

行业研究/深度研究

2018年11月13日

行业评级:

电力设备 II 增持 (维持)  
新能源 II 增持 (维持)

**黄斌** 执业证书编号: S0570517060002  
研究员 billhuang@htsc.com

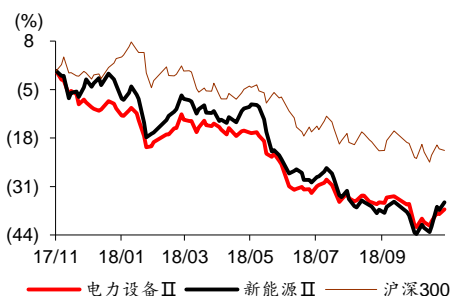
**孙纯鹏** 执业证书编号: S0570518080007  
研究员 sunchunpeng@htsc.com

**边文蛟**  
联系人 bianwenjiao@htsc.com

相关研究

- 1《麦格米特(002851,增持): 多元化布局, 业绩平稳增长》2018.10
- 2《通威股份(600438,买入): 业绩符合预期, 龙头优势显现》2018.10
- 3《亿纬锂能(300014,买入): 三季度业绩靓丽, 维持“买入”评级》2018.10

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 业绩承压, 坚守龙头

## 电力设备新能源行业 18 年三季度报总结

### 业绩持续分化, 积极边际变化显现, 维持“增持”评级

18 年前三季度板块营收同比增速为 13%, 低于 17 全年 18% 的营收同比增速。从全产业链来看, 电控、设备和资源等板块收入增长较快。锂电板块虽有降价影响, 板块整体“以量补价”推动营收增长, 各环节产品竞争力突出的龙头业绩强者恒强; 光伏行业“531 新政”影响在三季报中显现, 营收增速降低至 3%, 近期地方补贴出台及“十三五”新能源发展规划调整, 我们判断已经处于政策底部。风电行业装机量和弃风率双重利好, 我们认为板块复苏持续得到验证。我们维持对行业的“增持”评级。

### 锂电: 板块“以量补价”, 产品竞争力突出的龙头强者恒强

从量上看, 18 年前三季度新能源汽车销量同比增长 81%, 电池装机量同比增长 96%, 产业链整体放量; 从价上看, 各环节基本同比下滑, 企业降本不及降价力度, 板块平均毛利率同比下降 4.63pct。前三季度产业链龙头宁德时代扣非归母净利润同比增长 89%, 远高于板块内归母净利平均 12% 的增速。我们认为产业链龙头依托强产品竞争力, 市占率和毛利率表现优异, 呈现强“以量补价”效应。当前时点我们仍然建议两条主线布局: 其一是高镍化趋势, 关注当升科技、杉杉股份, 其二是全球化供应链, 关注宁德时代、璞泰来、亿纬锂能、星源材质、恩捷股份。

### 光伏: “531 新政”影响显现, 龙头市占率提升, 行业近于底部

受“531 新政”严控光伏规模影响, 18 年前三季度新增装机量 34.54GW (同比-20%), 其中地面电站新增装机量 17.4GW (同比-37%), 地面电站转向分布式电站趋势延续。受产能集中释放及国内需求收缩影响, 硅片价格大幅调整, 截至 18 年三季度末, 单、多晶硅片价格分别同比下降 44% 和 47%, 制造端利润被快速挤压。行业量价双向承压, 龙头企业凭借成本优势, 加速市占率提升。近期地方补贴出台及“十三五”新能源发展规划调整, 行业将迎来边际改善, 我们认为已现底部特征。重点推荐硅料、电池片双龙头通威股份。

### 风电: 装机弃风一升一降, 周期向上持续验证

18 年前三季度, 我国新增风电发电装机容量 12.61GW, 同比增加 2.36GW, 四季度有望迎来吊装高峰; 风电弃风率 7.7% (同比-4.3pct), 风电设备平均利用小时数为 1565 小时, 较去年同期增加 178 小时, 风电场运营效率明显提升。18 前三季度风电行业营收整体同比增长 9.08%。风电行业管理费用率为 5.7%, 同比下降 1.8pct, 成本管控加速风电平价, 周期向上持续验证。我们认为风机价格战暂告段落、风电场造价有望回归到合理水平, 重点推荐龙头企业金风科技、天顺风能。

风险提示: 新能源车产销量增长低于预期, 产业链盈利增长低于预期; 光伏装机增速低于预期, 行业竞争激烈程度超过预期; 风电装机不达预期、弃风限电改善不达预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
300014.SZ	亿纬锂能	13.10	买入	0.47	0.63	0.83	0.98	27.87	20.79	15.78	13.37
600438.SH	通威股份	8.06	买入	0.51	0.47	0.65	0.91	15.80	17.15	12.40	8.86
002202.SZ	金风科技	11.37	买入	0.86	1.09	1.42	1.68	13.22	10.43	8.01	6.77

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

产业链营收增速放缓，细分板块分化明显.....	5
锂电板块：板块以量补价，产品竞争力突出的龙头强者恒强.....	7
业绩增速反应产品竞争力，真龙头具备强“以量补价”效应.....	11
营运能力分化，电池龙头现金流大幅改善.....	13
产业基本面向好趋势不变，以两条主线布局.....	14
光伏：“531 新政”影响显现，龙头市占率提升，行业近于底部.....	15
前三季度光伏装机量同比下降，行业加速落后产能出清.....	15
产品价格下降压低利润空间，三季度归母净利润承压明显.....	16
行业净利率处于低位，静待需求回暖.....	17
销售和管理费用率提升，财务费用率下降.....	18
行业需求承压明显，应收、存货水平大幅提升.....	19
风电：装机弃风一升一降，周期向上持续验证.....	20
弃风率同比下降，风场运营效率显著提升.....	20
制造端风机价格下降，归母净利润承压.....	21
行业平均销售毛利率、净利率略有下降.....	22
费用率下滑，成本管控加速风电平价.....	23
行业 ROE 水平略有下降，龙头企业维持优势.....	24
行业应收账款、存货水平同比提升.....	24
风险提示.....	25

## 图表目录

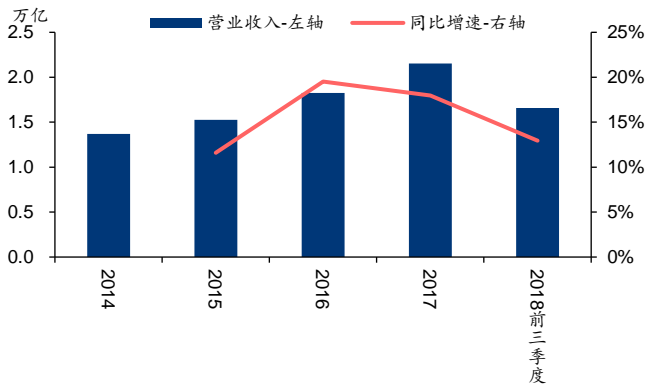
图表 1: 电新板块营业收入情况 .....	5
图表 2: 电新各子板块营业收入情况 .....	5
图表 3: 电新各子板块归母净利润情况 .....	5
图表 4: 电新各子板块扣非归母净利润情况 .....	5
图表 5: 电新各子板块毛利率、净利率情况 .....	6
图表 6: 电新各子板块 ROE 情况 .....	6
图表 7: 新能源车 2018 年月度产销量 (单位: 万辆) .....	7
图表 8: 动力电池产量、装机量情况 .....	7
图表 9: 各家企业动力电池装机量以及对应份额 .....	8
图表 10: 国内动力电池价格走势 .....	8
图表 11: 国内正极材料价格走势 .....	9
图表 12: 国内负极材料价格走势 .....	9
图表 13: 国内电解液产量情况 .....	10
图表 14: 国内电解液以及六氟磷酸锂价格走势 .....	10
图表 15: 国内隔膜产量情况 .....	10
图表 16: 国内干湿法隔膜价格走势 .....	11
图表 17: 锂电企业综合毛利率 .....	11
图表 18: 锂电企业收入及其增速 (单位: 亿元) .....	12
图表 19: 锂电企业归母净利润及其增速 (单位: 亿元) .....	12
图表 20: 锂电企业扣非归母净利润及其增速 (单位: 亿元) .....	13
图表 21: 锂电企业存货周转率 (次) .....	13
图表 22: 锂电企业应收账款周转率 (次) .....	14
图表 23: 锂电企业经营性净现金流/收入 (单位: %) .....	14
图表 24: 2016 年至今光伏月度新增装机 (单位: GW) .....	15
图表 25: 光伏行业 2018 前三季度实现营收 1262.93 亿元 .....	15
图表 26: 光伏企业收入及其增速 (单位: 亿元) .....	15
图表 27: 2014Q1 至今光伏行业按季度营收及增速情况汇总 .....	16
图表 28: 光伏行业各企业 2018Q3 营收情况 (单位: 亿元) .....	16
图表 29: 硅料价格再次探底 .....	16
图表 30: 组件端价格跌幅趋于缓和 .....	16
图表 31: 光伏行业 2018 前三季度实现归母净利润 103.28 亿元 .....	17
图表 32: 光伏行业 2018Q3 实现归母净利润 31.24 亿元 .....	17
图表 34: 2014 年至今光伏行业平均销售毛利率及平均销售净利率 .....	18
图表 35: 光伏行业各企业 2018 前三季度销售毛利率、销售净利率情况 .....	18
图表 36: 2014 年至今光伏行业按季度平均毛利率及净利率情况 .....	18
图表 37: 光伏行业各企业 2018Q3 销售毛利率、销售净利率情况 .....	18
图表 38: 光伏行业按季度费用率情况汇总 .....	18
图表 39: 2014Q1 至今光伏行业应收账款及增速情况汇总 .....	19
图表 40: 光伏行业各企业 2018Q3 应收账款情况 (单位: 亿元) .....	19

图表 41: 2014Q1 至今光伏行业存货及增速情况汇总 .....	19
图表 42: 光伏行业各企业 2018Q3 存货情况 (单位: 亿元) .....	19
图表 43: 2016 年至今风电月度新增装机 (单位: GW) .....	20
图表 44: 风电行业 2018 前三季度实现营收 357.19 亿元 .....	20
图表 46: 2014Q1 至今风电行业营收及增速情况汇总 .....	21
图表 47: 风电行业各企业 2018Q3 营收情况 (单位: 亿元) .....	21
图表 48: 2.0MW 级别机组公开招标价格 .....	21
图表 51: 2014Q1 至今风电行业归母净利润及增速情况汇总 .....	22
图表 52: 风电行业各企业 2018Q3 归母净利润情况 (单位: 亿元) .....	22
图表 53: 风电行业平均销售毛利率及平均销售净利率 .....	22
图表 54: 风电行业各企业 2018 前三季度销售毛利率、销售净利率情况 .....	22
图表 55: 2014Q1 至今风电行业单季度平均毛利率及净利率情况 .....	23
图表 56: 风电行业各企业 2018Q3 销售毛利率、销售净利率情况 .....	23
图表 57: 风电行业 2014Q1 至今单季度费用率情况汇总 .....	23
图表 58: 风电行业平均 ROE (未年化) .....	24
图表 59: 风电行业各企业 2018 年前三季度 ROE 水平 (单位: %) .....	24
图表 60: 2014Q1 至今风电行业平均单季度 ROE (未年化) .....	24
图表 61: 风电行业各企业 2018Q3ROE (未年化) 水平 (单位: %) .....	24
图表 62: 2014Q1 至今风电行业单季度应收账款及增速情况汇总 .....	24
图表 63: 风电行业各企业 2018Q3 应收账款情况 (单位: 亿元) .....	24
图表 64: 2014Q1 至今风电行业存货及增速情况汇总 .....	25
图表 65: 风电行业各企业 2018Q3 存货情况 (单位: 亿元) .....	25

## 产业链营收增速放缓，细分板块分化明显

电新全产业链 2018 年前三季度实现营业收入 1.66 万亿，同比增加了 12.94%，相比 17 年全年增速略有下滑。从结构上看，2018 前三季度产业链所有板块营业收入均实现正增长，电控、设备和资源板块营业收入同比增速超过 30%，分别为 78%、50%和 36%，收入增速较快。

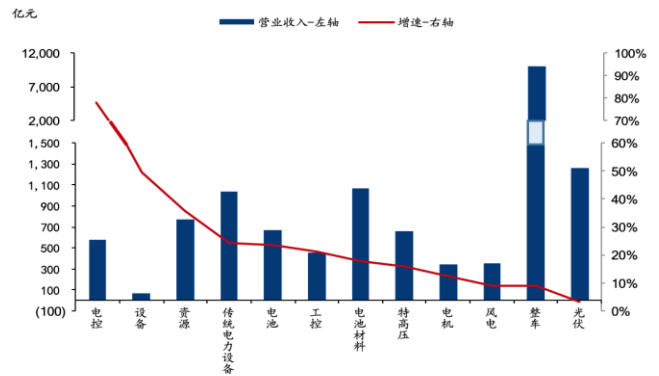
图表1：电新板块营业收入情况



注：本板块汇总了电新全产业链标的的信息

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：电新各子板块营业收入情况

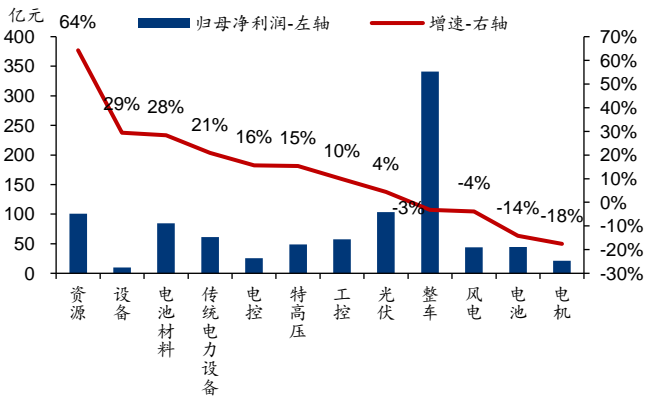


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

前三季度所有板块归母净利润 857.76 亿元，同比增长 5.62%，受行业成本快速提升影响，归母净利润增速低于整个板块营业收入增速。12 个子板块中，8 个子板块实现归母净利润同比增长，其中资源、设备、电池材料和传统电力设备板块归母净利增速超过 20%，增速分别为 64%、29%、28%和 21%。受补贴退坡和行业竞争加剧的影响，电池和电机板块归母净利同比下降 14%和 18%。

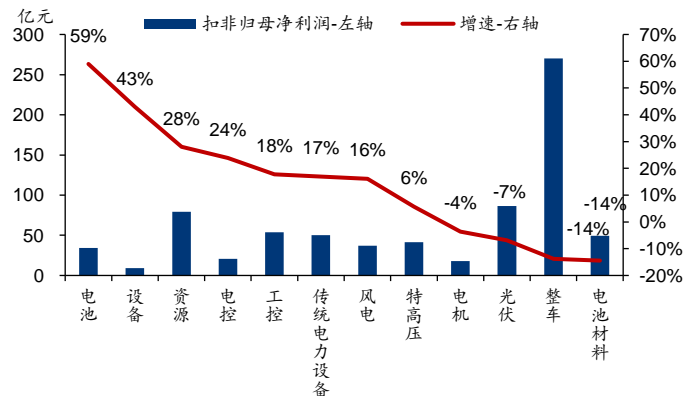
18 前三季度所有板块扣非归母净利润 674.44 亿元，同比下降 2.05%。由于部分公司的业绩中补贴等非经常项目占比较大，我们考虑扣除非经常项目的影响，发现电池板块实现同比增长 59%，为增速最高的子板块，我们分析主要因为板块中龙头宁德时代业绩占比高，且其扣非业绩同比大增。

图表3：电新各子板块归母净利润情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

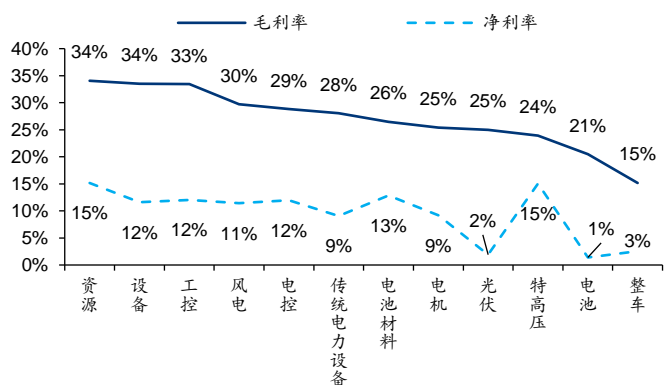
图表4：电新各子板块扣非归母净利润情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

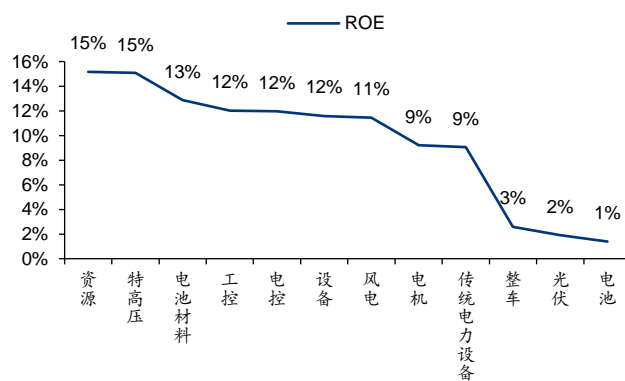
2018 年前三季度产业链各子板块的毛利率均值为 27.0% (同比-1.9pct)，净利率均值为 9.5% (同比-5.2pct)，净资产收益率均值为 9.5% (同比-0.8pct)。从各个板块的盈利能力来看，2018 年前三季度资源板块盈利能力突出。毛利率、净利率和净资产收益率分别为 34%、15%和 15%，各项指标均为各板块之首。

图表5：电新各子板块毛利率、净利率情况



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

图表6：电新各子板块 ROE 情况



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

电新板块标的覆盖新能源汽车产业链中游和整个电力设备板块，经过对整个产业链情况的分析后，我们将重点对锂电、光伏和风电板块进行梳理，探究其 2018 年前三季度表现出来的量、价、本、利和经营上的边际变化，为投资提供建议。



## 锂电板块：板块以量补价，产品竞争力突出的龙头强者恒强

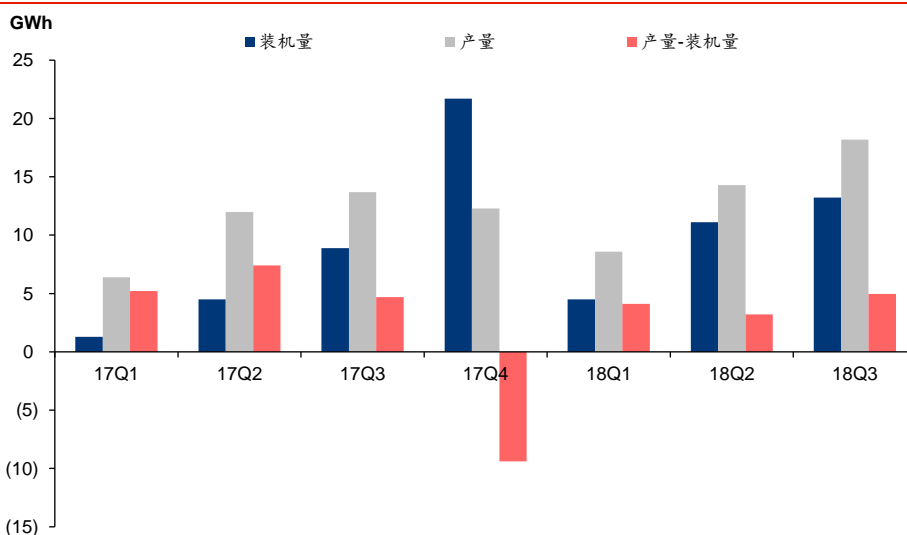
根据中汽协数据，2018 年前三季度国内新能源车产量 72.64 万辆，销量 71.50 万辆，分别同比增长 74%、81%。根据高工产研数据，2018 年前三季度国内动力电池产量 41.09GWh，同比增长 28.0%，装机量 28.83GWh，同比增长 96.1%。我们认为 18 前三季度电池装机量同比大增的原因一方面是新能源车产量同比大增 74%，另一方面是前三季度新能源车车型均以乘用车为主，加之今年补贴政策向高续航、高能量密度车型倾斜，单车带电量普遍增加。电池产量同比增速小于新能源车同比增速，我们认为核心原因在于：18 年过渡期前后电池性能指标新老划断，因此过渡期内电池企业以消化旧电池库存为主。同时，由于今年电池企业以现金流作为首要考虑要素，主动备货积极性不强，部分电池企业即使有订单也不敢供货。整体来看，锂电材料以及电池均进入洗牌阶段。受降价影响，大部分环节毛利率同比下滑。

图表7：新能源车 2018 年月度产销量（单位：万辆）

	2017 销量	2018 销量	2017 产量	2018 产量
1 月	0.57	3.85	0.69	4.06
2 月	1.76	3.44	1.80	3.92
3 月	3.11	6.78	3.30	6.79
4 月	3.44	8.19	3.73	8.12
5 月	4.53	10.20	5.14	9.56
6 月	5.89	8.45	6.50	8.55
7 月	5.70	8.33	5.80	8.97
8 月	6.80	10.14	7.20	9.94
9 月	7.80	12.14	7.70	12.74
1-9 月合计	39.60	71.50	41.86	72.64
1-9 月合计同比		81%		74%

资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表8：动力电池产量、装机量情况



资料来源：高工产研，华泰证券研究所

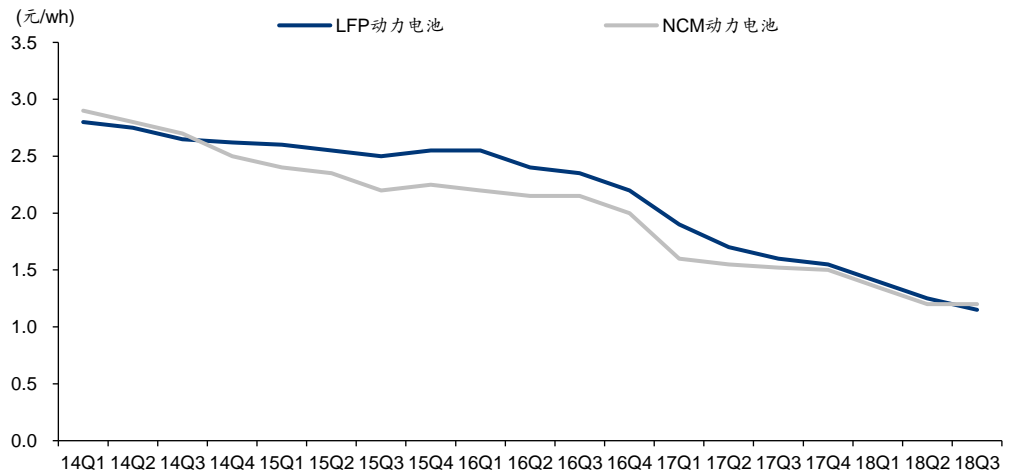
**动力电池：**根据真锂研究数据，2018 前三季度动力电池行业集中度进一步提升。从装机量数据看，宁德时代、比亚迪合计约 19.17GWh，占整体的 64.96%，较 2017 年底增加 19.43pct。CATL 装机量 12.13GWh，市占率 41.1%，而 17 年全年市占率为 29.41%左右，占比显著提高。18 前三季度动力电池行业价格同比平均下滑 21%-28%。CATL、国轩高科的综合毛利率较好，仍然维持 31%以上。我们认为受益于技术提升、规模效应、原材料供应链管理等因素，动力电池龙头企业成本控制能力突出。

**图表9：各家企业动力电池装机量以及对应份额**

2017年1-12月总计			2018年1-9月总计		
企业	装机量 (MWh)	份额	企业	装机量(MWh)	份额
CATL	9865.9	29.41%	CATL	12129.30	41.10%
比亚迪	5406.8	16.12%	比亚迪	7040.70	23.86%
沃特玛	2011.4	6.00%	孚能科技	1404.00	4.76%
国轩高科	1925.2	5.74%	国轩高科	1401.00	4.75%
比克	1454.3	4.33%	力神	1122.40	3.80%
孚能科技	1057.8	3.15%	比克	826.10	2.80%
天津力神	929.6	2.77%	亿纬锂能	613.70	2.08%
北京国能	655.4	1.95%	北京国能	411.40	1.39%
亿纬锂能	633.4	1.89%	万向	393.80	1.33%
苏州星恒	558.7	1.67%	鹏辉	352.10	1.19%
浙江天能	556.0	1.66%	天津捷威	331.80	1.12%
江苏智航	534.5	1.59%	哈光宇	280.30	0.95%
珠海银隆	508.3	1.52%	江苏智航	266.00	0.90%
福斯特	479.0	1.43%	苏州星恒	219.20	0.74%
万向	397.5	1.18%	卡耐	215.70	0.73%
中航锂电	392.3	1.17%	福斯特	211.20	0.72%
微宏动力	391.9	1.17%	中航锂电	178.50	0.60%
德朗能	377.7	1.13%	珠海银隆	171.10	0.58%
广东天劲	366.9	1.09%	微宏动力	170.40	0.58%
盟固利	356.1	1.06%	东莞振华	161.30	0.55%
其他	4689.3	13.98%	其他	1608.70	5.45%
合计	33548.0	100.00%	合计	29508.60	100.00%

资料来源：真锂研究，华泰证券研究所

**图表10：国内动力电池价格走势**

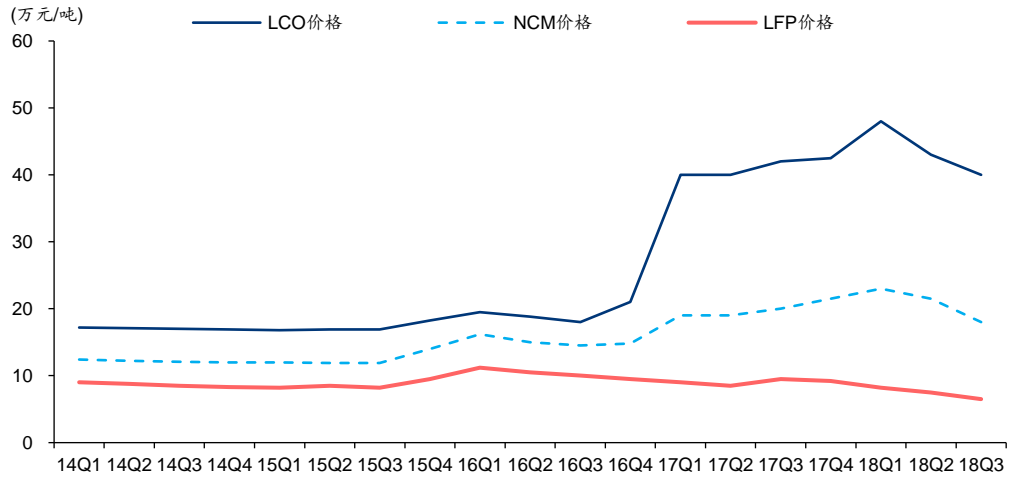


资料来源：高工产研，华泰证券研究所

**三元正极材料：**根据高工产研数据，2018年前三季度三元材料实现产量9.25万吨，同比增加51.96%。18前三季度行业整体集中度略有下降，CR3为31.56%，同比下降7.69pct。三元材料和钴酸锂的产品价格在18Q1达到14年以来的最高点，随后跟随钴原材料价格下降而持续下降。2018前三季度正极材料重点公司的综合毛利率均值为19.50%，同比下滑1.05pct。我们认为原因主要是：去年同期是锂钴原材料价格上行期，三元材料终端价格顺利传导原材料涨价，因此受益原材料低成本库存，而今年是原材料价格下行期，原材料成本变化对毛利率的影响跟去年相反。



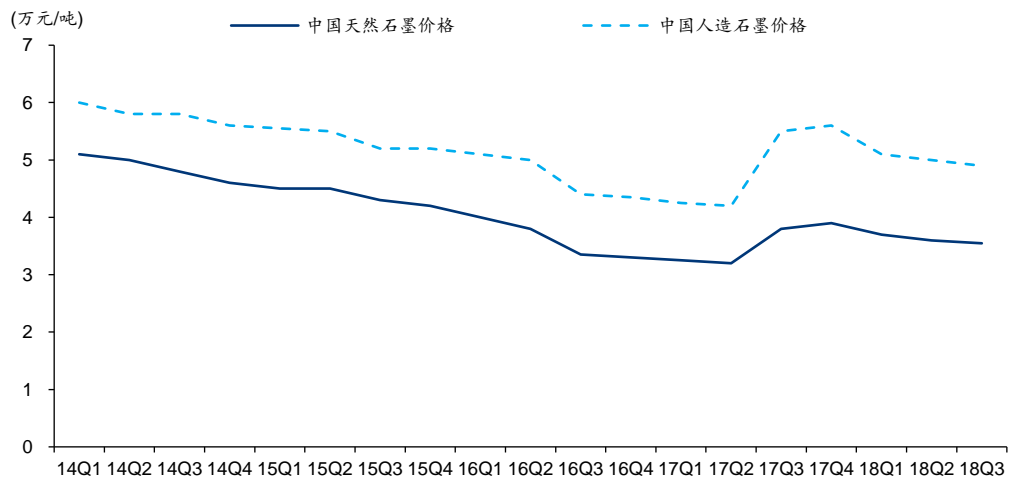
图表11: 国内正极材料价格走势



资料来源: 高工产研, 华泰证券研究所

**负极材料:** 根据高工产研数据, 2018年前三季度负极材料实现产量 12.87 万吨, 同比增长 15.34%。其中人造石墨和天然石墨分别生产 8.55 万吨、3.33 万吨, 分别占比 66% 以及 26%。人造石墨集中度提升, 18 前三季度的 CR3 为 60.66%, 同比增加 1.01pct, 天然石墨集中度略有下降, CR3 为 73.88%, 同比下滑 5.46pct。在原材料涨价以及石墨化平均成本增加的情况下, 18 前三季度负极材料产品价格同比提升。行业龙头璞泰来的综合毛利率同比下滑 4.58pct, 我们认为一方面跟产品结构调整有关, 即毛利率相对低的动力电池负极收入比例提升, 另一方面公司的原材料针状焦采购价上升。

图表12: 国内负极材料价格走势



资料来源: 高工产研, 华泰证券研究所

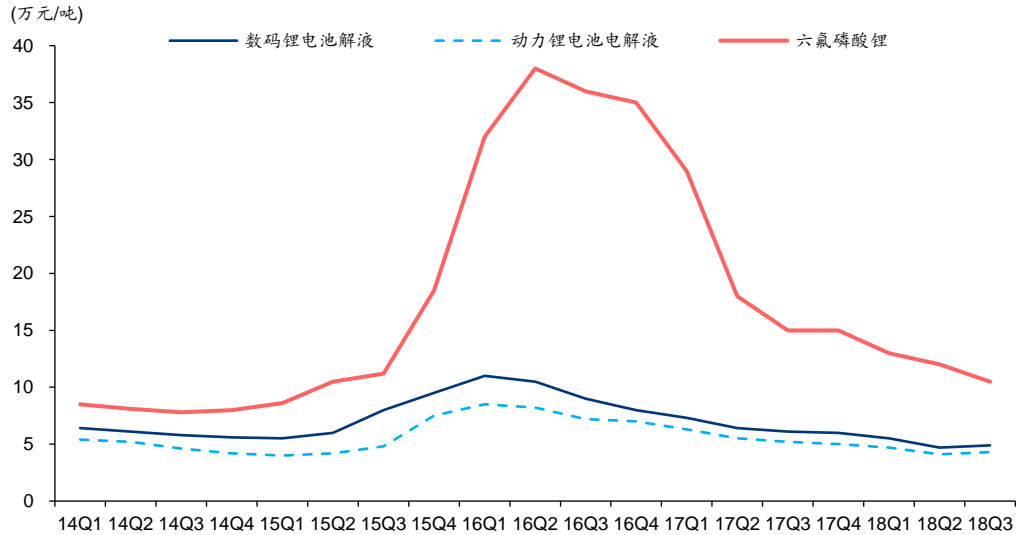
**电解液:** 根据高工产研数据, 18 年前三季度国内电解液产量 9.5 万吨, 同比增加 27.67%, 其中动力电解液 5.5 万吨, 同比增加 38.17%。18 前三季度电解液继续跟随六氟磷酸锂降价 (以下简称 6F), 虽然三季度电解液因为顺利传导溶剂成本上涨的压力也涨价, 但是平均看, 前三季度 6F 同比降价 30%, 电解液同比降价 17%-20%。根据草根调研数据: 18Q3 电解液价格跟随溶剂上涨后, 电解液公司毛利率也普遍环比提升。新宙邦上半年电解液毛利率 27.1%, Q3 上升到 30% 左右。天赐材料上半年电解液毛利率 22.94%, Q3 毛利率逐步提升, 9 月份单月毛利率提升到 27%。新宙邦电解液业务毛利率相对天赐更高, 我们认为原因在于新宙邦产品结构和客户结构更优。天赐材料的大客户是给供应商利润空间较小的 CATL, 且产品以低毛利率的磷酸铁锂电解液为主; 新宙邦收入中给供应商稳定利润率的海外客户占比较高, 且动力电解液高毛利率的三元电解液占比较高。

**图表13：国内电解液产量情况**

产量 (吨)	17Q1-Q3	18Q1-Q3	同比
数码电解液	31740	34690	9.29%
动力电解液	40030	55310	38.17%
储能电解液	2890	5320	84.08%
总量	74660	95320	27.67%

资料来源：高工产研，华泰证券研究所

**图表14：国内电解液以及六氟磷酸锂价格走势**



资料来源：高工产研，华泰证券研究所

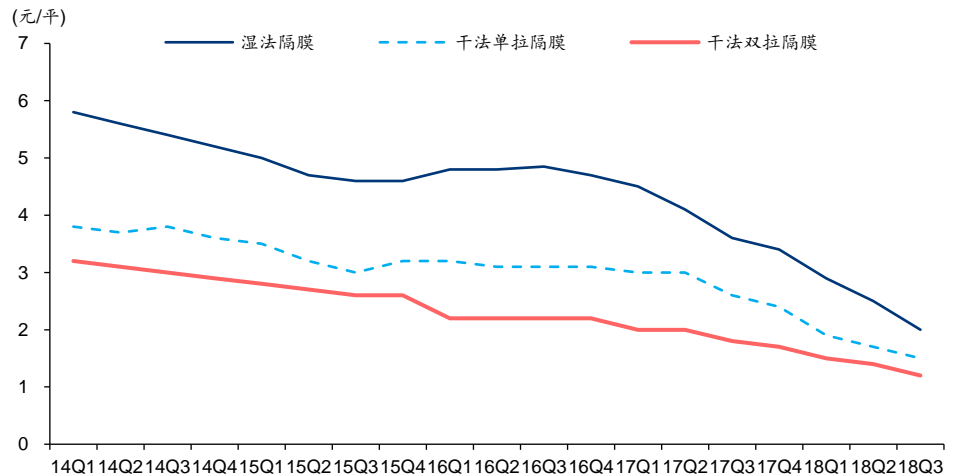
**隔膜：**根据高工产研数据，18 年前三季度隔膜产量为 12.2 亿平，同比增 16.39%，其中干法隔膜产量为 4.95 亿平，占比 40.57%，同比增 3.88%，湿法隔膜产量为 7.25 亿平，占比 59.43%，同比增 26.81%。受湿法隔膜今年产能释放影响，产能相对过剩，产品同比平均降价 44%。干法隔膜本身产能过剩，且逐步被湿法代替，干法单拉隔膜同比平均降价 42%，干法双拉隔膜同比平均降价 33%。隔膜行业综合毛利率分化明显。同样以干法隔膜为主，海外客户占比高、产品定位高端的星源材质毛利率仍有 50%，同比仅下降 0.51pct，而国内传统干法隔膜厂沧州明珠毛利率受隔膜降价影响较大，18 年前三季度综合毛利率仅为 18%，同比下滑 11.58pct。

**图表15：国内隔膜产量情况**

产量 (万平)	17Q1-Q3	18Q1-Q3	同比
湿法隔膜	57170	72500	26.81%
干法隔膜	47650	49500	3.88%
隔膜总量	104820	122000	16.39%

资料来源：高工产研，华泰证券研究所

**图表16: 国内干湿法隔膜价格走势**



资料来源: 高工产研, 华泰证券研究所

**图表17: 锂电企业综合毛利率**

所在环节	证券简称	2014	2015	2016	2017	2018 前三季度	同比增速 (pct)
正极材料	当升科技	3%	8%	17%	19%	16%	-1.46
	杉杉股份	24%	22%	25%	25%	23%	-0.63
负极材料	璞泰来	28%	35%	35%	37%	33%	-4.58
	天赐材料	29%	31%	40%	34%	23%	-11.91
电解液	多氟多	13%	17%	41%	23%	26%	2.48
	新宙邦	36%	35%	39%	36%	34%	-2.76
	星源材质	61%	57%	61%	51%	50%	-0.51
隔膜	沧州明珠	20%	24%	33%	28%	18%	-11.58
	宁德时代	26%	39%	44%	36%	31%	-4.42
电池	国轩高科	27%	45%	47%	39%	33%	-4.11
	成飞集成	21%	26%	25%	11%	8%	-12.51
	澳洋顺昌	20%	21%	21%	24%	19%	-4.08
	亿纬锂能	26%	28%	29%	29%	24%	-7.73
	鹏辉能源	24%	24%	25%	25%	24%	-2.83
其他辅材	科达利	27%	28%	30%	24%	17%	-8.60
	新纶科技	33%	26%	25%	27%	29%	1.21

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 业绩增速反应产品竞争力, 真龙头具备强“以量补价”效应

细分龙头市场份额提升, 成本控制能力突出, 业绩呈现强者恒强。如前分析, 今年四大材料和电池环节中, 除负极材料同比涨价之外, 其余环节均同比降价。前三季度收入同比增速最高的三家分别为铝塑膜龙头新纶科技(+75%, 但是公司二季度有收购子公司并表的影响, 因此下面不列入分析), 电池龙头宁德时代(+60%), 正极材料的龙头当升科技(+73%)。我们认为宁德时代和当升科技是“以量补价”的典型代表, 且由于市占率提升, 两家公司的出货量增速高于行业增速。在新能源车由单纯依赖补贴向市场化需求引导过渡时期, 电池品质提升是趋势。而无论电池还是材料, 都存在结构性短缺的现象, 这也使得产品有竞争力的真龙头有提升市占率的可能。

**图表18: 锂电企业收入及其增速 (单位: 亿元)**

所在环节	证券简称	2014	2015	2016	2017	2018 前三季度	同比增速
正极材料	当升科技	6.25	8.60	13.35	21.58	24.78	73%
	杉杉股份	36.59	43.02	54.75	82.71	63.82	-4%
负极材料	璞泰来	5.04	9.23	16.77	22.49	22.91	48%
	天赐材料	7.06	9.46	18.37	20.57	14.97	-2%
电解液	多氟多	21.32	21.82	28.57	37.36	26.70	8%
	新宙邦	7.57	9.34	15.89	18.16	15.51	22%
	星源材质	3.00	4.25	5.06	5.21	4.23	9%
隔膜	沧州明珠	20.90	21.75	27.65	35.24	25.03	-5%
	宁德时代	8.67	57.03	148.79	199.97	191.36	60%
电池	国轩高科	8.86	27.45	47.58	48.38	40.97	9%
	成飞集成	9.39	16.66	22.45	19.43	12.73	27%
	澳洋顺昌	15.17	15.84	19.26	35.88	31.61	27%
	亿纬锂能	12.09	13.49	23.40	29.82	30.09	51%
	鹏辉能源	7.01	8.79	12.71	20.98	17.70	25%
	其他辅材	科达利	6.74	11.33	14.55	14.52	13.45
	新纶科技	13.49	10.24	16.58	20.64	25.29	75%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

由于归母净利润受政府补贴、投资收益等非经常性项目影响较多, 我们主要参考扣非归母净利润这一指标来分析企业的盈利增速。我们发现大部分样本企业前三季度扣非业绩同比基本持平或者下滑。扣非业绩同比增长较多的可归为两类: 第一类是非动力锂电业务业绩高增长, 包括新纶科技(扣非同比+195%)、亿纬锂能(扣非同比+21%)、鹏辉能源(扣非同比+21%); 第二类是动力锂电业务“以量补价”实现收入大增, 同时费用率控制较好, 因而净利润同比大增, 包括当升科技(扣非同比+133%)和宁德时代(扣非同比+89%)。

**图表19: 锂电企业归母净利润及其增速 (单位: 亿元)**

所在环节	证券简称	2014	2015	2016	2017	2018 前三季度	同比增速
正极材料	当升科技	-0.26	0.13	0.99	2.50	2.05	12%
	杉杉股份	3.48	6.65	3.30	8.96	10.54	125%
负极材料	璞泰来	0.27	0.99	3.54	4.51	4.29	32%
	天赐材料	0.62	1.00	3.96	3.05	4.73	70%
电解液	多氟多	0.04	0.39	4.78	2.57	1.69	-19%
	新宙邦	1.33	1.28	2.56	2.80	2.08	2%
	星源材质	0.68	1.18	1.55	1.07	1.79	95%
隔膜	沧州明珠	1.67	2.15	4.87	5.45	3.10	-30%
	宁德时代	0.54	9.31	28.52	38.78	23.79	-7%
电池	国轩高科	0.38	5.85	10.31	8.38	6.59	3%
	成飞集成	0.45	0.99	1.42	-1.08	-1.00	-16473%
	澳洋顺昌	1.71	2.41	2.06	3.54	2.21	-14%
	亿纬锂能	0.84	1.51	2.52	4.03	3.79	17%
	鹏辉能源	0.60	0.87	1.39	2.51	2.69	39%
	其他辅材	科达利	0.73	1.54	2.33	1.66	0.44
	新纶科技	0.87	-1.07	0.50	1.73	3.06	150%

资料来源: wind, 华泰证券研究所

**图表20: 锂电企业扣非归母净利润及其增速 (单位: 亿元)**

所在环节	证券简称	2014	2015	2016	2017	2018 前三季度	同比增速
正极材料	当升科技	-0.38	0.06	0.94	1.46	1.96	133%
	杉杉股份	1.29	2.10	2.56	4.41	3.85	3%
负极材料	璞泰来	0.32	1.22	3.11	4.26	3.35	10%
	天赐材料	0.53	0.82	3.67	2.96	0.21	-92%
电解液	多氟多	-0.08	0.26	5.26	2.00	1.27	-28%
	新宙邦	1.25	1.20	2.43	2.66	1.89	-1%
	星源材质	0.64	1.13	1.49	0.97	0.86	2%
隔膜	沧州明珠	1.61	2.12	4.89	5.38	1.60	-63%
	宁德时代	0.13	8.80	27.86	23.76	19.85	89%
电池	国轩高科	0.25	5.48	9.54	5.29	4.01	-22%
	成飞集成	0.11	0.80	1.21	-1.28	-1.10	-
	澳洋顺昌	1.49	1.72	1.66	3.21	1.96	-14%
	亿纬锂能	0.19	0.92	2.34	2.74	3.10	21%
	鹏辉能源	0.54	0.81	1.29	2.24	2.16	21%
	其他辅材	科达利	0.72	1.52	2.30	1.17	0.28
	新纶科技	0.82	-0.95	-0.06	1.23	2.76	195%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 营运能力分化, 电池龙头现金流大幅改善

各细分环节中, 仅有部分公司存货周转率同比提升, 大部分公司存货周转率同比下滑。值得注意的是, 当升科技存货周转率显著提升, 我们认为主要原因在于今年正极材料原材料锂钴资源品价格处于下行通道, 公司一方面缩短采购周期, 另一方面出于风险考虑, 原材料备货不多, 促使其存货周转率显著提升。

**图表21: 锂电企业存货周转率 (次)**

所在环节	证券简称	2014	2015	2016	2017	2018 前三季度	同比变化
正极材料	当升科技	4.03	4.50	4.97	6.99	6.43	2.56
	杉杉股份	3.36	4.12	3.97	3.49	1.95	-1.21
负极材料	璞泰来	2.65	2.16	2.16	1.55	1.07	-0.04
	天赐材料	5.37	5.79	7.10	5.24	2.73	-1.53
电解液	多氟多	5.98	4.67	3.37	3.83	2.01	-0.44
	新宙邦	4.23	4.15	4.87	4.52	3.38	0.36
	星源材质	3.99	6.27	5.43	5.16	2.52	-1.89
隔膜	沧州明珠	7.67	7.92	7.28	8.72	5.88	-0.72
	宁德时代	2.06	5.17	6.98	5.33	3.02	-2.64
电池	国轩高科	3.93	4.67	4.51	2.75	1.73	-0.95
	成飞集成	1.48	2.21	2.74	2.33	1.15	0.33
	澳洋顺昌	5.49	5.55	4.28	4.44	2.85	-0.44
	亿纬锂能	4.23	4.14	4.32	2.93	2.18	0.29
	鹏辉能源	3.21	3.24	3.32	3.52	1.89	-0.37
	其他辅材	科达利	4.42	6.78	7.28	4.80	3.79
	新纶科技	3.30	2.93	4.01	3.71	3.33	0.82

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

2018 前三季度锂电板块应收账款周转率整体呈现同比下降趋势。16 家重点公司中, 仅有 5 家公司实现收账款周转率同比上升, 其中宁德时代、新纶科技、当升科技应收账款周转率增长幅度排名前三, 分别同比上升 0.65pct、0.39pct 和 0.35pct。18 三季度经营性净现金流/收入有提升幅度排名前三的包括宁德时代、星源材质和科达利, 分别上升了 43.76pct、33.47pct 和 27.41pct。三季报财务数据跟我们此前草根调研的认知一致: 行业应收账款增加, 各环节资金压力加大。我们认为宁德时代、当升科技和璞泰来等公司应收账款周转率和经营性现金流/收入指标有所改善的原因主要在两点: 其一为融资收紧的环境下公司采取更为稳健的经营策略, 其二为公司本身产业地位强势, 在上下游谈判时均具备较强话语权。以宁德时代为例, 去年同期公司经营性现金净流量为负, 而今年转正, 同时, Q3 末预付款相比 Q2 末大增, 反应了公司产品供不应求下的垄断地位, 而预付款大幅改善公司经营性现金流。

**图表22: 锂电企业应收账款周转率(次)**

所在环节	证券简称	2014	2015	2016	2017	2018 前三季度	同比变化	
正极材料	当升科技	3.42	3.24	3.20	3.47	2.67	0.35	
	杉杉股份	3.29	2.97	3.20	3.66	2.11	-0.73	
负极材料	璞泰来	3.90	3.78	4.17	3.62	2.73	0.03	
	天赐材料	4.36	4.19	5.18	3.66	2.18	-0.68	
电解液	多氟多	6.42	5.50	5.53	4.47	2.53	-1.80	
	新宙邦	3.71	3.52	4.00	3.19	2.22	-0.18	
	星源材质	3.33	3.40	3.24	2.81	1.71	-0.30	
隔膜	沧州明珠	3.95	3.85	4.08	4.75	2.62	-0.39	
	宁德时代	2.33	4.12	3.06	2.81	2.28	0.65	
电池	国轩高科	2.10	2.98	2.50	1.62	0.83	-0.37	
	成飞集成	2.04	2.48	2.92	2.14	1.16	-0.31	
	澳洋顺昌	3.95	4.46	4.07	4.32	2.68	-0.07	
	亿纬锂能	3.87	3.85	3.85	2.83	1.82	-0.28	
	鹏辉能源	3.12	2.65	2.34	2.27	1.35	-0.27	
	其他辅材	科达利	3.70	3.95	4.06	4.06	2.67	0.09
	新纶科技	1.57	1.26	1.83	1.94	1.71	0.39	

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

**图表23: 锂电企业经营性净现金流/收入(单位:%)**

所在环节	证券简称	2014	2015	2016	2017	2018 前三季度	同比变化 (pct)	
正极材料	当升科技	0%	1%	-5%	6%	8%	4.99	
	杉杉股份	-11%	-6%	-11%	-5%	-5%	0.71	
负极材料	璞泰来	-6%	-5%	13%	1%	8%	10.35	
	天赐材料	10%	10%	13%	-4%	-19%	-13.73	
电解液	多氟多	0%	4%	2%	1%	4%	4.71	
	新宙邦	18%	11%	12%	10%	11%	3.07	
	星源材质	45%	27%	34%	8%	50%	33.47	
隔膜	沧州明珠	11%	6%	6%	14%	3%	-5.05	
	宁德时代	-16%	12%	14%	12%	29%	43.76	
电池	国轩高科	6%	19%	27%	-2%	-8%	-9.95	
	成飞集成	-4%	11%	11%	-14%	-10%	-3.39	
	澳洋顺昌	11%	22%	7%	2%	5%	8.87	
	亿纬锂能	3%	4%	2%	3%	4%	5.12	
	鹏辉能源	6%	3%	0%	0%	-11%	-5.40	
	其他辅材	科达利	-2%	11%	21%	-5%	8%	27.41
	新纶科技	12%	13%	6%	4%	-8%	0.83	

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

## 产业基本面向好趋势不变,以两条主线布局

从目前看到年底,行业基本面向好趋势不变。根据中汽协数据,前三季度国内新能源车销量72.64万辆,9月份单月销量12.74万辆,而10-12月是新能源车产销高峰,我们预计全年新能源车销量有望达到110万辆,动力电池装机量达到50-55GWh。

**坚持高镍产业趋势和海外供应链两条主线布局。**从中期看,我们认为有两条投资主线比较清晰,其一是能量密度要求提升带来的高镍化产业趋势,建议关注当升科技、杉杉股份;其二是全球供应链主线。由于特斯拉、大众等海外车企加速推动电动化,LG化学、三星SDI等电池巨头也积极扩张,国内锂电产业链优势企业有机会分享全球产业链蛋糕。建议关注宁德时代、璞泰来、亿纬锂能、星源材质、恩捷股份。

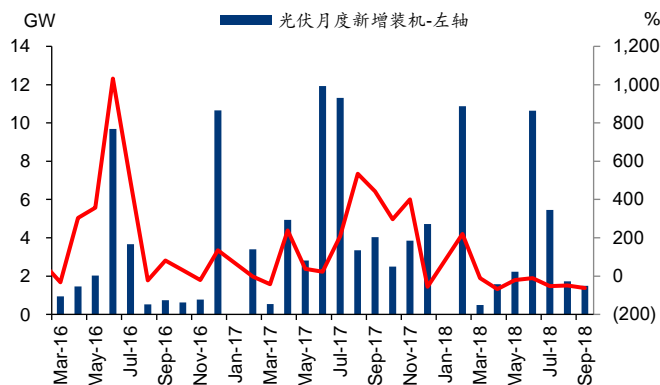


## 光伏：“531新政”影响显现，龙头市占率提升，行业近于底部

### 前三季度光伏装机量同比下降，行业加速落后产能出清

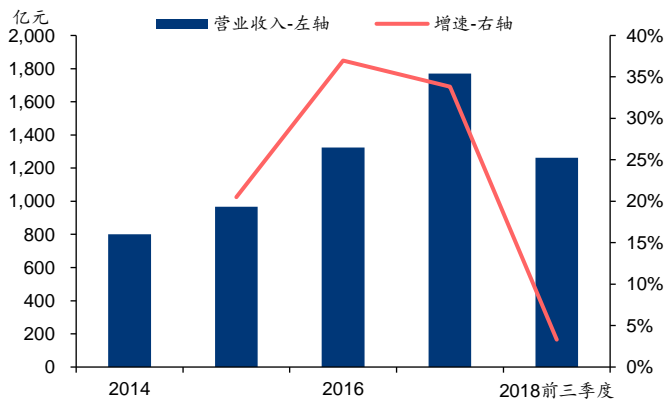
2018 前三季度光伏发电新增装机 34.54GW，同比下降 18%，其中，光伏电站新增 17.40GW，同比减少 37%；分布式光伏新增 17.14GW，同比增长 12%。2018 前三季度光伏行业营业收入受 531 光伏新政冲击增速放缓，行业内企业实现营业收入 1262.93 亿元，同比增长 3.31%。

图表24： 2016 年至今光伏月度新增装机（单位：GW）



资料来源：中电联，华泰证券研究所

图表25： 光伏行业 2018 前三季度实现营收 1262.93 亿元



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

行业头部效应日趋明显，光伏新政的出台将加速落后产能出清。全球单晶硅片龙头隆基股份前三季度实现营收 146.71 亿元，同比增长 35%，远超行业平均增速。我们认为，这是由于隆基股份在三季度硅片价格加速下跌过程中快速提升市占率，并将硅片的技术优势转到组件端的溢价能力。

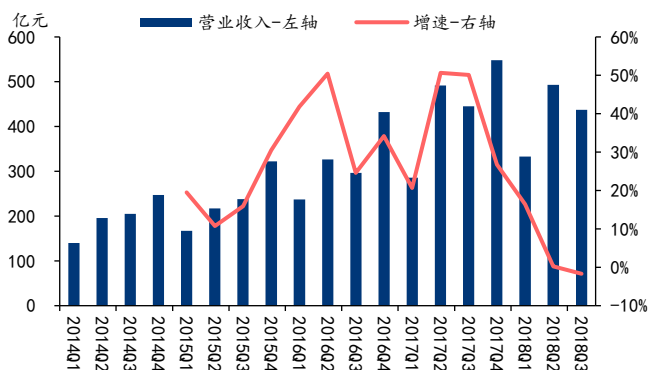
图表26： 光伏企业收入及其增速（单位：亿元）

证券简称	2014	2015	2016	2017 前三季度	2017	2018 前三季度	yoy
太阳能	47.49	36.30	43.33	37.56	52.05	30.01	-20%
阳光电源	30.62	45.69	60.04	66.42	88.86	56.45	-15%
清源股份	5.24	5.97	7.03	6.25	7.83	6.18	-1%
东方日升	29.52	52.59	70.17	74.76	114.52	68.41	-8%
向日葵	16.44	18.24	16.03	9.66	15.30	5.41	-44%
中利集团	92.46	121.40	112.92	116.40	194.15	117.41	1%
晶盛机电	2.45	5.92	10.91	12.57	19.49	18.90	50%
拓日新能	5.46	7.28	11.42	12.01	15.15	7.60	-37%
通威股份	154.09	140.79	208.84	196.13	260.89	213.87	9%
中环股份	47.68	50.38	67.83	68.53	96.44	92.56	35%
爱康科技	30.03	32.16	39.05	35.68	48.56	36.71	3%
亚玛顿	8.63	10.92	13.96	12.72	16.12	12.99	2%
协鑫集成	26.99	62.84	120.27	94.14	144.47	82.04	-13%
隆基股份	36.80	59.47	115.31	108.46	163.62	146.71	35%
中来股份	4.76	7.34	13.88	26.01	32.43	18.24	-30%
福斯特	23.86	33.33	39.52	33.99	45.85	34.11	0%
正泰电器	127.67	120.26	201.65	159.37	234.17	191.11	20%
林洋能源	22.06	27.25	31.15	25.24	35.88	27.44	9%
东旭蓝天	10.37	16.66	37.74	51.80	81.31	52.94	2%
ST 海润	49.58	60.89	45.19	24.12	32.56	7.85	-67%
芯能科技	8.69	16.03	11.49	6.63	9.36	3.14	-53%
科士达	13.88	15.26	17.50	17.09	27.30	18.00	5%
珈伟股份	6.80	19.02	27.94	26.93	34.37	14.86	-45%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

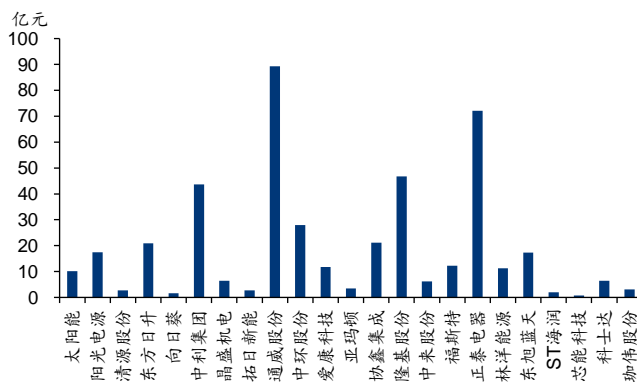
2018Q3 受去年同期高基数影响，行业总营收同比略有下降。龙头公司通威股份在产业链价格大幅下跌、产能利用率快速下降的背景下，保证产品的满产满销，呈现出优于行业的发展惯性。

图表27: 2014Q1 至今光伏行业按季度营收及增速情况汇总



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表28: 光伏行业各企业 2018Q3 营收情况 (单位: 亿元)

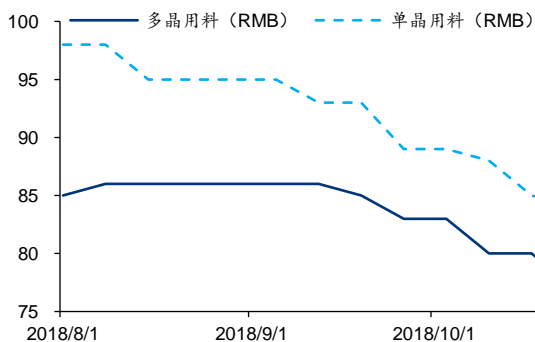


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 产品价格下降压低利润空间，三季度归母净利润承压明显

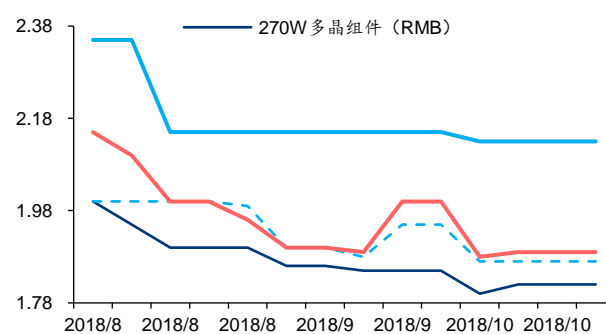
受“531 新政”影响，终端需求短期快速下跌，产业链价格受需求及悲观预期影响，截至 2018 年 11 月 1 日，多晶用料均价跌至 80RMB/kg，单晶用料均价下跌至 85 元/kg，分别同比下降了 37%和 39%。单多晶硅片价格分别同比下降了 44%和 47%。下游产成品比上游原材料降价幅度更为明显，制造端企业盈利空间进一步被压缩。

图表29: 硅料价格再次探底



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

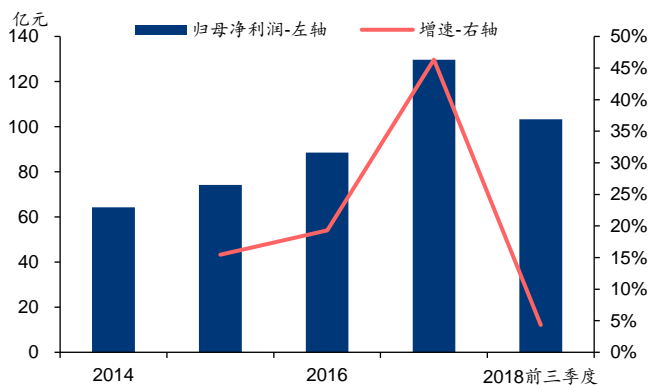
图表30: 组件端价格跌幅趋于缓和



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

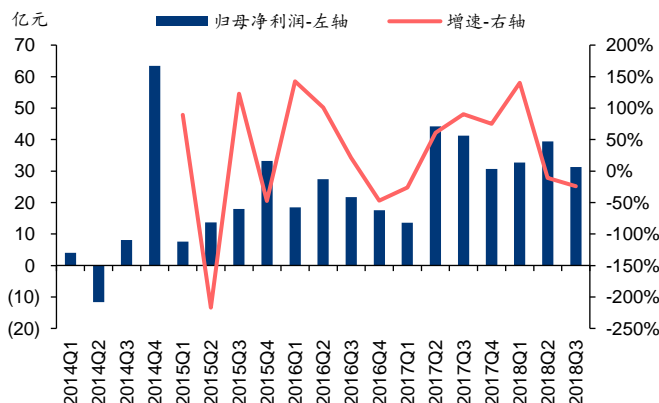
2018 前三季度光伏企业营收增速放缓，归母净利润合计 103.28 亿元，同比上升 4.33%。2018Q3 光伏企业的归母净利润合计 31.24 亿元，同比下降 24.24%。531 新政后，严控规模对下游需求影响剧烈，产业链价格出现急跌，我们认为目前价格大概率触底且达到短期底部，明年整体价格下降幅度趋于缓和，需求回暖后光伏行业有望迎来修复。

图表31: 光伏行业 2018 前三季度实现归母净利润 103.28 亿元



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表32: 光伏行业 2018Q3 实现归母净利润 31.24 亿元



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表33: 2018 前三季度光伏行业各企业归母净利润情况 (单位: 亿元)

证券简称	2014	2015	2016	2017 前三季度	2017	2018 前三季度	yoy
太阳能	0.04	4.73	6.53	6.87	8.05	7.19	5%
阳光电源	2.83	4.25	5.54	7.51	10.24	6.07	-19%
清源股份	0.44	0.66	0.58	0.48	0.49	0.13	-73%
东方日升	0.67	3.22	6.89	4.31	6.50	2.11	-51%
向日葵	0.37	0.88	0.31	0.14	0.24	-2.62	-2041%
中利集团	2.86	4.15	0.74	0.52	3.06	0.58	12%
晶盛机电	0.66	1.05	2.04	2.53	3.87	4.46	76%
拓日新能	-0.05	0.31	1.29	1.21	1.63	0.73	-40%
通威股份	3.29	3.31	10.25	15.29	20.12	16.60	9%
中环股份	1.32	2.02	4.02	4.53	5.85	4.26	-6%
爱康科技	0.92	1.11	1.47	1.55	1.13	1.34	-13%
亚玛顿	0.38	0.55	0.17	0.09	-0.23	0.64	611%
协鑫集成	26.94	6.39	-0.27	0.48	0.24	-0.97	-300%
隆基股份	2.94	5.20	15.47	22.41	35.65	16.91	-25%
中来股份	1.17	1.08	1.65	2.08	2.59	1.40	-33%
福斯特	4.32	6.47	8.48	3.70	5.85	3.47	-6%
正泰电器	18.33	17.43	21.85	19.68	28.40	27.90	42%
林洋能源	4.10	4.95	4.74	5.49	6.86	6.47	18%
东旭蓝天	0.53	0.62	1.75	3.23	5.44	14.05	334%
ST海润	-9.48	0.96	-11.79	-8.84	-24.36	-10.48	19%
芯能科技	0.13	1.20	0.78	0.55	1.16	0.72	31%
科士达	1.53	2.33	2.96	2.46	3.71	2.22	-10%
珈伟股份	0.08	1.37	3.14	2.72	3.15	0.11	-96%

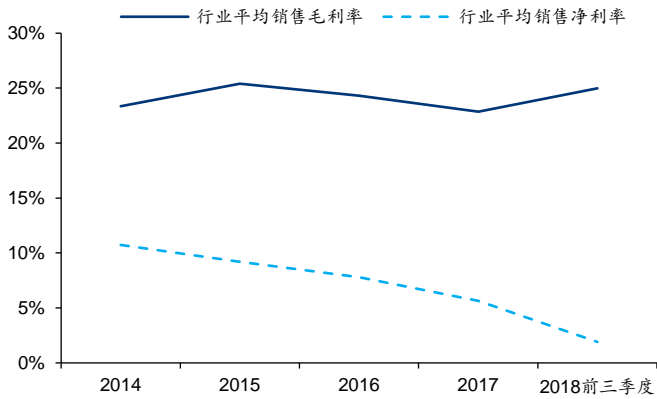
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 行业净利率处于低位, 静待需求回暖

2018 前三季度光伏行业平均销售毛利率为 25%, 同比上升 2pct; 平均销售净利率 2%, 同比下降 6pct。其中太阳能的主营业务以电站运营为主, 销售毛利率最高, 达到 51.64%; 东旭蓝天的销售净利率最高, 为 26.67%。

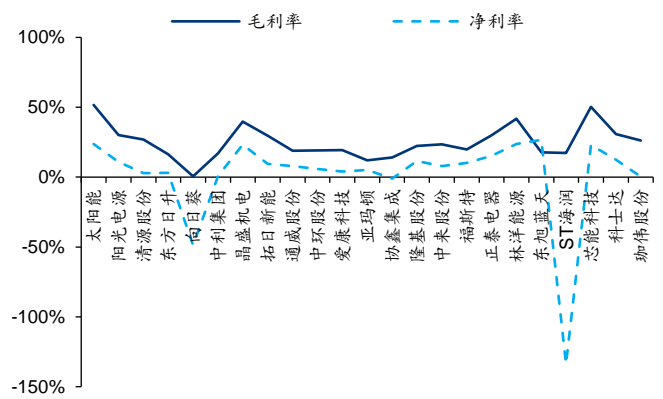
2018Q3 平均销售净利率-2%, 同比下降 10pct。产品价格大幅下降速度远高于行业降本增效的速度, 以隆基股份为例, 毛利率从去年同期的 34.83%下降至 21.32%, 制造端毛利率下滑明显。我们认为目前净利率已经处于 2014 年以来的较低位置, 产业出清和预期修复叠加, 有望促进龙头公司盈利提升, 预期向好。

**图表34： 2014年至今光伏行业平均销售毛利率及平均销售净利率**



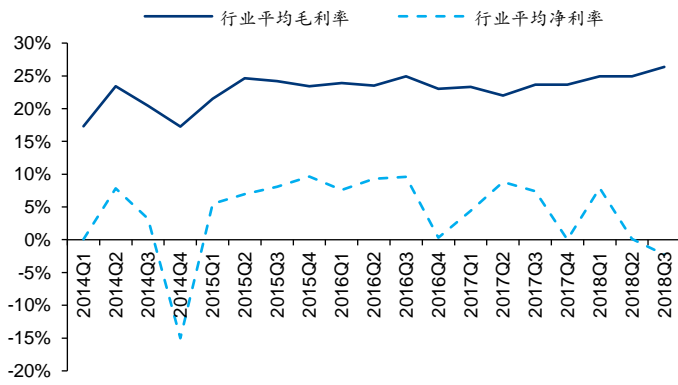
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表35： 光伏行业各企业2018前三季度销售毛利率、销售净利率情况**



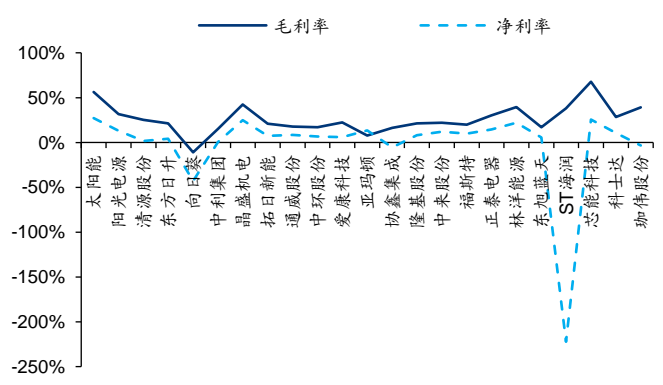
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表36： 2014年至今光伏行业按季度平均毛利率及净利率情况**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表37： 光伏行业各企业2018Q3销售毛利率、销售净利率情况**

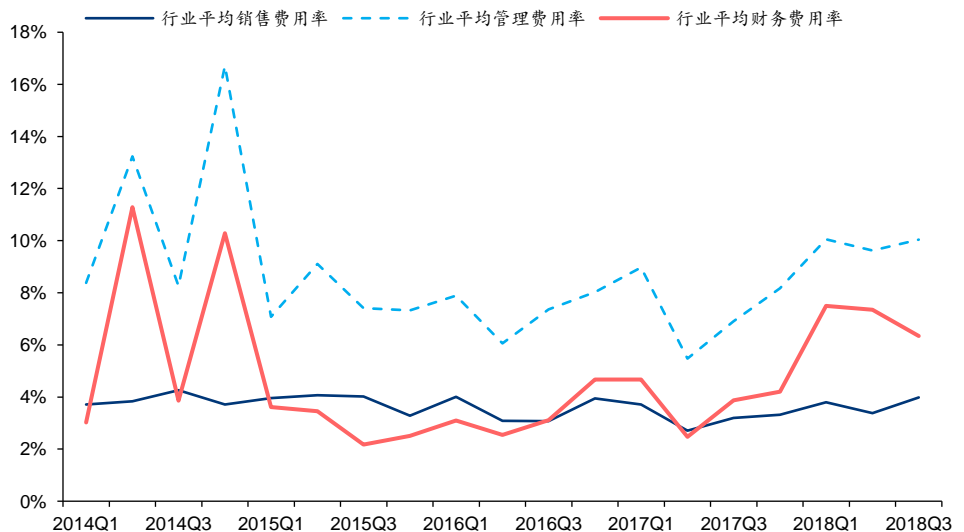


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 销售和管理费用率提升，财务费用率下降

2018Q3 销售费用率 3.98%，同比上升 0.78pct；管理费用率 10.04%，同比上升 0.42pct；财务费用率为 6.35%，同比下降 1.08pct。

**图表38： 光伏行业按季度费用率情况汇总**



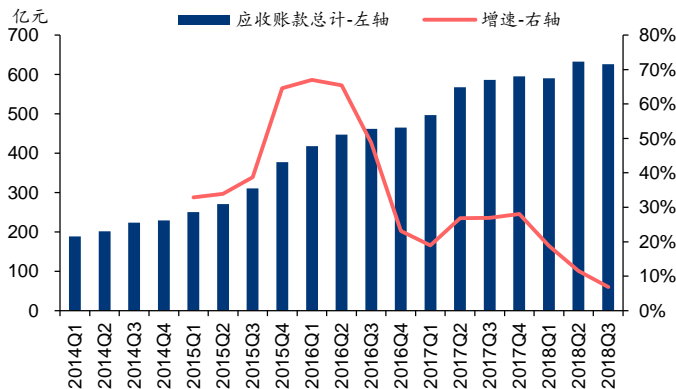
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 行业需求承压明显，应收、存货水平大幅提升

受“531新政”带来的行业需求收缩影响，2018Q3光伏行业应收账款为626.13亿元，同比上升7%。在光伏行业中，中利集团的应收账款最高，达到102.23亿元；增速方面，东旭蓝天增幅最大，同比增加91%。

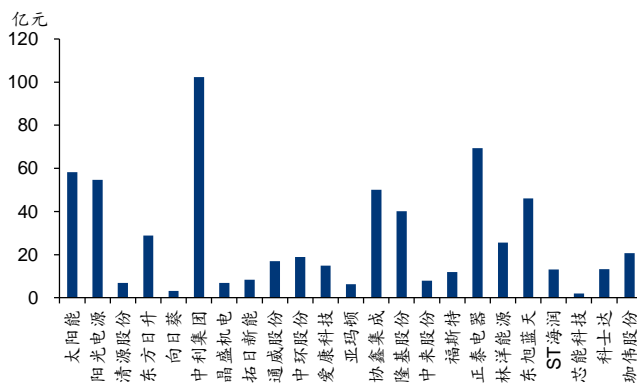
2018Q3光伏行业存货为342.52亿元，同比上升4%。在光伏行业中，中利集团的存货最高，达到55.97亿元；增速方面，隆基股份增幅最大，同比增加139%。

图表39：2014Q1至今光伏行业应收账款及增速情况汇总



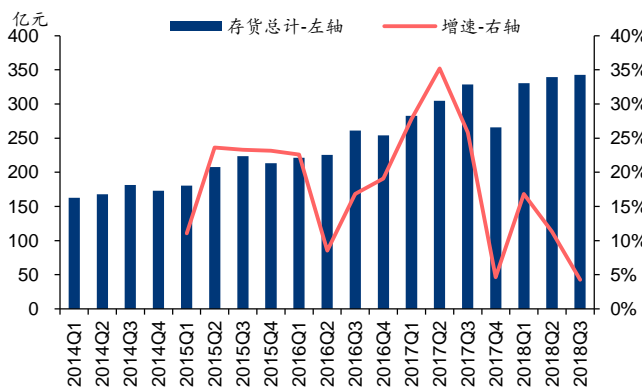
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表40：光伏行业各企业2018Q3应收账款情况（单位：亿元）



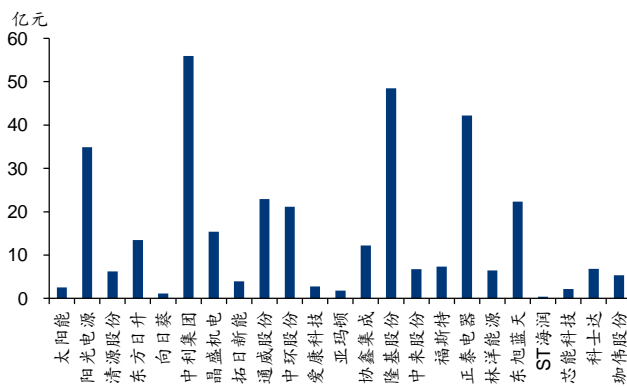
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表41：2014Q1至今光伏行业存货及增速情况汇总



资料来源：wind，华泰证券研究所

图表42：光伏行业各企业2018Q3存货情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

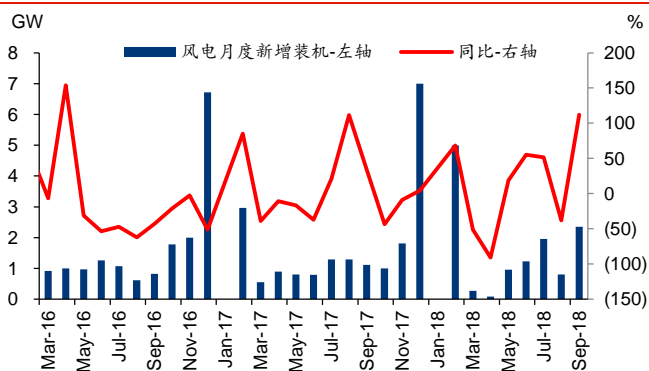
2018年11月1-2号召开的“十三五”光伏发展中期评估会及民营企业座谈会已传递出政策进一步明朗的信号，能源局与各地政府扶持政策相继出台，行业已呈现一定程度的边际改善。我们预计2019年分布式补贴将明显下调，我们预计下调幅度0.15-0.2元/kWh。我们认为户用与工商业分别进行规模管理将成为未来新趋势，整体装机规模在2018年基础上维持平稳。重点推荐硅料、电池片双龙头通威股份。

## 风电：装机弃风一升一降，周期向上持续验证 弃风率同比下降，风场运营效率显著提升

18年前三季度，我国新增风电发电装机容量 12.61GW，同比增长 2.36GW；风电设备平均利用小时数 1565 小时，同比增长 178 小时。今年前三季度弃风率平均 7.7%，弃风率同比下降 4.3pct。弃风率下降、利用小时数提升带来风电场运营效益明显提升，双因素共振带动风电龙头企业营收增长。

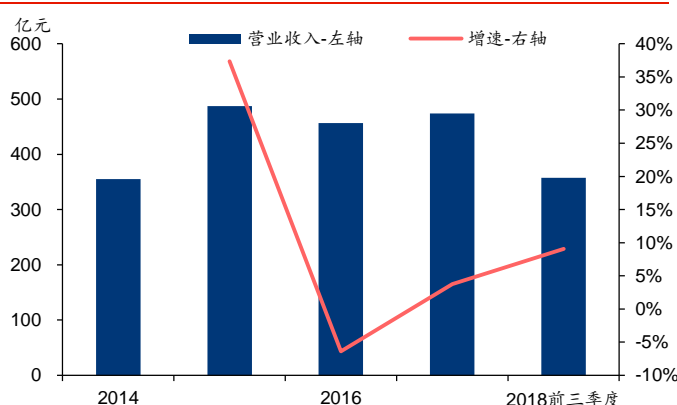
2018 前三季度风电行业营业收入相比 2017 年同期增长明显，行业内企业实现营业收入 357.19 亿元，同比增长 9.08%。其中金风科技营业收入最高，达到 178.16 亿元。2018Q3 行业内企业实现营业收入 130.94 亿元，受风机价格战及低价机组交付影响，同比下降 1.73%。

图表43： 2016 年至今风电月度新增装机（单位：GW）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表44： 风电行业 2018 前三季度实现营收 357.19 亿元



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表45： 2018 前三季度风电行业各企业营收情况（单位：亿元）

	2014	2015	2016	2017 前三季度	2017	2018 前三季度	yoy
ST 天马	21.76	20.99	21.58	18.91	25.45	13.65	-28%
天顺风能	14.02	21.49	22.63	22.74	31.70	25.10	10%
北讯集团	5.90	6.62	9.40	14.33	20.96	27.82	94%
金雷风电	4.55	6.61	6.36	4.89	5.96	5.16	6%
天奇股份	17.81	21.75	24.37	17.39	24.58	25.07	44%
金风科技	177.04	300.62	263.96	170.07	251.29	178.16	5%
天能重工	9.56	10.13	9.61	4.73	7.38	7.75	64%
大金重工	3.08	7.96	9.60	7.10	10.21	7.48	5%
华仪电气	17.49	20.60	17.72	12.23	21.78	10.88	-11%
ST 锐电	36.20	13.93	9.45	0.43	1.41	3.82	780%
振江股份	2.01	4.22	8.23	7.68	9.43	6.70	-13%
禾望电气	7.28	9.52	8.08	6.33	8.78	4.50	-29%
双一科技	3.51	4.80	4.80	4.53	5.95	3.72	-18%
节能风电	11.83	13.59	14.15	13.32	18.71	17.97	35%
江苏新能	8.55	8.71	11.46	10.24	14.18	11.15	9%
泰胜风能	14.38	15.97	15.06	12.51	15.90	8.26	-34%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

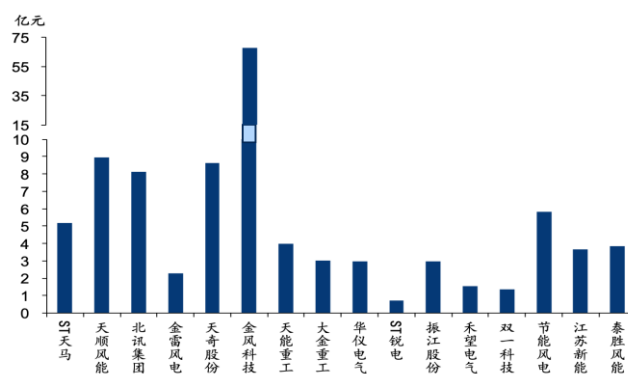


**图表46： 2014Q1至今风电行业营收及增速情况汇总**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表47： 风电行业各企业 2018Q3 营收情况 (单位：亿元)**

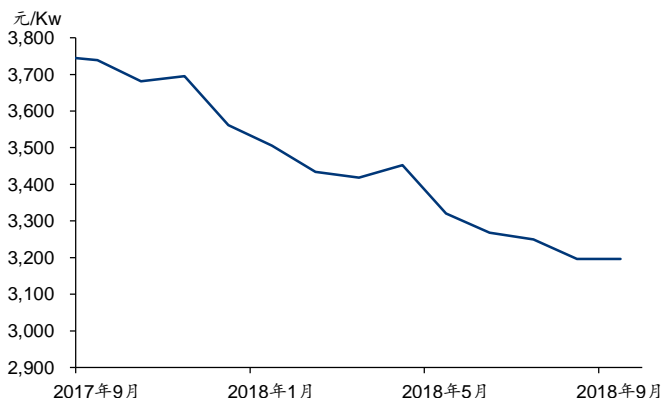


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 制造端风机价格下降，归母净利润承压

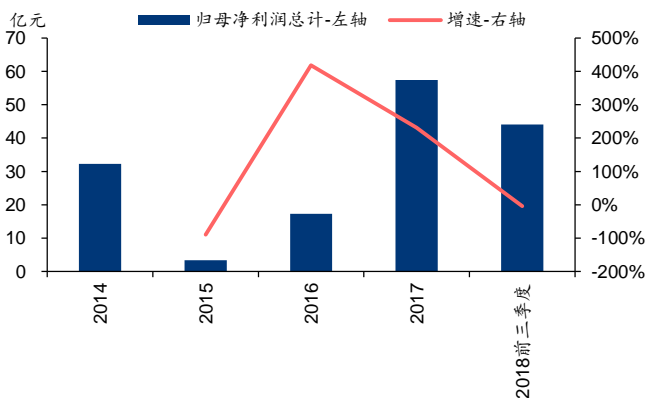
受整机价格战影响，2018年前三季度风机价格大幅下降，以2MW级机组为例，2018年9月风机公开招标价格为3196元/kW，同比下降14.5%。2018年前三季度风电企业的归母净利润小幅下滑，行业合计归母净利润44.03亿元，同比下降3.81%。2018Q3风电企业的归母净利润合计16.00亿元，同比下降6.86%，其中行业龙头金风科技归母净利润最高，达到8.89亿元。

**图表48： 2.0MW 级别机组公开招标价格**



资料来源：金风科技官网，华泰证券研究所

**图表49： 2018 前三季度风电行业各企业归母净利润情况 (单位：亿元)**



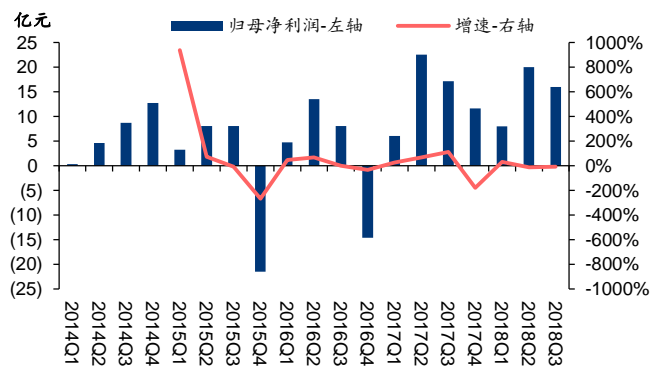
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表50: 2018 前三季度风电行业各企业归母净利润情况 (单位: 亿元)**

证券简称	2014	2015	2016	2017 前三季度	2017	2018 前三季度	yoy
ST 天马	0.34	0.47	-2.52	0.37	1.28	-2.06	-650%
天顺风能	1.75	3.03	4.06	3.57	4.70	3.58	0%
北讯集团	-0.82	0.11	-0.48	1.48	2.18	5.36	263%
金雷风电	0.91	1.45	2.10	1.27	1.50	0.83	-35%
天奇股份	0.96	0.99	1.04	0.80	0.85	1.37	72%
金风科技	18.30	28.49	30.03	22.96	30.55	24.19	5%
天能重工	0.74	1.73	1.71	0.70	0.96	0.60	-14%
大金重工	0.47	0.93	0.71	0.21	0.41	0.47	121%
华仪电气	0.91	0.60	-0.48	0.35	0.60	0.17	-51%
ST 锐电	0.81	-44.52	-30.99	3.67	1.15	0.02	-99%
振江股份	0.08	0.56	1.45	1.05	1.16	0.61	-42%
禾望电气	2.45	3.32	2.62	1.79	2.33	0.43	-76%
双一科技	0.61	1.02	1.08	0.92	1.11	0.78	-16%
节能风电	1.82	2.03	1.89	2.84	3.99	4.64	63%
江苏新能	1.93	1.42	2.92	2.25	3.12	2.84	26%
泰胜风能	0.97	1.69	2.19	1.53	1.54	0.21	-86%

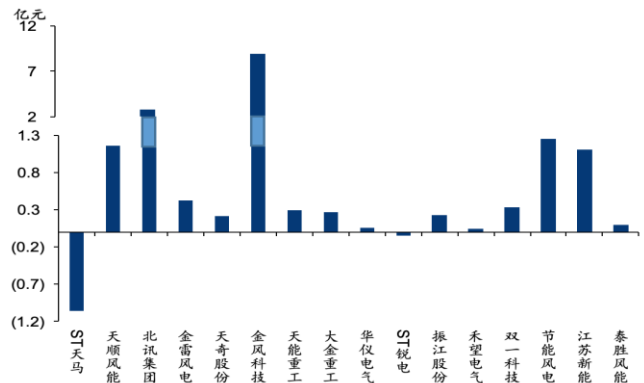
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表51: 2014Q1 至今风电行业归母净利润及增速情况汇总**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表52: 风电行业各企业 2018Q3 归母净利润情况 (单位: 亿元)**

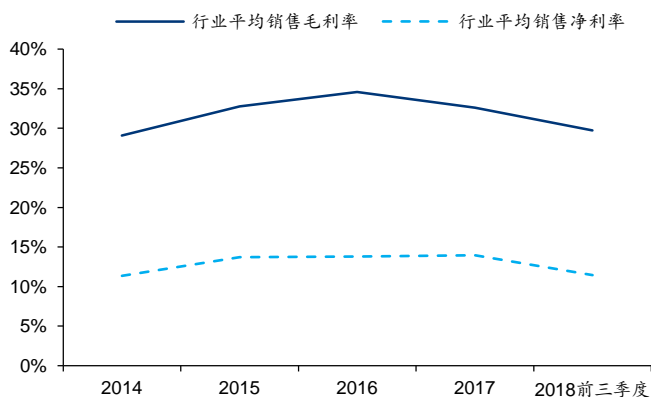


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 行业平均销售毛利率、净利率略有下降

除去 ST 锐电各项经营数据大幅波动的影响, 2018 前三季度风电行业平均销售毛利率 29.75%, 同比下降 0.58pct, 平均销售净利率 11.43%, 同比下降 1.48pct。其中节能风电的销售毛利率和净利率最高, 分别为 54.97%和 29.8%。2018Q3 风电行业平均销售毛利率为 29.14%, 同比上涨 0.21pct; 平均销售净利率 11.69%, 与 2017Q3 基本持平。

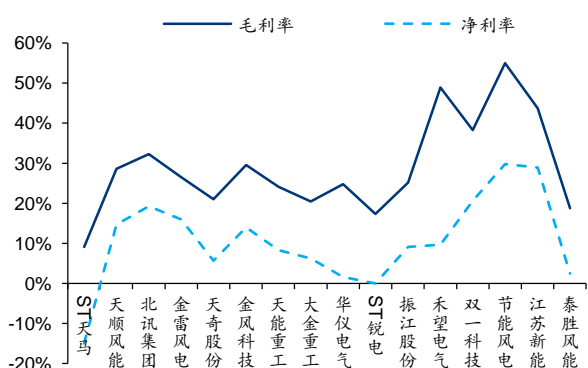
**图表53: 风电行业平均销售毛利率及平均销售净利率**



注: 为避免受极端值影响, 此处统计数据样本不包括 ST 锐电

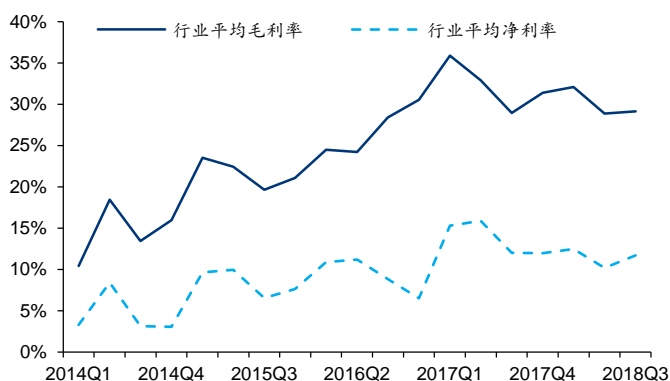
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表54: 风电行业各企业 2018 前三季度销售毛利率、销售净利率情况**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

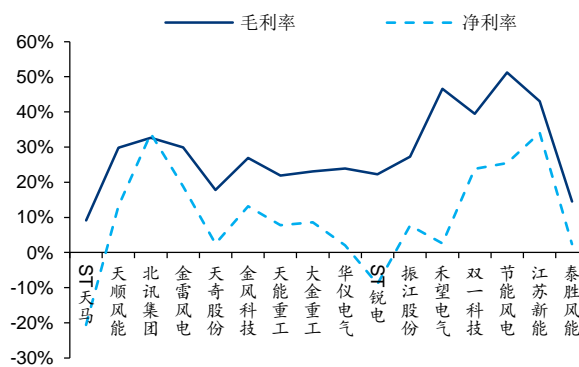
**图表55: 2014Q1 至今风电行业单季度平均毛利率及净利率情况**



注: 为避免受极端值影响, 此处统计数据样本不包括 ST 锐电

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表56: 风电行业各企业 2018Q3 销售毛利率、销售净利率情况**

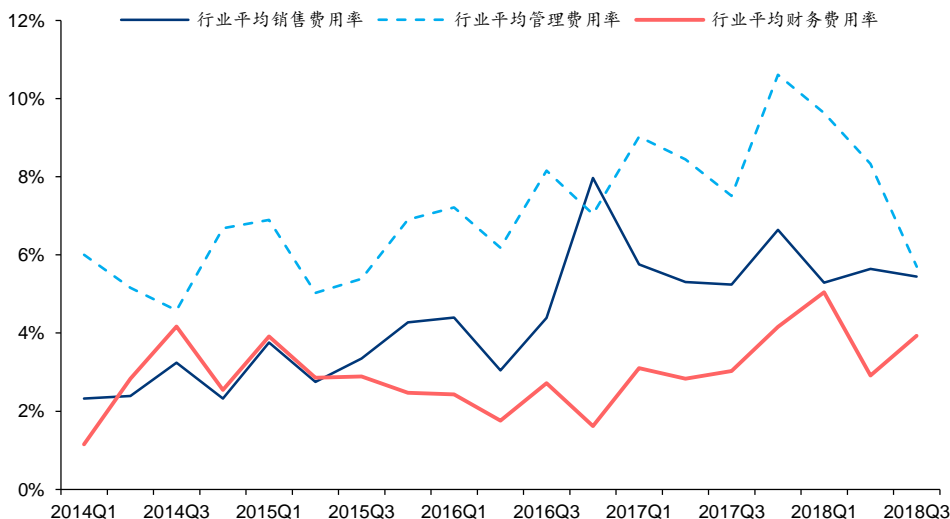


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 费用率下滑, 成本管控加速风电平价

除去 ST 锐电各项经营数据大幅波动的影响, 2018Q3 销售费用率 5.45%(同比+0.21pct), 管理费用率 5.70%(同比-1.8pct), 财务费用率 3.93%(同比+0.9pct)。三费合计占比为 15.08%, 同比下降 0.7pct。随着风电行业成本管控能力提升, 管理费用率下降推动风电行业费用率整体下滑, 加速风电平价。

**图表57: 风电行业 2014Q1 至今单季度费用率情况汇总**



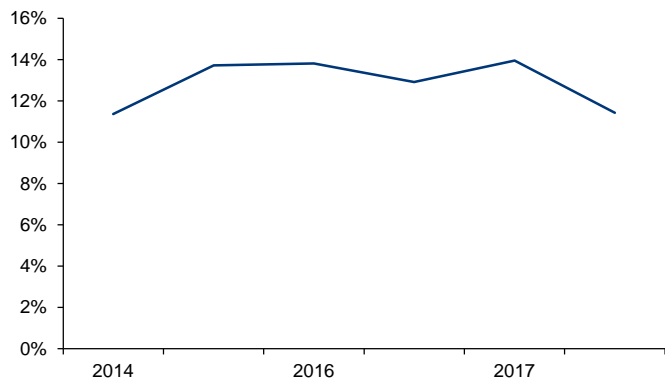
注: 为避免受极端值影响, 此处统计数据样本不包括 ST 锐电

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 行业 ROE 水平略有下降，龙头企业维持优势

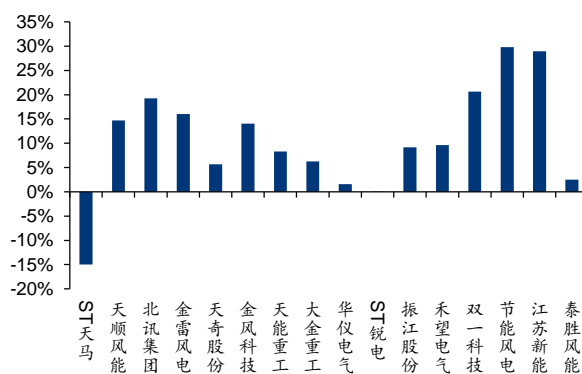
2018 前三季度风电行业平均 ROE（未年化）为 11.43%，同比下降 1.48pct，其中节能风电 ROE 最高为 29.80%；2018Q3 行业 ROE（未年化）为 1.67%，同比下降 0.58pct。

图表58： 风电行业平均 ROE（未年化）



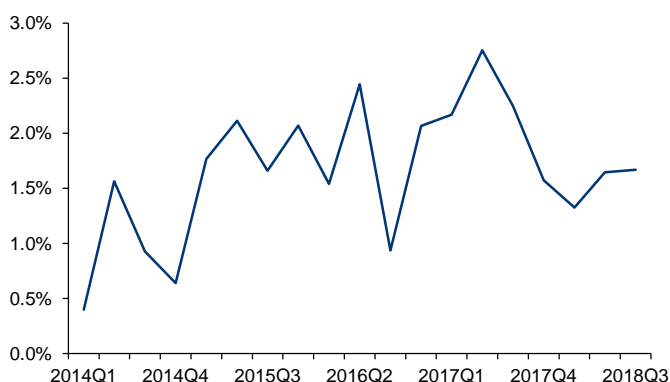
注：为避免受极端值影响，此处统计数据样本不包括 ST 锐电  
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表59： 风电行业各企业 2018 年前三季度 ROE 水平（单位：%）



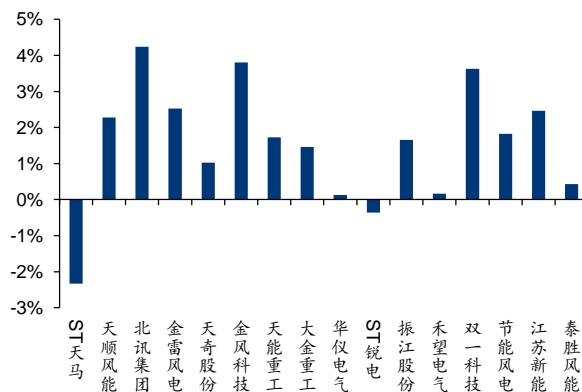
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表60： 2014Q1 至今风电行业平均单季度 ROE（未年化）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表61： 风电行业各企业 2018Q3ROE（未年化）水平（单位：%）

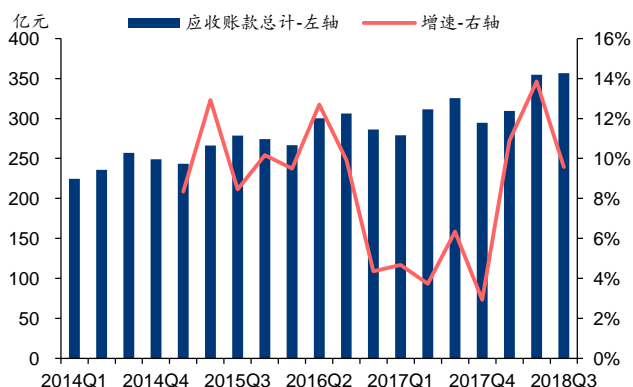


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 行业应收账款、存货水平同比提升

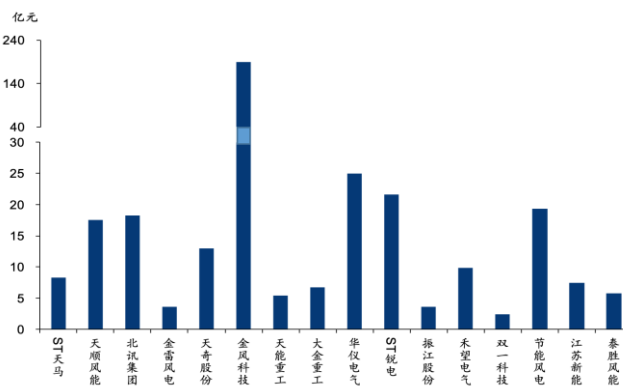
2018Q3 风电行业应收账款为 356.71 亿元，同比上升 9.57%；存货为 148.85 亿元，同比上升 20.30%。在风电行业中，金风科技的存货最高，达到 54.13 亿元；增速方面，天能重工存货增幅最大，同比增加 130.20%。

图表62： 2014Q1 至今风电行业单季度应收账款及增速情况汇总



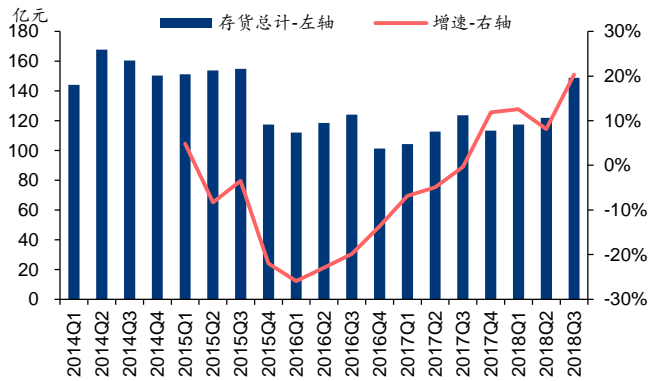
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表63： 风电行业各企业 2018Q3 应收账款情况（单位：亿元）



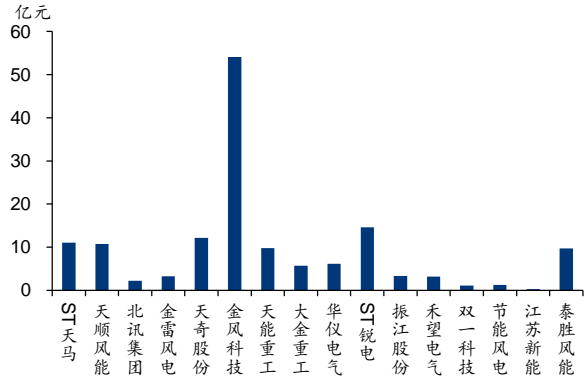
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表64： 2014Q1 至今风电行业存货及增速情况汇总**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表65： 风电行业各企业 2018Q3 存货情况 (单位：亿元)**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

国家在《国务院关于促进光伏产业健康发展的若干意见》中明确支持新能源发展，确保新能源发电补贴足额发放。发改委于 9 月 13 号印发了《可再生能源电力配额及考核办法》二次征求意见稿，进一步推进了绿证的实施进程。我们认为绿证的引入将一定程度上缓解可再生能源补贴压力，强制配额与绿证将共同保障可再生能源的使用比例。11 月行业将进入吊装高峰期，我们看好行业集中度提升，推荐龙头企业金风科技、天顺风能。

### 风险提示

#### 1、新能源车产销量增长不达预期，产业链盈利增长低于预期

首先，新能源车目前经历从政策主导向市场主导转型的过渡期，不仅受政策影响，消费者偏好以及相关车型的推出进度也会影响。其次，锂电产业链均面临洗牌，洗牌的时间和洗牌过程中的降价程度可能超过我们预期，导致产业链各环节的盈利增长低于预期。

#### 2、光伏装机增速低于预期，行业竞争激烈程度超预期

首先是光伏装机规模不达预期，其次，市场价格竞争加剧可能导致降价程度超过预期，最后，存在相关公司生产线建设及产能投放进度不及预期的风险。

#### 3、风电装机不达预期、弃风限电改善不达预期

风电装机规模不达预期风险；上游材料价格快速上涨风险；新建或外延收购产能不及预期；汇率波动对公司业绩不确定性影响。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（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。

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、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。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、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者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。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。本公司的资产管理部、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。

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“华泰证券研究所”，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力。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：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com