

行业研究/深度研究

2019年05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

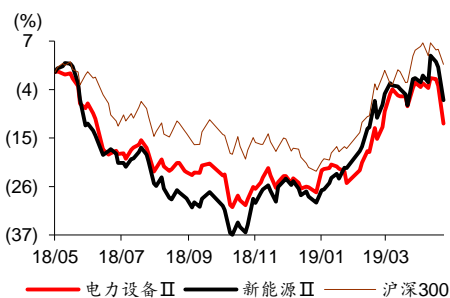
边文姣 执业证书编号: S0570518110004
研究员 bianwenjiao@htsc.com

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

相关研究

- 1 《国电南瑞(600406,买入): 特高压克现在在即, 泛在网增添动力》2019.04
- 2 《电力设备与新能源: 行业周报 (第十七周)》2019.04
- 3 《欣旺达(300207,增持): 消费电子模组龙头, 新能源领域再启航》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

业绩向好, 坚守龙头

电力设备新能源行业 18 年年报及 19 一季报总结

18 年业绩承压, 19Q1 积极边际变化显现, 维持“增持”评级

18 年板块营收同比增速为 7.8%, 低于 17 全年 18% 的营收同比增速。从全产业链来看, 电控、设备和资源等板块收入增长较快。锂电板块虽有降价影响, 板块整体“以量补价”推动营收增长, 各环节产品竞争力突出的龙头业绩强者恒强; 光伏营收触底, 一季度营收明显好转, 行业触底反弹得到验证。风电行业持续复苏, 我们认为在存量审批项目抢装的带动下, 行业景气有望持续全年。随着特高压建设推进和泛在网建设开展, 电力设备投资有望快速增长。我们维持对行业的“增持”评级, 推荐星源材质、欣旺达和晶盛机电。

锂电: 板块“以量补价”, 产品竞争力突出的龙头强者恒强

从量上看, 18 年新能源汽车销量同比增长 61.7%, 电池装机量同比增长 70.9%, 产业链整体放量; 从价上看, 各环节基本同比下滑, 企业降本不及降价力度, 板块平均毛利率同比下降 5.8pct。19Q1 产业链龙头宁德时代扣非归母净利润同比增长 240%, 远高于板块内扣非归母净利润平均 76% 的增速。我们认为产业链龙头依托强产品竞争力, 市占率表现优异, 毛利率优于行业整体水平, 呈现强“以量补价”效应。

光伏: 18 年营收增速触底, 看好平价上网进程

受“531 新政”严控光伏规模影响, 18 年新增装机量 44.3GW (同比-17%), 行业整体营收 1813.8 亿元 (同比+2.4%), 19Q1 行业营收 399.9 亿元, 同比增长 20.2%, 营收增速触底反弹。光伏整体毛利率呈现上升态势, 2018 年毛利率 22.98% (同比+0.13pct), 19Q1 毛利率 25.76% (同比+0.85pct), 其中运营端受益于电池片价格下降, 19Q1 毛利率 32%, 显著高于制造端 22% 的毛利率, 我们认为竞价将充分激活产业活力, 看好平价上网进程。

风电: 18 年装机同比上升, 行业抢装有望持续 19 全年

18 年风电行业营业收入 607 亿元 (同比+15.3%), 行业复苏态势明显, 受 19 年存量审批的风电项目抢装推动, 19Q1 全行业营业收入 124 亿元 (同比+34%)。18 年风电行业毛利率 29.31% (同比-3.93pct), 我们认为主要受 18 年钢价上涨以及行业竞争拖累。19Q1 毛利率 28.54% (环比+2.2pct), 我们认为随着成本端钢价企稳, 收入端机组价格回升, 毛利率有提升空间。

电力设备: 18 年电网建设投资同比持平, 看好特高压及泛在网建设

2018 年电网基本建设投资完成额为 5373 亿元, 同比增长 0.64%, 基本与 17 年持平。电力设备行业财报业绩较为稳定, 18 年电力设备行业营收 1567 亿元 (同比+10%), 19Q1 营收 294 亿元 (同比+10%), 电力设备行业稳步增长。18 年电力设备行业平均销售毛利率为 27.8%, 基本与 16、17 年持平。我们认为随着特高压建设开展, 泛在电力物联网的逐步落地, 全年电网投资有望提高, 行业营收有望持续增长。

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。

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)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
300568	星源材质	26.33	增持	1.16	1.08	1.79	2.13	22.7	24.38	14.71	12.36
300207	欣旺达	12.11	增持	0.45	0.69	1.03	1.45	26.91	17.55	11.76	8.35
300316	晶盛机电	11.52	买入	0.45	0.58	0.75	0.97	25.6	19.86	15.36	11.88

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

产业链营收增速放缓，细分板块分化明显.....	5
锂电：板块以量补价，产品竞争力突出的龙头强者恒强.....	9
业绩增速反应产品竞争力，真龙头具备强“以量补价”效应.....	13
营运能力分化，电池龙头现金流大幅改善.....	15
产业基本面向好趋势不变，以两条主线布局.....	16
光伏：营收增速触底，看好平价上网进程.....	17
18 年营收增速触底，运营端营收有所下滑.....	17
毛利率同比持平，运营端毛利优于制造端.....	20
应收账款与营收增长相匹配，制造端存货有所提升.....	22
风电：18 年装机同比上升，19Q1 抢装有望持续全年.....	26
18 年装机同比上升，19Q1 抢装明显.....	26
竞争加剧拖累毛利率，成本管控能力有所提升.....	28
行业应收账款略有增长、存货水平显著提升.....	30
电力设备：电网投资同比持平，看好特高压及泛在网建设.....	32
18 年电网投资同比持平，变电设备新增容量有所下滑.....	32
结构性变动带动一次设备增长，19 年营收有望逐步兑现.....	33
应收与存货水平同比上涨，存货季度性特征明显.....	38
风险提示.....	41

图表目录

图表 1：2014-2019Q1 电新板块营业收入情况.....	5
图表 2：2018 年电新各子板块营业收入情况.....	5
图表 3：2019Q1 电新各子板块营业收入情况.....	5
图表 4：2014-2019Q1 电新板块归母净利润情况.....	6
图表 5：2018 年电新各子板块归母净利润情况.....	6
图表 6：2019Q1 电新各子板块归母净利润情况.....	6
图表 7：2014-2019Q1 电新板块扣非归母净利润情况.....	7
图表 8：2018 年电新各子板块扣非归母净利润情况.....	7
图表 9：2018 年电新各子板块扣非归母净利润情况.....	7
图表 10：2018 年电新各子板块毛利率及净利率情况.....	8
图表 11：2019Q1 电新各子板块毛利率及净利率情况.....	8
图表 12：2018 年电新各子板块净资产收益率情况.....	8
图表 13：2019Q1 电新各子板块净资产收益率情况.....	8
图表 14：新能源车 2018 年月度产销量（单位：万辆）.....	9
图表 15：动力电池产量、装机量情况.....	9
图表 16：各家企业动力电池装机量以及对应份额.....	10
图表 17：国内动力电池价格走势.....	10

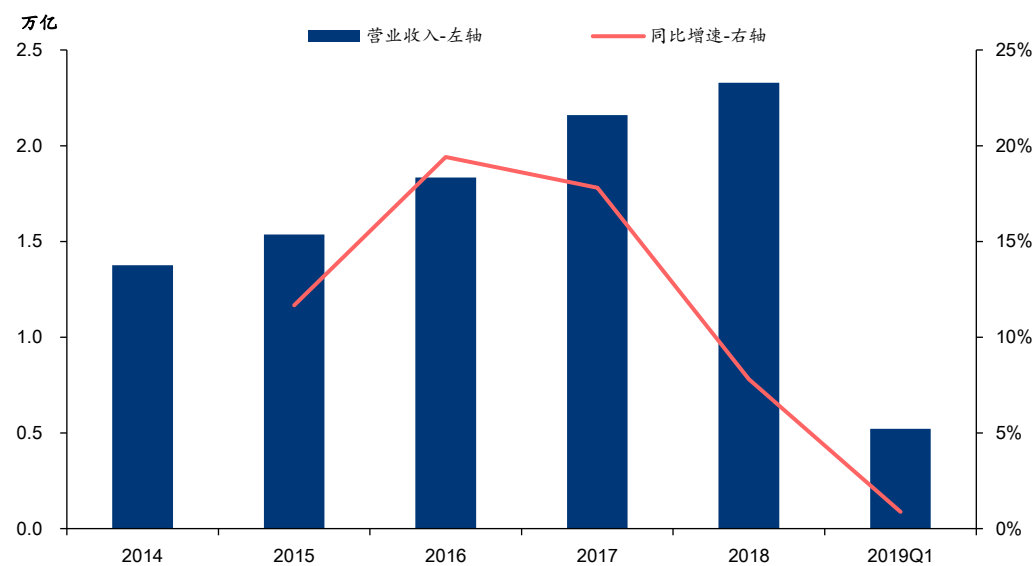
图表 18: 国内正极材料价格走势	11
图表 19: 国内负极材料价格走势	11
图表 20: 国内电解液产量情况	12
图表 21: 国内电解液以及六氟磷酸锂价格走势	12
图表 22: 国内隔膜产量情况	12
图表 23: 国内干湿法隔膜价格走势	13
图表 24: 锂电企业综合毛利率	13
图表 25: 锂电企业收入及其增速 (单位: 亿元)	14
图表 26: 锂电企业归母净利润及其增速 (单位: 亿元)	14
图表 27: 锂电企业扣非归母净利润及其增速 (单位: 亿元)	15
图表 28: 锂电企业存货周转率 (次)	15
图表 29: 锂电企业应收账款周转率 (次)	16
图表 30: 锂电企业经营性净现金流/收入 (单位: %)	16
图表 31: 全国光伏新增装机量	17
图表 32: 光伏行业营业收入	17
图表 33: 2018 年以及 2019Q1 光伏行业企业营业收入汇总 (单位: 亿元)	18
图表 34: 光伏行业归母净利润情况 (单位: 亿元)	19
图表 35: 2018 年以及 2019Q1 光伏行业企业归母净利润情况 (单位: 亿元)	20
图表 36: 光伏行业综合毛利率情况 (单位: %)	21
图表 37: 2018 年以及 2019Q1 光伏行业公司综合毛利率情况	22
图表 38: 光伏行业应收账款情况 (单位: 亿元)	23
图表 39: 季度应收账款情况 (单位: 亿元)	23
图表 40: 2018 及 2019Q1 光伏行业企业应收账款汇总 (单位: 亿元)	23
图表 41: 2014-2019Q1 光伏行业存货情况	24
图表 42: 2014-2019Q1 季度存货情况	24
图表 43: 2018 年及 2019Q1 光伏行业企业存货汇总(单位: 亿元)	24
图表 44: 风电月度新增装机	26
图表 45: 风电行业营业收入情况	26
图表 46: 2014Q1 至今风电行业营收及增速情况汇总	26
图表 47: 风电行业各企业 2018 全年营收情况	26
图表 49: 2.0MW 级别机组公开招标价格	27
图表 51: 2018 及 2019Q1 风电行业各企业归母净利润情况 (亿元)	28
图表 52: 2014Q1 至今风电行业归母净利润及增速情况汇总	28
图表 53: 风电行业各企业 2018 年归母净利润情况 (单位: 亿元)	28
图表 54: 风电行业平均销售毛利率及平均销售净利率	28
图表 55: 风电行业各企业 2018 全年销售毛利率、销售净利率情况	28
图表 56: 2014Q1 至今风电行业单季度平均毛利率及净利率情况	29
图表 57: 风电行业各企业 2019 年 Q1 销售毛利率、销售净利率情况	29
图表 58: 风电行业 2014Q1 至今单季度费用率情况汇总	29
图表 59: 风电行业平均 ROE	30
图表 60: 风电行业各企业 2018 年全年 ROE 水平 (单位: %)	30

图表 61: 2014Q1 至今风电行业平均单季度 ROE (未年化)	30
图表 62: 风电行业各企业 2019Q1 ROE (未年化) 水平 (单位: %)	30
图表 63: 2014Q1 至今风电行业单季度应收账款及增速情况汇总	30
图表 64: 2014Q1 至今风电行业存货及增速情况汇总	30
图表 65: 风电行业各企业 2018Q4 应收账款情况 (单位: 亿元)	31
图表 66: 风电行业各企业 2019Q1 应收账款情况 (单位: 亿元)	31
图表 67: 风电行业各企业 2018Q4 存货情况 (单位: 亿元)	31
图表 68: 风电行业各企业 2019Q1 存货情况 (单位: 亿元)	31
图表 69: 2010-2019Q1 逐季电网基本建设投资额	32
图表 70: 2010-2019Q1 逐季新增变电设备容量	32
图表 71: 2010-2019Q1 逐季新增 220KV 及以上线路长度	33
图表 72: 2013-2019 智能电表招标数量	33
图表 73: 2019 年第一次招标需求表	33
图表 74: 2014-2019Q1 电力设备行业营业收入	34
图表 75: 2014Q1 至 2019Q1 电力设备行业逐季度营收及增速情况	34
图表 76: 电力设备行业一次设备营业收入 (单位: 亿元)	34
图表 77: 电力设备行业二次设备营业收入 (单位: 亿元)	34
图表 78: 2014 年至 2019 年 Q1 电力设备行业总体归母净利润	35
图表 79: 电力设备行业一次设备归母净利润	35
图表 80: 电力设备行业二次设备归母净利润	35
图表 81: 2014 年及 2019Q1 电力设备行业企业归母净利润汇总 (单位: 亿元)	36
图表 82: 2014 年至 2019Q1 电力设备行业平均销售毛利率及平均销售净利率	37
图表 83: 传统电力一次设备平均销售毛利率及平均销售净利率	37
图表 84: 传统电力二次设备平均销售毛利率及平均销售净利率	37
图表 85: 2014 年至 2019 年 Q1 电力设备行业逐季度三费情况	38
图表 86: 2014 年至 2019 年 Q1 电力设备行业 ROE	38
图表 87: 2014 年至 2019 年 Q1 分季度电力设备应收账款情况	39
图表 88: 2014 年至 2019 年 Q1 分季度电力设备存货情况	39
图表 89: 2014 年至 2019Q1 电力设备行业企业存货汇总 (单位: 亿元)	40

产业链营收增速放缓，细分板块分化明显

电新全产业链 2018 年实现营业收入 2.33 万亿，同比增加了 7.80%，相比 17 年全年增速有所下滑。从结构上看，2018 产业链所有板块营业收入均实现正增长，电控、设备和资源板块营业收入同比增速居于前三位，增速分别为 78%、38%和 26%，收入增速较快。2019Q1 全产业链实现营业收入 0.52 亿元，同比增加 0.88%，收入增速下滑明显。其中资源和整车板块营收同比下滑，增速分别为-1.4%和-8.9%，拖累全产业链营收增长。电控、电池和风电板块营业收入同比增速分别为 80%、48%和 34%，营收增速居于前三，新能源汽车中游板块增速居于前列。

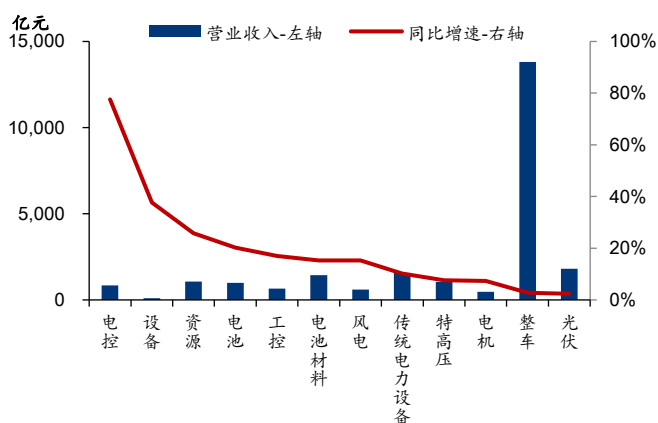
图表1：2014-2019Q1 电新板块营业收入情况



注：本板块汇总了电新全产业链标的信息

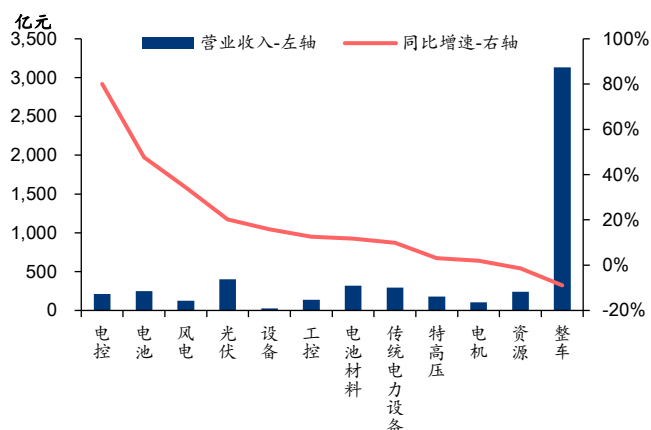
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：2018年电新各子板块营业收入情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：2019Q1电新各子板块营业收入情况

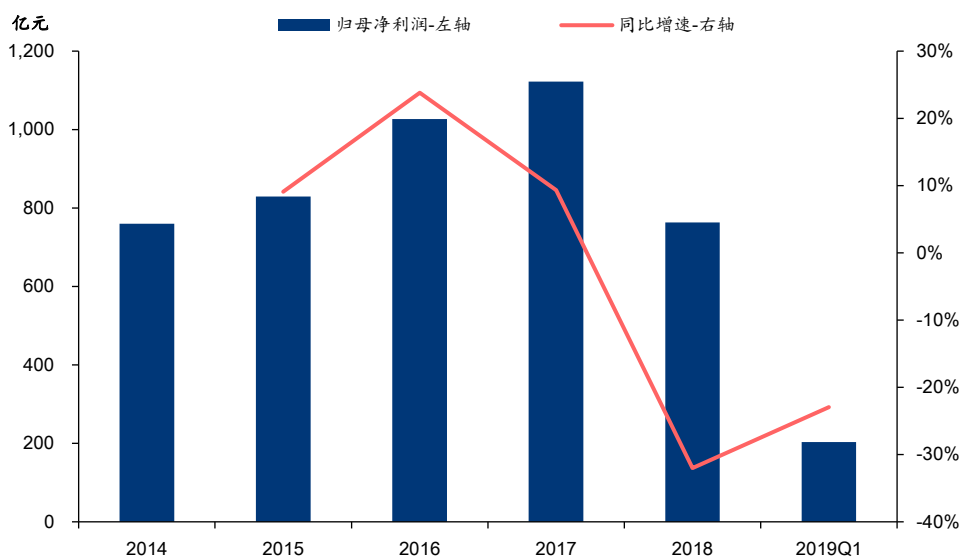


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2018 年所有板块归母净利润 763 亿，同比下降 32%，归母净利润下滑明显。12 个子板块中，电控和设备子板块实现归母净利润同比增长，增速分别为 50%和 14%。受东方精工归母净利大幅下降影响，电池归母净利润分别为-28.9 亿元，下降明显。2019Q1 所有板块归母净利润 203 亿元，同比下降 23%，归母净利润下降趋势有所缓和。电池、电控和设备三个板块归母净利润实现正向增长，增速分别为 42%、37%和 15%。电池板块归母净利增速居于首位，我们认为主要受 19 年补贴过渡期前抢装的影响，19 年补贴政策于 3 月

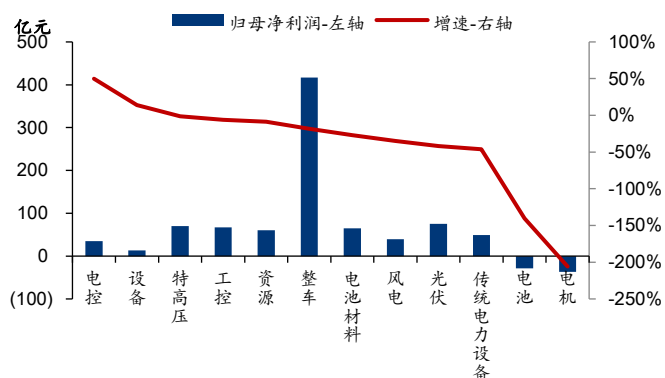
26日公布，设置了三个月的过渡期，市场在补贴政策退坡的预期下抢装，带动电池行业一季度归母净利润增长。

图表4：2014-2019Q1 电新板块归母净利润情况



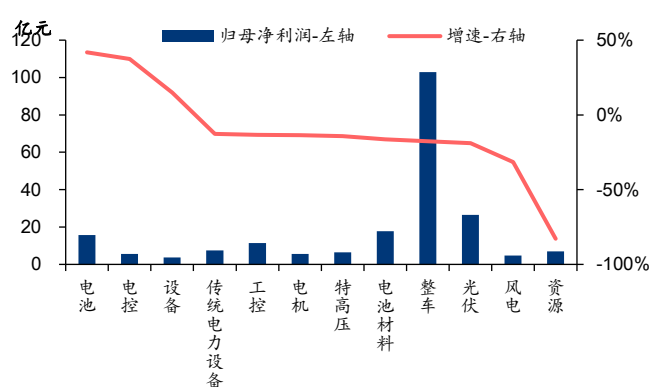
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：2018年电新各子板块归母净利润情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

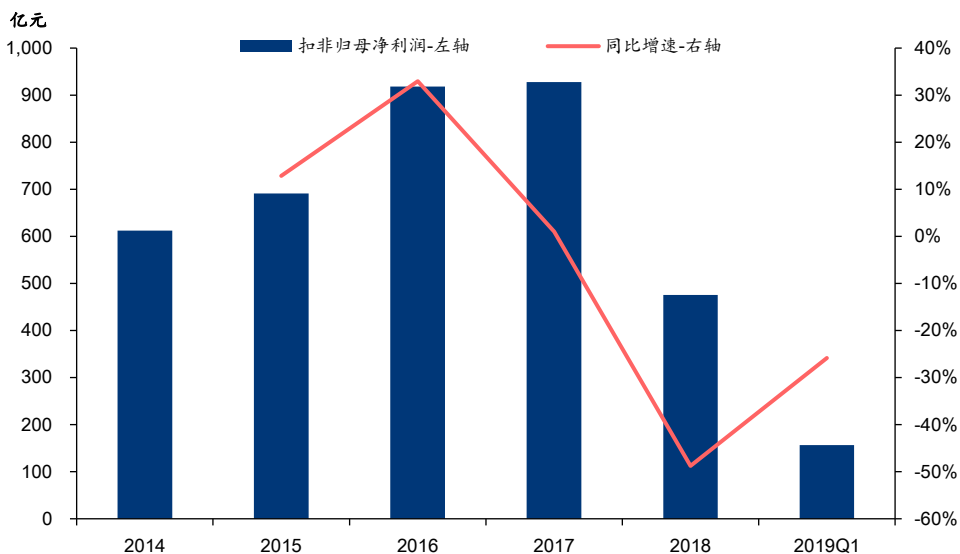
图表6：2019Q1 电新各子板块归母净利润情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

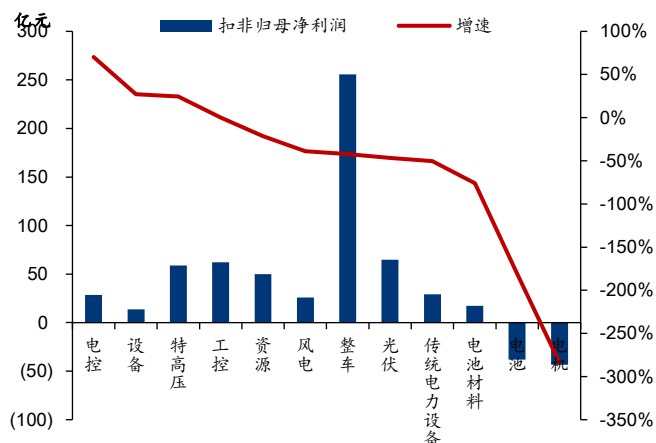
18年所有板块扣非归母净利润475.59亿，同比下降49%。电控、设备、特高压和工控板块实现正向增长，增速分别为70%、27%、24%和0.23%。2019Q1扣非归母净利润156亿元，同比下降26%，同比增速有所好转。19Q1共有5个子板块实现正向增长，其中电池、电控和电池材料增长速度居于前三，增速分别为76%、49%和22%，我们认为或与19年新补贴政策实施前抢装有关。

图表7： 2014-2019Q1 电新板块扣非归母净利润情况



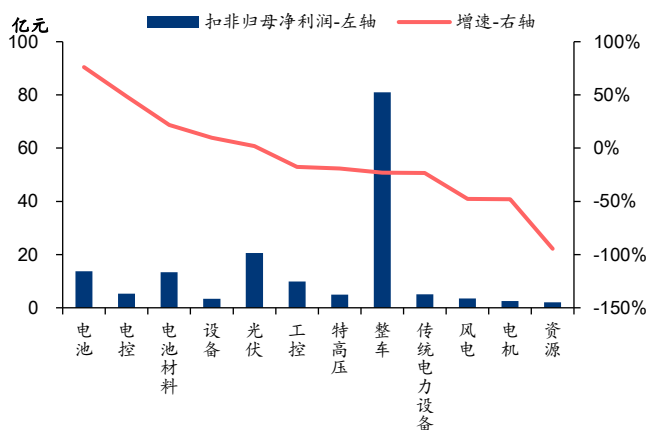
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8： 2018年电新各子板块扣非归母净利润情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

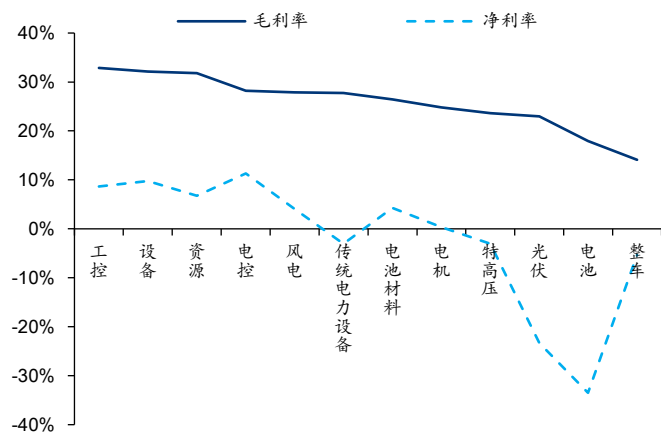
图表9： 2018年电新各子板块扣非归母净利润情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

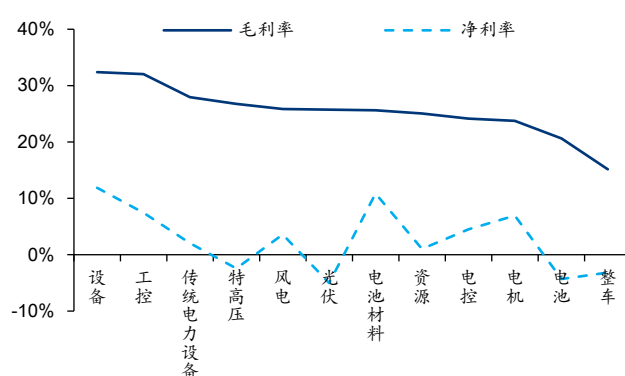
2018年产业链各子板块的毛利率均值为25.9% (同比-2.8pct)，净利率均值为-1.9% (同比-9.8pct)，净资产收益率均值为-1.9% (同比-2.0pct)。19Q1产业链各子板块毛利率均值为25.4% (同比-2.9pct)，净利率均值为2.8% (同比+0.7pct)，净资产收益率均值为2.8% (同比+0.7pct)，净利率和净资产收益率均有所好转。从各个板块的盈利能力来看，2018年和19Q1工控和设备板块盈利能力突出，毛利率和净利率居于前两名。18年电控板块的净资产收益率为9.8%，居于当年第一位。19Q1设备板块净资产收益率为10.9%，为当季度第一。

图表10： 2018年电新各子板块毛利率及净利率情况



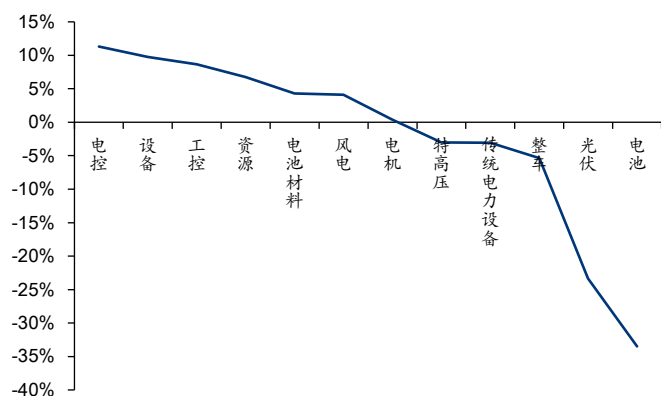
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 2019Q1电新各子板块毛利率及净利率情况



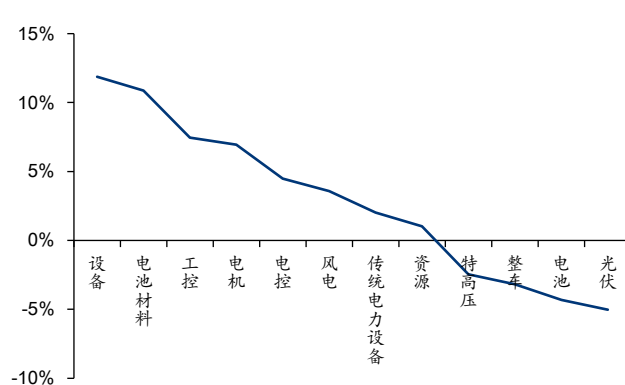
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 2018年电新各子板块净资产收益率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表13： 2019Q1电新各子板块净资产收益率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

电新板块标的覆盖新能源汽车产业链中游和整个电力设备板块，经过对整个产业链情况的分析后，我们将重点对锂电、光伏和风电板块进行梳理，探究其 2018 年及 2019Q1 表现出来的量、价、本、利和经营上的边际变化，为投资提供建议。

锂电：板块以量补价，产品竞争力突出的龙头强者恒强

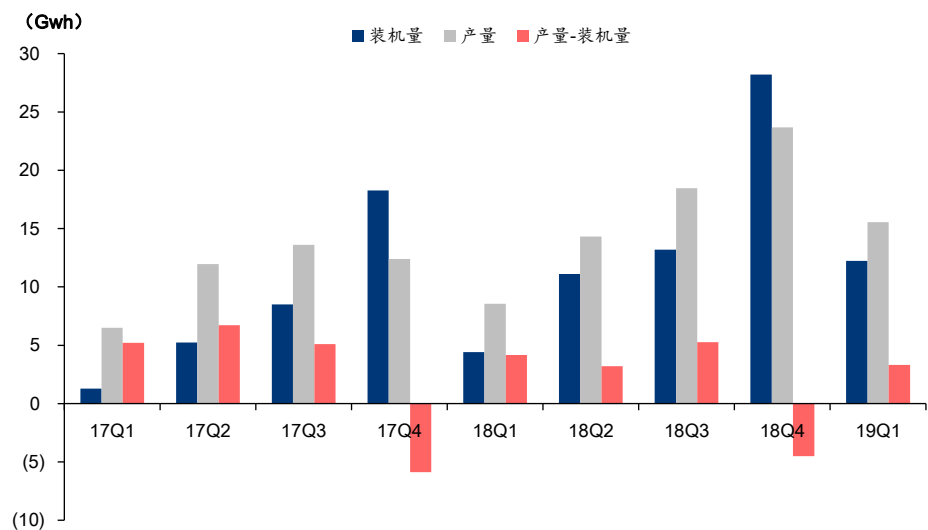
根据中汽协数据，2018年国内新能源车产量127.0万辆，销量125.6万辆，分别同比增长59.9%、61.7%。根据高工产研数据，2018年国内动力电池产量65GWh，同比增长46.2%，装机量56.9GWh，同比增长70.9%。我们认为18年电池装机量同比大增的原因一方面是新能源车产量同比大增59.9%，另一方面是18年新能源车车型均以乘用车为主，加之2018年补贴政策向高续航、高能量密度车型倾斜，单车带电量普遍增加。电池产量同比增速小于新能源车同比增速，我们认为核心原因在于：18年过渡期前后电池性能指标新老划断，因此过渡期内电池企业以消化旧电池库存为主。整体来看，锂电材料以及电池均进入洗牌阶段，受降价影响，大部分环节毛利率同比下滑。

图表14：新能源车2018年月度产销量（单位：万辆）

	2017 销量	2018 销量	2017 产量	2018 产量
1月	0.7	3.9	0.7	4.1
2月	1.8	3.4	1.8	3.9
3月	3.1	6.8	3.3	6.8
4月	3.4	8.2	3.7	8.1
5月	4.5	10.2	5.1	9.6
6月	5.9	8.5	6.4	8.6
7月	5.6	8.3	5.8	8.9
8月	6.8	10.1	7.1	9.9
9月	7.8	12.1	7.7	12.7
10月	9.1	13.9	9.2	14.5
11月	11.9	16.9	12.2	17.3
12月	16.3	22.6	14.9	21.6
全年合计	77.7	125.6	79.4	127.0
全年合计同比		61.7%		59.9%

资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表15：动力电池产量、装机量情况



资料来源：高工产研，汽车生产合格证，华泰证券研究所

动力电池：根据真锂研究数据，2018年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34.7GWh，占整体的61.54%，较2017年底增加16.01pct。

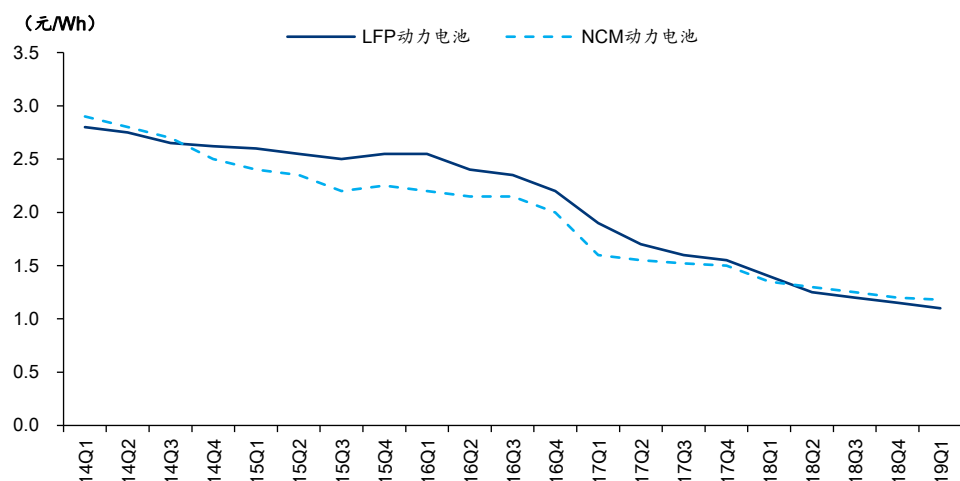
CATL 装机量 23.23GWh，市占率 41.2%，而 17 年全年市占率为 29.41%左右，占比显著提高。18 年动力电池行业价格同比平均下滑 16%-26%。CATL、亿纬锂能的综合毛利率较好，仍然维持 24%以上。我们认为受益于技术提升、规模效应、原材料供应链管理等因素，动力电池龙头企业成本控制能力突出。

图表16：各家企业动力电池装机量以及对应份额

企业	2017 年总计		企业	2018 年总计	
	装机量 (MWh)	份额		装机量(MWh)	份额
CATL	9865.9	29.41%	CATL	23,234.14	41.21%
比亚迪	5406.8	16.12%	比亚迪	11,462.58	20.33%
沃特玛	2011.4	6.00%	国轩高科	2,998.54	5.32%
国轩高科	1925.2	5.74%	力神	2,046.67	3.63%
比克	1454.3	4.33%	孚能科技	2,000.71	3.55%
孚能科技	1057.8	3.15%	比克	1,804.26	3.20%
天津力神	929.6	2.77%	亿纬锂能	1,225.23	2.17%
北京国能	655.4	1.95%	北京国能	782.77	1.39%
亿纬锂能	633.4	1.89%	中航锂电	676.51	1.20%
苏州星恒	558.7	1.67%	卡耐	646.50	1.15%
浙江天能	556.0	1.66%	鹏辉	622.72	1.10%
江苏智航	534.5	1.59%	万向	601.32	1.07%
珠海银隆	508.3	1.52%	苏州星恒	559.44	0.99%
福斯特	479.0	1.43%	哈光宇	544.26	0.97%
万向	397.5	1.18%	湖南桑顿	537.06	0.95%
中航锂电	392.3	1.17%	福斯特	459.08	0.81%
微宏动力	391.9	1.17%	珠海银隆	456.36	0.81%
德朗能	377.7	1.13%	天津捷威	453.77	0.80%
广东天劲	366.9	1.09%	微宏动力	411.70	0.73%
盟固利	356.1	1.06%	江苏智航	400.48	0.71%
其他	4689.3	13.98%	其他	4,449.97	7.89%
合计	33548.0	100.00%	合计	56,374.06	100%

资料来源：真锂研究，华泰证券研究所

图表17：国内动力电池价格走势

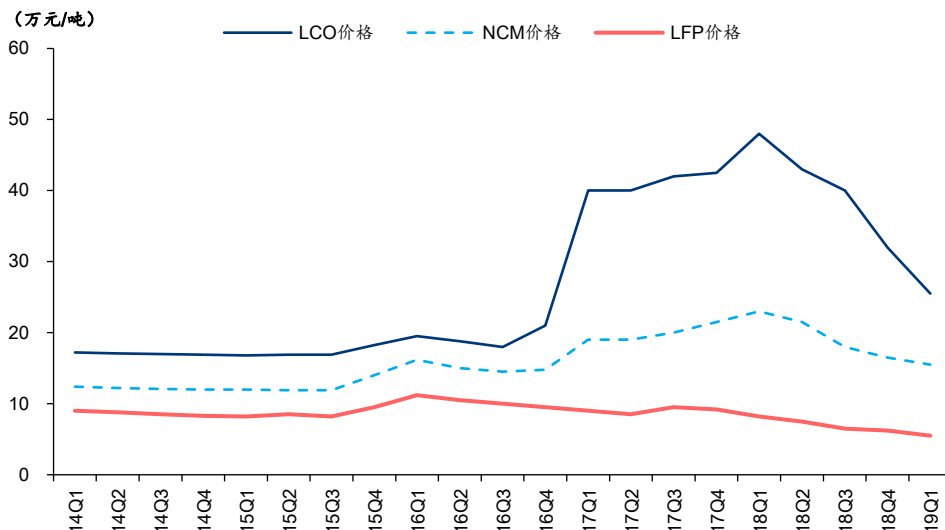


资料来源：高工产研，华泰证券研究所

三元正极材料：根据高工产研数据，2018 年三元材料实现产量 13.68 万吨，同比增加 57.06%。18 年行业整体集中度略有下降，CR3 为 32.13%，同比下降 0.36pct。三元材料和钴酸锂的产品价格在 18Q1 达到 14 年以来的最高点，随后跟随钴原材料价格下降而持

续下降。2018年当升科技和杉杉股份的综合毛利率均值为20%，同比下滑1.5pct。我们认为原因主要是：2017年是锂钴原材料价格上行期，三元材料终端价格顺利传导原材料涨价，因此受益原材料低成本库存，而2018年是原材料价格下行期，原材料成本变化对毛利率的影响跟2017年相反。

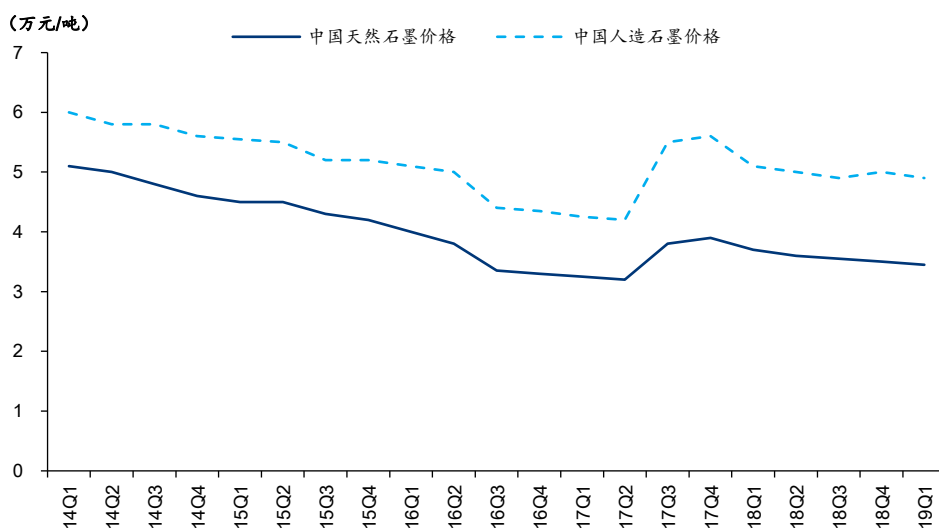
图表18：国内正极材料价格走势



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，2018年负极材料实现产量19.20万吨，同比增长29.73%。其中人造石墨和天然石墨分别生产13.31万吨、4.57万吨，分别占比69.31%以及23.82%。18年人造石墨和天然石墨的集中度均有所提升，人造石墨的CR3为60.71%，同比增加2.16pct，天然石墨CR3为77.28%，同比上升了1.70pct。行业龙头璞泰来的综合毛利率同比下滑5pct，我们认为一方面跟产品结构调整有关，即毛利率相对低的动力电池负极收入比例提升，另一方面公司的原材料针状焦采购价上升。

图表19：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，18年国内电解液产量14.15万吨，同比增加28.64%，其中动力电解液8.59万吨，同比增加44.85%。从价格看，18年六氟磷酸锂价格承压明显。18年六氟磷酸锂同比降价23.1%，数码电池电解液同比降价9.1%，动力电池电解液同比上升12.8%。

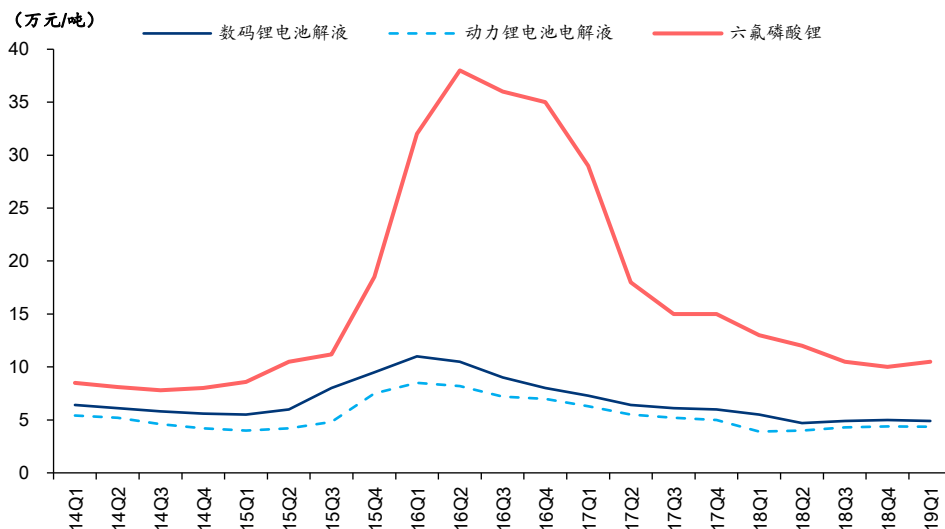
2019年第一季度国内电解液产量3.58万吨，同比增加40.79%，其中动力电解液2.13万吨，同比增加45.67%。从价格看，19年Q1六氟磷酸锂价格环比回升，数码电池电解液与动力电池电解液价格则分别环比下降0.10万元/吨和0.05万元/吨。

图表20：国内电解液产量情况

产量(吨)	2017	2018	同比	2019Q1	同比
数码电解液	46640	47770	2.42%	12650	33.86%
动力电解液	59290	85880	44.85%	21340	45.67%
储能电解液	4070	7850	92.87%	1840	36.30%
总量	110000	141500	28.64%	35830	40.79%

资料来源：高工产研，华泰证券研究所

图表21：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，18年隔膜产量为20.12亿平，同比增36.33%，其中干法隔膜产量为7.06亿平，占比35.08%，同比减4.07%，湿法隔膜产量为13.06亿平，占比64.92%，同比增76.48%。受湿法隔膜2018产能释放影响，产能相对过剩，产品同比平均降价39%。干法隔膜本身产能过剩，且逐步被湿法代替，干法单拉隔膜同比平均降价41%，干法双拉隔膜同比平均降价31%。隔膜行业综合毛利率分化明显。同样以干法隔膜为主，海外客户占比高、产品定位高端的星源材质毛利率仍有48%，同比仅下降2pct。

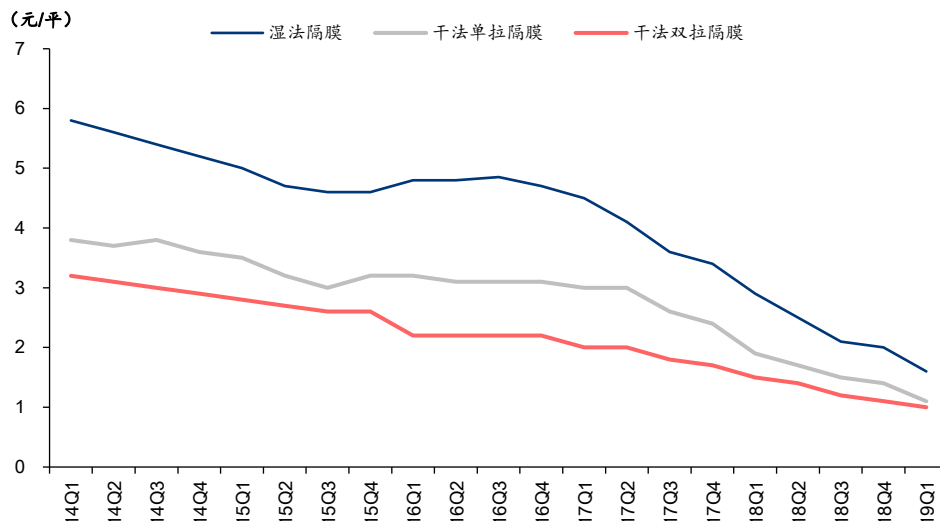
2019年第一季度隔膜产量为5.19亿平，同比增加62.23%，其中干法隔膜产量为1.43亿平，占比为27.48%，同比增0.99%。湿法隔膜产量为3.76亿平，占比72.52%，同比增110.64%。18年湿法隔膜产能过剩的影响持续到19年Q1，产品价格同比平均下滑45%，环比下降20%。干法隔膜也持续受到湿法隔膜挤占市场的影响，价格持续缓慢下行，干法单拉隔膜同比平均降价42%，环比下降21%；干法双拉隔膜同比平均降价33%，环比下降9%。

图表22：国内隔膜产量情况

产量(万平)	2017	2018	同比	2019Q1	同比
湿法隔膜	74,000	130,600	76.48%	37600	110.64%
干法隔膜	73,550	70,560	-4.07%	14250	0.99%
隔膜总量	147,550	201,160	36.33%	51850	62.23%

资料来源：高工产研，华泰证券研究所

图表23: 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24: 锂电企业综合毛利率

所在环节	证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	同比(pct)	2019Q1	同比(pct)
正极材料	当升科技	3%	8%	17%	19%	18%	1	17%	19
	杉杉股份	24%	22%	25%	25%	22%	-3	21%	-19
负极材料	璞泰来	28%	35%	35%	37%	32%	-5	27%	-27
	天赐材料	29%	31%	40%	34%	24%	-10	26%	6
电解液	多氟多	13%	17%	41%	23%	25%	2	25%	-25
	新宙邦	36%	35%	39%	36%	34%	-1	34%	7
	星源材质	61%	57%	61%	51%	48%	-2	50%	-6
隔膜	沧州明珠	20%	24%	33%	28%	17%	-11	13%	-30
	宁德时代	26%	39%	44%	36%	33%	-4	29%	-12
电池	国轩高科	27%	45%	47%	39%	29%	-10	30%	-9
	成飞集成	21%	26%	25%	11%	1%	-10	10%	-27
	澳洋顺昌	20%	21%	21%	24%	19%	-5	14%	-41
	亿纬锂能	26%	28%	29%	29%	24%	-6	26%	-13
	鹏辉能源	24%	24%	25%	25%	23%	-2	22%	-1
其他辅材	科达利	27%	28%	30%	24%	20%	-3	19%	12
	新纶科技	33%	26%	25%	27%	26%	-1	21%	-28

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

业绩增速反应产品竞争力, 真龙头具备强“以量补价”效应

细分龙头市场份额提升, 成本控制能力突出, 业绩呈现强者恒强。如前分析, 2018 四大材料和电池环节中, 除负极材料和动力电池电解液同比涨价之外, 其余环节均同比降价。2018 年收入同比增速最高的三家分别为铝塑膜龙头新纶科技 (+56%, 但是公司二季度有收购子公司并表的影响, 因此下面不列入分析), 正极材料的龙头当升科技 (+52%), 电池龙头宁德时代 (+48%)。我们认为当升科技和宁德时代是“以量补价”的典型代表, 且由于市占率提升, 两家公司的出货量增速高于行业增速。在新能源车由单纯依赖补贴向市场化需求引导过渡时期, 电池品质提升是趋势。而无论电池还是材料, 都存在结构性短缺的现象, 这也就使得产品有竞争力的真龙头有提升市占率的可能。

2019 年第一季度营收同比增速前三分别是宁德时代 (99.82 亿元, 169%)、璞泰来 (10.29 亿元, 80%)、国轩高科 (17.52 亿元, 65%)。其中宁德时代受益于前期投入的产能释放, 此外, Q1 新补贴政策延迟发布及新能源汽车在 Q1 集中抢装, 下游需求旺盛带动公司业绩高增。璞泰来虽营业收入迎来高增长, 但负极材料价格下行限制了公司归母净利润的增长。国轩高科则受益于磷酸铁锂电池符合新政导向的需求回暖, 伴随公司三元产能释放优化产品结构和客户开拓, 公司装机量有望实现较快增长。

图表25: 锂电企业收入及其增速 (单位: 亿元)

所在环节	证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	同比增速	2019Q1	同比增速
正极材料	当升科技	6.25	8.60	13.35	21.58	32.81	52%	6.54	-3%
	杉杉股份	36.59	43.02	54.75	82.71	88.53	7%	20.32	12%
负极材料	璞泰来	5.04	9.23	16.77	22.49	33.11	47%	10.29	80%
电解液	天赐材料	7.06	9.46	18.37	20.57	20.80	1%	5.44	25%
	多氟多	21.32	21.82	28.57	37.36	39.13	5%	8.81	2%
	新宙邦	7.57	9.34	15.89	18.16	21.65	19%	5.13	14%
隔膜	星源材质	3.00	4.25	5.06	5.21	5.83	12%	1.62	-6%
	沧州明珠	20.90	21.75	27.65	35.24	33.25	-6%	5.52	-8%
电池	宁德时代	8.67	57.03	148.79	199.97	296.11	48%	99.82	169%
	国轩高科	8.86	27.45	47.58	48.38	51.27	6%	17.52	65%
	成飞集成	9.39	16.66	22.45	19.43	21.45	10%	4.81	37%
	澳洋顺昌	15.17	15.84	19.26	35.88	42.55	19%	8.36	-9%
	亿纬锂能	12.09	13.49	23.40	29.82	43.51	46%	10.98	60%
	鹏辉能源	7.01	8.79	12.71	20.98	25.69	22%	5.93	53%
其他辅材	科达利	6.74	11.33	14.55	14.52	20.00	38%	4.84	24%
	新纶科技	13.49	10.24	16.58	20.64	32.14	56%	6.33	25%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

由于归母净利润受政府补贴、投资收益等非经常性项目影响较多, 我们主要参考扣非归母净利润这一指标来分析企业的盈利增速。我们发现大部分样本企业 18 年扣非业绩同比下滑。扣非业绩同比增长较多的可归为两类: 第一类是非动力锂电业务业绩高增长, 包括新纶科技 (扣非同比+91%)、亿纬锂能 (扣非同比+81%); 第二类是动力锂电业务“以量补价”实现收入大增, 同时费用率控制较好, 因而净利润同比大增, 包括当升科技 (扣非同比+109%) 和宁德时代 (扣非同比+89%)。

2019 年第一季度, 样本企业中实现扣非净利润增长的大都是处在电池环节的企业, 包括宁德时代 (扣非同比+240%)、亿纬锂能 (扣非同比+175%); 其次实现较高增长的还有电解液环节的天赐材料 (扣非同比+80%)、新宙邦 (扣非同比+54%)。

图表26: 锂电企业归母净利润及其增速 (单位: 亿元)

所在环节	证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	同比增速	2019Q1	同比增速
正极材料	当升科技	-0.26	0.13	0.99	2.50	3.16	26%	0.64	64%
	杉杉股份	3.48	6.65	3.30	8.96	11.15	24%	0.35	-76%
负极材料	璞泰来	0.27	0.99	3.54	4.51	5.94	32%	1.29	1%
电解液	天赐材料	0.62	1.00	3.96	3.05	4.56	50%	0.29	-93%
	多氟多	0.04	0.39	4.78	2.57	0.66	-74%	0.42	-45%
	新宙邦	1.33	1.28	2.56	2.80	3.20	14%	0.62	20%
隔膜	星源材质	0.68	1.18	1.55	1.07	2.22	108%	0.76	-15%
	沧州明珠	1.67	2.15	4.87	5.45	2.98	-45%	0.29	-48%
电池	宁德时代	0.54	9.31	28.52	38.78	33.87	-13%	10.47	153%
	国轩高科	0.38	5.85	10.31	8.38	5.80	-31%	2.02	25%
	成飞集成	0.45	0.99	1.42	-1.08	-2.05	89%	-0.29	17%
	澳洋顺昌	1.71	2.41	2.06	3.54	2.26	-36%	0.39	-56%
	亿纬锂能	0.84	1.51	2.52	4.03	5.71	41%	2.00	170%
	鹏辉能源	0.60	0.87	1.39	2.51	2.65	5%	0.45	-39%
其他辅材	科达利	0.73	1.54	2.33	1.66	0.82	-50%	0.23	2%
	新纶科技	0.87	-1.07	0.50	1.73	3.01	75%	0.10	-81%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表27: 锂电企业扣非归母净利润及其增速 (单位: 亿元)

所在环节	证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	同比增速	2019Q1	同比增速
正极材料	当升科技	-0.38	0.06	0.94	1.46	3.04	109%	0.50	39%
	杉杉股份	1.29	2.10	2.56	4.41	3.03	-31%	0.38	-67%
负极材料	璞泰来	0.32	1.22	3.11	4.26	4.95	16%	1.14	10%
电解液	天赐材料	0.53	0.82	3.67	2.96	0.10	-97%	0.26	80%
	多氟多	-0.08	0.26	5.26	2.00	-0.10	-105%	0.24	-69%
	新宙邦	1.25	1.20	2.43	2.66	2.96	11%	0.60	54%
隔膜	星源材质	0.64	1.13	1.49	0.97	1.06	9%	0.37	-20%
	沧州明珠	1.61	2.12	4.89	5.38	1.21	-78%	0.27	-49%
电池	宁德时代	0.13	8.80	27.86	23.76	31.28	89%	9.16	240%
	国轩高科	0.25	5.48	9.54	5.29	1.91	-64%	1.76	33%
	成飞集成	0.11	0.80	1.21	-1.28	-2.47	93%	-0.34	8%
	澳洋顺昌	1.49	1.72	1.66	3.21	1.84	-43%	0.18	-77%
	亿纬锂能	0.19	0.92	2.34	2.74	4.96	81%	1.96	175%
	鹏辉能源	0.54	0.81	1.29	2.24	1.93	-14%	0.42	32%
	其他辅材	科达利	0.72	1.52	2.30	1.17	0.64	-45%	0.18
	新纶科技	0.82	-0.95	-0.06	1.23	2.35	91%	-0.02	-105%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

营运能力分化, 电池龙头现金流大幅改善

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 2018 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, 促使其存货周转率显著提升。

图表28: 锂电企业存货周转率 (次)

所在环节	证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	同比变化	2019Q1	同比变化
正极材料	当升科技	4.03	4.50	4.97	6.99	9.89	2.90	1.79	-0.15
	杉杉股份	3.36	4.12	3.97	3.49	2.96	-0.53	0.69	0.19
负极材料	璞泰来	2.65	2.16	2.16	1.55	1.46	-0.10	0.39	0.11
电解液	天赐材料	5.37	5.79	7.10	5.24	3.06	-2.18	0.53	-0.26
	多氟多	5.98	4.67	3.37	3.83	3.02	-0.81	0.64	0.05
	新宙邦	4.23	4.15	4.87	4.52	4.70	0.18	1.05	0.05
隔膜	星源材质	3.99	6.27	5.43	5.16	3.67	-1.48	0.71	-0.62
	沧州明珠	7.67	7.92	7.28	8.72	7.29	-1.43	0.95	-0.32
电池	宁德时代	2.06	5.17	6.98	5.33	3.79	-1.54	0.96	0.30
	国轩高科	3.93	4.67	4.51	2.75	1.92	-0.83	0.59	0.16
	成飞集成	1.48	2.21	2.74	2.33	2.62	0.29	0.48	0.12
	澳洋顺昌	5.49	5.55	4.28	4.44	4.10	-0.35	0.79	-0.10
	亿纬锂能	4.23	4.14	4.32	2.93	3.15	0.22	0.67	0.20
	鹏辉能源	3.21	3.24	3.32	3.52	2.68	-0.83	0.49	0.01
	其他辅材	科达利	4.42	6.78	7.28	4.80	5.50	0.70	1.40
	新纶科技	3.30	2.93	4.01	3.71	4.39	0.68	0.75	0.00

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

2018 年锂电板块应收账款周转率整体呈现同比下降趋势。16 家重点公司中, 仅有 5 家公司实现应收账款周转率同比上升, 其中宁德时代、当升科技、新纶科技应收账款周转率增长幅度排名前三, 分别同比上升 1.70 次、0.62 次和 0.50 次。18 年经营性净现金流/收入提升幅度排名前三的包括星源材质、宁德时代和科达利, 分别上升了 33.42pct、26.51pct 和 13.64pct。我们认为宁德时代、当升科技和新纶科技等公司应收账款周转率和经营性净现金流/收入指标有所改善的原因主要在两点: 其一为融资收紧的环境下公司采取更为稳健的经营策略, 其二为公司本身产业地位强势, 在上下游谈判时均具备较强话语权。以宁德时代为例, 2017 年同期公司经营性现金净流量为负, 而 2018 年转正, 同时, Q4 末预付款相比 Q3 末大增, 反应了公司产品供不应求下的垄断地位, 而预付款大幅改善公司经营性现金流。

2019年第一季度锂电板块应收账款周转率呈现同比增减各半的态势。16家重点公司中，有8家实现应收账款周转率同比上升，其中宁德时代、璞泰来、天赐材料应收账款周转率增长幅度排名前三，分别同比上升0.87次、0.19次、0.09次。18年经营性净现金流/收入提升幅度排名前三的包括宁德时代、国轩高科和成飞集成，分别上升了1.38pct、0.69pct、0.52pct。

图表29： 锂电企业应收账款周转率（次）

所在环节	证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	同比变化	2019Q1	同比变化	
正极材料	当升科技	3.42	3.24	3.20	3.47	4.09	0.62	0.70	-0.19	
	杉杉股份	3.29	2.97	3.20	3.66	3.19	-0.46	0.69	0.07	
负极材料	璞泰来	3.90	3.78	4.17	3.62	3.80	0.19	0.97	0.19	
	天赐材料	4.36	4.19	5.18	3.66	2.95	-0.71	0.73	0.09	
电解液	多氟多	6.42	5.50	5.53	4.47	3.47	-1.00	0.70	-0.13	
	新宙邦	3.71	3.52	4.00	3.19	2.97	-0.22	0.63	-0.04	
	星源材质	3.33	3.40	3.24	2.81	2.17	-0.64	0.45	-0.25	
隔膜	沧州明珠	3.95	3.85	4.08	4.75	4.23	-0.52	0.74	0.00	
	宁德时代	2.33	4.12	3.06	2.81	4.51	1.70	1.41	0.87	
电池	国轩高科	2.10	2.98	2.50	1.62	1.20	-0.42	0.31	0.03	
	成飞集成	2.04	2.48	2.92	2.14	1.84	-0.30	0.39	0.04	
	澳洋顺昌	3.95	4.46	4.07	4.32	4.38	0.06	0.00	-0.85	
	亿纬锂能	3.87	3.85	3.85	2.83	2.80	-0.02	0.59	0.08	
	鹏辉能源	3.12	2.65	2.34	2.27	1.89	-0.38	0.37	0.04	
	其他辅材	科达利	3.70	3.95	4.06	4.06	3.66	-0.40	0.71	-0.29
	新纶科技	1.57	1.26	1.83	1.94	2.44	0.50	0.41	-0.06	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表30： 锂电企业经营性净现金流/收入（单位：%）

所在环节	证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	同比变化(pct)	2019Q1	同比变化(pct)	
正极材料	当升科技	0%	1%	-5%	6%	9%	2.23	10%	0.01	
	杉杉股份	-11%	-6%	-11%	-5%	6%	10.72	-20%	0.03	
负极材料	璞泰来	-6%	-5%	13%	1%	10%	8.50	-12%	-0.15	
	天赐材料	10%	10%	13%	-4%	-15%	-11.45	15%	0.47	
电解液	多氟多	0%	4%	2%	1%	11%	10.11	-11%	0.01	
	新宙邦	18%	11%	12%	10%	16%	6.51	29%	0.21	
	星源材质	45%	27%	34%	8%	41%	33.42	15%	-0.38	
隔膜	沧州明珠	11%	6%	6%	14%	5%	-9.23	2%	0.18	
	宁德时代	-16%	12%	14%	12%	38%	26.51	50%	1.38	
电池	国轩高科	6%	19%	27%	-2%	-30%	-28.34	-12%	0.69	
	成飞集成	-4%	11%	11%	-14%	-9%	5.16	-6%	0.52	
	澳洋顺昌	11%	22%	7%	2%	7%	4.70	48%	0.46	
	亿纬锂能	3%	4%	2%	3%	10%	7.27	16%	0.20	
	鹏辉能源	6%	3%	0%	0%	5%	5.31	-12%	-0.25	
	其他辅材	科达利	-2%	11%	21%	-5%	9%	13.64	15%	0.06
	新纶科技	12%	13%	6%	0%	8%	8.85	4%	0.01	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

产业基本面向好趋势不变，以两条主线布局

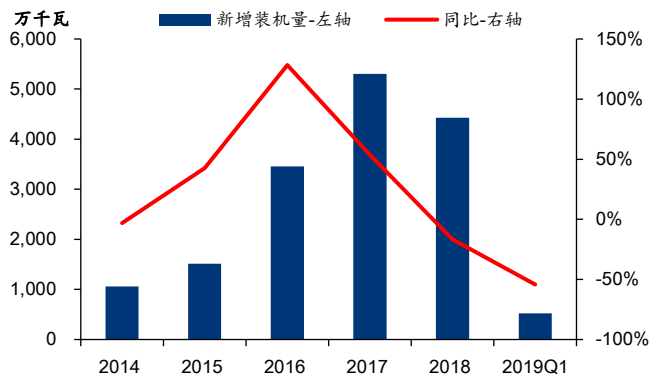
关注有边际变化的二线电池企业以及进入全球供应链的电池和材料企业。国内补贴退坡将倒逼产业链降本增效，国内锂电产业链将在全球范围具备竞争力。考虑补贴退坡下，全产业链短期将承担降价压力，进入全球供应链的电池和材料公司的业绩受补贴影响相对较小。推荐星源材质、欣旺达，建议关注国轩高科、宁德时代。

光伏：营收增速触底，看好平价上网进程

18年营收增速触底，运营端营收有所下滑

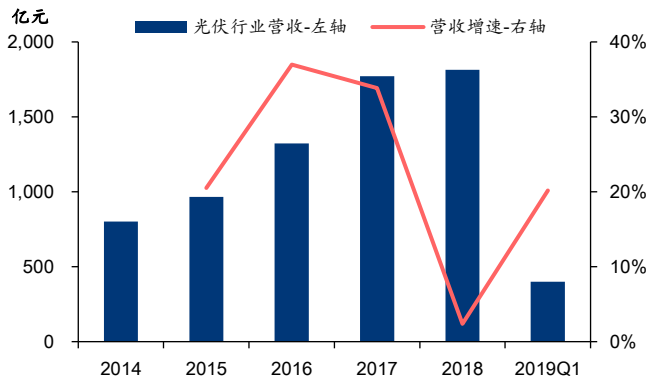
全国光伏新增装机量回落，2018年光伏行业收入增速放缓。2018年光伏新增装机量44.26GW，同比下降16.58%；行业内企业实现营业收入1812.84亿元，同比增长2.38%，受全国光伏新增装机回落影响，整体增速相较2017年下降超过30pct，但总体来看行业营收仍处于增长中。其中光伏制造企业营业收入1116.13亿元，同比增长6.47%，光伏运营企业营业收入696.72亿元，同比下降3.56%。在光伏行业增速大幅下降的情况下，光伏的制造端发展快于运营端，龙头企业增速明显高于行业增速，竞争优势凸显。

图表31：全国光伏新增装机量



资料来源：国家能源局，华泰证券研究所

图表32：光伏行业营业收入



资料来源：wind，华泰证券研究所

一季度装机同比下滑，营收增速反弹。国家能源局公布的数据显示，一季度全国光伏新增装机520万千瓦，其中，光伏电站240万千瓦，分布式光伏280万千瓦。从新增装机布局看，华南地区新增装机55.9万千瓦，华北地区新增装机145.7万千瓦，东北地区新增装机8.2万千瓦，华东地区新增装机147.6万千瓦，华中地区新增装机79.8万千瓦，西北地区新增装机82.5万千瓦。2019年一季度行业内企业实现营业收入399.9亿元，同比增长20.19%。其中，光伏制造企业营业收入260.57亿元，同比增长26.55%；光伏运营企业营业收入139.33亿元，同比增长9.87%。

通威在光伏制造企业中营收最高。在光伏制造企业中，2018年通威股份营业收入最高，达到275.35亿元，领先其他企业，主要得益于公司两大主营业务农牧、硅料的产销量均有所提高。在增速方面，中环股份增幅最大，达到42.63%，增长原因是公司新能源材料业务和半导体材料持续大幅增长；隆基股份和晶盛机电增速也较快，均超过30%；向日葵营业收入同比下降57%，主要是公司电池片及电池组件业务产销量严重下滑，收入大幅减少所致。

光伏运营企业中，正泰电器营收和增速居于首位。2018年正泰电器的营业收入和增速均达到最高，分别为274.21亿元和17%，业绩高速增长的主要原因在于太阳能电池组件和光伏EPC业务的增长。除正泰电器外，仅有林洋能源和东旭蓝天两家企业的收入处于正增长。*ST海润、芯能科技和珈伟股份的营业收入同比下降均超过50%。

图表33： 2018年以及2019Q1光伏行业企业营业收入汇总（单位：亿元）

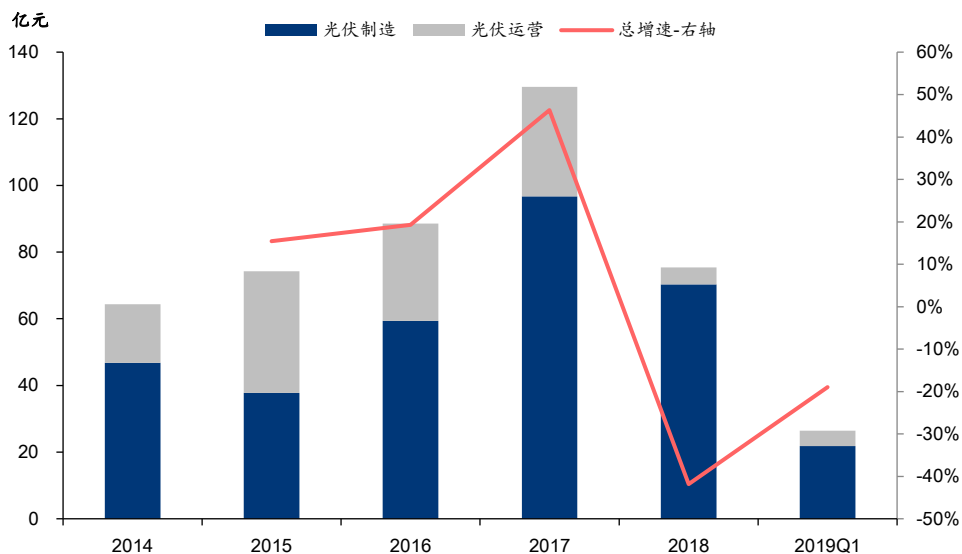
证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	YoY	2018Q1	2019Q1	QoQ
阳光电源	30.62	45.69	60.04	88.86	103.69	16.69%	17.06	22.19	30.11%
清源股份	5.24	5.97	7.03	7.83	9.61	22.84%	1.37	2.67	94.91%
东方日升	29.52	52.59	70.17	114.52	97.52	-14.84%	20.81	23.92	14.93%
向日葵	16.44	18.24	16.03	15.30	6.57	-57.04%	1.92	0.77	-59.75%
科士达	13.88	15.26	17.50	27.30	27.15	-0.55%	4.41	3.93	-11.00%
晶盛机电	2.45	5.92	10.91	19.49	25.36	30.11%	5.66	5.68	0.40%
拓日新能	5.46	7.28	11.42	15.15	11.21	-26.02%	1.80	2.06	14.49%
通威股份	154.09	140.79	208.84	260.89	275.35	5.54%	52.21	61.69	18.15%
中环股份	47.68	50.38	67.83	96.44	137.56	42.63%	28.02	38.23	36.45%
亚玛顿	8.63	10.92	13.96	16.12	15.30	-5.09%	2.61	1.90	-27.10%
协鑫集成	26.99	62.84	120.27	144.47	111.91	-22.54%	20.21	20.38	0.83%
隆基股份	36.80	59.47	115.31	163.62	219.88	34.38%	34.70	57.10	64.56%
中来股份	4.76	7.34	13.88	32.43	26.92	-16.99%	4.55	3.92	-13.86%
福斯特	23.86	33.33	39.52	45.85	48.10	4.90%	10.60	16.15	52.39%
光伏制造汇总	406.42	516.03	772.69	1048.27	1116.13	6.47%	205.91	260.57	26.55%
太阳能	47.49	36.30	43.33	52.05	50.37	-3.22%	8.39	8.69	3.65%
中利集团	92.46	121.40	112.92	194.15	167.26	-13.85%	32.44	25.48	-21.46%
正泰电器	127.67	120.26	201.65	234.17	274.21	17.10%	50.95	59.95	17.66%
爱康科技	30.03	32.16	39.05	48.56	48.43	-0.28%	10.00	11.63	16.29%
林洋能源	22.06	27.25	31.15	35.88	40.17	11.94%	5.83	6.94	19.08%
东旭蓝天	10.37	16.66	37.74	81.31	86.76	6.71%	10.66	22.24	108.62%
*ST海润	49.58	60.89	45.19	32.56	8.78	-73.03%	2.92	1.22	-58.32%
芯能科技	8.69	16.03	11.49	9.36	3.84	-58.97%	0.88	0.56	-36.47%
珈伟股份	6.80	19.02	27.94	34.37	16.90	-50.84%	4.74	2.61	-44.95%
光伏运营汇总	395.16	449.97	550.45	722.42	696.72	-3.56%	126.82	139.33	9.87%
光伏行业汇总	801.57	966.00	1323.14	1770.69	1812.84	2.38%	332.72	399.90	20.19%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

18年归母净利润整体下滑严重，运营端承压明显。2018年23家光伏企业的归母净利润合计75.41亿元，其中光伏制造行业70.32亿元，光伏运营行业5.09亿元。2018年行业整体归母净利下降41.83%，光伏制造行业整体归母净利润同比下降27.31%，光伏运营行业归母净利润下降84.53%，其中，海润光伏归母净利润为-37.37亿元，其亏损占整个运营行业的62%，是主要的亏损来源。

2019年一季度光伏企业的归母净利润合计26.48亿元，其中光伏制造业21.84亿元，光伏运营行业4.63亿元。整体归母净利润同比下降18.95%，主要得益于制造端利润的改善。光伏制造业整体归母净利润21.84亿元，同比增长55.6%，光伏运营行业归母净利润同比下降75.13%。

图表34：光伏行业归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：wind，华泰证券研究所

光伏制造行业内的公司中，晶盛机电和福斯特归母净利润出现较高增长，对光伏制造行业总体利润贡献较高。东方日升和中来股份 2018 年归母净利润跌幅均超过 50%，主要原因是受全年光伏新增装机量大幅下降影响，公司太阳能电池背膜和光伏系统集成销售等光伏相关业务产销量严重下滑，收入大幅减少。光伏运营行业中，正泰电器的归母净利润最高，为 35.92 亿元；东旭蓝天的归母净利润增速最快，同比增加 105.43%，实现归母净利润 11.18 亿元；珈伟股份和中利集团的归母净利润均由盈转亏，分别亏损 19.9 亿元和 2.88 亿元，跌幅分别为 732%和 194%；

2019Q1 光伏制造业企业中隆基股份的归母净利润最高，达到 6.11 亿元，东方日升因为 2018 年一季度的归母净利润数值过小，增长率出现了极端值。在光伏运营行业中，正泰电器的归母净利润最高，达到了 5.42 亿元；林洋能源的归母净利润增长率最高，为 5.63%，主要因为公司光伏 EPC 业务较上年同期有所改善，使得光伏收入、利润提高。

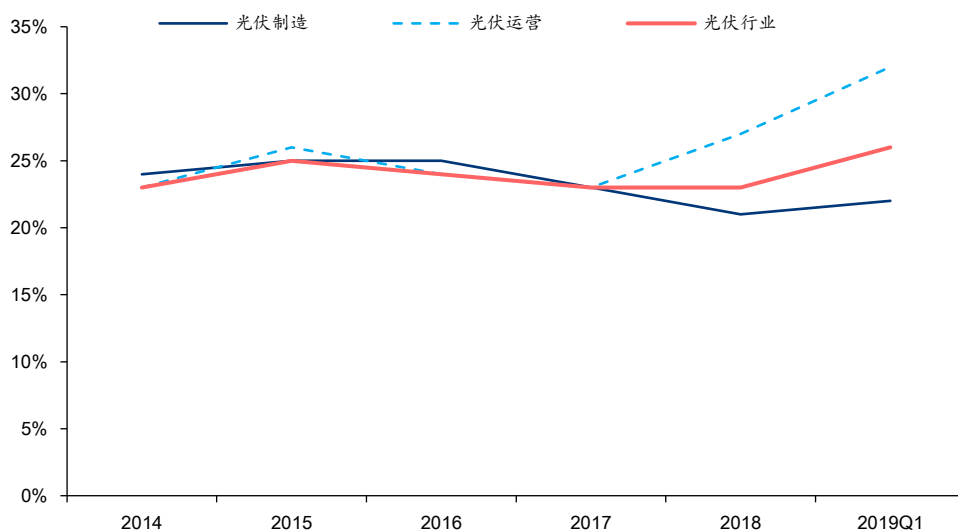
图表35: 2018年以及2019Q1光伏行业企业归母净利润情况(单位:亿元)

证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	YoY	2018Q1	2019Q1	QoQ
阳光电源	2.83	4.25	5.54	10.24	8.10	-20.95%	2.03	1.71	-15.56%
清源股份	0.44	0.66	0.58	0.49	0.25	-49.37%	0.03	0.01	-58.59%
东方日升	0.67	3.22	6.89	6.50	2.32	-64.24%	0.80	3.03	278.36%
向日葵	0.37	0.88	0.31	0.24	-11.46	-4936.37%	-0.39	-0.12	-68.95%
科士达	1.53	2.33	2.96	3.71	2.30	-38.05%	0.42	0.44	3.41%
晶盛机电	0.66	1.05	2.04	3.87	5.82	50.57%	1.35	1.26	-6.73%
拓日新能	-0.05	0.31	1.29	1.63	0.89	-45.51%	0.06	0.07	13.79%
通威股份	3.29	3.31	10.25	20.12	20.19	0.33%	3.20	4.91	53.14%
中环股份	1.32	2.02	4.02	5.85	6.32	8.16%	1.25	1.88	50.15%
亚玛顿	0.38	0.55	0.17	-0.23	0.79	444.61%	0.07	-0.21	-384.20%
协鑫集成	26.94	6.39	-0.27	0.24	0.45	89.16%	-1.47	0.32	-121.60%
隆基股份	2.94	5.20	15.47	35.65	25.58	-28.24%	5.43	6.11	12.54%
中来股份	1.17	1.08	1.65	2.59	1.26	-51.37%	0.22	0.28	24.86%
福斯特	4.32	6.47	8.48	5.85	7.51	28.38%	1.02	2.16	112.56%
光伏制造汇总	46.82	37.72	59.36	96.74	70.32	-27.31%	14.04	21.84	55.60%
正泰电器	18.33	17.43	21.85	28.40	35.92	26.47%	6.13	5.42	-11.60%
爱康科技	0.92	1.11	1.47	1.13	1.25	10.48%	0.14	0.12	-17.62%
林洋能源	4.10	4.95	4.74	6.86	7.61	10.86%	1.47	1.55	5.63%
东旭蓝天	0.53	0.62	1.75	5.44	11.18	105.43%	10.84	0.19	-98.28%
*ST海润	-9.48	0.96	-11.79	-24.36	-37.37	-53.39%	-1.96	-2.75	-40.75%
芯能科技	0.13	1.20	0.78	1.16	0.66	-43.15%	0.11	0.00	-96.68%
太阳能	0.04	4.73	6.53	8.05	8.62	7.14%	1.42	1.26	-11.48%
珈伟股份	0.08	1.37	3.14	3.15	-19.90	-732.01%	0.26	-0.29	-213.76%
中利集团	2.86	4.15	0.74	3.06	-2.88	-194.25%	0.22	-0.85	-489.44%
光伏运营汇总	17.51	36.53	29.22	32.88	5.09	-84.53%	18.63	4.63	-75.13%
光伏行业汇总	64.32	74.26	88.58	129.62	75.41	-41.83%	32.67	26.48	-18.95%

资料来源: wind, 华泰证券研究所

毛利率同比持平, 运营端毛利优于制造端

18年销售毛利率同比持平, 运营端优于制造端。销售毛利率方面, 2018年光伏行业平均销售毛利率为22.98%, 同比上升0.13pct。其中光伏制造行业销售毛利率下降2.35pct, 光伏运营行上升3.97pct, 光伏运营行业整体毛利率高于光伏制造行业。19Q1光伏行业平均销售毛利率为25.76%, 同比上升0.85pct。光伏制造行业销售毛利率下降1.9pct, 光伏运营各行业销售毛利率上升4.09pct, 光伏运营行业整体毛利率仍高于光伏制造行业。

图表36： 光伏行业综合毛利率情况（单位：%）

资料来源：wind，华泰证券研究所

从 18 年的业绩看，光伏制造行业中，仅有向日葵毛利率为负 (-1.63%)，其余均录得正值。行业内多数企业的销售毛利率都有一定程度的下降，向日葵和隆基股份的下降程度最多，均超过 10%。光伏运营行业销售毛利率较高，大多数企业的毛利率均出现增长，仅有东旭蓝天和珈伟股份出现下降，分别下降 2.24 pct 和 3.99 pct。林洋能源、太阳能和芯能科技的销售毛利率均高于 35%，其中芯能科技增幅最大，同比增长 22.51 pct；

从 19Q1 的数据看，光伏制造行业中，科士达和晶盛机电的销售毛利率最高，均超过 33%，通威股份的增长最快，增加了 3.92 pct；光伏运营行业中，太阳能和林洋能源的销售毛利率依旧保持高位，均超过了 45%，芯能科技和中利集团增长态势持续，同比上升均超 4 pct。

图表37： 2018年以及2019Q1光伏行业公司综合毛利率情况

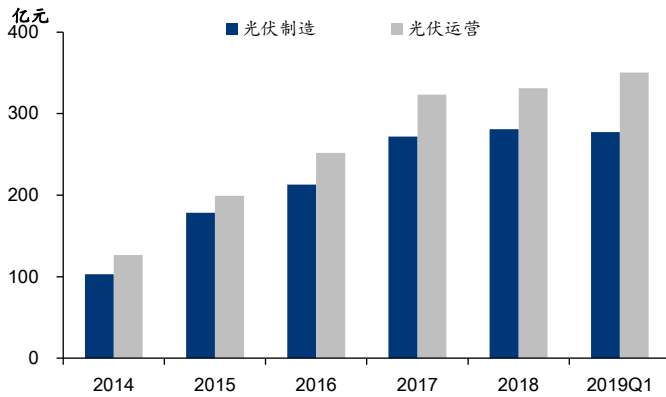
证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	同比 (pct)	2018Q1	2019Q1	同比 (pct)
阳光电源	25.22%	23.70%	24.59%	27.26%	24.86%	-2.40	30.79%	26.63%	-4.16
清源股份	31.73%	27.74%	28.02%	24.75%	25.75%	1.00	32.34%	26.97%	-5.37
东方日升	20.53%	21.84%	20.56%	16.92%	18.11%	1.19	14.56%	17.46%	2.90
向日葵	17.38%	22.40%	21.79%	12.00%	-1.63%	-13.63	4.55%	6.95%	2.39
科士达	30.43%	33.99%	36.81%	32.84%	29.74%	-3.10	33.03%	33.87%	0.84
晶盛机电	39.28%	44.58%	38.87%	38.35%	39.51%	1.15	39.37%	33.70%	-5.67
拓日新能	28.70%	27.87%	26.69%	25.12%	27.83%	2.71	37.30%	32.09%	-5.21
通威股份	11.34%	13.38%	15.73%	19.42%	18.92%	-0.50	18.33%	22.25%	3.92
中环股份	15.23%	14.92%	13.88%	19.89%	17.35%	-2.54	20.25%	15.93%	-4.32
亚玛顿	13.59%	15.88%	14.63%	14.59%	10.60%	-3.99	17.58%	7.02%	-10.57
协鑫集成	12.03%	15.39%	13.31%	11.92%	13.12%	1.20	12.03%	9.00%	-3.03
隆基股份	17.01%	20.37%	27.48%	32.27%	22.25%	-10.02	21.91%	23.54%	1.62
中来股份	41.20%	32.29%	30.85%	23.67%	21.01%	-2.66	29.42%	30.60%	1.18
福斯特	29.07%	32.84%	30.28%	20.92%	19.67%	-1.25	19.63%	18.52%	-1.11
光伏制造汇总	23.77%	24.80%	24.54%	22.85%	20.51%	-2.35	23.65%	21.75%	-1.90
正泰电器	33.19%	34.85%	29.91%	29.32%	29.67%	0.35	26.95%	26.89%	-0.06
林洋能源	35.97%	33.08%	30.89%	36.90%	37.82%	0.92	44.51%	45.15%	0.64
爱康科技	16.12%	18.77%	18.20%	17.45%	17.99%	0.54	17.03%	15.60%	-1.43
东旭蓝天	33.18%	33.16%	16.60%	16.36%	14.11%	-2.24	21.42%	10.32%	-11.10
*ST海润	12.24%	18.80%	19.28%	4.21%	15.26%	11.05	1.45%	48.04%	46.59
芯能科技	11.37%	16.44%	21.17%	23.44%	45.95%	22.51	38.38%	43.31%	4.93
太阳能	15.30%	34.45%	32.86%	34.41%	39.11%	4.71	46.20%	46.42%	0.22
珈伟股份	24.37%	24.81%	27.51%	26.80%	22.82%	-3.99	30.75%	33.08%	2.33
中利集团	22.95%	22.75%	19.57%	16.92%	18.80%	1.88	15.04%	19.13%	4.09
光伏运营汇总	22.74%	26.35%	24.00%	22.87%	26.84%	3.97	15.04%	19.13%	4.09
光伏行业汇总	23.37%	25.40%	24.33%	22.86%	22.98%	0.13	24.91%	25.76%	0.85

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

应收账款与营收增长相匹配，制造端存货有所提升

应收账款整体上升，与营收增长相匹配。应收账款的增长通常由企业的产销量增长或者电站建设规模增长引起，2018年光伏行业应收账款612.27亿元（同比+2.85%），较2017年相比增长17.02亿元。其中光伏制造行业应收账款增加9.18亿元，光伏运营行业应收账款增加7.84亿元。2019年一季度光伏行业应收账款为627.56亿元，同比增加6.3%；制造端应收账款277.21亿元，增加2.01亿元；运营端应收账款350.36亿元，增加35.21亿元。18年应收账款增速略高于营收增速，19Q1应收增速显著低于营收增速，我们认为应收账款主要受营业收入带动，行业应收仍处于正常水平。

图表38: 光伏行业应收账款情况 (单位: 亿元)



资料来源: 华泰证券研究所

图表39: 季度应收账款情况 (单位: 亿元)



资料来源: 华泰证券研究所

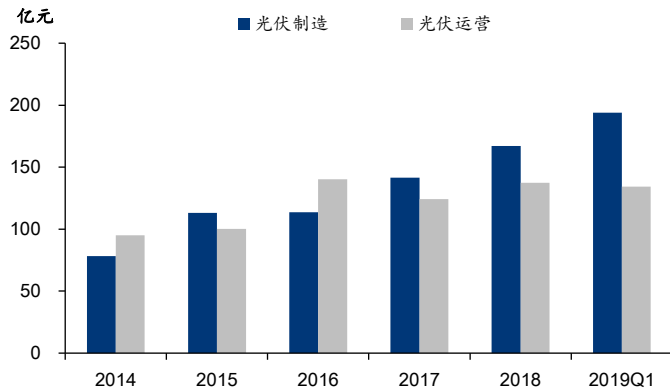
图表40: 2018及2019Q1光伏行业企业应收账款汇总 (单位: 亿元)

证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	同比	2018Q1	2019Q1	同比
阳光电源	20.79	30.51	37.63	50.46	63.13	25.12%	50.91	66.96	31.52%
清源股份	2.03	1.14	3.75	5.24	5.51	5.22%	5.25	5.15	-1.92%
东方日升	17.91	23.64	25.58	26.96	37.81	40.25%	28.68	35.27	22.97%
向日葵	5.27	7.65	5.02	4.32	2.42	-43.89%	3.02	2.01	-33.39%
科士达	5.23	6.78	7.78	11.83	12.53	5.86%	11.21	11.13	-0.71%
晶盛机电	0.69	2.96	5.80	8.66	9.10	5.16%	7.41	9.44	27.47%
拓日新能	1.69	4.05	5.93	7.18	9.46	31.76%	7.26	9.70	33.63%
通威股份	3.84	4.14	5.76	7.91	11.66	47.38%	8.20	14.67	78.94%
中环股份	10.94	11.31	9.74	13.54	27.21	100.94%	15.07	27.80	84.48%
亚玛顿	2.95	2.72	4.61	3.96	5.93	49.90%	5.41	5.64	4.20%
协鑫集成	18.63	54.95	64.53	75.97	34.43	-54.68%	72.02	25.95	-63.97%
隆基股份	5.07	17.08	23.00	39.26	43.63	11.13%	42.89	38.90	-9.30%
中来股份	1.58	3.06	4.22	7.13	6.91	-3.22%	7.22	7.94	9.88%
福斯特	6.33	8.20	9.47	9.53	11.39	19.59%	10.65	16.65	56.36%
光伏制造汇总	102.95	178.20	212.82	271.94	281.12	3.38%	275.20	277.21	0.73%
正泰电器	20.78	27.54	55.55	65.03	71.74	10.33%	52.72	86.99	65.01%
林洋能源	11.36	10.98	15.86	19.52	28.47	45.88%	19.61	28.88	47.27%
东旭蓝天	0.63	0.13	10.66	25.39	32.98	29.87%	27.82	33.12	19.04%
爱康科技	12.55	13.49	16.13	18.99	17.85	-5.99%	19.44	18.72	-3.71%
*ST海润	25.83	32.55	34.26	30.83	7.59	-75.39%	30.09	6.42	-78.68%
芯能科技	0.91	1.21	2.29	1.22	1.68	37.99%	1.35	0.00	-100.00%
太阳能	5.99	28.46	38.64	45.49	59.85	31.58%	49.12	65.10	32.52%
珈伟股份	1.74	14.62	18.48	21.50	17.23	-19.85%	23.95	17.37	-27.46%
中利集团	46.57	70.25	60.12	95.36	93.76	-1.68%	91.05	93.77	2.98%
光伏运营汇总	126.37	199.22	252.00	323.32	331.16	2.42%	315.15	350.36	11.17%
光伏行业汇总	229.32	377.42	464.83	595.26	612.27	2.86%	590.36	627.56	6.30%

资料来源: wind, 华泰证券研究所

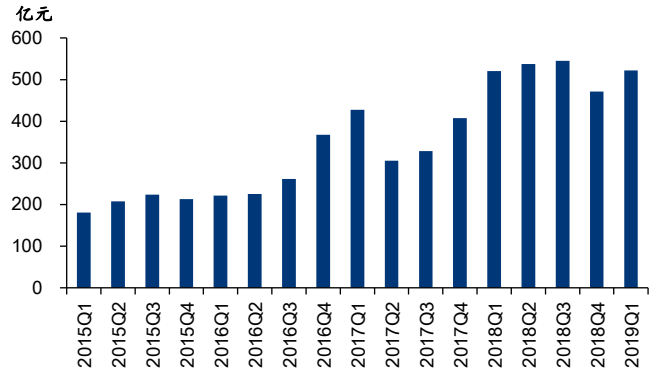
制造端存货增长明显,运营端存货增幅较小。相较于2017年,2018年光伏行业存货304.38亿元,同比增长14.53%。存货的增加主要来源于光伏制造企业的存货上涨,光伏制造企业18年存货增加25.44亿元,同时期光伏运营企业的存货增加13.19亿元,增幅较小。2019年一季度光伏行业整体存货增加23.69亿元,但相较于2018年同期略微下降,同比减少0.68%。存货增加依旧主要来源于制造端的增长,制造端存货增加36.85亿元,而运营端减少3.16亿元。

图表41: 2014-2019Q1 光伏行业存货情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表42: 2014-2019Q1 季度存货情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

在光伏制造行业中, 隆基存货上涨明显。阳光电源、东方日升和中环股份与前一年存货基本持平; 隆基股份的存货上升较多, 增长了 19.03 亿元, 主要由于 2018 年一季度行业需求较弱; 光伏运营行业中, 中利集团存货持续大幅下降, 减少了 14.42 亿元。2019 年一季度光伏行业整体存货保持稳定。

图表43: 2018年及2019Q1 光伏行业企业存货汇总(单位: 亿元)

证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	同比	2018Q1	2019Q1	同比
阳光电源	8.12	13.22	13.40	23.73	24.59	3.64%	27.83	30.98	11.33%
清源股份	2.80	3.10	3.99	4.50	6.42	42.90%	4.77	6.57	37.78%
东方日升	5.93	10.14	13.39	11.63	11.87	2.07%	11.21	16.09	43.48%
向日葵	3.60	3.23	3.58	2.07	0.40	-80.54%	2.38	0.48	-79.84%
科士达	2.68	2.91	3.32	4.28	3.46	-19.24%	6.40	3.99	-37.70%
晶盛机电	2.41	3.76	3.47	10.45	14.51	38.95%	10.87	13.45	23.81%
拓日新能	5.11	5.64	5.18	4.41	3.34	-24.18%	5.37	3.16	-41.08%
通威股份	10.98	8.42	13.80	17.68	15.86	-10.29%	25.43	22.91	-9.93%
中环股份	14.52	17.26	14.35	16.49	17.09	3.64%	19.96	18.49	-7.36%
亚玛顿	0.80	1.61	1.33	1.91	1.32	-30.87%	3.26	1.36	-58.12%
协鑫集成	4.24	22.66	17.97	10.13	12.40	22.43%	16.90	11.51	-31.88%
隆基股份	11.14	15.34	12.13	23.80	42.83	79.91%	42.24	51.35	21.57%
中来股份	1.08	1.48	3.07	5.76	5.16	-10.40%	6.56	6.64	1.17%
福斯特	4.82	4.38	4.78	4.79	7.80	62.89%	6.79	6.90	1.72%
光伏制造汇总	78.24	113.13	113.75	141.61	167.05	17.96%	189.97	193.90	2.07%
正泰电器	12.78	11.75	20.45	32.71	46.58	42.38%	38.52	43.37	12.60%
林洋能源	3.78	4.32	2.99	3.89	4.60	18.19%	4.64	5.21	12.37%
东旭蓝天	31.37	33.73	27.60	13.01	34.45	164.71%	14.10	35.51	151.91%
爱康科技	1.65	1.91	4.13	2.56	2.78	8.97%	3.65	2.66	-27.23%
*ST 海润	6.85	3.62	6.95	0.99	0.08	-91.83%	1.02	0.08	-92.05%
芯能科技	1.53	2.02	2.07	2.61	1.36	-47.63%	2.51	1.24	-50.70%
太阳能	6.42	1.25	2.43	1.55	1.06	-32.01%	2.72	0.89	-67.06%
珈伟股份	4.66	8.68	9.29	10.44	4.45	-57.33%	9.89	4.14	-58.09%
中利集团	25.89	32.87	64.31	56.39	41.97	-25.57%	63.33	41.07	-35.15%
光伏运营汇总	94.93	100.16	140.23	124.14	137.33	10.62%	140.36	134.17	-4.41%
光伏行业汇总	173.17	213.29	253.97	265.76	304.38	14.53%	330.33	328.07	-0.68%

资料来源: wind, 华泰证券研究所

我们认为推动光伏行业发展的根本驱动力是生产效率提升和技术优化带来的生产成本下降，龙头低成本产能的陆续投放将进一步推动平价上网进程。市场化导向的竞价机制为最具活力的国内光伏市场铺平道路，将充分激活产业链活力和创新力。我们认为全球平价周期已经开启，重点推荐具备强成本优势的硅料和电池片龙头通威股份，关注单晶龙头隆基股份。

风电：18年装机同比上升，19Q1抢装有望持续全年 18年装机同比上升，19Q1装机抢装明显

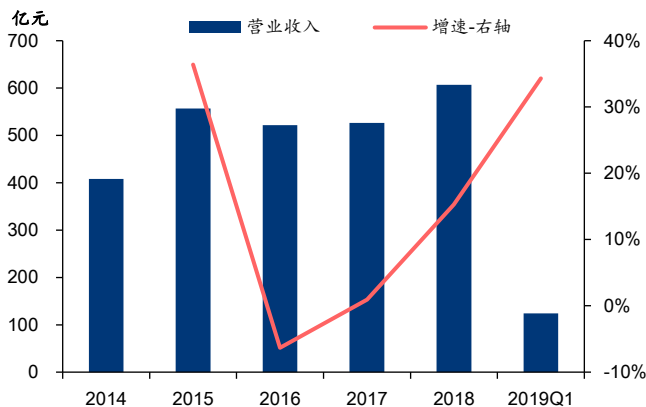
2018年全年，我国新增风电发电装机容量21GW，同比增长1.48GW；风电设备平均利用小时数2095小时，同比增长147小时。2019年第一季度，新增装机容量为4.78GW，同比减少0.48GW，受19年存量审批项目抢装推动，三月份单月装机量3.37GW，同比增长1148%，大幅增长；Q1风电设备平均利用556小时，同比减少37小时。2018年全年弃风率平均7%，同比下降5pct。全年弃风率下降、利用小时数提升带来风电场运营效益明显提升，双因素共振带动风电龙头企业营收增长。

图表44：风电月度新增装机



资料来源：Wind，华泰证券研究所

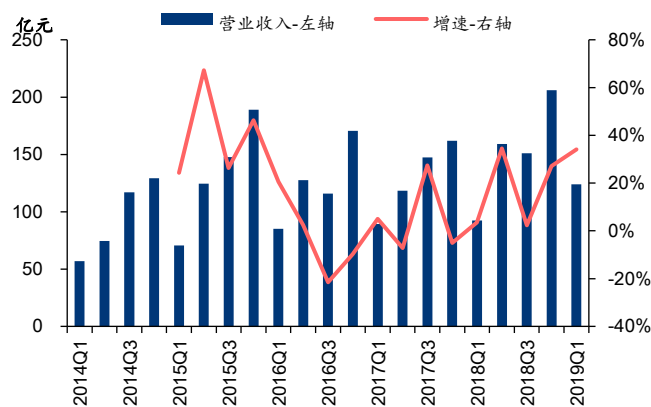
图表45：风电行业营业收入情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

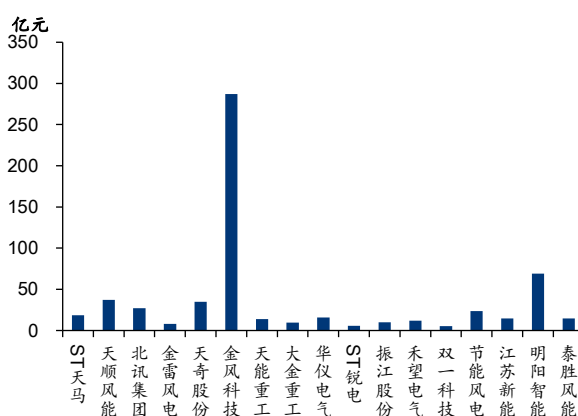
18年营业收入显著增长，19Q1营收增速提升明显。2018全年风电行业营业收入相比2017年同期增长明显，行业内企业实现营业收入607.14亿元，同比增长15.3%。其中金风科技营业收入最高，达到287.31亿元。2019Q1行业内企业实现营业收入123.78亿元，由于风机价格战缓和，受风机价格回升激励，同比大增34.30%。

图表46：2014Q1至今风电行业营收及增速情况汇总



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表47：风电行业各企业2018全年营收情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

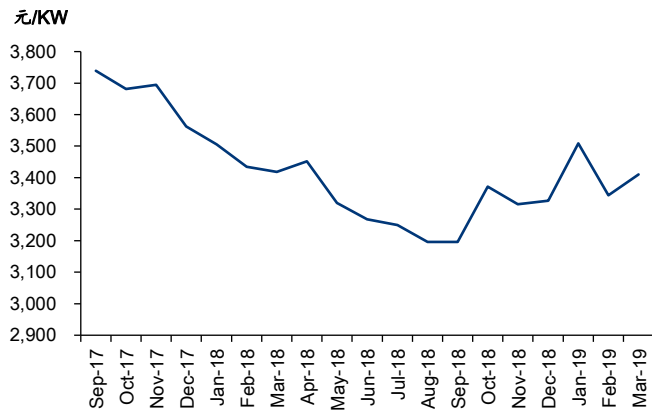
图表48： 2018 全年及 2019Q1 风电行业各企业营收情况（单位：亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018	同比	2019Q1	同比	2018Q1
ST 天马	21.76	20.99	21.58	25.38	18.71	-26.25%	3.88	-4.80%	4.08
天顺风能	14.02	21.49	22.63	31.70	37.02	16.79%	8.17	35.87%	6.01
北讯集团	5.90	6.62	9.40	20.96	26.96	28.66%	2.75	-67.76%	8.52
金雷风电	4.55	6.61	6.36	5.96	7.90	32.43%	2.23	123.42%	1.00
天奇股份	17.81	21.75	24.37	24.58	35.03	42.49%	6.91	-11.75%	7.83
金风科技	177.04	300.62	263.96	251.29	287.31	14.33%	53.96	39.80%	38.60
天能重工	9.56	10.13	9.61	7.38	13.94	88.83%	3.60	167.30%	1.35
大金重工	3.08	7.96	9.60	10.21	9.70	-5.02%	2.16	36.60%	1.58
华仪电气	17.49	20.60	17.72	21.78	15.67	-28.07%	1.56	-22.18%	2.00
ST 锐电	36.20	13.93	9.45	1.41	5.70	305.08%	0.85	442.03%	0.16
振江股份	2.01	4.22	8.23	9.43	9.80	3.95%	2.89	115.01%	1.34
禾望电气	7.28	9.52	8.08	8.78	11.81	34.53%	3.40	173.39%	1.25
双一科技	3.51	4.80	4.80	5.95	5.36	-9.84%	1.51	66.46%	0.91
节能风电	11.83	13.59	14.15	18.71	23.76	26.96%	5.52	-9.67%	6.11
江苏新能	8.55	8.71	11.46	14.18	14.73	3.89%	3.54	-8.76%	3.88
明阳智能	53.32	69.40	65.20	52.98	69.02	30.27%	17.46	233.02%	5.24
泰胜风能	14.38	15.97	15.06	15.90	14.73	-7.39%	3.40	46.28%	2.32

资料来源：wind，华泰证券研究所

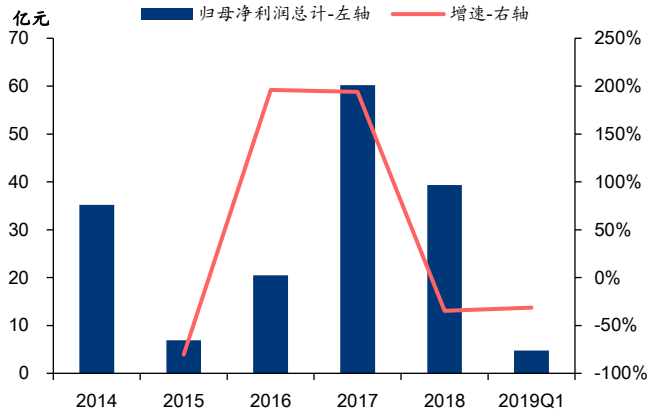
受整机价格战影响，2018 年前三季度风机价格大幅下降，四季度起企稳回升，以 2MW 级机组为例，2018 年 12 月风机公开招标价格为 3327 元/kW，较 2017 年底同比下降 6.6%，较第三季度末环比上升 4.1%。2019 年一季度持续小幅上升，3 月底价格升至 3410 元/KW，与 2018 年 3 月同比持平，环比增长 2.5%。2018 年全年风电企业的归母净利润有所下滑，行业合计归母净利润 39.34 亿元，同比下降 34.65%。其中 2018Q4 风电行业净亏损 7.28 亿元。2019Q1 风电企业的归母净利润合计 4.76 亿元，同比下降 31.52%，环比转负为正。其中行业龙头金风科技归母净利润最高，达到 2.29 亿元。

图表49： 2.0MW 级别机组公开招标价格



资料来源：金风科技官网，华泰证券研究所

图表50： 风电行业 2019Q1 归母净利润 4.76 亿元（单位：亿元）



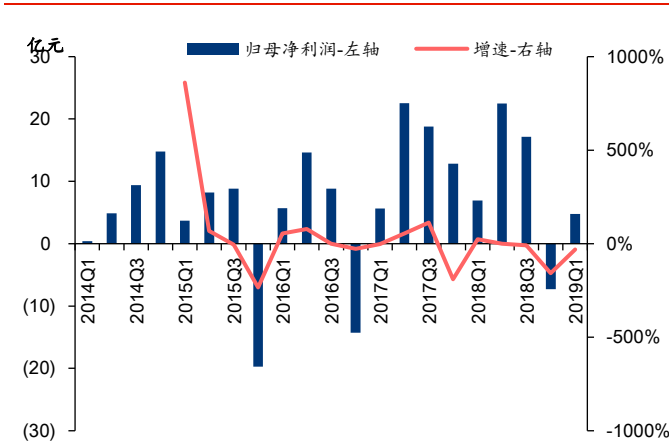
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表51: 2018及2019Q1风电行业各企业归母净利润情况(亿元)

证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	同比	2019Q1	同比	2018Q1
ST 天马	0.34	0.47	-2.52	0.52	-6.35	-1318.96%	-1.28	441.72%	-0.24
天顺风能	1.75	3.03	4.06	4.70	4.70	0.03%	0.87	6.26%	0.82
北讯集团	-0.82	0.11	-0.48	2.18	-11.07	-608.78%	-0.98	-193.97%	1.04
金雷风电	0.91	1.45	2.10	1.50	1.16	-22.58%	0.34	156.16%	0.13
天奇股份	0.96	0.99	1.04	0.85	1.38	63.33%	0.37	-48.05%	0.71
金风科技	18.30	28.49	30.03	30.55	32.17	5.30%	2.29	-4.64%	2.40
天能重工	0.74	1.73	1.71	0.96	1.02	7.07%	0.28	50.80%	0.19
大金重工	0.47	0.93	0.71	0.41	0.63	51.20%	0.12	45.36%	0.08
华仪电气	0.91	0.60	-0.48	0.60	-0.83	-238.78%	-0.18	-514.13%	0.04
ST 锐电	0.81	-44.52	-30.99	1.15	1.85	60.84%	-0.08	-89.54%	-0.78
振江股份	0.08	0.56	1.45	1.16	0.61	-47.65%	0.05	-42.07%	0.09
禾望电气	2.45	3.32	2.62	2.33	0.54	-76.91%	0.32	54.33%	0.21
双一科技	0.61	1.02	1.08	1.11	0.88	-20.50%	0.35	106.86%	0.17
节能风电	1.82	2.03	1.89	3.99	5.15	29.11%	1.13	-42.19%	1.96
江苏新能	1.93	1.42	2.92	3.12	3.15	0.92%	0.57	-45.25%	1.03
明阳智能	2.97	3.58	3.15	3.56	4.26	19.64%	0.39	-137.10%	-1.05
泰胜风能	0.97	1.69	2.19	1.54	0.11	-93.15%	0.21	45.76%	0.14

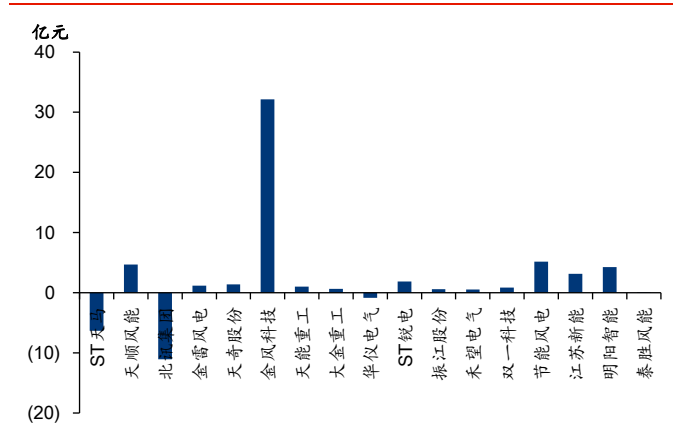
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表52: 2014Q1至今风电行业归母净利润及增速情况汇总



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表53: 风电行业各企业2018年归母净利润情况(单位: 亿元)

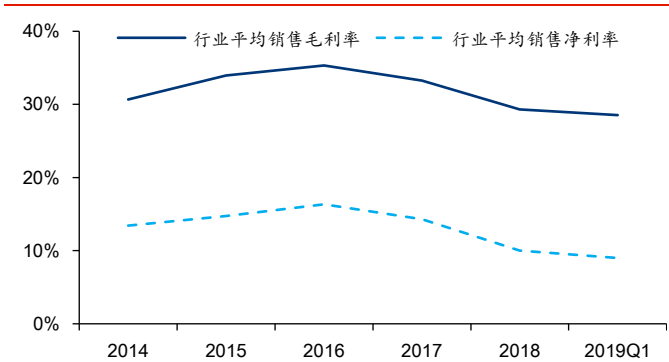


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

竞争加剧拖累毛利率, 成本管控能力有所提升

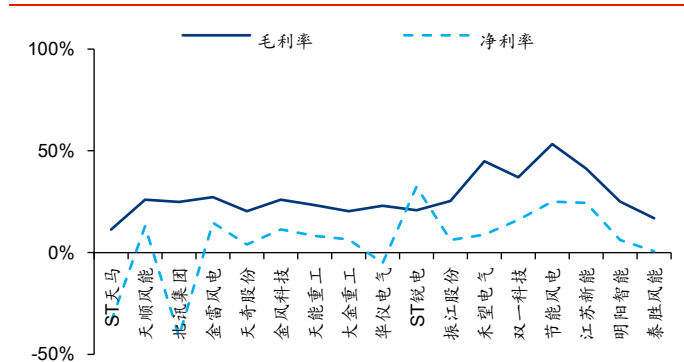
以统计标的范围来看, 2018 全年风电行业平均销售毛利率 29.31%, 同比下降 3.93pct, 平均销售净利率 10.03%, 同比下降 4.26pct。其中节能风电的销售毛利率和净利率最高, 分别为 53.54%和 25.13%。2019Q1 风电行业平均销售毛利率为 28.54%, 同比下降 5.2pct, 环比增加 2.2pct; 平均销售净利率 9.00%, 同比下降 2.46pct, 环比增加 4.4pct。

图表54: 风电行业平均销售毛利率及平均销售净利率



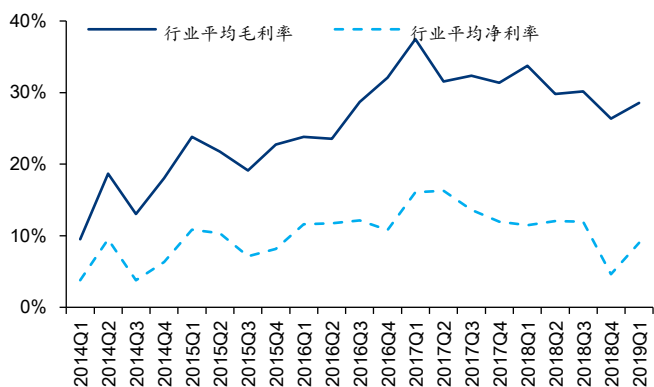
注: 为避免受极端值影响, 此处统计数据样本不包括 ST 锐电、ST 天马和北讯集团
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表55: 风电行业各企业2018全年销售毛利率、销售净利率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

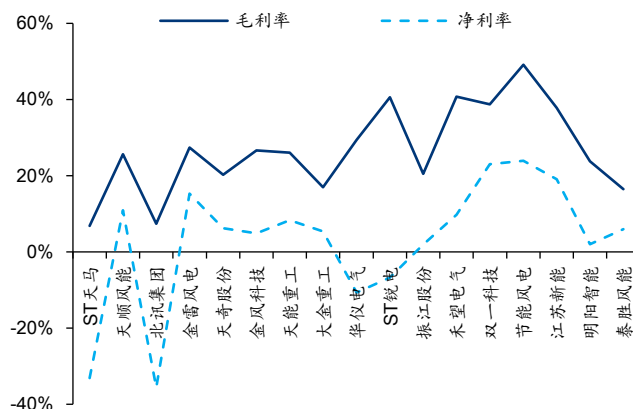
图表56： 2014Q1 至今风电行业单季度平均毛利率及净利率情况



注：为避免受极端值影响，此处统计数据样本不包括 ST 锐电、ST 天马和北讯集团

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

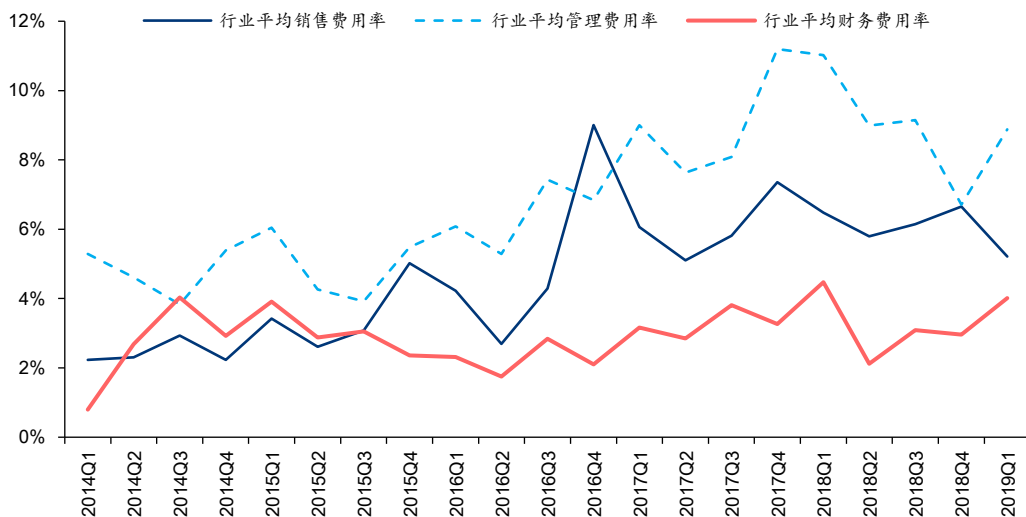
图表57： 风电行业各企业 2019 年 Q1 销售毛利率、销售净利率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

费用率下滑，成本管控加速风电平价。2018Q4 风电行业销售费用率 6.65%(同比-0.7pct)，管理费用率 6.71%(同比-4.49pct)，财务费用率 2.96%(同比-0.31pct)。三费合计占比为 16.32%，同比下降 5.5pct。2019Q1 销售费用率 5.22%(同比-1.27pct)，管理费用率 8.88%(同比-2.14pct)，财务费用率 4.01%(同比-0.46pct)。三费合计占比为 18.11%，同比下降 3.86pct，环比略增 1.8pct。随着风电行业成本管控能力提升，管理费率下降推动风电行业费用率整体下滑，加速风电平价。

图表58： 风电行业 2014Q1 至今单季度费用率情况汇总

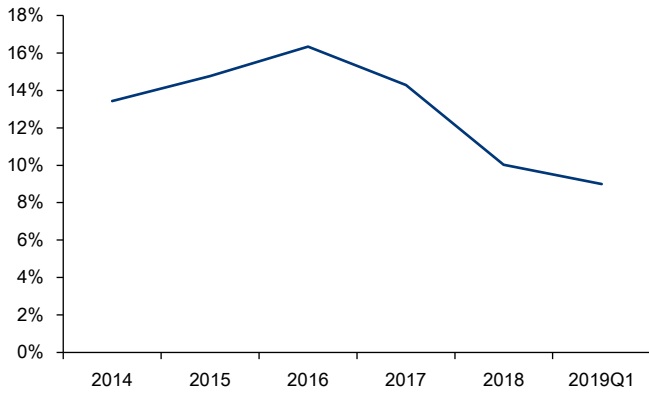


注：为避免受极端值影响，此处统计数据样本不包括 ST 锐电、ST 天马和北讯集团

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

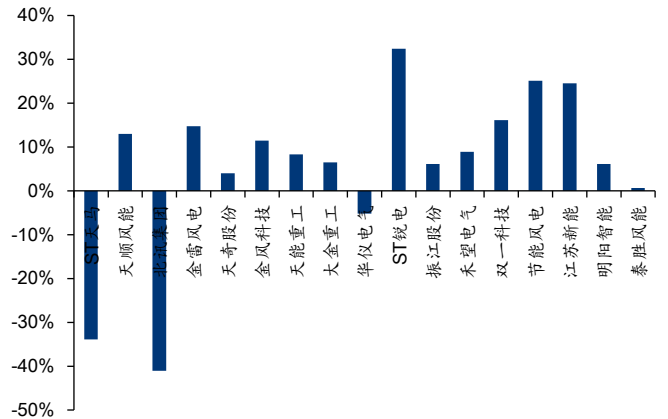
18 年行业 ROE 水平明显下降，19Q1 企稳回升。2018 全年风电行业平均 ROE 为 10.03%，同比下降 7.26pct，其中 ST 锐电 ROE 最高为 32.38%；2019Q1 行业平均 ROE(未年化)为 1.29%，同比上升 0.14pct，环比上升 0.24pct。

图表59: 风电行业平均 ROE



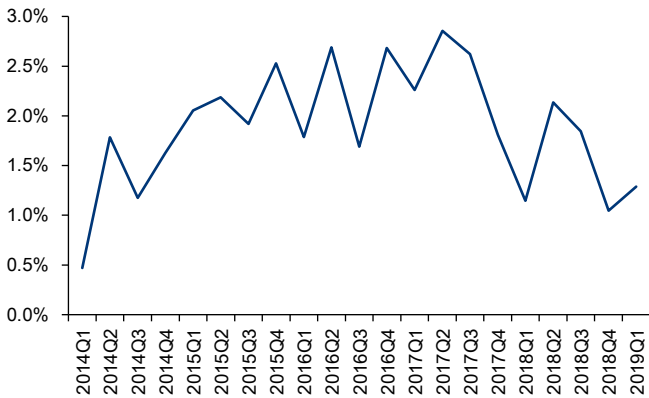
注: 为避免受极端值影响, 此处统计数据样本不包括 ST 锐电、ST 天马和北讯集团
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表60: 风电行业各企业 2018 年全年 ROE 水平 (单位: %)



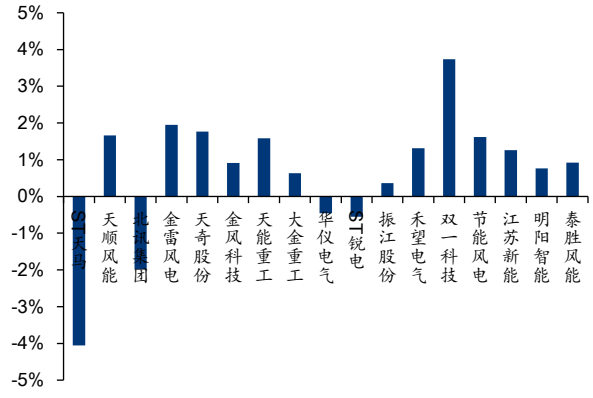
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表61: 2014Q1 至今风电行业平均单季度 ROE (未年化)



为避免受极端值影响, 此处统计数据样本不包括 ST 锐电、ST 天马和北讯集团。
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表62: 风电行业各企业 2019Q1 ROE (未年化) 水平 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

行业应收账款略有增长、存货水平显著提升

2018Q4 风电行业应收账款为 361.53 亿元, 同比上升 8.21%; 存货为 148.17 亿元, 同比上升 13.80%。2019Q1 应收账款 354.66 亿元, 同比上升 3.15%; 存货为 185.85 亿元, 同比上升 38.05%。在风电行业中, 金风科技的存货最高, 2019Q1 达到 81.27 亿元, 环比增加 62.64%, 我们认为存货增长或与风机价格战有关, 在 19 年行业持续抢装带动下, 我们认为存货会有所下降。

图表63: 2014Q1 至今风电行业单季度应收账款及增速情况汇总



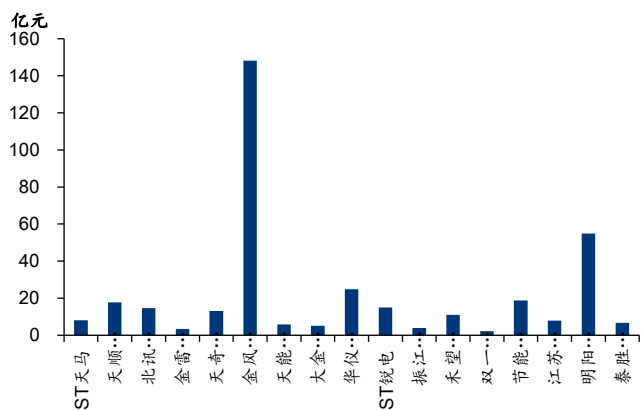
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表64: 2014Q1 至今风电行业存货及增速情况汇总



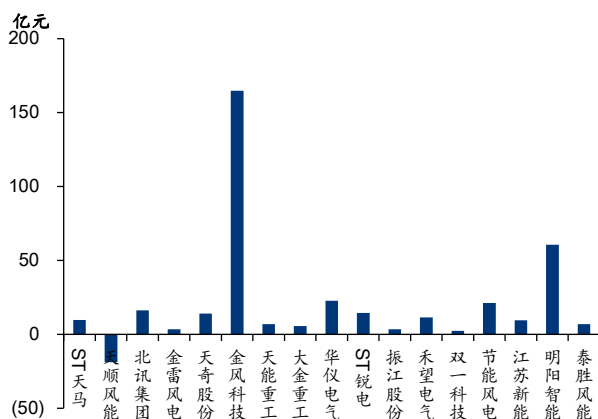
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表65: 风电行业各企业 2018Q4 应收账款情况 (单位: 亿元)



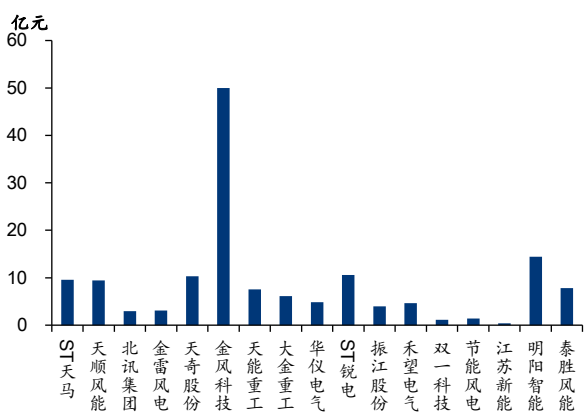
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表66: 风电行业各企业 2019Q1 应收账款情况 (单位: 亿元)



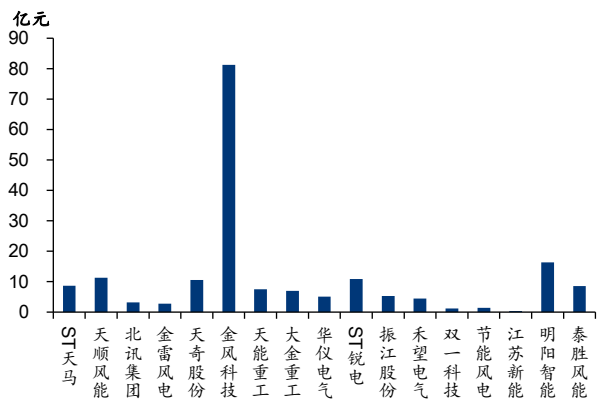
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表67: 风电行业各企业 2018Q4 存货情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表68: 风电行业各企业 2019Q1 存货情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

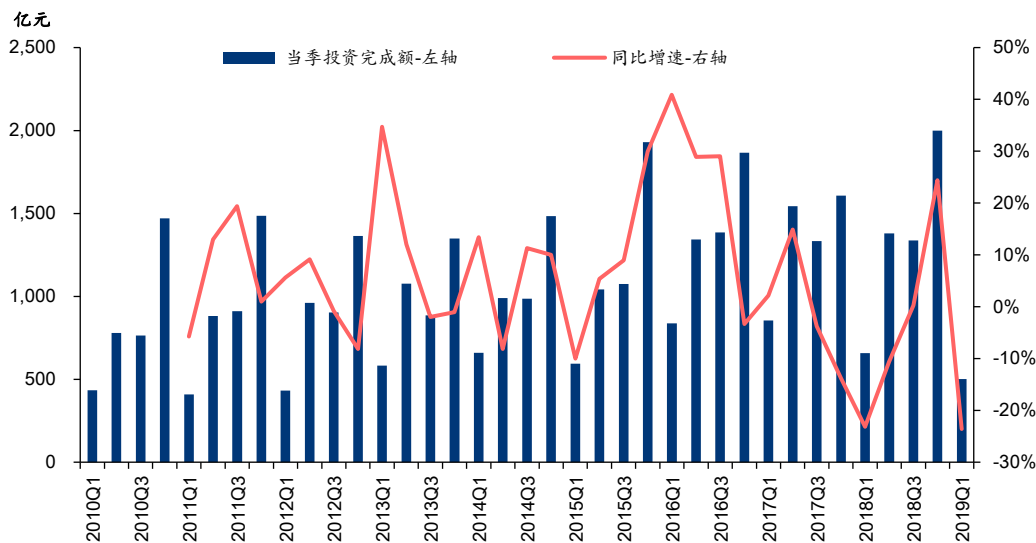
钢材价格企稳回调, 机组招标提速, 价格回升, 风电行业触底反弹, 迎来上升周期。但由于风机设备等有一定交货期, 利润确认存在滞后现象, 2018 年四季度归母净利润尚未体现, 2019 年一季度起业绩方企稳回升。此外, 受 2018 年前大量已核准未建项目抢装推动, 我们预计 2019 年装机量将有大幅提升, 有效提升行业业绩。风电竞价时代从风机价格竞争转向全生命周期度电成本竞争, 重点推荐风机龙头金风科技和优质零部件供应商天顺风能等。

电力设备：电网投资同比持平，看好特高压及泛在网建设

18年电网投资同比持平，变电设备新增容量有所下滑

18年电网基本建设投资同比持平，19Q1电网基建投资显著下降。2018年电网基本建设投资完成额为5373亿元，同比增长0.64%，18年电网基本建设投资基本与17年持平。2019Q1电网基本建设投资为502亿，同比下降24%，电网基本建设投资投资显著下滑。从逐季度数据看，电网一季度投资均处于低位，2018年各季度电网基本建设投资额同比增速逐季度上升。我们认为受特高压开工加速叠加泛在电力物联网建设开展，19年各季度电网投资有望持续提升。

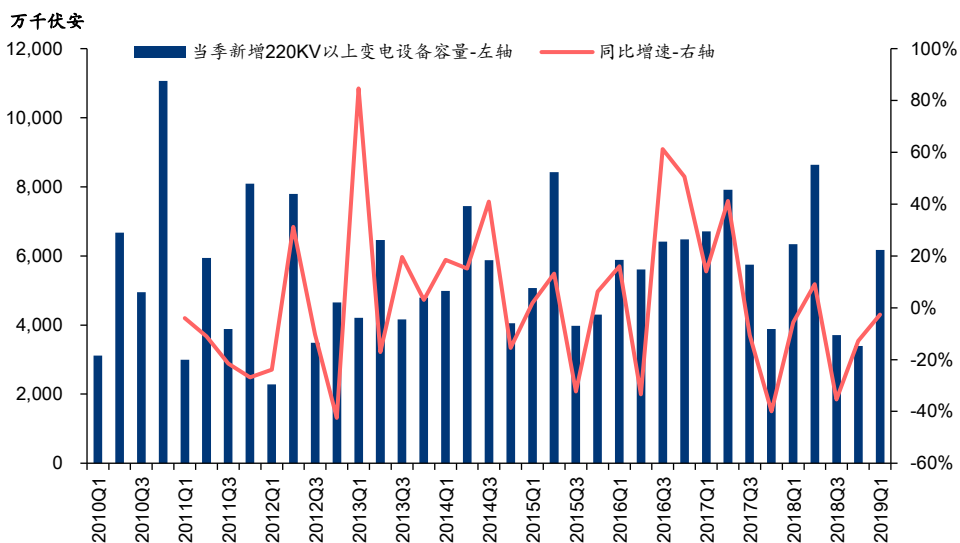
图表69：2010-2019Q1 逐季电网基本建设投资额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

18年变电设备装机同比下降，19Q1增速有所回升。从220KV以上变电设备容量上看，18年变电设备新增容量为2.21亿千伏安，同比下降8.99%。19Q1变电设备新增容量0.62亿千伏安，同比下降2.67%，变电设备的同比增速有所回升。

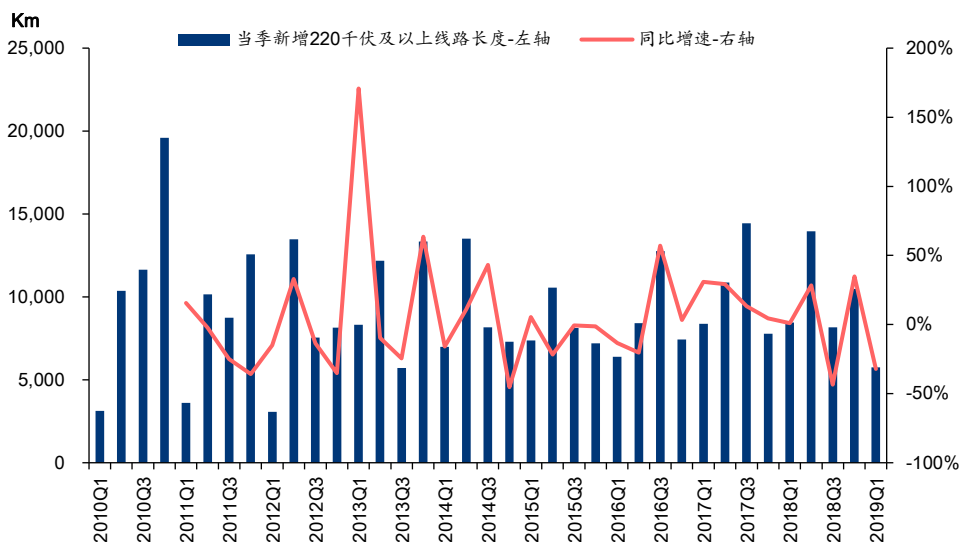
图表70：2010-2019Q1 逐季新增变电设备容量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从220KV以上线路长度上看，18年新增线路长度为4.1万千米，同比下降1.02%。19Q1新增线路长度0.57万千米，同比下降32%，一季度新增线路显著下滑。

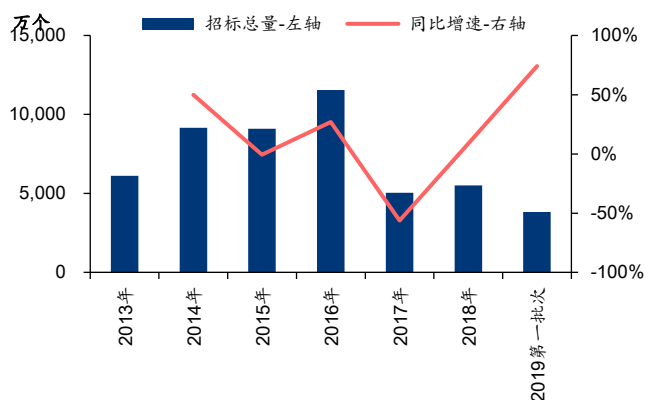
图表71：2010-2019Q1 逐季新增220KV及以上线路长度



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从典型的二次设备智能电表来看，国家电网电子商务平台披露的2018年四个主要级别的智能电表招标数量为0.55亿个，同比增加9%，电能表增加迅速。2019年第一批次的智能电表招标活动于2019年4月28号展开，将于5月底截标。根据招标需求显示，2019年第一批次电能表招标中，四类电能表招标数量为0.38亿台，较18年第一次智能电表招标活动增加了74%。从结构上看，2级家用电能表招标数量最多，同比增长了82%，增长迅速，我们认为这代表了新一轮智能电表更换潮的到来。

图表72：2013-2019 智能电表招标数量

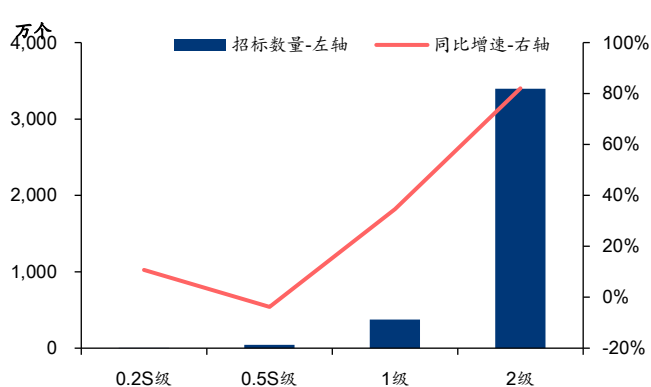


注：本表统计范围为国网招标的0.2S级、0.5S级、1级和2级电能表，其中2019年第一批次的电能表招标。

注：2019年第一批次智能表招标于4月28日发布招标需求，尚未公布结果，表格中19年第一批次招标数量采用的是需求口径。

资料来源：国家电网电子商务平台，华泰证券研究所

图表73：2019年第一次招标需求表



注：本表中同比增速为2019年第一次招标数量与对应类比如2018年第一招标数量的同比增速。其中2018年第一批招标时间为2018年3月27日。

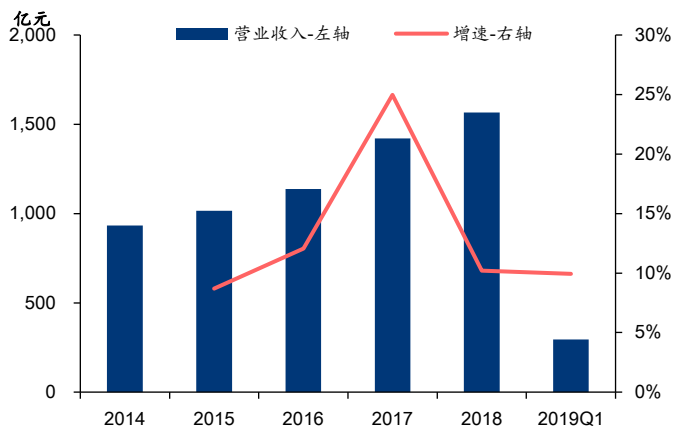
资料来源：国家电网电子商务平台，华泰证券研究所

结构性变动带动一次设备增长，19年营收有望逐步兑现

18年电力设备行业营业收入继续保持增长态势，行业内企业实现营业收入1566.70亿元，同比增长10%，增速明显。其中一次设备实现营收1128.20亿，同比增长9.8%，我们认为主要和特高压等高价一次设备工程开工有关，二次设备实现营收450.7亿，同比增长

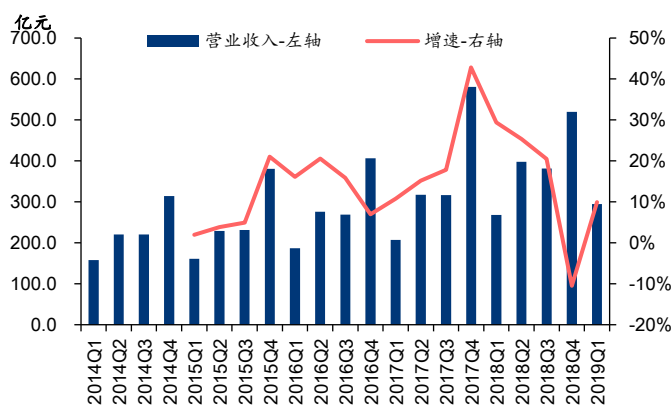
12%，其他电力设备营收承压明显；18年一次设备与二次设备增速较17年均大幅下滑。19年一季度行业内企业总体实现营收294.41亿元，同比增加10%。其中一次设备实现营收232.41亿，同比增长12%，二次设备实现营收63.28亿，同比增长3%，其他电力设备增长明显。受冬季开工以及特高压等工程推进节奏影响，一季度一次设备招标较少，拖累企业营收增长。

图表74： 2014-2019Q1 电力设备行业营业收入



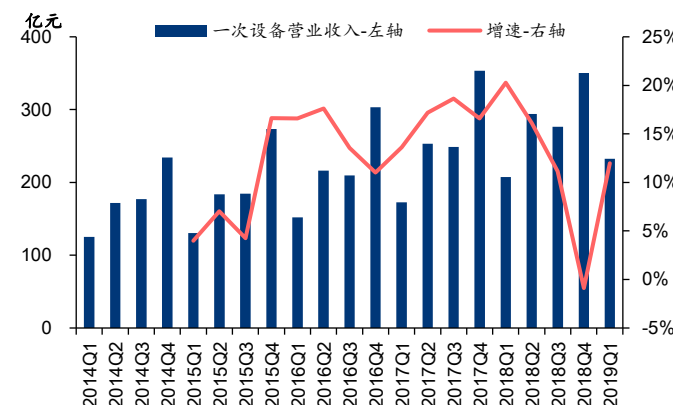
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表75： 2014Q1至2019Q1 电力设备行业逐季度营收及增速情况



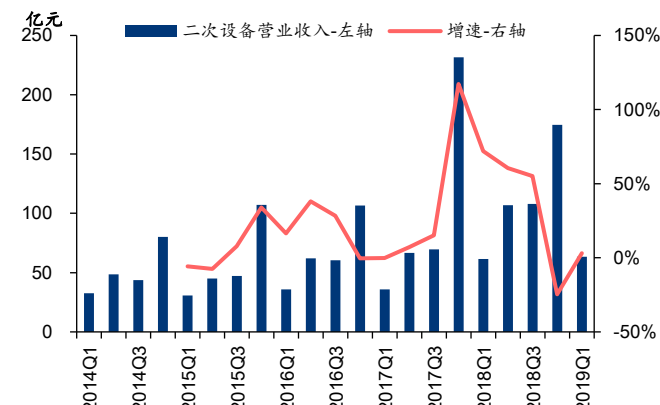
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表76： 电力设备行业一次设备营业收入 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

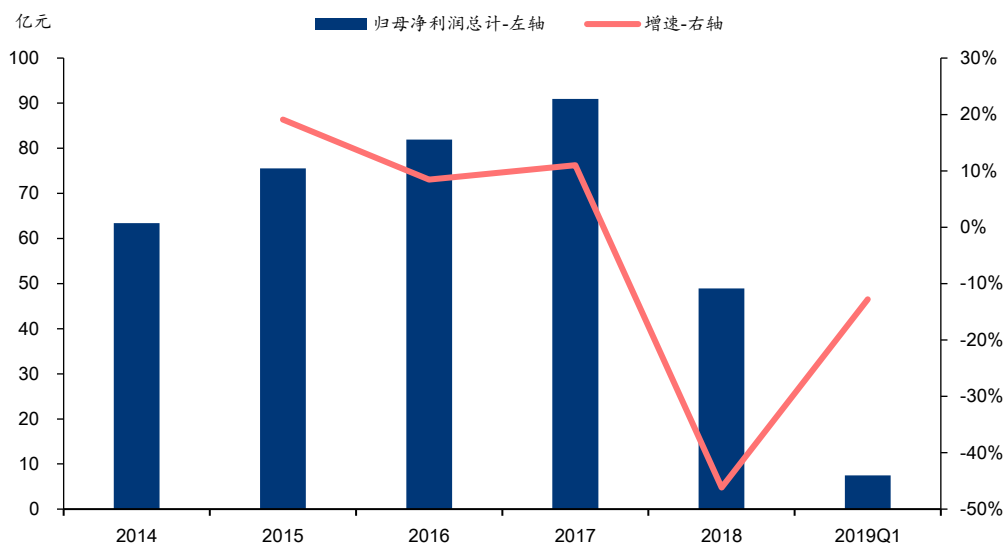
图表77： 电力设备行业二次设备营业收入 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

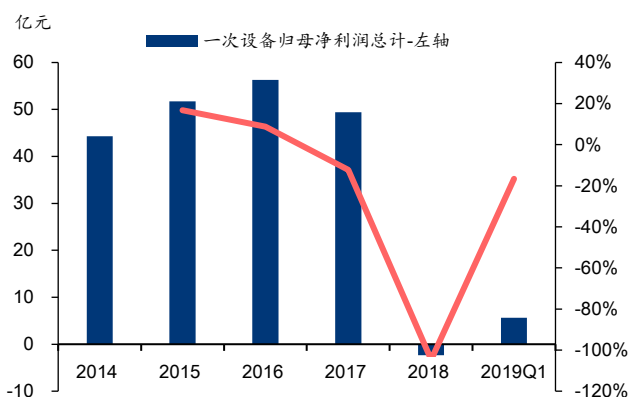
一次设备归母净利承压，二次设备归母净利明显增长，行业总体归母净利润下滑明显。2018年行业全年归母净利润总额为48.95亿元，同比大幅下滑46%。其中一次设备归母净利润总额为-2.31亿元，同比大幅下滑105%；二次设备归母净利润总额为52.13亿元，同比大幅增加23%。

图表78： 2014年至2019年Q1 电力设备行业总体归母净利润



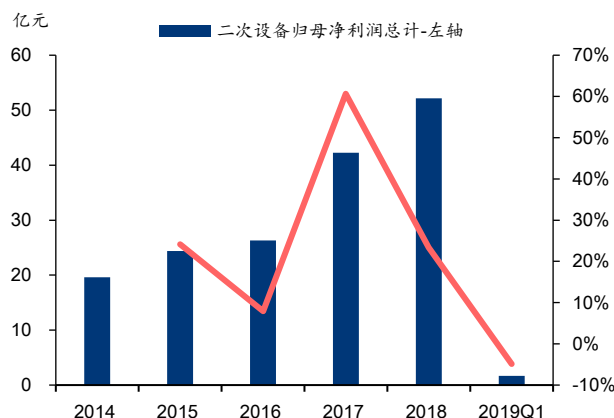
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表79： 电力设备行业一次设备归母净利润



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表80： 电力设备行业二次设备归母净利润



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

国电南瑞归母净利居于第一位，龙头强者恒强。2018年归母净利润中，国电南瑞的归母净利润达到41.62亿元，排名第一，同比增加28%；林洋能源以7.60亿元的归母净利润紧随其后；经纬辉开、鲁亿通和温州宏丰的归母净利润增幅超过100%；而由于赫美集团、远程股份的归母净利润由正转负，跌幅出现了一个极端值，赫美集团利润下降的主要原因自身转型失败，控股股东深陷债务危机。2019Q1电力设备企业中林洋能源的归母净利润最高，达到1.55亿，二次设备中的国电南瑞紧随其后，为0.77亿元。赫美集团、大连电瓷、长高集团等企业在2019年一季度的归母净利润出现大幅下跌。

图表81： 2014年及2019Q1 电力设备行业企业归母净利润汇总（单位：亿元）

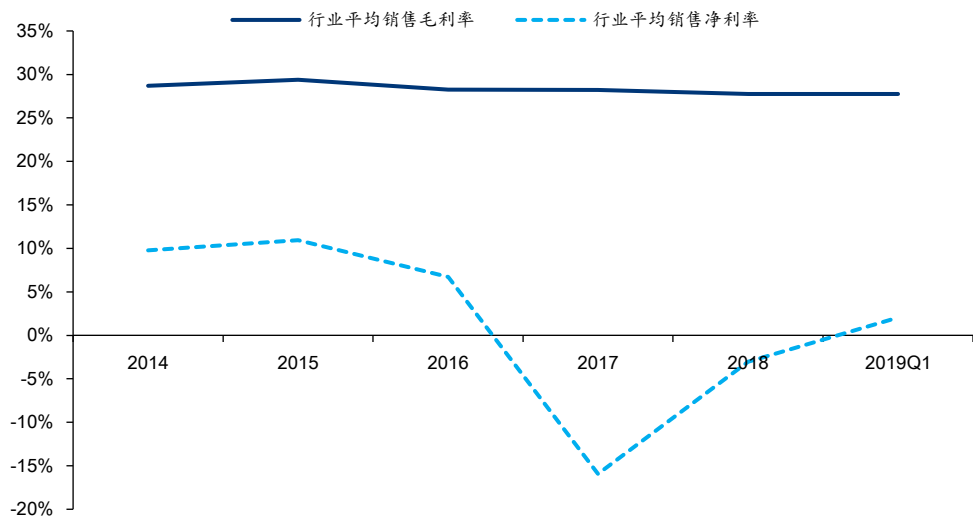
证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2018yoy
泰豪科技	0.47	0.90	0.16	0.72	0.37	-0.10	-49%
置信电气	0.08	0.07	0.90	0.76	0.30	0.16	-61%
岷江水电	0.05	0.07	0.16	0.56	1.35	0.18	140%
安靠智电	0.48	0.32	0.44	0.72	0.52	-0.07	-27%
友讯达	0.59	0.86	1.24	2.52	2.62	0.55	4%
金冠股份	0.45	0.50	0.56	1.26	1.96	-0.01	56%
合纵科技	1.10	3.39	2.53	3.34	1.88	0.04	-44%
全信股份	0.38	0.95	1.14	1.30	1.48	0.20	13%
鲁亿通	0.49	0.72	0.91	1.23	-2.53	0.24	-306%
中光防雷	0.43	0.44	0.25	0.28	4.51	0.82	1530%
炬华科技	0.51	0.64	0.73	0.80	0.75	0.21	-6%
麦迪电气	0.75	0.87	0.88	1.31	0.51	-0.12	-61%
温州宏丰	0.44	1.06	1.39	1.44	-16.15	-1.10	-1221%
通光线缆	2.86	4.30	4.73	2.39	0.19	0.03	-92%
青岛中程	0.32	0.90	1.26	0.42	0.37	0.02	-12%
中环装备	0.23	0.06	0.24	0.06	0.21	0.03	233%
经纬辉开	2.14	2.36	2.55	1.57	1.36	0.39	-14%
金利华电	0.16	0.11	0.24	0.18	-1.78	-0.01	-1096%
中能电气	0.06	0.05	-0.99	-3.97	0.15	-0.05	-104%
微光股份	0.26	1.03	0.13	0.10	-7.06	-0.12	-7490%
良信电器	-0.39	0.83	0.65	3.08	-9.73	0.27	-416%
远程股份	0.26	0.15	0.09	0.59	0.08	0.57	-86%
华西能源	2.12	1.81	1.43	2.01	2.06	0.90	3%
融钰集团	1.00	1.25	1.62	2.10	2.22	0.43	6%
露笑科技	0.90	0.68	1.21	0.61	-2.46	0.04	-504%
大连电瓷	0.26	0.37	0.94	0.59	-0.19	-0.08	-132%
通达股份	0.15	0.66	1.56	1.72	1.75	0.28	1%
金杯电工	0.71	0.82	1.00	1.08	0.97	0.31	-10%
汉缆股份	1.28	1.46	1.69	1.24	1.33	0.38	7%
中超控股	1.04	1.11	1.12	0.84	0.85	0.09	2%
长高集团	0.74	0.43	0.76	0.72	1.02	0.07	42%
摩恩电气	2.38	3.49	4.17	2.50	2.21	0.58	-11%
众业达	1.49	1.98	2.05	1.93	-1.42	0.14	-174%
赫美集团	1.66	1.81	1.55	1.02	1.13	0.26	11%
北京科锐	0.99	1.28	0.91	0.75	-3.67	0.15	-590%
太阳电缆	2.35	2.72	2.15	1.15	1.12	-0.16	-3%
中电兴发	0.98	0.81	0.58	0.38	0.54	0.09	39%
万马股份	0.30	0.20	0.78	-0.70	0.17	0.02	-124%
南洋股份	0.47	0.58	0.84	0.12	-0.12	0.35	-196%
三变科技	0.52	0.56	0.70	4.25	4.85	-0.89	14%
银河生物	0.17	0.10	0.05	-1.25	0.06	0.01	-105%
ST东电	10.62	7.21	8.69	6.14	2.00	0.25	-67%
许继电气	1.56	1.27	1.64	0.80	1.03	0.38	29%
科林电气	0.51	0.57	0.67	0.73	0.87	-0.08	20%
一次设备	44.31	51.74	56.28	49.40	-2.31	5.67	-105%
林洋能源	0.36	0.40	0.64	-3.92	0.23	-0.16	-106%
四方股份	0.78	0.26	0.71	1.26	1.28	0.16	2%
国电南瑞	4.10	4.95	4.74	6.86	7.61	1.55	11%
国电南自	0.56	0.71	0.74	1.18	2.29	0.61	94%
红相股份	0.50	0.75	1.07	1.00	-4.47	0.05	-546%
光一科技	-3.41	0.30	0.32	0.37	0.52	-0.97	39%
电科院	12.83	12.99	14.47	32.41	41.62	0.77	28%
中元股份	3.41	3.44	2.96	2.38	2.17	-0.23	-9%
科林电气	0.51	0.57	0.67	0.73	0.87	-0.08	20%
二次设备	19.64	24.37	26.31	42.26	52.13	1.69	23%
板块总计	63.44	75.55	81.92	90.93	48.95	7.44	-46%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

销售毛利率维持稳定，二次设备毛利较高。2018年行业销售毛利率较为稳定，2018年电力设备行业平均销售毛利率为27.8%，基本与16、17年持平。其中，一次设备行业销售毛利率为25.7%，二次设备为39.2%。2018年净利率为-3.1%，同比增长12.8pct，其中一次设备行业为-3%，二次设备为-2%。净利率最高的企业是安靠智电达到44%，同比下降1pct。

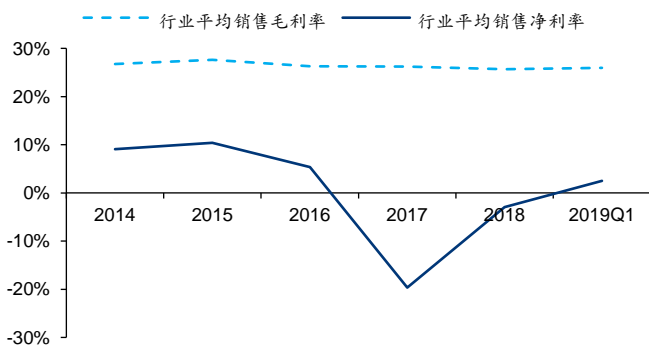
2019年一季度行业平均销售毛利率保持在27.8%，其中一次设备维持在26.0%，二次设备维持在38.7%。2019年一季度行业平均销售净利率为2%，同比下降0.4pct，其中一次设备为2%，同比上升5pct；二次设备为-1%，同比上升1pct。

图表82： 2014年至2019Q1电力设备行业平均销售毛利率及平均销售净利率



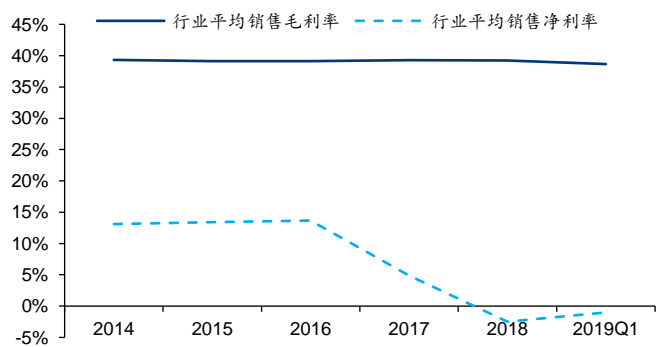
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表83： 传统电力一次设备平均销售毛利率及平均销售净利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

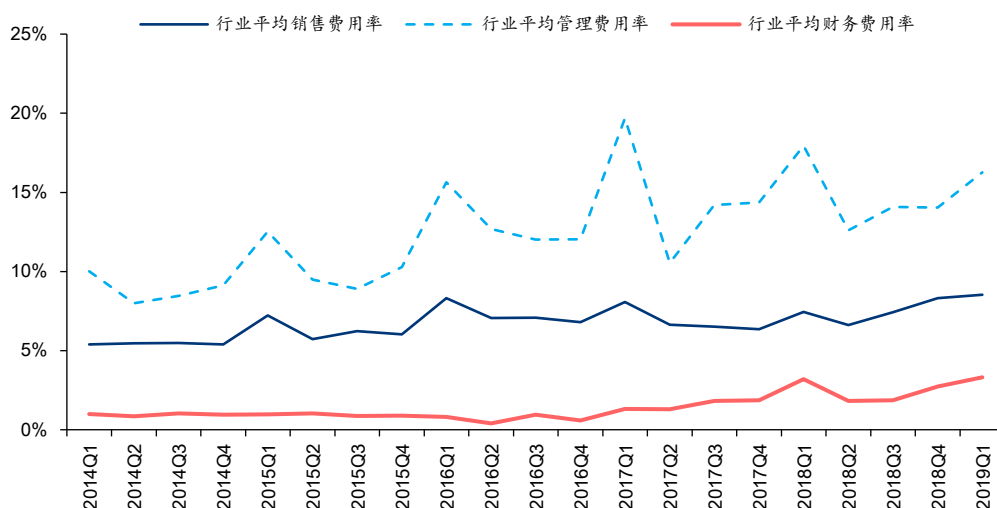
图表84： 传统电力二次设备平均销售毛利率及平均销售净利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

竞争加剧带动销售费率提高，管理水平有所优化。2018Q4电力设备行业平均销售、管理和财务费用率分别为8.3%、14.0%和2.7%，其中行业平均销售和财务费用率同比分别上涨1.94pct和0.86pct，而行业平均管理费用率则同比回落0.32pct。19Q1销售、管理、财务费用为8.5%、16.3%、3.3%，行业平均销售和财务费用率同比分别上涨1.08pct和0.11pct，管理费用下跌1.69pct，管理效率提升明显。

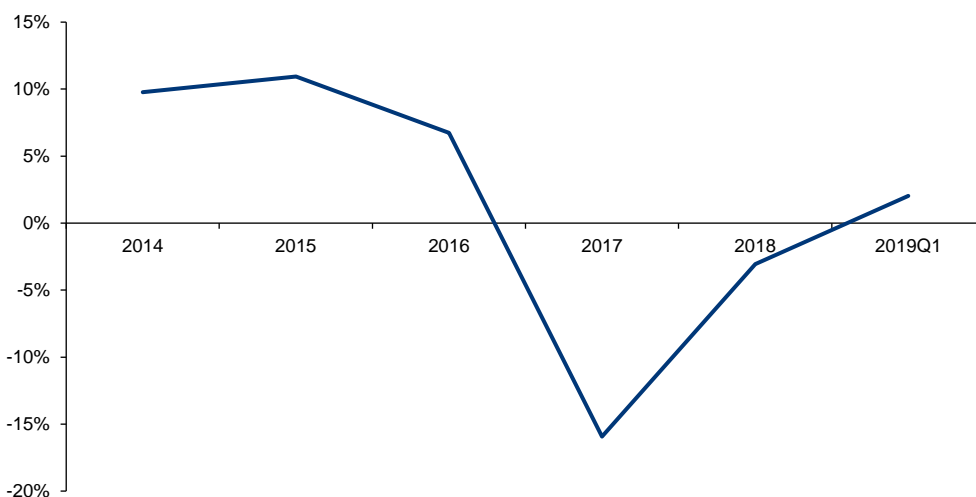
图表85： 2014年至2019年Q1 电力设备行业逐季度三费情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

行业 ROE 水平提升趋势明显。2018 年电力设备行业平均 ROE 为 -3%，同比增加 13pct；其中 2018 年 ROE 最高的企业是 ST 东电为 43.63%（19Q1 的 ROE 为 -35%），紧随其后的是国电南瑞和微光股份，分别为 15%、15%。光一科技 ROE 改善幅度最为明显，2018 年 ROE 为 4.9%，同比提升 78.2pct（17 年光一科技 ROE 为 -73.3%）。2019Q1 行业平均 ROE 为 2%，同比减少 0.48pct，其中安靠智电、炬华科技、林洋能源 ROE 最高，分别为 33%、23%、22%。

图表86： 2014年至2019年Q1 电力设备行业 ROE

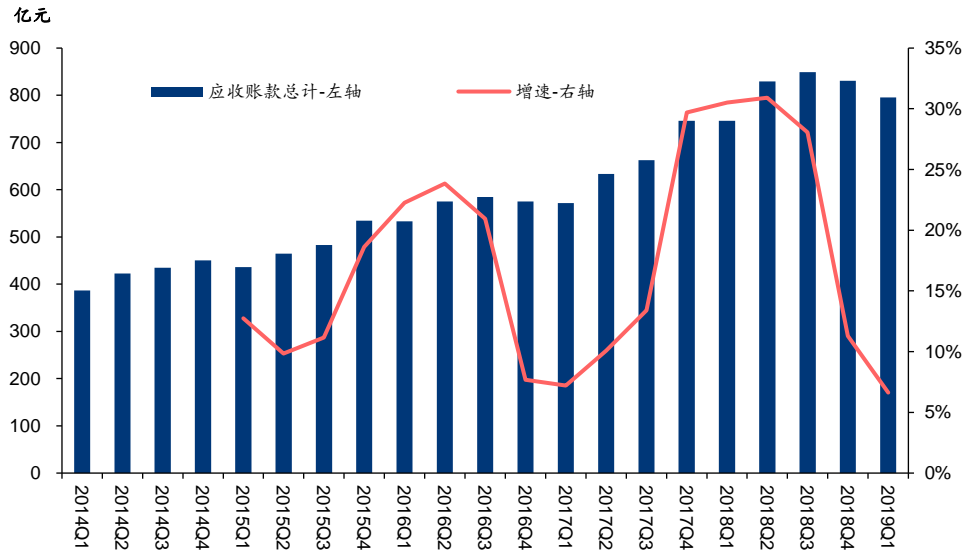


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

应收与存货水平同比上涨，存货季度性特征明显

2018 年电力设备应收账款 830.46 亿元，同比增长 11.3%；存货总数为 337.62 亿元，同比上升 2%。其中应收账款和存货均最多的企业是国电南瑞，分别达到 174.33 亿元和 58.21 亿元。应收账款的增长通常由企业的产销量增长或者电站建设规模增长引起，2018 年营收同比增长 12%，应收账款增速与收入增速相匹配。

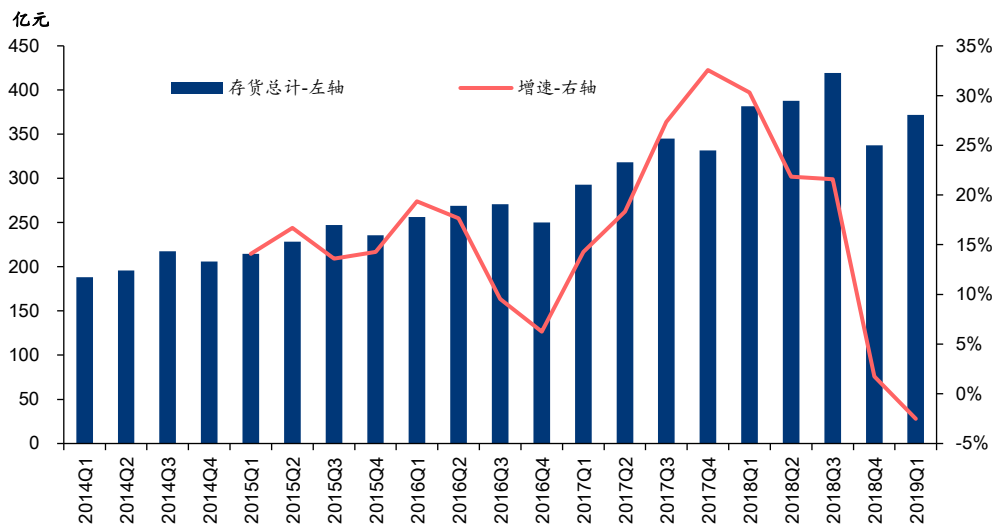
图表87： 2014年至2019年Q1分季度电力设备应收账款情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

存货季度性规律明显，前三季度逐季上升。2014年以来，行业内存货通常在前三季度持续上升，Q4有所回落。2018Q3存货上升达到419.38亿元，18Q4下降到337.62亿元，整体符合行业变动趋势。

图表88： 2014年至2019年Q1分季度电力设备存货情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

板块内公司中，鲁亿通的存货上升较多，2018年存货增长10.07亿元，主要系公司并购了子公司广东升辉电子控股有限公司，在原有业务基础上，新增了LED照明业务和智能家居业务，存货也因此增加；赫美集团存货较年初减少了6.59亿元。

图表89： 2014年至2019Q1电力设备行业企业存货汇总（单位：亿元）

证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2018yoy
光一科技	0.85	1.17	0.97	1.07	1.14	1.28	6%
融钰集团	0.95	0.98	0.77	0.61	0.50	0.49	-17%
电科院	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	-3%
中环装备	0.87	0.83	8.61	8.42	12.14	11.76	44%
经纬辉开	0.34	0.42	0.76	2.68	2.70	2.93	1%
科林电气	1.36	1.42	2.10	3.36	3.13	3.83	-7%
友讯达	0.87	0.94	1.09	1.83	1.27	1.14	-30%
泰豪科技	6.42	8.64	8.60	9.30	11.52	8.93	24%
金冠股份	0.58	0.46	0.60	1.18	1.44	1.89	22%
青岛中程	0.64	0.59	2.68	17.15	25.23	25.83	47%
林洋能源	3.78	4.32	2.99	3.89	4.60	5.21	18%
麦迪电气	0.47	1.57	1.67	1.75	2.22	2.45	27%
全信股份	0.83	1.76	2.13	2.52	2.41	2.40	-4%
红相股份	0.22	0.59	0.61	1.70	2.34	2.11	38%
鲁亿通	0.24	0.17	0.11	0.25	10.32	14.95	4091%
安靠智电	0.64	1.00	0.99	0.99	1.20	1.22	21%
合纵科技	1.80	1.68	1.82	4.16	7.55	7.90	82%
赫美集团	7.47	9.80	12.68	9.85	4.44	4.31	-55%
置信电气	6.45	7.98	8.21	8.07	7.34	8.85	-9%
通光线缆	1.55	1.34	1.90	2.06	2.15	2.16	4%
中元股份	0.62	0.64	0.78	0.81	1.03	1.03	27%
温州宏丰	2.37	2.19	3.56	4.18	3.37	3.39	-19%
炬华科技	3.80	3.33	2.08	1.87	1.64	1.56	-12%
金利华电	1.83	1.94	1.69	1.94	0.84	0.80	-56%
ST东电	0.34	0.28	0.15	0.12	0.10	0.11	-17%
银河生物	3.29	3.90	4.56	4.83	2.30	2.35	-52%
露笑科技	2.28	1.44	1.99	5.50	3.85	3.33	-30%
摩恩电气	0.84	0.85	0.75	0.87	0.83	0.89	-4%
众业达	7.92	7.76	6.18	6.70	8.56	6.56	28%
良信电器	1.08	1.59	1.54	1.89	2.28	2.11	21%
长高集团	3.08	5.77	7.29	8.22	4.39	4.80	-47%
大连电瓷	2.68	2.96	3.07	2.84	2.14	2.36	-25%
中电兴发	5.75	8.35	8.89	11.50	10.97	11.53	-5%
微光股份	0.25	0.21	0.39	0.53	0.73	0.89	38%
金杯电工	4.02	3.05	3.95	4.92	8.84	9.81	80%
中超控股	11.63	17.99	17.41	19.10	14.42	13.15	-24%
北京科锐	2.88	3.06	3.92	4.84	5.84	4.93	21%
汉缆股份	10.64	8.25	8.30	11.51	9.71	11.15	-16%
华西能源	23.57	29.72	35.16	37.55	28.22	32.39	-25%
太阳电缆	3.46	4.50	3.28	3.66	5.49	5.72	50%
远程股份	4.10	3.71	3.33	4.53	4.09	5.77	-10%
万马股份	4.05	4.91	5.14	8.35	8.73	8.43	5%
中光防雷	0.62	0.54	0.52	0.78	0.90	0.86	16%
中能电气	1.83	4.93	1.73	2.23	2.06	2.28	-7%
通达股份	1.74	3.01	1.79	2.78	2.61	1.95	-6%
南洋股份	4.53	4.68	5.53	7.63	8.23	8.41	8%
三变科技	2.35	1.42	1.98	2.62	2.15	1.90	-18%
许继电气	18.56	18.10	19.25	17.49	17.23	24.59	-1%
国电南自	11.32	11.78	9.20	8.35	6.63	8.07	-21%
国电南瑞	21.04	21.48	20.47	55.60	58.21	73.27	5%
岷江水电	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	-14%
四方股份	7.25	7.51	7.08	7.21	7.53	7.91	4%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

当前时点建议以建设节奏和泛在网建设重点方向为锚，布局配用电环节及通用化、标准化产品。建设泛在电力物联网是实现“三型两网”世界一流能源互联网企业的内在要求，将不断提升电力系统运行水平和电网资产运营效率，也将在更高层级重塑电网核心竞争力。目前仍处于电力物联网建设初期，根据国网三年攻坚、三年提升的阶段目标，通用化、标

准化程度更高的感知层是迫切推进的环节；长期看，平台层是泛在电力物联网的核心价值，具备长期成长价值。重点推荐二次设备龙头、具备强大软硬件开发能力的国电南瑞，关注岷江水电、林洋能源等。

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：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