

电气设备新能源

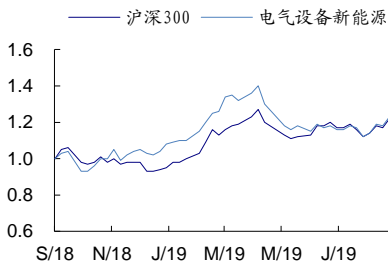
2019 年电力设备新能源行业中  
报总结暨 9 月份投资策略

超配

(维持评级)

2019 年 09 月 09 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



行业周报

风光持续亮眼，新能源车结构性超预期可期

相关研究报告:

- 《电气设备与新能源月报：风光景气度持续改善，新能源车筑底反弹》——2019-08-14
- 《新能源行业政策点评：竞价项目落地，下半年国内战场将成为行情焦点》——2019-07-15
- 《2019 年电新行业半年报业绩预告点评：业绩预告增速喜人，风电零部件成为市场最亮丽板块》——2019-07-15
- 《双积分政策（征求意见稿）点评：调低单车积分，确立 2021-2023 年考核目标》——2019-07-10
- 《新能源 2019 年中期投资策略：政策落地，新能源景气度加速回升》——2019-06-20

证券分析师：方重寅

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

联系人：王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn

证券分析师：居嘉骁

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

联系人：李恒源

E-MAIL: lihengyuan@guosen.com.cn

●【新能源发电】风电业绩高速增长，光伏关注国内市场及技术更新

风电：陆上风电抢装潮来临，设备端交付需求激增，企业普遍出现营收和利润的高增速，招标市场采购量刷新历史记录，三北和海上区域占比崛起，价格坚挺上行。运营商限电率稳步下降，但受制于风资源波动，部分运营商营收增速乏力。2019H1 风电制造业整体营业收入平均同比增长 45%，营业利润同比增长 22%。新能源运营商因装机容量提升，上半年营业收入平均同比增长 15%，但因风资源弱于 2018 年同期，整体营业利润同比增长 4%。

光伏：2019 年 H1，我们统计的 33 家上市企业实现利润 126.66 亿元，同比增长 20.5%。受海外市场需求自 2018 年三季度来回升显著，2019 年海外市场率先启动，光伏装机平稳增长，龙头马太集聚，光伏行业盈利实现平稳增长。我们判断随着三四季度国内国内开启，光伏企业下半年将迎来量利齐升阶段性行情。三条主线逻辑待验证 A、下半年国内战场将逐步成为光伏行情主焦点；B、硅片仍为全产业链最优势环节，关注产能及技术产品超预期释放带来的成长空间。C、2019 至 2020 年，随着异质结及 PERC+等新技术导入，设备厂商将率先受益于新产品订单释放，关注拥有多代电池片核心设备积累及研发的相关标的。

●【新能源汽车】产业链基本面筑底反弹，全球化趋势验证

2019H1 行业收入维持稳定增速，各环节利润增速差异明显，其中四大材料、动力电池、整车环节增速分别为 23.80%、38.27%和 10.17%，原材料和锂电设备环节出现收入负增长；利润方面各版块分化严重，受价格暴跌影响原材料环节利润大幅下滑，锂电设备环节受新建产能投建速度滞后影响利润略有下降，动力电池板块因动力电池装机量同比维持较高增速原因利润仍维持较快的增长，四大材料板块剔除恩捷合并以及天际股份非经常性损益，同比下降 11.67%，电机电控、高端零部件、整车板块利润增速转正。

●投资建议

- 【风电】推荐零部件+制造龙头：天顺风能、天能重工、金风科技、日月股份。
- 【光伏】推荐三条主线逻辑下的标的：阳光电源、中环股份、捷佳伟创。
- 【电动车】受益于全球化且边际改善，建议关注璞泰来、新宙邦、寒锐钴业。

●风险提示

政策及行业变动的风险；风电装机不及预期；新能源汽车产销不及预期。

独立性声明:

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

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
300569	天能重工	买入	15.2	34.2	1.08	1.42	14.07	10.70
002531	天顺风能	买入	7.0	124.9	0.44	0.51	15.95	13.76
300274	阳光电源	买入	12.3	179.2	0.84	1.09	14.63	11.28
002129	中环股份	买入	11.7	325.6	0.34	0.56	34.38	20.88
603659	璞泰来	增持	50.6	219.7	1.75	2.2	28.89	22.98
002618	寒锐钴业	增持	59.5	159.9	0.66	1.64	90.14	36.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

风电全面进入抢装潮 招标市场量价齐升 .....	4
展望 2019 年：下半年装机加速验证 制造板块盈利能力环比提升 .....	7
光伏：需求有望超预期，寻找产业链优势环节 .....	8
需求端：政策拐点出现，海外市场发力，行业景气度回调 .....	8
光伏产业链 2019 年半年度盈利显著回升 .....	11
展望后市：光伏三主线，强逻辑待验证 .....	14
新能源汽车：坚定电动化路线，行业筑底静待反弹 .....	15
中报总结——营收稳健增长利润承压，龙头效应凸显 .....	15
子环节近期行情及标的业绩回顾 .....	17
行业展望：行业筑底回升，钴价反弹，关注原材料和优质全球供应链标的 .....	27
国信证券投资评级 .....	30
分析师承诺 .....	30
风险提示 .....	30
证券投资咨询业务的说明 .....	30

## 图表目录

图 1: 国内季度风电机组季度招标容量 (GW) .....	4
图 2: 国内风电机组投标均价走势 (含税价, 元/千瓦) .....	4
图 3: 风电制造板块季度收入及利润同比增速 (%) .....	7
图 4: 新能源运营商板块收入及利润同比增速 (%) .....	7
图 5: 2020 年补贴完全退出的情况下, 光伏将走出全投资收益率平价之路 (仅考虑集中式电站及单面发电) .....	9
图 6: 中国分布式光伏装机 (政策不限额下, 17 年新增装机增长 360%) .....	10
图 7: 全球累计光伏装机容量增长预期 .....	11
图 8: 光伏产业链各版块单季度营收增速 (%) .....	11
图 9: 光伏产业链各版块单季度净利润增速 (%) .....	11
图 10: 光伏各环节毛利率、净利率和 ROE 情况 .....	13
图 11: 光伏各环节应收账款\存货周转天数 .....	13
图 12: 光伏各环节资产负债率 .....	13
图 13: 目前光伏行业整体估值仅超过三年内估值 25%分位数水平, 还未到均值水平 .....	14
图 14: 新能源汽车各环节毛利率、净利率和 ROE 情况 .....	17
图 15: 新能源汽车各环节应收账款周转天数 .....	17
图 16: 新能源汽车各环节存货周转天数 .....	17
图 17: 镍、钴价格一览 (万元/吨) .....	19
图 18: 金属锂、碳酸锂价格一览 (万元/吨) .....	19
图 19: 正极市场价格一览 (万元/吨) .....	21
图 20: 正极前驱体市场价格一览 (万元/吨) .....	21
图 21: 负极市场价格一览 (万元/吨) .....	21
图 22: 隔膜市场价格一览 (元/平方米) .....	21
图 23: 电解液市场价格一览 (万元/吨) .....	21
图 24: 六氟磷酸锂市场价格一览 (万元/吨) .....	21
图 25: 2019H1 年动力电池装机市场份额 .....	23
图 26: 2018H1 动力电池装机市场份额 .....	23
图 27: 全球钴下游需求预测 .....	29
图 28: 全球钴供需及缺口预测 .....	29
表 1: 风电板块业绩表现 .....	5
表 2: 风电制造上市公司业绩表现 .....	5
表 3: 新能源运营商业绩表现 .....	6
表 4: 非户用、非扶贫竞价项目装机量的敏感性测算 (发电小时数与全国单瓦平价补贴) .....	8
表 5: 国内 2017-2019 年光伏装机分拆估测 (最保守估计) .....	9
表 6: 系统投资成本假设表 .....	10
表 7: 光伏板块上市公司业绩表现 .....	12
表 8: 光伏产业链各版块杜邦拆解 .....	14
表 9: 各板块选取标的样本统计 .....	15
表 10: 各板块业绩表现 .....	16
表 11: 原材料板块上市公司 2019H1 盈利能力 .....	18
表 12: 原材料板块上市公司 2019H1 经营能力 .....	18
表 13: 锂电设备板块上市公司 2019H1 盈利能力 .....	20
表 14: 锂电设备板块上市公司 2019H1 经营能力 .....	20
表 15: 四大材料板块上市公司 2019H1 盈利能力 .....	22
表 16: 四大材料板块上市公司 2019H1 经营能力 .....	23
表 17: 动力电池板块上市公司 2019H1 盈利能力 .....	24
表 18: 动力电池板块上市公司 2019H1 经营能力 .....	24
表 19: 机电电控板块上市公司 2019H1 盈利能力 .....	25
表 20: 机电电控板块上市公司 2019H1 经营能力 .....	25
表 21: 高端零部件板块上市公司 2019H1 盈利能力 .....	26
表 22: 热管理等高端零部件板块上市公司 2019H1 经营能力 .....	26
表 23: 整车板块上市公司 2019H1 盈利能力 .....	27
表 24: 整车板块上市公司 2019H1 经营能力 .....	27
表 25: 主要钴矿企业产量及预测 .....	28

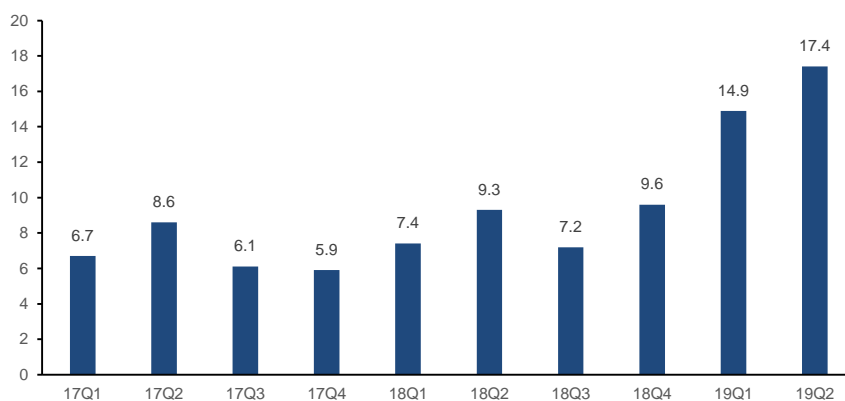
## 风电产业链：新能源消纳改善，风电装机加速

### 风电全面进入抢装潮 招标市场量价齐升

2019 年上半年国内风机公开招标量已达到 32.3GW，同比增长 93.4%，创半年度最高招标量历史纪录。其中，海上风电招标 4.4GW，同比增长 76%，占比 13.6%。北方项目 21.7GW，占比 67.1%，三北大基地市场回归确立。

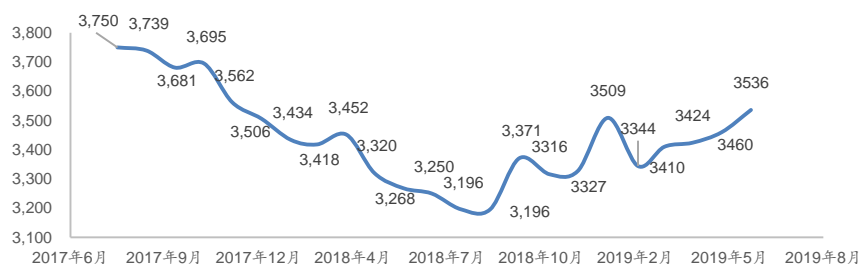
与此同时，风机价格也出现显著回升，截至 2019 年 6 月，2MW 风机投标均价上涨至 3536 元/千瓦，较 2018 年 9 月低点累计上涨 10.6%，2.5MW 投标均价恢复到 3583 元/千瓦，较前期低点累计反弹 7.5%，2020 年毛利率显著改善可期。

图 1：国内季度风电机组季度招标容量（GW）



资料来源:金风科技, 国信证券经济研究所整理

图 2：国内风电机组投标均价走势（含税价，元/千瓦）



资料来源:金风科技,国信证券经济研究所整理

从 2018 年下半年开始,风电设备行业已经开始呈现装机需求逐季加速的景象, 2019 年随着海上和陆上风电补贴退坡政策的完全落地,陆上和海上风电存量核准项目全面进入开工抢并网的节奏。风机和风塔招标需求持续火爆,风机价格稳中有升,风塔价格停留在 2018 年的高位保持坚挺,并且未来排产紧张,产能利用率饱和。上半年各家风塔企业的销售均价出现不同比例的提升,吨钢毛利也呈现普遍扩张趋势。风机厂商开始消化低价存量订单,毛利率大幅下滑 3-10%,但出货量均呈现 40%以上的高速增长。

**表 1: 风电板块业绩表现**

板块名称	营业总收入同比增	营业总收入同比增	营业利润同比增长	营业利润同比增长
	长率 2018 年 (%)	长率 2019H1 (%)	率 2018 年 (%)	率 2019H1 (%)
风电制造	16	45	2	22
新能源运营商	14	15	13	4

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**表 2: 风电制造上市公司业绩表现**

证券代码	证券简称	营业	营业	同比	营业	营业	同比	营业	营业	同比	营业	营业	同比
		总收入	总收入	增长	总收入	总收入	增长	利润	利润	增长	利润	利润	增长
		(2017)	(2018)	(%)	(2018H1)	(2019H1)	(%)	(2017)	(2018)	(%)	(2018H1)	(2019H1)	(%)
603218.SH	日月股份	18.31	23.51	28	10.24	15.37	50	2.61	3.24	24	1.33	2.46	84
002531.SZ	天顺风能	32.38	38.34	18	16.16	24.77	53	5.36	5.29	(1)	2.52	3.83	52
601218.SH	吉鑫科技	13.49	12.69	(6)	5.05	5.51	9	0.06	(0.86)	(157)	(0.88)	0.26	(130)
002080.SZ	中材科技	102.68	114.47	11	47.46	60.63	28	10.19	12.90	27	4.85	7.81	61
300569.SZ	天能重工	7.38	13.94	89	3.77	8.55	127	1.04	1.25	21	0.35	0.99	183
300129.SZ	泰胜风能	15.90	14.73	(7)	4.42	9.18	108	1.74	0.16	(91)	0.15	0.65	336
002487.SZ	大金重工	10.21	9.70	(5)	4.44	7.83	76	0.38	0.73	90	0.25	0.74	191
300443.SZ	金雷股份	5.96	7.90	32	2.89	4.92	70	1.74	1.34	(23)	0.46	0.94	103
300748.SZ	金力永磁	9.12	12.89	41	6.16	7.80	27	1.55	1.60	3	0.60	0.68	15
300690.SZ	双一科技	5.95	5.36	(10)	2.35	3.56	52	1.26	1.01	(20)	0.51	0.78	53
603507.SH	振江股份	9.43	9.80	4	3.72	6.45	73	1.34	0.70	(48)	0.46	(0.21)	(147)
603985.SH	恒润股份	7.41	11.85	60	4.83	6.36	32	1.06	1.49	40	0.66	0.76	15
603063.SH	禾望电气	8.78	11.81	35	2.96	6.94	134	2.51	1.07	(57)	0.42	0.21	(51)
002202.SZ	金风科技	251.29	287.31	14	110.30	157.33	43	35.09	37.18	6	17.97	14.22	(21)
601615.SH	明阳智能	52.98	69.02	30	25.43	40.15	58	3.60	3.80	6	0.93	3.15	237
300772.SZ	运达股份	32.57	33.12	2	12.60	14.79	17	1.00	1.22	22	0.08	0.12	45

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

上半年来风较弱，运营商业绩增长乏力。受风资源波动影响，2019年上半年全国风电等效利用小时数同比下降10小时至1133小时(-0.9%)，受此影响运营商营收规模随着装机容量增长的同时，业绩增速落后于收入增速，盈利能力有所下降。

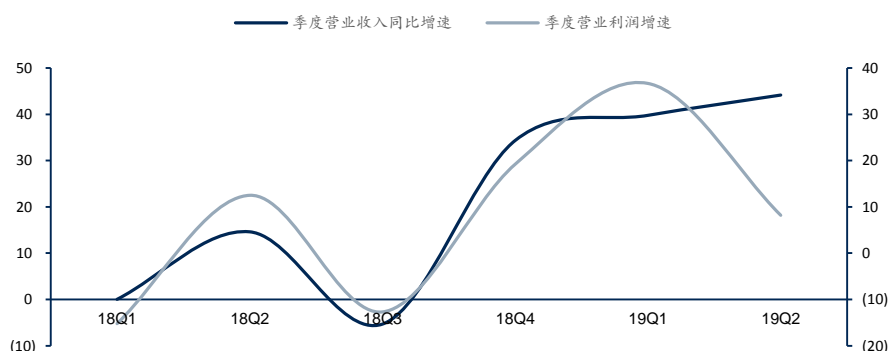
**表3：新能源运营商业绩表现**

证券代码	证券简称	营业收入 (2017)	营业收入 (2018)	同比增长 (%)	营业收入 (2018H1)	营业收入 (2019H1)	同比增长 (%)	营业利润 (2017)	营业利润 (2018)	同比增长 (%)	营业利润 (2018H1)	营业利润 (2019H1)	同比增长 (%)
0916.HK	龙源电力	246.4	265.0	7.6	134.1	140.8	5.0	76.7	84.4	10.0	55.3	57.0	3.1
0958.HK	华能新能源	105.7	117.0	10.7	63.2	71.5	13.0	51.9	55.6	7.0	36.8	44.4	20.5
1798.HK	大唐新能源	71.1	83.2	17.1	43.7	44.9	2.9	26.6	35.1	31.8	21.5	20.7	-3.6
002202.SZ	金风科技	251.29	287.31	14	110.30	157.33	43	35.09	37.18	6	17.97	14.22	(21)
601016.SH	节能风电	18.7	23.8	27.0	12.1	12.3	1.1	8.2	11.5	39.8	6.3	5.9	-6.1
603693.SH	江苏新能	14.2	14.7	3.9	7.5	7.4	-0.9	4.6	5.0	9.1	2.6	2.5	-2.2
0956.HK	新天绿色能源	70.7	100.1	41.7	48.7	63.6	30.7	16.9	21.7	28.5	13.0	17.2	32.5
0579.HK	京能清洁能源	144.0	164.3	14.1	81.4	81.8	0.5	22.2	30.2	36.1	18.5	16.3	-11.8
0816.HK	华电福新	168.6	184.5	9.4	89.2	98.0	9.9	46.9	45.8	-2.3	26.4	33.7	27.7

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2019年1季度和2季度风电制造板块营业收入同比增长率分别为39.8%和44.2%，体现行业装机加速势态逐步提升，但受到风电整机环节的盈利能力恶化的拖累，整个制造业务上半年的营业利润同比增速低于收入增速。1季度营业利润同比增速为36.7%，2季度因整机业务放量交付后毛利率显著同比下滑，制造行业营业利润同比增速下降到8.2%。

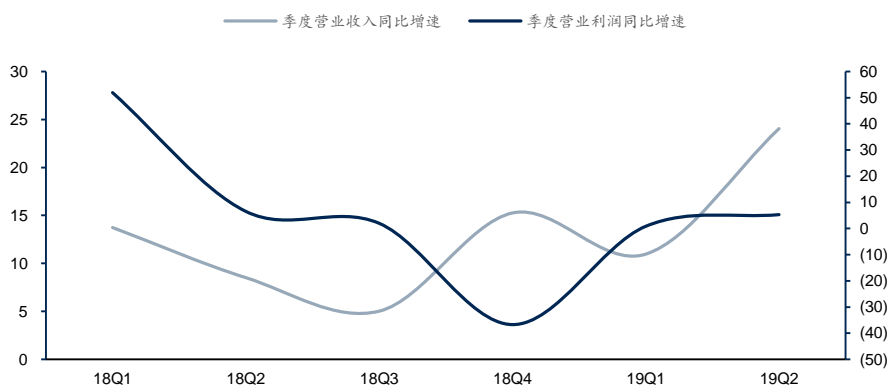
图 3: 风电制造板块季度收入及利润同比增速 (%)



资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理

从单季度的同比增速来看,运营商收入增速依靠新增装机拉动,而业绩增速主要取决于当季度风资源同比变动幅度。由于 2019 年 1 季度三北地区来风情况较差,而 2 季度有所好转,因此 2019 年 2 季度新能源运营商营业收入和营业利润同比增速环比提升。

图 4: 新能源运营商板块收入及利润同比增速 (%)



资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理

### 展望 2019 年: 下半年装机加速验证 制造板块盈利能力环比提升

我们预计风机制造板块的三季报和年报将持续反映国内风电吊装同比显著增长的趋势,营业收入和经营利润保持一定同比增速,同时零部件企业的毛利率会随着规模效应和原材料成本的小幅下降而扩张。关于新能源运营商板块,由于每年 3 季度为小风季,加上限电率改善空间较小,风电运营商的同比业绩增速可能低于 2 季度,4 季度随着国内进入大风季,预计业绩会有环比改善。

综上所述,我们预计 2019 年下半年风电板块业绩持续明显改善,主要原因如下:

- 一、抢装潮带动设备端交付放量,价格坚挺。2019 年国家明确风电最后一轮退补政策,截至 2018 年年底陆上风电存量核准项目必须在 2020 年底完成并网,总量约 60-70GW,海上风电存量核准项目必须在 2021 年底之前并网,存量核准累计 22GW。开发商将加速建设其中一部分具备开工条件的项目,虽然无法全部抢装,但未来一、两年内陆上和海上风电设备将迎来密集交付期,企业出货量只受到产能约束。
- 二、原材料价格小幅回落,缓解设备制造成本压力。今年以来生铁、钢材价格

震荡小幅下降，降幅在 2019 年 2 季度末略有加速，预计将缓解风电设备企业 3、4 季度的成本压力，叠加规模效应预计企业毛利率将有所扩张。

### 政策预期迎来向上拐点 运营商估值压力释放

目前市场给予新能源运营商低估值主：1) 历史上阶段性出现限电，影响新能源运营企业合理盈利能力；2) 基于补贴资金不到位，导致现金流和股息率与行业属性不匹配。

我们认为新能源发展过程虽然政策调控和政策执行力度存在短期波动，但从长期来看，中国以风电光伏等新能源替代传统化石能源消费的趋势是不会逆转和停滞的，甚至到了 2020 年平价以后会加速在增量能源消费和存量消费结构中逐渐替代。过去几年由于电网消纳能力建设落后导致的弃风限电，国家在发展区域层面进行的调整和引导，并不意味着支持新能源发展的态度有任何转变和犹豫。从目前的情况看行业发展模式正逐步向常态化和科学化转变，三北地区的限电情况持续改善，可再生能源电力配额制的推出更加保障新能源发电企业的上网资源。

补贴资金不到位问题，我们认为这是十三五期间的特殊现象。我国可再生能源发展对资金的需求可能存在短期快速提升的情况，而可再生能源附加的征收跟随全社会用电量稳步提高，不可能短期大幅提高征收金额，因此只要未来新增装机稳步发展，随着时间的推移最终新能源项目将全额收到补贴资金，形式可能是通过多种融资路径来实现的，同时也可以看到自备电厂的拖欠附加清缴工作的落实。

综上所述，我们认为目前新能源运营商的估值有待修复。简单测算，以运营商内部 8%-12% 的资本金收益率为基准，假设没有其他因素的影响，不考虑装机量增长，市场给予运营商的估值水平也应达到 10 倍以上；而以实际项目资本金收益率来看，风电普遍能够达到 20%，随着现金流的改善，目前的估值有较大提升空间。

## 光伏：需求有望超预期，寻找产业链优势环节

### 需求端：政策拐点出现，海外市场发力，行业景气度回调

平价、竞价政策相继落地，财政补贴对光伏行业引导正在弱化。靴子落地，基本符合预期，此次风光建设政策光伏部分与 4 月 30 日征求意见稿基本一致，且充分考虑企业对政策的反馈和声音，其中最大的变化在于 2019 年 1 月 1 日(含)后并网项目均为新项目，均可参与 2019 年的补贴竞价，基本符合业内预期。2019 光伏价格政策仍将采用报价修正排序，政策中强调不同资源区以及电站、分布式不同修正值，使各地区各类项目的经济性和竞争力。对 22.5 亿竞价项目做敏感性分析：除去户用、扶贫等，在每瓦补贴 4.5 分到 5.5 分之间，发电小时数在 1200-1250 小时之间的假设下，2019 年 22.5 亿的竞价项目装机将保持在 32.73-41.67GW 水平之间。

表 4: 非户用、非扶贫竞价项目装机量的敏感性测算(发电小时数与全国单瓦平价补贴)

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



资料来源:能源局、国信证券经济研究所预测整理

根据发改委能源研究所可再生能源发展中心,预计2019年补贴资金支持的规模中,户用项目装机规模在3.5-4GW,补贴资金约7亿,竞价一般工商业及地面电站补贴资金约23亿元,另外还包括5GW的光伏扶贫项目和4GW的领跑者项目,根据第一批风光平价项目公示,保守估计2019年将有8GW光伏平价项目装机,预计即全年国内新增装机或将达到48GW装机水平。

表5: 国内2017-2019年光伏装机分拆估测(最保守估计)

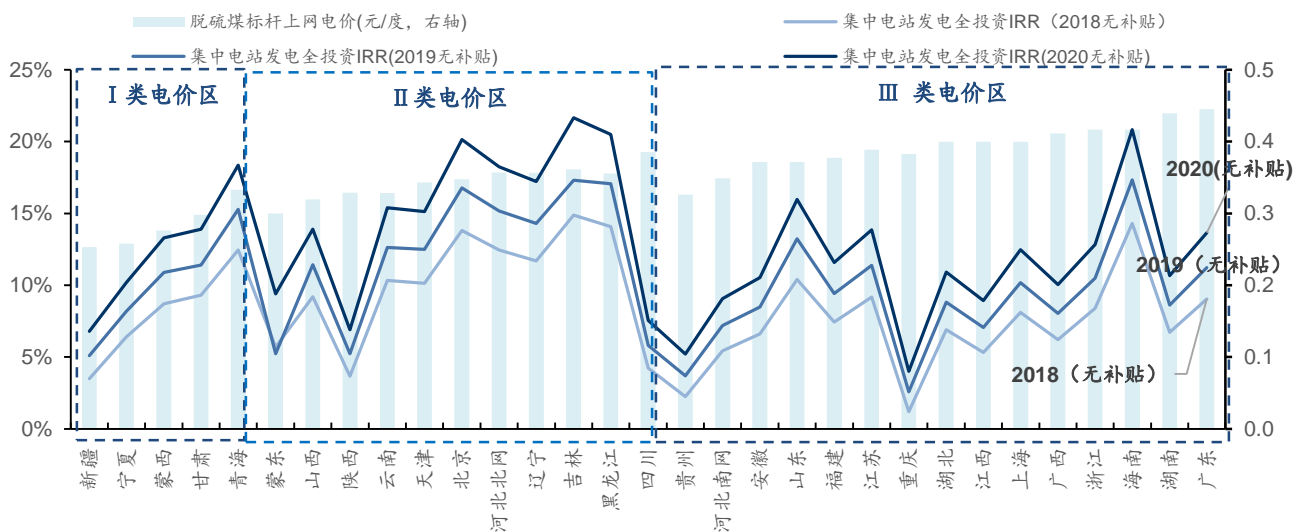
	2017	2018E	2019E
集中式: 普通电站	14.02	9	12
集中式: 光伏扶贫	2.98	5	2.5
集中式: 领跑者	8	8	
集中式: 自行管理集中式电站	1.2	1	1
分布式: 村级光伏扶贫	2.18	3	2.5
分布式: 自发自用	7	5	8
分布式: 户用	2.44	3	4
分布式: 工商业分布式	10	10	10
增补项目	5.01		
平价项目			8
合计	52.83	44	48

资料来源:能源局、发改委能源研究中心、国信证券经济研究所预测整理

系统成本下降,非系统成本通过政策削减,国内光伏进一步加速平价。发电端平价是光伏与其他形式电力之间的对比,其中煤电发电成本最低,所以光伏发电端平价可以近似比较的是:无补贴下,光伏发电全投资IRR等于火电(脱硫煤电)期望IRR。当前,全国各省区火电上网标杆电价0.25~0.45元/KWh,在2020年补贴全部退出、火电标杆价格不变的假设下,2020年全国32个电力区实现光伏平价的区域达27个,占全部电力区84%。

531后,光伏产业链价格降价明显,而新一轮政策支持也将逐步向非系统成本倾斜。考虑到光伏降本增效的快速进步,以及在主动调整电力结构的国家意志下,多省燃煤机组标杆上网电价逐年均有不同程度上调,未来1-2年部分省份或出现光伏发电成本与煤电上网电价的交叉,光伏发电端平价上网或将加快实现。

图5: 2020年补贴完全退出的情况下,光伏将走出全投资收益率平价之路(仅考虑集中式电站及单面发电)



资料来源:发改委能源研究所、Solarzoom、国信证券经济研究所整理预测

注:柱状为各省火电发电电价,线状为光伏、火电IRR

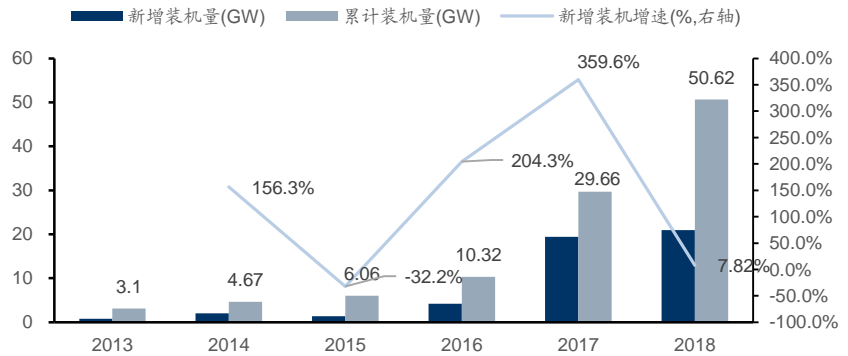
表 6: 系统投资成本假设表

	2017 (年均)	2018E	2019E	2020E
组件价格 (元/W)	2.24	1.575	1.497	1.422
逆变器价格 (元/W)	0.16	0.135	0.122	0.115
安装维修价格 (元/W)	0.90	0.633	0.602	0.572
其他费用 (元/W)	2.20	1.548	1.471	1.397
合计系统投资 (元/W)	5.50	3.892	3.691	3.506

资料来源: 发改委能源研究所、Wind、国信证券经济研究所预测

分布式光伏是未来光伏新增装机的增长点。2018 年国内新增装机 44.26GW, 仅次于 2017 年新增装机, 为历史第二高, 集中式电站和分布式光伏分别新增 23.30GW 和 20.96GW, 创历史新高分布式装机。分布式光伏的建设成本与集中式相差不大但更易平价, 同时自发自用部分不受补贴影响, 其内部收益率将高于集中式地面电站, 虽然国家 18 年限制分布式装机 10GW, 但也应征光伏市场活力也集中体现在分布式装机。17 年全年及 18 年上半年分布式装机增速已经向市场证明, 相较于集中式光伏, 分布式拥有更高收益率及更优用电侧平价效益, 在光伏市场化进程中, 分布式光伏也将是未来光伏新增装机的增长点。

图 6: 中国分布式光伏装机 (政策不限额下, 17 年新增装机增长 360%)



资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

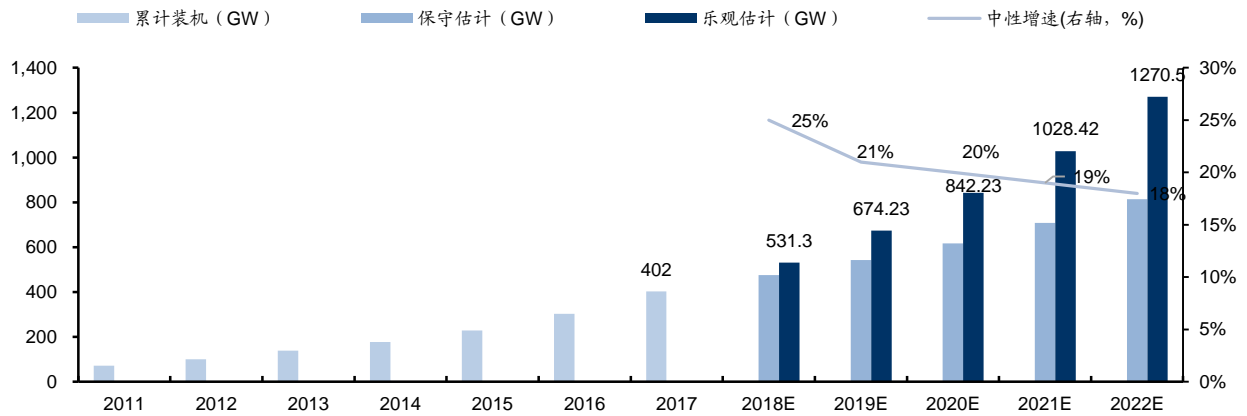
平价之后, 光伏将迎来新的拐点。在光伏实现平价上网后, 可从需求和供给角度演绎光伏拐点爆发: 需求层面, 全社会用电增速维持在 6-8% 左右, 同时国家加强煤电产能退出 (2020 年煤电装机规模力争控制在 11 亿千瓦以内, 2017Q3 为 10.8 亿千瓦, 十三五期间力争关停 2000 万千瓦、停缓建 1.5 亿千瓦), 一方面, 国家层面希望电力需求的缺口由不需要补贴的光伏等新能源来弥补, 另一方面, 主管部门在制定光伏装机规划时将不再考虑可再生能源补贴基金的规模限制; 供给层面, 光伏项目的投资核心驱动力是 IRR, 目前由于没有完全实现发电端平价, 光伏项目的补贴拖欠问题将导致实际 IRR 较低, 同时造成项目的现金流紧张, 一旦平价到来, IRR 将恢复到理论值, 投资热情将再次点燃。

火电在光伏平价后经济性竞争力骤减, 光伏装机量潜在空间巨大。实现平价上网后, 新增增量方面, 新建光伏电站将比新建煤电厂更具经济性, 光伏发电将成为满足新增用电需求的首选; 存量替代方面, 当光伏全生命周期成本下降到低于在运煤电厂营运成本时, 则理论上存量煤电提前退役将成为可能, 庞大的存量市场又将为光伏装机提供新一轮增长机会。

海外市场超预期, 高增长需求将延续。截止到 2018 年 11 月, 全球 178 个国家已签订巴黎协定, 146 个国家设定了可再生能源的目标, 其中中东、南美、东南亚国家因光伏经济性及微网属性, 将逐步加大对光伏发电需求。国内受 531 政策影响新增规模预期下降较年初下降明显, 而海外市场多地区增长超预期, 各大机构预计 2018 年全球总量仍在 100GW 左右, 19 年得益于海外光伏市场

接力，全球光伏新增装机预期将保持高速增长。

图 7：全球累计光伏装机容量增长预期



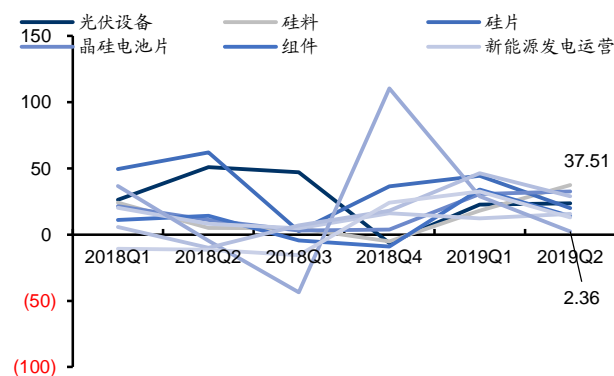
资料来源：CPIA、SolarPower Europe、国信证券经济研究所整理

**海外需求重启，中国光伏制造出口回升显著。**根据最新的海关数据，2019 年 4 月，国内光伏组件出口量约为 5.7GW，同比增长 117%，环比下降 9%。1~4 月份的总出口量约为 20.6GW，同比增长 81%。由于海外很多国家在 3 月份存在抢装现象，近三年的 4 月份的需求量都会出现环比下降。中国作为全球光伏生产基地，2018 年海外组件出口量已高达 39.28GW，同比增长 50%。根据欧洲光伏协会，至 2018 年底全球将有 14 个国家及地区光伏装机量达到 GW 级水平，而 2017 年全球 GW 级成员国仅为 9 个，随着未来海外市场需求提升，国内光伏制造商龙头也将进一步受益。

**光伏产业链 2019 年半年度盈利显著回升**

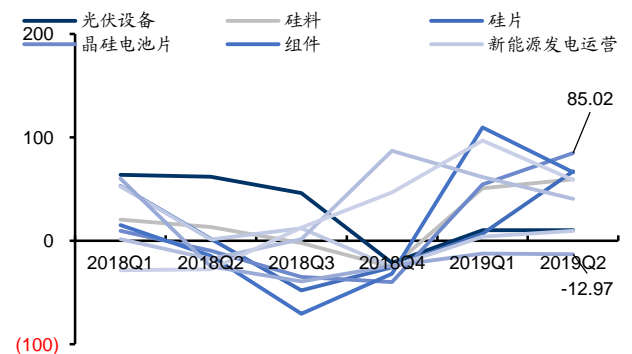
**2019 年 H1 盈利增速明显好于 18 年，光伏产业链整体盈利回升。**2019 年 H1，我们统计的 33 家上市企业实现利润 126.66 亿元，同比增长 20.5%。受海外市场需求自 2018 年三季度来回升显著，2019 年海外市场率先启动，光伏装机平稳增长，龙头马太集聚，光伏行业盈利实现平稳增长。我们判断随着三四季度国内国内开启，光伏企业下半年将迎来量利齐升阶段性行情。

图 8：光伏产业链各版块单季度营收增速 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 9：光伏产业链各版块单季度净利润增速 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

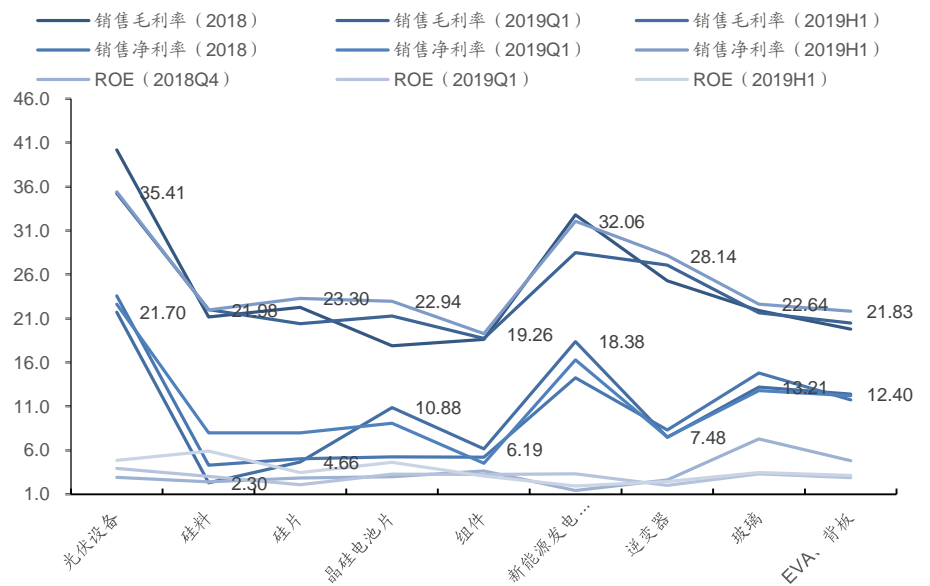
**表 7: 光伏板块上市公司业绩表现**

证券简称	2019H1 营收(亿)	2019H1 营 收 YOY (%)	2019H1 归 母净利 (亿)	2019Q1 归 母净利 (%)	2019Q1 营收(亿)	2019Q1 营 收 YOY (%)	2019Q1 归 母净利 (亿)	2019Q1 归 母净利 (%)	
光伏设备	晶盛机电	11.78	-4.75%	2.51	-11.92%	5.68	0.74%	1.26	-6.73%
	捷佳伟创	12.18	56.00%	2.31	24.96%	5.30	38.86%	0.93	24.19%
	上机数控	2.93	-24.82%	0.96	-20.67%	1.21	-39.67%	0.42	-30.24%
	迈为股份	6.21	74.46%	1.24	38.40%	2.96	57.65%	0.64	26.55%
	罗博特科	4.27	12.37%	0.31	-25.51%	1.33	108.77%	0.06	36.96%
硅料	大全新能源	1.47	-7.22%	0.04	-90.12%	0.81	-15.10%	0.07	-79.00%
	新特能源	40.77	-24.81%	2.35	-72.72%		0.00%		0.00%
	通威股份	161.24	29.50%	14.51	58.01%	61.69	18.21%	4.91	53.36%
	保利协鑫能源	101.74	-9.08%	(9.98)	-361.12%		0.00%		0.00%
硅片	隆基股份	141.11	41.22%	20.10	53.76%	57.10	64.88%	6.11	12.54%
	中环股份	79.42	22.88%	4.52	50.69%	38.23	36.58%	1.88	50.15%
	保利协鑫能源	101.74	-9.08%	(9.98)	-361.12%		0.00%		0.00%
	京运通	8.21	-32.11%	0.71	-78.52%	3.15	-43.17%	(0.15)	-109.80%
电池片	隆基股份	141.11	41.22%	20.10	53.76%	57.10	64.88%	6.11	12.54%
	通威股份	161.24	29.50%	14.51	58.01%	61.69	18.21%	4.91	53.36%
	茂迪		0.00%		0.00%	12.31	-74.93%	(3.79)	64.59%
	昱晶能源		0.00%		0.00%		0.00%		0.00%
	中来股份	11.58	-4.37%	1.13	70.16%	3.92	-13.86%	0.28	24.86%
	东方日升	60.56	27.62%	4.85	295.52%	23.92	14.93%	3.03	278.36%
组件	协鑫集成	50.89	-16.35%	0.18	-29.02%	20.38	0.85%	0.32	121.60%
	晶科能源	127.35	19.83%	1.66	61.44%	58.22	27.49%	0.40	1017.55%
	阿特斯太阳能	15.21	-26.72%	0.46	-22.78%	4.85	-65.98%	(0.17)	-139.57%
	东方日升	60.56	27.62%	4.85	295.52%	23.92	14.93%	3.03	278.36%
	隆基股份	141.11	41.22%	20.10	53.76%	57.10	64.88%	6.11	12.54%
太阳能运营商	太阳能	20.43	2.61%	3.78	-14.42%	8.69	2.90%	1.26	-11.48%
	爱康科技	25.14	0.94%	0.37	-46.25%	11.63	16.27%	0.12	-17.62%
	林洋能源	16.68	3.39%	4.18	5.30%	6.95	18.99%	1.55	5.63%
逆变器	阳光电源	44.62	14.48%	3.33	-13.15%	22.19	30.03%	1.71	-15.56%
	锦浪科技	4.12	5.97%	0.31	-27.53%	1.60	13.42%	0.07	14.69%
玻璃	福莱特	20.35	39.50%	2.61	22.80%	9.32	37.36%	1.09	10.89%
	信义光能	40.35	-3.94%	9.53	-21.52%		0.00%		0.00%
胶膜、背板	福斯特	29.79	36.29%	3.98	77.23%	16.15	52.50%	2.16	112.56%
	中来股份	11.58	-4.37%	1.13	70.16%	3.92	-13.86%	0.28	24.86%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**盈利能力均衡，行业利润向领先环节集中。**受益于光伏技术迭代带来的设备更新，设备供应商环节 2019H1 毛利率水平较 2018 年进一步下降。2019 年来晶硅产业链行业格局中硅片最优，行业利润由之前的产业链向对骗倾斜。在 18 年四季度至 2019 年二季度，设备投入开始产出，产业链环节尤其是电池片环节净利率水平均开始有较大提升。运营商环节毛利率水平提得较大提升，但周转率及负债率压制环节整体 ROE 水平。

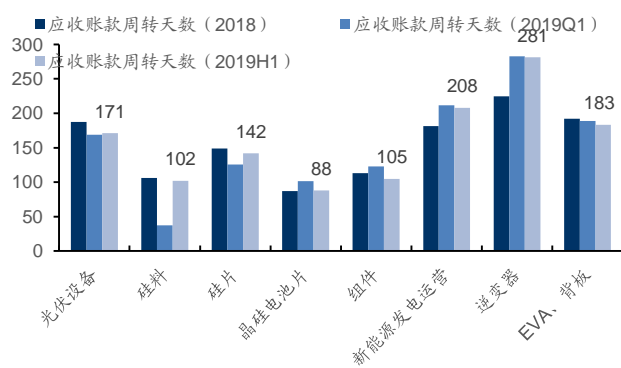
图 10: 光伏各环节毛利率、净利率和 ROE 情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

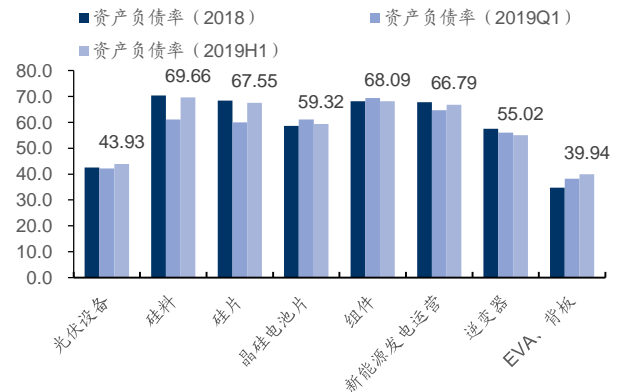
**行业整体应收账款和存货周转天数上升, 资产负债率基本稳定。** 补贴发放周期长, 各环节应收账款周转天数较 2019 年年初涨消不一, 其中光伏设备、逆变器应收账款天数分别达到 171/281 天, 其他制造端环节应收账款均在 50-150 天之间; 存货周转天数各环节提升较快, 主要受 2019 年 6 月份小抢装潮影响以及产业链为三四季度提前备货影响, 其中设备类环节存货中发出商品占比较大。资产负债率角度, 除设备类环节, 其余环节均在 60%左右水平, 且未出现明显恶化情况。

图 11: 光伏各环节应收账款\存货周转天数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 12: 光伏各环节资产负债率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

**2019 年 H1 光伏产业链各环节 ROE 水平整体提升。** 拆解近年来光伏产业链各环节 ROE, 可以大致如下分类: 光伏设备、硅料、硅片环节更多倚靠高销售净利率来驱动 ROE 快速增长; 光伏运营商则在较高净利的基础上, 倚靠较高财务杠杆来增厚 ROE; 电池片、组件环节则主要倚靠高资产周转率, 紧抓管理经营效率, 来获取高净资产收益。而相比于 2018 年, 2019 年产业链各环节 ROE 小幅上升, 其中: 硅片环节因产业链溢价最强, 销售净利率上; 电池片、组件环节虽成本端降价幅度大于产品价格, 总资产周转率下滑导致电片环节整体 ROE 小幅上升; 光伏设备净利率好转叠加杠杆率提升, ROE 上升。

表 8: 光伏产业链各版块杜邦拆解

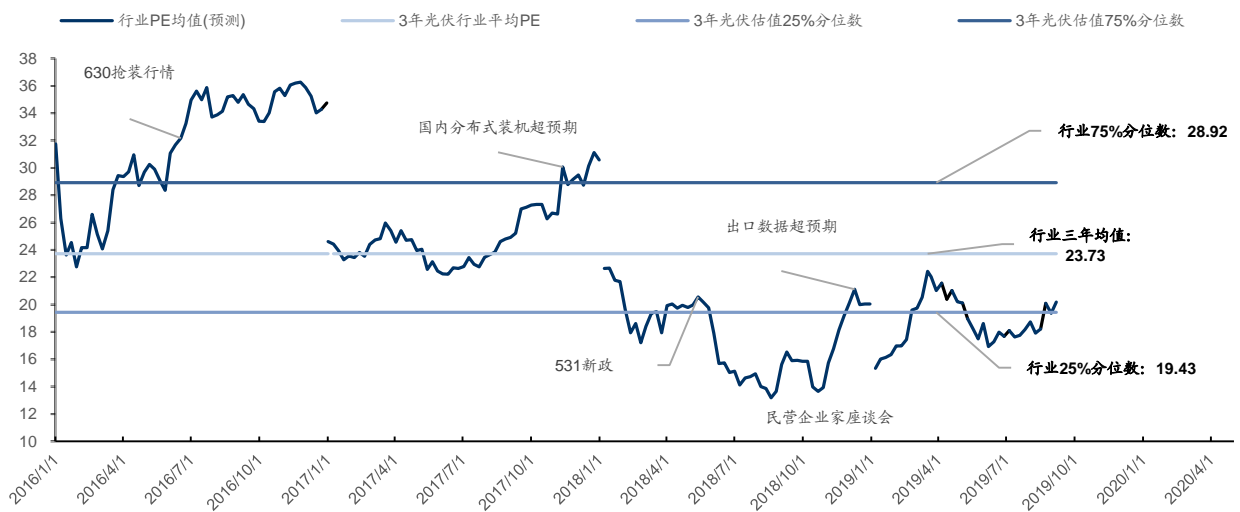
板块	2019/6/30			2019/3/31			2018/12/31			2018/6/30			2018/3/31		
	ROE	净利率	总资产周转率	ROE	净利率	总资产周转率	ROE	净利率	总资产周转率	ROE	净利率	总资产周转率	ROE	净利率	总资产周转率
光伏设备	10.79	23.79	0.23	6.23	24.27	0.11	36.33	25.73	0.53	21.84	26.85	0.34	12.07	26.58	0.12
硅料	9.18	3.03	0.19	3.27	8.02	0.12	14.43	6.81	0.45	6.71	14.32	0.22	2.37	18.55	0.17
硅片	5.03	6.04	0.16	1.61	3.98	0.08	9.50	9.16	0.33	5.43	12.71	0.17	2.39	16.12	0.08
晶硅电池片	7.62	10.58	0.29	3.01	1.57	0.11	9.79	-4.45	0.61	4.95	-4.34	0.29	2.02	-2.68	0.13
组件	5.82	5.56	0.30	2.80	4.63	0.12	6.96	4.52	0.64	3.70	4.02	0.32	0.42	3.13	0.15
光伏运营商	3.91	20.45	0.12	1.30	11.80	0.07	8.53	15.65	0.23	4.38	20.97	0.11	1.50	17.21	0.05
逆变器	4.72	7.57	0.34	2.05	6.07	0.15	25.83	11.04	1.02	6.00	10.41	0.24	2.81	8.02	0.11
EVA、背板	5.63	11.68	0.31	2.46	10.19	0.15	9.61	10.22	0.62	3.50	7.97	0.29	1.43	7.15	0.13
玻璃	7.00	19.67	0.21	2.87	11.72	0.13	12.00	19.85	0.40	6.00	22.86	0.21	14.49		

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

### 展望后市: 光伏三主线, 强逻辑待验证

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

图 13: 目前光伏行业整体估值仅超过三年内估值 25%分位数水平, 还未到均值水平



资料来源: CPIA、Wind、国信证券经济研究所整理

A、国内装机行情的相关标的弹性最大。目前, 国内竞价项目落地, 国内装机潮预计三季度中期放量, 同期海外三季度或为装机淡季, 下半年国内战场将逐步成为光伏行情主焦点。后续关注剩余未用补贴去向及特高压配套外送、各省分布式平价等项目落地。基于此, 国信电新认为 2019 年下半年, 光伏行情更应关注国内市场弹性标的及拥有个体  $\alpha$  标的, 关注业绩估值全面超预期带来的戴维斯双击, 重点推荐国内装机行情最大受益者【阳光电源】。

B、PERC 电池跌价进入尾声, 硅片仍为全产业链最优势环节。最新数据 perC 电池已跌破 0.95 元, 一方面下游需求在目前仍未启动, 另一方面 perC 电池爆

发式产能集中释放引发电池“恐慌性”砍价。而我们认为当前 PERC 电池跌价已无空间：一方面因为即期价格已逼近 2015-2017 年 perc 老线现金成本，若进一步降价势必引发 10-20GW 产能停产，老线的现金成本为当前价格支撑点；另一方面，下游需求将在三、四季度集中爆发，尤其国内市场将有 50% 的同比增长空间，而当前 PERC 电池与普通多晶电池价差已在 2 毛，PERC 单晶性价比不言而喻。基于此，国信电新认为 2019 年下半年至 2020 年上半年，随着下游需求集中式爆发及 PERC 电池产能进一步释放，光伏行情更应关注格局最优的硅片环节，关注产能及技术产品超预期释放带来的成长空间，重点推荐当前光伏行业预期差最大的硅片标的【中环股份】。

C、光伏技术路径丰富且多样，而落地需靠设备商变现。光伏行业之所以可以享受较高估值，一方面是因为光伏行业长期拥有景气的下游需求，光伏渗透率提高永远值得想象；另一方面，则是光伏行业拥有完整的、多样的、可见的成本降低路线图，此路线图为“景气的下游需求”进一步强有力的保障，其中，电池片环节技术是此路线图中的“皇冠上的明珠”。不同于硅片等环节制造商“垄断”核心技术，电池片环节制造商与设备商之间更倾向于相互协作，而设备端的“新技术工业化”往往是新技术导入的关键。基于此，国信电新认为 2019 至 2020 年，随着异质结及 PERC+ 等新技术导入，设备厂商将率先受益于新产品订单释放，关注拥有多代电池片核心设备积累及研发的相关标的，重点关注全球电池片设备龙头【捷佳伟创】。

## 新能源汽车：坚定电动化路线，行业筑底静待反弹

### 中报总结——营收稳健增长利润承压，龙头效应凸显

截至 8 月 31 日，新能源汽车行业 2019 年中报已全部披露完成，伴随补贴持续退补以及行业减产、销量下调等负面因素影响，行业持续洗牌阶段，产业链分化较为严重。我们选取新能源汽车业务占比较高的公司按照产业链格局将行业分为电池产业链、机电电控、高端零部件及整车环节进行分析，其中电池产业链细分为上游（原材料、锂电设备）、中游（正负极材料、隔膜、电解液）和动力电池三大环节，合计包含样本公司 55 家。

表 9：各板块选取标的样本统计

产业链划分	标的数量	标的名称
原材料	钴	3 华友钴业、寒锐钴业、洛阳钼业
	锂	3 天齐锂业、赣锋锂业、雅化集团
	锂电回收	1 格林美
锂电设备		4 先导智能、赢合科技、百利科、科恒股份
	正极材料	4 杉杉能源、当升科技、厦门钨业、容百科技
四大材料	负极材料	3 杉杉股份、璞泰来、贝特瑞
	隔膜	4 创新股份、星源材质、沧州明珠、璞泰来
	电解液	5 新宙邦、天赐材料、江苏国泰、多氟多、天际股份
动力电池		8 宁德时代、比亚迪、国轩高科、亿纬锂能、欣旺达、 坚瑞沃能、成飞集成、澳洋顺昌
	机电电控	8 合康新能、汇川技术、英威腾、蓝海华腾、大洋电机、 正海磁材、方正电机、卧龙电气
高端零部件	7	奥特佳、松芝股份、三花智控、银轮股份、宏发股份、 新 科技

**整车** 5 比亚迪、宇通客车、中通客车、金龙汽车、江淮汽车  
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

**2019H1 行业收入维持稳定增速，各环节利润增速差异明显。**行业整体 2019H1 收入维持稳定增长，其中四大材料、动力电池、整车环节增速分别为 23.80%、38.27%和 10.17%，原材料和锂电设备环节出现收入负增长；利润方面各版块分化严重，受价格暴跌影响原材料环节利润大幅下滑，锂电设备环节受新建产能投建速度滞后影响利润略有下降，动力电池板块因动力电池装机量同比维持较高增速原因利润仍维持较快的增长，四大材料板块剔除恩捷合并以及天际股份非经常性损益，同比下降 11.67%，电机电控、高端零部件、整车板块利润增速转正。

**表 10: 各板块业绩表现**

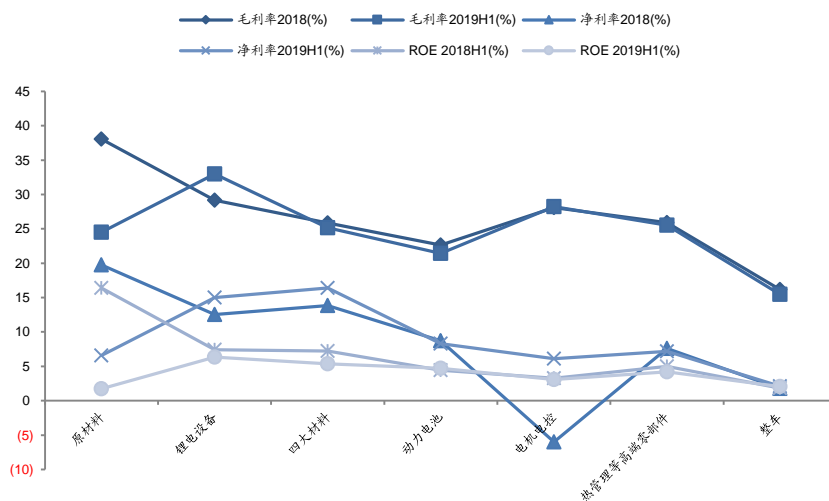
板块名称	营业总收入同比增	营业总收入同比增	净利润同比增长率	净利润同比增长率
	长率 2018 年	长率 2019H1	2018 年	2019H1
原材料	33.51%	-4.31%	12.92%	-65.67%
锂电设备	39.05%	-0.36%	10.78%	-0.79%
四大材料	27.38%	23.80%	81.35%	98.08% (-11.67%)
动力电池	30.94%	38.27%	-6.82%	74.02%
电机电控	5.15%	-0.74%	-226.42%	19.28%
高端零部件	14.89%	3.26%	-14.02%	22.65%
整车	0.17%	10.17%	-97.56%	33.02%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

**盈利能力分化，上游设备盈利维持良好。**受原材料价格暴跌影响，上游原材料环节 2019H1 毛利率、净利率和 ROE 分别为 24.50%、6.57%和 1.73%，较 2018 年出现明显下滑几近盈亏平衡线；锂电设备环节盈利能力依旧，毛利率、净利率较 2018 年出现较明显上升；锂电四大材料、动力电池环节盈利能力小幅回落，其中四大材料 2019H1 毛利率/净利率/ROE 较 2018 年底下降 0.67%/-2.59%/1.87%(2018H1)，动力电池 2019H1 毛利率/净利率/ROE 较 2018 年底下降 1.22%/0.43%/-0.27%(2018H1)；电机电控环节盈利能力小幅回升，高端零部件和整车环节盈利略降。



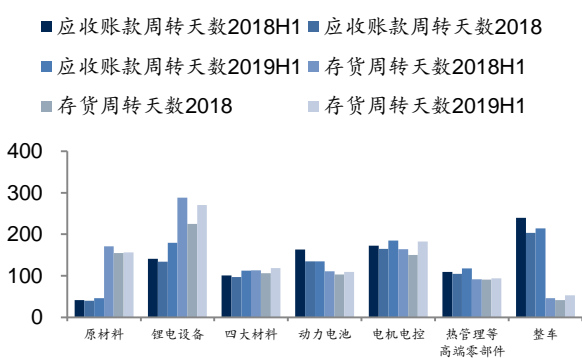
图 14: 新能源汽车各环节毛利率、净利率和 ROE 情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

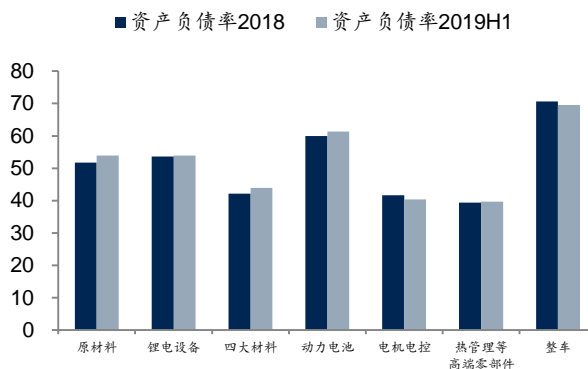
行业整体抗风险能力有待加强,应收账款周转天数和存货周转天数回升。退补+存量补贴发放周期叠加导致行业资金紧张成为较为普遍趋势,除动力电池外各环节应收账款周转天数较 2018 年均有明显上升,其中整车、电机电控和锂电设备应收账款天数分别达到 214/184/179 天,四大材料也从 2018 年底的 97 天迅速上升至 112 天;存货周转天数方面除原材料环节整体处于降库存趋势外,其他环节均出现明显增长,特别是锂电设备和电机电控、整车环节,我们认为主要原因还是上半年抢装引起的,同时各环节的产能扩张速度较快但新能源汽车销量相对表现不抢眼也是各环节库存增加的原因。资产负债率角度,除整车、电机电控两个环节外,其他环节均有不同程度的上升,从绝对值水平看,整车和动力电池环节的资产负债率已经超过 60%,资金紧张的局面仍在持续。

图 15: 新能源汽车各环节应收账款周转天数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 16: 新能源汽车各环节存货周转天数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

子环节近期行情及标的业绩回顾

原材料: 价格下行拖累业绩, 钴价反弹锂价持续下行

资源环节盈利能力压力大, 让利于下游。从 2019H1 盈利能力来看, 受价格大幅下滑影响, 大部分钴和锂资源标的收入均出现了大幅度下滑, 盈利能力更是全面见底, 其中钴板块华友钴业、寒锐钴业、洛阳钼业净利润同比分别下降 97.82%/114.47%/74.12%, 而锂资源板块的天齐、赣锋、雅化、盐湖虽然营业收入未出现板块性的下滑, 净利润均大幅下降, 除雅化集团外均有超过 50%的

降幅。锂电回收板块的格林美相对表现较强，营业收入下滑 11.7%同时净利润基本持平。

**经营能力方面钴库存下降明显，锂库存同比仍所上升，账期未有明显异动。**受钴价暴跌影响去库存趋势持续，钴资源板块存货周转周期明显降低，其中华友同比减少了 135 天而寒锐同比减少了 63 天；锂资源板块库存周期反而略有上升，除 ST 盐湖外天齐锂业、赣锋锂业均有 22 天和 14 天的周转周期上升。应收账款方面各版块分化比较大，其中锂资源普遍账期变长，钴资源华友和洛阳钼业应收账款周期缩短但寒锐有较大的上升，铜箔板块应收账款周期下降明显；平均资产负债率方面两个板块未有异常波动。

**表 11: 原材料板块上市公司 2019H1 盈利能力**

产业	产业链划分	公司简称	证券代码	总市值		YOY (%)	净利润 (亿元)	YOY (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pcts)	净利率 (%)	同比变动 (pcts)	ROE (%)	同比变动 (pcts)
				值(截至 2019/9/4)	营业收入 (亿元)									
钴		华友钴业	603799.SH	279.81	91.04	34.21	0.33	-97.82	12.00	-26.46	0.29	-21.94	0.43	-22.22
		寒锐钴业	300618.SZ	162.92	9.22	-38.62	-0.77	-114.47	4.30	-51.96	-8.32	-43.49	-4.32	-43.85
		洛阳钼业	603993.SH	736.08	99.79	-29.03	8.08	-74.12	22.06	-21.39	7.75	-17.86	2.01	-6.02
锂		天齐锂业	002466.SZ	271.79	25.90	-21.28	1.93	-85.23	61.07	-11.47	20.54	-26.89	1.91	-12.02
		赣锋锂业	002460.SZ	255.82	28.22	21.04	2.96	-64.66	25.11	-18.87	10.47	-25.41	3.72	-15.69
		雅化集团	002497.SZ	61.55	15.72	15.19	1.17	-23.98	27.57	-4.84	8.31	-4.73	4.24	-1.64
锂电回收		ST 盐湖	000792.SZ	197.26	99.31	26.72	-4.24	-64.07	26.94	1.24	-4.18	10.22	-2.58	3.44
		格林美	002340.SZ	196.69	62.04	-11.70	4.14	0.58	19.37	-0.71	6.95	0.60	4.14	-1.22

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**表 12: 原材料板块上市公司 2019H1 经营能力**

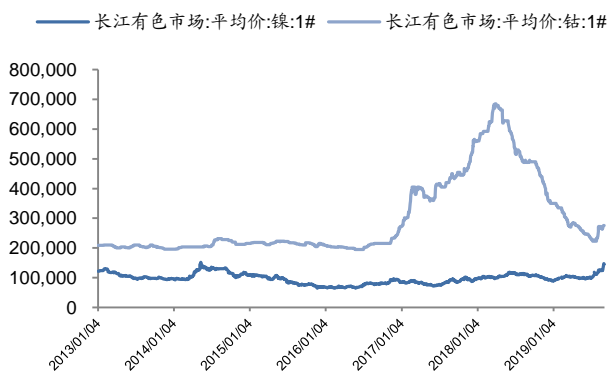
产业链划分	公司简称	证券代码	应收账款周转		存货周转天数	同比变动 (天)	资产负债率%	同比变动 (pcts)
			天数	同比变动 (天)				
钴	华友钴业	603799.SH	17.08	-16.67	106.64	-135.46	55.88	-8.30
	寒锐钴业	300618.SZ	53.69	23.12	250.24	-63.45	48.89	0.50
	洛阳钼业	603993.SH	22.28	-6.13	157.16	22.97	51.87	-0.68
锂	天齐锂业	002466.SZ	38.81	19.77	114.88	21.89	74.50	34.93
	赣锋锂业	002460.SZ	65.53	21.14	165.76	13.53	44.03	-3.58
	雅化集团	002497.SZ	69.02	-4.11	106.03	1.45	42.80	6.87
铜箔	盐湖股份	000792.SZ	9.80	1.94	77.39	-23.29	75.11	1.58
	超华科技	002288.SZ	97.26	-41.01	200.71	46.13	44.24	-0.06

	诺德股份	600110.SH	67.52	-32.41	52.84	-46.58	64.83	-1.40
<b>锂电回收</b>	格林美	002340.SZ	57.42	-4.40	193.86	38.18	59.39	-5.35

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

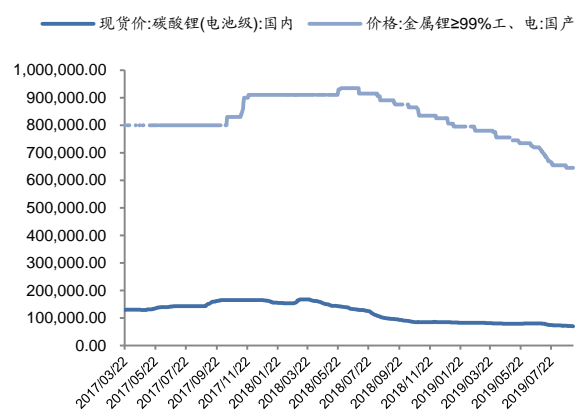
**价格方面: 钴价触底反弹, 碳酸锂价格仍在下行通道。**钴价触底反弹后目前电解钴均价已达到 27.6 万元/吨, 四氧化三钴价格报在 19-19.5 万元/吨之间, 短期供应端产能释放受阻+社会库存周期带来钴价格持续反弹趋势, 2020 年起下游需求逐步释放将带来更大的价格弹性。碳酸锂方面目前电碳主流报价已到 6.15 万/吨左右, 工碳报 5.3-5.4 万/吨, 碳酸锂、氢氧化锂市场价格持续呈下跌趋势。8 月锂盐市场供应不减, 大多数厂家依旧维持和前期持平产量, 且 6-7 月部分减产企业 8 月基本恢复正常, 市场库存量较大。下游需求方面, 磷酸铁锂、钴酸锂相对较好, 锰酸锂也基本恢复, 可三元材料恢复不及预期, 需求虽较 7 月有好转, 但总体氛围依然较淡。

图 17: 镍、钴价格一览(万元/吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 18: 金属锂、碳酸锂价格一览(万元/吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**锂电设备: 行业仍受益下游产能投放, 龙头效应凸显**

虽然受下游产能投放延迟影响, 锂电设备龙头仍体现出较高的成长性。2019H1 补贴退坡、电池龙减产等影响因素叠加下行业整体产能投放速度不及预期, 但由于技术迭代速度并没有放缓, 同时各环节龙头企业在做最后的跑马圈地。因此锂电设备厂商仍能受益于未来的行业景气度。从盈利能力来看, 2019H1 各厂商已出现较为明显的分化, 其中先导智能作为行业龙头其营业收入增速达到 29.22% 领先其他公司, 净利润增速也达到了 20% 的水平, 而百利科技因为收购了南大紫金后完成业务结构完成切换成为正极产线优质供应商营收也有快速增长。毛利率方面先导智能和赢合科技毛利较 2018 年同期分别上升了 4.29% 和 5.86%, 属于产业链内少数仍能维持较高毛利的环节。

**经营能力方面行业整体分化, 龙头经营更稳健。**从应收账款周转天数来看, 先导智能和百利科技的应收账款周转天数明显降低, 同时先导的存货周转周期也有明显改善; 赢合科技与科恒股份的账期均有明显的增长, 平均为 7-8 个月, 我们认为这是由于下游补贴政策影响导致客户层面资金链出现紧张所致, 同时也是客户结构所致; 资产负债率方面行业未有明显变化, 普遍资产负债率在 50% 左右水平。

**表 13: 锂电设备板块上市公司 2019H1 盈利能力**

产业链划分	公司简称	证券代码	总市值(截至 2019/9/4)		营业收入(YOY %)		净利润(YOY %)		毛利率 (%)	同比变动 (pcts)	净利率 (%)	同比变动 (pcts)	ROE (%)	同比变动 (pcts)
			值(亿元)	营 业 总 收 入 (亿元)	YOY (%)	净利润 (亿元)	YOY (%)							
锂电设备	赢合科技	300457.SZ	92.35	9.93	0.20	1.87	9.73	40.84	5.86	20.88	3.41	6.11	-2.32	
	百利科技	603959.SH	54.00	5.49	41.74	0.40	-48.93	29.89	-13.23	7.38	-13.05	3.64	-4.30	
	先导智能	300450.SZ	274.79	18.61	29.22	3.93	20.16	43.11	4.29	21.10	-1.59	11.15	-0.07	
	科恒股份	300340.SZ	30.99	8.23	-30.51	0.25	-32.26	14.95	0.26	3.02	-0.14	1.73	-0.85	

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**表 14: 锂电设备板块上市公司 2019H1 经营能力**

产业链划分	公司简称	证券代码	应收账款周转		存货周转天数	同比变动 (天)	资产负债率%	同比变动 (pcts)
			天数	同比变动 (天)				
锂电设备	赢合科技	300457.SZ	242.29	84.68	173.08	-1.75	43.86	-1.67
	百利科技	603959.SH	265.49	-131.08	188.38	14.55	63.28	3.22
	先导智能	300450.SZ	82.71	-39.88	422.63	-111.02	58.24	2.79
	科恒股份	300340.SZ	212.44	70.44	214.69	59.51	59.76	-0.32

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

#### 四大材料: 盈利能力承压, 优选竞争格局以及客户结构优异标的

##### 价格方面: 高端人造石墨价格坚挺, 正极反弹, 隔膜、电解液承压

**正极:** 三元材料价格受原材料上涨和需求回暖有所上涨。目前国内三元材料价格以上涨为主, NCM523 动力型三元材料报在 14.2-4.5 万/吨之间, 较上周涨 0.5 万/吨; NCM 数码型三元材料报在 13.5-13.8 万/吨之间, 较上周涨 0.5 万/吨; 镍 55 型三元材料报 12.7-13 万/吨之间, 较上周上涨 0.7 万/吨。9 月份国内主流三元材料企业开工率将普遍有所回升, 部分龙头企业开工率甚至有望恢复至上半年最佳水平。分型号来看, 市场主流型号仍以 5 系为主, 高镍三元材料增量有限

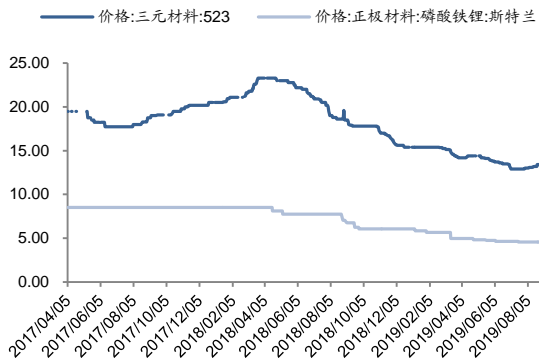
**负极:** 高端产品价格坚挺, 中低端明显降价。截止到 8 月底, 国内负极材料低端产品主流报 2.1-2.6 万元/吨, 中端产品主流报 4.3-5.7 万元/吨, 高端产品主流报 7-9 万元/吨。据部分负极材料企业表示, 自今年以来最先降价的是中低端负极材料, 主要集中在第二季度开始降价, 中高端产品价格主要集中在三季度下滑比较集中, 整体跌幅在 10-15%。但针状焦系列负极材料产品价格依然在 5 万以上。

**隔膜:** 价格压力依旧。目前市场供过于求现象仍然比较明显, 不过随着下游电池厂开工率的逐渐回暖, 主流隔膜企业 9 月份的排产预期都表现较为乐观。动力价格方面: 14 $\mu$ m 干法基膜报价为 1-1.3 元/平方米; 9 $\mu$ m 湿法基膜报价 1.4-1.9 元/平方米; 9 $\mu$ m+2 $\mu$ m+2 $\mu$ m 湿法涂覆隔膜报价为 2.8-3.5 元/平方米。

**电解液:** 下行周期后价格稳定。近期电解液市场整体较乐观, 产品价格相对稳定。现国内电解液价格普遍在 3.2-4.4 万元/吨, 高端产品价格价格在 7 万元/吨左右, 低端产品报价在 2.3-2.8 万元/吨。原料市场暂稳, 溶剂市场现主流在 1.25-1.5 万元/吨, DMC 报 7000 元/吨左右, DEC 报 14500 元/吨左右。六氟磷酸锂价

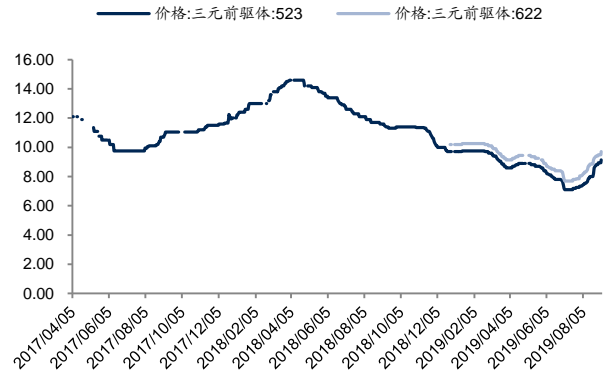
格低位持稳，现主流报 9-10 万元/吨，高报 12 万元/吨。

图 19: 正极市场价格一览 (万元/吨)



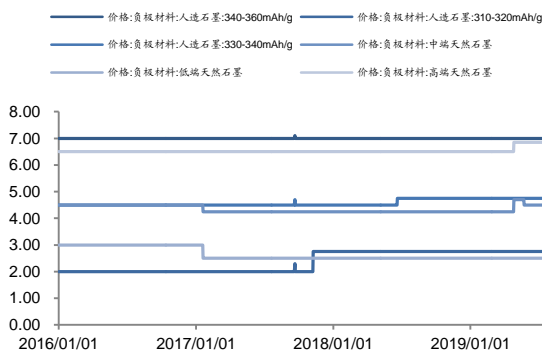
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 20: 正极前驱体市场价格一览 (万元/吨)



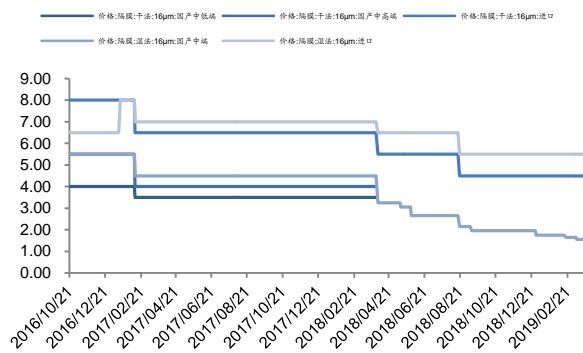
资料来源: CIAPS、国信证券经济研究所整理

图 21: 负极市场价格一览 (万元/吨)



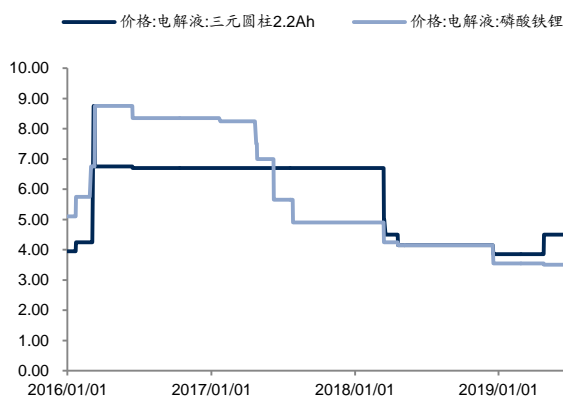
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 22: 隔膜市场价格一览 (元/平方米)



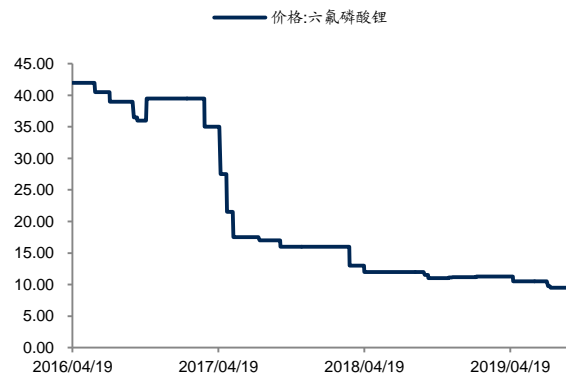
资料来源: CIAPS、国信证券经济研究所整理

图 23: 电解液市场价格一览 (万元/吨)



资料来源: CIAPS、国信证券经济研究所整理

图 24: 六氟磷酸锂市场价格一览 (万元/吨)



资料来源: CIAPS、国信证券经济研究所整理

**盈利能力: 整体营收稳定增长, 利润分化严重。**受补贴退坡价格压力传导, 中间环节四大材料盈利能力承压。但伴随产能加剧扩张, 各环节由于竞争格局不

同出现了较为明显的分化，其中正极环节受价格下行几大龙头公司营收均出现了不同程度的下滑，但利润方面分化严重，当升科技同比增长 33.94%而杉杉能源和厦钨均有超过 50%的下滑；负极环节分化严重，相对来说营收和净利润普遍增长，其中贝特瑞营收净利润维持较高增速，璞泰来营收高增长净利润持平，杉杉股份营收持平净利润大幅下滑；隔膜环节行业变化明显，恩捷公告拟收购苏州捷力后行业集中度有望进一步提升，上半年恩捷与星源材质同比均有不错的增长；电解液环节由于价格筑底，各大企业营收保持稳定增长，净利润有明显分化。

**经营能力：账期普遍延长、除负极环节外存货周转下降。**降价和产业链资金紧张是经营能力恶化的最主要原因，从半年报看到应收账款周转天数延长已经波及到电解液、隔膜、正极材料三个环节，负极环节表现较优；存货周转天数方面，除负极环节均出现了上升，以隔膜、电解液材料为最。我们认为在资产负债率相对稳定的条件下，龙头企业的抗风险能力理论上更高于行业二三梯队，伴随尾部产能出清龙头企业经营能力会逐步改善。

**表 15：四大材料板块上市公司 2019H1 盈利能力**

产业链划分	公司简称	证券代码	总市值(截至 2019/9/4)	营业收入(亿元)	YOY (%)	净利润(亿元)	YOY (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pcts)	净利率 (%)	同比变动 (pcts)	ROE (%)	同比变动 (pcts)
正极材料	杉杉能源	835930.OC	0.00	19.12	-21.56	1.23	-59.53	13.01	-11.90	6.44	-6.04	3.24	-16.04
	当升科技	300073.SZ	106.34	13.40	-17.80	1.51	33.94	18.20	0.50	11.28	4.36	4.52	-0.29
	厦门钨业	600549.SH	186.13	83.84	-3.23	0.77	-76.83	15.67	-9.75	1.96	-3.53	1.07	-3.72
负极材料	杉杉股份	600884.SH	123.84	44.41	3.58	2.19	-52.97	21.37	-3.83	6.50	-6.00	1.96	-2.50
	璞泰来	603659.SH	225.52	21.77	58.04	2.64	2.62	26.93	-10.12	12.15	-6.65	8.93	-1.32
	贝特瑞	835185.OC	61.07	20.55	33.96	2.43	100.54	31.04	2.30	13.62	4.13	6.83	2.70
隔膜	创新股份	002812.SZ	244.75	13.78	169.36	3.89	823.82	44.05	20.45	31.16	22.93	9.86	7.23
	星源材质	300568.SZ	67.35	3.53	11.09	1.72	12.33	52.25	-0.88	48.51	2.68	10.77	-0.37
	沧州明珠	002108.SZ	51.05	13.76	-8.01	0.97	-21.51	16.82	-12.67	6.73	-1.49	3.01	-0.96
电解液	璞泰来	603659.SH	225.52	21.77	58.04	2.64	2.62	26.93	-10.12	12.15	-6.65	8.93	-1.32
	新宙邦	300037.SZ	95.69	10.57	7.13	1.34	11.07	35.61	-1.56	13.02	0.45	4.65	-0.22
	天赐材料	002709.SZ	95.30	12.18	29.30	0.51	-88.67	27.09	-9.04	3.48	-43.56	1.79	-14.73
	江苏国泰	002091.SZ	88.97	178.8	7.4	4.60	6.39	11.88	0.53	3.98	-0.83	5.84	-0.20

			7	0								
多氟多	002407.SZ	91.99	19.73	15.17	0.83	-36.32	21.23	-3.80	5.42	-4.77	2.37	-2.22
天际股份	002759.SZ	40.86	3.79	-6.81	3.04	908.85	26.81	-22.76	80.34	72.92	8.54	7.64

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表 16: 四大材料板块上市公司 2019H1 经营能力

产业链划分	公司简称	证券代码	应收账款周转天数	同比变动 (天)	存货周转天数	同比变动 (天)	资产负债率%	同比变动 (pcts)
正极材料	杉杉能源	835930.OC	111.79	18.27	71.56	-59.80	28.03	-41.67
	当升科技	300073.SZ	125.91	25.52	40.21	4.56	22.06	-12.08
	厦门钨业	600549.SH	57.26	11.13	156.17	3.78	59.38	-0.33
负极材料	杉杉股份	600884.SH	120.70	0.30	114.96	-31.76	45.22	-7.57
	璞泰来	603659.SH	91.76	-11.92	239.23	-29.10	58.36	13.25
	贝特瑞	835185.OC	119.67	-28.78	130.22	0.24	51.52	-2.35
隔膜	创新股份	002812.SZ	168.19	14.23	127.23	37.36	53.07	37.22
	星源材质	300568.SZ	196.87	53.80	130.68	47.22	61.61	14.24
	沧州明珠	002108.SZ	110.22	5.51	76.90	16.02	33.05	2.10
电解液	璞泰来	603659.SH	91.76	-11.92	239.23	-29.10	58.36	13.25
	新宙邦	300037.SZ	136.10	10.08	93.95	13.73	31.92	-2.41
	天赐材料	002709.SZ	117.47	-16.21	152.44	52.23	45.66	13.46
	江苏国泰	002091.SZ	54.00	-1.71	37.39	15.92	54.99	0.98
	多氟多	002407.SZ	117.76	11.34	111.34	-34.50	52.65	-3.70
	天际股份	002759.SZ	77.55	5.59	120.85	26.70	13.01	1.84

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

动力电池: 一超局面进一步加剧, 前十变化较大

行业加速洗牌, CR2 进一步提升, 龙头企业份额有望进一步提升。2019 年前 7 个月共有 63 家电芯供应商实现装机, 其中 CR20 达到 96.65%, CR2 达到 71.93%。除了宁德时代和比亚迪以外, 其他前十厂商竞争较为激烈, 同比增长比较多的有欣旺达、江西安驰、塔菲尔、中航锂电等。我们认为伴随补贴逐步退出以及海外供应商全力备战, 国内电池厂商已经在做最后的跑马圈地以及产能扩充准备, 相对来说龙头公司行业地位稳固, 二三线梯队有望占得一席之地。

图 25: 2019H1 年动力电池装机市场份额

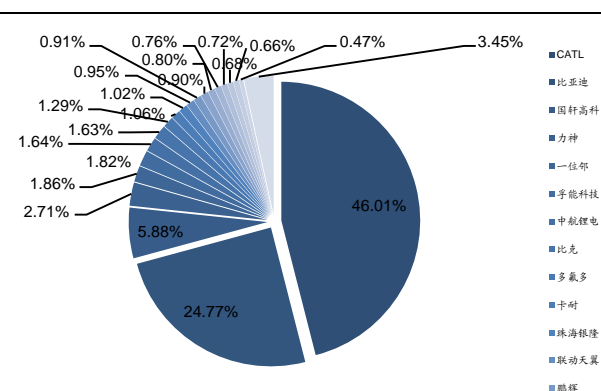
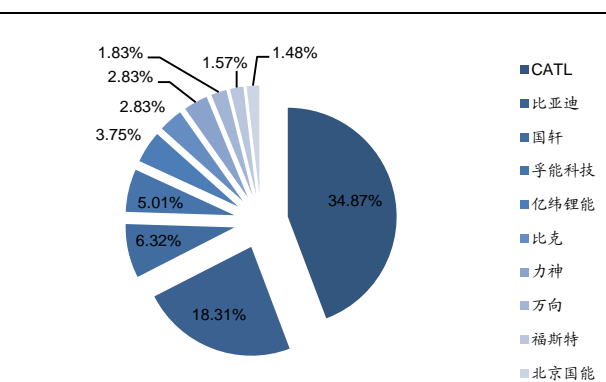


图 26: 2018H1 动力电池装机市场份额



资料来源: 真锂研究、国信证券经济研究所整理

资料来源: 真锂研究、国信证券经济研究所整理

毛利率压力大, 应收账款明显好转, 龙头企业生存能力更强。伴随产品降价和产能利用率不足, 各大电池生产商毛利率均出现下滑, 目前除宁德、国轩、亿纬毛利率仍维持在 25% 以上外, 其他几家毛利均不足 20% (剔除坚瑞沃能); 从净利率和 ROE 看, 受装机量同比高增长影响各大生产商 2019H1 年 ROE 均出现了明显上升, 但横向比较龙头企业优势明显。由于补贴退补和发放周期长, 应收账款长也是目前动力电池行业长期存在的问题, 今年上半年几家应收账款周转天数明显改善, 其中宁德时代和欣旺达均已不足三个月, 同时存货周转天数上宁德、亿纬和欣旺达也有改善。

**表 17: 动力电池板块上市公司 2019H1 盈利能力**

产业 链划 分	公司简称	证券代码	总市值 (截至 2019/9/4)		YOY (%)	净利润 (亿元)	YOY (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pcts)	净利率 (%)	同比变动 (pcts)	ROE (%)	同比变动 (pcts)
			值 (截 至 2019/9/4)	营业 总收 入 (亿 元)									
动力 电池	宁德时代	300750.SZ	1,562.01	202.64	116.50	21.02	130.79	29.79	-1.49	11.58	0.15	6.23	2.95
	比亚迪	002594.SZ	1,219.21	621.84	14.84	14.55	203.61	17.14	1.22	2.65	1.04	2.60	1.72
	国轩高科	002074.SZ	147.99	36.07	38.36	3.52	-24.49	29.51	-4.20	9.71	-8.17	4.07	-1.46
	亿纬锂能	300014.SZ	408.67	25.30	34.30	5.01	215.23	25.53	-0.09	20.13	11.47	9.92	4.85
	欣旺达	300207.SZ	208.95	108.57	43.75	2.29	3.54	14.67	1.95	2.11	-0.84	4.23	-1.08
	坚瑞沃能	300116.SZ	33.81	2.34	-92.78	-18.29	9.52	35.58	34.63	-784.39	-732.61	0.00	50.64
	成飞集成	002190.SZ	69.23	11.69	37.56	5.57	-1143.50	13.00	6.17	54.21	72.07	26.85	29.75
	澳洋顺昌	002245.SZ	37.09	16.23	-18.13	0.25	-84.53	11.84	-9.71	3.59	-8.78	1.08	-5.38

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**表 18: 动力电池板块上市公司 2019H1 经营能力**

产业链划分	公司简称	证券代码	应收账款周转		存货周转天数	同比变动 (天)	资产负债率%	同比变动 (pcts)
			天数	同比变动 (天)				
动力 电池	宁德时代	300750.SZ	64.04	-84.50	105.65	-11.02	57.65	16.85
	比亚迪	002594.SZ	145.30	-36.28	94.99	6.30	68.87	-0.09
	国轩高科	002074.SZ	290.93	-13.38	165.82	2.63	61.34	6.72
	亿纬锂能	300014.SZ	134.65	-11.06	111.17	-19.01	47.05	-15.64
	欣旺达	300207.SZ	82.05	-14.92	62.05	-7.77	72.09	6.35
	坚瑞沃能	300116.SZ	6,474.82	5996.22	2,535.21	2293.28	110.85	20.65
	成飞集成	002190.SZ	134.20	-82.51	101.16	-95.26	21.56	-23.59
	澳洋顺昌	002245.SZ	89.34	-11.27	114.61	17.78	61.04	14.98

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**机电电控: 整体平稳, 盈利持续处于行业低谷**



价格下行盈利能力受挤压，应收账款和存货周转周期延长。一方面产品价格下降幅度基本与补贴退坡幅度接近，另一方面钢铁等原材料成本上升及 IGBT 等电子元器件价格刚性，电机电控板块自 2017 年中起始终处于行业低谷，从盈利能力来看，大洋电机、正海磁材（上海大郡）、方正电机、卧龙电气的毛利率不足 20%，净利率更是只有 5% 左右，行业始终在盈亏线附近。电控方面，汇川、英威腾、蓝海华腾毛利率能保持在 30% 以上水平，但受制于行业价格下滑和量始终未有爆发性增长，除汇川外净利率也均在 10% 以下。我们认为电机电控行业与新能源汽车大行业的周期几乎完全一致，在此情况下，企业盈利改善需要依赖于行业出货量的爆发以及个体公司的成本优化。

**表 19: 电机电控板块上市公司 2019H1 盈利能力**

产业链划分	公司简称	证券代码	总市值(截至 2019/9/4)		YOY (%)	净利润(亿元)	YOY (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pcts)	净利率 (%)	同比变动 (pcts)	ROE (%)	同比变动 (pcts)
			总收	总收									
电机 电控	合康新能	300048.SZ	29.65	5.11	-21.71	0.29	79.98	32.74	3.88	5.05	3.08	1.28	0.64
	汇川技术	300124.SZ	391.89	27.19	9.96	3.99	-19.67	41.02	-3.72	15.93	-4.89	6.27	-2.76
	英威腾	002334.SZ	36.70	10.61	2.54	-0.11	-111.26	36.31	0.20	-3.05	-11.09	-0.58	-6.13
	蓝海华腾	300484.SZ	22.19	1.38	-22.17	0.09	-22.11	34.60	-3.81	7.85	1.05	1.33	-0.39
	大洋电机	002249.SZ	99.35	47.45	12.13	2.73	146.81	16.86	-0.78	5.51	2.71	4.15	2.92
	正海磁材	300224.SZ	67.34	8.12	2.70	0.49	38.79	18.61	-1.18	5.36	1.44	1.84	0.61
	方正电机	002196.SZ	26.72	5.90	-0.94	0.10	-78.39	19.13	-1.24	1.60	-5.85	0.47	-1.31
	卧龙电气	600580.SH	116.13	60.11	11.61	6.10	120.11	26.62	2.55	10.48	5.02	9.74	4.89

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**表 20: 电机电控板块上市公司 2019H1 经营能力**

产业链划分	公司简称	证券代码	应收账款周转		存货周转天数	同比变动 (天)	资产负债率%	同比变动 (pcts)
			天数	同比变动 (天)				
电机电控	合康新能	300048.SZ	326.74	18.89	340.65	78.03	41.70	-0.41
	汇川技术	300124.SZ	126.00	17.59	151.16	-15.65	36.54	-1.61
	英威腾	002334.SZ	147.35	-7.09	154.12	1.24	40.02	0.44
	蓝海华腾	300484.SZ	376.96	72.19	319.72	84.94	33.50	0.02
	大洋电机	002249.SZ	105.01	0.67	88.31	-8.26	52.20	8.31
	正海磁材	300224.SZ	128.20	-7.97	165.53	18.44	27.40	0.12
	方正电机	002196.SZ	166.98	-3.16	138.32	-13.60	27.50	4.29
	卧龙电气	600580.SH	101.16	8.23	100.04	3.34	64.21	-1.41

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 高端零部件: 异军突起, 新增需求潜力大

从盈利能力看, 汽车热管理、电池结构件等高端零部件相对受行业扰动较小, 其毛利率仍能维持 20% 以上水平。从经营能力看, 板块公司应收账款周转天数

和存货周转天数均有小幅增加，资产负债率较为稳定。我们认为在目前电池电机产业链洗牌的行业大格局下，高端零部件的竞争格局相对更优，伴随行业起量，其盈利能力能够得到进一步改善。

**表 21: 高端零部件板块上市公司 2019H1 盈利能力**

产业链划分	公司简称	证券代码	总市值(亿元)		YOY (%)	净利润(亿元)	YOY (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pcts)	净利率 (%)	同比变动 (pcts)	ROE (%)	同比变动 (pcts)
			2019/9/4)	营业收入 (亿元)									
热管理等 高端 零部件	奥特佳	002239.SZ	57.62	16.58	-25.29	0.22	-90.50	17.48	-0.23	1.35	-9.11	0.43	-4.01
	松芝股份	002454.SZ	30.17	17.81	-3.46	1.29	83.62	26.90	2.88	7.55	3.05	3.87	1.62
	三花智控	002050.SZ	331.88	58.31	4.31	6.93	2.35	28.32	0.68	11.81	-0.46	8.05	-0.36
	银轮股份	002126.SZ	57.76	26.95	2.65	2.02	-0.25	24.32	-0.65	8.08	-0.47	5.53	-0.34
	宏发股份	600885.SH	180.23	34.07	1.53	3.55	-3.42	38.37	0.17	14.17	-0.75	7.88	-1.26
	科达利	002850.SZ	64.43	11.73	46.67	0.80	259.17	24.28	8.70	6.71	3.97	3.47	2.47
	新纶科技	002341.SZ	61.53	14.48	-3.61	0.12	-92.40	18.87	-8.59	0.74	-9.47	0.23	-3.53

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**表 22: 热管理等高端零部件板块上市公司 2019H1 经营能力**

产业链划分	公司简称	证券代码	应收账款周转		存货周转天数	同比变动 (天)	资产负债率%	同比变动 (pcts)
			天数	同比变动 (天)				
热管理等高 端零部件	奥特佳	002239.SZ	120.89	8.58	132.28	24.42	36.06	-3.02
	松芝股份	002454.SZ	126.68	1.23	86.53	-3.47	35.60	-3.92
	三花智控	002050.SZ	62.25	-0.23	82.50	0.90	37.63	1.49
	银轮股份	002126.SZ	114.29	2.89	79.77	1.75	49.27	-0.08
	宏发股份	600885.SH	107.62	9.05	56.48	-24.93	35.54	8.45
	科达利	002850.SZ	99.35	5.96	116.07	6.44	36.93	3.12
	新纶科技	002341.SZ	193.57	33.61	103.14	12.36	46.64	0.55

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 整车: 收入增长, 盈利能力持平, 经营能力维持

受益于上半年新能源汽车销量较去年同期有大幅增长, 除金龙汽车外我们选取的整车车企营收均有不同幅度增长, 毛利方面板块毛利率小幅回升, 宇通客车保持 20%以上, 其他公司在 10%-17%的水平; 经营能力方面除金龙和江淮外其他公司应收账款周转天数大幅下降, 行业存货周转天数普遍有所上升, 资产负债率略有下降。

表 23: 整车板块上市公司 2019H1 盈利能力

产业链划分	公司简称	证券代码	总市值(截至2018/9/10)		YOY (%)	净利润(亿元)	YOY (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pcts)	净利率 (%)	同比变动 (pcts)	ROE (%)	同比变动 (pcts)
			值(亿元)	营业收入(亿元)									
整车	比亚迪	002594.SZ	1,219.21	621.84	14.84	14.55	203.61	17.14	1.22	2.65	1.04	2.60	1.72
	宇通客车	600066.SH	316.59	125.05	4.06	6.83	10.78	22.94	1.52	5.54	0.33	4.15	0.11
	中通客车	000957.SZ	41.44	32.92	37.08	0.33	7.75	14.44	-0.15	1.00	-0.27	1.21	0.10
	金龙汽车	600686.SH	45.69	73.17	-18.96	0.53	-33.59	11.75	-0.87	0.72	-0.39	1.36	-0.61
	江淮汽车	600418.SH	96.37	270.34	13.85	1.25	-23.46	11.16	1.95	0.59	0.39	0.97	-0.21

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表 24: 整车板块上市公司 2019H1 经营能力

产业链划分	公司简称	证券代码	应收账款周转		存货周转天数	同比变动 (天)	资产负债率%	同比变动 (pcts)
			天数	同比变动 (天)				
整车	比亚迪	002594.SZ	145.30	-36.28	94.99	6.30	68.87	-0.09
	宇通客车	600066.SH	238.32	-13.68	77.63	16.74	52.76	-5.58
	中通客车	000957.SZ	368.25	-109.08	30.93	2.06	76.51	-1.05
	金龙汽车	600686.SH	283.96	23.77	45.22	10.66	77.64	-1.32
	江淮汽车	600418.SH	36.15	7.95	15.36	0.09	71.93	3.34

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**行业展望: 行业筑底回升, 钴价反弹, 关注原材料和优质全球供应链标的**

从行业层面来看, 销量方面, 7月份乘联会口径新能源乘用车销6.88万台, 同比下降4.2%, 合格证口径7月新能源汽车产量7.3万辆, 同比下滑6%, 行业处于缓冲抢装后调整期; 排产方面, 6-7月份CATL减产对行业冲击较大, 8月份起行业排产情况逐步回升。总体上, 行业处于中长期筑底反弹阶段, 伴随新车型上市+四季度抢装行情以及部分政策预期, 行业景气度处于上升趋势。

**原材料方面, 三季度起钴价已出现明显的反弹趋势。**

全球钴矿未来两年呈现放量趋势, 短期供给释放受限, 个体行为对行业影响较大。2019年钴原料增量主要来自于刚果(金)的铜钴矿, 以嘉能可的KCC项目、ERG的RTR项目以及一些中资企业在当地的投资项目为代表; 2020年除了嘉能可和ERG扩展, 中国的万宝矿产、中色、中铁等产量也将提升; 其中嘉能可Kantanga项目规划2018-2020年钴产量目标为1.1/3.4/3.2万吨, ERG的RTR项目第一阶段、第二阶段钴产量计划为1.4/2万吨。短期随着钴价走低一些小型矿业公司产量萎缩, 同时洛阳钼业和淡水河谷钴减少, KCC产量目标完成率不达预期均造成了短期供给释放受限, 在此情况下, 年产量较大企业的个体行为将

会对行业供给造成较大影响，进而影响钴价。

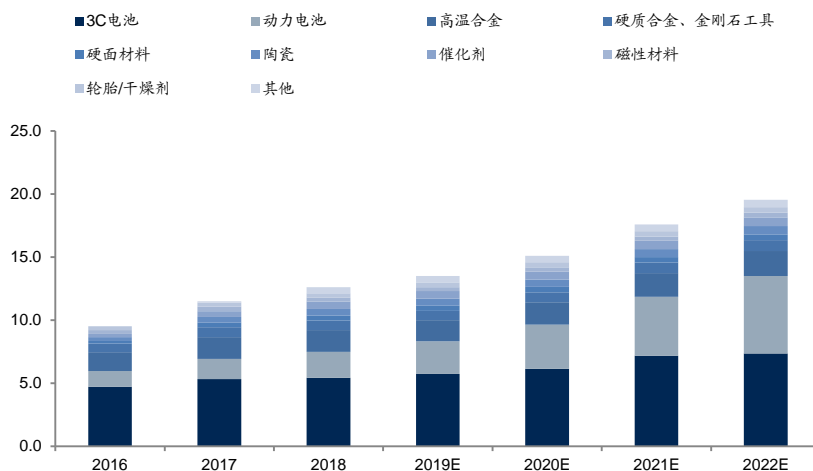
**表 25：主要钴矿企业产量及预测**

企业	矿山	2017 年产量 (吨)	2018 年产量 (吨)	2019 年预测产 量 (吨)	2020 年预测产 量 (吨)	2021 年预测产 量 (吨)
Glencore 嘉能可	Katanga+Mutanda+Mopani	23900	38400		34000	36000
	Sudbury+Raglan+Nikkelverk	800	900		1000	1000
	Murrin Murrin	2700	2900		3000	3000
	合计	27400	42200	43000	38000	40000
洛阳钼业	Tenke	16800	18747	18700	18700	18700
	Fungurume					
Vale	Sudbury+Voisey	2200	2422			
	Thompson+others	600	568			
	VNC	2800	2104			
	合计	5600	5094	5100	5300	5500
金川国际	RuashiMine	4638	4800			
	自有矿山	1000	1000			
欧亚资源	合计	5638	5800	5600	5700	5900
	Boss Mining	2500	2300	1500		
华友钴业	RTR	0	0	6000		
	合计	2500	2300	7500	7500	7500
	PE527	0	1550	3100	4300	
寒锐钴业	手采矿	9000	9000	8000		
	合计	9000	10550	11100	11000	12000
万宝矿产	租赁矿	5917	8368	9000	10000	12000
	卡莫亚+庞比	3200	3200	3200	5000	8000
诺里尔克斯镍业公司	Kole					
	MMC/Polar Division	4900	4900	4900	4900	4900
住友金属矿山	Coral					
	Bay/Taganito	3000	4100	4100	4100	4100
Chemaf (莎林那)	Eloile/Mufunta/Luisha/Mutoshi	5160	6200	7000	8000	10000
	Sherritt (谢里特)	Moa Nickel	3200	3234	3300-3600	
中冶端木	Ambatovy	3053	2852	3500-4000		
	合计	6253	6086	7150	7300	7500
	Ramu NiCo	3200	3275	3300	3300	3300
GTL	Big Hill	2600	0	0	0	0
	Somika SPRL	2290	3000	3000	3000	3000
古巴镍业	Cuba	2200	2200	2200	2200	2200
	CTT	Bou Azzer	1620	1428	1500	1500
第一量子矿业有限公司	Ravensthorpe	950	950	950	950	950
韦丹塔资源集团	Konkola Copper Mines	900	900	900	900	900
非洲彩虹矿业	Nkomali	800	800	800	800	800
英美资源集团	Rustenburg	300	300	300	300	300
Implats	Impala	250	250	250	250	250
中色集团	迪兹瓦铜钴矿	0	0	0	4000	5000
其他		14522	10352	7000	8000	10000
合计		116000	132000	146550	150700	164300

资料来源：安泰科，Darton，公司公告、国信证券经济研究所整理

整体来看，钴的下游需求保持较快增长，假设 19-20 年 3C 电池和动力电池为钴下游需求提供稳定增量，21 年 5G 爆发将导致 3C 领域需求全面爆发，则预测 2019-2022 年下游对钴的需求量分别为 13.5/15.1/17.6/19.5 吨。

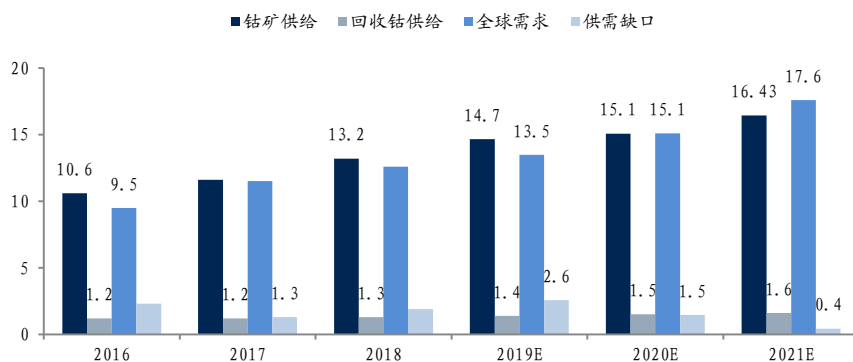
图 27: 全球钴下游需求预测



资料来源: 安泰科, 国信证券经济研究所整理

从我们预测的供需平衡来看, 钴会在 2020 年下半年至 2021 年其处于相对紧平衡的状态, 考虑到钴价回升带来的社会库存增加, 这种紧平衡将会进一步加剧。

图 28: 全球钴供需及缺口预测



资料来源: 安泰科, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 持续推荐边际改善+受益于全球供应链的优质中游龙头, 建议重点关注璞泰来和新宙邦, 同时关注原材料环节的高弹性标的, 建议关注寒锐钴业。

## 国信证券投资评级

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

### 分析师承诺

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

### 风险提示

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

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

### 证券投资咨询业务的说明

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

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

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

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

### 上海

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

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032