

电气设备

分化持续，龙头集中
-新能源汽车产业链 2018 年中报总结

评级：增持（维持）

分析师：邹玲玲

执业证书编号：S0740517040001

Email: zoull@r.qizq.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
新宙邦	20.6	0.74	0.87	1.11	1.44	28	24	19	14	买入
宁德时代	63.3	1.79	1.34	1.68	2.27	35	47	38	28	增持
当升科技	22	0.57	0.71	1.08	1.51	40	32	21	15	买入
星源材质	27.2	0.56	1.22	1.8	2.49	49	22	15	11	买入
新纶科技	11.4	0.15	0.39	0.63	0.93	76	29	18	12	买入

备注

基本状况

上市公司数	59
行业总市值(百万元)	1125975
行业流通市值(百万元)	955627

行业-市场走势对比



相关报告

- <<上游钴价企稳，电动车静待政策落地，关注光伏需求边际改善>>2018.09.03
- <<出货高增，海外亮眼，龙头本色尽显>>2018.08.31
- <<钢价影响业绩释放，风电主轴出货加速>>2018.08.29

投资要点

- **新能源汽车市场回顾：销量：**新能源汽车 2018 年 1-6 月抢装，累计销量 41.2 万辆，同比增长 111.6%，车型升级趋势明显；**中游：**1) 上游钴价先扬后抑、碳酸锂价格大幅下跌至 8.5 万/吨；2) 锂电池装机龙头强者恒强，CATL 占比达 40%；三元电池占比提升，锂电价格趋势下降；3) 材料：三元正极价格跟随钴价波动，先扬后抑；LFP 与三元电池价格趋同。负极材料价格微降；湿法隔膜大幅扩产，CR3 行业集中度提升至 47.6%，但价格下降压力仍存；电解液，随着上游碳酸锂及 6F 产能过剩导致价格下降，电解液竞争加剧，价格同比大幅下降。（详情参考正文）
- **2018 年 H1，产业链上下游盈利分化持续，集中在上游资源和锂电池环节：**1) 行业整体营收及净利润增速提升，2018H1 营收+21.6%，扣非归母净利润同比-6.95%；剔除整车环节，扣非归母净利润同比+33.4%，主要系上半年补贴过渡期存在抢装效应，锂电中上游盈利增长较好；2) 不同细分子行业由于供需结构变化，竞争格局不同，盈利增速有所不同。2018 年 H1，盈利仍集中在上游钴、锂资源及锂电池端，中游仍受挤压；①从归母净利润增速排序为：钴资源 (153.1%) > 锂电设备 (56.94%) > 锂资源 (44.9%) > 正极 (41.38%) > 负极 (9.55%) > 电机电控 (4.02%) > 锂电池 (2.63%) > 六氟磷酸锂 (-3.07%) > 隔膜 (-23.8%) > 电解液 (-61.2%) > 整车 (-128.94%)；对比 2017 年全年，2018H1 上游钴、锂资源的净利润增速放缓；②行业整体毛利率环比下降。除了钴资源，其余环节毛利率环比均有所下降，其中电解液、隔膜、锂电设备、整车等毛利率环比降低幅度达 5%；毛利率从高到低排序：锂资源 (57%) > 钴资源 (50%) > 隔膜 (49%) > 锂电池 (30%) > 锂电设备 (30%) > 负极 (29%) > 电解液 (25%) > 电机电控及其零部件 (24%) > 正极 (21%) > 整车 (16%) > 六氟磷酸锂 (9%)；（详情参考正文）
- **行业营运能力减弱：**1) 板块应收款项（剔除整车环节），同比+37.49%，其中整车及核心三大零部件“应收款项/营收”占比高，超 100%，我们预计 2018 年全年该比例有望下降；2) 从经营性现金流量净额看，同比有所改善，但整车端压力仍最大；3) 行业存货同比大幅增长：其中钴资源、负极、锂资源三个细分行业同比增幅超过 50%；绝对额上，整车，锂电池，钴资源端较高；
- **产业仍处于资本扩张期：**行业投资活动现金流净额普遍为负，板块整体处于产能积极扩张期；锂电池 (-108 亿)、整车厂 (-79 亿)、锂资源端 (-50 亿) 等企业投资活动频繁且数额较大，主要由整车厂与锂电池厂属于重资产行业的行业特点所致。从在建工程看，整车、锂电池、锂资源端的在建工程绝对额较大，分别为 96.5 亿/52.46 亿/48.3 亿元，同比增速较大；锂电设备、锂资源、负极、电解液增速均超过 100%；
- **研发投入持续加大：**2018 年 H1 研发投入 85.44 亿元，占比营收 5.48%，剔除整车后 30.37 亿元，研发同比+43.91%。各细分行业研发投入差异较大，其中，锂电池 (11.39 亿元, 占比 7.69%) 最高，电机电控 (7.50%)、电解液 (6.76%) 次之。
- **投资建议：**在全球汽车市场及全球锂电市场竞争格局下，整体产业链从电池及其材料都在向高端化转变，关注行业结构性变化。建议从竞争格局，盈利能力强的爆款车及全球锂电巨头产业链龙头进行配置。短期重点关注：新宙邦、璞泰来、宁德时代、新纶科技。长期重点看好：宁德时代、璞泰来、三花智控、新宙邦、天赐材料、华友钴业、当升、杉杉、先导智能、新纶科技、星源材质、创新股份；
- **风险提示：**新能源汽车销量不及预期，补贴政策不及预期，竞争加剧导致产品价格断崖式下跌风险；

内容目录

一、新能源汽车市场回顾	- 5 -
1.1 整车回顾：补贴过渡期存抢装效应，车型升级明显	- 5 -
1.2 中游：动力锂电池板块回顾，龙头强者恒强	- 7 -
1.3 中上游：锂电材料回顾	- 9 -
二、分析范围及方法	- 13 -
三、2018 年 H1 财报总结：	- 14 -
3.1 行业整体：2018H1 抢装效应下，业绩同比增长	- 14 -
3.2 细分子行业：盈利仍集中在上游资源及锂电池端，中游受挤	- 16 -
3.3 研发投入：同比高增	- 22 -
四、风险提示	- 23 -
六、附录：新能源汽车细分子行业个股 2018H1 业绩汇总	- 24 -

图表目录

图表 1: 新能源汽车单月销量 (万辆)	- 5 -
图表 2: 新能源汽车月度累计销量 (万辆)	- 5 -
图表 3: 新能源乘用车不同车型销量 (辆)	- 6 -
图表 4: 新能源乘用车不同车型销量占比	- 6 -
图表 5: 锂电池及材料出货/市场集中度/产能利用率等基本面信息汇总表	- 7 -
图表 6: 动力电池产能利用率 (GWh, %)	- 8 -
图表 7: 不同电池价格走势 (元/wh)	- 8 -
图表 8: 2018H1 动力电池市场份额情况	- 8 -
图表 9: 2018 年 1-7 月累计装机 TOP10 及市场份额 (MWh)	- 8 -
图表 10: 钴 MB 报价走势 (美元/磅)	- 9 -
图表 11: 锂盐报价 (万元/吨)	- 9 -
图表 12: 历年不同正极材料价格 (万元/吨)	- 10 -
图表 13: 历年不同正极材料季度产量 (吨)	- 10 -
图表 14: 2018H1 正极材料产量前十企业 (吨)	- 10 -
图表 15: 2018H1 正极材料市场份额情况	- 10 -
图表 16: 2015-2018H1 负极材料价格情况 (万元/吨)	- 11 -
图表 17: 2018H1 负极材料市场份额情况	- 11 -
图表 18: 2015-2018H1 电解液/6F 价格 (万元/吨)	- 11 -
图表 19: 电解液价格 (万元/吨)	- 11 -
图表 20: 2018H1 电解液市场份额情况	- 12 -
图表 21: 2015-2018H1 隔膜价格情况 (元/平)	- 12 -
图表 22: 2018H1 隔膜市场份额情况 (%)	- 12 -
图表 23: 2018 年 H1 财报分析标的	- 13 -
图表 24: 2018H1 年新能源汽车板块细分子行业财务指标汇总表	- 14 -
图表 25: 历年新能源汽车板块营收及增速 (亿元)	- 15 -
图表 26: 半年度营收及增速 (亿元)	- 15 -
图表 27: 历年新能源汽车扣非归母净利润及增速 (亿元)	- 15 -
图表 28: 半年度归母净利润及增速 (单位: 亿元)	- 15 -
图表 29: 行业期间费用及费率 (亿元, 含整车)	- 15 -
图表 30: 行业期间费用及费率 (亿元, 不含整车)	- 15 -
图表 31: 2018H1 细分子行业营业收入 (亿元)	- 16 -
图表 32: 2018H1 细分子行业营收同比增速	- 16 -

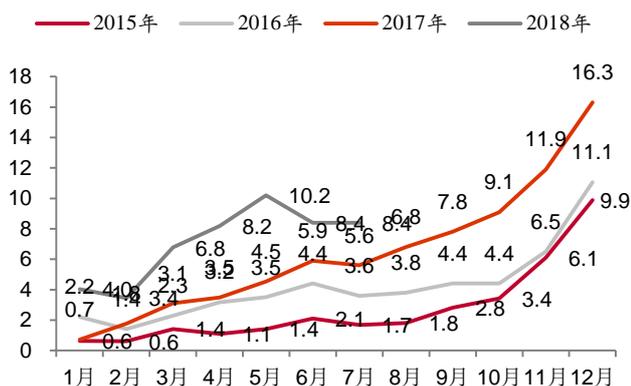
图表 33: 2018H1 半年度扣非归母净利润 (亿元)	- 17 -
图表 34: 2018H1 扣非归母净利润同比增速	- 17 -
图表 35: 细分子行业历年扣非归母净利润及增速 (亿元)	- 18 -
图表 36: 细分子行业 2018H1 毛利率	- 18 -
图表 37: 细分子行业 2016-2018H1 毛利率及变化	- 19 -
图表 38: 细分行业内上市公司 2018H1 毛利率水平	- 19 -
图表 39: 半年度期间费用及费用率变化 (亿元)	- 20 -
图表 40: 半年度期间费用 (剔除整车) 变化 (亿元)	- 20 -
图表 41: 2018H1 细分子行业(应收账款+应收票据)及同比增速 (亿元)	- 20 -
图表 42: 2018H1 细分子行业 (应收账款+应收票据) /营业收入 (%)	- 20 -
图表 43: 细分子行业存货及同比变动 (亿元, %)	- 21 -
图表 44: 2018H1 细分子行业经营性现金流净额 (亿元)	- 21 -
图表 45: 2018H1 细分子行业投资性现金流净额 (亿元)	- 21 -
图表 46: 2018H1 在建工程及同比增速 (亿元)	- 22 -
图表 47: 2018H1 固定资产及同比增速 (亿元)	- 22 -
图表 48: 历年新能源汽车板块研发费用及增速 (单位: 亿元)	- 22 -
图表 49: 2018H1 细分子行业研发费用 (单位: 亿元)	- 23 -
图表 50: 2018H1 细分子行业研发费用/营业收入	- 23 -
图表 51: 新能源汽车产业链上市公司研发投入排名 (亿元)	- 23 -
图表 52: 新能源汽车产业细分子行业个股 2018 年上半年业绩汇总	- 24 -

一、新能源汽车市场回顾

1.1 整车回顾：补贴过渡期存抢装效应，车型升级明显

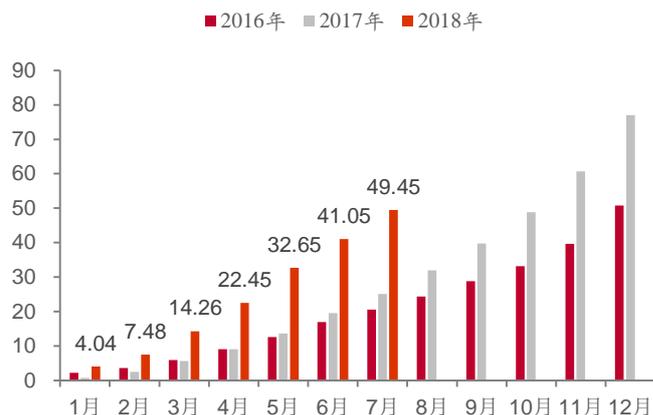
- 销量: 2018年上半年, 新能源汽车实现销量41.2万辆, 同比增长111.6%。**其中纯电动乘用车、混动乘用车、纯电动商用车、混动商用车分别销售25.9万辆、9.6万辆、5.4万辆、0.4万辆, 同比分别为+95.9%/+203.2%/+96.6%/-0.9%。2018年实行最新补贴政策前, 由于2018年6.11前仍尚处于补贴调整过渡期, 2018年1-5月新能源汽车累计销售32.65万辆, 主要系A00级车抢装效应凸显。过渡期后, 6月新能源汽车销量环比下滑。据中汽协, 2018年7月新能源汽车产销数据9.0万/8.4万辆, 同比分别增长53.6%和47.7%, 环比分别为+5.5%/-0.9%, 主要系纯电动销量平稳以及插混持续保持同比高增; 销量节奏上, 我们判断8月销量将环比有所回升, 主要由升级后的长续航里程乘用车、商用车拉动销量, 此外面临2019年补贴再退坡, Q4将持续抢装。
- A0级及以上同比高增, 车型升级趋势明确。**据乘联会, 7月纯电动乘用车销量4.75万辆, 其中A00/A0/A级车销量分别为1.73/1.06/1.82万辆, 分别占比36%/22%/38%; 2018年1-7月A00/A0/A级车占纯电动车销量比重为57%/14%/28%, 同比分别-9/+7/+2个PCT。A0级及以上车型占比不断提升, 升级趋势明确, 主要系1) 补贴新政提高技术门槛, 向高续航的乘用车倾斜; 2) 从供给侧陆续推出高性价比车型拉动消费者主动需求。新能源车厂家车型向高续航高能量密度靠拢, 后续车型升级将继续由供给和需求两端不断推动。

图表 1: 新能源汽车单月销量 (万辆)



来源: 中汽协, 中泰证券研究所

图表 2: 新能源汽车月度累计销量 (万辆)



来源: 中汽协, 中泰证券研究所

图表 3: 新能源乘用车不同车型销量(辆)

车型	17-7 月	18-6 月	18-7 月	本月同比	本月环比	18 年累计同比	
纯电动	A00	21511	16726	17297	-20%	3%	63%
	A0	1970	12628	10550	436%	-16%	295%
	A	9094	20281	18210	100%	-10%	106%
	B	74	214	150	103%	-30%	-24%
	C		0	1331			
纯电动合计	32649	49849	47538	46%	-5%	90%	
插电混动	A	8411	17795	15825	88%	-11%	241%
	B	2057	3087	5860	185%	90%	10%
	C	0	929	1612		74%	
插电混动合计	10165	21811	23297	129%	7%	192%	
新能源乘用车合计	42814	71660	70835	65%	-1%	111%	

来源: 乘联会, 中泰证券研究所

图表 4: 新能源乘用车不同车型销量占比

车型	17-7 月	18-6 月	18-7 月	本月同比	本月环比	18 年累计同比	
纯电动	A00	21511	16726	17297	-20%	3%	63%
	A0	1970	12628	10550	436%	-16%	295%
	A	9094	20281	18210	100%	-10%	106%
	B	74	214	150	103%	-30%	-24%
	C		0	1331			
纯电动合计	32649	49849	47538	46%	-5%	90%	
插电混动	A	8411	17795	15825	88%	-11%	241%
	B	2057	3087	5860	185%	90%	10%
	C	0	929	1612		74%	
插电混动合计	10165	21811	23297	129%	7%	192%	
新能源乘用车合计	42814	71660	70835	65%	-1%	111%	

来源: 乘联会, 中泰证券研究所

1.2 中游：动力锂电池板块回顾，龙头强者恒强

图表 5：锂电池及材料出货/市场集中度/产能利用率等基本面信息汇总表

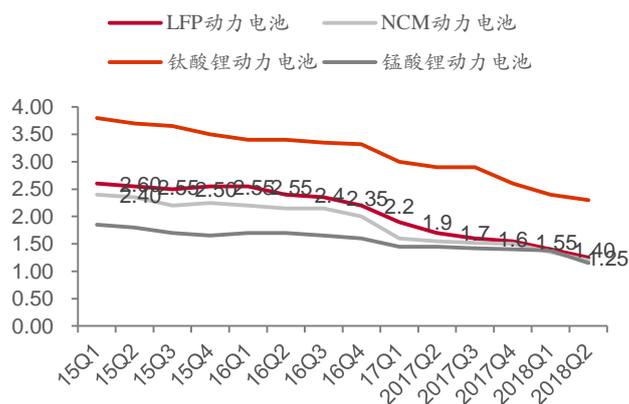
细分子行业	毛利率		产能利用率			出货量		2018H1 市场集中度		2017 市场集中度		
	2018H1	2017年	2017年	2018Q1	2018Q2	2018H1	2017全年	集中度	CR5 企业	集中度	CR5 企业	
锂动力电池	30%	34%	30%	19%	30%	产量:22.94GWh 装机:15.58GWh	产量:44.47GWh 装机:36.4GWh	CR3:69.5% CR5:77.8%	宁德时代(42.2%)、比亚迪(21.5%)、国轩高科(5.7%)、孚能科技(4.8%)、亿纬锂能(3.5%)	CR3:51.1% CR5:61.4%	宁德时代(29.0%)、比亚迪(15.5%)、沃特玛(6.6%)、国轩高科(5.8%)、比克电池(4.5%)	
正极材料	LFP 正极			17%	10%	13%	2.10万吨	5.51万吨	CR3:32.9% CR5:42.9%	德方纳米(14.3%)、贝特瑞(11.9%)、北大先行(6.7%)、湖南升华(5.7%)、天津斯特兰(4.3%)	CR3:40.3% CR5:50.0%	贝特瑞(16.9%)、湖南升华(14.7%)、北大先行(8.7%)、斯特兰(5.0%)、德方纳米(4.7%)
	NCM 正极	20.51%	22.72%		27%	23%	33%	5.70万吨	8.48万吨	CR3:35.2% CR5:50.5%	金和(14.0%)、长远锂科(10.6%)、当升科技(10.5%)、湖南杉杉(9.1%)、振华新材料(6.1%)	CR3:33.5% CR5:49.4%
负极材料	29%	33%	40%	37%	40%	7.93万吨	14.6万吨	CR3:62.1% CR5:77.9%	贝特瑞(23.8%)、上海杉杉(22.4%)、江西紫宸(15.9%)、东莞凯金(10.8%)、江西正拓(5.0%)	CR3:62.3% CR5:75.0%	贝特瑞(22.7%)、上海杉杉(21.8%)、江西紫宸(17.6%)、深圳斯诺(6.6%)、东莞凯金(6.1%)	
隔膜	49%	57%	30%	23%	27%	7.25亿平	14.35亿平	CR3:47.6% CR5:58.1%	上海恩捷(20.7%)、星源材质(16.3%)、沧州明珠(10.6%)、苏州捷力(6.2%)、中锂(4.3%)	CR3:35.5% CR5:53.0%	上海恩捷(13.9%)、苏州捷力(11.1%)、星源材质(10.5%)、中锂(9.1%)、沧州明珠(8.4%)	
电解液	25%	36%	50%	30%	42%	5.90万吨	11万吨	CR3:53.8% CR5:69.1%	天赐材料(26.5%)、新宙邦(15.5%)、国泰华荣(11.8%)、东莞杉杉(8.8%)、天津金牛(6.5%)	CR3:55% CR5:71%	天赐材料(26%)、新宙邦(16%)、国泰华荣(13%)、东莞凯欣(10%)、珠海赛纬(6%)	

来源：公司公告，高工锂电，中泰证券研究所

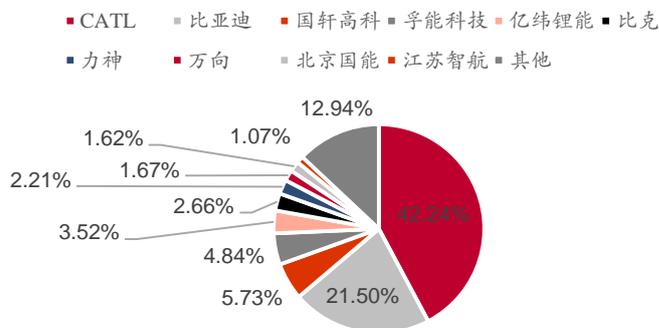
- 价：补贴退坡下，锂电池价格趋势向下。**2018 年上半年，动力锂电系统价格持续向下，其中 LFP 电池价格(含税)由 2017 年 Q4 的 1.55 元/Wh 下降至 2018Q2 的 1.25 元/Wh，三元电池价格由 1.5 元/Wh 跌至 1.2 元/Wh，LFP 电池与三元电池价格趋同。
- 量：三元电池比例提升，产能利用率 Q2 回升，景气度逐季回升。**2018 年上半年，我国动力锂电池产能 92.4GWh，产量 22.94GWh，产能利用率 25%，产能利用率同比下滑的同时产量同比增 24%，其中 LFP 电池产量约 7.4GWh，三元电池产量约 13.1GWh，铁锂电池产量同比下降 22%，三元电池产量同比高增 70%。单季度看，2018Q2 产能利用率达 30%，高于 Q1 的 18%，行业景气度逐季回暖。
- 电池厂分化持续，强者恒强：**2018 年上半年，动力电池装机分化持续加剧(2017 年电池装机量 CR3 占比 51.53%，其中 CATL 占据市场近 30% 市场份额)，CR3 占比约 70%，其中 CATL 装机量 6.58GWh，占比 42.24%。据真锂研究最新数据，2018 年 1-7 月共 83 家电池芯厂商实现装机，CR3 占比约 70%，CR20 占比 94%，因此其余 63 家厂商市占率仅有 6%。动力电池呈现龙头企业强者恒强局面。

图表 6: 动力电池产能利用率 (GWh, %)


来源: 高工锂电, 中泰证券研究所

图表 7: 不同电池价格走势 (元/wh)


来源: 高工锂电, 中泰证券研究所

图表 8: 2018H1 动力电池市场份额情况


来源: 高工锂电, 中泰证券研究所

图表 9: 2018 年 1-7 月累计装机 TOP10 及市场份额 (MWh)

排名	电池厂	2018 年 1-7 月装机	份额	排名变化 (较 1-6 月)	电池厂	2017 全年装机量	份额
1	CATL	8090.51	41.97%	→	CATL	9865.9	29.41%
2	比亚迪	4225.61	21.92%	→	比亚迪	5406.8	16.12%
3	国轩高科	993.76	5.15%	→	沃特玛	2011.4	6.00%
4	孚能科技	966.19	5.01%	→	国轩高科	1925.2	5.74%
5	力神	621.18	3.22%	↑	比克	1454.3	4.34%
6	亿纬锂能	560.57	2.91%	↓	孚能科技	1057.8	3.15%
7	比克	487.98	2.53%	↓	天津力神	929.6	2.77%
8	北京国能	318.45	1.65%	↑	北京国能	655.4	1.95%
9	万向	303.18	1.57%	↓	亿纬锂能	633.4	1.89%
10	江苏智航	212.16	1.10%	→	苏州星恒	558.7	1.67%
其他		2498.41	12.97%			9049.6	26.96%
合计		19278	100.00%			33548.1	100.00%

来源: 真锂研究, 中泰证券研究所

1.3 中上游：锂电材料回顾

■ (1) 上游：锂、钴资源价格均回落。

钴价方面，据英国金属导报，2018年上半年，MB钴报价延续上涨势头，直到2018/5/4报价出现下滑（MB钴报价乃“记者报价”，MB根据钴生产商，钴冶炼厂商，钴贸易商买卖双方报价形成），并由此进入下跌通道。

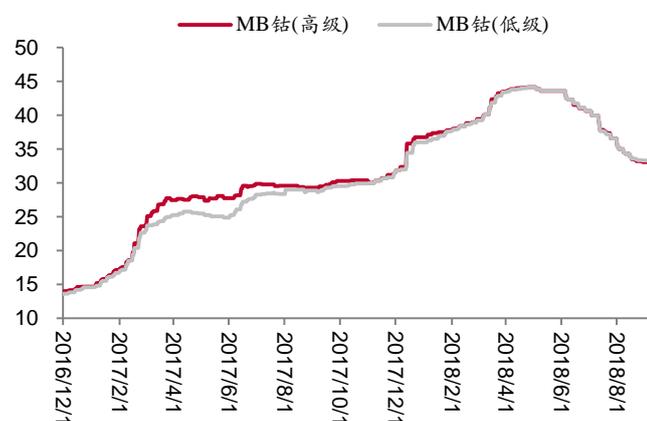
区间涨跌幅看：

- 1) 2018.1.1~2018.6.30，MB钴报价下跌约10%；
- 2) 2018.5.2~2018/8/29，MB低等级钴均价从44.08美元/磅下跌至33.30美元/磅，整体跌幅达24.5%。
- 3) 2018/8/29~2018/9/4，MB钴报价连续一周企稳，2018.9.5，MB低等级钴和高等级钴均出现报价上调。

总的来说，钴价格形成较为复杂，主要有几方面因素决定：其一，供需关系；其二，钴资源的投资交易属性。钴价格前期下跌，从供需情况看，钴需求主要由30%左右高温硬质合金等、70%左右的钴盐所构成，其中钴盐的需求大部分来自于3C消费端钴酸锂。从需求端，今年手机端需求弱化；从库存角度看，由于自2016年下半年至2018年上半年，钴价上涨，下游产业囤货资金链紧张，并且叠加国内去杠杆加剧资金压力，有需求进行去库存，从而使得钴盐价格出现了约30%左右跌幅；从投资交易属性看，今年国内资金压力较紧张，需求端下游正极材料厂商做库存动力不足。当前在下游钴冶炼厂库存处于低位，3C端需求提升带动材料厂商补库存，有望带来钴价格企稳。

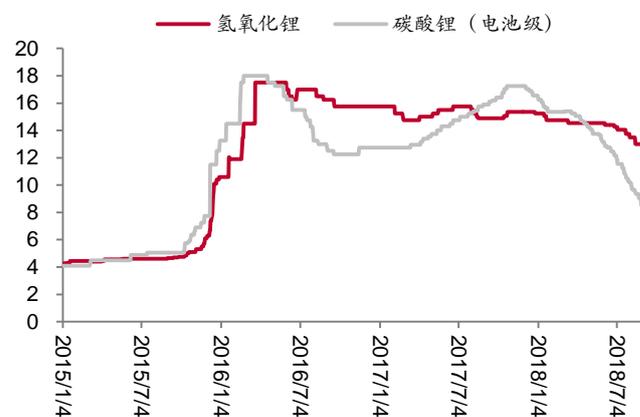
锂盐价格持续下跌，碳酸锂和氢氧化锂价格分化。进入2018年，氢氧化锂/碳酸锂（电池级）报价走势出现显著分化，报价分别由15.25/16.55万元/吨下滑至9月4日的13.00/8.50万元/吨，下跌幅度分别达14.8%/48.6%，氢氧化锂报价逐渐企稳，碳酸锂报价跌幅较大。锂盐价格下跌主要系供大于求：一方面，主要锂盐厂商碳酸锂产能逐步释放，除了锂精矿制碳酸锂外，盐湖锂开始放量；导致工业级碳酸锂供给过剩，价格下跌，从而带动电池级碳酸锂被动降价；而氢氧化锂由于新增产量预计年底才能陆续释放，短期供给相对平衡，因此价格保持坚挺。

图表 10：钴 MB 报价走势（美元/磅）



来源：MB，中泰证券研究所

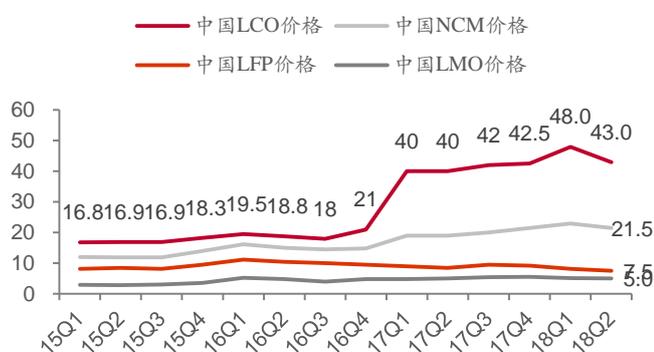
图表 11：锂盐报价（万元/吨）



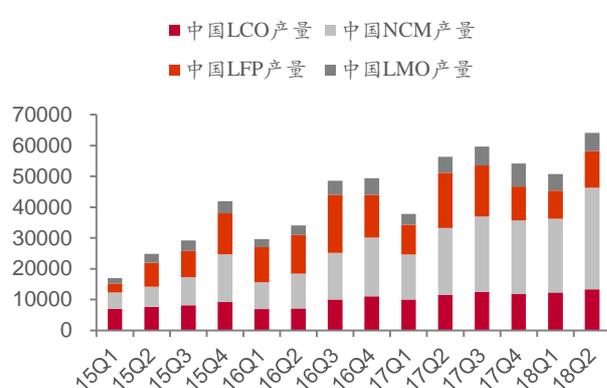
来源：鑫椴资讯，中泰证券研究所

- （2）正极材料：三元正极材料价格有所回落。**2018上半年，我国正极材料产量约11.48万吨，同比增长22%；2018Q2季度产能24.1万吨，季度产量6.41万吨，产能利用率为26.6%，环比提升4.94个PCT。2018年5月，钴价进入下行通道后，正极材料LCO/NCM价格由涨转跌，其中，LCO季度均价从2018Q1的48万元/吨下滑至Q2的43万元/吨，NCM季度均价从23万元/吨跌至21.5万元/吨。

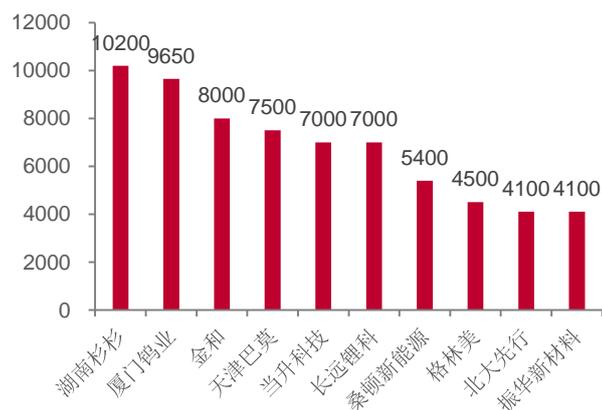
行业集中度提升，龙头企业优势渐显。2018H1产量TOP3为湖南杉杉/厦门钨业/金和，分别占比8.88%/8.40%/6.97%；2017年产量排名前三的分别为湖南杉杉、厦门钨业和天津巴莫，分别占比8.4%/8.2%/6.7%；对比看，正极材料行业集中度提升，CR3市占率由2017年的23.3%提升至24.25%。

图表 12：历年不同正极材料价格（万元/吨）


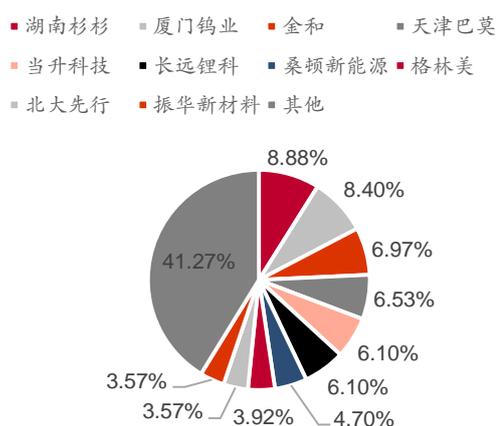
来源：高工锂电，中泰证券研究所

图表 13：历年不同正极材料季度产量（吨）


来源：高工锂电，中泰证券研究所

图表 14：2018H1 正极材料产量前十企业（吨）


来源：高工锂电，中泰证券研究所

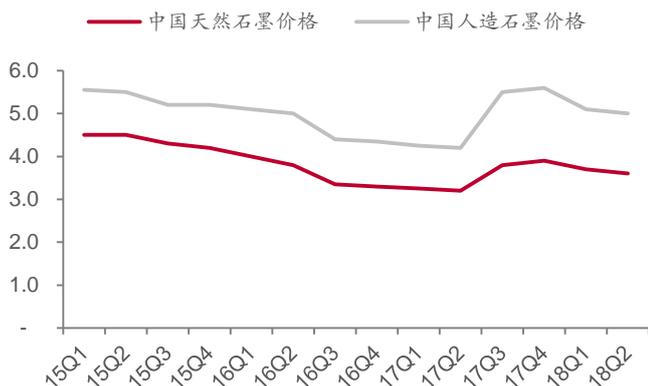
图表 15：2018H1 正极材料市场份额情况


来源：高工锂电，中泰证券研究所

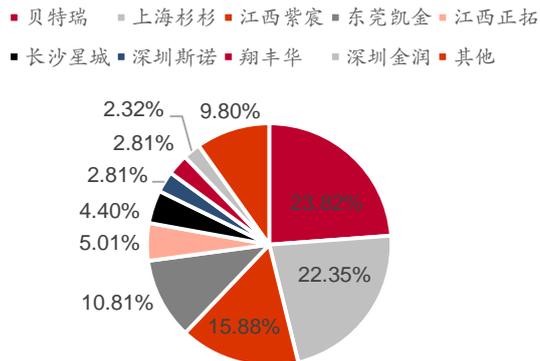
- （3）负极材料：**整体上，2018H1 负极材料价格相对坚挺，略有下滑，其中天然石墨价格由2017Q4的3.9万元/吨跌至2018Q2的3.6万元/吨，人造石墨价格由5.6万元/吨下滑至5.0万元/吨。一方面是受到环保限产影响企业关停导致负极材料的石墨化加工费提高，原材料针状焦价

格维持高位；我们判断，随着大厂在内蒙等地石墨化产能逐步释放，成本端有进一步下降可能，竞争加剧情况下，价格或有一定程度下降空间。

2018H1 我国负极材料产量约 79270 吨，同比增长 20%。2018 上半年贝特瑞/杉杉/江西紫宸市占率分别为 23.82%/22.35%/15.88%，龙头企业继续占据较大的市场份额。

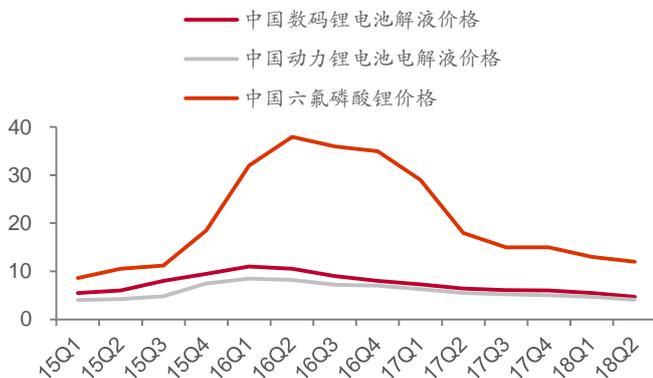
图表 16: 2015-2018H1 负极材料价格情况 (万元/吨)


来源：高工锂电，中泰证券研究所

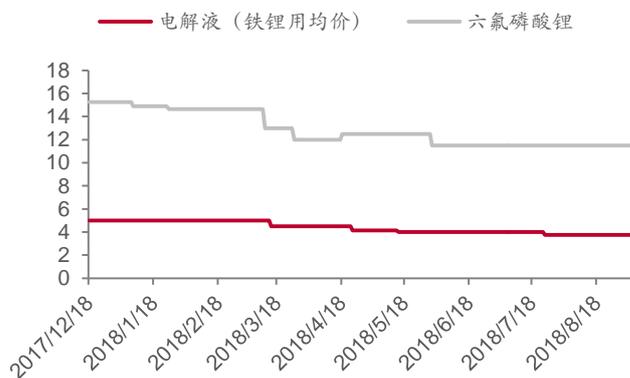
图表 17: 2018H1 负极材料市场份额情况


来源：高工锂电，中泰证券研究所

- (4) 电解液及六氟磷酸锂：2018H1 电解液价格同比下降幅度大，下半年环比或将企稳。** 在上游碳酸锂价格下降，核心材料六氟磷酸锂大幅扩产跌价（2017 年初 35 万元/吨跌至 2018Q2 的 12 万元/吨）及新能源车补贴退坡影响下，电解液价格大幅下跌至 2018Q2 的 4.1 万元/吨（2017 年初 7 万元/吨），2018 Q1 电解液（铁锂）均价从 5 万下跌至 2018 年 9 月的 3.75 万/吨。电解液厂商毛利率下降严重；我们判断 2018 年下半年，电解液价格在上游溶剂价格大幅上涨情况下，向下空间不大，价格或将企稳。**量：**2018H1 我国电解液产量约 5.9 万吨，同比增长 37%，其中出货量排名前三的厂家稳定，分别为天赐材料（含东莞凯欣）/新宙邦/江苏国泰，分别占比 26.53%/15.48%/11.77%。

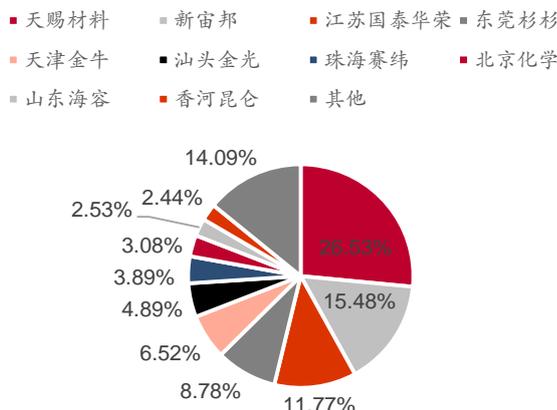
图表 18: 2015-2018H1 电解液/6F 价格 (万元/吨)


来源：高工锂电，中泰证券研究所

图表 19: 电解液价格 (万元/吨)


来源：中国化学与物理协会，中泰证券研究所

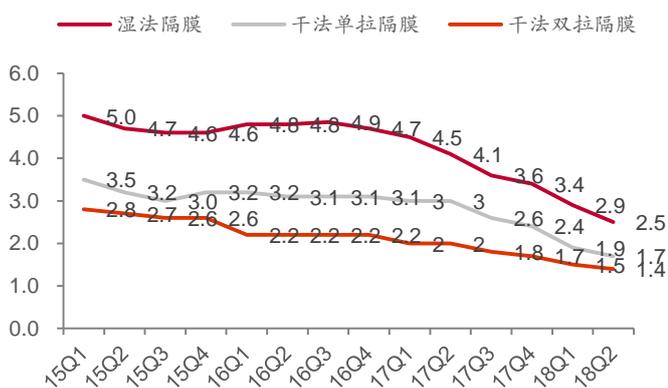
图表 20: 2018H1 电解液市场份额情况



来源：高工锂电，中泰证券研究所

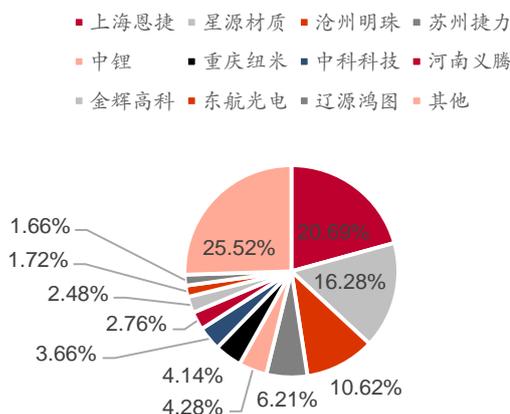
- (5) 隔膜：湿法隔膜大幅扩产，行业集中度提升，价格下降压力仍存。2018H1 我国隔膜产量约 7.25 亿平米，同比增长 20%。随着隔膜纷纷扩产产能释放，干法及湿法隔膜竞争加剧，2017 年 Q1-2018Q2 干法单拉隔膜均价自 3 元/平下降至 1.7 元/平，湿法隔膜价格从 4.7 元/平降至 2.5 元/平；在毛利率仍维持在 45% 情况下，价格仍面临下降压力。2018H1 隔膜产量排名前三的厂家分别为上海恩捷/星源材质/沧州明珠，分别占比 20.69%/16.28%/10.62%，CR3 市占率较 2017 年的 35.5% 提高到 47.6%，行业集中度进一步提升。

图表 21: 2015-2018H1 隔膜价格情况 (元/平)



来源：高工锂电，中泰证券研究所

图表 22: 2018H1 隔膜市场份额情况 (%)



来源：高工锂电，中泰证券研究所

二、分析范围及方法

- 继上篇 2017 年财报总结后, 本文再对新能源汽车产业链 2018 年中报进行全面总结分析, 分析的对象精选了新能源汽车板块的 33 家上市公司, 其中还包括 2 家新三板 (杉杉能源、贝特瑞)。为了更好地剖析新能源汽车产业链中各细分环节的经营情况, 我们根据公司主营业务划分为 10 个细分行业: 上游资源 (锂、钴资源)、正极、负极、六氟磷酸锂、电解液、隔膜、锂电池、机电电控及其他零部件、锂电设备、整车。
- 一方面, 新能源汽车政策在 2018 年上半年有所调整, 并设立了政策缓冲期; 另一方面行业在大量资本涌入的情况下, 行业供需及价格等变化较快, 为了把握行业整体趋势与不同细分子行业, 以及行业在不同时间段的特点, 本文分别从新能源汽车板块整体与细分子行业两个层次, 以及年度、半年度两个时间维度来分析。具体财务指标选取上, 我们主要围绕以下四方面开展:
 - ① 公司盈利能力 (营业收入及增速、归母净利润及增速、毛利率 (为了更好地反应行业细分领域毛利率, 本文只选取了公司与新能源汽车相关业务毛利率));
 - ② 营运能力 (经营活动现金流量、应收账款与应收票据、存货等指标);
 - ③ 资本投入 (投资活动现金流净额、固定资产及在建工程变化)
 - ④ 研发投入

图表 23: 2018 年 H1 财报分析标的

细分行业	代码	股票名称	细分行业	代码	股票名称
锂资源	002466.SZ	天齐锂业	隔膜	002812.SZ	创新股份
	002460.SZ	赣锋锂业		300568.SZ	星源材质
钴资源	002497.SZ	雅化集团	锂电池	002108.SZ	沧州明珠
	300618.SZ	寒锐钴业		002074.SZ	国轩高科
	603799.SH	华友钴业		300014.SZ	亿纬锂能
正极	300073.SZ	当升科技	电机电控及其零部件	300750.SZ	宁德时代
	835930.OC	杉杉能源		300438.SZ	鹏辉能源
	002340.SZ	格林美		300681.SZ	英搏尔
负极	600664.SH	杉杉股份 (含正极)	整车	300124.SZ	汇川技术
	835185.OC	贝特瑞		300048.SZ	合康新能
	603659.SH	璞泰来		002196.SZ	方正电机
锂电设备	300340.SZ	科恒股份	合计	002249.SZ	大洋电机
	300450.SZ	先导智能		002594.SZ	比亚迪
	300457.SZ	赢合科技		600066.SH	宇通客车
六氟磷酸锂	002407.SZ	多氟多	整车	000957.SZ	中通客车
	002709.SZ	天赐材料		600418.SH	江淮汽车
电解液	300037.SZ	新宙邦			33

来源: Wind, 中泰证券研究所

备注: 1、杉杉股份同时包含了正、负极材料业务; 其中年报/半年报采用的杉杉能源 (三板, 正极材料) 数据; 由于三板不披露季报, 故 2018Q1 采用杉杉股份数据; 2、涉及到季度指标对比时, 删掉杉杉能源和贝特瑞;

三、2018年H1财报总结:

3.1 行业整体: 2018H1 抢装效应下, 业绩同比增长

■ 补贴过渡期抢装效应, 盈利同比增长较好, 现金流压力仍存。

1) 2018年上半年, 新能源汽车板块整体营收 1559.9 亿元, 同比增长 21.6% (整体法下, 为了简化分析, 选取上市公司总营业收入, 未剔除其他不相关业务); 由于整车环节营收绝对额大, 剔除整车后, 营收总额为 637 亿元, 同比增长 37.49%。

2) 从扣非归母净利润看, 2018年上半年板块整体为 77.11 亿元, 同比下滑 6.95%; 剔除整车环节, 扣非净利润为 83 亿, 同比增速 33.4%;

3) 新能源汽车整体毛利率为 21.6%; 环比减少 0.79pct; 不含整车的毛利率为 34.21%, 环比较少 1.38 个 pct。

4) 整体 ROE10.33%, 环比减少 4.34 个 pct。

5) 板块整体 (含整车) 期间费用率为 12.65%, 同比减少 0.85pct; 剔除整车后, 期间费用率为 14.56%, 微降 0.01 个 pct, 其中锂电池板块费率同比下滑, 规模效应显现;

6) 经营活动现金净额-41.77 亿元, 主要系受到补贴发放, 预计下半年经营现金流随着补贴逐渐发放有望好转;

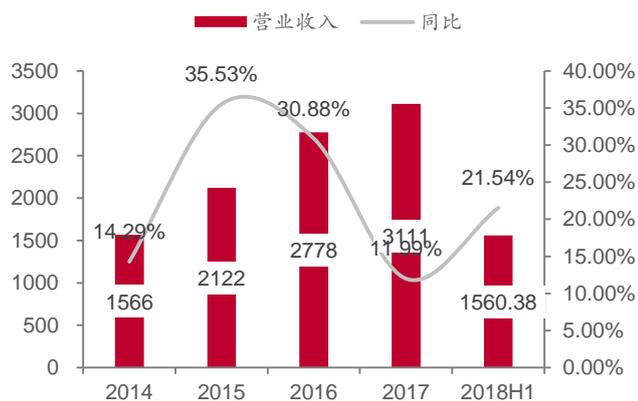
7) 应收账款+应收票据同比增长 25.58%; 存货净额同比增长 41.97%, 行业营运管理能力仍然较弱。

图表 24: 2018H1 年新能源汽车板块细分子行业财务指标汇总表

2018H1 半年度综述	细分行业	营收水平	营收同比增	扣非归母净	扣非归母净	毛利率2	毛利率环比	ROE	ROE同比变	期间费用率	期间费用率	经营活动现	资产负债率	应收账款+
		(亿)	速	利润(亿)	利润同比增	2	2017H2变动pct	变动pct	变动pct	变动pct	金净额	(亿)	占比	
	锂资源	69.9	37.85%	21.05	44.90%	56.83%	1.18%	27.18%	-2.12%	11.38%	2.80%	19.12	41.22%	56.95%
	钴资源	82.9	93.50%	20.31	153.10%	50.41%	9.35%	45.77%	17.56%	10.21%	0.82%	0.07	62.14%	46.34%
	正极	110.9	53.37%	7.85	41.38%	20.51%	-2.21%	13.17%	0.08%	9.19%	-2.02%	3.47	61.30%	67.15%
	负极	72.0	18.52%	6.28	9.55%	29.18%	-3.55%	24.43%	-14.03%	14.92%	-0.88%	-6.87	27.84%	95.40%
	隔膜	22.8	-2.16%	4.16	-23.80%	48.88%	-8.42%	10.10%	-8.09%	10.85%	1.51%	0.07	32.97%	95.46%
	电解液	19.3	11.87%	1.12	-61.21%	24.85%	-11.34%	20.32%	7.15%	19.84%	3.41%	-1.10	33.20%	109.04%
	六氟磷酸锂	17.0	10.78%	1.22	-3.07%	8.73%	-0.36%	10.26%	-0.73%	19.03%	4.13%	-1.60	56.35%	88.74%
	锂电池	148.1	36.76%	12.15	2.63%	30.37%	-4.03%	7.91%	-20.55%	17.97%	-2.49%	8.29	46.32%	158.00%
	锂电设备	36.2	71.69%	5.14	56.94%	30.23%	-6.34%	14.76%	-5.41%	12.90%	-0.68%	-8.90	53.28%	142.49%
	整车	922.8	12.61%	(5.96)	-128.94%	15.97%	-4.14%	3.42%	-5.47%	11.34%	-1.21%	-57.22	67.92%	105.85%
	电机电控及其零部件	82.6	13.51%	6.40	4.02%	24.01%	-2.34%	6.94%	-0.78%	19.19%	0.00%	0.70	39.78%	121.05%
	行业整体	1559.9	21.60%	77.11	-6.95%	24.35%	-0.79%	10.33%	-4.34%	12.65%	-0.85%	-41.77	56.59%	104.47%
	行业整体 (不含整车)	637.1	37.49%	83.08	33.44%	34.21%	-1.38%							

来源: Wind, 中泰证券研究所

备注: 上述财务指标, 均按照上市公司所有业务的财务数据摘录所得, 但有 2 个除外: 1) 由于上海思捷尚未实现并表, 创新股份的营收、扣非归母净利润、毛利率 3 个指标仅选取上海思捷业务; 2) 毛利率指标口径是, 除了整车外, 均剔除了非新能源汽车相关业务;

图表 25: 历年新能源汽车板块营收及增速 (亿元)


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 26: 半年度营收及增速 (亿元)


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 27: 历年新能源汽车扣非归母净利润及增速 (亿元)


来源: wind, 中泰证券研究所

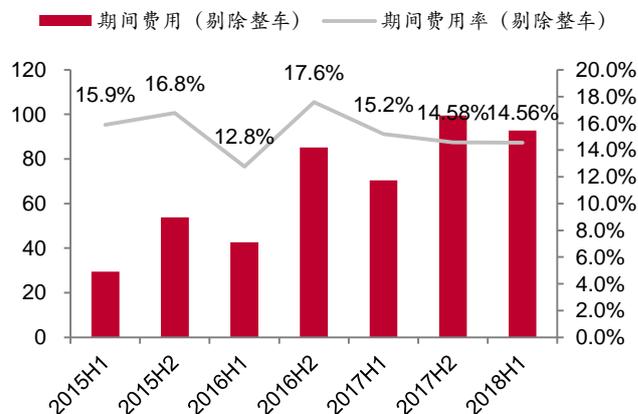
图表 28: 半年度归母净利润及增速 (单位: 亿元)


来源: wind, 中泰证券研究所

备注: 数据标签标注的为同比增速;

图表 29: 行业期间费用及费率 (亿元, 含整车)


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 30: 行业期间费用及费率 (亿元, 不含整车)


来源: wind, 中泰证券研究所

- **小结：新能源汽车板块营收及净利润增速提升**，主要系：第一，2018年2月至6月11日为新能源汽车补贴缓冲期，在缓冲期部分车型（低续航里程A00级乘用车）补贴更高，导致上半年存在抢装效应，锂电产业链出货量同比增长较高；第二，2018年仍可以沿用2017年的新能源汽车推广车型目录，避免出现2017年所有车型再重新申报目录的过程，导致产业链生产销售出现停滞的情形；第三，在补贴不断退坡情况下，产业链仍存在结构性产能过剩，产品价格竞争激烈，部分环节产品价格同比大幅下降；体现为行业毛利率下滑；

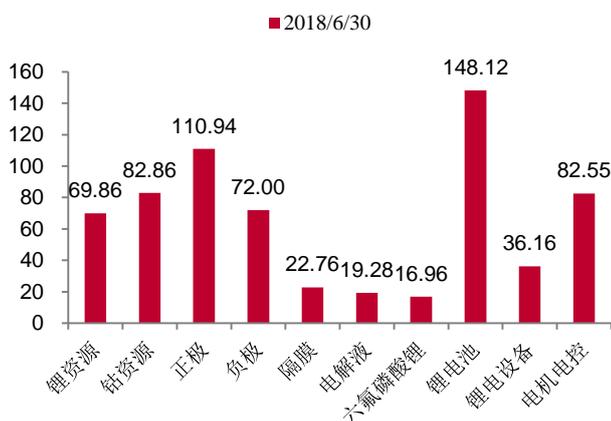
3.2 细分子行业：盈利仍集中在上游资源及锂电池端，中游受挤

■ 盈利能力分化，仍集中在上游资源及锂电池端

(1) 从营业收入看，2018上半年，新能源汽车细分子行业营收总体增长较好。从营业收入增速看，细分子行业增速由高至低依次为：钴资源(93.5%)>锂电设备(71.7%)>正极(53.4%)>锂资源(37.8%)>锂电池(36.8%)>负极(18.5%)>电机电控及其零部件(13.5%)>整车(12.6%)>电解液(11.9%)>六氟磷酸锂(10.8%)>隔膜(-2.2%)；其中隔膜营收下滑，主要系沧州明珠收入占比高，收入下滑导致隔膜板块收入下滑；

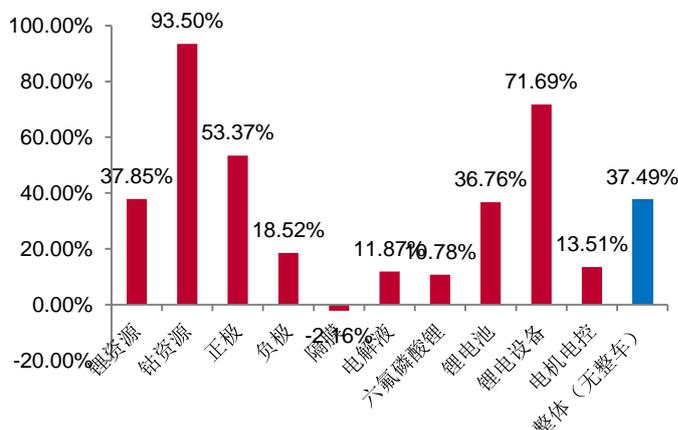
从细分行业营收水平看，营收水平从高到低分别为：整车>锂电池>正极>钴资源>电机电控>负极>锂资源>锂电设备>隔膜>电解液>六氟磷酸锂，其中上游钴及正极材料主要系单吨价格较高，且价升量增使得与去年同期相比绝对额排名提升；

图表 31：2018H1 细分子行业营业收入（亿元）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 32：2018H1 细分子行业营收同比增速



来源：wind，中泰证券研究所

(2) 从扣非归母净利润绝对额看，锂资源(21.1亿)、钴资源(20.3亿)、锂电池(12.15亿)、正极材料(7.85亿)扣非归母净利润水平较高。细分子行业归母净利润增速由高至低依次为：钴资源(153.1%)>锂电设备(56.94%)>锂资源(44.9%)>正极(41.38%)>负极(9.55%)>电机电控(4.02%)>锂电池(2.63%)>六氟磷酸锂(-3.07%)>隔膜(-23.8%)>电解液(-61.2%)>

整车 (-128.94%); 对比 2017 年全年, 2018H1 上游钴、锂资源的净利润增速放缓;

小结: 总体来说, 新能源汽车产业链各环节盈利分化, 不同细分子行业由于供需结构变化, 竞争格局不同, 盈利增速有所不同。

1) 钴资源: 2018 年上半年, MB 钴报价从年初到 6 月底, 价格上涨 10% 左右, 量价齐升情况下, 钴资源端企业盈利保持高增长; 自 2018.5.2 至 8.29, MB 钴报价下跌约 24.5%; 具体到个股扣非归母经利润绝对额: 华友钴业 (15.03 亿元, 同比+125.5%) > 寒锐钴业 (5.28 亿元, 同比+288.4%)

2) 正极材料厂商上半年仍有部分钴价格上涨带来的库存收益, 同时 2-4 月正极材料价格上涨, 因此 2018H1 三元正极材料厂商盈利增长较好;

3) 锂电设备端, 电池厂商大力扩产下, 产能逐步投放, 锂电设备厂商确认收入, 业绩增长较好; 具体个股: 先导智能 (3.26 亿, 同比+100.2%) > 赢合科技 (1.57 亿元, 同比+47.9%);

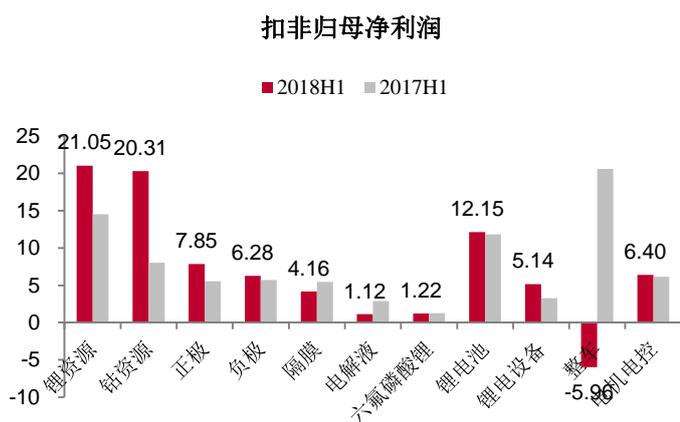
4) 锂资源端: 2018 年 H1 碳酸锂随着产能释放, 虽然价格大幅下跌, 但拥有锂矿资源的企业盈利能力仍然较强, 考虑到上半年量总体高于去年同期水平, 锂资源板块扣非归母净利润增速达 44.9%; 具体到个股: 天齐锂业 (12.86 亿, 同比+38.6%) > 赣锋锂业 (6.93 亿元, 同比+69.5%) > 雅化集团 (1.26 亿, 同比 8.8%);

5) 六氟磷酸锂在原材料成本端碳酸锂价格情况下, 叠加产能过剩, 产品价格有所下降, 导致扣非归母净利润下滑;

6) 电解液盈利能力下滑: 主要系电解液竞争激烈, 导致价格同比去年大幅下降, 引起毛利率下滑, 从而业绩下滑明显;

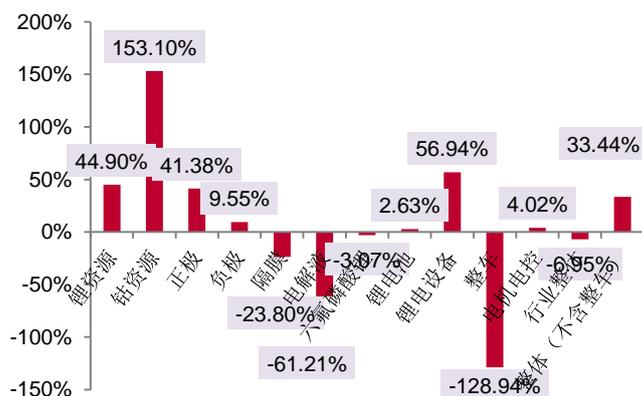
7) 电机电控板块盈利增速 4.2%, 主要系汇川技术所贡献 (4.58 亿元, 同比+25.6%; 包含了工业自动化等), 其余个股合康新能、大洋电机、方正电机、英博尔净利润均有所下滑。

图表 33: 2018H1 半年度扣非归母净利润 (亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 34: 2018H1 扣非归母净利润同比增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 35: 细分子行业历年扣非归母净利润及增速 (亿元)

细分子行业	2018H1		2017 年		2016 年	
	扣非归母净利润	同比增速	扣非归母净利润	同比增速	扣非归母净利润	同比增速
锂资源	21.05	44.90%	35.64	51.70%	23.49	397.47%
钴资源	20.31	153.10%	23.46	1590.53%	1.39	-158.00%
正极	7.85	41.38%	12.63	167.97%	4.71	179.42%
负极	6.28	9.55%	11.64	44.41%	8.06	66.72%
隔膜	4.16	-23.80%	10.22	22.60%	8.34	136.32%
电解液	1.12	-61.21%	5.62	-7.92%	6.10	202.75%
六氟磷酸锂	1.22	-3.07%	2.00	-61.96%	5.26	1953.17%
锂电池	12.15	2.63%	34.03	-17.07%	41.03	156.28%
锂电设备	5.14	56.94%	8.06	87.93%	4.29	293.68%
整车	-5.96	-128.94%	58.30	-41.43%	99.54	85.11%
电机电控及其零部件	6.40	4.02%	14.14	-8.84%	15.51	24.63%

来源: wind, 中泰证券研究所

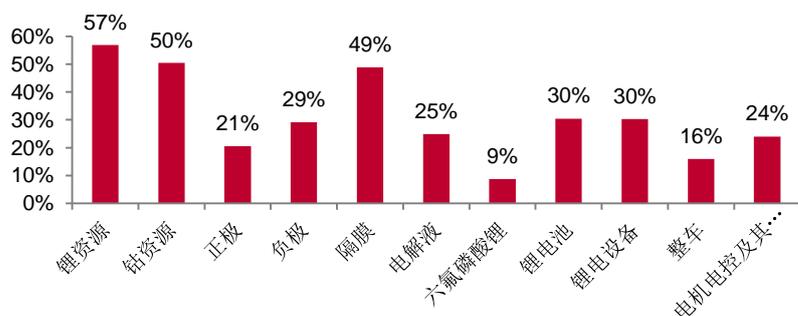
■ (3) 毛利率分析:

数据选取说明: 在分析细分子行业毛利率时, 为了更真实的反应行业毛利率水平, 我们仅选取标的公司新能源汽车相关业务的毛利率进行计算, 剔除了标的公司其他主营业务毛利率的影响。

隔膜及上游资源毛利率最高。 具体看细分子行业毛利率水平, 2018 年上半年, 各个细分子行业毛利率由高至低依次为:

锂资源 (57%) > 钴资源 (50%) > 隔膜 (49%) > 锂电池 (30%) > 锂电设备 (30%) > 负极 (29%) > 电解液 (25%) > 电机电控及其零部件 (24%) > 正极 (21%) > 整车 (16%) > 六氟磷酸锂 (9%);

行业整体毛利率呈下降趋势。 我们延续上篇报告, 按照半年度角度看, 自 2016 年以来, 随着补贴退坡, 锂电池系统、电机电控等电动车核心零部件的价格持续下降, 伴随着行业产能投放结构性过剩, 竞争加剧情况下, 锂电池及材料价格下降。其中 2018 年上半年, 除了钴资源端由于价格上涨, 毛利率环比提升外, 其他环节毛利率均环比有所下降。其中电解液、隔膜、锂电设备、整车等细分环节毛利率环比降低幅度达 5%; (具体请参考图表 36、37、38)

图表 36: 细分子行业 2018H1 毛利率


来源: wind, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 37: 细分子行业 2016-2018H1 毛利率及变化

细分子行业	2016	2017	2017H1	2017H2	2018H1	2018H1 环比变动
锂资源	60%	56%	54%	57%	57%	0%
钴资源	18%	41%	39%	42%	50%	8%
正极	20%	23%	24%	22%	21%	-1%
负极	34%	33%	35%	30%	29%	-1%
隔膜	62%	57%	60%	54%	49%	-5%
电解液	39%	36%	40%	33%	25%	-9%
六氟磷酸锂	24%	9%	10%	8%	9%	0%
锂电池	47%	34%	36%	34%	30%	-4%
锂电设备	38%	37%	38%	36%	30%	-6%
电机电控及其零部件	35%	26%	22%	28%	24%	-4%
整车	22%	20%	26%	21%	16%	-6%

来源: wind, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 38: 细分子行业内上市公司 2018H1 毛利率水平

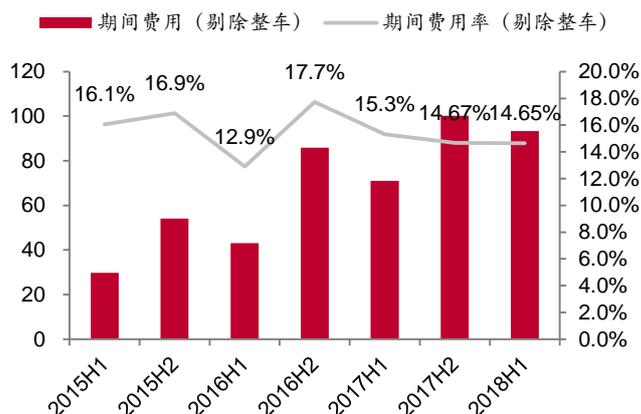
细分子行业	代码	上市公司	毛利率水平		细分子行业	代码	上市公司	毛利率水平	
			2018H1	2017年全年				2018H1	2017年全年
上游资源	002466.SZ	天齐锂业	70.58%	69.41%	锂电池	002074.SZ	国轩高科	32.47%	39.81%
上游资源	002460.SZ	赣锋锂业	45.77%	45.50%	锂电池	300014.SZ	亿纬锂能	18.78%	22.16%
上游资源	002497.SZ	雅化集团	23.17%	25.07%	锂电池	300750.SZ	宁德时代	32.67%	35.25%
上游资源	300618.SZ	寒锐钴业	59.54%	64.55%	锂电池	300438.SZ	鹏辉能源	22.84%	\
上游资源	603799.SH	华友钴业	47.87%	39.90%	锂电池	002611.SZ	东方精工	16.07%	
正极	300750.SZ	宁德时代	21.98%	27.00%	锂电设备	300340.SZ	科恒股份	7.71%	29.53%
正极	300073.SZ	当升科技	12.22%	14.58%	锂电设备	300450.SZ	先导智能	42.02%	39.45%
正极	600884.SH	杉杉股份	21.78%	24.67%	锂电设备	300457.SZ	赢合科技	36.18%	36.22%
正极	002340.SZ	格林美	22.95%	24.06%	电机电控	300681.SZ	英博尔	32.54%	36.53%
正极	835185.OC	贝特瑞	15.37%	24.94%	电机电控	300124.SZ	汇川技术	35.78%	37.52%
负极	600884.SH	杉杉股份	23.52%	27.19%	电机电控	300048.SZ	合康新能	-8.87%	-46.85%
负极	835185.OC	贝特瑞	26.16%	31.85%	电机电控	002196.SZ	方正电机	25.65%	27.81%
负极	603659.SH	璞泰来	35.42%	39.22%	电机电控	002249.SZ	大洋电机	16.67%	23.73%
六氟磷酸锂	002407.SZ	多氟多	8.73%	9.09%	整车	002594.SZ	比亚迪	18.75%	24.31%
电解液	002709.SZ	天赐材料	22.95%	38.85%	整车	600066.SH	宇通客车	10.26%	26.57%
电解液	300037.SZ	新宙邦	27.10%	32.48%	整车	000957.SZ	中通客车	13.98%	14.47%
隔膜	002812.SZ	创新股份	58.00%	65.04%	整车	600418.SH	江淮汽车		11.18%
隔膜	300568.SZ	星源材质	54.36%	51.85%					
隔膜	002108.SZ	沧州明珠	12.28%	47.75%					

来源: wind, 公司公告, 中泰证券研究所

新能源汽车产业链行业期间费用率略有下降。由于整车端营业收入占比较大,且期间费用绝对额较高,因此为了更准确反映行业情况,我们对剔除了剔除整车端前后的期间费用率。其中行业整体(包含整车)的期间费用率 2018H1 环比下降 12.69% (2017H1 为 13.5%),具有一定规模效应;而剔除整车后,新能源汽车板块的期间费用率较为稳定,维持在 14.65%,同比略有下滑;

图表 39: 半年度期间费用及费用率变化 (亿元)

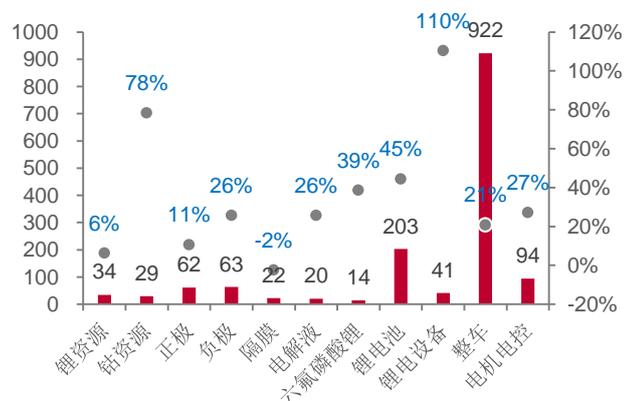

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 40: 半年度期间费用 (剔除整车) 变化 (亿元)


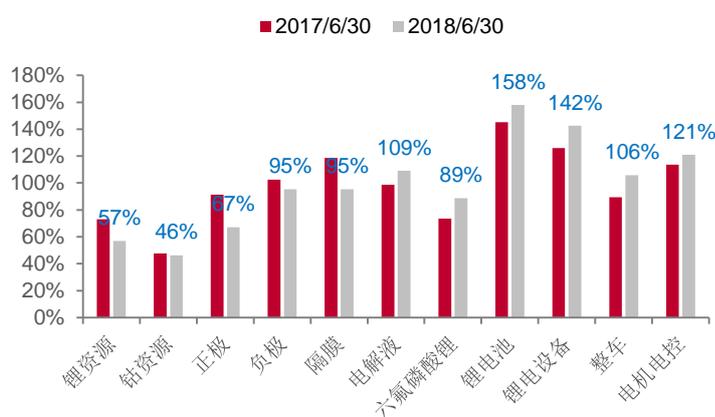
来源: wind, 中泰证券研究所

■ 行业营运能力持续受补贴影响而减弱

(1) 从应收款项看, 2018 年 H1, 板块应收账款与票据余额共 1559.89 亿元, 同比增长 21.6%, 剔除整车厂影响, 其余子行业应收账款与票据共 637 亿元, 同比增长 37.49%。2018 年上半年, 细分子行业应收款项同比增速与 2017H1 相比, 有所放缓, 但增速仍然维持较高水平; 其中除了上游钴、锂及正极材料外, 其他细分子行业该指标均快于 2017H1 营收增长速度; 锂电设备/钴资源/锂电池同比增速幅度较大, 分别 110%/78%/45%。从“应收款项/营收”指标看, 锂电池 (158%) \ 锂电设备 (142%) \ 电机电控及其零部件 (121%) \ 电解液 (109%) \ 整车 (106%) 等行业占比较高, 均超过 100%; 其中锂电池行业由于新能源汽车补贴发放滞后性, 导致整车厂资金压力大, 传导到锂电环节, 应收账款占比较高; 锂电设备应收账款较高是由其发货回款方式所致, 自身现金流周转周期长。

图表 41: 2018H1 细分子行业(应收账款+应收票据)及同比增速 (亿元)


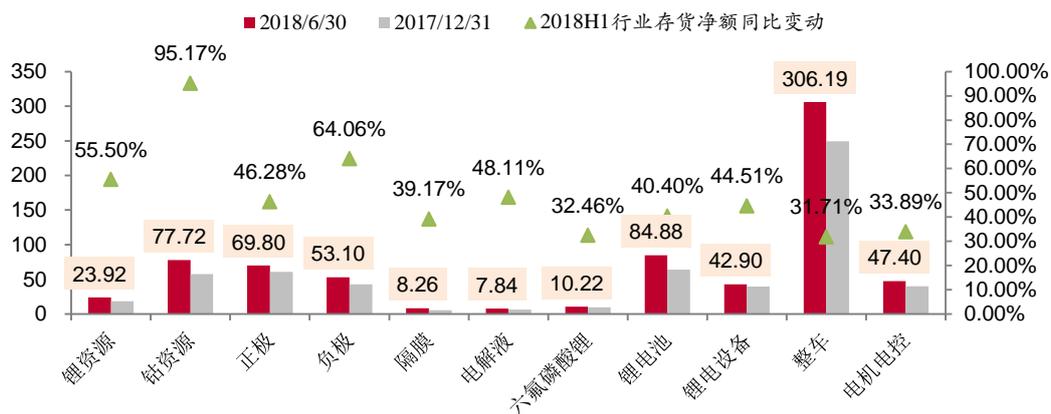
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 42: 2018H1 细分子行业 (应收账款+应收票据)/营业收入 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

(2) 行业存货同比大幅增长; 其中钴资源、负极、锂资源三个细分子行业同比增幅超过 50%; 绝对额上, 整车, 锂电池, 钴资源端较高;

图表 43: 细分子行业存货及同比变动 (亿元, %)



来源: wind, 中泰证券研究所

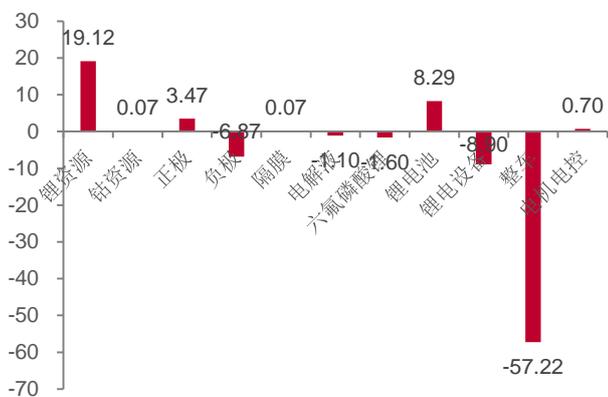
(3) 经营性现金流净额同比有所改善, 整车端压力仍最大。行业的经营性现金流压力较大, 主要系一方面补贴发放时间, 另一方面非个人用户需行驶 2 万公里才能申请补贴要求, 增加企业的资金压力, 导致行业整体的应收账款+应收票据比例居高不下。

具体来看, 整车企业、锂电设备企业经营性现金流较差, ①整车企业受到补贴款发放时间影响; ②锂电设备端, 主要系先导智能下游部分电池厂未来按时付款, 导致应收账款大幅增加所致;

(4) 投资活动现金流普遍为负, 行业仍在大力扩张。细分子行业投资性现金流净额普遍为负, 面对新能源汽车广阔的空间, 行业各细分环节企业仍处于资本开支扩张期。其中, 锂电池(-108 亿)、整车厂(-79 亿)、锂资源端(-50 亿)等企业投资活动频繁且数额较大, 主要由整车厂与锂电池厂属于重资产行业的行业特点所致。

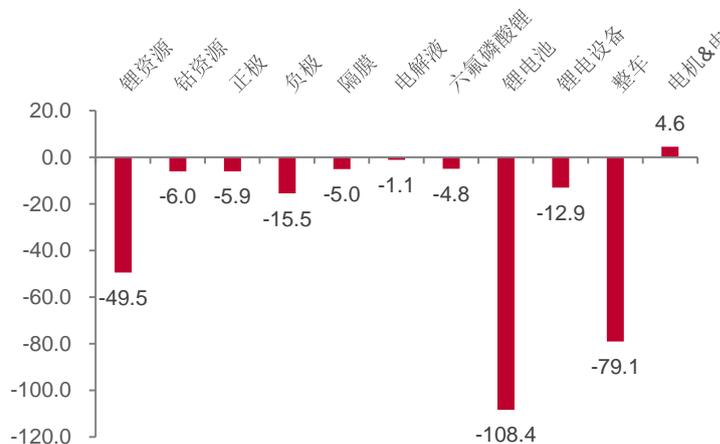
(5) 从固定资产及在建工程看, 整车、锂电池、锂资源端的在建工程绝对额较大, 分别为 96.5 亿/52.46 亿/48.3 亿元, 同比增速较大, 锂电设备、锂资源、负极、电解液增速均超过 100%; 固定资产端, 整车、锂电池、正极、负极绝对额最大, 其中锂电池、负极、正极材料固定资产同比增长较高;

图表 44: 2018H1 细分子行业经营性现金流净额 (亿元)



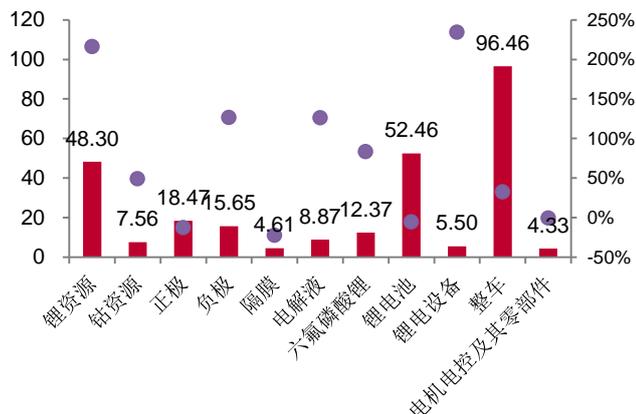
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 45: 2018H1 细分子行业投资性现金流净额 (亿元)



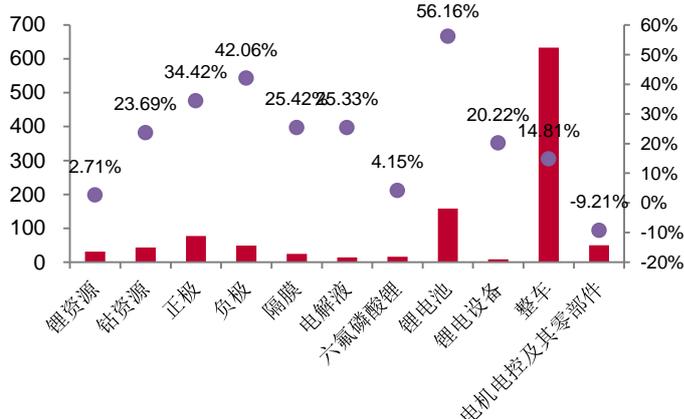
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 46: 2018H1 在建工程及同比增速 (亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 47: 2018H1 固定资产及同比增速 (亿元)

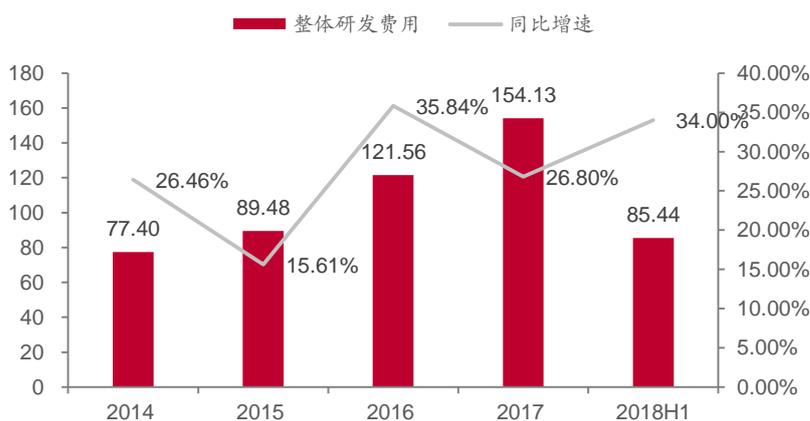


来源: wind, 中泰证券研究所

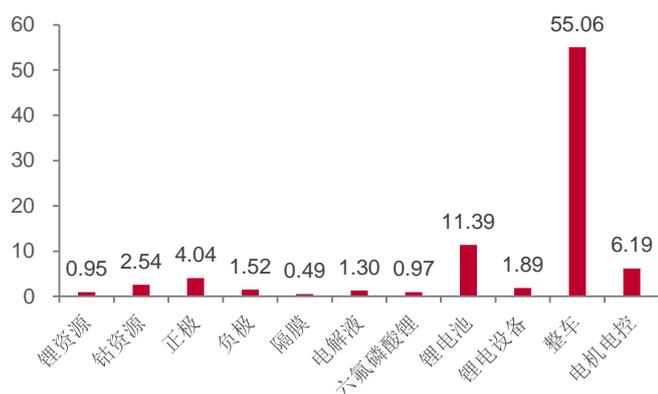
3.3 研发投入: 同比高增

- **研发费用持续保持高增长。**2018 年 H1 新能源汽车板块上市公司研发费用共 85.44 亿元, 同比增长 34%, 占行业营业收入 5.48%。剔除整车厂的大金额影响后, 其余细分行业研发费用共 30.37 亿元, 同比增长 43.91%, 各细分行业研发投入差异较大。其中, 锂电池行业研发费用投入最大为 11.39 亿元, 占营收比例最高为 7.69%。电机电控与电解液行业研发投入比例仅次于电池厂, 分别为 7.50% 和 6.76%, 高于行业平均水平。上游资源、正负极材料与隔膜行业研发费用占比低于行业平均水平。

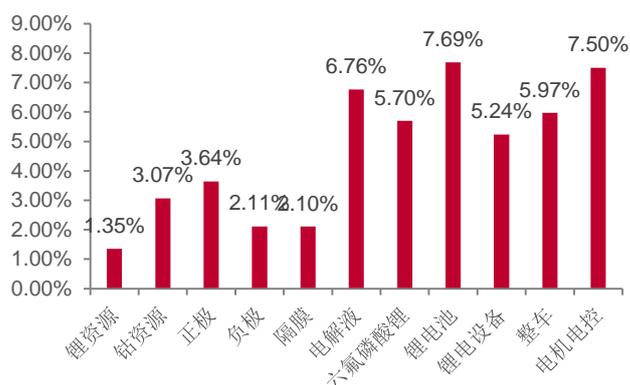
图表 48: 历年新能源汽车板块研发费用及增速 (单位: 亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 49: 2018H1 细分子行业研发费用 (单位: 亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 50: 2018H1 细分子行业研发费用/营业收入


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 51: 新能源汽车产业链上市公司研发投入排名 (亿元)

序号	代码	股票名称	2018H1 (亿元)	2018H1占比	2017年 (亿元)
1	002594.SZ	比亚迪	37.19	6.87%	62.66
2	600418.SH	江淮汽车	9.25	3.90%	19.97
3	600066.SH	宇通客车	7.64	6.36%	15.00
4	300750.SZ	宁德时代	7.18	7.67%	16.32
5	300124.SZ	汇川技术	3.46	14.01%	5.92
6	002340.SZ	格林美	2.63	3.74%	3.65
7	300014.SZ	亿纬锂能	2.59	13.75%	2.33
8	603799.SH	华友钴业	2.30	3.38%	1.76
9	002249.SZ	大洋电机	1.80	4.25%	3.93
10	002074.SZ	国轩高科	1.33	5.09%	3.34
11	000957.SZ	中通客车	0.98	4.09%	2.91
12	002407.SZ	多氟多	0.97	5.70%	1.60
13	300450.SZ	先导智能	0.91	6.35%	1.23
14	835930.OC	杉杉能源	0.91	3.73%	0.05
15	300037.SZ	新宙邦	0.75	7.57%	1.29
16	835185.OC	贝特瑞	0.70	4.55%	1.28
17	002460.SZ	赣锋锂业	0.59	2.53%	0.38
18	603659.SH	璞泰来	0.56	4.06%	0.95
19	002709.SZ	天赐材料	0.56	5.91%	1.06
20	300457.SZ	赢合科技	0.55	5.52%	1.03
21	300073.SZ	当升科技	0.51	3.12%	1.04

来源: wind, 中泰证券研究所

- 投资建议:** 在全球汽车市场及全球锂电市场竞争格局下, 整体产业链从电池及其材料都在向高端化转变, 关注行业结构性变化。建议从竞争格局, 盈利能力强的爆款车及全球锂电巨头产业链龙头进行配置。短期重点关注: 新宙邦、璞泰来、宁德时代、新纶科技。长期重点看好: 宁德时代、璞泰来、三花智控、新宙邦、天赐材料、华友钴业、当升、杉杉、先导智能、新纶科技、星源材质、创新股份;

四、风险提示

- 新能源汽车销量不及预期, 政策大幅变动风险, 竞争加剧导致产品价格断崖式下跌风险**

六、附录：新能源汽车细分子行业个股 2018H1 业绩汇总

图表 52：新能源汽车产业细分子行业个股 2018 年上半年业绩汇总

细分行业	代码	股票名称	营业收入 (亿元)	营业收入同 比增速	扣非归母净利 润(亿元)	扣非归母净利 润增速	毛利率	期间费 用率	资产负债 率(%)	应收账款+应收 票据/营业收入 平均水平
上游资源	002466.SZ	天齐锂业	32.89	36.2%	12.86	38.6%	70.58%	8.7%	39.6%	48.69%
上游资源	002460.SZ	赣锋锂业	23.32	43.5%	6.93	69.5%	45.77%	10.5%	47.6%	49.30%
上游资源	002497.SZ	雅化集团	13.64	32.7%	1.26	8.8%	23.17%	19.4%	35.9%	49.89%
上游资源	300618.SZ	寒锐钴业	15.02	204.4%	5.28	288.4%	59.54%	6.6%	48.4%	34.64%
上游资源	603799.SH	华友钴业	67.83	79.0%	15.03	125.5%	47.87%	11.0%	64.2%	35.26%
正极	300073.SZ	当升科技	16.30	95.2%	1.06	115.0%	12.22%	5.5%	34.1%	82.87%
正极	002340.SZ	格林美	70.26	63.9%	4.19	60.5%	22.95%	11.5%	64.7%	41.45%
负极	835930.OC	杉杉能源	24.37	15.4%	2.60	6.1%	23.52%	5.0%	69.7%	77.57%
负极	835185.OC	贝特瑞	15.34	21.0%	1.04	-24.0%	15.37%	8.5%	53.9%	106.10%
负极	603659.SH	璞泰来	13.78	44.3%	2.21	22.2%	35.42%	13.6%	45.1%	67.57%
锂电设备	300340.SZ	科恒股份	11.85	58.6%	0.30	-47.8%	7.71%	10.2%	60.1%	90.65%
锂电设备	300450.SZ	先导智能	14.40	131.3%	3.26	100.2%	42.02%	14.1%	55.4%	122.63%
锂电设备	300457.SZ	赢合科技	9.91	34.5%	1.57	47.9%	38.18%	14.4%	45.5%	124.78%
六氟磷酸锂	002407.SZ	多氟多	16.96	10.8%	1.22	-3.1%	8.73%	19.0%	56.4%	84.42%
电解液	002709.SZ	天赐材料	9.42	0.7%	0.10	-94.3%	22.95%	20.0%	32.2%	97.99%
电解液	300037.SZ	新宙邦	9.86	25.1%	1.02	-13.3%	27.10%	19.7%	34.3%	108.29%
隔膜	002812.SZ	创新股份	5.12	-6.5%	0.34	-42.0%	58.00%	12.8%	15.8%	94.46%
隔膜	300568.SZ	星源材质	3.18	28.8%	0.84	34.9%	54.36%	20.9%	47.4%	110.75%
隔膜	002108.SZ	沧州明珠	14.96	-8.5%	1.10	-60.0%	12.28%	7.7%	30.9%	91.06%
锂电池	002074.SZ	国轩高科	26.07	8.8%	2.64	-28.9%	32.47%	18.7%	54.6%	218.35%
锂电池	300014.SZ	亿纬锂能	18.84	40.2%	1.48	-10.8%	18.78%	17.7%	62.7%	105.42%
锂电池	300750.SZ	宁德时代	93.60	48.7%	6.97	36.6%	32.67%	18.7%	40.8%	118.59%
锂电池	300438.SZ	鹏辉能源	9.62	20.9%	1.05	17.5%	22.84%	9.8%	47.0%	153.89%
电机电控及零部件	300681.SZ	英搏尔	3.02	39.0%	0.35	-1.5%	32.54%	12.9%	29.4%	112.91%
电机电控及零部件	300124.SZ	汇川技术	24.73	27.7%	4.58	25.6%	35.78%	27.4%	38.1%	130.24%
电机电控及零部件	300048.SZ	合康新能	6.53	7.3%	0.16	-56.8%		28.0%	42.1%	180.77%
电机电控及零部件	002196.SZ	方正电机	6.53	9.5%	0.40	-23.7%	25.65%	13.5%	23.2%	119.33%
电机电控及零部件	002249.SZ	大洋电机	5.95	6.7%	0.90	-27.4%	16.67%	14.3%	43.9%	93.24%
整车	002594.SZ	比亚迪	42.32	20.2%	(6.73)	-160.4%	18.75%	10.6%	69.0%	114.17%
整车	600066.SH	宇通客车	541.51	29.0%	5.19	-29.6%	10.28%	15.9%	58.3%	149.30%
整车	000957.SZ	中通客车	120.17	5.4%	(0.05)	-131.4%	13.98%	13.4%	77.6%	291.61%
整车	600418.SH	江淮汽车	24.01	-6.3%	(4.37)	-326.8%	11.18%	10.5%	68.6%	22.91%

来源：wind，公司公告，中泰证券研究所

备注：1、上市公司的毛利率其新能源汽车相关业务毛利率，宁德时代为动力电池系统毛利率； 2、除了整车企业外，由于整车企业并未披露新能源汽车相关毛利率，因此采用整车毛利率；