

行业研究/动态点评

2019年03月06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

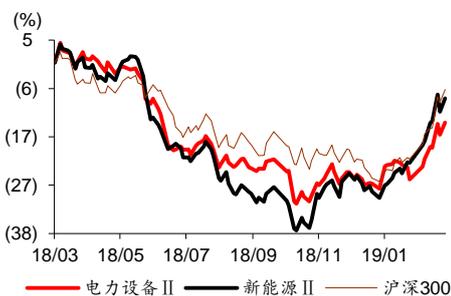
孙纯鹏 执业证书编号: S0570518080007
研究员 sunchunpeng@htsc.com

边文姣 执业证书编号: S0570518110004
研究员 bianwenjiao@htsc.com

相关研究

- 1《电力设备与新能源: 行业周报 (第九周)》2019.03
- 2《电力设备与新能源: 行业新机遇, 增长新动能》2019.03
- 3《国轩高科(002074, 增持): 业绩快报符合预期, 边际改善值得期待》2019.03

一年内行业走势图



资料来源: Wind

增值税下调, 制造龙头盈利或上行

增值税减免, 具有强议价能力及核心竞争力的企业最受益

电力设备新能源各子行业 (包含新能源车、风电、光伏、工控、特高压等) 是典型的制造行业, 我们以跟踪的电新产业链所涉及的上市标的 17 年数据为样本, 计算了各子行业 17 年增值税额度及占利润的比重, 测算增值税调整后的带来的净利润弹性, 整车板块业绩弹性最大。我们认为上下游中具有强议价能力及核心竞争力的企业最受益, 重点推荐具有强议价能力及核心竞争力的晶盛机电、国电南瑞和国轩高科, 建议关注宁德时代。

新能源车: 动力电池龙头议价能力较强, 材料环节议价能力较弱

新能源由政策市向消费市过渡, 动力电池降价叠加优质产能短缺, 行业集中度提升, 龙头电池企业在产业链中议价能力最强。从四大材料环节看, 目前正极、负极、隔膜均将承担较大降价压力, 其中正极原材料碳酸锂、硫酸钴等价格降低空间有限, 正极对上游议价能力逐步减弱。负极、隔膜的上游为全球大宗商品, 因此对上游不具备议价能力。电解液 2018Q4 跟随上游溶剂和六氟磷酸锂涨价, 表明电解液价格或已见底。

光伏: 优势技术和规模效应相结合提升议价能力

上游硅料、硅片环节集中度最高且议价能力最强, 往下游议价能力逐步减弱。行业逐步由早期依靠原材料降本走向提高转化效率降本。议价能力从上游到下游逐步趋弱的趋势没有变化, 而终端产品的价格传导能力也在逐步变强。把握高效技术量产带来行业技术革新, 设备最先收益。重点推荐生长炉设备龙头晶盛机电。

风电: 关注全生命周期度电成本下降, 整机端议价能力增强

优质的龙头整机厂及下游开发商议价权较强。风电零部件企业上游为钢铁、玻纤等大宗商品, 产品毛利率受原材料价格影响波动加大。整机厂商随着价格竞争及产品迭代加速, 行业集中度快速提升。运营商愈加关注全生命周期度电成本等核心指标, 优质龙头整机厂通过技术创新、数字化等手段提升发电量, 为运营商创造更多价值。重点推荐整机龙头金风科技。

电力设备: 行业格局较稳定, 细分领域龙头具备议价能力

发、输、变以国网系企业为主, 并引入地方国企及部分民营企业参与竞争; 用电环节技术壁垒相对较低, 民营企业参与较多。随着特高压核准、招标及配网投资加速, 电网智能化、信息化水平有望继续提升。国家电网紧紧围绕“三型两网、世界一流”的战略目标, 深入贯彻电力改革和国企改革部署, 持续释放改革红利。目前调度及通信系统具备一定议价权, 重点推荐电网装备整体解决方案提供商和电力二次设备龙头国电南瑞。

风险提示: 增值税减免落地进程低于预期; 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。

重点推荐

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价 (元) | 投资评级 | EPS (元) | | | | P/E (倍) | | | |
|-----------|------|---------|------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
| | | | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 300316.SZ | 晶盛机电 | 15.68 | 买入 | 0.30 | 0.46 | 0.59 | 0.75 | 52.27 | 34.09 | 26.58 | 20.91 |
| 600406.SH | 国电南瑞 | 19.12 | 买入 | 0.71 | 0.83 | 1.00 | 1.13 | 26.93 | 23.04 | 19.12 | 16.92 |
| 002074.SZ | 国轩高科 | 17.55 | 增持 | 0.74 | 0.75 | 0.88 | 0.99 | 23.72 | 23.40 | 19.94 | 17.73 |

资料来源: 华泰证券研究所

各子板块财务状况不一，减税业绩弹性有所差异

电力设备新能源各子行业（包含新能源车，风电，光伏，工控，特高压等）是典型的制造行业，我们以跟踪的电新产业链所涉及的上市标的17年数据为样本，计算了各子行业17年增值税额度及占利润的比重，测算增值税调整后的带来的净利润弹性。根据我们测算，在2017年的盈利条件下，电新产业链各子行业中整车的减税业绩弹性最大（2.39%），在电新板块中，减税对传统电力设备的净利润业绩弹性最大，为2.33%。

图表1：电新产业链减税影响一览表

| 行业 | 17年净利润 (亿元) | 17年增值税 (亿元) | 增值税/净利润 | 减税前增值税税率 | 减税后税率 | 减税后应交增值税 | 减税额度/净利润 |
|--------|----------------|----------------|---------|----------|-------|----------|----------|
| 整车 | 647.70 | 93.37 | 14.42% | 16% | 13% | 77.88 | 2.39% |
| 传统电力设备 | 99.08 | 13.90 | 14.03% | 16% | 13% | 11.60 | 2.33% |
| 电控 | 37.69 | 4.32 | 11.47% | 16% | 13% | 3.61 | 1.90% |
| 特高压 | 80.47 | 6.49 | 8.07% | 16% | 13% | 5.41 | 1.34% |
| 资源 | 79.55 | 5.88 | 7.40% | 16% | 13% | 4.91 | 1.23% |
| 光伏 | 132.51 | 8.02 | 6.05% | 16% | 13% | 6.69 | 1.00% |
| 电池材料 | 104.71 | 5.24 | 5.00% | 16% | 13% | 4.37 | 0.83% |
| 电池 | 76.12 | 3.37 | 4.43% | 16% | 13% | 2.81 | 0.74% |
| 设备 | 11.97 | 0.50 | 4.15% | 16% | 13% | 0.41 | 0.69% |
| 工控 | 76.46 | 2.81 | 3.68% | 16% | 13% | 2.34 | 0.61% |
| 电机 | 35.96 | 1.32 | 3.66% | 16% | 13% | 1.10 | 0.61% |
| 风电 | 59.70 | 1.79 | 3.01% | 16% | 13% | 1.50 | 0.50% |

注：行业共选取194只个股为样本，利润和增值税均为所在行业公司加总数据。

注：因尚未披露2018年年报，我们以2017年的财务数据估测电新产业链各子行业税收业绩弹性。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

议价能力为锚，跨产业链分配减税收益

我们认为此次增值税率调整对个股盈利的影响将取决于该公司对上下游的议价能力。具体来说，最乐观情况下，公司对下游含税价格保持不变，那么税率降低将导致不含税价格提升，而对上游原材料含税采购价按减税幅度等比例下降，同时分享上游的减税红利。最悲观情况下，产品含税出厂价按减税幅度等比例下降，同时与下游分享减税红利，原材料含税采购价不变。按照不同的议价能力测算，我们将在各子板块中，选取典型龙头公司，按照如下四个场景进行分析。

情景一：公司具备较强产业链议价能力。

产品含税出厂价不变，原材料含税采购价按减税幅度等比例下降，分享上游的减税红利（获取所有3%减税红利）。

情景二：公司具备较强对下游议价能力，但不具备对上游议价能力。

产品含税出厂价不变，原材料含税采购价不变。

情景三：公司不具备对下游议价能力，但具备对上游议价能力。

产品含税出厂价按减税幅度等比例下降，与经销商分享减税红利。材料含税采购价按减税幅度等比例下降，分享上游减税红利。

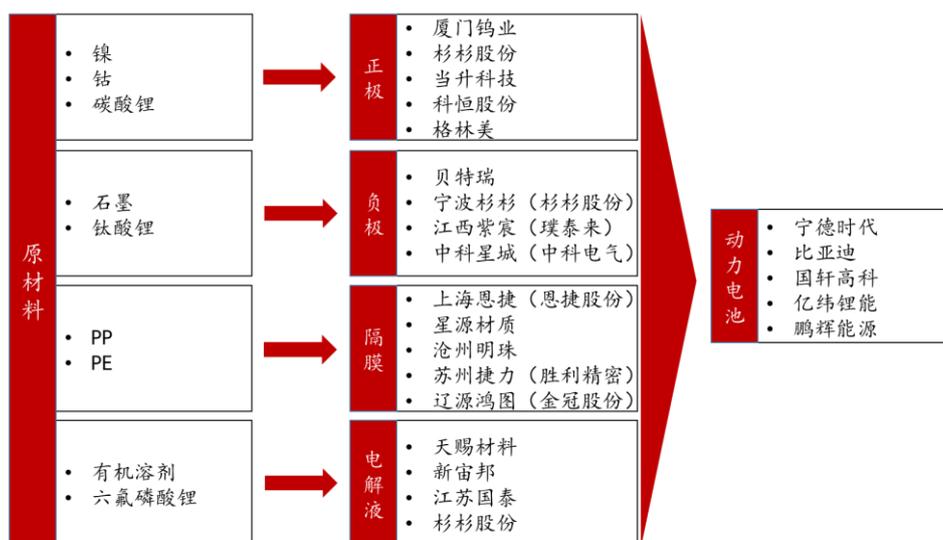
情景四：公司不具备产业链议价能力。

产品含税出厂价按减税幅度等比例下降，与经销商分享减税红利，原材料含税采购价不变。

新能源车：动力电池议价能力较强，材料环节议价能力较弱

新能源车由政策市向消费市过渡过程中，主机厂对动力电池品质提出更高要求，而国内优质电池存在结构性短缺问题，叠加动力电池逐年降价，电池行业集中度提升，龙头对上下游的议价能力均增强。电解液在18年经历降价洗牌后，行业格局基本稳定，价格见底，因而往后看电解液厂对下游的议价能力提升。但是，18年下半年以来，电解液均有跟随溶剂和六氟磷酸锂涨价，说明电解液厂对上游的议价能力较弱。正极材料、负极材料以及隔膜需要承担的来自下游较大的降价压力。负极、隔膜的上游为全球大宗商品，因此在原材料采购上不具备议价能力。正极的上游为锂和钴，而锂钴价格经历18年的降价后逐渐趋稳，因此随着锂钴价格逐渐见底，我们认为正极对上游的议价能力将减弱。

图表2：动力电池产业链示意图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：18年电解液价格见底回升



资料来源：CIAPS，华泰证券研究所

图表4：18年电解液原材料下半年价格略有上升



资料来源：CIAPS，华泰证券研究所

我们从四类场景出发，分析增值税率调整对电池龙头宁德时代营业利润的影响，在不同的场景假设下，宁德时代的营业利润最乐观可提升12.11%，最悲观将降低8.76%。

图表5：不同场景下增值税率调整对宁德时代经营利润的影响（以2017年报表数据为例）

| 单位：亿元 | 营业总收入 | 营业成本 | 营业利润 | 同比变化 |
|---------|--------|--------|-------|--------|
| 原始利润表数据 | 199.97 | 127.40 | 48.32 | |
| 含税16%调整 | 231.97 | 147.78 | 56.05 | |
| 情景1 | 205.28 | 126.86 | 54.17 | 12.11% |
| 情景2 | 205.28 | 130.78 | 50.25 | 3.99% |
| 情景3 | 199.12 | 126.86 | 48.01 | -0.64% |
| 情景4 | 199.12 | 130.78 | 44.09 | -8.76% |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

光伏：优势技术和规模效应相结合提升议价能力

从光伏产业链来看，上游硅料、硅片环节集中度最高且议价能力最强，往下游议价能力逐步减弱。“531”严控规模的光伏新政下发后，光伏产业链经历一轮大幅的量价齐跌，进一步加速了平价上网的到来，而行业也逐步由早期依靠原材料降本走向提高转化效率降本。终端高效组件需求的迅速崛起，带来高效电池片及高品质硅片需求的持续上涨。行业竞争格局逐渐从规模竞争向优势技术和规模效应相结合转变。从议价能力来看，议价能力从上游到下游逐步趋弱的趋势没有变化，而终端产品的价格传导能力也在逐步变强。

图表6：光伏产业链示意图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

通威股份税收弹性较大，议价能力对公司净利润有显著影响。在不同议价能力场景假设下，通威股份的营业利润最乐观可提升32.56%，最悲观将降低30.44%。

图表7：通威股份利润弹性示意图

| 单位：亿元 | 2017年年报 | 情景一 | 情景二 | 情景三 | 情景四 |
|-------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入 | 260.89 | 267.82 | 267.82 | 259.78 | 259.78 |
| 营业成本 | 237.69 | 236.68 | 244.00 | 236.68 | 244.00 |
| 营业利润 | 24.37 | 32.31 | 24.99 | 24.27 | 16.95 |
| 变化率 | | 32.56% | 2.53% | -0.40% | -30.44% |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

风电：关注全生命周期度电成本下降，整机端议价能力增强

风电产业链中，优质的龙头整机厂及下游开发商议价权较大。风电零部件企业上游为钢铁、玻纤等大宗商品，基本不具备议价能力，产品毛利率受原材料价格影响波动加大。整机厂商随着价格竞争及产品迭代加速，行业集中度快速提升。随着平价上网到来，运营商愈加关注全生命周期度电成本等核心指标，优质龙头整机厂通过技术创新、数字化等手段提升发电量，为运营商创造更多价值。我们认为，风电竞价时代从风机价格竞争转向全生命周期度电成本竞争，风电设备商的议价能力仍将不断提升。

图表8：风电产业链示意图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

金风科技税收弹性较大，议价能力对公司净利润有显著影响。在首页不同的场景假设下，金风科技的营业利润最乐观可提升 21.81%，最悲观将降低 20.53%。

图表9：金风科技利润弹性示意图

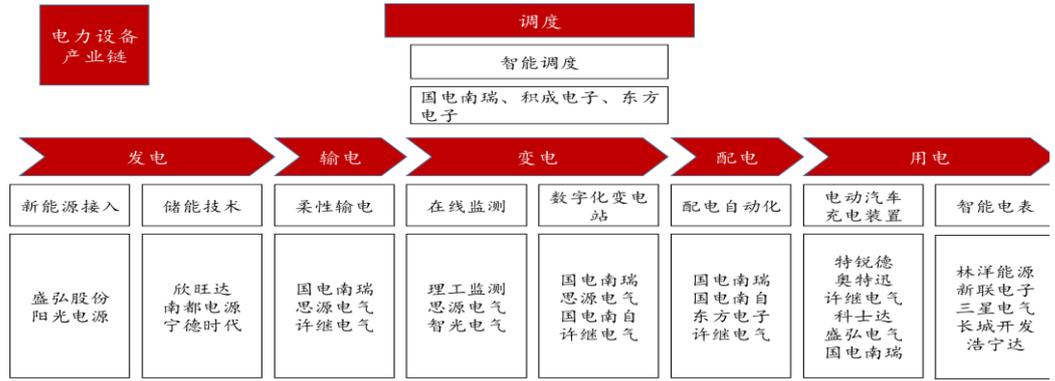
| 单位：亿元 | 2017 年年报 | 情景一 | 情景二 | 情景三 | 情景四 |
|-------|----------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入 | 251.29 | 257.96 | 257.96 | 250.22 | 250.22 |
| 营业成本 | 231.15 | 230.17 | 237.29 | 230.17 | 237.29 |
| 营业利润 | 35.09 | 42.74 | 35.62 | 35.00 | 27.89 |
| 变化率 | | 21.81% | 1.52% | -0.24% | -20.53% |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

电力设备：行业格局较稳定，细分领域龙头具备议价能力

成熟期的电力设备行业，行业格局较为稳定。行业上中下游包含发电、输电、配电、用电等四大环节，发、输、变以国网系企业为主，并引入地方国企及部分民营企业参与竞争；用电环节技术壁垒相对较低，民营企业参与较多。2019 年计划电网投资 5126 亿元，随着特高压核准、招标及配网投资的加速，电网有望迎来新一轮投资热潮，电网智能化、信息化水平有望继续提升。国家电网紧紧围绕“三型两网、世界一流”的战略目标，深入贯彻电力改革和国企改革部署，持续释放改革红利。从上下游来看，目前调度及通信系统具备一定议价权。

图表10： 电力设备产业链



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

国电南瑞是电网装备制造领域的整体解决方案提供商和电力二次设备的龙头企业。我们以它为例，分析增值税率下降至 13%对国电南瑞影响。在不同的议价能力场景假设下，国电南瑞的营业利润最乐观可提升 17.38%，最悲观将降低 15.48%。

图表11： 国电南瑞利润弹性示意图

| 单位：亿元 | 2017 年年报 | 情景一 | 情景二 | 情景三 | 情景四 |
|-------|----------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入 | 241.98 | 248.40 | 248.40 | 240.95 | 240.95 |
| 营业成本 | 206.16 | 205.28 | 211.63 | 205.28 | 211.63 |
| 营业利润 | 42.01 | 49.31 | 42.96 | 41.86 | 35.51 |
| 变化率 | | 17.38% | 2.26% | -0.36% | -15.48% |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

由于增值税是价外税，因此在不考虑企业上下游价格变动的情况下，增值税减免仅通过影响其税费的税基带来营业成本的变动，进而影响企业利润。从本质上属于财政收入的让渡，而这部分让渡最终由市场竞争关系，在上、中、下游之间自由分配。

我们选取了四个分初不同行业生命周期的子行业，包括新能源车（成长初期）、光伏（快速发展期）、风电（成长后期转向成熟期）、电力设备（成熟期）分别讨论了在四个情景下的营业利润变化，我们认为上下游中具有强议价能力及核心竞争力的企业最受益。重点推荐具有强议价能力及核心竞争力晶盛机电、国电南瑞和国轩高科，建议关注宁德时代

风险提示

1、增值税减免落地进程低于预期

增值税减免有利于增厚企业净利润，增加企业活力。若增值税减免落地进程低于预期，或将减缓对经济的刺激效果。

2、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。

3、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。

4、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：A0K809

©版权所有 2019 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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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