

电力设备&新能源2019年投资策略

大浪淘沙，龙头优势日趋明显

www.swsc.com.cn

西南证券研究发展中心
电力设备&新能源研究团队
2018年11月

核 心 观 点

- 2018年，政策的不确定性导致整个板块孱弱：发改委、能源局、财政部联合发文，暂不安排2018年普通光伏电站建设规模，加快光伏补贴推波的通知带来光伏整个板块的深度调整，之前风电竞争性配置政策带来加快补贴取消的预期，导致整个新能源板块的调整。2018年电气设备新能源板块表现孱弱，跑输大盘，估值达到历史低位。
- **海外电池企业扩产带来设备和材料子板块的机会**：由于2019年进行新能源汽车双积分的考核，海外车企纷纷布局，合资企业以插混带动高端汽车销量的增长，以纯电动低端车型争取积分；海外电池企业开始在华重启扩产计划，预计设备和材料子板块迎来机会。我们推荐**宁德时代（300750）**。
- **光伏政策纠偏带来的整体板块的机会**：2018年5.31的光伏政策导致了行业的迅速变冷，但是11月2日能源局召开光伏企业座谈会，预计会有政策纠偏。光伏的规模可能上调，整个板块需求提升，估值修复。推荐光伏龙头**隆基股份（601012）**、**通威股份（600438）**。
- **风电2019年迎来抢装**：2018年由于竞争性配置的政策，导致风电行业降价严重，虽然行业规模提升，但是价格会出现大幅度的下跌。由于2019年后开工的风电项目会下调上网电价，所以2019年风电行业迎来抢装，我们推荐龙头**金风科技（002202）**。
- 风险提示：新能源汽车补贴大幅下降的风险；光伏补贴大幅下调的风险；风电整机价格大幅下降的风险。

目 录

◆ **政策影响，2018年板块表现差**

◆ **新能源汽车海外投资大潮开启**

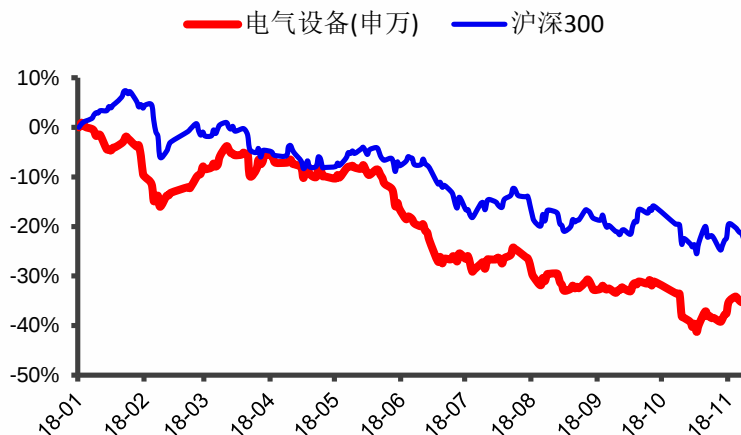
◆ **光伏政策纠偏，估值修复**

◆ **风电抢装明确**

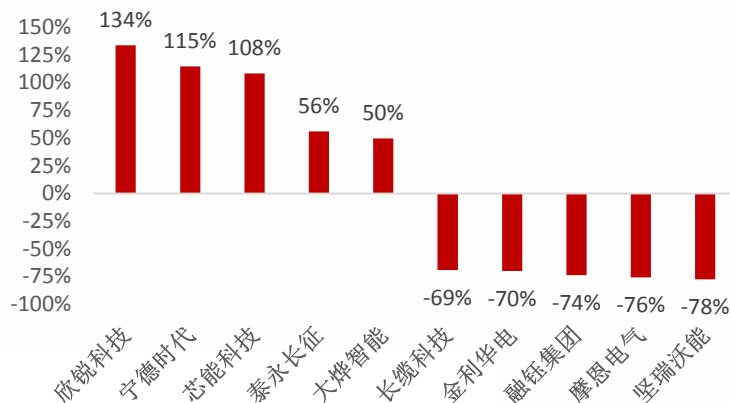
◆ **投资标的推荐**

2018年行业回顾：行业跌幅明显

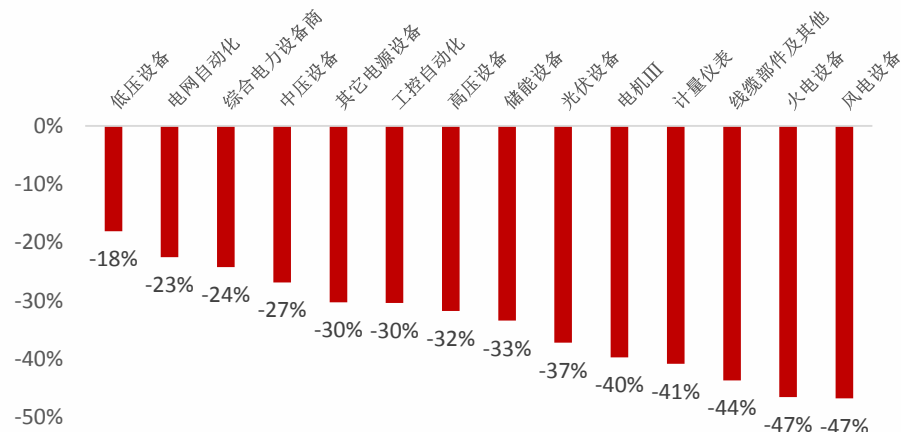
电气设备指数相对沪深300走势



电气设备行业涨跌幅前五个股



电气设备子行业二级市场涨跌幅

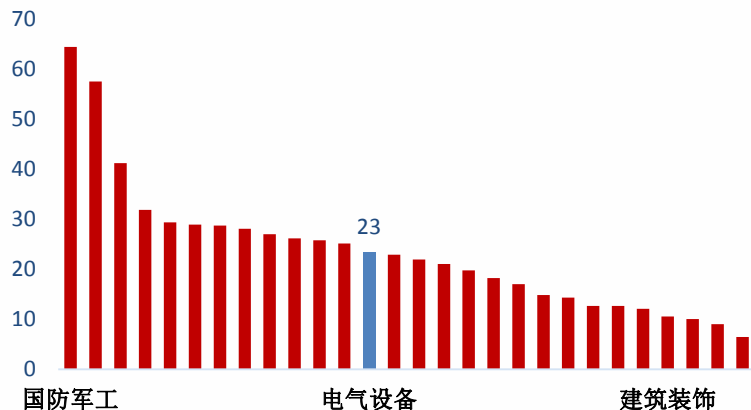


- 2018年初截至11月9日申万电气设备指数下跌35%，跑输沪深300指数12个百分点。
- 2018年初截至11月9日全部电气设备子行业表现为下跌，跌幅最低的为低压设备是18%，跌幅最高的为风电设备是47%。
- 期间板块内涨幅最大的仍然是次新股，其中比较特殊的是宁的时代（300750.SZ），作为动力电池的绝对龙头，涨幅115%。

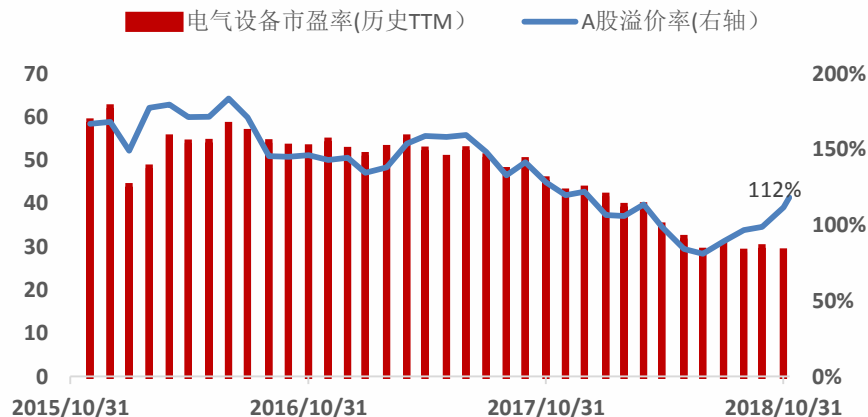
数据来源：Wind，西南证券整理

2018年行业回顾：估值下杀

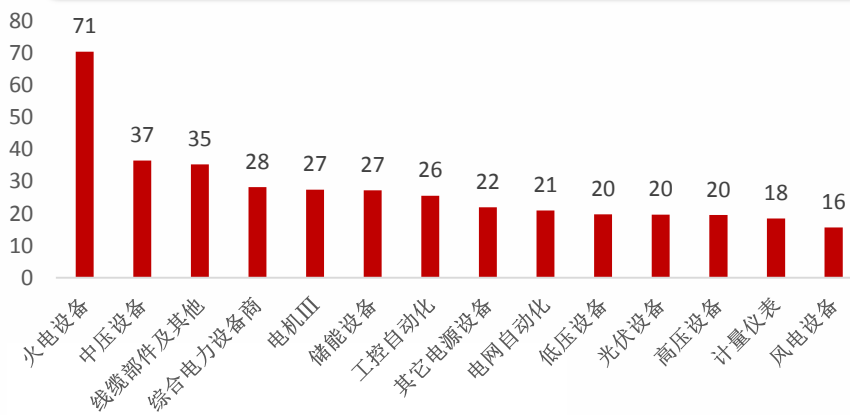
申万一级行业市盈率（TTM整体法）



申万电气设备市盈率及与A股溢价率



申万电气设备子行业市盈率（TTM整体法）



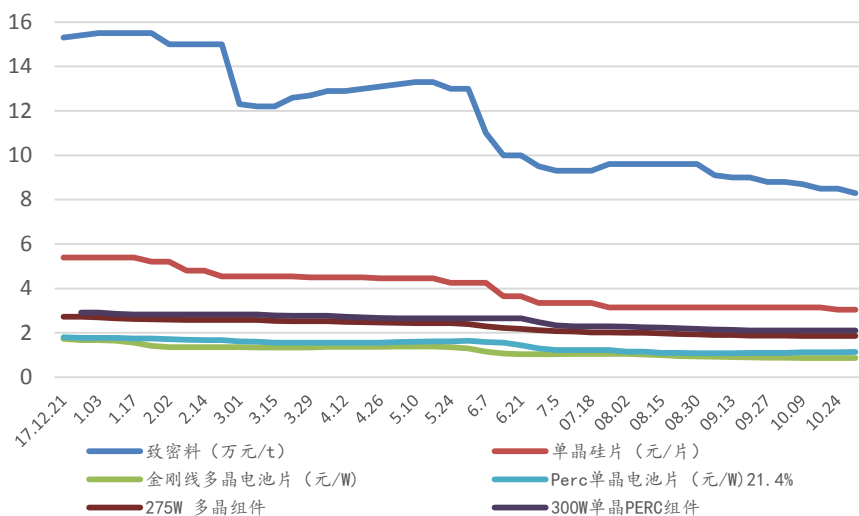
- 横向看：电气设备行业PE(TTM)为23倍，在申万行业中处于中位数水平。
- 纵向看：电气设备行业PE环比下降0.96，估值依旧较低；电气设备行业相对于A股估值溢价率为112%。
- 从子行业来看，火电设备（71倍）和中压设备（37倍）的市盈率最高，计量仪表（18倍）和风电设备（16倍）的市盈率最低。高市盈率的是EPS太低导致，并不具备参考性。

数据来源：Wind，西南证券整理

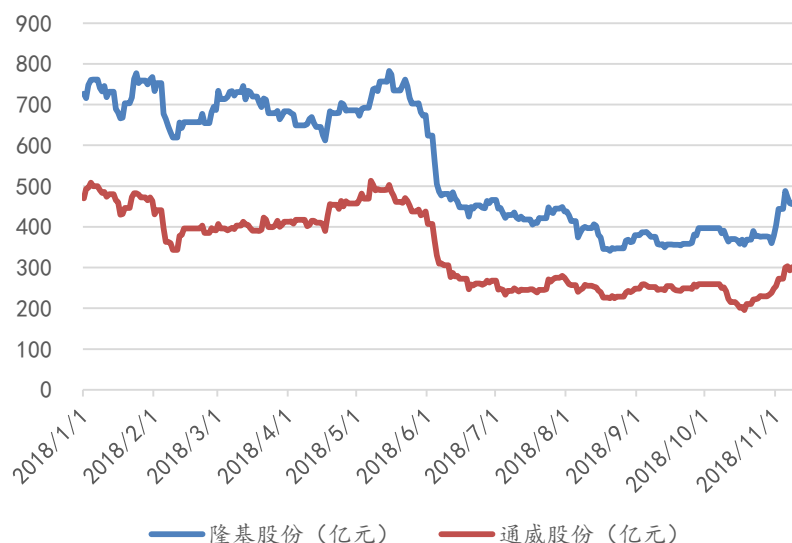
政策突变对光伏行业造成打击

- ❑ 2018年在紧信贷、紧财政的双缩背景之下，新能源（光伏、风电、电动汽车）都成了重灾区。5月31日，三部委联合发文，明确指出2018年暂不安排集中式电站的光伏指标，规定18年分布式光伏指标为10GW，大超过市场预期。一方面说明光伏发展过快，行业存在很多不规范的地方；另一方面说明财政补贴缺口越来越大。
- ❑ 受“531”新政影响，光伏产业链价格及行业需求出现断崖式下跌，其中，菜花料由12万元/吨跌至7.6万元/吨，跌幅36.7%；单晶硅片由5.4元/片跌至3.05元/片，跌幅43.5%；多晶电池片由1.3元/W跌至0.86元/W，跌幅34.6%，极大地影响了光伏板块业绩，光伏板块上市公司市值也遭到重挫。

光伏产业链产品价格快速下降



光伏板块上市公司市值遭受重挫

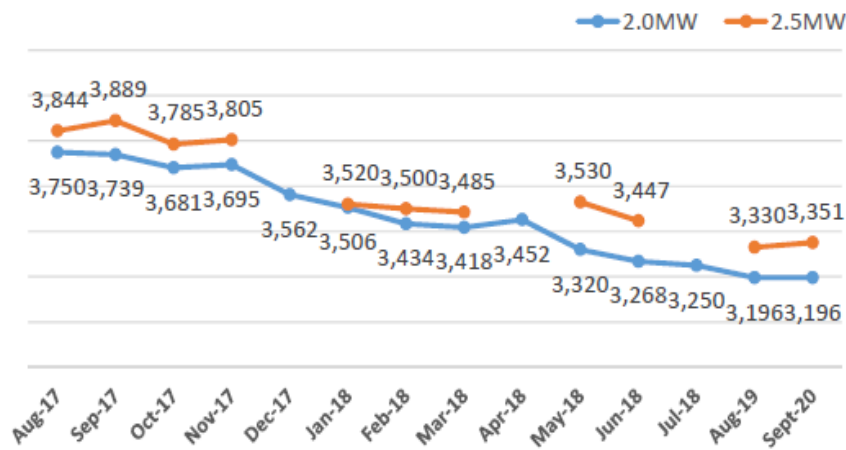


数据来源: Wind, 西南证券整理
www.swsc.com.cn

风电行业降价超预期

- ❑ 2018年风电行业复苏行情弱于预期，风机招标价格下降超预期，2.0MW级别机组2018年9月投标均价为3,196元/千瓦，同比下降20%，2.5MW级别机组9月招标均价为3351，同比下降20%。由于18年的招标价主要体现在19年出货，因此市场对风电板块上市公司明年产品毛利率持有较悲观的预期，导致风电板块上市公司市值遭受重挫。

风机招标价格下降超预期



数据来源: Wind, 西南证券整理

风电板块上市公司市值遭受重挫



锂电池板块：三元高镍表现良好

补贴金额逐年退坡，门槛持续提升。2018年补贴政策对大部分类型新能源车的补贴都进行了下调。在乘用车领域，以工况法续驶里程R为指标，取消150公里续航里程以下的补贴（ $100 \leq R < 150$ ），对于高续驶里程提高补贴水平（ $350 \leq R$ ）。同时规定纯电动乘用车的动力电池能量密度不低于150Wh/kg，对于高于160Wh/kg的按1.2倍给予补贴。

2018年高镍三元电池的研发和生产已呈“燎原之势”。2017年乘用车NCM还是以111为主，2018年年初NCM532和NCM622出货量显著提升。**看似高镍，本质是利润驱动。由于三元结构占比的明显提升，所以在整个板块降价压力之下，三元的产业链的部分公司利润率有所提升，至少保证不下降。**

2018年，动力电池价格较年初下降30%。碳酸锂价格较年初下降33%。电解液较年初下降20%。隔膜较年初下降25%。钴酸锂较年初下降30%。NCM523价格较年初下降23%。

整车厂和电池厂积极配套高镍电池

电池企业	高镍进展	是否量产
LG	为Kona EV纯电动SUV提供811电池	✓□
Panasonic	从2017年开始为Model3提供21700型NCA三元电池	✓□
SKI	已量产，预计在2018年第三季度提供用于电动汽车的电池	✓□
SDI	主要为韩国公司ECOPRO供应，NCA产量仅次Panasonic	✓□
比克	公司已开发出三元811软包电芯，能量密度达到302kw/kg，公司目前已开始建设相关产品中试线，计划2019年开始建设产线	✓□
力神	曾小规模生产NCA电池，2017年底发布“力神电池化学体系路线规划”，其中包含了NCM811/NCA体系	□
鹏辉能源	2.8Ah和3.0Ah圆柱18650电池已经开始使用811材料，并于去年8月份开始量产	✓□

数据来源：西南证券整理

目 录

◆ 政策影响，2018年板块表现差

◆ 新能源汽车海外投资大潮开启

◆ 光伏政策纠偏，估值修复

◆ 风电抢装明确

◆ 投资标的推荐

海外车企加速布局新能源汽车

□ 新能源积分制2019年开始正式考核，海外车企加速新能源汽车布局。2017年9月28日，新能源汽车双积分管理办法正式发布，规定从2019年开始正式考核，其中2019年新能源积分占比10%，2020年积分占比12%。双积分政策影响下，新能源汽车发展好的整车企业可以通过出售积分来弥补补贴不足的资金问题，而发展年不足的整车企业，则需要购买积分，别无选择。在此压力之下，海外车企应对方法大概率为：高端燃油车型尽快升级为插混，获得一定积分；低端车型通过和国内车企合作，生产纯电动车型来获得积分。

2019-2020新能源车积分规则

车辆类别	标准积分	备注
纯电动车	$0.012 \cdot R + 0.8$	R: 续航里程 (KM); P: 系统额定功率 (KW); 标准车型积分上限为5分; 积分计算结果按四舍五入保留两位数
插电式混合动力	2	
燃料电池车	$0.16 \cdot P$	

1. 对于纯电动车30分钟最高时速不低于100km/h，续航里程大于100km的，根据整备质量 m ，百公里耗电量 Y ，满足下面条件1但不满足条件2的，新能源积分按照1倍计算，满足条件2的按1.2倍计算，其余车型按0.5倍计算，且积分仅限本企业使用：

条件1： $m \leq 1000$ 时， $Y \leq 0.014 \cdot m + 0.5$ ； $1000 < m \leq 1600$ 时， $Y \leq 0.012 \cdot m + 2.5$ ； $m > 1600$ 时， $Y \leq 0.005 \cdot m + 13.7$

条件2： $m \leq 1000$ 时， $Y \leq 0.0098 \cdot m + 0.35$ ； $1000 < m \leq 1600$ 时， $Y \leq 0.0084 \cdot m + 1.75$ ； $m > 1600$ 时， $Y \leq 0.0035 \cdot m + 9.59$

2. 对于插电式混动纯电动续航里程在50km-80km之间的，如果B实验条件下的燃料消耗量与限值相比应当少于70%，不小于70%的，车型积分按照标准值的0.5倍来计算。

3. 燃料电池车的续航里程应不低于300km，燃料电池系统额定功率不低于驱动电机额定功率的30%，并且不小于10KW的，车型积分按照标准的1倍计算，其余车型按照标准积分的0.5倍来计算。

注：同一车型有多个新能源乘用车车型积分的，按照不同的积分分开计算。

海外电池厂积极布局国内市场

- 海外电池企业加速在国内产能投放。海外电池巨头松下、三星和LG实力不容小觑。尽管CATL已经出货量排在全球第二，但是从全球新能源汽车配套来看仍然和海外电池巨头有一些差距。2018年LG和中汽协签订备忘录，特斯拉携手松下在上海建厂，三星规划将新能源车地方迁移到无锡。这些举动都表明：各大海外电池厂已经提前准备，最迟2019年大规模在国内扩产，以实现2020年以后的新能源汽车销售。

海外	新能源汽车品牌	型号	动力模式	续航 (KM)	电池供应商
1	特斯拉	MODEL S	纯电	557	松下
2	宝马	5系530Le iPerformance	插混	纯电51	CATL
		X1	插混		CATL
		X5	插混		CATL
		7系	插混		CATL
		i3	纯电	285	三星SDI
		i8	插混		三星SDI
3	奥迪	A6L	插混		LG
		A3 etron	插混		松下
		Q7	插混		三星SDI
4	路虎	揽胜	插混		三星SDI
		Ipace	纯电		LG
5	福特	蒙迪欧、C-MAX	插混		LG
6	凯迪拉克	CT6	插混		LG
7	保时捷	卡宴	插混		LG
8	沃尔沃	XC60、XC90	插混		LG
9	奔驰	S级	插混		
10	韩国现代	IONIQ	纯电	170	LG
11	雪佛兰	Bolt EV	纯电	383	LG
12	大众	e-gulfo	纯电	255	三星SDI
13	雷诺	Zoe 2	纯电	322	LG

设备、材料厂已经率先实现海外电池的供货

- 设备和材料厂已经实现对LG、三星和松下的供货。目前锂电池设备厂商已经基本实现进口替代，部分设备精度、一致性超过国际厂商，已经进入大厂供应链，优先受益于海外电池扩产潮。
- 四大材料厂实现从消费到动力的海外供应链突破。在消费电池领域，全球电池厂商供应体系已经确定。但动力电池的材料仍然很多是从海外材料厂采购。国内材料厂正逐步突破海外电池供应链，有望2019年实现大规模供货。

表3：松下电池全球供应链

松下	类型	供应商
正极材料	动力类	住友金属矿山、日亚化学、优美科
	消费类	当升科技、湖南彬彬
隔膜	动力类	旭化成
	消费类	旭化成
电解液	动力类	宇部工业、三菱化学
	消费类	新宙邦、国泰华荣
负极材料	动力类	日历化学、JPE化学、贝特瑞
	消费类	贝特瑞

数据来源：西南证券整理

表4：LG电池全球供应链

LG	类型	供应商
正极材料	动力类	日亚化学、L&F
	消费类	湖南彬彬、当升科技、天津巴莫
隔膜	动力类	星源材质、旭化成、东丽
	消费类	上海恩捷、纽米科技
电解液	动力类	新宙邦、国泰华荣、三菱化学
	消费类	天赐材料
负极材料	动力类	贝特瑞、日立化学、三菱化学
	消费类	贝特瑞、上海彬彬、江西紫宸

数据来源：西南证券整理

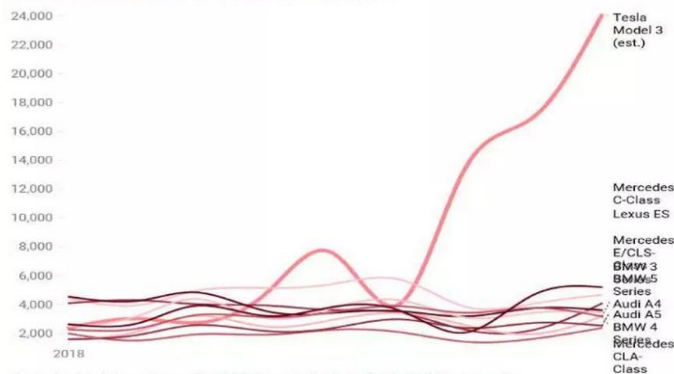
特斯拉鲑鱼效应明显

- ❑ 最受争议的特斯拉，在经历了十年的亏损之后，特斯拉或许可以证明是可持续、可提供现金流的企业。
- ❑ Model3被证明是成功的产品。Model3在中性豪华车市场中占据了主导地位。尤其是2018Q3, 特斯拉Model3销量是5.4万辆，其次是丰田普锐斯，销量0.63万辆。相差巨大。高端豪华车市场，特斯拉季度销售8000辆，第二名雷克萨斯销售2300辆。
- ❑ 特斯拉的经营很有特色，没有广告，没有经销商。Update主要在业主自己住所可以解决。是否它是汽车界的苹果？似乎越来越被证明了这点。

2018年美国豪华车销量TOP10

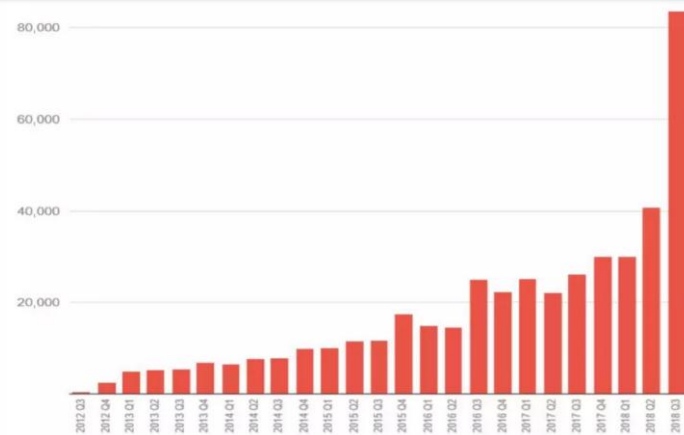
10 Top Luxury Cars in USA (Jan–Sept 2018)

Hover over a line for a moment to make it stand out.



数据来源: tesla, 西南证券整理

特斯拉单季度豪华车销量



合资大厂直面特斯拉挑战

□ 面对特斯拉强力的鲑鱼效应，其他传统车企不能不积极应对。如果特斯拉连续三个季度实现盈利，对特斯拉的质疑会消除大半。

□ 主要关注大众、丰田等产业链。大众和丰田是生产大众型车的车企。大众MEB平台已经在建设当中，丰田更是推出2025年700万辆车的计划。

□ 其他的合资厂正在积极和国内车企合作，积极研发新能源车车型。

□ 2019年会有更多材料企业和电池企业配套进入新车型。

主流合资厂	车型	备注
一汽-奥迪		2020年，计划将5款奥迪品牌引入市场
一汽-丰田	一汽丰田卡罗拉PHEV	10万辆/年，2018 6月投产
一汽-大众	迈腾	2018年上市
一汽-大众	高尔夫	2018年上市
一汽-马自达		搭载SKYACTIV-X技术的车型将于2019年进入中国市场，而针对国内市场研发的新能源车型也将于2020年内投放。
上汽-通用		上汽通用汽车动力电池系统发展中心坐落于上海浦东金桥，规划产品线覆盖轻混、全混动、插电混动(含增程式)、纯电动等全系统新能源车电池组。目前已正式投入运营。到2025年，上汽通用别克、雪佛兰、凯迪拉克将近全部车型都将实现电气化。
上汽-大众	途观L PHEV	将于2018年内上市
上汽斯柯达	Superb	将于2019年推出
上汽通用别克	VELITE 6	2018年车展推出
广汽-丰田	广汽丰田雷凌PHEV	
广汽-讴歌	广汽讴歌CDX混动版本	
广汽-丰田	ix4	目前纯电车还处于研发阶段，预计2020年上市
长安-福特	MACH1	2020年前开始在国内生产动力总成，2025年以前，在华销售的福特品牌车型有70%将提供电动化版本，其中包括了长安福特旗下全系车型。2025年以前，在华销售的福特品牌车型有70%将提供电动化版本，其中包括了长安福特旗下全系车型。
长安-雪铁龙		长安标致雪铁龙汽车有限公司，中外双方股东同股比50:50以现金方式共同增资36亿元人民币以发展新能源汽车
北汽新能源+戴姆勒	EQC	共同投资在北京奔驰新建电动车动力电池工厂。2022年，梅赛德斯-奔驰全系车型将实现全系电气化，EQ品牌将基于EQ概念车推出的旗下首款车型EQC，一款全电动SUV，并将于2018年秋季全球首发，2019年在北京奔驰投产。
北汽-北京奔驰		北京奔驰战略重组项目投资总额119亿元，将打造成为全球最先进生产工艺标准的奔驰高端新能源汽车生产基地，项目一期年产能15万辆，计划于2019年底下线，未来年产能将根据发展需求扩充至30万辆。
华晨宝马		陕西工厂研发中心全面落成

数据来源：西南证券整理

目 录

◆ 政策影响，2018年板块表现差

◆ 新能源汽车海外投资大潮开启

◆ 光伏政策纠偏，估值修复

◆ 风电抢装明确

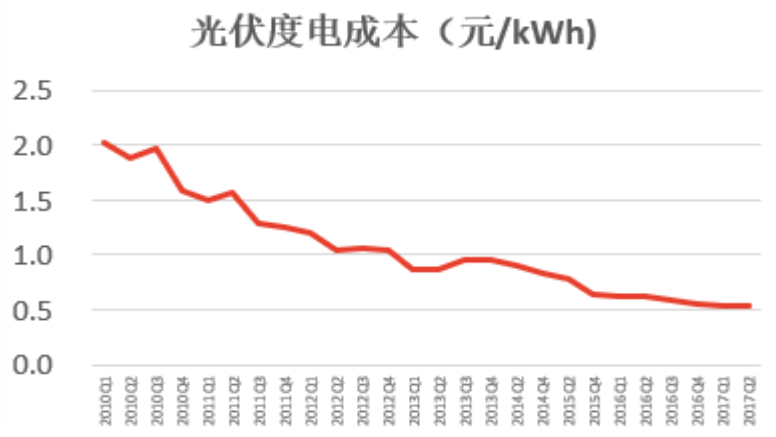
◆ 投资标的推荐

政策纠偏，估值修复

政策纠偏，估值修复：18年11月2日，国家能源局召开关于太阳能发展“十三五”规划中期评估成果座谈会，商讨“十三五”光伏发电及光热发电等领域的发展规划目标的调整。虽然纠偏的程度尚不可知，但这次会议释放出的信号会扭转外界对于光伏行业的悲观心理预期，光伏板块估值有所修复，对光伏上市公司明年的业绩也有向好的修复。

光伏度电成本不断下降：近年来，随着硅料环节西门子改良法和硅烷法的工艺逐步完善，国内自产率逐步上升；硅片环节金刚线的全面引入，长晶速度的快速提高；电池片环节转换效率的提升；组件环节自动化程度的提高，光伏度电成本不断下降。如果算上规模效应带来的边际成本的下降，那么每年新增装机的度电成本下降在15%以上，则2020年左右光伏度电成本将降低到0.3元/kWh，从而成为最能替代火电的能源。

光伏度电成本不断下降



数据来源：Wind，西南证券整理

光伏各环节龙头公司

多晶硅

• 保利协鑫、特变、大全、永祥、中硅、亚洲硅业

多晶硅片

• 保利协鑫、晶科、晶澳、赛维、英利

单晶硅片

• 隆基、中环、晶科、晶澳、阿特斯

电池

• 晶澳、晶科、通威、新日光、中来股份

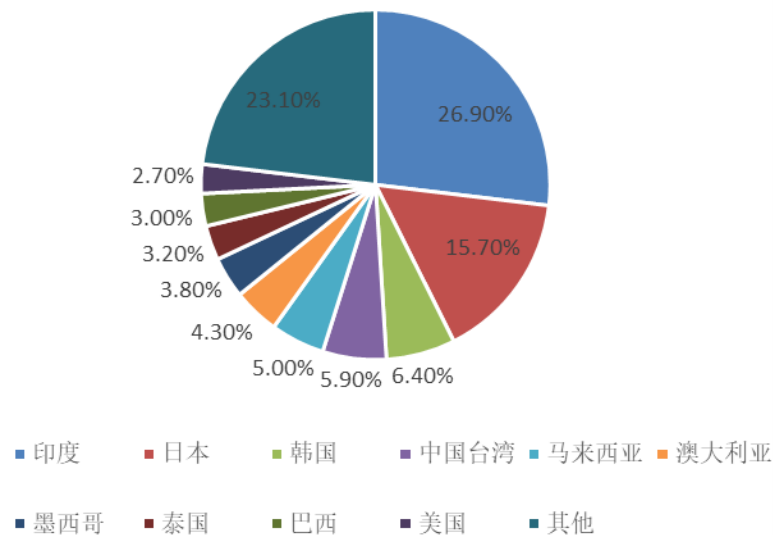
组件

• 晶科、天合、晶澳、阿特斯、协鑫集成

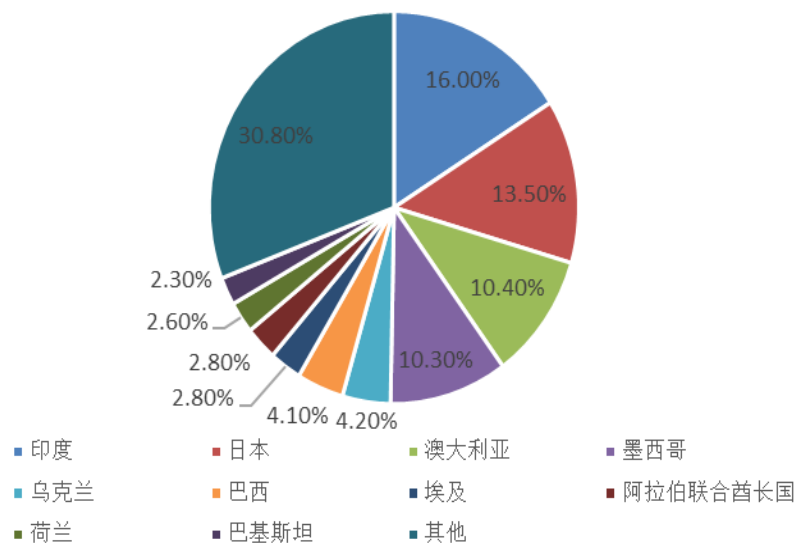
海外需求：新兴市场重要性显现

光伏组件出口市场“去中心化”、“多点开花”：2018年1-9月组件出口量为34GW，约为国内总产量的61.9%，出口额为96.7亿美元，在产业链价格大幅降低的情况下，实现同比增速29%。从全球视野来看，光伏发电的成本是不断下降的，在许多国家/地区是低于其传统能源的，而海外市场通常是没有直接的电价补贴。同时，值得关注的是光伏组件出口市场的集中度持续降低，以南美、中东北非为主的“去中心化”和“遍地开花”的局面继续发展。随着海外的无补贴光伏市场的逐步发展，国内制造业龙头对国内需求和国内政策波动的依赖程度会降低，更有利于光伏行业的健康发展。

2017年1-9月出口73.2亿美元



2018年1-9月出口96.7亿美元



数据来源：CPIA，西南证券整理

目 录

◆ 政策影响，2018年板块表现差

◆ 新能源汽车海外投资大潮开启

◆ 光伏政策纠偏，估值修复

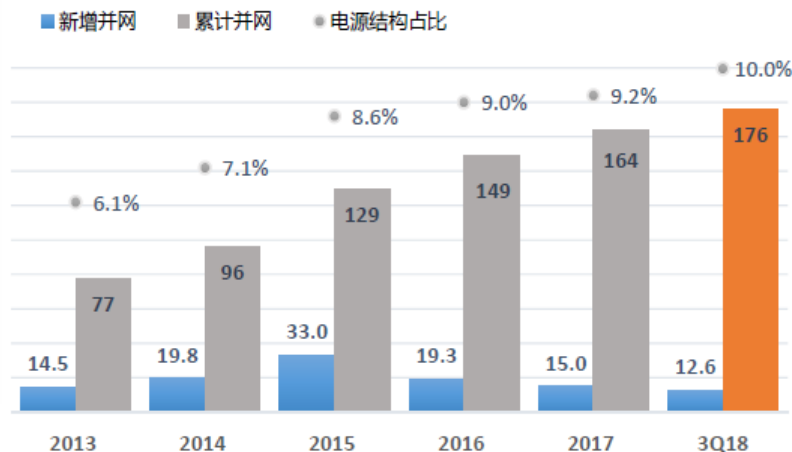
◆ 风电抢装明确

◆ 投资标的推荐

风电行业19年迎来抢装

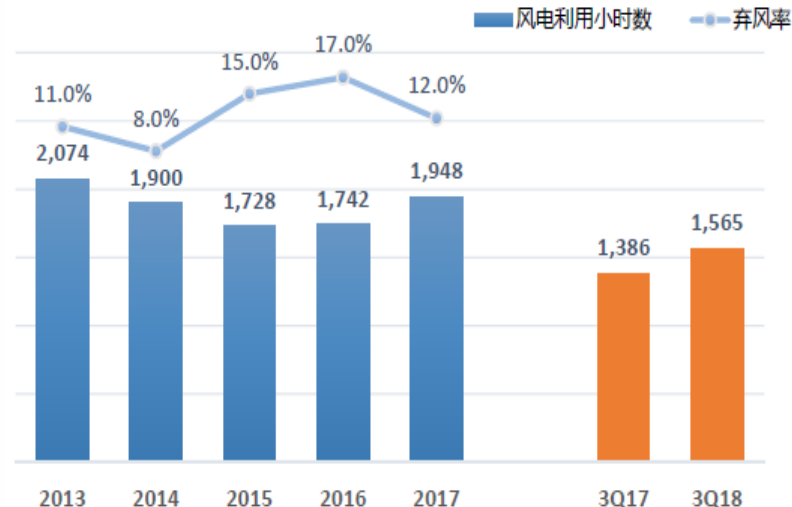
- 根据中国风能协会的统计，2018年1-9月国内风电新增并网容量12.6GW，同比增长29.9%，累计风电并网容量超过176GW。截至2018年9月底，国内风电装机占电源总装机比例为10.0%，水电为17.3%，火电占比63.6%。
- 弃风率持续改善：2018年1-9月全国风电利用小时数1,565小时，同比增加179小时。2018年1-6月全国弃风量182亿千瓦时，弃风率8.7%，同比下降5.3个百分点。弃风率持续改善，将进一步提升风电运营IRR，因此我们看好“风电行业19年迎来抢装”。

风电并网容量（GW）及电源占比



数据来源：Wind，西南证券整理

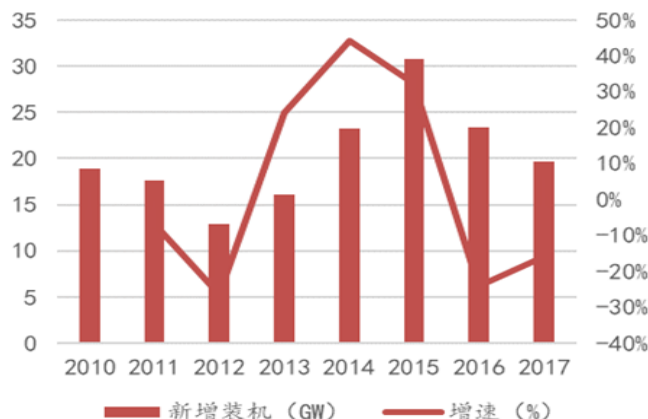
风电利用小时数（h）及弃风率



风电行业需求复苏周期开启

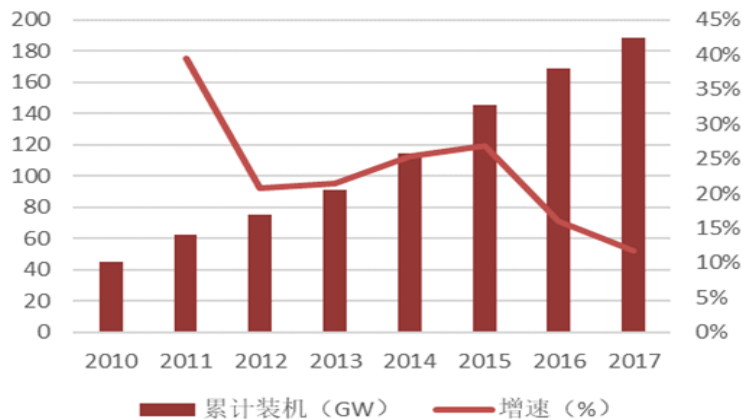
- 根据中国风能协会的统计，2017年中国风电新增装机容量19.7GW，同比下降15.8%；累计装机容量达188.5GW。从行业周期性来看，受2015年抢装的影响，2016年风电新增并网容量降为23.4GW，同比降低 24%，17年风电行业持续低迷。
- 我们认为这主要是由于自15年开始三北地区部分省份被列为红色预警区域，对三北地区新增装机规模影响较大。而三北受限后，自2016年开始国内风电新增装机开始向中东部转移，但中东部地区的前期项目开发周期相对繁琐，建设周期也较长，因此这两年出现了“三北地区受限严重而南方地区增长乏力”的局面，因此16/17年的负增长主要是由于装机结构调整所致。

图 7：2010 年以来我国新增装机及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2010 年以来我国累计装机及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

目 录

◆ 政策影响，2018年板块表现差

◆ 新能源汽车海外投资大潮开启

◆ 光伏政策纠偏，估值修复

◆ 风电抢装明确

◆ 投资标的推荐

宁德时代（300750）：不畏浮云遮望眼，只缘身在最高层

□ 投资逻辑：

1) 动力电池集中度提升，龙头话语权强，装机量Q3达到5.28G，市占率为40%；2) 产业链定价权强，毛利率稳步提升；3) 动力电池全球龙头，技术实力超群；4) 随着公司募投产能的释放，公司业绩将持续提升。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2018-2019年净利润分别为36.7亿元、44.7亿元，对应PE分别为47.9倍、39.3倍，“增持”评级。

□ 风险提示：

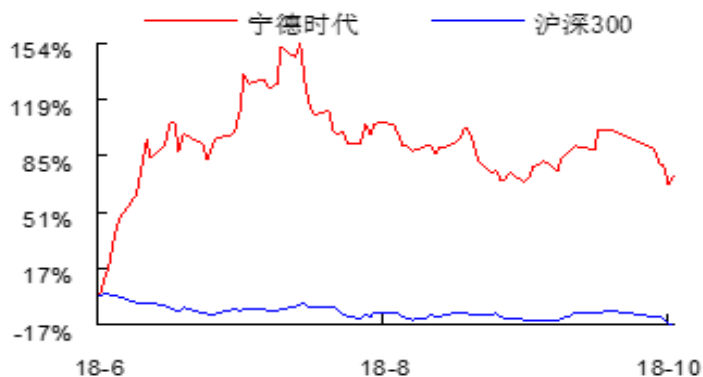
新能源汽车补贴或大幅度下降的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017A	2018E	2019E
营业收入（百万元）	19996.86	27211.73	32682.87
营业收入增长率	34.40%	36.08%	20.11%
净利润（百万元）	3877.95	3669.32	4471.32
净利润增长率	35.98%	-5.38%	21.86%
EPS（元）	1.74	1.65	2.01
P/E	45.4	47.9	39.3

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

隆基股份（601012）：光伏平价周期开启，单晶绝对龙头

□ 投资逻辑：

1) 光伏行业政策周期已尽，平价周期开启：随着光伏发电成本的不断下降，驱动行业发展的逻辑正从财政补贴转向平价后的市场需求驱动，光伏行业有望实现估值与业绩双升；2) 公司的技术及成本优势是其长期竞争的核心；3) 组件海外出口占比逐步提升，海外拓展顺利。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2018-2019年净利润分别为24.5亿、31.8亿，对应PE分别为18.6倍、14.4倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

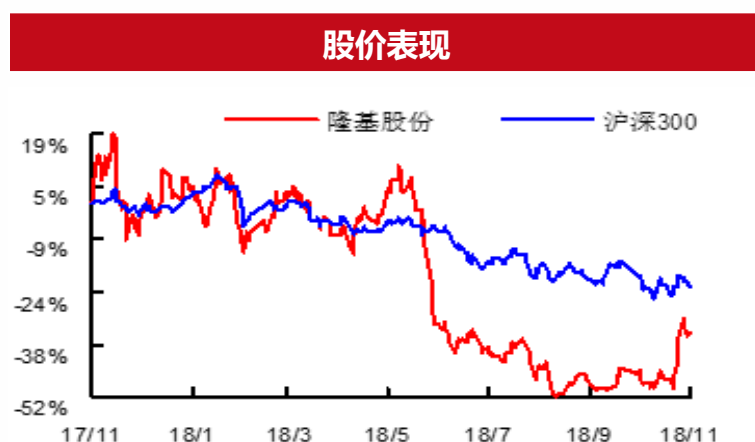
光伏产业链降价或超预期的风险，光伏补贴或延迟发放的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017A	2018E	2019E
营业收入（百万元）	16362.28	19788.80	28120.80
营业收入增长率	41.90%	20.94%	42.10%
净利润（百万元）	3564.53	2445.24	3175.04
净利润增长率	130.38%	-31.40%	29.85%
EPS（元）	1.28	0.88	1.14
P/E	12.8	18.6	14.36

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

通威股份（600438）：硅料、电池片双环节龙头

□ 投资逻辑：

1) 光伏行业政策周期已尽，平价周期开启：随着光伏发电成本的不断下降，驱动行业发展的逻辑正从财政补贴转向平价后的市场需求驱动，光伏行业有望实现估值与业绩双升；2) 硅料及电池片成本及产能全球领先；3) 回购股份彰显公司信心。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2018-2019年净利润分别为20.2亿、30.9亿，对应PE分别为14.5倍、9.4倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

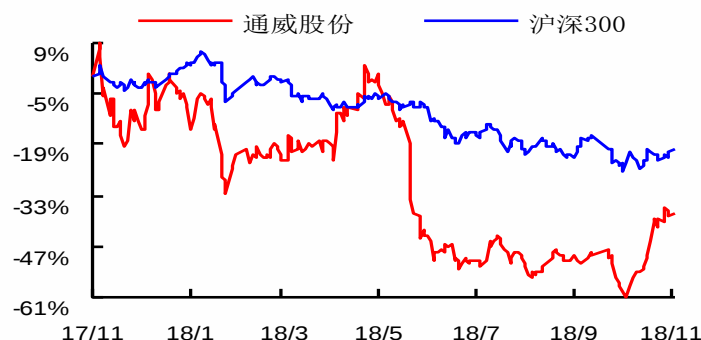
光伏产业链降价或超预期的风险，光伏补贴或延迟发放的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017A	2018E	2019E
营业收入（百万元）	26089.24	28810.19	38966.64
营业收入增长率	24.92%	10.43%	35.25%
净利润（百万元）	2012.04	2019.70	3093.37
净利润增长率	96.35%	0.38%	53.16%
EPS（元）	0.52	0.52	0.80
P/E	14.5	14.5	9.4

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

金风科技（002202）：业绩拐点凸显，风机龙头重新启航

□ 投资逻辑：

1) 订单再创新高：截至2018年9月底，公司在手外部订单合计18.2GW，同比增长18.4%，总容量持续刷新历史记录；2) 风电行业向好，产品结构转变顺利；3) 弃风率改善&装机容量增多助力风场开发业务业绩增长。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2018-2019年净利润分别为38.9亿元、45.9亿元，对应PE分别为9.3倍、7.9倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

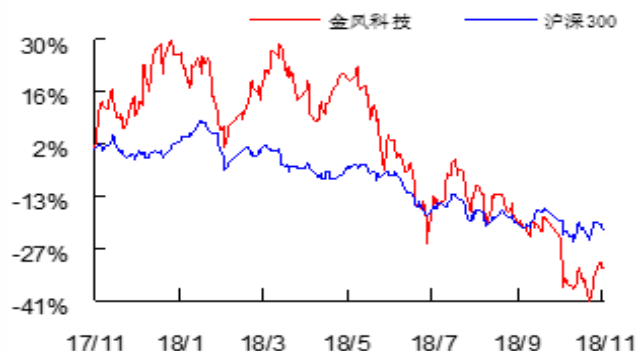
风电机组新机型业务拓展或不及预期、我国弃风率或继续恶化的风险、原材料价格波动风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E
营业收入（亿元）	25129.46	29313.67	34446.83
增长率	-4.80%	16.65%	17.51%
归属母公司净利润（百万元）	3054.66	3889.95	4586.58
增长率	1.72%	27.34%	17.91%
每股收益EPS（元）	0.86	1.09	1.29
净资产收益率ROE	13.41%	16.43%	17.37%
PE	11.9	9.34	7.9

数据来源：Wind，西南证券

WWW.SWSC.COM.CN

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

国电南瑞（600406）：电网自动化龙头，国际化进程是未来看点

□ 投资逻辑：

1) 重大资产重组完成，综合竞争力遥遥领先；2) 配网自动化及继保、柔性输电发展前景明朗；3) 特高压重启带来中长期业绩确定性。

□ 业绩预测与投资建议：

预计 2018-19年 EPS 分别为 0.97 元、1.19 元，对应PE为18倍、15倍，公司是国内绝对电力设备龙头，“买入”评级。

□ 风险提示：

国网招标下降，海外拓展情况或不达预期等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017A	2018E	2019E
营业收入（百万元）	24197.91	29723.04	36801.22
营业收入增长率	111.98%	22.83%	23.81%
净利润（百万元）	3240.52	4468.35	5467.61
净利润增长率	123.92%	37.89%	22.36%
EPS（元）	0.71	0.97	1.19
P/E	25	18	15

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

部分公司估值表

代码	公司	股价	EPS			PE			投资评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
300750	宁德时代	79.04	1.74	1.65	2.01	45.4	47.9	39.3	增持
601012	隆基股份	16.4	1.28	0.88	1.14	12.8	18.6	14.38	买入
600438	通威股份	7.55	0.52	0.52	0.80	14.5	14.5	9.4	买入
002202	金风科技	10.2	0.86	1.09	1.29	11.8	9.34	7.9	买入
600406	国电南瑞	17.8	0.71	0.97	1.19	25	18	15	买入

数据来源：Wind，西南证券（截止2018/11/7）



分析师：谭菁

执业证号：S1250515090004

电话：010-57631196

邮箱：tanj@swsc.com.cn

联系人：陈瑶

电话：0755-23914886

邮箱：cy@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	机构销售	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn