

分析师：费瑶瑶

执业证书：S0380518040001

联系电话：0755-82830333 (107)

邮箱：feiy@wanhesec.com

研究助理：沈彦东

联系电话：0755-82830333 (195)

邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：熊浩

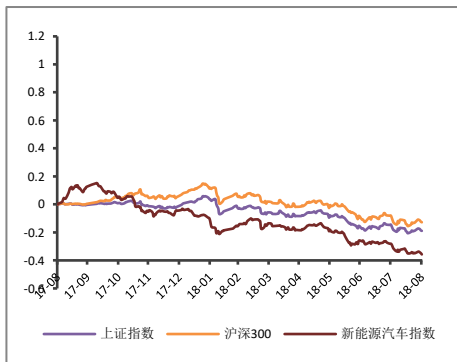
联系电话：0755-82830333 (197)

邮箱：xionghao@wanhesec.com



(扫描关注微信公众号)

近一年主要指数市场走势



相关阅读链接

《拥抱行业 Beta，寻找结构性 Alpha》

加速洗牌，静候拐点

——新能源汽车中报点评

主要观点：

新能源汽车板块上半年冲高回落走势明显。2018年A股市场整体震荡下行，从板块风格来看，沪深300为代表的大盘股表现较以中证500指数为代表中小盘股更好。风格更接近中证500的新能源汽车板块走势更为震荡，上半年振幅高达71.29%，一季度微跌后开始反弹至3月14日达到上半年高点，二季度表现稳定，三季度加速下跌，在8月31日达到低点（统计截止日期为2018年8月31日）。

随着价格的不断向下，新能源汽车估值整体下挫。截止至2018年8月31日，新能源汽车整体PE为24.67，较去年同期43.33有了较为明显的下滑。从细分领域来看，电解液、上游资源、隔膜的估值都较低，分别为17.56、19.21、19.52，展现出来较好的配置价值。而结构件、电池、其他材料等估值在目前来看依然处于估值的较高的区间，仍需要谨慎对待。

未来中期关注下游整车厂商以及车型升级换代所带来零部件的机会。新能源汽车未来终究会回归汽车这一消费品的本质，随着补贴的退坡市场会从野蛮式增长的政策市场转向异质化的消费属性市场。因此，我们建议关注两个方向的投资机会：1、我们可以更为关注进入国际大型车企以及国内整车企业产业链的供应商，这一梯队的产能、量级会创造出比现有企业更高的体量和市场。2、长期来看，产业链将回归到汽车下游整车厂商占据主导的格局，下游整车厂的议价能力会进一步提升，未来拥有向上整合能力的车厂更为值得关注。

上游钴仍然具有较高的价值。供给端寡头垄断，可控性、议价能力强，叠加未来三元电池渗透率不断上升，钴价下降空间不大。钴作为带有金融属性的稀缺金属，在市场预期较为明确的情况下容易将价格推向单边市场。在无新发现的矿山的情况下，钴的年产量不会有较大的提升，同时高镍化进程并没有显著的减少对于钴的依赖，下游电动化进程的加快势必进一步推动钴价上涨。

风险提示：汽车销售不及预期；相关产业政策变化；行业竞争加剧等。

目录

一 新能源汽车 1-8 月行业回顾	4
二 板块估值走势	7
三 中报点评	7
(一) 板块整体概况	10
(二) 行业细分领域	12
四 投资观点	16

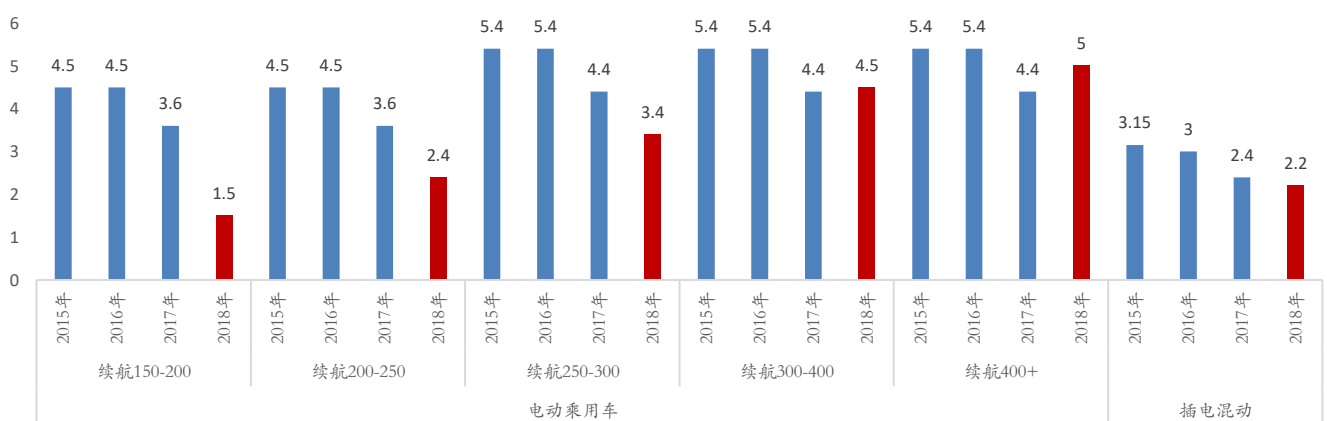
图表 1 新能源乘用车补贴变化 (万元)	4
图表 2 各车型新能源增量渗透率	5
图表 3 2017 年中游产能过剩严重	错误!未定义书签。
图表 4 2018 年 1-8 月市场处于普跌状态 (%)	6
图表 5 汽车零售消费下行明显	6
图表 6 新能源汽车各版块估值一年内走势图	7
图表 7 覆盖公司 2018 年半年报数据摘要	8
图表 8 营业收入合计 (亿) 及变化率 (%)	10
图表 9 归属母公司股东净利润 (亿元) 及变化 (%)	10
图表 10 毛利率及变化率 (%)	11
图表 11 净资产收益率及变化 (%)	11
图表 12 应收账款周转天数及变化 (%)	12
图表 13 存货周转天数及变化 (%)	12
图表 14 下游整车 2018 年价格走势	13
图表 15 新能源汽车 2018 年产销数据	13
图表 16 中游各细分领域 2018 年价格走势	14
图表 17 中游电池厂商集中度进一步提升	15
图表 18 上游 2018 年价格走势	15
图表 19 钴价冲高回落	15

一 新能源汽车 1-8 月行业回顾

新能源汽车板块上半年冲高回落走势明显。2018 年 A 股市场整体震荡下行，从板块风格来看，沪深 300 为代表的大盘股表现较以中证 500 指数为代表的中小盘股更好。风格更接近中证 500 的新能源汽车板块走势更为震荡，上半年振幅高达 71.29%，一季度微跌后开始反弹至 3 月 14 日达到上半年高点，二季度表现稳定，三季度加速下跌，在 8 月 31 日达到低点（统计截止日期为 2018 年 8 月 31 日）。我们认为主要原因如下：

第一，政策在目前时间点依旧是新能源汽车市场主要驱动力。我们在之前的深度报告提过一个观点，新能源汽车市场的消费属性会逐步突显，但目前时间点而言政策对于市场依旧是主要驱动力，今年上半年的这波上涨行情也主要源于政策落地且略微超预期。2017 年末起政策退坡的消息引起市场对于新能源汽车板块的悲观，板块迅速回落至低位；2018 年 2 月 13 日财政部等四部门发布《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，补贴新政正式落地，与网传版本相比，新政虽然如预期一样对各类车型都提高了补贴门槛并降低了补贴金额，但对于高续航乘用车的补贴不降反升，同时设定了 2018 年 2 月 12 日至 2018 年 6 月 11 日为过渡期，大大好于预期。行业对于政策的反应也非常积极，新能源汽车产销量环比分别增长 76.64%、121.7%。下游的景气度同样反应在了产业链的股价上，板块一改年初的颓势加速上行至全年的高点。

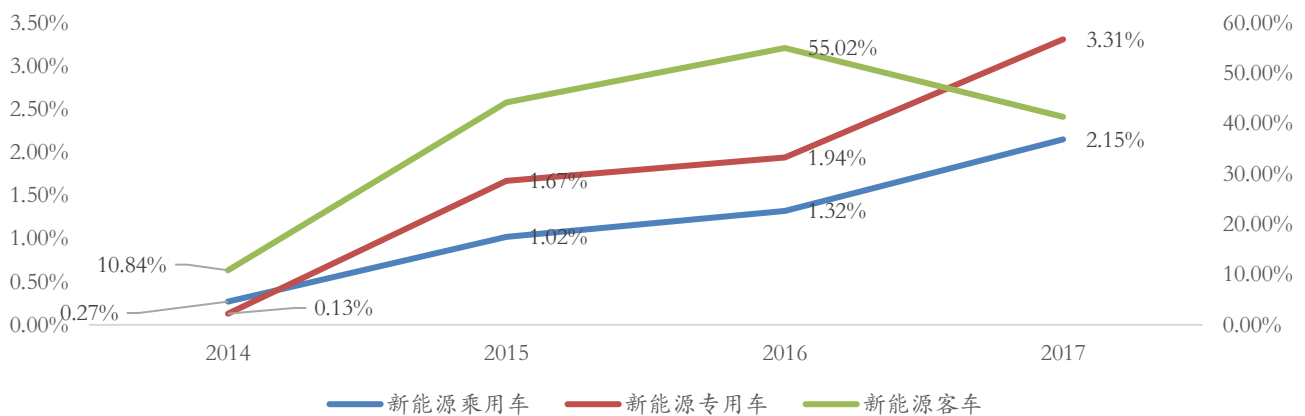
图表 1 新能源乘用车补贴变化（万元）



数据来源：政府公告，万和证券研究所

第二，行业本身过剩而经历着去产能的过程，阵痛期风险加大。从下游应用来看，市场早期的主要推动力新能源客车在经过几年的快速增长后渗透率已经达到了较大的瓶颈，未来的增量空间有限；国内新能源乘用车的市场化需求仍未启动，目前市场上占比最大的车型以政策属性明显的 A00 车型为主，而真正代表消费需求的 A 级车放量动力仍不足。从中游来看，过去高额的利润和政策补贴吸引了众多的市场参与者进入进而导致极度过剩的（低效）产能，去年以来电池企业同时面临上游锂钴涨价、下游车厂因退补而降价、中低端产能过剩价格竞争激烈的困难局面。未来随着政策退坡新能源汽车由政策市转向市场化，电池厂家被迫降价已是必然，尾部产能势必在本轮高镍化升级中加速出清。

图表 2 各车型新能源增量渗透率



资料来源：GGII，万和证券研究所

图表 3 2017 年中游产能过剩严重

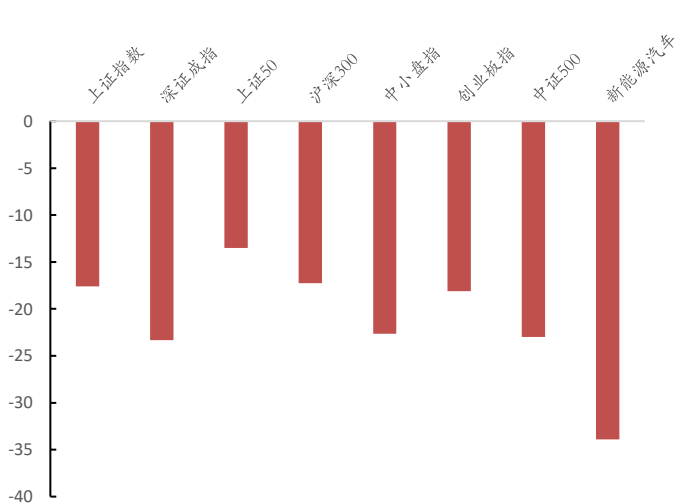
	细分类别	需求	总产能供给	过剩比率
电池 (GWh)	动力电池	44.50	142.00	219.10%
	三元电池	17.98	63.35	252.34%
	铁锂电池	21.68	70.49	225.14%
	其他电池	4.84	8.16	68.60%
正极 (万吨)	三元	8.48	31.00	265.57%
	磷酸铁锂	5.96	32.50	445.30%
	钴酸锂	4.58	10.70	133.62%
负极 (万吨)	锰酸锂	2.23	5.80	160.09%
	人造石墨	10.05	24.00	138.81%
	天然石墨	3.68	9.20	150.00%
隔膜 (亿平米)	湿法隔膜	7.80	24.80	217.95%

	干法隔膜	6.55	18.30	179.39%
电解液 (万吨)	电解液	11.00	22.20	101.82%

资料来源: GGII, 万和证券研究所

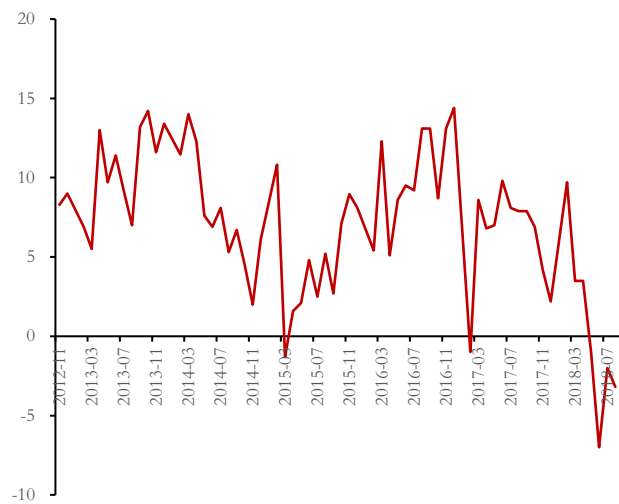
第三, 新能源板块表现不佳受累于整体 A 股市场表现不佳。A 股市场 2018 年整体表现不佳, 截止至 2018 年 8 月 31 日, 上证指数较年初跌幅达 17.60%, 深成指较年初跌幅达 23.32%, 沪深 300 较年初 17.28%, 中证 500 跌 22.97%。市场表现不景气的原因主要有两个因素: 一是国内经济增长持续性有放缓迹象, 二是和美国的贸易战不断升级导致投资者风险偏好持续下行。其中, 汽车零售消费数据进入 2018 年后有较大的下滑, 反应下游消费者对于汽车的需求在下降。

图表 3 2018 年 1-8 月市场处于普跌状态 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

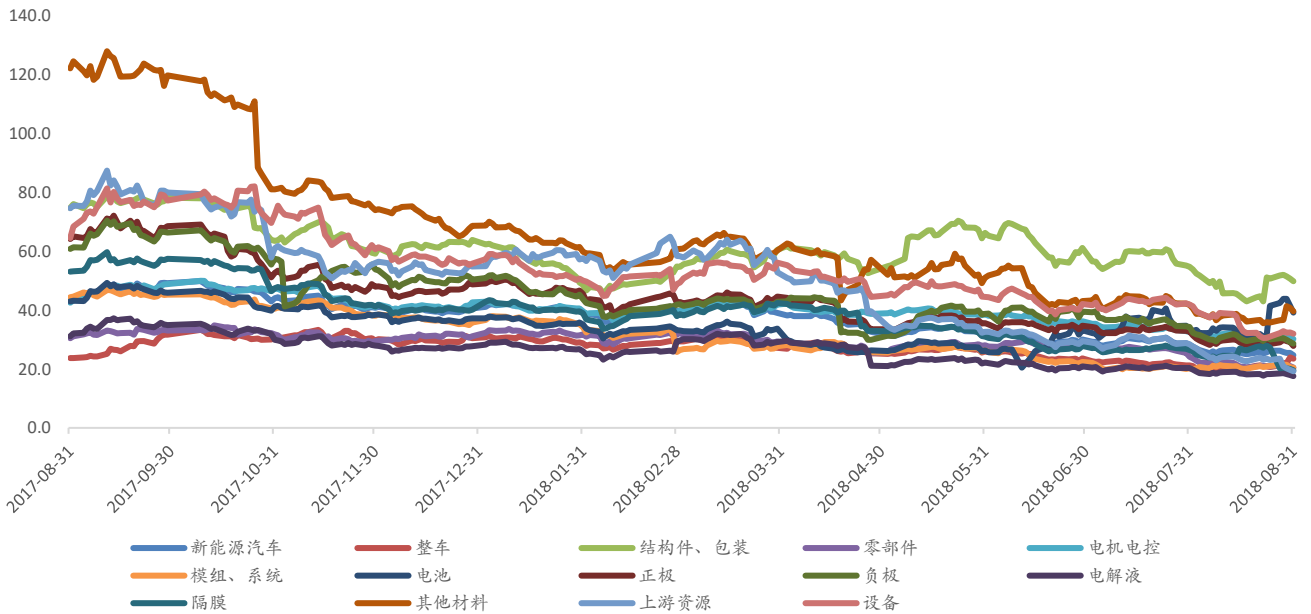
图表 4 汽车零售消费下行明显



资料来源: Wind, 万和证券研究所

二 板块估值走势

图表 5 新能源汽车各版块估值一年内走势图



数据来源：wind，万和证券研究所

随着价格的不断向下，新能源汽车估值整体下挫。截止至2018年8月31日，新能源汽车整体PE为24.67，较去年同期43.33有了较为明显的下滑。从细分领域来看，电解液、上游资源、隔膜的估值都较低，分别为17.56、19.21、19.52，展现出来较好的配置价值。而结构件、电池、其他材料等估值在目前来看依然处于估值的较高的区间，仍需要谨慎对待。

三 中报点评

我们覆盖跟踪的新能源产业链标的公司共13个细分领域62家A股上市公司，较上一篇深度报告相比主要剔除坚瑞沃能。以下数据及分析主要基于表的归类。

图表 6 覆盖公司 2018 年半年报数据摘要

产业链位置	板块	代码	公司名称	营业收入	YOY (%)	归母净利润	YOY (%)	扣非净利润	YOY (%)	毛利率 (%)	较 2017 年变化 (%)
上游		000980.SZ	众泰汽车	102.51	77.15	3.05	37.00	3.03	40.57	17.92	-0.85
		000868.SZ	安凯客车	14.93	-37.16	-1.42	-393.78	-1.50	128.11	4.94	-5.18
		002594.SZ	比亚迪	541.51	20.23	4.79	-72.19	-6.73	-160.35	15.93	-3.09
	整车	600686.SH	金龙汽车	90.29	57.23	0.79	106.41	0.23	-128.04	12.62	-6.13
		000957.SZ	中通客车	24.01	5.37	0.31	-50.36	-0.05	-131.38	14.59	0.09
		600418.SH	江淮汽车	237.09	-6.34	1.63	-52.58	-4.37	-326.83	9.21	-2.40
		600066.SH	宇通客车	120.17	29.03	6.16	-23.42	5.19	-29.57	21.42	-4.90
	结构件、包装	002341.SZ	新纶科技	15.02	66.26	1.56	111.61	1.38	147.14	27.46	0.08
		002850.SZ	科达利	8.00	7.10	0.22	-76.40	0.12	-87.23	15.58	-8.05
		600563.SH	法拉电子	8.38	4.32	2.15	13.54	2.09	14.43	43.26	0.97
中游	零部件	002126.SZ	银轮股份	26.26	30.82	2.02	21.18	1.85	16.48	24.97	-1.19
		002050.SZ	三花智控	55.90	15.15	6.77	11.04	6.74	37.41	27.64	-3.60
		600885.SH	宏发股份	33.55	10.80	3.67	-9.00	3.44	-13.73	38.20	-1.65
		000559.SZ	万向钱潮	58.84	6.30	4.50	1.41	3.99	-8.02	19.33	-1.33
		300124.SZ	汇川技术	24.73	27.66	4.96	15.72	4.58	25.62	44.74	-0.37
		002249.SZ	大洋电机	42.32	6.71	1.11	-23.60	0.90	-27.37	17.65	-2.63
	电机	300484.SZ	蓝海华腾	1.77	-39.81	0.12	-82.94	0.09	-87.23	38.41	-1.44
	电控	300224.SZ	正海磁材	7.91	96.01	0.35	333.46	0.50	-367.83	19.79	-1.81
		002664.SZ	长鹰信质	13.35	21.18	1.36	5.51	1.33	3.54	23.21	0.14
		002196.SZ	方正电机	5.95	9.52	0.44	-21.77	0.40	-23.68	20.37	-3.04
模组、系统		300681.SZ	英博尔	3.02	38.98	0.40	4.77	0.35	-1.48	25.89	-5.96
		300207.SZ	欣旺达	75.52	38.08	2.21	21.25	1.69	14.83	12.71	-1.70
		000049.SZ	德赛电池	63.13	35.22	1.33	16.49	1.20	7.99	7.59	-1.21
		002611.SZ	东方精工	22.65	115.95	2.07	53.84	1.91	338.75	21.61	-0.73
	电池	300750.SZ	宁德时代	93.60	48.69	9.11	-49.70	6.97	25.30	31.28	-5.01
		002684.SZ	猛狮科技	7.55	-51.30	-3.08	-752.61	-3.44	-1,996.78	11.31	-9.23

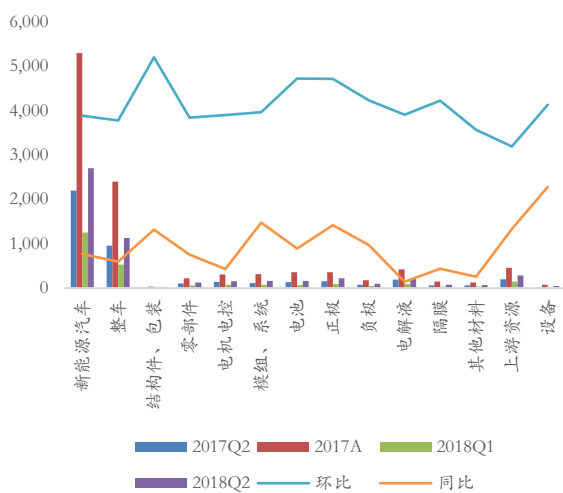
	300014.SZ	亿纬锂能	18.84	40.15	1.59	-31.72	1.48	-10.81	25.61	-3.64
	002074.SZ	国轩高科	26.07	8.76	4.66	4.57	2.64	-28.90	33.71	-5.42
	300438.SZ	鹏辉能源	9.62	20.95	1.56	61.78	1.05	17.54	23.75	-1.26
	002190.SZ	成飞集成	8.50	60.34	-0.53	-	-0.74	272,323.40	6.83	-4.15
						1,553.67				
	300073.SZ	当升科技	16.30	95.22	1.13	-22.16	1.06	114.99	13.95	-4.60
正极	600884.SH	杉杉股份	42.88	11.31	4.66	37.33	3.03	18.58	24.45	-0.93
	002340.SZ	格林美	70.26	63.92	4.11	50.83	4.19	60.45	20.09	0.19
	600549.SH	厦门钨业	86.64	40.17	3.34	-26.27	2.42	-39.78	18.79	-3.09
	603659.SH	璞泰来	13.78	44.34	2.57	31.29	2.21	22.22	35.52	-1.44
负极		中国宝安								
	000009.SZ	(贝特瑞)	43.38	47.59	1.15	43.49	0.03	-11.02	35.78	2.07
	600884.SH	杉杉股份	42.88	11.31	4.66	37.33	3.03	18.58	24.45	-0.93
	300037.SZ	新宙邦	9.86	25.10	1.21	-4.93	1.02	-13.28	33.57	-1.94
电解液	002407.SZ	多氟多	16.96	10.78	1.31	-13.26	1.22	-3.07	28.95	5.53
	002091.SZ	江苏国泰	166.22	2.86	4.33	17.29	1.84	-47.28	9.24	-2.15
	002709.SZ	天赐材料	9.42	0.71	4.46	152.29	0.10	-94.34	22.82	-11.09
	300568.SZ	星源材质	3.18	28.77	1.53	115.54	0.84	34.87	53.51	2.83
	002108.SZ	沧州明珠	14.96	-8.52	1.23	-56.70	1.10	-60.03	18.61	-9.35
隔膜	002389.SZ	南洋科技	9.38	381.84	0.30	138.12	0.29	-45.10	23.86	-6.11
	002812.SZ	创新股份	5.12	-6.47	0.42	-35.67	0.34	-41.97	21.44	-5.43
	300510.SZ	金冠电气	4.32	109.47	0.71	120.01	0.50	62.66	37.25	-0.13
	600525.SH	长园集团	35.36	14.42	11.40	330.72	1.29	-43.85	44.21	-0.97
其他材料	603876.SH	鼎胜新材	51.19	18.13	1.03	9.18	0.98	16.44	8.86	-0.88
	600110.SH	诺德股份	11.18	-9.56	0.33	-71.19	0.09	-90.54	24.40	-4.64
	300655.SZ	晶瑞股份	3.67	50.32	0.24	67.16	0.19	54.66	27.78	-0.60
	002460.SZ	赣锋锂业	23.32	43.47	8.37	37.82	6.93	69.52	43.98	3.51
	300618.SZ	寒锐钴业	15.02	204.42	5.29	288.97	5.28	288.35	56.26	7.37
上游	603799.SH	华友钴业	67.83	79.05	15.08	123.38	15.03	125.50	38.46	4.07
	002466.SZ	天齐锂业	32.89	36.24	13.09	41.71	12.86	38.57	72.54	2.40
	603993.SH	洛阳钼业	140.60	20.63	31.23	273.89	31.75	173.87	43.46	6.45

	000762.SZ	西藏矿业	2.35	43.03	-0.37	-14.18	-0.36	13.51	13.63	-23.53
	300648.SZ	星云股份	1.54	39.26	0.16	-22.35	0.15	-16.77	46.72	-5.18
	300450.SZ	先导智能	14.40	131.32	3.27	82.64	3.26	100.15	38.82	-2.32
设备	300340.SZ	科恒股份	11.85	58.64	0.37	-38.98	0.30	-47.75	14.68	-3.35
	300619.SZ	金银河	2.75	58.94	0.27	26.85	0.23	37.69	27.59	2.37
	300457.SZ	赢合科技	9.91	34.52	1.70	48.71	1.57	47.86	34.98	2.53
	603959.SH	百利科技	3.87	59.13	0.79	280.92	0.76	267.72	43.12	4.28

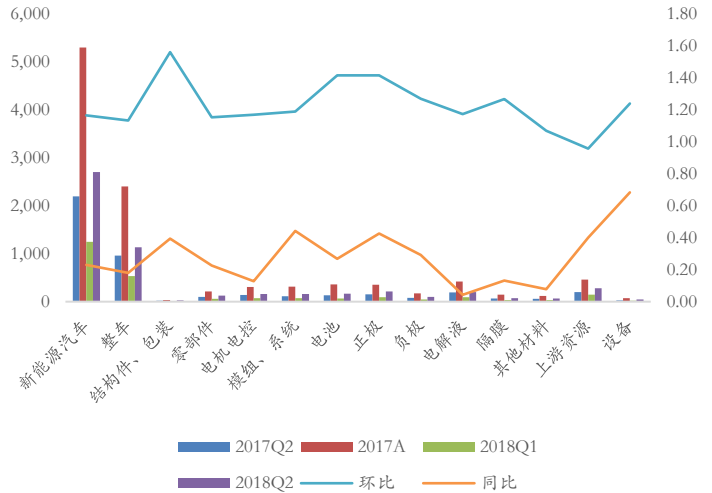
数据来源：wind，万和证券研究所

(一) 板块整体概况

图表 7 营业收入合计 (亿) 及变化率 (%)



图表 8 归属母公司股东净利润 (亿元) 及变化 (%)



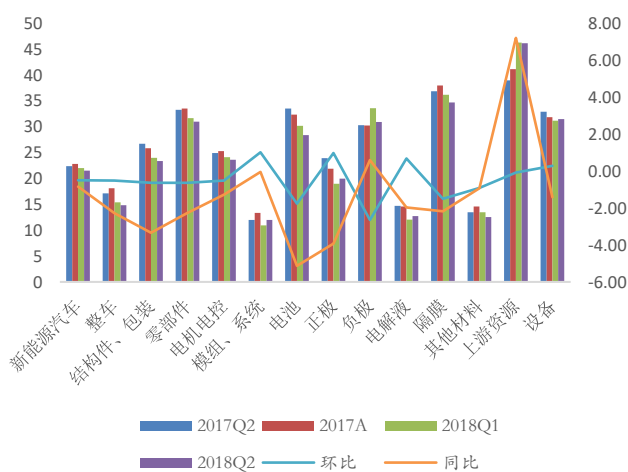
资料来源：Wind，万和证券研究所

资料来源：Wind，万和证券研究所

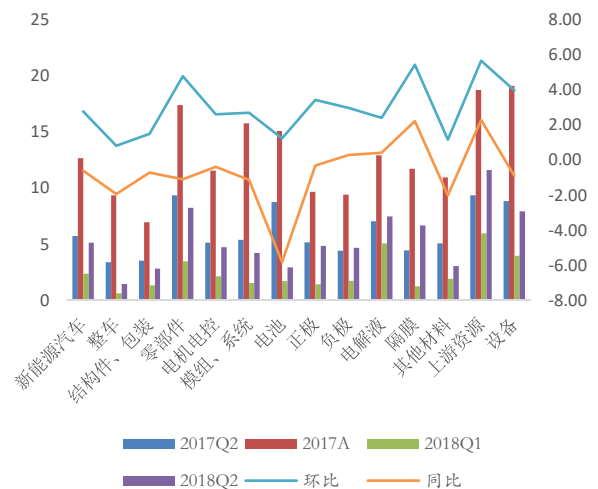
新能源产业链收入增速表现亮眼，板块盈利能力分化严重。新能源产业链 62 家公司上半年整体收入达 2701 亿，同比增速 23.06%，，相比 2017 下半年增长 116.54%，收入表现稳健，表现亮眼，主要是源于一季度整体行业受消息面的影响较大导致行业景气度不佳，一季度末政策出台后行业反应积极，二季度数据亮眼主要也源于抢装现象的存在（新规过渡期至 2018 年 6 月 11 日）。2018 年上半年，从收入增速规模来看，表现最好的是设备、模组及 pack、正极、上游设备，同比增速分别为 68.33%、44.19%、42.58%、40.02%，我们认为增长逻辑主要源于抢装现象以及板块龙头效应明显。表现较差的是电解液（同比增速 4.28%），我们认为主要系该板块过剩严重制约了规模的进一步增长。从净利润角度来看，上半年行业整体归母净利润 158.85 亿元，

同比增长 18.71%，环比增长 121.18%。从同比数据来看，行业的利润增速不及收入增速，主要原因为补贴的退坡导致行业整体的降价要求越来越强烈，因此对行业的利润压缩较为严重。但从细分领域来看，净利润增速有较明显的分化。表现最好的是上游资源（同比增长 131.12%）和隔膜（同比增长 101.76%），上游的资源利润高企很单纯的是因为钴价的持续上扬所带来的高额利润，我们在之前的报告中提出隔膜板块目前来看是中游中较为有潜力的，一方面由于高镍化、安全性的趋势对隔膜高端产品的高利润容忍度会更高，另一方面从目前技术发展角度来看，隔膜技术仍然处于一个不断更新的过程当中，有技术优势的企业很容易获得技术溢价。上半年利润表现最差的是下游客车板块，规模增长（收入同比增长 17.95%）伴随着利润下滑（归母净利润同比下滑 51.64%）更好的说明了行业退坡后缺乏真正消费级产品的下游市场现状，同时消费数据下行表示消费者对于汽车消费的愿望不大对于汽车板块也是较大的利空。

图表 9 毛利率及变化率 (%)



图表 10 净资产收益率及变化 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

资料来源：Wind，万和证券研究所

行业毛利率微跌符合预期，上游 ROE 强势依旧。上半年，行业整体毛利率 21.52%，较去年同期下降 0.85%，在补贴政策退坡及消费属性加重的背景下符合之前的预期。细分领域中毛利率同比上涨的仅有上游资源和负极，上游资源依旧是源于钴价高企（虽然较年初有所下跌但仍然高于去年同期），负极的毛利率上升主要源于上游原材料针状焦受环保限产而价格一路走高，导致负极价格也有一定程度的提升为企业带来较高的利润。行业整体 ROE 为 5.10%，与去年同期相比下降 0.61pct，细分领域中依旧是上游的 ROE 最

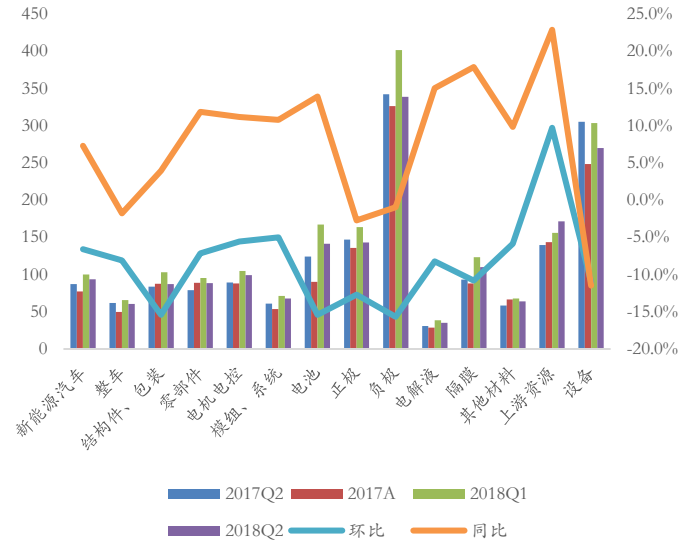
高，延续了过去几个报告期中强势的表现。此外，零部件环节表现也较好，一方面源于标的公司都是各自细分领域的龙头，具有较强的竞争力，另一方面新能源汽车高端零部件需求提升导致企业业绩提升。

图表 11 应收账款周转天数及变化 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 12 存货周转天数及变化 (%)



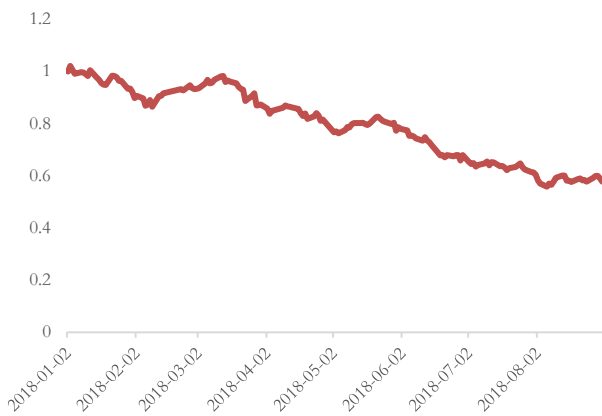
资料来源：Wind，万和证券研究所

行业运营能力下滑，设备商表现抢眼。行业的应收账款周转天数、存货周转天数整体较去年同期同比有一定的上升，造成这一现象的主要原因主要是行业整体景气度下降，经济发展不及预期的情况下汽车消费需求也不高昂。但受益于中游制造结构性升级，宁德时代不断扩充产能带动设备商的存货销售周转加快。

(二) 行业细分领域

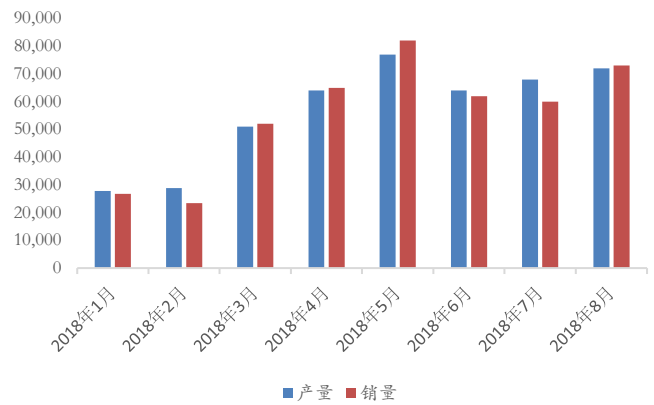
1、下游：整车景气度不佳，市场仍然等待爆款车型

图表 13 下游整车 2018 年价格走势



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 14 新能源汽车 2018 年产销数据



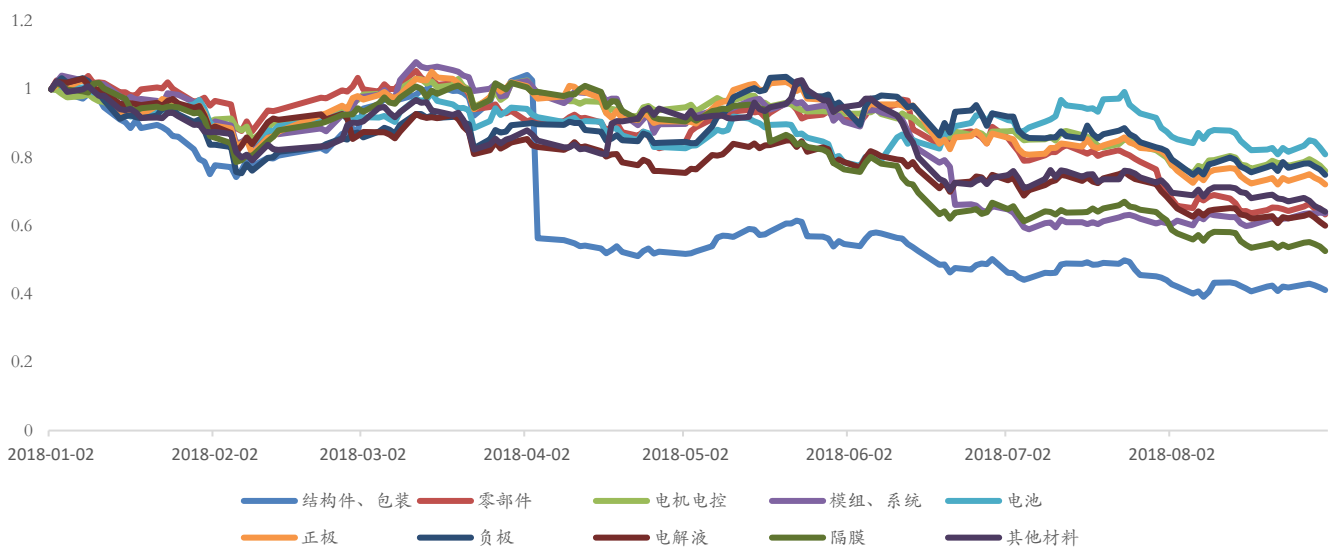
资料来源: Wind, 万和证券研究所

下游整车受困汽车行业不景气, 规模上行利润下挫。下游整车上半年震荡下行, 年初至 8 月 31 日跌幅超 42%。该板块主要受消息面的影响较严重, 2017 年末起政策退坡的消息引起市场对于新能源汽车板块的悲观, 板块迅速回落至低位; 2018 年 2 月 13 日财政部等四部门发布《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》, 补贴新政正式落地, 行业对于政策的反应也非常积极, 产销量环比分别增长 76.64%、121.7%。板块中整体毛利率下滑较快, 盈利能力存在一定的下滑。

消费市场加速取代政策市场, 新能源汽车高端化、实用化成必然趋势。2018 年是新能源车增长动力转型年, 市场风格从限购和补贴政策推动转向消费和市场拉动。随着新能源汽车产业逐渐成熟, 油电平价的需求不断上升, 各大车企的核心战场集中在成本控制的能力, 打造爆款车型、提供有价格竞争力的产品成为车企目前着力布局方向。由于电池在整车的成本占比最高, 各大传统车企从传统的与供应商合作的方式慢慢转向寻求自行布局或者合资成立电池制造工厂, 以期获得更好的成本控制能力。

2、中游：降本扩容趋势不改，集中度提升利好龙头企业

图表 15 中游各细分领域 2018 年价格走势



数据来源：wind，万和证券研究所

三元高镍概念领跑中游板块，除负极外毛利率下滑明显。中游与高镍化概念相关细分领域表现较好，正极、电池抗跌能力较好。抢装行情下动力电池装机量高速增长。据中国化学与物理电源行业协会动力电池应用分会数据，2018 年上半年新能源汽车动力电池装机量总计 15.45GWh，同比增长 169.86%。抢装行情为中游各环节带来了可观的整体收入增量，但由于中游厂商受上下游的挤压更加明显，除负极外各环节毛利率均有较大的下滑。负极受环保督查影响，石墨原材料针状焦价格上涨，推动负极价格阶段性上涨。

政策推动动力电池技术性调整，中游强者恒强。随着政策进入退坡通道，叠加补贴门槛对于能量密度要求进一步提高，磷酸铁锂天然的低能量密度劣势很难受到补贴市场的青睐，同时新能源客车的渗透率已经到了很高的水平，未来增长率大概率出现边际递减的情况。随着技术的不断更新，锂电池有望从磷酸铁锂转向三元电池。产品的转型往往对应工艺的调整，相关设备也须随之调整。正极材料三元化方向是确定的，同时由于高企的钴价和较为强势的下游电池厂商，导致中游电芯厂商承压，未来毛利率会进一步下滑，更加看好有技术优势的 622/811 厂商获得技术性溢价。CATL 市占率由 2016 年的 23%提升至 29%，跃居第一，2018 年这一比例更是提升至 42.02%，比亚迪 2017 年滑落至第二位，市占率从 2016 年的 27%下滑至 16%，CR2 的合计占比由 2016 年至 2017 年并未发生显著变化，二者的装机份额优势依旧远远领先于市场中的其它供应商，但在政策过渡期的 2018 年上半年则

迅速跃升至 63%。第二梯队后的供应商的市场份额则由于竞争的加剧和价格战的存在变得更加的分散,2017 年到 2018 年上半年,沃特玛的份额由 11% 下降至 6%,国轩由 7% 下降至 6%,其它企业的合计份额则由 36% 上升至 38%。整体供应情况头部 CR2 企业优势进一步明显,尾部中小企业在这轮洗牌过程中加速被淘汰,行业龙头有望充分享受行业 beta。

图表 16 中游电池厂商集中度进一步提升

	2015 年市场 占有率	2016 年市场占 有率	2017 年市场占 有率	2018 H1 市场 占有率
宁德时代	15.3%	20.5%	26.1%	42.02%
比亚迪	23.2%	27.0%	15.5%	21.49%
坚瑞沃能	8.6%	8.3%	6.6%	——
国轩高科	6.8%	6.3%	6.0%	5.86%

数据来源: GGII, 万和证券研究所

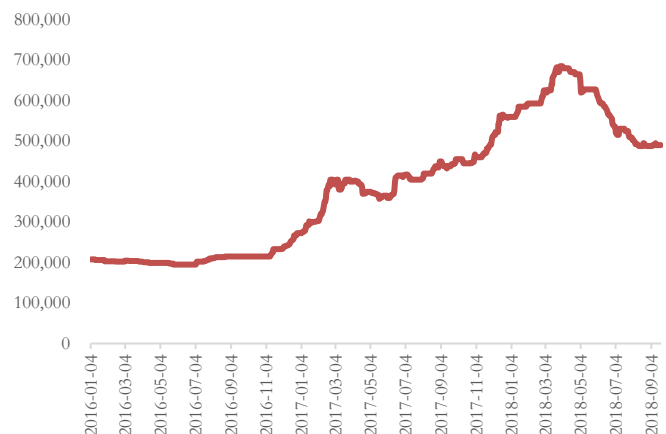
3、上游：上游资源仍然强势，钴价有所回调但不改向上趋势

图表 17 上游 2018 年价格走势



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 18 钴价冲高回落



资料来源: Wind, 万和证券研究所

上游资源财务数据亮眼。上游资源板块一季度表现亮眼,但三月份冲高回落,全年跌幅超 33%。但财务数据表现亮眼,板块上半年营收同比增幅 40.02%,净利润同比 131.12%。上游资源盈利能力高企主要源于钴的涨价,

2018年3月长江市场报价最高68.5万元/吨，但随后一路下滑，截止至8月31日长江市场钴价报价48.75万元/吨。供给端寡头垄断，可控性、议价能力强，目前主流市场的钴供应由嘉能可、洛阳钼业等公司掌控，CR4公司控制的矿山钴产量占全球比例接近60%。推高钴价的不仅因为需求和垄断的力量，还有定价机制和囤货的推波助澜。

四 投资观点

未来中期关注下游整车厂商以及车型升级换代所带来零部件的机会。新能源汽车未来终究会回归汽车这一消费品的本质，随着补贴的退坡市场会从野蛮式增长的政策市场转向异质化的消费属性市场。目前国内带有政策属性的A00类电动车占据50%以上，随着政策退坡，此类车型缺乏进一步增长的动力，取而代之的是更为经济实用的A0+以上的车型。车型的升级换代势必带动高端汽车零部件以及系统的需求，比如薄膜电容器、高压直流继电器、热管理系统等高端零部件。同时，随着各国禁售传统能源汽车的时间表明确，传统汽车企业将加快新能源汽车的布局，势必会加大对国内汽车市场的冲击。因此，我们建议关注两个方向的投资机会：1、我们可以更为关注进入国际大型车企以及国内整车企业产业链的供应商，这一梯队的产能、量级会创造出比现有企业更高的体量和市场。2、长期来看，产业链将回归到汽车下游整车厂商占据主导的格局，下游整车厂的议价能力会进一步提升，未来拥有向上整合能力的车厂更为值得关注。

上游钴仍然具有较高的价值。供给端寡头垄断，可控性、议价能力强，叠加未来三元电池渗透率不断上升，钴价下降空间不大。钴作为带有金融属性的稀缺金属，在市场预期较为明确的情况下容易将价格推向单边市场。在无新发现的矿山的情况下，钴的年产量不会有较大的提升，同时高镍化进程并没有显著的减少对于钴的依赖，同时下游电动化进程的加快势必进一步推动钴价上涨。我们更为看好具有行业整合能力的华友钴业（钴矿、钴盐、三元前驱）以及寒锐钴业。

风险提示：汽车销售不及预期；相关产业政策变化；行业竞争加剧；电池技术换代

（实习生钟倬铭对本文有贡献）

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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

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

分析师声明：本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>