

行业研究/深度研究

2018年09月10日

行业评级:

电力设备 II 增持 (维持)
新能源 II 增持 (维持)

黄斌 执业证书编号: S0570517060002
研究员 billhuang@htsc.com

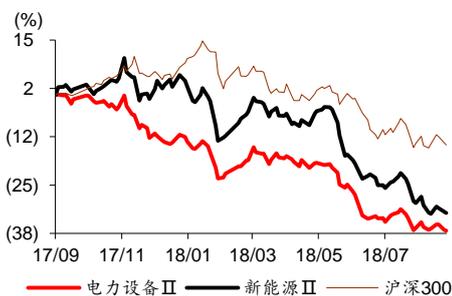
孙纯鹏 执业证书编号: S0570518080007
研究员 sunchunpeng@htsc.com

边文姣
联系人 bianwenjiao@htsc.com

相关研究

- 1 《国轩高科(002074,增持): 中报业绩承压,三元电池待放量》2018.09
- 2 《金风科技(002202,买入): 业绩增长超预期,龙头地位稳固》2018.08
- 3 《天顺风能(002531,买入): 主业平稳增长,静候行业复苏》2018.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

业绩分化, 坚守龙头

电力设备新能源行业 18 年中报总结

中报业绩分化, 维持“增持”评级

上半年新能源车产销量和电池装机量同比大增, 产业链各环节集中度提升, 但是降价导致公司中报盈利受影响。下游整车产量环比提升, 中游排产继续改善, 我们预计后续行业基本面向好。光伏 531 新政对下游需求影响剧烈, 但是该影响在中报尚未充分体现, 我们预计三季报业绩或将承压。风电行业复苏逻辑持续得到验证, 龙头企业中报领先行业复苏, 三季度风电复苏迹象明显, 风电行业有望逐步迎来预期修复。维持对行业的“增持”评级。

电动车: 产业链降价导致中报业绩承压, 我们预计后续行业基本面向好

18H1 锂电中游收入、归母净利润, 销售毛利率分别同比增 29.0%, -14.7%, -4.0%。整车产销量和电池装机量同比大增, 同时行业洗牌下, 龙头市占率提升, 但是产业链各环节受降价影响导致价格和毛利率双降, 整体盈利未有超预期。行业现金流压力加大。我们认为板块基本面向好趋势不变, 短期补贴退坡政策影响市场情绪, 但是补贴政策落地之时即是板块利空出尽之日。当前时点我们仍然建议两条路线布局: 1、行业趋势: 高镍化+软包渗透率提升, 关注当升科技、杉杉股份、新纶科技, 2、全球化供应链, 关注宁德时代、璞泰来、星源材质、新宙邦。

光伏: 中报受新政冲击有限, 三季度业绩或承压

18H1 光伏国内新增装机 24.31GW, 与去年同期增幅基本持平。531 新政后, 严控规模对下游需求影响剧烈, 随后产业链价格大幅调整, 龙头公司毛利率呈现急跌趋势。上半年行业营收、利润维持稳定, 但应收账款、存货水平大幅度提升。我们认为新政对于上市公司业绩负面影响将在三季度得到集中体现。龙头企业加快优势产能扩张的同时, 围绕产业链精细化分工的整合仍将继续。欧洲双反取消、印度双反暂缓执行将带动海外市场逐步恢复, 印度、墨西哥、日本等市场需求快速崛起, 重点推荐硅料、电池片双龙头通威股份。

风电: 周期向上持续得到验证, 龙头企业中报领先行业复苏

1-7 月, 我国新增风电发电装机容量 9.46GW, 同比增长近 23%, 风电行业复苏逻辑持续得到验证; 弃风率下降、利用小时数提升带来风电场运营效益明显提升, 外部环境改善注入向上动能。上半年风电行业营收同比增长 15.7%, 整机端价格竞争及大宗商品涨价带来行业归母净利润小幅下降。龙头企业中报领先行业复苏, 三季度风电复苏迹象明显, 行业有望逐步迎来预期修复。竞价上网政策推动非技术成本持续下降, 风电场造价有望回归到合理水平, 看好行业集中度提升, 重点推荐龙头企业金风科技、天顺风能。

风险提示: 新能源车产销量增长低于预期, 产业链盈利增长低于预期; 光伏装机增速低于预期, 行业竞争激烈程度超过预期; 风电装机不达预期、弃风限电改善不达预期。

正文目录

锂电产业链公司中报业绩承压，我们预计板块后续基本面向好	3
降价影响盈利，龙头表现强者恒强	3
营运能力分化，行业整体现金流压力加大	8
产业基本面向好，继续建议两条主线布局	9
光伏中报受新政冲击有限，三季度业绩或承压	10
行业仍呈现较好的盈利能力	11
行业净利率有所降低，三季度仍将延续下滑趋势	12
规模扩张带动费用率略有提升	13
行业应收账款、存货水平大幅度提升	14
风电周期向上持续验证，龙头企业中报领先行业复苏	15
制造端价格竞争及大宗商品涨价带来行业归母净利润小幅下降	16
行业平均销售毛利率、净利率略有下降	17
费用率下滑，成本管控加速风电平价	17
行业 ROE 水平略有下降，龙头行业有所提升	18
行业应收账款、存货水平同比提升	18
风险提示	20

锂电产业链公司中报业绩承压，我们预计板块后续基本面向好 降价影响盈利，龙头表现强者恒强

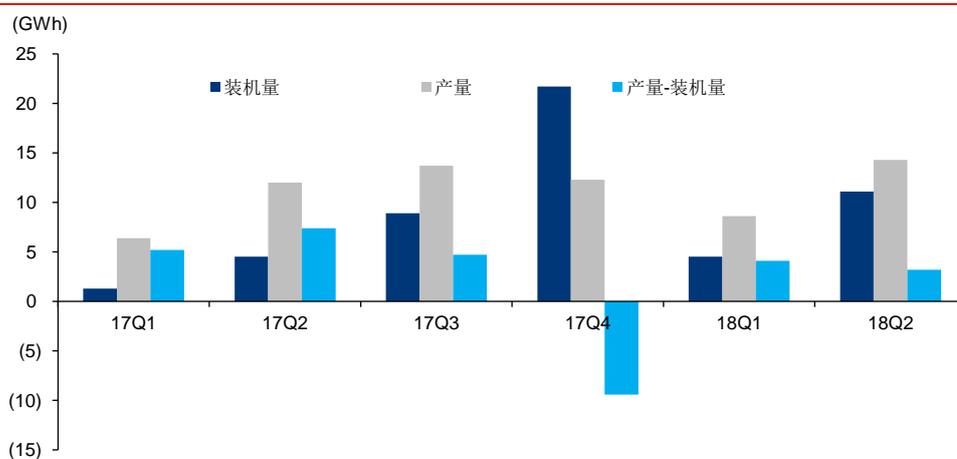
根据中汽协数据，2018H1国内新能源车产量41.1万辆，销量41.0万辆，分别同比增长94%，110%。根据高工产研数据，2018H1国内动力电池产量22.9GWh，同比增长24%，装机量15.54GWh，同比增长168%。过渡期的设置，使得客车和A00级乘用车有抢装动力，上半年新能源车的产销量和电池装机量均出现同比大增。但是，电池产量同比增速远小于装机量同比增速，我们认为核心原因在于：18年过渡期前后电池性能指标新老划断，因此过渡期内电池企业以消化旧电池库存为主，而17年Q1-Q3，电池企业普遍加库存，Q4集中去库存。中游锂电材料需求与电池产量直接相关，因此材料出货量增速一般。同时，锂电材料以及电池均进入洗牌阶段，虽然各环节龙头企业市场份额提升，但是降价通道下，产品价格和毛利率都下降，盈利增速较难超预期。

图表1：新能源车2018年月度产销量

	2017 销量	2018 销量	2017 产量	2018 产量
1月	7216	38470	7328	40569
2月	17593	34420	17974	39239
3月	31120	67778	33015	67932
4月	34361	81904	37306	81217
5月	45300	103000	51447	96000
6月	59000	84000	65000	86000
1-6月合计	194590	409572	212070	410957
1-6月合计同比		110%		94%

资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表2：动力电池产量、装机量情况



资料来源：高工产研，华泰证券研究所

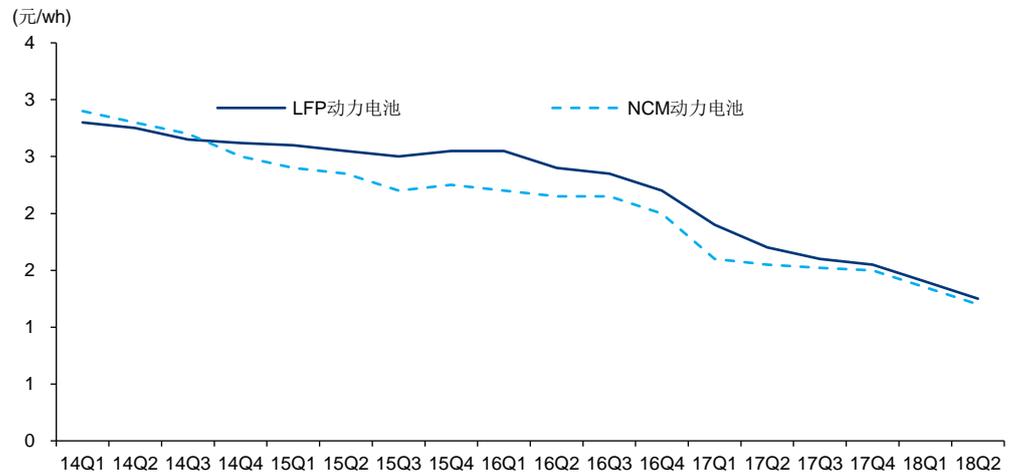
动力电池：根据真锂研究数据，2018H1动力电池行业集中度进一步提升，从装机量数据看，宁德时代、比亚迪合计约9.88GWh，占整体的63.74%，同比增12pct。CATL装机量6.58GWh，市占率42.24%，而17年全年市占率为29.41%左右。2018H1实现新能源汽车动力电池装机配套的电池企业共计78家，比2017全年减少近30家。18H1动力电池行业价格同比平均下滑20%-25%。CATL、国轩高科的综合毛利率比预期好，仍然维持32%以上，显示龙头企业较强的成本控制能力，控成本方式包括：技术提升、规模效应、原材料供应链管理等。样本电池企业收入同比均实现正增长，但是归母净利润只有国轩高科、鹏辉能源、澳洋顺昌实现增长，而成飞集成亏损5000多万，盈利分化加剧。

图表3：各家企业动力电池装机量以及对应份额

2017年1-12月总计			2018年1-6月		
企业	装机量 (MWh)	份额	企业	装机量(MWh)	份额
CATL	9865.9	29.41%	CATL	6582.21	42.24%
比亚迪	5406.8	16.12%	比亚迪	3350.20	21.50%
沃特玛	2011.4	6.00%	国轩高科	992.23	6.37%
国轩高科	1925.2	5.74%	孚能科技	753.56	4.84%
比克	1454.3	4.33%	亿纬锂能	547.82	3.52%
孚能科技	1057.8	3.15%	比克	413.88	2.66%
天津力神	929.6	2.77%	力神	343.94	2.21%
北京国能	655.4	1.95%	万向	260.71	1.67%
亿纬锂能	633.4	1.89%	北京国能	252.45	1.62%
苏州星恒	558.7	1.67%	江苏智航	166.07	1.07%
浙江天能	556.0	1.66%	福斯特	160.23	1.03%
江苏智航	534.5	1.59%	微宏动力	144.59	0.93%
珠海银隆	508.3	1.52%	广东天劲	124.39	0.80%
福斯特	479.0	1.43%	苏州星恒	119.48	0.77%
万向	397.5	1.18%	珠海银隆	113.04	0.73%
中航锂电	392.3	1.17%	东莞振华	109.32	0.70%
微宏动力	391.9	1.17%	哈光宇	99.61	0.64%
德朗能	377.7	1.13%	芜湖天戈	92.01	0.59%
广东天劲	366.9	1.09%	卡耐	81.82	0.53%
盟固利	356.1	1.06%	中航锂电	77.49	0.50%
其他	4689.3	13.98%	其他	796.99	5.11%
合计	33548.0	100.00%	合计	15582.04	100.00%

资料来源：真锂研究，华泰证券研究所

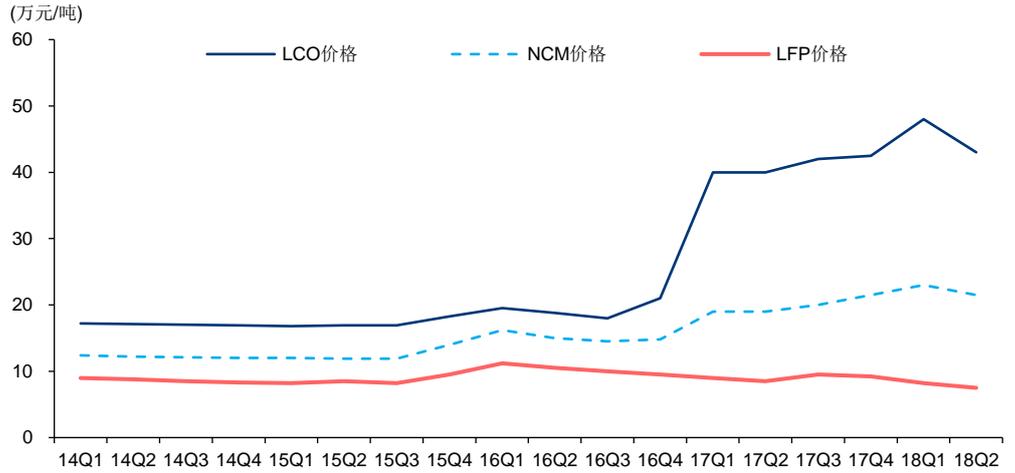
图表4：国内动力电池价格走势



资料来源：高工产研，华泰证券研究所

三元正极材料:根据高工产研数据,18H1三元材料实现产量5.64万吨,同比增加56.70%,18H1行业整体集中度略有提升,CR3为35.21%,同比增2.2pct。行业收入同比增长26%,归母净利润同比增20%。综合毛利率均值为19.20%,同比下滑2.25pct。综合毛利率下滑的原因在于:18Q1原材料钴涨价未能向下游完全传导,且年初钴涨价时,正极材料企业的原材料库存收益不如去年同期多。

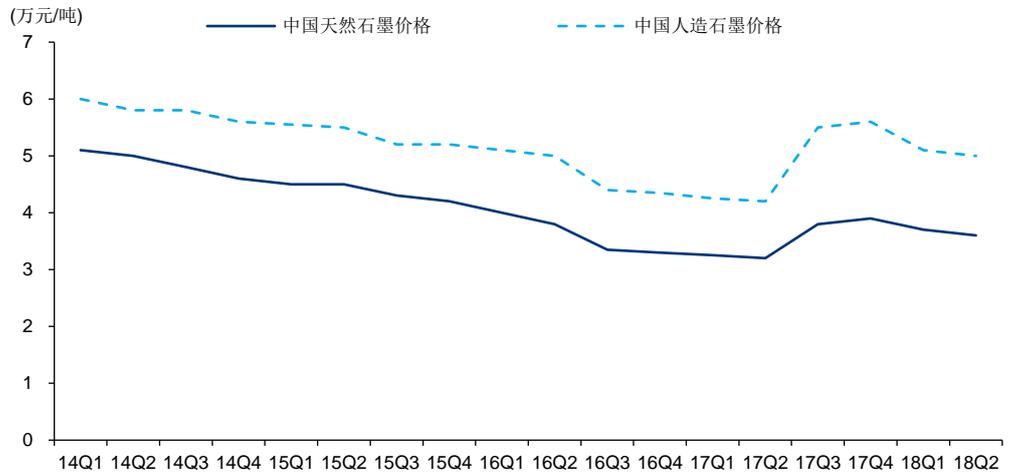
图表5：国内正极材料价格走势



资料来源：高工产研，华泰证券研究所

负极材料：根据高工产研数据，18H1 负极材料实现产量 8.19 万吨，同比增长 23.67%。其中人造石墨和天然石墨分别生产 5.45 万吨，2.13 万吨，分别占比 67%以及 26%。人造石墨集中度提升，18H1 的 CR3 为 64.05%，同比增加 4.84pct，天然石墨集中度略有下降，CR3 为 77.07%，同比下滑 1.09pct。在原材料涨价以及石墨成本涨价的情况下，18H1 负极材料行业均价同比提升，但是成本端上涨没能充分传导到价格端，因此龙头璞泰来 18H1 收入和归母净利润增速分别高达 44%，31%，综合毛利率 35.52%，同比下滑 1.54pct。

图表6：国内负极材料价格走势



资料来源：高工产研，华泰证券研究所

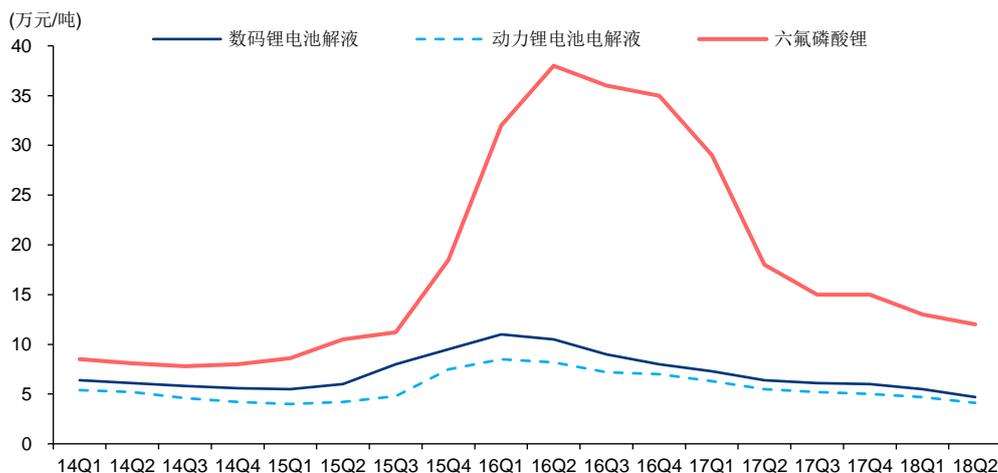
电解液：根据高工产研数据，18H1 国内电解液产量 5.90 万吨，同比增 36.77%，其中动力电解液 3.43 万吨，同比增 58.77%。18H1 上半年国内电解液 CR3 为 60.80%，同比提升 10.6pct，龙头天赐材料（包含东莞凯欣）市占率为 30%，同比提升 5.9pct。18H1 电解液继续跟随六氟磷酸锂降价（以下简称 6F），其中 6F 同比降价 33%-55%，电解液同比降价 24%-27%。天赐材料综合毛利率 22.82%，同比下滑 13.32pct。新宙邦一方面因为外购 6F，业绩受 6F 降价影响相对较小，另一方面海外客户和消费类客户占比相对较高，因而毛利率下滑相对较少，综合毛利率同比下滑 3.6pct。

图表7：国内电解液产量情况

产量(吨)	17H1	18H1	同比
数码电解液	19,560	21,400	9.41%
动力电解液	21,610	34,310	58.77%
储能电解液	1,990	3,320	66.83%
总量	43,160	59,030	36.77%

资料来源：高工产研，华泰证券研究所

图表8：国内电解液以及六氟磷酸锂价格走势



资料来源：高工产研，华泰证券研究所

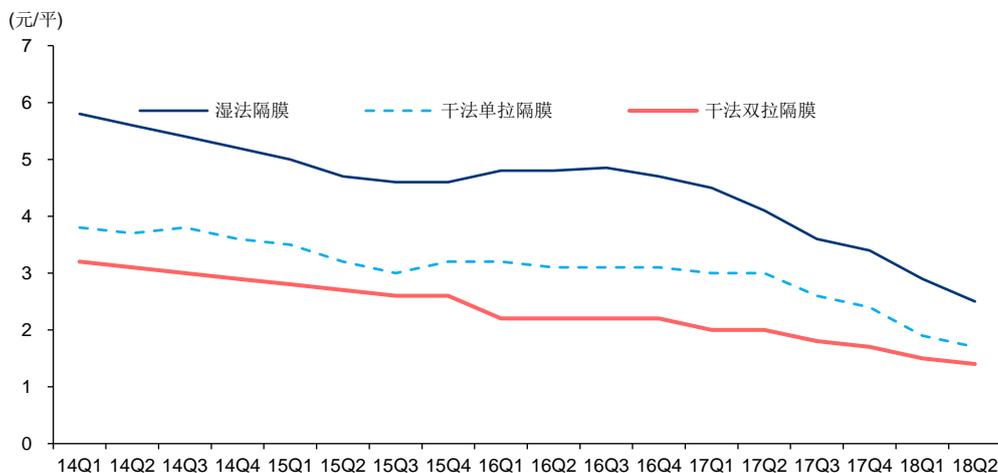
隔膜：根据高工产研数据，18H1 隔膜产量为 7.25 亿平，同比增 20.19%，其中干法隔膜产量为 2.98 亿平，占比 41.1%，同比增 10.37%，湿法隔膜产量为 4.27 亿平，占比 58.9%，同比增 28.19%。行业集中度明显提升，干法隔膜 CR3 达到 57.55%，同比增 13.48pct，湿法隔膜 CR3 达到 80.90%，同比提升 19.37pct。湿法隔膜由于今年产能释放出来，导致产能过剩，产品平均降价 36%-39%。干法隔膜本身产能过剩，且逐步被湿法代替，干法单拉隔膜平均降价 36%-43%，干法双拉隔膜平均降价 25%-30%。隔膜行业收入同比下滑 4%，归母净利润同比提升 2%。综合毛利率同比下滑 5.25pct，但是不同公司盈利能力出现分化：以海外客户为主，定位高端客户的星源材质毛利率同比提升 0.38pct，而国内传统干法隔膜厂沧州明珠毛利率同比下滑 10.88pct。

图表9：国内隔膜产量情况

产量 (万平)	17H1	18H1	同比
干法隔膜	27,000	29,800	10.37%
湿法隔膜	33,320	42,700	28.15%
隔膜总量	60,320	72,500	20.19%

资料来源：高工产研，华泰证券研究所

图表10：国内干湿法隔膜价格走势



资料来源：高工产研，华泰证券研究所

图表11: 锂电企业收入及其增速 (单位: 亿元)

所在环节	证券简称	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	同比增速
正极材料	当升科技	2.98	3.41	5.53	8.35	16.30	95.22%
	杉杉股份	18.72	18.71	21.54	38.52	42.88	11.31%
负极材料	璞泰来	NA	NA	6.49	9.55	13.78	44.34%
电解液	天赐材料	3.15	3.68	8.01	9.35	9.42	0.71%
	多氟多	8.84	9.85	12.73	15.31	16.96	10.78%
	新宙邦	3.62	3.95	6.84	7.88	9.86	25.10%
隔膜	星源材质	NA	NA	2.54	2.47	3.18	28.77%
	沧州明珠	9.66	9.73	12.16	16.35	14.96	-8.52%
电池	宁德时代	NA	NA	47.86	62.95	93.60	48.69%
	国轩高科	3.84	8.92	23.99	23.97	26.07	8.76%
	成飞集成	2.70	6.35	8.09	5.72	8.50	48.70%
	澳洋顺昌	7.14	7.49	6.99	14.89	19.67	32.16%
	亿纬锂能	5.03	6.34	8.21	13.44	18.84	40.15%
	鹏辉能源	3.03	3.44	4.79	7.95	9.62	20.95%
	其他辅材	科达利	2.99	NA	6.42	7.46	8.00
	新纶科技	7.02	5.57	5.74	9.03	15.02	66.26%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 锂电企业归母净利润及其增速 (单位: 亿元)

所在环节	证券代码	证券简称	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	同比增速
正极材料	300073.SZ	当升科技	0.02	0.01	0.37	1.45	1.13	-22.16%
	600884.SH	杉杉股份	1.19	6.11	2.09	3.39	4.66	37.33%
负极材料	603659.SH	璞泰来	NA	NA	1.04	1.96	2.57	31.29%
电解液	002709.SZ	天赐材料	0.29	0.29	1.93	1.77	4.46	152.29%
	002407.SZ	多氟多	-0.10	0.10	2.50	1.51	1.31	-13.26%
	300037.SZ	新宙邦	0.67	0.41	1.25	1.27	1.21	-4.93%
隔膜	300568.SZ	星源材质	NA	NA	0.93	0.71	1.53	115.54%
	002108.SZ	沧州明珠	0.74	0.90	2.57	2.85	1.23	-56.70%
电池	300750.SZ	宁德时代	NA	NA	9.96	18.57	9.11	-50.94%
	002074.SZ	国轩高科	0.21	2.21	5.34	4.45	4.66	4.57%
	002190.SZ	成飞集成	-0.02	0.26	0.51	0.03	-0.53	-1992.13%
	002245.SZ	澳洋顺昌	0.68	1.32	0.89	1.48	1.64	10.42%
	300014.SZ	亿纬锂能	0.52	0.62	0.89	2.33	1.59	-31.72%
	300438.SZ	鹏辉能源	0.24	0.31	0.44	0.96	1.56	61.78%
	其他辅材	002850.SZ	科达利	0.33	NA	0.94	0.95	0.22
	002341.SZ	新纶科技	0.70	0.23	0.42	0.74	1.56	111.61%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 锂电企业综合毛利率 (单位: %)

所在环节	证券简称	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	同比变化 (pct)
正极材料	当升科技	4.39	3.48	14.87	17.70	13.95	(3.76)
	杉杉股份	22.42	21.44	28.81	25.20	24.45	(0.75)
负极材料	璞泰来	NA	NA	30.40	37.05	35.52	(1.54)
电解液	天赐材料	29.34	30.33	42.32	36.13	22.82	(13.32)
	多氟多	13.05	16.26	43.02	25.03	28.95	3.92
	新宙邦	37.48	31.66	42.72	37.18	33.57	(3.60)
隔膜	星源材质	NA	NA	62.29	53.13	53.51	0.38
	沧州明珠	19.33	22.82	35.34	29.49	18.61	(10.88)
电池	宁德时代	NA	NA	NA	37.49	31.28	(6.21)
	国轩高科	27.66	47.06	47.68	36.79	33.71	(3.08)
	成飞集成	19.60	22.78	26.58	22.53	6.83	(15.70)
	澳洋顺昌	22.67	22.26	22.20	23.23	21.55	(1.68)
	亿纬锂能	26.39	30.01	30.82	29.53	25.61	(3.92)
	鹏辉能源	23.65	24.08	23.52	25.94	23.75	(2.19)
	其他辅材	科达利	26.73	NA	30.49	27.33	15.58
	新纶科技	33.19	30.92	32.22	26.15	27.46	1.31

资料来源: Wind, 华泰证券研究

营运能力分化，行业整体现金流压力加大

各细分环节中，仅有部分公司存货周转率同比提升，大部分公司存货周转率同比下滑。值得注意的是，当升科技存货周转率显著提升，我们认为主要原因在于今年正极材料原材料锂钴资源品价格处于下行通道，公司一方面缩短采购周期，另一方面出于风险考虑原材料备货不多。但是杉杉同样是正极材料龙头，其存货周转率下滑，其原因在于：公司年初有备较多原材料库存，Q1末原材料库存量仍有3个月左右，Q2公司才逐步降低库存。

图表14：锂电企业存货周转率

所在环节	证券简称	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	同比变化
正极材料	当升科技	1.61	1.95	1.90	2.16	5.05	2.89
	杉杉股份	1.56	1.93	1.67	1.91	1.23	-0.69
负极材料	璞泰来	NA	NA	1.19	0.79	0.67	-0.11
电解液	天赐材料	2.41	2.17	3.27	2.68	1.80	-0.89
	多氟多	2.45	2.56	1.39	1.72	1.23	-0.48
	新宙邦	2.06	1.66	2.00	1.94	2.24	0.31
隔膜	星源材质	NA	NA	3.01	2.68	2.16	-0.52
	沧州明珠	3.29	3.14	2.90	3.49	2.96	-0.54
电池	宁德时代	NA	NA	NA	1.48	1.54	0.06
	国轩高科	1.57	1.86	2.25	1.98	1.10	-0.88
	成飞集成	0.45	0.84	0.88	0.54	0.92	0.38
	澳洋顺昌	2.62	2.65	1.82	2.14	1.86	-0.28
	亿纬锂能	1.61	1.94	1.82	1.53	1.38	-0.14
	鹏辉能源	1.39	1.40	1.33	1.43	1.06	-0.37
	其他辅材	科达利	2.01	NA	3.47	2.91	2.21
	新纶科技	1.71	1.40	1.50	1.77	1.98	0.22

资料来源：Wind，华泰证券研究所

应收账款周转率同比明显上升的仅有当升科技、宁德时代、新纶科技，其余公司应收账款周转率均出现同比下滑。经营性净现金流/收入有显著提升的包括当升科技、新宙邦、星源材质、宁德时代、科达利，显著降低的有天赐材料、国轩高科、杉杉股份、多氟多。中报财务数据跟我们此前草根调研的认知一致：行业应收账款增加，各环节资金压力加大。行业现金流紧张一方面由于最下游整车企业的补贴资金申请周期拉长，另一方面社会整体融资收紧。目前上下游企业谈判时会在价格、账期等关键变量之间做权衡，且越来越多企业对现金流和账期重视。我们认为公司应收账款周转率提升或者经营性净现金流/收入这一指标提升，可能是公司稳健的经营策略所致，也可能是公司本身产业地位强势，比如宁德时代是国内竞争力最强的动力电池龙头，上下游谈判时均具备较强话语权。

图表15：锂电企业经营性净现金流/收入（单位：%）

所在环节	证券简称	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	同比变化 (pct)
正极材料	当升科技	-4.43	4.67	-9.69	-10.76	8.95	19.71
	杉杉股份	-14.04	-5.15	-24.30	-6.81	-12.30	-5.49
负极材料	璞泰来	NA	NA	17.99	-1.23	-5.39	-4.16
电解液	天赐材料	2.92	7.97	8.11	-0.99	-29.04	-28.05
	多氟多	1.25	1.47	-10.82	3.16	-9.35	-12.51
	新宙邦	30.02	7.83	12.36	6.41	16.53	10.12
隔膜	星源材质	NA	NA	36.97	19.45	52.59	33.14
	沧州明珠	7.03	7.48	10.05	3.54	-1.52	-5.05
电池	宁德时代	NA	NA	NA	-9.84	11.31	21.15
	国轩高科	-11.14	-3.37	5.09	9.29	-5.32	-14.61
	成飞集成	4.84	-8.42	-2.76	-13.90	-27.81	-13.91
	澳洋顺昌	26.59	20.38	13.95	-3.70	1.22	4.92
	亿纬锂能	-11.38	1.54	-8.84	-5.56	1.17	6.72
	鹏辉能源	-1.63	-2.86	-13.95	-9.27	-11.75	-2.48
	其他辅材	科达利	-6.43	NA	21.91	-14.50	11.51
	新纶科技	7.93	11.99	-3.73	-1.19	-0.34	0.85

资料来源：Wind，华泰证券研究所

产业基本面向好，继续建议两条主线布局

我们预计新能源车产销量逐月递增，全年产销量100-110万辆。根据工信部数据，7月新能源车合格证数为7.83万辆，同比增28%，环比增18%。8月合格证数9.6万，同比增39%，环比增22%。1-8月国内新能源车合格证累计数量为55.4万，同比增79%。我们预计9-12月新能源车的产量将呈现逐月递增的态势：乘用车方面，升级改造后的A00级车以及A0级以上的新车型产能爬坡逐步完成，将接力以往的主力A00级车型实现放量；由于预期明年补贴退坡，客车和专用车预计在Q4仍有抢装，因此Q4仍然是新能源车的产销高峰。我们预计新能源车全年产销量在100-110万辆。

我们预计9-11月是锂电中游的排产高峰。根据我们草根调研数据以及化学与物理电源协会报道，龙头电池厂CATL、比亚迪目前已经接近满产，二线电池厂如国轩高科、亿纬锂能、鹏辉能源等Q3排产逐步提升。今年产业链各环节由于现金流紧张，很少主动备库，而是按照订单生产。考虑四季度是整车的产销高峰，我们预计9-11月也是电池产业链的排产高峰。

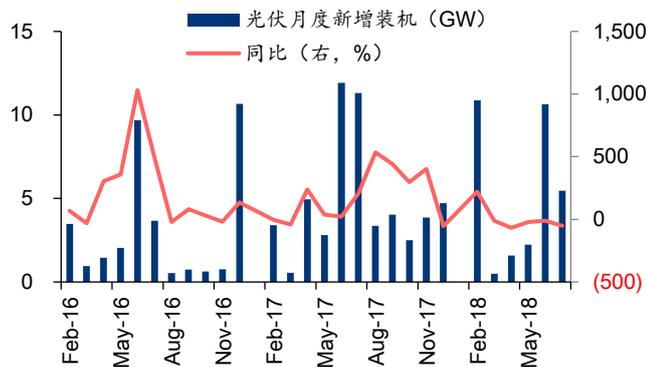
产业基本面向好，两条主线布局。下游整车产量环比提升，中游排产继续改善，海外MB钴报价止跌反弹，板块基本面向好趋势不变。短期影响板块情绪的是明年补贴退坡政策，但是我们认为补贴政策落地之时即是今年板块利空出尽之日。我们仍然建议两条路线布局：1、行业趋势：高镍化+软包渗透率提升，关注当升科技、杉杉股份、新纶科技，2、全球化供应链，关注宁德时代、璞泰来、星源材质、新宙邦。

光伏中报受新政冲击有限，三季度业绩或承压

2018年上半年，我国光伏发电新增装机 24.31GW，与去年同期增幅基本持平；其中，光伏电站 12.06GW，同比减少 30%；分布式光伏 12.24GW，同比增长 72%。

2018H1 光伏行业营业收入受 531 光伏新政冲击尚不明显，行业内企业实现营业收入 825.63 亿元，同比增长 6.16%；2018Q2 光伏行业内企业实现营业收入 492.90 亿元，同比增长 0.22%。

图表16： 2016年至今光伏月度新增装机（单位：GW）



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表17： 光伏行业 2018H1 实现营收 825.63 亿元



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

行业头部效应日趋明显，光伏新政的出台将加速落后产能出清。全球单晶硅片龙头隆基股份上半年实现营收 100.02 亿元，同比增长 59.36%，远超行业平均增速。

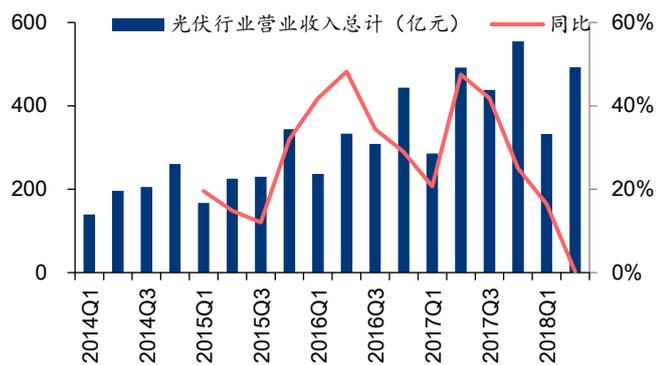
图表18： 2018H1 光伏行业各企业营收及增速(单位：亿元)

证券简称	2013	2014	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	yoy
太阳能	46.35	47.49	36.30	43.33	23.10	52.05	19.90	-13.85%
阳光电源	21.20	30.62	45.69	60.04	35.41	88.86	38.95	10.00%
清源股份	4.54	5.24	5.97	7.03	3.70	7.83	3.41	-7.69%
东方日升	21.64	29.52	52.59	70.17	57.78	114.52	47.47	-17.85%
向日葵	11.23	16.44	18.24	16.03	7.33	15.30	3.81	-48.07%
中利集团	80.75	92.46	121.40	112.92	85.43	194.15	73.79	-13.63%
晶盛机电	1.75	2.45	5.92	10.91	8.09	19.49	12.44	53.79%
拓日新能	10.64	5.46	7.28	11.42	8.29	15.15	4.84	-41.59%
通威股份	151.90	154.09	140.79	208.84	111.02	260.89	124.61	12.24%
中环股份	37.26	47.68	50.38	67.83	42.17	96.44	64.61	53.24%
爱康科技	19.31	30.03	32.16	39.05	21.75	48.56	24.92	14.55%
亚玛顿	7.02	8.63	10.92	13.96	8.34	16.12	9.55	14.55%
协鑫集成	5.84	26.99	62.84	120.27	63.84	144.47	60.83	-4.71%
隆基股份	22.80	36.80	59.47	115.31	62.76	163.62	100.02	59.36%
中来股份	3.45	4.76	7.34	13.88	15.71	32.43	12.12	-22.90%
福斯特	19.57	23.86	33.33	39.52	22.56	45.85	21.89	-2.97%
正泰电器	119.57	127.67	120.26	201.65	99.05	234.17	119.02	20.16%
林洋能源	19.91	22.06	27.25	31.15	15.61	35.88	16.13	3.37%
东旭蓝天	8.15	10.37	16.66	37.74	32.17	81.31	35.68	10.92%
*ST 海润	47.59	49.58	60.89	45.19	17.24	32.56	5.82	-66.25%
芯能科技	3.79	8.69	16.03	11.49	4.42	9.36	2.40	-45.66%
科士达	11.72	13.88	15.26	17.50	10.75	27.30	11.59	7.86%
珈伟股份	6.41	6.80	19.02	27.94	21.17	34.37	11.82	-44.15%

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

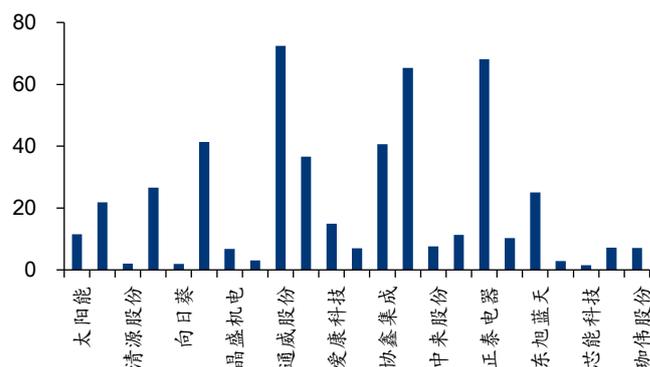
2018Q2 受去年同期高基数影响，行业总营收同比基本持平。龙头公司通威股份、隆基股份、正泰电气在行业收缩周期呈现出优于行业的发展惯性。以隆基股份为例，虽然经历年初至今 9 次调价，单晶路线性价比进一步凸显，产品市占率持续提升，我们预计上半年单晶占比超过 45%。

图表19: 2014Q1至今光伏行业按季度营收及增速情况汇总



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 光伏行业各企业 2018Q2 营收情况 (单位: 亿元)

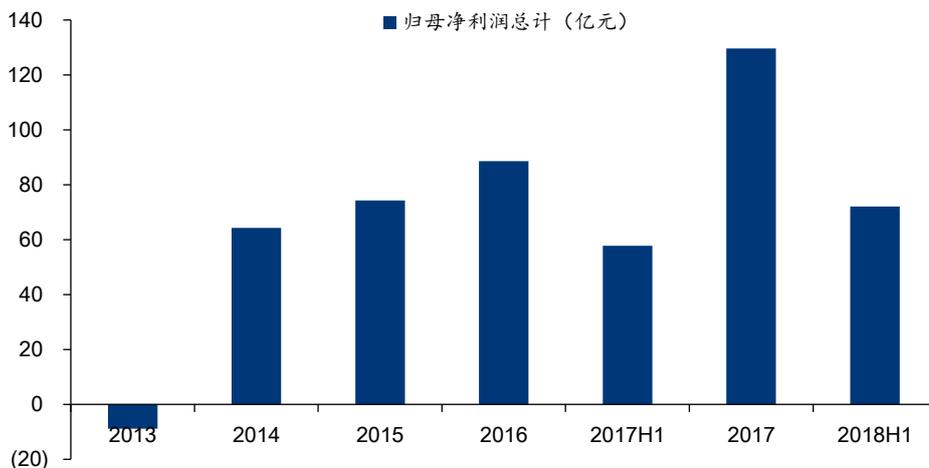


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

行业仍呈现较好的盈利能力

2018H1 光伏企业仍呈现出较好的盈利能力, 归母净利润合计 72.05 亿元, 同比上升 24.72%。2018Q2 光伏企业的归母净利润合计 39.38 亿元, 同比下降 10.82%。531 新政后, 严控规模对下游需求影响剧烈, 产业链价格大幅调整, 龙头公司毛利率呈现急跌趋势。为三季度产业链盈利能力带来较大的不确定性。

图表21: 光伏行业 2018H1 实现归母净利润 72.05 亿元



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 2018H1 光伏行业各企业归母净利润情况 (单位: 亿元)

证券简称	2013	2014	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	同比
太阳能	0.33	0.04	4.73	6.53	3.93	8.05	4.41	12.24%
阳光电源	1.81	2.83	4.25	5.54	3.69	10.24	3.83	3.75%
清源股份	0.40	0.44	0.66	0.58	0.24	0.49	0.09	-64.11%
东方日升	0.76	0.67	3.22	6.89	2.73	6.50	1.23	-55.16%
向日葵	0.41	0.37	0.88	0.31	0.10	0.24	-1.94	-2068.46%
中利集团	1.73	2.86	4.15	0.74	0.38	3.06	0.49	28.36%
晶盛机电	0.43	0.66	1.05	2.04	1.42	3.87	2.85	101.20%
拓日新能	0.13	-0.05	0.31	1.29	0.87	1.63	0.53	-38.96%
通威股份	3.06	3.29	3.31	10.25	7.92	20.12	9.19	16.14%
中环股份	0.72	1.32	2.02	4.02	2.74	5.85	3.00	9.49%
爱康科技	0.08	0.92	1.11	1.47	0.51	1.13	0.69	35.66%
亚玛顿	0.62	0.38	0.55	0.17	0.08	-0.23	0.19	148.26%
协鑫集成	-6.06	26.94	6.39	-0.27	0.24	0.24	0.26	6.53%
隆基股份	0.71	2.94	5.20	15.47	12.36	35.65	13.07	5.73%
中来股份	0.98	1.17	1.08	1.65	1.54	2.59	0.66	-56.87%
福斯特	5.96	4.32	6.47	8.48	2.50	5.85	2.25	-10.04%
正泰电器	15.42	18.33	17.43	21.85	12.56	28.40	17.83	41.87%
林洋能源	3.72	4.10	4.95	4.74	3.37	6.86	3.97	17.79%
东旭蓝天	1.03	0.53	0.62	1.75	1.52	5.44	13.17	769.56%
*ST海润	-2.03	-9.48	0.96	-1.79	-5.02	-4.36	-5.97	19.11%
芯能科技	-0.50	0.13	1.20	0.78	0.35	1.16	0.53	53.83%
科士达	1.27	1.53	2.33	2.96	1.49	3.71	1.54	3.44%
珈伟股份	0.20	0.08	1.37	3.14	2.26	3.15	0.18	-91.85%

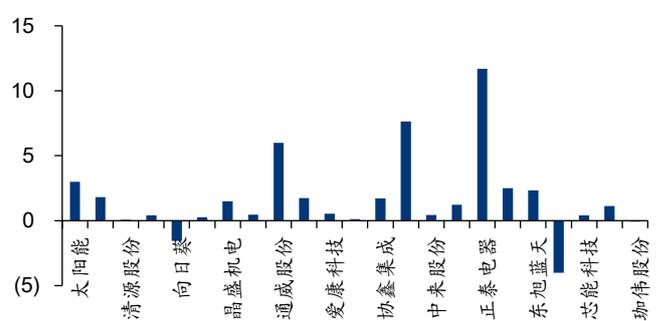
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 2014Q1 至今光伏行业归母净利润及增速情况汇总



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表24: 光伏行业各企业 2018Q2 归母净利润情况 (单位: 亿元)



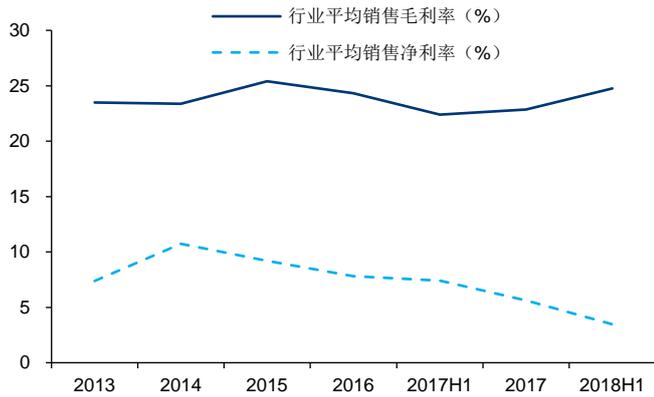
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

行业净利率有所降低, 三季度仍将延续下滑趋势

2018H1 光伏行业平均销售毛利率为 24.76%, 同比上升 2.37pct; 平均销售净利率 3.47%, 同比下降 3.95pct。其中太阳能的主营业务以电站运营为主, 销售毛利率最高, 达到 49.21%; 东旭蓝天的销售净利率最高为 36.91%。

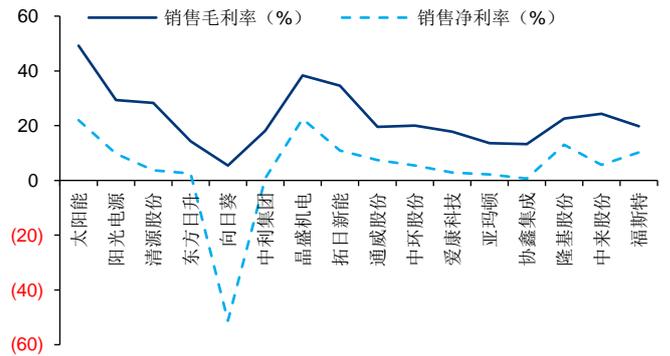
2018Q2 平均销售净利率 0.12%, 同比下降 8.71pct。产品价格大幅下降速度远高于行业降本增效的速度, 以隆基股份为例, 毛利率从去年同期的 35.11% 下降至 22.62%, 制造端毛利率下滑明显。

图表25： 2013年至今光伏行业平均销售毛利率及平均销售净利率



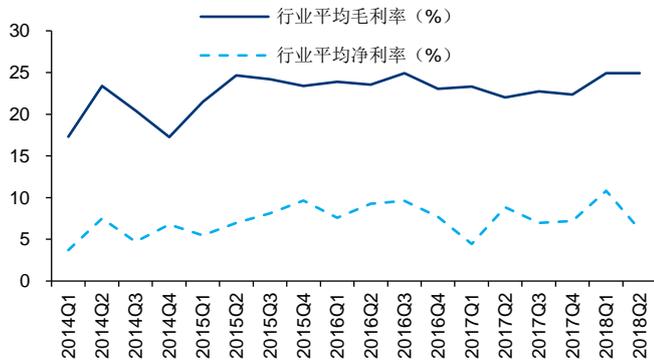
资料来源：Wind,华泰证券研究所

图表26： 光伏行业各企业 2018H1 销售毛利率、销售净利率情况



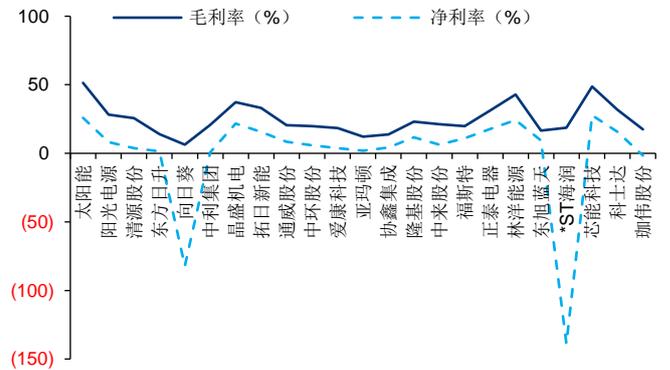
资料来源：Wind,华泰证券研究所

图表27： 2014年至今光伏行业按季度平均毛利率及净利率情况



资料来源：Wind,华泰证券研究所

图表28： 光伏行业各企业 2018Q2 销售毛利率、销售净利率情况

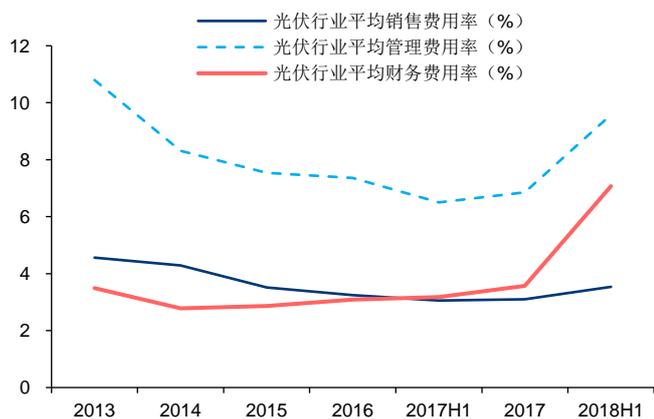


资料来源：Wind,华泰证券研究所

规模扩张带动费用率略有提升

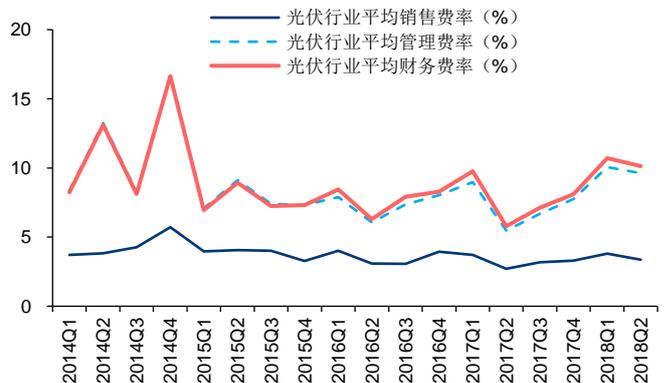
2018H1 行业销售费用率 3.54%，同比上升 0.48pct；2018Q2 销售费用率 3.38%，同比上升 0.67pct。2018H1 行业管理费用率 9.58%，同比上升 3.08pct；2018Q2 管理费用率 9.62%，同比上升 4.15pct。2018H1 行业财务费用率 7.07%，同比上升 3.89pct；2018Q2 财务费用率为 10.13%，同比上升 4.35pct。

图表29： 2013年至今光伏行业平均费用率情况汇总



资料来源：Wind,华泰证券研究所

图表30： 光伏行业按季度费用率情况汇总



资料来源：Wind,华泰证券研究所

行业应收账款、存货水平大幅度提升

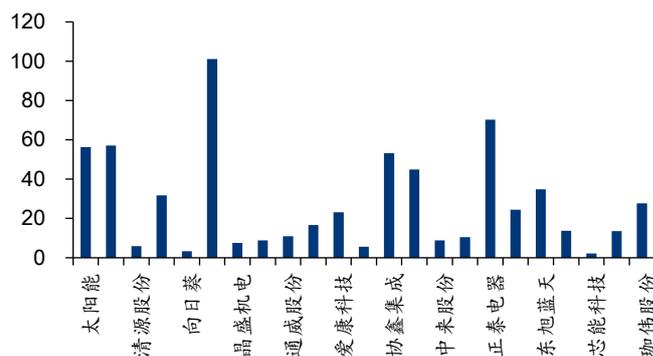
受新政带来的行业需求收缩影响，2018H1 光伏行业应收账款为 632.44 亿元，同比上升 11.48%。在光伏行业中，中利集团的应收账款最高，达到 101.11 亿元；增速方面，清源股份增幅最大，同比增加 61.99%；ST 海润的应收账款下降幅度最大，同比下降 65.26%。2018H1 光伏行业存货为 339.18 亿元，同比上升 11.27%。在光伏行业中，中利集团的存货最高，达到 61.88 亿元；增速方面，隆基股份增幅最大，同比增加 192.70%；ST 海润的存货下降幅度最大，同比下降 93.88%。

图表31： 2014Q1 至今光伏行业应收账款及增速情况汇总



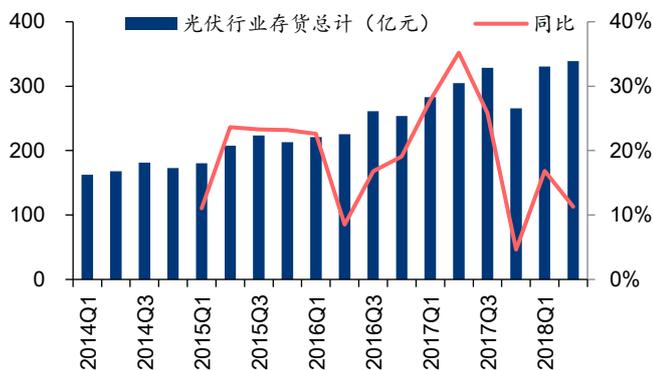
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表32： 光伏行业各企业 2018H1 应收账款情况 (单位: 亿元)



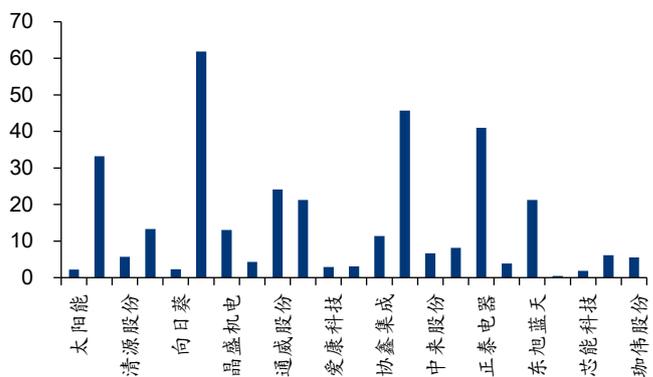
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表33： 2014Q1 至今光伏行业存货及增速情况汇总



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表34： 光伏行业各企业 2018Q2 存货情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

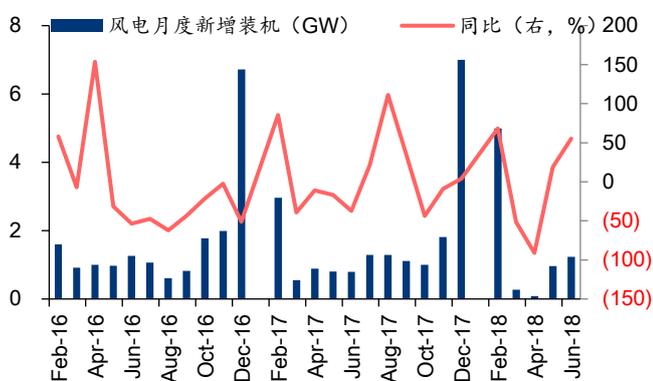
531 光伏新政后，行业进入短暂停摆期，领跑者、光伏扶贫等将带动 2018 下半年需求逐步从悲观预期中走出来。同时，欧洲双反取消、印度双反暂缓执行将带动海外市场逐步恢复，印度、墨西哥、日本等市场需求快速崛起，重点推荐硅料、电池片双龙头通威股份。

风电周期向上持续验证，龙头企业中报领先行业复苏

今年1月份至7月份，我国新增风电发电装机容量9.46GW，同比增长了2.16GW，同比增长近23%；风电设备平均利用小时数1292小时，同比增长174小时。今年上半年全国弃风率降至8.7%，同比下降了4.9个百分点；其中山西、吉林、黑龙江、甘肃等省份弃风率均下降超过10个百分点。弃风率下降、利用小时数提升带来风电场运营效益明显提升，从上半年各龙头公司的业绩表现可见端倪。

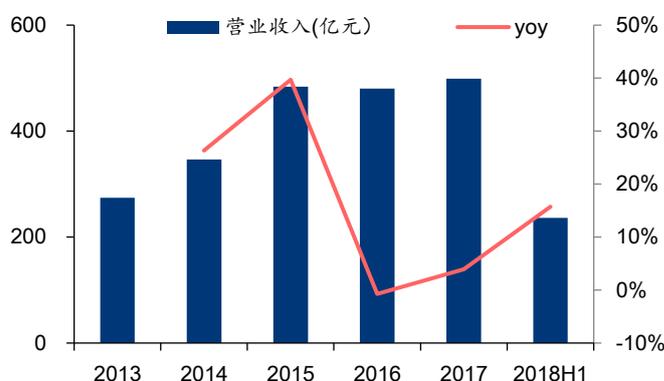
2018H1 风电行业营业收入相比 2017 年同期增长明显，行业内企业实现营业收入 236.33 亿元，同比增长 15.71%。弃风率下降、利用小时数提升带来风电场运营效益明显提升，从上半年各龙头公司的业绩表现可见端倪。其中金风科技营业收入最高，达到 110.30 亿元。2018Q2 行业复苏逻辑持续得到验证，行业内企业实现营业收入 143.83 亿元，同比增长 17.75%，超过上半年平均增速。

图表35： 2016 年至今风电月度新增装机（单位：GW）



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表36： 风电行业 2018H1 实现营收 236.33 亿元



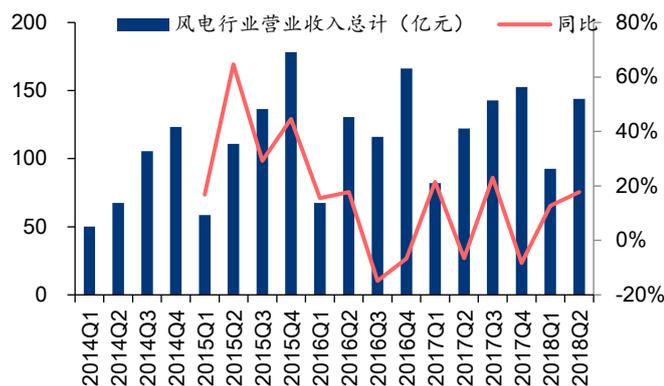
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表37： 2018H1 风电行业各企业营收情况（单位：亿元）

证券简称	2013	2014	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	YoY
北讯集团	6.94	5.90	6.62	9.40	6.89	20.96	19.69	185.92%
ST 锐电	36.62	36.20	13.93	9.45	0.25	1.41	3.09	1157.68%
天马股份	20.32	21.76	20.99	21.58	12.37	25.45	8.48	31.45%
中材科技	34.43	44.24	58.28	89.69	44.79	102.68	47.46	5.97%
大金重工	3.53	3.08	7.96	9.60	3.53	10.21	4.44	26.03%
天奇股份	17.47	17.81	21.75	24.37	10.74	24.58	16.42	52.86%
金风科技	123.08	177.04	300.62	263.96	98.40	251.29	110.30	12.10%
泰胜风能	10.79	14.38	15.97	15.06	7.17	15.90	4.42	38.34%
禾望电气	4.25	7.28	9.52	8.08	4.32	8.78	2.96	31.46%
天顺风能	12.91	14.02	21.49	22.63	12.45	31.70	16.16	29.88%
金雷风电	3.70	4.55	6.61	6.36	3.36	5.96	2.89	-3.83%

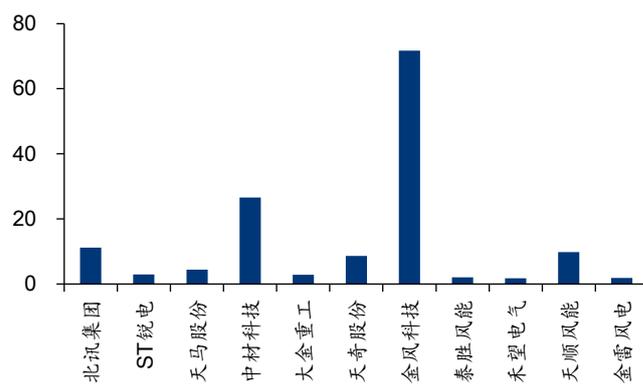
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表38: 2014Q1至今风电行业营收及增速情况汇总



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表39: 风电行业各企业 2018Q2 营收情况 (单位: 亿元)

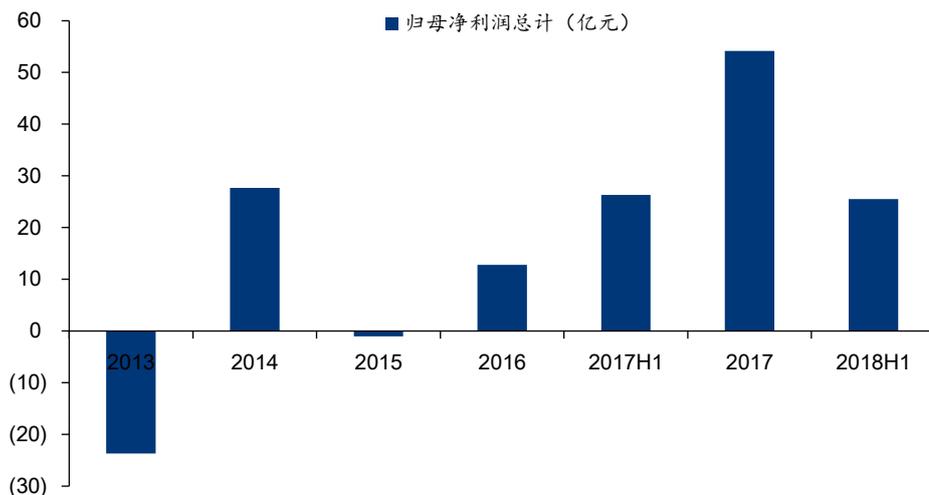


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

制造端价格竞争及大宗商品涨价带来行业归母净利润小幅下降

受整机价格战及大宗商品价格涨价影响, 2018H1 风电企业的归母净利润小幅下滑, 行业合计净利润 25.49 亿元, 同比下降 3.21%。2018Q2 风电企业的归母净利润合计 19.49 亿元, 同比下降 10.46%。其中行业龙头金风科技归母净利润最高, 达到 12.90 亿元。

图表40: 风电行业归母净利润情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表41: 2018H1 风电行业各企业归母净利润情况 (单位: 亿元)

证券简称	2013	2014	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	同比
北讯集团	0.03	-0.82	0.11	-0.48	0.26	2.18	2.61	922.77%
ST 锐电	-34.46	0.81	-44.52	-30.99	4.34	1.15	0.04	-99.07%
天马股份	0.31	0.34	0.47	-2.52	0.35	1.28	-0.99	-379.33%
中材科技	1.08	1.52	3.00	4.01	3.74	7.67	3.84	2.91%
大金重工	0.36	0.47	0.93	0.71	0.10	0.41	0.21	96.80%
天奇股份	0.43	0.96	0.99	1.04	0.52	0.85	1.16	122.27%
金风科技	4.28	18.30	28.49	30.03	11.33	30.55	15.30	35.05%
泰胜风能	0.77	0.97	1.69	2.19	1.08	1.54	0.12	-89.06%
禾望电气	1.26	2.45	3.32	2.62	1.24	2.33	0.39	-68.09%
天顺风能	1.72	1.75	3.03	4.06	2.41	4.70	2.41	0.19%
金雷风电	0.52	0.91	1.45	2.10	0.97	1.50	0.40	-58.79%

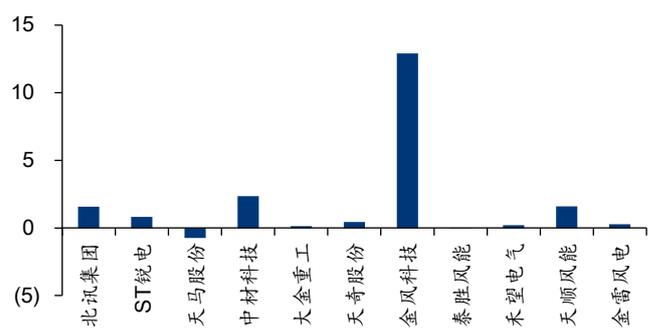
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表42： 2014Q1 至今风电行业归母净利润及增速情况汇总



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表43： 风电行业各企业 2018Q2 归母净利润情况 (单位: 亿元)

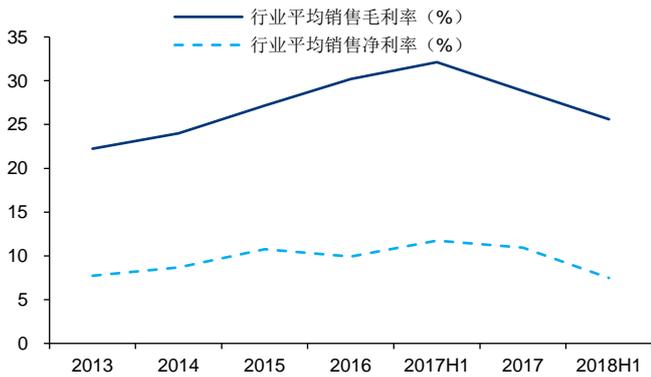


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

行业平均销售毛利率、净利率略有下降

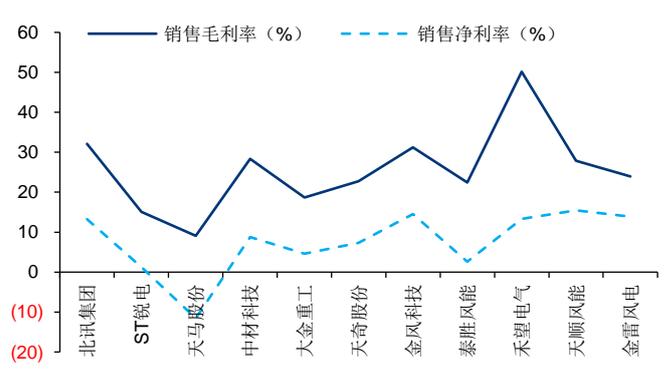
剔除 ST 锐电各项经营数据大幅波动的影响, 2018H1 风电行业平均销售毛利率 25.60%, 平均销售净利率 7.59%。其中禾望电气的销售毛利率最高, 达到 50.15%, 天顺风能的销售净利率最高为 15.45%。2018Q2 风电行业平均销售毛利率为 24.97%, 同比降低 7.24pct; 平均销售净利率 9.32%, 较 2018Q1 有一定提升。

图表44： 风电行业平均销售毛利率及平均销售净利率



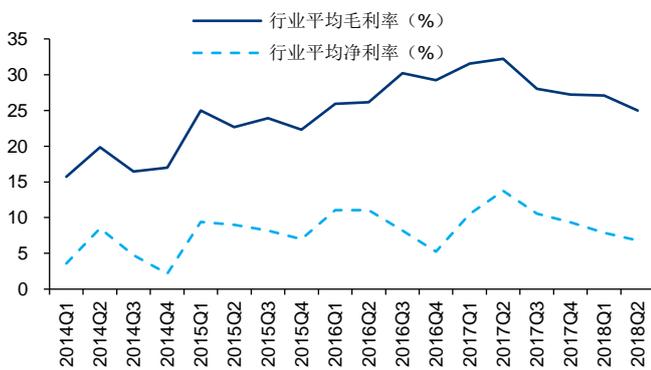
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表45： 风电行业各企业 2018H1 销售毛利率、销售净利率情况



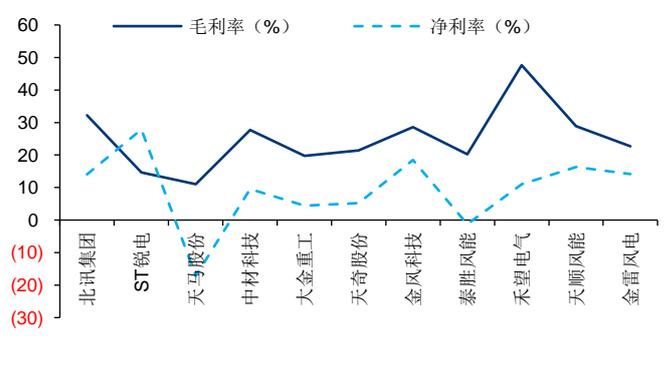
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表46： 2014Q1 至今风电行业平均毛利率及净利率情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表47： 风电行业各企业 2018Q2 销售毛利率、销售净利率情况

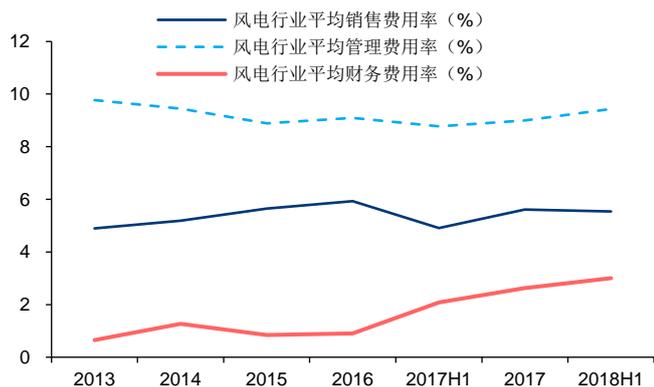


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

费用率下滑, 成本管控加速风电平价

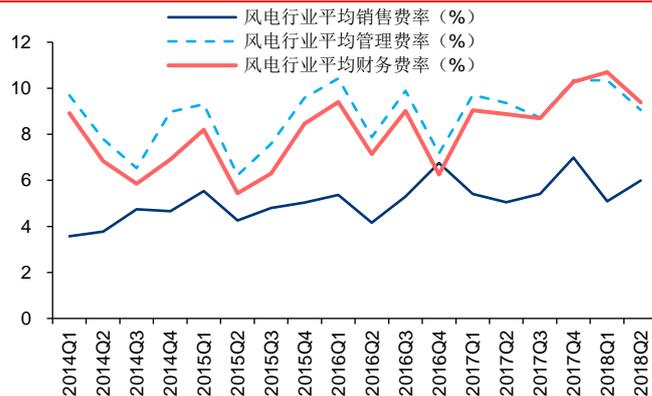
剔除 ST 锐电各项经营数据大幅波动的影响, 2018H1 行业销售费用率 8.09%, 2018Q2 销售费用率 6.52%; 2018H1 管理费用率 11.43%; 2018Q2 管理费用率 9.82%, 同比均出现小幅下滑; 2018H1 行业平均财务费用率 2.54%, 同比下滑 2.18pct。

图表48: 风电行业平均费用率情况汇总



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表49: 风电行业 2014Q1 至今费用率情况汇总

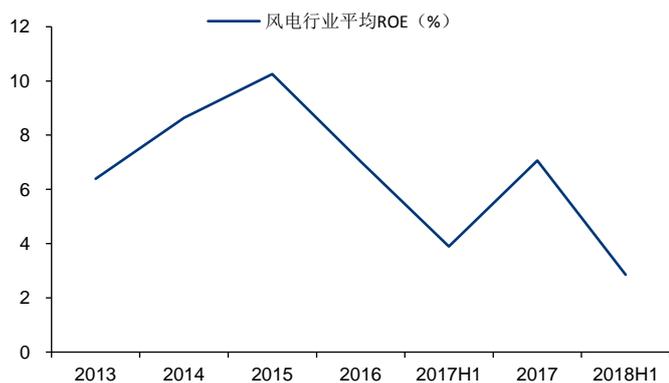


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

行业 ROE 水平略有下降, 龙头行业有所提升

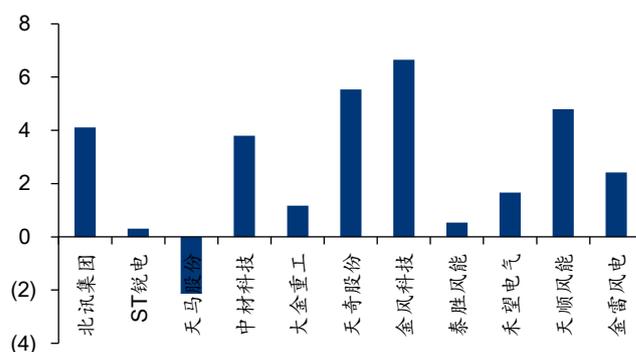
2018H1 风电行业平均 ROE 为 2.85% (剔除 ST 锐电影响), 同比下降 1.04pct, 其中金风科技 ROE 最高为 6.65%; 2018Q2 行业 ROE 为 1.73%, 同比下降 0.62pct。

图表50: 风电行业平均 ROE



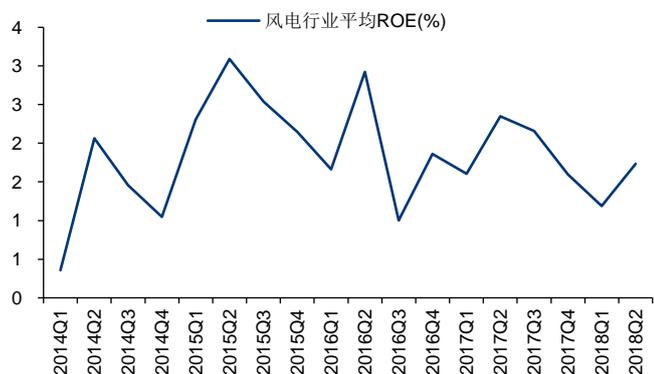
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表51: 风电行业各企业 2018 年上半年 ROE 水平 (单位: %)



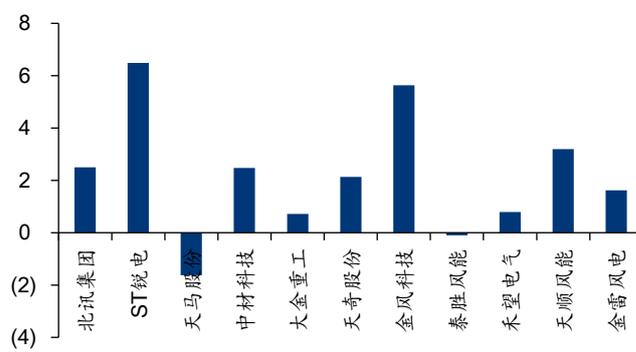
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表52: 2014Q1 至今风电行业平均 ROE



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表53: 风电行业各企业 2018Q2 ROE 水平 (单位: %)

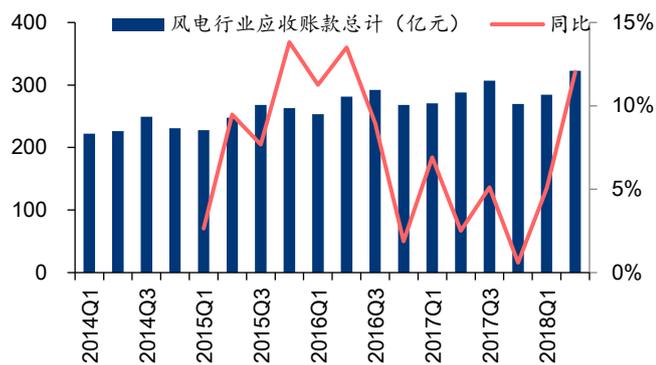


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

行业应收账款、存货水平同比提升

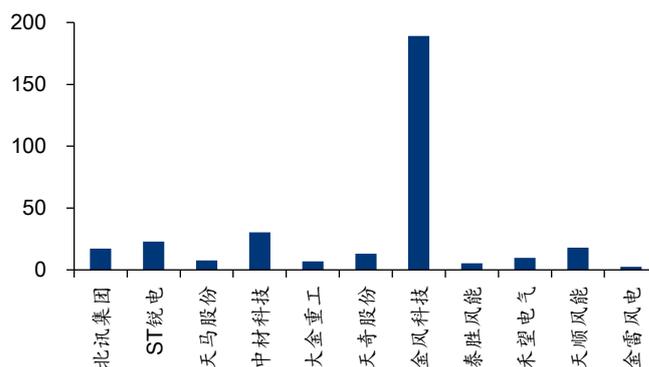
2018H1 风电行业应收账款为 617.90 亿元, 同比上升 12.0%; 存货为 126.10 亿元, 同比上升 5.04%。在风电行业中, 金风科技的存货最高, 达到 36.64 亿元; 增速方面, 天奇股份增幅最大, 同比增加 86.54%; 天马股份的存货下降幅度最大, 同比下降 24.42%。

图表54: 2014Q1至今风电行业应收账款及增速情况汇总



资料来源: Wind,华泰证券研究所

图表55: 风电行业各企业 2018H1 应收账款情况 (单位: 亿元)



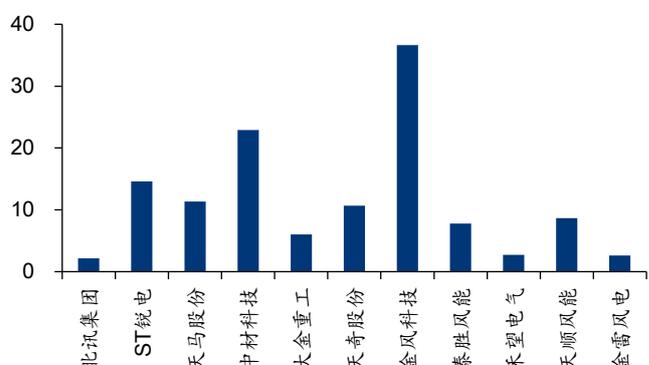
资料来源: Wind,华泰证券研究所

图表56: 2014Q1至今风电行业存货及增速情况汇总



资料来源: Wind,华泰证券研究所

图表57: 风电行业各企业 2018Q2 存货情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind,华泰证券研究所

随着下半年行业装机数据持续回暖,行业有望逐步迎来预期修复。三季度风电复苏迹象明显,最新政策导向打消了存量电站补贴受影响的传闻担忧,新能源发电补贴政策预期在最悲观中走出来。国家仍明确支持新能源发展,确保新能源发电的补贴强度,不会缩短补贴时间/变相削减补贴。绿证的引入将一定程度上缓解可再生能源补贴压力;强制配额与绿证将共同保障中国可再生能源的使用比例。风电利用小时数持续提升,路条费、资源费等有望取消,配额制持续推进。风电场造价有望回归到合理水平,看好行业集中度提升,重点推荐龙头企业金风科技、天顺风能。

风险提示

1、新能源车产销量增长不达预期，产业链盈利增长低于预期

首先，新能源车目前经历从政策主导向市场主导转型的过渡期，不仅受政策影响，消费者偏好以及相关车型的推出进度也会影响。其次，锂电产业链均面临洗牌，洗牌的时间和洗牌过程中的降价程度可能超过我们预期，导致产业链各环节的盈利增长低于预期。

2、光伏装机增速低于预期，行业竞争激烈程度超预期

首先是光伏装机规模不达预期，其次，市场价格竞争加剧可能导致降价程度超预期，最后，存在相关公司生产线建设及产能投放进度不及预期的风险。

3、风电装机不达预期、弃风限电改善不达预期

风电装机规模不达预期风险；上游材料价格快速上涨风险；新建或外延收购产能不及预期；汇率波动对公司业绩不确定性影响。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com