

电气设备行业

2018-9-5

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

电新行业 2018 年度中期财报综述

——机会始于分歧，坚守景气拐点

报告要点

■ 电动车：利润继续向上游转移，中游加速集中拐点将至

终端需求高增长：上半年整车产量同比增长 104% 达 37.6 万辆，高增长主因在于部分旧车型缓冲期抢装，以及 A0 以上高性价比乘用车的产能爬坡。由于平均单车带电量同比提升 10Kwh 达到 41.5Kwh，上半年动力电池装机 15.6GWh，增速高达 169%。中游各环节快速集中化，使得龙头企业产销提升更为显著，以三元电池环节为例，TOP2 企业装机占比高达 65%，较去年同期提升近 27pct。与整车产销高景气相背离的是中上游各环节价格的下挫，原因：补贴下调压力的传导、中游去库存影响中上游排产、过剩产能未完全出清导致竞争依旧激烈。

利润蛋糕继续转向上游：下游整车补贴回落，中游三电和电池材料降价，扣非净利率同比分别下降 3.5/3.2/3.9pct，占全行业利润蛋糕占比同比大幅下降 24pct 至 48%；上游钴锂资源、电池设备分别受益于价格高企与电池产能扩张，扣非净利率分别提升 3.1/0.1pct。中游企业 ROE 普遍下滑。**看好中游拐点：**下半年消费旺季即将启动，明后年双积分、新车上市、补贴扶持、海外市场放量形成共振，短期和中期需求高增长可期。从微观层面看，中游各环节已进入洗牌末期，格局和价格逐渐稳定，看好中游龙头在年末到明年相继迎来业绩拐点。

■ 新能源：风电趋势向上，光伏静待周期复苏

风电方面，上半年多项微观指标持续改善：1) 行业 13 家企业实现收入 244 亿元，同比增长 9.8%；2) 行业招标 16.7GW，同比增长 9.2%，维持高位。我们认为，伴随西北装机复苏、分散式爆发等，下半年行业复苏将加速向上；光伏方面，上半年实现收入 804 亿元，同比增长 5.3%。但受供给扩张及 531 新政影响，制造端盈利能力有所下降，Q2 毛利率 20.09%，环比下滑 0.82pct。目前行业已进入盈利周期底部，后期伴随需求复苏及成本下降，盈利有望逐步恢复。

■ 电力设备：工控复苏进入后半程，电网需求有所回暖

营收增长方面，工控及元器件环节受益于行业复苏延续，上半年增速为 19%，居首位。机电电控和配电次之，输电最低，分别为 12%、5%及-2%；利润方面，配电环节受外延带动，上半年增速高达 31%，工控、输电及机电电控则分别为 24%、-15%及-24%。展望后续，仍建议关注工控及电网投资机会，其中工控行业预计下半年复苏回落的压力略有增加，但集中度提升是长期主线，继续推荐平台型白马公司；电网环节继续看好业绩增长稳健，具备国改预期的国电南瑞。

风险提示：

1. 行业补贴政策大幅调整；
2. 行业产能扩张进度超预期。

分析师 邬博华

☎ (8621) 61118797

✉ wubh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514040001

分析师 马军

☎ (8621) 61118720

✉ majun3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490515070001

分析师 张垚

☎ (8621) 61118720

✉ zhangyao3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490515060001

分析师 汪福强

☎ (8621) 61118720

✉ wangfq@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070013

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《静候电车旺季，坚守风电复苏》2018-9-2

《风光复苏提档，电动车迎金九银十》2018-8-25

《风电复苏加速，锂电排产上台阶》2018-8-18

目录

新能源汽车：利润继续向上游转移，中游加速集中拐点将至	7
下游终端：收入重返增长，盈利继续承压.....	11
产销放量推动收入增长，缓冲期退坡致盈利承压.....	11
乘用车升级+商用车放量，下半年产销维持高增长.....	14
中游制造：盈利有所下滑，静待三季度旺季开启.....	15
整体盈利依旧承压，环节/企业加剧分化.....	15
旺季启动+补库存周期，中游景气度迎来峰值.....	22
上游环节：资源维持高景气，设备龙头持续放量.....	23
资源盈利持续高增，设备放量带动增长.....	23
景气回暖支撑资源价格，设备绑定电池龙头实现成长.....	25
投资建议：看好旺季行情，拥抱中游龙头.....	26
新能源：风电趋势向上，光伏静待周期复苏	27
风电环节：风机及运营企业盈利向上，行业复苏势起.....	27
装机量招标量双增叠加限电改善，收入持续增长.....	27
零部件企业盈利下滑，风机及运营企业增长明显.....	29
应收账款有所上升，现金流季节性环比改善.....	31
政策方向与行业复苏确定，下半年有望加速向上.....	32
光伏环节：上半年盈利整体平稳，静待周期复苏.....	36
光伏装机外增内稳，行业收入同比稳增.....	37
上半年盈利整体平稳，二季度有所调整.....	40
应收账款及存货高位，现金流季节性波动.....	43
平价渐进，龙头企业仍然具备投资价值.....	44
电力设备：工控复苏进入后半程，电网需求有所回暖	45
输电环节：需求随招标量回暖，但判断改善空间或相对有限.....	46
受益国网招标回暖，营收下滑压力缓解.....	46
环节整体毛利率下滑，二次设备盈利压力明显较小.....	48
总量扩张逻辑仍将式微，继续看好国电南瑞.....	49
配电环节：外延并购致利润高增长，业务转型仍是重点发展方向.....	49
新一轮农网改造致需求企稳，利润高增受益部分企业外延并购.....	49
短期营收有望维持增长，长期仍需关注业务转型.....	51
工业自动化及元器件环节：行业复苏进入后半程，紧握白马以跨周期.....	51

上半年受益行业复苏营收维持增长，基数效应导致增速回落	51
毛利率小幅下滑，导致环节净利润增速下降	52
下半年或成重要观察窗口，份额提升助力龙头跨越周期	54
电机电控环节：降价压力仍在，未来乘用车相关标的有望胜出	54
电动车补贴调整导致产品快速降价，环节盈利继续承压较重	54
新能源乘用车升级趋势明确，环节门槛将大幅提升	56

图表目录

图 1: 30 家电动车标的 2018H1 收入 1163 亿元，同比增长 26% (亿元)	7
图 2: 30 家电动车标的 2018H1 扣非净利 64 亿元，同比下降 6%(亿元)	7
图 3: 2017H1、2018H1 电动车分环节归属母公司股东净利润结构分布	9
图 4: 2017H1、2018H1 电动车分环节扣非净利润结构分布	9
图 5: 2018Q2 行业收入合计为 591 亿元，同比增长 24.5%(亿元)	10
图 6: 2018Q2 行业扣非净利润合计 27.93 亿元，同比下滑 23.52%(亿元)	10
图 7: 以 Wind 一致预期 2018 年净利润计算得各环节今年以来 PE 变化	11
图 8: 2018H1 整车环节收入 700.63 亿元，同比增长 18.74% (亿元)	12
图 9: 2018Q2 整车环节收入 391 亿元，同比增长 21.46% (亿元)	12
图 10: 2018H1 新能源汽车产量合计 37.6 万辆，同比增长 104% (万辆)	12
图 11: 4-5 月抢装高峰，6 月环比回落，7 月环比重回增长 (万辆)	12
图 12: 2018H1 新能源乘用车、EV 客车产量保持高增长 (辆)	13
图 13: 缓冲期以 A00 级 EV 乘用车为主，高级别车型 6 月后占比提升	13
图 14: 2018H1 整车环节毛利率为 16.6%，较 2017H1 下滑 3.81pct	13
图 15: 2018H1 整车环节三项费用率为 11.68%	13
图 16: 2018H1 整车环节扣非净利率为-0.4%，较 2017H1 下滑 3.50pct	13
图 17: 2018H1 整车环节扣非净利润-3.1 亿元，同比下滑 117% (亿元)	13
图 18: 二季度末整车应收账款 391 亿元，环比上升 82 亿元(亿元)	14
图 19: 二季度整车经营性现金流净额为+4 亿元，季节性回升 (亿元)	14
图 20: 缓冲期后长续航乘用车、专用车有望放量	14
图 21: 2018 年国内新能源汽车分车型逐月产量预测 (万辆)	14
图 22: 2018H1 三电环节收入 165.65 亿元，同比增长 37.29%(亿元)	15
图 23: 2018H1 中游材料环节收入 133.70 亿元，同比增长 18.11%(亿元)	15
图 24: 2018H1 国内动力电池产量为 22.9GWh，同比增长 24.2%(GWh)	16
图 25: 2018H1 三元、铁锂出货量同比增速分别为+97.2%、-21.7%(GWh)	16
图 26: 2018Q2 三元电池出货量 CR3 为 63%，较去年同期提升 16pct	17
图 27: 2018Q2 铁锂电池出货量 CR3 为 78%，沃特玛出货量萎缩	17
图 28: 2018H1 电解液出货量 CR3 为 57%，较去年同期提升 15pct	17
图 29: 2018H1 湿法隔膜出货量 CR3 为 55%，上海恩捷高达 35%	17
图 30: 2018H1 中游三电、材料毛利率分别为 28.8%、25.2%	18
图 31: 2018Q2 中游三电、材料毛利率分别为 24.3%、24.1%	18

图 32: 2018H1 三电销售、管理、财务费用率分别为 5%、13%、1%	18
图 33: 2018H1 材料销售、管理、财务费用率分别为 3%、7%、3%	18
图 34: 2018H1 中游三电扣非净利润 11.7 亿元, 同比下滑 5.31%(亿元)	19
图 35: 2018H1 中游三电环节扣非净利率为 7.1%, 较去年同期下滑 3.2pct	19
图 36: 2018H1 中游材料扣非净利润 10.45 亿元, 同比下滑 21.1%(亿元)	19
图 37: 2018H1 中游材料环节扣非净利率为 7.8%, 较去年同期下滑 3.9pct	19
图 38: 2018H1 CATL 扣非净利润占到 4 家可比电池企业的 67% (亿元)	21
图 39: 2018H1 恩捷扣非净利润占到 3 家可比隔膜企业的 81% (亿元)	21
图 40: 二季度三电环节存货下降 1 亿元, 周转率上升 (亿元)	21
图 41: 二季度材料环节存货上升 0.7 亿元, 周转率平稳 (亿元)	21
图 42: 二季度末中游三电应收账款 43 亿元, 环比上升 13 亿元(亿元)	21
图 43: 二季度末中游材料应收账款 73 亿元, 环比上升 14 亿元(亿元)	21
图 44: 二季度三电环节经营性现金流净额为 8 亿元, 季节性回升 (亿元)	22
图 45: 二季度材料环节经营性现金流净额为-4.8 亿元 (亿元)	22
图 46: 2018H1 上游资源实现收入 139.07 亿元, 同比增长 67.11%(亿元)	23
图 47: 2018H1 上游资源扣非净利 40.10 亿元, 同比增长 87.45%(亿元)	23
图 48: 2018H1 上游资源毛利率为 49.4%, 较去年同期上升 5.03pct	23
图 49: 2018H1 上游资源扣非净利润率 28.8%, 较去年同期上升 3.13pct	23
图 50: 2018 年以来锂盐价格持续下行 (元/kg)	24
图 51: 2018 年一季度钴价保持上行, 二季度有所回落 (元/kg)	24
图 52: 2018H1 上游设备实现收入 24.32 亿元, 同比增长 78.86%(亿元)	24
图 53: 2018H1 上游设备扣非净利 4.84 亿元, 同比增长 79.50%(亿元)	24
图 54: 2018H1 上游设备毛利率为 37.3%, 较去年同期下降 1.79pct	25
图 55: 2018H1 上游设备扣非净利润率 19.9%, 较去年同期上升 0.07pct	25
图 56: 2018 年二季度末上游设备预收账款 18 亿元, 环比下降 2.5 亿元 (亿元)	25
图 57: 2018H1 风电招标超 16.7GW, 同比增长 9.2% (GW)	27
图 58: 2018H1 全国风电装机 7.53GW, 同比增长 25.3% (万千瓦)	27
图 59: 2018H1 弃风率为 8.66%, 相比去年同期的 13.62%改善明显	28
图 60: 2018H1 全国风电利用小时数为 1143 小时, 同比提升 159 小时	28
图 61: 2018H1 行业营业收入为 244.42 亿元, 同比增长 9.82% (亿元)	28
图 62: 二季度风电行业 13 家企业实现营业收入 150.46 亿元, 同比增长 11.63% (亿元)	29
图 63: 2018H1 风电行业实现业绩 28.14 亿元, 同比增长 9.13%	30
图 64: 2018Q2 风电行业实现业绩 20.68 亿元, 同比增长 12.09%	30
图 65: 2018H1 行业综合毛利率 29.19%, 同比下降 1.77pct	31
图 66: 二季度行业综合毛利率 27.57%, 环比下降 4.22pct	31
图 67: 2018H1 行业综合净利率 11.51%, 同比基本持平	31
图 68: 二季度 13 家风电企业综合净利率 13.74%, 同比增长 5.80pct	31
图 69: 二季度末, 13 家风电企业应收账款环比有所上升 (亿元)	32
图 70: 二季度末, 13 家风电企业存货环比保持平稳 (亿元)	32
图 71: 二季度行业经营性现金流净额为 3.54 亿元, 环比季节性转正 (亿元)	32
图 72: 目前风电装机距离十三五保底规划水平仍有明显空间 (GW)	33
图 73: 绿色能源证书是将可再生能源的正外部性体现出来的一种方式	34
图 74: 2013-2015 年风电装机水平逐步上升 (万千瓦)	34

图 75: 2013H1 金风风机收入同比下降, 此后进入上升趋势(亿元).....	34
图 76: 从历史来看, 西北地区装机与弃风限电水平密切相关 (万千瓦)	35
图 77: 上半年装机主要集中在青海及中东部地区 (万千瓦)	35
图 78: 2018 年上半年国内新增装机 24.3GW, 同比保持稳定 (万千瓦)	37
图 79: 2018H1 分布式光伏装机 12.24GW, 同比增长 72% (万千瓦)	37
图 80: 2018H1 德国新增装机 1.22GW, 同比增长 88.96%.....	37
图 81: 2018H1 我国组件出口规模 20.81GW, 同比增长 72.76%.....	37
图 82: 2018H1 多晶系列价格呈下跌趋势	38
图 83: 2018H2 单晶系列价格呈下跌趋势	38
图 84: 2018 年上半年 A 股 33 家光伏企业收入合计 804.60 亿元, 同比增长 5.31% (亿元)	39
图 85: 上半年 22 家制造企业实现收入 559.03 亿元, 同比增长 11.24%	39
图 86: 上半年 9 家电站企业收入合计 227.93 亿元, 同比增长 2.18%	39
图 87: 二季度 33 家光伏企业实现收入 477.63 亿元, 同比下降 1.54%, 环比增长 46.08%.....	40
图 88: 上半年 33 家光伏企业净利润合计 52.86 亿元, 同比增长 8.54% (亿元)	40
图 89: 上半年 22 家光伏制造企业实现利润 42.03 亿元, 同比增长 8.87%.....	41
图 90: 上半年 11 家光伏电站企业实现利润 10.83 亿元, 同比增长 7.26%	41
图 91: 二季度 33 家企业合计实现归属母公司净利润 32.88 亿元, 同比下降 13.08% (亿元)	41
图 92: 上半年行业综合毛利率为 22.03%, 相比去年同期的 21.21% 上升 0.82pct.....	42
图 93: 二季度 33 家光伏企业平均毛利率为 22.00%, 环比小幅下降.....	42
图 94: 上半年 33 家光伏企业综合净利率为 6.57%, 同比增长 0.2pct	43
图 95: 二季度 33 家光伏企业综合净利率为 6.88%, 环比提升 0.77pct	43
图 96: 二季度末, 33 家光伏企业应收账款合计为 648 亿元, 环比增长 27 亿元 (亿元)	43
图 97: 二季度末, 33 家光伏企业存货合计为 338 亿元, 环比下降 7 亿元 (亿元)	44
图 98: 二季度行业经营性现金流净额为 39.76 亿元, 环比季节性转正 (亿元)	44
图 99: 电力设备板块分环节毛利率变化趋势对比.....	46
图 100: 电力设备板块分环节期间费用率变化趋势对比	46
图 101: 输电一次设备国网集招变化 (变压器/MVA)	47
图 102: 输电二次设备国网集招变化 (继电保护/台套)	47
图 103: 全社会用电量同比增速.....	47
图 104: 输电环节分季度营业收入变化 (亿元)	47
图 105: 输电环节分季度毛利率及费用率变化	48
图 106: 输电环节分季度归属母公司股东净利润变化 (亿元)	48
图 107: 国家电网配网硬件设备年度招标量变化 (配电变压器/GVA)	50
图 108: 配电环节分季度营业收入变化 (亿元)	50
图 109: 配电环节分季度毛利率及费用率变化	50
图 110: 配电环节分季度归属母公司股东净利润变化 (亿元)	50
图 111: 近年工控指数与 PMI 指标对比	52
图 112: 工业自动化及元器件环节分季度营业收入变化 (亿元)	52
图 113: 工业自动化及元器件环节分季度毛利率及费用率变化.....	53
图 114: 工业自动化及元器件环节归属母公司股东净利润变化 (亿元)	53
图 115: 机电电控环节分季度营业收入变化 (亿元)	55
图 116: 机电电控环节分季度归属母公司股东净利润变化 (亿元)	55
图 117: 机电电控环节分季度毛利率及费用率变化.....	55

图 118: 燃油车市场车型结构占比	57
图 119: 2018 年 1-5 月 A 级及以上新能源车市场格局	57
表 1: 本文所选取的新能源汽车典型标的	7
表 2: 分环节看, 上游资源及设备收入保持高增长, 中游材料及整车增速低于行业 (亿元)	8
表 3: 资源品盈利能力提升, 中游材料、三电及整车盈利能力承压	8
表 4: 30 家 A 股电动车标的 2017H1、2018H1 ROE 水平	9
表 5: 2018 年二季度分环节收入及扣非净利润情况	10
表 6: 部分已披露 1-9 月业绩预告的企业归属母公司股东净利润情况 (亿元)	10
表 7: 中游材料及三电环节收入及同比 (亿元)	15
表 8: 2017/2018H1 产量、装机量对比 (产量: 万辆; 装机量: MWh; 单车带电量: KWh/辆)	16
表 9: 中游材料及三电环节毛利率及扣非净利率情况 (亿元)	19
表 10: 中游电池及材料环节季度价格走势	20
表 11: 2017-2018 年电池库存周期测算 (GWh)	22
表 12: 预计动力电池龙头产能保持高速扩张节奏 (GWh)	25
表 13: 风电环节综述涉及标的一览	27
表 14: 风电行业不同环节公司的营业收入表现差异明显 (亿元)	28
表 15: 风电行业不同环节公司的净利润表现差异明显 (亿元)	30
表 16: 根据国家能源局数据计算, 预计目前累计核准未并网项目容量超 110GW (万千瓦)	33
表 17: 今年以来多个省份发布分散式发展规划	36
表 18: 光伏环节涉及标的一览	36
表 19: 2018 年上半年产业链价格变化趋势 (元/kg; 元/片; 元/w)	38
表 20: 本文所选取的电力设备板块相关标的	45
表 21: 电力设备板块 2018 年上半年分环节营收和归属母公司股东净利润情况 (亿元)	45
表 22: 输电环节重点公司营业收入增长情况 (亿元)	47
表 23: 输电一次、二次环节主要公司毛利率变化	48
表 24: 输电环节重点公司归属母公司股东净利润增长情况 (亿元)	48
表 25: 配电环节主要公司毛利率变化	50
表 26: 配电环节重点公司营业收入增长情况 (亿元)	50
表 27: 配电环节重点公司归属母公司股东净利润增长情况 (亿元)	51
表 28: 工业自动化及元器件环节重点公司营业收入增长情况 (亿元)	52
表 29: 工业自动化及元器件环节主要公司毛利率变化	53
表 30: 工业自动化及元器件环节主要公司财务费用率变化	53
表 31: 工业自动化及元器件环节重点公司归属母公司股东净利润增长情况 (亿元)	53
表 32: 过去十年我国宏观及工控行业复苏周期回顾	54
表 33: 机电电控环节重点公司营业收入增长情况 (亿元)	55
表 34: 机电电控环节主要公司毛利率变化	56
表 35: 机电电控环节重点公司归属母公司股东净利润增长情况 (亿元)	56

新能源汽车：利润继续向上游转移，中游加速集中拐点将至

新能源汽车板块涉及标的较多，但大部分公司新能源车业务占整体收入比例较低，故分析板块时我们抽取了下游新能源车业务占比较高的标的，并分为上游资源（选取了最具代表性的锂、钴环节）、上游设备、中游材料（主要是锂电原材料）、中游三电（电池、电机、电控）、下游整车（主要为客车企业）这几大环节。需要特殊说明的是，因新三板标的（杉杉能源、贝特瑞、纽米科技、嘉元科技）以及次新股宁德时代财务数据披露频次问题，在季度数据中进行了剔除；杉杉能源在季度数据中以杉杉股份作为替代。

表 1：本文所选取的新能源汽车典型标的

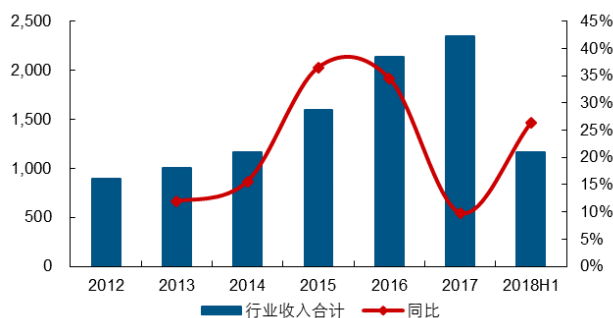
所属环节	具体标的
上游资源	华友钴业、寒锐钴业、天齐锂业、赣锋锂业
上游设备	先导智能、赢合科技
中游材料	当升科技、杉杉能源、星源材质、纽米科技、天赐材料、新宙邦、多氟多、璞泰来、贝特瑞、诺德股份、嘉元科技、科达利
中游三电	国轩高科、亿纬锂能、成飞集成、宁德时代、蓝海华腾、正海磁材、英搏尔、方正电机
下游整车	安凯客车、中通客车、宇通客车、比亚迪

资料来源：Wind，长江证券研究所

半年度分析：中下游盈利承压，利润继续向上游转移

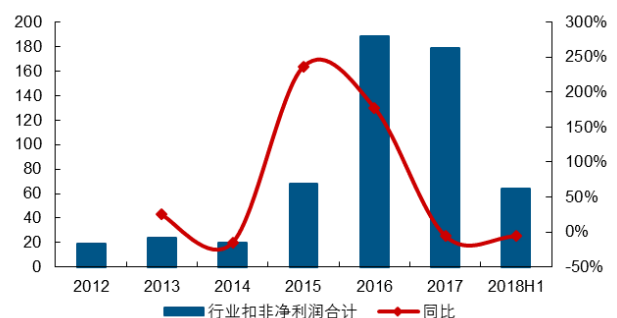
从产业链整体看，2018年上半年30家电动车标的合计实现收入1163.36亿元，同比增长26.35%，在缓冲期抢装推动下，产业体量持续扩张；行业扣非归母净利润合计63.97亿元，同比下降5.52%，补贴退坡压力下行业整体盈利有所承压。

图 1：30 家电动车标的 2018H1 收入 1163 亿元，同比增长 26%（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：30 家电动车标的 2018H1 扣非净利 64 亿元，同比下降 6%（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

新能源汽车产业链较长，各环节供需周期存在差异，使得景气度有所分化，具体来看：

收入方面：

1) **上游设备、上游资源环节收入增速靠前**，设备环节高增长的原因在于上市公司多为电池龙头的核心供应商，而龙头电池厂仍处于高速扩张阶段；资源环节收入高增速一方面得益于去年以来的价格上行；另一方面则受乘用车放量，三元产业链高增长带动。

2) **中游材料、下游整车环节收入增速较慢**，中游材料方面，一方面电解液及六氟磷酸锂、结构件等环节相关标的收入增长受价格下行压制；另一方面下游格局加速集中背景

下，二线供应链标的收入增速较慢。下游整车方面，上市整车标的多为客车企业，尽管缓冲期内客车整体产销保持高速增长（2017H1 因退坡、目录等问题基数较低），但结构分化明显，南京金龙、厦门金龙（受益于“电动福建”）增速靠前，部分企业并未明显放量。

3) 中游三电保持可观的收入增速，主要受益于上半年产销、装机高增长及格局集中化。

表 2：分环节看，上游资源及设备收入保持高增长，中游材料及整车增速低于行业（亿元）

板块	2017H1收入	2017H1占比	2018H1收入	2018H1占比	同比
上游资源	83.2	9%	139.1	12%	67%
上游设备	13.6	1%	24.3	2%	79%
中游材料	113.2	12%	133.7	11%	18%
中游三电	120.7	13%	165.6	14%	37%
下游整车	590.1	64%	700.6	60%	19%

资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利能力方面，

1) 上半年资源环节盈利能力进一步提升，2017 年以来的价格上行贡献可观的盈利弹性，其中价格上行持续至 2018 年一季度的钴资源标的盈利能力提升更为显著。

2) 下游整车、中游三电、中游材料环节盈利能力进一步承压，整车盈利承压的原因一方面在于缓冲期内乘用车、客车补贴水平仅为 2017 年的 0.7 倍；另一方面则在于新能源车加速向消费市转变下，乘用车企做出一定让利，提高产品性价比。中游三电、中游材料环节则主要受补贴退坡压力传导，以及自身供给过剩影响，成本改善速度慢于价格下行速度。盈利压力之下，部分中游三电企业加大费用控制，受益于费用率改善，三电环节扣非净利润率下行情况好于毛利率降幅。

3) 上游设备环节盈利能力基本稳定，主要系设备壁垒高、格局好，价格相对维持平稳。

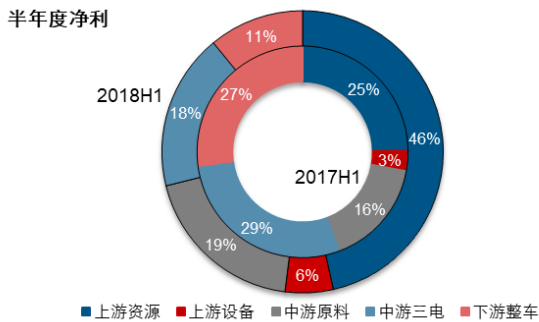
表 3：资源品盈利能力提升，中游材料、三电及整车盈利能力承压

板块	毛利率			扣非净利润率		
	2017H1	2018H1	相比上年	2017H1	2018H1	相比上年
上游资源	44.3%	49.4%	5.0%	25.7%	28.8%	3.1%
上游设备	39.0%	37.3%	-1.8%	19.8%	19.9%	0.1%
中游材料	28.2%	25.2%	-3.1%	11.7%	7.8%	-3.9%
中游三电	34.6%	28.8%	-5.8%	10.2%	7.1%	-3.2%
下游整车	20.4%	16.6%	-3.8%	3.1%	-0.4%	-3.5%

资料来源：Wind，长江证券研究所

在产业链各环节收入增速及盈利能力变化背离影响下，2018 年上半年产业链利润加速向上游集中：**1) 净利润份额方面**，上游资源环节净利润占比由 2017H1 的 25% 快速提升至 46%，下游整车环节利润占比则大幅收窄至 11%，中游原材料占比上升主要受天赐材料等企业非经常性损益影响；中游三电环节利润占比下降则因宁德时代 2017 年非经常性损益较高所致。**2) 在剔除政府补助、投资收益及其他非经常性损益后，从扣非净利润份额看**，上半年资源扣非净利润已占到产业链整体的 57% 左右，下游整车环节则出现亏损，中游材料利润占比也有所下降，三电环节利润份额勉强维持平稳。

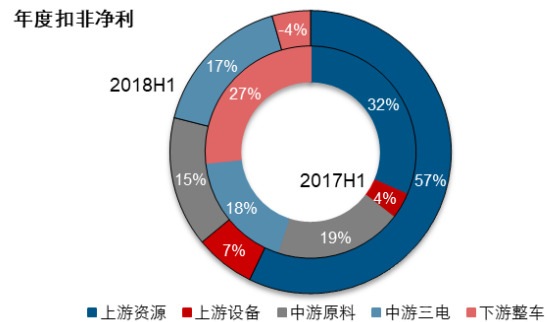
图 3：2017H1、2018H1 电动车分环节归属母公司股东净利润结构分布



资料来源：Wind, 长江证券研究所

从 ROE 角度看，上半年 ROE（以扣非净利率计算）超过 15% 的标的为华友钴业、寒锐钴业、赣锋锂业、杉杉能源，集中于上游资源或与资源关系紧密的正极环节。从同比变化看，ROE 增加 5pct 以上的标的为华友钴业、寒锐钴业；下滑 5pct 以上的标的集中于中游原材料、三电环节，其中：1) 纽米科技、天赐材料、科达利、蓝海华腾、安凯客车主要受盈利能力下滑所致；2) 杉杉能源、璞泰来、国轩高科、英搏尔等则一定程度上受财务杠杆及周转率下降影响。

图 4：2017H1、2018H1 电动车分环节扣非净利润结构分布



资料来源：Wind, 长江证券研究所

表 4：30 家 A 股电动车标的 2017H1、2018H1 ROE 水平

所属环节	公司名称	ROE			所属环节	公司名称	ROE		
		2017H1	2018H1	增减			2017H1	2018H1	增减
上游资源	华友钴业	14.28%	22.58%	8.30 pct	中游材料	诺德股份	5.00%	0.44%	-4.56 pct
	寒锐钴业	22.64%	39.49%	16.86 pct		嘉元科技	10.30%	8.41%	-1.88 pct
	天齐锂业	18.36%	13.68%	-4.69 pct		科达利	6.02%	0.53%	-5.49 pct
	赣锋锂业	15.75%	16.07%	0.32 pct		国轩高科	9.04%	3.14%	-5.89 pct
上游设备	先导智能	16.19%	11.20%	-4.99 pct	亿纬锂能	8.11%	4.72%	-3.39 pct	
	赢合科技	11.99%	7.80%	-4.19 pct	成飞集成	0.00%	-4.05%	-4.04 pct	
	当升科技	3.49%	4.52%	1.03 pct	宁德时代	2.92%	2.51%	-0.41 pct	
中游材料	杉杉能源	27.38%	16.46%	-10.92 pct	蓝海华腾	11.20%	1.28%	-9.92 pct	
	星源材质	5.07%	6.14%	1.07 pct	正海磁材	-0.72%	1.73%	2.46 pct	
	纽米科技	2.43%	-9.67%	-12.10 pct	英搏尔	12.55%	5.53%	-7.02 pct	
	天赐材料	10.14%	0.36%	-9.78 pct	方正电机	2.24%	1.62%	-0.61 pct	
	新宙邦	5.37%	4.13%	-1.24 pct	安凯客车	-5.04%	-13.48%	-8.44 pct	
	多氟多	4.76%	4.29%	-0.47 pct	中通客车	0.65%	-0.20%	-0.85 pct	
	璞泰来	16.50%	8.81%	-7.69 pct	宇通客车	5.72%	3.40%	-2.32 pct	
贝特瑞	7.34%	3.54%	-3.80 pct	比亚迪	3.32%	0.88%	-2.44 pct		

资料来源：Wind, 长江证券研究所 注：ROE 为半年度水平，以扣非净利率计算

季度情况：景气度环比回升，盈利能力有所承压

受终端需求季节性影响，新能源汽车产业链通常呈现前低后高的走势，2018Q2 在缓冲期抢装支撑下，行业景气度较春节前后显著提升，A 股 26 只电动车标的（剔除财务数据不连续标的）二季度合计实现营收 591 亿元，同比增长 24.5%，环比增长 23.99%；

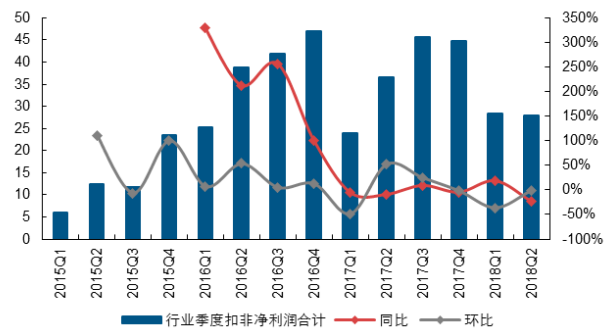
而因产品降价、一季度留存高价订单等因素影响，二季度行业扣非净利润合计 27.93 亿元，同比下滑 23.52%，环比下滑 1.39%。

图 5：2018Q2 行业收入合计为 591 亿元，同比增长 24.5%(亿元)



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：2018Q2 行业扣非净利润合计 27.93 亿元，同比下滑 23.52%(亿元)



资料来源：Wind，长江证券研究所

分环节来看，**收入方面**，二季度上游资源、设备，中游三电环节同比维持高增长，其中资源环节主要受益于量价齐升（均价高于去年同期），设备及三电环节更多受益于放量；从环比数据看，从设备至中下游环节均有放量，上游资源则增速放缓，或因缓冲期前后电池、材料标准升级，二季度进入去库存周期，影响资源端收入释放；同时，锂钴资源价格二季度均有一定回落，亦造成一定影响。**盈利方面**，二季度上游延续同比高增长，但环比增速有所放缓；中下游盈利情况同比承压，环比随景气度提升有一定改善。

表 5：2018 年二季度分环节收入及扣非净利润情况

板块	收入 (亿元)					扣非净利润 (亿元)				
	2017Q2	2018Q1	2018Q2	同比	环比	2017Q2	2018Q1	2018Q2	同比	环比
上游资源	46.54	68.87	70.20	50.8%	1.9%	13.04	20.66	19.44	49.1%	-5.9%
上游设备	8.55	10.42	13.89	62.5%	33.3%	1.58	2.28	2.56	62.4%	12.3%
中游材料	65.82	58.83	72.72	10.5%	23.6%	6.87	4.64	5.06	-26.4%	9.0%
中游三电	31.46	29.33	42.72	35.8%	45.6%	4.06	2.36	2.36	-41.9%	-0.1%
下游整车	322.30	309.17	391.45	21.5%	26.6%	10.97	-1.61	-1.49	-113.6%	-

资料来源：Wind，长江证券研究所

三季度业绩前瞻：中下游盈利或企稳回升

从部分企业披露的三季报业绩情况看，随终端产销及中游排产旺季来临，中下游景气度有望明显提升，带动盈利能力企稳，部分环节有望逐步回暖：1) 比亚迪三季度环比高增长，预计主要受 EV 等符合新补贴标准的高性价比车型放量等因素带动；2) 成飞集成单季度净利润有望实现扭亏，主要随新产能逐步释放带动；3) 国轩高科三季度预告实现归属母公司股东净利润 1.8-2.3 亿元，预计包含非经常性损益较少，盈利能力同样有所企稳。上游锂资源标的预计 3 季报业绩增速有所放缓，或与今年以来锂价持续下行有关。而电解液、锂盐、结构件等相关标的业绩仍有下行压力。

表 6：部分已披露 1-9 月业绩预告的企业归属母公司股东净利润情况 (亿元)

公司	2018年3季报预告净利润		同比增速		预告2018Q3净利润		2018Q3同比增速		2018Q3环比增速	
	下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
天齐锂业	16.6	18.8	9.3%	23.8%	3.5	5.7	-41%	-4%	-46%	-12%

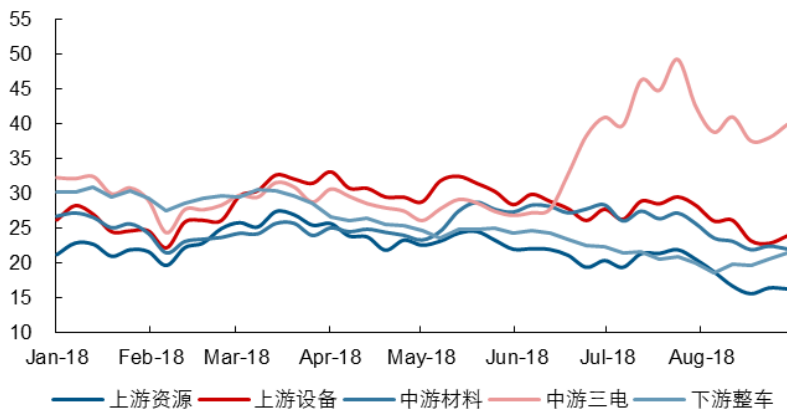
赣锋锂业	11.0	16.1	10.0%	60.0%	2.7	7.7	-33%	94%	-44%	61%
天赐材料	4.5	4.8	61.7%	72.5%	0.0	0.3	-97%	-67%	-91%	-4%
多氟多	1.6	2.2	-25.0%	5.0%	0.3	0.9	-56%	53%	-54%	60%
科达利	0.4	0.9	-75.0%	-45.0%	0.2	0.7	-73%	-4%	-	-
国轩高科	6.4	7.0	0.2%	9.4%	1.8	2.3	-10%	21%	-42%	-23%
比亚迪	12.8	16.8	-54.2%	-39.8%	8.0	12.0	-25%	12%	113%	219%

资料来源：Wind，长江证券研究所

板块整体估值情况

今年以来，在大盘整体震荡和电动车板块基本面、政策分歧压力下，目前板块整体估值明显回落，以 Wind 一致预期为基准，当前（8 月 31 日）各环节对应 2018 年 PE 分别为上游资源（15.6 倍）、上游设备（23.5 倍）、中游材料（21.2 倍）、中游三电（36.5 倍）、下游整车（20.5 倍），除中游三电环节因宁德时代作为龙头估值溢价明显外，其余环节估值均处于底部区域。

图 7：以 Wind 一致预期 2018 年净利润计算得各环节今年以来 PE 变化



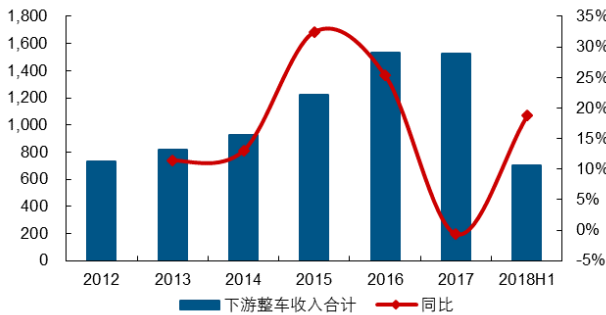
资料来源：Wind，长江证券研究所 注：无 Wind 一致预期的标的剔除

下游终端：收入重返增长，盈利继续承压

产销放量推动收入增长，缓冲期退坡致盈利承压

从选取的整车企业（客车为主）的财报数据看，2018H1 整车环节合计实现收入 700.63 亿元，同比增长 18.74%，经历 2017 年增速放缓后重回增长趋势；其中二季度实现收入 391.45 亿元，同比增长 21.46%，环比增长 26.61%，增速进一步回升。

图 8：2018H1 整车环节收入 700.63 亿元，同比增长 18.74%（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

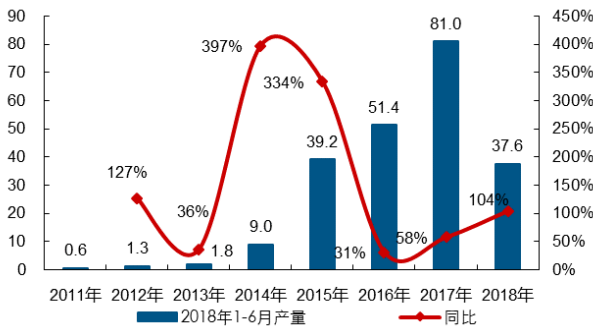
图 9：2018Q2 整车环节收入 391 亿元，同比增长 21.46%（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

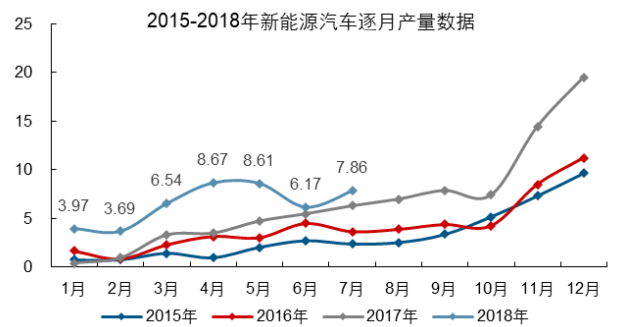
上半年整车环节收入增速回暖主要受缓冲期内产销高增长推动，合格证数据显示，2018 年 1-6 月国内新能源汽车产量 37.6 万辆，同比增长 104%；从逐月产销节奏看，考虑到从生产到上牌的周期，缓冲期抢装高峰为 4-5 月，6 月因抢装透支（尤其是部分 A00 车型进行升级调整）环比有所回落，7 月重回环比增长趋势。

图 10：2018H1 新能源汽车产量合计 37.6 万辆，同比增长 104%（万辆）



资料来源：合格证数据，长江证券研究所

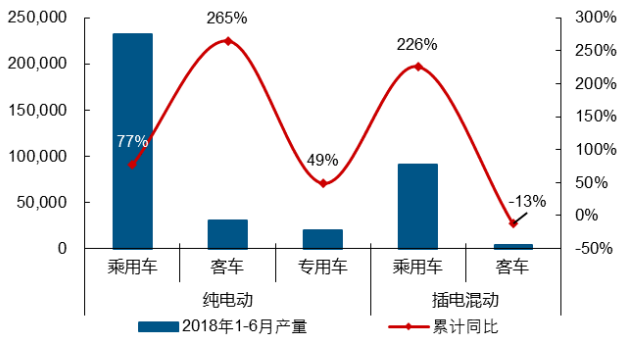
图 11：4-5 月抢装高峰，6 月环比回落，7 月环比重回增长（万辆）



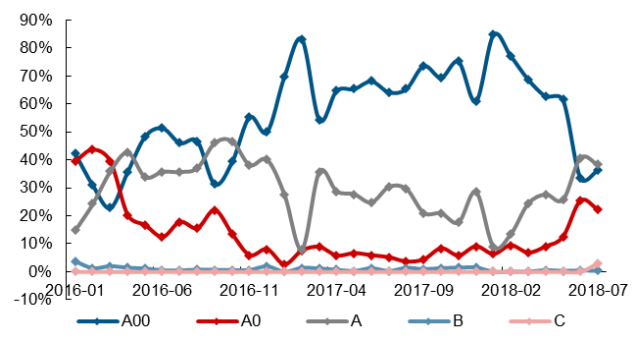
资料来源：合格证数据，长江证券研究所

分车型看，EV 乘用车、EV 客车、PHEV 乘用车上半年产量同比增速分别为 77%、265%、226%，增速靠前；EV 专用车、PHEV 客车则增速靠后，具体来看：

- 1) 上半年放量的 EV 乘用车主要为 A00 级车型，PHEV 乘用车则以带电量较低的旧车型为主，此类车型缓冲期后补贴显著下滑，故上半年抢装放量意愿强烈；
- 2) EV 客车实现高增长的原因一方面在于 2017 年上半年因补贴大幅退坡、补贴目录申报问题，导致产销量基数较低；另一方面则受旧车型抢装、地方电动化政策红利、5 月购置税下调等因素推动；
- 3) 专用车上半年增速相对较低，主要原因在于缓冲期内仅给予专用车 2017 年 0.4 倍补贴，压制上半年放量意愿；上市整车标的为客车、乘用车企业，故上半年收入增长明显。

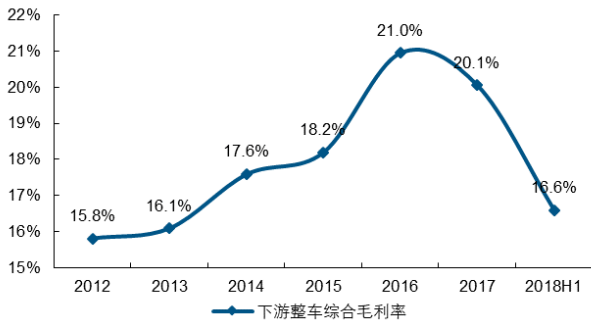
图 12: 2018H1 新能源乘用车、EV 客车产量保持高增长 (辆)


资料来源: 合格证数据, 长江证券研究所

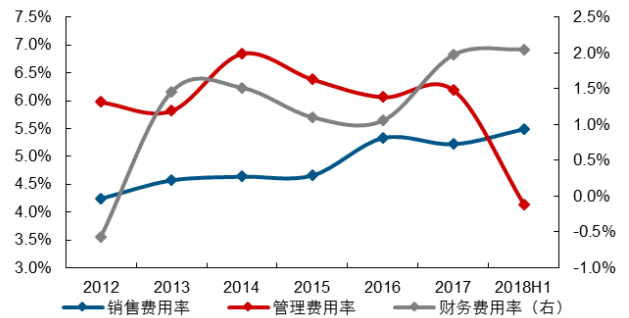
图 13: 缓冲期以 A00 级 EV 乘用车为主, 高级别车型 6 月后占比提升


资料来源: 乘联会, 长江证券研究所

盈利能力方面, 2018H1 整车环节整体毛利率为 16.6%, 较 2017H1 下滑 3.81pct, 下行至 2013-2015 年前后水平; **费用率方面**, 2018H1 整车环节销售、管理、财务费用率分别为 5.50%、4.13%、2.05%, 较 2017H1 分别+0.02、-2.72、+0.17pct, 其中管理费用率下行主要受比亚迪、宇通变更会计方式, 将研发费用自管理费用单列所致, 若将研发费用加回, 则整车行业整体费用率维持平稳。

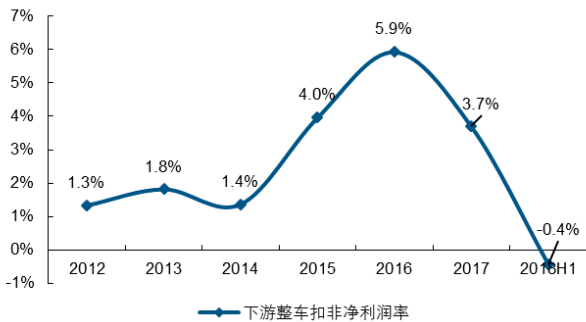
图 14: 2018H1 整车环节毛利率为 16.6%, 较 2017H1 下滑 3.81pct


资料来源: Wind, 长江证券研究所

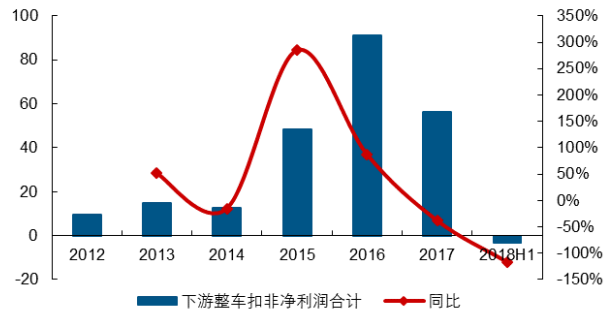
图 15: 2018H1 整车环节三项费用率为 11.68%


资料来源: Wind, 长江证券研究所 注: 比亚迪、宇通分列管理、研发费用

在毛利率下行、费用率基本维持平稳的背景下, 整车环节盈利能力持续下滑, 行业整体扣非净利率为-0.4%, 较去年同期下滑 3.50pct, 盈利能力显著恶化。受此影响, 2018H1 整车环节扣非净利润合计为-3.1 亿元, 同比下滑 117%。

图 16: 2018H1 整车环节扣非净利率为-0.4%, 较 2017H1 下滑 3.50pct


资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 17: 2018H1 整车环节扣非净利润-3.1 亿元, 同比下滑 117% (亿元)


资料来源: Wind, 长江证券研究所

整车盈利能力下滑的原因在于：1) 根据缓冲期补贴政策，缓冲期内乘用车、客车执行 2017 年补贴的 0.7 倍；专用车执行 2017 年补贴的 0.4 倍，补贴金额下行直接影响收益。2) 随着政策逐步向消费切换，车企对于乘用车市场份额、品牌树立的重视程度持续提升，故在终端销售策略上更为积极，新能源汽车与燃油车单车盈利呈收窄趋势。

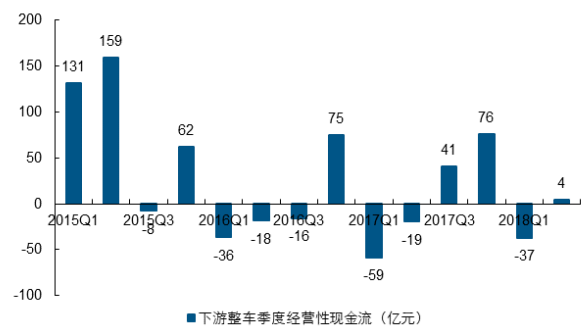
其他财务数据方面，1) 二季度末整车环节应收账款合计为 391 亿元，环比一季度末上升 82 亿元，一季度因收到国补下发明显下降；2) 现金流方面，二季度整车经营性现金流净额为 4 亿元，季节性回升，较去年同期有所改善，原因或在于缓冲期车企加大销售力度，以及改善旧电池、零部件库存有关。比亚迪二季度经营性现金流净额为-13.89 亿元，与公司应收账款增加有关。

图 18：二季度末整车应收账款 391 亿元，环比上升 82 亿元(亿元)



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 19：二季度整车经营性现金流净额为+4 亿元，季节性回升 (亿元)



资料来源：Wind，长江证券研究所

乘用车升级+商用车放量，下半年产销维持高增长

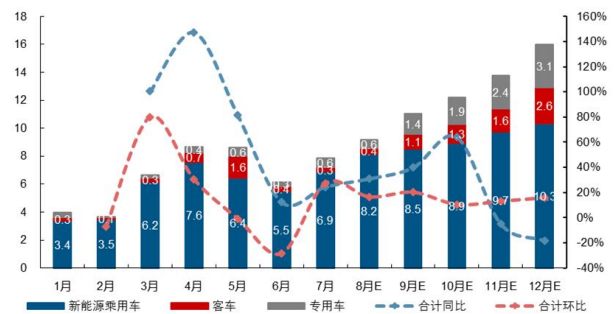
从整车环节下半年景气度看，随着缓冲期结束，新能源汽车有望延续总量稳步增长、结构逐渐切换的趋势：**1) 乘用车方面**，在 2018 年补贴政策下，单车补贴更高级别/升级车型放量将承接缓冲期汽车 A00 级车型放量，考虑到今年发布的新车型无论在“万元公里数”等经济性指标还是热管理、快充等性能指标上均有显著提升，预计将支撑乘用车产销高增长；**2) 客车方面**，能量密度、Ekg 等性能升级到位，且市场普遍预期 2019 年补贴将继续下调，故随地方采购流程到位，年末有望再现抢装行情；**3) 专用车方面**，终端需求经济性正逐步提升，但考虑到补贴大幅退坡、产业资金偏紧，预计产销将回归于需求，今年上半年因缓冲期政策压制产销量偏低，预计四季度随产业链资金逐渐宽裕、运营企业进入采购周期，专用车产销会有较好改善。

图 20：缓冲期后长续航乘用车、专用车有望放量



资料来源：工信部，长江证券研究所

图 21：2018 年国内新能源汽车分车型逐月产量预测 (万辆)



资料来源：合格证数据，长江证券研究所 注：8-12 月为预测值

中游制造：盈利有所下滑，静待三季度旺季开启

整体盈利依旧承压，环节/企业加剧分化

从选取的中游原材料、三电环节标的看，收入方面，2018年上半年三电环节收入合计165.65亿元，同比增长37.29%，增速较2017年明显回升；中游材料合计实现收入133.70亿元，同比增长18.11%，增速有所回落。

图 22：2018H1 三电环节收入 165.65 亿元，同比增长 37.29%(亿元)

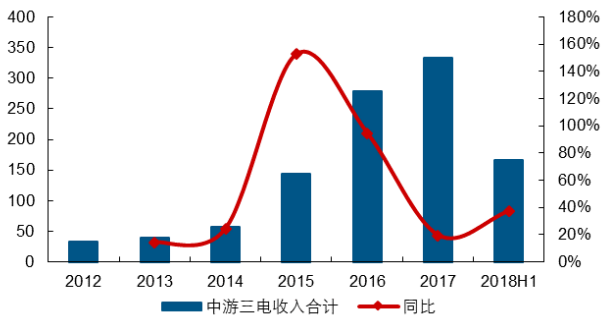
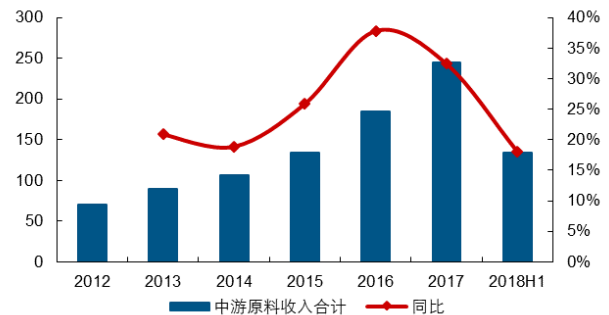


图 23：2018H1 中游材料环节收入 133.70 亿元，同比增长 18.11%(亿元)



资料来源：Wind，长江证券研究所

资料来源：Wind，长江证券研究所

从具体企业来看，1) 中游三电环节方面，宁德时代、亿纬锂能、正海磁材等增速靠前，蓝海华腾、方正电机等则增速靠后；2) 中游材料环节方面，当升科技、璞泰来、嘉元科技增速靠前，诺德股份、纽米科技等则增速靠后。

表 7：中游材料及三电环节收入及同比（亿元）

环节	公司	2018H1	2017H1	同比	环节	公司	2018H1	2017H1	同比
三元正极	当升科技	16.30	8.35	95.22%	铜箔	嘉元科技	4.50	2.57	75.20%
三元正极	杉杉能源	24.37	21.12	15.40%	结构件	科达利	8.00	7.46	7.10%
隔膜	星源材质	3.18	2.47	28.77%	动力电池	国轩高科	26.07	23.97	8.76%
隔膜	纽米科技	0.82	0.93	-11.87%	动力电池	亿纬锂能	18.84	13.44	40.15%
电解液	天赐材料	9.42	9.35	0.71%	动力电池	成飞集成	8.50	5.72	48.70%
电解液	新宙邦	9.86	7.88	25.10%	动力电池	宁德时代	93.60	62.95	48.69%
六氟磷酸锂	多氟多	16.96	15.31	10.78%	电机电控	蓝海华腾	1.77	2.94	-39.81%
负极	璞泰来	13.78	9.55	44.34%	电机电控	正海磁材	7.91	4.03	96.01%
负极	贝特瑞	15.34	12.68	20.98%	电机电控	英搏尔	3.02	2.17	38.98%
铜箔	诺德股份	11.18	15.53	-28.00%	电机电控	方正电机	5.95	5.44	9.52%

资料来源：Wind，长江证券研究所

从基本面看，上半年中游三电、材料收入变动体现了中游总量高增，结构分化的特征：

1、单车带电量提升带动装机量高增，乘用车放量三元产业链高景气

中游三电环节收入增速高于下游整车环节，从量的角度看，受益于车型持续升级带来的单车带电量提升（合格证数据显示 2018H1 平均单车带电量达 41.5Kwh，较去年同期提升近 10Kwh/辆），2018 年上半年动力电池装机增速达 169%，远高于整车产量增速。

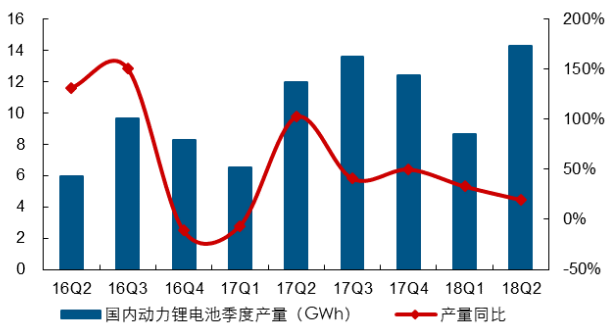
表 8: 2017/2018H1 产量、装机量对比 (产量: 万辆; 装机量: MWh; 单车带电量: KWh/辆)

车型	2017年1-6月			2018年1-6月			
	产量	装机量	单车带电量	产量	装机量	单车带电量	
纯电动	EV乘用车	13.1	3420.4	26.1	23.3	7652.7	32.9
	EV客车	0.8	1162.1	140.5	3.0	5589.5	185.3
	EV专用车	1.3	672.1	51.7	1.9	988.6	51.1
插电混合	PHEV乘用车	2.8	415.2	14.9	9.1	1229.1	13.5
	PHEV客车	0.4	130.2	32.6	0.3	160.5	45.9
合计	18.4	5799.9	31.5	37.6	15620.5	41.5	
同比/同比增减	-	-	-	104%	169%	10.0	

资料来源: 合格证数据, 长江证券研究所

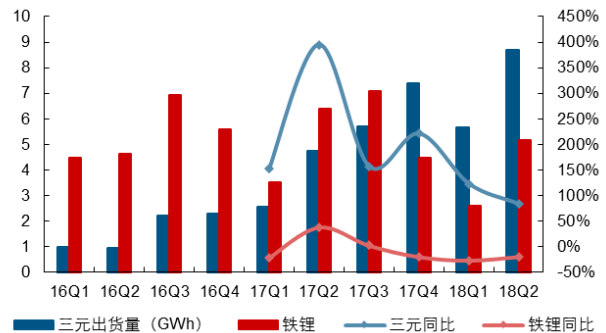
但受缓冲期前后技术标准升级影响, 二季度起产业链进入旧电池、材料去库存阶段, 进而体现为动力电池产量增速低于装机量增速, 进而影响中游材料环节的景气度, 这也是材料整体收入增速低于三电环节的原因之一。从结构上看, 受益于乘用车高增长, 三元电池出货增速显著高于铁锂电池, 使得当升科技等三元产业链标的收入增速高于行业。

图 24: 2018H1 国内动力电池产量为 22.9GWh, 同比增长 24.2%(GWh)



资料来源: GGII, 长江证券研究所

图 25: 2018H1 三元、铁锂出货量同比增速分别为+97.2%、-21.7%(GWh)



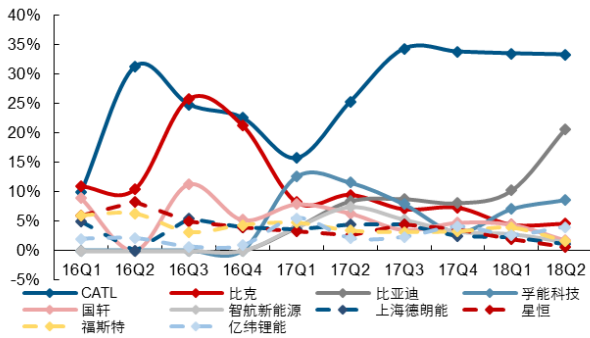
资料来源: GGII, 长江证券研究所

2、龙头份额显著提升, 供应链影响企业收入增速

2018 年以来龙头与二线企业分化加剧, 从市场格局的角度看, 动力电池方面, 1) 受益于电池需求高端化, CATL、比亚迪等电池龙头竞争优势进一步凸显, 三元电池 2018Q2 的出货量 CR3 已高达 63%, 较 2017Q2 提升近 16pct, 二线企业份额显著下滑; 2) 铁锂电池方面, 2018Q2 出货量 CR3 达 78%, 维持高位, 其中沃特玛等少数企业因现金流问题, 2018 年以来出货量及市场份额大幅萎缩, 释放的市场空缺进一步向龙头集中。

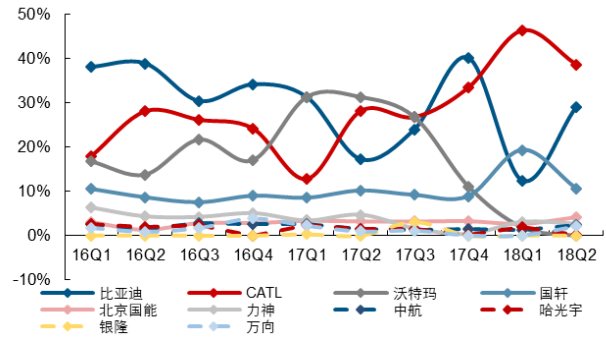
动力电池格局变化, 除使得宁德时代等龙头上半年收入增速显著超过行业外, 这些龙头电池厂的材料供应链景气度亦显著高于二线企业的材料供应链, 进而体现为当升科技、嘉元科技等客户结构较好的标的收入高增长; 而过去客户结构偏长尾端, 目前正在推进龙头客户销售的杉杉能源等增速相对较慢。此外, 由于此前铁锂出货量靠前的沃特玛因现金流问题逐步退出市场, 对其供应链亦造成较大冲击, 影响诺德股份、湖南中锂 (长园集团子公司) 等标的上半年经营情况。

图 26: 2018Q2 三元电池出货量 CR3 为 63%，较去年同期提升 16pct



资料来源: GGII, 长江证券研究所

图 27: 2018Q2 铁锂电池出货量 CR3 为 78%，沃特玛出货量萎缩

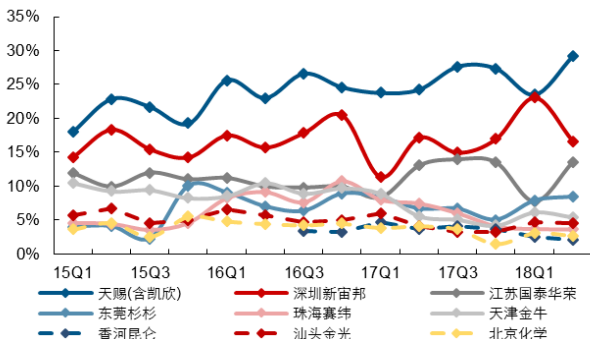


资料来源: GGII, 长江证券研究所

除动力电池格局加速集中外，中游材料方面，电解液、湿法隔膜竞争格局亦趋于集中，

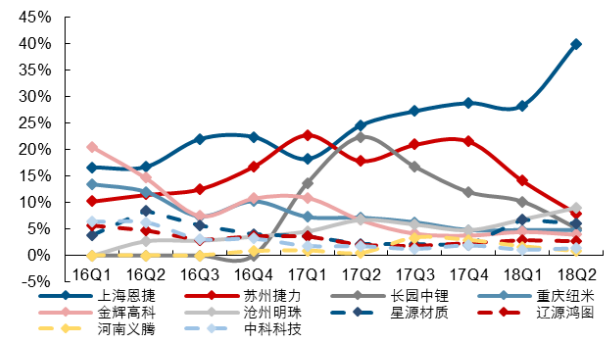
1) 电解液方面，2018H1 出货量 CR3 达 57%，较去年同期提升 15pct；其中天赐材料、新宙邦分别占 27%、20%，较去年同期分别提升 3、5pct，受益于市场份额提升，在电解液价格同比大幅下滑的背景下，天赐材料、新宙邦收入相对稳定。**2) 湿法隔膜方面**，2018H1 出货量 CR3 为 55%，较去年同期有所下降，但上海恩捷凭借成本、品质、供应链优势市场份额快速提升至 35%，明显高于去年同期的 23%，这也使得纽米科技等二线湿法隔膜企业在降价背景下，上半年收入出现负增长。除电解液、湿法隔膜外，上半年三元正极格局依旧分散，人造石墨江西紫宸、杉杉股份市场地位依旧稳固。

图 28: 2018H1 电解液出货量 CR3 为 57%，较去年同期提升 15pct



资料来源: GGII, 长江证券研究所

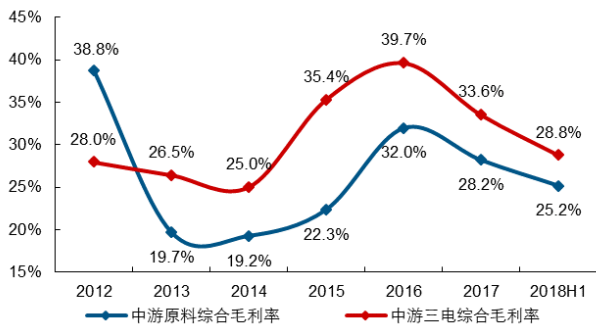
图 29: 2018H1 湿法隔膜出货量 CR3 为 55%，上海恩捷高达 35%



资料来源: GGII, 长江证券研究所

盈利能力方面，在多数环节价格下行影响下，2018 年上半年中游三电、材料环节盈利能力进一步承压，毛利率分别为 28.8%、25.2%，较去年同期分别下滑 5.78、3.07pct；2018 年二季度盈利压力仍未减缓，中游三电、材料毛利率进一步下滑至 24.3%、24.1%。（季度标的选择存在一定差异）

图 30: 2018H1 中游三电、材料毛利率分别为 28.8%、25.2%

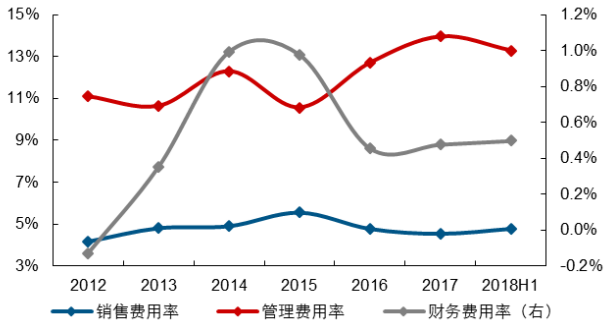


资料来源: Wind, 长江证券研究所

费用率方面, 2018 年上半年中游三电环节销售、管理、财务费用率分别为 4.78%、13.29%、0.50%, 较去年同期分别-0.2、-1.8、-0.3pct; 中游材料环节销售、管理、财务费用率分别为 2.58%、7.15%、2.71%, 较去年同期分别-0.1、-0.8、+0.4pct。在毛利率持续下行的背景下, 中游企业普遍加大对费用率的控制, 以缓解盈利压力。

其中, 上半年费用率显著改善的企业包括当升科技(管理及销售费用率)、宁德时代(管理费用率)、正海磁材(管理费用率); 而纽米科技(财务费用率)、诺德股份(财务费用率)、蓝海华腾(收入下滑影响)费用率则明显上升。

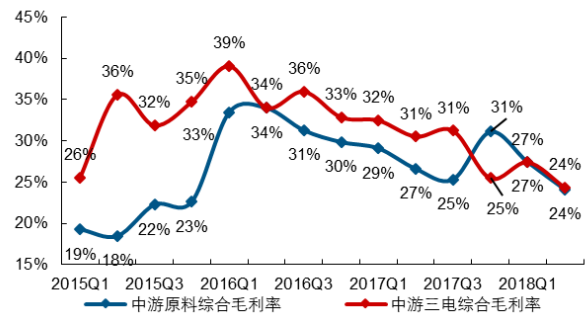
图 32: 2018H1 三电销售、管理、财务费用率分别为 5%、13%、1%



资料来源: Wind, 长江证券研究所 注: 部分企业分列管理、研发费用

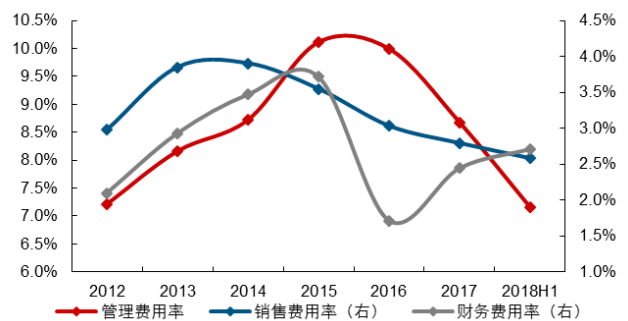
故从扣非净利润的角度看, 2018 年上半年中游三电环节扣非净利润合计 11.7 亿元, 同比下滑 5.31%; 扣非净利率为 7.1%, 相较去年同期下降 3.18pct。中游材料环节扣非净利润合计 10.45 亿元, 同比下滑 21.1%; 扣非净利率为 7.8%, 相较去年同期下滑 3.89pct。而单季度扣非净利率方面, 二季度中游三电、中游材料环节(选取标的有一定差异)扣非净利率分别为 5.5%、7.0%, 环比分别下降 2.53、0.93pct, 盈利能力仍未有明显改善。

图 31: 2018Q2 中游三电、材料毛利率分别为 24.3%、24.1%



资料来源: Wind, 长江证券研究所 注: 季度选取标的与年度不同

图 33: 2018H1 材料销售、管理、财务费用率分别为 3%、7%、3%



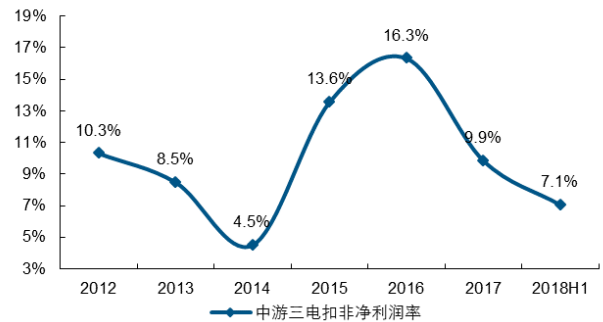
资料来源: Wind, 长江证券研究所 注: 部分企业分列管理、研发费用

图 34: 2018H1 中游三电扣非净利润 11.7 亿元, 同比下滑 5.31%(亿元)



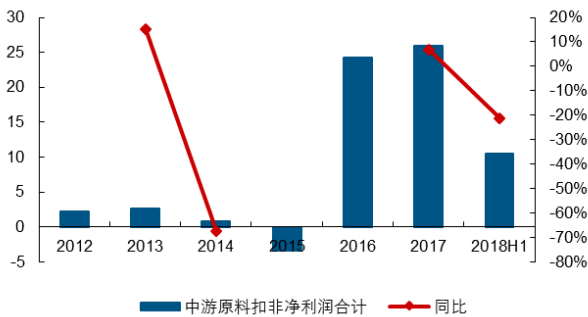
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 35: 2018H1 中游三电环节扣非净利率为 7.1%, 较去年同期下滑 3.2pct



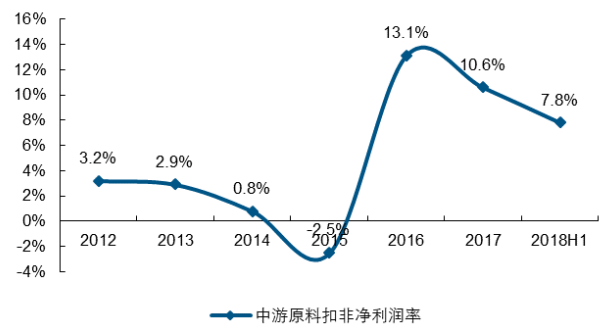
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 36: 2018H1 中游材料扣非净利润 10.45 亿元, 同比下滑 21.1%(亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 37: 2018H1 中游材料环节扣非净利率为 7.8%, 较去年同期下滑 3.9pct



资料来源: Wind, 长江证券研究所

分环节及企业的角度看, 1) 扣非净利润方面, 中游环节当升科技、星源材质、璞泰来、嘉元科技、宁德时代等增速靠前, 而纽米科技、天赐材料、诺德股份、科达利、蓝海华腾等则有所承压; 2) 扣非净利率方面, 当升科技、星源材质、正海磁材较去年同期盈利能力有所改善, 多数标的的盈利能力下滑。

表 9: 中游材料及三电环节毛利率及扣非净利率情况 (亿元)

环节	公司	扣非净利润			扣非净利率		
		2018H1	2017H1	同比	2018H1	2017H1	较去年同期
三元正极	当升科技	1.06	0.49	115%	6.5%	5.9%	0.60 pct
三元正极	杉杉能源	2.60	2.45	6%	10.6%	11.6%	-0.93 pct
隔膜	星源材质	0.84	0.62	35%	26.5%	25.3%	1.20 pct
隔膜	纽米科技	-0.32	0.08	-483%	-38.8%	8.9%	-47.76 pct
电解液	天赐材料	0.10	1.71	-94%	1.0%	18.3%	-17.24 pct
电解液	新宙邦	1.02	1.18	-13%	10.4%	15.0%	-4.60 pct
六氟磷酸锂	多氟多	1.22	1.26	-3%	7.2%	8.2%	-1.03 pct
负极	璞泰来	2.21	1.81	22%	16.0%	18.9%	-2.90 pct
负极	贝特瑞	1.04	1.37	-24%	6.8%	10.8%	-4.01 pct
铜箔	诺德股份	0.09	0.97	-91%	0.8%	6.2%	-5.40 pct
铜箔	嘉元科技	0.46	0.37	26%	10.3%	14.4%	-4.08 pct
结构件	科达利	0.12	0.94	-87%	1.5%	12.5%	-11.04 pct

动力电池	国轩高科	2.64	3.72	-29%	10.1%	15.5%	-5.37 pct
动力电池	亿纬锂能	1.48	1.66	-11%	7.9%	12.4%	-4.49 pct
动力电池	成飞集成	-0.74	0.00	-	-8.8%	0.0%	-8.76 pct
动力电池	宁德时代	6.97	5.56	25%	7.4%	8.8%	-1.39 pct
电机电控	蓝海华腾	0.09	0.70	-87%	5.1%	23.9%	-18.87 pct
电机电控	正海磁材	0.50	-0.19	-	6.3%	-4.6%	10.86 pct
电机电控	英搏尔	0.35	0.36	-1%	11.7%	16.6%	-4.82 pct
电机电控	方正电机	0.40	0.53	-24%	6.8%	9.8%	-2.96 pct

资料来源：Wind，长江证券研究所

而中游企业的盈利分化主要与各环节、各市场价格趋势不同，以及龙头与二线企业成本控制能力差异所致，具体来看：

1、三元正极、人造石墨均价上升，其余环节价格下行；海外供应链相对坚挺

价格方面，相较于去年同期，2018 年上半年动力电池、湿法隔膜、电解液及锂盐均价有明显下降；三元正极、人造石墨在原材料涨价背景下，向下游传导成本压力，均价较 2017H1 有一定提升。此外，国外由于偏好使用高端材料，且更为注重产品品质，使得海外供应链的价格好于国内供应链，对相关标的的盈利能力亦构成影响。

故体现为：1) 价格上行且成本能够完全转嫁或控制的标的受益于放量业绩实现增长，典型如当升科技、璞泰来等；2) 海外供应链标的上半年业绩表现较好，例如星源材质盈利增长；新宙邦盈利下行压力小于天赐材料。

表 10：中游电池及材料环节季度价格走势

产业链	单位	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q1同比	18Q2同比	18Q1环比	18Q2环比
LFP动力电池	元/Wh	1.9	1.7	1.6	1.6	1.4	1.3	-26.3%	-26.5%	-9.7%	-10.7%
NCM动力电池	元/Wh	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4	1.2	-15.6%	-22.6%	-10.0%	-11.1%
NCM正极	万元/吨	19.0	19.0	20.0	21.5	23.0	21.5	21.1%	13.2%	7.0%	-6.5%
LFP正极	万元/吨	9.0	8.5	9.5	9.2	8.2	7.5	-8.9%	-11.8%	-10.9%	-8.5%
人造石墨	万元/吨	4.3	4.2	5.5	5.6	5.1	5.0	20.0%	19.0%	-8.9%	-2.0%
湿法隔膜	元/平	4.5	4.1	3.6	3.4	2.9	2.5	-35.6%	-39.0%	-14.7%	-13.8%
动力电解液	万元/吨	6.3	5.5	5.2	5.0	4.7	4.1	-25.4%	-25.5%	-6.0%	-12.8%
六氟磷酸锂	万元/吨	29.0	18.0	15.0	15.0	13.0	12.0	-55.2%	-33.3%	-13.3%	-7.7%

资料来源：Wind，长江证券研究所

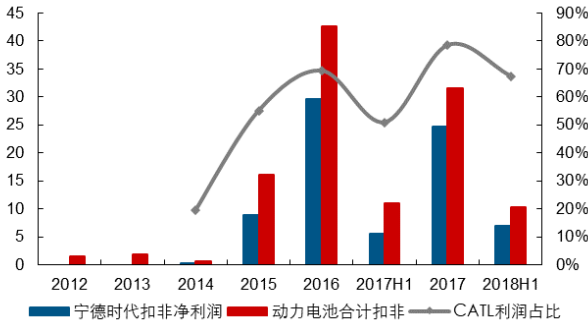
2、龙头强者恒强，产业链格局加速清晰化

除因价格变动趋势不同导致各环节、标的盈利增长不同外，从上半年财务数据亦可看出龙头与二线企业盈利加速分化，例如宁德时代上半年扣非净利润实现增长；隔膜方面星源材质、纽米科技盈利显著分化等。

事实上，以最为典型的动力电池和隔膜环节为例，在 4 家可比动力电池企业中，上半年宁德时代的扣非净利润占比为 67%，较去年同期增加 16pct，宁德时代盈利占比持续上升是其凭借技术、品牌优势实现的市场份额快速提升，以及凭借规模效应和龙头议价权实现更好的成本控制。隔膜方面，2018H1 上海恩捷占到 3 家可比隔膜企业扣非净利润的 81%，这与隔膜折旧成本占比高有关，使得开工率高的龙头企业除量持续增长外，成

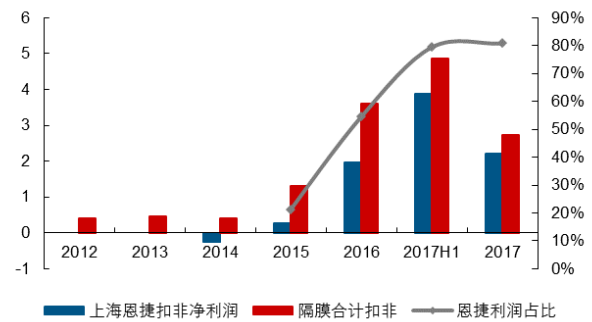
本亦可得到有效控制。考虑到龙头与二线企业在成本、技术、资金等方面的差距，我们认为未来龙头企业摄取细分环节多数利润将成为常态。

图 38: 2018H1 CATL 扣非净利润占到 4 家可比电池企业的 67% (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

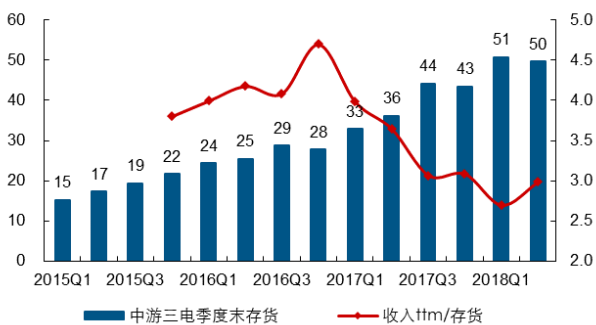
图 39: 2018H1 恩捷扣非净利润占到 3 家可比隔膜企业的 81% (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

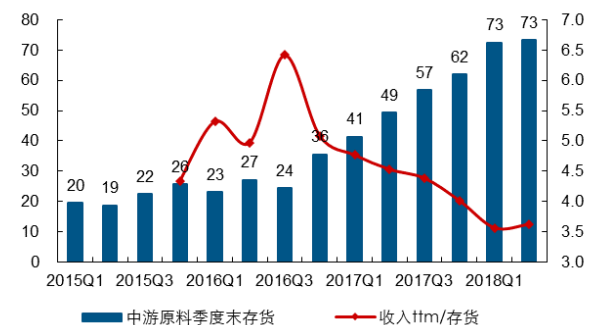
营运数据方面, 1) 因缓冲期后电池、材料性能要求提升, 二季度企业多加速旧产品出货, 库存水平有所改善。二季度末中游三电存货为 49.67 亿元, 较一季度末下降 1.13 亿元, 存货周转率为 2.98 次, 环比提升 0.28 次, 明显改善; 中游材料存货合计 73.26 亿元, 较一季度末上升 0.73 亿元, 但存货周转率为 3.62 次, 环比提升 0.06 次。

图 40: 二季度三电环节存货下降 1 亿元, 周转率上升 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 41: 二季度材料环节存货上升 0.7 亿元, 周转率平稳 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

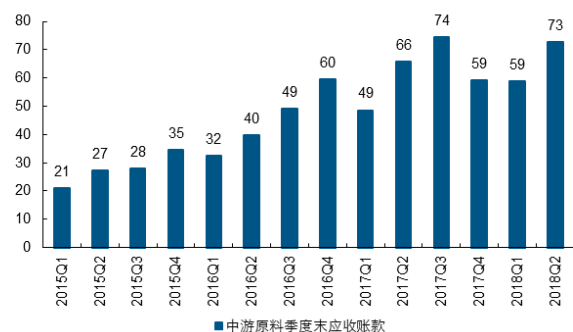
应收账款方面, 在补贴落地存在时滞且今年资金面偏紧的背景下, 二季度中游应收账款水平季节性上升, 三电、材料环节应收账款环比分别上升 13.39、13.89 亿元。

图 42: 二季度末中游三电应收账款 43 亿元, 环比上升 13 亿元(亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

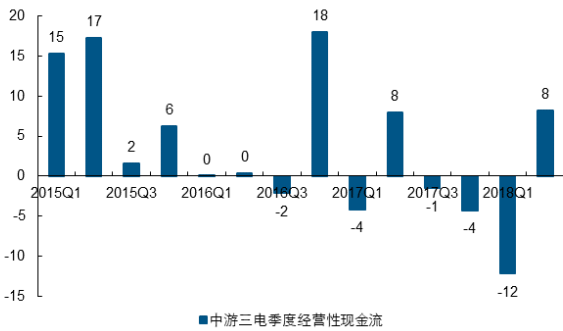
图 43: 二季度末中游材料应收账款 73 亿元, 环比上升 14 亿元(亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

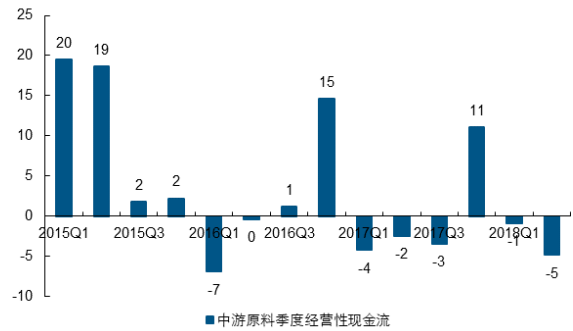
现金流方面，二季度因产业链普遍加大销售，减小库存，现金流水平环比均有改善，好于往年同期情况，其中中游三电环节经营性现金流净额合计为+8.13 亿元，其中国轩高科为 7.15 亿元。中游材料环节二季度经营性现金流净额为-4.8 亿元，主要受诺德股份融资租赁业务支出增加所致，若剔除后材料环节经营性现金流仅小幅流出。

图 44：二季度三电环节经营性现金流净额为 8 亿元，季节性回升（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 45：二季度材料环节经营性现金流净额为-4.8 亿元（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

旺季启动+补库存周期，中游景气度迎来峰值

预计三季度起，中游环节景气度将显著提升，1) 由于下半年为乘用车消费传统旺季，同时客车也将逐步启动采购流程，专用车亦有潜在放量预期，下半年中游景气度整体上将显著高于上半年；同时，随 A00 级乘用车、专用车逐步放量，二线电池及材料供应链也有望回暖；2) 从库存周期的角度看，往年 1-3 季度通常为加库存周期，产业链排产持续上行；今年由于缓冲期政策存在，二季度为去库存周期，则三季度在旺季需求带动及备货效应下，电池出货及材料需求有望达到年内峰值，景气提升显著。

表 11：2017-2018 年电池库存周期测算（GWh）

2017	年初	Q1	Q2	Q3	Q4	total
电池出货-GGII		6.5	12.0	13.6	12.4	44.5
非车用电池-估测		0.6	0.6	0.6	0.6	2.5
装机需求-合格证		1.5	4.8	9.2	21.9	37.4
季末有效库存	0.0	4.4	11.0	14.7	4.6	4.6
当季出货/当季需求		306%	221%	138%	55%	
库存周期		加库存	加库存	加库存	去库存	
2018	年初	Q1	Q2	Q3E	Q4E	total
电池出货-GGII		8.6	14.3	18.0	17.0	57.9
非车用电池-估测		0.6	2.5	0.6	0.6	4.3
装机需求-合格证		4.9	11.6	13.7	22.6	52.8
季末有效库存	2.5	5.6	5.8	9.5	3.3	4.9
当季出货/当季需求		155%	102%	126%	73%	
库存周期		加库存	去库存	加库存	去库存	

资料来源：合格证数据，GGII，长江证券研究所

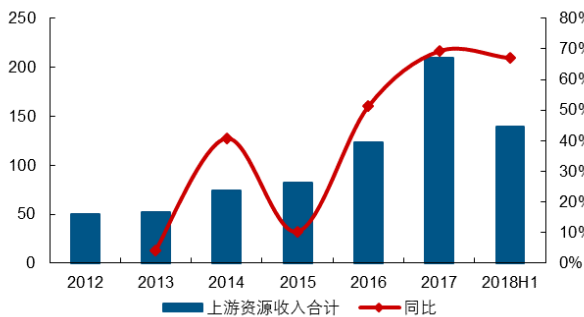
上游环节：资源维持高景气，设备龙头持续放量

资源盈利持续高增，设备放量带动增长

1、上游资源环节依旧是新能源汽车产业链景气度最高的细分环节

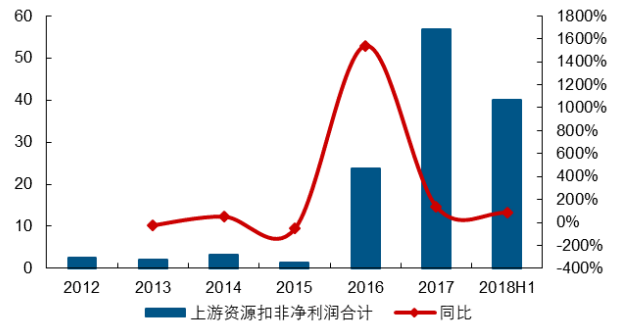
2018 年上半年，资源环节合计实现收入 139.07 亿元，同比增长 67.11%；扣非净利润合计 40.10 亿元，同比增长 87.45%。其中，钴资源标的盈利增速显著高于行业，2018H1 华友钴业、寒锐钴业扣非净利润增速分别为 126%、288%。

图 46: 2018H1 上游资源实现收入 139.07 亿元, 同比增长 67.11%(亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 47: 2018H1 上游资源扣非净利润 40.10 亿元, 同比增长 87.45%(亿元)

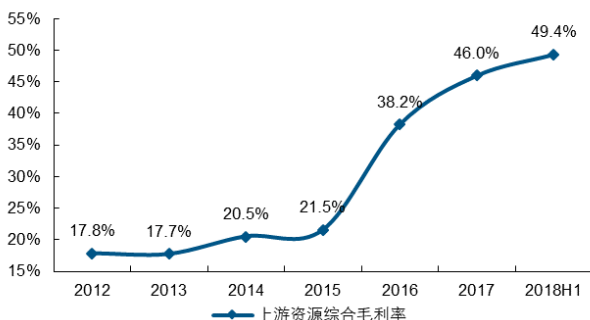


资料来源: Wind, 长江证券研究所

盈利能力方面，2018H1 上游资源平均毛利率为 49.4%，较去年同期上升 5.03pct；扣非净利润率 28.8%，较去年同期上升 3.13pct。扣非净利率增幅低于毛利率增幅的原因主要在于锂资源企业上半年费用率上升，其中天齐锂业财务费用率上升 3.71pct，与公司借款利息增加及汇兑损失有关；赣锋锂业管理费用率上升 4.16pct，主要因公司新增股权激励费用，同时启动香港 IPO 所致。

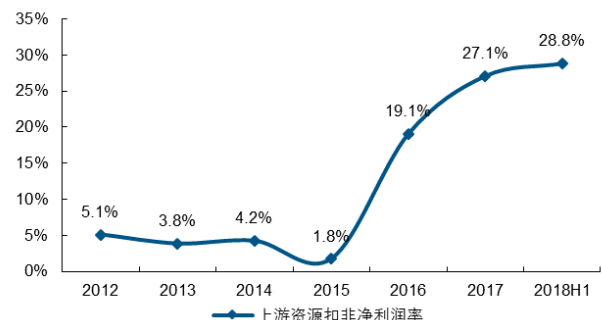
从季度盈利能力变化看，二季度上游资源整体毛利率环比上升 2.6pct 至 5.1%，但锂钴标的毛利率趋势有所分化，华友钴业、寒锐钴业毛利率环比分别提升 6.8、6.2pct，天齐锂业、赣锋锂业毛利率则分别下滑 2.3、3.8pct。

图 48: 2018H1 上游资源毛利率为 49.4%，较去年同期上升 5.03pct



资料来源: Wind, 长江证券研究所

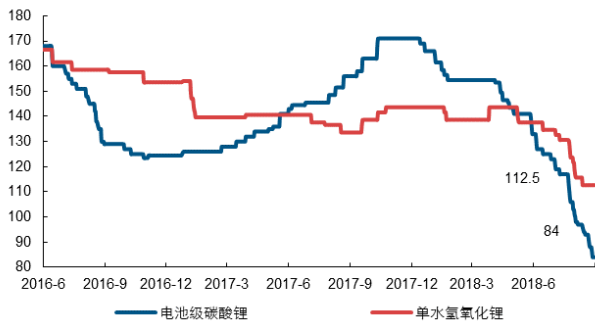
图 49: 2018H1 上游资源扣非净利润率 28.8%，较去年同期上升 3.13pct



资料来源: Wind, 长江证券研究所

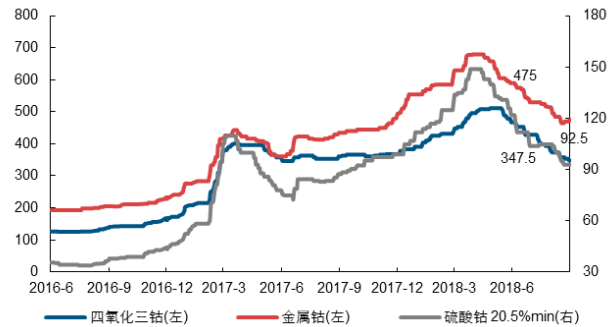
从基本面看，价格方面，2018 年以来锂价持续下行，当前（8 月 31 日）碳酸锂价格较年初高点跌幅已达 49.4%，氢氧化锂价格相对坚挺；钴价一季度仍延续上升趋势，二季度有所回落，当前硫酸钴价格较年初下跌约 17%。

图 50: 2018 年以来锂盐价格持续下行 (元/kg)



资料来源: 亚洲金属网, 长江证券研究所

图 51: 2018 年一季度钴价保持上行, 二季度有所回落 (元/kg)



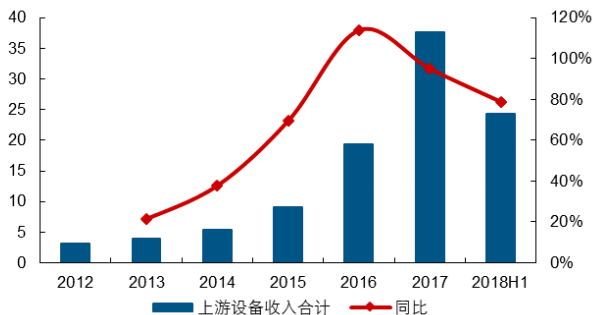
资料来源: 亚洲金属网, 长江证券研究所

营运能力方面, 1) 二季度末资源环节应收账款合计 25.77 亿元, 环比下降 7.01 亿元;
 2) 二季度末存货合计 95.23 亿元, 环比上升 15.18 亿元; 3) 二季度资源环节经营性现金流净额为+10.73 亿元, 整体营运情况健康。

2、上市设备龙头标的依旧保持强劲的盈利增长

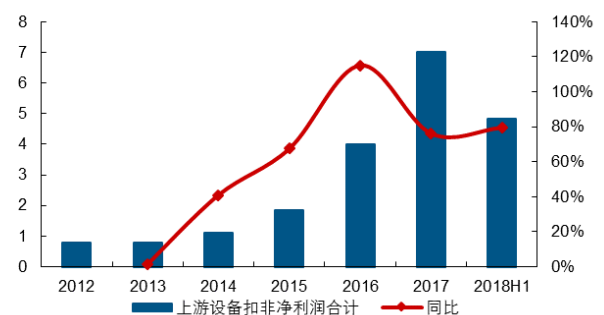
2018H1 上市两家锂电设备标的合计实现收入 24.32 亿元, 同比增长 78.86%; 扣非净利润合计 4.84 亿元, 同比增长 79.50%。由于选取标的为先导智能、赢合科技等设备龙头, 在其绑定的龙头电池企业扩产超预期的背景下, 设备环节亦取得强劲的业绩增长。

图 52: 2018H1 上游设备实现收入 24.32 亿元, 同比增长 78.86%(亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 53: 2018H1 上游设备扣非净利 4.84 亿元, 同比增长 79.50%(亿元)

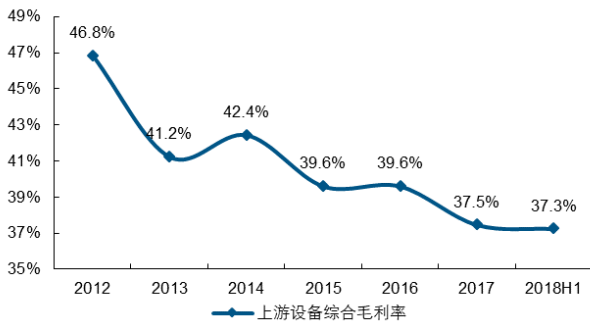


资料来源: Wind, 长江证券研究所

盈利能力方面, 2018H1 设备环节平均毛利率为 37.3%, 较去年同期下降 1.79%, 事实上, 但从设备业务看, 先导智能、赢合科技上半年设备业务毛利率分别为 42.02%、38.18%, 较去年同期分别下降 0.53pct、上升 0.23pct。这也可看出作为技术壁垒高、竞争格局好, 且对动力电池企业重要性更强的细分环节, 设备价格相对材料保持挺挺。

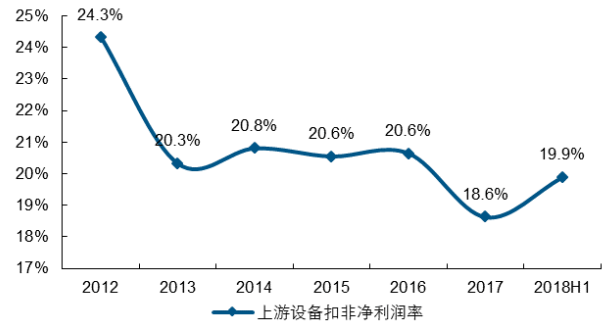
扣非净利润率方面, 2018H1 设备环节平均为 19.9%, 较去年同期上升 0.07pct, 基本维持平稳, 其中先导智能三项费用率较去年同期下降 1.70pct (主要系收入增长下管理费用摊薄所致), 改善盈利能力。

图 54: 2018H1 上游设备毛利率为 37.3%，较去年同期下降 1.79pct



资料来源: Wind, 长江证券研究所

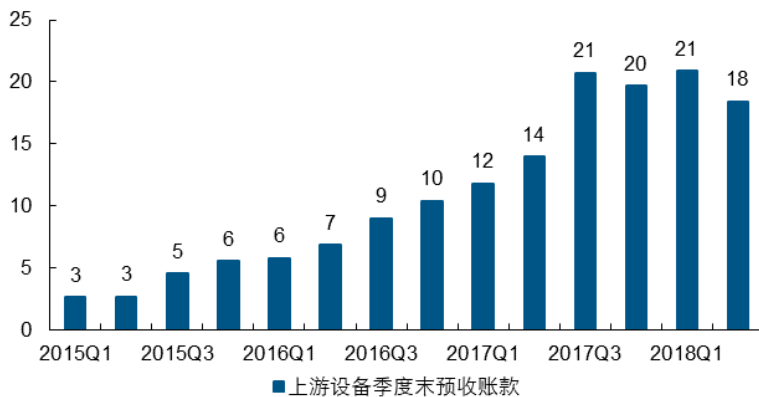
图 55: 2018H1 上游设备扣非净利润率 19.9%，较去年同期上升 0.07pct



资料来源: Wind, 长江证券研究所

营运数据方面, 1) 2018 年二季度末设备企业预收账款达 18 亿元, 环比下降 2.5 亿元, 但仍维持历史高位, 预付账款高位预示设备环节订单充足, 后续持续增长可期; 2) 二季度末设备环节应收账款合计 13.89 亿元, 环比增加 3.47 亿元; 3) 二季度末存货合计 34.27 亿元, 环比增加 1.85 亿元; 4) 二季度经营性现金流净额为-1.99 亿元, 或于设备业务产品交付及收入确认周期有关。

图 56: 2018 年二季度末上游设备预收账款 18 亿元, 环比下降 2.5 亿元 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

景气回暖支撑资源价格, 设备绑定电池龙头实现成长

1) **上游资源方面**, 随三季度产销旺季启动, 中游排产景气度持续上行, 预计在产销旺季及备货周期下, 对上游资源价格亦起到支撑, 带动上游景气回暖。

2) **上游设备方面**, 尽管国内动力电池整体产能利用率较低, 但在龙头份额提升的背景下, 龙头企业扩产持续超预期, 从当前国内外动力电池龙头企业的扩产规划看, 龙头企业新增扩产需求维持高位, 看好上市锂电企业绑定电池龙头实现持续增长。

表 12: 预计动力电池龙头产能保持高速扩张节奏 (GWh)

产能规划	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
C企业	2.3	9.0	16.0	32.0	49.0	70.0
B企业	10.0	12.0	16.0	26.0	41.0	58.0
P企业	9.5	15.0	22.5	33.0	49.0	60.0

L企业	4.4	7.6	12.6	34.0	51.0	90.0
S企业	3.9	5.4	7.7	16.5	24.3	32.1
部分龙头合计产能	30.1	49.0	74.8	141.5	214.3	310.1
新增产能		18.9	25.8	66.7	72.8	95.8

资料来源：公司官网，电动汽车资源网，长江证券研究所

投资建议：看好旺季行情，拥抱中游龙头

电动车产业高速发展将推动锂钴资源端需求放量，长期看好具备低成本资源优势的相关龙头。中游投资建议紧握消费崛起主线，以毛利率为锚选择短期盈利能力较好或长期盈利优势突出的龙头企业：1) 格局相对较好的细分龙头：璞泰来、新纶科技、创新股份等；2) 竞争力突出的锂电优质企业：新宙邦、亿纬锂能、当升科技、杉杉股份、星源材质等；3) 全球化零部件龙头：三花智控、宏发股份等。

新能源：风电趋势向上，光伏静待周期复苏

风电环节：风机及运营企业盈利向上，行业复苏势起

风电行业我们选取 13 家主要的 A 股上市公司，并分风机及运营、零部件两个维度进行分析总结。

表 13：风电环节综述涉及标的一览

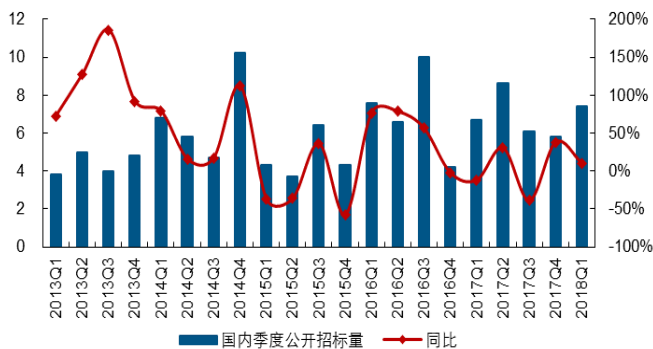
产业链环节	风电企业
风机及运营	风机制造 金风科技、华仪电气
	风电运营 节能风电
风机零部件	风塔制造 天顺风能、泰胜风能、大金重工
	铸件 日月股份、吉鑫科技
	主轴 金雷风电、通裕重工
	叶片 某叶片企业
	机舱罩 双一科技、振江股份

资料来源：Wind，长江证券研究所

装机量招标量双增叠加限电改善，收入持续增长

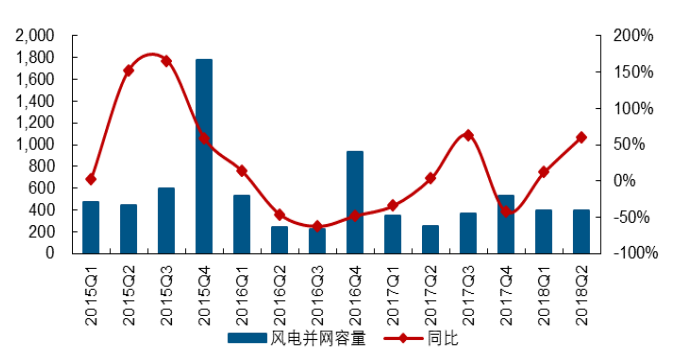
2018 年上半年行业复苏趋势明确，装机量招标量双增，2018H1 风电招标超 16.7GW，同比增长 9.2%，维持高位水平；2018H1 全国风电装机 7.53GW，同比增长 25.31%。

图 57：2018H1 风电招标超 16.7GW，同比增长 9.2%（GW）



资料来源：金风科技官网，长江证券研究所

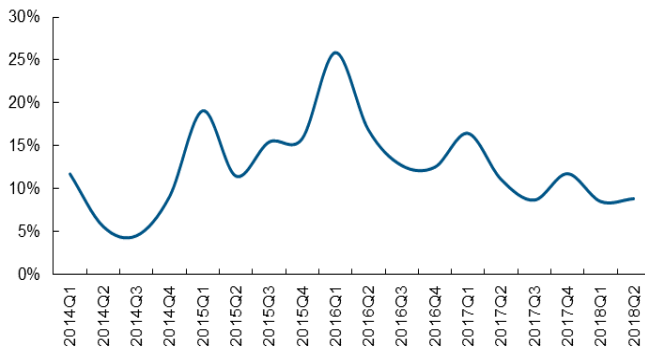
图 58：2018H1 全国风电装机 7.53GW，同比增长 25.3%（万千瓦）



资料来源：国家能源局，长江证券研究所

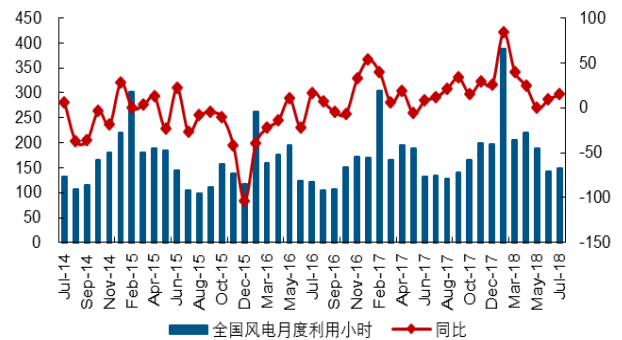
同时，在政策等因素推动下，上半年行业弃风限电改善明显。2018H1 全国风电行业弃风率为 8.66%，同比下降 4.96pct。2018H1 全国风电利用小时为 1143 小时，同比增加 159 小时。弃风限电的持续改善，有利于风电运营企业的盈利释放，亦有利于行业装机增长。

图 59: 2018H1 弃风率为 8.66%，相比去年同期的 13.62%改善明显



资料来源: 国家能源局, 长江证券研究所

图 60: 2018H1 全国风电利用小时为 1143 小时, 同比提升 159 小时

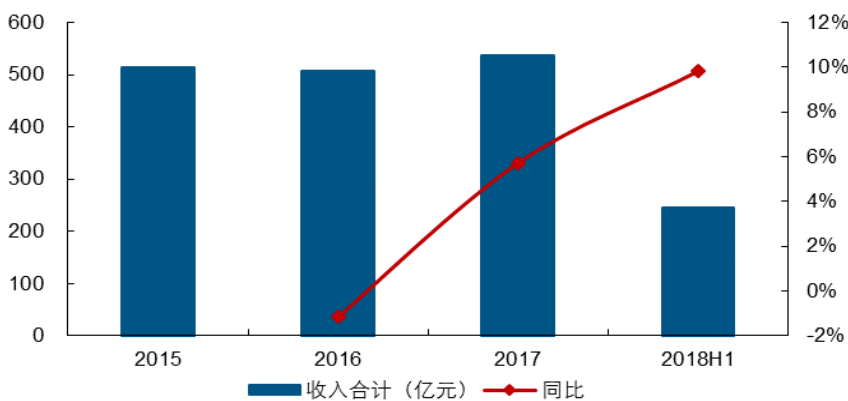


资料来源: 中电联, 长江证券研究所

在装机量及招标量双增背景下, 上半年风电行业 13 家企业实现营业收入 244.42 亿元, 同比增长 9.82%。分环节来看, 营业收入增速差异明显:

- 1) 风机类及运营类企业收入增长明显, 金风、华仪以及节能风电实现收入 130.35 亿元, 同比增长 13.64%, 其中节能风电收入同比增速居首, 达 30.56%;
- 2) 风塔企业收入高增长, 上半年天顺风能、大金重工收入分别同比增长 29.88%、26.03%。主要因风塔企业产品定价采用成本加成模式, 在上半年钢材价格大幅上涨背景下, 预计产品售价有所提升;
- 3) 零部件企业收入同比增长, 但增速低于其他环节。上半年 10 家零部件企业实现收入 114.07 亿元, 同比增长 5.76%, 预计受部分企业订单交付节奏的影响, 零部件环节整体收入增速低于风机等其他环节。

图 61: 2018H1 行业营业收入为 244.42 亿元, 同比增长 9.82% (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 14: 风电行业不同环节公司的营业收入表现差异明显 (亿元)

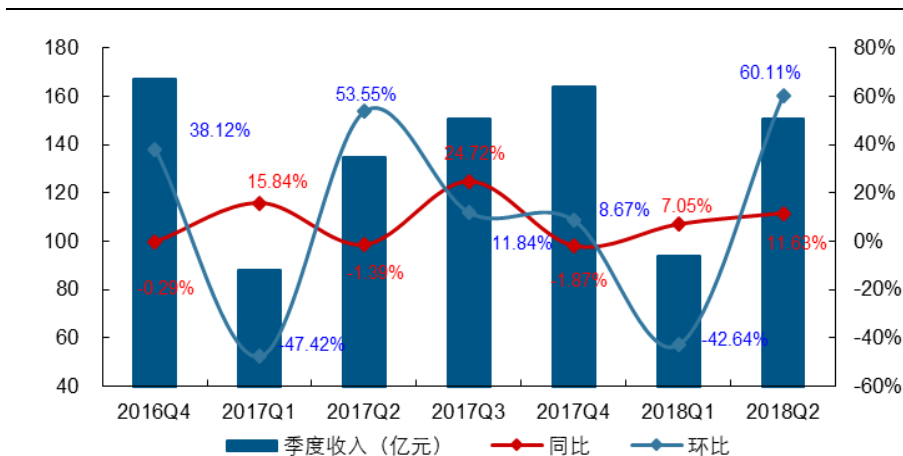
公司	2015	2016	2017	2018H1	同比
金风科技	300.62	263.96	251.29	110.30	12.10%
华仪电气	20.60	17.72	21.78	7.93	12.93%
节能风电	13.59	14.15	18.71	12.13	30.56%
天顺风能	21.49	22.63	31.70	16.16	29.88%
泰胜风能	15.97	15.06	15.90	4.42	-38.34%

吉鑫科技	17.72	15.57	13.49	5.05	-24.82%
大金重工	7.96	9.60	10.21	4.44	26.03%
金雷风电	6.61	6.36	5.96	2.89	-13.83%
通裕重工	23.43	24.30	31.71	17.33	24.45%
某叶片企业	58.28	89.69	102.68	47.46	5.97%
日月股份	18.81	16.00	18.31	10.24	25.27%
双一科技	4.80	4.80	5.95	2.35	-18.66%
振江股份	4.22	8.23	9.43	3.72	-23.61%
风机及运营类企业	334.81	295.83	291.79	130.35	13.64%
零部件企业	179.28	212.24	245.33	114.07	5.76%
收入合计	514.09	508.07	537.12	244.42	9.82%

资料来源：Wind，长江证券研究所

分季度来看，二季度风电行业 13 家企业实现营业收入 150.46 亿元，同比增长 11.63%，环比增长 60.11%。同比收入增长主要源于装机需求的同比改善，环比收入增长则主要为季节性因素。

图 62：二季度风电行业 13 家企业实现营业收入 150.46 亿元，同比增长 11.63%（亿元）

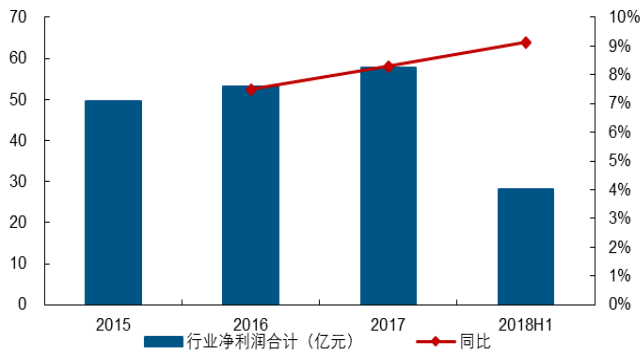


资料来源：Wind，长江证券研究所

零部件企业盈利下滑，风机及运营企业增长明显

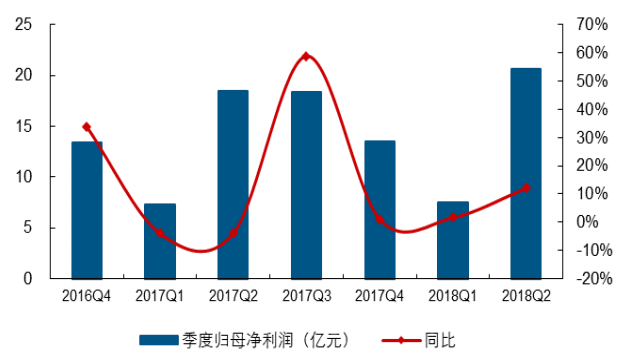
盈利方面，2018 年上半年 13 家风电企业实现净利润 28.14 亿元，同比增长 9.13%。其中金风、节能风电贡献了主要的业绩增量。单季度来看，二季度风电行业 13 家风电企业实现净利润 20.68 亿元，同比增长 12.09%，环比增长 177.03%。

图 63：2018H1 风电行业实现业绩 28.14 亿元，同比增长 9.13%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 64：2018Q2 风电行业实现业绩 20.68 亿元，同比增长 12.09%



资料来源：Wind，长江证券研究所

分环节来看：1) 风机及运营类企业，上半年实现业绩 18.80 亿元，同比增长 36.91%，一方面源于风机业务的产销量，如金风科技上半年实现风机销售 2.09GW，同比增长 11.71%；另一方面，源于行业弃风限电的改善，促进运营类企业业绩释放，如节能风电，2018H1 弃风率为 19.11%，相比去年同期的 24.29%改善明显，促使公司 2018H1 实现利润 3.38 亿元，同比增长 47.11%。2) 10 家零部件企业，2018H1 合计实现业绩 9.35 亿元，同比下降 22.48%，主要源于上游钢材、玻纤等原材料价格的上涨侵蚀了零部件企业部分利润。

表 15：风电行业不同环节公司的净利润表现差异明显（亿元）

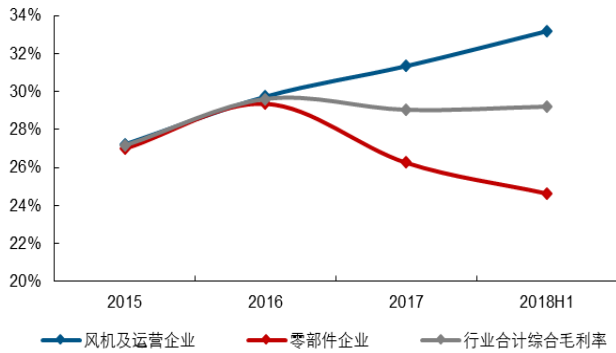
公司	2015	2016	2017	2018H1	同比
金风科技	28.49	30.03	30.55	15.30	35.05%
华仪电气	0.60	-0.48	0.60	0.12	13.64%
节能风电	2.03	1.89	3.99	3.38	47.11%
天顺风能	3.03	4.06	4.70	2.41	0.19%
泰胜风能	1.69	2.19	1.54	0.12	-89.06%
吉鑫科技	1.29	1.17	0.06	-0.73	-322.70%
大金重工	0.93	0.71	0.41	0.21	96.80%
金雷风电	1.45	2.10	1.50	0.40	-58.79%
通裕重工	1.21	1.66	2.14	1.09	10.54%
某叶片企业	3.00	4.01	7.67	3.84	2.91%
日月股份	4.24	3.39	2.27	1.18	-4.10%
双一科技	1.02	1.08	1.11	0.44	-14.35%
振江股份	0.56	1.45	1.16	0.38	-44.65%
风机及运营类企业	31.13	31.43	35.14	18.80	36.91%
零部件企业	18.42	21.83	22.55	9.35	-22.48%
行业净利润合计	49.55	53.26	57.69	28.14	9.13%

资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利能力方面，2018 年上半年 13 家风电企业综合毛利率 29.19%，同比下降 1.77pct，主要受零部件企业毛利率下滑带动。具体来看，风机及运营类企业 2018H1 毛利率为 33.19%，同比小幅下降 0.47pct；而零部件企业，2018H1 毛利率为 24.62%，同比下降 3.46pct。

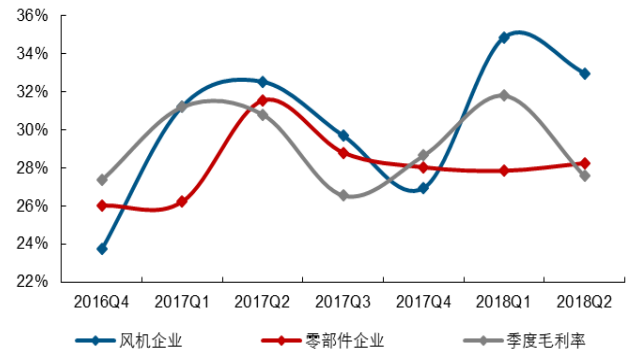
单季度来看，二季度风电行业综合毛利率 27.57%，环比下降 4.22pct，分环节来看主要因风电及运营类企业毛利率环比下降带动。进一步分析，主要因金风科技毛利率环比下降 7.46pct 至 28.57%。对于金风，2018Q2 毛利率环比下降主要是由于一季度为风机淡季，毛利率相对较高的风电场运营业务占比较高。

图 65：2018H1 行业综合毛利率 29.19%，同比下降 1.77pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 66：二季度行业综合毛利率 27.57%，环比下降 4.22pct

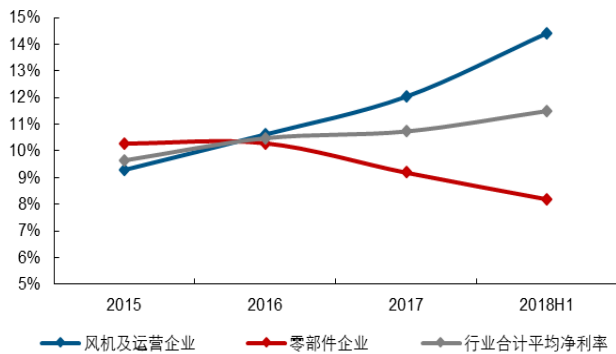


资料来源：Wind，长江证券研究所

虽然二季度毛利率环比小幅回落，但是由于行业收入稳步增长，且费用同比改善，上半年行业费用率由去年同期的 17.66% 下降至 16.55%，其中金风科技销售费用的下降对行业销售费用率的下降影响明显。

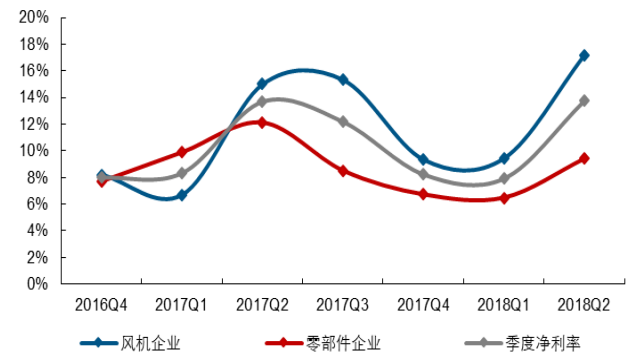
费用率的快速下降带动行业二季度行业综合净利率水平有所上升，二季度 13 家风电企业综合净利率回升至 13.74%，环比增长 5.80 个百分点。

图 67：2018H1 行业综合净利率 11.51%，同比基本持平



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 68：二季度 13 家风电企业综合净利率 13.74%，同比增长 5.80pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

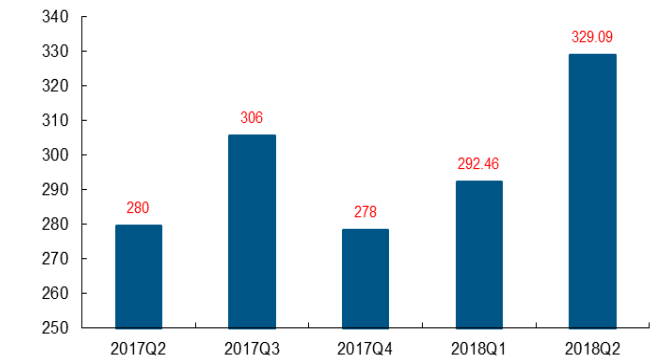
应收账款有所上升，现金流季节性环比改善

应收账款方面，我们统计的 13 家风电企业，2018 年二季度末应收账款总额为 329 亿元，与年初相比上升 50.63 亿元，与 2018 年一季度的 292.46 亿元相比上升 36.63 亿元。其中金风科技、节能风电应收账款相比年初分别增加了 39.19 亿元、5.65 亿元，是行业应收账款上升的主要影响因素。上述两家公司的应收款的上升，预计与其风电场规模的不断扩张，可再生能源补贴拖欠的不断加密密不可分。

主要原因其风电场规模扩张，带来的。

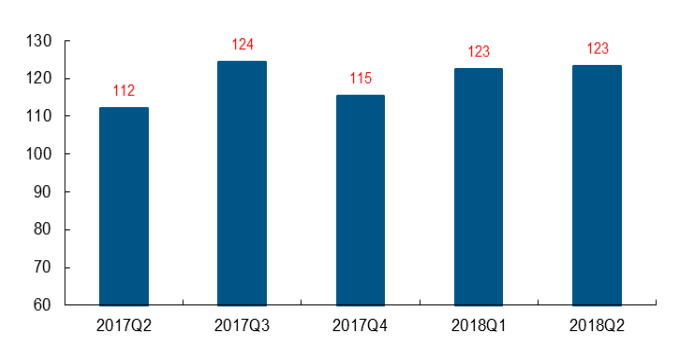
存货方面，二季度末，我们统计的 13 家风电企业存货总额为 123.17 亿元，与年初相比上升 7.77 亿元，与 2018 年一季度末基本持平。

图 69：二季度末，13 家风电企业应收账款环比有所上升（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

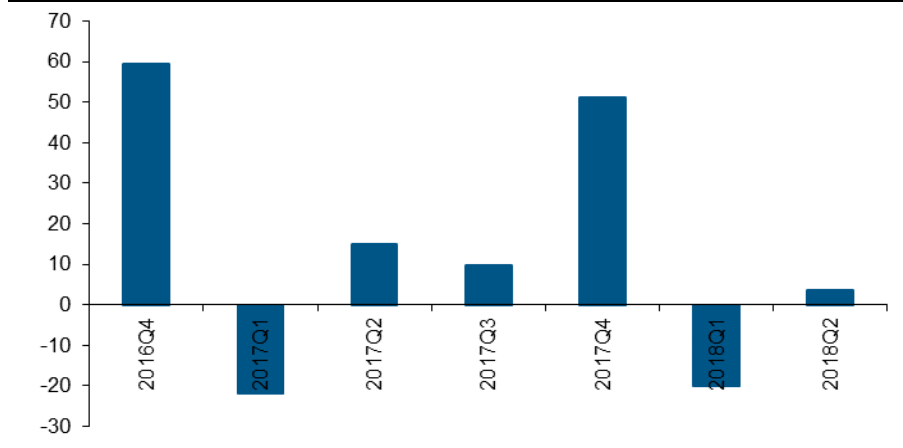
图 70：二季度末，13 家风电企业存货环比保持平稳（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

经营性现金流方面，2018 年一季度行业经营活动现金流量净额为-20.10 亿元，二季度为 3.54 亿元，环比季节性转正。

图 71：二季度行业经营性现金流净额为 3.54 亿元，环比季节性转正（亿元）



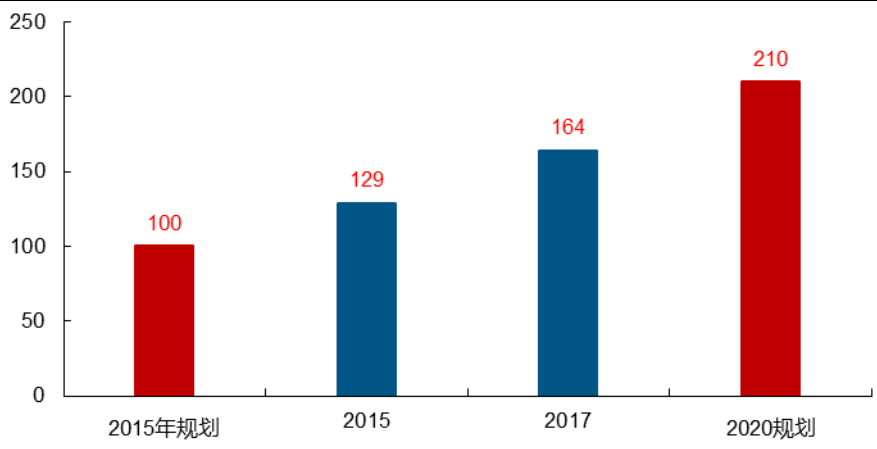
资料来源：Wind，长江证券研究所

政策方向与行业复苏确定，下半年有望加速向上

政策稳定+项目储备丰富，奠定行业复苏基础

根据十三五规划，2020 年风电装机达到 210GW 以上，截至 2017 年国内风电装机 164GW，距离十三五规划的保底规模仍有明显空间，国家能源局控制行业装机规模的概率相对较小。

图 72：目前风电装机距离十三五保底规划水平仍有明显空间（GW）



资料来源：国家能源局，长江证券研究所

同时，风电项目开发周期相对较长，经过前期的持续开拓，目前行业已积累了大量的已核准未并网项目，预计这部分项目并不会受到行业政策变化的影响，从而奠定了行业后期复苏的基础。

参考我们此前发布的行业报告《抽丝剥茧数项目，主体多元促复苏》，预计目前我国累计核准未并网项目容量超 110GW。

表 16：根据国家能源局数据计算，预计目前累计核准未并网项目容量超 110GW（万千瓦）

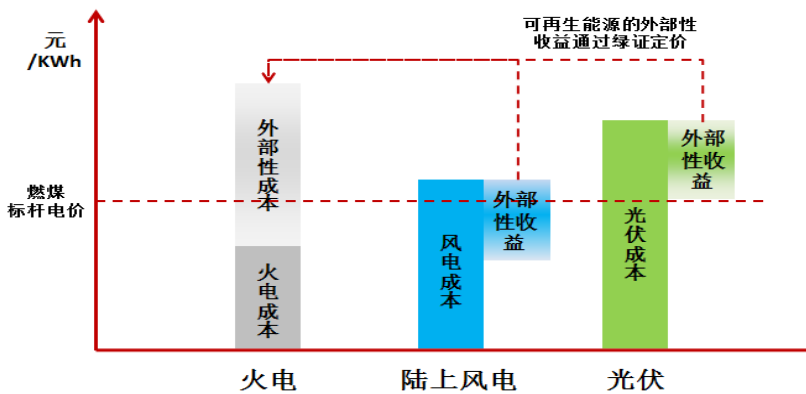
年份	核准规模	累计核准容量	累计并网容量	累计在建容量
2015	3400	21641	12934	8707
2016	3083	24724	14864	9860
2017	3065	27789	16367	11422

资料来源：国家能源局，长江证券研究所

此外，新能源绿证政策预计年内发布，虽然政策尚未落地，但是可以肯定的是绿证及配额制的政策的核心是推动行业更为健康的发展，而非抑制行业装机，政策方向大概率是将绿证作为补贴政策补充，而非替代。

事实上，所谓绿色能源证书政策，本质上是可将可再生能源清洁能源正外部性价值体现出来的一种方式：对风电、光伏等可再生能源每 MWh 发电量一个绿色能源证书，强制传统能源购买绿证，并通过绿色能源证书的转让交易，为可再生能源企业带来收益。

图 73：绿色能源证书是将可再生能源的正外部性体现出来的一种方式



资料来源：长江证券研究所

行业复苏趋势渐起，下半年及后期有望加速

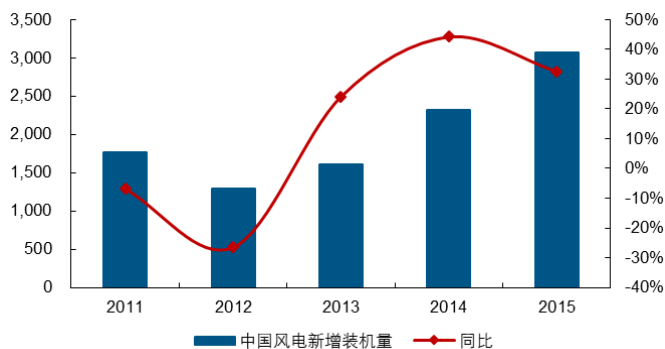
在行业政策整体稳定的背景下，我们认为，目前行业复苏趋势已经确立，下半年及后期行业装机有望加速向上。

从风电发展历史来看，从行业先行指标改善，如政策、限电等，传导至企业资本开支增加，再到行业装机复苏，具有明显的时滞，因此行业复苏历来呈现前低后高的态势。尤其是上半年为国内风电装机淡季，本身吊装需求相对较弱。

以 2013-2015 年行业周期复苏为例，根据中国风能协会数据，2013 年国内风电装机 16GW，同比增长 24%，2014 年装机则达到 23GW，同比增长 44%，2015 年进一步增长至 30.75GW（能源局装机数据则为 32.97GW）。

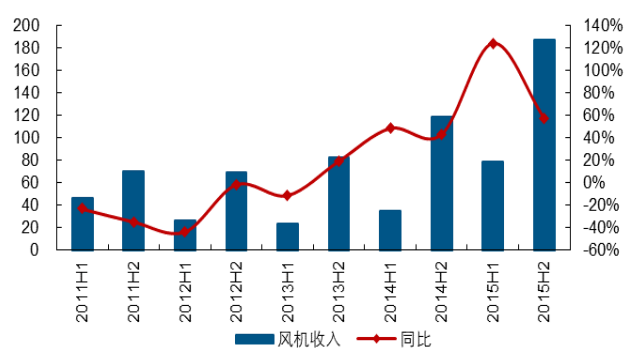
同时，从金风科技风机业务收入来看，2013 年上半年公司风机业务收入同比下降 10.94%，下半年风机收入则同比增长 19.44%，并开启上升通道。

图 74：2013-2015 年风电装机水平逐步上升（万千瓦）



资料来源：CWEA，长江证券研究所

图 75：2013H1 金风风机收入同比下降，此后进入上升趋势(亿元)

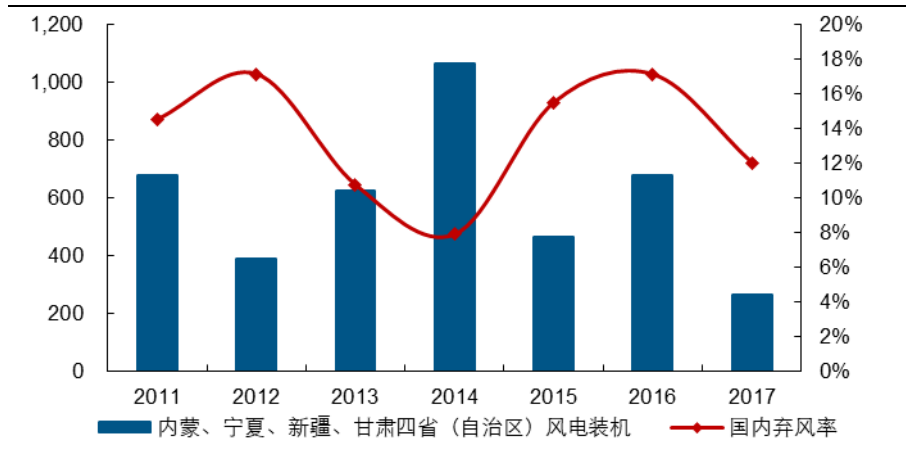


资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

具体到本轮周期复苏，在“三北”市场装机复苏、分散式等影响下，前低后高仍将是复苏的主基调：

首先，从历史数据来看，西北地区装机水平与风电弃风限电水平密切相关，弃风限电改善带来的西北市场装机放量增长是驱动 2013-2015 年风电行业周期复苏的主要因素之一。

图 76：从历史来看，西北地区装机与弃风限电水平密切相关（万千瓦）



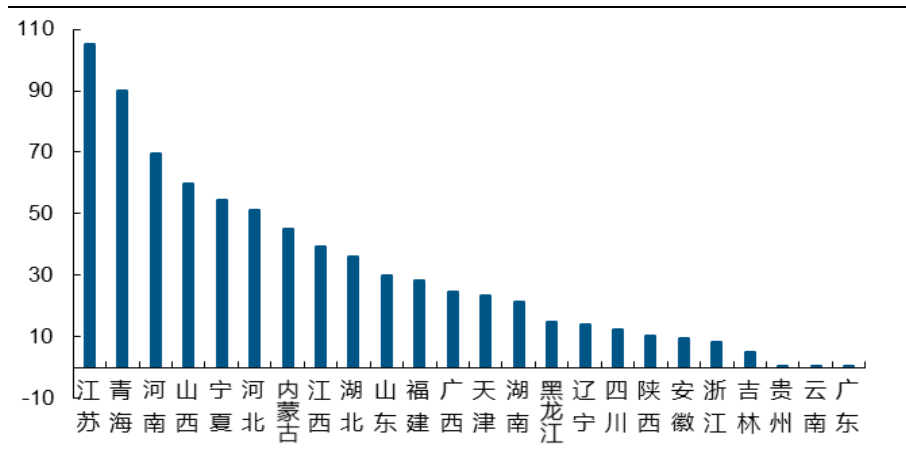
资料来源：CWEA，长江证券研究所

对于本轮周期波动，2017 年上半年发布的红色预警政策（内蒙、新疆、甘肃等六个红色预警省份不允许新建风电项目），导致 2017 年西北市场装机大幅下滑。

但是，随着国内弃风限电改善，红色预警政策逐步放松。今年 3 月，国家能源局发布《2018 年度风电投资监测预警结果》，在红六省调整为红三省的基础上，放松红色预警地区项目建设控制要求：1) 对于红色预警地区，平价示范项目及 2017 年底已完成核准并列入年度实施方案且升压汇集站主体工程已完成建设的风电项目，在电网落实消纳条件后，可建设并网运行。2) 新疆准东、酒泉二期风电基地项目应在受端地区电网企业确认保障消纳的前提下有序建设。

红色预警政策的放松以及西北地区弃风限电的持续改善必将带来西北市场装机的恢复，但是由于政策发布时间为 3 月份，且西北市场项目装机旺季在下半年，因此上半年尚未贡献明显装机需求增量，下半年及明年需求大概率将持续释放。

图 77：上半年装机主要集中在青海及中东部地区（万千瓦）



资料来源：中电联，长江证券研究所

第二，从 2017 年下半年开始，国内支持分散式风电发展的项目政策频出，今年 4 月，国家能源局进一步发布《分散式风电项目开发建设暂行管理办法》，明确分散式定义与模式。

在整体政策基调下，去年四季度以来，河南、山西、河北等各个地方开始陆续发布地方规划，其他省份政策仍在陆续公布。可以看到，目前分散式风电仍处于政策与规划发布期，项目建设尚未全面展开，对国内装机增量贡献依然有限。

我们认为，在较高的投资回报率、更简易的审批流程、更快的建设进度等影响下，下半年开始，尤其是明后年，分散式风电将是中东部风电市场的重要增量，驱动国内风电装机增速加速向上。

表 17：今年以来多个省份发布分散式发展规划

日期	发布单位	相关政策	2018-2020年规划
2017年11月	内蒙古	《关于内蒙古“十三五”分散式风电项目建设方案的公示》	0.2
2017年11月	河南省发	《关于下达河南省“十三五”分散式风电开发方案的通知》	2.1
2018年2月	河北省	《河北省2018-2020年分散式接入风电发展规划》	4.3
2018年3月	山西省	《关于山西省“十三五”分散式风电项目建设方案的公示》	1.0
2018年6月	陕西省	《陕西省“十三五”分散式风电发展方案（草案）》	0.4
2018年6月	安徽省	《安徽省能源局关于做好分散式风电项目开发建设管理的通知》	-
已发布“十三五”分散式项目细则的省份规划装机规模合计（GW）			8.0

资料来源：各省发改委、能源局，长江证券研究所

第三，从投资主体性质来看，央企、国企等在国内风电场投资中占比近 80%左右，占据主要地位。受其内部体制及规划等影响，国企，尤其是央企投资具有明显的五年规划周期痕迹。我们从国内风电发展历程来看，两次周期高点分别在 2010、2015 年，除行业自身因素外，央企的投资规划周期同样具有明显影响。

2016 年以来，我国风电招标持续位于高位水平，2018 年上半年风电招标 16.7GW，同比增长 9.2%，创半年招标最高。但是，受环保、央企重组等影响，2016-2017 年行业装机并未出现明显恢复。我们判断，随着五年规划进入后半段，以及央企重组的逐步完成，行业投资节奏必将逐步加速，进而驱动行业复苏加速向上。

光伏环节：上半年盈利整体平稳，静待周期复苏

对于光伏行业，我们选择 33 家光伏行业 A 股上市企业，并分为制造类企业及运营类企业两类进行总结分析。

表 18：光伏环节涉及标的一览

产业链环节	相应标的
制造业环节	晶盛机电、天龙光电、捷佳伟创、金辰股份、福斯特、中来股份、振江股份、易成新能、亚玛顿、科士达、易事特、隆基股份、中环股份、拓日新能、向日葵、亿晶光电、东方日升、协鑫集成、通威股份、东尼电子、三超新材、岱勒新材
电站类企业	珈伟股份、航天机电、海润光伏、中利集团、爱康科技、林洋能源、太阳能、清源股份、嘉泽新能、阳光电源、京运通

资料来源：Wind，长江证券研究所

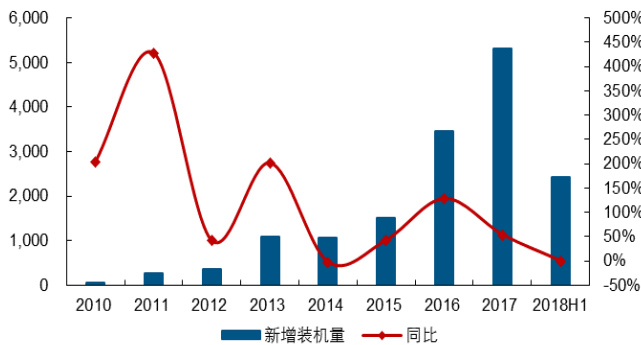
光伏装机外增内稳，行业收入同比稳增

上半年光伏行业装机稳步增长

上半年，国内装机增速趋缓，装机规模基本与去年持平。但海外方面，在印度、澳大利亚等新兴市场及传统欧洲市场等带动下，装机需求持续爆发，预计上半年全球光伏装机平稳增长。

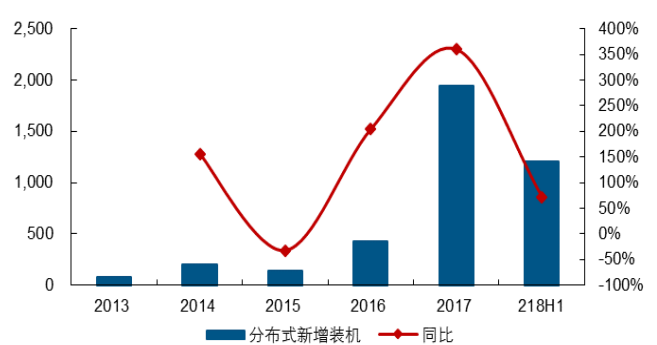
具体来看，国内方面，2018H1 光伏新增装机 24.31GW，与去年同期基本持平，其中分布式光伏装机 12.24GW，同比增长 72%。

图 78：2018 年上半年国内新增装机 24.3GW，同比保持稳定（万千瓦）



资料来源：国家能源局，长江证券研究所

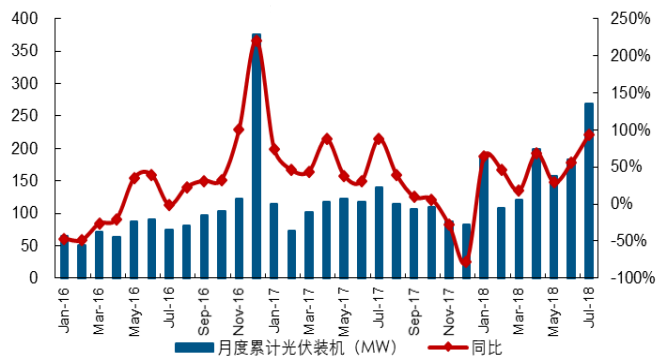
图 79：2018H1 分布式光伏装机 12.24GW，同比增长 72%（万千瓦）



资料来源：国家能源局，长江证券研究所

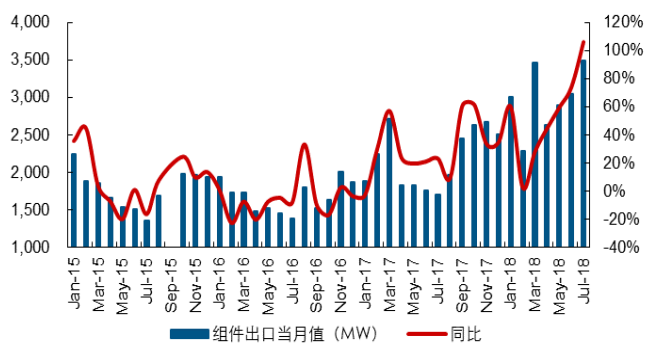
海外方面，上半年在印度等新兴市场爆发以及欧洲传统市场复苏带动下，预计海外装机快速增长。一方面，从我国组件出口数据来看，2018H1 出口规模达 20.81GW，同比增长 72.76%，海外装机增长明确。另一方面，从主要国家的装机增速量看，印度、澳大利亚、德国等光伏新增装机均大幅增长，其中德国上半年新增装机 1.22GW，同比增长 88.96%。

图 80：2018H1 德国新增装机 1.22GW，同比增长 88.96%



资料来源：Bundesnetzagentur，长江证券研究所

图 81：2018H1 我国组件出口规模 20.81GW，同比增长 72.76%

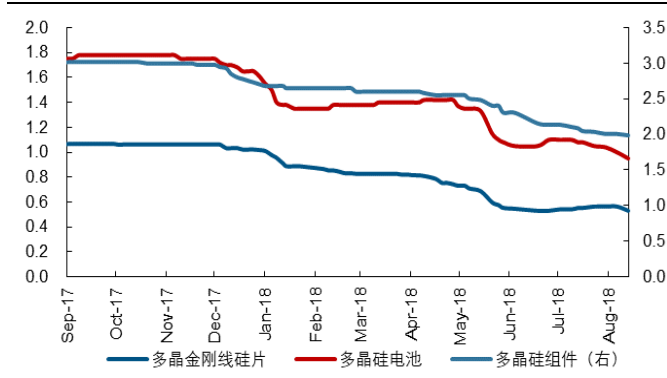


资料来源：Solarzoom，长江证券研究所

以“531”新政为界，产业链价格前期波动调整，后期大幅下跌

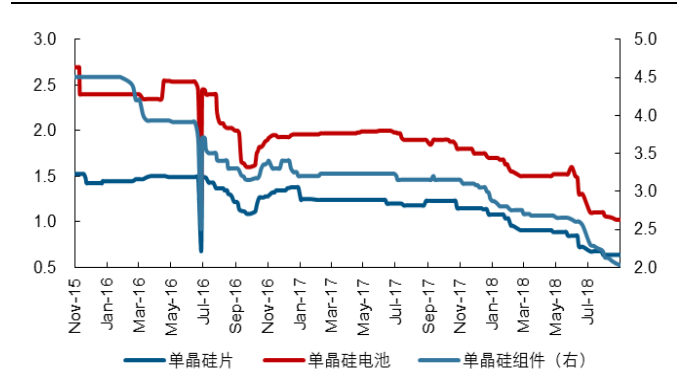
价格方面，上半年产业链价格整体有所下跌，一季度淡季效应影响下，产业链价格有所调整；后续随着淡季逐步退出及“630”抢装临近，4-5 月产业链价格逐步企稳；而 531 新政发布后，行业预期分布式等需求将受压制，产业链价格快速调整。

图 82: 2018H1 多晶系列价格呈下跌趋势



资料来源: Solarzoom, 长江证券研究所

图 83: 2018H2 单晶系列价格呈下跌趋势



资料来源: Solarzoom, 长江证券研究所

具体来看, 上半年多晶硅均价同比上涨 2.94%; 多晶电池、组件分别下跌 18.96%、13.27%; 单晶硅片、电池、组件分别下跌 25.36%、22.77%、16.32%。

表 19: 2018 年上半年产业链价格变化趋势 (元/kg; 元/片; 元/w)

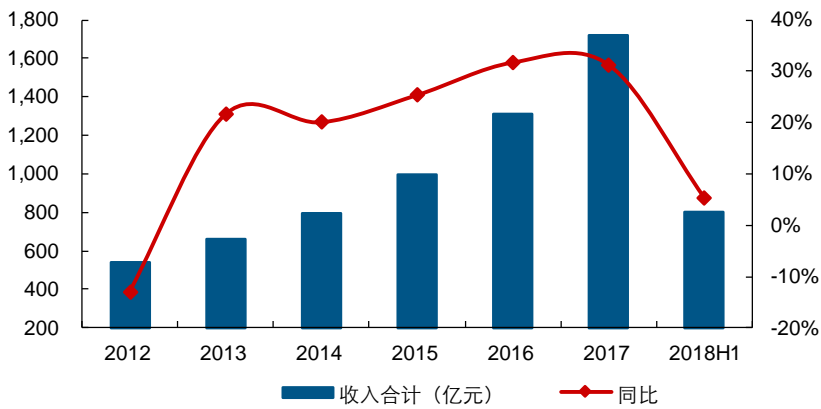
日期	多晶硅价格	同比	多晶硅片	同比	单晶硅片	同比	多晶电池	同比	单晶电池	同比	多晶组件	同比	单晶组件	同比
2012	164.77		7.65		9.86		3.01		3.62		5.32		5.84	
2013	133.74	-18.83%	6.35	-16.98%	8.34	-15.42%	2.54	-15.76%	2.99	-17.39%	4.36	-17.96%	5.05	-13.43%
2014	159.25	19.07%	6.73	5.98%	8.28	-0.62%	2.51	-1.21%	3.01	0.60%	4.35	-0.36%	5.04	-0.28%
2015	122.76	-22.91%	6.18	-8.18%	7.31	-11.78%	2.32	-7.65%	2.65	-12.14%	4.16	-4.43%	4.57	-9.31%
2016	128.22	4.45%	5.65	-8.63%	6.25	-14.50%	2.07	-10.49%	2.21	-16.57%	3.56	-14.23%	3.71	-18.86%
2017	137.03	6.87%	4.96	-12.27%	6.05	-3.24%	1.75	-15.76%	1.91	-13.39%	3.00	-15.94%	3.17	-14.44%
2018H1	132.48	2.94%	3.68	-	4.62	-25.36%	1.38	-18.96%	1.53	-22.77%	2.59	-13.27%	2.70	-16.32%

资料来源: Solarzoom, 长江证券研究所

上半年光伏企业收入实现稳步增长

虽然上半年产业链价格有所调整, 但是在光伏装机平稳增长, 龙头企业渗透不断提升等带动下, 行业收入实现平稳增长。2018 年上半年, 我们统计的 33 家 A 股上市企业实现营业收入 804.60 亿元, 同比增长 5.31%。

图 84：2018 年上半年 A 股 33 家光伏企业收入合计 804.60 亿元，同比增长 5.31%（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

分企业来看，制造类企业方面，我们统计的 22 家光伏企业实现收入 559.03 亿元，同比增长 11.24%。电站类企业方面，我们统计的 11 家光伏电站类企业实现收入 245.57 亿元，同比下降 6.08%，扣除海润光伏及珈伟股份两家收入大幅下滑的企业，剩余 9 家光伏电站类企业实现收入 227.93 亿元，同比增长 2.18%，基本实现稳步增长。

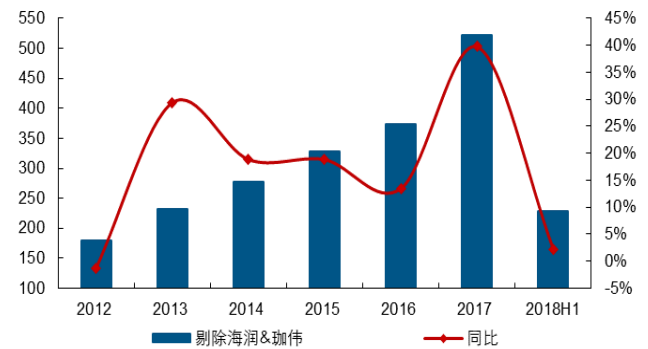
图 85：上半年 22 家制造企业实现收入 559.03 亿元，同比增长 11.24%



资料来源：Wind，长江证券研究所

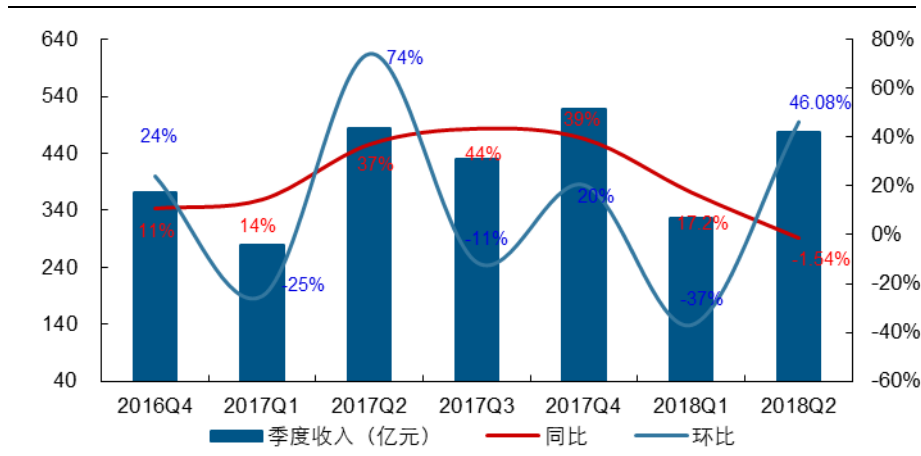
单季度来看，因受光伏新政的影响，6 月产业链价格大幅调整，二季度制造类企业收入同比有所下降。但环比来看，在“630”抢装带动下，行业收入环比呈现增长态势。二季度 33 家光伏企业实现收入 477.63 亿元，同比下降 1.54%，环比增长 46.08%。

图 86：上半年 9 家电站企业收入合计 227.93 亿元，同比增长 2.18%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 87：二季度 33 家光伏企业实现收入 477.63 亿元，同比下降 1.54%，环比增长 46.08%



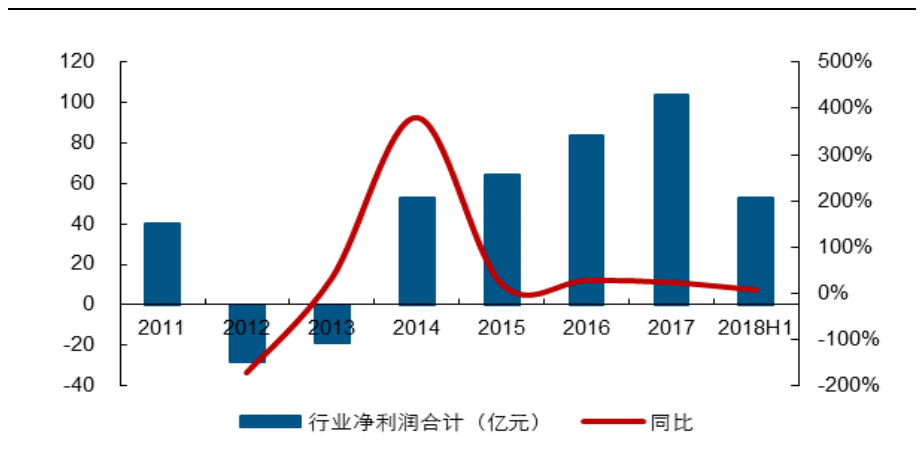
资料来源：Wind，长江证券研究所

上半年盈利整体平稳，二季度有所调整

上半年行业净利润稳步增长

盈利方面，我们统计的 33 家 A 股光伏企业，上半年实现归属母公司股东净利润合计为 52.86 亿元，同比增长 8.54%。

图 88：上半年 33 家光伏企业净利润合计 52.86 亿元，同比增长 8.54% (亿元)

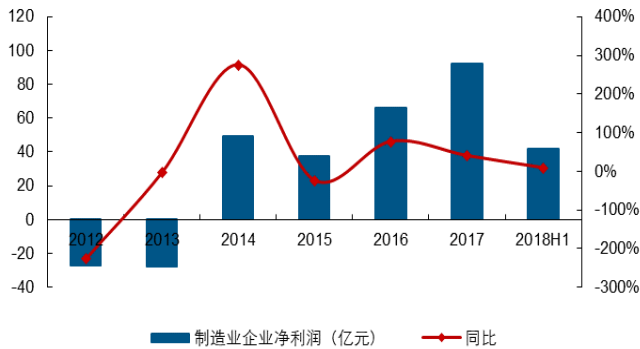


资料来源：Wind，长江证券研究所

分企业来看，制造类企业，我们统计的 22 家企业实现收入归属母公司净利润 42.03 亿元，同比增长 8.87%，其中三超新材、亚玛顿、易成新能源等增速居前；向日葵、清源股份及中来股份等净利润则同比有所下滑。

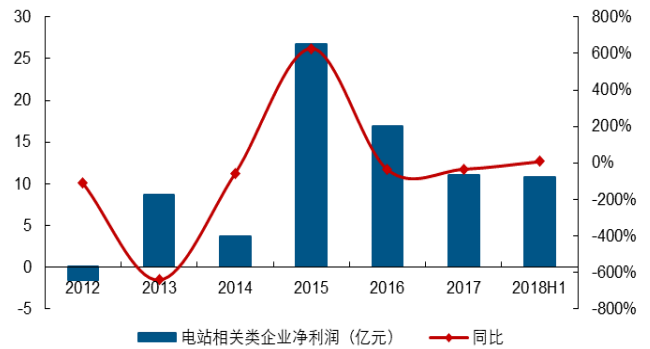
运营类企业，我们统计的 11 家光伏电站类企业实现归属母公司净利润 10.83 亿元，同比增长 7.26%。其中京运通、嘉泽新能、爱康科技等增速居前；珈伟股份、清源股份及海润光伏等净利润则同比有所下滑。

图 89: 上半年 22 家光伏制造企业实现利润 42.03 亿元, 同比增长 8.87%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 90: 上半年 11 家光伏电站企业实现利润 10.83 亿元, 同比增长 7.26%

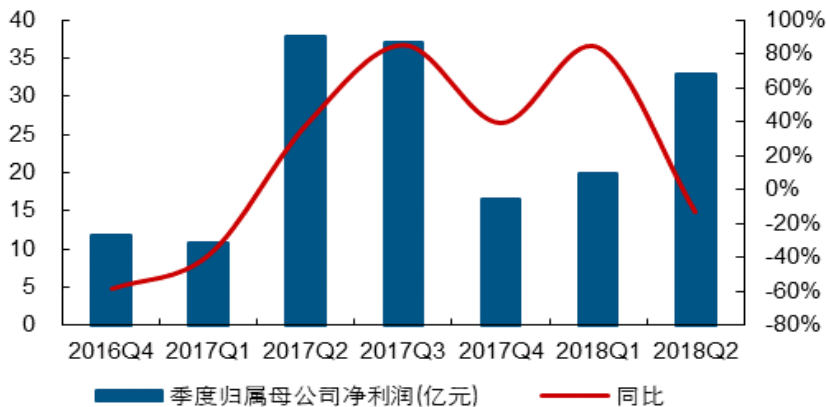


资料来源: Wind, 长江证券研究所

单季度来看, 一季度行业实现归属母公司净利润 19.98 亿元, 同比大幅增长 83.72%。

二季度行业盈利明显下滑, 33 家企业合计实现归属母公司净利润 32.88 亿元, 同比下降 13.08%。主要因电站类企业 2018Q2 仅实现业绩 4.76 亿元, 同比下降 52.59%。究其原因, 主要因珈伟股份、海润光伏以及中利集团 2018Q2 业绩分别同比下滑 105.8%、84.7%以及 90.5%, 扣除上述个股影响, 剩余 8 个电站类企业实现业绩 10.33 亿元, 同比增长 4.99%。

图 91: 二季度 33 家企业合计实现归属母公司净利润 32.88 亿元, 同比下降 13.08% (亿元)

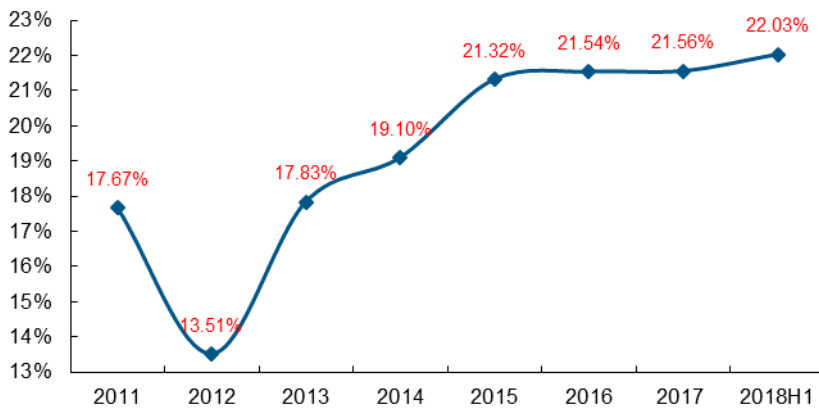


资料来源: Wind, 长江证券研究所

毛利率整体平稳, 净利率加速向上

盈利能力方面, 受去年三季度以来价格下行影响, 制造业毛利率承压, 但是在运营类企业毛利率增长带动下, 行业综合毛利率有所上升。我们统计的 33 家光伏企业上半年综合毛利率为 22.03%, 相比去年同期上升 0.82pct。

图 92：上半年行业综合毛利率为 22.03%，相比去年同期的 21.21% 上升 0.82pct



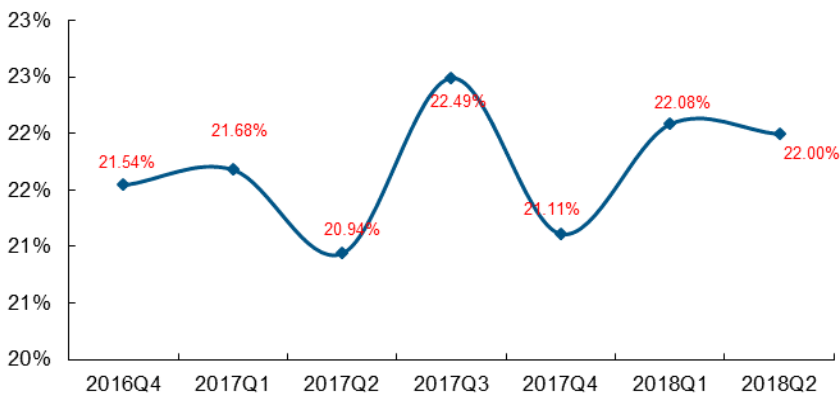
资料来源：Wind，长江证券研究所

单季度来看，二季度 33 家光伏企业平均毛利率为 22.00%，环比下降 0.09pct。

1) 制造类企业 2018 年二季度综合毛利率为 20.09%，环比下降 0.82pct，主要受 531 光伏新政影响，6 月份产业链价格下跌明显，影响企业盈利水平。

2) 电站类企业二季度综合毛利率为 26.58%，环比上升 2.01%。预计受限电改善影响运营类电站企业毛利率有所提升。2018H1 行业弃光率为 3.6%，同比下降 3.2 个百分点，太阳能、京运通、嘉泽新能等电站运营类企业，二季度毛利率分别环比提升 5.2pct、4.26pct 以及 10.81pct。

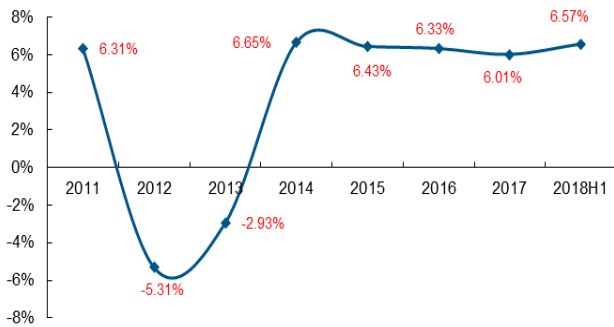
图 93：二季度 33 家光伏企业平均毛利率为 22.00%，环比小幅下降



资料来源：Wind，长江证券研究所

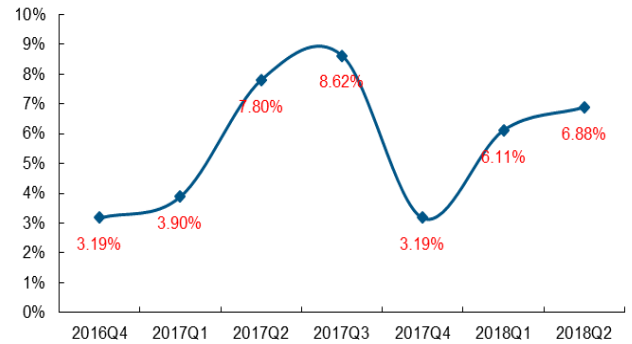
虽然二季度毛利率环比小幅回落，但由于收入规模扩张带来的费用率水平下降，二季度行业综合净利率水平呈现上升趋势：二季度 33 家光伏企业综合净利率回升至 6.88%，环比提升 0.77pct。

图 94：上半年 33 家光伏企业综合净利率为 6.57%，同比增长 0.2pct



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 95：二季度 33 家光伏企业综合净利率为 6.88%，环比提升 0.77pct

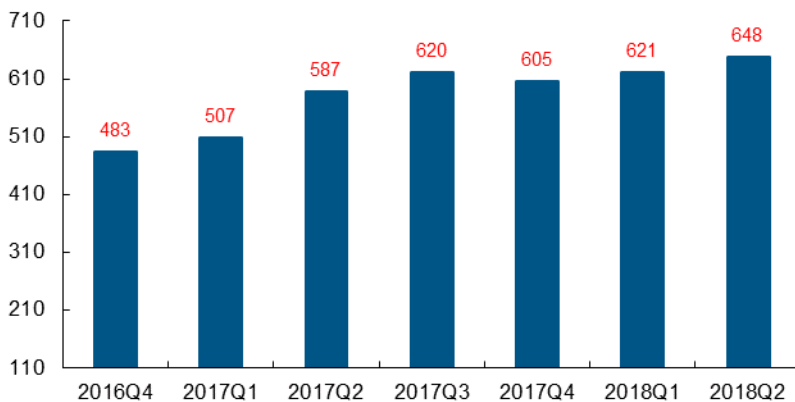


资料来源：Wind, 长江证券研究所

应收账款及存货高位，现金流季节性波动

应收账款方面，我们统计的 33 家光伏企业 2018 年 6 月末应收账款总额为 648 亿元，与年初相比上升 43 亿元，与 2018 年一季度末的 621 亿元相比上升 27 亿元。

图 96：二季度末，33 家光伏企业应收账款合计为 648 亿元，环比增长 27 亿元（亿元）

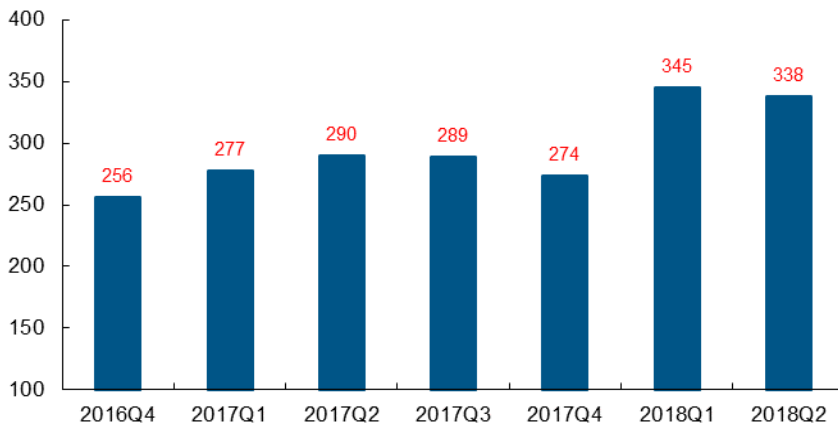


资料来源：Wind, 长江证券研究所

存货方面，二季度末，我们统计的 33 家光伏企业存货总额为 338 亿元，与年初相比上升 64 亿元，与 2018 年一季度的 345 亿元相比下降 7 亿元。

分企业来看，行业存货维持高位主要系中利集团影响，公司二季度末存货为 61.88 亿元，主要原因预计在于公司部分订单尚未确认收入，且订单延续至三季度；以及部分 EPC 项目完成建设但尚未交割所致。

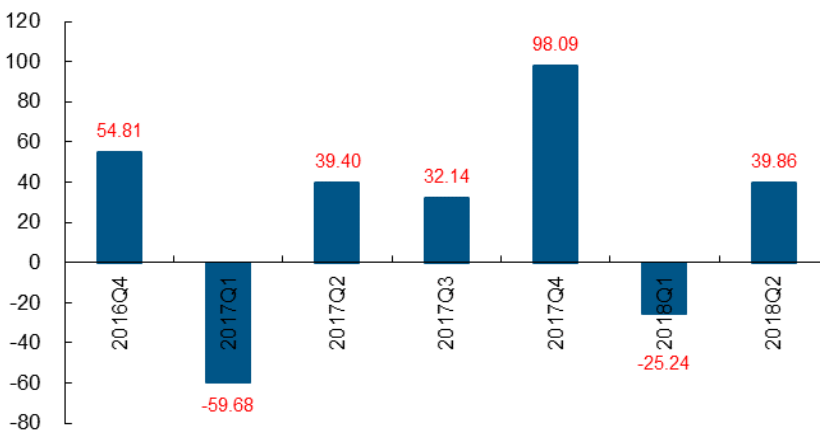
图 97：二季度末，33 家光伏企业存货合计为 338 亿元，环比下降 7 亿元（亿元）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

经营性现金流方面，2018 年一季度行业经营活动现金流量净额为-25.24 亿元，二季度为 39.86 亿元，环比季节性转正。

图 98：二季度行业经营性现金流净额为 39.76 亿元，环比季节性转正（亿元）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

平价渐进，龙头企业仍然具备投资价值

当前光伏行业处于平价前夕的临门一脚，政策的调整或将导致板块出现短期调整，但从行业产能利用率及成本曲线角度来看，龙头企业盈利并不悲观。且随着国内平价来临，以及海外需求的持续爆发，行业明年及后期依然乐观。

我们建议继续关注板块投资机会，重点跟踪产业链价格（计算各环节盈利水平），以及平价项目的推进情况，后期伴随需求复苏及市场预期修复，龙头企业仍将具备明显投资价值，如制造龙头隆基股份、通威股份等龙头企业，电站龙头正泰电器、林洋能源、阳光电源等。

电力设备：工控复苏进入后半程，电网需求有所回暖

电力设备板块 2018 年中报已经披露完毕，板块内各企业经营业绩继续保持分化。下文将分输电、配电、工业自动化及元器件、电机电控四个环节进行梳理与总结，各环节所选取的标的与整体经营情况整理如下：

表 20：本文所选取的电力设备板块相关标的

所属环节	具体标的
输电	思源电气、长高集团、特变电工、平高电气、保变电气、中国西电、许继电气、国电南自、国电南瑞、四方股份
配电	北京科锐、特锐德、白云电器、双杰电气、置信电气
工业自动化及元器件	英威腾、良信电器、宏发股份、鸣志电器、汇川技术、信捷电气、正泰电器
电机电控	方正电机、大洋电机、合康新能、蓝海华腾、正海磁材、英搏尔

资料来源：长江证券研究所

表 21：电力设备板块 2018 年上半年分环节营收和归属母公司股东净利润情况（亿元）

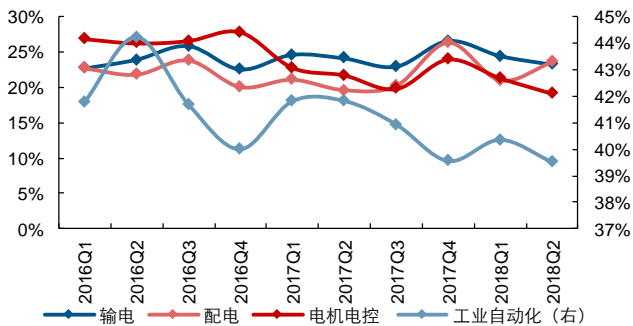
营业收入（亿元）	2017H1	2018H1	同比增速	2017Q2	2018Q2	同比增速
输电	477.48	468.23	-1.94%	285.34	280.88	-1.56%
配电	81.13	85.38	5.24%	51.26	53.37	4.12%
工业自动化及元器件	174.86	207.43	18.63%	102.81	118.56	15.31%
电机电控	60.34	67.50	11.88%	33.87	36.96	9.11%
归属母公司股东净利润（亿元）	2017H1	2018H1	同比增速	2017Q2	2018Q2	同比增速
输电	35.69	30.23	-15.28%	25.20	24.63	-2.28%
配电	2.90	3.78	30.52%	2.04	2.33	14.27%
工业自动化及元器件	24.31	30.14	24.00%	16.46	19.23	16.87%
电机电控	3.40	2.59	-23.97%	1.95	1.50	-23.10%

资料来源：Wind，长江证券研究所

从销售端看，上半年除输电环节营收出现同比小幅下滑 1.94%外，其余三个环节营收均呈现同比增长，其中工业自动化及元器件营收增速最快，2018 年二季度和上半年营收分别同比增长 15.31%和 18.63%，主要受益工控复苏周期的延续；电机电控随下游新能源汽车产销旺盛，2018 年二季度和上半年营收分别同比增长 9.11%和 11.88%；配电环节 2018 年二季度和上半年营收分别同比增长 4.12%和 5.24%。

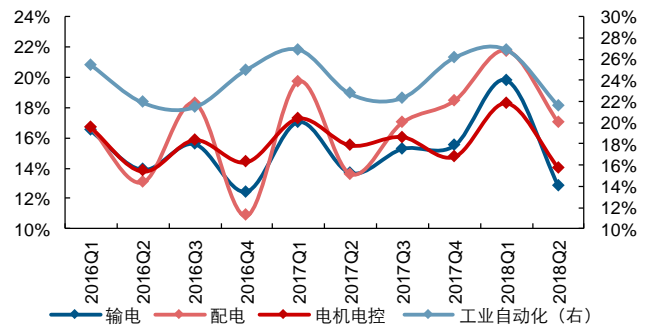
从利润端看，配电环节，受部分标的上半年外延并表的影响，归属母公司股东净利润增速表现最佳，2018 年上半年达 30.52%；工业自动化及元器件环节盈利表现次之，虽然毛利率显著下滑，但正泰电器转让电站贡献额外收益，最终 2018 年上半年归属母公司股东净利润同比增长 24.00%。若不考虑正泰电器，环节上半年归属母公司股东净利润同比增速仅 4.9%；输电环节上半年毛利率同比下滑 1.8 个百分点且期间费用率同比持平，导致归属母公司股东净利润同比下滑 15.28%；电机电控环节盈利较差，上半年归属母公司股东净利润同比下滑 23.97%。

图 99：电力设备板块分环节毛利率变化趋势对比



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 100：电力设备板块分环节期间费用率变化趋势对比



资料来源：Wind, 长江证券研究所

基于对行业的了解，我们对各环节后续的经营状况作出以下预判：

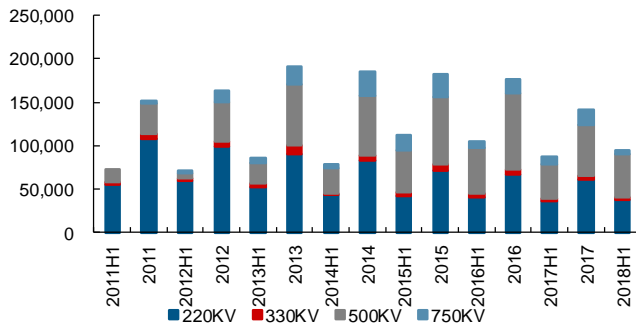
- 1) 工业自动化及元器件环节，上半年复苏周期仍在延续，依据过往两轮宏观回暖延续时间判断下半年是观察需求是否回落的重要窗口。从近两月下游市场景气度来看，本轮复苏已逐渐进入后半程，鉴于市场份额向白马龙头集中是长期确定趋势，建议紧握白马以跨越周期，继续看好汇川技术和宏发股份。
- 2) 电机电控环节，受降价压力影响，短期盈利预计继续承压。考虑到未来新能源乘用车高端化是迎合下游消费需求的必然趋势，电机电控的供应链进入壁垒将会大幅提升，因此长期看，在乘用车领域能够持续进行研发、产线投入的企业有望胜出。
- 3) 输电环节，上半年由于国网招标量提升，环节经营压力有所缓解。但由于随电改逐渐深化，国网资产收益率将受影响，抑制其投资积极性，判断行业整体需求改善空间可能相对有限，维持推荐业绩内生增长持续性好，且具备混改及股权激励预期的国电南瑞。
- 4) 配电环节，预计受益今年新一轮农网改造开展，营收将保持一定增长。但长期看由于天花板较明显，我们认为业务转型仍是环节内企业未来重点关注的发展方向。

输电环节：需求随招标量回暖，但判断改善空间或相对有限

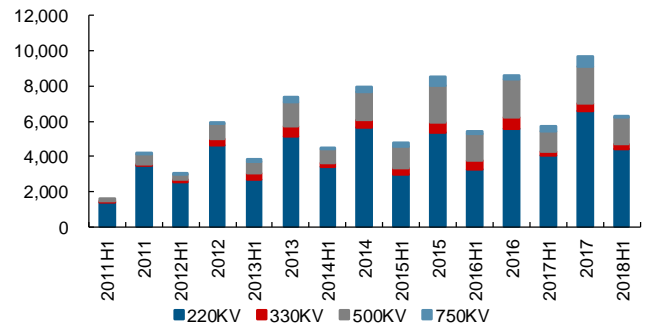
受益国网招标回暖，营收下滑压力缓解

输电环节的主要需求受社会用电量和电网公司招标量的影响，今年上半年国网输电环节招标量出现回暖，以变压器为代表的输电一次设备（220KV 及以上）招标量同比增长 9.1%；以继电保护为代表的输电二次设备（220KV 及以上）招标量同比增长 10%，主要反映了自 2016 年开始的全社会用电量增速回暖终于在电网建设层面有所体现。

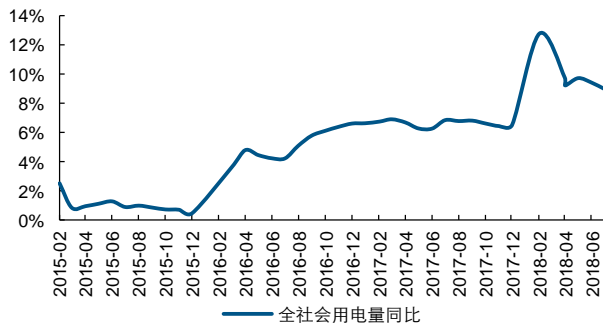
在国网招标量提升的拉动下，上半年输电环节营收同比降幅快速缩窄，2018 年二季度和上半年营收同比分别下降 1.6%、1.9%。

图 101: 输电一次设备国网集招变化 (变压器/MVA)


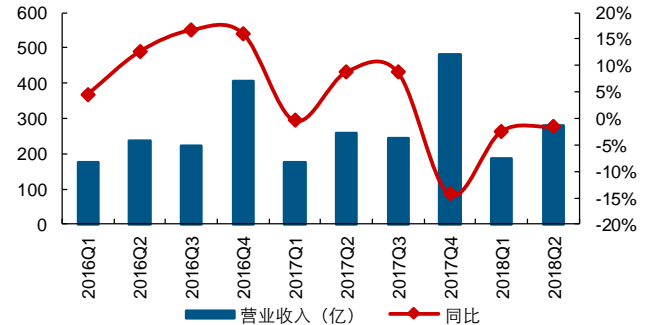
资料来源: 国家电网公司电子商务平台, 长江证券研究所

图 102: 输电二次设备国网集招变化 (继电保护/台套)


资料来源: 国家电网公司电子商务平台, 长江证券研究所

图 103: 全社会用电量同比增速


资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 104: 输电环节分季度营业收入变化 (亿元)


资料来源: Wind, 长江证券研究所

分企业来看, 上半年输电环节各企业营收同比增幅不一, 其中, 1) 长高集团营收同比下滑 45%, 主要是由房地产、新能源汽车业务营收同比下滑所致, 其输变电设备业务上半年营收同比增长 16.6%; 2) 平高电气、许继电气营收同比降幅较大, 判断主要因为上半年国内特高压项目核准建设依旧维持 2017 年的低迷状态; 3) 国电南瑞受益电网自动化趋势, 上半年营收同比增长 20%, 增速位居环节内首位。

表 22: 输电环节重点公司营业收入增长情况 (亿元)

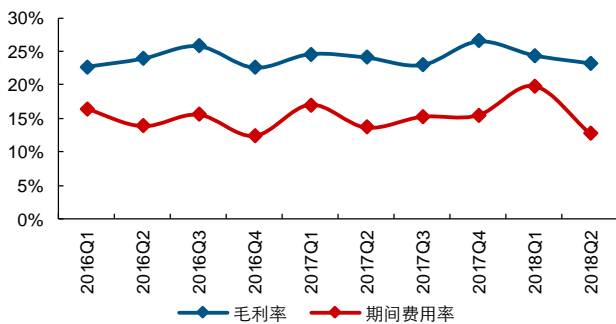
单位: 亿元	2017H1	2018H1	同比增速	2017Q2	2018Q2	同比增速
思源电气	18.72	17.51	-6.44%	12.71	11.70	-8.00%
长高集团	6.99	3.86	-44.85%	5.03	2.15	-57.21%
特变电工	180.27	186.06	3.21%	98.59	105.99	7.50%
平高电气	41.13	26.20	-36.31%	26.40	14.36	-45.61%
保变电气	14.94	15.72	5.25%	6.13	10.30	68.20%
中国西电	61.47	57.19	-6.96%	36.68	33.06	-9.87%
许继电气	32.57	26.57	-18.43%	21.24	17.62	-17.03%
国电南自	21.62	16.44	-23.93%	15.54	10.51	-32.41%
国电南瑞	87.91	105.58	20.09%	55.84	67.14	20.22%
四方股份	11.86	13.11	10.53%	7.18	8.06	12.38%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

环节整体毛利率下滑，二次设备盈利压力明显较小

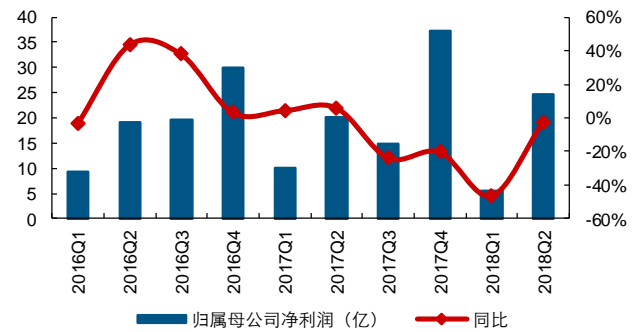
盈利方面，1) 由于产品竞争加剧，环节整体毛利率下滑，2018 年二季度和上半年分别同比下滑 2.8 和 1.8 个百分点；2) 期间费用率方面，2018 年一季度同比上升，二季度同比出现较明显改善，综合看上半年期间费用率同比基本持平。在毛利率下滑影响下，环节整体归属母公司股东净利润降幅略大于营收降幅，2018 年二季度和上半年分别同比下降 2.3% 和 15.3%。

图 105: 输电环节分季度毛利率及费用率变化



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 106: 输电环节分季度归属母公司股东净利润变化 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

分企业来看，输电二次设备相关标的盈利出现显著分化。2018 年上半年输电一次设备相关标的毛利率均出现一定程度的下滑，其中特变电工降幅最小，同比下滑 1.6 个百分点，平高电气降幅最大，同比下滑 9.9 个百分点；而输电二次设备相关标的中国电南自和四方股份毛利率分别同比上升 5.1 和 3.6 个百分点，降幅最大的国电南瑞毛利率仅下滑 1.3 个百分点。

表 23: 输电一次、二次环节主要公司毛利率变化

公司	主业划分	2017H1	2018H1	同比增减	2017Q2	2018Q2	同比增减
思源电气	一次设备	33.80%	31.67%	-2.13 pct	33.17%	31.52%	-1.65 pct
长高集团		28.28%	22.69%	-5.59 pct	25.69%	25.20%	-0.48 pct
特变电工		23.33%	21.78%	-1.55 pct	23.57%	20.75%	-2.82 pct
平高电气		21.30%	11.38%	-9.92 pct	20.53%	8.84%	-11.68 pct
保变电气		18.85%	15.17%	-3.68 pct	16.65%	12.92%	-3.73 pct
中国西电		31.45%	26.15%	-5.30 pct	28.83%	23.20%	-5.63 pct
许继电气	二次设备	19.45%	18.62%	-0.83 pct	18.81%	16.19%	-2.62 pct
国电南自		19.37%	24.43%	5.05 pct	21.02%	27.82%	6.80 pct
国电南瑞		28.78%	27.52%	-1.26 pct	32.83%	29.08%	-3.75 pct
四方股份		40.12%	43.67%	3.55 pct	39.37%	42.75%	3.38 pct

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 24: 输电环节重点公司归属母公司股东净利润增长情况 (亿元)

单位: 亿元	2017H1	2018H1	同比增速	2017Q2	2018Q2	同比增速
思源电气	1.45	1.35	-7.10%	1.28	1.42	11.24%
长高集团	0.52	-0.20	-138.07%	0.33	-0.04	-112.05%
特变电工	13.62	14.25	4.58%	7.48	9.24	23.48%

平高电气	3.50	-1.31	-137.33%	2.48	-0.99	-139.87%
保变电气	0.69	-1.30	-288.39%	0.46	-0.71	-254.66%
中国西电	5.94	2.54	-57.19%	2.90	0.79	-72.77%
许继电气	1.60	1.32	-17.75%	1.11	1.04	-5.87%
国电南自	-0.95	-0.28	-	0.37	0.77	111.43%
国电南瑞	8.97	13.52	50.77%	8.29	12.58	51.75%
四方股份	0.33	0.34	3.15%	0.52	0.52	0.62%

资料来源: Wind, 长江证券研究所 备注: 国电南瑞 2018 年上半年因应收款项坏账准备的会计政策调整影响, 贡献 2.63 亿一次性非经常性损益, 扣除该部分影响, 输电环节上半年归属母公司股东净利润同比下降-23%。

总量扩张逻辑仍将式微, 继续看好国电南瑞

虽然上半年输电环节招标量出现回暖, 但我们认为行业整体需求的改善空间可能相对有限。以上判断除了基于宏观经济及用电需求的复苏延续性本身就有较大争议外, 主要原因是随着电网改革的持续深化, 市场化交易电量的不断扩大会直接影响电网公司的资产收益率 (度电过网费经过核算后一般会降低), 从而抑制其固定资产投资积极性 (国网 2018 年规划新开工 110 及以上变/换电容量 3.8 亿 kva, 同比下降 0.4 亿 kva; 规划新投产 110 及以上变/换电容量 3 亿 kva, 同比下降 0.8 亿 kva)。

在环节需求保持稳中微降的背景下, 继续看好国网旗下自动化龙头国电南瑞, 主要基于以下三点理由: 1) 公司主营电网自动化, 契合未来电网行业投资趋势; 2) 公司业务以软件为主, 凭借深厚的技术积累与较好的技术延展性, 得以顺利拓展网外电力市场和非电力市场, 奠定了较坚实的增长可持续性; 3) 从潜在催化来看, 除成功引入战投外, 南瑞集团成功入围国资委国企改革“双百行动”名单, 并且公司也在积极推进员工持股方案的落地, 后续有望带来重要催化剂。

配电环节: 外延并购致利润高增长, 业务转型仍是重点发展方向

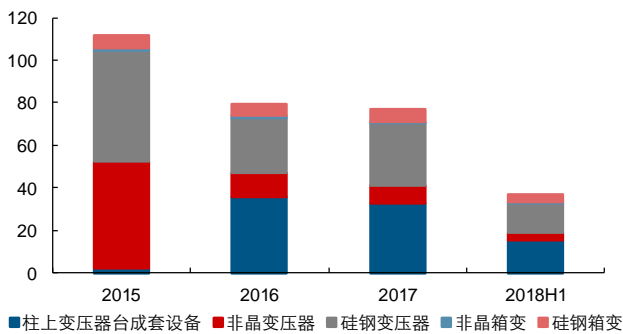
新一轮农网改造致需求企稳, 利润高增受益部分企业外延并购

与输电环节相似, 配电环节的需求也主要受电网招标量的影响。回溯近几年国网配网一次设备招标变化可以发现, 2015 年随农网改造开展, 配网一次设备招标量迎来顶峰, 随后因上一轮农网改造的逐渐结束招标量出现显著下滑; 今年由于新一轮农网改造开启, 刺激配电环节需求渐渐企稳, 上半年已招标配网变压器容量达到去年总量的 48%, 下滑幅度显著放缓。

同时, 观察配电环节营收历史变化可以发现, 其变化趋势与配网招标量变化基本一致, 2015 年环节营收同比增速达到最高, 随后持续回落 (其中 2016、2017 年四季度营收的异常变化主要因 2016 年四季度特锐德新能源汽车相关业务营收发生大幅增长所致), 至 2018 年上半年营收增速逐渐稳定, 2018 年二季度和上半年配电环节营收分别同比增长 4.1%和 5.2%。

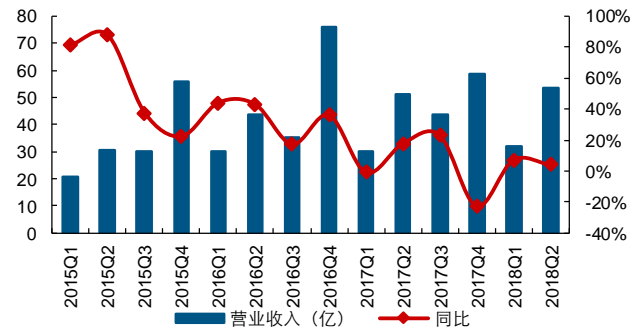
盈利方面, 配电环节 2018 年上半年毛利率同比增加 1.75 个百分点, 主要受益特锐德的新能源汽车相关业务和双杰电气的环网柜业务毛利率显著提升; 同时期间费用率同比增长 2.5 个百分点。但是最终上半年该环节的归属母公司股东净利润实现同比增长 30.5%, 明显与环节营收、毛利率、期间费用率变化不吻合。

图 107: 国家电网配网硬件设备年度招标量变化 (配电变压器/GVA)



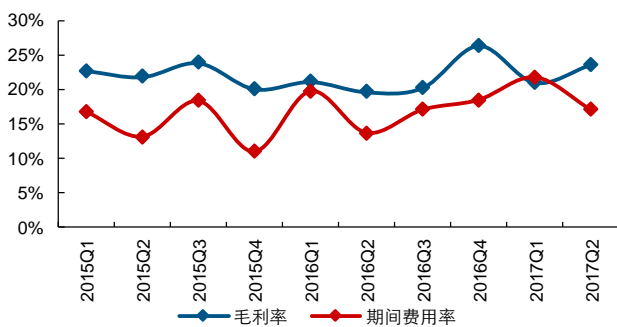
资料来源: 国家电网公司电子商务平台, 长江证券研究所

图 108: 配电环节分季度营业收入变化 (亿元)



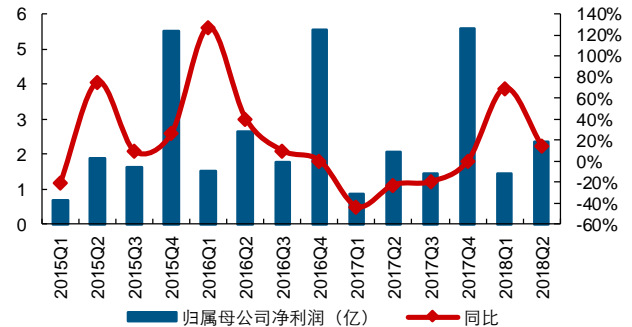
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 109: 配电环节分季度毛利率及费用率变化



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 110: 配电环节分季度归属母公司股东净利润变化 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 25: 配电环节主要公司毛利率变化

公司	2017H1	2018H1	同比增减	2017Q2	2018Q2	同比增减
北京科锐	24.44%	25.21%	0.77 pct	23.10%	25.06%	1.96 pct
特锐德	22.25%	24.53%	2.28 pct	19.72%	26.85%	7.12 pct
白云电器	29.24%	29.38%	0.13 pct	28.54%	28.35%	-0.18 pct
双杰电气	24.26%	28.62%	4.36 pct	25.05%	28.66%	3.61 pct
置信电气	13.69%	11.09%	-2.59 pct	15.08%	12.40%	-2.68 pct

资料来源: Wind, 长江证券研究所

分企业分析, 环节上半年归属母公司股东净利润出现同比高增长主要因为双杰电气上半年存在收购资产并表影响, 具体来看, 双杰电气 2017 年增资天津东皋膜后实现控股 (持股 51% 股权), 天津东皋膜于 2018 年 1 月 31 日并表, 一次性贡献 1.11 亿元非经常性收益, 最终 2018 年上半年双杰电气实现归属母公司股东净利润 1.65 亿元, 同比增长 855%。

表 26: 配电环节重点公司营业收入增长情况 (亿元)

单位: 亿元	2017H1	2018H1	同比增速	2017Q2	2018Q2	同比增速
北京科锐	8.89	11.19	25.88%	5.97	7.49	25.54%
特锐德	26.19	26.37	0.70%	16.77	14.42	-14.03%
白云电器	8.89	11.76	32.30%	5.66	8.39	48.16%

双杰电气	4.69	7.87	67.70%	3.53	5.34	51.31%
置信电气	26.16	17.88	-31.66%	14.76	11.09	-24.88%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 27: 配电环节重点公司归属母公司股东净利润增长情况 (亿元)

单位: 亿元	2017H1	2018H1	同比增速	2017Q2	2018Q2	同比增速
北京科锐	0.14	0.38	173.12%	0.22	0.31	40.91%
特锐德	1.02	1.23	20.10%	0.47	0.66	41.19%
白云电器	0.54	0.76	39.48%	0.29	0.49	70.64%
双杰电气	0.17	1.65	855.26%	0.34	0.49	42.91%
置信电气	0.68	-0.82	-220.55%	0.26	-0.16	-159.46%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

短期营收有望维持增长, 长期仍需关注业务转型

短期来看, 我们认为今年配电环节有望维持一定的营收增长, 主要因为, 1) 今年国网计划开展 4 次配电环节招标 (2016、2017 年均计划 2 次, 实际开展 3 次招标), 招标批次的增加有望直接带动全年招标量的增长; 2) 随着今年国网新一轮农网改造升级开展 (2018 年我国将分两批安排总投资 405 亿元用于中西部 26 个省新一轮农村电网改造升级), 预计将刺激全年配网硬件招标总量实现恢复性增长。

但拉长时间维度, 年度之间配电招标量的波动较大, 难以维持持续稳定的增长, 我们认为长期来看配电环节将与输电环节类似, 需求天花板较为明显。同时, 考虑到配电环节市场极其分散且竞争激烈, 因此, 只专注于配电环节的企业可能将缺乏显著的长期增长力, 向其他领域进行业务延伸有望成为公司获取业绩新增长点的有效途径。截至目前, 环节内部分企业通过业务延伸已经取得一定成效, 例如特锐德早前一直布局新能源车充电业务, 至今已成为国内最大的充电桩运营商, 随规模扩大, 盈利能力也在不断改善, 充电业务今年有望实现扭亏。

综上所述, 业务转型依旧是配电环节内企业未来长期应重点关注的发展方向。

工业自动化及元器件环节: 行业复苏进入后半程, 紧握白马以跨周期

上半年受益行业复苏营收维持增长, 基数效应导致增速回落

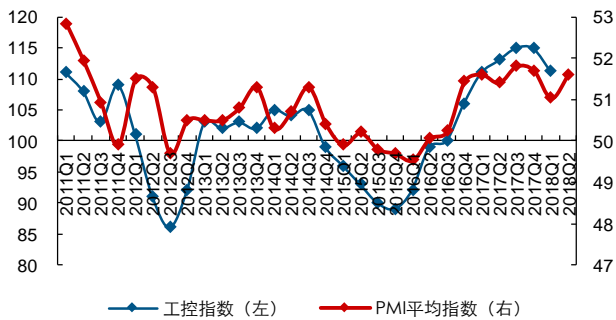
工业自动化及元器件下游应用广泛, 几乎涉及制造业各个环节, 因此工业自动化及元器件环节的整体景气度与制造业的景气度走势相关性较高, 呈现一定的周期性。

2016 年三季度伴随宏观经济回暖, 带动下游需求复苏, 工控板块景气度随之回升。我们选取最具代表性的 PMI 指数作为衡量制造业景气度的指标, 可以发现工控行业指数与 PMI 指数在历史上确实走势趋同。2016 年三季度 PMI 指数重新回归 50 以上, 同期工控指数也上升至 100, 此后伴随 PMI 指数的持续走高, 工控指数也不断走高, 开启了本轮复苏周期。今年二季度 PMI 指数依旧维持 51 以上, 表明上半年工业自动化及元器件环节复苏趋势仍在延续。

在行业需求复苏的大背景下, 工业自动化及元器件环节的营收也出现同步变化, 2016 年年底环节营收同比增速达到最高, 随后整体环节的营收一直维持较快的增长, 但是由

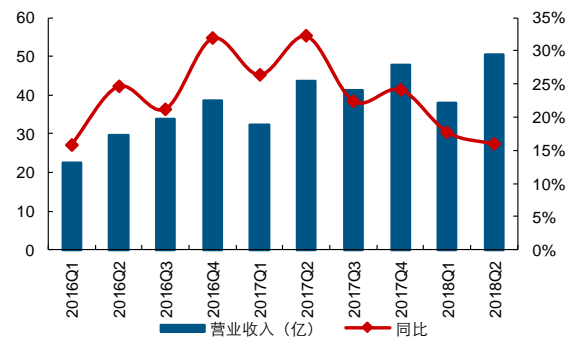
于前期基数的不断扩大，营收同比增速不断回落，2018 年上半年工业自动化及元器件环节营收同比增长 18.6%。

图 111：近年工控指数与 PMI 指标对比



资料来源：Wind，工控网，长江证券研究所

图 112：工业自动化及元器件环节分季度营业收入变化（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所 备注：因光伏业务占比较重且波动较大，图中数据剔除正泰电器影响

分企业看，环节内所有主要企业的营收均实现同比增长，也表明了上半年行业复苏仍在延续，其中环节龙头汇川技术上半年营收实现了 27.66% 的同比增长，位居环节最高。

表 28：工业自动化及元器件环节重点公司营业收入增长情况（亿元）

单位：亿元	2017H1	2018H1	同比增速	2017Q2	2018Q2	同比增速
英威腾	8.84	10.35	17.05%	5.40	6.33	17.10%
良信电器	7.16	8.02	12.13%	4.30	4.77	11.00%
宏发股份	30.28	33.55	10.80%	16.82	17.59	4.57%
鸣志电器	7.93	8.93	12.59%	4.17	5.16	23.65%
汇川技术	19.37	24.73	27.66%	11.55	14.97	29.64%
信捷电气	2.22	2.82	27.03%	1.32	1.66	25.84%
正泰电器	99.05	119.02	20.16%	59.24	68.07	14.90%

资料来源：Wind，长江证券研究所

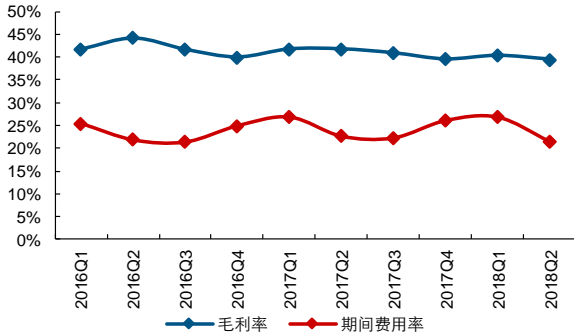
毛利率小幅下滑，导致环节净利润增速下降

从盈利能力来看，2018 年上半年工业自动化及元器件环节一方面毛利率出现一定下滑，另一方面期间费用率小幅改善，环节整体盈利能力遭受一定的拖累；但是由于正泰电器上半年转让电站贡献额外业绩增量，最终环节实现归属母公司股东净利润同比增长 24%。若不考虑正泰电器，环节上半年归属母公司股东净利润同比增速仅 4.9%，其中二季度同比增速 0.7%。

- 1) 由于竞争加剧等因素，工业自动化及元器件环节 2018 年上半年毛利率同比下滑 1.0 个百分点，分企业来看，除了良信电器毛利率同比上升外，其余企业毛利率均出现下滑。
- 2) 工业自动化及元器件环节 2018 年上半年期间费用率为 18.73%，同比下降 0.16 个百分点。同时由于部分企业产品出口比重较大，因此近期汇率的大幅波动对其财务费用造成显著影响，例如由于二季度人民币快速贬值，英威腾、宏发股份、鸣志电器财务费用率均同比出现较大幅度改善。

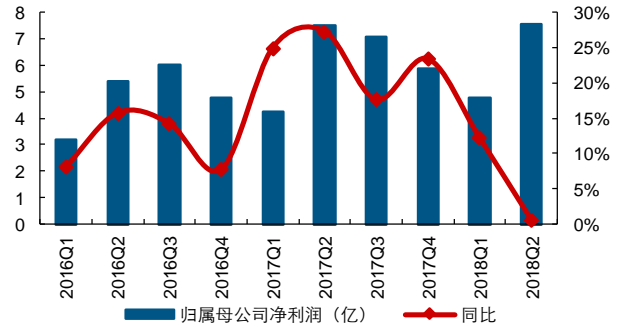
3) 正泰电器上半年完成转让持有的甘肃、宁夏地区 9 个光伏电站项目公司各 51% 股权, 贡献约 3 亿元的利润增量, 扣除该部分影响, 工业自动化及元器件环节上半年实现归属母公司股东净利润同比增速约 12.5%。

图 113: 工业自动化及元器件环节分季度毛利率及费用率变化



资料来源: Wind, 工控网, 长江证券研究所 备注: 因光伏业务占比较重且波动较大, 图中数据剔除正泰电器影响

图 114: 工业自动化及元器件环节归属母公司股东净利润变化 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所 备注: 因光伏业务占比较重且波动较大, 图中数据剔除正泰电器影响

表 29: 工业自动化及元器件环节主要公司毛利率变化

公司	2017H1	2018H1	同比增减	2017Q2	2018Q2	同比增减
英威腾	37.27%	36.11%	-1.16 pct	37.52%	36.32%	-1.20 pct
良信电器	38.55%	41.85%	3.31 pct	38.88%	42.56%	3.68 pct
宏发股份	42.13%	38.20%	-3.93 pct	41.95%	36.91%	-5.03 pct
鸣志电器	38.31%	35.11%	-3.20 pct	39.72%	35.66%	-4.05 pct
汇川技术	45.78%	44.74%	-1.04 pct	45.25%	44.22%	-1.03 pct
信捷电气	43.99%	40.44%	-3.55 pct	43.98%	40.01%	-3.97 pct
正泰电器	29.56%	29.44%	-0.12 pct	30.34%	31.30%	0.96 pct

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 30: 工业自动化及元器件环节主要公司财务费用率变化

公司	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
英威腾	-0.43%	0.05%	0.51%	0.34%	1.78%	-1.55%
良信电器	-0.13%	0.01%	0.02%	-0.01%	0.10%	-0.19%
宏发股份	0.40%	0.93%	1.71%	0.95%	2.43%	-1.34%
鸣志电器	0.67%	0.99%	1.15%	0.76%	2.06%	-2.30%
汇川技术	-1.28%	-0.21%	-0.07%	-0.77%	-1.86%	-0.42%
信捷电气	-0.79%	-0.15%	-0.05%	-0.05%	0.32%	0.19%
正泰电器	2.93%	1.43%	2.02%	2.44%	3.15%	0.54%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 31: 工业自动化及元器件环节重点公司归属母公司股东净利润增长情况 (亿元)

单位: 亿元	2017H1	2018H1	同比增速	2017Q2	2018Q2	同比增速
英威腾	0.91	0.96	5.88%	0.83	0.72	-13.30%
良信电器	1.11	1.26	13.31%	0.80	0.86	7.02%
宏发股份	4.04	3.67	-9.00%	2.38	2.00	-15.73%

鸣志电器	0.76	0.79	3.76%	0.53	0.56	7.03%
汇川技术	4.29	4.96	15.72%	2.56	3.00	16.91%
信捷电气	0.64	0.67	5.06%	0.39	0.40	2.13%
正泰电器	12.56	17.83	41.87%	8.97	11.70	30.37%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

下半年或成重要观察窗口, 份额提升助力龙头跨越周期

本轮自动化复苏周期何时结束一直是投资者比较关注的问题。我们回顾此前的两轮宏观回暖可以看到, 每轮周期延续时间在 2 年左右, 考虑本轮复苏周期自 2016 年三季度开始, 因此今年下半年将成为需求是否回落的重要观察窗口期。

表 32: 过去十年我国宏观及工控行业复苏周期回顾

	第一轮起点	第一轮结束	第二轮起点	第二轮结束	第三轮起点	第三轮结束
煤炭	09年9月	11年10月	无	无	16年5月	--
螺纹钢	09年10月	11年8月	无	无	16年1月	--
房地产新开工	09年6月	11年11月	12年11月	13年12月	15年9月	--
工控	10年初	11年四季度	13年一季度	14年三季度	16年三季度	

资料来源: Wind, 长江证券研究所

从近两个月的下游景气度走势来看, 我们认为本轮复苏周期已经进入后半程。虽然行业景气度回落时, 行业内企业均会受到影响。但站在当前时点, 我们依旧认为无论是基于短期还是中长期逻辑, 投资建议都是紧握白马公司以跨越周期。

1) 从短期来看, 虽然板块需求增速有周期性波动, 但市场份额向龙头集中是持续可见的趋势。这是因为自动化市场技术门槛相对较高, 企业竞争力体现在持续的研发投入和不断的产品迭代, 所以板块龙头的优势是在不断累积的。对标海外来看, 全球市场份额都主要集中在不到十家企业手中。

2) 从中长期来看, 工业自动化及元器件市场一个重要的特征是下游分散, 这既包括产品分散, 也包括场景分散, 而企业在分散市场之间要完成跨越是有较高难度的。所以我们可以看到一般自动化企业做到 10-15 个亿左右的销售规模是一个门槛, 后续要再实现规模扩张, 就必须快速扩张产品线, 向平台型企业转型。而这个过程对于企业的技术积累、资金实力以及团队建设都提出了非常高的要求。所以同样参考欧美, 一般一个国家最终只走出 1-2 家平台型企业。也是基于这个原因, 我们建议投资者维持长期配置白马企业汇川技术及宏发股份。

电机电控环节: 降价压力仍在, 未来乘用车相关标的有望胜出

电动车补贴调整导致产品快速降价, 环节盈利继续承压较重

电机电控下游对应新能源汽车, 其需求伴随新能源汽车同步增长。但是, 持续的降价压力也是影响电机电控环节营收和利润的一大重要因素。

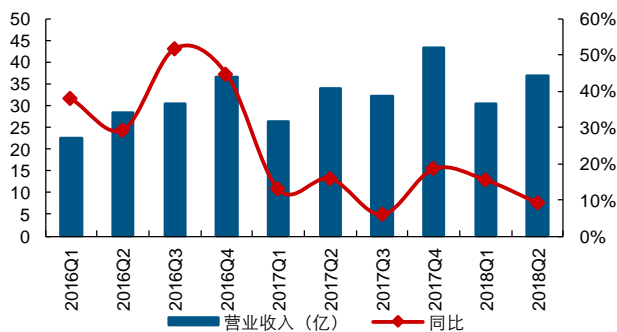
今年上半年新能源车补贴政策发生重大变化, 2月12日至6月11日为补贴调整过渡期, 期间新能源乘用车和客车补贴为原来的 0.7 倍, 纯电动专用车补贴为原来的 0.4 倍, 补

贴的快速下降，致使产业链降价压力快速向上游传导，上半年电机电控价格较去年末下降约 10%-15%。

营收方面，虽然产品单价存在较大幅度的下降，但是今年 1-6 月国内新能源车产量达到 37.6 万辆，同比增长 104%，由此拉动电机电控环节整体营收继续呈现增长态势。2018 年上半年环节营收同比增长 11.9%，二季度营收同比增长 9.1%，二季度营收增速放缓的原因主要是二季度新能源车产量同比增速不及一季度。

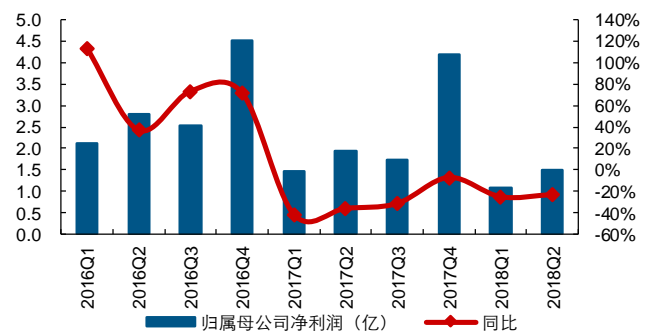
盈利能力方面，由于电机电控环节整体对上下游的议价能力较弱，在价格快速下降和原材料价格坚挺的背景下，较难实现压力传导，毛利率出现下滑，2018 年上半年环节毛利率同比下滑 2.1 个百分点（合康新能虽然毛利率同比上升，但其新能源车电机电控业务毛利率为负），期间费用率改善 0.3 个百分点，最终环节归属母公司股东净利润同比下降 24.0%，其中正海磁材净利润大幅增加主要源于其钕铁硼业务，其收购的上海大都上半年净利润-0.3 亿元，较去年同期仅减亏约 200 万元。

图 115：电机电控环节分季度营业收入变化（亿元）



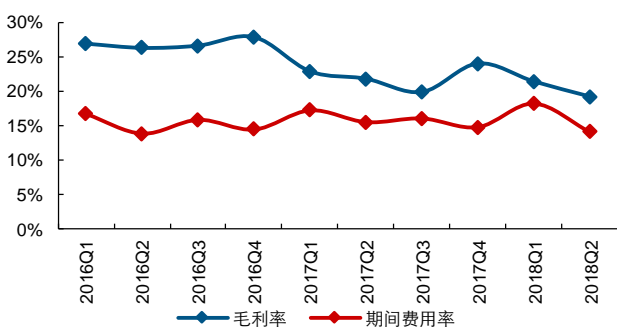
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 116：电机电控环节分季度归属母公司股东净利润变化（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 117：电机电控环节分季度毛利率及费用率变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 33：电机电控环节重点公司营业收入增长情况（亿元）

单位：亿元	2017H1	2018H1	同比增速	2017Q2	2018Q2	同比增速
方正电机	5.44	5.95	9.52%	2.92	2.70	-7.67%
大洋电机	39.66	42.32	6.71%	21.97	22.89	4.16%
合康新能	6.09	6.53	7.26%	3.79	3.81	0.60%
蓝海华腾	2.94	1.77	-39.81%	1.60	1.22	-23.75%

正海磁材	4.03	7.91	96.01%	2.52	4.83	91.66%
英搏尔	2.17	3.02	38.98%	1.07	1.51	41.20%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 34: 电机电控环节主要公司毛利率变化

公司	2017H1	2018H1	同比增减	2017Q2	2018Q2	同比增减
方正电机	23.73%	20.37%	-3.36 pct	25.15%	21.57%	-3.58 pct
大洋电机	19.61%	17.65%	-1.96 pct	19.88%	16.25%	-3.63 pct
合康新能	25.94%	28.87%	2.92 pct	24.39%	30.46%	6.07 pct
蓝海华腾	40.34%	38.41%	-1.93 pct	35.86%	37.74%	1.89 pct
正海磁材	21.53%	19.79%	-1.74 pct	17.21%	15.97%	-1.24 pct
英搏尔	32.25%	25.89%	-6.36 pct	30.88%	25.19%	-5.69 pct

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 35: 电机电控环节重点公司归属母公司股东净利润增长情况 (亿元)

单位: 亿元	2017H1	2018H1	同比增速	2017Q2	2018Q2	同比增速
方正电机	0.57	0.44	-21.77%	0.35	0.26	-26.18%
大洋电机	1.45	1.11	-23.60%	0.95	0.80	-16.23%
合康新能	0.44	0.16	-63.60%	0.33	0.09	-71.58%
蓝海华腾	0.71	0.12	-82.94%	0.36	0.08	-76.77%
正海磁材	-0.15	0.35	333.46%	-0.20	0.10	148.97%
英搏尔	0.39	0.40	4.77%	0.16	0.17	4.99%

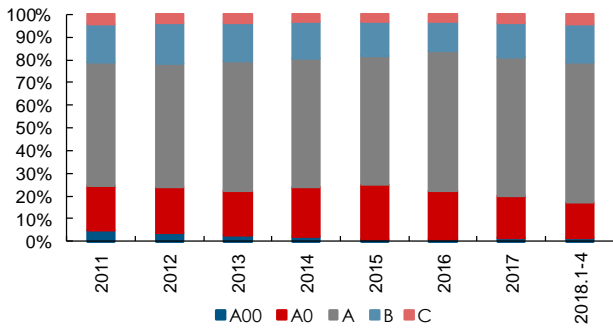
资料来源: Wind, 长江证券研究所

新能源乘用车升级趋势明确, 环节门槛将大幅提升

类比发展已成熟的燃油车市场, 我们可以发现两点 1) 新能源乘用车是未来增长潜力所在, 2018 年 1-6 月新能源车中乘用车占比约 86%; 2) A 级及以上车型将成为新能源乘用车的主流车型, 燃油车中 A 级及以上车型占比 80%, 代表市场真正的消费需求。同时, 由于造车对于资金、技术、产线等要素要求较高, 判断未来新能源车型将由实力较强的车企逐渐占据较大市场份额, 从 2018 年 1-5 月 A 级及以上新能源车销量的品牌分布可以看出这一点。

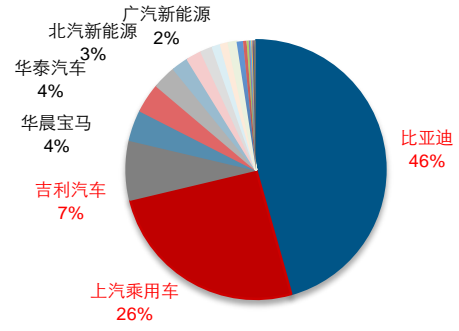
由于车型高端化的发展趋势, 未来电动车电气化产品的产业链进入壁垒会大幅提升, 需要相关企业进行大量的前期研发投入和产线投入以实现产品突破。基于此, 我们在电机电控环节继续看好以汇川技术为代表的, 能够在乘用车领域保持高额研发投入的龙头企业。

图 118: 燃油车市场车型结构占比



资料来源: 乘联会, 长江证券研究所

图 119: 2018 年 1-5 月 A 级及以上新能源车市场格局



资料来源: 乘联会, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼（518048）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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。

本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。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。