

# 电气设备

## 新能源汽车拐点将至，关注风光盈利改善机会

**2018年以来营业收入与归母净利润增幅下滑，2019年一季度回升，行业整体单季度毛利率持续下滑，2019年Q1有所企稳。**2018年电力设备新能源行业实现收入5972.19亿元(+8.86%)；2019年Q1实现收入1237.36亿元(+13.15%)。2018年行业实现归母净利润392.94亿元(-16.8%)，2019年Q1实现归母净利润72.67亿元(+8.54%)。板块的增速在去年四季度达到低点，随后增速开始回升。从毛利率来看，2017年以来，行业毛利率呈现下降趋势，2018年第四季度毛利率下降至22.88%。2019年Q1毛利率开始企稳，回升至23.03%。

**风电：行业复苏迹象明显，行业收入增速逐季改善；整机厂商低价订单释放，盈利能力承压；零部件厂商业绩高速增长。**2018年以来，风电行业复苏迹象明显。2018年风电新增并网20.59GW(+37.3%)；2019年一季度新增装机容量为4.78GW(+21.3%)。行业复苏带动板块收入稳步增长，2018年全年风电板块实现收入559.09亿元(+13.54%)，2019年Q1风电板块实现收入118.18亿元(+33.18%)。由于前期风机价格战影响，目前风机厂商仍有部分低价订单积压在手中。低价订单持续释放致整机厂商毛利率短期之内或仍有压力。从一季报业绩来看，金风科技、明阳智能和运达股份毛利率分别同比-9.4、-6.4、-2.1pcts，分别环比+0.7、-1.3和-2.5pcts。2018年三季度以来，钢价开始下行，Myspic综合钢价指数从160左右下降至2019年1月的140左右，下滑12.5%，随后钢价企稳后小幅反弹至150左右。风机零部件厂商原材料多为钢材。2019年Q1零部件厂商净利润增速明显改善，其中金雷风电、双一科技、日月股份和天能重工归母净利润增速超过100%。

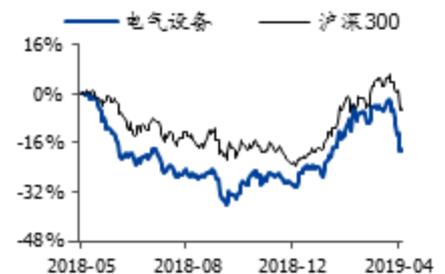
**光伏：受政策影响，板块收入缓慢增长；龙头企业产能稳步释放，不惧行业周期。**2018年国内531政策影响，全年新增装机为44.26GW(-16.6%)。产业链各环节价格下降迅速。2018Q3板块单季度收入出现环比负增长。2018Q4以来，随着海外需求的兴起，产业链价格企稳，收入增速开始改善。2018年全年光伏板块实现收入1548.82亿元(+5.11%)，2019年Q1实现收入342.86亿元(+17.74%)。通威股份2018年多晶硅料环节以量补价，电池片产能加速扩张。2018年公司实现收入275.35亿元(+5.53%)，实现归母净利润20.19亿元(+0.51%)。2019年一季度，公司实现收入61.69亿元(+18.14%)，实现归母净利润4.91亿元(+53.36%)。隆基股份积极布局海外市场，2018年公司实现收入219.88亿元(+34.38%)，归属母公司净利润25.58亿元(-28.24%)。2019年一季度公司实现收入57.10亿元(+64.56%)，实现归母净利润6.11亿元(+12.54%)。

**新能源汽车：产销高增，锂电龙头优势强化。**2018年新能源汽车产销分别为127/125.6万辆(+59.9%/+61.7%)，2019Q1产销分别为30.4/29.9万辆(+102.7%/+109.7%)。新能源汽车产销高增，带动锂电池板块营收大幅增长，2018年锂电池板块实现收入717.2亿元(+31.1%)，2019Q1205.8亿元(+80.3%)。补贴下降导致产业链价格压力较大，板块净利润增速显著低于营收增速，2018年净利润91.25亿(+5%)，2019Q1实现净利润22.53亿(+31%)。2018/2019Q1锂电池板块毛利率分别为28.89%/27.66%，分别同比下滑3.37/1.46pct，延续下降趋势，在补贴持续下降过程中预计板块毛利率将进一步压缩，但幅度将逐步趋缓。2018/2019Q1板块经营活动现金流分别为119.0/48.9亿，同比分别大幅增长369.07%/243.94%，主要因宁德时代产业链议价能力超强。分产业链环节来看，营收利润增速分化明显，龙头公司优势强化。中游的技术迭代和下游供给优化将是长周期投资主线，两者是驱动产业发展的根本，继续推荐恩捷股份、当升科技、新宙邦、璞泰来、宏发股份、宁德时代、亿纬锂能。

**风险提示：**风机招标价格下降影响风电设备商毛利率，国内光伏政策不及预期，全球装机需求受宏观经济影响不及预期，新能源汽车产销不及预期，产业链价格降幅超预期。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 王磊

执业证书编号：S0680518030001

邮箱：wanglei@gszq.com

分析师 孟兴亚

执业证书编号：S0680518030005

邮箱：mengxingya@gszq.com

### 相关研究

- 《电气设备：一季度各环节龙头公司业绩高增，光伏电价政策基本符合预期》2019-05-05
- 《电气设备：光伏电价符合预期，全年国内需求稳中有进》2019-05-01
- 《电气设备：福清5号启动冷试，NCM811电池集体亮相上海车展》2019-04-28



**重点标的**

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600438	通威股份	增持	0.52	0.83	1.02	1.15	27.40	17.17	13.97	12.39
002531	天顺风能	买入	0.26	0.39	0.50	0.61	19.50	13.00	10.14	8.31
601012	隆基股份	增持	0.71	1.08	1.42	1.72	31.24	20.54	15.62	12.90
002202	金风科技	买入	0.78	0.82	0.97	1.19	13.81	13.13	11.10	9.05
601877	正泰电器	买入	1.67	2.00	2.45	2.90	13.95	11.65	9.51	8.03
002812	恩捷股份	买入	1.78	2.28	2.98		28.13	21.96	16.81	
300014	亿纬锂能	增持	0.67	0.99	1.50	1.96	36.91	24.98	16.49	12.62
300073	当升科技	增持	0.72	0.92	1.23	1.63	31.92	24.98	18.68	14.10

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

综述.....	5
板块营收和净利情况：增速于 2018 年触底，2019 年 Q1 明显好转.....	6
行业毛利率持续下滑，费用率总体震荡.....	8
风电：行业复苏收入高速增长.....	8
风机整机：收入改善明显，静候低价订单释放.....	9
风机零部件：业绩释放加速，净利高速增长.....	11
光伏：政策波动影响行业短期盈利能力.....	12
龙头企业产能稳步释放，不惧行业周期.....	13
新能源汽车：产销高增，锂电龙头优势强化.....	14
风险提示.....	20

## 图表目录

图表 1: 电力设备与新能源板块细分子行业公司列表.....	5
图表 2: 行业营业收入同比增速，单位：亿元.....	7
图表 3: 行业归母净利润同比增速，单位：亿元.....	7
图表 4: 细分行业营业收入同比增速（单位：%）.....	7
图表 5: 细分行业归母净利润同比增速（单位：%）.....	7
图表 6: 行业毛利率水平（单季）.....	8
图表 7: 行业期间费用率水平（单季）.....	8
图表 8: 风电板块收入累计变化情况，单位：亿元.....	9
图表 9: 风电板块收入单季度变化情况，单位：亿元.....	9
图表 10: 风电板块归母净利润累计变化情况，单位：亿元.....	9
图表 11: 风电板块归母净利润单季度变化情况，单位：亿元.....	9
图表 12: 金风科技季度收入同比变化，单位：亿元.....	10
图表 13: 明阳智能季度收入同比变化，单位：亿元.....	10
图表 14: 整机厂商单季度毛利率变化情况.....	10
图表 15: 风机招标价格走势，单位：元/kw.....	11
图表 16: 风电零部件厂商单季度收入同比.....	11
图表 17: 风电零部件厂商单季度毛利率变化.....	12
图表 18: 风电零部件厂商单季度归母净利润同比.....	12
图表 19: 光伏板块收入累计变化情况，单位：亿元.....	12
图表 20: 光伏板块收入单季度变化情况，单位：亿元.....	12
图表 21: 光伏板块归母净利润累计变化情况，单位：亿元.....	13
图表 22: 光伏板块归母净利润单季度变化情况，单位：亿元.....	13
图表 23: 公司历史 5 年收入变化情况，单位：亿元.....	13
图表 24: 公司毛利率逐季变化情况，单位：%.....	13
图表 25: 公司历史 5 年收入变化情况，单位：亿元.....	14
图表 26: 公司毛利率逐季变化情况，单位：%.....	14
图表 27: 分车型销量数据.....	14
图表 28: 纯电动乘用车车型结构.....	14
图表 29: 锂电板块季度营收.....	15
图表 30: 锂电板块累计营收.....	15
图表 31: 锂电板块季度净利润.....	15

图表 32: 锂电板块累计净利润.....	15
图表 33: 上游锂钴价格变化.....	16
图表 34: 上游锂钴均价变化.....	16
图表 35: 锂电板块毛利率变化.....	16
图表 36: 各环节价格变化.....	17
图表 37: 动力电池价格变化.....	17
图表 38: 隔膜价格变化.....	17
图表 39: 负极材料价格变化.....	17
图表 40: 电解液价格变化.....	17
图表 41: 正极材料价格变化.....	18
图表 42: 锂电板块营收分公司 (亿元).....	19
图表 43: 锂电板块净利润分公司 (亿元).....	19
图表 44: 锂电板块经营活动现金流分公司.....	20

## 综述

本文选取电力设备新能源板块的 131 家上市公司,具体分为充电桩、低压配用电、风电、电池、电解液、隔膜、正极、负极、中高压输变电、工业控制、太阳能、核电、导线电缆十三大板块,对其 2018 年年报及 2019 年一季报从行业整体、细分行业的盈利能力、营运能力、成长能力分别进行分析。具体的细分子行业情况如图表 1 所示。

图表 1: 电力设备与新能源板块细分子行业公司列表

细分子行业	代码	股票名称	细分子行业	代码	股票名称
充电桩	300001.SZ	特锐德	中高压输变电	002358.SZ	森源电气
	002364.SZ	中恒电气		002452.SZ	长高集团
	002276.SZ	万马股份		300341.SZ	麦迪电气
	002227.SZ	奥特迅		600580.SH	卧龙电气
	002441.SZ	众业达		600192.SH	长城电工
	002121.SZ	科陆电子		600112.SH	天成控股
	300491.SZ	通合科技		601616.SH	广电电气
	300141.SZ	和顺电气		000585.SZ	东北电气
	002518.SZ	科士达		300208.SZ	恒顺众昇
	300376.SZ	易事特		600353.SH	旭光股份
	300499.SZ	高澜股份		300040.SZ	九洲电气
低压配用电	002706.SZ	良信电器	600089.SH	特变电工	
	603861.SH	白云电器	002606.SZ	大连电瓷	
	601877.SH	正泰电器	000400.SZ	许继电气	
	600379.SH	宝光股份	300069.SZ	金利华电	
	300427.SZ	红相电力	002028.SZ	思源电气	
	002339.SZ	积成电子	601179.SH	中国西电	
	601126.SH	四方股份	600550.SH	保变电气	
	600452.SH	涪陵电力	600312.SH	平高电气	
	300062.SZ	中能电气	600560.SH	金自天正	
	300365.SZ	恒华科技	002527.SZ	新时达	
	002298.SZ	中电鑫龙	603416.SH	信捷电气	
	600268.SH	国电南自	002184.SZ	海得控制	
	300477.SZ	合纵科技	600525.SH	长园集团	
	603556.SH	海兴电力	000682.SZ	东方电子	
	300018.SZ	中元股份	002576.SZ	通达动力	
	300222.SZ	科大智能	002334.SZ	英威腾	
	600405.SH	动力源	300484.SZ	蓝海华腾	
	600517.SH	置信电气	300124.SZ	汇川技术	
	300360.SZ	炬华科技	002380.SZ	科远股份	
	300490.SZ	华自科技	600885.SH	宏发股份	

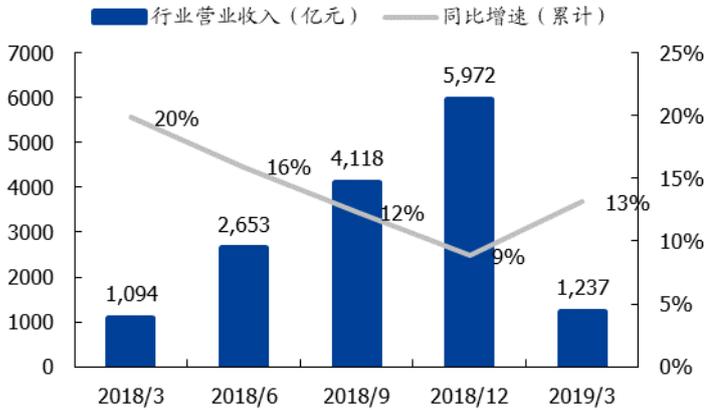
	600406.SH	国电南瑞		002851.SZ	麦格米特
	002335.SZ	科华恒盛	太阳能	601908.SH	京运通
	600590.SH	泰豪科技		600438.sh	通威股份
	002546.SZ	新联电子		000012.SZ	南玻 A
	601567.SH	三星医疗		300316.SZ	晶盛机电
	002350.SZ	北京科锐		601222.SH	林洋能源
	002169.SZ	智光电气		002506.SZ	协鑫集成
	300215.SZ	电科院		300274.SZ	阳光电源
	002090.SZ	金智科技		601012.SH	隆基股份
	300286.SZ	安科瑞		002610.SZ	爱康科技
	002531.SZ	天顺风能		002056.SZ	横店东磁
风电	002080.SZ	中材科技	000591.SZ	太阳能	
	300129.SZ	泰胜风能	300393.SZ	中来股份	
	002487.SZ	大金重工	601877.SH	正泰电器	
	603218.SH	日月股份	603806.SH	福斯特	
	002202.SZ	金风科技	300029.SZ	天龙光电	
	300443.SZ	金雷股份	600537.SH	亿晶光电	
	300185.SZ	通裕重工	300118.SZ	东方日升	
	300690.sz	双一科技			
	601016.SH	节能风电	000777.SZ	中核科技	
电池	300750.SZ	宁德时代	002438.SZ	江苏神通	
	300014.SZ	亿纬锂能	603308.SH	应流股份	
	002074.SZ	国轩高科	002560.SZ	通达股份	
电解液	300438.SZ	鹏辉能源	002545.SZ	东方铁塔	
	300037.SZ	新宙邦	002300.SZ	太阳电缆	
隔膜	002709.SZ	天赐材料	603333.SH	明星电缆	
	002812.SZ	恩捷股份	300120.SZ	经纬电材	
	300568.SZ	星源材质	300265.SZ	通光线缆	
正极	002108.SZ	沧州明珠	002451.SZ	摩恩电气	
	300073.SZ	当升科技	002359.SZ	齐星铁塔	
负极	600884.SH	杉杉股份	002471.SZ	中超控股	
	603659.SH	璞泰来	002212.SZ	南洋股份	
	835185.OC	贝特瑞	002498.SZ	汉缆股份	
			600577.SH	精达股份	
			600973.SH	宝胜股份	
			601700.SH	风范股份	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**板块营收和净利情况: 增速于 2018 年触底, 2019 年 Q1 明显好转**

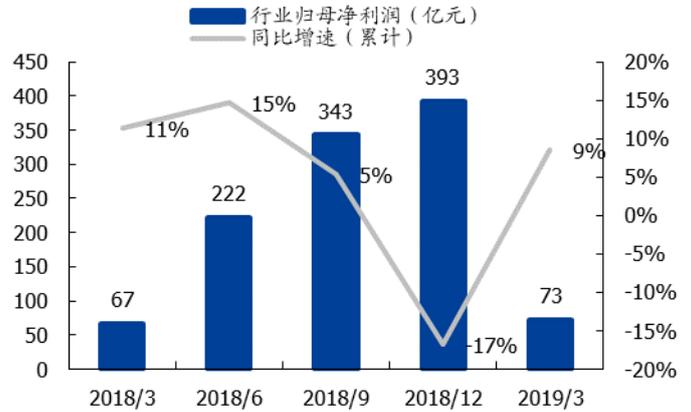
**2018年以来营业收入与归母净利润增幅下滑，2019年一季度回升。**从营业收入情况来看，电力设备新能源行业2018年实现营业收入5972.19亿元，同比增长8.86%；2019年一季度实现收入1237.36亿元，同比增速回升至13.15%。归属于母公司净利润方面，2018年行业实现归母净利润392.94亿元，同比下降16.8%，2019年一季度实现归母净利润72.67亿元，同比增长8.54%。板块的增速在去年四季度达到低点，随后增速开始回升。

图表 2: 行业营业收入同比增速, 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

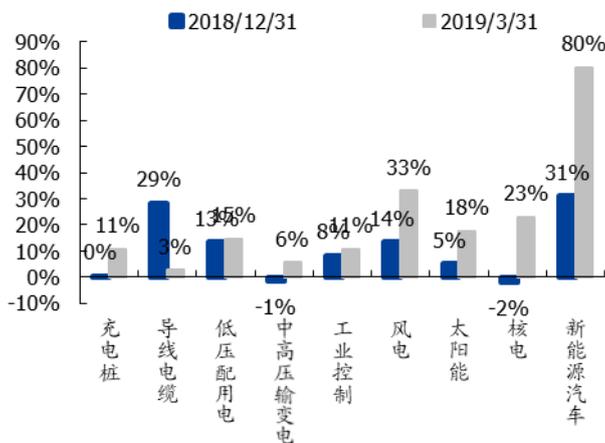
图表 3: 行业归母净利润同比增速, 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

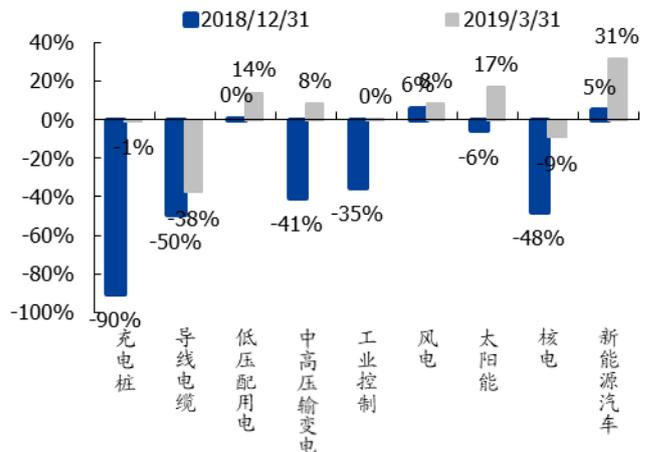
从细分行业盈利能力来看，行业内分化较为明显，2018年和2019年Q1新能源车板块收入增速最高，归母净利润方面，风电板块2018年增长明显，新能源车板块2019年Q1表现优异。营业收入方面，2018年和2019年Q1新能源车营业收入增速最高，分别为31.12%和80.30%。风电和光伏板块2019年Q1收入增速均较2018年全年收入增速有明显提升。传统电力设备行业2018年收入增速在0-30%之间，2019Q1降至0-15%之间。从归母净利润来看，全板块仅风电、新能源车和低压配用电归母净利润增速为正，分别为5.80%、4.92%和0.40%，其中风电板块收入增速最快。2019年Q1，行业归母净利润增速大幅改善，仅充电桩、导线电缆和核电净利润同比增速为负。新能源车板块归母净利润增速达到31.43%，光伏和风电次之，分别为16.82%和8.04%。

图表 4: 细分行业营业收入同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 细分行业归母净利润同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 行业毛利率持续下滑，费用率总体震荡

行业整体单季度毛利率持续下滑，2019年Q1有所企稳。在2017年以来，行业毛利率呈现下降趋势，2018年第四季度毛利率下降至22.88%。2019年Q1毛利率开始企稳，回升至23.03%。

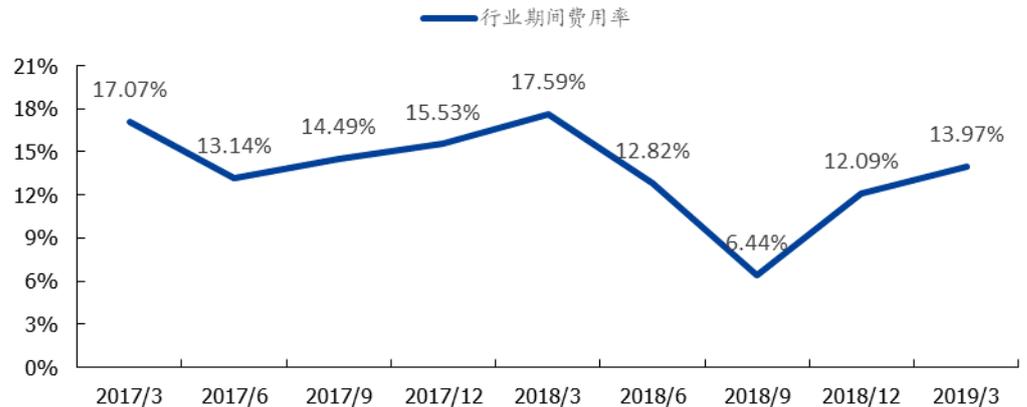
图表 6: 行业毛利率水平 (单季)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

行业期间费用率总体呈现震荡趋势。从2017年二季度后单季行业期间费用率一直呈现上升趋势，直到2018年达到最高位17.59%，随后快速下滑至2018年三季度6.44%的水平，之后缓慢回升，于2019年一季度回到2017年的水平。

图表 7: 行业期间费用率水平 (单季)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

除核电外，各细分子行业毛利率均较为稳定，核电毛利率水平最高。从各细分子行业2017年以来的毛利率水平来看，除了核电板块的毛利率在2018年第三季度有较大幅度下降外，其余行业毛利率水平均较为稳定。除去2018年三季度下滑至24.54%以外，整体来看，核电板块毛利率水平最高，维持在37%以上，其次为工业控制行业，维持在35%左右，而电线电缆毛利率水平最低，维持在11%左右。

## 风电：行业复苏收入高速增长

风电行业复苏迹象明显，行业收入增速逐季改善。2018年以来，风电行业复苏迹象明显。根据国家能源局数据，2018年风电新增并网20.59GW，同比增长37.3%；2019年一季度新增装机容量为4.78GW，同比增长21.3%，其中海上风电新增0.12GW。行业复苏

带动板块收入稳步增长,2018年全年风电板块实现收入559.09亿元,同比增长13.54%,2019年Q1风电板块实现收入118.18亿元,同比增长33.18%。

图表 8: 风电板块收入累计变化情况,单位:亿元



图表 9: 风电板块收入单季度变化情况,单位:亿元

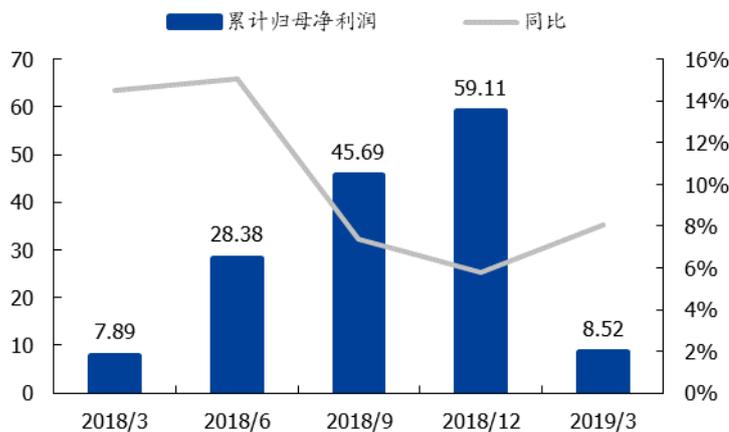


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

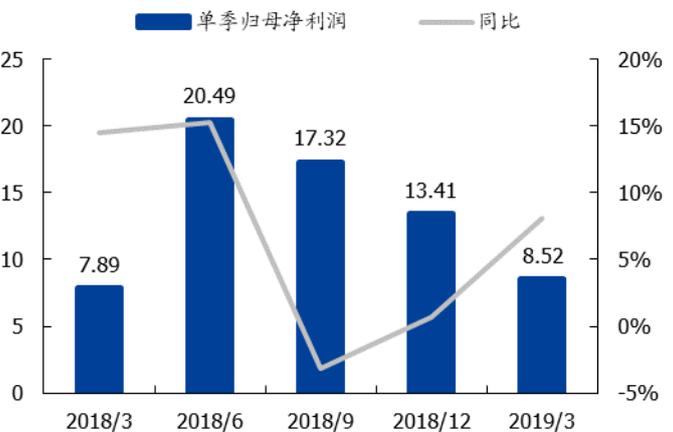
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

由于风机价格战和钢材价格高企影响,行业归母净利润增速不及收入。由于前期风机订单价较低且钢材价格维持高位,板块盈利能力收入影响。2018年风电板实现归母净利润59.11亿元,同比增长5.8%,2019年Q1实现归母净利润8.52亿元,同比增长8.04%。

图表 10: 风电板块归母净利润累计变化情况,单位:亿元



图表 11: 风电板块归母净利润单季度变化情况,单位:亿元



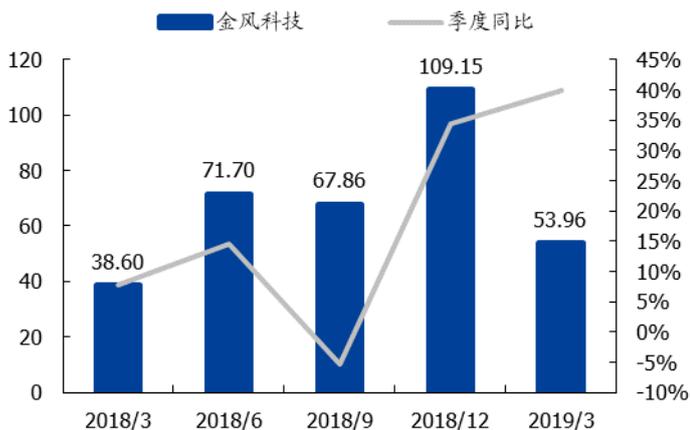
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 风机整机: 收入改善明显, 静候低价订单释放

整机厂商加快订单释放,收入高速增长。在行业复苏的大背景下,整机厂商订单释放加速,从季度收入来看,金风科技收入从2018年以来,增速环比逐季增加,2018年Q3由于供应链吃紧,导致季度增速出现下滑;明阳智能收入从去年Q3开始大幅增长,2019年Q1收入环比增加233%。

图表 12: 金风科技季度收入同比变化, 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

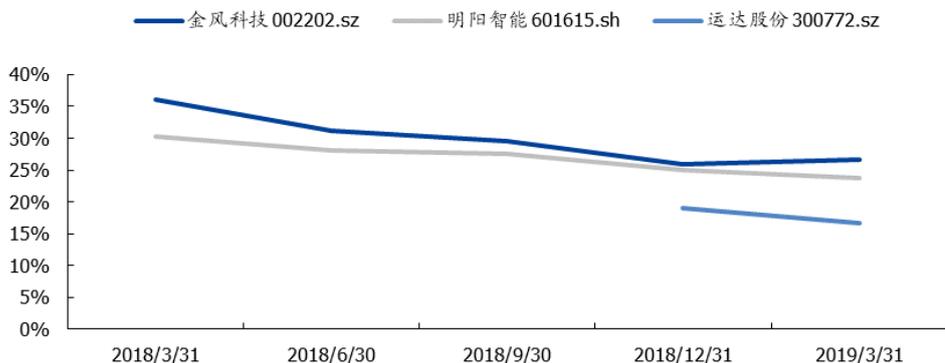
图表 13: 明阳智能季度收入同比变化, 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

低价订单持续释放影响短期整机厂商毛利率。由于前期风机价格战影响, 目前风机厂商仍有部分低价订单挤压在手中。低价订单持续释放致整机厂商毛利率短期之内或仍有压力。从一季报业绩来看, 金风科技、明阳智能和运达股份毛利率分别为 26.6%、23.8% 和 16.6%, 分别同比下滑 9.4、6.4、2.1pcts, 分别环比+0.7、-1.3 和 -2.5pcts。

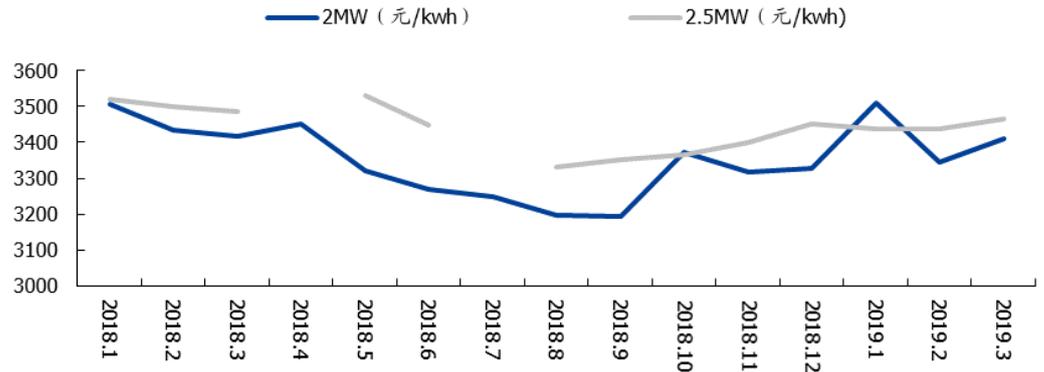
图表 14: 整机厂商单季度毛利率变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风机价格战告一段落, 招标价格稳步回升。2017 年以来, 风机主机厂商进入价格战阶段, 2.0MW 风机招标价格从 2017 年 Q1 的 4023 元/kw 下降至 2018 年 Q3 的 3196 元/kw, 下降幅度 20.56%。从去年 9 月以来, 风机招标价格开始企稳回升。截至 2019 年 3 月, 2.0MW 风机招标价格回升至 3410 元/kw, 环比 9 月低点上升 6.7%; 2.5MW 风机价格回升至 3464 元/kw, 环比 18 年底点上升 3464 元/kw。

图表 15: 风机招标价格走势, 单位: 元/kw

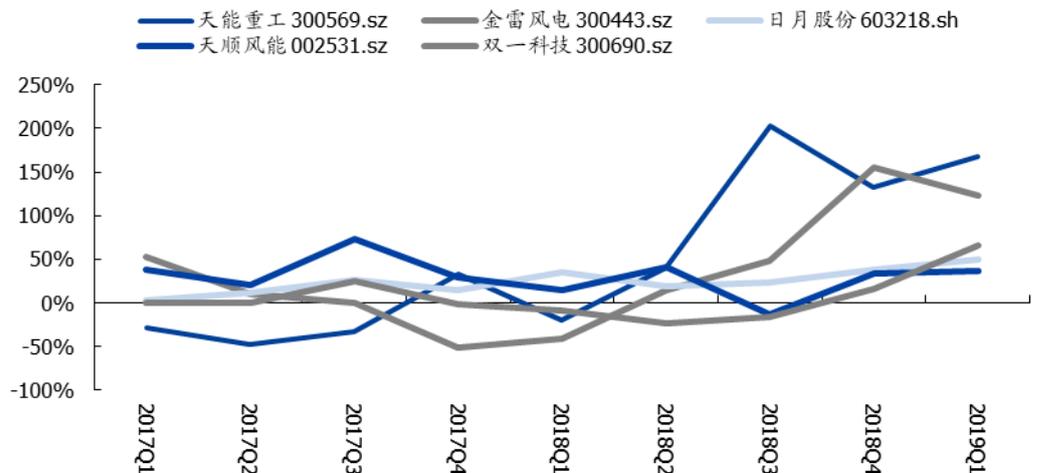


资料来源: 金风科技, 国盛证券研究所

### 风机零部件: 业绩释放加速, 净利高速增长

国内外需求共振, 零部件厂商业绩加速释放。随着国内装机复苏和海外主机厂商订单增加, 国内风机零部件厂商收入单季度同比增长从去年下半年开始加速。2019年Q1金雷风电、天能重工、双一科技和日月股份的收入增速均超过50%。

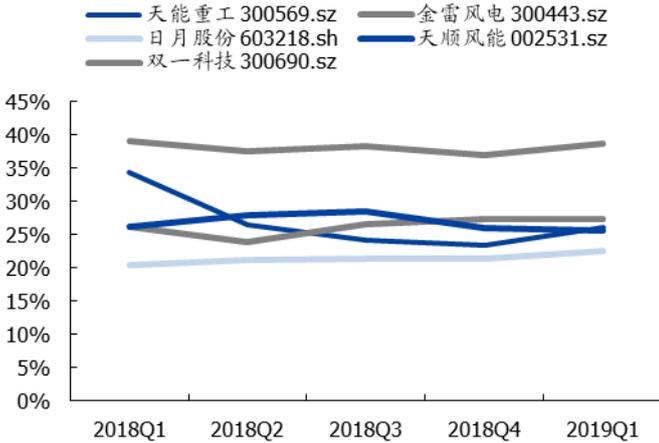
图表 16: 风电零部件厂商单季度收入同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

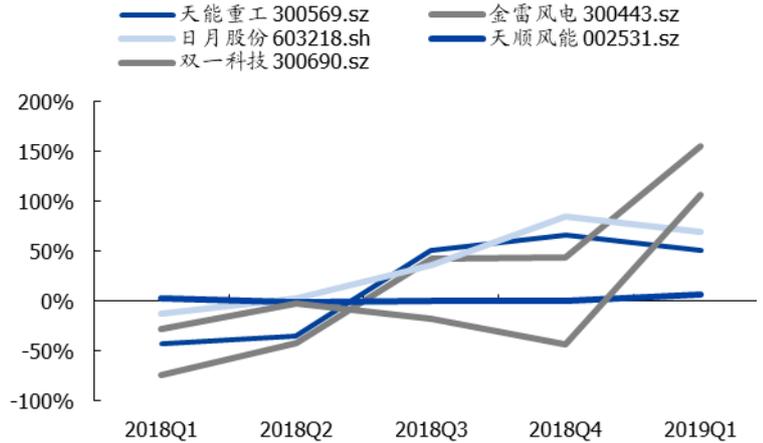
钢材价格企稳, 毛利率改善, 净利润高速增长。2018年三季度以来, 钢价开始下行, Myspic 综合钢价指数从 160 左右下降至 2019 年 1 月的 140 左右, 下滑 12.5%, 随后钢价企稳后小幅反弹至 150 左右。以钢材为主的风电中游制造业铸锻件厂商订单一般一年一议, 或者一季度一议, 钢价下行有望有所增厚中游铸锻件企业毛利。同时对于风塔企业而言, 定价机制一般为成本加成, 订单执行周期在 3-6 个月, 订单签订时便已锁价, 钢价短期内下降也有望提升公司单吨毛利。2019 年 Q1 零部件厂商净利润增速明显改善, 其中金雷风电、双一科技、日月股份和天能重工归母净利润增速超过 100%。

图表 17: 风电零部件厂商单季度毛利率变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 风电零部件厂商单季度归母净利润同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 光伏: 政策波动影响行业短期盈利能力

**政策影响, 板块收入缓慢增长。**2018 年以来, 各环节龙头陆续释放产能。然而受国内 531 政策影响, 国内需求出现下滑。2018 年全年新增装机为 44.26GW, 同比下滑 16.6%。产业链各环节价格下降迅速, 多晶硅料价格下跌幅度在 38% 左右; 硅片方面, 单晶硅片价格下降幅度在 27%-29% 之间; 电池片价格下降幅度在 27%-37% 之间; 组件价格下降幅度在 19%-24% 之间。2018Q3 板块单季度收入出现环比负增长。2018Q4 以来, 随着海外需求的兴起, 产业链价格企稳, 收入增速开始改善。2018 年全年光伏板块实现收入 1548.82 亿元, 同比增长 5.11%, 2019 年 Q1 实现收入 342.86 亿元, 同比增长 17.74%。

图表 19: 光伏板块收入累计变化情况, 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

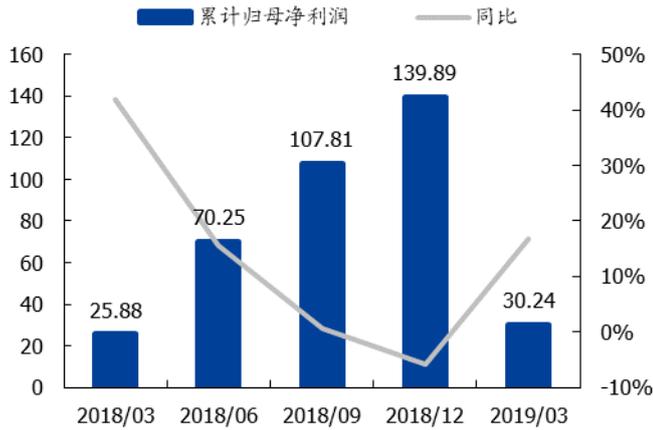
图表 20: 光伏板块收入单季度变化情况, 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

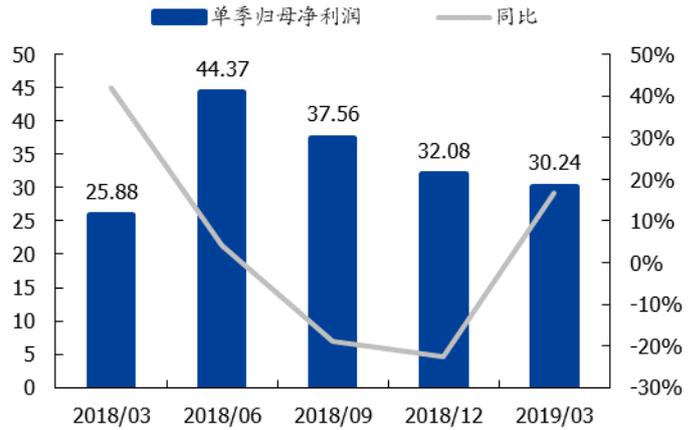
**产业链价格下跌, 盈利能力有所下滑。**随着产品价格的下跌, 光伏行业盈利能力大幅下滑, 从单季度来看, 2018Q3 和 Q4 归母净利润同比均出现下滑, 分别下滑 18.95% 和 22.59%。2019 年以来, 行业盈利能力开始改善, 季度归母净利润同比增长 16.82%。

图表 21: 光伏板块归母净利润累计变化情况, 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 光伏板块归母净利润单季度变化情况, 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 龙头企业产能稳步释放, 不惧行业周期

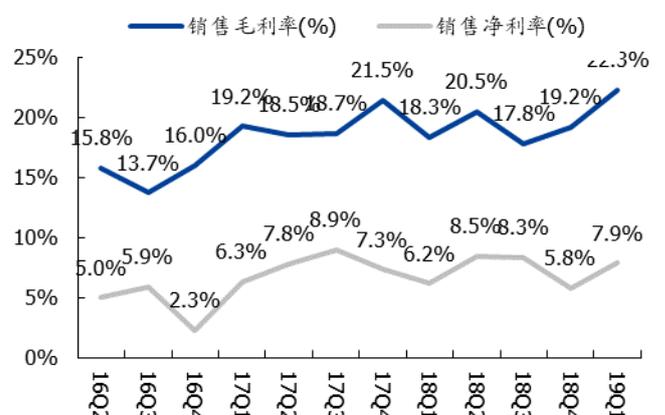
**通威股份: 2018 年多晶硅料环节以量补价, 收入稳步提升, 成本持续下降, 电池片产能加速扩张, 确定国内第三方电池片龙头地位。**2018 年行业受光伏 531 政策影响, 产业链价格大幅下降, 多晶硅料价格在 2018 年下半年降幅达到 40%。公司产能陆续释放, 实现多晶硅料出货 1.92 万吨, 同比增长 19.74%。通过以量补价, 2018 年公司实现多晶硅料和化工板块实现收入 33.17 亿元, 同比增长 2.77%。同时 2018 年公司多晶硅料生产成本降至 5.53 万元/吨, 同比下降 6%, 多晶硅料毛利率达到 33.88%。2018 年公司电池片及组件出货量达到 6.44GW, 同比增长 61%, 产能利用率持续维持在 115% 的高位。根据 PVinfolink 统计, 公司 2018 年出货量排名第一。2018 年电池片和组件环节实现收入 76.42 亿元, 同比增长 18.80%, 毛利率为 18.70%, 同比下滑 0.19pcts。2018 年公司实现收入 275.35 亿元, 同比增长 5.53%, 实现归母净利润 20.19 亿元, 同比增长 0.51%。2019 年一季度, 公司实现收入 61.69 亿元, 同比增长 18.14%, 实现归母净利润 4.91 亿元, 同比增长 53.36%, 实现扣非后归母净利润 4.75 亿元, 同比增长 54.44%。

图表 23: 公司历史 5 年收入变化情况, 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 公司毛利率逐季变化情况, 单位: %

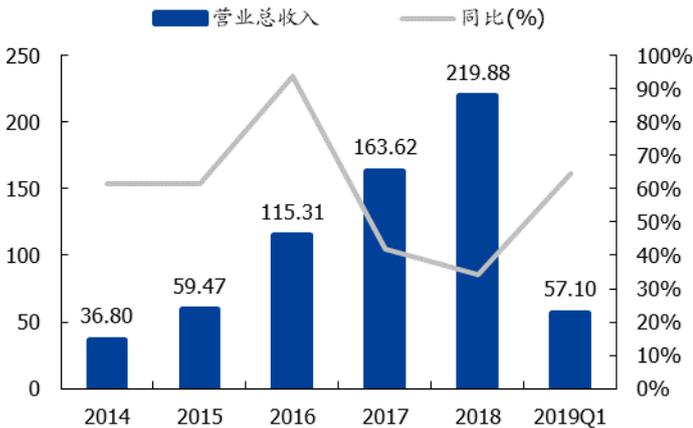


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**隆基股份: 积极布局海外市场, 毛利率逐季提升。**2018 年行业受政策影响, 国内需求下滑。2018 年公司实现收入 219.88 亿元, 同比增长 34.38%, 归属母公司净利润 25.58

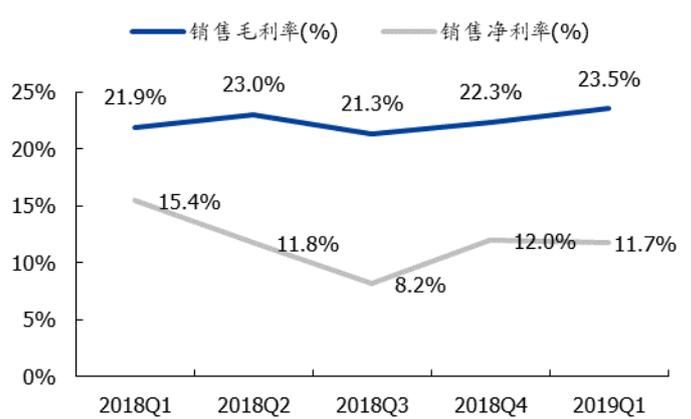
亿元，同比下滑 28.24%。2019 年一季度公司实现收入 57.10 亿元，同比增长 64.56%，实现归母净利润 6.11 亿元，同比增长 12.54%。受国内政策影响，公司大力布局海外市场，以规避单一市场的政策不确定性风险。同时随着国内产品价格的大幅下降，海外需求高速增长。2018 年公司海外组件销售达到 1.962GW，同比增长 370%。2018 年实现海外收入 71.90 亿元，同比增长 71.98%。美洲、欧洲和非洲的毛利率分别为 25.67%、27.35%和 28.24%，均高于国内 22.41%的毛利率。海外市场助力公司盈利能力持续改善，从单季度毛利率来看，公司毛利率在 2018 年 Q3 触底，之后持续改善，2019 年 Q1 实现销售毛利率 23.54%，同比增长 1.63pcts，环比提高 1.21pcts。

图表 25: 公司历史 5 年收入变化情况, 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 公司毛利率逐季变化情况, 单位: %

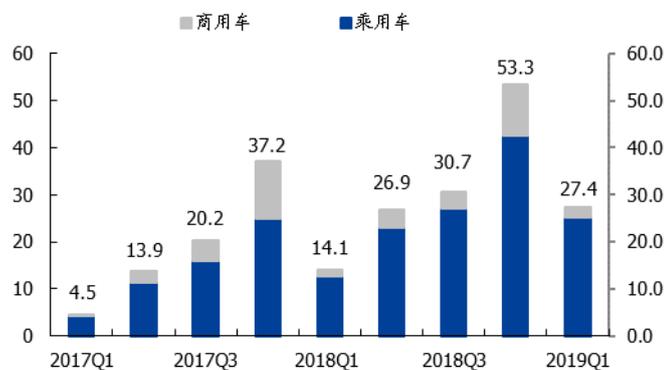


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 新能源汽车: 产销高增, 锂电龙头优势强化

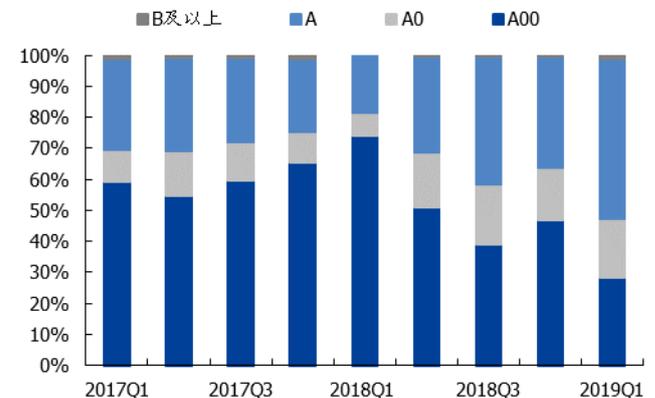
新能源汽车产销高增, 带动锂电池板块营收大幅增长。根据中汽协数据, 2018 年新能源汽车产销分别为 127/125.6 万辆, 同比分别增长 59.9%/61.7%, 其中乘用车产销分别为 107/105.3 万辆, 贡献主要增量。2019 年 Q1 政策空窗期, 新能源汽车继续抢装, 产销分别为 30.4/29.9 万辆, 分别同比增长 102.7%/109.7%, 其中乘用车产销分别为 28.4/27.6 万辆, 继续维持高增态势。纯电动乘用车结构上维持升级特征, A00 级车型销量占比从 2018 年 Q1 的 74.1%下降至 2019 年 Q1 的 28.4%。

图表 27: 分车型销量数据, 单位: 万辆



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

图表 28: 纯电动乘用车车型结构

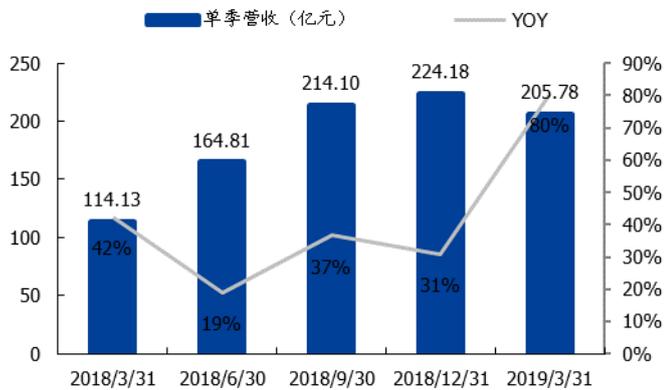


资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所

新能源汽车产销高增带动板块收入快速增长，2018年锂电池板块（选取动力电池/隔膜/电解液/正极/负极环节代表公司，下同）实现收入717.2亿元，同比增长31.1%，2019年Q1锂电池板块实现收入205.8亿元，同比增长80.3%，营收增速亮眼。

图表 29: 锂电板块季度营收

图表 30: 锂电板块累计营收



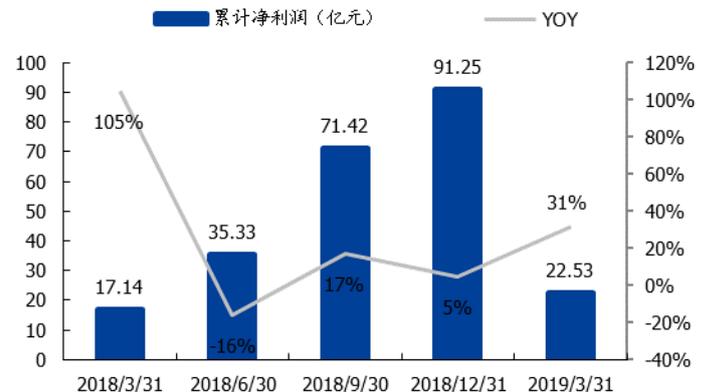
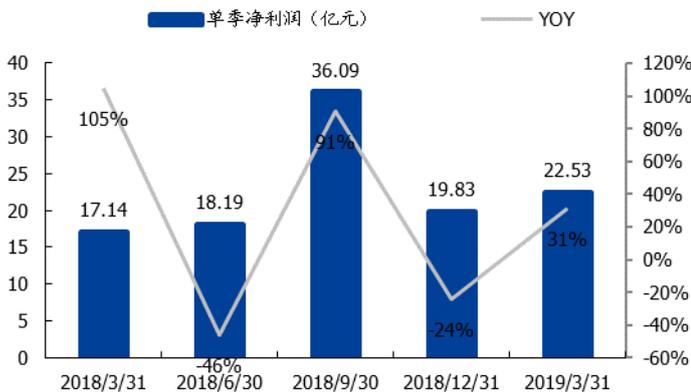
资料来源: wind, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

补贴下降导致产业链价格压力较大，板块净利润增速显著低于营收增速。由于整体补贴下降，导致整体产业链降价幅度较大，营收在销量的支撑下仍保持增长，净利润增速则显著较弱，2018年全年净利润91.25亿，增速仅约5%，2019Q1实现净利润22.53亿，同比增长约31%。

图表 31: 锂电板块季度净利润

图表 32: 锂电板块累计净利润

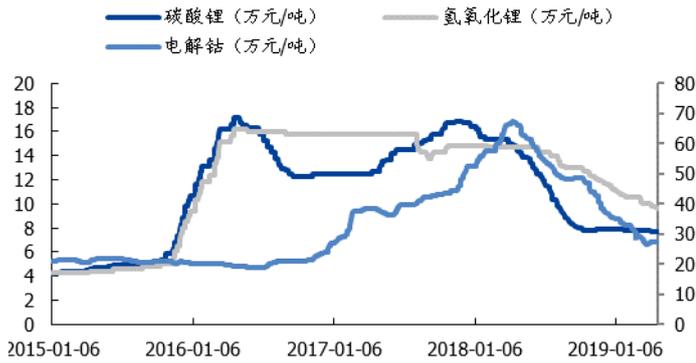


资料来源: wind, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

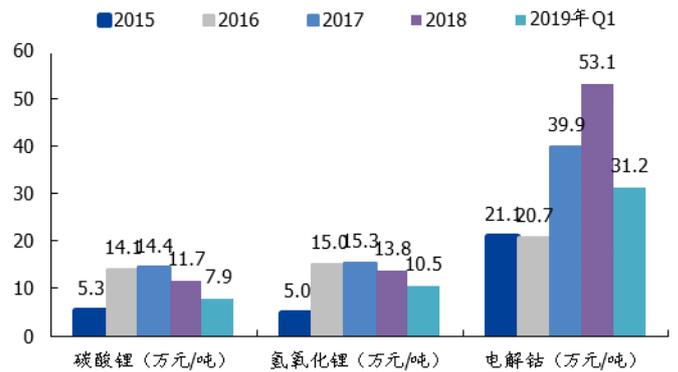
上游锂钴资源价格下跌，释放中游盈利空间。碳酸锂2018年持续下跌，钴从二季度亦进入下跌通道，目前锂、钴处于低位波动，均价有明显下跌。2019年Q1碳酸锂均价7.9万/吨，相比2018年均价下跌33%，电解钴均价31.2万/吨，相比2018年均价下跌41%。全年来看，碳酸锂及钴均将从前期的大幅下跌转为平缓下跌，从季度环比来看，上游锂钴材料端降本贡献预计相比同期幅度减小。

图表 33: 上游锂钴价格变化, 右轴为电解钴价格



资料来源: 长江有色, 国盛证券研究所

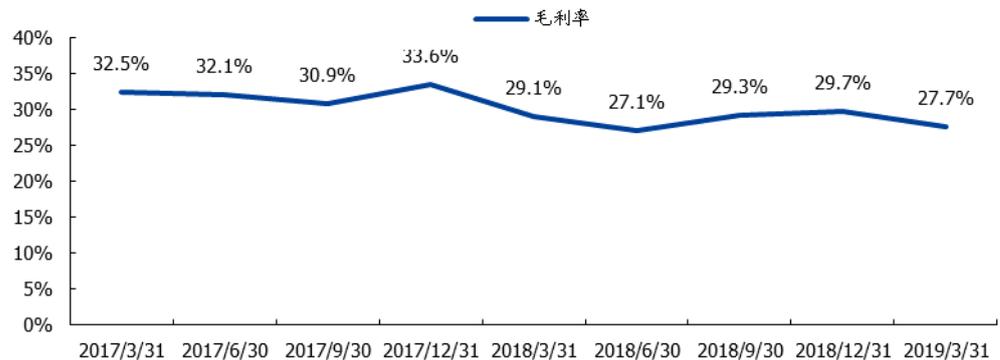
图表 34: 上游锂钴均价变化



资料来源: 长江有色, 国盛证券研究所

2018/2019Q1 锂电池板块毛利率分别为 28.89%/27.66%, 分别同比下滑 3.37/1.46pct, 延续下降趋势, 在补贴持续下降过程中预计板块毛利率将进一步压缩, 但幅度将逐步趋缓。2018/2019Q1 板块经营活动现金流分别为 119.0/48.9 亿, 同比分别大幅增长 369.07%/243.94%, 主要因动力电池龙头宁德时代产业链议价能力超强, 经营活动现金流有显著改善。

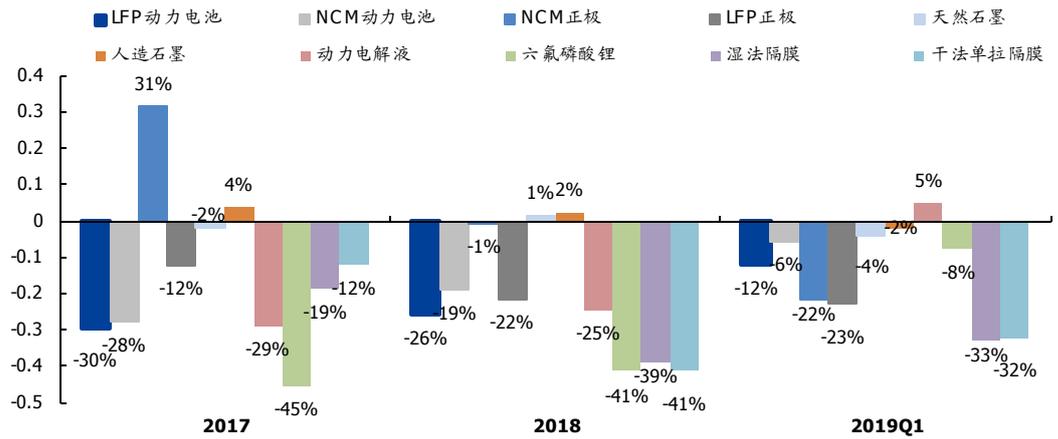
图表 35: 锂电板块毛利率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2018 年除负极因原材料价格上涨价格相对坚挺以外, 各环节价格降幅均较大, 2019Q1 隔膜仍维持较大降幅, 其他环节降幅已有明显收窄。

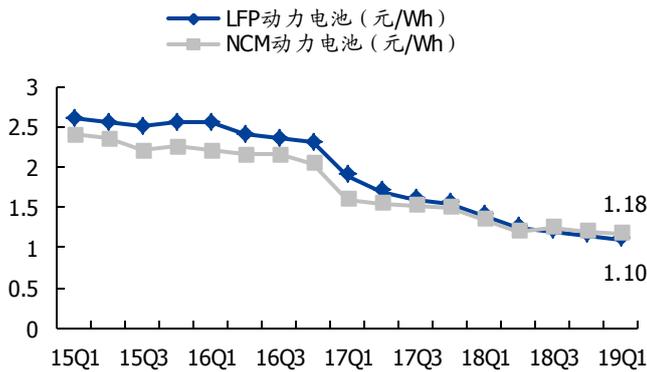
图表 36: 各环节价格变化



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

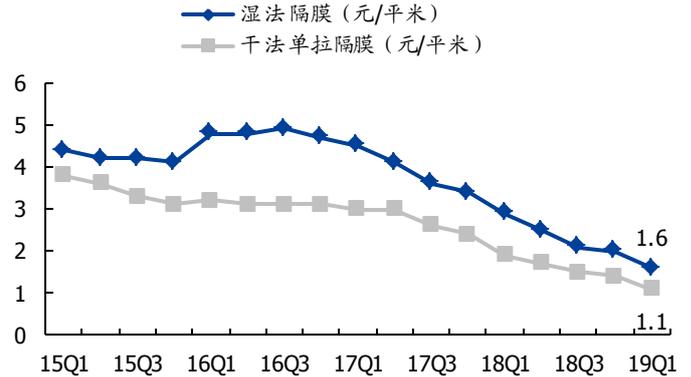
NCM/LFP 动力电池单价分别下降至 1.18/1.10 元/wh, 环比降幅明显收窄, 离 2020 年 1 元/wh 目标仅一步之遥。隔膜仍维持较大降幅。

图表 37: 动力电池价格变化



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

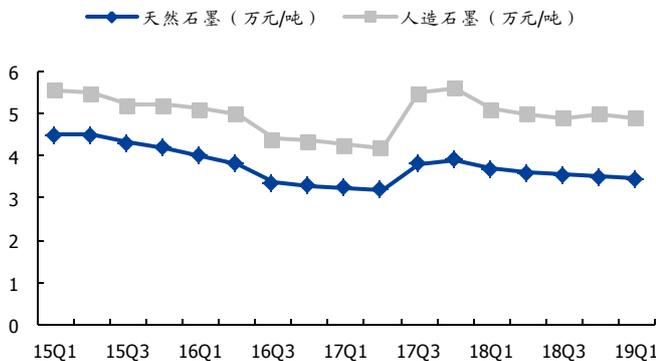
图表 38: 隔膜价格变化



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

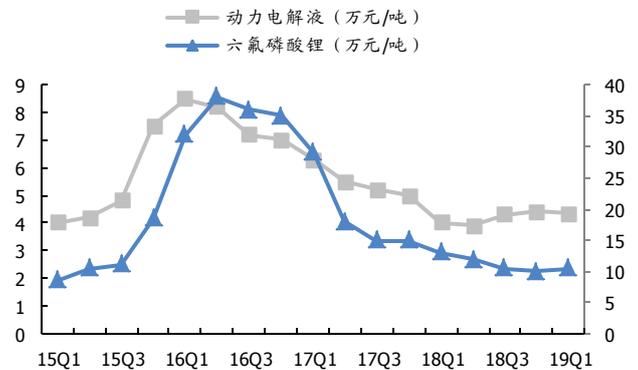
负极材料价格继续维持平稳态势, 电解液价格已从 2018Q3 企稳回升。

图表 39: 负极材料价格变化



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

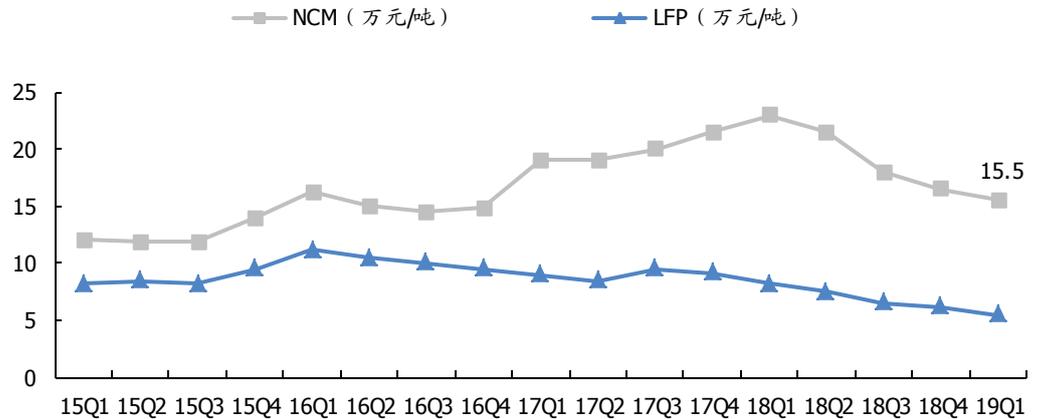
图表 40: 电解液价格变化



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

正极受上游原材料钴锂价格下降影响降幅较大，三元正极材料价格从2018Q1的23.0万下降至2019Q1的15.5万，随着锂钴价格降幅趋缓，预计后续降幅将趋于平稳。

图表 41: 正极材料价格变化



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

分产业链环节来看，营收利润增速分化明显，龙头公司优势强化。1) 动力电池环节呈现龙头集中趋势，宁德时代市占率从2017年的29.3%提升至2018年的41.4%，并进一步提升至2019年Q1的44.6%，营收净利增速远高于同行，同时产业链议价能力超强，挤占上下游货款，预收、应付款大幅增长，经营活动现金流增长显著。亿纬锂能动力/消费/锂原电池多业务快速协同增长，麦克韦尔投资收益高增驱动净利大幅增长。2) 电解液环节公司业务均为多元化布局，新宙邦经营稳健，增长相对平稳；天赐材料因业务扩张较快导致短期净利承压，2019年有望改善。3) 隔膜环节同样呈现头部公司优势强化趋势，恩捷股份营收、净利大幅增长，同行普遍盈利恶化。4) 正极材料环节因产品采用成本加成定价模式，尽管售价受钴价影响较大，但单位盈利较为稳定，当升出货高增同时产品结构改善业绩高速增长；杉杉受18年同期低价钴库存导致基数较高，Q1盈利下滑。5) 负极材料环节因原材料针状焦价格上涨单价较为稳定，价平量升营收快速增长。璞泰来因同期低成本针状焦库存同时从三季度为回收现金流做了价格让步，盈利短期承压，随着新增产能释放，业绩增速有望逐季提升。

图表 42: 锂电板块营收分公司 (亿元)

环节	公司	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	18 同比	19Q1 同比
电池	宁德时代	14.54	48.40	56.76	80.26	37.12	56.48	97.76	104.75	99.82	48.1%	168.9%
电池	亿纬锂能	5.70	7.74	6.43	9.95	6.84	12.00	11.25	13.42	10.98	45.9%	60.5%
电池	国轩高科	11.08	12.89	13.58	10.83	10.60	15.47	14.90	10.30	17.52	6.0%	65.3%
电池	鹏辉能源	2.92	5.03	6.25	6.79	3.89	5.73	8.08	7.99	5.93	22.4%	52.5%
电解液	新宙邦	3.89	4.00	4.86	5.41	4.50	5.36	5.65	6.13	5.13	19.2%	14.0%
电解液	天赐材料	3.79	5.56	5.98	5.24	4.36	5.06	5.55	5.83	5.44	1.1%	24.7%
隔膜	恩捷股份	2.41	3.06	2.97	3.77	2.41	2.70	11.10	8.36	6.56	101.4%	171.8%
隔膜	星源材质	1.20	1.27	1.40	1.35	1.72	1.46	1.06	1.60	1.62	11.9%	-5.7%
隔膜	沧州明珠	6.99	9.36	10.03	8.86	5.98	8.98	10.07	8.22	5.52	-5.7%	-7.8%
正极	当升科技	3.14	5.21	6.01	7.22	6.71	9.59	8.48	8.02	6.54	52.0%	-2.5%
正极	杉杉股份	15.38	23.15	27.91	16.27	18.14	24.74	20.94	24.72	20.32	7.0%	12.1%
负极	璞泰来	4.04	5.50	5.96	6.99	5.73	8.05	9.14	10.20	10.29	47.2%	79.5%
负极	贝特瑞	5.17	7.51	8.65	8.34	6.14	9.20	10.10	14.64	10.13	35.1%	64.8%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 43: 锂电板块净利润分公司 (亿元)

环节	公司	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	18 年	19Q1	18 同比	19Q1 同比
电池	宁德时代	4.13	4.98	14.68	10.09	33.87	10.47	-12.7%	153.4%
电池	亿纬锂能	0.74	0.85	2.20	1.92	5.71	2.00	41.5%	169.8%
电池	国轩高科	1.61	3.05	1.93	-0.79	5.80	2.02	-30.7%	25.2%
电池	鹏辉能源	0.74	0.82	1.14	-0.05	2.65	0.45	5.3%	-38.7%
电解液	新宙邦	0.52	0.69	0.87	1.12	3.20	0.62	14.3%	19.6%
电解液	天赐材料	4.12	0.34	0.27	-0.16	4.56	0.29	49.7%	-93.0%
隔膜	恩捷股份	0.24	0.18	2.81	1.96	5.18	2.12	232.5%	777.3%
隔膜	星源材质	0.89	0.63	0.26	0.43	2.22	0.76	108.0%	-14.8%
隔膜	沧州明珠	0.55	0.68	1.87	-0.12	2.98	0.29	-45.4%	-47.7%
正极	当升科技	0.39	0.74	0.93	1.11	3.16	0.64	26.4%	64.0%
正极	杉杉股份	1.50	3.16	5.89	0.61	11.15	0.35	24.5%	-76.4%
负极	璞泰来	1.28	1.29	1.72	1.65	5.94	1.29	31.8%	0.5%
负极	贝特瑞	0.42	0.79	1.54	2.06	4.81	1.22	43.2%	190.2%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 44: 锂电板块经营活动现金流分公司

		18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	18年	19Q1	18 同比	19Q1 同比
电池	宁德时代	-32.70	43.28	45.45	57.13	113.16	49.77	89.76	82.47
电池	亿纬锂能	-0.27	0.49	1.00	3.12	4.34	1.80	3.54	2.07
电池	国轩高科	-8.54	7.15	-1.76	-12.44	-15.59	-2.04	-14.59	6.51
电池	鹏辉能源	0.49	-1.62	-0.77	3.18	1.28	-0.73	1.35	-1.22
电解液	新宙邦	0.39	1.24	0.13	1.76	3.52	1.51	1.75	1.12
电解液	天赐材料	-1.38	-1.35	-0.04	-0.41	-3.18	0.81	-2.39	2.20
隔膜	恩捷股份	-1.60	0.22	-1.49	4.58	1.71	-0.76	-0.01	0.84
隔膜	星源材质	0.90	0.77	0.45	0.28	2.40	0.24	2.00	-0.66
隔膜	沧州明珠	-1.00	0.77	0.95	0.94	1.67	0.10	-3.35	1.09
正极	当升科技	0.61	0.85	0.44	0.96	2.86	0.66	1.46	0.05
正极	杉杉股份	-4.24	-1.03	1.90	8.78	5.40	-4.14	9.22	0.11
负极	璞泰来	0.14	-0.88	2.54	1.47	3.26	-1.27	2.96	-1.41
负极	贝特瑞	-0.70	-0.15	0.73	1.90	1.78	1.49	3.05	2.19

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

**风机招标价格下降影响风电设备商毛利率。**2017 年以来风机招标价格下降较多, 随着后续低价订单释放, 毛利率或将承压导致业绩不达预期。

**国内光伏政策不及预期, 全球装机需求受宏观经济影响不及预期。**由于补贴压力犹在, 若明年光伏补贴退坡速度超预期, 则将国内建设规模或将不及预期。同时领跑者具体项目和规模尚未确定, 可能会不及预期。全球光伏装机受宏观经济影响或不及预期。

**新能源汽车产销不及预期, 产业链价格降幅超预期。**由于 2019 年新能源汽车补贴大幅退坡, 叠加地补退出, 补贴下降幅度较大, 可能导致整体产销低于预期。同时由消费者、车企、产业链三者共同承担补贴下降, 存在价格降幅超预期风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

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

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com