

电气设备新能源

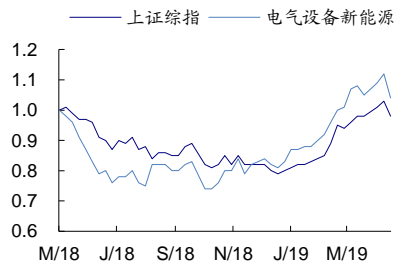
电力设备新能源行业 2019 年一
季报及 2018 年年报总结

超配

(维持评级)

2019 年 05 月 09 日

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

政策落地，拐点将至，新能源行业
估值上修进行时

相关研究报告:

《新能源行业政策点评：电价政策出台，行业装机起跑线划定》——2019-05-07
《新能源行业政策点评：靴子落地，2019 年光伏、风电装机潮蓄势待发》——2019-04-15
《新能源行业政策点评：平价先行，竞价紧随，19 年国内装机或将超预期》——2019-04-11
《新能源 2019 年二季度投资策略：静待政策落地，新能源景气度回升》——2019-04-08
《新能源行业政策点评：限期淘汰煤电，到底有多少风光平价项目可以等量置换》——2019-04-03

证券分析师：方重寅

E-MAIL: fangchongyin@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518030002

联系人：王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn

证券分析师：居嘉骁

E-MAIL: jujiaxiao@guosen.com
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518110001

联系人：李恒源

E-MAIL: lihengyuan@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

● 风电：下游需求旺盛，制造业规模效应弹性巨大

我们预计风机制造板块在 2019 年第二季度营业收入和营业利润保持高速增长，零部件制造板块的盈利能力伴随出货量的高增长而继续修复。强烈建议关注风电零部件板块的投资机会，并密切关注部分盈利能力提前修复的风电整机企业。

● 光伏：政策落地叠加平价开启，行业估值触底反弹进行时

2019 年一季度全产业链盈利增长显著，18 年确定为阶段性底部。三年来政策及需求影响下，行业估值下移明显，其中 2016-2018 年全球新增装机增速为 43.4%、34.21%、1.96%，边际增速向下。

进入 19 年，一系列基本面、政策面改善超预期，而行业估值水平目前仅超过三年来估值的 25%分位数水平。随着国内政策落地，行业高景气度开启，2019 年光伏行业均值回归势在必行，18 年也将成为近几年来行业的估值低点。

● 新能源汽车：短期承压，中长期成长性依旧，优选长期成长性标的

从中长期来看，新能源汽车产业增速不减，电动化全球化趋势加剧；从短期来看，补贴政策基本符合预期过渡期超预期，同时产业已形成较为一致的提前布局；目前产业链景气度依然处于高位，我们认为伴随国内、外两大市场的放量以及上半年的抢装行情持续，产业链有望持续处于高景气度状态，各环节龙头将受益。

● 投资建议：关注估值修复及逆周期因子

风电需求高增长叠加规模效应，零部件盈利弹性巨大；建议重点关注日月股份、天能重工、天顺风能、金风科技。光伏政策拐点下，建议关注业绩估值全面超预期带来的戴维斯双击；建议重点关注阳光电源、捷佳伟创、通威股份、太阳能，关注林洋能源。电动车建议关注全球供应链集中度提升带来的机会：建议重点关注宁德时代、新宙邦，关注国轩高科。

● 风险提示

政策不达预期；钢价上涨；全球贸易战使得风电零部件对美出口受阻等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
300274	阳光电源	买入	11.33	16529	0.86	1.07	13.2	10.6
300724	捷佳伟创	买入	27.45	8784	1.38	1.75	19.9	15.7
600438	通威股份	增持	14.8	57459	0.8	0.99	18.5	14.9
000591	太阳能	买入	3.4	10224	0.41	0.49	8.3	6.9
601222	林洋能源	买入	4.88	8613	0.55	0.66	8.9	7.4
603218	日月股份	买入	23.11	9411	1.2	1.97	19.3	11.7
300569	天能重工	买入	16.85	2528	1.62	2.08	10.4	8.1
002531	天顺风能	买入	4.99	8877	0.44	0.51	11.3	9.8
002202	金风科技	买入	10.93	43211	0.82	1.22	13.3	9.0
002074	国轩高科	买入	13.9	15799	0.75	0.87	18.5	16.0
300750	宁德时代	增持	75.85	166492	1.97	2.41	38.5	31.5
300037	新宙邦	增持	22.26	8432	1.03	1.27	21.6	17.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

风电：我们预计风机制造板块在 2019 年第二季度营业收入和营业利润保持高速增长，零部件制造板块的盈利能力伴随出货量的高增长而继续修复。我们强烈建议关注风电零部件板块的投资机会，并密切关注部分盈利能力提前修复的风电整机企业。**建议重点关注日月股份、天能重工、天顺风能、金风科技。**

光伏：行业估值底部出现，触底反弹进行时。三年来政策及需求影响下，行业估值下移明显，其中 2016-2018 年全球新增装机增速为 43.4%、34.21%、1.96%，边际增速向下；国内需求在过去三年主导全球，政策又进一步加大了行业估值波动，所以综合来看，过去三年光伏行业估值整体下移明显。进入 19 年，一系列基本面、政策面改善超预期，而行业估值水平目前仅超过三年来估值的 25% 分位数水平。随着国内政策落地，行业高景气度开启，产业链价格触底回升，2019 年光伏行业均值回归大势所趋，18 年也将成为近几年来行业的估值低点。**建议重点关注阳光电源、捷佳伟创、通威股份、太阳能，关注林洋能源。**

新能源汽车：短期承压，中长期成长性依旧，优选长期成长性标的。从中长期来看，新能源汽车产业增速不减，电动化全球化趋势加剧；从短期来看，补贴政策基本符合预期过渡期超预期，同时产业已形成较为一致的提前布局；目前产业链景气度依然处于高位，我们认为伴随国内、外两大市场的放量以及上半年的抢装行情持续，产业链有望持续处于高景气度状态，各环节龙头将受益，标的方面精选国内磷酸铁锂路线复苏以及锂电全球供应链放量受益标的，**建议重点关注宁德时代、新宙邦等，关注国轩高科。**

核心假设或逻辑

风电：未来行业装机呈现稳步增长趋势，补贴及相关政策明朗并促进装机。

光伏：产业链价格下降带来的下游收益率提升，伴随政策落地行业装机有望长预期。

新能源汽车：未来几年国内和全球新能源汽车产量仍将维持快速增长势头。电池企业产能扩张进程按计划推进；乘用车发展呈现逐步高端化趋势。

与市场预期不同之处

我们认为，风电行业将会存在一个由需求带动产业链规模效应凸显、局部细分市场价格上涨最终全产业扩产收益的过程，由下而上关注产业链龙头。

我们认为，光伏行业逐步由补贴指引装机向市场化指引装机发展，市场将进一步向平价时代迈进。2019 年需求增速反转，估值整体上移趋势明显，建议关注光伏产业链龙头及技术领先标的。

我们认为，新补贴政策落点在于积极推进中国新能源车市向高端化、大型化发展，在当前车市发展动能逐步转化的时间节点下，关注乘用车向高端化方向发展所带来的投资机会，同时看好“三电”行业产业链龙头，将在新一轮产业链洗牌中获得高于行业的发展增速。

股价变化的催化因素

第一，风电、光伏行业补贴及政策出现重大有利变化、装机量超预期；

第二，风电、光伏行业集中度提升，产业链龙头效应加剧；

第三，新能源汽车产销量数据大幅超预期；国产企业倚靠国内景气市场发展壮大，并打入全球新能源汽车产业链。

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一，风电、光伏行业补贴和政策不达预期；风电、光伏行业装机不及预期；贸易争端以及原材料价格快速上涨。
- 第二，新能源汽车板块受政策影响较大，若补贴政策出现不利变化，行业或面临需求下滑的风险；
- 第三，双积分政策执行不及预期，CAFC、NEV 积分转让不畅通；
- 第四，新能源车企中高端车型推出不顺利，市场认可度不及预期。

内容目录

光伏产业链：业绩逐步筑底，估值修复进行时	6
平价项目指引装机，增速反转助力估值全面修复	6
光伏产业链 2019 年一季度盈利整体回升显著.....	8
风电产业链：零部件板块兑现高增速，招标市场确立 19-20 全球风电大年	11
设备制造板块集中度提升，弃风率已回归合理区间.....	11
风电零部件普遍兑现高增速业绩，盈利能力持续修复.....	12
海内外行业招标量激增，全球风机涨价确立大年趋势.....	14
新能源汽车：后补贴时代产业链承压，龙头凸显	17
行业整体盈利能力承压，利润重心逐步往中下游移动.....	17
盈利能力分化，龙头企业有较明显优势.....	19
投资建议	22
风险提示	22
国信证券投资评级	23
分析师承诺	23
风险提示	23
证券投资咨询业务的说明	23

图表目录

图 1: 2014-2018 年中国组件海外市场出货量 (GW; 出口量占海外市场当年新增装机比)	7
图 2: 目前光伏行业整体估值仅超过三年内估值 25%分位数水平, 还未到均值水平 ...	8
图 3: 光伏产业链各版块单季度营收增速 (%)	8
图 4: 光伏产业链各版块单季度净利润增速 (%)	8
图 5: 光伏各环节毛利率、净利率和 ROE 情况	9
图 6: 光伏各环节应收账款\存货周转天数	10
图 7: 光伏各环节资产负债率	10
图 8: 全国风电限电率	12
图 9: 全国风电平均利用小时数	12
图 10: 风电零部件企业季度营业收入同比增速 (%)	12
图 11: 风电零部件企业季度销售毛利率走势 (%)	12
图 12: 风电零部件企业季度销售净利率走势 (%)	13
图 13: 风电零部件企业季度归母净利润同比增速 (%)	13
图 14: 风电整机企业年度营业收入同比增速 (%)	13
图 15: 风电整机企业年度销售毛利率走势 (%)	13
图 16: 风电整机企业年度销售净利率走势 (%)	13
图 17: 风电整机企业年度归母净利润同比增速 (%)	13
图 18: 海外市场季度招标量 (MW, 不完全统计)	15
图 19: 海外市场区域招标占比 (不完全统计)	15
图 20: Vestas 每季度新签订单均价 (欧元/千瓦)	16
图 21: BNEF2019 年海外市场陆上风电和海上风电装机预测 (GW)	16
图 22: 2018-2019Q1 年新能源汽车产销量 (辆)	17
图 23: 2014-2018 年新能源汽车行业营业收入	18
图 24: 2014-2018 年新能源汽车行业归母净利润	18
图 25: 2017-2018 年新能源汽车行业分季度营业收入	19
图 26: 2017-2018 年新能源汽车行业分季度归母净利润	19
图 27: 新能源汽车行业分环节毛利率变化趋势 (%)	20
图 28: 新能源汽车行业分环节净利率变化趋势 (%)	20
图 29: 新能源汽车行业分环节 ROE 变化趋势 (%)	21
图 30: 新能源汽车行业分环节存货周转天数变化趋势	21
图 31: 新能源汽车行业分环节应收账款周转天数变化趋势	21
表 1: 非户用、非扶贫的竞价项目装机量的敏感性测算 (发电小时数与全国单瓦平价补贴)	6
表 2: 国内 2017-2019 年光伏装机分拆估测	7
表 3: 光伏板块上市公司业绩表现	9
表 4: 光伏产业链各版块杜邦拆解	10
表 5: 中国风电吊装市场排名 (容量单位: 万千瓦)	11
表 6: 风电板块业绩表现	12
表 7: 风电制造上市公司业绩表现	14
表 8: 风电运营商业绩表现	14
表 9: 六大海外整机厂商 2018 年新增订单和 2018 年底在手订单及同比增幅	16
表 10: 统计标的汇总情况	18
表 11: 2018 年新能源汽车行业业绩分板块统计情况	19

光伏产业链：业绩逐步筑底，估值修复进行时

平价项目指引装机，增速反转助力估值全面修复

靴子落地，基本符合预期。2019年4月10日、4月12日及4月30日，国家能源局、发改委分别出台平价项目政策、竞价项目及电价政策，政策意见稿光伏部分与2月份座谈会征求意见基本一致，且充分考虑企业对政策的反馈和声音，基本符合业内预期。

三大政策相辅相成，行业装机有望超预期。2019年4月10日平价政策最大的亮点在于，划清理顺了2019年平价项目与非平价项目的申报顺序。在此政策发布之前，行业内始终存在一种套利预期，即运营商或开发商可以将已经平价的项目拿来用作竞价项目，这样会导致行业内平价的项目与需要补贴的非平价项目撞车，而“平价先行”政策将大幅减少撞车现象，极大降低行业的套利预期，国内平价项目及竞价项目装机量均有望大幅度上调。

电网消纳提出更高要求，竞价规模将由小到大排序。此次文件中要求严格落实电力送出和消纳条件，并要求各电网企业对所在省级区域风电、光伏发电新增建设规模的消纳条件进行测算论证，做好新建风电、光伏发电项目电力送出工程的衔接并落实消纳方案，优先保障平价上网项目的电力送出和消纳。国家电网在2019年安全生产工作会中指出，要在2019年弃风弃光率将控制在5%以内，提前一年完成5%的目标。同时，文件要求修正后上网电价相同的项目根据各项目装机容量从小到大排序，直至入选项目补贴总额达到国家确定的当年新增项目补贴总额限额为止，这就意味着分布式较集中式更容易获得补贴。而全国范围内集中式多集中于低消纳区，对电网要求压力较高，分布式多集中于中东部高消纳地区，侧面反映国家对电网消纳的重视，消纳能力在2019年或被广泛提及关注。综合以上两点，在电网消纳要求及限制下，平价项目与竞价项目将更集中于对消纳能力的竞争，消纳保障的要求也将打消市场普遍担心平价项目申报后可以延缓建设的担忧。

综上，对22.5亿竞价项目做敏感性分析：除去户用、扶贫等，在每瓦补贴4.5分到5.5分之间，发电小时数在1200-1250小时之间的假设下，**2019年22.5亿的竞价项目装机将保持在32.73-41.67GW水平之间。**

表 1：非户用、非扶贫的竞价项目装机量的敏感性测算（发电小时数与全国单瓦平价补贴）

	0.04	0.045	0.05	0.055	0.06	0.065
1150	48.91	43.48	39.13	35.57	32.61	30.10
1200	46.88	41.67	37.50	34.09	31.25	28.85
1220	46.11	40.98	36.89	33.53	30.74	28.37
1250	45.00	40.00	36.00	32.73	30.00	27.69
1270	44.29	39.37	35.43	32.21	29.53	27.26
1300	43.27	38.46	34.62	31.47	28.85	26.63

资料来源：能源局、国信证券经济研究所预测整理

国内当前已处全面平价前夕。当前，全国各省区火电上网标杆电价0.25~0.45元/KWh，在火电标杆价格不变的假设下，随着光伏系统成本稳定下降，2020年全国32个电力区全投资IRR大于8%的区域达27个，占全部电力区84%。考虑到光伏降本增效的提速，以及在主动调整电力结构的国家意志下，多省燃煤机组标杆上网电价逐年均有不同程度上调，未来1-2年，部分省份将出现光伏电价与煤电上网电价的交叉。

2018年12月29日，阳光电源联合三峡新能源开发建设的青海格尔木500MW“领跑者”项目成功并网，项目平均电价0.316元/KWh，低于青海省火电脱硫标杆上网电价（0.3247元/KWh），成为全国首个平价的领跑者项目。当前各大EPC及运营商已在全国范围内积极储备平价项目，格尔木500MW项目并网，

标志着国内平价时代已经到来。

根据发改委能源研究所可再生能源发展中心,预计2019年补贴资金支持的规模中,户用项目装机规模在3.5-4GW,补贴资金7.5亿,竞价一般工商业及地面电站补贴资金约22.5亿元,另外还包括5GW的光伏扶贫项目和4GW的领跑者项目。我们认为此次政策的出台将极大促进平价项目装机,由此而带来的新增平价项目或超预期,并上调2019年平价项目装机量至12GW水平,根据竞价项目敏感性分析及各项目装机拆解,我们认为2019年全年国内新增装机或将达到56GW装机水平。

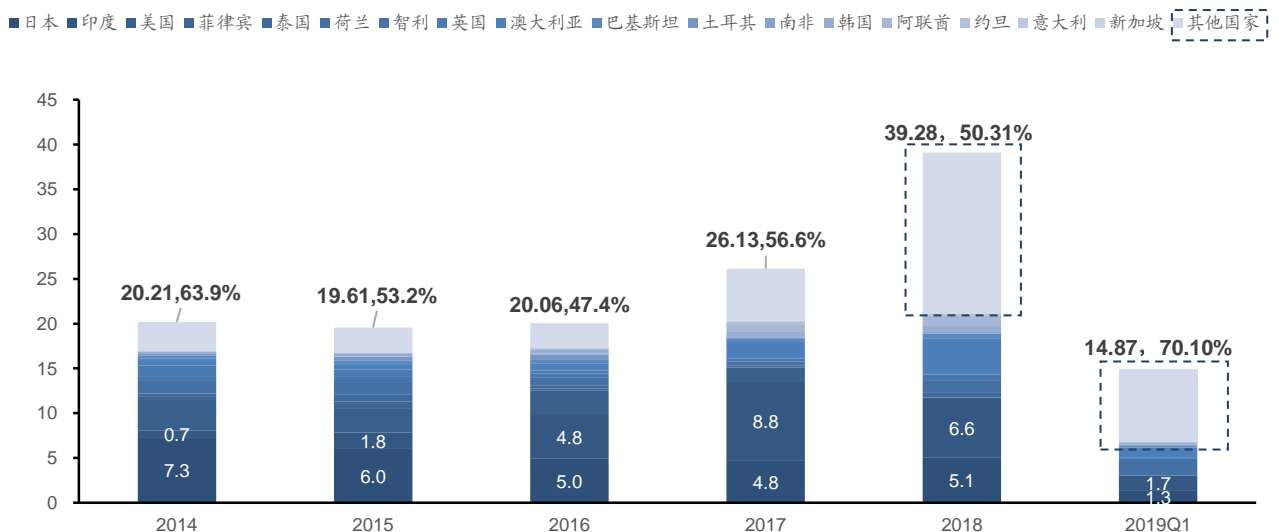
表 2: 国内 2017-2019 年光伏装机分拆估测

	2017	2018E	2019E
集中式: 普通电站	14.02	9	12
集中式: 光伏扶贫	2.98	5	2.5
集中式: 领跑者	8	8	4
集中式: 自行管理集中式电站	1.2	1	1
分布式: 村级光伏扶贫	2.18	3	2.5
分布式: 自发自用	7	5	8
分布式: 户用	2.44	3	4
分布式: 工商业分布式	10	10	10
增补项目	5.01		
平价项目			12
合计	52.83	44	56

资料来源:能源局、发改委能源研究中心、国信证券经济研究所预测整理

一季度光伏制造出口延续 2018 年高增长。中国作为全球光伏生产基地,2018 年海外组件出货量已高达 39.28GW,同比增长 50%。2019 年一季度,进一步延续海外市场需求扩张,中国光伏出口组件 14.87GW,同比增长 70%。欧洲光伏协会统计,到 2018 年底全球将有 14 个国家及地区光伏装机量达到 GW 级水平,而 2017 年全球 GW 级成员国仅为 9 个,随着未来海外市场需求提升,国内光伏制造商龙头也将进一步受益。

图 1: 2014-2018 年中国组件海外市场出货量 (GW; 出货量占海外市场当年新增装机比)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

行业估值底部出现,触底反弹进行时。三年来政策及需求影响下,行业估值下移明显,其中 2016-2018 年全球新增装机增速为 43.4%、34.21%、1.96%,边际增速向下;国内需求在过去三年主导全球,政策又进一步加大了行业估值波动,所以综合来看,过去三年光伏行业估值整体下移明显。进入 19 年,一系列

基本面、政策面改善超预期，而行业估值水平目前仅超过三年来估值的 25%分位数水平。随着国内政策落地，行业高景气度开启，产业链价格触底回升，2019 年光伏行业均值回归大势所趋，18 年也将成为近几年来行业的估值低点。

图 2：目前光伏行业整体估值仅超过三年内估值 25%分位数水平，还未到均值水平

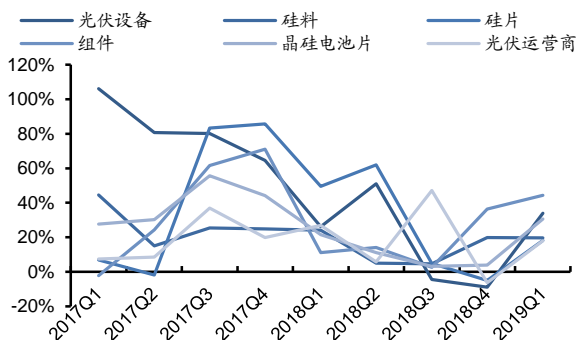


资料来源：CPIA、Wind、国信证券经济研究所整理

光伏产业链 2019 年一季度盈利整体回升显著

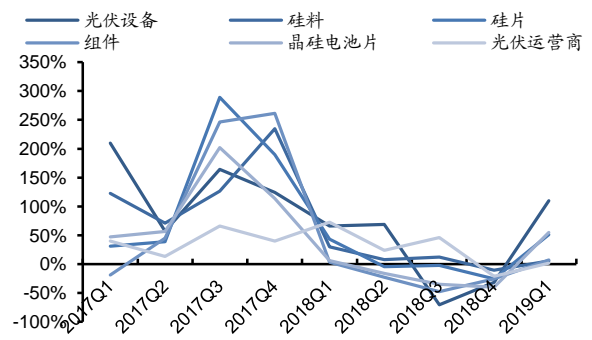
2019 年 Q1 盈利增速明显好于 18 年，光伏产业链整体盈利回升。2019 年 Q1，我们统计的 21 家 A 股上市企业实现利润 48.2 亿元，同比增长 20.5%。受海外市场需求自 2018 年三季度来回升显著，2019 年海外市场率先启动，光伏装机平稳增长，龙头马太集聚，光伏行业盈利实现平稳增长。我们判断随着三四季度国内国内开启，光伏企业下半年将迎来量利齐升阶段性行情。

图 3：光伏产业链各版块单季度营收增速 (%)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：光伏产业链各版块单季度净利润增速 (%)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

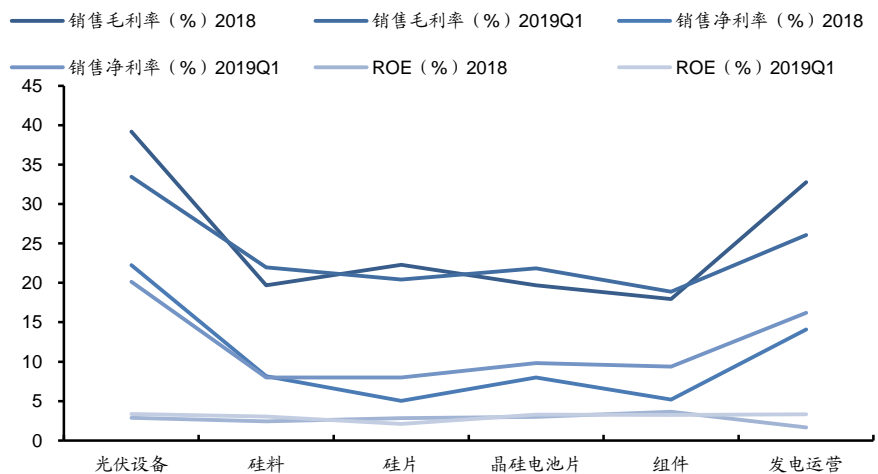
表 3: 光伏板块上市公司业绩表现

证券简称	2019Q1 营收(亿)	2019Q1 营收 YOY (%)	2019Q1 归母净利润 (亿)	2019Q1 归母净利润 YOY (%)	2018 营收(亿)	2018 营收 YOY (%)	2018 归母净利润 (亿)	2018 归母净利润 YOY (%)
晶盛机电	5.68	0.74%	1.26	-6.73%	25.36	30.87%	5.82	50.57%
捷佳伟创	5.30	38.86%	0.93	24.19%	14.93	20.77%	3.06	20.53%
上机数控	1.21	-39.67%	0.42	-30.24%	6.84	8.00%	2.01	6.04%
迈为股份	2.96	57.65%	0.64	26.55%	7.88	65.46%	1.71	30.58%
罗博特科	1.33	108.77%	0.06	36.96%	6.59	54.08%	0.95	9.67%
大全新能源		0.00%		0.00%	3.02	-6.68%	0.38	-58.94%
新特能源		0.00%		0.00%	120.54	5.32%	11.08	3.47%
通威股份	61.69	18.21%	4.91	53.36%	275.35	5.53%	20.19	0.51%
保利协鑫能源		0.00%		0.00%	209.08	-13.84%	-6.93	-135.12%
隆基股份	57.10	64.88%	6.11	12.54%	219.88	34.91%	25.58	-28.24%
中环股份	38.23	36.58%	1.88	50.15%	137.56	42.58%	6.32	8.16%
保利协鑫能源		0.00%		0.00%	209.08	-13.84%	-6.93	-135.12%
京运通	3.15	-43.17%	-0.15	-109.80%	20.34	6.48%	4.52	15.87%
隆基股份	57.10	64.88%	6.11	12.54%	219.88	34.91%	25.58	-28.24%
通威股份	61.69	18.21%	4.91	53.36%	275.35	5.53%	20.19	0.51%
中来股份	3.92	-13.86%	0.28	24.86%	26.92	-17.14%	1.26	-51.37%
东方日升	23.92	14.93%	3.03	278.36%	97.52	-14.98%	2.32	-64.24%
协鑫集成	20.38	0.85%	0.32	121.60%	111.91	-22.52%	0.45	89.16%
晶科能源		0.00%		0.00%	250.43	-5.40%	4.06	186.85%
阿特斯太阳能		0.00%		0.00%	37.45	10.44%	2.37	138.09%
东方日升	23.92	14.93%	3.03	278.36%	97.52	-14.98%	2.32	-64.24%
隆基股份	57.10	64.88%	6.11	12.54%	219.88	34.91%	25.58	-28.24%
太阳能	8.69	2.90%	1.26	-11.48%	50.37	-3.38%	8.62	7.14%
华能新能源		0.00%		0.00%	116.99	10.71%	30.86	2.48%
大唐新能源		0.00%		0.00%	83.19	17.09%	12.09	66.18%
协鑫新能源		0.00%		0.00%	57.21	43.14%	4.70	-44.18%
正泰电器	59.95	17.74%	5.42	-11.60%	274.21	17.26%	35.92	26.47%
林洋能源	6.95	18.99%	1.55	5.63%	40.17	12.06%	7.61	10.86%
爱康科技	11.63	16.27%	0.12	-17.62%	48.43	0.14%	1.25	10.48%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

盈利能力均衡, 行业利润向领先环节集中。受益于光伏技术迭代带来的设备更新, 设备供应商环节 2018 毛利率水平较 2017 年进一步提升, 行业利润由之前的产业链向设备端倾斜。在 18 年四季度至 2019 年 1 季度, 设备投入开始产出, 产业链环节尤其是电池片环节净利率水平均开始有较大提升。运营商环节毛利率水平提得较大提升, 但周转率及负债率压制环节整体 ROE 水平。

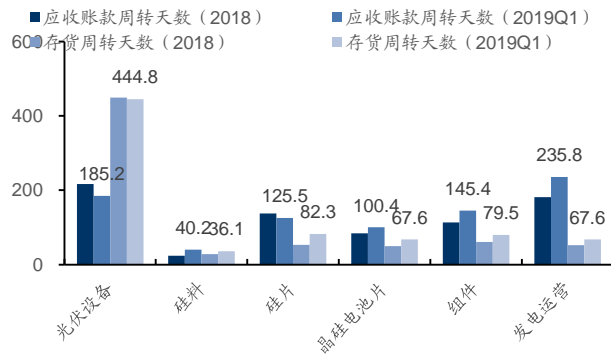
图 5: 光伏各环节毛利率、净利率和 ROE 情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

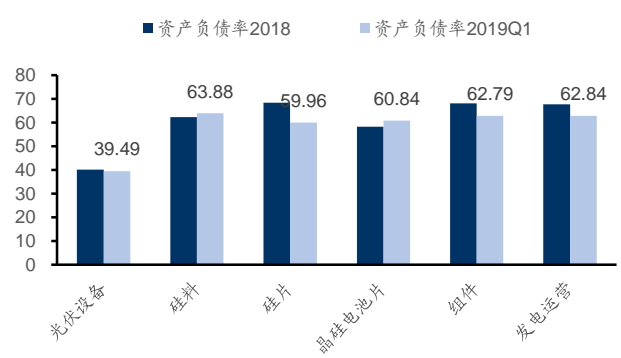
行业整体应收账款和存货周转天数上升，资产负债率基本稳定。 补贴发放周期长，各环节应收账款周转天数较 2018 年年初涨消不一，其中光伏设备、发电运营应收账款天数分别达到 185/235 天，其他制造端环节应收账款均在 50-150 天之间；存货周转天数各环节提升较快，主要受 2019 年 6 月份小抢装潮影响以及产业链为三四季度提前备货影响，其中设备类环节存货中发出商品占比较大。资产负债率角度，除设备类环节，其余环节均在 60%左右水平，且未出现明显恶化情况。

图 6：光伏各环节应收账款\存货周转天数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 7：光伏各环节资产负债率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2019 年 Q1 光伏产业链各环节 ROE 水平平稳。 拆解近年来光伏产业链各环节 ROE，可以大致如下分类：光伏设备、硅料、硅片环节更多倚靠高销售净利率来驱动 ROE 快速增长；光伏运营商则在较高净利的基础上，倚靠较高财务杠杆来增厚 ROE；电池片、组件环节则主要倚靠高资产周转率，紧抓管理经营效率，来获取高净资产收益。而相比于 2017 年，2018 年产业链各环节 ROE 小幅下滑，其中：硅片环节因产业链折价最为强烈，销售净利率小幅下降；电池片、组件环节虽成本端降价幅度大于产品价格，但总资产周转率下滑导致电池片环节整体 ROE 小幅下降；光伏设备净利率好转叠加杠杆率提升，ROE 小幅上升。

表 4：光伏产业链各版块杜邦拆解

	净资产收益率 (%)						销售净利率 (%)					总资产周转率 (次)					资产负债率 (%)							
	光伏设备	硅料	硅片	晶硅电池片	组件	光伏运营商	光伏设备	硅料	硅片	晶硅电池片	组件	光伏运营商	光伏设备	硅料	硅片	晶硅电池片	组件	光伏运营商	光伏设备	硅料	硅片	晶硅电池片	组件	光伏运营商
2019Q1	3	3	2	3	3	1	20	8	4	10	9	12	0	0	0	0	0	0	3	3	2	3	3	1
2018	29	14	9	10	7	9	22	7	9	7	5	16	1	0	0	1	1	0	29	14	9	10	7	9
2018Q1	6	2	2	2	0	2	22	19	16	-3	3	17	0	0	0	0	0	0	6	2	2	2	0	2
2017	38	16	14	21	16	8	23	13	14	3	6	17	1	1	0	1	1	0	38	16	14	21	16	8
2017Q1	2	2	2	4	1	1	17	17	7	-1	3	11	0	0	0	0	0	0	2	2	2	4	1	1
2016	37	14	10	19	14	9	19	10	11	4	7	13	1	1	0	1	1	0	37	14	10	19	14	9
2016Q1	1	0	2	5	6	2	13	7	14	11	9	9	0	0	0	0	0	0	1	0	2	5	6	2
2015	28	11	6	13	41	13	16	7	10	5	7	11	1	1	0	1	1	0	28	11	6	13	41	13
2015Q1	2	-1	1	1	7	3	20	1	9	1	5	7	0	0	0	0	0	0	2	-1	1	1	7	3
2014	-5	14	5	14	-26	13	3	6	8	5	25	9	0	1	0	1	1	1	-5	14	5	14	-26	13
2014Q1	1	-1	1	0	1	3	23	2	9	3	-14	6	0	0	0	0	0	0	1	-1	1	0	1	3

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

风电产业链：零部件板块兑现高增速，招标市场确立 19-20 全球风电大年

设备制造板块集中度提升，弃风率已回归合理区间

2019 年 4 月 4 日，中国风能协会、农机协会和可再生能源中心联合发布 2018 年中国风电吊装容量统计简报，2018 年中国风电吊装容量排名前 5 名的整机厂商市占率合计达到 75.2%，同比提升 8.3 个百分点；行业龙头金风科技市场占有率跃升 5.1 个百分点，反映风机市场行业集中度显著加强。整机厂商集中度的提升意味着上游零部件企业的集中度也被动提升，行业前五名整机厂商的主力零部件供应商将获得更高的市场份额。

表 5：中国风电吊装市场排名（容量单位：万千瓦）

2018 年国内排名	企业名称	2018 年吊装容量	2018 年市场份额	2017 年吊装容量	2017 年市场份额
1	金风科技	671	31.7%	523	26.6%
2	远景能源	418	19.8%	304	15.5%
3	明阳智能	262	12.4%	246	12.5%
4	联合动力	124	5.9%	131	6.7%
5	上海电气	114	5.4%	112	5.7%
6	运达风电	85	4.0%	83	4.2%
7	中国海装	81	3.8%	93	4.7%
8	湘电风能	55	2.6%	93	4.7%
9	Vestas	54	2.6%	39	2.0%
10	东方电气	38	1.8%	80	4.1%
11	中车风电	30	1.4%	41	2.1%
12	南京风电	30	1.4%		0.0%
13	Siemens Gamesa	28	1.3%	11	0.6%
14	三一重能	25	1.2%	42	2.1%
15	华仪风能	23	1.1%	10	0.5%
	其他	77	3.6%	158	8.0%
	合计	2,114	100.0%	1,966	100.0%

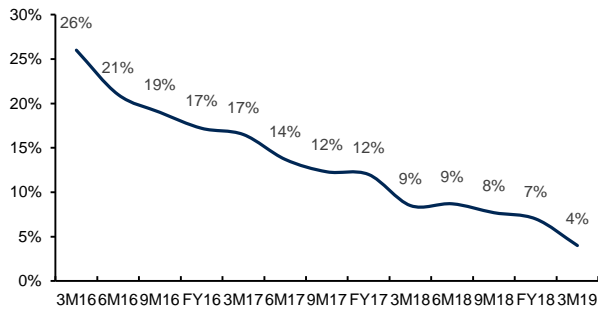
资料来源：中国风能协会，国信证券经济研究所整理

国家能源局发布在 4 月底发布 2019 年第一季度风电并网运行情况，2019 年 1-3 月全国新增风电装机容量 478 万千瓦，其中海上风电 12 万千瓦，累计并网装机容量达到 1.89 亿千瓦。2019 年 1-3 月，全国风电发电量 1041 亿千瓦时，同比增长 6.3%。

1-3 月我国风电消纳持续改善，为未来的三北市场重启和平价项目切入提供前提基础：弃风电量 43 亿千瓦时，同比减少 48 亿千瓦时；平均弃风率 4.0%，弃风率同比下降 4.5 个百分点，弃风电量和弃风率持续“双降”。

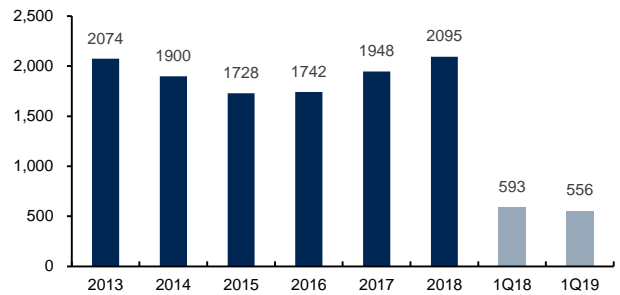
风电预警监测红色、橙色地区的弃风率显著下降，2020 年有望“摘帽”：橙色区域弃风率已降至 10% 以内，其中河北降至 5.1%、内蒙降至 7.4%，山西下降至 1.6%；红色地区仅新疆依然在 10% 以上，为 15.2%；宁夏由于限电改善和风资源波动的原因已降至 3.1%。

图 8: 全国风电限电率



资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图 9: 全国风电平均利用小时数



资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

表 6: 风电板块业绩表现

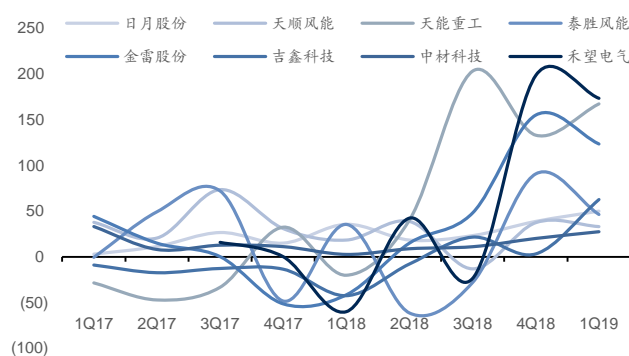
板块名称	营业总收入同比增	营业总收入同比增	营业利润同比增	营业利润同比增
	长率 2018 年 (%)	长率 1Q19 (%)	长率 2018 年 (%)	长率 1Q19 (%)
风电零部件	15.9%	45.5%	-3.3%	77.2%
风电整机	15.6%	71.9%	6.4%	195.1%
风电运营	14.3%	-26.1%	12.7%	-27.4%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

风电零部件普遍兑现高增速业绩, 盈利能力持续修复

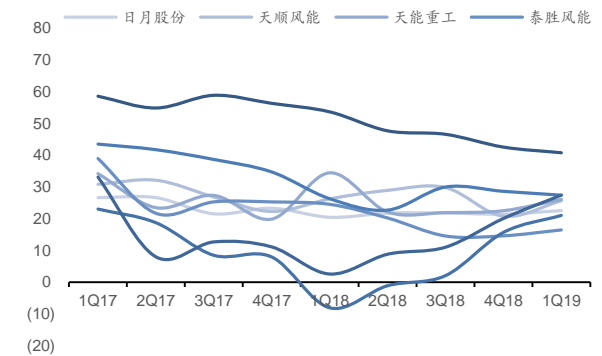
风电制造板块在 2019 年第一季度开始兑现营收高增速, 上游零部件厂商在出货量大幅提升的同时, 毛利率随着规模效应和议价能力的提高而持续改善。在全球风电稳步发展的大背景下, 风电零部件制造商正处于利润率和出货量稳步修复的第一阶段, 未来头部企业还有进一步扩产潜力。2018 年报风电零部件板块业绩已明显触底反转, 我们预计业绩高速增长趋势将在 1-2 年内保持下去。

图 10: 风电零部件企业季度营业收入同比增速 (%)



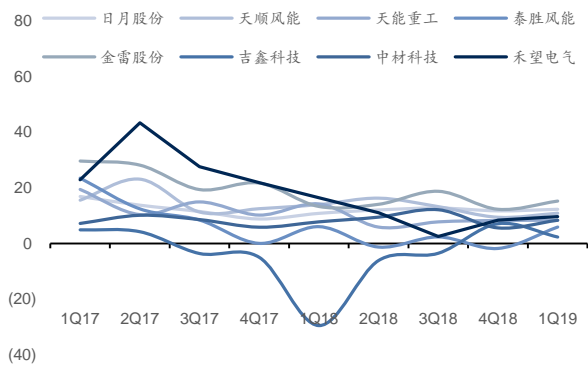
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 11: 风电零部件企业季度销售毛利率走势 (%)



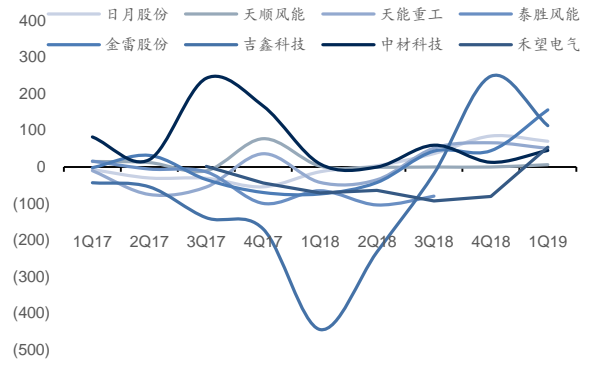
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 12: 风电零部件企业季度销售净利率走势 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 13: 风电零部件企业季度归母净利润同比增速 (%)

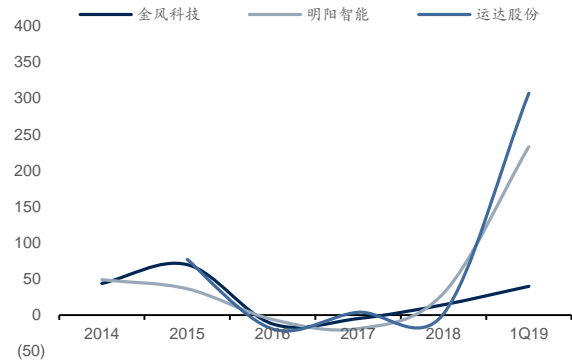


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

风电整机板块营收放量但盈利能力下滑, 仍需消化价格战压力

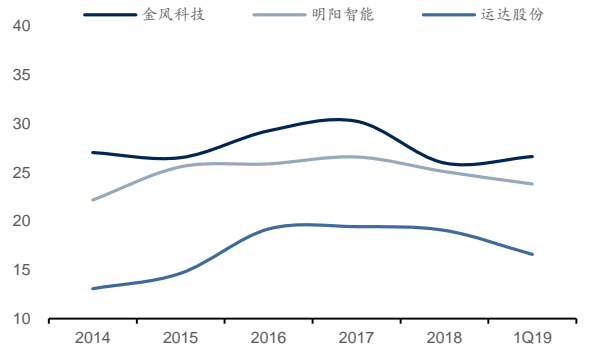
风电整机制造商由于 2018 年仍处于较为激烈的价格战当中, 绝大多数低价订单需要在 2019 年消化, 虽然出货量有显著增长, 但盈利能力在 2019 年第一季度尚未见底, 须待低价订单集中消化后方可触底。预计风电整机企业净利润将在 2019 年第四季度加速修复, 并跟随零部件行业一起进入稳步提升的阶段。

图 14: 风电整机企业年度营业收入同比增速 (%)



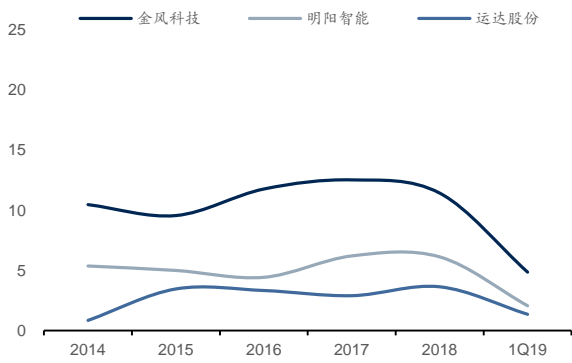
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 15: 风电整机企业年度销售毛利率走势 (%)



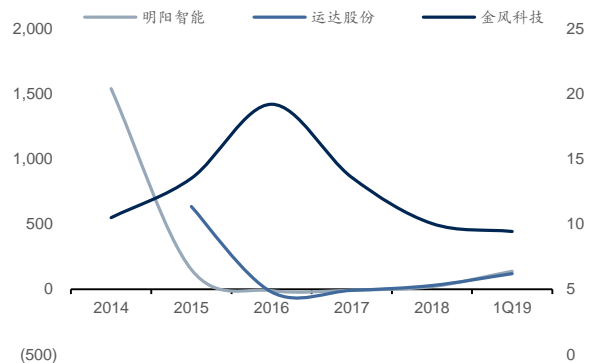
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 16: 风电整机企业年度销售净利率走势 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 17: 风电整机企业年度归母净利润同比增速 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

表 7: 风电制造上市公司业绩表现

证券代码	证券简称	营业	营业	同比	营业	营业	同比	营业	营业	同比	营业	营业	同比
		总收入	总收入	增长	总收入	总收入	增长	利润	利润	增长	利润	利润	增长
		(2017)	(2018)	(%)	(1Q18)	(1Q19)	(%)	(2017)	(2018)	(%)	(1Q18)	(1Q19)	(%)
603218.SH	日月股份	18.31	23.51	28.3%	4.49	6.74	49.9%	2.61	3.24	24.1%	0.55	0.97	77.6%
002531.SZ	天顺风能	32.38	38.34	18.4%	6.33	8.42	33.0%	5.36	5.29	-1.2%	0.84	0.98	16.7%
601218.SH	吉鑫科技	13.49	12.69	-5.9%	1.89	3.07	62.6%	0.06	-0.86	-1573%	-0.65	0.10	-115.2%
002080.SZ	中材科技	102.68	114.47	11.5%	20.84	26.56	27.4%	10.19	12.90	26.7%	1.95	2.70	38.1%
300569.SZ	天能重工	7.38	13.94	88.8%	1.35	3.60	167.3%	1.04	1.25	20.9%	0.22	0.37	72.9%
300129.SZ	泰胜风能	15.90	14.73	-7.4%	2.32	3.40	46.3%	1.74	0.16	-90.6%	0.14	0.24	74.3%
300443.SZ	金雷股份	5.96	7.90	32.4%	1.00	2.23	123.4%	1.74	1.34	-23.3%	0.16	0.39	152.5%
603063.SH	禾望电气	8.78	11.81	34.5%	1.25	3.40	173.4%	2.51	1.07	-57.4%	0.22	0.32	42.8%
002202.SZ	金风科技	251.29	287.31	14.3%	38.60	53.96	39.8%	35.09	37.18	6.0%	2.84	2.59	-8.8%
601615.SH	明阳智能	52.98	69.02	30.3%	5.24	17.46	233.0%	3.60	3.80	5.6%	-1.32	0.34	125.5%
300772.SZ	运达股份	32.57	33.12	1.7%	1.67	6.79	307.0%	1.00	1.22	22.3%	-0.49	0.12	125.0%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

受风资源波动影响, 运营商一季度业绩普遍下滑

2019年1-3月全国平均风电利用小时数556小时, 同比下降37小时。由于新疆、宁夏、内蒙和山西一脉风资源弱于去年同期, 因此拖累第一季度风电运营商的整体业绩。龙源电力第一季度营业利润同比下滑4%, 节能风电同比下滑41.3%, 江苏新能第一季度营利润也同比下滑38%。

表 8: 风电运营商业绩表现

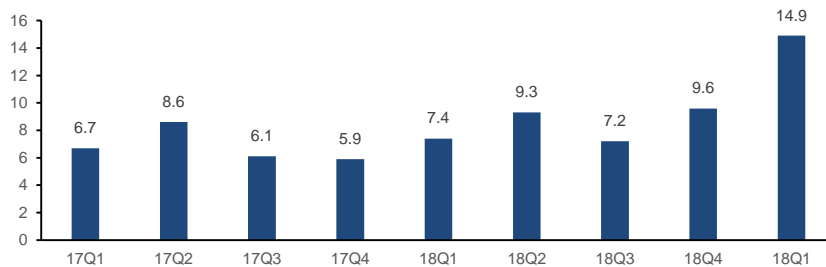
证券代码	公司名称	营业总收入同比增长率 2018年(%)	营业总收入同比增长率 1Q19年(%)	营业利润同比增长率 2018年(%)	营业利润同比增长率 1Q19(%)
0916.HK	龙源电力	7.6%	3.6%	10.0%	-4.0%
0958.HK	华能新能源	10.7%		8.4%	
601016.SH	节能风电	27.0%	-9.7%	33.6%	-41.3%
603693.SH	江苏新能	3.9%	-8.8%	6.6%	-38.0%
0956.HK	新天绿色能源	41.7%	-100.0%	28.5%	

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

海内外行业招标量激增, 全球风机涨价确立大年趋势

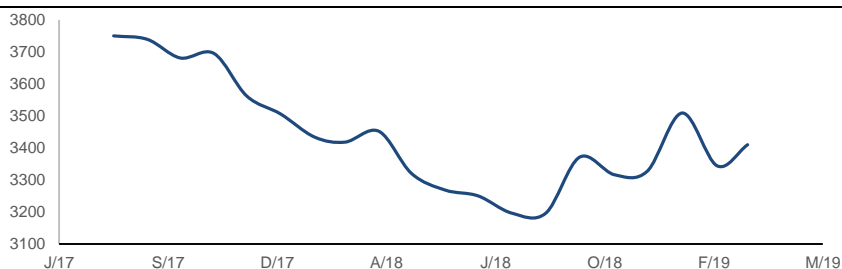
2019年一季度国内风机公开招标量已达到14.9GW, 同比增长101%, 创单季最高纪录。其中海上风电招标3.0GW, 同比增长61.2%。北方项目占比74.3%。国内风机价格全线超过3400元/千瓦, 2MW机型累计涨价6.7%; 2.5MW机型累计涨价4%。2019-2020年国内风电行业进入装机大年的趋势确立。

图 7: 国内季度风电机组季度招标容量 (GW)



资料来源:金风科技, 国信证券经济研究所整理。

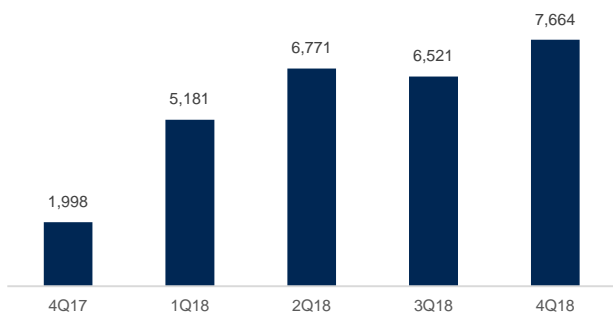
图 8: 国内风电机组投标均价走势 (含税价, 元/千瓦)



资料来源:金风科技,国信证券经济研究所整理

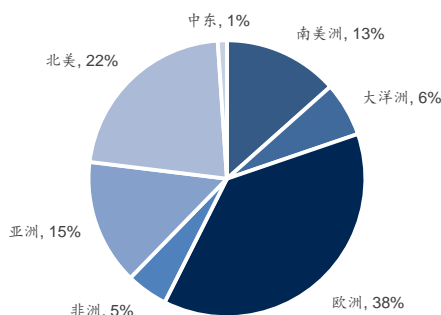
BNEF 的统计 2018 年海外市场风机新增订单 (不完全统计) 达到 28GW, 并且在第四季度加速增长, 反映 2019-2020 年全球风电装机需求旺盛。欧洲、北美、亚洲 (印度、土耳其) 以及南美洲是主要的招标市场, 合计占统计订单的 88%。

图 18: 海外市场季度招标量 (MW, 不完全统计)



资料来源: BNEF, 国信证券经济研究所整理

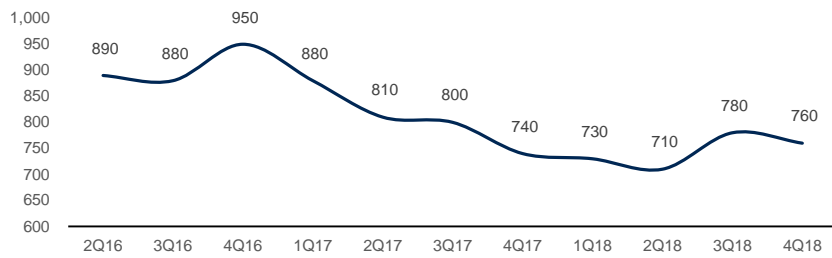
图 19: 海外市场区域招标占比 (不完全统计)



资料来源: BNEF, 国信证券经济研究所整理

龙头企业维斯塔斯的新签订单均价在 2018 年第三季度超过在手订单均价和销售均价, 每千瓦价格上涨 70 欧元, 达到 780 欧元/千瓦时。

图 20: Vestas 每季度新签订单均价 (欧元/千瓦)

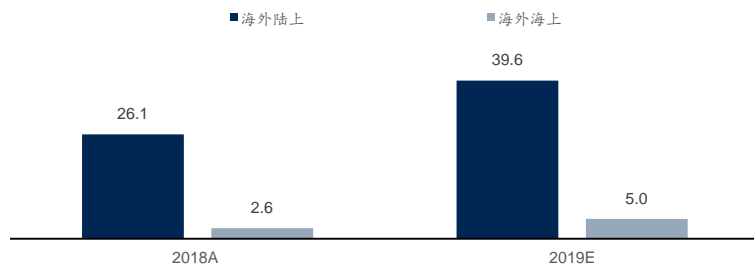


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

风机价格的上涨主要因为需求快速提升以及机组大型化。海外风电项目的上网电价也开始企稳, 对风机价格有一定支撑作用。截至 2018 年第四季度, 海外风电整机招标的平均单台容量已经从一年前的 3.3MW 提升到 3.8MW。印度过去 18 个月的风电竞价上网投标电价, 也从最低的 2.43 美分/千瓦时回复到 2.76 美分/千瓦时, 最高一度达到 2.85 美分, 相当于比最低电价提高了 17%。

根据彭博的预测, 2019 年海外陆上风电装机预计达到 39.6GW, 同比增长 52%; 海上风电装机同比增长 92%达到 5GW。

图 21: BNEF2019 年海外市场陆上风电和海上风电装机预测 (GW)



资料来源: BNEF, 国信证券经济研究所整理, 注: 数据不包含中国大陆市场。

2018 年的海外市场装机数据显示, 海外市场风电整机厂商的集中度非常高, 前 6 家整机厂商占整个海外风电吊装市场份额达到 86%。这些企业在 2018 年新签订单容量纷纷创历史新高, 合计 33GW 同比增长 27%, 反映 2019 年风机市场高景气度非常确定。

表 9: 六大海外整机厂商 2018 年新增订单和 2018 年底在手订单及同比增幅

公司	新增订单容量 (GW)	新增订单同比增速	在手订单	在手订单同比增速
Vestas	14.2	27%	15.6GW	36%
西门子歌美飒	9.5	12%	228 (亿欧元)	10%
GE	109 亿美元	5%	172.7 (亿美元)	10%
Nordex	4	47%	31.4 (亿欧元)	186%
MHI-Vestas	3.18	27%	3.83GW	N.A
Suzlon	1.96	96%	3.1GW	9.70%
合计	33	27%		

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

我们预计风机制造板块在 2019 年第二季度营业收入和营业利润保持高速增长, 零部件制造板块的盈利能力伴随出货量的高增长而继续修复。我们强烈建议关注风电零部件板块的投资机会, 并密切关注部分盈利能力提前修复的风电整机企业。

综上所述, 我们预计 2019 年第二季度风电板块业绩持续改善, 主要原因如下:

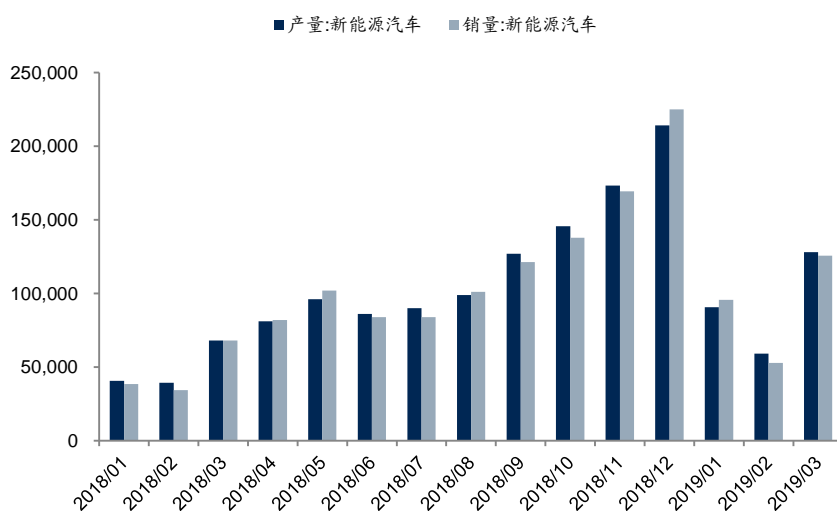
一、政策鼓励，预计国家将于近期出台 2019 年最新的风电标杆电价核定方法，按期并网和按期开工的要求将更加严格，促进存量核准项目的尽快建设并网。同时限电改善将促进平价项目的踊跃申报，为未来 2-3 年的行业需求奠定坚实基础，并提升制造企业的市场议价能力。

二、海内外采购需求拉动风电制造板块业绩持续改善，我们认为 2019 年全年国内风电装机将跃升至 28-30GW 左右，海外跃升至 40-45GW 左右，同时当前外资整机厂商也加大中国头部零部件厂商采购的比例，国内风电制造板块单季度收入预计实现 50-100% 以上的同比增速。

新能源汽车：后补贴时代产业链承压，龙头凸显

新能源汽车行业进入后补贴时代，2019Q1 抢装显现仍明显，产线同比增长 88.14%/94.62%。伴随 19 年新补贴政策落地，新能源汽车行业进入后补贴时代，短期来看 19Q1 由于对补贴政策预期较为充分同时进入过渡期，行业整体仍处于抢装时间段，从一季度的产销数据来看，19Q1 新能源汽车产销分别为 27.81 万辆和 27.42 万辆，同比增长 88.14% 与 94.62%，目前行业主要的驱动力一方面来自于过渡期的抢装趋势，另一方面仍在于传统限牌、限行和营运等刚性需求与新车型带来的纯市场需求的叠加。受制于成本下降幅度，伴随过渡期结束下半年行业短期价格盈利能力承压，但我们判断这将带来行业进一步洗牌，龙头企业市场份额有望得到进一步提升，中长期将享受行业增长带来的量利红利。

图 22：2018-2019Q1 年新能源汽车产销量（辆）



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

行业整体盈利能力承压，利润重心逐步往中下游移动

我们筛选统计的新能源汽车产业链公司合计 41 家，分布于原材料（7 家）、锂电设备（3 家）、四大材料（13 家）、锂电池（7 家）、电机电控（6 家）、热管理等（5 家）环节。

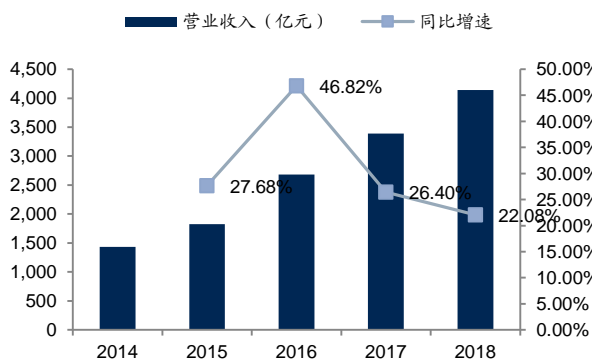
表 10: 统计标的汇总情况

板块	标的情况
原材料	华友钴业、寒锐钴业、洛阳钼业 赣锋锂业、天齐锂业、雅化集团 格林美
锂电设备	先导智能、赢合科技、百利科技
四大材料	当升科技、杉杉股份、厦门钨业、璞泰来、贝特瑞、星源材质、恩杰股份、沧州明珠、新宙邦 天赐材料、江苏国泰、多氟多、天际股份
锂电池	宁德时代、国轩高科、中信国安、比亚迪、亿纬锂能、欣旺达、成飞集成
电机电控	正海磁材、大地和、方正电机、卧龙电气、汇川技术、合康新能
热管理、铝塑膜等	三花智控、银轮股份、奥特佳、松芝股份、新纶科技

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

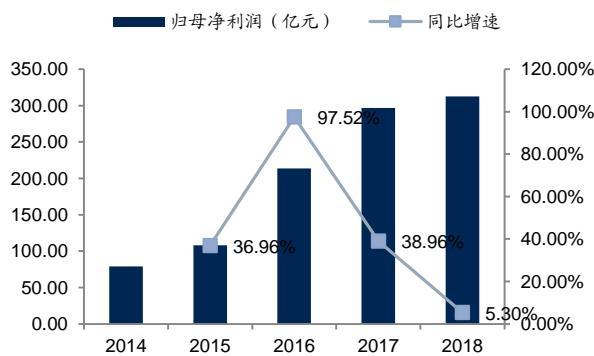
新能源汽车行业 2018 年总体盈利能力承压, 行业营收维持稳定增长, 净利润增速进一步放缓。受益于 2018 年新能源汽车产销高速增长, 新能源汽车行业收入增速稳定, 其中 41 家公司合计完成营业收入 4140 亿元, 同比增长 22.08%, 增速比 2017 年下降 4.32pct; 同时受补贴退坡带来的产业链价格大幅下降影响行业整体净利润增速进一步放缓, 18 年全年合计实现归母净利润 312.44 亿元, 同比增长 5.30%。

图 23: 2014-2018 新能源汽车行业营业收入



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 24: 2014-2018 年新能源汽车行业归母净利润



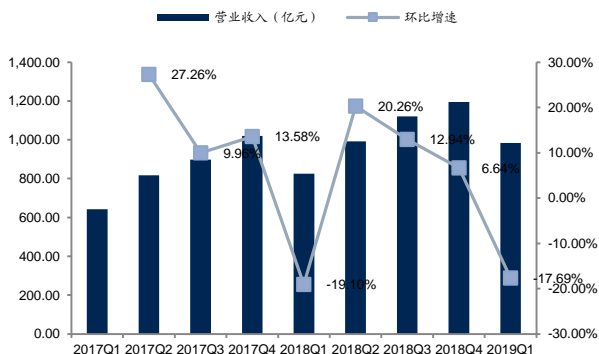
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

从季度数据看, 受价格下降影响, 行业 18Q4 收入增速放缓, 归母净利润出现明显下滑。由于 18 年 6 月份是行业政策切换月, 因此二季度出现明显的抢装行情, 导致三季度行业收入增速放缓, 虽四季度仍出现了较为明显的抢装行情, 但产业链价格下滑带来的收入和盈利能力影响体现较为明显。41 家公司 18Q4 合计营业收入 1195.69 亿元, 环比增长 6.64%, 归母净利润 66.00 亿元, 环比下降 26.28%。整体来看 18 年全年及四季度行业量增利减趋势明显, 短期内补贴政策造成产业链盈利能力承压。

19Q1 行业延续抢装行情, 呈现出较为明显的量增利减局面。2019 年一季度受行业对补贴政策预期较为充分以及进入缓冲期影响, 新能源汽车产业链抢装现象明显, 价格继续承压, 在这种情况下行业 41 家公司整体实现营业收入 984.15

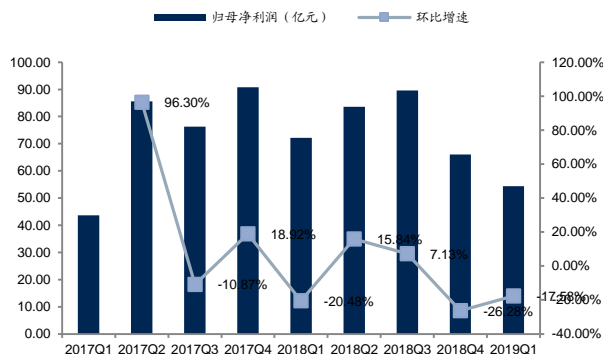
亿元，同比增长 19.22%，实现归母净利润 54.40 亿元，同比大幅下滑 24.60%。

图 25: 2017-2018 新能源汽车行业分季度营业收入



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 26: 2017-2018 新能源汽车行业分季度归母净利润



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

分环节数据看，2018 年锂电设备仍是增速最快的环节，锂电池板块体现较快增速，四季度单季原材料板块增速大幅放缓。受益于 17-18 年行业正处于高速扩张期，2018 年锂电设备环节收入同比增长 64.22%，归母净利润同比增长 40.38%，领跑整个板块，锂电池环节营收和净利润表现突出增速位列板块第二，原材料环节由于价格大幅下降以及供需结构整体供给仍然过剩，收入及净利润增速大幅度放缓，特别是 18Q4 单季度净利润出现同比大幅下滑。四大材料环节 18 年在收入和净利润方面基本维持量增利平的局面。

19Q1 分环节来看，中游锂电池和电机电控表现亮眼，上游原材料走低。2019 年一季度板块各环节出现较为明显的分化，上游原材料低迷，收入和净利润同比分别下降 11.55%和 78.21%，锂电设备、四大材料增长平稳，锂电池和电机电控环节表现亮眼，其中锂电池环节收入/净利润同比增速分别为 40.08%/164.66%，电机电控继四季度后扭亏为盈，收入和净利润同比增速分别为 12.55%和 22.83%。

表 11: 2018 年新能源汽车行业业绩分板块统计情况

	2018 营业		2018 归母		2019Q1		2019Q1	
	收入(亿元)	同比增速	净利润(亿元)	同比增速	营业收入(亿元)	同比增速	净利润(亿元)	同比增速
原材料	713.89	22.60%	112.08	17.54%	158.56	-11.55%	8.49	-78.21%
锂电设备	71.60	64.22%	12.17	40.38%	15.26	24.98%	3.01	15.32%
四大材料	912.88	16.82%	59.86	19.79%	203.37	15.41%	10.89	-18.39%
锂电池	1956.02	26.95%	98.21	-0.60%	491.76	40.08%	23.45	164.66%
电机电控	216.93	14.45%	8.53	-56.04%	49.66	12.55%	3.78	22.83%
热管理、铝塑膜等	268.48	6.01%	21.58	-12.00%	65.54	4.59%	4.78	-9.34%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

盈利能力分化，龙头企业有较明显优势

原材料环节盈利能力逐季下滑。虽然出货量持续增长，但受制于锂和钴价格下行趋势、持续的供过于求格局以及资产减值损失，上游原材料环节出现了较为明显的盈利能力逐季下滑趋势，2019Q4 的毛利率、净利率、ROE 为 22.86%、6.62%和 0.74%，较 2018Q4 下降 5.6pct/2.5pct/0.1pct；从细分环节来看，钴资源板块的华友钴业、寒锐钴业及洛阳钼业下滑趋势最为明显，19Q1 毛利率仅为 12.02%、6.18%和 15.11%，而锂资源和锂电回收板块虽然也表现为一定程

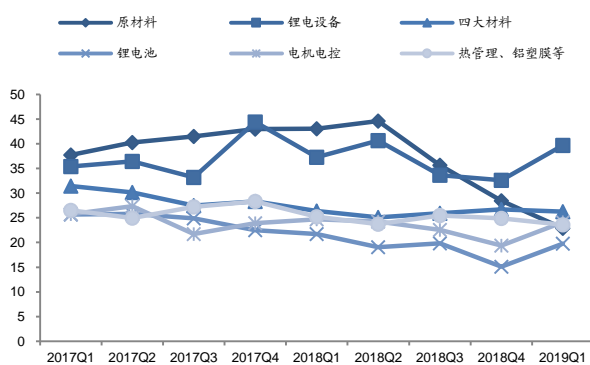
度下滑但整体仍然较为稳健。

锂电设备环节盈利能力整体较为稳健。18Q4 和 19Q1 行业平均毛利率为 32.60% 和 39.68%，与 17Q4 和 18Q1 同期变化不大。龙头企业先导智能、赢合科技、百利科技分别由于单个大订单、原材料价格等因素影响单季度盈利能力有所波动。

四大材料环节盈利能力分，总体略有下降。细分环节中，**正极环节**由于普遍为收取加工费模式，盈利能力与原材料价格、产品品质及钴价差挂钩，最为明显的是当升科技，18Q4 毛利率上升至 25.53%，而 19Q1 又回落至 16.94%；同时龙头公司得益于产品溢价、成本控制以及海外客户机构的盈利能力凸显。**负极环节**得益于价格下降幅度较小毛利率呈现一定下降趋势但整体较为平稳，行业 19Q1 整体毛利率维持在 28.02% 较 18Q1 下降了 4.6pct，贝特瑞海外供应放量盈利能力较为稳健，璞泰来由于原材料价格压力盈利能力略有下滑。**隔膜环节**受上海恩捷资产合并影响导致行业盈利能力上升，行业整体 2019Q1 盈利能力有所上升，龙头公司恩捷股份和星源材质在毛利率和净利率上较二线企业沧州明珠有较大的优势。**电解液环节**受益于原材料涨价和电解液价格稍有回调，2018Q4 毛利率明显回调，2019Q1 起重新回落，其中新宙邦和天赐材料受非电解液业务影响较大。

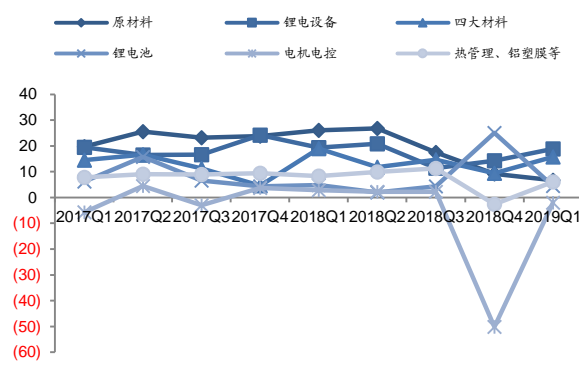
锂电池环节行业龙头效应明显。毛利率方面宁德时代、国轩高科、亿纬锂能的毛利率仍显著高于行业其他公司，一方面原材料价格下降另一方面电池价格因退补压力持续走低，一季度宁德时代毛利率有较明显下滑；国轩高科因收入确认时点调整一季度盈利能力数据较高。

图 27: 新能源汽车行业分环节毛利率变化趋势 (%)



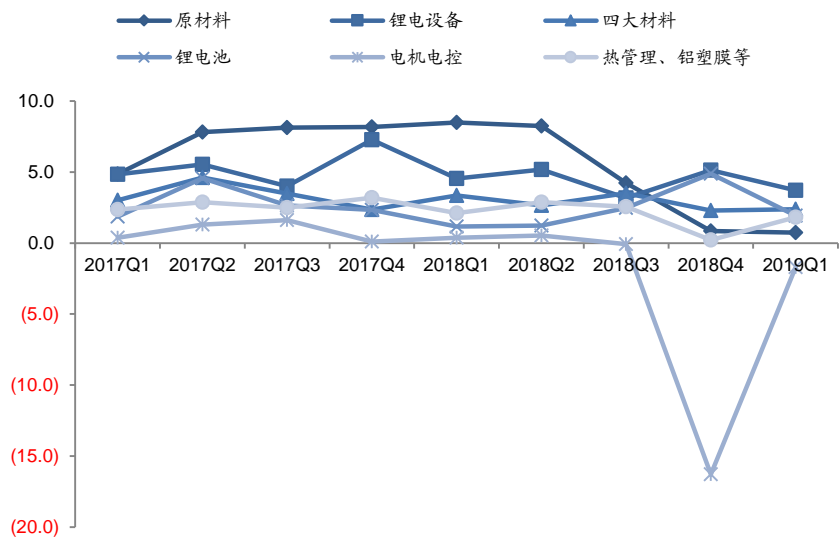
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 28: 新能源汽车行业分环节净利率变化趋势 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 29: 新能源汽车行业分环节 ROE 变化趋势 (%)



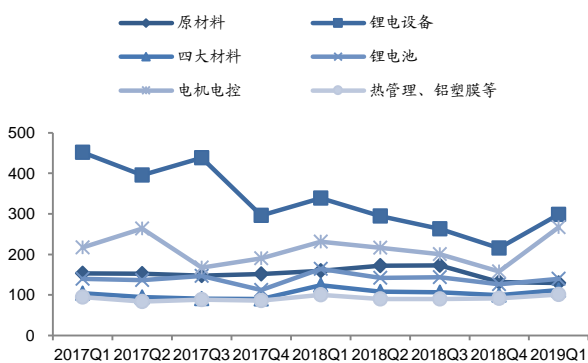
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

营运能力相对稳定, 龙头企业占优

原材料存货周转周期明显优化, 锂电设备、电机电控存货周转压力较大, 锂电池龙头优势明显。原材料、锂电设备、四大材料、锂电池、电机电控、热管理等环节 2019Q1 存货周转周期分别为 130/298/112/140/267/101 天, 较 2018Q4 分别增加了 -2/83/12/13/109/9 天。其中以锂电池环节为例, 宁德时代、欣旺达周转速度明显较快均在 100 天以内, 比亚迪、亿纬锂能、国轩高科居于次席分别为 108、135、151 天, 中信国安、ST 集成等均在 180 天以上, 从行业存货周转速度可初步看到行业目前处于相对旺季, 龙头企业产销效率更高。

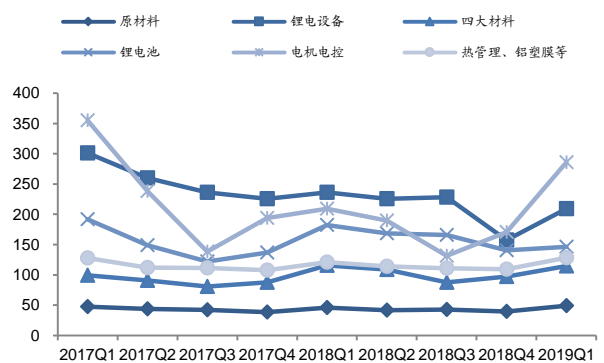
一季度行业应收账款周转天数普遍较长, 除电机电控和零部件环节外其他环节较 18 年初均有改善。目前原材料、锂电设备、四大材料、锂电池、电机电控、热管理等环节 2019Q1 应收账款周转周期分别为 49/209/115/147/286/128 天, 较 2018Q1 分别增加了 3/-27/-1/-36/77/7 天。同样从锂电池环节看, 龙头企业应收账款周转天数有明显优势。

图 30: 新能源汽车行业分环节存货周转天数变化趋势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 31: 新能源汽车行业分环节应收账款周转天数变化趋势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

投资建议

风电：我们预计风机制造板块在 2019 年第二季度营业收入和营业利润保持高速增长，零部件制造板块的盈利能力伴随出货量的高增长而继续修复。我们强烈建议关注风电零部件板块的投资机会，并密切关注部分盈利能力提前修复的风电整机企业。**建议重点关注日月股份、天能重工、天顺风能、金风科技。**

光伏：行业估值底部出现，触底反弹进行时。三年来政策及需求影响下，行业估值下移明显，其中 2016-2018 年全球新增装机增速为 43.4%、34.21%、1.96%，边际增速向下；国内需求在过去三年主导全球，政策又进一步加大了行业估值波动，所以综合来看，过去三年光伏行业估值整体下移明显。进入 19 年，一系列基本面、政策面改善超预期，而行业估值水平目前仅超过三年来估值的 25% 分位数水平。随着国内政策落地，行业高景气度开启，产业链价格触底回升，2019 年光伏行业均值回归大势所趋，18 年也将成为近几年来行业的估值低点。**建议重点关注阳光电源、捷佳伟创、通威股份、太阳能，关注林洋能源。**

新能源汽车：短期承压，中长期成长性依旧，优选长期成长性标的。从中长期来看，新能源汽车产业增速不减，电动化全球化趋势加剧；从短期来看，补贴政策基本符合预期过渡期超预期，同时产业已形成较为一致的提前布局；目前产业链景气度依然处于高位，我们认为伴随国内、外两大市场的放量以及上半年的抢装行情持续，产业链有望持续处于高景气度状态，各环节龙头将受益，标的方面精选国内磷酸铁锂路线复苏以及锂电全球供应链放量受益标的，**建议重点关注宁德时代、新宙邦等，关注国轩高科。**

风险提示

- 第一，风电、光伏行业补贴和政策不达预期；风电、光伏行业装机不及预期
- 第二，新能源汽车板块受政策影响较大，若补贴政策出现不利变化，行业或面临需求下滑的风险；
- 第三，双积分政策执行不及预期，CAFC、NEV 积分转让不畅通；
- 第四，新能源车企中高端车型推出不顺利，市场认可度不及预期。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032