

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

电力设备新能源 19 年年报及 20 年一季报总结暨 5 月投资策略

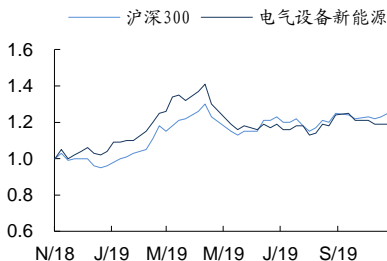
超配

(维持评级)

2020 年 05 月 12 日

一年该行业与沪深 300 走势比较

投资策略



相关研究报告:

《国信电新-德国电动汽车补贴提高点评-欧洲电动化推进加速,新能源汽车行业筑底回升》——2019-11-06  
《电气设备新能源 10 月投资策略-风光景气度持续改善,新能源车筑底反弹》——2019-10-08  
《2019 年电力设备新能源行业中期总结暨 9 月份投资策略:风光持续亮眼,新能源车结构性超预期可期》——2019-09-09  
《电气设备新能源月报:风光景气度持续改善,新能源车筑底反弹》——2019-08-14  
《新能源行业政策点评:竞价项目落地,下半年国内战场将成为行情焦点》——2019-07-15

证券分析师:方重寅

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

联系人:王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn

证券分析师:居嘉晓

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

联系人:李恒源

E-MAIL: lihengyuan@guosen.com.cn

独立性声明:

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

# 风光静待需求反转叠加技术更新机遇,新能源车供应链将全线发力

## ●【新能源发电】新能源盈利造好,关注疫情后续影响

**风电:**疫情难挡火热抢装潮,零部件表现优于整机。2020 年第一季度在受海内外疫情影响的前提下,风电板块营收增速仍然实现 18%的高增速,得益于规模效应、投资收益,以及零部件企业涨价叠加钢铁成本下降等因素,板块盈利同比增长 156%。预计二季度产业出货量将刷新季度最高纪录,风电整机板块营收环比增速可能达到 200-300%,同比增速有望接近 30%。

**光伏:**19 年盈利整体好于 18 年,20 年一季度承受疫情影响。国内疫情短期影响而不改全年预期,此刻更关注海外疫情对全球光伏需求影响。全球视角下,光伏渗透率加速跃升趋势不改,全球 178 个国家已签订巴黎协定,将逐步加大对光伏发电需求,预计全球光伏新增装机仍将保持高速增长,同时 2020 年产业链四条主线强逻辑待验证:

A、2020 年国内市场确定性增长将逐步成为光伏行情主焦点,目前应关注国内市场弹性标的及拥有个体  $\alpha$  标的; B、2019 至 2020 年,随着异质结及 PERC+等新技术导入,设备厂商将率先受益于新产品订单释放,关注拥有多代电池片核心设备积累及研发的相关标的。C、电池片环节预期已至低点,关注上游产能及技术产品超预期释放带来的成长空间。D、“确权”文件下发及平价时代渐近,高现金流质量电站运营资产占比提升显著,运营资产现金流质量受补贴影响将边际走弱,建议关注国内优质运营商资产。

## ●【新能源汽车】中游龙头强者愈强,海外供应链率先发力

目前国内市场处于触底企稳阶段,伴随国内纯消费市场渗透率提升以及营运市场政策预期加强,国内新能源汽车销量将逐步走出困境,行业龙头将受益于集中度提升的过程;海外供应链从落地到放量,各环节海外业务占比较高的龙头将优先受益。

从财报来看,行业 2019 营业收入承受较大压力,统计的 52 家公司中营收呈现正增长的有 30 家,其中维持 30%以上增速的有 11 家;利润方面各版块分化严重,受价格低位影响原材料环节利润持续大幅下滑趋势,锂电设备、四大材料和整车利润较上半年有明显回升,动力电池整体利润增速放缓,电机电控和高端零部件部分企业业绩严重下滑。

## ●5 月投资策略组合及 4 月投资组合回顾:

风电:天顺风能、天能重工、金风科技、日月股份;光伏:阳光电源、捷佳伟创、通威股份;电动车:宁德时代、璞泰来、新宙邦、国轩高科。此组合年初至今收益 15.03%,同期上证综指-6.23%;4 月单月收益 21.69%,同期上证综指+3.99%,5 月投资策略组合依然保持相同组合。

## ●风险提示:疫情持续影响;政策及行业变动的风险;下游需求不及预期。

## 内容目录

风电：疫情难挡火热抢装潮，零部件表现优于整机 .....	4
光伏：需求有望超预期，寻找产业链优势环节 .....	7
需求端：当前关注全球疫情影响，长期光伏渗透率跃升趋势不变 .....	7
光伏产业链 2019 年全年盈利显著回升，20 年一季度受疫情影响较大 .....	9
展望后市：光伏三主线，强逻辑待验证 .....	10
新能源汽车：一季报承压，行业成长性不改 .....	11
需求端：国内销量筑底，海外增速持续，政策落地开启黄金三年 .....	11
2019 年年报及 2020 年一季报总结——短暂承压，成长性不改 .....	14
子环节近期行情及标的业绩回顾 .....	16
行业展望：海外供应链率先发力，行业景气度有望触底回升 .....	21
投资建议：    5 月投资策略组合及 4 月投资组合回顾 .....	22
国信证券投资评级 .....	24
分析师承诺 .....	24
风险提示 .....	24
证券投资咨询业务的说明 .....	24

## 图表目录

图 1: 风机季度招标容量 (GW) .....	5
图 2: 风机行业招标价格走势 .....	6
图 3: 国内风电并网装机展望 (GW) .....	6
图 4: 各省市竞价项目加权电价、度电补贴和指导电价 (元/kWh) .....	8
图 5: 历年光伏系统价格、组件价格和逆变器价格变化 .....	8
图 6: 光伏产业链各版块单季度营收增速 (%) .....	9
图 7: 光伏产业链各版块单季度净利润增速 (%) .....	9
图 8: 光伏各环节毛利率、净利率和 ROE 情况 .....	10
图 9: 光伏各环节应收账款\存货周转天数 .....	10
图 10: 光伏各环节资产负债率 .....	10
图 11: 中国新能源汽车产销量 (辆, %) .....	12
图 12: 中国新能源乘用车销量结构 (%) .....	12
图 13: 2019 年国内动力电池装机格局 (%) .....	14
图 14: 2020 年 Q1 国内锂电池装机竞争格局 (%) .....	14
图 15: 新能源汽车各环节毛利率、净利率和 ROE 情况 .....	16
图 16: 新能源汽车各环节应收账款周转天数 .....	16
图 17: 新能源汽车各环节存货周转天数 .....	16
图 18: 原材料板块 2019 及 2020Q1 营收情况 (亿元, %) .....	17
图 19: 原材料板块 2019 及 2020Q1 净利润情况 (亿元, %) .....	17
图 20: 原材料板块毛利率情况 .....	17
图 21: 原材料板块应收账款以及存货周转天数情况 .....	17
图 22: 铜、钴价格一览 (万元/吨) .....	18
图 23: 金属锂、碳酸锂价格一览 (万元/吨) .....	18
图 24: 正极市场价格一览 (万元/吨) .....	19
图 25: 正极前驱体市场价格一览 (万元/吨) .....	19
图 26: 负极市场价格一览 (万元/吨) .....	19
图 27: 隔膜市场价格一览 (元/平方米) .....	19
图 28: 电解液市场价格一览 (万元/吨) .....	19
图 29: 六氟磷酸锂市场价格一览 (万元/吨) .....	19
图 30: 2019 年 1-11 月全球新能源汽车销量分车企 (辆) .....	21
图 31: 2019 年 1-11 月全球新能源汽车销量分车型 (辆) .....	21
表 1: 风电板块业绩表现 .....	4
表 2: 上市风电整机企业一季度出货量汇总及全年预测 .....	4
表 3: 风电整机板块业绩 .....	4
表 4: 风电零部件板块业绩 .....	5
表 5: 2020 年国内光伏市场装机预期 .....	7
表 6: 2017-2019 年 GW 以上国家 .....	9
表 7: 乘用车 2020 与 2019 切换后补贴政策对比 .....	13
表 8: EV 客车 2020 补贴政策 .....	13
表 9: 专用车与货车 2019 与 2018 切换后补贴政策对比 .....	14
表 10: 各板块选取标的样本统计 .....	15
表 11: 各板块业绩表现 .....	15
表 12: 四大材料板块上市公司 2019-2020Q1 盈利能力 .....	20
表 13: 四大材料板块上市公司 2019-2020Q1 经营能力 .....	21
表 14: 近两年问世的电动平台新车型 .....	22
表 15: 国信电力设备新能源投资组合收益表 .....	23

## 风电：疫情难挡火热抢装潮，零部件表现优于整机

2020 年第一季度产业春节复工延迟，风电整机和塔筒的出货量因生产和运输受阻，影响 30-50% 的排产计划，但板块营收依然保持 21% 的高速增长；但由于多家企业普遍消化去年一季度中标的陆上风电低价订单，风机毛利率纷纷出现同比和环比下滑。风电零部件企业因 2019 年底提前扩张产能和储备存货，因此今年一季度营收实现 11% 的同比增长。2020 年第一季度风电行业营收增速为 18%，营业利润同比增速为 156%。部分企业实现大额投资收益、零部件企业涨价和原材料价格下跌是板块营业利润大幅增长的主要原因。

表 1：风电板块业绩表现

板块名称	营业增速 (2019)	营业增速 (20Q1)	营业利润增速 (2019)	营业利润增 速 (20Q1)
风电整机	38%	21%	54%	283%
风电零部件	51%	11%	91%	62%

资料来源:Wind,国信证券经济研究所整理

在风电整机板块中，金风科技的出货量同比小幅下滑约 10%，明阳智能和运达股份均实现大幅增长，从各家企业全年出货量（预测）来看，明阳智能和运达股份的出货量增速也将高于金风科技，反映行业抢装期龙头企业产能达到瓶颈，第二梯队企业的份额上升将超过龙头企业的局面。

表 2：上市风电整机企业一季度出货量汇总及全年预测

销售容量 (MW)	19Q1	20Q1	2019	2020E
金风科技	929	848	8171	>10000
明阳智能	346	719	2439	>5500
运达股份	200	400	1531	>2500

资料来源:公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理，2020 年 Q1 及全年出货量数据为国信证券估计

但与此同时，由于金风科技在一季度处置旗下风电项目，实现税前投资收益超过 10.8 亿元，因此板块营业利润同比增速达到 283%；明阳智能在营收大规模增长的同时，实现较好的经营杠杆效应，营业利润同比增速达到 362%。运达股份在营收基础较低的情况下，受部分低价订单拖累，营业利润同比下滑 55%。

表 3：风电整机板块业绩

证券代码	证券简称	营业收入 (2018)	营业收入 (2019)	yoy	营业收入 (19Q1)	营业收入 (20Q1)	yoy	营业利润 (2018)	营业利润 (2019)	yoy	营业利润 (19Q1)	营业利润 (20Q1)	yoy
002202.SZ	金风科技	28,731	38,245	33%	5,396	5,467	1%	3,718	2,571	-31%	259	1,009	289%
601615.SH	明阳智能	6,902	10,493	52%	1,746	2,978	71%	380	739	94%	34	155	362%
300772.SZ	运达股份	3,312	5,010	51%	679	1,025	51%	122	111	-9%	12	5	-55%
合计		38,945	53,748	38%	7,821	9,471	21%	4,221	3,421	54%	305	1,170	283%

资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理

风电零部件板块在一季度同样受到疫情影响，3 月份才逐步达到满产状态，导致一季度出货量低于排产计划 20-40% 不等。2019 年头部零部件企业纷纷扩产，因此 2020 年第一季度出货量和营收整体依然实现 11% 的同比增速。

同时 2020 年核心零部件价格普遍上涨，加上钢铁相关原材料价格在春节后明显下跌，预期企业原材料成本在年内保持同比下降。一季度由于规模效应、涨价和原材料价格下降三重利好叠加，企业毛利率普遍提升，营业利润同比增速高达 62%。

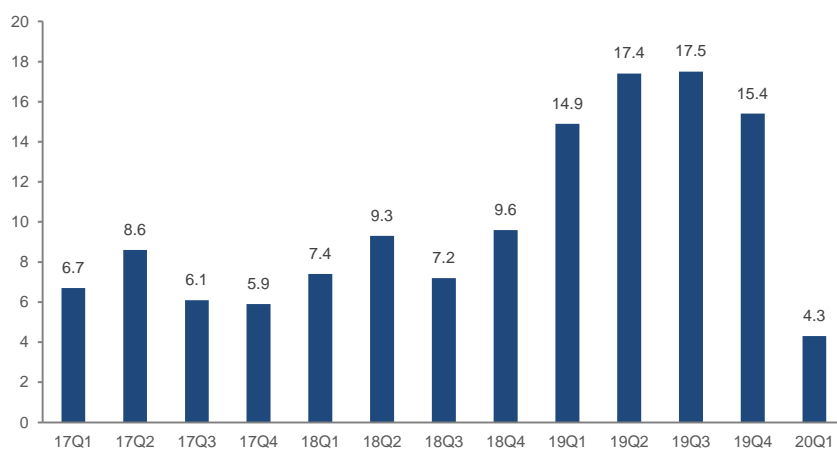
**表 4：风电零部件板块业绩**

证券代码	证券简称	营业收入 2018	营业收入 2019	yoy	营业收入 19Q1	营业收入 20Q1	yoy	营业 利润 2018	营业 利润 2019	yoy	营业 利润 19Q	营业 利润 20Q1	yoy
603218.SH	日月股份	2,351	3,486	48%	674	833	24%	324	579	79%	97	155	60%
002531.SZ	天顺风能	3,702	5,967	61%	817	851	4%	529	873	65%	98	156	58%
300569.SZ	天能重工	1,394	2,464	77%	360	328	-9%	125	330	164%	37	37	0%
300129.SZ	泰胜风能	1,473	2,219	51%	340	257	-24%	16	183	1019%	24	20	-19%
002487.SZ	大金重工	970	1,687	74%	216	399	85%	73	207	183%	16	60	281%
300443.SZ	金雷股份	790	1,124	42%	223	259	16%	134	234	75%	39	70	79%
300690.SZ	双一科技	536	828	54%	151	188	25%	101	175	73%	35	55	54%
603985.SH	恒润股份	1,185	1,431	21%	264	387	47%	149	77	-48%	24	58	137%
603063.SH	禾望电气	1,181	1,786	51%	340	295	-13%	107	93	-13%	32	37	17%
601218.SH	吉鑫科技	1,269	1,497	18%	307	304	-1%	-86	68	280%	10	24	141%
<b>合计</b>		<b>14,850</b>	<b>22,489</b>	<b>51%</b>	<b>3,691</b>	<b>4,100</b>	<b>11%</b>	<b>1,472</b>	<b>2,819</b>	<b>91%</b>	<b>414</b>	<b>672</b>	<b>62%</b>

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

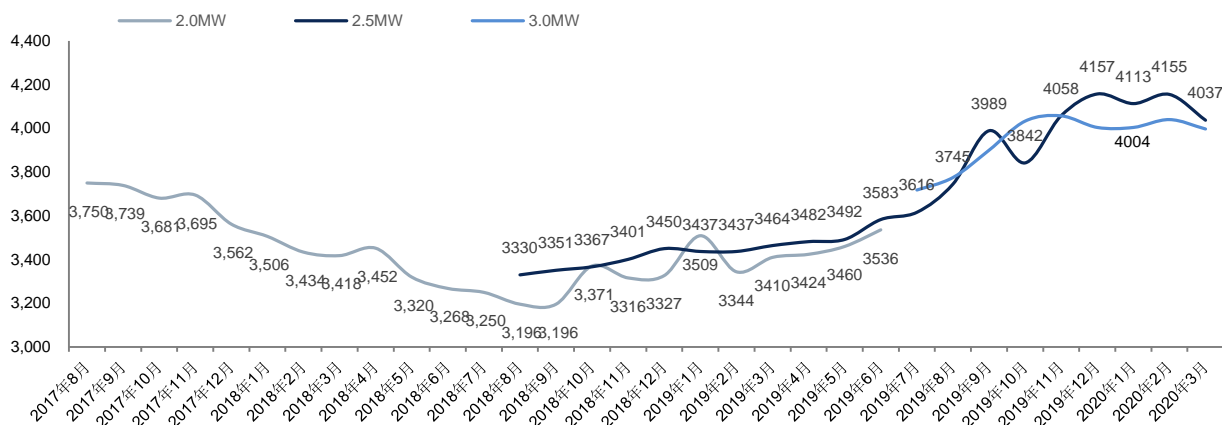
进入 2020 年，需要抢装的补贴项目招标工作进入尾声，一季度国内风电招标容量回归正常水平，从 2019 年第四季度的 15.4GW 下滑到 4.3GW，其中抢装项目为 3.6GW，其余为抢装项目。金风科技预测 2020 年行业招标总量将达到 30GW，其中 26GW 以上为平价需求，集中开工期在 2021 年开始。

从投标价格来看，随着抢装项目的建设，平价风机的投标在 3 月份开始回落，但随着主力机型向 3MW 升级，机组价格仍然稳定在 3900 元以上。

**图 1：风机季度招标容量（GW）**


资料来源:金风科技, 国信证券经济研究所整理

图 2：风机行业招标价格走势

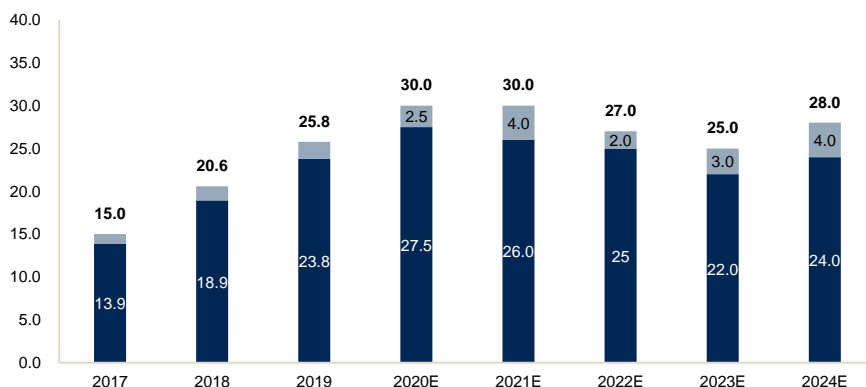


资料来源:金风科技, 国信证券经济研究所整理

考虑到陆上风电的抢装并网政策可能出现小幅调整(递延湖北地区的并网节点), 预期 2020 年国内风电吊装容量为 30-33GW, 2021 年行业装机容量与 2020 年持平。

预计进入十四五期间, 在地方补贴接力海上风电补贴政策的前提下, 国内风电行业每年新增装机仍然维持在 25-30GW 左右。同时机组大型化趋势将显著提升设备产业集中度, 持续提升产业盈利能力, 降低风电度电成本。

图 3：国内风电并网装机展望 (GW)



资料来源:国信证券经济研究所预测, 历史数据来自国家能源局。

2020 年 3 月份锡盟-江苏特高压配套风电基地全部核准, 4 月份以来三北地区多个风电基地及时开工, 包括青海海南州和海西州两大风电基地(合计规划风电容量 5.6GW)、内蒙兴安盟扶贫基地(规划容量 3GW)等, 叠加 2020 年国内陆上风电的抢装需求, 预计二季度吊装容量将刷新最高纪录, 风电整机板块营收环比增速可能达到 250-300%, 营收同比增速有望超过 30%。

#### 投资建议

风电: 特高压新基建浪潮点燃风电平价需求, 关注国内风电制造领先企业日月股份、运达股份、明阳智能、金风科技、天能重工、天顺风能、泰胜风能。



## 光伏：需求有望超预期，寻找产业链优势环节

**需求端：当前关注全球疫情影响，长期光伏渗透率跃升趋势不变**

国内平价、竞价政策相继落地，中国将重返全球增速最快、体量最大的单体市场。国家能源局近日发布了《国家能源局关于2020年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，政策总体延续了2019年文件思路，包括：积极推进平价上网项目、有序推进需国家财政补贴项目、全面落实电力送出消纳条件、严格项目开发建设信息监测。

**政策延续，申报时间顺延。**此次竞价项目竞价规则将沿用19年，其中总补贴额15亿（户用占5亿），采用按修正电价全国排名，相较于19年，因政策延续性及提前下发将有利于协调20年国内装机节奏与产业链供给节奏。另外，2020年项目报送时间顺延至4月底上报平价上网项目、6月中旬上报竞价上网项目，因政策连续，文案已在19年有相应上报经验，我们预计20年竞价项目或将较2019年预计可提前15-30天下发。

国信电新列举重点细则如下：

- 1、15亿总补贴额=5亿户用+10亿竞价（包含工商业分布式、集中式）；
- 2、竞价规则沿用2019年规则，采用全国竞价规则；
- 3、2020年项目报送时间顺延：4月底上报平价上网项目，6月中旬上报竞价上网项目（较19年可提前15-30天）；
- 4、2019年留存的竞价项目在330、630电价调整时间将顺延（具体顺延天数再定）。

表5：2020年国内光伏市场装机预期

项目名称	容量	备注
20年竞价项目（集中+分布）	20-25	新增
2019年流转电站	8-10	存量流转
领跑者项目	1.5	存量流转
特高压示范项目	4.5	新增
户用光伏项目	6-7	新增
合计	40-48	

资料来源：能源局、各地发改委，国信证券经济研究所整理

**疫情影响短期供给，而不改国内长期需求。**受疫情影响，多地延迟一周复工，其中包括江苏、内蒙及安徽等光伏重地。目前晶硅产业链上游及重资产环节如硅料及玻璃等，因不可较快启停，故依然保持接近满产的生产水平；中游硅片环节存在近一周供给滞后；电池、组件及逆变器等环节，因产能弹性大，短期供应受影响程度较小。

需求方面，截至2019年年末及2020年1月初，虽印度市场突发加征进口关税，但印度单一市场的不确定性对全球光伏需求影响较小，及时一季度为传统淡季的情况下目前国内组件厂商海外订单依旧处于饱满状态，整体产销属紧平衡状态。国内市场受疫情影响，2020年Q1装机节奏将受到影响，但反观2019年，光伏新增并网30.22GW（同比-45.6%），而在1-11月17.96GW（同比-112.8%），即在2019年12月全国并网12.96GW，同比增长116%，单月并网容量规模创历史新高，国内抢装规模也超市场预期。故对于2020年Q1装机若存在推迟，在2020年Q2行业装机冲回或将为大概率事件，即疫情仅影响装机节奏，而不影响装机总量。另外，目前行业层面已向有关部门提交“关于延迟光伏竞价项

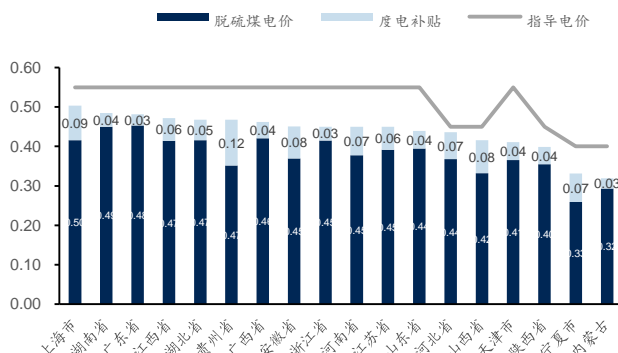
目 330 并网时间或取消相关降价措施的呼吁”，对于 2020 年 330 抢装电价或存在调整预期，建议后续积极关注相关部门回复及法文。

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

**财政补贴对光伏行业引导正在弱化，平价上网需求促进系统成本下降。**根据纳入 2019 年光伏发电国家竞价补贴范围的项目申报电价，各省市普通光伏电站竞价项目的加权竞价申报上网电价在 0.32~0.5 元/kwh 之间，均低于各类资源区的上网指导电价，补贴电价为 0.03~0.12 元/kwh。在当前上网电价下，项目收益率为 8%时，各省市系统成本在 3.52~4.88 元/kw 之间，若实现平价上网 irr=8%，则系统成本需降低至 2.78~4.02 元/kw 之间，降幅最高达 30%，对应的度电成本在 0.25~0.44 元/kwh 之间。

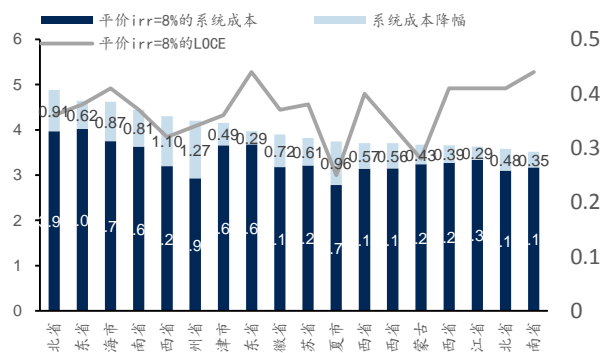
**国内光伏进一步加速平价，平价之后光伏优势凸显。**发电端平价是光伏与其他形式电力之间的对比，其中煤电发电成本最低，所以光伏发电端平价可以近似比较的是：无补贴下，光伏发电全投资 IRR 等于火电（脱硫煤电）期望 IRR。当前，全国各省区火电上网标杆电价 0.25~0.45 元/KWh，在 2020 年补贴全部退出、火电标杆价格不变的假设下，2020 年全国 32 个电力区实现光伏平价的区域达 27 个，占全部电力区 84%。根据国家电网的统计，2018 年中国光伏电站平均度电成本 0.377 元/kWh，已经低于风电、光热等；2020 年将下降到 0.26-0.30 元/kWh，2025 年 0.23-0.26、2030 年 0.20-0.23 元/kWh

图 4：各省市竞价项目加权电价、度电补贴和指导电价（元/kWh）



资料来源：能源局，国信证券经济研究所整理

图 5：历年光伏系统价格、组件价格和逆变器价格变化



资料来源：能源局，国信证券经济研究所整理

**若抛开疫情影响，长期来看全球安装成本和 LCOE 将持续下降，并进一步刺激装机需求爆发。**2010~2018 年间，受益于光伏组件与电站 BOS 等成本下降，大型太阳能光伏项目的平均安装成本下降了 66%~84%；同时，全球公用事业规模太阳能光伏项目的平均 LCOE 迅速下降了 62%，LCOE 较低的由印度的 0.06 美元/kwh-0.11 德国的美元/kwh 不等，LCOE 较高的日本和英国均在 0.15 美元/千瓦时左右。成本下降刺激装机需求，全球 GW 级以上国家/地区由 2017 年的 9 个增长至 2018 年的 11 个，预计 2020 年将增至 16 个，形成传统市场与新兴市场相结合的多元化市场。



表 6: 2017-2019 年 GW 以上国家

2017 年		2018 年		2019E	
国家	占比	国家	占比	国家	占比
中国	54%	中国	43%	中国大陆	34%
美国	11%	美国	10%	印度	10%
印度	10%	印度	8%	美国	9%
日本	7%	日本	6%	澳大利亚	6%
土耳其	3%	澳大利亚	5%	日本	5%
德国	2%	德国	3%	德国	3%
澳大利亚	1%	墨西哥	3%	西班牙	3%
韩国	1%	韩国	2%	韩国	2%
巴西	1%	土耳其	2%	墨西哥	2%
其他	10%	新西兰	2%	新西兰	2%
		巴西	1%	韩国	2%
		其他	15%	土耳其	2%
				新西兰	2%
				巴西	1%
				中国台湾	1%
				法国	1%
				阿拉伯联合酋长国	1%
				埃及	1%
				乌克兰	1%

9 个

11 个

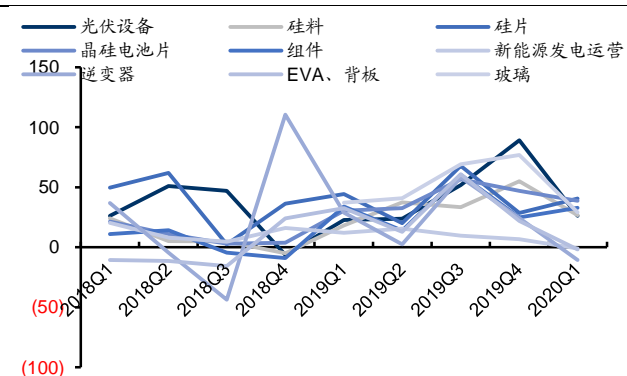
16 个

资料来源:公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

## 光伏产业链 2019 年全年盈利显著回升, 20 年一季度受疫情影响较大

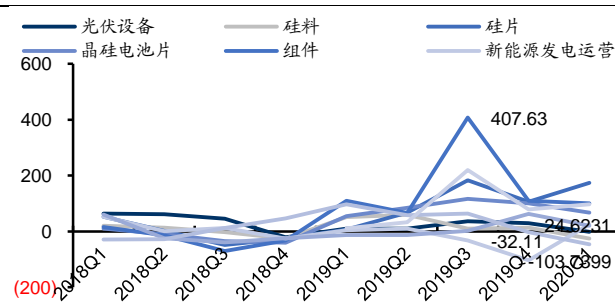
**2019 年盈利增速明显好于 18 年, 光伏产业链整体盈利逐季度回升。**2019 年光伏行业盈利能力逐季度回升。受海外市场需求自 2018 年三季度来回升显著, 2019 年海外市场率先启动, 光伏装机平稳增长, 龙头马太集聚, 光伏行业盈利实现平稳增长。2020 年一季度受疫情影响, 一季度整体净利润相较于 2019 年四季度增速略有下降。

图 6: 光伏产业链各版块单季度营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

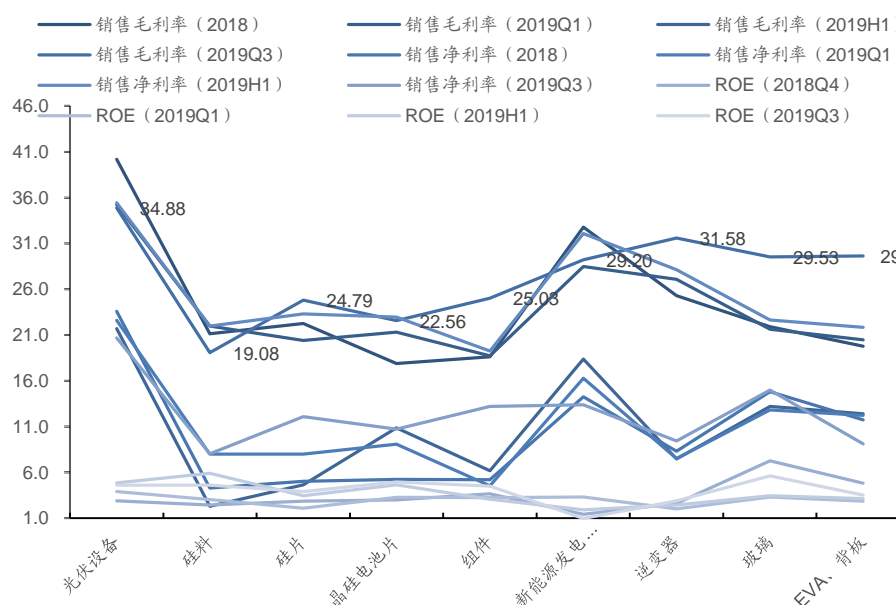
图 7: 光伏产业链各版块单季度净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**盈利能力均衡, 行业利润向紧平衡环节集中。**受益于光伏技术迭代带来的设备更新, 设备供应商环节 2019 毛利率水平较 2018 年进一步下降。2019 年来晶硅产业链行业格局中硅片最优, 行业利润由之前的产业链向对端倾斜。在 18 年四季度至 2019 年, 设备投入开始产出, 产业链环节尤其是电池片环节净利率水平开始有较大提升, 而三季度电池片阶段性供大于求, 硅片环节出现供不应求, 整体硅片行业 ROE 回升较快。运营商环节毛利率水平提得较大提升, 但周转率及负债率压制环节整体 ROE 水平。

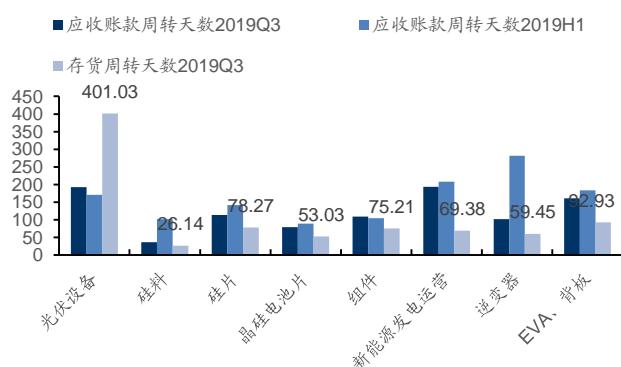
图 8：光伏各环节毛利率、净利率和 ROE 情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

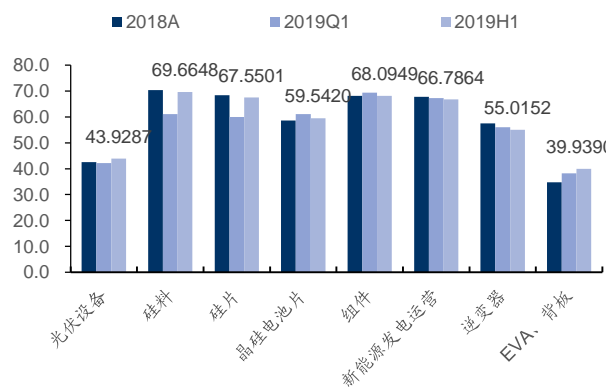
**行业整体应收账款和存货周转天数上升，资产负债率基本稳定。**补贴发放周期长，各环节应收账款周转天数较 2019 年年初涨消不一，其中光伏设备、逆变器应收账款天数分别达到 171/281 天，其他制造端环节应收账款均在 50-150 天之间；存货周转天数各环节提升较快，主要受 2019 年 6 月份小抢装潮影响以及产业链为三四季度提前备货影响，其中设备类环节存货中发出商品占比较大。资产负债率角度，除设备类环节，其余环节均在 60%左右水平，且未出现明显恶化情况。

图 9：光伏各环节应收账款\存货周转天数



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 10：光伏各环节资产负债率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

## 展望后市：光伏三主线，强逻辑待验证

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

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

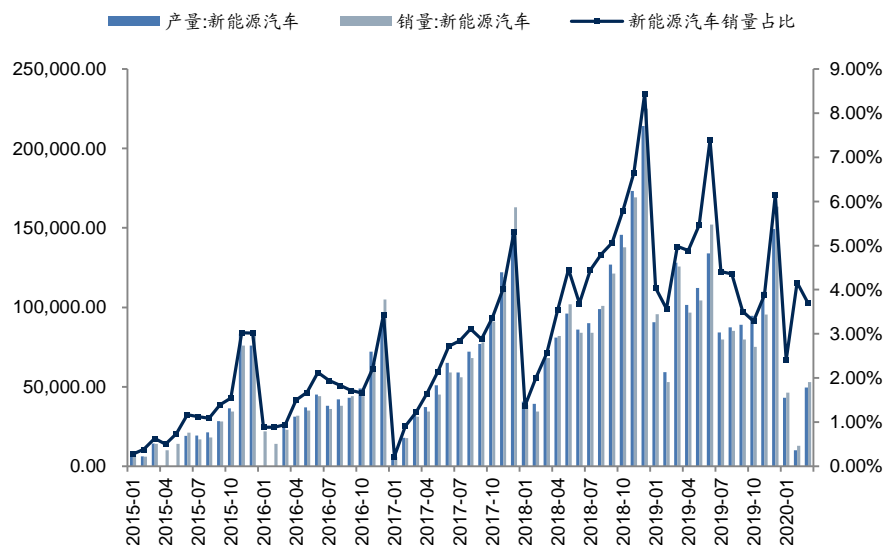
C、光伏技术路径丰富且多样，而落地需靠设备商变现。光伏行业之所以可以享受较高估值，一方面是因为光伏行业长期拥有景气的下游需求，光伏渗透率提高永远值得想象；另一方面，则是光伏行业拥有完整的、多样的、可见的成本降低路线图，此路线图为“景气的下游需求”进一步强有力的保障，其中，电池片环节技术是此路线图中的“皇冠上的明珠”。不同于硅片等环节制造商“垄断”核心技术，电池片环节制造商与设备商之间更倾向于相互协作，而设备端的“新技术工业化”往往是新技术导入的关键。基于此，国信电新认为 2019 至 2020 年，随着异质结及 PERC+等新技术导入，设备厂商将率先受益于新产品订单释放，关注拥有多代电池片核心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

## 新能源汽车：一季报承压，行业成长性不改

**需求端：国内销量筑底，海外增速持续，政策落地开启黄金三年**

多重因素影响，国内新能源汽车销量筑底，行业排产已恢复。受疫情以及行业传统淡季影响，2020Q1 国内新能源汽车销量表现不佳，根据中汽协数据统计，截至 2020 年 3 月我国新能源汽车销量为 11.4 万台，同比下降 56.4%，但伴随国内财政补贴以及各地新能源汽车推广方案落地，同时国内市场特斯拉引领的爆款车型拉动以及 B 端采购预期加强，国内新能源汽车市场预期有望逐步提升，目前行业排产已有较大改善；海外市场相较于国内市场一季度表现良好，二季度受疫情影响短期可能有所波动，但欧洲碳排放法规趋严、多国新能源汽车补贴政策边际向好、传统车企陆续公布电动化大战略以及特斯拉产业链推进进度超预期，景气度向上趋势依旧，伴随大众等传统车企发力，海外市场有望改变以往特斯拉一枝独秀的局面，为国内锂电产业链公司打开新市场。

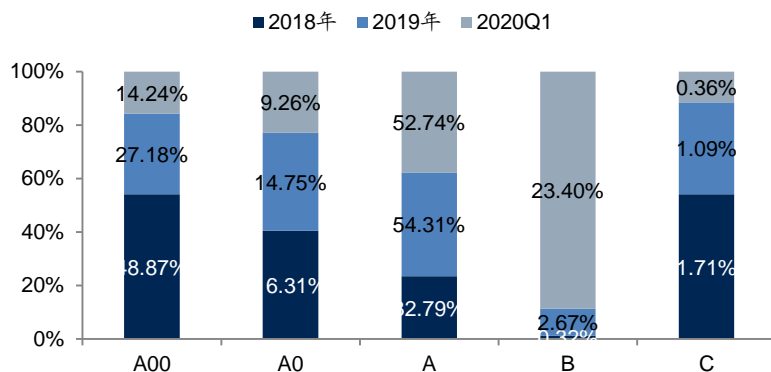
图 11: 中国新能源汽车产销量 (辆, %)



资料来源: WIND, 中汽协, 国信证券经济研究所预测

新能源乘用车车型结构将持续调整, A 级车目前依然是销售主力, B 级车迅速发力。从分结构数据看, 19 年纯电动乘用车中 A00、A0 级占比下滑明显, A 级车占比迅速提升, 而进入 2020Q1, 受营运类下滑影响 A00 和 A0 级占比进一步下降, 分别仅为 14.24% 和 9.26%, A 级占比相对稳定, 取而代之的是以特斯拉为代表的 B 级车型占比大幅提升, 达到 23.40%。整体来看, 受补贴退补以及营运市场因素影响, 以往占销量比重较大的营运类市场需求有较大冲击, 而纯消费市场的渗透率目前仍然非常低, 市场仍处于培育阶段。

图 12: 中国新能源乘用车销量结构 (%)



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

政策奠定行业“黄金三年”, 产业链迎来发展良机。补贴政策层面, 新政延长补贴期限至 2022 年, 原则上 2020-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%, 规定每年上限约 200 万辆, 此外国家和地方层面也已经出台了一些列新能源汽车相关的鼓励政策, 包括广东省、湖南省、浙江省、江西省、吉林省、上海市等多个省市公布了相应的汽车消费刺激政策, 一些列措施整体上确保了国内新能源汽车产业链能够平稳过渡到无补贴时代, 同时确保了国内新能源汽车产业链的竞争力, 而每年上限的设置也为接下来三年新能源汽车销量锚定了目标, 促进产业发展的同时也防止骗补等政策给财政带来过大压力。

**表 7：乘用车 2020 与 2019 切换后补贴政策对比**

分档标准	补贴金额/系数				
	2018 年切换后政策	2019 年政策	2020 年政策		
			2020	2021	2022
150≤R<200	1.5	0	0	0	0
200≤R<250	2.4	0	0	0	0
250≤R<300	3.4	1.8	0	0.00	0.00
300≤R<400	4.5	1.8	1.62	1.30	0.91
R≥400	5	2.5	2.25	1.80	1.26
E<105	0	0	0	0	0
105≤E<120	0.6	0	0	0	0
120≤E<140	1	0.8	0.8	0.8	0.8
140≤E<160	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
E≥160	1.2	1	1	1	1
0≤Q<5%	0.5	0	0.8	0.8	0.8
5%≤Q<10%	1	0	0.8	0.8	0.8
10%≤Q<20%	1	0.8	1	1	1
20%≤Q<25%	1	1	1	1	1
25%≤Q<35%	1.1	1	1.1	1.1	1.1
Q≥35%	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1

2020 年电耗门槛：当  $m \leq 1000$  时， $Y = 0.0112 \times m + 0.4$ ； $1000 < m \leq 1600$  时， $Y = 0.0078 \times m + 3.8$ ； $m > 1600$  时， $Y = 0.0044 \times m + 9.24$ 。

资料来源：财政部、国信证券经济研究所整理

**表 8：EV 客车 2020 补贴政策**

车辆 类型	中央财政补贴 标准(元/kWh)	中央财政补贴调整系数			中央财政单车补贴上限（万元）		
					6<L≤8m	8 < L≤10m	L>10m
非快充类		单位载质量能量消耗量（Wh/km·kg）					
纯电动客 车	500	0.18（含）-0.17 0.8	0.17（含）-0.15 0.9	0.15 及以下 1	2.5	5.5	9
快充类纯 电动客车	900	快充倍率					
		3C－5C（含） 0.8	5C－15C（含） 0.9	15C 以上 1	2	4	6.5
插电式混 合动力 （含增程 式）客车	600	节油率水平					
		60%－65%（含） 0.8	65%－70%（含） 0.9	70%以上 1	1	2	3.8

■ 单车补贴金额=Min{车辆带电量×单位电量补贴标准；单车补贴上限}×调整系数（包括：单位载质量能量消耗量系数、快充倍率系数、节油率系数）

资料来源：财政部、国信证券经济研究所整理



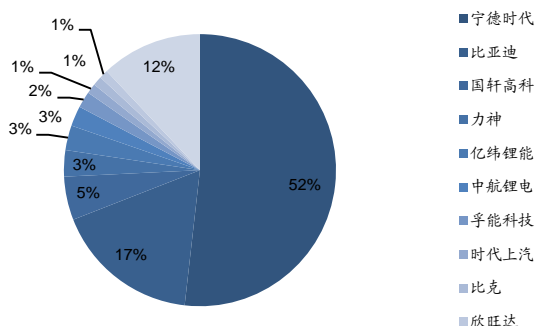
表 9: 专用车与货车 2019 与 2018 切换后补贴政策对比

新能源货车和专用车	分档标准	补贴金额/系数			
		2018 年切换后政策		2019 年政策	2020 年政策
度电补贴 (元/kWh)	q≤30	850	纯电动货车	350	315
	30 < q ≤ 50	750	PHEV 及增程式货车	500	450
	q > 50	650	N1 类 (≤3.5t) 纯电/插电	2/0 万元	1.8/0 万元
单车补贴上限 (万元)			N2 类 (>3.5t) 纯电/插电	5.5/0 万元	3.5/2 万元
			N3 类 (>3.5t) 纯电/插电	5.5/3.5 万元	5/3.15 万元
		10			
能量密度 (Wh/kg)		不低于 115		不低于 125	不低于 125
货车和运输类专用车 Ekg	0.35 < Ekg ≤ 0.4	0.2	纯电动货车 Ekg	不高于 0.3	不高于 0.29
	Ekg ≤ 0.35	1			
作业类纯电动专用车吨百公里电耗		≤8kWh		≤8kWh	≤8kWh

资料来源: 财政部、国信证券经济研究所整理

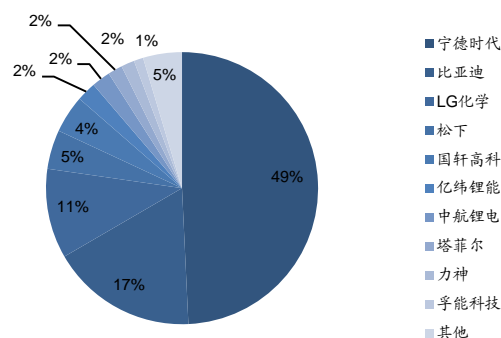
**2019-2020Q1 锂电池装机受补贴退坡和疫情影响增速放缓, 长期来看行业成长性依旧, 行业高度集中。**根据 GGII 统计, 2019 年全年行业实现动力电池装机量约 62.38GWh, 同比增长 9%, 而 2020Q1 受疫情以及下游需求影响行业装机量仅为 5.68GWh 同比下降 54%, 行业处于相对低谷阶段。从装机角度结构看, 前十电池装机量占总体占比达到 95%, 而 CR3 占比达到 77%, 行业高集中度, 龙头企业供应商有望受益行业发展红利。

图 13: 2019 年国内动力电池装机格局 (%)



资料来源: GGII, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2020 年 Q1 国内锂电池装机竞争格局 (%)



资料来源: GGII, 国信证券经济研究所整理

## 2019 年年报及 2020 年一季报总结——短暂承压, 成长性不改

截至 4 月 30 日, 新能源汽车行业 2019 年年报及 2020 年一季报已披露完成, 受补贴持续退补以及疫情等负面因素影响, 行业整体承压, 产业链分化较为严重。我们选取新能源汽车业务占比较高的公司按照产业链格局将行业分为电池产业链、电机电控、高端零部件及整车环节进行分析, 其中电池产业链细分为上游 (原材料、锂电设备)、中游 (正负极材料、隔膜、电解液) 和动力电池三大环节, 合计包含样本公司 49 家。

**表 10：各板块选取标的样本统计**

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

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

**2019 年-2020Q1 行业收入整体承压，原材料、动力电池及高端零部件维持稳健增速。**行业整体营业收入从 2019 起承受较大压力，统计的 49 家公司中营收呈现正增长的有 27 家，其中维持 30%以上增速的有 7 家，22 家营业收入出现不同程度下滑；而 2020Q1 行业营收压力加大，同比呈正增长的仅有 9 家，其中 2 家营收增幅超过 30%。从板块角度看，19 年四大材料、动力电池板块普遍增速较高，整车板块表现较差，切换到一季度行业普遍下滑幅度较大。

利润方面各版块分化严重，受价格低位影响原材料环节利润持续大幅下滑趋势，四大材料和高端零部件利润较同期有明显上升，公司间差异较大，龙头企业表现相对较好。

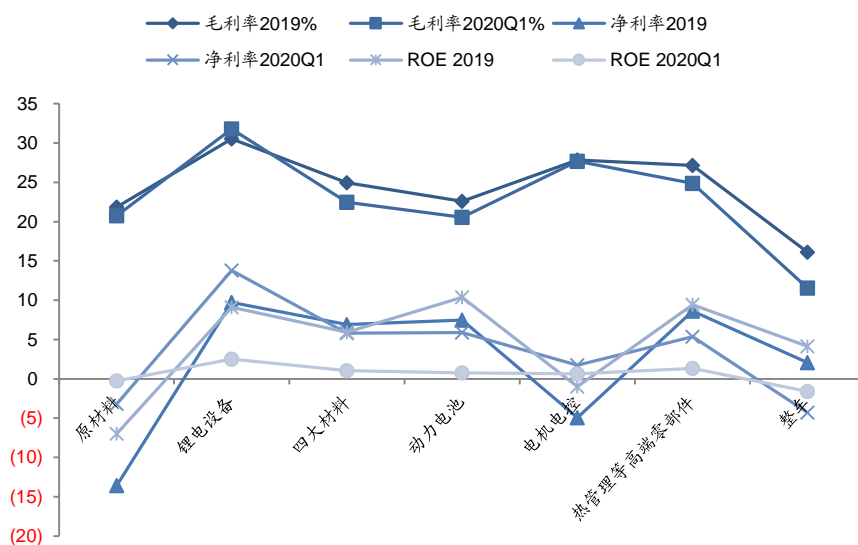
**表 11：各板块业绩表现**

板块名称	营业总收入同比增		净利润同比增长率	
	长率 2019	长率 2020Q1	2019	率 2020Q1
原材料	21.55%	42.28%	-107.58%	74.10%
锂电设备	-5.35%	-2.00%	-29.75%	0.55%
四大材料	7.52%	-27.32%	-86.74%	-82.58%
动力电池	17.15%	-15.10%	4.57%	-70.50%
电机电控	1.17%	-9.63%	-181.41%	-79.34%
高端零部件	-0.10%	-22.05%	57.78%	-95.68%
整车	-0.53%	-33.65%	-33.30%	-738.67%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

**行业 19 年盈利能力相对稳定，20Q1 普遍承压。**从 19 年年报表现来看，受原材料价格低位以及库存影响，原材料板块的毛利率大幅下滑，从 18 年的平均 38.04%下滑至 21.85%，同时出现较大面积亏损情况，四大材料、动力电池、电机电控环节以及整车环节盈利能力相对稳定，高端零部件盈利能力略有回升。而从 2020Q1 看，四大材料、动力电池、高端零部件、整车盈利能力均下滑严重。

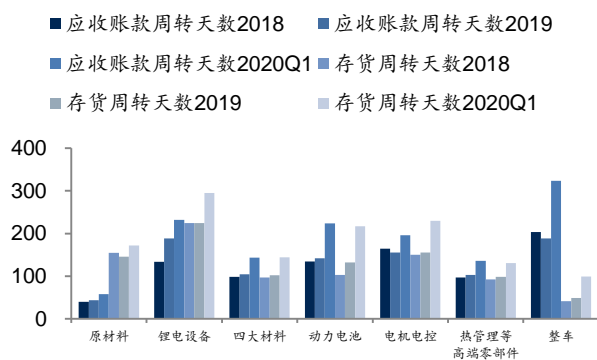
图 15: 新能源汽车各环节毛利率、净利率和 ROE 情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

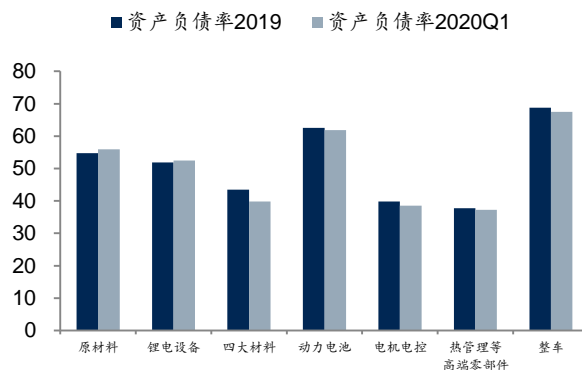
行业整体抗风险能力稍有弱化倾向。从应收账款角度看, 2019 较 2019 相比, 原材料、锂电设备、四大材料、动力电池以及高端零部件环节应收账款周转天数明显上升, 而 2020Q1 所有环节应收账款天数均有大幅增加; 从库存角度看, 2019 年原材料板块存活周转天数有明显下降趋势, 而动力电池和整车环节明显上升, 其他环节相对稳定, 2020Q1 各环节存货周转天数上升明显。; 从资产负债率角度看行业整体处于相对稳健状态, 动力电池和整车环节资产负债率相对较高, 超过 60% 水平。整体来说, 受补贴退坡、疫情以及相关因素影响, 行业从 19 年起表现出应收账款周转减慢的趋势, 而 2020Q1 存货周转速度整体也呈现压力, 行业整体抗风险能力在弱化。

图 16: 新能源汽车各环节应收账款周转天数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 17: 新能源汽车各环节存货周转天数



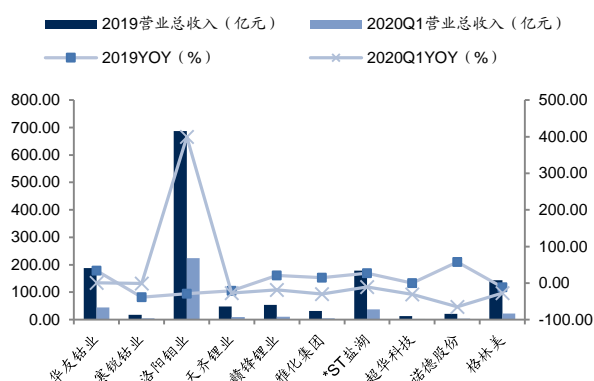
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

### 子环节近期行情及标的业绩回顾

原材料: 钴价低位震荡, 锂价处于底部区域, 盈利能力明显下滑

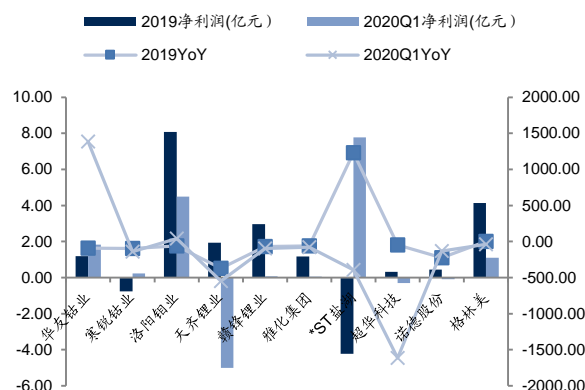
资源环节盈利能力压力大, 钴环节 20Q1 普遍表现较好。2019 年受钴价高位坠落以及库存较大影响, 钴资源企业营收和净利润均承受较大压力, 而 2020 年虽然钴价尚在低位震荡, 但库存因素已消解, 钴资源企业净利润改善明显。而锂资源环节同样受价格和库存影响 19 年营收净利润压力较大, 而 2020Q1 虽然营收仍然表现较弱, 但净利润同比相对平稳。

图 18: 原材料板块 2019 及 2020Q1 营收情况 (亿元, %)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 19: 原材料板块 2019 及 2020Q1 净利润情况 (亿元, %)

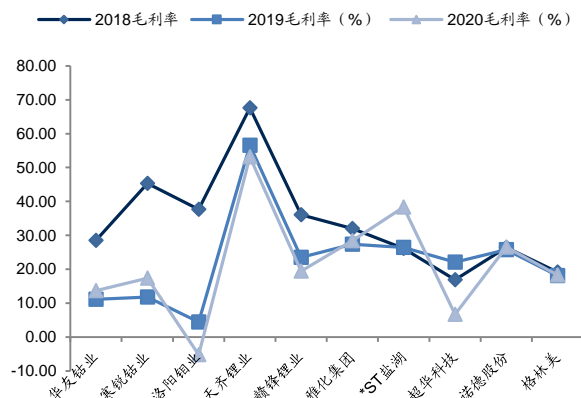


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

毛利率方面, 2019 年钴和锂资源环节普遍下降较多, 其中钴资源板块毛利率整体处于 10% 左右水平, 而锂资源板块除天齐锂业外整体处于 20%+ 水平, 2020Q1 受益于原材料成本较低的因素钴资源和锂资源板块毛利率均有不同幅度的回升, 但整体仍然处于较低的水平。

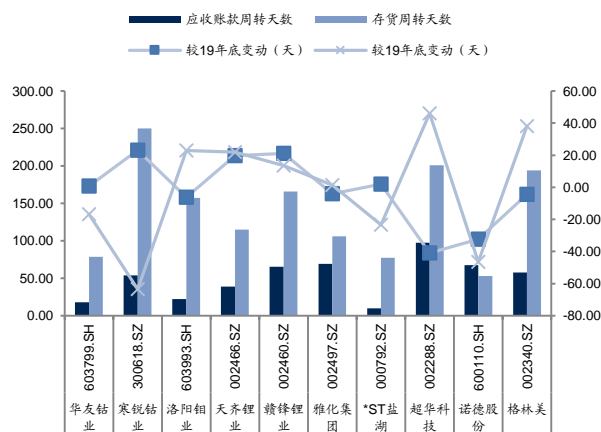
应收账款以及存货方面, 2020Q1 钴和锂资源板块的应收账款周转天数均有不同幅度增加, 同时存货周转天数差异较大, 钴资源企业存货周转天数普遍下降而锂资源企业仍处于上升阶段。

图 20: 原材料板块毛利率情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

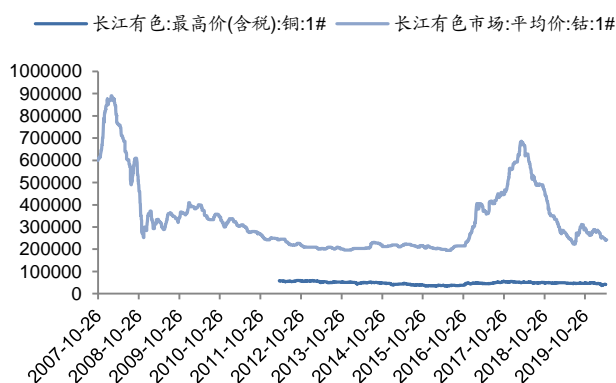
图 21: 原材料板块应收账款以及存货周转天数情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

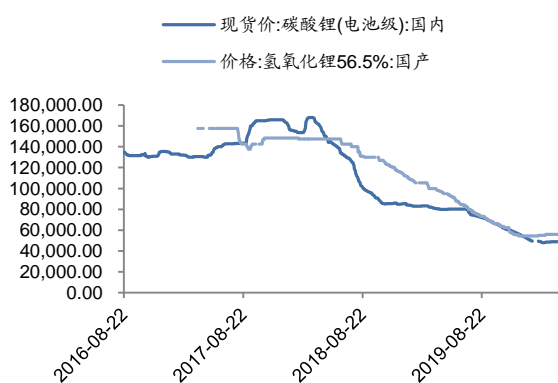
价格方面: 钴价冲高回落, 碳酸锂价格仍在下行通道。国内电解钴价格反弹至 28.9 万元/吨后受下游需求影响持续回落, 目前维持在 24.2 万元/吨的水平, 2020 年国内外电动车起量+消费电子增长将为钴的中长期反弹奠定坚实基础; 碳酸锂方面目前电碳主流报价在 4.8 万/吨左右, 氢氧化锂市场价格在 5.6 万元/吨左右。

图 22: 铜、钴价格一览 (万元/吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 23: 金属锂、碳酸锂价格一览 (万元/吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

#### 四大材料: 盈利能力承压, 优选竞争格局以及客户结构优异标的

**正极:** 三元材料市场订单略有增加, 目前来看, 5 月下游动力市场需求有望继续回暖, 带动主流三元大厂开工率回升; 低端数码市场由于较为依赖出口, 短期难以迅速复苏, 部分中小型三元材料企业因此复产步伐受限。磷酸铁锂近期表现平平, 主要是动力市场需求未见好转, 从订单量上来看 5 月份可能将延续偏弱格局。除此之外, 自行车、基站等领域的需求表现不错, 与去年同期相比增长很明显。

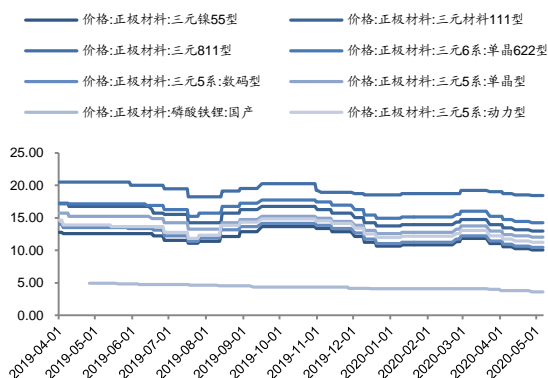
**负极:** 市场整体稳定但各梯队企业表现不一, 位于第一、第二梯队出口集中度较高的负极企业出货量下滑 5-20%不等, 动力电池客户集中度高的同样表现欠佳, 供应小动力和储能以及高端数码为主的客户出货情况可圈可点, 出现不同程度增长。价格方面, 自年后负极市场价格就在陆陆续续下滑。预计 5 月市场需求仍将偏弱, 尤其是动力电池市场预计将延续 4 月行情, 随着欧美企业的陆续开工, 海外市场需求将陆续释放, 预计 6 月份市场将有所好转。

**隔膜:** 国内隔膜市场盘整运行为主, 头部隔膜企业开工正常, 4 月国内 3C 市场需求量略有回升, 储能、基站方面需求较为乐观, 同时国外主要订单暂未受到疫情影响, 但对于 5 月市场, 业内对动力方面需求担忧情绪明显。从长期来看, 国内龙头企业仍在扩大隔膜产能, 同时不断拓展海外市场, 对全球隔膜市场需求预期依旧乐观。

**电解液:** 电解液市场整体偏弱, 出货情况一般, 产品价格低位持稳。预计 5 月份电解液市场出货情况仍将延续 4 月走势。溶剂市场表现良好, 工业级 DMC 从 5000 元/吨调涨至 7000 元/吨, 现 DMC 报 8000 元/吨左右, DMC 和 EMC 报 13500-14000 元/吨, EC 和 PC 价格基本变化不大。尽管目前电解液市场表现欠佳, 但目前价格已经低位, 成本增加或将倒逼部分低价产品价格上涨。

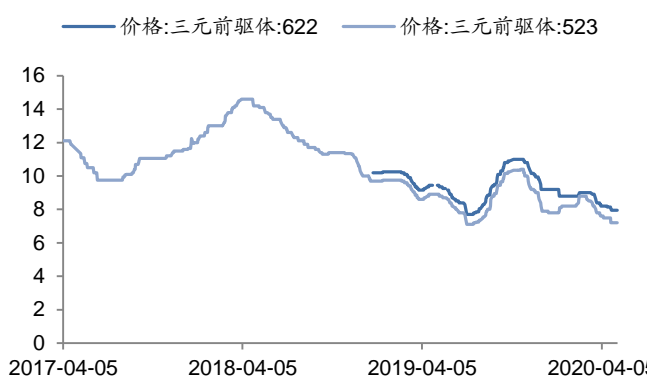


图 24: 正极市场价格一览 (万元/吨)



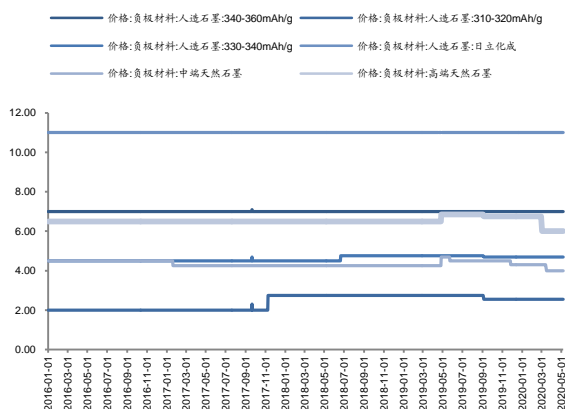
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 25: 正极前驱体市场价格一览 (万元/吨)



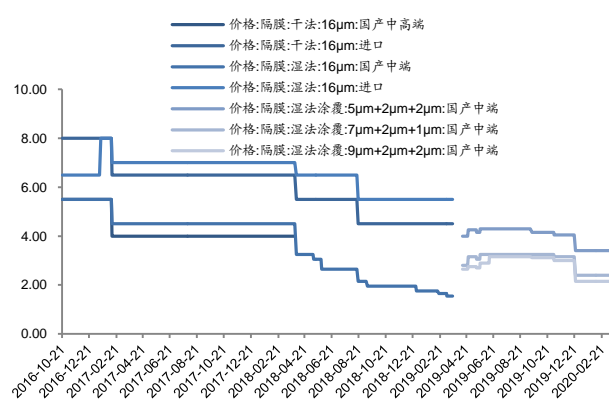
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 26: 负极市场价格一览 (万元/吨)



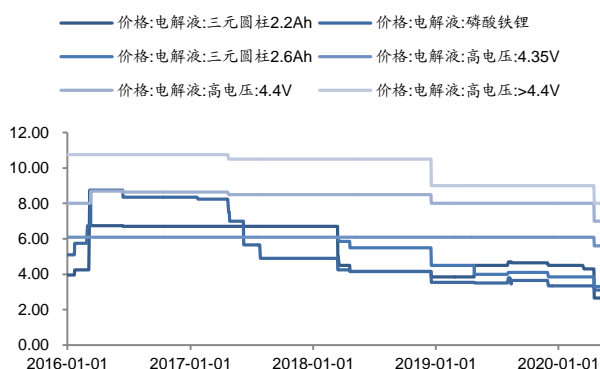
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 27: 隔膜市场价格一览 (元/平方米)



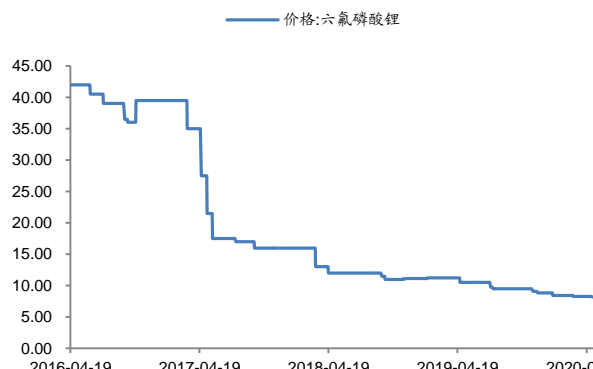
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 28: 电解液市场价格一览 (万元/吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 29: 六氟磷酸锂市场价格一览 (万元/吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**盈利能力: 19 整体营收稳定增长, 利润分化严重, 2020Q1 承压。**19 年受补贴退坡价格压力传导以及下半年销量不佳影响, 中间环节四大材料营收和净利润出现分化, 其中正极材料受钴价格传导以及比克坏账影响整体营收和净利润均呈现负增长, 负极材料、隔膜、电解液营收净利润整体稳健, 但部分二三线企

业表现明显不如龙头；2020Q1 疫情及下游需求对中间环节影响较大，除新宙邦、沧州明珠外整体净利润出现大幅下滑。伴随二季度起排产和下游需求逐步改善，中间环节的盈利能力有望实现反转。

**经营能力：账期、存货周转周期普遍延长。**降价和产业链资金紧张是经营能力恶化的最主要原因，从年报和一季报看到应收账款周转天数延长已经波及到全部四个环节；存货周转天数方面，各环节均有上升，其中负极材料表现相对较好，隔膜环节上升较多，2020Q1 中间环节各环节存货周转周期上升均较多。

**表 12：四大材料板块上市公司 2019-2020Q1 盈利能力**

		2019 年营业总		2020Q1 收		净利润 2019		净利润	
产业链划分	公司简称	收入（亿元）	YOY（%）	入（亿元）	（亿元）	YOY（%）	2020Q1(亿元)	YOY（%）	
正极材料	杉杉能源	37.2	-20.3	-	2.8	-45.5	-		
	当升科技	22.8	-30.4	4.2	-2.1	-166.1	0.3	-48.1	
	厦门钨业	174.0	-11.1	35.4	2.6	-47.8	0.7	-374.3	
负极材料	杉杉股份	86.8	-2.0	12.2	2.7	-75.8	-0.8	-336.5	
	璞泰来	48.0	44.9	8.2	6.5	9.6	0.9	-28.0	
	贝特瑞	43.9	9.5	0.0	6.7	38.4	0.0	-100.0	
隔膜	恩捷股份	31.6	28.6	5.5	8.5	63.9	1.4	-34.9	
	星源材质	6.0	2.8	1.2	1.4	-38.7	0.2	-79.1	
	沧州明珠	30.0	-9.9	3.1	1.7	-44.2	0.3	1.0	
电解液	璞泰来	48.0	44.9	8.2	6.5	9.6	0.9	-28.0	
	新宙邦	23.2	7.4	5.2	3.3	1.6	1.0	59.0	
	天赐材料	27.5	32.4	5.2	0.2	-96.4	0.4	45.1	
	江苏国泰	393.3	6.7	60.1	9.5	-7.0	1.6	-25.2	
	多氟多	38.9	-1.5	8.3	-4.2	-731.6	0.0	-97.1	
	天际股份	7.7	-10.0	1.1	0.3	-61.3	-0.2	-122.2	

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表 13: 四大材料板块上市公司 2019-2020Q1 经营能力

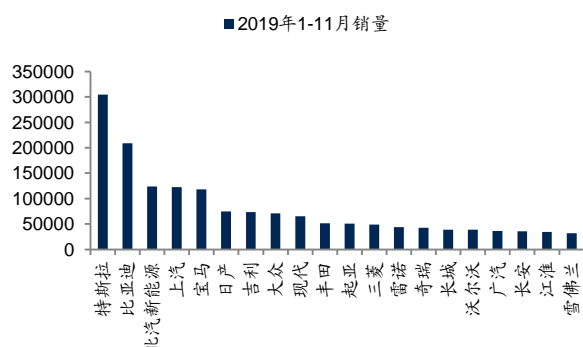
产业链划分	公司简称	应收账款周转天数		应收账款周转天数		存货周转天数	
		2019	YoY	2020Q1	YoY	2019	数 2020Q1
正极材料	杉杉能源	112.3	24.4	-	-	63.2	-30.7
	当升科技	114.0	25.9	131.8	12.4	48.8	65.9
	厦门钨业	48.1	6.5	55.6	10.0	137.2	151.2
负极材料	杉杉股份	120.3	7.6	211.2	-26.5	95.2	126.7
	璞泰来	84.0	-10.7	128.3	-25.3	221.9	353.5
	贝特瑞	107.0	-3.2	-	3.7	105.0	-
隔膜	恩捷股份	151.3	29.8	245.6	44.6	128.1	273.5
	星源材质	212.7	46.4	274.5	49.6	147.6	239.5
	沧州明珠	103.4	18.4	254.5	4.2	53.6	119.4
电解液	璞泰来	84.0	-10.7	128.3	-25.3	221.9	353.5
	新宙邦	120.9	-0.4	130.9	3.2	79.8	95.2
	天赐材料	106.6	-15.5	153.2	-3.6	114.2	155.8
	江苏国泰	43.0	-4.1	58.7	8.9	32.4	62.9
	多氟多	97.9	-6.0	99.7	-10.9	108.3	106.6
	天际股份	65.8	15.9	149.2	11.2	108.2	159.1

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 行业展望: 海外供应链率先发力, 行业景气度有望触底回升

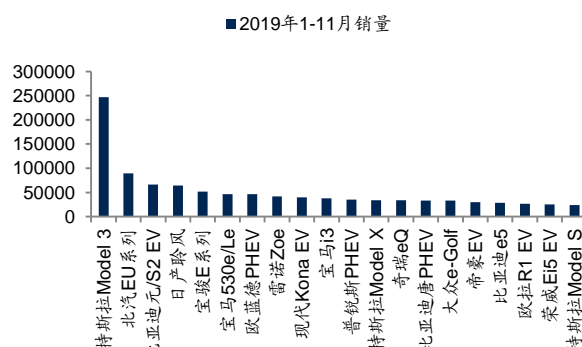
2020 年将是全球电动化元年, 欧洲市场将是重要增长点。国内市场过去受制于白名单的约束海外电池厂未能充分布局动力电池市场, 而伴随白名单淡化、补贴退去以及特斯拉上海工厂正式投产, 国内市场的全球化脚步进一步加速, 目前已有 LG 化学、AESC、三星环新等海外电池厂配套的车型出现在公告目录中; 从国外角度看, 虽然美国市场同样受补贴退坡影响增速放缓, 但欧洲市场将是新能源汽车未来增长重要基地, 根据欧盟执行的碳排放法规规定, 2021 年乘用车平均二氧化碳排放需降低至 95g/km, 2025 年降至 80.75g/km, 全球最严的碳排放法规将促使欧洲车企大规模转向新能源汽车, 根据 Marklines 预测 2025 年欧洲新能源汽车产销规模将达到 456.7 万辆, 年化增速超过 40%。

图 30: 2019 年 1-11 月全球新能源汽车销量分车企 (辆)



资料来源: EV Sales, 国信证券经济研究所整理

图 31: 2019 年 1-11 月全球新能源汽车销量分车型 (辆)



资料来源: EV Sales, 国信证券经济研究所整理

传统车企紧跟特斯拉脚步, 宝马、大众、戴姆勒纷纷发布电动化战略, 车型储备丰富。特斯拉中国工厂建设加速, 20 年 1 月交付首批中国制造的 Model 3, 宝马、大众、戴姆勒也等纷纷加速在电动化上的布局, 除宝马大量采购 CATL+三星 SDI 电池外, 大众也在近日公布了其五年电动化计划, 公司规划 2020 年

纯电动车销量目标为 40 万辆，同比增长接近 300%，同时公司规划 2020 年、2025 年纯电动车销量比例为 4%和 20%；戴姆勒也宣布未来电动化车型将涵盖奔驰品牌全部产品线，2021 年电动化车型的覆盖率姜葱今年 9%提升至 15%。

**表 14：近两年问世的电动平台新车型**

车企	车型名称	上市年份	电动平台名称	级别	WLTP 里程 km
日产	LEAF 3.ZERO	2019	EV	A	363
雷诺	ZOE (2019)	2019	EV	A0	390
现代	Kona	2018	EP1	A0-SUV	482
现代	Ioniq Gen2	2019	EP1	A-SUV	311
保时捷	Taycan	2019	PPE	A-SUV	387
大众	ID.3	2019	MEB	A	550
奥迪	E-tron	2019	MEB	A-SUV	400
捷豹	I-pace	2019	-	A-SUV	480
奔驰	EQC	2019	EVA	A	416

数据来源：电动汽车观察家、国信证券经济研究所整理

海外电动化规划将率先使供应链企业受益。从中短期角度看，大众 MEB 平台、特斯拉的国产化以及 LG 供应链的放量将率先体现，其中特斯拉上海超级工厂进度提前并开始试生产初始阶段每周生产约 3000 辆 Model3 电动车全部投入运营后年产能将攀升至 50 万辆，此外特斯拉上海临港工厂已开始提前进行 Model Y 的试生产；LG 方面，公司 Q3 扭亏同时 Q1-Q3 锂电池资本开支达到 149 亿，显示了其在动力电池方面的决心，在 Q3 电话会议中公司也预期 2020 年动力电池收入达到 10 亿韩元，相较于 2019 年将大幅增长。目前国内动力电池供应链龙头企业已陆续进入 LG、三星、松下、SKI 等供应链，而动力电池龙头宁德时代更是进入大众 MEB 平台，其海外 14GWh 工厂已经开工，伴随海外动力电池厂商、整车厂商放量供应链企业将持续受益。

**投资建议：**从行业整体上看，由于德国、法国、爱尔兰等国新能源汽车补贴政策边际向好、欧洲车企陆续公布电动化大战略以及特斯拉产业链推进进度超预期，海外市场有望改变以往特斯拉一枝独秀的局面，海外供应链的崛起为国内锂电公司打开了新市场，无论是大众 MEB 平台、宝马供应链还是特斯拉产业链均有望从 2020 年起快速放量，海外相对稳定、优质的供应体系将为供应链公司提供利润保障，是支撑行业景气度提升的重要原因；而之前市场普遍对明年国内市场的增长存在一定疑虑，伴随国内财政补贴政策退坡趋缓，特斯拉引领的爆款车型拉动以及存量出租车、公交车替换和 B 端采购预期加强，国内新能源汽车市场预期有望逐步提升。

从产业链选择上，中游环节重点推荐受益于锂电全球供应链机会标的以及锂电池优质龙头企业：宁德时代、国轩高科、璞泰来、新宙邦、亿纬锂能等。上游环节重点推荐钴产业链弹性标的寒锐钴业、华友钴业等。另外重点推荐受益于“高镍化、高倍率、长循环寿命+负极硅基化”趋势渗透率提升的新型导电剂赛道，我们认为拥有核心研发能力、产品性能领先、客户结构优异且获得资本助力的导电剂龙头公司有望率先在行业竞争中突围，推荐关注天奈科技、道氏技术等。

## 投资建议：5 月投资策略组合及 4 月投资组合回顾

我们构建国信电力设备新能源投资组合如下：

**风电：**推荐零部件+制造龙头：天顺风能、天能重工、金风科技、日月股份。

**光伏：**推荐三条主线逻辑下的标的：阳光电源、捷佳伟创、通威股份。

**电动车：**推荐受益于国内+国外两条主龙头：宁德时代、璞泰来、新宙邦、国轩

高科等。

此组合年初至今收益 15.03%，同期上证综指-6.23%；4 月单月收益 21.69%，同期上证综指+3.99%，5 月投资策略组合依然保持相同组合

**表 15：国信电力设备新能源投资组合收益表**

股票代码	股票名称	市值 (亿)	收盘价	一致预期 EPS (2020E)	一致预期 PE (2020E)	4 月单月涨幅 (%, 同期上证综指 +3.99%)	年初至今涨幅 (%, 同期上证综指 -6.23%)
002531.SZ	天顺风能	107.81	6.06	0.56	10.89	17.00%	-6.33%
300569.SZ	天能重工	34.28	14.88	1.59	9.37	15.83%	-0.47%
002202.SZ	金风科技	408.69	10.30	0.90	11.40	5.05%	-16.49%
603218.SH	日月股份	117.79	22.17	1.46	15.23	19.66%	0.24%
300274.SZ	阳光电源	159.67	10.96	0.78	14.07	14.62%	3.51%
300724.SZ	捷佳伟创	203.08	63.22	1.82	34.75	40.26%	71.58%
600438.SH	通威股份	613.16	14.30	0.69	20.76	30.15%	15.08%
300750.SZ	宁德时代	3039.20	137.62	2.43	56.73	19.93%	35.70%
603659.SH	璞泰来	341.65	78.50	2.07	37.90	28.83%	-9.22%
300037.SZ	新宙邦	174.30	42.43	1.09	38.86	16.56%	14.67%
002074.SZ	国轩高科	275.56	24.40	0.58	42.16	30.72%	57.04%
<b>组合平均</b>						<b>21.69%</b>	<b>15.03%</b>
<b>收益</b>							

资料来源:WIND，国信证券经济研究所整理



## 国信证券投资评级

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

## 分析师承诺

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

## 风险提示

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

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

## 证券投资咨询业务的说明

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

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

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032