

电气设备

新能源运营资产待重估，1月电池装机强劲

-电力设备新能源第8周周报

评级：增持（维持）

分析师：邹玲玲

执业证书编号：S0740517040001

邮箱：zoull@r.qizq.com.cn

研究助理：花秀宁

Email: huaxn@r.qizq.com.cn

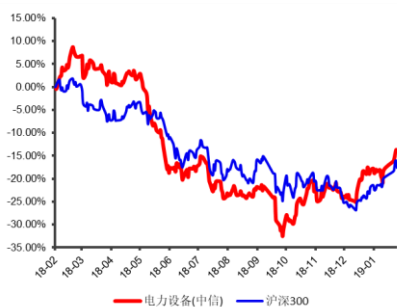
重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
金风科技	13.3	0.84	0.96	1.27	1.54	16	14	10	9	买入
麦格米特	22.9	0.37	0.6	1.05	1.33	29	38	22	17	买入
通威股份	11.4	0.52	0.52	0.78	0.95	22	22	15	12	买入
新宙邦	25.6	0.74	0.87	1.11	1.44	29	30	23	18	买入
金雷股份	14.1	0.63	0.65	0.75	1.33	22	22	19	11	增持

基本状况

上市公司数	156
行业总市值(百万元)	1193721
行业流通市值(百万元)	946473

行业-市场走势对比



相关报告

<<新能源运营龙头：待重估的稀缺资产>>2019.02.12

<<风电中观行业景气将传导至微观企业盈利，电动车龙头产业链持续景气>>2019.02.11

<<2019年风电中观行业景气或将传递到微观企业盈利>>2019.01.30

投资要点

■ 新能源汽车：1月装机强劲，车型升级明显

从19年1月新能源推广目录看车型升级明显：工信部发布新能源车推广目录（2019年第1批），1）纯电动乘用车能量密度140-150wh/kg占比59%，大于160wh/kg占比达30%；其中2款车型超过170Wh/kg：吉利帝豪GSE 182wh/kg（续航里程450KM）；广汽传祺170wh/kg（续航里程500KM）。2）续航里程看：乘用车大幅提升至300km以上，其中300-399KM占比35%；大于400km占比达54%；3）其中CATL开始供应国际车企车型：大众两款车型：e-golf、e-BORA；Jeep牌插电混动车；

行业Q1景气向上，销量强劲超预期。1）据电池中国，2019年1月动力电池装机4.98GWh，同比+290.94%，其中乘用车/客车/专用车分别专机3.53\1.24\0.21GWh，同比+411%\171%\32%；分电池类型看铁锂1.42GWh，三元3.47GWh。2）比亚迪1月销量2.87万辆（混动1.18+纯电1.62万），同比+291%，与去年销量高峰9、10月持平；吉利1月销售9,022部新能源车和电气化汽车，环比+44%；3）电池装机排名前三的CATL\比亚迪\国轩高科，分别装机2.07\1.37\0.19GWh，市占率分别为41.67%\27.57%/3.85%。（备注：其中据比亚迪，1月动力及储能装机约1.55GWh）。

短期补贴退坡政策有望2月底前落地。目前补贴退坡政策尚未推出，我们预计可能在2月底前落地，并设置3个月过渡期，故Q1行业将处于抢装高景气期。从调研情况看，目前锂电池龙头高品质产能仍供不应求，龙头公司1月排产较满，部分材料公司春节不放假，行业在Q1处于高景气，龙头公司Q1业绩高增长（部分超50%），短期业绩有支撑。展望2019年，销量有望超150万辆，乐观预期超160万辆（对应动力电池74Gwh，同比+38%）；海外新能源汽车销量有望达110万辆，对应超50Gwh动力电池需求。

全球电动化加速下，国内外锂电龙头进入新一轮产能扩张期，并实施本土化供应链策略，经我们统计，到2020年，国内锂电公司将新增150Gwh以上产能，海外锂电龙头将新增150Gwh产能。中国锂电动力电池及其材料具备全球竞争力，显著受益。

投资建议：看好新能源汽车的长期发展，投资逻辑将从“价-量-质”演变。重点看好新一轮扩产周期下锂电设备、锂电龙头、价格企稳的电解液投资机会，建议从竞争格局较好，盈利能力强的全球锂电巨头产业链龙头布局。

短期关注：新宙邦、天赐材料、先导智能、宁德时代、璞泰来；长期重点看好：宁德时代、璞泰来、新宙邦、天赐材料、三花智控、恩捷股份、当升科技、先导智能、星源材质、杉杉、新纶科技。

■ 新能源发电:

(1) **新能源运营:** 我们认为随着平价时代到来, 补贴拖欠影响边际减弱, 而在利率下行凸显运营资产稀缺性、平价重塑行业周期、竞价利好龙头运营三大因素作用下, 新能源运营板块估值具有修复空间。重点推荐运营龙头: **龙源电力、华能新能源**, 关注: **大唐新能源、华电福新、太阳能、林洋能源、福能股份**等。

(2) **风电:** 风电反转兑现, 2018 年新增并网 20.59GW, 同增 37.0%; 弃风率 7.2%, 同比下降 4.9 个百分点; 1-2 年平价区域或达 80%, 竞价平稳过渡; 2019 年国内风电新增装机或达 28GW, 同增 20%, 同时竞争有望趋缓、钢价预期下行, 中观行业景气或将传递至微观企业盈利。当前我国陆上风电系统成本约为 7.0-7.5 元/W, 考虑到路条费取消以及机组大型化等技术进步, 我们预计我国陆上风电系统成本 1-2 年内或降低至 6.0-6.5 元/W, 届时全国 80% 用电量的地区可以实现平价。短期来看, 能源局数据显示, 2018 年装机同比高增、弃风率同比下滑, 行业反转兑现, 在 2018 年三北解禁、中东部常态化、海上和分散式放量等逻辑基础上, 2019 年行业还有三个积极因素: 贷款利率下行、三北地区继续解禁以及电价抢开工, 我们预计 2019 年新增装机约 28GW, 同增约 20%。关于 2019 年推行的竞争配置, 各省区分别设置了分档降价、加权平均基准电价等避免出现恶性电价竞争的细则。此外, 2018 年以来, 整机环节 CR4 增加 9.8PCT 至 67.6%, 增幅较 2017 年提高 6PCT, 行业集中度明显提升, 后续竞争有望趋缓, 风机价格或将短期见底。与此同时, 由于环保限产边际放松, 需求偏弱, 预期 2019 年钢材价格处于下行周期。对于风电中游制造企业来说, 将释放盈利空间, 中观行业景气将传递至微观企业盈利, 尤其是铸锻件等零部件环节将进入类似于 2013-2015 年的历史性的盈利向上周期。重点推荐各细分环节龙头: **金风科技、金雷风电、日月股份、天顺风能**。

(3) **光伏:** 2018 年新增并网 44.38GW, 同降 16.0%; 弃光率 3.0%, 同比下降 2.8 个百分点; 补贴草案下光伏项目仍具有吸引力, 行业静待补贴和指标政策落地; 531 新政加快平价进程, 1-2 年平价区域或达 50%, 2019 年需求有望正增长, 关注高效化和竞争格局优化带来的机会。受 531 新政影响, 2018 年光伏新增并网 44.38GW, 同降 16.0%, 光伏产业链各环节价格降幅在 30-40% 左右。当前光伏系统成本为 4.0-4.5 元/W, 考虑到低成本产能投放和技术进步等因素, 我们预计我国光伏系统成本 1-2 年内或降低至 3.5-4.0 元/W, 届时全国 50% 用电量的地区可以实现平价。短期来看, 能源局座谈会扭转了国内光伏政策悲观预期, 装机指标指引和退坡时间点或超预期, 而在近期补贴草案的电价下, 光伏项目仍具有吸引力, 行业期待补贴和指标政策出台; 同时由于光伏产业链价格在 531 后大幅下滑, 国内平价项目将批量出现, 海外需求也有支撑, 中性来看, 2019 年全球光伏新增装机约 113-123GW。另一方面, 531 新政加速行业洗牌, 竞争格局优化, 因此当 2019 年需求向好时, 产业链盈利将实现触底回升。此外, 提效是实现平价的关键途径, 而双面技术和 PERC 技术分别占第三批光伏领跑者项目数的 50% 和 70%, 将成为技术发展的主流方向, 关注由此带来的 POE 胶膜、光伏玻璃、PERC 设备等方面的投资机会。当前各环节竞争格局基本清晰, 以及龙头估值处于相对底部区间, 我们中长期看多光伏板块, 重点推荐各细分环节龙头: **隆基股份、通威股份、福斯特、阳光电源、正泰电器**。

■ 电力设备及工控:

特高压项目建设提速。2018.9.7, 国家能源局下发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》, 将在 18-19 年两年核准 9 个重点输电线路, 项目包括了 12 条特高压工程, 合计输电能力 5700 万千瓦。近几个月来, 项目不断落地: 1) 10.26, 总投资 225.59 亿元的青海-河南±800 千伏特高压直流输电工程获国家发改委核准; 2) 18.11.29, 张北-雄安\驻马店-南阳两条高压交流输变电工程项目获省级发改委核准批复; 3) 2019.1.15, 陕北-湖北特高压项目或国家发改委批核准(国家电网报)。国网重视特高压投资, 将加快建设以特高压为骨干网架, 解决三北区域的弃风弃光的问题, 实现水火互济、风光互补的问题。此外, 在基建稳增长情况下, 智能电网建设中配网投资作为关键, 有望提速。重点推荐国电南瑞, 关注平高电气、许继电气等。

2018 年国内工业机器人同比增速放缓。据国家统计局, 2018 年国内工业机器人全年累计产量 14.8 万台, 同比+4.6%, 增速显著放缓, 短期经济具有下行压力。从长期看, 未来“产业升级+工程师红利+国产替代”将从内生驱动行业稳定发展; 国内工控企业凭借产品及服务性价比, 对下游客户快速响应能力, 提供综合的行业解决方案, 进一步实现进口替代。**重点推荐受宏观经济影响相对较小的: 麦格米特; 长期关注汇川技术、宏发股份。**

- **风险提示:** 宏观经济下行风险、新能源汽车政策不及预期、新能源汽车销量不及预期、电改不及预期、新能源政策及装机不及预期。

内容目录

行情概览.....	- 6 -
本周核心观点	- 6 -
新能源汽车	- 6 -
新能源发电	- 14 -
电力设备及工控	- 26 -
重点覆盖标的	- 28 -
行业新闻.....	- 29 -
电力设备	- 29 -
新能源.....	- 29 -
新能源汽车	- 30 -
公司公告.....	- 32 -
电力设备	- 32 -
新能源.....	- 32 -
新能源汽车	- 33 -
风险提示.....	- 34 -

行情概览

- 申万行业分类：电气设备周涨跌幅：+5.04%，相对涨跌幅：+1.55%

图表 1：板块涨跌幅前五概览

行业周涨幅前五				行业周跌幅前五			
代码	名称	最新	涨跌幅	代码	公司	最新	涨跌幅
000862.SZ	银星能源	6.39	61.36%	002090.SZ	金智科技	17.88	-4.39%
601700.SH	风范股份	6.30	31.25%	600869.SH	智慧能源	5.07	-4.16%
002426.SZ	胜利精密	3.05	26.03%	002531.SZ	天顺风能	5.20	-2.80%
002451.SZ	摩恩电气	12.77	24.46%	300129.SZ	泰胜风能	3.70	-2.63%
603416.SH	信捷电气	27.20	24.03%	002202.SZ	金风科技	13.33	-2.42%

来源：wind，中泰证券研究所

本周核心观点

新能源汽车

图表 2：新能源汽车板块涨跌幅前五概览（2019.2.17 更新）

新能源汽车涨幅前五（周度）				新能源汽车涨幅前五（月度）				新能源汽车涨幅前五（年度）			
代码	名称	最新	涨跌幅	代码	名称	最新	涨跌幅	代码	名称	最新	涨跌幅
002689.SZ	天赐材料	4.20	28.0%	002426.SZ	胜利精密	3.05	31.5%	002733.SZ	雄韬股份	19.06	86.0%
002426.SZ	胜利精密	3.05	26.0%	002074.SZ	国轩高科	15.30	25.6%	002639.SZ	雪人股份	8.11	52.2%
002074.SZ	国轩高科	15.30	23.2%	000973.SZ	佛塑科技	4.18	25.1%	000957.SZ	中通客车	6.13	37.8%
000973.SZ	佛塑科技	4.18	18.8%	002341.SZ	新纶科技	12.96	22.3%	002074.SZ	国轩高科	15.30	32.4%
000957.SZ	中通客车	6.13	18.3%	603799.SH	华友钴业	31.73	21.2%	002426.SZ	胜利精密	3.05	31.5%
新能源汽车跌幅前五（周度）				新能源汽车跌幅前五（月度）				新能源汽车跌幅前五（年度）			
600869.SH	智慧能源	5.07	-4.2%	600869.SH	智慧能源	5.07	-0.6%	002176.SZ	江特电机	5.07	-13.6%
600104.SH	上汽集团	26.23	-1.6%	300176.SZ	鸿特精密	38.50	0.0%	000868.SZ	安凯客车	3.27	-11.6%
300037.SZ	新宙邦	25.68	-1.5%	002176.SZ	江特电机	5.07	1.4%	002759.SZ	天际股份	7.09	-10.7%
300450.SZ	先导智能	31.50	-0.9%	601127.SH	小康股份	16.52	1.8%	300618.SZ	寒锐钴业	69.70	-5.9%
300176.SZ	鸿特精密	38.50	-0.7%	300037.SZ	新宙邦	25.68	2.7%	002611.SZ	东方精工	3.54	-5.6%

来源：wind，中泰证券研究所

- 从 19 年 1 月新能源推广目录看车型升级明显：工信部发布新能源车推广目录（2019 年第 1 批），1）纯电动乘用车能量密度 140-150wh/kg 占比 59%，大于 160wh/kg 占比达 30%；其中 2 款车型超过 170Wh/kg：吉利帝豪 GSE 182wh/kg(续航里程 450KM)；广汽传祺 170wh/kg(续航里程 500KM)。
- 2) 续航里程看：乘用车大幅提升至 300km 以上，其中 300-399 KM 占比 35%；大于 400km 占比达 54%；3) 其中 CATL 开始供应国际车企车型：大众两款车型：e-golf、e-BORA；Jeep 牌插电混动车；
- 行业 Q1 景气向上，销量强劲超预期。1) 据电池中国，2019 年 1 月动力电池装机 4.98GWh，同比+290.94%，其中乘用车/客车/专用车分别专机 3.53\1.24\0.21Gwh，同比+411%\171%\32%；分电池类型看铁锂 1.42gwh，三元 3.47GWh。2) 比亚迪 1 月销量 2.87 万辆（混动 1.18+纯电 1.62 万），同比+291%，与去年销量高峰 9、10 月持平；吉利 1 月销售 9,022 部新能源和电气化汽车，环比+44%；3) 电池装机排名前三的 CATL\比亚迪\国轩高科，分别装机 2.07\1.37\0.19Gwh，市占率分别为 41.67%\27.57%/3.85%。（备注：其中据比亚迪，1 月动力及储能装机约 1.55Gwh）。目前补贴退坡政策尚未推出，我们预计将设置 3 个月

过渡期，故 Q1 行业将处于抢装高景气期。展望 2019 年全年，国内电动车销量有望超 150 万辆，乐观预期超 160 万辆（对应动力电池 74Gwh，同比+38%）；海外新能源汽车销量有望达 110 万辆，对应超 50Gwh 动力电池需求。

- **补贴政策有望 2 月底前落地。**新能源汽车补贴政策目前尚未推出，从目前的征求意见稿之后的不同讨论版本看，补贴退坡预计下调幅度将在 50% 以上，并有望设置过渡期。我们对乘用车单车补贴分别为 1.7/2.3/2.9 万的补贴方案进行压力测试，有如下结论：1) 不同车型，对补贴退坡的敏感性不同，续航里程高，但电耗水平低的车型补贴退坡影响相对较小。整车企业盈利面临下滑。对 A00 级\A0 级车型影响较大。2) 2018 年补贴的总金额大概 514 亿元（不含地补），预计 2019 年补贴金额在 350-500 区间，按照退坡 50% 情况看，补贴总金额大概 360 亿左右。我们预计政策或将于 2 月底前出台。
- **长期看，全球电动化趋势明确。纵观新能源汽车全产业链，**“整车-锂电池-材料”龙头集中化持续，龙头市场份额在显著提升。随着国际一流整车企业陆续推出新车型，加速电动化。目前海外锂电龙头（松下\LG\三星 SDI\SK 等）加速中国本土化进程，国内 CATL\比亚迪\孚能科技等产能持续扩张，新增产能向优质锂电龙头集中。经我们统计，到 2020 年，国内锂电公司将新增 150Gwh 以上产能，海外锂电龙头将新增 150Gwh 产能，2019 年将迎来国内优质锂电龙头扩产新周期，锂电设备迎来配置价值。同时，在整车厂及海外锂电龙头本土化进程中，中国锂动力电池及其材料具备全球竞争力，在日韩锂电龙头供应链本土化下，中国的锂电材料公司占其采购份额有望提升。
- **2019 年建议积极关注电解液环节。**1) **电解液竞争格局稳定。电解液在消费时代已经历经一轮洗牌，竞争格局稳定。**电解液投资成本相对较小，电解液小厂商众多，但单纯的电解液加工环节的盈利微薄，在动力电池持续降本趋势下，其成本下降能力弱。而具备电解液纵向一体化能力，拥有上游关键原材料 6F（及新型锂盐）、添加剂等的企业仅有少数几家，其成本优势凸显，未来电解液行业龙头强者恒强的格局大势所趋。2018 前三季 CR3（天赐、新宙邦、江苏国泰等）占比达 56.36%；2) **电解液价格企稳，下行空间不大。**电解液价格主要由供需、材料成本（6F 锂盐、溶剂、添加剂等）、商业策略等决定；其中材料成本中 6F 占比最大，a) 6F 价格已经到部分公司成本价，6F 价格已基本触底；b) 根据我们对 6F 供需测算，目前 6F 仍处于产能过剩阶段，但到 2020 年，在供给端悲观预期下或将存在供需缺口，6F 价格可能会上涨；c) 从“**碳酸锂-6F-电解液**”价格传导机制看，因上游原材料的价格传导对电解液价格影响较小，当碳酸锂价格下降 50%，电解液价格下降幅度不超 13%；由此我们认为 6F 价格向上企稳，对电解液价格形成支撑，从底线思维看，在 2019 年补贴退坡下，全产业有降价压力下，电解液环节将是少有的实现价稳量升逻辑，重点推荐。
- **投资建议：**看好新能源汽车的长期发展，投资逻辑将从“价-量-质”演变。重点看好新一轮扩产周期下锂电设备、锂电龙头、价格企稳的电解液投资机会，建议从竞争格局较好，盈利能力强的全球锂电巨头产业链龙头布局。短期重点关注优质龙头：**新宙邦、天赐材料、先导智能、璞泰来、宁德时代、当升科技**；长期重点看好：**宁德时代、璞泰来、三花**

智控、新宙邦、天赐材料、恩捷股份、当升科技、先导智能、星源材质、杉杉、新纶科技。

图表 3: 板块重点公司盈利预测及估值 (截止 2019. 2. 17 更新)

代码	名称	当前市值	净利 (亿元)				2017年PE	2018年PE	2019年PE	2020年PE
			2017	2018E	2019E	2020E				
002466.SZ	天齐锂业	357.12	21.45	21.41	24.03	29.25	17	17	15	12
002460.SZ	赣锋锂业	305.49	14.69	16.20	18.63	21.01	21	19	16	15
603799.SH	华友钴业	263.28	18.96	23.83	15.00	21.00	14	11	18	13
300750.SZ	宁德时代	1809.13	38.78	37.47	43.23	53.77	47	48	42	34
300014.SZ	亿纬锂能	158.09	4.03	4.62	6.31	7.81	39	34	25	20
002074.SZ	国轩高科	173.91	9.60	8.69	9.95	11.60	18	20	17	15
600884.SH	杉杉股份	161.90	8.96	10.12	11.41	13.40	18	16	14	12
300073.SZ	当升科技	129.71	2.50	3.15	4.12	5.05	52	41	31	26
603659.SH	璞泰来	211.00	4.51	5.70	8.20	9.50	47	37	26	22
300568.SZ	星源材质	50.82	1.07	2.00	2.30	4.10	48	25	22	12
002812.SZ	恩捷股份	241.67	6.37	7.50	8.53	10.05	38	32	28	24
002709.SZ	天赐材料	96.58	3.05	5.03	3.00	4.96	32	19	32	19
300037.SZ	新宙邦	97.44	2.80	3.23	4.05	5.41	35	30	24	18
002341.SZ	新纶科技	149.21	1.73	4.53	7.22	10.67	86	33	21	14
300450.SZ	先导智能	277.72	5.37	9.60	12.70	15.00	52	29	22	19
300457.SZ	赢合科技	106.66	2.21	3.26	4.35	5.73	48	33	25	19
300340.SZ	科恒股份	32.16	1.36	1.04	1.58	2.29	24	31	20	14
002050.SZ	三花智控	303.83	12.36	14.25	17.05	20.77	25	21	18	15
600885.SH	宏发股份	192.89	6.85	6.80	7.30	8.85	28	28	26	22
002196.SZ	方正电机	24.39	1.32	1.00	1.43	1.82	18	24	17	13
300124.SZ	汇川技术	404.89	10.60	11.84	14.33	17.57	38	34	28	23
平均估值								28	25	20

来源: wind, 中泰证券研究所

备注: 部分公司采用 wind 一致预期;

■ 锂电龙头产业链跟踪:

德国《经济新闻报》, CATL 拟在德国建 100Gwh 产能。

■ 锂电储能行业跟踪:

据 CNESA, 2018 年新增投运电化学储能项目 1.55GW, 同比+226%, 其中锂电储能占比达 86%。其中中国, 2018 年中国新增投运为 0.6GW, 同比+414%。

■ 新能源汽车产业链数据定期跟踪:

(1) 19 年新能源车第 1 批补贴目录分析:

工信部发布《新能源汽车推广应用推荐车型目录(2019 年第 1 批)》, 共包括 49 户企业的 106 个车型, 其中纯电动产品共 48 户企业 98 个型号、插电式混合动力产品共 7 户企业 8 个型号。1) 从纯电动车能量密度看, 乘用车 140-150wh/kg 占比 59%; 大于 160wh/kg 有 14 款车型, 占比达 30%; 客车 140-150wh/kg 占比达 91%; 专用车能量密度提升明显, 140wh/kg 以上占比达 80%; 2) 续航里程看: 乘用车大幅提升至 300km 以上, 其中 300-399 KM 占比 35%; 大于 400km 占比达 54%; 3) 其中能量密度超过 170wh/kg 有款车型: 吉利帝豪 182wh/kg, 续航里程 450KM, 百公里电耗 14 度; 广汽传祺 170wh/kg, 续航里程 500KM, 电耗 13 度/百公里; 这两款车预计均由 CATL 提供。4) 其中 CATL 供应大众两款车型: e-golf 和 e-BORA;

图表 4: 新能源汽车推广应用推荐车型目录 (2019 年第 1 批) 电池厂商对应车企汇总数据

单体企业	商标	企业名称	计数项	单体企业	商标	企业名称	计数项
宁德时代	申沃牌	上海申沃客车有限公司	2	万向	万向牌	万向集团公司	3
	东风牌	东风汽车股份有限公司	2	比亚迪青海	比亚迪牌	比亚迪汽车工业有限公司	2
	象牌	上海万象汽车制造有限公司	2			比亚迪汽车有限公司	1
	大众牌	一汽-大众汽车有限公司	2	孚能科技	北京牌	北京汽车股份有限公司	1
	金龙牌	厦门金龙联合汽车工业有限公司	2		易至牌	江西江铃集团新能源汽车有限公司	1
	帝豪牌	浙江吉利汽车有限公司	1		欧拉牌	长城汽车股份有限公司	1
	中联牌	长沙中联重科环境产业有限公司	1	比克动力	众泰牌	湖南江南汽车制造有限公司	1
	徐工牌	徐州工程机械集团有限公司	1		零跑牌	杭州长川乘用车有限公司	1
	华泰之星牌	安徽华泰汽车有限公司	1	星恒电源	长安牌	重庆长安汽车股份有限公司	1
	陕汽牌	陕西汽车集团有限责任公司	1		远程牌	吉利四川商用车有限公司	1
	吉普(JEEP)牌	广汽菲亚特克莱斯勒汽车有限公司	1	中信国安	观致	观致汽车有限公司	2
	传祺	广州汽车集团乘用车有限公司	1	广汽集团	传祺	广州汽车集团乘用车有限公司	2
	北京牌	北京新能源汽车股份有限公司	1	重庆长安	长安牌	重庆长安汽车股份有限公司	2
	宇通牌	郑州宇通客车股份有限公司	1	上海捷新	荣威牌	上海汽车集团股份有限公司	2
	九州牌	襄阳九州汽车有限公司	1	天津捷威	奇瑞牌	奇瑞汽车股份有限公司	2
	海德牌	烟台海德专用汽车有限公司	1	江苏维科	大禹牌	南通皋开汽车制造有限公司	2
	奇瑞牌	奇瑞汽车股份有限公司	1	珠海银隆	广通牌	珠海广通汽车有限公司	1
国轩高科	江淮牌	安徽江淮汽车集团股份有限公司	3	多氟多	海德牌	烟台海德专用汽车有限公司	1
	德纳迪牌	唐山上汽客车有限公司	2	上汽时代	别克	上汽通用汽车有限公司	1
	象牌	上海万象汽车制造有限公司	2	力神动力	大运牌	成都大运汽车集团有限公司	1
	安凯牌	安徽安凯汽车股份有限公司	2	广东天劲	通家福牌	陕西通家汽车股份有限公司	1
	奇瑞牌	奇瑞新能源汽车技术有限公司	1	猛狮科技十堰	小鹏牌	海马汽车有限公司	1
	众泰牌	湖南江南汽车制造有限公司	1	湖南金杯	长安牌	重庆长安汽车股份有限公司	1
	北京牌	北京新能源汽车股份有限公司	1	河南锂动	大乘汽车牌	江西大乘汽车有限公司	1
宁波威睿	帝豪牌	山西新能源汽车工业有限公司	4	惠州亿鹏	金旅牌	厦门金龙旅行车有限公司	1
		浙江豪情汽车制造有限公司	2	河南速达	速达牌	河南速达电动汽车科技有限公司	1
	吉利美日牌	浙江吉利汽车有限公司	1	江苏春兰	解放牌	一汽客车(大连)有限公司	1
比亚迪深圳	比亚迪牌	比亚迪汽车工业有限公司	6	鹏辉河南	猎豹	安徽猎豹汽车有限公司	1
		比亚迪汽车有限公司	1	浙江衡远	领克牌	浙江豪情汽车制造有限公司	1
东风海博	东风牌	东风汽车股份有限公司	5	山东玉皇	象牌	上海万象汽车制造有限公司	1
江淮华霆	思皓牌	安徽江淮汽车集团股份有限公司	3	北京国能	中联牌	长沙中联重科环境产业有限公司	1
	江淮牌	安徽江淮汽车集团股份有限公司	2	上海德朗能	俊风牌	东风汽车集团有限公司	1
亿纬锂能	远程牌	吉利四川商用车有限公司	2	(空白)	大通牌	上汽大通汽车有限公司	1
		山西新能源汽车工业有限公司	2	江西安驰	凯马牌	山东凯马汽车制造有限公司	1
卡耐南昌	易至牌	江西江铃集团新能源汽车有限公司	1				
总计			106				

来源: 工信部, 中泰证券研究所

(2) 动力电池装机月度跟踪:

据电池中国统计, 2019 年 1 月国内新能源汽车动力电池装机量约为 4.98GWh, 同比增长 290.94%, 增长幅度较大。

具体来看:

1) 分动力类型: 1 月纯电动装机量为 4.63GWh, 同比增长 335.05%; 插混装机量 0.34GWh, 同比增长 64.2%; 燃料电池汽车装机量约 0.01GWh, 同比增长 9464.06%, 增长幅度十分显著。

2) 分电池类型: 1 月, 三元电池装机量为 3.47GWh, 同比增长 384.87%; 磷酸铁锂电池装机量为 1.42GWh, 同比增长 194.91%; 锰酸锂电池装机量为 0.04GWh, 同比下降 35.37%; 钛酸锂电池装机量为 0.05GWh, 同比增长 222.11%。其中, 三元电池占七成市场。

3) **电池厂装机**: 1月, 国内动力电池装机排名前三的 CATL\比亚迪\国轩高科, 分别装机 2.07\1.37\0.19Gwh, 市占率分别为 41.67%\27.57%/3.85%, 装机前三合计达 3.63GWh, 占整体的 73.09%。CATL 龙头地位稳固。

图表 5: 动力锂电厂商装机情况 (Gwh)

电池厂商	1月电池装机	占比
CATL	2.06	41.4%
比亚迪	1.37	27.6%
国轩高科	0.19	3.7%
亿纬锂能	0.15	3.0%
孚能科技	0.15	2.9%
比克	0.13	2.5%
时代上汽	0.10	2.0%
力神	0.10	1.9%
中航锂电	0.07	1.5%
卡耐	0.07	1.4%
多氟多	0.06	1.2%
天津捷威	0.06	1.2%
珠海银隆	0.05	1.1%

来源: 真锂研究, 中泰证券研究所

■ 锂电材料数据跟踪:

1) **MB 钴报价大幅下降**: 2月15日, 英国金属导报 MB 报价, 标准级钴报价 17 (-0.3) -19.3 (-0.15) 美元/磅, 合金级钴报价 15.9 (-0.7) -17.95 (-0.9) 美元/磅。较均价分别下跌了 **3.97%和 10.42%**。

2) **锂盐价格稳定**: 电池级碳酸锂 7.8 万元/吨, 氢氧化锂报价 11.25 万元/吨, 维持稳定。

3) **三元材料价格下降**: NCM523 容量型三元材料报价 14.3-14.5 万元/吨, NCM523 动力型三元材料主流价在 15.5 万元/吨左右; 单晶 523 三元材料主流价在 15.75 万元/吨; 三元材料 622 型报价 18 万/吨; 三元前驱体 523 报价 9.55 万元/吨 (**周跌幅 1.55%**), 三元前驱体 622 报价 10.15 万/吨 (**周跌幅 0.49%**); 三元前驱体 811 报价 10.1 万/吨保持不变。811 型正极材料主流价在 20 万元/吨。

4) **镍盐价格稳定**: 硫酸镍报价 2.45 万/吨不变;

5) **电解液价格稳定、溶剂价格高位企稳**: 现国内电解液价格主流报 3.4-4.5 万元/吨, 高端产品价格价格在 7 万元/吨左右, 低端产品报价在 2.3-2.8 万元/吨。原料市场, **溶剂市场价格小幅回调**, 现 DMC 报 95000-10500 元/吨, DEC 报 15200-15800 元/吨, EC 报 14000-14500 元/吨。六氟磷酸锂现价格普遍在 10-12 万元/吨左右, 高价在 13-15 万元/吨。

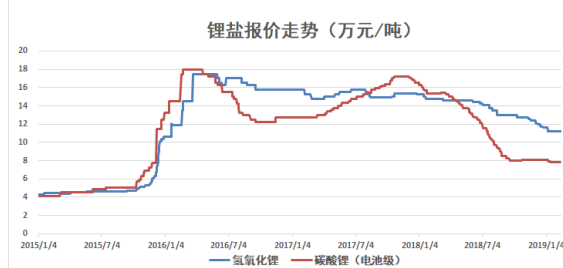
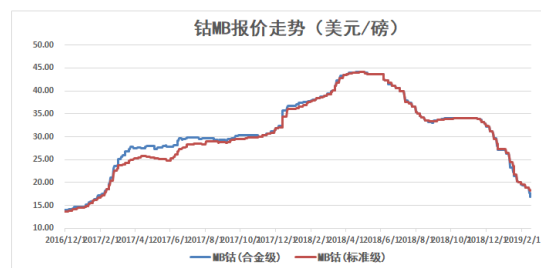
6) **隔膜市场价格弱稳**: 9um 中端湿法基膜 1.8 元/平, 9um 高端湿法基膜 3-3.5 元/平。

7) **负极材料价格持稳**: 现国内负极材料低端产品主流报 2.3-3.1 万元/吨, 中端产品主流报 4.5-5.8 万元/吨, 高端产品主流报 7-9 万元/吨。

图表 6: 电池上游产品价格跟踪 (截止 2019.2.16)

钴产品 (MB钴价格每周三五更新)	周涨跌幅	月涨跌幅	2月15日	2月14日	2月13日	2月12日	2月11日	2月8日	2月7日
MB钴(合金级)	-10.42%	-27.18%	16.93	17.73	17.73	18.90	18.90	18.90	18.90
MB钴(标准级)	-3.97%	-25.54%	18.15	18.38	18.38	18.90	18.90	18.90	18.90
钴精矿	0.00%	-9.09%	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
MB硫酸钴(升水/贴水)									
氧化钴	-4.30%	-9.18%	22.25	22.25	23.25	23.25	23.25	23.25	23.25
四氧化三钴	-4.17%	-8.91%	23.00	23.00	23.75	24.00	24.00	24.00	24.00
电解钴99.95%	-2.27%	-6.52%	32.25	32.25	33.00	33.00	33.00	33.00	33.00
钴粉	-4.41%	-14.47%	32.50	32.50	32.50	34.00	34.00	34.00	34.00
钴酸锂	0.00%	-7.50%	27.75	27.75	27.75	27.75	27.75	27.75	27.75
硫酸钴 (中华商务网)	-1.47%	-2.90%	6.70	6.70	6.80	6.80	6.80	6.80	6.80
硫酸钴20%min (亚洲金属网)	0.00%	0.75%	6.94	6.94	6.94	6.94	6.94	6.94	6.94
硫酸钴20.5%min (亚洲金属网)	0.00%	2.56%	7.01	7.01	7.01	7.01	7.01	7.01	7.01
氯化钴	0.00%	0.00%	7.60	7.60	7.60	7.60	7.60	7.60	7.60
碳酸钴	0.00%	-5.97%	15.75	15.75	15.75	15.75	15.75	15.75	15.75
三元材料523	0.00%	0.00%	15.75	15.75	15.75	15.75	15.75	15.75	15.75
三元材料622	0.00%	-1.37%	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00
三元前驱体523	-1.55%	-1.55%	9.55	9.65	9.70	9.70	9.70	9.70	9.70
三元前驱体622	-0.49%	-0.49%	10.15	10.15	10.20	10.20	10.20	10.20	10.20
三元前驱体811	0.00%	-0.98%	10.10	10.10	10.10	10.10	10.10	10.10	10.10
锂盐									
碳酸锂 (电池级)	0.00%	-1.89%	7.80	7.80	7.80	7.80	7.80	7.80	7.80
氢氧化锂	0.00%	0.00%	11.25	11.25	11.25	11.25	11.25	11.25	11.25
六氟磷酸锂	0.00%	0.00%	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50
镍盐									
硫酸镍	0.00%	0.00%	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45
锂电材料									
三元正极材料523型	0.00%	0.00%	14.5-14.8	14.5-14.8	14.5-14.8	14.5-14.8	14.5-14.8	14.5-14.8	14.5-14.8
磷酸铁锂正极材料 (非纳米级)	0.00%	0.00%	5.6-6.1	5.6-6.1	5.6-6.1	5.6-6.1	5.6-6.1	5.6-6.1	5.6-6.1
人造负极材料 (345-355mAh/g)	0.00%	0.00%	6-8	6-8	6-8	6-8	6-8	6-8	6-8
电解液 (铁锂用)	0.00%	0.00%	3.5-4.0	3.5-4.0	3.5-4.0	3.5-4.0	3.5-4.0	3.5-4.0	3.5-4.0
隔膜 (国产16um/湿法)	0.00%	0.00%	1.6-1.9	1.6-1.9	1.6-1.9	1.6-1.9	1.6-1.9	1.6-1.9	1.6-1.9
容量圆柱锂电池 (2000mAh)	0.00%	0.00%	6.1-6.4	6.1-6.4	6.1-6.4	6.1-6.4	6.1-6.4	6.1-6.4	6.1-6.4

来源: 中华商务网、Metal Bulletin、WIND、鑫罗资讯, 备注: 所有价格均为平均价格



来源: 中华商务网、WIND, 备注: 所有价格均为平均价格

图表 7: 电芯价格-18650 产品

日期	2000mAh (元/颗)	2500mAh (元/颗)	动力型 2000mAh (元/颗)
2018/2/10	5.5-5.6	6.5-6.8	5.7-5.8
2018/5/19	5.5-5.6	6.6-6.9	5.7-5.8
2018/6/30	5.5-5.6	6.5-6.8	5.7-5.8
2018/7/7	5.5-5.6	6.4-6.7	5.7-5.8
2018/7/14	5.5-5.6	6.4-6.7	5.7-5.8
2018/7/21	5.5-5.6	6.3-6.6	5.7-5.8
2018/8/11	5.5-5.7	6.3-6.6	5.7-5.9
2018/9/14	5.5-5.7	6.3-6.6	5.7-5.9
2018/9/22	5.5-5.7	6.3-6.7	5.7-5.9
2018/9/30	5.5-5.7	6.3-6.7	5.7-5.9
2018/11/17	5.5-5.7	6.3-6.7	5.7-5.9
2018/11/24	5.5-5.7	6.2-6.5	5.7-5.9
2018/12/8	5.5-5.7	6.2-6.5	5.7-5.9
2019/1/12	5.5-5.7	6.1-6.4	5.7-5.9
2019/1/19	5.5-5.7	6.1-6.4	5.7-5.9
2019/1/26	5.5-5.7	6.1-6.4	5.7-5.9
2019/2/16	5.5-5.7	6.1-6.4	5.7-5.9

来源: 中国化学与物理电源行业协会, 中泰证券研究所

图表 8: 隔膜价格

时间	干法隔膜-价格 (元/平米)	湿法隔膜-价格 (元/平米)	进口隔膜-价格 (元/平米)
2018/4/21	2-2.5	3.2-4.0	7.0-7.5
2018/5/12	1.3-2.3	2.8-3.3	7.0-7.5
2018/5/19	1.3-2.0	2.5-3.0	7.0-7.5
2018/6/2	1.3-1.5	2.3-3.0	7.0-7.5
2018/6/23	1.3-1.5	2.3-3.0	7.0-7.5
2018/6/30	1.5-2.0	2.0-3.0	7.0-7.5
2018/7/7	1.5-2.0	2.0-3.0	7.0-7.5
2018/7/14	1.5-2.0	2.3-3.0	7.0-7.5
2018/8/11	1.5-2.0	2.3-3.0	7.0-7.5
2018/8/18	1.5-2.0	2	7.0-7.5
2018/8/25	1.5-2.0	2-2.3	7.0-7.5
2018/8/31	1.5-2.0	2-2.3	7.0-7.5
2018/9/7	1.0-1.3	1.8-2.1	7.0-7.5
2018/9/14	1.0-1.3	1.8-2.1	7.0-7.5
2018/11/10	1.0-1.3	1.8-2.1	7.0-7.5
2018/11/17	1.0-1.3	1.8-2.1	7.0-7.5
2018/11/24	1.0-1.5	1.5-2.0	7.0-7.5
2018/12/22	1.0-1.5	1.5-2.0	7.0-7.5
2018/12/29	1.0-1.5	1.4-1.9	7.0-7.5
2019/1/19	1.0-1.5	1.4-1.9	7.0-7.5
2019/2/16	1.0-1.5	1.8	7.0-7.5

来源: 中国化学与物理电源行业协会, 中泰证券研究所

图表 9: 负极材料

	负极材料市场—价格			负极原料 (元/吨)						
	(万元/吨)			负极材料主要原料市场			石墨		针状焦	
	低端负极材料	中端负极材料	高端负极材料	大庆石化	抚顺二厂报	大港石化	天然石墨现-195	球化石墨	针状焦	进口针状焦 (美元/吨)
2018/1/26	2.6-3.2	4.8-6.2	7-10	9125	9200	3600	4400-5500	17000-23000	21000-27000	1800-4000
2018/3/10	2.6-3.2	4.8-6.2	7-10	8425	8500	4100	4400-5500	17000-23000	21000-27000	1800-4000
2018/3/17	2.6-3.2	4.8-6.2	7-10	8425	8500	3600	4400-5500	17000-22000	21000-27000	1800-4000
2018/4/14	2.8-3.5	4.8-6.2	7-10	8425	8500	3600	4400-5500	17000-22000	21000-27000	1800-4000
2018/4/21	2.8-3.5	4.8-6.2	7-10	6925	7000	3600	4400-5500	17000-22000	21000-27000	1800-4000
2018/8/11	2.8-3.5	4.8-6.2	7-10	6925	7000	3600	4400-5500	17000-22000	21000-27000	1800-4000
2018/8/18	2.8-3.5	4.8-6.2	7-10	8700	7000	3600	4400-5500	17000-22000	21000-27000	1800-4000
2018/8/25	2.8-3.5	4.8-6.2	7-10	7800	7000	3600	4400-5500	17000-22000	21000-27000	1800-4000
2018/8/31	2.8-3.5	4.6-6.2	7-10	7800	7000	3600	4400-5500	17000-22000	21000-27000	1800-4000
2018/9/7	2.8-3.5	4.6-6.1	7-10	7800	7000	3600	4400-5500	17000-22000	21000-27000	1800-4000
2018/9/14	2.8-3.5	4.5-6.1	7-10	7800	7000	3600	4400-5500	17000-22000	21000-27000	1800-4000
2018/9/22	2.8-3.5	4.5-6.1	7-10	7800	7000	3600	4400-5500	17000-22000	21000-27000	1800-4000
2018/9/30	2.8-3.5	4.5-6.0	7-10	7800	7000	3600	4400-5500	17000-22000	21000-27000	1800-4000
2018/10/12	2.8-3.5	4.5-6.0	7-10	7800	7000	3600	4400-5500	17000-22000	21000-27000	1800-4000
2018/11/24	2.8-3.5	4.3-5.5	7-10	7800	7000	3600	4400-5500	17000-22000	21000-27000	1800-4000
2018/12/1	2.8-3.5	4.5-5.8	7-9	7800	7000	3600	4400-5500	17000-22000	21000-27000	1800-4000
2018/12/29	2.8-3.5	4.5-5.8	7-9	7800	7000	3600	4400-5500	17000-22000	21000-27000	1800-4000
2019/1/12	2.3-2.8	3.4-4.5	7	5100	7000	3600	4400-5500	17000-22000	21000-27000	1800-4000
2019/1/19	2.3-3.1	4.5-5.8	7-9	4600	7000	3600	4400-5500	17000-22000	21000-27000	1800-4000
2019/2/16	2.3-3.1	4.5-5.8	7-9	4600	7000	3600	4400-5500	17000-22000	21000-27000	1800-4000

来源: 中国化学与物理电源行业协会, 中泰证券研究所

新能源发电

- 新能源发电本周复盘:** 本周新能源发电表现相对回暖,其中光伏设备(申万): 857333.SI 上涨 324.76 至 6,636.75, 涨幅为 5.15%; 风电设备(申万): 857332.SI 上涨 73.04 至 5,546.08, 涨幅为 1.33%。本周新能源板块表现回暖主要有三个原因:(1)受大盘回暖,上证综指上涨 2.45%;(2)新能源行业需求增长,在当前 A 股具有稀缺性。

图表 10: 新能源发电涨跌幅前五名概览(截止 2018.2.17)

新能源发电涨幅前五(周度)				新能源发电涨幅前五(月度)				新能源发电涨幅前五(年度)			
代码	名称	最新	涨跌幅	代码	名称	最新	涨跌幅	代码	名称	最新	涨跌幅
000862.SZ	银星能源	6.39	61.36%	000862.SZ	银星能源	6.39	77.50%	000862.SZ	银星能源	6.39	115.88%
603063.SH	禾望电气	8.57	30.44%	603063.SH	禾望电气	8.57	37.12%	300118.SZ	东方日升	9.01	58.35%
600537.SH	亿晶光电	3.85	18.46%	600537.SH	亿晶光电	3.85	30.51%	300080.SZ	易成新能	6.33	45.52%
300317.SZ	珈伟新能	5.37	16.49%	601218.SH	吉鑫科技	2.89	24.57%	600438.SH	通威股份	11.49	38.77%
300080.SZ	易成新能	6.33	13.64%	300111.SZ	向日葵	2.44	20.79%	300274.SZ	阳光电源	12.32	38.12%
新能源发电跌幅前五(周度)				新能源发电跌幅前五(月度)				新能源发电跌幅前五(年度)			
代码	公司	最新	涨跌幅	代码	公司	最新	涨跌幅	代码	公司	最新	涨跌幅
002531.SZ	天顺风能	5.20	-2.80%	002309.SZ	中利集团	7.57	-7.00%	300700.SZ	岱勒新材	21.42	-14.25%
300129.SZ	泰胜风能	3.70	-2.63%	300129.SZ	泰胜风能	3.70	-3.39%	002309.SZ	中利集团	7.57	-9.23%
002202.SZ	金风科技	13.33	-2.42%	002323.SZ	*ST百特	1.31	0.00%	300554.SZ	三超新材	16.95	-9.12%
601877.SH	正泰电器	26.30	-0.42%	600401.SH	*ST海润	0.87	0.00%	300690.SZ	双一科技	16.96	-6.81%
002323.SZ	*ST百特	1.31	0.00%	002531.SZ	天顺风能	5.20	1.36%	002006.SZ	精功科技	5.19	-6.32%

来源: Wind, 中泰证券研究所

- 补贴拖欠有望边际改善,运营资产待重估。** 目前新能源运营板块各主要公司市净率平均值为 0.86 倍(中位数 0.82 倍),其中主要港股风电运营公司市净率平均值仅为 0.73 倍。我们认为市场主要担忧有两点:(1)补贴拖欠导致运营企业应收账款高增,现金流风险增加,影响企业折现价值;(2)公用事业属性强,成长性欠缺。据光伏们报道,2019 年之后新增的光伏、风电补贴规模,将不再拖欠补贴。此外,我们认为随着平价时代到来,补贴拖欠影响边际减弱,而在利率下行凸显运营资产稀缺性、平价重塑行业周期、竞价利好龙头运营三大因素作用下,新能源运营板块估值具有修复空间。重点推荐运营龙头:龙源电力、华能新能源,关注:大唐新能源、华电福新、太阳能、林洋能源、福能股份等。

太阳能

- 电池和组件出货排名出炉。**根据 PV InfoLink 统计，2018 年全球组件出货量前三名为晶科、晶澳、韩华 Q-Ce11s 与天合光能（并列第三）。其中，2018 年晶科全球组件出货量超过 11GW，远高于其他组件生产厂商，稳居 2018 全球组件排名龙头。而 2018 年电池片出货第一是通威，爱旭与展宇并列第二，而联合再生能源、茂迪则位列四、五名。

图表 11: 2018 电池片出货排名出炉

排名	公司
1	通威
2	爱旭
2	展宇
4	联合再生能源
5	茂迪
PERC 出货排名	
排名	公司
1	爱旭
2	平煤
3	通威

来源: PV InfoLink, 中泰证券研究所, 注: 不计入垂直整合厂对自有组件产能的出货

图表 12: 2018 年组件出货量排名

排名	公司
1	晶科
2	晶澳
3	韩华 Q Cell
3	天合
5	隆基 (乐叶)
6	阿特斯
7	东方日升
8	协鑫集成
9	尚德
10	正泰
10	中利腾晖

来源: PV InfoLink, 中泰证券研究所

- 2018 年度光伏发电市场环境监测评价结果公布，七省评估结果变化。**2019 年 2 月 14 日，国家能源局综合司发布《2018 年度光伏发电市场环境监测评价结果》，与 2017 年结果相比，7 个省份的评估结果发生了变化：宁夏、吉林、内蒙古 II 类区、陕西 4 个省份投资环境转好，四川、山东、西藏 3 个省份变差。智汇光伏根据 2018 年前 3 季度的装机量统计数据，红色区域的新增光伏投资几乎停滞，橙色地区的新增电站仅占 27%，而 70% 以上的新增光伏投资在绿色地区。

图表 13: 2018 年度光伏发电市场环境监测评价结果

序号	省份	评价结果	
		2017 年	2018 年
1	宁夏	红色	橙色
2	吉林	橙色	绿色
3	四川	绿色	橙色
4	内蒙古赤峰、通辽、兴安盟、呼伦贝尔	橙色	绿色
5	陕西	橙色	绿色
6	山东	绿色	橙色
7	西藏	橙色	红色

来源: 能源局、智汇光伏, 中泰证券研究所

- **按季度小幅降价、规定并网期限，2019 年光伏上网电价政策开始讨论。**据光伏们和智汇光伏报道，继 2018 年 11 月 2 日能源局座谈会透露出了光伏行业将迎来政策反转，装机指标指引和退坡时间点或超预期之后(详解解读参见《光伏政策反转，指标规模和退坡时间点超预期，建议配置》)。2019 年 1 月 22 日下午，国家发改委价格司针对业内专家、从业人员反馈的信息及提出的建议，再次进行了更细致的讨论(注：该草案并不具备太大可参考性，相关主管部门将根据诸多建议进一步修改、调整)：**修改后的 2019 年光伏电价第二轮讨论结果如下：**
- (1)户用分布式光伏补贴电价倾向 0.18 元/千瓦时，不再进行季度调整，而是按照年度调整(上一版方案为：0.15—0.18 元/千瓦时，每季度降 0.02 元/千瓦时)；
- (2)工商业分布式项目补贴电价倾向 0.1 元/千瓦时(根据并网时间计算)，从第二季度开始，每个季度降 0.01 元/千瓦时(上一版方案为：0.1—0.12 元/千瓦时，每季度降 0.02 元/千瓦时)；
- (3)三类资源区地面光伏电站的招标上限电价分别为 0.4、0.45、0.55 元/千瓦时，政策发布后开始季度降 0.01 元/度，投标后未在四个季度内投运并网则按中标价每季度降 5%(上一版电价相同，按季度降价幅度为 0.02 元/千瓦时)。

图表 14: 光伏收益率对装机成本(纵轴)和利用小时数(横轴, 分布式时是度电补贴)*的敏感性分析

I 类	1300	1400	1500	1600	1700
3.50	13.0%	15.5%	18.0%	20.6%	23.2%
3.75	10.9%	13.2%	15.5%	17.9%	20.3%
4.00	9.0%	11.2%	13.3%	15.5%	17.8%
4.25	7.4%	9.4%	11.4%	13.5%	15.6%
4.50	6.0%	7.9%	9.8%	11.7%	13.6%
II 类	1100	1200	1300	1400	1500
3.50	11.5%	14.4%	17.3%	20.3%	23.3%
3.75	9.5%	12.1%	14.8%	17.5%	20.3%
4.00	7.8%	10.2%	12.7%	15.2%	17.7%
4.25	6.2%	8.5%	10.8%	13.1%	15.5%
4.50	4.9%	7.0%	9.2%	11.3%	13.6%
III 类	900	1000	1100	1200	1300
3.50	11.1%	14.6%	18.1%	21.6%	25.2%
3.75	9.2%	12.3%	15.6%	18.8%	22.2%
4.00	7.5%	10.4%	13.4%	16.4%	19.5%
4.25	6.0%	8.7%	11.5%	14.3%	17.2%
4.50	4.6%	7.2%	9.8%	12.5%	15.1%
III 类-50%自用分布式	0.00	0.05	0.10	0.15	0.20
3.50	10.4%	11.9%	13.3%	14.7%	16.2%
3.75	9.4%	10.8%	12.1%	13.5%	14.8%
4.00	8.5%	9.8%	11.1%	12.4%	13.6%
4.25	7.8%	9.0%	10.2%	11.4%	12.6%
4.50	7.0%	8.2%	9.3%	10.5%	11.6%

来源：中泰证券研究所，*集中式电价分别为草案对应的 0.4、0.45、0.55 元/千瓦时；对于分布式来说，横轴为度电补贴

图表 15: 2014-2018 年光伏上网电价一览表 (元/千瓦时, 含税)

资源区/类别		2013.9-2015 ^a	2016	2017	2018 ^c	2018 新 ^d	2019 草案 ^e
集中式 电价 ^b	I	0.90	0.80	0.65	0.55	0.50	0.40
	II	0.95	0.88	0.75	0.65	0.60	0.45
	III	1.00	0.98	0.85	0.75	0.70	0.55
集中式 电价降 幅	I	-	-11.11%	-18.75%	-15.38%	-9.09%	-20.00%
	II	-	-7.37%	-14.77%	-13.33%	-7.69%	-25.00%
	III	-	-2.00%	-13.27%	-11.76%	-6.67%	-21.43%
分布式	自发自用	0.42	0.42	0.42	0.37	0.32	0.1
	全额上网	按所在资源区的集中式电站标准					
扶贫	村级电站 (≤ 0.5MW)	I 类: 0.90	I 类: 0.80	I 类: 0.65	I 类: 0.65	I 类: 0.65	
		II 类: 0.95	II 类: 0.88	II 类: 0.75	II 类: 0.75	II 类: 0.75	
		III 类: 1.00	III 类: 0.98	III 类: 0.85	III 类: 0.85	III 类: 0.85	
	户用分布式	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	
政策依据	发改价格 [2013]1638 号	发改价格 [2015]3044 号	发改价格 [2016]2729 号	发改价格 [2017]2196 号	发改能源 [2018]823 号 发改能源 [2018]1459 号	光伏们和 智汇光伏 报道	

a 2013 年 9 月以前光伏补贴政策为事前补贴的金太阳工程

b 西藏自治区光伏电站标杆电价为 1.05 元/千瓦时 (含税)

c 2018 年电价适用于: 1、2018.01.01 后纳入的光伏项目; 2、2018 前纳入项目, 但未于 2018.06.30 前投运; 3、2018.01.01 后投运的分布式光伏发电项目

d 2018 年新电价适用于: 2018.05.31 后投运的光伏项目, 不包含两类: 1、531 前已备案、开工建设, 且在 630 前并网的户用分布式; 2、纳入 2017 年及以前的指标, 且在 630 前并网的普通光伏电站

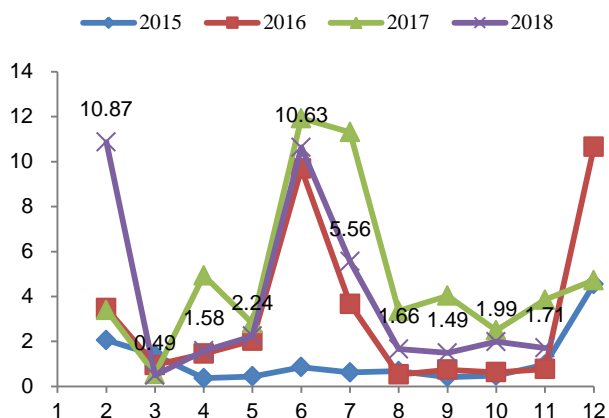
e 2019 年电价适用于: 2019 年并网的光伏项目, 其中: 1、地面电站政策发布后开始季度降 0.01 元/度, 投标后未在四个季度内投运并网则按中标价每季度降 5%; 2、从第二季度开始, 工商业分布式项目每个季度降 0.01 元/千瓦时。

来源: 发改委、能源局, 中泰证券研究所

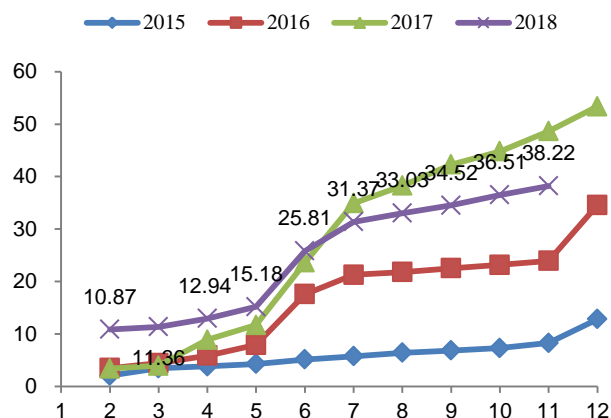
- 2018 年太阳能新增并网容量 44.38GW, 同降 16.0%。能源局数据显示, 截止 2018 年底并网太阳能发电 (全口径发电设备容量) 174.63GW, 同增 33.9%, 其中 2018 年太阳能新增并网容量 44.38GW, 同降 16%。中电联数据显示, 1-11 月全国太阳能基建新增发电生产能力 38.22GW, 比上年同期少投产 10.43GW, 同比降低 21%, 其中 11 月份, 太阳能新增装机 1.71GW, 同比降低 56%。1-11 月全国太阳能发电设备平均利用小时 1148 小时。

图表 16: 光伏月度新增装机 (GW)

图表 17: 光伏月度新增装机累计 (GW)



来源：中电联，中泰证券研究所，注：2月代表1-2月总量



来源：中电联，中泰证券研究所，注：2月代表1-2月总量

- 2018年我国光伏安装和产销市场畅旺。** CPIA 数据显示，2018年我国光伏新增装机超过 43GW，同比下降 18%，累计装机超过 170GW。就装机形式来看，集中式约 23GW，同比下降 31%；分布式约 20GW，同比增长 5%。就装机时间来看，531 前光伏装机 13.6GW，其中集中式 3.52GW、分布式 10.08GW；531 后光伏装机 30GW，其中集中式 20GW、分布式 10GW。

在产销方面，2018年多晶硅产量超 25 万吨，同比增长超过 3.3%；硅片产量 109.2GW，同比增长 19.1%；电池片产量 87.2GW，同比增长约 21.1%；组件产量约 85.7GW，同比增长 14.3GW。

在进出口方面，2018年光伏产品（硅片、电池片、组件）出口额 161.1 亿美元（双反后最高水平），同比增长 10.9%；硅片、电池片受价格跌幅影响，出口价减量增；组件出口额和出口量双升，占比回升（71.9%提升至 80.6%）；各环节出口量均超过 2017 年，其中组件出口量约 41GW（增长 30%）；多晶硅进口约 12.5 万吨，同比下降 20%；进口额为 18.7 亿美元，同比下降 21.9%（不含保税区）。

- 硅片节前调涨价格，上游受惠价格小幅向上。** Energy Trend 数据显示，虽然本周订单多在春节前就签订完成，但受惠于硅片在春节前调涨价格，本周价格呈现补涨行情，使春节后的市场开出红盘。上游的硅料与硅片受惠于这波行情，价格小幅上涨；电池与组件的涨幅则仍取决于个别产品。观察后续整体市场走势，海外多晶依旧有来自印度与日本的需求支撑，而高效单晶产品需求虽然在中国国内暂告一段落，但随着单晶产品性价比越来越受到市场青睐，预期后势仍然看好，且有助于对于提高整体太阳能市场产品水平。

硅料：受到节后补涨格局影响，大陆国内单多晶用料价格皆有微幅调涨。目前中国国内多晶用硅料价格小涨至 71~77RMB/KG，均价上扬至 74RMB/KG；单晶用硅料价格调整至 78~85RMB/KG，均价上扬至 80RMB/KG。海外硅料价格则是维持不变在 8.20~9.50USD/KG。

硅片：本周硅片市场延续春节前涨价效应，市场上的散单成交价格仍高于均价。目前大陆国内单晶硅片价格维持不变在 3.05~3.25RMB/Pc，多晶硅片价格区间维持在 2.05~2.15RMB/Pc，均价上涨至 2.15RMB/Pc，黑硅片价格上涨至 2.30RMB/Pc。海外市场的单晶硅片价格区间维持在

0.385-0.428USD/Pc, 均价上扬至 0.406USD/Pc; 多晶硅片价格则是调整至 0.277-0.295USD/Pc, 均价上扬至 0.280USD/Pc, 黑硅片价格则是上涨至 0.310USD/Pc。

电池片: 本周电池环节依旧是仅有特定产品因特定市场需求而涨价、其他产品持平的状态, 第一季需求明显偏高的高效单晶与一般多晶产品都有价格上涨的态势。目前大陆国内一般多晶电池价格上涨至 0.89-0.92RMB/W, 均价上扬至 0.90RMB/W。一般单晶电池价格上涨至 1.01-1.08RMB/W, 高效单晶电池价格维持在 1.21-1.28RMB/W, 特高效单晶 (>21.5%) 电池价格上涨至 1.32-1.35RMB/W, 均价上涨至 1.33RMB/W。海外一般多晶电池价格上涨至 0.115-0.145USD/W, 均价上涨至 0.118USD/W; 一般单晶电池价格维持在 0.155-0.160USD/W, 高效单晶电池价格维持在 0.165-0.175USD/W, 特高效单晶 (>21.5%) 电池价格维持在 0.175-0.180USD/W。双面电池行情价格则是上涨至 1.33-1.39RMB/W。

组件: 组件与电池片环节的氛围相同, 而价格的调整都是属于补涨。开工率高的一线厂依旧订单畅旺, 而未开工的中小厂只能维持观望。目前中国国内一般多晶 (270W-275W) 组件价格维持在 1.78-1.85RMB/W, 高效多晶 (280-285W) 组件价格维持在 1.83-1.93RMB/W, 均价上涨至 1.89RMB/W。一般单晶 (290-295W) 组件价格维持在 1.83-1.96RMB/W, 高效单晶 (300-305W) 组件价格维持在 2.15-2.30RMB/W, 特高效单晶 (>310W) 组件价格则是上涨至 2.30RMB/W 以上的价位。海外一般多晶组件价格维持在 0.212-0.270USD/W, 均价上涨至 0.219USD/W; 高效多晶组件价格维持在 0.218-0.275USD/W, 均价上涨至 0.234USD/W, 一般单晶组件价格则是上涨至 0.252-0.360USD/W, 高效单晶组件价格上涨至 0.278-0.380USD/W, 特高效单晶 (>310W) 组件价格上涨至 0.290USD/W。

图表 18: 太阳能现货合约价格

产业链	项目	单位	02-13	01-30	01-23	01-16	01-09	01-02	12-26
多晶硅	多晶用料	RMB/kg	74.000	72.000	72.000	72.000	72.000	74.000	76.000
	单晶用料		80.000	79.000	79.000	79.000	79.000	80.000	81.000
硅片 (156mmX156mm)	多晶硅片	RMB/Wafer	2.150	2.120	2.110	2.110	2.110	2.110	2.110
	单晶硅片		3.180	3.180	3.080	3.080	3.080	3.080	3.080
电池片 ^a	多晶电池片	RMB /W	0.900	0.890	0.890	0.890	0.860	0.860	0.860
	单晶电池片		1.050	1.050	1.050	1.050	1.050	1.040	1.040
	高效单晶电池片		1.260	1.260	1.250	1.250	1.230	1.220	1.220
	特高效单晶电池片		1.330	1.310	1.310	1.310	1.300	1.280	1.280
组件 ^b	270W 多晶组件	RMB /W	1.840	1.840	1.840	1.840	1.840	1.840	1.840
	280W 多晶组件		1.890	1.870	1.870	1.870	1.870	1.870	1.870
	290W 单晶组件		1.920	1.920	1.920	1.920	1.920	1.890	1.890
	300W 单晶组件		2.200	2.200	2.200	2.200	2.200	2.150	2.150

来源: Energy Trend, 中泰证券研究所。多晶电池片转换效率 >18.5%。单晶电池片转换效率 >20.0%。高效单晶电池片转换效率 >21.0%。特高效单晶电池片转换效率 >21.5%。高效多晶电池片转换效率 >19.5%; 可参考多晶电池片最高点价格。

- 我们预计 2019 年国内光伏需求约 43GW, 海外市场需求约 70-80GW, 全年需求在 113-123GW。2019 年, 行业将出现若干的积极因素, 尤其是需求层面的, 主要包括国内政策的修复、平价项目批量出现以及海外需求向好, 由此我们预计 2019 年国内的需求约 43GW, 海外市场需求约 70-80GW,

全球 2019 年需求在 113-123GW。

图表 19: 2019 年国内光伏新增装机拆分 (GW)

项目	2017	2018E	2019E
普通集中式、集中式扶贫、地面分布式	27.40	13.78	10.00
领跑者基地	4.50	6.00	8.00
已建成但未获得指标的电站	3.50	0.00	0.00
无补贴项目	0.00	1.00	5.00
工商业屋顶分布式	10.00	9.00	5.00
户用屋顶分布式	2.00	4.00	5.00
村级扶贫电站、户用扶贫	1.50	4.90	5.00
全部自发自用地面分布式	0.50	0.50	0.50
输电通道配套项目	1.20	1.20	1.00
示范项目	2.50	2.50	2.00
市场化交易试点项目	0.00	1.50	1.50
合计	53.10	44.38	43.00

来源: 能源局, 中泰证券研究所

- 投资建议:** 531 新政加速平价和行业洗牌, 2019 年行业积极因素较多, 重点推荐: **隆基股份** (全球单晶龙头)、**通威股份** (多晶硅和电池片扩产迅速)、**福斯特** (EVA 胶膜龙头)、**阳光电源** (光伏逆变器龙头, 布局户用分布式)、**正泰电器** (光伏电站放量, 布局户用光伏业务), 关注: **林洋能源** (中东部分布式龙头)、**中来股份** (光伏背板龙头, N 型电池放量)。

风电

- 2018 中国风电吊装排名出台, 风电市场总体回暖, CR5 提升 9 个百分点。** 彭博新能源财经数据显示, 受益于三北地区弃风改善及海上风电提速, 去年中国风电市场总体回暖。2018 年中国风电市场新增吊装总容量达 21GW, 较 2017 年回升 17%。其中, 陆上及海上风电新增吊装容量分别为 19.3GW 以及 1.7GW。中国风电行业市场集中度进一步提升, 产业链趋于成熟。2018 年彭博新能源财经共追踪到 22 家整机制造商实现新增装机, 包括三家国外整机制造商。其中, 前五大整机制造商总吊装容量达 15GW, 囊括 73% 的新增市场份额, 相较于 2017 年上升 9 个百分点。

图表 20: 2018 年中国风电整机制造商新增装机容量排名

排名	公司	2018年中国风电市场新增吊装容量 (GW)	2018年中国市场份额	2017年排名	2017年中国风电市场新增装机容量 (GW)	2017年中国市场份额
1	金风科技	6.7	32%	1	5.3	29%
2	远景能源	3.7	17%	2	2.8	15%
3	明阳智慧能源	2.5	12%	4	1.1	6%
4	国电联合动力	1.3	6%	3	1.2	7%
5	上海电气	1.1	5%	5	1.1	6%
6	运达风电	0.9	4%	9	0.7	4%
7	中国海装	0.8	4%	6	0.8	5%
8	湘电风能	0.7	3%	8	0.7	4%
8	东方电气	0.7	3%	7	0.8	4%
10	维斯塔斯 (丹麦)	0.6	3%			
11	其他 (含国外整机制造商)	2	10%		3.5	

来源: BNEF, 中泰证券研究所

- 2018 全球风电吊装排名出台, 中国占全球市场 42%。** 彭博新能源财经数据显示, 2018 年全球新增陆上及海上风电装机容量分别为 45.4GW 及 4.3GW, 新增风电装机遍及 53 个国家。其中中国继续领跑全球风电市场, 2018 年中国市场新增装机总容量为 21GW (包含 19.3GW 的陆上及 1.7GW 的海上风电装机), 全球市场占比 42%。彭博新能源财经预计 2019 年全球风电市场将迎来强劲反弹, 其中陆上风电新增装机规模有望增至 60GW。

图表 21: 2018 年全球风电整机制造商新增装机容量排名

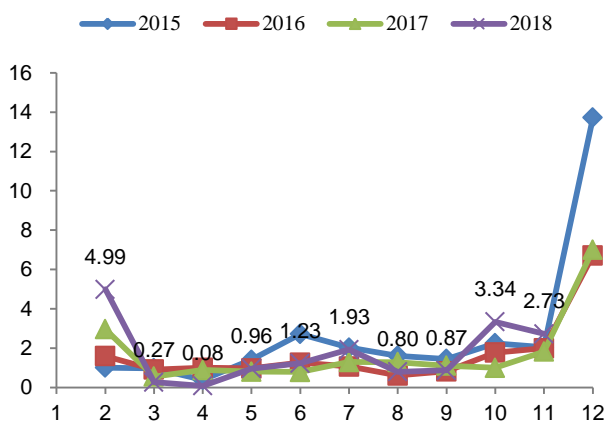
排名	公司	2018年陆上风电新增吊装容量 (GW)	排名	公司	2018年海上风电新增装机容量 (GW)
1	Vestas	10.09	1	Siemens Gamesa	1.36
2	金风	6.66	2	MHI Vestas	1.29
3	GE	4.96	3	上海电气	0.72
4	Siemens Gamesa	4.08	4	远景	0.40
5	远景	3.28	5	金风	0.40
6	Enercon	2.53	6	明阳	0.09
7	明阳	2.44	7	GE	0.02
8	Nordex	2.43	8	其他	0.01
9	联合动力	1.29			
10	运达	0.94			

来源: BNEF, 中泰证券研究所

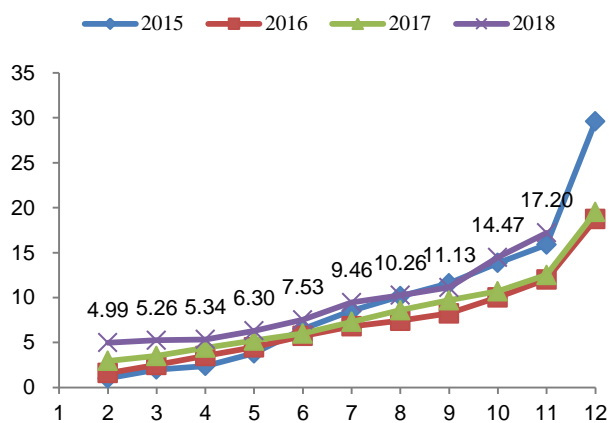
- 广东、宁夏、陕西、福建等省出台风电竞价细则, 得分区分度主要体现在企业能力、已开展前期工作和申报电价, 但不鼓励恶意电价竞争, 宁夏竞价结果验证这一结论。** 近期广东和宁夏陆续出台风电项目竞争性配置细则, “竞价”标准一般包括**企业能力、设备先进性、申报电价、已开展前期工作、接入消纳条件、技术方案** 6 方面。从得分区分度角度来看,

不同业主的区分度主要体现在企业能力、已开展前期工作和申报电价方面。关于市场关注的申报电价可能出现低价竞争的情况，各省区都设置了避免出现恶性电价竞争的细则。宁夏公示全国首份风电“竞价”结果也验证了不会恶性竞争的结论，宁夏是三类风资源区，标杆电价 0.49 元/千瓦时，而公示的前 28 个项目平均电价为 0.44857 元/千瓦时，仅有极个别风电项目降到了 0.35 元/千瓦时、0.37 元/千瓦时的低电价。

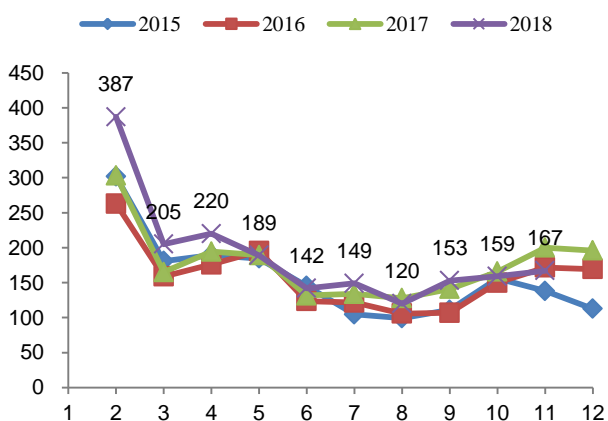
- 2018 年风电新增并网容量 20.59GW，同增 37.0%，行业反转验证。**能源局数据显示，截止 2018 年底并网风电(全口径发电设备容量)184.26GW，同增 12.4%，其中 2018 年风电新增并网容量 20.59GW，同增 37.0%。中电联数据显示，1-11 月风电新增装机 17.20GW，较去年增加 4.68GW，同比增长 37%，行业反转逻辑持续验证。其中，11 月份，风电新增装机容量 2.73GW，同比增加 50%。

图表 22: 风电月度新增装机 (GW)


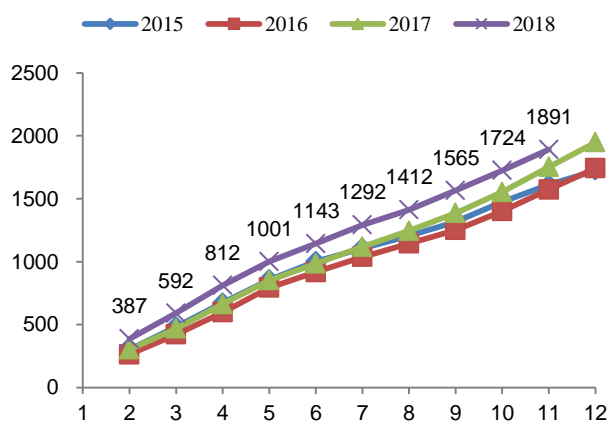
来源：中电联，中泰证券研究所，注：2月代表1-2月总量

图表 23: 风电月度新增装机累计 (GW)


来源：中电联，中泰证券研究所，注：2月代表1-2月总量

图表 24: 风电月度利用小时数 (小时)


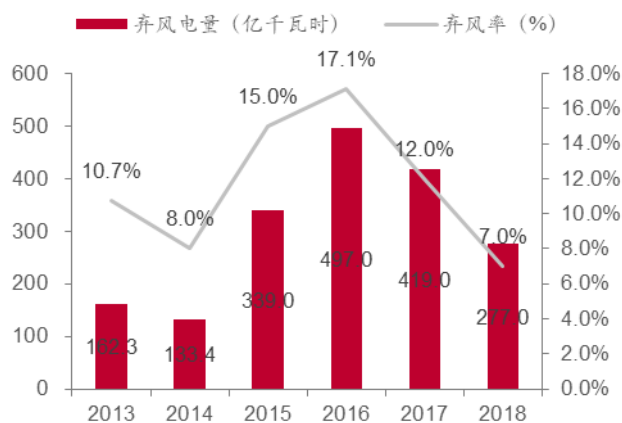
来源：中电联，中泰证券研究所，注：2月代表1-2月总量

图表 25: 风电月度利用小时数累计 (小时)


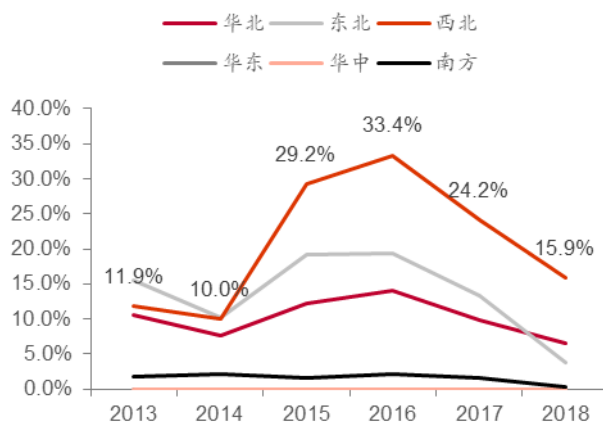
来源：中电联，中泰证券研究所，注：2月代表1-2月总量

- 弃风限电改善常态化，风电收益率提升驱动投资热情。**2018 年风电利用率达 92.8%，弃风率 7.2%，同比下降 4.9 个百分点，弃风限电整体状

况继续得到缓解。与此同时，能源局、发改委多次强调 2020 年前在全国范围内有效解决弃水弃风弃光问题，且特高压为风电消纳提供广阔空间，三北地区弃风限电改善将成为未来几年行业主题。

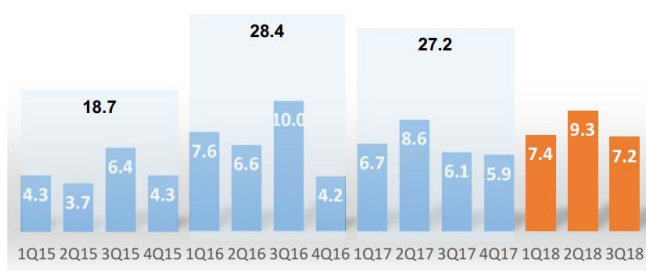
图表 26: 2017 年弃风率开始下降


来源：能源局，中泰证券研究所

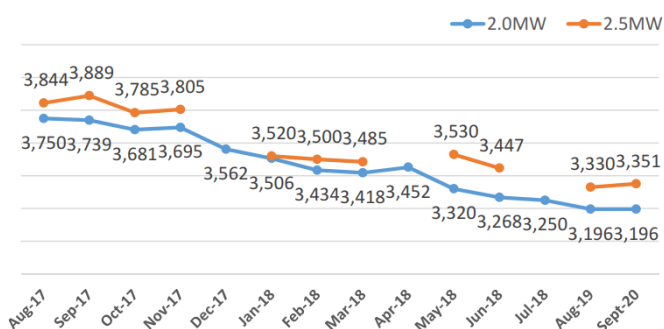
图表 27: 西北弃风率为 15.9%，同降 8.3PCT


来源：能源局，中泰证券研究所

- 三季度国内风电招标量继续高增，反转持续验证。**金风科技数据显示，2018Q1-3 国内公开招标量为 23.9GW，同比增长 11.7%；三季度单季度招标量 7.2GW，同比增加 18.0%。其中海上风电招标 3.1GW，同增 6.9%，占比 13.0%；南方项目招标 8.7GW，占比 36.6%，北方项目 15.2GW，占比 63.4%。在招标价格方面，2.0MW 级别机组 2018 年 9 月投标均价为 3196 元/千瓦，近四个月以来，降幅环比收窄，9 月份均价稳定不变。2.5MW 级别机组 2018 年 9 月投标均价为 3351 元/千瓦，9 月份投标均价增幅为 0.6%。从招标量增长和招标价格降幅趋缓可以看出，国内风电市场反转。

图表 28: 年度公开招标容量 (GW)


来源：金风科技，中泰证券研究所

图表 29: 月度公开投标均价 (元/kW)


来源：金风科技，中泰证券研究所

- 三北复苏、中东部常态化趋势明显，风电反转逐步验证。**2018 年三北地区新增并网容量 11.06GW，同增 57%；中东部(不含云南)新增装机 9.15GW，

同增 27%，这表明弃风限电改善带来的三北复苏（2018 年三北红六省解禁三个省份）以及中东部常态化已经被装机数据验证。此外，2018 年分散式、海上风电也贡献了增量。

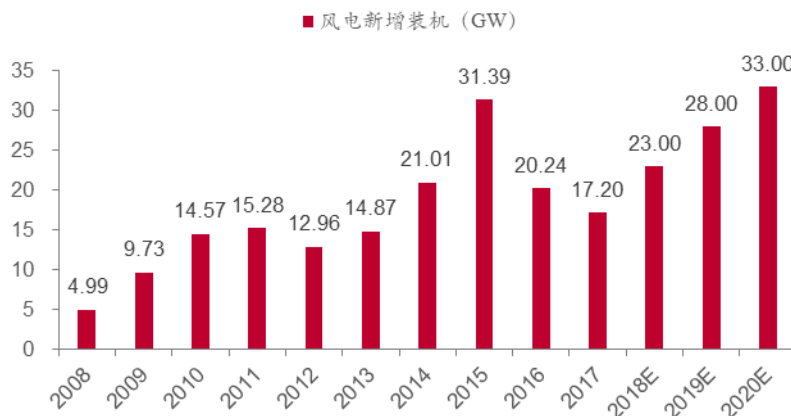
图表 30: 三北复苏、中东部常态化趋势明显 (GW)

指标名称	2018	2017	同比	指标名称	2018	2017	同比
华东	3.01	1.87	61%	南方	1.38	2.39	-42%
上海	0.00	0.00		广东	0.22	0.67	-67%
江苏	2.09	0.95	120%	广西	0.58	0.83	-30%
浙江	0.15	0.14	7%	海南	0.03	0.00	
安徽	0.29	0.40	-28%	贵州	0.17	0.07	143%
福建	0.48	0.38	26%	云南*	0.38	0.82	-54%
西北	3.31	2.42	37%	华中	5.14	3.78	36%
西藏	0.00	0.00		江西	0.56	0.61	-8%
陕西	0.42	1.14	-63%	河南	2.35	1.29	82%
甘肃	0.00	0.05	-100%	湖北	0.78	0.52	50%
青海	1.05	0.93	13%	湖南	0.85	0.46	85%
宁夏	0.69	0.00		重庆	0.17	0.05	240%
新疆	1.15	0.30	283%	四川	0.43	0.85	-49%
华北	6.88	4.36	58%	东北	0.87	0.25	248%
北京	0.00	0.00		辽宁	0.50	0.16	213%
天津	0.23	0.00		吉林	0.09	0.00	
河北	2.10	0.00		黑龙江	0.28	0.09	211%
山西	1.71	1.01	69%	全国	20.59	15.07	37%
山东	0.85	2.22	-62%	三北	11.06	7.03	57%
内蒙古	1.99	1.13	76%	中东部	9.53	8.04	19%
				中东部(不含云南)	9.15	7.22	27%

来源：能源局，中泰证券研究所

- **积极因素持续，2019 年新增装机或达 28GW，同增约 20%。**在三北解禁、中东部常态化、海上和分散式放量等因素趋势下，2018 年风电行业迎来反转。展望 2019 年，除了 2018 年的好转逻辑之外，行业还有两个积极的因素：三北地区继续解禁以及电价抢开工，我们预计 2019 年新增装机约 28GW，同增约 20%（预计 2018 年新增装机 23GW）。

图表 31: 2019 年国内风电新增装机预计 28GW



来源：中电联，中泰证券研究所

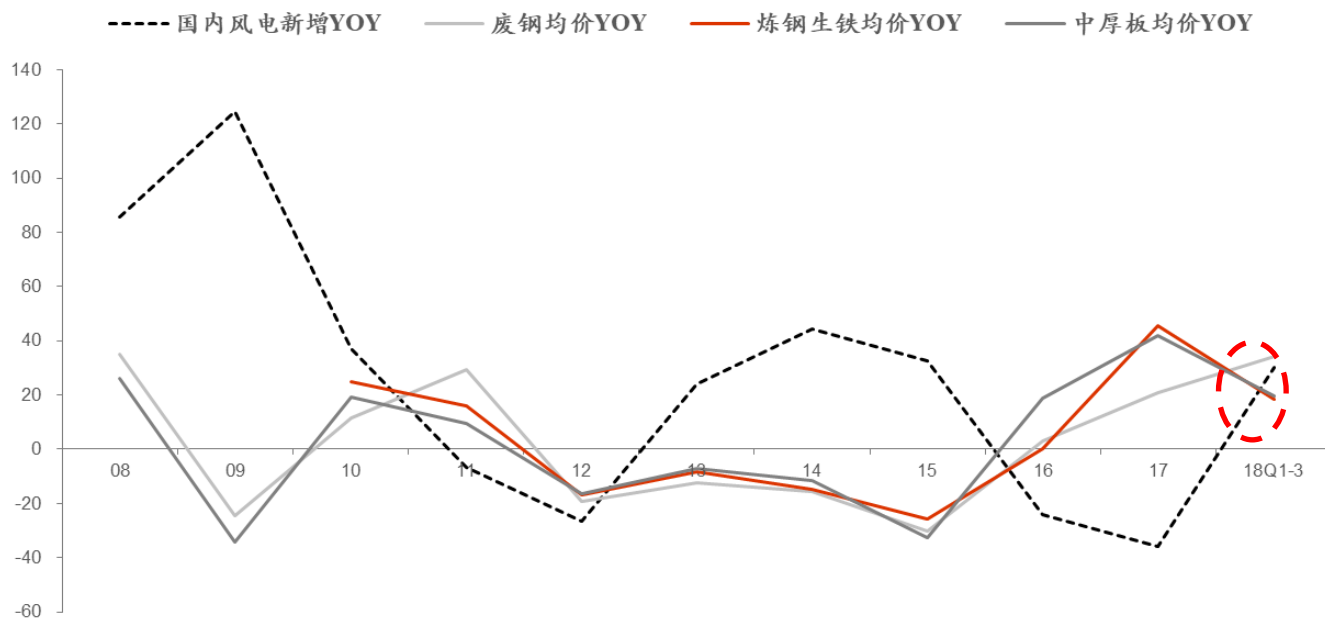
- **环保限产边际放松，需求偏弱，2019 年钢材价格预期处于下行周期。**2018 年 Q3 以来，不同钢材出现了一定程度的下行。展望 2019 年，我们认为钢价或将处于下行周期，主要原因：（1）环保限产不再采用“一刀切”的方式，供给有望松动；（2）房地产需求预期下行，基建增长，但整体需求同比趋弱。

图表 32: 螺纹钢期货出现大幅下行 (元/吨)



来源：Wind，中泰证券研究所，截止 2018-11-30

图表 33: 风电新增装机增速与钢价增速出现反向交叉 (需求向上、成本下降)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **铸锻件环节销售模式一般为提前锁量锁价，且钢材是最大的成本，钢价下行盈利弹性大。**在风电中游制造环节中，铸锻件的销售策略一般是提前锁量（或份额）、锁价（产品价格），而原材料采购根据下游客户下订单的节奏进行。如果2019年钢价下行，铸锻件环节将锁住钢价下行带来的全部收益。而且，钢材成本占铸锻件环节成本的50-80%，业绩弹性大。

图表 34: 钢价对风电中游铸锻件 2019 年毛利率敏感性分析

	吉鑫科技 (铸件)	日月重工 (铸件)	通裕重工 (主轴)	金雷风电 (主轴)
钢材占成本比例 (2017 年)	16%	55%	75%	63%
铸锻件业务营收占比 (2017 年)	97%	64%	18%	91%
10%钢价降低时 2019 铸锻件毛利率变化	+1.6PCT	+4.1PCT	+4.3PCT	+4.6PCT
10%钢价降低时 2019 综合毛利率变化	+1.5PCT	+2.7PCT	+0.7PCT	+3.5PCT
20%钢价降低时 2019 铸锻件毛利率变化	+3.2PCT	+8.2PCT	+8.6PCT	+9.3PCT
20%钢价降低时 2019 综合毛利率变化	+3.1PCT	+5.5PCT	+1.4PCT	+6.9PCT

来源: Wind, 中泰证券研究所

- **投资建议:** 风电行业景气向上，钢价预期下行，风电中游将进入历史性的盈利向上周期，其中铸锻件环节提前锁价锁量的营业模式，有望享受钢价下行的收益，而且成本中钢材占比较高，业绩弹性大。按照业绩对钢价的弹性，重点推荐铸锻件细分龙头：**金雷风电、日月股份**，同时关注**天顺风能、泰胜风能、金风科技、振江股份、通裕重工、吉鑫科技**等在成本下行中受益的其他中游制造标的。

电力设备及工控

- **特高压项目建设提速。**2018.9.7, 国家能源局下发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》, 将在 18-19 年两年核准 9 个重点输变电线路, 项目包括了 12 条特高压工程, 合计输电能力 5700 万千瓦。近几个月来, 项目不断落地: 1) 10.26, 总投资 225.59 亿元的青海-河南土 800 千伏特高压直流输电工程获国家发改委核准; 2) 18.11.29, 张北-雄安\驻马店-南阳两条高压交流输变电工程项目获省级发改委核准批复; 3) 2019.1.15, 陕北-湖北特高压项目或国家发改委批核准(国家电网报)。国网重视特高压投资, 将加快建设以特高压为骨干网架, 解决三北区域的弃风弃光的问题, 实现水火互济、风光互补的问题。此外, 在基建稳增长情况下, 智能电网建设中配网投资作为关键, 有望提速。重点推荐国电南瑞, 关注平高电气、许继电气等。

- **2018 年国内工业机器人同比增速放缓。**据国家统计局, 2018 年国内工业机器人全年累计产量 14.8 万台, 同比+4.6%, 增速显著放缓, 短期经济具有下行压力。从长期看, 未来“产业升级+工程师红利+国产替代”将从内生驱动行业稳定发展; 国内工控企业凭借产品及服务性价比, 对下游客户快速响应能力, 提供综合的行业解决方案, 进一步实现进口替代。重点推荐受宏观经济影响相对较小的: 麦格米特; 长期关注汇川技术、宏发股份。

重点覆盖标的

图表 35: 重点覆盖标的

细分板块	股票简称	推荐逻辑
新能源汽车	新宙邦	公司形成了以电解液和氟化工纵向一体化协同发展，铝电容器化学品稳定增长，半导体化学品逐步拓展的多业务发展布局。公司深耕电解液领域（国内市占率第二），电解液价格底部企稳，公司客户结构优异面向海外，将受益于全球锂电龙头放量。
	宁德时代	全球锂电池龙头，管理层卓识远见，产业链布局前瞻，凭借强大和领先的研发团队保持技术领先，有望凭借优质产品性能+成本优势在全球动力锂电市场占领重要份额， 长期看好 。
	天赐材料	公司作为全球电解液龙头企业，“优质客户+研发能力+成本竞争力”，纵向布局上游碳酸锂+6F+氢氟酸+硫酸，横向布局正极材料，产业链一体化促使公司锂电材料的平台效应凸显。
	璞泰来	CATL 核心供应商，“负极+锂电设备+隔膜涂覆+铝塑膜”等业务打造锂电领域龙头公司。
	当升科技	公司深耕三元正极材料领域，技术引领市场，海内外客户积极卡位，在三元高镍趋势下，产品结构升级调整。随着高镍产能释放，业绩有望保持高增。
	新纶科技	电子、新能源材料平台，收购千洪电子构建胶膜及模切垂直一体化，收购 T&T 布局铝塑膜，并有望同凸版集团在电子材料领域持续合作。随着产能释放，发展进入快车道。
	恩捷股份	湿法隔膜全球龙头，快速扩产形成规模优势，成本控制能力强，是国内主流电池厂核心供应商，涂覆膜技术先进助力海外客户开拓，新投资涉足软包铝塑膜行业，带来新增长点。
	星源材质	干法隔膜全球龙头，干湿法隔膜及涂覆技术积淀深厚，是国内唯一供应 LG 化学干法的厂商。海外客户持续开拓，随着产能释放，业绩高增。
	三花智控	新能源汽车热管理零部件全球龙头，供应特斯拉打造标杆效应，并成为戴姆勒、沃尔沃、蔚来汽车的核心供应商，未来随热泵技术推出市场空间打开，受益全球新能源车销量增长。
新能源	金风科技	全球风电整机龙头，风机产品系列丰富、在手订单刷新历史新高，“两海”战略实施顺利（海上风电+海外市场），风电场业务发力。
	金雷风电	风电主轴全球龙头，客户优质，公司产品线向上游延伸，拟以自有资金在莱芜市投资建设年产 8000 支 MW 级风电主轴铸锻件项目，进一步降低产品成本，增强核心竞争力。
	隆基股份	单晶全球龙头，产能扩张稳步推进，出货量高增，海外业务拓展顺利，营运能力提升，行业洗牌期间市场份额提升。
	通威股份	子公司永祥股份的多晶硅生产成本以及通威太阳能的电池片的非硅成本都处于行业较低的水平，公司携成本优势稳步推进产能扩张，致力于成为电池片和多晶硅环节的龙头企业。
	正泰电器	低压电器龙头，光伏电站业务发力，受益于弃光限电改善。
	天顺风能	风塔龙头，海外业务强劲，风电叶片项目落地，风电场运营开拓顺利，打造新能源设备、新能源开发和金融服务三大事业部。
电力设备&工控	麦格米特	公司基于电力电子技术及其控制技术同源，依托强大研发平台和管理平台（管理层出自华为艾默生），形成了以“智能家电、工业电源、工业自动化”跨领域多元化布局，研发驱动内生增长潜力大，逐渐进入协同效率提升期，未来三年业绩复合增速有望达 25% 以上。
	国电南瑞	作为电力自动化龙头，整合后集团销量提升，配网、信通业务增长较好。配网增量变化，调度或将开启新一轮的更新替代，公司未来有望保持业绩稳定增长。
	汇川技术	公司管理层优异，以“小业务—强平台—大公司”成长模式，成为工控领军，未来将受益智能制造升级。公司立足“为客户提供机电一体化解决方案”，战略上大力布局新能源汽车动力总成，我们认为公司凭借其研发、服务、制造等本土化优势，有能力在乘用车电控领域及动力总成领域成为行业领军者。
	宏发股份	新能源汽车高压直流继电器行业龙头，也是全球继电器行业龙头，对制造业体系理解深刻、自动化生产水平高。通用继电器回暖、汽车继电器出货量持续增长为业绩形成重要支撑；先进制造相关标的。

来源：中泰证券研究所

行业新闻

电力设备

■ 国家电网公司召开总部员工大会 全面加快“三型两网”建设

2月13日上午，国家电网有限公司总部员工大会在京召开。会议以新时代中国特色社会主义思想为指导，贯彻落实公司三届四次职代会暨2019年工作会议精神，表彰先进，分析形势，部署任务，围绕全面推进“三型两网”建设，动员总部各部门和全体员工，进一步加强总部建设，大力推进“放管服”改革，着力改进和转变作风，提高工作能力、效率和水平，加快建设具有全球竞争力的世界一流能源互联网企业。公司董事长、党组书记寇伟出席会议并讲话。公司总经理、党组副书记辛保安主持会议。公司全体领导班子成员出席会议。（来源：北极星输配电网）

新能源

■ 国家发改委鼓励外商投资产业目录征求意见稿：涉及光伏、光热发电

日前，国家发改委发布了关于《鼓励外商投资产业目录（征求意见稿）》公开征求意见的公告，该目录包括两部分：一是全国鼓励外商投资产业目录，是对现行《外商投资产业指导目录》鼓励类的修订，适用于各省（区、市）的外商投资项目。二是中西部地区外商投资优势产业目录，是对现行《中西部地区外商投资优势产业目录》的修订，适用于中西部地区、东北地区及海南省的外商投资。（来源：国家发改委）

■ 光伏价格趋势：需求优于预期 近期供应链价格稳定

多数硅料订单已经在春节前确定，二月的价格基本上会保持稳定。小量成交订单部分，单晶用致密料小幅涨价反映节前的观望，主流均价落在每公斤81元人民币。多晶用菜花料则相较节前一周又回到一月中旬的价格，目前主流价格多成交在每公斤70-71元人民币。海外单晶用料也有小幅调涨0.1元美金左右，多晶部分则保持平稳。（来源：北极星太阳能光伏网）

■ 重磅！西门子-歌美飒、维斯塔斯称霸欧洲海上风电！新增装机占据 95% 市场份额！

近日，欧洲风能协会公布2018欧洲海上风电统计数据，数据显示：2018年欧洲新增海上风电装机409台，容量共计2649MW，较2017年增长18%，累计装机容量达到18499MW。Siemens Gamesa和MHI Vestas Offshore Wind两家整机商占据了95%的新增市场份额，分别达到62.2%和33.3%。（来源：中国风电新闻网）

■ 维斯塔斯公布2018年财报：新订单14.2 GW，较2017年增长27%！收入101亿欧元

随着风电行业继续走向成熟与主流，维斯塔斯达到了2018年的预期目标并在所有主要指标上保持行业领先地位，包括在43个国家收获的维斯塔斯有史以来最高的14.2 GW新订单量（相比2017年上升了27%）、维斯塔斯有史以来最高的260亿欧元的订单储备量与突破记录的服务收入和利润率。2018年全年，营业额达到101亿欧元，特殊项目息税前利润率为9.5%，总投资为6.03亿欧元*，自由现金流*为4.18亿欧元，与预期中的营业额

100-105 亿欧元、特殊项目息税前利润率 9.5-10.5%、总投资*6 亿欧元、自由现金流 4 亿欧元保持一致。相比 2017 年，营业额上升，盈利与自由现金流略微下降，但仍然在激烈的竞争环境中保持健康水平。（来源：维斯塔斯风力之家）

■ **USITC：继续对中国晶体硅光伏电池和组件征收双反税**

2 月 8 日，美国国际贸易委员会（USITC）决定，现有的关于从中国进口的晶体硅光伏和组件产品的反倾销和反补贴税令将继续存在。（来源：北极星太阳能光伏网）

■ **家乐福将在法国的 36 家门店建设光伏停车棚**

法国太阳能公司 Urbasolar 宣布，将在法国零售商家乐福（Carrefour）所属 36 家超市的停车场部署光伏停车棚，后者是全球最大的超市连锁店之一。（来源：pv-magazine）

■ **山西省推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知**

近日，山西省能源局发布《关于推进山西省风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，提出：1）请各市推进不需要补贴的风电、光伏发电平价上网试点项目；2）优化投资环境，积极支持平价上网项目和低价上网项目的建设；3）严格落实试点项目消纳条件和接网工程建设责任。（来源：智汇光伏）

■ **山西能源局发布风电无补贴平价上网政策**

近日，为促进山西省可再生能源高质量发展，提高风电、光伏发电的市场竞争力，山西省能源局发布《关于推进山西省风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》。《通知》指出：1、开展平价上网项目和低价上网试点项目建设。2、优化投资环境，积极支持平价上网项目和低价上网项目建设。3、严格落实试点项目消纳条件和接网工程建设责任。4、落实工作机制，统筹协调有关工作。（来源：风电头条）

■ **光伏红色预警发布！甘肃、新疆、西藏无法新建光伏项目！**

2 月 14 日，国家能源局官方网站发布了 国能综通新能〔2019〕11 号《国家能源局综合司关于发布 2018 年度光伏发电市场环境监测评价结果的通知》，西藏首次出现红色预警！根据国能发新能〔2017〕79 号文件，评价结果为红色的地区，国家能源局原则上在发布监测评价结果的当年暂不下达其年度新增建设规模！这意味着甘肃、新疆、西藏连平价上网光伏项目都无法进行建设！只要需要指标都原则上不允许进行建设！（来源：国家能源局）

■ **4.0.2 元/W+0.15 元/kWh！广州公示 2019 年第一批光伏项目补贴资金名单**

2 月 12 日，广州市发改委公示了该市 2019 年第一批太阳能光伏发电项目补贴资金的公告。广州市拟对 213,548,839 千瓦时的发电量，117.656715 兆瓦的装机容量进行补贴。（来源：广州发改委）

新能源汽车

■ **工信部：启动面向 2035 年新能源汽车中长期规划编制**

为推动新能源汽车产业高质量发展，工信部日前组织召开《新能源汽车产业发展规划（2021 年-2035 年）》编制工作启动会，为下一阶段我国新能

源汽车发展进行顶层设计。会上，工信部部长苗圩指出，规划编制工作中，要以新能源汽车高质量发展为主线，探索新能源汽车与能源、交通、信息通信等深度融合发展的新模式。（来源：工信部）

■ 宁德时代将在德建世界最大电池厂，产能达到 100 吉瓦

据德国《经济新闻报》13 日报道，中国宁德时代欧洲区总裁马蒂亚斯-岑特格拉夫近日在德国波鸿举行的汽车研讨会上宣布，宁德时代将在德国埃尔夫福特建造世界上最大的电池工厂。宁德时代给这家占地 82 公顷的电池工厂的投资约 2.4 亿欧元，将为当地创造 600 个新工作岗位。当生产能力达到 100 吉瓦时的时候，每天将有 93 个集装箱出厂。为此，工厂将与当地铁路网连接起来。（来源：环球时报）

■ 比亚迪向腾势新能源增资，再次注入 2 亿元

比亚迪发布了一则公告称，在比亚迪第六届董事会第二十四次会议上，董事会通过了《关于拟对参股公司深圳腾势新能源汽车有限公司增资的议案》，同意公司控股子公司比亚迪汽车工业有限公司对参股公司腾势新能源增资人民币 2 亿元，全部作为注册资本；并授权公司管理层办理增资所需手续。（来源：第一电动网）

■ 特斯拉“固定”电池容量，可通过 OTA 直接提升续航里程

继早前取消了 60kWh 电池版本车型后，特斯拉于今年 1 月份取消了搭配 75kWh 电池组的 Model S 和 Model X 车型，只保留 100kWh 电池组这一个版本的 Model S 和 Model X。（来源：高工锂电网）

■ GGII：2018 年中国电解液出货 14 万吨 同比增长 27%

高工产研锂电研究所(GGII)调研显示,2018 年中国电解液出货量 14 万吨,同比增长 27.3%。国内电解液产值为 63.6 亿元,同比下降 3.1%,电解液价格大幅下滑,导致产值增速低于出货量增速。中国电解液 TOP6 企业份额进一步提升至 72%,相比 2017 年集中度提升 4.3%（来源：高工锂电网）

■ 山西将建立汽车动力蓄电池回收利用体系

建立山西新能源汽车动力蓄电池回收利用体系，可将原本在深圳、上海、天津等其他省市已建成或计划建设的梯次电池制造、回收环节引入山西，预计可为山西带来每年超亿元的产值。具体实施建议如下：一、建立产业联盟。二、推进技术创新。三、推进主体企业能力建设。（来源：高工锂电网）

■ 30 多家企业落户湖北武汉国家智能网联汽车基地

武汉开发区与中国移动湖北公司近日签署框架协议，共建国家新能源和智能网联汽车基地，力争在军运会举办前，实现国内首家 5G 全场景智能网联汽车技术试验及示范运营。截至目前，国家新能源与智能汽车基地已吸引 30 多家人工智能研发、自动驾驶测试、5G 通信等企业落户。（来源：第一电动网）

■ 2019 年首批目录：Jeep PHEV/ VELITE 6/思皓 E20X 等 106 款车型上榜

2 月 14 日，工信部发布《新能源汽车推广应用推荐车型目录(2019 年第一批)》，包括 49 家企业的 106 款新能源车型上榜，其中纯电动产品 98 款，插电式混合动力车型 8 款，氢燃料电池车型为 0。作为 2019 年首批推荐目录，本批车型数量较 2018 年最后一批的 161 款减少 55 款，下降幅度超三成。其中新能源乘用车 54 款，占比 50.94%，占比超 5 成；新能源客车 32 款，占比 30.19%；另有 20 款新能源专用车，占比 19.13%。（来源：高工电动车网）

公司公告

电力设备

- **平高电气:**公司于近日收到控股子公司河南平芝的通知,申请变更经营范围,并经平顶山市工商行政管理局核准通过。变更后的经营范围为:从事各种单体罐式气体断路器及复合式气体绝缘开关以及气体封闭组合电器的设计、装配、试验。销售自产产品及零部件。采购销售变电设备及维修服务;自有房屋租赁;机械设备租赁;信息技术咨询服务;电力工程总承包服务;承装(修、试)电力设施;GIL(气体绝缘输电线路)研发制造销售。
- **泰豪科技:**公司发行限售股以购买资产,本次限售股上市流通数量为2832427股,上市流通日期为2019年2月18日。
- **长高集团:**在国家电网有限公司青海-河南、陕北-武汉±800kV特高压直流输电工程第一次设备招标采购中,公司全资子公司长高开关中标金额合计人民币7,475.22万元,占公司2017年合并营业收入的5.28%。本次中标后,其合同的履行预计将对公司2019年及以后年度的经营业绩产生积极影响。
- **四方股份:**公司通过集中竞价交易方式首次回购股份数量为240800股,占公司目前总股本的比例为0.03%。成交的最低价格为5.70元/股,成交的最高价格为5.73元/股,支付的总金额为人民币1375010元(不含印花税、佣金等交易费用)。
- **置信电气:**上海置信电气股份有限公司全资子公司襄阳国网合成绝缘子有限责任公司由于现厂区需进行政策性搬迁,拟与襄阳高新技术产业开发区管理委员会、襄阳高新国有资本投资运营集团有限公司签订资产置换协议。

新能源

- **科新机电:**近日,公司获得了由四川省什邡市发展改革和科技局下发的关于认定公司为什邡市总部企业的奖励资金380万元人民币,该笔补助资金已经到账
- **林洋能源:**1)“2019年电能表框架招标中标候选人公示”中,公司为项目的中标候选人。预计中标金额约为6380万元,占2017年营业收入的1.78%;2)提名陆永华先生、沈凯平先生、陆永新先生、虞海娟女士为公司第四届董事会非独立董事候选人,提名苏凯先生、蔡克亮先生、贾丽娜女士为公司第四届董事会独立董事候选人,提名张桂琴女士、张天备女士为第四届监事会股东代表监事候选人
- **久立特材:**报告期内,公司实现营业收入同比增长43.68%,公司营业利润、利润总额、归属于上市公司股东的净利润指标分别比上年上升155.86%、156.32%、128.02%。
- **佳电股份:**2019年2月12日,公司收到建龙集团发来的《关于北京建龙减持计划的提醒函》回函,建龙集团截至本公告日,通过集中竞价交易方式,减持其持有公司无限售条件流通股合计4,898,900股,占公司总股本的1%,完成了本次减持公司股份的计划。

- **金盾股份:** 公司中标合肥市轨道交通 4 号线工程机电系统通风空调专业风机、风阀设备采购项目, 中标总额为 61028906 元, 占公司 2017 年度经审计营业收入的 13.13%, 中标项目签订正式合同并顺利实施后, 预计对公司未来的经营业绩产生积极的影响, 同时也会对其他地铁项目的中标起到积极的作用

新能源汽车

- **新宙邦:** 深圳新宙邦科技股份有限公司于近日收到公司控股股东、一致行动人覃九三、周达文、郑仲天、钟美红、张桂文、邓永红六位股东中周达文先生、郑仲天先生、钟美红女士、张桂文女士、邓永红女士的减持公司股份的告知函, 于 2019 年 1 月 28 日至 2 月 13 日期间其通过大宗交易系统减持本公司无限售条件流通股份共 6910000 股, 占目前公司总股本 379430368 股的 1.82%。本次减持后, 公司控股股东、一致行动人覃九三、周达文、郑仲天、钟美红、张桂文、邓永红合计持有公司股份 155942176 股, 占公司总股本的 41.10%, 仍为公司控股股东
- **富瑞特装:** 公司持股 5%以上股东郭品芳先生计划以集中竞价的交易方式减持公司股份不超过 470.00 万股 (占公司总股本比例为 0.99%), 减持期间为 2019 年 2 月 1 日至 2019 年 5 月 2 日。
- **东方精工:** 截至 2019 年 01 月 31 日收盘, 公司以集中竞价交易方式累计回购股份 30,000,063 股, 占公司总股本的 1.63%, 最高成交价为 5.07 元/股, 最低成交价为 4.14 元/股, 累计支付的总金额为 13,693.13 万元 (不含交易费用)。
- **长鹰信质:** 公司董事长尹巍先生、董事于德运先生及公司其他股东陈龙先生拟在 2018 年 2 月 11 日-2019 年 2 月 11 日合计增持不超过 20,000 万元的本公司股份, 截止 2019 年 2 月 11 日, 增持计划已期满, 各增持主体均已完成增持计划。
- **骆驼股份:** 截止 2019 年 1 月 31 日, 公司以集中竞价交易方式累计回购公司股份 9,999,918 股, 占公司目前总股本的比例约为 1.18%; 成交的最高价为 11.29 元/股, 成交的最低价为 8.55 元/股; 累计支付的资金总额为 100,404,104.21 元
- **比亚迪:** 公司公布 2019 年 1 月汽车销量快报, 新能源汽车销量 28,668 辆, 同比增长 291.11%, 其中商用车销量 663 辆, 同比增长 270.39%, 燃油汽车销量 15252 辆, 同比减少 56.43%, 公司 2019 年 1 月新能源汽车动力电池及储能电池装机总量约为 1.55GWh
- **杉杉股份:** 公司经中国证监会《关于核准宁波杉杉股份有限公司非公开发行股票批复》(证监许可[2015]3116号)核准, 非公开发行人民币普通股 150524246 股, 发行价格为每股 22.89 元, 发行募集资金总额为人民币 3445499990.94 元, 扣除各项发行费用人民币 1738 万元后, 实际募集资金净额人民币 3428119990.94 元, 已于 2016 年 2 月 18 日存入公司开立的募集资金专项账户。

风险提示

- 宏观经济下行风险、政策不及预期、新能源汽车销量及新能源装机不及预期、行业竞争加剧导致价格大幅下跌风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。