

## 板块持续复苏，光伏、电动车边际改善最明显

### ——2020年三季度报总结

## 电力设备及新能源

推荐 维持评级

#### 核心观点:

#### ● 板块持续复苏，光伏、电动车边际改善最明显

我们选取了具有代表性的69家典型公司进行统计。2020Q1-3电新行业整体营收为6081.94亿元，同比增长14.38%；归母净利润499.49亿元，同比增长26.47%。其中，2020Q3电新行业整体营收为2478.46亿元，同比增长26.87%；归母净利润228.25亿元，同比增长55.04%，持续改善，主要原因是疫情影响逐渐减弱，需求端持续恢复。其中，风电板块同比增速最快，光伏、电动车板块环比改善最明显。

#### ● 新能源汽车：Q3进入需求拐点，现金流大幅回暖

新能源汽车板块业绩持续回暖，Q3的利润增速更快，主要受益于国内新能源汽车的销量回暖。同时，板块现金流大幅改善，主要受益于部分龙头公司的海外出口占比增加。其中，锂电池材料领域的细分龙头业绩改善更明显。新能源汽车板块毛利率、费用率双双提升，但毛利率提升更明显，导致净利率也有所提升。其中，电解液环节的毛利率提升是最明显的。

#### ● 光伏：胶膜、玻璃涨价对盈利能力提升显著，Q4或迎来需求高峰

光伏板块业绩普遍表现出色，Q3的利润增速更快，主要受益于国内外需求的复苏。同时，板块现金流大幅改善。其中，硅料、胶膜、玻璃环节受益于供需偏紧的涨价，逆变器环节受益于海外出口提升，业绩表现更好。光伏板块毛利率提升、费用率下降，净利率提升明显。其中，胶膜、玻璃等环节的涨价对毛利率提振明显。

#### ● 风电：抢装继续，零部件业绩表现更突出

风电板块业绩普遍表现出色，主要受益于国内市场的持续抢装。其中，锻件、塔筒、海缆、变流器、主轴等零部件企业的业绩明显更好，主要是受益于零部件海外出口能力更强。另一方面，Q3板块现金流有所下滑，短期承压。风电板块毛利率略有下滑，费用率有所下滑，净利率略有上涨。其中，主轴、锻件、塔筒等环节的毛利率提升更明显，主要受益于行业供需偏紧。

#### ● 电网：逆周期发力，投资回暖

电网板块业绩分化比较大，龙头公司具备更好的订单获取能力，业绩持续性也更强。其中，泛在电力物联网、特高压、智能电表等领域的龙头公司表现更好。另一方面，Q3板块现金流大幅改善，同比增长306.21%。电网板块毛利率上涨，费用率有所下滑，净利率企稳回升。

#### ● 投资建议：电动车、新能源发电确定性更强，电网存在博弈性机会

新能源汽车是2020年可以贯穿全年的投资机会，下半年产业链迎来实质性回暖，龙头公司值得坚守。光伏基本面向好，四季度有望迎来需求高峰，同时“十四五”非化石能源消费目标有望超预期，光伏装机或再上一个台阶。电网投资回暖，特高压、充电桩作为新基建将持续发力，具备博弈性机会。

#### ● 风险提示

电力需求下滑明显的风险、新能源发电消纳能力不足；竞争加剧导致产品价格持续下行；补贴下滑导致行业增长放缓；技术革新带来的格局变迁等。

#### 分析师

周然

☎: (8610) 6656 8494

✉: zhouran@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130514020001

赵腾辉

☎: (010) 8635 9174

✉: zhaotenghui\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519120001

#### 行业数据

2020.11.4



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河电新周然团队】电力设备及新能源行业-2020年四季度投资策略-储能“十四五”发展专题:能源领域的“下一站天后”-200923

【银河电新周然团队】电力设备及新能源行业-2020年中期投资策略-乘风破浪 守正出奇-200629

## 目 录

一、总论：板块持续复苏，光伏、电动车边际改善最明显 .....	2
二、新能源汽车：如期回暖.....	5
（一）Q3 进入需求拐点.....	5
（二）现金流大幅回暖，电解液盈利能力改善明显 .....	5
三、光伏：需求提速 .....	10
（一）持续复苏，Q4 或迎来需求高峰 .....	10
（二）胶膜、玻璃涨价对盈利能力提升显著 .....	10
四、风电：稳健增长 .....	13
（一）抢装继续.....	13
（二）零部件业绩表现更突出 .....	13
五、电网：投资加速 .....	16
（一）逆周期发力 .....	16
（二）业绩分化，现金流大幅改善 .....	16
六、风险提示： .....	20

## 一、总论：板块持续复苏，光伏、电动车边际改善最明显

为了更真实的反应各板块领域的表现情况，我们选取了具有代表性的 69 家典型公司（风电：15 家；光伏：11 家；电网：17 家；电动车：26 家）进行统计。除特别说明，之后涉及各版块典型公司的内容均采用该口径。

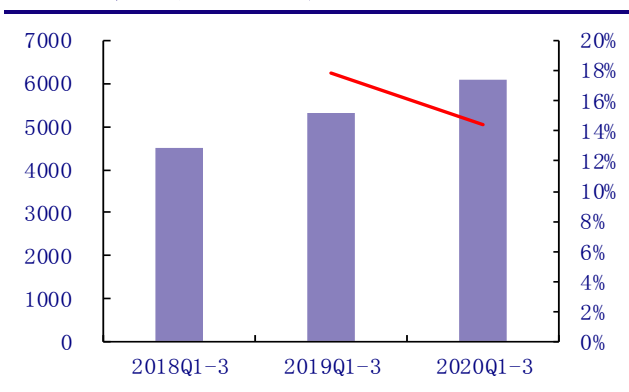
表 1：电力设备及新能源行业典型公司列表

板块	公司
风电	金风科技、明阳智能、运达股份、中材科技、日月股份、吉鑫科技、恒润股份、天顺风能、天能重工、泰胜风能、大金重工、东方电缆、禾望电气、金雷股份、双一科技
光伏	隆基股份、中环股份、通威股份、东方日升、协鑫集成、福斯特、福莱特、阳光电源、锦浪科技、科士达、中来股份
电网	国电南瑞、国网信通、特变电工、平高电气、许继电气、中国西电、海兴电力、炬华科技、林洋能源、三星医疗、正泰电器、良信电器、金智科技、思源电气、尚纬股份、国电南自、特锐德
电动车	宁德时代、比亚迪、国轩高科、亿纬锂能、欣旺达、鹏辉能源、当升科技、容百科技、德方纳米、杉杉股份、璞泰来、格林美、光华科技、恩捷股份、星源材质、沧州明珠、新宙邦、天赐材料、江苏国泰、嘉元科技、鼎胜新材、新纶科技、科达利、三花智控、宏发股份、卧龙电驱

资料来源：wind，中国银河证券研究院

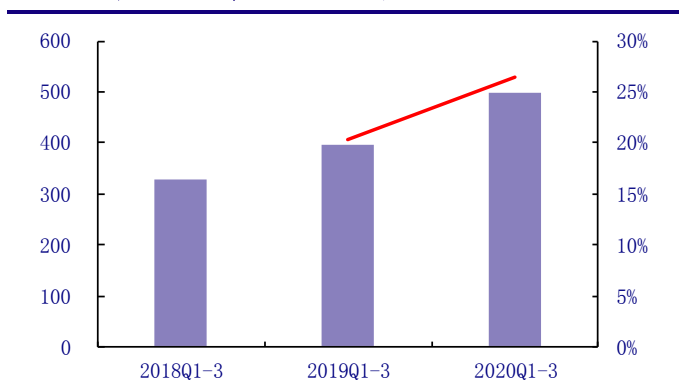
**Q3 电新行业整体业绩持续修复。**2020Q1-3 电新行业整体营收为 6081.94 亿元，同比增长 14.38%；归母净利润 499.49 亿元，同比增长 26.47%。其中，2020Q3 电新行业整体营收为 2478.46 亿元，同比增长 26.87%；归母净利润 228.25 亿元，同比增长 55.04%，持续改善，主要原因是疫情的影响逐渐减弱，需求端持续恢复。

图 1：电新行业营收及同比增速（亿元）

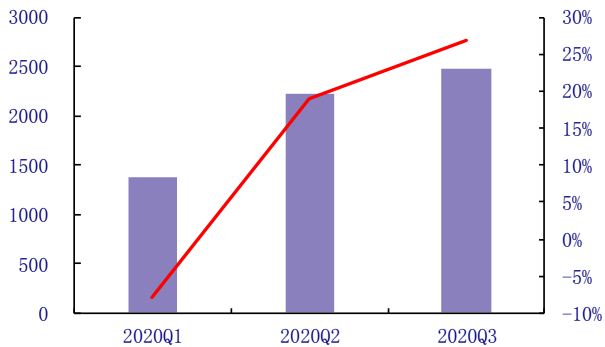


资料来源：wind，中国银河证券研究院

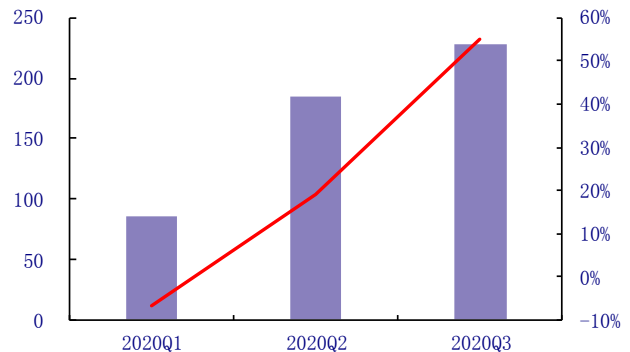
图 2：电新行业归母净利润及同比增速（亿元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

**图 3: 电新行业季度营收及同比增速 (亿元)**


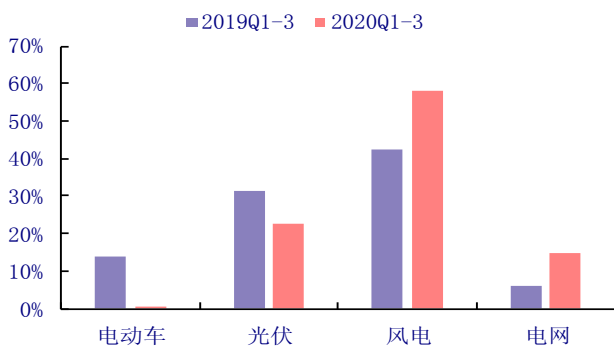
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

**图 4: 电新行业季度归母净利润及同比增速 (亿元)**


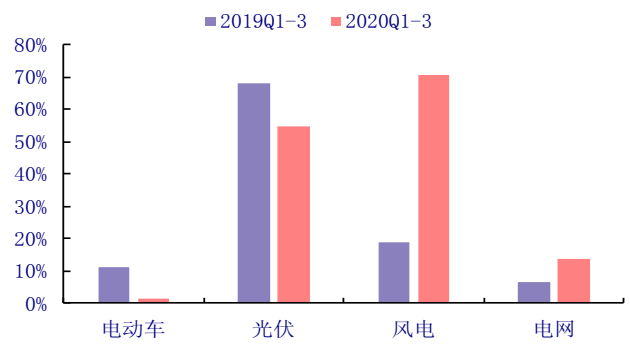
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

风电板块同比增速最快,光伏、电动车板块环比改善最明显。从各个板块来看,2020Q1-3 风电、光伏、电网、电动车领域分别实现营收 977.18 亿元、1222.23 亿元、1285.15 亿元、2597.39 亿元,分别同比增长 58.16%、22.70%、14.80%、0.52%;分别实现归母净利润 88.75 亿元、145.00 亿元、118.17 亿元、147.58 亿元,分别同比增长 70.67%、54.89%、13.70%、1.51%。

其中,2020Q3 风电、光伏、电网、电动车领域分别实现营收 438.40 亿元、473.83 亿元、496.67 亿元、1069.55 亿元,分别同比增长 84.94%、23.89%、22.34%、15.25%;分别实现归母净利润 36.57 亿元、69.70 亿元、50.18 亿元、71.80 亿元,分别同比增长 100.18%、89.07%、24.87%、38.33%。

**图 5: 电新行业各板块营收同比**


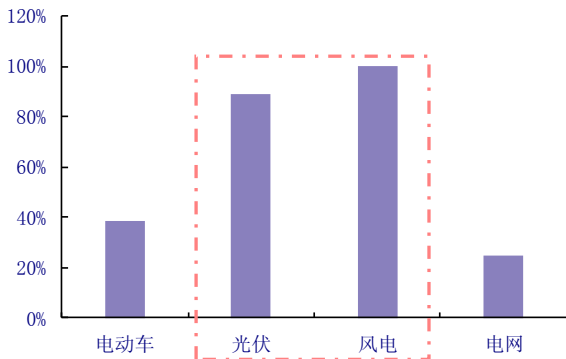
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

**图 6: 电新行业各板块归母净利润同比**


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

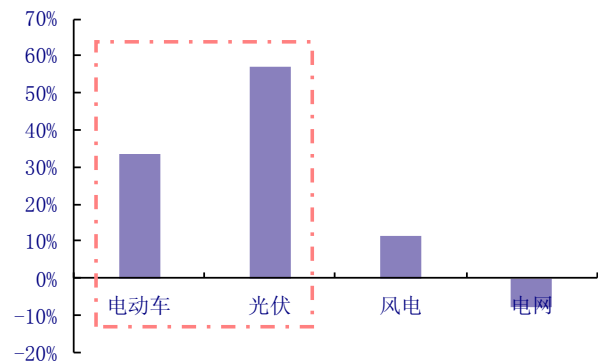
从环比角度来看,2020Q3 风电、光伏、电网、电动车领域分别实现营收环比增长 19.30%、8.99%、-1.14%、15.87%;分别实现归母净利润环比增长 11.45%、56.89%、-7.70%、33.51%,光伏、电动车板块环比改善最明显。

图 7: 2020Q3 电新行业各板块归母净利润同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 8: 2020Q3 电新行业各板块归母净利润环比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

**投资策略: 电动车、新能源发电确定性更强, 电网存在博弈性机会。**新能源汽车是 2020 年可以贯穿全年的投资机会, 下半年产业链迎来实质性回暖, 龙头公司值得坚守。光伏基本面向好, 四季度有望迎来需求高峰, 2021 年正式进入平价阶段, 同时“十四五”非化石能源消费目标有望超预期, 光伏装机或再上一个台阶。电网投资回暖, 特高压、充电桩作为新基建将持续发力, 具备博弈性机会。

**建议关注:** (1) 电动车: 宁德时代 (300750.SZ)、国轩高科 (002074.SZ)、亿纬锂能 (300014.SZ)、当升科技 (300073.SZ)、恩捷股份 (002812.SZ)、星源材质 (300568.SZ)、璞泰来 (603659.SH)、新宙邦 (300037.SZ) 等; (2) 光伏: 通威股份 (600438.SH)、隆基股份 (601012.SH)、中环股份 (002129.SZ)、福斯特 (603806.SH)、福莱特 (601865.SH)、晶澳科技 (002459.SZ)、锦浪科技 (300736.SZ) 等; (3) 风电: 金风科技 (002202.SZ)、明阳智能 (601615.SH)、中材科技 (002080.SZ)、天顺风能 (002531.SZ)、东方电缆 (603606.SH)、日月股份 (603218.SH) 等; (4) 电网: 汇川技术 (300124.SZ)、特锐德 (300001.SZ)、许继电气 (000400.SZ)、国电南瑞 (600406.SH)、中国西电 (601179.SH) 等。

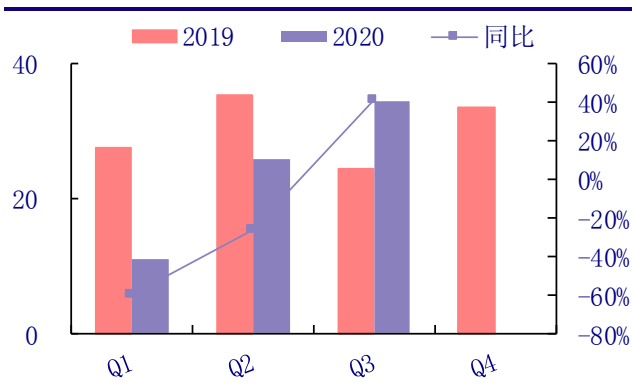
## 二、新能源汽车：如期回暖

### (一) Q3 进入需求拐点

**2020年下半年持续复苏。**2020年1-9月，国内新能源汽车销量为73.4万辆，同比下降15.9%，降幅继续收窄。其中，9月销量为13.8万辆，同比上涨73.0%，继续回暖。国内补贴退坡幅度放缓将继续呵护国内市场，且进一步的刺激政策仍然可期，全年国内销量有望先抑后扬。根据GGII，2020年1-8月合计欧洲新能源乘用车销售约为54.6万辆，同比增长78%，其中2020年8月欧洲新能源乘用车销量约为8.2万辆，同比增长138%，自5月以来增速持续向上，7月同比增速达到205%，8月略有回落，但仍是高增速。

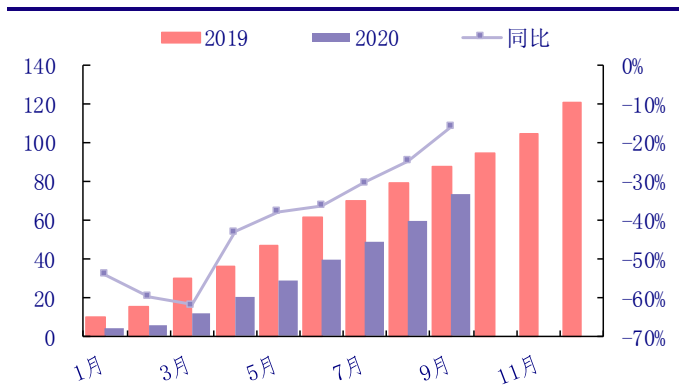
综合来看，我们认为2020年全球动力电池需求的增长将有所放缓，但整体上呈现前低后高，下半年复苏态势明显，预计2020年全球新能源汽车销量为285.0万辆，同比增长29.0%。

图 9：国内新能源汽车单月销量（万辆）



资料来源：中汽协，中国银河证券研究院

图 10：国内新能源汽车累计销量（万辆）



资料来源：中汽协，中国银河证券研究院

**政策落地，为新能源汽车中长期发展保驾护航。**2020年11月2日，国务院办公厅印发《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》。根据《规划》，到2025年，我国新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右。尽管本次目标略低于征求意见稿的25%目标，但与2020年10月由工业和信息化部、中国汽车工程学会联合发布的《节能与新能源汽车技术路线图2.0》基本一致，目标更加符合目前的实际情况，符合市场预期。根据我们测算，按照20%的目标，2025年我国新能源汽车的销量有望达到580万辆左右，未来五年复合增长率为37%。目前新能源汽车渗透率尚处在初始阶段，正由政策引导转向市场引导，成长空间巨大。

### (二) 现金流大幅回暖，电解液盈利能力改善明显

从业绩及现金流指标来看，2020Q1-3新能源汽车板块实现营收2597.39亿元，同比增长0.52%；归母净利润147.58亿元，同比增长1.51%；经营活动现金净流量493.84亿元，同比增长129.82%。其中，2020Q3新能源汽车板块实现营收1069.55亿元，同比增长15.25%；归母净利润71.80亿元，同比增长38.33%；经营活动现金净流量233.93亿元，同比增长77.71%。



新能源汽车板块业绩持续回暖，Q3 的利润增速更快，主要受益于国内新能源汽的销量回暖。同时，板块现金流大幅改善，主要受益于部分龙头公司的海外出口占比增加。其中，锂电池材料领域的细分龙头业绩改善更明显，如当升科技、杉杉股份、天赐材料等。

**表 2: 2020Q1-3 新能源汽车板块主要业绩及现金流指标**

细分	证券代码	证券简称	营收(亿元)	营收同比 (%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比 (%)	经营活动现金净流量(亿元)	经营活动现金净流量同比 (%)
动力电池	300750.SZ	宁德时代	315.22	-4.06%	33.57	-3.10%	103.06	-0.18%
	002594.SZ	比亚迪	1050.23	11.94%	34.14	116.83%	286.63	647.87%
	002074.SZ	国轩高科	40.77	-20.85%	0.85	-85.26%	-8.07	-115.84%
	300014.SZ	亿纬锂能	53.40	16.66%	9.46	-18.35%	9.67	13.97%
	300207.SZ	欣旺达	204.63	15.36%	4.72	-5.95%	2.78	-71.20%
	300438.SZ	鹏辉能源	24.76	-0.77%	1.41	-47.89%	3.08	509.50%
正极材料	300073.SZ	当升科技	20.28	10.21%	2.65	20.45%	4.93	218.22%
	688005.SH	容百科技	23.46	-24.28%	1.13	-28.69%	4.47	16998.23%
	300769.SZ	德方纳米	5.75	-22.35%	-0.11	-117.50%	0.61	-59.16%
正负极材料	600884.SH	杉杉股份	55.63	-14.61%	2.78	-3.52%	1.17	138.33%
负极材料	603659.SH	璞泰来	33.47	-4.42%	4.15	-9.40%	2.98	61.92%
锂电材料回收及利用	002340.SZ	格林美	86.44	-12.09%	3.26	-46.07%	1.17	-74.39%
	002741.SZ	光华科技	14.08	12.55%	0.21	-37.48%	0.33	215.65%
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	25.81	22.55%	6.43	1.85%	2.63	27.78%
	300568.SZ	星源材质	6.11	18.52%	1.03	-47.55%	2.77	474.49%
	002108.SZ	沧州明珠	19.66	-12.66%	2.38	39.95%	1.95	-2.76%
电解液	300037.SZ	新宙邦	20.06	18.19%	3.74	56.21%	4.18	7.60%
	002709.SZ	天赐材料	26.96	37.24%	5.18	475.85%	4.87	545.81%
	002091.SZ	江苏国泰	211.49	-28.95%	5.93	-22.72%	31.64	114.92%
铜箔	688388.SH	嘉元科技	7.89	-32.76%	1.17	-56.57%	-1.33	-173.24%
	603876.SH	鼎胜新材	89.99	7.76%	-0.12	-106.23%	0.34	113.56%
铝塑膜	002341.SZ	新纶科技	16.40	-32.82%	-0.48	-219.06%	3.60	161.15%
结构件	002850.SZ	科达利	12.21	-28.19%	0.98	-32.88%	0.54	-74.52%
热管理	002050.SZ	三花智控	85.93	-0.32%	10.92	3.40%	15.70	39.30%
继电器	600885.SH	宏发股份	54.37	5.62%	5.97	7.45%	6.45	-58.43%
电机	600580.SH	卧龙电驱	92.40	-0.12%	6.22	-23.24%	7.69	-2.53%
<b>合计</b>			<b>2597.39</b>	<b>0.52%</b>	<b>147.58</b>	<b>1.51%</b>	<b>493.84</b>	<b>129.82%</b>

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

**表 3: 2020Q3 新能源汽车板块主要业绩及现金流指标**

细分	证券代码	证券简称	营收(亿元)	营收同比 (%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比 (%)	经营活动现金净流量(亿元)	经营活动现金净流量同比 (%)
动力电池	300750.SZ	宁德时代	126.93	0.80%	14.20	4.24%	44.79	46.93%
	002594.SZ	比亚迪	445.20	40.72%	17.51	1362.66%	131.25	122.56%

	002074.SZ	国轩高科	16.56	7.17%	0.49	-78.34%	-1.15	-2.28%
	300014.SZ	亿纬锂能	21.64	5.68%	5.83	-11.44%	4.56	23.95%
	300207.SZ	欣旺达	89.54	30.09%	4.66	70.55%	5.76	8.60%
	300438.SZ	鹏辉能源	11.62	10.79%	0.70	-47.75%	1.63	98.53%
正极材料	300073.SZ	当升科技	9.38	87.41%	1.19	72.83%	3.09	547.96%
	688005.SH	容百科技	11.14	-3.05%	0.59	33.59%	-0.02	-104.72%
	300769.SZ	德方纳米	2.18	-22.70%	-0.04	-126.13%	0.28	-48.39%
正负极材料	600884.SH	杉杉股份	23.53	13.47%	1.78	158.22%	1.40	-55.26%
负极材料	603659.SH	璞泰来	14.59	10.19%	2.19	12.33%	0.74	684.27%
锂电材料回收及利用	002340.SZ	格林美	30.30	-16.49%	1.12	-41.29%	0.97	-71.70%
	002741.SZ	光华科技	5.03	8.96%	0.11	-26.63%	-0.71	-939.98%
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	11.41	56.63%	3.22	32.63%	0.62	-30.33%
	300568.SZ	星源材质	2.70	66.11%	0.31	30.73%	0.18	135.24%
	002108.SZ	沧州明珠	8.52	-2.67%	1.35	83.76%	1.08	804.71%
电解液	300037.SZ	新宙邦	8.12	26.84%	1.36	29.34%	0.91	156.92%
	002709.SZ	天赐材料	11.03	47.76%	2.07	423.36%	2.23	450.90%
	002091.SZ	江苏国泰	85.99	-27.79%	2.65	-13.87%	27.42	47.58%
铜箔	688388.SH	嘉元科技	3.83	-6.77%	0.59	-32.78%	-0.86	-451.98%
	603876.SH	鼎胜新材	33.50	16.97%	0.01	-99.24%	-0.29	91.14%
铝塑膜	002341.SZ	新纶科技	5.82	-41.41%	-0.06	-121.63%	0.26	109.10%
结构件	002850.SZ	科达利	5.33	1.15%	0.52	-22.21%	0.09	126.27%
热管理	002050.SZ	三花智控	32.75	17.40%	4.49	23.51%	4.66	56.93%
继电器	600885.SH	宏发股份	19.96	14.65%	2.40	19.30%	2.18	-70.26%
电机	600580.SH	卧龙电驱	32.96	1.71%	2.61	29.93%	2.89	-17.97%
<b>合计</b>			<b>1069.55</b>	<b>15.25%</b>	<b>71.80</b>	<b>38.33%</b>	<b>233.93</b>	<b>77.71%</b>

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从盈利能力指标来看, 2020Q1-3 新能源汽车板块实现毛利率 21.92%, 同比增加 1.94pct; 净利率 6.67%, 同比增加 0.47pct; 四项费用率 13.94%, 同比增加 1.12pct。其中, 2020Q3 新能源汽车板块实现毛利率 23.02%, 同比增加 3.56pct; 净利率 7.91%, 同比增加 1.75pct; 四项费用率 13.71%, 同比增加 1.20pct。

新能源汽车板块毛利率、费用率双双提升, 但毛利率提升更明显, 导致净利率也有所提升。其中, 电解液环节的毛利率提升是最明显的, 如新宙邦、天赐材料等, 主要是受益于电解液、六氟磷酸锂等材料的涨价。

表 4: 2020Q1-3 新能源汽车板块主要盈利能力指标

细分	证券代码	证券简称	毛利率 (%)	毛利率同比 (pct)	净利率 (%)	净利率同比 (pct)	四项费用率 (%)	四项费用率同比 (pct)
动力电池	300750.SZ	宁德时代	27.41%	-1.67	11.68%	0.24	12.32%	-2.07
	002594.SZ	比亚迪	20.75%	4.71	4.67%	2.65	13.88%	0.78
	002074.SZ	国轩高科	25.40%	-5.40	2.31%	-8.87	24.82%	6.23



	300014.SZ	亿纬锂能	29.72%	0.74	18.10%	-7.52	18.45%	4.37
	300207.SZ	欣旺达	15.34%	-0.11	2.30%	-0.53	12.61%	0.97
	300438.SZ	鹏辉能源	19.57%	-6.11	6.19%	-5.17	11.64%	0.18
正极材料	300073.SZ	当升科技	19.60%	0.73	13.09%	1.16	8.16%	1.07
	688005.SH	容百科技	11.49%	-1.77	4.73%	-0.38	6.54%	-0.92
	300769.SZ	德方纳米	10.23%	-12.06	-2.67%	-11.31	19.39%	5.57
正负极材料	600884.SH	杉杉股份	19.22%	-2.60	5.51%	-0.41	19.29%	1.04
负极材料	603659.SH	璞泰来	32.13%	3.72	13.45%	-0.03	16.52%	3.18
锂电材料回收及利用	002340.SZ	格林美	16.89%	-2.45	3.91%	-2.55	13.33%	0.99
	002741.SZ	光华科技	17.59%	-1.92	1.52%	-1.04	16.24%	-1.25
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	40.65%	-4.21	26.19%	-6.83	15.69%	4.01
	300568.SZ	星源材质	39.70%	-8.25	15.41%	-21.97	21.94%	-1.10
	002108.SZ	沧州明珠	21.91%	4.92	11.98%	4.66	9.77%	-0.05
电解液	300037.SZ	新宙邦	39.37%	3.50	18.85%	4.50	17.38%	-1.95
	002709.SZ	天赐材料	41.27%	13.66	18.42%	14.42	16.27%	-2.32
	002091.SZ	江苏国泰	15.46%	3.56	4.56%	0.57	10.12%	2.95
铜箔	688388.SH	嘉元科技	23.87%	-11.41	14.78%	-8.08	8.65%	0.59
	603876.SH	鼎胜新材	10.37%	1.93	-0.14%	-2.49	9.28%	4.53
铝塑膜	002341.SZ	新纶科技	23.77%	4.21	-2.48%	-4.05	27.33%	9.22
结构件	002850.SZ	科达利	23.28%	-2.40	7.84%	-0.63	15.46%	2.39
热管理	002050.SZ	三花智控	28.69%	-0.05	12.78%	0.52	15.10%	1.44
继电器	600885.SH	宏发股份	38.71%	-0.54	14.98%	0.24	20.98%	0.43
电机	600580.SH	卧龙电驱	26.29%	-0.36	7.23%	-1.91	19.59%	0.11
<b>合计</b>			<b>21.92%</b>	<b>1.94</b>	<b>6.67%</b>	<b>0.47</b>	<b>13.94%</b>	<b>1.12</b>

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 5: 2020Q3 新能源汽车板块主要盈利能力指标

细分	证券代码	证券简称	毛利率 (%)	毛利率同比 (pct)	净利率 (%)	净利率同比 (pct)	四项费用率 (%)	四项费用率同比 (pct)
动力电池	300750.SZ	宁德时代	27.78%	-0.15	12.12%	0.89	10.92%	-4.00
	002594.SZ	比亚迪	22.32%	8.45	5.66%	4.88	14.29%	1.74
	002074.SZ	国轩高科	25.88%	-7.92	3.62%	-10.98	25.40%	4.51
	300014.SZ	亿纬锂能	32.36%	-0.88	27.19%	-5.21	19.47%	8.55
	300207.SZ	欣旺达	15.95%	-0.76	5.26%	1.28	11.37%	-0.53
	300438.SZ	鹏辉能源	20.92%	-6.71	6.77%	-6.96	10.74%	0.09
正极材料	300073.SZ	当升科技	20.19%	-0.49	12.67%	-1.04	8.69%	3.22
	688005.SH	容百科技	11.43%	-1.16	5.22%	1.36	4.07%	-3.63
	300769.SZ	德方纳米	9.18%	-9.60	-2.93%	-8.97	18.72%	6.17
正负极材料	600884.SH	杉杉股份	20.47%	-2.29	9.14%	4.47	15.71%	-3.44
负极材料	603659.SH	璞泰来	34.08%	3.25	16.28%	0.61	15.35%	1.72
锂电材料回收及	002340.SZ	格林美	16.34%	-2.94	3.73%	-1.89	13.20%	-0.58

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

利用	002741.SZ	光华科技	20.47%	1.62	2.05%	-0.86	17.44%	0.23
	002812.SZ	恩捷股份	41.57%	-4.83	28.61%	-7.93	12.45%	3.81
隔膜	300568.SZ	星源材质	32.99%	-5.59	10.62%	-2.59	19.57%	-6.90
	002108.SZ	沧州明珠	26.70%	9.44	15.89%	7.62	8.73%	-0.69
	300037.SZ	新宙邦	38.67%	2.38	17.10%	0.56	16.73%	-0.12
电解液	002709.SZ	天赐材料	37.56%	9.09	18.37%	13.53	14.64%	-3.75
	002091.SZ	江苏国泰	17.37%	5.45	5.21%	1.23	10.51%	3.48
	688388.SH	嘉元科技	25.82%	-8.00	15.36%	-5.94	7.97%	0.19
铜箔	603876.SH	鼎胜新材	10.95%	2.72	0.04%	-2.78	10.58%	6.43
铝塑膜	002341.SZ	新纶科技	27.82%	7.27	-1.10%	-3.88	26.82%	11.58
结构件	002850.SZ	科达利	25.41%	-3.40	9.59%	-2.82	13.88%	0.70
热管理	002050.SZ	三花智控	30.14%	0.50	13.95%	0.76	15.70%	3.23
继电器	600885.SH	宏发股份	39.47%	-1.49	16.40%	0.54	21.97%	2.14
电机	600580.SH	卧龙电驱	27.28%	0.57	8.66%	2.00	19.36%	-0.10
<b>合计</b>			<b>23.02%</b>	<b>3.56</b>	<b>7.91%</b>	<b>1.75</b>	<b>13.71%</b>	<b>1.20</b>

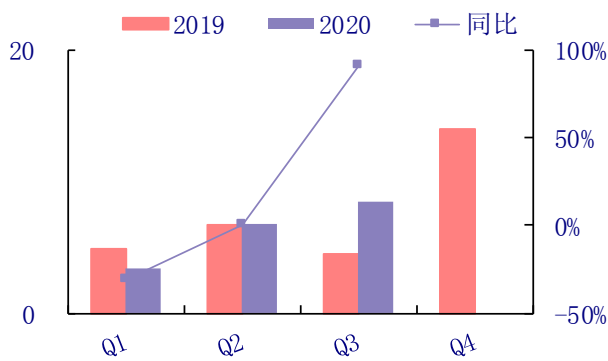
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### 三、光伏：需求提速

#### (一) 持续复苏，Q4 或迎来需求高峰

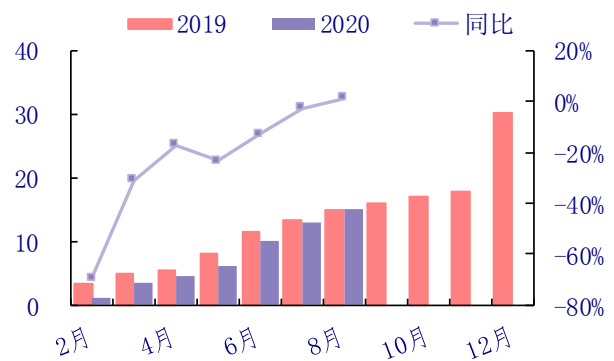
**Q3 回暖，Q4 或迎来需求高峰。**2020 年 1-9 月，我国光伏新增装机为 18.7GW，同比增长 16.0%。展望 2020 年，国内光伏需求回暖，海外需求影响较大，但负面影响或弱于预期。整体来看，我们预计 2020 年全球新增光伏装机有望达到 100GW（国内 40GW、海外 60GW），同比上涨 2.5%，Q4 或迎来需求高峰。

图 11：国内光伏新增装机单月情况（GW）



资料来源：中电联，CPIA，中国银河证券研究院

图 12：国内光伏新增装机累计情况（GW）



资料来源：中电联，CPIA，中国银河证券研究院

#### (二) 胶膜、玻璃涨价对盈利能力提升显著

从业绩及现金流指标来看，2020Q1-3 光伏板块实现营收 1222.23 亿元，同比增长 22.70%；归母净利润 145.00 亿元，同比增长 54.89%；经营活动现金净流量 138.14 亿元，同比增长 31.56%。其中，2020Q3 光伏板块实现营收 473.83 亿元，同比增长 23.89%；归母净利润 69.70 亿元，同比增长 89.07%；经营活动现金净流量 103.17 亿元，同比增长 116.29%。

光伏板块业绩普遍表现出色，Q3 的利润增速更快，主要受益于国内外需求的复苏。同时，板块现金流大幅改善，如福莱特、锦浪科技、阳光电源、福斯特、中环股份、隆基股份等。其中，硅料、胶膜、玻璃环节受益于供需偏紧的涨价，逆变器环节受益于海外出口提升，业绩表现更好。

表 6：2020Q1-3 光伏板块主要业绩及现金流指标

细分	证券代码	证券简称	营收(亿元)	营收同比 (%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比 (%)	经营活动现金净流量(亿元)	经营活动现金净流量同比 (%)
单晶硅片	601012.SH	隆基股份	338.32	49.08%	63.57	82.44%	62.60	55.95%
	002129.SZ	中环股份	133.77	11.32%	8.46	20.57%	21.98	64.98%
硅料、电池片	600438.SH	通威股份	316.78	13.04%	33.33	48.57%	20.38	-5.86%
组件	300118.SZ	东方日升	108.30	10.80%	6.48	-17.33%	5.42	-74.41%
	002506.SZ	协鑫集成	45.67	-35.06%	-2.70	-643.43%	1.08	-86.24%
胶膜	603806.SH	福斯特	54.69	19.14%	8.71	47.06%	3.14	79.10%

玻璃	601865.SH	福莱特	40.17	18.81%	8.12	59.94%	16.89	684.31%
	300274.SZ	阳光电源	119.09	65.77%	11.95	115.61%	5.08	164.75%
逆变器	300763.SZ	锦浪科技	13.51	74.31%	2.10	188.84%	2.16	301.36%
	002518.SZ	科士达	15.74	-4.13%	2.34	1.65%	0.62	-90.05%
背板	300393.SZ	中来股份	36.21	44.85%	2.63	15.73%	-1.21	39.48%
<b>合计</b>			<b>1222.23</b>	<b>22.70%</b>	<b>145.00</b>	<b>54.89%</b>	<b>138.14</b>	<b>31.56%</b>

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 7: 2020Q3 光伏板块主要业绩及现金流指标

细分	证券代码	证券简称	营收(亿元)	营收同比(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比(%)	经营活动现金净流量(亿元)	经营活动现金净流量同比(%)
单晶硅片	601012.SH	隆基股份	136.91	59.53%	22.40	51.93%	59.21	273.01%
	002129.SZ	中环股份	47.32	16.15%	3.08	23.31%	11.74	144.62%
硅料、电池片	600438.SH	通威股份	129.40	8.73%	23.22	193.07%	10.22	-3.45%
组件	300118.SZ	东方日升	31.84	-14.35%	3.02	1.31%	3.74	-53.44%
	002506.SZ	协鑫集成	13.51	-30.46%	-0.65	-20.06%	0.09	-98.03%
胶膜	603806.SH	福斯特	20.93	29.84%	4.15	113.60%	0.85	-7.81%
玻璃	601865.SH	福莱特	15.20	12.96%	3.51	42.59%	8.85	723.19%
	300274.SZ	阳光电源	49.67	82.50%	7.49	237.79%	6.02	531.39%
	300763.SZ	锦浪科技	6.24	71.68%	0.92	119.86%	0.63	86.02%
	002518.SZ	科士达	6.93	7.81%	1.02	-4.26%	1.54	-50.10%
背板	300393.SZ	中来股份	15.88	18.36%	1.53	33.35%	0.27	715.80%
<b>合计</b>			<b>473.83</b>	<b>23.89%</b>	<b>69.70</b>	<b>89.07%</b>	<b>103.17</b>	<b>116.29%</b>

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从盈利能力指标来看, 2020Q1-3 光伏板块实现毛利率 22.65%, 同比增加 0.63pct; 净利率 12.39%, 同比增加 2.44pct; 四项费用率 10.18%, 同比下降 0.78pct。其中, 2020Q3 光伏板块实现毛利率 23.38%, 同比增加 1.22pct; 净利率 15.26%, 同比增加 5.00pct; 四项费用率 10.24%, 同比下降 0.26pct。

光伏板块毛利率提升、费用率下降, 净利率提升明显。其中, 胶膜、玻璃等环节的涨价对毛利率提振明显, 如福斯特、福莱特。

表 8: 2020Q1-3 光伏板块主要盈利能力指标

细分	证券代码	证券简称	毛利率(%)	毛利率同比(pct)	净利率(%)	净利率同比(pct)	四项费用率(%)	四项费用率同比(pct)
单晶硅片	601012.SH	隆基股份	27.84%	0.21	19.30%	3.05	5.74%	-2.48
	002129.SZ	中环股份	18.87%	0.39	8.44%	0.35	12.58%	1.88
硅料、电池片	600438.SH	通威股份	16.58%	-2.74	10.76%	2.62	9.04%	-1.20
组件	300118.SZ	东方日升	21.07%	1.03	6.27%	-1.76	16.40%	3.10
	002506.SZ	协鑫集成	11.09%	0.93	-5.65%	-5.21	16.45%	3.43
胶膜	603806.SH	福斯特	24.57%	4.85	15.94%	3.07	5.70%	-1.21

玻璃	601865.SH	福莱特	39.86%	9.68	20.21%	5.20	13.70%	0.93
	300274.SZ	阳光电源	24.79%	-1.04	10.17%	2.19	14.01%	-1.96
逆变器	300763.SZ	锦浪科技	34.09%	2.29	15.56%	6.17	17.36%	-2.30
	002518.SZ	科士达	36.81%	1.32	14.89%	0.83	20.54%	2.57
背板	300393.SZ	中来股份	21.14%	-8.68	8.78%	-1.02	9.36%	-4.28
<b>合计</b>			<b>22.65%</b>	<b>0.63</b>	<b>12.39%</b>	<b>2.44</b>	<b>10.18%</b>	<b>-0.78</b>

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 9: 2020Q3 光伏板块主要盈利能力指标

细分	证券代码	证券简称	毛利率 (%)	毛利率同比 (pct)	净利率 (%)	净利率同比 (pct)	四项费用率 (%)	四项费用率同比 (pct)
单晶硅片	601012.SH	隆基股份	25.79%	-4.15	16.68%	-1.43	6.56%	-0.91
	002129.SZ	中环股份	18.18%	-2.33	8.57%	-0.20	12.24%	-0.22
硅料、电池片	600438.SH	通威股份	16.81%	1.12	18.32%	11.43	7.74%	-1.06
组件	300118.SZ	东方日升	24.39%	1.88	10.40%	2.51	23.26%	8.27
	002506.SZ	协鑫集成	10.71%	-0.93	-4.84%	-2.18	17.29%	3.05
胶膜	603806.SH	福斯特	29.71%	9.52	19.86%	7.85	5.30%	-1.22
玻璃	601865.SH	福莱特	42.69%	9.46	23.08%	4.80	14.19%	2.72
逆变器	300274.SZ	阳光电源	30.96%	8.64	15.23%	6.66	14.28%	-1.45
	300763.SZ	锦浪科技	31.31%	0.84	14.73%	3.23	17.61%	2.88
	002518.SZ	科士达	37.00%	0.15	14.81%	-1.84	19.25%	2.89
背板	300393.SZ	中来股份	20.80%	-9.87	11.88%	2.27	7.65%	-2.93
<b>合计</b>			<b>23.38%</b>	<b>1.22</b>	<b>15.26%</b>	<b>5.00</b>	<b>10.24%</b>	<b>-0.26</b>

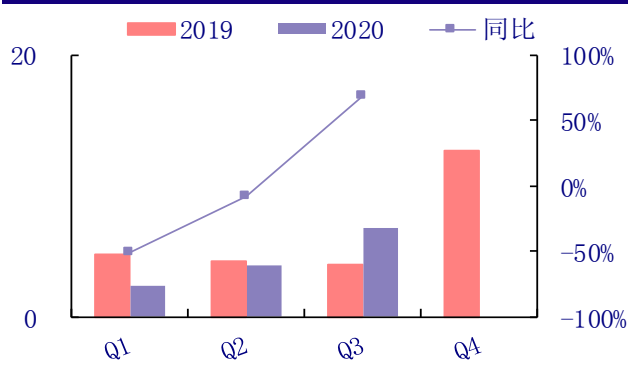
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 四、风电：稳健增长

### (一) 抢装继续

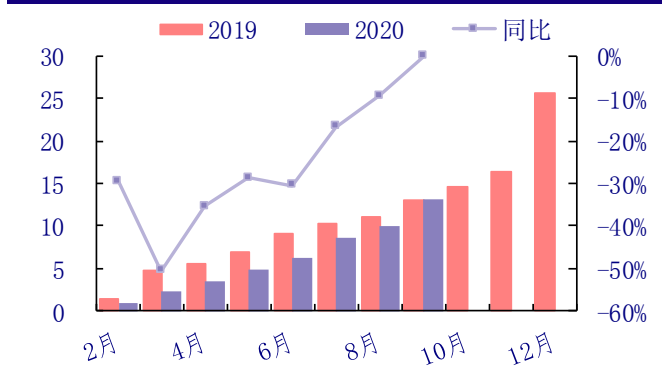
陆风 2021 年平价开启，倒逼存量项目建设提速。根据发改委，对于“2018 年底之前核准、2020 年底之前未完成并网”、“2019 年至 2020 年底之前核准、2021 年底之前未完成并网”的陆风项目，国家将不再补贴；2021 年 1 月 1 日起新核准的陆风项目全面实现平价上网。2020 年 1-9 月，我国风电新增装机为 13.1GW，同比下降 0.2%。我们认为，随着分布式、北方大基地等平价项目的加速推进，项目储备丰富，可支撑未来几年国内风电装机容量增长。

图 13：国内风电新增装机单月情况 (GW)



资料来源：中电联，中国银河证券研究院

图 14：国内风电新增装机累计情况 (GW)



资料来源：中电联，中国银河证券研究院

### (二) 零部件业绩表现更突出

从业绩及现金流指标来看，2020Q1-3 风电板块实现营收 977.18 亿元，同比增长 58.16%；归母净利润 88.75 亿元，同比增长 70.67%；经营活动现金净流量 89.89 亿元，同比增长 107.69%。其中，2020Q3 风电板块实现营收 438.40 亿元，同比增长 84.94%；归母净利润 36.57 亿元，同比增长 89.07%；经营活动现金净流量 21.57 亿元，同比下降 71.01%。

风电板块业绩普遍表现出色，增长稳健，主要受益于国内市场的持续抢装。其中，锻件、塔筒、海缆、变流器、主轴等零部件企业的业绩明显更好，主要是受益于零部件海外出口能力更强。另一方面，Q3 板块现金流有所下滑，短期承压。

表 10：2020Q1-3 风电板块主要业绩及现金流指标

细分	证券代码	证券简称	营收(亿元)	营收同比 (%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比 (%)	经营活动现金净流量(亿元)	经营活动现金净流量同比 (%)
风机	002202.SZ	金风科技	370.31	49.71%	20.69	30.07%	23.20	458.31%
	601615.SH	明阳智能	151.26	109.79%	9.33	81.61%	32.92	254.38%
	300772.SZ	运达股份	69.52	156.74%	0.66	115.24%	1.05	-77.52%
叶片	002080.SZ	中材科技	129.20	35.52%	15.48	51.92%	13.20	34.69%
	603218.SH	日月股份	37.34	52.93%	7.02	103.66%	5.32	56.55%
锻件	601218.SH	吉鑫科技	13.85	36.87%	1.70	385.40%	4.26	596.31%

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。



	603985.SH	恒润股份	16.75	69.08%	3.10	182.78%	1.96	365.51%
塔筒	002531.SZ	天顺风能	54.42	43.07%	8.09	48.20%	-4.39	-171.97%
	300569.SZ	天能重工	19.94	34.32%	2.51	72.32%	2.46	77.62%
	300129.SZ	泰胜风能	22.35	46.30%	2.26	67.59%	0.15	-86.65%
	002487.SZ	大金重工	20.19	68.50%	3.09	178.57%	0.76	-49.03%
	海缆	603606.SH	东方电缆	35.22	37.15%	6.13	102.85%	5.54
变流器	603063.SH	禾望电气	15.47	30.22%	2.46	342.20%	0.07	103.77%
主轴	300443.SZ	金雷股份	10.53	27.55%	3.36	140.25%	1.50	-53.49%
发电机舱罩	300690.SZ	双一科技	10.82	94.55%	2.86	135.98%	1.89	272.03%
<b>合计</b>			<b>977.18</b>	<b>58.16%</b>	<b>88.75</b>	<b>70.67%</b>	<b>89.89</b>	<b>107.69%</b>

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 11: 2020Q3 风电板块主要业绩及现金流指标

细分	证券代码	证券简称	营收(亿元)	营收同比(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比(%)	经营活动现金净流量(亿元)	经营活动现金净流量同比(%)
风机	002202.SZ	金风科技	176.06	95.59%	7.94	95.49%	6.52	-81.84%
	601615.SH	明阳智能	68.05	112.99%	4.02	123.70%	0.23	-98.09%
	300772.SZ	运达股份	34.11	177.65%	0.37	98.59%	0.35	-96.83%
叶片	002080.SZ	中材科技	53.32	53.62%	6.25	70.41%	7.49	33.45%
锻件	603218.SH	日月股份	14.99	65.63%	2.94	126.28%	0.82	-27.99%
	601218.SH	吉鑫科技	5.44	18.04%	0.66	616.82%	2.58	278.18%
	603985.SH	恒润股份	6.25	76.09%	1.32	187.73%	0.84	219.40%
塔筒	002531.SZ	天顺风能	22.19	67.23%	2.66	25.50%	-0.27	-104.69%
	300569.SZ	天能重工	7.64	21.29%	0.95	52.96%	0.72	169.43%
	300129.SZ	泰胜风能	10.92	78.99%	1.11	36.19%	0.08	-89.40%
	002487.SZ	大金重工	8.98	116.26%	1.48	195.68%	1.71	-42.61%
海缆	603606.SH	东方电缆	14.00	29.87%	2.48	103.01%	0.69	-42.66%
变流器	603063.SH	禾望电气	6.57	33.07%	1.21	274.17%	-1.12	-204.00%
主轴	300443.SZ	金雷股份	4.46	33.84%	1.57	165.33%	-0.27	-144.42%
发电机舱罩	300690.SZ	双一科技	5.41	170.85%	1.61	212.92%	1.21	4260.77%
<b>合计</b>			<b>438.40</b>	<b>84.94%</b>	<b>36.57</b>	<b>100.18%</b>	<b>21.57</b>	<b>-71.01%</b>

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从盈利能力指标来看, 2020Q1-3 风电板块实现毛利率 22.58%, 同比下降 0.58pct; 净利率 9.19%, 同比上涨 0.70pct; 四项费用率 13.13%, 同比下降 1.98pct。其中, 2020Q3 风电板块实现毛利率 22.08%, 同比下降 0.52pct; 净利率 8.46%, 同比上涨 0.71pct; 四项费用率 12.12%, 同比下降 1.12pct。

风电板块毛利率略有下滑, 费用率有所下滑, 净利率略有上涨。其中, 主轴、锻件、塔筒等环节的毛利率提升是非常明显的, 主要受益于行业供需偏紧。

表 12: 2020Q1-3 风电板块主要盈利能力指标

细分	证券代码	证券简称	毛利率 (%)	毛利率同比 (pct)	净利率 (%)	净利率同比 (pct)	四项费用率 (%)	四项费用率同比 (pct)
风机	002202.SZ	金风科技	17.26%	-3.00	5.65%	-0.84	14.08%	-2.46
	601615.SH	明阳智能	20.91%	-1.85	6.02%	-0.85	13.72%	-4.96
	300772.SZ	运达股份	12.85%	-2.19	0.95%	-0.18	12.25%	-1.25
叶片	002080.SZ	中材科技	27.87%	0.34	12.18%	1.15	14.04%	-0.92
	603218.SH	日月股份	29.39%	5.10	18.79%	4.68	6.93%	-1.40
锻件	601218.SH	吉鑫科技	27.83%	6.22	12.30%	8.95	11.45%	-2.64
	603985.SH	恒润股份	32.44%	7.43	18.30%	7.26	10.38%	-0.50
	002531.SZ	天顺风能	28.85%	1.22	15.61%	1.15	11.17%	-0.37
塔筒	300569.SZ	天能重工	33.19%	5.93	14.01%	3.46	14.76%	0.74
	300129.SZ	泰胜风能	25.89%	3.92	10.42%	1.66	11.87%	0.48
	002487.SZ	大金重工	29.19%	8.55	15.29%	6.04	10.01%	0.85
海缆	603606.SH	东方电缆	30.82%	5.84	17.42%	5.64	9.90%	0.71
变流器	603063.SH	禾望电气	37.53%	1.07	16.61%	11.38	24.60%	-4.65
主轴	300443.SZ	金雷股份	44.54%	16.96	31.91%	14.97	6.75%	0.66
发电机舱罩	300690.SZ	双一科技	42.24%	2.05	26.41%	4.65	10.57%	-5.46
<b>合计</b>			<b>22.58%</b>	<b>-0.58</b>	<b>9.19%</b>	<b>0.70</b>	<b>13.13%</b>	<b>-1.98</b>

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 13: 2020Q3 风电板块主要盈利能力指标

细分	证券代码	证券简称	毛利率 (%)	毛利率同比 (pct)	净利率 (%)	净利率同比 (pct)	四项费用率 (%)	四项费用率同比 (pct)
风机	002202.SZ	金风科技	17.11%	-2.01	4.56%	0.18	11.99%	-1.70
	601615.SH	明阳智能	19.89%	-2.40	5.73%	0.30	13.17%	-2.01
	300772.SZ	运达股份	13.26%	-1.47	1.09%	-0.44	12.02%	-0.24
叶片	002080.SZ	中材科技	27.54%	0.80	12.01%	0.96	13.75%	-0.63
	603218.SH	日月股份	30.75%	5.80	19.60%	5.25	6.69%	-1.91
锻件	601218.SH	吉鑫科技	26.63%	6.69	12.08%	10.33	10.67%	-0.60
	603985.SH	恒润股份	35.64%	9.15	20.83%	7.94	10.89%	-0.09
	002531.SZ	天顺风能	26.44%	-0.70	12.71%	-3.62	9.71%	-0.44
塔筒	300569.SZ	天能重工	31.79%	4.81	14.48%	3.90	14.04%	1.01
	300129.SZ	泰胜风能	27.77%	0.79	10.57%	-2.85	13.05%	1.17
	002487.SZ	大金重工	31.64%	9.15	16.50%	4.43	12.40%	2.71
海缆	603606.SH	东方电缆	32.78%	8.92	17.73%	6.39	10.54%	1.80
变流器	603063.SH	禾望电气	37.06%	0.82	19.42%	11.88	23.21%	-4.73
主轴	300443.SZ	金雷股份	50.26%	21.14	35.19%	17.44	7.38%	2.27
发电机舱罩	300690.SZ	双一科技	41.11%	-0.07	29.69%	3.97	5.22%	-7.05
<b>合计</b>			<b>22.08%</b>	<b>-0.52</b>	<b>8.46%</b>	<b>0.71</b>	<b>12.12%</b>	<b>-1.12</b>

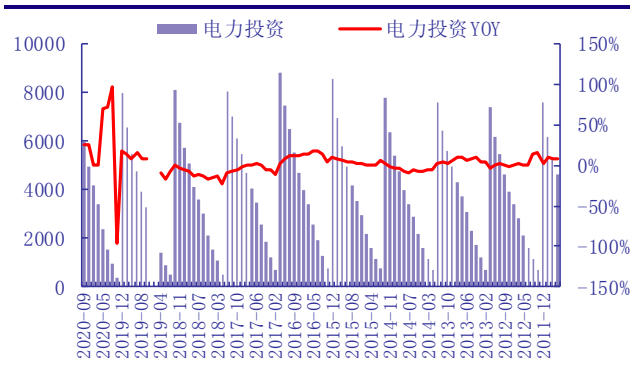
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 五、电网：投资加速

### (一) 逆周期发力

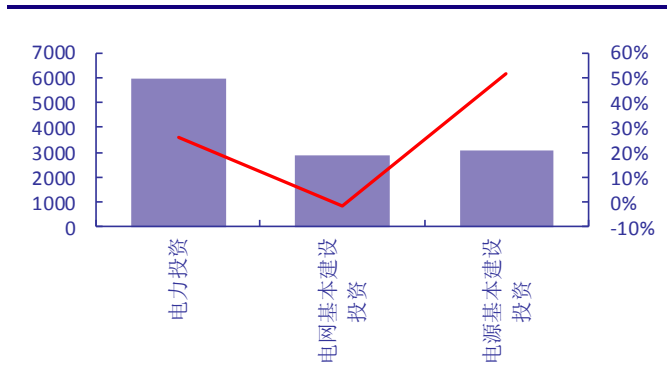
电网承担逆周期调节责任，投资回暖。随着我国电力基础设施建设完善以及基数扩大，“十三五”期间电力投资从高速增长换挡过渡至中低增速。受到降电价的影响，截至2019年12月，全国电力投资7995亿元，同比下降1.2%。2020年1-9月，全国电力投资5981亿元，同比上涨25.9%，持续回暖。我们认为，电网或积极承担逆周期调节责任，2020年资本开支有望企稳回暖。同时，特高压由于落地见效快、规划明确、需求迫切性强，或成为电网的重要推进方向，相关设备企业将深度受益。

图 15: 电力投资及增速情况 (亿元)



资料来源：中电联，中国银河证券研究院

图 16: 电力投资分类情况 (2020 年 1-9 月)



资料来源：中电联，中国银河证券研究院

### (二) 业绩分化，现金流大幅改善

从业绩及现金流指标来看，2020Q1-3 电网板块实现营收 1285.15 亿元，同比增长 14.80%；归母净利润 118.17 亿元，同比增长 13.70%；经营活动现金净流量 41.52 亿元，同比增长 85.79%。其中，2020Q3 电网板块实现营收 496.67 亿元，同比增长 22.34%；归母净利润 50.18 亿元，同比增长 42.92%；经营活动现金净流量 42.92 亿元，同比增长 306.21%。

电网板块业绩分化比较大，龙头公司具备更好的订单获取能力，业绩持续性也更强。其中，泛在电力物联网、特高压、智能电表等领域的龙头公司表现更好，如国网信通、许继电气、海兴电力、炬华科技、林洋能源、思源电气等。另一方面，Q3 板块现金流大幅改善，同比增长 306.21%。

表 14: 2020Q1-3 电网板块主要业绩及现金流指标

细分	证券代码	证券简称	营收(亿元)	营收同比 (%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比 (%)	经营活动现金净流量(亿元)	经营活动现金净流量同比 (%)
泛在电力物联网	600406.SH	国电南瑞	200.98	16.99%	25.49	18.74%	-9.03	-14231.33%
	600131.SH	国网信通	42.12	427.93%	2.92	144.26%	-5.08	-515.66%
特高压	600089.SH	特变电工	294.78	15.83%	15.56	-6.71%	19.58	604.93%
	600312.SH	平高电气	56.80	-3.85%	1.16	-1.91%	0.38	231.32%
	000400.SZ	许继电气	65.92	25.85%	5.12	92.09%	-1.48	-670.41%

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

	601179.SH	中国西电	94.46	-1.32%	2.12	-27.06%	-3.45	60.06%
智能电表	603556.SH	海兴电力	19.83	-0.37%	3.90	5.07%	4.24	103.27%
	300360.SZ	炬华科技	6.95	20.00%	2.23	48.03%	0.29	-51.29%
	601222.SH	林洋能源	44.18	73.56%	9.35	36.31%	6.85	248.27%
	601567.SH	三星医疗	54.91	12.88%	7.31	-8.87%	1.41	251.77%
低压电器	601877.SH	正泰电器	232.47	3.43%	30.48	6.42%	28.19	-4.58%
	002706.SZ	良信电器	21.43	42.41%	3.18	25.79%	4.49	63.79%
智慧能源	002090.SZ	金智科技	9.88	-23.52%	0.30	-69.02%	0.89	-6.05%
输配电(其他)	002028.SZ	思源电气	50.68	20.57%	8.33	102.93%	-1.36	-1233.26%
	603333.SH	尚纬股份	16.13	13.34%	0.46	-51.47%	1.91	340.62%
	600268.SH	国电南自	27.49	-6.04%	-0.92	7.66%	-1.49	51.96%
充电桩	300001.SZ	特锐德	46.16	15.29%	1.19	-23.27%	-4.82	-751.16%
<b>合计</b>			<b>1285.15</b>	<b>14.80%</b>	<b>118.17</b>	<b>13.70%</b>	<b>41.52</b>	<b>85.79%</b>

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 15: 2020Q3 电网板块主要业绩及现金流指标

细分	证券代码	证券简称	营收(亿元)	营收同比(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比(%)	经营活动现金净流量(亿元)	经营活动现金净流量同比(%)
泛在电力物联网	600406.SH	国电南瑞	79.44	27.20%	11.72	24.03%	-2.07	-104.02%
	600131.SH	国网信通	15.14	488.50%	1.24	745.27%	0.67	57.18%
特高压	600089.SH	特变电工	115.11	37.10%	6.36	2.57%	5.02	132.24%
	600312.SH	平高电气	24.57	-12.38%	0.61	-4.08%	3.92	22.70%
	000400.SZ	许继电气	24.50	12.19%	1.57	69.46%	0.04	-95.02%
	601179.SH	中国西电	34.18	14.55%	0.95	-0.31%	-0.91	87.25%
智能电表	603556.SH	海兴电力	7.07	14.81%	1.50	66.32%	2.76	458.92%
	300360.SZ	炬华科技	3.08	34.72%	0.87	38.91%	0.68	78.60%
	601222.SH	林洋能源	14.67	67.04%	3.86	43.64%	3.76	114.94%
	601567.SH	三星医疗	20.01	11.55%	2.33	-2.33%	0.25	-44.77%
低压电器	601877.SH	正泰电器	86.38	7.31%	12.37	14.56%	18.45	-6.11%
	002706.SZ	良信电器	8.61	53.87%	1.24	26.69%	1.75	174.45%
智慧能源	002090.SZ	金智科技	3.29	-26.52%	0.12	426.30%	0.90	21.24%
输配电(其他)	002028.SZ	思源电气	21.37	19.28%	3.72	70.43%	1.88	-1.55%
	603333.SH	尚纬股份	6.86	33.26%	0.27	-15.68%	1.45	8147.90%
	600268.SH	国电南自	12.70	3.62%	0.38	47.36%	1.60	18.44%
充电桩	300001.SZ	特锐德	19.70	21.48%	1.07	50.41%	2.75	13.36%
<b>合计</b>			<b>496.67</b>	<b>22.34%</b>	<b>50.18</b>	<b>24.87%</b>	<b>42.92</b>	<b>306.21%</b>

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从盈利能力指标来看, 2020Q1-3 电网板块实现毛利率 25.93%, 同比上涨 0.24pct; 净利率 9.81%, 同比下降 0.01pct; 四项费用率 15.41%, 同比下降 0.54pct。其中, 2020Q3 电网板块实现毛利率 26.64%, 同比上涨 0.10pct; 净利率 10.87%, 同比上涨 0.46pct; 四

项费用率 15.34%，同比下降 0.49pct。

电网板块毛利率上涨，费用率有所下滑，净利率企稳回升。电网板块毛利率的分化比较严重，其中 Q3 同比上涨明显的主要有国网信通、许继电气、良信电器、思源电气等。

表 16：2020Q1-3 电网板块主要盈利能力指标

细分	证券代码	证券简称	毛利率 (%)	毛利率同比 (pct)	净利率 (%)	净利率同比 (pct)	四项费用率 (%)	四项费用率同比 (pct)
泛在电力物联网	600406.SH	国电南瑞	28.55%	-0.37	13.65%	0.35	13.22%	-1.54
	600131.SH	国网信通	18.05%	1.91	6.93%	-7.94	12.16%	-0.25
特高压	600089.SH	特变电工	20.58%	0.27	6.17%	-1.38	13.49%	0.45
	600312.SH	平高电气	13.52%	-0.70	2.11%	0.15	11.44%	-0.24
	000400.SZ	许继电气	21.76%	3.00	8.76%	2.85	12.36%	-1.16
	601179.SH	中国西电	17.37%	-3.49	2.49%	-0.45	16.11%	-2.65
智能电表	603556.SH	海兴电力	44.11%	2.15	19.49%	0.90	28.70%	7.13
	300360.SZ	炬华科技	42.12%	3.41	32.37%	6.30	8.73%	-2.39
	601222.SH	林洋能源	37.90%	-10.12	21.22%	-5.80	14.72%	-6.41
	601567.SH	三星医疗	30.80%	0.28	13.37%	-3.30	17.36%	-1.69
低压电器	601877.SH	正泰电器	32.15%	2.74	13.77%	0.45	16.97%	2.17
	002706.SZ	良信电器	42.16%	0.84	14.85%	-1.96	25.19%	1.92
智慧能源	002090.SZ	金智科技	27.02%	0.09	3.46%	-3.67	25.64%	-0.31
	002028.SZ	思源电气	34.44%	4.66	17.30%	7.27	14.88%	-4.37
输配电(其他)	603333.SH	尚纬股份	18.81%	-2.39	2.78%	-3.76	13.66%	-0.52
	600268.SH	国电南自	26.06%	1.24	0.13%	0.79	25.15%	0.50
充电桩	300001.SZ	特锐德	21.02%	-5.18	1.43%	-1.60	22.38%	-2.71
<b>合计</b>			<b>25.93%</b>	<b>0.24</b>	<b>9.81%</b>	<b>-0.01</b>	<b>15.41%</b>	<b>-0.54</b>

资料来源：wind，中国银河证券研究院

表 17：2020Q3 电网板块主要盈利能力指标

细分	证券代码	证券简称	毛利率 (%)	毛利率同比 (pct)	净利率 (%)	净利率同比 (pct)	四项费用率 (%)	四项费用率同比 (pct)
泛在电力物联网	600406.SH	国电南瑞	30.20%	-1.17	15.87%	-0.18	11.74%	-2.29
	600131.SH	国网信通	18.46%	6.40	8.20%	2.77	10.83%	-6.96
特高压	600089.SH	特变电工	20.32%	0.47	6.64%	-1.44	14.12%	1.42
	600312.SH	平高电气	12.09%	-0.25	2.59%	0.35	10.83%	1.08
	000400.SZ	许继电气	22.32%	2.66	7.42%	2.26	14.06%	1.35
	601179.SH	中国西电	18.67%	-5.65	2.97%	0.00	18.08%	-4.35
智能电表	603556.SH	海兴电力	43.28%	1.65	21.07%	6.53	31.93%	6.94
	300360.SZ	炬华科技	39.64%	-0.13	28.16%	0.70	7.59%	-0.86
	601222.SH	林洋能源	42.20%	-9.39	26.26%	-4.38	15.94%	-4.03
	601567.SH	三星医疗	32.63%	1.00	11.73%	-1.64	16.99%	-0.80
低压电器	601877.SH	正泰电器	33.53%	1.83	15.08%	1.09	16.97%	0.68

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

	002706.SZ	良信电器	43.55%	2.19	14.43%	-3.10	27.61%	5.99
智慧能源	002090.SZ	金智科技	25.33%	0.93	2.92%	2.28	26.73%	4.78
输配电(其他)	002028.SZ	思源电气	34.70%	4.28	18.22%	5.64	14.09%	-3.71
	603333.SH	尚纬股份	18.62%	-2.84	3.86%	-2.12	13.50%	-1.52
	600268.SH	国电南自	28.18%	1.99	7.38%	1.81	21.11%	0.56
充电桩	300001.SZ	特锐德	22.81%	-0.51	5.04%	1.79	19.88%	-3.01
<b>合计</b>			<b>26.64%</b>	<b>0.10</b>	<b>10.87%</b>	<b>0.46</b>	<b>15.34%</b>	<b>-0.49</b>

资料来源: wind, 中国银河证券研究院



## 六、风险提示：

- (1) 电力需求下滑明显的风险、新能源发电消纳能力不足；
- (2) 竞争加剧导致产品价格持续下行；
- (3) 补贴下滑导致行业增长放缓；
- (4) 新冠疫情影响超预期。

## 插图目录

图 1: 电新行业营收及同比增速 (亿元)	2
图 2: 电新行业归母净利润及同比增速 (亿元)	2
图 3: 电新行业季度营收及同比增速 (亿元)	3
图 4: 电新行业季度归母净利润及同比增速 (亿元)	3
图 5: 电新行业各板块营收同比	3
图 6: 电新行业各板块归母净利润同比	3
图 7: 2020Q3 电新行业各板块归母净利润同比增速	4
图 8: 2020Q3 电新行业各板块归母净利润环比增速	4
图 9: 国内新能源汽车单月销量 (万辆)	5
图 10: 国内新能源汽车累计销量 (万辆)	5
图 11: 国内光伏新增装机单月情况 (GW)	10
图 12: 国内光伏新增装机累计情况 (GW)	10
图 13: 国内风电新增装机单月情况 (GW)	13
图 14: 国内风电新增装机累计情况 (GW)	13
图 15: 电力投资及增速情况 (亿元)	16
图 16: 电力投资分类情况 (2020 年 1-9 月)	16

## 表格目录

表 1: 电力设备及新能源行业典型公司列表	2
表 2: 2020Q1-3 新能源汽车板块主要业绩及现金流指标	6
表 3: 2020Q3 新能源汽车板块主要业绩及现金流指标	6
表 4: 2020Q1-3 新能源汽车板块主要盈利能力指标	7
表 5: 2020Q3 新能源汽车板块主要盈利能力指标	8
表 6: 2020Q1-3 光伏板块主要业绩及现金流指标	10
表 7: 2020Q3 光伏板块主要业绩及现金流指标	11
表 8: 2020Q1-3 光伏板块主要盈利能力指标	11
表 9: 2020Q3 光伏板块主要盈利能力指标	12
表 10: 2020Q1-3 风电板块主要业绩及现金流指标	13
表 11: 2020Q3 风电板块主要业绩及现金流指标	14
表 12: 2020Q1-3 风电板块主要盈利能力指标	14
表 13: 2020Q3 风电板块主要盈利能力指标	15
表 14: 2020Q1-3 电网板块主要业绩及现金流指标	16
表 15: 2020Q3 电网板块主要业绩及现金流指标	17
表 16: 2020Q1-3 电网板块主要盈利能力指标	18
表 17: 2020Q3 电网板块主要盈利能力指标	18

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

周然：工商管理学硕士。2010年11月加盟银河证券研究部，先后从事电力及公共事业、环保、电力设备及新能源行业的研究分析工作。2013年，团队获新财富最佳分析师第5名、卖方分析师水晶球奖第5名；2019年，获新财富最佳分析师第9名。曾任职于美国汇思讯（Christensen）的亚利桑纳州总部及北京分部，从事金融咨询（IR）和市场营销的客户主任工作。

赵腾辉：上海交通大学硕士，3年证券研究从业经验。2019年加入银河证券，现任电力设备及新能源行业分析师。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京西城区金融大街35号国际企业大厦C座

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn