

推荐（维持）

## 风电系列报告之（二）

2020 年 05 月 08 日

疫情影响制造环节 Q1 收入增速，二季度制造端交付有望加快

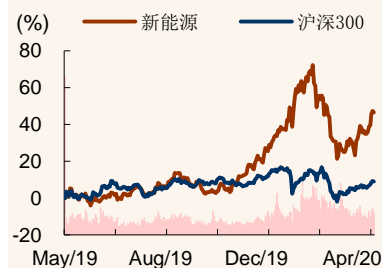
上证指数 2895

行业规模

	占比%
股票家数（只）	44 1.2
总市值（亿元）	9282 1.6
流通市值（亿元）	6587 1.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	13.9	35.8	45.8
相对表现	10.6	37.5	40.3



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《抢装进行时，制造业盈利将继续强增长——风电系列报告之（一）》  
2019-10-22

2019 年风电行业各环节盈利分化，其中零部件业绩大增，运营商经营持稳，整机毛利率触底。2020 年一季度疫情影响国内制造环节交付，随着疫情逐步缓解，叠加电价下调时点临近，制造环节交付可能会显著加快，其中整机环节可能会体现出更大的业绩弹性。整机环节，推荐金风科技、明阳智能；零部件环节推荐与关注：天顺风能、泰胜风能、东方电缆。

- **电价下调时间点临近，2019 年装机高增长。**2019 年我国风电新增并网装机 25.79GW，同比增长 25%；累计并网容量 210.05GW，同比增长 14%。2019 年 5 月底，能源局印发《关于 2019 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，明确电价确定节点由开工变为并网。政策落地后，运营商加速项目建设，随着电价下调时间点临近，风电新增装机有望维持较高增长。
- **2019 年各环节盈利分化，整机环节业绩触底。**2019 年风电行业整体实现营业收入 1622 亿元，同比增长 23.48%；归母净利润 123 亿元，同比下降 8.16%，各环节盈利分化。运营环节整体经营稳健，业绩增速放缓主要受两方面影响：（1）交易电量占比提升；（2）弃风率同比 2019 年一季度变化不大。风塔与其他零部件环节 2019 年业绩显著增长，系交付量提升的同时，原材料价格下行。除振江股份外，2019 年零部件企业收入、净利润均实现正增长，基本反映了交付量增长与成本下降对零部件企业经营产生的积极影响。整机环节受集中交付低价订单影响业绩触底，预计 2020 年盈利有望迎来快速修复。
- **国内疫情影响风电行业 2020 年一季度交付。**2020 年一季度风电行业整体收入同比增长 11.18%至 266.34 亿元，收入增速较 2019 年同期下降 19.33 个百分点；归母净利润同比增长 38.76%至 40.27 亿元（中国高速传动、大唐新能源、新天绿色能源、协和新能源尚未披露一季报业绩，暂不统计在内）。2019 年底运营环节投运较多机组，但 2020 一季度新增机组对收入端的贡献尚未充分反映，主要是受国内疫情影响，全社会用电量需求下降。此外，疫情对制造环节交付也产生了影响，尤其是贴近运营商的整机与风塔环节影响更大，其收入增速要低于其他零部件制造环节。
- **投资建议。**2020 年风电新增装机将持续改善确定性强，主要是因电价下调时间点临近，但由于国内疫情影响到产业链一季度交付，因此制造环节收入端增速并不显著。二季度国内疫情显著好转，预计制造端交付量将有较大幅度的提升，整机环节可能会体现出更大的业绩弹性。整机环节，推荐金风科技、明阳智能；零部件环节推荐与关注：天顺风能、泰胜风能、东方电缆。
- **风险提示：**风电新增装机不达预期、原材料价格持续上涨、海外疫情加剧。

游家训

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

赵旭

zhaoxu2@cmschina.com.cn  
S1090519120001

重点公司主要财务指标（部分参照市场一致预期）

	股价	19EPS	20EPS	21EPS	20PE	21PE	PB	
金风科技	10.34	0.51	0.96	1.12	11	9	1.5	强烈推荐-A
明阳智能	11.60	0.53	0.75	1.02	15	11	2.3	审慎推荐-A
天顺风能	6.10	0.42	0.55	0.65	11	9	1.8	未有评级
泰胜风能	4.19	0.21	0.36	0.43	12	10	1.3	未有评级
东方电缆	14.28	0.69	0.95	1.12	15	13	4.3	未有评级

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

## 正文目录

一、2019 年新增装机同比增长 25%，电价下调时点临近 .....	5
二、2019 年产业链盈利分化显著 .....	6
2.1 行业整体收入增长，盈利略有下滑 .....	6
2.2 2019 年各环节盈利分化，整机业绩触底 .....	7
2.2.1 运营环节：收入与净利润正增长，但同比增速放缓 .....	7
2.2.2 整机环节：低价订单集中交付，增收不增利。 .....	8
2.2.3 风塔：中厚板价格下行，盈利显著提升。 .....	10
2.2.4 其他零部件：原材料价格下行，零部件企业整体业绩向好。 .....	11
三、国内疫情影响风电行业 2020 年一季度交付 .....	13
四、投资建议 .....	16
风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1：2019 年新增装机同比增长 25%至 25.79GW .....	5
图 2：2019 年累计并网装机同比增长 14%至 210.05GW .....	5
图 3：电价政策调整一览 .....	5
图 4：风电行业收入同比增长 23.48%.....	6
图 5：风电行业归母净利润同比下降 8.16%.....	6
图 6：运营环节收入同比增长 7.65%.....	7
图 7：运营环节归母净利润同比增长 5.80%.....	7
图 8：运营商资产负债率 .....	7
图 9：运营商净资产收益率.....	7
图 10：运营商流动比率 .....	8
图 11：运营商速动比率 .....	8
图 12：2019 年整机收入同比增长 35.36% .....	8

图 13: 2019 年整机归母净利润同比大幅下降 .....	8
图 14: 整机招标价格持续上升 .....	9
图 15: 整机毛利率触底 .....	9
图 16: 风塔制造企业收入同比增长 62.05% .....	10
图 17: 风塔制造企业归母净利润同比增长 108.49% .....	10
图 18: 中厚板价格走低 .....	10
图 19: 多数风塔企业毛利率提升 .....	11
图 20: 其他零部件企业收入同比增长 24.10% .....	11
图 21: 其他零部件企业归母净利润同比增长 70.64% .....	11
图 22: 玻纤均价 .....	12
图 23: 长江有色铜均价 .....	12
图 24: 废钢均价 .....	12
图 25: 铸造生铁均价 .....	12
图 26: 2020Q1 风电行业收入同比增长 11.18% .....	13
图 27: 2020Q1 风电行业归母净利润同比增长 38.76% .....	13
图 28: 2020Q1 运营环节收入同比增长 1.79% .....	14
图 29: 2020Q1 运营环节归母净利润同比增长 8.07% .....	14
图 30: 2020Q1 整机环节收入同比增长 19.39% .....	14
图 31: 2020Q1 整机环节归母净利润同比增长 269.57% .....	14
图 32: 2020Q1 风塔环节收入同比增长 5.16% .....	14
图 33: 2020Q1 风塔环节归母净利润同比增长 55.73% .....	14
图 34: 2020Q1 除风塔外零部件收入同比增长 15.12% .....	15
图 35: 2020Q1 除风塔外零部件归母净利润同比增长 40.28% .....	15

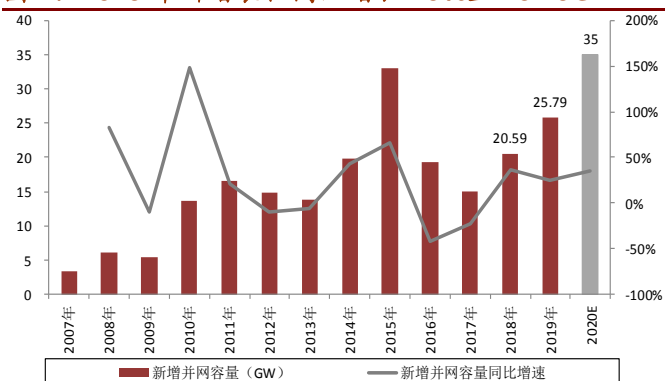
表 1: 风电行业上市公司一览 .....	6
-----------------------	---

表 2: 运营环节上市公司经营情况一览 .....	8
表 3: 整机制造环节上市公司经营情况一览 .....	9
表 4: 风塔制造环节上市公司经营情况一览 .....	11
表 5: 其他零部件制造环节上市公司经营情况一览 .....	12
表 6: 2020Q1 风电行业上市公司经营情况一览 .....	15

## 一、2019 年新增装机同比增长 25%，电价下调时点临近

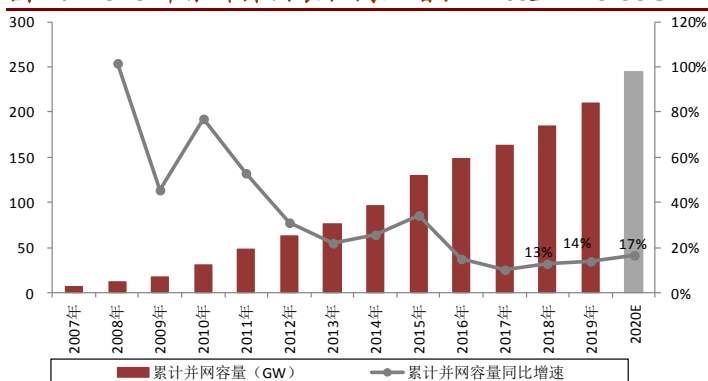
2019 年我国风电新增并网装机 25.79GW，同比增长 25%；累计并网容量 210.05GW，同比增长 14%。2019 年 5 月底，能源局印发《关于 2019 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，明确电价确定节点由开工变为并网。政策落地后，运营商加速项目建设，随着电价下调时间点临近，风电新增装机有望维持较高增长。

图 1：2019 年新增装机同比增长 25%至 25.79GW



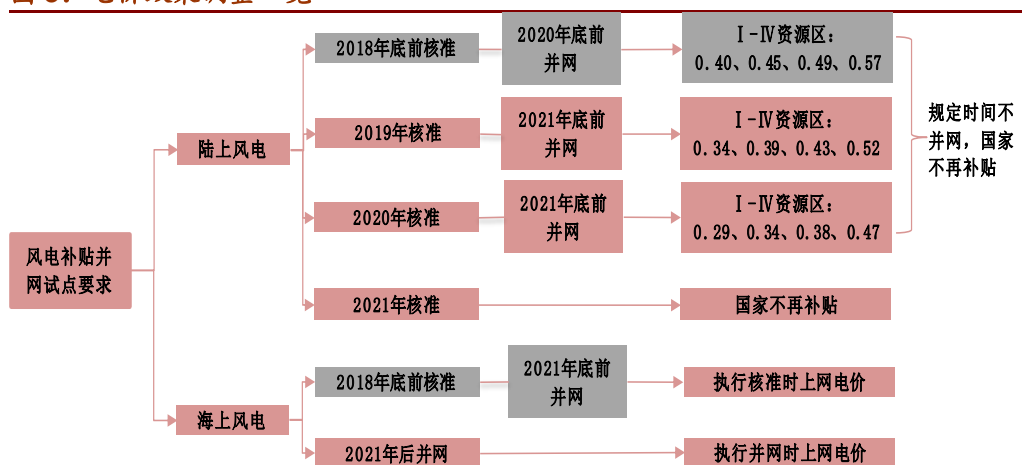
资料来源：国家统计局，招商证券

图 2：2019 年累计并网装机同比增长 14%至 210.05GW



资料来源：国家统计局，招商证券

图 3：电价政策调整一览



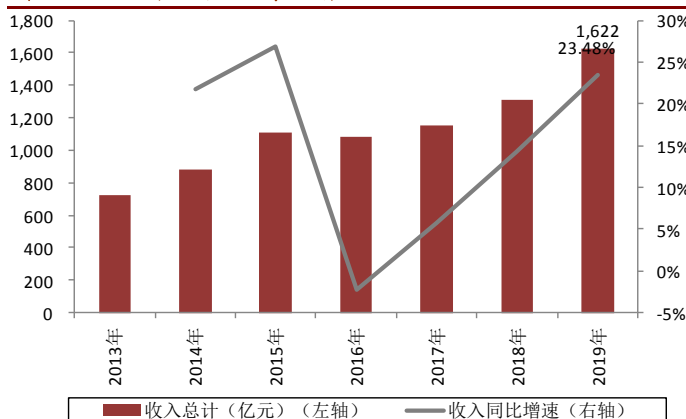
资料来源：能源局，招商证券

## 二、2019 年产业链盈利分化显著

### 2.1 行业整体收入增长，盈利略有下滑

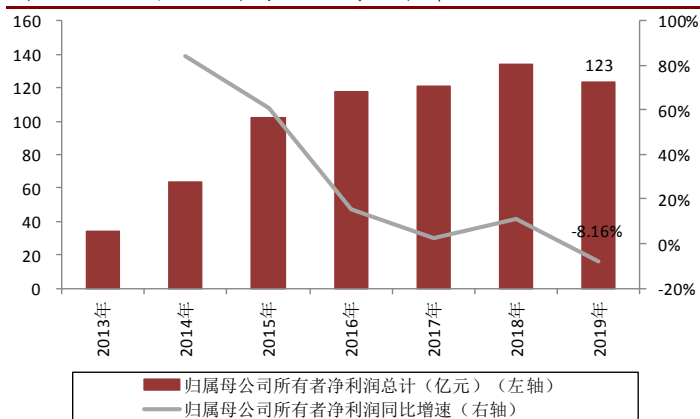
2019 年风电行业整体实现营业收入 1622 亿元，同比增长 23.48%；归母净利润 123 亿元，同比下降 8.16%，纳入统计的 24 家风电行业上市公司（不包含华能新能源，已退市）收入规模显著增长，但是盈利略有下滑。

图 4：风电行业收入同比增长 23.48%



资料来源：Wind，招商证券

图 5：风电行业归母净利润同比下降 8.16%



资料来源：Wind，招商证券

表 1：风电行业上市公司一览

细分行业	代码	简称	细分行业	代码	简称
整机	002202	金风科技	风塔	002531	天顺风能
整机	601615	明阳智能	风塔	300129	泰胜风能
整机	300772	运达股份	风塔	300569	天能重工
整机	600290	华仪电气	风塔	002487	大金重工
运营商	600163	中闽能源	零部件	300443	金雷风电
运营商	000862	银星能源	零部件	300185	通裕重工
运营商	601016	节能风电	零部件	603218	日月股份
运营商	0916. HK	龙源电力	零部件	601218	吉鑫科技
运营商	0956. HK	新天绿色能源	零部件	603507	振江股份
运营商	1798. HK	大唐新能源	零部件	603063	禾望电气
运营商	0182. HK	协和新能源	零部件	0658. HK	中国高速传动
零部件	603606	东方电缆	零部件	002080	中材科技

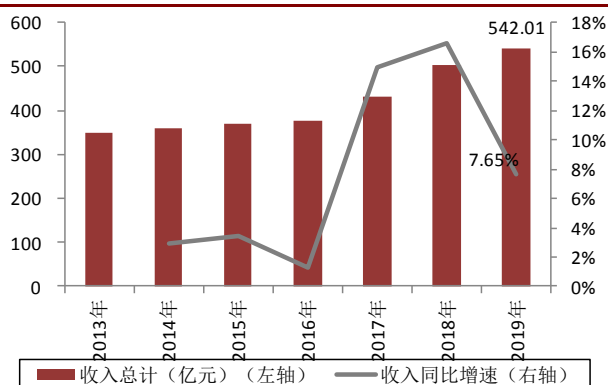
资料来源：Wind，招商证券

## 2.2 2019 年各环节盈利分化，整机业绩触底

### 2.2.1 运营环节：收入与净利润正增长，但同比增速放缓

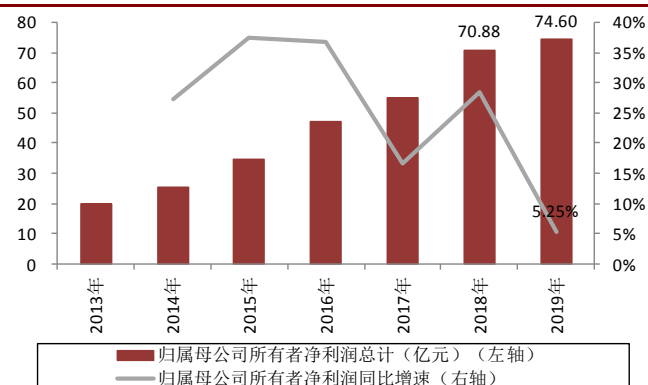
2019 年风电运营环节收入同比增长 7.65% 至 542 亿元，归母净利润同比增长 5.25% 至 74.60 元，收入与净利润均实现同比正增长，但增速同比有所下滑。2019 年运营环节上市公司整体经营较为稳健，业绩增速放缓主要受两方面影响：(1) 交易电量占比提升；(2) 弃风率同比 2019 年一季度变化不大。

图 6：运营环节收入同比增长 7.65%



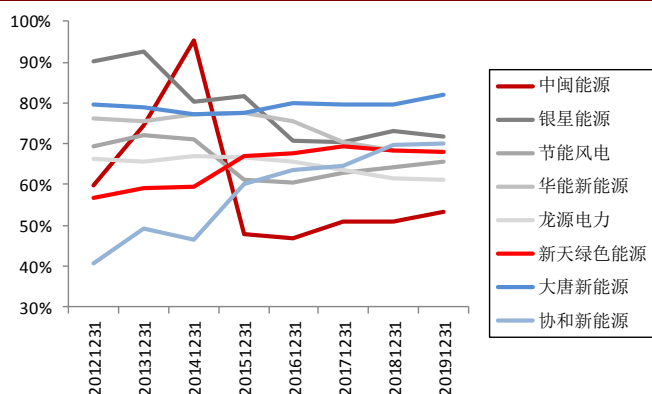
资料来源：Wind，招商证券

图 7：运营环节归母净利润同比增长 5.80%



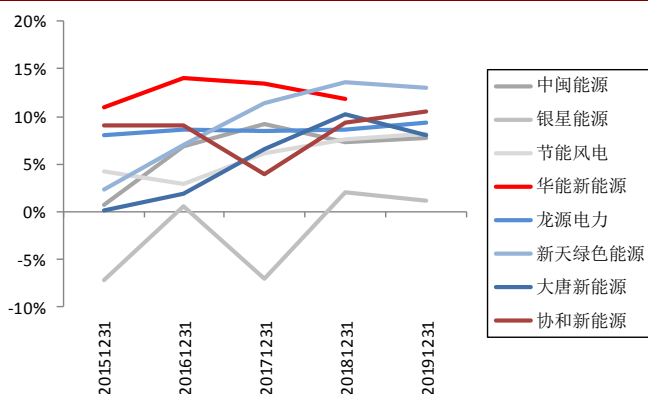
资料来源：Wind，招商证券

图 8：运营商资产负债率



资料来源：Wind，招商证券

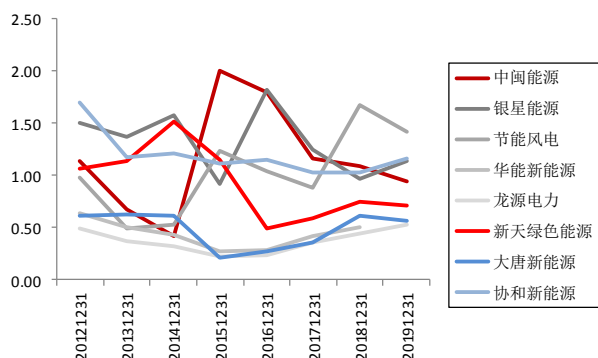
图 9：运营商净资产收益率



资料来源：Wind，招商证券

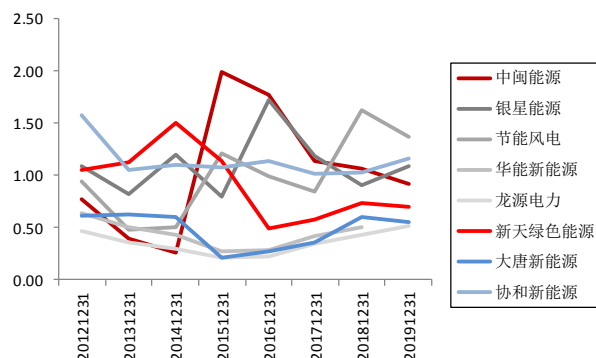


图 10: 运营商流动比率



资料来源: Wind, 招商证券

图 11: 运营商速动比率



资料来源: Wind, 招商证券

表 2: 运营环节上市公司经营情况一览

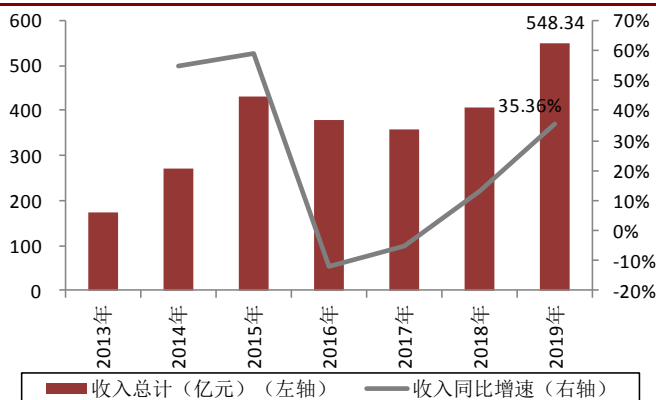
代码	证券简称	收入 (亿元)				归属母公司所有者净利润 (亿元)			
		2018 年	2019 年	同比增减额	同比增速	2018 年	2019 年	同比增减额	同比增速
600163	中闽能源	5.24	5.81	0.57	10.81%	1.30	1.51	0.20	15.47%
000862	银星能源	11.95	13.57	1.62	13.53%	0.53	0.29	-0.24	-
601016	节能风电	23.76	24.87	1.11	4.68%	5.15	5.84	0.69	13.38%
0916.HK	龙源电力	265.04	276.08	11.04	4.16%	39.24	43.25	4.01	10.22%
0956.HK	新天绿色能源	100.12	119.94	19.82	19.80%	12.69	14.15	1.46	11.53%
1798.HK	大唐新能源	83.19	83.25	0.05	0.06%	12.09	9.36	-2.73	-22.56%
0182.HK	协和新能源	14.20	18.49	4.29	30.25%	5.02	6.04	1.02	20.28%

资料来源: Wind, 招商证券

## 2.2.2 整机环节: 低价订单集中交付, 增收不增利。

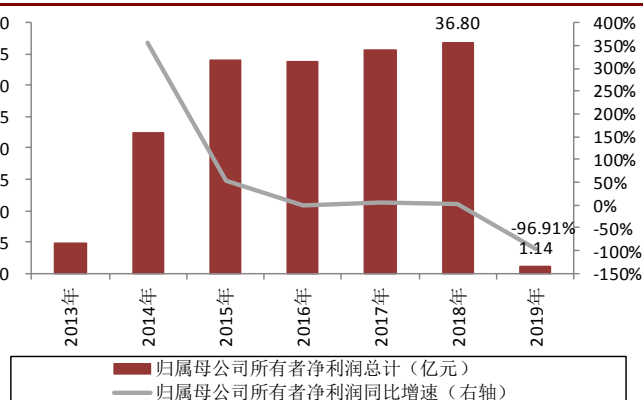
2019 年 4 家整机企业营业收入同比增长 35.36% 至 548.34 亿元, 增速较 2018 年提升约 22.39 个百分点。虽然 2019 年整机环节在集中交付低价订单, 但我们预计销售均价同比 2018 年降幅不会超过 10%, 收入同比有较大幅度的增长主要是因电价调整时间点临近、交付量增加。2019 年整机环节归母净利润同比下降 97% 至 1.14 亿元, 主要是因华仪电气计提信用减值 27.5 亿元, 若剔除华仪电气, 则整机环节归母净利润增速为 -19.5%, 与集中交付低价订单有关。

图 12: 2019 年整机收入同比增长 35.36%



资料来源: Wind, 招商证券

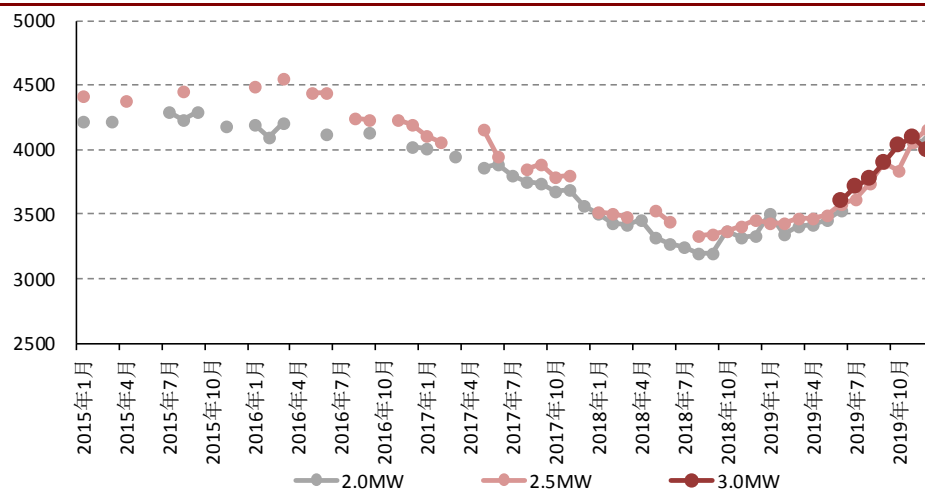
图 13: 2019 年整机归母净利润同比大幅下降



资料来源: Wind, 招商证券

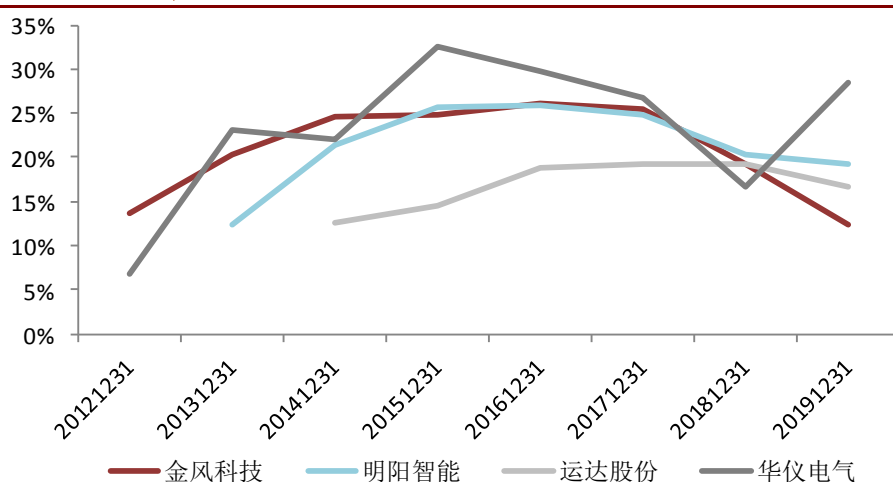


图 14: 整机招标价格持续上升



资料来源: 金风科技, 招商证券

图 15: 整机毛利率触底



资料来源: Wind, 招商证券

表 3: 整机制造环节上市公司经营情况一览

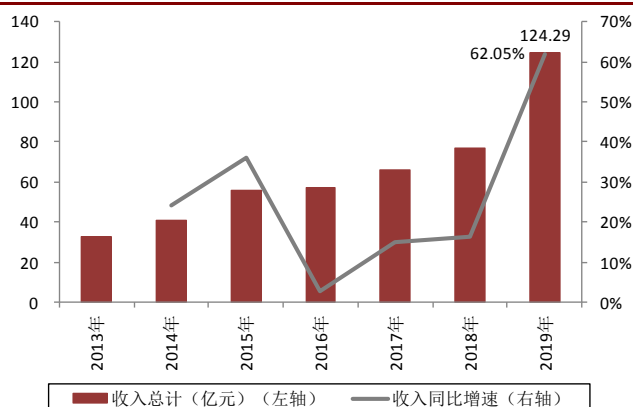
代码	证券简称	收入 (亿元)				归属母公司所有者净利润 (亿元)			
		2018 年	2019 年	同比增减额	同比增速	2018 年	2019 年	同比增减额	同比增速
2202	金风科技	287.31	382.45	95.14	33.11%	32.17	22.10	-10.07	-31.30%
601615	明阳智能	69.02	104.93	35.91	52.03%	4.26	7.13	2.87	67.28%
600416	运达股份	61.99	52.05	-9.94	-16.04%	1.20	1.07	-0.14	-11.46%
600290	华仪电气	33.12	50.10	16.98	51.29%	-0.83	-29.15	-28.32	-

资料来源: Wind, 招商证券

### 2.2.3 风塔：中厚板价格下行，盈利显著提升。

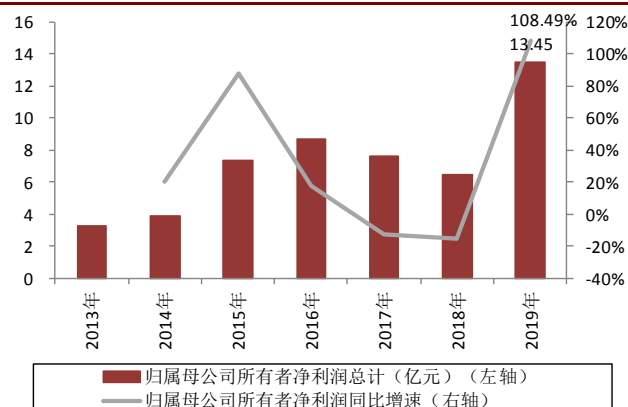
2019 年 4 家风塔制造企业营业收入同比增长 62.05% 至 124.29 亿元，归母净利润同比增长 108.49% 至 13.45 亿元，主要是因下游需求增长带来交付量提升，叠加中厚板价格下行。除天顺风能外的其他三家风塔企业 2019 年产品毛利率均有所提升，风塔环节增量+提价+降本的逻辑基本贯穿全年，业绩显著增长。

图 16：风塔制造企业收入同比增长 62.05%



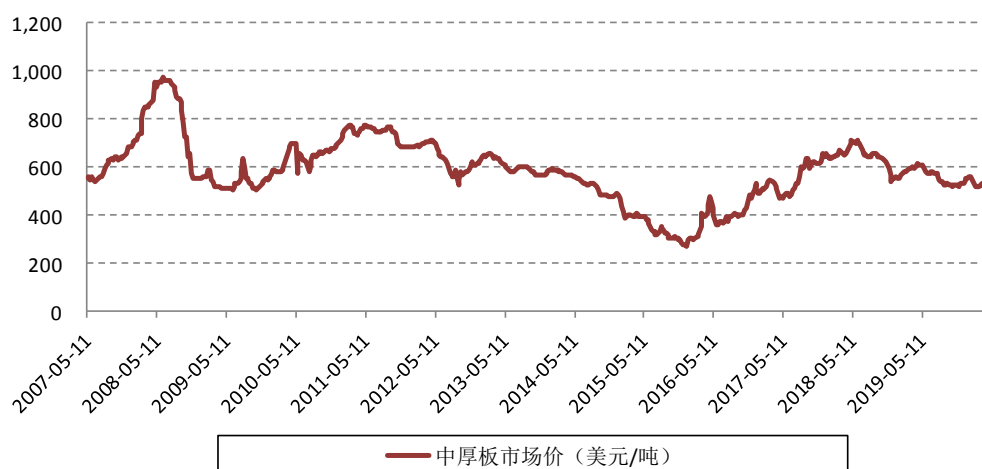
资料来源：Wind，招商证券

图 17：风塔制造企业归母净利润同比增长 108.49%



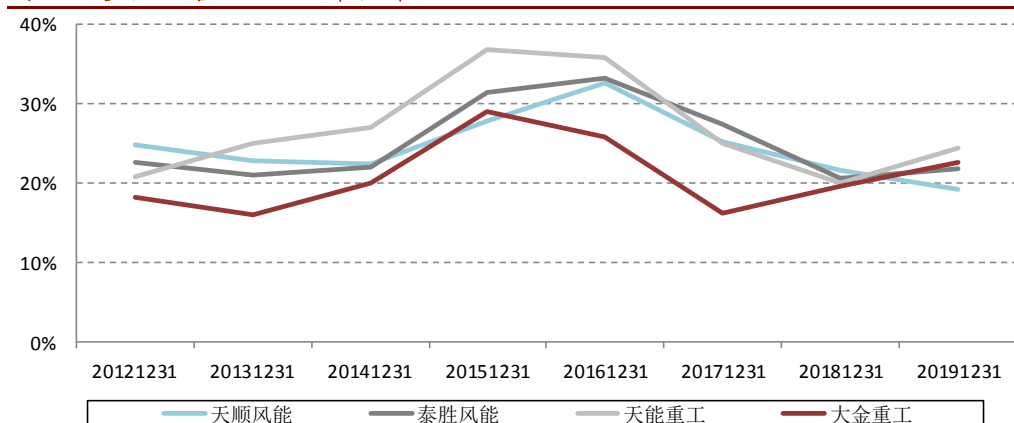
资料来源：Wind，招商证券

图 18：中厚板价格走低



资料来源：Wind，招商证券

图 19：多数风塔企业毛利率提升



资料来源：Wind，招商证券

表 4：风塔制造环节上市公司经营情况一览

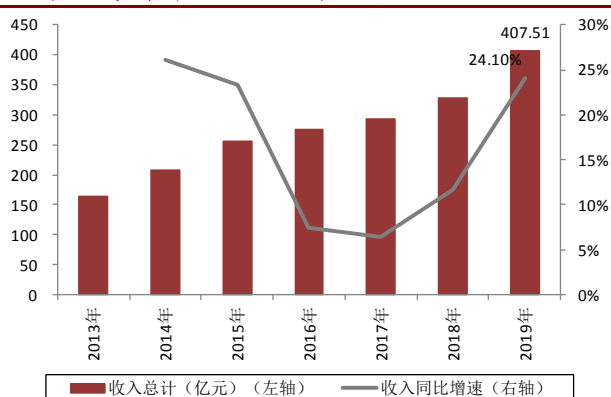
代码	证券简称	收入 (亿元)				归属母公司所有者净利润 (亿元)			
		2018 年	2019 年	同比增减额	同比增速	2018 年	2019 年	同比增减额	同比增速
002531	天顺风能	38.34	60.58	22.24	58.0%	4.70	7.47	2.77	59.0%
300129	泰胜风能	14.73	22.19	7.46	50.7%	0.11	1.54	1.43	1358.8%
300569	天能重工	13.94	24.64	10.71	76.8%	1.02	2.69	1.67	163.3%
002487	大金重工	9.70	16.87	7.18	74.0%	0.63	1.76	1.13	179.9%

资料来源：Wind，招商证券

## 2.2.4 其他零部件：原材料价格下行，零部件企业整体业绩向好。

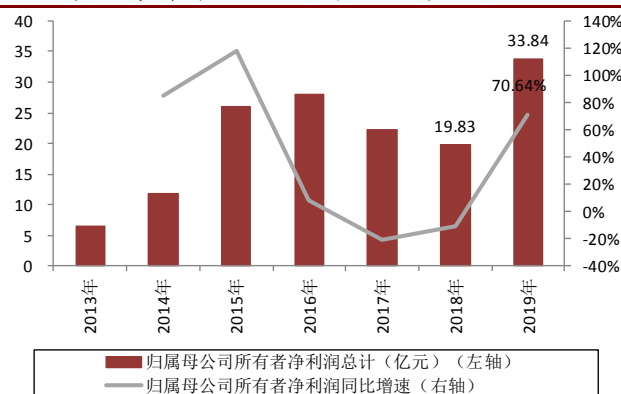
2019 年除风塔外的零部件企业营业收入同比增长 24.10%至 407.51 亿元，归母净利润同比增长 70.64%至 33.84 亿元。除振江股份归母净利润略有下滑外，2019 年零部件企业收入、净利润均实现正增长，基本反映了交付量增长与成本下降对零部件企业经营产生的积极影响。

图 20：其他零部件企业收入同比增长 24.10%



资料来源：Wind，招商证券

图 21：其他零部件企业归母净利润同比增长 70.64%



资料来源：Wind，招商证券

图 22: 玻纤均价

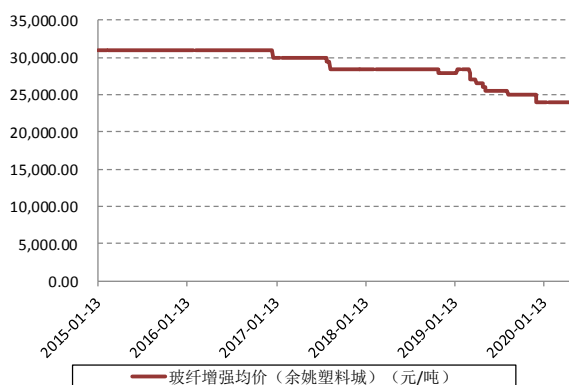


图 23: 长江有色铜均价



图 24: 废钢均价



图 25: 铸造生铁均价



表 5: 其他零部件制造环节上市公司经营情况一览

代码	证券简称	收入 (亿元)				归属母公司所有者净利润 (亿元)			
		2018 年	2019 年	同比增减额	同比增速	2018 年	2019 年	同比增减额	同比增速
603606	东方电缆	30.24	36.90	6.66	22.03%	1.71	4.52	2.81	163.74%
300443	金雷风电	7.90	11.24	3.34	42.34%	1.16	2.05	0.89	76.37%
300185	通裕重工	35.35	40.27	4.92	13.93%	2.17	2.35	0.18	8.22%
603218	日月股份	23.51	34.86	11.35	48.30%	2.81	5.05	2.24	79.84%
601218	吉鑫科技	12.69	14.97	2.28	17.99%	-0.59	0.65	1.25	-
603507	振江股份	9.80	17.86	8.06	82.27%	0.61	0.37	-0.23	-38.38%
603063	禾望电气	11.81	17.86	6.05	51.20%	0.54	0.66	0.13	23.49%
0658.HK	中国高速传动	82.61	97.64	15.03	18.20%	2.08	4.38	2.30	110.26%
002080	中材科技	114.47	135.90	21.44	18.73%	9.34	13.80	4.46	47.73%

资料来源: Wind, 招商证券

### 三、国内疫情影响风电行业 2020 年一季度交付

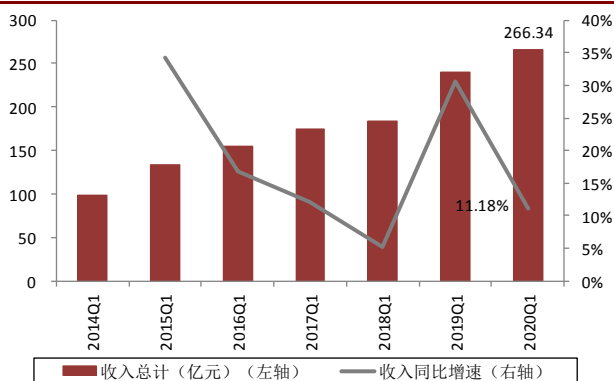
**风电行业收入增速同比下降。**2020 年一季度风电行业整体收入同比增长 11.18% 至 266.34 亿元,收入增速较 2019 年同期下降 19.33 个百分点;归母净利润同比增长 38.76% 至 40.27 亿元(中国高速传动、大唐新能源、新天绿色能源、协和新能源尚未披露一季报业绩,暂不统计在内)。

**用电量需求下降影响运营环节收入与净利润增速。**2020Q1 运营商收入同比增长 1.79% 至 84.84 亿元,增速同比 2019 年一季度下降 1.12 个百分点。2019 年底运营环节投运较多机组,但 2020 年一季度新增机组对收入端的贡献尚未充分反映,主要是受国内疫情影响,全社会用电量需求下降。2020Q1 运营环节净利润同比增长 8.07% 至 22.12 亿元,净利润增速高于收入增速主要与 2019 年同期基数偏低有关(2019Q1 来风偏差)。

**整机环节逐步交付价格上升区间订单。**2020 年一季度整机制造环节收入同比增长 19.39% 至 95.23 亿元,与 2019 年同期相比,2020 年一季度整机环节收入增长并不极其显著,主要与国内疫情影响产品交付有关。此外,海外关键零部件供应偏紧可能也影响到一季度整机交付。一季度整机环节归母净利润同比增长 269.57% 至 9.55 亿元,主要是受两方面因素影响:(1) 低价订单在 2019 年基本处理完毕,2020 年一季度逐步交付价格上升区间的订单;(2) 金风科技净利润同比增长约 291%(转让风场贡献较多投资收益),带动一季度制造环节净利润提升。

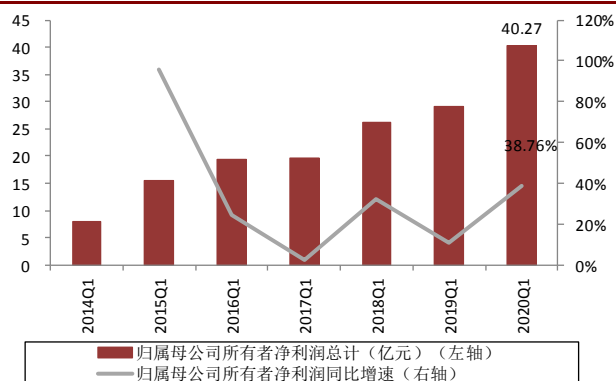
**零部件环节业绩维持较高增速。**2020 年一季度风塔与除风塔外其他零部件环节收入分别为 18.48 亿元(同比增长 5.16%)、66.79 亿元(同比增长 15.12%),归母净利润分别为 2.3 亿元(同比增长 55.73%)、6.3 亿元(同比增长 40.28%)。一季度风塔环节收入增速低于其他零部件,可能主要是因风塔更加贴近运营商,因此交付受疫情影响更大。

图 26: 2020Q1 风电行业收入同比增长 11.18%



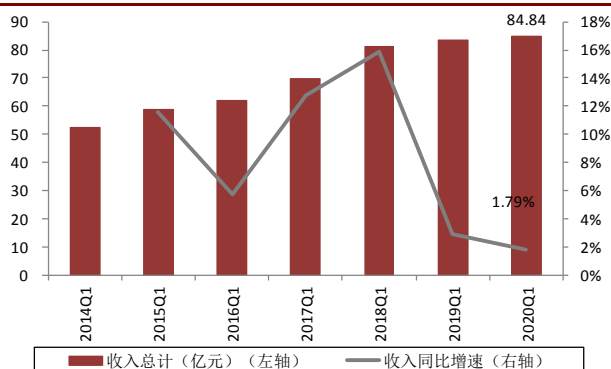
资料来源: Wind, 招商证券

图 27: 2020Q1 风电行业归母净利润同比增长 38.76%



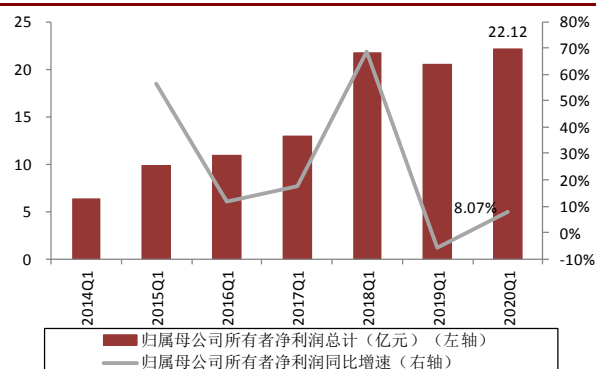
资料来源: Wind, 招商证券

图 28: 2020Q1 运营环节收入同比增长 1.79%



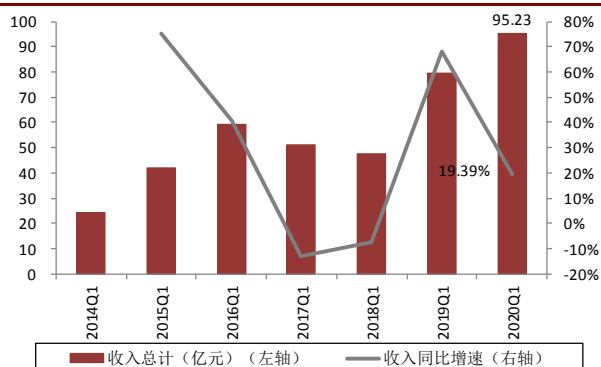
资料来源: Wind, 招商证券

图 29: 2020Q1 运营环节归母净利润同比增长 8.07%



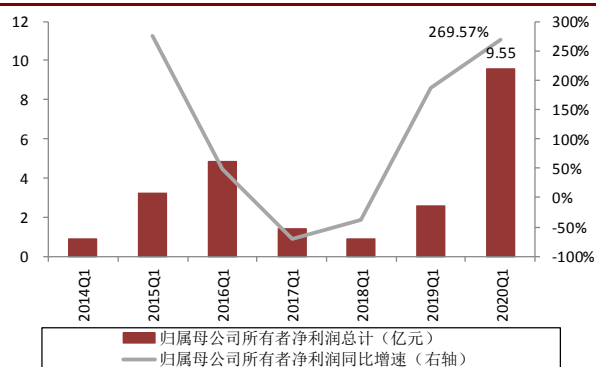
资料来源: Wind, 招商证券

图 30: 2020Q1 整机环节收入同比增长 19.39%



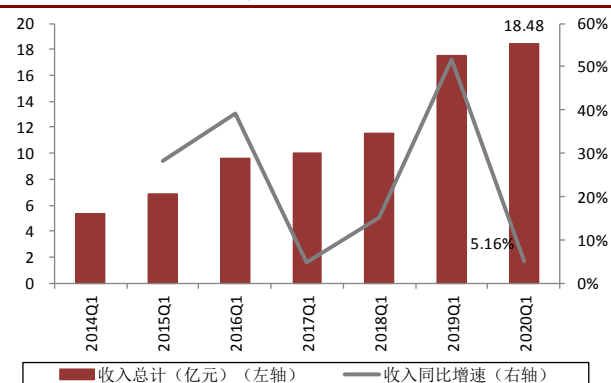
资料来源: Wind, 招商证券

图 31: 2020Q1 整机环节归母净利润同比增长 269.57%



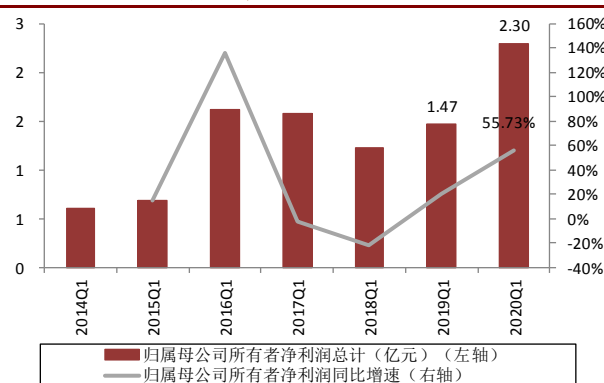
资料来源: Wind, 招商证券

图 32: 2020Q1 风塔环节收入同比增长 5.16%



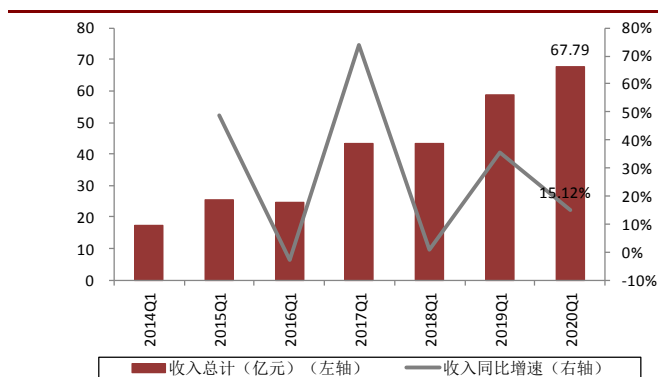
资料来源: Wind, 招商证券

图 33: 2020Q1 风塔环节归母净利润同比增长 55.73%



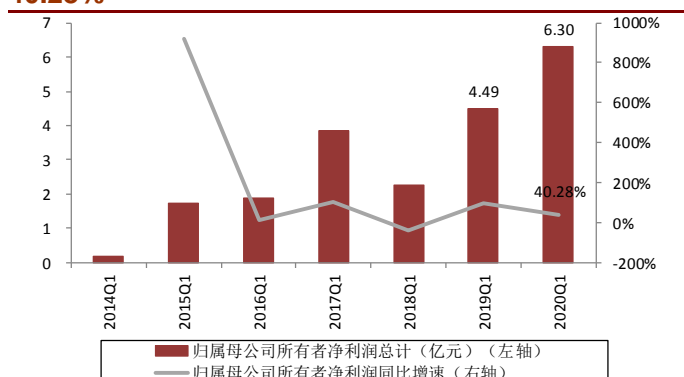
资料来源: Wind, 招商证券

图 34: 2020Q1 除风塔外零部件收入同比增长 15.12%



资料来源: Wind, 招商证券

图 35: 2020Q1 除风塔外零部件归母净利润同比增长 40.28%



资料来源: Wind, 招商证券

表 6: 2020Q1 风电行业上市公司经营情况一览

代码	证券简称	收入 (亿元)				归属母公司所有者净利润 (亿元)			
		2019Q1	2020Q1	同比增减额	同比增速	2019Q1	2020Q1	同比增减额	同比增速
002202	金风科技	53.96	54.67	0.72	1%	2.29	8.95	6.66	291%
601615	明阳智能	17.46	29.78	12.32	71%	0.39	1.47	1.08	278%
300772	运达股份	6.79	10.25	3.47	51%	0.09	0.04	-0.05	-54%
600290	华仪电气	1.56	0.52	-1.04	-67%	-0.18	-0.91	-0.73	-
002531	天顺风能	8.42	8.64	0.23	3%	0.87	1.33	0.46	53%
300129	泰胜风能	3.40	2.57	-0.83	-24%	0.21	0.15	-0.06	-28%
300569	天能重工	3.60	3.28	-0.32	-9%	0.28	0.31	0.03	10%
002487	大金重工	2.16	3.99	1.83	85%	0.12	0.51	0.39	338%
603606	东方电缆	6.06	6.71	0.66	11%	0.49	0.81	0.31	63%
300443	金雷风电	2.23	2.59	0.36	16%	0.34	0.61	0.27	80%
300185	通裕重工	7.95	11.63	3.69	46%	0.24	0.62	0.39	164%
603218	日月股份	6.74	8.33	1.59	24%	0.83	1.30	0.47	57%
601218	吉鑫科技	3.07	3.04	-0.03	-1%	0.07	0.21	0.14	195%
603507	振江股份	2.89	3.64	0.76	26%	0.05	0.04	-0.01	-29%
603063	禾望电气	3.40	2.95	-0.45	-13%	0.32	0.29	-0.02	-8%
0658. HK	中国高速传动	-	-	-	-	-	-	-	-
002080	中材科技	26.56	28.89	2.34	9%	2.15	2.42	0.27	12%
600163	中闽能源	1.59	2.21	0.62	39%	0.52	0.80	0.28	54%
000862	银星能源	3.06	2.56	-0.50	-16%	0.06	0.05	-0.01	-9%
601016	节能风电	5.52	6.20	0.69	13%	1.13	1.37	0.23	21%
0916. HK	龙源电力	73.18	73.87	0.69	1%	18.76	19.90	1.15	6%
0956. HK	新天绿色能源	-	-	-	-	-	-	-	-
1798. HK	大唐新能源	-	-	-	-	-	-	-	-
0182. HK	协和新能源	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 招商证券



## 四、投资建议

2020 年风电新增装机将持续改善确定性强，主要是因电价下调时间点临近，但由于国内疫情影响到产业链一季度交付，因此制造环节收入端增速并不显著。二季度国内疫情显著好转，预计制造端交付量将有较大程度的提升，整机环节可能会体现出更大的业绩弹性。

整机环节，推荐金风科技、明阳智能；零部件环节推荐与关注：天顺风能、泰胜风能、东方电缆。

## 风险提示

### 1) 风电新增装机不达预期

风电新增装机受较多因素影响，作为行业重要指标之一，装机交付不达预期将影响相关设备制造公司业绩。

### 2) 原材料价格持续上涨

风电设备原材料占成本比重较高，原材料价格持续上涨将对设备制造商毛利率水平产生负面影响，持续大幅上涨会影响零部件交付。

### 3) 海外疫情加剧

机组大型化对零部件制造环节提出更高要求，零部件环节有效产能偏紧整机交付。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**游家训：**浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**普绍增：**上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

**刘珺涵：**美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

**刘晓飞：**南开大学硕士，2015 年加入招商证券，覆盖光伏产业。

**赵旭：**中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、新能源汽车产业。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。