

行业研究/专题研究

2019年09月05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

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

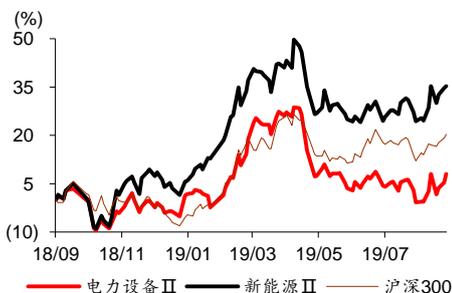
**孙纯鹏** 执业证书编号: S0570518080007  
 研究员 sunchunpeng@htsc.com

**张志邦**  
 联系人 zhangzhibang@htsc.com

相关研究

- 1《国轩高科(002074 SZ,增持): 降价影响盈利, 中报略低于预期》2019.09
- 2《欣旺达(300207 SZ,增持): 中报基本符合预期, 费用大增影响业绩》2019.09
- 3《国电南瑞(600406 SH,买入): 电网投资承压, 二次龙头稳健发展》2019.09

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 行业分化, 或跃在渊

## 电力设备新能源行业 19 年半年报总结

### 19H1 电新产业链整体承压, 电新板块表现良好, 维持“增持”评级

电新全产业链 2019H1 实现营业收入 2.33 万亿, 同比下降 5.58%, 电新板块位于产业链中游, 19H1 营收 3354.3 亿, 同比增加 14.87%, 表现较好。从全产业链环节看, 电池、电控和风电板块收入增长较快。上半年锂电抢装明显, 各环节产品竞争力突出的龙头业绩强者恒强; 光伏营收增速触底反弹, 海外市场重要性提升。19H1 装机同比上升, 受存量审批项目抢装带动, 行业抢装有望持续全年。电网投资承压, 把握特高压业绩释放和泛在电力物联网带来的电网投资结构变动机会。我们维持对行业的“增持”评级, 推荐星源材质、欣旺达、当升科技、金风科技和麦格米特。

### 锂电: 行业整体以量补价, 产品竞争力突出的龙头强者恒强

从量上看, 19H1 新能源汽车销量同比增长 49.6%, 电池装机量同比增长 93%; 从价上看, 各环节基本同比下滑, 企业降本和降价节奏基本匹配, 板块平均毛利率同比下降 0.7pct。19H1 板块营收 560.14 亿元, 同比提升 42.73%, 行业维持快速增长。龙头宁德时代扣非归母净利润增速 160.82%, 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: 营收增速触底反弹, 海外市场重要性提升

19H1 国内光伏新增装机量 11.4GW, 同比下降 53.1%; 组件出口 32.22GW, 同比增长 86%, 光伏产业链价格下降激发海外需求, 带动光伏板块营收触底反弹, 19H1 行业内企业实现营业收入 945.45 亿元, 同比增长 14.51%。光伏板块毛利率有所提升, 19H1 光伏行业毛利率 27.75% (同比提升 2.99pct), 运营端受益于电池片价格下降, 19H1 毛利率同比提升 5.2pct, 增幅高于制造端。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: 行业抢装有望持续全年, 制造端毛利率拐点向上

2019 年上半年, 新增装机容量为 9.09GW, 同比增加 1.56GW; 2019H1 全年弃风率平均 4.7%, 同比下降 4pct。2019H1 行业内企业实现营业收入 322.38 亿元, 同比增加 28.1%。行业平均毛利率 25%, 同比下滑 4.9pct, 主要受低价机组交付影响。我们认为行业抢装有望持续全年, 整机毛利率底部已现, 三季度随着交付订单结构优化以及成本管控, 毛利率拐点向上。

### 电力设备: 电网投资整体承压, 把握投资结构变动机会

19H1 电网基本建设投资为 1644 亿, 同比下降 19.25%, 电网基本建设投资投资显著下滑, 拖累行业营收增长。19 年上半年行业内企业总体实现营收 694.44 亿元, 同比增加 4%, 行业营收增速持续下降。19H1 行业盈利能力均有所提升, 毛利率和净利率均有所好转。我们认为售价下降拖累电网盈利, 电网投资向精细化转变, 建议关注特高压业绩释放以及泛在电力物联网带来的电网投资结构变动机会。

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	29.23	增持	1.16	1.42	1.89	2.42	25.2	20.58	15.47	12.08
300207	欣旺达	13.5	增持	0.45	0.54	0.8	1.1	30	25	16.88	12.27
300073	当升科技	24.35	增持	0.72	0.81	1.04	1.33	33.82	30.06	23.41	18.31
002202	金风科技	13.78	买入	0.76	0.86	1.03	1.29	18.13	16.02	13.38	10.68
002851	麦格米特	20.54	增持	0.43	0.67	0.81	0.98	47.77	30.66	25.36	20.96

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

产业链营收增速放缓，电新板块表现较好.....	3
锂电：板块以量补价，产品竞争力突出的龙头强者恒强.....	7
业绩增速反映产品竞争力，真龙头具备强“以量补价”效应.....	12
营运能力持续分化，电池龙头现金流大幅改善.....	13
补贴退坡倒逼行业降本增效，长期建议配置具备全球竞争力产业链龙头.....	14
光伏：19H1 龙头盈利能力恢复，国内需求启动在即.....	15
海外市场快速崛起，19H1 营收增速快速回升.....	15
19H1 毛利率有所提升，运营端毛利提升明显.....	18
应收账款与营收增长相匹配，制造端存货有所提升.....	19
风电：19H1 行业抢装明显，整机毛利率或触底反弹.....	20
制造端风电装机提升，运营端弃风率显著下降.....	20
低价风机交付影响毛利率，成本管控能力有所提升.....	22
行业应收账款略有增长、存货水平显著提升.....	23
电力设备：电网投资承压，把握投资结构变动机会.....	25
19H1 电网投资显著下滑，产业链公司营收承压.....	25
电源投资提振一次设备增长，电网智能化投资有待释放.....	26
盈利能力有所好转，ROE 持续修复.....	28
风险提示.....	29

## 图表目录

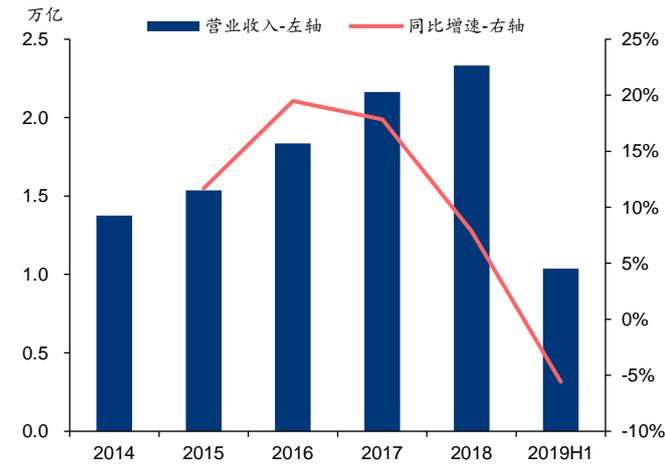
图表 1: 2014-2019H1 电新全产业链营业收入情况 .....	5
图表 2: 2019H1 电新全产业链(上下游板块)营业收入情况 .....	5
图表 3: 2014-2019H1 电新板块归母净利润情况 .....	5
图表 4: 2019H1 电新各子板块归母净利润情况 .....	5
图表 5: 2014-2019H1 电新板块扣非净利润情况 .....	6
图表 6: 2019H1 电新各子板块扣非净利润情况 .....	6
图表 7: 2019H1 电新各子板块毛利率及净利率情况 .....	6
图表 8: 2019H1 电新各子板块净资产收益率情况 .....	6
图表 9: 新能源车月度产销量(单位:万辆) .....	7
图表 10: 动力电池产量、装机量情况(单位:GWh) .....	7
图表 11: 各家企业动力电池装机量以及对应份额 .....	8
图表 12: 国内动力电池价格走势 .....	8
图表 13: 主要电池企业 18H1-19H1 的毛利率对比 .....	8
图表 14: 国内正极材料价格走势 .....	9
图表 15: 18H1-19H1 正极材料公司毛利率对比 .....	9
图表 16: 国内负极材料价格走势 .....	10
图表 17: 国内电解液产量情况 .....	10
图表 18: 国内电解液以及六氟磷酸锂价格走势 .....	10
图表 19: 主要电解液企业 18H1-19H1 毛利率对比 .....	11
图表 20: 国内隔膜产量情况 .....	11
图表 21: 主要隔膜企业 18H1-19H1 毛利率对比 .....	11
图表 22: 国内干湿法隔膜价格走势 .....	11
图表 23: 2018-2019H1 各环节的行业集中度情况 .....	12
图表 24: 锂电企业收入及其增速(单位:亿元) .....	12
图表 25: 锂电企业扣非归母净利润及其增速(单位:亿元) .....	13
图表 26: 锂电企业存货周转率(次) .....	13
图表 27: 锂电企业应收账款周转率(次) .....	14
图表 28: 2014-2019H1 全国光伏新增装机量 .....	15
图表 29: 2014-2019H1 光伏组件出口额 .....	15
图表 30: 19H1 光伏硅片价格延续下降态势 .....	15
图表 31: 19H1 光伏组件价格延续下降态势 .....	15
图表 32: 光伏行业营业收入 .....	16
图表 33: 2018 年以及 2019H1 光伏行业企业营业收入汇总(单位:亿元) .....	16
图表 34: 光伏行业归母净利润情况(单位:亿元) .....	17
图表 35: 2018 年以及 2019H1 光伏行业企业归母净利润情况(单位:亿元) .....	18
图表 36: 光伏行业综合毛利率情况(单位:%) .....	18
图表 37: 光伏行业应收账款情况(单位:亿元) .....	19
图表 38: 季度应收账款情况(单位:亿元) .....	19
图表 39: 2014-2019H1 光伏行业存货情况 .....	19

图表 40: 2014-2019Q2 季度存货情况 .....	19
图表 41: 2019H1 风电新增装机量快速提升 .....	20
图表 42: 19H1 弃风率维持延续下降态势 .....	20
图表 43: 19H1 风机招标价格呈现上升趋势 .....	20
图表 44: 风电新增装机情况 .....	21
图表 45: 风电行业营业收入情况 .....	21
图表 46: 2014-2019H1 营业收入情况 .....	21
图表 47: 2014-2019H1 分季度营业收入情况 .....	21
图表 48: 风电行业 2019H1 归母净利润 20.46 亿元 (单位: 亿元) .....	22
图表 49: 2014Q1 至今风电行业归母净利润及增速情况汇总 .....	22
图表 50: 2018 及 2019H1 风电行业各企业归母净利润情况 (亿元) .....	22
图表 51: 2014Q1 至今风电行业单季度平均毛利率及净利率情况 .....	23
图表 52: 风电行业各企业 2019 年 H1 销售毛利率、销售净利率情况 .....	23
图表 53: 2014Q1 至今风电行业平均单季度 ROE (未年化) .....	23
图表 54: 风电行业各企业 2019H1 ROE (未年化) 水平 .....	23
图表 55: 2014Q1 至今风电行业单季度应收账款及增速情况汇总 .....	24
图表 56: 2014Q1 至今风电行业存货及增速情况汇总 .....	24
图表 57: 2010-2019Q2 逐季电网基本建设投资额 .....	25
图表 58: 2010-2019Q2 逐季新增变电设备容量 .....	25
图表 59: 2010-2019Q2 逐季新增 220KV 及以上线路长度 .....	26
图表 60: 2014-2019H1 电力设备行业营业收入 .....	26
图表 61: 2014Q1 至 2019Q2 电力设备行业逐季度营收及增速情况 .....	26
图表 62: 电力设备行业一次设备营业收入 (单位: 亿元) .....	27
图表 63: 电力设备行业二次设备营业收入 (单位: 亿元) .....	27
图表 64: 2014 年至 2019 年 H1 电力设备行业总体归母净利润 .....	27
图表 65: 电力设备行业一次设备归母净利润 .....	28
图表 66: 电力设备行业二次设备归母净利润 .....	28
图表 67: 2014 年至 2019H1 电力设备行业平均销售毛利率及平均销售净利率 .....	28
图表 68: 传统电力一次设备平均销售毛利率及平均销售净利率 .....	28
图表 69: 传统电力二次设备平均销售毛利率及平均销售净利率 .....	28
图表 70: 2014 年至 2019 年 H1 电力设备行业 ROE .....	29

## 产业链营收增速放缓，电新板块表现较好

电新全产业链 2019H1 实现营业收入 2.33 万亿，同比下降 5.58%，全产业链增速自 17 年以来延续下滑态势。从结构上看，2019H1 产业链除新能源车上游的资源和下游的整车外，其余板块营业收入均实现正增长，电池、电控和风电板块营业收入同比增速居于前三位，增速分别为 43%、30%和 28%；资源和整车营业收入同比增速分别为-2%和-12%，叠加整车板块规模较大，拖累电新全产业链营收增长。电新行业涉及电池及材料、风电、光伏、工控和电力设备板块，位于行业中游，从跟踪的电新板块 137 个标的看，19H1 营收 3354.4 亿元，同比提升 14.87%，电新行业板块表现较好。

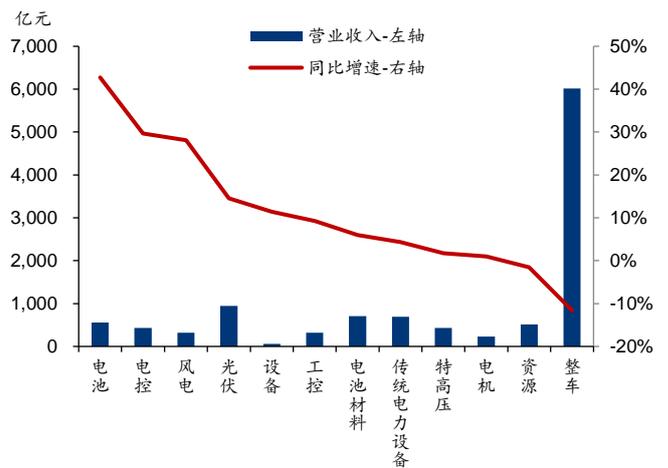
图表1：2014-2019H1 电新全产业链营业收入情况



注：本板块汇总了电新全产业链标的的信息

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

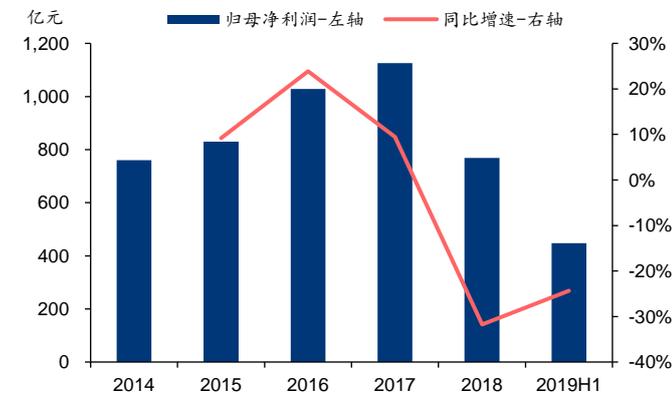
图表2：2019H1 电新全产业链（上下游板块）营业收入情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

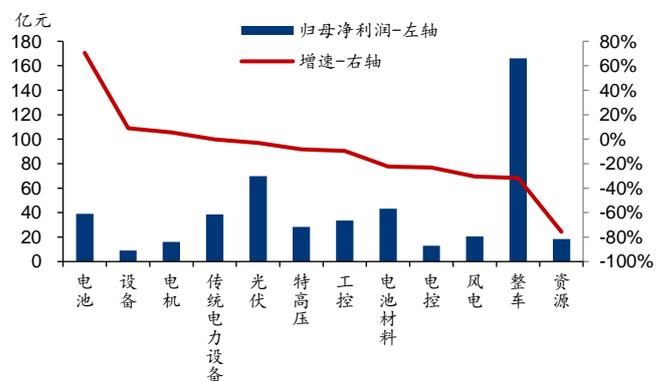
2019H1 所有板块归母净利润 447.84 亿，同比下降 24%，归母净利润仍同比下降。12 个子板块中，电池、锂电设备和电机子板块实现归母净利润同比增长，增速分别为 71%、9%和 6%。电池板块归母净利增速居于首位，我们认为主要受 19 年补贴过渡期前抢装的影响，19 年补贴政策于 3 月 26 日公布，设置了三个月的过渡期，6 月 25 日前市场在补贴政策退坡的预期下抢装，带动电池行业上半年归母净利润大幅增长。

图表3：2014-2019H1 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4：2019H1 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

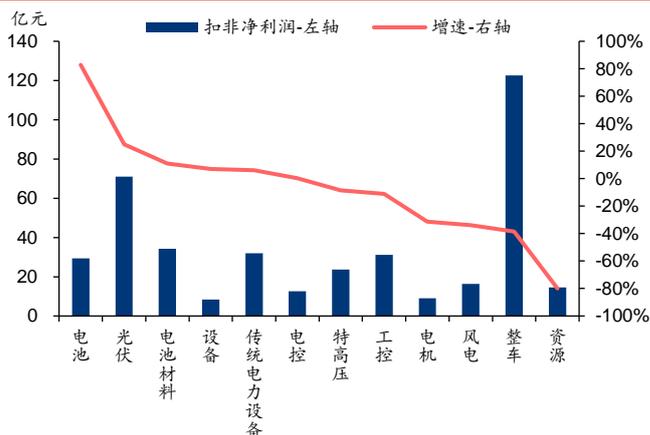
2019H1 年所有板块扣非净利润 362.33 亿，同比下降 24%，扣非净利润仍同比下降，增速较 18 年环比回升。电池、光伏、电池材料、设备、传统电力设备和电控板块实现正向增长，增速分别为 83%、25%、11%、7%、6%和 0.35%。电池板块扣非净利润增速居于各板块首位，我们认为或与 19 年新补贴政策实施前抢装有关。

**图表5：2014-2019H1 电新板块扣非净利润情况**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

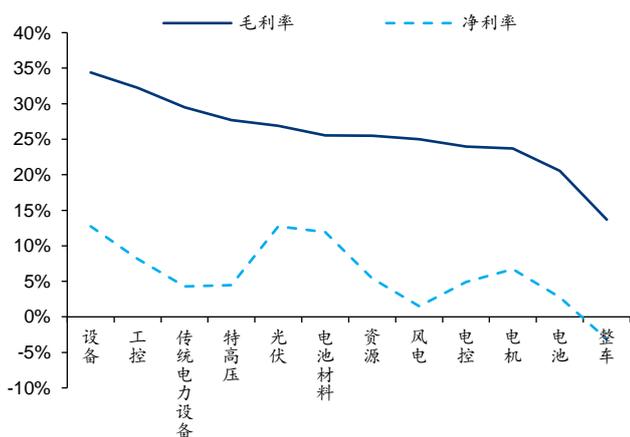
**图表6：2019H1 电新各子板块扣非净利润情况**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

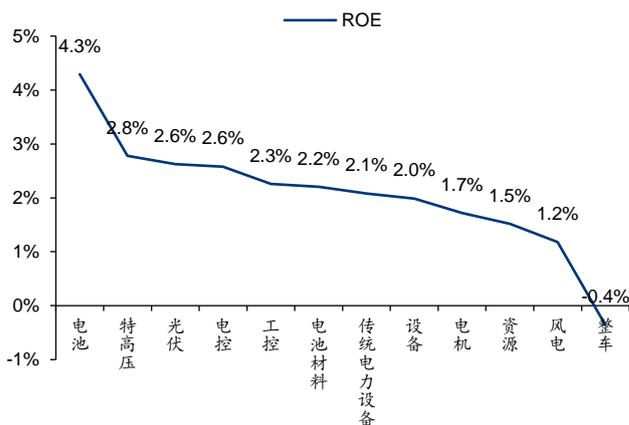
2019H1 产业链各子板块的毛利率均值为 25.7% (同比-1.8pct)，净利率均值为 6.0% (同比-3.0pct)，净资产收益率均值为 2.1% (同比-0.1pct)，上半年产业链盈利能力整体承压。从各个板块的盈利能力来看，2019H1 设备和光伏板块盈利能力突出，毛利率和净利率居于前列。19H1 电池板块的净资产收益率为 4.3%，居于各板块第一位。

**图表7：2019H1 电新各子板块毛利率及净利率情况**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表8：2019H1 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、风电和电力设备板块进行梳理，探究其 2019H1 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

**19H1 新能源车销量同比+49.6%，电池装机量同比+93%。**根据中汽协数据，2019年H1国内新能源车产量61.4万辆，销量61.7万辆，分别同比增长48.5%和49.6%。根据高工产研数据，2019H1国内动力电池产量35.25GWh，同比增长54.12%，装机量30.01GWh，同比增长93%。电池装机量增速高于整车产量增速的原因在于：乘用车中EV占比从18H1的72%提升至19H1的81%，同时EV车型中，单车带电量更高的A级车代替A00级车成为主力车型。（具体数据参见我们已发报告《向上趋势不变，增长韧性仍存》）

**图表9：新能源车月度产销量（单位：万辆）**

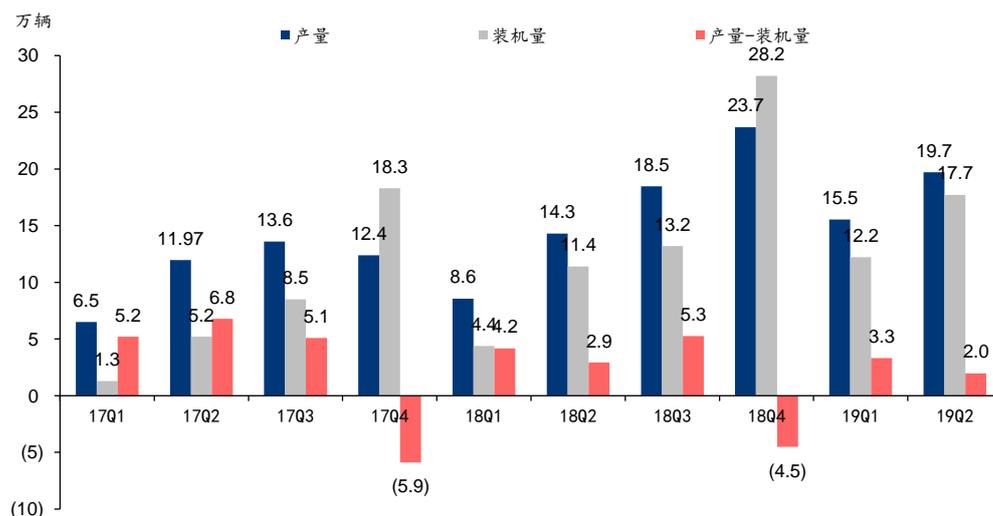
	2018 销量	2019 销量	2018 产量	2019 产量
1月	3.9	9.6	4.1	9.1
2月	3.4	5.3	3.9	5.9
3月	6.8	12.6	6.8	1.28
4月	8.2	9.7	8.1	1.02
5月	10.2	10.4	9.6	11.2
6月	8.5	15.2	8.6	13.4
上半年合计	77.7	9.6	79.4	61.4
上半年合计同比		49.6%		48.5%

注：因中汽协新能源车产销量只披露至万辆口径，存在合计数量与上半年披露数据加总不相等情况。本表格中上半年合计数量和上半年合计同比增速均以中汽协披露数据为准。

资料来源：中汽协，华泰证券研究所

**19H1 电池行业整体有备货，但是库存策略相较去年同期谨慎。**19年新能源车的国家补贴政策是3月25日落地，19Q1几乎为政策真空期，补贴按照18年的标准执行，因此行业排产积极性高，整体一季度淡季不淡，电池企业有少量备货。3月26日至6月25日为过渡期，由于19年的补贴大幅下滑，叠加行业需求低迷，车企在过渡期的抢装意愿不似此前强烈。我们以“产量-装机量”作为库存的代表，19Q2电池行业库存环比19Q1下滑，主要系6月份电池企业有一波去库存。

**图表10：动力电池产量、装机量情况（单位：GWh）**



资料来源：高工产研，汽车生产合格证，华泰证券研究所

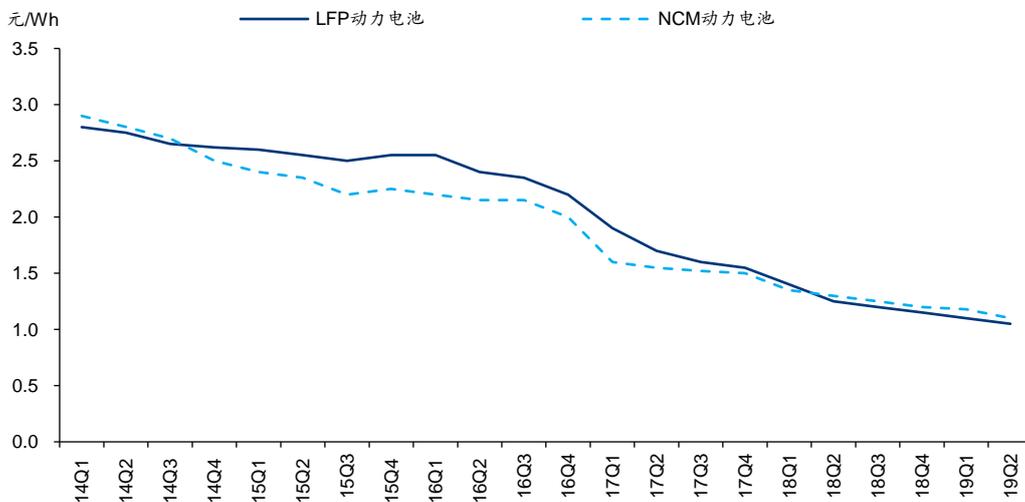
**动力电池：**根据真锂研究数据，2019年上半年动力电池行业集中度进一步提升。从装机量数据看，宁德时代、比亚迪合计约21.16GWh，占整体的70.42%，较2018全年增加8.88pct。CATL装机量13.81GWh，市占率45.97%，而18年全年市占率为41.21%左右。行业CR3为75%，18年全年为64%。补贴退坡加速电池行业洗牌，集中度进一步提升。19H1磷酸铁锂电池均价同比-19%，三元电池均价同比-14%。由于降成本速度不如降价速度，毛利率普遍出现下滑。其中，宁德时代主动加速计提设备折旧，营业成本增加，因而毛利率下滑相对较多。亿纬锂能和鹏辉能源的毛利率提升，主要系消费类锂电池产品毛利率提升。

**图表11：各家企业动力电池装机量以及对应份额**

企业	2018年总计		企业	2019H1	
	装机量(Wh)	份额		装机量(MWh)	份额
CATL	23.23	41.21%	CATL	13.81	45.97%
比亚迪	11.46	20.33%	比亚迪	7.35	24.46%
国轩高科	3.00	5.32%	国轩高科	1.76	5.86%
力神	2.05	3.63%	力神	0.81	2.69%
孚能科技	2.00	3.55%	亿纬锂能	0.56	1.86%
比克	1.80	3.20%	孚能	0.55	1.83%
亿纬锂能	1.23	2.17%	中航锂电	0.49	1.65%
北京国能	0.78	1.39%	比克	0.48	1.61%
中航锂电	0.68	1.20%	多氟多	0.39	1.31%
卡耐	0.65	1.15%	卡耐	0.32	1.05%
其它	9.50	0.17		3.52	0.12
合计	56.37	100%		30.04	100%

资料来源：真锂研究，华泰证券研究所

**图表12：国内动力电池价格走势**



注：LFP指磷酸铁锂电池，NCM指三元电池。

资料来源：高工产研，华泰证券研究所

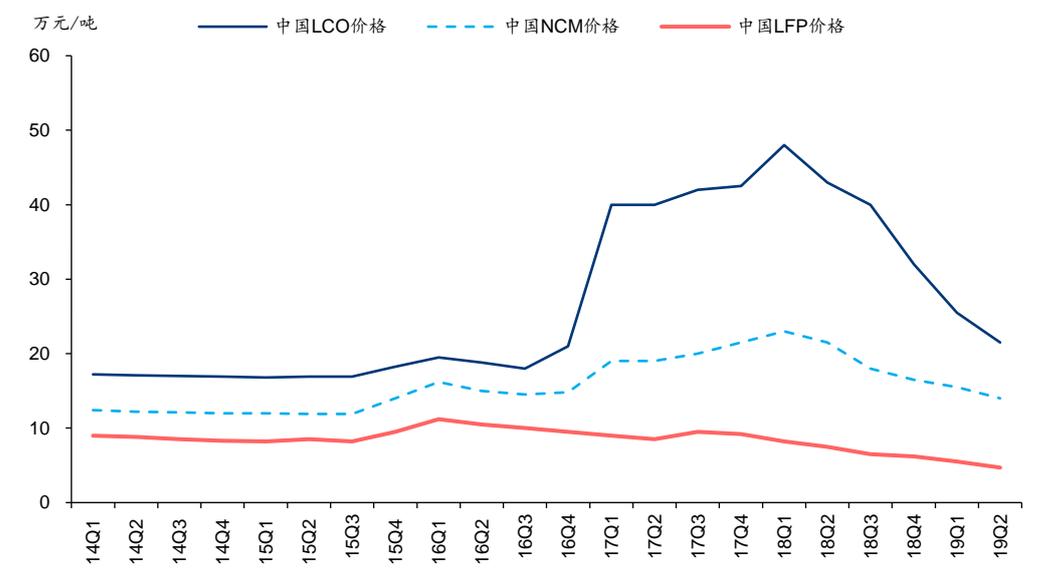
**图表13：主要电池企业18H1-19H1的毛利率对比**

	18H1	19H1	同比
宁德时代	32.67%	28.88%	-3.79pct
亿纬锂能	18.78%	20.28%	1.50pct
国轩高科	32.47%	30.35%	-2.12pct
鹏辉能源	22.84%	23.80%	0.96pct

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**三元正极材料：**根据高工产研数据，2019年上半年三元材料实现产量9.23万吨，同比增加66.61%。19H1行业CR3为36%，18年为31%。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。19H1，钴酸锂、三元材料的均价分别同比-48.35%、-33.71%。由于正极材料公司普遍会做钴原材料库存，库存策略对毛利率影响较大，一般钴原材料涨价通道中，由于原材料库存升值，正极材料公司毛利率也将提升，反之亦然。19H1正极材料公司毛利率普遍出现下滑，唯有当升科技的毛利率同比提升，主要系公司高毛利的高镍产品和钴酸锂产品占比提升。

**图表14：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

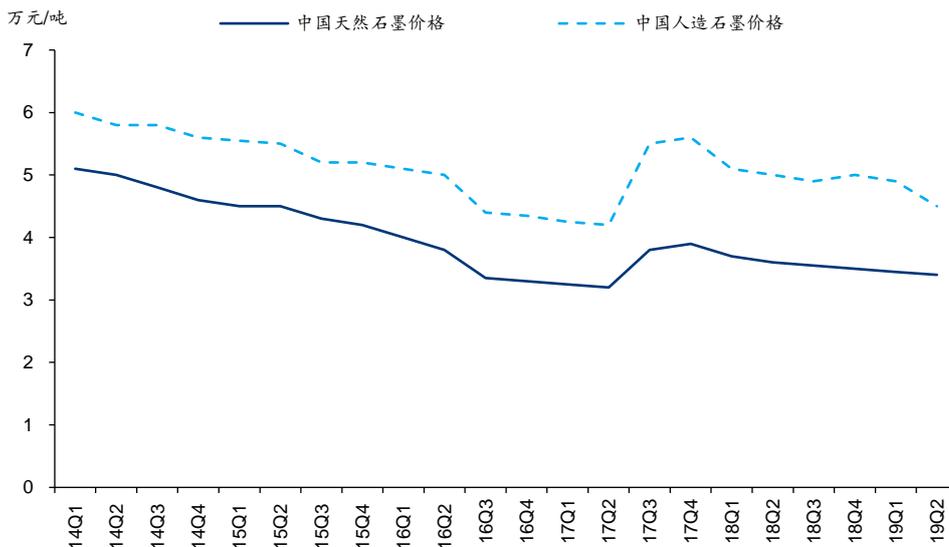
**图表15：18H1-19H1 正极材料公司毛利率对比**

	2018H1	2019H1	同比
厦门钨业	12.77%	7.72%	-5.05pct
当升科技	12.22%	16.10%	3.88pct
杉杉股份	21.78%	13.01%	-8.77pct
容百锂电	NA	15.31%	NA

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**负极材料：**根据高工产研数据，2019年上半年负极材料实现产量12.13万吨，同比增长51.63%。其中人造石墨和天然石墨分别生产8.75万吨、2.88万吨，分别占比23.74%以及76.26%。19H1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64.8%，同比增加1.0pct，天然石墨CR3为81.1%，同比上升了4.4pct。19H1天然石墨和人造石墨均价分别同比-6.16%，-6.93%。多数公司未披露负极材料业务毛利率，璞泰来的负极子公司江西紫宸的净利率同比下滑11.31pct，一方面系原材料针状焦采购价提升，另一方面毛利率较低的动力负极占比提升。

**图表16: 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

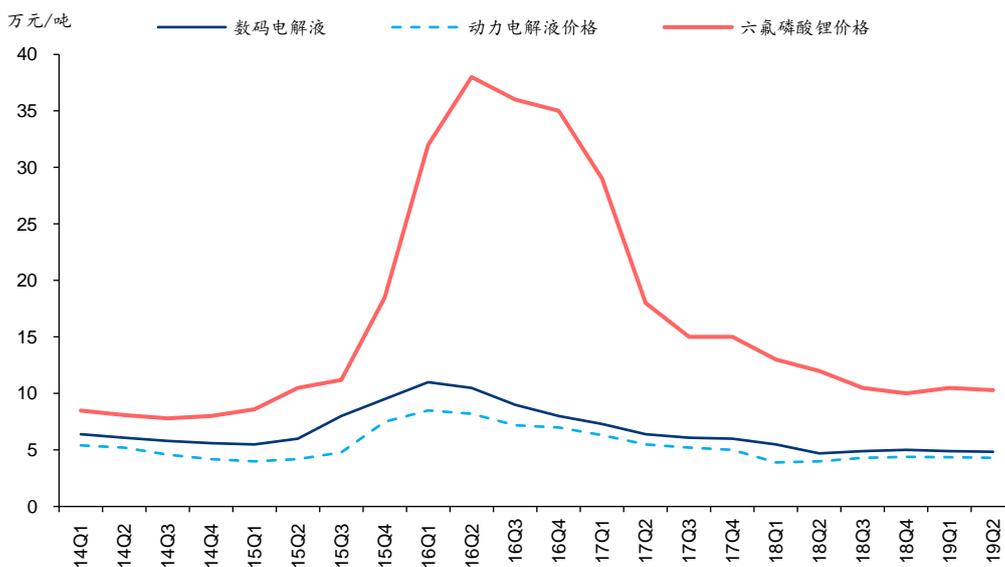
**电解液:**根据高工产研数据,2019年上半年国内电解液产量8.20万吨,同比增加38.28%,其中动力电解液4.99万吨,同比增加45.67%。19H1行业CR3为54%,与18年的基本持平。从价格看,19年H1电解液价格环比维持稳定,同比有所提升,主要系原材料溶剂EC同比涨价,产品跟随涨价。

**图表17: 国内电解液产量情况**

产量(吨)	2017	2018	同比	2019H1	同比
数码电解液	46640	47770	2.42%	25670	19.56%
动力电解液	59290	85880	44.85%	49900	45.67%
储能电解液	4070	7850	92.87%	6460	103.78%
总量	110000	141500	28.64%	82030	38.28%

资料来源: 高工产研, 华泰证券研究所

**图表18: 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

**图表19: 主要电解液企业 18H1-19H1 毛利率对比**

	2018H1	2019H1	同比
天赐材料	22.94%	25.40%	2.46%
新宙邦	27.10%	26.66%	-0.44%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**隔膜:** 根据高工产研数据, 19年上半年隔膜产量为 11.5 亿平, 同比增 52.00%, 其中干法隔膜产量为 3.11 亿平, 占比 27.04%, 同比减 3.74%, 湿法隔膜产量为 8.39 亿平, 占比 72.96%, 同比增 93.54%。湿法隔膜产能释放增加行业供给, 19Q2 湿法隔膜同比平均降价 42%。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 32%。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 47.33%, 同比-7.03pct, 而二线干法隔膜厂沧州明珠 19H1 已经毛利为负。

**图表20: 国内隔膜产量情况**

产量(万平)	2017	2018	同比	2019H1	同比
湿法隔膜	74,000	130,600	76.48%	83900	52.00%
干法隔膜	73,550	70,560	-4.07%	31000	-3.74%
隔膜总量	147,550	201,160	36.33%	115000	93.54%

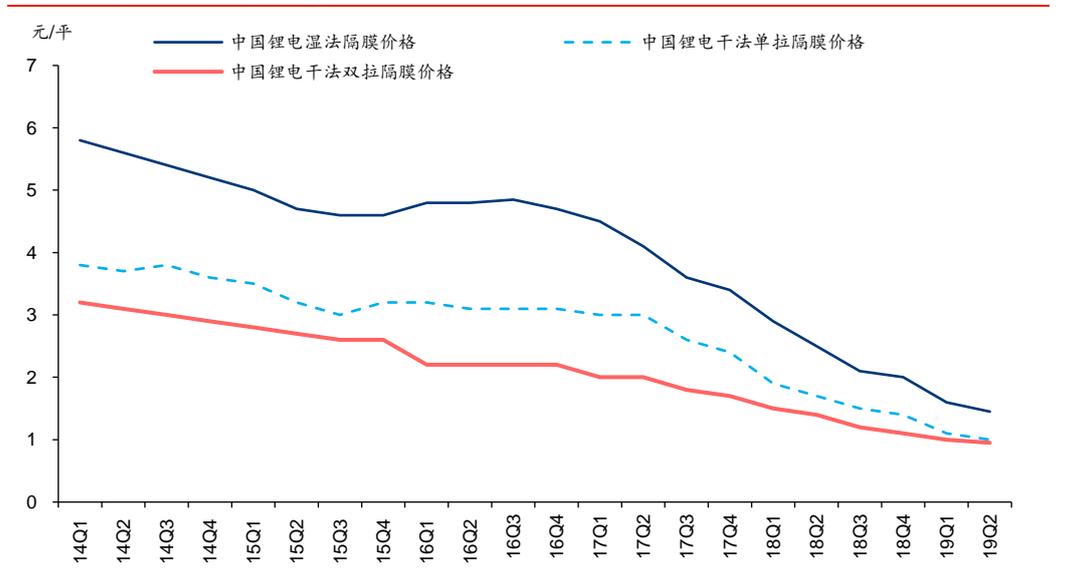
资料来源: 高工产研, 华泰证券研究所

**图表21: 主要隔膜企业 18H1-19H1 毛利率对比**

	18H1	19H1	同比
恩捷股份	NA	48.59%	NA
星源材质	54.36%	47.33%	-7.03pct
沧州明珠	12.28%	-45.59%	-57.87pct

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表22: 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23: 2018-2019H1 各环节的行业集中度情况

2018	龙头公司	CR1	CR3	CR5	2019H1	龙头公司	CR1	CR3	CR5
动力电池	宁德时代	37%	64%	72%	动力电池	宁德时代	45%	75%	83%
NCM 正极	长远锂科	10%	31%	47%	NCM 正极	长远锂科	12%	36%	54%
负极	贝特瑞	22%	57%	77%	负极	贝特瑞	24%	61%	79%
人造石墨	江西紫宸	24%	61%	76%	人造石墨	宁波杉杉	25%	65%	78%
隔膜	上海恩捷	24%	49%	64%	隔膜	上海恩捷	30%	55%	67%
干法隔膜	星源材质	23%	52%	73%	干法隔膜	星源材质	29%	52%	73%
湿法隔膜	上海恩捷	36%	56%	67%	湿法隔膜	上海恩捷	42%	67%	81%
电解液	广州天赐材料	25%	55%	69%	电解液	广州天赐材料	24%	54%	70%

资料来源: 高工产研, 华泰证券研究所

### 业绩增速反映产品竞争力, 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。2019H1 四大材料和电池环节中, 除电解液同比涨价之外, 其余环节均同比降价。2019 年上半年营收同比增速前三分别是恩捷股份 (13.78 亿元, +169%, 隔膜业务并表)、宁德时代 (202.64 亿元, +117%)、璞泰来 (21.77 亿元, +58%)。各环节龙头基本通过以量补价实现收入高增长。

图表24: 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	2019H1	同比增速
正极材料	当升科技	6.25	8.60	13.35	21.58	32.81	13.40	-18%
	杉杉股份	36.59	43.02	54.75	82.71	88.53	44.41	4%
	容百科技	-	-	8.85	18.79	30.41	19.49	45%
负极材料	璞泰来	5.04	9.23	16.77	22.49	33.11	21.77	58%
	中科电气	2.07	1.67	1.63	4.21	6.19	4.01	58%
电解液	天赐材料	7.06	9.46	18.37	20.57	20.80	12.18	29%
	多氟多	21.32	21.82	28.57	37.36	39.13	19.54	15%
	新宙邦	7.57	9.34	15.89	18.16	21.65	10.57	7%
隔膜	星源材质	3.00	4.25	5.06	5.21	5.83	3.53	11%
	沧州明珠	20.90	21.75	27.65	35.24	33.25	13.76	-8%
	恩捷股份	12.17	11.31	11.46	12.20	24.57	13.78	169%
电池	宁德时代	8.67	57.03	148.79	199.97	296.11	202.64	117%
	国轩高科	8.86	27.45	47.58	48.38	51.27	36.07	38%
	成飞集成	9.39	16.66	22.45	19.43	21.45	11.69	38%
	澳洋顺昌	15.17	15.84	19.26	35.88	42.55	16.04	-18%
	亿纬锂能	12.09	13.49	23.40	29.82	43.51	25.30	34%

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 19H1 扣非业绩同比下滑。扣非业绩同比增长较多的可归为三类: 第一类是并表或者有投资收益的影响, 包括恩捷股份 (+853%)、亿纬锂能 (+231%); 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, 包括宁德时代 (+89%); 第三类是 18H1 基数太低, 因而 19H1 有改善增速较高, 包括天赐材料 (+443%), 中科电气 (+150%)。

**图表25: 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	2019H1	同比增速
正极材料	当升科技	-0.38	0.06	0.94	1.46	3.04	1.26	19%
	杉杉股份	1.29	2.10	2.56	4.41	3.03	1.62	-47%
	容百科技	-	-	0.11	0.92	2.03	1.03	2.9%
负极材料	璞泰来	0.32	1.22	3.11	4.26	4.95	2.40	9%
	中科电气	0.24	0.15	0.19	0.42	0.92	0.82	150%
电解液	天赐材料	0.53	0.82	3.67	2.96	0.10	0.53	443%
	多氟多	-0.08	0.26	5.26	2.00	-0.10	0.44	-64%
	新宙邦	1.25	1.20	2.43	2.66	2.96	1.26	23%
隔膜	星源材质	0.64	1.13	1.49	0.97	1.06	1.89	7%
	沧州明珠	1.61	2.12	4.89	5.38	1.21	0.83	-25%
	恩捷股份	1.26	1.36	1.52	1.41	3.18	3.23	853%
电池	宁德时代	0.13	8.80	27.86	23.76	31.28	18.19	161%
	国轩高科	0.25	5.48	9.54	5.29	1.91	2.92	10%
	成飞集成	0.11	0.80	1.21	-1.28	-2.47	-0.25	-66%
	澳洋顺昌	1.49	1.72	1.66	3.21	1.84	-0.08	-105%
	亿纬锂能	0.19	0.92	2.34	2.74	4.96	4.91	231%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 营运能力持续分化, 电池龙头现金流大幅改善

存货周转率持续分化, 隔膜行业存货周转率整体承压。各细分环节中, 仅有部分龙头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。19H1 电池环节宁德时代和亿纬锂能的存货周转率分别同比提升 0.16 和 0.24 次。隔膜行业受新产能释放影响, 行业供给大幅提升, 拖累隔膜企业存货周转率, 19H1 星源材质、沧州明珠和恩捷股份的存货周转率分别同比下降 0.78、0.62 和 0.59 次。

**图表26: 锂电企业存货周转率 (次)**

所在环节	证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	同比变化
正极材料	当升科技	4.03	4.50	4.97	6.99	9.89	4.48	-0.57
	杉杉股份	3.36	4.12	3.97	3.49	2.96	1.57	0.34
	容百科技	-	-	6.75	6.50	6.05	3.30	-
负极材料	璞泰来	2.65	2.16	2.16	1.55	1.46	0.75	0.08
	中科电气	0.76	1.01	1.09	2.20	1.80	0.67	-0.15
电解液	天赐材料	5.37	5.79	7.10	5.24	3.06	1.18	-0.62
	多氟多	5.98	4.67	3.37	3.83	3.02	1.62	0.38
	新宙邦	4.23	4.15	4.87	4.52	4.70	1.92	-0.33
隔膜	星源材质	3.99	6.27	5.43	5.16	3.67	1.38	-0.78
	沧州明珠	7.67	7.92	7.28	8.72	7.29	2.34	-0.62
	恩捷股份	5.15	4.82	4.58	4.75	4.31	1.41	-0.59
电池	宁德时代	2.06	5.17	6.98	5.33	3.79	1.70	0.16
	国轩高科	3.93	4.67	4.51	2.75	1.92	1.09	-0.02
	成飞集成	1.48	2.21	2.74	2.33	2.62	1.78	0.86
	澳洋顺昌	5.49	5.55	4.28	4.44	4.10	1.57	-0.29
	亿纬锂能	4.23	4.14	4.32	2.93	3.15	1.62	0.24

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

电池和负极环节应收账款周转率有所好转, 电解液和隔膜环节略有承压。19 家重点公司中, 有 10 家公司实现应收账款周转率同比上升, 其中宁德时代应收账款周转率增长幅度最大, 同比增加 1.6 次, 体现对下游较强的议价能力。从各环节来看, 电池和负极环节应收账款周转率整体提升, 我们认为电池环节整体应收账款周转率提升可能是下游整车环节的洗牌以及电池厂主动选择的结果。产品竞争力差、现金流差的整车企业陆续在退出市场, 而电池厂从 18H2 开始对现金流重视程度显著提升, 根据账期对客户有所选择。根据高工锂电数据, Q2 负极环节产能利用率为 46%, 居于各环节首位。我们认为较低的供给弹性增加负极环节话语权, 助其 19H1 应收账款周转率提升。隔膜环节受新产能释放影响, 供给弹性较强, 19H1 应收账款周转率有所下降。

**图表27: 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	2019H1	同比变化
正极材料	当升科技	3.42	3.24	3.20	3.47	4.09	1.43	-0.36
	杉杉股份	3.29	2.97	3.20	3.66	3.19	1.49	-0.00
	容百科技	-	-	2.81	3.48	3.29	1.81	-
负极材料	璞泰来	3.90	3.78	4.17	3.62	3.80	1.96	0.23
	中科电气	0.88	0.76	0.84	1.71	1.77	1.13	0.35
电解液	天赐材料	4.36	4.19	5.18	3.66	2.95	1.53	0.19
	多氟多	6.42	5.50	5.53	4.47	3.47	1.53	-0.16
	新宙邦	3.71	3.52	4.00	3.19	2.97	1.32	-0.11
隔膜	星源材质	3.33	3.40	3.24	2.81	2.17	0.91	-0.34
	沧州明珠	3.95	3.85	4.08	4.75	4.23	1.63	-0.09
	恩捷股份	5.27	4.09	3.34	3.01	2.96	1.07	-0.10
电池	宁德时代	2.33	4.12	3.06	2.81	4.51	2.81	1.60
	国轩高科	2.10	2.98	2.50	1.62	1.20	0.62	0.03
	成飞集成	2.04	2.48	2.92	2.14	1.84	1.34	0.51
	澳洋顺昌	3.95	4.46	4.07	4.32	4.38	2.01	0.23
	亿纬锂能	3.87	3.85	3.85	2.83	2.80	1.34	0.10

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

### 补贴退坡倒逼行业降本增效, 长期建议配置具备全球竞争力产业链龙头

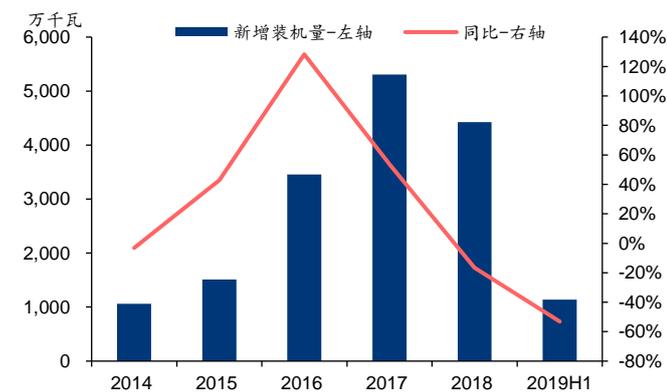
补贴退坡倒逼行业降本增效, 长期建议配置龙头核心资产。随着6月底过渡期结束, 新能源车行业补贴进一步退坡。全产业链短期将承担降价压力, 国内补贴退坡将倒逼产业链降本增效, 进入全球供应链的电池和材料公司的业绩受补贴影响相对较小。新能源车板块自7月初以来, 经历了一波由于筹码底和基本面底的修复行情, 但是短期基本面仍未明显好转, 右侧信号还未出现, 因此建议从相对收益角度配置有个股基本面好转逻辑的公司, 标的星源材质、欣旺达。长期看, 我们认为19Q3或为未来一年半的基本面底, 建议配置具备全球竞争力的龙头核心资产, 标的宁德时代、璞泰来、当升科技。

## 光伏：19H1 龙头盈利能力恢复，国内需求启动在即

### 海外市场快速崛起，19H1 营收增速快速回升

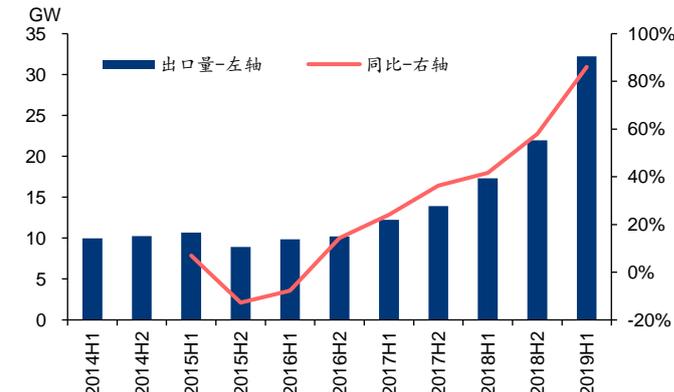
国内光伏新增装机量回落，海外市场快速崛起。2019H1 国内光伏新增装机量 11.4GW，同比下降 53.1%；从海外市场看，19H1 组件出口 32.22GW，同比增长 86%，海外市场高增长。自 2018 年 531 新政后，国内光伏企业将重心转向海外市场，欧洲 MIP 结束及价格带来的海外需求快速提升为龙头公司提供了广阔的市场空间。19H1 行业内企业实现营业收入 945.45 亿元，同比增长 14.51%。下半年国内竞价项目开启招标，国内需求有望进一步释放，看好四季度供需两旺。

图表28： 2014-2019H1 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

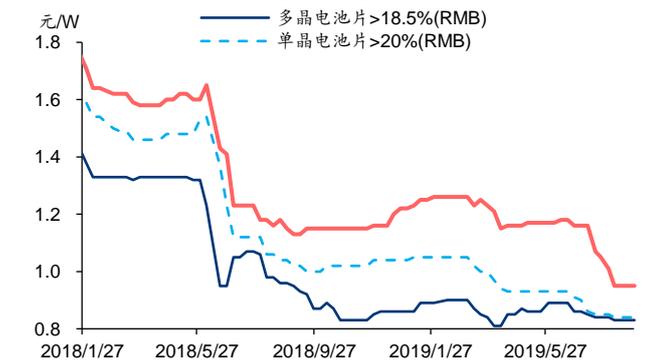
图表29： 2014-2019H1 光伏组件出口额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

光伏产业链价格下降，加速向平价迈进。19H1 受国内需求下降和低成本产能投产影响，产业链价格持续下降。截至 2019 年 6 月底，单晶电池片（转换效率>20%）和 300W 单晶组件的价格分别为 0.91 元/W 和 2.07 元/W，较 18 年 12 月底下降 12.5%和 4.2%，行业向平价迈进。

图表30： 19H1 光伏硅片价格延续下降态势



资料来源：Energy Trend，华泰证券研究所

图表31： 19H1 光伏组件价格延续下降态势



资料来源：Energy Trend，华泰证券研究所

光伏板块营收增速反弹，制造企业增速领先。国家能源局公布的数据显示，上半年全国光伏新增装机 11.4GW，其中，光伏电站 6.82GW，分布式光伏 4.58GW。从新增装机布局看，华北地区新增装机 3.3GW，东北地区新增装机 0.26GW，华东地区新增装机 2.28GW，华中地区新增装机 1.36GW，西北地区新增装机 3.43GW，华南地区新增装机 0.77GW。2019 年上半年行业内企业实现营业收入 945.45 亿元，同比增长 14.51%，增速较 18H2 大幅回升。其中，光伏制造企业营业收入 619.76 亿元，同比增长 20.08%；光伏运营企业营业收入 325.70 亿元，同比增长 5.24%。

图表32: 光伏行业营业收入



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**制造端企业增速领先, 运营端企业整体承压。**在光伏制造企业中, 2019H1 通威股份营业收入最高, 达到 161.24 亿元 (包含农牧板块), 领先其他企业, 主要得益于公司新产能投产, 硅料和电池片的产销量均有所提高, 电池片盈利超预期。2019H1 正泰电器营业收入 114.28 亿元, 营业收入规模居于运营端企业首位, 主要系公司采用低压电器和光伏双主业, 增厚营收规模。东旭蓝天营收增速居于运营端公司首位, 主要受公司产业园区综合服务业务带动, 公司产业园区能够综合应用分布式光伏和储能等能源, 实现多能互补, 挖掘下游需求。除正泰电器和东旭蓝天外, 其余运营端公司营收增速承压, \*ST 海润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2019H1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	2018H1	2019H1	同比增速
阳光电源	30.62	45.69	60.04	88.86	103.69	38.95	44.62	14.56%
清源股份	5.24	5.97	7.03	7.83	9.61	3.41	5.33	56.23%
东方日升	29.52	52.59	70.17	114.52	97.52	47.47	60.56	27.59%
向日葵	16.44	18.24	16.03	15.30	6.57	3.81	3.81	0.16%
科士达	13.88	15.26	17.50	27.30	27.15	11.59	9.98	-13.88%
晶盛机电	2.45	5.92	10.91	19.49	25.36	12.44	11.78	-5.28%
拓日新能	5.46	7.28	11.42	15.15	11.21	4.84	4.46	-7.87%
通威股份	154.09	140.79	208.84	260.89	275.35	124.61	161.24	29.40%
中环股份	47.68	50.38	67.83	96.44	137.56	64.61	79.42	22.91%
亚玛顿	8.63	10.92	13.96	16.12	15.30	9.55	5.17	-45.84%
协鑫集成	26.99	62.84	120.27	144.47	111.91	60.83	50.89	-16.34%
隆基股份	36.80	59.47	115.31	163.62	219.88	100.02	141.11	41.09%
中来股份	4.76	7.34	13.88	32.43	26.92	12.12	11.58	-4.40%
福斯特	23.86	33.33	39.52	45.85	48.10	21.89	29.79	36.08%
<b>光伏制造汇总</b>	<b>406.42</b>	<b>516.03</b>	<b>772.69</b>	<b>1048.27</b>	<b>1116.13</b>	<b>516.13</b>	<b>619.76</b>	<b>20.08%</b>
太阳能	47.49	36.30	43.33	52.05	50.37	19.90	20.43	2.65%
中利集团	92.46	121.40	112.92	194.15	167.26	73.79	57.35	-22.29%
正泰电器	127.67	120.26	201.65	234.17	274.21	119.02	144.28	21.22%
爱康科技	30.03	32.16	39.05	48.56	48.43	24.92	25.14	0.88%
林洋能源	22.06	27.25	31.15	35.88	40.17	16.13	16.68	3.37%
东旭蓝天	10.37	16.66	37.74	81.31	86.76	35.68	52.33	46.65%
ST 海润	49.58	60.89	45.19	32.56	8.78	5.82	2.89	-50.38%
芯能科技	8.69	16.03	11.49	9.36	3.84	2.40	1.56	-35.11%
珈伟股份	6.80	19.02	29.21	33.10	16.90	11.82	5.06	-57.16%
<b>光伏运营汇总</b>	<b>395.16</b>	<b>449.97</b>	<b>551.72</b>	<b>721.15</b>	<b>696.72</b>	<b>309.49</b>	<b>325.70</b>	<b>5.24%</b>
<b>光伏行业汇总</b>	<b>801.57</b>	<b>966.00</b>	<b>1324.41</b>	<b>1769.42</b>	<b>1812.84</b>	<b>825.63</b>	<b>945.45</b>	<b>14.51%</b>

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

行业归母净利润同比大幅改善，运营端承压明显。2019H1 光伏企业的归母净利润合计 69.90 亿元，其中光伏制造业 56.89 亿元，光伏运营行业 13.01 亿元。整体归母净利润同比下降 2.98%，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同比增长 54.82%，光伏运营行业归母净利润同比下降 63.15%。

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

制造端盈利快速恢复，龙头公司优势凸显。2019 上半年光伏制造业企业中隆基股份的归母净利润最高，达到 20.1 亿元，东方日升因为 2018 年上半年的归母净利润数值过小，增长率达到了 295.52%。在光伏运营行业中，正泰电器的归母净利润最高，达到了 17.84 亿元；运营板块林洋能源的归母净利润增长率最高，为 5.3%，主要原因为公司光伏 EPC 业务较上年同期有所改善，使得光伏发电业务归母净利润快速增长。

**图表35： 2018年以及2019H1光伏行业企业归母净利润情况（单位：亿元）**

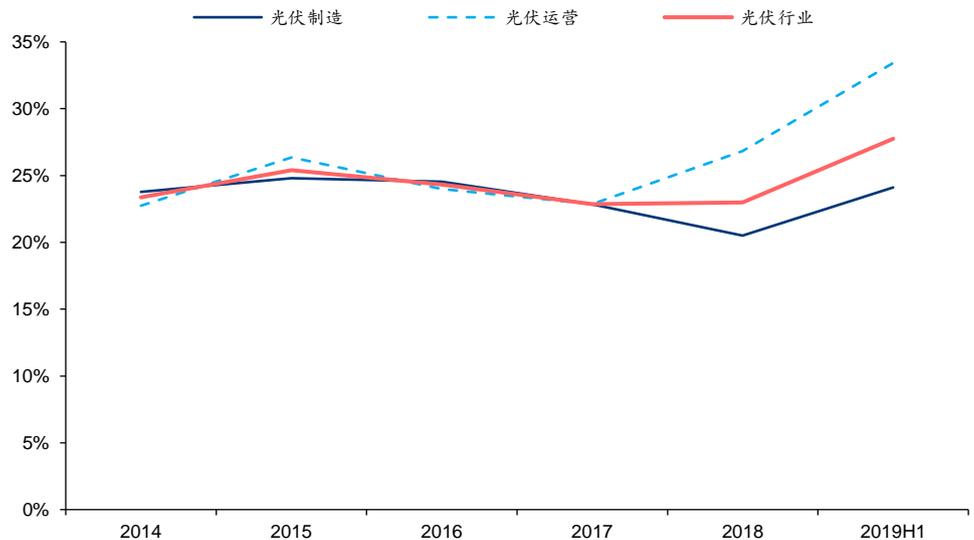
证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	2018H1	2019H1	同比
阳光电源	2.83	4.25	5.54	10.24	8.10	3.83	3.33	-13.15%
清源股份	0.44	0.66	0.58	0.49	0.25	0.09	0.17	95.55%
东方日升	0.67	3.22	6.89	6.50	2.32	1.23	4.85	295.52%
向日葵	0.37	0.88	0.31	0.24	-11.46	-1.94	0.03	-101.52%
科士达	1.53	2.33	2.96	3.71	2.30	1.54	1.23	-19.94%
晶盛机电	0.66	1.05	2.04	3.87	5.82	2.85	2.51	-11.92%
拓日新能	-0.05	0.31	1.29	1.63	0.89	0.53	0.43	-18.39%
通威股份	3.29	3.31	10.25	20.12	20.19	9.19	14.51	57.80%
中环股份	1.32	2.02	4.02	5.85	6.32	3.00	4.52	50.69%
亚玛顿	0.38	0.55	0.17	-0.23	0.79	0.19	-0.08	-141.24%
协鑫集成	26.94	6.39	-0.27	0.24	0.45	0.26	0.18	-29.02%
隆基股份	2.94	5.20	15.47	35.65	25.58	13.07	20.10	53.76%
中来股份	1.17	1.08	1.65	2.59	1.26	0.66	1.13	70.16%
福斯特	4.32	6.47	8.48	5.85	7.51	2.25	3.98	77.23%
光伏制造汇总	46.82	37.72	59.36	96.74	70.32	36.75	56.89	54.82%
太阳能	0.04	4.73	6.53	8.05	8.62	4.41	3.78	-14.42%
中利集团	2.86	4.15	0.74	3.06	-2.88	0.49	0.13	-73.60%
正泰电器	18.33	17.43	21.85	28.40	35.92	17.83	17.84	0.08%
爱康科技	0.92	1.11	1.47	1.13	1.25	0.69	0.37	-46.25%
林洋能源	4.10	4.95	4.74	6.86	7.61	3.97	4.18	5.30%
东旭蓝天	0.53	0.62	1.75	5.44	11.18	13.17	0.93	-92.96%
ST海润	-9.48	0.96	-11.79	-24.36	-37.37	-5.97	-14.07	135.45%
芯能科技	0.13	1.20	0.78	1.16	0.66	0.53	0.13	-75.20%
珈伟股份	0.08	1.37	3.43	2.90	-19.90	0.18	-0.28	-250.09%
光伏运营汇总	17.51	36.53	29.50	32.63	5.09	35.30	13.01	-63.15%
光伏行业汇总	64.32	74.26	88.87	129.37	75.41	72.05	69.90	-2.98%

资料来源：wind，华泰证券研究所

### 19H1 毛利率有所提升，运营端毛利提升明显

19H1 光伏行业平均销售毛利率为 27.75%，同比上升 2.99pct。光伏制造行业销售毛利率同比上升 3.89 pct，光伏运营各行业销售毛利率同比上升 5.2 pct，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

## 应收账款与营收增长相匹配，制造端存货有所提升

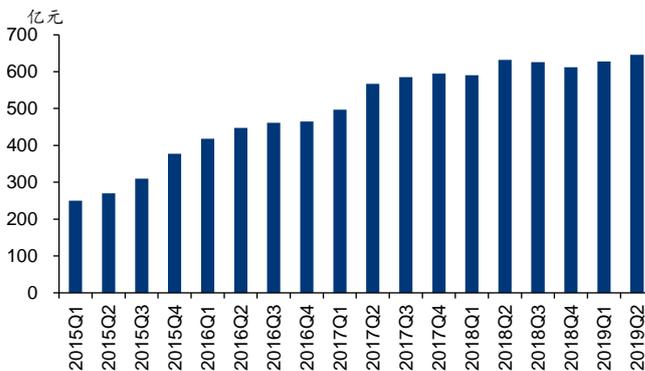
应收账款整体上升，与营收增长相匹配。2019年上半年光伏行业应收账款为645.89亿元，同比增加2.13%；制造端应收账款286.13亿元，环比增加5.01亿元；运营端应收账款359.75亿元，环比增加28.6亿元。19H1应收增速显著低于营收增速，我们认为或为海外市场占比提升影响，行业应收仍处于正常水平。

图表37：光伏行业应收账款情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

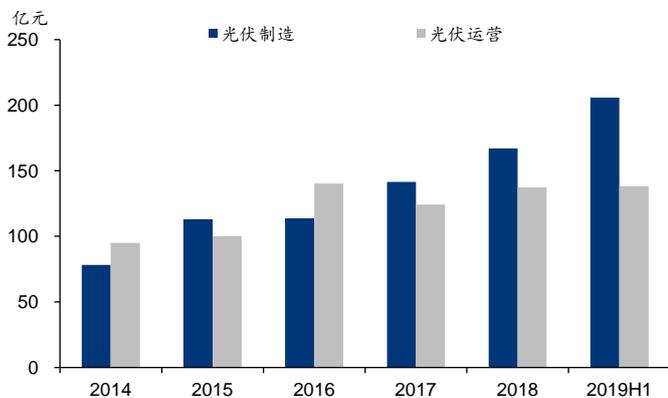
图表38：季度应收账款情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

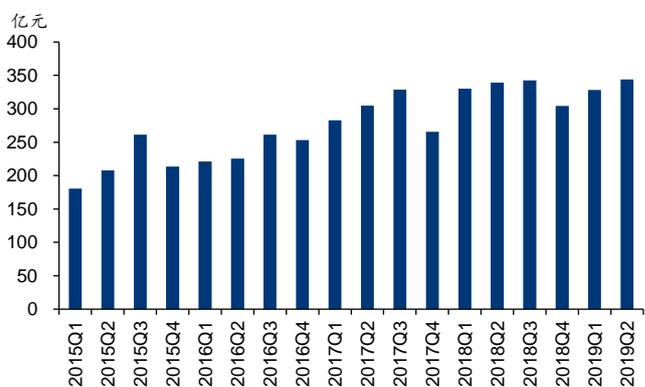
制造端存货增长明显，运营端存货增幅较小。2019年上半年光伏行业整体存货环比增加39.66亿元，相较于2018年同期略微上升，同比增加1.43%。存货增加主要来源于制造端的增长，制造端存货环比增加38.76亿元，运营端环比增加0.9亿元。

图表39：2014-2019H1 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40：2014-2019Q2 季度存货情况



资料来源：公司公告，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，龙头低成本产能的投放进一步推动平价上网进程。从市场上看，630后产业链价格，特别是电池片价格快速下挫，目前已经处于低位。下半年国内竞价项目陆续启动招标，将会带动行业价格触底反弹。产业链价格下降激发海外市场需求，未来海外市场重要性将会持续提升。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：19H1 行业抢装明显，整机毛利率或触底反弹

### 制造端风电装机提升，运营端弃风率显著下降

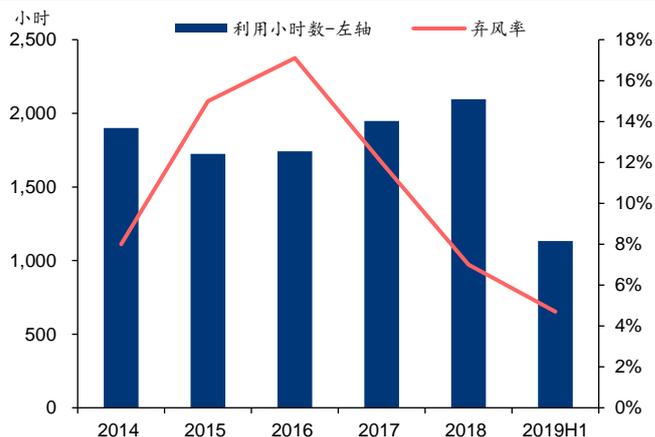
2019年上半年，新增装机容量为9.09GW，同比增加20.7%；风电设备平均利用小时数1133小时，同比下降10小时。2019H1全年弃风率平均4.7%，同比下降4pct。装机量上升、弃风率下降带来提振风电企业效益，带动风电龙头企业营收增长。

图表41：2019H1 风电新增装机量快速提升



资料来源：能源局，华泰证券研究所

图表42：19H1 弃风率维持持续下降态势



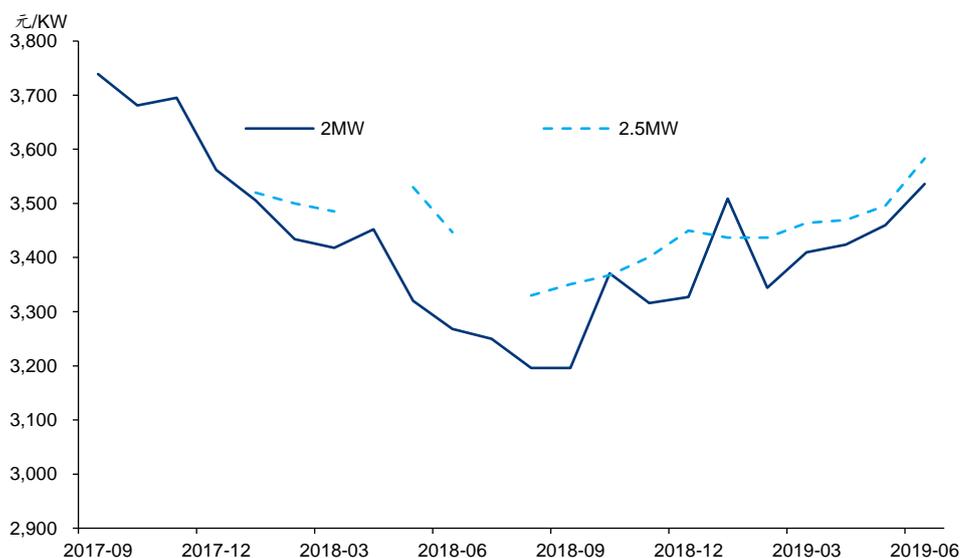
注：能源局未披露2016全年弃风率数字，本表中2016年弃风数据采用计算得到。

公式：弃风率=弃风电量/(弃风电量+发电量)

资料来源：能源局，华泰证券研究所

**19H1 风机价格呈现上升态势下，有望带动下半年制造端毛利率回升。**从价格来看，根据金风科技披露风机招标价格，受18年风机价格战影响，陆上主流机型价格2MW风机价格已于2018年9月份触底，受风电抢装影响和价格战缓解影响，当前风机价格处于上升阶段。风机购买合同签订后，需要经生产-安装-调试后方可交付使用，交付和购买通常具有一定时间间隔。风机量价齐增，带动行业增长。我们认为随着前期低价订单交付完成，行业毛利率仍有提升空间。

图表43：19H1 风机招标价格呈现上升趋势



资料来源：金风科技，华泰证券研究所

图表44: 风电新增装机情况



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

**制造端量价齐升, 运营端弃风率下降明显, 19H1 营收稳步提升。**2019H1 内企业实现营业收入 322.38 亿元, 同比大增 28.1%。从细分环节看, 制造端受风机新增装机提升和价格战缓和影响, 运营端利用小时数稳定叠加弃风率下降, 制造端和运营端均有所好转, 带动行业营收提升。

图表46: 2014-2019H1 营业收入情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

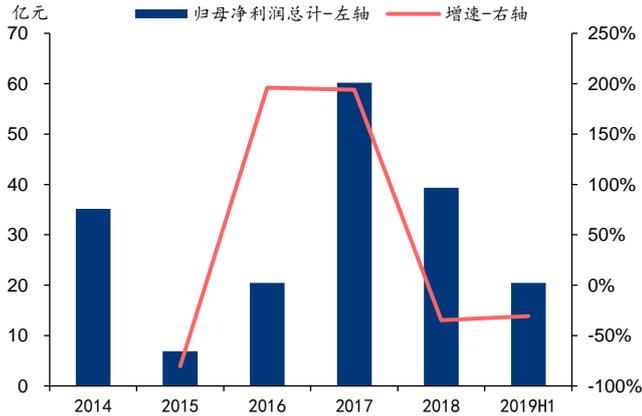
图表47: 2014-2019H1 分季度营业收入情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

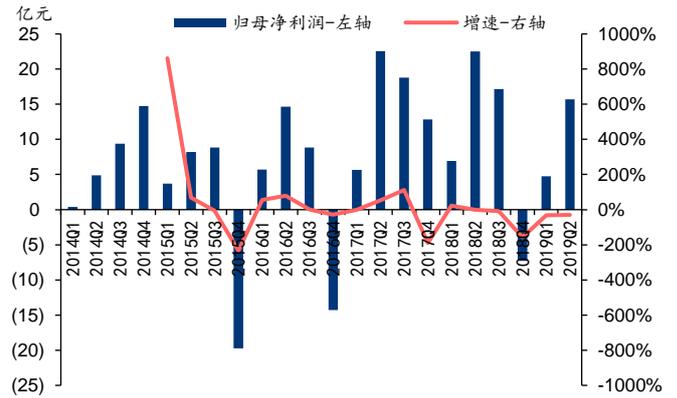
**归母净利润仍有所承压, 预计下半年将有所好转。**2019H1 风电企业的归母净利润合计 20.46 亿元, 同比下降 30.5%, 环比提升 229.96%。我们认为主要受前期低价风机交付影响, 归母净利润增速仍承压, 我们认为随着行业抢装以及高价风机交付, 下半年归母净利润有望回升。从结构上看, 行业龙头金风科技归母净利润最高, 达到 11.84 亿元, 同比下滑 22.58%, 略好于行业整体增速。泰胜风能归母净利润增速最快, 增速达 351.5%, 主要受海上风电快速增长带动。

图表48: 风电行业 2019H1 归母净利润 20.46 亿元 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表49: 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50: 2018 及 2019H1 风电行业各企业归母净利润情况 (亿元)

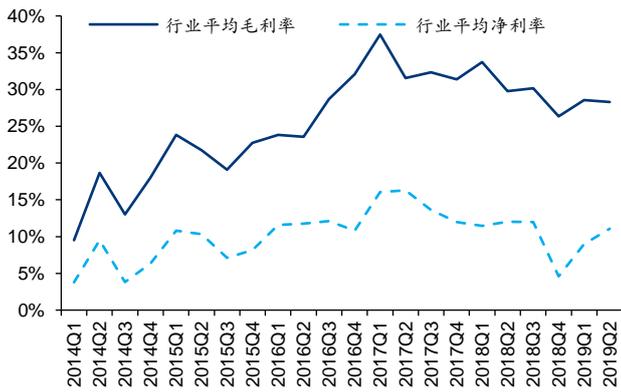
证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	同比	2019H1	同比	2018H1
ST 天马	0.34	0.47	-2.52	0.52	-6.35	-1318.96%	-3.01	204.19%	-0.99
天顺风能	1.75	3.03	4.06	4.70	4.70	0.03%	3.34	38.42%	2.41
北讯集团	-0.82	0.11	-0.48	2.18	-11.07	-608.78%	-3.88	-248.73%	2.61
金雷风电	0.91	1.45	2.10	1.50	1.16	-22.58%	0.81	101.43%	0.40
天奇股份	0.96	0.99	1.04	0.85	1.38	63.33%	0.60	-48.49%	1.16
金风科技	18.30	28.49	30.03	30.55	32.17	5.30%	11.84	-22.58%	15.30
天能重工	0.74	1.73	1.71	0.96	1.02	7.07%	0.84	174.98%	0.31
大金重工	0.47	0.93	0.71	0.41	0.63	51.20%	0.61	194.31%	0.21
华仪电气	0.91	0.60	-0.48	0.60	-0.83	-238.78%	0.07	-42.84%	0.12
ST 锐电	0.81	-44.52	-30.99	1.15	1.85	60.84%	0.17	331.66%	0.04
振江股份	0.08	0.56	1.45	1.16	0.61	-47.65%	-0.21	-155.11%	0.38
禾望电气	2.45	3.32	2.62	2.33	0.54	-76.91%	0.23	-41.30%	0.39
双一科技	0.61	1.02	1.08	1.11	0.88	-20.50%	0.70	58.89%	0.44
节能风电	1.82	2.03	1.89	3.99	5.15	29.11%	3.09	-8.46%	3.38
江苏新能	1.93	1.42	2.92	3.12	3.15	0.92%	1.39	-19.25%	1.73
明阳智能	2.97	3.58	3.15	3.56	4.26	19.64%	3.34	129.30%	1.46
泰胜风能	0.97	1.69	2.19	1.54	0.11	-93.15%	0.53	351.50%	0.12

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 低价风机交付影响毛利率, 成本管控能力有所提升

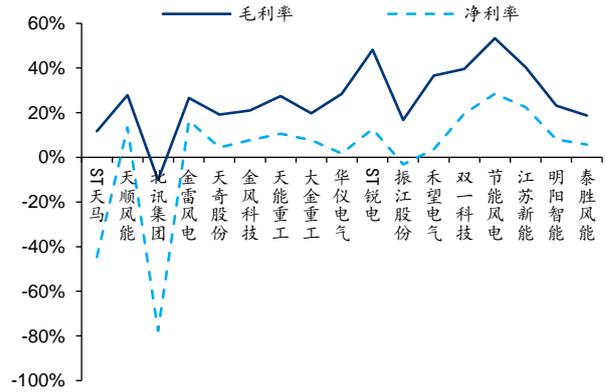
以统计标的看, 2019H1 风电行业平均销售毛利率为 28.45%, 同比下降 2.9pct, 较 18 年下降 0.45pct; 平均销售净利率 10.46%, 同比下降 7.4pct, 较 18 年增加 0.43pct。上半年受低价风机交付影响, 毛利率依旧承压, 行业内公司加大成本管控能力, 带动净利率环比提升。

**图表51： 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

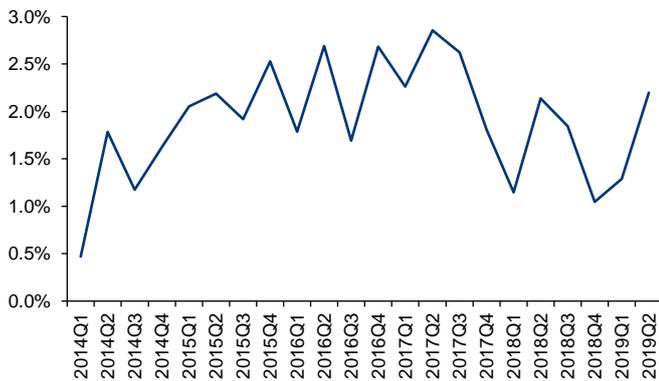
**图表52： 风电行业各企业 2019 年 H1 销售毛利率、销售净利率情况**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

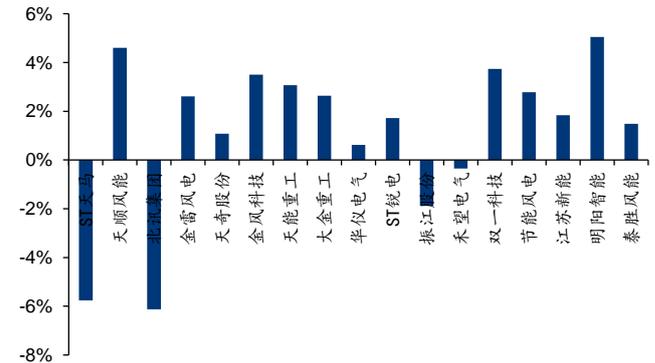
**19H1ROE 企稳回升,盈利修复有望持续全年。**2019H1 行业平均 ROE(未年化)为 2.20%，同比上升 0.06pct，环比上升 0.24pct。其中 ST 锐电、节能风电和江苏性能 ROE 水平居于行业前三。我们认为随着下半年行业持续抢装和交付的风机价格提升，行业 ROE 有望持续修复。

**图表53： 2014Q1 至今风电行业平均单季度 ROE (未年化)**



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54： 风电行业各企业 2019H1 ROE (未年化) 水平**



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

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%。2019Q2 风电行业应收账款为 445.39 亿元，同比上升 12.65%；存货为 195.53 亿元，同比上升 42.61%。在风电行业中，金风科技的存货最高，2019Q2 达到 84.06 亿元，环比增加 3.43%，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，下游需求增长有望带动存货数量下降。

**图表55： 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56： 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

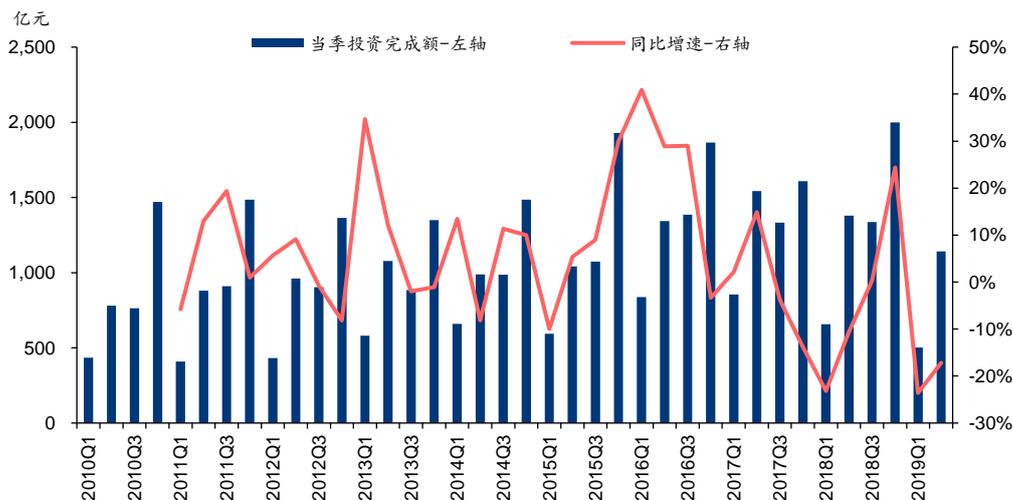
**行业政策预期稳定，看好全年持续抢装。**我们预计全年吊装数据将超过 30GW，行业高景气度或将延续至 2021 年，存量项目抢装箭在弦上。下游需求增长叠加风机交付价格持续提升，制造端有望量价齐升，带动行业营收增长。运营商在风机选择上更看重全生命周期成本即发电小时数、稳定性等综合因素。风电竞价时代从风机价格竞争转向全生命周期度电成本竞争。推荐关注行业左侧机会，**推荐龙头整机厂金风科技、风塔龙头天顺风能。**

## 电力设备：电网投资承压，把握投资结构变动机会

### 19H1 电网投资显著下滑，产业链公司营收承压

**19H1 电网基建投资显著下降，拖累行业增长。**2019H1 电网基本建设投资为 1644 亿，同比下降 19.25%，电网基本建设投资显著下滑，拖累行业营收增长。从逐季度数据看，电网一季度投资均处于低位，二季度有所回升。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，下半年电网投资有望持续增加。

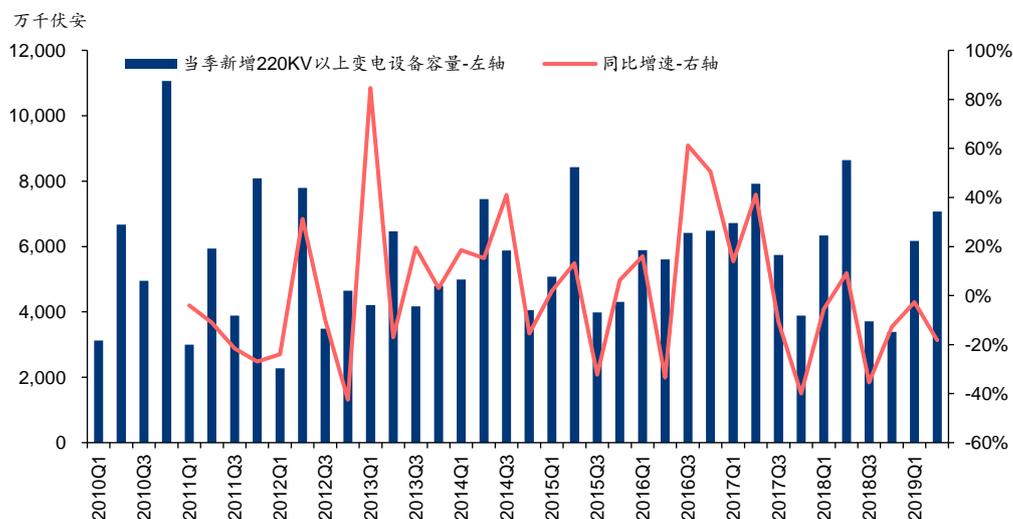
图表57： 2010-2019Q2 逐季电网基本建设投资额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**变电设备建设整体承压，Q2 增速环比下滑。**19H1 变电设备整体新增容量 1.32 亿千伏安，同比下降 11.63%。19Q1 变电设备新增容量 0.62 亿千伏安，同比下降 2.67%，19Q2 变电设备新增容量 0.71 亿千伏安，同比下降 18.22%。我们认为变电设备装机下降主要受电网投资下降拖累，从变电设备增量看，泛在电力物联网在 19 年处于试点阶段，三站合一项目尚未大幅推广，19 年全年变电设备装量仍有压力。

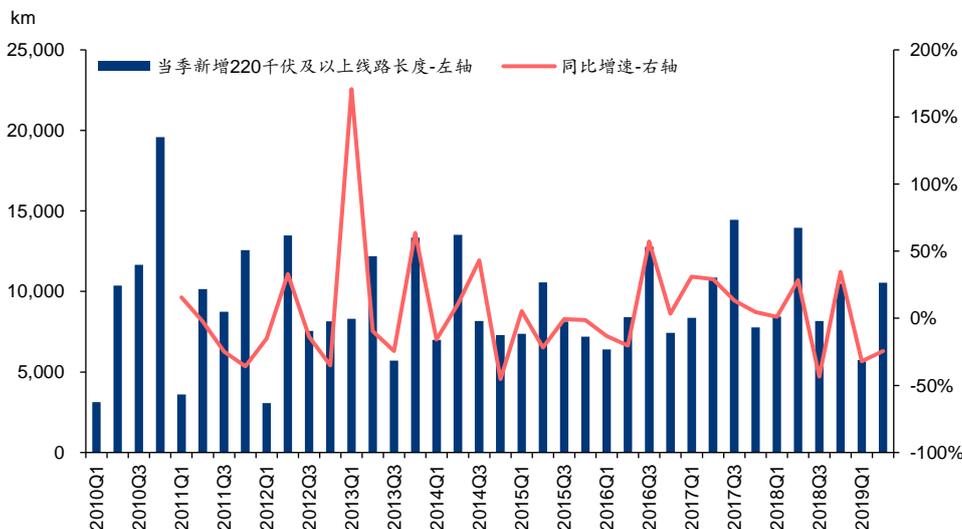
图表58： 2010-2019Q2 逐季新增变电设备容量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从220KV以上线路长度上看，19H1整体新增线路长度1.63万千米，同比下降27.25%。19Q1新增线路长度0.57万千米，同比下降32%，19Q2新增线路长度1.05万千米，同比下降24%，增速较上个季度增加。

**图表59：2010-2019Q2 逐季新增220KV及以上线路长度**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 电源投资提振一次设备增长，电网智能化投资有待释放

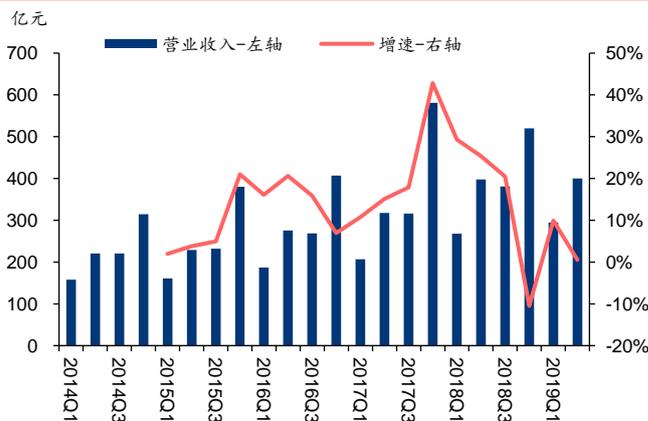
**19H1 电力设备板块增速承压，一次设备表现优于二次设备。**19年上半年行业内企业总体实现营收694.44亿元，同比增加4%。受电源投资增长带动，其中一次设备实现营收524.69亿，同比增长5%，增速处于较低水平，略高于同时期二次设备增速。随着国家电网泛在电力物联网战略提出，智能化投资的重要性明显提升。19年泛在电力物联网仍处于试点阶段，对从事智能化的二次设备厂商提振作用仍有待释放。上半年变电设备和线路长度建设整体下滑，拖累二次设备板块表现，19H1二次设备实现营收169.768亿，同比增长3%。

**图表60：2014-2019H1 电力设备行业营业收入**



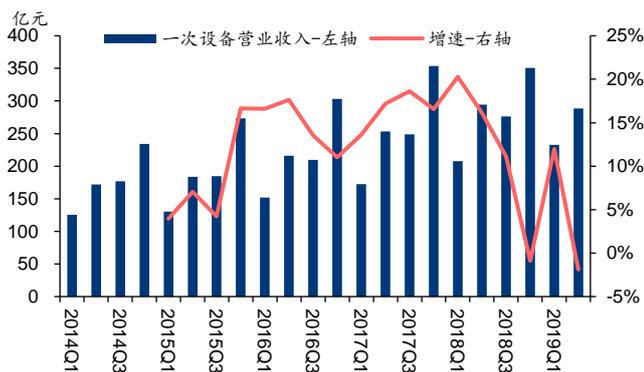
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表61：2014Q1至2019Q2 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62: 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63: 电力设备行业二次设备营业收入 (单位: 亿元)**

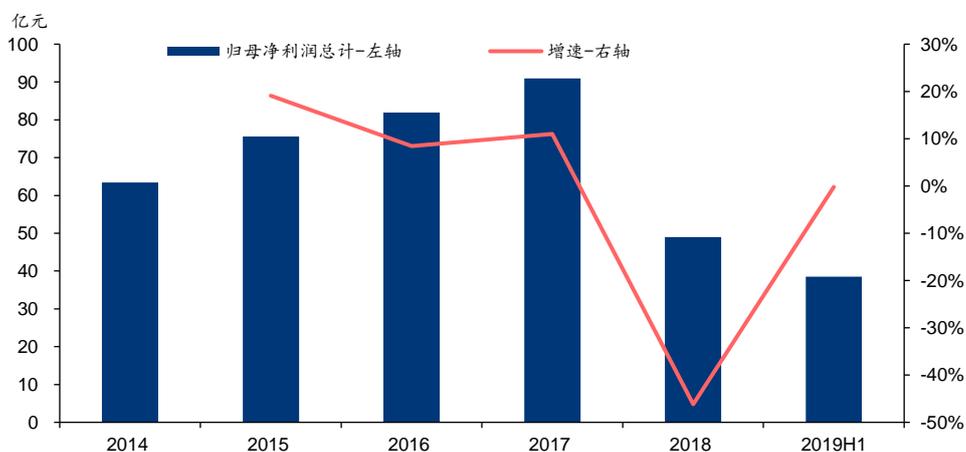


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

一次设备归母净利大幅回升, 二次设备归母净利下降, 行业总体归母净利润呈现平稳态势。2019年上半年行业归母净利润总额为 38.49 亿元, 同比下降 0.19%, 基本维持稳定。其中一次设备归母净利润总额为 21.06 亿元, 同比大幅增长 11%; 二次设备归母净利润总额为 17.43 亿元, 同比降低 11%。

国电南瑞归母净利居于第一位, 龙头强者恒强。2019H1 国电南瑞的归母净利润 12.01 亿元, 规模居于第一位, 应收坏账计提的会计方法变更影响, 归母净利润同比下降 11%; 林洋能源以 4.18 亿元的归母净利润紧随其后; 国电南自、通达股份、大连电瓷等企业归母净利润增速均超过 100%。

**图表64: 2014年至2019年H1 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65: 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66: 电力设备行业二次设备归母净利润**

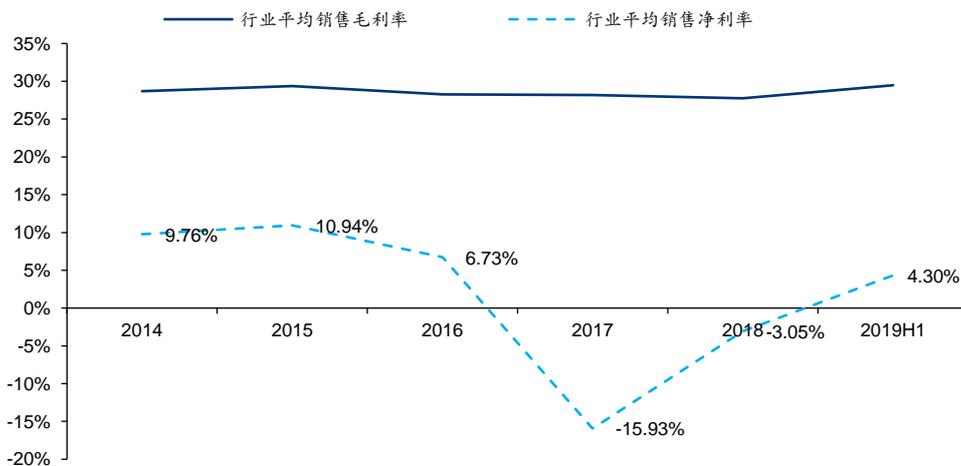


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 盈利能力有所好转, ROE 持续修复

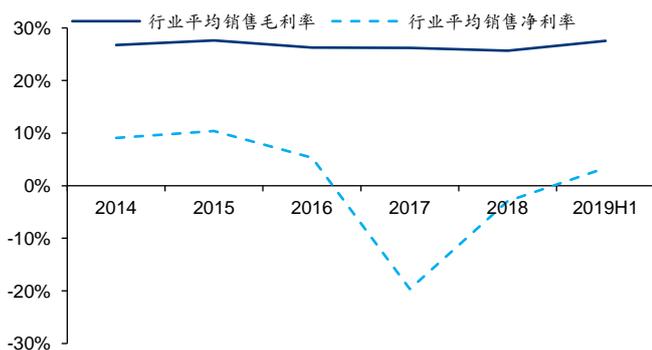
行业盈利能力有所提升, 毛利率和净利率均有好转。2019年上半年行业平均销售毛利率保持在 29.5%, 其中一次设备维持在 27.6%, 二次设备维持在 40%。2019年上半年行业平均销售净利率为 4%, 保持稳定, 其中一次设备为 3%, 稳中有升; 二次设备为 8%, 同比下降 3pct。19H1 公司净利率 4.03%, 净利率呈现回升态势。

**图表67: 2014年至2019H1 电力设备行业平均销售毛利率及平均销售净利率**



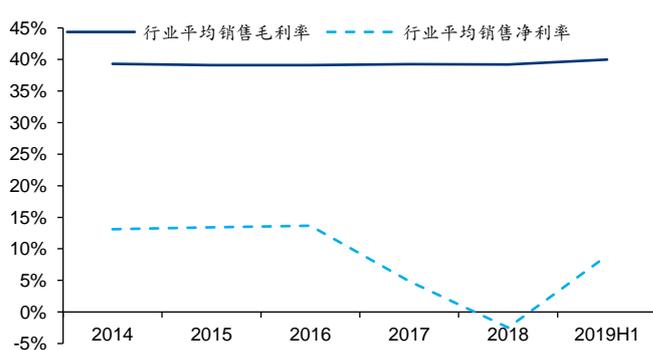
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表68: 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

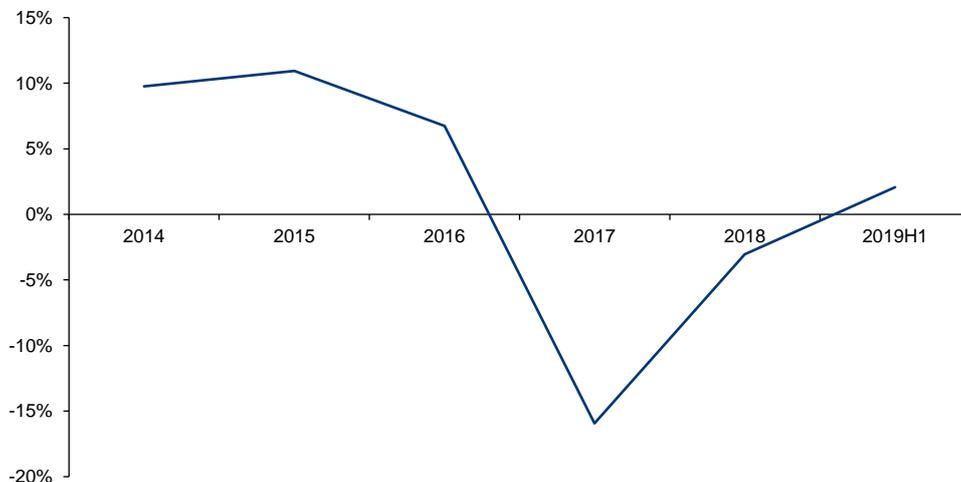
**图表69: 传统电力二次设备平均销售毛利率及平均销售净利率**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

行业 ROE 水平持续修复。2019H1 行业平均 ROE 为 2.08%，同比增加 0.59pct，其中 ST 东电、鲁亿通、良信电器 ROE 最高，分别为 10.08%、6.95%、6.48%。电网投资承压时期，行业内公司注重提高内部管理效率，带动板块内公司 ROE 提升。

图表70： 2014年至2019年H1 电力设备行业 ROE



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

工商业电价持续降低，整体电网投资规模压力明显，建议关注电网投资结构性变动。18年一般工商业电价已经降低10%，根据国务院政府工作报告，19年一般工商业的平均电价应在18年基础上再降10%，电网经营整体承压，电网投资更趋精细化。我们认为在整体投资规模承压时期，应关注泛在网带来的电网投资结构性变化机会。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。

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。19年泛在电力物联网仍处于试点阶段，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