

2021Q3 新能源板块总结

2021年11月20日

光伏持续分化，龙头恒强，风电一超多强 增持（维持）

投资要点

■ 新能源：1) 行业整体营收持续增长，板块分化明显：全行业 2021Q1-3 实现收入 6067.17 亿元，同增 32.19%，归母净利润 554.13 亿元，同增 31.91%。光伏板块 2021Q1-3 营收 3012.78 亿元，同增 57.94%，归母净利润 362.27 亿元，同增 59.52%。风电板块 2021Q1-3 营收 1253.49 亿元，同增 7.44%，归母净利润 147.33 亿元，同增 43.88%。核电板块 2021Q1-3 营收 1800.90 亿元，同增 18.83%；归母净利润 44.53 亿元，同增 50.83%。全行业 60 家公司 2021Q3 实现收入共计 2290.69 亿元，同增 28.50%，实现归母净利润 236.26 亿元，同增 28.65%。光伏板块 2021Q3 营收 1183.27 亿元，同增 62.82%，归母净利润 152.54 亿元，同增 46.18%；风电板块 2021Q3 营收 500.63 亿元，同减 2.25%，归母净利润 50.42 亿元，同增 10.20%；核电板块 2021Q3 营收 606.79 亿元，同增 11.60%，归母净利润 33.30 亿元，同减 0.74%。2) 2021Q1-3 及 2021Q3 毛利率下降、2021Q3 归母净利率略有上升。2021Q1-3，全行业 60 家公司的毛利率为 23.67%，同减 0.29pct。2021Q3，全行业毛利率为 22.72%，同减 0.80pct。2021Q1-3，全行业归母净利率为 9.13%，同减 0.02pct。2021Q3，归母净利率为 10.31%，同增 0.01pct。3) 2021Q1-3、2021Q3 行业经营性现金流净额减少。2021Q1-3，全行业 60 家公司经营活动现金流量净额 204.54 亿元，同减 54.07%，2021Q3，全行业经营性现金流量净额 198.40 亿元，同减 38.15%。4) 2021Q3 应收账款、合同负债、存货环比增加：2021Q3 末应收账款为 2055.28 亿元，环比+5.32%。合同负债 1363.83 亿元，环比+7.51%。存货 2170.76 亿元，环比+14.00%。

■ 光伏板块：光伏各环节分化明显，龙头盈利韧性强，集中度进一步提升：1) 2021Q1-3 由于装机增长叠加市占率提升，各环节出货增长持续，且下游电站运营商由于抢装让利制造，光伏板块整体盈利提升：2021Q1-3 光伏板块收入、归母净利润同比增长 57.94%、59.52%。由于 2021 年整体价格中枢上移，2021Q1-Q3 毛利率 22.79%，同比下降 1.16pct。归母净利率 12.02%，同比上升 0.12pct。2) 从 2021Q3 归母净利润同比增速看：今年由于硅料、EVA 粒子等原材料供应紧张，上游价格持续上行，从利润增速来看，硅料>硅片>设备>玻璃>组件>逆变器>胶膜>运营>支架>电池，中游和下游盈利能力略受影响；3) 各环节明显分化，龙头加速集中：硅料：硅粉涨价成本有所上升，Q3 均价 20 万元/吨，龙头单吨净利 10 万元；硅片：Q3 硅片价格大幅上涨，且硅片企业前期低价库存消化殆尽，成本上涨致使盈利承压，环比有所下降；一体化组件厂：在上游涨价背景下，Q3 单瓦盈利超市场预期；玻璃：龙头市占率加速提升，Q3 出货量环比提升，价格低位叠加成本端纯碱快速涨价，盈利底部已至；胶膜：Q3 原材料 EVA 粒子持续涨价，胶膜成本压力较大，龙头盈利韧性强；逆变器：由于 IGBT 紧缺，出货量都略有影响，导致 Q3 收入环增不明显，但储能业务均超市场预期；龙头企业：隆基股份 2021Q3 归母净利润 25.63 亿元，同增 14.39%（硅片价格跟涨硅料，毛利率维持高位，组件出货全球第一，结构改善）；通威股份 2021Q3 归母净利润 29.79 亿元，同增 28.29%（硅料业务为主要盈利来源，硅料因产能紧缺价格高涨，获得超额收益）；阳光电源 2021Q3 归母净利润 7.48 亿元，同减 0.19%（逆变器盈利环比继续改善，储能市场快速发展，但二线厂商多受制于芯片短缺，影响出货和盈利）；爱旭股份 2021Q3 归母净利润 0.22 亿元，同减 109.29%（电池盈利受挤压，环比逐渐修复）；福莱特 2021Q3 归母净利润 4.56 亿元，同增 29.89%（玻璃原材料价格上涨，我们预计 Q4 持续上涨）；福斯特 2021Q3 归母净利润 4.33 亿元，同增 4.23%（树脂成本错期+低价库存致高盈利，2021Q3 树脂连续涨价，胶膜顺涨传导压力），海优新材 2021Q3 归母净利润 0.41 亿元，同减 30.78%；晶澳科技 2021Q3 归母净利润 5.99 亿元，同增 1.44%（组件单瓦盈利超市场预期，得益于大尺寸和海外出货占比提升）；天合光能 2021Q3 归母净利润 4.51 亿元，同增 33.06%（受益于分销及大尺寸占比高，盈利能力强劲）。4) 2021Q3 光伏板块经营性现金流净额同比大幅下跌：2021Q3 光伏板块应收账款/合同负债/存货环比+7.00%/+21.78%/+23.42%，经营性现金流净额 53.70 亿元，与 2020Q3 净流入 132.63 亿元相比，同比减少 59.51%，主要是因为海运紧张导致在途商品增加及原材料紧张导致备货增加所致。

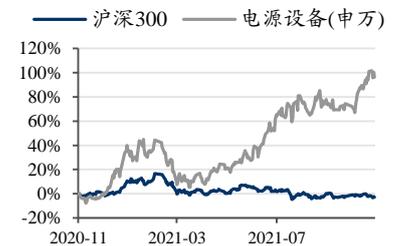
■ 风电板块：盈利拐点，海上风电表现持续优异：1) 2021Q1-3 营收和利润稳步上升：2021Q1-3 风电板块收入 1253.49 亿元，同增 7.44%，归母净利润 147.33 亿元，同比上升 43.88%。2021Q3，风电板块营收下降，盈利状况较 2020Q3 增长。风电板块 2021Q3 收入 500.63 亿元，同减 2.25%，归母净利润 50.42 亿元，同增 10.20%。2) 板块内分化明显，中游零部件盈利下滑，海风产业链盈利领先。中游零部件普遍受限于上游钢价上涨及下游招标价下降，盈利受到压缩：日月股份 21Q1-3 营收 34.87 亿元，同减 6.62%，归母净利润 5.71 亿元，同减 18.68%；金雷股份 21Q1-3 营收 12.62 亿元，同增 19.82%，归母净利润 4.08 亿元，同增 21.39%。海风产业链盈利领先：今年前三季度国内新增风电装机 16.43GW，同比增长 18%，其中海上风电新增装机 382 万千瓦，同比增长 143%：明阳智能 2021Q1-3 实现营业收入 184.30 亿元，同增 21.84%，2021Q3 营收同增 7.04%，归母净利润同增 178.49%；大金重工 2021Q3 营收 15.07 亿元，同增 67.79%，归母净利润 2.27 亿元，同增 53.02%；3) 2021Q1-3 风电板块经营性现金流净额下降，2021Q3 现金净流入上升。2021Q1-3 经营性现金流量净流入 63.59 亿元，同比下降 47.53%。2021Q3 净流入 67.72 亿元，较 2020Q3 净流入 34.62 亿元大幅上升。

■ 投资建议：全球碳减排碳中和进程加速，以光伏风电为主的新能源迎来黄金成长期。**重点推荐：隆基股份、阳光电源、晶澳科技、锦浪科技、天合光能、固德威、通威股份、大金能源、福斯特、中信博、福莱特、金风科技、爱旭股份、林洋能源，关注德业股份、海优新材、信义光能、晶科能源、阿特斯、日月股份、捷佳伟创、亚玛顿、赛伍技术、东方日升等。**

■ 风险提示：竞争加剧、电网消纳问题限制、海外拓展不及我们预期

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 陈瑶
执业证号：S0600520070006
15111833381
chenyao@dwzq.com.cn
研究助理 郭亚男
guoyn@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

- 《光伏行业点评：峰谷价差拉大，用户侧储能爆发在即，推动新能源发展为主力能源》2021-07-30
- 《光伏行业点评：分布式光伏开发试点启动，屋顶光伏高增开启》2021-06-24
- 《光伏行业点评：光伏新政电价超预期，存量平价项目可延期，看好明年量利双升》2021-06-12

表 1: 重点公司估值（截至 11 月 19 日收盘价）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS				PE				PB	评级
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E		
601012.SH	隆基股份	4974	91.89	2.27	2.04	2.81	3.78	40.5	45.0	32.7	24.3	12.0	买入
600438.SH	通威股份	2203	48.93	0.84	1.88	2.67	2.80	58.3	26.0	18.3	17.5	8.0	买入
600732.SH	爱旭股份	488	23.95	0.40	0.17	0.61	0.92	59.9	140.9	39.3	26.0	5.2	买入
002459.SZ	晶澳科技	1599	100.00	0.94	1.28	2.52	3.26	106.4	78.1	39.7	30.7	7.4	买入
601865.SH	福莱特	1019	47.45	0.76	1.11	1.56	1.89	62.4	42.7	30.4	25.1	10.6	买入
603806.SH	福斯特	1244	130.78	1.65	2.05	2.66	3.52	79.3	63.8	49.2	37.2	13.3	买入
300274.SZ	阳光电源	2250	151.52	1.34	1.84	2.81	3.80	113.1	82.3	53.9	39.9	19.6	买入
300763.SZ	锦浪科技	602	243.00	1.28	2.23	3.67	5.47	189.8	109.0	66.2	44.4	31.7	买入
688390.SH	固德威	389	442.33	2.96	3.53	6.25	10.19	149.4	125.3	70.8	43.4	24.0	买入
688408.SH	中信博	322	237.50	2.10	1.15	3.31	4.42	113.1	206.5	71.8	53.7	11.4	买入
601222.SH	林洋能源	238	11.57	0.56	0.72	0.91	1.12	20.7	16.1	12.7	10.3	1.7	买入
688599.SH	天合光能	1692	81.80	0.59	1.00	1.72	2.19	138.6	81.8	47.6	37.4	7.2	买入
688303.SH	大金能源	1347	69.99	0.64	3.68	3.85	4.07	109.4	19.0	18.2	17.2	13.0	增持
002202.SZ	金风科技	803	19.01	0.70	0.90	0.99	1.14	27.2	21.1	19.2	16.7	1.8	买入
002531.SZ	天顺风能	374	20.76	0.59	0.74	0.83	0.95	35.2	28.1	25.0	21.9	3.1	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, 板块分化明显: 全行业 2021Q1-3 实现收入 6067.17 亿元, 同增 32.19%, 归母净利润 554.13 亿元, 同增 31.91%。光伏板块 2021Q1-3 营收 3012.78 亿元, 同增 57.94%, 归母净利润 362.27 亿元, 同增 59.52%。风电板块 2021Q1-3 营收 1253.49 亿元, 同增 7.44%, 归母净利润为 147.33 亿元, 同增 43.88%。核电板块 2021Q1-3 营收 1800.90 亿元, 同增 18.83%; 归母净利润 44.53 亿元, 同减 50.83%。全行业 60 家公司 2021Q3 实现收入共计 2290.69 亿元, 同增 28.50%, 实现归母净利润 236.26 亿元, 同增 28.65%。光伏板块 2021Q3 营收 1183.27 亿元, 同增 62.82%, 归母净利润 152.54 亿元, 同增 46.18%; 风电板块 2021Q3 营收 500.63 亿元, 同减 2.25%, 归母净利润 50.42 亿元, 同增 10.20%; 核电板块 2021Q3 营收 606.79 亿元, 同增 11.60%, 归母净利润 33.30 亿元, 同减 0.74%。2) 2021Q1-3 及 2021Q3 毛利率下降、2021Q3 归母净利率略有上升。2021Q1-3, 全行业 60 家公司的毛利率为 23.67%, 同减 0.29pct。2021 Q3, 全行业毛利率为 22.72%, 同减 0.80pct。2021Q1-3, 全行业归母净利率为 9.13%, 同减 0.02pct。2021Q3, 归母净利率为 10.31%, 同增 0.01pct。3) 2021Q1-3、2021Q3 行业经营性现金流净额减少。2021Q1-3, 全行业 60 家公司经营活动现金流量净额 204.54 亿元, 同减 54.07%, 2021Q3, 全行业经营性现金流量净额 198.40 亿元, 同减 38.15%。4) 2021Q3 应收款、合同负债、存货环比增加: 2021Q3 末应收账款为 2055.28 亿元, 环比+5.33%。合同负债 1363.83 亿元, 环比+7.51%。存货 2170.76 亿元, 环比+14.00%。**
- **光伏板块: 光伏分化明显, 龙头加速集中: 1) 2021Q3 龙头企业增长持续, 各环节景气度明显分化: 2021Q3 光伏板块收入、归母净利润同比增长 62.82%、46.18%, 收入增速看: 硅片>硅料>电池>胶膜>组件>玻璃>逆变器>设备>支架>运营; 今年由于硅料、EVA 粒子等原材料供应紧张, 上游价格持续上行, 从利润增速来看, 硅料>硅片>设备>玻璃>组件>逆变器>胶膜>运营>支架>电池, 中游和下游盈利能力略受影响。隆基股份、通威股份 2021Q3 收入分别是 211.07 亿元、201.38 亿元, 远超其他光伏公司, 同增 54.17%、55.63%, 归母净利润同增 14.39%、28.29%。细分各环节看, 景气度明显分化: 1) 硅料: 供需持续紧缺, 年后价格持续上涨, 2021 年 10 月底已至 27 万/吨, 我们预计紧缺持续至 2022 年上半年, 龙头通威股份 (2021Q3 归母净利润 29.79 亿元, 同增 28.29%, 因通威股份业务较多, 实际硅料业务增速更快) 持续受益。2) 硅片: 硅片价格跟涨硅料, 同时 Q3 硅料快速上涨存在库存收益, 龙头隆基股份 (2021Q3 归母净利润 25.63 亿元, 同增 14.39%) 受益硅片尺寸结构改善、薄片化、新产能释放, 盈利能力仍强劲。3) 电池: 上游原材料价格高涨同时下游开工率下降, 电池两头受压盈利处于底部位置, 龙头爱旭股份 (2021Q3 归母净利润-0.22 亿元, 同减 109.29%) 电池两头受压盈利承压。4) 组件: 产业链成本上涨同时下游电站处于博弈状态, 前期所签低价单集中交付, 但 Q3 存在低成本库存收益, 隆基股份高度一体化业绩表现仍亮眼, 天合光能 (2021Q3 归母净利润 4.51 亿元, 同增 33.06%) 业绩显著回升。5) 玻璃: 2021 年 4 月起龙头主动降价肃清格局, 福莱特 (2021Q3 归母净利润 4.56 亿元, 同增 29.89%) 以量补价, 2021 年 10 月需求超我们预期推动下玻璃价格企稳回升至 30 元/平, 我们预计 Q4 价格继续回升。6) 胶膜: Q3 树脂价格上行但低价库存+成本错期, 龙头福斯特 (2021Q3 归母净利润 4.33 亿元, 同增 4.23%) 业绩表现超我们预期, 2021 年 11 月树脂价格连续数周上涨, 胶膜 9 月涨价传导成本压力, 环节整体盈利有改善。7) 逆变器: 逆变器环节加速国产化, 2021Q3 户用及逆变器出口持续高增, 阳光电源 (2021Q3 归母净利润 7.48 亿元, 同减 0.19%)、锦浪科技 (2021Q3 归母净利润 1.25 亿元, 同增 35.94%) 收入、归母净利润表现亮眼。全年看受益芯片紧缺, 集中度加速提升, 盈利能力持稳, 龙头最为受益。8) 设备: 受益行业龙头扩产, 设备厂晶盛机电 (2021Q3 归母净利润 5.10 亿元, 同增 106.10%) 业绩高增。2) 光伏行业 2021Q3 盈利能力小幅下滑。2021Q3 光伏行业毛利率 22.70%, 同比下降 2.05pct。2021Q3 光伏行业归母净利率 12.89%, 同比下降 1.47pct。2021Q3 毛利率同比增幅看: 硅料>设备>逆变器>硅片>运营>组件>玻璃>胶膜>电池>支架, 归母净利率同比增幅看: 硅料>设备>硅片>组件>玻璃>逆变器>运营>胶膜>支架>电池。2021Q3 光伏板块经营性现金流净额同比大幅下跌。2021Q3, 光伏板块经营性现金流净流入 53.70 亿元, 与 2020Q3 净流入 132.63 亿元相比, 同比下跌 59.51%。2021Q3 经营性现金流净额增速看: 硅料>电池>设备>硅片>运营>组件>逆变器>玻璃>支架>胶膜。3) 2021Q3 应收账款、合同负债环比增长。2021Q3 光伏板块应收账款为 699.77 亿元, 环比上升 7.00%; 合同负债 367.8 亿元, 环比增长 21.78%。光伏板块 2021Q3 存货有所增长。整体板块 2021Q3 末存货 893.32 亿元, 环比增加 23.42%。**
- **风电板块: 盈利拐点, 海风表现持续优异: 1) 2021Q1-Q3 营收和利润稳步上升, 一超多强格局持续: 2021Q1-Q3 风电板块收入 1253.49 亿元, 同增 7.44%, 归母净利润 147.33 亿元, 同比上升 43.88%。2021Q3, 风电板块营收下降, 盈利状况较 2020Q3 增长。风电板块 2021Q3 收入 500.63 亿元, 同减 2.25%, 归母净利润 50.42 亿元, 同增 10.20%。2) 风电板块龙头盈利亮眼; 明阳智能、中材科技、运达股份等业绩亮眼, 盈利明显增长。金风科技 2021Q1-Q3 收入 335.50 亿元, 同比减少 9.40%, 占风电板块 26.77%, 归母净利润 30.13 亿元, 同比上升 45.61%, 占板块 20.45%; 2021Q3 收入 156.47 亿元, 同比减少 11.13%; 归母净利润 11.64 亿元, 同比增加 46.58%。运达股份 2021Q1-Q3 营收 87.76 亿元, 同增 26.23%; 归母净利润 2.57 亿元, 同增 287.76%,**

2021Q3 营收同增 10.45%，归母净利润同增 247.50%。中材科技 2021Q1-Q3 实现营业收入 146.42 亿元，同比增长 13.33%；归母净利润分别是 26.47 亿元，同增 71.02%（玻纤增长迅速，叶片略有下滑）。**3) 板块内分化明显，中游零部件盈利下滑，海风产业链盈利领先。**中游零部件普遍受损于上游钢价上涨及下游招标价下降，盈利受到压缩：日月股份 2021Q1-3 营收 34.87 亿元，同减 6.62%，归母净利润 5.71 亿元，同减 18.68%；金雷股份 2021Q1-3 营收 12.62 亿元，同增 19.82%，归母净利润 4.08 亿元，同增 21.39%。海风产业链盈利领先：今年前三季度国内新增风电装机 16.43GW，同增 18%，其中海上风电新增装机 382 万千瓦，同增 143%：明阳智能 2021Q1-Q3 实现营业收入 184.30 亿元，同增 21.84%，2021Q3 营收同增 7.04%，归母净利润同增 178.49%；大金重工 2021Q3 营收 15.07 亿元，同增 67.79%，归母净利润 2.27 亿元，同增 53.02%。**4) 2021Q1-Q3 毛利率、归母净利率有所提升、2021Q3 毛利率同比下降、归母净利率同比上升。**2021Q1-Q3 风电板块毛利率为 25.10%，同比增加 2.55pct，归母净利率为 11.75%，同比上升 2.98pct。2021Q3 毛利率 21.92%，同比下降 0.11pct，归母净利率为 10.07%，同比增长 1.14pct。**5) 2021Q1-Q3 风电板块经营性现金流净额状况持续恶化，2021Q3 现金净流入同比大幅上升。**2021Q1-Q3 经营性现金流量净流入 63.59 亿元，同比下降 47.53%。2021Q3 净流入 67.72 亿元，较 2020Q3 净流入 34.62 亿元大幅上升。**6) 2021Q3 应收账款、合同负债、存货均增加。**2021Q3 末应收账款为 696.29 亿元，环比增长 5.45%。合同负债 262.05 亿元，环比增长 7.02%。存货 424.51 亿元，环比增加 17.40%。

- **核电板块：2021Q1-3 收入持续增长、利润大幅下滑；东方电气持续领跑。**1) **2021Q1-3 收入增长势头不减，利润大幅下滑；2021Q1-3 核电板块营收延续增长。**核电板块 2021Q1-3 营收 1800.90 亿元，同比增加 18.83%；归母净利润 44.53 亿元，同比减少 50.83%。核电板块 2021Q3 营收 606.79 亿元，同增 11.60%，归母净利润 33.30 亿元，同减 0.74%。板块净利润大幅下降主要系上海电气 2021Q2 存在大额应收账款无法收回。**板块龙头企业 2021Q1-3 盈利能力显著提升，2021Q3 盈利延续增长。**核电板块龙头企业为东方电气，2021Q1-3 营收稳中有升，盈利能力显著提升。2) **2021Q1-3 毛利率、归母净利率及 2021Q3 归母净利率均有所下滑：**2021Q1-3 核电板块 10 家公司毛利率为 24.14%，同比减少 0.93pct；归母净利率 2.47%，同比减少 3.50pct。2021Q3 毛利率为 23.43%，同比增加 0.13pct；归母净利率为 5.49%，同比减少 0.68pct。**2021Q1-3、2021Q3 整体呈现现金净流入、经营性现金流量净额同比下降：**2021Q1-3 核电设备板块经营性现金流净额 12.93 亿元，与 2020Q1-3 年 124.00 亿元经营性现金流净额相比大幅降低。2021Q3 经营性现金流净额 76.98 亿元，同比下降 49.86%。
- **投资建议：**无惧短期价格博弈，看好明年及中长期需求放量。9 月底硅料价格开始连续跳涨，叠加玻璃胶膜涨价，导致组件 2021 年 10 月报价上调至 2 元/W+，10 月国内市场需求和组件排产环比明显下滑。但截至 10 月 20 日硅料价格达 26-27 万元/吨，周涨幅缩窄，我们认为硅料价格见顶，产业链价格博弈快速进行，我们预期 11 月排产将环比改善。长期中国 30 碳达峰 60 碳中和，欧盟 30 年碳减排 55%，美国 35 年无碳电力，开启光伏风电黄金十年成长。**重点推荐：**隆基股份、阳光电源、晶澳科技、锦浪科技、天合光能、固德威、通威股份、大全能源、福斯特、中信博、福莱特、金风科技、爱旭股份、林洋能源，关注德业股份、海优新材、信义光能、晶科能源、阿特斯、日月股份、捷佳伟创、亚玛顿、赛伍技术、东方日升等。
- **风险提示：**竞争加剧、电网消纳问题限制、海外拓展不及我们预期。

内容目录

1. 前言	6
2. 光伏板块：光伏各环节分化明显，龙头加速集中	9
2.1. 2021Q1-3、2021Q3 龙头企业增长持续，各环节景气度明显分化	9
2.2. 2021Q1-Q3 及 2021Q3 盈利小幅下滑	12
2.3. 2021Q3 应收账款、合同负债、存货环比增长	15
3. 风电板块：盈利拐点，海上风电表现优异	18
3.1. 2021Q1-Q3 营收和利润稳步上升，一超多强格局持续	18
3.2. 2021Q1-Q3 毛利率、归母净利率有所提升、2021Q3 毛利率同比下降、归母净利率同比上升	19
3.3. 2021Q3 应收账款、合同负债、存货均增加	21
4. 核电板块 2021Q1-3 收入持续增长、利润大幅下滑；东方电气持续领跑	23
4.1. 2021Q1-3 收入增长势头不减，利润大幅下滑	23
4.2. 2021Q1-3 毛利率、归母净利率及 2021Q3 归母净利率均有所下滑	24
5. 投资建议	25
6. 风险提示	26

图表目录

表 1: 重点公司估值 (截至 11 月 10 日收盘价)	1
表 2: 60 家上市公司分类.....	6
表 3: 新能源板块 2021Q1-3 收入和归母净利润情况	7
表 4: 新能源板块 2021Q1-3 整体情况	7
表 5: 新能源板块 2021Q3 收入和归母净利润情况.....	7
表 6: 新能源板块 2021Q3 整体情况.....	7
表 7: 新能源板块 2021Q1-3 及 2021Q3 毛利率情况	8
表 8: 新能源板块 2021Q1-3 及 2021Q3 归母净利率情况	8
表 9: 新能源板块 2021Q1-3 及 2021Q3 经营活动现金流净额情况 (亿元)	8
表 10: 新能源板块 2021Q1-3 及 2021Q3 费用率情况	8
表 11: 新能源板块 2020Q1- 2021Q3 末应收账款情况 (亿元)	9
表 12: 新能源板块 2020Q1- 2021Q3 末合同负债情况 (亿元)	9
表 13: 新能源板块 2020Q1- 2021Q3 末存货情况 (亿元)	9
表 14: 光伏公司收入和归母净利润情况分析表 (亿元)	11
表 15: 光伏公司毛利率和归母净利率情况分析表.....	13
表 16: 光伏板块 2019-2021Q3 经营现金流净额情况(亿元).....	14
表 17: 光伏公司应收账款、合同负债情况分析表 (亿元)	16
表 18: 光伏板块存货情况(亿元).....	17
表 19: 风电公司收入和归母净利润情况分析表.....	19
表 20: 风电公司毛利率和归母净利率情况分析表.....	20
表 21: 风电板块 2019-2021Q3 经营现金流净额情况(亿元).....	21
表 22: 风电板块应收账款、合同负债情况分析表 (亿元)	22
表 23: 风电板块 2021Q1-2021Q3 存货情况(亿元).....	23
表 24: 核电公司收入和归母净利润情况分析表.....	24
表 25: 核电等发电设备公司毛利率和归母净利润率情况分析表.....	24
表 26: 核电板块 2020-2021Q3 经营现金流净额情况统计 (亿元)	25

1. 前言

- **新能源板块，2021Q1-3 营收增长 32.19%，归母净利润同比增长 31.91%。**我们在新能源板块共选取了 60 家上市公司进行了统计分析，全行业 2021Q1-3 实现收入 6067.17 亿元，同比增长 32.19%，实现归母净利润 554.13 亿元，同比增长 31.91%。全行业 2021 Q3 收入 2290.69 亿元，同增 28.50%，实现归母净利润 236.26 亿元，同增 28.65%。
- 2021Q1-3 收入同比下降的公司有 10 家，增幅为 0-30% 的有 23 家，增幅为 30% 以上的有 27 家。2021Q1-3 归母净利润同比下降的公司有 18 家，增幅为 0-30% 的有 13 家，增幅为 30% 以上的有 29 家，亏损的有 4 家，扭亏的有 1 家。

表 2：60 家上市公司分类

行业	光伏	风电	核电
公司	通威股份	金风科技	东方电气
	大全能源	明阳智能	上海电气
	隆基股份	运达股份	中核科技
	中环股份	福能股份	南风股份
	京运通	湘电股份	江苏神通
	上机数控	华仪电气	佳电股份
	爱旭股份	银星能源	应流股份
	晶澳科技	中材科技	台海核电
	东方日升	天奇股份	东方锆业
	天合光能	天顺风能	中国核电
	福莱特	泰胜风能	
	亚玛顿	金雷股份	
	福斯特	大金重工	
	海优新材	通裕重工	
	赛伍技术	吉鑫科技	
	阳光电源	节能风电	
	锦浪科技	日月股份	
	固德威	禾望电气	
	德业股份	嘉泽新能	
	中信博	振江股份	
	林洋能源	恒润股份	
	晶科科技	新强联	
	太阳能	天能重工	
	晶盛机电		
	迈为股份		
	捷佳伟创		
	连城数控		

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 3: 新能源板块 2021Q1-3 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	3,012.78	57.94%	362.27	59.52%
风电	1,253.49	7.44%	147.33	43.88%
核电	1,800.90	18.83%	44.53	-50.83%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 4: 新能源板块 2021Q1-3 整体情况

公司数量	收入同比	归母净利润同比
同比负增长	10	18
同比增长幅度在 0%-30%	23	13
同比增长超过 30%	27	29
亏损	-	4
扭亏	-	1
合计		60

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

- 新能源板块 2021Q3 营收增长 28.50%，利润增加 28.65%。全行业 60 家公司 2021Q3 实现收入共计 2290.69 亿元，同比增长 28.50%，实现归母净利润 236.26 亿元，同比增加 28.65%。
- 2021Q3 收入同比下降的公司有 16 家，增幅为 0-30% 的公司共有 17 家，增幅为 30% 以上的公司共有 27 家。归母净利润 2021Q3 同比下降的公司共有 26 家，增幅为 0-30% 的公司共有 10 家，增幅为 30% 以上的公司共有 24 家。亏损的公司有 4 家，扭亏的公司有 3 家。

表 5: 新能源板块 2021Q3 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	1183.27	62.82%	152.54	46.18%
风电	500.63	-2.25%	50.42	10.20%
核电	606.79	11.60%	33.30	-0.74%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 6: 新能源板块 2021Q3 整体情况

公司数量	收入同比	归母净利润同比
同比负增长	16	26
同比增长幅度在 0%-30%	17	10
同比增长超过 30%	27	24
亏损	-	4
扭亏	-	3
合计		60

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

- **2021Q1-3 及 2021Q3 毛利率下降、2021Q3 归母净利率略有上升。**2021Q1-3，全行业 60 家公司的毛利率为 23.67%，同减 0.29pct。2021 Q3，全行业毛利率为 22.72%，同减 0.80pct。2021Q1-3，全行业归母净利率为 9.13%，同减 0.02pct。2021Q3，归母净利率为 10.31%，同增 0.01pct。
- **2021Q1-3、2021Q3 行业经营性现金流净额减少。**2021Q1-3，全行业 60 家公司经营活动现金流量净额 204.54 亿元，同减 54.07%，2021Q3，全行业经营性现金流量净额 198.40 亿元，同减 38.15%。

表 7: 新能源板块 2021Q1-3 及 2021Q3 毛利率情况

毛利率	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q3 同比	2021 Q1-3	2021Q1-3 同比
光伏	24.65%	22.58%	24.75%	19.55%	22.30%	23.26%	22.70%	-2.05pct	22.79%	-1.16pct
风电	23.98%	22.43%	22.02%	20.28%	27.80%	26.78%	21.92%	-0.11pct	25.10%	2.55pct
核电	29.07%	24.38%	23.30%	21.56%	25.30%	23.89%	23.43%	0.13pct	24.14%	-0.93pct

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 8: 新能源板块 2021Q1-3 及 2021Q3 归母净利率情况

归母净利率	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q3 同比	2021 Q1-3	2021Q1-3 同比
光伏	9.83%	10.81%	14.36%	8.22%	11.07%	11.76%	12.89%	-1.47pct	12.02%	0.12pct
风电	9.19%	8.38%	8.93%	7.80%	14.04%	12.03%	10.07%	1.14pct	11.75%	2.98pct
核电	4.44%	6.66%	6.17%	2.40%	6.19%	-3.12%	5.49%	-0.68pct	2.47%	-3.50pct

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 9: 新能源板块 2021Q1-3 及 2021Q3 经营活动现金流净额情况 (亿元)

经营活动现金流净额	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q3 同比	2021 Q1-3	2021Q1-3 同比
光伏	4.67	62.88	132.63	184.52	-50.76	125.08	53.70	-59.51%	128.02	-36.05%
风电	19.83	66.75	34.62	81.52	-40.57	36.43	67.72	95.62%	63.59	-47.53%
核电	-70.08	40.57	153.51	216.04	-108.92	44.86	76.98	-49.86%	12.93	-89.57%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 10: 新能源板块 2021Q1-3 及 2021Q3 费用率情况

期间费用率	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q3 环比	2021 Q1-3	2021Q1-3 同比
光伏	3.40%	2.50%	2.53%	1.01%	1.89%	2.00%	1.83%	-0.17pct	1.90%	-0.84pct
风电	18.70%	12.65%	12.57%	10.09%	14.03%	13.58%	11.75%	-1.83pct	12.96%	-0.80pct
核电	2.49%	2.33%	2.78%	2.74%	2.99%	2.64%	2.87%	0.23pct	2.82%	0.29pct

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 11: 新能源板块 2020Q1- 2021Q3 末应收账款情况 (亿元)

应收账款	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q3 环比
光伏	390.99	458.48	456.98	567.97	623.27	653.99	699.77	7.00%
风电	519.49	543.13	568.52	597.18	630.28	660.31	696.29	5.45%
核电	506.52	529.56	546.20	543.83	573.62	637.00	659.22	3.49%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 12: 新能源板块 2020Q1- 2021Q3 末合同负债情况 (亿元)

合同负债	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q3 环比
光伏	181.86	175.62	251.80	224.51	254.75	302.01	367.80	21.78%
风电	350.41	384.92	308.13	230.57	248.79	244.85	262.05	7.02%
核电	668.25	718.06	791.49	757.30	772.43	721.70	733.99	1.70%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 13: 新能源板块 2020Q1- 2021Q3 末存货情况 (亿元)

存货	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q3 环比
光伏	489.30	397.74	456.86	490.21	638.66	723.83	893.32	23.42%
风电	611.00	344.82	361.60	333.03	368.98	391.44	424.51	17.40%
核电	192.06	700.29	760.96	708.47	766.15	781.92	844.68	8.03%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 光伏板块: 光伏各环节分化明显, 龙头加速集中

2.1. 2021Q1-3、2021Q3 龙头企业增长持续, 各环节景气度明显分化

2021Q1-3 光伏板块收入、归母净利润同比增长 57.94%、59.52%，收入增速看：硅片>电池>胶膜>硅料>组件>玻璃>逆变器>设备>运营>支架，归母净利润增速看：硅料>玻璃>设备>硅片>胶膜>逆变器>组件>运营>支架>电池。光伏板块共选取企业 27 家，2021Q1-3 收入 3012.78 亿元，同比增长 57.94%，归母净利润 362.27 亿元，同比增加 59.52%。其中：硅料 2021Q1-3 收入 550.04 亿元，同比增长 58.63%，归母净利润 104.18 亿元，同比增长 172.03%；硅片 2021Q1-3 收入 966.63 亿元，同比增长 85.34%，归母净利润 124.30 亿元，同比增长 56.12%；电池 2021Q1-3 收入 111.98 亿元，同比增长 78.99%，归母净利润 -0.46 亿元，同比减少 112.25%；组件 2021Q1-3 收入 1265.56 亿元，同比增长 55.70%，归母净利润 103.79 亿元，同比增长 13.71%；玻璃 2021Q1-3 收入 77.51 亿元，同比增长 49.90%，归母净利润 17.57 亿元，同比增长 98.88%；胶膜 2021Q1-3 收入 130.24 亿元，同比增长 66.23%，归母净利润 15.79 亿元，同比增长 42.17%；逆变器 2021Q1-3 收入 224.25 亿元，同比增长 35.62%，归母净利润 24.84 亿元，同比增长 31.97%；支架 2021Q1-3 收入

17.17 亿元，同比减少 6.85%，归母净利润 0.52 亿元，同比减少 70.41%；运营 2021Q1-3 收入 120.93 亿元，同比增长 11.82%，归母净利润 23.88 亿元，同比增长 3.09%；设备 2021Q1-3 收入 148.35 亿元，同比增长 34.61%，归母净利润 30.50 亿元，同比增长 67.44%；

2021Q3 光伏板块收入、归母净利润同比增长 62.82%、46.18%，收入增速看：硅片>硅料>电池>胶膜>组件>玻璃>逆变器>设备>支架>运营，归母净利润增速看：今年由于硅料、EVA 粒子等原材料供应紧张，上游价格持续上行，硅料>硅片>设备>玻璃>组件>逆变器>胶膜>运营>支架>电池，中游和下游盈利能力略受影响。光伏板块共选取企业 27 家，2021Q3 收入 1183.27 亿元，同比增长 62.82%，归母净利润 152.54 亿元，同比增加 46.18%。其中：硅料 2021Q3 收入 239.31 亿元，同比增长 73.31%，归母净利润 52.91 亿元，同比增长 110.84%；硅片 2021Q3 收入 379.82 亿元，同比增长 84.69%，归母净利润 46.52 亿元，同比增长 58.90%；电池 2021Q3 收入 43.30 亿元，同比增长 69.05%，归母净利润-0.22 亿元，同比减少 109.29%；组件 2021Q3 收入 467.39 亿元，同比增长 55.45%，归母净利润 40.58 亿元，同比增长 16.87%；玻璃 2021Q3 收入 28.46 亿元，同比增长 47.28%，归母净利润 4.73 亿元，同比增长 23.72%；胶膜 2021Q3 收入 48.54 亿元，同比增长 60.92%，归母净利润 5.14 亿元，同比减少 2.49%；逆变器 2021Q3 收入 97.49 亿元，同比增长 42.62%，归母净利润 11.11 亿元，同比增长 8.02%；运营 2021Q3 收入 42.43 亿元，同比增长 12.31%，归母净利润 8.60 亿元，同比减少 8.76%；设备 2021Q3 收入 52.03 亿元，同比增长 25.02%，归母净利润 11.08 亿元，同比增长 53.59%。

各环节分化，龙头加速集中。隆基股份、通威股份 2021Q1-3 收入分别是 562.06 亿元、467.00 亿元，远超其他光伏公司，同增 66.13%、47.42%，归母净利润同增 18.87%、78.38%，2021Q3 收入分别同增 54.17%、55.63%，归母净利润同比增长 14.39%、28.29%。细分各环节看，景气度明显分化：**1) 硅料：**供需持续紧缺，年后价格持续上涨，2021 年 11 月已至 27 万/吨，我们预计紧缺持续至 2022 年上半年，龙头通威股份（2021Q3 归母净利润 29.79 亿元，同增 28.29%，因通威股份业务较多，实际硅料业务增速更快）持续受益。**2) 硅片：**硅片价格跟涨硅料，同时 Q3 硅料快速上涨存在库存收益，龙头隆基股份（2021Q3 归母净利润 25.63 亿元，同增 14.39%）受益硅片尺寸结构改善、薄片化、新产能释放，盈利能力仍强劲。**3) 电池：**上游原材料价格高涨同时下游开工率下降，电池两头受压盈利处于底部位置，龙头爱旭股份（2021Q3 归母净利润-0.22 亿元，同减 109.29%）电池两头受压盈利承压。**4) 组件：**产业链成本上涨同时下游电站处于博弈状态，前期所签低价单集中交付，但 Q3 存在低成本库存收益，隆基股份高度一体化业绩表现仍亮眼，天合光能（2021Q3 归母净利润 4.51 亿元，同增 33.06%）业绩显著回升。**5) 玻璃：**2021 年 4 月起龙头主动降价肃清格局，福莱特（2021Q3 归母净利润 4.56 亿元，同增 29.89%）以量补价，2021 年 10 月需求超我们预期推动下玻璃价格企稳回升至 30 元/平，我们预计 Q4 价格继续回升。**6) 胶膜：**Q3 树脂价格上行但低价库存+成本错期，龙头福斯特（2021Q3 归母净利润 4.33 亿元，同增 4.23%）业绩表现超我们预期，2021 年 11 月树脂价格连续数周上涨，我们预期胶膜涨价传导成本压力，环节整体盈利有改善。**7) 逆变器：**逆变器环节加速国产化，2021Q3 户用及逆变器出口持续高增，阳光电源（2021Q3 归母净利润 7.48 亿元，同减 0.19%）、锦浪科技（2021Q3 归母净利润 1.25 亿元，同增 35.94%）收入、归母净利润表现亮眼。全年看受益芯片紧缺，集中度加速提升，盈利能力持稳，龙头最为受益。**8) 设备：**受益行业龙头扩产，设备厂晶盛机电（2021Q3 归母净利润 5.10 亿元，同增 106.10%）业绩高增。

表 14: 光伏公司收入和归母净利润情况分析表 (亿元)

代码	公司名称	营业收入						归母净利润					
		2020Q1-3	2021Q1-3	2021Q1-3	2021Q3	2021Q3	2021Q3	2020Q1-3	2021Q1-3	2021Q1-3	2021Q3	2021Q3	2021Q3
	硅料	346.74	550.04	58.63%	239.31	73.31%	27.32%	38.30	104.18	172.03%	52.91	110.84%	43.12%
600438.SH	通威股份	316.78	467.00	47.42%	201.38	55.63%	26.30%	33.33	59.45	78.38%	29.79	28.29%	40.63%
688303.SH	大全能源	29.96	83.05	177.16%	37.93	336.95%	33.07%	4.97	44.73	799.73%	23.12	1132.74%	46.47%
	硅片	521.54	966.63	85.34%	379.82	84.69%	16.30%	79.62	124.30	56.12%	46.52	58.90%	10.72%
601012.SH	隆基股份	338.32	562.06	66.13%	211.07	54.17%	9.68%	63.57	75.56	18.87%	25.63	14.39%	2.90%
002129.SZ	中环股份	133.77	290.89	117.46%	114.45	141.84%	12.41%	8.46	27.61	226.29%	12.82	316.08%	36.54%
601908.SH	京运通	29.99	37.82	26.11%	14.31	11.91%	13.99%	4.16	7.07	69.83%	2.52	34.55%	6.01%
603185.SH	上机数控	19.47	75.86	289.71%	39.99	363.30%	102.15%	3.43	14.05	310.28%	5.56	189.40%	3.92%
	电池	62.56	111.98	78.99%	43.30	69.05%	12.17%	3.74	-0.46	-112.25%	-0.22	-109.29%	82.26%
600732.SH	爱旭股份	62.56	111.98	78.99%	43.30	69.05%	12.17%	3.74	-0.46	-112.25%	-0.22	-109.29%	82.26%
	组件	812.83	1265.56	55.70%	467.39	55.45%	4.73%	91.27	103.79	13.71%	40.58	16.87%	20.20%
601012.SH	隆基股份	338.32	562.06	66.13%	211.07	54.17%	9.68%	63.57	75.56	18.87%	25.63	14.39%	2.90%
002459.SZ	晶澳科技	166.95	260.97	56.32%	99.05	70.46%	7.24%	12.91	13.12	1.62%	5.99	1.44%	7.63%
300118.SZ	东方日升	108.30	129.88	19.93%	46.50	46.01%	3.69%	6.48	3.54	-45.33%	4.45	47.22%	402.75%
688599.SH	天合光能	199.26	312.65	56.90%	110.77	50.09%	-5.04%	8.32	11.56	39.05%	4.51	33.06%	-5.26%
	玻璃	51.71	77.51	49.90%	28.46	47.28%	25.31%	8.84	17.57	98.88%	4.73	23.72%	18.13%
601865.SH	福莱特	40.17	63.37	57.78%	23.09	51.89%	17.14%	8.12	17.17	111.50%	4.56	29.89%	7.71%
002623.SZ	亚玛顿	11.54	14.13	22.46%	5.37	30.27%	79.03%	0.72	0.40	-43.69%	0.17	-45.25%	175.43%
	胶膜	78.35	130.24	66.23%	48.54	60.92%	15.84%	11.10	15.79	42.17%	5.14	-2.49%	15.64%
603806.SH	福斯特	54.69	89.30	63.27%	32.14	53.55%	10.78%	8.71	13.36	53.37%	4.33	4.23%	5.89%
688680.SH	海优新材	9.07	20.02	120.76%	7.92	124.35%	22.20%	1.16	1.21	3.95%	0.41	-30.78%	920.90%
603212.SH	赛伍技术	14.59	20.92	43.42%	8.48	48.65%	32.30%	1.23	1.22	-1.06%	0.40	-23.62%	25.62%
	逆变器	165.35	224.25	35.62%	97.49	42.62%	31.68%	18.82	24.84	31.97%	11.11	8.02%	56.41%
300274.SZ	阳光电源	119.09	153.74	29.09%	71.63	44.23%	47.29%	11.95	15.05	25.89%	7.48	-0.19%	101.97%
300763.SZ	锦浪科技	13.51	23.04	70.52%	8.50	36.35%	1.61%	2.10	3.63	72.71%	1.25	35.94%	-5.45%
688390.SH	固德威	10.41	17.19	65.12%	6.32	39.45%	-1.69%	1.97	2.15	9.33%	0.62	-21.16%	-25.38%
605117.SH	德业股份	22.34	30.29	35.58%	11.04	39.26%	4.04%	2.80	4.01	43.26%	1.76	62.28%	41.20%
	支架	18.43	17.17	-6.85%	6.72	18.86%	-6.94%	1.77	0.52	-70.41%	0.17	-72.83%	-18.27%
688408.SH	中信博	18.43	17.17	-6.85%	6.72	18.86%	-6.94%	1.77	0.52	-70.41%	0.17	-72.83%	-18.27%
	运营	108.14	120.93	11.82%	42.43	12.31%	-8.07%	23.16	23.88	3.09%	8.60	-8.76%	-27.52%
601222.SH	林洋能源	44.18	41.24	-6.65%	14.15	-3.54%	-19.31%	9.35	8.46	-9.59%	3.01	-21.89%	-19.00%
601778.SH	晶科科技	26.27	27.64	5.21%	9.83	9.62%	-8.48%	4.02	3.54	-11.84%	1.84	0.42%	-34.58%
000591.SZ	太阳能	37.69	52.05	38.10%	18.45	30.44%	3.20%	9.79	11.88	21.32%	3.75	0.28%	-29.75%
	设备	110.21	148.35	34.61%	52.03	25.02%	11.06%	18.21	30.50	67.44%	11.08	53.59%	18.45%
300316.SZ	晶盛机电	24.85	39.91	60.61%	17.04	67.94%	23.87%	5.24	11.10	111.97%	5.10	106.10%	59.93%
300751.SZ	迈为股份	16.15	21.85	35.33%	9.46	39.86%	55.84%	2.74	4.56	66.22%	2.04	139.71%	54.55%
601908.SH	京运通	29.99	37.82	26.11%	14.31	11.91%	13.99%	4.16	7.07	69.83%	2.52	34.55%	6.01%
300724.SZ	捷佳伟创	30.84	37.45	21.43%	11.22	-5.87%	-22.47%	4.51	5.99	33.06%	1.42	-29.64%	-42.54%
835368.NQ	连城数控	8.38	11.32	35.06%	3.16	-10.09%	-37.11%	1.56	1.77	13.14%	0.07	-85.84%	-91.98%
	光伏公司小计	1,907.55	3,012.78	57.94%	1,183.27	62.82%	13.96%	227.11	362.27	59.52%	152.54	46.18%	24.91%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 2021Q1-Q3 及 2021Q3 盈利小幅下滑

光伏行业 2021Q3 盈利能力小幅下滑。2021Q1-Q3 全行业毛利率 22.79%，同比下降 1.16pct。2021Q3 毛利率 22.70%，同比下降 2.05pct。2021Q1-Q3 全行业归母净利率 12.02%，同比上升 0.12pct。2021Q3 归母净利率 12.89%，同比下降 1.47pct。2021Q3 由于原材料价格上涨，需求受到一定影响，盈利能力小幅下滑。2021Q1-Q3 毛利率增幅看：硅料>设备>逆变器>玻璃>胶膜>硅片>运营>组件>电池>支架，归母净利率增幅看：硅料>玻璃>设备>逆变器>运营>胶膜>硅片>组件>电池>支架。硅料 2021Q1-Q3 毛利率 31.87%，同比增加 14.31pct，归母净利率 18.94%，同比增长 7.90pct；硅片 2021Q1-Q3 毛利率 21.91%，同比下降 3.90pct，归母净利率 12.86%，同比下降 2.41pct；电池 2021Q1-Q3 毛利率 5.49%，同比下降 7.90pct，归母净利率-0.41%，同比下降 6.39pct；组件 2021Q1-Q3 毛利率 16.51%，同比下降 6.54pct，归母净利率 8.20%，同比下降 3.03pct；玻璃 2021Q1-Q3 毛利率 35.66%，同比增加 0.79pct，归母净利率 22.67%，同比增长 5.58pct；胶膜 2021Q1-Q3 毛利率 19.71%，同比下降 3.34pct，归母净利率 12.12%，同比下降 2.05pct；逆变器 2021Q1-Q3 毛利率 27.35%，同比增长 1.24pct，归母净利率 11.07%，同比下降 0.31pct；支架 2021Q1-Q3 毛利率 13.20%，同比下降 11.74pct，归母净利率 3.05%，同比下降 6.55pct；运营 2021Q1-Q3 毛利率 41.34%，同比下降 5.39pct，归母净利率 19.74%，同比下降 1.67pct；设备 2021Q1-Q3 毛利率 35.26%，同比增长 3.23pct，归母净利率 20.56%，同比增长 4.03pct。

2021Q3 毛利率增幅看：硅料>设备>逆变器>硅片>运营>组件>玻璃>胶膜>电池>支架，归母净利率增幅看：硅料>设备>硅片>组件>玻璃>逆变器>运营>胶膜>支架>电池。硅料 2021Q3 毛利率 34.85%，同比增加 16.91pct，归母净利率 22.11%，同比增长 3.94pct；硅片 2021Q3 毛利率 19.57%，同比下降 5.11pct，归母净利率 12.25%，同比下降 1.99pct；电池 2021Q3 毛利率 5.98%，同比下降 12.01pct，归母净利率-0.51%，同比下降 9.78pct；组件 2021Q3 毛利率 15.77%，同比下降 7.03pct，归母净利率 8.68%，同比下降 2.87pct；玻璃 2021Q3 毛利率 26.52%，同比下降 10.11pct，归母净利率 16.62%，同比下降 3.16pct；胶膜 2021Q3 毛利率 16.07%，同比下降 11.22pct，归母净利率 10.58%，同比下降 6.88pct；逆变器 2021Q3 毛利率 26.93%，同比下降 3.26pct，归母净利率 11.39%，同比下降 3.65pct；支架 2021Q3 毛利率 9.65%，同比下降 13.10pct，归母净利率 2.51%，同比下降 8.47pct；运营 2021Q3 毛利率 42.33%，同比下降 6.81pct，归母净利率 20.28%，同比下降 4.68pct；设备 2021Q3 毛利率 34.85%，同比增长 2.02pct，归母净利率 20.20%，同比增长 3.06pct。

表 15: 光伏公司毛利率和归母净利率情况分析表

代码	公司名称	毛利率						归母净利率					
		2020 Q1-Q3	2021 Q1-Q3	2021 Q1-Q3 同比	2021 Q3	2021 Q3 同比	2021 Q3 环比	2020 Q1-Q3	2021 Q1-Q3	2021 Q1-Q3 同比	2021 Q3	2021 Q3 同比	2021 Q3 环比
	硅料	17.56%	31.87%	14.31pct	34.85%	16.91pct	1.80pct	11.04%	18.94%	7.90pct	22.11%	3.94pct	2.44pct
600438.SH	通威股份	16.58%	25.57%	8.99pct	27.32%	10.52pct	0.75pct	10.52%	12.73%	2.21pct	14.79%	-3.15pct	1.51pct
688303.SH	大全能源	27.87%	67.28%	39.40pct	74.84%	39.97pct	5.48pct	16.59%	53.86%	37.27pct	60.97%	39.36pct	5.58pct
	硅片	25.81%	21.91%	-3.90pct	19.57%	-5.11pct	-3.97pct	15.27%	12.86%	-2.41pct	12.25%	-1.99pct	-0.62pct
601012.SH	隆基股份	27.84%	21.30%	-6.54pct	18.93%	-6.85pct	-3.40pct	18.79%	13.44%	-5.35pct	12.14%	-4.22pct	-0.80pct
002129.SZ	中环股份	18.87%	20.02%	1.15pct	19.09%	0.91pct	-1.74pct	6.33%	9.49%	3.17pct	11.20%	4.69pct	1.98pct
601908.SH	京运通	33.00%	39.94%	6.93pct	34.24%	2.00pct	-12.47pct	13.88%	18.69%	4.81pct	17.61%	2.96pct	-1.33pct
603185.SH	上机数控	27.18%	24.70%	-2.48pct	19.09%	-12.64pct	-15.47pct	17.59%	18.52%	0.93pct	13.90%	-8.35pct	-13.14pct
	电池	13.39%	5.49%	-7.90pct	5.98%	-12.01pct	4.32pct	5.98%	-0.41%	-6.39pct	-0.51%	-9.78pct	2.71pct
600732.SH	爱旭股份	13.39%	5.49%	-7.90pct	5.98%	-12.01pct	4.32pct	5.98%	-0.41%	-6.39pct	-0.51%	-9.78pct	2.71pct
	组件	23.05%	16.51%	-6.54pct	15.77%	-7.03pct	-1.44pct	11.23%	8.20%	-3.03pct	8.68%	-2.87pct	1.12pct
601012.SH	隆基股份	27.84%	21.30%	-6.54pct	18.93%	-6.85pct	-3.40pct	18.79%	13.44%	-5.35pct	12.14%	-4.22pct	-0.80pct
002459.SZ	晶澳科技	22.45%	13.98%	-8.47pct	15.54%	-5.36pct	0.82pct	7.74%	5.03%	-2.71pct	6.05%	-4.11pct	0.02pct
300118.SZ	东方日升	21.07%	7.94%	-13.13pct	6.32%	-18.07pct	-2.00pct	5.98%	2.73%	-3.25pct	9.58%	0.08pct	12.86pct
688599.SH	天合光能	16.50%	13.57%	-2.93pct	13.93%	-4.16pct	-0.25pct	4.17%	3.70%	-0.47pct	4.07%	-0.52pct	-0.01pct
	玻璃	34.87%	35.66%	0.79pct	26.52%	-10.11pct	-5.73pct	17.09%	22.67%	5.58pct	16.62%	-3.16pct	-1.01pct
601865.SH	福莱特	39.86%	42.09%	2.23pct	31.70%	-10.98pct	-5.70pct	20.21%	27.09%	6.88pct	19.74%	-3.34pct	-1.73pct
002623.SZ	亚玛顿	17.53%	6.85%	-10.68pct	4.23%	-10.07pct	5.86pct	6.23%	2.86%	-3.36pct	3.20%	-4.42pct	10.80pct
	胶膜	23.05%	19.71%	-3.34pct	16.07%	-11.22pct	-2.01pct	14.17%	12.12%	-2.05pct	10.58%	-6.88pct	-0.02pct
603806.SH	福斯特	24.57%	22.91%	-1.66pct	18.80%	-10.91pct	-2.78pct	15.93%	14.96%	-0.97pct	13.46%	-6.37pct	-0.62pct
688680.SH	海优新材	20.84%	12.31%	-8.53pct	10.62%	-14.87pct	2.56pct	12.81%	6.03%	-6.78pct	5.22%	-11.69pct	4.59pct
603212.SH	赛伍技术	18.70%	13.13%	-5.57pct	10.81%	-8.74pct	-1.55pct	8.43%	5.82%	-2.61pct	4.69%	-4.44pct	-0.25pct
	逆变器	26.11%	27.35%	1.24pct	26.93%	-3.26pct	0.13pct	11.38%	11.07%	-0.31pct	11.39%	-3.65pct	1.80pct
300274.SZ	阳光电源	24.79%	27.42%	2.64pct	26.72%	-4.24pct	-0.28pct	10.04%	9.79%	-0.25pct	10.44%	-4.65pct	2.83pct
300763.SZ	锦浪科技	34.09%	28.45%	-5.63pct	26.91%	-4.40pct	-0.33pct	15.56%	15.76%	0.20pct	14.69%	-0.04pct	-1.10pct
688390.SH	固德威	39.16%	34.55%	-4.60pct	33.96%	-2.36pct	1.07pct	18.90%	12.52%	-6.39pct	9.82%	-7.55pct	-3.12pct
605117.SH	德业股份	22.26%	22.06%	-0.20pct	24.32%	3.36pct	2.42pct	12.52%	13.23%	0.71pct	15.93%	2.26pct	4.19pct
	支架	24.93%	13.20%	-11.74pct	9.65%	-13.10pct	-4.76pct	9.60%	3.05%	-6.55pct	2.51%	-8.47pct	-0.35pct
688408.SH	中信博	24.93%	13.20%	-11.74pct	9.65%	-13.10pct	-4.76pct	9.60%	3.05%	-6.55pct	2.51%	-8.47pct	-0.35pct
	运营	46.73%	41.34%	-5.39pct	42.33%	-6.81pct	-0.18pct	21.42%	19.74%	-1.67pct	20.28%	-4.68pct	-5.44pct
601222.SH	林洋能源	37.90%	36.33%	-1.57pct	34.96%	-7.24pct	-0.07pct	21.17%	20.50%	-0.67pct	21.30%	-5.00pct	0.08pct
601778.SH	晶科科技	48.54%	43.11%	-5.43pct	46.13%	-7.02pct	0.74pct	15.29%	12.82%	-2.48pct	18.71%	-1.71pct	-7.46pct
000591.SZ	太阳能	55.81%	44.37%	-11.44pct	45.94%	-7.84pct	-2.14pct	25.98%	22.82%	-3.15pct	20.33%	-6.12pct	-9.54pct
	设备	32.03%	35.26%	3.23pct	34.85%	2.02pct	-0.68pct	16.53%	20.56%	4.03pct	20.20%	3.06pct	0.39pct
300316.SZ	晶盛机电	33.74%	38.18%	4.44pct	40.38%	1.35pct	3.72pct	21.07%	27.81%	6.74pct	29.93%	5.54pct	6.75pct
300751.SZ	迈为股份	34.64%	38.41%	3.77pct	38.18%	2.94pct	-0.79pct	16.99%	20.87%	3.88pct	21.56%	8.98pct	-0.18pct
601908.SH	京运通	33.00%	39.94%	6.93pct	34.24%	2.00pct	-12.47pct	13.88%	18.69%	4.81pct	17.61%	2.96pct	-1.33pct
300724.SZ	捷佳伟创	27.04%	25.70%	-1.34pct	25.03%	-1.00pct	1.47pct	14.61%	16.01%	1.40pct	12.63%	-4.27pct	-4.41pct
835368.NQ	连城数控	36.78%	34.93%	-1.85pct	32.60%	-2.84pct	-2.11pct	18.67%	15.64%	-3.03pct	2.35%	-12.55pct	-16.05pct
	光伏公司小计	23.95%	22.79%	-1.16pct	22.70%	-2.05pct	-0.55pct	11.91%	12.02%	0.12pct	12.89%	-1.47pct	1.13pct

数据来源: Wind, 东吴证券研究

表 16: 光伏板块 2019-2021Q3 经营现金流净额情况(亿元)

代码	公司名称	2019				2020				2021				2020	2021	Q1-Q3
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q3 同比	Q1-Q3	Q1-Q3	同比
	硅料	3.05	8.01	10.59	1.92	4.87	4.03	9.99	15.52	19.79	26.86	23.88	138.92%	18.89	70.53	273.32%
600438.SH	通威股份	3.05	8.01	10.59	1.92	4.34	5.82	10.22	9.86	16.85	13.95	4.82	-52.90%	20.38	35.62	74.73%
688303.SH	大全能源	-	-	-	-	0.53	-1.80	-0.23	5.66	2.93	12.91	19.06	8375.95%	-1.49	34.91	2437.19%
	硅片	9.44	22.07	24.43	55.60	-0.19	12.40	75.69	55.38	-5.95	35.82	53.17	-29.75%	87.90	83.05	-5.52%
601012.SH	隆基股份	9.38	14.88	15.87	41.44	-5.36	8.75	59.21	47.55	-16.15	24.62	38.31	-35.31%	62.60	46.78	-25.27%
002129.SZ	中环股份	3.69	4.83	4.80	11.75	6.10	4.14	11.74	6.61	8.98	12.27	12.91	9.98%	21.98	34.16	55.46%
601908.SH	京运通	-3.14	2.31	4.09	2.53	-1.94	-0.62	4.34	1.93	1.53	0.51	3.11	-28.44%	1.78	5.15	189.32%
603185.SH	上机数控	-0.50	0.05	-0.34	-0.12	1.02	0.13	0.39	-0.71	-0.31	-1.58	-1.15	-392.98%	1.54	-3.05	-298.00%
	电池	0.18	-0.56	9.75	6.51	0.50	4.98	-6.18	3.41	-8.72	11.78	-1.85	70.04%	-0.70	1.21	272.73%
600732.SH	爱旭股份	0.18	-0.56	9.75	6.51	0.50	4.98	-6.18	3.41	-8.72	11.78	-1.85	70.04%	-0.70	1.21	272.73%
	组件	14.60	22.44	33.48	105.82	-3.15	15.40	62.35	95.04	-39.26	55.25	16.89	-72.91%	74.60	32.88	-55.92%
601012.SH	隆基股份	9.38	14.88	15.87	41.44	-5.36	8.75	59.21	47.55	-16.15	24.62	38.31	-35.31%	62.60	46.78	-25.27%
002459.SZ	晶澳科技	-0.30	-0.06	-0.09	37.35	-3.65	4.23	2.12	19.96	-10.68	14.98	-19.08	-1001.88%	2.69	-14.78	-648.35%
300118.SZ	东方日升	5.52	7.61	8.03	4.93	1.26	0.42	3.74	1.45	2.31	-0.34	1.95	-47.79%	5.42	3.92	-27.57%
688599.SH	天合光能	-	-	9.66	22.10	4.60	2.00	-2.72	26.09	-14.74	15.99	-4.29	-57.92%	3.89	-3.05	-178.35%
	玻璃	2.20	-0.25	1.51	3.53	1.24	6.58	9.70	1.91	1.60	4.15	-13.57	-239.87%	17.52	-7.83	-144.69%
601865.SH	福莱特	2.06	-0.98	1.07	2.95	1.00	7.04	8.85	0.13	1.39	2.58	-12.98	-246.67%	16.89	-9.00	-153.32%
002623.SZ	亚玛顿	0.14	0.73	0.44	0.59	0.24	-0.46	0.86	1.78	0.21	1.56	-0.60	-169.58%	0.64	1.17	84.63%
	胶膜	-1.51	3.46	-0.62	4.47	-0.60	3.91	-0.26	-1.70	-15.98	-2.66	-2.04	-690.41%	3.05	-20.68	-777.80%
603806.SH	福斯特	-1.85	2.68	0.92	2.59	-1.37	3.66	0.85	-0.42	-7.71	1.39	-1.04	-222.20%	3.14	-7.35	-334.02%
688680.SH	海优新材	0.13	0.10	-0.46	0.13	-0.05	0.42	-1.19	-0.83	-5.83	-2.96	-3.27	-174.15%	-0.83	-12.07	-1361.05%
603212.SH	赛伍技术	0.21	0.67	-1.09	1.75	0.81	-0.17	0.09	-0.44	-2.44	-1.09	2.28	2528.14%	0.73	-1.26	-271.24%
	逆变器	-7.49	1.23	-0.71	34.40	-9.02	11.99	9.21	31.28	-24.38	-2.03	-2.88	-131.31%	12.19	-29.29	-340.37%
300274.SZ	阳光电源	-7.23	0.77	-1.40	32.65	-9.40	8.46	6.02	25.80	-24.83	-6.47	-7.25	-220.33%	5.08	38.55	-858.43%
300763.SZ	锦浪科技	-0.26	0.46	0.34	0.90	0.54	0.99	0.63	1.49	0.26	2.21	1.03	62.74%	2.16	3.50	62.34%
688390.SH	固德威	-	-	0.35	0.85	0.02	1.25	1.22	1.90	-0.32	0.76	0.25	-79.18%	2.49	0.70	-72.01%
605117.SH	德业股份	-	-	-	-	-0.17	1.30	1.33	2.08	0.51	1.47	3.08	131.26%	2.46	5.06	106.00%
	支架	-	-	0.77	2.32	-0.28	0.91	1.36	2.08	2.04	-1.55	-2.16	-259.12%	1.99	-1.66	-183.14%
688408.SH	中信博	-	-	0.77	2.32	-0.28	0.91	1.36	2.08	2.04	-1.55	-2.16	-259.12%	1.99	-1.66	-183.14%
	运营	1.10	1.59	21.28	10.42	-1.03	9.22	25.62	26.66	-0.69	12.37	15.22	-40.57%	33.80	26.90	-20.43%
601222.SH	林洋能源	0.39	-0.18	1.75	2.05	-0.38	3.46	3.76	5.38	-1.99	2.86	3.01	-20.01%	6.85	3.88	-43.29%
601778.SH	晶科科技	0.30	-0.06	6.28	5.60	0.25	3.23	9.22	14.33	-0.26	4.18	4.33	-53.08%	12.71	8.26	-35.05%
000591.SZ	太阳能	0.41	1.82	13.25	2.76	-0.91	2.52	12.63	6.95	1.55	5.32	7.89	-37.55%	14.24	14.76	3.61%
	设备	-4.91	2.42	2.54	9.71	5.03	1.59	8.71	4.42	6.18	10.23	8.45	-2.99%	15.32	24.85	62.19%
300316.SZ	鼎盛机电	-0.77	2.52	2.52	3.51	4.72	3.10	1.41	0.31	0.38	4.94	3.22	127.70%	9.24	8.53	-7.62%
300751.SZ	迈为股份	0.43	-0.07	-1.39	0.19	-0.28	-0.24	-0.36	4.63	1.10	1.93	1.07	400.46%	-0.88	4.11	565.37%
601908.SH	京运通	-3.14	2.31	4.09	2.53	-1.94	-0.62	4.34	1.93	1.53	0.51	3.11	-28.44%	1.78	5.15	189.32%
300724.SZ	捷佳伟创	-0.94	-2.95	-1.62	2.97	2.37	-0.35	3.72	-2.41	2.98	2.48	0.09	-97.61%	5.75	5.55	-3.42%
835368.NQ	连城数控	-0.50	0.61	-1.06	0.50	0.15	-0.30	-0.41	-0.04	0.18	0.36	0.97	336.19%	-0.56	1.51	369.72%
	光伏公司小计	10.92	42.60	84.10	190.23	4.67	62.88	132.63	184.52	-50.76	125.08	53.70	-59.51%	200.18	128.02	-36.05%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所。注: “-”表示数据未披露。

2021Q3 光伏板块经营性现金流净额同比大幅下跌。 2021Q1-Q3，光伏板块经营性现金流净流入 128.02 亿元，与 2020Q1-Q3 净流入 200.18 亿元相比，同比下跌 36.05%。2021Q3，光伏板块经营性现金流净流入 53.70 亿元，与 2020Q3 净流入 132.63 亿元相比，同比下跌 59.51%。

2021Q1-Q3 经营性现金流净额增速：硅料>电池>设备>硅片>运营>组件>玻璃>支架>逆变器>胶膜，2021Q3 经营性现金流净额增速：硅料>电池>设备>硅片>运营>组件>逆变器>玻璃>支架>胶膜。

2.3. 2021Q3 应收账款、合同负债、存货环比增长

2021Q3 应收账款、合同负债环比增长。 2021Q3 光伏板块应收账款为 699.77 亿元，环比上升 7.00%；合同负债 367.8 亿元，环比增长 21.78%。其中，隆基股份 2021Q3 应收账款 87.42 亿元，环比减少 5.77%；合同负债 85.96 亿元，环比增加 49.43%。通威股份 2021Q3 应收账款 15.18 亿元，环比增加 0.01%，合同负债 25.17 亿元，环比下降 8.13%。晶澳科技 2021Q3 合同负债 30.29 亿元，环比增加 71.69%，锦浪科技 2021Q3 合同负债 1.22 亿元，环比增加 110.05%。

表 17: 光伏公司应收账款、合同负债情况分析表 (亿元)

代码	公司名称	应收账款					合同负债				
		2021Q1	2021Q2	2021Q3	21Q3 环比	21Q3 比年初增长	2021Q1	2021Q2	2021Q3	21Q3 环比	21Q3 比年初增长
	硅料	13.26	15.18	15.18	0.04%	41.99%	37.47	34.92	36.78	5.32%	42.88%
600438.SH	通威股份	13.26	15.18	15.18	0.01%	41.95%	33.50	27.40	25.17	-8.13%	7.68%
688303.SH	大全能源	0.0012	-	0.0046	-	-	3.97	7.52	11.60	54.34%	391.56%
	硅片	129.93	144.36	142.52	-1.27%	21.92%	69.49	83.17	124.17	49.28%	74.66%
601012.SH	隆基股份	83.47	92.77	87.42	-5.77%	20.23%	48.89	57.52	85.96	49.43%	71.31%
002129.SZ	中环股份	22.06	24.56	28.12	14.49%	34.94%	17.87	20.96	24.80	18.32%	44.14%
601908.SH	京运通	23.11	25.56	24.94	-2.45%	14.18%	1.27	1.34	2.02	50.66%	90.90%
603185.SH	上机数控	1.27	1.47	2.05	40.00%	35.26%	1.46	3.35	11.39	239.94%	329.91%
	电池	0.96	1.09	3.23	196.72%	633.00%	2.27	1.74	4.54	160.99%	-26.80%
600732.SH	爱旭股份	0.96	1.09	3.23	196.72%	633.00%	2.27	1.74	4.54	160.99%	-26.80%
	组件	214.34	229.07	235.85	2.96%	25.85%	87.52	109.81	162.06	47.59%	100.18%
601012.SH	隆基股份	83.47	92.77	87.42	-5.77%	20.23%	48.89	57.52	85.96	49.43%	71.31%
002459.SZ	晶澳科技	45.79	44.98	52.11	15.86%	48.39%	11.21	17.64	30.29	71.69%	168.19%
300118.SZ	东方日升	32.53	34.82	27.03	-22.38%	-27.48%	7.43	16.02	17.09	6.66%	106.26%
688599.SH	天合光能	52.55	56.50	69.29	22.64%	63.75%	19.99	18.62	28.73	54.26%	156.39%
	玻璃	15.30	14.00	16.08	14.86%	-13.56%	1.85	5.22	2.69	-48.53%	78.20%
601865.SH	福莱特	10.37	11.10	11.71	5.48%	-15.65%	1.24	4.73	2.20	-53.51%	140.94%
002623.SZ	亚玛顿	4.93	2.89	4.36	50.83%	-7.42%	0.61	0.50	0.49	-1.21%	-17.60%
	胶膜	39.07	38.03	46.38	21.95%	17.70%	0.81	0.83	0.73	-12.30%	109.46%
603806.SH	福斯特	24.88	23.43	27.14	15.85%	13.95%	0.62	0.59	0.53	-10.33%	76.87%
688680.SH	海优新材	3.86	4.49	7.16	59.51%	36.47%	0.16	0.19	0.12	-35.01%	258.17%
603212.SH	赛伍技术	10.33	10.11	12.08	19.41%	16.80%	0.03	0.05	0.08	47.94%	460.40%
	逆变器	84.36	80.73	96.97	20.12%	31.62%	21.70	21.76	22.28	2.36%	41.74%
300274.SZ	阳光电源	75.42	70.43	85.49	21.39%	29.81%	20.08	19.27	18.56	-3.72%	31.78%
300763.SZ	锦浪科技	3.86	4.64	5.20	12.09%	67.88%	0.56	0.58	1.22	110.05%	255.06%
688390.SH	固德威	1.91	2.42	2.51	3.86%	69.55%	0.58	0.81	1.13	39.04%	34.06%
605117.SH	德业股份	3.16	3.24	3.77	16.09%	16.26%	0.49	1.10	1.37	24.78%	204.11%
	支架	2.25	2.14	2.42	13.02%	0.13%	0.40	0.96	1.10	14.45%	292.89%
688408.SH	中信博	2.25	2.14	2.42	13.02%	0.13%	0.40	0.96	1.10	14.45%	292.89%
	运营	174.03	185.43	190.71	2.85%	18.56%	2.95	2.23	2.97	33.28%	-17.09%
601222.SH	林洋能源	40.75	44.74	44.87	0.28%	18.62%	1.13	0.50	0.49	-1.70%	-55.77%
601778.SH	晶科科技	41.92	43.91	45.58	3.80%	17.37%	0.68	0.36	0.32	-11.77%	-51.58%
000591.SZ	太阳能	91.36	96.78	100.27	3.60%	19.08%	1.14	1.37	2.16	57.94%	18.98%
	设备	58.98	65.67	66.14	0.72%	15.57%	84.15	103.93	101.62	-2.22%	38.21%
300316.SZ	晶盛机电	12.30	15.95	15.61	-2.13%	8.36%	23.91	40.07	38.34	-4.33%	91.35%
300751.SZ	迈为股份	5.93	6.41	8.78	37.00%	49.61%	17.91	21.32	21.96	2.99%	37.40%
601908.SH	京运通	23.11	25.56	24.94	-2.45%	14.18%	1.27	1.34	2.02	50.66%	90.90%
300724.SZ	捷佳伟创	15.02	14.38	13.45	-6.48%	34.40%	37.36	37.49	36.15	-3.58%	8.73%
835368.OC	连城数控	2.62	3.37	3.37	-0.04%	-34.09%	3.71	3.70	3.15	-14.86%	-1.56%
	光伏公司小计	623.27	653.99	699.77	7.00%	23.21%	254.75	302.01	367.80	21.78%	63.82%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所。注: “-”表示数据未披露; 因数值较小, 部分公司保留四位小数。

光伏板块 2021Q3 存货有所增长。整体板块 2021Q3 末存货 893.32 亿元，环比增加 23.42%。隆基股份 2021Q3 末存货 199.51 亿元，环比增长 13.93%。通威股份 2021Q3 末存货 49.79 亿元，环比增长 7.57%，晶澳科技 2021Q3 末存货 105.26 亿元，环比增加 46.74%，锦浪科技 2021Q3 末存货 10.27 亿元，环比增长 27.13%。

表 18: 光伏板块存货情况(亿元)

代码	公司名称	2021Q1	2021Q2	2021Q3	21Q3 环比	21Q3 较年初增长
	硅料	41.72	48.90	53.22	8.82%	71.97%
600438.SH	通威股份	39.04	46.29	49.79	7.57%	79.56%
688303.SH	大全能源	2.68	2.61	3.42	31.10%	6.46%
	硅片	193.08	238.70	267.00	11.85%	79.23%
601012.SH	隆基股份	151.88	175.12	199.51	13.93%	74.21%
002129.SZ	中环股份	25.77	33.43	36.99	10.63%	72.49%
601908.SH	京运通	7.38	12.54	13.00	3.62%	119.05%
603185.SH	上机数控	8.05	17.61	17.51	-0.60%	147.41%
	电池	16.17	10.10	11.27	11.63%	147.61%
600732.SH	爱旭股份	16.17	10.10	11.27	11.63%	147.61%
	组件	330.89	357.32	469.81	31.48%	87.03%
601012.SH	隆基股份	151.88	175.12	199.51	13.93%	74.21%
002459.SZ	晶澳科技	70.87	71.74	105.26	46.74%	111.04%
300118.SZ	东方日升	23.34	24.03	33.36	38.81%	114.12%
688599.SH	天合光能	84.81	86.43	131.67	52.34%	84.92%
	玻璃	9.90	12.73	14.61	14.72%	139.78%
601865.SH	福莱特	8.10	11.23	12.85	14.43%	168.13%
002623.SZ	亚玛顿	1.80	1.50	1.75	16.84%	35.00%
	胶膜	22.27	25.38	26.96	6.21%	80.12%
603806.SH	福斯特	13.57	15.03	17.85	18.73%	83.29%
688680.SH	海优新材	3.46	3.00	3.03	0.77%	79.73%
603212.SH	赛伍技术	5.24	7.34	6.08	-17.20%	71.58%
	逆变器	61.06	76.00	115.23	51.62%	132.93%
300274.SZ	阳光电源	46.45	57.76	93.63	62.11%	141.72%
300763.SZ	锦浪科技	6.45	8.08	10.27	27.13%	124.03%
688390.SH	固德威	4.52	5.67	7.04	24.18%	101.47%
605117.SH	德业股份	3.63	4.49	4.28	-4.56%	61.40%
	支架	2.49	3.91	4.82	23.13%	66.15%
688408.SH	中信博	2.49	3.91	4.82	23.13%	66.15%
	运营	11.49	10.11	10.67	5.51%	0.19%
601222.SH	林洋能源	7.39	5.58	5.47	-1.93%	-28.07%
601778.SH	晶科科技	1.66	1.43	1.53	6.55%	0.72%
000591.SZ	太阳能	2.43	3.10	3.67	18.44%	140.68%
	设备	117.01	135.33	140.51	3.83%	43.92%
300316.SZ	晶盛机电	30.93	40.23	47.81	18.83%	85.28%
300751.SZ	迈为股份	25.28	29.43	27.94	-5.07%	33.22%
601908.SH	京运通	7.38	12.54	13.00	3.62%	119.05%
300724.SZ	捷佳伟创	45.25	46.13	43.51	-5.69%	13.82%
835368.OC	连城数控	8.17	6.99	8.25	18.11%	23.27%
	合计	638.66	723.83	893.32	23.42%	82.23%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.风电板块：盈利拐点，海上风电表现优异

3.1. 2021Q1-Q3 营收和利润稳步上升，一超多强格局持续

2021Q1-Q3 风电板块营收增长，利润上升。风电板块共选取企业 23 家，2021Q1-Q3 风电板块收入 1253.49 亿元，同比增长 7.44%，归母净利润 147.33 亿元，同比上升 43.88%。2021Q1-Q3 收入同比增长增幅为负的公司有 7 家，增幅为 0-30% 的公司共有 12 家，增幅为 30% 以上的公司共有 4 家。归母净利润 2021Q1-Q3 同比增长增幅为负的公司共有 7 家，增幅为 0-30% 的公司共有 5 家，增幅为 30% 以上的公司共有 11 家，亏损 1 家。

2021Q3，风电板块营收下降，盈利状况较 2020Q3 增长。风电板块 23 家公司 2021Q3 收入 500.63 亿元，同比下降 2.25%，归母净利润 50.42 亿元，同比增长 10.20%。若剔除掉金风科技，2021Q3 板块收入 344.16 亿元，同比下降 0.28%，归母净利润 38.78 亿元，同比增长 2.57%。

风电板块龙头盈利亮眼；明阳智能、中材科技、运达股份等业绩亮眼，盈利明显增长。金风科技 2021Q1-Q3 收入 335.50 亿元，同比减少 9.40%，占风电板块 26.77%，归母净利润 30.13 亿元，同比上升 45.61%，占板块 20.45%；2021Q3 收入 156.47 亿元，同比减少 11.13%；归母净利润 11.64 亿元，同比增加 46.58%。明阳智能 2021Q1-Q3 实现营业收入 184.30 亿元，同比增长 21.84%，2021Q3 营收同增 7.04%，归母净利润同增 178.49%。运达股份 2021Q1-Q3 营收 87.76 亿元，同增 26.23%；归母净利润 2.57 亿元，同增 287.76%，2021Q3 营收同增 10.45%，归母净利润同增 247.50%。中材科技 2021Q1-Q3 实现营业收入 146.42 亿元，同比增长 13.33%；2021Q1-Q3、2021Q3 归母净利润分别是 26.47 亿元、8.00 亿元，同比增长 71.02%、28.12%。

表 19: 风电公司收入和归母净利润情况分析表

代码	公司名称	营业收入 (亿元)						归母净利润 (亿元)					
		2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	同比	2021Q3	2021Q3	2021Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	同比	2021Q3	2021Q3	2021Q3
					同比	环比	同比				同比	环比	同比
002202.SZ	金风科技	370.31	335.50	-9.40%	156.47	-11.13%	41.20%	20.69	30.13	45.61%	11.64	46.58%	32.84%
601615.SH	明阳智能	151.26	184.30	21.84%	72.84	7.04%	6.95%	9.33	21.61	131.71%	11.20	178.49%	42.57%
300772.SZ	运达股份	69.52	87.76	26.23%	37.68	10.45%	25.95%	0.66	2.57	287.76%	1.30	247.50%	54.08%
600483.SH	福能股份	61.76	90.23	46.11%	32.40	28.74%	10.02%	8.11	10.42	28.41%	0.93	-78.45%	-76.75%
600416.SH	湘电股份	37.66	30.10	-20.08%	8.63	-40.86%	-12.15%	0.91	0.76	-16.80%	0.12	-95.55%	-62.08%
600290.SH	华仪电气	5.75	2.44	-57.58%	0.97	-66.59%	2.37%	-0.95	-2.71	-185.40%	-0.95	-2083.01%	20.41%
000862.SZ	银星能源	9.12	9.45	3.59%	3.28	3.42%	14.49%	0.30	1.44	381.41%	0.36	751.48%	11.56%
002080.SZ	中材科技	129.20	146.42	13.33%	52.83	-0.93%	-2.51%	15.48	26.47	71.02%	8.00	28.12%	-36.79%
002009.SZ	天奇股份	25.44	29.79	17.08%	11.28	15.84%	0.23%	0.53	1.47	175.39%	0.69	64.05%	82.97%
002531.SZ	天顺风能	54.42	52.14	-4.19%	19.26	-13.17%	1.52%	8.09	10.31	27.50%	2.33	-12.45%	-22.75%
300129.SZ	泰胜风能	22.35	23.44	4.88%	9.50	-13.02%	-8.75%	2.26	2.05	-9.21%	0.27	-75.88%	-73.84%
002122.SZ	金雷股份	10.53	12.62	19.82%	4.62	3.51%	11.18%	3.36	4.08	21.39%	1.40	-10.78%	2.58%
300443.SZ	大金重工	20.19	31.80	57.53%	15.07	67.79%	40.77%	3.09	4.33	40.13%	2.27	53.02%	76.00%
002487.SZ	通裕重工	40.14	42.86	6.77%	14.13	-6.97%	0.73%	3.27	2.62	-19.76%	0.60	-58.13%	-41.10%
300185.SZ	吉鑫科技	13.85	13.40	-3.22%	5.42	-0.32%	19.95%	1.70	1.32	-22.36%	0.50	-24.54%	-11.63%
601218.SH	节能风电	20.10	25.91	28.91%	7.96	21.72%	-12.55%	5.36	7.41	38.36%	1.55	-6.10%	-46.30%
601016.SH	日月股份	37.34	34.87	-6.62%	9.98	-33.39%	-19.05%	7.02	5.71	-18.68%	1.01	-65.48%	-48.45%
603218.SH	禾望电气	15.47	12.83	-17.03%	4.85	-26.16%	5.55%	2.46	1.77	-27.97%	0.79	-35.12%	140.94%
603063.SH	嘉泽新能	8.00	10.87	35.80%	3.75	37.03%	-5.21%	1.93	4.08	111.42%	1.55	107.37%	0.43%
601619.SH	振江股份	14.47	18.54	28.15%	6.02	10.13%	-14.28%	0.59	1.31	120.66%	0.43	76.13%	-29.99%
603507.SH	恒润股份	16.75	17.30	3.28%	5.38	-13.91%	-5.24%	3.10	3.37	8.86%	0.94	-28.83%	-9.88%
603985.SH	新强联	13.11	19.00	44.94%	6.39	-16.84%	-8.59%	2.59	4.00	54.52%	2.25	41.72%	119.47%
300569.SZ	天能重工	19.94	21.92	9.89%	11.91	56.02%	75.18%	2.51	2.80	11.47%	1.26	33.25%	39.60%
	合计	1166.70	1253.49	7.44%	500.63	-2.25%	14.66%	102.39	147.33	43.88%	50.42	10.20%	-3.98%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

板块内分化明显,中游零部件盈利下滑,海风产业链盈利领先。中游零部件普遍受损于上游钢价上涨及下游招标价下降,盈利受到压缩:日月股份 21Q1-3 营收 34.87 亿元,同减 6.62%,归母净利润 5.71 亿元,同减 18.68%;金雷股份 21Q1-3 营收 12.62 亿元,同增 19.82%,归母净利润 4.08 亿元,同增 21.39%。海风产业链盈利领先:今年前三季度国内新增风电装机 16.43GW,同比增长 18%,其中海上风电新增装机 382 万千瓦,同比增长 143%:明阳智能 2021Q1-Q3 实现营业收入 184.30 亿元,同增 21.84%,2021Q3 营收同增 7.04%,归母净利润同增 178.49%;大金重工 2021Q3 营收 15.07 亿元,同增 67.79%,归母净利润 2.27 亿元,同增 53.02%。

3.2. 2021Q1-Q3 毛利率、归母净利率有所提升、2021Q3 毛利率同比下降、归母净利率同比上升

2021Q1-Q3 毛利率、归母净利率有所提升,2021Q3 净利率同比上升。2021Q1-Q3 风电板块毛利率为 25.10%,同比增加 2.55pct,归母净利率为 11.75%,同比上升 2.98pct。2021Q3 毛利率 21.92%,同比下降 0.11pct,归母净利率为 10.07%,同比增长 1.14pct。

表 20: 风电公司毛利率和归母净利率情况分析表

代码	公司名称	毛利率						归母净利率				
		2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	同比	2021Q3	2021Q3 同比	2021Q3 环比	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	同比	2021Q3	2021Q3 同比
002202.SZ	金风科技	17.26%	26.28%	9.02pct	24.34%	7.23pct	-3.38pct	5.59%	8.98%	3.39pct	7.44%	2.93pct
601615.SH	明阳智能	20.91%	21.22%	0.31pct	21.32%	1.43pct	0.00pct	6.17%	11.73%	5.56pct	15.37%	9.47pct
300772.SZ	运达股份	12.85%	14.52%	1.67pct	6.83%	-6.43pct	-16.15pct	0.95%	2.93%	1.98pct	3.44%	2.35pct
600483.SH	福能股份	17.66%	17.71%	0.04pct	8.08%	-9.97pct	-10.14pct	13.14%	11.55%	-1.59pct	2.86%	-14.23pct
600416.SH	湘电股份	12.97%	18.22%	5.26pct	16.99%	4.09pct	-2.88pct	2.42%	2.52%	0.10pct	1.45%	-17.79pct
600290.SH	华仪电气	22.78%	22.34%	-0.45pct	26.19%	-2.04pct	6.78pct	-16.49%	-110.96%	-94.46pct	-97.88%	-99.53pct
000862.SZ	银星能源	29.70%	37.79%	8.09pct	31.10%	5.86pct	-5.66pct	3.27%	15.22%	11.94pct	11.02%	9.68pct
002080.SZ	中材科技	27.87%	31.96%	4.09pct	29.69%	2.15pct	-5.25pct	11.98%	18.08%	6.10pct	15.15%	3.44pct
002009.SZ	天奇股份	17.67%	19.31%	1.64pct	17.39%	-1.59pct	-0.25pct	2.09%	4.92%	2.83pct	6.10%	1.79pct
002531.SZ	天顺风能	28.85%	23.80%	-5.04pct	17.70%	-8.74pct	-6.13pct	14.86%	19.78%	4.92pct	12.08%	0.10pct
300129.SZ	泰胜风能	25.89%	16.76%	-9.14pct	14.01%	-13.76pct	-3.43pct	10.12%	8.76%	-1.36pct	2.82%	-7.34pct
002122.SZ	金雷股份	44.54%	42.29%	-2.25pct	38.65%	-11.61pct	-5.03pct	31.91%	32.33%	0.42pct	30.33%	-4.86pct
300443.SZ	大金重工	29.19%	23.92%	-5.27pct	25.68%	-5.96pct	1.27pct	15.29%	13.60%	-1.69pct	15.05%	-1.45pct
002487.SZ	通裕重工	25.98%	18.35%	-7.63pct	16.18%	-10.77pct	-2.82pct	8.15%	6.12%	-2.02pct	4.25%	-5.19pct
300185.SZ	吉鑫科技	27.83%	22.44%	-5.38pct	17.12%	-9.51pct	-8.47pct	12.29%	9.86%	-2.43pct	9.16%	-2.94pct
601218.SH	节能风电	54.59%	57.29%	2.69pct	49.36%	-2.88pct	-11.35pct	26.66%	28.61%	1.95pct	19.42%	-5.76pct
601016.SH	日月股份	29.39%	23.27%	-6.12pct	14.54%	-16.21pct	-10.12pct	18.79%	16.37%	-2.43pct	10.16%	-9.45pct
603218.SH	禾望电气	37.53%	38.23%	0.70pct	36.94%	-0.13pct	2.44pct	15.89%	13.80%	-2.09pct	16.22%	-2.24pct
603063.SH	嘉泽新能	54.24%	61.13%	6.89pct	60.63%	5.53pct	-2.23pct	24.11%	37.54%	13.43pct	41.25%	13.99pct
601619.SH	振江股份	22.88%	24.72%	1.84pct	25.03%	1.35pct	-2.94pct	4.10%	7.05%	2.96pct	7.12%	2.67pct
603507.SH	恒润股份	32.44%	29.04%	-3.40pct	18.85%	-16.79pct	-14.09pct	18.49%	19.49%	1.00pct	17.46%	-3.66pct
603985.SH	新强联	33.64%	31.38%	-2.26pct	37.10%	3.38pct	7.67pct	19.75%	21.05%	1.31pct	35.15%	14.52pct
300569.SZ	天能重工	33.19%	28.21%	-4.99pct	21.60%	-10.19pct	-11.31pct	12.61%	12.79%	0.18pct	10.57%	-1.81pct
	合计	22.54%	25.10%	2.55pct	21.92%	-0.11 pct	-4.87 pct	8.78%	11.75%	2.98 pct	10.07%	1.14 pct

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2021Q1-Q3 风电板块经营性现金流净额状况持续恶化，2021Q3 现金净流入同比大幅上升。2021Q1-Q3 经营性现金流量净流入 63.59 亿元，同比下降 47.53%。2021Q3 净流入 67.72 亿元，较 2020Q3 净流入 34.62 亿元大幅上升。

表 21: 风电板块 2019-2021Q3 经营现金流净额情况(亿元)

代码	公司名称	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021Q3 同比	2020 Q1-Q3	2021 Q1-Q3	同比
002202.SZ	金风科技	-21.04	-10.69	35.88	55.13	2.27	14.41	6.52	30.57	-36.82	-4.07	18.59	185.33%	23.20	-22.29	-196.09%
601615.SH	明阳智能	-6.82	4.19	11.92	48.26	12.46	20.23	0.23	3.39	-15.45	17.10	23.73	10318.60%	32.92	25.38	-22.90%
300772.SZ	运达股份	-1.13	-5.32	11.12	9.70	1.08	-0.38	0.35	-8.93	-7.56	-2.60	14.99	4155.08%	1.05	4.83	360.37%
600483.SH	福能股份	3.35	5.83	6.40	11.52	1.70	5.42	6.97	8.53	9.15	6.73	1.37	-80.36%	14.09	17.25	22.43%
600416.SH	湘电股份	-2.29	1.53	-1.45	4.29	0.25	-0.24	1.25	-0.43	3.50	-1.27	-1.28	-202.38%	1.26	0.95	-24.99%
600290.SH	华仪电气	1.42	1.79	-2.20	3.88	-0.68	-0.67	0.44	-0.99	0.08	-0.06	0.32	-27.66%	-0.91	0.34	137.35%
000862.SZ	银星能源	0.81	0.86	2.14	2.34	0.36	1.20	2.13	1.87	0.79	1.45	1.46	-31.46%	3.69	3.70	0.32%
002080.SZ	中材科技	-4.19	8.37	5.61	19.90	1.69	4.02	7.49	19.81	-0.84	11.45	2.19	-70.77%	13.20	12.80	-3.03%
002009.SZ	天奇股份	-1.90	0.15	-0.23	3.94	-0.79	0.43	-0.85	2.76	0.30	-0.52	0.50	159.12%	-1.22	0.28	123.16%
002531.SZ	天顺风能	-1.89	2.28	5.71	2.39	-4.74	0.61	-0.27	6.77	2.26	0.79	-0.15	43.60%	-4.39	2.90	166.11%
300129.SZ	泰胜风能	-0.65	0.98	0.79	2.12	-0.0036	0.07	0.08	-0.87	-0.53	1.26	-0.40	-584.41%	0.15	0.33	122.33%
002122.SZ	金雷股份	-0.45	0.02	-0.16	0.45	-0.17	-0.70	0.36	1.22	-0.09	-0.50	1.65	708.96%	1.50	2.91	93.78%
300443.SZ	大金重工	1.14	1.49	0.61	-0.10	-0.21	1.98	-0.27	0.15	0.95	0.32	-0.71	-141.68%	0.76	-0.63	-182.03%
002487.SZ	通裕重工	-0.94	-0.55	2.99	0.79	-0.51	-0.45	1.71	-0.59	2.73	-2.64	0.85	25.98%	2.35	2.49	5.86%
300185.SZ	吉鑫科技	0.42	1.04	0.39	1.58	0.46	1.22	0.68	4.58	1.60	0.04	-0.43	-116.71%	4.26	-0.53	-112.56%
601218.SH	节能风电	-0.05	2.11	-1.45	3.04	-0.06	1.75	2.58	3.04	-0.67	0.56	5.29	42.92%	9.44	13.44	42.31%
601016.SH	日月股份	2.27	2.44	4.94	6.10	3.05	2.70	3.70	4.53	5.11	3.04	2.22	172.14%	5.32	1.10	-79.31%
603218.SH	禾望电气	0.84	1.43	1.13	5.07	2.82	1.69	0.82	-0.30	-1.30	0.18	0.49	144.20%	0.07	0.53	697.77%
603063.SH	嘉泽新能	-0.28	-1.11	-0.37	2.80	0.73	0.46	-1.12	1.34	-0.43	0.46	1.25	-46.57%	4.10	3.92	-4.30%
601619.SH	振江股份	0.77	1.26	1.97	2.62	0.50	1.26	2.34	2.39	0.74	1.93	0.15	110.95%	2.00	0.97	-51.36%
603507.SH	恒润股份	-0.22	-1.52	0.31	0.10	0.64	2.71	-1.35	1.96	0.29	0.53	1.07	27.96%	1.96	2.05	4.50%
603985.SH	新强联	-0.95	-0.05	0.26	1.02	0.13	0.99	0.84	0.46	-0.05	1.02	-3.11	-760.20%	3.94	-5.12	-230.05%
300569.SZ	天能重工	0.63	1.78	-1.03	-3.04	-2.30	4.05	0.72	1.31	-1.25	-0.43	-2.31	-422.75%	2.46	-4.00	-262.52%
	合计	-31.00	18.39	85.82	183.68	19.83	66.75	34.62	81.52	-40.57	36.43	67.72	95.62%	121.20	63.59	-47.53%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所。注: 因数值较小, 部分公司保留四位小数。

3.3. 2021Q3 应收账款、合同负债、存货均增加

2021Q3 应收账款增加、合同负债、存货增加。2021Q3 末应收账款为 696.29 亿元, 环比增长 5.45%。合同负债 262.05 亿元, 环比增长 7.02%。存货 424.51 亿元, 环比增加 17.40%。

表 22: 风电板块应收账款、合同负债情况分析表 (亿元)

代码	公司名称	应收账款					合同负债				
		2021Q1	2021Q2	2021Q3	21Q3 较 21Q2 增长	21Q3 较年初增长	2021Q1	2021Q2	2021Q3	21Q3 较 21Q2 增长	21Q3 较年初增长
002202.SZ	金风科技	221.09	208.49	225.66	8.24%	8.41%	92.16	78.41	76.96	-1.85%	-8.17%
601615.SH	明阳智能	38.54	44.37	47.13	6.22%	26.87%	87.96	96.25	94.64	-1.68%	10.56%
300772.SZ	运达股份	42.95	51.25	53.92	5.21%	42.01%	22.38	28.19	37.37	32.55%	53.74%
600483.SH	福能股份	27.17	28.09	30.54	8.75%	11.18%	0.64	0.56	0.59	6.09%	-0.84%
600416.SH	湘电股份	35.70	37.26	38.71	3.87%	12.66%	7.72	6.51	6.28	-3.55%	0.32%
600290.SH	华仪电气	10.10	9.22	8.06	-12.59%	-28.88%	0.42	0.35	0.35	2.12%	-15.40%
000862.SZ	银星能源	17.92	19.39	20.52	5.82%	27.31%	0.0015	0.02	0.08	335.87%	75870.80%
002080.SZ	中材科技	39.35	47.39	50.91	7.44%	54.95%	4.39	3.50	4.77	36.51%	36.81%
002009.SZ	天奇股份	10.04	8.80	9.03	2.63%	-15.27%	3.51	3.18	2.40	-24.53%	26.92%
002531.SZ	天顺风能	30.34	34.19	33.98	-0.61%	3.94%	2.79	3.73	5.12	36.98%	113.64%
300129.SZ	泰胜风能	12.18	13.29	14.94	12.38%	9.52%	6.71	4.23	4.63	9.47%	-23.28%
002122.SZ	金雷股份	5.04	5.78	6.14	6.23%	35.65%	0.02	0.02	0.03	6.53%	41.05%
300443.SZ	大金重工	6.12	8.41	8.95	6.46%	9.88%	8.35	6.82	6.74	-1.21%	36.65%
002487.SZ	通裕重工	17.01	16.35	16.08	-1.65%	8.07%	1.17	0.97	1.25	29.44%	1.02%
300185.SZ	吉鑫科技	6.46	7.45	8.95	20.19%	23.13%	0.47	0.58	0.46	-19.78%	12.40%
601218.SH	节能风电	38.43	44.74	46.51	3.96%	35.55%	0.04	0.03	0.10	222.52%	167.21%
601016.SH	日月股份	12.51	12.58	10.58	-15.91%	-5.62%	0.33	0.04	0.03	-27.27%	-85.40%
603218.SH	禾望电气	9.83	10.62	9.96	-6.24%	-3.96%	0.42	0.69	0.71	4.29%	42.42%
603063.SH	嘉泽新能	19.08	19.72	21.25	7.74%	27.54%	0.25	1.23	11.87	868.03%	4633.37%
601619.SH	振江股份	4.72	5.44	4.83	-11.21%	60.80%	2.84	2.73	2.71	-0.84%	25.17%
603507.SH	恒润股份	3.50	3.70	3.15	-14.89%	-4.37%	0.86	0.60	0.36	-39.97%	-71.17%
603985.SH	新强联	6.28	8.12	10.23	25.95%	155.36%	0.30	0.16	0.18	13.87%	15.06%
300569.SZ	天能重工	15.91	15.67	16.26	3.78%	-4.98%	5.05	6.06	4.42	-27.05%	-4.36%
	合计	630.28	660.31	696.29	5.45%	16.60%	248.79	244.85	262.05	7.02%	13.65%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所。注: 因数值较小, 部分公司保留四位小数。

表 23: 风电板块 2021Q1-2021Q3 存货情况(亿元)

代码	公司名称	2021Q1	2021Q2	2021Q3	21Q3 较 21Q2 增长	21Q3 较年初增长
002202.SZ	金风科技	69.82	78.41	76.76	-2.10%	34.25%
601615.SH	明阳智能	92.43	100.08	95.88	-4.19%	13.17%
300772.SZ	运达股份	37.22	37.75	58.22	54.23%	55.40%
600483.SH	福能股份	3.03	3.19	3.62	13.54%	-18.58%
600416.SH	湘电股份	16.42	15.66	18.91	20.70%	-1.85%
600290.SH	华仪电气	3.82	3.92	3.94	0.39%	13.29%
000862.SZ	银星能源	0.62	0.63	0.62	-1.18%	2.68%
002080.SZ	中材科技	28.22	26.79	24.67	-7.93%	16.94%
002009.SZ	天奇股份	9.68	10.17	10.12	-0.57%	15.28%
002531.SZ	天顺风能	15.19	11.87	16.66	40.38%	48.36%
300129.SZ	泰胜风能	13.04	15.05	16.53	9.86%	63.35%
002122.SZ	金雷股份	3.50	4.02	4.06	0.86%	20.68%
300443.SZ	大金重工	11.97	13.42	17.47	30.13%	71.45%
002487.SZ	通裕重工	22.39	23.14	23.84	3.04%	2.20%
300185.SZ	吉鑫科技	4.36	4.74	4.12	-13.15%	21.63%
601218.SH	节能风电	1.41	1.36	1.48	8.89%	4.37%
601016.SH	日月股份	5.72	6.50	7.23	11.24%	37.60%
603218.SH	禾望电气	7.70	8.61	9.42	9.41%	30.69%
603063.SH	嘉泽新能	0.0023	0.0023	0.0023	22.71%	22.71%
601619.SH	振江股份	5.95	6.10	7.30	19.67%	27.09%
603507.SH	恒润股份	4.59	4.08	3.72	-9.00%	-30.43%
603985.SH	新强联	4.33	4.26	3.19	-25.11%	-8.96%
300569.SZ	天能重工	7.59	11.70	16.77	43.32%	182.82%
	合计	368.98	391.44	424.51	17.40%	8.45%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所。注: 因数值较小, 部分公司保留四位小数。

4. 核电板块 2021Q1-3 收入持续增长、利润大幅下滑; 东方电气持续领跑

4.1. 2021Q1-3 收入增长势头不减, 利润大幅下滑

2021Q1-3 核电板块营收延续增长。核电板块 2021Q1-3 营收 1800.90 亿元, 同比增加 18.83%; 归母净利润 44.53 亿元, 同比减少 50.83%。核电板块 2021Q3 营收 606.79 亿元, 同增 11.60%, 归母净利润 33.30 亿元, 同减 0.74%。板块净利润大幅下降主要系上海电气 2021Q2 存在大额应收账款无法收回。

若剔除上海电气, 核电板块 2021Q1-3 收入 870.49 亿元, 同比增加 25.09%, 归母净利润 88.76 亿元, 同比增长 32.24%。2021Q3 收入 298.48 亿元, 同比增加 18.33%, 归母净利润 27.81 亿元, 同比上升 9.86%。

表 24: 核电公司收入和归母净利润情况分析表

代码	公司名称	营业收入						归母净利润					
		2020Q1-3	2021Q1-3	2021Q1-3	2021Q3	2021Q3	2021Q3	2020Q1-3	2021Q1-3	2021Q1-3	2021Q3	2021Q3	2021Q3
				同比	2021Q3	同比	环比			同比	2021Q3	同比	环比
600875.SH	东方电气	262.96	326.35	24.11%	104.22	14.84%	-10.09%	13.42	18.66	39.02%	5.18	33.48%	-27.59%
601727.SH	上海电气	819.67	930.40	13.51%	308.31	5.78%	-16.20%	23.45	-44.22	-288.58%	5.49	-33.35%	109.74%
000777.SZ	中核科技	7.80	10.80	38.46%	3.33	11.53%	-31.69%	0.53	0.52	-2.37%	0.33	12.41%	41.62%
300004.SZ	南风股份	4.01	6.11	52.29%	2.26	32.36%	-6.02%	0.86	-0.58	-167.20%	-0.34	-824.60%	-161.93%
002438.SZ	江苏神通	11.36	15.03	32.33%	5.84	24.52%	30.77%	1.62	2.13	31.80%	0.89	31.50%	53.05%
000922.SZ	佳电股份	18.35	22.95	25.07%	8.62	34.84%	7.46%	3.91	1.85	-52.54%	0.49	-76.41%	-20.46%
603308.SH	应流股份	13.54	15.20	12.31%	5.59	13.89%	11.08%	1.32	1.51	14.55%	0.50	-1.33%	22.81%
002366.SZ	台海核电	3.29	2.94	-10.68%	1.04	-15.82%	32.39%	-3.16	-1.63	48.33%	-0.20	86.81%	79.94%
002167.SZ	东方锆业	5.16	9.90	92.03%	4.10	65.54%	26.13%	-0.46	1.23	369.72%	0.64	3358.40%	11.00%
601985.SH	中国核电	369.42	461.21	24.85%	163.48	19.26%	2.00%	49.08	65.07	32.58%	20.33	5.14%	-24.37%
	合计	1515.54	1,800.90	18.83%	606.79	11.60%	-9.83%	90.57	44.53	-50.83%	33.30	-0.74%	258.52%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

板块龙头企业 2021Q1-3 盈利能力显著提升, 2021Q3 盈利延续增长。核电板块龙头企业为东方电气, 2021Q1-3 营收稳中有升, 盈利能力显著提升。东方电气 2021Q1-3 收入 326.35 亿元, 同增 24.11%, 归母净利润 18.66 亿元, 同增 39.02%; 2021Q3 收入 104.22 亿元, 同增 14.84%, 归母净利润 5.18 亿元, 同比增长 33.48%。

4.2. 2021Q1-3 毛利率、归母净利率及 2021Q3 归母净利率均有所下滑

2021Q1-3 毛利率、归母净利率及 2021Q3 归母净利率均有所下滑。2021Q1-3 核电板块 10 家公司毛利率为 24.14%, 同比减少 0.93pct; 归母净利率 2.47%, 同比减少 3.50pct。2021Q3 毛利率为 23.43%, 同比增加 0.13pct; 归母净利率为 5.49%, 同比减少 0.68pct。

表 25: 核电等发电设备公司毛利率和归母净利润率情况分析表

代码	公司名称	毛利率						归母净利润率					
		2020Q1-3	2021Q1-3	2021Q1-3	2021Q3	2021Q3	2021Q3	2020Q1-3	2021Q1-3	2021Q1-3	2021Q3	2021Q3	2021Q3
				同比	2021Q3	同比	环比			同比	2021Q3	同比	环比
600875.SH	东方电气	17.02%	17.09%	0.07pct	15.10%	1.79pct	-2.56pct	5.10%	5.72%	0.61pct	4.97%	0.69pct	-1.20pct
601727.SH	上海电气	17.75%	16.44%	-1.32pct	16.27%	1.09pct	0.64pct	2.86%	-4.75%	-7.61pct	1.78%	-1.04pct	17.09pct
000777.SZ	中核科技	23.29%	18.48%	-4.81pct	19.77%	-1.32pct	0.65pct	6.77%	4.78%	-2.00pct	9.99%	0.08pct	5.17pct
300004.SZ	南风股份	23.71%	18.73%	-4.98pct	17.26%	-11.33pct	-1.21pct	21.51%	-9.49%	-31.00pct	-15.13%	-17.89pct	-9.70pct
002438.SZ	江苏神通	34.41%	30.91%	-3.50pct	34.52%	1.47pct	4.41pct	14.23%	14.18%	-0.06pct	15.21%	0.81pct	2.21pct
000922.SZ	佳电股份	31.15%	22.17%	-8.98pct	16.36%	-16.37pct	-8.88pct	21.30%	8.08%	-13.22pct	5.67%	-26.74pct	-1.99pct
603308.SH	应流股份	36.81%	35.38%	-1.43pct	32.11%	-4.94pct	-4.07pct	9.72%	9.91%	0.19pct	8.92%	-1.38pct	0.85pct
002366.SZ	台海核电	-2.09%	-33.45%	-31.36pct	-7.37%	-6.12pct	89.69pct	-96.11%	-55.60%	40.51pct	-19.10%	102.82pct	107.00pct
002167.SZ	东方锆业	13.58%	22.72%	9.14pct	28.07%	11.62pct	5.91pct	-8.84%	12.42%	21.26pct	15.60%	14.85pct	-2.13pct
601985.SH	中国核电	46.46%	44.78%	-1.68pct	42.17%	-4.08pct	-5.41pct	13.29%	14.11%	0.82pct	12.43%	-1.67pct	-4.34pct
	合计	25.07%	24.14%	-0.93pct	23.43%	0.13pct	-0.46pct	5.98%	2.47%	-3.50pct	5.49%	-0.68pct	8.61pct

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2021Q1-3、2021Q3 整体呈经营性现金净流入、经营性现金流量净额同比下降：
 2021Q1-3 核电设备板块经营性现金流净额 12.93 亿元，与 2020Q1-3 年 124.00 亿元经营性
 现金流净额相比大幅降低。2021Q3 经营性现金流净额 76.98 亿元，同比下降 49.86%。

表 26：核电板块 2020-2021Q3 经营现金流净额情况统计（亿元）

代码	公司名称	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q3 同比	2021Q3 环比	2020Q1-3	2021Q1-3	同比
600875.SH	东方电气	-7.39	17.11	14.34	-51.55	-37.15	-9.48	-22.82	-259.18%	-140.83%	24.06	-69.45	-388.67%
601727.SH	上海电气	-118.83	-41.45	31.68	175.57	-134.36	-51.99	-16.72	-152.77%	67.85%	-128.61	-203.07	-57.90%
000777.SZ	中核科技	-0.54	-0.15	0.43	0.11	-0.11	-1.13	0.25	-41.85%	122.12%	-0.26	-0.99	-276.53%
300004.SZ	南风股份	-1.20	-0.44	-0.63	0.35	-0.34	0.45	-0.14	76.96%	-132.27%	-2.27	-0.04	98.27%
002438.SZ	江苏神通	-0.15	0.47	-0.02	1.20	0.32	1.34	0.16	910.69%	-88.02%	0.30	1.82	504.42%
000922.SZ	佳电股份	0.60	0.11	1.68	2.48	-0.43	-0.57	0.40	-75.87%	170.42%	2.39	-0.60	-125.08%
603308.SH	应流股份	-0.87	3.06	1.54	0.32	0.64	-0.53	0.88	-43.18%	266.29%	3.73	0.99	-73.54%
002366.SZ	台海核电	-0.11	0.79	0.04	-0.08	0.41	-0.52	0.19	409.59%	136.13%	0.72	0.08	-88.66%
002167.SZ	东方锆业	-0.32	0.44	1.00	-0.81	1.39	2.33	0.66	-34.17%	-71.80%	1.11	4.37	293.53%
601985.SH	中国核电	58.73	60.64	103.46	88.45	60.73	104.96	114.13	10.31%	8.73%	222.83	279.81	25.57%
	合计	-70.08	40.57	153.51	216.04	-108.92	44.86	76.98	-49.86%	71.58%	124.00	12.93	-89.57%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 投资建议

不惧短期价格博弈，看好明年及中长期需求放量。9 月底硅料价格开始连续跳涨，叠加玻璃胶膜涨价，导致组件 2021 年 10 月报价上调至 2 元/W+，2021 年 10 月国内市场需求和组件排产环比明显下滑。但截至 2021 年 10 月 20 日硅料价格达 26-27 万元/吨，周涨幅缩窄，我们认为硅料价格见顶，产业链价格博弈快速进行，我们预期 2021 年 11 月排产将环比改善。长期中国 2030 碳达峰 2060 碳中和，欧盟 2030 年碳减排 55%，美国 2035 年无碳电力，开启光伏风电黄金十年成长。**重点推荐：隆基股份、阳光电源、晶澳科技、锦浪科技、天合光能、固德威、通威股份、大全能源、福斯特、中信博、福莱特、金风科技、爱旭股份、林洋能源**，关注德业股份、海优新材、信义光能、晶科能源、阿特斯、日月股份、捷佳伟创、亚玛顿、赛伍技术、东方日升等。

6. 风险提示

竞争加剧。光伏风电行业竞争者较多，产能扩产旺盛，若竞争进一步加剧，将对业内公司的盈利能力产生影响。

电网消纳问题限制。新能源消纳或受电网消纳的影响，虽然从度电成本来看新能源竞争力强劲，但总体装机增长受到行政上限制和干预。

海外拓展不及我们预期：光伏行业全球化趋势明显，而产业链基本都在国内，受海外各地地缘政治、经济等影响，海外销量增长存在不确定性，从而影响业内公司业绩。

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 15pct 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5pct 与 15pct 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5pct 与 5pct 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15pct 与-5pct 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15pct 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 5pct 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5pct 与 5pct；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5pct 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>