

新能源设备

行业分析

2019年三季报总结：电芯环节承接上游利润转移，风电光伏处于景气周期

投资要点

◆ **新能源汽车板块：**上游（锂钴矿资源）2019 前三季度实现营收 569 亿元（+39.0%），归母净利润 17 亿元（-82.0%），行业平均毛利率 14.8%（-27.9pct），经营活动现金净流入 44 亿元（-61.9%），投资活动现金净流出 194 亿元（+78.3%）。**中游（正负极+隔膜+电解液）**2019 前三季度实现营收 715 亿元（+6.6%），归母净利润 40 亿元（-40.6%），行业平均毛利率 18.9%（-4.0pct），经营活动现金净流入 35 亿元（去年同期净流出 9 亿元），投资活动现金净流出 119 亿元（+16.6%）。**电芯板块**2019 前三季度实现营收 538 亿元（+45.2%），归母净利润 57 亿元（+65.3%），行业平均毛利率 26.2%（+0.3pct），经营活动现金净流入 111 亿元（+151.6%），投资活动现金净流入 12 亿元（去年同期净流出 189 亿元）。**电机板块**2019 前三季度实现营收 88 亿元（+4.5%），归母净利润 4 亿元（+41.0%），行业平均毛利率 17.8%（-0.2pct），经营活动现金净流入 0 亿元（-108.3%），投资活动现金净流入 5 亿元（去年同期净流出 5 亿元）。以比亚迪为代表的**整车**，2019 前三季度实现营收 938 亿元（+5.4%），归母净利润 16 亿元（+3.1%），毛利率 16.0%（-0.4pct），经营活动现金净流入 38 亿元（-42.4%），投资活动现金净流出 165 亿元（+87.4%）。整体来看电芯环节承接了中上游行业的利润转移。考虑到明年行业竞争继续加剧，并且补贴继续下行，行业整体盈利能力难言反转。

◆ **风电光伏板块：**2019Q1-Q3 光伏、风电板块营业收入分别为 2980 亿元（+10.9%）和 945 亿元（+21.6%），归母净利润分别为 218 亿元（+18.9%）和 64 亿元（+1.9%）。光伏、风电板块收入同比均大幅增长，光伏板块主要受益于海外需求的高增长，风电板块主要受益于国内行业抢装及弃风率下行。2019Q1-Q3 光伏、风电板块经营活动现金流净额分别为 83 亿元（+146 亿元）和 92 亿元（+50 亿元），光伏风电板块现金净流入均大幅增长，行业仍处于景气周期。

◆ **投资建议：**【**新能源汽车**】前三季度电芯环节整体盈利能力较好，龙头公司受益于原材料价格下行及市占率提升，利润实现大幅增长。中上游行业利润逐步向下游转移，以钴为代表的公司盈利能力或将见底。**重点推荐已进入海外供应链的龙头标的：当升科技、华友钴业、恩捷股份、宁德时代、道氏技术、天齐锂业。**【**新能源发电**】风电、光伏板块业绩均实现了稳步增长，光伏板块经营活动现金流由负转正，风电行业现金流同比也实现大幅增长。行业毛利率均基本持平，行业净利率均实现攀升。风电板块受益于风电抢装和弃风率改善，光伏行业受益于海外需求的高增长，两者均处于景气周期。**重点推荐行业龙头：金风科技、天能重工、晶盛机电、隆基股份。**

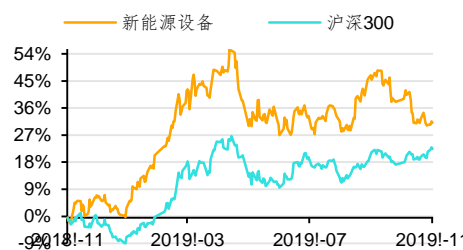
◆ **风险提示：**新能源产销量不及预期、双积分政策不及预期、产业链产品价格超预期下降、风电光伏装机量不及预期

投资评级

领先大市-A 维持

首选股票	评级
300073	当升科技 买入-A
002812	恩捷股份 买入-A
603799	华友钴业 买入-B
300750	宁德时代 增持-A
002466	天齐锂业 买入-A
300409	道氏技术 增持-A
002202	金风科技 买入-A
300569	天能重工 买入-A
300316	晶盛机电 买入-A
601012	隆基股份 买入-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.53	-8.25	8.64
绝对收益	-5.07	1.33	31.51

分析师

 肖索
 SAC 执业证书编号：S09105180070004
 xiaosuo@huajinsec.cn
 021-20377056

分析师

 林帆
 SAC 执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

相关报告

新能源设备：第 45 周周报：前三季度可再生能源稳步提速，钴溢价回落 2019-11-04

新能源设备：第 44 周周报：特斯拉上海工厂投产，2020 年锂电池下行 2019-10-28

新能源设备：第 43 周周报：新能源车短期需求低迷，中长期渗透率有望达 20% 2019-10-21

新能源设备：新能源汽车产销分析：9 月市场增速低迷，产销量不及预期 2019-10-18

新能源设备：第 42 周周报：9 月新能源汽车产不及预期，单晶硅片价格出现下滑 2019-10-14

内容目录

一、新能源车产业链盈利能力仍处于下行阶段.....	3
二、电芯环节承接上游利润转移	5
(一)、中上游利润同比下滑，电芯环节利润同比上行	5
(二)、电芯现金流持续改善，上游、中游和整车板块加大投资力度	6
三、风电、光伏板块现金流明显改善，处于行业景气周期.....	7
四、投资建议.....	9
五、风险提示.....	10
附录：业绩汇总	11

图表目录

图 1：2015~2019Q1-3 新能源车相关板块营收增速（整体法）	3
图 2：2015~2019Q1-3 新能源车相关板块归母净利润增速（整体法）	3
图 3：新能源汽车板块管理费率情况(整体法)%.....	4
图 4：新能源汽车板块销售费率情况(整体法)%.....	4
图 5：新能源汽车板块财务费率情况(整体法)%.....	4
图 6：新能源汽车板块研发费率情况%.....	4
图 7：新能源汽车板块毛利率情况(整体法)%	5
图 8：新能源汽车板块净利率情况(整体法)%	5
图 9：新能源汽车板块营业收入情况(整体法)%.....	5
图 10：新能源汽车板块归母净利润情况(整体法)%	5
图 11：新能源汽车板块毛利及毛利率（亿元，%）	6
图 12：新能源汽车板块分板块的经营性现金流（亿元）	6
图 13：新能源汽车板块分板块的投资活动现金流（亿元）	7
图 14：新能源汽车板块分板块的筹资活动现金流（亿元）	7
图 15：风电、光伏板块营业收入及增速(亿元).....	7
图 16：风电、光伏板块归母净利及增速(亿元).....	7
图 17：风电、光伏板块毛利及增长率(亿元，%).....	8
图 18：风电、光伏板块经营活动现金流(亿元).....	8
图 19：风电、光伏板块投资活动现金流(亿元).....	8
图 20：风电、光伏板块筹资活动现金流(亿元).....	8
图 21：风电、光伏及电力设备板块毛利率情况(整体法)%	8
图 22：风电、光伏及电力设备板块净利率情况(整体法)%	8
图 23：风电、光伏及电力设备板块管理费率情况(整体法)%.....	9
图 24：风电、光伏及电力设备板块销售费率情况(整体法)%.....	9
图 25：风电、光伏及电力设备板块财务费率情况(整体法)%.....	9
表 1：新能源车产业链公司业绩汇总（亿元）	11
表 2：新能源汽车相关公司现金流（亿元）	12
表 3：光伏公司业绩一览（亿元）	13
表 4：风电相关公司业绩一览（亿元）	14

一、新能源车产业链盈利能力仍处于下行阶段

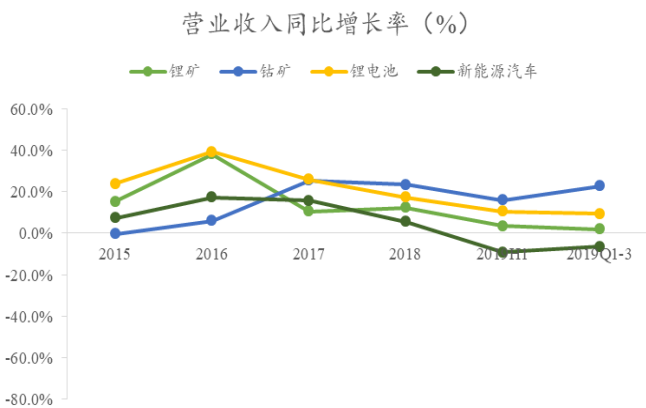
中汽协数据,新能源汽车2019年9月产销分别完成8.9万辆和8.0万辆,同比分别下降29.9%和34.2%。2019年1-9月,新能源汽车产销分别完成88.8万辆和87.2万辆,同比分别增长20.9%和20.8%。今年前三季度新能源车产销数据低于年初预期,产业链上下游处于去产能阶段。中上游标的收入有所增长,但利润同比下行,整车企业处于收入利润双双下行的不利局面。

据Wind数据(指数类板块),锂矿、钴矿、锂电池、新能源汽车板块2019年Q1-Q3营业收入(整体法)分别同比1.8%、22.6%、9.3%、-6.5%,锂矿、钴矿、锂电池、新能源汽车板块归母利润分别同比-22.8%、-37.5%、1.2%、-12.4%。

由于补贴退坡,新能源车第三季产销量出现同比下滑,除钴矿标的,产业链上其他子板块公司的收入增速收窄或继续处于同比下降的通道。自今年年中开始,行业整体利润均处于下行状态,其中锂矿行业利润同比下行幅度扩大,钴矿受益于钴价阶段性反弹,利润降幅收窄。新能源车和锂电池板块利润同比下行,展望未来一个季度各板块盈利能力无法出现显著改善。

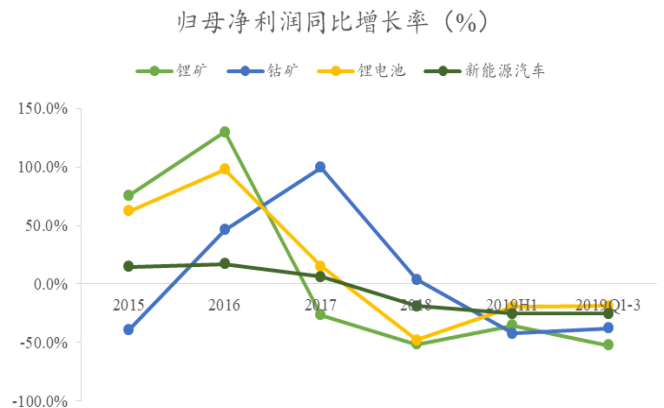
我们判断2021年前行业仍将处于洗牌期,动力电池以及中游(负极+隔膜+电解液)公司的业绩仍将承压。正极材料定价模式是基于金属原材料价格,在锂钴价格见底时,盈利能力将见底企稳,如果明年上半年产销量如期恢复材料端和资源端业绩有望率先反弹。优秀的子产业链技术型龙头公司有望通过内生外延的方式做强做大,而目前仍不能进入海外供应链+配套供货主流车企的电芯或材料公司,势必将被出清。

图 1: 2015~2019Q1-3 新能源车相关板块营收增速(整体法)



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 2: 2015~2019Q1-3 新能源车相关板块归母利润增速(整体法)

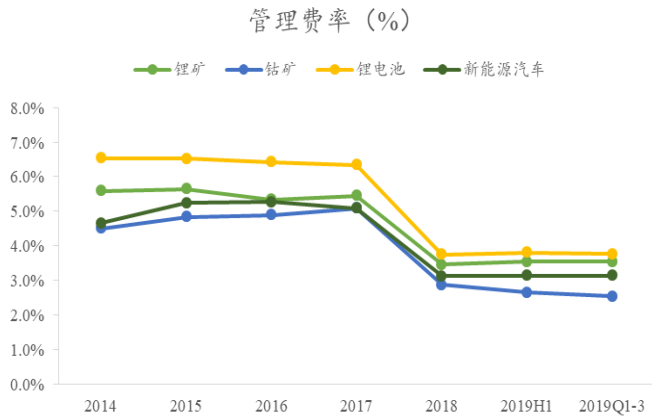


资料来源: wind, 华金证券研究所

新能源车各板块三费稳中有降, 研发费率略有上行

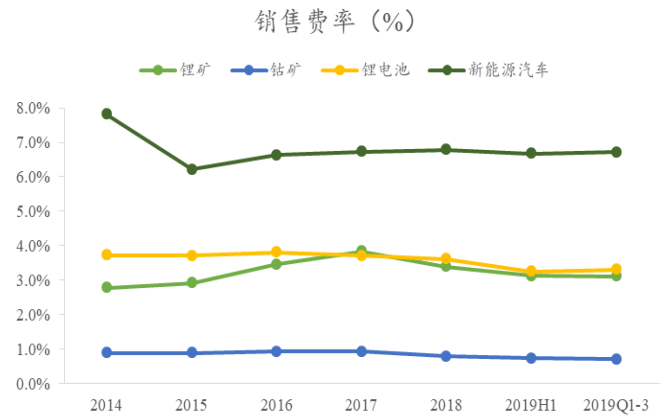
管理/销售/财务三费方面, 锂矿、钴矿、锂电池、新能源汽车板块2019前三季度管理费率, 分别为3.5%、2.5%、3.8%、3.1%, 相较2018年分别0pct、-0.4pct、+0.1pct、0pct; 2019前三季度销售费率分别为3.1%、0.7%、3.3%、6.7%, 相较2018年分别-0.3pct、-0.1pct、-0.3pct、-0.1pct。2019前三季度财务费率, 分别为3.0%、1.3%、2.1%、0.3%, 相较2018年分别+0.4pct、-0.2pct、0pct、0pct。由于补贴退坡, 新能源汽车各板利润承压, 各项费率稳中有降。

图 3：新能源汽车板块管理费率情况(整体法)%



资料来源: wind, 华金证券研究所

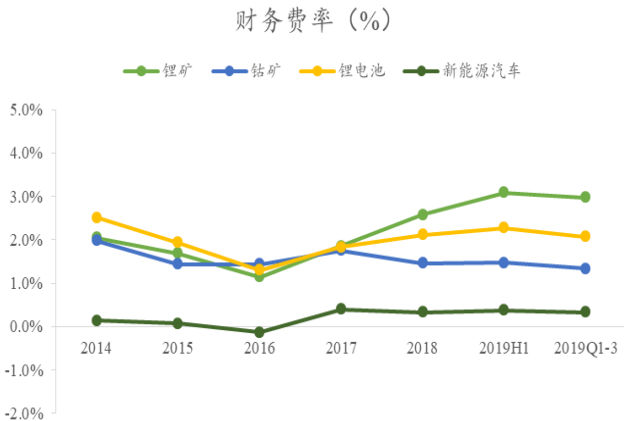
图 4：新能源汽车板块销售费率情况(整体法)%



资料来源: wind, 华金证券研究所

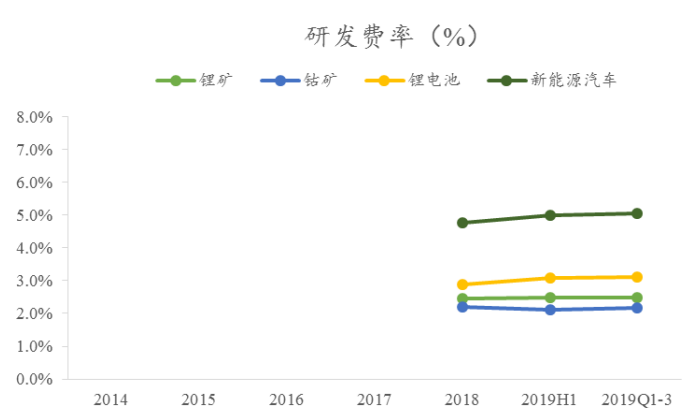
研发费用自 2018 年开始从管理费率中单独列出。2019 年 Q1-Q3 的锂矿、钴矿、锂电池、新能源车板块研发费率分别为 2.49%、2.27%、3.11%、5.04%，均较 2019 年上半年有略微增长。

图 5：新能源汽车板块财务费率情况(整体法)%



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 6：新能源汽车板块研发费率情况%

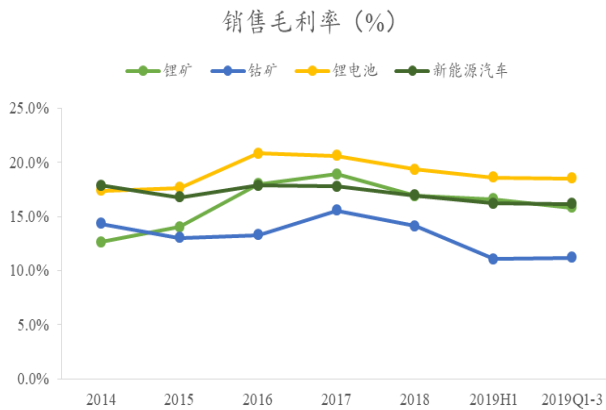


资料来源: wind, 华金证券研究所

盈利水平方面，锂矿、钴矿、锂电池、新能源汽车板块 2019 前三季度销售毛利率，分别为 15.8%、11.2%、18.5%、16.2%，相较 2018 年分别-1.1pct、-2.9pct、-0.8pct、-0.7pct。

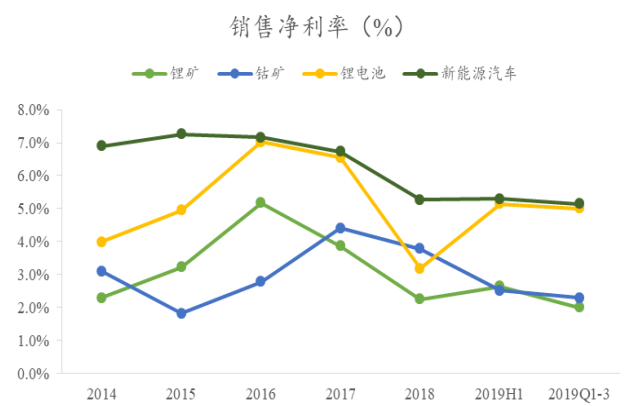
第三季度随着钴价的反弹钴矿毛利率小幅提升，但是锂价的大幅下跌导致锂矿毛利率大幅下降。2019 前三季度销售净利率分别为 2.0%、2.3%、5.0%、5.1%，相较 2018 年分别-0.2pct、-1.5pct、+1.8pct、-0.1pct，盈利能力波段性反弹，大趋势仍在下行。

图 7：新能源汽车板块毛利率情况(整体法)%



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 8：新能源汽车板块净利率情况(整体法)%



资料来源: wind, 华金证券研究所

二、电芯环节承接上游利润转移

(一)、中上游利润同比下滑，电芯环节利润同比上行

由于 Wind 默认板块标的部分失真，我们选取了 38 家与新能源车高度相关的标的，分成了上游（锂钴资源）、中游（正负极+电解液+隔膜）、电芯、锂电设备、电机、整车板块（具体分类附在最后）。2019 前三季度，上游、中游、电芯、锂电设备、电机、整车板块分别实现了营业收入 569 亿元（+39.0%）、715 亿元（+6.6%）、45.3 亿元（+45.2%）、56 亿元（+11.5%）、88 亿元（+4.5%）、938 亿元（+5.4%），分别实现了归母净利润 17 亿元（-82.0%）、40 亿元（-40.6%）、57 亿元（+65.3%）、12 亿元（+15.3%）、4 亿元（+41.0%）、16 亿元（+3.1%）。

上游材料前三季度业绩下滑明显，主要是因为原材料价格同比大幅下跌。Q3 钴价出现反弹，或出现盈利拐点。锂价继续下行，长期仍承压，短期内难出现反转；中游环节（正负极+隔膜+电解液）受到产业链降价影响，整体利润同比下降 40%，但下降幅度小于上游。

电芯环节受益于中上游降价，以及龙头公司（宁德时代）市占率持续攀升，行业整体利润同比增长。锂电设备、电机、整车板块由于业绩基数较小，归母净利润也均实现同比增长。

图 9：新能源汽车板块营业收入情况(整体法)%

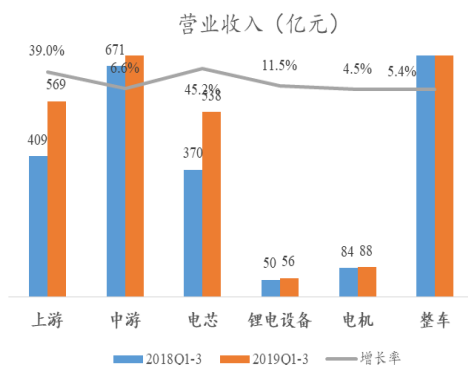
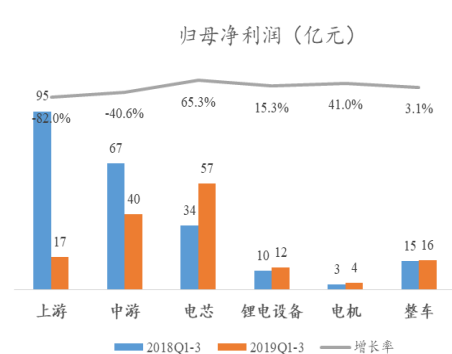


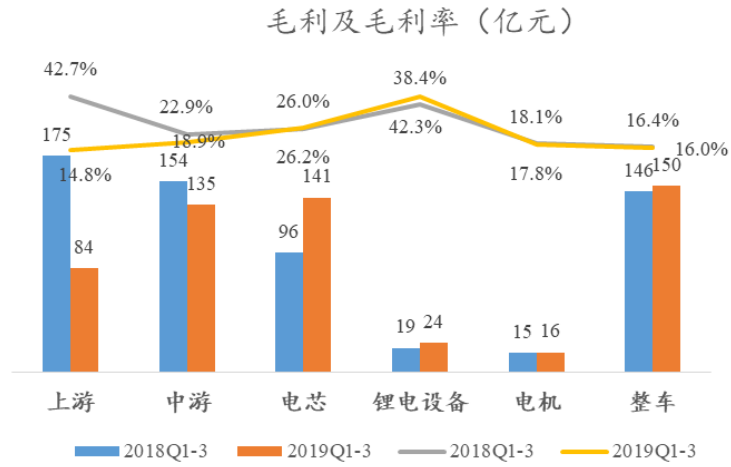
图 10：新能源汽车板块归母净利润情况(整体法)%



资料来源: wind, 华金证券研究所 (整车只选取了比亚迪作为代表)

资料来源: wind, 华金证券研究所 (整车只选取了比亚迪作为代表)

图 11: 新能源汽车板块毛利及毛利率 (亿元, %)

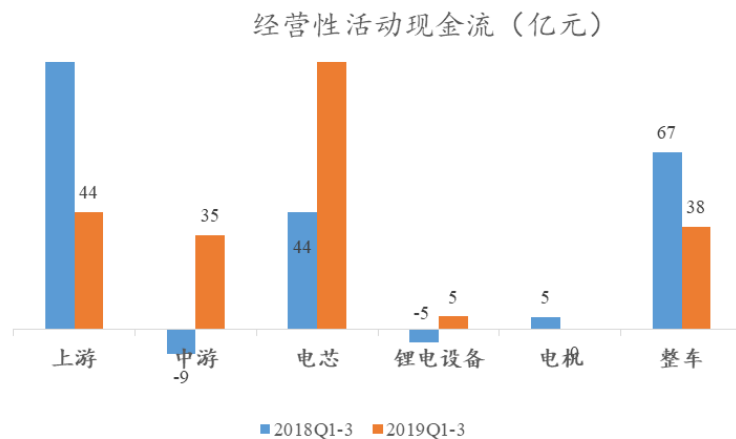


资料来源: wind, 华金证券研究所 (整车只选取了比亚迪作为代表)

(二)、电芯现金流持续改善，上游、中游和整车板块加大投资力度

从经营活动现金流的角度看，上游、中游、电芯、锂电设备、电机、整车板块，2019 前三季度经营活动现金净流分别为+44 亿元、+35 亿元、+111 亿元、+5 亿元、-0 亿元、+38 亿元。上游环节经营活动现金流同比减少 71 亿元，主要是受锂、钴价格同比下跌影响，现金流短期承压；中游环节经营现金流小幅增长，主要是市场集中度继续大幅提升。电芯环节现金净流入大幅增长，主要是龙头公司控制了库存规模并提高了供货预付款要求。

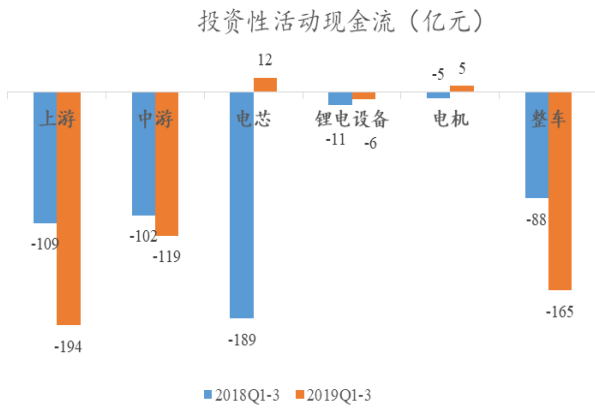
图 12: 新能源汽车板块分板块的经营性现金流 (亿元)



资料来源: wind, 华金证券研究所 (整车只选取了比亚迪作为代表)

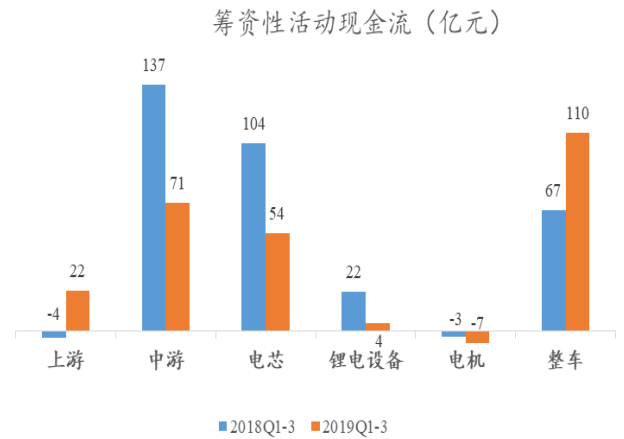
从投资活动现金流的角度看，上游、中游、整车均加大了投资力度，不同之处在于上游侧重于调整产品结构、中游和整车侧重于扩大已有产品的市占率；电芯板块由于行业集中度提升，并且供大于需，新进入者大幅减少，整体投资强度大幅放缓。结合筹资活动现金流，可以发现 2019 前三季度仅整车环节的筹资现金流入加速，其他环节均处于去杠杆阶段。

图 13: 新能源汽车板块分板块的投资活动现金流 (亿元)



资料来源: wind, 华金证券研究所 (整车只选取了比亚迪作为代表)

图 14: 新能源汽车板块分板块的筹资活动现金流 (亿元)

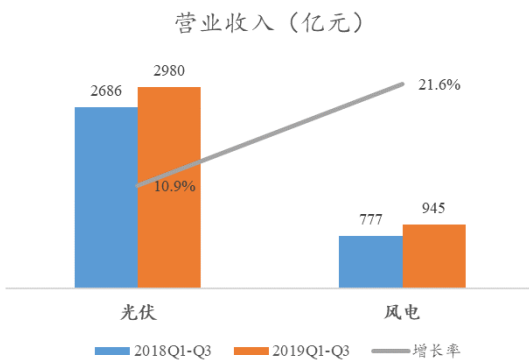


资料来源: wind, 华金证券研究所 (整车只选取了比亚迪作为代表)

三、风电、光伏板块现金流明显改善，处于行业景气周期

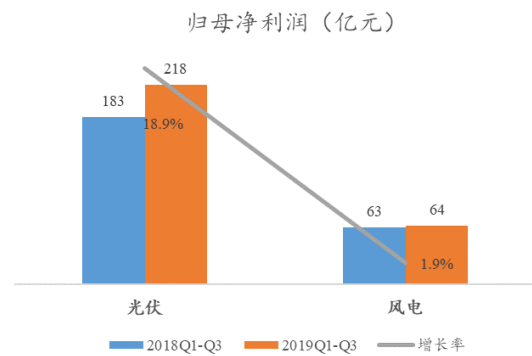
我们选取了 47 家光伏相关公司及 28 家风电相关公司进行统计。2019Q1-Q3 光伏、风电板块营业收入分别为 2980 亿元 (+10.9%) 和 945 亿元 (+21.6%)，归母净利润分别为 218 亿元 (+18.9%) 和 64 亿元 (+1.9%)。光伏、风电板块收入同比大幅增长，其中由于风电部分环节业绩确认周期滞后，以及受三季度来风较低影响，净利润增速有所下降；光伏板块净利润增速较上半年显著扩大。

图 15: 风电、光伏板块营业收入及增速(亿元)



资料来源: wind, 华金证券研究所

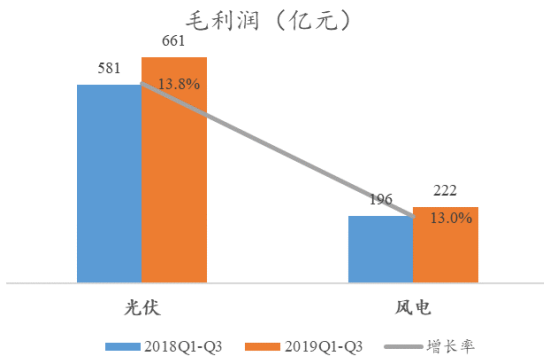
图 16: 风电、光伏板块归母净利润及增速(亿元)



资料来源: wind, 华金证券研究所

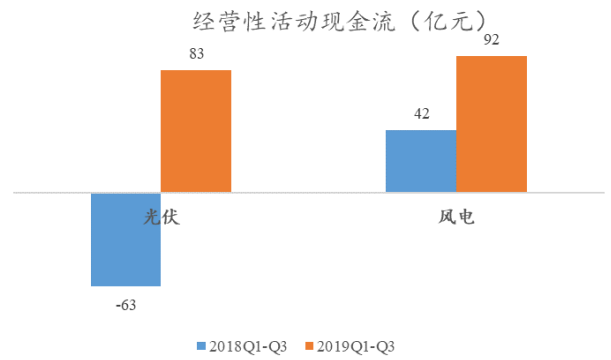
2019Q1-Q3 光伏、风电板块经营活动现金流净额分别为 83 亿元和 92 亿元，其中光伏板块由负转正，主要受益于上半年海外市场的爆发和下半年国内光伏项目的启动，预计四季度经营活动现金流有望持续改善；风电板块同比增长 30 亿元，主要受益于风电抢装行情。

图 17: 风电、光伏板块毛利及增长率(亿元, %)



资料来源: wind, 华金证券研究所

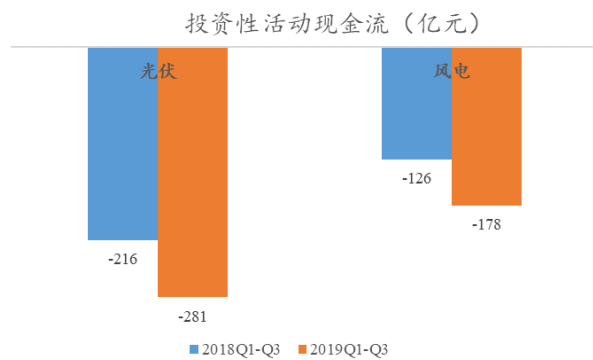
图 18: 风电、光伏板块经营活动现金流(亿元)



资料来源: wind, 华金证券研究所

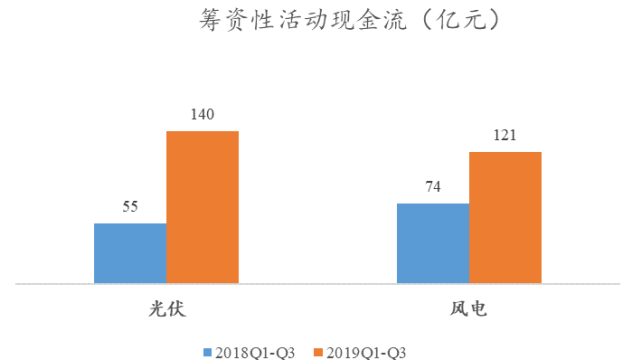
2019Q1-Q3 光伏行业投资活动现金净流出增加 65 亿元, 筹资活动现金净流入增加 82 亿元; 风电行业投资活动现金净流出增加 52 亿元, 筹资活动现金净流入增加 37 亿元。可见由于风电光伏板块属于逆周期行业, 在目前的景气周期内, 各行业内的公司投资和筹资均大幅增长, 处于加杠杆扩产能阶段。

图 19: 风电、光伏板块投资活动现金流(亿元)



资料来源: wind, 华金证券研究所

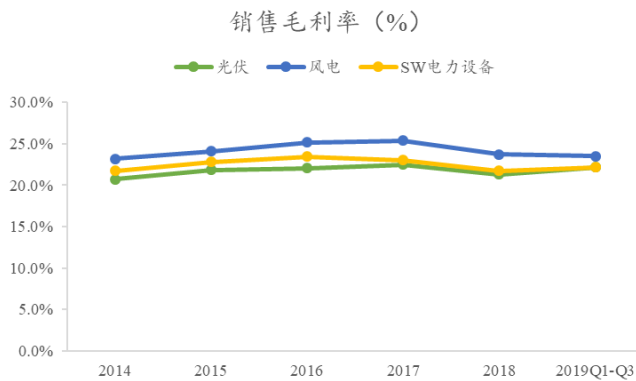
图 20: 风电、光伏板块筹资活动现金流(亿元)



资料来源: wind, 华金证券研究所

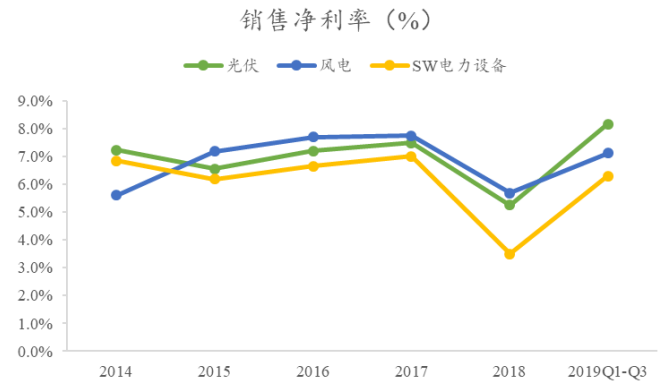
2019Q1-Q3 光伏、风电板块销售毛利率分别为 22.2%、23.5%, 基本与去年持平; 销售净利率分别为 8.2%、7.1%, 较去年分别提升 2.9pct、1.4pct。

图 21: 风电、光伏及电力设备板块毛利率情况(整体法)%



资料来源: wind, 华金证券研究所

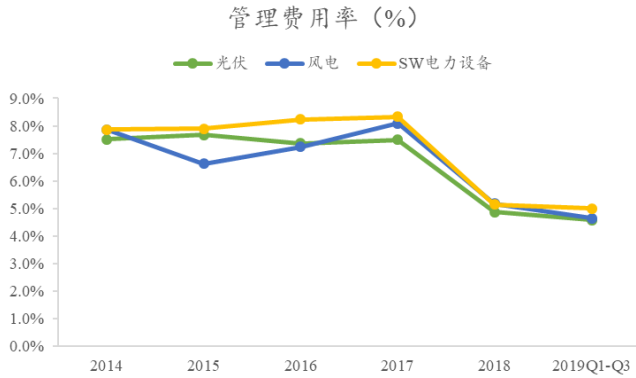
图 22: 风电、光伏及电力设备板块净利率情况(整体法)%



资料来源: wind, 华金证券研究所

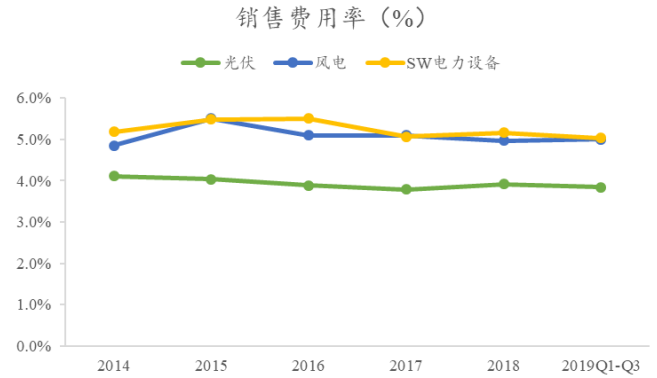
2019Q1-Q3 风电整体的管理费率 and 财务费用率分别为 4.6%和 4.0%，较去年同期均有所下降，销售费用率为 5%，与去年同期持平。光伏板块的管理费率和销售费率分别为 4.6%和 3.8%，较去年同期有所减少，财务费用率为 2.4%，增加了 0.2pct。

图 23: 风电、光伏及电力设备板块管理费率情况(整体法)%



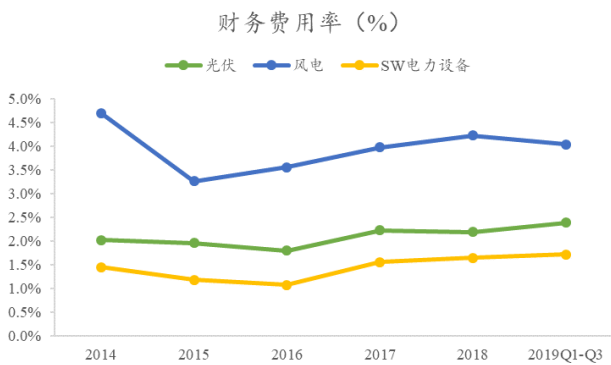
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 24: 风电、光伏及电力设备板块销售费率情况(整体法)%



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 25: 风电、光伏及电力设备板块财务费率情况(整体法)%



资料来源: wind, 华金证券研究所

四、投资建议

新能源汽车: 前三季度电芯环节整体盈利能力较好, 龙头公司受益于原材料价格下行及市占率提升双重利好, 利润实现大幅增长。中上游行业利润逐步完成向下游的转移, 以钴为代表的公司盈利能力或将见底。**重点推荐进入海外供应链的龙头标的: 华友钴业、当升科技、宁德时代、恩捷股份、道氏技术。**

新能源发电: 风电、光伏板块业绩均实现了稳步增长, 光伏板块经营活动现金流由负转正, 风电行业现金流同比也实现大幅增长。行业毛利率均基本持平, 行业净利率均实现攀升。风电板块受益于风电抢装和弃风率改善, 光伏行业受益于海外需求的高增长, 两者均处于景气周期。**重点推荐行业龙头: 金风科技、天能重工、晶盛机电、隆基股份。**

五、风险提示

- 1、新能源产销量不及预期
- 2、双积分政策不及预期
- 3、产业链产品价格超预期下降
- 4、风电光伏装机量不及预期

附录：业绩汇总

表 1：新能源车产业链公司业绩汇总（亿元）

		营业收入		归母净利润		毛利及毛利率			
		2018Q1-3	2019Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3	2018Q1-3		2019Q1-3	
002192.SZ	融捷股份	2.62	1.94	-0.07	-0.45	0.45	17.2%	0.28	14.5%
002460.SZ	赣锋锂业	35.94	42.11	11.07	3.29	13.82	38.5%	10.06	23.9%
002466.SZ	天齐锂业	47.59	37.97	16.89	1.39	33.37	70.1%	22.24	58.6%
300618.SZ	寒锐钴业	21.59	12.43	7.01	-0.40	11.60	53.7%	0.99	7.9%
603799.SH	华友钴业	100.74	140.23	19.12	0.93	34.71	34.5%	15.40	11.0%
603993.SH	洛阳钼业	200.84	334.09	41.37	12.44	80.82	40.2%	34.99	10.5%
锂钴资源 合计		409.31	568.76	95.39	17.20	174.78	42.7%	83.95	14.8%
000839.SZ	中信国安	29.78	24.41	0.05	0.81	4.45	14.9%	2.63	10.8%
002108.SZ	沧州明珠	25.03	22.51	3.10	1.70	4.46	17.8%	3.82	17.0%
002340.SZ	格林美	102.30	98.33	5.18	6.04	19.66	19.2%	19.01	19.3%
002407.SZ	多氟多	26.70	29.49	1.69	0.98	6.89	25.8%	6.06	20.6%
002709.SZ	天赐材料	14.97	19.64	4.73	0.90	3.47	23.2%	5.42	27.6%
002812.SZ	恩捷股份	16.22	21.06	3.23	6.32	6.83	42.1%	9.45	44.9%
300037.SZ	新宙邦	15.51	16.97	2.08	2.39	5.28	34.0%	6.09	35.9%
300073.SZ	当升科技	24.78	18.40	2.05	2.20	3.95	15.9%	3.47	18.9%
300477.SZ	合纵科技	15.55	13.18	0.81		3.48	22.4%	2.86	21.7%
300568.SZ	星源材质	4.23	5.15	1.79	1.96	2.12	50.1%	2.47	47.9%
600549.SH	厦门钨业	141.40	127.24	4.50	1.09	24.92	17.6%	20.05	15.8%
600884.SH	杉杉股份	63.82	65.15	10.54	2.88	14.74	23.1%	14.21	21.8%
603026.SH	石大胜华	38.39	35.44	1.70	3.03	5.64	14.7%	6.28	17.7%
603659.SH	璞泰来	22.91	35.01	4.29	4.58	7.60	33.2%	9.95	28.4%
603799.SH	华友钴业	100.74	140.23	19.12	0.93	34.71	34.5%	15.40	11.0%
688005.SH	容百科技	20.70	30.98	1.55	1.59	3.52	17.0%	4.11	13.3%
688388.SH	嘉元科技	7.90	11.73	1.06	2.68	2.00	25.4%	4.14	35.3%
中游合计 (正负极+电解液+隔膜)		670.95	714.93	67.47	40.07	153.73	22.9%	135.43	18.9%
300750.SZ	宁德时代	191.36	328.56	23.79	34.64	59.85	31.3%	95.54	29.1%
300068.SZ	南都电源	65.89	64.78	4.34	3.29	9.76	14.8%	7.44	11.5%
002074.SZ	国轩高科	40.97	51.52	6.59	5.78	13.57	33.1%	15.87	30.8%
002190.SZ	*ST 集成	12.73	13.61	-1.00	5.98	0.97	7.6%	1.77	13.0%
300014.SZ	亿纬锂能	30.09	45.77	3.79	11.59	7.09	23.6%	13.26	29.0%
300438.SZ	鹏辉能源	17.70	24.95	2.69	2.70	4.30	24.3%	6.41	25.7%
002684.SZ	*ST 猛狮	11.45	8.39	-5.87	-7.25	0.56	4.9%	0.70	8.4%
002733.SZ	雄韬股份	15.83	13.60	0.28	0.84	2.00	12.6%	2.19	16.1%
电池合计		370.19	537.57	34.32	56.74	96.10	26.0%	140.99	26.2%

300450.SZ	先导智能	26.96	32.16	5.47	6.35	9.99	37.1%	13.28	41.3%
300457.SZ	赢合科技	13.66	13.82	2.08	2.38	4.68	34.3%	5.62	40.7%
688006.SH	杭可科技	9.58	9.99	2.50	2.85	4.61	48.1%	4.80	48.0%
锂电设备合计		50.20	55.97	10.05	11.59	19.28	38.4%	23.69	42.3%
002249.SZ	大洋电机	63.03	66.71	1.45	2.65	11.03	17.5%	11.64	17.4%
300224.SZ	正海磁材	11.66	12.59	0.58	0.84	2.27	19.5%	2.48	19.7%
002196.SZ	方正电机	9.31	8.49	0.57	0.17	1.90	20.4%	1.55	18.3%
电机合计		83.99	87.79	2.59	3.65	15.19	18.1%	15.67	17.8%
002594.SZ	比亚迪	889.81	938.22	15.27	15.74	146.16	16.4%	150.47	16.0%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 2: 新能源汽车相关公司现金流 (亿元)

证券代码	证券简称	经营活动现金流		投资活动现金流		筹资活动现金流	
		2018Q1-3	2019Q1-3	2018 Q1-3	2019 Q1-3	2018 Q1-3	2019 Q1-3
002192.SZ	融捷股份	-0.23	-0.53	-0.07	-0.38	0.71	1.15
002460.SZ	赣锋锂业	1.12	2.28	-7.09	-24.07	-5.42	9.05
002466.SZ	天齐锂业	27.82	13.84	-57.81	-26.78	10.93	11.03
300618.SZ	寒锐钴业	0.17	1.75	-3.01	-3.43	1.40	-2.96
603799.SH	华友钴业	4.62	12.60	-10.79	-34.46	4.75	19.25
603993.SH	洛阳钼业	81.95	14.03	-30.13	-105.03	-16.36	-15.09
	合计	115.45	43.95	-108.89	-194.14	-3.99	22.44
000839.SZ	中信国安	-4.38	-1.90	-1.26	7.55	-2.69	-8.58
002108.SZ	沧州明珠	0.73	2.01	-7.80	-0.64	6.84	-1.67
002340.SZ	格林美	5.27	4.58	-14.94	-8.38	22.10	-3.94
002407.SZ	多氟多	0.98	-2.57	-11.54	-4.73	7.25	4.71
002709.SZ	天赐材料	-2.77	-1.09	-4.12	-1.69	5.80	3.06
002812.SZ	恩捷股份	-2.87	2.05	-4.94	-18.48	5.71	20.12
300037.SZ	新宙邦	1.76	3.88	-2.61	-3.32	0.68	-2.04
300073.SZ	当升科技	1.90	1.55	-0.26	-2.18	13.59	-0.56
300477.SZ	合纵科技	-2.94	0.37	-4.72	0.13	5.87	-1.17
300568.SZ	星源材质	2.12	0.48	-7.34	-7.69	2.91	10.89
600549.SH	厦门钨业	-8.00	10.24	-9.34	-12.79	20.69	2.91
600884.SH	杉杉股份	-3.38	-3.05	-3.28	-9.46	21.84	1.27
603026.SH	石大胜华	2.55	2.48	-2.02	0.18	-0.59	-2.25
603659.SH	璞泰来	1.79	1.84	-10.81	-10.62	6.86	4.45
603799.SH	华友钴业	4.62	12.60	-10.79	-34.46	4.75	19.25
688005.SH	容百科技	-8.09	-0.03	-4.85	-0.20	14.60	12.05
688388.SH	嘉元科技	1.29	1.81	-1.84	-12.70	0.80	12.70
	合计	-9.41	35.25	-102.46	-119.49	136.99	71.19

300750.SZ	宁德时代	56.03	103.25	-143.47	72.80	67.91	17.54
300068.SZ	南都电源	-5.95	-0.79	-14.94	-7.82	15.65	4.90
002074.SZ	国轩高科	-3.15	-3.74	-11.50	-19.82	0.09	12.96
002190.SZ	成飞集成	-1.30	-0.76	-4.96	-10.05	7.93	-3.81
300014.SZ	亿纬锂能	1.22	8.49	-5.45	-18.72	13.27	24.32
300438.SZ	鹏辉能源	-1.90	0.50	-4.43	-2.40	2.16	0.24
002684.SZ	猛狮科技	-1.02	3.58	-3.89	-2.15	-2.54	-1.73
002733.SZ	雄韬股份	1.24	1.11	-0.30	-0.27	1.26	0.15
	合计	43.94	110.54	-188.64	11.83	104.47	54.42
300450.SZ	先导智能	-5.04	3.32	-0.46	-1.51	7.67	-4.93
300457.SZ	赢合科技	-1.07	1.21	-10.37	-4.21	14.81	-0.95
688006.SH	杭可科技	1.07	0.21	-0.09	-0.37	-0.42	10.20
	合计	-5.04	4.74	-10.92	-6.09	22.07	4.32
002249.SZ	大洋电机	4.19	-1.50	-5.33	5.83	-2.82	-6.49
300224.SZ	正海磁材	0.96	0.59	1.70	1.00	-1.25	-0.90
002196.SZ	方正电机	-0.49	0.52	-1.15	-1.57	0.81	0.78
	合计	4.65	-0.39	-4.79	5.26	-3.26	-6.60
002594.SZ	比亚迪	66.50	38.33	-88.12	-165.16	67.04	110.37

资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 3: 光伏公司业绩一览 (亿元)

证券代码	证券简称	营业收入			归母净利润			毛利及毛利率			
		2018 Q1-Q3	2019 Q1-Q3	同比	2018 Q1-Q3	2019 Q1-Q3	同比	2018 Q1-Q3		2019 Q1-Q3	
000012.SZ	南玻 A	81.51	76.62	-6.0%	4.69	5.44	16.0%	19.59	19.60	24.0%	25.6%
000040.SZ	东旭蓝天	52.94	63.89	20.7%	14.05	0.74	-94.8%	9.41	7.23	17.8%	11.3%
000591.SZ	太阳能	30.01	36.69	22.3%	7.19	8.18	13.8%	15.49	18.69	51.6%	50.9%
000862.SZ	银星能源	8.24	9.86	19.6%	0.60	0.23	-60.9%	3.40	3.10	41.2%	31.5%
002006.SZ	精功科技	7.33	6.47	-11.7%	0.32	-0.64	-299.6%	1.23	1.13	16.8%	17.5%
002056.SZ	横店东磁	45.55	47.74	4.8%	5.02	4.99	-0.7%	11.46	11.04	25.2%	23.1%
002129.SZ	中环股份	92.56	120.16	29.8%	4.26	7.02	64.8%	17.68	22.20	19.1%	18.5%
002218.SZ	拓日新能	7.60	7.37	-3.0%	0.73	0.73	0.5%	2.25	2.36	29.7%	32.0%
002256.SZ	兆新股份	4.92	3.29	-33.2%	0.84	-0.30	-135.2%	1.96	1.29	39.9%	39.4%
002309.SZ	中利集团	117.41	84.78	-27.8%	0.58	0.21	-64.7%	20.00	15.08	17.0%	17.8%
002335.SZ	科华恒盛	22.10	25.80	16.8%	1.11	1.33	20.2%	6.72	7.91	30.4%	30.6%
002459.SZ	天业通联	2.44	1.90	-22.4%	0.13	-0.40	-394.0%	0.44	0.45	18.0%	23.9%
002506.SZ	协鑫集成	82.04	70.32	-14.3%	-0.97	-0.36	-62.8%	11.47	7.15	14.0%	10.2%
002516.SZ	旷达科技	13.11	11.30	-13.8%	2.22	1.45	-34.9%	4.15	3.07	31.7%	27.2%
002518.SZ	科士达	18.00	16.42	-8.8%	2.22	2.30	3.7%	5.56	5.83	30.9%	35.5%

002610.SZ	爱康科技	36.71	37.88	3.2%	1.34	0.56	-58.3%	7.09	5.93	19.3%	15.6%
002617.SZ	露笑科技	25.79	18.46	-28.4%	1.63	2.22	36.4%	4.50	4.51	17.4%	24.4%
002623.SZ	亚玛顿	12.99	8.16	-37.2%	0.64	0.02	-97.3%	1.56	1.25	12.0%	15.4%
002660.SZ	茂硕电源	9.75	8.92	-8.5%	0.07	0.51	600.6%	1.79	2.00	18.4%	22.4%
002665.SZ	首航节能	4.92	3.52	-28.4%	-0.16	0.16	-195.5%	1.34	1.06	27.2%	30.1%
300029.SZ	天龙光电	0.09	0.12	34.8%	-0.30	-0.07	-76.9%	0.01	0.05	10.5%	41.0%
300080.SZ	易成新能	21.21	50.35	137.4%	0.62	9.56	1447.0%	3.21	18.89	15.1%	37.5%
300111.SZ	向日葵	5.41	6.59	21.7%	-2.62	-0.02	-99.4%	0.03	1.18	0.6%	17.9%
300118.SZ	东方日升	68.41	97.74	42.9%	2.11	7.83	271.1%	11.26	19.59	16.5%	20.0%
300274.SZ	阳光电源	56.45	71.84	27.3%	6.07	5.54	-8.8%	16.93	18.55	30.0%	25.8%
300316.SZ	晶盛机电	18.90	20.07	6.2%	4.46	4.72	5.8%	7.50	7.67	39.7%	38.2%
300317.SZ	珈伟新能	14.86	6.63	-55.4%	0.11	-0.62	-656.6%	3.89	2.22	26.2%	33.5%
300393.SZ	中来股份	18.24	25.00	37.0%	1.40	2.28	62.8%	4.29	7.46	23.5%	29.8%
300655.SZ	晶瑞股份	5.91	5.70	-3.6%	0.39	0.21	-47.2%	1.69	1.51	28.6%	26.5%
300724.SZ	捷佳伟创	10.98	18.04	64.3%	2.61	3.41	30.5%	4.51	6.08	41.1%	33.7%
300751.SZ	迈为股份	5.80	10.22	76.1%	1.41	1.84	30.8%	2.38	3.25	40.9%	31.8%
300763.SZ	锦浪科技	5.88	7.75	31.7%	0.81	0.73	-10.2%	1.96	2.46	33.2%	31.8%
600089.SH	特变电工	282.23	254.48	-9.8%	19.39	16.68	-14.0%	57.24	51.69	20.3%	20.3%
600135.SH	乐凯胶片	14.19	16.39	15.5%	0.26	0.78	195.5%	1.99	3.42	14.0%	20.9%
600151.SH	航天机电	50.03	48.77	-2.5%	-2.42	-1.19	-50.7%	5.82	6.01	11.6%	12.3%
600207.SH	安彩高科	15.86	13.55	-14.6%	-0.26	0.27	-203.3%	1.14	1.01	7.2%	7.4%
600438.SH	通威股份	213.87	280.25	31.0%	16.60	22.43	35.1%	40.27	54.15	18.8%	19.3%
600537.SH	亿晶光电	24.35	19.10	-21.6%	0.65	-0.40	-161.1%	3.43	2.38	14.1%	12.4%
600770.SH	综艺股份	3.70	3.60	-2.6%	0.85	0.16	-81.0%	0.86	1.02	23.1%	28.2%
601012.SH	隆基股份	146.71	226.93	54.7%	16.91	34.84	106.0%	32.58	62.69	22.2%	27.6%
601137.SH	博威合金	44.50	52.87	18.8%	2.61	3.29	26.3%	6.75	8.89	15.2%	16.8%
601222.SH	林洋能源	27.44	25.46	-7.2%	6.47	6.86	6.0%	11.49	12.22	41.9%	48.0%
601619.SH	嘉泽新能	8.32	8.39	0.8%	2.47	2.35	-4.9%	5.09	4.89	61.1%	58.3%
601727.SH	上海电气	699.05	745.76	6.7%	21.69	22.12	2.0%	139.85	137.32	20.0%	18.4%
601865.SH	福莱特	22.58	33.81	49.7%	2.90	5.08	75.1%	5.99	10.20	26.5%	30.2%
601877.SH	正泰电器	191.11	224.77	17.6%	27.90	28.64	2.7%	56.89	66.10	29.8%	29.4%
603806.SH	福斯特	34.11	45.91	34.6%	3.47	5.92	70.7%	6.74	9.05	19.8%	19.7%
	合计	2686.12	2979.64	10.9%	183.06	217.62	18.9%	580.86	660.85	21.6%	22.2%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 4: 风电相关公司业绩一览 (亿元)

证券代码	证券简称	营业收入			归母净利润			毛利及毛利率			
		2018 Q1-Q3	2019 Q1-Q3	同比	2018 Q1-Q3	2019 Q1-Q3	同比	2018 Q1-Q3		2019 Q1-Q3	
000791.SZ	甘肃电投	17.27	17.91	3.7%	4.93	4.88	-1.1%	9.19	9.50	53.2%	53.1%
000836.SZ	富通鑫茂	18.61	8.75	-53.0%	0.80	0.42	-47.9%	2.79	1.74	15.0%	19.9%
000862.SZ	银星能源	8.24	9.86	19.6%	0.60	0.23	-60.9%	3.40	3.10	41.2%	31.5%
000958.SZ	东方能源	21.42	21.84	2.0%	1.35	1.94	44.2%	3.10	5.24	14.5%	24.0%
002080.SZ	中材科技	78.01	95.34	22.2%	7.46	10.19	36.7%	21.39	26.24	27.4%	27.5%

002202.SZ	金风科技	178.16	247.35	38.8%	24.19	15.91	-34.2%	52.64	50.13	29.5%	20.3%
002204.SZ	大连重工	32.16	43.95	36.7%	-1.50	0.24	-116.3%	4.82	8.36	15.0%	19.0%
002531.SZ	天顺风能	25.10	38.04	51.5%	3.58	5.46	52.7%	7.17	10.51	28.6%	27.6%
300040.SZ	九洲电气	7.11	4.09	-42.5%	0.55	0.42	-22.6%	2.02	1.86	28.4%	45.5%
300129.SZ	泰胜风能	8.26	15.28	84.9%	0.21	1.35	528.6%	1.55	3.36	18.8%	22.0%
300169.SZ	天晟新材	6.58	6.71	1.9%	0.04	0.08	100.8%	1.60	1.79	24.3%	26.6%
300185.SZ	通裕重工	25.82	27.59	6.9%	1.56	1.72	10.2%	5.82	7.11	22.6%	25.8%
300443.SZ	金雷股份	5.16	8.26	60.0%	0.83	1.40	69.2%	1.37	2.28	26.6%	27.6%
300569.SZ	天能重工	7.75	14.85	91.5%	0.60	1.46	143.1%	1.87	4.05	24.1%	27.3%
300690.SZ	双一科技	3.72	5.56	49.4%	0.78	1.21	56.5%	1.43	2.23	38.3%	40.2%
300772.SZ	运达股份	14.91	27.08	81.6%	-0.61	0.31	-150.4%	2.95	4.07	19.8%	15.0%
600163.SH	中闽能源	3.60	3.80	5.5%	0.97	0.88	-9.0%	1.93	1.99	53.8%	52.4%
600192.SH	长城电工	13.53	12.92	-4.5%	0.13	0.10	-24.3%	3.02	2.79	22.3%	21.6%
600290.SH	华仪电气	10.88	8.08	-25.7%	0.17	0.11	-36.0%	2.69	2.32	24.7%	28.7%
600416.SH	湘电股份	45.24	42.00	-7.2%	-4.30	-8.97	108.7%	5.86	3.75	13.0%	8.9%
600458.SH	时代新材	83.16	79.97	-3.8%	0.86	0.12	-85.4%	13.44	13.51	16.2%	16.9%
600483.SH	福能股份	65.17	74.07	13.7%	7.37	9.82	33.2%	11.94	14.69	18.3%	19.8%
601016.SH	节能风电	17.97	17.95	-0.1%	4.64	4.24	-8.4%	9.88	9.27	55.0%	51.7%
601218.SH	吉鑫科技	9.36	10.12	8.1%	-0.87	0.35	-140.3%	-0.10	2.19	-1.1%	21.6%
601615.SH	明阳智能	45.38	72.10	58.9%	2.59	5.14	98.6%	12.47	16.41	27.5%	22.8%
601619.SH	嘉泽新能	8.32	8.39	0.8%	2.47	2.35	-4.9%	5.09	4.89	61.1%	58.3%
603063.SH	禾望电气	4.50	11.88	164.2%	0.43	0.56	28.2%	2.20	4.33	48.9%	36.5%
603693.SH	江苏新能	11.15	10.80	-3.1%	2.84	1.92	-32.4%	4.87	4.21	43.7%	39.0%
	合计	776.55	944.53	21.6%	62.64	63.84	1.9%	196.40	221.92	25.3%	23.5%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

肖索声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com