

# 从数量向质量发展 结构性变化中 寻找投资机会

## ——电力设备与新能源行业 2018 中报业绩总结

2018 年 09 月 04 日

看好/维持

电力设备与新能源 | 事件点评

杨若木	分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
贺朝晖	研究助理	
	hezhang@dxzq.net.cn	010-66554024

### 事件:

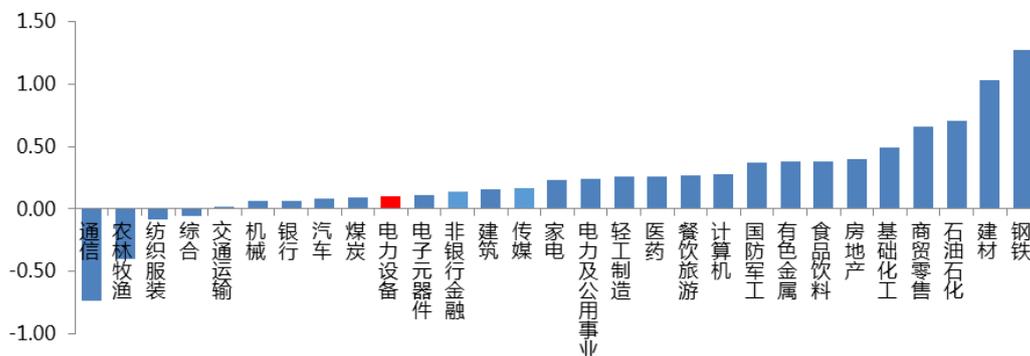
电力设备与新能源行业上市公司 2018 年中报发布完毕。

### 观点:

## 1. 营收增速放缓，归母净利润增速大幅下滑

2018H1 电力设备行业在中信所有 29 个行业中，归母净利润增幅位于第 20 位，处于中下游位置。

图 1: 所有行业 2018H1 归母净利润增幅 (电力设备排第 20 位)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

我们选取电力设备与新能源行业具备代表性 262 家公司作为统计样本，划分为 9 个子行业，并针对风电、光伏、核电、新能源车进行了更进一步上下游拆分。

2018H1 全行业实现营业收入 6538.87 亿元，同比增长 19.4%，实现归母净利润 394.61 亿元，同比增长 4.5%。从各子行业来看，电站设备利润增速最高达 138.7%，增速最低的新能源车仅为 -25.4%，共有风电、一次设备、电源、新能源车共 4 个行业出现了负增速。

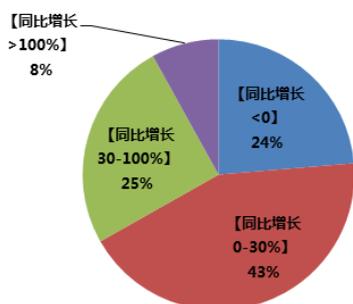
表 1: 电新子行业营收（百万元）及归母净利润（百万元）

样本分类	营业总收入 2018H1	同比增长(%)	归母净利润 2018H1	同比增长(%)
电站设备	21,356	59.3%	3,230	138.7%
电机电控	10,971	17.6%	856	86.2%
光伏	84,599	5.2%	5,906	33.6%
核电	136,415	25.9%	6,692	12.8%
二次设备	56,846	14.4%	3,726	12.7%
风电	38,638	11.1%	3,590	-1.0%
一次设备	104,363	17.6%	5,309	-1.9%
电源	18,557	18.8%	1,195	-3.1%
新能源车	182,141	23.6%	8,958	-25.4%
<b>总计</b>	<b>653,887</b>	<b>19.4%</b>	<b>39,461</b>	<b>4.5%</b>

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

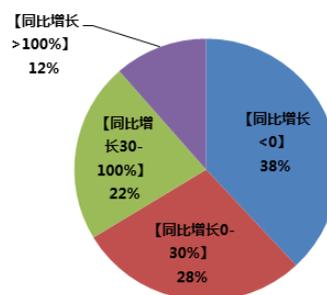
所有样本公司中，出现营收和归母净利润负增速的公司占比分别为 24%、38%，出现营收和归母净利润翻倍的公司分别为 8%、12%，整体而言行业业绩出现一定下滑。

图 2: 样本营业收入增速分布



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 3: 样本归母净利润增速分布



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 4: 近五年 H1 营业收入情况



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 5: 近五年 H1 归母净利润情况



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 6: 近五年 H1 毛利率情况



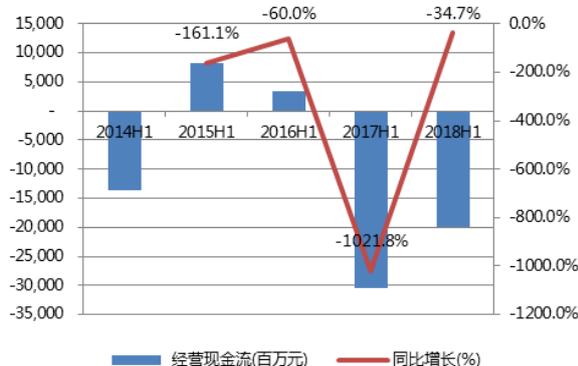
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 7: 近五年 H1 净利率情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 8: 近五年 H1 经营性现金流情况



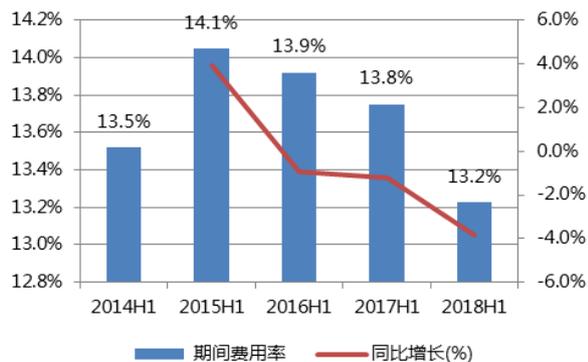
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 9: 近五年 H1 资产负债率情况



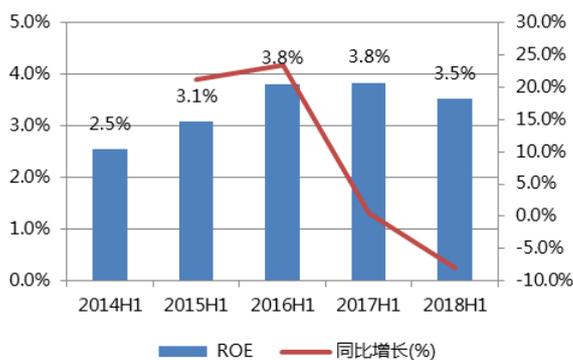
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10: 近五年 H1 期间费用率情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 11: 近五年 H1 净资产收益率(ROE)情况



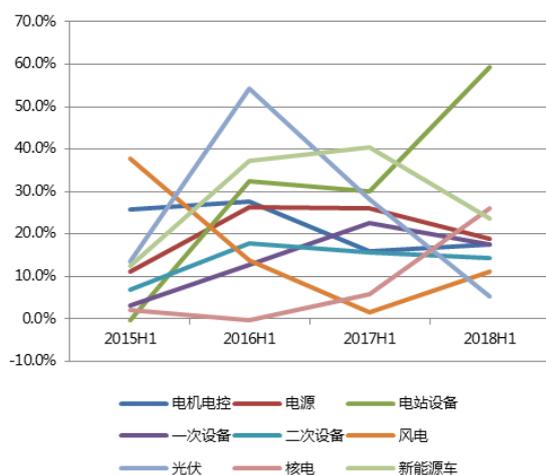
资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2. 快速扩张期已过，将从数量发展转为质量发展

2018H1 多数子行业营收及归母净利润增速均出现下滑，尤其是新能源车、风电、核电、电源、一次设备，其背后的原因主要为：

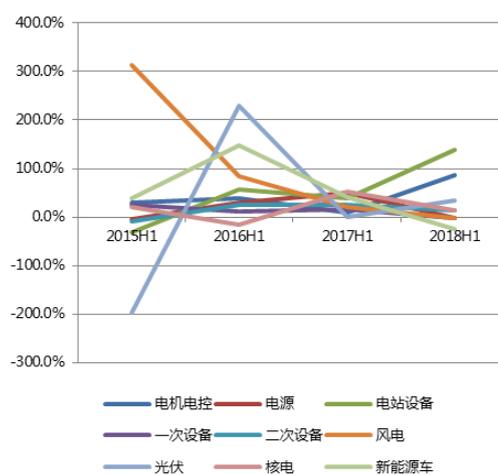
- ◆ 电力投资出现下滑，包括发电设施、电源以及电网建设在经历了大规模建设期后出现饱和，新建项目需求逐渐减少，对于设备供应为主业的公司业绩造成巨大压力。
- ◆ 发电设施、设备制造商均出现阶段性产能过剩，造成电站利用率低、激烈竞争导致的产品价格下跌，提高设施利用率及制造产能仍是当前主旋律，行业方向将从数量发展逐步转化为质量发展。
- ◆ 531 光伏新政的补贴退坡，对依靠补贴的风电、光伏、新能源车行业产生非常大影响，产业链价格出现大幅下跌，上市公司利润率被降低。

图 12: 子行业营业收入同比增幅



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 13: 子行业归母净利润同比增幅



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 14: 子行业资产负债率 (%) 变化

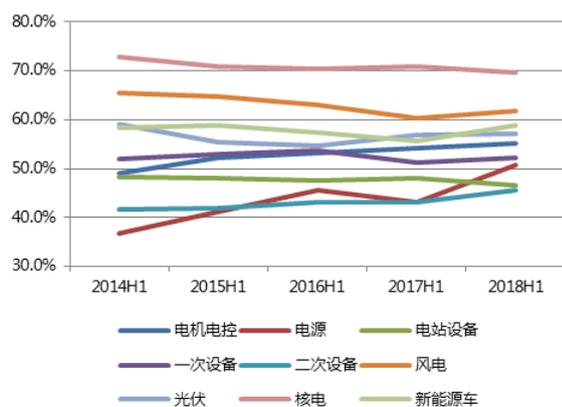
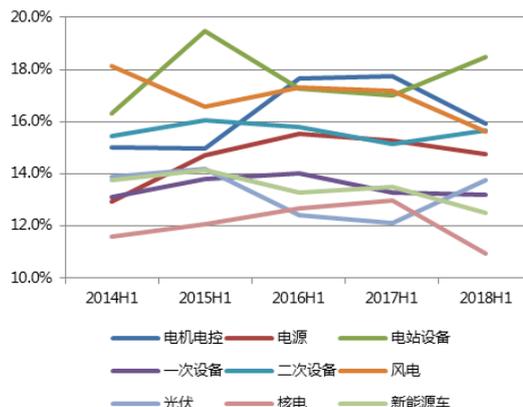
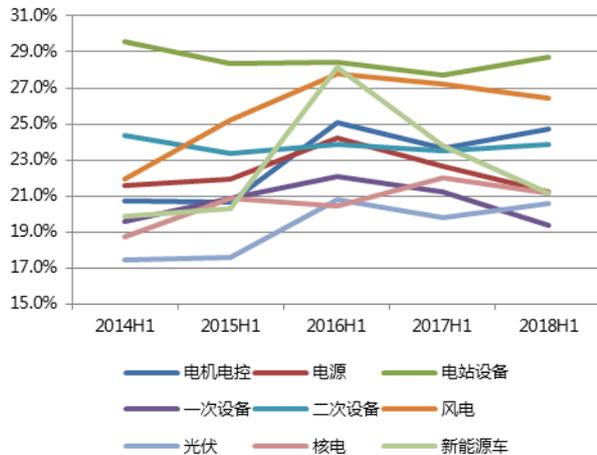


图 15: 子行业期间费用率 (%) 变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

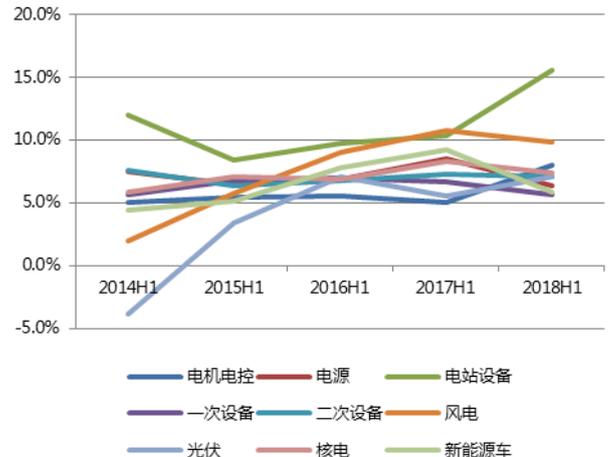
图 16: 子行业毛利率 (%) 变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 17: 子行业净利率 (%) 变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 3. 光伏：上下游盈利能力分化，行业整合加速进行

光伏板块 2018H1 实现营业收入 846 亿元，同比增长 5.2%；实现归母净利润 59.1 亿元，同比增长 33.6%；毛利率为 20.6%，同比增长 3.9%；期间费用率为 13.8%，同比增长 13.6%。2018 年 6 月前光伏行业发展迅速，尤其是分布式光伏，从而使得上半年业绩增速非常可观。但 531 新政颁布后，下半年的需求仅剩领跑者项目和扶贫项目，产能出现过剩，产业链价格出现了超过 30% 的跌幅，将会影响企业下半年业绩。

图 18: 光伏行业近 5 年 H1 营收变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 19: 光伏行业近 5 年 H1 归母净利润变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 20: 光伏行业近 5 年 H1 毛利率变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 21: 光伏行业近 5 年 H1 期间费用率变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

光伏产业链可分为：

- ◆ 上游：硅料
- ◆ 中游：硅片、电池片、组件、光伏设备、金刚线、逆变器
- ◆ 下游：运营商

2018H1 金刚线企业业绩增速和利润率均较为突出，硅料虽然业绩增速减缓但利润率有所提高，硅片业绩增速和利润率出现下滑，组件和电池片因业绩增速减缓及利润率下降经营压力较大。

在补贴退坡，下游电站需求不振的局面下，我们下半年看好硅料龙头集中度提升带来的利润率提升，以及单晶替代趋势下的硅片龙头业绩提升及利润率修复，推荐硅料龙头——通威股份，单晶硅片龙头——隆基股份。

图 22: 光伏上下游近 5 年 H1 营收增速

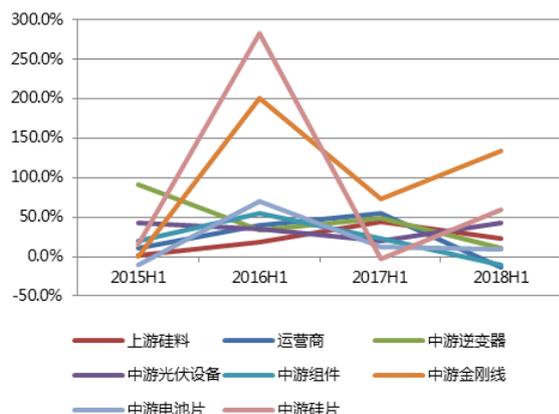
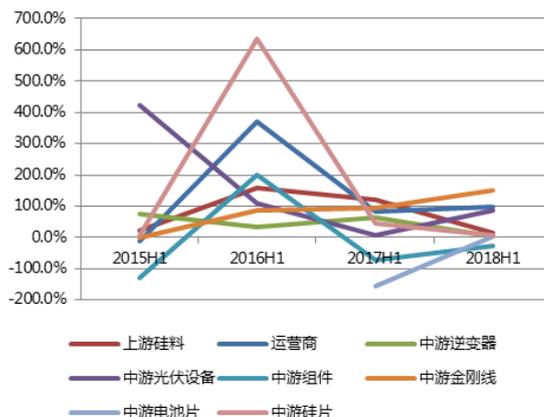
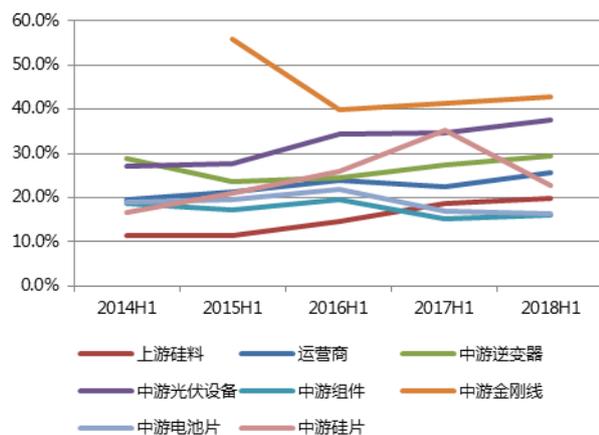


图 23: 光伏上下游近 5 年 H1 归母净利润增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

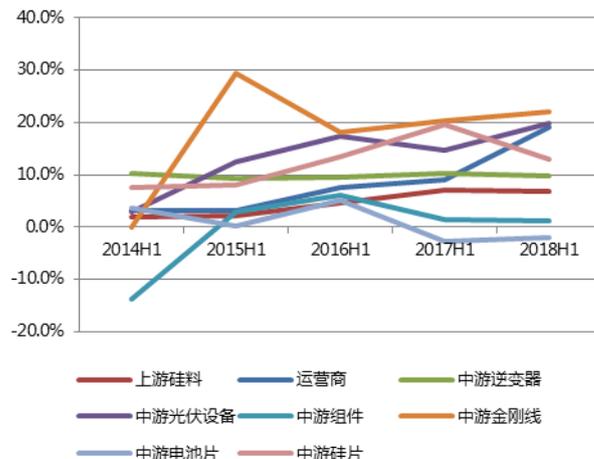
图 24：光伏上下游近 5 年 H1 毛利率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 25：光伏上下游近 5 年 H1 净利率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 4. 风电：受益于用电需求改善运营商盈利能力修复

风电板块 2018H1 实现营业收入 386.4 亿元，同比增长 11.1%；实现归母净利润 35.9 亿元，同比减少 1.0%；毛利率为 26.4%，同比减少 2.9%；期间费用率为 15.6%，同比减少 9.2%。2018H1 全社会用电量增速 9.4%，风电发电量同比增长 28.6%，是所有发电方式中增幅最高的，受益于用电需求改善风电行业上半年业绩稳定，下半年风电装机量将会更大，叠加沿海省份加速发展海上风电，下半年风电行业业绩可期。

图 26：风电行业近 5 年 H1 营收变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 27：风电行业近 5 年 H1 归母净利润变化



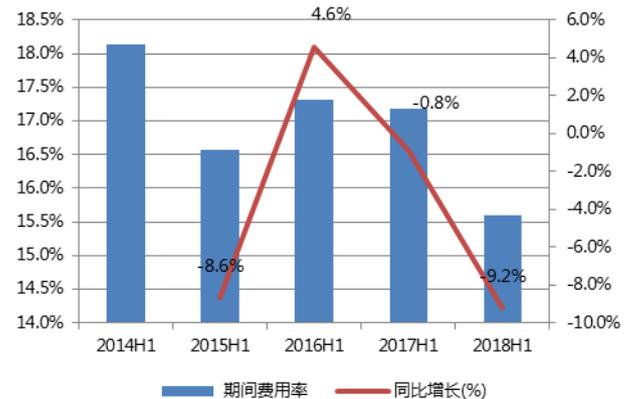
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 28: 风电行业近 5 年 H1 毛利率变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 29: 风电行业近 5 年 H1 期间费用率变化

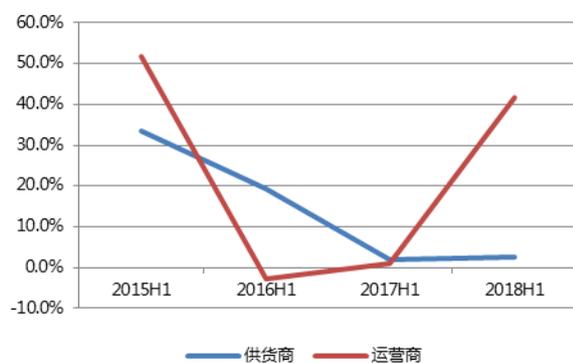


资料来源：Wind，东兴证券研究所

风电企业主要包括供货商和运营商两部分，2018H1 运营商业绩受益于用电需求改善大幅增长，供货商因为平价上网带来的成本压力，利润增速出现了下滑。

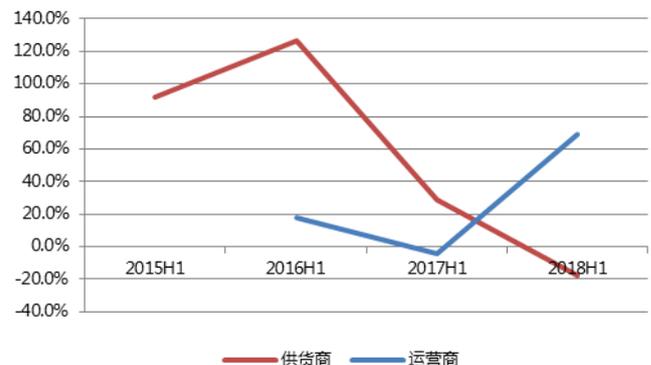
我们看好用电需求改善的持久性，因为当前用电端最大的驱动力已不是第二产业，而是第三产业和居民用电，看好风电运营企业在低弃风率下实现业绩稳步提升，推荐大力拓展风电场资源的风机龙头——金风科技，以及致力于海上风电发展的福建省清洁能源运营龙头——福能股份。

图 30: 风电上下游近 5 年 H1 营收增速



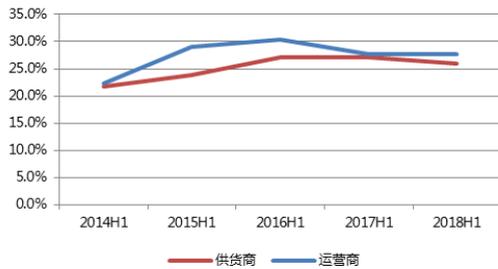
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 31: 风电上下游近 5 年 H1 归母净利润增速



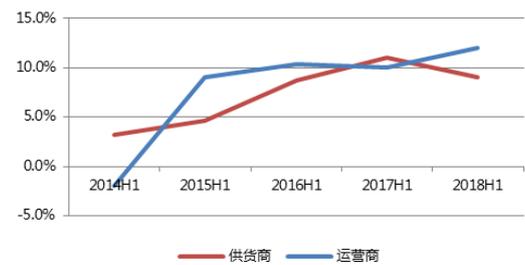
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 32: 风电上下游近 5 年 H1 毛利率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 33: 风电上下游近 5 年 H1 净利率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 5. 核电：供应商业绩有望借新项目开工实现反弹

核电板块 2018H1 实现营业收入 1364.1 亿元，同比增长 25.9%；实现归母净利润 66.9 亿元，同比增长 12.8%；毛利率为 21.2%，同比减少 4.0%；期间费用率为 10.9%，同比减少 15.8%。由于 2016、2017 两年没有核电新项目审批，核电供货商目前在执行的都是存量订单，而营收增速的增长主要是公司的非核电业务带动。下半年核电新项目有望实现开工，从而率先引领核电设备供货商业绩实现反弹。

图 34: 核电行业近 5 年 H1 营收变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

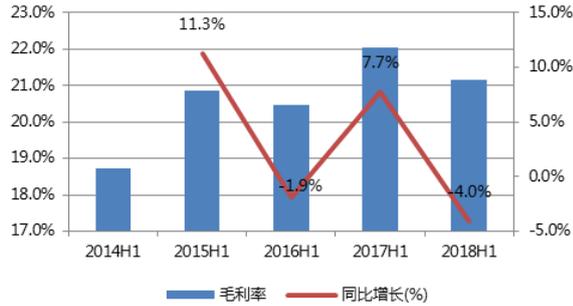
图 35: 核电行业近 5 年 H1 归母净利润变化



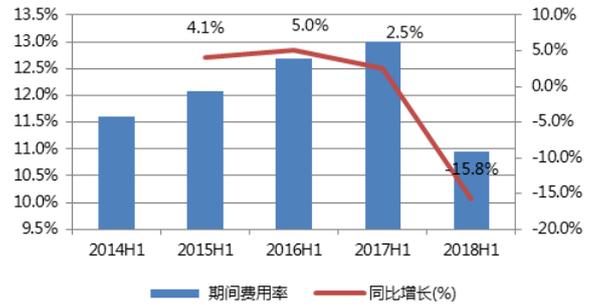
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 36: 核电行业近 5 年 H1 毛利率变化

图 37: 核电行业近 5 年 H1 期间费用率变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所



资料来源：Wind，东兴证券研究所

核电企业分为供货商和运营商，供货商业绩受电力投资影响较大，运营商业绩较为稳定，由于核电装机规模稳定增长，运营商业绩仍然拥有成长空间。

下半年三门 1 号 AP1000 机组商运后有望触发新项目开工，我们看好核电产品多元化的制造商——应流股份，以及充分受益于用电量增长以及运行规模扩大的核电龙头——中国核电。

图 38: 核电上下游近 5 年 H1 营收增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

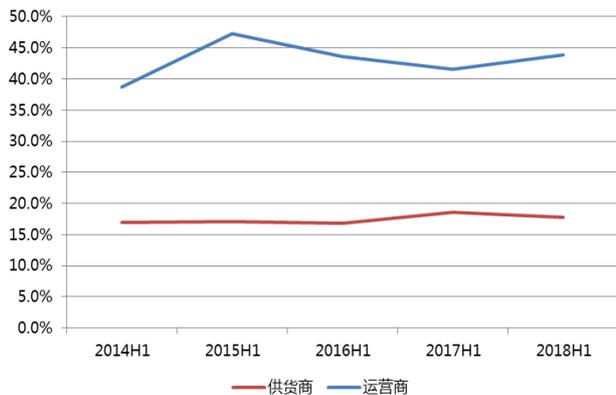
图 39: 核电上下游近 5 年 H1 归母净利润增速



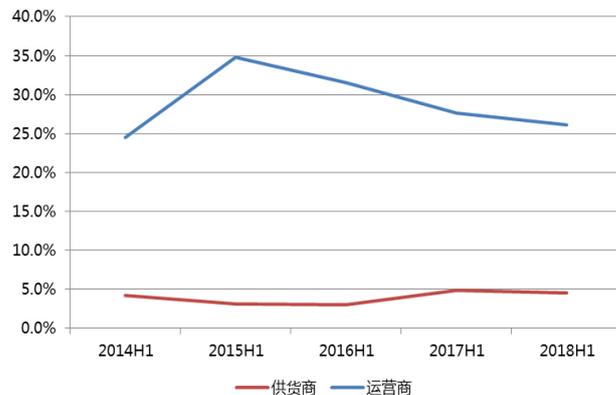
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 40: 核电上下游近 5 年 H1 毛利率

图 41: 核电上下游近 5 年 H1 净利率



资料来源：Wind，东兴证券研究所



资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 6. 新能源车：中游环节承压，由数量转向质量发展

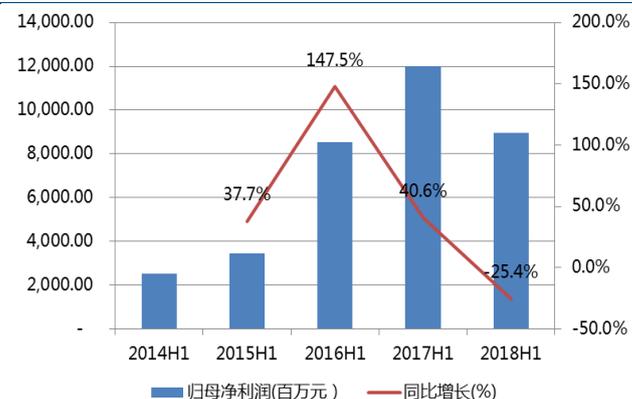
新能源车板块 2018H1 实现营业收入 1821.4 亿元，同比增长 23.6%；实现归母净利润 89.6 亿元，同比减少 25.4%；毛利率为 21.1%，同比减少 11.2%；期间费用率为 12.5%，同比减少 7.3%。由于新能源锂电中游材料环节出现阶段性产能过剩，2018H1 上游电解钴价格下跌 8%，碳酸锂价格大幅下跌 30%，氢氧化锂由于三元正极需求旺盛仅下跌 4%。2018H1 正极、负极、隔膜、电解液价格均出现下跌，其中隔膜、电解液价格大幅下跌达 41%、25%，对企业利润端造成了非常大压力，造成了营收和利润增速下滑。

图 42：新能源车行业近 5 年 H1 营收变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

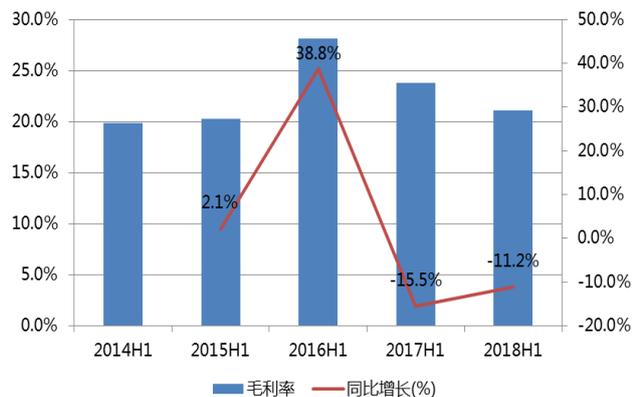
图 43：新能源车行业近 5 年 H1 归母净利润变化



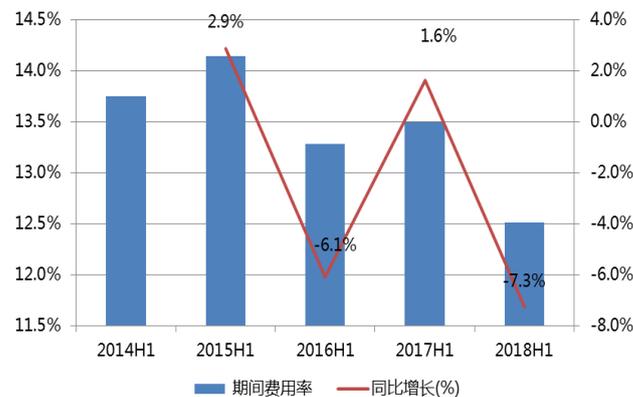
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 44：新能源车行业近 5 年 H1 毛利率变化

图 45：新能源车行业近 5 年 H1 期间费用率变化



资料来源：Wind, 东兴证券研究所



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

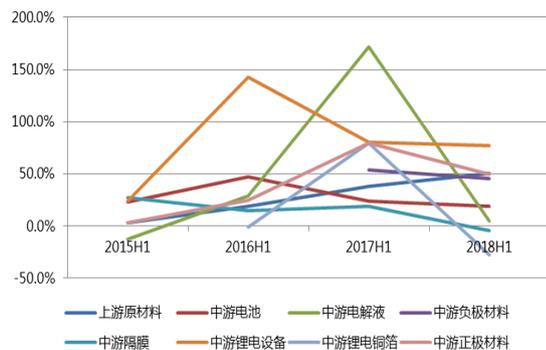
新能源车产业链可分为：

- ◆ 上游：原材料，包括锂、钴、镍等
- ◆ 中游：正极、负极、隔膜、电解液、锂电设备、铜箔、电池总成
- ◆ 下游：新能源车企

由于隔膜、电解液在 2018H1 价格下跌较为严重，盈利能力出现减退，影响了相应上市公司的业绩表现。因电池总成业务利润率下滑，以宁德时代、比亚迪为代表的电池企业业绩出现了下滑。整体而言，在锂电池能量密度提升需求驱动下，目前仍然是资产负债表驱动模式，行业发展将逐渐从数量向质量发展转变，高镍 NCM811 正极、硅碳负极将是未来发展方向，在新能源车需求端稳定的情况下，结构性调整将是未来一段时间的主题，在高能量密度方向提前布局、具备产能优势的企业将率先突围，从资产负债表驱动转变为利润表驱动。

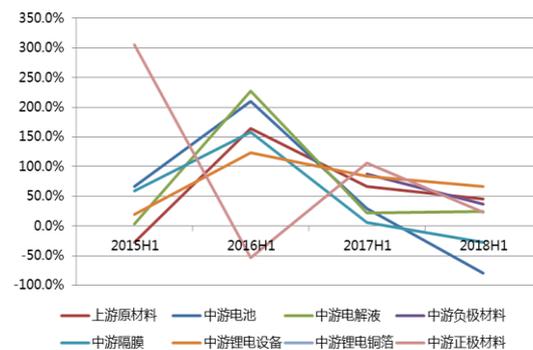
我们看好在高端正极材料市占比突出并不断扩大 NCM811 产能的正极龙头——当升科技，以及人造石墨市占比领先并大力发展硅碳负极的龙头企业——璞泰来。

图 46: 新能源车上下游近 5 年 H1 营业收入增速



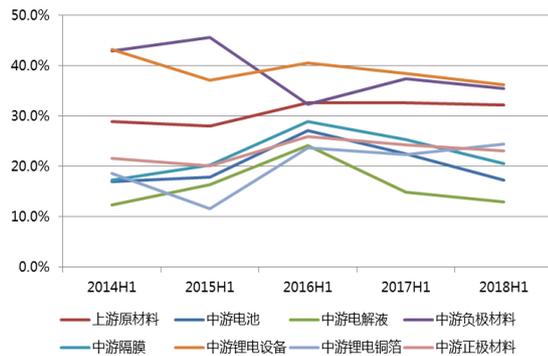
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 47: 新能源车上下游近 5 年 H1 归母净利润增速



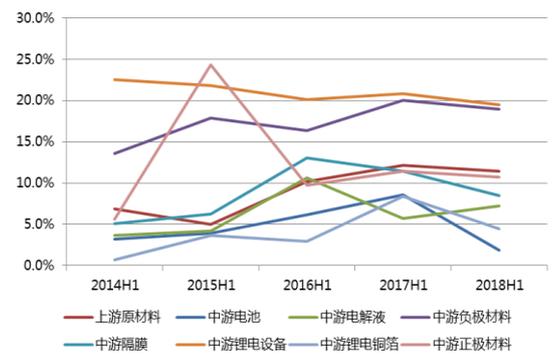
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 48: 新能源车上下游近 5 年 H1 毛利率变化



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 49: 新能源车上下游近 5 年 H1 净利率变化



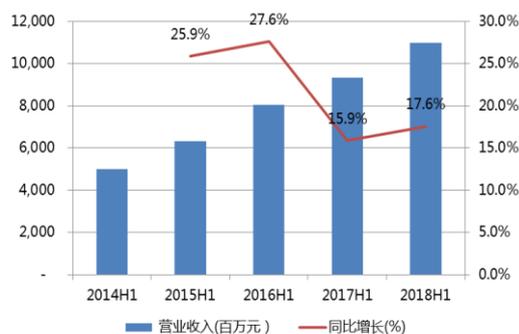
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 7. 电机电控：发力新能源车领域

电机电控板块 2018H1 实现营业收入 110 亿元, 同比增长 17.6%; 实现归母净利润 8.6 亿元, 同比增长 86.2%; 毛利率为 24.7%, 同比增长 4.5%; 期间费用率为 15.9%, 同比减少 10.1%。

我们看好优质电机电控企业融入新能源车供应链实现快速发展, 看好电机龙头——卧龙电气, 新能源车电控龙头——汇川技术。

图 50: 电机电控行业近 5 年 H1 营收变化



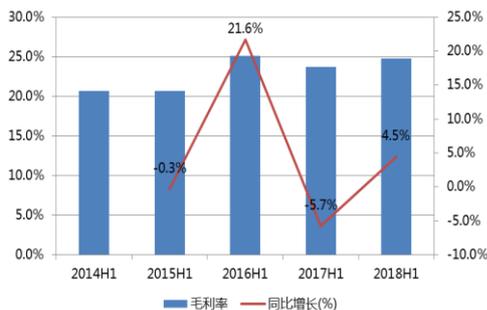
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 51: 电机电控行业近 5 年 H1 归母净利润变化



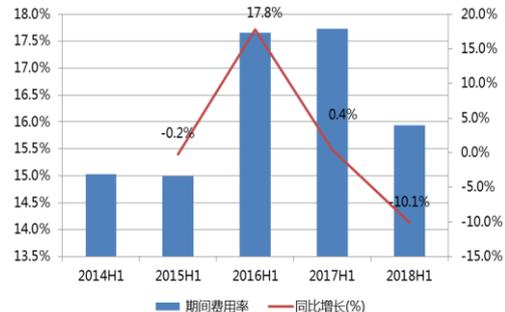
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 52: 电机电控行业近 5 年 H1 毛利率变化



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 53: 电机电控行业近 5 年 H1 期间费用率变化



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

## 8. 电源：电池回收及梯级利用风口将至

电源板块 2018H1 实现营业收入 186 亿元，同比增长 18.8%；实现归母净利润 11.9 亿元，同比减少 3.1%；毛利率为 21.3%，同比减少 6.1%；期间费用率为 14.7%，同比减少 3.6%。

我们看好铅酸电池、锂电池回收以及梯级利用市场扩大，推荐铅酸电池回收和储能龙头——南都电源。

图 54: 电源行业近 5 年 H1 营业收入变化



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

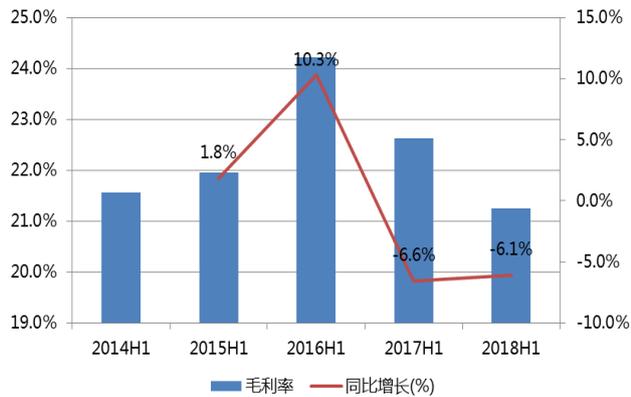
图 55: 电源行业近 5 年 H1 归母净利润变化



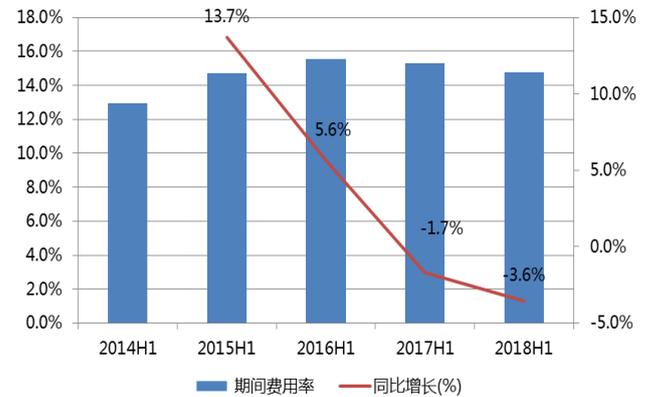
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 56: 电源行业近 5 年 H1 毛利率变化

图 57: 电源行业近 5 年 H1 期间费用率变化



资料来源：Wind, 东兴证券研究所



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

## 9. 电站设备：智能电网仍具备成长空间

电站设备板块 2018H1 实现营业收入 213.6 亿元，同比增长 59.3%；实现归母净利润 32.3 亿元，同比增长 138.7%；毛利率为 28.7%，同比增长 3.8%；期间费用率为 18.5%，同比增长 8.6%。

我们看好电力供给侧改革驱动下的智能电网改造需求增长，推荐电网自动化及工业控制龙头企业——国电南瑞。

图 58: 电站设备近 5 年 H1 营业收入变化



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 59: 电站设备近 5 年 H1 归母净利润变化



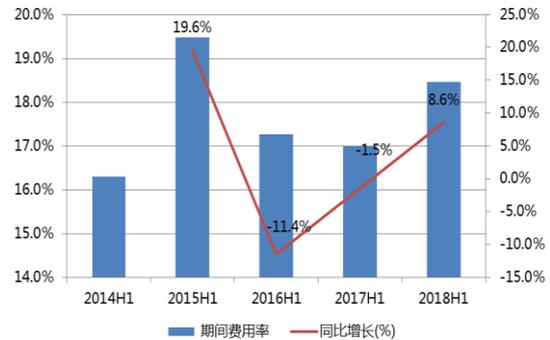
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 60: 电站设备近 5 年 H1 毛利率变化

图 61: 电站设备近 5 年 H1 期间费用率变化



资料来源：Wind, 东兴证券研究所



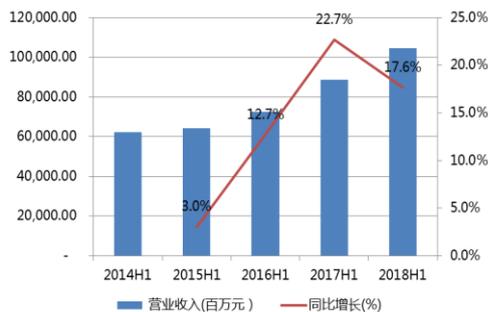
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

## 10. 一次设备：铜价下跌提升利润率中枢

一次设备板块 2018H1 实现营业收入 1044 亿元，同比增长 17.6%；实现归母净利润 53.1 亿元，同比减少 1.9%；毛利率为 19.4%，同比减少 8.6%；期间费用率为 13.2%，同比减少 0.8%。

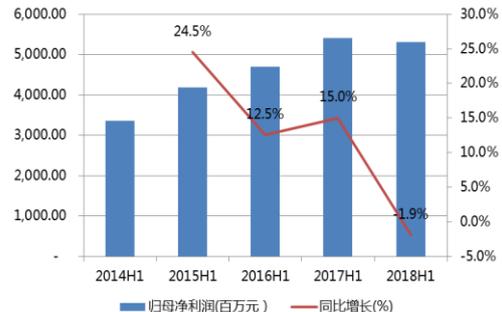
我们看好铜价下跌对低压电器利润率中枢的提升，推荐低压电器及分布式光伏龙头企业——正泰电器。

图 62: 一次设备近 5 年 H1 营收变化



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 63: 一次设备近 5 年 H1 归母净利润变化



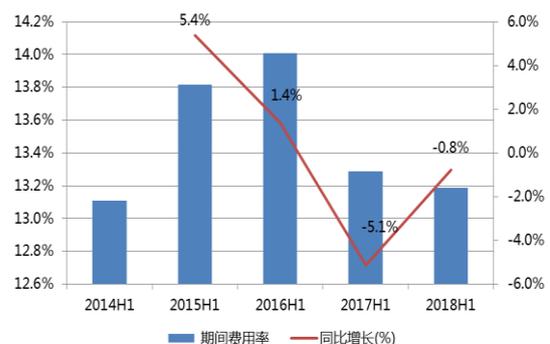
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 64: 一次设备近 5 年 H1 毛利率变化



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 65: 一次设备近 5 年 H1 期间费用率变化



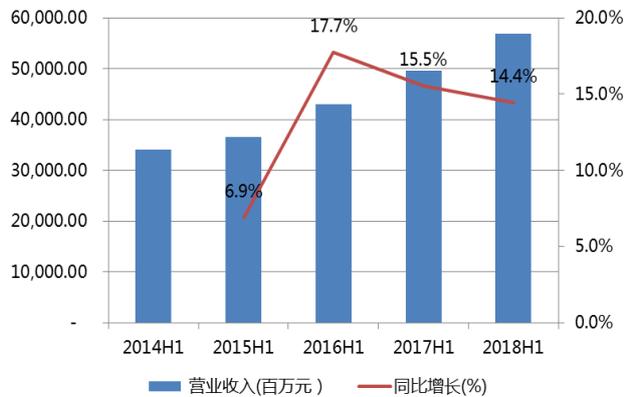
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

## 11. 二次设备：受电网投资影响

二次设备板块2018H1实现营业收入568亿元,同比增长14.4%;实现归母净利润37.2亿元,同比增长12.7%;毛利率为23.9%,同比增长1.7%;期间费用率为15.7%,同比增长3.5%。

在电网投资逐渐减缓的情况下,我们看好二次设备企业新兴方向拓展,推荐受益于海上风电快速发展的海底电缆龙头企业——东方电缆。

图 66: 二次设备近 5 年 H1 营收变化



资料来源：东兴证券研究所

图 67: 二次设备近 5 年 H1 归母净利润变化



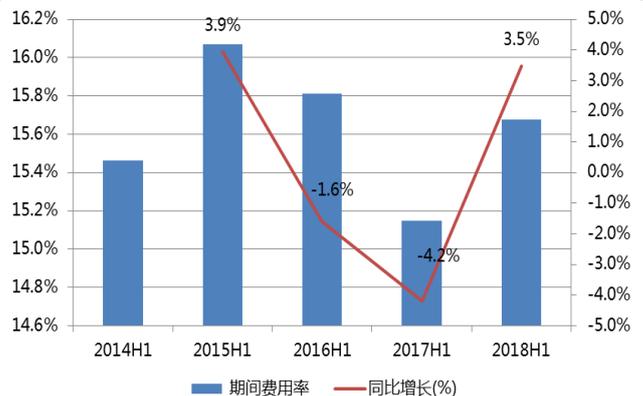
资料来源：东兴证券研究所

图 68: 二次设备近 5 年 H1 毛利率变化



资料来源：东兴证券研究所

图 69: 二次设备近 5 年 H1 期间费用率变化



资料来源：东兴证券研究所

## 结论：

2018H1 电力设备与新能源行业总体表现不理想，主要受电力投资下滑、快速发展后阶段性产能过剩影响。子板块中电站设备、电机电控、光伏、核电、二次设备表现优异，新能源车、风电、电源、一次设备净利润出现负增速，表现不佳。

我们认为电力设备与新能源行业发展方向将从数量发展转变为质量发展，目前正在成长的新能源车、光伏仍然处于资产负债表驱动阶段，多种技术路线仍处于市场和成本竞争阶段，在补贴退坡、平价上网即将到来的背景下，符合政策要求的高转换率、高能量密度的方向是引领行业发展的主要驱动力。未来 1-2 年投资机会将集中在结构性变化，光伏领域的单晶替代、新能源车领域的高镍 NCM811 正极、硅碳负极在技术成熟和成本具备竞争力时，将打破原有市场结构，诞生新的龙头企业。

展望 2018 下半年，风电有望延续弃风率降低带来的贯穿全年的景气行情，推荐风机龙头——金风科技，福建省清洁能源运营商——福能股份。核电有望实现新项目审批带动产业链上公司出现业绩反弹，推荐核电运营商——中国核电，具备多元化核电产品线的制造商——应流股份。光伏在下半年新建装机需求下降的情况下，产业整合和单晶替代将加速，推荐单晶硅料龙头——通威股份，以及单晶龙头——隆基股份。新能源车下游需求将从 Q3 开始复苏，对中游材料形成稳定支撑，朝着高能量密度发展的结构化调整仍将继续，推荐高镍正极材料领头羊——当升科技，以及负极材料龙头——璞泰来。

## 风险提示：

新能源车销量低于预期，新能源发电装机不及预期，材料价格下跌超预期，核电项目审批不达预期

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 研究助理简介

### 贺朝晖

清华大学机械工程学士，核科学与技术专业硕士，4年核电行业工作经验，3年国际能源工程企业工作经验，2018年加入东兴证券从事电力设备与新能源研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。