

补贴退坡中, 新能源各板块财报表现不一

——新能源行业 2019 年三季度报总结

投资摘要:

官方积极引导新能源行业补贴退坡。在新能源产业界, 调整已经开始。虽然光伏、风电、新能源汽车三大产业补贴都在退坡, 但其影响不尽相同, 风电产业链将重心从国内陆上逐渐向国内近海与海外市场转移, 从而带来大功率海上机型的研制热潮, 以及陆上风电项目的建设热潮; 光伏也逐步成为出口导向的产业, 而新能源汽车行业短期受到国内市场波动的影响较大。这些变化在上市公司财报中得到一定体现。

风电板块整体业绩较好。天顺风能、双一科技、金雷股份、日月股份、明阳智能、天能重工、东方电缆、泰胜风能等多家上市公司 2019 年前三季度盈利同比增速超 50%, 我们认为风电行业建设保持较高景气度为其重要原因。据公开资料, 2019 年前三季度风电整机中标量已经超过 2018 全年 20.59GW 新增并网量。我们认为, 本轮政策推动下的高景气度有望持续到 2020 年底。

光伏板块多家公司盈利较快增长。纳入统计的光伏板块 13 家典型上市公司, 2019 年前三季度合计盈利 106.91 亿元, 同比增长 61.83%, 且 Q1、Q2、Q3 同比增速分别为 30.24%、61.28%、86.50%。其中光伏出口业务比例较大的东方日升以 271.13% 的同比增速居于首位。我们持续看好出口比例高的组件环节, 以及硅片环节。

新能源汽车产业链整体业绩一般。纳入统计的 29 家典型上市公司, 合计实现归母净利润 110.17 亿元, 同比减少 23.43%。我们认为, 虽然国内产业链短期面临一定压力, 但全球化发展程度日益提升, 且新能源汽车对于我国而言具有战略意义, 新能源汽车产业链具有长期成长价值。

投资建议: 建议关注天顺风能、东方电缆、运达股份、中环股份、旭升股份、容百科技、当升科技等具有较强竞争力的标的。投资者须同时知晓**风险提示:** 补贴退坡或致新能源汽车产销不达预期; 光伏和风电的去补贴化进程或不达预期; 供应链瓶颈或致风电装机并网不达预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			P/E			评级
	18A	19E	20E	18A	19E	20E	
天顺风能	0.26	0.38	0.47	24.81	16.97	13.72	强烈推荐
东方电缆	0.26	0.62	0.88	42.38	17.77	12.52	强烈推荐
中环股份	0.23	0.42	0.64	51.87	28.40	18.64	强烈推荐
运达股份	0.41	0.46	0.77	44.90	40.02	23.91	推荐
旭升股份	0.73	0.63	0.74	44.66	51.75	44.05	推荐

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2019 年 11 月 07 日

看好/维持

电力设备与新能源 行业报告

未来 3-6 个月行业大事:

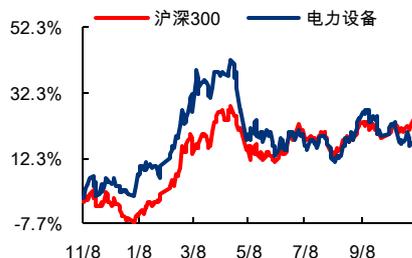
2019.12 《新能源汽车产业发展规划 (2021-2035 年)》预计出炉

行业基本资料

占比%

股票家数	164	4.43%
重点公司家数	-	-
行业市值	13237.04 亿元	2.11%
流通市值	10682.4 亿元	2.33%
行业平均市盈率	29.39	/
市场平均市盈率	17.00	/

行业指数走势图



资料来源: wind, 东兴证券研究所

首席分析师: 郑丹丹

021-25102903 zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519070001

分析师: 李远山

010-66554024 liy sh@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519040001

研究助理: 张阳

010-66554016 zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

目 录

1. 新能源补贴逐步退坡，行业着眼长期发展	4
2. 新能源行业公司业绩表现不一	6
2.1 新能源汽车板块：锂电典型上市公司约 1/3 前三季盈利同比下降或亏损	6
2.2 风电板块：抢装潮下，多家上市公司业绩亮眼	10
2.3 光伏板块：出口成为多家盈利较好上市公司的重要业绩来源	13
3. 风险提示	15

表格目录

表 1：中国大陆 2017 年以来光伏和风电的电价调整（元/kWh）	4
表 2：新能源汽车国家补贴政策调整过程（单位：万元/辆）	5
表 3：新能源汽车产业链部分上市公司 2019 各阶段盈利增速统计	9
表 4：风电产业链部分上市公司 2019-Q1~Q3 盈利增速统计	11
表 5：光伏产业链部分上市公司 2019-Q1 至 Q3 盈利增速统计	13

插图目录

图 1：新能源汽车产业链 29 家上市公司 2019 年前三季度盈利统计	7
图 2：新能源汽车产业链部分上市公司 2019 年前三季度盈利同比增速统计	7
图 3：新能源汽车产业链部分上市公司 2019 上半年盈利增速统计	8
图 4：新能源汽车产业链部分上市公司 2019 年 Q3 盈利增速统计	8
图 5：2019 年前三季度新能源汽车销量统计	9
图 6：2019 年前三季度动力电池产量与装机量统计	9
图 7：电池价格呈现下降态势	10
图 8：三元 5 系正极材料价格走势	10
图 9：锂电隔膜价格相对稳定	10
图 10：负极材料价格相对稳定	10
图 11：风电行业主要企业前三季度盈利同比增速统计	11
图 12：风电行业企业毛利率变化情况统计	12
图 13：金风科技 2MW 和 2.5MW 机组投标价格统计	12
图 14：光伏板块 13 家典型上市公司合计盈利统计	13
图 15：光伏板块 13 家典型上市公司 19 年前三季度盈利统计	13
图 16：光伏行业主要公司前三季度归母净利增速统计	14
图 17：光伏行业主要公司毛利率变化情况统计	14
图 18：光伏组件出口量统计（单位：GW）	14

图 19: 国内光伏新增并网装机统计	14
图 20: 多晶硅料价格走势	15
图 21: 多晶硅片和单晶硅片价格走势	15
图 22: 多晶电池片和单晶电池片价格走势	15
图 23: 多晶组件和单晶组件价格走势	15

1. 新能源补贴逐步退坡，行业着眼长期发展

近年来，我国十分重视新能源产业的发展，官方出台多项政策予以支持，取得较好收效。据国家能源局统计数据，截至2019年9月底，我国光伏、风电累计并网装机容量分别达到190.19GW、198GW；据公安部统计数据，截至2019年6月底，我国新能源汽车保有量达到344万辆。然而，为了引导产业长期健康发展，官方亦明确对新能源产业的相关补贴将逐步退坡。

相关政策对各类光伏发电和风电的补贴退坡指引，如表1所示。

表1：中国大陆2017年以来光伏和风电的电价调整（元/kWh）

类别	资源区	2017	2018	同比变化	2019	上限变化	2020	上限变化
光伏电站-普通	I类	0.65	0.55	-15.38%	≤0.40	-27.27%	-	-
	II类	0.75	0.65	-13.33%	≤0.45	-30.77%	-	-
	III类	0.85	0.75	-11.76%	≤0.55	-26.67%	-	-
	西藏	1.05	1.05	-	-	-	-	-
光伏电站-村级扶贫	I类	-	0.65	-	0.65	-	-	-
	II类	-	0.75	-	0.75	-	-	-
	III类	-	0.85	-	0.85	-	-	-
	西藏	-	1.05	-	-	-	-	-
光伏分布式-普通	补贴标准	补贴标准	-	-	-	-	-	
		0.42	0.37	-	-	-	-	-
光伏分布式-扶贫	-	补贴标准	-	-	-	-	-	
			0.42	-	-	-	-	-
光伏分布式-工商业-余量上网	-	-	-	-	全发电量补贴标准 0.10	-	-	-
光伏分布式-工商业-全额上网	-	-	-	-	当地集中式光伏电站 指导价	-	-	-
光伏分布式-工商业-竞争配置	-	-	-	-	≤当地指导价，且补 贴标准≤0.10	-	-	-
陆上风电	I类	0.47	0.40	-14.89%	≤0.34	-15.00%	≤0.29	-14.71%
	II类	0.50	0.45	-10.00%	≤0.39	-13.33%	≤0.34	-12.82%
	III类	0.54	0.49	-9.26%	≤0.43	-12.24%	≤0.38	-11.63%
	IV类	0.60	0.57	-5.00%	≤0.52	-8.77%	≤0.47	-9.62%
海上风电	近海	0.85	0.85	-	≤0.80	-5.88%	≤0.75	-6.25%
	潮间带	0.75	0.75	-	≤当地陆上风电指导价	-	≤当地陆上 风电指导价	-

注：电价对应年份一般为光伏项目备案纳入财政补贴规模管理对应的年份，以及风电项目核准年份；表格中的陆上风电不含分散式。

资料来源：国家发改委，东兴证券研究所

国家发改委 2018 年 12 月 4 日官网发布的《清洁能源消纳行动计划（2018-2020 年）》提出，2020 年新增陆上风电机组将实现与煤电机组平价上网，新增集中式光伏发电尽早实现上网侧平价上网。

2019 年 5 月 21 日国家发改委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》，将风电标杆上网电价改为指导价，且 2019 年指导价较此前标杆价有所下调，明确提出 2019 年开始新核准的集中式陆上风电项目和海上风电项目，全部通过竞争方式确定上网电价；分散式风电项目中，如参与分布式市场化交易，上网电价由发电企业与电力用户直接协商形成，不享受国家补贴，否则执行项目所在资源区指导价。对于陆上风电项目，如 2018 年底之前核准但 2020 年底前仍未完成并网，或 2019~2020 年核准但 2021 年底前仍未完成并网，国家不再补贴；2021 年 1 月 1 日及以后新核准的项目，全面实现平价上网，国家不再补贴。对于海上风电项目，对 2018 年底前已核准的海上风电项目，如在 2021 年底前全部并网，执行核准时的上网电价；2022 年及以后全部并网的，执行并网年份的指导价。

2019 年 4 月 28 日国家发改委发布《关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》，将集中式光伏电站标杆上网电价改为指导价，且 2019 年指导价较此前标杆价有所下调，并适当降低新增分布式光伏发电补贴标准。

新能源汽车补贴也在最近 3 年内逐渐下调，如表 2 所示。据财政部官网 2019 年 3 月 26 日发布的《关于进一步调整完善新能源汽车补贴政策的解读》，“2019 年补贴标准在 2018 年基础上平均退坡 50%，至 2020 年底前退坡到位”，由此可见，2021 年开始，新能源汽车将不再享受国家补贴。

表 2：新能源汽车国家补贴政策调整过程（单位：万元/辆）

乘用车单车补贴额	区间	2017 年	2018 年	同比变化	2019 年	同比变化
纯电动乘用车（续航里程 R，公里）	100≤R<150	2	0	-100%	0	-
	150≤R<200	3.6	1.5	-58.33%	0	-100%
	200≤R<250	3.6	2.4	-33.33%	0	-100%
	250≤R<300	4.4	3.4	-22.73%	1.8	-47.06%
	300≤R<400	4.4	4.5	2.27%	1.8	-60.00%
	R≥400	4.4	5	13.64%	2.5	-50.00%
插混乘用车（纯电续航里程 R）	R≥50	2.4	2.2	-8.33%	1	-54.55%
客车补贴调整系数	区间	2017 年	2018 年	同比变化	2019 年	同比变化
非快充纯电动客车（能量密度 Wh/kg）	85-95（含）	0.8	0	-100%	-（更换指标）	-
	95-115（含）	1	0	-100%	-（更换指标）	-
	115-135（含）	1.2	1	-16.67%	-（更换指标）	-
	135 以上	1.2	1.1	-8.33%	-（更换指标）	-
快充纯电动客车（倍率）	3C-5C	0.8	0.8	0	0.8	0
	5C-15C	1	1	0	0.9	-10%
	15C 以上	1.4	1.1	-21.43%	1	-9.09%
插混客车（节油率）	40%-45%	0.8	0	-100%	0	0
	45%-60%	1	0	-100%	0	-10%
	60%-65%	1.2	0.8	-33.33%	0.8	0
	65%-70%	1.2	1	-16.67%	0.9	-10%

	70%以上	1.2	1.1	-8.33%	1	-9.09%
客车补贴标准	客车车型	2017年	2018年	同比变化	2019年	同比变化
单位电量补贴标准 (元/kWh)	非快充纯电动客 车	1800	1200	-33.33%	500	-58.33%
	快充纯电动客 车	3000	2100	-30.00%	900	-57.14%
	插电客车	3000	1500	-50.00%	600	-60.00%
货车及专用车	区间	2017年	2018年	同比变化	2019年	同比变化
补贴额度/元/kWh	30(含)kWh以 下部分	1500	850	-43.33%	- (更换指标)	-
	30~50(含)kWh 部分	1200	750	-37.50%	- (更换指标)	-
	50kWh 以上部分	1000	650	-35.00%	- (更换指标)	-
燃料电池车	区间	2017年	2018年	同比变化	2019年	同比变化
补贴额度	乘用车	20万元/辆	6000元 /kW, 上限20 万元/辆	-	未公布	-
	轻型客车、货车	30万元/辆	上限30万元 /辆	-	未公布	-
	大中型客车、中重 型货车	50万元/辆	上限50万元 /辆	-	未公布	-

注：新能源客车补贴金额计算方法为：补贴金额=车辆带电量×单位电量补贴标准×调整系数，单位电量补贴标准和调整系数都在退坡

资料来源：财政部，东兴证券研究所

综上所述，对于新能源产业发展来说，2019年注定不平凡，尽管这一年新能源产业仍享受一定补贴，但较此前有明显退坡，且集中式陆上风电和锂电系新能源汽车等细分产业要降低成本、摆脱补贴依赖，为未来的“平价”时代做好准备。从产业角度看，风电产业链将重心从国内陆上逐渐向国内近海与海外市场转移，从而带来大功率海上机型的研制热潮，以及陆上风电项目的建设热潮；光伏制造业市场也逐步过渡为出口主导的格局；新能源汽车则在今年50%左右退坡幅度的影响下，Q3销量连续三个月同比下降，产业链正在经历调整，以适应未来无补贴时代，包括积极拓展海外需求。

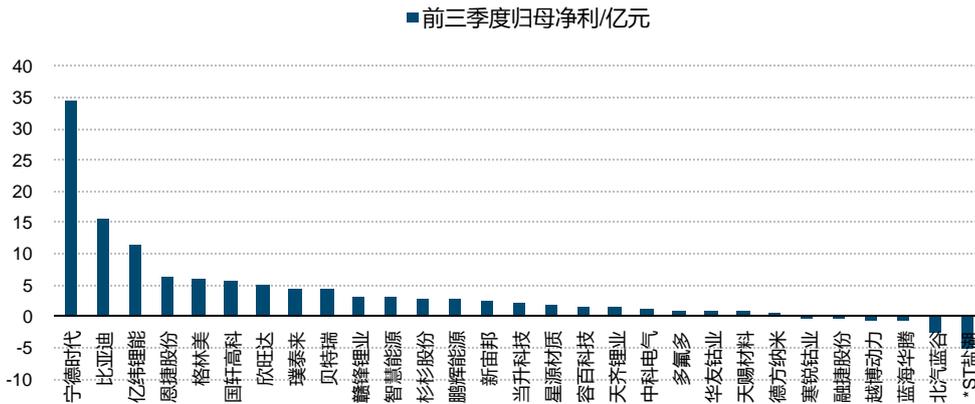
2019年三大产业补贴退坡给产业链带来的变化已经在前三季度的报表中有所体现，比如：政策推动下的陆上风电建设热潮体现为产业链多家公司业绩的大幅度增长；国内光伏上网电价下降带来投资需求下滑后，出口比例高的企业业绩大多显著好于出口比例低的光伏类企业；新能源汽车产业链公司则在国内需求下滑的影响下，多家业绩不及预期。下文将予以分析。

2. 新能源行业公司业绩表现不一

2.1 新能源汽车板块：锂电典型上市公司约1/3前三季盈利同比下降或亏损

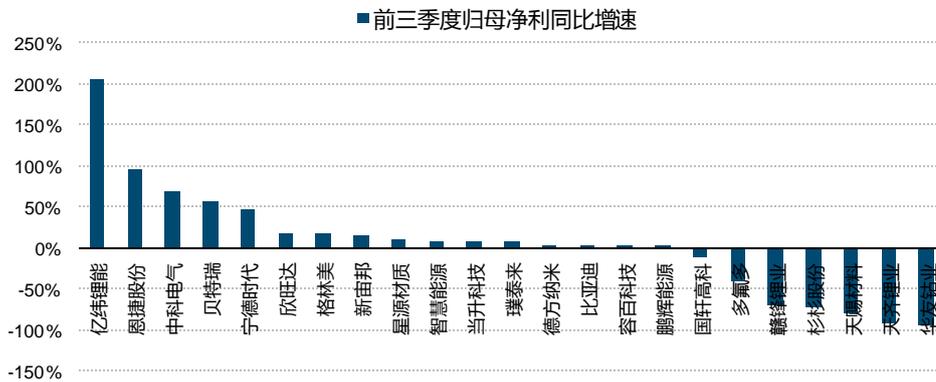
新能源汽车产业链上市公司 2019 年三季报普遍表现一般。纳入统计的 29 家新能源汽车产业链典型上市公司，合计实现归母净利润 110.17 亿元，同比减少 23.43%。其中，6 家亏损，合计亏损 10.15 亿元；7 家盈利同比下降，合计同比减少盈利 54.47 亿元。如图 1 和图 2 所示。

图 1：新能源汽车产业链 29 家上市公司 2019 年前三季度盈利统计



资料来源：Wind，东兴证券研究所

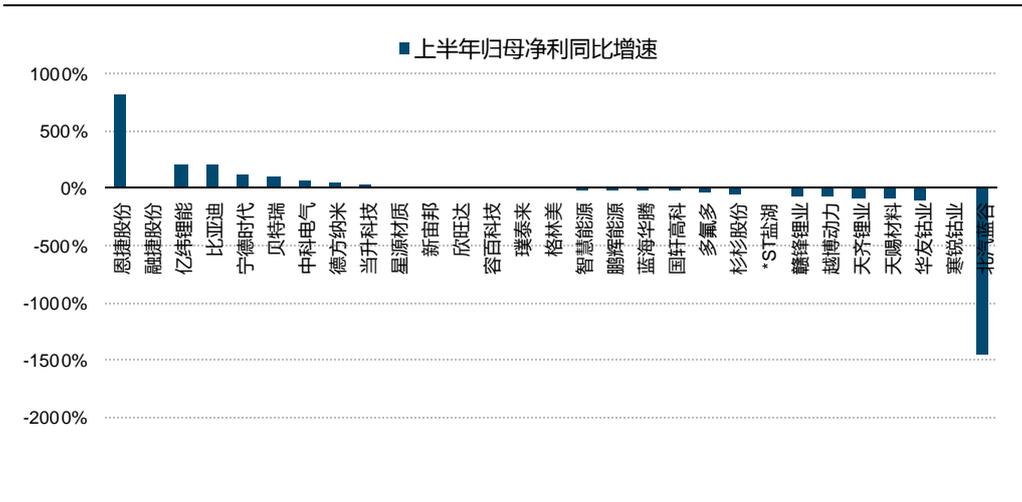
图 2：新能源汽车产业链部分上市公司 2019 年前三季度盈利同比增速统计



资料来源：Wind，东兴证券研究所

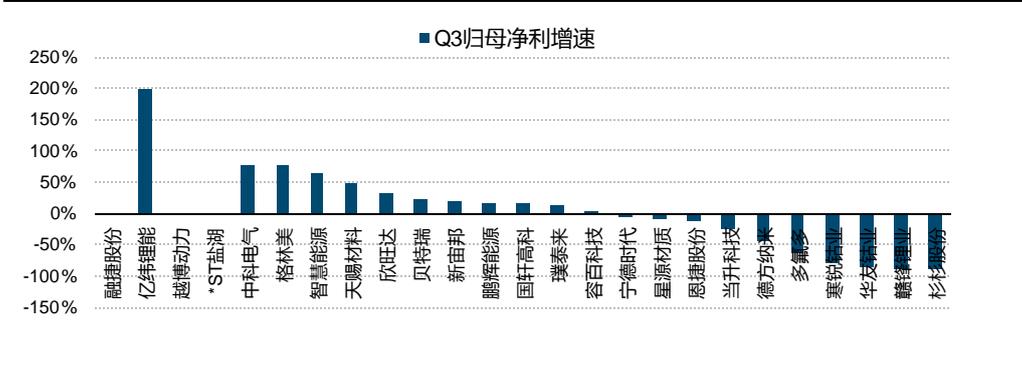
三季度亏损或盈利下滑的新能源汽车产业链公司增多。纳入统计的 29 家典型锂电产业链上市公司，2019 年三季度合计盈利 35.73 亿元，同比减少 43.19%。对比其 2019 上半年数据(合计盈利 74.44 亿元，同比减少 8.08%)，盈利下滑程度有所加大。这 29 家公司中，上半年盈利同比下降的有 12 家，亏损的有 3 家(融捷股份、ST 盐湖、寒锐钴业)；2019 年三季度盈利同比下滑的有 11 家，亏损的有 6 家(融捷股份、ST 盐湖、越博动力、天齐锂业、北汽蓝谷、蓝海华腾)。亏损及盈利同比下降的公司数目，在统计样本中所占比例，由上半年的 51.72%增加至第三季度的 58.62%。如图 3 和图 4 所示。

图 3：新能源汽车产业链部分上市公司 2019 上半年盈利增速统计



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4：新能源汽车产业链部分上市公司 2019 年 Q3 盈利增速统计



资料来源：Wind，东兴证券研究所

举例来看：下游整车厂环节的比亚迪，2019 年三季度营业收入同比下滑 9.17%，归母净利润同比减少 88.58%，扣非后归母净利润为负；而其上半年营业收入、归母净利润则分别同比增长 14.84%、203.61%。动力电池全球龙头宁德时代 2019 年三季度归母净利润同比减少 7.2%至 13.62 亿元，而上半年该指标则同比增长 1.31 倍。此外，正极材料供应商当升科技归母净利润同比增速从上半年的 33.94%降至第三季度的-25.89%，锂电隔膜供应商星源材质归母净利润同比增速从上半年的 12.33%降至第三季度的-7.57%。更多新能源汽车产业链上市公司的 2019 年三季度和上半年盈利增速统计与对比，如表 3 所示。

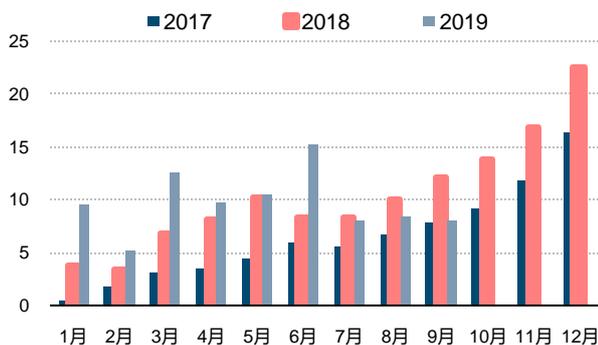
我们认为，上述新能源汽车产业链典型上市公司三季度盈利欠佳的主要原因如下。

其一，补贴退坡影响下，中国大陆新能源汽车产销量在 2019 年三季度出现同比下滑，其中 7 月、8 月、9 月销量分别同比下降 4.76%、15.8%、34.2%，如图 5 所示，并对中上游环节有一定传导，动力电池装机 8 月、9 月分别同比减少 17.10%、30.90%，如图 6 所示。

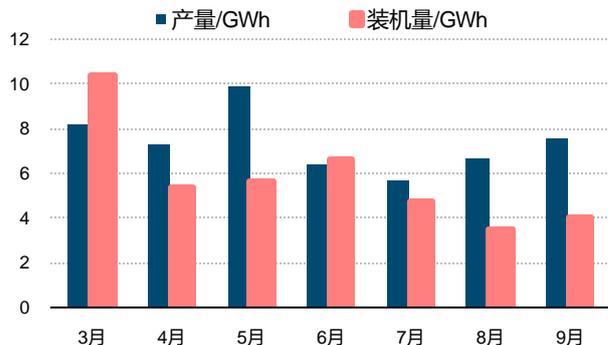
表 3：新能源汽车产业链部分上市公司 2019 各阶段盈利增速统计

产业链环节	公司	2019H1 归母净利增速	2019 前三季度归母净利增速	2019Q3 归母净利增速
整车	比亚迪	203.61%	3.09%	-88.58%
整车	北汽蓝谷	9.70%	前三季度亏损	Q3 亏损
动力电池	宁德时代	130.79%	45.65%	-7.2%
动力电池	国轩高科	-24.49%	-12.25%	17.22%
正极材料	当升科技	33.94%	6.98%	-25.89%
正极材料	容百科技	2.93%	2.58%	1.68%
正极材料	德方纳米	47.20%	3.44%	-43.10%
正负极材料	杉杉股份	-52.97%	-72.71%	-88.27%
负极材料	璞泰来	2.62%	6.83%	13.11%
负极材料	贝特瑞(新三板)	100.54%	57.03%	22.74%
隔膜	恩捷股份	140.98%	95.80%	50.53%
隔膜	星源材质	12.33%	9.45%	-7.57%
锂盐	天齐锂业	-85.23%	-91.74%	Q3 亏损
锂盐	赣锋锂业	-64.66%	-70.25%	-87.61%
金属钴及钴盐	华友钴业	-97.82%	-95.15%	-85.17%
金属钴及钴盐	寒锐钴业	亏损	前三季度亏损	-79.00%
电控	蓝海华腾	-22.11%	前三季度亏损	Q3 亏损
电控	越博动力	-68.46%	前三季度亏损	Q3 亏损

资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 5：2019 年前三季度新能源汽车销量统计


资料来源：中国汽车工业协会，东兴证券研究所

图 6：2019 年前三季度动力电池产量与装机量统计


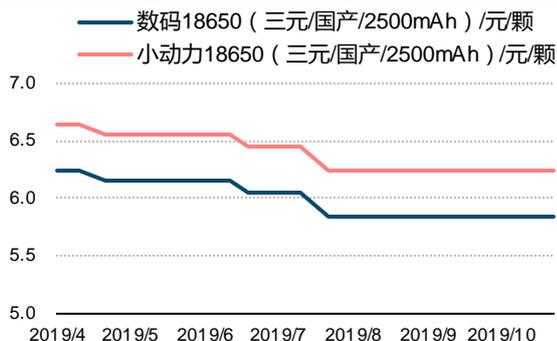
资料来源：中国汽车工业协会，东兴证券研究所

其二，一些锂电产业链环节的产品价格较 2018 年有一定程度的下降。

降成本压力传导下，2019 年以来产业链价格基本呈现下降或稳定态势，如图 7~图 10 所示。中游四大材料领域，负极材料、隔膜、电解液价格基本维持稳定，仅正极材料在 7 月中下旬因为金属钴价格波动发生了价格反弹，反弹幅度一度超过 25%，但进入四季度后，正极材料价格基本稳定在一定水平，11

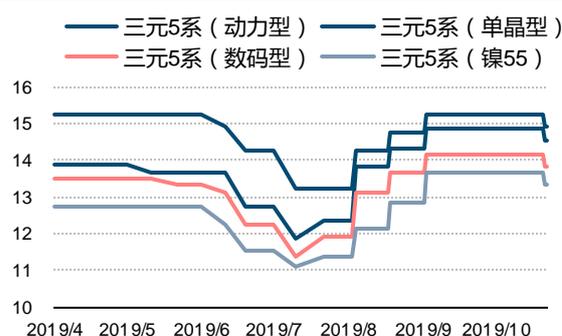
月初，前驱体价格微降，正极材料价格也出现小幅下行。总的来说，我们认为，四季度负极材料、隔膜、电解液将维持较为稳定的价格，正极材料因为和金属钴价格关联性较强，存在一定不确定性，但长期价格将下行至合理区间保持稳定。

图 7: 电池价格呈现下降态势



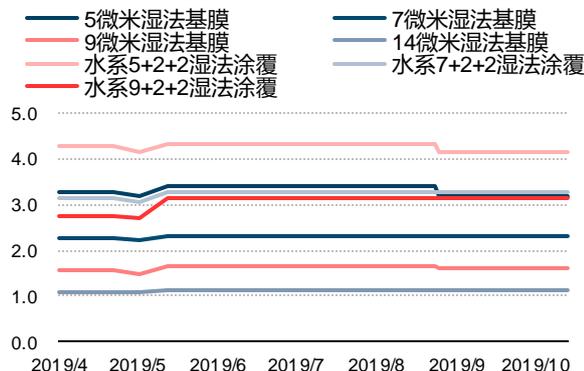
资料来源：中国化学与物理电源行业协会，东兴证券研究所

图 8: 三元 5 系正极材料价格走势



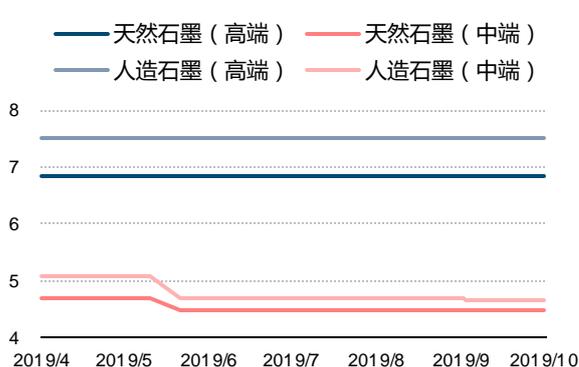
资料来源：中国化学与物理电源行业协会，东兴证券研究所

图 9: 锂电隔膜价格相对稳定



资料来源：中国化学与物理电源行业协会，东兴证券研究所

图 10: 负极材料价格相对稳定



资料来源：中国化学与物理电源行业协会，东兴证券研究所

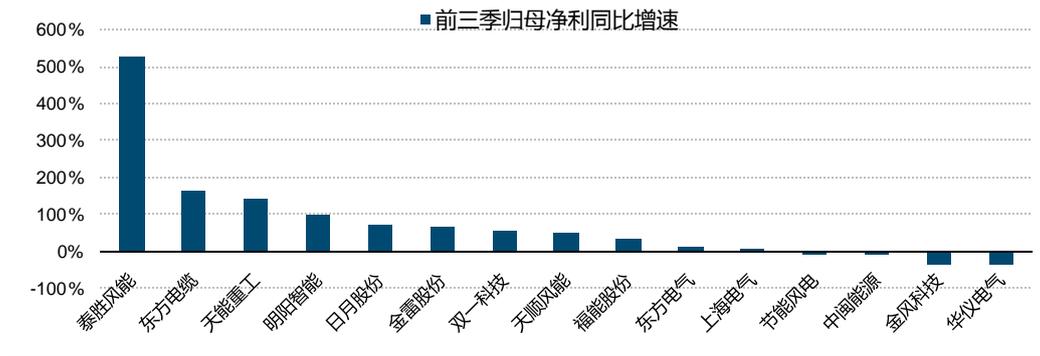
从终端用能清洁化、降低石油对外依存度、汽车产业国际地位提升等角度看，发展新能源汽车，对于我国具有长期战略意义；近年来，一些国家纷纷探讨推动新能源汽车的发展，多家海外知名车企亦不断加大在新能源汽车研制方面的投入。

建议关注新能源汽车产业链的长期成长价值，以及当升科技、容百科技、宁德时代、国轩高科、恩捷股份等在相关细分领域具有一定竞争力的标的。但投资者须同时注意补贴持续退坡等因素可能导致的企业盈利不达预期之风险。

2.2 风电板块：抢装潮下，多家上市公司业绩亮眼

2019 年前三季度，风电产业链多家上市公司业绩同比出现一定幅度的增长，如图 11 和表 4 所示。

其中，同比扭亏或归母净利同比增长逾5成的公司有：天顺风能、双一科技、金雷股份、日月股份、明阳智能、天能重工、东方电缆、泰胜风能、运达股份（扭亏，未列入图中）。同时，也有少数公司前三季经营欠佳或低于此前市场预期，比如盈利同比下降超3成的风电整机龙头金风科技，以及业绩亏损的湘电股份（未列入图中）和ST锐电（未列入图中）。

图 11:风电行业主要企业前三季度盈利同比增速统计


资料来源：Wind，东兴证券研究所

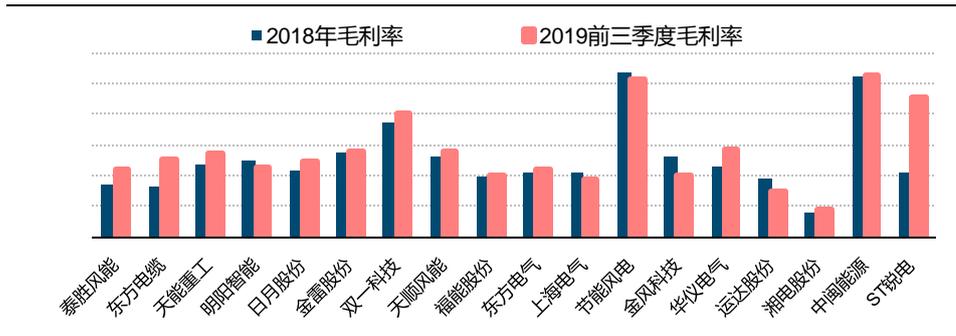
表 4：风电产业链部分上市公司 2019-Q1~Q3 盈利增速统计

产业链环节	公司	2019 前三季度归母净利增速	2019Q1 归母净利增速	2019Q2 归母净利增速	2019Q3 归母净利增速
风机	明阳智能	98.59%	-137.10%	17.55%	59.04%
	运达股份	扭亏为盈	-118.62%	-95.00%	126.66%
	东方电气	14.99%	65.61%	25.02%	-20.82%
	上海电气	1.97%	15.95%	-2.20%	-9.36%
	金风科技	-34.24%	-4.64%	-25.91%	-54.30%
	湘电股份	亏损	-27.69%	亏损	亏损
	华仪电气	-36.04%	-514.13%	244.29%	-21.65%
	ST锐电	亏损	亏损	331.66%	亏损
塔筒	泰胜风能	528.65%	45.76%	扭亏	746.88%
	天能重工	143.10%	50.80%	371.62%	109.95%
	天顺风能	52.66%	6.26%	54.94%	82.24%
风机主轴	金雷股份	69.24%	156.16%	74.16%	38.94%
铸件	日月股份	73.03%	70.19%	89.88%	60.31%
海缆	东方电缆	162.31%	143.72%	263.11%	107.22%
风电机舱罩	双一科技	56.54%	106.86%	29.23%	53.45%
风电运营	节能风电	-8.42%	-42.19%	38.32%	-8.32%
	福能股份	33.23%	0.30%	44.61%	47.51%
	中闽能源	-8.96%	-20.88%	26.55%	11.30%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

其中，多家中游风电设备商的前三季毛利率较 2018 全年水平出现了小幅提升，如图 12 所示。

图 12: 风电行业企业毛利率变化情况统计

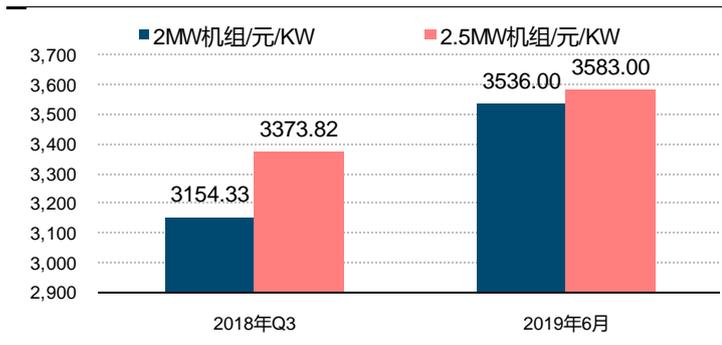


资料来源：Wind，东兴证券研究所

我们认为，风电行业建设保持较高景气度，是前三季度风电类上市公司业绩大多较好的主要原因。据国家能源局统计数据，2019 年前三季度中国大陆新增风电并网容量同比增长 3.7% 至 13.08GW，尽管低于此前预期，但经过分析我们发现，行业实际开工建设保持高景气度。据微信公众号“每日风电”统计，2019 年 1-8 月国内风电整机商中标达到 25.82GW，此后 9 月又有至少 2.72GW 风电新项目开标，前三季度风电整机中标量已经超过 2018 全年 20.59GW 新增并网量。另据金风科技 2019 年中报提及，2019 上半年国内风电设备行业公开招标量已达到 32.3GW，同比增长 93.4%，创半年度招标量历史最高纪录。考虑风电项目建设周期较长，一些具有一定实施难度的项目建设周期一般超过 1 年，我们预计，本轮风电建设景气度将持续到 2020 年底。

风电机组价格已自此前低点有所回升，利好相关企业后续利润兑现。金风科技投资者关系活动记录表显示，自 2018 年四季度以来，各机组投标均价企稳回升。2019 年 6 月，2.0MW 级别机组投标均价为 3,536 元/千瓦，较 2018 年 9 月价格低点回升 12.1%；2.5MW 级别机组投标均价为 3,583 元/千瓦，较 2018 年 8 月价格低点回升 6.2%，如图 13 所示。我们预计，随着相关项目进入风机产品交货结算阶段，招标价格回升将逐步在相关企业财报中有所体现。

图 13: 金风科技 2MW 和 2.5MW 机组投标价格统计



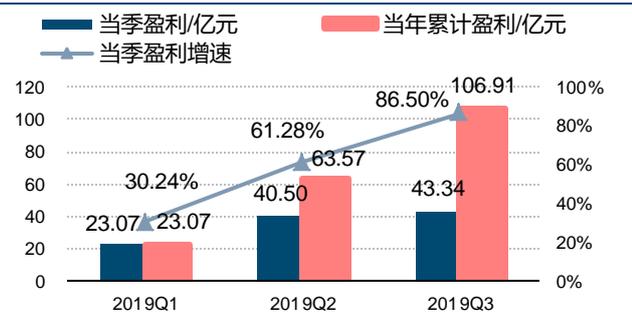
资料来源：金风科技公告，东兴证券研究所

二级市场方面，建议关注风机及零部件、海缆等环节，以及天顺风能、东方电缆、金雷股份、运达股份等标的。投资者须同时注意风电建设进度可能不达预期的风险。

2.3 光伏板块：出口成为多家盈利较好上市公司的重要业绩来源

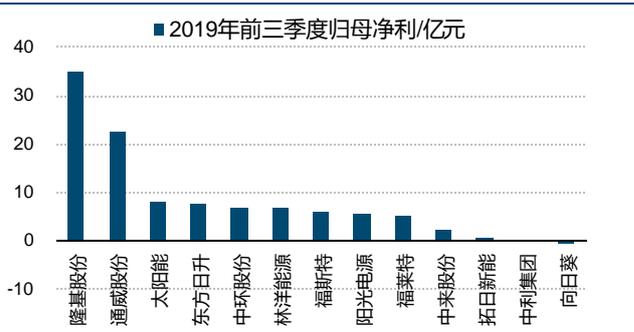
光伏板块部分优质企业业绩喜人。纳入统计的光伏板块 13 家典型上市公司，2019 年前三季度合计盈利 106.91 亿元，同比增长 61.83%。分季度看，这些样本公司 Q1 合计盈利 23.07 亿元，同比增长 30.24%；Q2 合计盈利 40.50 亿元，同比增长 61.28%；Q3 合计盈利 43.34 亿元，同比增长 86.50%。可见，如图 14、图 15、表 5 所示。

图 14: 光伏板块 13 家典型上市公司合计盈利统计



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 15: 光伏板块 13 家典型上市公司 19 年前三季度盈利统计



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 5: 光伏产业链部分上市公司 2019-Q1 至 Q3 盈利增速统计

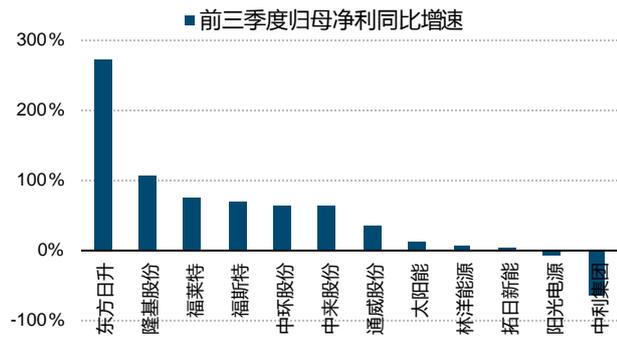
产业链环节	公司	2019 前三季度 归母净利润增速	2019Q1 归母净利增速	2019Q2 归母净利增速	2019Q3 归母净利增速
光伏发电厂	林洋能源	6.03%	5.63%	5.10%	7.19%
光伏逆变器	阳光电源	-8.69%	-15.56%	-10.44%	-1.07%
电池组件	中来股份	62.78%	24.86%	93.09%	56.11%
EVA 胶膜	福斯特	70.80%	112.56%	48.05%	58.98%
光伏玻璃	福莱特	75.08%	10.89%	33.05%	219.65%
电池片	通威股份	35.14%	53.14%	60.28%	7.01%
硅片	中环股份	64.84%	50.15%	51.08%	98.60%
电池组件	隆基股份	106.03%	12.54%	83.07%	283.85%
电池组件	东方日升	271.13%	278.36%	327.95%	237.34%
电池组件及光 伏发电厂	太阳能	13.81%	-11.48%	-15.81%	58.65%
电池组件及光 伏发电厂	拓日新能	0.55%	13.79%	-22.30%	51.50%
电池组件	中利集团	-64.65%	-489.44%	257.61%	-15.93%
电池组件	向日葵	-99.37%	-68.95%	-109.64%	-93.30%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

前三季度组件企业盈利增速亮眼。统计样本中，东方日升以 271.13% 的同比增速居于首位，隆基股份以 106.03% 的同比增速次之，东方日升、中环股份、中来股份等上市公司在前三季度盈利增速较快的

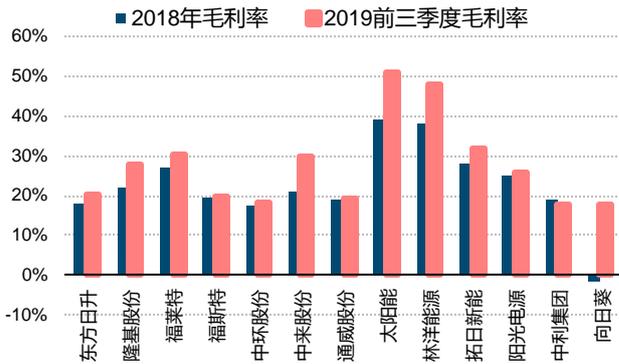
情况下毛利率也有所提升。如图 16 和图 17 所示。

图 16: 光伏行业主要公司前三季度归母净利润增速统计



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

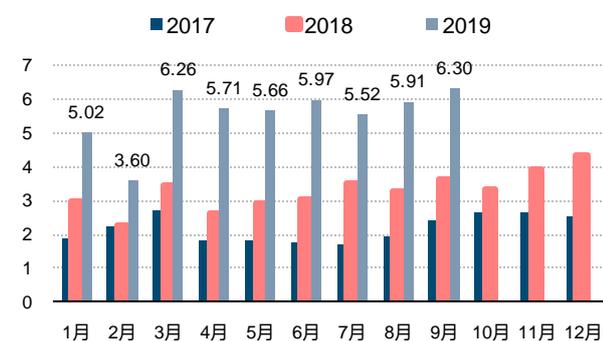
图 17: 光伏行业主要公司毛利率变化情况统计



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

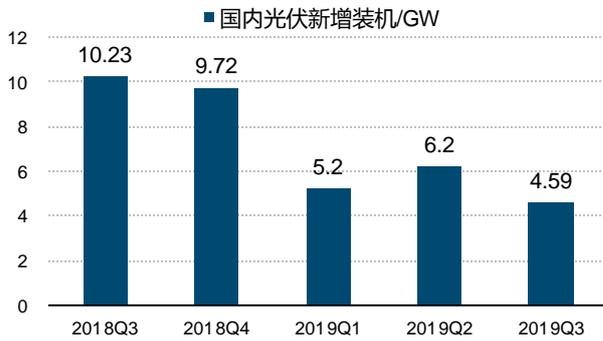
结合行业基本面，我们判断，盈利较佳的公司大多抓住了海外市场快速发展的机遇。据 Solarzoom 统计，2019 年前三季度，我国光伏组件出口量 49.95GW，同比增长 80.08%，如图 18 所示。而国内市场新增装机量则不及预期，国家能源局数据表明，2019 年前三季度国内新增装机 15.99GW，我们测算同比减少 53.71%。如图 19 所示。因而，不难解释一些出口比例较大的厂商前三季收入、盈利的增速较快。比如，2019 上半年海外业务收入占比达到 66.89% 的东方日升，前三季营收 97.74 亿元，同比增长 42.87%，归属股东净利润 7.83 亿元，同比增长 271.13%。

图 18: 光伏组件出口量统计 (单位: GW)



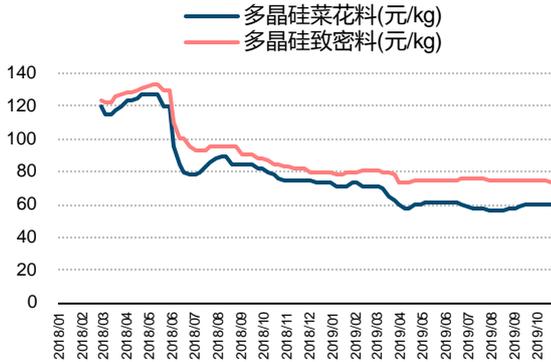
资料来源: SOLARZOOM, 东兴证券研究所

图 19: 国内光伏新增并网装机统计

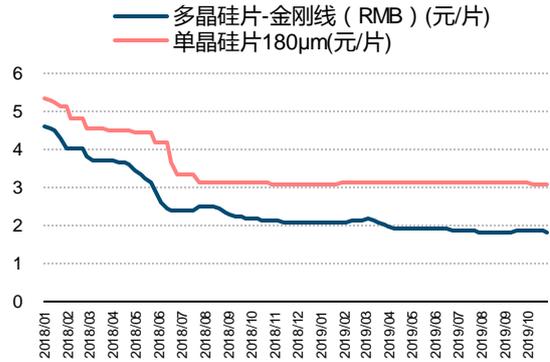


资料来源: 国家能源局, 东兴证券研究所

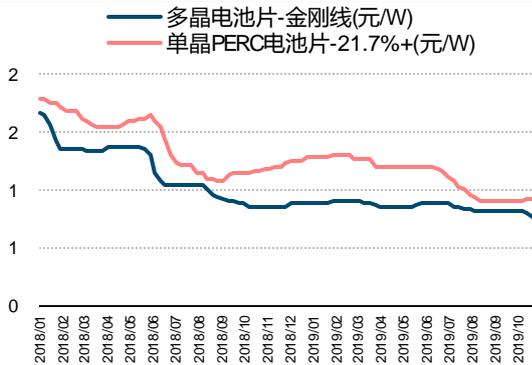
光伏主要产品价格 2019 年以来出现一定下降。2019 年前三季度，多晶硅菜花料和致密料价格累计下降 16.44% 和 7.50%，多晶硅片价格累计下降 11.17%、单晶硅片价格累计上涨 0.33%，多晶电池片和单晶电池片价格累计下降 19.10% 和 28.68%，多晶组件和单晶组件价格累计下降 7.14% 和 17.21%。如图 20-23 所示。单晶电池片和单晶组件价格下降幅度较大，主要是产能过剩引起的，而单晶电池片价格坚挺，前三季度甚至上涨 0.33%，主要是因为硅片环节之前扩产少，竞争格局好于其他环节。

图 20: 多晶硅料价格走势


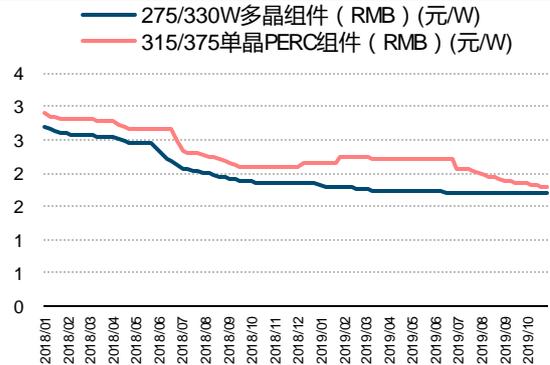
资料来源: PVinfolink, 东兴证券研究所

图 21: 多晶硅片和单晶硅片价格走势


资料来源: PVinfolink, 东兴证券研究所

图 22: 多晶电池片和单晶电池片价格走势


资料来源: PVinfolink, 东兴证券研究所

图 23: 多晶组件和单晶组件价格走势


资料来源: PVinfolink, 东兴证券研究所

我们认为，展望 2019 年四季度和 2020 年，海外市场仍将成为我国光伏制造业的重要业务增长点。我们持续看好出口比例高的组件环节，以及硅片环节，建议关注中环股份、隆基股份、东方日升等。投资者须同时注意风险：光伏出口热度或难长期持续；硅片大厂产能投建较快，后续产能集中释放或在一定程度上导致价格下降。

3. 风险提示

补贴退坡或致新能源汽车产销不达预期；光伏和风电的去补贴化进程或不达预期；供应链瓶颈或致风电装机并网不达预期。

分析师简介

分析师：郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版与 2017 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

分析师：李远山

西安交通大学学士，清华大学核能科学与工程硕士，曾就职于环保部核与辐射安全中心从事核安全审评研究工作，2016 年加入新时代证券研究所，2019 年加入东兴证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。

研究助理简介

研究助理：张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事电力设备新能源行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。