

上游与中下游盈利分化，行业进入调整期

——新能源汽车行业中报总结

行业专题研究

开文明（分析师） 刘华峰（联系人）

021-68865582

021-68865595

kaiwenming@xsdzq.cn

liuhuafeng@xsdzq.cn

证书编号：S0280517100002

证书编号：S0280116120013

● 新能源汽车销量继续保持快速增长，行业进入洗牌分化阶段

根据中汽协数据，2018年上半年新能源汽车产销分别完成41.3万辆和41.2万辆，同比增长94.9%和111.6%，受过渡期抢装影响上半年表现远好于前几年，全年产销规模有望超100万辆。2018年上半年动力电池头部效应愈发明显。预计2020年补贴退出后，外资企业进入将导致动力电池集中度降低，竞争更加激烈，间接影响动力电池议价能力。从整个产业链角度看，一方面上游掌握资源优势，议价能力强，且盈利情况比较好；同时下游电芯企业竞争激烈，降价压力巨大；因此中游厂商将面临成本难以降低、销售价格承压的双重压力，整体盈利困难。价格方面，正极材料、电解液和隔膜价格持续走低，人造石墨负极材料价格仍维持相对高位。

● 新能源汽车产业上游业绩增速情况较好，中下游及终端承压

2018年上半年，新能源汽车（不含充电桩）板块实现收入2812.13亿元，同比增长24.64%；实现归母净利润213.80亿元，同比增长23.38%；实现扣非后归母净利润160.76亿元，同比增长15.73%。其中，上游板块共实现收入544.72亿元，同比增长55.23%；实现归母净利润88.46亿元，同比增长119.73%；实现扣非后归母净利润84.62亿元，同比增长106.96%。中游板块共实现收入497.39亿元，同比增长31.97%；实现归母净利润52.60亿元，同比增长29.68%；实现扣非后归母净利润31.57亿元，同比下降7.09%。下游板块共实现收入592.67亿元，同比增长24.58%；实现归母净利润54.13亿元，同比下降6.27%；实现扣非后归母净利润46.47亿元，同比增长16.81%。终端新能源整车板块实现收入1247.61亿元，同比增长13.88%；实现归母净利润22.73亿元，同比下降39.31%；实现扣非后归母净利润2.30亿元，同比下降91.46%。

● 行业整体盈利能力下滑，上游企业优势明显

2018年上半年，新能源汽车（不含充电桩）板块毛利率为21.99%，同比下降0.97pct；净利率5.72%，同比下降0.44pct；ROE为5.66%，同比下降0.26pct；ROIC为4.02%，同比下降0.56pct；销售净现率为0.93，同比下降0.02。其中，上游板块毛利率为31.04%，同比增长1.69pct；净利率为15.53%，同比增长3.88pct；ROE为11.21%，同比增长2.85pct；ROIC为7.10%，同比增长1.33pct。

● 各环节企业偿债能力整体稳定，上游负债率下降幅度大

2018年上半年，新能源汽车（不含充电桩）板块资产负债率为55.47%，同比下降0.63pct，同比增长为正的公司有48家，同比增长为负的公司有25家。其中，上游板块资产负债率为53.36%，同比下降8.43pct，降幅最大。

● 重点标的：宁德时代、汇川技术、麦格米特。

● 风险提示：新能源汽车行业政策变动；原材料价格波动；技术进步不及预期；行业竞争激烈；新能源汽车发展不及预期等

推荐（维持评级）

行业指数走势图



相关报告

- 《欧盟“双反”和MIP确认取消，我国光伏无补贴项目即将落地》2018-09-02
- 《首批无补贴光伏示范项目有望启动，1-7月风电新增装机9.46GW》2018-08-26
- 《7月动力电池装机总量3.34GWh，蔚来赴美提交IPO招股书》2018-08-18
- 《马斯克拟将特斯拉私有化，今年全球将出现14个GW级光伏市场》2018-08-12
- 《上海电气终止收购中能硅业，隆基拟配股募资39亿投产单晶项目》2018-08-05

目 录

1、 新能源汽车销量高速增长，电池产业链头部效应凸显.....	3
2、 成长能力：上游营收及盈利增速明显高于中下游和终端厂商.....	6
3、 盈利能力：上游和核心零部件厂商盈利能力较强，整车厂业绩承压.....	11
4、 成本控制能力：隔膜企业期间费用率最高，行业整体期间费用水平下滑.....	16
5、 偿债能力：上游环节负债率大幅下降，其他环节略有提升.....	19

图表目录

图 1: 纯电动乘用车销量构成.....	3
图 2: 纯电动乘用车 A0 级以上销量占比.....	3
图 3: 插电混动乘用车销量构成.....	3
图 4: 插电混动乘用车 B 级以上销量占比.....	3
图 5: 2017 年我国动力电池销量份额.....	4
图 6: 2018 年 H1 我国动力电池销量份额.....	4
图 7: LFP、NCM 动力电池系统价格走势.....	4
图 8: 碳酸锂和氢氧化锂价格走势（万元/吨）.....	5
图 9: 金属钴价格走势（万元/吨）.....	5
图 10: 正极价格走势（万元/吨）.....	5
图 11: 负极价格走势（万元/吨）.....	5
图 12: 电解液价格走势（万元/吨）.....	6
图 13: 隔膜价格走势（元/平米）.....	6
表 1: 新能源汽车各版块增速情况.....	6
表 2: 新能源汽车板块各公司增速情况.....	7
表 3: 新能源汽车各版块盈利情况一.....	11
表 4: 新能源汽车各版块盈利情况二.....	11
表 5: 新能源汽车板块各公司盈利情况一.....	12
表 6: 新能源汽车板块各公司盈利情况二.....	14
表 7: 新能源汽车各版块期间费用率情况.....	16
表 8: 新能源汽车板块各公司期间费用率情况.....	17
表 9: 新能源汽车各版块偿债能力情况.....	19
表 10: 新能源汽车板块各公司偿债能力情况.....	20

1、新能源汽车销量高速增长，电池产业链头部效应凸显

在过渡期抢装和市场需求驱动下，上半年新能源汽车销量表现超预期：根据中汽协数据，2018年上半年新能源汽车产销分别完成41.3万辆和41.2万辆，同比增长94.9%和111.6%，受过渡期抢装影响上半年表现远好于前几年，全年产销规模有望超100万辆。2018年上半年，我国新能源乘用车销售为35.5万辆，同比增长70%；新能源商用车共销售5.8万辆，同比下滑29.9%。其中，在上半年的新能源汽车销量构成中，新能源乘用车方面，纯电动乘用车占据一半以上销量，占比63%；插电式混合动力乘用车增长迅猛，占比23%。新能源商用车方面，纯电动商用车占比13%；插电式混合动力商用车占比最少，只占1%的份额。

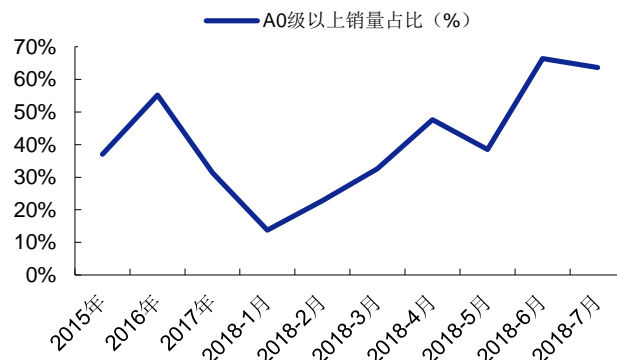
2017年受补贴退坡影响，A00级车型以其低廉的价格和较高的性价比赢得市场的认可，销量达30.8万辆，在纯电动乘用车中所占比例由2016年的45%提升至69%，成为新能源乘用车市场增长的主要驱动力。2018年补贴新政出台，更加鼓励长续航里程乘用车，受过渡期后补贴大幅减少甚至取消的影响，短续航里程A00级车型在6月12日前出现抢装行情，过渡期结束后销量占比逐步减少。与之相对应，2018年以来A0级以上中高端乘用车销量占比呈上升趋势，尤其是6、7月A级车销量占比在40%左右，已取代A00级成为占比最大的级别。车型高端化趋势明显。

图1：纯电动乘用车销量构成



资料来源：乘联会、新时代证券研究所

图2：纯电动乘用车A0级以上销量占比

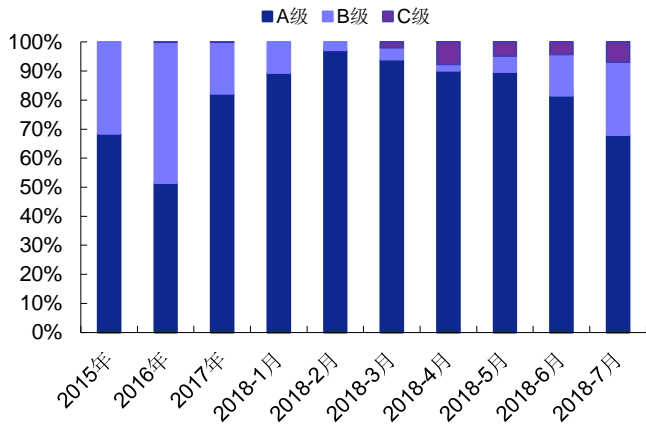


资料来源：乘联会、新时代证券研究所

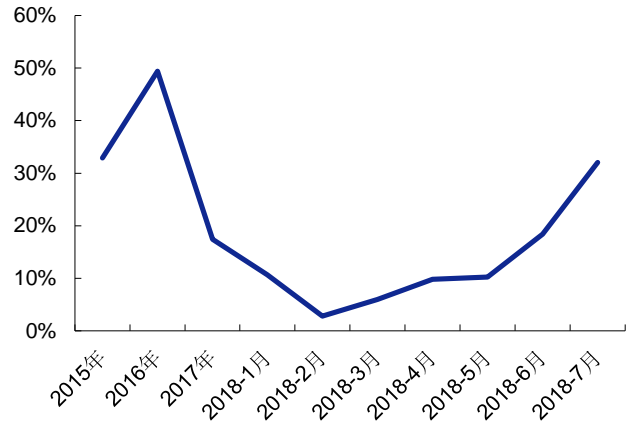
插电混动乘用车领域，2018年以来B/C级车型占比也在逐步提升。尤其是进入4月以来，C级车型月销量均保持在900辆以上。

图3：插电混动乘用车销量构成

图4：插电混动乘用车B级以上销量占比



资料来源：乘联会、新时代证券研究所

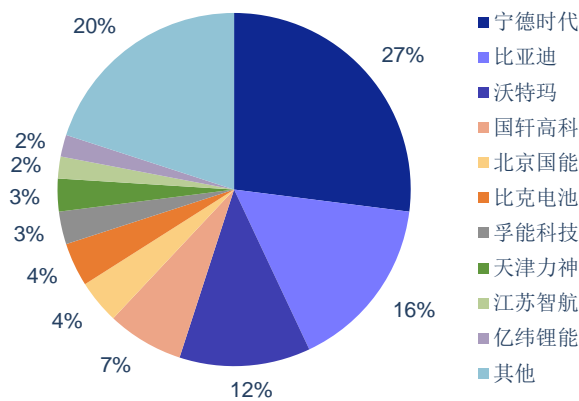


资料来源：乘联会、新时代证券研究所

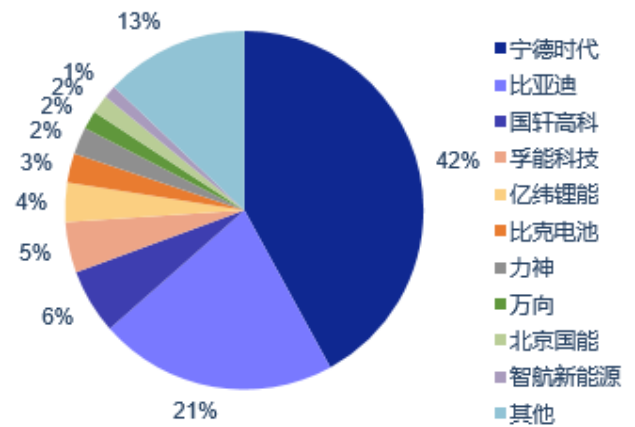
2018年上半年动力电池头部效应愈发明显。根据高工锂电统计数据，2018年上半年动力电池装机量约15.54GWh，同比增长168%，CR10达87%，较去年同期上升近12pct，行业集中度提升明显。龙头宁德时代市占率达到42%，两倍于排名第二的比亚迪，CR2达63%，较去年同期上升24pct，行业头部效应愈发突出。

图5：2017年我国动力电池销量份额

图6：2018年H1我国动力电池销量份额



资料来源：高工锂电、新时代证券研究所

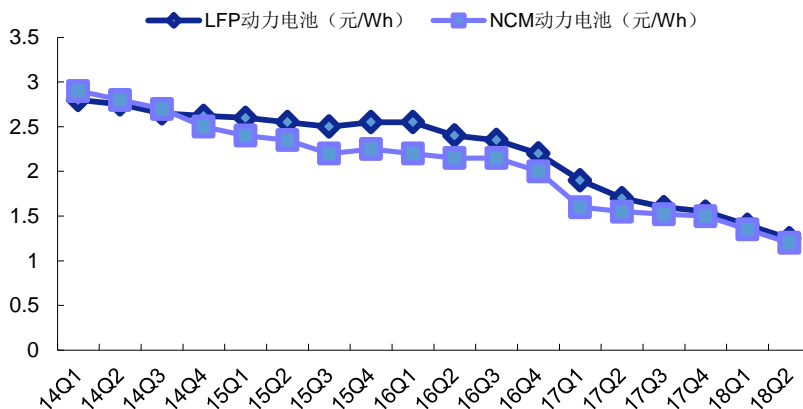


资料来源：高工锂电、新时代证券研究所

我们预计2018年将迎来行业洗牌年，随着产业整合和中低端产能被淘汰，市场集中度会进一步提高，动力电池龙头有望受益。从中期角度看，新能源汽车行业集中度明显低于动力电池，动力电池优质产能相对紧缺，议价能力相对较强。**2020年补贴退出后，外资企业进入将导致动力电池集中度降低，竞争更加激烈，间接影响动力电池议价能力。**

近年来，动力电池价格大幅下跌，日韩电池龙头价格从2010年的600美元~800美元/kWh降至目前的150美元~200美元/kWh。随着国内新能源汽车补贴的下降，下游汽车厂商转嫁降价压力，向产业链中上游传导，动力电池企业作为核心供应商在被迫降价的同时，同时还要面对上游原材料成本的压力。根据高工锂电数据，2018年Q2动力电池价格同比下滑25%左右：磷酸铁锂动力电池系统价格从2017年Q2的1.7元/Wh下降到2018年Q2的1.25元/Wh；三元动力电池系统价格从2017年Q2的1.55元/Wh下降到2018年Q2的1.2元/Wh。尤其是进入2018年以来，电池价格下降幅度较大。

图7：LFP、NCM动力电池系统价格走势

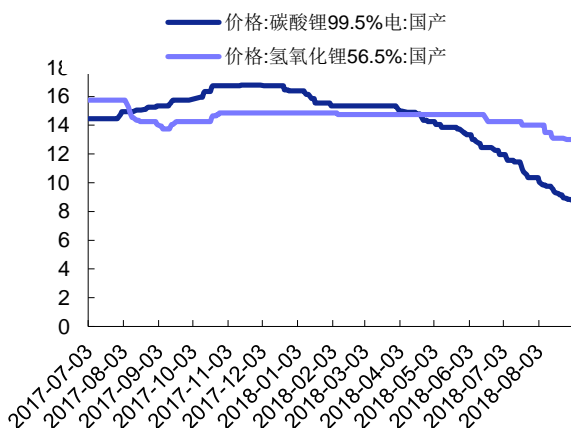


资料来源：高工锂电、新时代证券研究所

动力电池技术进步以及成本下降是新能源汽车行业重要的推动因素。我们认为2018年底动力电池系统价格将逐步下行至1.1-1.2元/Wh。由于电池价格下降幅度过大，技术进步、效率提升以及规模效应带来的成本下降空间有限，会进一步挤压电池企业利润空间，电池行业毛利率有可能降至30%以下。从整个产业链角度看，一方面上游掌握资源优势，议价能力强，且盈利情况比较好；同时下游电芯企业竞争激烈，降价压力巨大；因此中游厂商将面临成本难以降低、销售价格承压的双重压力，整体盈利困难。

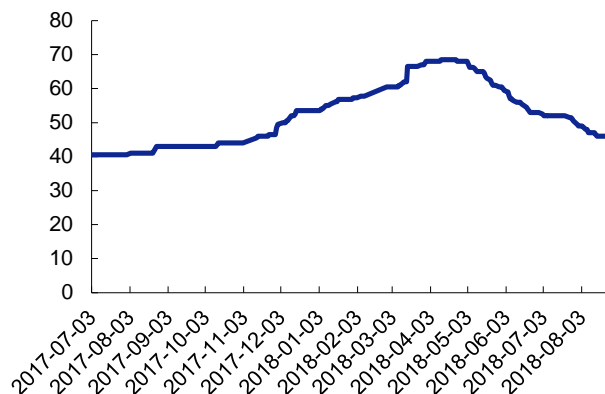
2018年上半年，正极、负极、电解液、隔膜总出货量分别为11.42万吨、7.93万吨、5.42万吨和7.25亿平米，均同比均出现增长，涨幅分别为21.31%、20.29%、25.61%和20.19%。主要是受到动力电池出货量同比大幅增长的影响。价格方面，受碳酸锂和金属钴价格下降影响，正极材料全线降价；受针状焦价格维持2.1-2.7万元/吨高位影响，人造石墨负极材料价格仍维持相对高位，达5万元/吨；电解液受六氟磷酸锂价格持续下滑和企业之间价格竞争加剧影响，数码型电解液和动力型电解液均价持续下滑，达4.7万元/吨和4.1万元/吨；隔膜方面，随着产能的持续释放，湿法隔膜、干法单拉、干法双拉价格持续走低。

图8：碳酸锂和氢氧化锂价格走势（万元/吨）



资料来源：wind、新时代证券研究所

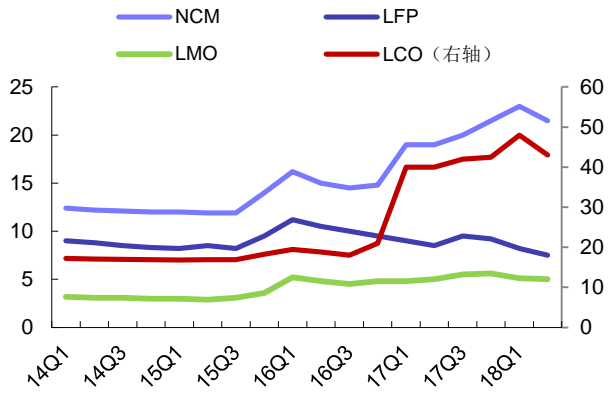
图9：金属钴价格走势（万元/吨）



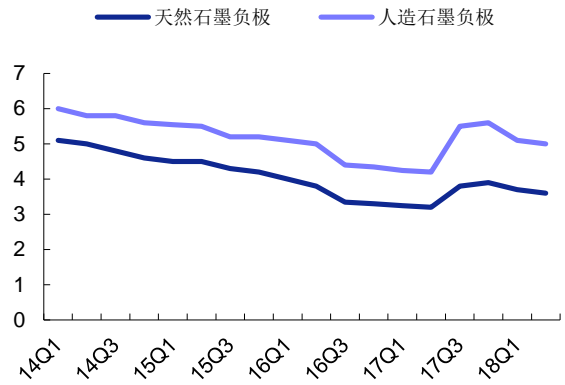
资料来源：wind、新时代证券研究所

图10：正极价格走势（万元/吨）

图11：负极价格走势（万元/吨）



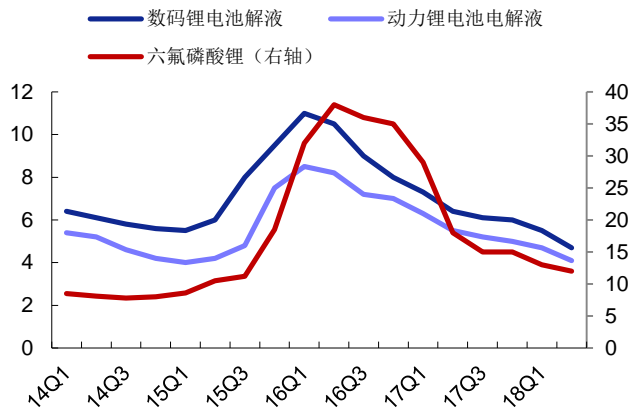
资料来源：高工锂电、新时代证券研究所



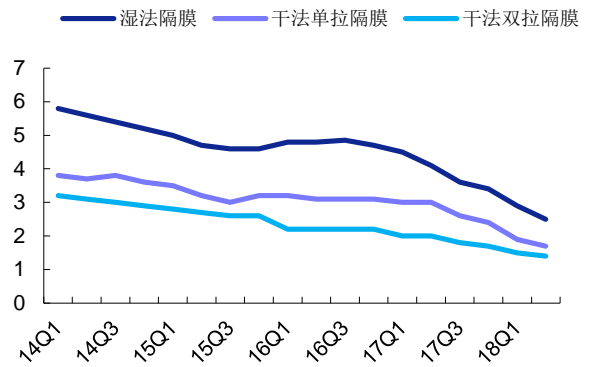
资料来源：高工锂电、新时代证券研究所

图12: 电解液价格走势 (万元/吨)

图13: 隔膜价格走势 (元/平米)



资料来源：高工锂电、新时代证券研究所



资料来源：高工锂电、新时代证券研究所

2、成长能力：上游营收及盈利增速明显高于中下游和终端厂商

2018年上半年，新能源汽车（不含充电桩）板块实现收入2812.13亿元，同比增长24.64%；实现归母净利润213.79亿元，同比增长23.38%；实现扣非后归母净利润160.76亿元，同比增长15.73%。

表1: 新能源汽车各版块增速情况

新能源汽车子领域	营业收入同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			扣非归母净利润同比增长 (%)		
	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1
上游原材料	66.66	84.62	55.23	173.33	162.55	119.73	218.54	156.82	106.96
正极	29.55	56.15	37.45	170.12	129.59	(2.59)	1575.20	120.58	(4.24)
负极	37.10	47.16	19.44	1.12	78.87	24.41	65.47	46.12	9.91
隔膜	20.54	22.99	10.45	45.28	32.02	121.50	60.75	7.32	(32.47)
电解液	43.59	30.21	33.44	148.42	(16.67)	14.02	152.70	(24.17)	(7.12)
中游板块	31.76	40.38	31.97	116.64	37.29	29.68	176.82	21.35	(7.09)
(含正极、负极、隔膜、电解液及其他零部件)									
电池	63.52	26.21	30.27	85.93	20.15	(25.57)	98.34	(15.43)	14.50
电机电控	15.15	21.50	18.89	15.80	16.28	17.35	9.64	(7.58)	22.18

新能源汽车子领域	营业收入同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			扣非归母净利润同比增长 (%)		
	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1
核心零部件	14.70	31.07	23.23	35.73	25.71	15.27	36.52	20.95	14.86
下游板块 (含电池、电机电控和核心零部件)	32.64	25.44	24.58	48.38	20.24	(6.27)	50.17	(5.25)	16.81
整车板块	14.19	5.25	13.88	20.70	(9.10)	(39.31)	51.25	(22.99)	(91.46)
新能源汽车板块	23.45	21.96	24.64	54.29	30.65	23.38	79.19	15.28	15.73

注：板块数据已剔除坚瑞沃能和重复计算项

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2018年上半年营业收入同比增长为正的公司有63家，同比增长为负的公司有10家；归母净利润同比增长为正的公司有46家，同比增长为负的公司有27家；扣非归母净利润同比增长为正的公司有43家，同比增长为负的公司有30家。

表2：新能源汽车板块各公司增速情况

产业链上下游	各子领域	证券代码	证券简称	营业收入同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			扣非归母净利润同比增长 (%)		
				2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1
上游环节		603993.S	洛阳钼业	65.59	247.47	20.63	31.12	173.32	273.89	21.80	244.33	173.87
		603799.S	华友钴业	21.35	97.43	79.05	128.15	2637.59	123.38	127.90	2470.39	125.50
		300618.SZ	寒锐钴业	(20.24)	97.16	204.41	134.48	575.08	288.98	157.65	591.43	288.37
		002466.SZ	天齐锂业	109.15	40.09	36.24	510.04	41.86	41.71	532.45	22.45	38.57
		002460.SZ	赣锋锂业	110.07	54.12	43.47	271.05	216.36	37.82	345.27	151.84	69.52
		002176.SZ	江特电机	234.29	12.75	63.49	400.89	42.57	391.56	555.73	47.09	209.07
		002340.SZ	格林美	53.13	37.22	63.92	71.02	131.43	50.83	145.09	238.01	60.45
		300438.SZ	鹏辉能源	44.68	65.06	20.95	58.99	81.15	61.78	58.47	73.99	17.54
		300409.SZ	道氏技术	45.18	110.99	287.05	98.68	50.39	105.96	99.29	44.74	104.87
		002192.SZ	融捷股份	6.59	12.64	101.45	(40.34)	581.36	(598.41)	(142.19)	1166.90	(3.15)
		600711.S	盛屯矿业	90.78	62.61	82.62	36.19	223.68	70.10	128.91	126.88	51.33
		002497.SZ	雅化集团	17.57	49.33	32.74	12.89	78.11	21.16	40.40	81.32	8.75
	中游环节	正极	600884.S	杉杉股份	27.25	51.07	11.31	(50.34)	171.42	37.33	22.31	72.08
002340.SZ			格林美	53.13	37.22	63.92	71.02	131.43	50.83	145.09	238.01	60.45
300073.SZ			当升科技	55.10	61.70	95.22	647.67	151.96	(22.16)	1409.98	55.53	115.01
835185.O			贝特瑞	42.28	38.94	20.98	47.11	28.83	(22.04)	56.81	24.34	(24.01)

产业链上下游	各子领域	证券代码	证券简称	营业收入同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			扣非归母净利润同比增长 (%)		
				2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1
		600549.S H	厦门钨业	9.98	66.37	40.17	122.19	320.67	(26.27)	108.47	761.78	(39.78)
		300432.SZ	富临精工	36.33	98.71	(40.58)	31.73	62.23	(62.82)	35.66	54.52	(64.80)
		300477.SZ	合纵科技	12.93	67.15	63.30	0.33	49.52	75.04	4.14	43.15	73.43
		002125.SZ	湘潭电化	5.14	12.64	27.55	94.41	112.10	38.03	149.74	130.57	42.00
		300340.SZ	科恒股份	101.11	161.83	58.64	145.19	264.39	(38.98)	139.95	243.50	(47.76)
		600884.S H	杉杉股份	27.25	51.07	11.31	(50.34)	171.42	37.33	22.31	72.08	18.58
	负极	603659.S H	璞泰来	81.77	34.10	44.34	256.23	27.47	31.29	155.62	37.00	22.22
		835185.O C	贝特瑞	42.28	38.94	20.98	47.11	28.83	(22.04)	56.81	24.34	(24.01)
		300035.SZ	中科电气	(2.51)	158.35	53.36	48.21	108.98	77.09	25.86	118.29	17.37
		600525.S H	长园集团	40.54	27.08	14.42	32.53	77.54	330.72	41.51	15.75	(43.85)
		002812.SZ	创新股份	1.30	6.47	(6.47)	10.22	(5.73)	(35.67)	11.64	(7.30)	(41.97)
		002108.SZ	沧州明珠	27.10	27.47	(8.52)	127.05	11.89	(56.70)	130.42	10.13	(60.03)
	隔膜	000973.SZ	佛塑科技	(14.59)	1.87	(8.81)	51.95	(15.90)	(29.76)	5817.79	(26.08)	(42.39)
		300568.SZ	星源材质	18.97	3.09	28.77	31.33	(31.29)	115.52	31.47	(34.63)	34.85
		300444.SZ	双杰电气	51.04	40.21	67.70	7.55	7.82	855.09	9.77	6.53	219.02
		300510.SZ	金冠股份	44.38	95.99	109.46	12.63	122.90	120.02	11.76	117.70	62.67
		300037.SZ	新宙邦	70.10	14.25	25.10	100.45	9.43	(4.93)	103.08	9.40	(13.27)
		002759.SZ	天际股份	21.06	71.06	(11.86)	29.28	(71.20)	(77.60)	22.81	(78.09)	(78.29)
		002709.SZ	天赐材料	94.25	11.98	0.71	298.08	(23.11)	152.29	348.38	(19.40)	(94.34)
	电解液	603026.S H	石大胜华	9.74	25.86	10.57	286.45	9.34	52.25	293.50	8.56	58.06
		002407.SZ	多氟多	30.68	31.25	11.15	1119.09	(46.31)	(13.26)	1953.61	(61.96)	(3.07)
		002411.SZ	必康股份	84.04	44.15	119.51	67.81	(6.40)	(5.50)	57.02	(14.81)	73.25
	其他零部件	002632.SZ	道明光学	21.49	54.62	79.95	8.24	154.05	84.99	(5.80)	146.84	172.60

产业链上下游	各子领域	证券代码	证券简称	营业收入同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			扣非归母净利润同比增长 (%)		
				2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1
电池		002341.SZ	新纶科技	61.94	24.48	66.26	147.04	244.03	111.62	94.20	2333.45	147.14
		002850.SZ	科达利	28.45	(0.25)	7.10	50.61	(28.65)	(76.40)	50.85	(49.17)	(87.23)
		300750.SZ	宁德时代	160.90	34.40	48.69	206.43	35.98	(50.94)	216.61	(14.74)	25.30
		300014.SZ	亿纬锂能	73.45	27.46	40.15	66.44	60.18	(31.72)	154.15	17.22	(10.81)
		002733.SZ	雄韬股份	3.44	6.22	19.39	(9.36)	(69.75)	(51.61)	(15.41)	(86.40)	(40.46)
		300068.SZ	南都电源	38.58	20.94	11.04	62.00	15.65	93.11	56.32	(0.55)	100.54
		601311.S H	骆驼股份	17.19	20.90	32.43	(15.45)	(6.27)	34.17	(13.38)	(8.74)	84.05
		300116.SZ	坚瑞沃能	557.03	152.90	(46.62)	1102.88	(965.92)	(399.02)	1459.19	(1071.07)	(460.56)
		002074.SZ	国轩高科	73.30	1.68	8.76	76.35	(18.71)	4.57	74.19	(44.52)	(28.90)
		002245.SZ	澳洋顺昌	19.77	82.93	31.23	(14.84)	72.37	10.43	(2.98)	93.05	10.51
下游环节		002334.SZ	英威腾	22.21	60.30	17.05	(54.28)	231.79	5.88	(60.40)	226.13	48.05
		002249.SZ	大洋电机	38.54	26.45	6.71	49.30	(17.98)	(23.60)	54.81	(38.53)	(27.37)
		300124.SZ	汇川技术	32.11	30.53	27.66	15.14	13.76	15.72	12.57	8.24	25.63
		300484.SZ	蓝海华腾	118.79	(14.58)	(39.81)	118.88	(17.39)	(82.95)	116.36	(24.91)	(87.23)
		002664.SZ	长鹰信质	17.98	35.91	21.18	14.23	10.76	5.51	23.09	1.16	3.54
		600580.S H	卧龙电气	(5.91)	13.15	8.40	(29.66)	162.51	113.47	(75.91)	124.94	119.68
		002686.SZ	亿利达	23.41	38.45	21.48	24.58	17.25	12.61	13.59	25.83	12.96
		300681.SZ	英搏尔	(4.34)	31.56	38.98	(29.15)	28.94	4.77	(35.14)	38.75	(1.50)
		300224.SZ	正海磁材	16.24	(24.89)	96.01	21.06	(46.78)	333.47	19.54	(115.83)	367.80
		002196.SZ	方正电机	32.09	25.61	9.52	100.36	11.84	(21.77)	91.49	(18.78)	(23.67)
电机电控		002533.SZ	金杯电工	(3.42)	26.75	37.89	15.69	(26.49)	13.61	15.01	(29.28)	13.15
		002851.SZ	麦格米特	41.98	29.48	63.36	93.85	6.72	40.40	96.74	7.55	22.02
		300745.SZ	欣锐科技	69.35	(16.16)	75.24	37.44	(27.56)	41.99	73.58	(49.90)	(20.12)
		603305.S H	旭升股份	62.26	29.83	40.52	152.94	9.09	20.24	108.66	7.86	16.33
		核心零部件										

产业链上下游	各子领域	证券代码	证券简称	营业收入同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			扣非归母净利润同比增长 (%)		
				2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1
整车环节		600885.S	宏发股份	19.66	18.44	10.80	23.18	17.74	(9.00)	26.49	11.99	(13.73)
		600563.S	法拉电子	9.17	11.60	4.32	18.78	8.74	13.54	21.83	4.18	14.43
		002050.SZ	三花智控	9.88	41.54	30.60	41.63	44.14	32.01	42.07	39.58	37.41
		002126.SZ	银轮股份	14.57	38.63	30.82	28.11	21.13	21.18	32.23	18.91	16.48
		002594.SZ	比亚迪	29.32	2.36	20.23	78.94	(19.51)	(72.19)	282.34	(35.26)	(160.35)
		600418.S	江淮汽车	13.17	(6.33)	(6.28)	35.49	(62.83)	(52.58)	59.58	(111.04)	(326.83)
		000980.SZ	众泰汽车	4.16	1128.48	77.15	43.84	1209.38	37.00	50.05	1228.60	40.57
		000559.SZ	万向钱潮	5.32	3.42	6.30	6.96	5.72	1.41	8.89	1.09	(8.02)
		600066.S	宇通客车	14.87	(7.33)	29.03	14.38	(22.62)	(23.42)	16.28	(25.77)	(29.57)
		000957.SZ	中通客车	30.13	(15.18)	5.37	46.72	(67.36)	(50.37)	82.68	(81.58)	(131.38)
		600006.S	东风汽车	(5.08)	14.25	(28.93)	(36.45)	(8.29)	116.09	(9.09)	(2.26)	102.81
		600686.S	金龙汽车	(18.66)	(18.75)	57.23	(234.27)	166.64	106.39	(269.52)	141.82	128.04
		000868.SZ	安凯客车	18.28	14.54	(37.16)	27.61	(548.20)	(393.85)	(214.33)	(3885.31)	(128.12)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2018 年上半年上游板块共实现收入 544.72 亿元, 同比增长 55.23%; 实现归母净利润 88.46 亿元, 同比增长 119.73%; 实现扣非后归母净利润 84.62 亿元, 同比增长 106.96%。

2018 年上半年中游(正极、负极、电解液、隔膜及其他零部件)板块共实现收入 497.39 亿元, 同比增长 31.97%; 实现归母净利润 52.60 亿元, 同比增长 29.68%; 实现扣非后归母净利润 31.57 亿元, 同比下降 7.09%。

其中, 正极公司实现收入 264.45 亿元, 同比增长 37.45%; 实现归母净利润 16.50 亿元, 同比下降 2.59%; 实现扣非后归母净利润 13.59 亿元, 同比下降 4.24%。负极公司实现收入 74.54 亿元, 同比增长 19.44%; 实现归母净利润 8.95 亿元, 同比增长 24.41%; 实现扣非后归母净利润 6.60 亿元, 同比增长 9.91%。电解液公司实现收入 105.85 亿元, 同比增长 33.44%; 实现归母净利润 12.91 亿元, 同比增长 14.02%; 实现扣非后归母净利润 8.10 亿元, 同比下降 7.12%。隔膜公司实现收入 82.08 亿元, 同比增长 10.45%; 实现归母净利润 17.25 亿元, 同比增长 121.50%; 实现扣非后归母净利润 4.80 亿元, 同比下降 32.47%。

2018 年上半年下游(电池、电机电控及核心零部件)板块共实现收入 592.67 亿元, 同比增长 24.58%; 实现归母净利润 54.13 亿元, 同比下降 6.27%; 实现扣非后归母净利润 46.47 亿元, 同比增长 16.81%。

其中, **电池板块**实现收入 257.76 亿元, 同比增长 30.27%; 实现归母净利润 23.16 亿元, 同比下降 25.57%; 实现扣非后归母净利润 17.23 亿元, 同比增长 14.50%。**电机电控板块**实现收入 205.89 亿元, 同比增长 18.89%; 实现归母净利润 15.02 亿元, 同比增长 17.35%; 实现扣非后归母净利润 13.84 亿元, 同比增长 22.18%。**核心零部件板块**实现收入 129.02 亿元, 同比增长 23.23%; 实现归母净利润 15.95 亿元, 同比增长 15.27%; 实现扣非后归母净利润 13.84 亿元, 同比增长 22.18%。

2018 年上半年**终端新能源整车板块**实现收入 1247.61 亿元, 同比增长 13.88%; 实现归母净利润 22.73 亿元, 同比下降 39.31%; 实现扣非后归母净利润 2.30 亿元, 同比下降 91.46%。

3、盈利能力：上游和核心零部件厂商盈利能力较强，整车厂业绩承压

2018 年上半年，新能源汽车（不含充电桩）板块毛利率为 21.99%，同比下降 0.97pct；净利率 5.72%，同比下降 0.44pct；ROE 为 5.66%，同比下降 0.26pct；ROIC 为 4.02%，同比下降 0.56pct；销售净现率为 0.93，同比下降 0.02。

表3：新能源汽车各版块盈利情况一

新能源汽车子领域	毛利率 (%)			扣非归母净利润率 (%)			销售净现率		
	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1
上游原材料	24.05	29.03	31.04	9.08	12.64	15.53	1.07	1.02	1.06
正极	21.09	22.92	20.64	4.07	5.75	5.14	0.99	0.77	0.86
负极	28.08	28.33	27.22	8.73	8.67	8.86	1.06	0.63	0.77
隔膜	36.93	35.47	33.22	11.22	9.79	5.84	0.98	1.03	1.13
电解液	36.22	26.57	23.58	15.90	9.26	7.65	0.87	0.81	0.97
中游板块 (含正极、负极、隔膜、电解液及其他零部件)	28.26	26.04	23.68	8.93	7.72	6.35	0.95	0.83	0.92
电池	32.43	28.03	24.87	12.42	8.33	6.68	0.94	0.96	1.01
电机电控	27.72	25.81	25.20	8.33	6.34	6.72	0.86	0.86	0.96
核心零部件	34.29	33.85	31.31	12.68	11.71	11.93	0.96	0.91	0.84
下游板块 (含电池、电机电控和核心零部件)	31.09	28.42	26.39	11.00	8.31	7.84	0.92	0.92	0.95
整车板块	17.23	17.74	14.97	4.03	2.95	0.18	0.88	0.80	0.88
新能源汽车板块	22.38	23.15	21.99	6.67	6.30	5.72	0.91	0.86	0.93

注：板块数据已剔除坚瑞沃能和重复计算项

资料来源：Wind，新时代证券研究所

表4：新能源汽车各版块盈利情况二

新能源汽车子领域	ROIC (%)			ROE(摊薄) (%)		
	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1
上游原材料	7.37	13.01	7.10	9.98	17.12	11.21
正极	4.98	6.80	2.19	5.95	9.13	3.61
负极	14.21	10.51	4.13	14.25	10.75	5.73
隔膜	10.63	8.23	4.35	10.89	9.79	6.43
电解液	11.96	7.37	4.87	13.24	9.17	6.45
中游板块	9.44	7.74	3.60	10.21	9.24	5.13

新能源汽车子领域 (含正极、负极、隔膜、电解液及其他零部件)	ROIC(%)			ROE(摊薄) (%)		
	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1
电池	11.41	7.85	2.82	12.86	10.04	4.41
电机电控	13.16	9.69	3.36	12.99	10.69	4.24
核心零部件	18.73	16.03	7.39	20.50	16.05	8.66
下游板块 (含电池、电机电控和核心零部件)	5.23	7.43	2.77	6.25	9.81	4.42
整车板块	6.30	5.08	1.28	9.00	6.18	1.32
新能源汽车板块	10.18	9.16	4.02	11.45	10.91	5.66

注：板块数据已剔除坚瑞沃能和重复计算项

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2018年上半年毛利率同比增长为正的公司有23家，同比增长为负的公司有50家；扣非归母净利润率同比增长为正的公司有25家，同比增长为负的公司有48家；ROIC同比增长为正的公司有26家，同比增长为负的公司有47家；ROE同比增长为正的公司有33家，同比增长为负的公司有40家；销售净现率同比增长为正的公司有38家，同比增长为负的公司有35家。

表5：新能源汽车板块各公司盈利情况一

产业链上下游	各子领域	证券代码	证券简称	毛利率 (%)			扣非归母净利润率 (%)			销售净现率			
				2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	
上游		603993.SH	洛阳钼业	33.47	37.00	43.46	13.06	12.94	22.58	1.16	1.05	1.14	
		603799.SH	华友钴业	16.32	34.39	38.46	1.51	19.65	22.15	1.05	0.91	1.08	
		300618.SZ	寒锐钴业	23.19	48.90	56.26	8.75	30.67	35.16	0.96	0.95	0.84	
		002466.SZ	天齐锂业	71.25	70.14	72.54	44.83	39.18	39.09	0.88	1.06	1.13	
		002460.SZ	赣锋锂业	34.57	40.47	43.98	16.67	27.24	29.73	1.11	0.80	0.79	
		002176.SZ	江特电机	25.47	25.98	31.76	6.02	7.86	11.90	1.20	0.84	0.75	
		002340.SZ	格林美	15.71	19.90	20.09	2.28	5.63	5.96	1.08	1.06	1.12	
		300438.SZ	鹏辉能源	24.58	25.01	23.75	10.11	10.65	10.95	0.72	0.63	0.77	
		300409.SZ	道氏技术	40.38	32.33	34.74	12.54	8.60	7.85	1.08	1.01	0.79	
		002192.SZ	融捷股份	32.03	41.76	16.37	(1.13)	10.74	(1.90)	0.86	1.02	0.80	
		600711.SH	盛屯矿业	6.42	6.85	5.19	2.10	2.93	2.21	1.10	1.15	1.09	
		002497.SZ	雅化集团	41.81	36.63	32.41	7.91	9.61	9.24	0.88	0.97	1.00	
	中游环节		600884.SH	杉杉股份	24.95	25.39	24.45	4.68	5.34	7.06	1.18	0.75	0.94
			002340.SZ	格林美	15.71	19.90	20.09	2.28	5.63	5.96	1.08	1.06	1.12
		300073.SZ	当升科技	16.96	18.55	13.95	7.03	6.76	6.51	0.63	0.54	0.53	
		835185.OC	贝特瑞	29.44	28.65	26.08	11.18	10.00	6.78	1.10	0.32	0.29	
正极		600549.SH	厦门钨业	19.93	21.88	18.79	0.70	3.61	2.80	0.85	0.67	0.72	
		300432.SZ	富临精工	33.93	35.15	34.40	19.29	15.00	11.03	0.86	0.62	1.07	
		300477.SZ	合纵科技	27.10	22.33	22.48	6.75	5.78	5.14	0.91	0.84	1.29	
		002125.SZ	湘潭电化	23.59	25.80	26.18	2.95	6.05	6.77	0.82	0.78	1.32	
		300340.SZ	科恒股份	13.74	18.03	14.68	3.87	5.08	2.56	1.16	0.98	0.61	
		600884.SH	杉杉股份	24.95	25.39	24.45	4.68	5.34	7.06	1.18	0.75	0.94	
负极		603659.SH	璞泰来	10.17	5.87	17.68	18.55	18.94	16.03	0.65	0.60	0.78	
		835185.OC	贝特瑞	48.59	52.21	42.10	11.18	10.00	6.78	1.10	0.32	0.29	
		300035.SZ	中科电气	48.74	37.70	35.74	11.72	9.90	12.86	1.02	0.72	0.57	

产业链上下游	各子领域	证券代码	证券简称	毛利率 (%)			扣非归母净利润率 (%)			销售净现率			
				2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	
	隔膜	600525.SH	长园集团	44.60	45.18	44.21	9.41	8.57	3.64	1.01	1.04	1.09	
		002812.SZ	创新股份	28.83	26.87	21.44	13.28	11.56	6.62	0.85	0.96	0.93	
		002108.SZ	沧州明珠	32.86	27.96	18.61	17.67	15.26	7.37	0.89	0.96	0.93	
		000973.SZ	佛塑科技	24.74	21.67	19.41	3.91	2.84	1.93	1.07	1.30	1.68	
		300568.SZ	星源材质	60.60	50.68	53.51	29.38	18.63	26.52	1.02	0.87	1.26	
		300444.SZ	双杰电气	30.57	28.42	28.61	9.46	7.19	6.48	0.97	0.79	1.03	
		300510.SZ	金冠股份	37.32	37.38	37.25	13.74	15.26	11.53	0.86	0.89	0.94	
	电解液	300037.SZ	新宙邦	38.67	35.51	33.57	15.29	14.64	10.39	0.87	0.85	1.03	
		002759.SZ	天际股份	35.73	39.72	26.84	14.72	1.89	7.16	0.80	0.86	1.35	
		002709.SZ	天赐材料	39.77	33.91	22.82	19.98	14.38	1.03	0.71	0.59	0.71	
		603026.SH	石大胜华	11.32	10.34	11.84	4.49	3.87	4.93	0.96	0.84	0.90	
		002407.SZ	多氟多	41.46	24.08	29.66	18.33	5.31	7.14	0.64	0.68	0.84	
		002411.SZ	必康股份	54.79	34.81	26.53	24.04	14.21	10.83	1.04	0.95	1.09	
		002632.SZ	道明光学	33.68	38.58	39.86	6.72	10.73	18.51	1.09	0.92	0.80	
	其他零部件	002341.SZ	新纶科技	24.65	27.38	27.46	(0.33)	5.95	9.17	1.06	1.02	0.69	
		002850.SZ	科达利	30.49	23.63	15.58	15.78	8.04	1.49	0.82	0.72	0.83	
		300750.SZ	宁德时代	43.70	36.29	31.28	18.73	11.88	7.45	0.80	0.97	1.29	
	电池	300014.SZ	亿纬锂能	29.20	29.25	25.61	9.99	9.19	7.86	0.88	0.87	0.72	
		002733.SZ	雄韬股份	14.20	12.73	12.61	3.86	0.49	1.81	1.16	1.16	0.91	
		300068.SZ	南都电源	17.63	14.74	14.55	3.75	3.08	4.33	1.06	1.07	0.99	
		601311.SH	骆驼股份	22.81	20.61	20.82	7.19	5.43	6.15	0.93	0.83	0.90	
		300116.SZ	坚瑞沃能	35.17	31.32	0.95	9.99	(38.37)	(61.29)	0.37	0.56	0.55	
		002074.SZ	国轩高科	46.93	39.13	33.71	20.06	10.94	10.14	1.11	1.16	0.72	
		002245.SZ	澳洋顺昌	23.85	25.08	22.16	8.36	8.83	7.35	0.94	0.66	0.67	
	下游环节	002334.SZ	英威腾	39.52	37.79	36.11	3.95	8.04	8.29	0.74	0.68	0.68	
		002249.SZ	大洋电机	23.67	20.28	17.65	6.72	3.27	2.12	0.96	0.96	1.13	
		300124.SZ	汇川技术	48.12	45.12	44.74	23.42	19.42	18.51	0.80	0.79	0.86	
		300484.SZ	蓝海华腾	44.75	39.85	38.41	22.55	19.82	5.08	0.39	0.85	1.20	
		002664.SZ	长鹰信质	27.62	23.07	23.21	13.84	10.30	9.93	1.01	1.07	0.84	
		600580.SH	卧龙电气	20.93	21.47	24.07	0.91	1.81	5.00	0.78	0.73	0.97	
		电机电控	002686.SZ	亿利达	35.40	33.50	30.10	10.46	9.50	9.63	0.86	0.74	0.80
			300681.SZ	英搏尔	28.40	31.86	25.89	14.09	14.86	11.73	0.40	0.36	0.58
			300224.SZ	正海磁材	26.46	21.60	19.79	10.80	(2.28)	6.27	1.01	1.24	1.11
			002196.SZ	方正电机	25.38	23.40	20.37	8.62	5.57	6.80	0.91	0.85	1.01
			002533.SZ	金杯电工	16.93	13.70	14.74	4.90	2.73	3.07	1.09	1.02	1.04
			002851.SZ	麦格米特	33.77	31.33	29.16	8.15	6.77	4.97	0.85	0.78	0.83
			300745.SZ	欣锐科技	44.56	38.68	28.91	26.32	15.73	8.34	0.51	1.09	0.49
	核心零部件	603305.SH	旭升股份	49.43	44.43	39.65	34.56	28.71	25.86	1.04	1.15	1.00	
		600885.SH	宏发股份	39.52	39.85	38.20	11.13	10.52	10.26	0.91	0.96	0.78	
		600563.SH	法拉电子	42.46	42.28	43.26	24.84	23.19	24.96	0.92	0.91	0.98	
		002050.SZ	三花智控	29.77	31.23	27.64	11.49	11.33	12.06	1.07	0.99	0.98	
		002126.SZ	银轮股份	28.84	26.16	24.97	7.90	6.78	7.04	0.78	0.62	0.54	
	整车环节	002594.SZ	比亚迪	20.36	19.01	15.93	4.46	2.82	(1.24)	0.87	0.92	0.93	

产业链上下游	各子领域	证券代码	证券简称	毛利率 (%)			扣非归母净利润率 (%)			销售净现率		
				2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1
		600418.SH	江淮汽车	9.66	11.71	9.35	1.61	(0.19)	(1.84)	0.80	0.60	0.53
		000980.SZ	众泰汽车	23.42	18.77	17.92	4.91	5.31	2.96	0.73	0.22	0.44
		000559.SZ	万向钱潮	21.95	20.67	19.33	7.37	7.21	6.78	0.95	0.92	1.27
		600066.SH	宇通客车	27.82	26.32	21.42	10.53	8.44	4.32	0.86	0.90	1.21
		000957.SZ	中通客车	21.01	14.50	14.59	7.78	1.69	(0.22)	0.92	0.50	1.05
		600006.SH	东风汽车	14.00	10.70	12.40	1.28	1.10	4.35	1.13	0.94	1.15
		600686.SH	金龙汽车	8.90	18.74	12.62	(3.29)	1.69	0.25	1.00	1.01	1.00
		000868.SZ	安凯客车	(18.04)	10.12	4.94	(0.16)	(5.43)	(10.06)	0.63	0.79	1.24

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

表6: 新能源汽车板块各公司盈利情况二

产业链上下游	各子领域	证券代码	证券简称	ROIC (%)			ROE(摊薄) (%)		
				2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1
		603993.SH	洛阳钼业	1.16	1.05	1.14	2.38	4.29	4.24
		603799.SH	华友钴业	1.05	0.91	1.08	0.83	17.64	10.60
		300618.SZ	寒锐钴业	0.96	0.95	0.84	10.45	36.00	24.96
		002466.SZ	天齐锂业	0.88	1.06	1.13	22.26	19.19	8.80
		002460.SZ	赣锋锂业	1.11	0.80	0.79	17.20	30.90	12.45
	上游	002176.SZ	江特电机	1.20	0.84	0.75	3.88	4.18	3.90
		002340.SZ	格林美	1.08	1.06	1.12	1.75	3.52	2.17
		300438.SZ	鹏辉能源	0.72	0.63	0.77	11.70	12.18	5.66
		300409.SZ	道氏技术	1.08	1.01	0.79	8.82	7.52	4.59
		002192.SZ	融捷股份	0.86	1.02	0.80	0.72	4.81	-0.40
		600711.SH	盛屯矿业	1.10	1.15	1.09	2.79	7.70	3.95
		002497.SZ	雅化集团	0.88	0.97	1.00	5.60	8.17	4.26
		600884.SH	杉杉股份	1.18	0.75	0.94	3.36	6.30	2.63
		002340.SZ	格林美	1.08	1.06	1.12	1.75	3.52	2.17
		300073.SZ	当升科技	0.63	0.54	0.53	6.47	13.34	3.84
		835185.OC	贝特瑞	1.10	0.32	0.29	10.44	8.98	2.38
	正极	600549.SH	厦门钨业	0.85	0.67	0.72	1.31	4.85	2.17
		300432.SZ	富临精工	0.86	0.62	1.07	9.52	8.94	1.79
		300477.SZ	合纵科技	0.91	0.84	1.29	7.84	6.41	1.86
		002125.SZ	湘潭电化	0.82	0.78	1.32	1.26	2.52	1.39
		300340.SZ	科恒股份	1.16	0.98	0.61	2.88	6.31	1.45
中游环节		600884.SH	杉杉股份	1.18	0.75	0.94	3.36	6.30	2.63
	负极	603659.SH	璞泰来	0.65	0.60	0.78	40.42	22.35	7.79
		835185.OC	贝特瑞	1.10	0.32	0.29	10.44	8.98	2.38
		300035.SZ	中科电气	1.02	0.72	0.57	2.61	4.41	3.70
		600525.SH	长园集团	1.01	1.04	1.09	6.56	8.13	6.69
		002812.SZ	创新股份	0.85	0.96	0.93	11.58	8.82	2.45
	隔膜	002108.SZ	沧州明珠	0.89	0.96	0.93	18.18	16.72	3.37
		000973.SZ	佛塑科技	1.07	1.30	1.68	3.70	2.80	0.79
		300568.SZ	星源材质	1.02	0.87	1.26	13.51	6.31	7.14
		300444.SZ	双杰电气	0.97	0.79	1.03	9.93	7.26	8.07

产业链上下游	各子领域	证券代码	证券简称	ROIC(%)			ROE(摊薄) (%)		
				2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1
下游环节	电解液	300510.SZ	金冠股份	0.86	0.89	0.94	10.92	7.57	1.95
		300037.SZ	新宙邦	0.87	0.85	1.03	11.54	10.56	3.87
		002759.SZ	天际股份	0.80	0.86	1.35	3.82	0.63	0.83
		002709.SZ	天赐材料	0.71	0.59	0.71	25.27	12.69	13.85
		603026.SH	石大胜华	0.96	0.84	0.90	9.71	9.61	5.86
		002407.SZ	多氟多	0.64	0.68	0.84	13.20	5.25	2.24
		002411.SZ	必康股份	1.04	0.95	1.09	8.25	5.46	2.55
	其他零部件	002632.SZ	道明光学	1.09	0.92	0.80	3.43	7.17	5.31
		002341.SZ	新纶科技	1.06	1.02	0.69	1.28	3.43	2.43
		002850.SZ	科达利	0.82	0.72	0.83	21.22	8.67	0.87
	电池	300750.SZ	宁德时代	0.80	0.97	1.29	22.06	12.94	2.24
		300014.SZ	亿纬锂能	0.88	0.87	0.72	10.38	10.74	3.20
		002733.SZ	雄韬股份	1.16	1.16	0.91	5.12	1.22	0.82
		300068.SZ	南都电源	1.06	1.07	0.99	5.09	4.54	3.06
		601311.SH	骆驼股份	0.93	0.83	0.90	9.04	6.86	3.27
		300116.SZ	坚瑞沃能	0.37	0.56	0.55	6.30	-21.72	-8.17
		002074.SZ	国轩高科	1.11	1.16	0.72	20.35	9.70	3.68
		002245.SZ	澳洋顺昌	0.94	0.66	0.67	7.82	8.94	3.44
		002334.SZ	英威腾	0.74	0.68	0.68	4.29	12.64	4.67
002249.SZ		大洋电机	0.96	0.96	1.13	6.25	3.48	0.86	
300124.SZ		汇川技术	0.80	0.79	0.86	18.97	18.02	7.43	
300484.SZ		蓝海华腾	0.39	0.85	1.20	32.11	15.40	1.31	
电机电控	002664.SZ	长鹰信质	1.01	1.07	0.84	9.53	9.93	4.69	
	600580.SH	卧龙电气	0.78	0.73	0.97	2.39	5.49	2.14	
	002686.SZ	亿利达	0.86	0.74	0.80	10.18	8.68	3.17	
	300681.SZ	英搏尔	0.40	0.36	0.58	26.10	16.89	5.68	
	300224.SZ	正海磁材	1.01	1.24	1.11	7.77	3.45	1.05	
	002196.SZ	方正电机	0.91	0.85	1.01	4.79	4.94	1.54	
	002533.SZ	金杯电工	1.09	1.02	1.04	7.43	4.98	2.76	
	002851.SZ	麦格米特	0.85	0.78	0.83	13.68	9.78	4.15	
	300745.SZ	欣锐科技	0.51	1.09	0.49	27.62	12.33	4.21	
	603305.SH	旭升股份	1.04	1.15	1.00	38.94	23.92	10.27	
核心零部件	600885.SH	宏发股份	0.91	0.96	0.78	14.61	14.58	6.79	
	600563.SH	法拉电子	0.92	0.91	0.98	19.24	19.28	9.44	
	002050.SZ	三花智控	1.07	0.99	0.98	12.60	14.41	6.41	
	002126.SZ	银轮股份	0.78	0.62	0.54	8.26	7.96	4.07	
	002594.SZ	比亚迪	0.87	0.92	0.93	5.19	3.37	0.35	
整车环节	600418.SH	江淮汽车	0.80	0.60	0.53	4.43	1.48	0.55	
	000980.SZ	众泰汽车	0.73	0.22	0.44	3.04	9.23	1.38	
	000559.SZ	万向钱潮	0.95	0.92	1.27	11.51	11.90	5.81	
	600066.SH	宇通客车	0.86	0.90	1.21	22.36	15.20	2.67	
	000957.SZ	中通客车	0.92	0.50	1.05	13.09	3.35	0.44	
	600006.SH	东风汽车	1.13	0.94	1.15	1.88	1.69	2.50	

产业链上下游	各子领域	证券代码	证券简称	ROIC(%)			ROE(摊薄)(%)		
				2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1
		600686.SH	金龙汽车	1.00	1.01	1.00	-6.03	3.84	0.59
		000868.SZ	安凯客车	0.63	0.79	1.24	1.17	-4.32	-2.80

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2018年上半年上游板块毛利率为31.04%，同比增长1.69pct；净利率为15.53%，同比增长3.88pct；ROE为11.21%，同比增长2.85pct；ROIC为7.10%，同比增长1.33pct；销售净现率为1.06，同比下降0.01。

2018年上半年中游（正极、负极、电解液、隔膜及其他零部件）板块毛利率为23.68%，同比下降3.66pct；净利率6.35%，同比下降2.67pct；ROE为5.13%，同比下降0.24pct；ROIC为3.6%，同比下降0.56pct；销售净现率为0.92，同比上升0.04。

其中，正极公司毛利率为20.64%，同比下降4.07pct；净利率为5.14%，同比下降2.24pct；ROE为3.61%，同比下降1.78pct；ROIC为2.19%，同比下降1.54pct；销售净现率为0.86，同比增长0.03。负极公司毛利率为27.22%，同比下降0.91pct；净利率为8.86%，同比下降0.77pct；ROE为5.73%，同比下降1.99pct；ROIC为4.13%，同比下降1.95pct；销售净现率为0.77，同比下降0.07。电解液公司毛利率23.58%，同比下降5.45pct；净利率为7.65%，同比下降3.34pct；ROE为6.45%，同比增长0.37pct；ROIC为0.97，保持不变；销售净现率为0.97，保持不变。隔膜公司毛利率为33.22%，同比下降1.44pct；净利率为5.84%，同比下降3.71pct；ROE为6.43，同比增长2.25pct；ROIC为4.35%，同比增长0.99pct；销售净现率为1.13，同比增长0.18。

2018年上半年下游（电池、电机电控及核心零部件）板块毛利率为26.39%，同比下降1.61pct；净利率为7.84%，同比下降0.52pct；ROE为4.42%，同比下降1.2pct；ROIC为2.77%，同比下降1.2pct；销售净现率为0.95，同比下降0.02。

其中，电池板块毛利率为24.87%，同比下降2.07pct；净利率为6.68%，同比下降0.92pct；ROE为4.41%，同比下降2.12pct；ROIC为2.82%，同比下降1.87pct；销售净现率为1.01，同比下降0.04。电机电控板块毛利率为25.20%，同比下降0.54pct；净利率为6.72%，同比增长0.18pct；ROE为4.24%，同比下降0.96pct；ROIC为3.36%，同比下降1.15pct；销售净现率为0.96，同比下降0.01。核心零部件板块毛利率为31.31%，同比下降2.39pct；净利率为11.93%，同比下降0.87pct；ROE为8.66%，同比下降2.02pct；ROIC为7.39%，同比下降1.72pct；销售净现率为0.84，同比增长0.03。

2018年上半年终端新能源整车板块毛利率14.97%，同比下降1.92pct；净利率为0.18%，同比下降2.27pct；ROE为1.32%，同比下降1.66pct；ROIC为1.28%，同比下降0.61pct；销售净现率为0.88，同比下降0.06。

4、成本控制能力：隔膜企业期间费用率最高，行业整体期间费用水平下滑

2018年上半年，新能源汽车（不含充电桩）板块期间费用率为12.22%，同比下降1.20pct。

表7：新能源汽车各版块期间费用率情况

新能源汽车子领域	期间费用率 (%)		
	2016	2017	2018H1
上游原材料	10.69	9.08	8.19
正极	14.01	13.35	12.44
负极	17.03	16.57	15.31
隔膜	22.02	22.73	25.91
电解液	15.33	12.48	12.85
中游板块 (含正极、负极、隔膜、电解液及其他零部件)	16.31	15.27	14.97
电池	14.61	14.92	14.38
电机电控	17.32	17.71	17.22
核心零部件	15.86	16.58	14.59
下游板块 (含电池、电机电控和核心零部件)	15.83	16.23	15.41
整车板块	12.46	12.29	11.32
新能源汽车板块	13.50	13.09	12.22

注：板块数据已剔除坚瑞沃能和重复计算项

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2018年上半年期间费用率同比增长为正的公司有35家，同比增长为负的公司有38家。

表8：新能源汽车板块各公司期间费用率情况

产业链上下游	各子领域	证券代码	证券简称	期间费用率 (%)		
				2016	2017	2018H1
上游环节		603993.SH	洛阳钼业	17.45	11.56	7.48
		603799.SH	华友钴业	13.33	9.15	11.01
		300618.SZ	寒锐钴业	10.47	6.56	6.61
		002466.SZ	天齐锂业	8.44	6.44	8.69
		002460.SZ	赣锋锂业	5.98	6.43	10.48
		002176.SZ	江特电机	15.66	15.86	15.51
		002340.SZ	格林美	11.60	11.38	11.50
		300438.SZ	鹏辉能源	10.39	10.82	9.81
		300409.SZ	道氏技术	22.77	16.97	15.80
		002192.SZ	融捷股份	30.60	28.81	21.31
		600711.SH	盛屯矿业	3.31	2.79	2.22
		002497.SZ	雅化集团	23.31	21.33	19.39
		600884.SH	杉杉股份	19.16	18.07	17.66
		002340.SZ	格林美	11.60	11.38	11.50
中游环节	正极	300073.SZ	当升科技	9.99	10.15	5.51
		835185.OC	贝特瑞	14.33	13.74	8.46
		600549.SH	厦门钨业	13.51	12.78	11.81
		300432.SZ	富临精工	10.54	11.32	19.49
		300477.SZ	合纵科技	17.36	13.76	15.92
		002125.SZ	湘潭电化	18.30	16.68	16.19
		300340.SZ	科恒股份	9.84	12.12	10.22
		600884.SH	杉杉股份	19.16	18.07	17.66
	负极					

产业链上下游	各子领域	证券代码	证券简称	期间费用率 (%)			
				2016	2017	2018H1	
上游环节		603659.SH	璞泰来	12.09	13.41	13.61	
		835185.OC	贝特瑞	14.33	13.74	8.46	
		300035.SZ	中科电气	31.65	23.78	26.22	
	隔膜	600525.SH	长园集团	32.70	35.00	40.48	
		002812.SZ	创新股份	12.21	12.38	12.77	
		002108.SZ	沧州明珠	9.53	7.44	7.71	
		000973.SZ	佛塑科技	17.23	16.78	16.47	
		300568.SZ	星源材质	23.47	29.10	20.91	
		300444.SZ	双杰电气	18.19	16.48	21.75	
		300510.SZ	金冠股份	17.50	16.87	21.04	
		300037.SZ	新宙邦	18.00	17.41	19.67	
		002759.SZ	天际股份	17.30	15.26	16.52	
	电解液	002709.SZ	天赐材料	15.01	16.66	20.01	
		603026.SH	石大胜华	4.11	4.53	4.49	
		002407.SZ	多氟多	16.33	14.06	18.84	
		002411.SZ	必康股份	24.73	14.72	12.23	
		002632.SZ	道明光学	19.65	19.14	14.99	
	其他零部件	002341.SZ	新纶科技	23.01	20.35	15.33	
		002850.SZ	科达利	10.83	12.93	12.65	
		300750.SZ	宁德时代	19.25	18.98	18.66	
	中游环节	电池	300014.SZ	亿纬锂能	12.48	17.03	17.72
			002733.SZ	雄韬股份	7.89	10.66	10.42
			300068.SZ	南都电源	10.28	10.24	9.79
			601311.SH	骆驼股份	9.49	9.61	9.65
			300116.SZ	坚瑞沃能	19.00	25.67	28.23
002074.SZ			国轩高科	21.07	21.27	18.71	
002245.SZ			澳洋顺昌	7.24	7.73	8.16	
002334.SZ			英威腾	36.67	30.55	28.71	
002249.SZ			大洋电机	13.88	13.84	14.30	
电机电控		300124.SZ	汇川技术	24.10	26.42	27.38	
		300484.SZ	蓝海华腾	16.96	19.80	32.44	
		002664.SZ	长鹰信质	9.83	9.26	9.43	
		600580.SH	卧龙电气	18.97	19.49	17.31	
		002686.SZ	亿利达	18.46	18.79	19.68	
		300681.SZ	英搏尔	10.89	15.29	12.87	
下游环节	核心零部件	300224.SZ	正海磁材	14.21	16.79	14.14	
		002196.SZ	方正电机	12.94	13.40	13.47	
		002533.SZ	金杯电工	9.96	8.92	9.89	
		002851.SZ	麦格米特	19.93	20.27	19.22	
		300745.SZ	欣锐科技	22.13	24.78	19.83	
		603305.SH	旭升股份	7.25	9.98	7.32	
		600885.SH	宏发股份	19.26	20.57	19.73	
600563.SH	法拉电子	10.84	12.62	12.11			

产业链上下游	各子领域	证券代码	证券简称	期间费用率 (%)		
				2016	2017	2018H1
整车环节		002050.SZ	三花智控	14.39	15.51	12.51
		002126.SZ	银轮股份	17.50	16.09	14.60
		002594.SZ	比亚迪	11.85	13.24	10.60
		600418.SH	江淮汽车	12.40	10.58	10.46
		000980.SZ	众泰汽车	13.72	8.36	11.09
		000559.SZ	万向钱潮	12.72	11.90	11.73
		600066.SH	宇通客车	14.02	14.74	15.91
		000957.SZ	中通客车	10.65	10.68	13.45
		600006.SH	东风汽车	13.02	11.52	11.53
		600686.SH	金龙汽车	11.96	13.16	10.64
		000868.SZ	安凯客车	17.47	11.91	13.64

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2018 年上半年上游板块期间费用率为 8.19%，同比下降 2.21pct。

2018 年上半年中游（正极、负极、电解液、隔膜及其他零部件）板块期间费用率为 14.97%，同比下降 0.54pct。其中正极公司期间费率为 12.44%，同比下降 1pct。负极公司期间费用率为 15.31%，同比下降 0.64pct。电解液公司期间费用率 12.85%，同比下降 1.57pct。隔膜公司期间费用率为 25.91%，同比上升 4.09pct。

2018 年上半年下游（电池、电机电控及核心零部件）期间费用率为 15.41%，同比下降 0.82pct。其中电池板块期间费用率为 14.38%，同比下降 0.88pct。电机电控板块期间费用率为 17.22%，同比下降 0.74pct。核心零部件板块期间费用率为 14.59%，同比下降 0.61pct。

2018 年上半年终端新能源整车板块期间费用率 11.32%，同比下降 1.10pct。

5、偿债能力：上游环节负债率大幅下降，其他环节略有提升

2018 年上半年，新能源汽车（不含充电桩）板块资产负债率为 55.47%，同比下降 0.63pct。

表9：新能源汽车各板块偿债能力情况

新能源汽车子领域	资产负债率 (%)		
	2016	2017	2018H1
上游原材料	57.29	53.48	53.36
正极	48.55	53.13	55.87
负极	42.05	47.26	51.19
隔膜	43.82	48.82	49.18
电解液	41.12	44.42	43.66
中游板块 (含正极、负极、隔膜、电解液及其他零部件)	44.98	48.72	50.14
电池	43.51	46.79	46.93
电机电控	42.91	43.47	45.17
核心零部件	34.01	33.83	36.16
下游板块 (含电池、电机电控和核心零部件)	41.81	43.72	44.76

新能源汽车子领域	资产负债率 (%)		
	2016	2017	2018H1
整车板块	65.25	64.76	66.37
新能源汽车板块	54.99	54.57	55.47

注：板块数据已剔除坚瑞沃能和重复计算项

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2018年上半年资产负债率同比增长为正的公司有48家，同比增长为负的公司有25家。

表10：新能源汽车板块各公司偿债能力情况

产业链上下游	各子领域	证券代码	证券简称	资产负债率 (%)		
				2016	2017	2018H1
上游环节		603993.SH	洛阳钼业	61.05	53.08	52.55
		603799.SH	华友钴业	58.77	63.43	64.17
		300618.SZ	寒锐钴业	53.48	48.76	48.39
		002466.SZ	天齐锂业	48.29	40.39	39.57
		002460.SZ	赣锋锂业	34.61	49.45	47.61
		002176.SZ	江特电机	50.75	54.23	57.75
		002340.SZ	格林美	62.24	64.51	64.74
		300438.SZ	鹏辉能源	49.84	45.15	46.97
		300409.SZ	道氏技术	33.20	50.04	57.34
		002192.SZ	融捷股份	13.40	22.22	29.20
		600711.SH	盛屯矿业	59.11	58.37	52.44
		002497.SZ	雅化集团	20.09	34.83	35.93
		600884.SH	杉杉股份	40.74	49.58	52.79
		002340.SZ	格林美	62.24	64.51	64.74
	中游环节	正极	300073.SZ	当升科技	38.00	41.85
835185.OC			贝特瑞	50.60	48.77	53.87
600549.SH			厦门钨业	47.63	53.59	59.70
300432.SZ			富临精工	21.94	26.79	30.58
300477.SZ			合纵科技	56.14	51.28	57.35
		002125.SZ	湘潭电化	50.12	55.46	59.27
		300340.SZ	科恒股份	40.51	58.71	60.08
		600884.SH	杉杉股份	40.74	49.58	52.79
		603659.SH	璞泰来	48.77	41.16	45.10
		835185.OC	贝特瑞	50.60	48.77	53.87
		300035.SZ	中科电气	15.97	24.89	36.74
		600525.SH	长园集团	52.18	60.00	58.55
		002812.SZ	创新股份	16.79	18.79	15.85
		002108.SZ	沧州明珠	23.66	16.04	30.95
		000973.SZ	佛塑科技	49.74	56.32	56.78
	300568.SZ	星源材质	32.41	45.89	47.38	
	300444.SZ	双杰电气	45.14	49.48	55.93	
	300510.SZ	金冠股份	24.13	22.54	25.89	
	300037.SZ	新宙邦	21.05	33.57	34.33	
	002759.SZ	天际股份	4.97	10.39	11.17	

产业链上下游	各子领域	证券代码	证券简称	资产负债率 (%)		
				2016	2017	2018H1
下游环节	其他零部件	002709.SZ	天赐材料	30.03	28.35	32.20
		603026.SH	石大胜华	27.52	36.80	42.00
		002407.SZ	多氟多	45.28	54.54	56.35
		002411.SZ	必康股份	53.14	53.24	49.68
		002632.SZ	道明光学	9.54	18.89	14.53
		002341.SZ	新纶科技	47.34	48.63	46.09
		002850.SZ	科达利	42.13	23.25	27.08
	电池	300750.SZ	宁德时代	44.76	46.70	40.80
		300014.SZ	亿纬锂能	52.27	57.15	62.70
		002733.SZ	雄韬股份	30.19	37.90	48.80
		300068.SZ	南都电源	30.90	43.41	51.15
		601311.SH	骆驼股份	27.48	39.14	46.77
		300116.SZ	坚瑞沃能	62.42	86.14	90.20
		002074.SZ	国轩高科	61.23	51.72	54.61
		002245.SZ	澳洋顺昌	46.35	44.31	46.05
		002334.SZ	英威腾	33.90	39.22	39.58
		002249.SZ	大洋电机	38.71	43.40	43.89
		300124.SZ	汇川技术	37.52	36.71	38.15
		300484.SZ	蓝海华腾	39.11	36.99	33.48
		电机电控	002664.SZ	长鹰信质	33.36	41.31
600580.SH	卧龙电气		65.34	63.95	65.62	
002686.SZ	亿利达		32.83	34.93	46.05	
300681.SZ	英搏尔		42.91	29.05	29.40	
300224.SZ	正海磁材		27.27	21.78	27.28	
002196.SZ	方正电机		19.01	24.82	23.21	
002533.SZ	金杯电工		22.18	28.22	31.61	
002851.SZ	麦格米特		47.06	38.05	43.16	
300745.SZ	欣锐科技		32.44	37.63	29.71	
核心零部件	603305.SH		旭升股份	30.77	19.71	21.63
	600885.SH	宏发股份	30.20	30.99	33.81	
	600563.SH	法拉电子	13.57	12.90	13.46	
	002050.SZ	三花智控	36.10	35.82	36.14	
	002126.SZ	银轮股份	46.61	44.77	49.35	
整车环节	002594.SZ	比亚迪	61.81	66.33	68.97	
	600418.SH	江淮汽车	68.57	65.74	68.59	
	000980.SZ	众泰汽车	47.40	49.33	46.04	
	000559.SZ	万向钱潮	58.99	53.23	55.98	
	600066.SH	宇通客车	61.09	56.85	58.34	
	000957.SZ	中通客车	68.01	77.59	77.56	
	600006.SH	东风汽车	65.54	60.51	57.32	
	600686.SH	金龙汽车	82.35	78.89	78.96	
	000868.SZ	安凯客车	83.79	85.71	84.60	

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2018 年上半年上游板块资产负债率为 53.36%，同比下降 8.43pct。

2018 年上半年中游（正极、负极、电解液、隔膜及其他零部件）板块资产负债率为 50.14%，同比增长 2.92pct。其中正极公司资产负债率为 55.87%，同比增长 4.41pct。负极公司资产负债率为 51.19%，同比增长 3.57pct。电解液公司资产负债率为 43.66%，同比下降 0.57pct。隔膜公司资产负债率为 49.18%，同比上升 3.64pct。

2018 年上半年下游（电池、电机电控及核心零部件）资产负债率为 44.76%，同上升 1.40pct。其中电池板块资产负债率为 46.93%，同比增长 1.71pct。电机电控板块资产负债率为 45.17%，同比增长 1.03pct。核心零部件板块资产负债率为 36.16%，同比增长 0.99pct。

2018 年上半年终端新能源整车板块资产负债率 66.37%，同比增长 2.01pct。

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>