

电气设备

疫情不改长期趋势，行业景气逐季提升

新能源汽车：疫情影响有限，长期拐点不变，龙头优势进一步强化。受补贴大幅下降影响，2019 年新能源汽车产销分别为 124.0/120.6 万辆（-1.6%/-3.2%），2020Q1 则受疫情拖累，产销分别为 10.4/11.3 万辆（-62.6%/-51.0%）。新能源汽车产销偏弱，带动动力电池装机来量走弱，2019/2020Q1 分别为 62.4/5.7GWh（+10.7%/-47.1%）。但由于市场集中度提升，锂电池板块代表性公司营收增速高于行业平均，2019/2020Q1 分别实现收入 969.8/172.6 亿元（+29.4%/-19.5%）。补贴下降导致产业链价格压力较大，板块净利润增速显著低于营收增速，2019/2020Q1 净利润分别为 92.6/14.8 亿（+0.5%/-35.1%）。2019/2020Q1 锂电池板块毛利率分别为 27.8%/25.6%，分别同比下滑 0.2/1.3pct，仍延续下降趋势，随着价格降幅逐步收窄，毛利率下降空间有限。2019/2020Q1 板块经营活动现金流分别为 188.2/32.7 亿（+56.6%/-32.9%），主要因宁德时代产业链议价能力超强，但 2020Q1 受行业不景气拖累。分产业链环节来看，营收利润增速分化明显，龙头公司优势强化。产业大周期开启，更重趋势，疫情只影响 1-2 季度短期业绩，不改行业大趋势，更不改行业大格局。Q2 行业景气度逐月提升，欧美疫情 4 月拐点已现，如在 6 月收尾，Q3 国内外销量有望重新高增，拐点又至。中国动力电池产业集群全球竞争力突出，继续推荐宁德时代、璞泰来、恩捷股份、新宙邦、亿纬锂能、当升科技；关注嘉元科技、科达利、天赐材料、中科电气。

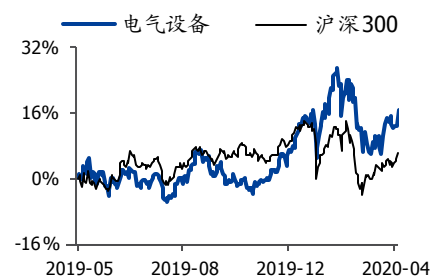
新能源发电：抢装背景下风电高速增长，疫情不改光伏长期逻辑。在抢装的大背景下，风电行业装机规模同比大幅提升，2019 年全年国内完成风电新增并网容量 25.74GW，同比增长 25.01%。2019/2020Q1 风电板块累计实现收入 891.64/169.30 亿元（+34.85%/+18.87%），累计实现归母净利润 71.66/19.24 亿元（+10.98%/+113.71%）。随着整机厂商逐步完成前期低价订单的释放，整机厂商已逐步开始释放 2019 年新签的订单，风电板块毛利率开始逐步回升。一季度风电板块毛利率为 24.52%，同比下滑 1.83pcts，环比上升 2.95pcts。光伏海外需求兴起，全球光伏市场多点开花。国内光伏出口高速增长，2019 年全年我国完成光伏组件出口 63.5GW，同比增长 62%。一季度受国内疫情影响，工厂复工延迟，产业链产能利用率较低，3 月中国组件出口回升，月度出口规模达到 7.49GW，环比增长 164.6%，同比基本持平。在海外需求高速增长背景下，2019/2020Q1 光伏板块累计实现收入 2081.96/429.75 亿元（+33.4%/+11.85%）；累计实现归母净利润 179.26/38.78 亿元（+27.2%/+24.4%）。随着疫情逐步缓和，原计划在一季度完工的 2019 年竞价项目开始抢装，短期国内需求启动刺激产业链价格开始反弹，全年来看，2020 年全年国内项目有望维持在 35~45GW，同比去年稳步增长。从全球来看，全球疫情情况正在逐步改善，光伏属于基建需求，疫情结束后需求有望迅速复苏。产业链价格有望企稳，同时龙头厂商产能逐步释放，新增产能带来的成本继续优化，龙头厂商业绩有望超预期。继续推荐隆基股份、通威股份、晶澳科技、东方日升、金风科技、天顺风能。

电力设备：2019 年电网投资下滑拖累板块，2020 年国网投资逆周期加码，中高压输变电板块呈现结构性景气。2019 年电网投资额 4856 亿元，同比下滑 9.6%，国家电网全年投资 4473 亿元，同比下滑 8.5%。受此影响，电力设备板块营收仅增长约 4.8%，充电桩/导线电缆/低压配用电/中高压输变电各板块营收同比增速分别为 5.2/3.5/7.0/3.1%，同比分别提升 4.8/-25.0/-6.5/4.4 个 pct，其中充电桩与中高压配用电板块收入呈加速增长趋势。在剔除业绩巨亏标的后，电力设备板块 2019 年归母净利润增速约 22.4%，净利润增速高于营收；分板块看，充电桩/导线电缆/低压配用电/中高压输变电归母净利润同比增速分别为 13.7/13.7/20.3/36.7%，同比分别提升 35.0/-10.1/20.4/77.5 个 pct。2020 年国网已将投资额上调到 4600 亿元，相比年初规划 4080 亿投资额度提升 10%，其中特高压、电力物联网、充电桩等新基建领域是重点方向，我们预计中高压输变电板块有望呈现结构性景气。推荐：良信电器、国电南瑞、安靠智电、特锐德、海兴电力等。

风险提示：新能源汽车产销不及预期；全球光伏装机需求不及预期；风电行业装机不达预期，平价项目启动导致风机招标价格下行。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 王磊

执业证书编号：S0680518030001

邮箱：wanglei1@gszq.com

分析师 孟兴亚

执业证书编号：S0680518030005

邮箱：mengxingya@gszq.com

分析师 吴星煜

执业证书编号：S0680520030001

邮箱：wuxingyu@gszq.com

相关研究

- 1、《电气设备：国内需求启动促光伏电池片涨价，特斯拉 Q1 业绩超预期》2020-05-05
- 2、《电气设备：2020 年新能源车补贴政策温和，一季度风电工程投资额大幅增长》2020-04-26
- 3、《电气设备：2020 年新能源车补贴政策温和，助力产业高质量长效发展》2020-04-23



重点标的

股票 代码	股票 名称	投资 评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300750	宁德时代	买入	2.06	2.36	3.07	3.68	70.09	61.18	47.03	39.23
601012	隆基股份	增持	1.40	1.57	1.78	2.21	22.01	19.62	17.31	13.94
002459	晶澳科技	买入	0.93	1.00	1.16	1.36	16.60	15.44	13.31	11.35
002812	恩捷股份	买入	1.06	1.39	1.97	2.24	51.71	39.43	27.82	24.47
600438	通威股份	增持	0.61	0.68	0.93	1.17	24.77	22.22	16.25	12.91
002202	金风科技	买入	0.52	0.96	1.12	1.16	19.19	10.40	8.91	8.60
603659	璞泰来	增持	1.50	2.10	2.79	3.58	51.53	36.81	27.71	21.59
002531	天顺风能	买入	0.42	0.57	0.72	0.80	14.10	10.39	8.22	7.40

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

综述	5
板块营收和净利情况：2019 年表现稳定，2020 年 Q1 显著下滑	6
行业毛利率稳中有升，费用率总体呈上升趋势	7
新能源车：疫情影响有限，长期拐点不变，龙头优势进一步强化	8
光伏：19 年海外需求高速增长，疫情不改行业趋势	15
风电：盈利能力逐步提升，一季度业绩高增长	17
电力设备：2019 年电网投资下滑拖累板块，2020 年投资逆周期加码，中高压板块呈现结构式景气	20
风险提示	27

图表目录

图表 1：电力设备与新能源板块细分子行业公司列表	5
图表 2：行业营业收入同比增速，单位：亿元	7
图表 3：行业归母净利润同比增速，单位：亿元	7
图表 4：细分行业营业收入同比增速（单位：%）	7
图表 5：细分行业归母净利润同比增速（单位：%）	7
图表 6：行业毛利率水平（单季）	8
图表 7：行业期间费用率水平（单季）	8
图表 8：新能源汽车季度产销及增速	9
图表 9：新能源汽车分车型季度产销及增速	9
图表 10：动力电池产量及装机量	9
图表 11：锂电板块季度营收	10
图表 12：锂电板块累计营收	10
图表 13：锂电板块季度净利润	10
图表 14：锂电板块累计净利润	10
图表 15：锂电板块毛利率变化	11
图表 16：锂电板块经营活动现金流	11
图表 17：上游锂钴价格变化，右轴为电解钴价格	11
图表 18：上游锂钴均价变化	11
图表 19：各环节价格变化	12
图表 20：动力电池价格变化	12
图表 21：隔膜价格变化	12
图表 22：负极材料价格变化	13
图表 23：电解液价格变化	13
图表 24：正极材料价格变化	13
图表 25：锂电板块营收分公司（亿元）	14
图表 26：锂电板块净利润分公司（亿元）	14
图表 27：光伏组件出口规模，单位：GW	15
图表 28：光伏组件出口规模，单位：亿美元	15
图表 29：国内月度并网数据，单位：万千瓦	16
图表 30：光伏月度组件出口数据，单位：GW	16
图表 31：光伏板块收入累计变化情况，单位：亿元	16
图表 32：光伏板块收入单季度变化情况，单位：亿元	16
图表 33：光伏板块归母净利润累计变化情况，单位：亿元	17

图表 34: 光伏板块归母净利润单季度变化情况, 单位: 亿元.....	17
图表 35: 全球新增风电装机情况, 单位: 万千瓦.....	18
图表 36: 风电板块收入累计变化情况, 单位: 亿元.....	18
图表 37: 风电板块收入单季度变化情况, 单位: 亿元.....	18
图表 38: 风电板块归母净利润累计变化情况, 单位: 亿元.....	19
图表 39: 风电板块归母净利润单季度变化情况, 单位: 亿元.....	19
图表 40: 风电板块毛利率开始回升.....	19
图表 41: 风机招标价格走势, 单位: 元/kw.....	20
图表 42: 2008-2019 年电网投资/国网投资及相关增速 (%).....	21
图表 43: 2017-2019 年电网投资额 (亿元) 分月度比较.....	21
图表 44: 国家电网历年投资金额及增速 (%).....	22
图表 45: 2018 年能源局加快推进重点电力项目——特高压部分核准情况一览.....	23
图表 46: 历年特高压核准情况 (条).....	24
图表 47: 2020 年特高压和跨省 500 千伏及以上交直流项目前期工作计划- 特高压项目情况.....	24
图表 48: 电力设备各子板块季度营收 (亿元).....	25
图表 49: 电力设备各子板块季度营收增速 (%).....	25
图表 50: 电力设备各子板块累计营收增速 (%).....	25
图表 51: 电力设备各子板块季度归母净利润 (亿元).....	26
图表 52: 电力设备各子板块累计营收增速 (%).....	26
图表 53: 电力设备各子板块累计毛利率 (%).....	27

综述

本文选取电力设备新能源板块的 138 家上市公司,具体分为充电桩、低压配用电、风电、电池、电解液、隔膜、正极、负极、中高压输变电、工业控制、太阳能、核电、导线电缆十三大板块,对其 2019 年年报及 2020 年一季报从行业整体、细分行业的盈利能力、营运能力、成长能力分别进行分析。具体的细分子行业情况如图表 1 所示。

图表 1: 电力设备与新能源板块细分子行业公司列表

细分行业	代码	股票名称	细分行业	代码	股票名称
充电桩	300001.SZ	特锐德	中高压输变电	002358.SZ	森源电气
	002364.SZ	中恒电气		002452.SZ	长高集团
	002276.SZ	万马股份		300341.SZ	麦迪电气
	002227.SZ	奥特迅		600580.SH	卧龙电气
	002441.SZ	众业达		600192.SH	长城电工
	002121.SZ	科陆电子		600112.SH	天成控股
	300491.SZ	通合科技		601616.SH	广电电气
	300141.SZ	和顺电气		000585.SZ	东北电气
	002518.SZ	科士达		300208.SZ	恒顺众昇
	300376.SZ	易事特		600353.SH	旭光股份
	300499.SZ	高澜股份		300040.SZ	九洲电气
低压配用电	002706.SZ	良信电器		600089.SH	特变电工
	603861.SH	白云电器		002606.SZ	大连电瓷
	601877.SH	正泰电器		000400.SZ	许继电气
	600379.SH	宝光股份		300069.SZ	金利华电
	300427.SZ	红相电力		002028.SZ	思源电气
	002339.SZ	积成电子		601179.SH	中国西电
	601126.SH	四方股份		600550.SH	保变电气
	600452.SH	涪陵电力		600312.SH	平高电气
	300062.SZ	中能电气	工业控制	600560.SH	金自天正
	300365.SZ	恒华科技		002527.SZ	新时达
	002298.SZ	中电鑫龙		603416.SH	信捷电气
	600268.SH	国电南自		002184.SZ	海得控制
	300477.SZ	合纵科技		600525.SH	长园集团
	603556.SH	海兴电力		000682.SZ	东方电子
	300018.SZ	中元股份		002576.SZ	通达动力
	300222.SZ	科大智能		002334.SZ	英威腾
	600405.SH	动力源		300484.SZ	蓝海华腾
	600517.SH	置信电气		300124.SZ	汇川技术
	300360.SZ	炬华科技		002380.SZ	科远股份
	300490.SZ	华自科技		600885.SH	宏发股份
	600406.SH	国电南瑞		002851.SZ	麦格米特
	002335.SZ	科华恒盛	太阳能	601908.SH	京运通

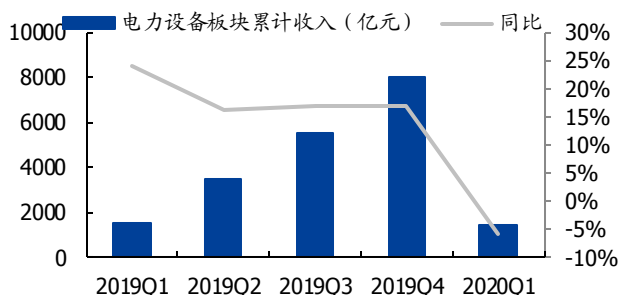
	600590.SH	泰豪科技		600438.sh	通威股份
	002546.SZ	新联电子		000012.SZ	南玻 A
	601567.SH	三星医疗		300316.SZ	晶盛机电
	002350.SZ	北京科锐		601222.SH	林洋能源
	002169.SZ	智光电气		002506.SZ	协鑫集成
	300215.SZ	电科院		300274.SZ	阳光电源
	002090.SZ	金智科技		601012.SH	隆基股份
	300286.SZ	安科瑞		002610.SZ	爱康科技
风电	002531.SZ	天顺风能		002056.SZ	横店东磁
	002080.SZ	中材科技		000591.SZ	太阳能
	300129.SZ	泰胜风能		300393.SZ	中来股份
	002487.SZ	大金重工		601877.SH	正泰电器
	603218.SH	日月股份		603806.SH	福斯特
	002202.SZ	金风科技		300029.SZ	天龙光电
	300443.SZ	金雷股份		600537.SH	亿晶光电
	300185.SZ	通裕重工		300118.SZ	东方日升
	601615.SH	明阳智能		300763.SZ	锦浪科技
	300772.SZ	运达股份		002459.SZ	晶澳科技
电池	300690.sz	双一科技	核电	000777.SZ	中核科技
	601016.SH	节能风电		002438.SZ	江苏神通
	300750.SZ	宁德时代	电线电缆等	603308.SH	应流股份
	300014.SZ	亿纬锂能		002560.SZ	通达股份
电解液	002074.SZ	国轩高科		002545.SZ	东方铁塔
	300438.SZ	鹏辉能源		002300.SZ	太阳电缆
隔膜	300037.SZ	新宙邦		603333.SH	明星电缆
	002709.SZ	天赐材料		300120.SZ	经纬电材
	002812.SZ	恩捷股份		300265.SZ	通光线缆
正极	300568.SZ	星源材质		002451.SZ	摩恩电气
	002108.SZ	沧州明珠		002359.SZ	齐星铁塔
	300073.SZ	当升科技		002471.SZ	中超控股
	600884.SH	杉杉股份		002212.SZ	南洋股份
负极	688005.SH	容百科技		002498.SZ	汉缆股份
	300769.SZ	德方纳米		600577.SH	精达股份
铜箔	603659.SH	璞泰来		600973.SH	宝胜股份
结构件	688388.SH	嘉元科技		601700.SH	风范股份
	002850.SZ	科达利			

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

板块营收和净利情况: 2019 年表现稳定, 2020 年 Q1 显著下滑

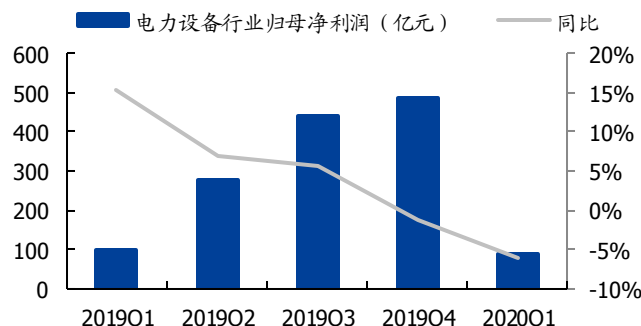
2019 年以来营业收入与归母净利润稳定增长，2020 年一季度受疫情盈利出现下滑。从营业收入情况来看，电力设备新能源行业 2019 年实现营业收入 8001.40 亿元，同比增长 17.05%；2020 年一季度实现收入 1430.71 亿元，同比增速下降至-5.71%。归属于母公司净利润方面，2019 年行业实现归母净利润 485.30 亿元，同比下降 1.32%，2020 年一季度实现归母净利润 89.95 亿元，同比下降 6.19%。板块 2019 年维持较为稳定增长，2020 年一季度受疫情影响，出现显著下滑。

图表 2：行业营业收入同比增速，单位：亿元



资料来源：Wind，国盛证券研究所

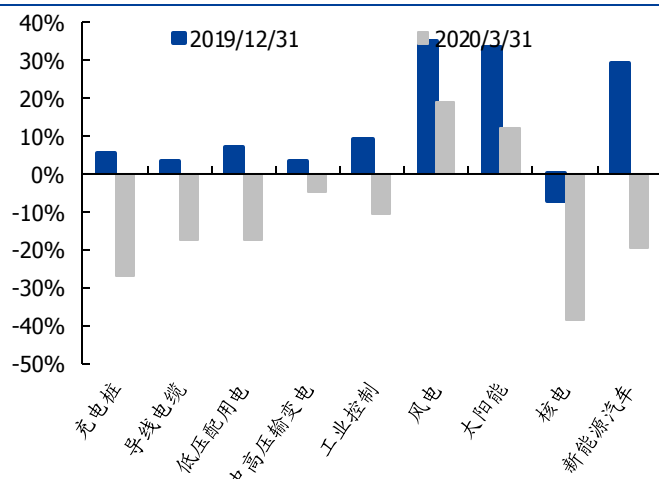
图表 3：行业归母净利润同比增速，单位：亿元



资料来源：Wind，国盛证券研究所

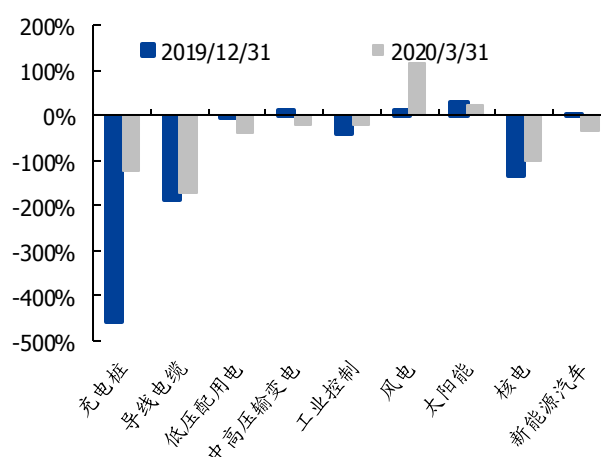
从细分行业盈利能力来看，行业内分化较为明显，2019 年和 2020 年 Q1 风电板块收入增速最高，归母净利润方面，太阳能板块 2019 年增长明显，风电板块 2020 年 Q1 表现优异。营业收入方面，2019 年和 2020 年 Q1 风电板块营业收入增速最高，分别为 34.85% 和 18.87%，其次为光伏板块，分别实现 33.40% 和 11.85%。受 2020 年疫情影响，各板块 2020 年 Q1 收入增速均较 2019 年全年收入增速有所下滑。传统电力设备行业 2019 年收入增速在 0-10% 之间，2020 年 Q1 降至 -30%-0 之间。从归母净利润来看，2019 年，全板块仅太阳能、中高压输变电、风电和新能源汽车归母净利润增速为正，分别为 27.02%、11.91%、10.98% 和 0.53%，其中太阳能板块收入增速最快。2020 年 Q1，受疫情影响行业归母净利润增速下滑明显，仅风电和太阳能净利润同比增速为正。风电板块归母净利润增速达到 113.71%，光伏次之，为 24.40%。

图表 4：细分行业营业收入同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 5：细分行业归母净利润同比增速（单位：%）

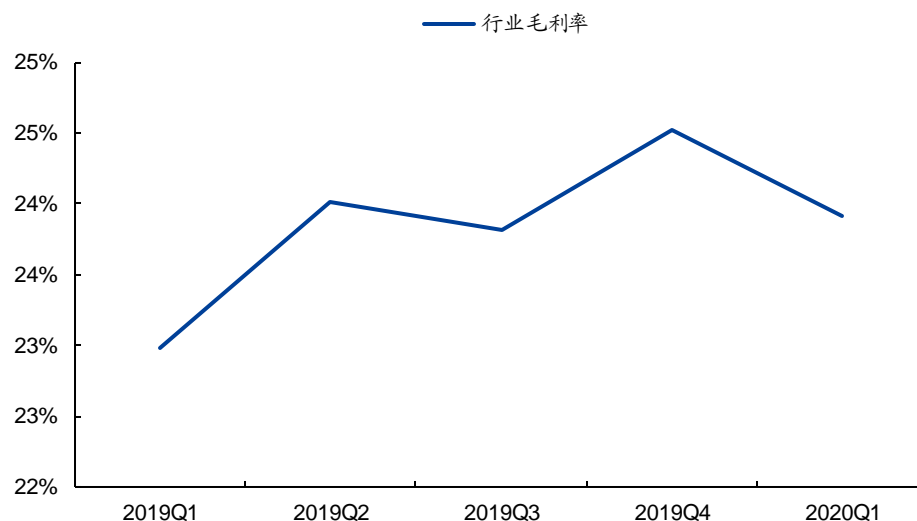


资料来源：Wind，国盛证券研究所

行业毛利率稳中有升，费用率总体呈上升趋势

行业整体单季度毛利率稳中有升，2020 年 Q1 略有下降。在 2019 年以来，行业毛利率呈现上升趋势，2019 年第四季度毛利率上升至 24.53%。2020 年 Q1 受疫情影响，毛利率略有下降，下降至 23.91%。

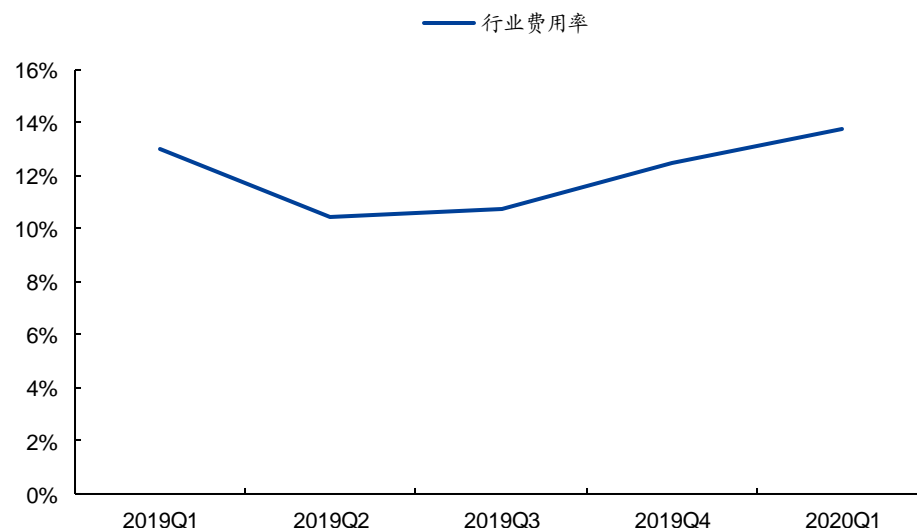
图表 6: 行业毛利率水平 (单季)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

行业期间费用率总体呈现上升趋势。2019 年一季度后，单季行业期间费用率明显下降，到 2019 年二季度达到最低点 10.39%，随后一直保持稳步增长的态势，2020 年一季度达到 13.76%。

图表 7: 行业期间费用率水平 (单季)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

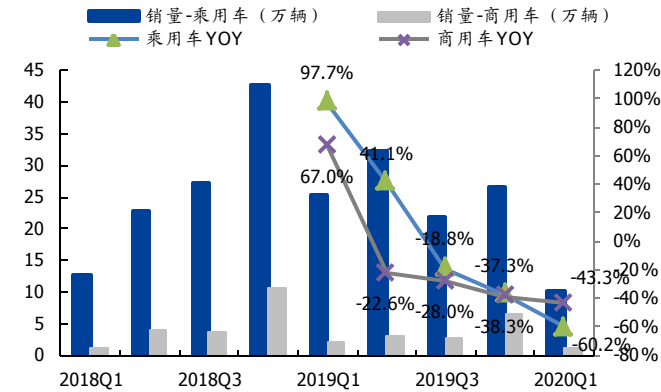
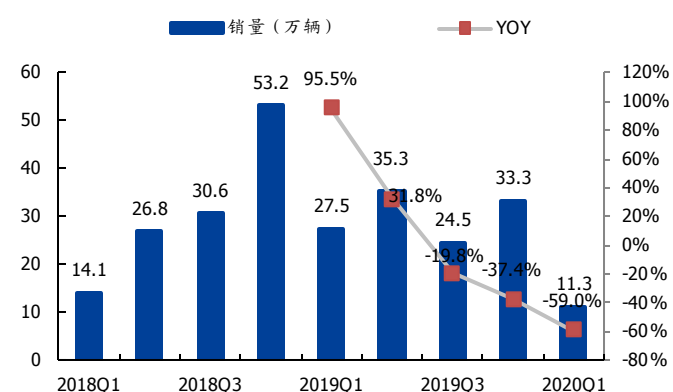
新能源车：疫情影响有限，长期拐点不变，龙头优势进一步强化

2019 年受补贴大幅退坡影响，下半年销量增速转负，全年销量同比下滑，2020Q1 受疫情影响，产销同比大幅下降。根据中汽协数据，2019 国内新能源汽车产销分别为

124.0/120.6 万辆，同比分别下滑 1.6%/3.2%，其中乘用车产销分别为 109.0/106.2 万辆，同比分别增长 2.2%/0.8%，基本持平；商用车产销分别为 14.8/14.5 万辆，同比分别下滑 23.7%/23.6%，同比降幅较大。3-6 月为过渡期，过渡期后补贴大幅下滑导致 2019 年新能源车在 7 月之前抢装，上半年高增长，下半年同比转负，全年小幅下滑。2020Q1 受疫情影响叠加同期高基数，新能源汽车产销分别为 10.4/11.3 万辆，同比分别下滑 62.6%/59.0%，降幅较大。

图表 8: 新能源汽车季度产销及增速

图表 9: 新能源汽车分车型季度产销及增速

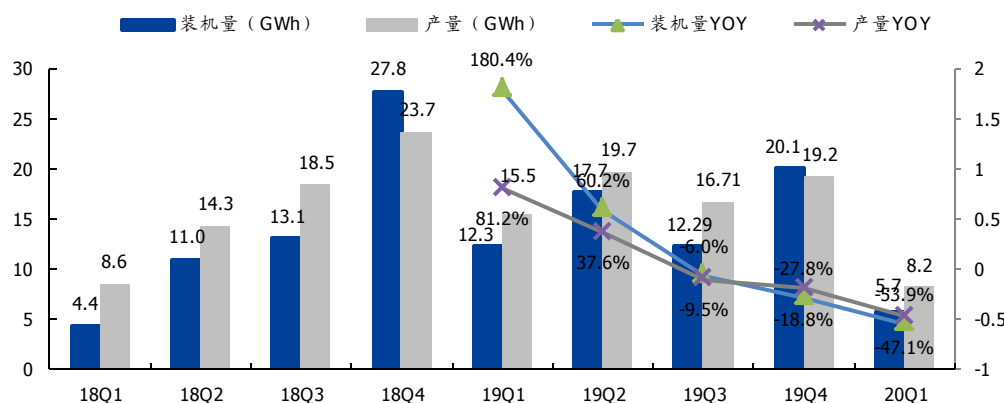


资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

由于单车带电量提升, 尽管 2019 年新能源汽车产销小幅下滑, 全年动力电池产量及装机量仍实现小幅增长, 分别为 71.1/62.4GWh, 同比分别增长 9.4%/10.7%。2020Q1 动力电池产量装机量分别为 8.2/5.7GWh, 同比分别下滑 53.9%/47.1%, 降幅略低于新能源汽车产销下滑幅度。

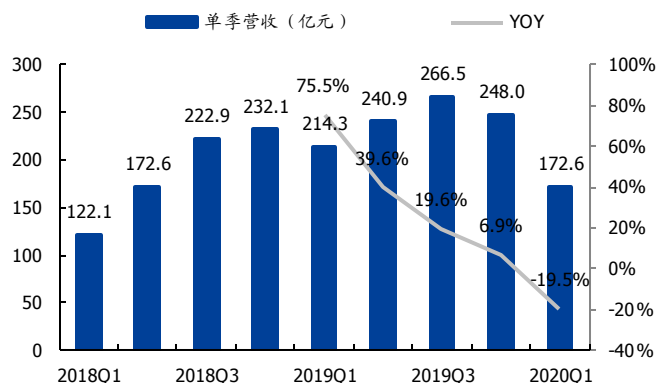
图表 10: 动力电池产量及装机量



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

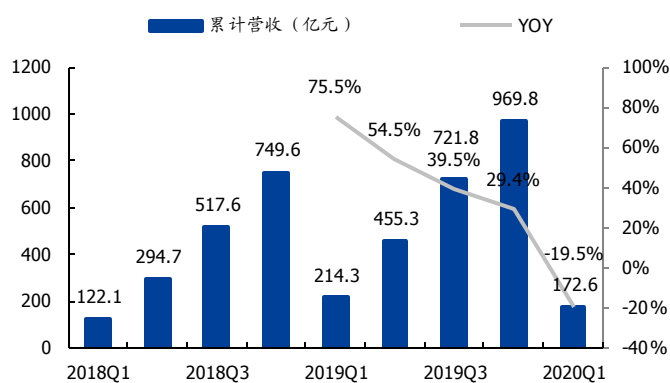
市场集中度提升, 2019 板块代表性公司营收仍维持增长。2019 年锂电池板块 (选取动力电池及材料环节代表公司, 下同) 实现收入 969.8 亿元, 同比增长 29.4%, 收入增速逐季下行。2020Q1 锂电池板块实现收入 172.6 亿元, 同比下滑 19.5%。

图表 11: 锂电板块季度营收



资料来源: wind, 国盛证券研究所

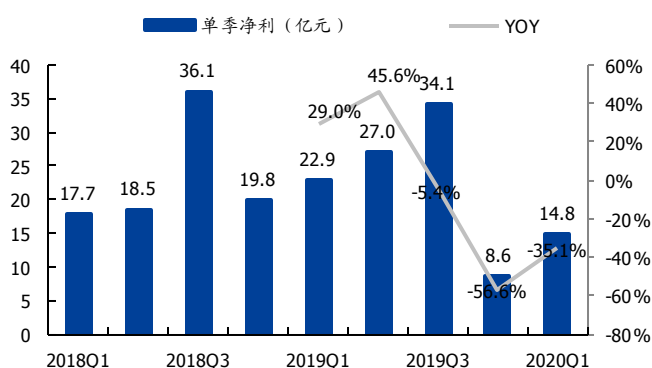
图表 12: 锂电板块累计营收



资料来源: wind, 国盛证券研究所

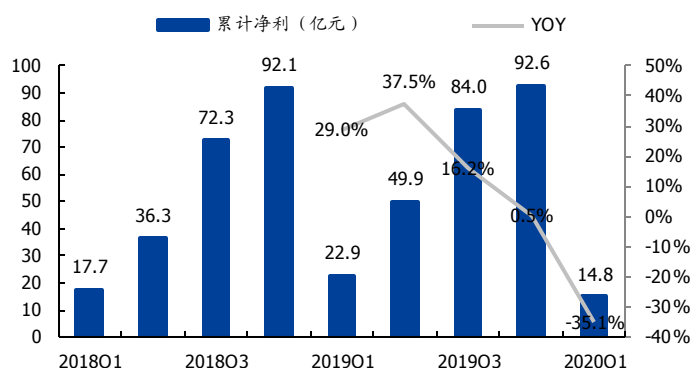
补贴下降导致产业链降价压力较大, 净利增速低于营收增速。由于整体补贴下降, 导致整体产业链降价幅度较大, 在上游原材料价格下降以及中游整体降本增效下, 整体净利润增速仍低于营收增速。2019 年锂电板块实现净利润 92.6 亿, 同比增长 0.5%, 2020Q1 实现净利 14.8 亿, 同比下滑 35.1%。

图表 13: 锂电板块季度净利润



资料来源: wind, 国盛证券研究所

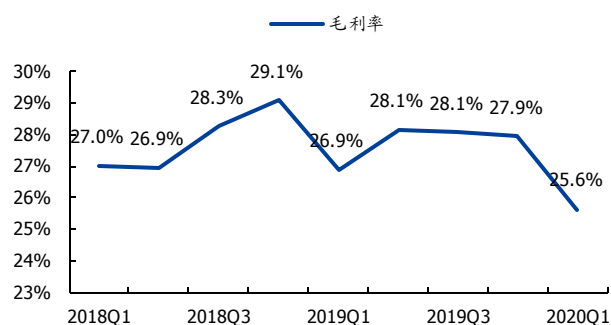
图表 14: 锂电板块累计净利润



资料来源: wind, 国盛证券研究所

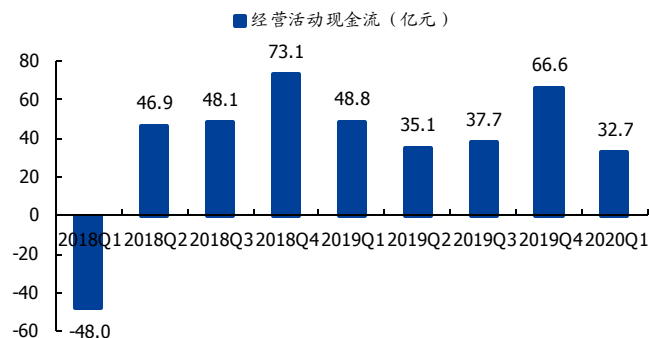
2019 锂电池板块毛利率为 27.8%, 同比小幅下滑 0.2pct, 上游原材料价格下降以及中游整体降本增效是在降价过程中毛利率仅小幅下滑的核心原因。2020Q1 由于行业整体产能利用率下滑, 毛利率下滑至 25.6%, 同比下降 1.3pct。2019 板块经营活动现金流为 188.2 亿, 同比增加 66.6 亿, 主要因动力电池龙头宁德时代产业链议价能力超强, 经营活动现金流有显著改善。2020Q1 经营活动现金流为 32.7 亿, 在产销大幅下滑之际, 现金流金额同比也有所下降。

图表 15: 锂电板块毛利率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

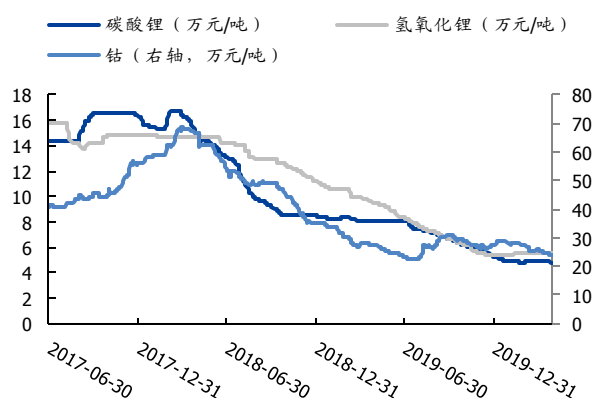
图表 16: 锂电板块经营活动现金流



资料来源: wind, 国盛证券研究所

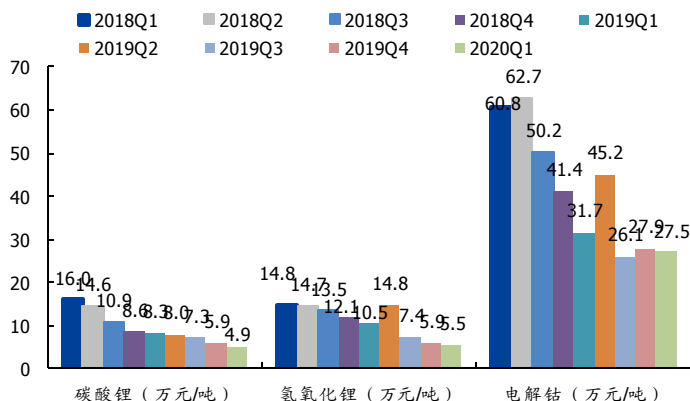
上游锂钴资源价格持续下跌，进入底部区间，后续预计将以震荡为主。碳酸锂 2018 年持续下跌，钴从 2018Q2 亦进入下跌通道，2019 碳酸锂/氢氧化锂继续下跌，钴价在 7 月中旬触底后有所反弹。2019 年碳酸锂均价 7.4 万/吨，相比 2018 年均价下跌 40.9%，电解钴均价 32.7 万/吨，相比 2018 年均价下跌 39.2%。均价来看逐季下降，目前已进入底部区间，锂钴预计将以震荡为主。

图表 17: 上游锂钴价格变化，右轴为电解钴价格



资料来源: 长江有色, 国盛证券研究所

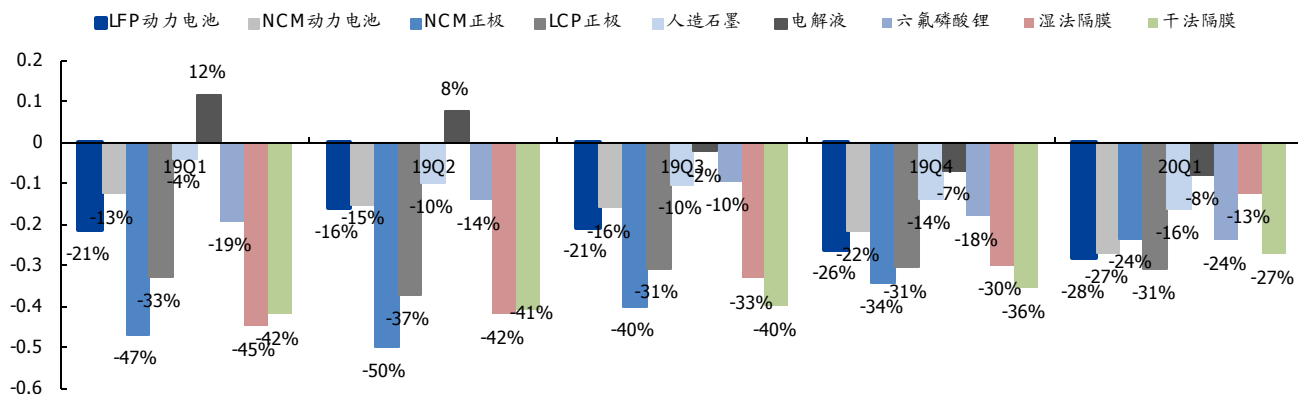
图表 18: 上游锂钴均价变化



资料来源: 长江有色, 国盛证券研究所

中游降价仍为主基调，但降幅有所收窄。中游降价仍为主基调，尤其隔膜及正极环节。正极环节主要因原材料锂、钴价格下降导致价格降幅较大，随着锂价跌幅放缓，钴价触底回升进入震荡，预计正极价格有望企稳。隔膜仍维持较大降幅，在连续两年维持 40% 价格降幅，后续空间有限，2020Q1 环比降幅已明显收窄。电解液结束恶价格竞争，平缓下降，负极材料随原材料针状焦价格下降及低成本石墨化产能增加仍将有一定下降空间，电池环节由于补贴下降压力，2019 年下半年降幅略有扩大。

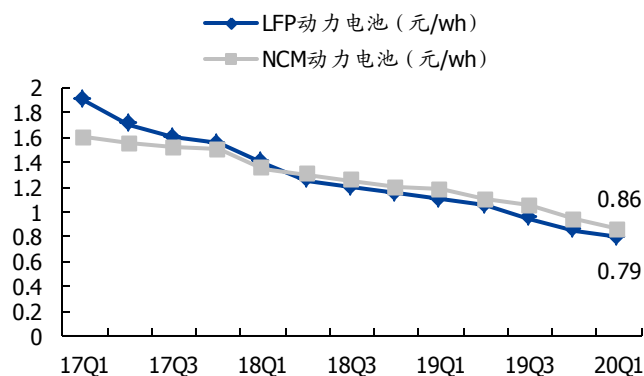
图表 19: 各环节价格变化



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

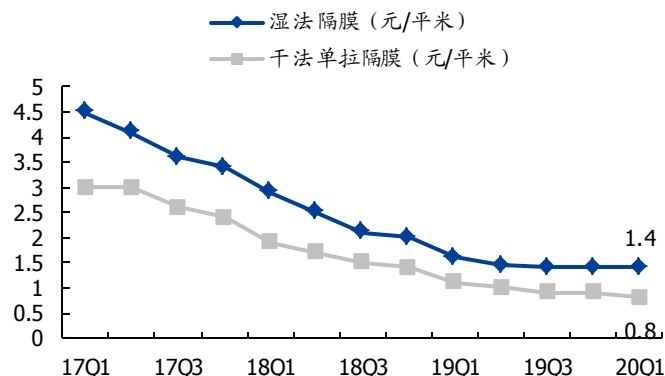
具体来看, NCM/LFP 动力电池 2020Q1 单价分别下降至 0.86/0.79 元/wh, 环比分别下降 8.5%/7.5%, 降幅略有收窄, 已低于 2020 年 1 元/wh 目标, 后续降幅有望放缓。湿法/干法单拉隔膜价格分别下降至 1.4/0.8 元/平米, 环比分别下降 0.0%/11.1%, 湿法隔膜降幅已显著收窄。

图表 20: 动力电池价格变化



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

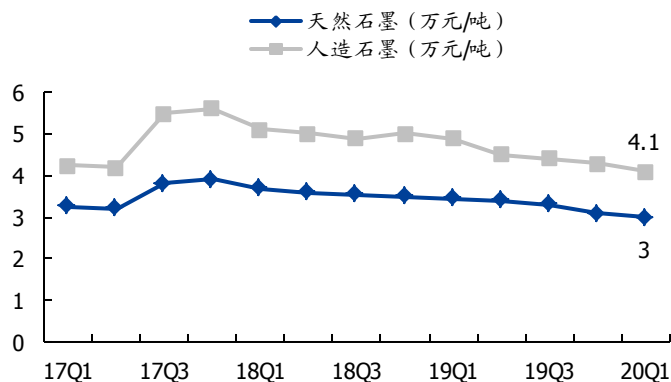
图表 21: 隔膜价格变化



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

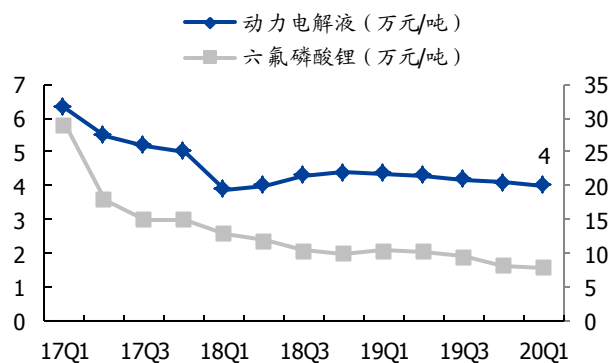
2020Q1 人造石墨/天然石墨价格分别下降至 4.1/3.0 万/吨, 环比分别下降 4.7%/3.2%, 随着主要厂商低成本石墨化产能释放及原材料针状焦降价, 人造石墨价格仍有下降空间。电解液价格从 2018Q1 企稳回升以来, 保持相对稳定, 2020Q1 价格为 4.0 万/吨, 环比小幅下降 2.4%。

图表 22: 负极材料价格变化



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

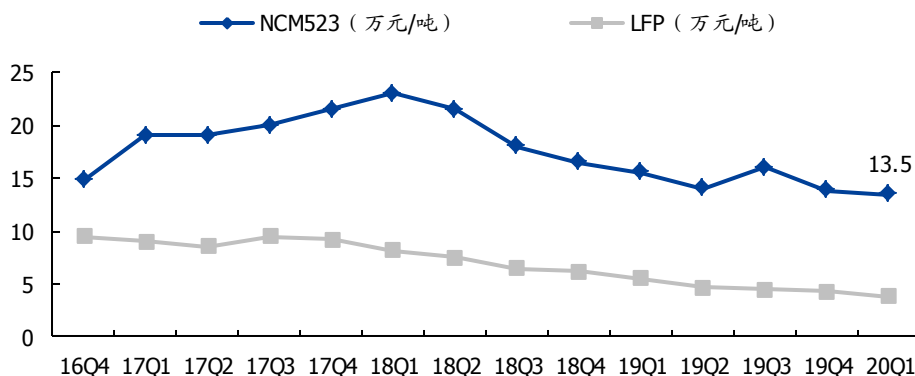
图表 23: 电解液价格变化



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

正极受上游原材料钴锂价格下降影响降幅较大,三元正极材料价格从 2018Q1 的 23.0 万下降至 2020Q1 的 13.5 万,环比下降 2.2%,降幅收窄,锂钴价格底部震荡,正极价格有望企稳。

图表 24: 正极材料价格变化



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

分产业链环节来看,营收利润增速分化明显,龙头公司优势强化。

- 1) 动力电池环节呈现龙头集中趋势,宁德时代市占率从 2018 年的 41.4%提升至 2019 的 51.8%,营收净利增速远高于同行,同时产业链议价能力超强,挤占上下游货款,预收、应付款大幅增长,经营活动现金流增长显著。亿纬锂能锂原/消费/动力电池多业务快速协同增长,麦克韦尔投资收益高增驱动净利大幅增长。中小电池企业盈利恶化。
- 2) 电解液环节公司业务均为多元化布局,新宙邦经营稳健,增长平稳;天赐材料因业务扩张较快导致短期净利承压,有望逐步改善。2020Q1 两者均收益疫情净利大幅增长。
- 3) 隔膜环节同样呈现头部公司优势强化趋势,恩捷股份营收、净利大幅增长,同行盈利普遍恶化。
- 4) 正极材料环节因产品采用成本加成定价模式,尽管售价受钴价影响较大,但单位盈利较为稳定,2019 年当升、容百均受比克影响,大幅计提坏账,盈利下滑。
- 5) 负极材料环节格局较为稳定,璞泰来自建石墨化、炭化工序产能下半年投产,盈利逐步改善。

图表 25: 锂电板块营收分公司 (亿元)

环节	公司	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	2019	2019 YOY	20Q1 YOY
电池	宁德时代	37.1	56.5	97.8	104.8	99.8	102.8	125.9	129.3	90.3	457.9	54.6%	-9.5%
电池	亿纬锂能	6.8	12.0	11.3	13.4	11.0	14.3	20.5	18.3	13.1	64.1	47.4%	19.2%
电池	国轩高科	10.6	15.5	14.9	10.3	17.5	18.5	15.4	-1.9	7.3	49.6	-3.3%	-58.4%
电池	鹏辉能源	3.9	5.7	8.1	8.0	5.9	8.5	10.5	8.1	4.4	33.1	28.8%	-24.9%
电解液	新宙邦	4.5	5.4	5.7	6.1	5.1	5.4	6.4	6.3	5.2	23.2	7.4%	1.6%
电解液	天赐材料	4.4	5.1	5.6	5.8	5.4	6.7	7.5	7.9	5.2	27.5	32.4%	-3.5%
隔膜	恩捷股份	2.4	2.7	11.1	8.4	6.6	7.2	7.3	10.5	5.5	31.6	28.6%	-15.8%
隔膜	星源材质	1.7	1.5	1.1	1.6	1.6	1.9	1.6	0.8	1.2	6.0	2.8%	-22.9%
隔膜	沧州明珠	6.0	9.0	10.1	8.2	5.5	8.2	8.7	7.5	3.1	30.0	-9.9%	-43.6%
正极	当升科技	6.7	9.6	8.5	8.0	6.5	6.9	5.0	4.4	4.2	22.8	-30.4%	-36.4%
正极	杉杉股份	18.1	24.7	20.9	24.7	20.3	24.1	20.7	21.7	12.2	86.8	-2.0%	-39.8%
正极	容百科技	5.8	7.6	7.3	9.7	8.3	11.2	11.5	10.9	6.5	41.9	37.8%	-21.1%
正极	德方纳米	2.4	2.7	2.7	2.6	2.2	2.4	2.8	3.1	1.6	10.5	0.0%	-28.8%
负极	璞泰来	5.7	8.0	9.1	10.2	10.3	11.5	13.2	13.0	8.2	48.0	44.9%	-20.4%
铜箔	嘉元科技	2.0	2.5	3.4	3.6	3.3	4.3	4.1	2.7	1.5	14.5	25.4%	-55.9%
结构件	科达利	3.9	4.1	5.5	6.5	4.8	6.9	5.3	5.3	3.0	22.3	11.5%	-38.8%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 锂电板块净利润分公司 (亿元)

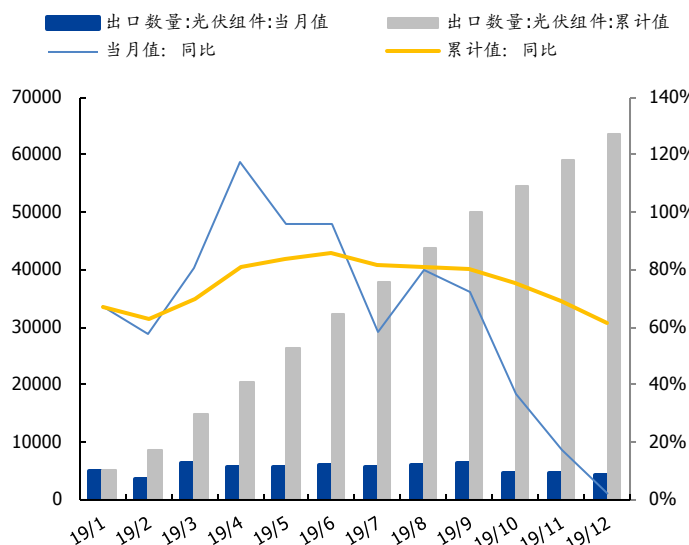
环节	公司	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	2019	2019 YOY	20Q1 YOY
电池	宁德时代	4.1	5.0	14.7	10.1	10.5	10.6	13.6	11.0	7.4	45.6	34.6%	-29.1%
电池	亿纬锂能	0.7	0.8	2.2	1.9	2.0	3.0	6.6	3.6	2.5	15.2	166.7%	26.1%
电池	国轩高科	1.6	3.0	1.9	-0.8	2.0	1.5	2.3	-5.3	0.3	0.5	-91.2%	-83.3%
电池	鹏辉能源	0.7	0.8	1.1	0.0	0.5	0.9	1.3	-1.0	0.2	1.7	-36.5%	-55.5%
电解液	新宙邦	0.5	0.7	0.9	1.1	0.6	0.7	1.1	0.9	1.0	3.3	1.6%	59.0%
电解液	天赐材料	4.1	0.3	0.3	-0.2	0.3	0.2	0.4	-0.7	0.4	0.2	-96.4%	45.1%
隔膜	恩捷股份	0.2	0.2	2.8	2.0	2.1	1.8	2.4	2.2	1.4	8.5	63.9%	-34.9%
隔膜	星源材质	0.9	0.6	0.3	0.4	0.8	1.0	0.2	-0.6	0.2	1.4	-38.7%	-79.1%
隔膜	沧州明珠	0.6	0.7	1.9	-0.1	0.3	0.7	0.7	0.0	0.3	1.7	-44.2%	1.0%
正极	当升科技	0.4	0.7	0.9	1.1	0.6	0.9	0.7	-4.3	0.3	-2.1	-166.1%	-48.7%
正极	杉杉股份	1.5	3.2	5.9	0.6	0.4	1.8	0.7	-0.2	-0.8	2.7	-75.8%	-336.5%
正极	容百科技	0.4	0.7	0.4	0.6	0.3	0.9	0.4	-0.7	0.3	0.9	-58.9%	-15.3%
正极	德方纳米	0.1	0.2	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	0.4	0.1	1.0	2.1%	-73.4%
负极	璞泰来	1.3	1.3	1.7	1.7	1.3	1.3	1.9	1.9	0.9	6.5	9.6%	-28.0%
铜箔	嘉元科技	0.3	0.3	0.6	0.7	0.8	1.0	0.9	0.6	0.2	3.3	86.9%	-70.4%
结构件	科达利	0.2	0.0	0.2	0.4	0.2	0.6	0.7	0.9	0.2	2.4	188.4%	-32.7%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

光伏：2019 年海外需求高速增长，疫情不改行业趋势

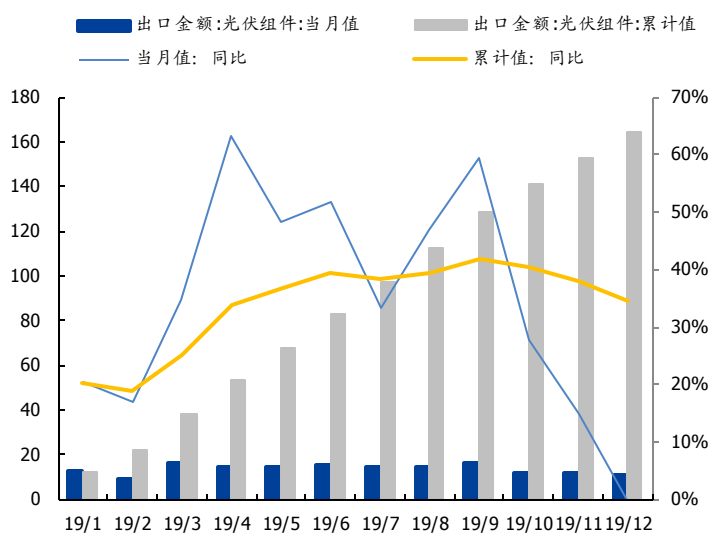
海外需求兴起，2019 年出口规模大幅提升。2018 年 9 月 4 日，欧盟宣布取消对中国光伏已实施五年的“双反”和最低限价（MIP）措施，欧洲光伏组件成本大幅下降，加快推进欧洲平价上网进程。光伏需求摆脱对单一市场依赖，全球光伏市场多点开花。国内光伏出口高速增长，2019 年全年我国完成光伏组件出口 63.5GW，同比增长 62%。在海外需求高速增长的背景下，2019 年光伏板块累计实现收入 2081.96 亿元，同比增长 33.4%；累计实现归母净利润 179.26 亿元，同比增长 27.2%。

图表 27：光伏组件出口规模，单位：GW



资料来源: wind, 国盛证券研究所

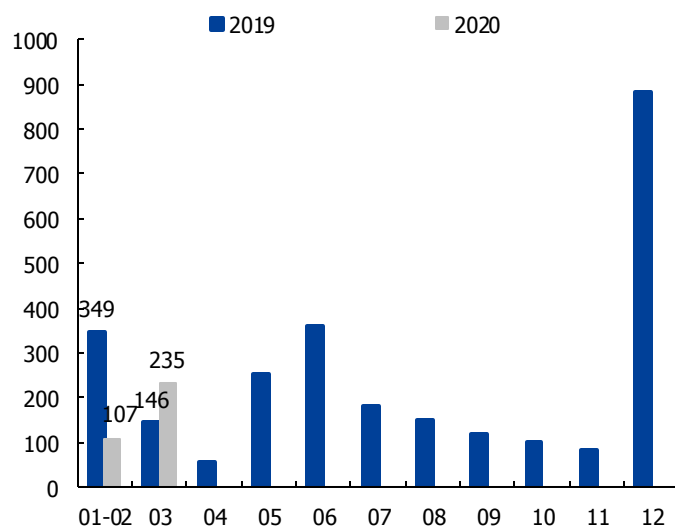
图表 28：光伏组件出口规模，单位：亿美元



资料来源: wind, 国盛证券研究所

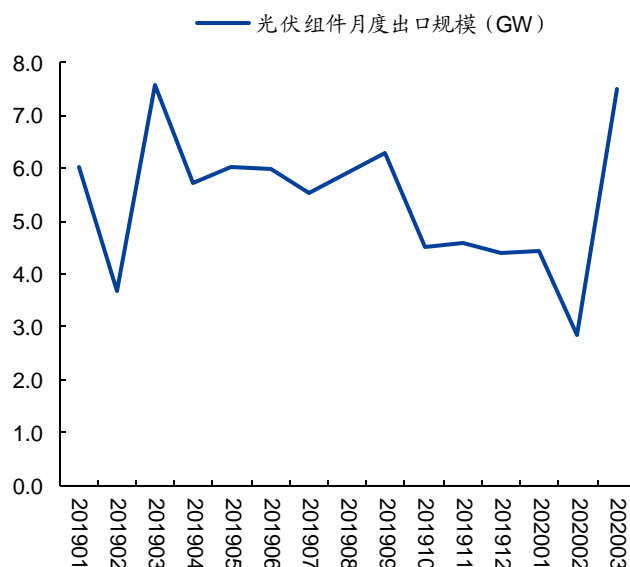
一季度光伏装机同比下滑，出口数据 3 月大幅提升。一季度受国内疫情影响，原计划在一季度并网的 2019 年竞价项目并网时间有所推迟。根据中电联数据，1~3 月光伏新增并网 3.42GW，同比去年下滑 1.53GW；其中 3 月并网 2.35GW，同比去年增加 0.89GW。随着国内疫情逐步好转，国内复产复工陆续推进。从光伏出口情况来看，2 月，国内光伏产业链受疫情影响，工厂复工延迟，产业链产能利用率较低。2 月国内光伏组件出口 2.83GW，同比大幅下滑，3 月，中国组件出口回升，月度出口规模达到 7.49GW，环比增长 164.6%，同比基本持平。

图表 29: 国内月度并网数据, 单位: 万千瓦



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

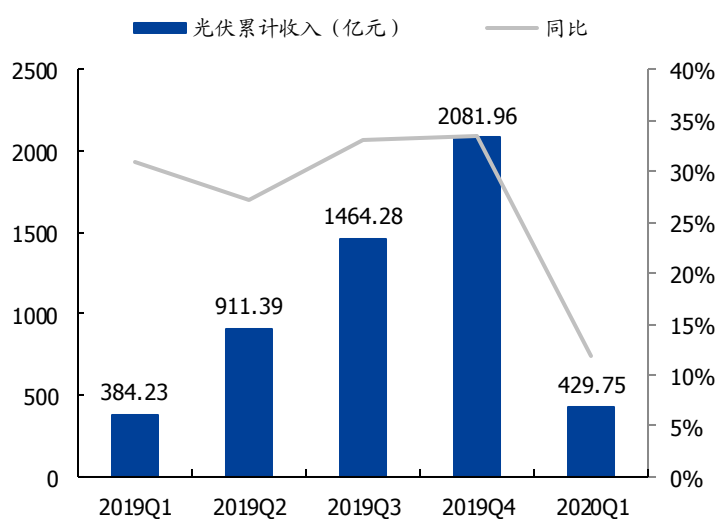
图表 30: 光伏月度组件出口数据, 单位: GW



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

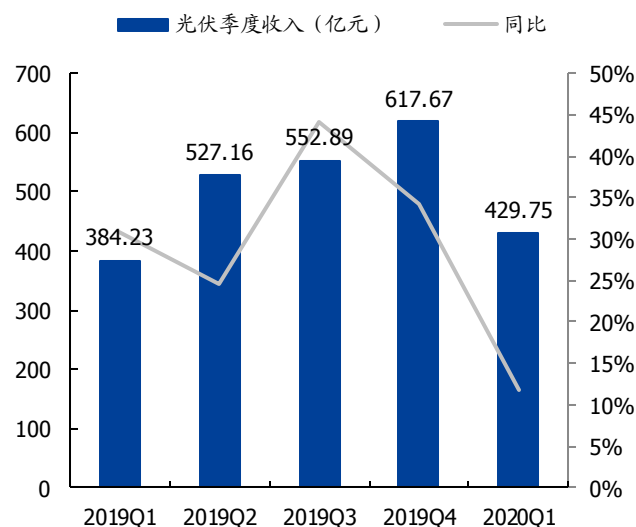
一季度收入小幅增长, 收入增速环比有所下滑。在疫情的影响下, 一季度光伏板块收入达到 429.75 亿元, 同比增长 11.85%, 收入增速环比有所放缓。

图表 31: 光伏板块收入累计变化情况, 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

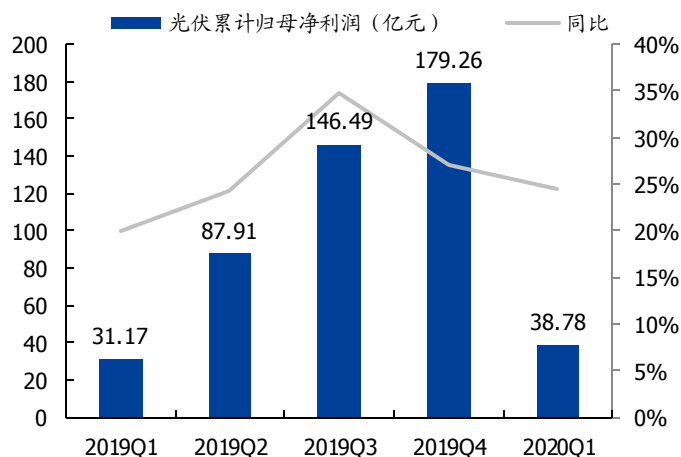
图表 32: 光伏板块收入单季度变化情况, 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

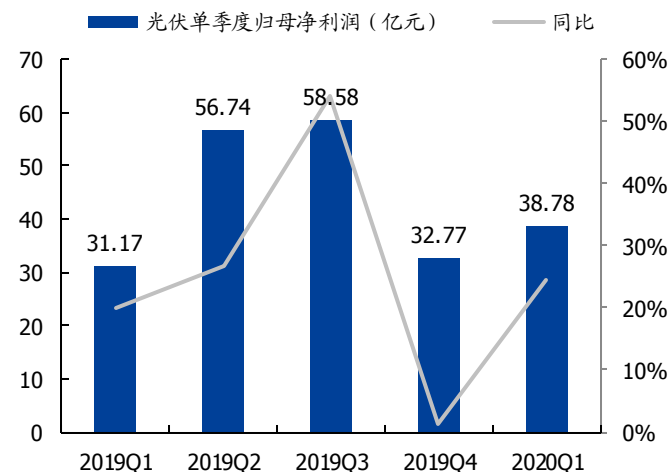
龙头企业业绩高速增长, 一季度板块业绩同比增长达到 **24.4%**。一季度, 隆基股份得益于公司大尺寸硅片及高功率组件产品销售占比迅速提升和持续降低生产成本, 公司实现归属母公司净利润 18.64 亿元, 同比增长 205%。在龙头厂商高增长的驱动下, 板块整体一季度实现归母净利润 38.78 亿元, 同比增长 24.4%。

图表 33: 光伏板块归母净利润累计变化情况, 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 光伏板块归母净利润季度变化情况, 单位: 亿元



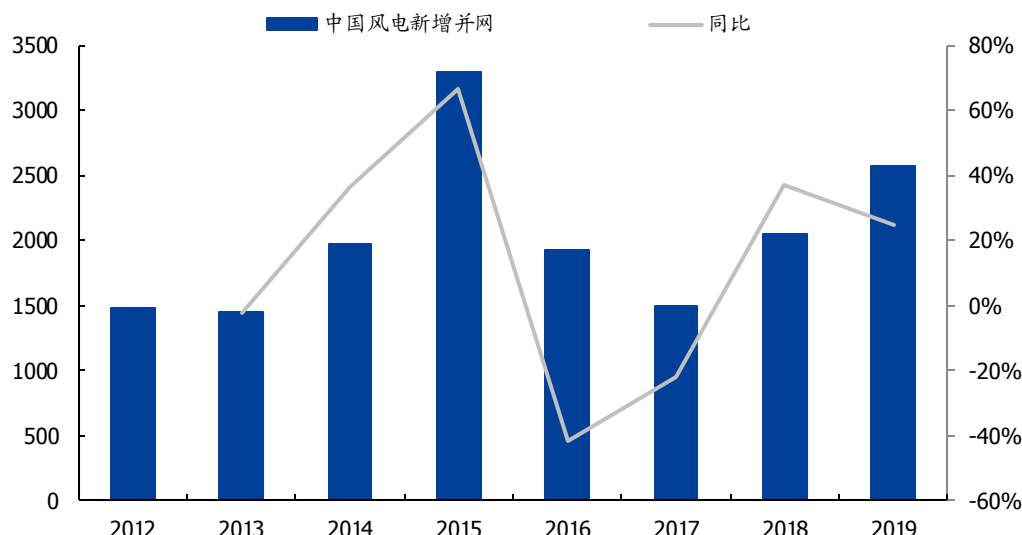
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二季度国内需求启动, 产业链价格有望企稳。2020 年 3 月 10 日, 国家能源局发布《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》和《〈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〉解读》, 考虑到疫情的影响, 2019 年竞价项目补贴退坡节点有望延后, 确保存量 2019 年竞价项目的经济性和顺利完工。根据 2019 年的光伏竞价政策, 在 2020 年 6 月 30 日之后并网竞价项目将不具备补贴条件。故而部分受疫情影响没有在一季度完工的 2019 年竞价项目开始抢装, 以争取在 2020 年 6 月 30 日前完成并网。短期国内需求启动刺激产业链价格开始反弹, 根据 PVinfolink 统计, 本周 PERC 电池片均价较上周上涨 0.01 元/w, 上涨幅度在 1.3%。中长期来看, 4 月 30 日是 2020 年平价上网项目申报截止日期, 部分省市已陆续公布 2020 年光伏平价上网项目名单, 其中陕西公布 1.599GW 光伏平价项目, 湖南公布 1.32GW (其中 0.15GW 为存量项目转平价)。根据今年的光伏政策, 今年申报的平价项目需要在 2020 年底前完成备案且开工建设。另外 2020 年竞价项目申报截止日期为 6 月 15 日, 国内竞价项目预计将在下半年启动。2020 年全年国内项目有望维持在 35~45GW, 同比去年稳步增长。从全球来看, 全球疫情情况正在逐步改善, 光伏属于类基建需求, 疫情结束后需求有望迅速复苏。产业链价格有望企稳, 同时龙头厂商产能逐步释放, 新增产能带来的成本继续优化, 龙头厂商业绩有望超预期。

风电: 盈利能力逐步提升, 一季度业绩高增长

存量项目启动抢装, 2019 年业绩高增长。2019 年 5 月能源局正式发布《2019 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》表示过去核准未建的存量项目要分类管理, 1) 核准过期的项目参与竞价或转为平价; 2) 在核准有效期内的项目执行原有电价, 但是鼓励转为平价, 享受平价项目支持政策, 3) 根据消纳条件有序启动从红色预警转为橙色或者绿色的预警停建项目, 鼓励自愿换平价项目。同时根据 2019 年 5 月的《关于完善风电上网电价政策的通知》, 2018 年底前核准的存量项目需要在 2020 年底之前并网才能锁定电价。大量的存量项目为了保电价进入抢装阶段。对于海上风电项目而言, 2018 年底之前核准的海上风电项目须在 2021 年底之前并网, 才能执行核准时的上网电价。海上风电也进入高速发展期。根据国家能源局数据, 2019 年全年国内完成风电新增并网容量 25.74GW, 同比增长 25.01%。2019 年风电板块累计实现收入 891.64 亿元, 同比增长 34.85%, 累计实现归母净利润 71.66 亿元, 同比增长 10.98%。

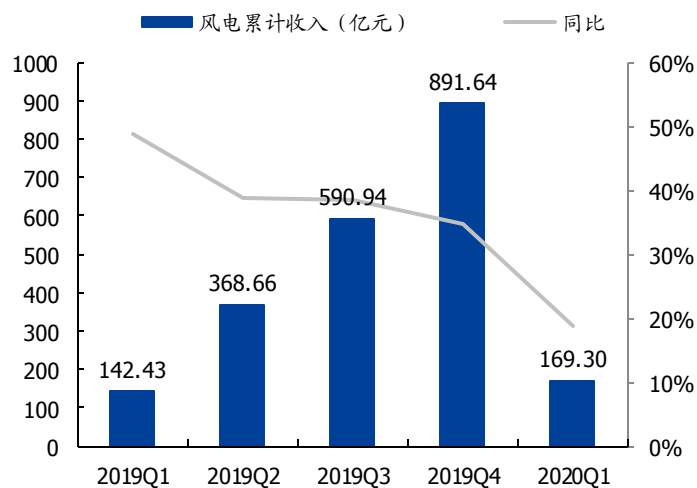
图表 35: 全球新增风电装机情况, 单位: 万千瓦



资料来源: 国家能源局, 国盛证券研究所

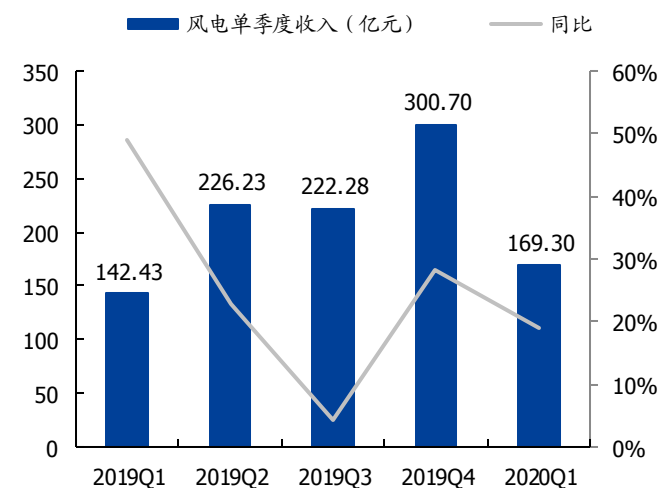
受疫情冲击, 风电装机有所下滑, 风电一季度收入增速放缓。一季度受国内疫情冲击, 物流和复产复工受到影响, 根据中电联数据, 1~3 月新增风电并网容量 2.36GW, 同比减少 2.42GW, 不过一季度风电投资完成额达到 281 亿元, 同比增长 185.9%。从一季度行业业绩来看, 一季度风电板块实现收入 169.30 亿元, 同比增长 18.87%, 增速有所放缓。

图表 36: 风电板块收入累计变化情况, 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

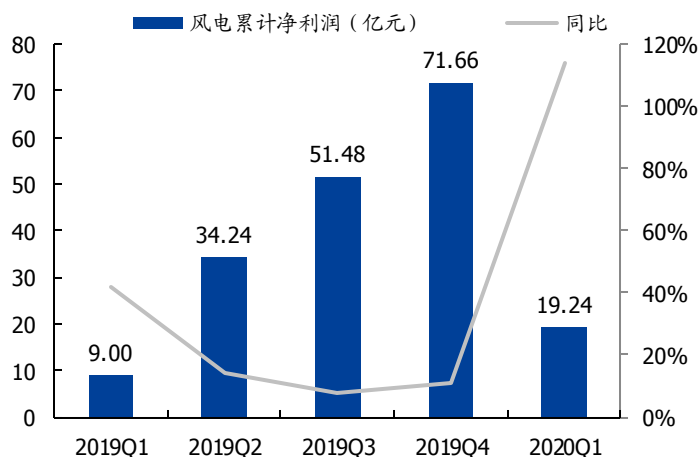
图表 37: 风电板块收入单季度变化情况, 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

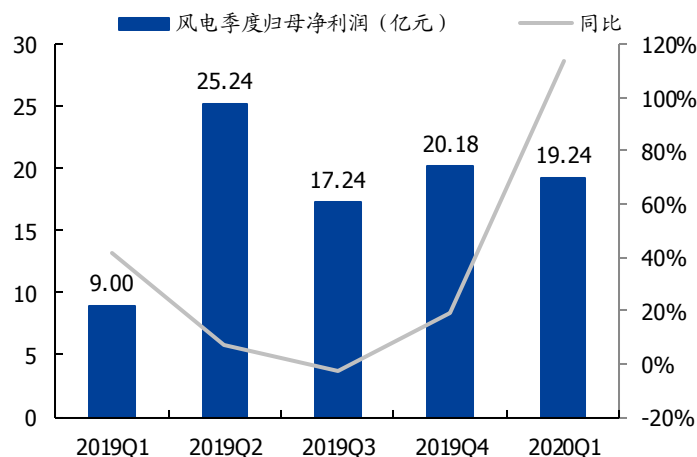
风电板块整体盈利能力提升, 催动一季度业绩高速增长。在风电板块抢装的大背景下, 零部件厂商产能释放驱动业绩增长, 另外金风科技在一季度完成一笔风电场转让确认。得益于此, 一季度风电板块实现归母净利润 19.24 亿元, 同比增长 113.71%。

图表 38: 风电板块归母净利润累计变化情况, 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

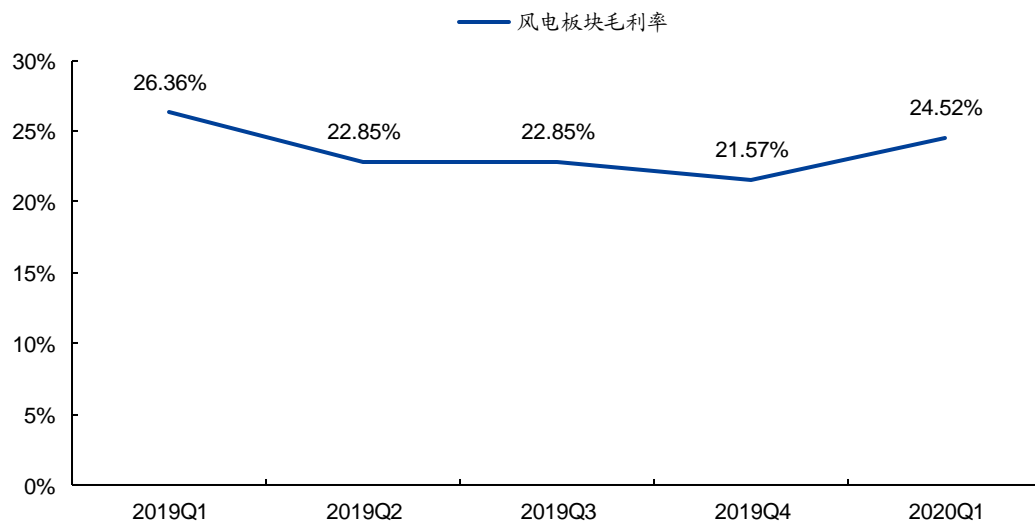
图表 39: 风电板块归母净利润单季度变化情况, 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

整机厂商完成低价订单释放, 板块毛利率环比改善。随着整机厂商逐步完成前期低价订单的释放, 整机厂商已逐步开始释放 2019 年新签的订单, 风电板块毛利率开始逐步回升。一季度风电板块毛利率为 24.52%, 同比下滑 1.83pcts, 环比上升 2.95pcts。

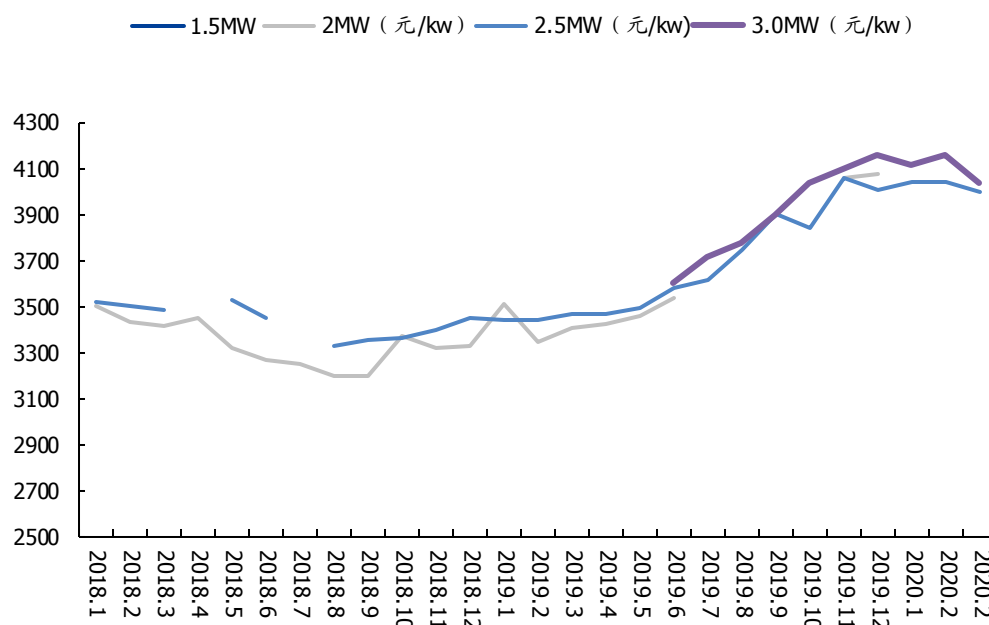
图表 40: 风电板块毛利率开始回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风机招标价格维持在 4000 元/kw 左右高位, 整机厂商逐步释放新订单有望带来毛利率整体提升。从风机招标价格来看, 2020 年 3 月 2.5MW 风机招标均价为 4037 元/kw, 同比去年上升 16.5%, 3.0MW 招标均价为 3997 元/kw, 较去年 7 月上涨 7.5%。随着风电整机厂开始执行 2019 年的新签订单, 整机厂商毛利率还有望继续提升。

图表 41: 风机招标价格走势, 单位: 元/kw



资料来源: 金风科技, 国盛证券研究所

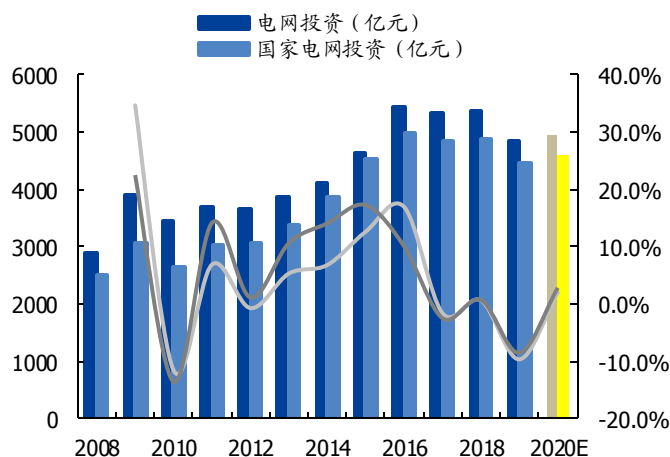
电力设备: 2019 年电网投资下滑拖累板块, 2020 年投资逆周期加码, 中高压板块呈现结构式景气

2019 年电网投资下滑约 10%, 2020 年电网投资逆周期而上, 国网设立 4600 亿投资目标, 同比增长约 3%

受宏观经济波动影响, 2019 年社会用电增速较 2018 年 9% 的增长有所放缓, 全年社会用电增速约 4.5% 左右; 此外, 2020 年政策层面延续“深化电力体制改革降低用电成本”的中心思想, 设定电价 10% 的降幅目标。

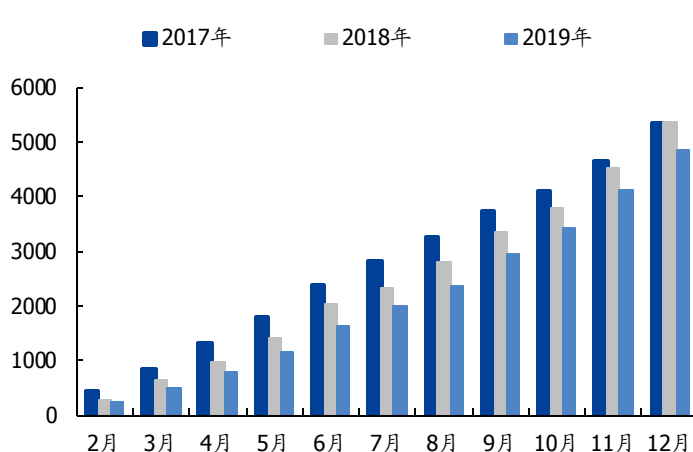
因此, 对于电网企业, 受用电增速趋缓叠加电价下降双重影响, 近年来电费收入增长趋缓的趋势较明显, 相关资本开支投入在 2019 年也呈现疲弱状态。回顾历史, 国网投资占全国电网投资额约 90%。2019 年该趋势延续, 国家电网全年投资 4473 亿元, 同比下滑 8.5%, 国网投资占电网投资比例约 92%。2019 全年电网投资额 4856 亿元, 同比下滑 9.6%。基于此背景, 国网 2020 年初设定全年投资目标为 4080 亿, 同比下滑 8.8%。

图表 42: 2008-2019 年电网投资/国网投资及相关增速 (%)



资料来源: 国家电网, 中电联, 国盛证券研究所

图表 43: 2017-2019 年电网投资额 (亿元) 分月度比较



资料来源: 中电联, 国盛证券研究所

但今年开年以来, 受新冠疫情影响, 我国宏观经济增长承受巨大压力, **电网投资逆周期调节加大投资的趋势愈发明显。**

2020 年 1 月的国家电网突击换帅后, 春节后国网连续发声, 强调加速复产承担社会责任, 做出国企表率。

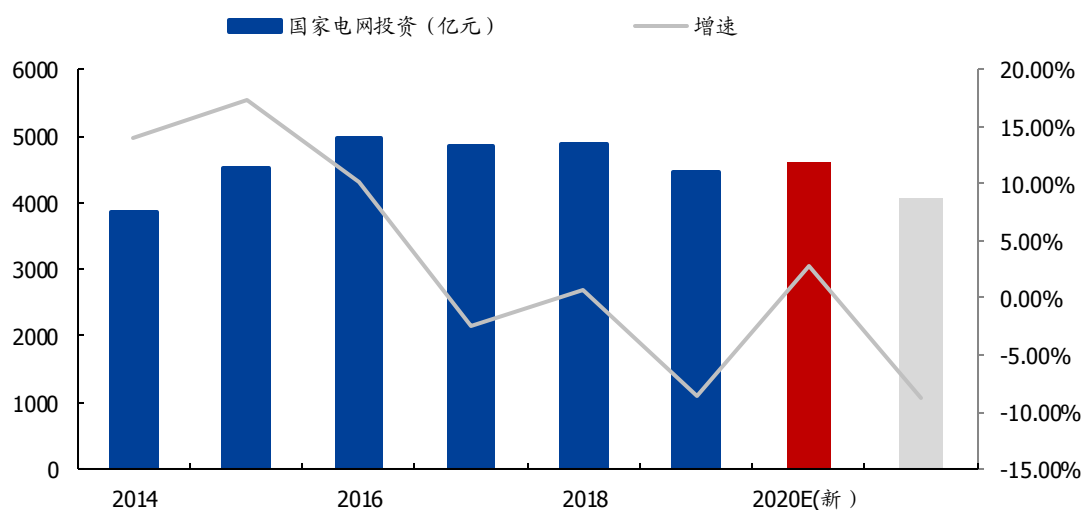
2020 年 2 月 8 号国网提出【全力恢复建设助推企业复工复产的举措】, 举措具体分为 12 项, 其中与特高压工程相关就有三项, 分别为: 全面复工青海~河南等一批重大项目建设, 总规模 713 亿元; 新开工陕北~武汉±800 千伏特高压工程等一批工程; 加快推进南阳~长沙等重点项目前期进度, 力争尽早核准开工。

2020 年 2 月 21 号国网印发【2020 年改革攻坚重点工作安排】。包括 1. 在更高层面更大范围实施混合所有制改革、2. 继续推进增量配电改革试点、3. 积极培育发展新业务 (落实工业芯片、IGBT、储能、智能终端、北斗及地理信息等新业务实施方案) 等。(明确新业务也要发展)

2020 年 2 月 28 号国网印发【2020 年重点工作任务】确定全年投资主线, 特高压、电力物联网、电力改革均是重点。具体任务包括, 特高压: 年内核准南阳~荆门~长沙等 5 条特高压, 开工白鹤滩~江苏等 2 条特高压工程。电力物联网: 全力推进电力物联网高质量发展, 建成国网云和数据中台、落实通信网建设新标准等。

2020 4 月, 根据证券时报报道, 国家电网将今年固定资产投资额上调到 **4600 亿元**, 相比年初规划 **4080 亿投资额度提升 10%, 预期扭转**。若再考虑南方电网等其他公司投资, 2020 年电网投资规模有望重回 5000 亿元。此外, 新一批特高压项目核准后, 国家电网或将加快招标速度, 相关招标规模与节奏将影响行业相关公司未来两年的业绩预期。

图表 44: 国家电网历年投资金额及增速 (%)



资料来源: 国家电网, 国盛证券研究所

特高压, 新基建 “重头戏”

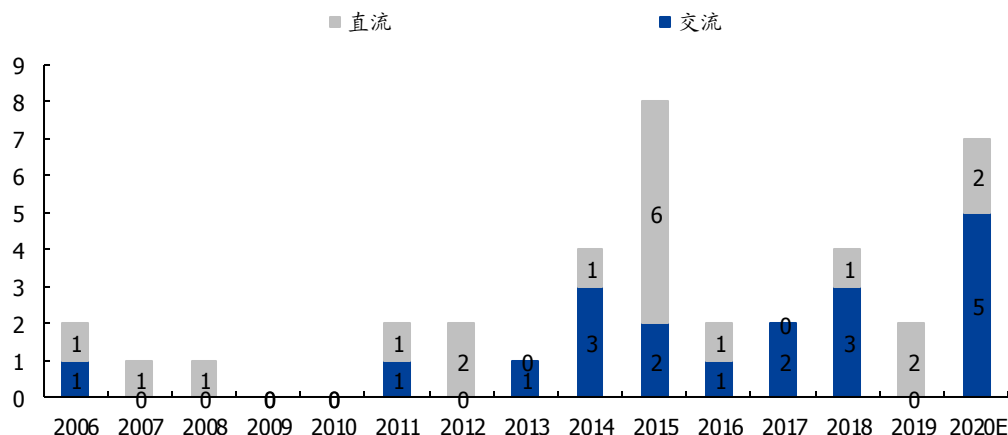
2020 年预计核准 “5 交 2 直” 共 7 条特高压, 对比 2019 年仅核准的 “2 直”, 今年核准数量大增。投资方面, 今年 7 条特高压动态投资总额达 **909.2 亿**, 2019 年投资额为 **534.9 亿**。按特高压 2-3 年的投资落地节奏, 我们估算 2019 (考虑 2018 年结转部分) /2020 年/2021 实际落地投资额分别为 **403/669/508 亿元**。

图表 45: 2018 年能源局加快推进重点电力项目——特高压部分核准情况一览

项目名称	方案内容	预计核准时间	2018-2019 实际	2020 最新规划	工程总/动态投资 (亿)
青海至河南特高压直流工程	建设 1 条 ± 800 千伏特高压直流工程, 落点河南驻马店;	2018 年第四季度	2018.10		268.3
	配套建设驻马店-南阳交流工程		2018.12		50.8
	驻马店-武汉特高压交流工程			2020.10	34.46
陕北至湖北特高压直流工程	建设 1 条 ± 800 千伏特高压直流工程, 落点湖北武汉	2018 年第四季度	2019.01		217.9
	配套建设荆门-武汉特高压交流工程			2020.09	60.74
张北-雄安特高压交流工程	建设张北-雄安 1000 千伏双回特高压交流线路	2018 年第四季度	2018.11		59.8
雅中至江西特高压直流工程	建设 1 条 ± 800 千伏直流工程, 落点江西南昌;	2018 年第四季度	2019.08		317
	配套建设南昌-武汉特高压交流工程			2020.12	60.96
	南昌-长沙特高压交流工程			2020.06	72.06
白鹤滩至江苏特高压直流工程	建设 1 条 ± 800 千伏直流工程, 落点江苏苏锡地区	2019 年		2020.06	306.6
白鹤滩至浙江特高压直流工程	建设 1 条 ± 800 千伏直流工程, 落点浙江	2019 年		2020.12	270
南阳-荆门-长沙特高压交流工程	建设南阳-荆门-长沙 1000 千伏双回特高压交流线路	2019 年		2020.03	104.33
云贵互联通道工程	建设 ± 500 千伏直流工程	2019 年		加快推进	
闽粤联网工程	建设直流背靠背及相关配套工程	2019 年		加快推进	
合计					1823.0

资料来源: 国家电网, 国盛证券研究所

图表 46: 历年特高压核准情况 (条)



资料来源: 国家电网, 国盛证券研究所

超预期落地 3 条特高压直流工程, “十四五” 特高压工程仍有望延续大规模投资

2020 年特高压和跨省 500 千伏及以上交直流项目前期工作计划中, 还超预期布置了金上水电外送等 3 条特高压直流工程预可研。基于此超前规划, 结合我国长期能源转型趋势, 我们预计“十四五”特高压工程仍有望延续大规模投资。

图表 47: 2020 年特高压和跨省 500 千伏及以上交直流项目前期工作计划- 特高压项目情况

序号	项目名称	状态
1	金上水电外送特高压直流工程	2020.6 完成预可研, 纳入国家电力规划后, 开展可研设计一体化招标。
2	陇东-山东特高压直流工程	2020.7 完成预可研, 纳入国家电力规划后, 开展可研设计一体化招标。
3	哈密-重庆特高压直流工程	2020.8 完成预可研, 纳入国家电力规划后, 开展可研设计一体化招标。
合计		

资料来源: 国家电网, 国盛证券研究所

2019 年电力设备板块整体营收增速平淡, 中高压输变电与充电板块改善相对明显

电网投资同比下滑拖累板块收入表现。电力设备作为专用设备, 整体效益与行业投资额关系密切。受制于 2019 年我国电网投资同比下滑 9.6%, 电力设备 (我们经过一定筛选后) 板块收入表现平淡, 同比增长约 4.8%。

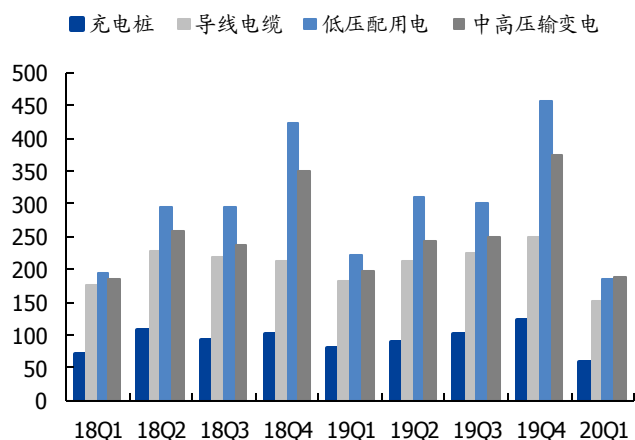
但受益于年底电网投资集中落地等因素催化, Q4 单季度各子板块营收增速较 Q3 提升明显。Q4 单季度充电桩/导线电缆/低压配用电/中高压输变电各板块营收同比增速分别为 20.9/16.8/7.6/6.8%, 较 Q3 单季度营收增速分别提升 11.7/15.0/5.6/1.8 个 pct。

2019 全年口径看, 充电桩/导线电缆/低压配用电/中高压输变电各板块营收同比增速分别为 5.2/3.5/7.0/3.1%, 整体表现较为平淡, 同比 2018 年分别提升 4.8/-25.0/-6.5/4.4 个 pct。其中充电桩与中高压配电子板块收入呈现增速加快趋势, 导线电缆与低压配用电板块增长趋缓。

2020 年一季度, 受疫情影响企业复工推迟, 电网整体投资额下滑 27.4%, 电力设备板块

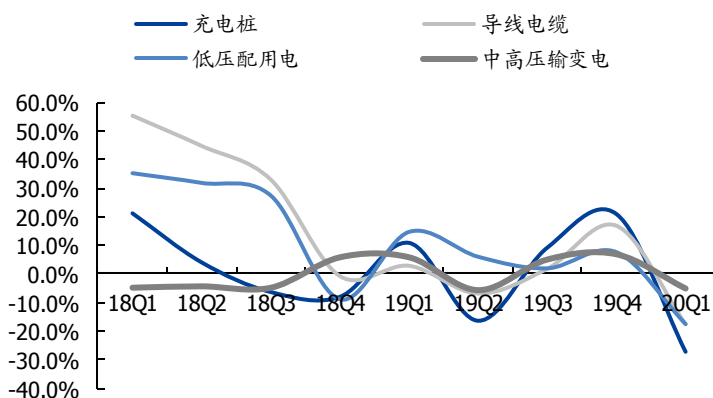
整体收入同比下滑，分板块看充电桩/导线电缆/低压配用电/中高压输变电各板块营收同比增速分别为-27.2%/-17.6%/-17.5%/-5.1%，其中受益特高压工程加速核准与优先复工催化，中高压输变电板块同比下滑幅度最小。

图表 48: 电力设备各子板块季度营收 (亿元)



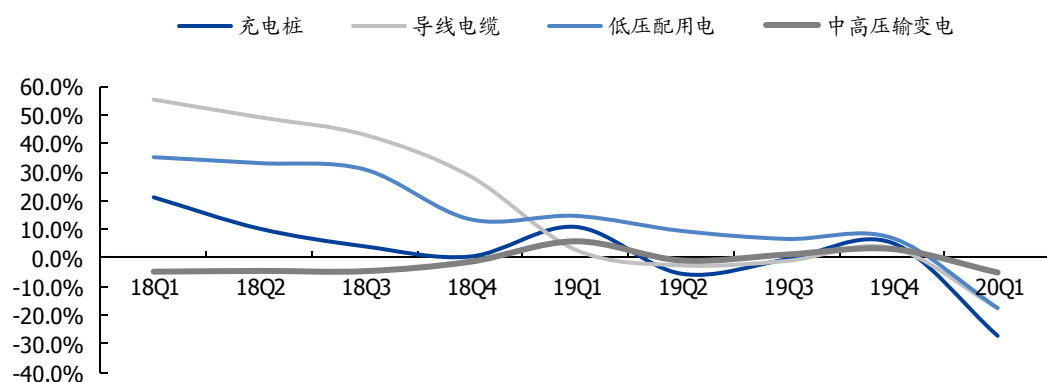
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 49: 电力设备各子板块季度营收增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 50: 电力设备各子板块累计营收增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2019 年电力设备板块净利润增速高于营收增速，低压配用电与中高压输变电增长突出

各板块净利润增速好于营收增速，电表与高压输配电公司利润增长最为明显。在剔除科陆电子、齐星铁塔等因商誉与资产减值等影响导致业绩巨亏的标的后，电力设备板块 2019 年归母净利润增速约 22.4%，净利润增速高于营收增速；分板块看，充电桩/导线电缆/低压配用电/中高压输变电各板块归母净利润同比增速分别为 13.7%/13.7%/20.3%/36.7%，同比 2018 年分别提升 35.0%/-10.1%/20.4%/77.5 个 pct。

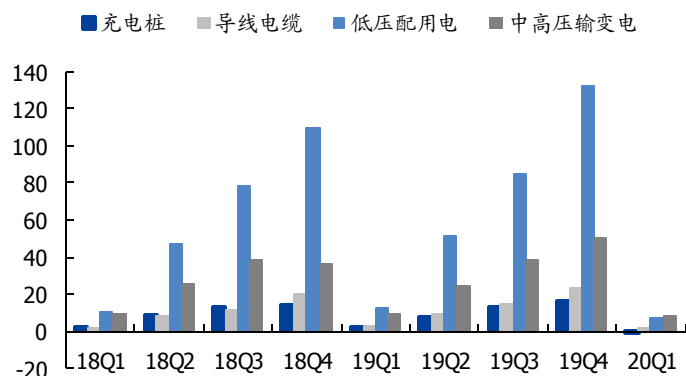
低压配用电与中高压输变电板块净利润增速最为明显，其中典型公司 2019 年净利润增速分别有，良信电器 23%，海兴电力 51.7%，炬华科技 78.9%，许继电气 113.5%，思源电气 89.3%。

以上公司增长明显主要系相关下游如电表、特高压设备等招标较 2018 年出现明显回升，

同时主要原材料如铜等在 2019 年价格下降，降低了以上公司成本压力。

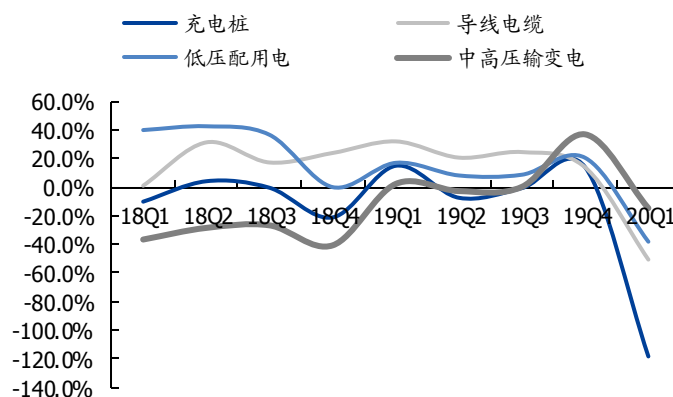
2020 年一季度净利润下滑明显，其中高压板块净利润表现具备较高韧性。2020 年一季度电力设备板块整体归母净利润同比下滑 38.7%，充电桩/导线电缆/低压配用电/中高压输变电各板块归母净利润同比增速分别为-118.4%/-50.7%/-38.2%/-14.8%。其中充电桩板块下滑最多，主要系特锐德及万马股份受疫情影响一季度亏损拖累板块增速；中高压输变电板块下滑最少，典型公司还实现较高增长，如许继电气/思源电气等分别实现 52.9%/336.3%。我们预计伴随电网加速投资与特高压工程陆续招标，中高压板块今年有望实现较高景气。

图表 51: 电力设备各子板块季度归母净利润 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 52: 电力设备各子板块累计营收增速 (%)



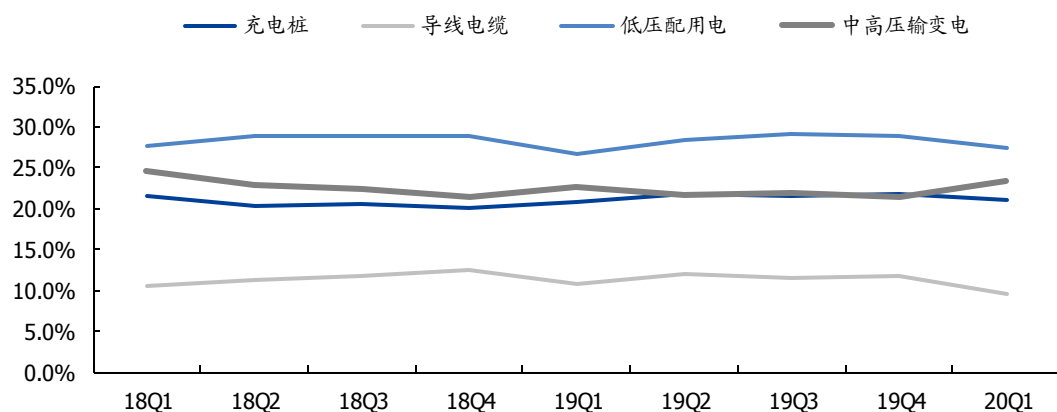
资料来源: wind, 国盛证券研究所

2019 年电力设备整体毛利率保持稳定，充电桩板块毛利率改善较明显

2019 年电力设备各子板块充电桩/导线电缆/低压配用电/中高压输变电毛利率分别 21.7%/11.9%/28.9%/21.5%，同比变化 1.64/-0.60/-0.08/-0.01 个 pct，其中充电桩板块毛利率改善明显，主要系其中的代表如，特锐德/万马股份毛利率同比增加 3.31/1.95 个 pct。

2020 年一季度，充电桩/导线电缆/低压配用电/中高压输变电毛利率分别 21.1%/9.7%/27.3%/23.3%，同比变化 0.17/-1.19/0.53/0.74 个 pct，其中中高压输变电板块毛利率有所改善，我们预计主要系原材料如铜等价格下降有关，同时国网相关设备招标改变了最低价中标的方式，对相关企业毛利率修复也有所帮助。

图表 53: 电力设备各子板块累计毛利率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

对于电力设备板块, 我们看好特高压、充电桩板块景气度重回上行轨道, 同时 5G 投资加速, 相关产业链短期业绩望超预期, 推荐关注: 良信电器、国电南瑞、平高电气、许继电气、安靠智电、特锐德、海兴电力。

风险提示

风电行业装机不达预期, 平价项目启动导致风机招标价格下行。考虑到 2020 年是国内风电抢装大年, 供应链环节或将维持持续紧张态势。若供应链环节供给不足, 或将影响国内装机并网数量。影响市场情绪, 降低估值。随着 2021 年平价项目的到来, 2020 年或将启动部分平价项目招标, 风机价格或将下行, 担心会影响市场情绪。

全球光伏装机需求不及预期。海外光伏装机周期存在不确定性, 部分国家 20 年光伏装机或将下滑, 全球光伏装机或不及预期。

新能源汽车产销不及预期。新车型密集推出, 行业景气拐点确定, 但同比增长幅度仍有一定不确定性

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com