

装机反转确立，关注制造环节盈利改善

——风电行业 2018 年三季度报综述 (20181112)



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 2018 年前三季度风电消纳持续改善

2018 年前三季度风电发电量为 2676 亿千瓦时，同比增长 25%；利用小时数同比增长 178 小时至 1565 小时，弃风率为 7.7%，延续 2017 年的改善态势。其中，吉林省弃风率为 5.2%，已降至警戒线以下；甘肃省为 19.7%，略低于警戒线 0.3 个百分点；新疆前三季度弃风率为 24.6%，高于警戒线 4.6 个百分点。整体来看，除贵州、河北外，各省前三季度弃风率与上半年相比均有所下降，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。

❖ 风电各环节盈利分化进一步加剧

根据我们的统计，风电上市公司 2018 前三季度营业收入为 786 亿元，同比增长 7.93%；归属母公司所有者净利润 101.74 亿元，同比增长 16.27%。其中，运营商收入同比增长 19.82% 至 354 亿元，归属母公司所有者净利润同比增长 60.33% 至 65 亿；整机制造商 2018 前三季度营业收入同比减少 4.51% 至 238.09 亿元，归属母公司所有者净利润 20.08 亿元，同比减少 27.03%，除金风科技外，其他三家风电整机制造商归属母公司所有者净利润同比均有所下降；风塔制造企业营业收入同比增长 3.22% 至 48.60 亿元，增速较 2017 年同期有所下降，归属母公司所有者净利润同比下降 19.31% 至 4.86 亿元；除风塔外的其他零部件企业营业收入同比增长 6.56% 至 146.12 亿元，归属母公司所有者净利润同比减少 11.36% 至 12.01 亿元。

❖ 装机反转趋势确立，盈利改善可期

此前我们预计风电新增装机影响因素边际改善将提升 2018-2020 年装机规模：

(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。2018 年前三季度风电新增装机同比增长 30% 至 1.26GW，保守估计全年装机同比增速超 25%，装机反转趋势已确立。相较光伏与电车，风电或将是最先实现零补贴的电新细分行业，因此产业链制造环节面临较大降价压力，我们看好制造环节盈利改善的长期逻辑。整机方面，从应收预付款项来看，预计运营商资本开支改善将逐步反映在交付环节，且随着开发商关注点逐步由初装成本向 LCOE 转化，整机龙头竞争力将进一步显现。零部件制造方面，原材料价格上涨导致该环节洗牌加速，随之而来的供需改善将影响零部件价格。在装机规模放量的背景下，若原材料价格下降，零部件制造将是业绩弹性较强的环节。

我们认为 2018-2020 年将是风电新一轮发展恢复期，看好制造端盈利改善的长期逻辑，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 | 2018/11/20

👤 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 年前三季度风电消纳持续改善	5
1.1 2018 年前三季度新增并网容量同比增长 25%	5
1.2 弃风限电持续改善	5
1.3 吉林、甘肃有望于 2019 年解除新增装机禁令	6
二、风电各环节盈利分化进一步加剧	6
2.1 收入与净利润小幅增长，运营商贡献多数利润	6
2.2 运营商：经营状况持续改善	8
2.3 整机：整体业绩增速放缓	10
9 月份整机招标价格降幅持稳	11
格局向好，龙头竞争优势有望持续扩大	12
2.4 风塔：钢价维持高位，风塔企业增收不增利	13
2.5 除风塔外其他零部件：8 家零部件企业业绩均有所下滑	15
三、装机反转趋势确立，盈利周期可期	17
3.1 看好制造环节盈利改善的长期逻辑	17
3.2 金风科技（002202）：整机在手订单创新高，风场收益持续向好	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	21
风险提示	22

图表目录

图 1:	2018 年前三季度新增装机 12.61GW.....	5
图 2:	2018 年前三季度累计并网 175.92GW.....	5
图 3:	前三季度风电发电量 2676 亿千瓦时.....	5
图 4:	前三季度风电利用小时数为 1565 小时.....	5
图 5:	吉林、甘肃装机禁令有望于 2019 年解除.....	6
图 6:	2018 年前三季度营业收入 786 亿元.....	7
图 7:	前三季度营业收入同比增长 7.93%.....	7
图 8:	2018 年前三季度归属母公司所有者净利润 101.74 亿元.....	7
图 9:	2018 年前三季度归属母公司所有者净利润同比增长 16.27%.....	7
图 10:	除运营商外, 收入同比减少 0.17%.....	8
图 11:	除运营商外, 归属母公司净利润同比减少约 22%.....	8
图 12:	运营商收入同比增长 19.82%.....	8
图 13:	运营商归属母公司所有者净利润同比增长约 60.33%.....	8
图 14:	多数运营商 2018 年前三季度流动比率提升.....	9
图 15:	多数运营商 2018 年前三季度速动比率提升.....	9
图 16:	2018 年前三季度运营商资产负债率持稳.....	9
图 17:	2018 年前三季度大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 19.06%.....	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 56.67%.....	10
图 20:	整机企业前三季度营业收入 238.09 亿元.....	11
图 21:	整机企业前三季度收入同比减少 4.51%.....	11
图 22:	整机企业 2018 年前三季度归属母公司所有者净利润 20.08 亿元.....	11
图 23:	整机企业 2018 年前三季度归属母公司所有者净利润同比减少 27.03%.....	11
图 24:	9 月份整机招标价格企稳.....	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 年前三季度营业收入 48.60 亿元.....	13
图 27:	风塔企业 2018 年前三季度营业收入同比增长 3.22%.....	13
图 28:	风塔企业 2018 年前三季度归属母公司所有者净利润 4.86 亿元.....	14
图 29:	风塔企业 2018 年前三季度归属母公司所有者净利润同比减少 19.31%.....	14
图 30:	风塔产品毛利率均值下滑.....	14
图 31:	钢材价格指数维持高位.....	15
图 32:	除风塔外其他零部件企业 2018 年前三季度营业收入 146.12 亿元.....	16
图 33:	除风塔外其他零部件企业前三季度营业收入同比增长 6.56%.....	16
图 34:	除风塔外其他零部件企业 2018 年前三季度归属母公司所有者净利润 12.01 亿元.....	16
图 35:	除风塔外其他零部件企业 2018 年前三季度归母净利润同比减少 11.36%.....	16
图 36:	风电产业链各环节应收与预付款项.....	19
图 37:	上证综指与风电指数走势.....	20

表格目录

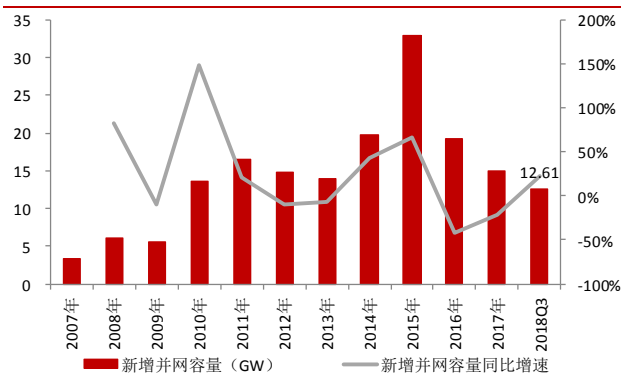
表格 1. 风电行业 24 家相关企业分类.....	6
表格 2. 风电运营商 2018 年前三季度营业收入及归属母公司所有者净利润.....	10
表格 3. 整机制造商 2018 年前三季度营业收入及归属母公司所有者净利润.....	13
表格 4. 风塔企业 2018 年前三季度营收及归属母公司所有者净利润.....	15
表格 5. 零部件企业 2018 年前三季度营收及归属母公司所有者净利润.....	16
表格 6. 风电行业 2017/2018 年前三季度营收及归属母公司所有者净利润情况.....	17
表格 7. 2017 年、2018 年 1-9 月、2018 年 1-10 月风电企业涨跌幅情况.....	18

一、2018 年前三季度风电消纳持续改善

1.1 2018 年前三季度新增并网容量同比增长 25%

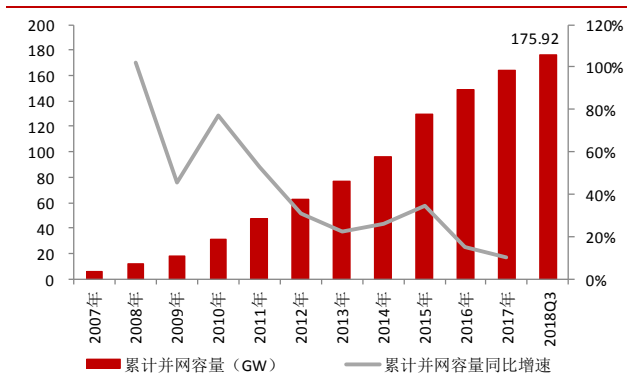
根据能源局发布的并网数据，2018 年前三季度我国风电新增并网装机容量达 12.61GW，同比增长 23%，累计并网容量约为 176GW。从三季度新增装机数据来看，2018 年全年装机规模同比上升大概率事件，预计 2018 年新增装机规模约为 22-25GW，新增装机反转趋势确立。

图 1：2018 年前三季度新增装机 12.61GW



资料来源：国家能源局，川财证券研究所

图 2：2018 年前三季度累计并网 175.92GW

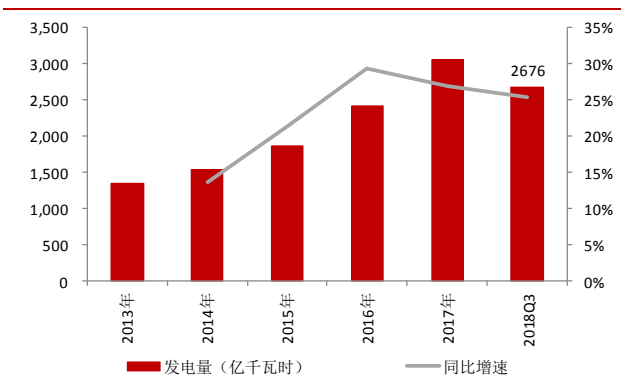


资料来源：国家能源局，川财证券研究所

1.2 弃风限电持续改善

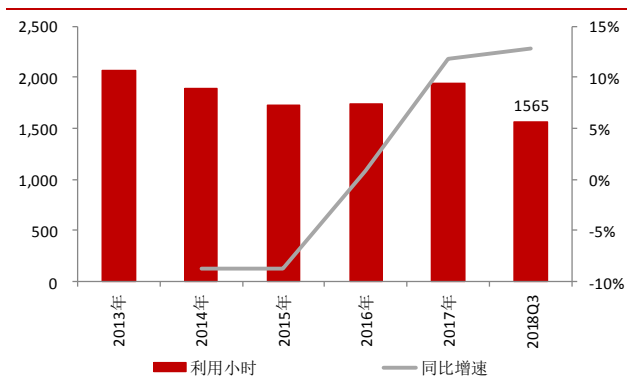
2018 年前三季度风电发电量为 2676 亿千瓦时，同比增长 25%；利用小时数同比增长 178 小时至 1565 小时，弃风限电情况延续 2017 年的改善态势。

图 3：前三季度风电发电量 2676 亿千瓦时



资料来源：国家能源局，川财证券研究所

图 4：前三季度风电利用小时数为 1565 小时



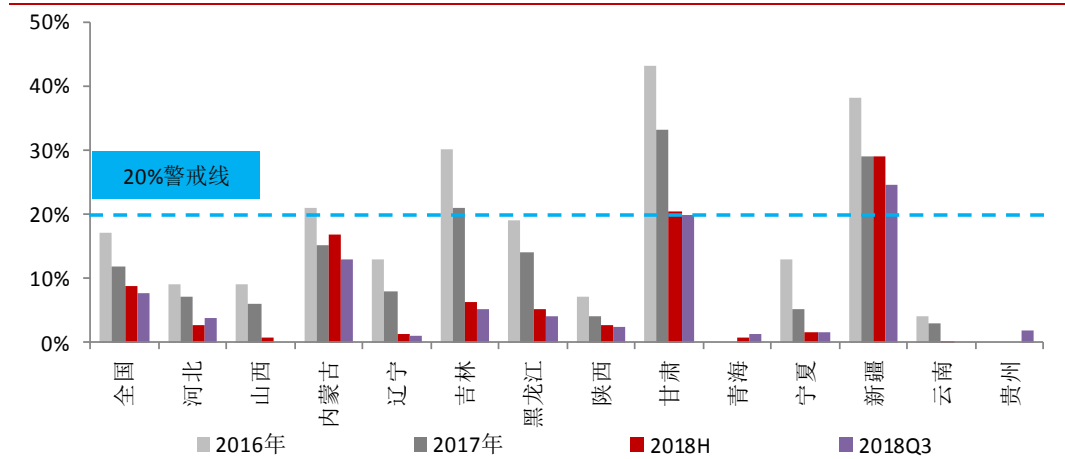
资料来源：国家能源局，川财证券研究所

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、甘肃有望于 2019 年解除新增装机禁令

2018 年前三季度全国弃风率为 7.7%，延续 2017 年改善态势。其中吉林省弃风率为 5.2%，已降至警戒线以下；甘肃省为 19.7%，略低于警戒线 0.3 个百分点；新疆前三季度弃风率为 24.6%，高于警戒线 4.6 个百分点。整体来看，除贵州、河北外，各省前三季度弃风率与上半年相比均有所下降，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：国家能源局，川财证券研究所

二、风电各环节盈利分化进一步加剧

2.1 收入与净利润小幅增长，运营商贡献多数利润

我们统计了风电行业各环节 24 家相关上市企业经营情况，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. 风电行业 24 家相关企业分类

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

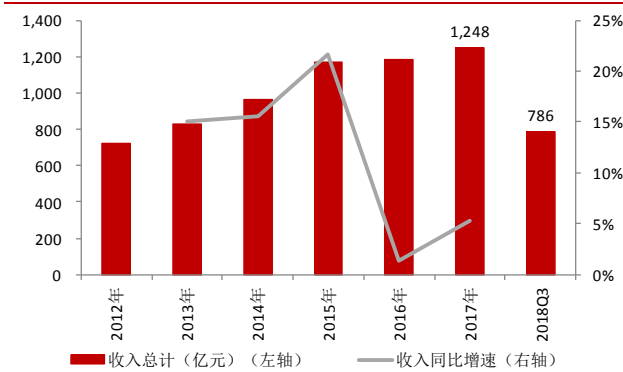
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

风电运营商	600163	中闽能源	零部件	300443	金雷风电
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

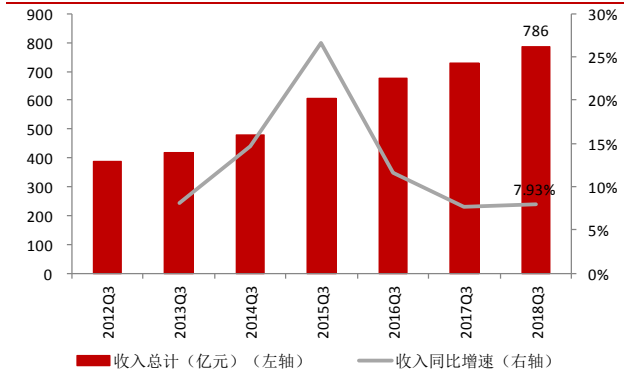
根据我们的统计, 风电行业 24 家上市公司 2018 前三季度 24 家公司营业收入为 786 亿元 (2017 年全年为 1248 亿元), 同比增长 7.93%; 归属母公司所有者净利润 101.74 亿元 (2017 年全年为 152 亿元), 同比增长 16.27%。

图 6: 2018 年前三季度营业收入 786 亿元



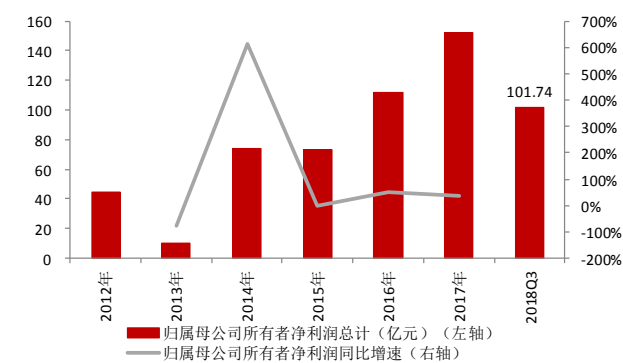
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 7: 前三季度营业收入同比增长 7.93%



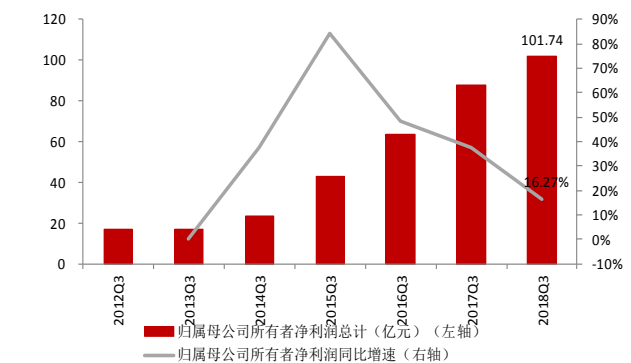
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 8: 2018 年前三季度归属母公司所有者净利润 101.74 亿元



资料来源: Wind, 川财证券研究所

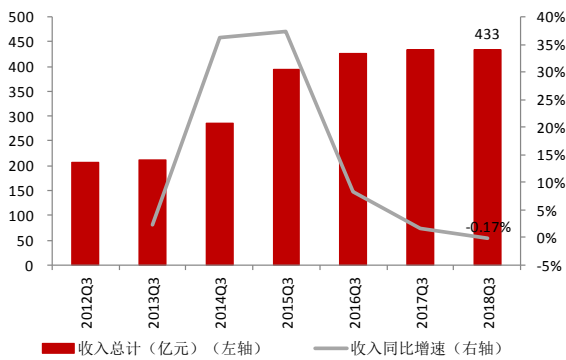
图 9: 2018 年前三季度归属母公司所有者净利润同比增长 16.27%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

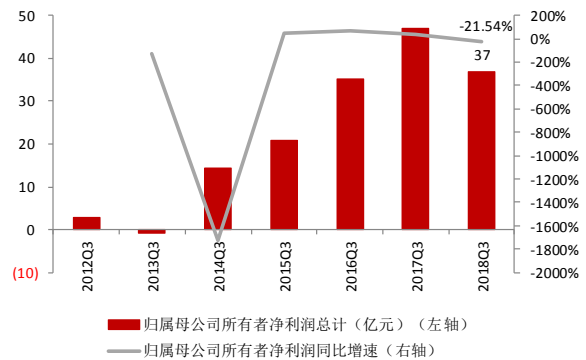
剔除风电运营商，16家公司前三季度营业收入同比减少0.17%至433亿元，归属母公司所有者净利润同比减少约22%至37亿元，增速较2018年上半年提高8个百分点。除运营商外的公司整体收入同比小幅减少，基本与2017年同期收入相当，归属母公司所有者净利润依然有较大幅度下降，但较上半年有所改善。

图 10：除运营商外，收入同比减少 0.17%



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 22%

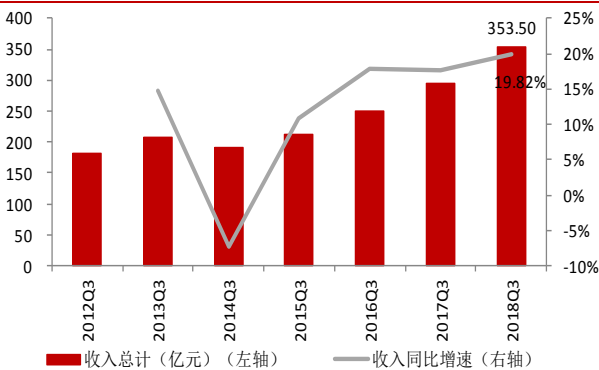


资料来源：Wind，川财证券研究所

2.2 运营商：经营状况持续改善

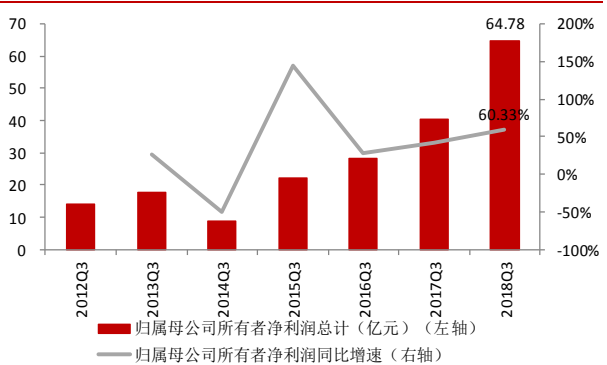
纳入此次统计的风电运营商共有8家，由于资产所在省份及具体经营状况存在差异，因此经营数据有所差别。2018年前三季度，8家风电运营商收入同比增长19.82%至354亿元，归属母公司所有者净利润同比增长60.33%至65亿元。

图 12：运营商收入同比增长 19.82%



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 60.33%

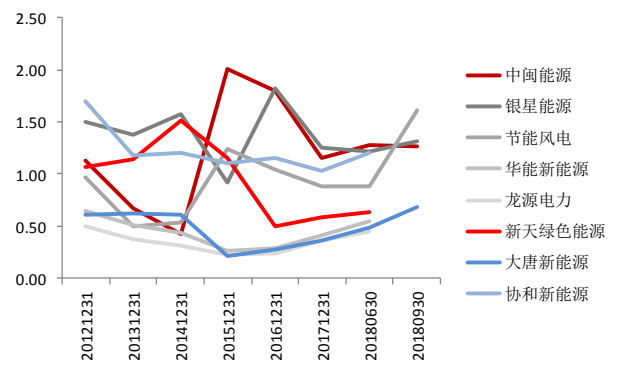


资料来源：Wind，川财证券研究所

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

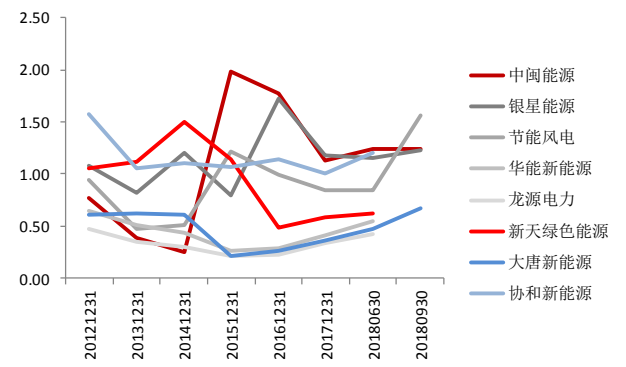
2018 年前三季度大部分运营商资产负债率持稳、资产收益率改善，流动比率与速动比率较 2017 年有一定程度的改善，延续 2018 年上半年持续改善的态势。

图 14: 多数运营商 2018 年前三季度流动比率提升



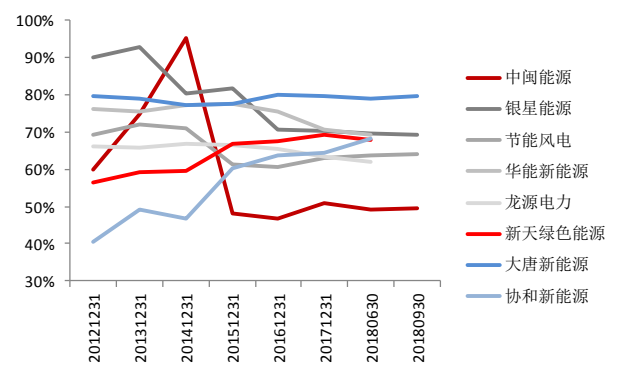
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 15: 多数运营商 2018 年前三季度速动比率提升



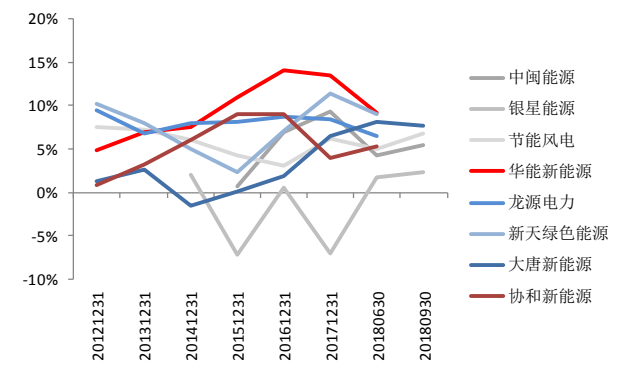
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 16: 2018 年前三季度运营商资产负债率持稳



资料来源: Wind, 川财证券研究所

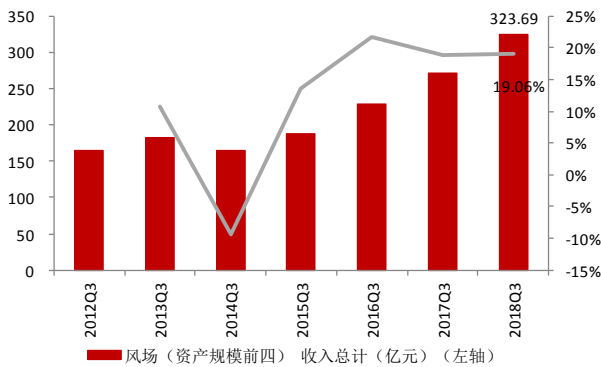
图 17: 2018 年前三季度大部分运营商资产收益率改善



资料来源: Wind, 川财证券研究所

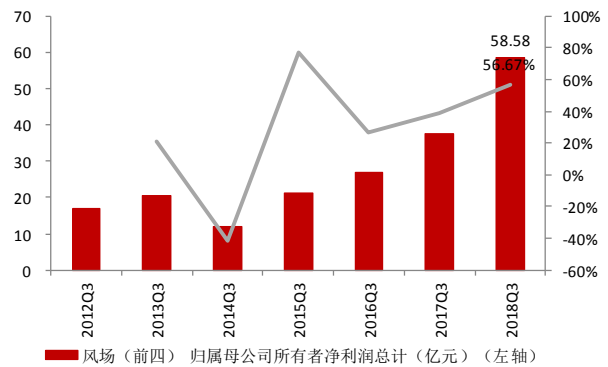
部分运营商在省内或区域内经营，风场所在地消纳与来风情况与全国平均水平存在偏差。剔除资产规模居后的四家运营商，2018 年前三季度运营商营收同比增长约 19.47%，归属母公司所有者净利润同比增长 56.67%。

图 18: 资产规模前四运营商收入同比增长 19.06%



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 56.67%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 2. 风电运营商 2018 年前三季度营业收入及归属母公司所有者净利润

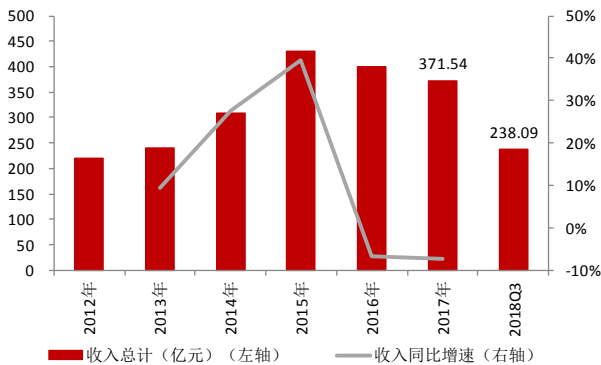
代码	证券简称	收入 (亿元)				归属母公司所有者净利润 (亿元)			
		2017Q3	2018Q3	同比增减额	同比增速	2017Q3	2018Q3	同比增减额	同比增速
600163	中闽能源	2.83	3.60	0.77	27.09%	0.85	0.97	0.12	14.15%
00862	银星能源	6.99	8.24	1.25	17.93%	-0.67	0.60	1.27	-
601016	节能风电	13.32	17.97	4.65	34.88%	2.84	4.64	1.79	63.19%
0958.HK	华能新能源	-	-	-	-	-	-	-	-
0916.HK	龙源电力	180.39	198.22	17.83	9.88%	28.09	40.14	12.05	42.90%
0956.HK	新天绿色能源	43.66	64.26	20.59	47.16%	5.93	9.39	3.46	58.38%
1798.HK	大唐新能源	47.82	61.21	13.39	28.00%	3.38	9.05	5.68	168.27%
0182.HK	协和新能源	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.3 整机: 整体业绩增速放缓

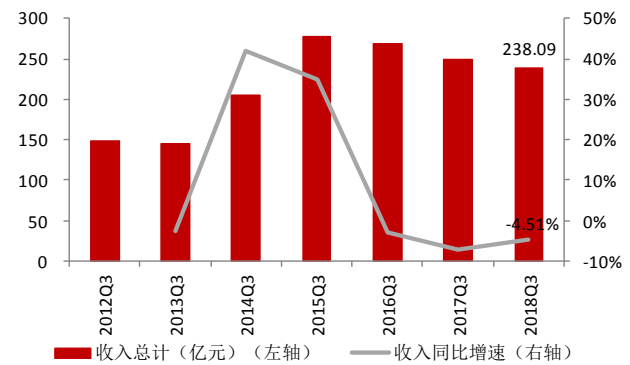
纳入此次统计的整机制造商共有 4 家, 2018 年前三季度 4 家整机企业营业收入同比减少 4.51% 至 238.09 亿元。4 家整机企业 2018 年前三季度实现归属母公司所有者净利润 20.08 亿元, 同比减少 27.03%, 降幅较上半年下降 10 个百分点, 除金风科技外, 其他三家风电整机制造商归属母公司所有者净利润同比均有所下降。

图 20: 整机企业前三季度营业收入 238.09 亿元



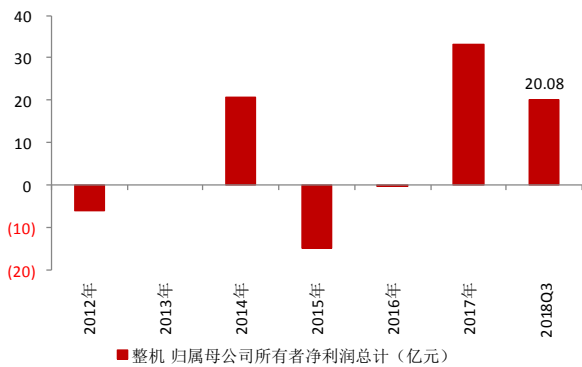
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 21: 整机企业前三季度收入同比减少 4.51%



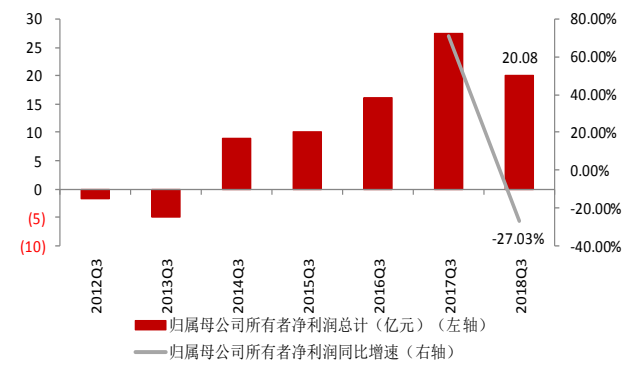
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 22: 整机企业 2018 年前三季度归属母公司所有者净利润 20.08 亿元



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 23: 整机企业 2018 年前三季度归属母公司所有者净利润同比减少 27.03%



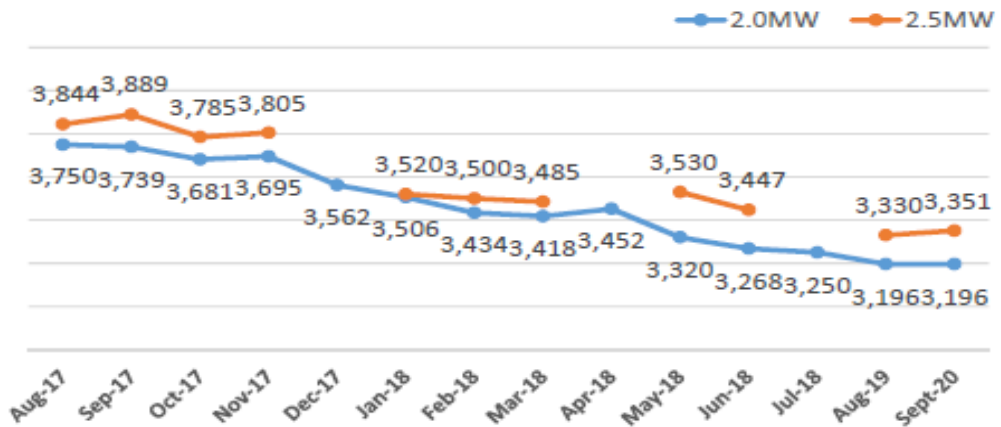
资料来源: Wind, 川财证券研究所

9 月份整机招标价格降幅持稳

2018 年前三季度我国风电新增并网装机同比增长约 23%，由于整机招标价格持续下行，装机量同比增长的利好尚未反映在利润端。

平价上网对产业链各个环节提出了要求，其中整机环节承压压力较大。从已披露的整机招标价格来看，2018 年三季度整机招标价格降幅与此前相比明显缩窄，其中 2.0MW 机组 9 月份招标均价 3196 元/千瓦，与 8 月份持平，预计本轮整机价格继续大幅下降的空间较小。

图 24：9 月份整机招标价格企稳

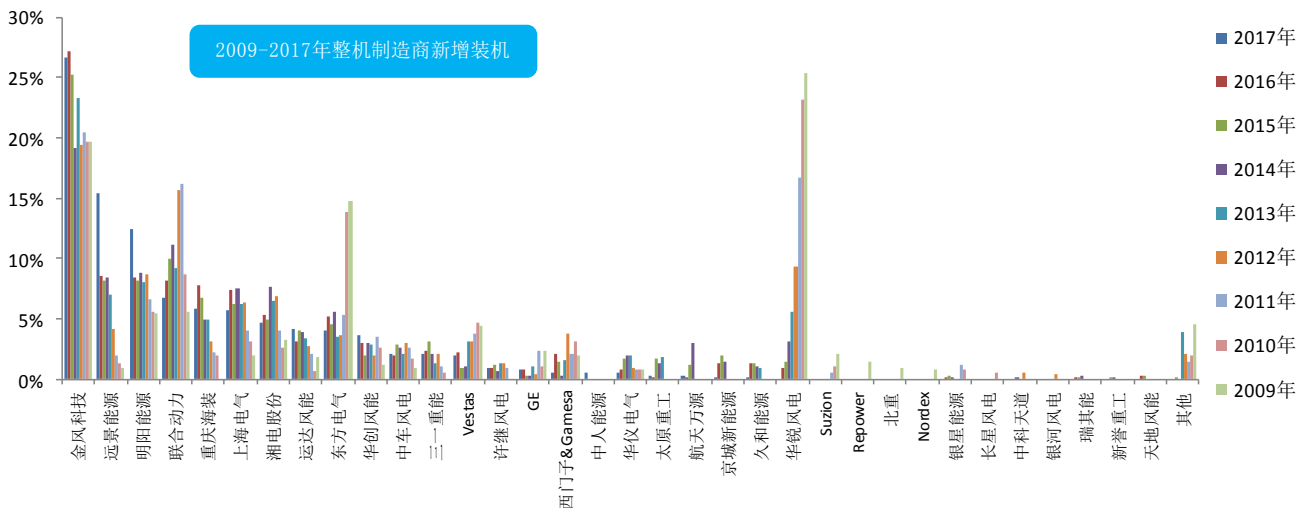


资料来源：金风科技，川财证券研究所

格局向好，龙头竞争优势有望持续扩大

在平价上网的行业内在要求之下，整机价格持续下降，从整机企业利润方面来看，除金风科技之外的整机制造商归属母公司所有者净利润同比下降。我们认为，目前风电产业链各环节中，整机格局最为清晰：（1）中短期来看，在招标价格下降的过程中，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：国家能源局，川财证券研究所

表格 3. 整机制造商 2018 年前三季度营业收入及归属母公司所有者净利润

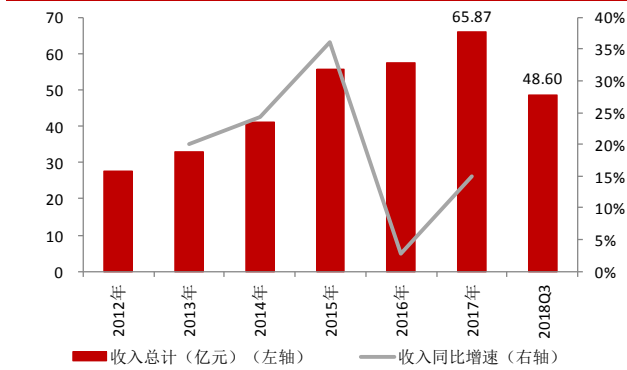
代码	证券简称	收入 (亿元)				归属母公司所有者净利润 (亿元)			
		2017Q3	2018Q3	同比增 减额	同比增速	2017Q3	2018Q3	同比增 减额	同比增速
002202	金风科技	170.07	178.16	8.09	4.76%	22.96	24.19	1.23	5.35%
601558	ST 锐电	0.43	3.82	3.39	-	3.67	0.02	-3.65	-
600416	湘电股份	66.60	45.24	-21.36	-32.07%	0.54	-4.30	-4.84	-
600290	华仪电气	12.23	10.88	-1.36	-11.08%	35.02%	0.17	-0.18	-

资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.4 风塔: 钢价维持高位, 风塔企业增收不增利

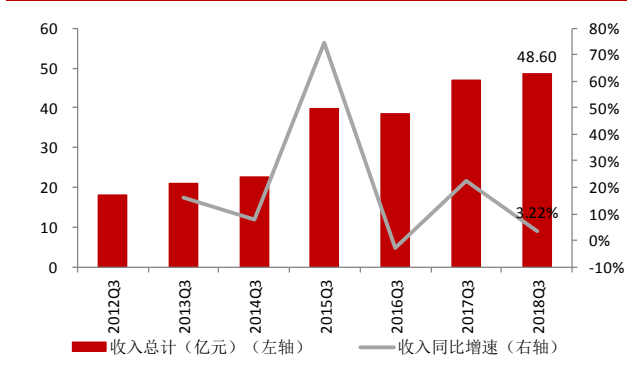
纳入此次统计的风塔制造商共有 4 家, 2018 年上半年 4 家风塔制造企业营业收入同比增长 3.22% 至 48.60 亿元, 增速较 2017 年同期有所下降, 归属母公司所有者净利润同比下降 19.31% 至 4.86 亿元。

图 26: 风塔企业 2018 年前三季度营业收入 48.60 亿元



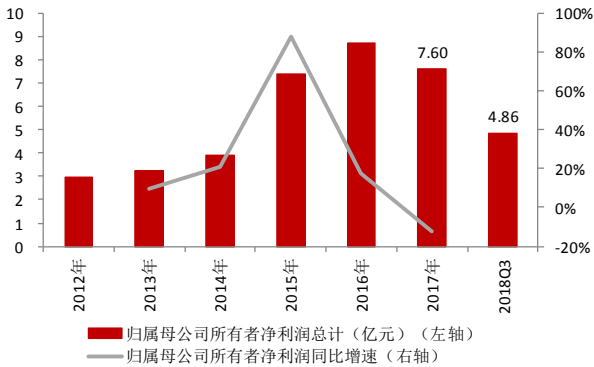
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 27: 风塔企业 2018 年前三季度营业收入同比增长 3.22%



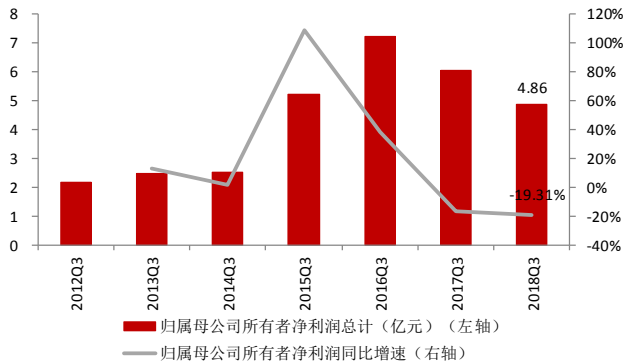
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 28：风塔企业 2018 年前三季度归属母公司所有者净利润 4.86 亿元



资料来源：Wind，川财证券研究所

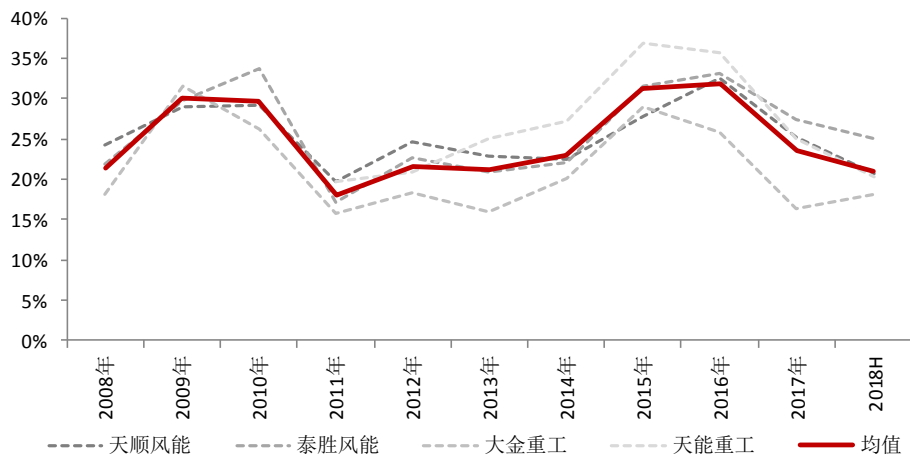
图 29：风塔企业 2018 年前三季度归属母公司所有者净利润同比减少 19.31%



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 2018 年前三季度营业收入都有不同程度的增长，但受钢材价格维持高位的影响，4 家风塔企业总体增收不增利。

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：钢材价格指数维持高位



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 4. 风塔企业 2018 年前三季度营收及归属母公司所有者净利润

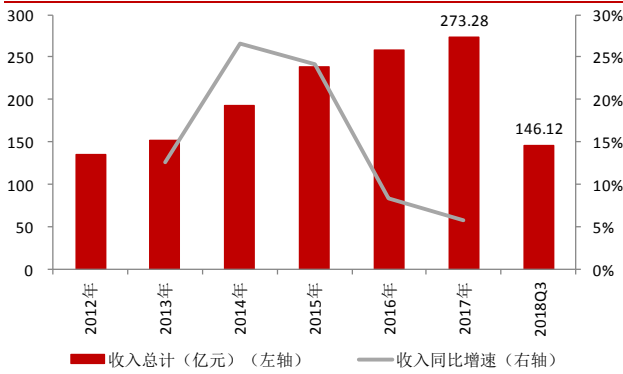
代码	证券简称	收入 (亿元)				归属母公司所有者净利润 (亿元)			
		2017Q3	2018Q3	同比增 减额	同比增速	2017Q3	2018Q3	同比增 减额	同比增速
002531	天顺风能	22.74	25.10	2.36	10.37%	3.57	3.58	0.00	0.10%
300129	泰胜风能	12.51	8.26	-4.25	-33.95%	1.53	0.21	-1.32	-86.02%
300569	天能重工	4.73	7.75	3.03	64.03%	0.70	0.60	-0.10	-14.39%
002487	大金重工	7.10	7.48	0.38	5.35%	0.21	0.47	0.26	120.74%

资料来源：Wind，川财证券研究所

2.5 除风塔外其他零部件：8 家零部件企业业绩均有所下滑

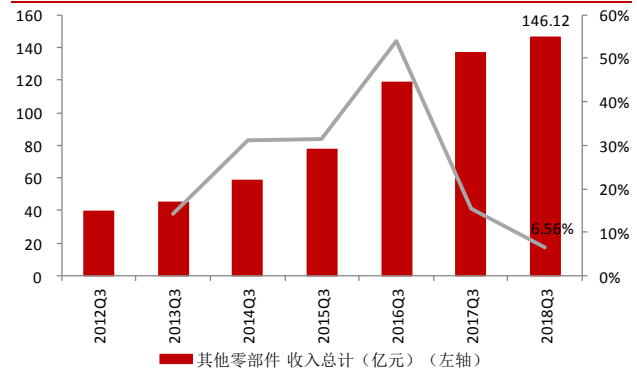
纳入此次统计的除风塔外其他零部件制造商共有 8 家，包括主轴、铸件、电机、齿轮箱及叶片等制造企业。2018 年上半年零部件企业营业收入同比增长 6.56% 至 146.12 亿元，增速同比下降 8.93 个百分点，归属母公司所有者净利润同比减少 11.36% 至 12.01 亿元。除叶片制造企业中材科技外，零部件企业归属母公司净利润减少主要受原材料价格上涨影响。

图 32: 除风塔外其他零部件企业 2018 年前三季度营业收入 146.12 亿元



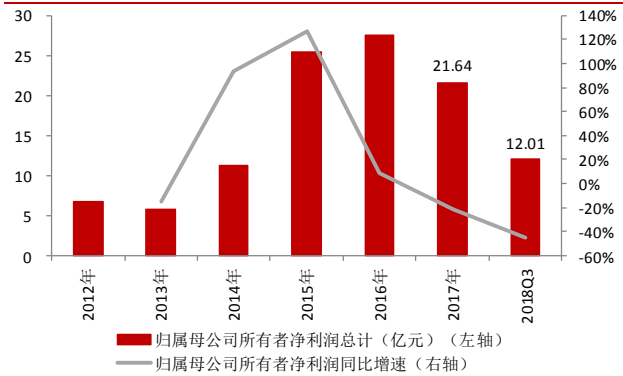
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 33: 除风塔外其他零部件企业前三季度营业收入同比增长 6.56%



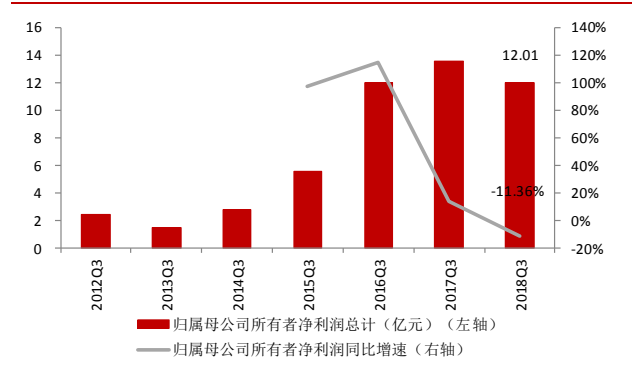
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 34: 除风塔外其他零部件企业 2018 年前三季度归属母公司所有者净利润 12.01 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 年前三季度归母净利润同比减少 11.36%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

除中材科技（叶片）外的其他零部件制造企业当中，吉鑫科技、振江股份与禾望电气营业收入同比下降。此外，8 家零部件制造企业归属母公司所有者净利润均有所下滑。

表格 5. 零部件企业 2018 年前三季度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)			
		2017Q3	2018Q3	同比增 减额	同比增速	2017Q3	2018Q3	同比增 减额	同比增速
300443	金雷风电	4.89	5.16	0.27	5.53%	1.27	0.83	-0.44	-34.91%
300185	通裕重工	22.34	25.82	3.48	15.57%	1.41	1.56	0.16	11.06%
603218	日月股份	13.32	16.58	3.26	24.46%	1.82	1.99	0.17	9.11%
601218	吉鑫科技	10.26	9.36	-0.90	-8.81%	0.21	-0.87	-1.08	-
603507	振江股份	7.68	6.70	-0.97	-12.66%	1.05	0.61	-0.44	-41.87%

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

603063	禾望电气	6.33	4.50	-1.83	-28.96%	1.79	0.43	-1.36	-75.78%
0658.HK	中国高速传动	-	-	-	-	-	-	-	-
2080	中材科技	72.31	78.01	5.70	7.89%	6.00	7.46	1.46	24.27%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

三、装机反转趋势确立，盈利改善可期

3.1 看好制造环节盈利改善的长期逻辑

此前我们预计风电新增装机影响因素边际改善将提升 2018-2020 年装机规模：

(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。2018 年前三季度风电新增装机 1.26GW，保守估计全年装机同比增速约为 25%，装机反转趋势已确立。

相较光伏与电车，风电或将是最先实现零补贴的电新细分行业，因此产业链制造环节面临较大降价压力，我们看好制造环节盈利改善的长期逻辑。

整机方面，从应收预付款项来看，预计运营商资本开支改善将逐步反映在交付环节，且随着开发商关注点逐步由初装成本向 LCOE 转化，整机龙头竞争力将进一步显现。

零部件制造方面，原材料价格上涨导致该环节洗牌加速，随之而来的供需改善将影响零部件价格。在装机规模放量的背景下，若原材料价格下降，零部件制造将是业绩弹性较强的环节。

我们认为 2018-2020 年将是风电新一轮发展恢复周期，看好制造端盈利改善的长期逻辑，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 年前三季度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)			
		2017Q3	2018Q3	同比增 减额	同比增速	2017Q3	2018Q3	同比增 减额	同比增速
002202	金风科技	170.07	178.16	8.09	5%	22.96	24.19	1.23	5%
601558	ST 锐电	0.43	3.82	3.39	780%	3.67	0.02	-3.65	-99%
600416	湘电股份	66.60	45.24	-21.36	-32%	0.54	-4.30	-4.84	-
600290	华仪电气	12.23	10.88	-1.36	-11%	0.35	0.17	-0.18	-51%
002531	天顺风能	22.74	25.10	2.36	10%	3.57	3.58	0.00	0%

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

300129	泰胜风能	12.51	8.26	-4.25	-34%	1.53	0.21	-1.32	-86%
300569	天能重工	4.73	7.75	3.03	64%	0.70	0.60	-0.10	-14%
002487	大金重工	7.10	7.48	0.38	5%	0.21	0.47	0.26	121%
300443	金雷风电	4.89	5.16	0.27	6%	1.27	0.83	-0.44	-35%
300185	通裕重工	22.34	25.82	3.48	16%	1.41	1.56	0.16	11%
603218	日月股份	13.32	16.58	3.26	24%	1.82	1.99	0.17	9%
601218	吉鑫科技	10.26	9.36	-0.90	-9%	0.21	-0.87	-1.08	-
603507	振江股份	7.68	6.70	-0.97	-13%	1.05	0.61	-0.44	-42%
603063	禾望电气	6.33	4.50	-1.83	-29%	1.79	0.43	-1.36	-76%
0658.HK	中国高速传动	0.00	0.00	0.00	-	0.00	0.00	0.00	-
002080	中材科技	72.31	78.01	5.70	8%	6.00	7.46	1.46	24%
600163	中闽能源	2.83	3.60	0.77	27%	0.85	0.97	0.12	14%
000862	银星能源	6.99	8.24	1.25	18%	-0.67	0.60	1.27	-
601016	节能风电	13.32	17.97	4.65	35%	2.84	4.64	1.79	63%
0958.HK	华能新能源	0.00	0.00	0.00	-	0.00	0.00	0.00	-
0916.HK	龙源电力	180.39	198.22	17.83	10%	28.09	40.14	12.05	43%
0956.HK	新天绿色能源	43.66	64.26	20.59	47%	5.93	9.39	3.46	58%
1798.HK	大唐新能源	47.82	61.21	13.39	28%	3.38	9.05	5.68	168%
0182.HK	协和新能源	0.00	0.00	0.00	-	0.00	0.00	0.00	-

资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 7. 2017 年、2018 年 1-9 月、2018 年 1-10 月风电企业涨跌幅情况

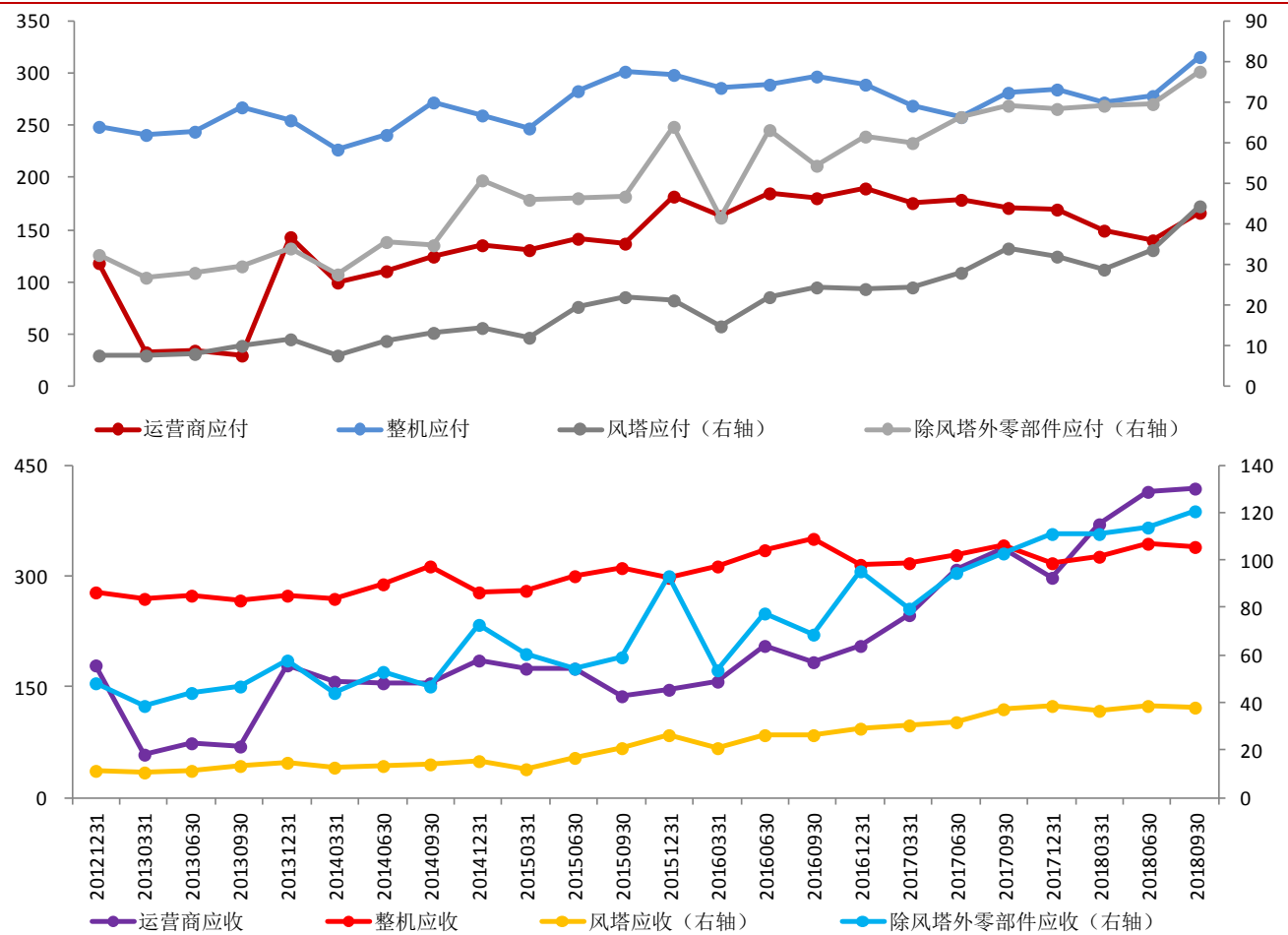
细分行业	代码	公司简称	2017 年全年涨跌幅	2018 年 1-9 月涨跌幅	2018 年 1-10 月涨跌幅
风场	0956.HK	新天绿色能源	117.3%	10.5%	1.4%
风场	1798.HK	大唐新能源	33.2%	23.5%	4.9%
风场	0958.HK	华能新能源	7.2%	-10.4%	-22.7%
风场	0916.HK	龙源电力	-6.7%	20.3%	8.9%
风场	0182.HK	协和新能源	-12.3%	-6.1%	-7.6%
风场	601016	节能风电	-25.2%	-19.7%	-27.1%
风场	600163	中闽能源	-26.1%	-19.0%	-28.9%
风场	000862	银星能源	-43.1%	-27.9%	-37.0%
风塔	002531	天顺风能	19.8%	-51.0%	-58.0%
风塔	300129	泰胜风能	-7.2%	-59.2%	-63.1%
风塔	002487	大金重工	-46.5%	-22.2%	-27.8%
风塔	300569	天能重工	-59.0%	-44.0%	-48.5%
零部件	0658.HK	中国高速传动	53.6%	-32.3%	-45.0%
零部件	002080	中材科技	51.3%	-53.3%	-51.5%
零部件	300185	通裕重工	-25.4%	-20.7%	-27.0%
零部件	601218	吉鑫科技	-33.7%	-27.8%	-14.0%
零部件	300443	金雷风电	-40.3%	-49.5%	-52.9%

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

零部件	603218	日月股份	-45.8%	-34.2%	-39.2%
零部件	603507	振江股份	-	-53.5%	-57.0%
零部件	603063	禾望电气	-	-59.6%	-64.8%
整机	002202	金风科技	45.2%	-35.3%	-52.6%
整机	600290	华仪电气	-1.2%	-66.8%	-72.2%
整机	600416	湘电股份	-14.8%	-45.3%	-57.5%
整机	601558	ST 锐电	-29.9%	-31.7%	-37.2%

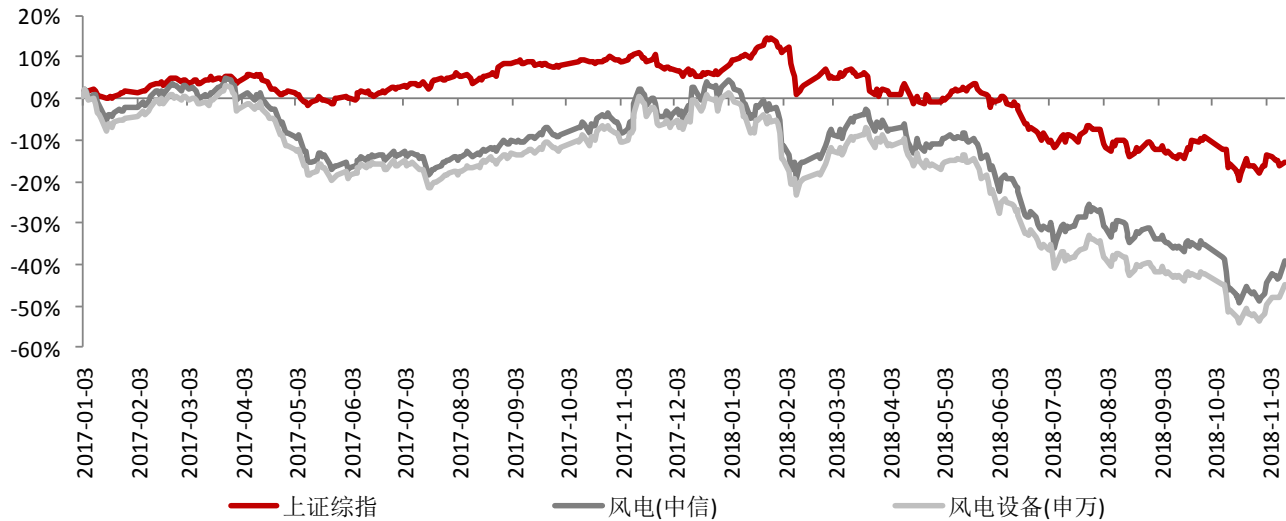
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 36: 风电产业链各环节应收与预付款项



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 37：上证综指与风电指数走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

3.2 金风科技 (002202)：整机在手订单创新高，风场收益持续向好

整机招标价格企稳，在手订单创新高。

受整机招标价格下探的影响，上半公司毛利率同比减少 3.25 个百分点至 21.31%。9 月份 2.0MW 机组单位千瓦招标均价为 3196 元，与 8 月持平；9 月份 2.5MW 机组单位千瓦招标均价为 3351 元，较 8 月份均价提高 21 元，本轮招标价格已有企稳的态势出现。截至 2018 年 9 月底，公司在手外部订单合计 18.2GW，同比增长 18.4%，总容量持续刷新历史记录，其中已签订合同订单容量为 13.0GW，同比增长 34.7%。公司海上风电在手订单容量为 1382MW，占外部订单比例接近 8%；国际在手订单 737.7MW，占外部订单比例 4%。随着国内风电市场逐步复苏，作为国内整机龙头，预计公司整机业务有望维持较高景气度。

弃风下降促风场业务盈利改善。

截至 2018 年 9 月 30 日，公司累计并网的自营风电场权益装机容量 4197MW，其中 38% 位于西北地区，34% 位于华北地区，19% 位于华东及南方地区。2018 年前三季度，公司新增权益并网装机容量 329MW，同比提升 149%，增量主要来源于华东、华北地区，权益在建容量 3236MW。受益于上半年我国弃风限电持续改善，公司风场业务毛利率同比增长 8.95 个百分点至 71.83%，在消纳持续改善的背景下，风场板块将为公司带来持续稳健的现金流。

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

盈利预测：预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.06、1.16、1.45 元，对应 11 月 12 日收盘价 10.88 元，PE 分别为 10 倍、9 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 11 月 12 日收盘价 3.83 元，PE 分别为 12 倍、9 倍、8 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