

电气设备

2020 年 05 月 13 日

2019 年及 2020Q1 财报总结：业绩分化，龙头强势

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

刘强（分析师）

李若飞（联系人）

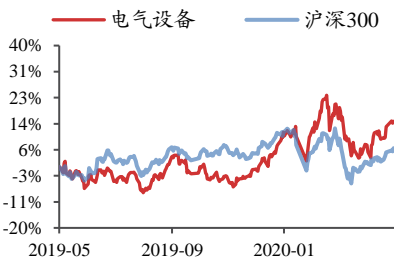
liuqiang@kysec.cn

liruofei@kysec.cn

证书编号：S0790520010001

证书编号：S0790120030039

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业周报-全球政策共振助推电动车周期向上》-2020.4.26

《行业点评报告-2020 年新能源车补贴政策：顺应产业发展趋势，护航行业向上周期》-2020.4.24

《行业周报-一季度业绩分化，龙头优势凸显》-2020.4.19

● 2019 年行业盈利能力得到改善，2020 年短期疫情影响不改长期向好趋势

电新板块 2019 年营业收入合计 9910 亿元，同比+13.3%；归母净利润合计 396 亿元，同比+61.6%。2020Q1 受疫情冲击行业收入同比-9.1%，归母净利润合计 86 亿元，同比-0.4%，略超市场预期。分板块来看，光伏 2019 年受益海外市场放量业绩领跑行业，新能源车销量 2019 年首次出现下滑的情况下内部细分板块持续分化，龙头公司市场地位进一步强化。展望 2020 年：1）新能源车随着新补贴政策落地，未来三年政策氛围偏好，这将有力护航行业未来三年向上周期；同时欧洲新能源汽车政策边际效用最大，有望大力提升全球新能源汽车行业增速；长期看，我们认为未来三个月是行业三年向上周期的较好布局期，行业景气度有望逐步向上，核心是特斯拉、宁德时代产业链。2）光伏产业链价格压力进一步释放，预计随着疫情影响高峰的过去，隆基股份等龙头公司将受益。3）电网等“新基建”重点关注特高压、5G 等“新基建”，其将对相关电气设备需求的拉动。

● 新能源车内部分化，目前是向上周期开启前的低谷

2019 年受补贴政策退出影响，新能源汽车产量同比出现首次下滑，同比-3.5%。2020 年 Q1 受新冠疫情冲击，新能源汽车产量同比-57.4%。2019 年业绩分板块来看，营收方面正极小幅下滑，其他板块营收增速皆为正，其中动力电池、隔膜、负极营收同比增速居前。归母净利润方面，电解液、正极同比跌幅较大，隔膜与动力电池保持正增长，同比增速为+28.4%/+28.1%。2020Q1 受疫情影响，各板块业绩同比均下跌。营收方面，同比跌幅较小的板块为隔膜、锂电设备、电解液、动力电池，同比分别为-3.7%/-4.0%/-6.4%/-7.7%。归母净利润方面，正极、负极同比跌幅较大，同比-106.2%/-89.5%。宁德时代等龙头业绩表现较好；我们预计，这是新能源汽车行业向上周期开启前的低谷期，后面业绩将逐月逐季好转。

● 光伏产业格局逐步向好，2020 年受益国内光伏向上周期

2019 年光伏统计样本公司营收同比增长了 46.9%，归母净利润同比增长 65.7%；2020 年 Q1 光伏板块营收同比增长 37.3%，归母净利润同比增长 40.2%。我们预计 2020 年国内装机有望恢复性增长，装机规模在 35.8-48.9GW，行业有望自二季度起装机节奏加速。行业各个环节龙头公司资金、技术及盈利优势进一步凸显，产能持续扩张，未来市场集中度有望进一步提升。

● 新基建浪潮来袭，特高压、工控等板块将直接受益

特高压板块 2019 年/2020Q1 样本公司营业收入同比+6.0%/-3.2%，归母净利润同比+5.7%/-1.9%。工控自动化板块营业收入 2019/2020Q1 分别同比 30.8%/18.2%。归母净利润同比 0.6%/23.0%。在疫情冲击、国内经济下行压力加大的背景下，特高压等新基建项目有望成为拉动基建投资并刺激经济、提升新能源消纳能力、改善能源结构的重要抓手。

● **风险提示：**新能源汽车销量不及预期；行业竞争加剧风险；光伏需求不及预期；风机装机增长低于预期。

目 录

1、 板块业绩分化，龙头效应显现	5
1.1、 2019 年板块整体弱于大市，内部持续分化	5
1.2、 营收增长相对稳定，盈利水平明显改善	6
1.3、 光伏、动力电池板块业绩表现居前，龙头公司地位强化	8
2、 动力电池产业链：盈利分化明显，强者恒强局面开启	9
2.1、 动力电池：2020Q1 强者恒强局面显现	10
2.2、 正极：2019 年价格受上游原材料压制	12
2.3、 负极：业绩分化明显，降本增效逐步显现	14
2.4、 隔膜：2019/2020Q1 湿法龙头表现较好	15
2.5、 电解液：新宙邦、天赐材料 2020Q1 营收保持正增长	17
2.6、 锂电设备：2020Q1 赢合科技业绩逆势大增	19
3、 新能源板块：光伏增长强劲，风电迎业绩拐点	21
3.1、 2019 年光伏行业再度加速，2020Q1 疫情影响有限	21
3.2、 风电：2020 年抢装带来趋势向好	23
4、 新基建：特高压、工控迎发展良机	25
4.1、 特高压：建设启动提速，电网智能发展	25
4.2、 电机电控：行业内部短期竞争激烈，利润空间减少	27
4.3、 工控自动化：企业产业链重构升级，新技术推动增长	28
5、 风险提示	29

图表目录

图 1： 2019 年电气设备指数走势弱于沪深 300	5
图 2： 2019 年电气设备二级板块走势分化	5
图 3： 2020Q1 电气设备板块受疫情呈现震荡行情	5
图 4： 2020Q1 电气设备子板块走势分化	5
图 5： 电气设备板块市盈率处于历史较低水平	6
图 6： 电机 II 市盈率处于区间最低点	6
图 7： 电气自动化 II 市盈率处于中值偏下	6
图 8： 电源设备 II 市盈率处于中值位置	6
图 9： 高低压设备 II 市盈率为历史较低位置	6
图 10： 2019 年行业营业收入增长相对稳定	7
图 11： 2019 年行业盈利状况改善明显	7
图 12： 2019 年行业净利率有所回升	7
图 13： 2019 年行业费用率保持下降趋势	7
图 14： 2019 年行业经营活动净现金流正向增长	7
图 15： 2019 年行业盈利改善提高 ROE 水平	7
图 16： 2020Q1 新能源汽车产量同比下滑幅度较大	9
图 17： 2020Q1 动力电池装机与销量保持一致	9
图 18： 2019 年锂电设备、隔膜、负极毛利率同比改善	10
图 19： 2020Q1 锂电设备、电解液净利率同比改善	10
图 20： 2019/2020Q1 主营收入同比+38.3%/-7.7%	11
图 21： 2019/2020Q1 归母净利润同比+28.1%/-41.9%	11

图 22: 2020Q1 毛利率相较于净利率下滑较多	11
图 23: 2020Q1 三费率有增长	11
图 24: 2019 年行业多数公司 ROE 同比改善	11
图 25: 2020Q1 宁德时代经营净现金流在样本公司占比提升	11
图 26: 2019/2020Q1 主营收入同比-2.1%/-34.1%	12
图 27: 2019/2020Q1 归母净利润同比-84.5%/-106.2%	12
图 28: 2020Q1 净利率相较于毛利率下滑较多	13
图 29: 2020Q1 三费率有增长	13
图 30: 2019 年 ROE 分化明显	13
图 31: 2019 年经营性净现金流同比+298.2%	13
图 32: 2019/2020Q1 主营收入同比+11.9%/-48.2%	14
图 33: 2019/2020Q1 归母净利润同比-25.1%/-89.5%	14
图 34: 2020Q1 净利率相较于毛利率下滑较多	14
图 35: 2020Q1 三费率有增幅较大	14
图 36: 2019 年 ROE 分化明显	15
图 37: 2020Q1 经营性净现金流同比+118.2%	15
图 38: 2019/2020Q1 主营收入同比+14.2%/-3.7%	16
图 39: 2019/2020Q1 归母净利润同比+28.4%/-20.2%	16
图 40: 2020Q1 净利率与毛利率保持稳定	16
图 41: 2020Q1 销售费用率同比下降 0.3%	16
图 42: 2019 年各公司 ROE 分化明显	16
图 43: 2019 年经营性净现金流同比+88.7%	16
图 44: 2019/2020Q1 主营收入同比 0.6%/-10.6%	17
图 45: 2019/2020Q1 归母净利润同比-77.7%/-53.7%	17
图 46: 2020Q1 净利率跌幅减小	18
图 47: 2020Q1 三费率同比微升	18
图 48: 2019 年样本公司 ROE 分化明显	18
图 49: 2020Q1 经营性净现金流同比+39.4%	18
图 50: 2019/2020Q1 主营收入同比+2.3%/-4.0%	19
图 51: 2019/2020Q1 归母净利润同比-11.0%/-12.5%	19
图 52: 2019 年毛利率同比+2.7PCT	19
图 53: 2020Q1 三费率同比皆下滑	19
图 54: 2019 年样本公司 ROE 同比下跌	20
图 55: 2020Q1 经营性净现金流同比-407.9%	20
图 56: 2019 年光伏企业营收再度加速, 2020 疫情影响有限	21
图 57: 2019 年光伏企业净利润与营收趋势一致	21
图 58: 2019 年光伏净利率回升	21
图 59: 2019 年管理费用率下降, 财务费用率略升	21
图 60: 2019 年风电营业收入增速逐步上扬	23
图 61: 2019 年风电归母净利润增速保持平稳	23
图 62: 2019 年风电管理费用率呈下滑态势	24
图 63: 2019 年风电净资产收益率出现下滑	24
图 64: 2019 年风电经营活动产生的现金流量净额大幅增长	24
图 65: 2019 年特高压营业收入同比增速保持稳定	25
图 66: 2019 年特高压归母净利润增速由负转正	25

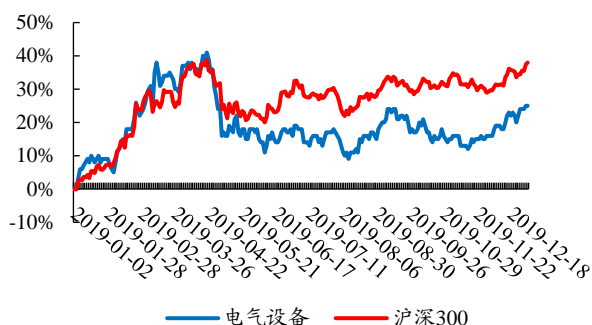
图 67: 2020 Q1 特高压毛利率保持平稳	26
图 68: 2020Q1 特高压期间费用率小幅上扬	26
图 69: 2020Q1 特高压经营活动产生的现金流量出现负流入	26
图 70: 2019 年电机电控主营收入增速小幅下滑	27
图 71: 2019 年电机电控归母净利润扭亏为正	27
图 72: 2019 年电机电控毛利率快速上涨	28
图 73: 2015-2020Q1 电机电控销售费用率稳定	28
图 74: 2019 年电机电控 ROE 回升	28
图 75: 2020Q1 电机电控经营活动现金流量转负	28
图 76: 2019 年工控自动化主营收入增速较快	28
图 77: 2020Q1 工控自动化利润实现较快增长	28
图 78: 2020Q1 工控自动化毛利率小幅上涨	29
图 79: 2015-2020Q1 工控自动化销售费用率保持稳定	29
表 1: 2019 年光伏、动力电池业绩居细分板块前列	8
表 2: 2020 年一季度光伏板块表现超预期	8
表 3: 2020Q1 隔膜、锂电设备环节营收跌幅较小	10
表 4: 2020Q1 宁德时代收入跌幅较小	12
表 5: 2019 年正极板块仅容百科技、德方纳米营收同比实现增长	13
表 6: 2019/2020Q1 负极板块业绩分化明显	15
表 7: 2019/2020Q1 湿法龙头表现相对更好	17
表 8: 2020Q1 新宙邦、天赐材料盈利能力较强	18
表 9: 2020Q1 赢合科技业绩逆势大增	20
表 10: 2019 年报及 2020Q1 龙头公司表现突出	22
表 11: 2019 年风电板块中金风科技收入下滑较大	23
表 12: 2020Q1 金风科技出售参股公司带来利润大幅增长	24
表 13: 2019 年特高压主要公司收入正向增长	25
表 14: 2020Q1 特高压主要上市公司业绩分化	26
表 15: 2020Q1 电机电控主要上市公司业绩分化	27
表 16: 2020Q1 工控自动化主要上市企业第一季度业绩较好	29

1、板块业绩分化，龙头效应显现

1.1、2019 年板块整体弱于大盘，内部持续分化

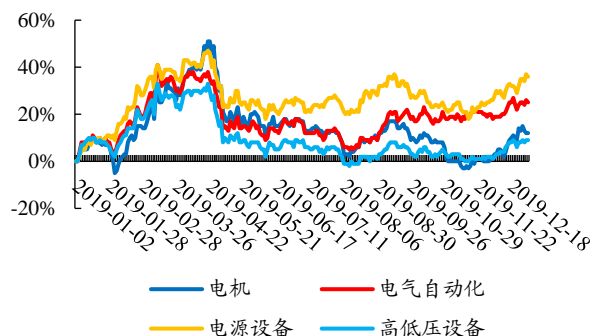
2019 年电气设备板块整体走势弱于大盘。电气设备一级指数 2019 年涨幅为 24.4%，排名 15/28。从二级板块来看，走势持续分化，2019 年电机/电气自动化/电源设备/高低压设备涨幅分别为 12.1%/24.6%/35.5%/8.8%。受宏观经济下行和电力投资减少，二级板块高低压设备涨幅居后。而光伏受益海外市场放量，以及新能源车产业政策逐步落地，带动电源设备涨幅居前。

图1：2019 年电气设备指数走势弱于沪深 300



数据来源：Wind、开源证券研究所

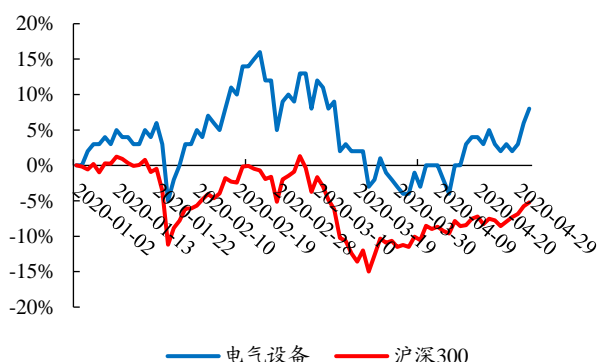
图2：2019 年电气设备二级板块走势分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

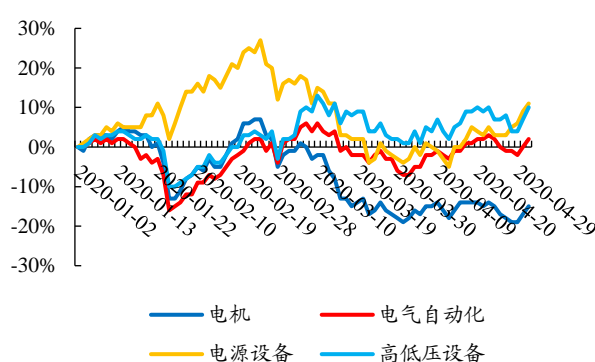
2020 年一季度板块走势高位震荡。受疫情及海外多重因素影响，板块在 2020 年一季度走势呈现震荡之势。中长期来看，2020 年风电及光伏的平价上网周期逐渐打开，新能源汽车向好的基本面趋势不变，市场渗透率不断提升，叠加电网投资力度加大和新基建项目的启动，板块走势在 2020Q1 触底企稳后在下半年有望回升。具体来看，电气设备指数 2020Q1 涨幅-3.6%（排名 8/28），二级子行业电机/电气自动化/电源设备/高低压设备 2020Q1 涨幅分别为-19.1%/-7.2%/-3.8%/1.0%。

图3：2020Q1 电气设备板块受疫情呈现震荡行情



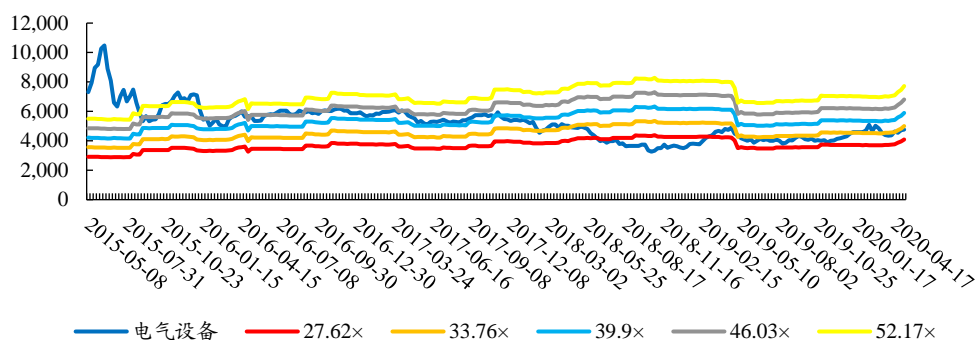
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020Q1 电气设备子板块走势分化

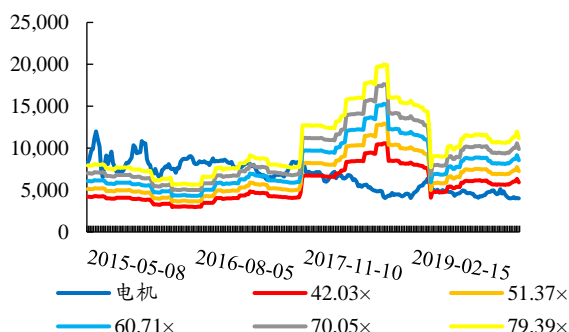


数据来源：Wind、开源证券研究所

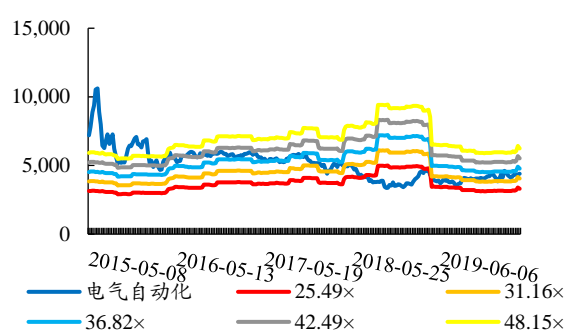
从估值水平来看，板块目前仍处于历史较低水平。截至 4 月 30 日，电气设备市盈率（整体法）为 33.8x，处于 2015 年 5 月以来历史市盈率的 38%分位。从子行业来看，电机 II 市盈率为 42.0x，处于区间市盈率的 1%分位，电气自动化 II 市盈率为 31.2x，处于区间市盈率的 34%分位，电源设备 II 市盈率为 34.3x，处于区间市盈率的 55%分位，高低压设备 II 市盈率为 27.8x，处于区间市盈率的 35%分位。

图5：电气设备板块市盈率处于历史较低水平


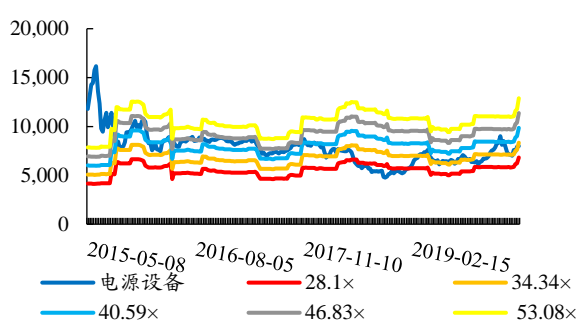
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：电机 II 市盈率处于区间最低点


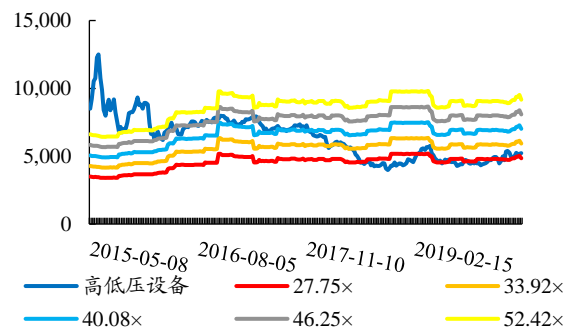
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：电气自动化 II 市盈率处于中值偏下


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：电源设备 II 市盈率处于中值位置


数据来源：Wind、开源证券研究所

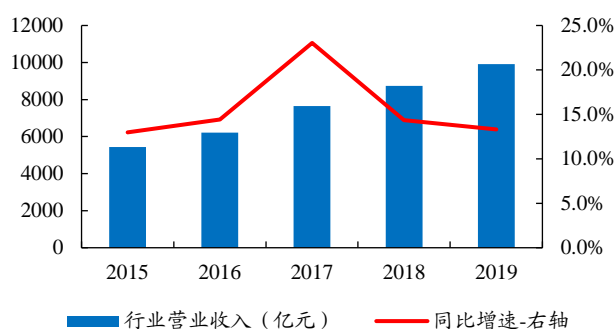
图9：高低压设备 II 市盈率为历史较低位置


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、营收增长相对稳定，盈利水平明显改善

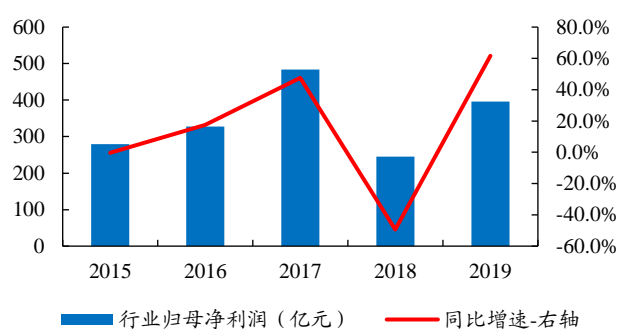
行业较 2018 年经营状况企稳回升，业绩大幅改善。2019 年营业收入合计 9910 亿元，同比增长 13.3%；归母净利润合计 396 亿元，同比增长 61.6%。2018 年归母净利润处于 2014 年以来的低点，2019 年行业逐渐复苏，归母净利润开始回升，但仍未达恢复至 2017 年的水平。2020Q1 营业收入合计 1688 亿元，同比下降 9.1%。2020Q1 归母净利润合计 86 亿元，同比下降 0.4%。受疫情冲击，2020Q1 营业收入下降，归母净利润基本持平，板块整体营业状况未出现明显下滑，仍处于可接受范围内。

图10: 2019 年行业营业收入增长相对稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

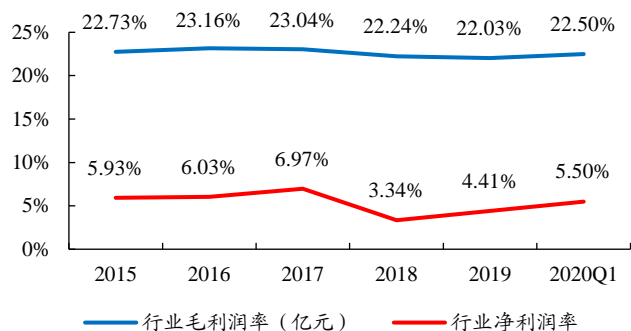
图11: 2019 年行业盈利状况改善明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

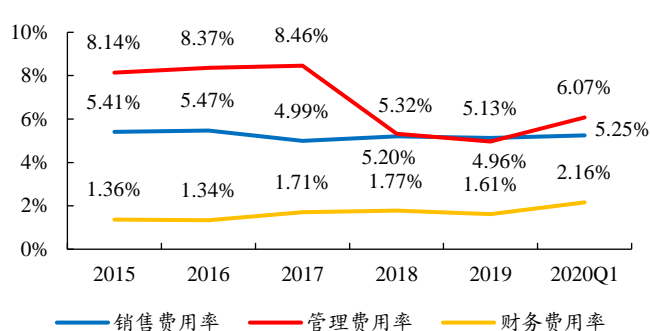
净利率回升，费用率保持下降趋势。2019 年行业合计毛利率为 22.0%，同比下降 0.2PCT；净利率 4.4%，同比上升 1.1PCT；行业毛利率连续三年下降，净利率较 2018 年有较大幅度的反弹。期间费用率合计 11.7%，同比下降 0.6PCT，其中销售费用率 5.1%，同比下降 0.1PCT，管理费用率 5.0%，同比下降 0.4PCT，财务费用率 1.6%，同比下降 0.2PCT。

图12: 2019 年行业净利润率有所回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

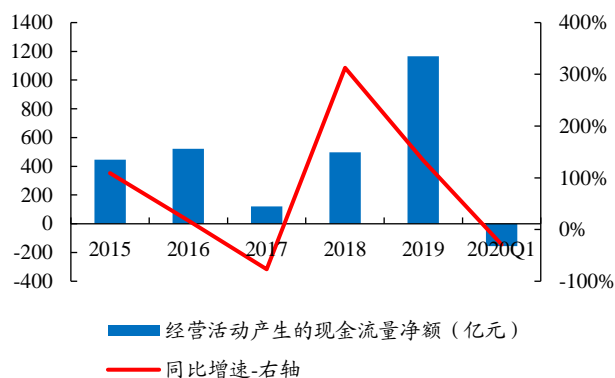
图13: 2019 年行业费用率保持下降趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

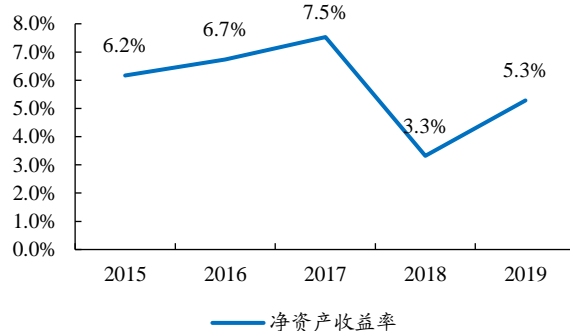
2019 年行业销售及回款力度显著提升，经营性净现金为正且大幅提升，ROE 水平回升。2019 年行业经营性现金流 1165 亿元，同比增长 133.7%，由于行业盈利水平较 2018 年的明显改善，2019 年行业 ROE 为 5.3%，同比增长 2.0PCT。

图14: 2019 年行业经营活动净现金流正向增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2019 年行业盈利改善提高 ROE 水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、光伏、动力电池板块业绩表现居前，龙头公司地位强化

2019 年光伏、动力电池业绩居细分板块前列。我们将板块分为新能源车产业链（动力电池、隔膜、正极、负极、电解液、锂电设备）、新能源（光伏、光伏设备、风电）以及新基建（工控自动化、特高压、电机电控）等细分板块，并对细分板块中的主要公司进行分析以及汇总。

- 2019 年，收入增速居前五的细分板块为：光伏、光伏设备、风电、动力电池、工控自动化；
- 2019 年，归母净利润增速居前五的细分板块为：光伏、隔膜、动力电池、光伏设备、特高压。

表1：2019 年光伏、动力电池业绩居细分板块前列

细分板块	收入（亿元）	yoy	归母净利润（亿元）	yoy	毛利率%	yoy (PCT)	净利率%	yoy (PCT)	ROE%	yoy (PCT)
动力电池	852.4	38.1%	70.5	28.1%	25.1	-0.5	8.8	-0.7	12.2	0.5
隔膜	201.5	14.4%	25.3	28.4%	28.6	0.8	13.0	0.9	12.3	0.7
正极	179.8	-2.0%	2.8	-84.5%	18.9	-0.7	2.1	-8.3	1.4	-9.1
负极	186.7	12.0%	17.4	-25.1%	26.3	0.0	10.1	-4.9	8.8	-4.4
电解液	134.8	0.6%	2.3	-77.7%	22.6	1.5	1.6	-6.7	2.2	-8.3
锂电设备	94.4	2.4%	12.5	-11.0%	35.7	2.7	13.4	-1.8	12.6	-6.3
光伏	1,957.7	46.9%	183.8	62.5%	23.1	1.2	9.8	1.1	16.1	4.2
光伏设备	93.8	43.0%	18.2	20.1%	36.4	-5.1	19.1	-3.6	16.0	-2.4
风电	673.8	41.7%	47.0	1.7%	20.8	-4.0	6.9	-2.9	9.9	-1.4
工控自动化	135.6	30.8%	17.5	0.6%	35.2	-3.5	13.3	-4.3	14.4	-2.9
特高压	1,113.6	6.4%	79.9	5.7%	22.5	0.0	7.7	-0.2	7.6	-0.3
电机电控	400.5	4.8%	24.1	-427.3%	27.2	1.5	6.7	7.8	8.6	11.4

数据来源：Wind、开源证券研究所

- 2020 年一季度，收入增速居前五的细分板块为：光伏、光伏设备、工控自动化、风电、特高压；
- 2020 年一季度，归母净利润增速居前五的细分板块为：风电、光伏、工控自动化、光伏设备、特高压。其中风电利润大幅增长主要系金风科技一季度公司风场转让及参股公司减持的投资收益所致。

表2：2020 年一季度光伏板块表现超预期

细分板块	收入（亿元）	yoy	归母净利润（亿元）	yoy	毛利率%	yoy (PCT)	净利率%	yoy (PCT)	ROE%	yoy (PCT)
锂电设备	18.5	-3.2%	3.0	-12.5%	36.2	-2.4	16.3	-2.1	2.7	-0.9
动力电池	166.3	-7.6%	9.5	-41.9%	21.8	-3.2	6.6	-2.8	1.5	-1.5
正极	27.0	-34.0%	-0.1	-106.2%	16.5	-2.0	-0.8	-5.9	-0.1	-1.0
电解液	27.2	-10.6%	1.2	-53.7%	22.9	-2.5	4.8	-4.7	1.1	-1.3
负极	21.9	-48.2%	0.4	-89.5%	24.1	-1.5	1.2	-7.7	0.2	-1.6
隔膜	38.3	-3.7%	4.3	-20.1%	28.9	-1.2	11.6	-2.3	1.9	-0.8
光伏	430.6	37.3%	37.7	40.2%	23.8	2.0	9.4	0.4	2.8	0.2
光伏设备	24.0	28.1%	4.3	2.6%	33.3	-3.2	17.7	-4.6	3.4	-0.7

细分板块	收入(亿元)	yoy	归母净利润(亿元)	yoy	毛利率%	yoy (PCT)	净利率%	yoy (PCT)	ROE%	yoy (PCT)
工控自动化	28.1	18.2%	3.2	23.0%	36.3	0.9	11.8	0.3	2.3	-0.1
电机电控	75.1	-16.7%	2.9	-47.3%	26.2	-0.5	4.1	-2.5	0.9	-0.9
风电	116.6	16.9%	13.6	173.5%	22.7	-2.0	11.8	6.5	2.5	1.4
特高压	169.9	-3.1%	6.7	-1.9%	22.6	0.9	4.6	0.3	0.6	-0.1

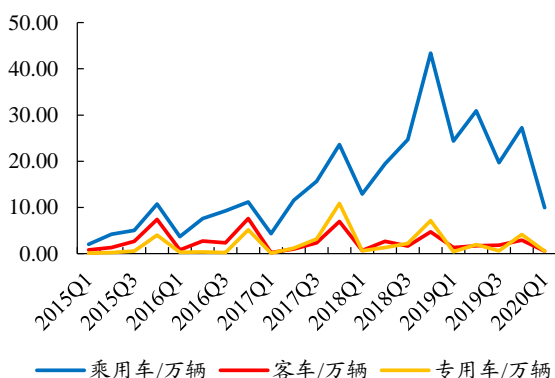
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、动力电池产业链: 盈利分化明显, 强者恒强局面开启

2019 年动力电池装机量保持增长态势。2019 年受补贴政策退出影响, 新能源汽车产量同比出现首次下滑, 同比-3.5%, 其中乘用车/客车/专用车产量同比分别为+1.8%/-19.6%/-37.0%。中游动力电池行业消化部分压力, 2019 年动力电池装机量同比仍保持增长态势, 同比+8.8%。

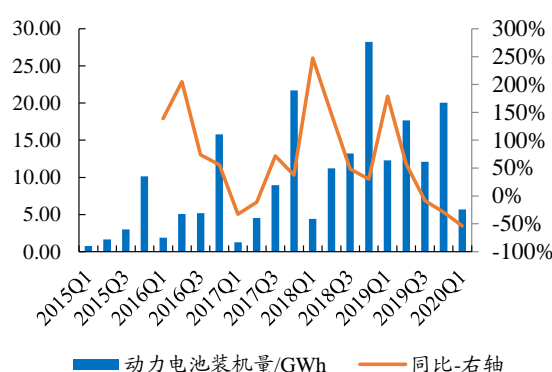
疫情冲击导致 2020Q1 新能源汽车产量及动力电池装机量同比下滑超 50.0%。2020 年受新冠疫情冲击, 新能源汽车产量与动力电池装机量同比分别-57.4%/-53.8%。随着国内新冠疫情逐步得到控制, 3 月份疫情预期已基本修复, 新能源汽车产量环比+331.0%, 动力电池装机量环比+360.0%。随着 2020 年补贴新政的逐步落地, 未来三年政策环境偏好, 新能源汽车产业链将迎来向上发展的趋势。

图16: 2020Q1 新能源汽车产量同比下滑幅度较大



数据来源: 中汽协、开源证券研究所

图17: 2020Q1 动力电池装机与销量保持一致



数据来源: 中汽中心合格证、开源证券研究所

2019 年动力电池、隔膜、负极板块业绩增速可观。2019 年业绩分板块来看, 营收方面, 除正极小幅下滑外, 其他板块营收增速皆为正, 其中动力电池、隔膜、负极营收同比增速居前。归母净利润方面, 电解液、正极同比跌幅较大, 隔膜与动力电池保持正增长, 同比+28.4%/+28.1%; 行业中壁垒高环节的盈利在低谷期得到比较好的保障。经营性净现金流方面, 正极、锂电设备、负极、动力电池、隔膜环节都有较大改善, 同比分别+298.2%/+245.9%/+119.6%/+90.6%/88.7%。

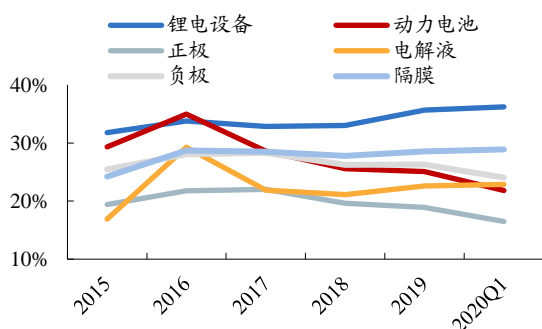
2020Q1 受疫情影响, 各板块业绩同比均下跌。营收方面, 同比跌幅较小的板块为隔膜、锂电设备、动力电池, 同比分别为-3.7%/-4.0%/-7.7%。归母净利润方面, 正极、负极同比跌幅较大, 同比-106.2%/-89.5%。经营性净现金流方面, 隔膜、负极、正极环节有较大改善, 同比分别+151.9%/+118.2%/+51.5%, 动力电池、锂电设备经营性净现金流同比-139.9%/-407.9%。

表3: 2020Q1 隔膜、锂电设备环节营收跌幅较小

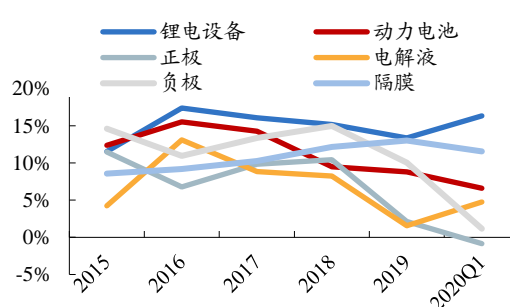
指标	动力电池	正极	负极	隔膜	电解液	锂电设备
2019 营收同比	38.3%	-2.1%	11.9%	14.2%	0.6%	2.3%
2019 归母净利润同比	28.1%	-84.5%	-25.1%	28.4%	-77.7%	-11.0%
2019 毛利率	25.6%	18.9%	26.3%	28.6%	22.6%	35.7%
2019 净利率	8.8%	2.1%	10.1%	13.0%	1.6%	13.4%
2019 经营性净现金流同比	90.6%	298.2%	119.6%	88.7%	-46.9%	245.9%
2020Q1 营收同比	-7.7%	-34.1%	-48.2%	-3.7%	-11.5%	-4.0%
2020Q1 归母净利润同比	-41.9%	-106.2%	-89.5%	-20.2%	-54.1%	-12.5%
2020Q1 毛利率	21.8%	16.5%	24.1%	28.9%	22.9%	36.2%
2020Q1 净利率	9.4%	-0.9%	1.2%	11.6%	4.8%	16.3%
2020Q1 经营性净现金流同比	-139.9%	51.5%	118.2%	151.9%	40.6%	-407.9%

数据来源: Wind、开源证券研究所

从行业细分板块的盈利能力看,隔膜、动力电池、锂电设备板块盈利能力较强。2019 年毛利率实现增长的板块为锂电设备/隔膜/负极毛利率,同比微升 2.7PCT/0.8PCT/0.1PCT,2020Q1 毛利率跌幅较小的板块为隔膜/负极,同比下滑 1.2PCT/1.5PCT。净利率方面,2019 年净利率跌幅较小的板块为动力电池/隔膜/锂电设备,同比下滑 0.7PCT/0.9PCT/1.8PCT,2020Q1 净利率跌幅较小的板块依旧为锂电设备/隔膜/动力电池,同比下滑 2.1PCT/2.3PCT/2.8PCT。

图18: 2019 年锂电设备、隔膜、负极毛利率同比改善


数据来源: Wind、开源证券研究所

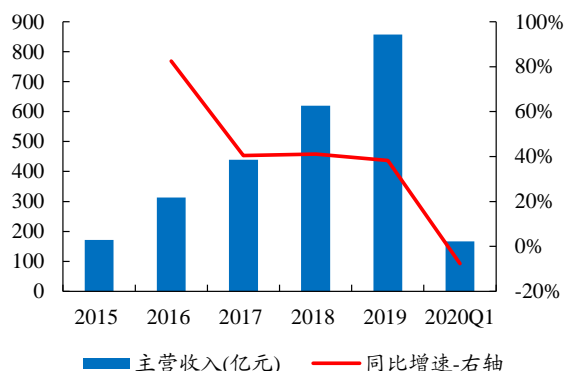
图19: 2020Q1 锂电设备、电解液净利率同比改善


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.1、动力电池: 2020Q1 强者恒强局面显现

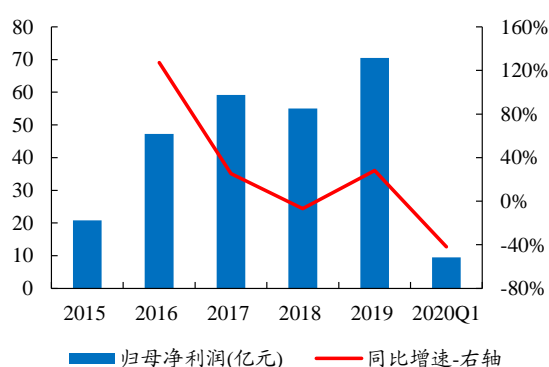
2020Q1 动力电池板块受疫情影响较大。动力电池板块选取宁德时代、国轩高科、亿纬锂能、欣旺达、鹏辉能源 5 家上市公司为样本。2019 年动力电池板块盈利能力稳中向上。2020Q1 受疫情影响较大,样本公司主营收入合计同比-7.7%,归母净利润合计同比-41.9%。

图20: 2019/2020Q1 主营收入同比+38.3%/-7.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

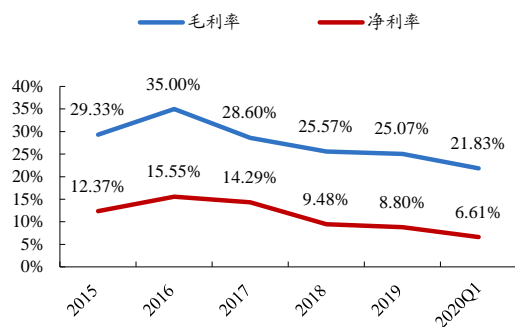
图21: 2019/2020Q1 归母净利润同比+28.1%/-41.9%



数据来源: Wind、开源证券研究所

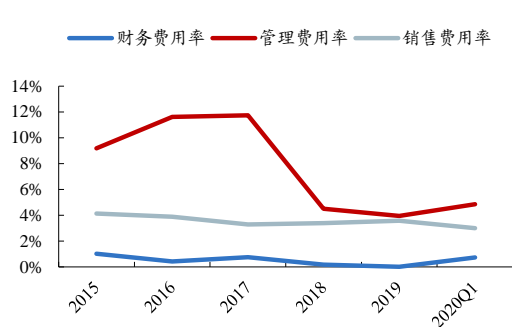
2020Q1 受疫情影响,行业开工率大幅下滑,板块三费率皆有增长。2019 毛利率、净利率同比基本保持稳定,2020Q1 毛利率相较于 2019Q1 下滑 3.2PCT,净利率同比下滑 2.8PCT,管理费用率/财务费用率/销售费用率同比+0.1PCT/-1.6PCT/-0.2PCT。

图22: 2020Q1 毛利率相较于净利率下滑较多



数据来源: Wind、开源证券研究所

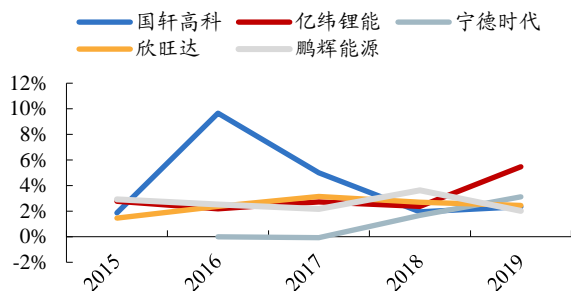
图23: 2020Q1 三费率有增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

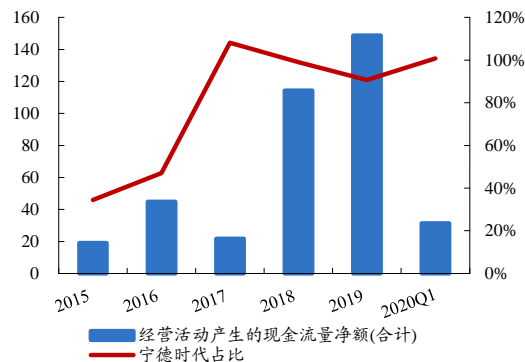
2020Q1 龙头公司宁德时代现金流依然好于板块水平。2019 年动力电池行业部分样本公司 ROE 同比有较大提升,亿纬锂能/宁德时代/国轩高科 ROE 同比增长 3.1PCT/1.5PCT/0.4PCT。经营性净现金流方面,2019 年宁德时代在样本公司占比为 90.6%,2020Q1 增至 100.7%。

图24: 2019 年行业多数公司 ROE 同比改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 2020Q1 宁德时代经营净现金流在样本公司占比提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

疫情影响导致行业马太效应明显。分公司来看，宁德时代、国轩高科、鹏辉能源主营动力电池业务，龙头企业宁德时代 2020Q1 营收与归母净利润下滑幅度小于其他可比公司。亿纬锂能与欣旺达消费锂电池出货量占比较大，受疫情期间新能源汽车销量下滑影响较小，2020Q1 营收同比+19.2%/+11.0%。

表4: 2020Q1 宁德时代收入跌幅较小

指标	宁德时代	国轩高科	亿纬锂能	欣旺达	鹏辉能源
2019 营收同比	54.6%	-3.3%	47.4%	24.1%	28.8%
2019 归母净利润同比	34.6%	-91.2%	166.7%	7.1%	-36.5%
2019 毛利率	29.0%	32.5%	29.7%	15.4%	23.7%
2019 净利率	10.9%	1.0%	24.2%	3.0%	5.5%
2019 ROE	12.8%	0.59%	27.4%	13.5%	7.4%
2020Q1 营收同比	-9.5%	-58.4%	19.2%	11.0%	-24.9%
2020Q1 归母净利润同比	-29.1%	-83.3%	26.1%	-176.8%	-55.5%
2020Q1 毛利率	25.1%	29.0%	29.8%	13.6%	16.4%
2020Q1 净利率	10.0%	4.5%	19.6%	-2.0%	3.7%

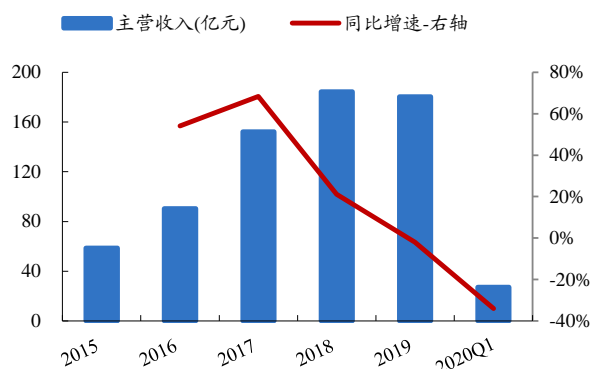
资料来源: Wind、开源证券研究所

2.2、正极: 2019 年价格受上游原材料压制

正极板块 2019 年盈利能力较差，2020Q1 营收与归母净利润跌幅进一步扩大。正极材料板块以当升科技、杉杉股份、容百科技、科恒股份、德方纳米 5 家上市公司为样本。2019 年/2020Q1 营收合计同比下滑-2.1%/-34.1%，归母净利润合计同比-84.5%/-106.2%。

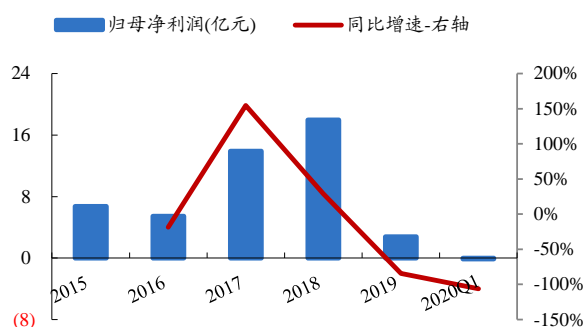
正极端趋于代工模式，受上游原材料影响较大。2019 年上游原材料钴及正极前驱体价格中枢下滑带动行业价格下滑，2019 年正极 523 均价下滑 15.0%左右。同时市场集中度较为分散，使得产业链议价能力较弱。主要公司当升科技 2019 年计提大额减值准备，同时杉杉股份由于出售权益类资产带来的业绩扰动也是板块利润下滑的原因。

图26: 2019/2020Q1 主营收入同比-2.1%/-34.1%



数据来源: Wind、开源证券研究所

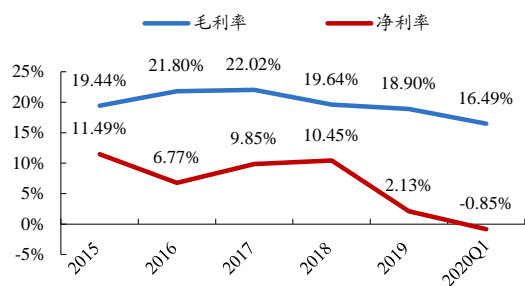
图27: 2019/2020Q1 归母净利润同比-84.5%/-106.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

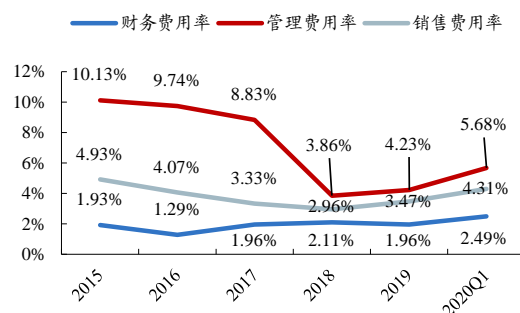
2019-2020Q1 正极板块净利率下滑速度远高于毛利率。2019/2020Q1 毛利率同比下滑 0.7PCT/12.0PCT，净利率同比下滑 8.3PCT/5.9 PCT，2019 年管理费用率/财务费用率/销售费用率同比+0.4PCT/-0.1PCT/+0.5PCT，2020Q1 管理费用率/财务费用率/销售费用率同比+1.9PCT/+0.1PCT/+0.9PCT。

图28: 2020Q1 净利率相较于毛利率下滑较多



数据来源: Wind、开源证券研究所

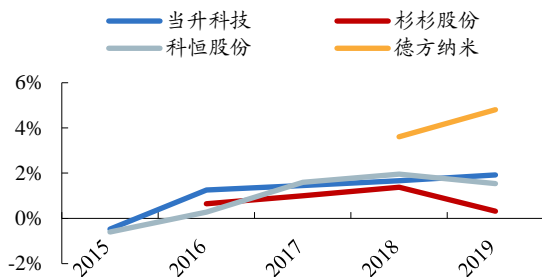
图29: 2020Q1 三费率有增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

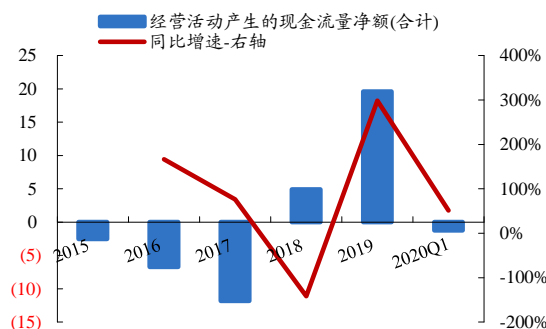
2019 年 ROE 分化较为明显。德方纳米/容百科技/当升科技 ROE 同比增长 1.2PCT/1.0PCT/0.3PCT, 杉杉股份/科恒股份同比-1.1PCT/-0.4PCT。经营性净现金流方面, 2019 年样本公司经营性净现金流同比大增, 为+298.2%, 2020Q1 有所改善, 为-1.3 亿, 2019 年同期为-2.6 亿。

图30: 2019 年 ROE 分化明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

图31: 2019 年经营性净现金流同比+298.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

2019 年, 正极行业营收与净利润不容乐观。分公司来看, 仅容百科技与德方纳米营收实现增长, 容百科技营收+37.8%, 归母净利润-58.9%。德方纳米营收+0.1%, 归母净利润+2.1%。而到 2020Q1, 疫情影响下, 5 家样本公司业绩波动基本一致, 营收同比在-20%至-30%之间。杉杉股份 2020Q1 三费控制相对较差, 导致归母净利润下滑幅度大。

表5: 2019 年正极板块仅容百科技、德方纳米营收同比实现增长

指标	当升科技	杉杉股份	科恒股份	德方纳米	容百科技
2019 营收同比	-30.8%	-2.0%	-16.5%	0.1%	37.8%
2019 归母净利润同比	-166.1%	-75.8%	-42.9%	2.1%	-58.9%
2019 毛利率	19.7%	21.2%	16.8%	21.3%	14.0%
2019 净利率	-9.2%	4.3%	1.6%	9.6%	2.1%
2019 ROE	-6.6%	2.4%	2.1%	13.9%	2.4%
2020Q1 营收同比	-36.4%	-39.8%	-30.2%	-28.8%	-21.1%
2020Q1 归母净利润同比	-48.7%	-336.5%	-63.5%	-73.4%	-15.3%
2020Q1 毛利率	17.5%	18.0%	14.1%	21.1%	12.9%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

指标	当升科技	杉杉股份	科恒股份	德方纳米	容百科技
2020Q1 净利率	8.0%	-7.8%	3.0%	3.6%	3.8%

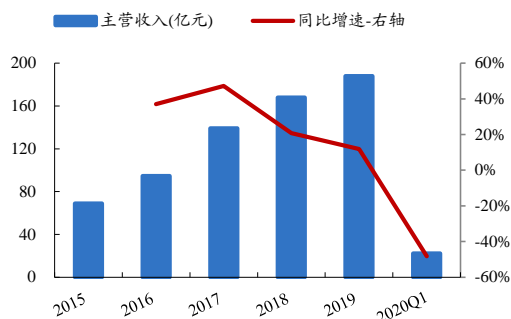
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、负极: 业绩分化明显, 降本增效逐步显现

2019 年负极板块上市公司业绩表现良好。负极材料板块选取贝特瑞、杉杉股份、璞泰来、中科电气 4 家上市公司为样本。2019 年营收合计同比+11.9%，归母净利润-25.1%。2020Q1 营收合计同比-48.2%，归母净利润-89.5%。

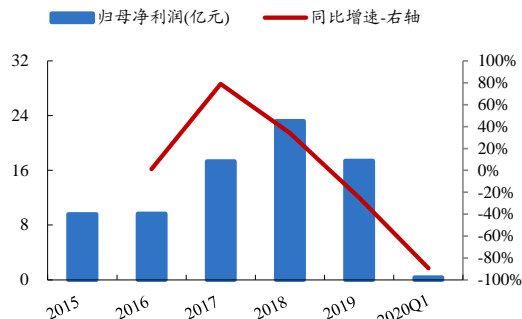
产业格局良好, 龙头公司业绩突出。负极行业具有一定的技术含量, 工艺壁垒较高, 导致行业竞争格局较好, 杉杉股份、贝特瑞、璞泰来占据国内市场 60%份额。2019 年主要原材料价格持续下滑, 同时龙头公司打通垂直产业链, 降本效果逐步体现。

图32: 2019/2020Q1 主营收入同比+11.9%/-48.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

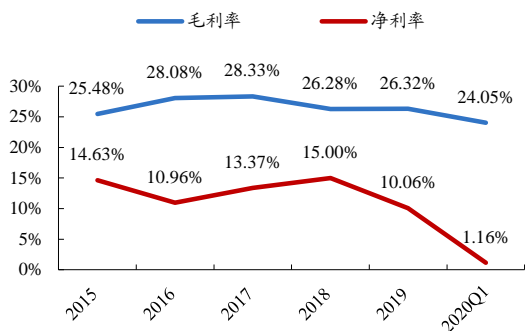
图33: 2019/2020Q1 归母净利润同比-25.1%/-89.5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

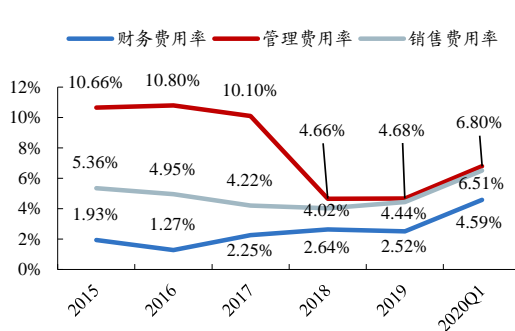
2020Q1 净利率同比下滑 7.7 PCT。2019 毛利率基本保持稳定, 同比+0.1PCT、净利率同比-4.9PCT, 2020Q1 毛利率同比下滑 1.5PCT, 净利率同比下滑 7.7PCT, 净利率下滑速度相较于毛利率较快, 原因主要是新冠疫情导致公司三费率增长。2020Q1 管理费用率/财务费用率/销售费用率同比+2.6PCT/+1.7PCT/+2.5PCT。

图34: 2020Q1 净利率相较于毛利率下滑较多



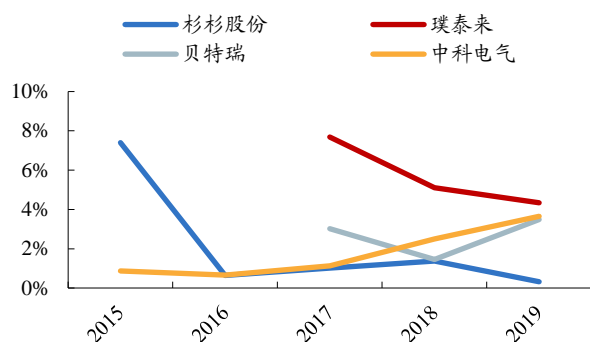
数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 2020Q1 三费率有增幅较大

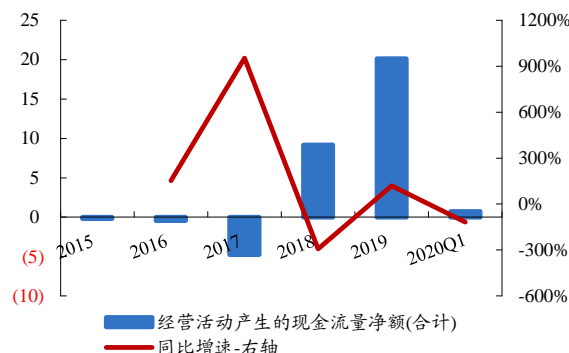


数据来源: Wind、开源证券研究所

2019-2020Q1 负极板块相关公司现金流持续优化。2019 年负极行业样本公司中科电气/贝特瑞 ROE 同比改善, 分别为+1.2PCT/+2.0PCT。经营性净现金流方面, 2019 年样本公司经营性净现金流同比大增, 为+119.6%, 2020Q1 现金流继续优化, 同比+118.2%。

图36: 2019 年 ROE 分化明显


数据来源: Wind、开源证券研究所

图37: 2020Q1 经营性净现金流同比+118.2%


数据来源: Wind、开源证券研究所

2019 年中科电气营收与归母净利润表现优异。分公司来看, 2019 年璞泰来、贝特瑞、中科电气营收同比均实现大增长, 同比分别+44.9%/+9.5%/+50.0%。贝特瑞、中科电气、璞泰来归母净利润同比+38.4%/+16.0%/+9.6%, 业绩表现较好。2020Q1 中科电气营收同比下滑较小, 为-11.6%, 归母净利润-44.3%, 璞泰来归母净利润下降较小, 为-28.0%。

表6: 2019/2020Q1 负极板块业绩分化明显

	杉杉股份	璞泰来	贝特瑞	中科电气
2019 营收同比	-2.0%	44.9%	9.5%	50.0%
2019 归母净利润同比	-75.8%	9.6%	38.4%	16.0%
2019 毛利率	21.2%	29.5%	30.1%	39.7%
2019 净利率	4.3%	14.2%	15.6%	16.3%
2019 ROE	2.4%	20.6%	17.7%	9.5%
2020Q1 营收同比	-39.8%	-20.4%		-11.6%
2020Q1 归母净利润同比	-336.5%	-28.0%		-44.3%
2020Q1 毛利率	18.0%	30.4%		37.2%
2020Q1 净利率	-7.8%	11.6%		15.6%

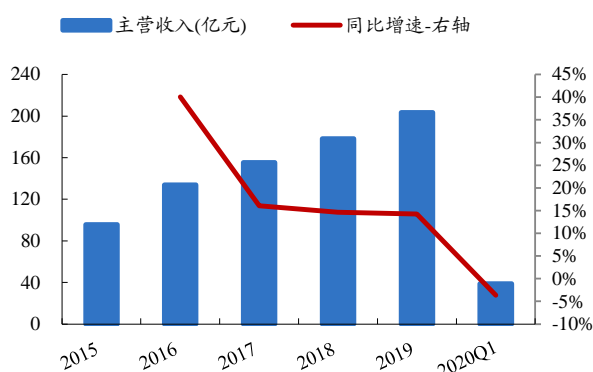
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.4、隔膜: 2019/2020Q1 湿法龙头表现较好

2020Q1 隔膜板块上市公司业绩抗跌能力强。隔膜材料板块选取星源材质、沧州明珠、恩捷股份、中材科技 4 家上市公司为样本。2019 年/2020Q1 营收合计同比+14.2%/-3.7%, 归母净利润同比+28.4%/-20.2%。

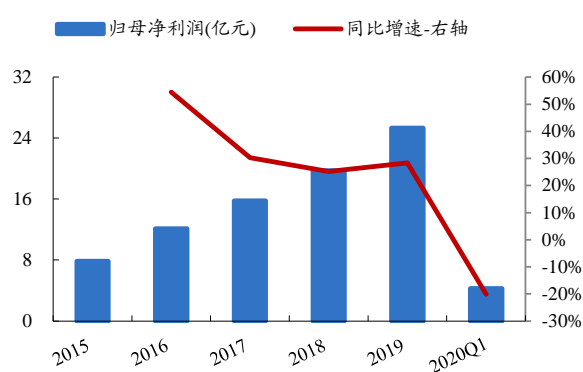
资金、技术壁垒高, 龙头公司享受高盈利。产业对高性能湿法隔膜需求较高, 而具有优质产能及技术壁垒的龙头公司得以享受较高毛利率。2019 年恩捷股份毛利率达到 45.2%, 同比提升 3.2PCT, 龙头效应进一步提升。

图38: 2019/2020Q1 主营收入同比+14.2%/-3.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

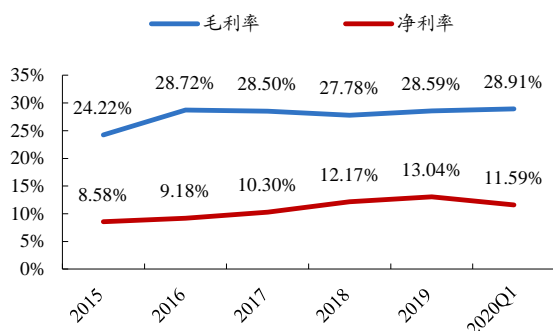
图39: 2019/2020Q1 归母净利润同比+28.4%/-20.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

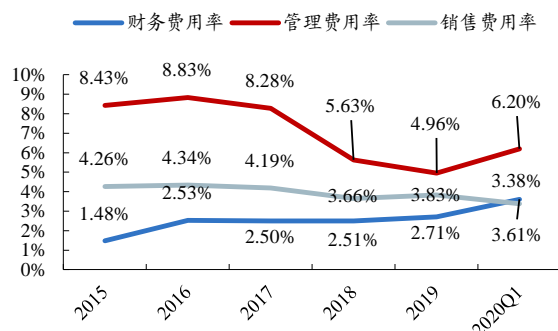
2019-2020Q1 毛利率与净利率基本保持稳定。2019 毛利率/净利率同比-0.2%/+0.9%，2020Q1 毛利率相较于2019Q1 下滑 1.2PCT，净利率同比下滑 2.3PCT。2020Q1 管理费用率/财务费用率/销售费用率同比-0.1%/+0.3%/-0.3%，同比波动不大。

图40: 2020Q1 净利率与毛利率保持稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

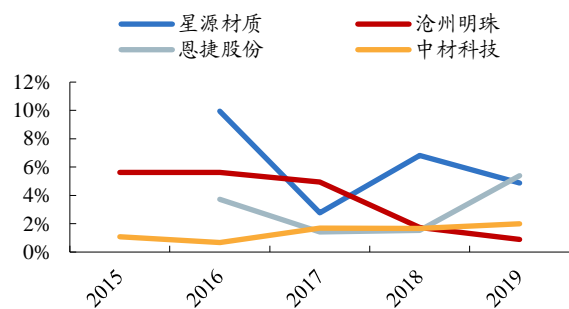
图41: 2020Q1 销售费用率同比下降 0.3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

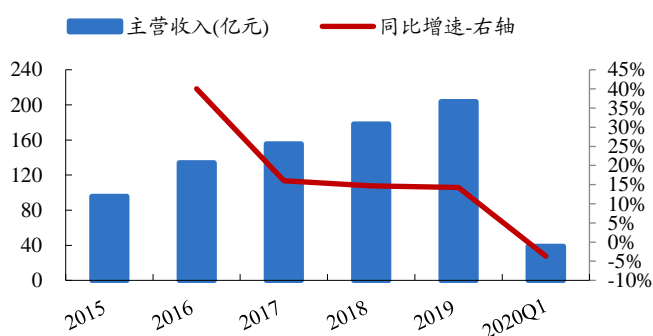
2019 年隔膜行业部分样本公司业绩分化明显。2019 年星源材质/沧州明珠/恩捷股份/中材科技 ROE 同比-2.0PCT/-0.9PCT/+3.9PCT/+0.3PCT。经营性净现金流方面，2019 年经营性净现金流合计同比大增，同比+88.7%，2020Q1 经营性净现金流同比转正，2019 年同期为-4.6 亿元。

图42: 2019 年各公司 ROE 分化明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

图43: 2019 年经营性净现金流同比+88.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

2019 年湿法龙头恩捷股份与中材科技业绩表现相较于主营干法的星源材质、沧州明珠较好。其中恩捷股份毛利率与净利率皆保持行业领先水平，2019 年分别为 45.2%/29.6%。2020Q1，中材科技营收/归母净利润同比+8.7%/11.5%，同比保持增长，恩捷股份业绩下滑较小，分别实现营收/归母净利润同比-15.8%/-34.9%。

表7: 2019/2020Q1 湿法龙头表现相对更好

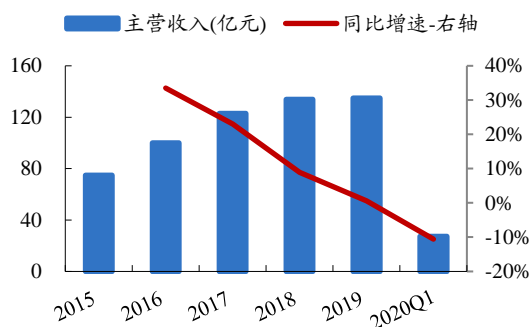
指标	星源材质	沧州明珠	恩捷股份	中材科技
2019 营收同比	2.9%	-9.9%	28.6%	18.6%
2019 归母净利润同比	-38.7%	-44.2%	63.9%	48.4%
2019 毛利率	41.8%	16.1%	45.2%	26.9%
2019 净利率	21.7%	5.3%	29.6%	10.5%
2019 ROE	6.8%	5.1%	20.3%	12.4%
2020Q1 营收同比	-23.0%	-43.6%	-15.8%	8.7%
2020Q1 归母净利润同比	-79.1%	1.0%	-34.9%	11.5%
2020Q1 毛利率	43.4%	12.1%	47.4%	26.6%
2020Q1 净利率	12.5%	9.1%	27.6%	8.8%

数据来源: Wind、开源证券研究所

2.5、电解液：新宙邦、天赐材料 2020Q1 营收保持正增长

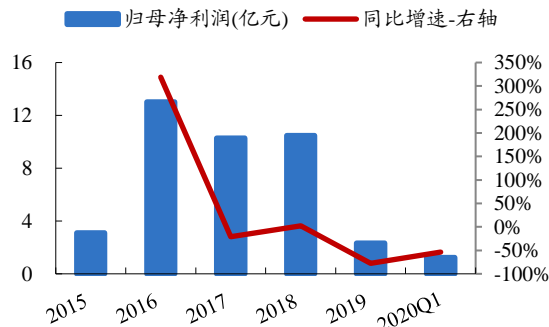
2019-2020Q1 电解液板块归母净利率下滑明显。电解液板块以新宙邦、石大胜华、天赐材料、多氟多 4 家上市公司为样本。2019 年/2020Q1 营收合计同比+0.6%/-10.6%，归母净利润合计同比下滑-77.7%/-53.7%。

图44: 2019/2020Q1 主营收入同比 0.6%/-10.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

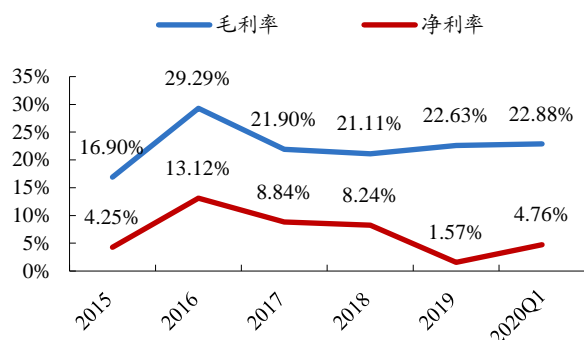
图45: 2019/2020Q1 归母净利润同比-77.7%/-53.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

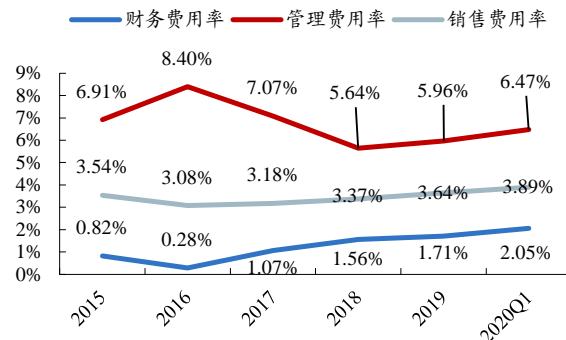
2020Q1 电解液板块净利率回升。2019/2020Q1 毛利率同比+1.5PCT/-2.5PCT，净利率同比-6.7PCT/-4.7PCT，2019 年管理费用率/财务费用率/销售费用率同比+0.3PCT/+0.2PCT/+0.3PCT，2020Q1 管理费用率/财务费用率/销售费用率同比+0.5PCT/+0.0PCT/+0.7PCT。

图46: 2020Q1 净利率跌幅减小



数据来源: Wind、开源证券研究所

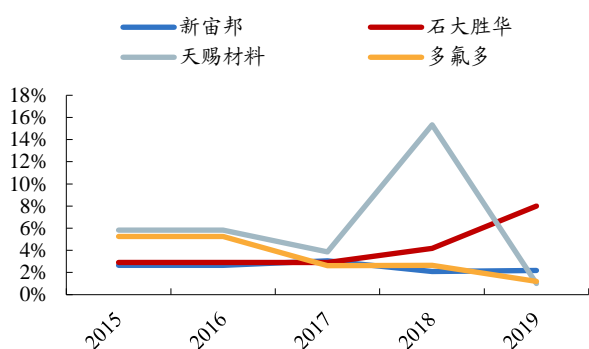
图47: 2020Q1 三费率同比微升



数据来源: Wind、开源证券研究所

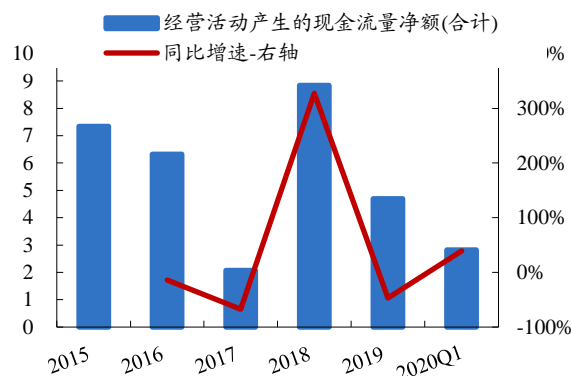
2019/2020Q1 样本公司 ROE 出现反转。2019 年, 新宙邦/石大胜华 ROE 同比增长 0.1PCT/3.8PCT, 天赐材料/多氟多同比下滑 14.3PCT/1.5PCT。经营性净现金流方面, 2019 年样本公司经营性净现金流同比-46.9%, 2020Q1 有较大改善, 同比+39.4%。

图48: 2019 年样本公司 ROE 分化明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

图49: 2020Q1 经营性净现金流同比+39.4%



数据来源: Wind、开源证券研究所

2019 年电解液上市公司营收涨跌互现。分公司来看, 新宙邦/天赐材料 2019 年营收同比分别+7.4%/32.4%, 石大胜华/多氟多 2019 年营收同比分别为-12.9%/-1.5%。2020Q1 新宙邦、天赐材料海外业务对业绩形成支撑, 营收同比分别+1.6%/-3.5%, 归母净利润同比分别+59.0%/+45.1%。

表8: 2020Q1 新宙邦、天赐材料盈利能力较强

	新宙邦	石大胜华	天赐材料	多氟多
2019 营收同比	7.4%	-12.9%	32.4%	-1.5%
2019 归母净利润同比	1.6%	+50.2%	-96.4%	-731.6%
2019 毛利率	35.6%	16.9%	25.6%	19.5%
2019 净利率	14.2%	7.2%	-1.1%	-10.9%
2019 ROE	10.8%	18.0%	0.6%	-13.1%
2020Q1 营收同比	1.6%	-23.5%	-3.5%	-8.6%
2020Q1 归母净利润同比	59.0%	-113.1%	45.1%	-97.2%
2020Q1 毛利率	39.2%	13.8%	31.6%	16.6%
2020Q1 净利率	19.0%	-1.4%	7.5%	0.5%

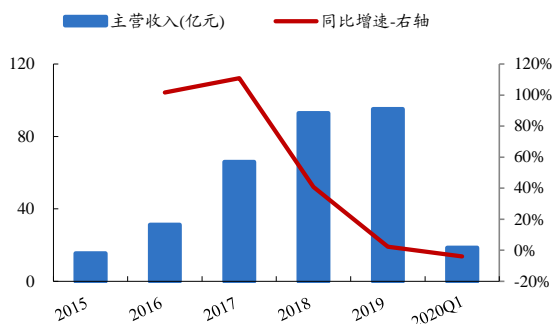
数据来源: Wind、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2.6、锂电设备：2020Q1 赢合科技业绩逆势大增

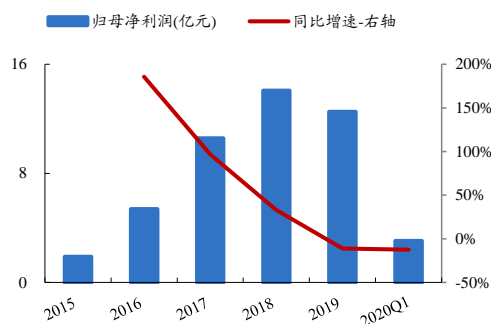
2019-2020Q1 锂电设备板块相关公司归母净利润持续下滑。锂电设备板块以赢合科技、杭可科技、先导智能、科恒股份 4 家上市公司为样本。2019/2020Q1 营收合计同比+2.3%/-4.0%，归母净利润合计同比-11.0%/-12.5%。

图50：2019/2020Q1 主营收入同比+2.3%/-4.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

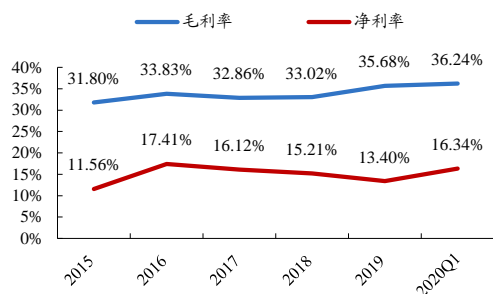
图51：2019/2020Q1 归母净利润同比-11.0%/-12.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

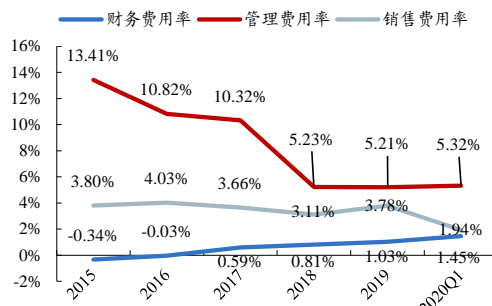
2019-2020Q1 锂电设备板块毛利率与净利率基本维持稳定。2019/2020Q1 毛利率同比+2.7PCT/-2.4PCT，净利率同比-1.8PCT/-2.1PCT，2019 年管理费用率/财务费用率/销售费用率同比-0.0PCT/+0.2PCT/+0.7PCT，2020Q1 管理费用率/财务费用率/销售费用率同比-1.4PCT/-0.9PCT/-1.5PCT。

图52：2019 年毛利率同比+2.7PCT



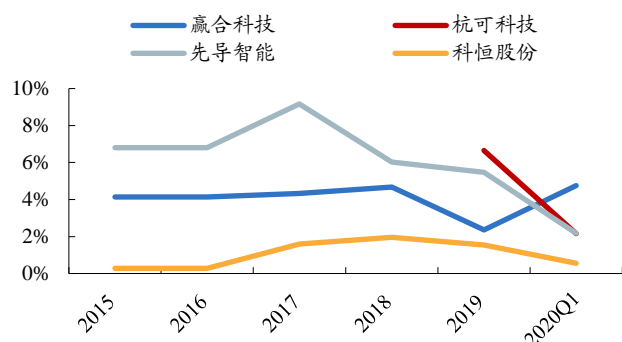
数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：2020Q1 三费率同比皆下滑

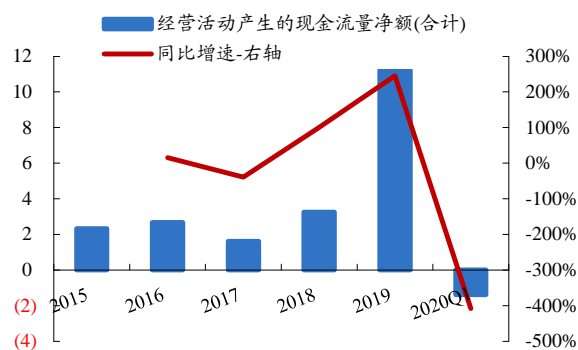


数据来源：Wind、开源证券研究所

ROE 方面，2020Q1 赢合科技业绩亮眼。2019 年杭可科技 ROE 同比增长 6.65 PCT，赢合科技/先导智能/科恒股份同比-2.3PCT/-0.6PCT/-0.4PCT。经营性净现金流方面，2019 年样本公司经营性净现金流同比大增，为+245.9%，2020Q1 受疫情影响，同比-407.9%。

图54: 2019 年样本公司 ROE 同比下跌


数据来源: Wind、开源证券研究所

图55: 2020Q1 经营性净现金流同比-407.9%


数据来源: Wind、开源证券研究所

分公司来看,锂电设备环节公司业绩分化明显。赢合科技 2020 年业绩改善明显,2019/2020Q1 营收同比分别为-20.0%/+21.5%。科恒股份 2019 年受正极业务拖累较多,2019/2020Q1 业绩连续下滑,营收同比分别为-16.5%/-30.2%。杭可科技毛利总体维持行业较高水平,2019/2020Q1 毛利率分别为 49.4%/41.6%。先导智能 2020Q1 营收保持增长态势,2019/2020Q1 营收同比分别为 20.4%/2.7%。

表9: 2020Q1 赢合科技业绩逆势大增

指标	赢合科技	杭可科技	先导智能	科恒股份
2019 营收同比	-20.0%	18.4%	20.4%	-16.5%
2019 归母净利润同比	-49.3%	1.7%	3.2%	-42.9%
2019 毛利率	35.4%	49.4%	39.3%	16.9%
2019 净利率	11.2%	22.2%	16.3%	1.6%
2019 ROE	5.4%	18.6%	19.8%	2.1%
2020Q1 营收同比	21.5%	-33.3%	2.7%	-30.2%
2020Q1 归母净利润同比	116.5%	-20.1%	-51.4%	-63.5%
2020Q1 毛利率	44.9%	41.6%	36.5%	14.1%
2020Q1 净利率	27.4%	29.0%	10.9%	3.0%

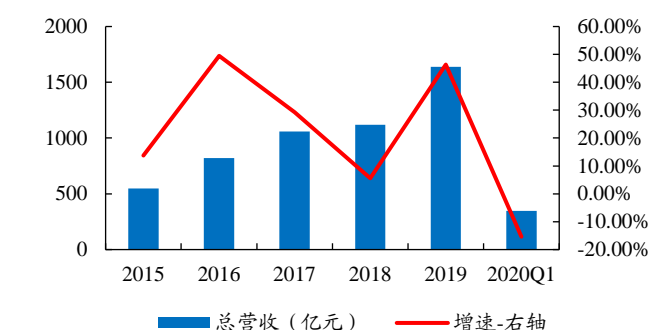
数据来源: Wind、开源证券研究所

3、新能源板块：光伏增长强劲，风电迎业绩拐点

3.1、2019 年光伏行业再度加速，2020Q1 疫情影响有限

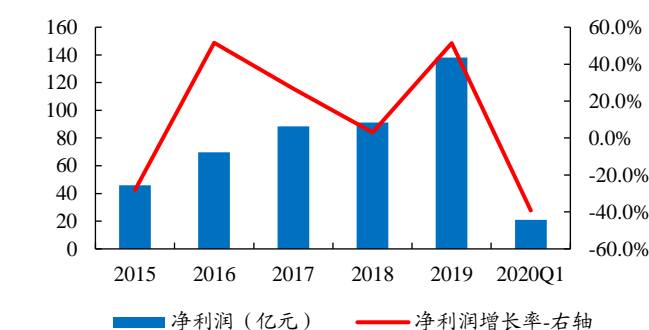
2019 年营收恢复高速增长，2020Q1 随疫情下行，净利润与营收趋势高度一致。我们追踪了隆基股份等 13 个光伏上市公司，2019 年实现营收共 519.2 亿元，同比增长了 46.9%，远超 2018 年 9.5%，是近三年来增速的最高值。2019 年国内光伏补贴政策推出时间较晚，使得国内光伏装机量同比下滑 32.3%，而海外光伏受益组件价格下滑，装机量大幅增长 47.5%。2020 年一季度主要受国内疫情影响，特别是 2 月份受疫情防控需要国内相关企业开工率较低。2020 年 Q1 光伏板块营收同比增长 37.3%，归母净利润同比增长 40.2%。我们预计 2020 年国内装机有望恢复性增长，行业装机规模在 35.8-48.9GW，行业有望自二季度起装机节奏加速。行业各个环节龙头公司资金、技术及盈利优势进一步凸显，产能持续扩张，未来行业集中度有望进一步提升。

图56：2019 年光伏企业营收再度加速，2020 疫情影响有限



数据来源：Wind、开源证券研究所

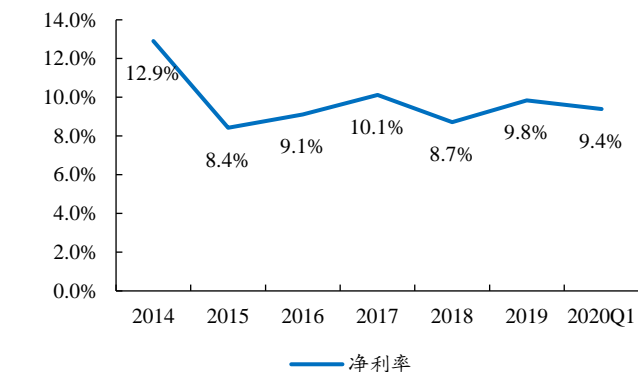
图57：2019 年光伏企业净利润与营收趋势一致



数据来源：Wind、开源证券研究所

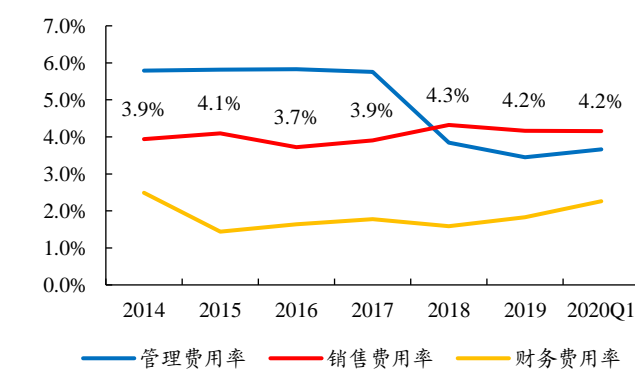
光伏行业净利率基本稳定。2018 年受政策影响，光伏产品价格下行，与此同时光伏行业净利率也随之下行，但是下降幅度并不大，其中一个关键原因是企业的降本增效。在 2019 年可以看到，光伏产品的价格略降，但是光伏企业的净利率是向上增长的。

图58：2019 年光伏净利率回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：2019 年管理费用率下降，财务费用率略升



数据来源：Wind、开源证券研究所

价格下行将进一步打开市场，净利率将继续维持，2021 年可期。受疫情影响，预计海外终端市场需求出现短期疲软，光伏产业链价格承压下行，价格的下行必将进一步打开光伏需求空间。同时，光伏行业技术正处于快速发展期，硅片端有 166、210 大尺寸硅片的推出，电池端有 PERC+、TOPCon、异质结等技术正在爆发的预备期，组件端有 MBB 等技术。此外，光伏龙头企业加快布局，规模效应会进一步压低成本，未来两年光伏的成本将继续下探，虽然光伏产品价格下降，但预计行业的净利率不会出现显著的下降。

产业链各个环节市场格局进一步优化，龙头表现优异。1) 隆基股份 2019 年营收 329.0 亿元，同比增长 49.6%；实现归母净利 52.8 亿元，同比增长 106.4%。公司单晶硅片和组件受益海外市场需求快速增长，销量同比大幅增长。同时硅片环节市场格局较好，硅片价格下降幅度较小，以及公司不断提升技术工艺水平提升，成本持续下降，毛利率同比增加 6.7PCT。2) 通威股份 2019 年营收 375.6 亿元，同比+36.4%；归母净利润 26.4 亿元，同比+30.5%。公司不断扩产巩固龙头地位，2019 年内新投 6 万吨多晶硅（总产能 8 万吨）和新投 6GW 光伏电池（总产能 20GW）。同时公司启动乐山二期、云南保山共近 8 万吨多晶硅产能项目，规划 2021 年投产。电池片方面，公司眉山一期 7.5GW 项目已投产，二期项目已启动，金堂一期 7.5GW 项目已开工，预计 2021 年投产。

表10：2019 年报及 2020Q1 龙头公司表现突出

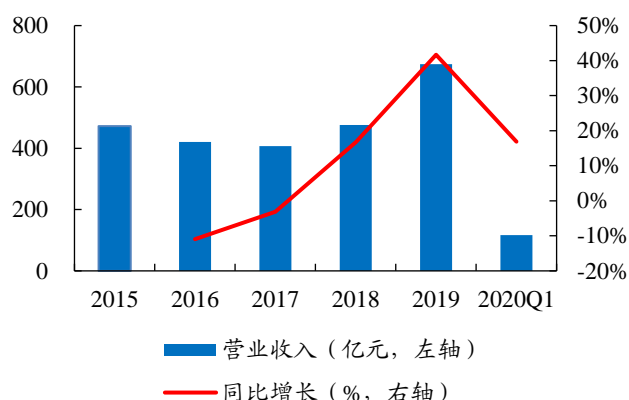
公司	2019 营业总收入 (亿元)	YOY	2019 归母净利润 (亿元)	YOY	2020Q1 营业总收入 (亿元)	YOY	2020Q1 归母净利润 (亿元)	YOY
隆基股份	329.0	49.6%	52.8	106.4%	86.0	50.6%	18.6	204.9%
正泰电器	302.3	10.2%	37.6	4.7%	57.0	-4.9%	3.4	-36.9%
爱旭股份	60.7	47.7%	5.9	69.6%	18.3	38.9%	0.8	-63.3%
晶澳科技	211.6	7.7%	12.8	74.1%	45.9	15.4%	3.1	230.4%
协鑫集成	86.8	-22.4%	0.7	23.1%	14.2	-30.2%	-1.3	-539.4%
阳光电源	130.0	25.4%	9.1	10.24%	18.5	-16.8%	1.6	-6.8%
东方日升	144.0	47.7%	9.8	319.0%	34.6	44.6%	1.8	-41.9%
中来股份	34.8	29.2%	2.4	93.4%	4.6	18.1%	-0.2	-169.5%
福斯特	63.8	32.6%	9.6	27.4%	15.1	-6.5%	1.5	-28.3%
中环股份	168.9	22.8%	9.0	42.9%	45.2	18.1%	2.5	34.5%
通威股份	375.6	36.4%	26.4	30.5%	78.3	26.8%	3.4	-29.8%
福莱特	48.1	56.9%	7.2	76.1%	12.0	29.1%	2.2	97.0%
锦浪科技	11.4	37.0%	1.3	7.2%	2.8	75.5%	0.6	766.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、风电：2020 年抢装带来趋势向好

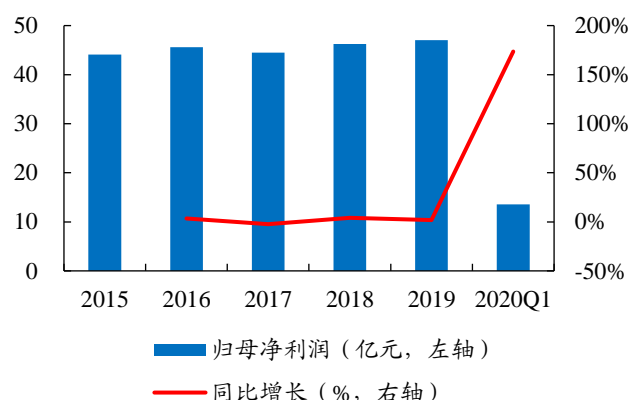
2019 风电市场增速明显，板块整体呈上升趋势。受风电补贴退坡，可再生能源消纳优化、能源结构调整、度电成本快速下降等因素的影响，2019 年风电板块市场增长明显。随着风电装机规模的提升，2020 年一季度风电板块整体呈现上升趋势。我们统计风电板块的 7 个重点标的，营业收入 2018/2019 分别为 475.6 亿元/673.8 亿元，同比 16.7%/41.7%。归母净利润 2018/2019 分别为 46.2 亿元/47 亿元，同比 3.9%/1.7%。2020 年一季度营业收入 116.6 亿元，同比增速 17%。归母净利润 13.6 亿元，同比增速 174%，其中金风科技因风场转让与参股公司减持的投资收益，贡献 2020 年一季度主要业绩。

图60：2019 年风电营业收入增速逐步上扬



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图61：2019 年风电归母净利润增速保持平稳



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2019 企业营收增速明显，企业净利润呈快速增长。分企业来看，风电主要上市企业 2019 营收增速均达双位数增长，天顺风能表现较好，同比增长 61.2%。归母净利润上，仅金风科技、运达股份出现负增长，分别为-31.3%/-11.6%；泰胜风能出现快速增长，增幅达 1358.8%。

表11：2019 年风电板块中金风科技收入下滑较大

证券代码	上市公司	营业收入 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)
002202.SZ	金风科技	382.4	33.1	221	-31.3
002531.SZ	天顺风能	60	61.2	7.5	59
300129.SZ	泰胜风能	22.2	50.7	1.54	1358.8
603218.SH	日月股份	34.9	48.3	5	79.1
300569.SZ	天能重工	24.6	76.8	2.7	163.7
601615.SH	明阳智能	104.9	52	7.1	55.1
300772.SZ	运达股份	50.1	51.3	1.1	-11.6

数据来源：公司公告、开源证券研究所

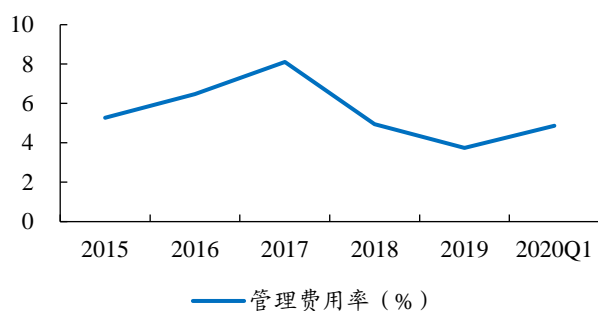
2020 年一季度风电上市企业营收增长相对稳定。2020 年一季度，风电主要上市企业营收同比仅泰胜风能、天能重工下降，分别为-24.5%/-8.6%；明阳智能表现较好，同比增长 70.6%。归母净利润上，仅泰胜风能、运达股份出现负增长，分别为-27.8%/-54.6%；金风科技、明阳智能增速较好，增速分别达 292.1%/276.9%。

表12: 2020Q1 金风科技出售参股公司带来利润大幅增长

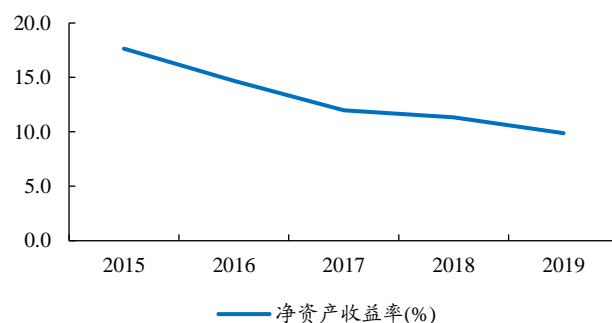
证券代码	上市公司	营业收入 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)
002202.SZ	金风科技	54.7	1.33	8.9	292.1
002531.SZ	天顺风能	8.5	4.11	1.3	52.9
300129.SZ	泰胜风能	2.6	-24.5	0.1	-27.8
603218.SH	日月股份	8.33	23.6	1.3	57.1
300569.SZ	天能重工	3.3	-8.6	0.3	9.9
601615.SH	明阳智能	30	70.6	1.5	276.9
300772.SZ	运达股份	10.2	51	0.04	-54.6

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

风电板块净资产收益出现持续下滑。风电 2019 年管理费用率为 3.7%，较 2018 年同期-1.2PCT；2020 年一季度管理费用率为 4.9%，较 2019 年一季度-0.8PCT。从净资产收益率来看，2019 年以来风电上市公司净资产收益率为 9.9%，较 2018 年同期-1.4PCT；2020 年第一季度净资产收益率为 2.5%，较 2019 年一季度+1.1PCT。

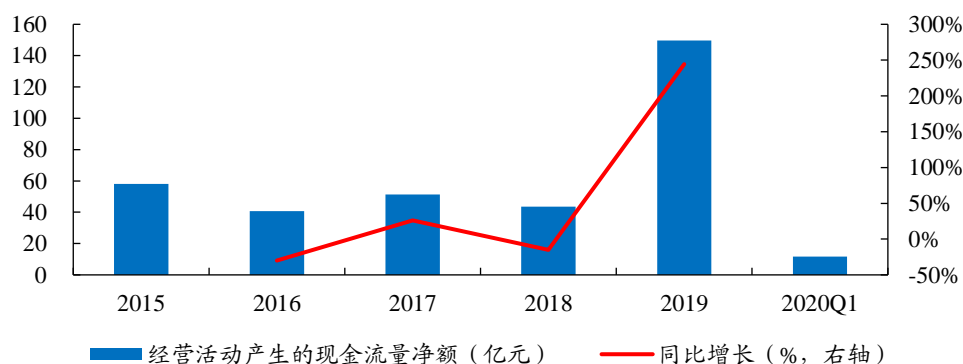
图62: 2019 年风电管理费用率呈下滑态势


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图63: 2019 年风电净资产收益率出现下滑


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

风电板块现金流情况优秀，经营性现金维持正流入。2019 年风电经营现金流净额为 149.7 亿元，同比+244.3%。2020 年一季度现金流净额为 11.6 亿元，同比增加 41.6 亿元，风电板块现金流情况优秀，2015 年以来均维持正流入。

图64: 2019 年风电经营活动产生的现金流量净额大幅增长


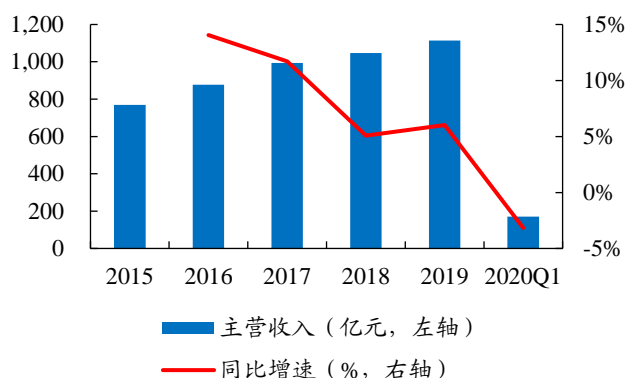
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、新基建：特高压、工控迎发展良机

4.1、特高压：建设启动提速，电网智能发展

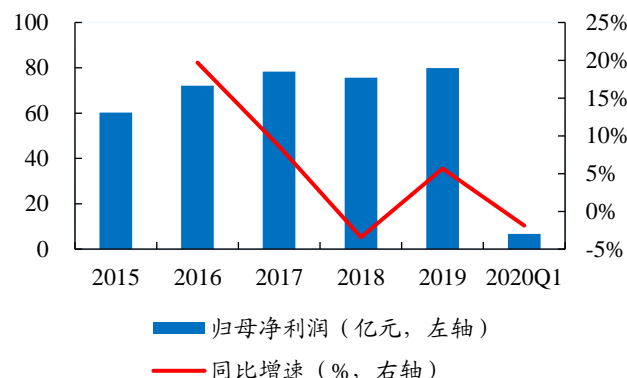
2019 年特高压建设提速明显，整体平稳增长。2020 年初以来，国家电网已陆续出台《应对疫情影响全力恢复建设助推企业复工复产的举措》、《2020 年重点工作任务》等文件，其中对特高压项目规划超出市场预期。根据国家电网最新规划，目前国内共有 8 条待核准、7 条在建的特高压项目、以及 2 条柔性直流输电项目，上述 17 条线路总投资金额预计在 1600 亿元左右。我们统计特高压板块的 6 个重点标的，营业收入 2018/2019 分别为 1046.5 亿元/1113.6 亿元，同比 5.1%/6.0%。归母净利润 2018/2019 分别为 75.6 亿元/79.9 亿元，同比-3.4%/5.7%。2020 年一季度营业收入 169.9 亿元，同比增速-3.2%，归母净利润 6.7 亿元，同比增速-1.9%。

图65：2019 年特高压营业收入同比增速保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图66：2019 年特高压归母净利润增速由负转正



数据来源：公司公告、开源证券研究所

特高压行业 2019 经营状况企稳回升。分企业来看，特高压板块 2019 营收增速中国西电、国电南瑞、许继电气、思源电气达双位数增长，分别为 +11.6%/+13.6%/+23.6%/+32.7%；特变电工有所下降，同比为 -6.8%。归母净利润上，特变电工、中国西电同比下降达 -1.4%/-27.4%，其他增长幅度较大，其中许继电气同比增长达 113.5%。

表13：2019 年特高压主要公司收入正向增长

证券代码	上市公司	营业收入 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)
600089.SH	特变电工	369.8	-6.8	20.2	-1.4
601179.SH	中国西电	152.8	11.6	4.13	-27.4
600312.SH	平高电气	111.6	3.2	2.29	20.2
600406.SH	国电南瑞	324.2	13.6	4.3	4.3
000400.SZ	许继电气	101.6	23.6	4.26	113.5
002028.SZ	思源电气	63.8	32.7	5.6	89.5

数据来源：公司公告、开源证券研究所

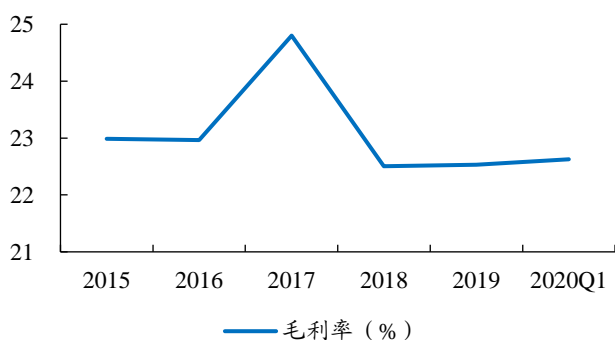
2020 一季度特高压行业增速放缓，利润率有所下降。2020 一季度营收增速仅国电南瑞、思源电气增长，分别为 +3.3%/+2.7%；特变电工、中国西电、平高电气、许继电气略有下降，同比分别为 -1.7%/-10.2%/-11.7%/-11.2%。归母净利润上，许继电气、思源电气同比增长分别达 +52.9%/336.3%，其他上市公司均有不同程度下降。

表14: 2020Q1 特高压主要上市公司业绩分化

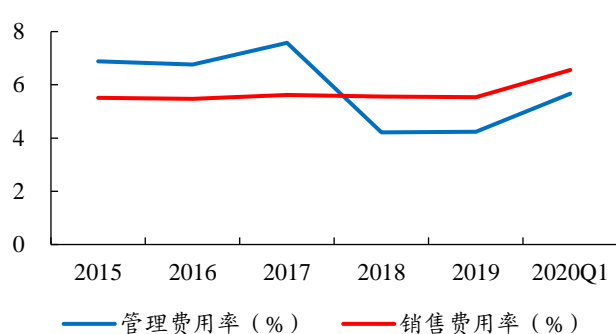
证券代码	上市公司	营业收入 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)
600089.SH	特变电工	78.8	-1.7%	4.1	-8.2%
601179.SH	中国西电	24.4	-10.2%	0.3	-63.2%
600312.SH	平高电气	12.1	-11.7%	0.2	-8.0%
600406.SH	国电南瑞	38.7	3.3%	0.8	-1.0%
000400.SZ	许继电气	9.2	-11.2%	0.4	52.9%
002028.SZ	思源电气	8.6	2.7%	0.9	336.3%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

毛利率持平, 费用率基本稳定。从毛利率看, 2019 年特高压上市公司毛利率 22.5%, 与 2018 年同期持平。2020 年一季度毛利率 22.6%, 与 2019 年同期+0.9PCT, 毛利率水平 2017 年到达高点后进入下降区间; 从费用率来看, 2019 年销售费用占营业收入比重为 5.5%, 较 2018 年同期-0.1PCT, 2020 年一季度销售费用占营业收入比重为 6.6%, 较 2019 年一季度同期-0.4PCT, 整体看来, 销售费用率基本稳定。2019 年管理费用率为 4.2%, 与 2018 年同期相同; 2020 年一季度管理费用率为 5.7%, 较 2019 年同期-0.2PCT。整体看管理费用率自 2017 年到达顶峰后开始持续下降。

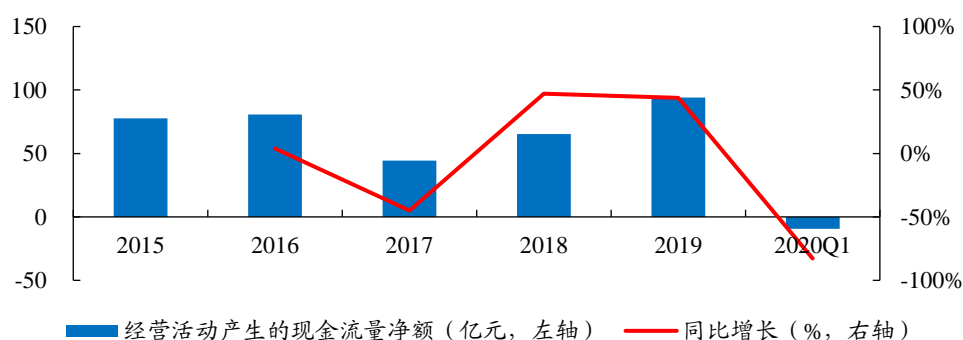
图67: 2020 Q1 特高压毛利率保持平稳


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图68: 2020Q1 特高压期间费用率小幅上扬


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2019 年现金流为正且增长显著, 2020 年现金流出现负流入。2019 年特高压经营现金流净额为 94 亿元, 同比+47.1%。2020 年一季度特高压经营现金流净额为-9.4 亿元, 同比+83%, 2020 年一季度现金流出现负流入。

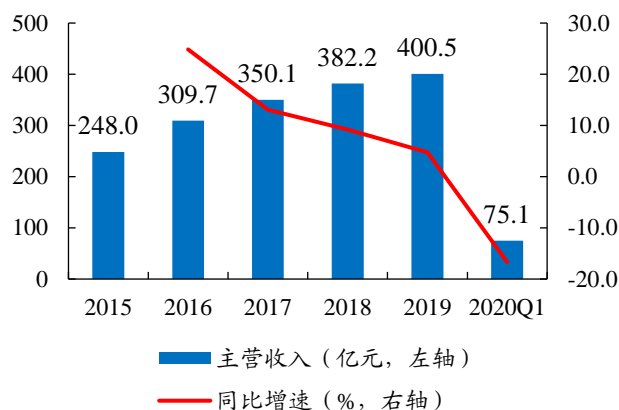
图69: 2020Q1 特高压经营活动产生的现金流量出现负流入


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4.2、电机电控：行业内部短期竞争激烈，利润空间减少

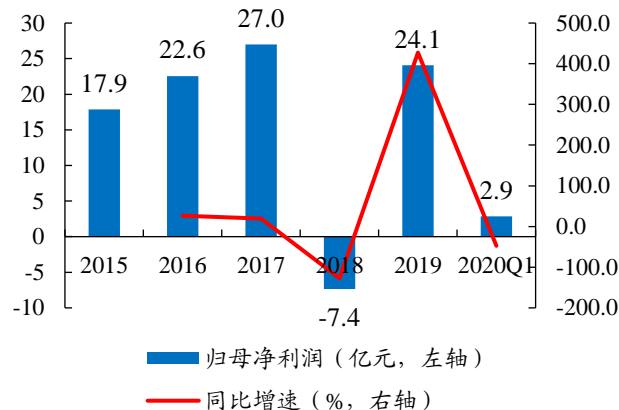
多重利空因素致使电机电控行业走势持续下跌。受上游产品涨价等因素影响，企业产品成本日益增加，利润空间被持续压榨。我们统计电机电控板块营业收入 2019/2020Q1 分别为 400.5/75.1 亿元，同比 4.8%/-16.7%。归属于母公司净利润 2019/2020Q1 分别为 24.1/2.9 亿元，同比 427.3%/-47.3%。

图70：2019 年电机电控主营收入增速小幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图71：2019 年电机电控归母净利润扭亏为正



数据来源：Wind、开源证券研究所

多数企业营收增速同比下降，归母净利润同比减少。分企业来看，电机电控板块 2019Q1 营收增速除蓝海华腾以外均有所下降，蓝海华腾增速为 17.5%。归母净利润中，大洋电机明显增长，为 210.2%，此外除蓝海华腾和英搏尔外均下降。

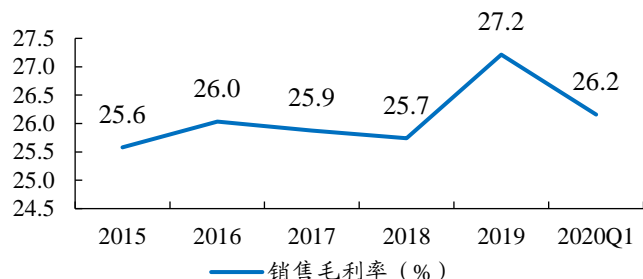
表15：2020Q1 电机电控主要上市公司业绩分化

证券代码	上市公司	营业收入（亿元）	YOY	归母净利润（亿元）	YOY
600885.SH	宏发股份	14.4	-11.4%	1.4	-9.4%
300484.SZ	蓝海华腾	0.7	17.5%	0.1	11.3%
300681.SZ	英搏尔	0.5	-30.6%	-0.1	71.4%
002664.SZ	长鹰信质	4.9	-17.9%	0.4	-27.3%
002249.SZ	大洋电机	15.2	-27.0%	0.2	210.2%
002196.SZ	方正电机	1.6	-41.9%	-0.2	-271.9%
600580.SH	卧龙电驱	28.0	-6.0%	0.9	-59.4%
603489.SH	八方股份	2.5	-21.9%	0.7	-14.5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

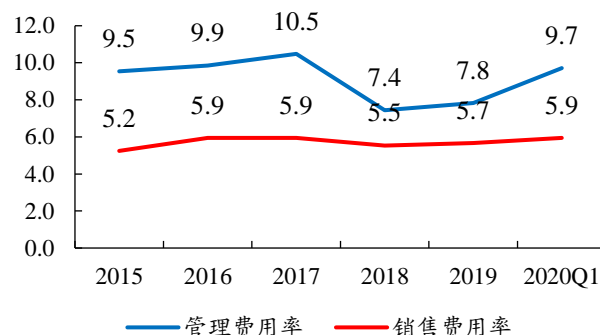
企业毛利率小幅下跌，管理费用率略有增长，销售费用率保持稳定。从毛利率来看，2020Q1 电机电控上市公司毛利率 26.2%，较 2019 年同期-0.5PCT。从费用率来看，2020Q1 销售费用占营业收入比重为 5.9%，较 2019 年同期+0.6PCT；管理费用率为 9.7%，较 2019 年同期+1.4PCT，基本维持稳定。整体看管理费用率 2017 明显下降后保持稳定；销售费用保持相对稳定。

图72: 2019 年电机电控毛利率快速上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

图73: 2015-2020Q1 电机电控销售费用率稳定

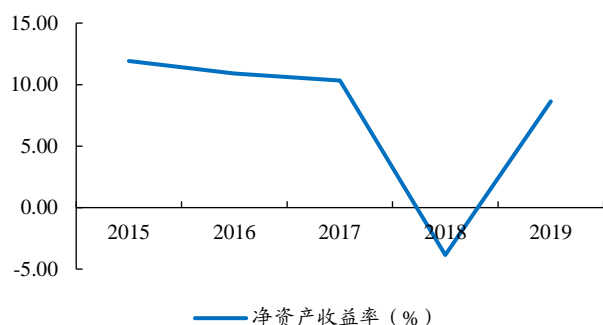


数据来源: Wind、开源证券研究所

企业净资产收益率同比下降。从 ROE 看, 2019 年化净资产收益率为 8.7%, 相比较 2018 年-3.9%的 ROE 水平由负转正。

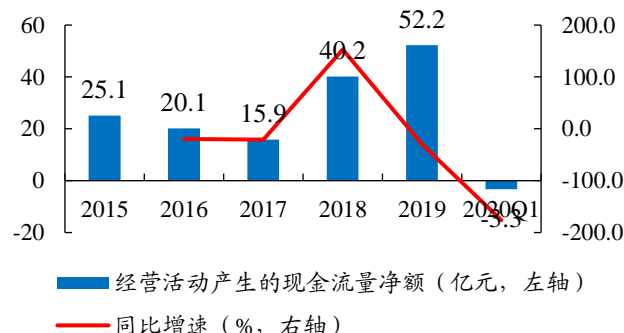
经营现金流净额同比下降。2020 年一季度电机电控经营现金流净额为-3.3 亿元, 受上游供货影响第一季度出现明显下降。

图74: 2019 年电机电控 ROE 回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图75: 2020Q1 电机电控经营活动现金流量转负

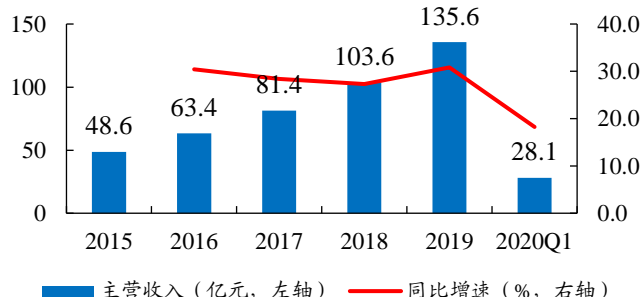


数据来源: Wind、开源证券研究所

4.3、工控自动化: 企业产业链重构升级, 新技术推动增长

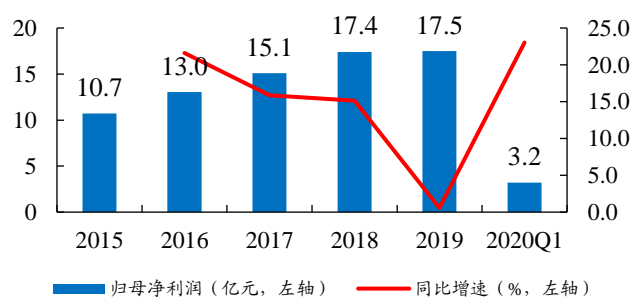
技术升级推动产业发展, 工控自动化行业营收增长。随着国内企业技术推动产业链优化升级, 国内市场布局初步形成, 拉动板块呈上升态势。我们统计工控自动化板块营业收入 2019/2020Q1 分别为 135.6/28.1 亿元, 同比 30.8%/18.2%。归母净利润 2019/2020Q1 分别为 17.5/3.2 亿元, 同比 0.6%/23.0%。

图76: 2019 年工控自动化主营收入增速较快



数据来源: Wind、开源证券研究所

图77: 2020Q1 工控自动化利润实现较快增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

上市企业营收增速同比增长，多数企业归母净利润同比增加。分企业来看，工控自动化板块 2020Q1 营收增速均保持增长，其中汇川技术增长最为明显，为 40.7%。归母净利润上，除麦格米特同比下降达 2.4%，其他上市公司均实现增长，其中信捷电气同比增长达 51.47%。

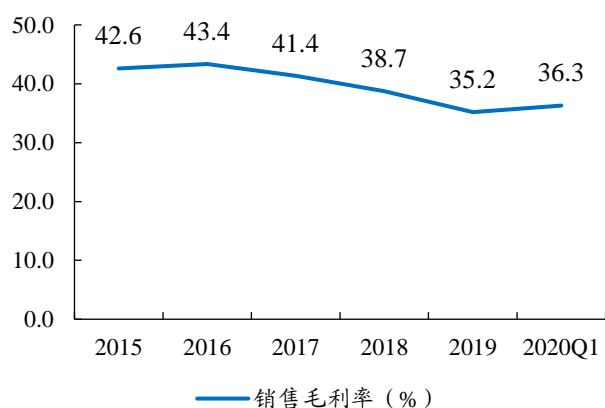
表16: 2020Q1 工控自动化主要上市企业第一季度业绩较好

证券代码	上市公司	营业收入(亿元)	YOY (%)	归母净利润(亿元)	YOY (%)
002851.SZ	麦格米特	6.6	14.7%	0.6	-2.4%
002706.SZ	良信电器	4.5	17.4%	0.5	5.3%
300124.SZ	汇川技术	15.5	40.7%	1.7	33.6%
603416.SH	信捷电气	1.7	23.2%	0.5	51.5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

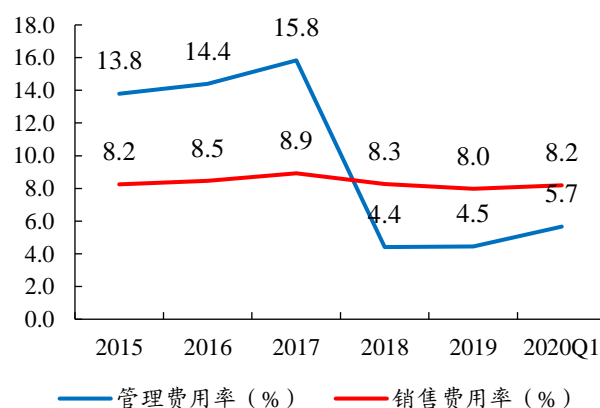
企业毛利率增加，管理费用率略有增加，销售费用率维持稳定。从毛利率来看，2020Q1 工控自动化上市公司毛利率 36.3%，同比+0.9PCT。从费用率来看，2020Q1 销售费用占营业收入比重为 8.2%，与 2019 年同期持平；管理费用率为 5.7%，较 2019 年同期+1.2PCT。整体看管理费用率 2017 明显下降后保持稳定，销售费用保持相对稳定。

图78: 2020Q1 工控自动化毛利率小幅上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图79: 2015-2020Q1 工控自动化销售费用率保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、风险提示

新能源汽车销量不及预期：新能源汽车销售受到宏观经济环节、行业支持政策、限购政策调整、消费者购买意愿等的影响，存在不确定性。

市场竞争加剧风险：产业链处于成长期，竞争者都在加大投资力度，可能导致行业竞争加剧。

光伏需求不及预期：国内政策支持可能低于预期；海外光伏需求不及预期风险。

风机装机低于预期：陆上风电抢装低于预期；海上风电建设进度不达预期；风电产业链原材料价格波动风险)

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835