

产业链盈利分化，关注整机与零部件环节

——风电行业 2018 年半年报综述 (20180909)



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 2018 年上半年新增装机与利用小时同比改善，新增装机反转趋势确立

根据能源局发布的并网数据，2018 年上半年我国风电新增并网装机容量达 7.94GW，同比增长 25%，累计并网容量约为 172GW；风电发电量为 1917 亿千瓦时，同比增长 28.60%；利用小时数同比增长 159 小时至 1143 小时；弃风限电情况延续 2017 年的改善态势，其中吉林省弃风率为 6.1%，已降至警戒线以下，甘肃省为 20.5%，略高于警戒线 0.5 个百分点，预计 2018 年吉林与甘肃弃风率将下降至 20% 以下，装机禁令大概率解除。从以往装机数据来看，三、四季度为装机旺季，预计 2018 年全年装机约为 22-25GW，风电新增装机反转趋势已确立。

❖ 风电产业链盈利分化加剧

根据我们的统计，风电上市公司 2018 年上半年营业收入为 621 亿元，同比增长 8.46%；归属母公司所有者净利润 103 亿元，同比增长 8.04%，各环节盈利分化加剧：(1) 受弃风率下降影响，风电运营商收入同比增长 18.47% 至 318 亿元，归属母公司所有者净利润同比增长约 30.04% 至 79 亿元；(2) 整机制造商营业收入为 149.61 亿元，同比减少 2.44%，增速较 2017 年同期提高 7.37 个百分点，归属母公司所有者净利润 13.24 亿元，同比减少 17.03%。剔除 ST 锐电，三家整机制造商归属母公司所有者净利润同比增长 13.58%；(3) 受原材料价格上涨的影响，零部件制造企业盈利下滑，其中风塔制造企业营业收入同比增长 8.46% 至 28.79 亿元，归属母公司所有者净利润同比下降 25.82% 至 3.04 亿元。除风塔外零部件企业营业收入同比增长 0.29% 至 124.89 亿元，归属母公司所有者净利润同比减少 44.47% 至 8.36 亿元。

❖ 关注整机与零部件环节

受制于整机招标价格下行，2018 年上半年装机增长的利好尚未反映在利润端。在平价上网的目标下，整机招标价格承压，但继续大幅下降的可能性较小，下半年为开工旺季，预计新增装机放量将部分对冲招标价格下降的不利影响。中短期来看，在招标价格下降的背景下，整机龙头企业可凭借技术进步与成本控制能力获得更多的市场份额；长期来看，竞争性配置实施后，预计开发商关注点将由初始投资向 LCOE 转化，整机龙头竞争力将进一步显现。目前整机与零部件龙头估值处于历史底部，在 2018-2020 年风电新一轮景气周期开启之时，建议适时布局整机与零部件龙头企业，相关标的：金风科技、天顺风能。

❖ 风险提示：风电新增装机不达预期、原料价格大幅上涨，弃风率反弹。

📄 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部
报告类别 | 行业深度
所属行业 | 能源/新能源
行业评级 | 增持
报告时间 | 2018/9/9

👤 分析师

孙灿
证书编号：S1100517100001
021-68595107
ssuncan@cczq.com

👤 联系人

赵旭
证书编号：S1100117090010
010-66495941
Zhaoxu@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、2018 年上半年新增装机与利用小时同比改善	5
1.1 2018 年上半年新增并网容量同比增长 25%	5
1.2 消纳持续改善，利用小时数提升	5
1.3 吉林、甘肃有望解除装机禁令	6
二、风电产业链盈利分化加剧	6
2.1 收入与归属母公司所有者净利润小幅增长，盈利分化显著	6
2.2 运营商：弃风率下降改善运营商经营状况	8
2.3 整机：格局向好，关注龙头	10
整机招标价格降幅缩窄	11
格局向好，龙头竞争优势有望持续扩大	12
2.4 风塔：原材料价格上涨致风塔企业增收不增利	13
2.5 除风塔外其他零部件：原材料价格上行，利润大幅下降	15
三、2018 年新增装机反转趋势确立，关注整机与零部件	17
3.1 弃风率下降利好运营商，预计行业景气度将向制造环节传导	17
3.2 金风科技（002202）：厉兵秣马，风机龙头乘风起航	20
3.3 天顺风能（002531）：风塔夯实发展基础，协同布局打开增长空间	20
风险提示	22

图表目录

图 1:	2018 年上半年新增并网装机 7.94GW	5
图 2:	2018 年上半年累计并网装机 172GW	5
图 3:	上半年风电发电量 1917 亿千瓦时	5
图 4:	上半年风电利用小时数为 1143 小时	5
图 5:	吉林、甘肃装机禁令有望于 2019 年解除	6
图 6:	2018 年上半年营业收入 621 亿元	7
图 7:	上半年营业收入同比增长 8.46%	7
图 8:	2018 年上半年归属母公司所有者净利润 103 亿元	7
图 9:	2018 年上半年归属母公司所有者净利润同比增长 7.04%	7
图 10:	除运营商外, 收入同比减少 0.37%	8
图 11:	除运营商外, 归属母公司净利润同比减少约 30%	8
图 12:	运营商收入同比增长 18.47%	8
图 13:	运营商归属母公司所有者净利润同比增长约 30.04%	8
图 14:	多数运营商 2018 年上半年运营商流动比率提升	9
图 15:	多数运营商 2018 年上半年运营商速动比率提升	9
图 16:	2018 年上半年运营商资产负债率持稳	9
图 17:	2018 年上半年部分运营商资产收益率改善	9
图 18:	资产规模前四运营商收入同比增长 17.47%	10
图 19:	资产规模前四运营商归属母公司所有者净利润同比增长约 29.46%	10
图 20:	整机企业上半年营业收入 149.61 亿元	11
图 21:	整机企业 2018 年上半年收入同比减少 2.44%	11
图 22:	整机企业 2018 年上半年归属母公司所有者净利润 13.24 亿元	11
图 23:	整机企业 2018 年上半年归属母公司所有者净利润同比减少 17.03%	11
图 24:	整机招标价格企稳	12
图 25:	整机格局向好, 新增装占比向头部企业集中	12
图 26:	风塔企业 2018 年上半年营业收入 28.79 亿元	13
图 27:	风塔企业上半年营业收入同比增长 8.46%	13
图 28:	风塔企业 2018 年上半年归属母公司所有者净利润 3.04 亿元	14
图 29:	风塔企业 2018 年上半年归属母公司所有者净利润同比减少 25.82%	14
图 30:	风塔产品毛利率均值下滑	14
图 31:	钢材价格指数持续上行	15
图 32:	除风塔外其他零部件企业 2018 年上半年营业收入 124.89 亿元	16
图 33:	除风塔外其他零部件企业上半年营业收入同比增长 0.29%	16
图 34:	除风塔外其他零部件企业 2018 年上半年归属母公司所有者净利润 8.36 亿元	16
图 35:	除风塔外其他零部件企业 2018 年上半年归母净利润同比减少 44.47%	16
图 36:	上证综指与风电指数走势	19

表格目录

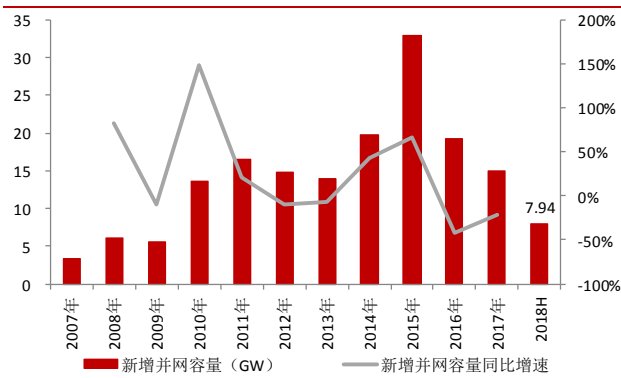
表格 1. 川财证券风电行业股票池 24 家企业分类.....	6
表格 2. 风电运营商 2018 年上半年营业收入及归属母公司所有者净利润.....	10
表格 3. 整机制造商 2018 年上半年营业收入及归属母公司所有者净利润.....	13
表格 4. 风塔企业 2018 年上半年营收及归属母公司所有者净利润.....	15
表格 5. 零部件企业 2017 年营收及归属母公司所有者净利润.....	16
表格 6. 风电行业 2017/2018 年上半年营收及归属母公司所有者净利润情况.....	18
表格 7. 2017 年、2018 年 1-8 月风电企业涨跌幅情况.....	19

一、2018 年上半年新增装机与利用小时同比改善

1.1 2018 年上半年新增并网容量同比增长 25%

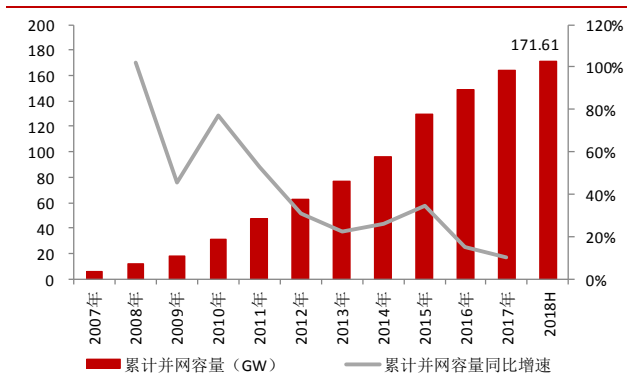
根据能源局发布的并网数据，2018 年上半年我国风电新增并网装机容量达 7.94GW，同比增长 25%，累计并网容量约为 172GW。从以往装机数据来看，三、四季度为装机旺季，预计 2018 年全年装机约为 22-25GW，风电新增装机反转趋势已确立。

图 1：2018 年上半年新增并网装机 7.94GW



资料来源：国家能源局，川财证券研究所

图 2：2018 年上半年累计并网装机 172GW

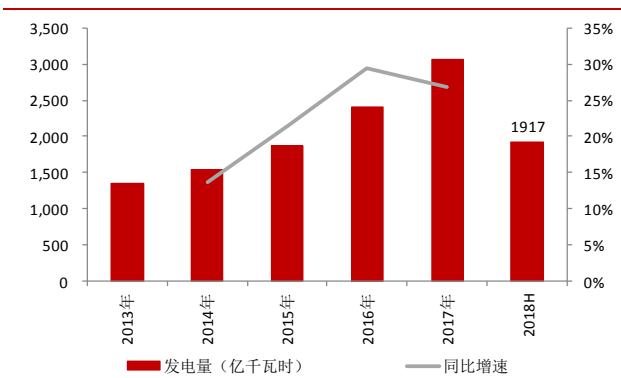


资料来源：国家能源局，川财证券研究所

1.2 消纳持续改善，利用小时数提升

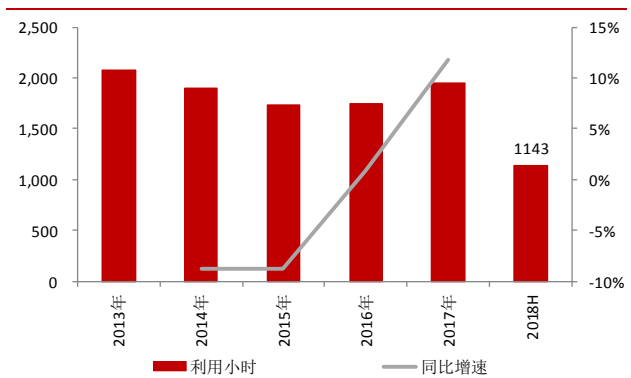
2018 年上半年风电发电量为 1917 亿千瓦时，同比增长 28.60%；利用小时数同比增长 159 小时至 1143 小时，弃风限电情况延续 2017 年的改善态势。

图 3：上半年风电发电量 1917 亿千瓦时



资料来源：CWEA，川财证券研究所

图 4：上半年风电利用小时数为 1143 小时



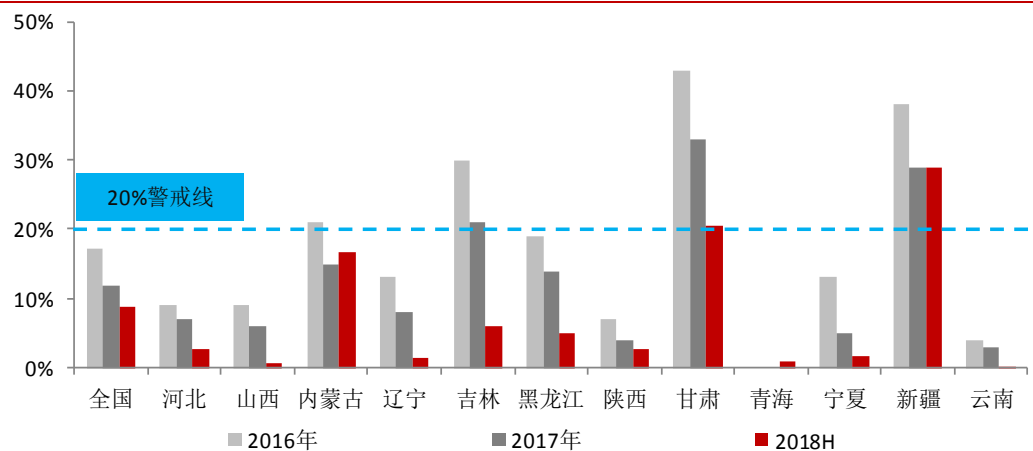
资料来源：CWEA，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.3 吉林、甘肃有望解除装机禁令

2018年上半年全国弃风率为8.7%，延续2017年改善态势。其中吉林省弃风率为6.1%，已降至警戒线以下，甘肃省为20.5%，略高于警戒线0.5个百分点。我们预计2018年吉林与甘肃弃风率有望降至20%以下，装机禁令大概率解除。

图 5：吉林、甘肃装机禁令有望于 2019 年解除



资料来源：金风科技，川财证券研究所

二、风电产业链盈利分化加剧

2.1 收入与归属母公司所有者净利润小幅增长，盈利分化显著

川财证券风电行业股票池共有 24 家相关上市企业，按主营业务分类，其中 4 家为整机企业，4 家为风塔企业，8 家零部件制造企业，8 家为风电运营商。以上四类企业处于不同产业链环节，因此盈利水平及影响因素有所差别。

表格 1. 川财证券风电行业股票池 24 家企业分类

细分行业	代码	简称	细分行业	代码	简称
整机	002202	金风科技	风塔	002531	天顺风能
整机	601558	ST 锐电	风塔	300129	泰胜风能
整机	600416	湘电股份	风塔	300569	天能重工
整机	600290	华仪电气	风塔	002487	大金重工
风电运营商	600163	中闽能源	零部件	300443	金雷风电

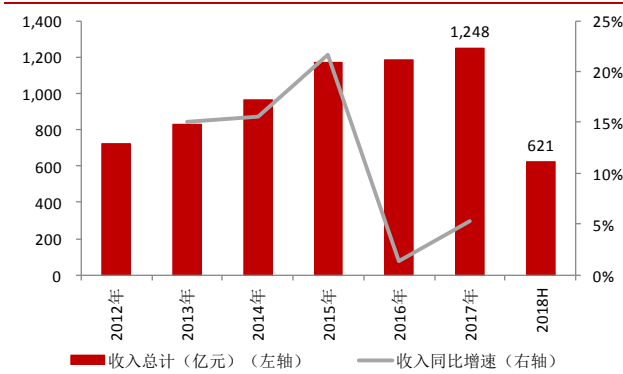
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

风电运营商	000862	银星能源	零部件	300185	通裕重工
风电运营商	601016	节能风电	零部件	603218	日月股份
风电运营商	0958.HK	华能新能源	零部件	601218	吉鑫科技
风电运营商	0916.HK	龙源电力	零部件	603507	振江股份
风电运营商	0956.HK	新天绿色能源	零部件	603063	禾望电气
风电运营商	1798.HK	大唐新能源	零部件	0658.HK	中国高速传动
风电运营商	0182.HK	协和新能源	零部件	002080	中材科技

资料来源: Wind, 川财证券研究所

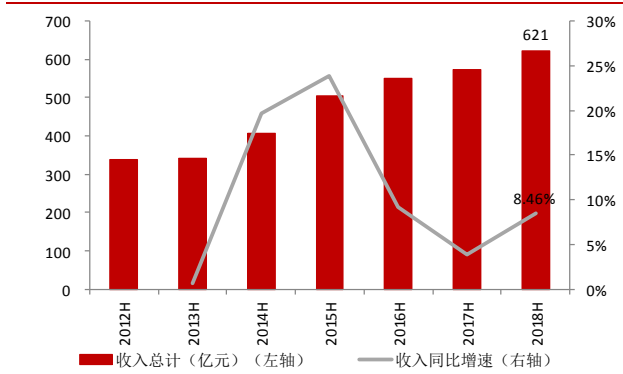
川财证券风电行业股票池内 24 家上市公司 2018 上半年 24 家公司营业收入为 621 亿元 (2017 年全年为 1248 亿元), 同比增长 8.46%; 归属母公司所有者净利润 103.25 亿元 (2017 年全年为 152 亿元), 同比增长 8.04%。

图 6: 2018 年上半年营业收入 621 亿元



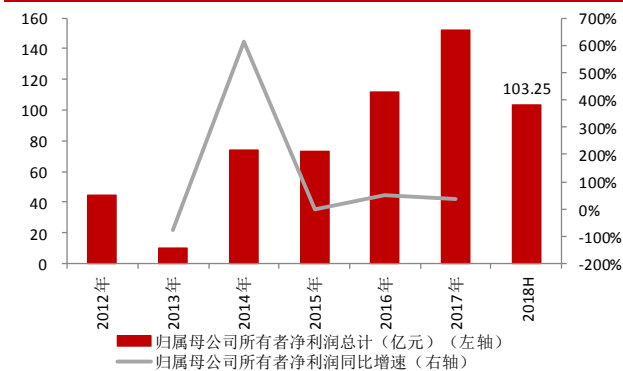
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 7: 上半年营业收入同比增长 8.46%



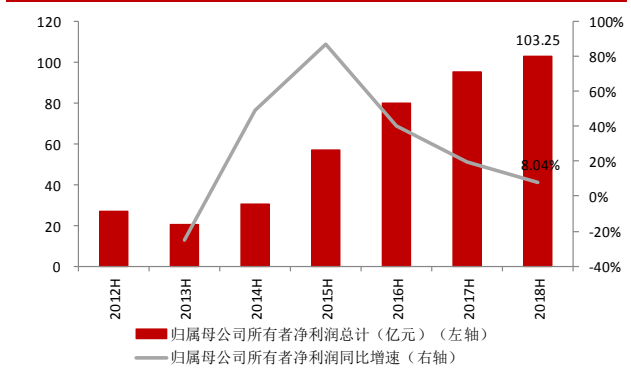
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 8: 2018 年上半年归属母公司所有者净利润 103 亿元



资料来源: Wind, 川财证券研究所

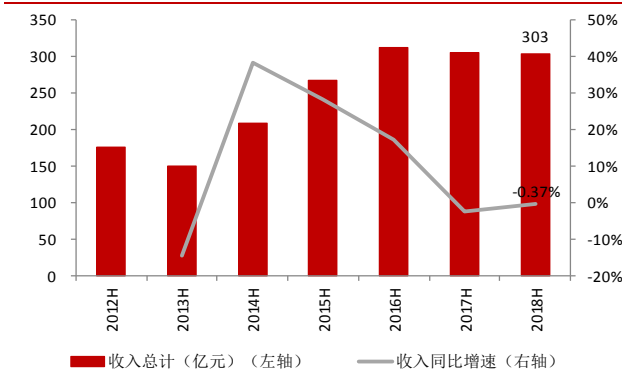
图 9: 2018 年上半年归属母公司所有者净利润同比增长 7.04%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

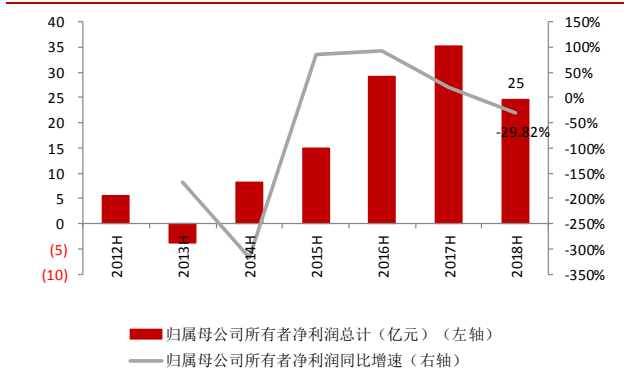
剔除风电运营商，16家公司上半年营业收入同比减少0.37%至303亿元，归属母公司所有者净利润同比减少约30%至25亿元。除运营商外的公司整体收入同比小幅减少，归属母公司所有者净利润下滑幅度较大。

图 10: 除运营商外, 收入同比减少 0.37%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 11: 除运营商外, 归属母公司净利润同比减少约 30%



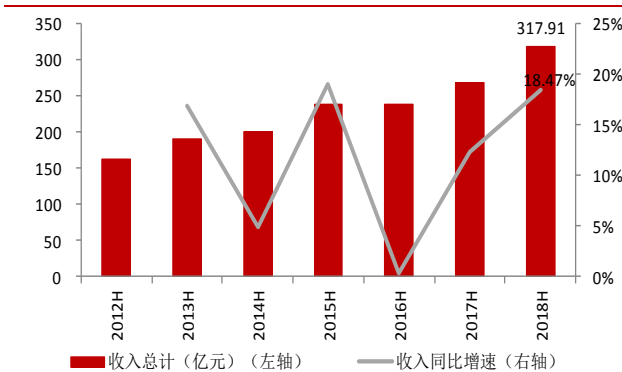
资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.2 运营商: 弃风率下降改善运营商经营状况

川财证券风电行业股票池共有8家风电运营商, 由于资产所在省份及具体经营状况存在差异, 因此经营数据有所差别。整体来看, 弃风率下降对风电运营商的利好已显现的较为充分, 利润表与资产负债表修复已初步显现。

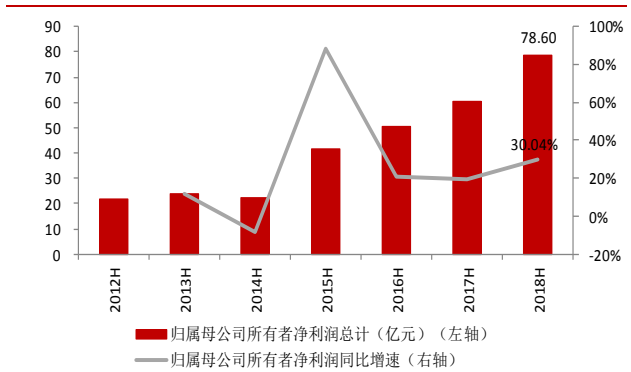
2018年上半年, 8家风电运营商收入同比增长18.47%至318亿元, 归属母公司所有者净利润同比增长约30.04%至79亿元。

图 12: 运营商收入同比增长 18.47%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 13: 运营商归属母公司所有者净利润同比增长约 30.04%

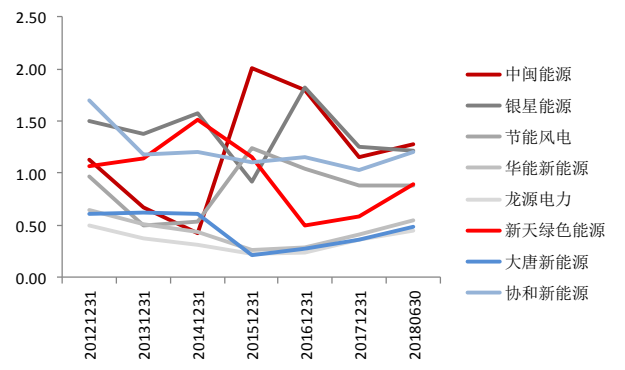


资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

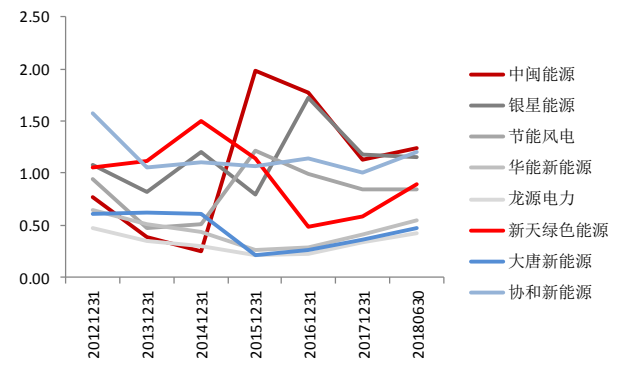
2018 年上 1-6 月大部分运营商资产负债率持稳、资产收益率改善，流动比率与速动比率较 2017 年有一定程度的提升。

图 14: 多数运营商 2018 年上半年运营商流动比率提升



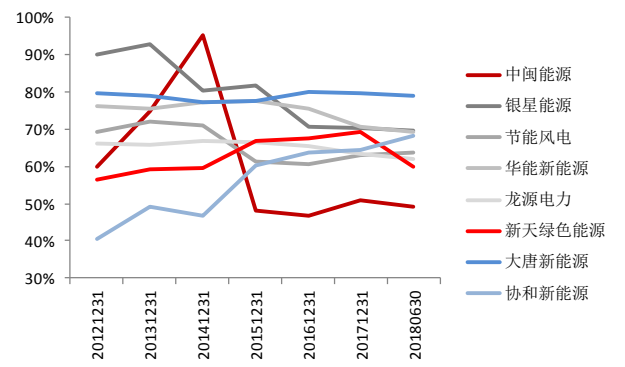
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 15: 多数运营商 2018 年上半年运营商速动比率提升



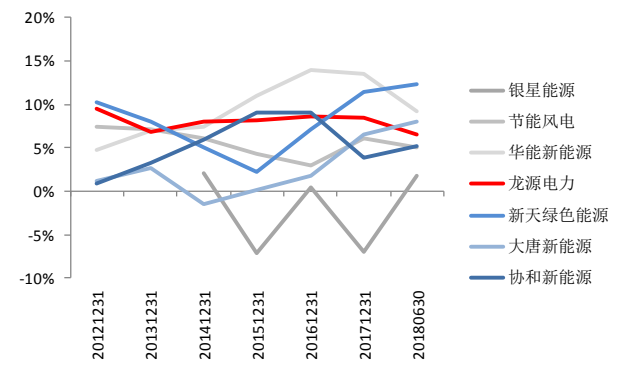
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 16: 2018 年上半年运营商资产负债率持稳



资料来源: Wind, 川财证券研究所

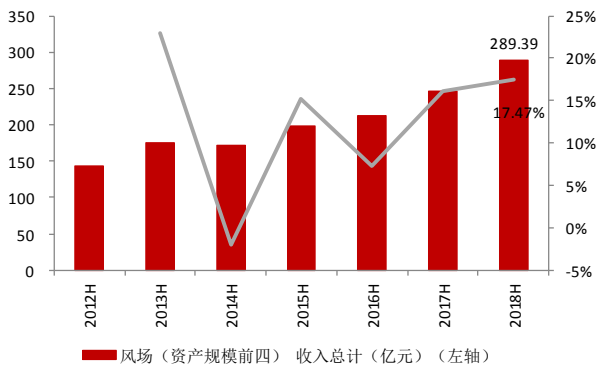
图 17: 2018 年上半年部分运营商资产收益率改善



资料来源: Wind, 川财证券研究所

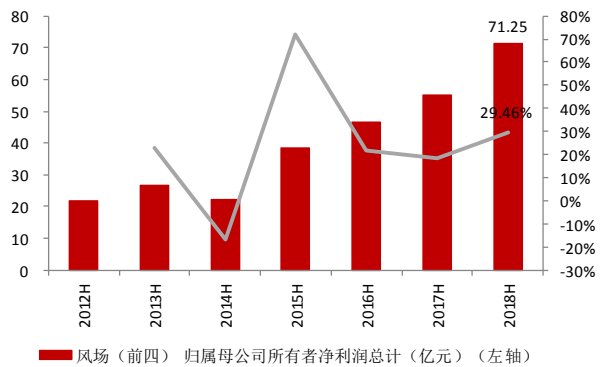
部分运营商在省内或区域内经营，风场所在地消纳与来风情况与全国平均水平存在偏差。剔除资产规模居后的四家运营商，2018 年上半年运营商营收同比增长约 17.47%，归属母公司所有者净利润同比增长 29.46%。

图 18: 资产规模前四运营商收入同比增长 17.47%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 19: 资产规模前四运营商归属母公司所有者净利润同比增长约 29.46%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 2. 风电运营商 2018 年上半年营业收入及归属母公司所有者净利润

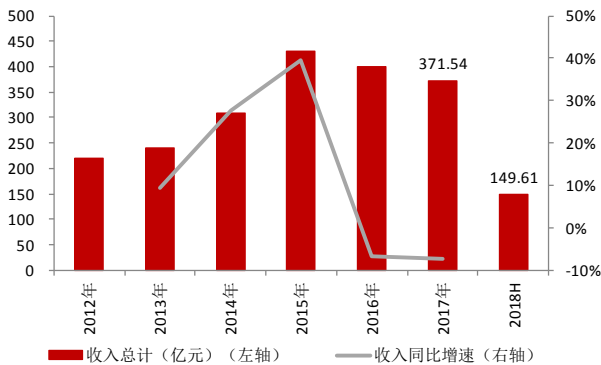
代码	证券简称	收入 (亿元)				归属母公司所有者净利润 (亿元)			
		2017H	2018H	同比增减额	同比增速	2017H	2018H	同比增减额	同比增速
600163	中闽能源	1.86	2.52	0.66	35.46%	0.57	0.75	0.19	33.01%
000862	银星能源	4.88	5.76	0.88	17.96%	-0.15	0.47	0.61	-
601016	节能风电	9.29	12.13	2.84	30.56%	2.30	3.38	1.08	47.11%
0958.HK	华能新能源	56.17	63.25	7.08	12.60%	20.32	23.49	3.17	15.61%
0916.HK	龙源电力	123.28	134.10	10.83	8.78%	24.15	30.72	6.57	27.22%
0956.HK	新天绿色能源	32.25	48.39	16.14	50.03%	6.01	7.57	1.55	25.80%
1798.HK	大唐新能源	34.65	43.66	9.00	25.97%	4.55	9.47	4.91	107.89%
0182.HK	协和新能源	5.96	8.11	2.14	35.97%	2.69	2.76	0.06	2.35%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.3 整机: 格局向好, 关注龙头

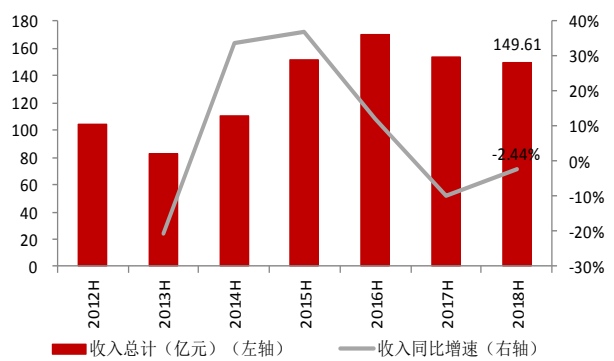
川财证券风电行业股票池共有 4 家整机企业, 2018 年上半年 4 家整机企业营业收入同比减少 2.44% 至 149.61 亿元。4 家整机企业 2018 年上半年实现归属母公司所有者净利润 13.24 亿元, 同比减少 17.03%, 主要是因 ST 锐电归属母公司所有者净利润同比下降约 4.3 亿元, 剔除 ST 锐电后, 三家整机制造商归属母公司所有者净利润同比增长 13.58%。

图 20: 整机企业上半年营业收入 149.61 亿元



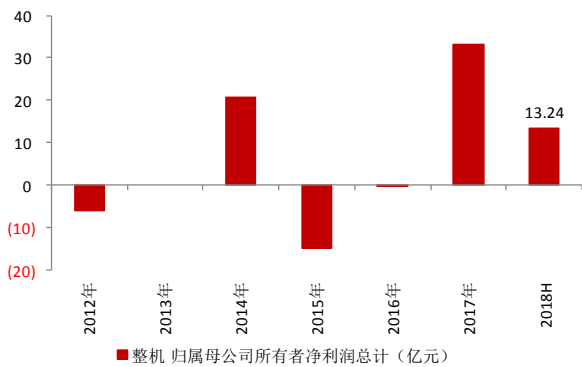
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 21: 整机企业 2018 年上半年收入同比减少 2.44%



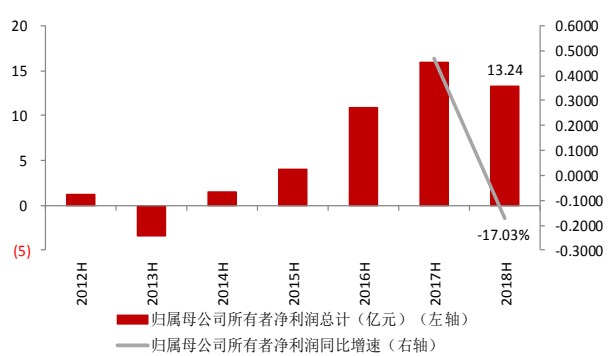
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 22: 整机企业 2018 年上半年归属母公司所有者净利润 13.24 亿元



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 23: 整机企业 2018 年上半年归属母公司所有者净利润同比减少 17.03%



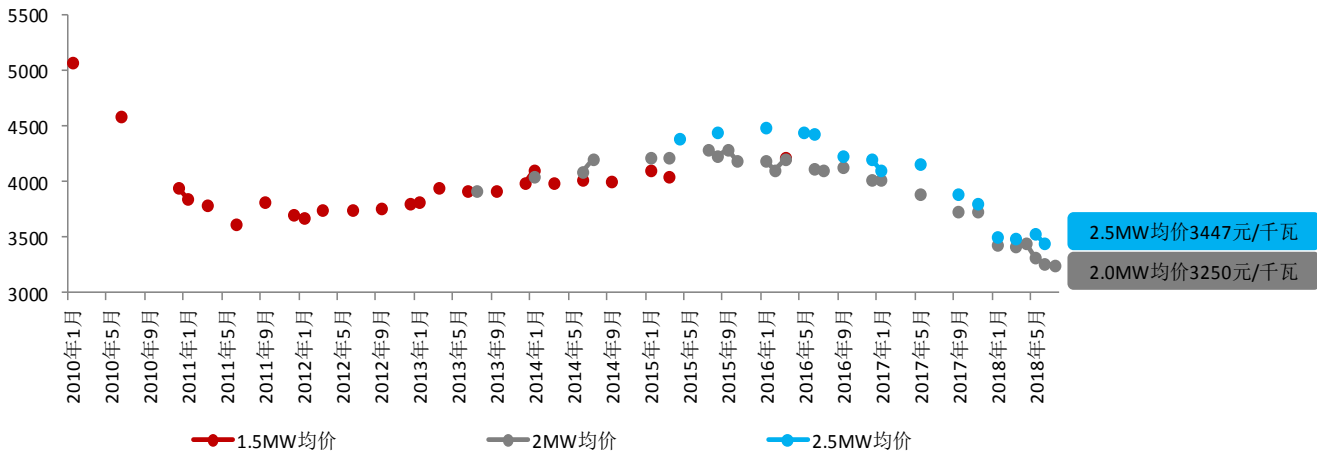
资料来源: Wind, 川财证券研究所

整机招标价格降幅缩窄

2018 年上半年我国风电新增并网装机同比增长约 25%，受制于整机招标价格下行，装机量增长的利好尚未反映在利润端。

在 2020 年平价上网目标的要求下，整机招标价格承压，但继续大幅下降的可能性较小：受供需影响，新增装机容量与整机价格具备一定相关性，67GW 装机需在 2019 年 12 月 31 日前开工，为整机价格提供支撑。从已披露的整机招标价格来看，2018 年二季度整机招标价格降幅与此前相比明显缩窄，我们预计本轮整机大幅降价已近尾声。

图 24：整机招标价格企稳

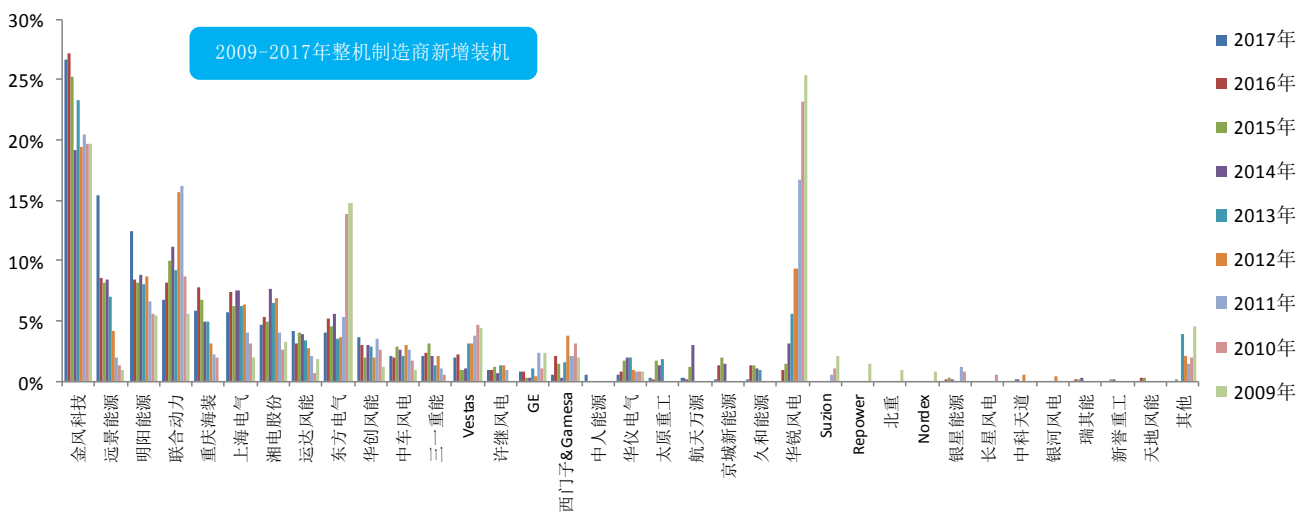


资料来源：金风科技，川财证券研究所

格局向好，龙头竞争优势有望持续扩大

下半年为开工旺季，预计新增装机放量将部分对冲招标价格下降的不利影响。目前风电产业链各环节中，整机格局向好：（1）中短期来看，在招标价格下降的背景下，整机龙头企业可凭借技术进步与成本控制能力获得更多的市场份额；（2）长期来看，竞争性配置实施后，预计开发商关注点将从初始投资向 LCOE 转化，整机龙头竞争力将进一步显现。

图 25：整机格局向好，新增装占比向头部企业集中



资料来源：金风科技，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 3. 整机制造商 2018 年上半年营业收入及归属母公司所有者净利润

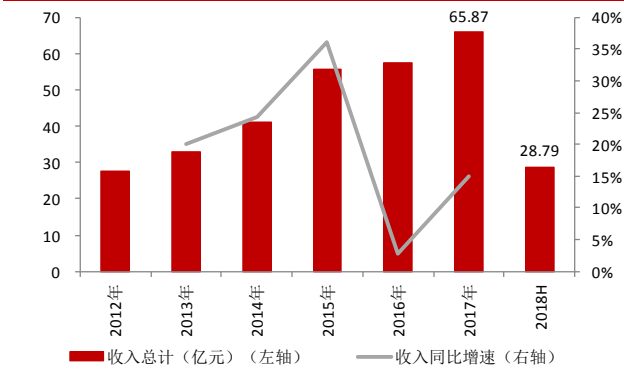
代码	证券简称	收入 (亿元)				归属母公司所有者净利润 (亿元)			
		2017H	2018H	同比增 减额	同比增速	2017H	2018H	同比增 减额	同比增速
002202	金风科技	98.40	110.30	11.90	12.10%	11.33	15.30	3.97	35.05%
601558	ST 锐电	0.25	3.09	2.85	-	4.34	0.04	-4.30	-
600416	湘电股份	47.69	28.29	-19.39	-40.67%	0.19	-2.21	-2.41	-
600290	华仪电气	7.02	7.93	0.91	12.93%	10.30%	0.12	0.01	13.64%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.4 风塔: 原材料价格上涨致风塔企业增收不增利

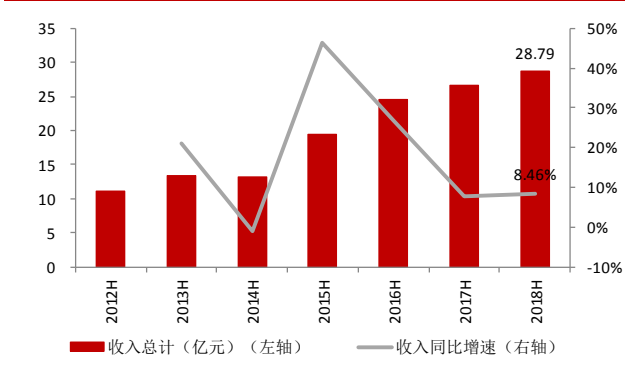
川财证券风电行业股票池共有 4 家风塔企业, 2018 年上半年 4 家风塔制造企业营业收入同比增长 8.46% 至 28.79 亿元, 营业收入同比增速高于 2017 年上半年 0.59 个百分点, 归属母公司所有者净利润同比下降 25.82% 至 3.04 亿元。

图 26: 风塔企业 2018 年上半年营业收入 28.79 亿元



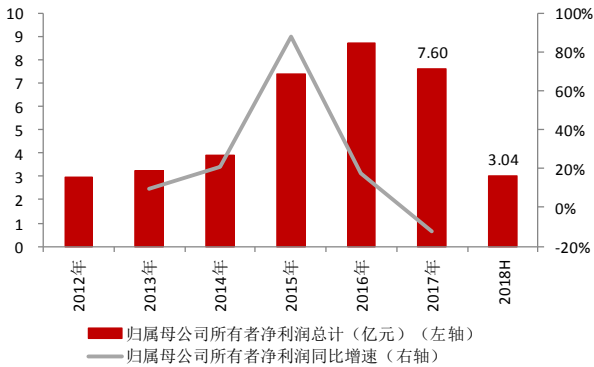
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 27: 风塔企业上半年营业收入同比增长 8.46%



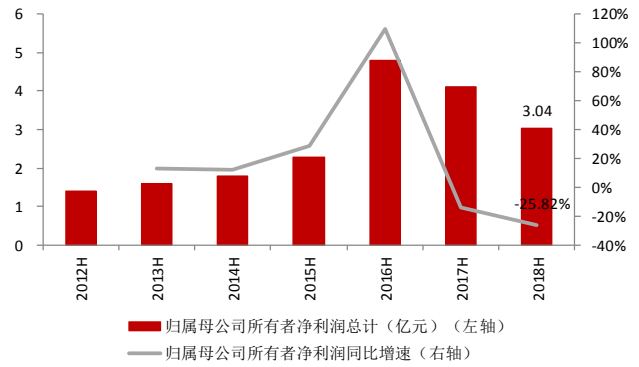
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 28：风塔企业 2018 年上半年归属母公司所有者净利润 3.04 亿元



资料来源：Wind，川财证券研究所

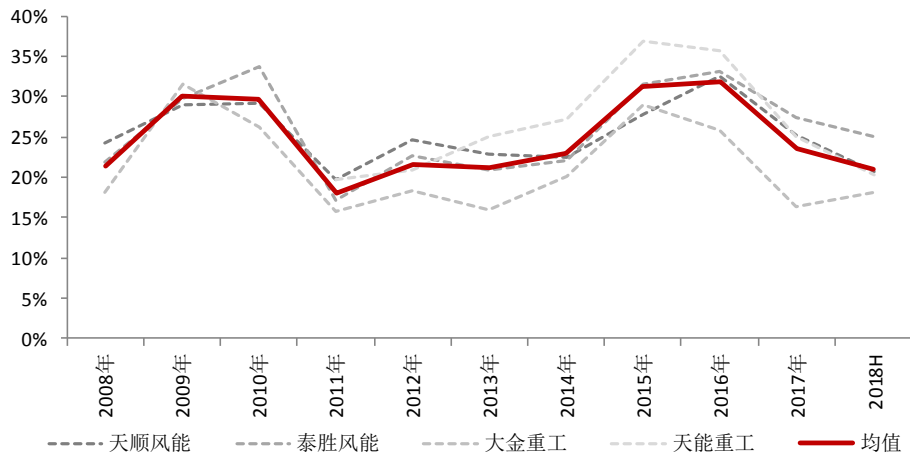
图 29：风塔企业 2018 年上半年归属母公司所有者净利润同比减少 25.82%



资料来源：Wind，川财证券研究所

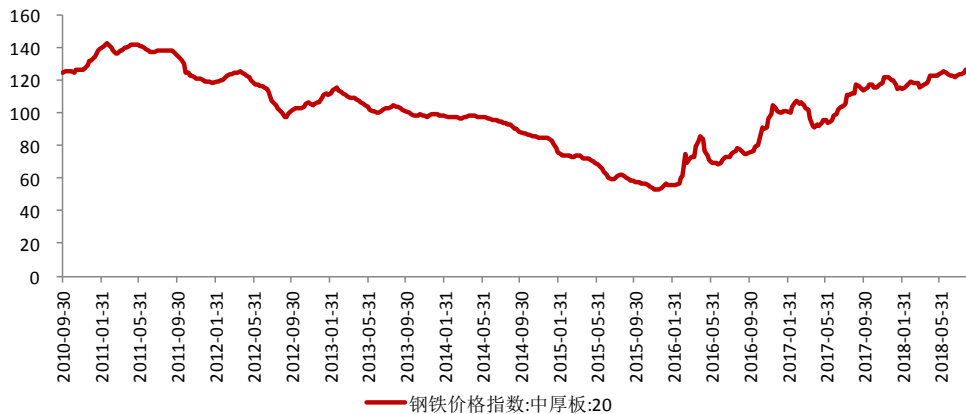
从收入方面来看，除泰胜风能之外的风塔企业营业收入都有不同程度的增长，但受钢材价格持续上涨的影响，4 家风塔企业总体增收不增利。除大金重工之外的三家公司风塔产品毛利率出现不同程度下滑。

图 30：风塔产品毛利率均值下滑



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 31：钢材价格指数持续上行



资料来源：Wind, 川财证券研究所

表格 4. 风塔企业 2018 年上半年营收及归属母公司所有者净利润

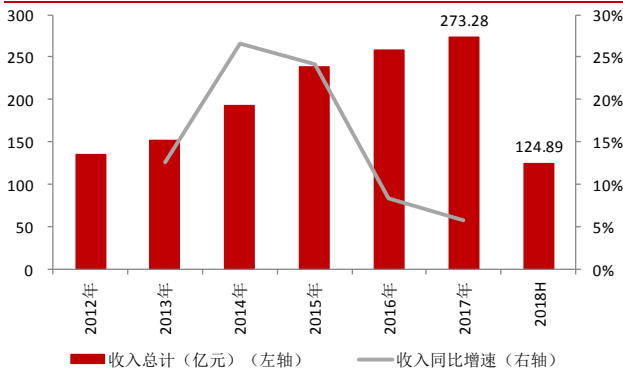
代码	证券简称	收入 (亿元)				归属母公司所有者净利润 (亿元)			
		2017H	2018H	同比增 减额	同比增速	2017H	2018H	同比增 减额	同比增速
002531	天顺风能	12.45	16.16	3.72	29.88%	2.41	2.41	0.00	0.19%
300129	泰胜风能	7.17	4.42	-2.75	-38.34%	1.08	0.12	-0.96	-89.06%
300569	天能重工	3.41	3.77	0.36	10.45%	0.51	0.31	-0.20	-39.62%
002487	大金重工	3.53	4.44	0.92	26.03%	0.10	0.21	0.10	96.80%

资料来源：Wind, 川财证券研究所

2.5 除风塔外其他零部件：原材料价格上行，利润大幅下降

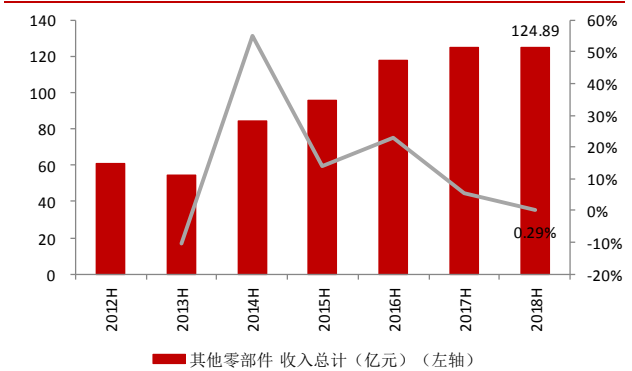
川财证券风电行业股票池共有 8 家零部件企业，包括主轴、铸件、电机、齿轮箱及叶片等制造企业。2018 年上半年零部件企业营业收入同比增长 0.29% 至 124.89 亿元，增速同比下降 5.31 个百分点，归属母公司所有者净利润同比减少 44.47% 至 8.36 亿元。除叶片制造企业中材科技外，零部件企业归属母公司净利润减少主要受原材料价格上涨影响。

图 32: 除风塔外其他零部件企业 2018 年上半年营业收入 124.89 亿元



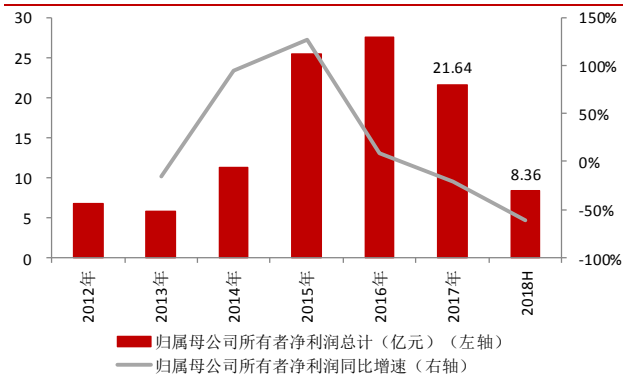
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 33: 除风塔外其他零部件企业上半年营业收入同比增长 0.29%



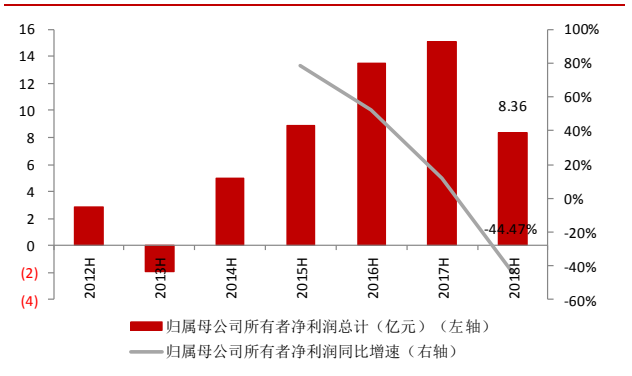
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 34: 除风塔外其他零部件企业 2018 年上半年归属母公司所有者净利润 8.36 亿元



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 35: 除风塔外其他零部件企业 2018 年上半年归母净利润同比减少 44.47%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

除中材科技（叶片）外，其他零部件制造企业中，通裕重工与日月股份实现营业收入同比正增长，仅通裕重工一家公司归属母公司所有者净利润同比正增长。

表格 5. 零部件企业 2017 年营收及归属母公司所有者净利润

代码	证券简称	收入 (亿元)				归属母公司所有者净利润 (亿元)			
		2017H	2018H	同比增减额	同比增速	2017H	2018H	同比增减额	同比增速
300443	金雷风电	3.36	2.89	-0.46	-13.83%	0.97	0.40	-0.57	-58.79%
300185	通裕重工	13.93	17.33	3.41	24.45%	0.99	1.09	0.10	10.54%
603218	日月股份	8.17	10.24	2.07	25.27%	1.23	1.18	-0.05	-4.10%
601218	吉鑫科技	6.72	5.05	-1.67	-24.82%	0.33	-0.73	-1.06	-
603507	振江股份	4.87	3.72	-1.15	-23.61%	0.69	0.38	-0.31	-44.65%
603063	禾望电气	4.32	2.96	-1.36	-31.46%	1.24	0.39	-0.84	-68.09%
0658.HK	中国高速传	38.37	35.23	-3.14	-8.18%	5.87	1.79	-4.07	-69.43%

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

002080	中材科技	44.79	47.46	2.67	5.97%	3.74	3.84	0.11	2.91%
--------	------	-------	-------	------	-------	------	------	------	-------

资料来源: Wind, 川财证券研究所

三、2018 年新增装机反转趋势确立，关注整机与零部件

3.1 弃风率下降利好运营商，预计行业景气度将向制造环节传导

此前我们预计风电新增装机影响因素边际改善将提升年度装机中枢：(1) 电价下调时间点临近；(2) 招标价格企稳；(3) 弃风率持续下降。从 2018 年上半年装机数据、运营商开工情况来看，作为未来三年较为确定的行业，风电 2018 年装机反转趋势已确立。

在本轮风电景气周期中，弃风率下降从两方面影响新增装机：(1) 红色区域解禁贡献装机增量；(2) 改善运营商资本开支状况。弃风率下降优先利好于风电运营商，港股运营商股价也有所表现，2017 年全年及 2018 年 1-8 月两个时间段内，只有两家运营商股价均有所上涨。

运营商资本开支改善将逐步反映在交付环节，我们预计下半年整机制造商出货量将有明显提升，行业景气度将由下游的运营商向中游整机及零部件厂商传导。此外，下半年为开工旺季，新增装机放量将部分对冲招标价格下降的不利影响。目前风电产业链各环节中，整机格局向好：(1) 中短期来看，在招标价格下降的背景下，整机龙头企业可凭借技术进步与成本控制能力获得更多的市场份额；(2) 长期来看，竞争性配置实施后，开发商关注点将逐步由初始投资向 LCOE 转化，整机龙头竞争力将进一步显现。

风塔及其他零部件企业受原材料价格上涨的影响表现较差，若钢材价格维持高位，2018 年风塔及零部件企业或将继续消化原材料价格上行带来的压力。关注产能弹性较大且在手订单充足的相关零部件制造龙头。

我们认为 2018-2020 年将是风电新一轮景气周期，在风场盈利环境已明显改善的背景下，预计本轮景气度将逐渐向上游延续，建议适时布局整机与零部件龙头企业，相关标的：金风科技、天顺风能。

表格 6. 风电行业 2017/2018 年上半年营收及归属母公司所有者净利润情况

代码	证券简称	收入 (亿元)				归属母公司所有者净利润 (亿元)			
		2017H1	2018H1	同比增 减额	同比增速	2017H1	2018H1	同比增 减额	同比增速
002202	金风科技	98.40	110.30	11.90	12%	11.33	15.30	3.97	35%
601558	ST 锐电	0.25	3.09	2.85	1158%	4.34	0.04	-4.30	-99%
600416	湘电股份	47.69	28.29	-19.39	-41%	0.19	-2.21	-2.41	-
600290	华仪电气	7.02	7.93	0.91	13%	0.10	0.12	0.01	14%
002531	天顺风能	12.45	16.16	3.72	30%	2.41	2.41	0.00	0%
300129	泰胜风能	7.17	4.42	-2.75	-38%	1.08	0.12	-0.96	-89%
300569	天能重工	3.41	3.77	0.36	10%	0.51	0.31	-0.20	-40%
002487	大金重工	3.53	4.44	0.92	26%	0.10	0.21	0.10	97%
300443	金雷风电	3.36	2.89	-0.46	-14%	0.97	0.40	-0.57	-59%
300185	通裕重工	13.93	17.33	3.41	24%	0.99	1.09	0.10	11%
603218	日月股份	8.17	10.24	2.07	25%	1.23	1.18	-0.05	-4%
601218	吉鑫科技	6.72	5.05	-1.67	-25%	0.33	-0.73	-1.06	-
603507	振江股份	4.87	3.72	-1.15	-24%	0.69	0.38	-0.31	-45%
603063	禾望电气	4.32	2.96	-1.36	-31%	1.24	0.39	-0.84	-68%
0658.HK	中国高速传动	38.37	35.23	-3.14	-8%	5.87	1.79	-4.07	-69%
002080	中材科技	44.79	47.46	2.67	6%	3.74	3.84	0.11	3%
600163	中闽能源	1.86	2.52	0.66	35%	0.57	0.75	0.19	33%
000862	银星能源	4.88	5.76	0.88	18%	-0.15	0.47	0.61	-
601016	节能风电	9.29	12.13	2.84	31%	2.30	3.38	1.08	47%
0958.HK	华能新能源	56.17	63.25	7.08	13%	20.32	23.49	3.17	16%
0916.HK	龙源电力	123.28	134.10	10.83	9%	24.15	30.72	6.57	27%
0956.HK	新天绿色能源	32.25	48.39	16.14	50%	6.01	7.57	1.55	26%
1798.HK	大唐新能源	34.65	43.66	9.00	26%	4.55	9.47	4.91	108%
0182.HK	协和新能源	5.96	8.11	2.14	35.97%	2.69	2.76	0.06	2.35%

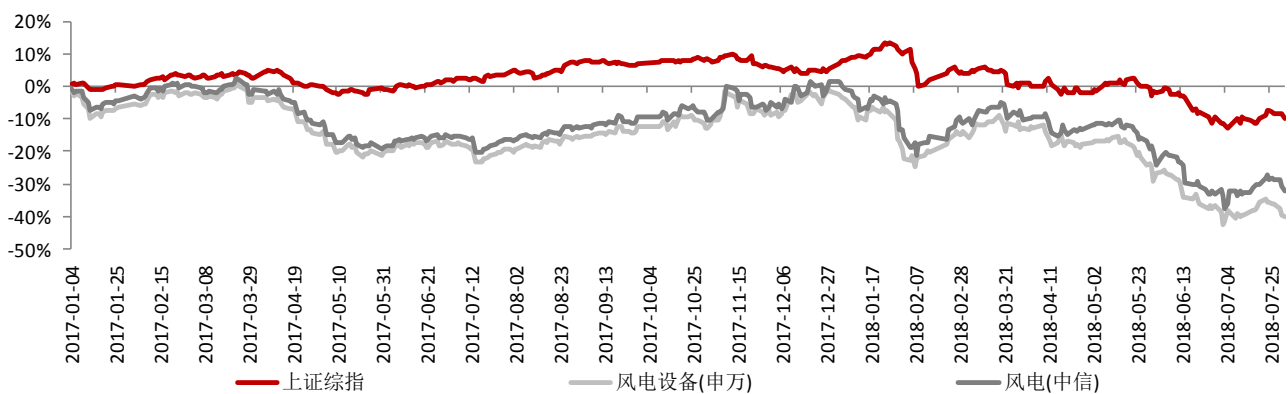
资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 7. 2017 年、2018 年 1-8 月风电企业涨跌幅情况

细分行业	代码	公司简称	2017 年全年涨跌幅排序	2018 年 1-4 月涨跌幅
风场	0956.HK	新天绿色能源	117.3%	19.6%
风场	1798.HK	大唐新能源	33.2%	31.2%
风场	0958.HK	华能新能源	7.2%	-3.5%
风场	0916.HK	龙源电力	-6.7%	20.8%
风场	0182.HK	协和新能源	-12.3%	-1.6%
风场	601016	节能风电	-25.2%	-16.9%
风场	600163	中闽能源	-26.1%	-17.8%
风场	000862	银星能源	-43.1%	-31.6%
风塔	002531	天顺风能	19.8%	-50.4%
风塔	300129	泰胜风能	-7.2%	-59.7%
风塔	002487	大金重工	-46.5%	-23.2%
风塔	300569	天能重工	-59.0%	-45.2%
零部件	0658.HK	中国高速传动	53.6%	-34.3%
零部件	002080	中材科技	51.3%	-50.8%
零部件	300185	通裕重工	-25.4%	-18.9%
零部件	601218	吉鑫科技	-33.7%	-28.7%
零部件	300443	金雷风电	-40.3%	-50.7%
零部件	603218	日月股份	-45.8%	-31.1%
零部件	603507	振江股份	-	-51.6%
零部件	603063	禾望电气	-	-59.4%
整机	002202	金风科技	45.2%	-34.4%
整机	600290	华仪电气	-1.2%	-71.9%
整机	600416	湘电股份	-14.8%	-47.0%
整机	601558	ST 锐电	-29.9%	-29.3%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 36: 上证综指与风电指数走势



资料来源: 金风科技, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3.2 金风科技（002202）：厉兵秣马，风机龙头乘风起航

十年积淀塑造永磁直驱王者

金风科技在直驱永磁技术路线上已有十年积累，产品可靠性好，且尤其适用于海上风电机组。在风机大型化趋势明确的背景下，公司有望凭借在 2.XMW 及 3.0MW（S）机组的技术积累在后续机型升级的过程中不断巩固领先优势。

持续开发风场，增厚利润空间

公司持有经营国内风场，已投产风场所在区域以弃风限电地区居多，改善空间较大，业绩弹性较强；在建增量风场多数位于无弃风限电情况发生的省份，未来盈利有一定保障。公司对国外风场主要以开发转让为主，开发风场均采用自己制造的风机。开发转让的经营模式充实了公司现金流，同时也增加了风机在国外的运行纪录，便于机型获得型式认证和海外业务的持续拓展。

运维服务市场广阔，中下游闭环巩固竞争优势

公司切入运维服务打造“风机+风场+运维”中下游闭环，预计将进一步巩固其竞争优势。

盈利预测：预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.06、1.16、1.45 元，对应 9 月 7 日收盘价 11.93 元，PE 分别为 11 倍、10 倍、8 倍，维持增持评级。

3.3 天顺风能（002531）：风塔夯实发展基础，协同布局打开增长空间

17 年新增装机大概率为近三年低点，18 年有望改善

从已公布装机情况来看，17 年或将是近三年新增装机低点，三重因素催发 18 年装机改善预期：（1）弃风率下降，存量机组盈利能力改善，提升新增装机开工积极性；（2）部分弃风率达标的省份有望解除装机限制；（3）2017-2020 年 126GW 装机规划进一步夯实行业未来装机空间。

风塔产品优势明显，产能扩张驱动利润增长

天顺风能风塔产品优势明显，订单饱满，是国内唯一同时通过 GE、Vestas 与 Siemens 认证的风塔制造企业。公司通过技改+国内外投资设厂进一步巩固行业地位，在解决产能瓶颈的同时驱动利润提升。

叶片、风场协同布局，进一步打开增长空间

新疆哈密 300MW 风场通过特高压输电线路实现外送，定增项目所在地无大规模弃风现象，消纳有保障。常熟叶片厂产品符合装机大型化的趋势，公司在产业链上下游协同布局，有望在中高端叶片市场占据一席之地。

盈利预测：预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.31、0.43、0.46 元，对应 9 月 7 日收盘价 3.94 元，PE 分别为 13 倍、9 倍、9 倍，维持增持评级。

风险提示

风电新增装机不达预期

整机价格进一步大幅下降延后风场开工，导致新增装机规模不达预期。

原料价格大幅上涨

钢材价格大幅上涨侵蚀风塔、主轴、锻件等零部件企业利润，零部件企业成本下降幅度不达预期。

弃风率反弹

部分省份存在弃风率超过 20% 的可能，影响该省新增装机规模；弃风率上升影响运营商经营基本面。

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0003