

风光景气业绩兑现 锂电全球化助成长

—电气设备 2019 三季度报总结



投资摘要:

2019Q1~3 行业归母净利润同比增长 21.5%，在中信各行业中位于第 7 位。样本公司中，营收和归母净利润负增速的公司为 39%、45%，翻倍的为 2%、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——国内项目建设高峰接棒海外市场引领业绩增长。**行业面临补贴大幅退坡，同时政策扰动降低、市场化程度加深，在前三季度海外市场爆发的情况下，实现业绩显著提升。2019 年竞价、平价项目规模分别达到 22.8GW、4.5GW，对补贴需求仅 25.5 亿，在年初预算 30 亿范围内。由于竞价、平价项目启动较晚，预计全年装机规模 32~35 GW，项目建设将集中在 19Q4、20Q1，国内装机需求将稳步上行。
- **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，抢装已开启并将延续至 2020 年底。2019Q1~3，国内风电设备行业公开招标量达到 49.9GW，同比增长 108.8%，预计 2019 年国内风电新增装机或达 25GW 以上。2019Q1~3 风电弃风率 4.2%，弃风率同比下降 3.5 pct，风电利用小时数 1519h，同比下降 45h，行业弃风率明显改善，预计预警等级降级将释放大量风电项目。
- **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。Q3 销量数据较差，预计自 Q4 起，由于 BBA+ 大众，以及 Tesla 国产车的带动，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。2019Q3 基金持仓比例为 5.49%，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 40 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: 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:** 推荐核电运营商龙头: 中国核电, 具备多元化核电产品线的制造商: 应流股份, 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	0.84	1.04	25.0	15.5	12.5	3.09	增持
隆基股份	0.93	1.34	1.68	24.5	17.0	13.6	3.36	买入
中环股份	0.23	0.41	0.59	50.0	28.5	19.8	2.44	增持
阳光电源	0.56	0.71	0.93	18.1	14.3	10.9	1.86	增持
金风科技	0.88	0.74	1.08	14.7	17.6	12.1	1.95	买入
天顺风能	0.26	0.41	0.55	25.5	16.2	12.1	2.08	增持
福能股份	0.68	0.84	1.04	13.5	10.9	8.8	1.19	增持
当升科技	0.75	0.71	1.11	31.0	32.9	21.0	3.07	买入
星源材质	1.16	1.40	1.80	22.2	18.4	14.3	2.54	买入
璞泰来	1.37	1.64	2.17	42.8	35.8	27.0	8.42	买入

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

评级

增持 (维持)

2019 年 11 月 07 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	67.45
市场平均市盈率	17.04

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: 风光景气锂电承压—电新 19Q3 季报综述》2019-11-03
- 2、《电气设备行业研究周报: 组件出口持续增长 海外市场有望超预期》2019-10-28
- 3、《电气设备行业研究周报: 泛在电力物联网助推电网投资加速》2019-10-21

证券研究报告

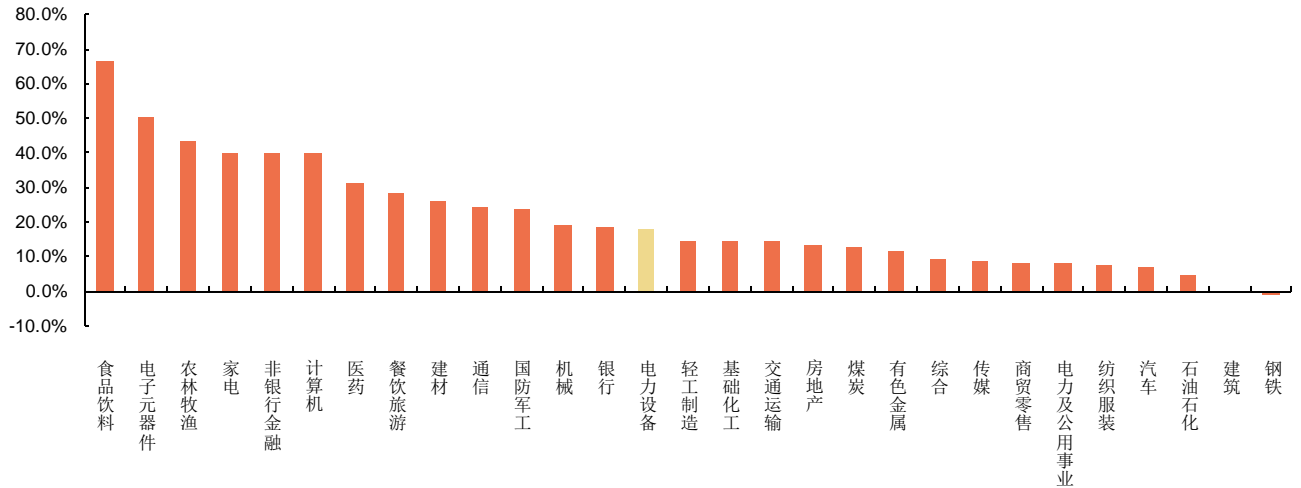
内容目录

1. 风光景气业绩兑现 锂电全球化引领增长	3
2. 光伏：市场景气引领业绩大增	12
2.1 海外市场全面启航	12
2.2 行业整体盈利质量正在提升	15
2.3 分环节：硅料及硅片表现最为出色	17
2.4 投资策略：布局受益于国内装机增长的核心标的	20
3. 风电：抢装带领行业进入景气通道	22
3.1 国内风电建设已进入高峰期	22
3.2 行业景气提振经营业绩	24
3.3 分环节：零部件业绩率先反弹，整机盈利拐点已现	26
3.4 投资策略：关注受益于抢装的龙头企业	29
4. 新能源车：底部已至，静待花开	30
4.1 补贴退坡冲击行业发展	30
4.2 行业盈利能力进入艰难期	35
4.3 分环节：负极、隔膜、电池业绩突出，行业仍处成长期	37
4.4 投资策略：精选竞争力强环节龙头	40
5. 核电：正式重启带动供货商业绩	43
6. 电机电控：发力新能源车领域	47
7. 电源：电池回收及梯级利用风口将至	48
8. 电站设备：电网自动化仍具备成长空间	50
9. 一次设备：特高压项目驱动业绩增长	52
10. 二次设备：泛在电力物联网建设触发新一轮成长	54
11. 投资策略	56
12. 风险提示	57

1. 风光景气业绩兑现 锂电全球化引领增长

2019Q1~3 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 17.8%, 位列第 14 位, 处于各行业中游。

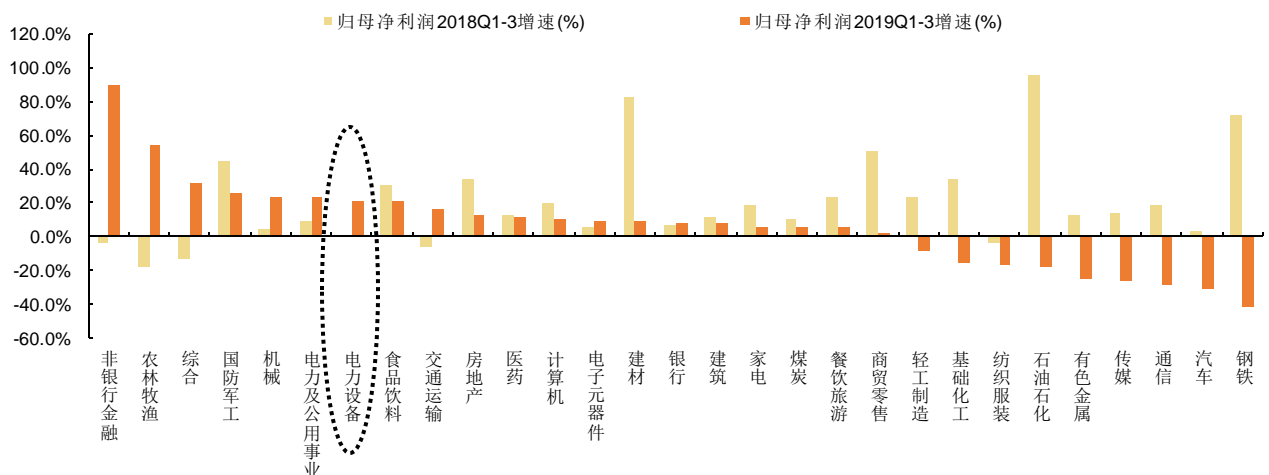
图1: 所有行业 2019Q1-3 指数涨跌幅排行 (电力设备排第 14 位)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

2019Q1~3 电力设备行业归母净利润同比增长 21.5%, 在中信所有 29 个行业中, 归母净利润增幅位于第 7 位, 处于上游位置。行业 2018 年归母净利润下降 26%, 2018Q1~3 归母净利润同比增长 1.5%, 2019 年同期增幅已显著增长。

图2: 所有行业 2019Q1~3 归母净利润增幅 (电力设备排第 7 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 265 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,2019Q1~3 全行业实现营业收入 11773 亿元,同比增长 10.89%,实现归母净利润 685.3 亿元,同比下降 0.12%。从各子行业来看,归母净利润增长的为光伏、风电、核电、电机电控、二次设备,增幅最高的为光伏 22.35%,降幅最高的为电站设备 51.36%。

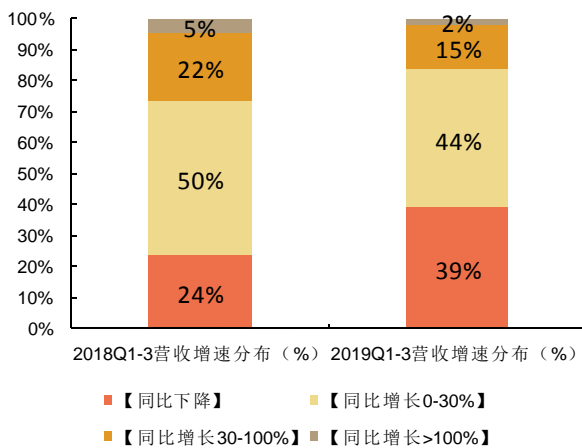
图3: 样本公司 2019Q1~3 营收和归母净利润 (亿元)

样本分类	营业总收入 2019Q1-3 (亿元)	同比增长 (%)	营业总收入变化 (15Q1-3~19Q1-3)	归母净利润 2019Q1-3 (亿元)	同比增长 (%)	归母净利润变化 (15Q1-3~19Q1-3)
光伏	1519	16.78%		106.7	22.35%	
风电	934	27.11%		68.5	15.15%	
核电	2650	13.15%		188.6	12.27%	
新能源车	3403	11.77%		140.9	-14.56%	
电机电控	182	7.96%		13.9	15.32%	
电源	291	0.01%		14.9	-12.94%	
电站设备	318	-4.94%		22.0	-51.36%	
一次设备	1597	2.28%		74.3	-3.93%	
二次设备	878	4.70%		55.5	1.30%	
总计	11773	10.89%		685.3	-0.12%	

资料来源: Wind, 申港证券研究所

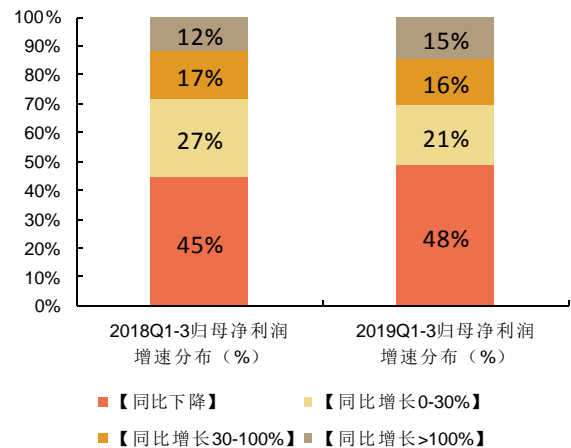
所有样本公司中,出现营收和归母净利润负增速的公司占比分别为 39%、48%,出现营收和归母净利润翻倍的公司分别为 2%、15%,随着新能源行业市场化程度提高,行业当前盈利能力格局正处于分化中,头部、尾部公司数量均有所增加。

图4: 电新样本公司营业收入增速分布及对比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

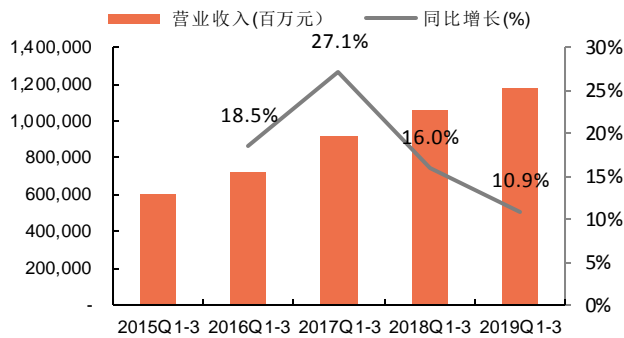
图5: 电新样本公司归母净利润增速分布及对比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

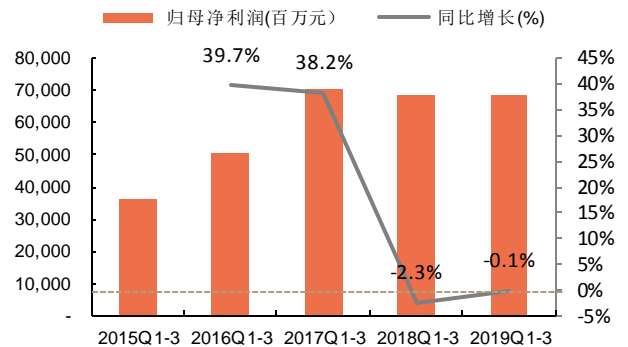
就具体财务指标分析，2019Q1~3 营业总收入同比增长 10.9%，归母净利润同比减少 0.1%，毛利率同比下降 0.33 pct，净利率同比下降 0.8 pct，经营性现金流同比转正并大幅增长，资产负债率同比增长 1.85 pct，期间费用率同比增加 0.34 pct，净资产收益率同比增长 1.54 pct。行业整体盈利能力仍然存在压力，但现金流状况大为改善，表明行业由于补贴退坡大环境下，竞争压力增大导致产品价格持续下降，盈利能力承压，但龙头公司凭借稳健经营方式及产能不断扩张，财务健康程度增加。

图6: 电新样本公司近五年 Q1~3 营业收入情况



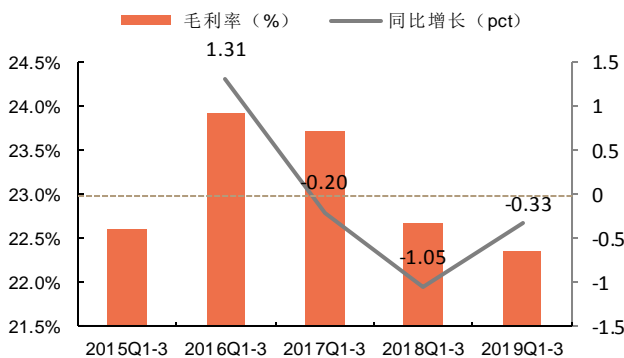
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图7: 电新样本公司近五年 Q1~3 归母净利润情况



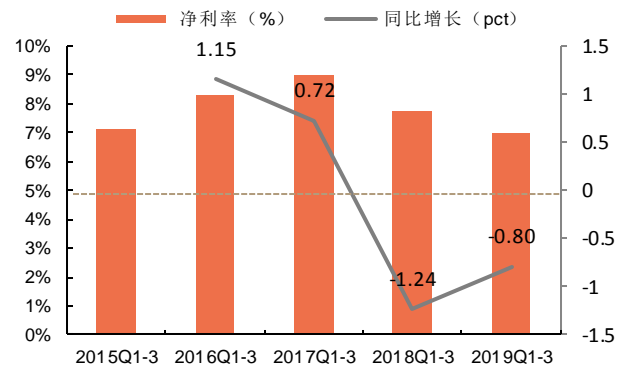
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图8: 电新样本公司近五年 Q1~3 毛利率情况



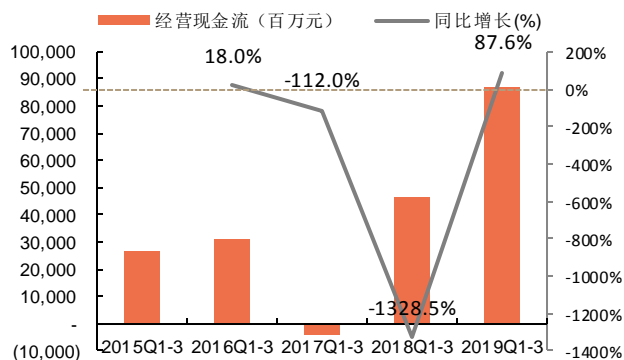
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图9: 电新样本公司近五年 Q1~3 净利率情况



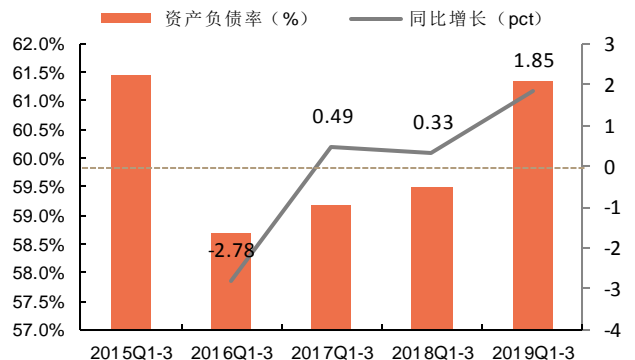
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图10: 电新样本公司近五年 Q1~3 经营性现金流情况



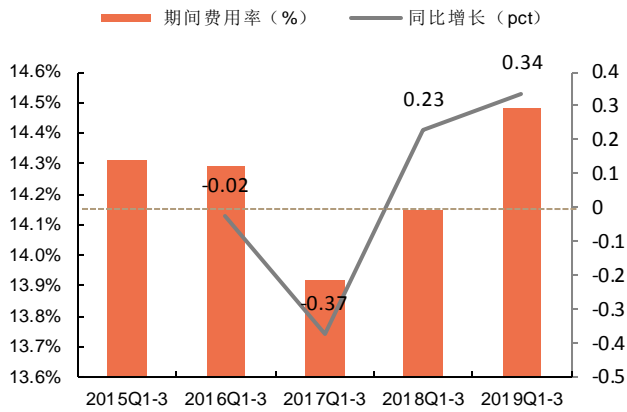
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图11: 电新样本公司近五年 Q1~3 资产负债率情况



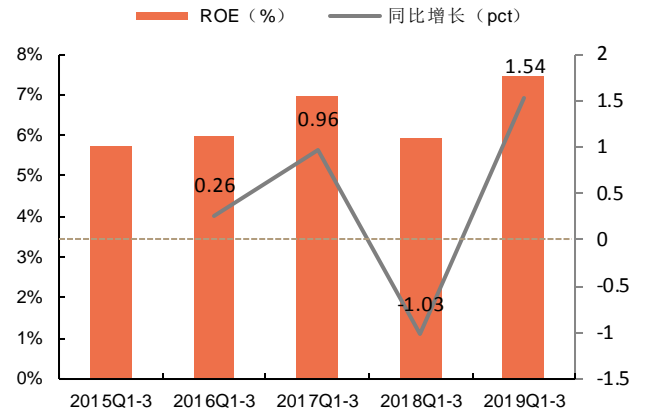
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图12: 电新样本公司近五年 Q1~3 期间费用率情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图13: 电新样本公司近五年 Q1~3 净资产收益率(ROE)情况

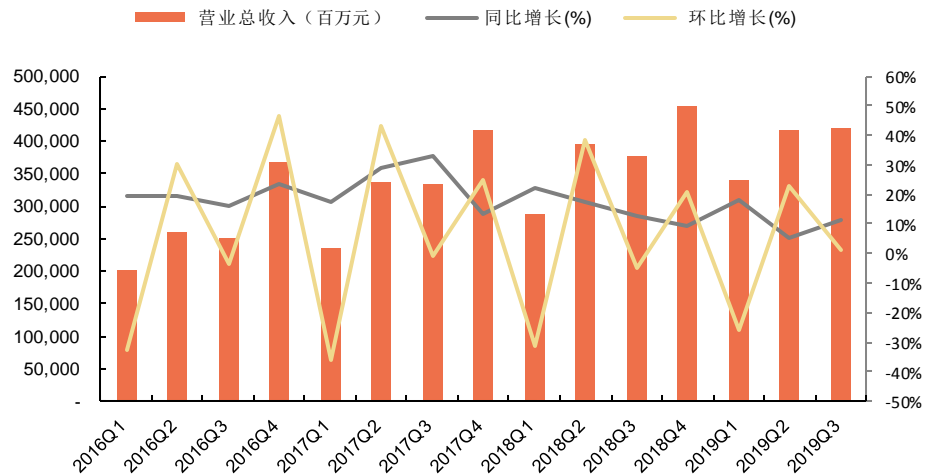


资料来源: Wind, 申港证券研究所

从单季度业务指标来看, 2019Q3 样本公司营业总收入同比增长 11.4%, 环比增长 1.1%, 归母净利润同比增加 2.8%, 环比下降 5.3%, 毛利率同比下降 0.57pct, 环比下降 0.11pct。

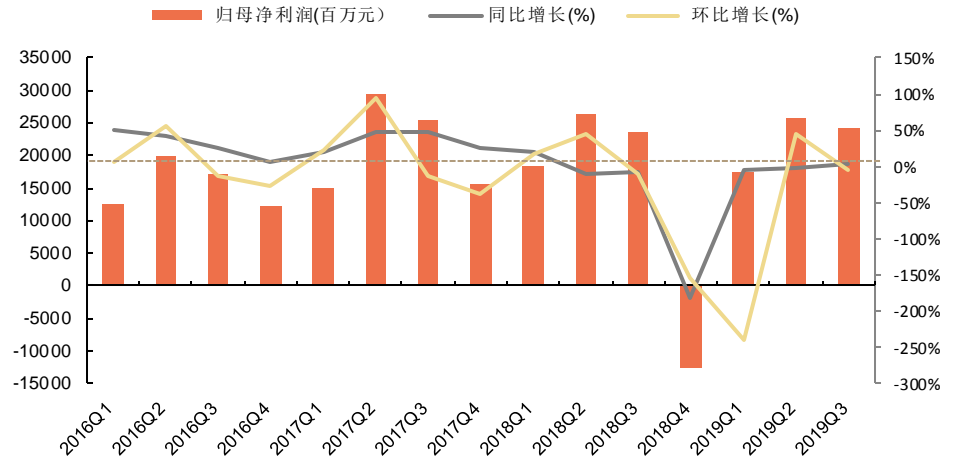
进入 2019 年之后, 行业营收增速基本持平, 归母净利润增速缓慢, 同时毛利率水平持续走低。但在营收能力的保障下, 随着各项政策逐步落地, 市场化程度增加, 行业发展路径逐渐明晰, 归母净利润持续下跌的情况已明显好转, 出现抬头迹象, 行业拐点即将来临。

图14: 电新样本公司单季度营业收入情况



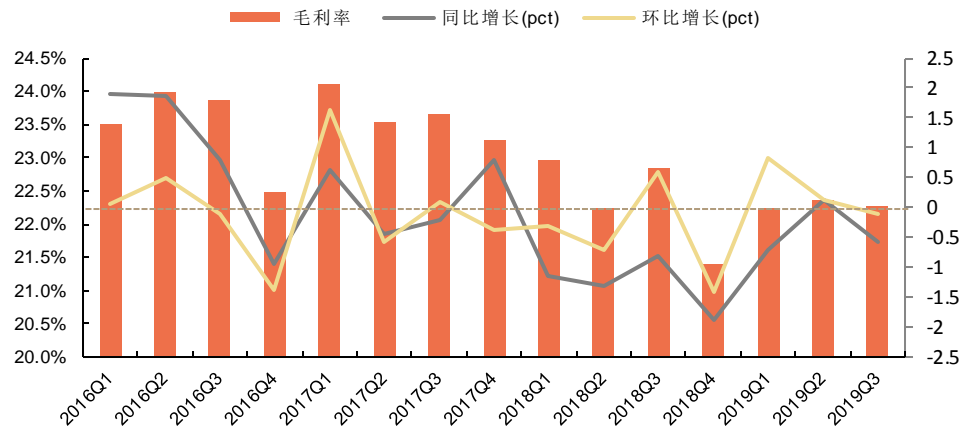
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 15: 电新样本公司单季度归母净利润情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 16: 电新样本公司单季度毛利率情况

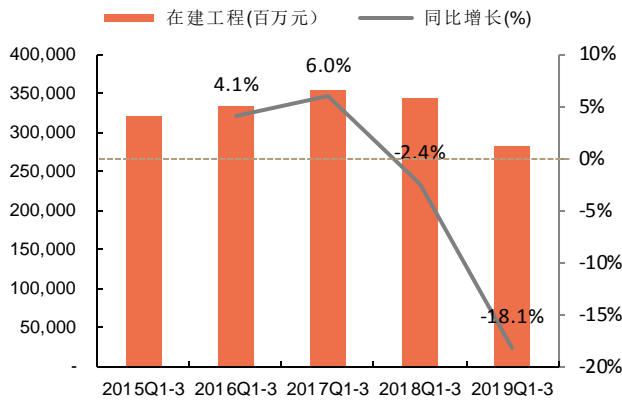


资料来源: Wind, 申港证券研究所

2019Q1~3 电新行业样本公司整体在建工程同比下滑 18.1%，延续了上半年产能建设的收缩势头。但子行业间出现分化，除光伏、核电外，其余子行业在建工程均出现了一定程度的增长。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，以泛在电力物联网、特高压为主要驱动力带动电网投资加速推进。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，行业市场日趋成熟。

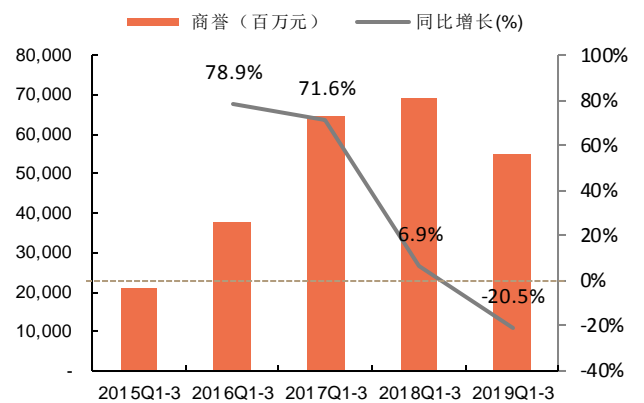
由于 2018 年底会计政策的修改，商誉计提减值速度加快，2019Q1~3 商誉同比降低 20.5%，预计此趋势仍将延续。

图17: 电新样本公司近五年 Q1~3 在建工程情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

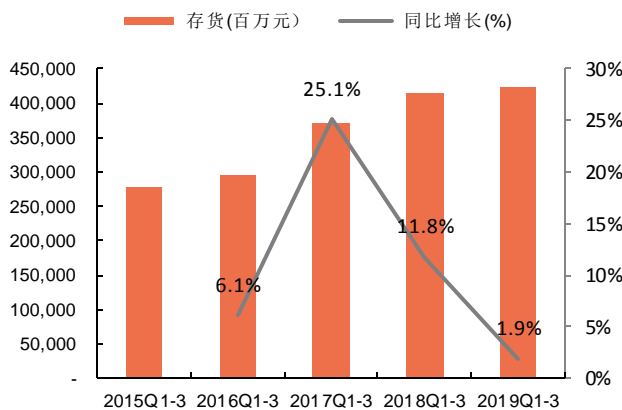
图18: 电新样本公司近五年 Q1~3 商誉情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

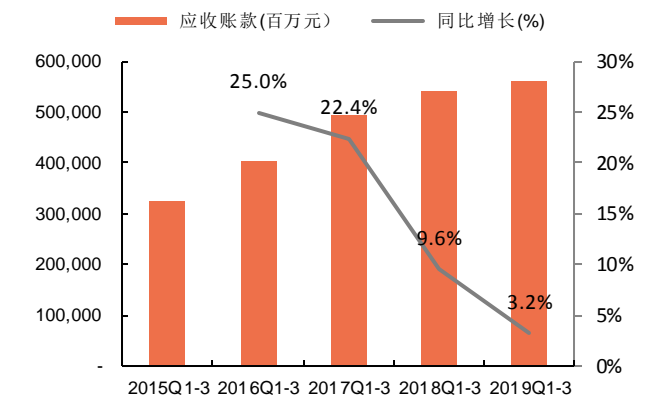
2019Q1~3 总体存货及应收账款都较之前出现增速放缓, 表明行业整体处于去库存的缩减生产阶段, 行业正在积蓄能量等待景气周期到来。

图19: 电新样本公司近 5 年 Q1~3 存货情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图20: 电新样本公司近 5 年 Q1~3 应收账款情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

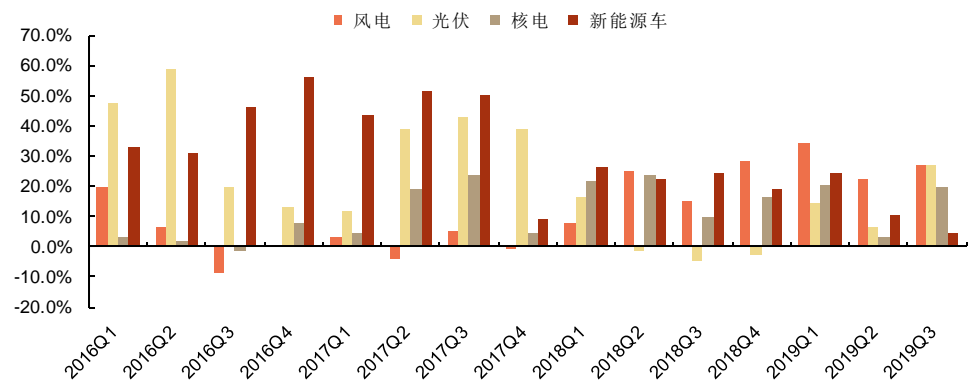
2019 年表现较好的子行业为风电、光伏, 其他子行业表现较为弱势, 主要原因为:

- 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 年, 光伏已经走出 2018 年的低迷期, 盈利能力抬升, 竞价、平价项目逐步落地。尽管第三季度国内光伏由于竞价和平价项目启动较晚, 装机不及预期, 但海外订单需求充足, 产品价格在 7~8 月下跌后已经企稳, 将随着国内 Q4 进入装机高峰获得有力支撑。
- 风电由于 2021 年陆上风电将全部平价, 存量超过 58GW 的已核准未完工项目, 需在 2020 年底前并网, 因此引领了新一轮的风电抢装。中游制造企业直接受益于抢装带来的需求快速增长, 风机零部件、叶片、铸锻件、塔筒、整机已经先后度过盈利拐点, 实现业绩快速增长, 我们认为本轮抢装特点是存量带补贴和平价大基地项目共同上马, 风电装机高峰将延续至 2021 年, 中游制造环节将继续维

持景气，不断增厚业绩。

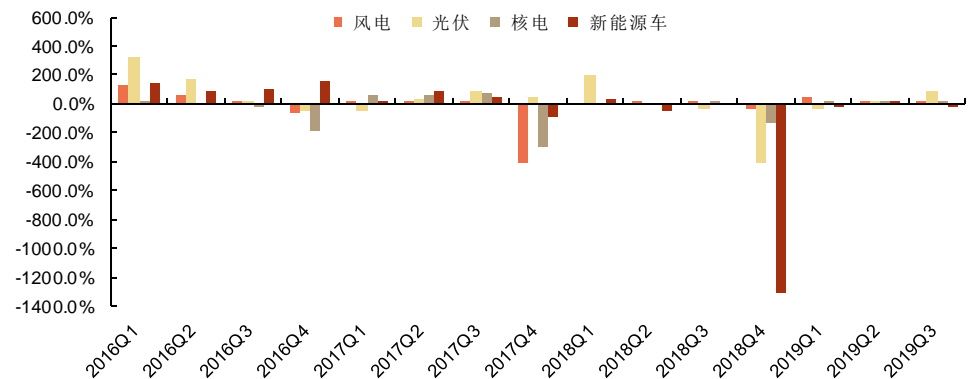
- ◆ 新能源车仍处于补贴退坡的阵痛期，6月补贴过渡期结束，Q3产销量及电池装机量均大幅下滑，直接影响了业内公司的盈利能力。行业仍在进行产能扩张，在长期发展目标不变的情况下，短期产能过剩将会对盈利能力、产品价格产生较大的压力，头尾部企业差距将加大，行业格局正在发生变化。我们认为2020年国产特斯拉、BBA及大众为代表的德系电动车国产化，将为行业带来巨大的变化和新增增长点，长期参与LG、三星、SK等国际厂商供应链的国内锂电材料企业，将受益于电动车的触底反弹。
- ◆ 由于会计政策的变更，上市公司进行大规模商誉计提减值，样本2018Q1~3商誉总额691.4亿，2019Q1~3削减至549.7亿，同比减少20.5%，商誉/净资产由2018年同期的5%降低至3.7%。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21：电新子行业样本公司营收同比增幅（%）



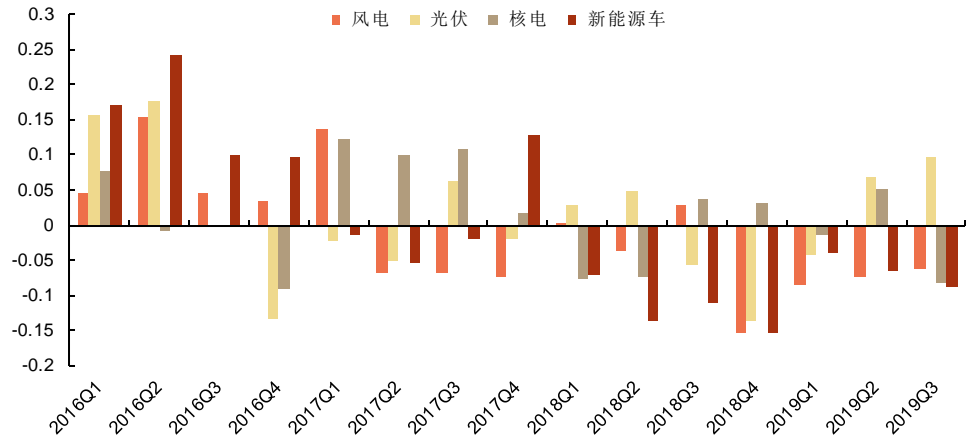
资料来源：Wind，申港证券研究所

图22：电新子行业样本公司归母净利润同比增幅（%）



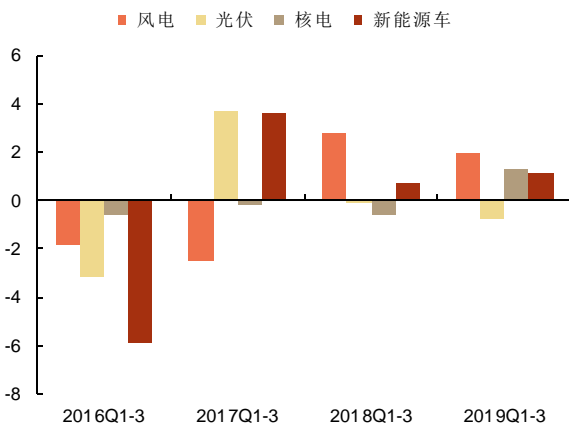
资料来源：Wind，申港证券研究所

图23: 电新子行业样本公司毛利率同比增幅(pct)



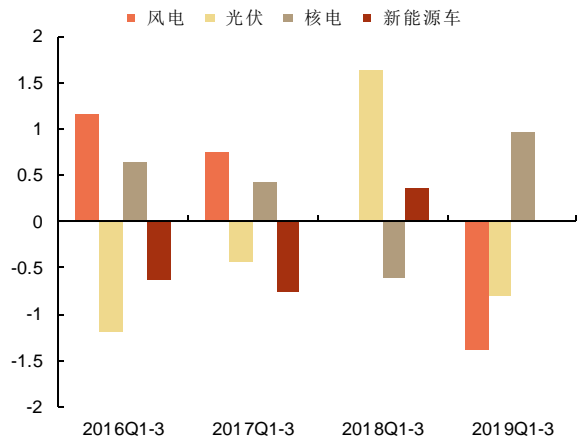
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图24: 电新子行业样本公司资产负债率变化 (pct)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图25: 电新子行业样本公司期间费用率变化 (pct)



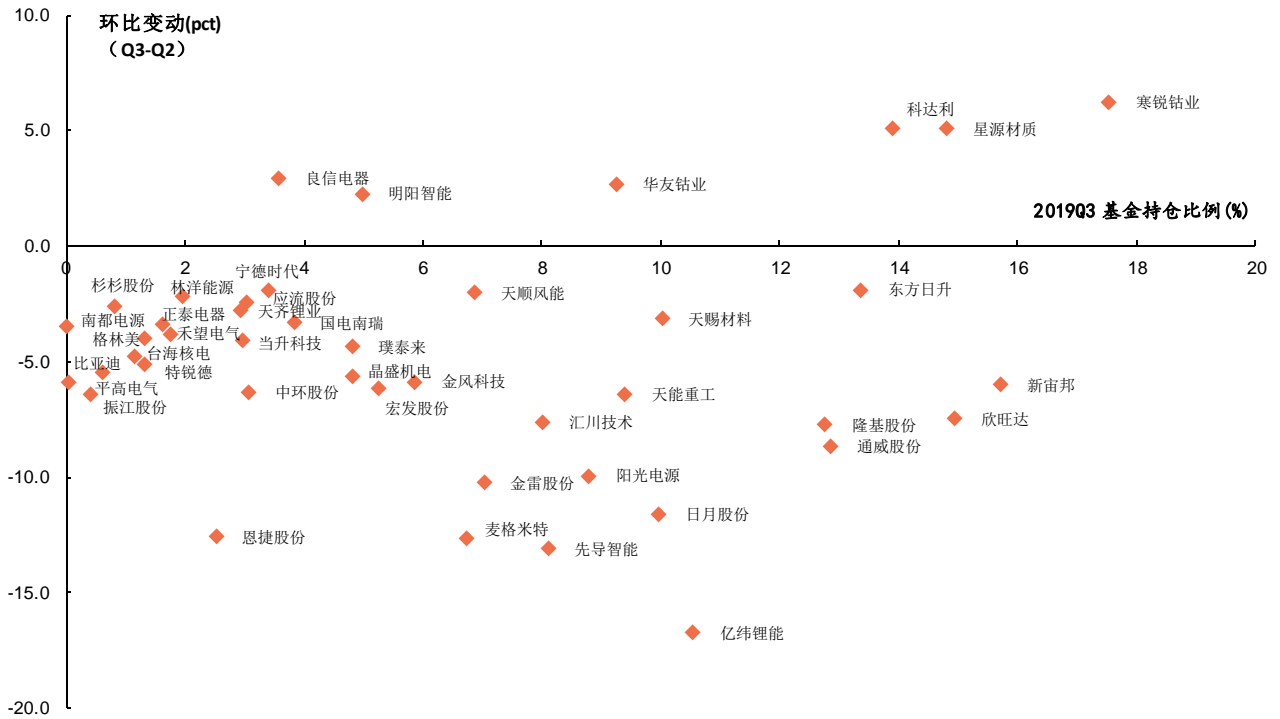
资料来源: Wind, 申港证券研究所

2019Q3 电新行业基金持仓比例波动明显, 全行业基金持仓比例增加的公司共计 27 家, 增加幅度超过 5 pct 的共有三家, 分别为寒锐钴业 (6.25 pct)、科达利 (5.14 pct)、星源材质 (5.08 pct)。基金持仓比例下调的公司共计 266 家, 其中下调幅度超过 10 pct 的公司有 5 家, 分别为亿纬锂能 (-16.71 pct)、先导智能 (-13.09 pct)、麦格米特 (-12.67 pct)、恩捷股份 (-12.54 pct)、日月股份 (-11.57 pct)。我们认为新能源车、光伏相关公司基金持仓比例大幅变动, 主要由于行业边际变化较大。

- ◆ 新能源汽车由于产销量下滑, 各公司盈利能力出现分化。上游原材料公司基金持仓比例出现上调, 而受补贴退坡影响最为明显的中游锂电池业绩承压较为严重, 锂电池企业和材料企业普遍持仓比例下调, 新能源整车市场结构将会进入调整期。
- ◆ 光伏行业上市公司的基金持仓比例普遍下调, 主要原因在于上半年海外市场超预期

期、国内新竞价及平价政策顺利落地，行业预期的不确定性减弱，2019H1 基金持仓比例大幅提升，但 Q3 国内项目启动较晚，全年总装机量预计 32~35GW，低于年初目标，造成 Q3 基金持仓大幅缩减。我们认为 19Q4、20Q1 在充足订单的保障下，国内项目建设确定性高，行业仍将维持需求景气，板块仍将受到机构投资者重视。

图26: 2019Q3 电新行业代表公司基金持仓比例及变动情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

表1: 电新代表公司基金持仓比例变动 (%)

证券简称	样本分类	生产链环节	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	变动幅度
寒锐钴业	新能源车	原材料	10.1	13.1	9.6	7.6	2.5	11.3	17.5	6.3
科达利	新能源车	电池	9.8	14.4	9.4	2.2	5.4	8.8	13.9	5.1
星源材质	新能源车	隔膜	1.0	3.7	2.7	9.8	5.9	9.7	14.8	5.1
良信电器	二次设备		11.9	15.6	7.8	5.5	0.0	0.6	3.6	2.9
华友钴业	新能源车	原材料	11.8	16.1	10.5	4.9	2.6	6.5	9.3	2.7
明阳智能	风电	整机	17.1	21.1	6.1	0.0	1.7	2.7	5.0	2.3
东方日升	光伏	中游组件	0.0	0.0	0.0	2.5	7.2	15.2	13.4	-1.9
宁德时代	新能源车	电池	0.2	1.6	0.5	21.2	10.0	5.3	3.4	-1.9
天顺风能	风电	风塔	2.6	0.9	0.0	10.0	4.2	8.9	6.9	-2.0
林洋能源	光伏	运营商	5.5	13.0	7.7	13.0	5.9	4.1	2.0	-2.2
应流股份	核电	供货商	7.2	16.0	8.2	5.4	4.4	5.4	3.0	-2.4
杉杉股份	新能源车	正极材料	0.7	1.3	0.8	7.7	1.8	3.4	0.8	-2.6
天齐锂业	新能源车	原材料	4.4	2.6	0.0	7.5	3.4	5.6	2.9	-2.7
天赐材料	新能源车	电解液	13.6	16.0	9.7	18.3	3.3	13.1	10.0	-3.1

证券简称	样本分类	生产链环节	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	变动幅度
国电南瑞	电站设备		10.2	14.7	8.3	11.6	4.0	7.2	3.8	-3.3
正泰电器	一次设备		14.3	17.4	13.4	6.5	1.8	5.0	1.6	-3.4
南都电源	电源		1.3	9.9	3.3	3.4	0.2	3.5	0.0	-3.5
禾望电气	一次设备		8.3	14.3	10.4	0.3	5.7	5.6	1.7	-3.8
格林美	新能源车	原材料	22.4	15.3	5.1	4.5	2.5	5.3	1.3	-4.0
当升科技	新能源车	正极材料	0.2	1.8	0.9	22.6	6.2	7.1	3.0	-4.1
璞泰来	新能源车	负极材料	0.6	2.8	2.0	10.5	4.0	9.2	4.8	-4.4
台海核电	核电	供货商	0.7	0.1	0.6	16.0	8.8	5.9	1.1	-4.7
特锐德	一次设备		5.2	8.4	3.6	7.0	2.7	6.4	1.3	-5.1
比亚迪	新能源车	电池	4.5	11.4	6.9	6.8	3.5	6.1	0.6	-5.4
晶盛机电	光伏	中游光伏设备	0.1	3.8	2.2	13.5	6.9	10.5	4.8	-5.6
金风科技	风电	整机	1.3	17.5	4.5	13.3	8.7	11.7	5.9	-5.8
平高电气	一次设备		30.5	30.2	16.0	7.6	0.2	5.9	0.1	-5.9
新宙邦	新能源车	电解液	0.0	1.1	0.0	34.1	10.0	21.7	15.7	-6.0
宏发股份	二次设备		2.3	36.0	11.7	13.6	5.4	11.4	5.2	-6.2
中环股份	光伏	中游硅片	5.0	28.2	14.9	5.0	3.7	9.4	3.1	-6.3
天能重工	风电	风塔	4.8	14.3	4.6	6.6	13.2	15.8	9.4	-6.4
振江股份	风电	机舱罩	0.9	12.0	10.2	5.6	2.4	6.8	0.4	-6.4
欣旺达	新能源车	电池	5.3	18.0	2.4	18.3	10.4	22.4	14.9	-7.5
汇川技术	新能源车	电机电控	2.8	6.8	2.7	16.3	8.3	15.6	8.0	-7.6
隆基股份	光伏	中游硅片	0.0	4.5	14.2	21.1	13.5	20.5	12.8	-7.7
通威股份	光伏	上游硅料	3.5	6.0	0.2	15.0	12.7	21.5	12.9	-8.6
阳光电源	光伏	中游逆变器	9.5	20.1	2.0	25.9	6.9	18.7	8.8	-9.9
金雷股份	风电	主轴	0.0	2.8	1.3	10.2	7.2	17.3	7.0	-10.2
日月股份	风电	铸锻件	2.6	5.7	4.6	11.1	11.4	21.5	10.0	-11.6
恩捷股份	新能源车	隔膜	2.6	0.8	0.9	18.6	10.0	15.1	2.5	-12.5
麦格米特	新能源车	电机电控	4.5	6.2	4.4	18.0	11.6	19.4	6.7	-12.7
先导智能	新能源车	锂电设备	1.8	6.5	5.1	27.2	17.8	21.2	8.1	-13.1
亿纬锂能	新能源车	电池	5.8	6.7	2.6	11.4	12.6	27.3	10.6	-16.7

资料来源: Wind, 申港证券研究所

2. 光伏：市场景气引领业绩大增

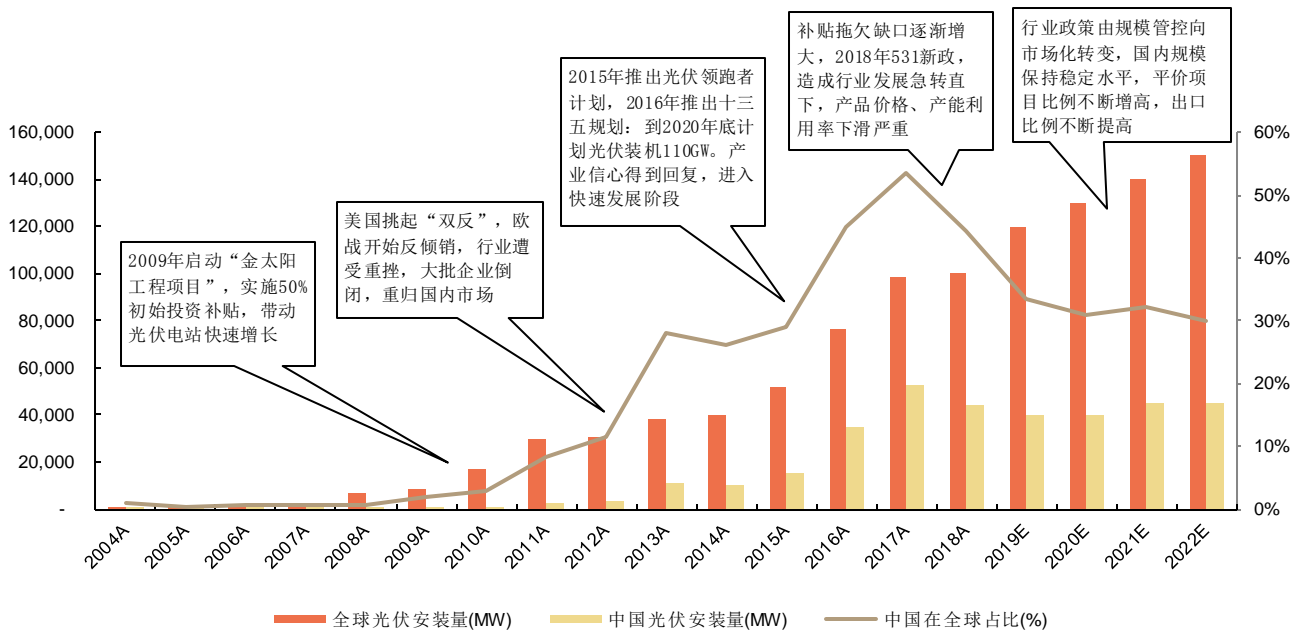
2.1 海外市场全面启航

2019 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。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。2019 年竞价、平价项目规模分别达到 22.8GW、4.5GW，对补贴需求仅 25.5 亿，在年初预算 30 亿范围内。三季度竞价和平价上网项目已进入建设阶段，为 2021 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。平价时代即将到来，2019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。尽管国内竞价、平价项目启动较晚，装机不及预期，在海外市场稳步增长的助推下，产品价格已出现回升，随着项目逐步落地，业绩将持续增长。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27：光伏产业发展历史回顾

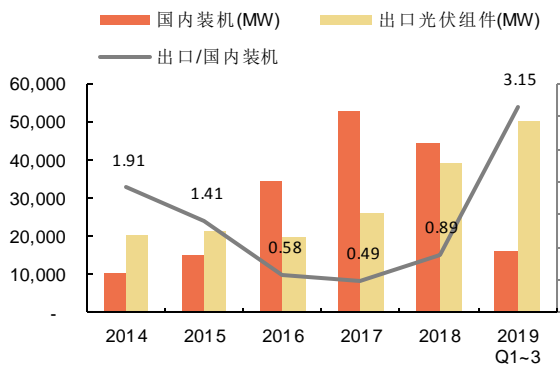


资料来源：申港证券研究所

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，海外市场表现尤为亮眼。

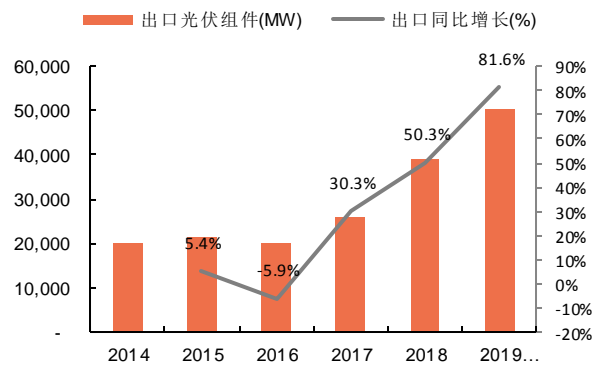
2019Q1~3国内光伏新增装机16GW，出口光伏组件50.4GW，同比增长81.6%，出口量超过国内装机量的3倍。光伏组件出口比例不断提升，我国光伏产业真正成为全球化的产业。

图28：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29：光伏出口增速不断提升

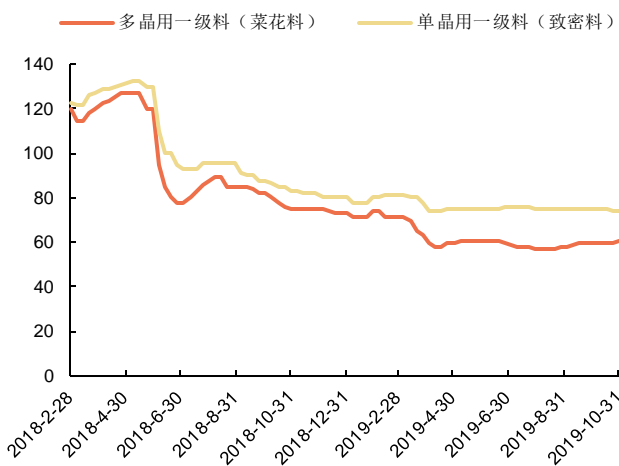


资料来源：Wind，申港证券研究所

2019Q1~3 主要光伏产品价格整体处于下降通道，部分材料价格在 Q3 出现小幅回弹。分种类来看：

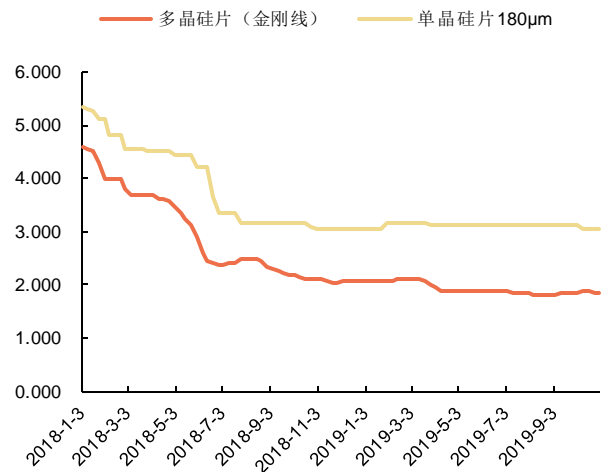
- ◆ 硅料：2019 年单晶硅料价格下降 7.5%，延续了上半年的下降趋势。多晶硅料下降 16.4%，Q3 小幅上涨 3.4%。
- ◆ 硅片：2019 年多晶硅片价格下降 11.3%，单晶硅片因为需求较好，价格基本维持稳定，Q3 小幅下降 1.9%。
- ◆ 电池片：单晶 PERC 电池片价格下降 28.7%，Q3 单季下降 19.3%，多晶硅片价格下降 19.1%，Q3 下降 21.2%。单晶 PERC 电池片 6 月以来由于新增产能集中投放，而国内光伏电站建设仍未大规模开始，价格快速下降，9 月之后随着需求好转价格已企稳。
- ◆ 组件：单晶 PERC 组件价格下降 17.2%，多晶组件下降 7.1%。

图 30：硅料价格走势（元/kg）



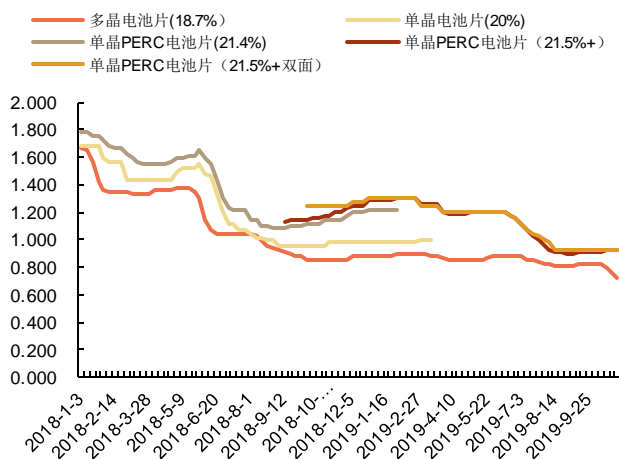
资料来源：PV Infolink，申港证券研究所

图 31：硅片价格走势（元/片）



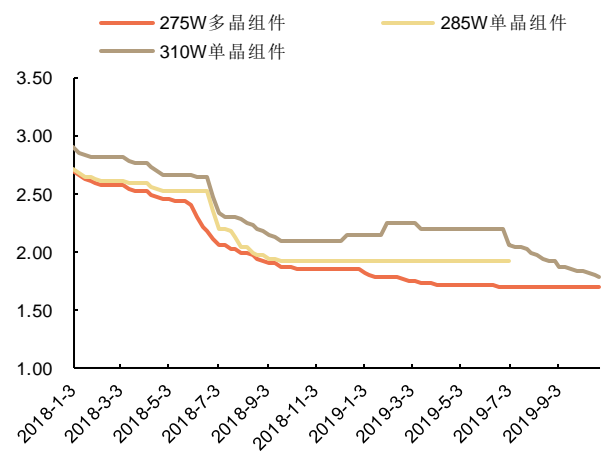
资料来源：PV Infolink，申港证券研究所

图 32：电池片价格走势（元/W）



资料来源：PV Infolink，申港证券研究所

图 33：组件价格走势(元/W)



资料来源：PV Infolink，申港证券研究所

表2：主要光伏材料价格变化

种类	品种	规格	单位	2019/11/3	周度涨跌	月度涨跌	年度涨跌	最高点 差幅	最高点日期
硅料	多晶硅一级料		USD/kg	7.00	0.00%	0.00%	-21.35%	-57.58%	2018/1/17
	多晶硅一级料	菜花料	元/kg	61.00	1.67%	1.67%	-16.44%	-51.97%	2018/4/25
	单晶硅一级料	致密料	元/kg	74.00	0.00%	-1.33%	-7.50%	-44.36%	2018/5/9
硅片	多晶-金刚线	进口	USD/片	0.24	0.00%	0.00%	-10.19%	-62.81%	2018/1/3
		国产	元/片	1.83	-0.54%	-1.08%	-11.17%	-60.22%	2018/1/3
	单晶 180um	进口	USD/片	0.39	-3.46%	-3.46%	0.26%	-45.31%	2018/1/3
		国产	元/片	3.06	0.00%	-1.92%	0.33%	-42.80%	2018/1/3
电池片	多晶-金刚线	18.5%进口	USD/W	0.09	-6.06%	-11.43%	-16.96%	-56.74%	2018/1/3
		18.5%国产	元/W	0.72	-6.49%	-12.20%	-19.10%	-56.89%	2018/1/3
	单晶 PERC	21.5%进口	USD/W	0.12	0.00%	0.83%	-26.22%	-27.54%	2019/1/30
		21.5%国产	元/W	0.92	0.00%	1.10%	-28.68%	-29.23%	2019/1/30
		21.5%双面进口	USD/W	0.12	0.00%	0.83%	-27.54%	-27.54%	2019/1/2
21.5%双面国产	元/W	0.93	0.00%	1.09%	-28.46%	-29.01%	2019/1/30		
组件	275W 多晶	进口	USD/W	0.22	0.00%	0.00%	0.00%	-38.20%	2018/1/3
		国产	元/W	1.69	-0.59%	-0.59%	-7.14%	-37.41%	2018/1/3
	310W 单晶 PERC	进口	USD/W	0.24	-2.80%	-5.45%	-7.60%	-40.00%	2018/1/3
	310W 单晶 PERC	国产	元/W	1.78	-0.56%	-3.26%	-17.21%	-38.83%	2018/1/3
光伏玻璃			元/平方米	28.00	0.00%	0.00%	16.7%	0.00%	2019/9/11

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 34 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3：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、精功科技、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、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 2019Q1~3 实现营业收入 1519.4 亿元，同比增长 16.8%；实现归母净利润 106.7 亿元，同比增长 22.3%；毛利率为 22.4%，同比上涨 1.47 pct；期间费用率为 13%，同比下降 0.8 pct，经营性现金流大幅增长 300.8%。Q3 延续了 2019 年增长势头，业绩环比、同比皆实现显著增长。

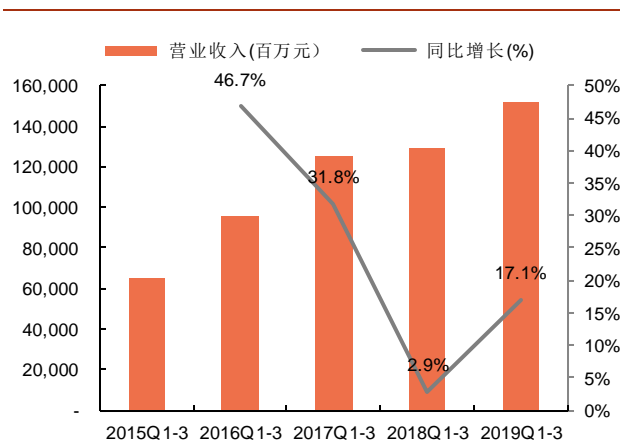
表4：光伏行业 2018 年和 2019Q1~3 变化数据

光伏	2017	2018	YoY	2018Q1-3	2019Q1-3	YoY
营业总收入（百万元）	184269.12	184435.7	0.1%	130104.7	151938.4	16.8%
归母净利润（百万元）	10220.77	3814.1	-62.7%	8717.4	10665.6	22.3%
毛利率（%）	20.7%	20.0%	-0.75 pct	20.9%	22.4%	1.47 pct
净利率（%）	5.6%	2.2%	-3.42 pct	6.8%	7.4%	0.60 pct
经营性现金流（百万元）	15253.11	9970.8	-34.6%	4508.2	18070.0	300.8%
资产负债率（%）	56.6%	57.5%	0.89 pct	56.8%	56.6%	-0.20 pct
期间费用率（%）	15.4%	14.6%	-0.75 pct	13.8%	13.0%	-0.80 pct
ROE（%）	6.1%	2.2%	-3.88 pct	5.0%	5.7%	0.65 pct
商誉（百万元）	3645.63	5121.6	40.5%	4925.8	3690.9	-25.1%
在建工程（百万元）	18468.21	23276.8	26.0%	25481.24	18778.5	-26.3%

资料来源：Wind，申港证券研究所

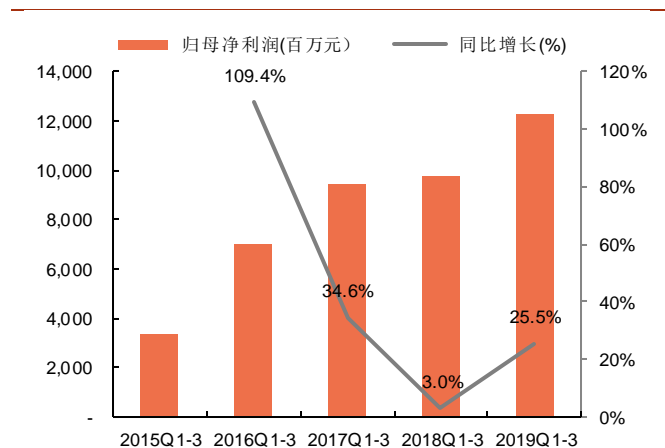
2019 年是光伏执行竞价的第一年，行业面临补贴大幅退坡的局面，但同时政策扰动降低、市场化程度加深，使得行业提升了造血能力，在前三季度海外市场爆发的情况下，实现了业绩的显著提升。2019 年全年补贴额降低至 25.5 亿元，预计全年装机 32~35GW。下半年光伏市场由国外转向国内，22.8GW 的竞价项目以及 4.8GW 的平价项目投产目标均在 12 月底，正常光伏电站建设工期至少需 3 个月，部分项目已于 Q3 开工，Q4 将是国内光伏建设高峰期，需求向好对于产业链价格产生非常强劲的支持。

图34：光伏行业样本公司近 5 年 Q1~3 营收变化



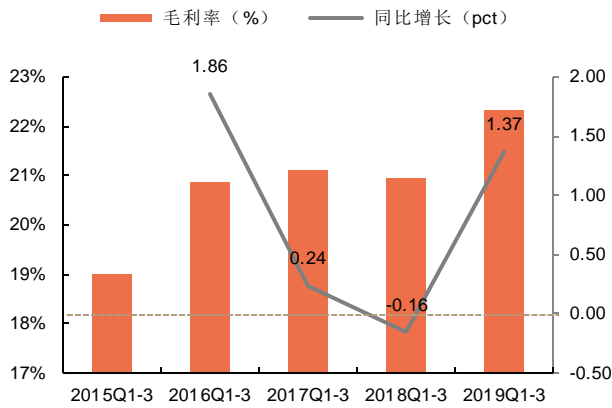
资料来源：Wind，申港证券研究所

图35：光伏行业样本公司近 5 年 Q1~3 归母净利润变化



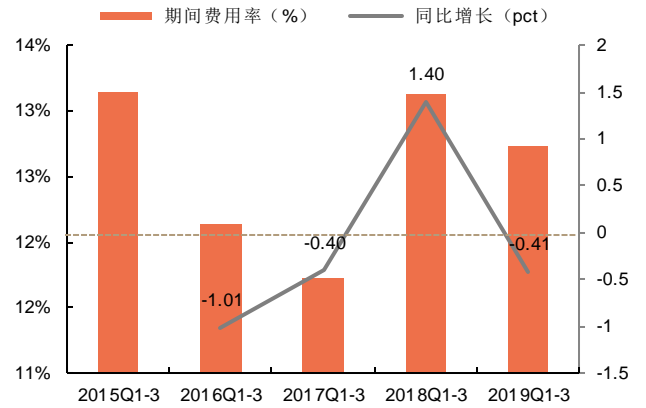
资料来源：Wind，申港证券研究所

图36: 光伏行业样本公司近5年Q1~3毛利率变化



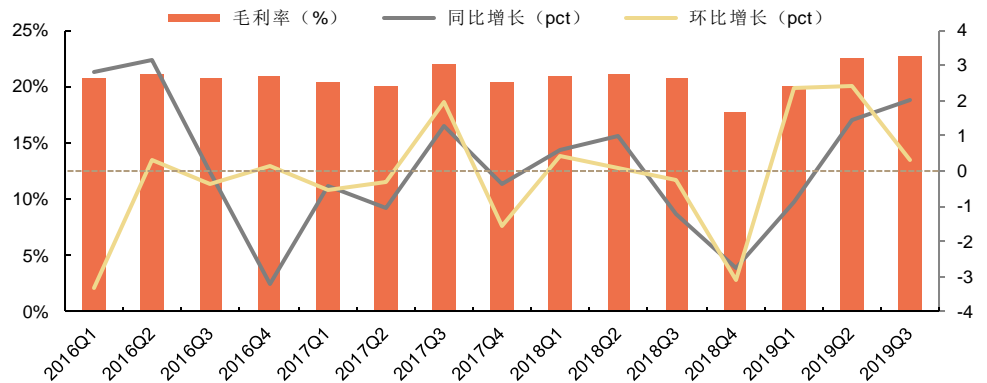
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图37: 光伏行业样本公司近5年Q1~3期间费用率变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图38: 光伏行业样本公司单季度毛利率情况



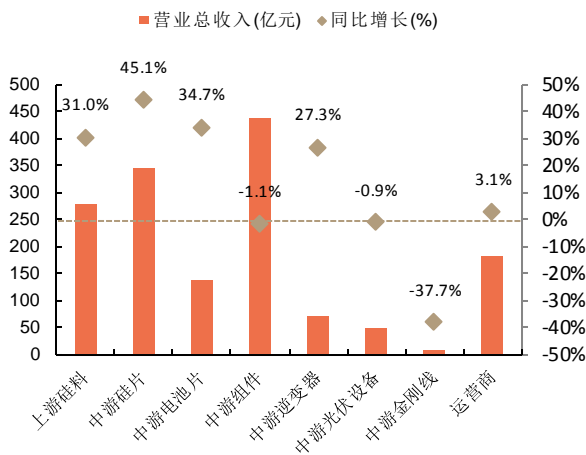
资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.3 分环节: 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。

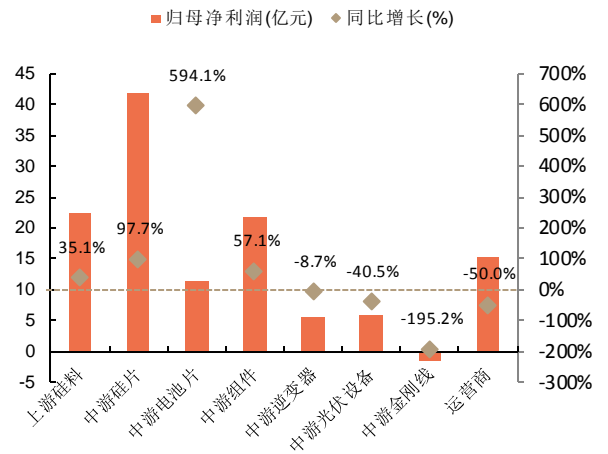
- ◆ **从营收角度:** 硅料、硅片、电池片营收皆显著增长, 组件出现小幅下滑, 主要因为组件产能扩张较多, 对价格产生较大压力, 同时产业链的传导需要时间。随着竞价平价项目大批开工, 逆变器需求提升, 同比增长显著。金刚线营收降幅最高, 表明在大部分硅片切割环节完成金刚线替代后, 金刚线需求大幅减弱。
- ◆ **从归母净利润角度:** 硅料、硅片、电池片、组件四个主要产业链环节皆表现出色, 电池片由负转正, 同比实现大幅增长。此外, 尽管组件营收下降, 但由于拥有相对强的议价权, 组件价格回稳, 利润提升幅度高于营收。

图39: 光伏各环节代表公司 2019Q1~3 营收



资料来源: Wind, 申港证券研究所

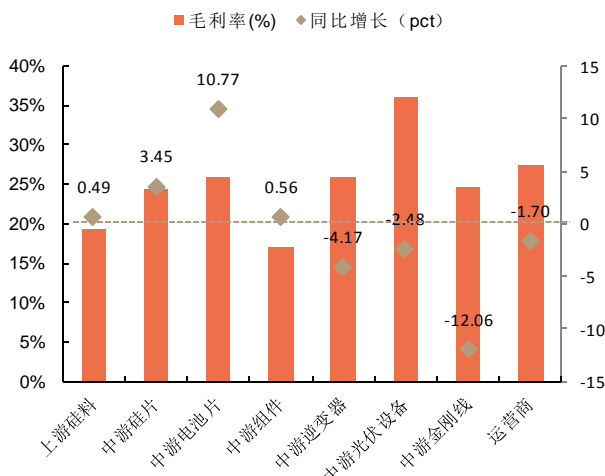
图40: 光伏各环节代表公司 2019Q1~3 归母净利润



资料来源: Wind, 申港证券研究所

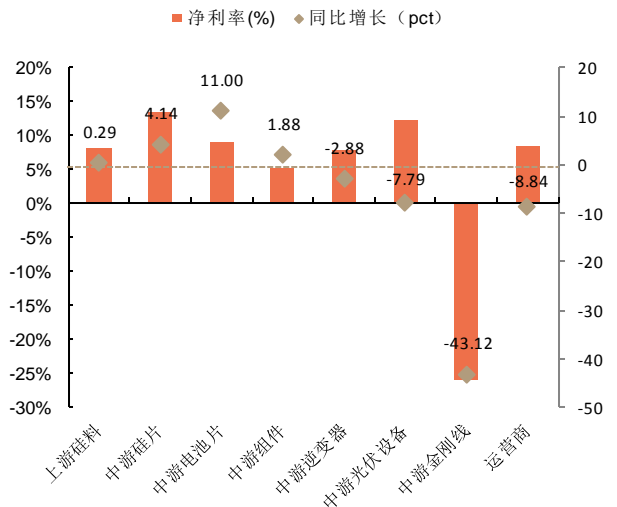
◆ **从毛利率和净利率角度:** 电池片、硅片盈利能力突出, 金刚线已经开始亏损, 运营商亦因为补贴拖欠, 毛利率和净利率出现大幅下滑。

图41: 光伏各环节代表公司 2019Q1~3 毛利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图42: 光伏各环节代表公司 2019Q1~3 净利率

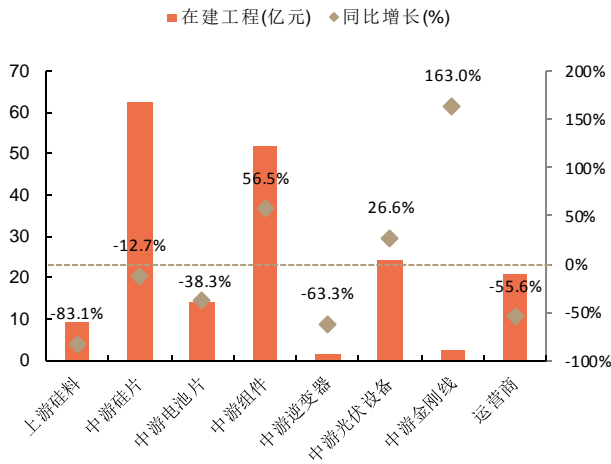


资料来源: Wind, 申港证券研究所

◆ **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。

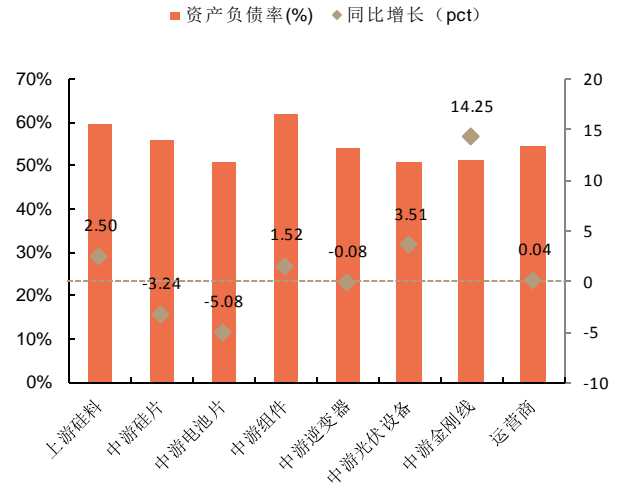
◆ **从资产负债率角度:** 总体资产负债率维持在正常水平, 除了金刚线环节, 其他环节并未发生大的变化。

图43: 光伏各环节代表公司 2019Q1~3 在建工程



资料来源: Wind, 申港证券研究所

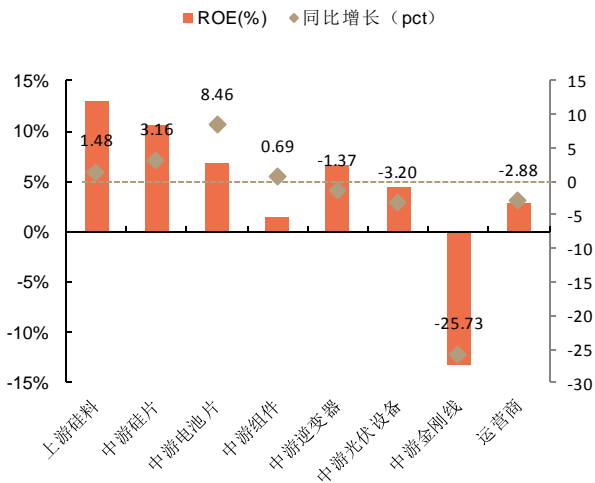
图44: 光伏各环节代表公司 2019Q1~3 资产负债率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

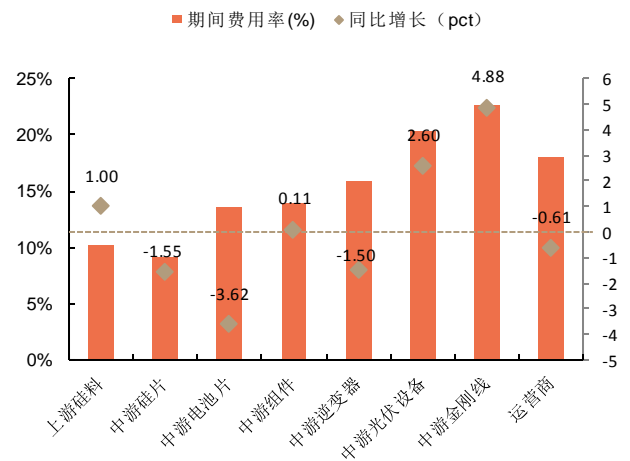
- ◆ **从 ROE 角度:** 电池片的 ROE 维持在较高水平, 硅料、硅片、组件尚可, 其余环节 ROE 皆同比下降, 电池片回归正常发展轨道, 硅片盈利能力较强。
- ◆ **从期间费用率角度:** 硅片、电池片、逆变器的期间费用率均有所下降, 表明规模化已经能够显著降低费用率, 而不易产生规模效应的光伏设备、金刚线期间费用率出现上涨。

图45: 光伏各环节代表公司 2019Q1~3 ROE



资料来源: Wind, 申港证券研究所

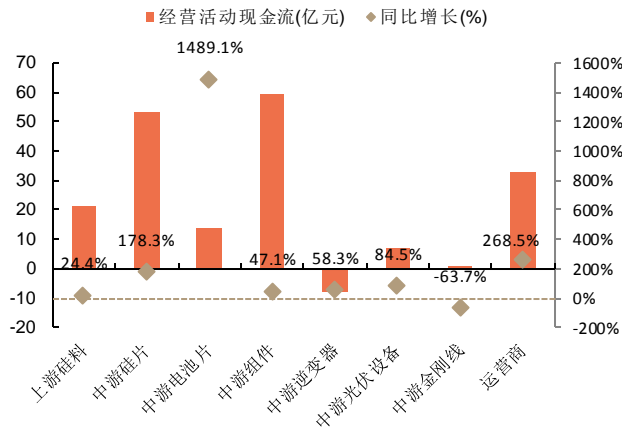
图46: 光伏各环节代表公司 2019Q1~3 期间费用率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

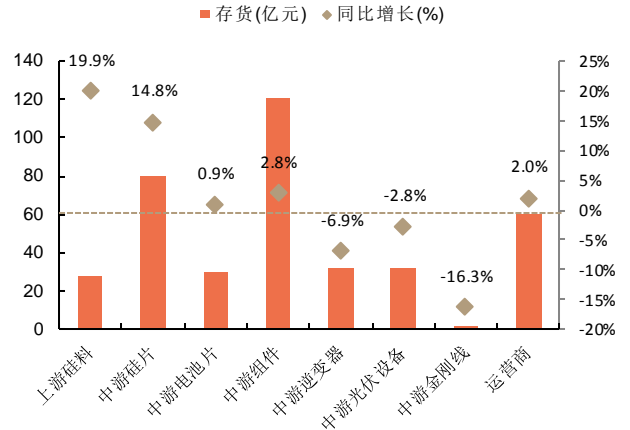
- ◆ **从经营性现金流角度:** 电池片环节现金流同比增速最高, 表明电池片盈利质量大幅提升, 运营商环节现金流提升显著, 主要因为东旭蓝天 19Q1~3 经营现金流 14.5 亿, 相较 18 年同期-34.8 亿, 转正且大幅提升。
- ◆ **从存货角度:** 硅片、组件的存货量较高, 硅料、硅片增长幅度最高, 运营商存货环比下降, 表明因上半年国内光伏建设规模较低, 运营商积累了较多存货, 随着下半年国内项目建设高峰期的到来, 存货已大幅降低。

图47: 光伏各环节代表公司 2019Q1~3 经营性现金流



资料来源: Wind, 申港证券研究所

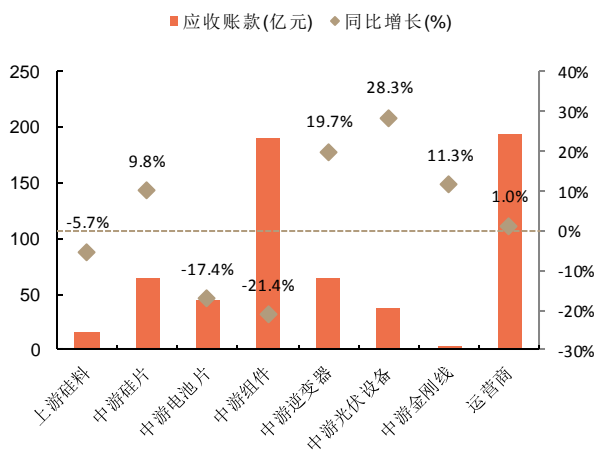
图48: 光伏各环节代表公司 2019Q1~3 存货



资料来源: Wind, 申港证券研究所

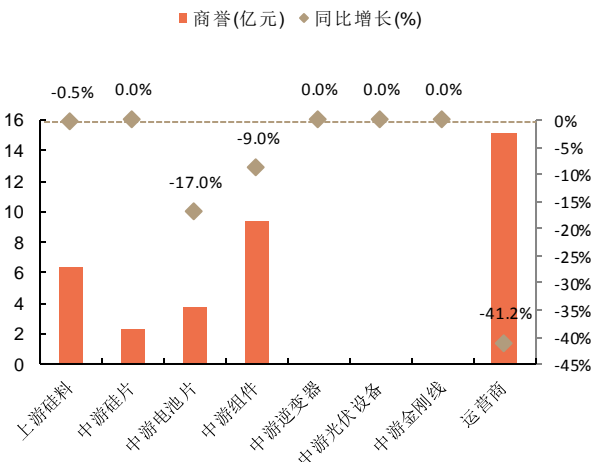
- ◆ **从应收账款角度:** 逆变器、光伏设备的应收账款同比增长幅度较大, 硅片、金刚线亦增长明显, 光伏设备的应收账款增加表明产能扩张仍然在继续。
- ◆ **从商誉角度:** 商誉主要集中在运营商环节, 该环节是投资并购最多的领域。2019Q1~3 运营商商誉同比减少 41.2%, 我们认为这种下降趋势仍将继续。

图49: 光伏各环节代表公司 2019Q1~3 应收账款



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图50: 光伏各环节代表公司 2019Q1~3 商誉



资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.4 投资策略: 布局受益于国内装机增长的核心标的

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。由于竞价和平价项目启动较晚, 19Q1~3 光伏总装机 16GW, 19Q3 仅 4.5GW, 预计全年装机规模 32~35GW, 项目建设将集中在 19Q4、20Q1, 国内装机需求将稳步上行。

- ◆ **单晶硅料和 PERC 电池片龙头：通威股份。**公司作为垂直一体化光伏企业，业务范围覆盖上游高纯晶硅生产、中游高效太阳能电池片生产、以及终端光伏电站建设。公司电池片在建产能将于 2019 年底至 2020 年上半年陆续释放，同时积极布局异质结市场，未来业绩拥有较大提升空间。公司在包头、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。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。2019Q3 单季度利润 7.9 亿，较 Q2 单季度 9.6 亿利润环比降低，主要原因是 PERC 电池片价格下跌，以及国内项目启动较晚，整体建设进度及规模略低于预期。

我们预计公司 2019 年全年可实现超 347 亿营收，30 亿归母净利润。2020 年由于电池片 8GW 新产能于 19 年底、20 年初投放，利润将进一步增厚。预计 2019~2021 年公司营收分别为 347.4、437.5、539.8 亿元，归母净利润为 30.3、38.5、46.5 亿元，EPS 分别为 0.78、0.99、1.2 元，对应 PE 为 15.7、12.4、10.2 倍，维持“增持”评级。

- ◆ **单晶硅片龙头：隆基股份、中环股份。**

隆基股份：2019 年海外、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。公司 Q3 分别与潞安太阳能、越南电池和上海宜则、正泰电器、泰州中来光电签订长单销售合同，出货量分别达 21 亿片、13.1 亿片、6.6 亿片和 8 亿片，为公司未来业绩提供订单保障，组件业务 Q4 已经满单。公司计划 2020 年组件出货 20GW，其中海外市场占比 70%，计划 2020 年硅片出货 100 亿片。

我们预计公司 2019 年-2021 年的营业收入分别为 314 亿元、459 亿元和 549.7 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 50.6 亿元、63.3 亿元和 73.7 亿元，每股收益分别为 1.34 元、1.68 元和 1.95 元，对应 PE 分别为 17、13.6、11.7。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。

我们预计公司 2019 年-2021 年的营业收入分别为 174.8 亿元、238 亿元和 305 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 11.4 亿元、16.3 亿元和 22.5 亿元，每股收益分别为 0.41 元、0.59 元和 0.81 元，对应 PE 分别为 28.5、20.0、14.5。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 Q3 竞价、平价项目启动较晚，总计超过 27GW 项目将在年底或推迟到 2020Q1 并网。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 51：2019Q1~3 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 2019Q1-3 (百万元)	同比变化 (%)	营业总收入变化 (15Q1-3~19Q1-3)	归母净利润 2019Q1-3 (百万元)	同比变化 (%)	归母净利润变化 (15Q1-3~19Q1-3)
上游硅料	通威股份	28025	31.0%		2243	35.1%	
中游硅片	中环股份	12016	29.8%		702	64.8%	
中游硅片	隆基股份	22693	54.7%		3484	106.0%	
中游电池片	中来股份	2500	37.0%		228	62.8%	
中游电池片	拓日新能	737	-3.0%		73	0.5%	
中游组件	福斯特	4591	34.6%		592	70.8%	
中游组件	东方日升	9774	42.9%		783	271.1%	
中游组件	中利集团	8478	-27.8%		21	-64.7%	
中游组件	协鑫集成	7032	-14.3%		-36	-62.6%	
中游光伏设备	京运通	1491	-11.4%		167	-65.2%	
中游光伏设备	晶盛机电	2007	6.2%		472	5.8%	
中游金刚线	东尼电子	449	-37.2%		-173	-264.3%	
中游逆变器	阳光电源	7184	27.3%		554	-8.7%	
运营商	太阳能	3669	22.3%		818	13.8%	
运营商	林洋能源	2546	-7.2%		686	6.0%	

资料来源：Wind，申港证券研究所

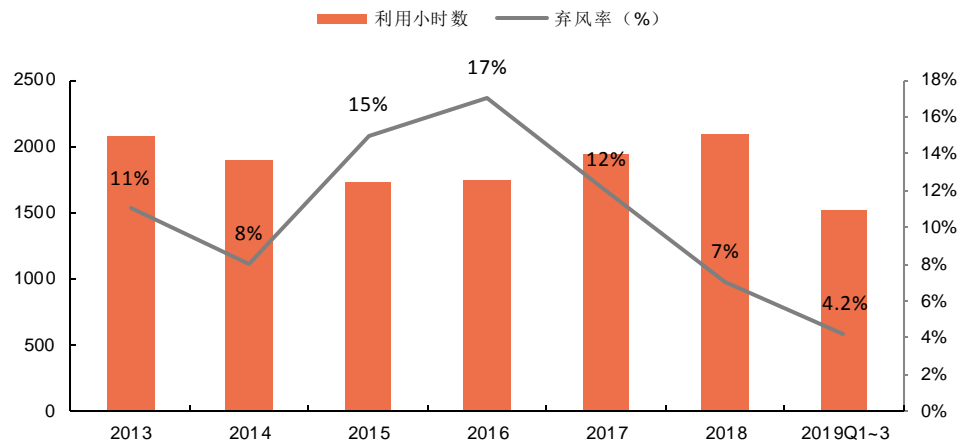
3. 风电：抢装带领行业进入景气通道

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 2019 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。2019Q1~3 风电弃风率 4.2%，弃风率同比下降 3.5 pct，风电利用小时数 1519h，同比下降 45h，行业弃风率明显改善。

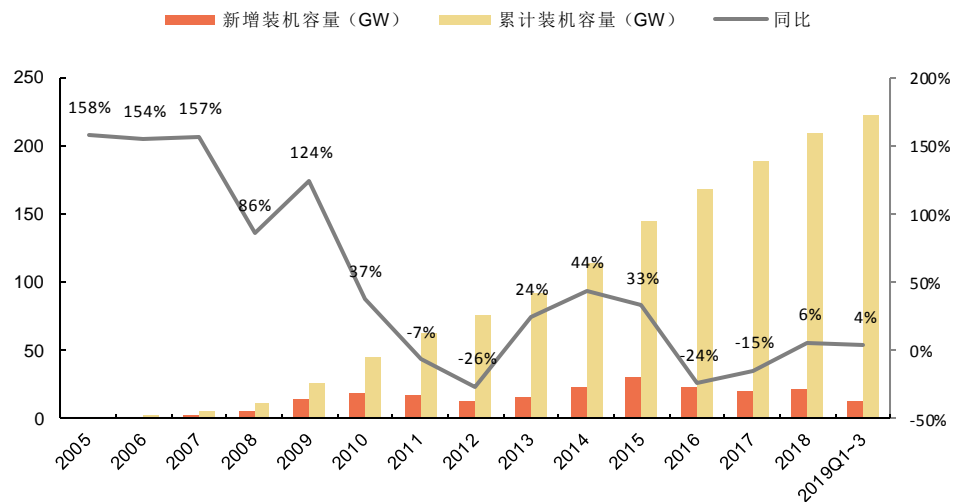
图52: 风电弃风率逐年降低



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。2019Q1~3 新增风电装机容量 13.08GW, 同比增长 3.7%。目前已核准未建成的风电机组规模超 58GW, 已宣布但未核准的风电机组规模 59GW, 预计将在 2020 年之后平价上网。2019~2020 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。

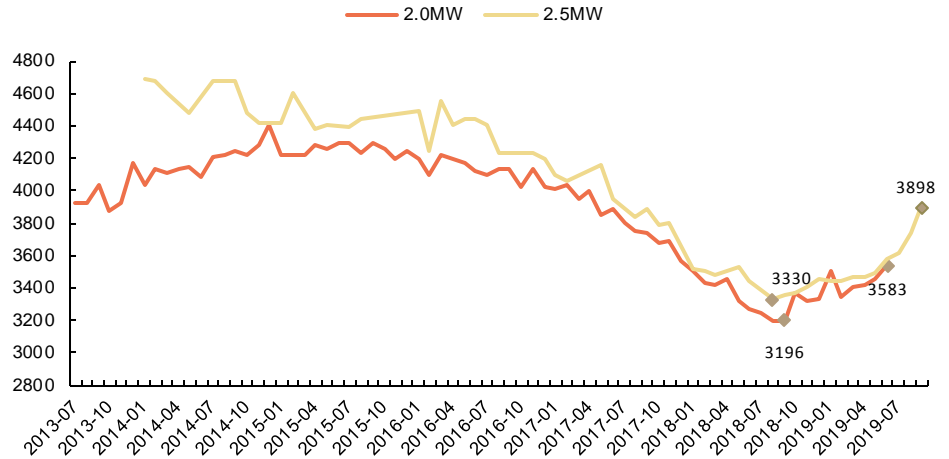
图53: 风电装机容量持续增长



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, 2019Q1~3 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 3536 元/kW, 自去年低点上升幅度为 10.64%, 9 月 2.5MW 机组达到 3898 元/kW, 相对去年低点上涨 17.1%。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54: 风机投标价格实现触底反弹 (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5: 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 2019Q1~3 实现营业收入 934.3 亿元, 同比增长 27.1%; 实现归母净利润 68.5 亿元, 同比增长 15.2%; 毛利率为 23.2%, 同比下降 1.8 pct; 期间费用率为 15.5%, 同比下降 1.4 pct。

表6: 风电行业 2018 年和 2019 Q1~3 变化数据

风电	2017	2018	YoY	2018Q1-3	2019Q1-3	YoY
营业总收入 (百万元)	87069.3	98285.3	12.9%	73505.7	93432.6	27.1%
归母净利润 (百万元)	7144.4	6381.4	-10.7%	5944.4	6845.0	15.2%
毛利率 (%)	25.9%	24.3%	-1.55 pct	25.0%	23.2%	-1.80 pct
净利率 (%)	8.5%	6.8%	-1.64 pct	8.5%	7.7%	-0.76 pct
经营性现金流 (百万元)	15084.3	10992.2	-27.1%	3858.7	9134.6	136.7%
资产负债率 (%)	62.2%	63.0%	0.81 pct	62.7%	63.8%	1.07 pct

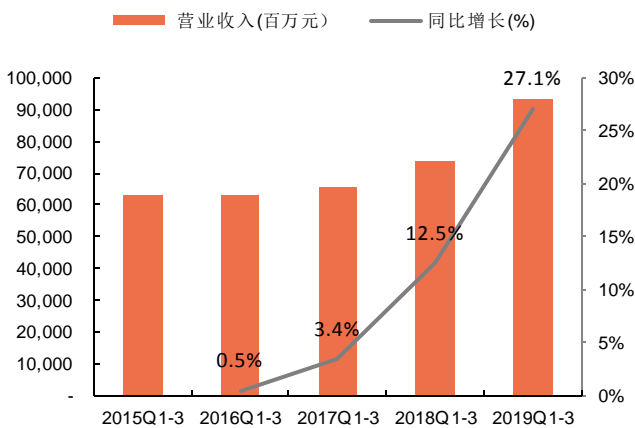
风电	2017	2018	YoY	2018Q1-3	2019Q1-3	YoY
期间费用率 (%)	22.2%	19.2%	-3.01 pct	16.9%	15.5%	-1.40 pct
ROE (%)	6.7%	5.6%	-1.06 pct	5.0%	5.2%	0.21 pct
商誉 (百万元)	2798.0	1753.1	-37.3%	2966.4	2819.8	-4.9%
在建工程 (百万元)	21773.74	19926.3	-8.5%	21246.48	23855.9	12.3%

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。

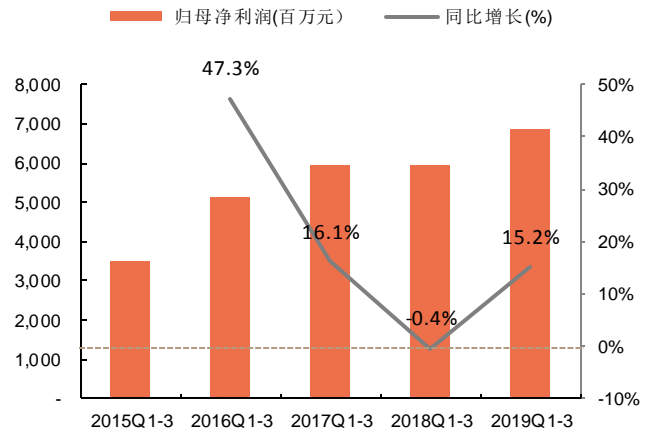
- ◆ 由于自 2019 年起, 新核准项目将执行竞争配置办法, 即公开竞标获得项目, 电价项占整体打分 40% 比重, 目前已发布的各省竞争配置办法中电价降幅好于预期。当前存量已核准未完工的 58GW 项目需要在核准后 2 年内, 即 2020 年底前并网, 否则将无法锁定相对较高的标杆电价。预计抢装潮将在 2019 年到来, 并持续至 2020 年。
- ◆ 在能源清洁化的大背景下, 配额制、绿证等支持清洁能源制度逐步推出。按照配额制要求, 可再生能源发电比例需从 2017 年的 7%, 增长至 2020 年的 11%。传统电力企业在火电、水电逐步衰退的情况下, 新能源是未来发展重要选项, 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 55: 风电行业样本公司近 5 年 Q1~3 营收变化



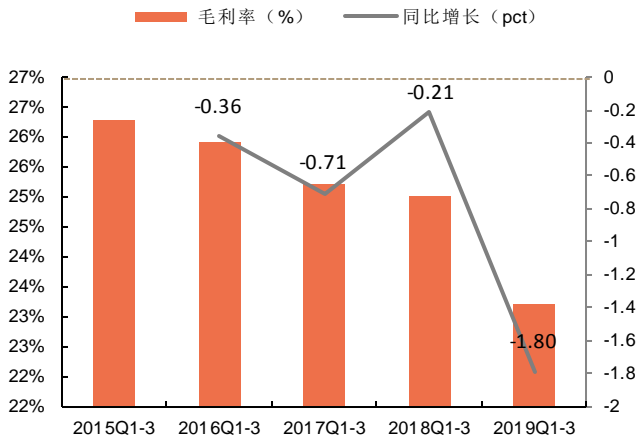
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 56: 风电行业样本公司近 5 年 Q1~3 归母净利润变化



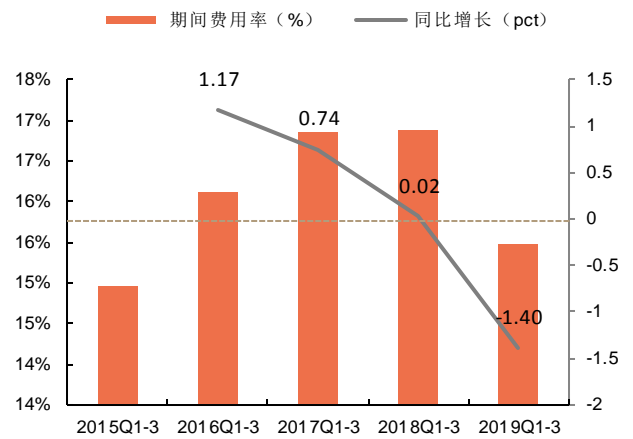
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图57: 风电行业样本公司近5年Q1~3毛利率变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图58: 风电行业样本公司近5年Q1~3期间费用率变化



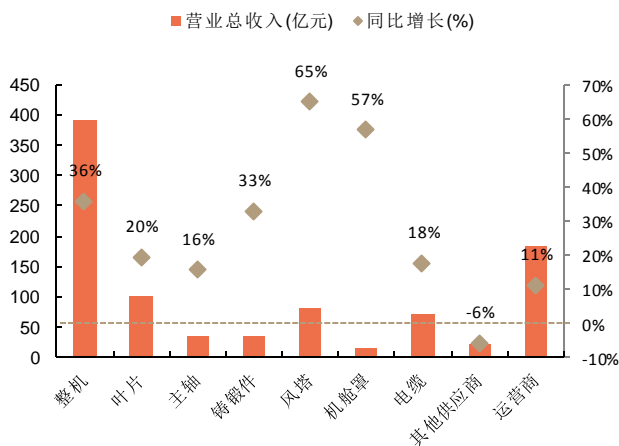
资料来源: Wind, 申港证券研究所

3.3 分环节: 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。

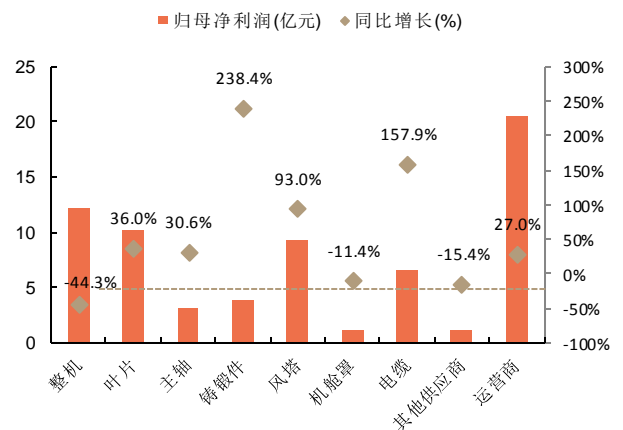
- ◆ **从营收角度:** 风机的营收规模最大, 风塔、机舱罩的营收增速最高, 中游制造环节营收增速高于运营商, 表明风电建设已经开始加速, 订单持续转化为业绩。
- ◆ **从归母净利润角度:** 由于运营商利润率最高, 因此归母净利润规模最大, 铸锻件、电缆净利润增速最高, 表明在营收改善同时, 成本端因为原材料(钢铁、铜)价格下降亦大幅改善, 进而推升净利润提升。铸锻件环节中, 吉鑫科技实现扭亏为盈, 日月股份净利润增长73%。

图59: 风电各环节代表公司2019Q1~3营业收入



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图60: 风电各环节代表公司2019Q1~3归母净利润

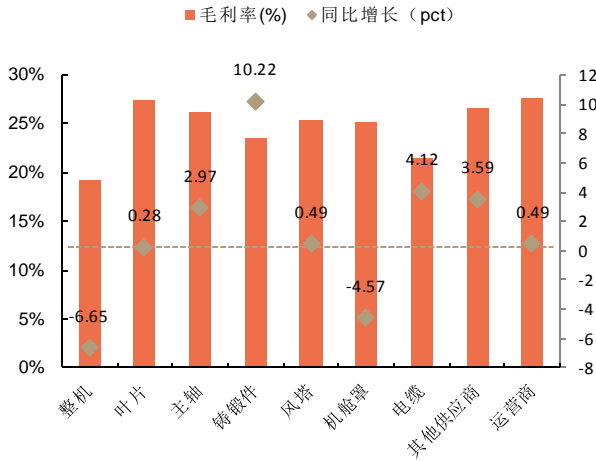


资料来源: Wind, 申港证券研究所

- ◆ **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2018Q3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2019Q2-3盈利能力产生较大冲击, 之后毛利率预计将持续改善。

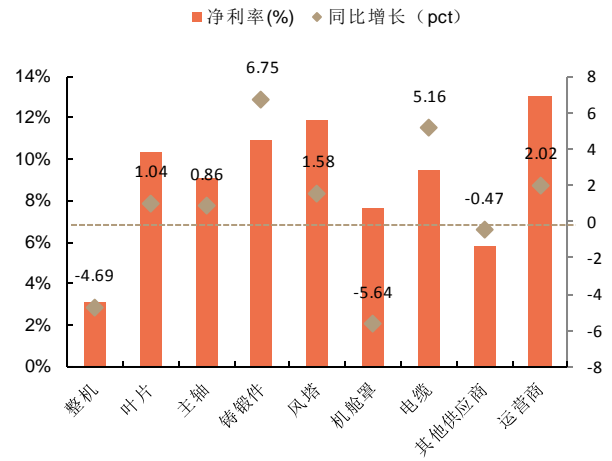
- ◆ **从净利率角度：**铸锻件、电缆净利率提升幅度最高，整机、机舱罩净利率降幅最高。可以看出供货周期短的环节净利率改善更快，而供货周期较长的整机、风塔等当前处于净利率低点，预计在风电行业仍然维持景气的情况下，净利率将会逐步改善。

图61：风电各环节代表公司 2019Q1~3 毛利率



资料来源：Wind，申港证券研究所

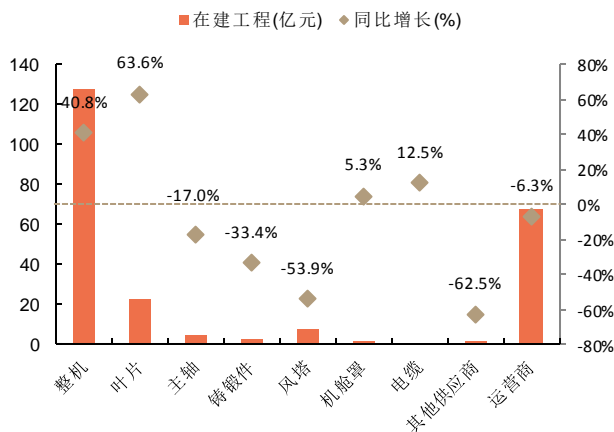
图62：风电各环节代表公司 2019Q1~3 净利率



资料来源：Wind，申港证券研究所

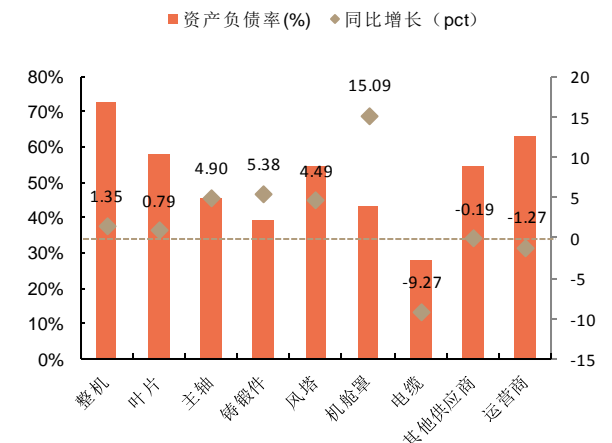
- ◆ **从在建工程角度：**整机、叶片环节在建工程同比增幅较高，表明这些环节产能扩张幅度最大。
- ◆ **从资产负债率角度：**整机环节资产负债率最高，机舱罩环节资产负债率同比增幅最大，表明机舱罩处于产能扩张阶段。

图63：风电各环节代表公司 2019Q1~3 在建工程



资料来源：Wind，申港证券研究所

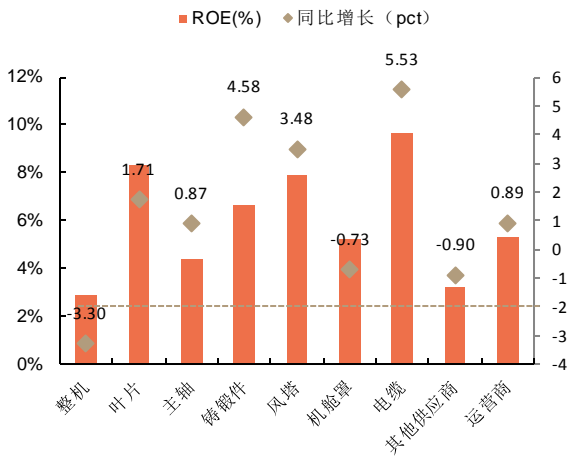
图64：风电各环节代表公司 2019Q1~3 资产负债率



资料来源：Wind，申港证券研究所

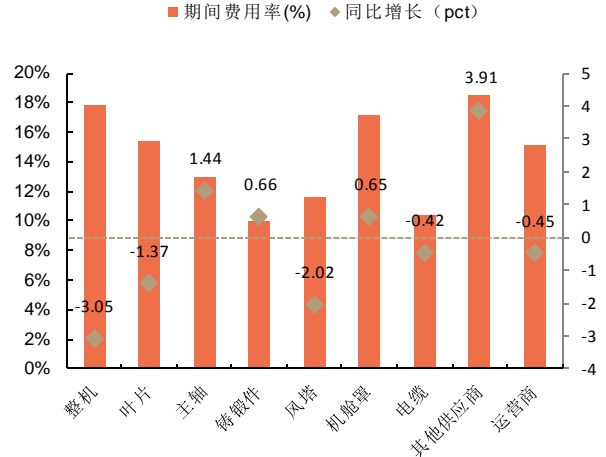
- ◆ **从 ROE 角度：**铸锻件、电缆因为盈利能力提升 ROE 改善幅度最大，整机 ROE 改善还需要时间，大部分环节 ROE 均为向好趋势。
- ◆ **从期间费用率角度：**大部分环节实现了期间费用率的下降，表明需求好转后，发挥规模化优势，能够有效降低期间费用率。

图 65: 风电各环节代表公司 2019Q1~3 ROE



资料来源: Wind, 申港证券研究所

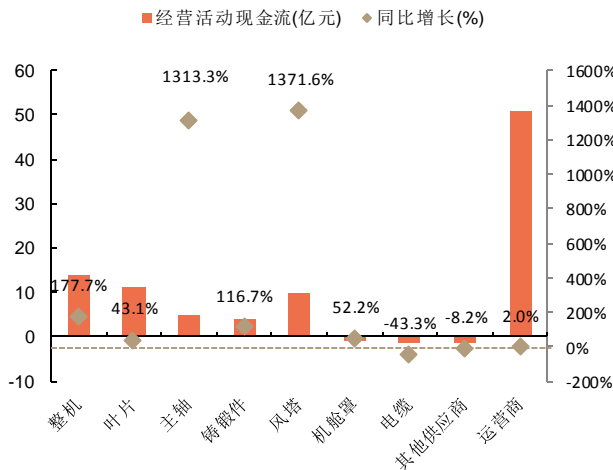
图 66: 风电各环节代表公司 2019Q1~3 期间费用率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

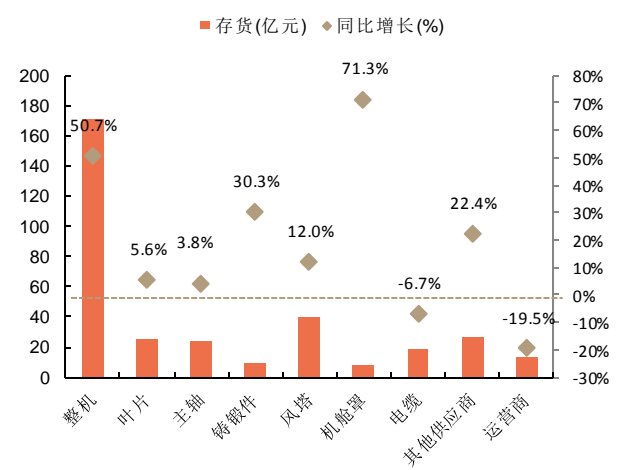
- ◆ **从经营活动现金流角度:** 主轴、风塔因为需求提升, 回款大为改善, 现金流大幅增长, 金雷股份和天能重工由负转正, 天顺风能经营性现金流翻倍。机舱罩现金流压力最大, 运营商现金流状况较好。
- ◆ **从存货角度:** 整机存货价值量最大, 并且仍在大幅提升, 表明整机作为制造环节的末端一环, 应对需求旺季的备货量已显著提升。

图 67: 风电各环节代表公司 2019Q1~3 经营活动现金流



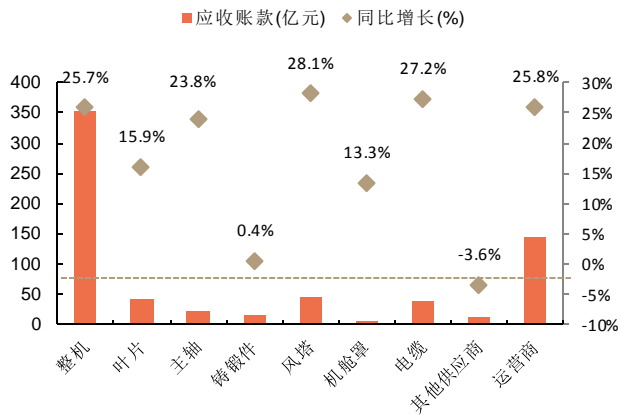
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 68: 风电各环节代表公司 2019Q1~3 存货

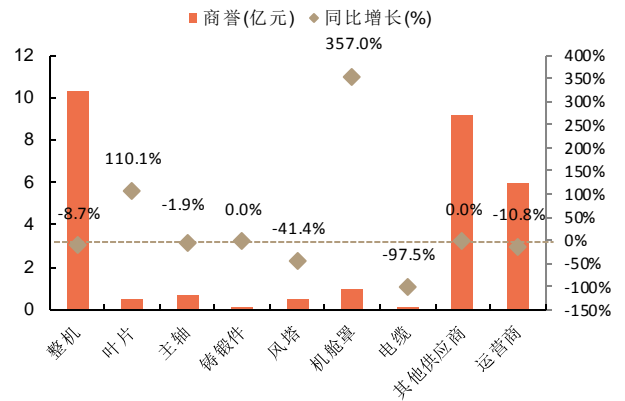


资料来源: Wind, 申港证券研究所

- ◆ **从应收账款角度:** 各环节应收账款均实现同比增长, 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 69: 风电各环节代表公司 2019Q1~3 应收账款


资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 70: 风电各环节代表公司 2019Q1~3 商誉


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:

- ◆ **毛利率实现触底反弹的风机龙头: 金风科技。**2019Q1~3, 国内风电设备行业公开招标量已达到 49.9GW, 同比增长 108.8%, 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 23.5GW, 在手外部订单共计 22.8GW, 另有内部订单为 0.74GW。下半年业绩因量价齐升, 将触底反弹, 实现快速回升。2019Q1~3 风机板块毛利率 20.3%, 同比下降 9.2 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。2019Q3 公司已经实现毛利率环比增长 1.17pct, 盈利拐点到来。

我们预计公司 2019~2021 年的营业收入分别为 389.2 亿元、467 亿元和 535.7 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 31.1 亿元、45.8 亿元和 53.4 亿元, 每股收益分别为 0.74 元、1.08 元和 1.26 元, 对应 PE 分别为 16.9、11.5、9.8。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。公司 Q3 发电量及供热量大幅上升，共发电 49.55 亿千瓦时，同比上升 22.78%，上网电量 47 亿千瓦时，同比上升 23.25%，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 71：2019Q1~3 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 2019Q1-3 (百万元)	同比变化 (%)	营业总收入变化 (15Q1-3~19Q1-3)	归母净利润 2019Q1-3 (百万元)	同比变化 (%)	归母净利润变化 (15Q1-3~19Q1-3)
整机	金风科技	24735.0	38.8%		1590.8	-34.2%	
整机	运达股份	2708.0	81.6%		30.8	-150.4%	
整机	明阳智能	7210.3	58.9%		513.6	98.6%	
铸锻件	日月股份	2441.4	47.3%		344.5	73.0%	
铸锻件	吉鑫科技	1011.9	8.1%		35.1	-140.3%	
主轴	通裕重工	2759.4	6.9%		172.3	10.2%	
主轴	金雷风电	825.5	60.0%		139.8	69.2%	
叶片	中材科技	9533.6	22.2%		1018.9	36.7%	
机舱罩	双一科技	556.0	49.4%		121.4	56.5%	
机舱罩	振江股份	1077.9	60.8%		1.6	-97.3%	
风塔	天顺风能	3803.9	51.5%		545.8	52.7%	
风塔	天能重工	1484.8	91.5%		145.9	143.1%	
风塔	泰胜风能	1527.8	84.9%		134.9	528.6%	
电缆	东方电缆	2568.3	17.3%		302.4	162.3%	
运营商	福能股份	7407.4	13.7%		982.2	33.2%	
运营商	节能风电	1795.0	-0.1%		424.5	-8.4%	
运营商	中闽能源	379.6	5.5%		87.9	-9.0%	

资料来源：Wind，申港证券研究所

4. 新能源车：底部已至，静待花开

4.1 补贴退坡冲击行业发展

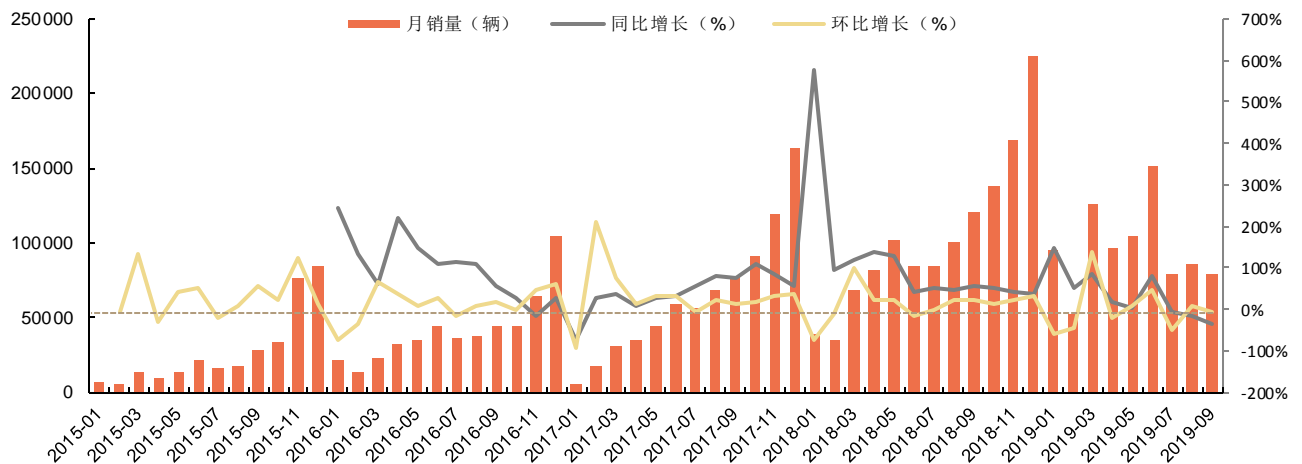
2019 年补贴政策大幅调整，平均降幅超 55%，并且 2020 年完成全部退坡。在行业基本面正在下行探底过程中，政策面往往先于基本面触底。进入 2019 年后，推动

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 9 月，新能源汽车累计完成销售共 87.2 万辆，预计全年实现销量 120~130 万辆。截至目前，2019 年销量高峰为 6 月，月销售 15.2 万辆。

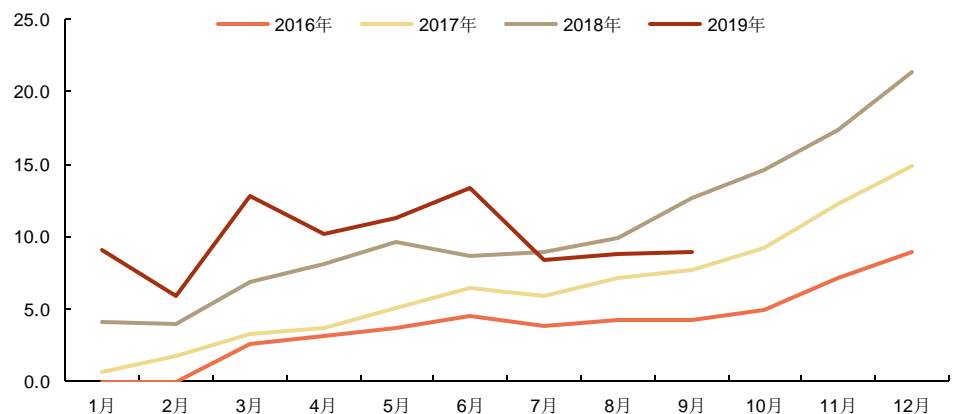
对比近三年的各月新能源汽车销量来看，2019Q1~3 较 2017、2018 年同期均有增加。由于补贴过渡期结束，7 月销量仅为 8 万辆，同比下降 4%，环比下降 47%。8、9 月销量由于客车补贴到期，仍面临巨大下行压力，上游原材料、中游电池材料价格陆续触底，行业走势已贴近谷底，Q4 预计新能源车销量即将迎来反弹。

图 72：国内新能源汽车销量增速正在下降



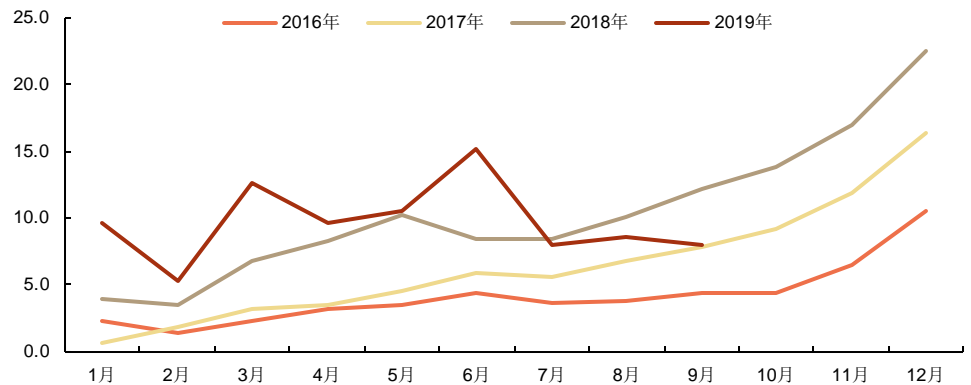
资料来源：GGII，申港证券研究所

图 73：2019Q3 新能源汽车产量持续走低（万辆）



资料来源：GGII，申港证券研究所

图74: 2019Q3 新能源汽车销售情况 (万辆)

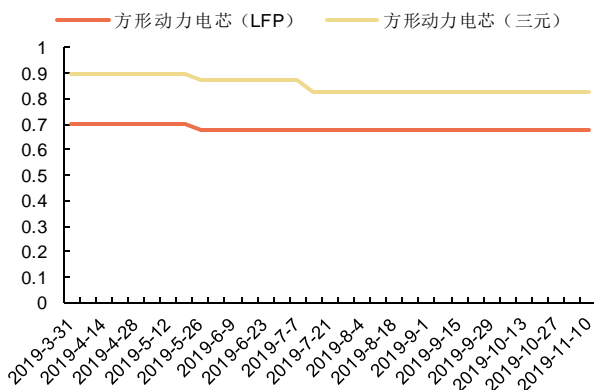


资料来源: GII, 申港证券研究所

2019Q1~3 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。

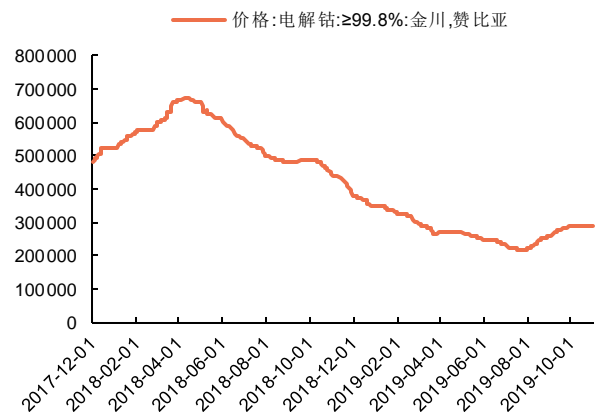
- ◆ 上游: 电解钴价格 2019 年下降 17.3%, 钴粉价格下跌 26.7%, 氢氧化锂价格下跌 44%, 硫酸钴价格下跌 11%, 三元前驱体 523 价格上涨 2.9%。近期钴、镍产品由于供给端减产, 价格开始反弹。
- ◆ 正极材料: 2019 年下跌 3.6%, 近期由于原料钴、镍涨价, 三元正极材料价格小幅回升。
- ◆ 负极材料: Q3 石墨化产能投放后, 价格承压, 负极材料价格小幅下降。
- ◆ 电解液: 2019 年三元圆柱电解液价格上涨 20.78%, 磷酸铁锂电解液上涨 2.8%。
- ◆ 隔膜: 2019 年价格维持稳定, 拥有比较强的价格护城河。
- ◆ 电池: 磷酸铁锂下降 25.6%, 近期回稳, 三元电池价格维持稳定, 补贴退坡后价格承压较大。

图75: 车用动力电池价格走势 (元/Wh)



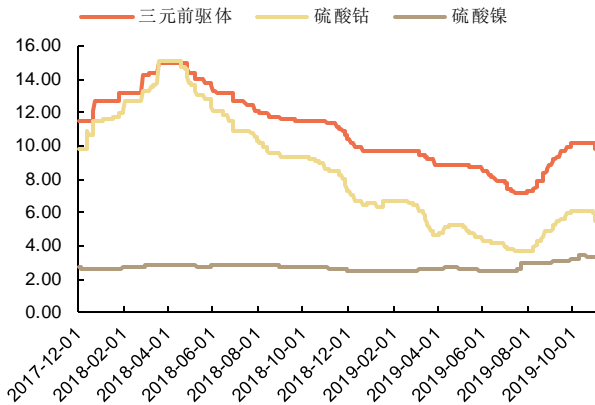
资料来源: CIAPS, 申港证券研究所

图76: 钴价格走势 (元/吨)



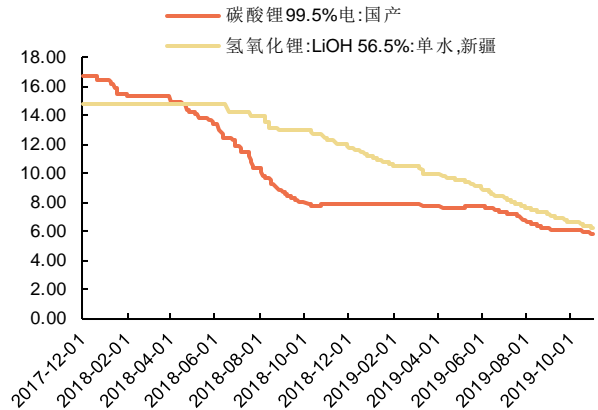
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图77: 三元前驱体价格(万元/吨)



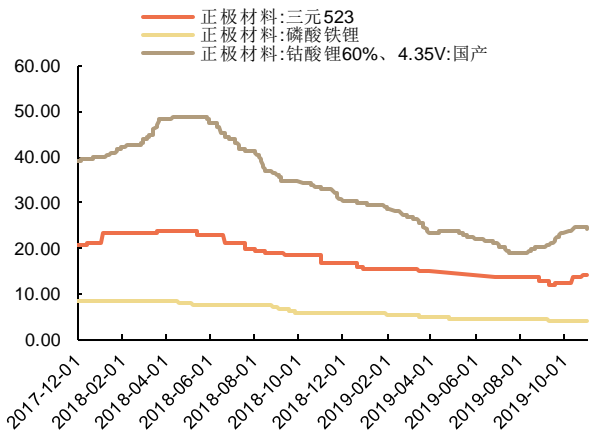
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图78: 碳酸锂和氢氧化锂价格走势(万元/吨)



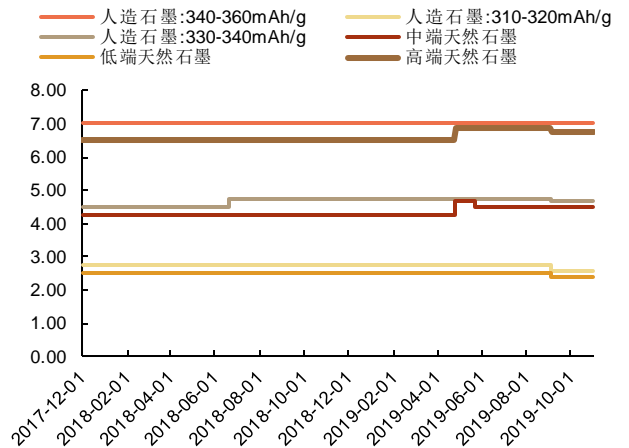
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图79: 三元正极材料价格走势(万元/吨)



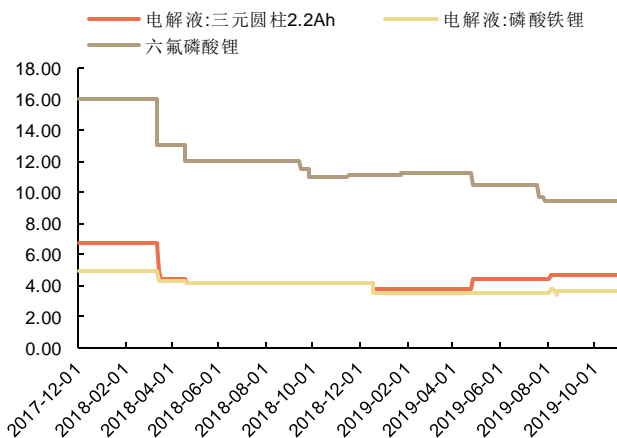
资料来源: Wind, CIAPS, 申港证券研究所

图80: 负极材料价格走势(万元/吨)



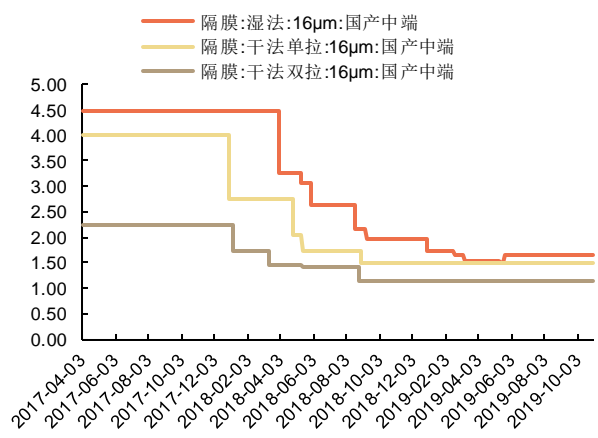
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图81: 电解液及六氟磷酸锂价格走势(万元/吨)



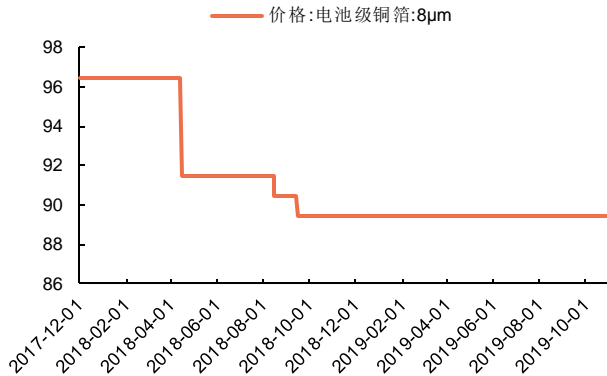
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图82: 隔膜价格走势(元/平方米)



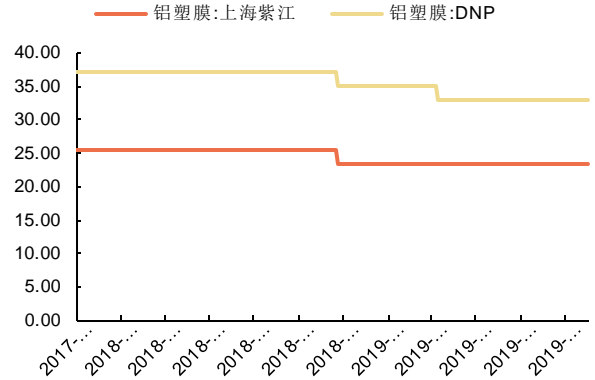
资料来源: Wind, CIAPS, 申港证券研究所

图83: 电池级铜箔格走势(元/kg)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图84: 铝塑膜价格走势(元/平方米)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

表7: 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	2019/11/3	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
		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	0.00%	0.00%	-25.60%	-54.07%	2017/2/19
		三元	元/KWh	CIAPS	1040	0.00%	0.00%	—	-16.80%	2019/2/24
正极材料	三元材料	NCM523	万元/吨	CIAPS	14.55	-2.02%	-2.02%	-3.64%	-3.64%	2018/12/30
		NCM622	万元/吨	CIAPS	15.75	3.96%	3.96%	-3.96%	-3.96%	2018/12/30
		NCM811	万元/吨	CIAPS	18.95	-6.42%	-6.42%	—	-7.56%	2019/4/21
	磷酸铁锂	万元/吨	Wind	4.25	0.00%	0.00%	—	-50.00%	2017/12/3	
	钴酸锂	60%-4.35V (国产)	元/千克	Wind	246	-0.24%	-0.24%	-17.87%	-49.71%	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%	0.00%
310-320mAh/g			万元/吨	Wind	4.70	0.00%	0.00%	-1.05%	-1.05%	2018/7/1
330-340mAh/g			万元/吨	Wind	2.55	0.00%	0.00%	-7.27%	-7.27%	2017/12/3
天然石墨		低端	万元/吨	Wind	2.40	0.00%	0.00%	-4.00%	-4.00%	2017/12/3
		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	6.75	0.00%	0.00%	3.85%	-1.46%	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%	2017/12/3
	磷酸铁锂	万元/吨	Wind	3.65	0.00%	0.00%	2.82%	-25.51%	2017/12/3	
隔膜	干法	16μm (国产)	元/平方米	CIAPS	1.50	0.00%	0.00%	0.00%	-62.50%	2017/2/19
		14μm (国产)	元/平方米	CIAPS	1.15	0.00%	0.00%	—	0.00%	2019/5/26
		湿法基膜	5μm (国产)	元/平方米	CIAPS	3.20	0.00%	0.00%	—	-5.88%
	涂覆隔膜	7μm (国产)	元/平方米	CIAPS	2.30	0.00%	0.00%	—	0.00%	2019/5/26
		9μm (国产)	元/平方米	CIAPS	1.60	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2017/2/19
		5+2+2μm	元/平方米	CIAPS	4.15	0.00%	0.00%	—	-3.49%	2019/5/26
	涂覆隔膜	7+2+2μm	元/平方米	CIAPS	3.25	0.00%	0.00%	—	0.00%	2019/5/26
		9+2+2μm	元/平方米	CIAPS	3.12	0.00%	0.00%	—	0.00%	2019/5/26

前驱体	三元前驱体	523 (国产)	万元/吨	Wind	10.03	-1.18%	1.83%	2.87%	-33.13%	2019/5/26
		622 (国产)	万元/吨	CIAPS	10.50	-2.33%	-2.33%	1.45%	-2.33%	2017/12/3
	硫酸钴		万元/吨	Wind	5.83	-5.20%	3.19%	-10.99%	-61.52%	2018/4/1
	硫酸锰	电池级 (国产)	元/吨	CIAPS	6650	0.00%	0.00%	-2.92%	-9.52%	2019/9/29
	硫酸镍	长江有色市场	元/吨	Wind	33750	0.00%	0.00%	35.00%	16.38%	2018/4/1
	四氧化三钴	≥72% 国产	元/千克	Wind	225.00	0.00%	0.00%	-11.07%	-55.00%	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 8μm		元/公斤	Wind	89.50	0.00%	0.00%	0.00%	-7.25%	2017/12/3
其他	电解钴	≥99.8% (金川赞比亚)	元/吨	Wind	288500	-0.52%	0.35%	-17.34%	-57.08%	2017/12/3
原材	钴粉	高价 (上海)	元/吨	Wind	311200	-1.21%	1.04%	-26.78%	-59.58%	2017/12/3
		低价 (上海)	元/吨	Wind	306000	0.00%	0.00%	-25.55%	-59.52%	2018/4/15
材料	六氟磷酸锂		万元/吨	Wind	9.50	0.00%	0.00%	-14.80%	-40.63%	2018/4/15
料	碳酸锂	99.5% 电 (国产)	元/吨	Wind	58200	-2.18%	0.34%	-26.79%	-65.36%	2018/4/15
		电池级 (国产)	元/吨	Wind	61600	-1.85%	0.33%	-27.78%	-63.33%	2017/12/3
	氢氧化锂	56.5% (国产)	元/平方米	Wind	62700	-1.26%	0.32%	-44.02%	-57.78%	2017/12/3

资料来源: Wind, CIAPS, 申港证券研究所

4.2 行业盈利能力进入艰难期

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 8: 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、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
	中游机电电控	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 2019Q1~3 实现营业收入 3403.34 亿元, 同比增长 11.8%; 实现归母净利润 140.93 亿元, 同比减少 14.6%; 毛利率为 20%, 同比下降 1.42 pct; 期间费用率为 13.6%, 同比增加 0.02 pct。

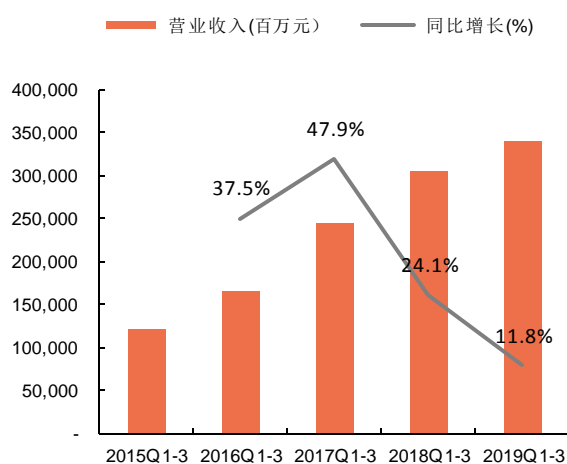
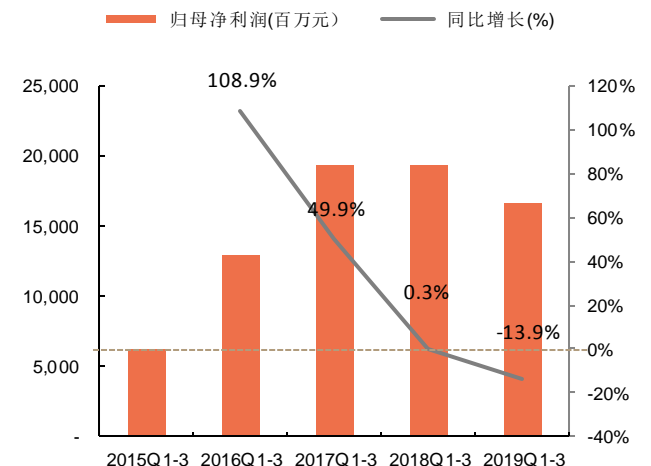
表 9: 新能源车行业 2018 年和 2019 Q1~3 变化数据

新能源车	2017	2018	YoY	2018Q1-3	2019Q1-3	YoY
营业总收入(百万元)	352552.5	429796.2	21.9%	304494.1	340333.8	11.8%
归母净利润(百万元)	18575.7	11592.8	-37.6%	16494.5	14093.4	-14.6%
毛利率(%)	23.9%	21.2%	-2.70 pct	21.4%	20.0%	-1.42 pct
净利率(%)	6.1%	3.4%	-2.71 pct	6.4%	4.8%	-1.56 pct
经营性现金流(百万元)	48154.4	10636.7	-77.9%	21641.4	30622.2	41.5%
资产负债率(%)	58.0%	60.3%	2.27 pct	58.1%	60.4%	2.28 pct
期间费用率(%)	17.9%	14.9%	-2.98 pct	13.6%	13.6%	0.02 pct
ROE(%)	7.0%	4.1%	-2.94 pct	5.7%	4.6%	-1.02 pct
商誉(百万元)	10013.7	16737.4	67.1%	17214.0	11006.0	-36.1%
在建工程(百万元)	38038.87	47282.4	24.3%	50604.50	62970.4	24.4%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

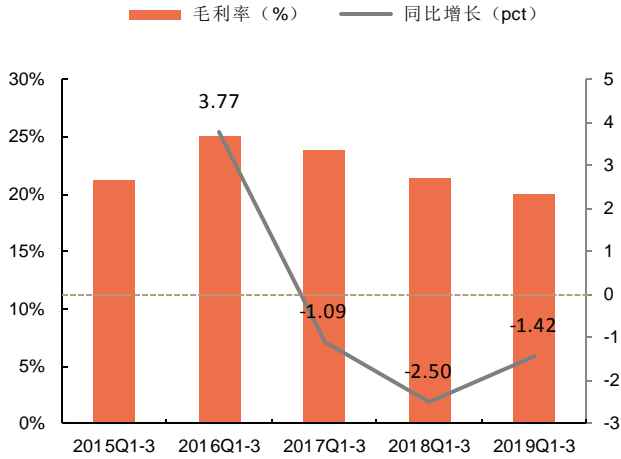
新能源汽车产业已度过政策培育期。新能源汽车行业经过多年发展, 市场规模不断扩大, 年产量从 2010 年的 7200 辆, 提升至 2018 年的 125 万辆, 目标在 2020 年突破 200 万辆。在发展过程中已经形成完整的产业链, 并且逐步进军海外市场, 融入全球电动化浪潮。

但 2019 年补贴退坡对行业造成了巨大的影响, 预计全年销量仅 120~130 万辆, 意味着相对 2018 年无增长。行业正在经历阵痛, 也将在阵痛中不断成长, 我们认为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地通过“最后 100 米”, 全面进入充分竞争的市场化时代。

图 85: 新能源车行业样本公司近 5 年 Q1~3 营收

图 86: 新能源车行业样本公司近 5 年 Q1~3 归母净利润


资料来源: Wind, 申港证券研究所

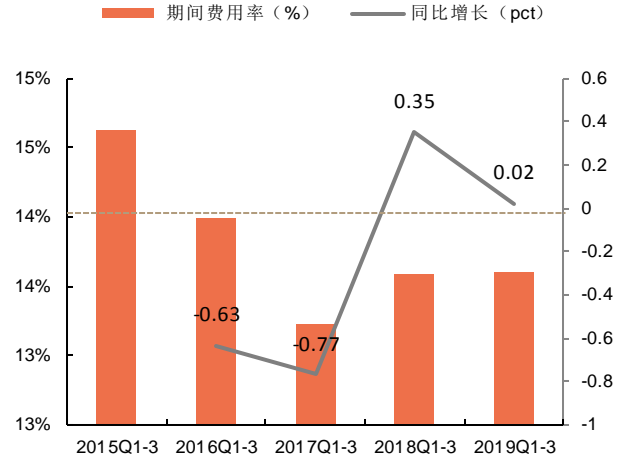
图87: 新能源车行业样本公司近5年Q1~3毛利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

资料来源: Wind, 申港证券研究所

图88: 新能源车行业样本公司近5年Q1~3期间费用率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

4.3 分环节: 负极、隔膜、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, 除正极材料外, 各环节营收均为正增长, 表明行业仍然在扩张周期, 正极材料承压较大。
- ◆ **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、负极材料显示出极强的盈利稳定性, 也是各环节中拥有最强的盈利护城河。同时电池端实现利润的显著提升, 龙头企业绑定海外优质客户, 价格和出货量得到保障。

图89: 新能源车各环节代表公司2019Q1~3营收

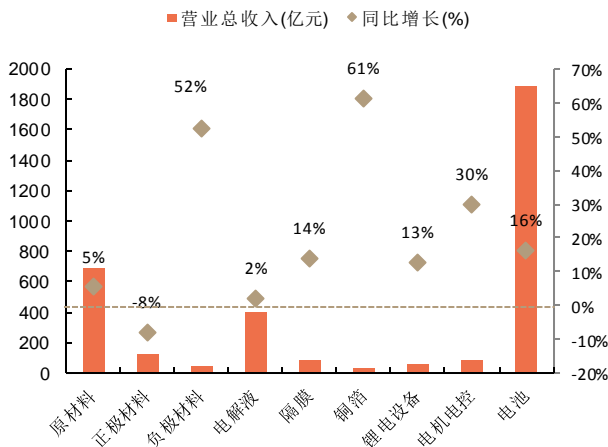
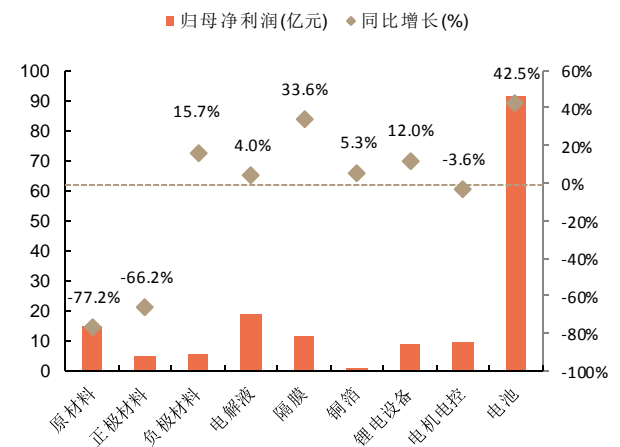


图90: 新能源车各环节代表公司2019Q1~3归母净利润



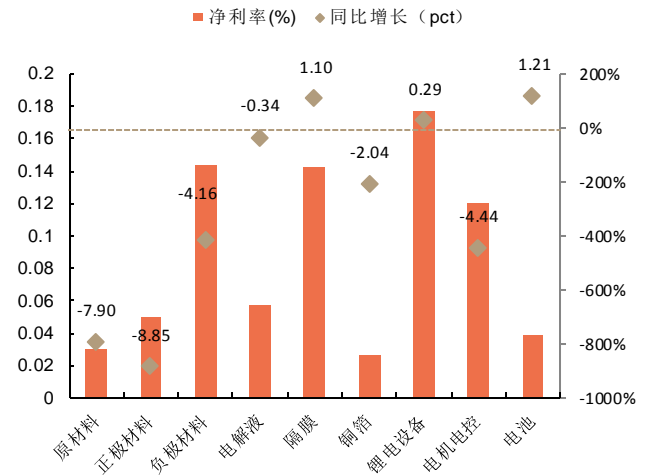
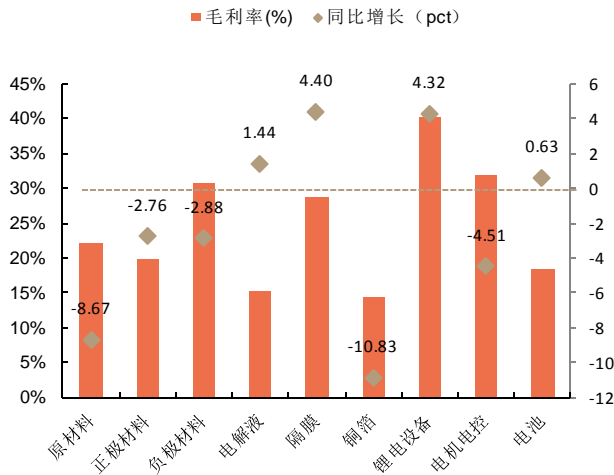
资料来源: Wind, 申港证券研究所

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, 隔膜毛利率增幅最高, 上游原材料、铜箔因为价格下降, 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91: 新能源车各环节代表公司 2019Q1~3 毛利率

图92: 新能源车各环节代表公司 2019Q1~3 净利率



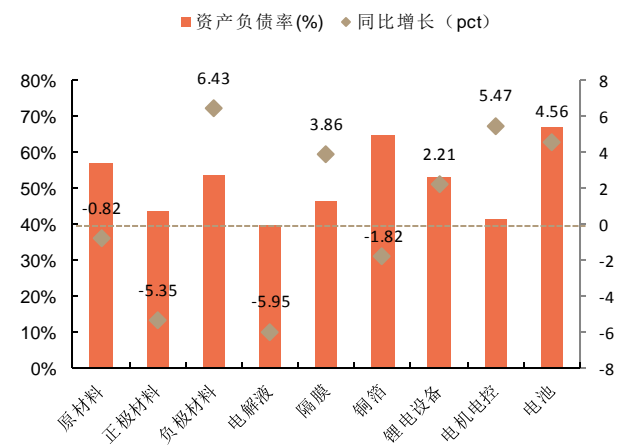
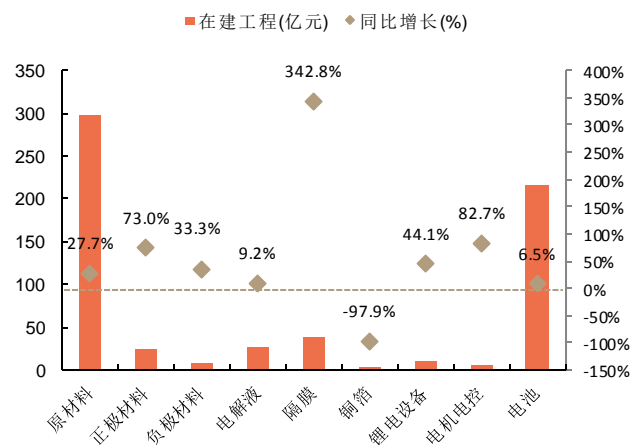
资料来源: Wind, 申港证券研究所

资料来源: Wind, 申港证券研究所

- ◆ **从在建工程角度:** 大部分环节在建工程明显增长, 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:** 负极材料、隔膜、电池、电机电控环节均在提升, 表明当前仍处于产能扩张周期, 电池是负债率最高的环节。

图93: 新能源车各环节代表公司 2019Q1~3 在建工程

图94: 新能源车各环节代表公司 2019Q1~3 资产负债率

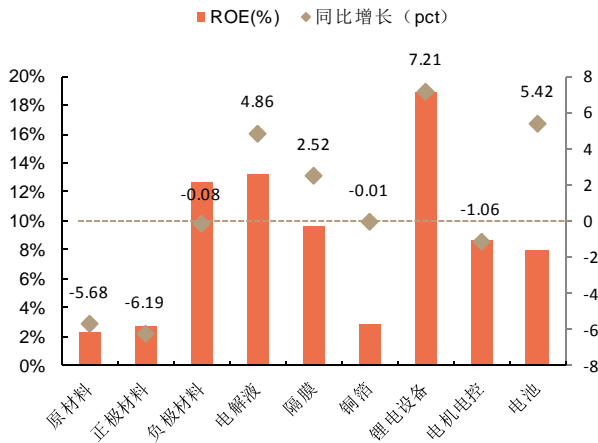


资料来源：Wind，申港证券研究所

资料来源：Wind，申港证券研究所

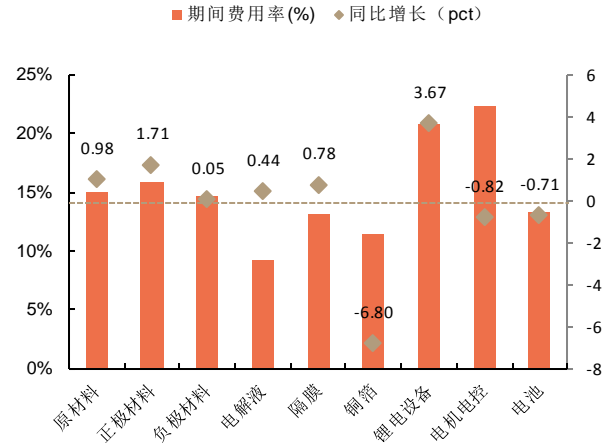
- ◆ **从 ROE 角度：**锂电设备是 ROE 最高和增幅最大的环节，负极材料、电解液、隔膜也处于较高位置，此外，电池、电解液和隔膜的 ROE 同比增长显著，其他环节 ROE 均在下滑。
- ◆ **从期间费用率角度：**除铜箔下降、锂电设备增加较多之外，各环节期间费用率基本平稳。

图 95：新能源车各环节代表公司 2019Q1~3ROE



资料来源：Wind，申港证券研究所

图 96：新能源车各环节代表公司 2019Q1~3 期间费用率

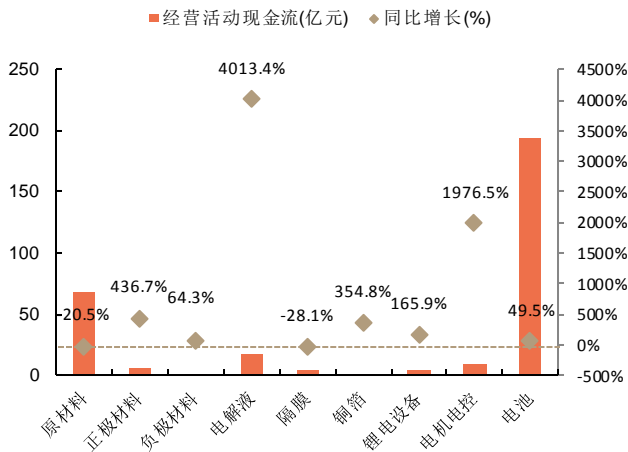


资料来源：Wind，申港证券研究所

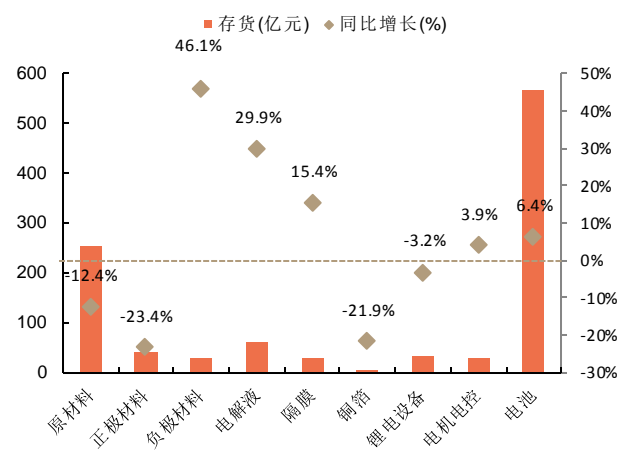
- ◆ **从经营性现金流角度：**除上游原材料和隔膜外，其他环节经营性现金流增速均为正，正极材料、电解液、锂电设备环节经营性现金流由负转正，并大幅增长，电解液现金流大幅改善的主要原因在于江苏国泰和新宙邦现金流的增长，锂电设备则受益于龙头先导智能现金流改善。
- ◆ **从存货角度：**负极、电解液存货同比增幅最大，由于行业整体仍处于降价周期，因此存货价跌风险仍然存在。

图 97：新能源车各环节代表公司 2019Q1~3 经营性现金流

图 98：新能源车各环节代表公司 2019Q1~3 存货



资料来源: Wind, 申港证券研究所

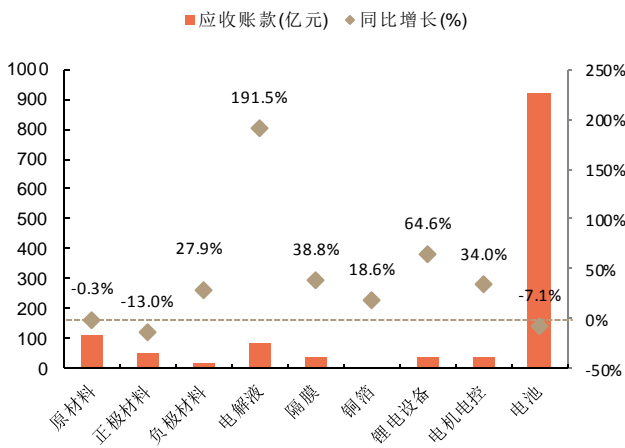


资料来源: Wind, 申港证券研究所

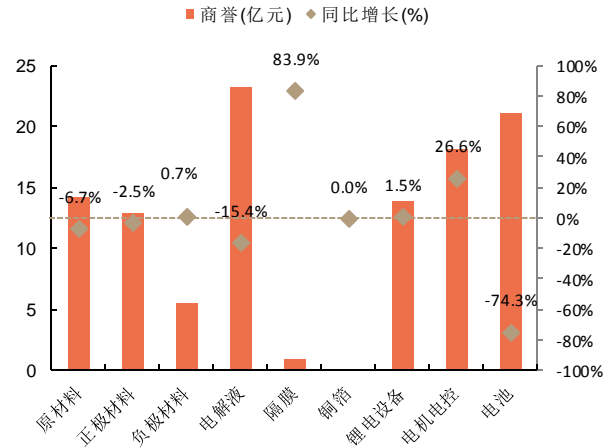
- ◆ **从应收账款角度:** 大部分环节应收账款均为同比增长, 表明回款压力正在加大, 电池应收账款数额最高, 但已同比下降, 回款正在改善。
- ◆ **从商誉角度:** 不同于光伏、风电各环节商誉下降的状况, 新能源汽车部分环节商誉仍在增长, 尤其是隔膜和电机电控, 表明新能源汽车当前阶段仍然还未形成牢固的头部集团, 行业仍然有增量机会。

图99: 新能源车各环节代表公司2019Q1~3 应收账款

图100: 新能源车各环节代表公司2019Q1~3 商誉



资料来源: Wind, 申港证券研究所



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。Q3 销量数据较差, 预计自 Q4 起, 由于 BBA+大众, 以及 Tesla 国产车的带动, 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。2019Q3 基金持仓比例为 5.49%, 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 40 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。**公司是正极材料龙头公司，产能成为限制公司业绩的因素，因此公司积极进行扩产。2019年6月底海门三期投产1万吨产能，目前处于产线认证过程，2020年初常州金坛基地将投产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。公司产能扩张步伐非常稳健，并且新产线以生产NCM811为标准，并且可以产线切换向下兼容NCM622、NCM523，保证了在市场需求变化情况下仍然可以保持高产能利用率。公司海外业务扩张，储能市场稳中有升，公司外销产品单吨毛利拉升毛利率；近期硫酸钴价格出现一定上涨，公司在7月上旬价格低位时锁定部分镍钴原料价格，拉升产品毛利率。

我们预计公司2019~2021年的营业收入分别为30.1亿元、47.7亿元和70.5亿元，归属于上市公司股东净利润分别为3.09亿元、4.87亿元和6.56亿元，每股收益分别为0.71元、1.11元和1.5元，对应PE分别为32.2、20.5、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。公司凭借着在隔膜领域多年的技术积累和市场业绩，已经和头部电池厂商建立了供货关系，包括国内电池厂商如宁德时代、中航锂电、比亚迪、国轩高科、天津力神、万向集团、亿纬锂能、捷威动力、孚能科技等，以及韩国LG化学、日本村田等国外著名厂商。

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。

- ◆ **石墨化产能投放优化成本端的负极材料龙头：璞泰来。**2019Q3公司总体销售毛利率28.4%，环比上升1.5pct，主要受益于负极材料石墨化自供的实现。在内蒙古卓资布局产能达5万吨/年的石墨化基地，已于2019年6月陆续投产。石墨化环节占人造石墨加工成本近50%，经测算，我们认为通过石墨化完全自供，公司负极材料制造成本可节省3000~5000元/吨，从而负极材料业务的毛利率可提升4.5~7.5pct。2019Q3由于新能源汽车产销量低迷，市场需求减弱，人造石墨价格小幅下跌1%，但成本降幅高于价格降幅，实现毛利率的环比提升。2019Q3归母净利润1.95亿，同比增长13.1%，环比增长44.4%，略超预期。2018年公司负极材料产能3万吨，人造石墨出货量位列行业第一，并达到满产满销状态。预计2019年产能和出货量将达到5万吨，并于未来三年建成10万吨人造石墨负极材料及配套石墨化加工产能。2018年涂覆隔膜业务毛利率为45.4%，在公司各类主营业务产品中居于首位。公司动力锂电主要客户为CATL、上汽时代，消费电池主要客户是ATL。基于良好的客户结构和市场需求，未来三年公司涂覆隔膜有效产能有望增长到10亿平方米以上。

我们预计公司2019~2021年的营业收入分别为48.2亿元、68.3亿元和84.5亿元，归属于上市公司股东净利润分别为7.1亿元、9.4亿元和12.2亿元，每股收

益分别为 1.64 元、2.17 元和 2.8 元，对应 PE 分别为 32、24、18。给予“买入”评级。

图 101：2019Q1~3 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 2019Q1-3 (百万元)	同比变化 (%)	营业总收入变化 (15Q1-3~19Q1-3)	归母净利润 2019Q1-3 (百万元)	同比变化 (%)	归母净利润变化 (15Q1-3~19Q1-3)
原材料	寒锐钴业	1243.5	-42.4%		-40.3	-105.7%	
原材料	格林美	9832.6	-3.9%		603.6	16.6%	
原材料	天齐锂业	3797.1	-20.2%		139.5	-91.7%	
原材料	赣锋锂业	4210.5	17.2%		329.2	-70.3%	
原材料	华友钴业	14022.7	39.2%		92.8	-95.1%	
正极材料	杉杉股份	6514.6	2.1%		287.7	-72.7%	
正极材料	当升科技	1840.1	-25.8%		219.7	7.0%	
负极材料	璞泰来	3501.5	52.8%		458.4	6.8%	
隔膜	星源材质	515.4	21.7%		195.6	9.5%	
隔膜	恩捷股份	2106.4	29.9%		631.8	95.8%	
电解液	天赐材料	1964.1	31.2%		90.0	-80.9%	
电解液	石大胜华	3544.3	-7.7%		302.7	78.2%	
电解液	新宙邦	1696.9	9.4%		239.3	15.1%	
电池	宁德时代	32855.7	71.7%		3464.3	45.7%	
电池	亿纬锂能	4577.2	52.1%		1158.8	205.9%	
电池	欣旺达	17739.4	35.4%		502.0	17.0%	
电池	国轩高科	5151.5	25.7%		578.3	-12.2%	
电池	比亚迪	93821.8	5.4%		1574.3	3.1%	
锂电设备	先导智能	3217.1	19.3%		635.3	16.1%	
锂电设备	赢合科技	1381.5	1.1%		238.2	14.5%	
电机电控	汇川技术	4908.3	24.6%		646.0	-18.6%	
电机电控	麦格米特	2651.9	64.7%		275.9	125.1%	

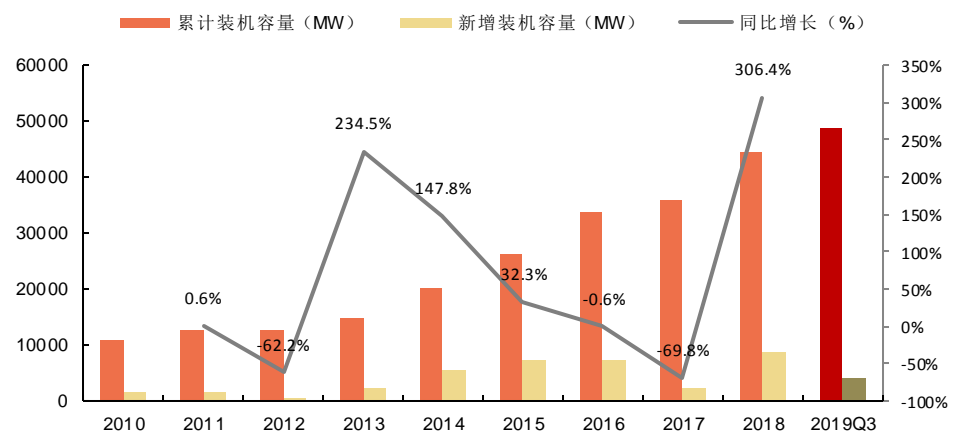
资料来源：Wind，申港证券研究所

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。2019Q1~3 新增核电装机容量 4.09GW，同比增长 18.2%，累计装机容量 48.74GW。

2019 年“华龙一号”4 台机组及 2 台 CAP1400 机组核准开工，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 102：核电总装机量持续提升



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 10：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	
	上游核极铝材	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 2019Q1~3 实现营业收入 2650.3 亿元，同比增长 13.1%；实现归母净利润 188.6 亿元，同比增长 12.3%；毛利率为 25.5%，同比下降 0.3pct；期间费用率为 14.5%，同比增长 0.97 pct。

表 11：核电行业 2018 年和 2019 Q1~3 变化数据

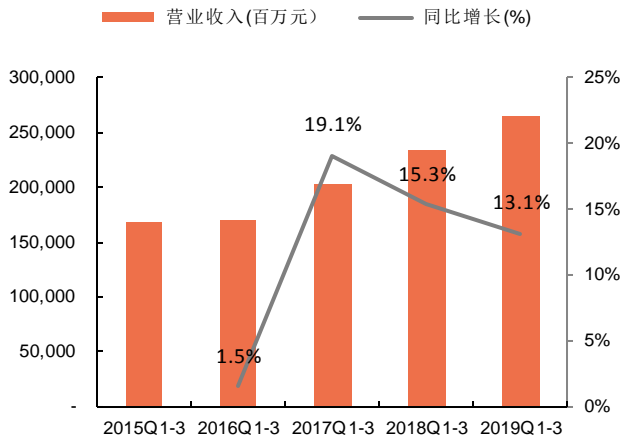
核电	2017	2018	YoY	2018Q1-3	2019Q1-3	YoY
营业总收入（百万元）	240953.1	280403.3	16.4%	234227.0	265027.8	13.1%
归母净利润（百万元）	11460.9	7229.9	-36.9%	16801.7	18862.8	12.3%
毛利率（%）	22.1%	21.8%	-0.22 pct	25.8%	25.5%	-0.30 pct
净利率（%）	7.3%	4.9%	-2.44 pct	11.2%	10.6%	-0.52 pct
经营性现金流（百万元）	28914.8	16611.0	-42.6%	27382.5	22009.4	-19.6%
资产负债率（%）	69.5%	70.2%	0.68 pct	69.6%	68.9%	-0.68 pct
期间费用率（%）	17.1%	14.5%	-2.56 pct	13.5%	14.5%	0.97 pct
ROE（%）	6.1%	3.9%	-2.22 pct	8.4%	6.3%	-2.15 pct
商誉（百万元）	6091.3	5953.3	-2.3%	7189.9	7067.5	-1.7%
在建工程（百万元）	134448.36	78060.0	-41.9%	219436.38	141389.8	-35.6%

资料来源：Wind，申港证券研究所

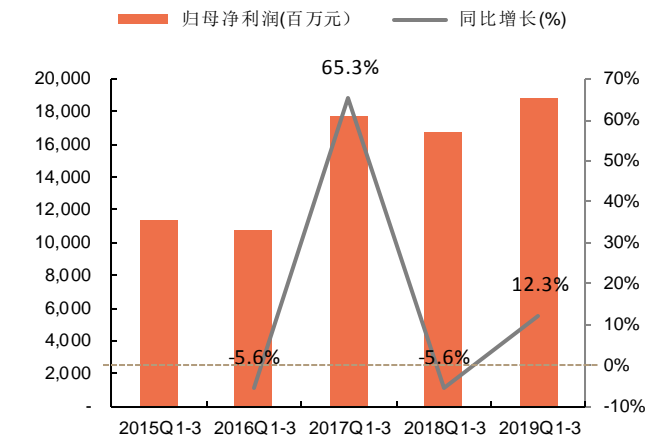
核电基本面已经发生变化。自 2018 年 11 月份至今，已有 6 台机组获得核准，包括国电投 CAP1400 示范电站项目，采用“华龙一号”机组的福建漳州 1、2 号项目和广核惠州 1、2 号项目，拉动总投资超 1200 亿。10 月 16 日“华龙一号”漳州 1 号机组已在福建漳州开工建设，预计将于 2024 年 10 月投入商业运营，2 号机组预计将于 2020 年 8 月开工。核电产业链中，设备制造占比约 50%，并且在项目开工后业绩即开始兑现，相关上市公司将显著受益，实现业绩反弹，中游制造商业绩已经显著提升。

图 103：核电行业样本公司近 5 年 Q1~3 营收

图 104：核电行业样本公司近 5 年 Q1~3 归母净利润

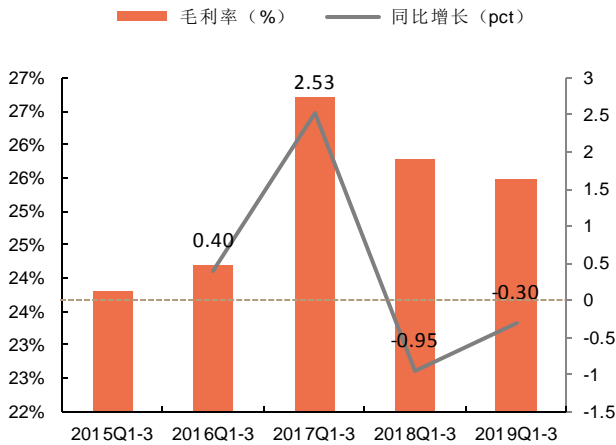


资料来源: Wind, 申港证券研究所



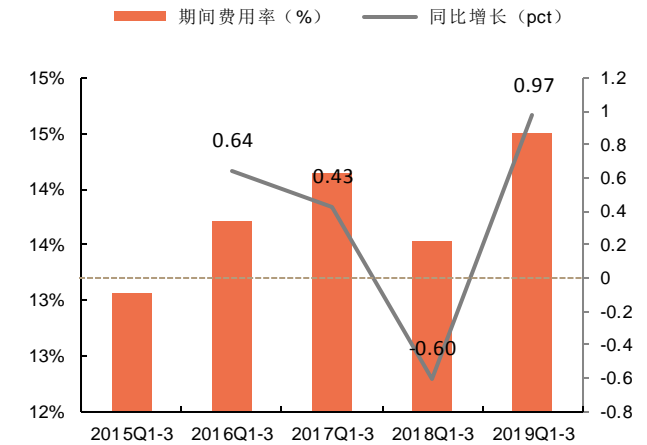
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图105: 核电行业样本公司近5年Q1-3毛利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图106: 核电行业样本公司近5年Q1-3期间费用率



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12: 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	1,880.0	68.8	261.1	17.8%	4.6%	67.6%	4.2%	12.6%	-256.9	1031.1	878.0
同比(%/pct)	11%	24.1%	99.9%	-0.22	0.16	0.83	0.63	0.25	84.1%	1.0%	0.5%
运营商	770.2	119.8	1,152.8	44.1%	25.3%	70.0%	8.7%	19.2%	477.0	366.2	114.1

敬请参阅最后一页免责声明

同比(%/pct)	18%	6.4%	-44.1%	-1.67	-3.20	-4.28	-16.01	2.54	15.4%	-0.5%	150.9%
汇总	2,650.3	188.6	1,413.9	25.5%	10.6%	68.9%	6.3%	14.5%	220.1	1397.2	992.1
同比(%/pct)	13%	12.3%	-35.6%	-0.30	-0.52	-0.68	-2.15	0.97	-19.6%	0.6%	7.9%

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 107: 2019Q1~3 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 2019Q1-3 (百万元)	同比变化 (%)	营业总收入变化 (15Q1-3~19Q1-3)	归母净利润 2019Q1-3 (百万元)	同比变化 (%)	归母净利润变化 (15Q1-3~19Q1-3)
主设备	东方电气	22989.3	4.2%		1035.4	15.0%	
主设备	上海电气	75219.4	7.6%		2211.8	2.0%	
主设备	中国一重	8663.7	28.1%		51.8	-49.6%	
主设备	浙富控股	798.2	-1.3%		82.2	-21.4%	
主设备	台海核电	784.7	-24.4%		123.9	-63.1%	
中小设备	中核科技	950.7	14.3%		90.5	68.3%	
中小设备	久立特材	3280.6	9.9%		387.9	79.9%	
中小设备	江苏神通	1070.9	23.1%		131.0	112.9%	
中小设备	纽威股份	2211.3	6.7%		370.7	83.7%	
中小设备	应流股份	1422.0	11.0%		106.4	52.8%	
中小设备	兰石重装	2412.1	11.7%		52.8	-132.9%	
建造商	中国核建	44912.2	23.6%		891.4	54.4%	
运营商	中国核电	33885.7	20.4%		3683.9	-3.0%	
运营商	中国广核	43138.8	16.4%		8298.3	11.3%	

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 13：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 2019Q1~3 实现营业收入 181.7 亿元，同比增长 8%；实现归母净利润 13.9 亿元，同比增长 15.3%；毛利率为 24.7%，同比下降 0.11 pct；期间费用率为 18.1%，同比增加 2 pct。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。

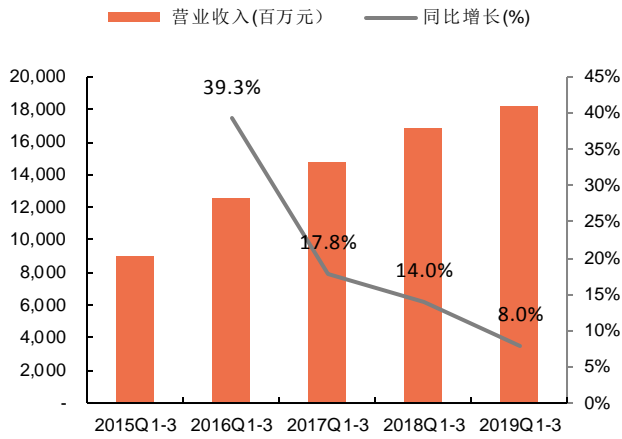
表 14：电机电控行业 2018 年和 2019 Q1~3 变化数据

电机电控	2017	2018	YoY	2018Q1-3	2019Q1-3	YoY
营业总收入（百万元）	20580.6	22547.9	9.6%	16832.5	18172.8	8.0%
归母净利润（百万元）	1481.9	-453.4	-130.6%	1203.3	1387.6	15.3%
毛利率（%）	23.6%	23.9%	0.31 pct	24.8%	24.7%	-0.11 pct
净利率（%）	7.3%	-1.8%	-9.11 pct	7.4%	7.9%	0.41 pct
经营性现金流（百万元）	553.9	-97.9	-117.7%	230.7	1531.1	563.7%
资产负债率（%）	52.5%	56.0%	3.54 pct	55.3%	53.9%	-1.44 pct
期间费用率（%）	21.9%	19.2%	-2.78 pct	16.1%	18.1%	2.00 pct
ROE（%）	9.3%	-2.8%	-12.10 pct	7.2%	8.0%	0.79 pct
商誉（百万元）	2022.9	2932.7	45.0%	3489.9	2201.5	-36.9%
在建工程（百万元）	1053.39	1174.5	11.5%	1571.69	1727.5	9.9%

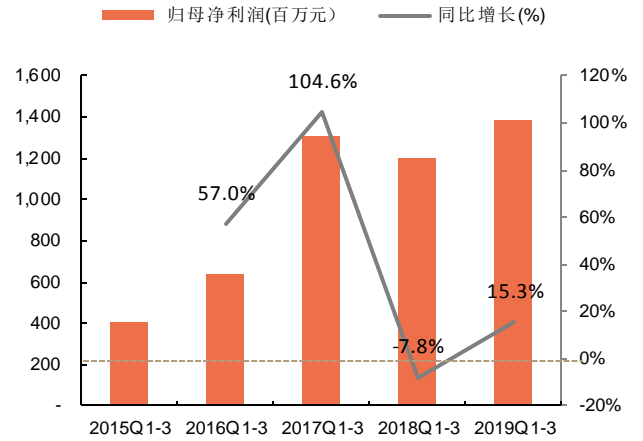
资料来源：Wind，申港证券研究所

图 108：电机电控样本公司近 5 年 Q1~3 营收

图 109：电机电控样本公司近 5 年 Q1~3 归母净利润

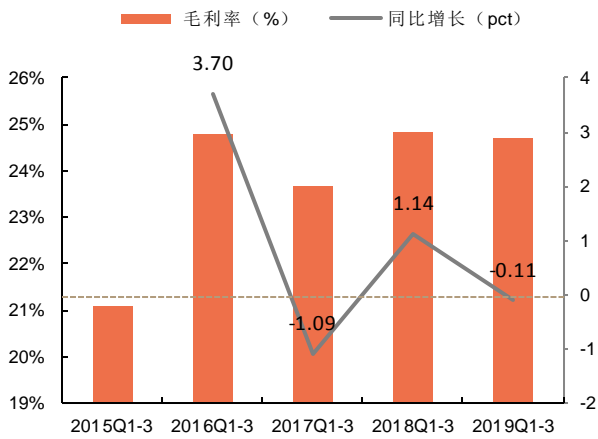


资料来源: Wind, 申港证券研究所



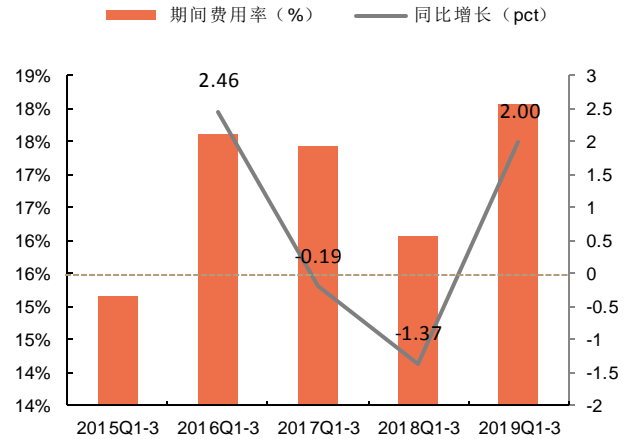
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图110: 电机电控样本公司近5年Q1~3毛利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图111: 电机电控样本公司近5年Q1~3期间费用率



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15: 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 2019Q1~3 实现营业收入 290.8 亿元，同比减增长 0.01%；实现归母净利润 14.9 亿元，同比减少 12.9%；毛利率为 21.1%，同比下降 0.06 pct；期间费用率为 16.6%，同比增加 2.14 pct，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 16：电源行业 2018 年和 2019Q1~3 变化数据

电源	2017	2018	YoY	2018Q1-3	2019Q1-3	YoY
营业总收入（百万元）	37451.8	39839.4	6.4%	29081.8	29083.9	0.01%
归母净利润（百万元）	2642.0	153.6	-94.2%	1716.6	1494.5	-12.9%
毛利率（%）	22.3%	20.7%	-1.60 pct	21.1%	21.1%	-0.06 pct
净利率（%）	7.3%	0.1%	-7.18 pct	5.8%	5.0%	-0.82 pct
经营性现金流（百万元）	2028.4	977.9	-51.8%	-721.5	1814.9	-351.5%
资产负债率（%）	46.5%	51.0%	4.45 pct	49.3%	49.8%	0.45 pct
期间费用率（%）	19.5%	17.5%	-2.02 pct	14.5%	16.6%	2.14 pct
ROE（%）	7.9%	0.5%	-7.43 pct	5.0%	4.4%	-0.59 pct
商誉（百万元）	2091.9	2120.4	1.4%	2498.0	2075.1	-16.9%
在建工程（百万元）	2567.62	5151.3	100.6%	4259.41	5080.5	19.3%

资料来源：Wind，申港证券研究所

图 112：电源行业样本公司近 5 年 Q1~3 营收

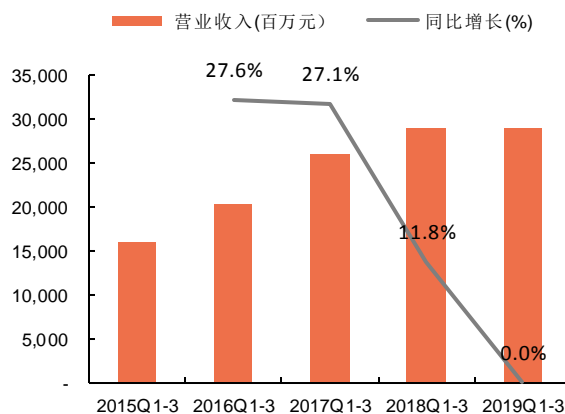
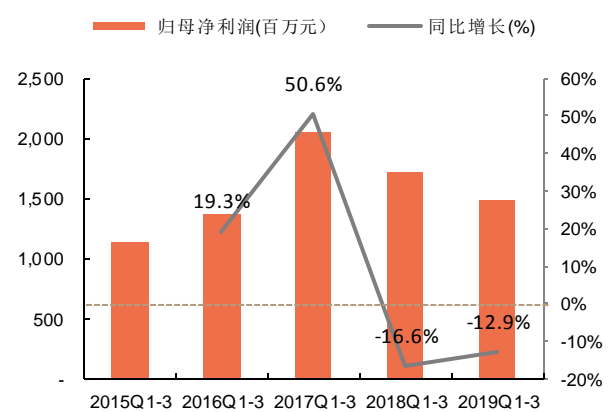


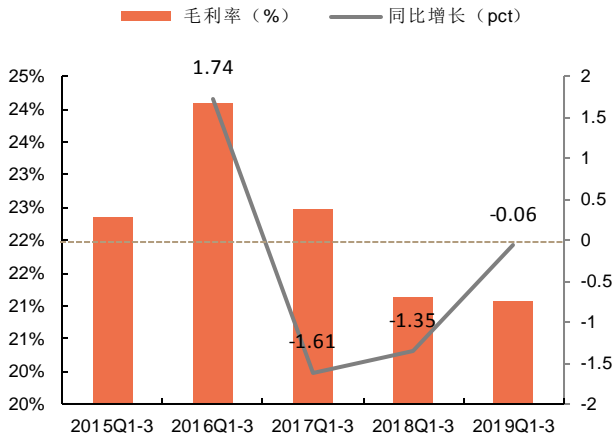
图 113：电源行业样本公司近 5 年 Q1~3 归母净利润



资料来源：Wind, 申港证券研究所

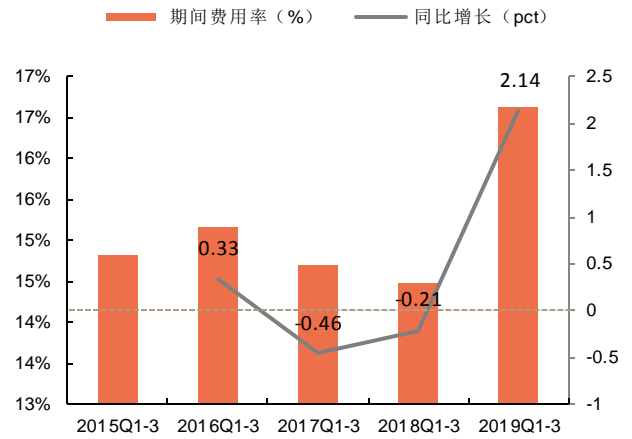
资料来源：Wind, 申港证券研究所

图 114：电源行业样本公司近 5 年 Q1~3 毛利率



资料来源：Wind, 申港证券研究所

图 115：电源行业样本公司近 5 年 Q1~3 期间费用率



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 17：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 2019Q1~3 实现营业收入 318.3 亿元，同比减少 4.9%；实现归母净利润 22 亿元，同比减少 51.4%；毛利率为 28.2%，同比下降 0.41 pct；期间费用率为 19.4%，同比增加 1.53 pct。该板块盈利能力基本稳定，归母净利润的下滑主要原因在于长园集团亏损严重，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，业绩有望提升。

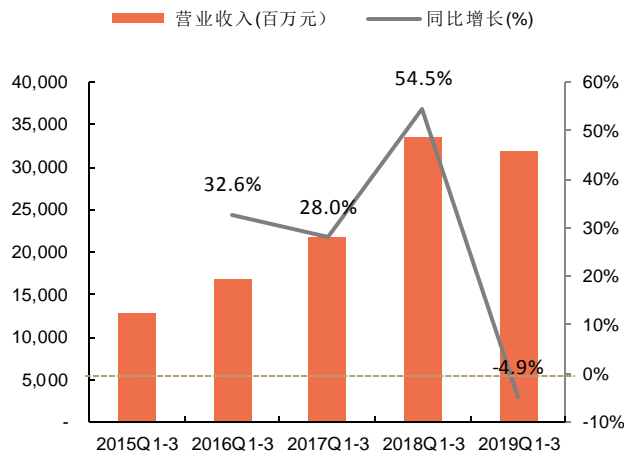
我们看好电力供给侧改革驱动下的智能电网改造需求增长，推荐电网自动化及工业控制龙头企业：国电南瑞。

表 18：电站设备行业 2018 年和 2019Q1~3 变化数据

电站设备	2017	2018	YoY	2018Q1-3	2019Q1-3	YoY
营业总收入 (百万元)	45315.7	51544.2	13.7%	33484.6	31831.9	-4.9%
归母净利润 (百万元)	5599.5	4512.7	-19.4%	4517.2	2197.3	-51.4%
毛利率 (%)	30.8%	28.5%	-2.27 pct	28.6%	28.2%	-0.41 pct
净利率 (%)	13.7%	8.9%	-4.73 pct	13.9%	7.3%	-6.56 pct
经营性现金流 (百万元)	2624.6	3343.7	27.4%	-4357.9	-505.3	-88.4%
资产负债率 (%)	50.2%	48.8%	-1.33 pct	46.5%	46.0%	-0.48 pct
期间费用率 (%)	22.7%	18.6%	-4.08 pct	17.9%	19.4%	1.53 pct
ROE (%)	11.7%	8.7%	-3.02 pct	7.8%	3.9%	-3.87 pct
商誉 (百万元)	6423.6	7687.4	19.7%	9082.4	5525.5	-39.2%
在建工程 (百万元)	3522.29	6859.6	94.7%	5350.59	5872.1	9.7%

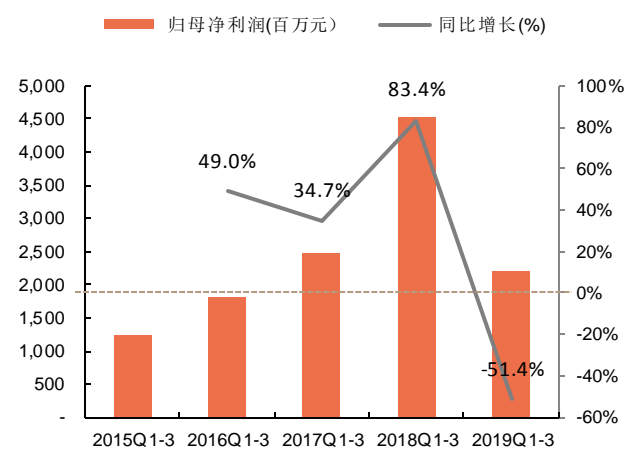
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 116: 电站设备样本公司近 5 年 Q1~3 营收



资料来源: Wind, 申港证券研究所

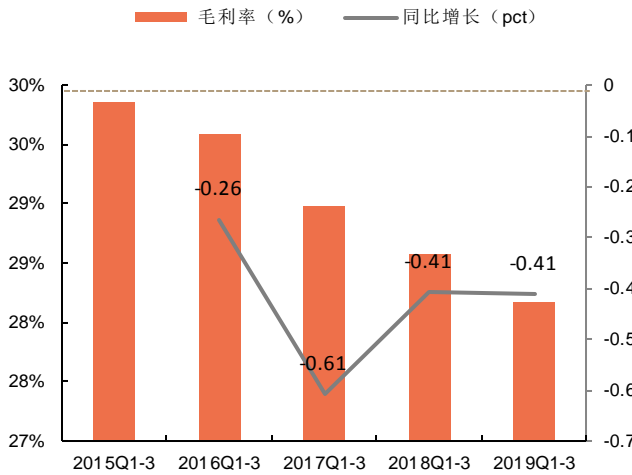
图 117: 电站设备样本公司近 5 年 Q1~3 归母净利润



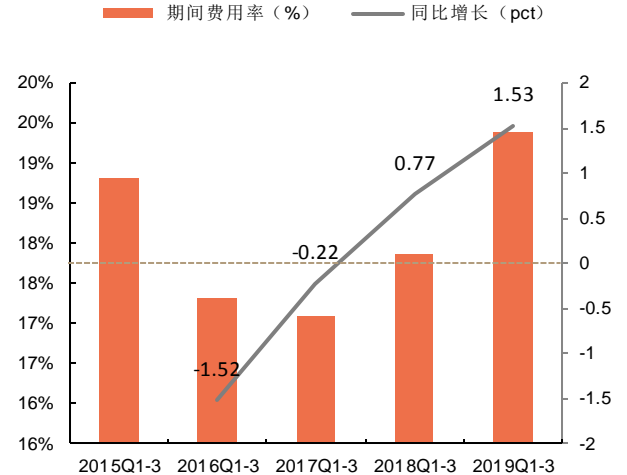
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 118: 电站设备样本公司近 5 年 Q1~3 毛利率

图 119: 电站设备样本公司近 5 年 Q1~3 期间费用率



资料来源: Wind, 申港证券研究所



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 19: 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、九州电气、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 2019Q1~3 实现营业收入 1597 亿元，同比增长 2.3%；实现归母净利润 74.3 亿元，同比下降 3.9%；毛利率为 19.7%，同比增加 0.64 pct；期间费用率为 14.2%，同比减少 1.02 pct。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。

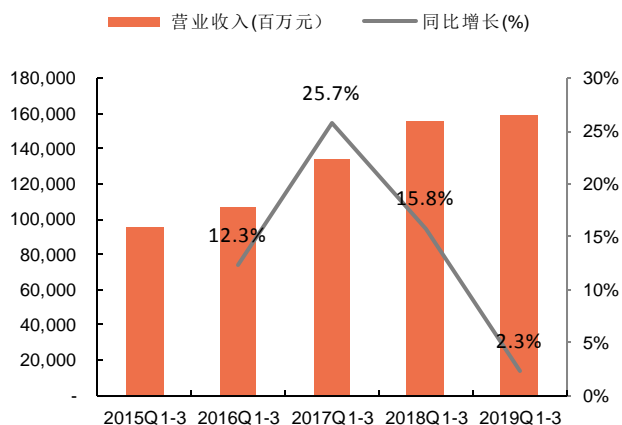
我们看好铜价下跌对低压电器利润率中枢的提升，推荐特高压设备龙头企业：平高电气，低压电器及分布式光伏龙头企业：正泰电器。

表 20: 一次设备行业 2018 年和 2019 Q1~3 变化数据

一次设备	2017	2018	YoY	2018Q1-3	2019Q1-3	YoY
营业总收入 (百万元)	202929.4	231816.3	14.2%	156134.6	159695.5	2.3%
归母净利润 (百万元)	10516.6	7613.9	-27.6%	7730.4	7426.3	-3.9%
毛利率 (%)	20.5%	19.5%	-0.99 pct	19.1%	19.7%	0.64 pct
净利率 (%)	5.6%	3.7%	-1.89 pct	5.4%	5.0%	-0.42 pct
经营性现金流 (百万元)	9917.3	-645.7	-106.5%	-2510.8	2572.4	-202.5%
资产负债率 (%)	51.4%	52.7%	1.31 pct	53.0%	53.0%	0.02 pct
期间费用率 (%)	17.6%	14.6%	-2.98 pct	13.2%	14.2%	1.02 pct
ROE (%)	6.5%	4.7%	-1.83 pct	4.8%	4.4%	-0.38 pct
商誉 (百万元)	12100.4	12739.7	5.3%	12604.6	12014.8	-4.7%
在建工程 (百万元)	9930.54	13366.1	34.6%	12420.94	17025.4	37.1%

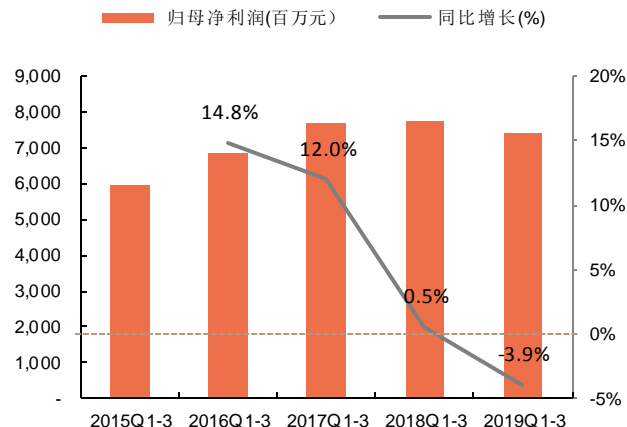
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 120: 一次设备样本公司近 5 年 Q1~3 营收



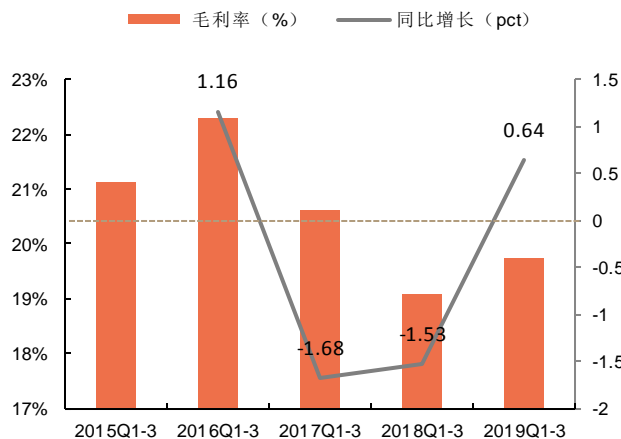
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 121: 一次设备样本公司近 5 年 Q1~3 归母净利润



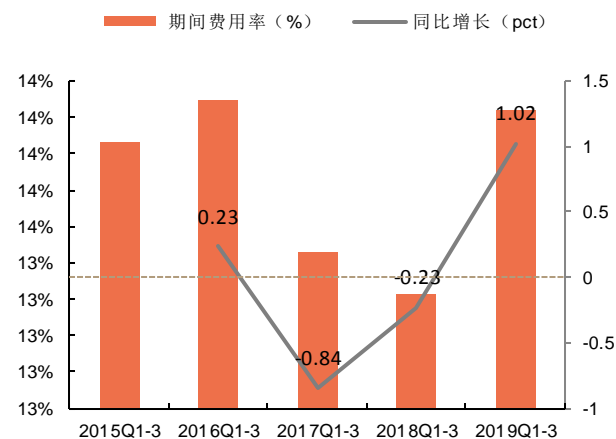
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 122: 一次设备样本公司近 5 年 Q1~3 毛利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 123: 一次设备样本公司近 5 年 Q1~3 期间费用率



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 21：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 2019Q1~3 实现营业收入 878 亿元，同比增长 4.7%；实现归母净利润 55.5 亿元，同比增长 1.3%；毛利率为 23.8%，同比下降 0.03 pct；期间费用率为 16.6%，同比增加 0.77 pct。

表 22：二次设备行业 2018 年和 2019Q1~3 变化数据

二次设备	2017	2018	YoY	2018Q1-3	2019Q1-3	YoY
营业总收入（百万元）	115791.8	123743.6	6.9%	83852.1	87795.2	4.7%
归母净利润（百万元）	7552.2	6185.8	-18.1%	5483.6	5554.6	1.3%
毛利率（%）	23.2%	23.6%	0.40 pct	23.8%	23.8%	-0.03 pct
净利率（%）	7.1%	5.4%	-1.70 pct	7.0%	6.8%	-0.24 pct
经营性现金流（百万元）	3861.9	3268.8	-15.4%	-3717.3	1633.0	-143.9%
资产负债率（%）	43.7%	46.2%	2.50 pct	45.9%	46.1%	0.16 pct
期间费用率（%）	19.2%	16.6%	-2.53 pct	15.8%	16.6%	0.77 pct
ROE（%）	7.9%	6.7%	-1.15 pct	5.4%	5.3%	-0.16 pct
商誉（百万元）	8651.0	7435.6	-14.0%	9170.3	8566.5	-6.6%
在建工程（百万元）	4540.4	5153.8	13.5%	4988.18	6144.4	23.2%

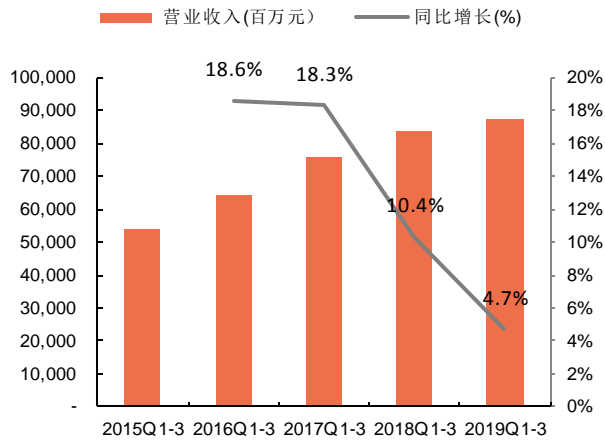
资料来源：Wind，申港证券研究所

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，8 月雅中-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。

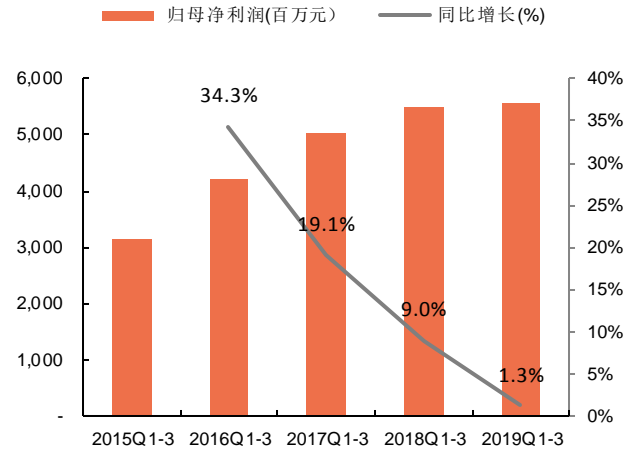
我们推荐国网旗下继电器设备供货商：许继电气。

图124: 二次设备样本公司近5年Q1~3营收



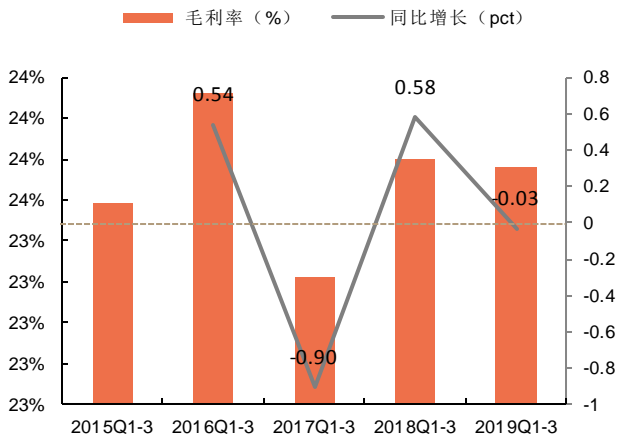
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图125: 二次设备样本公司近5年Q1~3归母净利润



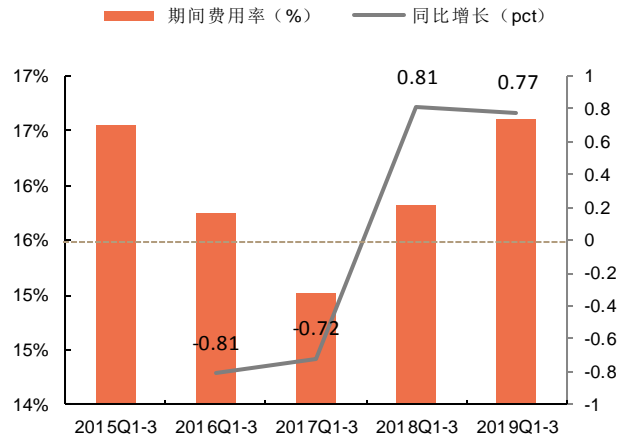
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图126: 二次设备样本公司近5年Q1~3毛利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图127: 二次设备样本公司近5年Q1~3期间费用率



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，“华龙一号”福建漳州 1、2 号已开工，国电投 CAP1400 核电示范工程项目和广东惠州 1、2 号机组已核准，总投资额超过 1200 亿元。“华龙一号”1 号机组已在福建漳州开工建设，预计将于 2024 年 10 月投入商业运营，2 号机组预计将于 2020 年 8 月开工，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，部分项目已于 Q3 开工，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。
- ◆ **风电——抢装期已开启，产业链逐步业绩改善。**2019Q1~3 新增风电装机容量

13.08GW，同比增长 3.7%。目前已核准未建成的风电机组规模超 58GW，已宣布但未核准的风电机组规模 59GW，预计将在 2020 年之后平价上网。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。2019 前三季度，国内风电设备公开招标量已达到 49.9GW，同比增长 108.8%，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），目前已反弹至近 3900 元/kW，量价齐升提振业绩。

- ◆ **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。Q3 销量数据较差，预计自 Q4 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。2019Q3 基金持仓比例为 5.49%，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 40 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，2019Q4 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