

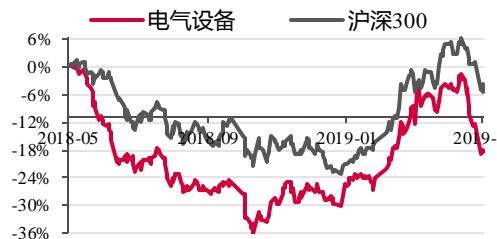
一季度业绩触底回升，光伏补贴调整落地

2019年05月08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	-14.52	7.51	-18.75
沪深300	-9.61	12.94	-5.45

杨甫

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

分析师

0731-84403345

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
金风科技	0.76	14.1	0.80	13.5	1.03	10.4	推荐
科士达	0.40	24.1	0.56	16.9	0.65	14.7	推荐
隆基股份	0.71	31.4	1.17	19.0	1.52	14.6	谨慎推荐
信捷电气	1.06	25.2	1.27	21.0	1.57	17.0	推荐
良信电器	0.28	20.3	0.34	16.9	0.41	14.0	推荐
汇川技术	0.70	34.3	0.83	29.1	1.02	23.5	推荐
宏发股份	0.94	24.5	1.11	20.7	1.35	17.1	推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- **市场情况:** 板块表现落后市场，待看补贴调整落地后的产业效果。4月，电气设备板块指数下跌5.1%，市场表现居行业第19位。随着年报及一季报公布，电气设备板业绩展现出承压后复苏的迹象。4月是行业政策落地的密集期，光伏、风电等电价、竞价制度相继出台。预期行业在产能投放和市场出清的过程中进入新一轮周期，关注企业增长模式的可持续性，看好优质企业在波动后的投资机会。接下来主要观察的是：光伏及风电的平价进展、组件及逆变器等产品的价格变化、制造业景气度复苏的持续性、充电基础设施的投资力度。
- **估值表现:** 趋于历史中位值水平，但相对估值溢价稍高。**横向对比:** 截止5月初，电气设备板块市盈率中值为35.26倍，高于市场中位值30.96倍。电气设备板块市净率2.23倍，低于全A市净率2.28倍水平。**纵向对比:** 按周取值，从2000年初至今，在78.5%的交易日中，电气设备行业市盈率中位数高于当前水平。电气设备板块相对全部A股的估值溢价为14%，溢价稍高。
- **行业梳理:** (1) **行业业绩触底回升。**2018年电气设备板块所属公司的归属净利润增速中位值为-6.20%，2019年一季度该中位值大幅回升至12.49%。(2) **光伏补贴调整落地。**光伏标杆上网电价改为指导价并下调幅度约25%-20%，扶贫电站补贴不变，分布式光伏补贴下调约50%。(3) **平价上网加速。**风电及光伏平价上网平价上网工作方案征求意见稿发布，优先平价项目，鼓励原核准项目自愿转平价。(4) **电网一季度开工率翻番。**国家电网一季度基建开工率大幅增长，投产项目任务完成度创历史最好水平。
- **投资建议:** 新能源补贴政策调整带来一定的抢装量，预期短期数据见好。房地产开工量向竣工量的传导具有较大确定性，相关需求有支撑。制造业技术改造投资一季度高增长，体现行业韧性。建议关注风光、电压电器及工控板块。维持行业“同步大市”评级。
- **风险提示:** 中美贸易争端加剧，新能源抢装规模不及预期

## 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	6
二、行业信息	8
1、年报及一季报概述：2018 触底，2019Q1 回升	8
2、光伏：光伏补贴政策调整落地	9
3、风电：平价上网工作方案征求意见稿出台，风电吊装容量统计简报发布	10
4、电网：一季度国家电网开工量大幅增长，新能源消纳加强	11
三、产业数据	12
1、用电量与设备利用率	12
2、投资完成额与发电设备新增容量	13
3、工业指标数据	13
4、新能源汽车产销量	15
5、光伏产业链价格数据	16

## 图表目录

图 1：年初至 5 月初主要指数区间涨跌幅	4
图 2：年初至 5 月初主要指数表现（电气设备板块涨跌幅及行业中的排名）	4
图 3：年初至 5 月除板块指数区间涨跌幅	5
图 4：4 月板块指数区间涨跌幅	5
图 5：市场估值水平（市盈率）	6
图 6：市场估值水平（市净率）	6
图 7：板块市盈率	7
图 8：板块市净率	7
图 9：历史估值水平/估值比较	7
图 10：2018 年营收增速和利润增速（个股）	8
图 11：2019Q1 营收增速和利润增速（个股）	9
图 12：弃风率变化	11
图 13：风电招标价格	11
图 14：全社会用电量及增速	12
图 15：发电设备利用小时数	12
图 16：火电设备利用小时数	12
图 17：风电设备利用小时数	12
图 18：电源投资额	13
图 19：电网投资额	13
图 20：风电设备新增容量	13
图 21：核电设备新增容量	13
图 22：PMI	13
图 23：各类企业 PMI	13
图 24：固定资产投资增速	14
图 25：CPI 与 PPI	14

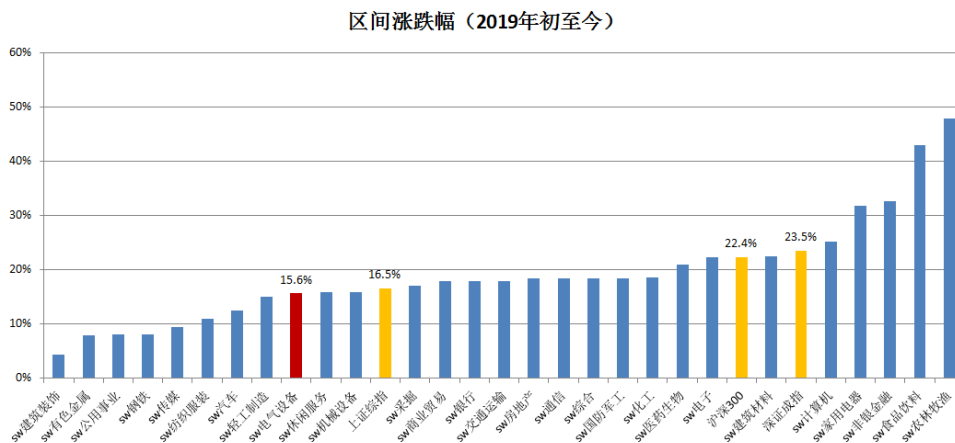
图 24: 房地产新开工.....	14
图 25: 房地产竣工.....	14
图 26: 新能源汽车产量.....	15
图 27: 新能源汽车销量.....	15
图 28: 新能源汽车产量 (累计值).....	15
图 29: 新能源汽车销量 (累计值).....	15
图 30: 充电量与充电桩数量.....	15
图 31: 充电桩数量新增值.....	15
图 32: 硅料价格.....	16
图 33: 硅片价格.....	16
图 34: 电池片价格.....	16
图 35: 组件价格.....	16

## 一、市场表现

### 1、市场指数表现

4月，市场主要指数表现均有调整，电气设备板块指数下跌5.1%，市场表现居行业第19位。随着年报及一季报公布完毕，电气设备板块整体业绩展现出承压后复苏的迹象。4月是行业政策落地的密集期，光伏、风电等电价、竞价制度相继出台，产业经历补贴退坡的加速，提前跨向平价时代。我们预期行业在产能投放和市场出清的过程中进入新一轮周期，关注企业增长模式的可持续性，看好优质企业在波动后的投资机会。接下来我们主要关注的是：光伏及风电的平价进展、组件及逆变器等产品的价格变化、制造业景气度复苏的持续性、充电基础设施的投资进度。

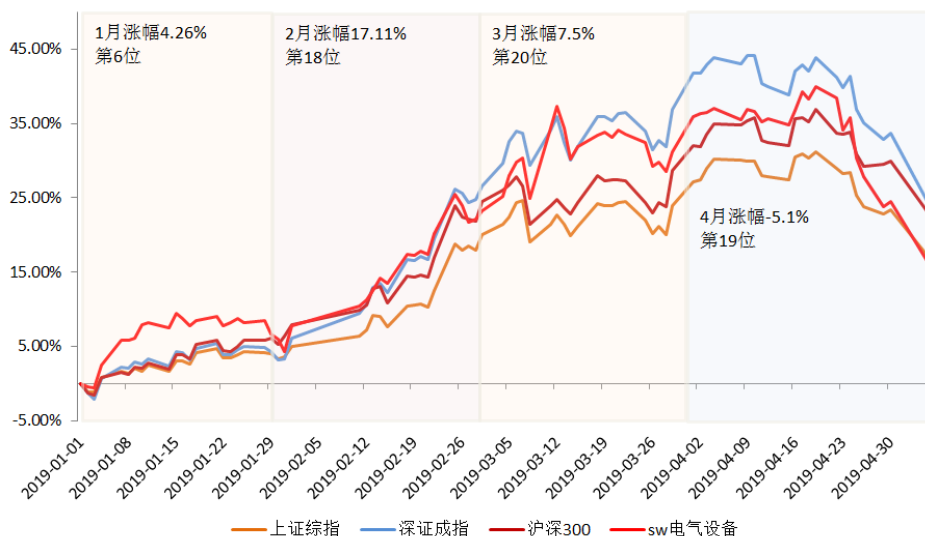
图 1：年初至5月初主要指数区间涨跌幅



资料来源：财富证券，wind

备注：2019.1.1-2019.5.6

图 2：年初至5月初主要指数表现 (电气设备板块涨跌幅及行业中的排名)



资料来源：财富证券，wind

备注：2019.1.1-2019.5.6

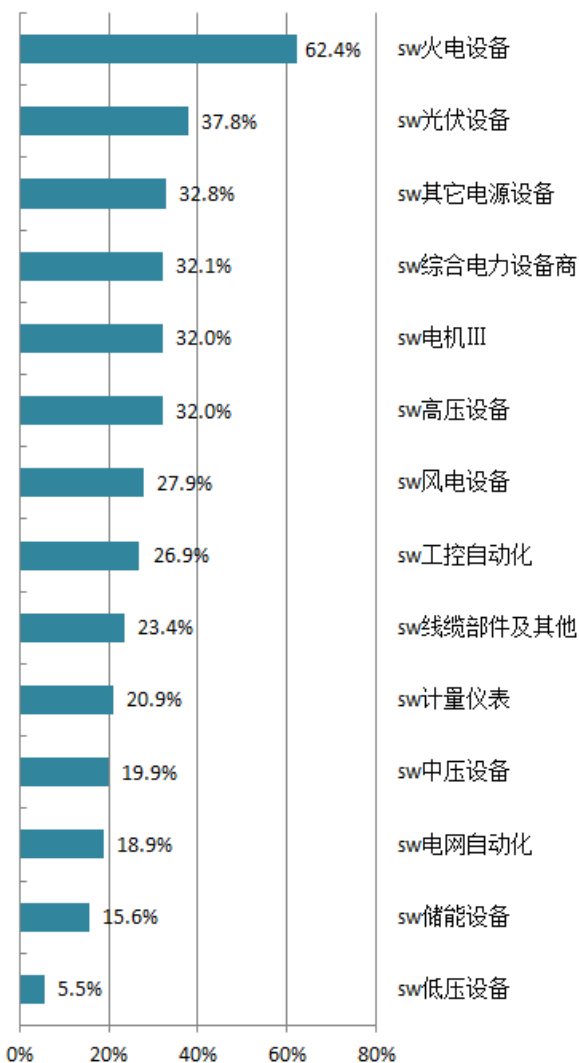
## 2、板块指数表现

4月，火电设备板块及光伏设备板块的市场表现坚挺。火电板块因所含个股较少，首航节能因制氢及燃料电池合作事件驱动，贡献了大部分涨幅。光伏板块的协鑫集成、福斯特、阳光电源及隆基股份在4月期间市场表现强势，板块其余个股未或明显超额收益。我们认为下一阶段板块和个股市场表现的趋同性将降低，同涨跌的现象将淡化，产业政策或产业事件驱动的市场影响力减弱。

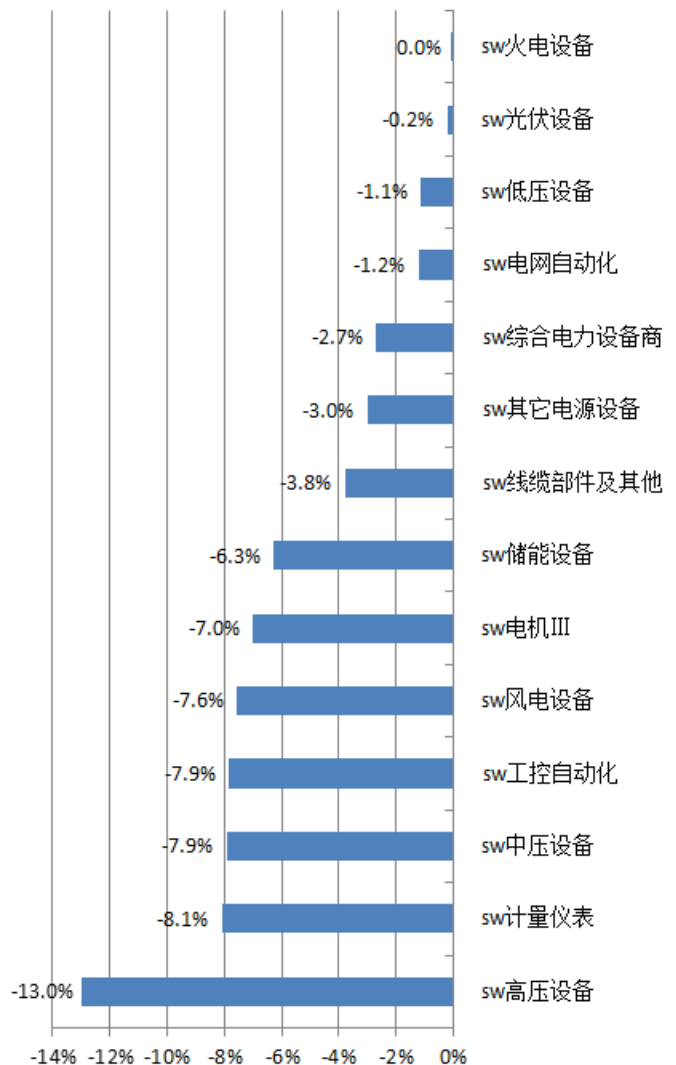
图 3：年初至 5 月除板块指数区间涨跌幅

图 4：4 月板块指数区间涨跌幅

### 区间涨跌幅（2019年初至今）



### 区间涨跌幅（2019.4月）



资料来源：财富证券，wind

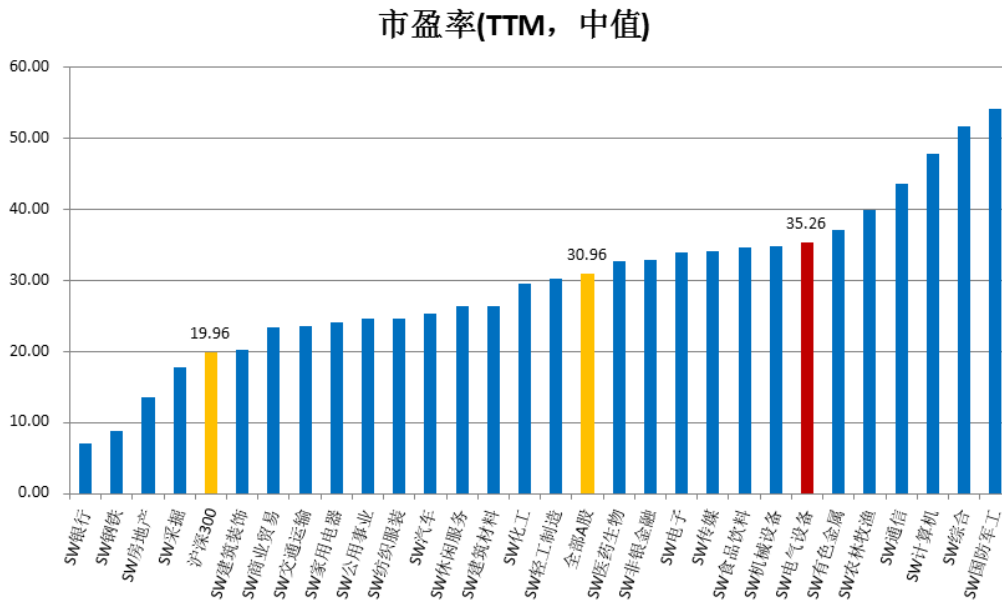
资料来源：财富证券，wind

### 3、估值分析

横向对比:截止5月初,电气设备板块市盈率中值为35.26倍,高于市场中位值30.96倍,差值较上月缩小。电气设备板块市净率2.23倍,低于全A市净率2.28倍水平。

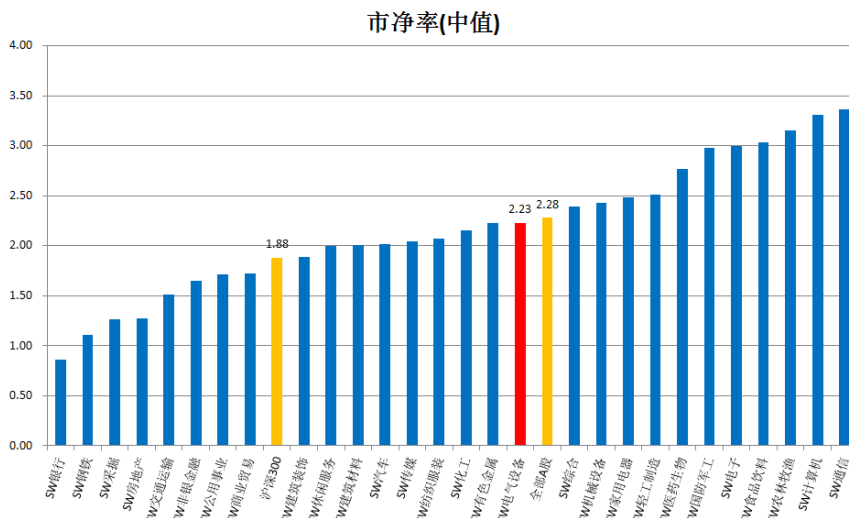
纵向对比:按周取值,从2000年初至今,在78.5%的交易日中,电气设备行业市盈率中位数高于当前水平。电气设备板块相对全部A股的估值溢价为14%,统计历史值中,有34.22%的值大于该溢价水平,目前电气设备行业估值相对全A溢价稍高。

图5:市场估值水平(市盈率)



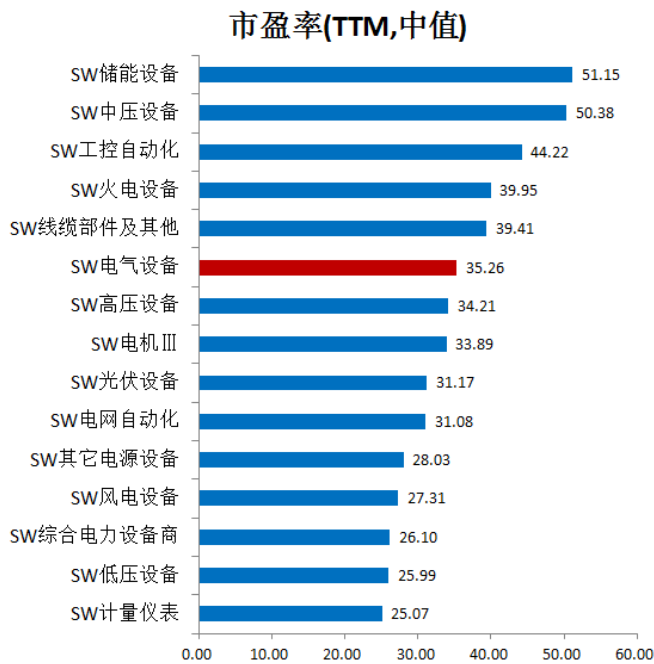
资料来源:财富证券,wind

图6:市场估值水平(市净率)



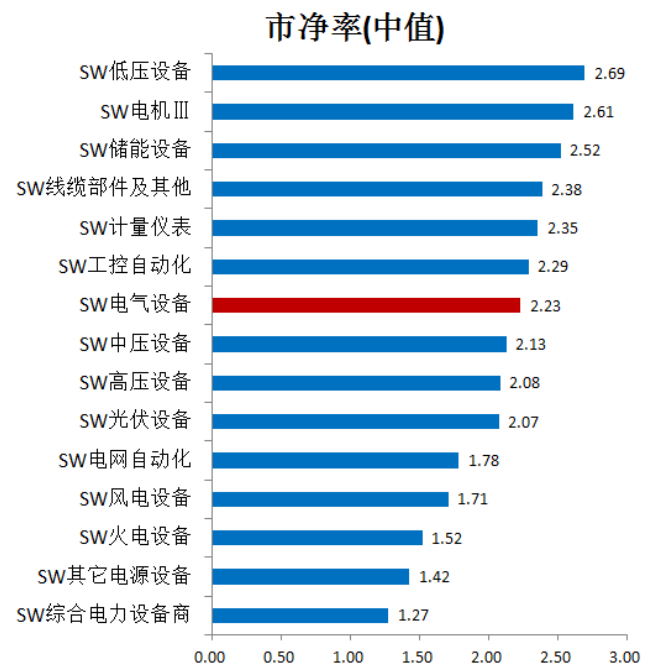
资料来源:财富证券,wind

图 7：板块市盈率



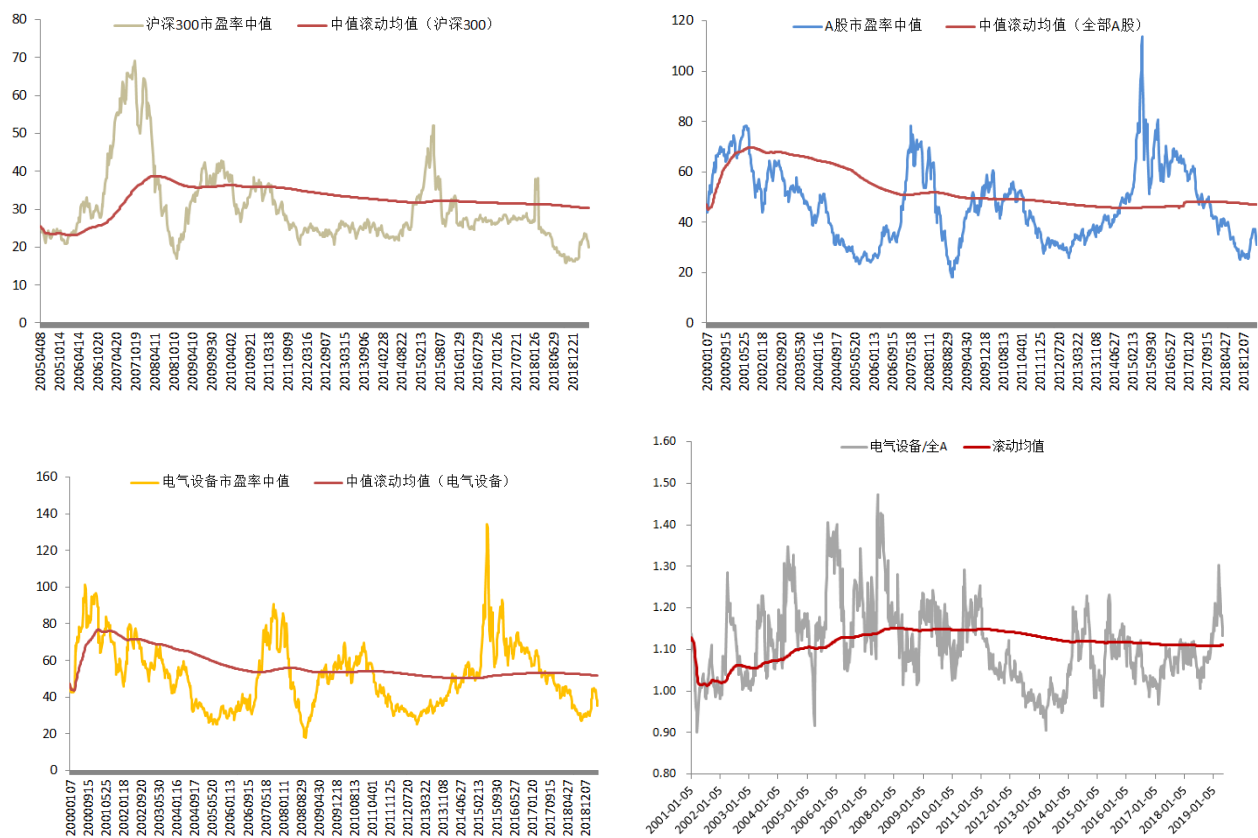
资料来源：财富证券，wind

图 8：板块市净率



资料来源：财富证券，wind

图 9：历史估值水平/估值比较



资料来源：财富证券，wind

## 二、行业信息

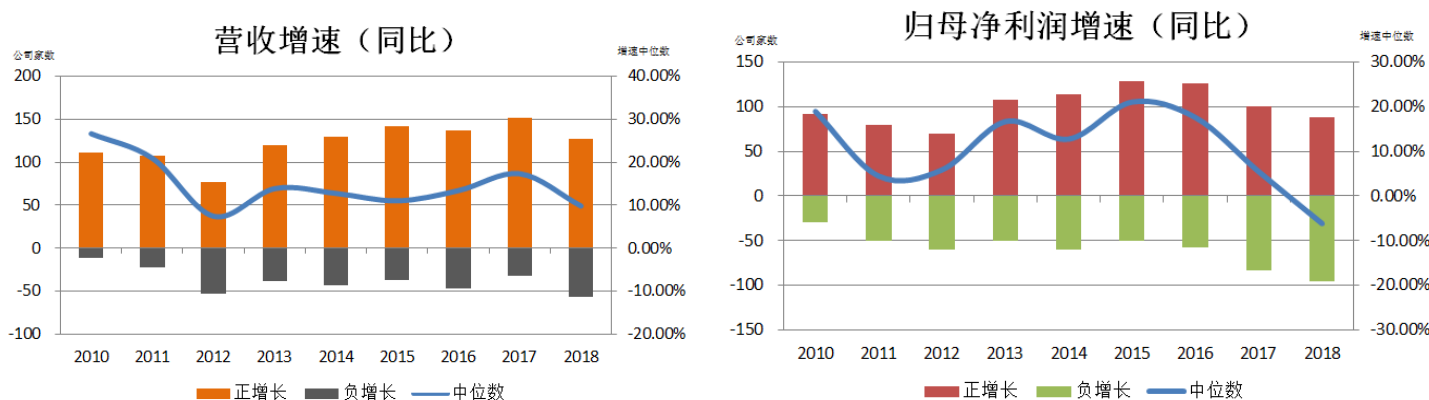
### 1、年报及一季报概述：2018 触底，2019Q1 回升

**2018 年报概述：**收入增速放缓，利润大幅下降，板块现金流好转。以申万电气设备行业为基础，剔除部分标的，统计 184 家公司业绩情况。我们区分行业整体和行业个体分别统计，以期完整描述业绩变化情况。

2018 年板块营收合计 8359 亿元(+11.3%)、板块合计归属净利润 318.2 亿元(-41.1%)、板块合计经营净现金流 479.7 亿 (+171.8%)。

行业公司中，营收增速的中位值为 9.78%（下降 7.54pct），40% 的公司收入下滑；归属净利润增速的中位值-6.20%（下降 11.62pct），52% 的公司利润下滑；经营净现金流增速的中位值-37.66%（下降 2.58pct），56% 的公司现金流下滑。板块经营现金流增速和个股经营现金流增速中位值有明显差异，主要原因是宁德时代的经营现金流体量大、高增长（2018 年 113 亿经营净现金流，同比翻四倍）。

图 10：2018 年营收增速和利润增速（个股）



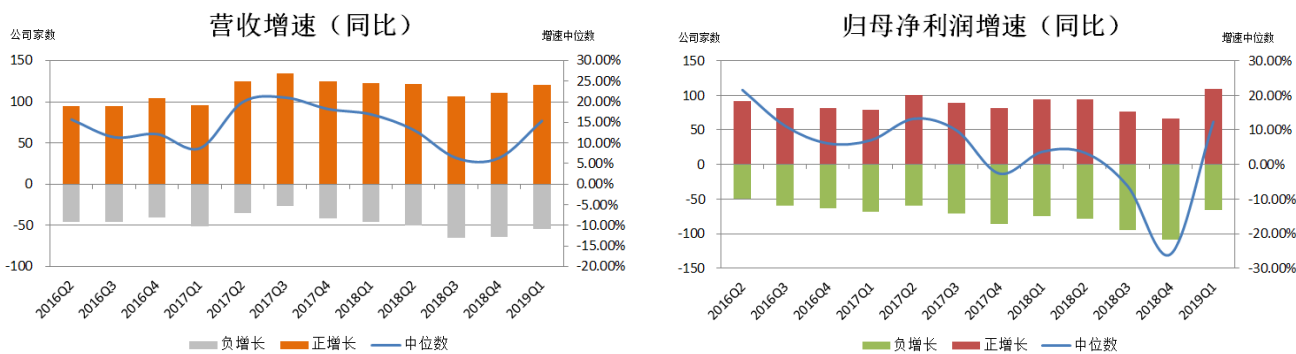
资料来源：财富证券，wind

**2019 一季报概述：**利润及收入增速触底回升。2019Q1 的板块营收合计 1785 亿（同比下滑 80%，环比下滑 30%），板块归属净利润合计 92.63 亿（同比下滑 79%，环比增长 247%），经营净现金流合计-210 亿元（同比上升 75%，环比下滑 133%）。

2019Q1 行业公司中，营收同比增速中位值 15.4%；70% 的公司营收正增长；归属净利润同比增速中位值 12.4%，62% 的公司利润正增长；经营活动现金净流量增速中位值为 26.64%，59% 的公司经营现金流改善。



图 11：2019Q1 营收增速和利润增速（个股）



资料来源：财富证券，wind

## 2、光伏：光伏补贴政策调整落地

**光伏电价政策出台。**4月30日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》。《通知》要点如下：

1、标杆上网电价改为指导价，竞争方式确定上网电价。《通知》将集中式光伏电站标杆上网电价改为指导价，将纳入国家财政补贴范围的 I~III 类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时 0.40 元（含税，下同）、0.45 元、0.55 元，较原 I~III 类资源区标杆电价降幅分别为 20%、25%、21.4%。新增的集中式光伏电站原则上采取竞争方式确定电价。

2、扶贫电站补贴不变。纳入国家可再生能源电价附加资金补助目录的村级光伏扶贫电站（含联村电站），上网电价保持不变，仍分别按照每千瓦时 0.65 元、0.75 元、0.85 元执行。

3、分布式光伏补贴适当下调，控补贴标准。纳入 2019 年财政补贴规模，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式（即除户用以外的分布式）光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时 0.10 元（原补贴为 0.32 元/千瓦时，降幅 69%）。采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行。能源主管部门统一实行市场竞争方式配置的工商业分布式项目，市场竞争形成的价格不得超过所在资源区指导价，且补贴标准不得超过每千瓦时 0.10 元。采用“自发自用、余量上网”模式和“全额上网”模式的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时 0.18 元（原补贴为 0.32 元/千瓦时，降幅 50%）。

此外，《通知》要求，之前已批复纳入补贴规模但尚未确定上网电价的集中式光伏电站，6月30日前并网的，依然按去年规定执行（即集中式 0.5 元/kwh、0.6 元/kwh、0.7 元/kwh，分布式 0.32 元/kwh）。7月1日及之后并网的，按本次新规执行。

经过前期的意见征求等环节，本次《通知》的各项调整基本符合市场预期。规模方面，参考《关于推进风电、光伏发电无补贴平价上网项目建设的工作方案（征求意见稿）》对光伏补贴总额的 30 亿元安排，2019 年户用光伏补贴资金 7 亿元（测算约 4.2GW），工

商业及地面电站补贴资金 23 亿元（测算约 32GW，不含扶贫），加之平价上网项目等，考虑电网消纳等因素，预计 2019 年光伏新增装机约 46GW-50GW。

### 3、风电：平价上网工作方案征求意见稿出台，风电吊装容量统计简报发布

**风电、光伏平价上网进度加快。**国家能源局发布《关于推进风电、光伏发电无补贴平价上网项目建设的工作方案（征求意见稿）》，方案总结如四点：1、要求各地优先建设平价上网项目，先行确定一批 2019 年度可开工的平价风电、光伏项目，4 月 25 日前报送；2、前述 2019 年第一批平价上网项目名单确定之前，各地暂不组织建设需补贴的光伏、风电项目；3、鼓励以前年度核准或配置的陆上风电和光伏项目自愿转为平价上网项目，此类自愿平价项目将按最优先级别配置消纳条件；4、之前核准的项目，未如期开工的（两年期限或延长期限内），将依规废止，如希望继续建设的，将视作新增项目纳入竞争配置。

我们认为，方案对行业的影响有三点：

1、平价时代加速到来。根据方案，消纳条件的优先程度依序配置给自愿平价的已核准项目（存量转平价）、新增的平价项目（新增平价）、带补贴的项目（新增竞价），体现出消纳优先、控补贴规模、统筹存量和增量的方向，之前预期标杆电价->竞争配置->平价上网的过渡期或缩短。

2、2019 年或迎来抢装和抢并网大潮。根据方案，自愿转平价的存量项目将获得最优先的消纳条件，在用电量需求和电网消纳条件无重大突破的情况下，消纳空间也是重要的资源，平价项目能有长期固定电价销售合同及限发电量转让等保障，对于部分项目而言，竞争配置的电价不确定性高、消纳优先度排序低，不如采取先到先得的平价策略，发电项目收益更有确定性。

3、产业链需要更多的进步以实现成本下降。以全国一半省份实现平价为基准，风电及光伏项目建设成本还需下降 10-30%，这对产业链各环节的成本控制和技术进步提出更多要求。

**简报数据显示市场集中度提高。**4 月 5 日，GWEA 发布 2018 年中国风电吊装容量统计简报，2018 年全国新增装机容量 21.1GW，同比增长 7.5%，累计装机量 209.5GW，同比增长 11.2%。2018 年新增装机量中，“三北”地区及中东南地区占比分别为 43.2%和 56.8%，增长较快的是中南部地区（河南、广西、广东），增速 33.2%。

据简报，2018 年整机制造商的集中度进一步提升，新增装机量中，排名前 5 整机制造商份额达到 75%（前值 67.1%）、前 10 达到 90%（前值 89.5%）。2018 年新增机组的大型化趋势加强，2.0MW 以上机型的占比从 39.9%（2017 年）提升至 45.2%（2018 年），平均功率 2.2MW（+3.4%）

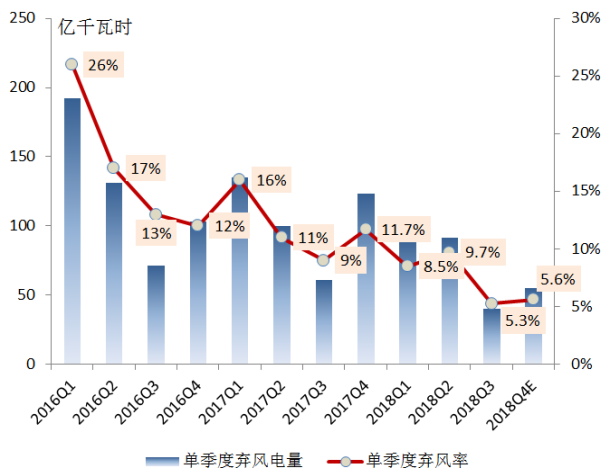
据简报，2018 年我国海上风电表现亮眼，新增容量 1.655GW（+42.7%），累计装机量 4.445GW。我们估算年末海上风电的在建量约 6GW，结合装机量数据，有望实现风电十三五规划中“2020 年海上风电预计并网 5GW、在建 10GW”的目标值。据不完全统计，

2018 年新增获批的海上风电项目超 9GW(2017 年新增核准容量约 4GW, 同比增幅 125%), 规划总投资金额接近 2000 亿。

**乌兰察布标段皆为国内一线厂商所获。**4 月 3 日, 国家电力投资集团 2019 第十批次集招结果公示, 项目为内蒙古公司乌兰察布风电基地一期 6GW 风电机组设备, 5 个标段的中标厂商分别为上海电气 (1400MW)、金风科技 (1300MW)、中国海装 (900MW)、明阳智能 (1300MW) 及东方电气 (1100MW)。据风电行业前期统计, 乌兰察布风电基地投标阶段, 投标机型 3.6MW 以上占比 61%, 投标 14 家厂商包括通用电气、歌美飒、维斯塔斯等外资品牌。从中标结果对比看, 维持了机组大型化、厂商头部化的趋势。

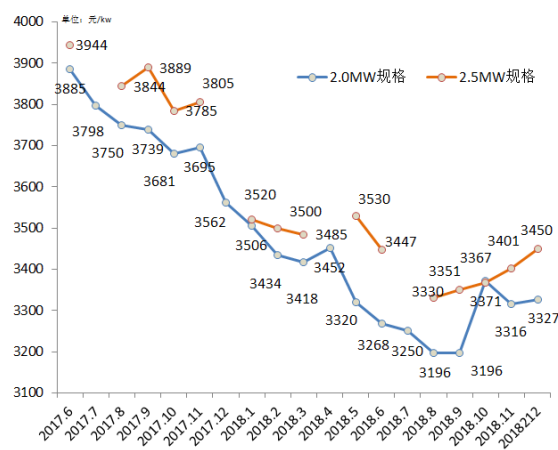
**风电订单高增长, 招标价格回暖。**据金风科技资料, 2018 年国内风电公开招标量达 33.5GW (+23.15%), 为近年新高, 市场公开投标价格在 2018Q4 回暖, 2.0MW 及 2.5MW 机型的 12 月投标价格相比 8-9 月提升 3.6%-5%。另据 Vestas 资料, 2018 年亚太地区订单增长 37.8%。重要风电开发商华能国际 (600011) 年报信息显示, 2019 年风电资本支出计划为 239.54 亿元 (前值 70.37 亿元)。综合国内外龙头企业数据表明, 中国及亚太地区的风电复苏明显。

图 12: 弃风率变化



资料来源: 财富证券, nea

图 13: 风电招标价格



资料来源: 财富证券, 金风科技

#### 4、电网：一季度国家电网开工量大幅增长，新能源消纳加强

**国网一季度开工率翻番。**据国家电网报, 一季度, 国家电网有限公司 110 千伏及以上电网建设工程开工 11576 千米、6792 万千伏安, 完成年度任务的 24.07%和 22.04%, 开工完成率比往年翻番, 投产 10973 千米、7793 万千伏安, 完成年度任务的 22.09%和 27.93%, 创历史同期最好水平。

全年投资增速仍维持平稳预期。据国家电网社会责任报告, 2019 年预期电网投资 5126 亿元, 其中开工 110 (66) 千伏及以上线路 5.3 万千米、变电 (换流) 容量 3.6 亿千伏安, 投产 110 (66) 千伏及以上线路 5 万千米、变电 (换流) 容量 3 亿千伏安。国家电网 2018 年电网投资预期值 4898 亿元, 完成值 5130 亿元。开工预期值 6.7 万千米、4.2 亿千伏安,

开工完成值 4.83 万千米、2.85 亿千伏安。投产预期值 6 万千米、3.8 亿千伏安，完成值 5.15 万千米、3.07 亿千伏安。

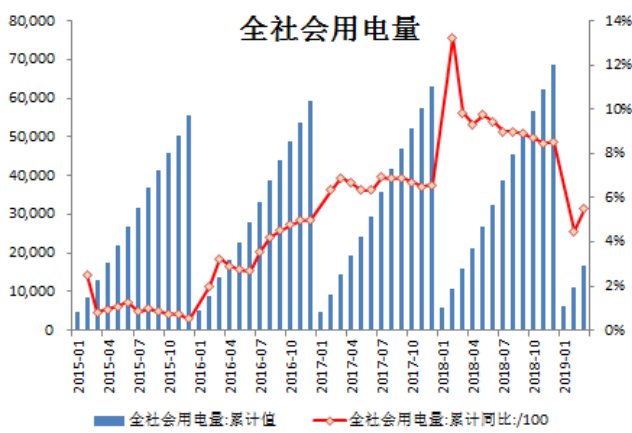
2019 年国网资产负债率预期下降至 56.4%，前值 56.6%。国家电网 2018 年利润 780.1 亿，资产总额 3.93 万亿。

**国网一季度弃电率 3.9%**。国家电网发布《国家电网有限公司服务新能源发展报告（2019）》。据发布会 2019 年一季度，国网经营区新能源发电量 1158 亿千瓦时，同比增长 10%，发电占比 9.1%，同比增长 0.7 个百分点；新能源弃电量 46.6 亿千瓦时，同比下降 31%，弃电率为 3.9%，同比降低 2.1 个百分点，整体实现“双升、双降”。据今年 1 月国家电网报，国网 2019 年弃风弃光率控制目标为 5%。

### 三、产业数据

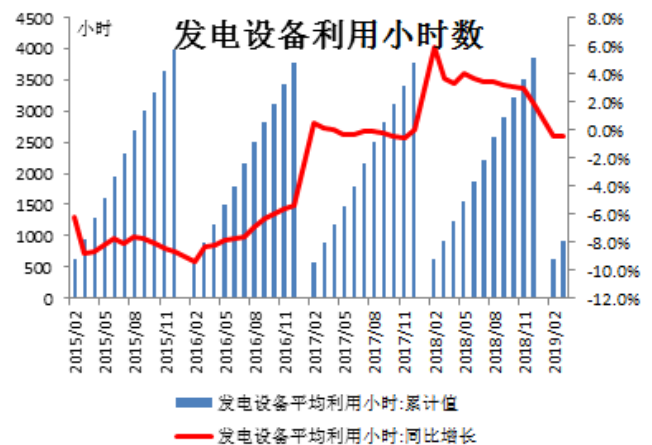
#### 1、用电量与设备利用率

图 14：全社会用电量及增速



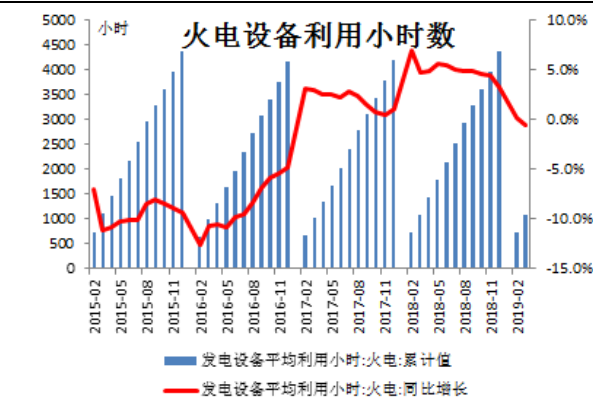
资料来源：财富证券，wind

图 15：发电设备利用小时数



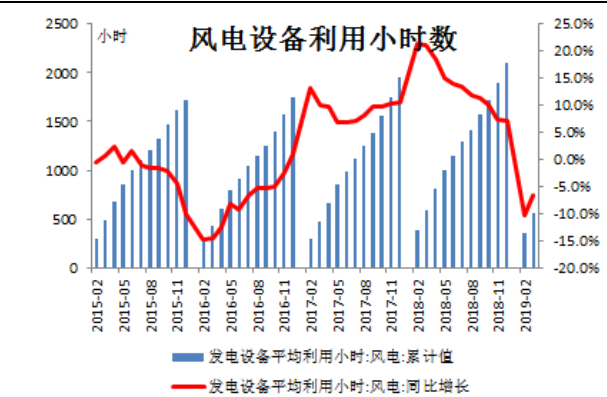
资料来源：财富证券，wind

图 16：火电设备利用小时数



资料来源：财富证券，wind

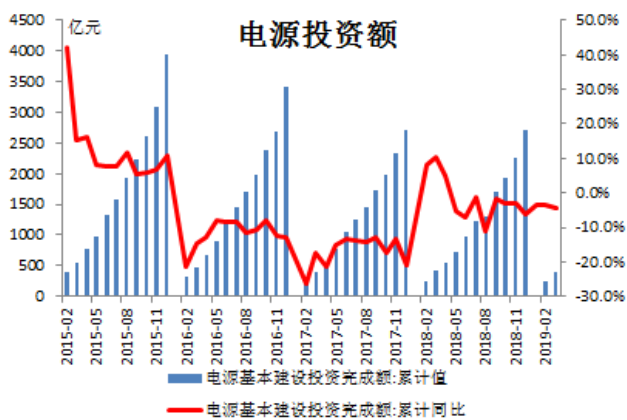
图 17：风电设备利用小时数



资料来源：财富证券，wind

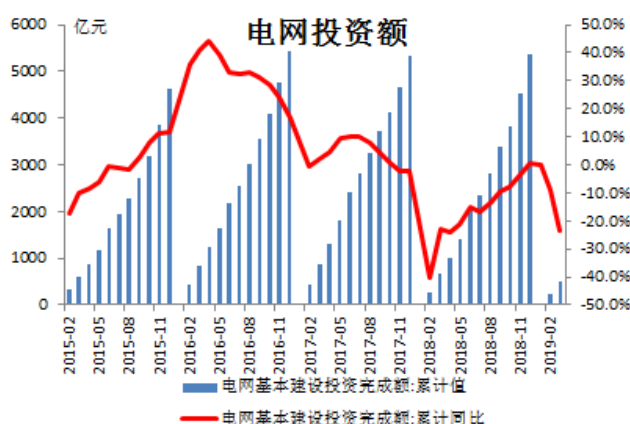
## 2、投资完成额与发电设备新增容量

图 18: 电源投资额



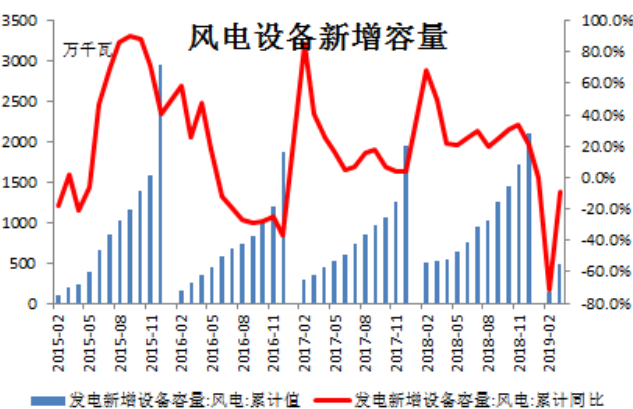
资料来源: 财富证券, wind

图 19: 电网投资额



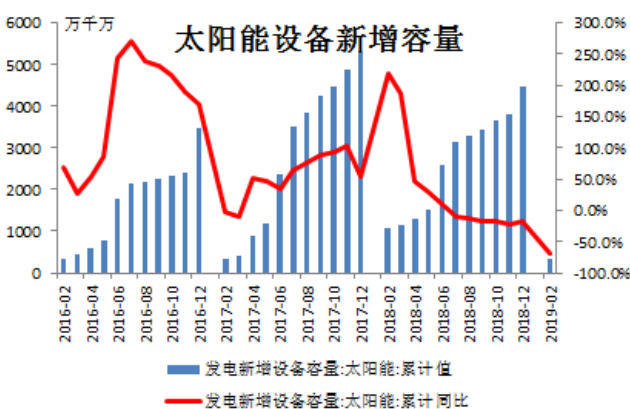
资料来源: 财富证券, wind

图 20: 风电设备新增容量



资料来源: 财富证券, wind

图 21: 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 22: PMI

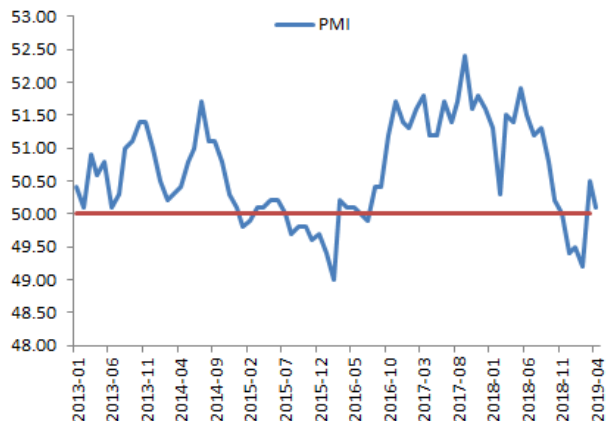
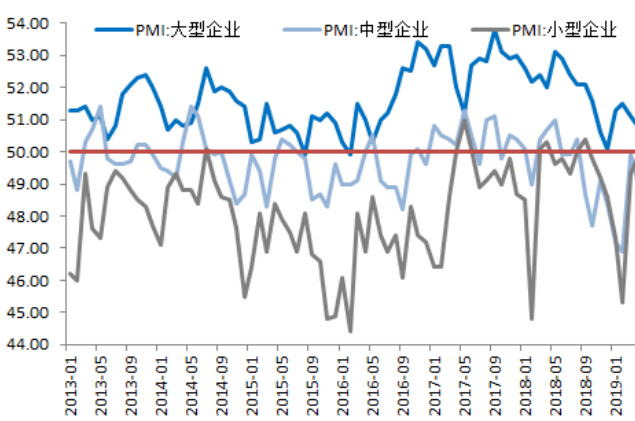
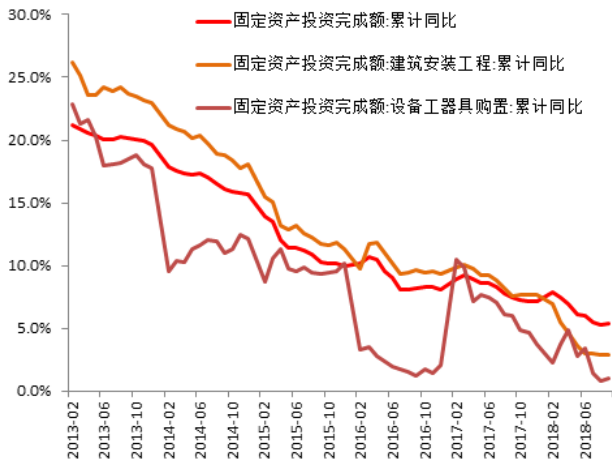


图 23: 各类企业 PMI



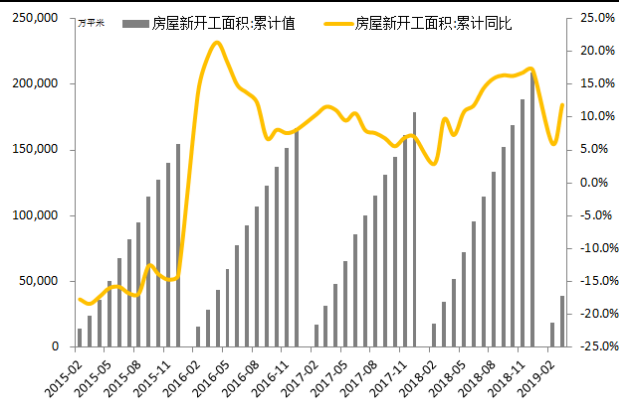
资料来源：财富证券，wind

图 24：固定资产投资增速



资料来源：财富证券，wind

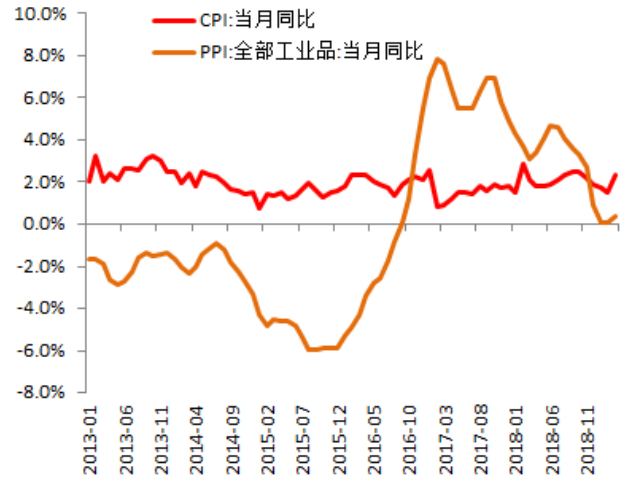
图 26：房地产新开工



资料来源：财富证券，wind

资料来源：财富证券，wind

图 25：CPI 与 PPI



资料来源：财富证券，wind

图 27：房地产竣工

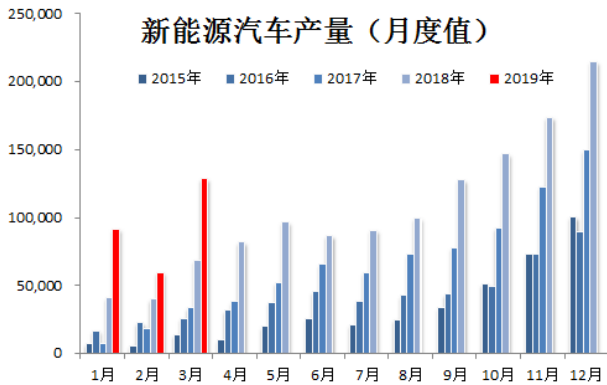


资料来源：财富证券，wind



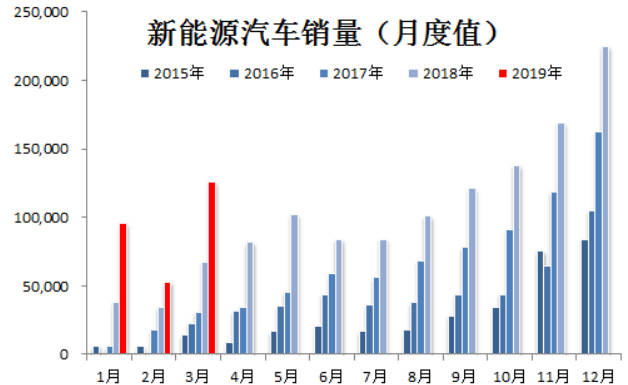
#### 4、新能源汽车产销量

图 28：新能源汽车产量



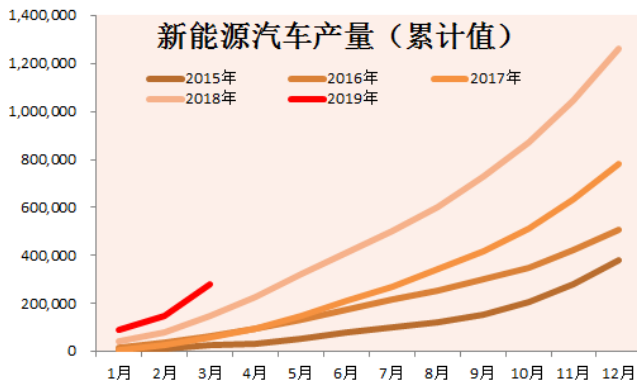
资料来源：财富证券，wind，中汽协

图 29：新能源汽车销量



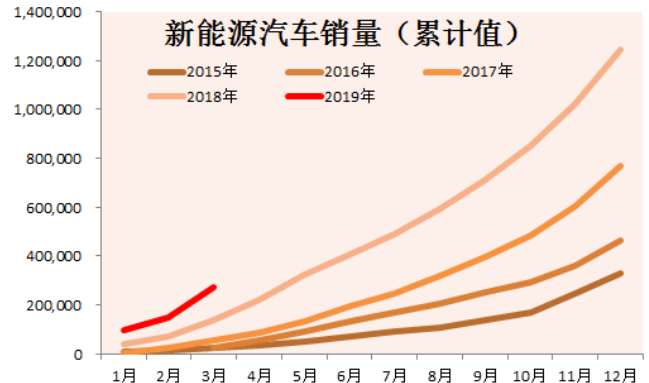
资料来源：财富证券，wind，中汽协

图 30：新能源汽车产量（累计值）



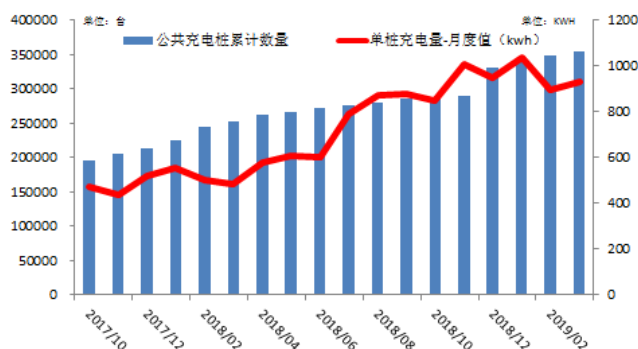
资料来源：财富证券，wind，中汽协

图 31：新能源汽车销量（累计值）



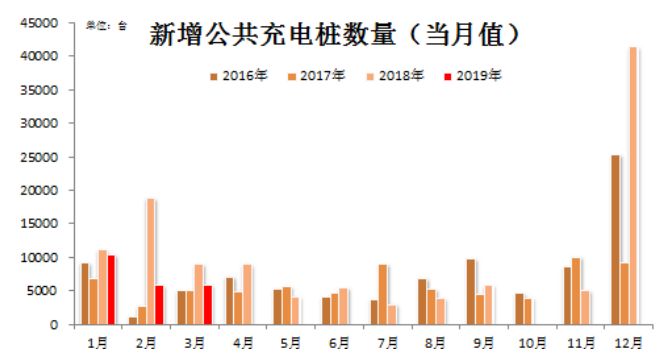
资料来源：财富证券，wind，中汽协

图 32：充电量与充电桩数量



资料来源：财富证券，EVCIP

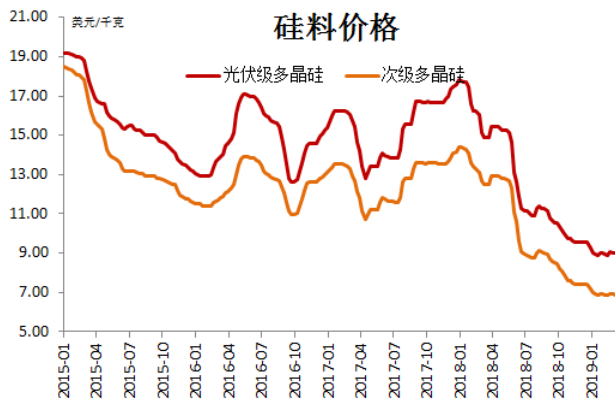
图 33：充电桩数量新增值



资料来源：财富证券，EVCIP

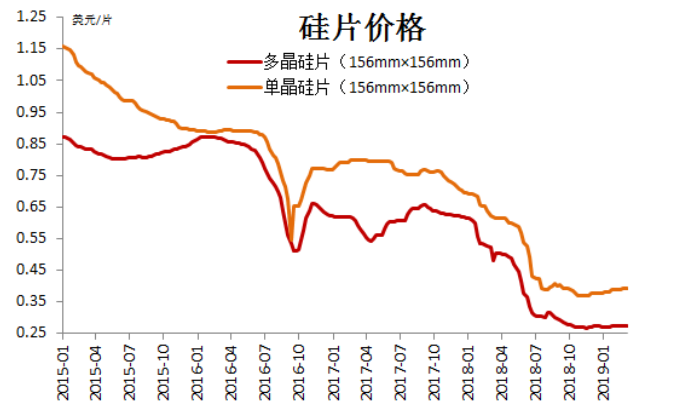
## 5、光伏产业链价格数据

图 34：硅料价格



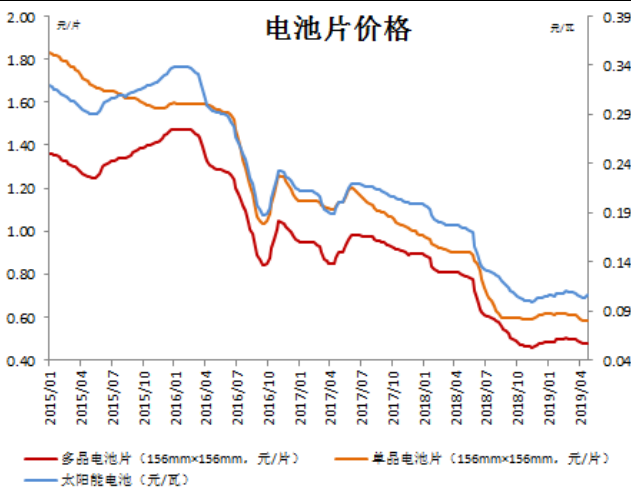
资料来源：财富证券，wind

图 35：硅片价格



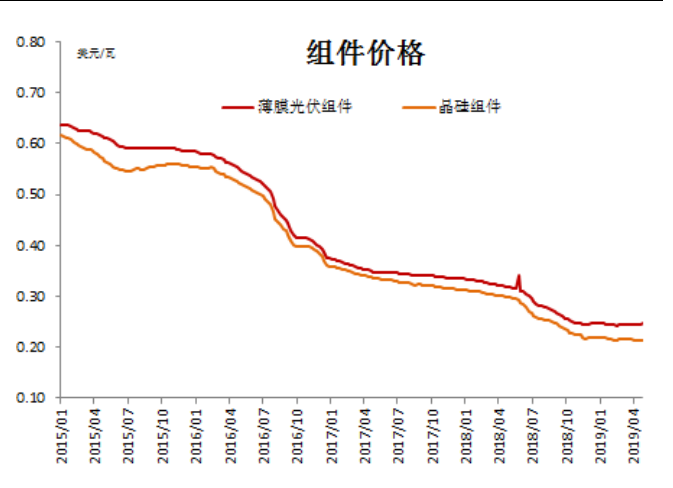
资料来源：财富证券，wind

图 36：电池片价格



资料来源：财富证券，wind

图 37：组件价格



资料来源：财富证券，wind



## 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