

风电子板块分化，下游先于上游复苏

——风电行业半年报总结

风电（同步大市）

日期：2018年09月13日

【投资要点】

2018H1 全行业实现营业收入 532.97 亿元，同比增长 7.94%，实现归属于母公司股东的净利润 97.06 亿元，同比增长 15.37%。

分板块来看，2018H1 风机及零部件板块实现营业收入 183.47 亿元，同比下降 3.56%，实现归母净利润 17.22 亿元，同比下降 7.29%；2018H1 风场运营板块实现营业收入 349.49 亿元，同比增长 15.15%，实现归母净利润 79.84 亿元，同比增长 21.79%。

分季度来看，风场运营板块二季度增长有所放缓，二季度收入与净利润同比增长分别为 12.04%、0.65%，相较一季度的 19.85%、46.34%而言，收入与利润的同比增速均不及一季度。而上游风机及零部件板块二季度情况相比一季度有所改善，虽然收入同比仍在下滑，但幅度放缓，净利润同比增速由一季度的 -49.98% 上升到 9.05%。

现金流方面，全行业经营活动现金流量净额同比下降 -29.26%，现金流状况不太理想。

资产负债方面，风电运营商的负债率普遍高于风机及零部件厂商的资产负债率，且运营商的负债率除个别企业略低于 50% 外，其余均高于 50%。行业特点决定了运营商的负债率水平较高。

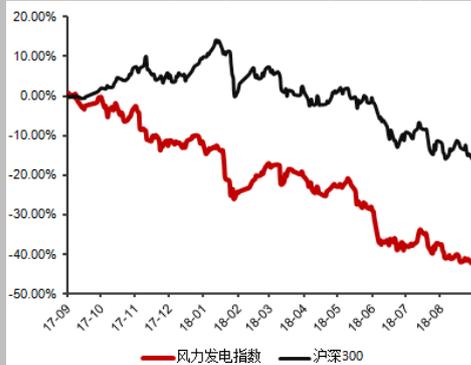
【投资建议】

2018 年上半年风电行业运行良好，利用小时数、弃风率、弃风电量各项指标有所改善，行业呈现复苏态势。新一轮特高压建设有利于青海地区风电资源的消纳。我们认为，行业复苏有望持续，且将逐步传导至上游风机及零部件厂商。此外，我国海上风电尚处于快速发展期，装机容量保持高增长，这也将有助于上游的设备及零部件厂商。建议关注运营水平优异的发电厂商以及竞争实力强的整机厂商和零部件厂商。

【风险提示】

风电行业复苏不及预期、特高压建设进度不及预期

风力发电指数相对沪深 300 表现



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2018年09月13日

分析师：宋江波

执业证书编号：S0270516070001

电话：021-60883490

邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理：江维

电话：010-66060126

邮箱：jiangwei@wlzq.com

图表目录

图表 1: 风电板块 2018H1 收入和归母净利润情况.....	3
图表 2: 风电板块 2018H1 整体情况.....	3
图表 3: 风电板块 2018Q2 收入和归母净利润情况.....	3
图表 4: 风电板块 2018Q2 整体情况.....	4
图表 5: 风电板块 2018H1 及 2018Q2 毛利率情况.....	4
图表 6: 风电板块 2018H1 及 2018Q2 归母净利率情况.....	4
图表 7: 风电板块 2018H1 及 2018Q2 费用率情况.....	4
图表 8: 风电板块 2018H1 及 2017H1 现金流量情况.....	5
图表 9: 风电板块上市公司资产负债率.....	5
图表 10: 风电板块收入和净利润变动情况分析表.....	5
图表 11: 西北地区 2018H1 及 2017H1 弃风限电情况.....	7
图表 12: 特高压项目时间表.....	7

1. 风电板块分化，下游先于上游复苏

风电板块包括上游的风机及零部件和下游的风电场运营两个子板块，2018年上半年整体利润97.06亿，同比增长15.37%。我们在风电板块中共选取了17家上市公司进行统计分析，其中包括9家风机及零部件企业，8家风电场运营企业，8家风场运营企业中有3家在港交所上市。经过统计，2018H1全行业实现营业收入532.97亿元，同比增长7.94%，实现归属于母公司股东的净利润97.06亿元，同比增长15.37%。2018H1收入同比下降的公司有5家；增幅为0~30%的公司有8家；增幅为30%以上的公司有4家。2018H1归母净利润同比下降的公司有5家；由盈利转为亏损的公司有2家，是上游风机及零部件板块的湘电股份、吉鑫科技；扭亏的公司有1家，是银星股份；增幅在0~30%之间的公司有4家，增幅为30%以上的公司有5家。

图表 1：风电板块 2018H1 收入和归母净利润情况

板块	营业收入 (亿元)	同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)
风电板块	532.97	7.94%	97.06	15.37%
风机及零部件	183.47	-3.56%	17.22	-7.29%
风电场运营	349.49	15.15%	79.84	21.79%

资料来源：wind，万联证券研究所

图表 2：风电板块 2018H1 整体情况

公司数量 (家)	收入增速	归母净利润增速
同比负增长	5	5
同比增长幅度在 0~30%	8	4
同比增长幅度在 30%以上	4	5
亏损		2
扭亏		1
合计	17	17

资料来源：wind，万联证券研究所

由于华能新能源没有单季度数据，如下二季度的统计数据不包括华能新能源，故在统计口径上为16家公司的数据。单从二季度来看，全行业实现营业收入262.08亿元，同比增长5.1%，环比增长26.18%；实现归母净利润40.66亿元，同比增长3.95%，环比增长23.53%。其中风机及零部件板块实现营业收入117.17亿元，同比下降2.38%，但环比大增76.73%；实现归母净利润15.26亿元，同比增长7.97%，环比大增678.24%。风场运营板块实现营业收入144.91亿元，同比增长12.04%，环比增长2.47%；实现归母净利润25.40亿元，同比增长1.68%，环比下降17.93%。

图表 3：风电板块 2018Q2 收入和归母净利润情况

板块	营业收入 (亿元)	同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)
风电板块	262.08	5.10%	40.66	3.95%
风机及零部件	117.17	-2.38%	15.26	7.97%
风电场运营	144.91	12.04%	25.40	1.68%

资料来源: wind, 万联证券研究所

在被统计的 16 家上市公司中, 2018Q2 收入同比下降的公司有 4 家; 增幅为 0~30% 的公司有 7 家, 增长幅度在 30% 以上的公司 5 家。2018Q2 归母净利润同比下降的公司有六家; 增幅为 0~30% 的公司有两家; 增幅在 30% 以上的公司有 4 家; 亏损的公司有 4 家。

图表 4: 风电板块 2018Q2 整体情况

公司数量 (家)	收入增速	归母净利润增速
同比负增长	4	6
同比增长幅度在 0~30%	7	2
同比增长幅度在 30% 以上	5	4
亏损		4
扭亏		0
合计	16	16

资料来源: wind, 万联证券研究所

从盈利能力来看, 2018H1 风机及零部件、风电场运营两个子板块的毛利率均出现下降, 分别下滑 0.73、1.43 个百分点, 风机及零部件板块的毛利率下滑主要出现在二季度, 下滑 1.25pct, 风电场运营板块的毛利率主要是一季度出现下滑, 下滑 3.23pct。归母净利润方面, 风机及零部件板块的归母净利率小幅下滑 0.38pct, 风电场运营板块的归母净利率同比上升 1.25pct。

图表 5: 风电板块 2018H1 及 2018Q2 毛利率情况

毛利率	2018H1	2017H1	18H1 同比	18Q2	Q2 同比	18Q1	Q1 同比
风机及零部件	26.26%	26.99%	-0.73%	25.25%	-1.25%	28.21%	0.22%
风电场运营	30.95%	32.39%	-1.43%	30.52%	0.16%	31.45%	-3.23%

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表 6: 风电板块 2018H1 及 2018Q2 归母净利率情况

归母净利率	2018H1	2017H1	18H1 同比	18Q2	Q2 同比	18Q1	Q1 同比
风机及零部件	9.38%	9.76%	-0.38%	13.02%	1.25%	2.96%	-3.37%
风电场运营	22.85%	21.60%	1.25%	17.53%	-1.79%	21.89%	4.72%

数据来源: wind, 万联证券研究

费用率方面, 上游风机及零部件板块费用率下降 1.57pct, 下游的风场运营板块费用率下降 0.78pct。上游费用率波动较大, 一季度同比大增 5.09pct, 二季度同比下降 5.25pct, 下游的费用率下降得益于一季度的费用控制得比较好。

图表 7: 风电板块 2018H1 及 2018Q2 费用率情况

费用率	2018H1	2017H1	18H1 同比	18Q2	Q2 同比	18Q1	Q1 同比
风机及零部件	14.51%	16.08%	-1.57%	7.91%	-5.25%	26.17%	5.09%
风电场运营	16.36%	17.14%	-0.78%	15.86%	0.78%	15.54%	-2.00%

资料来源: wind, 万联证券研究所

现金流方面, 全行业经营活动现金流量净额同比下降-29.26%, 在净利润同比增长的情况下, 经营活动现金流出现了较大的下滑, 这一方面是由于风电运营商的经营现金流出现了不同程度的下降, 如龙源电力的经营活动现金流量净额由 2017H1 的 78.69 亿元下降到 58.54 亿元、华能新能源由 30.96 亿元下降到 29.07 亿元, 另一方面是由于个别风机及零部件厂商的经营活动现金流出状况加剧; 投资活动现金流方面, 全行业投资活动现金流量净额下滑 22.46%, 由 2017H1 的 163.64 亿元下滑到 2018H1 的 126.89 亿元; 筹资活动现金流由正转负, 主要是由于被统计的企业中个别企业的筹资活动的影响, 不足以反映整个行业的情况, 如龙源电力的筹资活动现金流由 2017H1 的 24.52 亿元到 2018H1 的-28.28 亿元, 华能新能源由 2017H1 的 12.67 亿元到 2018H1 的-3.70 亿元, 其余企业作为一个整体大致保持不变。

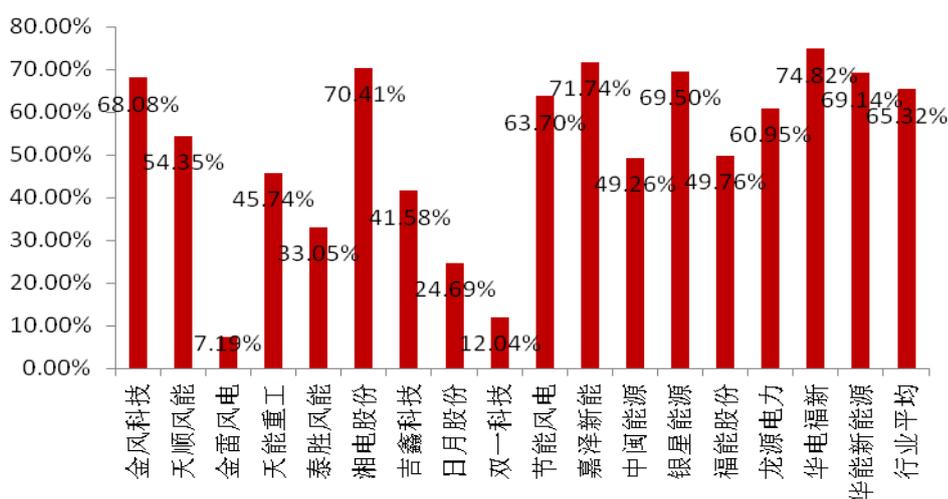
图表 8: 风电板块 2018H1 及 2017H1 现金流量情况

单位: 亿元	2018H1	2017H1	同比 (%)
经营活动现金流量净额	96.68	136.66	-29.26%
投资活动现金流量净额	-126.89	-163.64	-22.46%
筹资活动现金流量净额	-11.45	62.71	

资料来源: wind, 万联证券研究所

资产负债情况。按照 2018 半年报的数据, 全行业的平均资产负债率为 65.32%。其中风电运营商的资产负债率较高, 除个别在 50%附近外, 其余均在 50%以上, 甚至达到 70%, 而风机及零部件企业的资产负债率差异较大, 较高者如金风科技、湘电股份, 资产负债率分别为 68.08%, 70.41%, 而最低者金雷风电的资产负债率仅为 7.19%。

图表 9: 风电板块上市公司资产负债率



资料来源: wind, 万联证券研究所, 数据截止日期为 2018-06-30

图表 10: 风电板块收入和净利润变动情况分析表

风电 板块	收入							净利润						
	18H1	同比	18Q2	同比	Q2 环比	18Q1	Q1 同比	18H1	同比	18Q2	同比	Q2 环比	18Q1	Q1 同比
风机 及零 部件														
金风科技	110.30	12.10%	71.70	14.62%	85.77%	38.60	7.70%	16.05	35.16%	13.21	34.89%	365.29%	2.82	36.38%
天顺风能	16.16	29.88%	10.15	41.29%	68.84%	6.01	14.29%	2.50	0.57%	1.66	-0.42%	96.91%	0.84	2.56%
金雷风电	2.89	-13.83%	1.89	15.03%	89.47%	1.00	-41.59%	0.40	-58.79%	0.27	-42.41%	100.74%	0.13	-73.77%
天能重工	3.77	10.45%	2.42	40.41%	79.90%	1.35	-20.19%	0.33	-34.06%	0.14	-20.29%	-25.37%	0.19	-41.59%
泰胜风能	4.42	-38.34%	2.10	-61.54%	-9.72%	2.32	35.41%	0.11	-89.45%	-0.03	-103.9%	-118.9%	0.14	-65.04%
湘电股份	28.29	-40.67%	18.56	-40.66%	90.62%	9.74	-40.67%	-2.17	-1919%	-0.24	-139.6%	-87.69%	-1.94	302.11%
吉鑫科技	5.05	-24.82%	3.17	-7.84%	67.87%	1.89	-42.58%	-0.75	-343.7%	-0.19	-232.1%	-65.33%	-0.56	-444.6%
日月股份	10.24	25.27%	5.75	18.27%	27.88%	4.49	35.53%	1.18	-4.10%	0.69	3.45%	42.22%	0.49	-13.11%
双一科技	2.35	-18.66%	1.44	-23.93%	58.78%	0.91	-8.61%	0.44	-14.15%	0.27	-2.02%	61.28%	0.17	-28.44%
合计	183.47	-3.56%	117.17	-2.38%	76.73%	66.30	-5.58%	18.09	-5.23%	15.78	9.05%	583.30%	2.31	-49.98%
风场 运营														
节能风电	12.13	30.56%	6.03	21.12%	-1.30%	6.11	41.44%	3.87	46.43%	1.62	10.36	-28.00%	2.25	91.49%
嘉泽新能	5.40	34.57%	3.12	40.13%	36.87%	2.28	27.63%	1.57	74.63%	1.08	76.33%	118.54%	0.49	71.02%
中闽能源	2.52	35.46%	0.93	40.49%	-41.25%	1.58	32.67%	0.83	29.83%	0.11	36.48%	-85.01%	0.72	28.88%
银星能源	5.76	17.96%	3.09	27.20%	15.68%	2.67	8.82%	0.58	-504.00%	0.42	-347.7%	176.21%	0.15	443.95%
福能股份	38.36	55.80%	21.21	57.91%	23.60%	17.16	53.28%	3.81	40.44%	1.93	140.58%	2.88%	1.88	-1.66%
龙源电力	133.6	8.51%	65.00	4.24%	-5.27%	68.62	12.90%	36.03	26.36%	14.83	-3.39%	-30.06%	21.20	61.04%
华电福新	88.52	11.32%	45.53	5.27%	5.91%	42.99	18.54%	16.35	-3.24%	9.30	-15.16%	31.69%	7.06	18.74%
华能新能源	63.18	12.48%						24	15.28%					
合计	349.4	15.15%	144.91	12.04%	2.48%	141.4	19.85%	87.05	19.26%	29.29	0.65%	-13.24%	33.76	46.34%

资料来源: wind, 万联证券研究所

从以上个股的收入和净利润变动情况来看，风场运营板块的表现要好于风机及零部件板块，风场运营板块个股 2018H1 的收入和净利润均出现不同程度的增长，风电运营板块整体收入增长 15.15%，净利润增长 19.26%，这主要得益于今年弃风限电情况的改善，风电呈现复苏态势，但从单季度的情况来看，二季度的同比增速相较一季度有所放缓。此外，风电运营板块内部之间差异较小，未出现明显的业绩分化情况。而风机及零部件板块之间则有明显的分化，个股业绩涨跌均有，整体收入仍然小幅下降。从单季度的情况来看，二季度收入虽然同比仍在下滑，但相较一季度而言幅度放缓，且净利润已扭转下滑的趋势，二季度净利润同比上升 9.05%。

2. 投资建议

2018 年上半年，全国风电发电量 1917 亿千瓦时，同比增长 28.7%（2017，1490 亿千瓦时），平均利用小时数 1143 小时（2017，984 小时），同比增加 159 小时，上半年全国弃风电量 182 亿千瓦时（2017，235 亿千瓦时），同比减少 53 亿千瓦时。分省份来看，新疆、内蒙、甘肃、青海、宁夏等弃风限电情况较严重的地区均有所改善，新疆利用小时数由 854 小时上升至 969 小时，内蒙利用小时数由 1023 小时上升至 1179 小时，甘肃的利用小时数由 681 小时大幅上升至 918 小时。总体来说，2018 年上半年风电行业运行良好，行业呈现复苏态势，这也反应在了风电运营商的业绩上。

图表 11：西北地区 2018H1 及 2017H1 弃风限电情况

省份	2018H1			2017H1		
	弃风率	利用小时数 (小时)	弃风电量 (亿千瓦时)	弃风率	利用小时数 (小时)	弃风电量 (亿千瓦时)
新疆	28.9%	969	71.3	32%	854	72.5
内蒙	16.7%	1179	63.1	16%	1023	50.3
甘肃	20.5%	918	30.1	36%	681	49.5
青海	0.8%	799	0.2		997	
宁夏	1.6%	1038	1.7	4%	804	3.5

资料来源：国家能源局，万联证券研究所

近期，国家能源局下发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，将在今明两年核准 9 个重点输变电线路，其中包括青海至河南、陕北到湖北、张北到雄安、雅中到江西、白鹤滩到江苏、白鹤滩到浙江、南阳-荆门-长沙等 7 条特高压线路。这是继 2012 年大规模规划建设特高压之后的又一个建设高峰。从线路规划布局看，本轮特高压建设将有利于青海、张北等地风电资源消纳，对风电运营商的构成利好。随着风电运营商盈利转好，行业复苏将传导至上游的风机整机及零部件厂商，18 年二季度的数据已有所表现。此外，我国海上风电尚处于快速发展期，装机容量保持高增长，这也将有助于上游的设备及零部件厂商。我们认为，风电行业的复苏有望持续，且将从下游逐步传导至上游，建议关注运营水平优异的发电厂商以及竞争实力强的整机厂商和零部件厂商。

图表 12：特高压项目时间表

序号	项目时间
1	青海至河南特高压直流工程 预计 2018 年四季度核准开工
2	陕北至湖北特高压直流工程 预计 2018 年四季度核准开工
3	张北-雄安特高压交流工程 预计 2018 年四季度核准开工
4	雅中至江西特高压直流工程 预计 2018 年四季度核准开工
5	白鹤滩至江苏特高压直流工程 预计 2019 年核准开工
6	白鹤滩至浙江特高压直流工程 预计 2019 年核准开工
7	南阳-荆门-长沙特高压交流工程 预计 2019 年核准开工
8	云南互联通道工程 预计 2019 年核准开工
9	闽粤联网工程 预计 2019 年核准开工

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

3. 风险提示

风电行业复苏不及预期、特高压建设进度不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

姓名：宋江波

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。s

万联证券股份有限公司研究所

上海 上海世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心五楼
电话：010-66060126