提出在 2020 年之前将可再生能源在一次能源总消耗量中的比重提高到 15%。
2009.7	国家发改委发布《关于完善风力发电上网电价政策的通知》	按风能资源状况和工程建设条件,将全国分为四类风能资源区,分别为 0.51 元、0.54 元、0.58 元和 0.61 元/千瓦时,中国自此结束了“招标、核准”的风电电价确定模式,进入了标杆电价时代。
2012.8	国家能源局发布《可再生能源发展“十二五”规划》	包括了水能、风能、太阳能、生物质能、地热能 and 海洋能等“十二五”期间发展目标、重点任务、产业布局等等。加快开发风电,到 2015 年累计并网风电装机达到 1 亿千瓦,年发电量超过 1,900 亿千瓦时,其中海上风电装机达到 500 万千瓦。
2013.2	国家能源局印发《关于做好 2013 年风电并网和消纳相关工作的通知》	加快推进张家口地区与京津唐电网和河北电网的输电通道建设,大力解决弃风限电问题;优化电网运行调度,确保风电优先上网。
2013.5	国务院《关于取消和下放一批行政审批项目等事项的决定》	企业投资风电站项目(总装机容量 5 万千瓦及以上项目)核准权限由国家发改委下放到地方政府主管部门。
2013.8	国家发改委发布《关于调整可再生能源电价附加标准与环保电价的有关事项的通知》	将向除居民生活和农业生产以外的其他用电征收的可再生能源电价附加标准由每千瓦时 0.8 分钱提高至 1.5 分钱。
2014.1	能源局发布《关于印发 2014 年能源工作指导意见的通知》	大力发展清洁能源,促进能源绿色发展。2014 年新核准风电装机 1,800 万千瓦,有序发展风电,力争 2020 年前实现与火电平价。优化风电开发布局,规范风电开发秩序。稳步发展海上风电。
2014.3	能源局发布《关于做好 2014 年风电并网消纳工作的通知》	保障重点地区风电消纳;加强风电基地配套送出通道建设;推动分散风能资源开发建设;大力推动分散风能资源的开发建设。
2014.5	发改委、能源局和环保局发布《能源行业加强大气污染防治工作方案》	进一步明确风电等可再生能源的发展目标。2015 年风电装机容量达到 1 亿千瓦,2017 年达到 1.5 亿千瓦。
2014.6	发改委《关于海上风电上网电价政策的通知》	2017 年以前投运的潮间带风电项目上网电价 0.75 元每千瓦时,近海风电项目 0.85 元每千瓦时。

资料来源:国家部委网站、互联网、兴证香港

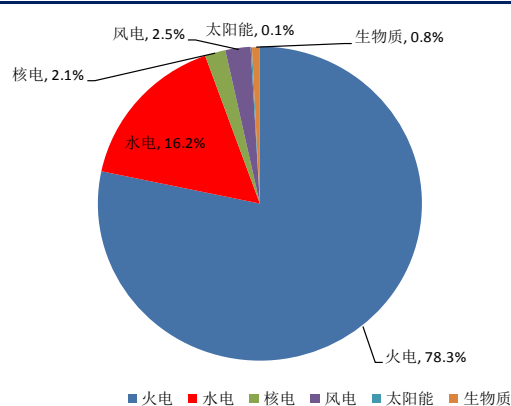
截至2013年年底,中国(不包括台湾地区)风电新增装机容量为16.09GW(已并网容量为14.06GW),累计装机容量达91.41GW,新增装机和累计装机两项数据均居世界第一。

图表 18、截至 2013 年末我国发电装机量占比



资料来源:中电联、兴证香港

图表 19、2013 年各类型发电量占比



资料来源:统计局、兴证香港

当前,风电已是我国继火电、水电之后的第三大发电电源。截至2013年末,我国

风电装机量占比发电总装机量的6.05%。2013年全国风力发电量为1,349亿千瓦时，占全国总发电量的2.5%，但远小于欧盟平均8%的比例。

我国风电装机仍有较大提升空间。根据我国《风电发展“十二五”规划》，到2015年，投入运行的风电装机容量到达100GW，2017年达到150GW，到2020年总装机容量超过200GW。

2.4.2 光伏发电：政策助推下的爆发式增长

2013年，我国光伏新增发电装机容量为11.3GW，累计装机容量达14.79GW，呈爆发式增长态势。2014年，我国规划新增14GW光伏发电，增长24%左右，其中地面电站6GW，分布式8GW。到2014年底，我国光伏发电装机将有望超过30GW，从装机容量上超过核电和生物质能发电，位居火电、水电和风电之后。

面对美国“双反”、欧洲反倾销下的欧美市场萎缩，同时促进产业转型升级，开发国内的光伏终端装机市场，中国政府不断加大对光伏产业的扶持力度，推动国内光伏装机市场的发展。

图表 20、近几年我国出台的重要光伏产业政策

2011.7	国家发改委发布《太阳能光伏发电上网电价政策的通知》	制定光伏发电标杆上网电价，2011年7月1日以前核准建设、2011年12月31日建成投产的太阳能光伏发电项目上网电价统一核定为每千瓦时1.15元；2011年7月1日及以后核准的及2011年12月31日以后建成投产的太阳能光伏发电项目，除西藏外，上网电价均按每千瓦时1元执行。
2012.7	国务院印发《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	到2015年，太阳能发电装机容量达到2100万千瓦以上，光伏发电系统在用户侧实现平价上网。太阳能热利用安装面积达到4亿平方米。
2012.8	国家能源局发布《可再生能源发展“十二五”规划》	可再生能源发电在电力体系中将上升为重要电源，到2015年可再生能源发电量争取达到总发电量的20%以上。
2012.9	国家能源局发布《太阳能发电发展“十二五”规划》	提出到2015年底，太阳能发电装机容量达到2100万千瓦以上，年发电量达到250亿千瓦时。
2013.8	国家发改委发布《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》	通知明确，对分布式光伏发电项目，实行按照发电量进行电价补贴的政策，电价补贴标准为每千瓦时0.42元。对光伏电站实行分区区域的标杆上网电价政策，根据各地太阳能资源条件和建设成本，将全国分为三类资源区，分别执行每千瓦时0.9元、0.95元、1元的电价标准。
2013.9	财政部发布《关于光伏发电增值税政策的通知》	自2013年10月1日至2015年12月31日，对纳税人销售自产的利用太阳能生产的电力产品，实行增值税即征即退50%的政策。
2013.11	财政部发布《关于对分布式光伏发电自发自用电量免征政府性基金有关问题的通知》	自11月19日起对分布式光伏发电自发自用电量免收可再生能源电价附加。
2014.2	国家能源局关于下达2014年14GW光伏新增建设规模通知	2014年我国计划新增光伏装机14GW，其中分布式光伏装机8GW，地面电站装机6GW。

资料来源：政府网站、兴证香港

据Solarbuzz预测，2014年全球太阳能光伏需求将从2013年的36GW上升至49GW，并预计太阳能光伏产业在未来五年将快速发展，2018年全球太阳能年度装机可能高达100GW。

2.4.3 水电依旧是最重要的清洁能源发电

加快发展清洁能源发电已是我国的电力发展方向，水电、风电、光伏发电均获国家政策支持，但光伏基数较小，风电的稳定性差以及利用小时数较小，发电电量还无法与水电发电量的体量想比，因此未来几年水电仍是我国最重要的清洁能源发电形式，应继续积极开发水电。

2013年，我国水电新增装机容量为30GW，累计装机容量达280GW。2013~2015年我国大流域水电开发步入投产高峰期。在建的几大水电基地，如雅砻江水电、金沙江水电（溪洛渡、向家坝）、澜沧江水电等开始陆续投产。预计2013年30GW的投产高峰后，2014年新增水电容量将有所回落，预计将投产20GW左右。预计2014年我国水电总装机将突破300GW，提前1年多实现“十二五”规划目标。

图表 21、近几年我国出台的水电产业优惠政策

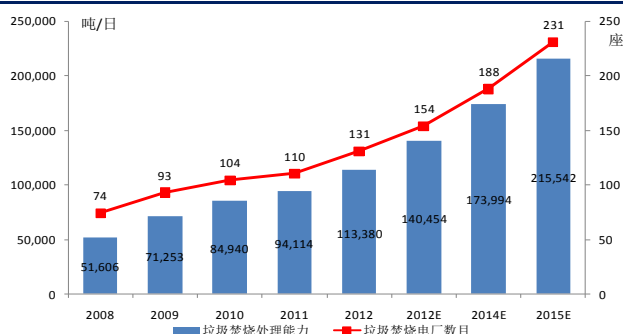
2009	财税[2009]9号 财政部 国家税务总局关于部分货物适用增值税低税率和简易办法征收增值税政策的通知[条款修改]	国家规定装机容量为50MW以下（含50MW）的小型水力发电单位可以选择按简易办法缴纳6%增值税。2014年7月1日起，调整为3%的增值税率征收。
2014	财政部《关于大型水电企业增值税政策的通知》	明确装机容量超过1GW的水力发电站，2013年1月1日至2015年12月31日，其增值税实际税负超过8%的部分即征即退；自2016年1月1日至2017年12月31日，对其增值税实际税负超过12%的部分实行即征即退政策。

资料来源：政府网站、兴证香港

2.4.4 垃圾发电未来增长空间巨大

随着中国经济的发展，城镇化率逐年提升带来城市生活垃圾快速增长，高效且环保处理城市固体垃圾的需求也日益增长。垃圾填埋、垃圾焚烧和堆肥是常见的处理城市固废垃圾的方式，而截至2012年年底，我国垃圾焚烧发电厂共131座，总装机容量为2,600MW，估算仅有19%的垃圾采用焚烧处理。截至2013年年底，我国垃圾焚烧项目并网容量3,400MW。按《十二五全国城市生活垃圾无害化处理设施建设规划》，我国目标到2015年垃圾焚烧总处理能力占垃圾总量比例要达到35%，因此预期垃圾焚烧复合年增长率为23.9%。

图表 22、截至2013年末我国发电装机量占比



资料来源：统计局、兴证香港

图表 23、垃圾焚烧的优缺点

优点	缺点
垃圾焚烧后，经综合利用转化为热能，使垃圾资源化。焚烧一吨生活垃圾可发电300度	对垃圾的热能要求高，我国的垃圾相对欧美国家来说，热能含量较低。
对大幅度减量减容，减重80%、减容90%，渣及飞灰可综合利用。节约了土地资源	会排放剧毒的二恶英以及其他成份复杂的气体。
相比风电，太阳能，垃圾发电资源可获取性好，不受天气影响，可控性高。	投资大

资料来源：兴证香港

中国人口稠密及土地资源匮乏的地区，应该优先采用焚烧技术处理垃圾并减少填埋处理方式。政府亦出台了一系列的政策推动垃圾焚烧的持续发展。

图表 24、近几年我国出台的垃圾焚烧产业优惠政策

2011	《国民经济和社会发展第十二个五年(2011-2015)规划纲要》	十二五规划，到 2015 年焚烧处理占垃圾处理能力的比例从 2010 年的 20%增加至 35%，而填埋处理则从 77%下降至 59%。
2012	国家发改委《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》	执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时人民币 0.65 元(含增值税)。发电量与垃圾接收量挂钩，每吨生活垃圾这算 280 千瓦时。
2013	《国务院关于印发能源发展“十二五”规划的通知》	2015 年垃圾发电规模达 300 万 MW

资料来源：政府网站、兴证香港

虽然垃圾焚烧发电行业有着良好的发展前景，但同时亦面临着诸如民众反对，污染问题的挑战，因此能否拿到建设核准至关重要，而中电新能源除了一个在建项目外，5个储备项目中的4个已经拿到核准路条，已具备开工建设条件。

2.5 可再生能源配额制考核办法出台在即

可再生能源配额制是指国家以法律的形式规定在总电力供应量中必须有规定比例的电力来自可再生能源，保证再生能源发电的市场份额占比。同时配额制也允许与配额比例相当的可再生能源电量可在各地区(各电网)间交易，以解决地区间可再生能源资源的差异。

图表 25、我国可再生能源配额制政策发展历程

2009 年	《可再生能源法》修订，明确了可再生能源“全额保障性收购”，推行强制上网，同时《可再生能源电力配额管理办法》开始起草
2012 年 2 月	《可再生能源电力配额管理办法》(讨论稿)完成，下发各省，广泛征求各界意见。主要内容：到 2015 年，总装机容量超过 500 万千瓦的发电企业，电网企业和地方能源主管部门均有强制承担除去水能的可再生能源(主要指太阳能、风能、生物质能、地热能 and 海洋能)发电配额指标的相关义务。
2014 年 8 月	嘉兴会议上能源局局长吴新雄演讲中两次提及“配额制”，表示政策下发只是时间问题
2014 年 9 月	由国家能源局所起草的《可再生能源电力配额考核办法(试行)》，8 月份已经国家发改委主任办公会讨论并原则通过，并已于 9 月 3 日下发征询意见。

资料来源：政府网站、互联网、兴证香港

可再生能源配额制方案出台后，国家将为各省(自治区、直辖市)及电网企业制定可再生能源电力配额指标，通过强制性政策促进可再生能源产业发展，这对于风电、太阳能等产业而言是绝佳的利好。

我们认为，如果可再生能源配额制颁布实施，因为风电、光伏相对技术最为成熟，故风电和光伏行业将迎来重大发展机遇。风电因单机功率大、没有屋顶或征地问题，将成为发展首选，东部临海发达地区的海上风电反也将迎来发展机遇；其次，屋顶分布式光伏，特别是东部发达地区工业区屋顶光伏和多功能应用的分布式光伏(如大棚屋顶)将在地方政府的推动下，有望快速发展。

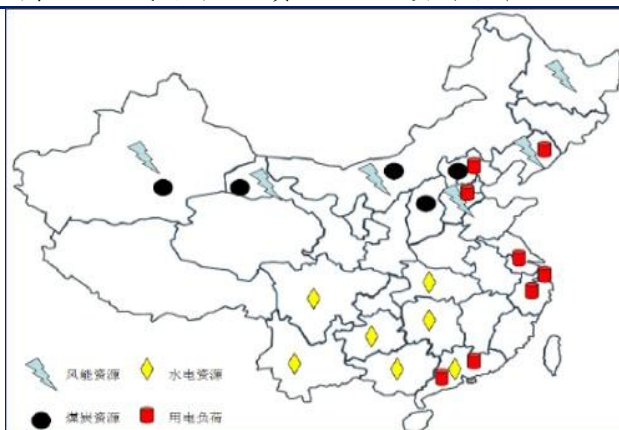
2.6 治霾输电通道—特高压建设提速

近几年，我国华北、华东、华中地区出现日益严重的雾霾天气，本质上是能源资源禀赋“先天不足”与能源发展方式“错配”所致。我国能源资源与产业布局逆向分布，决定了我国要实施能源大范围优化配置。我们认为治理雾霾，解决方法是改变能源发展方式、调整能源结构；重点是降低煤炭消费比重，大力发展清洁能源，加快发展特高压电网，将我国西部丰富的资源充分利用，通过输电通道送至东部地区，最终实现我国能源从以化石能源为主、清洁能源为辅，向以清洁能源为主、化石能源为辅的战略转型。

国务院总理李克强在今年2月份会议提到进一步加强雾霾等大气污染治理，加快调整能源结构。实施跨区送电项目，合理控制煤炭消费总量，推广使用洁净煤。跨区送电包括利用特高压、超高压等送电方式。国家能源局5月下发《关于加快推进大气污染防治行动计划12条重点输电通道建设的通知》，明确表示，为解决京津冀、长三角、珠三角等地区用能问题，将推动重点地区12条能源输电通道建设。其中包括9条特高压项目(含国家电网公司4条特高压交流工程和4条特高压直流工程，以及南方电网公司1条特高压直流工程)。

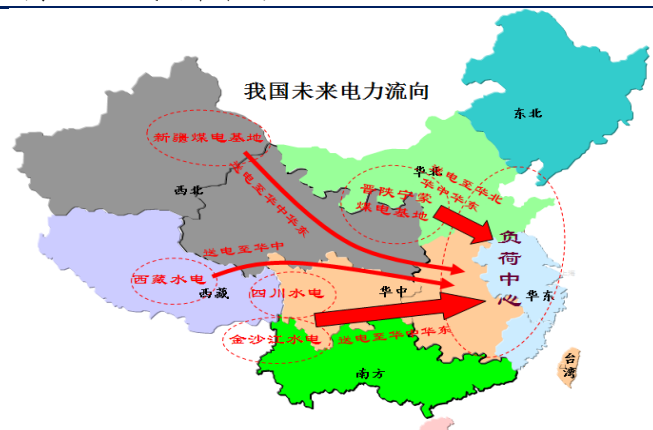
我国的电力资源分布相对集中在西北(煤电、风电)和西南地区(水电)，而用电负荷相对集中于东南沿海地区。我国用电负荷大的地区与西北、西南清洁能源集中地区距离较长的特点，使得我国应重点发展长距离、大容量、低损耗的高压输电网络。

图表 26、我国的电力资源与用电负荷分布



资源来源：互联网、兴证香港

图表 27、我国未来的电力流向



资源来源：兴证香港

7月7日召开的国家电网公司年中工作会议明确“4交4直”共8条特高压工程开工建设时间表，从现在到明年上半年全部开工，2017年全部建成投运。特高压线路的完工将大为缓解远距离输电线路问题，风电并网消纳有望得到彻底解决。

我们认为，特高压是我国清洁能源发展的关键载体。因为我国的水能资源多位于我国西南地区，风能资源位于我国北部，优质的太阳能资源位于西部地区，而这些地区大多用电负荷需求较低，需要集中打捆规模外送至东部用电中心。特高压输电具有容量大、距离远、能耗低、占地省、经济性好等优势，建设特高压电网能够实现各种清洁能源的大规模、远距离输送，促进清洁能源的高效、安全利用。

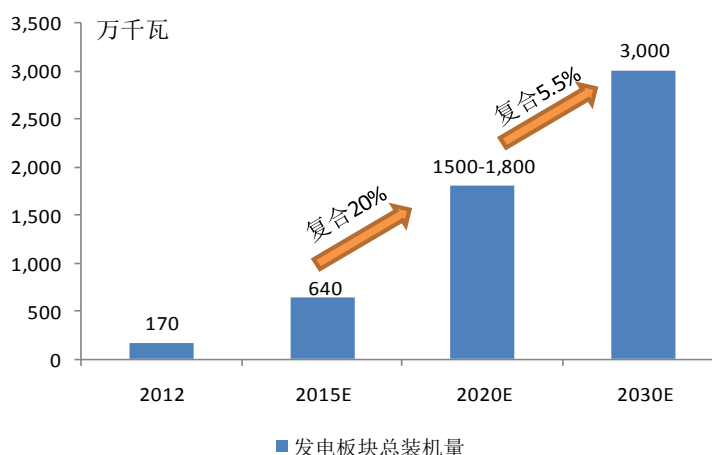
2.7 致力于成为一流的多元化清洁能源供应商

当前中国正面临工业化、城镇化快速发展的历史机遇，经济持续增长带来能源刚性增长需求，而另一方面，因为我国的能源结构自有特征，过往经济发展带来严重的环保问题，雾霾等大气环保治理的压力引致清洁能源的必然需求，中电新能源坚持将清洁能源作为自己的发展方向，因此必将受益于这一历史转变过程。

中电新能源至于成为一流的多元化清洁能源供应商。受益于国家对多个清洁能源发电领域的政策支持，未来几年中电新能源的清洁能源及可再生能源装机将快速提升。2014 年公司风电新增装机 600MW，2015 年东莞燃气发电二期装机容量 920MW，2016 年垃圾发电业务日处理垃圾量从当前的 2,700 吨增加 4,800 吨至 7,500 吨，光伏项目预期每年约有 100MW 的新增装机量，水电预期老挝 728MW 项目于 2018 年建成投产。

公司长远规划为，到 2015 年年底实现装机容量 6.4GW，其中天然气发电 2.7GW，水电 1.2GW，风电、光伏、生物质发电合计 2.5GW。到 2020 年实现发电装机总板块 15-18GW，到 2030 年实现 30GW 的装机量。

图表 28、公司未来发电装机规划



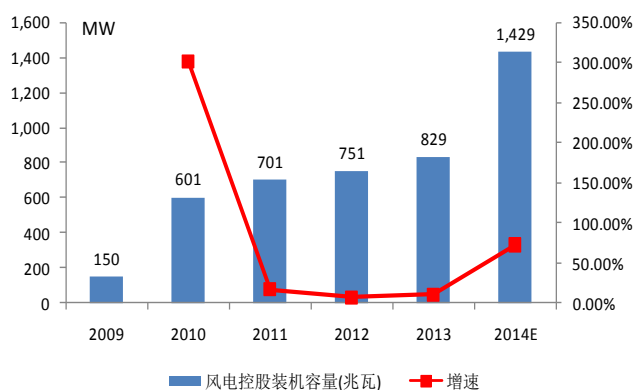
资料来源：公司资料、兴证香港

3、清洁能源发电装机量持续快速提升

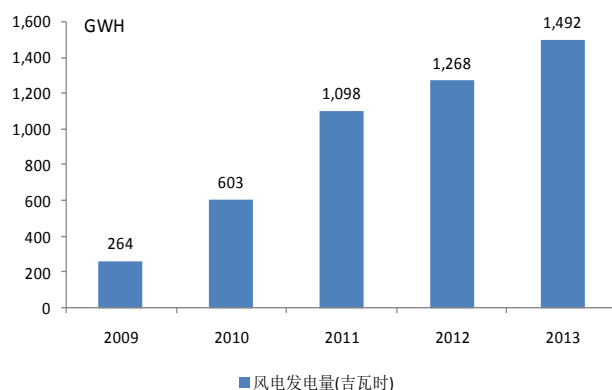
3.1 风电控股装机量 2014 年高速增长

过往几年公司风电控股装机量呈稳健增长走势。公司前期通过收购、后期通过自建方式来提升风电运营装机容量。2007年通过收购甘肃酒泉风力发电项目，中电新能源进入风力发电行业。2010年公司通过收购江苏大丰200MW项目和自建甘肃风电三期201MW项目，控股装机量迅速提升。2011年后风电装机量增长平稳，维持了每年新投产50MW或100MW的装机量。截至2013年年底，公司控股风电装机容量828.5MW，权益装机量862.58MW。伴随着风电控股装机容量提升，风力发电量亦逐步提升，2013年全年风力发电量达14.92亿千瓦时。

图表 29、公司的风电控股装机容量



图表 30、公司的风电控股装机发电量

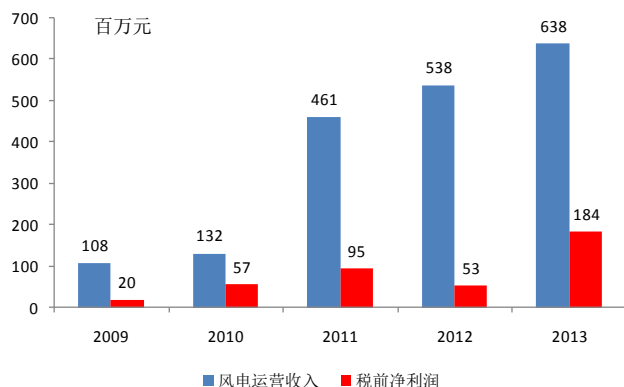


资源来源：公司资料、兴证香港

资源来源：公司资料、兴证香港

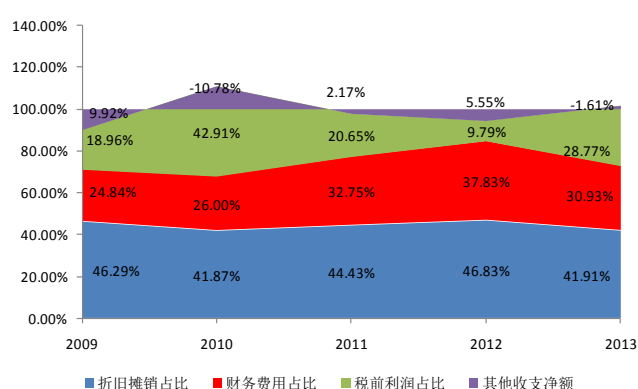
公司风电经营业绩稳步提升，2013年风力发电业务的售电收入达6.38亿元，税前净利润1.84亿元。2010年收购大丰及自建甘肃三期风电项目，使得2010年折旧摊销占比快速提升，风电资产转固后造成次年财务费用支出占比提升。

图表 31、风电的营业收入和税前净利润



资源来源：公司资料、兴证香港

图表 32、风电业务收入的主要成本分析



资源来源：公司资料、兴证香港

2014年风电装机量高速增长。当前在建设风电项目2个，总计600MW，预计今年年底或明年初投产，相较于2013年年底风电装机量825.5MW，同比增长高达72.3%。

另外公司风电储备项目达1,067.5MW，未来几年公司风电装机量仍将持续增长。

图表 33、控股运营的风力发电厂

项目名称	投产年份	控股装机容量 (MW)	权益 (%)	权益装机容量 (MW)	平均电价 (元/兆瓦时)	2009	2010	2011	2012	2013
甘肃风力发电项目一期	2007	100.50	100.00%	100.50	462.00					
运行小时						1,543	1,341	1,717	1,605	1,869
发电量(兆瓦时)						155,100	134,773	172,583	161,340	187,790
甘肃风力发电项目二期	2007	49.50	100.00%	49.50	540.00					
运行小时						2,208	1,843	2,185	1,432	1,639
发电量(兆瓦时)						109,281	91,212	108,165	70,900	81,150
甘肃风力发电项目三期	2011	201.00	100.00%	201.00	520.00					
运行小时								1,840	1,621	1,941
发电量(兆瓦时)								369,855	325,750	390,060
甘肃风力发电项目四期	2011	100.50	100.00%	100.50	520.00					
运行小时								441	1,912	2,002
发电量(兆瓦时)								44,293	192,140	201,230
甘肃风力发电项目五期	2013	20.00	100.00%	20.00	540.00					
运行小时										2,134
发电量(兆瓦时)										42,690
黑龙江红旗风力发电项目	2011	49.50	100.00%	49.50	620.00					
运行小时								1,918	2,062	2,134
发电量(兆瓦时)								94,945	102,060	105,630
黑龙江海浪风力发电项目	2012	49.75	100.00%	49.75	620.00					
运行小时									1,070	2,151
发电量(兆瓦时)									53,220	107,020
中电大丰风力发电项目	2010	200.25	100.00%	200.25	488.00					
运行小时							1,880	1,540	1,812	1,788
发电量(兆瓦时)							376,542	308,447	362,780	358,140
内蒙古察右中旗风电项目	2013	49.50	100.00%	49.50	510.00					
运行小时										258
发电量(兆瓦时)										12,780
德国Bonen风电项目	2013	8.00	100.00%	8.00	95.00					
运行小时										723
发电量(兆瓦时)										5,780
控股风力发电装机总计(兆瓦)		828.50		828.50		264,381	602,527	1,098,288	1,268,190	1,492,270
发电量总计(兆瓦时)										

资料来源：公司资料、兴证香港

今年新建风电项目投产后有望提升总体风电平均利用小时数。已运营的风电场中，大丰风电项目由于当地的平均风速较低，利用小时数较小，但其装机量还相对较大，故拖累整体风电的平均利用小时数。甘肃一至五期风电项目当地有限电现象，因第一期项目上网电价较低和第二期项目装机容量较小，故一期和二期风电项目限电率较高，平均利用小时较低。公司计划今年投产的安北两个风电场限电率低，因此有望在其投产后带动公司整体风电的平均利用小时数提升。

图表 34、已运营的参股风电场

项目名称	投产年份	控股装机容量 (MW)	权益 (%)	权益装机容量 (MW)	平均电价 (元/兆瓦时)	2011	2012	2013
上海海风发电项目	2010	102.00	24.00%	24.48	975.00			
运行小时						2,232	2,627	2,440
发电量(兆瓦时)						227,642	268,010	248,965
崇明北研风电发电项目	2012	48.00	20.00%	9.60	610.00			
运行小时								2,837
发电量(兆瓦时)								136,200
参股风电场装机量总计		150.00		34.08				
参股风电场发电量总计						227,642	268,010	385,165

资料来源：公司资料、兴证香港

图表 35、在建风电项目

项目名称	预计投产年份	控股装机容量 (MW)	权益 (%)	权益装机容量 (MW)	平均电价 (元/兆瓦时)
甘肃安北第二风电	2014	400.00	100.00%	400.00	540.00
甘肃安北第六风电	2014	200.00	100.00%	200.00	540.00

资源来源：公司资料、兴证香港

图表 36、风电储备项目

项目名称	进展	控股装机容量 (MW)
大丰二期	核准	100.00
山东文登风电	核准	49.50
射阳海上风电	核准	300.00
甘肃北大桥五南风电	核准	40.00
云南昆明风电	路条	49.50
福建邵武风电	路条	49.50
福建蒲城风电	路条	49.50
广东阳江海上风电	路条	300.00
黑龙江齐齐哈尔风电	路条	49.50
麻城纯阳山风电	路条	80.00
总计		1067.50

资源来源：公司资料、兴证香港

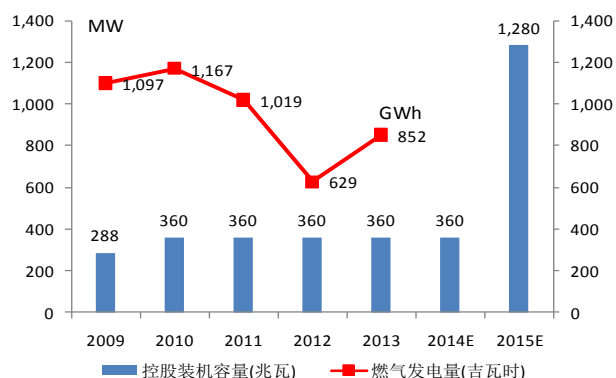
另外，公司还参股了上海海上风电项目（持有24%股权比例），为公司未来拓展海上风电业务积累了一定的运营经验。公司拥有高达600MW的海上风电项目储备，一旦海上风电建设序幕拉开，公司的海上风电项目将成为风电新的业绩增长点。

3.2 东莞燃气发电二期 2015 年投产，气电装机量爆发式增长

中电新能源旗下的东莞中电新能源燃气电厂装机量360MW，是当前公司的主要利润贡献分部。2013年东莞燃气电厂实现发电量8.52亿千瓦时，售电收入5.47亿元，获得政府补贴2.18亿元，税前净利润达1.49亿元。

2015年公司燃气发电装机量将爆发式增长。目前总装机量高达920MW的东莞燃气发电二期项目正在建设，2台装机容量分别为460MW的燃气发电机组预计于2015年上半年分别建成投产。此外，公司在全国各地储备的燃气发电项目总容量高达2,640MW。

图表 37、燃气发电装机容量及发电量



资源来源：公司资料、兴证香港

图表 38、燃气发电储备项目

燃气发电储备项目	状态	装机容量 (MW)
天津宁河天然气发电厂	核准	780.00
东莞分布式能源项目	路条	120.00
海南分布式能源项目	路条	180.00
洪泽天然气发电项目	路条	780.00
盐城天然气发电项目	路条	780.00
总计		2,640.00

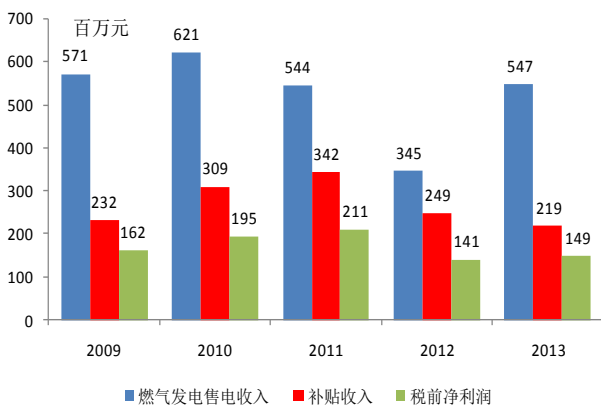
资源来源：公司资料、兴证香港

东莞燃气发电一期项目的业务收入主要来自两个部分，售电收入和政府补贴。其中售电收入按上网电价0.745元/千瓦时价格由南方电网支付。政府补贴按每月固定发电量约4,000万千瓦时进行补贴，度电补贴价格介乎于0.4-0.6元/度之间，

乃根据每月的气价浮动情况而定。其中，2013年燃气补贴收入2.19亿元，若按每月固定补贴4,000万度电计，平均每度电政府补贴收入约为0.456元。

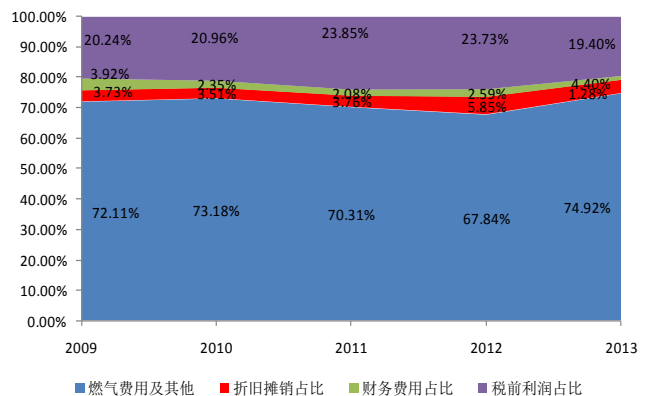
燃气发电的天然气采购分为两个部分，固定价格的合同气和浮动价格的市场气。公司公开资料中并未披露天然气发电的用气量以及采购气价成本。假设每立方米天然气发电5度，根据燃料成本数额可推测东莞燃气一期项目的平均天然气采购平均成本大约为3.00元/立方米。

图表 39、燃气售电收入、补贴收入及税前利润



资源来源：公司资料、兴证香港

图表 40、燃气发电收入构成分解



资源来源：公司资料、兴证香港

东莞燃气发电二期项目为一期项目的扩建工程，装机容量为 $2 \times 460\text{MW}$ ，装机量较大，该项目建设的必要性分析如下：

1、满足未来东莞市用电需求增长。

东莞位于珠江三角洲核心地区，用电负荷发展较快，是广东电网重要的负荷中心之一，然而东莞区内电源容量有限，难以满足用电负荷发展需要。随着东莞用电负荷增加、小火电厂退役，据测到2015年东莞供电最高负荷将达到14,500MW。预测到2015年，即使加上东莞二期燃气发电项目，东莞全市220kV及以下电网电力缺口仍将达到13,015MW，电厂近区东莞西南部地区220kV及以下电网电力缺口达到3,313MW。因此建设东莞中电新能源燃气二期工程可缓解省网向东莞电网的供电压力，满足东莞市区用电需求增长。

2、热电联供，能源梯级利用。

本项目为燃气-蒸汽联合循环供热机组，兼有“发电”和“供热”功用。该项目位于东莞市东城区科技工业园区内，项目周边工商业集聚区，区内用热企业的热（冷）负荷量逐渐增长，热电联产的蒸汽可以足量销售，实现能源梯级利用。

3、燃气热电是清洁能源发电，具备环保社会效益。

天然气电厂与燃煤电厂相比，在环境排放上具有如下优点：无SO₂、无烟尘、无灰

渣排放，NO_x排放量约为相同容量燃煤电厂的6.4%，单位发电CO₂排放量约为燃煤电厂的50%。二期扩建机组均为燃气机组，该两台扩建机组投产后，可提高清洁能源的比重，适应低碳经济发展的需要。因此，从一次能源的利用效率看，燃气发电具备提高能源效率，减少污染排放，改善大气环境，节约能源方面效果显著，社会效益明显。

4、调整本地电源结构，电力调峰作用明显。

燃气发电是中国发电能源多元化的重要组成部分，有利于优化和调整电源结构。截止2010年底，东莞110kV及以下电源装机容量2,298MW，其中单机容量50MW及以下的火电机组容量为195MW，所占比重为8.5%，这些电源经济效益差、难以调度，并且机组寿命短，到期必须退役。中电新能源燃气电厂扩建机组，为小火电的退役创造了条件，提高了系统的综合效益，促进了东莞电源结构的优化。同时，利用天然气发电有利于满足电力电网系统调峰需要，提高电网运行的安全性。

5、作为扩建工程，东莞燃气二期项目的交通运输、水源、地质及水文气象等厂址条件优越。同时，东莞地处珠三角核心地带，用地有限，燃气电厂相对燃煤电厂占地较小，可以减轻东莞地区的用地压力。

因此，东莞燃气发电二期项目建成后有用电、用热市场需求。同时，项目还符合国家天然气利用政策、符合国家环保政策，符合广东省节能减排工作方案的要求，具有很强的抵抗政策风险能力。

该项目气源供应主要是中石油西气东输二线。广东省天然气管网一期工程主要是西气东输二线天然气和川气入粤工程的天然气。西气东输二线管道主供气源为引进土库曼斯坦、哈萨克斯坦等中亚国家的天然气，国内气源作为备用和补充气源。西气东输二线干线及支干线总长度 8,704千米，设计输量300亿立方米/年，已于2008年开工建设，最终目标是形成“全省一张网”，连通主要气源，达到气源互补。2020年前，广东省将形成9大天然气气源供应站。预计到2015年，全省天然气供应总量约达到400亿m³/年左右，到2020年约600亿m³/年。因此东莞燃气发电二期项目的气源具有良好的保障。输气通道计划新建一条从大鹏燃气站(东莞分输站)至其厂区内的天然气管道，并在厂区内新建计量调压站。

东莞二期燃气发电项目总投资额约24亿元，我们预测项目建成后，年发电量可达30多亿度电，年产值可达30亿元，为公司带来较好的投资收益。

3.3 多个垃圾发电项目 2016 年加速投产, 垃圾日处理量大增

当前公司控股运营着2个垃圾发电厂：昆明废物焚化发电厂(30MW)，日处理垃圾1,500吨，海口废物焚化发电厂(24MW)，日处理垃圾1,200吨。2013年两个垃圾发电厂实现发电量3.19亿千瓦时，售电收入1.96亿元，税前净利润2,849万元。

目前装机量为24MW的海口垃圾发电二期项目在建,规划日处理垃圾1,200吨,预计2016年建成。公司另有多个垃圾发电储备项目已经核准并进入项目建设前期阶段,装机总量达69MW,日处理垃圾总量达3,600吨,均计划于2016年建成投产。

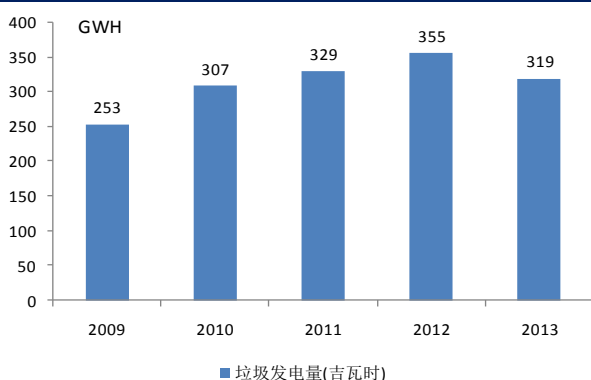
图表 41、运营过的垃圾发电项目

	投产年份	控股装机容量 (MW)	权益 (%)	权益装机容量 (MW)	日处理垃圾量 (吨)	2009	2010	2011	2012	2013
东莞废物焚化发电厂		36.00	40.00%	14.40						
电价						580	580			
运行小时						6,417	7,136			
发电量(兆瓦时)						231,026	256,884			
德清废物焚化发电厂		6.00	100.00%	6.00						
电价						525	525	550		
运行小时						3,650	8,434	7,440		
发电量(兆瓦时)						21,898	50,603	44,643		
昆明废物焚化发电厂		30.00	100.00%	30.00	1,500					
电价								485	597	597
运行小时								7,102	6,361	5,249
发电量(兆瓦时)								213,044	190,840	157,470
海口废物焚化发电厂	2011	24.00	100.00%	24.00	1,200					
电价								627	644	650
运行小时								2,978	6,839	6,716
发电量(兆瓦时)								71,479	164,140	161,190
当前运营项目总计		54.00		54.00	2,700	252,924	307,487	329,166	354,980	318,660
发电量(兆瓦时)										

资料来源：公司资料、兴证香港

公司在 2011 年出售了东莞焚化发电厂参股股权，因为当时其股东亦持有公司控股的东莞燃气发电业务少数股东股权，作为收购其剩余少数股权的代价，公司用东莞垃圾发电的参股股权与其进行了股权置换，公司 100%控股了东莞燃气电厂。公司另在 2012 年出售了旗下的德清焚化发电厂，因为该项目装机容量较小，日处理垃圾仅 350 吨，装机容量 6MW 不具有规模效应，因而进行了项目出售。

图表 42、垃圾项目年发电量



资料来源：公司资料、兴证香港

图表 43、公司在建和储备垃圾发电项目

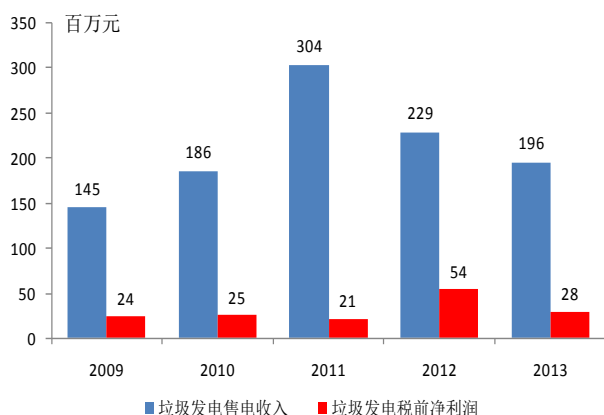
储备项目	状态	装机量(MW)	日处理垃圾量(吨)	垃圾处理补贴费(元/吨)	预期投产年限
海口垃圾发电二期	在建	24.00	1,200	65.00	2016
贵州仁怀垃圾焚烧发电项目	核准	15.00	600		2016
贵州花溪垃圾焚烧发电项目	核准	18.00	1,200	65-70	2016
河北霸州垃圾焚烧发电项目	核准	12.00	600		2016
安徽芜湖垃圾焚烧发电项目	核准	24.00	1,200	55.00	2016
计划2016年投产项目		93.00	4,800		
海南儋州垃圾焚烧发电项目	路条	18.00	1,200	65.00	

资料来源：公司资料、兴证香港

垃圾发电收入亦由两部分组成，售电收入和垃圾处理费。垃圾发电执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元（含税）。垃圾焚烧发电上网电价高出当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的部分实行两级分摊。其中，当地省级电网负担每千瓦时 0.1 元，电网企业由此增加的购电成本通过销售电价予以疏导；其余部分纳入全国征收的可再生能源电价附加解决。一吨垃圾按标准热值折合发电 280 千瓦时。垃圾处理费则因各地补贴政策不同而有所差异，一般在 60-70 元/吨。

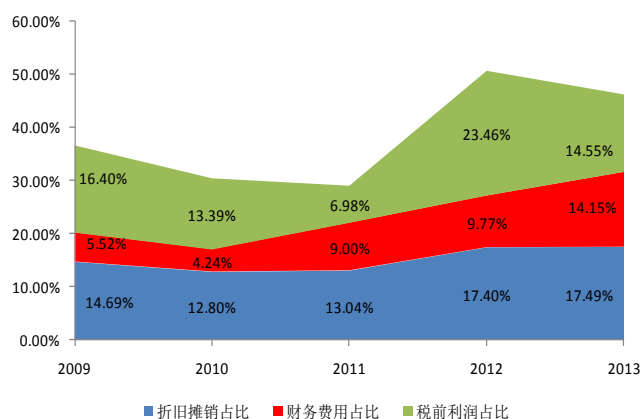
垃圾发电的成本构成主要是折旧摊销、财务费用和燃烧物的环保处理费用，垃圾发电的利用小时数一般较高，可达 7,000 小时。2013 年垃圾发电收益率下降主要是因为昆明垃圾发电设备进行检修，利用小时数从 2012 年 6,361 小时下降到 5,249 小时。

图表 44、垃圾发电业务收入及税前利润



资源来源：公司资料、兴证香港

图表 45、垃圾发电的折旧摊销及财务费用



资源来源：公司资料、兴证香港

3.4 水电积极拓展海外项目

当前公司共控股运营着 6 个水力发电厂，控股装机容量 651MW，权益装机 595.8MW。2013 年公司旗下的重庆梅溪河水电厂投产运营，并购了盈江水电，水力发电实现发电量 16.1 亿千瓦时，售电收入 2.84 亿元，税前净利润 2,659 万元。

目前公司水电储备项目有装机量 40MW 梅溪河二级三级电站，装机量高达 728MW 的老挝波诺水电项目处于前期协议中，预期 2018 年或可建成投产。公司国内水电业务则通过收购中小水电项目继续提升水电装机容量。

公司主要股东三峡集团具有丰富的水电工程建设与管理经验，三峡集团运营的三峡水电站是世界上规模最大的水电站。中电新能源可以通过与三峡集团合作开发较大规模的水电站。

图表 46、运营中的水电项目

	运营并表 年份	控股装机容量 (MW)	权益 (%)	权益装机容 量 (MW)	平均电价 (元/兆瓦 时)	2009	2010	2011	2012	2013
福建沙溪口水力发电厂		300.00	100.00%	300.00						
平均电价					180.00	210.00	210.00	210.00	250.00	
运行小时					2,471	3,938	2,106	4,483	3,140	
发电量(兆瓦时)					741,317	1,181,480	631,754	1,344,750	942,090	
牛头山发电厂		115.00	52.00%	59.80						
平均电价					339	339	346	342	342	
运行小时					2,295	3,679	2,032	3,433	3,045	
发电量(兆瓦时)					279,958	449,610	248,339	394,800	350,140	
漳平市华口水电站		36.60	100.00%	36.60						
平均电价							323	354	354	
运行小时							1,897	3,433	3,635	
发电量(兆瓦时)							69,440	125,660	133,030	
重庆梅溪河水电站	2013	129.00	100.00%	129.00						
平均电价										384
运行小时										1,085
发电量(兆瓦时)										139,990
云南盈江洪福宝业水电	2013	64.00	100.00%	64.00						
平均电价										204
运行小时										522
发电量(兆瓦时)										33,460
云南盈江惠民水电	2013	6.40	100.00%	6.40						
平均电价										204
运行小时										1005
发电量(兆瓦时)										6,430
水电装机容量总计(千瓦)		651.00		595.80						
水电发电量总计(兆瓦时)					1,021,275	1,631,090	949,533	1,865,210	1,605,140	

资源来源：公司资料、兴证香港

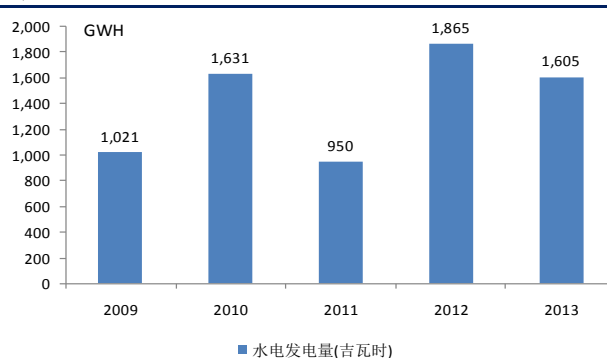
水电发电量易受当年电站所处水域的水资源丰歉影响，这在公司过往年份水电发电量数据中体现较为明显。2013 年之前公司的水电项目均在福建，受福建年度水况资源影响明显。2011 年福建沙溪水口电厂利用小时数仅为 2,106 小时，而 2012 年又高达 4,483 小时。因此水况资源很大程度上影响电业务的经营效益。随着公司在重庆、云南等省外投资的水电厂投入运营，公司水电业绩大幅波动的状况有望在一定程度上得到平滑。

图表 47、水力发电控股装机容量



资源来源：公司资料、兴证香港

图表 48、水电发电量

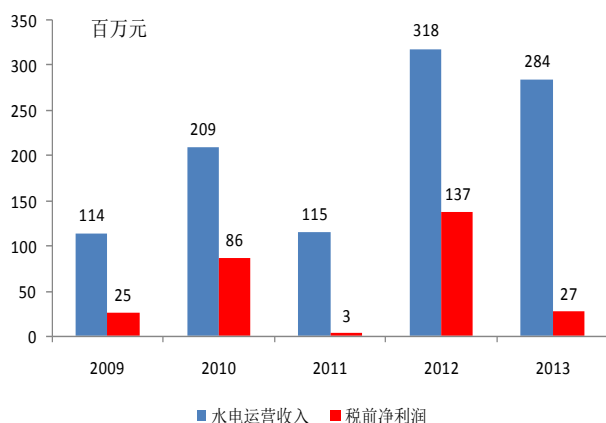


资源来源：公司资料、兴证香港

另外，水电项目具有较好的现金流流入，且因过往水电电价定价较低，部分水电站的水电上网电价还有上调空间。

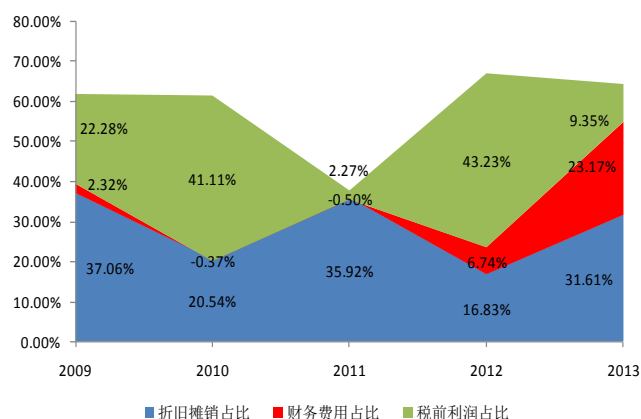
从经营的水电项目成本构成上看，折旧摊销比例一般比较固定，2013 年水电分部的财务费用随着水电并购项目而一次性大幅增加。

图表 49、水力发电业务收入及税前利润



资源来源：公司资料、兴证香港

图表 50、水力发电的折旧摊销及财务费用



资源来源：公司资料、兴证香港

3.5 进军光伏发电领域，增添新的利润增长点

光伏发电成为公司新的利润增长点。当前公司共运营着4个光伏电站，控股装机容量100MW。2013年公司运营的光伏电站已贡献发电收入，实现发电量1.5亿千瓦时，售电收入1.15亿元，税前净利润5,693万元。光伏项目收益率较高，已经成为公司新的利润增长点。

目前公司在建光伏项目2个：海南昌江光伏20MW，云南元江光伏20MW，预计2014年年底建成。同时公司已有的光伏储备项目达360MW。

图表 51、运营中的光伏发电项目

投产年份	控股装机容量 (MW)	权益 (%)	权益装机容量 (MW)	平均电价 (元/兆瓦时)	2013
甘肃武威光伏发电项目一期	2012	20.00	100.00%	20.00	810.00
利用小时					1,764
总发电量					35,280
甘肃武威光伏发电项目二期	2013	30.00	100.00%	30.00	1000.00
利用小时					1,191
总发电量					35,740
甘肃白银光伏发电项目一期	2012	20.00	100.00%	20.00	826.00
利用小时					1,709
总发电量					34,180
甘肃白银光伏发电项目二期	2013	30.00	100.00%	30.00	1000.00
利用小时					1,522
总发电量					45,660
装机容量总计 (兆瓦)		100.00	100.00		
发电量总计 (兆瓦时)					150,860

资源来源：公司资料、兴证香港

图表 52、储备中的光伏发电项目

储备光伏项目	状态	控股装机容量 (MW)
甘肃武威光伏发电项目三期	核准	50.00
甘肃永登光伏发电项目	核准	50.00
新疆三塘湖光伏发电项目	核准	20.00
甘肃白银光伏发电项目三期	路条	70.00
内蒙卓资光伏发电项目	核准	100.00
内蒙化德光伏发电项目	核准	50.00
昆明西山光伏发电项目	路条	20.00
总计		360.00

资源来源：公司资料、兴证香港

3.6 其他发电装机维持不变

此外，公司还控股运营了洪泽生物质发电厂(15MW)和洪泽热电厂(6MW, 60%权益)，此两个发电项目是2007年公司最初注入上市公司的发电业务。2013年生物质发电厂发电量1.05亿千瓦时，洪泽热电发电量2,937万千瓦时，合计售电收入1.79亿元，实现税前利润2,478万元。

图表 53、运营中的其他发电项目

投产年份	控股装机容量 (MW)	权益 (%)	权益装机容量 (MW)	平均电价 (元/兆瓦 时)	2009	2010	2011	2012	2013
中电洪泽生物质发电厂	15.00	100.00%	15.00						
平均电价				746	746	760	760	760	760
利用小时				6,329	7,498	2,075	5,089	7,010	7,010
总发电量				94,940	112,463	31,121	76,330	105,150	105,150
中电洪泽热电厂	6.00	60.00%	3.60						
平均电价				500	500	519	519	519	519
利用小时				3,497	925	885	2,888	4,895	4,895
总发电量				104,896	27,739	26,560	17,330	29,370	29,370
发电装机容量总计(兆瓦)	21.00		18.60						
发电量总计(兆瓦时)				199,836	140,202	57,681	93,660	134,520	134,520

资料来源：公司资料、兴证香港

3.7 多元化发电组合有助于降低经营业绩波动风险

公司当前现有控股各类发电装机容量2,014.50MW，在建各类发电装机容量总计1,584MW，预计可于2015年年底全部投产。

多元化的发电组合创造协同效益。过往公司的风电、水电以及燃气发电业务为公司提供大量收入及现金流量，可以用于支持拓展开发新的清洁能源项目。

单一的发电种类易于受不可控自然因素影响，如水电发电量易受当年水况资源的影响，而风电发电量易受当年风况因素影响，而多元化发电结构有助于抵抗单一发电种类在不利年景下的发电量波动风险。

多元化发电资产组合也使公司受惠于政府鼓励开发不同类型清洁能源项目的各项优惠政策。中国政府目前致力于促进能源的多元化和清洁发展，特别是水电、核电、风电、太阳能以及生物质能。中国政府亦出台了一系列的支持发展清洁能源的政策以鼓励中国发展清洁能源。

控股股东中电投集团旗下多家子公司均有清洁能源或可再生能源业务，截至2013年年底，按中电投集团统计口径，全集团拥有水电装机26.65GW，风电装机4.71GW，光伏装机2.50GW。如果能像其他五大发电集团企业一样将清洁能源或可再生能源进行系统内整合，而中电新能源作为中电投集团旗下清洁能源的港股上市平台，有望通过资产注入迅速扩张，公司未来的想象空间巨大。只是考虑到涉及央企系统内的资产整合，需要更高层面上的宏观战略布局以及下属各子公司的通力合作，短期内进行整合的可能性并不大，我们预计中电新能源当前依然是通过自己的上市平台735.HK进行自建项目和收购项目来发展。

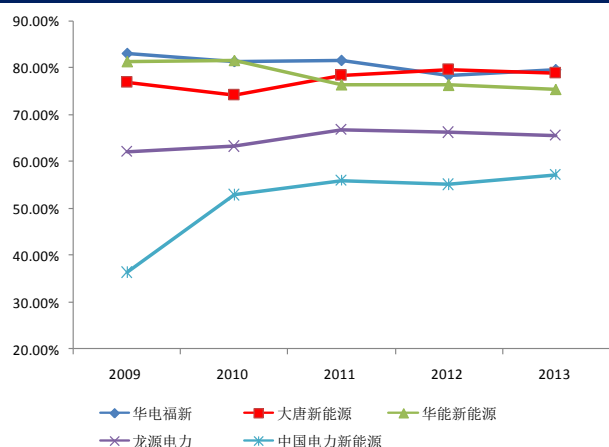
4、财务状况稳健

4.1 资产负债比例较低，具有财务杠杆提升空间

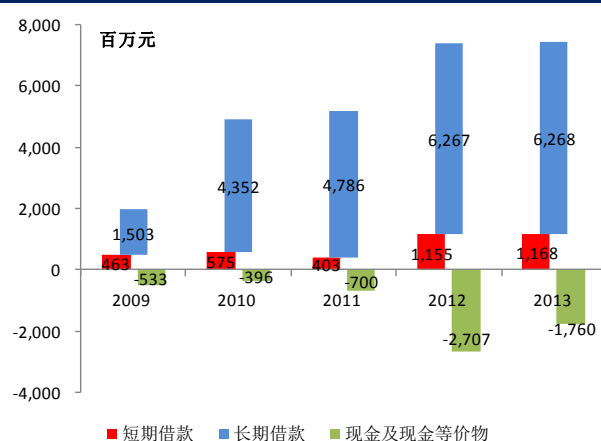
电力运营是典型的重资产行业，发电厂建设期需要大量资本投入。风电、水电、光伏发电、垃圾发电建成投产后的运营现金开支主要是人工支出和维修维护费用，占比很小，而经营成本主要是非现金的资产折旧和项目融资的利息支出。燃气发电业务则燃气成本在运营成本中占比较高。

发电运营公司普遍具有较高的资产负债率水平，与五大集团下的其他新能源上市公司相比，中电新能源具有较低的资产负债率水平，具备财务杠杆提升空间。

图表 54、同业的资产负债率



图表 55、负债结构和现金等价物



资源来源：公司资料、上市公司公告、兴证香港

资源来源：公司资料、兴证香港

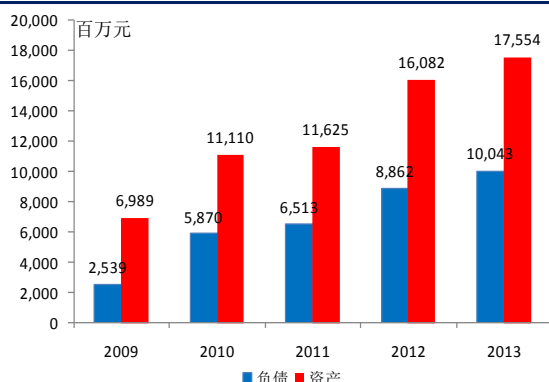
从债务结构上看，中电新能源的长短债比例合适，长期负债占比较高，公司的现金等价物足以支付短期的偿还债务需求。

4.2 经营现金流稳健提升，可以覆盖未来资本开支

随着公司发电装机容量的持续提升，公司的总资产和负债额均稳步提升，2009-2013 年公司总资产复合增长率 25.9%。截至 2013 年末，公司总资产量为 175.54 亿元，负债 100.43 亿元，净资产 75.11 亿元。

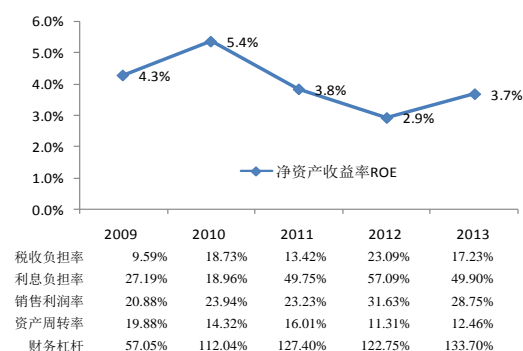
从公司 ROE 杜邦分解可以看到，随着负债比率的提升，利息负担率增加，净资产收益率 ROE 自 2010 年 5.4% 下降至 2012 年的 2.9%。随着未来发电装机规模提升，预计销售利润率会持续提升，尤其是风电、光伏和垃圾发电具有较高的经营利润率，进而拉动 ROE 的继续回升。

图表 56、总资产和总负债数据



资料来源：公司资料、兴证香港

图表 57、ROE 杜邦分解

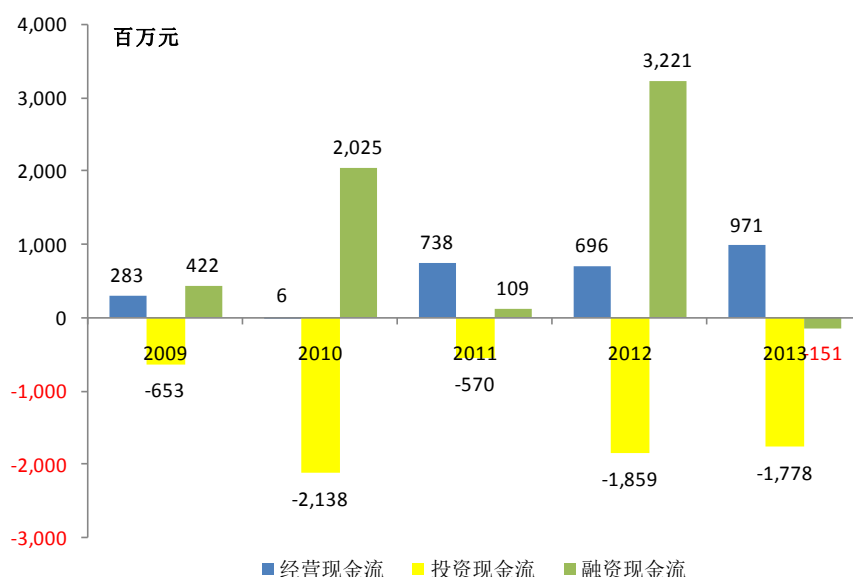


资料来源：公司资料、兴证香港

经营现金流稳步提升，可基本覆盖新建项目资本开支所需的自有资本金。从历年公司的现金流量表中可以看到，随着装机规模量的持续提升，售电业务带来的经营现金流稳健提升，2013 年的经营现金流达到 9.71 亿元，截至 2013 年年底公司持有的现金等价物约有 17.6 亿元。

2014-2015 年公司在建发电项目较多，我们预测对应总资本开支约 100 亿元，自有资金需约 20 多亿元，其余资金依靠银行或其他方式融资，因而现有资金加经营现金流可以基本覆盖资本开支所需的自有资本金。若采用债务融资，资产负债率可能会进一步提升，融资利息支出占比继续变大，但对应公司 2013 年 57.21% 的资产负债率，仍有财务杠杆提升的空间。

图表 58、公司现金流量表数据



资料来源：公司资料、兴证香港

5、盈利预测与估值

5.1 营业收入预测

中电新能源具有多元化的发电业务，我们预测公司未来几年发电主营业务不变，公司发电装机容量的持续提升未来几年陆续体现在风电（2014 年）、燃气发电（2015 年）、垃圾发电（2016 年）和光伏发电（每年平均增长）板块中。

风力发电装机方面，预计到 2014 年年底新增装机 600MW（部分风机可能于 2015 年并网投产）。假设 2014-2016 年，风电平均利用小时数约在 1,900 小时，平均税后上网电价为 0.44 元/千瓦时，则风电业务收入分别为 7.2、11.7 和 12.6 亿元。

图表 59、风力发电业务收入预测表

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
风电控股装机量	150.00	600.75	701.25	751.00	828.50	1,428.50	1,528.50	1,728.50
增长率		300.50%	16.73%	7.09%	10.32%	72.42%	7.00%	13.08%
权益装机量(兆瓦)	139.95	604.23	725.73	785.08	794.42	1,394.42	1,494.42	1,694.42
利用小时数(小时)	1,889	997	1,513	1,615	1,878	1,900	1,900	1,900
发电量(兆瓦时)	264,381	602,527	1,098,288	1,268,190	1,492,270	1,688,150	2,733,150	2,942,150
平均税后售电价格(元/千瓦时)	0.421	0.226	0.433	0.437	0.441	0.44	0.44	0.44
在建量及预测新建量(兆瓦)					600.00	100.00	200.00	200.00
售电收入(千元)	189,289	131,993	461,457	538,061	638,050	720,502	1,166,508	1,255,710

资料来源：公司资料、兴证香港预测

燃气发电装机方面，东莞燃气发电二期 920MW 两台机组分别于 2015 年上半年建成投产。假设 2014-2016 年，燃气发电利用小时数约在 2,500-2,800 小时，含补贴税后平均售电电价为 0.90 元/千瓦时，则燃气发电业务收入分别为 7.9、13.3 和 32.0 亿元。

图表 60、燃气发电业务收入预测表

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
燃气发电装机容量(兆瓦)	360.00	360.00	360.00	360.00	360.00	360.00	1,280.00	1,580.00
增长率							255.56%	23.50%
权益装机量(兆瓦)	288.00	288.00	324.60	324.36	360.00	360.00	1,280.00	1,580.00
利用小时数(小时)	3,048	3,242	2,830	1,748	2,366	2,500	2,800	2,800
发电量(兆瓦时)	1,097,439	1,167,290	1,018,766	629,170	851,890	900,000	1,523,200	3,668,000
含补贴税后度电平均价格(元/千瓦时)	0.620	0.797	0.870	0.945	0.899	0.900	0.900	0.900
在建量及预测新建量(兆瓦)					920.00	920.00	300.00	780.00
售电收入(千元)	802,801	930,183	886,626	594,436	765,752	785,700	1,329,754	3,202,164

资料来源：公司资料、兴证香港预测

垃圾发电新增装机方面，预计海口在建 24MW 垃圾发电二期于 2016 年初投产。加上已通过核准 4 项目，预计到 2016 年共有 93MW 的垃圾发电项目，日垃圾处理量增加 4,800 吨。假设 2014-2016 年，垃圾发电利用小时数约在 6,800 小时，平均售电电

价为 0.61 元/千瓦时，则垃圾发电业务收入分别为 1.92、2.09 和 2.98 亿元。

图表 61、垃圾发电业务收入预测表

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
垃圾发电控股装机容量	42.00	72.00	60.00	54.00	54.00	54.00	54.00	147.00
增长率						0.00%	0.00%	172.22%
权益装机容量(兆瓦)	20.40	50.40	60.00	54.00	54.00	54.00	54.00	147.00
利用小时数(小时)	6,022	4,271	5,486	6,574	5,901	6,800	6,800	6,800
发电量(兆瓦时)	252,924	307,487	329,166	354,980	318,660	367,200	367,200	556,920
平均税后售电价格(元/千瓦时)	0.57	0.60	0.92	0.64	0.61	0.61	0.61	0.61
在建量及预测新建量(兆瓦)					24.00	24.00	93.00	36.00
售电收入(千元)	145,167	186,023	303,658	228,738	195,741	217,272	217,272	329,530

资料来源：公司资料、兴证香港预测

水力发电装机方面，预计到 2016 年，梅溪河二级三级电站 40MW 装机建成。老挝波诺水电 728MW 水电项目，预计要到 2018 年建成。假设 2014-2016 年，水力发电利用小时数约在 3,300-3,500 小时，平均售电电价为 0.180-0.185 元/千瓦时，则水力发电业务收入分别为 3.98、3.79 和 4.16 亿元。

图表 62、水力发电业务收入预测表

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
水电合并装机容量	458.80	458.80	458.80	451.60	651.00	651.00	651.00	691.00
增长率							0.00%	0.00%
权益装机容量(兆瓦)	380.26	398.20	398.20	396.40	595.80	595.80	595.80	635.80
利用小时数(小时)	2,226	3,555	2,070	4,130	2,466	3,500	3,300	3,500
发电量(兆瓦时)	1,021,275	1,631,090	949,533	1,865,210	1,605,140	2,278,500	2,148,300	2,320,500
平均税后售电价格(元/千瓦时)	0.111	0.128	0.121	0.171	0.177	0.180	0.182	0.185
在建量及预测新建量(兆瓦)						40.00	40.00	728.00
售电收入(千元)	113,787	208,740	115,068	318,057	284,302	397,826	379,261	416,414

资料来源：公司资料、兴证香港预测

光伏发电装机方面，预计 2014 年新增光伏装机 40MW，2015-2016 年分别新增 100MW。假设 2014-2016 年，光伏发电利用小时数约在 1,550-1,580 小时，平均税后售电价格为 0.76 元/千瓦时，则光伏发电业务收入分别为 1.14、1.63 和 2.80 亿元。

图表 63、光伏发电业务收入预测表

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
光伏控股装机容量				40.00	100.00	140.00	240.00	340.00
增长率						40.00%	71.43%	41.67%
权益装机容量(兆瓦)				40.00	100.00	140.00	240.00	340.00
利用小时数(小时)					1,509	1,550	1,580	1,580
发电量(兆瓦时)					150,860	155,000	221,200	379,200
平均税后售电价格(元/千瓦时)					0.76	0.76	0.76	0.76
在建量及预测新建量(兆瓦)					40.00	100.00	100.00	100.00
售电收入(千元)					115,177	114,266	163,069	279,546

资料来源：公司资料、兴证香港预测

其他发电装机方面，中电洪泽生物质发电厂和中电洪泽热电厂保持装机不变。

图表 64、其他发电业务收入预测表

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
其他发电(生物质, 燃煤)	45.00	45.00	45.00	21.00	21.00	21.00	21.00	21.00
增长率						0.00%	0.00%	0.00%
权益装机量(兆瓦)	33.00	33.00	33.00	18.60	18.60	18.60	18.60	18.60
利用小时数(小时)	4,441	3,116	1,282	4,460	6,406	6,000	6,000	6,000
发电量(兆瓦时)	199,836	140,202	57,681	93,660	134,520	126,000	126,000	126,000
分部业务收入/发电量(元/千瓦时)	0.68	0.91	1.33	1.39	1.33	1.33	1.33	1.33
在建量(兆瓦)								
售电收入(千元)	136,088	127,495	76,591	129,866	178,622	162,553	162,553	162,553

资料来源：公司资料、兴证香港预测

综合以上各发电业务板块的假设，我们预测中电新能源于 2014-2016 的营业收入分别为 24.1 亿、34.3 亿和 56.6 亿元，同比分别增长 10.1%、42.38%和 64.97%，年均复合增长率约合 37.26%。

图表 65、综合收入预测表

单位：千元	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
汇总								
营业收入	1,389,669	1,591,426	1,851,272	1,818,900	2,187,530	2,408,500	3,429,316	5,657,360
增长率		14.52%	16.33%	-1.75%	20.27%	10.10%	42.38%	64.97%
分部业务：燃气发电								
营业收入	802,801	930,183	886,626	594,436	765,752	785,700	1,329,754	3,202,164
增长率		15.87%	-4.68%	-32.96%	28.82%	2.61%	69.24%	140.81%
分部业务：风力发电								
营业收入	189,289	131,993	461,457	538,061	638,050	720,502	1,166,508	1,255,710
增长率		-30.27%	249.61%	16.60%	18.58%	12.92%	61.90%	7.65%
分部业务：水力发电								
营业收入	113,787	208,740	115,068	318,057	284,302	397,826	379,261	416,414
增长率		83.45%	-44.87%	176.41%	-10.61%	39.93%	-4.67%	9.80%
分部业务：垃圾发电								
营业收入	145,167	186,023	303,658	228,738	195,741	217,272	217,272	329,530
增长率		28.14%	63.24%	-24.67%	-14.43%	11.00%	0.00%	51.67%
分部业务：光伏发电								
营业收入					115,177	114,266	163,069	279,546
增长率						-0.79%	42.71%	71.43%
分部业务：其他发电								
营业收入	136,088	127,495	76,591	129,866	178,622	162,553	162,553	162,553
增长率		-6.31%	-39.93%	69.56%	37.54%	-9.00%	0.00%	0.00%
分部业务：物业投资								
营业收入	2,537	6,992	7,872	9,742	9,886	10,380	10,899	11,444
增长率		175.60%	12.59%	23.76%	1.48%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：公司资料、兴证香港预测

5.2 经营费用及利润表预测

我们对中电新能源利润表的预测主要基于以下假设：

(1) 利润表的燃料消耗主要是燃气发电业务的天然气成本，随着东莞天然气二期项目的投产，燃气成本上升与燃气发电量增长相一致。

(2) 预测公司其它营业开支与营业收入金额大致稳定；随着运营规模效应，员工成本占应收比例呈小幅下降趋势；风电和光伏业务的经营利润率较高，故综合经营利润率小幅提升。

(3) 资本开支：根据公司的当前投资计划，2014-2015 两年大约需要 100 亿元左右的投资规模。

(4) 实际有效所得税税率从 18%逐步上升到 21%。

(5) 港币汇率假定 1 人民币元=1.26 港币。

图表 66、利润预测表

(单位：百万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	1,861	1,819	2,188	2,408	3,429	5,657
增长	17.0%	-2.3%	20.3%	10.1%	42.4%	65.0%
燃料成本	(799)	(486)	(639)	(658)	(1,064)	(2,562)
折旧和摊销	(343)	(402)	(485)	(558)	(692)	(899)
其它收入	43	37	37	41	45	50
其它营业开支	(182)	(202)	(227)	(272)	(327)	(386)
占销售收入比	9.77%	11.09%	10.38%	11.31%	9.53%	6.82%
员工成本	(131)	(136)	(187)	(215)	(248)	(273)
占销售收入比	7.0%	7.5%	8.6%	8.9%	7.2%	4.8%
经营利润	432	575	629	701	1,082	1,520
增长	13.5%	33.1%	9.3%	11.5%	54.4%	40.5%
经营利润率	23.2%	31.6%	28.8%	29.1%	31.6%	26.9%
财务费用	(215.06)	(328.41)	(313.85)	(345.23)	(415.68)	(499.99)
占联营公司损益	8.92	9.44	(0.46)	0.00	0.00	0.00
税前利润	227.00	275.36	334.98	375.57	686.55	1039.86
增长	-34.3%	21.3%	21.7%	12.1%	82.8%	51.5%
所得税	(30)	(64)	(58)	(68)	(137)	(218)
实际税率	13.4%	23.1%	17.2%	18.0%	20.0%	21.0%
股东应占溢利	181	193	257	284	523	795
增长	-22.9%	6.8%	33.6%	10.4%	84.1%	52.1%
基本每股收益(分)	2.29	1.95	2.24	2.40	4.42	6.72

资料来源：公司资料、兴证香港预测

综合以上分析，我们预测中电新能源未来 3 年盈利有望保持快速增长，预测 2014-2016 年股东应占净利润为 2.84 亿、5.23 亿和 7.95 亿元，对应 EPS(每股基本收益)分别为 2.40、4.42 和 6.72 分。

5.3 目标价

在我国能源结构转型发展的背景下，中国对风电、光伏、垃圾发电等可再生能源出台了一系列的优惠政策，治霾特高压输电通道建设将大幅度改善西部弃风、弃光电现象，而即将推出的可再生能源配额考核政策将彻底改变我国风电、光伏行业的发展态势。致力于发展清洁能源的中电新能源必将长期受惠于这一历史进程。

未来几年公司清洁能源发电总装机容量持续快速增长。按现有开工在建项目，未来几年中公司每年都有一个装机容量高速增长发电板块。2014 年公司风电新增装机 600MW，风电装机容量同比增长 72.4%；2015 年东莞燃气发电二期装机容量 920MW，装机容量同比增长 255.6%；2016 年垃圾发电业务日处理垃圾量增加 4,800 吨至 7,500 吨，同比增长 177.8%；光伏项目预期每年约有 100MW 的新增装机量；老挝 728MW 水电项目预期于 2018 年建成投产。

伴随着发电装机容量和发电量的提升，我们预测 2014-2016 年公司营业收入分别为 24.1 亿、34.3 亿和 56.6 亿元，复合增速达 37.26%；股东净利润分别为 2.84 亿、5.23 亿和 7.95 亿元，复合增速达 45.65%；对应每股基本收益分别为 2.40、4.42 和 6.72 分（折合港币 3.03、5.57 和 8.47 港仙）。

我们采用 P/E 相对估值法对中电新能源进行估值，参照港股新能源行业的平均估值以及中电新能源较高的业绩增速等多方面因素，我们给予中电新能源未来 12 个月内 0.89 港元的目标价。目标价约相当于 2014-2016 年 PE 为 29.4、16.0、10.5 倍，对应股东净利润 45.65% 的年均复合增长率。目标价较现价 0.52 港元约有 71.2% 的上升空间，故我们首次给予其“买入”投资评级。

5.4 同类公司估值比较

图表 67、同类公司估值比较

港股清洁能源类上市企业

股票代码	公司名称	HKD		ROE (2013)				PE		
		股价	市值(亿)		2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
0916 HK	龙源电力	8.43	677.5	6.33%	0.42	0.57	0.67	20.07	14.79	12.58
1798 HK	大唐新能源	1.17	85.1	2.55%	0.00	0.06	0.08		19.50	14.63
0958 HK	华能新能源	2.91	262.8	6.40%	0.15	0.22	0.28	19.40	13.23	10.39
0816 HK	华电福新	4.39	350.3	13.09%	0.31	0.41	0.53	14.16	10.71	8.28
平均				7.09%				17.88	14.56	11.47
0735.HK	中国电力新能源	0.52	59.7	3.69%	0.03	0.06	0.08	17.18	9.33	6.14

资料来源：Wind、兴证香港预测

6、风险因素

市场风险

新增发电装机量进展不及预期。

风力发电业务风况资源不佳，弃风弃光限电现象改善不及预期。

水电业务方面水文资源不佳。

燃气发电业务政策补贴不能及时到位。

系统风险

利率上行，融资成本上升。

附表

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
单位: 百万元				
现金及等价物	1,735	1,887	1,986	1,844
应收帐款	652	578	658	815
存货	102	109	148	242
其他流动资产	534	588	709	864
总流动资产	3,022	3,161	3,501	3,764
固定资产	11,619	14,408	18,730	22,289
无形资产	1,052	1,052	1,052	1,052
其他非流动资产	4,882	4,876	5,337	5,731
总资产	17,554	20,337	25,120	29,073
银行借款	1,168	1,429	1,785	2,233
应付帐款	33	36	49	80
其他流动负债	1,864	2,148	2,644	3,802
总流动负债	3,064	3,613	4,478	6,115
递延税负债	69	76	104	169
银行及其他借款	5,469	7,164	10,388	11,531
其他	1,441	1,648	1,729	2,017
负债总额	10,043	12,501	16,699	19,832
股本	1,047	1,047	1,047	1,047
储备	713	998	998	998
每股净资产 (元)	0.64	0.64	0.69	0.75
营运资金	(42)	(452)	(977)	(2351)
少数股东权益	196	235	282	339
本公司权益拥有人应占权益	7,316	7,600	8,138	8,902
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
单位: 百万元				
EBITDA	1,114	1,259	1,774	2,419
融资成本(收入)	(314)	(345)	(416)	(500)
营运资金变化	(95)	29	(209)	(343)
所得税	(79)	(34)	(69)	(109)
营运现金流	1,050	1,290	1,571	2,084
资本开支	(1,732)	(2,772)	(4,434)	(3,104)
其他投资活动	(46)	68	73	80
投资活动现金流	(1,778)	(2,704)	(4,361)	(3,024)
已付利息	(429)	(399)	(475)	(565)
其他融资活动	278	1,998	3,433	1,471
融资活动现金流	(151)	1,599	2,958	906
现金变化	(958)	152	99	(142)
汇兑调整	0	0	0	0
期初持有现金	2,693	1,735	1,887	1,986
期末持有现金	1,735	1,887	1,986	1,844

资料来源: 公司资料、兴证香港

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
单位: 百万元				
收入	2,188	2,408	3,429	5,657
燃料成本	(639)	(658)	(1,064)	(2,562)
其他收入及收益	38	59	53	58
员工成本	(187)	(215)	(248)	(273)
折旧摊销	(485)	(558)	(692)	(899)
其他开支	(227)	(272)	(327)	(386)
经营利润	629	701	1,082	1,520
融资成本	(314)	(345)	(416)	(500)
税前利润	335	376	687	1,040
所得税	(58)	(68)	(137)	(218)
税后利润	277	308	549	821
少数股东权益	20	24	26	26
归属于所有者的净利润	257	284	523	795
EBITDA	1,114	1,259	1,774	2,419
主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E
盈利能力				
经营利润率 (%)	28.8%	29.1%	31.6%	26.9%
净利率 (%)	12.7%	12.8%	16.0%	14.5%
营运表现				
员工成本/收入 (%)	8.6%	8.9%	7.2%	4.8%
实际税率 (%)	17.2%	18.0%	20.0%	21.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
存货周转天数	18	18	16	15
应付账款天数	4	5	5	4
应收账款天数	131	103	94	78
财务状况				
负债/权益	133.7%	159.5%	198.3%	214.6%
收入/总资产	12.5%	11.8%	13.7%	19.5%
总资产/权益	2.34	2.60	2.98	3.15
盈利对利息倍数	1.73	1.76	2.28	2.69
总资产收益率	1.6%	1.5%	2.2%	2.8%
净资产收益率	3.7%	3.9%	6.5%	8.9%
估值比率 (倍)				
PE	18.4	17.2	9.3	6.1
PB	0.6	0.6	0.6	0.5

投资评级说明

行业评级报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级以报告发布日后的12个月内公司股票的涨跌幅度衡量,投资建议的评级标准为:

买入: 涨幅大于15%

增持: 涨幅在5%~15%之间

中性: 涨幅在-5%~5%之间

减持: 涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

香港德辅道中199号无限极广场32楼3201室

总机: (852) 35095999

传真: (852) 35095900

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。