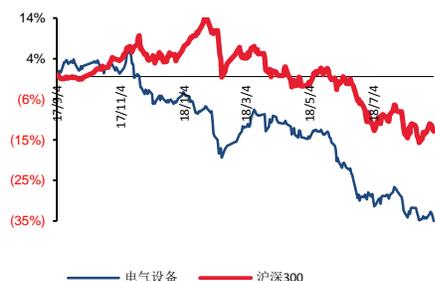


工业 资本货物

新能源车 2018 年中报总结：竞争加剧，重视结构化机会

■ 走势比较



■ 子行业评级

看好

相关研究报告：

《高镍三元地位明确，MIP 终止长期利好光伏》--2018/09/02

证券分析师：张文臣

电话：010-88321731

E-MAIL: zhangwc@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010005

联系人：赵水平

电话：15601632638

E-MAIL: zhaosp@tpyzq.com

证券分析师：刘晶敏

电话：010-88321616

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190516050001

证券分析师：周涛

电话：010-88321940

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120001

报告摘要

2018 年中报总结：营收增速依旧较快，但盈利增速出现下滑，行业竞争加剧，利润加速向上游转移。根据中汽协数据，2018 年上半年，我国新能源汽车销量为 40.8 万辆，同比增长 110.31%，7 月销量 8.4 万辆，同比增长 47.37%，1-7 月累计销量 49.2 万辆，同比增长 96.0%，补贴下调下销量依旧强劲，新能源车消费驱动凸显。

从营收角度看，新能源车板块 2018H1 营收为 8559.39 亿元，同比增长 19.1%，细分板块增速排名：资源板块>锂电池>中游核心零部件>电池材料>整车>充电桩，其中锂电材料环节，增速排名为：其他电池材料>正极材料>负极材料>电解液>隔膜。

从盈利能力来看，新能源车板块 2018H1 扣非净利润为 438.71 亿元，同比增长 7.0%，增速较去年同期下滑 16.14pct；细分板块来看，上游资源板块的锂、钴，由于价格仍处于高位，盈利能力继续提升；但其他中游环节以及下游领域盈利能力下降较为明显，主要由于补贴退坡及竞争加剧，导致部分产品价格及毛利率开始下滑，电解液、隔膜受到影响最大，扣非净利润增速表现的板块排名为：资源板块>中游核心零部件>充电桩>锂电池>整车>电池材料，其中电池材料板块的表现：其他电池材料>负极材料>正极材料>隔膜>电解液。

从现金流分析来看，新能源车板块 2018H1 经营性现金流净额为-245.83 亿元，同比减少 258.9%，主要是由于整车板块经营性现金流净额为-315.97 亿元，同比下滑-261.0%，而最重要的原因是上汽集团大幅增加汽车信贷所致，并非新能源车销售环节的问题；钴、锂等上游资源板块现金流情况良好，电池材料板块面临较大资金压力，存货增长较为明显，产业端供给过剩现象比较严重。

从研发投入来看，新能源车板块 2018H1 研发投入 187.92 亿元，同比增长 21.0%，研发投入占营收比重为 2.62%，较去年同期提升 0.56pct；研发投入占营收比重排名为：锂电池>中游核心零部件>充电桩>电池材料>整车>资源板块，其中电池材料板块的表现：其他电池材料>正极材料>隔膜>负极材料>电解液。

从在建工程来看，新能源车板块 2018H1 在建工程为 706.18 亿元，同比减少 8.4%，主要是由于锂板块先于新能源车进行大规模的建设，目前很多项目已经顺利投产转固定资产，因此在建工程出现一定程度的下滑。剔除锂板块后，我们发现 2018H1 在建工程增速仍达到 19.4%，增速较 2017 年同比提升 1.97pct，显示出新能源车并非出现衰退而仍处于快速扩张中。

投资建议。随着补贴新政的实施，长续航里程的车型逐步投入市场，新能源汽车产销量将环比正增长，三元动力电池环比增速更高，此外中游和上游等龙头企业的开工率上升已经表明行业的旺季在路上。重点推荐中游电池与材料龙头当升科技、创新股份、星源材质、杉杉股份、新宙邦、宁德时代、亿纬锂能；上游钴领域龙头华友钴业、寒锐钴业；新能源车核心零部件热管理与高压系统细分板块龙头三花智控、宏发股份。

风险提示。新能源车产销不及预期、补贴政策调整不及预期、中游各环节降价幅度大于预期，上游钴涨价低于预期。

目录

一、分析范围及方法	5
二、2018 年中报：营收高增长，盈利承压增速下滑	6
（一）产业链利润向上游资源转移，中游盈利能力下滑	6
（二）现金流压力仍存，整车环节有所改善	11
（三）研发投入持续加大，扩产建设仍在持续	14
三、总结及投资建议	16
四、风险提示	18

图表目录

图表 1: 分析标的	5
图表 2: 新能源车分月产量	6
图表 3: 2018H1 新能源汽车板块业绩表现	7
图表 4: 新能源车板块各半年度营收情况	7
图表 5: 新能源车板块各半年度净利润情况	7
图表 6: 2018H1 各细分板块营业收入增速	7
图表 7: 各细分毛利率变化	8
图表 8: 各细分板块期间费用率变化	9
图表 9: 各细分板块净利润增速变化	9
图表 10: 各细分板块扣非净利润增速变化	10
图表 11: 各细分板块 ROE 变化	10
图表 12: 2018H1 新能源汽车板块经营情况	11
图表 13: 各细分板块经营现金流量净额 (亿元)	12
图表 14: 各细分板块应收账款/营业收入变化	12
图表 15: 各细分板块应收票据/营业收入变化	13
图表 16: 各细分板块存货/营业收入变化	13
图表 17: 新能源车板块研发投入情况	14
图表 18: 各细分板块研发费用率	15
图表 19: 新能源车板块在建工程情况	15
图表 20: 新能源车板块剔除锂板块的在建工程情况	15
图表 21: 2018H1 各细分板块在建工程同比变化 (%)	16

一、分析范围及方法

2018年中报已经披露完毕，为了更为系统和准确地反映新能源汽车产业链中各环节的生产经营情况，我们选取了产业链中53家具有代表性的上市公司进行分析，按照产业链划分成上游资源板块（包括钴与锂板块）、锂电池材料板块（包括正极材料、负极材料、电解液、隔膜、其他电池材料等五个子板块）、电池板块（包含锂电池）、中游核心零部件、整车板块、充电桩板块。

分析将从盈利能力、流动性以及未来发展三方面对公司经营情况进行分析，具体分析指标：1) 经营情况指标：营业收入、毛利率、净利润、扣非净利润、期间费用等；2) 资金流动情况：经营活动现金净流量、应收账款、应收票据、存货；3) 影响公司未来发展指标：研发投入、在建工程。

图表 1：分析标的

细分板块	名称	代码	细分板块	名称	代码
锂电池	宁德时代	300750.SZ	正极材料	杉杉股份	600884.SH
	国轩高科	002074.SZ		当升科技	300073.SZ
	亿纬锂能	300014.SZ		格林美	002340.SZ
	东方精工	002611.SZ		厦门钨业	600549.SH
	骆驼股份	601311.SH	负极材料	璞泰来	603659.SH
	鹏辉能源	300438.SZ		杉杉股份	600884.SH
	澳洋顺昌	002245.SZ	电解液	江苏国泰	002091.SZ
	猛狮科技	002684.SZ		多氟多	002407.SZ
三花智控	002050.SZ	天赐材料		002709.SZ	
中游核心零部件	宏发股份	600885.SH	隔膜	新宙邦	300037.SZ
	江特电机	002176.SZ		创新股份	002812.SZ
	法拉电子	600563.SH	其他电池材料	沧州明珠	002108.SZ
	大洋电机	002249.SZ		星源材质	300568.SZ
	银轮股份	002126.SZ		格林美	002340.SZ
	得润电子	002055.SZ		新纶科技	002341.SZ
	越博动力	300742.SZ		天齐锂业	002466.SZ
	方正电机	002196.SZ		赣锋锂业	002460.SZ
整车	上汽集团	600104.SH	锂	盐湖股份	000792.SZ
	吉利汽车	0175.HK		藏格控股	000408.SZ
	比亚迪	002594.SZ		智慧能源	600869.SH
	广汽集团	601238.SH		雅化集团	002497.SZ
	长安汽车	600733.SH	钴	蓝晓科技	600869.SH
	宇通客车	600066.SH		洛阳钼业	603993.SH
	众泰汽车	000980.SZ		华友钴业	603799.SH
	江淮汽车	600418.SH		寒锐钴业	300618.SZ
金龙汽车	600686.SH	格林美	002340.SZ		
充电桩	特锐德	300001.SZ	道氏技术	300409.SZ	
	科士达	002518.SZ	合纵科技	300477.SZ	

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、2018年中报：营收高增长，盈利承压增速下滑

根据中汽协数据，2018年上半年，我国新能源汽车销量为40.8万辆，同比增长110.31%，7月销量8.4万辆，同比增长47.37%，1-7月累计销量49.2万辆，同比增长96.0%，补贴下调下销量依旧强劲，新能源车消费驱动凸显。从月度产销量来看，2018年上半年与2017和2016相比，显示出明显放量，我们觉得一方面是由于补贴下降前的抢购；另一方面则显示出新能源车逐渐被市场所接受，产销两旺。根据往年历史情况，9-12月为新能源车的销售旺季，销售有望进一步放量，我们坚定看好新能源车消费元年提前到来以及其背后的中游崛起。

图表 2：新能源车分月产量



资料来源：中汽协，太平洋研究院整理

（一）产业链利润向上游资源转移，中游盈利能力下滑

在下游新能源汽车销量高增长态势下，2018年上半年新能源车行业整体营业收入增长较快，增幅达19.11%，相较2017年同期下降0.89pct；归母净利润同比增加11.49%，受补贴下降影响，增速较2017年同期下降6.16pct；毛利率保持平稳，为17.53%；期间费用率控制良好，保持平稳态势，为10.99%；ROE为6.81%，同比下滑0.70pct。各环节的盈利能力明显分化，其中，上游资源板块的锂、钴，由于价格仍处于高位，盈利能力继续提升，毛利率分别为28.42%和36.75%，分别同比提升2.98和4.50pct；充电桩建设运营速度加快，盈利能力向好，毛利率为26.85%，同比提升1.15pct；但其他中游环节以及下游领域盈利能力下降较为明显，主要由于补贴退坡及竞争加剧，导致部分产品价格及毛利率开始下滑，隔膜、正极材料和锂电池受到影响最大，毛利率分别同比下滑6.56、3.94和3.61pct。

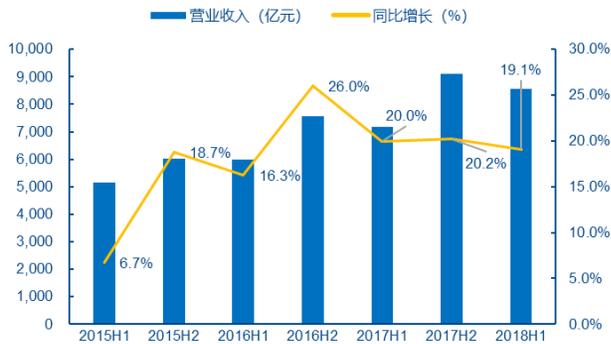
图表 3: 2018H1 新能源汽车板块业绩表现

细分行业	营业收入同比增长	归母净利润同比增速	毛利率	毛利率变动 (pct)	期间费用率	期间费用率同比变动 (pct)	ROE	ROE同比变动 (pct)
正极材料	42.58%	9.42%	19.97%	-3.94	12.39%	-1.19	4.83%	-0.32
负极材料	17.86%	35.12%	27.14%	-0.41	16.67%	0.16	5.59%	-0.04
电解液	4.30%	37.25%	12.92%	-1.94	8.70%	0.14	7.44%	0.41
隔膜	-4.27%	-24.44%	24.00%	-6.56	10.63%	1.67	5.23%	-2.30
锂电池	32.59%	-35.72%	26.67%	-3.61	16.22%	-1.18	3.42%	-4.45
其他电池材料	64.32%	63.80%	21.38%	-1.14	12.17%	-1.81	4.80%	1.43
整车	17.67%	4.61%	15.52%	-0.04	10.66%	0.01	7.41%	-1.01
钴	50.69%	185.55%	36.75%	4.50	9.77%	-3.05	9.97%	3.86
锂	19.81%	19.92%	28.42%	2.98	14.53%	0.68	3.72%	0.49
中游核心零部件	24.33%	21.09%	25.75%	-1.15	14.54%	-0.71	5.47%	0.07
充电桩	2.79%	10.23%	26.85%	1.15	20.09%	1.13	5.22%	-0.05
行业整体	19.11%	11.49%	17.53%	0.18	10.99%	-0.09	6.81%	-0.70

资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

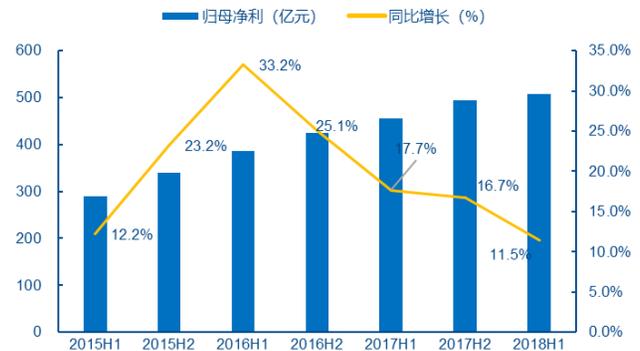
从营业收入来看, 2018年上半年新能源汽车板块整体收入8559.39亿元, 相比2017年同期增加19.11%, 同比增速略低于去年同期的20.0%; 从净利润来看, 2017年板块整体实现净利润506.88亿元, 同比增加11.49%, 同比增速较去年同期的17.66%下降明显。

图表 4: 新能源车板块各半年度营收情况



资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

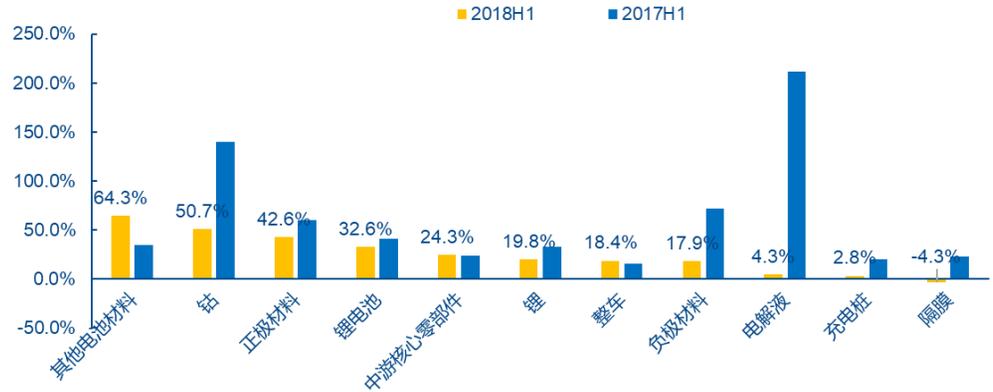
图表 5: 新能源车板块各半年度净利润情况



资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

具体到产业链各环节上, 其他电池材料板块的营收增速最大, 达到64.3%, 其次为钴、正极材料和锂电池, 增速分别达到50.7%、42.6%和32.6%, 隔膜由于价格下滑严重, 出现负增长, 增速为-4.3%。对产业链各细分子板块的营收增速, 我们可以做出以下大致排名: 资源板块>锂电池>中游核心零部件>电池材料>整车>充电桩, 其中锂电材料环节, 增速排名为: 其他电池材料>正极材料>负极材料>电解液>隔膜。

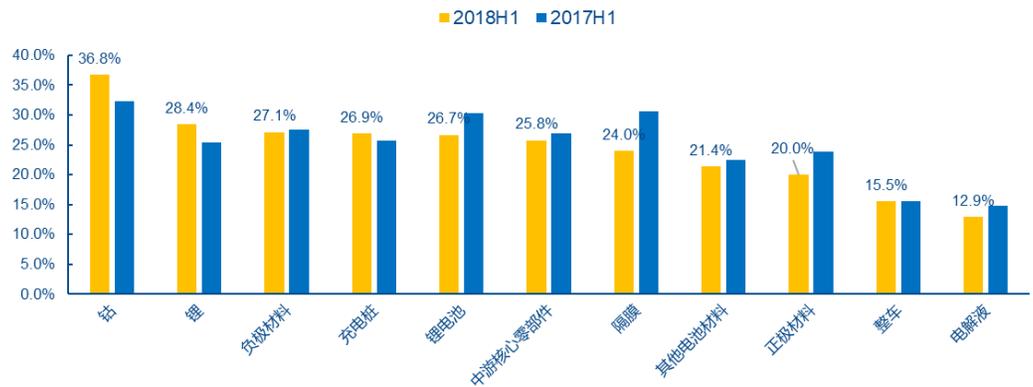
图表 6: 2018H1 各细分板块营业收入增速



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从毛利率看，2018年上半年钴板块的毛利率最大，达到36.8%；其次为锂以及负极材料板块，毛利率分别达28.4%以及27.1%，电解液板块的毛利率最低，为12.9%。从毛利率的变动情况看，钴板块毛利率同比提升了4.50pct；锂板块毛利率提升了2.98pct，充电桩提升1.15pct。其余板块毛利率均出现下滑，隔膜、正极材料和锂电池受到影响最大，毛利率分别同比下滑6.56、3.94和3.61pct，中游核心零部件、电解液和其他电池材料板块也出现了不同程度的下滑，具体降幅排名为隔膜>正极材料>锂电池>电解液>中游核心零部件>其他电池材料>负极材料>整车。

图表 7：各细分毛利率变化

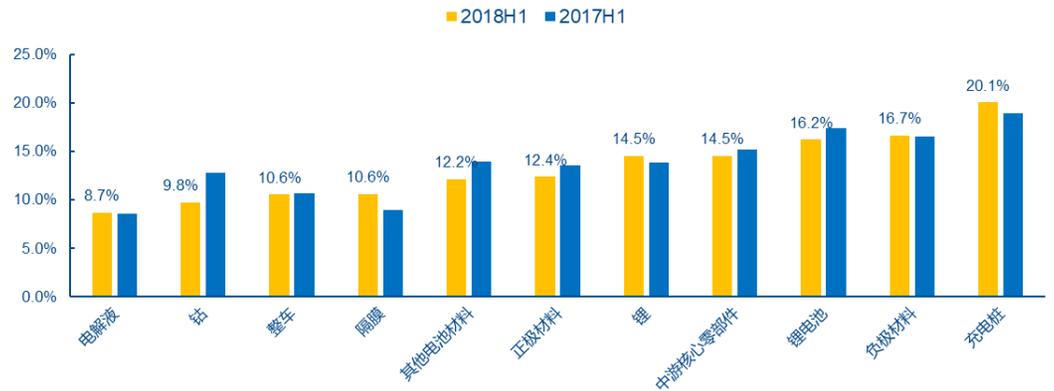


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从期间费用率情况看，电池材料的费用率相较其他板块控制较好，具体到各个板块，电解液期间费用率控制最好，仅为8.7%，其次为钴、隔膜和整车，期间费用率分别为9.8%、10.6%和10.7%，充电桩、负极材料和锂电池期间费用率位居前三，分别为20.1%、16.7%和16.2%。从期间费用率的变动情况看，2018H1产业链的期间费用率变

动不大，为11.0%，同比下降0.09pct；但钴板块费用率下降较为明显，较2017年同期下降了3.05pct，其次分别为其他电池材料、正极材料和锂电池板块，分别同比下滑1.81、1.19和1.18pct，期间费用率降幅排名为**钴>正极材料>其他电池材料>锂电池>中游核心零部件**。隔膜和充电桩板块期间费用率上升，分别提升1.67和1.13pct。

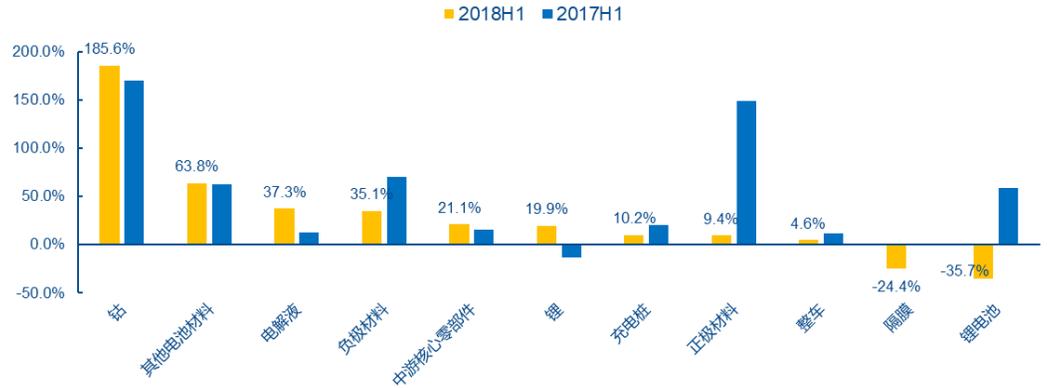
图表 8：各细分板块期间费用率变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从净利润增速情况看，2018H1增速排前三位的分别为钴、其他电池材料、电解液，其净利润增速分别达到185.6%、63.8%、37.3%；锂电池和隔膜板块则出现了负增长，分别下降35.7%和24.4%，其余板块的增速较2017年同期也出现了较大幅度的放缓。从净利润增速的变动情况看，锂板块净利润增速提升最大，提升了33.23pct，其次分别为电解液、钴、中游核心零部件和其他电池材料，分别提升了24.15、15.38、5.13和1.64pct，其余板块均出现增速下滑，正极材料净利润增速下滑最大，同比下降了139.31pct。净利润增速表现的板块排名为**资源板块>中游核心零部件>电池材料>充电桩>锂电池>整车**，其中电池材料板块的表现**为其他电池材料>电解液>隔膜>负极材料>正极材料**。

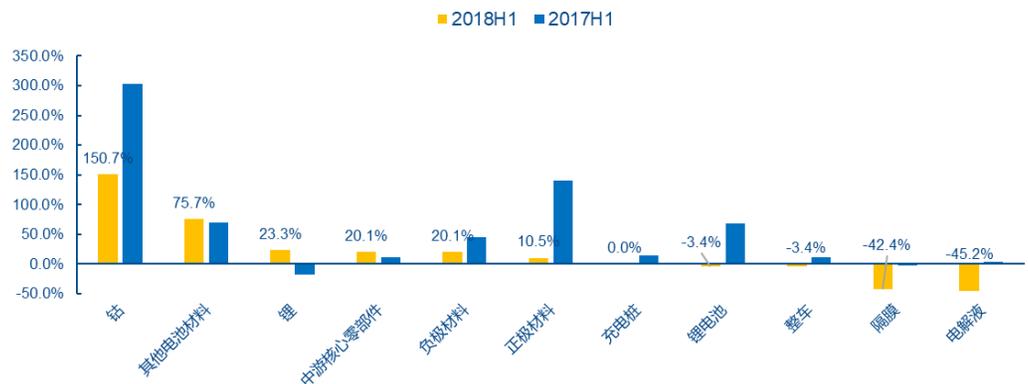
图表 9：各细分板块净利润增速变化



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

从扣非净利润增速情况看, 2018H1增速排前三位的分别为钴、其他电池材料、锂, 其扣非净利润增速分别达到150.7%、75.7%、23.3%; 电解液扣非净利润增速为-45.2%, 与净利润增速37.3%相差较大, 其中最主要的原因是天赐材料具有大量的非经常性损益4.36亿元, 其扣非净利润仅为0.1亿元。扣非净利润增速表现的板块排名为: 资源板块>中游核心零部件>充电桩>锂电池>整车>电池材料, 其中电池材料板块的表现: 其他电池材料>负极材料>正极材料>隔膜>电解液

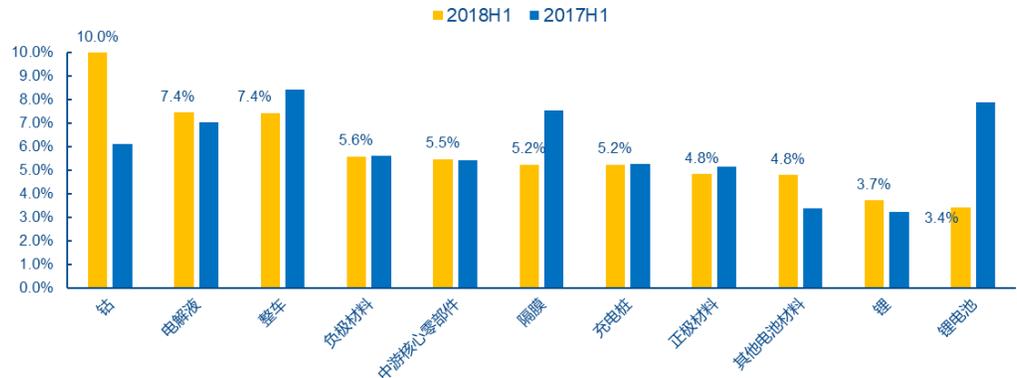
图表 10: 各细分板块扣非净利润增速变化



资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

从ROE情况看, 2018H1钴板块的ROE最大, 达到10.0%, 较2017年同期提升了3.86pct, 其次为电解液、整车和负极材料板块, 分别达7.4%、7.4%和5.6%, 同比变动0.41pct、-1.01pct和-0.04pct。锂电池ROE下降最为明显, 2018H1为3.4%, 较2017年同期下降了4.45pct。

图表 11: 各细分板块 ROE 变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(二) 现金流压力仍存，整车环节有所改善

2018年上半年，整个产业链的营收仍维持较高速增长，但是从与经营活动相关的资金流情况看，2018H1新能源车板块整体的经营性现金流净额约-245.83亿元，上年同期为154.75亿元，同比减少258.9%，现金流存在较大压力。具体到各细分板块上，差异也较为明显，整车经营净现金流表现最差，2018H1经营净现金流为-315.97亿元，同比减少261.02%，其次为负极材料和隔膜，经营净现金流分别为-6.02和0.07亿元，分别同比减少119.50%和95.14%。

图表 12：2018H1 新能源汽车板块经营情况

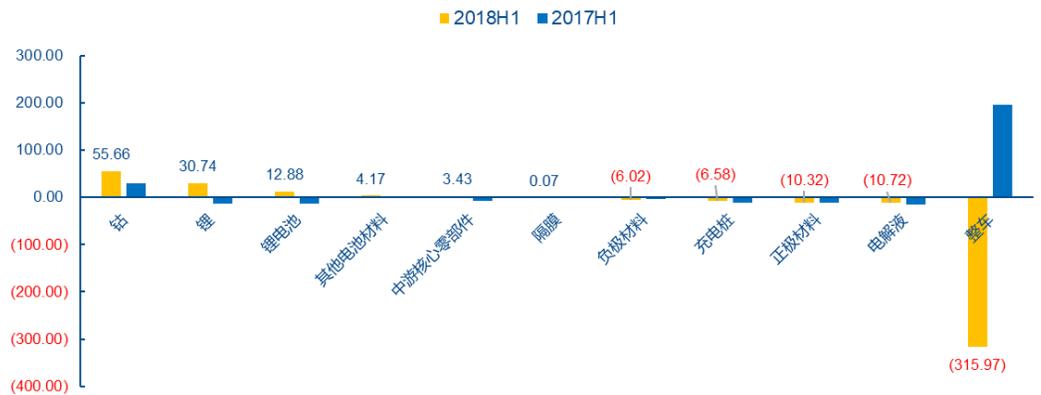
细分行业	经营活动现金流净额 (亿)	经营活动现金流净额同比变动	应收账款/营收	应收账款比重变动 (pct)	应收票据/营收	应收票据比重变动 (pct)	存货/营收	存货比重变动 (pct)
正极材料	-10.32	-0.50%	42.13%	-5.71	9.46%	-8.38	69.93%	1.88
负极材料	-6.02	-119.50%	67.88%	3.21	15.15%	-4.58	77.79%	21.62
电解液	-10.72	31.26%	40.71%	8.09	6.00%	-0.67	18.58%	2.75
隔膜	0.07	-95.14%	74.57%	7.34	19.92%	-5.52	35.55%	11.10
锂电池	12.88	203.15%	100.48%	14.68	24.45%	-1.57	55.26%	-0.02
其他电池材料	4.17	354.22%	47.66%	-14.62	5.52%	-11.40	68.14%	-9.27
整车	-315.97	-261.02%	23.51%	0.94	11.07%	-0.88	15.92%	-0.31
钴	55.66	92.14%	26.50%	-3.66	12.45%	-2.65	66.30%	1.98
锂	30.74	322.36%	39.41%	-10.32	18.11%	-1.20	38.42%	2.28
中游核心零部件	3.43	152.79%	62.89%	7.35	31.28%	-1.93	42.07%	4.28
充电桩	-6.58	44.83%	157.36%	36.55	9.39%	5.75	47.71%	7.04
行业整体	-245.83	-258.85%	29.16%	1.44	12.18%	-0.99	21.81%	0.91

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

钴板块作为现金流量最大的板块，2018H1经营净现金流为55.66亿元，同比增长92.1%，其次为锂板块，经营净现金流为30.74亿元，上游资源板块营收、净利润和经营净现金流方面均表现优异。其他电池材料板块经营净现金流增速最快，同比增长了

322.4%，锂电池、中游核心零部件也实现了较高的增速，分别达203.2%和152.8%。整车板块经营净现金流下降最大，为-315.97亿元，同比下滑-261.0%，下滑最重要的原因是上汽集团2018H1经营净现金流为-330.47亿元，较去年同期减少476.71亿元，而其又主要是由于上汽集团财务公司发放的汽车消费信贷规模增加，并非经营上的不利，若去除这个影响因素，整车板块现金流量仍处于健康状况。

图表 13：各细分板块经营现金流量净额（亿元）



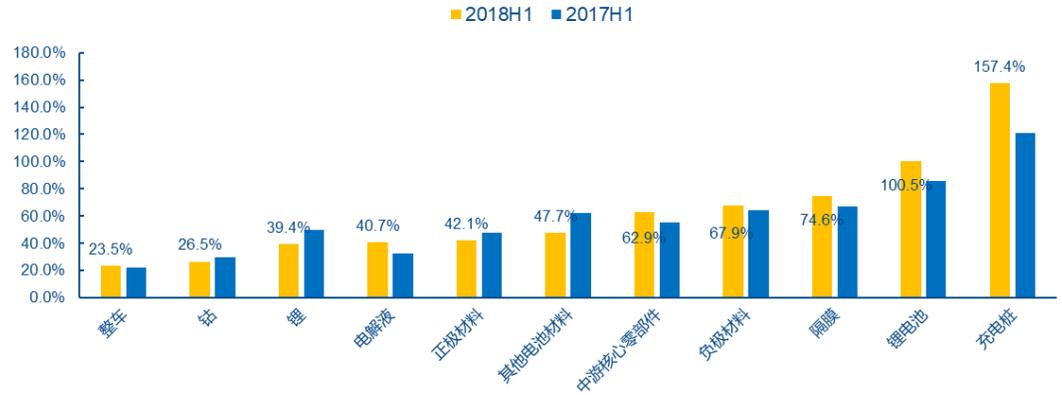
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

由于应收账款、应收票据、存货在一定程度上可以反映经营性现金流变化的原因，接下来我们将具体讨论这些指标的变化情况。

从应收账款看，整个板块2018H1应收账款占营业收入比为29.2%，较去年同期的27.7%提升了1.44pct；其中，充电桩的应收账款占营收比率最大，达到157.4%，较去年同期提升了36.55pct；锂电池、电解液、中游核心零部件和隔膜板块分别较去年同期提升了14.68、8.09、7.35和7.34pct，锂电池、中游零部件和电池材料现金流压力仍较大；整车和上游资源板块应收账款占营业收入比较低，其中整车板块占比仅为20.67%，这也印证了前面所说的整车板块经营净现金流下滑并不是由于销售环节的原因；钴、锂板块应收账款占营收比分别为26.5%和39.4%，分别同比下降3.66和10.32pct。

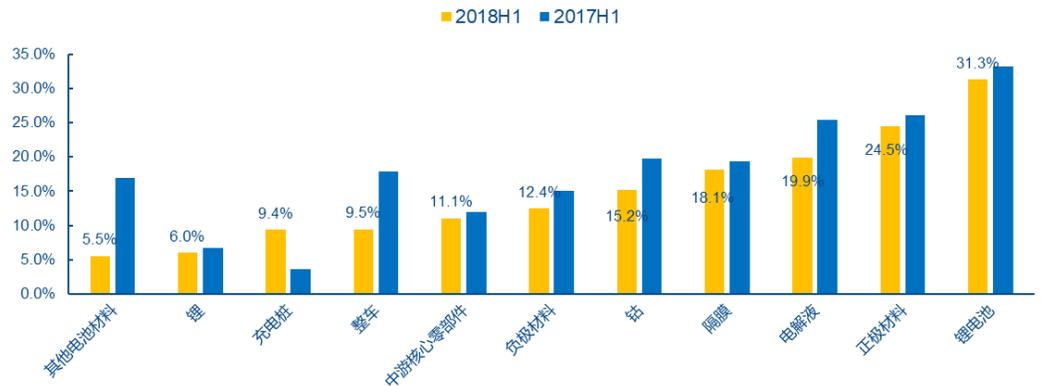
从应收票据看，整个板块2018H1应收票据占营业收入比为12.2%，较去年同期的13.2%下降了0.99pct；其中锂电池板块的应收票据占营收比最大，达31.3%，较去年同期下降了1.93pct；其他电池材料、锂、充电桩和整车板块应收票据占营收比例均小于10%，分别为5.5%、6.0%、9.4%和9.5%。

图表 14：各细分板块应收账款/营业收入变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

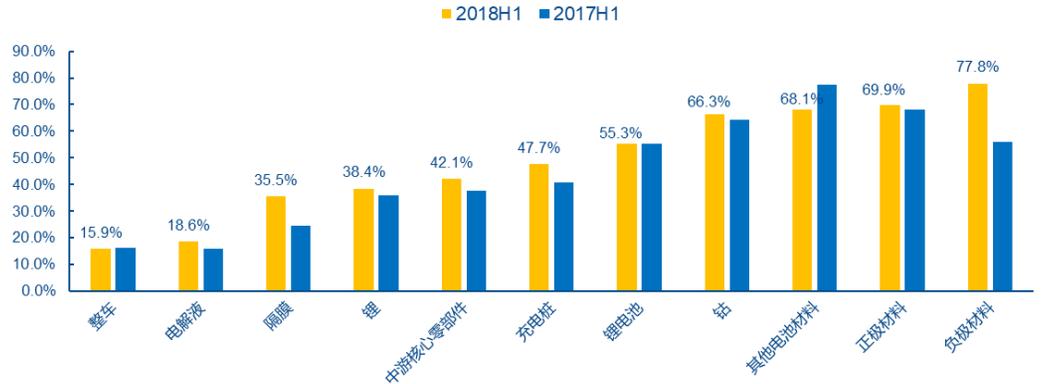
图表 15：各细分板块应收票据/营业收入变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从存货情况看，负极材料与正极材料板块的存货占比营收较大，分别为77.8%与69.9%，其中负极材料板块同比增加21.62pct，增幅为产业链最大，主要是由于负极材料新增产能释放的影响，这也与前文经营净现金流反映的情况一致。锂电池板块存货比重达55.3%，反应出电池供给过剩情况在加剧。上游资源板块的钴和锂存货比例比重均上升，主要是由于企业新增产量投产过快和下游数码电池消费旺季不及预期；整车板块存货比例最低，仅为15.9%，同比下降了0.88pct，进一步印证整车板块现金流下降并不是销售不利造成的。

图表 16：各细分板块存货/营业收入变化

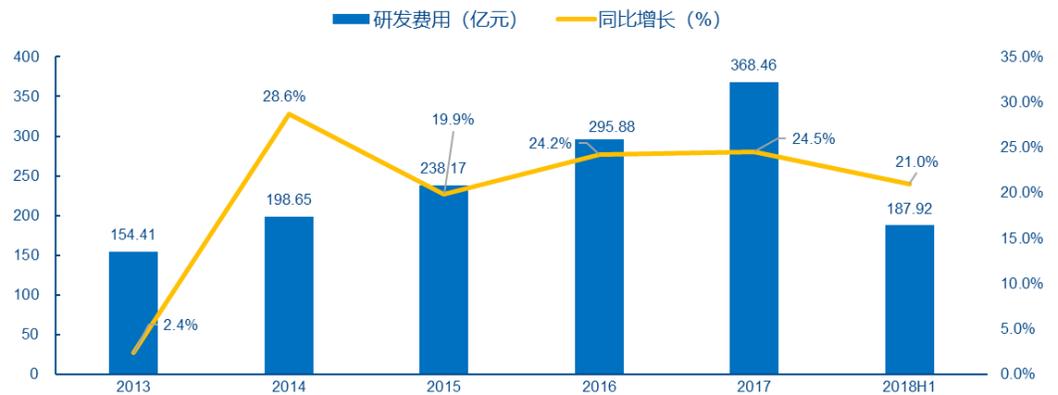


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(三) 研发投入持续加大，扩产建设仍在持续

新能源车行业仍处于快速发展阶段，还有非常大的技术进步空间，整个板块对研发较为重视，历年研发投入都在稳定增长，2017年整个板块的研发投入达到368.46亿元，同比增长24.5%；2018H1研发投入187.92亿元，同比增长21.0%，研发投入占营收比重为2.62%，较去年同期提升0.56pct。

图表 17：新能源车板块研发投入情况

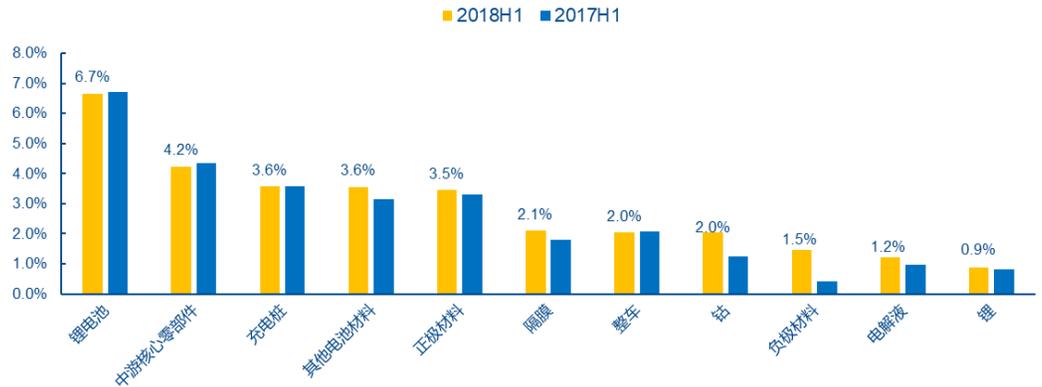


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从研发费用占营收比情况可以看出，各板块的研发费用率较2017年基本都有所提升，其中锂电池的研发费用占营收比最高，2018H1达到6.7%较去年同期下降0.05pct。中游核心零部件、充电桩、其他电池材料、正极材料板块的研发费用占营收比也处于产业链前列。电池系统为新能源汽车最核心部件，目前仍存在价格高昂，性能仍不足等缺点，因此相关企业积极加大研发投入，通过技术创新来满足市场需求。研发投入占营收比重排名为**锂电池>中游核心零部件>充电桩>电池材料>整车>资源板块**，其中电

池材料板块的表现为其他电池材料>正极材料>隔膜>负极材料> 电解液。

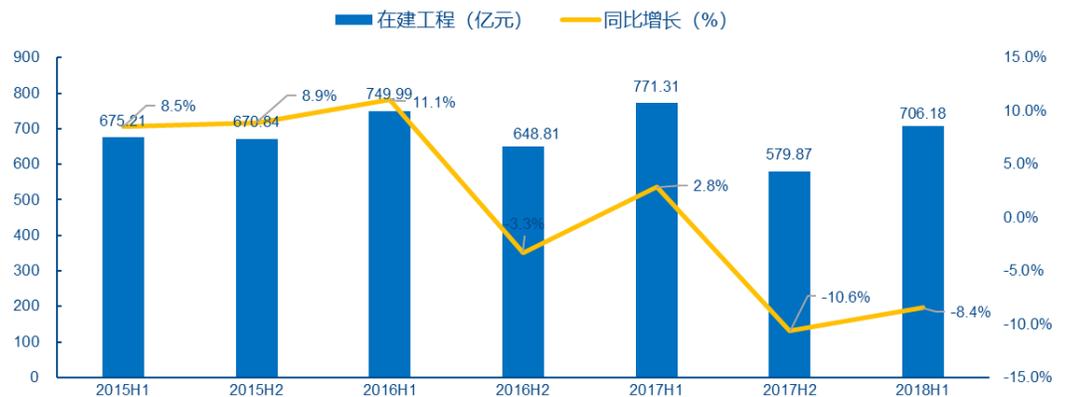
图表 18：各细分板块研发费用率



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

企业的建工程在一定程度上可以反映企业的扩产建设活动。2018H1新能源车板块整体的在建工程规模达到706.18亿元，较2017年同期下降了8.4%，若从总体来看最近一年多在建工程均处于下降趋势，似乎显示出新能源车板块处于衰退趋势，但仔细分析后可以发现主要是由于锂板块的在建工程下降较大造成的，由于电池是新能源汽车的核心，锂板块先于新能源车进行大规模的建设，目前很多项目已经顺利投产转固定资产，因此在建工程出现一定程度的下滑。剔除锂板块后，我们发现2018H1在建工程增速仍达到19.4%，较2017年同期增速提升1.97pct，显示出新能源车并非出现衰退而仍处于快速扩张中。

图表 19：新能源车板块在建工程情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

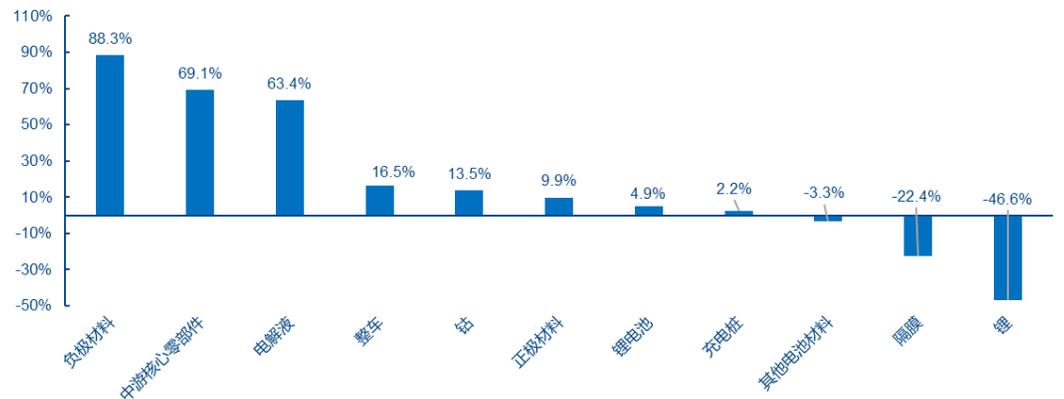
图表 20：新能源车板块剔除锂板块的在建工程情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

具体到细分板块上，产业链的中间负极材料板块在建工程同比增速全产业链最大，达88.3%，中游核心零部件、电解液板块等的在建工程规模增速也均达到了60%以上，分别为69.1%和63.4%，表明锂电池相关中游环节处于持续扩产当中，产能将继续提升，但实际上锂电环节产能已经处于过剩状态，随着在建产能陆续投产，市场竞争将进一步加大。

图表 21：2018H1 各细分板块在建工程同比变化 (%)



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

三、总结及投资建议

2018年报总结：营收增速依旧较快，但盈利增速出现下滑，行业竞争加剧，利润加速向上游转移。根据中汽协数据，2018年上半年，我国新能源汽车销量为40.8万辆，同比增长110.31%，7月销量8.4万辆，同比增长47.37%，1-7月累计销量49.2万辆，同比增长96.0%，补贴下调下销量依旧强劲，新能源车消费驱动凸显。

从营收角度看，新能源车板块2018H1营收为8559.39亿元，同比增长19.1%，细分板块增速排名：资源板块>锂电池>中游核心零部件>电池材料>整车>充电桩，其中锂电材料环节，增速排名为：其他电池材料>正极材料>负极材料>电解液>隔膜。

从盈利能力来看，新能源车板块2018H1扣非净利润为438.71亿元，同比增长7.0%，增速较去年同期下滑16.14pct；细分板块来看，上游资源板块的锂、钴，由于价格仍处于高位，盈利能力继续提升；但其他中游环节以及下游领域盈利能力下降较为明显，主要由于补贴退坡及竞争加剧，导致部分产品价格及毛利率开始下滑，电解液、隔膜受到影响最大，扣非净利润增速表现的板块排名为：资源板块>中游核心零部件>充电桩>锂电池>整车>电池材料，其中电池材料板块的表现为：其他电池材料>负极材料>正极材料>隔膜>电解液。

从现金流分析来看，新能源车板块2018H1经营性现金流净额为-245.83亿元，同比减少258.9%，主要是由于整车板块经营性现金流净额为-315.97亿元，同比下滑-261.0%，而最重要的原因是上汽集团大幅增加汽车信贷所致，并非新能源车销售环节的问题；钴、锂等上游资源板块现金流情况良好，电池材料板块面临较大资金压力，存货增长较为明显，产业端供给过剩现象比较严重。

从研发投入来看，新能源车板块2018H1研发投入187.92亿元，同比增长21.0%，研发投入占营收比重为2.62%，较去年同期提升0.56pct；研发投入占营收比重排名为：锂电池>中游核心零部件>充电桩>电池材料>整车>资源板块，其中电池材料板块的表现为：其他电池材料>正极材料>隔膜>负极材料>电解液。

从在建工程来看，新能源车板块2018H1在建工程为706.18亿元，同比减少8.4%，主要是由于锂板块先于新能源车进行大规模的建设，目前很多项目已经顺利投产转固定资产，因此在建工程出现一定程度的下滑。剔除锂板块后，我们发现2018H1在建工程增速仍达到19.4%，增速较2017年同比提升1.97pct，显示出新能源车并非出现衰退而仍处于快速扩张中。

投资建议：竞争加剧，重在格局

产业链中游环节已经历过去一年的降价洗牌，从今年看洗牌仍在持续。洗牌过程中，竞争格局好、盈利能力强的龙头企业将优先受益行业高增长。

预计全年新能源车销量超过100万辆、电池装机需求在45-50GWh。上半年乘用车具备放量需求，下半年尤其是金九银十汽车旺季开启以后将是整体产销旺季，乘用车以高续航里程车型引领真实消费崛起。

中游积极拥抱龙头。当前中游各环节处于产能过剩阶段，价格下行中伴随产能出清以及龙头市场份额不断扩大。以电池环节为例，CATL上半年市占率高达42.3%，去年同期为28%，提升非常明显，此外亿纬锂能作为继CATL之后另一个获得国际客户认可的电池企业，同时随着车企对能量密度要求进一步提升，公司软包电池的技术优势也将逐步显现。电池今年仍将加剧洗牌，洗牌过程胜出的龙头才有望享受后期行业持续高增长的红利。对于材料环节，也只有坚定绑定电池龙头才能脱颖而出，中游“龙头配龙头”大逻辑今年将更加强化。

龙头如何选？关注技术壁垒、竞争格局、盈利能力。技术壁垒决定竞争格局与议价能力，竞争格局决定后续龙头地位稳定性及产品降价空间大小，盈利能力决定公司能否持续投入研发生产并长期保持技术优势，同时盈利能力也是投资者关注的核心指标。动力电池作为新能源汽车价值量最大，技术难度最高的部件，电池中上游新材料的技术变革、配合先进的设计和制造手段是动力电池不断进步的真实动力源。中游电池及四大材料作为同时拥有技术壁垒与布局门槛的环节，在技术壁垒与竞争格局方面占优。而上游钴当前价格已趋稳小幅回升，9-10月份有望迎来一波价格反弹，具备较好的盈利空间与能力。具体到企业与个股则重在细分板块盈利能力的甄选，在价格下行趋势中，能通过产业链布局、供应体系管控以及自身优势实现明显高于行业平均盈利水平的公司值得重视，

重点推荐中游电池与材料龙头**当升科技（正极）、创新股份（隔膜）、星源材质（隔膜）、杉杉股份（正、负极）、新宙邦（电解液）、宁德时代（锂电池）、亿纬锂能（锂电池）**；上游钴领域龙头**华友钴业、寒锐钴业**；新能源车核心零部件**热管理与高压系统**全球细分板块龙头**三花智控（热管理）、宏发股份（高压继电器）**。

四、风险提示

新能源车产销不及预期、补贴政策调整不及预期、中游各环节降价幅度大于预期，上游钴涨价低于预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。