

风电 2019 年报及 2020 年一季报总结

零部件板块表现亮眼，整机毛利率有望触底回升

核心观点：

- **风电板块 2019 年上涨 26.1%，2020Q1 表现领先沪深 300 指数。** GF 风电板块 2019 年跑输沪深 300 指数 11.86 个 pct；2020Q1 沪深 300 指数下跌 10.02%，GF 风电板块下跌 8.83%，风电板块领先沪深 300 指数 1.19 个 pct。零部件企业涨幅居前，2019 年中材科技、泰胜风能、日月股份股价涨幅分别为 103.35%、73.24%、65.67%；2020Q1 东方电缆、振江股份股价实现逆势上涨，涨幅分别为 13.59%和 10.22%。
- **2019 年零部件环节业绩增速亮眼，整机表现不佳。** 2019 年风电三大细分领域营收均实现 20%以上增长，各子领域盈利表现不一。零部件、运营、整机三个子板块扣非归母净利润同比分别+85%、+34%、-36%；利润占比分别为 42.01%、21.24%、36.75%，较 2018 年分别+18.3pct、+4.75pct、-23pct。零部件领域业绩亮眼主要得益于板块毛利率同比+2.3 个 pct，达到 25.76%；期间费用率同比-0.86pct 到 13.39%。整机主要受累于低价风机订单交付，毛利率同比-3.33pct，拖累整体业绩表现。
- **2020Q1 疫情拖累整机下滑，零部件、运营逆势增长。** 2020Q1 风电板块营收同比-9.34%，其中零部件、运营、整机子板块营收分别同比+9.42%、+16.46%、-16.29%。2020Q1 风电整体实现扣非归母净利润 22.83 亿元，同比+65%。其中零部件、运营、整机三个子板块扣非归母净利润同比分别+39.6%、+106.3%、+70.6%，剔除金风科技大额投资收益影响，整机板块扣非业绩同比-45.3%。零部件、运营、整机三大领域利润占比分别为 49.6%、36.3%、14.1%，较 19Q1 分别+4.6pct、+14pct、-18.6pct。整机业绩表现较差，主要受疫情及毛利率下滑拖累；零部件和运营受益于毛利率提升和期间费用率下降，实现逆势增长。
- **2019 年风电行业 ROE 提升 0.38 个 pct 到 6.9%，毛利率 21.02%，** 同比-2.4 个 pct。其中，整机、运营、零部件毛利率分别为 18.7%、38.6%、25.76%，同比-3.33pct、-3.24pct、+2.3pct。20Q1 风电行业毛利率为 25.97%，同比+2.8pct。整机、运营、零部件毛利率分别 21.9%、41.9、27.7%，同比分别-4.04pct、+6.05pct、+1.99pct。
- **投资建议。** 补贴退坡引发的抢装行情持续，行业保持高景气，零部件企业产能扩张及周转率提升带动盈利能力提高，毛利率有望继续改善，关注日月股份、天顺风能、中材科技（广发建材联合覆盖）等；风电整机方面，随着前期低价订单交付完毕，整机企业毛利率有望触底回升，关注金风科技（A+H）、明阳智能等；此外，随着弃风限电改善，风电场盈利向好，建议关注港股的风电运营商。
- **风险提示。** 竞争加剧，产品品价格大幅波动；原材料价格变化风险；行业政策变化，装机不及预期等。

行业评级

买入

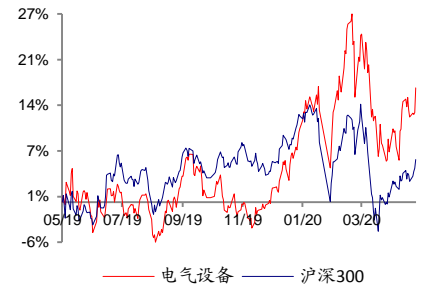
前次评级

买入

报告日期

2020-05-05

相对市场表现



分析师：

陈子坤



SAC 执证号：S0260513080001



010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

分析师：

李蒙



SAC 执证号：S0260519080007



010-59136706



gflimeng@gf.com.cn

分析师：

纪成炜



SAC 执证号：S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-60750617



jichengwei@gf.com.cn

请注意，陈子坤、李蒙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

电气设备行业:国内光伏市场	2020-04-28
将对需求形成明显拉动	
电力设备新能源行业:新能源	2020-04-26
车补贴开启新周期，光伏国内	
需求有望改善	
新能源汽车:新一轮新能源汽	2020-04-24
车补贴周期开启	

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
金风科技	002202.SZ	CNY	9.98	2020/04/29	买入	13.51	0.84	1.00	11.88	9.98	13.57	11.98	10.3%	10.9%
金风科技	02208.HK	HKD	7.17	2020/04/29	买入	10.17	0.92	1.09	7.76	6.56	13.57	11.98	10.3%	10.9%
中材科技	002080.SZ	CNY	12.58	2020/03/18	买入	14.85	1.07	1.08	11.76	11.65	8.30	8.38	13.3%	11.8%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、2019 营收增长提速，2020Q1 扣非业绩逆势高增	6
（一）风电板块 2019 年上涨 26.1%，2020Q1 相对收益明显	6
（二）2019 年风电营收增长提速，2020Q1 扣非业绩大幅增长	6
（三）零部件板块成绩喜人，行业龙头高速增长	11
（四）整机板块毛利率下滑拖累业绩表现	12
（五）弃风限电改善助力运营板块盈利提升	13
二、行业 ROE 回升，资产周转率提升	13
三、投资建议	16
四、风险提示	17

图表索引

图 1: GF 风电板块涨跌幅	6
图 2: 2019 年风电板块涨幅	6
图 3: 2020Q1 风电板块涨幅	6
图 4: 2019 风电行业毛利率	7
图 5: 2020Q1 风电行业毛利率	7
图 6: 2019 风电行业期间费用率	7
图 7: 2020Q1 风电行业期间费用率	7
图 8: 2019 年各细分领域对风电板块收入贡献占比及同比增速	8
图 9: 2019 年各细分领域毛利润贡献占比及同比增速	8
图 10: 2019 年扣非归母净利润贡献占比及同比增速	8
图 11: 2020Q1 各细分领域对风电板块收入贡献占比及同比增速	9
图 12: 2020Q1 细分领域毛利润贡献占比及同比增速	9
图 13: 2020Q1 扣非归母净利润贡献占比及同比增速	9
图 14: 2019 零部件板块营收及扣非业绩变化 (亿元)	11
图 15: 2020Q1 零部件板块营收及扣非业绩变化 (亿元)	11
图 16: 2019 日月股份营收及扣非业绩变化 (亿元)	11
图 17: 2020Q1 日月股份营收及扣非业绩变化 (亿元)	11
图 18: 2019 天顺风能营收及扣非业绩变化 (亿元)	12
图 19: 2020Q1 天顺风能营收及扣非业绩变化 (亿元)	12
图 20: 2019 整机板块营收及扣非业绩变化 (亿元)	12
图 21: 2020Q1 整机板块营收及扣非业绩变化 (亿元)	12
图 22: 2019 金风科技营收及扣非业绩变化 (亿元)	13
图 23: 2020Q1 金风科技营收及扣非业绩变化 (亿元)	13
图 24: 2019 运营板块营收及扣非业绩变化 (亿元)	13
图 25: 2020Q1 运营板块营收及扣非业绩变化 (亿元)	13
图 26: 2019 风电行业 ROE 提升	14
图 27: 风电行业资产负债率	14
图 28: 风电行业销售净利率	14
图 29: 风电行业资产周转率	14
图 30: 风电行业毛利率	14
图 31: 2019 风电行业经营活动现金流量净额 (亿元)	15
图 32: 2020Q1 风电行业经营活动现金流量净额 (亿元)	15
图 33: 2019 风电行业投资活动现金流量净额 (亿元)	15
图 34: 2020Q1 风电行业投资活动现金流量净额 (亿元)	15
图 35: 2019 风电行业筹资活动现金流量净额 (亿元)	15
图 36: 2020Q1 风电行业筹资活动现金流量净额 (亿元)	15
图 37: 2019 风电行业净现金流量净额 (亿元)	16
图 38: 2020Q1 风电行业净现金流量净额 (亿元)	16
图 39: 2019 风电行业应收账款周转率	16

图 40: 2020Q1 风电行业应收账款周转率	16
表 1: 风电板块 2019 年收入利润汇总 (亿元)	9
表 2: 风电板块 2020Q1 年收入利润汇总 (亿元)	10

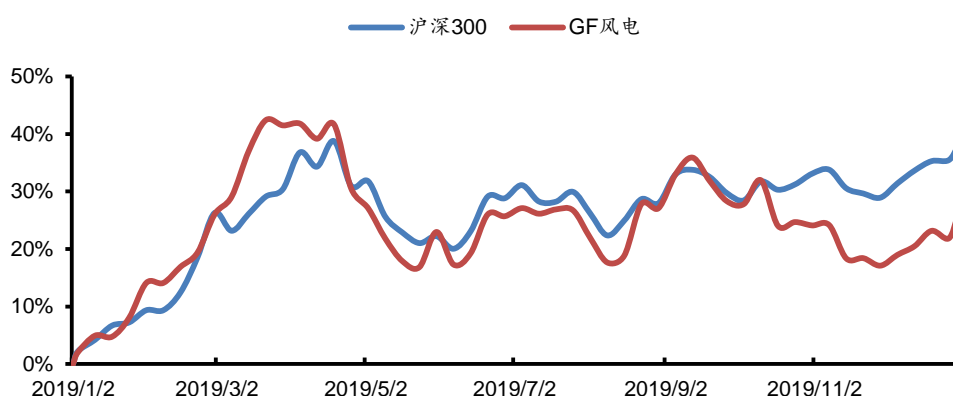
一、2019 营收增长提速，2020Q1 扣非业绩逆势高增

（一）风电板块 2019 年上涨 26.1%，2020Q1 相对收益明显

GF 风电板块（表1中所列20家上市公司）2019年全年上涨26.10%（板块流通股本加权平均），低于沪深300指数37.95%的涨幅；2020Q1下跌8.83%，同期沪深300下跌10.02%，风电板块2020年一季度获得显著相对收益。

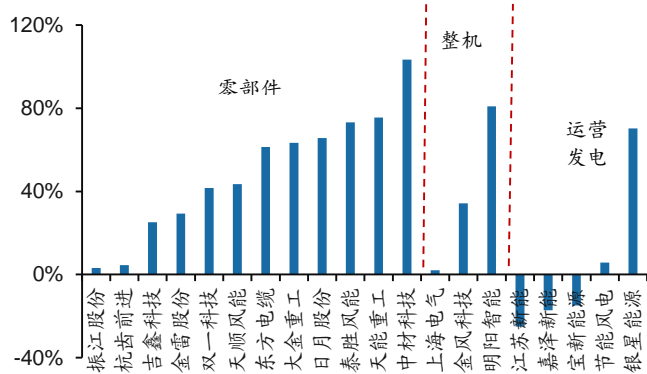
零部件企业涨幅居前，2019年中材科技、泰胜风能、日月股份股价涨幅分别达到103.35%、73.24%、65.67%；2020年一季度东方电缆、振江股份股价实现逆势上涨，涨幅分别为13.59%和10.22%。

图1：GF风电板块涨跌幅



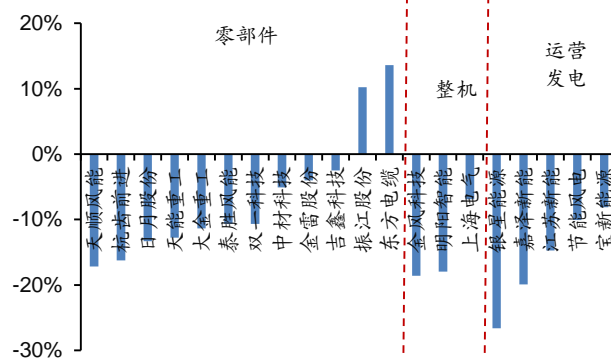
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：2019年风电板块涨幅



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：2020Q1风电板块涨幅



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）2019 年风电营收增长提速，2020Q1 扣非业绩大幅增长

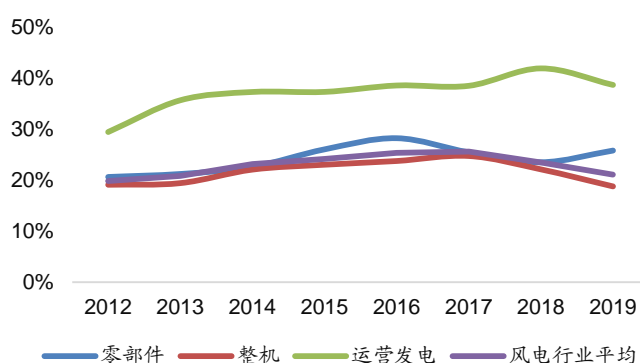
根据万得数据，20家风电上市公司2019年实现营收2284亿元，同比增长29.54%，增速较去年同期提升6.44个pct，实现扣非归母净利润88.48亿元，同比增长4.07%，增速下滑13个pct。由于金风科技扣非归母净利润占比接近20%，其增速对板块表现影响较大，剔除金风科技后，2019年风电板块实现营收1902亿元，同比增长28.74%，实现扣非归母净利润72.27亿元，同比+28.35%，增速与2018年基本持平。

2020年第一季度受疫情影响，板块实现营收335.82亿元，同比减少9.34%；实现扣非归母净利润22.83亿元，同比增长65.44%。剔除金风科技，2020Q1板块营收281亿元，同比-11.16%，扣非归母净利润15.11亿元，同比+26.75%。板块营收下滑但扣非业绩显著增长的原因有两个方面，一方面是因为2020Q1风电行业平均毛利率达到25.97%，同比提升2.8个pct；另一方面，2020Q1风电行业期间费用率14.59%，同比减少3个pct。

行业毛利率2019有所下滑，2020Q1向上修复。2019年行业整体毛利率21.02%，同比下降2.4个pct。整机板块毛利率18.74%，同比下降3.33个pct；运营发电板块毛利率38.6%，同比下降3.24个pct；零部件毛利率达到25.76%，同比提升2.3个pct。

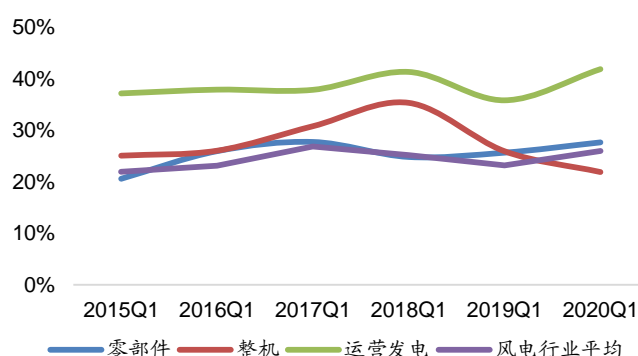
2020Q1行业平均毛利率为25.97%，同比提升2.8个pct。风机零部件板块毛利率达到27.66%，提升2个百分点；整机板块毛利率达到21.9%（剔除上海电气），同比-4.04个百分点；运营发电板块毛利率最高，达到41.88%，提升6.05个百分点。

图4：2019风电行业毛利率



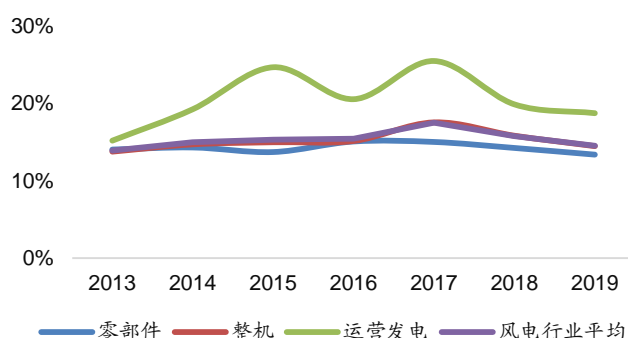
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：2020Q1风电行业毛利率



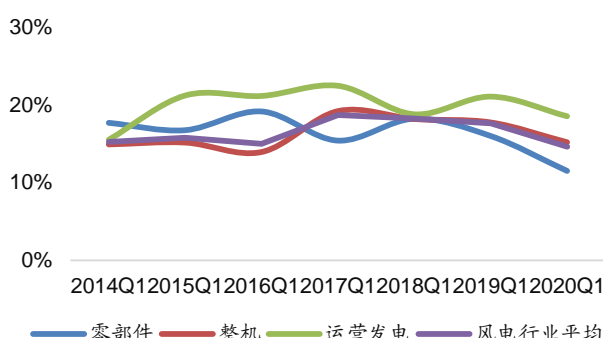
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：2019风电行业期间费用率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：2020Q1风电行业期间费用率

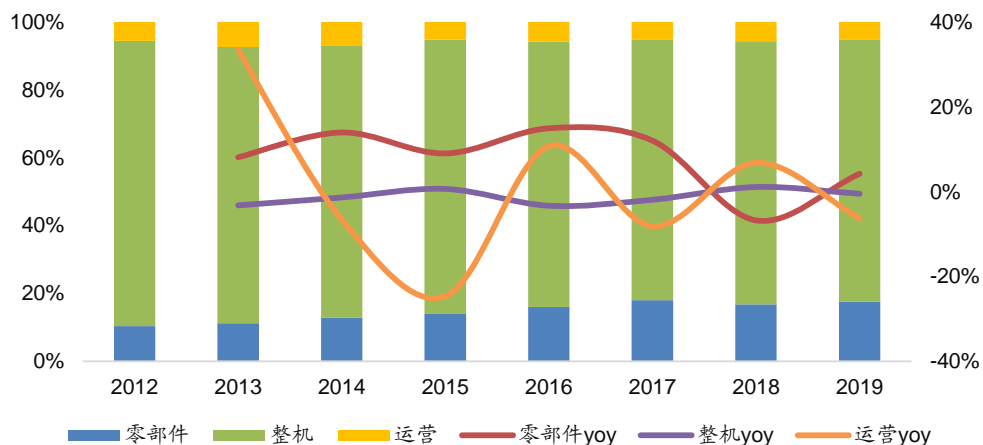


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2019年零部件领域业绩增速最为亮眼，运营领域保持高增长，整机表现最差。2019年风电三大细分领域营收均实现20%以上增长，其中，零部件板块营收同比+34.96%，整机板块同比+28.84%，运营发电板块同比+21.35%。各细分领域扣非归母净利润表现不一。其中，风机零部件实现扣非归母净利润37.17亿元，同比+84.5%，表现

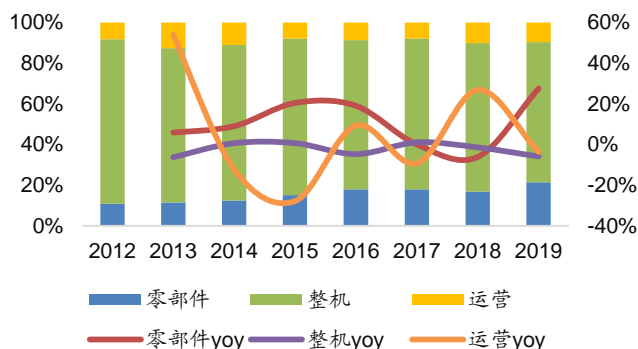
最为亮眼，对板块总体的利润贡献占比也由2018年的23.7%提升至2019年的42%。运营发电板块实现扣非归母净利润18.79亿元，同比+34.08%，继续保持高速增长，对板块总体的利润贡献占比由2018年的16.48%提升至2019年的21.24%。整机板块实现扣非归母净利润32.52亿元，同比-36.07%，表现最差，对板块总体的利润贡献占比由2018年的59.82%下滑至2019年的36.75%。

图8：2019年各细分领域对风电板块收入贡献占比及同比增速



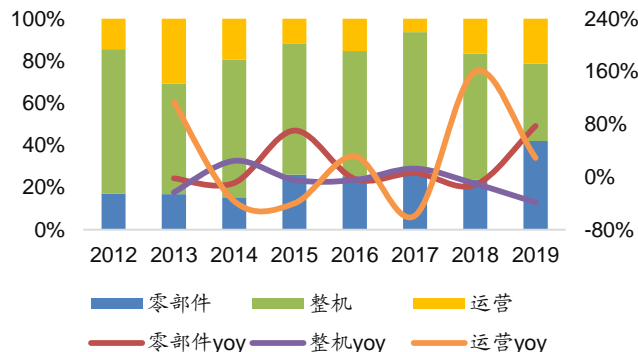
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：2019年各细分领域毛利润贡献占比及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

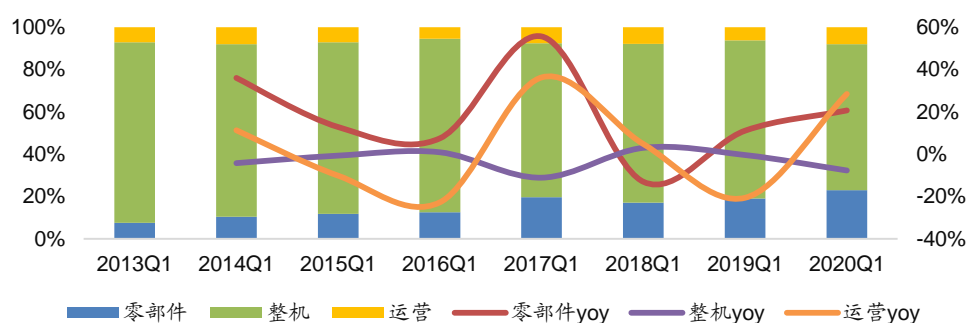
图10：2019年扣非归母净利润贡献占比及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

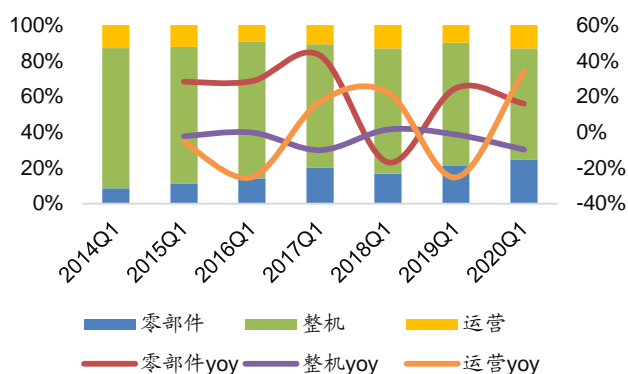
2020Q1疫情拖累整机下滑，零部件、运营逆势增长。2020Q1风电板块营收同比-9.34%，其中零部件、运营、整机子板块营收分别同比+9.42%、+16.46%、-16.29%。2020Q1风电整体实现扣非归母净利润22.83亿元，同比+65%。其中零部件、运营、整机三个子板块扣非归母净利润同比分别+39.6%、+106.3%、+70.6%，剔除金风科技大额投资收益影响，整机板块扣非业绩同比-45.3%。零部件、运营、整机三大领域利润占比分别为49.6%、36.3%、14.1%，较19Q1分别+4.6pct、+14pct、-18.6pct。整机业绩表现较差，主要受疫情及毛利率下滑拖累；零部件和运营受益于毛利率提升和期间费用率下降，实现逆势增长。

图11: 2020Q1各细分领域对风电板块收入贡献占比及同比增速



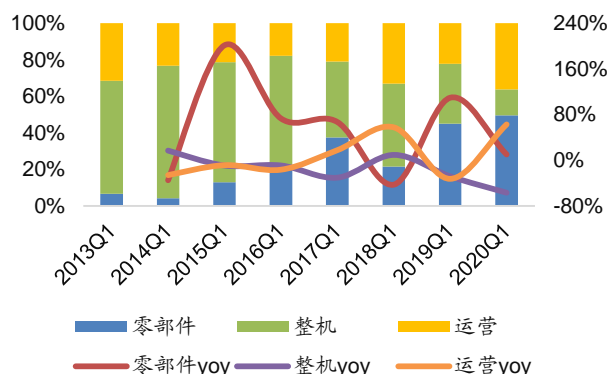
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 2020Q1细分领域毛利润贡献占比及同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 2020Q1扣非归母净利润贡献占比及同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表1: 风电板块2019年收入利润汇总 (亿元)

板块	公司名称	营业总收入	收入增速	毛利润	毛利率	期间费用	期间费用率	扣非归母净 利润	扣非归母净 利润增速
零部件	日月股份	34.86	48.30%	8.79	25.21%	2.93	8.41%	4.90	91.46%
零部件	吉鑫科技	14.97	17.99%	3.13	20.88%	2.10	14.01%	0.67	157.86%
零部件	天顺风能	60.58	58.02%	16.63	26.34%	6.49	10.71%	7.07	61.45%
零部件	中材科技	135.90	18.61%	36.56	26.90%	21.38	15.73%	10.99	17.91%
零部件	杭齿前进	16.53	1.09%	4.23	25.58%	3.81	23.04%	(0.12)	44.99%
零部件	金雷股份	11.24	42.34%	3.27	29.08%	0.79	7.03%	2.02	83.77%
零部件	东方电缆	36.90	22.03%	9.18	24.87%	3.73	10.12%	4.35	170.40%
零部件	双一科技	8.28	54.34%	3.42	41.28%	1.60	19.33%	1.38	85.83%
零部件	振江股份	17.86	82.27%	3.47	19.43%	2.78	15.54%	0.40	-19.37%
零部件	大金重工	16.87	73.99%	3.86	22.85%	1.86	11.01%	1.56	279.59%
零部件	天能重工	24.64	76.83%	6.91	28.04%	3.40	13.81%	2.59	179.65%
零部件	泰胜风能	22.19	50.70%	4.73	21.31%	2.82	12.69%	1.35	2140.57%
零部件板块合计		400.83	34.96%	104.16	25.98%	53.68	13.39%	37.17	84.54%
整机	明阳智能	104.93	52.03%	23.78	22.66%	18.79	17.91%	6.34	101.99%

整机	上海电气	382.45	33.11%	72.72	19.01%	63.67	16.65%	16.21	-43.53%
整机	金风科技	1275.09	26.05%	242.36	18.46%	172.94	13.56%	9.96	-47.59%
整机板块合计		1762.47	28.84%	338.86	19.23%	255.40	14.49%	32.52	-36.07%
运营发电	银星能源	13.57	13.53%	4.18	30.83%	3.86	28.45%	0.53	-0.54%
运营发电	嘉泽新能	11.16	4.34%	6.37	57.11%	3.26	29.25%	2.91	7.86%
运营发电	宝新能源	56.27	46.75%	17.27	30.69%	7.55	13.42%	7.29	161.59%
运营发电	江苏新能	14.84	0.79%	5.74	38.69%	2.09	14.08%	2.46	-21.20%
运营发电	节能风电	24.87	4.68%	13.03	52.40%	5.88	23.63%	5.61	14.95%
运营发电板块合计		120.71	21.35%	46.60	38.60%	22.64	18.76%	18.79	34.08%
风电行业总计		2284.00	29.45%	489.61	21.44%	331.72	14.52%	88.48	4.07%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表2：风电板块2020Q1年收入利润汇总（亿元）

板块	公司名称	营收	收入增速	毛利润	毛利率	期间费用	期间费用率	扣非归母净利润	扣非归母净利润增速
零部件	日月股份	8.33	23.61%	2.19	26.31%	0.75	8.98%	1.25	59.37%
零部件	吉鑫科技	3.04	-0.95%	0.84	27.80%	0.56	18.59%	0.20	291.60%
零部件	天顺风能	8.64	2.68%	2.81	31.49%	1.62	18.79%	0.98	16.26%
零部件	中材科技	28.89	8.68%	7.68	26.57%	4.73	16.37%	2.29	16.54%
零部件	杭齿前进	3.63	-7.79%	0.85	23.47%	0.80	22.05%	(0.00)	-112.42%
零部件	金雷股份	2.59	15.93%	0.89	34.17%	0.16	6.10%	0.59	80.99%
零部件	东方电缆	6.71	10.88%	1.72	25.55%	0.59	8.71%	0.82	62.07%
零部件	双一科技	1.88	24.93%	0.78	41.22%	0.22	11.90%	0.44	96.52%
零部件	振江股份	3.64	26.21%	0.81	22.26%	0.76	20.90%	0.01	-78.94%
零部件	大金重工	3.99	84.85%	0.94	23.58%	0.28	6.99%	0.50	374.36%
零部件	天能重工	3.28	-8.85%	1.11	33.68%	0.67	20.31%	0.30	4.98%
零部件	泰胜风能	2.57	-24.48%	0.74	28.73%	0.45	17.57%	0.10	-40.25%
零部件板块合计		77.20	9.42%	21.35	27.66%	11.59	15.02%	7.49	39.60%
整机	明阳智能	29.78	70.56%	6.72	22.55%	4.84	16.27%	1.50	423.49%
整机	金风科技	54.67	1.33%	11.77	21.53%	13.35	24.41%	7.72	311.23%
整机	上海电气	147.05	-28.32%	36.02	23.51%	29.94	20.36%	0.63	-82.61%
整机板块合计		231.50	-16.29%	54.51	23.55%	48.13	20.79%	9.85	70.64%
运营发电	银星能源	2.56	-16.39%	0.94	36.64%	0.86	33.62%	0.05	-37.40%
运营发电	嘉泽新能	2.46	1.96%	1.27	51.65%	0.74	29.93%	0.50	9.41%
运营发电	宝新能源	11.50	31.38%	3.68	31.98%	1.41	12.30%	1.76	272.18%
运营发电	江苏新能	4.39	24.05%	2.21	50.38%	0.47	10.62%	1.84	230.47%
运营发电	节能风电	6.20	12.50%	3.26	52.51%	1.56	25.16%	1.33	21.74%
运营发电板块合计		27.12	16.46%	11.36	41.88%	5.04	18.59%	5.49	106.29%
风电行业总计		335.82	-9.34%	87.22	25.97%	64.76	19.28%	22.83	65.44%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

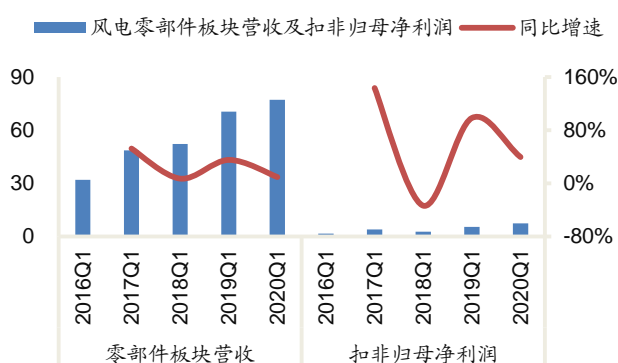
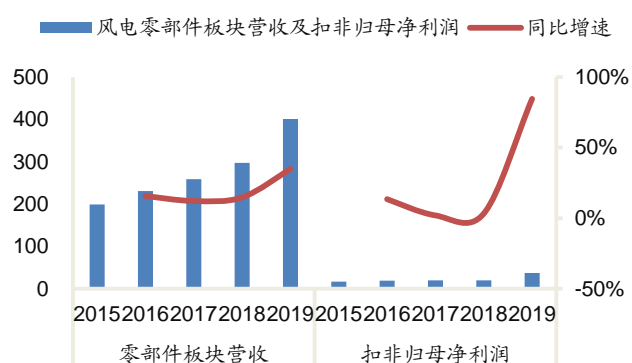
（三）零部件板块成绩喜人，行业龙头高速增长

零部件板块2019收入业绩高速增长。受政策抢装影响，2019年零部件板块营收400亿元，同比+34.96%；扣非归母净利润37.17亿元，同比+84.54%。由于2019年风机零部件板块毛利率达到25.76%，提升2.3个pct；期间费用率13.39%，同比下降0.86个pct，毛利率的提升和期间费用率的下降使得扣非归母净利润增速高于营收增速。

2020Q1疫情影响较大，零部件营收同比+9.42%，扣非归母净利润同比增长39.6%。扣非归母净利润增速依旧高于营收增速，主要因2020Q1风机零部件板块毛利率达到27.66%，同比提升2个pct；期间费用率为11.48%，相比去年同期下降4.5个pct。

图14：2019零部件板块营收及扣非业绩变化（亿元）

图15：2020Q1零部件板块营收及扣非业绩变化（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

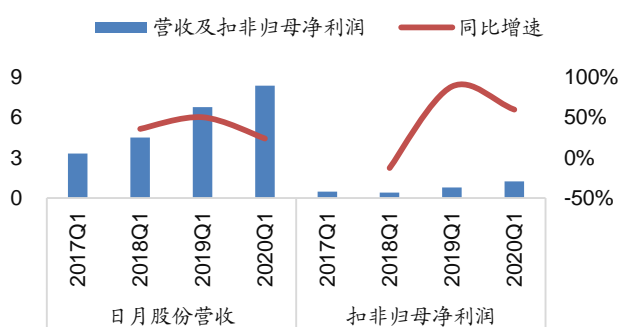
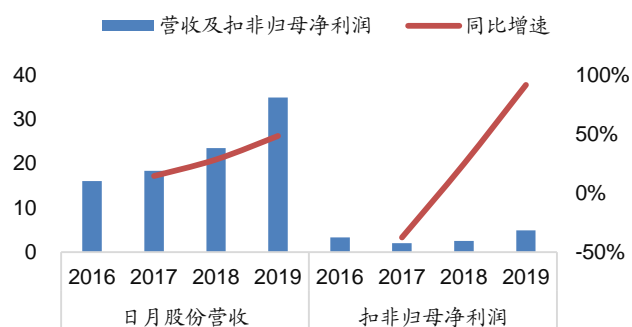
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

日月股份2019年实现营收34.86亿元，同比增长48.30%，扣非归母净利润4.90亿元，同比+91.46%。公司利润显著提升主要是由于产品结构优化，募投项目产能不断释放，产业链延伸后附加值增加，产品毛利率改善。其中，高附加值的大型化产品和海外附加值产品增加以及产能利用率较高，使得收入增加幅度高于成本增长幅度。2020Q1实现营收8.33亿元，同比增长23.61%，扣非归母净利润1.25亿元，同比增长59.37%。

天顺风能2019年实现营收60.58亿元，同比增长58.02%，扣非归母净利润7.07亿元，同比增长61.28%。报告期内，公司叶片及相关产品的成本构成中，制造费用占比下降，主要是由于叶片及相关产品报告期产量大幅提升，制造费用摊薄所致。其他各项产品的成本构成未发生显著变化。2020Q1实现营收8.64亿元，同比增长2.68%，扣非归母净利润0.98亿元，同比增长16.26%。

图16：2019日月股份营收及扣非业绩变化（亿元）

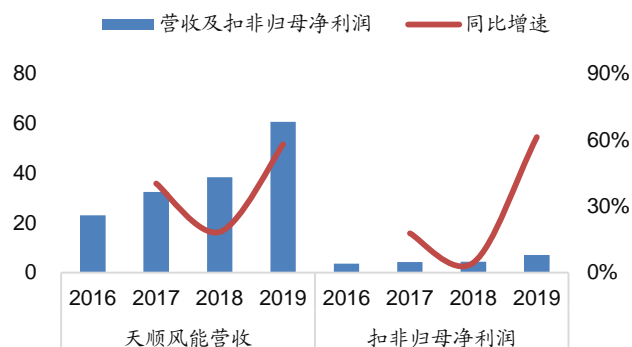
图17：2020Q1日月股份营收及扣非业绩变化（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

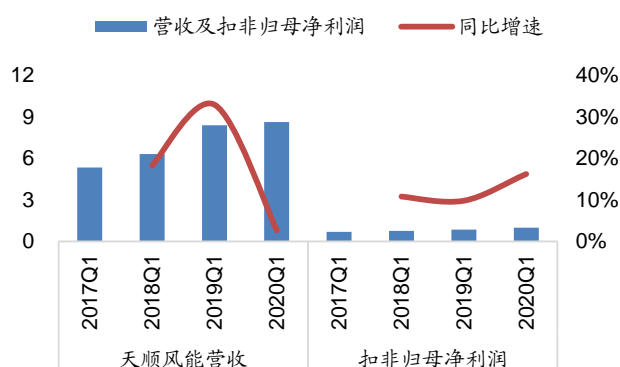
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图18: 2019天顺风能营收及扣非业绩变化 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 2020Q1天顺风能营收及扣非业绩变化 (亿元)



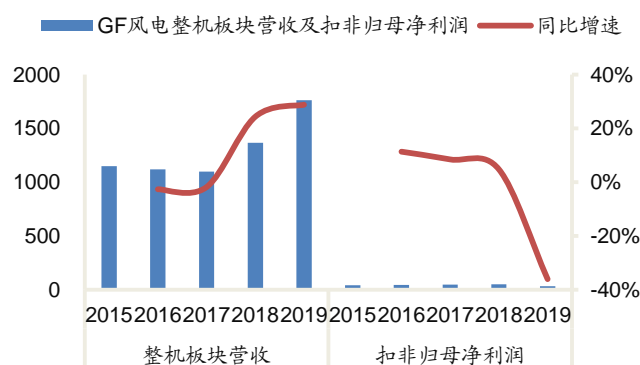
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(四) 整机板块毛利率下滑拖累业绩表现

整机板块2019营收稳定增长, 毛利率下滑拖累业绩表现。2019整机板块实现营业收入1762.47亿元, 同比增长28.84%, 实现扣非归母净利润32.52亿元, 同比减少36.07%, 主要由于前期签订的低价订单交付, 产品毛利率水平较低。2019年整机板块毛利率为18.74%, 相比2018年同期下降3.33个pct。

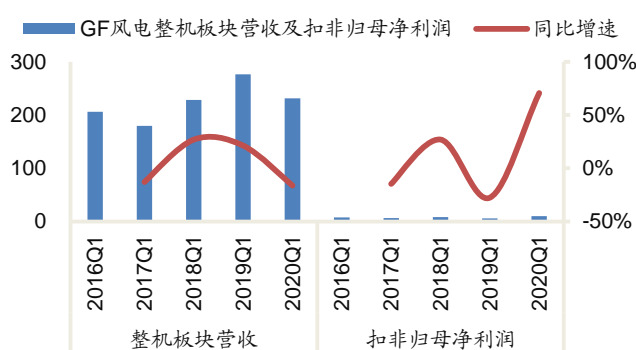
2020Q1整机营收小幅下滑, 龙头公司毛利率同比继续下降。2020Q1, 整机板块实现营业收入231.50亿元, 同比减少16.29%; 龙头公司金风科技、明阳智能毛利率分别同比下滑5.09和1.26个pct; 板块期间费用率15.17%, 同比下降2.54个pct; 实现扣非归母净利润9.85亿元, 同比增加70.64%, 主要受金风科技投资收益大幅增加带动。

图20: 2019整机板块营收及扣非业绩变化 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

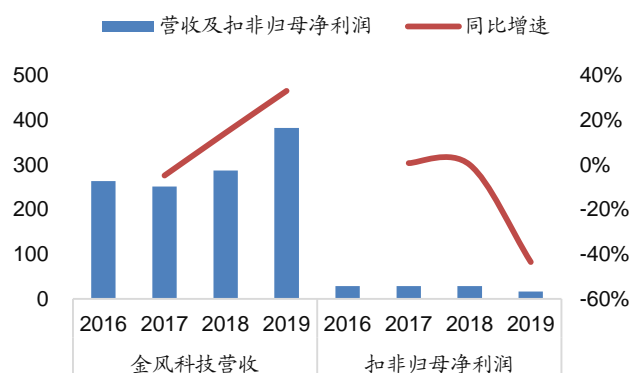
图21: 2020Q1整机板块营收及扣非业绩变化 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

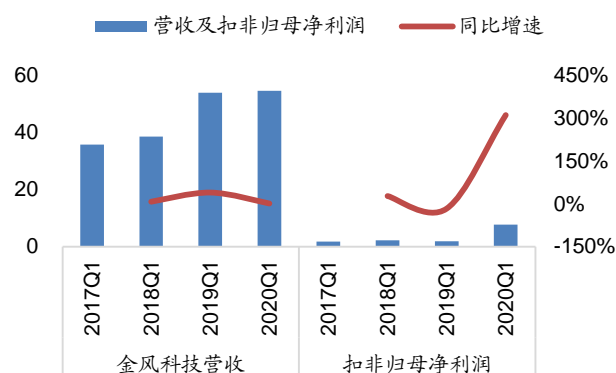
金风科技2019年实现营业收入382.45亿元, 同比增长33.11%, 扣非归母净利润16.21亿元, 同比-43.53%。2020Q1年实现营业收入54.67亿元, 同比增长1.33%, 扣非归母净利润7.72亿元, 同比增长311.23%, 主要为投资收益大幅增加带动。由于风电机组毛利率的变化要晚于机组价格变化约12-18个月的时间, 2018年4季度以来, 风机招标价格呈现上升趋势, 而随着风电机组低价订单在2019年年底交付完毕, 2019年年底开始风电机组的毛利率也将逐步进入恢复期, 并且受投标价格提升影响, 预计2020年风电机组的毛利率将进一步恢复。

图22: 2019金风科技营收及扣非业绩变化(亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 2020Q1金风科技营收及扣非业绩变化(亿元)



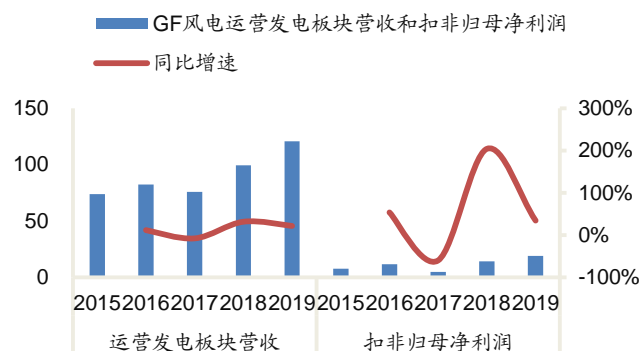
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(五) 弃风限电改善助力运营板块盈利提升

运营发电板块2019营收业绩稳定增长。国家能源局数据显示,2019年,全国弃风电量169亿千瓦时,同比减少108亿千瓦时;全国平均弃风率4%,同比下降3个百分点。2019年风电运营发电板块实现营收120.71亿元,同比增长21.25%,实现扣非归母净利润18.79亿元,同比+34.08%。

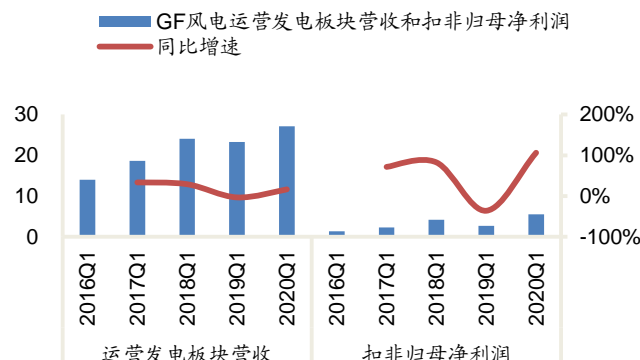
2020Q1营收小幅上涨,扣非增速提升明显。2020Q1运营发电板块实现营收27.12亿元,同比增长16.46%;风电发电量增加带动板块毛利率提升6.05个pct到41.88%;板块期间费用率18.51%,同比下降2.53个pct;此外,部分企业收回可再生能源电价补贴,使得前期计提的坏账准备得到冲减,2020Q1板块实现扣非归母净利润5.49亿元,同比+106.29%。

图24: 2019运营板块营收及扣非业绩变化(亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图25: 2020Q1运营板块营收及扣非业绩变化(亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、行业 ROE 回升, 资产周转率提升

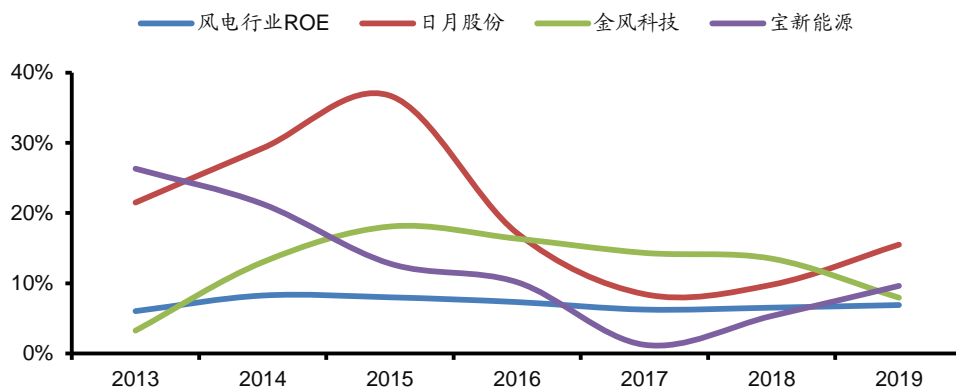
2019年,风电行业的ROE回升,从去年同期的6.52%提升到6.9%,达到近三年来的最高水平。2019风电行业资产负债率、销售净利率与去年同期基本持平,ROE提升主要是资产使用效率提升,受资产周转率带动,2019年资产周转率达0.44,比2018年0.4的资产周转率明显提升。

日月股份2019年度ROE(平均)(下同)为15.50%,同比提高超过5.7个pct,主要

原因是公司财务杠杆加大，资产使用效率提高。与上年同期相比，资产负债率由2018年的26.6%提升至46.22%；资产周转率由2018年的0.61提升到2019年的0.66。

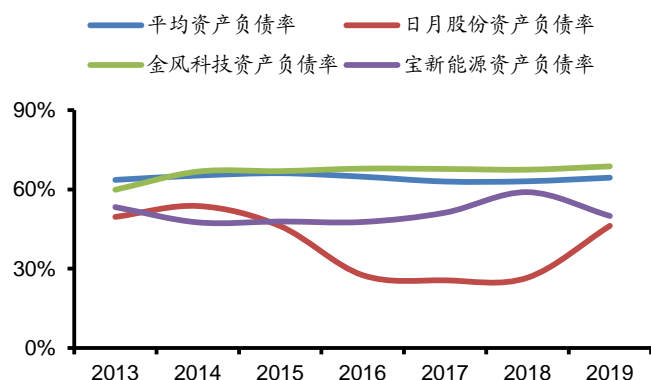
金风科技2019年度ROE为7.94%，同比下降5.56个pct，主要由于销售净利率同比下降5.6个pct。但由于抢装行情带来的机遇，预计这一形势将有所缓解。

图26：2019风电行业ROE提升



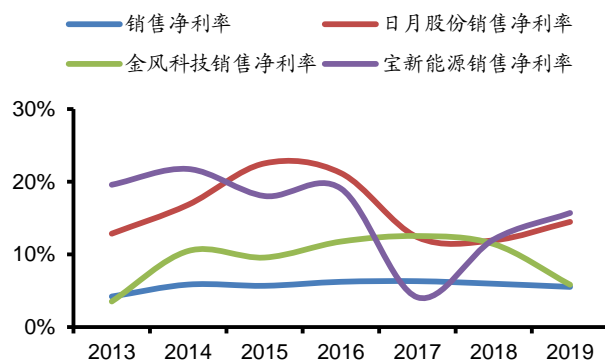
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图27：风电行业资产负债率



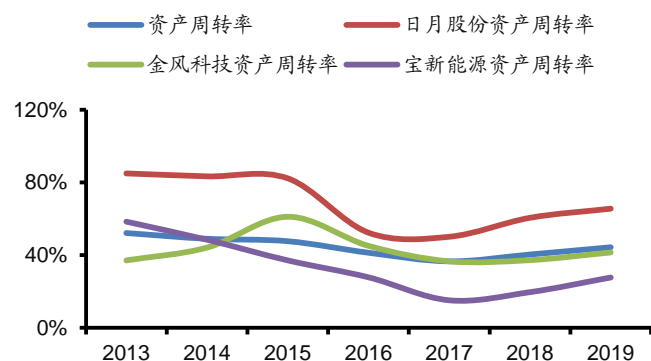
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图28：风电行业销售净利率



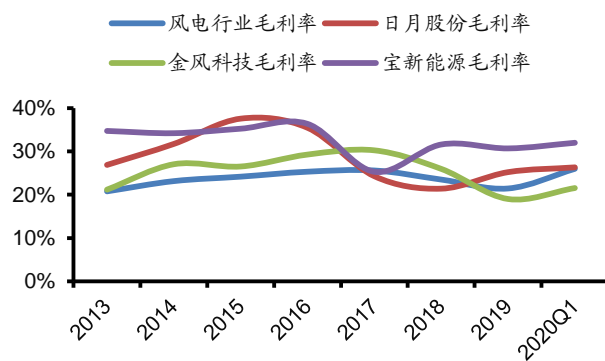
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图29：风电行业资产周转率



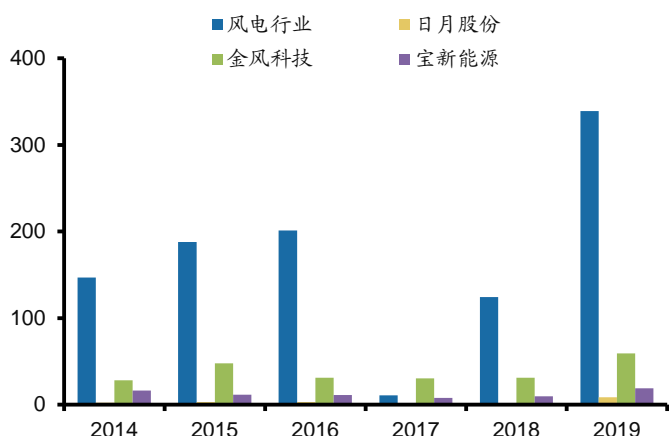
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图30：风电行业毛利率



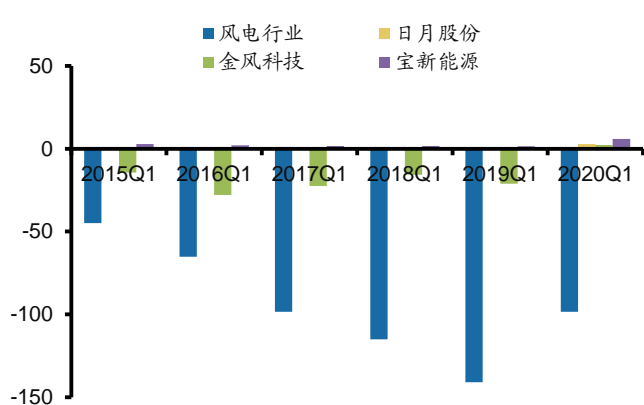
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图31: 2019风电行业经营活动现金流量净额(亿元)



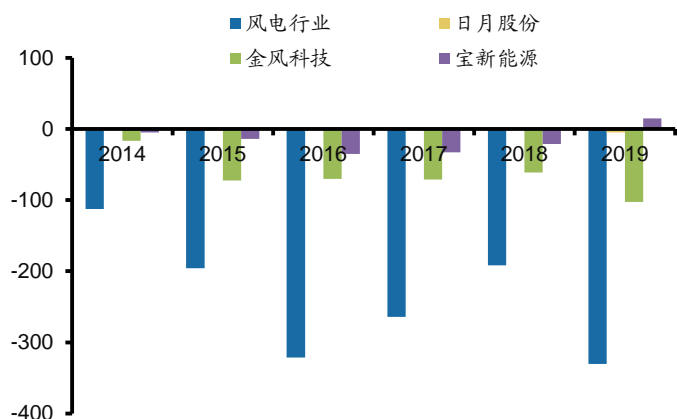
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图32: 2020Q1风电行业经营活动现金流量净额(亿元)



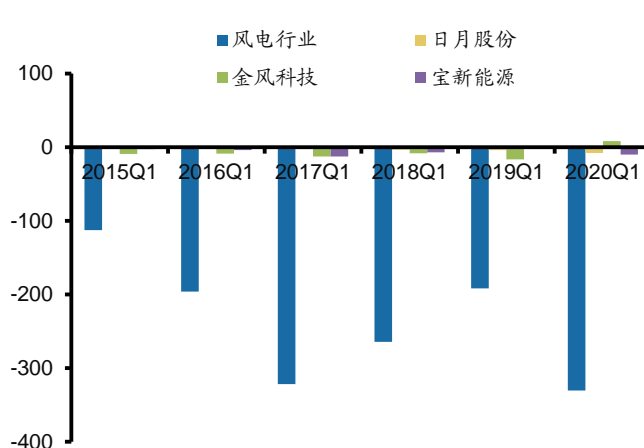
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图33: 2019风电行业投资活动现金流量净额(亿元)



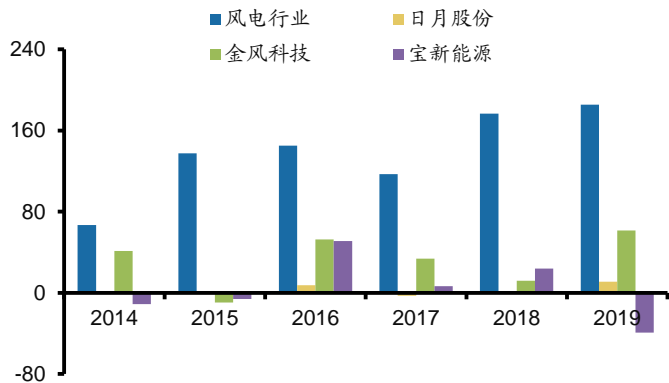
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图34: 2020Q1风电行业投资活动现金流量净额(亿元)



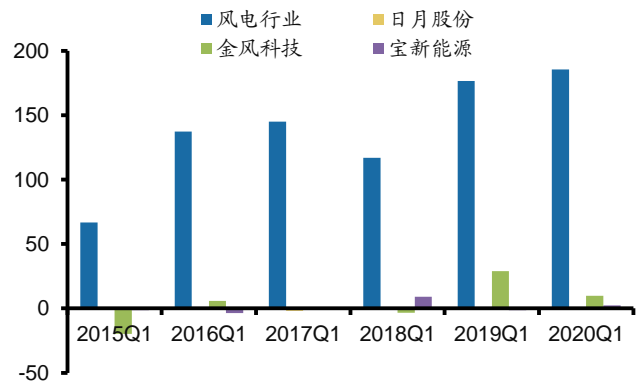
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图35: 2019风电行业筹资活动现金流量净额(亿元)



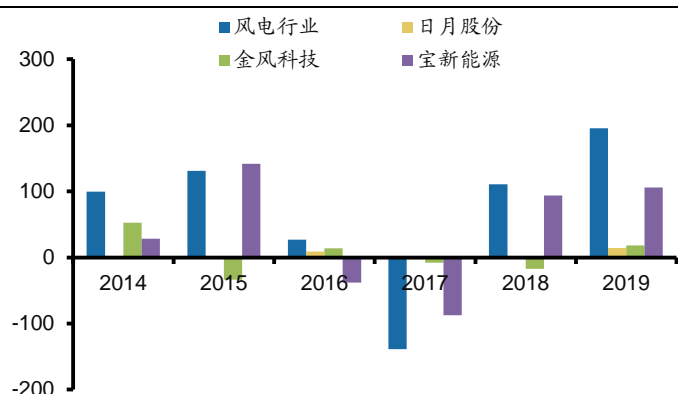
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图36: 2020Q1风电行业筹资活动现金流量净额(亿元)



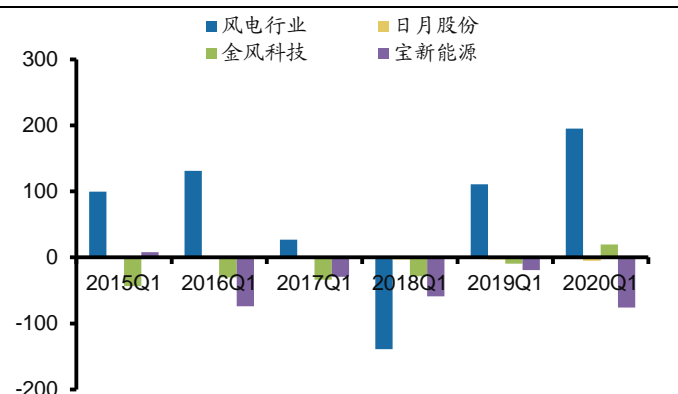
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图37: 2019风电行业净现金流量净额(亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

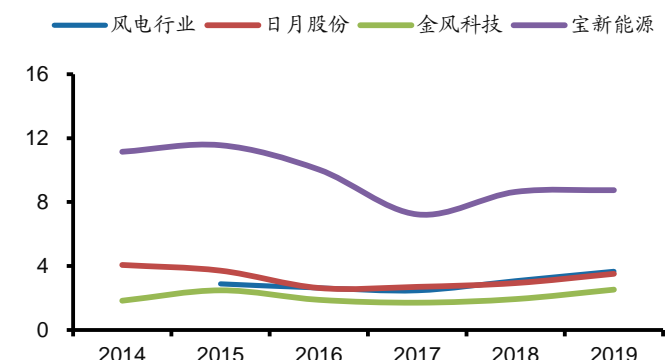
图38: 2020Q1风电行业净现金流量净额(亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

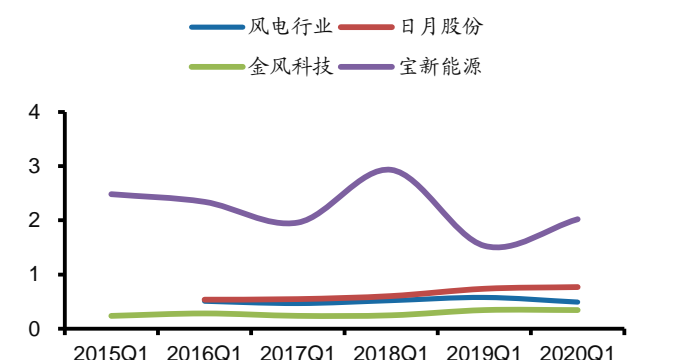
风电行业收入质量提升, 应收账款周转率提升。2019年风电板块应收账款639.82亿元, 应收账款周转率较2018年的3.07提升至3.66, 行业收入质量逐步提升, 显示了行业对于回款和行业风险的重视程度。日月股份应收账款周转率由2018年的2.93提升至2019年的3.51, 金风科技应收账款周转率由2018年的1.93提升至2019年的2.52, 回款持续提升。

图39: 2019风电行业应收账款周转率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图40: 2020Q1风电行业应收账款周转率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、投资建议

补贴退坡引发的抢装行情持续, 行业继续保持高景气, 零部件企业产能扩张及周转率提升带动盈利能力提高, 原材料价格下降预期下, 毛利率有望继续改善, 关注日月股份、天顺风能、中材科技(广发建材联合覆盖)等; 风电整机方面, 随着前期低价订单交付完毕, 整机企业毛利率有望触底回升, 关注金风科技(A+H)、明阳智能; 此外, 弃风限电改善, 风电场盈利向好, 建议关注港股的风电运营商。

四、风险提示

竞争加剧，产品价格大幅波动；原材料价格变化风险；行业政策变化，装机不及预期等。

广发电力设备和新能源小组

- 陈子坤**：首席分析师，5年政府相关协会工作经验，8年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心，2013年-2014年新财富有色行业第1名团队主要成员，2015年环保行业第1名团队主要成员，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名。2019年新财富新能源和电力设备行业入围。
- 华鹏伟**：资深分析师，南开大学管理学硕士，5年证券行业研究经验，4年新能源实业工作经验。2015年新财富电力设备与新能源行业第4名团队主要成员，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名。2019年新财富新能源和电力设备行业入围。
- 王理廷**：CFA，资深分析师，8年证券从业经验，先后任职中投证券研究总部、宝盈基金研究部，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名核心成员。2019年新财富新能源和电力设备行业入围。
- 纪成炜**：资深分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。2019年新财富新能源和电力设备行业入围。
- 张秀俊**：资深分析师，清华大学工学硕士，6年国家电网产业公司工作经验，2017年加入广发证券发展研究中心，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。2019年新财富新能源和电力设备行业入围。
- 李蒙**：资深分析师，北京大学计算机技术硕士，中央财经大学经济学学士，2017年加入广发证券发展研究中心，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。2019年新财富新能源和电力设备行业入围。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地

区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。