

强于大市

电新行业 2023 年年报与
2024 年一季度报综述

盈利整体承压，周期拐点有望逐步显现

电力设备与新能源行业 2023 年营收同比增长，归母净利润同比下降；2024 年电新行业需求保持较高景气度，一季度报表端盈利压力仍在，随着产能逐步出清，盈利拐点有望逐步显现；维持行业强于大市评级。

- **2023 年全行业营收同比增长 10%，归母净利润同比下降 15%：**2023 年电力设备与新能源行业营业总收入 51,208.14 亿元，同比增长 10.23%，实现归母净利润 3,755.63 亿元，同比下降 15.41%。
- **2023 年全行业盈利能力有所承压：**2023 年全行业平均毛利率 21.36%，同比下降 0.86 个百分点；净利率 8.58%，同比下降 2.13 个百分点。新能源汽车板块平均毛利率 20.55%，同比下降 2.33 个百分点，平均净利率为 7.99%，同比下降 4.19 个百分点；新能源发电板块平均毛利率 21.18%，同比提升 0.07 个百分点，净利率 8.97%，同比下降 0.79 个百分点；电力设备板块平均毛利率 26.68%，同比提升 0.12 个百分点，平均净利率 8.94%，同比下降 0.57 个百分点。
- **经营现金流整体向好：**2023 年全行业经营现金净流入 8,305.61 亿元，同比提升 14.93%。其中，新能源汽车板块经营现金净流入 3,807.48 亿元，同比增长 35.60%；新能源发电板块净流入 3,993.04 亿元，同比下降 1.94%；电力设备板块经营现金净流入 505.10 亿元，同比提升 45.73%。
- **2024 年一季度盈利压力仍在：**2024 年一季度全行业实现归属上市公司股东净利润 602.94 亿元，同比下降 45.53%。其中新能源汽车板块实现归母净利润 189.04 亿元，同比下降 47.54%；新能源发电板块实现归母净利润 345.17 亿元，同比下降 49.11%；电力设备板块实现归母净利润 68.74 亿元，同比增长 0.65%。盈利能力方面，全行业平均毛利率下降 2.02 个百分点至 20.63%，净利率下降 4.17 个百分点至 7.10%。
- **投资建议：新能源汽车：**置换补贴陆续落地，叠加降价和有竞争力的新车型推出，新能源车全年销量有望保持高景气。价格战背景下产业链降价压力仍然较大，随着产能逐步出清，电池和材料环节盈利有望回归合理，固态电池等新技术有望带动产业技术升级。建议优先布局格局较优的电芯环节，海外客户放量以及一体化布局较优的部分中游材料环节。**光伏：**产业链价格继续下跌，终端装机需求具备上行空间。硅料价格仍未见底，上游价格下跌推动全产业链价格继续下探，硅片、电池、组件等环节仍处于降价通道之内，但盈利已经基本见底，在上游涨价的背景下向上涨价修复盈利动能较弱。建议优先布局格局相对较优的辅材以及具备较高业绩弹性的一体化组件环节，新技术方面建议优先布局 HJT 电池设备以及对新技术宽口径储备的龙头企业。**风电：**风电千乡万村行动或助力打开中长期陆风发展天花板，同时海风项目建设有序推进，我们预计 2024 年海风招标与并网均有望实现较高景气度，建议优先配置后续增长潜力较大的塔筒桩基与海缆环节，以及存在渗透率提升逻辑的国产化与新技术环节。**氢能：**政策催化密集体现，四川继山东之后亦出台免除氢燃料电池汽车高速通行费政策，扩大燃料电池商用车经济性范围，针对燃料电池汽车路权有望逐步推广运行。国家能源局印发《2024 年能源工作指导意见》明确我国将稳步开展氢能试点示范，重点发展可再生能源制氢，拓展氢能应用场景。我国氢能基础设施建设有望进一步完善，建议关注具备成本优势、技术优势的电解槽生产企业、受益于氢能基础设施建设的燃料电池、氢储运、加注装机企业。
- **风险提示：**价格竞争超预期；原材料价格波动；投资增速下滑；政策不达预期。

相关研究报告

《电力设备与新能源行业 5 月第 2 周周报》
20240513

《电力设备与新能源行业 4 月第 4 周周报》
20240428

《光伏行业动态点评》20240424

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电力设备

证券分析师：武佳雄

jiaxiong.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523070001

证券分析师：李扬

yang.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523080002

证券分析师：许怡然

yiran.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524030001

联系人：顾真

zhen.gu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300123020009

电新行业 2023 年营收保持较快增长，盈利能力有所承压

2023 年全行业归母净利润同比下降 15.41%，电力设备板块归母净利润同比保持增长：2023 年电力设备与新能源行业上市公司（我们选取的股票池共 361 家）营业总收入 51,208.14 亿元，同比增长 10.23%，实现归属上市公司股东净利润 3,755.63 亿元，同比下降 15.41%。其中新能源汽车行业实现营业收入 20,286.42 亿元，同比增长 9.80%，归属上市公司股东净利润 1,358.89 亿元，同比下降 33.71%。新能源发电行业实现营业收入 26,940.73 亿元，同比增长 9.68%，实现归属上市公司股东净利润 2,069.24 亿元，同比下降 1.18%。电力设备行业实现营业收入 3,981.00 亿元，同比增长 16.44%，归属上市公司股东净利润 327.50 亿元，同比增长 10.55%。

盈利能力有所承压：2023 年全行业平均毛利率为 21.36%，同比下降 0.86 个百分点；净利率 8.58%，同比下降 2.13 个百分点。新能源汽车板块平均毛利率 20.55%，同比下降 2.33 个百分点，平均净利率为 7.99%，同比下降 4.19 个百分点；新能源发电板块平均毛利率 21.18%，同比提升 0.07 个百分点，净利率 8.97%，同比下降 0.79 个百分点；电力设备板块平均毛利率 26.68%，同比提升 0.12 个百分点，平均净利率 8.94%，同比下降 0.57 个百分点。

经营现金流整体向好，新能源发电净经营现金流略有下降：2023 年全行业经营现金净流入 8,305.61 亿元，同比提升 14.93%。其中，新能源汽车板块经营现金净流入 3,807.48 亿元，同比增长 35.60%；新能源发电板块净流入 3,993.04 亿元，同比下降 1.94%；电力设备板块经营现金流净流入 505.10 亿元，同比提升 45.73%。

2024 年一季度全行业盈利压力仍在：2024 年一季度全行业实现营业收入 10,381.64 亿元，同比下降 8.14%，实现归属上市公司股东净利润 602.94 亿元，同比下降 45.53%。其中新能源汽车板块全板块实现营业收入 4,001.96 亿元，同比下降 12.87%，盈利 189.04 亿元，同比下降 47.54%；新能源发电板块实现营业收入 5,531.93 亿元，同比下降 6.67%，盈利 345.17 亿元，同比下降 49.11%；电力设备板块实现收入 847.75 亿元，同比增长 8.41%，盈利 68.74 亿元，同比增长 0.65%。盈利能力方面，全行业平均毛利率同比下降 2.02 个百分点至 20.63%，净利率同比下降 4.17 个百分点至 7.10%。

图表 1. 2023 年电新行业业绩情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率		净经营现金流 (亿元)	
	2023	同比(%)	2023	同比(%)	2023(%)	同比(pct)	2023(%)	同比(pct)	2023	同比(%)
新能源汽车	20,286.42	9.80	1,358.89	(33.71)	20.55	(2.33)	7.99	(4.19)	3,807.48	35.60
新能源发电	26,940.73	9.68	2,069.24	(1.18)	21.18	0.07	8.97	(0.79)	3,993.04	(1.94)
电力设备	3,981.00	16.44	327.50	10.55	26.68	0.12	8.94	(0.57)	505.10	45.73
全行业	51,208.14	10.23	3,755.63	(15.41)	21.36	(0.86)	8.58	(2.13)	8,305.61	14.93

资料来源: iFind, 中银证券

图表 2. 2023 年第一季度电新行业业绩情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率	
	2024Q1	同比(%)	2024Q1	同比(%)	2024Q1	同比(pct)	2024Q1	同比(pct)
新能源汽车	4,001.96	(12.87)	189.04	(47.54)	20.02	(0.83)	5.74	(3.19)
新能源发电	5,531.93	(6.67)	345.17	(49.11)	20.08	(3.55)	7.82	(5.49)
电力设备	847.75	8.41	68.74	0.65	27.07	1.25	8.74	(0.73)
全行业	10,381.64	(8.14)	602.94	(45.53)	20.63	(2.02)	7.10	(4.17)

资料来源: iFind, 中银证券

新能源汽车需求保持高增长，板块盈利分化明显

2023年新能源汽车需求保持高增长，行业增速迈入新中枢：2023年全球新能源汽车销量基本呈现稳步上升态势，渗透率持续提升，市场空间不断扩大。根据中汽协数据，2023年我国新能源汽车产销分别完成958.7万辆和949.5万辆，同比分别增长35.8%和37.9%，市场占有率达到31.6%。

2023年锂电池板块盈利同比保持增长，材料和资源板块盈利同比下降：锂电池板块我们共选取宁德时代、比亚迪、孚能科技等11家公司，以上公司2023年合计营收11,705.61亿元，同比增长29.96%；合计归母净利润784.92亿元，同比增长48.76%。资源和材料方面，在国内新能源汽车销量增速放缓，下游电池环节去库存和部分中游材料产能释放、供需反转等多重因素作用下，2023年上游和中游材料价格显著下跌，导致锂电池资源和材料板块营收及盈利同比下滑较为明显。我们选取的12家锂电池资源公司在2023年实现营收合计2,151.74亿元，同比下降11.03%；归母净利润合计303.22亿元，同比下降65.35%。锂电池材料板块2023年实现营收4,699.42亿元，同比下降12.37%；实现归母净利润203.18亿元，同比下降63.05%。

锂电池板块盈利能力修复，材料和资源盈利能力下滑明显：2023年全行业平均毛利率20.55%，同比下降2.33个百分点；平均净利率7.99%，同比下降4.19个百分点，整体盈利能力有所下降。从细分板块内部看，各子板块盈利能力表现出较大分化。得益于中游材料和上游资源价格下降，锂电池板块盈利能力提升，毛利率20.40%，同比增长2.48个百分点，净利率7.02%，同比增长0.74个百分点，反映出电池环节较强的议价能力；锂电池材料板块毛利率14.61%，同比下降4.97个百分点；净利率4.48%，同比下降6.10个百分点；锂电池资源板块2023年平均毛利率33.46%，同比下降15.96个百分点；净利率23.87%，同比下降18.02个百分点。

锂电池经营净现金流显著增长，材料板块现金流入同比转正：2023年新能源汽车行业整体经营现金净流入3,807.48亿元，同比增长35.60%。其中，锂电池板块仍占据产业链现金流较高比例，反映出较强的产业链谈判能力，2023年锂电池板块经营现金净流入2,795.40亿元，同比增长35.57%。中游材料板块库存和账期有所改善，经营现金净流入437.64亿元，同比转正。2023年由于矿产资源价格和碳酸锂等锂盐价格存在错配，占用锂盐企业现金流较多，2023年锂电池资源板块经营现金净流入467.28亿元，同比下降28.94%。

2024年新能源汽车和电池需求有望保持高增长：根据中汽协数据，2024年一季度我国新能源汽车产销分别完成211.5万辆和209万辆，同比分别增长28.2%和31.8%，市场占有率达到31.1%；4月我国新能源汽车产销分别达到87万辆和85万辆，同比分别增长35.9%和33.5%，市场占有率达到36%。根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据，2024年一季度我国动力和其他电池合计产量184.6GWh，同比增长33.5%，一季度我国动力电池累计装车85.2GWh，同比增长29.4%；4月我国动力和其他电池产量78.2GWh，环比增长3.2%，同比增长60.0%，动力电池装车量35.4GWh，同比增长40.9%，环比增长1.4%。2024年随着需求复苏、新车型持续推出、智能化、网联化以及快充等新技术带来的产品力提升，我们预计国内新能源销量和电池需求有望再创新高。

2024年一季度电池环节盈利持续改善，材料和资源板块盈利压力仍在：2024年一季度新能源汽车行业实现营业收入4,001.96亿元，同比下降12.87%，实现归属上市公司股东净利润189.04亿元，同比下降47.54%。板块整体毛利率20.02%，同比下降0.83个百分点，净利率5.74%，同比下降3.19个百分点。一季度锂电池资源板块实现营收359.30亿元，同比下降39.01%；归母净利润亏损18.93亿元，同比下降114.54%；毛利率18.17%，同比下降22.96个百分点；净利率3.64%，同比下降25.66个百分点。锂电池材料板块实现营收878.28亿元，同比下降24.11%；盈利26.56亿元，同比下降55.81%；毛利率同比下降1.65个百分点至13.31%，净利率同比下降2.11个百分点至3.25%。原材料价格下跌过程中锂电池板块盈利持续改善，锂电池子板块2024年一季度实现营收2,404.54亿元，同比下降2.80%；归母净利润164.18亿元，同比增长10.59%；毛利率22.58%，同比增长3.97个百分点；净利率7.05%，同比增长0.85个百分点。

图表 3. 2023 年新能源汽车子行业业绩情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率		净经营现金流 (亿元)	
	2023	同比(%)	2023	同比(%)	2023(%)	同比(pct)	2023(%)	同比(pct)	2023	同比(%)
锂电池	11,705.61	29.96	784.92	48.76	20.40	2.48	7.02	0.74	2,795.40	35.57
锂电池材料	4,699.42	(12.37)	203.18	(63.05)	14.61	(4.97)	4.48	(6.10)	437.64	/
电池设备	437.11	10.41	24.14	(15.14)	30.69	2.43	6.78	(0.53)	(7.17)	(131.36)
锂电池资源	2,151.74	(11.03)	303.22	(65.35)	33.46	(15.96)	23.87	(18.20)	467.28	(28.94)
电机电控	697.04	(7.41)	14.25	(70.82)	16.87	(3.80)	2.16	(4.40)	72.84	54.82
充电设施	595.49	10.41	29.18	46.63	20.82	1.76	4.94	1.18	41.49	(9.78)
全行业	20,286.42	9.80	1,358.89	(33.71)	20.55	(2.33)	7.99	(4.19)	3,807.48	35.60

资料来源: iFind, 中银证券

图表 4. 2024 年第一季度新能源汽车子行业业绩情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率	
	2024Q1	同比(%)	2024Q1	同比(%)	2024Q1(%)	同比(pct)	2024Q1(%)	同比(pct)
锂电池	2,404.54	(2.80)	164.18	10.59	22.58	3.97	7.05	0.85
锂电池材料	878.28	(24.11)	26.56	(55.81)	13.31	(1.65)	3.25	(2.11)
电池设备	82.52	(10.53)	7.61	(5.92)	31.17	(0.35)	11.04	1.62
锂电池资源	359.30	(39.01)	(18.93)	(114.54)	18.17	(22.96)	3.64	(25.66)
电机电控	159.70	(2.50)	5.25	(24.76)	17.23	(0.83)	3.32	(1.06)
充电设施	117.62	0.72	4.37	(32.49)	19.27	(0.47)	3.50	(1.89)
全行业	4,001.96	(12.87)	189.04	(47.54)	20.02	(0.83)	5.74	(3.19)

资料来源: iFind, 中银证券

光伏需求延续高景气度，风电出货节奏有望恢复正常

2023 年营业收入持续增长，板块净利润有所下行：2023 年新能源发电行业实现营业收入 26,940.73 亿元，同比增长 9.68%，归属上市公司股东净利润 2,069.24 亿元，同比下降 1.18%；2023 年行业毛利率达到 21.18%，同比提升 0.07 个百分点，平均净利率 8.97%，同比下降 0.79 个百分点。经营性现金净流入 3,993.04 亿元，同比下降 1.94%。

2024Q1 新能源发电行业增长承压：2024Q1 新能源发电行业实现营业收入 5,531.93 亿元，同比下降 6.67%，归属上市公司股东净利润 345.17 亿元，同比下降 49.11%。行业平均毛利率达到 20.08%，同比下降 3.55 个百分点，平均净利率为 7.82%，同比下降 5.49 个百分点。

光伏：需求延续高景气度，业绩阶段性承压

2023 年全球光伏装机需求保持增长，组件降价带动我国光伏需求启动：根据 CPIA 及国家能源局数据，2023 年全球光伏新增装机达到 390GW，同比增长约 70%，其中我国光伏装机规模 216GW，同比增长 147%。2023 年我国光伏制造能力提升，推动光伏组件价格下降。根据 CPIA 数据，2023 年我国光伏组件均价约 1.32 元/W，同比下降 32.3%，推动光伏系统成本降至 3.4 元/W，同比下降 17.7%。由于光伏组件价格快速下降，集中式光伏需求充分释放。2023 年集中式光伏装机规模达 120.01 GW，同比增长 231%，占我国新增光伏装机比例约 55%，同比提升 14 个百分点。我们认为，2024 年集中式光伏装机占比将保持高位，同时分布式光伏亦将保持较高增速，推动我国光伏 2024 年需求提升。

2023 年海外光伏装机增速亮眼：2023 年国内组件出口数据保持较高增速，根据 InfoLinkConsulting 数据，2023 年国内出口 208GW 光伏组件，相较于 2022 年的 154.8GW 增长约 34%。分区域来看，欧洲依然是我国组件出口主要市场，根据 InfoLinkConsulting 数据，2023 年全年我国对欧洲出口组件 101.5GW，同比增幅约 17%，占出口总量占比约 49%；2023 年亚太地区累计从中国进口光伏组件 53.9GW，同比增长 71%，其中对印度市场出口 14.5GW；2022 年美洲地区累计从中国进口组件总量达 30.2GW，同比增长 22%，其中对巴西市场出口 20.6GW。

2024Q1 国内光伏需求依然强劲：根据国家能源局数据，2024 年一季度全国光伏新增并网 45.74GW，同比增长 36%，其中集中式光伏电站装机 21.93GW，同比增长 41%；分布式光伏装机 23.81GW，同比增长 31%；国内光伏需求保持强劲。

2024Q1 海外新市场需求旺盛，组件出口高速增长指引全年需求向上：根据 InfoLink 中国海关出口数据显示，2024 年 1-3 月国内分别出口 21.9GW、21.2GW、24.5GW，同比分别增长 47%、43%、16%。2024 年一季度，中国对欧洲、印度、巴西的组件出口量约占总出口量的 57%；2024 年 3 月，巴基斯坦、沙特超越印度、巴西成为中国出口主要市场，3 月中国对欧洲、巴基斯坦、沙特出口量占比达 60%。2024 年一季度，国内已累计出口组件 67.6GW，同比增长 33%，随着巴基斯坦、沙特需求提升，2024 年全球光伏需求或具备进一步上行可能性。

2023 年与 2024Q1 光伏板块收入提升、利润下降：受益于全球光伏需求快速增长，2023 年光伏行业实现营业收入 14,232.28 亿元，同比增长 14.78%，归属上市公司股东净利润 1,275.91 亿元，同比减少 13.89%；2023 年光伏行业毛利率达到 21.21%，同比减少 2.05 个百分点，平均净利率 9.77%，同比减少 3.40 个百分点。经营性现金净流入 1779.02 亿元，同比提升 9.70%。2024 年一季度，光伏行业实现营业收入 2,723.78 亿元，同比减少 14.67%，归属上市公司股东净利润 97.90 亿元，同比减少 77.97%；2024 年一季度，光伏行业毛利率达到 16.23%，同比减少 8.80 个百分点，平均净利率 3.92%，同比减少 11.68 个百分点。

风电：2024 年出货节奏有望恢复正常

2023 年风电装机向好带动板块收入提升，价格竞争影响行业利润：根据国家能源局数据，2023 年国内新增风电装机 75.90GW，同比大增 102%，带动行业收入同比增长 6.15% 至 2,792.76 亿元。受到价格竞争影响，板块利润并未随收入上行，2023 年风电行业归属上市公司股东净利润实现 126.18 亿元，同比下降 31.06%；2023 年行业毛利率为 16.30%，同比下降 1.16 个百分点，平均净利率 4.76%，同比下降 2.28 个百分点。经营性现金净流入 103.27 亿元，同比提升 29.70%。

2024 年风电板块出货节奏有望恢复前低后高：2024 年一季度行业实现营业收入 476.19 亿元，同比增长 5.61%，归属上市公司股东净利润 24.11 亿元，同比减少 36.56%。行业平均毛利率为 18.23%，同比下降 1.53 个百分点，平均净利率为 5.41%，同比下降 3.30 个百分点。我们认为，2024 年风电行业有望恢复前低后高的正常出货节奏，后续季度的生产不受到春节放假、冬季气候阻碍施工的影响，项目有望逐步动工。

氢能：企业加速布局，产业周期开启

2023 年板块收入、经营性现金流保持增长：2023 年，氢能行业实现营业收入 859.32 亿元，同比增长 19.66%；归属于上市公司股东净利润 34.69 亿元，同比增长 47.41 %。2023 年行业平均毛利率达到 16.27%，同比减少 0.16 个百分点；平均净利率 4.36%，同比增长 0.92 个百分点；经营性现金净流入 49.70 亿元，同比增长 10.06 %。

2024 年第一季度板块业绩持稳，氢能产业周期开启：2024 年一季度氢能行业实现营业收入 190.39 亿元，同比增长 15.52%；归属于上市公司股东净利润 5.33 亿元，同比增长 5.77%。行业平均毛利率 14.70%，同比下降 0.49 个百分点；平均净利率 3.12%，同比下降 0.05 个百分点。2024 年以来，氢能发展进入快车道，2024 年 3 月 1 日起山东免除省内氢燃料电池汽车高速通行费 2 年；4 月 17 日，四川省经信厅发布《四川省进一步推动氢能全产业链发展及推广应用行动方案(2024—2027 年)(征求意见稿)》，提出将对安装使用 ETC 装备的氢能车辆在四川省免除高速公路通行费。针对燃料电池汽车路权有望逐步推广运行。国家能源局印发《2024 年能源工作指导意见》明确我国将稳步开展氢能试点示范，重点发展可再生能源制氢，拓展氢能应用场景。

图表 5. 2023 年新能源发电行业业绩情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率		净经营现金流 (亿元)	
	2023A	同比(%)	2023A	同比(%)	2023A(%)	同比(pct)	2023A(%)	同比(pct)	2023A	同比(%)
光伏	14,232.28	14.78	1,275.91	(13.89)	21.21	(2.05)	9.77	(3.40)	1,779.02	9.70
风电	2,792.76	6.15	126.18	(31.06)	16.30	(1.16)	4.76	(2.28)	103.27	29.70
储能	578.94	1.59	35.45	(38.64)	26.26	(1.99)	6.52	(4.28)	87.43	(2.51)
核电	3,515.37	1.85	257.67	28.35	28.09	1.55	12.18	2.27	807.77	(16.04)
氢能	859.32	19.66	34.69	47.41	16.27	(0.16)	4.36	0.92	49.70	10.06
运营商	4,962.06	3.54	339.33	130.68	19.21	5.72	7.88	4.68	1,165.86	(8.48)
全行业	26,940.73	9.68	2,069.24	(1.18)	21.18	0.07	8.97	(0.79)	3,993.04	(1.94)

资料来源：iFinD，中银证券

图表 6. 2024 年第一季度新能源发电行业业绩情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率	
	2024Q1	同比(%)	2024Q1	同比(%)	2024Q1(%)	同比(pct)	2024Q1(%)	同比(pct)
光伏	2,723.78	(14.67)	97.90	(77.97)	16.23	(8.80)	3.92	(11.68)
风电	476.19	5.61	24.11	(36.56)	18.23	(1.53)	5.41	(3.30)
储能	114.35	(18.83)	7.94	(40.69)	28.23	1.68	7.08	(2.96)
核电	769.61	1.22	77.67	(4.57)	31.14	0.12	16.51	(0.12)
氢能	190.39	15.52	5.33	5.77	14.70	(0.49)	3.12	(0.05)
运营商	1,257.60	3.24	132.23	37.57	22.42	4.85	12.66	3.91
全行业	5,531.93	(6.67)	345.17	(49.11)	20.08	(3.55)	7.82	(5.49)

资料来源: iFinD, 中银证券

出海打开增长空间, 电力设备行业需求向好

板块业绩较快增长, 盈利能力略有下滑: 2023 年, 电力设备行业实现营业收入 3,981.00 亿元, 同比增长 16.44%, 归属上市公司股东净利润 327.50 亿元, 同比增长 10.55%; 全年平均毛利率 26.68%, 同比增加 0.12 个百分点, 平均净利率为 8.94%, 同比减少 0.57 个百分点。其中, 工控与电力电子、二次设备板块的收入与利润均呈现较好的增长态势, 2023 年两板块分别实现收入 739.26 亿元、1,264.53 亿元, 分别同比增长 22.74%、11.09%; 实现归属上市公司股东净利润 72.48 亿元、123.51 亿元, 分别同比增长 14.80%、14.03%。行业整体经营现金流净流入 505.10 亿元, 同比增加 45.73%; 其中二次设备板块经营现金流净额大幅增长 61.74% 至 235.53 亿元。我们认为, 受到欧洲地区电网升级改造政策、美国变压器紧缺等问题的影响, 电力设备环节出海向好, 2023 年我国变压器出口金额达到 3,265 亿元, 同比增长 4.38%, 拉动板块收入提升。

2024Q1 板块量利均有向好, 业绩实现提升: 2024 年第一季度, 电力设备行业实现营业收入 847.75 亿元, 同比增长 8.41%, 归属上市公司股东净利润 68.74 亿元, 同比增长 0.65%; 其中一次设备板块归属上市公司股东净利润同比增长 24.33%。2024 年一季度行业平均毛利率为 27.07%, 同比增长 1.25 个百分点, 平均净利率为 8.74%, 同比减少 0.73 个百分点。

图表 7. 2023 年电力设备子行业业绩情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率		净经营现金流 (亿元)	
	2023A	同比(%)	2023A	同比(%)	2023A(%)	同比(pct)	2023A(%)	同比(pct)	2023A	同比(%)
一次设备	977.76	17.00	32.50	(0.50)	21.22	0.09	3.46	(0.79)	73.76	59.76
二次设备	1,264.53	11.09	123.51	14.03	28.50	0.32	10.47	(0.29)	235.53	61.74
工控与电力电子	739.26	22.74	72.48	14.80	29.46	(0.26)	9.85	(0.68)	64.27	30.15
低压电器	999.45	18.62	99.01	7.47	27.68	0.16	11.70	(0.60)	131.54	24.78
全行业	3,981.00	16.44	327.50	10.55	26.68	0.12	8.94	(0.57)	505.10	45.73

资料来源: iFinD, 中银证券

图表 8. 2024 年第一季度电力设备子行业业绩情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率	
	2024Q1	同比(%)	2024Q1	同比(%)	2024Q1(%)	同比(pct)	2024Q1(%)	同比(pct)
一次设备	209.73	11.26	14.95	24.33	22.68	2.16	7.59	0.95
二次设备	216.22	8.01	15.92	7.59	28.62	0.37	7.53	(0.15)
工控与电力电子	159.89	14.09	12.49	(25.80)	29.87	(0.32)	7.76	(4.28)
低压电器	261.91	3.46	25.38	2.99	27.60	2.16	11.25	(0.31)
全行业	847.75	8.41	68.74	0.65	27.07	1.25	8.74	(0.73)

资料来源: iFinD, 中银证券

投资建议

新能源汽车：置换补贴陆续落地，叠加降价和有竞争力的新车型推出，新能源车全年销量有望保持高景气。价格战背景下产业链降价压力仍然较大，随着产能逐步出清，电池和材料环节盈利有望回归合理，固态电池等新技术有望带动产业技术升级。建议优先布局格局较优的电芯环节，海外客户放量以及一体化布局较优的部分中游材料环节。推荐宁德时代、亿纬锂能、国轩高科、鹏辉能源、豪鹏科技、欣旺达、当升科技、容百科技、华友钴业、璞泰来、尚太科技、中科电气、恩捷股份、星源材质、天赐材料、新宙邦、科达利等，建议关注中伟股份、格林美、元力股份、信德新材、三祥新材等。

光伏：产业链价格继续下跌，终端装机需求具备上行空间。硅料价格仍未见底，上游价格下跌推动全产业链价格继续下探，硅片、电池、组件等环节仍处于降价通道之内，但盈利已经基本见底，在上游涨价的背景下向上涨价修复盈利动能较弱。建议优先布局格局相对较优的辅材以及具备较高业绩弹性的一体化组件环节，新技术方面建议优先布局 HJT 电池设备以及对新技术宽口径储备的龙头企业。推荐福斯特、福莱特、阳光电源、晶科能源、天合光能、晶澳科技、隆基绿能、宇邦新材、钧达股份、通威股份、迈为股份等；建议关注阿特斯、聚和材料、帝科股份。

风电：风电千乡万村行动或助力打开中长期陆风发展天花板，同时海风项目建设有序推进，我们预计 2024 年海风招标与并网有望实现较高景气度，建议优先配置后续增长潜力较大的塔筒桩基与海缆环节，以及存在渗透率提升逻辑的国产化与新技术环节。推荐天顺风能、大金重工*、海力风电*、泰胜风能*、东方电缆*、金雷股份、五洲新春、盘古智能、日月股份、三一重能、运达股份等。（*表示机械组覆盖）

氢能：政策催化密集体现，四川继山东之后亦出台免除氢燃料电池汽车高速通行费政策，扩大燃料电池商用车经济性范围，针对燃料电池汽车路权有望逐步推广运行。国家能源局印发《2024 年能源工作指导意见》明确我国将稳步开展氢能试点示范，重点发展可再生能源制氢，拓展氢能应用场景。我国氢能基础设施建设有望进一步完善，建议关注具备成本优势、技术优势的电解槽生产企业、受益于氢能基础设施建设的燃料电池、氢储运、加注装机企业。推荐华电重工、华光环能、兰石重装、石化机械，建议关注科威尔、京城股份、蜀道装备、冰轮环境、开山股份。

风险提示

价格竞争超预期：动力电池中游制造产业链普遍有产能过剩的隐忧，电力供需形势整体亦属宽松，动力电池中游产品价格、新能源电站的电价、光伏产业链中游产品价格、电力设备招标价格，均存在竞争超预期的风险。

原材料价格波动：电力设备、新能源汽车、新能源发电板块中的绝大部分上市公司主营业务均属于制造业，原材料成本在营业成本中的占比一般较大；若上游原材料价格出现不利波动，将在较大程度上对各细分板块的盈利情况产生负面影响。

投资增速下降：电力投资（包括电源投资与电网投资）决定了新能源发电板块、电力设备板块的行业需求；若电力投资增速下降，将对两大板块造成负面影响。

政策不达预期：新能源汽车板块、新能源发电板块、电力设备细分板块，均对政策有较高的敏感性；若政策不达预期，将显著影响各细分行业的基本面，进而降低各板块的投资价值。

附录图表 9. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2023A	2024E	2023A	2024E	
300750.SZ	宁德时代	买入	203.00	8,930.05	10.03	10.81	20.24	18.78	47.22
300014.SZ	亿纬锂能	买入	38.07	778.81	1.98	2.30	19.23	16.55	17.50
300035.SZ	中科电气	买入	9.97	72.11	0.06	0.46	172.91	21.67	6.22
002531.SZ	天顺风能	买入	10.85	194.96	0.44	0.83	24.52	13.07	5.03
301155.SZ	海力风电	买入	51.14	111.17	(0.41)	4.74	-	10.79	25.09
300129.SZ	泰胜风能	买入	7.61	71.15	0.31	0.57	24.33	13.35	4.66
688599.SH	天合光能	买入	20.03	436.53	2.54	2.27	7.89	8.82	14.42
002459.SZ	晶澳科技	买入	14.17	468.98	2.13	3.69	6.66	3.84	10.32
601012.SH	隆基绿能	买入	18.62	1,411.03	1.42	0.54	13.12	34.48	8.92
600438.SH	通威股份	买入	21.90	985.93	3.02	3.19	7.26	6.87	13.06
300751.SZ	迈为股份	买入	125.46	350.26	3.27	4.70	38.33	26.69	26.45
002074.SZ	国轩高科	增持	20.42	364.65	0.53	0.66	38.84	30.94	13.72
300438.SZ	鹏辉能源	增持	23.36	117.60	0.09	0.80	272.85	29.20	10.71
001283.SZ	豪鹏科技	增持	42.35	34.81	0.61	1.17	69.20	36.20	27.52
300207.SZ	欣旺达	增持	15.13	281.75	0.58	0.68	26.18	22.25	12.51
300073.SZ	当升科技	增持	42.60	215.77	3.80	2.50	11.21	17.04	26.03
688005.SH	容百科技	增持	29.88	144.69	1.20	2.82	24.91	10.60	17.59
603799.SH	华友钴业	增持	29.50	500.68	1.97	1.85	14.94	15.95	19.69
603659.SH	璞泰来	增持	17.39	371.79	0.89	1.23	19.45	14.14	8.53
001301.SZ	尚太科技	增持	47.24	123.18	2.77	2.80	17.04	16.87	22.31
002812.SZ	恩捷股份	增持	41.55	406.26	2.58	3.77	16.08	11.02	27.54
300568.SZ	星源材质	增持	9.98	134.24	0.43	0.91	23.29	10.97	7.38
002709.SZ	天赐材料	增持	20.94	401.80	0.99	0.68	21.25	30.79	6.90
300037.SZ	新宙邦	增持	32.45	244.63	1.34	1.59	24.20	20.41	12.15
002850.SZ	科达利	增持	101.18	273.20	4.45	5.20	22.75	19.46	39.22
002487.SZ	大金重工	增持	23.29	148.53	0.67	1.81	34.94	12.87	10.92
603606.SH	东方电缆	增持	47.50	326.66	1.45	1.94	32.67	24.48	9.13
300443.SZ	金雷股份	增持	19.08	62.10	1.27	1.57	15.08	12.15	18.89
603667.SH	五洲新春	增持	16.64	61.33	0.37	0.73	44.39	22.79	7.97
301456.SZ	盘古智能	增持	24.20	35.96	0.75	1.32	32.48	18.33	14.09
603218.SH	日月股份	增持	11.57	119.28	0.47	0.68	24.77	17.01	9.60
688349.SH	三一重能	增持	27.93	336.70	1.66	1.89	16.78	14.78	10.63
300772.SZ	运达股份	增持	10.21	71.68	0.59	0.97	17.31	10.53	7.54
603806.SH	福斯特	增持	26.06	485.80	0.99	1.36	26.26	19.16	8.33
601865.SH	福莱特	增持	24.55	532.75	1.17	1.52	20.92	16.15	9.52
300274.SZ	阳光电源	增持	101.44	1,506.54	6.36	7.00	15.96	14.49	20.06
688223.SH	晶科能源	增持	7.49	749.39	0.74	0.94	10.07	7.97	3.45
301266.SZ	宇邦新材	增持	35.52	36.94	1.46	1.95	24.41	18.22	14.92
002865.SZ	钧达股份	增持	52.35	119.65	3.57	4.72	14.67	11.09	20.71
601226.SH	华电重工	增持	5.84	68.13	0.08	0.24	69.86	24.33	3.51
600475.SH	华光环能	增持	10.34	97.57	0.79	0.84	13.16	12.31	9.03
603169.SH	兰石重装	增持	5.31	69.36	0.12	0.18	45.12	29.50	2.43
000852.SZ	石化机械	增持	6.17	58.99	0.10	0.18	64.15	34.28	3.16
300919.SZ	中伟股份	未有评级	52.45	351.32	2.91	3.30	18.05	15.89	30.30
002340.SZ	格林美	未有评级	6.83	350.76	0.18	0.28	37.54	24.11	3.74
300174.SZ	元力股份	未有评级	15.68	57.37	0.65	0.79	24.19	19.85	8.71
301349.SZ	信德新材	未有评级	34.36	35.05	0.40	1.34	84.87	25.71	26.86
603663.SH	三祥新材	未有评级	17.25	73.14	0.19	0.35	92.31	49.29	3.02
688472.SH	阿特斯	未有评级	12.31	454.02	0.79	1.04	15.64	11.86	5.95
688503.SH	聚和材料	未有评级	54.42	90.13	2.67	4.45	20.39	12.24	28.39
300842.SZ	帝科股份	未有评级	51.27	72.14	2.74	5.58	18.71	9.19	14.23
688551.SH	科威尔	未有评级	37.64	31.54	1.40	1.95	26.95	19.31	15.87
600860.SH	京城股份	未有评级	9.52	44.83	(0.09)	-	-	-	1.94
300540.SZ	蜀道装备	未有评级	24.20	39.88	0.20	0.25	122.15	96.80	6.16
000811.SZ	冰轮环境	未有评级	11.41	87.13	0.86	1.00	13.31	11.39	7.29
300257.SZ	开山股份	未有评级	12.22	121.42	0.44	-	28.02	-	6.31

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 股价截止日5月17日, 未有评级公司盈利预测来自iFinD一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371