

## 风光景气上行 锂电拐点将至

——电气设备 2019 中报总结报告



## 投资摘要:

2019H1 行业归母净利润同比增长 12.9%，在中信各行业中位于第 12 位。样本公司中，营收和归母净利润负增速的公司为 40%、50%，翻倍的为 3%、15%，反映当前盈利能力格局正处于变化中，头、尾部公司均在增加。

我们认为下半年最值得关注的行业包括：

- ◆ **光伏——把握下半年确定性机会。** 下半年光伏市场由国外转向国内，22.8GW 的竞价项目以及 4.5GW 的平价项目投产目标均在 12 月底，正常光伏电站建设工期至少需 3 个月，因此 Q3、Q4 将是国内光伏建设高峰期，需求向好对于产业链价格产生非常强劲的支持。
- ◆ **风电——抢装期已开启，产业链逐步业绩改善。** 陆上风电 2021 年将全部进入平价上网，抢装期已开启并将延续至 2020 年底。2019H1，国内风电设备行业公开招标量已达到 32.3GW，同比增长 93.4%，预计 2019、2020 年国内风电新增装机可达 25、30GW。原材料钢材同比降低 10%，风机招标价从 2018Q3 为最低点（3196 元/kW），目前已反弹至 3500 元/kW 以上，仍然有提升空间。
- ◆ **新能源汽车——灰暗期即将过去，优质标的投资价值凸显。** 行业当前处于基本面加速探底、政策面已处于上升期的阶段，对于行业可以超配，主要基于以下因素：1) 销量拐点即将出现。7、8 月销量数据较差，预计自 9 月起，销量将环比改善。2) 政策托底预期愈发增强。政策方向将优先 ToB 端的新能源车应用，比如出租车、公交车等。3) 基金仓位处于低位。2019Q2 基金持仓比例为 4.88%，处于历史低位。4) 板块估值具备安全边际，申港锂电指数当前 PE 为 38 倍，处于历史低位。

**投资策略：**新能源车：推荐高镍正极材料领头羊：当升科技，负极材料龙头：璞泰来，隔膜新贵：星源材质，二线电池新贵：亿纬锂能、欣旺达。

光伏：推荐单晶硅料和 PERC 电池龙头：通威股份，单晶硅片龙头：隆基股份，大量竞价及平价项目进入建设高峰期：阳光电源。

风电：推荐风机龙头：金风科技，风塔龙头：天顺风能，福建省清洁能源运营商：福能股份。

核电：推荐 A 股唯一纯核电运营商：中国核电，核电主设备制造商：东方电气，蒸发器 U 形管国产化领军者：久立特材。

电网投资：推荐电网自动化龙头企业：国电南瑞。

**风险提示：**□新能源车销量低于预期；新能源发电装机不及预期；材料价格下跌超预期；核电项目审批不达预期；特高压项目核准不达预期。

## 行业重点公司跟踪

证券简称	EPS(元)			PE			PB	投资评级
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		
通威股份	0.52	0.81	1.03	29.6	19.0	14.9	3.76	增持
隆基股份	0.93	1.18	1.61	31.1	24.5	18.0	4.89	买入
中环股份	0.23	0.44	0.61	48.4	25.7	18.6	2.53	增持
阳光电源	0.56	0.71	0.93	22.6	17.8	13.6	2.29	增持
金风科技	0.88	0.92	1.11	15.3	14.7	12.2	2.20	买入
天顺风能	0.26	0.41	0.55	26.5	16.8	12.5	2.30	增持
福能股份	0.68	0.84	1.04	13.0	10.5	8.5	1.24	增持
当升科技	0.75	0.90	1.20	32.2	27.0	20.2	3.14	买入
星源材质	1.16	1.40	1.80	24.9	20.6	16.0	2.69	买入
亿纬锂能	0.67	1.23	1.78	62.2	33.9	23.4	6.26	增持

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级 增持 (维持)

2019 年 09 月 05 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

贺朝晖 研究助理

hezhaohui@shgsec.com

010-56931952

## 行业基本资料

股票家数	192
行业平均市盈率	76.22
市场平均市盈率	17.18

## 行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《电气设备行业研究周报：盈利能力正在加速分化中》2019-09-02
- 2、《电气设备行业研究周报：光伏建设节奏扮演下半年最大变量》2019-08-26
- 3、《电气设备行业研究周报：核电行业当前重点关注问题探讨》2019-08-19

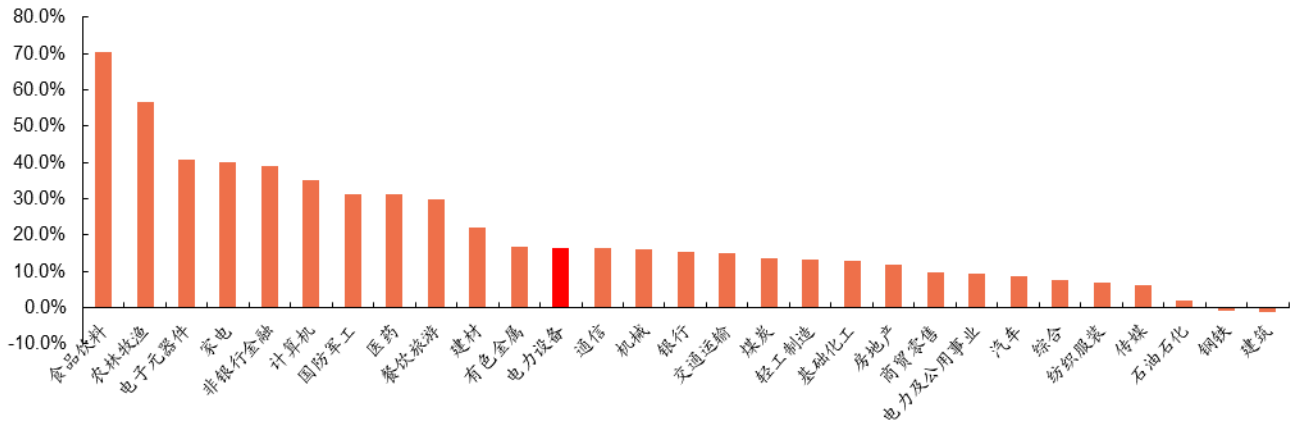
## 内容目录

1. 行业景气程度不断提升 .....	3
2. 光伏：用清晰平价路径应对补贴退坡 .....	8
2.1 光伏国内与海外两开花 .....	8
2.2 行业整体盈利质量正在提升 .....	11
2.3 硅料及硅片表现最为出色 .....	13
2.4 投资策略：紧抓下半年确定性的三条主线 .....	16
3. 风电：抢装带领行业进入景气通道 .....	18
3.1 国内风电建设已进入高峰期 .....	18
3.2 行业景气提振经营业绩 .....	19
3.3 零部件业绩率先反弹，整机盈利拐点已现 .....	21
3.4 投资策略：关注受益于抢装的龙头企业 .....	24
4. 新能源车：底点已至，静待花开 .....	25
4.1 补贴退坡冲击行业发展 .....	25
4.2 行业正在经历艰难时期 .....	29
4.3 隔膜及电池业绩突出，行业仍处成长期 .....	31
4.4 投资策略：精选竞争力强环节龙头 .....	34
5. 核电：正式重启带动供货商业绩 .....	36
6. 机电电控：发力新能源车领域 .....	40
7. 电源：电池回收及梯级利用风口将至 .....	41
8. 电站设备：电网自动化仍具备成长空间 .....	43
9. 一次设备：特高压项目驱动业绩增长 .....	45
10. 二次设备：泛在电力物联网建设触发新一轮成长 .....	47
11. 投资策略 .....	49
12. 风险提示 .....	50

## 1. 行业景气程度不断提升

2019上半年除了钢铁、建筑,各行业均实现了上涨。电力设备行业总体涨幅16.5%,位列第12位,处于各行业中上游。

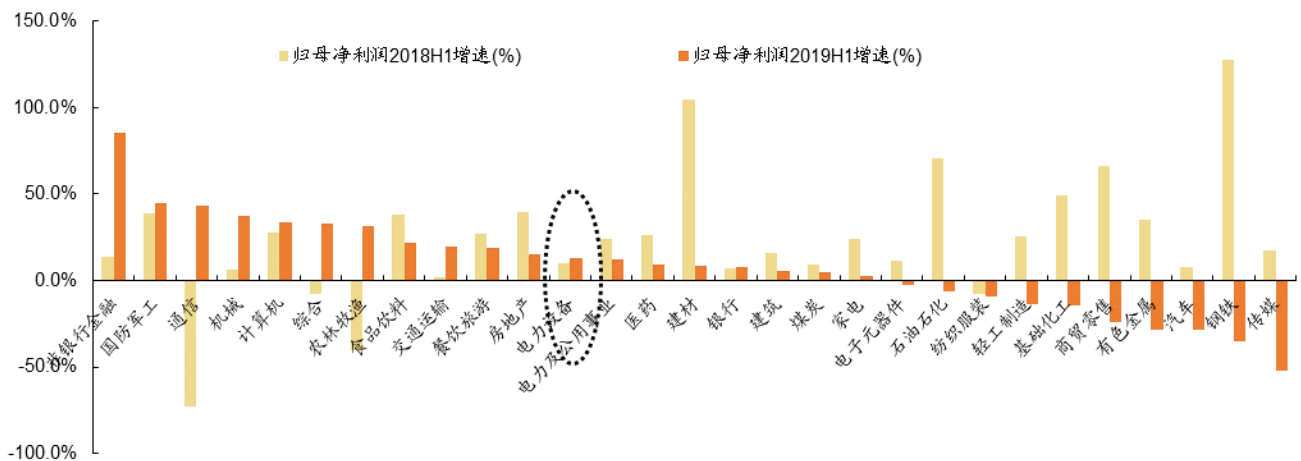
图1: 所有行业2018年指数涨跌幅排行(电力设备排第12位)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

2019H1 电力设备行业归母净利润同比增长 12.9%, 在中信所有 29 个行业中, 归母净利润增幅位于第 12 位, 同样处于中上游位置。行业 2018 年归母净利润下降 26%, 2019 年已经实现扭转。

图2: 所有行业2018年归母净利润增幅(电力设备排第12位)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

进入 2019 年, 行业整体已经走出 2018 年的低谷, 由于政策的持续回暖, 以及行业自身市场化的推进及盈利能力的提升, 行业已逐步复苏, 实现了利润及指数的同步增长。我们认为行业增长动力仍然可以延续, 2019 全年业绩可期。

我们选取电力设备与新能源行业具备代表性 271 家公司作为统计样本, 划分为 9 个

子行业，并针对风电、光伏、核电、新能源车进行了更进一步上下游拆分。

根据样本数据分析，2019H1 全行业实现营业收入 7550 亿元，同比增长 10.42%，实现归母净利润 433 亿元，同比下降 3.04%。从各子行业来看，归母净利润增长的为风电、核电、电机电控、二次设备，增幅最高的为电机电控 22.49%，降幅最高的为电站设备 46.31%。

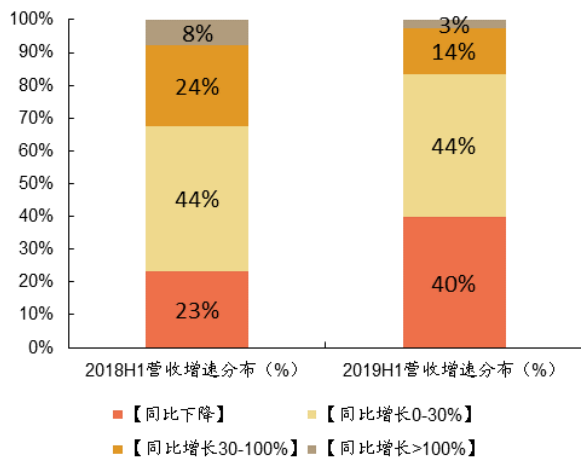
图3：样本 2019H1 营收和归母净利润（亿元）

样本分类	营业总收入 2019H1 (亿元)	同比增长(%)	营业总收入变化(15H1~19H1)	归母净利润 2019H1 (亿元)	同比增长(%)	归母净利润变化(15H1~19H1)
光伏	945	9.65%		54.0	-14.36%	
风电	589	27.05%		43.9	13.30%	
核电	1756	10.17%		126.2	12.61%	
新能源车	2156	16.41%		87.5	-7.92%	
电机电控	117	6.99%		10.5	22.49%	
电源	182	-1.78%		9.5	-20.32%	
电站设备	213	-0.11%		17.3	-46.31%	
一次设备	1029	1.01%		47.7	-8.49%	
二次设备	562	4.32%		36.3	11.00%	
总计	7550	10.42%		433.0	-3.04%	

资料来源：Wind，申港证券研究所

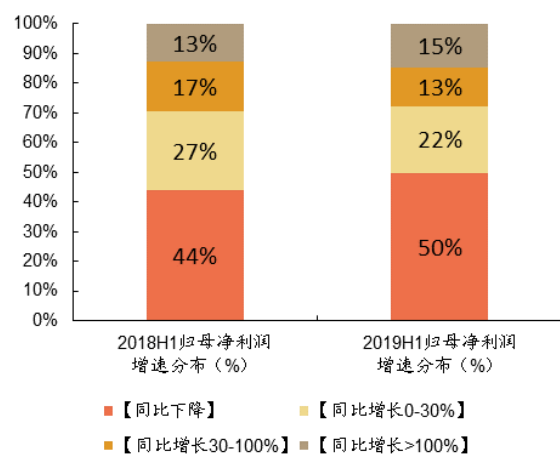
所有样本公司中，出现营收和归母净利润负增速的公司占比分别为 40%、50%，出现营收和归母净利润翻倍的公司分别为 3%、15%，行业当前盈利能力的格局正处于变化中，头部、尾部公司数量均在增加。

图4：样本营业收入增速分布及对比



资料来源：Wind，申港证券研究所

图5：样本归母净利润增速分布及对比

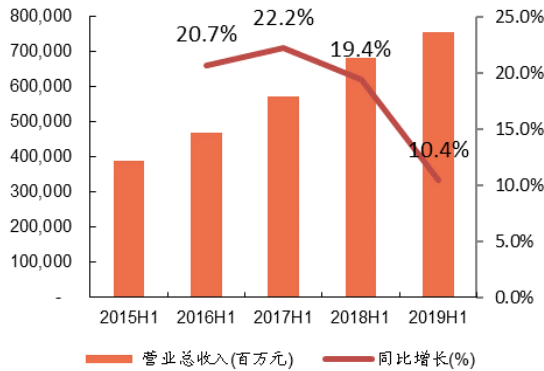


资料来源：Wind，申港证券研究所

就具体财务指标分析，2019H1 营业总收入同比增长 10.4%，归母净利润同比减少 3%，毛利率同比下降 1%，净利率同比下降 12.1%，经营性现金流同比转正并大幅增长，资产负债率同比增长 1.2%，期间费用率同比减少 11.6%，净资产收益率同

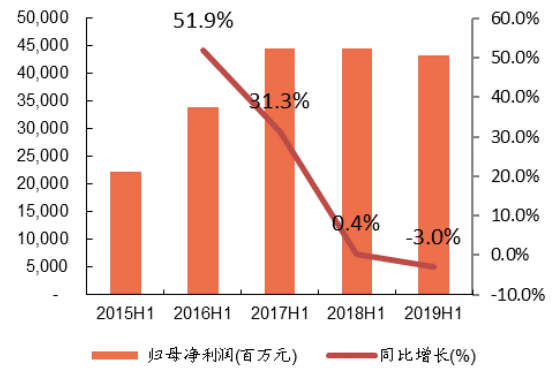
比下降 8.3%。

图6: 电新行业近五年 H1 营业收入情况



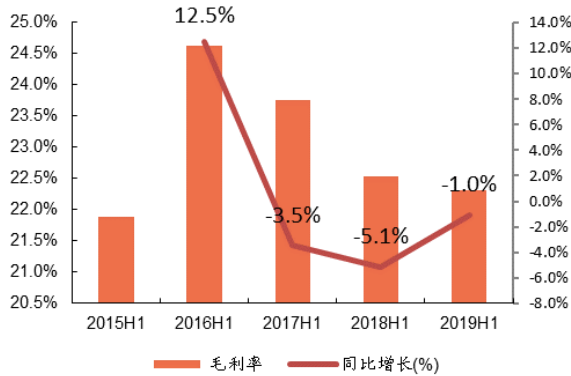
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图7: 电新行业近五年 H1 归母净利润情况



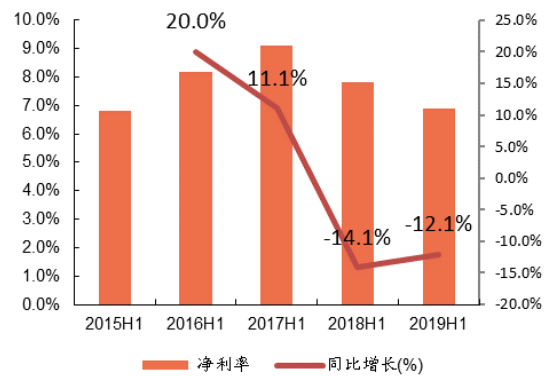
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图8: 近五年 H1 毛利率情况



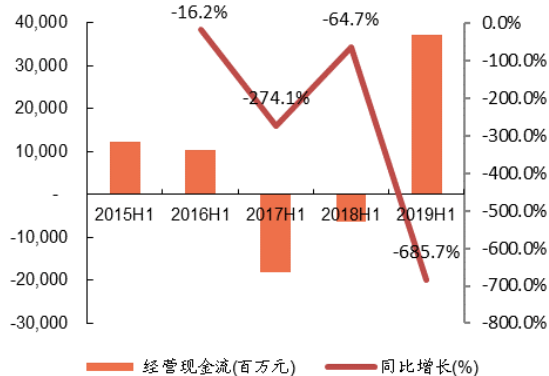
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图9: 近五年 H1 净利率情况



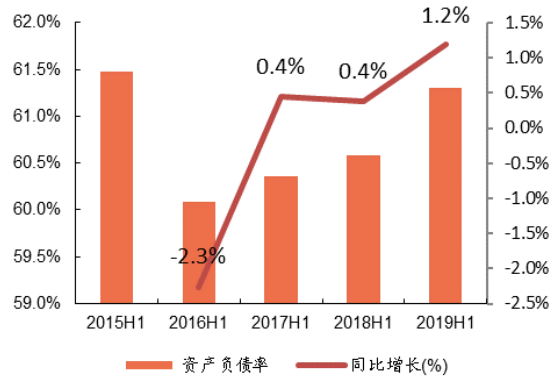
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图10: 近五年 H1 经营性现金流情况



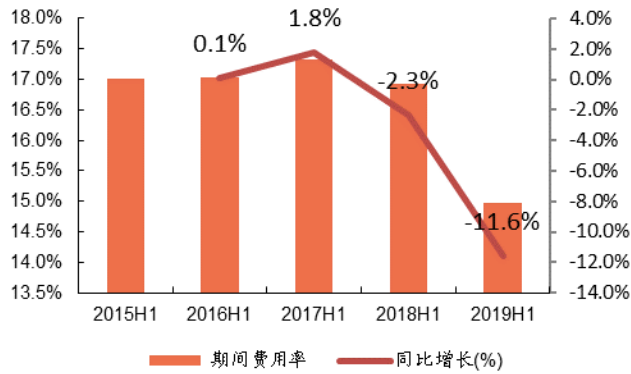
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图11: 近五年 H1 资产负债率情况



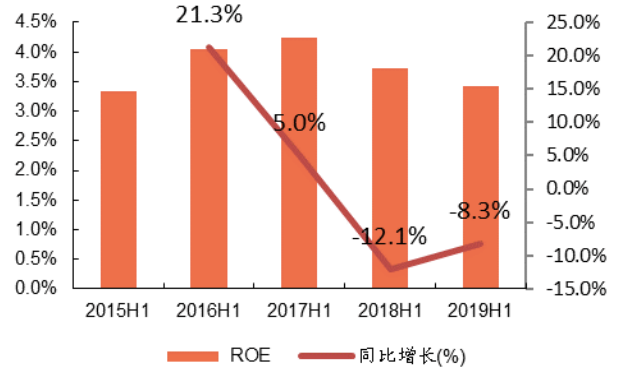
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图12: 近五年 H1 期间费用率情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图13: 近五年 H1 净资产收益率(ROE)情况

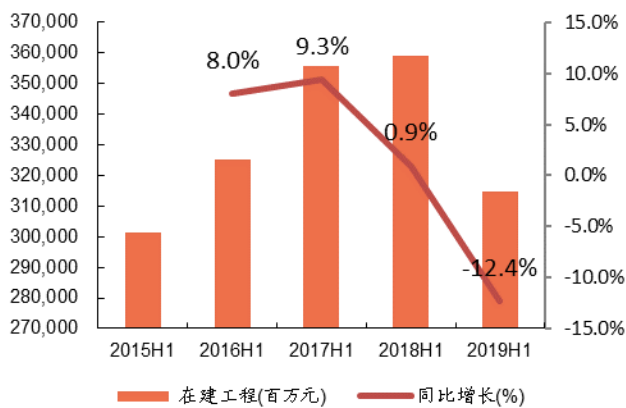


资料来源: Wind, 申港证券研究所

虽然电新行业整体在建工程金额下滑 12.4%，表明行业整体产能扩张正在减速。但各子行业出现了分化。代表电网投资的一次设备、二次设备在建工程金额均大幅上涨，表明行业逆周期属性已开始发挥作用。同样新能源车板块在建工程也出现增长，说明中游制造企业仍然处于产能扩张阶段，在政策退坡的背景下，竞争将进一步加剧。

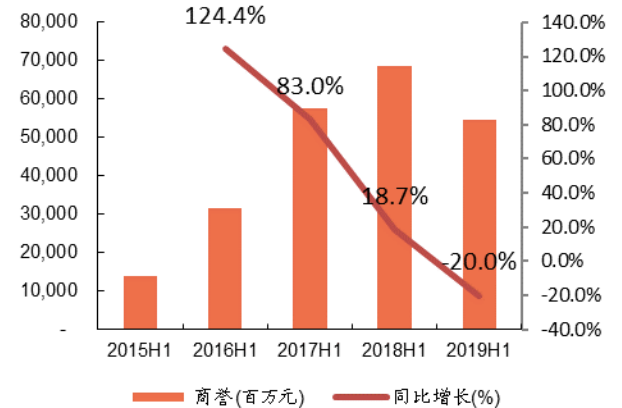
由于 2018 年底会计政策的修改，商誉计提减值速度加快，2019H1 商誉同比降低 20%，预计此趋势仍将延续。

图14: 近五年 H1 在建工程情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

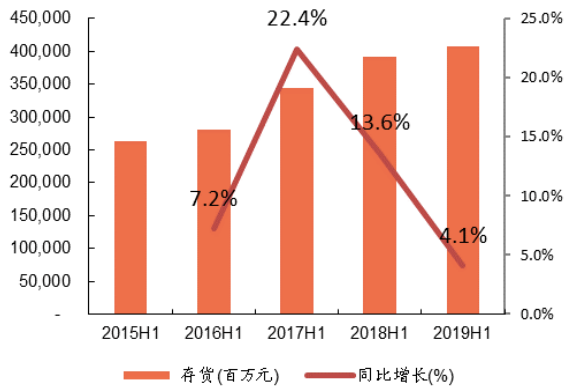
图15: 近五年 H1 商誉情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

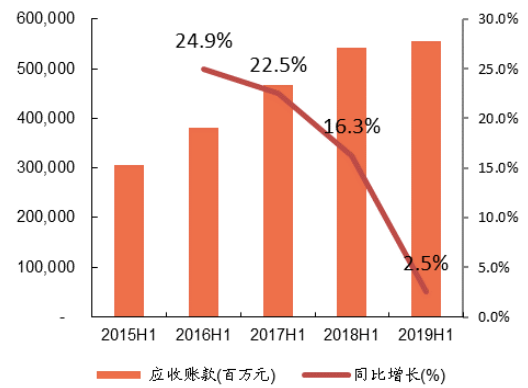
2019H1 总体存货及应收账款都较之前出现增速放缓，表明行业整体处于去库存的缩减生产阶段，行业正在积蓄能量等待景气周期到来。

图16: 近5年H1存货情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图17: 近5年H1应收账款情况

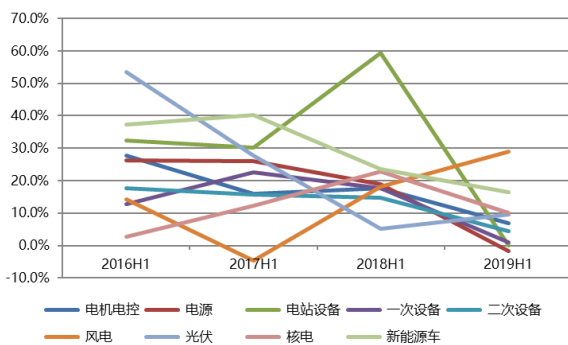


资料来源: Wind, 申港证券研究所

2019年表现较好的子行业为风电、光伏，其他子行业表现较为弱势，主要原因为：

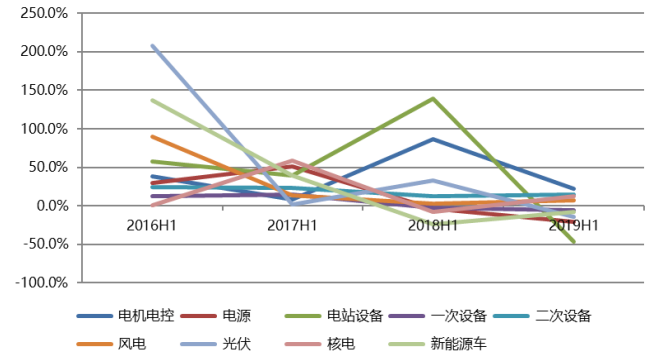
- ◆ 风电、光伏的补贴退坡路径已经明确，政策对于行业的悲观影响越来越低，行业增长动力更多来自于逐渐实现平价上网带来自身竞争力的提升。因而在2019上半年，风电、光伏已经走出2018年的低迷期，实现了国内市场、海外市场加速拓展，并且由于需求向好，产业链价格获得支撑，维持了较高的盈利能力。
- ◆ 新能源汽车仍处于补贴退坡的阵痛期，由于6月是补贴过渡期的结束，2019Q3预计将是压力最大的季度。行业仍在进行产能扩张，在长期发展目标不变的情况下，短期产能过剩将会对盈利能力、产品价格产生较大的压力，头尾部企业差距将加大，行业格局正在发生变化。
- ◆ 由于会计政策的变更，上市公司进行大规模商誉计提减值，样本2018H1商誉总额684.9亿，2019H1削减至547.6亿，同比减少20%，商誉/净资产由2017年的5.1%降低至3.8%，商誉减值削弱了净利润，但在减值将变为逐年摊销的背景下，降低了未来商誉风险。
- ◆ 行业当前处于去库存阶段，存货及应收账款增速均已放缓，整体需求还未完全进入旺盛期，存货将逐步减少到低位。预计随着后续需求好转，销量向好叠加库存上升，将使得受益公司显示出更大的业绩弹性。

图18: 子行业营业收入同比增幅



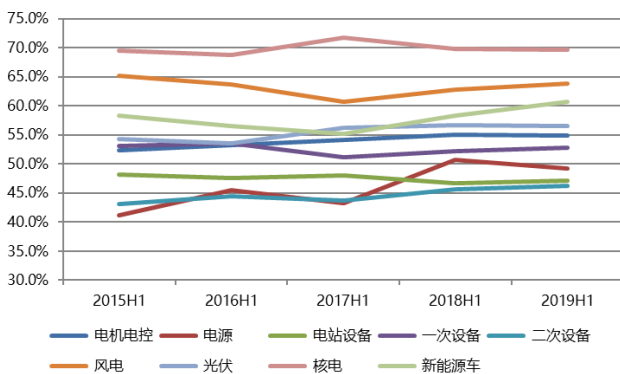
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图19: 子行业归母净利润同比增幅



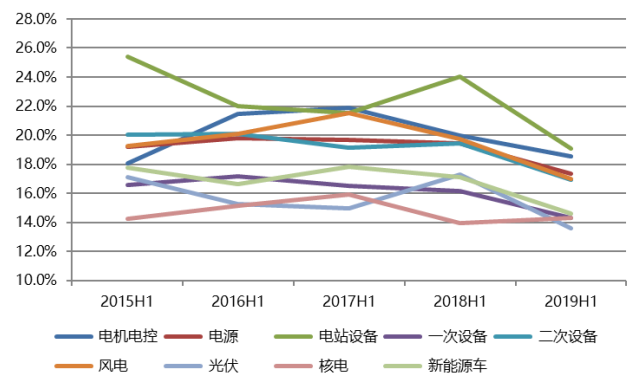
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图20: 子行业资产负债率(%)变化



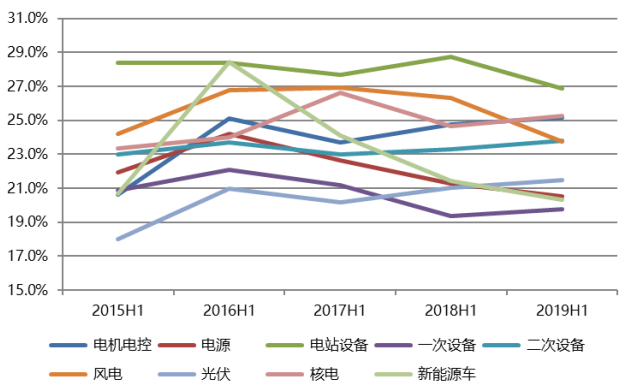
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图21: 子行业期间费用率(%)变化



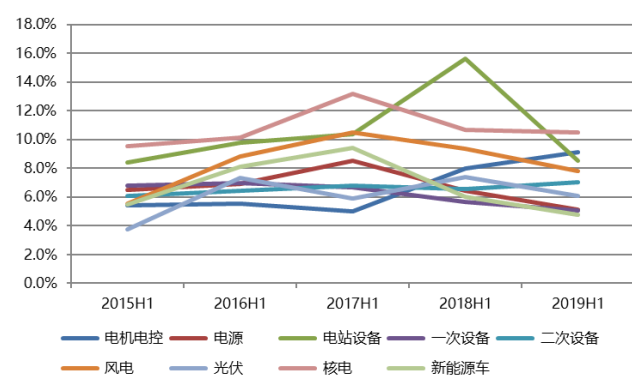
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图22: 子行业毛利率(%)变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图23: 子行业净利率(%)变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 2. 光伏: 用清晰平价路径应对补贴退坡

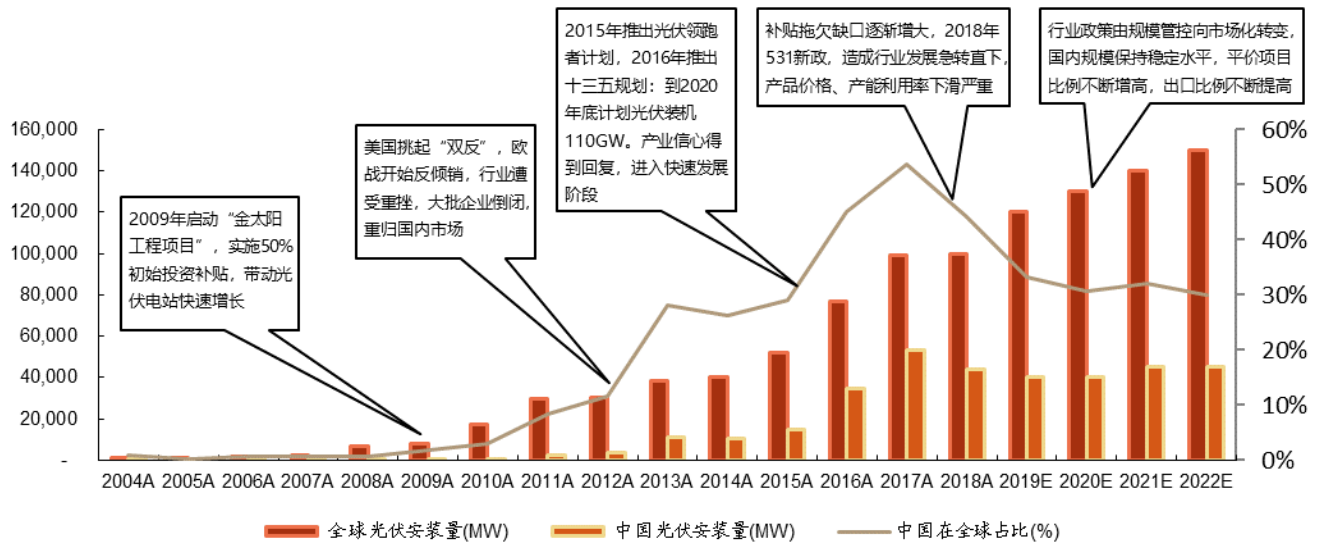
### 2.1 光伏国内与海外两开花

2019年上半年,光伏行业逐步回暖,已走出2018年低谷。自2018年11月起,光伏政策逐步趋于温和,由行政指令化向市场化转变,并且系列政策展示了非常好的延续性,呵护行业逐步回暖。平价上网及2019年补贴电价政策的出台,进一步明确了行业未来发展方向,维护了市场信心。预计2019年在公开竞价的大原则下,全年补贴额30亿能够支持40GW项目建设,并且下半年竞价和平价上网项目已开始进入建设阶段,为2020年全面进入平价时代奠定基础。

从业绩角度审视,2018年是光伏行业的业绩底和政策底,行业向上发展拥有非常坚实的基础。2019年上半年,行业龙头公司进一步夯实技术和市场领先优势,并且乘着行业快速复苏的东风进行扩产,在海外市场稳步增长的助推下,盈利能力进一步提升。进入平价阶段后,政策紧箍咒将被去除,光伏行业将进入一个崭新的阶段,亦将诞生伟大的公司。



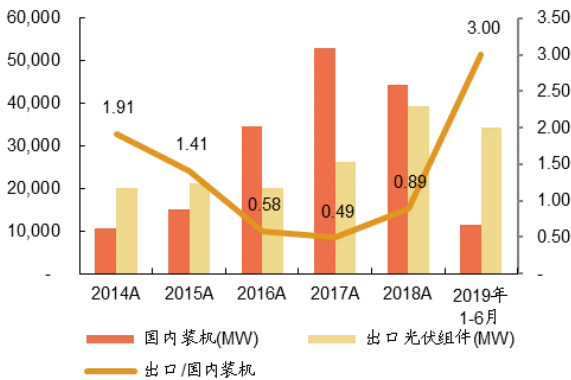
图24：光伏产业发展历史回顾



资料来源：申港证券研究所

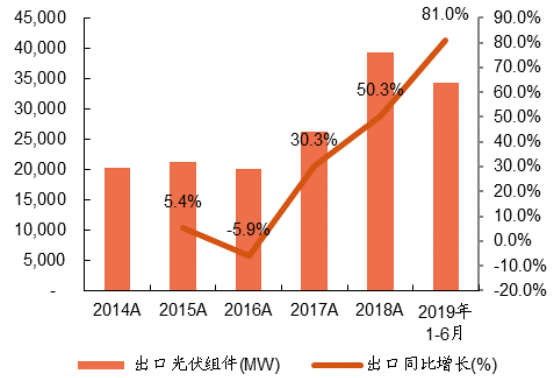
我国光伏产业凭借着制造业的效率、成本控制、高周转优势快速发展，目前已占据全球超70%的产能，原材料和设备均几乎实现国产替代。2019年H1国内光伏新增装机11.4GW，出口光伏组件34.2GW，同比增长81%，出口达国内装机3倍。光伏组件出口比例不断提升，我国光伏产业真正成为全球化的产业。

图25：光伏出口/国内装机比重不断提升



资料来源：Wind，申港证券研究所

图26：光伏出口增速不断提升

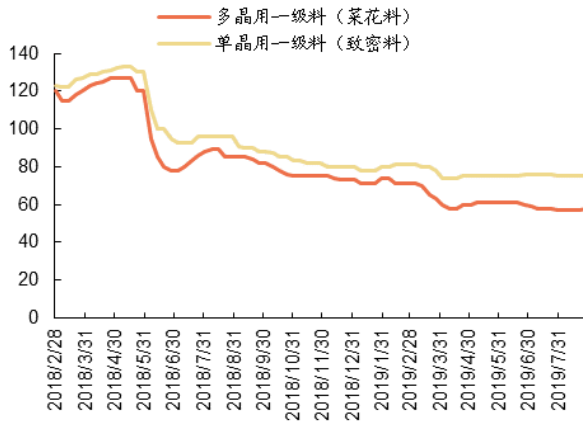


资料来源：Wind，申港证券研究所

2019H1主要光伏产品价格整体处于下降通道。分种类来看：

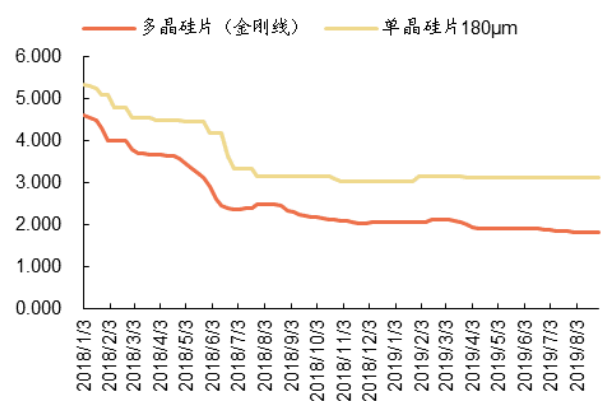
- ◆ 硅料：2019年单晶硅料价格下降6.2%，多晶硅料下降20%。
- ◆ 硅片：2019年多晶硅片价格下降11.6%，单晶硅片因为需求较好，价格上涨2.3%。
- ◆ 电池片：单晶PERC电池片价格下降30%，多晶硅片价格下降9%。单晶PERC电池片6月以来由于新增产能集中投放，而国内光伏电站建设仍未大规模开始，价格快速下降，目前随着需求好转价格已企稳。
- ◆ 组件：单晶PERC组件价格下降10%，多晶组件下降6.6%。

图27: 硅料价格走势 (元/kg)



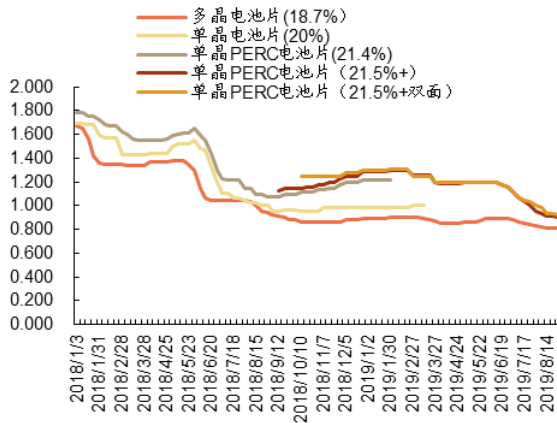
资料来源: PV Infolink, 申港证券研究所

图28: 硅片价格走势 (元/片)



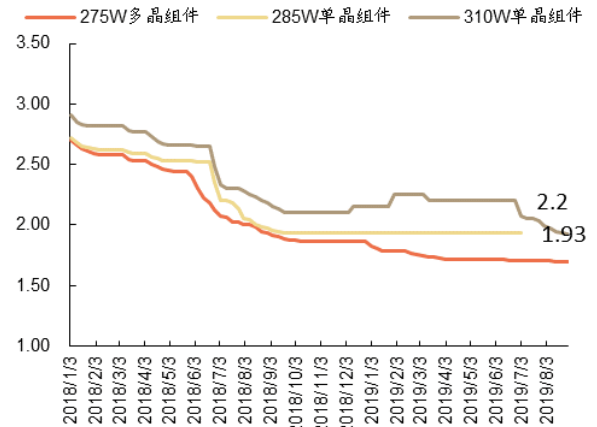
资料来源: PV Infolink, 申港证券研究所

图29: 电池片价格走势 (元/W)



资料来源: PV Infolink, 申港证券研究所

图30: 组件价格走势(元/W)



资料来源: PV Infolink, 申港证券研究所

表1: 主要光伏材料价格变化

种 品种 类	规格	单位	数据来源	2019/9/1	周度	月度	年度	最高点	最高点
				涨跌	涨跌	涨跌	差幅	日期	
硅料	多晶硅一级料	USD/kg	PV infolink	6.60	0.00%	-2.94%	-25.84%	-60.00%	2018/1/17
	多晶硅一级料 菜花料	元/kg	PV infolink	58.00	1.75%	0.00%	-20.55%	-54.33%	2018/4/25
	单晶硅一级料 致密料	元/kg	PV infolink	75.00	0.00%	-1.32%	-6.25%	-43.61%	2018/5/9
硅片	多晶-金刚线 进口	USD/片	PV infolink	0.24	-1.22%	-3.20%	-8.68%	-62.19%	2018/1/3
	多晶-金刚线 国产	元/片	PV infolink	1.82	0.00%	-1.62%	-11.65%	-60.43%	2018/1/3
	单晶 180um 进口	USD/片	PV infolink	0.41	-2.41%	-2.41%	3.85%	-43.36%	2018/1/3
	单晶 180um 国产	元/片	PV infolink	3.12	0.00%	0.00%	2.30%	-41.68%	2018/1/3
电 池 片	多晶-金刚线 18.5%进口	USD/W	PV infolink	0.11	-0.94%	-5.41%	-6.25%	-51.16%	2018/1/3
	多晶-金刚线 18.5%国产	元/W	PV infolink	0.81	0.00%	-3.57%	-8.99%	-51.50%	2018/1/3
	单晶 PERC 21.5%进口	USD/W	PV infolink	0.12	-1.64%	-14.29%	-26.83%	-28.14%	2019/1/30
	单晶 PERC 21.5%国产	元/W	PV infolink	0.90	-1.10%	-10.00%	-30.23%	-30.77%	2019/1/30
	单晶 PERC 21.5%双面进口	USD/W	PV infolink	0.12	-1.64%	-14.29%	-28.14%	-28.14%	2019/1/2

	21.5%双面国产	元/W	PV infolink	0.92	-1.08%	-10.68%	-29.23%	-29.77%	2019/1/30
组	275W 多晶	进口	USD/W	PV infolink	0.22	0.00%	0.00%	0.00%	2018/1/3
件	275W 多晶	国产	元/W	PV infolink	1.70	0.00%	-0.58%	-6.59%	2018/1/3
	285W 单晶	进口	USD/W	PV infolink	0.24	0.00%	0.00%	0.00%	2018/1/3
	285W 单晶	国产	元/W	PV infolink	1.93	0.00%	0.00%	0.00%	2018/1/3
	310W 单晶 PERC	进口	USD/W	PV infolink	0.26	-0.38%	-2.96%	-0.38%	2018/1/3
	310W 单晶 PERC	国产	元/W	PV infolink	1.92	-0.52%	-5.42%	-10.70%	2018/1/3
	光伏玻璃	元/平米	PV infolink	26.30	0.00%	0.00%	9.58%	-0.75%	2019/3/6

资料来源：PV Infolink，申港证券研究所

## 2.2 行业整体盈利质量正在提升

在光伏子行业中，我们选取了 35 家公司作为样本，并按产业链上中下游进行分类：

- ◆ 上游：硅料
- ◆ 中游：硅片、电池片、组件、光伏设备、金刚线、逆变器
- ◆ 下游：运营商

表 2：分析选取光伏行业样本公司

样本分类	分类	企业
光伏	上游硅料	通威股份
	中游光伏设备	晶盛机电、京运通、金辰股份、精工科技、天龙光电
	中游组件	福斯特、博威合金、中利集团、协鑫集成、亚玛顿、亿晶光电、*ST 海润、横店东磁、东方日升、安彩高科
	中游金刚线	三超新材、东尼电子
	中游电池片	易成新能、中来股份、拓日新能、航天机电、向日葵
	中游硅片	隆基股份、中环股份
	中游逆变器	阳光电源
	下游运营商	林洋能源、清源股份、珈伟股份、太阳能、综艺股份、爱康科技、科林环保、易世达、*ST 百特、东旭蓝天

资料来源：Wind，申港证券研究所

光伏板块 2019H1 实现营业收入 945 亿元，同比增长 9.6%；实现归母净利润 38.1 亿元，同比减少 14.4%；毛利率为 21.5%，同比增加 2.2%；期间费用率为 13.6%，同比减少 21.3%，经营性现金流由负转正。整体来说，虽然利润下降，但盈利质量显著提升。

表 3：光伏行业 2018 年和 2019H1 变化数据

光伏	2017	2018	YoY	2018H1	2019H1	YoY
营业总收入（百万元）	184269.12	184435.7	0.1%	86212.5	94531.7	9.6%
归母净利润（百万元）	10220.77	3814.1	-62.7%	6302.3	5397.6	-14.4%
毛利率（%）	20.7%	20.0%	-3.6%	21.0%	21.5%	2.2%
净利率（%）	5.6%	2.2%	-60.8%	7.4%	6.1%	-18.2%
经营性现金流（百万元）	15253.11	9970.8	-34.6%	-627.0	8031.7	-1381.0%

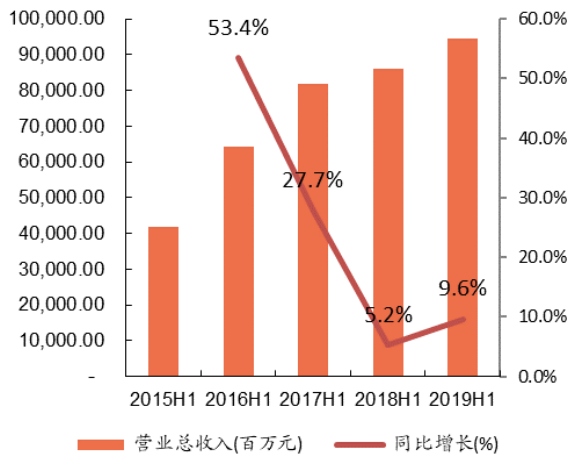
光伏	2017	2018	YoY	2018H1	2019H1	YoY
资产负债率 (%)	56.6%	57.5%	1.6%	56.6%	56.5%	-0.2%
期间费用率 (%)	15.4%	14.6%	-4.9%	17.3%	13.6%	-21.3%
ROE (%)	6.1%	2.2%	-63.4%	3.7%	3.0%	-19.7%
商誉 (百万元)	3645.63	5121.6	40.5%	4910.3	3695.8	-24.7%
在建工程 (百万元)	18468.21	23276.8	26.0%	22050.57	17892.3	-18.9%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

2019 年是光伏执行竞价的第一年, 行业面临补贴大幅退坡的局面, 但同时政策扰动降低、市场化程度加深, 使得行业提升了造血能力, 在 2019H1 海外市场爆发的情况下, 实现了业绩的显著提升。2019 年全年补贴额降低至 25.5 亿元, 但是能够支持 35~40GW 的国内项目建设。下半年光伏市场由国外转向国内, 22.8GW 的竞价项目以及 4.8GW 的平价项目投产目标均在 12 月底, 正常光伏电站建设工期至少需 3 个月, 因此 Q3、Q4 将是国内光伏建设高峰期, 需求向好对于产业链价格产生非常强劲的支撑。

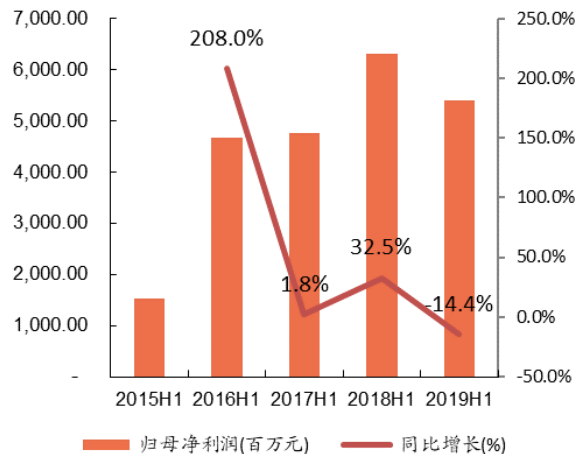
从业绩角度审视, 2018 年是光伏行业的业绩底和政策底, 从 2019 年开始行业逐步上行, 目前上行趋势仍在延续。经历了 2018 年最艰难时刻的大浪淘沙, 行业龙头公司进一步夯实了技术和市场领先优势, 并且乘着行业快速复苏的东风进行扩产, 在海外市场稳步增长的助推下, 盈利能力进一步提升。经过竞价最终进入平价阶段后, 政策紧箍咒将被去除, 光伏行业将进入一个崭新的阶段, 亦将诞生伟大的公司。

图 31: 光伏行业近 5 年 H1 营收变化



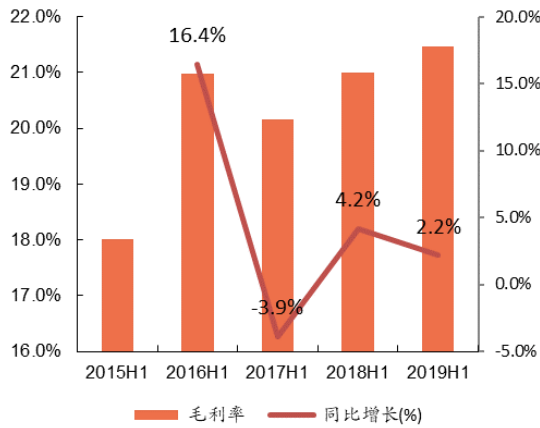
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 32: 光伏行业近 5 年 H1 归母净利润变化



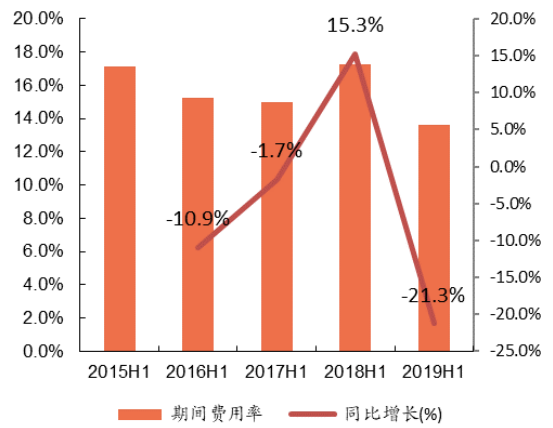
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图33: 光伏行业近5年H1毛利率变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图34: 光伏行业近5年H1期间费用率变化



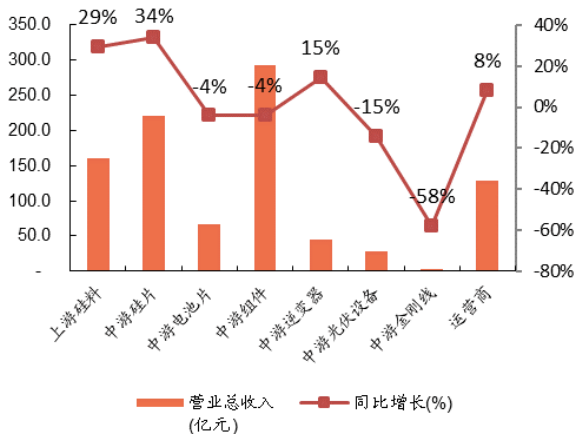
资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 2.3 硅料及硅片表现最为出色

我们将光伏相关公司按照各环节进行拆分, 并分别比较各环节的财务指标, 综合而言硅料及硅片盈利能力最为突出。

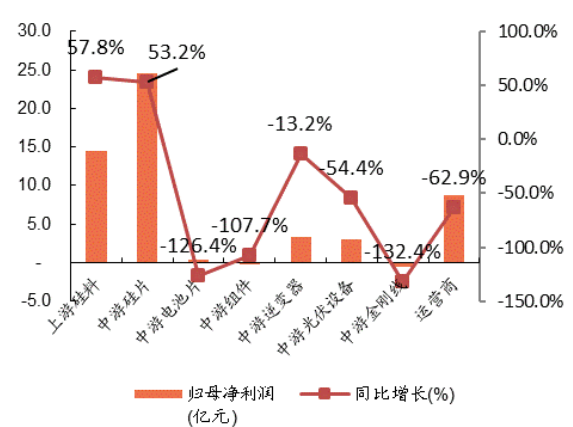
- ◆ **从营收角度角度:** 硅料、硅片同比增幅最高, 电池片、组件出现下滑, 主要因为电池片、组件产能扩张较多, 对价格产生较大压力。金刚线营收降幅最高, 表明在大部分硅片切割环节完成金刚线替代后, 金刚线需求大幅减弱。
- ◆ **从归母净利润角度:** 硅料、硅片同样一骑绝尘, 表现出这两个环节在今年拥有非常强的议价权, 利润提升幅度高于营收, 电池片、组件因为价格下跌, 利润下滑幅度较大。

图35: 光伏各环节营收及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

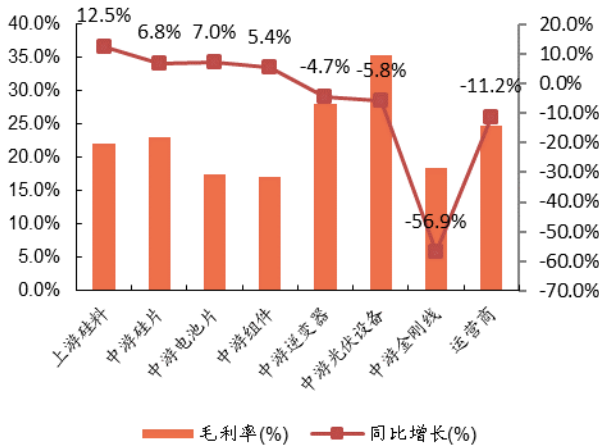
图36: 光伏各环节归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

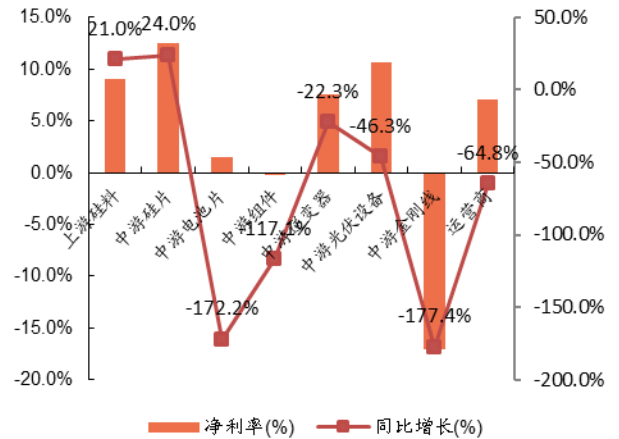
- ◆ **从毛利率和净利率角度:** 硅料、硅片盈利能力突出, 金刚线已经开始亏损, 运营商亦因为补贴拖欠, 毛利率和净利率出现大幅下滑。

图 37: 光伏各环节毛利率及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

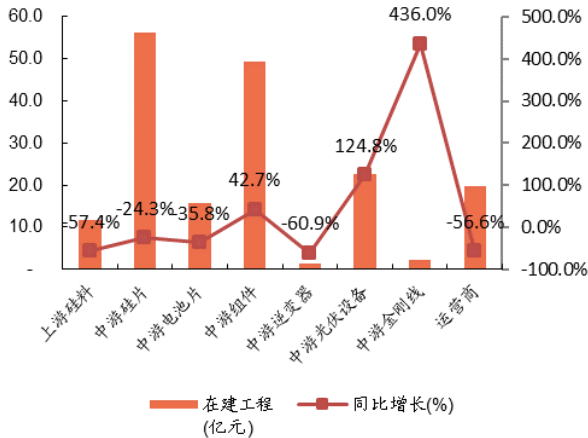
图 38: 光伏各环节净利率及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

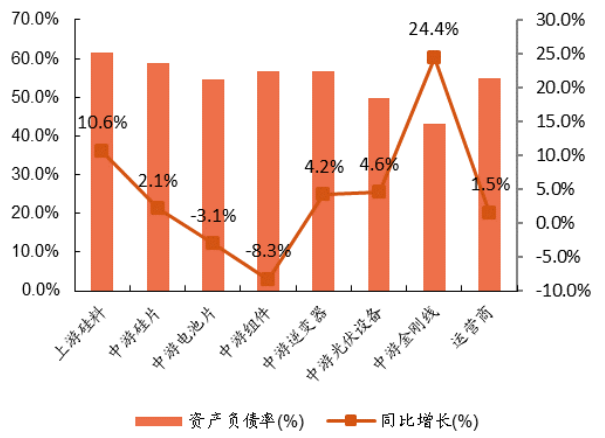
- ◆ **从在建工程角度:** 除了组件、光伏设备、金刚线, 其他环节在建工程均同比下滑, 表明产能扩张速度在减缓。
- ◆ **从资产负债率角度:** 总体资产负债率维持在正常水平, 除了金刚线环节, 其他环节并未发生大的变化。

图 39: 光伏各环节在建工程及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

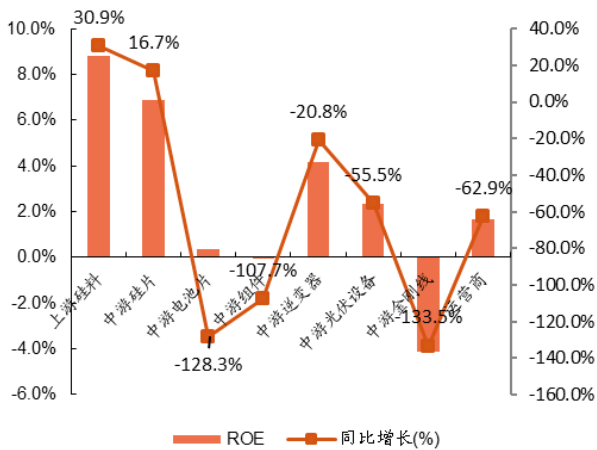
图 40: 光伏各环节资产负债率及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

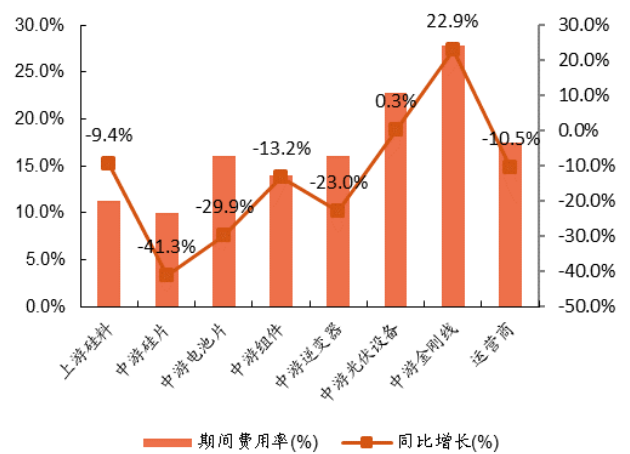
- ◆ **从 ROE 角度:** 硅料、硅片的 ROE 维持在较高水平, 其余环节 ROE 同比降幅较大, 表明硅料、硅片仍然拥有较强的盈利能力。
- ◆ **从期间费用率角度:** 硅料、硅片、电池片、组件、逆变器的期间费用率均实现大幅下降, 表明规模化已经能够显著降低费用率, 而不易产生规模效应的光伏设备、金刚线期间费用率出现上涨。

图41: 光伏各环节ROE及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

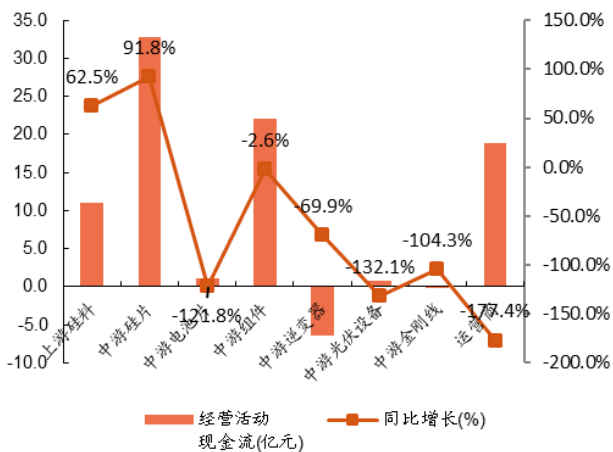
图42: 光伏各环节期间费用率及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

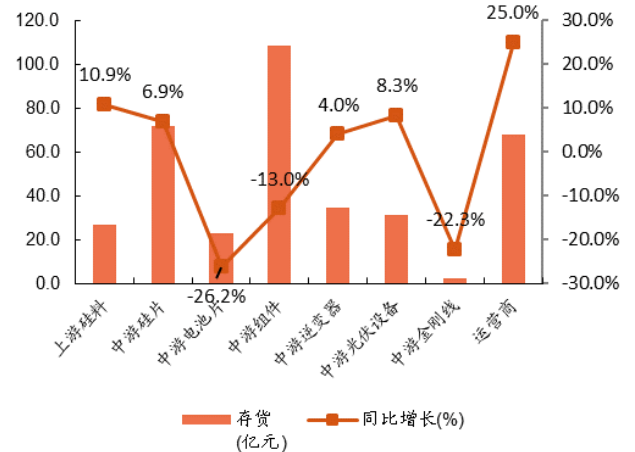
- ◆ **从经营性现金流角度:** 硅料、硅片环节现金流同比增速最高, 表明盈利质量最佳, 运营商环节现金流状况继续恶化, 在补贴拖欠仍未完全解决的情况下, 预计将对运营商造成更大的现金流压力。
- ◆ **从存货角度:** 硅片、组件、运营商的存货量较高, 运营商存货增长幅度最高, 表明因上半年国内光伏建设规模较低, 运营商积累了较多存货, 随着下半年国内项目建设高峰期的到来, 存货将大幅降低。

图43: 光伏各环节经营性现金流及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

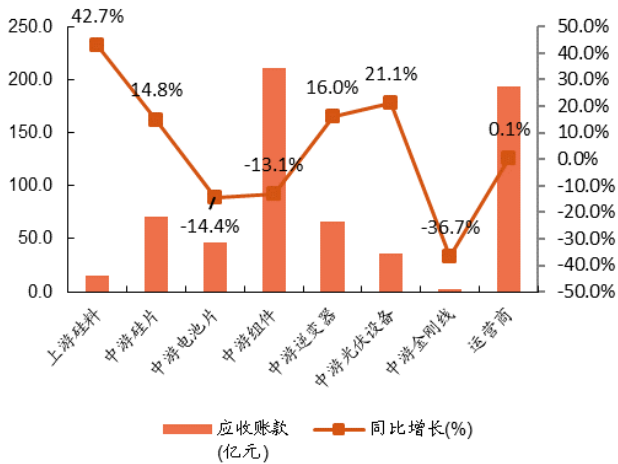
图44: 光伏各环节存货及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

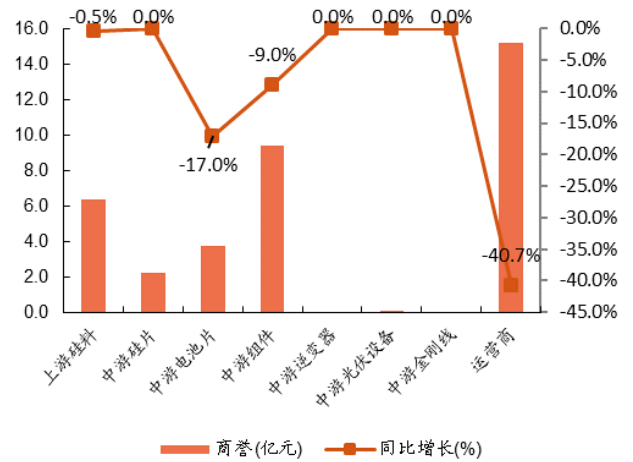
- ◆ **从应收账款角度:** 硅料、光伏设备的应收账款同比增长幅度较大, 光伏设备的应收账款增加表明产能扩张仍然在继续。
- ◆ **从商誉角度:** 商誉主要集中在运营商环节, 该环节是投资并购最多的领域。2019H1 运营商商誉同比减少 40.7%, 我们认为这种下降趋势仍将继续。

图45: 光伏各环节应收账款及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图46: 光伏各环节商誉及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 2.4 投资策略: 紧抓下半年确定性的三条主线

光伏最具投资价值的要点在于其**确定性**强, 以及通过**规模化**、**技术迭代**能够实现**快速降本**的能力非常强。在平价上网已经逐步落地、光伏新产品不断推出提升市场竞争力的背景下, 行业龙头依靠多年积累形成的**成本控制**、**技术能力**、**规模优势**护城河, 不断提升盈利能力。我们认为紧抓下半年确定性机会, 可以从三条主线出发:

- ◆ **单晶硅料和 PERC 电池片龙头: 通威股份。** 公司是国内单晶硅料龙头企业, 在包头、乐山各 2.5 万吨单晶硅料产能投产后, 硅料总产能已达 8 万吨, 2019H1 销售 2.28 万吨, 全年预计出货量在 5 万吨以上。下半年需求反弹, 硅料价格将获得稳定支撑。同时公司也是单晶 PERC 电池龙头, 已投放产能 12GW, 2019H1 销售 6GW, 全年预计销售将突破 12GW。并且公司积极扩展电池产能, 8GW 高效单晶电池产能将于 2019 年底投放, 200MW 一期 HIT 产线已经投产, 继续夯实公司电池片领先地位。当前 PERC 电池 0.93 元/W 的价格已属于超跌状态, 需求反弹后价格有望提升至正常水平。

我们预计通威股份 2019 年-2021 年的营业收入分别为 347.4 亿元、437.5 亿元和 539.8 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 31.4 亿元、40 亿元和 48.3 亿元, 每股收益分别为 0.81 元、1.03 元和 1.24 元, 对应 PE 分别为 15.8、12.4、10.3。给予“增持”评级。

- ◆ **单晶硅片龙头: 隆基股份、中环股份。** 2019 海外、国内需求均保持景气, 而硅片扩产幅度小于电池片、组件, 因此今年单晶硅片供需关系非常有利。2019H1 全球单晶渗透率已提升至 62%, 隆基、中环双巨头占据了单晶硅片总产能超 60%。

隆基股份 2019H1 单晶硅片出货量 15.6GW, 单晶组件出货量 3.5GW。由于建设进度加快, 公司将单晶硅片原产能规划提前一年, 2020 年底可达 65GW。电池片方面, 2019~2021 年产能预计达到 10、15、20GW, 2019 年预计出货量 3GW。组件方面, 2019~2021 年产能预计达到 16、25、30GW, 2019 年出货量可达 10GW。产能扩张已体现规模优势, 2019H1 公司非硅成本同比下降 31.75%。

我们预计隆基股份 2019~2021 年的营业收入分别为 323.3 亿元、439.1 亿元和



522.7 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 42.8 亿元、58.4 亿元和 67.3 亿元，每股收益分别为 1.18 元、1.61 元和 1.86 元，对应 PE 分别为 23.6、17.3、15。给予“买入”评级。

中环股份上半年硅片产能达到 30GW，月产量突破万吨，我们预计全年公司光伏硅片销售将突破 25GW。8 月 16 日正式发布 12 英寸超大太阳能单晶硅正方形片 M12，非硅成本相较 M2 的 72 半片组件而言下降 19.4%，度电成本下降 6.8%。未来 2-3 年内对 M12 硅片的产能规划为 20-30GW，现有硅片产线将保持原尺寸生产，预计 2022 年五期建成后硅片总产能将达到 56GW。

我们预计中环股份 2019 年-2021 年的营业收入分别为 174.8 亿元、228.7 亿元和 297.5 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 12.4 亿元、17.1 亿元和 23.9 亿元，每股收益分别为 0.44 元、0.61 元和 0.86 元，对应 PE 分别为 26.1、18.9、13.5。给予“增持”评级。

- ◆ **受益于国内需求反弹：阳光电源。**2019H2 最大的边际变化就是国内项目建设进度，由于竞价+平价超 27GW 项目需要在年底并网，按照光伏电站至少 3 个月建设工期，9 月国内项目建设已经进入高峰期。由于竞价和平价项目中，补贴额对项目收益率影响已经很低，民企参与力度大幅提升，尤其阳光电源，共计获得 2.43GW 的项目，仅次于国电投。已进入名单的项目开工建设，将大幅提升公司下半年的业绩弹性。

我们预计公司 2019 年-2021 年的营业收入分别为 133.77 亿元、170.7 亿元和 214.86 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 10.29 亿元、13.44 亿元和 16.68 亿元，每股收益分别为 0.71 元、0.93 元和 1.15 元，对应 PE 分别为 14.2、10.8、8.7。给予“增持”评级。

图47：2019 年 H1 光伏行业代表企业营业收入与归母净利润（百万元）

分类	证券简称	营业总收入 2019H1	同比变化 (%)	营业总收入变化 (15H1~19H1)	归母净利润 2019H1	同比变化 (%)	归母净利润变化 (15H1~19H1)
上游硅料	通威股份	16124	29.4%		1451	57.8%	
中游硅片	中环股份	7942	22.9%		452	50.7%	
中游硅片	隆基股份	14111	41.1%		2010	53.8%	
中游电池片	中来股份	1158	-4.4%		113	70.2%	
中游电池片	拓日新能	446	-7.9%		43	-18.4%	
中游组件	福斯特	2979	36.1%		398	77.2%	
中游组件	东方日升	6056	27.6%		485	295.5%	
中游组件	中利集团	5735	-22.3%		13	-73.6%	
中游组件	协鑫集成	5089	-16.3%		18	-29.0%	
中游组件	*ST海润	289	-50.4%		-1407	135.4%	
中游光伏设备	京运通	821	-31.7%		71	-78.5%	
中游光伏设备	晶盛机电	1178	-5.3%		251	-11.9%	
中游金刚线	东尼电子	208	-61.2%		-60	-159.8%	
中游逆变器	阳光电源	4462	14.6%		333	-13.2%	
运营商	太阳能	2043	2.6%		378	-14.4%	
运营商	林洋能源	1668	3.4%		418	5.3%	

资料来源：Wind，申港证券研究所

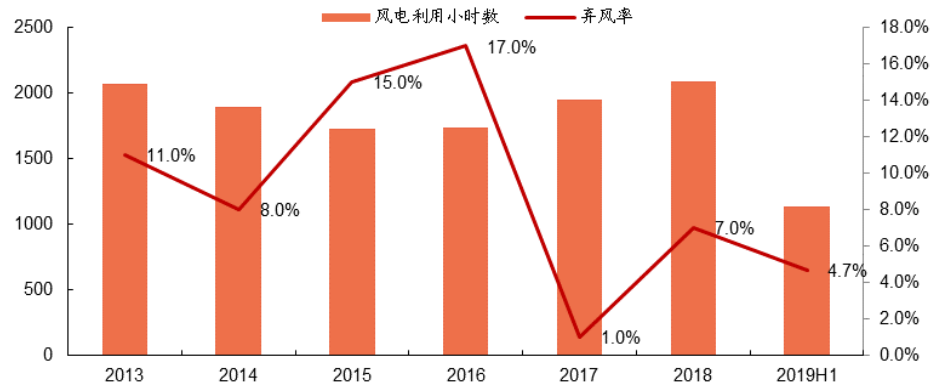
### 3. 风电：抢装带领行业进入景气通道

#### 3.1 国内风电建设已进入高峰期

风电补贴退坡路径已经明确，政策对于行业的悲观影响越来越低，行业增长动力更多来自于逐渐实现平价上网带来自身竞争力的提升。因而在2019上半年，风电行业已经走出2018年的低迷期，实现了国内市场、海外市场加速拓展，并且由于需求向好，产业链价格获得支撑，维持了较高的盈利能力。

风电在2019年起全面进入竞争配置时代，政策正在将引导行业逐步从补贴、竞争配置，最终过渡到平价上网时代。平价上网政策文件出台，加速风电行业向平价迈进。国家发改委正式敲定风电上网电价政策，推动风电行业健康可持续发展。风电竞争配置正在不断推进，竞争配置办法中，电价降幅好于预期，主旨是引导行业向高质量发展。2019H1行业弃风率4.7%，风电利用小时数1133h，行业弃风率明显改善。

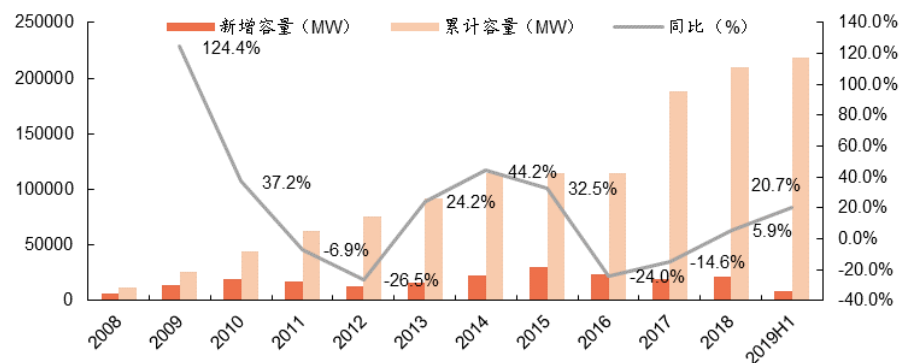
图48：风电弃风率逐年降低



资料来源：Wind，申港证券研究所

随着政策落地，已核准项目的抢装潮来临。2019H1新增风电装机容量9.09GW，同比增长20.72%。目前已核准未建的风电机组规模超88GW，2019~20年将是抢装高峰，未来风电发展重心将呈现：海上风电+重回三北。

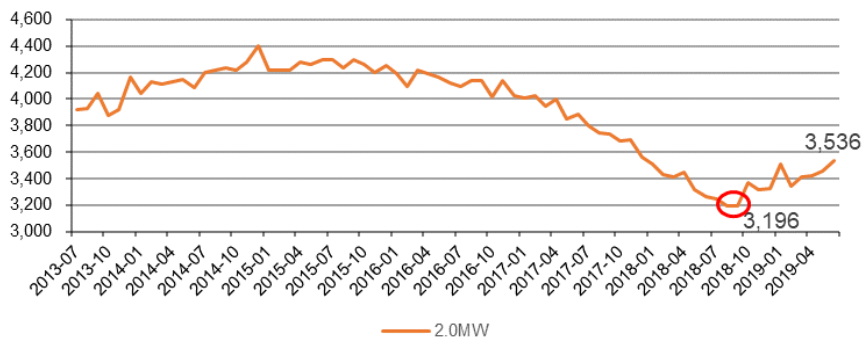
图49：风电装机容量持续增长



资料来源：GWEA，申港证券研究所

在历经 2018 年 8、9 月风机价格历史低点 3196 元/kW 后，风机招标价格持续回升，2019H1 国内风机招标价格显著回升，6 月 2.0MW 机组平均招标价格达到 H1 高点，为 3536 元/kW，自去年低点上升幅度为 10.64%。预计未来三年风电行业景气向上，2020 年后迈入平价时代，风电装机将持续放量，招标价格亦将维持高位。

图 50: 国内风机投标价格 (元/kW)



资料来源: 金风科技, 申港证券研究所

### 3.2 行业景气提振经营业绩

在风电行业，我们选取 28 家公司作为样本，并按照供货商和运营商进行了分类。

表 4: 分析选取风电行业样本公司

样本分类	分类	业务领域	企业
风电	供货商	风机	金风科技、金通灵、ST 锐电、明阳智能、运达股份、湘电股份
		主轴	通裕重工、金雷风电
		风机舱罩	双一科技、振江股份
		风塔	天顺风能、天能重工、大金重工、泰胜风能
		叶片	中材科技、九鼎新材
		铸锻件	日月股份、吉鑫科技
		发泡材料	天晟新材
	运营商		福能股份、节能风电、嘉泽新能、银星能源、吉电股份、中闽能源、华仪电气

资料来源: Wind, 申港证券研究所

风电板块 2019H1 实现营业收入 588.6 亿元，同比增长 27.1%；实现归母净利润 43.9 亿元，同比增长 13.3%；毛利率为 23.6%，同比减少 7.7%；期间费用率为 16.6%，同比减少 14.1%。

表 5: 风电行业 2018 年和 2019H1 变化数据

风电	2017	2018	YoY	2018H1	2019H1	YoY
营业总收入 (百万元)	87069.3	98285.3	12.9%	46328.3	58861.5	27.1%
归母净利润 (百万元)	7144.4	6381.4	-10.7%	3879.0	4394.9	13.3%
毛利率 (%)	25.9%	24.3%	-6.0%	25.6%	23.6%	-7.7%
净利率 (%)	8.5%	6.8%	-19.3%	8.9%	7.9%	-10.8%
经营性现金流 (百万元)	15084.3	10992.2	-27.1%	-1129.9	-353.7	-68.7%

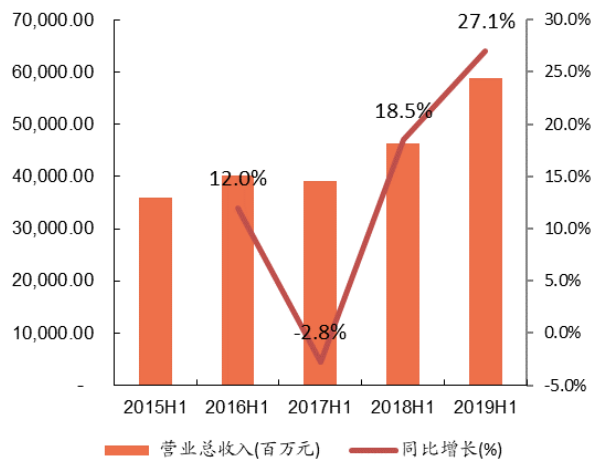
风电	2017	2018	YoY	2018H1	2019H1	YoY
资产负债率 (%)	62.2%	63.0%	1.3%	62.0%	63.0%	1.6%
期间费用率 (%)	22.2%	19.2%	-13.6%	19.3%	16.6%	-14.1%
ROE (%)	6.7%	5.6%	-15.8%	3.3%	3.4%	2.6%
商誉 (百万元)	2798.0	1753.1	-37.3%	2929.9	2765.1	-5.6%
在建工程 (百万元)	21773.74	19926.3	-8.5%	18129.32	20707.5	14.2%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

2019 年风电行业基本面显著好转, 主要在于已核准项目的抢装以及传统电力企业加大风电资本开支。

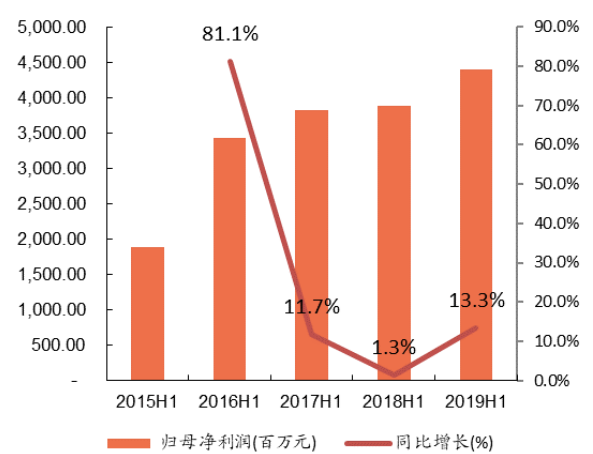
- ◆ 由于自 2019 年起, 新核准项目将执行竞争配置办法, 即公开竞标获得项目, 电价项占整体打分 40% 比重, 目前已发布的各省竞争配置办法中电价降幅好于预期。当前存量已核准未完工项目至少 88GW, 当前已开工 46GW, 还有 42GW 尚未开工, 这部分项目需要在核准后 2 年内, 即 2020 年底前并网, 否则将无法锁定相对较高的标杆电价。预计抢装潮将在 19 年到来, 并持续至 2020 年。
- ◆ 在能源清洁化的大背景下, 配额制、绿证等支持清洁能源制度逐步推出。按照配额制要求, 可再生能源发电比例需从 2017 年的 7%, 增长至 2020 年的 11%。传统电力企业在火电、水电逐步衰退的情况下, 新能源是未来发展重要选项, 风电因具备规模效应、利用小时数高, 更受大型央企青睐。华能国际披露 2019 年资本开支计划为 354 亿, 其中风电投资高达 240 亿, 是 2017 年的 3.4 倍。传统电力企业的加入, 使得风电投资市场再一次升温。

图 51: 风电行业近 5 年 H1 营收变化



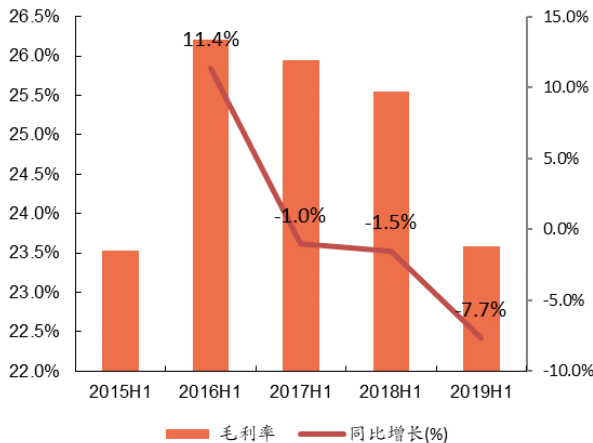
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 52: 风电行业近 5 年 H1 归母净利润变化



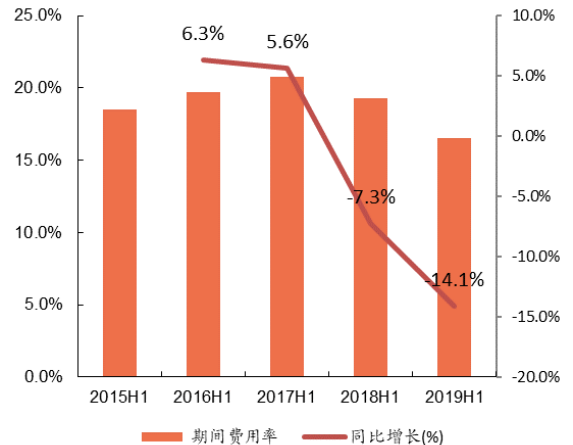
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 53: 风电行业近 5 年 H1 毛利率变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 54: 风电行业近 5 年 H1 期间费用率变化



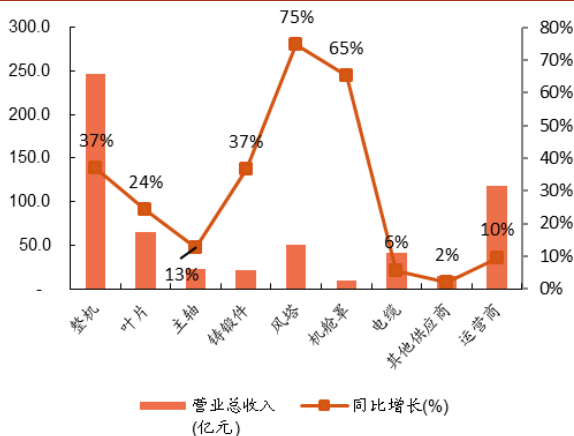
资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 3.3 零部件业绩率先反弹, 整机盈利拐点已现

我们将风电相关公司按照各环节进行拆分, 并分别比较各环节的财务指标, 综合而言铸锻件、风塔环节盈利能力最为突出, 而风机整机盈利拐点已经出现。

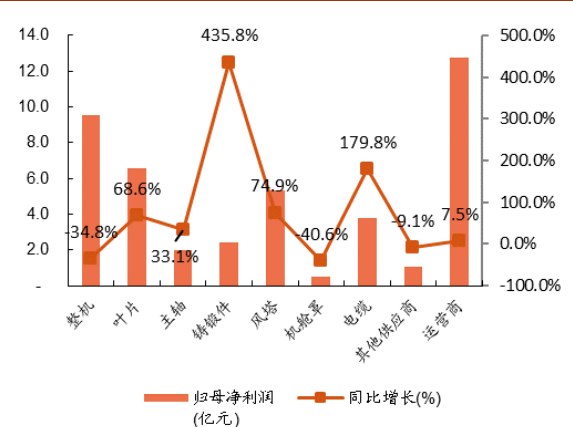
- ◆ **从营收角度:** 风机的营收规模最大, 风塔、机舱罩的营收增速最高, 中游制造环节营收增速高于运营商, 表明风电建设已经开始加速, 订单持续转化为业绩。
- ◆ **从归母净利润角度:** 由于运营商利润率最高, 因此归母净利润规模最大, 铸锻件、电缆净利润增速最高, 表明在营收改善同时, 成本端因为原材料(钢铁、铜)价格下降亦大幅改善, 进而推升净利润提升。铸锻件环节中, 吉鑫科技实现扭亏为盈, 日月股份净利润实现翻倍。

图 55: 风电各环节营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 56: 风电各环节营业收入及同比增速

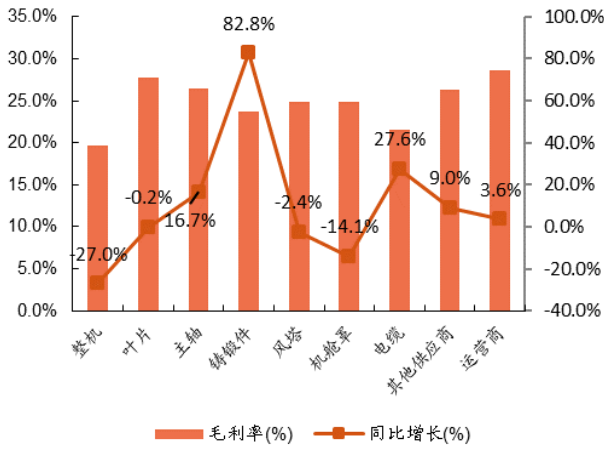


资料来源: Wind, 申港证券研究所

- ◆ **从毛利率角度:** 铸锻件毛利率改善最为显著, 整机毛利率下降幅度最大, 主要是由于 2018Q2/Q3 风机招标价处于历史低位, 一般 12~18 个月交货期, 低价订单对 2019Q2 盈利能力产生较大冲击, 之后毛利率预计将持续改善。
- ◆ **从净利率角度:** 铸锻件、电缆净利率提升幅度最高, 整机净利率降幅最高。可以

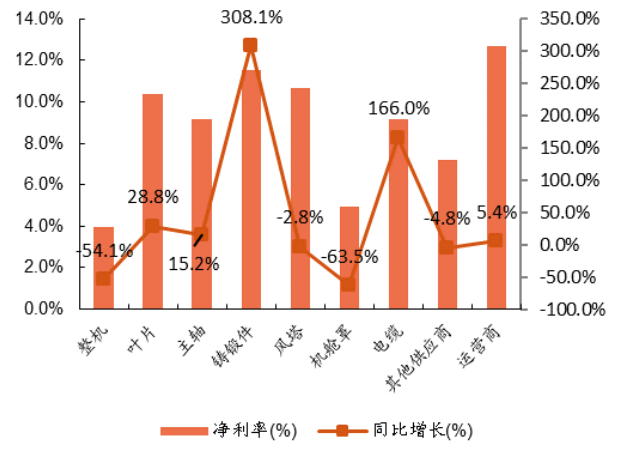
看出供货周期短的环节净利率改善更快，而供货周期较长的整机、风塔等当前处于净利率低点，预计在风电行业仍然维持景气的情况下，净利率将会逐步改善。

图 57：风电各环节毛利率及同比增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

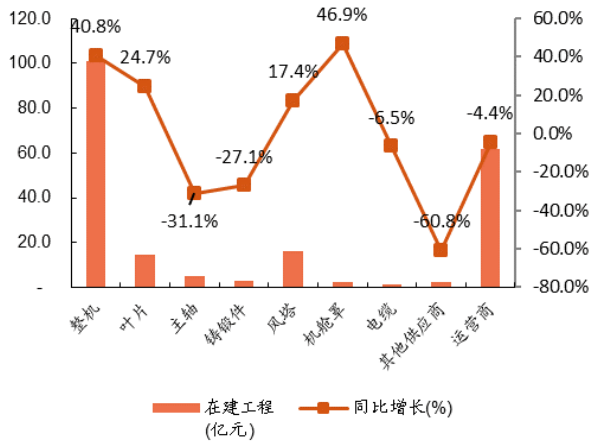
图 58：风电各环节净利率及同比增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

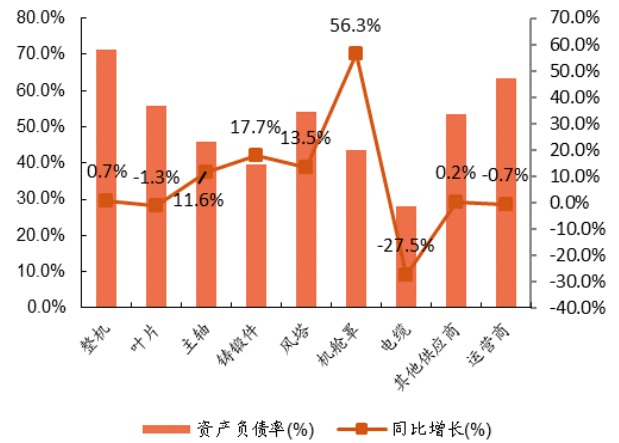
- ◆ 从在建工程角度：整机、叶片、风塔、机舱罩环节在建工程同比增幅较高，表明这些环节产能扩张幅度最大。
- ◆ 从资产负债率角度：整机环节资产负债率最高，机舱罩环节资产负债率同比增幅最大，表明机舱罩处于产能扩张阶段。

图 59：风电各环节在建工程及同比增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

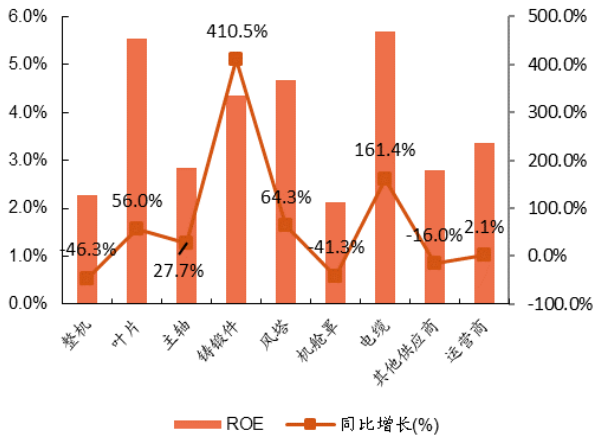
图 60：风电各环节资产负债率及同比增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

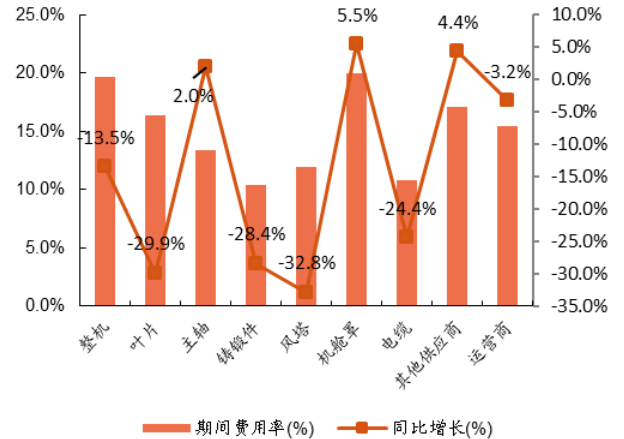
- ◆ 从 ROE 角度：铸锻件、电缆因为盈利能力提升 ROE 改善幅度最大，整机 ROE 改善还需要时间，大部分环节 ROE 均为向好趋势。
- ◆ 从期间费用率角度：大部分环节实现了期间费用率的下降，表明需求好转后，发挥规模化优势，能够有效降低期间费用率。

图61: 风电各环节ROE及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

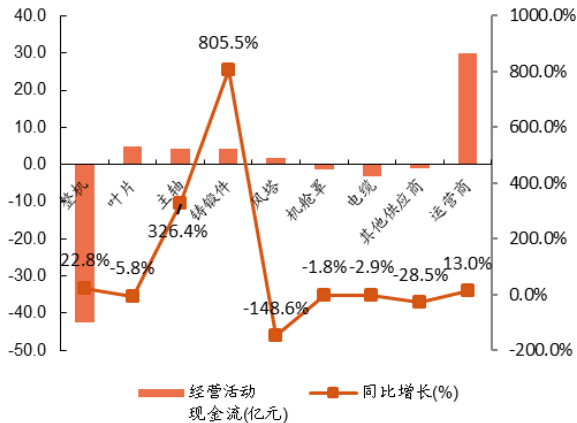
图62: 此处录入标题



资料来源: Wind, 申港证券研究所

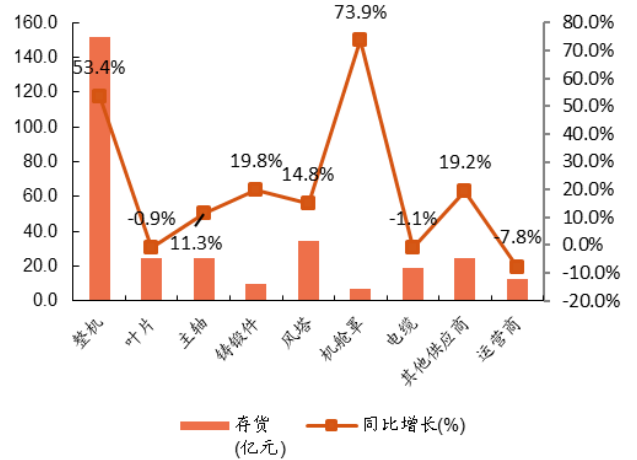
- ◆ **从经营活动现金流角度:**铸锻件因为需求提升,回款大为改善,现金流大幅增长,整机现金流压力最大,运营商现金流状况较好。
- ◆ **从存货角度:**整机存货价值量最大,并且仍在大幅提升,表明整机作为制造环节的末端一环,应对需求旺季的备货量已显著提升。

图63: 风电各环节经营活动现金流及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

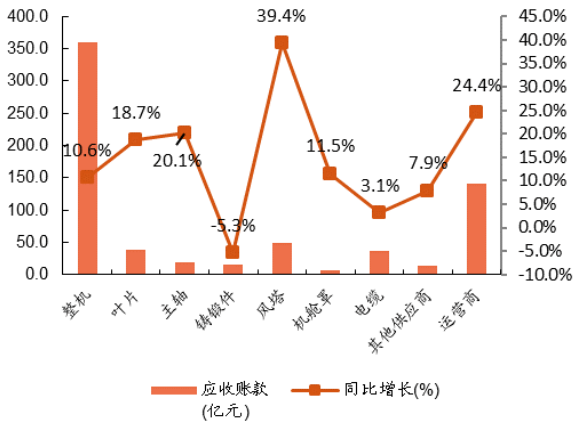
图64: 风电各环节存货及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

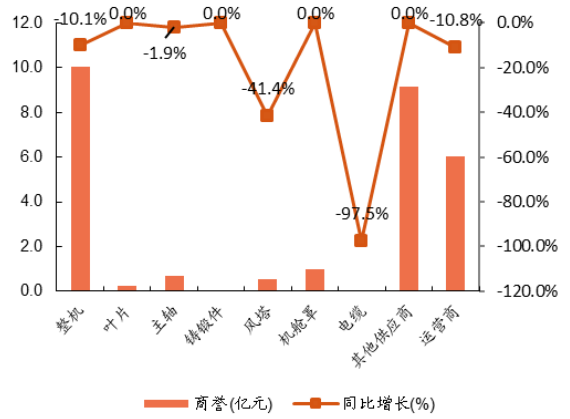
- ◆ **从应收账款角度:**除了铸锻件,各环节应收账款均同比增长,风塔应收账款增幅最高,表明需求量正在逐步提升。
- ◆ **从商誉角度:**风电整体商誉较低,主要集中在整机、运营商环节,汉缆股份已于2018年底完成了所有商誉减值,其他环节商誉减值趋势仍将继续。

图 65: 风电各环节应收账款及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 66: 风电各环节商誉及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 3.4 投资策略: 关注受益于抢装的龙头企业

陆上风电 2021 年将全部进入平价上网, 抢装潮已开启并将延续至 2020 年底。补贴退坡至 2021 年平价路径已经非常清晰, 政策扰动作用小, 行业通过提升自身造血能力实现盈利提升。2018 年是风电企业业绩底部, 自 2019 年起业绩逐步提升, 并且按照供货周期, 由周期较短的铸锻件、叶片, 逐步向周期较长的风塔、整机过渡。我们认为受益于抢装的各环节龙头值得关注:

- ◆ **毛利率即将触底反弹的风机龙头: 金风科技。** 2019H1, 国内风电设备行业公开招标量已达到 32.3GW, 同比增长 93.4%, 预计 2019 年国内风电新增装机或达 25GW 以上。作为风电行业龙头企业, 公司目前在手订单充沛, 外部待执行订单总量为 14.8GW, 在手外部订单共计 21.2GW, 另有内部订单为 0.7GW。下半年业绩因量价齐升, 将触底反弹, 实现快速回升。2019H1 风机板块毛利率 11.31%, 同比下降 14.23 pct。毛利率的下降主要是由于 2018Q3 低价订单的影响, 低价订单消化完成, 将重新把公司毛利率推升至正常位置。

我们预计公司 2019 年-2021 年的营业收入分别为 369.1 亿元、467.2 亿元和 569.3 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 34.9 亿元、44.6 亿元和 57.3 亿元, 每股收益分别为 0.83 元、1.06 元和 1.36 元, 对应 PE 分别为 14.9、11.6、9.1。给予“买入”评级。

- ◆ **盈利能力稳定且产能扩张的风塔龙头: 天顺风能。** 2019H1 风塔及相关产品生产量 22.24 万吨, 同比增加 43.39%, 销售量 20.38 万吨, 同比增加 21.74%。同时公司在山东鄄城投资建设塔筒工厂, 计划年产能 10 万吨, 预计将于今年底完工投产, 风塔产能将进一步提升。目前公司风塔产品单吨毛利约 1850 元, 且持续处于上升趋势。目前公司在常熟工厂拥有 300 套叶片产能和 300 套模具产能, 濮阳项目预计 2020 年投产, 投产后公司将共计拥有叶片产能 900 套, 模具 300 套。

我们预计公司 2019~2021 年的营业收入分别为 53.6 亿元、65.4 亿元和 76.5 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 7.36 亿元、9.83 亿元和 11.83 亿, 每股收益分别为 0.41 元、0.55 元和 0.66 元, 对应 PE 分别为 16、12、10 倍。给予



“增持”评级。

- ◆ **海上风电潜力巨大运营商：福能股份。**截至 2019 年 6 月底，公司控股运营总装机规模 4.9GW，其中风电装机规模 0.75GW，天然气发电装机规模 1.53GW，热电联产机组装机 1.24GW，燃煤电厂装机 1.32GW，光伏装机 0.043GW。报告期间上网电量合计 85.04 亿千瓦时，供热量 293.51 万吨，公司装机规模和发电量稳步增长。公司莆田石城、平海湾 F 区海上风电项目预计将陆续分批投产，合计增量 400MW，今年预计全年有 150MW 海上风电可以投运。此外，公司已获得长乐外海 C 区 498MW 项目核准，未来新项目建设将逐步加速。

我们预计公司 2019~2021 年营业收入分别为 98.2 亿元、106.7 亿元、112 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 13.1 亿元、16.1 亿元、18.7 亿元，每股收益分别为 0.84、1.04、1.21，对应 PE 为 10.2、8.26、7.1。给予“增持”评级。

图 67：2019 年 H1 风电行业代表企业营业收入与归母净利润（百万元）

分类	证券简称	营业总收入 2019H1	同比变化 (%)	营业总收入变化 (15H1~19H1)	归母净利润 2019H1	同比变化 (%)	归母净利润变化 (15H1~19H1)
整机	金风科技	15733.3	42.6%		1184.5	-22.6%	
整机	运达股份	1479.4	17.4%		12.0	28.5%	
整机	明阳智能	4015.2	57.9%		333.8	129.3%	
铸锻件	日月股份	1536.5	50.0%		214.7	81.7%	
铸锻件	吉鑫科技	550.9	9.1%		25.9	-135.3%	
主轴	通裕重工	1786.4	3.1%		118.3	8.1%	
主轴	金雷风电	492.4	70.1%		80.7	101.4%	
叶片	中材科技	6062.5	27.7%		652.3	69.7%	
机舱罩	双一科技	356.3	51.9%		70.0	58.9%	
机舱罩	振江股份	645.4	73.4%		-21.1	-155.1%	
风塔	天顺风能	2477.2	53.3%		334.0	38.4%	
风塔	天能重工	855.2	126.9%		84.1	175.0%	
风塔	泰胜风能	917.5	107.7%		53.5	351.5%	
电缆	东方电缆	1490.3	7.5%		180.1	220.1%	
运营商	福能股份	4445.1	15.9%		494.6	21.6%	
运营商	节能风电	1226.7	1.1%		309.3	-8.5%	
运营商	中闽能源	259.3	3.0%		64.1	-14.7%	

资料来源：Wind，申港证券研究所

## 4. 新能源车：底点已至，静待花开

### 4.1 补贴退坡冲击行业发展

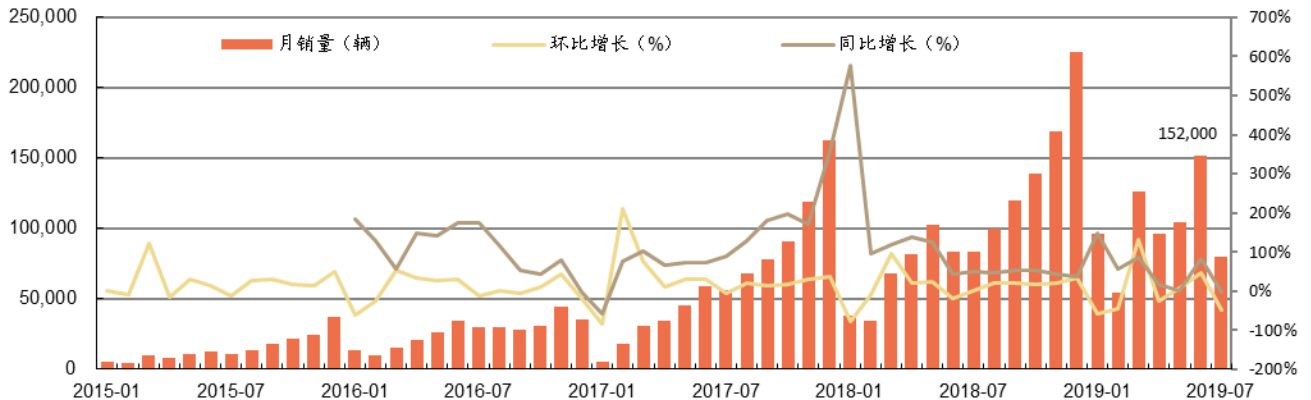
2019 年补贴政策大幅调整，平均降幅超 55%，并且 2020 年完成全部退坡。在行业基本面正在下行探底过程中，政策面往往先于基本面触底。进入 2019 年后，推动新能源车发展政策层出不穷，尤其在过渡期结束附近，接连取消动力电池白名单、发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》等，政策托底意图更加显著。我们认为行业在 19Q3 基本面接近触底之际，政策面上行将推动基本面快速走出底部，重归上行通道。

进入 2019 年之后，面对补贴退坡后市场反应的不确定性，新能源车产业链各环节谨慎情绪加剧，上游原材料和电池厂商均进行了减产，行业目前正处于减库存阶段，后续将因为排产提升转而恢复库存。截止 2019 年 7 月，新能源汽车累计完成销售

共 70.8 万辆，预计全年实现销量 150 万辆。截至目前，2019 年销量高峰为 6 月，月销售 15.2 万辆。

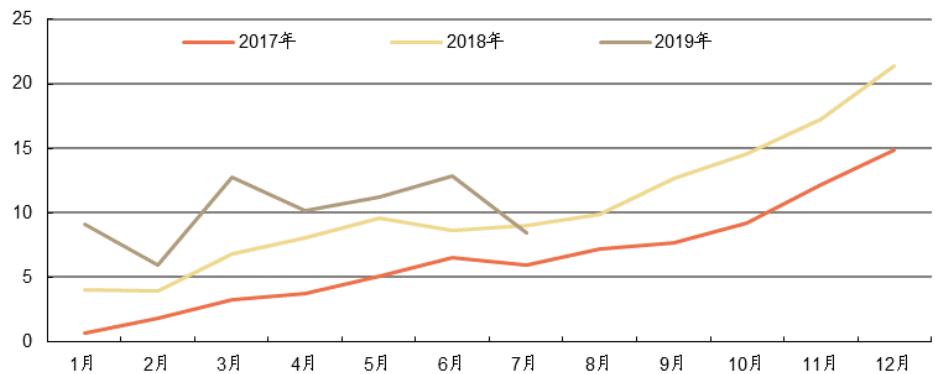
对比近三年的各月新能源汽车销量来看，2019H1 上半年较 2017、2018 年同期均有增加。由于补贴过渡期结束，7 月销量仅为 8 万辆，同比下降 4%，环比下降 47%。8 月销量由于客车补贴到期，仍面临巨大下行压力，上游原材料、中游电池材料价格陆续触底，行业走势已贴近谷底，预计 9 月新能源车销量即将迎来反弹。

图 68：国内新能源汽车销量增速正在下降



资料来源：GGII，申港证券研究所

图 69：2019 年 7 月新能源汽车产量下滑明显（辆）



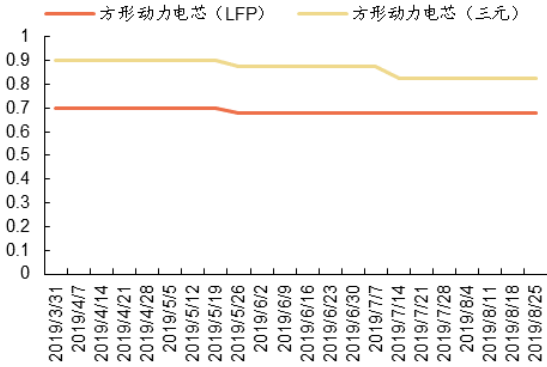
资料来源：GGII，申港证券研究所

2019H1 由于产能扩张，产能利用率仍然处于低位，以及补贴退坡造成的压力，产品价格整体处于下降通道。

- ◆ 上游：电解钴价格 2019 年下降 27.2%，钴粉价格下跌 33.8%，氢氧化锂价格下跌 34.9%，硫酸钴价格下跌 24.7%，三元前驱体价格下跌 10.7%。近期钴、镍产品由于供给端减产，价格开始反弹。
- ◆ 正极材料：2019 年下跌 5%，近期由于原料钴、镍涨价，本月涨幅 3.5%。
- ◆ 负极材料：2019 年价格维持稳定，下半年石墨化产能投放后，价格承压。

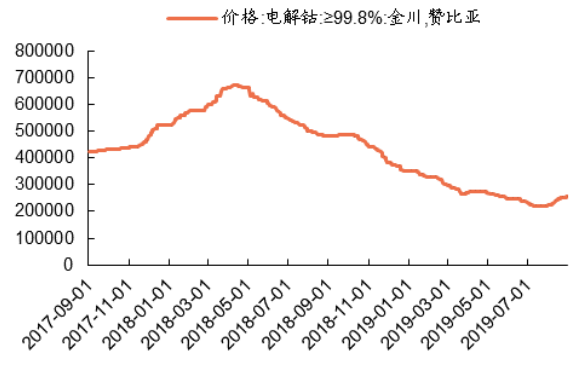
- ◆ 电解液：由于上游六氟磷酸锂、EC 溶剂涨价，2019 年价格上涨 20.78%。
- ◆ 隔膜：2019 年价格维持稳定，拥有比较强的价格护城河。
- ◆ 电池：磷酸铁锂下降 25.6%，三元电池价格维持稳定，补贴退坡后价格承压较大。

图70：车用动力电池价格走势（元/Wh）



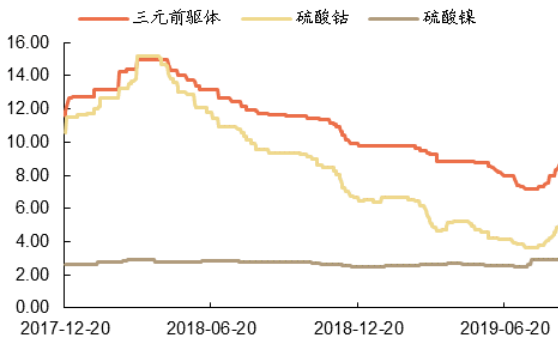
资料来源：CIAPS，申港证券研究所

图71：钴价格走势（元/吨）



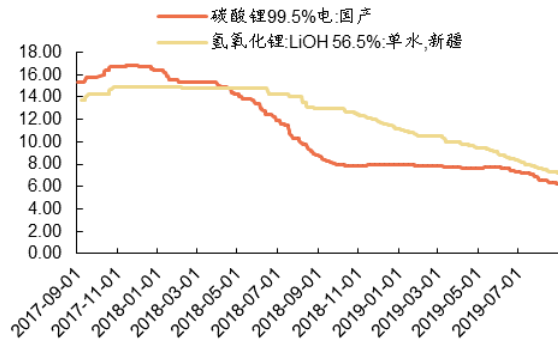
资料来源：Wind，申港证券研究所

图72：三元前驱体价格（万元/吨）



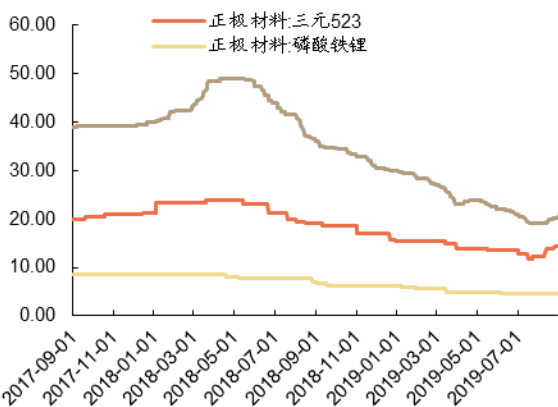
资料来源：Wind，申港证券研究所

图73：碳酸锂和氢氧化锂价格走势（万元/吨）



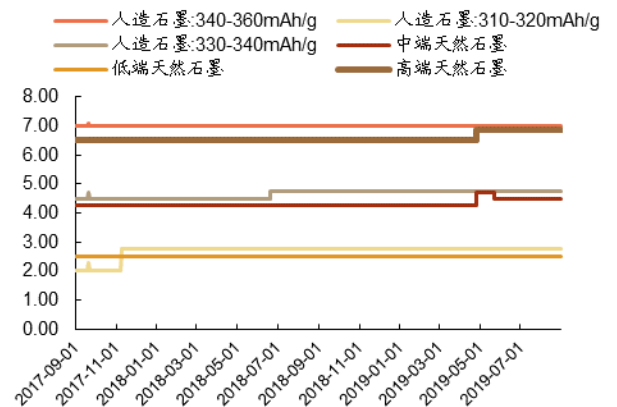
资料来源：Wind，申港证券研究所

图74：三元正极材料价格走势（万元/吨）



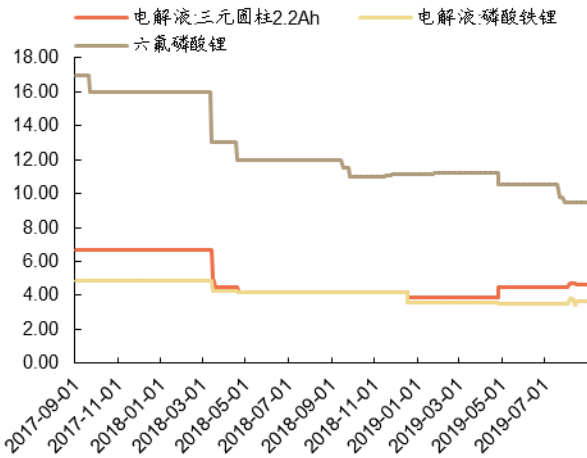
资料来源：Wind，CIAPS，申港证券研究所

图75：负极材料价格走势（万元/吨）



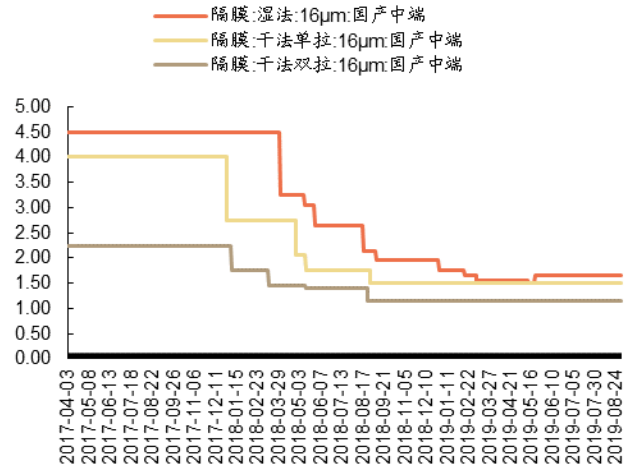
资料来源：Wind，申港证券研究所

图76: 电解液及六氟磷酸锂价格走势 (万元/吨)



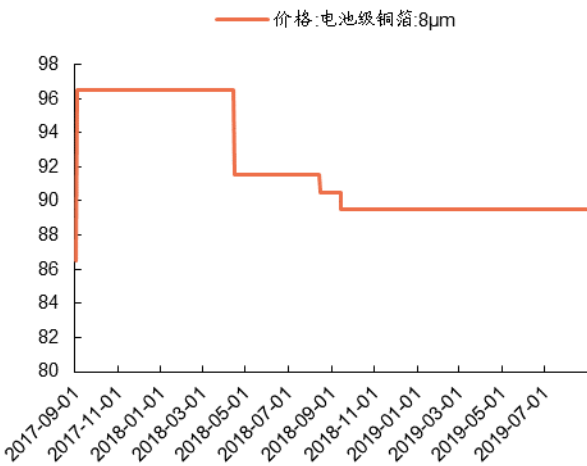
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图77: 隔膜价格走势 (元/平方米)



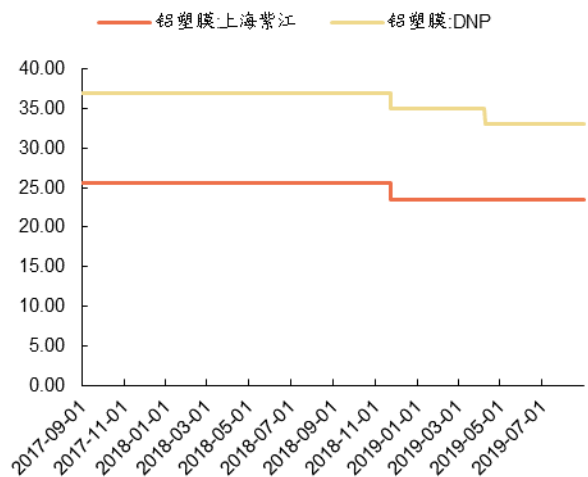
资料来源: Wind, CIAPS, 申港证券研究所

图78: 电池级铜箔格走势 (元/kg)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图79: 铝塑膜价格走势 (元/平方米)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

表6: 主要动力锂电池及材料价格变化

种类	品种	规格	单位	数据来源	2019/9/1	周度涨跌	月度涨跌	年度涨跌	最高点差幅	最高点日期
锂电池	圆柱	18650 数码 2500mAh	元/支	CIAPS	5.85	0.00%	0.00%	—	-6.40%	2019/3/31
	电	18650小动力 2500mAh	元/支	CIAPS	6.25	0.00%	0.00%	—	-6.02%	2019/4/14
	方形	磷酸铁锂	元/KWh	CIAPS	930.0	0.00%	0.00%	-25.60%	-54.07%	2017/2/19
正极材料	三元材料	三元	元/KWh	CIAPS	1040.0	0.00%	0.00%	—	-16.80%	2019/2/24
		NCM523	万元/吨	CIAPS	14.35	3.61%	3.61%	-4.97%	-4.97%	2018/12/30
		NCM622	万元/吨	CIAPS	14.65	3.53%	3.53%	-10.67%	-10.67%	2018/12/30
	NCM811	万元/吨	CIAPS	19.55	2.09%	2.09%	—	-4.63%	2019/4/21	
料	磷酸铁锂	万元/吨	Wind	4.55	0.00%	0.00%	—	-46.47%	2017/9/3	

	钴酸锂	60%-4.35V (国产)	元/千克	Wind	203.40	1.40%	-0.78%	-32.2%	-58.49%	2018/4/22
负极材料	人造石墨	340-360mAh/g	万元/吨	Wind	7.00	0.00%	0.00%	0.00%	-0.28%	2017/9/24
		310-320mAh/g	万元/吨	Wind	4.75	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2018/7/1
		330-340mAh/g	万元/吨	Wind	2.75	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2017/11/19
	天然石墨	低端	万元/吨	Wind	2.50	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2017/9/3
		中端	万元/吨	Wind	4.50	0.00%	0.00%	5.88%	-4.26%	2019/5/5
		高端	万元/吨	Wind	6.85	0.00%	0.00%	5.38%	0.00%	2019/5/12
电解液	三元圆柱	2.2Ah	万元/吨	Wind	4.65	0.00%	0.00%	20.78%	-30.60%	2017/9/3
	磷酸铁锂		万元/吨	Wind	3.65	0.00%	0.00%	2.82%	-25.51%	2017/9/3
隔膜	干法	16 μm (国产)	元/平方米	CIAPS	1.50	0.00%	0.00%	0.00%	-62.50%	2017/2/19
		14 μm (国产)	元/平方米	CIAPS	1.15	0.00%	0.00%	—	0.00%	2019/5/26
	湿法基膜	5 μm (国产)	元/平方米	CIAPS	3.40	0.00%	0.00%	—	0.00%	2019/5/26
		7 μm (国产)	元/平方米	CIAPS	2.30	0.00%	0.00%	—	0.00%	2019/5/26
		9 μm (国产)	元/平方米	CIAPS	1.65	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2017/2/19
	涂覆隔膜	5+2+2 μm	元/平方米	CIAPS	4.30	0.00%	0.00%	—	0.00%	2019/5/26
		7+2+2 μm	元/平方米	CIAPS	3.25	0.00%	0.00%	—	0.00%	2019/5/26
		9+2+2 μm	元/平方米	CIAPS	3.15	0.00%	0.00%	—	0.00%	2019/5/26
	前驱体	三元前驱体	523 (国产)	万元/吨	Wind	8.71	7.40%	-1.58%	-10.67%	-41.93%
		622 (国产)	万元/吨	CIAPS	9.45	3.28%	3.28%	-8.70%	-8.70%	2017/9/3
硫酸钴			万元/吨	Wind	4.93	8.35%	-0.40%	-24.73%	-67.46%	2018/4/1
硫酸锰		电池级 (国产)	元/吨	CIAPS	6650	0.00%	0.00%	-2.92%	-9.52%	2018/12/30
硫酸镍		长江有色市场	元/吨	Wind	29500	0.00%	0.00%	18.00%	1.72%	2018/4/1
四氧化三钴		≥72%国产	元/千克	Wind	185.40	6.80%	-2.42%	-26.72%	-62.92%	2019/2/24
铝塑膜	上海紫江		元/平方米	Wind	23.50	0.00%	0.00%	0.00%	-7.84%	2018/3/18
	DNP		元/平方米	Wind	33.00	0.00%	0.00%	-5.71%	-10.81%	2018/4/8
铜箔	电池级 8 μm		元/公斤	Wind	89.50	0.00%	0.00%	0.00%	-7.25%	2017/9/3
其他原材料	电解钴	≥99.8% (金川赞比亚)	元/吨	Wind	254000	1.20%	-1.17%	-27.22%	-62.21%	2017/9/3
	钴粉	高价 (上海)	元/吨	Wind	281000	5.88%	-1.40%	-33.88%	-63.51%	2017/9/10
		低价 (上海)	元/吨	Wind	267000	6.21%	-1.48%	-35.04%	-64.68%	2018/4/15
	六氟磷酸锂		万元/吨	Wind	9.50	0.00%	0.00%	-14.80%	-44.12%	2018/4/15
	碳酸锂	99.5%电 (国产)	元/吨	Wind	62700	-0.95%	0.32%	-21.13%	-62.68%	2018/4/15
		电池级 (国产)	元/吨	Wind	71540	-0.80%	0.48%	-16.13%	-57.42%	2017/9/3
	氢氧化锂	56.5% (国产)	元/平方米	Wind	72900	-0.27%	0.55%	-34.91%	-50.91%	2017/11/26

资料来源: Wind, CIAPS, 申港证券研究所

## 4.2 行业正在经历艰难时期

在新能源车行业，我们选取了 57 家公司作为样本，按照上游原材料、中游四大材料及机电电控、下游电池进行分类。新能源车产业链可分为：

- ◆ 上游：原材料，包括锂、钴、镍等
- ◆ 中游：正极、负极、隔膜、电解液、锂电设备、铜箔、电池总成
- ◆ 下游：新能源车企

**表7：分析选取新能源车行业样本公司**

样本分类	分类	企业
新能源车	上游原材料	华友钴业、厦门钨业、赣锋锂业、寒锐钴业、兆新股份、雅化集团、威华股份、藏格控股、天齐锂业、盐湖股份、*ST众和、西藏矿业、融捷股份、红星发展、蓝晓科技、格林美
	中游锂电设备	先导智能、赢合科技、金银河
	中游正极材料	杉杉股份、当升科技、科恒股份
	中游三元前驱体	道氏技术
	中游负极材料	璞泰来、中科电气
	中游电解液	天赐材料、江苏国泰、新宙邦、石大胜华、多氟多、天际股份
	中游隔膜	星源材质、沧州明珠、恩捷股份、佛塑科技、乐凯胶片
	中游锂电铜箔	诺德股份
	中游电机电控	方正电机、汇川技术、麦格米特
	中游电池	宁德时代、澳洋顺昌、亿纬锂能、德赛电池、光华科技、科达利、成飞集成、*ST尤夫、东方精工、欣旺达、富临精工、星云股份、*ST东南、坚瑞沃能、中信国安、比亚迪、国轩高科

资料来源：Wind，申港证券研究所

新能源车板块 2019H1 实现营业收入 2155.7 亿元，同比增长 16.4%；实现归母净利润 87.5 亿元，同比减少 7.9%；毛利率为 20.3%，同比减少 5.2%；期间费用率为 14.6%，同比减少 14.9%。

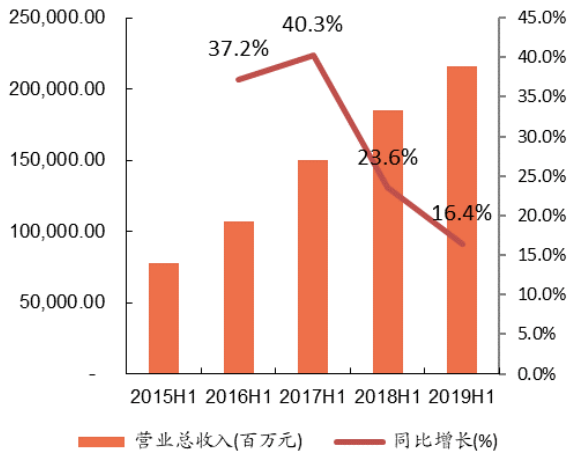
**表8：新能源车行业 2018 年和 2019H1 变化数据**

新能源汽车	2017	2018	YoY	2018H1	2019H1	YoY
营业总收入（百万元）	352552.5	429796.2	21.9%	185185.3	215568.3	16.4%
归母净利润（百万元）	18575.7	11592.8	-37.6%	9498.9	8746.4	-7.9%
毛利率（%）	23.9%	21.2%	-11.3%	21.4%	20.3%	-5.2%
净利率（%）	6.1%	3.4%	-44.6%	6.0%	4.8%	-21.2%
经营性现金流（百万元）	48154.4	10636.7	-77.9%	506.2	15096.5	2882.4%
资产负债率（%）	58.0%	60.3%	3.9%	58.3%	60.7%	4.0%
期间费用率（%）	17.9%	14.9%	-16.7%	17.1%	14.6%	-14.9%
ROE（%）	7.0%	4.1%	-42.0%	3.4%	2.9%	-13.3%
商誉（百万元）	10013.7	16737.4	67.1%	17089.8	10192.8	-40.4%
在建工程（百万元）	38038.87	47282.4	24.3%	44748.02	59992.9	34.1%

资料来源：Wind，申港证券研究所

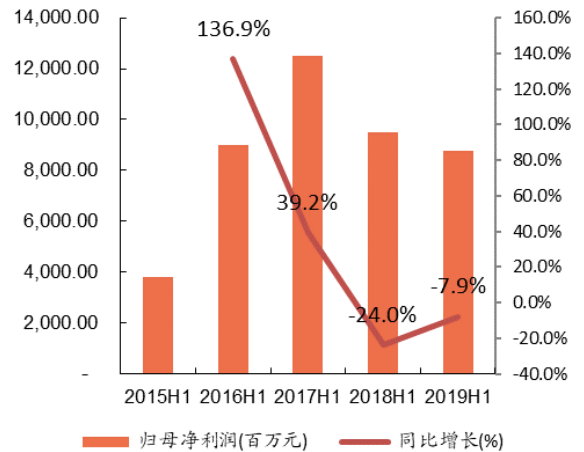
新能源汽车产业已度过政策培育期。新能源汽车行业经过多年发展，市场规模不断扩大，年产量从 2010 年的 7200 辆，提升至 2018 年的 125 万辆，并将在 2020 年突破 200 万辆。而且在发展过程中已经形成完整的产业链，并且逐步进军海外市场，融入全球电动化浪潮。随着制造能力的不断提升，对政策补贴的依赖性逐步降低，目前政策主旨为推动行业平稳通过“最后 100 米”，全面进入充分竞争的平价时代。

图80: 新能源车行业近5年H1营收变化



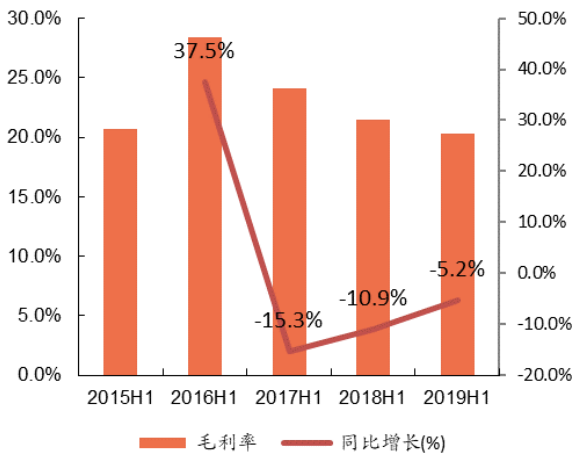
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图81: 新能源车行业近5年H1归母净利润变化



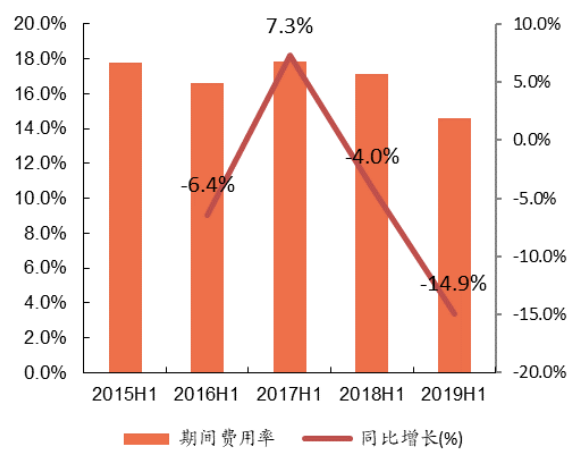
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图82: 新能源车行业近5年H1毛利率变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图83: 新能源车行业近5年H1期间费用率变化



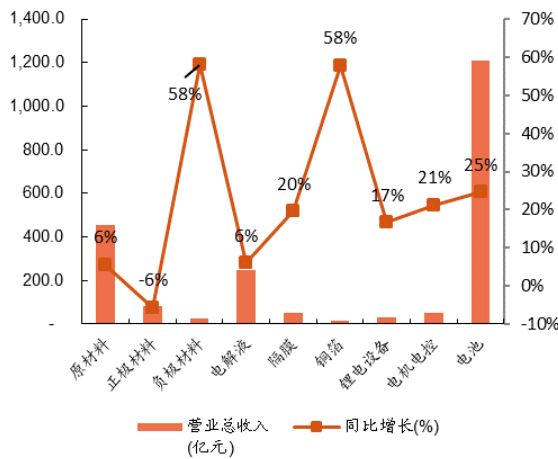
资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 4.3 隔膜及电池业绩突出，行业仍处成长期

我们将新能源汽车相关公司按照各环节进行拆分，并分别比较各环节的财务指标，综合而言隔膜、电池表现优异，行业仍然呈现出成长期态势。

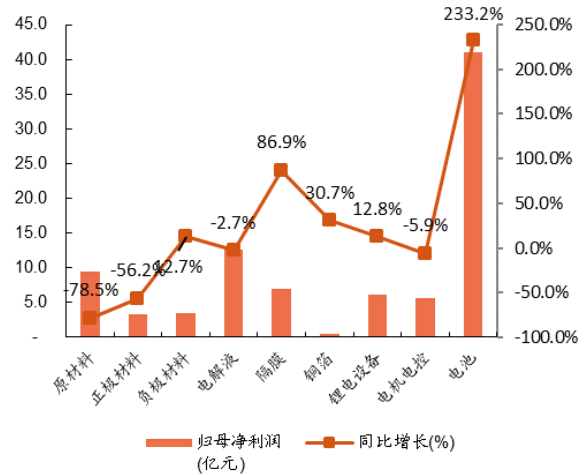
- ◆ **从营收角度:** 负极材料、铜箔的营收增幅最高，各环节营收均为正增长，表明行业仍然在扩张周期。
- ◆ **从归母净利润角度:** 与产品价格关系非常大，上游原材料、正极因为价格下跌较多，利润出现大幅下滑。隔膜、电池显示出来极强的盈利稳定性，也是各环节中拥有最强的盈利护城河。

图84: 新能源车各环节营收及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

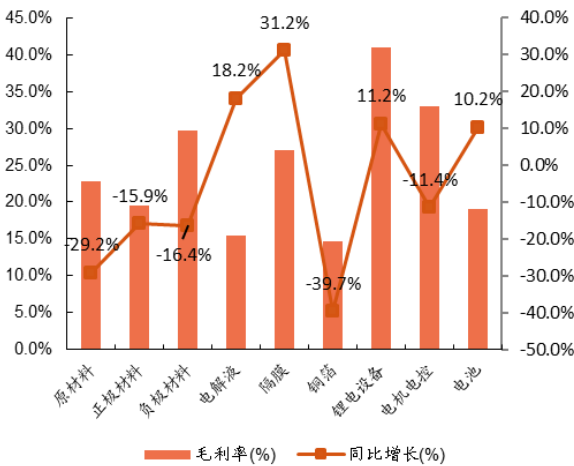
图85: 新能源车各环节归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

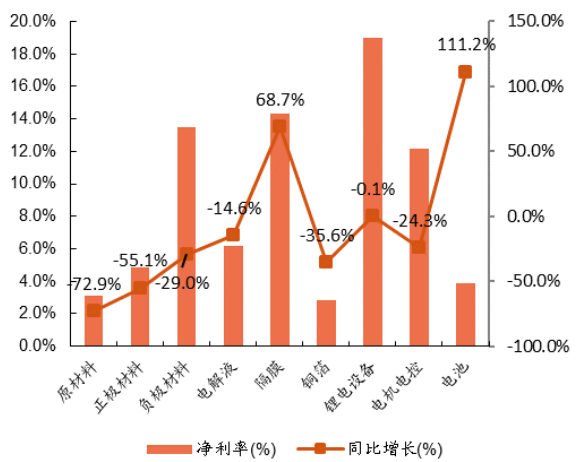
- ◆ **从毛利率角度:** 锂电设备毛利率在各环节中最高, 隔膜和电解液毛利率增幅最高, 上游原材料和正极材料因为价格下降毛利率降幅较大。
- ◆ **从净利率角度:** 上游原材料、正极材料净利率降幅最高, 电池由于规模效应最为突出, 净利率增幅显著高于毛利率。

图86: 新能源车各环节毛利率及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图87: 新能源车各环节净利率及同比增速

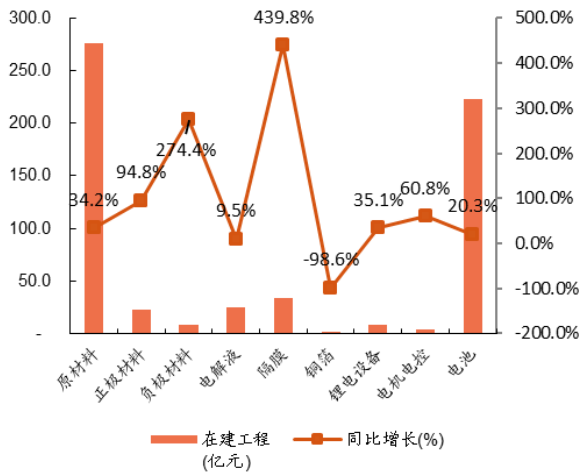


资料来源: Wind, 申港证券研究所

- ◆ **从在建工程角度:** 主要集中在上游原材料以及电池, 表明这两个环节正处于积极产能扩张中, 在建工程同比增长幅度最高的是隔膜, 新型湿法及涂覆产能是新产能扩展方向。
- ◆ **从资产负债率角度:** 大部分环节资产负债率均在提升, 表明当前仍处于产能扩张周期, 上游原材料、电池是负债率最高的环节。

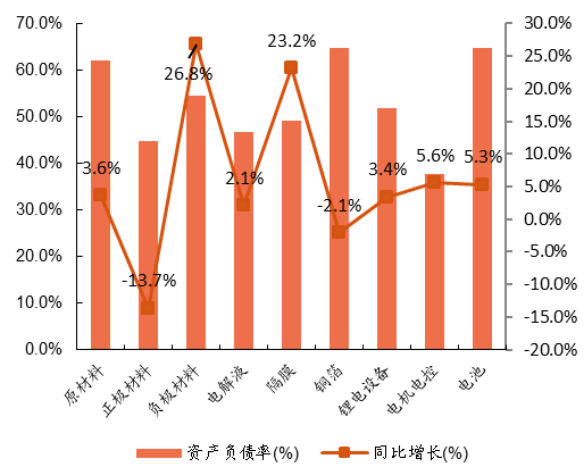


图88: 新能源车各环节在建工程及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

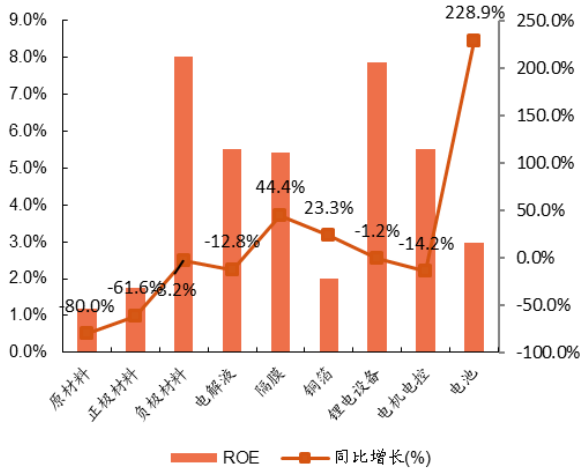
图89: 新能源车各环节资产负债率及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

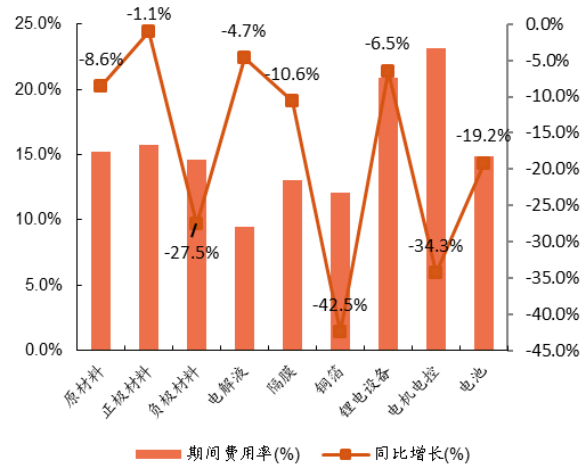
- ◆ **从 ROE 角度:** 负极材料、锂电设备是 ROE 最高的环节,除了电池、隔膜、铜箔 ROE 同比大幅增长,其他环节 ROE 均在下滑。
- ◆ **从期间费用率角度:** 各环节期间费用率均在下降,表明行业向上发展过程中,规模化对降低期间费用率效果显著。

图90: 新能源车各环节 ROE 及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

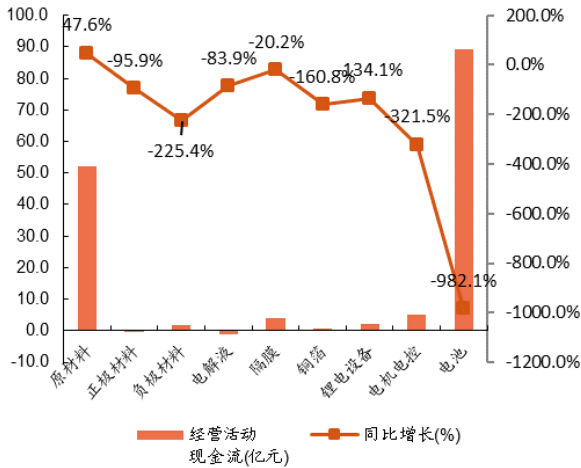
图91: 新能源车各环节期间费用率及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

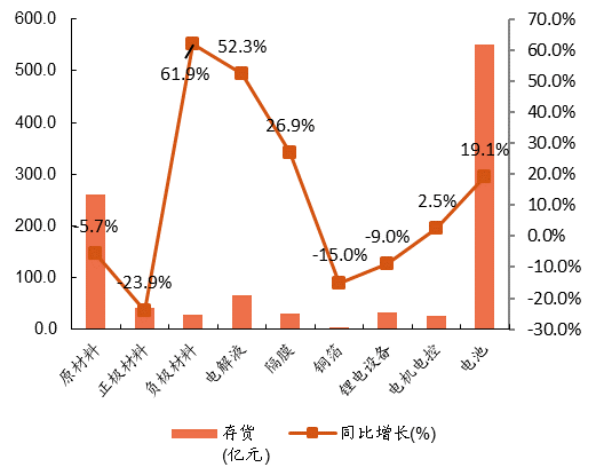
- ◆ **从经营性现金流角度:** 除了电解液,所有环节经营性现金流均为正,电池现金流由负大幅转正,主要是因为宁德时代现金流由 10.6 亿提升至 72.8 亿,表明龙头处于强势地位,回款力度显著提升。
- ◆ **从存货角度:** 负极、电解液存货同比增幅最大,由于行业整体仍处于降价周期,因此存货价跌风险仍然存在。

图92: 新能源车各环节经营性现金流及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

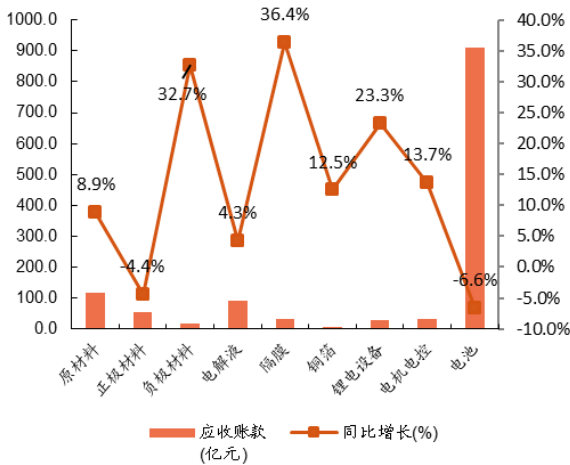
图93: 新能源车各环节存货及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

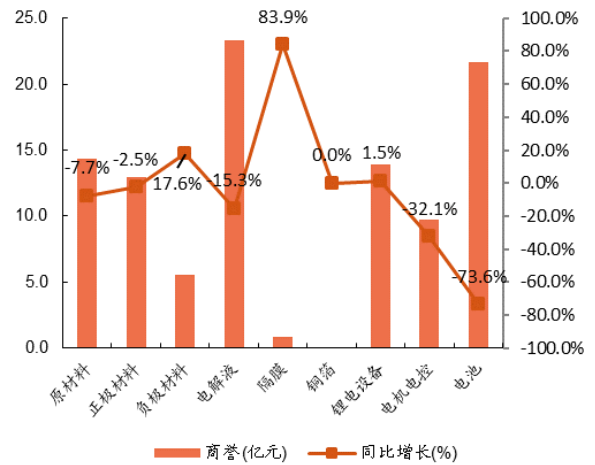
- ◆ **从应收账款角度:** 大部分环节应收账款均为同比增长, 表明回款压力正在加大, 电池应收账款数额最高, 但已同比下降, 回款正在改善。
- ◆ **从商誉角度:** 不同于光伏、风电各环节商誉下降的状况, 新能源汽车部分环节商誉仍在增长, 尤其是负极材料、隔膜, 表明新能源汽车当前阶段仍然还未形成牢固的头部集团, 行业仍然有增量机会。

图94: 新能源车应收账款及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图95: 新能源车各环节商誉及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

#### 4.4 投资策略: 精选竞争力强环节龙头

行业当前处于基本面加速探底、政策面已处于上升期的阶段, 对于行业可以超配, 主要基于以下因素: 1) 销量拐点即将出现。7、8月销量数据较差, 预计自9月起, 销量将环比改善。2) 政策托底预期愈发增强。政策方向将优先 To B 端的新能源车应用, 比如出租车、公交车等。3) 基金仓位处于低位。2019Q2 基金持仓比例为 4.88%, 处于历史低位。4) 板块估值具备安全边际, 申港锂电指数当前 PE 为 38 倍, 处于历史低位。我们认为具有竞争力的各环节龙头可以重点关注:

- ◆ **受益于原材料涨价的正极材料龙头：当升科技。**公司锂电正极材料及其他材料业务营收 12.79 亿元，同比减少 18.01%，毛利率为 16.83%，占总营收 94.43%。正极材料采用成本加成方式，净利润增速与出货量趋势一致。2018 年底公司产能 1.6 万吨，公司积极进行扩产，2019 年 6 月底海门三期投产 1 万吨产能，2020 年初常州一期将投产 1 万吨产能，预计 2020 年初公司产能可达到 3.6 万吨，2020、2025 年公司分别达到 5、10 万吨。

我们预计公司 2019~2021 年的营业收入分别为 39.7 亿元、52.9 亿元和 70.5 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 3.92 亿元、5.24 亿元和 6.52 亿元，每股收益分别为 0.9 元、1.2 元和 1.49 元，对应 PE 分别为 25.2、18.9、15.2。给予“买入”评级。

- ◆ **积极拓展湿法产能的隔膜新贵：星源材质。**公司在传统具备优势的干法隔膜的基础上，大力拓展价值量更高的湿法隔膜和涂覆产能，在常州布局的湿法隔膜项目以及超级涂覆工厂项目投产在即，将增加 3.6 亿平米湿法隔膜、4 亿平米干法隔膜和 10 亿平米隔膜涂覆加工产能。

我们预计公司 2019 年-2021 年的营业收入分别为 9.24 亿元、13.2 亿元和 19.7 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 2.69 亿元、3.45 亿元和 4.65 亿元，每股收益分别为 1.4 元、1.8 元和 2.42 元，对应 PE 分别为 17.8、13.8、10.3。给予“买入”评级。

- ◆ **业绩持续超预期二线电池龙头：亿纬锂能。**公司目前建成动力电池产能 9GWh，包括 2.5GWh 方形 LFP，3.5GWh 圆柱三元，1.5 方形三元，以及 1.5GWh 软包三元。公司 2019 年计划扩建 1.5GWh 方形 LFP 产能，预计今年年底建成。依照规划，三元软包电池 2019 年年底将形成 3GW 产能，明年下半年再建成 9GW。公司持有电子烟生产商麦克韦尔 37.55% 的股份，由于电子烟市场的快速发展，麦克韦尔的利润仍在快速增长，2019H1 公司已确认投资收益 3.68 亿元，全年投资收益预计将达到 7 亿元以上。公司发布业绩预告，2019 前三季度归母净利润将达到 8.8~9.5 亿元，同比增长 140%。

我们预计公司 2019 年-2021 年的营业收入分别为 63 亿元、95.3 亿元和 128.4 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 12 亿元、17.2 亿元和 22.2 亿元，每股收益分别为 1.23 元、1.78 元和 2.29 元，对应 PE 分别为 34.2、23.7、18.4。给予“增持”评级。

**图96：2019年H1新能源汽车行业代表企业营业收入与归母净利润（百万元）**

分类	证券简称	营业总收入 2019H1	同比变化 (%)	营业总收入变化 (15H1~19H1)	归母净利润 2019H1	同比变化 (%)	归母净利润变化 (15H1~19H1)
原材料	寒锐钴业	922.1	-38.6%		-76.5	-114.5%	
原材料	格林美	6204.0	-11.7%		413.6	0.6%	
原材料	天齐锂业	2589.5	-21.3%		193.4	-85.2%	
原材料	赣锋锂业	2822.4	21.0%		295.8	-64.7%	
原材料	华友钴业	9103.9	34.2%		32.8	-97.8%	
正极材料	杉杉股份	4441.3	3.6%		219.0	-53.0%	
正极材料	当升科技	1339.8	-17.8%		151.1	33.9%	
负极材料	璞泰来	2177.3	58.0%		263.8	2.6%	
隔膜	星源材质	352.9	11.1%		171.7	12.3%	
隔膜	恩捷股份	1378.1	169.4%		388.9	823.8%	
电解液	天赐材料	1217.7	29.3%		50.5	-88.7%	
电解液	石大胜华	2341.3	-14.5%		224.6	70.4%	
电解液	新宙邦	1056.6	7.1%		134.0	11.1%	
电池	宁德时代	20263.8	116.5%		2102.4	130.8%	
电池	亿纬锂能	2529.7	34.3%		500.5	215.2%	
电池	欣旺达	10856.6	43.7%		228.6	3.5%	
电池	国轩高科	3606.6	38.4%		351.5	-24.5%	
电池	比亚迪	62184.3	14.8%		1454.6	203.6%	
锂电设备	先导智能	1861.2	29.2%		392.8	20.2%	
锂电设备	赢合科技	993.2	0.2%		186.6	9.7%	
电机电控	汇川技术	2718.9	10.0%		398.5	-19.7%	
电机电控	麦格米特	1660.0	61.1%		161.6	148.1%	

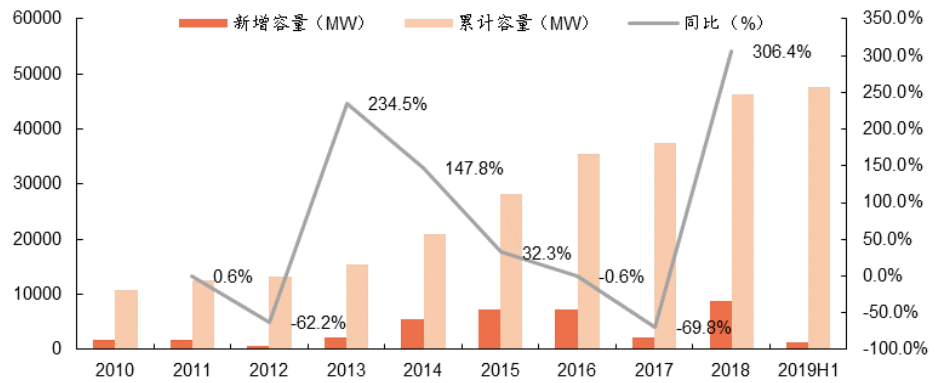
资料来源：Wind，申港证券研究所

## 5. 核电：正式重启带动供货商业绩

全国目前投入商业运行的核电机组共计 47 台，装机容量 48.73GW，在建的核电机组共计 10 台，筹备中的核电机组共计 15 台，装机容量 16.6GW，预计 2020 年总装机将达到 51GW。2019H1 新增核电装机容量 1.25GW，同比增长 10.62%，累计装机容量 47.66GW。

2019 年“华龙一号”4 台机组及 2 台 CAP1400 机组已获核准开工，将带动中游设备制造及施工环节业绩大幅增长。继田湾核电站 7、8 号机组之后，中国核电与俄罗斯原子能建设出口股份有限公司签订《徐大堡核电站 3、4 号机组总合同》，合同金额为 17.02 亿美元。我们认为从 2021 年起，这 4 台机组将陆续开工，为核电项目建设再添新军。

图97：核电总装机容量持续提升



资料来源：Wind，申港证券研究所

核电仍然是国家能源结构的重要部分，中国广核已登陆A股，显著提振板块估值，进一步增加资本市场关注度和活跃度。中广核被美列入实体清单，国内市场将通过更多的信息沟通消除对于美国制裁的影响，行业仍在稳步发展。新项目开工将拉动产业链相关企业，尤其是中游制造企业业绩提升。我们预计未来每年新开工核电机组有望达到每年4~6台，拉动投资超1200亿。由于中游设备制造商将率先参与项目建设，我们认为核电产业链公司尤其是国产化核电设备制造商，将因为核电业务对利润增厚的高弹性凸显投资价值。

在核电子行业，我们选取了24家公司作为样本，按照运营商和供货商进行了分类。

表9：分析选取核电行业样本公司

样本分类	分类	业务领域	企业
核电	运营商	运营商	中国核电、中国广核
	供货商	主设备	中国一重、浙富控股、东方电气、台海核电、上海电气
		辅助设备	永兴特钢、久立特材、海陆重工、沃尔核材、盾安环境、西部材料、兰石重装
		阀门	江苏神通、中核科技、应流股份、纽威股份
		铝合金	中飞股份
		压力容器	科新机电
		HVAC	*ST哈空、南风股份
		上游核极锆材	东方锆业
		核技术	中广核技
		施工单位	中国核建

资料来源：Wind，申港证券研究所

核电板块2019H1实现营业收入1756亿元，同比增长10.2%；实现归母净利润126.2亿元，同比增长12.6%；毛利率为25.2%，同比增长2.45%；期间费用率为14.3%，同比增长2.8%。

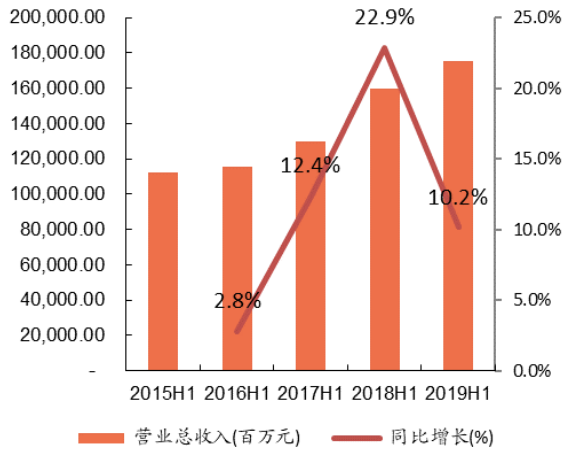
表 10: 核电行业 2018 年和 2019H1 变化数据

核电	2017	2018	YoY	2018H1	2019H1	YoY
营业总收入 (百万元)	240953.1	280403.3	16.4%	159425.8	175637.2	10.2%
归母净利润 (百万元)	11460.9	7229.9	-36.9%	11208.8	12622.2	12.6%
毛利率 (%)	22.1%	21.8%	-1.0%	24.6%	25.2%	2.4%
净利率 (%)	7.3%	4.9%	-33.4%	10.7%	10.5%	-1.8%
经营性现金流 (百万元)	28914.8	16611.0	-42.6%	9783.7	11895.8	21.6%
资产负债率 (%)	69.5%	70.2%	1.0%	69.8%	69.6%	-0.3%
期间费用率 (%)	17.1%	14.5%	-15.0%	13.9%	14.3%	2.8%
ROE (%)	6.1%	3.9%	-36.4%	4.2%	4.5%	5.6%
商誉 (百万元)	6091.3	5953.3	-2.3%	7076.9	6977.9	-1.4%
在建工程 (百万元)	134448.36	78060.0	-41.9%	248066.61	179482.5	-27.6%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

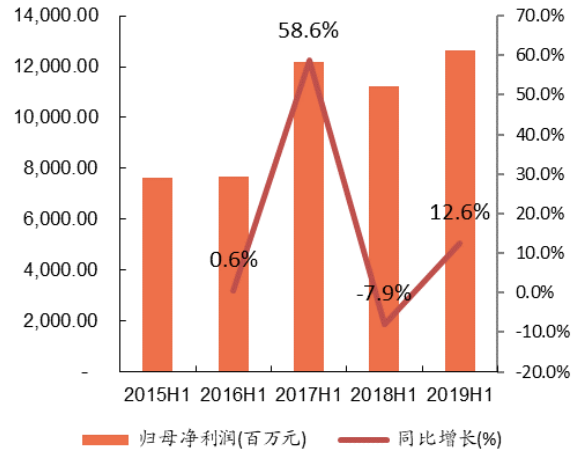
核电基本面已经发生变化。自 2018 年 11 月份至今, 已有 6 台机组获得核准, 包括国电投 CAP1400 示范电站项目, 采用“华龙一号”机组的福建漳州 1、2 号项目和广核惠州 1、2 号项目, 拉动总投资超 1200 亿。根据生态环境部公告显示, 漳州 1 号机组将于 9 月 30 日开工, 正式拉开核电重启序幕。核电产业链中, 设备制造占比约 50%, 并且在项目开工后业绩即开始兑现, 相关上市公司将显著受益, 实现业绩反弹, 中游制造商业绩已经显著提升。

图 98: 核电行业近 5 年 H1 营收变化



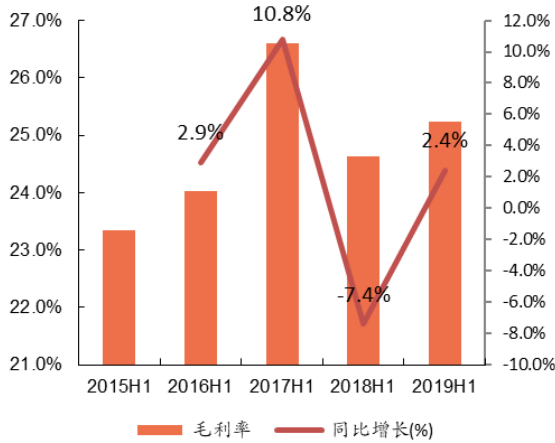
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 99: 核电行业近 5 年 H1 归母净利润变化



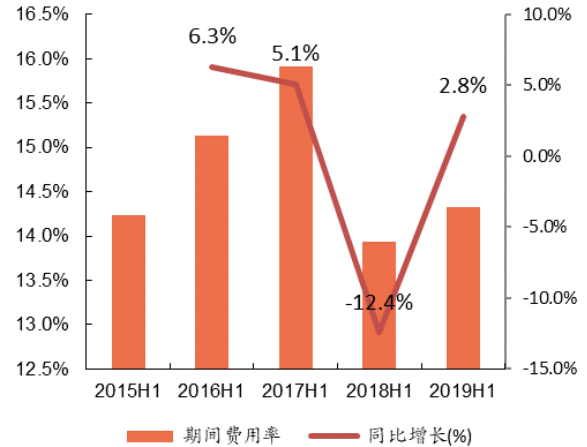
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图100: 核电行业近5年H1毛利率变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图101: 核电行业近5年H1期间费用率变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

核电企业分为供货商和运营商，供货商业绩受核电新项目建设节奏影响较大，运营商业绩较为稳定，由于核电装机规模稳定增长，运营商业绩仍然拥有成长空间。

表11: 核电各环节主要财务指标对比

	营业总收入(亿元)	归母净利润(亿元)	在建工程(亿元)	毛利率(%)	净利率(%)	资产负债率(%)	ROE	期间费用率(%)	经营活动现金流(亿元)	存货(亿元)	应收账款(亿元)
供货商	1,271.3	50.0	235.1	18.1%	4.9%	67.1%	3.1%	12.4%	-174.8	996.0	859.6
同比(%)	7%	21.6%	81.9%	2.4%	6.8%	0.7%	15.3%	-2.3%	15.7%	3.9%	-0.8%
运营商	485.1	76.2	1,559.7	43.9%	25.2%	71.8%	6.3%	19.4%	293.8	374.4	100.7
同比(%)	19%	7.4%	-33.7%	-1.8%	-11.2%	-0.8%	-0.8%	10.4%	18.0%	3.8%	75.7%
汇总	1,756.4	126.2	1,794.8	25.2%	10.5%	69.6%	4.5%	14.3%	119.0	1370.4	960.3
同比(%)	10%	12.6%	-27.6%	2.4%	-1.8%	-0.3%	5.6%	2.8%	21.6%	3.9%	3.9%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

核电新项目重启序幕已经拉开，将带动产业链上公司实现业绩反弹。推荐 A 股唯一纯核电运营商：中国核电（601985），具备多元化核电产品线的制造商：应流股份（603308），蒸发器 U 形管国产化领军者：久立特材（002318）。

图 102: 2019 年 H1 核电行业代表企业营业收入与归母净利润 (百万元)

分类	证券简称	营业总收入 2019H1	同比变化 (%)	营业总收入变化 (15H1~19H1)	归母净利润 2019H1	同比变化 (%)	归母净利润变化 (15H1~19H1)
主设备	东方电气	15841.2	-4.2%		729.7	41.9%	
主设备	上海电气	52956.5	3.3%		1846.5	4.6%	
主设备	中国一重	5555.7	2.9%		47.5	3.3%	
主设备	浙富控股	521.5	-1.6%		64.6	1.3%	
主设备	台海核电	564.7	-41.9%		122.1	-72.1%	
中小设备	中核科技	628.7	15.1%		43.8	57.4%	
中小设备	久立特材	2098.8	7.7%		210.9	59.3%	
中小设备	江苏神通	783.7	54.3%		91.8	128.1%	
中小设备	纽威股份	1368.2	-1.5%		216.3	87.9%	
中小设备	应流股份	951.6	15.3%		70.1	23.0%	
中小设备	兰石重装	1617.6	18.6%		32.9	-168.3%	
建造商	中国核建	29113.2	27.4%		426.2	27.3%	
运营商	中国核电	21988.1	22.7%		2598.1	2.7%	
运营商	中国广核	26522.7	15.3%		5022.6	10.0%	

资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 6. 电机电控: 发力新能源车领域

在电机电控子行业, 我们选取了 8 家公司作业样本。

表 12: 分析选取电机电控行业样本公司

样本分类	企业
电机电控	江特电机、卧龙电气、拓邦股份、科力尔、中电电机、华瑞股份、通达动力、鸣志电器

资料来源: Wind, 申港证券研究所

- ◆ 电机电控板块 2019H1 实现营业收入 117.4 亿元, 同比增长 7%; 实现归母净利润 10.5 亿元, 同比增长 22.5%; 毛利率为 25.1%, 同比增长 1.6%; 期间费用率为 18.5%, 同比减少 7.3%。受益于电力投资回暖, 盈利能力正在稳步提升。

我们看好优质电机电控企业融入新能源车供应链实现快速发展, 看好电机龙头: 卧龙电气。

表 13: 电机电控行业 2018 年和 2019H1 变化数据

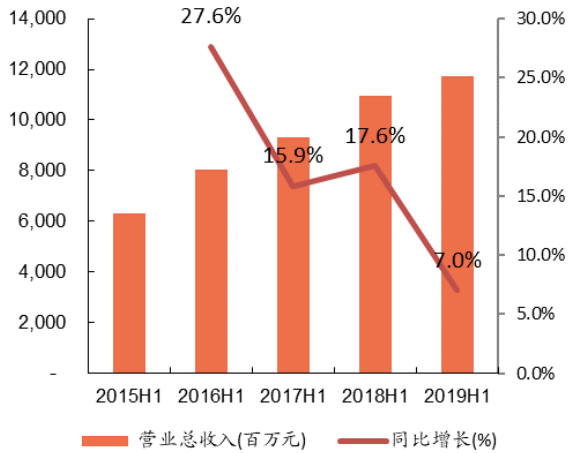
电机电控	2017	2018	YoY	2018H1	2019H1	YoY
营业总收入 (百万元)	20580.6	22547.9	9.6%	10971.5	11737.9	7.0%
归母净利润 (百万元)	1481.9	-453.4	-130.6%	855.9	1048.4	22.5%
毛利率 (%)	23.6%	23.9%	1.3%	24.7%	25.1%	1.6%
净利率 (%)	7.3%	-1.8%	-125.0%	8.0%	9.1%	14.1%
经营性现金流 (百万元)	553.9	-97.9	-117.7%	39.9	633.5	1488.3%
资产负债率 (%)	52.5%	56.0%	6.8%	55.1%	54.9%	-0.4%



电机电控	2017	2018	YoY	2018H1	2019H1	YoY
期间费用率 (%)	21.9%	19.2%	-12.7%	20.0%	18.5%	-7.3%
ROE (%)	9.3%	-2.8%	-129.8%	5.2%	6.2%	18.1%
商誉 (百万元)	2022.9	2932.7	45.0%	3082.9	2187.8	-29.0%
在建工程 (百万元)	1053.39	1174.5	11.5%	1427.50	1534.4	7.5%

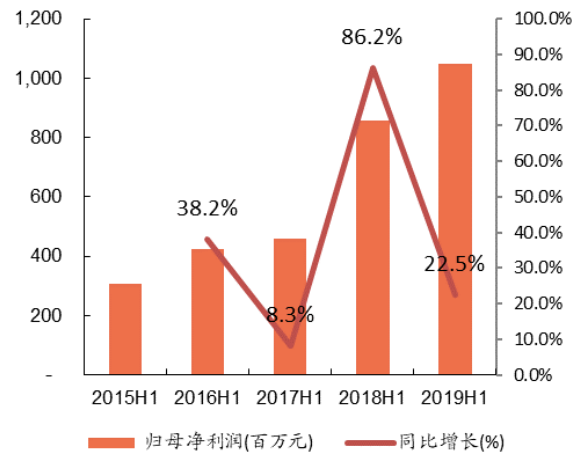
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 103: 电机电控行业近 5 年 H1 营收变化



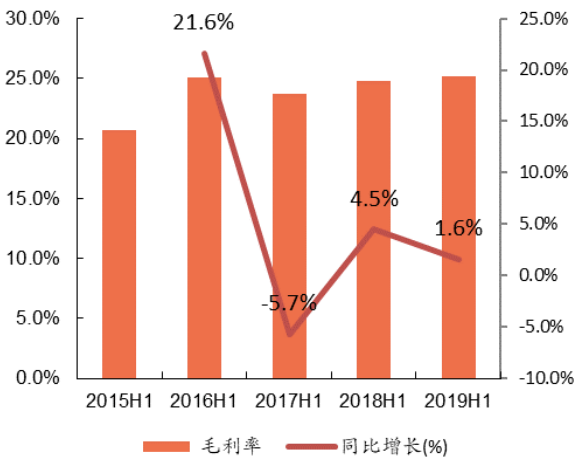
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 104: 电机电控行业近 5 年 H1 归母净利润变化



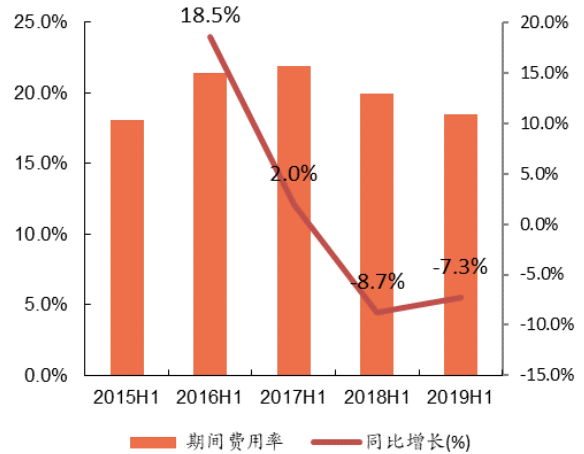
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 105: 电机电控行业近 5 年 H1 毛利率变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 106: 电机电控行业近 5 年 H1 期间费用率变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 7. 电源: 电池回收及梯级利用风口将至

在电源子行业, 我们选取了 14 家公司作为样本。

**表 14: 分析选取电源行业样本公司**

样本分类	业务领域	企业
电源	储能	南都电源、科士达、科陆电子
	充电桩	中恒电气、英可瑞、盛弘股份
	铅酸电池	骆驼股份、雄韬股份、圣阳股份
	电源建设	科华恒盛
	消费电子电源	茂硕电源
	锂电芯	凤凰光学
	备用电源	科泰电源
	数码电池	鹏辉能源

资料来源: Wind, 申港证券研究所

- ◆ 电源板块 2019H1 实现营业收入 182 亿元, 同比减少 1.8%; 实现归母净利润 9.5 亿元, 同比减少 20.3%; 毛利率为 20.5%, 同比减少 3.4%; 期间费用率为 17.3%, 同比减少 10.7%, 板块盈利能力仍在下滑。

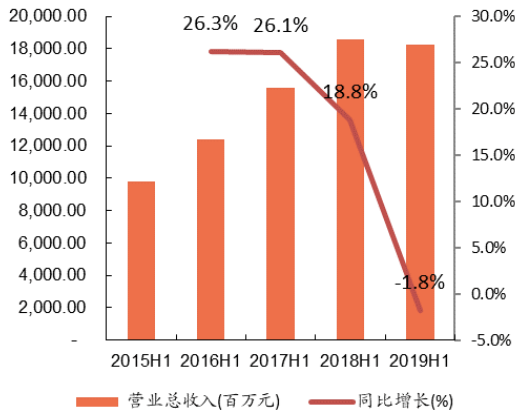
我们看好积极拓展消费电池与储能电池的高弹性电池生产商: 鹏辉能源。

**表 15: 电源行业 2018 年和 2019H1 变化数据**

电源	2017	2018	YoY	2018H1	2019H1	YoY
营业总收入 (百万元)	37451.8	39839.4	6.4%	18556.5	18225.4	-1.8%
归母净利润 (百万元)	2642.0	153.6	-94.2%	1195.5	952.6	-20.3%
毛利率 (%)	22.3%	20.7%	-7.2%	21.3%	20.5%	-3.4%
净利率 (%)	7.3%	0.1%	-98.3%	6.4%	5.1%	-20.0%
经营性现金流 (百万元)	2028.4	977.9	-51.8%	-1780.1	278.8	-115.7%
资产负债率 (%)	46.5%	51.0%	9.6%	50.7%	49.2%	-3.1%
期间费用率 (%)	19.5%	17.5%	-10.4%	19.4%	17.3%	-10.7%
ROE (%)	7.9%	0.5%	-93.6%	3.6%	2.9%	-19.8%
商誉 (百万元)	2091.9	2120.4	1.4%	2508.7	2091.9	-16.6%
在建工程 (百万元)	2567.62	5151.3	100.6%	3550.57	4680.2	31.8%

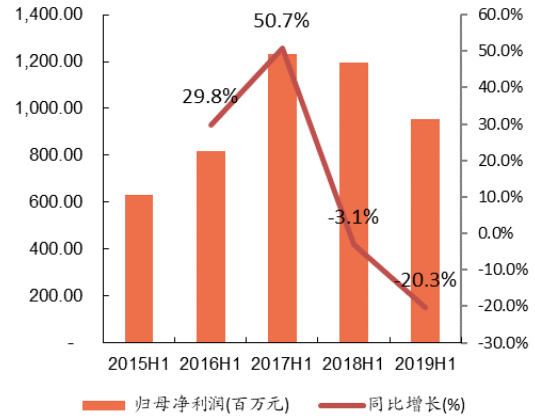
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图107: 电源行业近5年H1营业收入变化



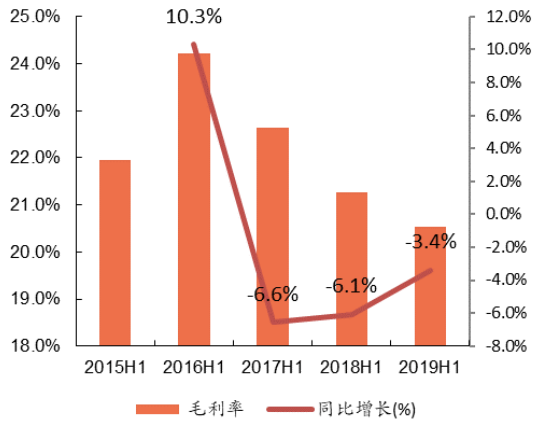
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图108: 电源行业近5年H1归母净利润变化



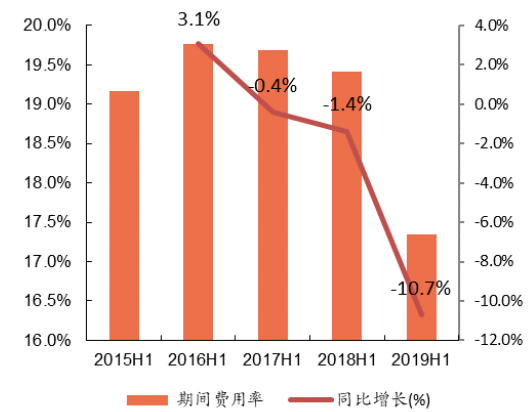
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图109: 电源行业近5年H1毛利率变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图110: 电源行业近5年H1期间费用率变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 8. 电站设备: 电网自动化仍具备成长空间

在电站设备子行业, 我们选取了9家公司作为样本。

表16: 分析选取电站设备行业样本公司

样本分类	业务领域	企业
电站设备	电网自动化	国电南瑞、长园集团、金冠股份、华自科技
	火电设备	华光股份、首航节能
	特高压电器	长高集团
	低压柜	双杰电气
	电容电抗	恒顺众昇
	铁塔	汇金通

资料来源: 申港证券研究所

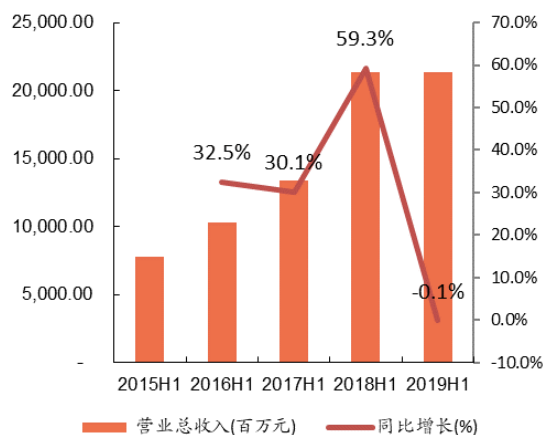
- ◆ 电站设备板块 2019H1 实现营业收入 213 亿元，同比下降 0.1%；实现归母净利润 17.3 亿元，同比减少 46.3%；毛利率为 26.9%，同比下降 6.5%；期间费用率为 19.1%，同比减少 20.5%。该板块保持了较好的盈利能力，并且在雅中-江西特高压项目核准、特高压项目持续建设的推动下，良好的业绩有望持续。

我们看好电力供给侧改革驱动下的智能电网改造需求增长，推荐电网自动化及工业控制龙头企业：国电南瑞。

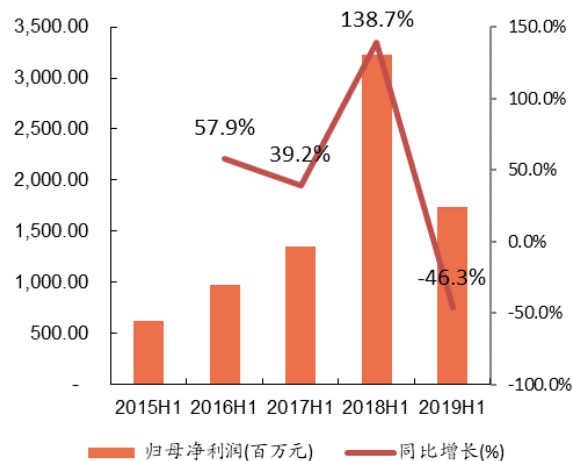
**表 17：电站设备行业 2018 年和 2019H1 变化数据**

电站设备	2017	2018	YoY	2018H1	2019H1	YoY
营业总收入(百万元)	45315.7	51544.2	13.7%	21356.0	21333.3	-0.1%
归母净利润(百万元)	5599.5	4512.7	-19.4%	3229.6	1733.9	-46.3%
毛利率(%)	30.8%	28.5%	-7.4%	28.7%	26.9%	-6.5%
净利率(%)	13.7%	8.9%	-34.6%	15.6%	8.5%	-45.3%
经营性现金流(百万元)	2624.6	3343.7	27.4%	-3416.1	-474.9	-86.1%
资产负债率(%)	50.2%	48.8%	-2.7%	46.6%	47.1%	1.0%
期间费用率(%)	22.7%	18.6%	-18.0%	24.0%	19.1%	-20.5%
ROE(%)	11.7%	8.7%	-25.8%	5.7%	3.1%	-45.2%
商誉(百万元)	6423.6	7687.4	19.7%	9082.4	6215.1	-31.6%
在建工程(百万元)	3522.29	6859.6	94.7%	4889.53	8424.5	72.3%

资料来源：Wind，申港证券研究所

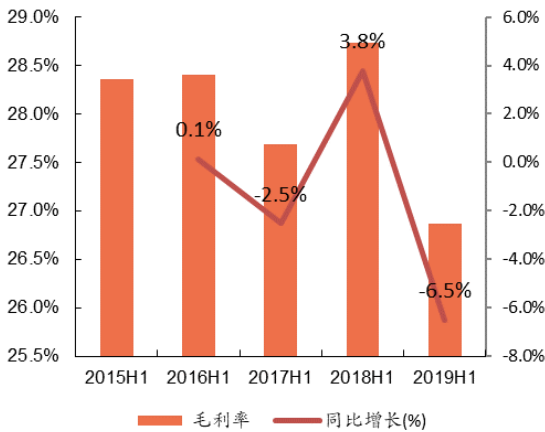
**图 111：电站设备近 5 年 H1 营业收入变化**


资料来源：Wind，申港证券研究所

**图 112：电站设备近 5 年 H1 归母净利润变化**


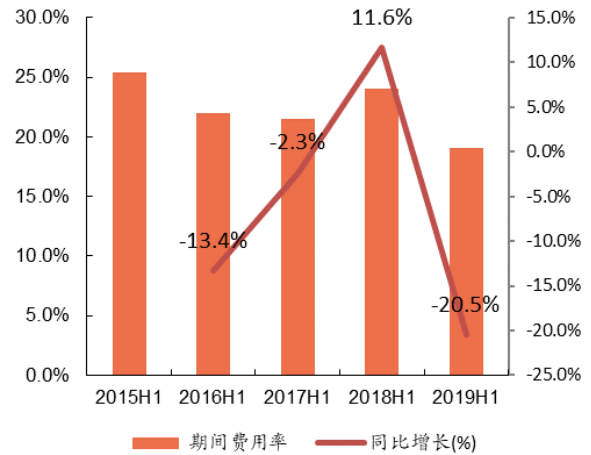
资料来源：Wind，申港证券研究所

图113: 电站设备近5年H1毛利率变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图114: 电站设备近5年H1期间费用率变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 9. 一次设备: 特高压项目驱动业绩增长

在一次设备子行业, 我们选取了 47 家公司作为样本。

表18: 分析选取一次设备行业样本公司

样本分类	分类	企业
一次设备	供货商	正泰电器、特变电工、深圳惠程、智慧能源、露笑科技、金龙羽、特锐德、英威腾、长城科技、中电兴发、宝胜股份、汉缆股份、长缆科技、金杯电工、麦格米特、创元科技、经纬辉开、九洲电气、安靠智电、百利电气、万马股份、睿康股份、风范股份、京泉华、新宏泰、明星电缆、泰永长征、科林电气、通光线缆、迪贝电气、洛凯股份、广电电气、通达股份、长城电工、南洋股份、大连电瓷、万里股份、融钰集团、国电南自、保变电气、平高电气、银河生物、*ST东电、和顺电气、柘中股份、禾望电气、中国西电

资料来源: Wind, 申港证券研究所

- ◆ 一次设备板块 2019H1 实现营业收入 1055 亿元, 同比增长 1.1%; 实现归母净利润 49.7 亿元, 同比下降 6.1%; 毛利率为 19.8%, 同比增长 2%; 期间费用率为 14.3%, 同比减少 11.3%。在特高压项目上马, 投资加速的背景下, 板块盈利能力基本保持稳定。

我们看好铜价下跌对低压电器利润率中枢的提升, 推荐特高压设备龙头企业: 平高电气, 低压电器及分布式光伏龙头企业: 正泰电器。

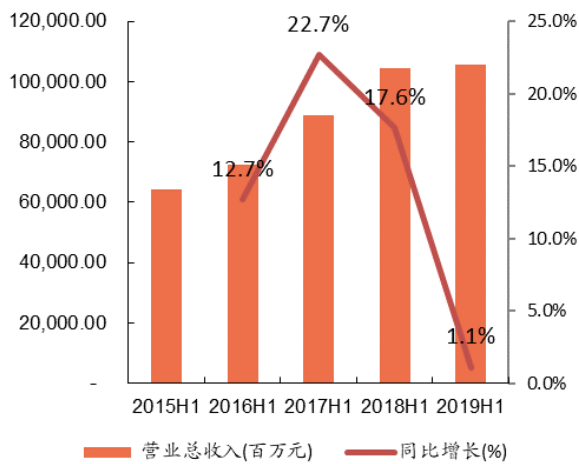
表19: 一次设备行业 2018 年和 2019H1 变化数据

一次设备	2017	2018	YoY	2018H1	2019H1	YoY
营业总收入 (百万元)	202929.4	231816.3	14.2%	104363.4	105511.3	1.1%
归母净利润 (百万元)	10516.6	7613.9	-27.6%	5290.7	4966.1	-6.1%

一次设备	2017	2018	YoY	2018H1	2019H1	YoY
毛利率 (%)	20.5%	19.5%	-4.8%	19.4%	19.8%	2.0%
净利率 (%)	5.6%	3.7%	-33.7%	5.6%	5.1%	-10.2%
经营性现金流 (百万元)	9917.3	-645.7	-106.5%	-5034.7	2653.3	-152.7%
资产负债率 (%)	51.4%	52.7%	2.5%	52.2%	52.7%	0.9%
期间费用率 (%)	17.6%	14.6%	-16.9%	16.2%	14.3%	-11.3%
ROE (%)	6.5%	4.7%	-28.0%	3.2%	2.9%	-9.9%
商誉 (百万元)	12100.4	12739.7	5.3%	12690.9	12062.1	-5.0%
在建工程 (百万元)	9930.54	13366.1	34.6%	11581.44	16556.7	43.0%

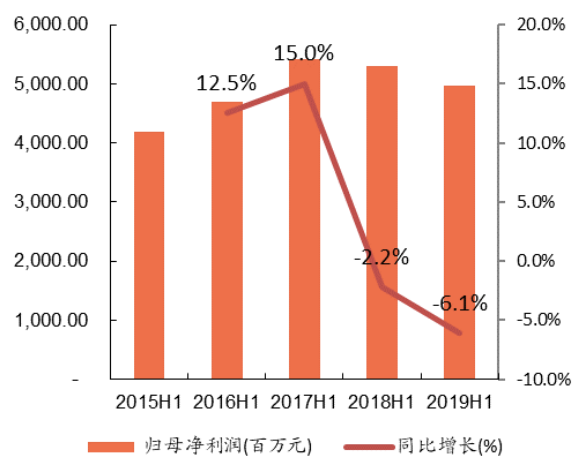
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图115: 一次设备近5年H1营收变化



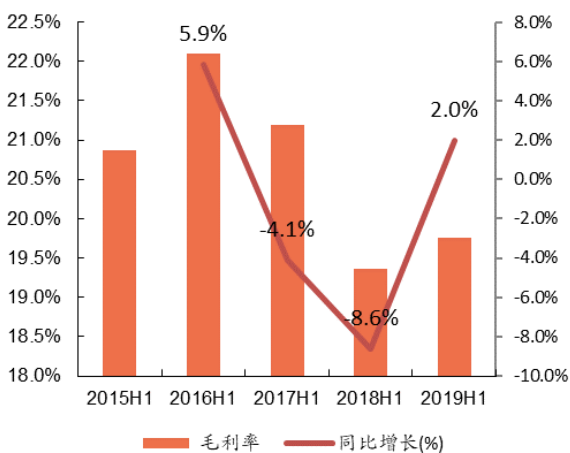
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图116: 一次设备近5年H1归母净利润变化



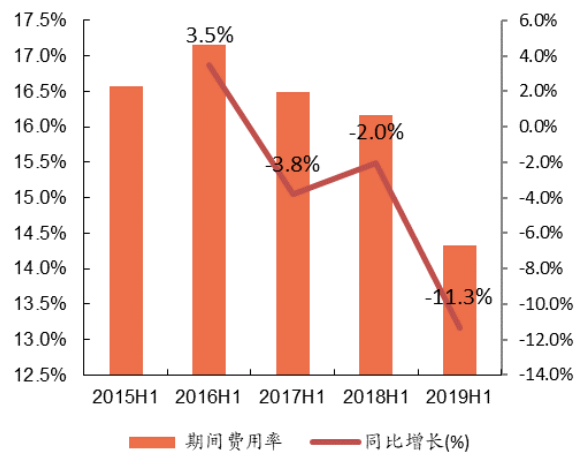
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图117: 一次设备近5年H1毛利率变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图118: 一次设备近5年H1期间费用率变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 10. 二次设备：泛在电力物联网建设触发新一轮成长

在二次设备子行业，我们选取了 46 家公司作为样本。

表 20：分析选取二次设备行业样本公司

样本分类	分类	企业
二次设备	供货商	宏发股份、易事特、精达股份、森源电气、三星医疗、鲁亿通、*ST 佳电、思源电气、许继电气、良信电器、红相股份、科大智能、智光电气、中超控股、理工环科、东方电缆、电科院、安科瑞、麦迪电气、东方电子、太阳电缆、北京科锐、电光科技、宝光股份、温州宏丰、合康新能、大烨智能、好利来、蓝海华腾、摩恩电气、中元股份、积成电子、奥特迅、中环装备、天成控股、置信电气、三变科技、凯发电气、中能电气、金利华电、四方股份、合纵科技、白云电器、杭电股份、众业达

资料来源：Wind，申港证券研究所

- ◆ 二次设备板块 2019H1 实现营业收入 576 亿元，同比增长 4.4%；实现归母净利润 38.1 亿元，同比增长 14.5%；毛利率为 23.8%，同比增长 2.2%；期间费用率为 16.9%，同比减少 13.1%。

表 21：二次设备行业 2018 年和 2019H1 变化数据

二次设备	2017	2018	YoY	2018H1	2019H1	YoY
营业总收入（百万元）	115791.8	123743.6	6.9%	55233.0	57662.7	4.4%
归母净利润（百万元）	7552.2	6185.8	-18.1%	3329.2	3812.9	14.5%
毛利率（%）	23.2%	23.6%	1.7%	23.3%	23.8%	2.2%
净利率（%）	7.1%	5.4%	-23.8%	6.5%	7.0%	7.4%
经营性现金流（百万元）	3861.9	3268.8	-15.4%	-5019.0	-891.8	-82.2%
资产负债率（%）	43.7%	46.2%	5.7%	45.6%	46.3%	1.4%
期间费用率（%）	19.2%	16.6%	-13.2%	19.5%	16.9%	-13.1%
ROE（%）	7.9%	6.7%	-14.6%	3.3%	3.6%	9.3%
商誉（百万元）	8651.0	7435.6	-14.0%	9153.7	8575.4	-6.3%
在建工程（百万元）	4540.4	5153.8	13.5%	4784.62	5575.6	16.5%

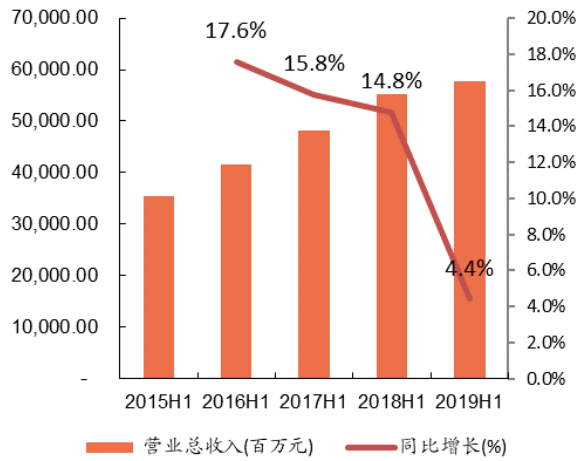
资料来源：Wind，申港证券研究所

2018 年能源局下发通知加快推进 9 项重点输变电工程建设，包括 12 条特高压工程，合计输电能力 5700 万千瓦，将于 2019、2020 两年给予审核，近期雅中-江西特高压直流工程已经核准。特高压投资加速将利好：

- ◆ 电网设备厂商产能利用率提升。平均每条特高压投资约 210 亿元，其中设备占比约 60%。
- ◆ 清洁能源消纳问题将有效解决。2019 年国网提出加快泛在电力物联网建设，计划于 2021 年初步建成，2024 年全部建成。2017 年国网智能化投资额为 124 亿元，未来投资额将大幅提升。

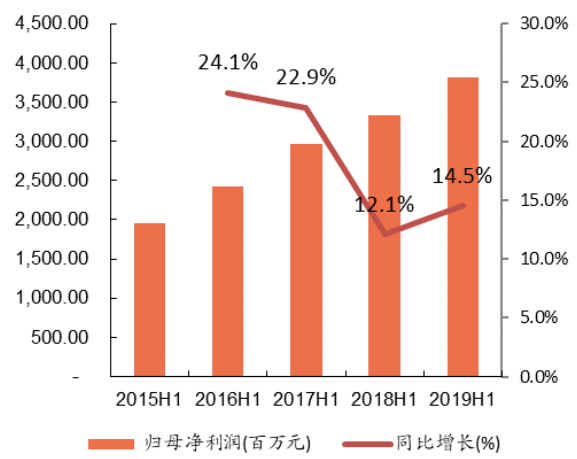
我们推荐国网旗下继电器设备供货商：许继电气。

图119: 二次设备近5年H1营收变化



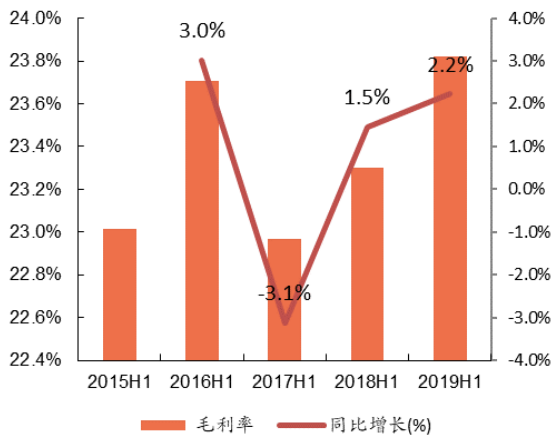
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图120: 二次设备近5年H1归母净利润变化



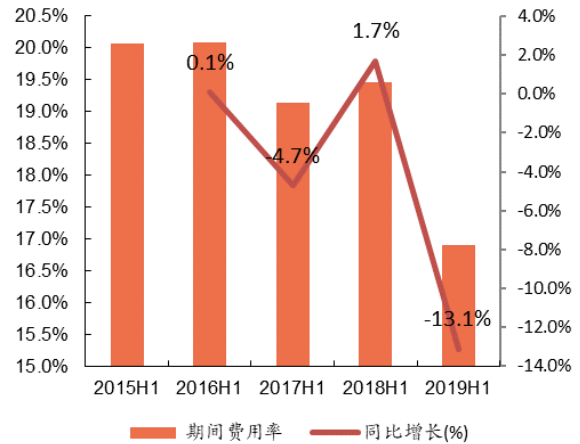
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图121: 二次设备近5年H1毛利率变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图122: 二次设备近5年H1期间费用率变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所



## 11. 投资策略

2019 年电力设备与新能源行业已实现复苏，业绩正在稳步上行。我们认为行业的在补贴退坡路径已明确的情况下，将通过市场化、规模化提振业绩，逐步实现驱动力转换，实现规模和盈利能力共同提升。**我们认为之前提出的两条发展主线仍然将发挥作用：**

**主线一：结构性变化驱动下的发展方式转变。**补贴退坡倒逼行业转变粗犷的扩张型发展方式，从数量发展转变为质量发展，未来消费者将成为决定行业发展空间的重要因素。

- ◆ 目前正在成长的新能源车仍然处于资产负债表驱动阶段，多种技术路线仍处于市场和成本竞争阶段，在补贴退坡、平价上网即将到来的背景下，符合政策要求的高能量密度、高性价比的方向是引领行业发展的主要驱动力。
- ◆ 光伏、风电的平价路径已经清晰，竞争格局和规模化优势是能够从行业内脱颖而出的主要决定因素。光伏海外出口竞争力，也将决定光伏企业的发展潜力。
- ◆ 未来 1-2 年投资机会将集中在结构性变化，市场占有率重要性将高过盈利能力，光伏领域的单晶替代和高效电池片、新能源车领域的高镍 NCM811/NCA 正极、高性价比 LFP 在技术成熟和成本具备竞争力时，将打破原有市场结构，诞生新的龙头企业。

**主线二：具备逆周期属性的电力投资加速。**在经济面临下行压力，对外贸易遭遇阻力的背景下，扩大内需成为了稳定经济增长的应对措施，电力投资由于覆盖范围广、投资额高、持续时间长，成为了扩大内需的重要选项。

- ◆ 在电网投资领域，能源局下发通知加快推进 9 项重点输变电工程建设，包括 12 条特高压工程，合计输电能力 5700 万千瓦，总投资约 2000 亿，将于 2019-2020 两年给予审核。2019 年国网提出加快泛在电力物联网建设，计划于 2021 年初步建成，2024 年全部建成。2017 年国网智能化投资额为 124 亿元，未来投资额将大幅提升。
- ◆ 在核电领域，6 台核电机组已核准，并将于今年开工，包括国电投 CAP1400 核电示范工程项目、“华龙一号”福建漳州 1、2 号和广东惠州 1、2 号机组，总投资额超过 1200 亿元，将推动核电相关企业，尤其是中游制造商实现业绩反弹。

**我们认为下半年最值得关注的行业包括：**

- ◆ **光伏——把握下半年确定性机会。**下半年光伏市场由国外转向国内，22.8GW 的竞价项目以及 4.5GW 的平价项目投产目标均在 12 月底，正常光伏电站建设工期至少需 3 个月，因此 Q3、Q4 将是国内光伏建设高峰期，需求向好对于产业链价格产生非常强劲的支持。
- ◆ **风电——抢装期已开启，产业链逐步业绩改善。**陆上风电 2021 年将全部进入平价上网，抢装潮已开启并将延续至 2020 年底。2019H1，国内风电设备行业公开招标量已达到 32.3GW，同比增长 93.4%，预计 2019、2020 年国内风电新增装

机可达 25、30GW。原材料钢材同比降低 10%，风机招标价从 2018Q3 为最低点（3196 元/kW），目前已反弹至 3500 元/kW 以上，仍然有提升空间。

- ◆ **新能源汽车——灰暗期即将过去，优质标的投资价值凸显。**行业当前处于基本面加速探底、政策面已处于上升期的阶段，对于行业可以超配，主要基于以下因素：
  - 1) 销量拐点即将出现。7、8 月销量数据较差，预计自 9 月起，销量将环比改善。
  - 2) 政策托底预期愈发增强。政策方向将优先 ToB 端的新能源车应用，比如出租车、公交车等。
  - 3) 基金仓位处于低位。2019Q2 基金持仓比例为 4.88%，处于历史低位。
  - 4) 板块估值具备安全边际，申港锂电指数当前 PE 为 38 倍，处于历史低位。

### 展望 2019 下半年，电新行业仍具备投资机会。

- ◆ **新能源车：**新能源车目前正处于低谷，2019Q3 有望走出底部，回归正常发展轨道，长期发展确定性高。推荐高镍正极材料领头羊：当升科技，负极材料龙头：璞泰来，隔膜新贵：星源材质，二线电池新贵：亿纬锂能、欣旺达。
- ◆ **光伏：**下半年国内项目建设高确定性带动行业进入需求高峰期。推荐单晶硅料和 PERC 电池龙头：通威股份，单晶硅片龙头：隆基股份、中环股份，大量竞价及平价项目进入建设高峰期：阳光电源。
- ◆ **风电：**抢装带动行业进入景气通道，业绩持续提升。推荐风机龙头：金风科技，风塔龙头：天顺风能，福建省清洁能源运营商：福能股份。
- ◆ **核电：**新核电项目核准拉开了核电重启序幕，将带动产业链上公司实现业绩反弹。推荐 A 股唯一纯核电运营商：中国核电，核电主设备制造商：东方电气，蒸发器 U 形管国产化领军者：久立特材。
- ◆ **电网投资：**12 条特高压项目陆续上马，总投资超 1500 亿元，极大拉动电力设备相关公司业绩。同时泛在电力物联网建设推进，将打造电网新的发展模式和生态。推荐电网自动化龙头企业：国电南瑞。

## 12. 风险提示

- ◆ 新能源车销量低于预期；
- ◆ 新能源发电装机不及预期；
- ◆ 材料价格下跌超预期；
- ◆ 核电项目审批不达预期；
- ◆ 特高压项目核准不达预期。

### 研究助理简介

**贺朝晖**，电力设备与新能源行业首席研究员，7年能源行业工作经验，1年证券行业研究经验，2018年Wind平台影响力电新行业第6名。清华大学学士及硕士学位，曾在中国核电工程有限公司工作4年，美国能源行业外企工作3年，参与过多个核电、火电、油气项目建设。对能源行业全产业链有着深刻理解，在电力项目成本分析、行业政策研究等领域拥有丰富经验。曾就职于东兴证券，2019年加入申港证券。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上