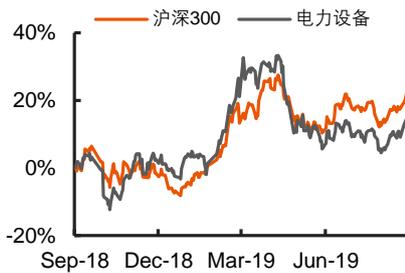


## 新能源业绩表现突出，下半年把握量增主线

### 强于大市（维持）

### 投资要点

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《行业深度报告\*电力设备\*全球低压电器龙头施耐德电气的启示：本土化+产品力》 2019-07-28  
《行业快评\*电力设备\*竞价项目落地，光伏旺季将启》 2019-07-12  
《行业专题报告\*电力设备\*电动车产业链全景图——电池材料篇》 2019-07-07

#### 证券分析师

**朱栋** 投资咨询资格编号  
S1060516080002  
021-20661645  
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

**皮秀** 投资咨询资格编号  
S1060517070004  
010-56800184  
PIXIU809@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**王霖** 一般从业资格编号  
S1060118120012  
WANGLIN272@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **风电：需求快速增长，盈利能力分化。**上半年，受国内陆上风电抢装影响，风电板块整体业绩表现突出，制造企业普遍业绩增速较好，但也呈现分化，运营环节表现相对平淡。具体来看，铸件、叶片等环节业绩大幅提升，风机制造企业毛利率整体呈现较大幅度下滑，塔筒等企业的毛利率相对平稳。预计风机企业有望在年内出现盈利拐点；零部件的供应仍将维持供需偏紧的格局，并有望延续至 2020 年。
- **光伏：海外需求旺盛，制造龙头业绩表现突出。**在海外需求支撑之下，上半年光伏制造企业业绩表现较好，龙头企业尤为突出。受价格低迷影响，硅料企业毛利率明显下滑，新特、大全、通威三大一线硅料业务毛利率均同比下滑超过 20 个百分点。硅片企业盈利能力呈现分化，隆基盈利能力明显领先，高盈利状态有望延续。受单晶 PERC 电池供不应求影响，上半年单晶 PERC 电池盈利水平处于高位，但 6 月以来供需格局有所改变，价格快速下降，类似于上半年的高盈利水平不再。
- **电池材料板块：龙头业绩增速强劲。**2019 年上半年国内动力电池装机总电量约 30GWh，同比增长 93%。按 2019 年动力电池不含税售价 0.9 元/wh（同比下降 20%）计，我们测算上半年国内动力电池销售体量近 270 亿元，同比增长近 50%，参照 10%的净利率计算，对应净利润规模近 27 亿元，同比增长近 20%。动力电池业务的毛利率已普遍降至 30% 以下，多家二线梯队企业已不到 20%。随着下半年更多新车型尤其是合资新车型的开售，其对新的消费群体的开拓和导入，将成为重要的销量跟踪指标，建议关注全面配套合资车型的宁德时代和积极开放外供的比亚迪。上半年电池材料板块产销多实现较快增长，主要受动力市场需求带动，而 3C 消费市场表现仍相对疲弱。在整体量能稳增的态势下，头部企业凭借规模优势和产品溢价力，其净利润多取得两位数以上增长。目前材料板块多个环节的净利率已降至 10% 上下水平，后续以压价来争份额的可能性不大。在价稳格局下，量增将是主变量，建议关注合资车型导入加快及特斯拉国产化对应的日韩动力电池供应链机会。
- **工控：需求疲软导致盈利能力下滑，静待行业需求复苏。**2019 年上半年工控板块整体盈利水平呈下滑趋势，我们统计的板块内 38 家上市公司中，接近一半公司的归母净利润为同比下降。龙头公司业绩表现较为稳健，营收增速超过了市场整体水平，显示出在行业低谷期市场份额仍在扩张。展望下半年，尽管短期内尚无需求明显改善的迹象，但是随着政策对中小工业企业支持力度的加大和稳定制造业投资预期的加强，我们预计在四季度有望迎来行业复苏的拐点。细分板块中，低压电器受益于地产竣工提速和基建项目需求快速增长，预计全年将保持高景气度。

- **投资建议：关注风电、光伏、新能源汽车、工控等领域的投资机会。**风电方面，2019 年抢装态势明显，海上风电有望迎来大规模发展，未来成长潜力突出，推荐明阳智能、东方电缆、金风科技。光伏方面，2019 年全球光伏新增装机增速有望达到 20%，国内光伏平价渐行渐近，龙头企业 2019 年量利齐升可期，推荐隆基股份、通威股份。电池材料方面，在价稳格局下，量增将是主变量，建议关注合资车型导入加快及特斯拉国产化对应的日韩动力电池供应链机会，推荐当升科技、杉杉股份、璞泰来、新宙邦、恩捷股份、星源材质。工控方面，随着政策对工业企业支持力度加强，制造业投资信心有望得到恢复，整体行业需求有望在年底出现复苏拐点，推荐汇川技术、宏发股份、良信电器、正泰电器。
- **风险提示：政策变动风险；技术路线风险；新能源汽车行业海外竞争对手进入中国市场导致竞争加剧风险；金属资源价格风险；海外市场贸易保护风险。**

# 正文目录

一、	行业及重点覆盖公司业绩表现综述 .....	5
二、	细分板块业绩汇总及分析 .....	6
2.1	风电：需求快速增长，盈利能力分化 .....	6
2.2	光伏：海外需求旺盛，制造龙头量利齐升 .....	10
2.3	电池材料板块：龙头业绩增速强劲 .....	15
2.4	工控：需求疲软导致盈利能力下滑，静待行业需求复苏 .....	20
三、	投资建议 .....	23
四、	风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1	重点覆盖公司 2019H1 业绩表现	5
图表 2	风电板块主要上市公司 2019H1 业绩表现	6
图表 3	风电板块主要制造企业相关业务情况	7
图表 4	金风 2019H1 对外销售风机产品价格及成本明细	8
图表 5	天顺风能风塔业务单吨收入、成本数据（不含税）	8
图表 6	风电运营商 2019 上半年应收账款周转天数明显增加	9
图表 7	国内市场 2MW 风机投标均价（元/kW）	10
图表 8	光伏板块主要上市公司 2019H1 业绩表现	10
图表 9	近年组件出口规模	11
图表 10	2019 上半年组件出口分布（按金额）	11
图表 11	新特、大全、通威三大一线硅料厂硅料业务相关情况	11
图表 12	大全新能源硅料季度销售价格及生产成本的变化情况	12
图表 13	国内主要多晶硅企业 2019 年产能扩张情况（吨）	12
图表 14	2018 年前十大硅片企业产能情况	13
图表 15	三大硅片巨头毛利率情况	13
图表 16	隆基股份 P 型 M2 180 $\mu$ m 厚度单晶硅片价格走势	13
图表 17	单晶硅片和单晶 PERC 电池的产能对比	14
图表 18	全球电池产能结构预估（GW）	15
图表 19	上半年国内新能源汽车产销实现高增长（单位：万辆）	15
图表 20	上半年宁德时代扣非后净利 18.2 亿元，远超其他竞争对手	16
图表 21	电池板块 19 年上半年业绩情况，毛利率普遍降至 30%以下	16
图表 22	2018 年国内动力电池装机量市场份额	17
图表 23	1H19 国内动力电池装机量市场份额	17
图表 24	4Q19 合资电动车型密集推出	17
图表 25	上半年电池材料产销多实现较快增长（单位：万辆）	18
图表 26	上半年材料板块公司扣非后归母净利润多实现正增长	18
图表 27	材料板块 19 年上半年业绩情况，头部企业优势维持	18
图表 28	上半年电池材料价格多有一定幅度下滑	19
图表 29	工控板块 2019H1 业绩表现	20
图表 30	PMI 指数变化	21
图表 31	工控细分市场单季度同比增速	22
图表 32	项目型市场典型行业固定资产完成额累计同比	22
图表 33	OEM 市场典型行业固定资产投资完成额累计同比	22
图表 34	制造业固定资产投资累计同比增速	22
图表 35	房屋开工和竣工面积剪刀差有望收敛	22

## 一、行业及重点覆盖公司业绩表现综述

2019年上半年，在新能源汽车行业冲量、陆上风电抢装、光伏海外需求旺盛的背景下，电新行业整体景气度较高，具体各版块分析如下。

**风电板块：**我们对风电板块 15 家主要 A 股上市公司 2019 年 H1 业绩情况进行统计分析，整体看风电板块业绩表现突出，收入规模全部实现正增长，半数以上公司收入增速超过 50%，体现行业高景气度；制造企业普遍业绩增速较好，但也呈现分化，运营环节表现相对平淡。具体来看，铸件、叶片等环节业绩大幅提升，风机制造企业毛利率整体呈现较大幅度下滑，塔筒等企业的毛利率相对平稳。我们重点覆盖的明阳智能、东方电缆上半年业绩增速超过 100%，金风科技成本控制不及预计，业绩有所下滑。

**光伏板块：**我们对 14 家 A 股光伏上市企业 2019H1 业绩情况进行统计，整体看，上半年光伏制造企业业绩表现较好，但也呈现一定分化。上半年，受价格低迷影响，硅料企业毛利率明显下滑，新特、大全、通威三大一线硅企硅料业务毛利率均同比下滑超过 20 个百分点。硅片企业盈利能力呈现一定分化，估计隆基上半年单晶硅片业务毛利率 23%-24%，盈利能力明显领先，其中二季度盈利水平好于一季度。受单晶 PERC 电池供不应求影响，上半年单晶 PERC 电池价格高企，盈利水平处于高位；根据通威发布的半年报，估计上半年单晶 PERC 电池毛利率 30%左右；但 6 月以来供需格局有所改变，产能快速扩充导致竞争加剧，单晶 PERC 电池价格快速下降，类似于上半年的高盈利水平不再。龙头企业业绩表现较好，我们重点覆盖的隆基和通威业绩增速均超过 50%。

**电池材料板块：**上半年国内动力电池装机总电量约 30GWh，同比增长 93%。按 2019 年动力电池不含税售价 0.9 元/wh（同比下降 20%）计，我们测算上半年国内动力电池销售体量近 270 亿元，同比增长近 50%，参照 10%的净利率计算，对应净利润规模近 27 亿元，同比增长近 20%。上半年在总量高速增长的情势下，行业冷暖仍不尽相同，分化尤在加剧，体现为强者愈强，国内动力电池市场两超独大的格局更著。上半年宁德时代扣非后净利 18.2 亿元，远超其他竞争对手，主流动力电池企业如宁德时代、国轩高科电池业务的毛利率仍有 3 个百分点左右的下滑，多家二线梯队企业电池业务的毛利率已不到 20%。上半年材料板块公司扣非后归母净利润多实现正增长，头部企业优势维持，在整体量能稳增的态势下，四大材料领域均已形成 2~3 家核心企业引领的格局，头部企业凭借规模优势和产品溢价力，其净利润多取得两位数以上增长。

**工控板块：**受中美贸易争端和宏观经济的影响，制造业投资信心不足，使得工控行业需求在 19 年上半年处于小幅下滑状态，板块内多数公司的盈利能力有所下降。下游需求疲软导致行业竞争加剧，主要工业自动化产品如同服、变频器的毛利率延续了 18 年的下行趋势，工控板块内近一半上市公司的半年报归母净利润同比下滑。我们重点覆盖的汇川技术、良信电器、正泰电器和宏发股份上半年业绩表现稳健，营收增速超越行业整体水平，显示出龙头企业在行业低谷期市占率仍在不断提升。目前 PMI 仍然处于荣枯线之下，短期内尚无需求明显恢复的迹象；预计下半年随着政策对中小工业企业的支持力度加大和稳定制造业投资的预期加强，行业有望在 4 季度迎来复苏的拐点。细分领域中，低压电器行业受益于地产施工提速和轨交、数据中心等基建项目需求的快速增长，上半年行业景气度较高，预计下半年仍将维持较好的盈利水平。

图表1 重点覆盖公司 2019H1 业绩表现

证券代码	证券名称	营业收入（亿元）			归属于母公司股东的净利润（亿元）		
		2019H1	2018H1	同比增速（%）	2019H1	2018H1	同比增速（%）
601012.SH	隆基股份	141.11	100.02	41.09	20.10	13.07	53.76
601615.SH	明阳智能	40.15	25.43	57.90	3.34	1.46	129.30

证券代码	证券名称	营业收入 (亿元)			归属于母公司股东的净利润 (亿元)		
		2019H1	2018H1	同比增速 (%)	2019H1	2018H1	同比增速 (%)
603606.SH	东方电缆	14.90	13.87	7.45	1.80	0.56	220.09
002202.SZ	金风科技	157.33	110.30	42.65	11.85	15.30	-22.58
600438.SH	通威股份	161.24	124.61	29.39	14.51	9.19	58.01
300073.SZ	当升科技	13.40	16.30	-17.80	1.51	1.13	33.94
600884.SH	杉杉股份	44.41	42.88	3.58	2.19	4.66	-52.97
603659.SH	璞泰来	21.77	13.78	58.04	2.64	2.57	2.62
300037.SZ	新宙邦	10.57	9.86	7.13	1.34	1.21	11.07
002812.SZ	恩捷股份	13.78	5.12	41.44	3.89	0.42	140.98
300568.SZ	星源材质	3.53	3.18	11.09	1.72	1.53	12.33
300124.SZ	汇川技术	27.19	24.73	9.96	3.99	4.96	-19.67
002706.SZ	良信电器	9.45	8.02	17.84	1.55	1.26	23.06
600885.SH	宏发股份	34.07	33.55	1.53	3.55	3.67	-3.42
601877.SH	正泰电器	144.28	119.02	21.22	17.84	17.83	0.08

资料来源: WIND, 平安证券研究所

## 二、 细分板块业绩汇总及分析

### 2.1 风电: 需求快速增长, 盈利能力分化

我们对风电板块 15 家主要 A 股上市公司 2019 年 H1 业绩情况进行统计分析, 整体看风电板块业绩表现突出, 收入规模全部实现正增长, 半数以上收入增速超过 50%, 体现行业高景气度; 制造企业普遍业绩增速较好, 但也呈现分化, 运营环节表现相对平淡。

图表2 风电板块主要上市公司 2019H1 业绩表现

证券代码	证券名称	收入规模 (亿元)	同比增速	归母净利润 (亿元)	同比增速
300129.SZ	泰胜风能	9.18	107.66%	0.53	351.50%
002487.SZ	大金重工	7.83	76.17%	0.61	194.31%
300569.SZ	天能重工	8.55	126.88%	0.84	174.98%
601218.SH	吉鑫科技	5.51	9.06%	0.26	135.35%
601615.SH	明阳智能	40.15	57.90%	3.34	129.30%
300443.SZ	金雷股份	4.92	70.08%	0.81	101.43%
603218.SH	日月股份	15.36	50.04%	2.15	81.75%
002080.SZ	中材科技	60.63	27.74%	6.52	69.70%
002531.SZ	天顺风能	24.77	53.26%	3.34	38.42%
300772.SZ	运达股份	14.79	17.41%	0.12	28.54%
601619.SH	嘉泽新能	5.62	4.09%	1.55	-1.80%
601016.SH	节能风电	12.27	1.12%	3.09	-8.46%
600163.SH	中闽能源	2.59	3.03%	0.64	-14.74%
002202.SZ	金风科技	157.33	42.65%	11.84	-22.58%
603063.SH	禾望电气	6.94	134.25%	0.23	-41.30%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

### (1) 2019 上半年风电制造环节的盈利能力分化

上半年，得益于新增装机规模的增长，风电制造环节主要企业基本都实现了营业收入的较快增长，但盈利能力呈现分化。具体来看，铸件、叶片等环节业绩大幅增长，风机制造企业毛利率整体呈现较大幅度下滑，塔筒等企业的毛利率相对平稳。

图表3 风电板块主要制造企业相关业务情况

制造环节	代表企业相关业务		2017	2018	2018H1	2019H1
风机	金风科技/风机	营收(亿元)	187.10%	210.2	76.6	104.9
		毛利率	25.54%	19.19%	21.31%	11.31%
	明阳智能/风机	营收(亿元)	49.9	61.1	21.9	33.4
		毛利率	24.87%	20.92%	21.53%	18.46%
	运达股份/风机	营收(亿元)	31.8	32.4	12.6	14.8
		毛利率	19.30%	19.16%	20.5%	15.29%
塔筒	天顺风能/塔筒	营收(亿元)	27.4	30.6	13.1	18.7
		毛利率	25.31%	21.60%	20.68%	20.48%
	泰胜风能/塔筒	营收(亿元)	10.3	11.1	3.8	6.6
		毛利率	27.40%	20.63%	25.11%	20.77%
	天能重工/塔筒	营收(亿元)	7.3	13	3.4	7.8
		毛利率	24.94%	20%	20.29%	23.24%
大金重工/塔筒	营收(亿元)	9.6	9.6	4.4	7.6	
	毛利率	16.31%	19.61%	18.17%	19.41%	
叶片	中材科技/叶片	营收(亿元)	29.2	33.3	8.4	19.6
		毛利率	17.82%	14.04%	11.17%	19.12%
	时代新材/叶片	营收(亿元)	20.2	22.9	5.8	5.7
		毛利率	9.53%	8.30%	8.06%	/
锻铸件	金雷股份/主轴	营收(亿元)	5.4	6.8	2.6	3.9
		毛利率	43.41%	30.33%	25.83%	30.39%
	通裕重工/主轴	营收(亿元)	5.7	5.6	2.1	3.1
		毛利率	46.44%	39.02%	43.15%	39.19%
	吉鑫科技/轮毂、底座	营收(亿元)	13.1	12.2	5.1	5.5
		毛利率	13.24%	1.92%	-3.31%	23%
日月股份/铸件	营收(亿元)	18.1	23.2	10.2	15.4	
	毛利率	24.29%	21.44%	21.39%	23.9%	
齿轮箱	中国高速传动/齿轮箱	营收(亿元)	82.9	82.6	35.2	41.1
		毛利率	26.32%	18.66%	23.06%	18.98%
电控	禾望电气/电控	营收(亿元)	8.5	7.2	2.5	4
		毛利率	58.15%	49.33%	50.61%	45.11%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

注: 斜体部分采用公司整体的收入或毛利率数据

风机环节，近年风机招标价格呈现明显的下降，风机企业 2019 上半年的风机销售价格明显下降，同时在叶片、铸件供应偏紧的情况下，成本端降本不及预期。

以风机龙头金风科技为例，上半年主打产品 2.0MW 机型在单瓦收入大幅下降的同时单瓦成本抬升，导致毛利率断崖式下降；2.5MW 产品单瓦收入和成本均呈现下降，但收入端下降得更快。

运达、明阳等风机企业 2019H1 的风机业务毛利率亦呈现较大幅度下滑。

图表4 金风 2019H1 对外销售风机产品价格及成本明细

产品类型		2019H1	2018H1	2018H2	2018
1.5MW	收入(亿元)	2.15	6.94	7.55	14.49
	毛利率(%)	15.48	20.86	32.5	26.93
	销量(MW)	49.5	199	161	360
	每瓦成本(元)	3.67	2.76	3.16	2.94
	每瓦收入(元)	4.34	3.49	4.69	4.03
2MW	收入(亿元)	68.14	52.63	91.34	143.97
	毛利率(%)	10.09	22.95	17.18	19.29
	销量(MW)	2193.6	1528	2832	4360
	每瓦成本(元)	2.79	2.65	2.67	2.67
	每瓦收入(元)	3.11	3.44	3.23	3.3
2.5MW	收入(亿元)	23.78	10.04	18.88	28.92
	毛利率(%)	15.06	20.17	16.91	18.04
	销量(MW)	660	237.5	507.5	745
	每瓦成本(元)	3.06	3.37	3.09	3.18
	每瓦收入(元)	3.60	4.23	3.72	3.88
3MW	收入(亿元)	8.14	6	13.07	19.07
	毛利率(%)	13.78	13.73	21.97	19.38
	销量(MW)	242.5	117	225	342
	每瓦成本(元)	2.89	4.42	4.53	4.5
	每瓦收入(元)	3.36	5.13	5.81	5.58
6MW	收入(亿元)	2.73	0.95	2.76	3.71
	毛利率(%)	-1.5	-6.02	-7.35	-7.01
	销量(MW)	45.15	12	42	54
	每瓦成本(元)	6.14	8.39	7.05	7.35
	每瓦收入(元)	6.05	7.92	6.57	6.87

资料来源:公司公告,平安证券研究所

风机零部件方面,上半年不同环节盈利情况变化实质反映供需格局,整体来看,受风机大型化及长叶片趋势的影响,叶片、铸件环节呈现供不应求,盈利情况明显改善,而电控、齿轮箱等环节盈利水平略有下滑。

塔筒方面,上半年主要塔筒企业收入规模快速增长,毛利率相对稳定。整体看,中厚板价格先涨后跌,价格水平与去年同期相比有所降低,同时人民币汇率走势相对平稳,塔筒企业保持合理的盈利水平。

图表5 天顺风能风塔业务单吨收入、成本数据(不含税)

	2015	2016	2017	2018	2019H1
营收(亿元)	21.1	21.1	27.4	30.6	18.7
销量(万吨)	28.9	29.6	38.1	38.0	20.38
毛利率	27.8%	32.6%	25.3%	21.6%	20.48%
单吨收入(万元)	0.73	0.71	0.72	0.80	0.92
单吨成本(万元)	0.53	0.48	0.54	0.63	0.73
单吨毛利(元)	2030	2316	1817	1737	1879

资料来源:公司公告,平安证券研究所

## (2) 运营环节利用小时平稳，应收账款周转天数明显增加

对于风电运营商而言，上半年盈利情况基本平稳。上半年，全国平均风电利用小时数 1133 小时，同比下降 10 小时；平均弃风率 4.7%，弃风率同比下降 4.0 个百分点；弃风电量和弃风率持续“双降”。反应到企业层面，风电场利用小时同比基本持平，金风科技上半年自营风电场的利用小时数 1202 小时，同比增加 18 小时，风电场盈利水平也相对平稳。

但补贴拖欠问题趋于严重，随着国家可再生能源补贴缺口规模的持续快速扩大，风电运营商应收的补贴账款持续累积；上半年，风电运营商应收账款规模以及应收账款周转天数快速增加。短期来看，补贴缺口问题暂无清晰的解决方案，一定程度影响运营商的持续投资能力，也对风电运营上市公司估值形成压制。

图表6 风电运营商 2019 上半年应收账款周转天数明显增加

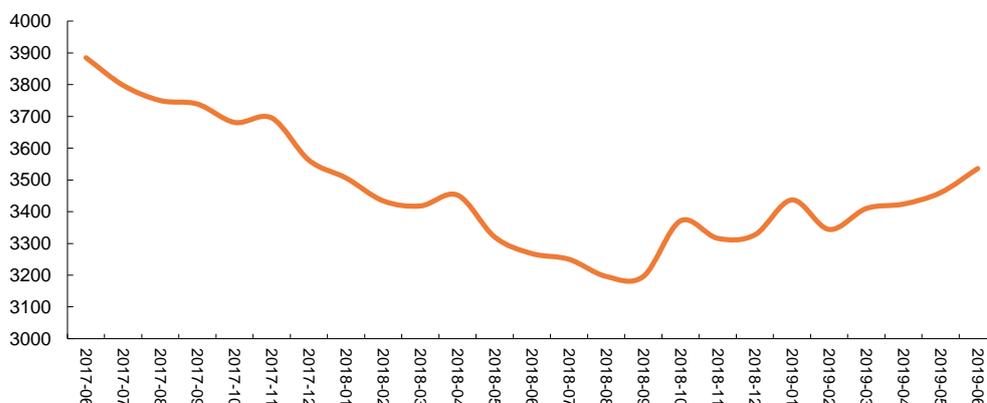
		2015	2016	2017	2018	2019H1
龙源电力	营业收入（亿元）	196.86	223.34	246.4	265.04	140.8
	应收账款及票据（亿元）	42.4	59	71.5	105.4	180.8
	应收账款周转天数	97.55	81.82	95.56	120.71	183.47
大唐新能源	营业收入（亿元）	55.92	57.96	71.05	83.19	44.9
	应收账款及票据（亿元）	13.4	28	50.4	74.7	96.9
	应收账款周转天数	148.68	128.71	198.72	270.78	343.84
华能新能源	营业收入（亿元）	73.66	92.61	105.67	116.98	71.5
	应收账款及票据（亿元）	30.3	60.6	86.3	110.6	137.5
	应收账款周转天数	148.28	146.81	202.09	265.47	299.05
节能风电	营业收入（亿元）	13.59	14.15	18.71	23.76	12.3
	应收账款（亿元）	4.39	7.3	12.7	18.81	24.74
	应收账款周转天数	129.73	148.64	192.35	238.76	319.49
嘉泽新能	营业收入（亿元）	3.76	6.92	8.32	10.69	5.62
	应收账款（亿元）	1.08	3.99	9.02	11.14	14.62
	应收账款周转天数	104.43	131.9	281.47	339.4	412.75

资料来源：WIND，平安证券研究所

## (3) 下半年展望

- 1、行业需求仍将非常旺盛，国内陆上风电的抢装将持续至 2020 年底。
- 2、风机企业有望在年内出现盈利拐点。根据风机招标价格走势，考虑 1-1.5 年左右的交付周期，我们大致判断下半年有望出现风机销售价格的拐点，2020 年风机企业盈利水平有望好转。
- 3、零部件的供应仍将维持供需偏紧的格局，这一趋势有望延续至 2020 年。

图表7 国内市场 2MW 风机投标均价 (元/kW)



资料来源:金风科技, 平安证券研究所

## 2.2 光伏：海外需求旺盛，制造龙头量利齐升

我们对 14 家 A 股光伏上市企业 2019H1 业绩情况进行统计，整体看，上半年光伏制造企业业绩表现较好，但也呈现一定分化。

图表8 光伏板块主要上市公司 2019H1 业绩表现

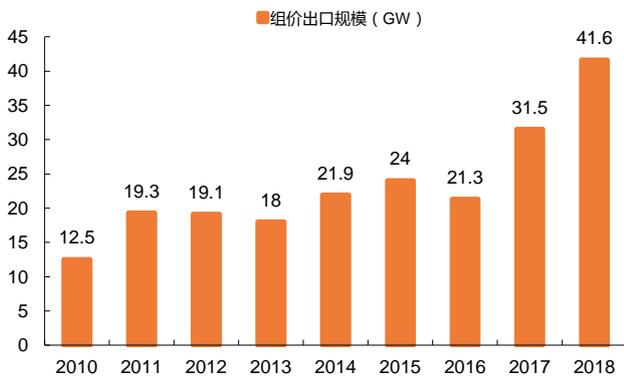
证券代码	证券名称	收入规模 (亿元)	同比增速	归母净利润 (亿元)	同比增速
300118.SZ	东方日升	60.56	27.59%	4.85	295.52%
603806.SH	福斯特	29.79	36.08%	3.98	77.23%
300393.SZ	中来股份	11.58	-4.40%	1.13	70.16%
600438.SH	通威股份	161.24	29.39%	14.51	58.01%
601012.SH	隆基股份	141.11	41.09%	20.1	53.76%
002129.SZ	中环股份	79.42	22.91%	4.52	50.69%
300751.SZ	迈为股份	6.2	74.20%	1.24	38.40%
300724.SZ	捷佳伟创	12.18	56.05%	2.31	24.95%
601222.SH	林洋能源	16.68	3.37%	4.18	5.30%
300316.SZ	晶盛机电	11.78	-5.28%	2.51	-11.92%
300274.SZ	阳光电源	44.62	50.04%	3.33	-13.15%
000591.SZ	太阳能	20.43	2.65%	3.78	-14.42%
002506.SZ	协鑫集成	50.88	-16.34%	0.18	-29.02%
601908.SH	京运通	8.21	-31.69%	0.71	-78.52%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

行业需求方面，尽管国内需求下滑，海外需求爆发提供坚持支撑。2019 年上半年，我国出口的光伏组件规模约 36GW，同比增长约 1 倍，出口额约 90 亿美元，而与此同时上半年国内新增光伏装机仅 11.4GW，海外市场提供了主要的需求支撑。

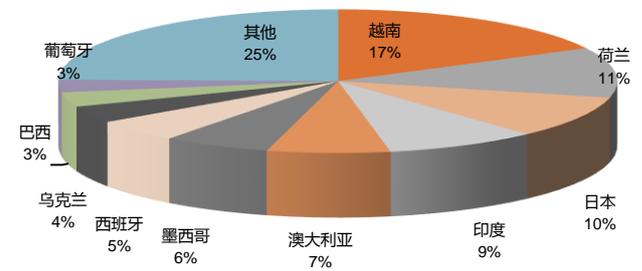
在海外需求爆发这一结构性行情之下，结合不同制造环节竞争格局，企业业绩呈现一定分化。整体看，具备较好海外业务基础的相关企业业绩表现相对较好，制造环节电池片和硅片的盈利水平相对较好。

图表9 近年组件出口规模



资料来源: CPIA, 平安证券研究所

图表10 2019上半年组件出口分布(按金额)



资料来源: CPIA, 平安证券研究所

(1) 硅料: 毛利率同比大幅下降, 行业仍处洗牌阶段

上半年, 受硅料价格低迷影响, 企业毛利率明显下滑, 新特、大全、通威三大一线硅企硅料业务毛利率均同比下滑超过 20 个百分点。

图表11 新特、大全、通威三大一线硅料厂硅料业务相关情况

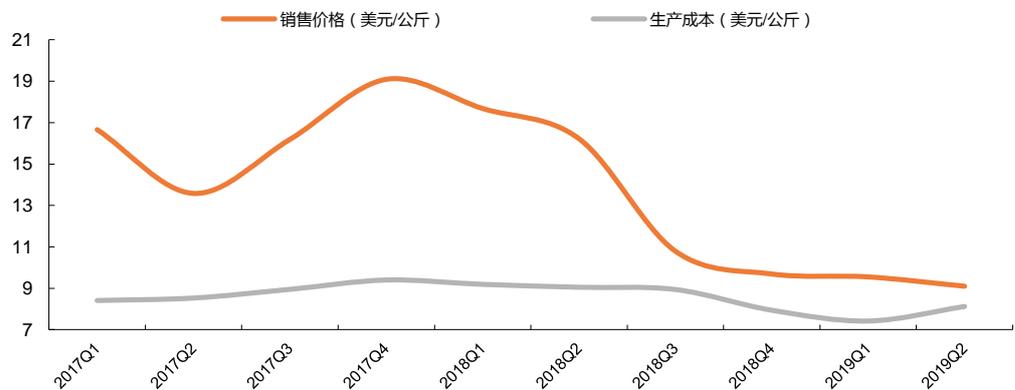
		2015	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
新特	营收(亿元)	21.37	25.43	34.62	33.52	21.28	12.15
	毛利率	32.17%	33.98%	40.72%	31.00%	40.78%	16.53%
	产量(万吨)	2.19	2.28	2.94	3.4	1.89	1.82
大全	营收(亿美元)	1.47	1.96	3.23	3.02	1.7	1.47
	毛利率	26.37%	39.66%	44.57%	32.53%	43.10%	18.29%
	销量(万吨)	0.82	1.09	1.8	2.25	0.93	1.56
通威	营收(亿元)		12.3	17.7	16.1		
	毛利率		41.03%	46.83%	33.88%	43.52%	16.98%
	销量(万吨)		1.21	1.6	1.92	0.87	2.28

资料来源: WIND, 平安证券研究所

注: 大全的营收和毛利率数据采用公司整体经营数据, 新特和通威采用硅料业务数据

以大全新能源为例, 在上半年硅料销售价格同比大幅下降的同时, 成本端相对刚性, 成本下降的幅度远小于价格下降幅度, 导致毛利率断崖式下降。

图表12 大全新能源硅料季度销售价格及生产成本的变化情况



资料来源:大全新能源, 平安证券研究所

毛利率大幅下降的背后,则是主要生产企业的大幅扩产以及行业竞争加剧。继2018年大幅扩产之后,2019年主要企业延续扩产节奏,国内硅料处于持续的新产能释放和爬坡阶段,行业竞争加剧,2019年以来国内硅料价格低位徘徊。同时,主流硅料企业2018年底或2019年初新投产的硅料产能处于产能爬坡和单晶料比例爬坡阶段,上半年这部分新产能单晶料占比普遍不高,而多晶用硅料价格下跌的幅度更大,也对毛利率起到拖累效果。

展望下半年,供给端产能的释放依然延续,协鑫、通威、新特近期新投产产能下半年都有望满负荷运行,行业竞争依然激烈,但需求端亦将有所改善。我们判断下半年硅料价格有望企稳,四季度具备小幅上升可能;而主流硅料企业随着新产能单晶料比例的爬坡,毛利率或有明显提升。

图表13 国内主要多晶硅企业2019年产能扩张情况(吨)

	2018年底产能	2019H1新增	2019H2新增	2019年底产能
江苏中能	60000			60000
新疆协鑫	60000			60000
新特能源	36000	36000		72000
四川永祥	20000	5000		25000
内蒙通威	25000			25000
四川通威	25000	5000		30000
新疆大全	30000	5000	35000	70000
洛阳中硅	20000			20000
亚洲硅业	20000			20000
东方希望	30000		50000	80000
内蒙盾安	10000		5000	15000
江苏康博	10000			10000
内蒙东立	6000		6000	12000
其他	36000	-12000	14800	38800
总计	388000	45000	104800	537800

资料来源:硅业分会, 平安证券研究所

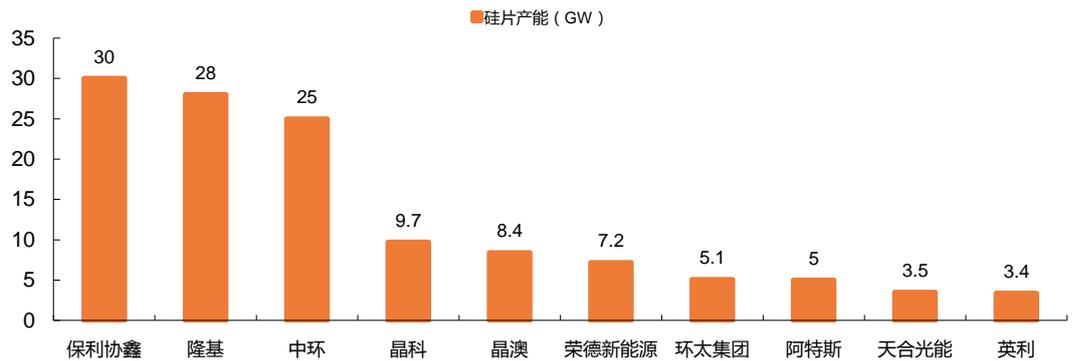
## (2) 硅片:寡头格局清晰,龙头企业盈利水平有望继续提升

上半年,隆基实现单晶硅片对外销售21.48亿片,同比增长183%,自用7.95亿片,总出货量29.43亿片(去年同期15.44亿片);中环上半年单晶硅片出货量约24亿片(2018全年销量29.2亿片);

保利协鑫上半年硅片销量 14.7GW，同比增长 21.8%。整体看，三大硅片巨头上半年硅片出货量均较快增长，三家企业上半年合计硅片出货量约 40GW。

但盈利能力呈现一定分化，估计隆基上半年单晶硅片业务毛利率 23%-24%，中环单晶硅片毛利率约 16%-17%，保利协鑫硅片毛利率 0%左右，隆基盈利能力明显领先，多晶在竞争过程中明显处于颓势。上半年，单晶硅片价格整体趋于平稳，而硅料价格下行，同时硅片企业的非硅成本也在持续下降，估计单晶硅片企业二季度盈利水平好于一季度。

图表14 2018年前十大硅片企业产能情况



资料来源:各公司年报, CPIA, 平安证券研究所

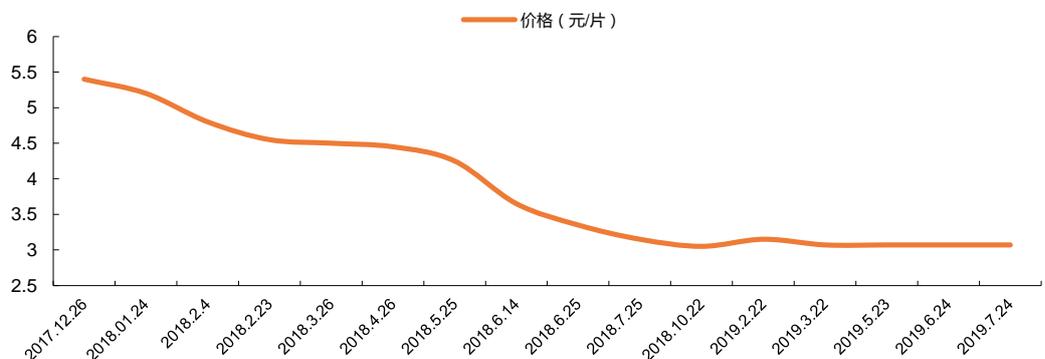
图表15 三大硅片巨头毛利率情况

企业及相关业务	2016	2017	2018	2018H1	2019H1	
隆基/硅片业务	营收(亿元)	50.76	57.53	61.16		
	毛利率	28.16%	32.71%	16.27%		
中环/新能源材料业务	营收(亿元)	58.88	85.84	120.92	57.6	70.06
	毛利率	12.48%	18.66%	15.03%	18.52%	14.9%
保利协鑫/光伏材料业务	营收(亿元)	192.7	193.55	144.36	80.65	65.8
	毛利率	27.70%	27.2%	6.9%	16.2%	0.9%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

注: 中环新能源材料业务除了单晶硅片含部分组件; 保利协鑫光伏材料业务除了硅片含部分硅料

图表16 隆基股份 P 型 M2 180μm 厚度单晶硅片价格走势

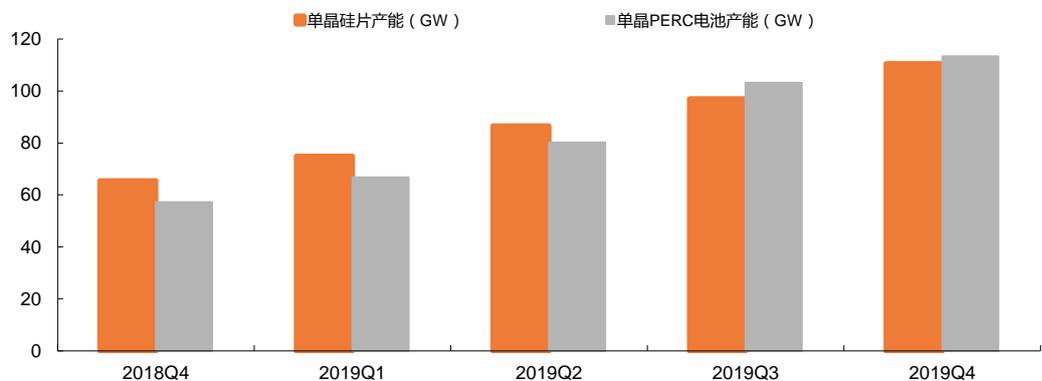


资料来源:隆基股份, 平安证券研究所

产能方面，上半年中环推出内蒙五期 25GW 的产能建设计划；隆基也加速扩产，预计到 2020 年底产能规模达到 65GW；单晶硅片双寡头的格局有望延续。整体看，单晶硅片的竞争格局在组件制造各环节中相对较好。

下半年，受益于国内市场需求的回升以及单晶 PERC 产能的大幅扩张，预计单晶硅片仍将处于供需偏紧的格局，单晶硅片价格有望保持稳定。根据 PV Infolink 的统计，2019 三季度，单晶 PERC 电池的产能已经超过单晶硅片的产能，而且这一势头将延续，后续将出现部分单晶 PERC 电池产能买不到单晶硅片的情况，PERC 电池产能过剩，而单晶硅片供不应求，这也是近期单晶 PERC 电池价格大幅下降而单晶硅片价格坚挺的原因。预计单晶硅片龙头企业随着非硅成本的下降盈利水平有望进一步提升。

图表17 单晶硅片和单晶 PERC 电池的产能对比



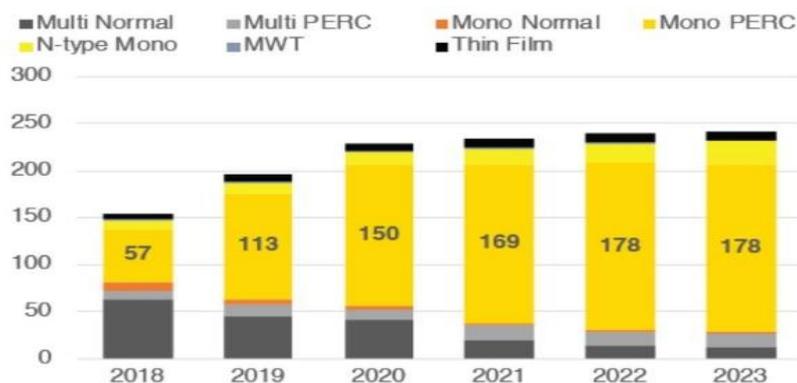
资料来源: PV Infolink, 平安证券研究所

### (3) 电池片：PERC 暴利时代结束，行业竞争加剧

上半年，单晶 PERC 电池是组件制造环节中盈利能力较为突出的环节。受单晶 PERC 供不应求影响，上半年单晶 PERC 电池价格高企，盈利水平处于高位。根据通威股份发布的半年报，估计上半年单晶 PERC 电池毛利率 30%左右。

PERC 电池的高盈利水平刺激了产能的迅速扩张，随着上半年以来的产能快速释放，单晶 PERC 电池的供需格局发生改变。2019 年 6 月份以来，单晶 PERC 电池价格出现急剧下跌，最新数据显示，转化效率达 21.5% 的单晶 PERC 电池片价格已跌至 0.91 元/W，较 6 月初下降 24%，老产能已处于亏损状态。价格下跌的原因一方面是新增产能的快速释放，根据 PV Infolink 的统计，从 2018 年底开始，新建的电池片产能基本全部采用单晶 PERC 路线，2019 年全球 PERC 新增产能将创纪录地超过 50GW，推升全球 PERC 产能总量突破 100GW；另一方面三季度终端需求偏淡，国内竞价、平价项目在 7、8 月尚未大规模启动。

图表18 全球电池产能结构预估 (GW)



资料来源: PV Infolink, 平安证券研究所

目前, 电池片企业仍在持续扩充产能。根据通威规划, 成都四期和眉山一期高效 PERC 电池产能建设继续推进, 到 2020 年上半年公司电池片产能有望达到 20GW。我们认为, 短期内单晶 PERC 电池供需偏松的格局不变, 在四季度国内市场需求回升的情况下, 单晶 PERC 电池价格可能能够企稳回升, 但难以回到上半年的高盈利状态。

## 2.3 电池材料板块: 龙头业绩增速强劲

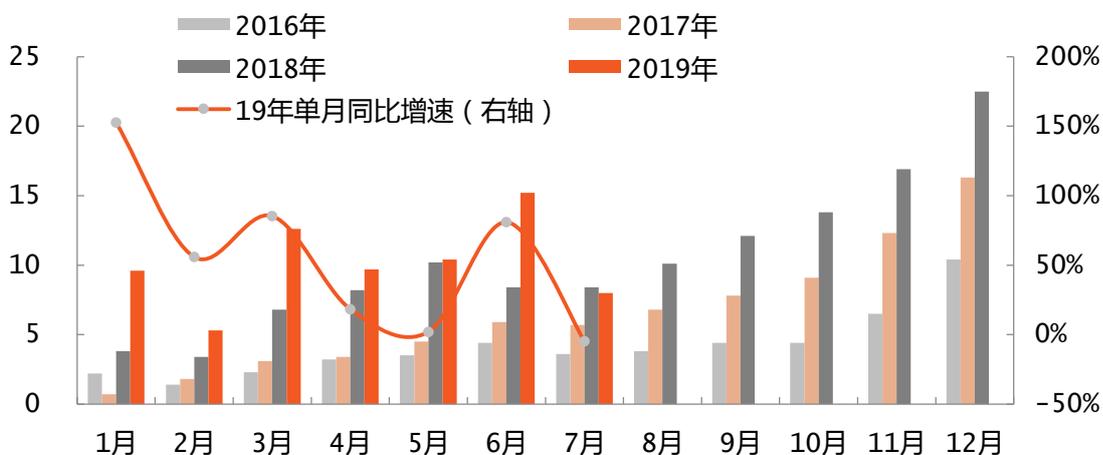
### ■ 电池板块

据 GGII 统计, 2019 年上半年国内动力电池装机总电量约 30GWh, 同比增长 93%。按 2019 年动力电池不含税售价 0.9 元/wh (同比下降 20%) 计, 我们测算上半年国内动力电池销售体量近 270 亿元, 同比增长近 50%, 参照 10% 的净利率计算, 对应净利润规模近 27 亿元, 同比增长近 20%。

电池板块的量利增长, 很大程度上归因于上半年电动车在过渡期内的冲量, 上半年新能源汽车产销分别完成 61.4 万辆和 61.7 万辆, 同比分别增长 48.5% 和 49.6%。

图表19 上半年国内新能源汽车产销实现高增长

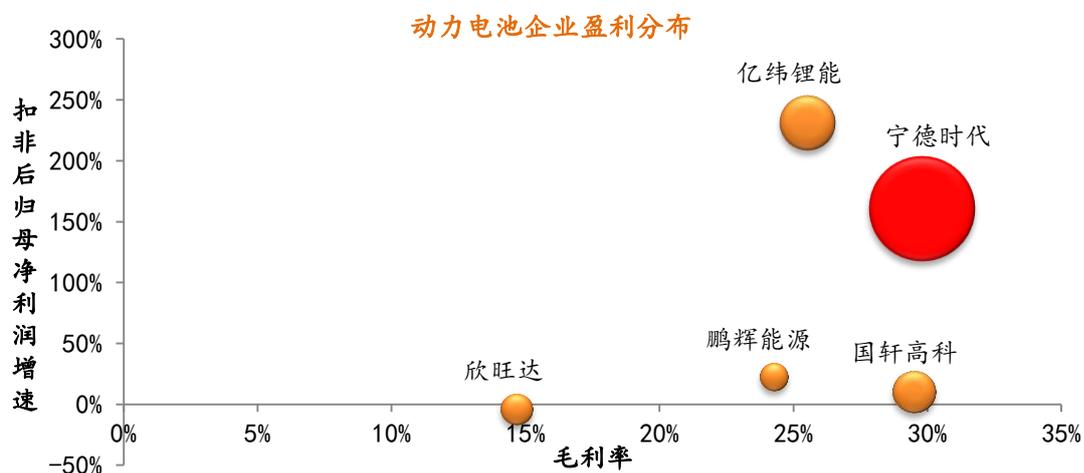
(单位: 万辆)



资料来源: 中汽协、平安证券研究所

上半年在总量高增长的情势下，行业冷暖仍不尽相同，分化尤在加剧，体现为强者愈强，国内动力电池市场两超独大的格局更著。我们选取了5家具有一定代表性的动力电池上市公司，从利润体量/增速，毛利率水平进行分析比对。

图表20 上半年宁德时代扣非后净利 18.2 亿元，远超其他竞争对手



注：气泡面积对应公司19年上半年扣非后归母净利润  
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表21 电池板块19年上半年业绩情况，毛利率普遍降至30%以下

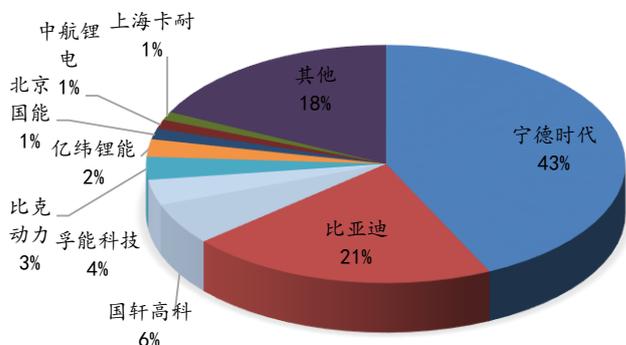
证券代码	证券简称	营收 (亿元)	营收同比	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比	毛利率	净利率
300750.SZ	宁德时代	202.6	116.5%	21.0	130.8%	29.8%	11.6%
002074.SZ	国轩高科	36.1	38.4%	3.5	-24.5%	29.5%	9.7%
300014.SZ	亿纬锂能	25.3	34.3%	5.0	215.2%	25.5%	20.1%
300207.SZ	欣旺达	108.6	43.7%	2.3	3.5%	14.7%	2.1%
300438.SZ	鹏辉能源	14.5	50.4%	1.4	-12.3%	24.3%	9.6%
002611.SZ	东方精工	43.9	93.9%	1.8	-11.8%	15.8%	4.2%
002190.SZ	成飞集成	11.7	37.6%	5.6	1143.5%	13.0%	54.2%
600869.SH	智慧能源	71.5	-12.4%	2.0	-11.1%	17.3%	2.9%
300116.SZ	坚瑞沃能	2.3	-92.8%	-18.3	-9.5%	35.6%	-784.4%

资料来源：WIND、平安证券研究所

受补贴大幅退坡影响，19年动力电池的降价压力更胜以往，虽然上半年电池材料尤其是正极材料价格有一定下降，对电池的成本端压力有所纾解，然而主流动力电池企业如宁德时代、国轩高科电池业务的毛利率仍有3个百分点左右的下滑，多家二线梯队企业电池业务的毛利率已不到20%。

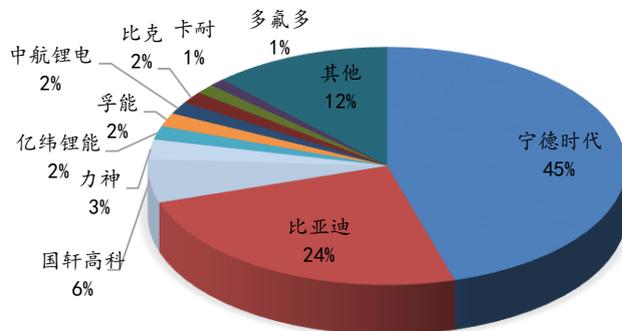
在利润率收窄的同时，市场份额向头部企业进一步集中，国内 CR2 的市场份额已近 70%，行业淘汰赛正酣。

图表22 2018 年国内动力电池装机量市场份额



资料来源：中国化学与物理电源协会、GGII、平安证券研究所

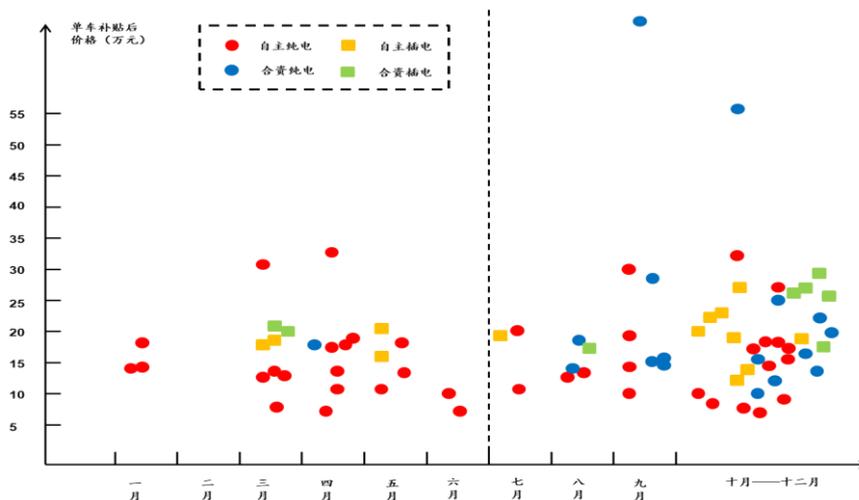
图表23 1H19 国内动力电池装机量市场份额



资料来源：中国化学与物理电源协会、GGII、平安证券研究所

对龙头来讲，份额的增长固然可喜，而行业整个体量的增长则更为关键，这有赖于下游电动汽车产销的放量，而这仍将是处于补贴收官期的国内电动车市的难点所在。过渡期结束后的 7、8 月份，国内电动汽车月度产销回落到 8 万辆上下水平，反映出政策力度减弱下终端真实需求的疲软，更进一步讲其实是现有车型产品力的不足。随着下半年更多新车型尤其是合资新车型的开售，其对新的消费群体的开拓和导入，将成为重要的销量跟踪指标，建议关注全面配套合资车型的宁德时代和积极开放外供的比亚迪。

图表24 4Q19 合资电动车型密集推出



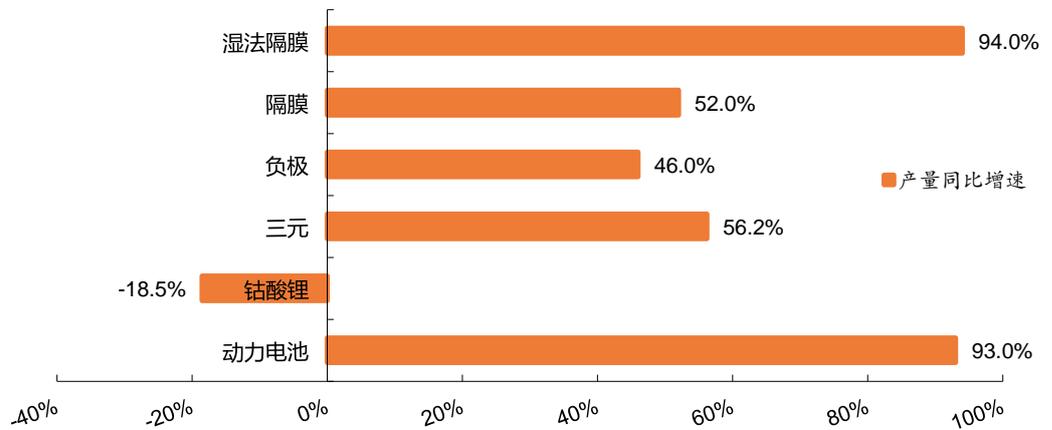
资料来源：汽车之家、平安证券研究所

■ 材料板块

2019 年上半年电池材料板块产销多实现较快增长，主要受动力市场需求带动，而 3C 消费市场表现仍相对疲弱——根据鑫椏资讯统计，国内钴酸锂产量 2.46 万吨，同比减少 18.5%，负极材料产量 13.66 万吨，同比增长 46%；根据真锂研究统计，国内三元材料产量 9.71 万吨，同比增加 56.2%；根据高工锂电数据统计，国内隔膜总产量为 11.5 亿平方米，同比增长 52%，其中湿法隔膜总产量 8.39 亿平方米，同比增长 94%。

图表25 上半年电池材料产销多实现较快增长

(单位:万辆)

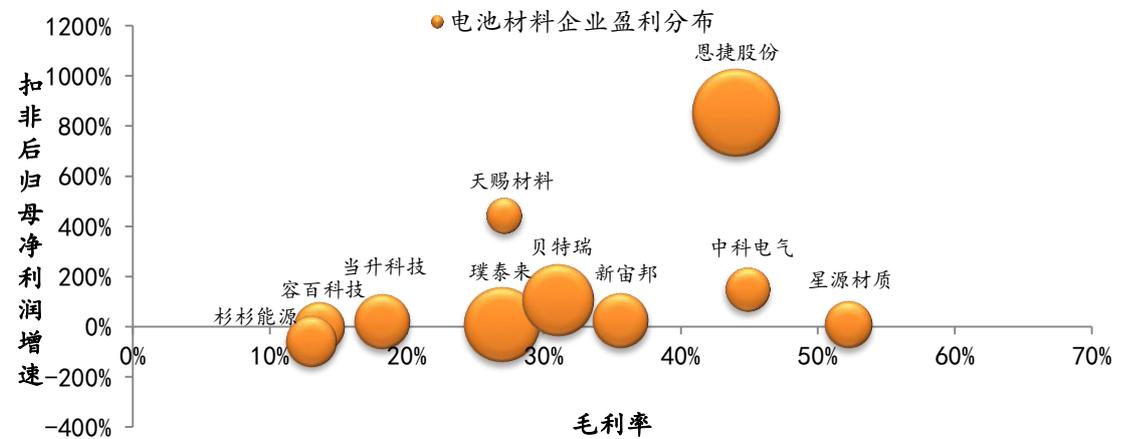


注:动力电池数据为装机量增速

资料来源:鑫椏资讯、真锂研究、高工锂电、平安证券研究所

在整体量能稳增的态势下,四大材料领域均已形成2~3家核心企业引领的格局,头部企业凭借规模优势和产品溢价力,其净利润多取得两位数以上增长。我们选取了11家具有一定代表性的电池材料上市公司,从利润体量/增速,毛利率水平进行分析对比。

图表26 上半年材料板块公司扣非后归母净利润多实现正增长



注:气泡面积对应公司19年上半年扣非后归母净利润

资料来源:Wind、平安证券研究所

图表27 材料板块19年上半年业绩情况,头部企业优势维持

证券代码	证券简称	营收(亿元)	营收同比	归母净利润(亿元)	归母净利润同比	毛利率	净利率
300073.SZ	当升科技	13.4	-17.8%	1.5	33.9%	18.2%	11.3%
688005.SH	容百科技	19.5	45.1%	1.1	2.9%	13.7%	5.9%
835930.OC	杉杉能源	19.1	-21.6%	1.2	-59.5%	13.0%	6.4%
603659.SH	璞泰来	21.8	58.0%	2.6	2.6%	26.9%	12.1%

证券代码	证券简称	营收（亿元）	营收同比	归母净利润（亿元）	归母净利润同比	毛利率	净利率
835185.OC	贝特瑞	20.6	34.0%	2.4	100.5%	31.0%	13.6%
300035.SZ	中科电气	4.0	58.0%	0.8	63.9%	44.9%	20.7%
300037.SZ	新宙邦	10.6	7.1%	1.3	11.1%	35.6%	13.0%
002709.SZ	天赐材料	12.2	29.3%	0.5	-88.7%	27.1%	3.5%
002812.SZ	恩捷股份	13.8	41.4%	3.9	141.0%	44.0%	31.2%
300568.SZ	星源材质	3.5	11.1%	1.7	12.3%	52.3%	48.5%
002341.SZ	新纶科技	14.5	-3.6%	0.1	-92.4%	18.9%	0.7%

资料来源：WIND、平安证券研究所

价格方面，正极材料价格下滑较多，其中钴酸锂行业平均价格从年初的 30 万元/吨，下跌至 6 月底的 19 万元/吨，跌幅达 36.7%；三元 523 上海有色金属现货价格从年初的 15.4 万元/吨下降到 6 月底的 13.4 万元/吨，下滑近 13%，主要受上游钴价下降影响（同期长江有色市场钴的现货价从 35 万元/吨下降到 23.6 万元/吨，下降超 30%）。

图表28 上半年电池材料价格多有一定幅度下滑

材料领域	证券代码	证券简称	材料营收（亿元）	营收同比	材料销量（吨）	销量同比	材料售价（万元/吨）	售价同比
正极	300073.SZ	当升科技	12.7	-16.7%	/	/	/	/
	688005.SH	容百科技	17.1	/	1.1	87.0%	15.5	/
	835930.OC	杉杉能源	19.1	-21.6%	1.0	1.2%	18.8	-22.5%
负极	/	杉杉负极	13.1	69.1%	2.3	55.2%	5.8	8.9%
	603659.SH	璞泰来	13.9	64.6%	2.1	70.1%	6.6	-3.2%
	835185.OC	贝特瑞	13.8	58.7%	/	/	/	/
	300035.SZ	中科电气	3.1	89.6%	/	/	/	/
电解液	300037.SZ	新宙邦	5.2	8.0%	/	/	/	/
	002709.SZ	天赐材料	7.4	30.4%	/	/	/	/
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	8.3	80.0%	3.5 亿平	/	2.4 元/平	/
	300568.SZ	星源材质	3.5	11.1%	1.5 亿平	35.9%	2.3 元/平	-18.3%

注：材料营收统计口径只分别对应正极、负极、电解液、隔膜项  
资料来源：WIND、平安证券研究所

## 2.4 工控：需求疲软导致盈利能力下滑，静待行业需求复苏

我们对工控板块 38 家企业 2019 年半年度业绩情况进行了统计,行业内公司的营收普遍保持正增长,但是有接近一半的公司归母净利润出现同比下滑,我们认为这与从 19 年上半年制造业固定资产投资放缓,工控行业需求疲软导致市场竞争加剧相关,大部分公司的毛利率出现了不同程度的下滑。

行业内龙头公司如自动化领域的汇川技术、低压电器领域的正泰电器和良信电器、继电器领域的宏发股份业绩表现依然较为稳健,预计经过本轮行业需求低迷期对部分低端产能的出清,龙头公司的市占率将得到进一步提升。尽管工控行业整体需求较弱,但是细分领域中低压电器行业受益于地产施工提速、轨交、数据中心和医院等基建项目快速增长,整体需求较好,行业内龙头公司正泰电器和良信电器上半年营收均保持了两位数的增长,并且主要产品的毛利率呈上升趋势。我们预计随着政策对中小企业的政策支持力度加强和宏观经济的底部企稳,工控行业需求有望从 4 季度开始逐步回升,行业整体盈利能力随着需求的复苏将出现改善。

图表29 工控板块 2019H1 业绩表现

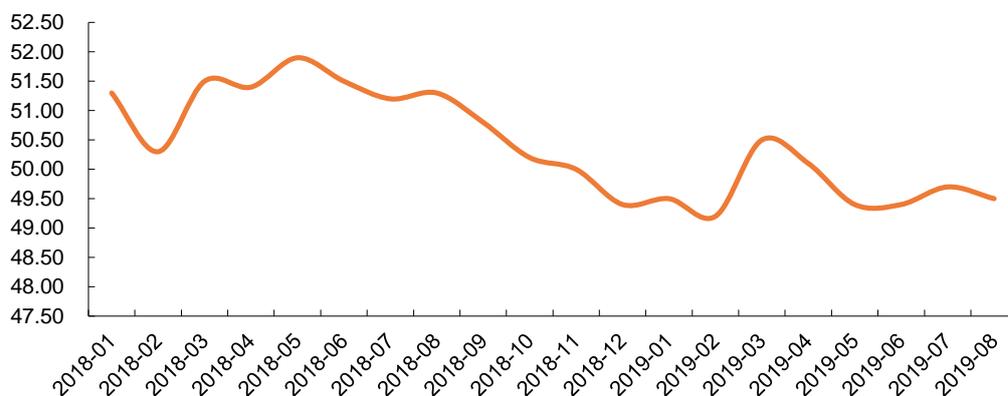
证券代码	证券名称	营业收入 (亿元)			归属于母公司股东的净利润 (亿元)		
		2019H1	2018H1	同比增速 (%)	2019H1	2018H1	同比增速 (%)
002851.SZ	麦格米特	16.60	10.31	61.06	0.65	1.62	148.07
600580.SH	卧龙电驱	60.11	53.85	11.61	2.77	6.10	120.11
300048.SZ	合康新能	5.11	6.53	-21.71	0.16	0.29	79.98
002892.SZ	科力尔	3.99	3.17	25.75	0.27	0.43	61.13
002576.SZ	通达动力	6.40	5.45	17.49	0.09	0.15	61.01
002617.SZ	露笑科技	12.59	19.14	-21.86	1.40	1.51	54.18
002801.SZ	微光股份	3.82	2.98	28.23	0.51	0.78	53.30
603988.SH	中电电机	2.39	2.01	18.88	0.26	0.37	38.17
300423.SZ	鲁亿通	18.30	12.68	44.37	2.07	2.80	35.47
002527.SZ	新时达	16.53	18.20	-9.17	0.23	0.31	32.93
000922.SZ	佳电股份	10.96	8.82	24.27	1.51	1.94	28.53
002706.SZ	良信电器	9.45	8.02	17.84	1.26	1.55	23.06
300193.SZ	佳士科技	4.73	4.51	4.95	0.86	1.06	22.67
300018.SZ	中元股份	1.32	1.64	-19.09	0.05	0.06	17.19
600353.SH	旭光股份	5.83	4.77	22.10	0.31	0.36	15.45
002885.SZ	京泉华	6.39	5.61	13.80	0.32	0.35	11.48
603016.SH	新宏泰	2.20	2.04	7.65	0.31	0.33	6.66
600379.SH	宝光股份	4.36	3.95	10.22	0.21	0.22	5.72
300154.SZ	瑞凌股份	2.60	3.04	-14.31	0.58	0.60	3.85
601877.SH	正泰电器	144.28	119.02	21.22	17.83	17.84	0.08
600885.SH	宏发股份	34.07	33.55	1.53	3.67	3.55	-3.42
603728.SH	鸣志电器	9.76	8.93	9.27	0.79	0.75	-4.24
603320.SH	迪贝电气	3.46	3.25	6.65	0.23	0.22	-5.80
603396.SH	金辰股份	4.06	3.57	13.79	0.45	0.42	-6.49
300091.SZ	金通灵	11.01	10.52	4.70	1.09	1.01	-8.06
002729.SZ	好利来	0.91	0.89	2.07	0.12	0.11	-14.73
600192.SH	长城电工	8.18	8.79	-6.96	0.12	0.10	-16.30
300124.SZ	汇川技术	27.19	24.73	9.96	4.96	3.99	-19.67
300283.SZ	温州宏丰	8.16	5.56	46.68	0.17	0.13	-27.24

证券代码	证券名称	营业收入（亿元）			归属于母公司股东的净利润（亿元）		
		2019H1	2018H1	同比增速（%）	2019H1	2018H1	同比增速（%）
300040.SZ	九洲电气	2.72	5.57	-51.15	0.50	0.34	-32.33
603829.SH	洛凯股份	2.54	2.46	3.13	0.21	0.14	-33.29
603063.SH	禾望电气	6.94	2.96	134.25	0.39	0.23	-41.30
300626.SZ	华瑞股份	3.58	4.18	-14.43	0.23	0.11	-50.03
300222.SZ	科大智能	13.00	12.46	4.39	1.16	0.49	-57.54
002176.SZ	江特电机	13.59	16.69	-18.55	3.05	0.74	-75.86
002334.SZ	英威腾	10.61	10.35	2.54	0.96	-0.11	-111.26
603861.SH	白云电器	10.31	11.76	-12.31	0.76	-0.31	-141.38
002622.SZ	融钰集团	0.68	1.70	-60.10	0.02	-0.15	-885.92

资料来源：WIND，平安证券研究所

PMI 指数今年大部分时间均位于荣枯线之下，反映了工控行业需求的疲软，期间在 3、4 月份由于补库存需求、制造业投资信心恢复等因素，曾短暂达到了荣枯线的上方，随后由于贸易争端加剧，再次进入下行区间。从我们近期在行业内调研得到的信息判断，预计 3 季度工控行业需求仍将维持弱势，但是随着政策对稳定制造业投资、改善工业企业利润率的力度加大，有望在 4 季度出现行业复苏的拐点。

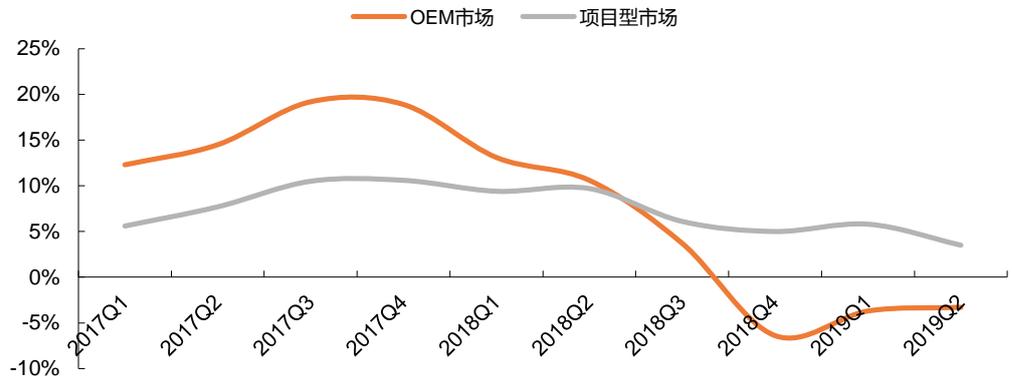
图表30 PMI 指数变化



资料来源：Wind，平安证券研究所

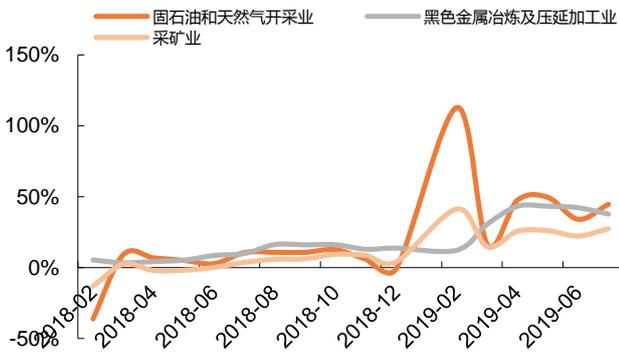
从细分市场来看，OEM 市场受中美贸易争端等外部因素影响较大，自 18 年 4 季度开始一直处于同比下滑状态，由于国内自动化企业来自 OEM 市场的收入占比较高，OEM 市场需求的下降使得行业内公司盈利增速放缓，运动控制和中低端变频器产品毛利率下降；但是值得注意的是，从 18 年 4 季度的最低点开始，OEM 市场呈现出环比小幅改善的态势，若下半年制造业企业利润出现改善，投资信心逐步增强，OEM 市场有望在 4 季度恢复正增长。项目型市场在下游冶金、采矿等传统行业技改需求释放和油气行业投资加大的推动下，一直保持稳健增长，对中高端变频器、大型 PLC 等产品的需求起到了较好的支撑作用，这部分市场外资公司西门子、ABB 的份额较多，国内工控龙头企业汇川技术在近两年由于高端产品性能的提升，在冶金、港机等项目型市场中取得了较好的突破，在项目型市场一直保持两位数的快速增长势头。

图表31 工控细分市场单季度同比增速



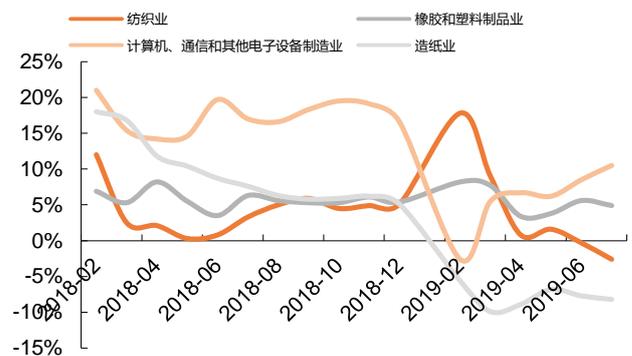
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表32 项目型市场典型行业固定资产完成额累计同比



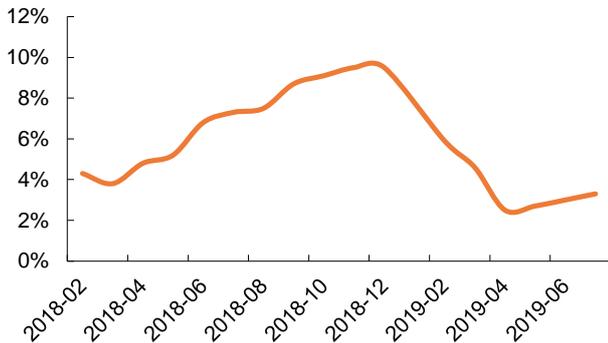
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表33 OEM市场典型行业固定资产投资完成额累计同比



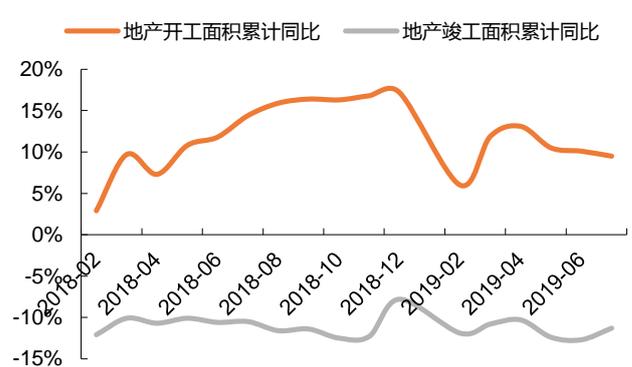
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表34 制造业固定资产投资累计同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表35 房屋开工和竣工面积剪刀差有望收敛



资料来源: Wind, 平安证券研究所

展望 19 年下半年, 我们判断工控行业整体盈利能力有望环比持续改善。随着宏观经济的底部企稳和政策对中小工业企业的支持力度加强, 制造业固定资产投资增速有望上行, 推动自动化市场在年底重回正增长轨道; 伴随地产施工的提速, 预计房屋开工和竣工的剪刀差将逐步收敛, 将利好处在于地产后周期的低压电器行业, 也将改善继电器行业来自家电领域的需求。

### 三、投资建议

重点关注风电、光伏、新能源汽车、工控等领域的投资机会。

风电方面，2019年抢装态势明显，海上风电有望迎来大规模发展，未来成长潜力突出，推荐明阳智能、东方电缆、金风科技等。

光伏方面，2019年全球光伏新增装机增速有望达到20%，国内光伏平价渐行渐近，龙头企业2019年量利齐升可期，推荐隆基股份、通威股份等。

电池材料方面，经过近几年的贴身肉搏战，多数环节的净利率已降至10%上下水平，诸如电解液、负极等的市场竞争格局已相对稳定，与电池客户间已实现一定的层级梯度匹配，后续以压价来争份额的可能性不大。在价稳格局下，量增将是主变量，建议关注合资车型导入加快及特斯拉国产化对应的日韩动力电池供应链机会，推荐当升科技、杉杉股份、璞泰来、新宙邦、恩捷股份、星源材质。

工控方面，随着政策对工业企业支持力度加强，制造业投资信心有望得到恢复，整体行业需求有望在年底出现复苏拐点；与此同时，细分板块中低压电器受益于地产施工提速和基建项目带来的需求，全年将保持高景气度，推荐汇川技术、宏发股份、良信电器、正泰电器。

### 四、风险提示

- 1、政策变动风险。18年“531新政”对新能源行业市场价格和需求格局造成严重扰动，新能源汽车需求也直接受国家补贴政策影响；若后续新能源发电度电补贴、装机规模规划低于预期，或新能源汽车补贴政策低于预期，都将显著影响细分行业增速及利润水平。
- 2、技术路线风险。新能源发电/新能源汽车仍处于技术快速变革期，若下一代技术如电动车领域的固态电池、燃料电池、富锂锰基电池等技术路线产业化进程超出预期，将对现有行业格局产生显著影响，前期投资回收能力将低于预期。
- 3、海外竞争对手进入中国市场风险。若合资车型放量带来海外松下、LG、SDI等动力电池企业快速进入中国市场，将对现有市场格局产生显著重要影响，或提前引发价格竞争引起国内产业链盈利能力快速恶化。
- 4、金属资源价格波动风险。刚果对钴金属加征10%资源税，或将引起金属价格反弹；若刚果主要钴矿开发企业调整金属供给及价格，将显著影响国内三元材料体系价格，扰乱技术迭代节奏。
- 5、海外市场贸易保护风险。印度、美国等主要光伏海外市场都针对国内光伏制造业征收关税，加大光伏产业产品出海需求增长的不确定性。

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

- 强烈推荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上 )
- 推 荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间 )
- 回 避 ( 预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上 )

### 行业投资评级:

- 强于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间 )
- 弱于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上 )

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

### 平安证券研究所

电话: 4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编: 518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编: 200120  
传真: ( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编: 100033