

关注商誉减值风险，锂价呈现企稳迹象

——电力设备与新能源及电力环保行业月报（2018年12月）

月度投资观点

展望2018年12月，我们认为，对电新及电力环保行业而言，业绩真空期将延续，行业股价走势易受到政策和行业统计数据发布等因素的催化影响。

11月16日，证监会发布《会计监管风险提示第8号——商誉减值》，我们预计，上市公司对于2018年年报商誉减值事项及相关数据的披露，将趋于严格；如遇重估，将对资产负债表和利润表产生一定影响。我们在正文中选取电新板块作了分析，认为：商誉监管趋严对电新板块走势造成整体性压力的概率较小，但部分个股仍存在不可忽视的减值风险。建议投资者对持仓与拟持仓个股，尤其是已披露商誉值超过10亿元，以及已披露商誉相对于总资产的比例超过10%的个股，结合基本面逐一分析，合理评估风险。相对而言，已披露商誉值可控、近年来并购谨慎、内生性增长对业绩贡献较大的标的，受商誉监管趋严冲击预期较小，建议关注：太阳能、尚纬股份、国轩高科、久立特材等。

此外，建议关注精选个股：福能股份、东方电气、国祯环保，以及特高压受益标的平高电气。

月度市场动态

□ 行业要事

国务院发文，促清洁能源消纳。我们认为，该《行动计划》直指清洁能源消纳、平价上网等现实问题，力促行业提质增效。增量配电网试点低预期，官方推12个直接联系项目以期及时跟踪。

□ 行业数据追踪

2018年11月MB钴价基本平稳，但长江有色钴价下滑14.6%；11月财新PMI（中国制造业）终值50.2，较上月上升0.1；11月生意社碳酸锂价格基本平稳，电池级碳酸锂12月初报价8.96万元/吨；1-10月用电量同比增长8.7%，电源与电网投资额同比下降；11月光伏产业链产品价格继续小幅下行。

□ 产业动态

官方发文促清洁能源消纳；多省发布危废新政；张北-雄安特高压工程获核准；2019年起将取消GW级核电机组等装备的免税政策；广东加快海上风电建设，多个项目公示待核准。

风险提示

新能源发电与新能源汽车的单位补贴额度未来几年大概率逐年退坡。

一些个股存在商誉减值幅度超出预期的风险，或于2018年年报体现。

行业估值中枢能否维持，在一定程度上存在不确定性。行业投资总量增长或将放缓，市场竞争或趋激烈；清洁能源发电建设、电力重点工程建设、新能源汽车推广进度或低于预期；上市公司于新领域的布局、拓展，或存试错风险。

分析师：郑丹丹

执业证书：S1230515060001

电话：021-80108040

邮箱：zhengdandan@stocke.com.cn

分析师：高志鹏

执业证书：S1230518090005

电话：021-80105923

邮箱：gaozhipeng@stocke.com.cn

分析师：牛波

执业证书：S1230518090002

电话：021-80105933

邮箱：niubo@stocke.com.cn

细分行业评级

电力设备与新能源及电力环保 看好

公司推荐

福能股份	买入
国轩高科	买入
东方电气	增持
国祯环保	买入
平高电气	中性

相关报告

1《业绩真空期再启，微观经营风险不可忽略（电新电力环保行业2018年11月报）》2018.11.9

2《锂价降幅收窄，关注季报发布（电新电力环保行业2018年10月报）》2018.10.15

3《一批输变电重点工程将启动，锂价自年初降一半（电新电力环保行业2018年9月报）》2018.9.14

报告撰写人：郑丹丹、高志鹏、牛波

数据支持人：王俊阳

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 行业趋势观察	6
2.1. 证监会发文，强化商誉减值的会计监管	6
2.2. 官方发文促清洁能源消纳	7
2.3. 增量配电网试点低预期，官方推 12 个直接联系项目以期及时跟踪	7
3. 市场近期动态	8
3.1. 行业数据追踪	8
3.1.1. 2018 年第 12 批新能源目录车型公布	8
3.1.2. 光伏产业链产品价格继续小幅下行	8
3.1.3. 2018 年 1-10 月用电量同比增长 8.7%，电源与电网投资额同比下降	9
3.1.4. 财新 PMI（中国制造业）2018 年 11 月终值 50.2	9
3.1.5. 国内外钴市场 11 月出现价格涨跌分化	9
3.1.6. 碳酸锂价格出现企稳迹象	10
3.2. 产业动态	11
3.2.1. 特高压建设：张北-雄安特高压工程获核准	11
3.2.2. 海上风电：广东阳江密集发布 5.6GW 海上风电项目核准前公示	11
3.2.3. 2019 年起将取消 GW 级核电机组等装备的免税政策	11
3.2.4. 多省发布危废新政，危废处置攻坚战或已拉开序幕	11
3.2.5. KCC 公司将暂停部分钴产品出口与销售	11
4. 重点推荐	12
福能股份（600483）：底气十足，业绩有望稳步改善，“买入”评级	12
国轩高科（002074）：回购股份实施顺利，利好长久发展，“买入”评级	12
东方电气（600875）：盈利水平改善明显，期待海外与新能源持续拓展，“增持”评级	12
国祯环保（300388）：在手订单充足，运营资产丰厚，“买入”评级	13
平高电气（600312）：连获订单与中标，盈利持续改善可期，“中性”评级	13
风险提示	14
致谢	14

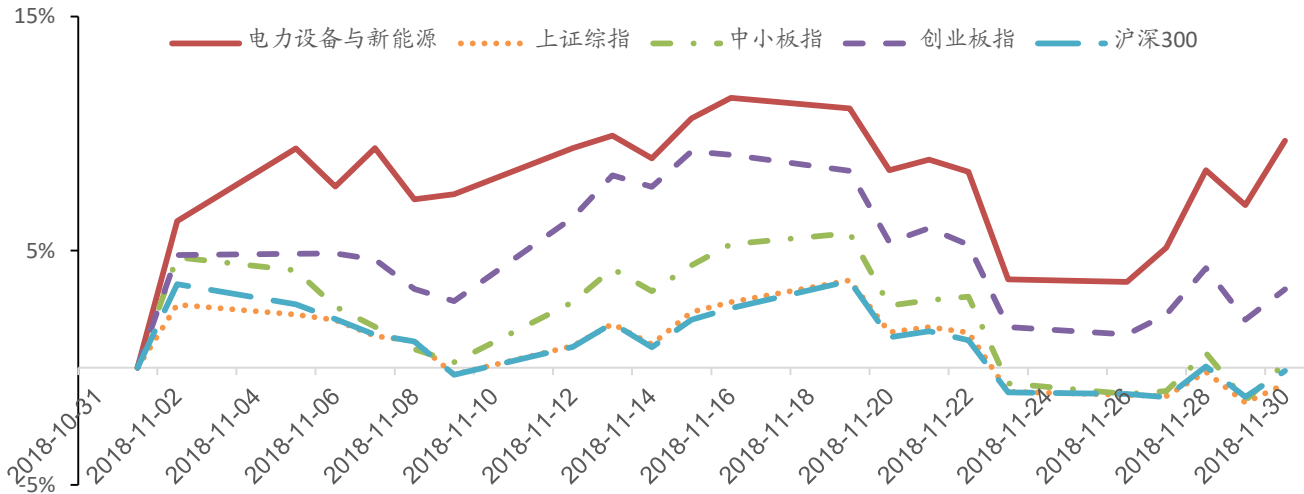
图表目录

图 1: 2018 年 11 月电力设备与新能源行业走势	4
图 2: 2018 年 11 月锂业板块走势	4
图 3: 2018 年 11 月光伏板块走势	5
图 4: 2018 年 11 月核电板块走势	5
图 5: 2018 年 11 月环保板块走势	5
图 6: 电新板块上市公司按 2018 年三季度末商誉值的数量分布	6
图 7: 电新板块上市公司按 2018 年三季度末商誉相对于总资产比例的数量分布	6
图 8: 2018 年第十二批新能源汽车目录车型结构 (按功能分类)	8
图 9: 2018 年第十二批新能源汽车目录车型结构 (按动力类型)	8
图 10: 光伏级多晶硅价格 (美元/千克)	8
图 11: 硅片价格 (美元/瓦)	8
图 12: 晶硅电池价格 (美元/片)	9
图 13: 组件价格 (美元/瓦)	9
图 14: 2015 年初以来财新 PMI (原汇丰 PMI 中国制造业) 走势	9
图 15: MB 自由市场钴 (美元/磅)	10
图 16: 长江有色市场 1#钴价格走势 (万元/吨)	10
图 17: 电池级碳酸锂价格走势 (2018.9.4-12.3)	10
图 18: 工业级碳酸锂价格走势 (2018.11.2-12.2)	10

1. 行情回顾

2018年11月市场呈“凸”字型走势，股指月底与月初持平。电力设备与新能源行业、中小板指、创业板指分别上涨9.69%，0.19%，3.35%，上证综指、沪深300指数分别下跌0.69%，0.14%。电力设备与新能源行业走势强于沪深300，如图1所示。

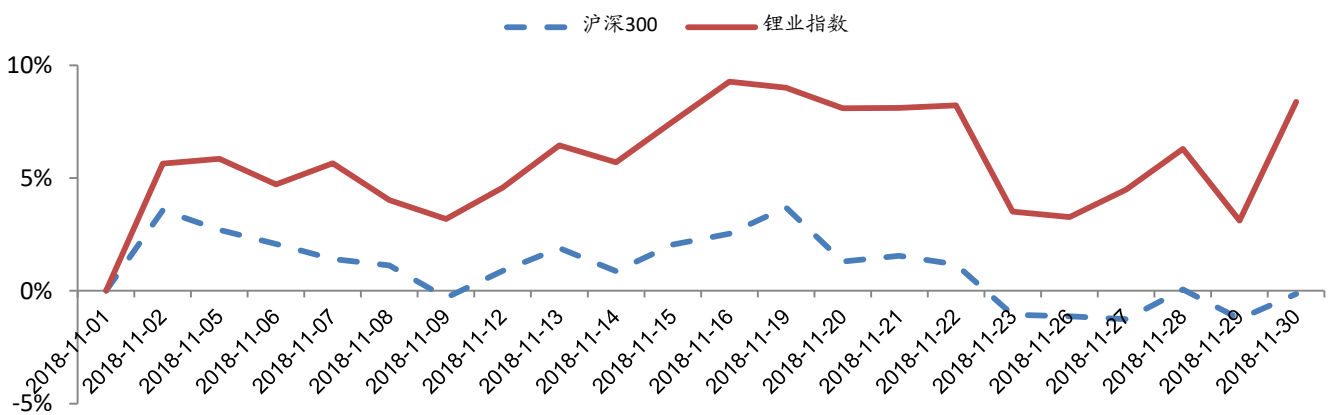
图 1：2018 年 11 月电力设备与新能源行业走势



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

锂业板块 2018 年 11 月升幅 8.39%，整体强于沪深 300。纳入统计的包括：天齐锂业、赣锋锂业、江特电机、融捷股份、西藏矿业、盐湖股份、西部矿业、西藏城投。我们认为，主要原因在于，新能源汽车产销保持快速增长势头，锂价近期呈现企稳迹象。

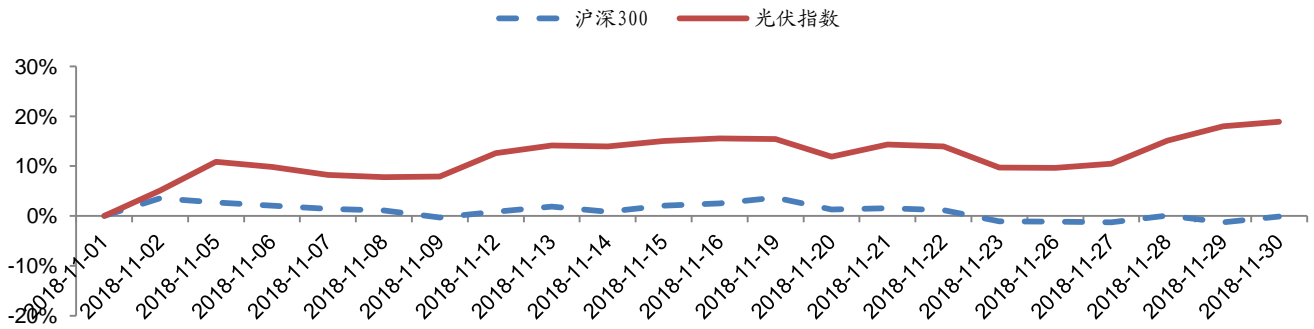
图 2：2018 年 11 月锂业板块走势



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

光伏板块走势如图 3 所示，11 月升幅 18.86%。纳入统计的包括：福斯特、京运通、太阳能、隆基股份、亿晶光电、旷达科技、兆新股份、*ST 海润、中来股份、晶盛机电、阳光电源、东方日升、向日葵、天龙光电、亚玛顿、爱康科技、协鑫集成、中利集团、拓日新能、中环股份、金辰股份、振江股份、清源股份。我们认为，主要原因在于，国家能源局通过 10 月底新闻发布会传递积极信号，比如：光伏发电消纳持续好转，光伏领跑基地在降低成本与电价方面取得较好效果，市场对此反应积极，预期政策将持续支持新能源产业发展。

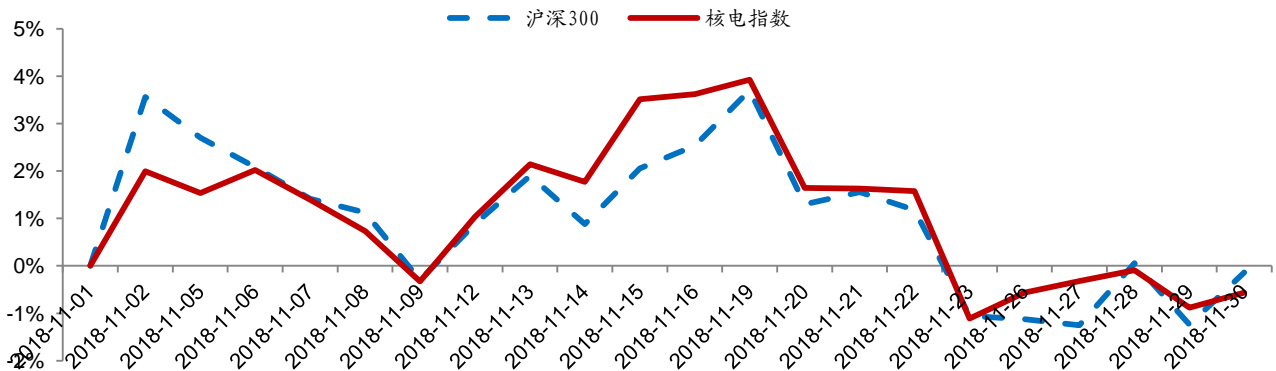
图 3：2018 年 11 月光伏板块走势



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

核电板块走势如图 4 所示，11 月微跌 0.57%，整体走势接近沪深 300。纳入统计的包括：东方电气、上海电气、中国核电、台海核电、浙富控股、应流股份、南风股份、海陆重工、中核科技、江苏神通、科新机电、日机密封。

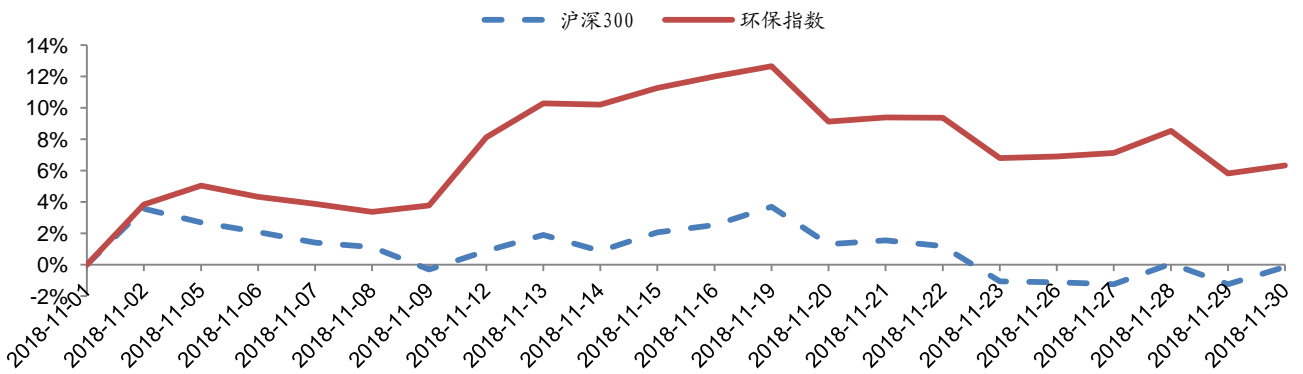
图 4：2018 年 11 月核电板块走势



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

环保板块走势如图 5 所示，11 月升幅 6.33%，前高后低，走势总体强于沪深 300 指数。纳入统计的股票有 60 个（具体略）。

图 5：2018 年 11 月环保板块走势



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

2. 行业趋势观察

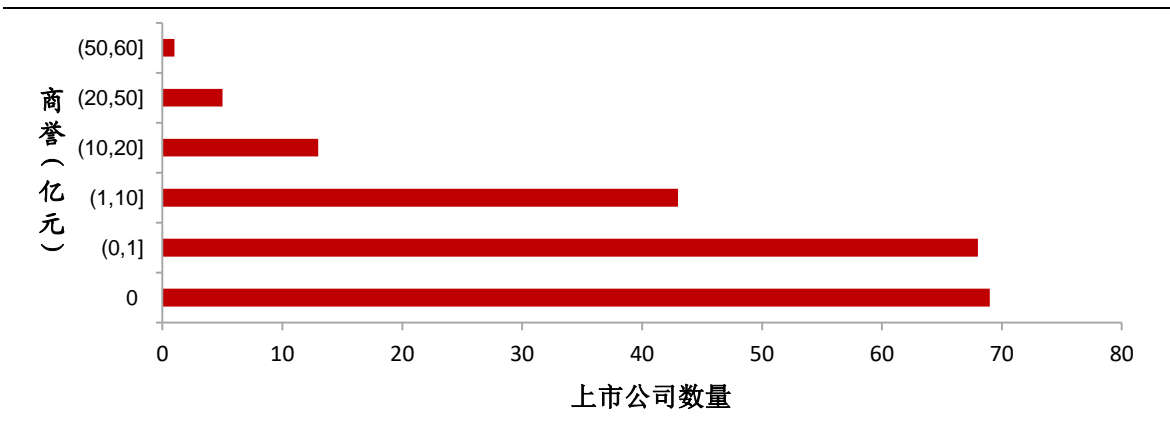
2.1. 证监会发文，强化商誉减值的会计监管

2018年11月16日，中国证监会于其官网发布《会计监管风险提示第8号——商誉减值》，旨在进一步规范上市公司商誉减值的会计处理及信息披露，这是证监会时隔17个月首次更新发布《会计监管风险提示》。对于电新及公用环保行业而言，我们预计，上市公司对于2018年年报商誉减值事项及相关数据的披露，将趋于严格；如遇重估，将对资产负债表和利润表产生一定影响。

我们重点对电力设备与新能源板块的商誉减值压力作了研究，将199家上市公司的相关数据纳入统计，涵盖智能电网、锂电、清洁能源（风光发电与核电）及设备细分板块。

电新板块纳入统计的199家上市公司中，34.7%的公司2018年三季度末商誉为0，34.2%的公司商誉在1亿元以内（不为0），13家公司的商誉在10~20亿元之间，5家在20~50亿元之间，1家超过50亿元，如图6所示。

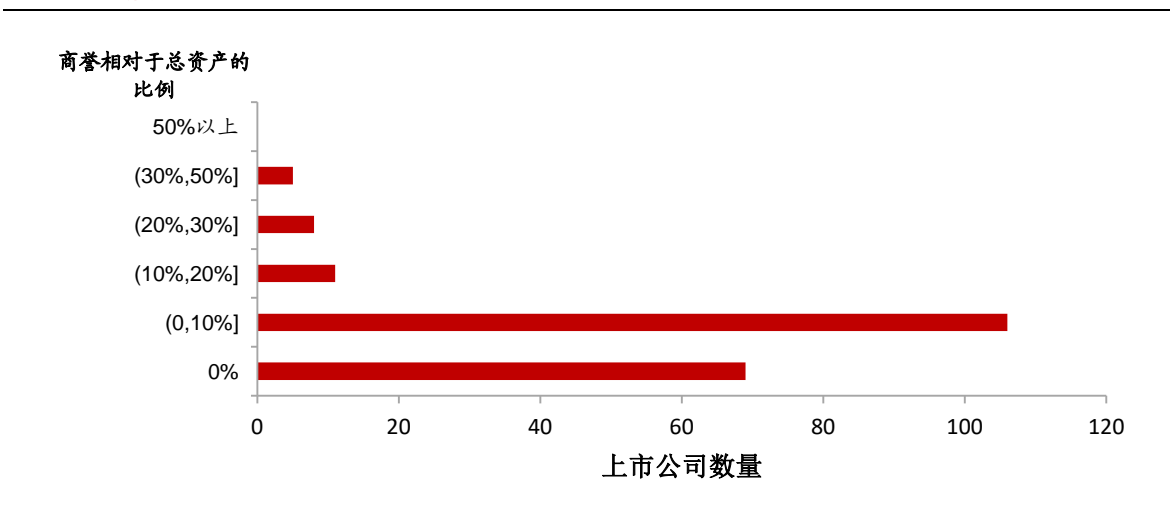
图 6：电新板块上市公司按 2018 年三季度末商誉值的数量分布



资料来源：同花顺 iFind、浙商证券研究所

如以2018年三季度末商誉相对于总资产的比例为研究指标，前述样本中，53.3%的公司该比例介于0~10%（不为0），5.5%的公司介于10%~20%之间，4.0%的公司（8家）介于20%~30%之间，5家公司介于30%~50%之间，如图7所示。

图 7：电新板块上市公司按 2018 年三季度末商誉相对于总资产比例的数量分布



资料来源：同花顺 iFind、浙商证券研究所

我们判断，商誉监管趋严对电新板块走势造成整体性压力的概率较小，但部分个股仍存在不可忽视的减值风险。建议投资者对持仓与拟持仓个股，尤其是已披露商誉值超过 10 亿元，以及已披露商誉相对于总资产的比例超过 10% 的个股，结合基本面逐一分析判断，合理评估风险。相对而言，已披露商誉值可控、近年来并购谨慎、内生性增长对业绩贡献较大的标的，受该商誉监管趋严政策冲击预期较小，建议关注：太阳能、尚纬股份、国轩高科、久立特材等。

2.2. 官方发文促清洁能源消纳

国家能源局四川监管办公室官网 11 月 30 日转发了国家发改委、国家能源局《关于印发清洁能源消纳行动计划（2018-2020 年）的通知》，要点如下。

该《行动计划》给出具体指标：1）2018-2020 年，全国水能利用率 95% 以上，光伏弃光率低于 5%；2）核电 2018 年大部分实现安全保障性消纳，2019 年基本实现全国安全保障性消纳，2020 年实现全国安全保障性消纳；3）风电弃风率 2018 年低于 12%（力争 10% 以内），2019 年低于 10%（力争 8% 以内），2020 年控制在合理水平（力争 5% 左右）。

在电力体制改革与配套政策引导方面，提出（但不限于）：电力现货市场建设试点自 2019 年逐步投入运行；力争 2018 年全面启动可再生能源电力配额制度；鼓励非水可再生能源积极参与电力市场交易；制定新能源补贴逐年退坡计划，加快推进平价上网，2020 年实现新增陆上风电机组与煤电机组平价上网，尽早实现新增集中式光伏发电上网侧平价上网；落实清洁能源优先发电制度。

我们认为，该《行动计划》直指清洁能源消纳、平价上网等现实问题，力促行业提质增效，建议关注有望受益清洁能源运营效率改善预期的相关标的，如：中国核电、福能股份、太阳能、林洋能源。

2.3. 增量配电网试点低预期，官方推 12 个直接联系项目以期及时跟踪

据《中国能源报》（2018.11.12 第 12 版）援引中国能源研究会中小配电企业发展战略研究中心 11 月 8 日发布的《增量配电网发展研究白皮书 2018》所作统计，自 2016 年 11 月 27 日第一批至 2018 年 6 月 25 日第三批试点补充名单公布，国家发改委、国家能源局共批复 320 个试点项目，截至 2018 年 10 月，仅有 83 个试点项目（第一批 60 个、第二批 18 个、第三批 5 个）完成配电网规划编制，占比仅 26%；三批试点的（单项目）投资规模逐渐减小，第三批试点已披露投资规模的，皆在 10 亿元以下；三批项目中，244 个试点项目未确定供电范围，占比 76.25%。

据微信公众号“北极星售电网”于 2018 年 11 月 29 日报道，国家发改委办公厅、国家能源局综合司于 11 月 16 日下发《关于建立增量配电网业务改革试点项目直接联系制度的通知》（发改办经体[2018]1492 号），选取 12 个试点项目作为直接联系项目，以期及时跟踪了解试点项目进展情况，研究解决改革试点中存在的问题，加快推进试点项目落地见效。这 12 个直接联系试点项目为：辽宁大连瓦房店增量配电网业务试点、江苏连云港徐圩新区增量配电网业务试点、福建福州市江阴工业集中区增量配电网业务试点、江西上饶经开区马鞍山南片区光伏产业园增量配电网业务试点、山东青岛市红岛经济区（高新区）增量配电网业务试点、河南郑州航空港经济综合实验区增量配电网业务试点、河南洛阳市洛龙高新技术产业开发区增量配电网业务试点、贵州贵安新区增量配电网业务试点、云南文山州西畴兴街出口贸易加工区增量配电网业务试点、陕西富平区域综合能源增量配电网业务试点、甘肃瓜州柳沟综合物流及现代煤化工产业园区增量配电网业务试点、宁夏宁东能源化工基地增量配电网业务试点。

我们判断，各参与方尤其社会资本对增量配电网的投资热情有所降温。2018 上半年，官方就增量配电网推出若干政策，如：旨在解决增量配网与公共电网供区划分争议的《增量配电网业务配电网区域划分实施办法（试行）》，以及旨在解决“增量”“存量”区分争议与鼓励“存量”加入“增量”的《关于进一步推进增量配电网业务改革的通知（征求意见稿）》，但仍存在配电网定价与项目盈利预期不明确、吸引力不够等现实问题。12 个直接联系试点项目的确定，彰显官方力推增量配电网试点的决心，以及力求解决现实问题的态度。我们认为，改革不能一蹴而就，但仍需推进前行，在探索中寻找务实方案。

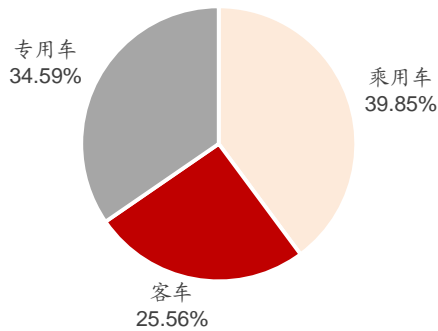
3. 市场近期动态

3.1. 行业数据追踪

3.1.1. 2018 年第 12 批新能源目录车型公布

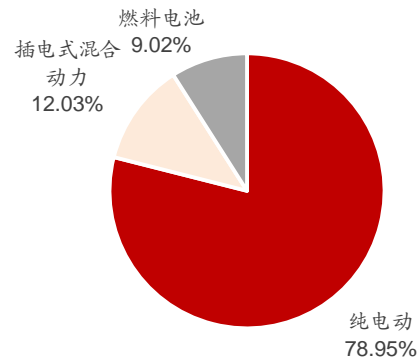
2018 年 12 月 3 日，工信部发布了 2018 年第十二批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》，共包含 133 款车型，包括：乘用车 53 款，占 40%；客车 34 款，占 25%；专用车 46 款，占 35%，如图 8 所示；该批目录共包含 105 款纯电动车型、16 款插电式混合动力车型，12 款燃料电池车型，分别占比 78.95%、12.03%，9.02%，如图 9 所示。

图 8：2018 年第十二批新能源汽车目录车型结构（按功能分类）



资料来源：工信部、浙商证券研究所

图 9：2018 年第十二批新能源汽车目录车型结构（按动力类型）

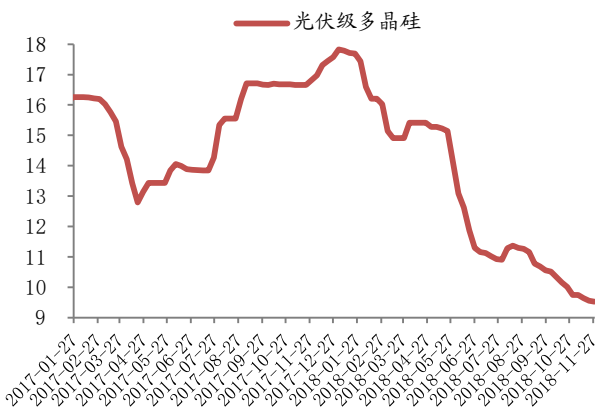


资料来源：工信部、浙商证券研究所

3.1.2. 光伏产业链产品价格继续小幅下行

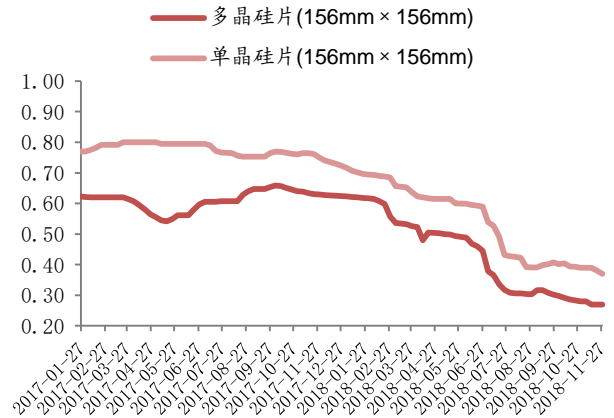
11 月光伏产业链中，光伏级多晶硅最新价格（截至 2018 年 11 月 30 日）回落至 9.53 美元/千克；硅片价格本月走势微降，其中多晶硅片报 0.27 美元/瓦，单晶硅片报 0.37 美元/瓦；晶硅电池产品本月走势分化，多晶硅电池价格平稳，报 0.46 美元/片，单晶硅电池价格走势略涨，报 0.6 美元/片；晶硅光伏组件平稳，报 0.22 美元/瓦，薄膜光伏组件下跌 1.62%，报 0.24 美元/瓦。如图 10-13 所示。

图 10：光伏级多晶硅价格（美元/千克）



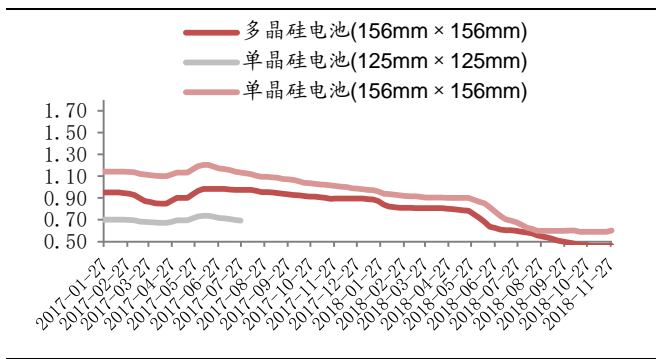
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 11：硅片价格（美元/瓦）



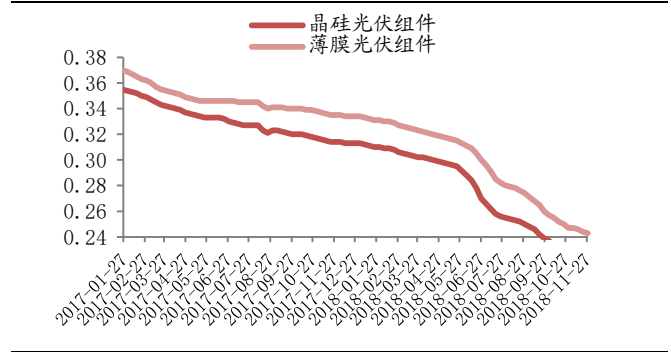
资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 12: 晶硅电池价格 (美元/片)



资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

图 13: 组件价格 (美元/瓦)



资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

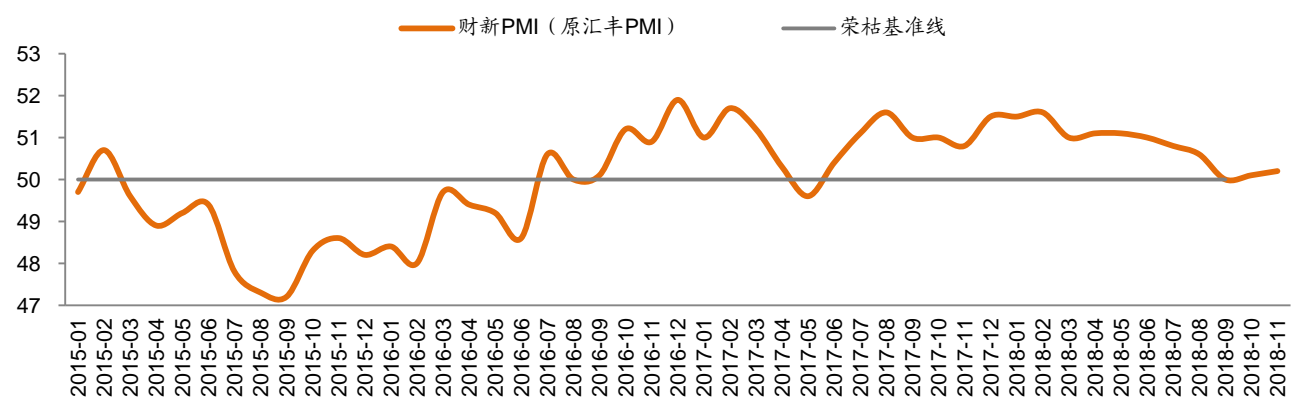
3.1.3. 2018 年 1-10 月用电量同比增长 8.7%，电源与电网投资额同比下降

据能源局发布的统计数据，2018 年 1-10 月，全国全社会用电量约为 5.66 万亿千瓦时，同比增长 8.7%，其中第二产业用电量 3.86 万亿千瓦时，同比增长 7.2%，对全社会用电量贡献率达到 68.2%。1-10 月，电源工程投资完成额 1919 亿元，同比下降 2.9%；电网工程投资完成额 3814 亿元，同比下降 7.6%。我们认为，相关行业已告别投资总量增长的发展阶段，该趋势得到进一步确认，建议投资者关注特高压等高端输电工程、大型水电、核电等细分环节的结构性投资机会，以及上市公司业务转型带来的发展契机。

3.1.4. 财新 PMI (中国制造业) 2018 年 11 月终值 50.2

2018 年 11 月财新 PMI (中国制造业) 终值 50.2，较上月上升 0.1，居于枯荣基准线之上，如图 14 所示。

图 14: 2015 年初以来财新 PMI (原汇丰 PMI 中国制造业) 走势

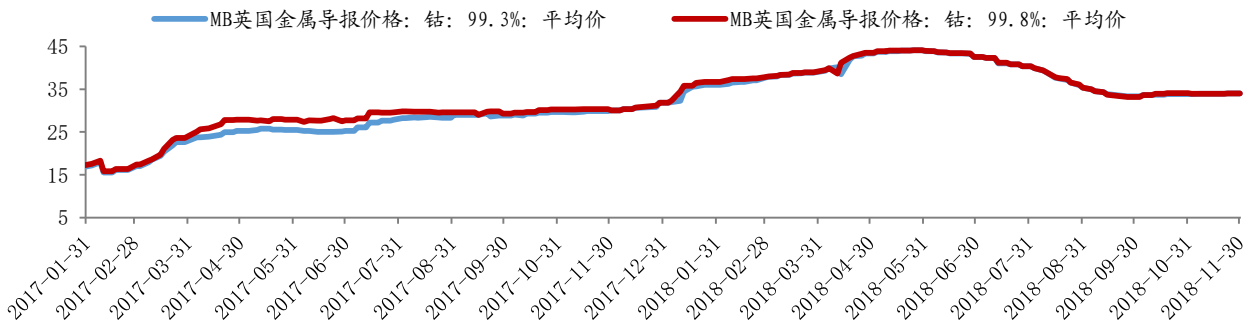


资料来源: 同花顺 iFind、浙商证券研究所

3.1.5. 国内外钴市场 11 月出现价格涨跌分化

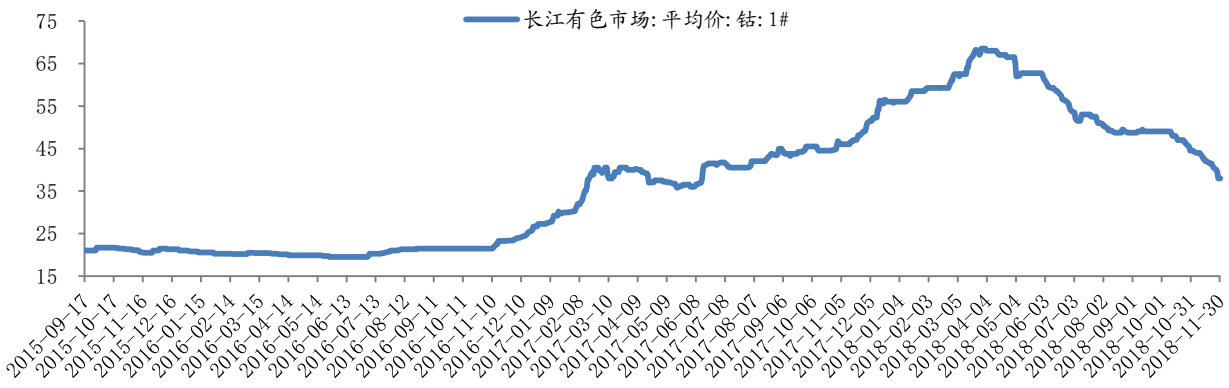
据 MB 自由市场数据显示，截至 2018 年 11 月 30 日，钴 (99.3%)、钴 (99.8%) 分别报价 33.98 美元/磅、34.0 美元/磅，较 2017 年底分别上涨 6.69%、6.75%，较 2018 年 10 月底 (33.88 美元/磅、34.05 美元/磅) 上涨 0.3%、下跌 0.15%。如图 15 所示。国内方面，截至 2018 年 11 月 30 日，长江有色市场钴价为 38 万元/吨，较 2017 年底下跌 32.14%，较 2018 年 10 月底下跌 14.61%。如图 16 所示。根据最新汇率测算，前述 MB 自由市场钴 (99.8%) 11 月底报价 (34.0 美元/磅)，折合成人民币为 51.36 万元/吨；长江有色市场钴报价较该报价低 26%。我们认为，短期供需博弈对钴的价格走势有一定影响。

图 15: MB 自由市场钴 (美元/磅)



资料来源: 东方财富 Choice、浙商证券研究所

图 16: 长江有色市场 1#钴价格走势 (万元/吨)

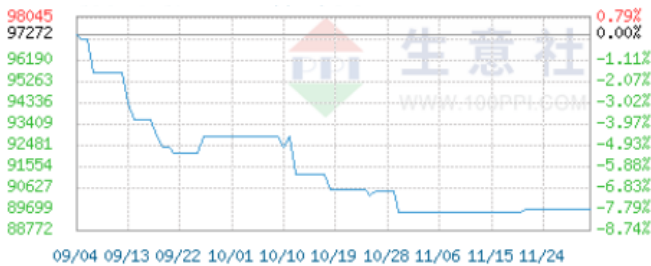


资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

3.1.6. 碳酸锂价格出现企稳迹象

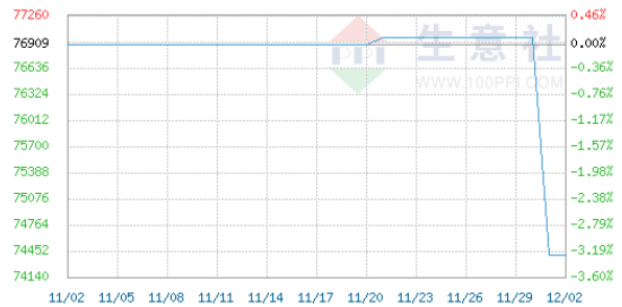
据生意宝 (002095.SZ) 旗下网站生意社 (100ppi.com) 发布的统计数据, 2018 年 12 月 2 日, 电池级和工业级碳酸锂分别报价 8.96 万元/吨和 7.44 万元/吨, 较 11 月 3 日报价分别微增 0.10%、下降 3.26%, 走势如图 17、图 18 所示。由此可见, 碳酸锂价格近期呈现企稳迹象。

图 17: 电池级碳酸锂价格走势 (2018.9.4-12.3)



资料来源: 生意社、浙商证券研究所

图 18: 工业级碳酸锂价格走势 (2018.11.2-12.2)



资料来源: 生意社、浙商证券研究所

3.2. 产业动态

3.2.1. 特高压建设：张北-雄安特高压工程获核准

据英大网转载国家电网报报道,张北-雄安 1000kV 特高压交流输电工程于 2018 年 11 月 29 日获得河北省发改委核准批复,符合预期。该工程线路全长 $2 \times 319.9\text{km}$, 将新建张北特高压变电站, 扩建雄安特高压变电站。我们认为, 该工程将成为张家口风光发电外送的重要通道; 同时预计, 陕北-湖北、雅中-江西等工程有望于 2018 年底前获得核准, 建议关注平高电气、许继电气、特变电工、中国西电、国电南瑞等公司的供货预期与业绩兑现进度。

3.2.2. 海上风电：广东阳江密集发布 5.6GW 海上风电项目核准前公示

阳江市发展和改革局官网于 2018 年 11 月 26 日-12 月 7 日密集发布 9 个海上风电场项目核准前公示: 三峡广东阳江阳西沙扒四期 (300MW)、五期 (300MW) 和阳江青洲七 (1GW), 中广核阳江帆石一 (1GW) 和帆石二 (1GW), 粤电阳江青洲一 (400MW) 和青洲二 (600MW), 明阳阳江青洲四 (500MW), 以及华电阳江青洲三 (500MW), 共计 5.6GW, 将使用 7MW、6.45MW、5.5MW 等容量的风电机组。

据公开资料, 2017 年底我国海上风电装机已达 2.79GW。结合相关在建、将建项目建设动态, 我们预计, 2020 年底装机有望突破 5GW, 科技进步将有助该行业改善运营效率, 并降低建造成本。建议关注福能股份、东方电缆、金风科技、东方电气等公司相关业务的发展。

3.2.3. 2019 年起将取消 GW 级核电机组等装备的免税政策

财政部官方网站 11 月 29 日刊发由财政部、发改委、工信部、海关总署、税务总局和能源局六部委 11 月 14 日下发的《关于调整重大技术装备进口税收政策有关目录的通知》, 其中提到, 自 2019 年 1 月 1 日起, 取消百万千瓦级核电机组 (二代改进型核电机组) 等装备的免税政策, 生产制造相关装备和产品的企业 2019 年度预拨免税进口额度相应取消。我们认为, 该政策推出背景在于, 我国已具备 GW 级核电机组产业化能力; 此外, 我们判断, 一批三代核电新机组有望于未来数月获得核准, 建议关注: 东方电气、久立特材、中国核电

3.2.4. 多省发布危废新政, 危废处置攻坚战或已拉开序幕

近日, 山西省印发《关于完善固体废物处理收费机制的通知》、江苏省发布《关于加强危险废物污染防治工作的意见》、川渝两地共同签订《危废跨省市转移合作协议》等。多地政策连发, 危废处置攻坚战或已拉开序幕。以江苏省为例, 政策要求工业危险废物集中处置能力较 2017 年新增 85 万吨, 年总处置能力达到 180 万吨以上, 总量翻倍, 且相关任务已分解到各县市。我们认为, 随着各省区加强危废污染防治的政策出台、履行, 以及关键处置设施逐步配置到位, 危废行业将迎来新一轮机遇。建议关注东江环保、金圆股份等。

3.2.5. KCC 公司将暂停部分钴产品出口与销售

据 Katanga 公司 2018 年 11 月 6 日于其官网发布, 其持股 75% 的 KCC 公司 (Kamoto Copper Company SA) 将临时暂停在刚果 (金) 的 Kamoto 项目的钴产品出口与销售, 因为在该项目生产的氢氧化钴产品中检测到铀的存在且含量超标, 受暂停销售影响的钴产量达 1,472 吨成品钴 (finished cobalt)。但是, 该项目钴生产预计将继续, 不会减产。我们预计, 2018 年全球钴产量将达到甚至超过 12 万吨, 对比来看, 该事件对钴市场供需影响相对有限。

4. 重点推荐

福能股份（600483）：底气十足，业绩有望稳步改善，“买入”评级

可转债发行将募资逾 28 亿元，有效保障风电项目建设。2018 年 11 月初，公司收到中国证监会《关于核准福建福能股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》，公司可转债发行终获核准。根据此前方案，公司将在后续 6 个月内完成 28.3 亿元规模的可转债发行，所募集资金将用于包括平海湾 F 区 200MW 海上风电项目在内的 4 个风电项目的建设，有效支撑公司风电业务持续成长。

投资石城项目，海上风电业务再加速。11 月 28 日，公司董事会审议通过了《关于投资建设莆田石城海上风电场项目的议案》，将于兴化湾东南部投资 36.9 亿元建设 200MW 海上风电项目。石城项目可研利用小时数为 3109h，年均有贡献净利润 1.6 亿元，如考虑此前开工的平海湾 F 区项目，两项目建成后将合计贡献净利润 3.2 亿元，考虑公司持股比例，合计贡献归母净利润有望超过 2 亿元。公司于福建省内储备海上风电规模在 2GW 以上，随着海上风电业务的持续拓展，其将成为公司后续成长的主要动力。

盈利预测及估值：我们预计，公司在 2018~2020 年将实现 12.30 亿元、15.18 亿元、16.71 亿元净利润，当前股本下 EPS 0.79 元、0.98 元、1.08 元，对应 10.59 倍、8.54 倍、7.75 倍 P/E。

风险提示：煤炭价格或上涨，电站单位造价或超预期。

国轩高科（002074）：回购股份实施顺利，利好长久发展，“买入”评级

持续回购股份，拟用于骨干员工股权激励或员工持股计划。据公告，截至 2018 年 11 月底，公司累计回购 8,954,144 股，占总股本 0.7878%，支付总额 1.19 亿元（含交易费），后续将根据市场情况继续实施回购计划。据此前公告，公司拟自股东大会审议通过日（2018 年 7 月 25 日）起 6 个月内，以不超过 25 元/股的价格，使用自有资金回购不超过 2 亿元的公司股份，回购股份拟用于后期对公司骨干员工进行股权激励计划或员工持股计划。我们认为，如顺利实施，将有助于公司增强骨干员工稳定性，利好公司长久发展。

成功发行绿色债，利好融资。公司 11 月 20 日公告，5 亿元 5 年期“18 国轩绿色债 02”完成发行，票面利率 7.5%。我们认为，此举有助于公司现金流保持稳健，有效支持日常经营开展。

与江淮汽车开展战略合作，2019 年拟供应 4GWh 动力电池。据公告，子公司合肥国轩 10 月 23 日与江淮汽车签署战略合作协议，要点包括：1) 2018 年公司向江淮汽车供应 iEVA50 车型 3500 套电池包电芯（IFR32135-15Ah 产品）；2019 年公司按需为江淮汽车供应 4GWh 动力电池。据江淮汽车网站信息，iEVA50 车型中采用磷酸铁锂电池的为豪华型，单车带电量为 46.5kWh。据此测算，协议中公司 2018 年向其供应的 3,500 套电芯合计容量 162.75MWh。2) 双方合作开发多款能量密度在 140Wh/kg 以上的纯电动车动力电池系统；2018-2020 年，公司全面升级磷酸铁锂电芯产品，满足年度补贴政策技术要求；针对无补贴时代，双方共同开发成本符合市场化需求的整车和动力电池产品。3) 公司确保电芯年故障率降至 500PPM 以下，电芯与整车同寿命质保。我们认为，上述合作如顺利落地，将利好公司动力电池主业发展。

盈利预测及估值：我们预计，2018~2020 年公司将实现当前股本下 EPS 0.78 元、0.98 元、1.13 元，对应 15.55 倍、12.38 倍、10.73 倍 P/E。

风险提示：竞争加剧、补贴退坡致动力电池市场价格持续下滑；公司业务拓展或低预期。

东方电气（600875）：盈利水平改善明显，期待海外与新能源持续拓展，“增持”评级

产量总体平稳，但盈利水平改善明显。2018 年前三季度公司发电设备产量 18.23GW，同比下降 27.5%，这主要是

因为公司发电设备产量以终端发电口径统计，去年发电机产量较多达到 23GW，而配套锅炉、汽轮机产量较低，导致统计口径发电设备产量基数偏高达到约 25GW，而今年前三季度锅炉、汽轮机、发电机三大主机产量较为平衡均为 17GW 左右，考虑价值量差异，总体生产较为平稳。公司产品毛利率水平改善明显，综合毛利率水平同比提升 1.29 个百分点，致毛利较去年同期提高约 2.8 亿元，环比来看综合毛利率水平提高 7.7 个百分点，且主要板块清洁高效发电设备、可再生能源装备板块毛利率水平回升明显。

海外业务与可再生能源持续突破有助弥补国内销售下滑。 鉴于国内煤电装机增速放缓的情况，公司积极拓展清洁能源及海外业务，并均取得一定进展：核电方面，取得欣克利角 C 核电站常规岛汽轮机低压外缸设备、核岛重型支撑设备供货合同；气电方面，中标华电青岛、清远项目，保持 50% 市场占有率；风电方面，中标福清兴化湾 6 万千瓦海上风电项目，并于埃塞俄比亚、古巴、俄罗斯等国取得海外突破；传统火电领域再度获得汉纳维恩 EPC 项目，对应公司订单金额约 22 亿美元。

2018 年前三季度公司新接订单 228.34 亿元，同比增长 23.6%，且从总体结构来看，新接订单中非清洁高效能源占比约 57%，显著高于在手订单约 35% 比例。我们认为，公司整体业务调整已见成效，后续收入结构有望持续优化。

盈利预测及估值：我们预计，2018~2020 年，公司将实现当前股本下 EPS 0.35、0.43、0.53 元，对应 23.34 倍、18.19 倍、14.75 倍 P/E。当前 P/B 仅 0.87 倍，于行业内偏低，在手货币资金显著高于当前市值，且基本无有息长期负债。

风险提示：行业景气度或持续走低，国内外业务发展或低预期。

国祯环保（300388）：在手订单充足，运营资产丰厚，“买入”评级

在手订单充裕未来业绩增长有保障，订单结构向含特许经营权运营类转变。 公司目前在手工程类订单 45.57 亿元，YOY88.63%，处于施工期运营类订单 53.43 亿元，YOY282.63%，而 17 年前三季度较 16 年前三季度分别同比增加 105.92% 和 173.84%，可见公司已经开始调整订单结构，向含特许经营权的运营模式倾斜发展。工程类订单一般在两到三年内完成，在不考虑新增订单情况下工程类可提供约 20 亿元左右的营业收入，运营类建设完毕后会生成稳定现金流，目前存量运营资产全年贡献预计超 12 亿元，未来三年复合增速有望在 30% 以上（18Q3、17 年同比增速分别为 43% 和 47%），营收可实现持续高增。

运营资产雄厚现金流稳健，资本金投入有保障今年业绩完成无忧。 公司运营资产雄厚，2018 年前三季度营收占比 35.26%，利润贡献预计接近一半。15~18 年前三季度扣除特许经营权项目投资支付的现金后实际产生的现金流量净额为 0.69、1.99、3.82 和 4.20 亿元，分别占当期净利润的 0.85x、1.35x、1.84x 和 1.84x，现金流状况稳健且有向好发展趋势。公司今年若要完成 40 亿元前后营业收入，需要投资至少 60 亿元以上项目，其中资本金按照 20% 投入比例需 12 亿元以上。除经营性现金流入外，公司 18 年二季度末在手货币 7.47 亿元，拟定增募集 10 亿元，公司还可以以银贷、ABS 等多种融资方式确保项目推进如期进行。

盈利预测及估值。 我们看好公司未来发展，预计 18~20 年归母净利润为 3.2、4.2 和 5.5 亿元，YOY64%、31%、30%，EPS 分别为 0.59、0.77 和 1.01 元/股，对应现股价 P/E 为 15.34 倍、11.75 倍、8.96 倍。

风险提示：项目推进或不及预期，PPP 清库或产生负面影响，融资不畅等。

平高电气（600312）：连获订单与中标，盈利持续改善可期，“中性”评级

接连获订单、中标，有助业务稳健发展。 公司 2018 年 11 月 29 日与 11 月 20 日公告的输变电项目合同，以及 11 月 16 日公告的特高压中标项目，合计金额 35.56 亿元，对比公司 2017 全年 89.60 亿元收入数据，我们认为，这些项目如顺利签约、履行，适时兑现业绩，将有助公司输变电与配电业务稳健发展。

我国将建多项特高压等高端电网工程，公司将持续受益。 11 月，蒙西-晋中 1000kV 和青海-河南±800kV 两项特高压工程已开工，张北-雄安 1000kV 特高压工程已获核准。根据能源局 9 月发文，我们预计陕北-湖北、雅中-江西两

项特高压工程有望于 2018 年底前获得核准；白鹤滩-江苏、白鹤滩-浙江、南阳-荆门-长沙三项特高压工程将于 2019 年获准开工。公司凭借过硬的技术实力与丰厚的工程经验，有望为这些工程提供 GIS、罐式断路器、直流穿墙套管等核心产品，并获得较常规产品更高的毛利率，利好季度盈利持续改善。

盈利预测及估值。我们预计，公司 2018~2020 年将实现当前股本下 EPS 0.21 元、0.27 元、0.31 元，对应 37.19 倍、28.93 倍、25.19 倍 P/E。

风险提示：特高压等相关项目履行进度或低预期；成本费用管控或低预期。

风险提示

行业估值中枢能否维持，在一定程度上存在不确定性。行业投资总量增长或将放缓，市场竞争或趋激烈；清洁能源发电建设、电力重点工程建设、新能源汽车推广进度或低于预期；上市公司于新领域的布局、拓展，或存试错风险。

致谢

感谢实习生汪菲的协助与贡献。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10%；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东新区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200128

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>