

行业月度报告
电气设备
经营现金流好转，商誉风险可控

2018年11月23日

评级 **同步大市**

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
电气设备	11.13	1.45	-32.15
沪深 300	-1.25	-5.32	-23.37

杨甫

 执业证书编号: S0530517110001
 yangfu@cfzq.com

分析师

0731-84403345

重点股票	2017A		2018E		2019E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
金风科技	0.86	12.0	1.11	9.3	1.35	7.7	推荐
科士达	0.63	10.9	0.72	9.6	0.87	7.9	推荐
大洋电机	0.18	20.0	0.19	18.5	0.25	14.1	谨慎推荐
信捷电气	0.88	24.1	1.09	19.5	1.42	15.0	推荐
良信电器	0.27	21.9	0.39	15.0	0.49	11.9	推荐
汇川技术	0.64	33.4	0.76	28.0	0.9	23.6	推荐
宏发股份	0.92	23.6	0.98	22.1	1.14	19.0	推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- **市场情况: 政策预期提振前期市场表现。** 11月初至今, 多项经济提振政策出台, 涉及民营企业发展、股权质押纾困以及科创板预期等方面, 市场整体情绪在较长的时间段内维持偏暖势头, 前期跌幅较大的行业板块有良好表现。电气设备行业指数单月涨幅 4.5%, 年初至今跌幅 34.5%。
- **估值表现: 处于历史较低位置, 但相对全 A 估值尚有收敛空间。** 横向对比: 截止 11 月末, 电气设备板块市盈率中值为 30.47 倍, 高于市场中位值 28.30 倍, 差值较上月末持平。电气设备板块市净率 2.04 倍, 低于全 A 市净率 2.18 倍水平。纵向对比: 按周取值, 从 2000 年初至今, 在 92.20% 的交易日中, 电气设备行业市盈率中位数大于当前水平。电气设备板块相对全部 A 股的估值溢价为 8%, 统计历史值中, 有 59.23% 的值大于该溢价水平, 从相对估值角度还有进一步收敛的空间。
- **行业梳理: 三季度报现金流好转, 行业商誉风险可控, 全年业绩承压。**
 - (1) 前三季度行业营收增幅 11.1%, 利润降幅 3.5, 第三季度利润降幅扩大至 19.9%。
 - (2) 现金流改善明显, 前三季度现金流增幅 70.1%, 拆分归因为回款力度加强、收缩现金支付以及存货增长放缓。
 - (3) 行业商誉整体风险可控, 商誉总值 490.6 亿元, 商誉增幅 13.6%, 占总资产比重 3.6%, 电网一次/电网二次板块的商誉增加值较高, 集中于少数公司, 工控及低压板块的商誉占比中位值偏高但分布均匀。
 - (4) 79 家公司公布预报, 业绩预亏占比 19%, 盈利维持增长的有占比 42%, 盈利下滑的占比 24%, 盈利波动的 12 家 (占比 15%), 对比 2017 年行业业绩预告情况, 行业整体利润变动幅度为 -18.1% 至 21.9%。
- **投资建议: 经济周期对流动性的影响非短期因素, 我们关注流动性对市场估值及企业经营的作用, 政策边际变化可改善预期, 但长期的转变尚需市场出清及技术升级, 建议关注增长模式可持续、经营稳健的龙头企业。**
- **风险提示: 贸易争端加剧, 需求景气度下降**

内容目录

一、市场表现	4
1. 市场指数表现.....	4
2. 板块指数表现.....	5
3. 估值分析.....	5
二、产业数据	8
1. 用电量与设备利用率.....	8
2. 投资完成额与发电设备新增容量.....	9
3. 工业指标数据.....	10
4. 新能源汽车产销量.....	11
5. 光伏产业链价格数据.....	12
三、三季度数据梳理及全年业绩前瞻	12
1. 行业整体收入及利润增速下滑.....	12
2. 整体现金流改善，回款能力加强.....	14
3. 资本开支维持扩张趋势，增速下移.....	17
4. 商誉占总资产比例较低，风险整体可控.....	17
5. 年报业绩前瞻.....	18

图表目录

图 1：区间涨跌幅.....	4
图 2：区间涨跌幅.....	4
图 3：板块涨跌幅.....	5
图 4：板块涨跌幅.....	5
图 5：市场估值水平.....	6
图 6：市场估值水平.....	6
图 7：板块估值水平.....	7
图 8：历史估值水平.....	7
图 9：全社会用电量及增速.....	8
图 10：发电设备利用小时数.....	8
图 11：火电设备利用小时数.....	8
图 12：风电设备利用小时数.....	8
图 13：电源投资额.....	9
图 14：电网投资额.....	9
图 15：风电设备新增容量.....	9
图 16：核电设备新增容量.....	9
图 17：PMI.....	10
图 18：各类企业 PMI.....	10
图 19：固定资产投资增速.....	10
图 20：CPI 与 PPI.....	10
图 21：新能源汽车产量.....	11
图 22：新能源汽车销量.....	11
图 23：新能源汽车产量（累计值）.....	11
图 24：新能源汽车销量（累计值）.....	11

图 25: 硅料价格.....	12
图 26: 硅片价格.....	12
图 27: 电池片价格.....	12
图 28: 组件价格.....	12
图 29: 行业整体营收及利润增速（单季度）.....	13
图 30: 各板块收入及增速情况.....	13
图 31: 各板块利润及增速情况.....	13
图 32: 各板块毛利率（整体法，单季度）.....	14
图 33: 各板块净利率（整体法，单季度）.....	14
图 34: 新能源、工控板块现金流情况（单季度）.....	14
图 35: 各板块经营现金流及增速情况.....	15
图 36: 行业经营现金净流量影响项目拆分（整体法）.....	15
图 37: 行业经营现金净流量影响项目拆分（单季度）.....	16
图 38: 各子版块现金流影响因素拆分（单季度）.....	16
图 39: 各板块资本开支及增速情况.....	17
图 40: 各板块商誉及占比情况.....	17
图 41: 业绩预告情况对比.....	18

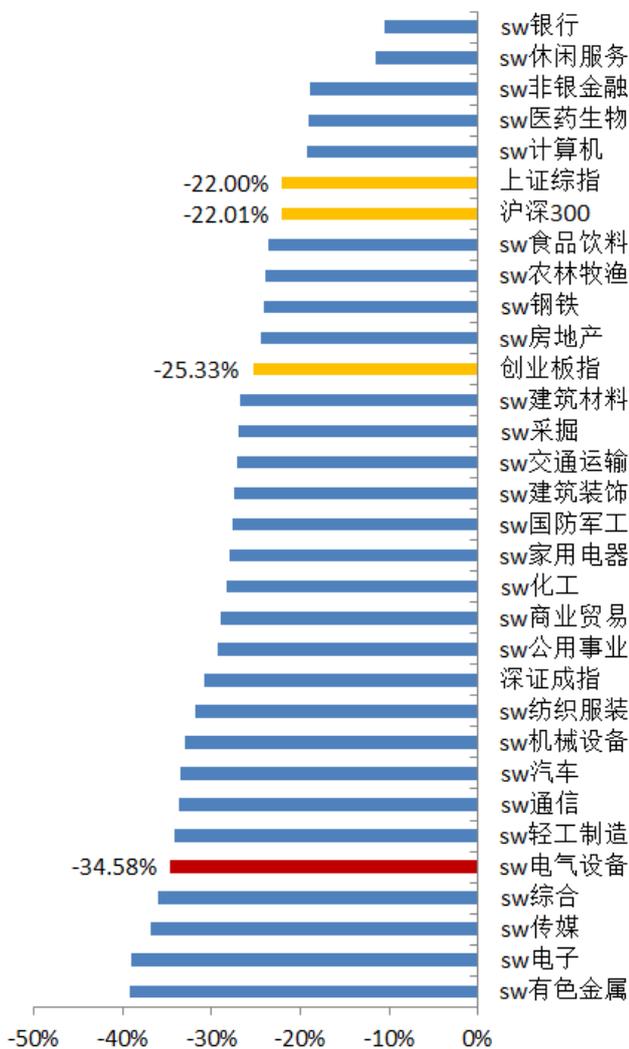
一、市场表现

1. 市场指数表现

11月初至今，多项经济提振政策出台，涉及民营企业发展、股权质押纾困以及科创板预期等方面，市场整体情绪在较长的时间段内维持偏暖势头，前期跌幅较大的行业板块有良好表现。电气设备行业指数单月涨幅4.5%，年初至今跌幅34.5%。

图 1：区间涨跌幅

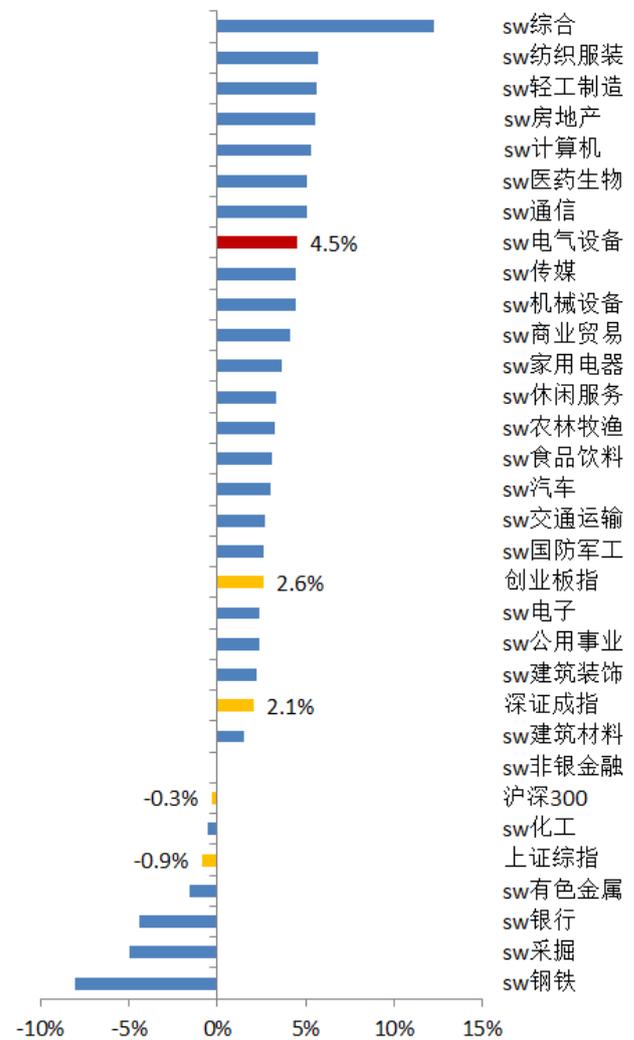
区间涨跌幅（2018.1-11月）



资料来源：财富证券,wind

图 2：区间涨跌幅

区间涨跌幅（11月份）

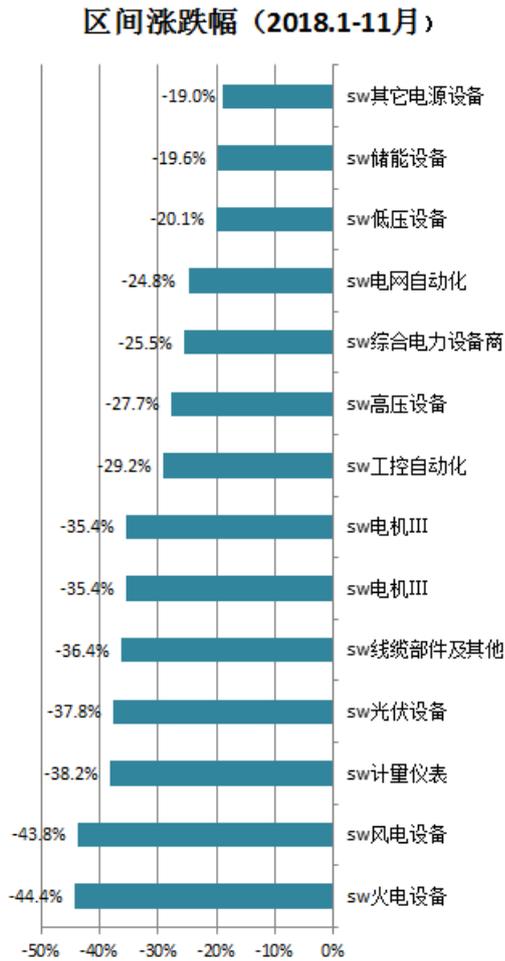


资料来源：财富证券,wind

2. 板块指数表现

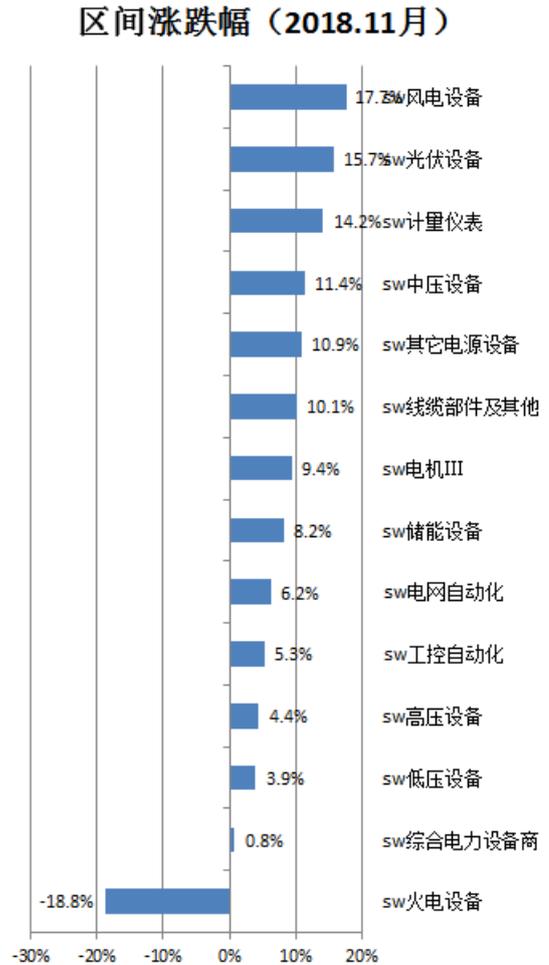
11月初至今，电气设备各子板块普涨，新能源（风电及光伏）板块涨幅居前。受光伏 531 政策调整等因素影响，第三季度我国新增光伏装机量下滑超过 50%，新能源板块亦有较大跌幅。11月初民营企业座谈会后，政策预期改观，光伏、风电等板块指数单月涨幅居前。

图 3：板块涨跌幅



资料来源：财富证券，wind

图 4：板块涨跌幅



资料来源：财富证券，wind

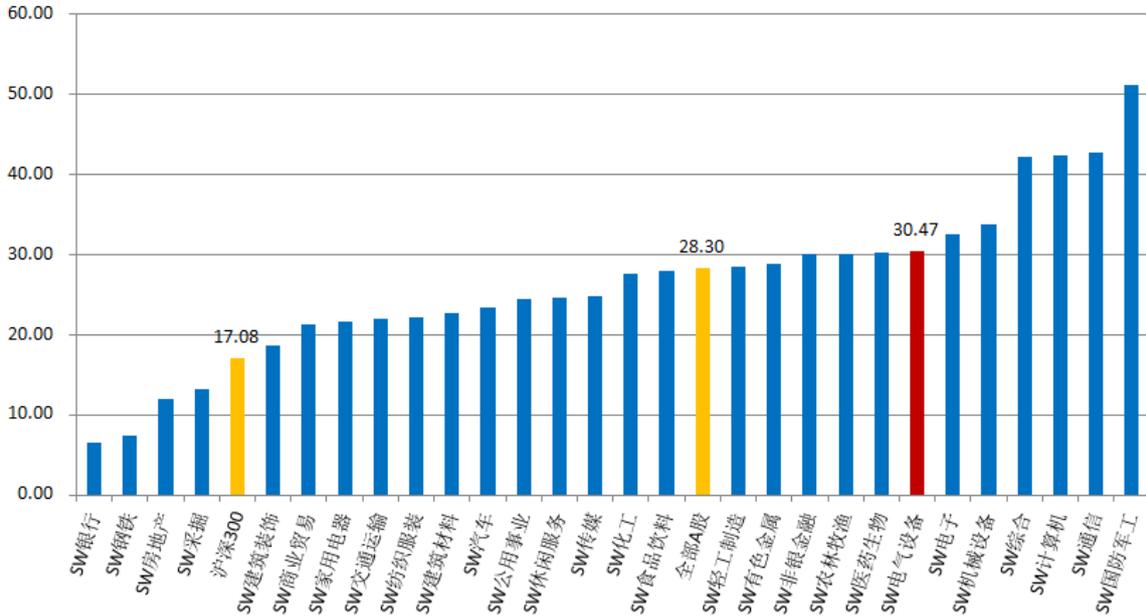
3. 估值分析

横向对比：截止 11 月末，电气设备板块市盈率中值为 30.47 倍，高于市场中位值 28.30 倍，差值较上月末持平。电气设备板块市净率 2.04 倍，低于全 A 市净率 2.18 倍水平。

纵向对比：按周取值，从 2000 年初至今，在 92.20% 的交易日中，电气设备行业市盈率中位数大于当前水平。电气设备板块相对全部 A 股的估值溢价为 8%，统计历史值中，有 59.23% 的值大于该溢价水平，从相对估值角度还有进一步收敛的空间。

图 5：市场估值水平

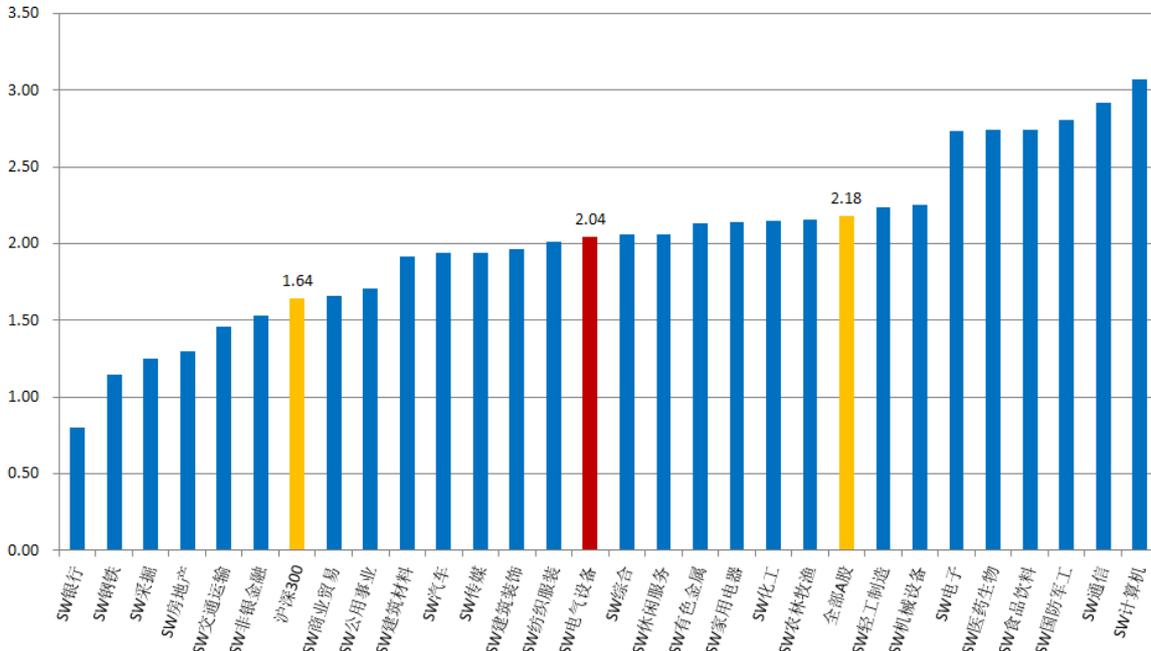
市盈率(TTM, 中值)



资料来源：财富证券，wind，（截止至11月22日）

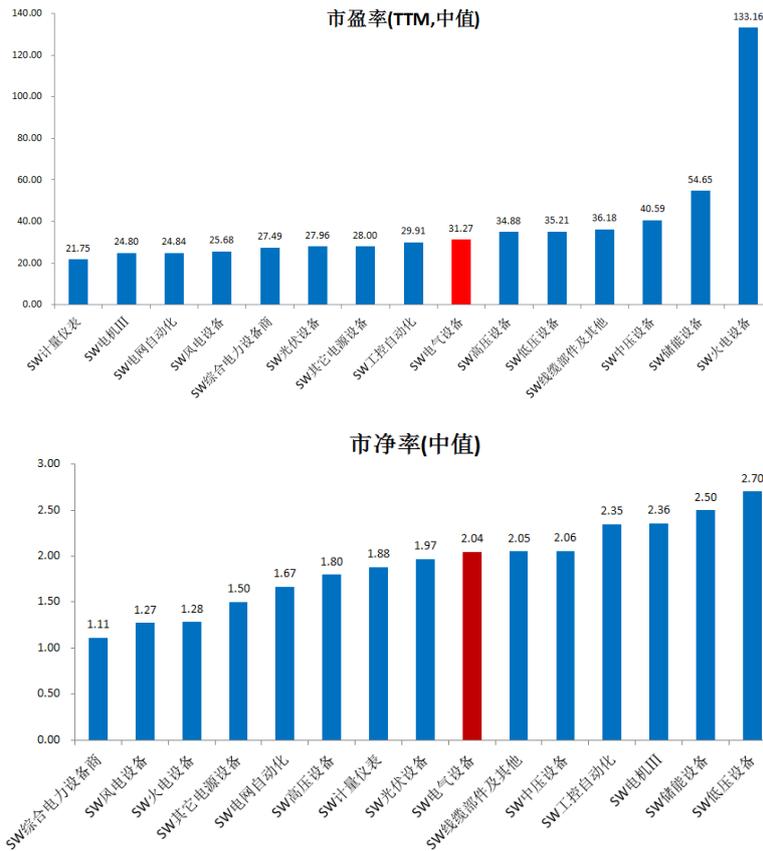
图 6：市场估值水平

市净率(中值)



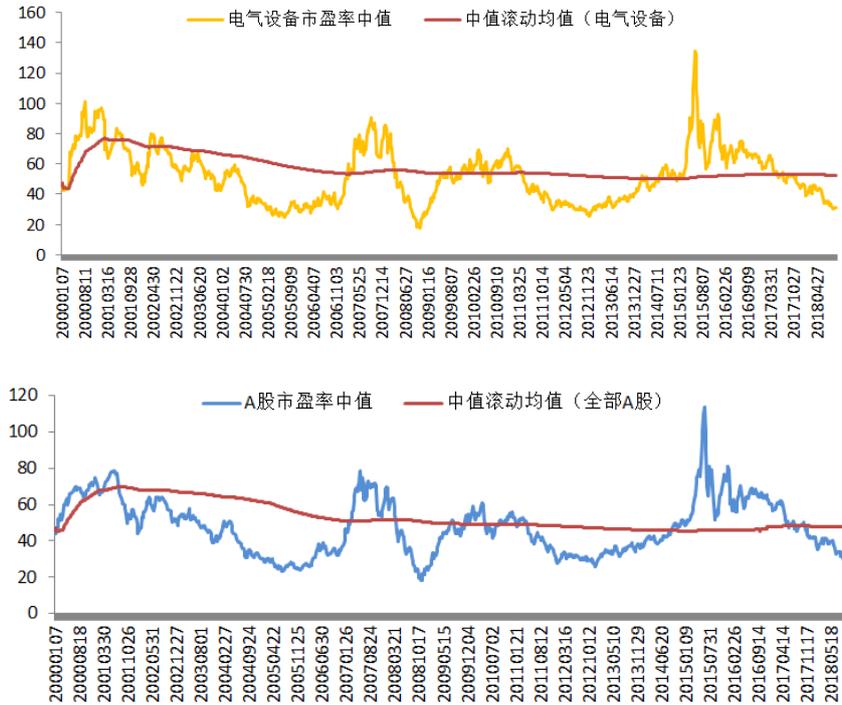
资料来源：财富证券，wind，（截止至11月22日）

图 7：板块估值水平



资料来源：财富证券，wind，（截止至11月22日）

图 8：历史估值水平

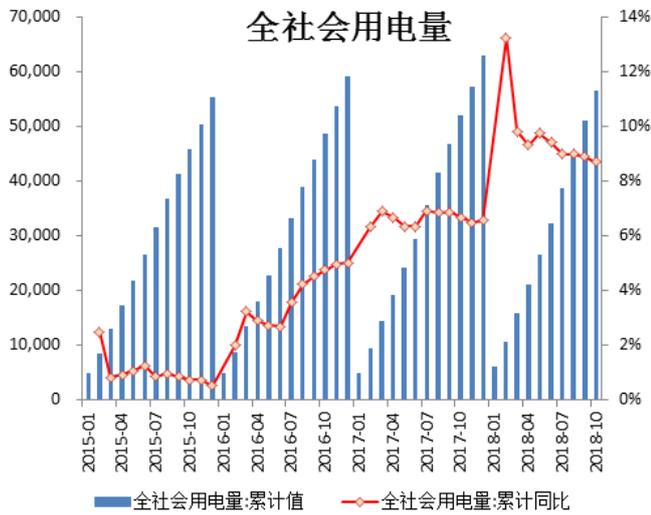


资料来源：财富证券，wind，（截止至11月22日）

二、产业数据

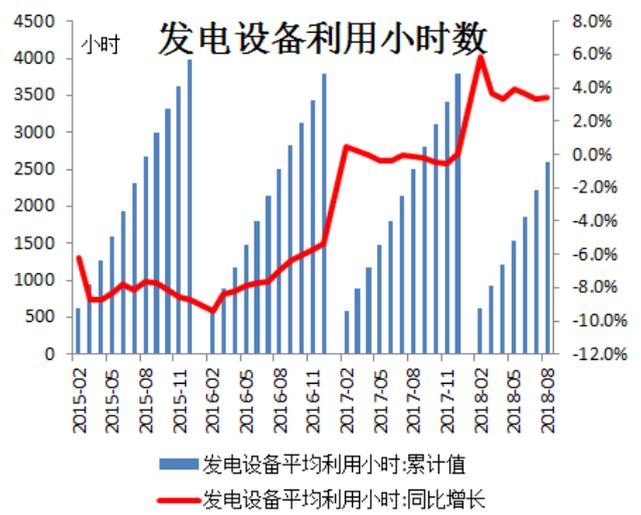
1.用电量与设备利用率

图 9：全社会用电量及增速



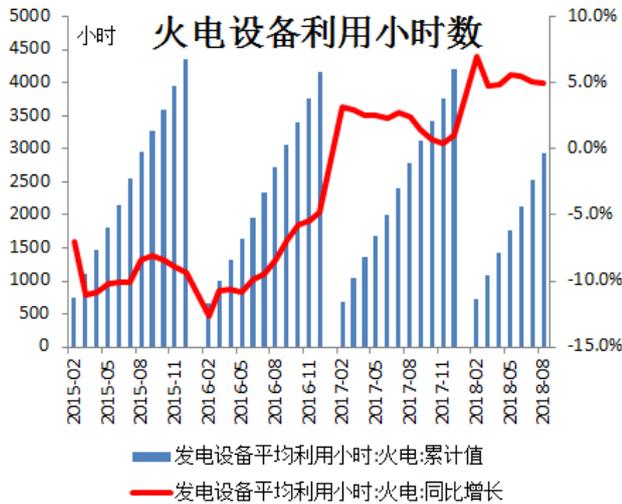
资料来源：财富证券，wind

图 10：发电设备利用小时数



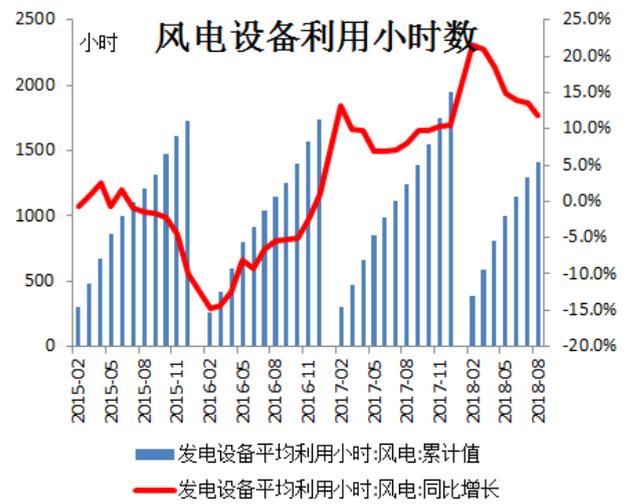
资料来源：财富证券，wind

图 11：火电设备利用小时数



资料来源：财富证券，wind

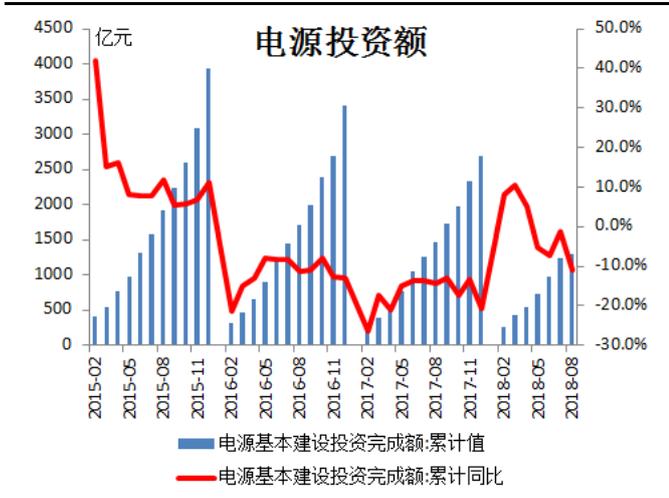
图 12：风电设备利用小时数



资料来源：财富证券，wind

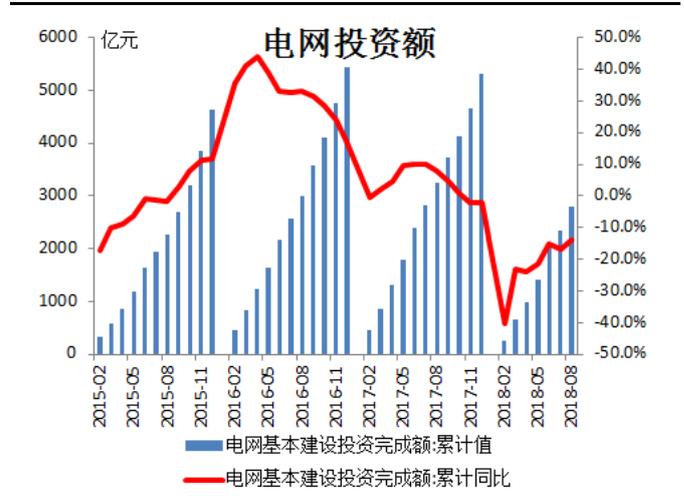
2.投资完成额与发电设备新增容量

图 13: 电源投资额



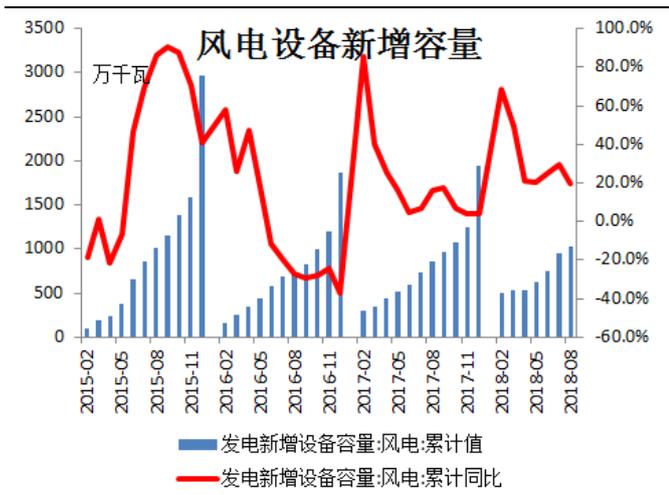
资料来源: 财富证券, wind

图 14: 电网投资额



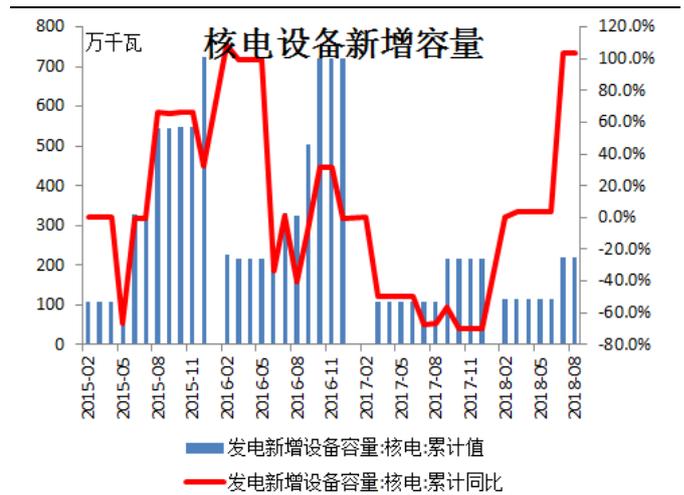
资料来源: 财富证券, wind

图 15: 风电设备新增容量



资料来源: 财富证券, wind

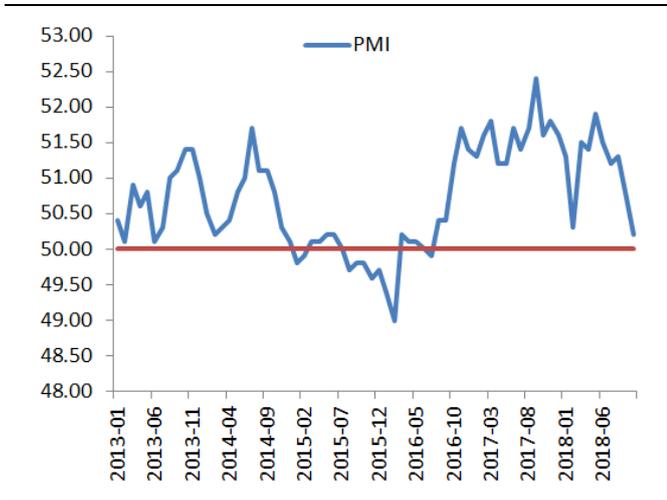
图 16: 核电设备新增容量



资料来源: 财富证券, wind

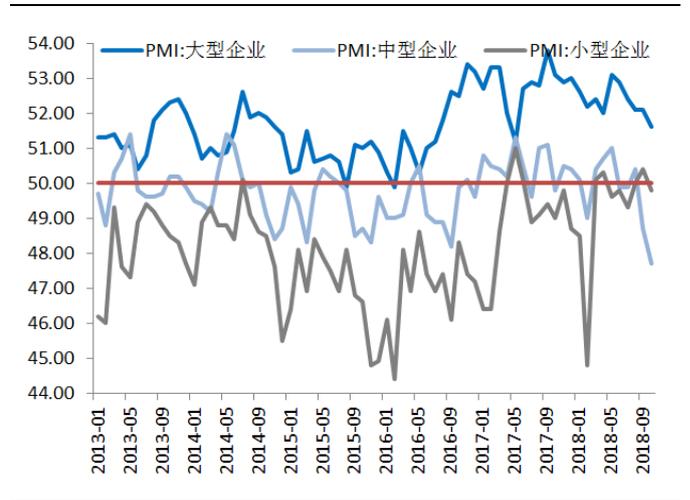
3. 工业指标数据

图 17: PMI



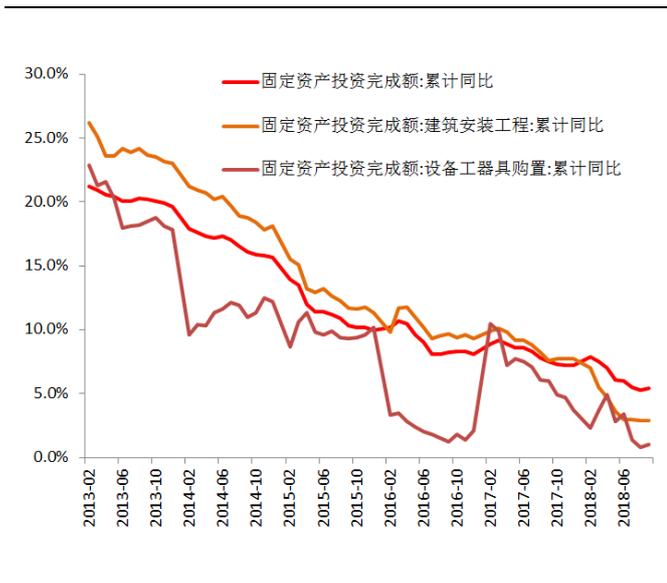
资料来源: 财富证券, wind

图 18: 各类企业 PMI



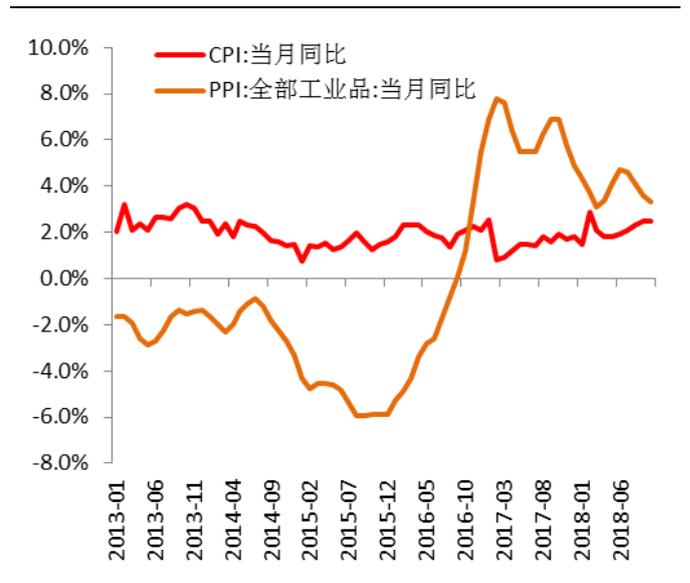
资料来源: 财富证券, wind

图 19: 固定资产投资增速



资料来源: 财富证券, wind

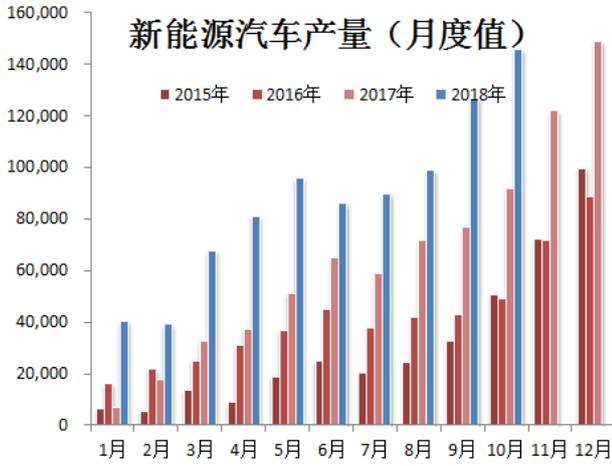
图 20: CPI 与 PPI



资料来源: 财富证券, wind

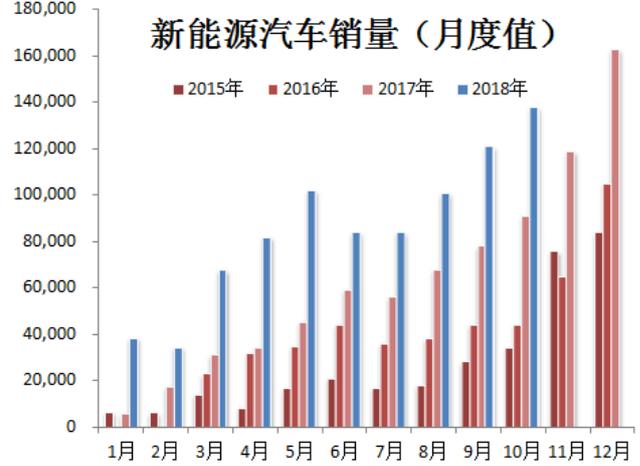
4. 新能源汽车产销量

图 21：新能源汽车产量



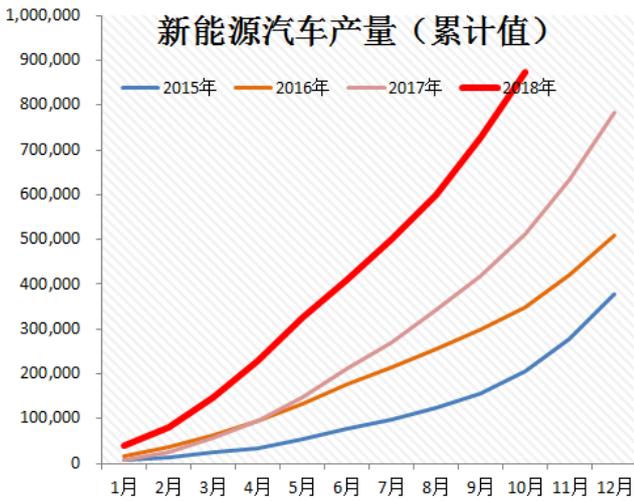
资料来源：财富证券，wind，中汽协

图 22：新能源汽车销量



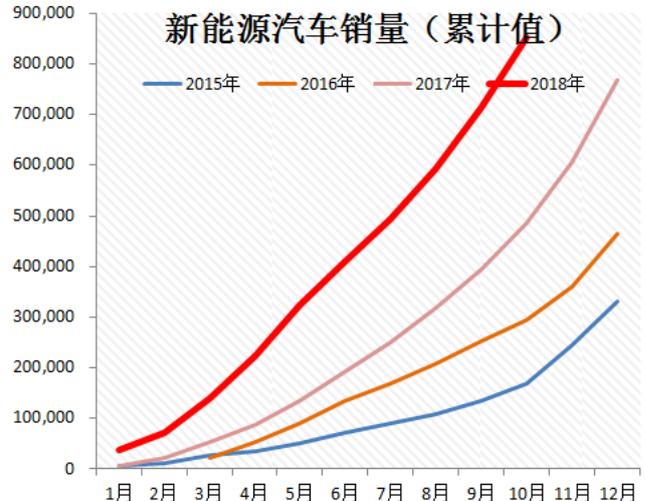
资料来源：财富证券，wind，中汽协

图 23：新能源汽车产量（累计值）



资料来源：财富证券，wind，中汽协

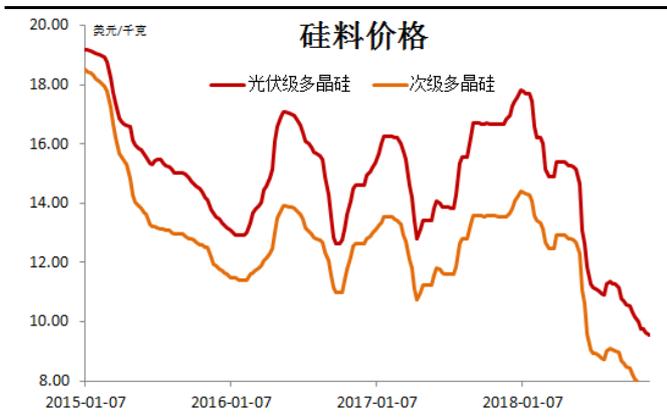
图 24：新能源汽车销量（累计值）



资料来源：财富证券，wind，中汽协

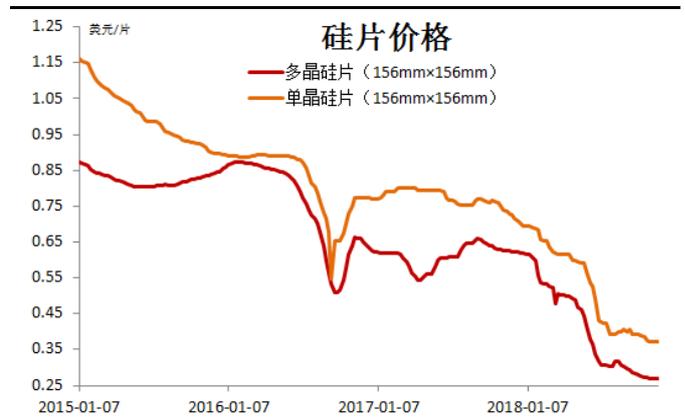
5. 光伏产业链价格数据

图 25: 硅料价格



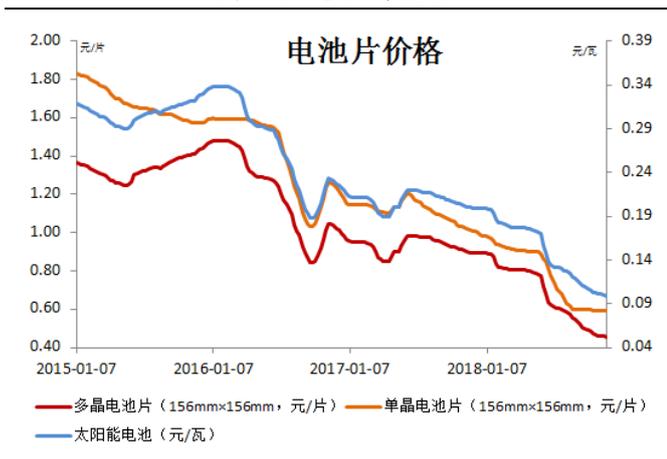
资料来源: 财富证券, wind, 中汽协

图 26: 硅片价格



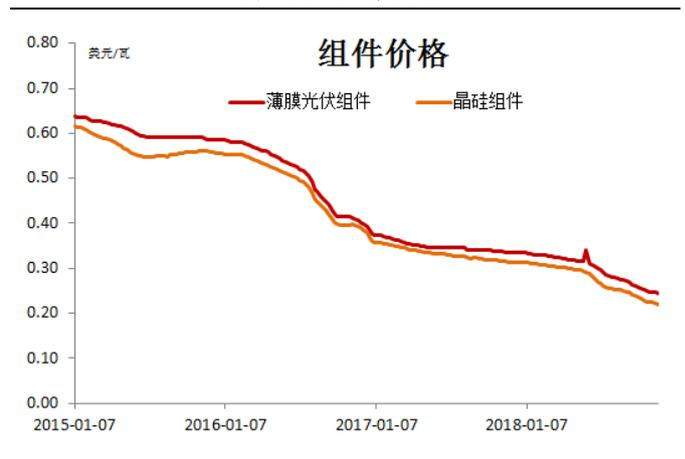
资料来源: 财富证券, wind, 中汽协

图 27: 电池片价格



资料来源: 财富证券, wind, 中汽协

图 28: 组件价格



资料来源: 财富证券, wind, 中汽协

三、三季报数据梳理及全年业绩前瞻

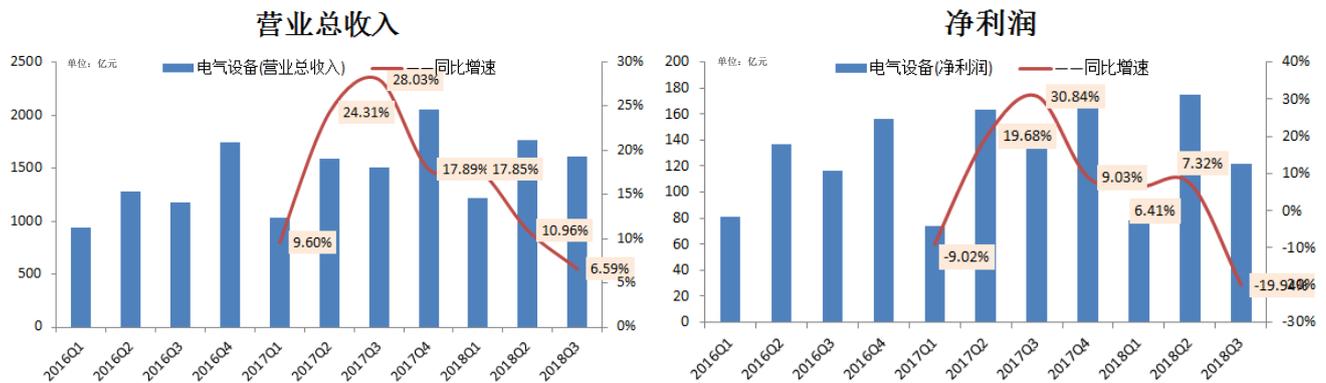
1、行业整体收入及利润增速下滑

电气设备行业整体收入维持增长、利润下滑。统计 sw 电气设备板块 175 家企业, 前三季度, 行业营收 4591.8 亿 (YOY+11.1%), 行业利润 375.4 亿 (YOY-3.5%)。其中, 第三季度行业营收总计 1610.0 亿元 (YOY +6.6%, 增速下滑 21.4pct), 第三季度行业利润总计 121.9 亿元 (YOY -19.9%, 增速下滑 50.7pct)。

拆分公司个体观察, 第三季度: 行业企业营收同比增速中位值 4.8%, 为近 10 个季度的最低值, 行业中有 40.1% 的企业收入下滑; 行业企业利润同比增速-12.4%, 行业中有

57.1%的企业利润下滑。

图 29：行业整体营收及利润增速（单季度）



资料来源：财富证券，能源局，北极星电力网

新能源板块业绩下滑明显，电网二次设备高增长。拆分来看：新能源（光伏及风电）受补贴政策调整影响，收入及利润下滑明显，是业绩压力最大的板块；工控及低压（工控自动化、低压设备、储能）营收增速下移、利润增速转负；电网一次（高压、中压、电缆及附件）因采取成本加成的方式定价，营收稳定增长，但利润持续下滑；电网二次（电网自动化、计量仪表）收入及利润高增长，集中体现在 Q2，主要原为长园集团出售长园电子获得 7.7 亿投资收益、国电南瑞重组并表及会计估计变更。

图 30：各板块收入及增速情况（单位：亿元）

子版块	2017Q1-3		2018Q1-3		2017Q3		2018Q3	
	收入总计	同比增速	收入总计	同比增速	收入总计	同比增速	收入总计	同比增速
新能源发电	1186.2	21.7%	1187.1	0.1%	423.1	36.9%	399.9	-5.5%
工控及低压	688.3	37.0%	762.3	10.8%	255.9	32.3%	267.9	4.7%
电网一次	1393.9	15.9%	1607.9	15.5%	507.4	23.3%	569.9	12.3%
电网二次	494.1	14.7%	616.6	24.8%	195.9	19.9%	232.8	18.8%

资料来源：财富证券，wind

图 31：各板块利润及增速情况（单位：亿元）

子版块	2017Q1-3		2018Q1-3		2017Q3		2018Q3	
	利润总计	同比增速	利润总计	同比增速	利润总计	同比增速	利润总计	同比增速
新能源发电	115.8	16.6%	90.7	-21.7%	49.2	76.9%	28.7	-41.6%
工控及低压	89.7	33.8%	91.0	1.4%	31.4	19.8%	31.0	-1.2%
电网一次	92.2	-6.2%	81.3	11.8%	27.6	-16.9%	26.4	-4.6%
电网二次	53.9	22.5%	79.7	47.7%	27.1	30.9%	27.0	-0.2%

资料来源：财富证券，wind

图 32：各板块毛利率（整体法，单季度）

毛利率	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
新能源发电	22.63%	22.25%	23.58%	21.79%	22.41%	22.10%	22.12%
工控及低压	28.41%	27.23%	27.55%	26.93%	27.06%	27.27%	27.45%
电网一次	20.69%	19.68%	18.31%	19.13%	18.14%	17.70%	17.33%
电网二次	30.44%	30.73%	31.06%	30.75%	31.73%	31.03%	30.56%

资料来源：财富证券，wind

图 33：各板块净利率（整体法，单季度）

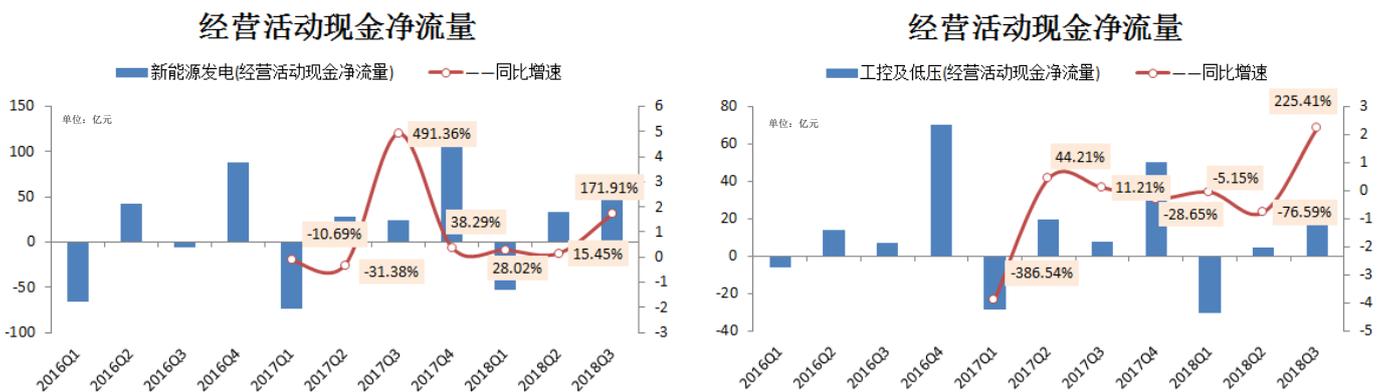
净利润率	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
新能源发电	5.30%	10.69%	11.63%	7.87%	5.82%	9.20%	7.19%
工控及低压	11.40%	14.92%	12.26%	9.60%	10.49%	13.30%	11.57%
电网一次	6.90%	7.55%	5.44%	4.59%	4.97%	5.53%	4.62%
电网二次	5.09%	11.45%	13.82%	13.78%	5.05%	19.23%	11.61%

资料来源：财富证券，wind

2、整体现金流改善，回款能力加强

行业现金流改善，新能源及工控板块持续好转。前三季度，电气设备行业经营现金净流量-70.7 亿 (YOY+70.1%)。单三季度经营现金流 106.4 亿，同比及环比均大幅增长。子板块方面，除电网二次板块外，其余板块经营现金流均好转，工控及低压板块的边际改善最为明显，新能源板块前三季度经营现金流累计增幅最大。

图 34：新能源、工控板块现金流情况（单季度）



资料来源：财富证券，wind

图 35：各板块经营现金流及增速情况（单位：亿元）

子版块	2017Q1-3		2018Q1-3		2017Q3		2018Q3	
	经营现金流	同比增速	经营现金流	同比增速	经营现金流	同比增速	经营现金流	同比增速
新能源发电	-21.0	-32.3%	45.4	316.0%	24.1	491.4%	65.4	171.9%
工控及低压	-1.50	-110.2%	-0.7	56.3%	7.7	11.2%	25.2	22.54%
电网一次	-176.9	-1103.9%	-72.1	59.3%	-48.7	-16779%	7.2	114.8%
电网二次	-35.3	23.3%	-33.2	6.0%	4.2	370.2%	8.2	95.0%

资料来源：财富证券，wind

现金流的影响因素：加强回款催收，收缩现金支付，存货备存放缓。影响经营现金流情况的主要项目有“存货的减少”、“经营性应收项目的减少”以及“经营性应付项目的增加”，根据三季度报资产负债表情况统计上述科目的变动情况。

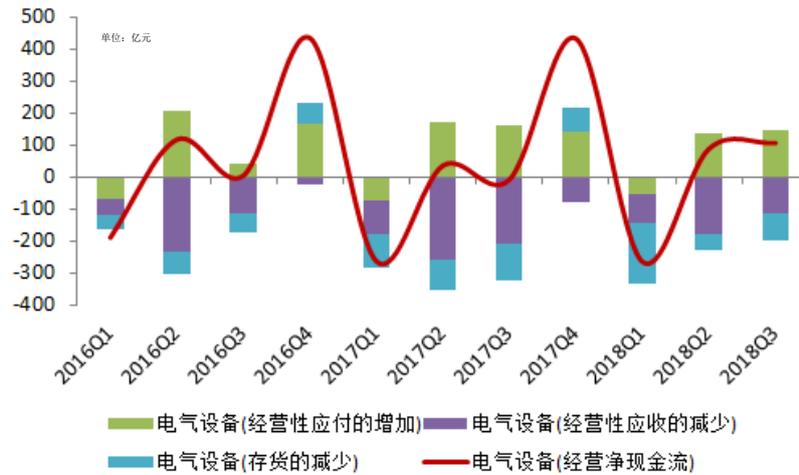
其中：前三季度经营性应付的增加值下降 33.0%，并且呈现边际降幅扩大的趋势，远大于行业利润的降幅，可以解释为企业对新增订单付款标准提升、加强待收贷款的催收，使得应收项目的现金回款好转；前三季度经营性应付的增加值下降 11.2%，降幅小于应收项目，且单第三季度的边际变化平稳，反映出，企业对上游现金支付力度弱于对下游的现金回收力度；存货项持续增长，前三季度累计增加存货 325 亿，同比增长 4.4%，但拆分季度数据看，存货的增长主要发生在第一季度，随后边际递减，第三季度的存货增加值同比下降 61.0%，结合预收款数据（2018Q3 期末预收款 385.7 亿、2017Q3 期末预收款 411.2 亿，同比下降 7%），全行业四季度的订单交付可能进一步放缓。

图 36：行业经营现金净流量影响项目拆分（整体法，单位：亿元）

子版块	2017Q1-3		2018Q1-3		2017Q3		2018Q3	
	增加值	同比增幅	增加值	同比增幅	增加值	同比增幅	增加值	同比增幅
经营性应收项目的变动	576.7	45.6%	386.2	-33.0%	211.3	89.3%	113.5	-46.3%
经营性应付项目的变动	259.2	48.1%	230.3	-11.2%	161.1	308.9%	145.0	-10.0%
存货的变动	311.7	69.6%	325.3	4.4%	115.3	79.9%	83.4	-27.7%

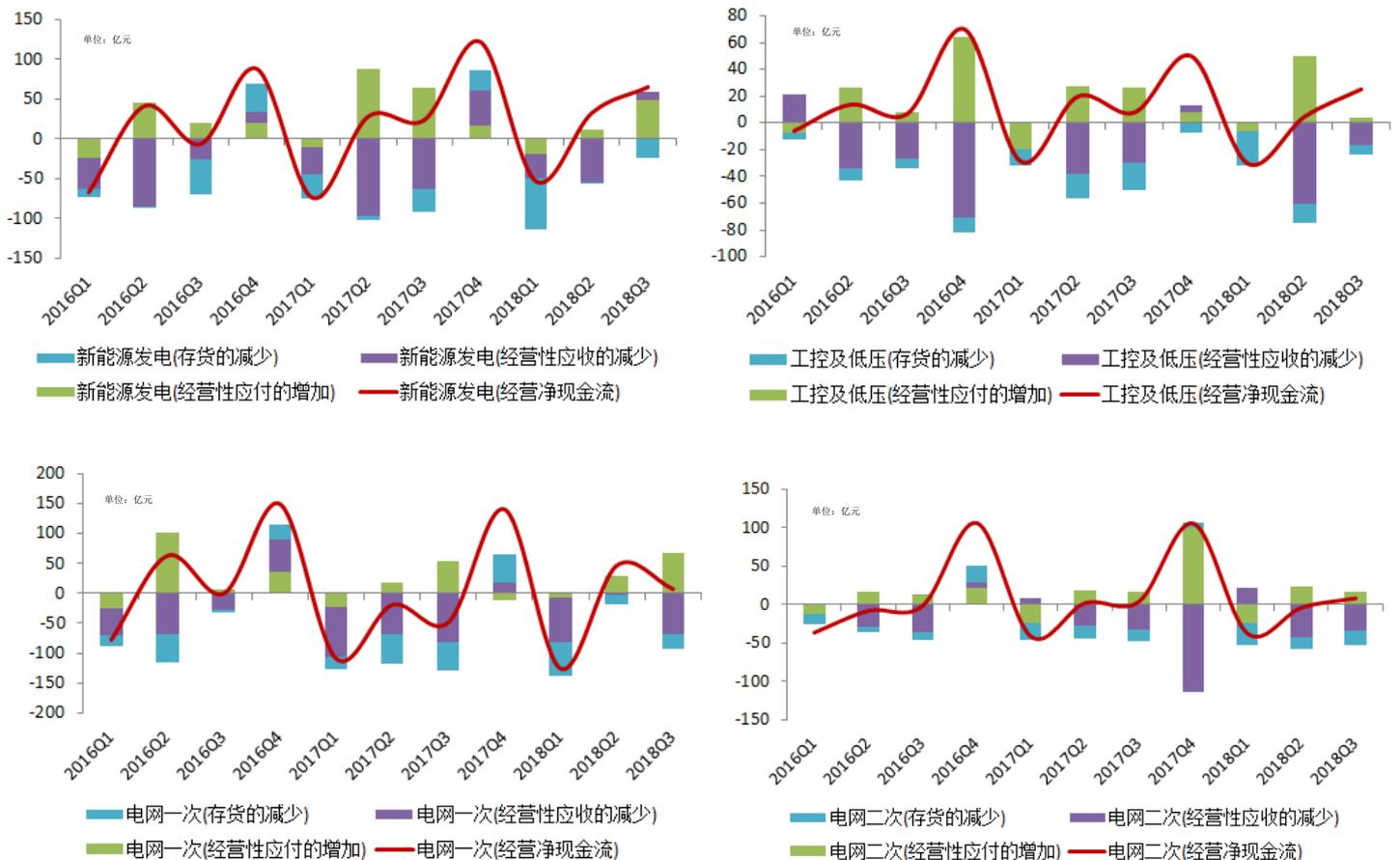
资料来源：财富证券，wind

图 37: 行业经营现金净流量影响项目拆分 (单季度)



资料来源: 财富证券, wind

图 38: 各子版块现金流影响因素拆分 (单季度)



资料来源: 财富证券, wind

3、资本开支维持扩张趋势，增速下移

资本开支扩张趋势不减，新能源发电板块占主要部分，电网一次板块增幅大。全行业资本开支持续增长，前三季度资本开支 502 亿元，增速 13.37%，增速下移 9.37pct。主要的资本开支发生在新能源发电（光伏、风电）板块，考虑去年的第三季度高基数影响，新能源板块资本开支增势较为平稳。电网一次板块资本开支增幅较大，其中特变电工、森源电气的资本开支有较大增长。

图 39：各板块资本开支及增速情况（单位：亿元）

子版块	2017Q1-3		2018Q1-3		2017Q3		2018Q3	
	资本开支	同比增速	资本开支	同比增速	资本开支	同比增速	资本开支	同比增速
新能源发电	210.9	17.4%	237.2	12.4%	80.8	60.7%	75.5	-6.5%
工控及低压	74.8	86.1%	75.1	0.4%	21.1	68.1%	29.8	41.4%
电网一次	84.1	3.2%	104.4	24.2%	26.7	10.5%	32.9	23.0%
电网二次	44.3	12.4%	40.8	-8.0%	12.5	-11.0%	12.4	-0.7%

资料来源：财富证券，wind

4、商誉占总资产比例较低，风险整体可控

全行业商誉增幅平稳，商誉在总资产占比维持低位。截止 2018Q3 期末，行业商誉总值 490.6 亿元，同比增长 13.6%，占总资产比例 3.6%，维持平稳。其中，电网一次板块的商誉增加值和增幅较大，电网二次板块的商誉占比较高。电网一次板块中，南洋股份、金冠电气、智慧能源、鲁亿通及中电兴发的商誉值合计 117.7 亿。电网二次板块中，商誉占比总资产比例的中位值为 2.4%，理工环科、赛摩电气、红相股份、中元股份、长园集团及华自科技的商誉占总资产比例超过 20%，上述公司的商誉值合计 100 亿。另外，工控及低压板块中，企业的商誉占比中位值为 2.9%，是子版块中最高比例。

综上，电网一次及电网二次板块的商誉占比分布较为集中，工控及低压板块的商誉占比整体偏高但分布均匀，新能源发电板块商誉值较低，电气设备行业整体商誉减值风险相对较低。

图 40：各板块商誉及占比情况（单位：亿元）

子版块	2017Q3			2018Q3		
	期末商誉	同比增幅	总资产占比	期末商誉	同比增幅	总资产占比
全行业	431.9	42.5%	3.6%	490.6	13.6%	3.6%
新能源发电	36.0	-0.3%	0.9%	36.9	2.6%	0.8%
工控及低压	58.0	44.9%	3.5%	61.8	6.6%	3.3%
电网一次	131.1	165.2%	3.8%	167.6	27.8%	4.3%
电网二次	121.2	41.7%	7.3%	127.6	5.3%	6.0%

资料来源：财富证券，wind

5、年报业绩前瞻

目前已公布全年业绩预报的企业有 79 家，其中业绩预亏 15 家（占比 19%），盈利维持增长的有 33 家（占比 42%），盈利下滑的 19 家（占比 24%），盈利波动的 12 家（占比 15%），对比 2017 年行业业绩预告情况，行业整体利润变动幅度为-18.1%至 21.9%。

图 41：业绩预告情况对比

2017 年		2018 年	
发布预报数量		已发布预报数量	
138		79	
盈利预增	占比	盈利预增	占比
76	55.1%	33	41.8%
盈利预减	占比	盈利预减	占比
43	31.2%	19	24.1%
盈利波动	占比	盈利波动	占比
17	12.3%	12	15.2%
业绩预亏	占比	业绩预亏	占比
2	1.5%	15	19.0%

资料来源：财富证券，wind，（截止 2018.11.22）

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438