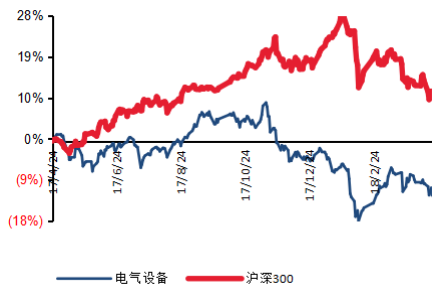


工业 资本货物

光伏风电 2018 年中报总结：营收依旧保持增长 注重龙头的价值投资机会

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

《高镍三元地位明确，MIP 终止长期利好光伏》--2018/09/02

《新能源汽车深度研究之正极材料：三元胜出，高镍确立》--2018/08/29

《金风科技(002202)中报点评——在手订单创纪录，盈利能力持续提升》--2018/08/26

证券分析师：张文臣

电话：010-88321731

E-MAIL: zhangwc@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010005

证券分析师：刘晶敏

电话：010-88321616

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190516050001

证券分析师：周涛

电话：010-88321940

报告摘要

2018 年上半年报总结：

光伏行业——产业链整体营收保持增长，盈利能力有所下滑。在产业链大部分环节均保持增速的情况下，2018 年上半年光伏行业整体营业收入继续保持增长，增幅达 11.33%；而归母净利润增长不明显，同比增加 0.55%；毛利率为 28.54%，同比上升 0.72 个百分点，期间费用率为 14.16%，同比上升 8.04 个百分点；行业整体 ROE5.05%，同比下降 17.38 个百分点。整体看，2018 年上半年板块业绩保持同比增长幅度不大，各环节的盈利能力明显分化。其中，设备和电池片的盈利能力有所提升，特别是设备环节提升明显，其他领域盈利能力均有不同程度的下降，特别是硅片、辅料和组件环节下降明显。

风电行业——盈利能力出现分化，营业收入保持增长。2018 年上半年年风电板块整体实现营业收入 834.74 亿元，同比增加 12.83%；归母净利润 118.37 亿元，同比增加 27.12%。毛利率水平 27.81%，同比下降 8.86%。期间费用率为 14.27%，同比下降 11.79%。ROE4.59%，同比下降 9.04 个百分点。2018 上半年制造端和运营端出现了分化，制造端盈利能力有所下降，ROE 同比降低 36.12%，而运营端有所提升，ROE 同比提高了 21.01%。

投资建议：

光伏——处于黎明前的黑暗期，平价时代即将来临。

平价之后行业迎来高速成长期，将迎来估值与业绩的双修复。从估值角度来说，平价之后光伏行业的周期属性将逐步消失转换成成长属性，531 新政之后的悲观预期也将消失，估值中枢上移为大概率事件。从业绩角度来说，平价前的最后一次洗牌将彻底出清落后产能，行业龙头在规模、成本和盈利水平上都具有绝对优势，短期内虽然面临一定的业绩压力，但行业洗牌之后就是市场占有率和盈利水平的双重提升。

可提前布局行业细分龙头。目前光伏行业的格局已经比较明朗，经过几轮洗牌，龙头的行业地位难以撼动，在困难时期抵抗风险的能力也高于行业平均水平，因此在洗牌之后，龙头的市场占有

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120001

联系人: 赵水平

E-MAIL: zhaosp@tpyzq.com

率和盈利水平都会提升，光伏市场将形成寡头垄断格局。

推荐标的：隆基股份、通威股份、正泰电器、阳光电源。

风电行业——强势复苏，增长确定。

反转复苏年逻辑确认，“制造+运营”双重利好。2017年由于“红六省”不能新增核准和并网，而风电的补贴时间节点又从并网转为开工，造成17年并网出现低谷。进入2018年，风电的并网装机需求旺盛和弃风改善两大核心要素推动风电行业强势翻转复苏。下游装机需求旺盛利好上游制造业，包括风机、叶片、塔筒等。弃风改善提升项目收益水平，利好下游风电场运营，包括现有运营电站和新开发电站。

18年优先布局运营端，19年优先布局制造端。19年抢装开工将强于18年，从今年上半年发布的各项政策和弃风数据来看，弃风改善业绩弹性大。19年随着抢装的来临，各制造端的订单需求旺盛，业绩也必将增速明显。

推荐标的：金风科技、天顺风能、中材科技、禾望电气。

风险提示。新能源发电政策变动风险，产品价格变动风险，市场竞争环境恶化风险，海外市场变动风险。

目录

一、分析范围及方法	5
二、2018 年光伏行业中报分析	6
(一) 产业链整体营收保持增长，盈利能力有所下滑	6
(二) 现金流整体良好，去库存压力有所增加	10
(三) 研发投入持续加大，扩产建设有所放缓	13
三、2018 年风电行业中报分析	14
(一) 盈利能力出现分化，营业收入保持增长	15
(二) 现金流态势出现分化，电站经营改善明显	18
(三) 研发费用持续增加，制造端扩产加速	21
四、总结及投资建议	22
五、风险提示	23

图表目录

图表 1: 光伏分析标的.....	5
图表 2: 风电分析标的.....	5
图表 3: 光伏装机情况.....	6
图表 4: 2018 上半年光伏板块业绩表现.....	7
图表 6: 2018 年上半年各细分板块营业收入增速.....	8
图表 7: 各细分毛利率变化.....	8
图表 8: 各细分板块期间费用率变化.....	9
图表 9: 各细分板块净利润增速变化.....	9
图表 10: 各细分板块 ROE 变化.....	10
图表 11: 2018 年上半年光伏板块经营情况.....	10
图表 12: 各细分板块经营现金流量净额 (亿元).....	11
图表 13: 各细分板块应收账款/营业收入变化.....	12
图表 14: 各细分板块应收票据/营业收入变化.....	12
图表 15: 各细分板块存货周转率变化.....	13
图表 16: 各细分板块研发费用.....	13
图表 17: 2018 年上半年各细分板块在建工程同比变化 (%).....	14
图表 19: 2018 年上半年风电板块业绩表现.....	15
图表 21: 2018 年上半年各细分板块营业收入增速.....	16
图表 22: 各细分毛利率变化.....	16
图表 23: 各细分板块期间费用率变化.....	17
图表 24: 各细分板块归母净利增速变化.....	17
图表 25: 各细分板块 ROE 变化.....	18
图表 26: 2018 年上半年风电板块经营情况.....	19
图表 27: 各细分板块经营现金流量净额 (亿元).....	19
图表 28: 各细分板块应收账款/营业收入变化.....	19
图表 29: 各细分板块应收票据/营业收入变化.....	20
图表 30: 各细分板块存货/营业收入变化.....	20
图表 31: 各细分板块研发费用.....	21
图表 32: 2018 年上半年各细分板块在建工程同比变化.....	22

一、分析范围及方法

2018年中报已经披露完毕，为了更为准确的反映光伏和风电公司的生产经营情况，我们选取了具有代表性的光伏上市公司22家，风电上市公司15家进行分析。其中，光伏公司根据产业链划分为硅料、硅片、电池片、组件、辅料、逆变器、设备、电站八个子板块，风电公司根据产业链划分为制造端和运营端两个子板块。

分析将从盈利能力、流动性以及未来发展三方面对公司经营情况进行分析，具体分析指标：1) 经营情况指标：营业收入、毛利率、净利润、期间费用等；2) 资金流动情况：应收账款、应收票据；3) 存货情况：存货周转率；4) 影响公司未来发展指标：研发投入、在建工程。

图表1：光伏分析标的

细分板块	代码	名称	细分板块	代码	名称
硅料	600438.SH	通威股份	辅料	300393.SZ	中来股份
	1799.HK	新特能源		603806.SH	福斯特
	3800.HK	保利协鑫		002610.SZ	爱康科技
硅片	601012.SH	隆基股份	逆变器	300274.SZ	阳光电源
	002129.SZ	中环股份		002518.SZ	科士达
	3800.HK	保利协鑫		601908.SH	京运通
电池片	601877.SH	正泰电器	设备	300316.SZ	晶盛机电
	600438.SH	通威股份		603396.SH	金辰股份
组件	300118.SZ	东方日升	电站	0451.HK	协鑫新能源
	601012.SH	隆基股份		601908.SH	京运通
	002218.SZ	拓日新能		002309.SZ	中利集团
	002506.SZ	协鑫集成		000591.SZ	太阳能
	600537.SH	亿晶光电		601877.SH	正泰电器

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表2：风电分析标的

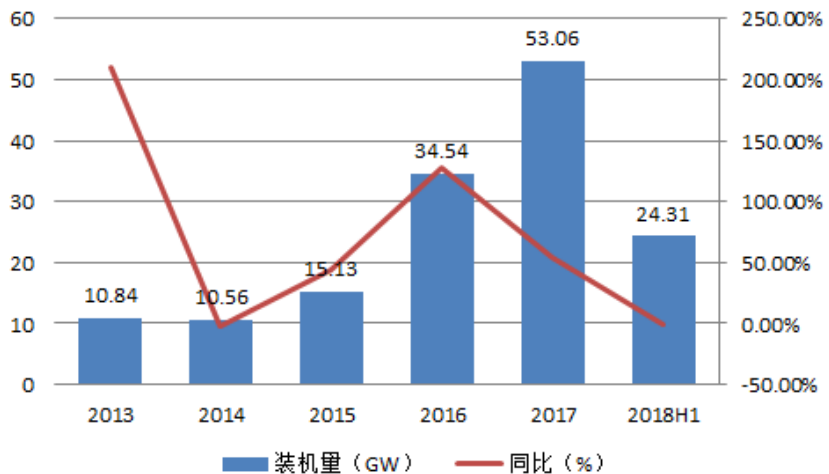
细分板块	代码	名称	细分板块	代码	名称
制造端	002080.SZ	中材科技	电站	002202.SZ	金风科技
	002202.SZ	金风科技		002531.SZ	天顺风能
	002531.SZ	天顺风能		600483.SH	福能股份
	300129.SZ	泰胜风能		600875.SH	东方电气
	300185.SZ	通裕重工		601016.SH	节能风电
	300443.SZ	金雷风电		0958.HK	华能新能源
	300690.SZ	双一科技		1798.HK	大唐新能源
	600458.SH	时代新材		0916.HK	龙源电力

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、2018 年光伏行业中报分析

根据能源局数据显示，2018年上半年，我国光伏发电新增装机2430.6万千瓦，与去年同期增幅基本持平，其中，光伏电站1206.2万千瓦，同比减少30%；分布式光伏1224.4万千瓦，同比增长72%。截至2018年6月底，全国光伏发电装机容量达到15451万千瓦，其中，光伏电站11260万千瓦，分布式光伏4190.3万千瓦。上半年光伏发电量823.9亿千瓦时，同比增长59%；弃光率3.6%，同比下降3.2个百分点。

图表3：光伏装机情况



资料来源：wind，太平洋研究院整理

（一）产业链整体营收保持增长，盈利能力有所下滑

在产业链大部分环节均保持增速的情况下，2018年上半年光伏行业整体营业收入继续保持增长，增幅达11.33%；而归母净利润增长不明显，同比增加0.55%；毛利率为28.54%，同比上升0.72个百分点，期间费用率为14.16%，同比上升8.04个百分点；行业整体ROE5.05%，同比下降17.38个百分点。整体看，2018年上半年板块业绩保持同比增长幅度不大，各环节的盈利能力明显分化。其中，设备和电池片的盈利能力有所提升，特别是设备环节提升明显，其他领域盈利能力均有不同程度的下降，特别是硅片、辅料和组件环节下降明显。

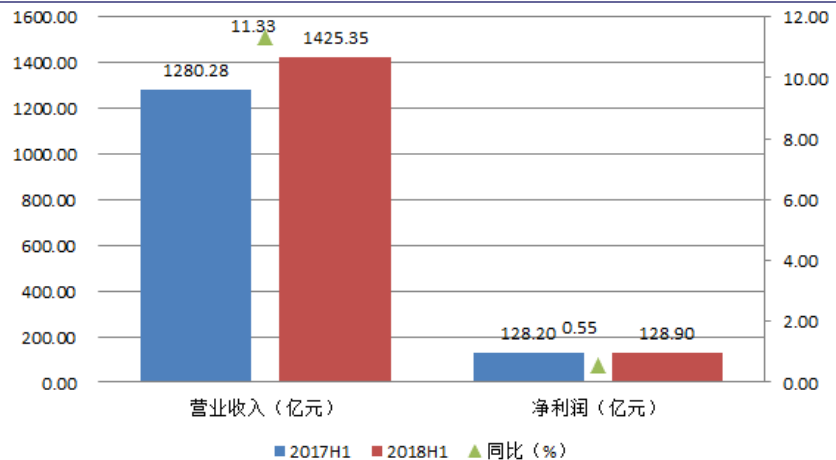
图表4：2018上半年光伏板块业绩表现

	营业收入同比变化 (%)	归母净利润同比变化 (%)	毛利率	同比 (PCT)	期间费用率	同比 (PCT)	ROE	同比 (PCT)
硅料	4.38	-20.88	26.21	-0.92	10.52	11.43	5.85	-16.44
辅料	-1.84	-20.78	20.65	0.32	13.59	21.39	2.75	-60.51
硅片	25.60	-26.43	24.26	-15.54	11.09	7.30	4.37	-33.86
逆变器	9.50	3.66	30.74	-0.11	16.78	11.21	6.05	-9.64
电池片	15.98	31.92	24.50	1.2	12.72	5.78	7.84	7.66
设备	50.80	84.24	40.34	7.03	17.00	-14.27	6.05	18.40
组件	5.61	-7.56	19.42	-4.67	13.31	31.73	2.70	-36.66
电站	7.92	25.50	42.19	1.30	18.24	8.58	4.79	-3.78
行业整体	11.33	0.55	28.54	0.72	14.16	8.04	5.05	-17.38

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从营业收入来看，2018年上半年光伏板块整体收入1425.35亿元，同比增加11.22%，从净利润来看，2017年板块整体实现净利润128.9亿元，同比增加0.55%。

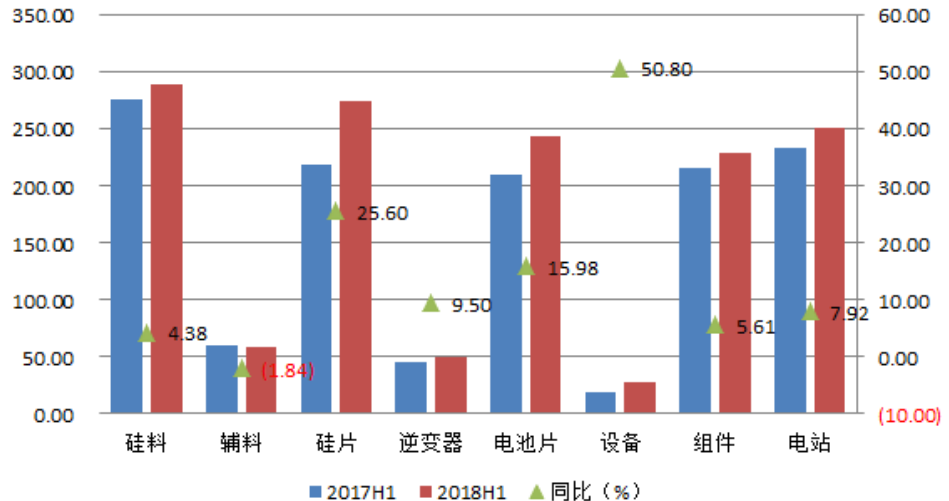
图表5：光伏板块营收和净利润情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

具体到产业链各环节上，设备板块的营收增速最大，达到84.24%，其次为电池片、和电站，增速分别达到31.92%和25.50%，上游硅片环节跌幅最大，为-26.43%。对产业链各细分板块的营收增速，我们可以做出以下大致排名：设备>电池片>电站>逆变器>组件>辅料>硅料>硅片。

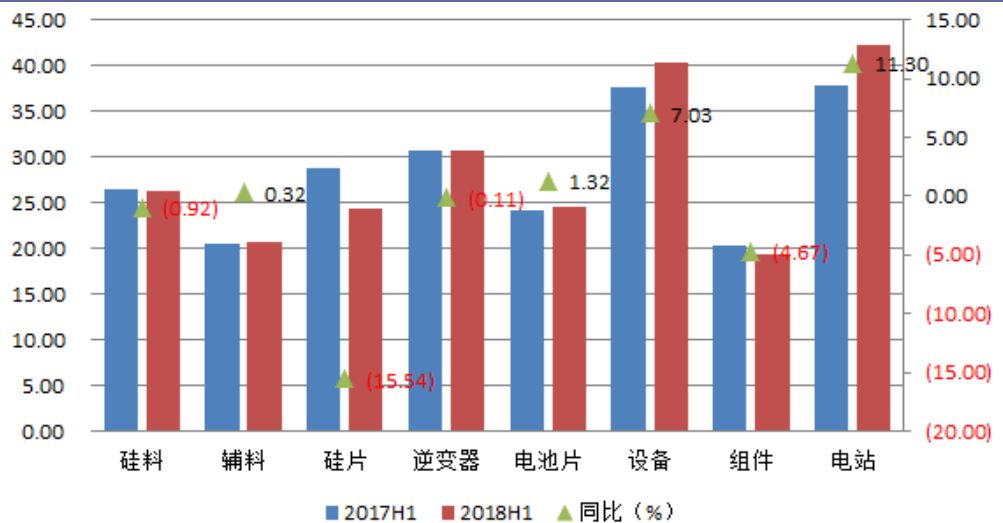
图表6：2018年上半年各细分板块营业收入增速



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从毛利率看，2017年设备板块的毛利率最高，达到39.12%；其次为电站以及逆变器，毛利率分别达36.54%以及35.05%，组件板块的毛利率最低，为19.92%。从毛利率的变动情况看，硅片毛利率同比提升了4.42个百分点；硅料毛利率提升了3.79个百分点，电池片提升1.55个百分点。其余环节毛利率全都出现下滑，其中辅料板块下降最为明显，下降了5.76个百分点，具体降幅排名为**辅料>组件>电站>逆变器>设备**。

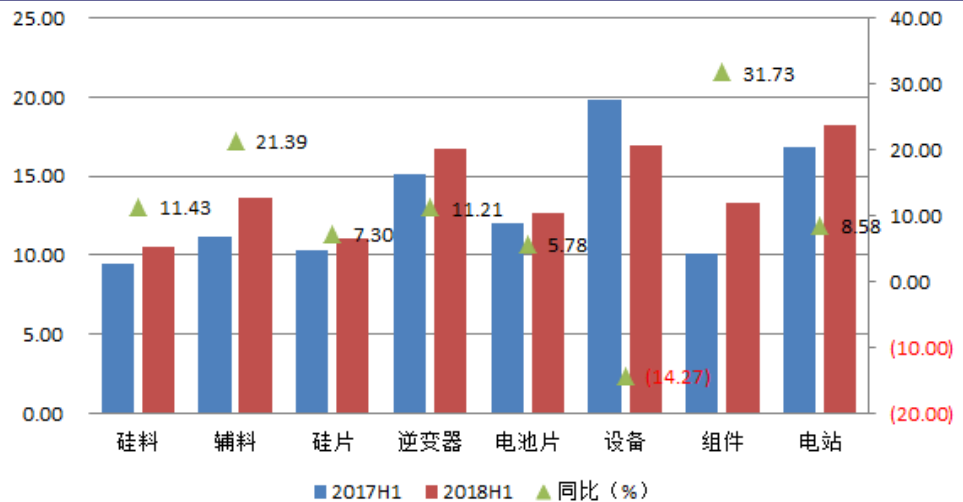
图表7：各细分毛利率变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从费用率情况看，各环节的费用情况差别不大，除了设备环节费用率有明显下降之外，其他环节均有不同程度的增加。其中，设备环节费用率同比下降14.27%，而组件和辅料环节的费用率增加最为明显，分别同比增加了31.73%和21.39%。

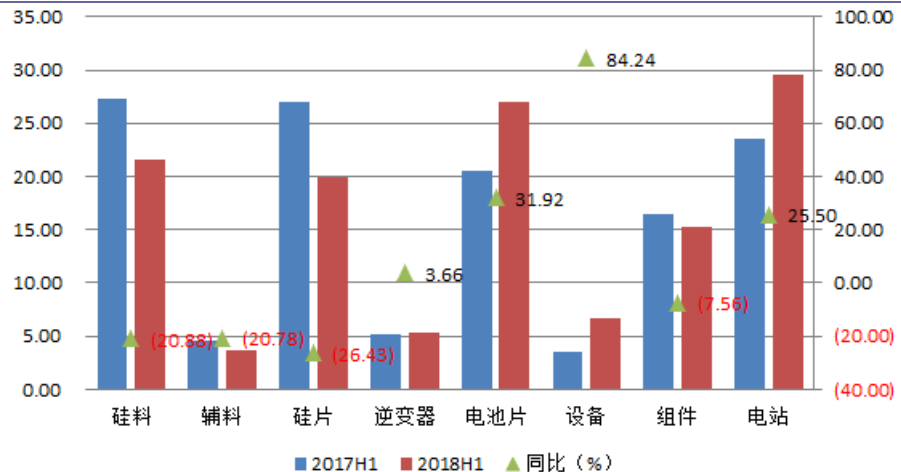
图表8：各细分板块期间费用率变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从归母净利增速情况看，整体行业均处于增速微弱状态，下游板块增幅明显，上游减少幅度较大。2018年上半年增速排前三位的为设备、电池片、电站板块，其净利润增速分别达到84.24%、31.92%、25.50%，而跌幅较大的是辅料、硅片和硅料环节，均超过20%。

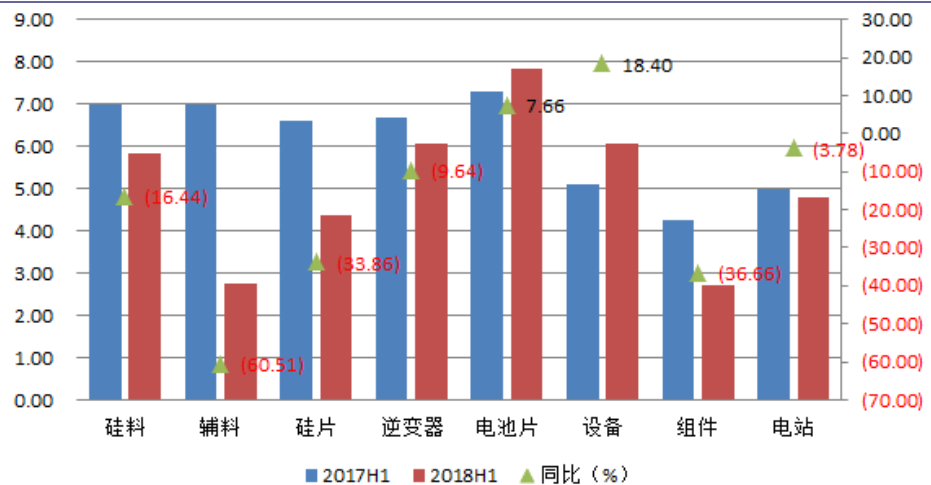
图表9：各细分板块净利润增速变化



资料来源：wind，太平洋研究院整理

从ROE情况看，2018年上半年电池片的ROE最大，为7.84%，同比增加的环节只有电池片和组件环节，分别同比增加7.66%和18.40%。其他环节的ROE均有明显的下降，特别是辅料、组件和硅片板块，跌幅分别达到60.51%、36.66%和33.86%。

图表10：各细分板块ROE变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(二) 现金流整体良好，去库存压力有所增加

2018年上半年，整个产业链的营收、净利润都保持了增长态势，因此从与经营活动相关的资金流情况看，现金流目前处于相对良好的状态。光伏板块整体的经营性现金流净额为约2.42亿元，同比增加45.08%。

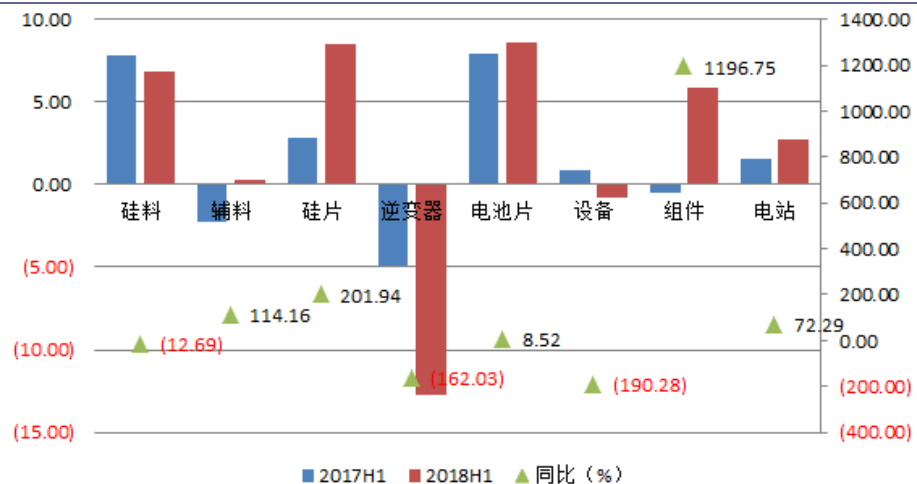
图表11：2018年上半年光伏板块经营情况

	经营活动现金流量净额	同比变动 (%)	应收账款/营收	同比 (PCT)	应收票据/营收	同比 (PCT)	存货周转率	同比 (次)
硅料	6.81	-12.69	0.09	34.68	0.08	55.66	3.98	-0.84
辅料	0.32	114.16	0.71	16.40	0.31	-2.39	3.88	-0.01
硅片	8.55	201.94	0.35	-12.91	0.16	-29.37	3.70	-1.09
逆变器	-12.77	-162.03	1.32	21.12	0.09	33.99	1.24	-0.30
电池片	8.64	8.52	0.34	3.91	0.16	23.42	3.54	-0.41
设备	-0.75	-190.28	0.89	2.10	0.40	-3.31	0.80	-0.31
组件	5.88	1,196.75	0.86	14.77	0.18	-17.60	3.03	-0.28
电站	2.72	72.29	1.52	29.94	0.09	-10.01	2.49	-0.48
行业整体	2.42	45.08	0.76	14.97	0.19	-3.49	2.83	-0.46

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

电池片是经营现金流量净额最大的板块，2018年上半年经营性现金流净额约8.65亿元，同比上升8.52%，在利润上升的情况下，受其应收账款及应收票据增加的影响，现金回笼略有减缓。组件出现了相对较高的增速，经营现金流量净额5.88亿元，是2017年上半年的近十倍多；硅片和辅料的现金流量净额增速也较为迅速，分别达到201.94%和114.16%。而设备和逆变器的现金流量净额出现了负数，分别同比减少了190.28%和162.03%。

图表12：各细分板块经营现金流量净额（亿元）



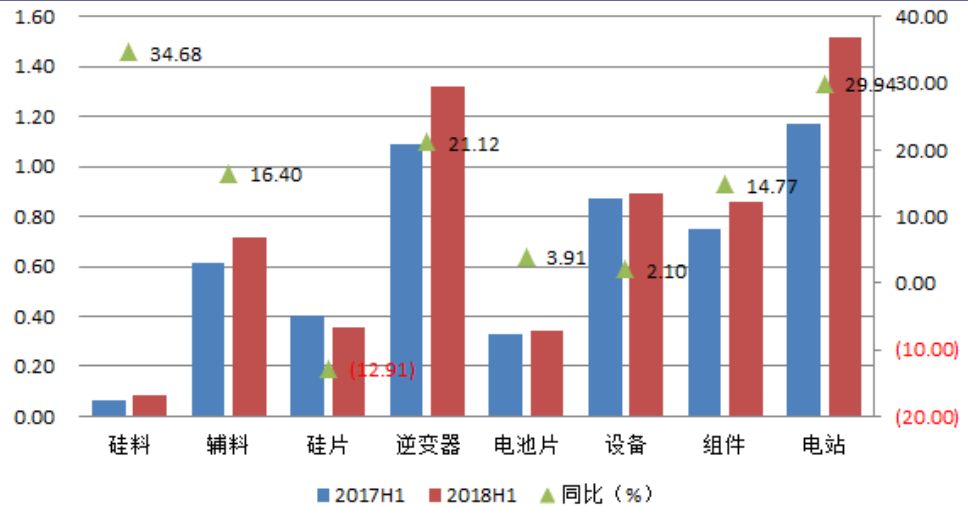
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

由于应收账款、应收票据、存货在一定程度上可以反映经营性现金流变化的原因，因此我们以下将具体讨论这些指标的变化情况。

从应收账款看，逆变器和电站的应收账款占营收比率较大，已经超过了营收，分别为132%、和152%；说明资金回笼存在一定的压力。此外，设备、组件和辅料的应收账款比例也较高，均超过了70%，硅料的应收账款比率较好，仅为9%。硅片的应收账款比例同比有所改善，下降了12.91%。

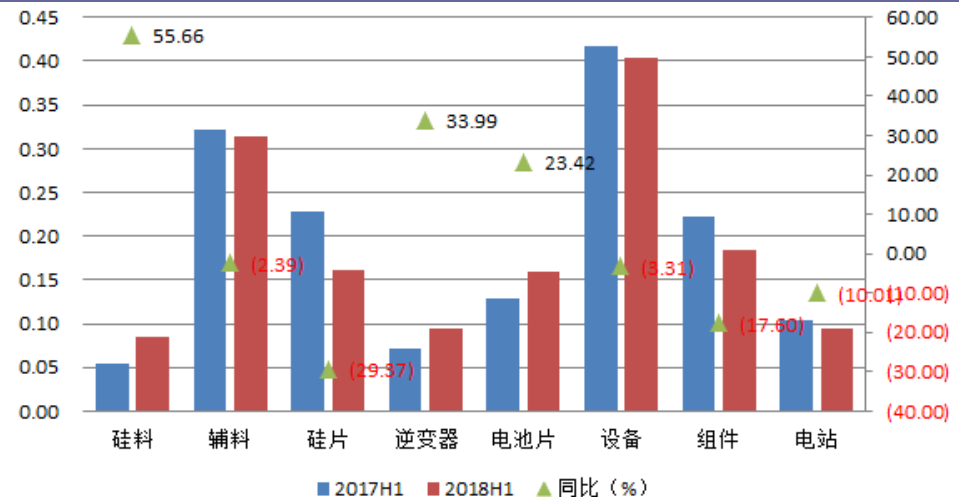
从应收票据来看，电池片、硅料和逆变器的应收票据比例增幅明显，分别同比增加了23.42%、55.66%和33.99%。其余环节的应收票据比例均有所下降。改善较为明显的是硅片、组件和电站环节，分别下降了29.37%、17.60%和10.01%。

图表13：各细分板块应收账款/营业收入变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

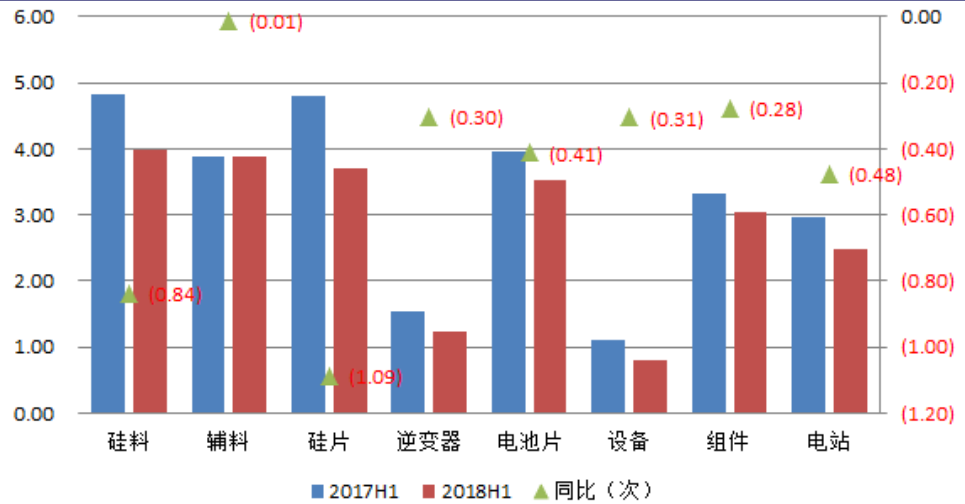
图表14：各细分板块应收票据/营业收入变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从存货情况看，各环节的周转速度均有所下降，整体营运能力有一定程度的降低。其中硅片的速度降幅最为明显，同比下降了1.09次。制造端的主要环节存货周转率均保持在3.5-4之间，较为稳定，设备和逆变器环节的周转率相对较低，分别为0.8次和1.24次。

图表15：各细分板块存货周转率变化

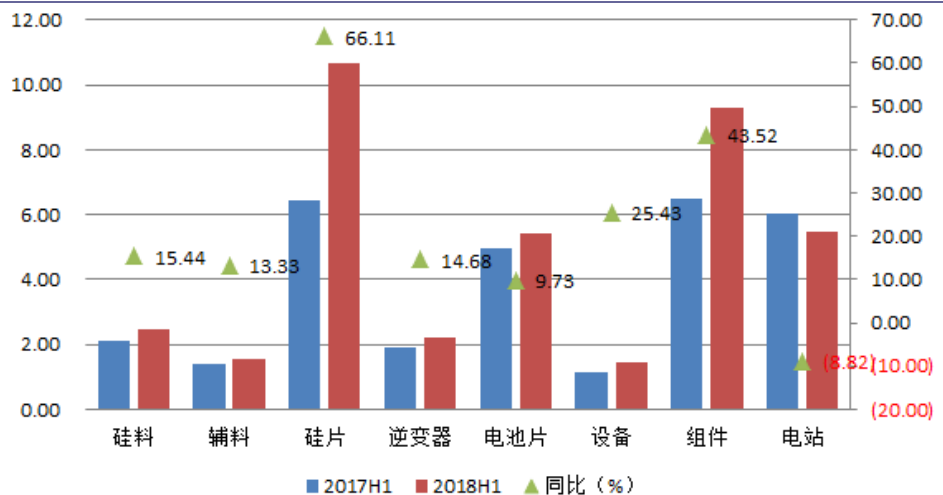


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(三) 研发投入持续加大，扩产建设有所放缓

目前光伏行业仍处于快速发展阶段，技术的进步意味着生产效率、产品质量以及盈利能力的提升，整个板块对研发较为重视，历年研发投入都在稳定增长，2018年上半年整个板块的研发投入达到38.52亿元，同比增长26.61%。从研发费用情况可以看出，除了电站之外，各板块的研发费用同比均有一定程度提升，其中硅片和组件的研发费用增幅最大，分别达到66.11%和43.52%。

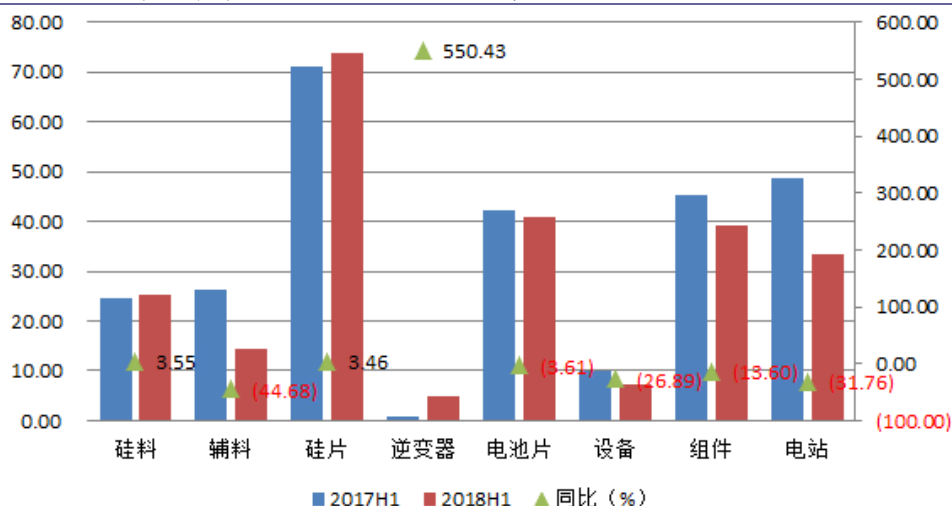
图表16：各细分板块研发费用



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

企业的在建工程在一定程度上可以反映企业的扩产建设活动。2018年上半年光伏板块整体的在建工程规模达到239.28亿元，同比降低11.20%，表明整个产业的扩产建设速度有所下降。具体到细分板块上，辅料板块降幅最大，达到44.68%。逆变器、硅料和硅片仍然处于扩产状态，分别提高550.43%、3.55%和3.46%。

图表17：2018年上半年各细分板块在建工程同比变化（%）

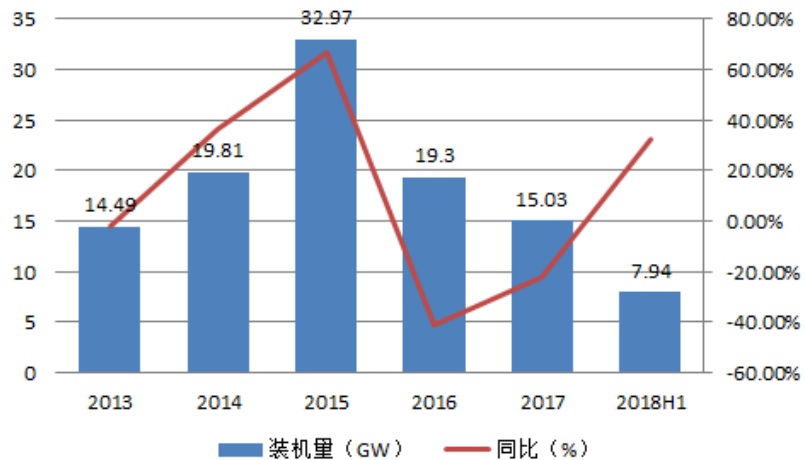


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

三、2018 年风电行业中报分析

根据能源局数据显示，2018年1-6月，全国新增风电并网容量794万千瓦，到6月底累计风电并网容量达到1.716亿千瓦；1-6月，全国风电发电量1917亿千瓦时，同比增长28.7%；平均利用小时数1143小时，同比增加159小时；1-6月，全国弃风电量182亿千瓦时，同比减少53亿千瓦时。

图表18：风电装机情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（一）盈利能力出现分化，营业收入保持增长

2018年上半年风电板块整体实现营业收入834.74亿元，同比增加12.83%；归母净利润118.37亿元，同比增加27.12%。毛利率水平27.81%，同比下降8.86%。期间费用率为14.27%，同比下降11.79%。ROE4.59%，同比下降9.04个百分点。

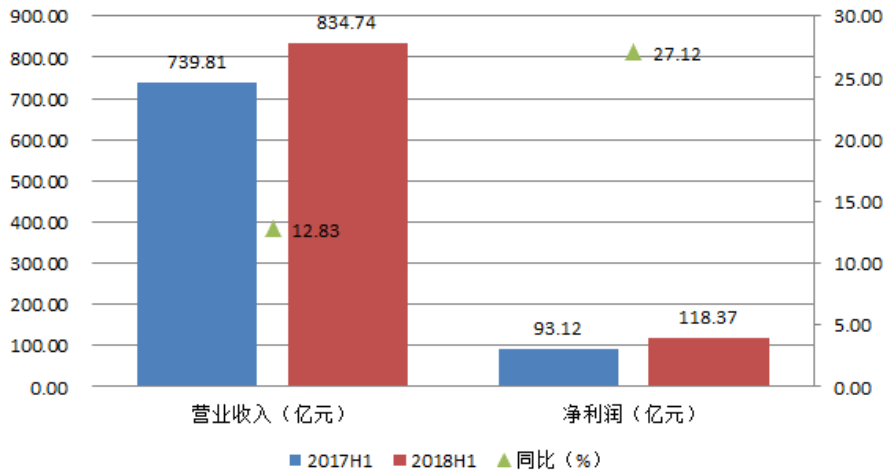
图表19：2018年上半年风电板块业绩表现

	营业收入同比增速 (%)	归母净利润同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (PCT)	期间费用率 (%)	同比 (PCT)	ROE (%)	同比 (PCT)
制造端	8.93	14.27	26.20	-13.97	13.12	-12.34	3.39	-36.12
电站	14.65	30.94	29.42	-3.77	15.41	-11.32	5.79	21.01
行业整体	12.83	27.12	27.81	-8.86	14.27	-11.79	4.59	-9.04

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

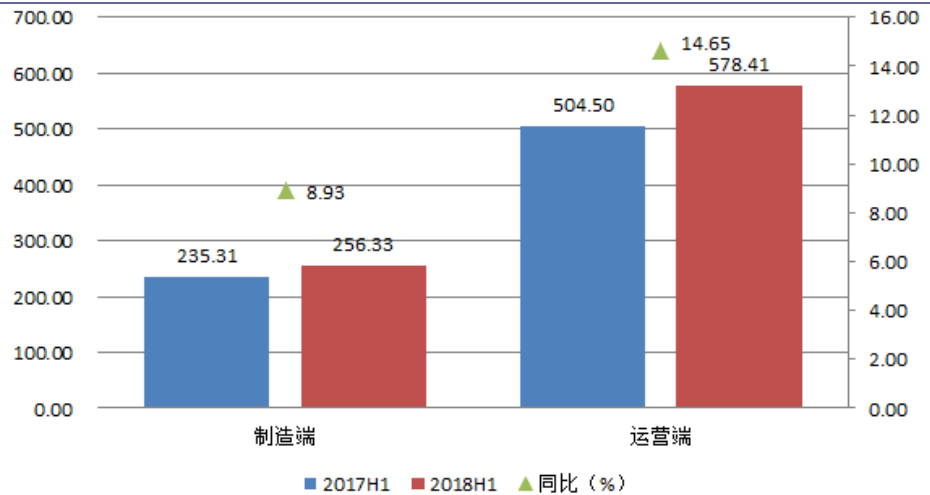
具体到产业链各环节上，电站端比制造端的营收增速更为明显，达到14.65%，制造端增速达到12.83%。

图表10：风电行业营收和净利润情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

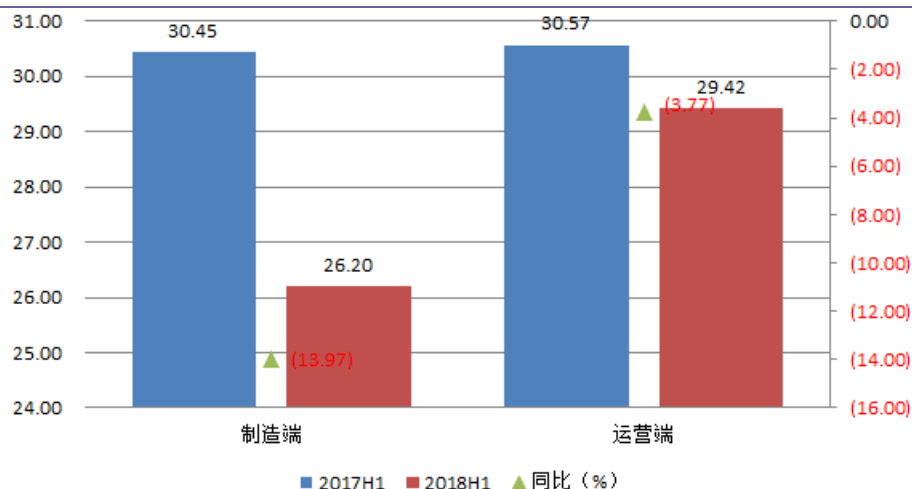
图表21：2018年上半年各细分板块营业收入增速



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从毛利率看，2018年上半年制造端和电站端差别不明显，分别为26.2%和29.42%；制造端相对降幅明显，同比下降了13.97%。

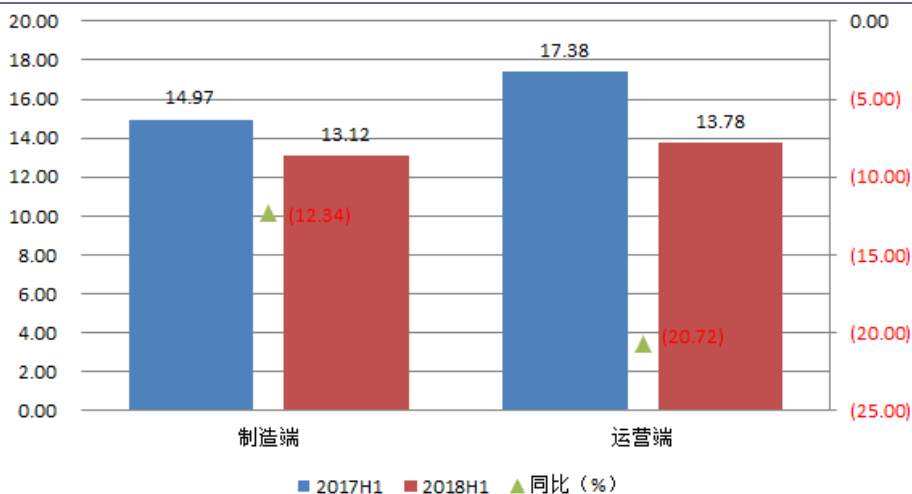
图表22：各细分毛利率变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从费用率情况看，电站端和制造端差异有缩小的趋势，目前都在13%左右。运营端的费用率下降明显，同比降低20.72%。

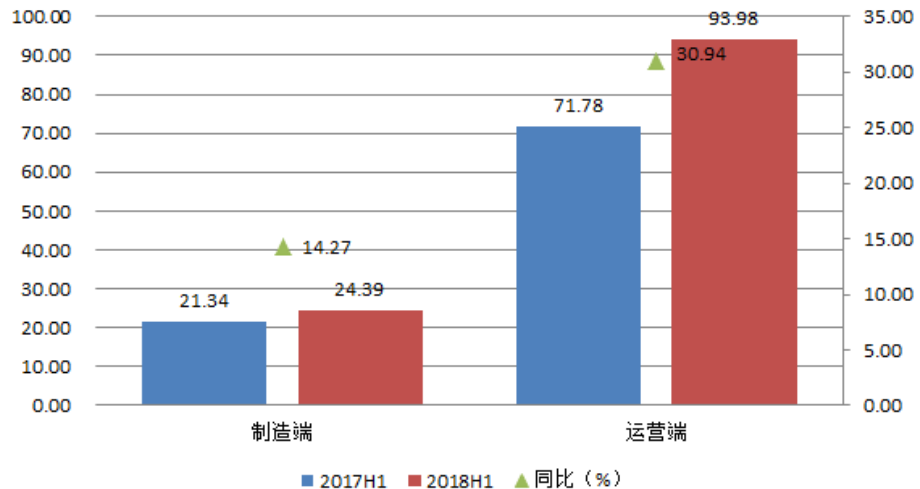
图表23：各细分板块期间费用率变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从净利润增速情况看，电站板块的增速更为明显，达到30.94%。制造端板块净利润增速为14.27%。

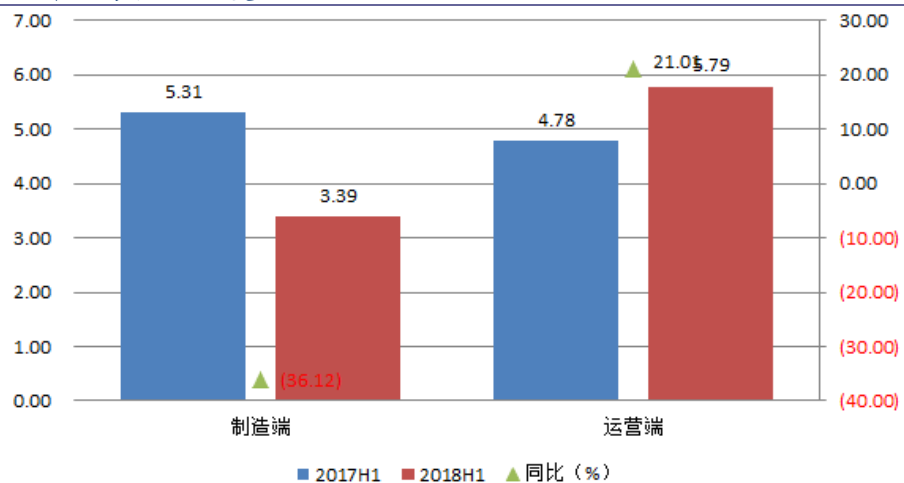
图表24：各细分板块归母净利增速变化



资料来源：wind，太平洋研究院整理

从ROE情况看，2018上半年制造端和运营端出现了分化，制造端盈利能力有所下降，同比降低36.12%，而运营端有所提升，同比提高了21.01%。

图表25：各细分板块ROE变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(二) 现金流态势出现分化，电站经营改善明显

2018年上半年，整个产业链的营收、净利润都保持了增长态势，但是从与经营活动相关的资金流情况看，行业现金流净额同比下降明显，为81.67%。应收账款和应收票据比例也有所增加，分别同比增加了7.04%和7.68%，而存货周转率略有增加，同比

增加了0.01次。说明2018年上半年，电站板块的经营情况好于制造端，并且现金流情况也有改善的趋势，这是由于弃风率的好转所致。

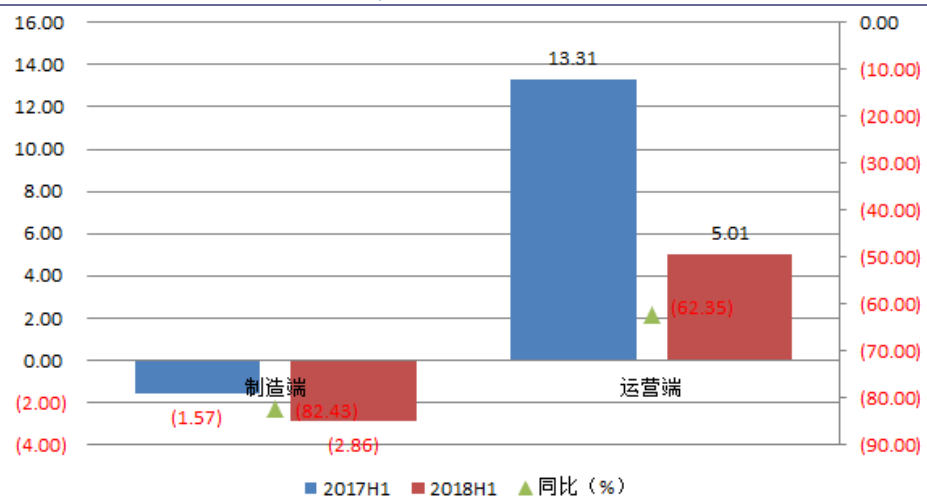
图表26：2018年上半年风电板块经营情况

	经营活动现金流量净额	同比变动 (%)	应收账款/营收	同比 (PCT)	应收票据/营收	同比 (PCT)	存货周转率	同比 (次)
制造端	-2.86	-82.43	0.99	11.47	0.20	21.84	1.37	-0.24
电站	5.01	-62.35	1.09	3.31	0.09	-15.80	3.08	0.26
行业整体	1.08	-81.67	1.04	7.04	0.14	7.68	0.56	0.01

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

电站板块2018年上半年经营性现金流净额为5.01亿，在营业收入同比增长14.65%的基础上，电站经营活动现金流量净额同比变动减少62.35%。制造端实现经营活动现金流量净额-2.86亿，实现营收收入同比增长8.93%的基础上，现金流净额同比减少82.43%。

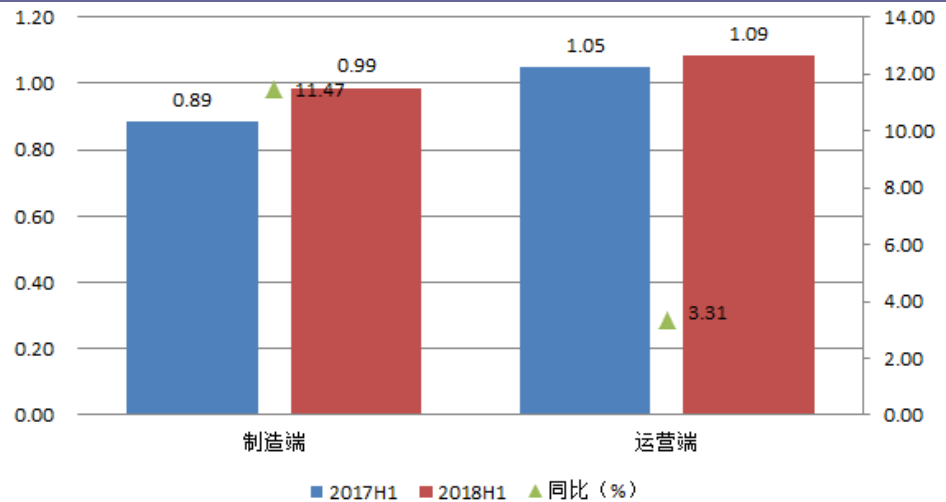
图表27：各细分板块经营现金流量净额（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从应收账款看，制造端和电站板块应收账款占营业收入比例均有所增长，分别达到99%以及1.09，应收账款和营收基本持平，增幅分别为11.47%与3.31%。

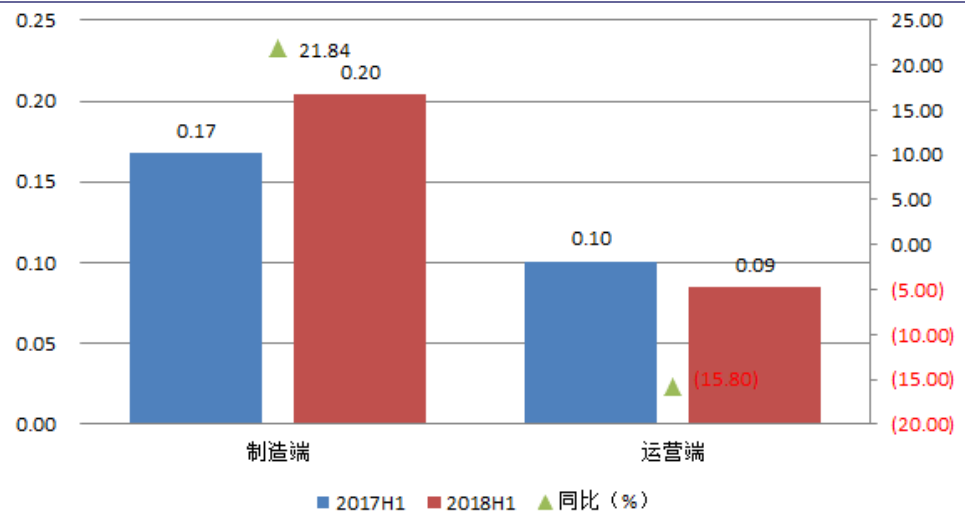
图表28：各细分板块应收账款/营业收入变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从应收票据上看，应收票据在营业收入中比例制造端持续增加，电站端有所减少，制造端为20%，增加21.84%，电站端为9%，减少15.80%。

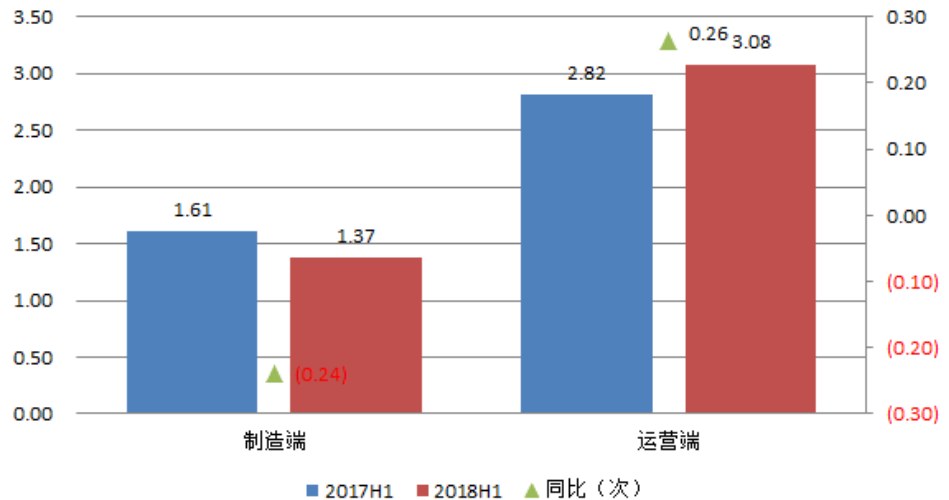
图表29：各细分板块应收票据/营业收入变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从存货情况看，存货周转率制造端和电站端也出现分化，制造端同比减少了0.24次，电站端同比增加了0.26次。

图表30：各细分板块存货/营业收入变化

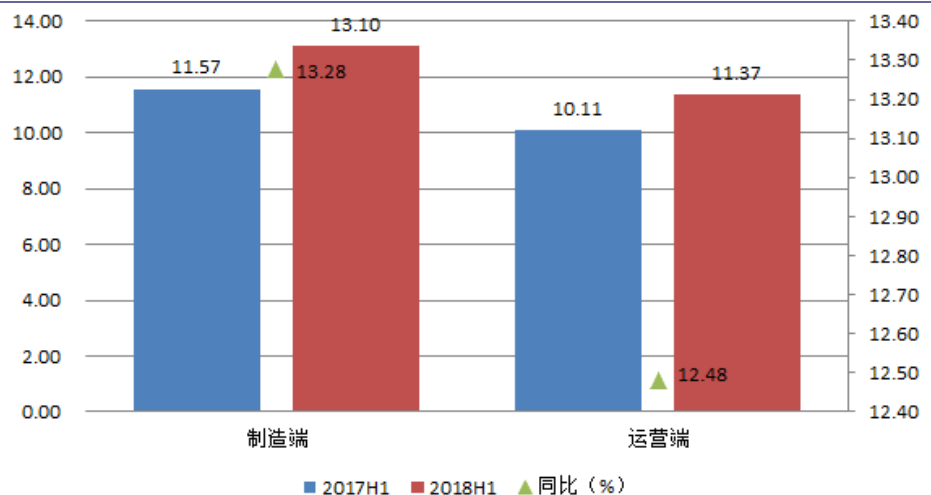


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(三) 研发费用持续增加，制造端扩产加速

2018年上半年，产业研发支出达到24.47亿元，同比增加12.90%；制造端研发支出为13.10亿元，同比增加13.28%；电站方面研发支出11.37亿元，同比增加12.48%。

图表31：各细分板块研发费用

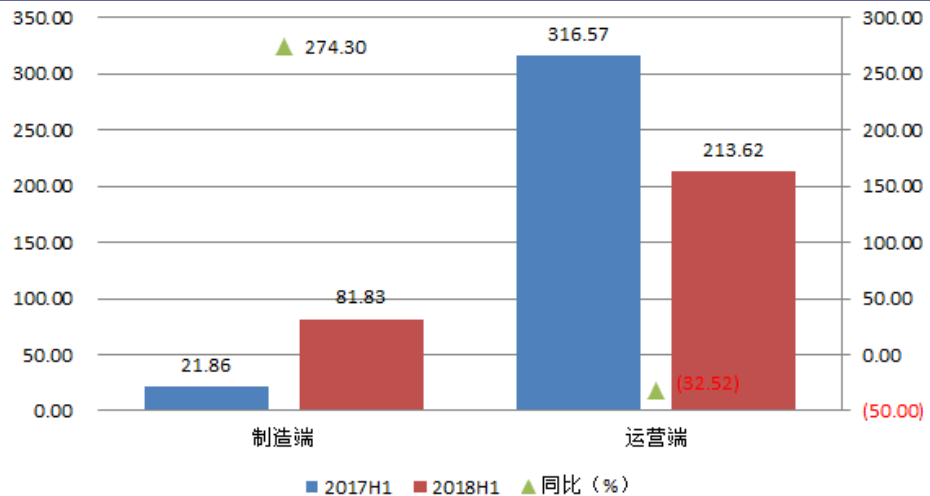


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

2018年上半年产业在建工程总额为389.01亿元，同比增加14.94%。在建工程总额的增加主要受制造端建工程大幅度提升的影响，2018年上半年制造端在建工程总额

81.83亿元，同比增加274.30%；电站端达到213.62，同比降低32.52%。

图表32：2018年上半年各细分板块在建工程同比变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

四、总结及投资建议

2018年上半年报总结：

光伏行业——产业链整体营收保持增长，盈利能力有所下滑。在产业链大部分环节均保持增速的情况下，2018年上半年光伏行业整体营业收入继续保持增长，增幅达11.33%；而归母净利润增长不明显，同比增加0.55%；毛利率为28.54%，同比上升0.72个百分点，期间费用率为14.16%，同比上升8.04个百分点；行业整体ROE5.05%，同比下降17.38个百分点。整体看，2018年上半年板块业绩保持同比增长幅度不大，各环节的盈利能力明显分化。其中，设备和电池片的盈利能力有所提升，特别是设备环节提升明显，其他领域盈利能力均有不同程度的下降，特别是硅片、辅料和组件环节下降明显。

风电行业——盈利能力出现分化，营业收入保持增长。2018年上半年风电板块整体实现营业收入834.74亿元，同比增加12.83%；归母净利润118.37亿元，同比增加27.12%。毛利率水平27.81%，同比下降8.86%。期间费用率为14.27%，同比下降11.79%。ROE4.59%，同比下降9.04个百分点。2018上半年制造端和运营端出现了分化，制造端盈利能力有所下降，ROE同比降低36.12%，而运营端有所提升，ROE同比提高了21.01%。

投资建议：

光伏——处于黎明前的黑暗期，平价时代即将来临

◆ **平价之后行业迎来高速成长期，将迎来估值与业绩的双修复。**从估值角度来说，平价之后光伏行业的周期属性将逐步消失转换成成长属性，531新政之后的悲观预期也将消失，估值中枢上移为大概率事件。从业绩角度来说，平价前的最后一次洗牌将彻底出清落后产能，行业龙头在规模、成本和盈利水平上都具有绝对优势，短期内虽然面临一定的业绩压力，但行业洗牌之后就是市场占有率和盈利水平的双重提升。

◆ **可提前布局行业细分龙头。**目前光伏行业的格局已经比较明朗，经过几轮洗牌，龙头的行业地位难以撼动，在困难时期抵抗风险的能力也高于行业平均水平，因此在洗牌之后，龙头的市场占有率和盈利水平都会提升，光伏市场将形成寡头垄断格局。

◆ **推荐标的：**隆基股份、通威股份、正泰电器、阳光电源。

风电行业——强势复苏，增长确定

◆ **反转复苏年逻辑确认，“制造+运营”双重利好。**2017年由于“红六省”不能新增核准和并网，而风电的补贴时间节点又从并网转为开工，造成17年并网出现低谷。进入2018年，风电的并网装机需求旺盛和弃风改善两大核心要素推动风电行业强势翻转复苏。下游装机需求旺盛利好上游制造业，包括风机、叶片、塔筒等。弃风改善提升项目收益水平，利好下游风电场运营，包括现有运营电站和新开发电站。

◆ **18年优先布局运营端，19年优先布局制造端。**19年抢装开工将强于18年，从上半年发布的各项政策和弃风数据来看，弃风改善业绩弹性大。19年随着抢装的来临，各制造端的订单需求旺盛，业绩也必将增速明显。

◆ **推荐标的：**金风科技、天顺风能、中材科技、禾望电气。

五、风险提示

新能源发电政策变动风险，产品价格变动风险，市场竞争环境恶化风险，海外市场变动风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。