

2019年电力设备新能源行业三季报总结

2019年11月04日

景气提升，迎接旺季

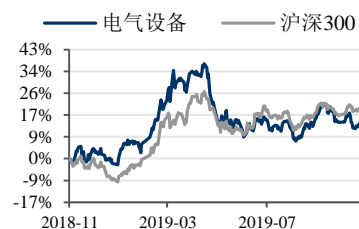
增持（维持）

投资要点

- **新能源：(1)行业整体营收持续增长：**全行业2019年Q1-Q3收入3652.63亿元，增长15.76%，归母净利润250.17亿元，增长2.77%。19年Q3收入1278.77亿元，同比增长23.14%，归母净利润88.05亿元，同比增加15.14%。**(2)板块分化明显：**从归母净利润来看，光伏板块2019年Q1-Q3同比+22.45%，2019Q3分别同比+68.03%，盈利显著提升；风电、核电板块承压明显，2019年Q1-Q3归母净利润分别同比-24.16%、+0.29%，2019Q3归母净利润明显下降，风电、核电分别同比-32.30%、-7.04%。**(3)全行业应收账款/预收账款/存货分别较年初+17.71%/+57.12%/+16.54%，经营性现金流入301.9亿(+110.0%)同比改善。**
- **光伏板块：复苏明显，龙头突出：(1)全行业2019年Q1-Q3收入1425.91亿元，同比增长19.49%，归母净利润127.28亿元，同比增加22.45%。19年Q3收入548.77亿元，同比增长30.70%，归母净利润52.83亿，同比增加68.03%。隆基、通威遥遥领先，2019年Q1-Q3收入分别是226.93亿、280.25亿，远超其他光伏公司。中环股份、东方日升、福莱特、福斯特等表现亮眼。(2)毛利率小幅上升，2019Q3复苏明显：**2019年Q1-Q3全行业毛利率23.39%，同比增加1.07pct，2019年三季度毛利率24.16%，同比增加2.62pct。2019年Q1-Q3全行业归母净利率8.76%，同比增加0.21pct，2019年三季度归母净利率9.63%，同比增加2.14pct。**(3)板块应收账款/预收账款/存货分别较年初+2.12%/+59.5%/30.3%，经营性现金净流入23.64亿(+645.15%)同比大幅改善**
- **风电板块：盈利拐点来临，零部件表现优异：(1)归母净利润同比下降：**2019年Q1-Q3风电板块收入821.50亿元，同比增长23.83%，归母净利润45.19亿元，同比下降24.16%。19年Q3收入302.10亿元，同比增长21.16%，归母净利润15.15亿元，同比下降32.30%。**(2)一超多强，金风科技毛利率拐点出现；中材科技、福能股份紧随其后，盈利逆势增长：**金风科技19年Q1-Q3收入247.35亿，占板块31.11%，同比增长38.84%，归母净利润15.91亿，占板块35.21%，同比下降34.24%。2019年Q3收入90.02亿，同比增长32.65%；归母净利润4.06亿，同比下降54.30%。**(3)板块内分化明显，风电零部件厂商表现突出。**风电主轴制造商金雷风电、铸造龙头日月股份、风塔厂商天顺风能增长迅速，金风科技毛利率拐点出现，明阳股份、运达股份业绩亮眼，零部件厂商表现远超其他厂商。**(4)板块应收账款/预收账款/存货较年初+20.20%/+64.32%/+36.05%，经营性现金净流入70.63亿(+134.85%)**
- **核电：两大龙头持续领跑，2019年Q1-Q3整体收入、利润增长，Q3业绩小幅下滑：**2019年Q1-Q3核电板块实现收入1373.71亿元，同比增长9.26%，归母净利润76.99亿元，同比上升0.29%。2019年Q3收入430.57亿元，同比增长19.33%，环比下降19.18%；归母净利润20.05亿元，同比下降7.04%。
- **投资建议：**光伏重点推荐：隆基股份、通威股份、阳光电源、ST新梅、正泰电器、林洋能源、福莱特等；关注：中环股份、大全新能源等。风电重点推荐：金风科技、天顺风能、泰胜风能；关注：中材科技、日月股份、天能重工、金雷股份等。
- **风险提示：**投资增速下滑，政策不达预期，价格竞争超预期。
- **重点公司估值：**

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 曹越
执业证号：S0600519020001
021-60199793
caoy@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

- 1、《电力设备工控行业三季报总结：工控短期承压，泛在、低压、电表相对亮眼》2019-11-04
- 2、《电气设备与新能源行业点评：海外电池厂19Q3经营梳理：业绩分化，欧洲订单逐步落地》2019-11-04
- 3、《电力设备与新能源行业周报：明年海外动力需求可观，工控Q4待观察》2019-11-03

证券代码	公司	股价	EPS			PE			评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
601012.SH	隆基股份	22.38	0.92	1.31	1.72	24	17	13	买入
600438.SH	通威股份	12.57	0.52	0.72	0.99	24	17	13	买入
600732.SH	ST新梅	7.28	0.04	0.37	0.54	182	20	13	买入
300274.SZ	阳光电源	9.89	0.56	0.62	0.81	18	16	12	买入
601877.SH	正泰电器	23.00	1.67	1.82	2.10	14	13	11	买入
601222.SH	林洋能源	4.50	0.43	0.72	0.67	10	6	7	买入
002202.SZ	金风科技	12.62	0.90	0.76	1.08	14	17	12	买入
002531.SZ	天顺风能	6.56	0.26	0.43	0.58	25	15	11	买入
300129.SZ	泰胜风能	4.56	0.01	0.28	0.40	456	16	11	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **新能源：1) 行业整体营收持续增长：**全行业 2019 年 Q1-Q3 收入 3652.63 亿元，增长 15.76%，归母净利润 250.17 亿元，同增 2.77%。19 年 Q3 收入 1278.77 亿元，同比增长 23.14%，归母净利润 88.05 亿元，同比增加 15.14%。**2) 板块分化明显：**从归母净利润来看，光伏板块 2019 年 Q1-Q3 同比+22.45%，2019Q3 分别同比+68.03%，盈利显著提升；风电、核电板块承压明显，2019 年 Q1-Q3 归母净利润分别同比-24.16%、+0.29%，2019Q3 归母净利润明显下降，风电、核电分别同比-32.30%、-7.04%。**3) 毛利率、归母净利率下降：**2019 年 Q1-Q3 全行业毛利率为 24.15%，同比减少 0.33pct；归母净利率为 6.85%，同比减少 0.87pct。2019 年 Q3 全行业毛利率为 24.16%，同比减少 0.64pct；归母净利率为 8.23%，同比增加 0.71 个百分点。**4) 2019 年 Q1-Q3 费用率上升，Q3 费用率下降：**2019 年 Q1-Q3 期间费用率 15.07%，同比增加 2.48pct，2019 年 Q3 期间费用率为 15.07%，同比减少 0.36pct。**5) 19Q3 应收、预收、存货增长：**2019 年三季度末应收账款为 1658.36 亿，较年初增加 17.71%；预收款项 255.73 亿，较年初增加 57.12%；存货 1396.83 亿，较年初增加 16.54%。**5) 2019 年 Q1-Q3、Q3 现金净流入显著增长：**2019 年 Q1-Q3 经营性现金流量净额为 301.86 亿，同比增加 110.03%；2019 年 Q3 净流入 210.70 亿，同比增加 24.78%。
- **光伏板块：复苏明显，龙头突出：（1）2019 年 Q1-Q3、Q3 龙头企业增长持续，板块内分化明显：**全行业 2019 年 Q1-Q3 收入 1425.91 亿元，同比增长 19.49%，归母净利润 127.28 亿元，同比增加 22.45%。19 年 Q3 收入 548.77 亿元，同比增长 30.70%，归母净利润 52.83 亿，同比增加 68.03%。隆基、通威遥遥领先，2019 年 Q1-Q3 收入分别是 226.93 亿、280.25 亿，远超其他光伏公司。2019Q3 收入同比增长 83.80%、33.32%，归母净利润同比增长 283.85%、7.01%，盈利能力稳步增强。中环股份、东方日升、福莱特、福斯特等表现亮眼。**（2）毛利率小幅上升，2019Q3 复苏明显：**2019 年 Q1-Q3 全行业毛利率 23.39%，同比增加 1.07pct，2019 三季度毛利率 24.16%，同比增加 2.62pct。2019 年 Q1-Q3 全行业归母净利率 8.76%，同比增加 0.21pct，2019 年三季度归母净利率 9.63%，同比增加 2.14pct。**3) 费用率下降：**2019 年 Q1-Q3 期间费用率 12.82%，同比下降 0.43pct，2019 年 Q3 期间费用率为 12.16%，同比下降 0.49pct。**4) Q3 预收账款及存货显著增加：**2019 年 Q3 末应收账款为 561.24 亿，较年初增加 2.12%。预收款项 149.90 亿，较年初增长 59.5%。存货 400.77 亿，较年初增加 30.3%。**5) 2019 年 Q1-Q3 光伏板块现金流大幅增加，Q3 现金流显著改善：**2019 年 Q1-Q3 现金流为净流入 176.17 亿元，2018 年同期现金流为净流入 23.64 亿元，同比大幅增加 645.15%。2019 年三季度，板块现金流净流入 97.79 亿，与 2018 年三季度净流入 43.72 亿元相比，改善明显。
- **风电板块：盈利拐点来临，零部件表现优异：（1）归母净利润同比下降：**2019 年 Q1-Q3 风电板块收入 821.50 亿元，同比增长 23.83%，归母净利润 45.19 亿元，同比下降 24.16%。19 年 Q3 收入 302.10 亿元，同比增长 21.16%，归母净利润 15.15 亿元，同比下降 32.30%。**（2）一超多强，金风科技毛利率拐点出现；中材科技、福能股份紧随其后，盈利逆势增长：**金风科技 19 年 Q1-Q3 收入 247.35 亿，占板块 31.11%，同比增长 38.84%，归母净利润 15.91 亿，占板块 35.21%，同比下降 34.24%。2019 年 Q3 收入 90.02 亿，同比增长 32.65%；归母净利润 4.06 亿，同比下降 54.30%。明阳智能 Q3 营收同增 60.11%，归母净利润同增 59.04%。运达股份 Q3 营收同增 431.10%，归母净利润同增 126.66%。中材科技 2019 年 Q1-Q3 实现营业收入 95.34 亿元，仅次于金风科技，同比增长 22.21%，2019 年 Q1-Q3、2019Q3 归母净利润分别是 10.19 亿元、3.67 亿元，同比增长 36.66%、1.50%。福能股份 19Q1-Q3 营收 74.07 亿元，同增 13.66%；归母净利润 9.82 亿元，同增 33.23%。**（3）板块内分化明显，风电零部件厂商表现突出。**风电主轴制造商金雷风电业绩增长迅速，2019 年 Q1-Q3、Q3 收入同增 59.98%、47.06%，2019 年 Q1-Q3、Q3 归母净利润同增 69.24%、38.94%。铸造龙头日月股份 2019 年 Q1-Q3、Q3 收入同增 47.27%、42.80%，2019 年 Q1-Q3、Q3 归母净利润同增 73.03%、60.31%。天能重工 2019Q3 收入同比增长 58.03%，归母净利润同比增长 109.95%；天顺风能 19Q3 营收同增 48.46%，归母净利润同增 82.24%，零部件厂商整体表现远超其他。**4) 毛利率、归母净利率小幅下降：**2019 年 Q1-Q3 风电板块毛利率为 22.42%，同比减少 3.57pct，归母净利率为 5.50%，同比下降 3.48pct。19 年 Q3 毛利率 21.99%，同比下降 3.01pct，归母净利率为 5.02%，同比下降 3.96pct。**5) 费用率下降：**2019 年 Q1-Q3 期间费用率 16.29%，同比下降 0.83pct，2019 年 Q3 期间费用率 15.15%，同比下降 2.11pct。**6) 预收款、存货增加：**2019 年 Q3 末应收账款为 618.70 亿元，较年初增长 20.20%。预收款项 93.31 亿元，较年初增长 64.32%。存货 307.58 亿元，较年初增加 36.05%。**7) 现金流大幅改善：**2019 年 Q1-Q3，板块经营性现金流量净额为 70.63 亿，同比增加 134.85%；三季度净流入 85.36 亿元，较 2018 年同期净流入 46.01 亿大幅上升。
- **核电：两大龙头持续领跑，增长势头不减，2019 年 Q1-Q3 整体收入、利润增长，Q3 业绩小幅下滑：1) 业绩小幅下滑：**2019 年 Q1-Q3 核电板块实现收入 1373.71 亿元，同比增长 9.26%，归母净利润 76.99 亿元，同比上升 0.29%。2019 年 Q3 收入 430.57 亿元，同比增长 19.33%，环比下降 19.18%；归母净利润 20.05 亿元，同比下降 7.04%。**2) 毛利率逐渐修复：**2019 年 Q1-Q3 核电板块毛利率为 25.79%，同比下降 0.06pct；归母净利率 5.60%，同比下降 0.50pct。2019 年 Q3 毛利率为 25.39%，同比下降 3.22pct；归母净利率为 4.66%，同比下降 1.32pct。**3) 19 年 Q1-Q3 现金流入下滑：**2019 年 Q1-Q3 核电设备板块现金流净流入 58.33 亿元，与 2018 年同期 77.70 亿净流入相比小幅下滑。2019 年 Q3 现金流净流入 38.57 亿元，同比下降 49.56%。

- **投资建议：**光伏重点推荐：隆基股份、通威股份、阳光电源、ST 新梅、正泰电器、林洋能源、福莱特等；关注：中环股份、大全新能源等。风电重点推荐：金风科技、天顺风能、泰胜风能；关注：中材科技、日月股份、天能重工、金雷股份等。
- **风险提示：**投资增速下滑，政策不达预期，价格竞争超预期

内容目录

1. 前言	6
2. 光伏板块：复苏明显，龙头突出	8
2.1. 2019Q1-Q3、2019Q3 龙头企业增长持续，板块内分化明显	8
2.2. 2019Q1-Q3 毛利率明显上升、归母净利率稳中有升，2019Q3 归母净利率明显上升 ..	10
2.3. 2019 年三季度预收账款显著增加、应收账款稳定，存货增加	12
3. 风电板块：盈利仍在下行通道，整机与零部件分化	14
3.1. 2019 年 Q1-Q3 利润下降，一超多强格局持续	14
3.2. 2019 年 Q1-Q3、2019Q3 毛利率与归母净利率延续双降	15
3.3. 2019 年三季度应收、预收账款双增，存货增加	16
4. 核电板块 2019 年 Q1-Q3 整体收入、利润增长，19Q3 业绩小幅下滑；两大龙头持续领跑	18
4.1. 增长势头不减，2019 年 Q1-Q3 收入、利润皆增长，2019Q3 利润有所下滑	18
4.2. 2019 年 Q1-Q3 毛利率维持稳定、归母净利率小幅下滑，2019Q3 毛利率下降明显、归母 净利率小幅下跌	19
5. 投资建议	20
6. 风险提示	20

图表目录

图表 1: 新能源板块 2019 年 Q1-Q3 收入和归母净利润情况	6
图表 2: 新能源板块 2019 年 Q1-Q3 整体情况	6
图表 3: 新能源板块 2019 年 Q3 收入和归母净利润情况	6
图表 4: 新能源板块 2019 年 Q3 整体情况	6
图表 5: 新能源板块 2019 年 Q1-Q3 及 2019Q3 毛利率情况	7
图表 6: 新能源板块 2019 年 Q1-Q3 及 2019Q3 归母净利率情况	7
图表 7: 新能源板块 2017Q3-2019Q3 经营活动现金流情况	7
图表 8: 新能源板块 2019 年 Q1-Q3 及 2019Q3 费用率情况	7
图表 9: 新能源板块 2019Q1-Q3 和 2019Q3 末应收账款情况	8
图表 10: 新能源板块 2019Q1-Q3 和 2019Q3 末预收款情况	8
图表 11: 新能源板块 2019Q1-Q3 和 2019Q3 末存货情况	8
图表 12: 光伏公司收入和归母净利润变动情况分析表	9
图表 13: 光伏公司毛利率和归母净利率变动情况分析表	10
图表 14: 光伏板块 2017 年-2019 年三季度经营净现金流情况(亿元)	11
图表 15: 光伏公司应收账款、预收账款变动情况分析表	12
图表 16: 光伏板块 2018Q3-2019Q3 存货变动情况(亿元).....	13
图表 17: 风电公司收入和归母净利润变动情况分析表	14
图表 18: 风电板块 2017 年-2019 年三季度经营净现金流情况(亿元)	16
图表 19: 风电板块应收账款、预收账款变动情况分析表	17
图表 20: 风电板块 2018Q3-2019Q3 存货变动情况(亿元).....	17
图表 21: 22 核电公司收入和归母净利润变动情况分析表	18
图表 23: 核电等发电设备公司毛利率和归母净利润率变动情况分析表	19
图表 24: 核电板块 2017 年-2019 年三季度经营净现金流情况统计	19

1. 前言

新能源板块，2019年Q1-Q3营收增长15.76%，归母净利润同比上升2.77%。我们在新能源板块共选取了67家上市公司进行了统计分析，全行业2019年Q1-Q3收入3652.63亿元，增长15.76%，归母净利润250.17亿元，上升2.77%。2019年Q1-Q3收入同比下降的公司有23家，增幅为0-30%的有23家，增幅为30%以上的有21家。2019年Q1-Q3归母净利润同比下降的公司有28家，增幅为0-30%的有13家，增幅为30%以上的有26家，亏损的有11家，扭亏的有1家。

图表 1: 新能源板块 2019 年 Q1-Q3 收入和归母净利润情况

分项	营业收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)
光伏	1452.91	19.49%	127.28	22.45%
风电	821.50	23.83%	45.19	-24.16%
核电	1373.71	9.26%	76.99	0.29%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 2: 新能源板块 2019 年 Q1-Q3 整体情况

公司数量	收入同比	归母净利润同比
同比负增长	23	28
同比增长幅度在 0%-30%	23	13
同比增长超过 30%	21	26
亏损	-	11
扭亏	-	1
合计	67	

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

新能源板块 2019 年第三季度营收增长 23.14%，归母净利润增加 15.14%。全行业 67 家公司。19 年第三季度收入 1278.77 亿元，同比增长 23.14%，归母净利润 88.05 亿元，同比增加 15.14%。2019 年第三季度收入同比下降的公司有 20 家，增幅为 0-30%的有 19 家，增幅为 30%以上的有 28 家。2019 年第三季度归母净利润同比下降的公司有 31 家，增幅为 0-30%的有 7 家，增幅为 30%以上的有 29 家，亏损的有 13 家，扭亏的有 5 家。

图表 3: 新能源板块 2019 年 Q3 收入和归母净利润情况

分项	营业收入 (亿元)	同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)
光伏	548.77	30.70%	52.83	68.03%
风电	302.10	21.16%	15.15	-32.30%
核电	430.57	19.33%	20.05	-7.04%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 4: 新能源板块 2019 年 Q3 整体情况

公司数量	收入同比	归母净利润同比

同比负增长	20	31
同比增长幅度在 0%-30%	19	7
同比增长超过 30%	28	29
亏损	-	13
扭亏	-	5
合计	67	

资料来源：Wind，东吴证券研究所

2019 年 Q1-Q3、2019Q3 行业整体盈利水平略微下降。2019 年 Q1-Q3，全行业 67 家公司的毛利率为 24.15%，同比减少 0.33 个百分点；归母净利率为 6.85%，同比减少 0.87 个百分点。2019 年第三季度，全行业毛利率为 24.16%，同比减少 0.64 个百分点；归母净利率为 8.23%，同比增加 0.71 个百分点。

2019 年 Q1-Q3、2019Q3 行业现金流大幅改善。2019 年 Q1-Q3，全行业 67 家公司的经营性现金流量净额为 301.86 亿，同比增加 110.03%；2019 年三季度净流入 210.70 亿，同比增加 24.78%。

图表 5：新能源板块 2019 年 Q1-Q3 及 2019Q3 毛利率情况

毛利率	2018Q1-Q3	2019 Q1-Q3	19Q1-Q3 同比	2018Q3	2019Q3	19Q3 同比
光伏	22.32%	23.39%	1.07%	21.54%	24.16%	2.62%
风电	25.99%	22.42%	-3.57%	25.01%	21.99%	-3.01%
核电	25.85%	25.79%	-0.06%	28.61%	25.39%	-3.22%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 6：新能源板块 2019 年 Q1-Q3 及 2019Q3 归母净利率情况

归母净利率	2018Q1-Q3	2019 Q1-Q3	19Q1-Q3 同比	2018Q3	2019Q3	19Q3 同比
光伏	8.55%	8.76%	0.21%	7.49%	9.63%	1.32%
风电	8.98%	5.50%	-3.48%	8.98%	5.02%	-4.26%
核电	6.11%	5.60%	-0.50%	5.98%	4.66%	-0.41%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 7：新能源板块 2017Q3-2019Q3 经营活动现金流情况

经营活动现金流	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
光伏	40.67	111.14	-37.32	17.24	43.72	100.66	14.11	64.26	97.79
风电	10.43	88.11	-37.39	21.45	46.01	104.77	-31.04	16.32	85.36
核电	14.61	103.93	-56.27	57.51	76.47	176.24	-97.03	116.79	38.57

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 8：新能源板块 2019 年 Q1-Q3 及 2019Q3 费用率情况

期间费用率	18Q1-Q3	19Q1-Q3	19Q1-Q3 同比	2018Q3	2019Q3	19Q3 同比
光伏	13.25%	12.82%	-0.43%	12.65%	12.16%	-0.49%
风电	17.12%	16.29%	-0.83%	17.25%	15.15%	-2.11%
核电	14.68%	16.73%	2.05%	17.39%	18.73%	1.33%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 9: 新能源板块 2019Q1-Q3 和 2019Q3 末应收账款情况

应收账款	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	Q3 较年初增长	Q3 较 Q2 增长
光伏	549.61	564.16	582.41	561.24	2.12%	-3.63%
风电	514.75	492.39	622.22	618.70	20.20%	-0.57%
核电	344.45	448.86	467.57	478.42	38.89%	2.32%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 10: 新能源板块 2019Q1-Q3 和 2019Q3 末预收款情况

预收账款	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	Q3 较年初增长	Q3 较 Q2 增长
光伏	93.98	107.30	137.86	149.90	59.51%	8.73%
风电	56.78	51.15	63.46	93.31	64.32%	47.02%
核电	12.00	12.25	12.15	12.52	4.35%	3.00%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 11: 新能源板块 2019Q1-Q3 和 2019Q3 末存货情况

存货	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	Q3 较年初增长	Q3 较 Q2 增长
光伏	307.57	344.11	377.85	400.77	30.30%	6.07%
风电	226.07	268.77	280.41	307.58	36.05%	9.69%
核电	656.37	707.44	664.76	688.48	4.89%	3.57%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 光伏板块: 复苏明显, 龙头突出

2.1. 2019Q1-Q3、2019Q3 龙头企业增长持续, 板块内分化明显

2019 年 Q1-Q3 光伏板块收入、利润同增长。光伏板块共选取企业 31 家, 2019 年 Q1-Q3 收入 1425.91 亿元, 同比增长 19.49%, 归母净利润 127.28 亿元, 同比增加 22.45%。2019 年 Q1-Q3 收入同比增长增幅为负的公司共有 12 家, 增幅为 0-30% 的公司共有 8 家, 增幅为 30% 以上的公司共有 11 家。归母净利润 2019 年 Q1-Q3 同比增幅为负的公司共有 13 家, 增幅为 0-30% 的公司共有 6 家, 增幅为 30% 以上的公司共有 12 家。

2019 年三季度光伏板块收入、利润同增; 龙头企业收入净利高速增长。光伏板块 31

家公司，19年第三季度收入548.77亿元，同比增长30.70%，归母净利润52.83亿，同比增加68.03%。2019年第三季度收入同比增长增幅为负的公司共有9家，增幅为0-30%的公司共6家，增幅为30%以上的公司共有16家。归母净利润2019年第三季度同比增长增幅为负的公司共有14家，增幅为0-30%的公司共有4家，增幅为30%以上的公司共有13家。

隆基、通威遥遥领先，板块内分化明显。2019年Q1-Q3收入分别是226.93亿、280.25亿，远超其他光伏公司。2019Q3收入同比增长83.80%、33.32%，归母净利润同比增长283.85%、7.01%，盈利能力稳步增强。中环股份、东方日升、福莱特、福斯特等表现亮眼。

图表 12：光伏公司收入和归母净利润变动情况分析表

代码	公司名称	营业收入						归母净利润					
		18Q1-Q3	19Q1-Q3	Q1-Q3 同比	19Q3	19Q3 同比	19Q3 环比	18Q1-Q3	19Q1-Q3	Q1-Q3 同比	19Q3	19Q3 同比	19Q3 环比
601012.SH	隆基股份	146.71	226.93	54.68%	85.82	83.80%	2.15%	16.91	34.84	106.03%	14.75	283.85%	5.46%
600438.SH	通威股份	213.87	280.25	31.04%	119.01	33.32%	19.54%	16.60	22.43	35.14%	7.92	7.01%	-17.47%
300751.SZ	迈为股份	5.80	10.22	76.06%	4.01	79.01%	23.19%	1.41	1.84	30.46%	0.60	16.58%	-1.11%
300724.SZ	捷佳伟创	10.98	18.04	64.34%	5.86	84.74%	-14.93%	2.61	3.41	30.47%	1.10	43.71%	-19.69%
300080.SZ	新大新材	21.21	33.08	55.93%	19.11	207.09%	166.74%	0.62	2.61	321.85%	2.77	1778.67%	2801.80%
601865.SH	福莱特	22.58	33.81	49.71%	13.46	69.17%	22.03%	2.90	5.08	75.08%	2.46	219.65%	61.69%
300118.SZ	东方日升	68.41	97.74	42.87%	37.18	77.49%	1.47%	2.11	7.83	271.13%	2.99	237.34%	64.45%
300393.SZ	中来股份	18.24	25.00	37.04%	13.42	119.01%	74.96%	1.40	2.28	62.78%	1.15	56.11%	34.78%
300029.SZ	天龙光电	0.09	0.12	34.84%	0.01	-12.13%	-85.13%	(0.30)	(0.36)	-20.25%	-0.32	-270.80%	-4216.54%
603806.SH	福斯特	34.11	45.91	34.60%	16.12	31.93%	18.19%	3.47	5.92	70.80%	1.94	58.98%	6.69%
300763.SZ	锦浪科技	5.88	7.75	31.73%	3.63	81.66%	44.46%	0.81	0.73	-10.21%	0.42	9.12%	72.41%
002129.SZ	中环股份	92.56	120.16	29.82%	40.74	45.80%	-1.08%	4.26	7.02	64.84%	2.50	98.60%	-5.57%
300274.SZ	阳光电源	56.45	71.84	27.27%	27.22	55.59%	21.31%	6.07	5.54	-8.69%	2.22	-1.07%	37.42%
000591.SZ	太阳能	30.01	36.69	22.29%	16.27	60.96%	38.67%	7.19	8.18	13.81%	4.40	58.65%	74.86%
300111.SZ	向日葵	5.41	6.59	21.70%	2.78	72.70%	-8.71%	(2.62)	(0.02)	99.37%	-0.05	93.30%	-130.83%
000040.SZ	东旭蓝天	52.94	63.89	20.67%	11.56	-33.01%	-61.57%	14.05	0.74	-94.76%	-0.19	-121.83%	-125.71%
603628.SH	清源股份	6.18	7.28	17.68%	1.95	-29.78%	-26.90%	0.13	0.06	-54.84%	-0.11	-340.64%	-169.40%
300316.SZ	晶盛机电	18.90	20.07	6.23%	8.29	28.39%	35.75%	4.46	4.72	5.85%	2.21	37.38%	76.90%
002610.SZ	爱康科技	36.71	37.88	3.19%	12.75	8.09%	-5.60%	1.34	0.56	-58.34%	0.19	-71.15%	-25.48%
600151.SH	航天机电	50.03	48.77	-2.52%	16.39	-1.39%	-11.45%	(2.42)	(1.19)	50.66%	-0.22	67.76%	-502.88%
002218.SZ	拓日新能	7.60	7.37	-2.99%	2.91	5.59%	21.08%	0.73	0.73	0.55%	0.30	51.50%	-18.73%
000012.SZ	南玻 A	81.52	76.62	-6.01%	27.73	3.46%	4.05%	4.69	5.44	16.03%	1.67	43.59%	-31.89%
601222.SH	林洋能源	27.44	25.46	-7.23%	8.78	-22.36%	-9.77%	6.47	6.86	6.03%	2.69	7.19%	2.22%
002518.SZ	科士达	18.00	16.42	-8.81%	6.43	0.38%	6.14%	2.22	2.30	3.67%	1.07	57.03%	34.67%
601908.SH	京运通	16.83	14.91	-11.44%	6.70	39.10%	32.48%	4.80	1.67	-65.15%	0.96	-35.12%	10.68%
600537.SH	亿晶光电	24.35	19.10	-21.57%	6.56	-25.19%	-9.73%	0.65	(0.40)	-161.10%	0.35	-27.15%	159.52%
002309.SZ	中利科技	117.41	84.78	-27.79%	27.44	-37.10%	-13.90%	0.58	0.21	-64.65%	0.08	-15.93%	-92.24%
300700.SZ	岱勒新材	2.78	1.93	-30.36%	0.68	-3.08%	1.83%	0.49	(0.15)	-131.65%	-0.04	-587.18%	49.57%
002623.SZ	亚玛顿	12.99	8.16	-37.17%	2.99	-13.12%	-8.64%	0.64	0.02	-97.30%	0.10	-78.99%	-28.94%
603595.SH	东尼电子	7.15	4.49	-37.22%	2.41	34.79%	96.33%	1.05	(1.73)	-264.32%	-1.12	-2563.13%	-347.44%

300554.SZ	三超新材	2.73	1.66	-39.12%	0.58	6.24%	15.32%	0.63	0.12	-80.72%	0.06	382.79%	21.16%
合计		1,215.88	1,452.91	19.49%	548.77	30.70%	6.27%	103.94	127.28	22.45%	52.83	68.03%	9.06%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 2019Q1-Q3 毛利率明显上升、归母净利率稳中有升, 2019Q3 归母净利率明显上升

光伏行业光伏 2019 年 Q1-Q3 盈利能力稳中有升, 2019Q3 复苏明显。2019 年 Q1-Q3 全行业毛利率 23.39%, 同比增加 1.07pct, 2019 三季度毛利率 24.16%, 同比增加 2.62pct。2019 年 Q1-Q3 全行业归母净利率 8.76%, 同比增加 0.21pct, 2019 年三季度归母净利率 9.63%, 同比增加 2.14pct。

图表 13: 光伏公司毛利率和归母净利率变动情况分析表

代码	公司名称	毛利率						归母净利率					
		18Q1-Q3	19Q1-Q3	Q1-Q3 同比	19Q3	19Q3 同比	19Q3 环比	18Q1-Q3	19Q1-Q3	Q1-Q3 同比	19Q3	19Q3 同比	19Q3 环比
601012.SH	隆基股份	22.21%	27.63%	5.42%	29.93%	8.61%	1.89%	11.53%	15.35%	3.83%	17.18%	8.96%	0.54%
600438.SH	通威股份	18.83%	19.32%	0.49%	15.68%	-2.12%	-6.18%	7.76%	8.00%	0.24%	6.66%	-1.64%	-2.99%
603595.SH	东尼电子	33.06%	23.12%	-9.93%	29.95%	16.53%	12.11%	14.69%	-38.45%	-53.14%	-46.67%	-49.22%	-26.19%
300118.SZ	东方日升	16.46%	20.04%	3.58%	22.51%	1.10%	3.30%	3.09%	8.02%	4.93%	8.03%	3.80%	3.07%
002129.SZ	中环股份	19.10%	18.48%	-0.62%	20.51%	3.47%	1.68%	4.60%	5.84%	1.24%	6.13%	1.63%	-0.29%
002623.SZ	亚玛顿	12.01%	15.37%	3.36%	18.30%	10.70%	0.76%	4.95%	0.21%	-4.73%	3.19%	-9.99%	-0.91%
600537.SH	亿晶光电	14.07%	12.44%	-1.63%	13.68%	-3.47%	0.84%	2.68%	-2.09%	-4.77%	5.34%	-0.14%	13.45%
600151.SH	航天机电	11.64%	12.33%	0.69%	13.52%	2.81%	-0.96%	-4.84%	-2.45%	2.39%	-1.33%	2.73%	-1.62%
000040.SZ	东旭蓝天	17.77%	11.32%	-6.45%	17.25%	0.13%	7.47%	26.53%	1.15%	-25.38%	-1.65%	-6.70%	-4.11%
601222.SH	林洋能源	41.86%	48.02%	6.17%	51.59%	12.08%	4.73%	23.58%	26.95%	3.37%	30.58%	8.43%	3.59%
603628.SH	清源股份	26.96%	32.08%	5.13%	39.08%	13.79%	6.99%	2.13%	0.82%	-1.31%	-5.62%	-7.27%	-11.55%
002218.SZ	拓日新能	29.67%	32.03%	2.36%	29.13%	8.15%	-6.34%	9.60%	9.95%	0.35%	10.29%	3.12%	-5.04%
300274.SZ	阳光电源	30.00%	25.83%	-4.17%	22.32%	-9.14%	-6.96%	10.76%	7.72%	-3.04%	8.15%	-4.67%	0.96%
300316.SZ	鼎盛机电	39.68%	38.23%	-1.45%	40.64%	-1.74%	1.46%	23.59%	23.51%	-0.08%	26.63%	1.74%	6.19%
300724.SZ	捷佳伟创	41.11%	33.68%	-7.43%	33.91%	-11.21%	0.80%	23.80%	18.89%	-4.90%	18.83%	-5.38%	-1.12%
300751.SZ	迈为股份	40.94%	31.83%	-9.11%	30.98%	-6.13%	-1.22%	24.24%	17.96%	-6.28%	14.89%	-7.97%	-3.66%
000012.SZ	南玻 A	24.04%	25.59%	1.55%	26.81%	4.88%	0.38%	5.75%	7.10%	1.35%	6.02%	1.68%	-3.18%
300111.SZ	向日葵	0.55%	17.92%	17.37%	16.24%	27.27%	-5.99%	-48.48%	-0.25%	48.23%	-1.66%	41.13%	-6.58%
002518.SZ	科士达	30.87%	35.49%	4.63%	36.86%	8.31%	1.76%	12.33%	14.02%	1.69%	16.62%	6.00%	3.52%
300029.SZ	天龙光电	10.49%	40.98%	30.49%	26.04%	-10.06%	-31.60%	-337.45%	-300.94%	36.51%	-3513.73%	-2681.05%	-3501.63%
601908.SH	京运通	47.10%	41.15%	-5.95%	39.76%	-11.56%	-9.64%	28.50%	11.21%	-17.29%	14.31%	-16.37%	-2.82%
300080.SZ	新大新材	15.13%	25.35%	10.22%	32.31%	19.96%	17.00%	2.91%	7.88%	4.97%	14.51%	17.16%	15.94%
002610.SZ	爱康科技	19.31%	15.65%	-3.66%	15.63%	-6.81%	-0.08%	3.65%	1.48%	-2.18%	1.47%	-4.05%	-0.39%
300393.SZ	中来股份	23.52%	29.83%	6.31%	30.67%	8.84%	2.72%	7.66%	9.10%	1.44%	8.55%	-3.44%	-2.55%
002309.SZ	中利科技	17.04%	17.78%	0.75%	14.97%	-0.12%	-4.16%	0.50%	0.24%	-0.25%	0.28%	0.07%	-2.80%
000591.SZ	太阳能	51.64%	50.94%	-0.69%	48.24%	-8.18%	-9.81%	23.95%	22.29%	-1.66%	27.07%	-0.39%	5.60%
603806.SH	福斯特	19.76%	19.72%	-0.04%	20.19%	0.41%	-0.41%	10.17%	12.91%	2.74%	12.06%	2.05%	-1.30%
300700.SZ	岱勒新材	42.93%	15.82%	-27.11%	15.88%	-11.43%	2.92%	17.62%	-8.01%	-25.63%	-5.50%	-6.60%	5.61%
300554.SZ	三超新材	45.98%	28.47%	-17.50%	35.21%	9.81%	6.49%	23.23%	7.36%	-15.87%	10.16%	13.98%	0.49%

601865.SH	福莱特	26.54%	30.17%	3.64%	33.23%	10.48%	5.17%	12.84%	15.01%	2.18%	18.29%	8.61%	4.49%
300763.SZ	锦浪科技	33.23%	31.80%	-1.44%	30.46%	-7.23%	-0.01%	13.78%	9.39%	-4.39%	11.50%	-7.65%	1.87%
合计		22.32%	23.39%	1.07%	24.16%	2.62%	0.23%	8.55%	8.76%	0.21%	9.63%	2.14%	0.25%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

2019年Q1-Q3光伏板块现金流大幅增加, 2019Q3现金流净流入显著改善。2019年Q1-Q3现金流为净流入176.17亿元, 2018年同期现金流为净流入23.64亿元, 同比大幅增加645.15%。2019年三季度, 板块现金流净流入97.79亿, 与2018年三季度净流入43.72亿元相比, 改善明显。

图表 14: 光伏板块 2017 年-2019 年三季度经营净现金流情况(亿元)

代码	公司名称	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	19Q3 同比	18Q1-Q3	19Q1-Q3	Q1-Q3 同比
601012.SH	隆基股份	5.99	5.29	-7.17	18.85	-1.08	1.12	9.38	14.88	15.87	1572.44%	10.61	40.1429	278.35%
600438.SH	通威股份	8.84	12.52	5.02	1.79	10.60	13.59	3.05	8.01	10.59	-0.13%	17.41	21.6533	24.37%
002218.SZ	拓日新能	0.76	-0.42	0.05	0.03	0.06	0.53	2.34	2.47	0.62	951.07%	0.15	5.42816	3617.73%
300118.SZ	东方日升	-0.56	7.23	-2.31	2.89	0.48	0.26	5.52	7.61	8.03	1571.44%	1.06	21.163	1897.11%
300080.SZ	新大新材	0.45	-0.34	-0.06	-0.26	2.15	0.20	0.44	0.50	10.63	393.89%	1.83	11.5681	532.37%
300316.SZ	晶盛机电	0.83	-1.72	-1.43	-0.10	2.32	0.86	-0.77	2.52	2.52	8.46%	0.80	4.28007	436.80%
002518.SZ	科士达	0.60	3.70	-2.44	-1.65	1.01	2.18	2.27	0.92	3.08	204.25%	(3.08)	6.26342	303.54%
002623.SZ	亚玛顿	0.66	0.24	-1.96	2.67	-1.36	0.69	0.14	0.73	0.44	131.96%	(0.65)	1.30919	301.97%
300763.SZ	锦浪科技	0.00	0.00	-0.48	0.51	-0.44	1.49	-0.26	0.46	0.34	177.52%	(0.41)	0.53695	229.59%
603806.SH	福斯特	-0.43	3.84	-0.16	0.38	-1.91	3.39	-1.85	2.68	0.92	148.13%	(1.70)	1.75484	203.47%
002309.SZ	中利科技	-1.39	3.43	-3.34	1.73	7.91	20.93	2.72	-0.77	13.00	64.22%	6.31	14.9389	136.74%
300554.SZ	三超新材	0.19	0.11	-0.17	0.29	0.27	0.53	-0.18	0.24	0.83	204.64%	0.39	0.8893	127.74%
000591.SZ	太阳能	5.52	8.32	0.37	2.06	4.78	11.05	0.41	1.82	13.25	177.43%	7.21	15.4741	114.76%
600151.SH	航天机电	0.35	2.17	-4.36	-0.99	0.52	3.07	-1.38	-2.01	1.72	231.97%	(4.83)	-1.6748	65.34%
300274.SZ	阳光电源	5.66	12.34	-13.36	-8.09	2.61	20.65	-7.23	0.77	-1.40	-153.47%	(18.84)	-7.8498	58.33%
002129.SZ	中环股份	2.42	3.58	2.63	2.78	3.20	8.47	3.69	4.83	4.80	50.01%	8.60	13.3198	54.82%
300029.SZ	天龙光电	0.10	0.42	-0.19	0.01	-0.01	-0.12	-0.05	-0.07	-0.01	-85.60%	(0.19)	-0.1338	28.74%
601908.SH	京运通	1.75	5.92	-0.77	0.36	3.10	0.44	-3.14	2.31	4.09	32.11%	2.69	3.26779	21.38%
000012.SZ	南玻 A	7.68	6.75	0.60	7.04	6.46	7.20	1.36	6.32	7.40	14.57%	14.11	15.0839	6.92%
603628.SH	清源股份	0.29	0.36	-0.56	-0.10	0.06	1.30	0.17	-0.69	-0.19	-439.92%	(0.60)	-0.7071	-17.59%
601865.SH	福莱特	0.00	0.00	1.26	0.41	1.56	1.08	2.06	-0.98	1.07	-31.08%	3.23	2.15297	-33.40%
002610.SZ	爱康科技	1.58	9.34	-1.20	2.92	2.92	4.04	-1.73	1.46	3.10	6.27%	4.64	2.82796	-39.07%
601222.SH	林洋能源	1.95	5.76	0.91	-0.51	3.29	0.83	0.39	-0.18	1.75	-46.81%	3.69	1.96558	-46.77%
300111.SZ	向日葵	-0.63	1.95	0.63	0.61	0.63	-1.22	-0.14	0.99	-0.10	-116.75%	1.87	0.74387	-60.19%
603595.SH	东尼电子	-0.22	-0.25	-0.26	1.04	0.20	0.94	0.08	-0.17	-0.30	-249.97%	0.97	-0.3939	-140.43%
300751.SZ	迈为股份	0.00	-0.05	-0.51	1.60	-0.41	-0.68	0.43	-0.07	-1.39	-242.44%	0.68	-1.0298	-250.88%
600537.SH	亿晶光电	-1.06	6.00	-1.20	-0.12	3.38	2.25	-3.57	-2.69	2.84	-16.18%	2.07	-3.4258	-265.86%
300700.SZ	岱勒新材	0.11	0.02	0.09	0.30	-0.21	-0.13	-0.13	-0.12	-0.14	34.53%	0.18	-0.3823	-315.82%
300724.SZ	捷佳伟创	1.21	1.44	0.29	0.44	-0.41	-0.92	-0.94	-2.95	-1.62	-292.71%	0.31	-5.5155	-1855.48%
300393.SZ	中来股份	-1.54	-2.16	-2.22	1.22	0.97	0.14	-1.40	-0.63	0.03	-96.53%	(0.02)	-1.9961	-7970.61%
小计		40.67	111.14	-37.32	17.24	43.72	100.66	14.11	64.26	97.79	123.70%	23.64	176.17	645.15%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 2019 年三季度预收账款显著增加、应收账款稳定，存货增加

2019 年三季度预收账款显著增加，应收账款较为稳定。2019 年 Q3 末应收账款为 561.24 亿，较年初增加 2.12%；预收账款 149.90 亿，较年初增长 59.51%。其中，隆基股份 19Q3 预收账款 31.21 亿，较年初增长 224.29%；应收账款 38.50 亿，较年初减少 11.75%。通威股份 Q3 预收账款较年初增长 28.68%，应收账款较年初增长 37.12%。东方日升 Q3 预收账款 9.10 亿，较年初增长 87.14%。

图表 15：光伏公司应收账款、预收账款变动情况分析表

代码	公司名称	应收账款					预收账款				
		2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	19Q3 较年初增长	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	19Q3 较年初增长
601012.SH	隆基股份	43.63	38.90	47.89	38.50	-11.75%	9.62	16.77	32.79	31.21	224.29%
600438.SH	通威股份	11.66	14.67	15.61	15.98	37.12%	11.87	17.78	15.36	15.28	28.68%
300274.SZ	阳光电源	63.13	66.96	66.14	65.38	3.56%	6.17	5.34	6.25	8.25	33.58%
002129.SZ	中环股份	27.21	27.80	22.78	26.32	-3.28%	6.19	5.53	7.83	10.49	69.31%
300316.SZ	晶盛机电	9.10	9.44	10.12	11.17	22.77%	5.18	5.31	7.61	9.85	90.38%
300724.SZ	捷佳伟创	2.99	3.68	3.78	3.47	16.10%	14.93	16.51	17.49	18.42	23.32%
300751.SZ	迈为股份	1.40	1.71	1.88	2.56	82.97%	8.80	9.27	11.24	11.60	31.75%
600537.SH	亿晶光电	6.02	7.44	7.15	7.57	25.72%	2.41	1.92	0.42	4.19	73.71%
601222.SH	林洋能源	28.47	28.88	31.54	30.94	8.68%	0.15	0.67	0.50	0.58	297.78%
000012.SZ	南玻 A	5.92	9.28	7.80	7.82	32.02%	2.07	1.94	2.29	2.68	29.79%
300118.SZ	东方日升	37.81	35.27	41.83	38.26	1.18%	4.86	5.45	10.17	9.10	87.14%
300111.SZ	向日葵	2.42	2.01	2.06	2.66	9.60%	0.11	0.11	0.58	0.32	190.20%
002518.SZ	科士达	12.53	11.13	10.93	10.68	-14.72%	0.72	0.81	0.66	1.15	60.69%
300029.SZ	天龙光电	0.18	0.19	0.18	0.18	-4.61%	0.29	0.30	0.29	0.29	-0.87%
601908.SH	京运通	14.84	16.25	18.03	18.18	22.53%	0.64	0.67	0.73	2.90	350.24%
300080.SZ	新大新材	4.95	5.72	5.23	6.43	30.10%	0.05	0.02	0.03	0.16	200.28%
002623.SZ	亚玛顿	5.93	5.64	6.20	6.29	6.07%	0.29	0.20	0.19	0.27	-4.66%
002610.SZ	爱康科技	17.85	18.72	18.34	18.38	2.96%	0.60	0.35	0.93	0.82	36.75%
300393.SZ	中来股份	6.91	7.94	7.77	6.20	-10.14%	0.07	0.42	0.90	0.91	1166.78%
002218.SZ	拓日新能	9.46	9.70	9.92	9.34	-1.21%	0.16	0.50	0.50	0.45	174.11%
002309.SZ	中利科技	93.76	93.77	86.98	70.44	-24.87%	2.37	2.78	3.68	8.17	245.14%
600151.SH	航天机电	18.57	17.80	21.17	19.90	7.17%	0.87	1.32	0.88	1.06	22.67%
000591.SZ	太阳能	59.85	65.10	70.53	69.90	16.79%	0.81	0.67	0.89	0.82	1.91%
603806.SH	福斯特	11.39	16.65	13.90	15.51	36.13%	0.31	0.20	0.25	0.40	28.40%
603628.SH	清源股份	5.51	5.15	4.97	4.66	-15.46%	0.03	0.13	0.03	0.05	49.66%
603595.SH	东尼电子	2.40	1.76	1.95	3.43	43.23%	0.01	0.02	0.01	0.01	29.64%
300700.SZ	岱勒新材	1.11	1.28	1.23	1.26	12.96%	0.01	0.03	0.01	0.01	103.88%
300554.SZ	三超新材	0.98	1.08	0.86	0.64	-34.47%	0.00	0.01	0.01	0.01	286.11%
601865.SH	福莱特	8.21	7.13	11.77	10.88	32.50%					
300763.SZ	锦浪科技	2.45		2.69	3.24	32.52%	0.07	0.05	0.10	0.22	217.19%

000040.SZ	东旭蓝天	32.98	33.12	31.18	35.05	6.30%	14.31	12.23	15.23	10.24	-28.43%
合计		549.61	564.16	582.41	561.24	2.12%	93.98	107.30	137.86	149.90	59.51%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

光伏板块三季度存货增长明显。整体板块2019Q3末存货400.77亿,较年初增加30.3%。隆基股份Q3末存货60.0亿,较年初增长40.11%。通威股份Q3末存货27.44亿,较年初增长73.03%。

图表 16: 光伏板块 2018Q3-2019Q3 存货变动情况(亿元)

代码	公司名称	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q3 较 Q2 增长	2019Q3 较年初增长
601012.SH	隆基股份	48.46	42.83	51.35	55.33	60.00	8.46%	40.11%
600438.SH	通威股份	22.88	15.86	22.91	26.76	27.44	2.54%	73.03%
300274.SZ	阳光电源	34.85	24.59	30.98	34.55	32.43	-6.14%	31.90%
002129.SZ	中环股份	21.18	17.09	18.49	16.29	19.91	22.24%	16.55%
300316.SZ	晶盛机电	15.41	14.51	13.45	12.38	13.28	7.25%	-8.50%
300724.SZ	捷佳伟创	17.13	20.87	23.50	28.65	32.46	13.32%	55.58%
300751.SZ	迈为股份	11.23	12.82	14.65	18.21	20.19	10.84%	57.45%
600537.SH	亿晶光电	3.64	2.55	2.63	3.16	5.29	67.37%	107.46%
601222.SH	林洋能源	6.47	4.60	5.21	6.21	8.42	35.48%	83.09%
000012.SZ	南玻 A	6.14	6.00	7.53	7.34	8.14	10.96%	35.69%
300118.SZ	东方日升	13.49	11.87	16.09	16.14	18.67	15.67%	57.31%
300111.SZ	向日葵	1.15	0.40	0.48	1.74	1.39	-20.10%	244.19%
002518.SZ	科士达	6.78	3.46	3.99	4.22	4.83	14.36%	39.58%
300029.SZ	天龙光电	1.34	0.16	0.14	0.13	0.14	9.71%	-11.69%
601908.SH	京运通	6.17	6.81	7.25	8.38	8.41	0.33%	23.42%
300080.SZ	新大新材	4.45	2.60	2.41	2.78	9.42	239.26%	262.32%
002623.SZ	亚玛顿	1.81	1.32	1.36	1.70	1.76	3.49%	33.18%
002610.SZ	爱康科技	2.76	2.78	2.66	2.32	2.58	11.24%	-7.48%
300393.SZ	中来股份	6.77	5.16	6.64	7.47	6.76	-9.54%	30.98%
002218.SZ	拓日新能	3.90	3.34	3.16	2.92	2.87	-1.87%	-14.30%
002309.SZ	中利科技	55.97	41.97	41.07	43.33	46.88	8.20%	11.71%
600151.SH	航天机电	13.34	8.51	8.98	7.84	9.43	20.22%	10.86%
000591.SZ	太阳能	2.51	1.06	0.89	1.38	2.13	54.21%	101.86%
603806.SH	福斯特	7.33	7.80	6.90	8.55	8.47	-0.98%	8.54%
603628.SH	清源股份	6.21	6.42	6.57	6.57	6.63	0.87%	3.24%
603595.SH	东尼电子	1.74	1.45	1.53	1.44	1.49	3.46%	2.49%
300700.SZ	岱勒新材	1.14	1.19	1.37	1.42	1.46	2.21%	22.58%
300554.SZ	三超新材	0.83	0.64	0.71	0.64	0.67	5.39%	4.23%
601865.SH	福莱特	0.00	3.77	4.68	4.72	4.80	1.78%	27.37%
300763.SZ	锦浪科技	0.00	0.69	1.00	1.18	1.62	36.49%	133.92%
小计		347.44	307.57	344.11	377.85	400.77	6.07%	30.30%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

3.风电板块：盈利仍在下行通道，整机与零部件分化

3.1. 2019 年 Q1-Q3 利润下降，一超多强格局持续

2019 年 Q1-Q3 风电板块营收高速增长，利润下降明显。风电板块共选取企业 24 家，2019 年 Q1-Q3 风电板块收入 821.50 亿元，同比增长 23.83%，归母净利润 45.19 亿元，同比下降 24.16%。若剔除行业巨头金风科技，2019 年 Q1-Q3 风电板块实现收入 574.15 亿元，同比增长 18.32%，实现归母净利润 29.28 亿元，同比下降 17.29%。2019 年 Q1-Q3 收入同比增长增幅为负的公司有 6 家，增幅为 0-30% 的公司共有 7 家，增幅为 30% 以上的公司共有 11 家。归母净利润 2019 年 Q1-Q3 同比增长增幅为负的公司共有 10 家，增幅为 0-30% 的公司共有 3 家，增幅为 30% 以上的公司共有 11 家，亏损 3 家，扭亏 2 家。

2019 年三季度，风电板块营收加速，盈利状况较 19Q2 下滑。风电板块 24 家公司 19 年第三季度收入 302.10 亿元，同比增长 21.16%，归母净利润 15.15 亿元，同比下降 32.30%。若剔除掉金风科技，2019 年三季度板块收入 212.08 亿，同比增长 16.87%，归母净利润 11.09 亿元，同比减少 17.85%。

风电板块一超多强，金风科技盈利延续下滑；中材科技、福能股份紧随其后，盈利逆势增长。金风科技 19 年 Q1-Q3 收入 247.35 亿，占板块 31.11%，同比增长 38.84%，归母净利润 15.91 亿，占板块 35.21%，同比下降 34.24%。2019 年三季度收入 90.02 亿，同比增长 32.65%；归母净利润 4.06 亿，同比下降 54.30%。明阳智能 Q3 营收同增 60.11%，归母净利润同增 59.04%。运达股份 Q3 营收同增 431.10%，归母净利润同增 126.66%。中材科技 2019 年 Q1-Q3 实现营业收入 95.34 亿元，仅次于金风科技，同比增长 22.21%，2019 年 Q1-Q3、2019Q3 归母净利润分别是 10.19 亿元、3.67 亿元，同比增长 36.66%、1.50%。福能股份 19Q1-Q3 营收 74.07 亿元，同增 13.66%；归母净利润 9.82 亿元，同增 33.23%。

板块内分化明显，风电零部件厂商表现突出。风电主轴制造商金雷风电业绩增长迅速，2019 年 Q1-Q3、Q3 收入同增 59.98%、47.06%，2019 年 Q1-Q3、Q3 归母净利润同增 69.24%、38.94%。铸造龙头日月股份 2019 年 Q1-Q3、Q3 收入同增 47.27%、42.80%，2019 年 Q1-Q3、Q3 归母净利润同增 73.03%、60.31%。天能重工 2019Q3 收入同比增长 58.03%，归母净利润同比增长 109.95%；天顺风能 19Q3 营收同增 48.46%，归母净利润同增 82.24%，零部件厂商整体表现远超其他。

图表 17：风电公司收入和归母净利润变动情况分析表

代码	公司名称	营业收入 (亿元)						归母净利润 (亿元)					
		18Q1-Q3	19Q1-Q3	Q1-Q3 同比	19Q3	19Q3 同比	19Q3 环比	18Q1-Q3	19Q1-Q3	Q1-Q3 同比	19Q3	19Q3 同比	19Q3 环比
002202.SZ	金风科技	178.16	247.35	38.84%	90.02	32.65%	-12.92%	24.19	15.91	-34.24%	4.06	-54.30%	-57.49%
601615.SH	明阳智能	45.38	72.10	58.87%	31.95	60.11%	40.80%	2.59	5.14	98.59%	1.80	59.04%	-39.02%
300772.SZ	运达股份	14.91	27.08	81.58%	12.29	431.10%	53.47%	(0.61)	0.31	150.43%	0.19	126.66%	544.14%
600483.SH	福能股份	65.17	74.07	13.66%	29.62	10.51%	12.18%	7.37	9.82	33.23%	4.88	47.51%	72.38%
600416.SH	湘电股份	45.24	42.00	-7.15%	9.72	-42.65%	-43.52%	(4.30)	(8.97)	-108.68%	-3.06	-46.62%	33.44%
600290.SH	华仪电气	10.88	8.08	-25.75%	2.75	-6.89%	-27.17%	0.17	0.11	-36.04%	0.04	-21.65%	-82.69%
000862.SZ	银星能源	8.24	9.86	19.58%	3.18	28.07%	-11.97%	0.60	0.23	-60.88%	-0.16	-224.07%	-147.92%
002080.SZ	中材科技	78.01	95.34	22.21%	34.71	13.62%	1.88%	7.46	10.19	36.66%	3.67	1.50%	-16.12%
002009.SZ	天奇股份	25.07	22.44	-10.52%	7.94	-8.17%	4.74%	1.37	0.72	-47.18%	0.13	-40.11%	-43.10%
002531.SZ	天顺风能	25.10	38.04	51.55%	13.27	48.46%	-20.09%	3.58	5.46	52.66%	2.12	82.24%	-14.24%

300129.SZ	泰胜风能	8.26	15.28	84.86%	6.10	58.66%	5.61%	0.21	1.35	528.65%	0.81	746.88%	147.33%
002359.SZ	齐星铁塔	27.82	4.92	-82.32%	-0.07	-100.91%	-103.28%	5.36	(7.20)	-234.40%	-3.32	-220.78%	-14.30%
002122.SZ	天马股份	13.65	8.83	-35.26%	2.18	-57.78%	-21.37%	(2.06)	(5.62)	-173.21%	-2.61	-144.42%	-50.11%
300443.SZ	金雷风电	5.16	8.26	59.98%	3.33	47.06%	23.89%	0.83	1.40	69.24%	0.59	38.94%	26.97%
002487.SZ	大金重工	7.48	11.98	60.24%	4.15	36.91%	-26.73%	0.47	1.11	137.51%	0.50	92.53%	2.09%
300185.SZ	通裕重工	25.82	27.59	6.88%	9.73	14.67%	-1.89%	1.56	1.72	10.24%	0.54	15.21%	-43.06%
601218.SH	吉鑫科技	9.36	10.12	8.11%	4.61	7.00%	88.81%	(0.87)	0.35	140.34%	0.09	166.99%	-51.05%
601016.SH	节能风电	17.97	17.95	-0.11%	5.68	-2.66%	-15.84%	4.64	4.24	-8.42%	1.15	-8.32%	-41.16%
603218.SH	日月股份	16.58	24.41	47.27%	9.05	42.80%	4.88%	1.99	3.45	73.03%	1.30	60.31%	-1.40%
603063.SH	禾望电气	4.50	11.88	164.16%	4.94	221.90%	39.80%	0.43	0.56	28.17%	0.32	727.68%	481.20%
601619.SH	嘉泽新能	8.32	8.39	0.85%	2.77	-5.14%	-13.38%	2.47	2.35	-4.89%	0.80	-10.34%	-26.66%
603507.SH	振江股份	6.70	10.78	60.78%	4.32	44.99%	21.25%	0.61	0.02	-97.34%	0.23	-1.16%	186.62%
603985.SH	恒润股份	7.88	9.91	25.71%	3.55	16.38%	-4.50%	0.93	1.10	17.25%	0.46	28.45%	12.69%
300569.SZ	天能重工	7.75	14.85	91.50%	6.30	58.03%	27.14%	0.60	1.46	143.10%	0.62	109.95%	10.61%
	合计	663.41	821.50	23.83%	302.10	21.16%	-2.30%	59.59	45.19	-24.16%	15.15	-32.30%	-28.49%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 2019年 Q1-Q3、2019Q3 毛利率与归母净利率延续双降

2019年 Q1-Q3 毛利率、归母净利率均延续下滑。2019年 Q1-Q3 风电板块毛利率为 22.42%，同比减少 3.57pct，归母净利率为 5.50%，同比下降 3.48pct。19年三季度毛利率 21.99%，同比下降 3.01pct，归母净利率为 5.02%，同比下降 3.96pct。

图表 18: 风电公司毛利率和归母净利率变动情况分析表

代码	公司名称	毛利率						归母净利率					
		18Q1-Q3	19Q1-Q3	Q1-Q3 同比	19Q3	19Q3 同比	19Q3 环比	18Q1-Q3	19Q1-Q3	Q1-Q3 同比	19Q3	19Q3 同比	19Q3 环比
002202.SZ	金风科技	29.55%	20.27%	-9.28%	29.55%	20.27%	-9.28%	13.58%	6.43%	-7.15%	4.51%	-8.59%	-4.73%
601615.SH	明阳智能	27.48%	22.76%	-4.72%	27.48%	22.76%	-4.72%	5.70%	7.12%	1.42%	5.63%	-0.04%	-7.37%
300772.SZ	运达股份	19.81%	15.03%	-4.77%	19.81%	15.03%	-4.77%	-4.10%	1.14%	5.24%	1.53%	31.99%	1.16%
600483.SH	福能股份	18.32%	19.83%	1.51%	18.32%	19.83%	1.51%	11.31%	13.26%	1.95%	16.46%	4.13%	5.75%
600416.SH	湘电股份	12.96%	8.94%	-4.02%	12.96%	8.94%	-4.02%	-9.50%	-21.36%	-11.85%	-31.47%	-19.16%	-4.76%
600290.SH	华仪电气	24.75%	28.68%	3.93%	24.75%	28.68%	3.93%	1.58%	1.36%	-0.22%	1.58%	-0.30%	-5.06%
000862.SZ	银星能源	41.20%	31.47%	-9.72%	41.20%	31.47%	-9.72%	7.25%	2.37%	-4.88%	-5.08%	-10.32%	-14.40%
002080.SZ	中材科技	27.42%	27.53%	0.10%	27.42%	27.53%	0.10%	9.56%	10.69%	1.13%	10.56%	-1.26%	-2.27%
002009.SZ	天奇股份	21.05%	19.13%	-1.92%	21.05%	19.13%	-1.92%	5.47%	3.23%	-2.24%	1.61%	-0.86%	-1.36%
002531.SZ	天顺风能	28.57%	27.63%	-0.94%	28.57%	27.63%	-0.94%	14.24%	14.35%	0.10%	15.97%	2.96%	1.09%
300129.SZ	泰胜风能	18.77%	21.97%	3.20%	18.77%	21.97%	3.20%	2.60%	8.83%	6.24%	13.35%	10.85%	7.65%
002359.SZ	齐星铁塔	32.27%	-51.34%	-83.61%	32.27%	-51.34%	-83.61%	19.26%	-146.35%	-165.61%	4501.19%	4467.38%	4630.42%
002122.SZ	天马股份	9.12%	11.06%	1.94%	9.12%	11.06%	1.94%	-15.08%	-63.62%	-48.54%	-119.54%	-98.90%	-56.92%
300443.SZ	金雷风电	26.57%	27.58%	1.01%	26.57%	27.58%	1.01%	16.01%	16.94%	0.93%	17.75%	-1.04%	0.43%
002487.SZ	大金重工	20.43%	20.64%	0.21%	20.43%	20.64%	0.21%	6.24%	9.25%	3.01%	12.07%	3.49%	3.41%
300185.SZ	通裕重工	22.56%	25.78%	3.22%	22.56%	25.78%	3.22%	6.05%	6.24%	0.19%	5.55%	0.03%	-4.01%
601218.SH	吉鑫科技	-1.05%	21.61%	22.66%	-1.05%	21.61%	22.66%	-9.29%	3.47%	12.75%	1.99%	5.17%	-5.69%
601016.SH	节能风电	54.97%	51.66%	-3.31%	54.97%	51.66%	-3.31%	25.80%	23.65%	-2.15%	20.27%	-1.25%	-8.73%

603218.SH	日月股份	21.38%	24.29%	2.91%	21.38%	24.29%	2.91%	12.01%	14.11%	2.10%	14.35%	1.57%	-0.91%
603063.SH	禾望电气	48.92%	36.46%	-12.46%	48.92%	36.46%	-12.46%	9.65%	4.68%	-4.97%	6.56%	4.01%	8.97%
601619.SH	嘉泽新能	61.14%	58.33%	-2.82%	61.14%	58.33%	-2.82%	29.66%	27.97%	-1.69%	28.87%	-1.68%	-5.23%
603507.SH	振江股份	25.13%	17.57%	-7.56%	25.13%	17.57%	-7.56%	9.14%	0.15%	-8.99%	5.25%	-2.45%	12.61%
603985.SH	恒润股份	25.28%	25.01%	-0.26%	25.28%	25.01%	-0.26%	11.85%	11.06%	-0.80%	12.92%	1.21%	1.97%
300569.SZ	天能重工	24.14%	27.26%	3.12%	26.97%	5.07%	-1.53%	7.74%	9.83%	2.09%	9.81%	2.43%	-1.47%
合计		25.99%	22.42%	-3.57%	21.99%	-3.01%	-0.02%	8.98%	5.50%	-3.48%	5.02%	-3.96%	-1.84%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

2019年 Q1-Q3 风电板块现金流状况大幅改善, 三季度现金流入小幅下降。2019年 Q1-Q3 经营性现金流量净流入 70.63 亿元, 同比上升 134.85%。19 年三季度净流入 85.36 亿元, 较 2018 年同期净流入 46.01 亿大幅上升。

图表 18: 风电板块 2017 年-2019 年三季度经营净现金流情况(亿元)

代码	公司名称	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	19Q3 同比	18Q1-Q3	19Q1-Q3	Q1-Q3 同比
002202.SZ	金风科技	5.27	40.48	-15.79	-11.02	16.29	41.77	-21.04	-10.69	35.88	120.23%	(10.52)	4.15584	139.51%
601615.SH	明阳智能	0.00	12.02	-7.45	7.59	0.39	2.24	-6.82	4.19	11.92	2987.59%	0.52	9.28854	1677.98%
300772.SZ	运达股份	0.00	0.00	-2.86	-1.59	-2.31	8.82	-1.13	-5.32	11.12	580.39%	(6.76)	4.66336	168.94%
600483.SH	福能股份	2.25	7.82	3.55	3.91	5.97	7.98	3.35	5.83	6.40	7.28%	13.43	15.5851	16.09%
600416.SH	湘电股份	-2.27	8.83	-5.41	4.78	2.11	-1.24	-2.29	1.53	-1.45	-168.66%	1.48	-2.2058	-248.77%
600290.SH	华仪电气	-2.60	2.43	-0.52	2.56	1.82	3.59	1.42	1.79	-2.20	-221.01%	3.86	1.00422	-73.97%
000862.SZ	银星能源	0.42	3.41	0.45	0.81	2.68	3.60	0.81	0.86	2.14	-20.10%	3.93	3.80544	-3.23%
002080.SZ	中材科技	2.95	1.15	-2.32	5.94	1.54	10.63	-4.19	8.37	5.61	264.83%	5.15	9.79891	90.17%
002009.SZ	天奇股份	-0.82	2.09	-0.02	-1.77	1.84	3.61	-1.90	0.15	-0.23	-112.64%	0.05	-1.9878	-4419.07%
002531.SZ	天顺风能	0.47	-0.11	-2.75	1.40	4.50	3.05	-1.89	2.28	5.71	26.94%	3.15	6.09854	93.42%
300129.SZ	泰胜风能	0.18	0.90	0.34	0.60	0.46	0.69	-0.65	0.98	0.79	71.01%	1.40	1.11106	-20.59%
002359.SZ	齐星铁塔	-0.43	1.51	0.01	5.18	3.12	-0.25	0.12	-1.99	0.08	-97.54%	8.31	-1.7981	-121.64%
002122.SZ	天马股份	0.83	0.50	-2.79	-0.82	-0.12	3.05	-0.45	0.02	-0.16	-38.64%	(3.73)	-0.5915	84.12%
300443.SZ	金雷风电	0.58	0.12	-0.30	-0.78	-0.77	0.42	1.14	1.49	0.61	179.41%	(1.84)	3.23297	275.87%
002487.SZ	大金重工	-0.19	0.42	-0.31	0.31	0.15	0.87	-0.94	-0.55	2.99	1853.82%	0.15	1.49731	908.37%
300185.SZ	通裕重工	0.29	-0.03	0.20	1.83	0.17	0.19	0.42	1.04	0.39	134.07%	2.20	1.86018	-15.40%
601218.SH	吉鑫科技	-0.48	0.14	-0.93	0.55	0.86	0.35	-0.05	2.11	-1.45	-268.23%	0.48	0.61147	28.26%
601016.SH	节能风电	2.42	4.56	2.32	2.54	4.79	5.40	2.27	2.44	4.94	2.99%	9.65	9.64471	-0.07%
603218.SH	日月股份	0.25	0.28	0.29	0.57	0.51	0.68	0.84	1.43	1.13	120.55%	1.37	3.40024	147.42%
603063.SH	禾望电气	-0.34	-0.12	-0.30	-1.02	-0.31	2.09	-0.28	-1.11	-0.37	-17.44%	(1.63)	-1.7536	-7.62%
601619.SH	嘉泽新能	0.46	1.30	0.57	0.90	3.94	2.81	0.77	1.26	1.97	-49.99%	5.41	3.99673	-26.06%
603507.SH	振江股份	0.44	0.58	-0.36	-0.96	-0.68	2.97	-0.22	-1.52	0.31	146.13%	(2.00)	-1.4304	28.41%
603985.SH	恒润股份	0.20	-0.28	-0.45	0.36	0.12	0.37	-0.95	-0.05	0.26	125.80%	0.03	-0.7387	-2570.02%
300569.SZ	天能重工	0.56	0.12	-2.56	-0.40	-1.05	1.08	0.63	1.78	-1.03	1.90%	(4.01)	1.38512	134.50%
小计		10.43	88.11	-37.39	21.45	46.01	104.77	-31.04	16.32	85.36	85.50%	30.08	70.63	134.85%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3. 2019 年三季度应收、预收账款双增, 存货增加

2019 年三季度应收、预收账款双增。2019 年 Q3 末应收账款为 618.70 亿元, 较年初

增长 20.20%。预收款项 93.31 亿元，较年初增长 64.32%。存货 307.58 亿元，较年初增加 36.05%。

图表 19：风电板块应收账款、预收账款变动情况分析表

代码	公司名称	应收账款					预收账款				
		2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	19Q3 较年初增长	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	19Q3 较年初增长
002202.SZ	金风科技	148.23	164.69	196.29	196.17	32.34%	0.09	0.02	0.04	0.17	84.88%
601615.SH	明阳智能	54.89	60.54	66.45	64.81	18.07%	18.64	17.43	24.16	30.57	64.01%
300772.SZ	运达股份	19.32		25.39	29.08	50.51%	4.66	3.69	5.22	22.34	379.97%
600483.SH	福能股份	16.14	16.65	18.78	20.93	29.72%	0.24	0.14	0.10	0.11	-51.98%
600416.SH	湘电股份	59.25	59.33	58.27	48.74	-17.74%	11.23	8.99	11.23	9.66	-13.98%
600290.SH	华仪电气	24.88	22.82	22.48	21.05	-15.40%	0.32	0.26	0.26	0.44	36.19%
000862.SZ	银星能源	10.93	12.81	14.23	14.29	30.76%	0.31	0.49	0.04	0.01	-95.56%
002080.SZ	中材科技	29.92	35.44	36.57	40.38	34.95%	2.41				-100.00%
002009.SZ	天奇股份	13.00	14.13	15.66	16.02	23.18%	2.35	1.41	1.52	2.78	18.14%
002531.SZ	天顺风能	17.71	-18.79	23.97	20.82	17.53%	1.70	4.12	2.75	5.96	250.60%
300129.SZ	泰胜风能	6.67	6.83	7.38	7.83	17.35%	2.21	2.40	2.71	3.27	48.00%
002359.SZ	齐星铁塔	14.68	16.32	17.18	15.40	4.89%	0.32	0.31	0.30	0.32	0.76%
002122.SZ	天马股份	8.01	9.75	8.14	7.81	-2.39%	1.94	2.00	2.08	2.42	25.12%
300443.SZ	金雷风电	3.49	3.40	3.22	4.26	22.06%	0.02	0.04	0.03	0.02	5.37%
002487.SZ	大金重工	5.21	5.59	8.39	6.61	26.83%	2.74	2.22	2.55	3.75	37.08%
300185.SZ	通裕重工	13.21	14.17	15.82	16.80	27.11%	0.75	0.60	0.88	0.62	-17.83%
601218.SH	吉鑫科技	6.19		5.17	5.92	-4.41%	0.00	0.00	0.00	0.05	3363.54%
601016.SH	节能风电	18.81	21.22	24.74	24.88	32.24%	0.04	0.04	0.04	0.06	54.00%
603218.SH	日月股份	8.65	9.60	9.90	10.54	21.76%	0.01	0.03	0.20	0.53	8238.47%
603063.SH	禾望电气	11.08	11.54	12.69	13.24	19.49%	1.48		1.36	1.24	-16.07%
601619.SH	嘉泽新能	11.14	12.62	14.62	15.08	35.30%	0.00			0.00	2882.33%
603507.SH	振江股份	3.92	3.39	3.16	3.76	-4.13%	2.19	2.08	0.98	0.77	-64.66%
603985.SH	恒润股份	3.49	3.33	4.59	4.10	17.65%	0.02	0.02	0.05	0.11	541.91%
300569.SZ	天能重工	5.89	7.00	9.14	10.18	72.72%	3.12	4.85	6.95	8.09	159.08%
合计		514.75	492.39	622.22	618.70	20.20%	56.78	51.15	63.46	93.31	64.32%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 20：风电板块 2018Q3-2019Q3 存货变动情况(亿元)

代码	公司名称	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q3 较 Q2 增长	2019Q3 较年初增长
002202.SZ	金风科技	54.13	49.97	81.27	84.06	100.72	19.82%	101.57%
601615.SH	明阳智能	13.73	14.45	16.33	22.66	24.34	7.42%	68.45%
300772.SZ	运达股份	0.00	7.57	6.38	8.73	14.28	63.55%	88.59%
600483.SH	福能股份	5.62	5.40	4.78	4.29	4.81	12.12%	-11.02%
600416.SH	湘电股份	31.35	26.09	25.81	25.26	20.48	-18.94%	-21.52%
600290.SH	华仪电气	6.19	4.86	5.10	4.42	3.89	-11.99%	-19.98%
000862.SZ	银星能源	1.31	1.12	1.56	1.41	1.05	-25.42%	-6.34%
002080.SZ	中材科技	22.19	17.08	22.19	22.49	23.34	3.79%	36.70%

002009.SZ	天奇股份	12.14	10.28	10.59	10.29	11.08	7.69%	7.83%
002531.SZ	天顺风能	10.77	9.42	11.31	10.55	12.97	22.88%	37.72%
300129.SZ	泰胜风能	9.69	7.79	8.56	8.29	9.27	11.80%	18.96%
002359.SZ	齐星铁塔	2.20	2.97	3.24	2.10	2.49	18.19%	-16.17%
002122.SZ	天马股份	11.07	9.57	8.64	8.98	8.91	-0.80%	-6.88%
300443.SZ	金雷风电	3.24	3.12	2.80	2.76	2.82	2.14%	-9.70%
002487.SZ	大金重工	5.69	6.11	6.94	5.62	6.98	24.22%	14.07%
300185.SZ	通裕重工	20.11	20.62	21.33	22.03	21.43	-2.72%	3.91%
601218.SH	吉鑫科技	3.79	4.46	4.85	5.54	4.87	-12.07%	9.18%
601016.SH	节能风电	1.29	1.38	1.38	1.36	1.45	6.61%	5.26%
603218.SH	日月股份	3.49	3.95	4.41	4.34	4.62	6.38%	16.91%
603063.SH	禾望电气	3.19	4.61	4.44	5.66	6.73	18.92%	46.07%
601619.SH	嘉泽新能	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-3.27%	-8.75%
603507.SH	振江股份	3.33	3.98	5.30	5.68	5.99	5.46%	50.65%
603985.SH	恒润股份	3.18	3.74	4.04	3.69	4.01	8.53%	7.27%
300569.SZ	天能重工	9.82	7.54	7.54	10.19	11.06	8.52%	46.76%
	小计	237.53	226.07	268.77	280.41	307.58	9.69%	36.05%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

4. 核电板块 2019 年 Q1-Q3 整体收入、利润增长，19Q3 业绩小幅下滑；两大龙头持续领跑

4.1. 增长势头不减，2019 年 Q1-Q3 收入、利润皆增长，2019Q3 利润有所下滑

19 年 Q1-Q3 核电板块业绩延续增长，19Q3 盈利下降。2019 年 Q1-Q3 核电板块实现收入 1373.71 亿元，同比增长 9.26%，归母净利润 76.99 亿元，同比上升 0.29%。2019 年 Q3 收入 430.57 亿元，同比增长 19.33%，环比下降 19.18%；归母净利润 20.05 亿元，同比下降 7.04%。若剔除两大龙头上海电气、东方电气，核电板块 2019 年 Q1-Q3 收入 406.11 亿，同比增加 17.74%，归母净利润 44.52 亿，同比下降 3.39%。2019 年 Q3 收入 140.66 亿元，同比增长 15.14%，归母净利润 13.34 亿元，同比下降 2.49%

板块龙头企业东方电气 Q1-Q3 盈利能力显著提升，Q3 盈利承压。核电板块龙头企业为东方电气、上海电气，东方电气营收 19 年 Q1-Q3 稳中有升，盈利能力显著提升。东方电气 2019 年 Q1-Q3 收入 221.84 亿，同增 3.99%，归母净利润 10.35 亿，同增 14.99%；东方电气 2019 年 Q3 收入 68.74 亿、同增 31.31%，归母净利润 3.06 亿，同比下降 20.82%。上海电气 2019 年 Q1-Q3 收入 745.76 亿，同比增 6.68%，归母净利润 22.12 亿，同比增长 1.97%；上海电气 2019 年 Q3 收入 221.17 亿，同比增 18.71%，归母净利润 3.65 亿，同比下降 9.36%。

图表 21：22 核电公司收入和归母净利润变动情况分析表

代码	公司名称	营业收入						归母净利润					
		18Q1-Q3	19Q1-Q3	Q1-Q3 同比	19Q3	19Q3 同比	19Q3 环比	18Q1-Q3	19Q1-Q3	Q1-Q3 同比	19Q3	19Q3 同比	19Q3 环比
600875.SH	东方电气	213.34	221.84	3.99%	68.74	31.31%	-11.01%	9.00	10.35	14.99%	3.06	-20.82%	-18.67%
601727.SH	上海电气	699.05	745.76	6.68%	221.17	18.71%	-31.20%	21.69	22.12	1.97%	3.65	-9.36%	-66.30%
000777.SZ	中核科技	8.32	9.51	14.30%	3.22	12.69%	-0.34%	0.54	0.90	68.25%	0.47	79.93%	48.10%
300004.SZ	南风股份	5.29	5.28	-0.26%	2.23	1.73%	90.65%	0.13	0.35	165.44%	0.44	49.18%	253.27%
002438.SZ	江苏神通	8.70	10.71	23.08%	2.87	-20.73%	-22.31%	0.62	1.31	112.92%	0.39	84.22%	-4.84%
000922.SZ	佳电股份	13.64	16.34	19.74%	5.38	11.46%	-3.31%	2.58	2.74	5.93%	0.80	-25.86%	-18.15%
603308.SH	应流股份	12.81	14.22	10.99%	4.70	3.15%	4.74%	0.70	1.06	52.79%	0.36	186.21%	12.02%
002366.SZ	台海核电	10.38	7.85	-24.36%	2.20	237.94%	3.20%	3.36	1.24	-63.14%	0.02	101.81%	-90.62%
002167.SZ	东方锆业	4.23	3.35	-20.65%	1.08	-6.59%	-12.99%	0.15	0.08	-47.50%	0.01	-54.22%	-90.09%
601985.SH	中国核电	281.55	338.86	20.35%	118.98	16.31%	5.77%	38.00	36.84	-3.05%	10.86	-14.54%	-10.31%
合计		1,257.31	1,373.71	9.26%	430.57	19.33%	-19.18%	76.77	76.99	0.29%	20.05	-7.04%	-30.14%
剔除上海电气、东方电气		344.92	406.11	17.74%	140.66	15.14%	4.96%	46.08	44.52	-3.39	13.34	-2.49%	5.39%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 2019 年 Q1-Q3 毛利率维持稳定、归母净利率小幅下滑, 2019Q3 毛利率下降明显、归母净利率小幅下跌

2019 年 Q1-Q3、19Q3 核电板块毛利率上升。2019 年 Q1-Q3 核电板块 10 家公司毛利率为 25.79%，同比下降 0.06pct；归母净利率 5.60%，同比下降 0.50pct。2019 年 Q3 毛利率为 25.39%，同比下降 3.22pct；归母净利率为 4.66%，同比下降 1.32pct。

图表 23: 核电等发电设备公司毛利率和归母净利率变动情况分析表

代码	公司名称	毛利率						归母净利率					
		18Q1-Q3	19Q1-Q3	Q1-Q3 同比	19Q3	19Q3 同比	19Q3 环比	18Q1-Q3	19Q1-Q3	Q1-Q3 同比	19Q3	19Q3 同比	19Q3 环比
600875.SH	东方电气	17.84%	21.93%	4.09%	22.53%	-0.65%	1.37%	4.22%	4.67%	0.45%	4.45%	-2.93%	-0.42%
601727.SH	上海电气	20.01%	18.41%	-1.59%	16.83%	-4.61%	-2.23%	3.10%	2.97%	-0.14%	1.65%	-0.51%	-1.72%
000777.SZ	中核科技	19.03%	22.95%	3.92%	27.32%	8.60%	7.61%	6.47%	9.52%	3.05%	14.50%	5.42%	4.74%
300004.SZ	南风股份	30.48%	26.10%	-4.38%	21.57%	-8.86%	-5.53%	2.48%	6.61%	4.12%	19.53%	6.21%	43.81%
002438.SZ	江苏神通	31.06%	33.65%	2.58%	35.26%	5.52%	0.20%	7.07%	12.23%	5.16%	13.65%	7.78%	2.51%
000922.SZ	佳电股份	35.92%	34.07%	-1.86%	32.11%	-4.70%	-5.07%	18.93%	16.75%	-2.18%	14.80%	-7.45%	-2.68%
603308.SH	应流股份	36.18%	36.07%	-0.11%	36.75%	-3.16%	0.93%	5.44%	7.48%	2.05%	7.73%	4.94%	0.50%
002366.SZ	台海核电	62.28%	48.37%	-13.91%	28.04%	80.33%	-20.96%	32.39%	15.79%	-16.61%	0.83%	155.64%	-8.31%
002167.SZ	东方锆业	28.53%	29.99%	1.46%	30.44%	4.97%	4.55%	3.57%	2.36%	-1.21%	0.50%	-0.52%	-3.90%
601985.SH	中国核电	44.04%	42.99%	-1.06%	41.88%	-2.41%	-2.23%	13.50%	10.87%	-2.62%	9.13%	-3.29%	-1.64%
合计		25.85%	25.79%	-0.06%	25.39%	-3.22%	0.14%	6.11%	5.60%	-0.50%	4.66%	-1.32%	-0.73%

来源: Wind, 东吴证券研究所

19 年 Q1-Q3、Q3 现金流入下滑: 2019 年 Q1-Q3 核电设备板块现金流净流入 58.33 亿元, 与 2018 年同期 77.70 亿净流入相比小幅下滑。2019 年 Q3 现金流净流入 38.57 亿元, 同比下降 49.56%。

图表 24: 核电板块 2017 年-2019 年三季度经营净现金流情况统计

代码	公司名称	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	19Q3 同比	18Q1-Q3	19Q1-Q3	Q1-Q3 同比
600875.SH	东方电气	-7.50	23.46	-15.76	23.16	23.02	-35.94	-41.50	9.01	5.77	-74.92%	30.42	-26.725	-187.84%
601727.SH	上海电气	-32.61	29.74	-87.22	-27.76	-27.72	152.19	-110.77	10.84	-55.02	-98.52%	(142.69)	-154.95	-8.59%
000777.SZ	中核科技	-0.71	0.65	-1.09	0.28	-0.19	1.58	-1.25	-0.52	-0.25	-29.67%	(1.01)	-2.017	-100.55%
300004.SZ	南风股份	-0.27	-0.18	-0.06	0.11	1.26	0.11	0.28	0.63	0.03	-98.00%	1.32	0.93637	-28.84%
002438.SZ	江苏神通	0.33	1.03	-0.51	0.54	-0.30	1.71	-0.53	0.03	0.41	239.59%	(0.27)	-0.0896	66.34%
000922.SZ	佳电股份	0.10	0.26	0.32	-0.52	0.55	1.27	0.82	1.53	0.20	-64.45%	0.35	2.54839	629.42%
603308.SH	应流股份	0.93	-0.26	0.35	0.12	0.87	2.51	0.88	2.68	0.63	-27.13%	1.33	4.18508	214.52%
002366.SZ	台海核电	-2.14	0.65	-0.61	0.06	2.01	1.84	0.39	1.28	0.58	-71.10%	1.46	2.24929	54.08%
002167.SZ	东方锆业	-0.42	2.30	2.06	0.92	-1.29	2.02	-0.23	0.60	0.39	130.12%	1.68	0.76264	-54.68%
601985.SH	中国核电	56.89	46.30	46.25	60.60	78.25	48.97	54.88	90.71	85.83	9.69%	185.11	231.426	25.02%
	小计	14.61	103.93	-56.27	57.51	76.47	176.24	-97.03	116.79	38.57	-49.56%	77.70	58.33	-24.94%

来源：Wind、东吴证券研究所

5. 投资建议

光伏重点推荐：隆基股份、通威股份、阳光电源、ST 新梅、正泰电器、林洋能源、福莱特等；关注：中环股份、大全新能源等。风电重点推荐：金风科技、天顺风能、泰胜风能；关注：中材科技、日月股份、天能重工、金雷股份等。

6. 风险提示

投资增速下滑。新能源行业属于重资产行业，若投资增速下滑、招标进程不达预期，将影响新能源板块业绩；**政策调整风险。**2014 年起，国家出台一系列鼓励政策支持新能源行业发展，目前看行业仍需政府补贴政策支持，如果未来补贴下降过快，板块的盈利空间将被压缩。**产业链价格波动。**企业纷纷扩产后产能过剩，价格竞争超预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

