

2025 年 02 月 10 日

政策完善新能源上网机制 关注低估值风电与电力交易环节

——深化新能源上网电价市场化改革点评

投资评级：看好（维持）

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

戴映妍

SAC: S1350524080002

daiyingxin@huayuanstock.com

邓思平

SAC: S1350524070003

dengsiping@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



- **事件：**国家发改委 2025 年 2 月 9 日发布《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》（发改价格〔2025〕136 号）（下称“通知”），意味着“全国性政府差价合约机制”落地。在建设全国统一电力市场背景下，本通知为新能源全面入市首份纲领性文件，制定了诸多原则性方向，尽管具体执行仍需参考各地方细则文件，但本通知具有指导意义。
- **推动新能源上网电量全面入市，执行新老划断与差价结算。**1) **新老划断：**考虑到新能源项目的成本差异，通知明确项目分类上新老划断，2025 年 6 月 1 日以前投产均为存量项目，可简单理解为老项目执行老办法。2) **差价结算：**为保障新能源可持续发展，场外建立差价结算机制。纳入差价机制的电量，参与市场化交易但按照差价机制电价结算，由电网月度结算，计入系统运行费用，多退少补。**新能源全面入市仍旧是有保护的入市，新老划断与差价结算机制均是为了呵护新能源的可持续发展。**
- **存量高收益项目有望维持收益，增量项目收益率有稳定预期，行业或进入更健康的发展周期。**1) **存量项目：**电量电价机制延续现有政策，最理想的情况是，上网电价保持当地燃煤标杆电价（补贴项目按照原有规定执行），保障利用小时数延续 2025 年政策。超出此前市场预期，但具体实施情况仍需参考各地细则。2) **新增项目：**上网电量=差价机制电量+市场化电量，其中机制电量由当地非水电可再生能源电力消纳责任权重以及用户承受能力等因素确定，预计机制电量小于新增装机发电能力。机制电价采用竞价形成，预计在当前供给大于需求的情况下，部分新能源项目为了谋求稳定电价争抢差价电量，报低价以求中标。考虑企业可持续发展与竞价规则，差价机制电价或为当地成本最高的新能源项目的成本价。
- 参与差价机制的增量新能源项目回报率虽不会乐观（不参与差价机制的项目在市场中各凭本事），但这已在预期内，我们强调，**本通知意义在于稳定新能源项目投资回报率，减少未来的不确定性。**当前三北地区光伏市场化电价部分已到成本价，预计新增项目差价电价下滑压力不大。另外通知明确机制电价执行周期与项目投资回收周期相关，单个项目竞价中标后，其差价电量部分或在多年维度固定，在可预期的电价周期内，新能源项目或可测算更实际的收益率，也给运营商提供更加可测的预期。若运营商在本地出现亏损项目或收益率不达标，预计将减少该地方增量项目投资。
- **交易规模、复杂度有望提升，利好电力交易环节。**（1）**交易规模持续扩大：**存量保障性项目此前为非市场电，这部分电量直接转化为市场电；新增项目全部入市也将持续提升电力交易规模；（2）**交易效益重要性提升：**电力交易结果的好坏对新能源运营线利润有重大影响，而在机制电价下交易效益能否保留取决于差价补贴数额为单个电站与机制电价的差额、还是平均电价与机制电价的差额，如果是后者则可以保留；（3）**交易完整性、复杂度提高：**新能源全部入市后市场趋于完整，交易规则和逻辑将趋于复杂化，对电力交易的要求，需要专业化的电力交易或辅助决策商参与；（4）**带动聚合商模式：**政策未区分集中式和分布式，预计分布式也可能执行类似政策。分布式电源需要以聚合商的形式参与，对聚合商业模式也带来利好。
- **投资分析意见：**运营商方面，本通知利好存量项目以及增量优质项目（差价机制下同地区同电价情况下回报率更优，市场化电价结算下市场化交易电价更优），关注低估值风电运营商以及具备优秀管理能力的公司，重点关注：**龙源电力（H）、新天绿色能源（A+H）、大唐新能源、中广核新能源、华润电力。**电力交易及聚合商方面，重点关注**国能日新**，建议关注**朗新集团**等。
- **风险提示：**各地电价政策不及预期，新能源建设不及预期，电网建设低于预期。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。