



强于大市

电新行业 2018 年年报与 2019 年一季报综述

分化趋势明显，经营现金流大幅改善

结合 2018 年年报和 2019 年一季报情况，电力设备与新能源行业业绩承压，各子行业分化趋势明显，其中电池设备、低压电器 2018 年业绩表现较好，锂电池、风电板块 2019 年一季度业绩高增长，建议积极配置细分龙头标的。

支撑评级的要点

- **2018 年全行业业绩承压：**2018 年全行业实现营业收入 12,351.83 亿元，同比增长 13.18%，盈利 585.02 亿元，同比下降 28.60%。其中，新能源汽车行业实现营业收入 4,571.41 亿元，同比增长 16.66%，盈利 119.88 亿元，同比下降 56.01%。新能源发电行业实现营业收入 5,811.38 亿元，同比增长 11.54%，盈利 306.93 亿元，同比下降 20.06%。电力设备行业实现营业收入 1,969.04 亿元，同比增长 10.33%，盈利 158.21 亿元，同比下降 2.87%。
- **盈利能力有所下降，新能源汽车降幅最大：**2018 年，全行业毛利率 23.18%，同比下降 1.28 个百分点，净利率 5.69%，同比下降 2.83 个百分点。新能源汽车板块补贴退坡导致的降价压力大，盈利能力下滑最为明显，毛利率 21.44%，同比下降 1.71 个百分点，净利率 3.36%，同比下降 4.27 个百分点；新能源发电板块毛利率 22.89%，同比下降 0.97 个百分点，净利率 6.56%，同比下降 2.15 个百分点；电力设备板块毛利率 28.10%，同比下降 1.03 个百分点，净利率 8.50%，同比下降 1.41 个百分点。
- **经营现金流大幅改善，盈利质量明显提升：**2018 年全行业经营现金流净流入 1,175.97 亿元，同比增长 84.72%，其中电力设备、新能源发电、新能源汽车行业经营现金净流入增幅分别为 34.83%、42.64%、270.62%，主要原因是行业内企业加强应收账款管理。
- **全行业 2019 年一季度业绩降幅收窄：**2019 年一季度，全行业实现盈利 145.69 亿元，同比下降 10.59%。其中新能源汽车和电力设备行业盈利分别同比下降 29.21% 和 2.24%，新能源发电同比增长 0.97%。
- **投资建议：**光伏海外需求持续景气，国内需求大规模启动在即，行业 2019 年有望量利齐升；建议关注隆基股份、通威股份、中环股份、东方日升、林洋能源、阳光电源、正泰电器、捷佳伟创、迈为股份、晶盛机电等。国内风电需求有望持续高增长，上游大宗原材料价格预期下降，将显著增厚中游产业链盈利；建议关注金风科技、日月股份、天顺风能等。2019 年国内新能源汽车补贴政策靴子落地，短期看，过渡期抢装将延续一季度高景气，上半年产业链产销高增长无忧；中期看，2019 年下半年退坡压力较大，产业链中游或将在三季度确立盈利底；长期看，2020 年及之后，政策对于产业的影响趋弱，全球电动化大趋势带来持续成长性，新能源汽车产业链长期投资价值凸显，中长期看好产业链中游制造龙头与上游资源巨头的投资机会；建议关注多氟多、天赐材料、先导智能、赢合科技、国轩高科、宁德时代、亿纬锂能、当升科技、杉杉股份、新宙邦、恩捷股份、星源材质、璞泰来、赣锋锂业、天齐锂业、华友钴业、寒锐钴业等。国网提出加快泛在电力物联网建设，建议优选引领电网智能化、信息化升级的龙头标的国电南瑞、岷江水电，同时建议关注电能采集、配网智能化等标的林洋能源、海兴电力、金智科技；另外建议持续关注工控、低压电器领域优质标的麦格米特、正泰电器、宏发股份、汇川技术。
- **风险提示：**投资增速下降，政策不达预期，价格竞争超预期，原材料价格波动。

相关研究报告

《电力设备与新能源行业 2019 年一季报业绩前瞻：板块业绩整体平稳，光伏风电强劲增长》
2019.04.16

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电气设备

沈成

(8621)20328319
cheng.shen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517030001

朱凯

(86755)82560533
kai.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518050002

李可伦

(8621)20328524
kelun.li@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518070001

*张咪为本报告重要贡献者



目录

全行业：板块业绩整体承压，经营现金流大幅改善	4
新能源汽车：板块业绩承压，盈利能力下滑	6
新能源发电：光伏业绩有所下滑，风电一季度盈利高增长	10
电力设备：板块业绩保持平稳，低压电器表现较好	13
投资建议	16
风险提示	17



图表目录

图表 1. 2018 年全行业基本情况	4
图表 2. 2018 年全行业存货与应收账款情况	4
图表 3. 2019 年一季报全行业基本情况	5
图表 4. 2018 年新能源汽车子行业基本情况	6
图表 5. 2018 年新能源汽车子行业存货与应收账款情况	6
图表 6. 2019 年一季报新能源汽车子行业基本情况	7
图表 7. 2018 年新能源发电子行业基本情况	10
图表 8. 2018 年新能源发电子行业存货与应收账款情况	10
图表 9. 2019 年一季报新能源发电子行业基本情况	10
图表 10. 2018 年电力设备子行业基本情况	13
图表 11. 2018 年电力设备子行业存货与应收账款情况	13
图表 12. 2019 年一季报电力设备子行业基本情况	13
附录图表 13. 报告中提及上市公司估值表	18

全行业：板块业绩整体承压，经营现金流大幅改善

2018 年全行业盈利减少 32%，板块业绩承压。2018 年，全行业上市公司（我们选取的股票池共 202 家）营业收入达到 12,351.83 亿元，同比增长 13.18%，实现归属上市公司股东净利润 585.02 亿元，同比减少 28.60%。其中，新能源汽车行业实现营业收入 4,571.41 亿元，同比增长 16.66%，归属上市公司股东净利润 119.88 亿元，同比减少 56.01%。新能源发电行业实现营业收入 5,811.38 亿元，同比增长 11.54%，实现归属上市公司股东净利润 306.93 亿元，同比减少 20.06%。电力设备行业实现营业收入 1,969.04 亿元，同比增长 10.33%，归属上市公司股东净利润 158.21 亿元，同比减少 2.87%。

盈利能力有所下降，新能源汽车降幅最大。2018 年，全行业平均毛利率为 23.18%，同比下降 1.28 个百分点，净利率 5.69%，同比下降 2.83 个百分点。新能源汽车板块由于补贴退坡，产业链降价压力较大，盈利能力下降最为明显，平均毛利率 21.44%，同比下降 1.71 个百分点，平均净利率为 3.36%，同比下降 4.27 个百分点；新能源发电板块行业盈利能力有所下降，平均毛利率 22.89%，同比下降 0.97 个百分点，净利率 6.56%，同比下降 2.15 个百分点；电力设备板块平均毛利率 28.10%，同比下降 1.03 个百分点，平均净利率为 8.50%，同比下降 1.41 个百分点。

经营现金流明显改善，新能源汽车板块最为显著。2018 年，全行业经营现金流量由 2017 年净流入 632.73 亿元增加为净流入 1,175.97 亿元，增幅 84.72%。其中，电力设备板块增幅为 34.83%，新能源发电板块增幅为 42.64%，新能源汽车板块增幅为 270.62%，主要原因是行业内企业加强应收账款管理。

营运能力保持稳定。全行业截至 2018 年末，应收账款总额 4,279.13 亿元，同比增长 3.98%；存货总额 2,909.43 亿元，同比增长 8.51%。应收账款周转天数同比减少 1.86 天至 122.33 天，存货周转天数同比微增 0.54 天至 106.06 天。

2019 年一季报业绩降幅收窄。2019 年一季度，全行业实现营业收入 2,749.43 亿元，同比增长 18.50%，实现归属上市公司股东净利润 145.69 亿元，同比下降 10.59%。其中新能源汽车板块全板块实现营业收入 1,063.54 亿元，同比增长 17.63%，盈利 42.75 亿元，同比下降 29.21%。另外新能源发电板块实现营业收入 1,321.03 亿元，同比增长 20.21%，盈利 83.96 亿元，同比增长 0.97%；电力设备板块实现收入 364.85 亿元，同比增长 15.07%，盈利 18.99 亿元，同比减少 2.24%。盈利能力方面，全行业平均毛利率下降 1.34 个百分点至 22.50%，净利率下降 1.89 个百分点至 6.28%。

图表 1. 2018 年全行业基本情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率		净经营现金流 (亿元)	
	2018A	同比(%)	2018A	同比(%)	2018A(%)	同比(pct)	2018A(%)	同比(pct)	2018A	同比(%)
新能源汽车	4,571.41	16.66	119.88	(56.01)	21.44	(1.71)	3.36	(4.27)	448.28	270.62
新能源发电	5,811.38	11.54	306.93	(20.06)	22.89	(0.97)	6.56	(2.15)	592.10	42.64
电力设备	1,969.04	10.33	158.21	(2.87)	28.10	(1.03)	8.50	(1.41)	135.59	34.83
全行业	12,351.83	13.18	585.02	(28.60)	23.18	(1.28)	5.69	(2.83)	1,175.97	84.72

资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 2018 年全行业存货与应收账款情况

板块	应收账款 (亿元)		存货 (亿元)		应收账款周转天数		存货周转天数	
	2018A	同比(%)	2018A	同比(%)	2018A	同比	2018A	同比
新能源汽车	1,482.42	5.35	1,007.01	19.08	113.77	(0.98)	92.86	6.88
新能源发电	1,713.12	(2.91)	1,444.43	1.13	107.71	(7.07)	115.39	(5.61)
电力设备	1,083.60	14.79	457.98	12.45	185.35	12.97	110.01	6.51
全行业	4,279.13	3.98	2,909.43	8.51	122.33	(1.86)	106.06	0.54

资料来源：万得，中银国际证券



图表 3. 2019 年一季报全行业基本情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率	
	2019Q1	同比(%)	2019Q1	同比(%)	2019Q1(%)	同比(pct)	2019Q1(%)	同比(pct)
新能源汽车	1,063.54	17.63	42.75	(29.21)	20.79	(1.29)	4.63	(2.92)
新能源发电	1,321.03	20.21	83.96	0.97	22.58	(1.33)	7.83	(1.34)
电力设备	364.85	15.07	18.99	(2.24)	27.18	(1.46)	5.50	(0.99)
全行业	2,749.43	18.50	145.69	(10.59)	22.50	(1.34)	6.28	(1.89)

资料来源: 万得, 中银国际证券

新能源汽车：板块业绩承压，盈利能力下滑

板块业绩承压，盈利质量改善。2018年，新能源汽车行业面临以量补价的压力，一方面，行业需求保持高速增长，另一方面，由于补贴不断退坡，产业链价格和毛利率下降压力较大。2018年新能源汽车板块实现营业收入4,571.41亿元，同比增长16.66%，归属上市公司股东净利润119.88亿元，同比下降56.01%。行业平均毛利率21.44%，同比下降1.71个百分点；平均净利率3.36%，同比下降4.27个百分点。经营现金流总体保持净流入状态，同比大增270.62%至448.28亿元，主要原因是行业内企业均加大了对于应收账款的管理力度。

营运能力保持相对平稳。截至2018年底，新能源汽车板块应收账款总额同比增长5.35%至1,482.42亿元，存货总额同比增长19.08%至1,007.01亿元；板块应收账款周转天数下降0.98天至113.77天，存货周转天数增加6.88天至92.86天。其中锂电池板块应收账款周转天数下降9.89天至141.03天，营运能力改善明显，电池设备板块存货周转天数同比下降15.33天至245.27天，存货周转速度明显加快。

2019年一季报业绩降幅收窄，锂电池板块表现突出。2019年第一季度，新能源汽车板块实现营业收入1,063.54亿元，同比增长17.63%，实现归属上市公司股东净利润42.75亿元，同比下降29.21%，业绩降幅有所收窄。其中锂电池板块量利齐升，实现营业收入481.63亿元，同比增长31.99%，盈利同比增加198.71%至18.04亿元；锂电池材料和锂电池资源板块业绩承压，其中锂电池材料板块实现盈利9.92亿，同比下降50.56%；锂电池资源板块实现盈利5.76亿元，同比下降76.37%。

图表 4. 2018 年新能源汽车子行业基本情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率		净经营现金流 (亿元)	
	2018A	同比(%)	2018A	同比(%)	2018A(%)	同比(pct)	2018A(%)	同比(pct)	2018A	同比(%)
锂电池	2,015.30	19.30	(1.05)	(101.65)	18.91	(3.18)	0.60	(4.02)	245.43	304.16
锂电池材料	1,305.55	17.89	70.14	(6.51)	19.28	(0.30)	6.32	(1.05)	83.57	409.10
电池设备	84.82	38.32	11.45	21.40	31.68	0.01	13.57	(1.89)	0.52	-
锂电池资源	412.76	26.96	65.46	(17.42)	39.09	(4.37)	17.60	(8.36)	79.77	401.92
电机电控	324.30	2.44	(40.11)	(274.14)	22.74	0.07	(12.55)	(19.92)	12.19	-
充电设施	428.68	2.30	13.99	(35.72)	19.91	(0.27)	3.60	(1.71)	26.79	(13.80)
全行业	4,571.41	16.66	119.88	(56.01)	21.44	(1.71)	3.36	(4.27)	448.28	270.62

资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 2018 年新能源汽车子行业存货与应收账款情况

板块	应收账款 (亿元)		存货 (亿元)		应收账款周转天数		存货周转天数	
	2018A	同比(%)	2018A	同比(%)	2018A	同比	2018A	同比
锂电池	786.27	(0.81)	435.52	20.25	141.03	(9.89)	87.86	3.06
锂电池材料	312.77	19.11	244.45	27.99	79.33	5.69	74.38	8.82
电池设备	31.52	19.45	38.81	(3.36)	122.89	13.25	245.27	(15.33)
锂电池资源	65.18	26.46	123.78	27.16	50.90	5.86	158.32	12.16
电机电控	122.87	5.76	86.03	9.87	132.68	11.32	118.07	10.44
充电设施	163.82	3.88	78.42	2.32	135.01	7.48	81.30	7.16
全行业	1,482.42	5.35	1,007.01	19.08	113.77	(0.98)	92.86	6.88

资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 2019 年一季报新能源汽车子行业基本情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率	
	2019Q1	同比(%)	2019Q1	同比(%)	2019Q1(%)	同比(pct)	2019Q1(%)	同比(pct)
锂电池	481.63	31.99	18.04	198.71	21.50	2.11	4.27	1.90
锂电池材料	289.04	6.50	9.92	(50.56)	17.57	(0.36)	4.12	(4.59)
电池设备	17.49	3.00	2.89	9.64	37.40	6.07	17.12	1.51
锂电池资源	103.63	11.78	5.76	(76.37)	23.87	(19.41)	7.39	(20.55)
电机电控	75.41	4.29	3.62	(17.72)	22.82	(1.47)	4.80	(1.32)
充电设施	96.34	12.27	2.53	(12.67)	18.98	(1.07)	2.56	(0.91)
全行业	1,063.54	17.63	42.75	(29.21)	20.79	(1.29)	4.63	(2.92)

资料来源: 万得, 中银国际证券

锂电池板块分化加剧, 龙头企业强者恒强

板块营收平稳增长, 业绩分化加剧。2018 年, 锂电池板块总营业收入达到 2,015.30 亿, 同比增长 19.30%, 亏损 1.05 亿元, 去年同期盈利 63.98 亿元, 板块出现亏损的主要原因是坚瑞沃能和东方精工巨额亏损, 扣除这两家企业影响之后, 板块盈利 76.96 亿元, 同比下降 19.76%。尽管板块业绩承压, 但是部分龙头企业业绩亮眼, 其中宁德时代盈利 33.87 亿元, 同比下降 12.66%, 扣非盈利 31.28 亿元, 同比增长 31.68%。动力电池新秀亿纬锂能盈利 5.71 亿元, 同比增长 41.49%。与此相对应, 坚瑞沃能和东方精工分别亏损 39.25 和 39.76 亿元, 拖累板块业绩。锂电池板块分化加剧, 龙头企业强者恒强。

动力电池两头受压, 盈利能力大幅下降。锂电池板块 2018 年毛利率为 18.91%, 同比下降 3.18 个百分点, 净利率 0.60%, 同比下降 4.02 个百分点, 板块整体盈利能力大幅下降, 主要原因是 2018 年补贴继续退坡, 动力电池降价幅度较大, 同时 2018 年上半年锂、钴等原材料价格高企, 动力电池板块两头受压, 盈利能力大幅下降。虽然行业内企业毛利率均有所下降, 但是部分龙头企业毛利率仍处于相对高位, 宁德时代 2018 年毛利率 32.79%, 净利率 12.62%, 盈利能力行业领先。2018 年, 锂电池板块经营现金流由 2017 年的净流入 60.72 亿元增长为 245.43 亿元, 增幅 304.16%, 经营现金流大幅好转, 盈利质量明显提升, 主要原因是动力电池企业均加大了应收账款的管理; 其中比亚迪经营现金流净流入 125.23 亿元, 同比增长 96.66%, 宁德时代、比亚迪、亿纬锂能等电池企业经营现金流均出现了大幅增长。

营运能力有所提升。锂电池板块 2018 年应收账款总额 786.27 亿元, 同比下降 0.81%, 对应收账款周转天数减少 9.89 天至 141.03 天, 行业内企业加强应收账款的管理初见成效; 存货同比增长 20.25% 至 435.52 亿元, 存货周转天数增加 3.06 天至 87.86 天。

2019 年一季度板块业绩表现亮眼。2019 年一季度, 锂电池板块实现营业收入 481.63 亿元, 同比增长 31.99%, 归属上市公司股东净利润 18.04 亿元, 同比增长 198.71%。毛利率同比提升 2.11 个百分点至 21.50%, 净利率同比提升 1.9 个百分点至 4.27%, 锂电池板块盈利修复明显。2019 年一季度板块量利齐升, 一方面, 2019 年一季度延续 2018 年补贴标准, 行业抢装行情明显, 据中汽协统计, 2019 年一季度新能源汽车销量 25.29 万辆, 同比增长 117.08%; 据高工锂电统计, 一季度动力电池装机量 13.12GWh, 同比增长 196.83%, 动力电池需求高速增长; 另一方面, 一季度动力电池价格基本保持稳定, 上游锂钴资源价格处于相对低位, 同比大幅下降, 让利动力电池企业, 板块盈利能力同比有所提升。龙头企业业绩大增引领板块业绩增长, 其中宁德时代盈利 10.47 亿元, 同比增长 153.35%; 比亚迪盈利 7.50 亿元, 同比增长 631.98%; 亿纬锂能盈利 2 亿元, 同比增长 169.81%。



锂电材料业绩承压，细分领域持续分化

业绩略有下降，板块分化明显。2018年，锂电池材料板块实现营业收入1,305.55亿元，同比增长17.89%，实现归属于上市公司股东净利润70.14亿元，同比下降6.51%。板块内部分化明显，各细分领域龙头业绩高速增长，其中正极材料龙头当升科技营业收入32.81亿元，同比增长52.03%，盈利3.16亿元，同比增长26.38%，扣非盈利3.04亿元，同比增长108.67%；前驱体龙头格林美实现营业收入138.78亿元，同比增长29.07%，盈利7.30亿元，同比增长19.66%；负极材料龙头璞泰来营业收入33.11亿元，同比增长47.20%，盈利5.94亿元，同比增长31.80%；湿法隔膜龙头恩捷股份2018年完成重大资产收购，隔膜业务高速增长显著增厚业绩，2018年盈利5.18亿元，同比增长232.50%；干法隔膜龙头星源材质2018年盈利2.22亿元，同比增长108.02%，部分隔膜企业如胜利精密等出现大幅亏损，行业分化加剧；2018年电解液产业链洗牌加剧，一体化龙头天赐材料扣非盈利998.96万元，同比下降96.62%，六氟磷酸锂龙头多氟多业绩同比下降74.30%至6,591万元。

盈利能力略有下降，经营现金流大幅改善。锂电池材料板块2018年毛利率水平19.28%，同比下降0.30个百分点，净利率水平6.32%，同比下降1.05个百分点，板块盈利能力有所下降。净经营现金流由2018年净流入16.42亿元增长为净流入83.57亿元，同比增长409.10%，经营现金流大幅改善，盈利质量明显提升。

营运能力有所下降。锂电池材料板块2018年应收账款总额312.77亿元，同比增长19.11%，对应应收账款周转天数增加5.69天至79.33天；存货同比增长27.99%至244.45亿元，存货周转天数增加8.82天至74.38天。

2019年一季度业绩降幅增大。2019年一季度，锂电池材料板块实现营业收入289.04亿元，同比增长6.50%，实现归属上市公司股东净利润9.92亿元，同比下降50.56%。板块毛利率水平同比下降0.36个百分点至17.57%，净利率同比下降4.59个百分点至4.12%，由于一季度新能源汽车行业需求高增长，预计锂电池材料板块出货量大幅增长，但由于盈利能力出现较大下降，以量补价压力较大，板块业绩承压。

电池设备业绩平稳增长，盈利能力稳中有降

电池设备板块盈利同比增长21.4%。电池设备板块包括先导智能、赢合科技、科恒股份以及星云股份等四家公司。受益于下游锂电池龙头产能的快速扩张，电池设备板块景气度高企，2018年板块实现营业收入84.82亿元，同比增长38.32%，盈利11.45亿元，同比增长21.40%，业绩实现平稳增长。板块毛利率下降0.01个百分点至31.68%，净利率下降1.89个百分点至13.57%，盈利能力稳中有降。2018年经营性现金流净流入0.52亿元，去年同期净流出1.37亿元，盈利质量有所提升。应收账款同比增长19.45%至31.52亿元，对应应收账款周转天数增加13.25天至122.89天；存货同比下降3.36%至38.81亿元，存货周转天数同比下降15.33天至245.27天，存货周转速度明显加快。

2019年一季度盈利能力大幅改善。2019年一季度，电池设备板块业绩增速放缓，实现营业收入17.49亿元，同比增长3%，盈利2.89亿元，同比增长9.64%。盈利能力大幅改善，毛利率同比上升6.07个百分点至37.40%，净利率同比上升1.51个百分点至17.12%。

锂电资源板块景气度前高后低，龙头企业业绩承压

锂电资源景气度前高后低，龙头企业业绩承压。2018年上半年，钴、锂等资源价格快速上涨，景气度高企，企业业绩高速增长，下半年资源价格快速下降，景气度逐季下降，企业业绩增速明显下降。2018年，锂电池资源板块实现营业收入412.76亿元，同比增长26.96%，实现归属于上市公司股东净利润65.46亿元，同比下降17.42%。龙头企业业绩出现分化，其中华友钴业实现营业收入144.51亿元，同比增长49.70%，盈利15.28亿元，同比下降19.38%；寒锐钴业实现营业收入27.82亿元，同比增长89.94%，盈利7.08亿元，同比增长57.46%；天齐锂业实现营业收入62.44亿元，同比增长14.16%，盈利22亿元，同比增长2.57%；赣锋锂业实现营业收入50.04亿元，同比增长14.15%，盈利12.23亿元，同比下降16.73%。



资源价格下降导致盈利能力大幅下降。锂电池资源板块 2018 年毛利率 39.09%，同比下降 4.37 个百分点，净利率 17.60%，同比下降 8.36 个百分点。板块 2018 年应收账款总额 65.18 亿元，同比增长 26.46%，与板块营业收入增速保持一致；存货同比增长 27.16% 至 123.78 亿元。尽管应收账款和存货绝对值有所上升，但是应收账款周转天数仅增加 5.86 天至 50.9 天，存货周转天数增长 12.16 天至 158.32 天，我们推测由于锂电池资源供需紧张局面有所缓解，一方面上游资源企业放宽了对于正极材料企业的账期要求，另一方面存货周转速度有所放缓。

2019 年一季度锂电资源板块处于周期底部。2019 年一季度，锂、钴价格仍处于下跌通道，且处于历史价格低位，行业内企业业绩承压。2019 年一季度，板块实现营业收入 103.63 亿元，同比增长 11.78%，实现归属上市公司股东净利润 5.76 亿元，同比下降 76.37%。部分龙头企业业绩大幅下降甚至出现亏损，华友钴业盈利 1,236 万元，同比下降 98.55%，寒锐钴业亏损 5,532 万元，去年同期盈利 2.55 亿元，天齐锂业盈利 1.11 亿元，同比下降 83.14%。由于价格处于低位，且原材料成本存在一定的时间差，行业毛利率与净利率大幅下降，其中毛利率同比下降 19.41 个百分点至 23.87%，净利率同比下降 20.55 个百分点 7.39%。

部分企业巨额亏损拖累机电电控板块业绩

部分企业巨额亏损拖累板块业绩。2018 年，机电电控板块实现营业收入 324.30 亿元，同比增长 2.44%，亏损 40.11 亿元，板块亏损的主要原因是大洋电机、江特电机、方正电机等企业由于计提资产减值损失出现巨额亏损，其中大洋电机 2018 年亏损 23.76 亿元，江特电机亏损 16.60 亿元，方正电机亏损 4.44 亿元。2018 年板块毛利率 22.74%，同比基本持平，板块净利率 -12.55%，同比下降 19.92 个百分点。2018 年板块经营性现金流净流入 12.19 亿元，去年同期净流出 1.80 亿元，经营现金流大幅改善。

营运能力有所下降。机电电控板块 2018 年底应收账款总额 122.87 亿元，同比增长 5.76%，应收账款周转天数增加 11.32 天至 132.68 天；存货同比增长 9.87% 至 86.03 亿元，存货周转天数增加 10.44 天至 118.07 天。

2019 年一季度板块业绩降幅收窄。2019 年一季度，机电电控板块实现营业收入 75.41 亿元，同比增长 4.29%，归属上市公司股东净利润 3.62 亿元，同比下降 17.72%，业绩降幅有所收窄。盈利能力有所下降，其中毛利率同比下降 1.47 个百分点至 22.82%，净利率同比下降 1.32 个百分点至 4.80%。

充电设施板块业绩承压

营收保持平稳，板块业绩承压。2018 年充电设施板块实现营业收入 428.68 亿元，同比增长 2.30%，实现归属上市公司股东的净利润 13.99 亿元，同比下降 35.72%。2018 年板块应收账款总额 163.82 亿元，同比增长 3.88%，应收账款周转天数 135.01 天，同比增加 7.48 天，存货周转天数 81.30 天，同比增加 7.16 天。

盈利能力稳中微降。2018 年板块毛利率为 19.91%，同比下降 0.27 个百分点，板块净利率为 3.60%，同比下降 1.71 个百分点，板块盈利能力稳中有降。2018 年板块整体经营现金流净流入 26.79 亿元，同比下降 13.80%。

2019 年一季报业绩板块业绩降幅收窄。2019 年一季度，充电设施板块实现营业收入 96.34 亿元，同比增长 12.27%，归属上市公司股东净利润 2.53 亿元，同比减少 12.67%。盈利能力小幅下降，其中毛利率 18.98%，同比下降 1.07 个百分点，净利率 2.56%，同比下降 0.91 个百分点。

新能源发电：光伏业绩有所下滑，风电一季度盈利高增长

盈利质量明显提升，营运能力有所改善。2018年，新能源发电行业实现营业收入5,811.38亿元，同比增长11.54%，归属上市公司股东净利润306.93亿元，同比下降20.06%。2018年行业毛利率达到22.89%，同比下降0.97个百分点，平均净利率6.56%，同比下降2.15个百分点。经营性现金净流入592.10亿元，同比上升42.64%，盈利质量明显提升。应收账款周转天数为107.71天，同比下降7.07天；存货周转天数为115.39天，同比下降5.61天。

2019年一季度板块盈利基本保持平稳。2019年一季度，新能源发电行业实现营业收入1,321.03亿元，同比增长20.21%，归属上市公司股东净利润83.96亿元，同比增长0.97%。一季度行业平均毛利率达到22.58%，同比下降1.33个百分点，平均净利率为7.83%，同比下降1.34个百分点。

图表 7. 2018 年新能源发电行业基本情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率		净经营现金流 (亿元)	
	2018A	同比(%)	2018A	同比(%)	2018A(%)	同比(pct)	2018A(%)	同比(pct)	2018A	同比(%)
光伏	2,703.34	7.81	163.63	(17.60)	21.08	(1.12)	6.38	(1.81)	190.18	6.97
风电	783.64	8.37	50.97	(26.56)	25.33	(2.09)	6.83	(3.07)	125.97	32.87
储能	394.40	17.92	0.09	(99.44)	16.67	(0.77)	(0.24)	(5.14)	17.76	408.75
核电	1,930.00	17.31	92.24	(8.10)	25.69	(0.43)	8.09	(1.65)	258.20	85.74
全行业	5,811.38	11.54	306.93	(20.06)	22.89	(0.97)	6.56	(2.15)	592.10	42.64

资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 2018 年新能源发电行业存货与应收账款情况

板块	应收账款 (亿元)		存货 (亿元)		应收账款周转天数		存货周转天数	
	2018A	同比(%)	2018A	同比(%)	2018A	同比变化	2018A	同比
光伏	799.05	9.65	473.63	14.00	101.73	7.52	75.02	1.14
风电	389.75	2.19	162.56	15.82	177.13	(2.02)	93.19	3.67
储能	116.89	(0.32)	95.74	17.09	106.87	(8.06)	97.21	2.80
核电	407.42	(24.14)	712.51	(9.89)	88.09	(29.73)	188.67	(27.58)
全行业	1,713.12	(2.91)	1,444.43	1.13	107.71	(7.07)	115.39	(5.61)

资料来源：万得，中银国际证券

图表 9. 2019 年一季报新能源发电行业基本情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率	
	2019Q1	同比(%)	2019Q1	同比(%)	2019Q1(%)	同比(pct)	2019Q1(%)	同比(pct)
光伏	630.84	21.78	40.63	(16.62)	19.94	(2.57)	6.86	(3.06)
风电	165.99	34.29	9.82	40.48	25.01	(3.24)	6.31	0.18
储能	88.32	13.54	3.92	26.84	17.02	1.18	4.40	0.75
核电	435.88	14.84	29.58	21.57	26.60	0.55	10.49	0.24
全行业	1,321.03	20.21	83.96	0.97	22.58	(1.33)	7.83	(1.34)

资料来源：万得，中银国际证券

“531”新政影响显现，光伏板块 2018 年业绩承压

新政影响显现，板块业绩承压。据国家能源局数据，2018年，全国新增光伏装机44.26GW，同比下降16.59%，新增装机下降的主要原因是“531新政”导致行业需求出现了下降，进而导致产业链价格出现大幅下降，上市公司业绩承压。全年光伏板块总营业收入达到2,703.34亿元，同比增长7.81%，实现归属上市公司股东的净利润163.63亿元，同比下降17.60%。龙头企业业绩短期承压，单晶龙头隆基股份全年实现营收219.88亿元，同比增长34.38%，归属上市公司股东净利润25.58亿元，同比下降28.24%。通威股份全年实现营业收入275.35亿元，同比增长5.54%，归属上市公司股东净利润20.19亿元，同比增长0.33%。阳光电源实现营业收入103.69亿元，同比增长16.69%，归属上市公司股东净利润8.10亿元，同比下降20.95%。部分企业业绩逆势增长，其中晶盛机电实现营业收入25.36亿元，同比增长30.11%，盈利5.82亿元，同比增长50.57%。



盈利能力稳中有降，盈利质量持续改善。光伏板块 2018 年毛利率 21.08%，同比下降 1.12 个百分点，净利率 6.38%，同比下降 1.81 个百分点。2018 年，光伏板块经营现金流整体净流入 190.18 亿元，同比增长 6.97%，盈利质量持续改善。

营运能力有所下降。光伏板块 2018 年末应收账款总额 799.05 亿元，同比增长 9.65%，周转天数增加 7.52 天至 101.73 天；存货同比增长 14% 至 473.63 亿元，对应周转天数增加 1.14 天至 75.02 天。

2019 年一季度龙头企业盈利开始修复。根据国家能源局数据，2019 年一季度，国内光伏新增并网 5.20GW，同比下降 46%，新增装机大幅下降的主要原因是 2018 年同期基数较高，且“531”新政影响延续。国内政策不明朗影响了需求释放，但海外市场景气高企，光伏组件 2019 年一季度出口 15GW，同比增长 70%。2019 年一季度光伏板块总营业收入达到 630.84 亿元，同比增长 21.78%，实现归属上市公司股东的净利润 40.63 亿元，同比下降 16.62%。龙头企业盈利开始修复，其中通威股份一季度实现营业收入 61.69 亿元，同比增长 18.15%，盈利 4.91 亿元，同比增长 53.14%，隆基股份一季度实现营业收入 57.10 亿元，同比增长 64.56%，盈利 6.11 亿元，同比增长 12.54%。全板块一季度毛利率为 19.94%，同比下降 2.57 个百分点，净利率 6.86%，同比下降 3.06 个百分点。

风电板块一季报业绩高增长

板块盈利保持平稳，龙头企业业绩承压。据国家能源局数据，2018 年风电行业需求迎来反转，并网容量 20.59GW，同比增长 37%。但受上游原材料价格处于高位、主机厂价格竞争等不利因素影响，需求形势未能完全于风电行业整体业绩上体现。2018 年风电板块总营业收入达到 783.64 亿元，同比增长 8.37%，实现归属上市公司股东净利润 50.97 亿元，同比下降 26.56%，扣除湘电股份大额亏损影响后，板块盈利 70.09 亿元，同比增长 2.32%。龙头企业业绩承压，金风科技全年实现营收 287.31 亿元，同比增长 14.33%，归属上市公司股东净利润 32.17 亿元，同比增长 5.30%；天顺风能全年实现营业收入 37.02 亿元，同比增长 16.79%，归属上市公司股东净利润 4.70 亿元，同比增长 0.03%。部分企业业绩逆势增长，其中日月股份实现营业收入 23.51 亿元，同比增长 28.35%，盈利 2.81 亿元，同比增长 23.82%，节能风电实现营业收入 23.76 亿元，同比增长 26.96%，盈利 5.15 亿元，同比增长 29.11%，福能股份实现营业收入 93.54 亿元，同比增长 37.57%，盈利 10.50 亿元，同比增长 24.52%。

盈利能力大幅下降。上游原材料价格高位叠加风电行业价格战，板块盈利能力下降明显。风电板块 2018 年毛利率为 25.33%，同比下降 2.09 个百分点，净利率 6.83%，同比下降 3.07 个百分点。2018 年，风电板块经营现金流净流入 125.97 亿元，同比增长 32.87%，板块盈利质量有所改善。

板块营运能力基本保持平稳。全板块 2018 年末应收账款总额 389.75 亿元，同比增长 2.19%，周转天数下降 2.02 天至 177.13 天；存货同比增长 15.82% 至 162.56 亿元，周转天数增加 3.67 天至 93.19 天。

2019 年一季度板块盈利高增长。根据国家能源局数据，2019 年一季度，国内风电新增装机 4.78GW，同比增长 21.32%。2019 年一季度风电板块总营业收入达到 165.99 亿，同比增长 34.29%，实现归属上市公司股东的净利润 9.82 亿，同比增长 40.48%。全板块一季度毛利率为 25.01%，同比下降 3.24 个百分点，净利率 6.31%，同比增长 0.18 个百分点。行业内企业业绩分化明显，日月股份盈利 8,300 万元，同比增长 70.19%；天能重工盈利 2,828 万元，同比增长 50.80%。

储能板块业绩承压

部分企业巨亏导致板块业绩亏损。2018 年储能板块总营业收入达到 394.40 亿元，同比增长 17.92%，盈利 878.12 万元，同比下降 99.44%，其中科陆电子 2018 年亏损 12.20 亿元，拖累板块业绩，扣除其影响之后，板块盈利 12.29 亿元，同比增长 5.58%。储能龙头南都电源 2018 年实现营收 80.63 亿元，同比下降 6.64%，归属上市公司股东净利润 2.42 亿元，同比下降 36.46%。

盈利能力大幅下降，经营现金流明显改善。全板块 2018 年毛利率 16.67%，同比下降 0.77 个百分点，净利率 -0.24%，同比下降 5.14 个百分点。2018 年，储能板块经营现金流整体相比 2017 年，由净流入 3.49 亿元变为净流入 17.76 亿元，同比增长 408.75%。



营运能力有所提升。全板块 2018 年末应收账款总额 116.89 亿元，同比下降 0.32%，对应周转天数下降 8.06 天至 106.87 天；存货同比增加 17.09% 至 95.74 亿元，存货周转天数增加 2.8 天至 97.21 天。

2019 年一季度盈利有所修复。2019 年一季度，储能板块总营业收入达到 88.32 亿元，同比增长 13.54%，实现归属上市公司股东净利润 3.92 亿元，同比增长 26.84%。2019 年一季度全板块平均毛利率为 17.02%，同比提升 1.18 个百分点，净利率 4.4%，同比提升 0.75 个百分点。

核电板块经营现金流大幅改善，营运能力明显提升

板块盈利有所下降，部分企业表现亮眼。2018 年核电板块总营业收入达到 1,930.00 亿元，同比增长 17.31%，全板块实现归属上市公司股东净利润 92.24 亿元，同比减少 8.10%。运营龙头中国核电实现营业收入 393.05 亿元，同比增长 17.02%，归属上市公司股东净利润 47.37 亿元，同比增长 5.32%。

盈利能力稳中有降，经营现金流大幅改善。全板块 2018 年毛利率为 25.69%，同比下降 0.43 个百分点，净利率 8.09%，同比下降 1.65 个百分点，盈利能力有所下降。台海核电盈利水平超群但下降明显，2018 年毛利率达到 61.28%，同比下降 6.65 个百分点，净利率 24.63%，同比下降 17.28 个百分点。板块经营现金流净流入 258.20 亿元，同比增长 85.74%。

营运能力明显提升。全板块 2018 年末应收账款总额 407.42 亿元，同比减少 24.14%，周转天数减少 29.73 天至 88.09 天；存货同比下降 9.89% 至 712.51 亿元，周转天数减少 27.58 天至 188.67 天。其中上海电气、东方电气、江苏神通和海陆重工等应收账款和存货周转天数均出现了明显下降。

2019 年一季度板块业绩高增长，盈利能力稳中有升。2019 年一季度核电板块总营业收入达到 435.88 亿元，同比增长 14.84%，实现归属上市公司股东净利润 29.58 亿，同比增长 21.57%。全板块一季度毛利率为 26.60%，同比提升 0.55 个百分点，净利率 10.49%，同比提升 0.24 个百分点。

电力设备：板块业绩保持平稳，低压电器表现较好

板块业绩基本持平，盈利能力稳中有降。电力设备行业上市公司的整体业绩主要受国内电网投资总额支撑，2017年我国电网投资同比开始下降，且国网、南网多数设备的招标量和招标总额也有降低，2018年电网投资有所回升，且特高压项目开始落地，但投资高峰主要集中在四季度，特高压业绩未到兑现期，因此上市公司2018年业绩无法体现上述积极因素；加之钢铁、铝、铜等电力设备主要上游原材料价格在2018年大多数时间处于高位，电力设备行业增速出现下降。2018年，电力设备行业实现营业收入1,969.04亿元，同比增长10.33%，归属上市公司股东净利润158.21亿元，同比下降2.87%。全年平均毛利率28.10%，同比降低1.03个百分点，平均净利率为8.50%，同比下降1.41个百分点。行业整体经营现金流同比增长34.83%至135.59亿元。应收账款总额1,083.60亿元，同比增长14.79%，应收账款周转天数为185.35天，同比增加12.97天；存货总额457.98亿元，同比增长12.45%，存货周转天数为110.01天，同比增加6.51天。

2019年一季度板块业绩保持平稳。2019年一季度，电力设备行业实现营业收入364.85亿元，同比增长15.07%，归属上市公司股东净利润18.99亿元，同比减少2.24%。一季度平均毛利率达到27.18%，同比降低1.46个百分点，平均净利率为5.50%，同比降低0.99个百分点。

图表 10. 2018 年电力设备子行业基本情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率		净经营现金流 (亿元)	
	2018A	同比(%)	2018A	同比(%)	2018A(%)	同比(pct)	2018A(%)	同比(pct)	2018A	同比(%)
一次设备	558.25	8.73	20.68	(32.25)	22.62	(2.08)	3.51	(2.48)	13.71	-
二次设备	774.58	7.71	75.35	7.10	30.00	(0.40)	10.54	(0.45)	71.76	13.49
工控与电力电子	248.68	14.28	15.65	(32.65)	30.38	(1.72)	6.17	(4.91)	6.94	(11.18)
低压电器	387.52	15.87	46.54	20.03	30.74	(0.50)	13.13	0.24	43.18	29.84
全行业	1,969.04	10.33	158.21	(2.87)	28.10	(1.03)	8.50	(1.41)	135.59	34.83

资料来源：万得，中银国际证券

图表 11. 2018 年电力设备子行业存货与应收账款情况

板块	应收账款 (亿元)		存货 (亿元)		应收账款周转天数		存货周转天数	
	2018A	同比(%)	2018A	同比(%)	2018A	同比变化	2018A	同比
一次设备	371.84	19.81	159.20	7.58	219.97	11.37	128.00	(3.13)
二次设备	524.84	12.85	160.32	7.22	230.05	29.22	102.86	10.94
工控与电力电子	87.61	10.32	67.56	24.50	120.90	0.67	126.66	9.76
低压电器	99.30	11.48	70.89	27.76	87.50	(2.06)	84.76	11.10
全行业	1,083.60	14.79	457.98	12.45	185.35	12.97	110.01	6.51

资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 2019 年一季报电力设备子行业基本情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率	
	2019Q1	同比(%)	2019Q1	同比(%)	2019Q1(%)	同比(pct)	2019Q1(%)	同比(pct)
一次设备	103.91	20.02	3.24	(3.04)	22.21	(2.09)	2.99	(0.46)
二次设备	117.65	9.08	4.66	14.92	29.51	(1.00)	4.19	(0.02)
工控与电力电子	55.44	19.97	3.34	(2.83)	29.22	(1.50)	6.03	(1.77)
低压电器	87.85	14.95	7.74	(9.81)	28.66	(0.99)	9.87	(2.55)
全行业	364.85	15.07	18.99	(2.24)	27.18	(1.46)	5.50	(0.99)

资料来源：万得，中银国际证券



一次设备业绩承压，盈利能力明显下降

一次设备板块业绩下降明显。2018年一次设备板块总营业收入达到558.25亿元，同比增长8.73%，实现归属上市公司股东净利润20.68亿元，同比减少32.25%。龙头企业业绩承压，其中中国西电营业收入136.90亿元，同比下降3.23%，盈利5.69亿元，同比下降36.66%，平高电气实现营业收入108.16亿元，同比增长20.72%，盈利2.86亿元，同比下降54.59%。

盈利能力大幅下降，经营现金流明显改善。受铜、铝、钢铁等大宗原材料价格上涨因素影响，全板块2018年毛利率同比下降2.08个百分点至22.62%，净利率同比下降2.48个百分点至3.51%。一次设备板块经营现金流由2017年的净流出3.74亿元转为整体净流入13.71亿元，现金流情况大幅改善。

应收与存货总额有所增长。全板块2018年末应收账款总额371.84亿元，同比增长19.81%，周转天数增加11.37天至219.97天；存货总额同比增加7.58%至159.20亿元，周转天数下降3.13天至128天。

2019年一季度业绩降幅收窄。2019年一季度，一次设备板块总营业收入103.91亿元，同比增加20.02%，实现归属上市公司股东净利润3.24亿，同比减少3.04%。全板块2019年一季度毛利率为22.12%，同比下降2.09个百分点，净利率2.99%，同比下降0.46个百分点。

二次设备优于一次设备，板块业绩稳中有增

二次设备盈利稳中有增。同样受电网工程投资下降与特高压不达预期影响，2018年二次设备整体业绩承压，但由于电网投资重心转向智能化、自动化的结构性变化，二次设备板块的经营情况优于一次设备板块。二次设备板块全年实现营业收入774.58亿元，同比增长7.71%，归属上市公司股东净利润75.35亿元，同比增长7.10%，业绩稳中有增。企业业绩分化明显，其中中国电南瑞营业收入285.40亿元，同比增长1.03%，盈利41.62亿元，同比增长31.66%；许继电气营业收入82.17亿元，同比下降20.46%，盈利2.00亿元，同比下降67.47%。智能电表方面，海兴电力实现营业收入25.53亿元，同比下降15.62%，盈利3.30亿元，同比下降41.38%；林洋能源实现营业收入40.17亿元，同比增长11.94%，盈利7.61亿元，同比增长10.86%。

板块盈利能力保持稳定。二次设备板块2018年毛利率30%，同比下降0.40个百分点，净利率10.54%，同比下降0.45个百分点。板块经营现金流整体净流入71.76亿元，同比增长13.49%。

应收与存货增幅明显，营运能力大幅下降。全板块2018年末应收账款总额524.84亿元，同比增长12.85%，周转天数增加29.22天至230.05天；存货同比增加7.22%至160.32亿元，周转天数增加10.94天至102.86天。

2019年一季度板块业绩增速提升。2019年一季度，二次设备板块总营业收入达到117.65亿，同比增长9.08%，实现归属上市公司股东净利润4.66亿，同比增长14.92%。全板块一季度平均毛利率为29.51%，同比下降1个百分点，净利率4.19%，同比提升0.02个百分点。其中中国电南瑞2019年一季度实现营业收入37.51亿元，同比增长16.98%，盈利7,656万元，同比下降18.81%。海兴电力实现营业收入5.26亿元，同比增长5.95%，盈利7,685万元，同比增长55.58%。

工控板块业绩承压，盈利能力明显下降

工控与电力电子板块业绩承压。2018年工控与电力电子板块实现总营业收入248.68亿元，同比增长14.28%，实现归属上市公司股东净利润15.65亿元，同比下降32.65%，板块业绩承压。其中工控龙头汇川技术全年实现营业收入58.74亿元，同比增长22.96%，盈利11.67亿元，同比增长10.08%；英威腾实现营业收入22.28亿元，同比增长4.98%，盈利2.24亿元，同比下降0.74%；麦格米特实现营业收入23.94亿元，同比增长60.17%，盈利2.02亿元，同比增长72.66%。

盈利水平明显下降。全板块2018年毛利率为30.38%，同比降低1.72个百分点，净利率6.17%，同比降低4.91个百分点，盈利能力明显下降。2018年，工控与电力电子板块经营现金流整体净流入6.94亿元，同比下降11.18%。



应收账款和存货总额增加，营运能力有所下降。全板块 2018 年全年应收账款 87.61 亿元，同比增加 10.32%，存货 67.56 亿元，同比增加 24.50%。应收账款周转天数 120.90 天，同比增加 0.67 天，存货周转天数 126.66 天，同比增加 9.76 天。

2019 年一季度板块业绩降幅收窄。2019 年一季度工控与电力电子板块总营业收入 55.44 亿元，同比增长 19.97%，实现归属上市公司股东净利润 3.34 亿元，同比下降 2.83%。全板一季度平均毛利率为 29.22%，同比降低 1.50 个百分点，净利率 6.03%，同比降低 1.77 个百分点。板块业绩分化明显，龙头企业汇川技术一季度营业收入 11 亿元，同比增长 12.78%，盈利 1.29 亿元，同比下降 34.28%，麦格米特一季度实现营业收入 7.74 亿元，同比增长 101.39%，盈利 5,809 万元，同比增长 138.67%。

低压电器板块年报盈利高增长

低压电器板块盈利高增长。2018 年低压电器板块实现总营业收入 387.52 亿元，同比增长 15.87%，实现归属上市公司股东净利润 46.54 亿元，同比增长 20.03%。其中正泰电器全年实现营业收入 274.21 亿元，同比增长 17.10%；盈利 35.92 亿元，同比增长 26.47%；宏发股份实现营业收入 68.80 亿元，同比增长 14.28%，盈利 6.99 亿元，同比增长 2.02%。

整体盈利能力保持平稳，经营现金流有所改善。低压电器板块全年毛利率为 30.74%，同比略降 0.50 个百分点，净利率 13.13%，同比提升 0.24 个百分点。2018 年全年，低压电器板块经营现金流整体净流入 43.18 亿元，同比增长 29.84%。

应收账款与存货总额有所增长。低压电器板块 2018 年末应收账款 99.30 亿元，同比增长 11.48%，存货 70.89 亿元，同比增长 27.76%。低压电器板板应收账款周转天数下降 2.06 天至 87.50 天，存货周转天数增加 11.10 天至 84.76 天。

2019 年一季度板块业绩下降，盈利能力有所下降。2019 年第一季度低压电器板块总营业收入 87.85 亿元，同比增长 14.95%，实现归属上市公司股东净利润 7.74 亿元，同比下降 9.81%。其中正泰电器实现营业收入 59.95 亿元，同比增长 17.66%，盈利 5.42 亿元，同比下降 11.60%，如扣除去年同期转让光伏电站股权的影响，Q1 业绩同比增长 22.22%；良信电器和泰永长征盈利分别同比增长 7.88% 和 23.28%。全板块一季度平均毛利率为 28.66%，同比下降 0.99 个百分点，净利率 9.87%，同比下降 2.55 个百分点，盈利能力有所下降。



投资建议

新能源发电：光伏海外需求持续景气，国内需求大规模启动在即，行业 2019 年有望量利齐升；建议关注光伏制造龙头隆基股份、通威股份、中环股份、东方日升，同时建议关注电站龙头林洋能源、阳光电源、正泰电器，以及光伏设备龙头捷佳伟创、迈为股份、晶盛机电等。国内风电需求有望持续高速增长，上游大宗原材料价格预期下降，将显著增厚中游产业链盈利；建议关注风机龙头金风科技、铸件龙头日月股份、风塔龙头天顺风能等。

新能源汽车：2019 年新能源汽车补贴政策靴子落地，短期看，过渡期抢装将延续一季度的高景气，上半年产业链产销高增长无忧；中期看，2019 年下半年总体退坡压力较大，新能源汽车产业链中游或将在 2019 年三季度确立盈利底；长期看，2020 年及之后，政策对于产业的影响趋弱，全球电动化大趋势带来的持续成长性，让新能源汽车产业链长期投资价值凸显，中长期看好产业链中游制造龙头与上游资源巨头的投资机会。建议关注底部复苏的六氟磷酸锂环节多氟多、天赐材料，对于补贴退坡敏感性较低的设备环节先导智能、赢合科技，受益于磷酸铁锂电池需求回暖的国轩高科，以及全球供应链宁德时代、亿纬锂能、当升科技、杉杉股份、新宙邦、恩捷股份、星源材质、璞泰来等；上游建议关注赣锋锂业、天齐锂业、华友钴业、寒锐钴业等。

电力设备：国网提出加快泛在电力物联网建设，建议关注引领电网智能化、信息化升级的龙头标的国电南瑞、岷江水电，同时建议关注电能采集、配网智能化等标的林洋能源、海兴电力、金智科技；另外建议持续关注工控、低压电器领域优质标的麦格米特、正泰电器、宏发股份、汇川技术。



风险提示

投资增速下降：电力投资（包括电源投资与电网投资）决定了新能源发电板块、电力设备板块的行业需求；若电力投资增速下降，将对两大板块造成负面影响。

政策不达预期：新能源汽车板块、新能源发电板块、电力设备细分板块，均对政策有较高的敏感性；若政策不达预期，将显著影响各细分行业的基本面，进而降低各板块的投资价值。

价格竞争超预期：动力电池中游制造产业链普遍有产能过剩的隐忧，电力供需形势整体亦属宽松，动力电池中游产品价格、新能源电站的电价、光伏产业链中游产品价格、电力设备招标价格，均存在竞争超预期的风险。

原材料价格波动：电力设备、新能源汽车、新能源发电板块中的绝大部分上市公司主营业务均属于制造业，原材料成本在营业成本中的占比一般较大；若上游原材料价格出现不利波动，将在较大程度上对各细分板块的盈利情况产生负面影响。

附录图表 13. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
300316.SZ	晶盛机电	买入	11.52	147.99	0.45	0.53	25.43	21.74	3.26
002202.SZ	金风科技	买入	11.00	437.93	0.78	0.76	14.03	14.45	6.47
300450.SZ	先导智能	买入	29.89	263.53	0.84	1.26	35.50	23.72	4.13
601012.SH	隆基股份	买入	22.56	817.62	0.71	1.26	31.95	17.98	5.88
002531.SZ	天顺风能	买入	4.77	84.86	0.26	0.37	18.07	13.03	2.97
300014.SZ	亿纬锂能	买入	24.04	205.66	0.67	1.01	35.88	23.80	4.40
600438.SH	通威股份	买入	13.94	541.20	0.52	0.86	26.90	16.19	3.92
601877.SH	正泰电器	买入	24.10	518.45	1.67	2.00	14.43	12.06	10.33
601222.SH	林洋能源	买入	4.83	85.25	0.43	0.51	11.21	9.47	5.34
300274.SZ	阳光电源	增持	11.24	163.98	0.56	0.72	20.25	15.65	5.43
300568.SZ	星源材质	增持	26.33	50.55	1.16	1.18	22.76	22.35	7.85
603659.SH	璞泰来	增持	48.26	209.78	1.37	1.68	35.30	28.81	6.99
002460.SZ	赣锋锂业	增持	23.38	283.64	0.93	0.66	25.14	35.64	6.04
603799.SH	华友钴业	增持	27.36	227.02	1.84	0.88	14.85	30.95	9.08
600885.SH	宏发股份	增持	23.54	175.32	0.94	1.11	25.10	21.17	6.15
300750.SZ	宁德时代	增持	75.70	1,661.63	1.54	2.01	49.06	37.70	15.59
002074.SZ	国轩高科	增持	14.11	160.38	0.51	0.76	27.61	18.61	7.67
002341.SZ	新纶科技	增持	8.33	95.98	0.26	0.56	32.04	14.85	4.48
300073.SZ	当升科技	增持	23.12	100.97	0.72	0.83	31.93	27.89	7.71
002709.SZ	天赐材料	增持	26.50	90.82	1.33	0.73	19.91	36.15	8.32
300037.SZ	新宙邦	增持	22.08	83.64	0.84	1.03	26.16	21.48	7.61
002812.SZ	恩捷股份	增持	51.55	244.28	1.09	1.70	47.12	30.40	8.53
300618.SZ	寒锐钴业	增持	65.46	125.68	3.69	1.06	17.76	61.81	8.79
300124.SZ	汇川技术	增持	23.98	398.54	0.70	0.80	34.16	29.86	3.92
600884.SH	杉杉股份	增持	11.94	134.06	0.99	0.86	12.02	13.90	10.24
603556.SH	海兴电力	增持	13.40	66.26	0.67	0.91	20.09	14.69	9.86
600406.SH	国电南瑞	增持	18.74	866.18	0.90	1.02	20.82	18.37	6.03
603218.SH	日月股份	增持	22.25	90.61	0.67	1.19	33.36	18.78	7.51
002129.SZ	中环股份	未有评级	9.14	254.56	0.23	0.43	39.74	21.26	4.58
300724.SZ	捷佳伟创	未有评级	27.65	88.48	0.96	1.29	28.80	21.43	7.25
300751.SZ	迈为股份	未有评级	145.03	75.42	3.29	5.88	44.08	24.66	22.47
300457.SZ	赢合科技	未有评级	23.25	87.42	0.86	1.14	27.03	20.39	8.08
000400.SZ	许继电气	未有评级	8.90	89.74	0.20	0.55	44.50	16.18	7.72
002466.SZ	天齐锂业	未有评级	28.33	323.54	1.93	1.51	14.68	18.76	8.88
002851.SZ	麦格米特	未有评级	28.85	90.29	0.65	1.05	44.38	27.48	5.46
300360.SZ	炬华科技	未有评级	8.74	35.80	0.33	-	26.48	-	5.35
002407.SZ	多氟多	未有评级	12.29	84.05	0.10	0.53	122.90	23.19	5.13
600312.SH	平高电气	未有评级	7.35	99.73	0.21	0.43	35.00	17.09	6.60

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日5月6日, 未有评级公司盈利预测来自万得一季报预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371