

新能源汽车

分化持续，上游盈利下滑，龙头效应凸显

-新能源汽车产业链 2018 年报及 2019Q1 财报总结

评级：增持（维持）

分析师：邹玲玲

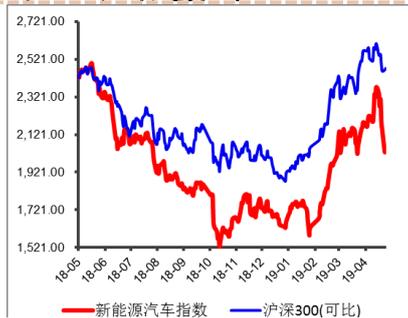
执业证书编号：S0740517040001

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	63
行业总市值(百万元)	1576888
行业流通市值(百万元)	1193478

行业-市场走势对比



相关报告

- <<补贴政策符合预期，量价环比拐点明确>>2019.05.03
- <<龙头效应凸显，业绩持续高增>>2019.04.30
- <<毛利率季度环比提升，新产能规划夯实龙头地位>>2019.04.30

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
宁德时代	79.76	1.54	2.12	2.63	3.17	52	38	30	25	增持
璞泰来	51.18	1.37	1.81	2.46	3.15	37	28	21	16	买入
恩捷股份	53.84	1.09	1.76	2.16	2.7	49	31	25	20	买入
新宙邦	24.10	0.84	1.08	1.32	1.8	29	22	18	13	买入
当升科技	24.89	0.72	0.85	1.29	1.69	35	29	19	15	买入

备注：

投资要点

■ **新能源汽车市场回顾：新能源汽车 2018 年产销分别为 127/125.6 万辆，同比分别+59.9%/61.7%。**其中 1-6 月明显抢装，全年车型升级明显。2019Q1 累计销量 30.4 万辆，同比+102.7%；车型升级明显，预计 2019Q2 行业缓冲期行业或仍抢装。

■ **2018 年，上游盈利弱化，向中游锂电转移，龙头强者恒强。**1) **行业整体：**营收+19.05%；剔除整车环节，营收+27.53%。扣非归母净利润（不含整车）为 140.97 亿元，同比-7%。2) **细分子行业看：**由于竞争格局不同，供需变化带来价格波动，结构性分化严重，龙头强者恒强。上游盈利弱化，锂电设备持续受益于锂电扩张，中游锂电池及材料环节，特别是锂电龙头宁德时代一超多强。

①**从扣非归母净利润增速排序看：**锂电设备（45.6%）>锂电池（17.8%）>正极（5.5%）>负极（4.1%）>钴资源（-8.2%）>锂资源（-8.8%）>隔膜（-15.4%）>电解液（-45.5%）>电机电控及其零部件（-62.9%）>六氟磷酸锂。

②**行业整体毛利率呈下降趋势。2018 年全年，细分子行业毛利率由高至低依次为：**锂资源（48.9%）>隔膜（48.5%）>钴资源（37.4%）>负极（31.5%）>锂电设备（31.4%）>锂电池（31.3%）>电解液（25.7%）>六氟磷酸锂（21.6%）>正极（20.0%）>电机电控及其零部件（19.6%）>整车（17.1%）。**从 2018H2 看，部分环节毛利率环比提升，**包括负极材料（+3.8%）、电解液（+1.6%）、六氟磷酸锂（+1.5%）、锂电池（+1.4%）、锂电设备（+2%）和整车领域（+6.7%）。同时，钴（-26.5%）、锂资源端（-14.1%）、电机电控及其他（-6.9%）等环节毛利率环比下滑；

■ **2019 年 Q1 政策真空期，行业抢装，营收高增长，行业整体盈利能力下滑。**1) **行业整体：**受益于新能源车 Q1 产销两旺，行业整体（不含整车）营收同比+35.95%；但扣非归母净利润（不含整车）27.12 亿元，同比-28.32%；净利润下滑主要是：钴、锂资源盈利大幅下降。行业整体毛利率 17.7%，环比减少 0.2 个 pct；2) **细分子行业看：**①**从扣非归母净利润水平从高到低排序：**锂电池（13.29 亿）>锂电设备（2.65 亿）>负极（2.62 亿）>锂资源（2.58 亿）>隔膜（2.44 亿）>正极（2.26 亿）>电机电控及其零部件（0.98 亿）>电解液（0.85 亿）>六氟磷酸锂（0.24 亿）>钴资源（-0.40 亿）。②**增速上从高到低排序：**整车（395.73%）>锂电池（163.5%）>隔膜（100.3%）>电解液（61.2%）>负极（19.8%）>锂电设备（3.3%）>正极（-26.0%）>行业整体（-28.2%）>电机电控及其零部件（-62.6%）>六氟磷酸锂（-69.1%）>锂资源（-74.3%）>钴资源（-103.7%）；③**2019Q1 上游资源端毛利率环比下滑，**锂电中游材料端毛利率环比提升：部分细分子行业 2019Q1 毛利率企稳环比略有提升。包括：负极（+0.21%）、隔膜（+4.23%）、锂电设备（+3.14%）、锂电池（+2.39%）、整车（+0.23%）；

- **营运能力提升，现金流改善明显，行业龙头积极扩产期：**2018 年经营活动现金流净额 305.74 亿元，同比增长 808%；行业应收款项同比增长 6.4%；存货净额同比增长 30.82%；2019Q1 整体经营活动现金流为 45 亿，剔除整车后为 59.21 亿元，同比+216.6%。应收款项同比微增+0.36%。这主要是：1) 政策将运营里程要求从 3 万公里降到 2 万公里，并且上牌后将按申请拨付一部分补贴资金，一定程度上对资金有所缓解。2) 政府陆续拨付前期满足条件的车型补贴；3) 车企陆续收到补贴资金。2018 年投资活动现金流均为负，行业仍处于产能积极扩张期。
- **研发持续高增。**2018 年研发费用（不含整车）共 77.8 亿元，同比增长 40.32%，保持高增。行业整体研发占比达 5.5%，相较于 2017 年有所提升。各细分行业研发投入差异较大，研发占比看，电机电控\锂电池\电解液\锂电设备分别为：7.9%\7.2%\6.6%\6.2%。
- **投资建议：**新能源汽车产业链业绩结构性分化持续演绎，由 2017 年盈利向上游集中，转向 2018 年上游端价格大幅下降，上游盈利弱化，并向中游锂电池龙头集中。

**短期建议关注边际变化：**补贴持续退坡下，产业链均面临降价压力，阶段性寻找确定性溢价。一是**竞争格局稳定，价格下降压力不大环节**；二是**受到补贴影响不大环节**。1) 2019-2020 年处于全球锂电龙头新一轮扩张周期，设备投资先于需求端：推荐先导智能；2) 盈利底部，望逐季改善龙头：璞泰来（负极）；3) 动力电池优质产能仍紧缺，龙头议价能力提升，重点推荐：宁德时代、亿纬锂能；关注：欣旺达；4) 海外供应链渗透加快环节：隔膜、电解液（价稳）；5) **爆款车型**例如“特斯拉 Model3”供应链。

**中长期看，**优选竞争格局稳定，未来有望在海外锂电龙头中国本土化率最高、或在海外供应链渗透率最高的锂电材料环节，重点推荐细分环节龙头：动力电池（宁德时代、亿纬锂能）、隔膜（恩捷股份）、电解液（新宙邦、天赐材料）、负极材料（璞泰来）、正极材料（当升科技）；围绕国际一流车企及其爆款车型产业链，推荐三花智控、宏发股份。
- **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

## 内容目录

一、新能源汽车市场回顾 .....	- 5 -
整车回顾：2018 年销量超预期，2019Q1 行业抢装产销两旺，车型持续升级 .....	- 5 -
中游锂电：锂电池材料成本下降，龙头份额持续提升 .....	- 6 -
二、分析范围及方法 .....	- 8 -
三、2018 年财报总结：上游盈利弱化，龙头强者恒强 .....	- 9 -
3.1 行业整体：补贴退坡下产销景气，营收高增，盈利能力下滑 .....	- 9 -
3.2 细分子行业：分化仍为主旋律，上游资源盈利下滑，龙头强者恒强 .....	- 12 -
3.3 行业持续高研发投入，同比高增 .....	- 17 -
四、2019 年 Q1 财报总结：营收高增长，分化持续 .....	- 19 -
4.1 行业整体：2019Q1 政策真空期，行业抢装，营收高增长 .....	- 19 -
4.2 细分子行业：上游资源业绩下滑，中游锂电龙头高增，持续分化 .....	- 20 -
五、重点细分龙头分析 .....	- 24 -
六、投资建议 .....	- 29 -
七、附录：新能源汽车细分子行业个股 2018 年及 2019Q1 业绩汇总 .....	- 30 -
八、风险提示 .....	- 31 -

## 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）及占比 .....	- 5 -
图表 4：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 .....	- 6 -
图表 5：钴 MB 报价走势（美元/磅） .....	- 7 -
图表 6：锂盐报价（万元/吨） .....	- 7 -
图表 7：2017 年度及 2018 年 Q1 财报分析标的 .....	- 8 -
图表 8：2018 年新能源汽车板块业绩梳理 .....	- 9 -
图表 9：历年新能源汽车板块营收及增速（单位：亿元） .....	- 10 -
图表 10：历年新能源汽车扣非归母净利润及增速（亿元） .....	- 10 -
图表 11：半年度营收及增速（单位：亿元） .....	- 11 -
图表 12：半年度扣非归母净利润及增速（单位：亿元） .....	- 11 -
图表 13：行业期间费用及费率（亿元，含整车） .....	- 11 -
图表 14：行业期间费用及费率（亿元，不含整车） .....	- 11 -
图表 15：细分子行业年度营收（单位：亿元） .....	- 12 -
图表 16：2018 年细分子行业营收增速（%） .....	- 12 -
图表 17：历年细分子行业营收及同比增速汇总表（截止 2018.12.31） .....	- 12 -

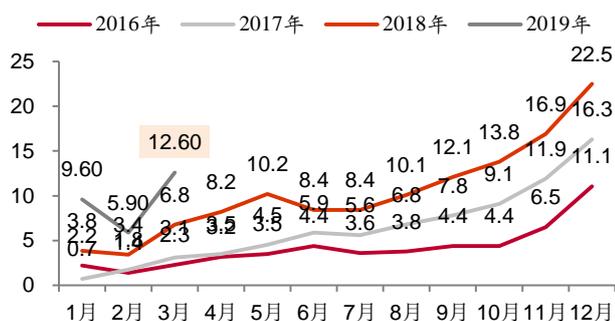
图表 18: 2018 年细分子行业归母净利润 (亿元)	- 13 -
图表 19: 2018 年细分子行业扣非归母净利润增速	- 13 -
图表 20: 历年细分行业扣非归母净利润 (亿元) 及同比增速汇总表	- 13 -
图表 21: 年度及半年度细分子行业毛利率水平变化汇总表 (%)	- 14 -
图表 22: 细分子行业 2017-2018 年度毛利率	- 14 -
图表 23: 17-18 年细分子行业应收款项	- 16 -
图表 24: 2018 年细分子行业: 应收款项/营收	- 16 -
图表 25: 2018 年细分子行业经营性现金流净额 (亿)	- 17 -
图表 26: 细分子行业经营现金流净额 (亿元)	- 17 -
图表 27: 2018 年细分子行业投资性现金流净额 (亿元)	- 17 -
图表 28: 细分子行业投资性现金流净额 (亿元)	- 17 -
图表 29: 2018 年细分子行业研发费用 (亿元)	- 18 -
图表 30: 2018 年细分子行业研发费用/营业收入	- 18 -
图表 31: 2017-2018 年研发投入 (亿元)、同比增速及研发占比	- 18 -
图表 32: 新能源汽车细分子行业 2019Q1 财务指标汇总	- 19 -
图表 33: 2017-2019Q1 板块营收/增速 (亿元)	- 20 -
图表 34: 2017-2019Q1 扣非归母净利润/增速 (亿元)	- 20 -
图表 35: 2019Q1 年各细分板块营业收入增速对比	- 21 -
图表 36: 2019Q1 年各细分板块扣非净利润增速对比	- 22 -
图表 37: 细分子行业单季度毛利率水平	- 22 -
图表 38: 细分子行业单季度毛利率水平 (环比)	- 22 -
图表 39: 细分子行业行业应收款项及环比变动	- 23 -
图表 40: 细分子行业行业应收款项及同、环比变动	- 23 -
图表 41: 2019Q1 经营性现金净流量及同比 (亿元)	- 23 -
图表 42: 2019Q1 经营性现金净流量净额及同比增速	- 23 -
图表 30: 新能源汽车产业细分子行业个股 2018 年度财务数据汇总 (亿元)	- 30 -
图表 31: 新能源汽车产业细分子行业个股: 2019 年 Q1 业绩汇总 (亿元, %)	- 31 -

## 一、新能源汽车市场回顾

**整车回顾：2018年销量超预期，2019Q1行业抢装产销两旺，车型持续升级**

- 2018年销量超年初预期。**①据中汽协，2018年，我国新能源汽车产销量分别为127/125.6万辆，同比分别+59.9%/61.7%；新能源乘用车销量105.3万，其中纯电动78.8万(+64.6%)，插电混26.5万(+91%)；商用车销量合计20.3万辆。由于2018年补贴政策设置了过渡期，在2018.6.11前出现明显抢装效应，过渡期后，6月单月销量环比下滑，年底抢装全年高增。②2019Q1行业抢装，新能源车产销两旺，1-3月累计销量30.4万辆，同比+102.7%，其中乘用车25.3万（混动6.2万，占比24.6%）。而且2019Q1乘用车显著升级，A00级车占比29%，同比下降20个百分点。**展望19年销量有望超150万辆，乐观预期达160万辆。**

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) 及占比

车型	销量			车型占比			
	19年 1-3月	2018年	2017年	19年 1-3月	2018年	2017年	
纯电动	A00	56295	374691	308060	28%	49%	69%
	A0	36955	119967	30545	18%	16%	7%
	A	102482	249682	105344	51%	33%	23%
	B	262	2453	4816	0%	0%	1%
	C	3860	12984	55	2%	2%	0%
纯电动合计	199854	759777	448820	79%	75%	81%	
插电混动	A	27011	180631	88345	51%	70%	82%
	B	23115	59468	19127	44%	23%	18%
	C	2936	16126	3	6%	6%	0%
插电混动合计	53062	256225	107475	21%	25%	19%	
新能源乘用车合计	252916	1016002	556295	252916	857696	556295	

来源：乘联会，中泰证券研究所

## 中游锂电：锂电池材料成本下降，龙头份额持续提升

图表 4：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		2018市场集中度		2017市场集中度		
	2018H1	2017	2017年	2018年	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018全年	2017全年	集中度	CR5企业	集中度	CR5企业	
锂动力电池	30%	34%	31%	34%	19%	30%	38%	46%	产量:65.14GWh 装机:56.98GWh	产量:44.47GWh 装机:36.4GWh	CR3:66.86% CR5:74.04%	宁德时代(41.21%)、比亚迪(20.33%)、国轩高科(5.32%)、力神(3.65%)、孚能科技(3.55%)	CR3:51.53% CR5:61.6%	宁德时代(29.4%)、比亚迪(16.12%)、沃特玛(6%)、国轩高科(5.7%)、比克电池(4.3%)	
正极材料	20.5%	23%	LFP正极	17%	14%	10%	13%	15%	18%	5.84万吨	5.51万吨	CR3:43.3% CR5:55.8%	德方纳米(24.0%)、贵州安达(9.9%)、北大先行(9.4%)、贝特瑞(9.1%)、天津斯特朗(3.4%)	CR3:40.3% CR5:50.0%	贝特瑞(16.9%)、湖南升华(14.7%)、北大先行(8.7%)、斯特朗(5.0%)、德方纳米(4.7%)
			NCM正极	30%	36%	24%	33%	41%	45%	13.68万吨	8.48万吨	CR3:30.5% CR5:47.1%	长远锂科(10.3%)、宁波容百(10.2%)、当升科技(9.9%)、振华新材料(8.8%)、湖南杉杉(7.8%)	CR3:33.5% CR5:49.4%	宁波容百(12.9%)、长远锂科(11.0%)、湖南杉杉(9.6%)、当升科技(8.8%)、厦门钨业(7.1%)
负极材料	29%	33%	42%	44%	35%	41%	47%	51%	19.20万吨	14.60万吨	CR3:57.3% CR5:76.7%	贝特瑞(22.4%)、上海杉杉(18.0%)、江西紫宸(16.9%)、东莞凯金(13.7%)、翔丰华(5.7%)	CR3:63.4% CR5:76.1%	上海杉杉(23.9%)、贝特瑞(22.7%)、江西紫宸(16.8%)、深圳斯诺(6.6%)、东莞凯金(6.1%)	
隔膜	49%	57%	湿法	30%	35%	22%	27%	37%	49%	13.06亿平	7.8亿平	CR3:55.1% CR5:64.3%	上海恩捷(36.0%)、苏州捷力(11.5%)、中锂(7.7%)、沧州明珠(4.9%)、辽源鸿图(4.2%)	CR3:62.8% CR5:74.9%	上海恩捷(25.6%)、苏州捷力(20.5%)、中锂(16.7%)、重庆纽米(6.3%)、金牌高科(5.8%)
			干法	40%	30%	26%	32%	35%	29%	7.06亿平	6.55亿平	CR3:51.6% CR5:72.8%	星源材质(22.5%)、中兴新材(16.3%)、惠强能源(12.8%)、沧州明珠(12.4%)、中科科技(6.8%)	CR3:41.1% CR5:54.1%	星源材质(20.2%)、沧州明珠(11.6%)、河南义腾(9.3%)、中科科技(9.0%)、重庆纽米(4.0%)
电解液(动力)	25%	36%	26%	26%	20%	25%	30%	29%	8.69万吨	5.78万吨	CR3:60.3% CR5:69.4%	天赐材料(28.8%)、新宙邦(18.4%)、国泰华荣(13.1%)、汕头金光(4.8%)、东莞杉杉(4.3%)	CR3:49.5% CR5:64.3%	天赐材料(20.1%)、国泰华荣(15.0%)、新宙邦(14.4%)、东莞凯欣(8.0%)、珠海赛纬(6.7%)	

来源：公司公告，高工锂电，中泰证券研究所

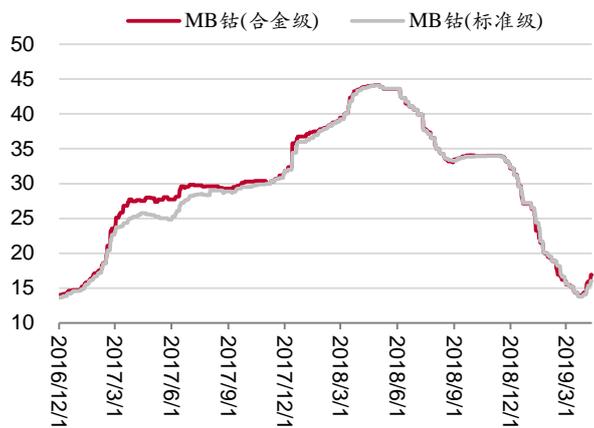
说明：毛利率为各细分子行业上市公司毛利率（为了更真实地反应行业实际情况，剔除了非相关业务的影响）

- 近几年，国内新能源汽车产业发展迅猛，产业链从技术、产品及价格、竞争格局都发生了较大的变化，为了更清楚地了解 2018 年行业变化，我们系统分析了锂电池及其材料等细分环节的发展情况，包括：细分环节的毛利率、产能利用率、市场集中度等。

### 总结来看，2018 年，锂电池中游主要呈现出如下特点：

- 1) 锂电池及其材料龙头份额 CR3 持续集中。锂电池呈现出一超多强格局，宁德时代份额从 29% 提升至 41%；而湿法隔膜领域上海恩捷，市占率大幅升至 36%；
- 2) 在补贴持续退坡，全产业承担成本下降压力下，行业毛利率仍处于下降通道，各细分环节 2018 年上半年毛利率相比 2017 年均有所下滑，其中电解液下降幅度近 10%。
- 3) 由于补贴政策影响，产业的生产周期呈现出前低后高，产能利用率逐季度回升。
- 4) 上游资源钴、锂价格大幅下降。

图表 5: 钴 MB 报价走势 (美元/磅)



来源: MB, 中泰证券研究所

图表 6: 锂盐报价 (万元/吨)



来源: 鑫椏资讯, 中华商务网, 中泰证券研究所

## 二、分析范围及方法

- 本文主要是对新能源汽车板块 2018 年报及 2019 年 Q1 的财报进行总结分析，分析的对象精选了新能源汽车板块的 35 家上市公司，其中包括 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 11 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、电机电控及其他零部件、锂电设备、整车。**
- 一方面，新能源汽车政策有所调整，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，我们主要围绕以下三方面开展：
  - 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（经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额、应收账款与应收票据等指标）；
  - ③ 研发投入（研发增速、研发占比等）

**图表 7：2017 年度及 2018 年 Q1 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	恩捷股份	
	002460.SZ	赣锋锂业		300568.SZ	星源材质	
钴资源	6037**.SH	华友		002108.SZ	沧州明珠	
	300618.SZ	寒锐钴业	300750.SZ	宁德时代		
正极	002497.SZ	雅化集团	002074.SZ	国轩高科		
	300073.SZ	当升科技	300014.SZ	亿纬锂能		
	835930.OC	杉杉能源	300438.SZ	鹏辉能源		
负极	002340.SZ	格林美	电机电控及其零部件	300681.SZ	英搏尔	
	600884.SH	杉杉股份		300124.SZ	汇川技术	
	835185.OC	贝特瑞		300745.SZ	欣锐科技	
锂电设备	603659.SH	璞泰来		300048.SZ	合康新能	
	300340.SZ	科恒股份		002196.SZ	方正电机	
	300450.SZ	先导智能		002249.SZ	大洋电机	
六氟磷酸锂	300457.SZ	赢合科技		300484.SZ	蓝海华腾	
	002407.SZ	多氟多		002594.SZ	比亚迪	
电解液	002759.SZ	天际股份		整车	600066.SH	宇通客车
	002709.SZ	天赐材料			600733.SH	北汽蓝谷
	300037.SZ	新宙邦	600418.SH		江淮汽车	
合计		36				

来源：Wind，中泰证券研究所

备注：1、正极材料中，年报及半年报分析采用的杉杉能源（三板）数据；季报 2019Q1 总结由于三板不披露季报，故 2019Q1 采用杉杉股份数据作为替代；2、由于北汽蓝谷（纯电动整车）及恩捷股份均为 2018 年实现收购与并表，故涉及到部分同比数据考虑到口径一致，予以剔除；

### 三、2018 年财报总结：上游盈利弱化，龙头强者恒强

#### 3.1 行业整体：补贴退坡下产销景气，营收高增，盈利能力下滑

##### ■ 2018 年度板块营收高增长，但盈利能力有所下滑

1) 2018 年新能源汽车板块整体营收 3703.53 亿元，同比增长 19.05%；由于整车环节营收绝对额大，剔除整车环节，营收 1419.5 亿元，同比+27.53%。

(备注：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)；

2) 从归母净利润看，2018 年板块整体归母净利润 221.88 亿元，同比下降 15.16%，如果剔除掉整车环节，2018 年板块归母净利润为 177.37 亿元，同比下滑 3.94%。

3) 从扣非归母净利润看，2018 年板块整体为 138.59 亿元，同比下降 33.53%；剔除整车后为 140.97 亿元，同比下降 7%。

4) 行业整体毛利率为 21.67%，同比减少 1.79 个 PCT。不含整车毛利率为 31.44%，同比减少 3 个 pct；

5) 行业整体 ROE9.21%，同比减少 5.36 个 pct；

6) 期间费用率为 14.16%，期间费用率同比提升 0.34 个 pct；

7) 行业经营活动现金净额 305.74 亿元，同比增长 808%；

8) 行业应收款项同比增长 6.4%；存货净额同比增长 30.82%，行业的营运资金管理能力提升。

图表 8：2018 年新能源汽车板块业绩梳理

2018 年																	
细分行业	营收水平 (亿)	营收同比增速	扣非归母净利润 (亿)	扣非归母净利润同比增速	毛利率 2	毛利率 2018H2 环比	毛利率	ROE	ROE 同比变动 pct	期间费用率	期间费用率 同比变动 pct	经营活动现金净额 (亿)	资产负债率	应收账款+ 应收票据占 比营收	应收账款+ 应收票据同 比变动	存货净额 同比变动	P/E
锂资源	143.1	17.22%	32.49	-8.83%	48.90%	-14.14%	49.0%	21.07%	-9.57%	14.62%	5.32%	45.16	63.58%	24.40%	1.60%	71.97%	24
钴资源	172.3	55.00%	21.55	-8.17%	37.39%	-26.47%	31.2%	25.47%	-13.65%	10.03%	1.22%	21.13	54.20%	13.85%	-37.74%	18.31%	31
正极	159.1	33.16%	13.33	5.48%	19.98%	-1.12%	25.5%	11.35%	-3.52%	13.39%	-2.02%	17.71	50.03%	36.27%	-1.01%	0.44%	23
负极	161.7	19.92%	12.12	4.10%	31.48%	3.81%	25.8%	27.02%	-7.15%	15.33%	-1.01%	10.44	24.25%	42.62%	15.78%	19.76%	18
隔膜	52.4	6.15%	8.64	-15.42%	48.53%	-0.61%	35.6%	15.61%	2.20%	15.55%	4.11%	5.77	44.72%	63.87%	36.60%	96.22%	28
电解液	42.4	9.60%	3.06	-45.47%	25.72%	1.57%	29.4%	14.23%	1.08%	19.90%	2.89%	0.34	37.78%	57.10%	9.72%	68.44%	28
六氟磷酸锂	48.1	4.72%	(3.26)	-250.59%	21.62%	1.50%	25.3%	5.97%	-4.66%	17.96%	3.58%	5.30	34.06%	40.70%	8.32%	8.26%	26
锂电池	416.6	39.25%	40.09	17.82%	31.28%	1.36%	30.8%	11.53%	-6.70%	16.19%	-2.39%	103.20	54.53%	72.61%	32.24%	79.17%	32
锂电设备	81.8	40.45%	11.74	45.61%	31.39%	2.01%	31.2%	16.95%	-4.33%	14.99%	0.61%	9.62	54.08%	70.96%	53.55%	-4.57%	25
整车	2284.0	14.33%	(2.38)	-104.19%	17.10%	6.72%	15.6%	4.91%	-4.59%	13.13%	0.30%	80.93	66.66%	44.94%	0.43%	31.53%	36
电机电控及其 行业整体	188.6	6.78%	4.92	-62.88%	19.64%	-6.86%	27.0%	-8.25%	-17.71%	20.52%	1.71%	11.14	44.45%	59.01%	5.25%	13.30%	34
行业整体 (不含整 车)	3703.5	19.05%	138.59	-33.53%			21.7%	9.21%	-5.36%	14.16%	0.34%	305.74	58.05%	47.09%	6.40%	30.82%	30

来源：Wind，中泰证券研究所

说明：1、本表数据口径按照上市公司所有业务的营收、净利润数据；除了“毛利率 2”及“毛利率 2018H2 环比”2 个指标为剔除了非新能源汽车相关业务。

■ 从营业收入看，2018 年新能源汽车板块整体营业收入 3703.53 亿元，同比 +19.05%（2017\2016\2015 年同比增速分别为 15.19%\31.08%\33.83%）。行业营收（不含整车）为 1419 亿，同比 +27.53%。

从扣非归母净利润看，2018 年板块整体扣非归母净利润 138.59 亿元，同比下滑 33.53%（2017\2016\2015 年分别同比变动 0.42%

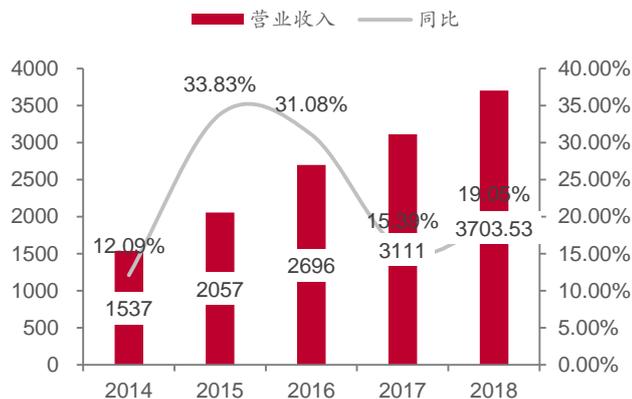
+125.02%\+135.78%); 若剔除整车环节, 2018 年板块整体扣非归母净利润为 140.97 亿元, 同比下滑 7.01%。

■ **小结:** 新能源汽车板块营收增速保持较好增速, 但行业盈利承压, 净利润有所下滑。

1) 行业营收增速同比高增长, 主要系: 2018 年新能源汽车销量同比大幅增长, 且车型升级明显, 整车单车带电量提升下动力电池装机量高于汽车销量增速, 虽然产业链各环节价格有所下降, 但整体实现了以量补价, 使得营收增速正增长。

2) 行业扣非归母净利润下降, 主要系: 其一, 补贴退坡下, 产业链整体承担成本下降压力; 其二, 从供需层面, 上游资源端价格大幅下降, 比如碳酸锂, 钴资源价格下降, 盈利能力在 2018 年下半年环比大幅下滑; 而中游锂电及其材料龙头强者恒强, 份额持续提升, 分化加剧, 盈利能力增强。

图表 9: 历年新能源汽车板块营收及增速 (单位: 亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 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

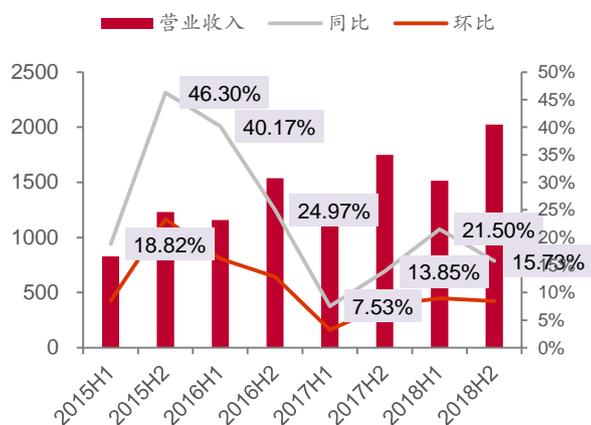
■ 单从半年度来看, 收入端季节性效应明显, 但 2018 年由于补贴设置缓冲期季节性效应略有弱化。2018 年下半年上游资源端钴锂盈利同比下滑, 导致扣非归母净利润下滑。

1) 2018 年上半年\下半年营收分别为 1515\2024 亿元, 分别同比 +21.5%\15.73%。其中上半年高增速, 主要系 2018 年 2 月至 6 月 11 日为新能源汽车补贴缓冲期, 存在抢装效应, 锂电产业链出货量同比增长较高。

2) 从净利润水平看, 2018H1\H2 归母净利润分别为 110.66 亿\109.66 亿元, 分别同比 -0.44%\-26.79%。扣非归母净利润 2018H1\2018H2 分别为 76.89 亿\68.99 亿, 分别同比 -7.77%\-44.89%。若剔除整车端影响, 扣非归母净利润分别同比 +31.59%\-34.4%。其中 2018H1 扣非归母净利润同比大增, 主要系钴、锂资源端业绩同比大幅增长, 其中钴价 2018 年先扬后抑, 2018 年上半年仍处于上涨阶段, 钴资源端企业盈利 2018 年 H1 同比大增 153%。而 2018H2 归母净利润下滑明显, 主要系钴、锂资源端价格大幅下降带来盈利下滑, 且整车环节

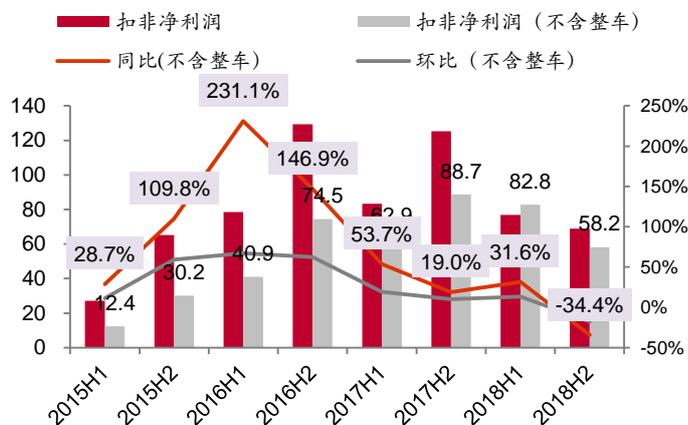
利润同比大幅下滑所致。

图表 11: 半年度营收及增速 (单位: 亿元)



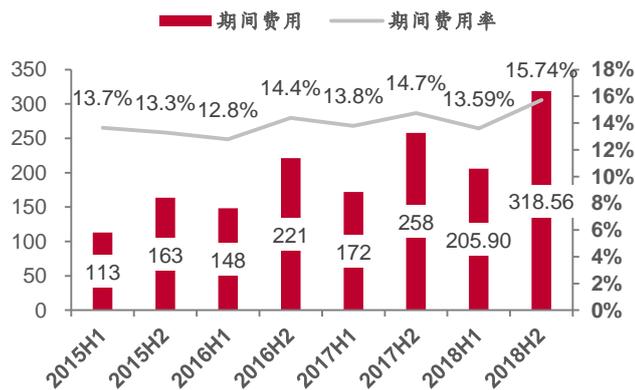
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 半年度扣非归母净利润及增速 (单位: 亿元)



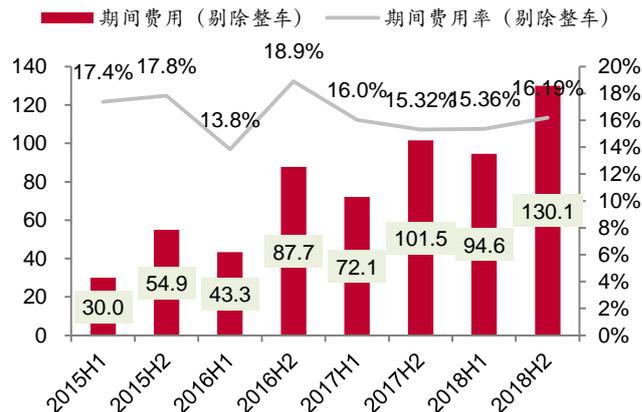
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 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 14: 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

**期间费用率同比有所提升。**2018 年行业整体 (包含整车) 期间费用率为 14.16%; 剔除整车后费用率为 15.83%, 同比提升 0.23 个百分点; 其中, 2018 年下半年期间费用率大幅提升, 主要是锂资源端天齐锂业作价 40.66 亿美元收购全球最大碳酸锂生产厂商 SQM, 带来财务费用同比大幅增加。

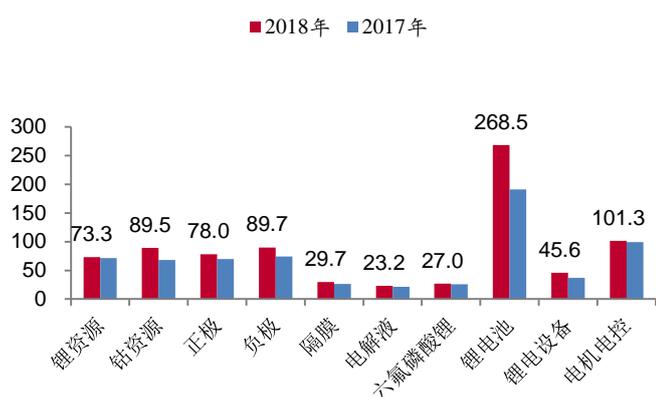
### 3.2 细分子行业：分化仍为主旋律，上游资源盈利下滑，龙头强者恒强

#### ■ 盈利能力：

(1) 从营收来看，2018 年新能源汽车细分子行业营收除了整车、机电电控及其零部件有所下滑外，其余均呈增长态势。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（55.00%）>锂电设备（40.45%）>锂电池（39.25%）>正极（33.16%）>负极（19.92%）>锂资源（17.22%）>整车（14.33%）>电解液（9.60%）>机电电控及其零部件（6.78%）>隔膜（6.15%）>六氟磷酸锂（4.72%）。

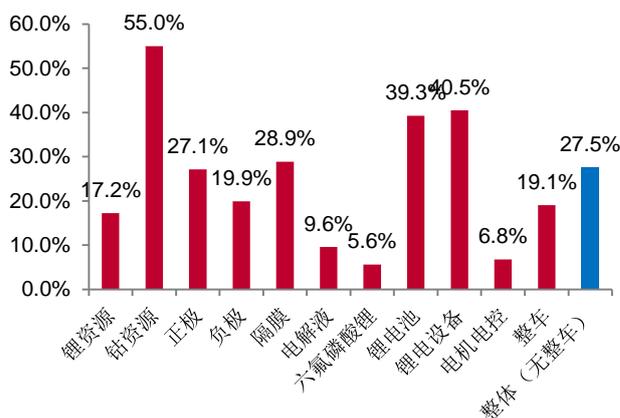
从细分行业营收水平看，营收水平从高到低分别为：锂电池>机电电控及其零部件>钴资源>负极>正极>锂资源>锂电设备>隔膜>六氟磷酸锂>电解液。从 2018 年营收水平排名变化看，钴资源排名上升，负极、锂资源排名下降。

图表 15：细分子行业年度营收（单位：亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 16：2018 年细分子行业营收增速（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 17：历年细分子行业营收及同比增速汇总表（截止 2018.12.31）

细分行业	营收 (亿元)				同比增速			
	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
锂资源	143.1	122.1	83.3	45.6	17.22%	46.64%	82.47%	21.82%
钴资源	172.3	111.2	56.3	49.6	55.00%	97.40%	13.54%	-3.07%
正极	159.1	119.5	59.1	47.1	33.16%	102.12%	25.64%	41.42%
负极	161.7	134.9	92.9	67.3	19.92%	45.21%	38.09%	24.75%
隔膜	52.4	49.4	37.7	26.0	6.15%	31.05%	44.96%	8.81%
电解液	42.4	38.7	34.3	18.8	9.60%	13.03%	82.25%	28.55%
六氟磷酸锂	48.1	45.9	33.6	25.9	4.72%	36.75%	29.36%	2.44%
锂电池	416.6	299.2	232.5	106.8	39.25%	28.68%	117.76%	191.56%
锂电设备	81.8	58.2	27.2	12.9	40.45%	114.39%	110.15%	40.31%
整车	2284.0	1997.8	1918.2	1576.2	14.33%	4.15%	21.70%	33.43%
机电电控及其零部件	188.6	176.6	146.0	103.7	6.78%	20.92%	40.87%	22.33%
<b>行业整体营收增速</b>	<b>3703.5</b>	<b>3110.8</b>	<b>2695.9</b>	<b>2056.7</b>	<b>19.05%</b>	<b>15.39%</b>	<b>31.08%</b>	<b>33.83%</b>
<b>行业整体营收增速 (不含整车)</b>	<b>1419.5</b>	<b>1113.1</b>	<b>777.7</b>	<b>480.5</b>	<b>27.53%</b>	<b>43.12%</b>	<b>61.86%</b>	<b>35.14%</b>

来源：wind，中泰证券研究所

#### ■ (2) 从扣非归母净利润绝对额看，锂电池、锂资源、钴资源、正极、

负极、锂电设备扣非归母净利润水平相对较高。细分子行业归母净利润增速由高至低依次为：**锂电设备（45.6%）>锂电池（17.8%）>正极（5.5%）>负极（4.1%）>钴资源（-8.2%）>锂资源（-8.8%）>隔膜（-15.4%）>电解液（-45.5%）>电机电控及其零部件（-62.9%）>六氟磷酸锂**。其中6F扣非利润大幅下滑，主要系天际股份计提了3.89亿资产减值损失导致扣非利润亏损3.16亿元。

**图表 18：2018 年细分子行业归母净利润（亿元）**


来源：Wind，中泰证券研究所

备注：由于每家上市公司的新能源汽车相关业务归母净利润未单独披露，因此本图表数据采用的是上市公司总的归母净利润

**图表 19：2018 年细分子行业扣非归母净利润增速**


来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 20：历年细分行业扣非归母净利润（亿元）及同比增速汇总表**

细分行业	扣非归母净利润（亿元）				同比增速		
	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2018 年	2017 年	2016 年
锂资源	32.5	35.6	23.5	4.7	-8.8%	51.7%	397.5%
钴资源	21.5	23.5	1.4	-2.4	-8.2%	1590.5%	-158.0%
正极	13.3	12.6	4.7	1.7	5.5%	168.0%	179.4%
负极	12.1	11.6	8.1	4.8	4.1%	44.4%	66.7%
隔膜	8.6	10.2	8.3	3.5	-15.4%	22.6%	136.3%
电解液	3.1	5.6	6.1	2.0	-45.5%	-7.9%	202.7%
六氟磷酸锂	-3.3	2.2	6.0	0.9	-250.6%	-63.9%	602.0%
锂电池	40.1	34.0	41.0	16.0	17.8%	-17.1%	156.3%
锂电设备	11.7	8.1	4.3	1.1	45.6%	87.9%	293.7%
电机电控及其零部件	4.9	13.2	14.0	11.1	-62.9%	-5.4%	26.4%
<b>行业扣非净利润及增速（不含整车）</b>	<b>141.0</b>	<b>151.6</b>	<b>115.4</b>	<b>42.5</b>	<b>-7.0%</b>	<b>31.3%</b>	<b>171.3%</b>

来源：中泰证券研究所

备注：行业整体扣非净利润，考虑杉杉股份净利润包含了杉杉能源，故有剔除处理

### （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仍然维持较高水平。具体看细分子行业毛利率

水平，2018 年全年，各个细分子行业毛利率由高至低依次为：锂资源（48.9%）>隔膜（48.5%）>钴资源（37.4%）>负极（31.5%）>锂电设备（31.4%）>锂电池（31.3%）>电解液（25.7%）>六氟磷酸锂（21.6%）>正极（20.0%）>电机电控及其零部件（19.6%）>整车（17.1%）。

行业整体毛利率呈下降趋势，2018 年下半年部分细分环节毛利率环比回升。从 2018 年年度时间窗口看，新能源车细分子行业毛利率同比普遍呈下降趋势。从 2018 年下半年看，部分细分环节毛利率环比 2018H1 有提升，具体看负极材料（+3.8%）、电解液（+1.6%）、六氟磷酸锂（+1.5%）、锂电池（+1.4%）、锂电设备（+2%）和整车领域（+6.7%）。部分细分环节毛利率环比下滑明显：钴（-26.5%）、锂资源端（-14.1%）、电机电控及其他（-6.9%）。

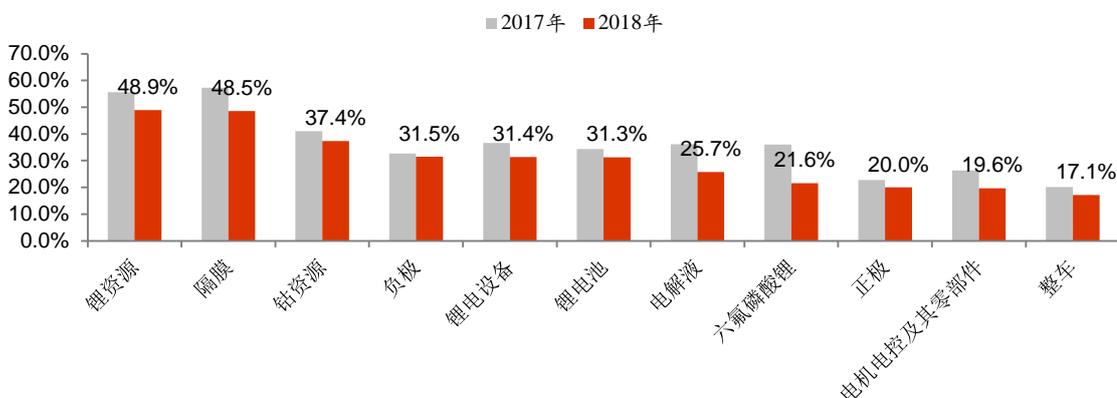
图表 21：年度及半年度细分子行业毛利率水平变化汇总表（%）

细分行业毛利率	2016	2017	2018	2018H1	2018H2	2018H2 半年度环比	2018 年 同比
锂资源	59.9%	55.7%	48.9%	56.8%	42.7%	-14.1%	-6.8%
钴资源	18.0%	41.1%	37.4%	50.4%	23.9%	-26.5%	-3.7%
正极	19.7%	22.7%	20.0%	20.5%	19.4%	-1.1%	-2.7%
负极	34.4%	32.7%	31.5%	29.2%	33.0%	3.8%	-1.2%
隔膜	62.1%	57.3%	48.5%	48.9%	48.3%	-0.6%	-8.8%
电解液	38.9%	36.2%	25.7%	24.8%	26.4%	1.6%	-10.5%
六氟磷酸锂	31.2%	36.0%	21.6%	20.7%	22.2%	1.5%	-14.4%
锂电池	47.1%	34.4%	31.3%	30.4%	31.7%	1.4%	-3.1%
锂电设备	38.3%	36.6%	31.4%	30.2%	32.2%	2.0%	-5.2%
电机电控及其零部件	35.4%	26.4%	19.6%	24.0%	17.1%	-6.9%	-6.7%
整车	21.5%	20.1%	17.1%	13.5%	20.2%	6.7%	-3.0%

来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

说明：毛利率数据已剔除非新能源汽车相关业务

图表 22：细分子行业 2017-2018 年度毛利率



来源：Wind，中泰证券研究所

备注：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。（其中，六氟磷酸锂（6F）毛利率参考多氟多的氟化工和天际股份业务。）

小结：总体来说，盈利持续分化，不同细分子行业由于供需结构变化，价

格存在波动，竞争格局不同，盈利增速有所不同。

**1) 钴资源:** 2018年, MB 钴价先扬后抑, 从 MB 钴初级报价来看, ①从 36.25 美元/磅 (2018.1.1), 上涨至 44.08 美元/磅 (2018.4.25), 涨幅 +21.59%; ②自 2018.5.3, 价格开始下跌, 到 2018.8.29 价格企稳为 33.3 美元/磅, 跌幅达 24.5%; ③截止 2018.12.31, 价格为 27.13 美元/磅, 2018 年下半年, MB 低级钴报价下跌 33%; 具体到个股扣非归母经利润绝对额: 华友 (14.53 亿元, 同比-23.4%)>寒锐钴业 (7.02 亿元, 同比+56.17%);

**2) 正极材料:** 2018H1 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; 2018H2, 钴资源价格大幅下降, 传导致正极材料价格下降, 对于三元正极材料厂商有所分化, 企业盈利能力还体现在对上游钴原材料供应链管理上。具体到个股扣非归母经利润绝对额: 格林美 (6.57 亿元, 同比 +8.7%)>杉杉能源 (3.71 亿元, 同比-27.6%)>当升科技 (3.04, 同比+108.7%)

**3) 锂电设备端,** 龙头电池厂商持续扩产, 随着产能逐步投放, 锂电设备厂商确认收入, 业绩增长较好; 具体到个股扣非归母经利润绝对额: 先导智能 (8.21 亿元, 同比+59.8%)>赢合科技 (3.02 亿元, 同比+61.1%);

**4) 锂资源端: 全年盈利前高后低。** 2018H1 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, 且产量同比高于 2017 年同期水平, 扣非净利润增速达 44.9%; 但 2018 年下半年锂资源端扣非利润同比下滑 45.8%。具体到个股扣非归母经利润绝对额: 天齐锂业 (18.81 亿元, 同比-12.2%)>赣锋锂业 (12.56 亿元, 同比+5.2%)>雅化集团 (1.12 亿元, 同比-50.5%);

**5) 六氟磷酸锂:** 由于产能过剩, 价格竞争激烈, 2018 年上半年, 6F 价格从 15.25 万跌至 11.5 万左右, 自 2018 年下半年, 6F 价格企稳并略有上涨, 毛利率企稳回升。2018 年全年看, 盈利能力下滑。

**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; 自 2018Q4 电解液价格企稳, 并略有上调, 毛利率 2018Q4 环比回升。具体个股: 天赐材料 (0.10 亿元, 同比-96.6%), 新宙邦 (2.96 亿元, 同比+11.5%)。

**7) 电机电控:** 2018 年收入+6.78%, 扣非归母净利润同比下滑 62.88%, 主要系补贴退坡压力下, 电机电控等零部件价格面临下降压力, 原材料价格上涨带来毛利率下降。由于国内第三方电机电控厂商大部分的客户为新能源商用车, 2018 年新能源商用车受到补贴影响, 销量较为平稳。

## ■ 行业营运能力转好, 仍处于产能扩张期

(1) 从应收款项看, ①2018 年行业整体应收款项同比增速为 6.4%, 低于营收增速。这主要系行业整体的资金压力在补贴逐步发放情况下有所好转, 特别是从整车环节, 应收款项同比增速为 0.43%; 剔除整车环节影响, 行业整体应收款项同比增速为 16.79%。

②从细分子行业看, 应收款项增速较高的主要是: 锂电设备、锂电池和隔膜环节, 分同比增长 54%\32%\37%, 而钴、锂资源、正极材料应收款项同比增速都有好转。分别为-38%\2%\-1%。

③从“应收款项/营收”指标看, 锂电池、锂电设备、隔膜、电机电控及其零部件、电解液等行业占比较高, 其中, 锂电设备应收账款较高,

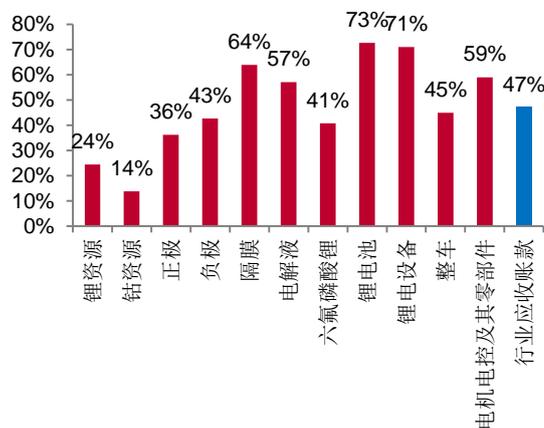
主要是由其发货回款方式所致，自身现金流周转周期长。而锂电池、电机电控等环节与整车端补贴资金相关，下游整车环节议价能力相对零部件环节较强。

图表 23: 17-18 年细分子行业应收款项

细分行业	应收款项 (亿元)		同比增速		应收款项占比营收	
	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年
锂资源	32	32	2%	33%	24%	31%
钴资源	20	32	-38%	185%	14%	38%
正极	51	51	-1%	25%	36%	57%
负极	63	55	16%	41%	43%	48%
隔膜	33	24	37%	31%	64%	55%
电解液	23	21	10%	44%	57%	58%
六氟磷酸锂	19	18	8%	33%	41%	44%
锂电池	260	196	32%	61%	73%	74%
锂电设备	50	32	54%	109%	71%	76%
整车	962	958	0%	38%	45%	49%
电机电控及其零部件	108	102	5%	33%	59%	63%
行业应收账款	1605	1508	6.40%	42.32%	47%	52%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 24: 2018 年细分子行业: 应收款项/营收



来源: Wind, 中泰证券研究所

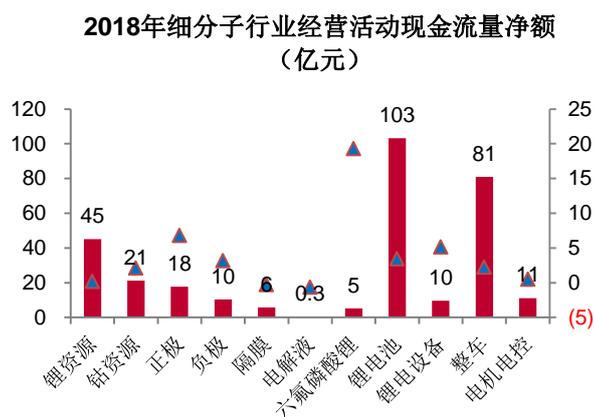
- (2) 经营性现金流净额为正，同比大幅改善。**相较于 2017 年，截止 2018 年底，行业经营现金流量净额为 305.7 亿元，同比增长 32 倍，剔除整车环节为 224.8 亿，同比+313%，有明显好转，主要系：1) 将运营里程要求从 3 万公里降到 2 万公里，并且上牌后将按申请拨付一部分补贴资金，一定程度上对资金有所缓解。2) 政府陆续拨付前期满足条件的车型补贴；

具体来看，截止 2018 年底，基本上所有细分行业的经营活动现金流量净额都未正。①但电解液、隔膜经营现金流净额未转好，同比是负增长。电解液主要系天赐材料经营现金流净额为-3.18 亿元。隔膜主要是沧州明珠经营现金流净额同比减少 66.8%至 1.67 亿元。

②现金流好转较为明显的环节是：六氟磷酸锂、正极、锂电设备、锂电池、负极、整车、钴资源。从锂电池环节看，由于优质产能仍不足，龙头宁德时代产业链议价权持续提升，体现在经营现金流量同比大幅好转，其 2018 年经营活动现金流净额为 113.16 亿，同比+3.83 倍。锂电设备端有所好转，主要是赢合科技转好带动，龙头先导智能等现金流净额有所恶化为-0.48 亿元。

- (3) 投资活动现金流均为负，行业仍处于产能积极扩张期。**所有细分子行业投资性现金流净额均为负，面对新能源汽车广阔的空间，行业仍处于产能扩张期，各个细分环节企业为进一步扩大市场份额大举投资。2018 年投资现金流量净流出在 100 亿以上的是：锂资源(-336.7 亿元)、动力电池(-224.4 亿元)环节，①锂资源端，主要是天齐锂业以作价 40.66 亿美元收购全球最大碳酸锂生产厂商 SQM；②锂电池端，优质产能仍然紧缺，其中龙头宁德时代投资现金流量净额为-105 亿。③正极材料端，投资现金流量净额绝对值同比+125.2%，目前国内如当升科技(-10.85 亿元)等都出大力扩产中，产能仍显不足。(详情请见下表)

图表 25: 2018 年细分子行业经营性现金流净额 (亿元)



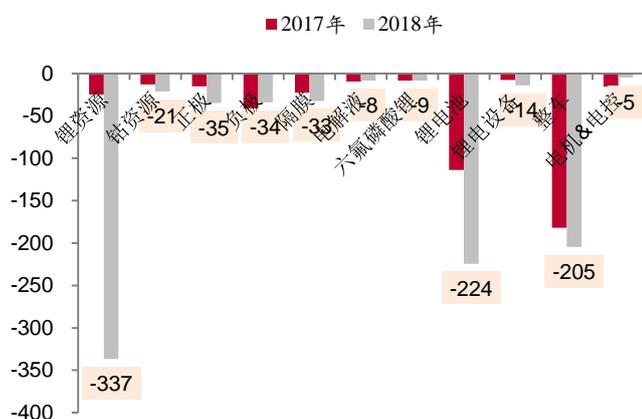
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 细分子行业经营现金流净额 (亿元)

细分子行业	2018年	2017年	2018年同比增速
锂资源	45.2	37.8	19%
钴资源	21.1	-18.9	212%
正极	17.7	2.3	682%
负极	10.4	-4.8	318%
隔膜	5.8	7.1	-19%
电解液	0.3	1.0	-65%
六氟磷酸锂	5.3	0.3	1932%
锂电池	103.2	23.2	346%
锂电设备	9.6	-2.3	514%
整车	80.9	-63.7	227%
电机电控	11.1	7.4	50%
行业整体	305.7	-9.2	3421%
行业整体(不含整车)	224.8	54.5	313%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: 2018 年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

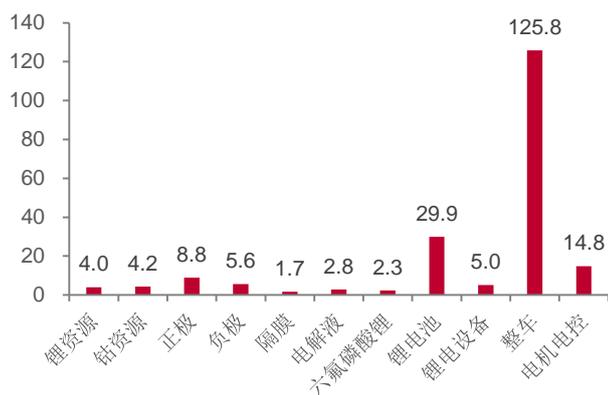
图表 28: 细分子行业投资性现金流净额 (亿元)

细分子行业	2017年	2018年	2018年同比增速
锂资源	-24.9	-336.7	1249.6%
钴资源	-12.9	-21.4	65.3%
正极	-15.4	-34.6	125.2%
负极	-41.2	-34.0	-17.5%
隔膜	-22.8	-32.6	43.1%
电解液	-9.6	-8.4	-12.6%
六氟磷酸锂	-8.4	-8.5	1.6%
锂电池	-113.6	-224.4	97.4%
锂电设备	-7.7	-14.0	82.2%
整车	-182.0	-204.5	12.4%
电机&电控	-15.6	-4.8	-69.5%
行业整体	-450.9	-917.7	103.5%
行业整体(不含整车)	-268.9	-713.2	165.2%

来源: Wind, 中泰证券研究所

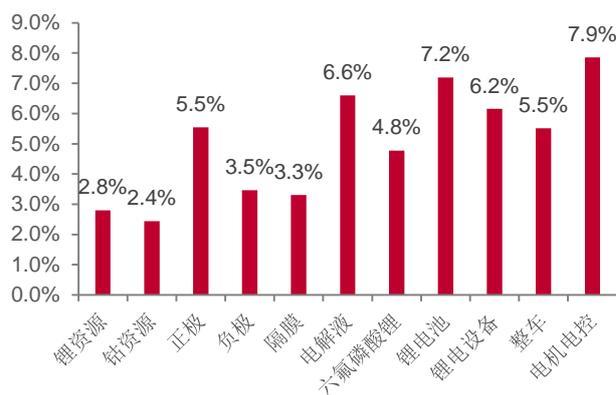
### 3.3 行业持续高研发投入, 同比高增

- 从研发费用上看, 2018 年新能源汽车板块研发费用共 203.23 亿元, 同比增长 32.9%, 占行业营业收入 5.5%。**剔除整车厂的大金额影响后, 其余细分子行业研发费用共 77.8 亿元, 同比增长 40.32%**, 各细分子行业研发投入差异较大。其中, 从研发投入占比看, 电机电控占比达 7.9%, 主要系汇川技术研发投入大, 占比高达 12.1%。其次是锂电池\电解液环节, 分别为 7.2%\6.6%, 而上游钴、锂资源端、隔膜研发占比相对较低, 分别为 2.4%\2.8%\3.3%。从绝对额看, 锂电池行业研发费用投入最高, 约 30 亿。其次是正极、负极、锂电设备研发投入分别为 8.8\5.6\5 亿。其中正极材料主要为格林美贡献, 2018 年研发投入 5.96 亿元。

**图表 29: 2018 年细分子行业研发费用 (亿元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

说明: 1、正极领域, 格林美研发 2018 年研发投入 5.96 亿元, 占正极材料研发投入 67%。

**图表 30: 2018 年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 31: 2017-2018 年研发投入 (亿元)、同比增速及研发占比**

序号	代码	股票名称	2017 年 (亿元)	2018 年 (亿元)	2018 研发同比增速	2018 年占比
1	002594.SZ	比亚迪	62.66	85.36	33.42%	6.6%
2	600418.SH	江淮汽车	19.97	21.31	5.49%	4.3%
3	300750.SZ	宁德时代	16.32	19.91	22.01%	6.7%
4	600066.SH	宇通客车	15.00	18.63	24.20%	5.9%
5	300124.SZ	汇川技术	5.92	7.12	20.20%	12.1%
6	002340.SZ	格林美	3.65	5.96	41.88%	4.3%
7	002074.SZ	国轩高科	3.34	4.93	3.97%	9.6%
8	002249.SZ	大洋电机	3.93	4.10	0.69%	4.7%
9	300014.SZ	亿纬锂能	2.33	3.95	67.86%	9.1%
10	6037**.SH	华友	1.76	3.80	116.22%	2.6%
11	600884.SH	杉杉股份	0.36	3.75	927.44%	4.2%
12	300450.SZ	先导智能	1.23	2.84	130.45%	7.3%
13	002460.SZ	赣锋锂业	0.38	2.72	0.00%	5.4%
14	002407.SZ	多氟多	1.60	1.98	13.59%	5.1%
15	835185.OC	贝特瑞	1.28	1.84	0.00%	4.6%
16	300037.SZ	新宙邦	1.29	1.71	37.34%	7.9%
17	603659.SH	璞泰来	0.95	1.45	53.10%	4.4%
18	300073.SZ	当升科技	1.04	1.43	37.64%	4.3%
19	300457.SZ	赢合科技	1.03	1.25	21.55%	6.0%
20	300438.SZ	鹏辉能源	0.85	1.15	4.25%	4.5%

来源: wind, 中泰证券研究所

#### 四、2019年Q1财报总结：营收高增长，分化持续

**数据选取说明：**由于大部分公司一季报没有披露新能源汽车相关的细分业务的营收和毛利情况，以下数据均采用标的公司的整体营收和毛利率进行分析；

##### 4.1 行业整体：2019Q1 政策真空期，行业抢装，营收高增长

###### ■ 新能源汽车板块 2019年Q1 财报概览：

- 1) 新能源汽车行业整体营收同比增长 25%，剔除整车端影响，营收同比+35.95%；
- 2) 从归母净利润来看，2019Q1 板块整体归母净利润 43.82 亿元，同比下滑 18.42%；剔除整车，板块整体归母净利润为 32.57 亿元，同比下滑 31.65%；
- 3) 扣非归母净利润看，板块整体扣非归母净利润 33.4 亿元，同比下滑 6.5%。剔除整车后为 27.12 亿元，同比下滑 28.23%。  
其中，行业扣非归母净利润下滑主要是：①钴资源价格持续下跌，2019Q1，MB 钴报价大幅下跌 47%，使得钴资源上市公司盈利同比大幅下降。②碳酸锂价格同比 2018Q1 大幅下降，盈利大幅下降。
- 3) 行业整体毛利率 17.7%，环比减少 0.2 个 pct；
- 4) 期间费用率 15.6%，环比增加 0.6%。
- 5) 整体经营活动现金流为 46 亿，剔除整车后经营活动现金流量净额为 59.21 亿元，同比增加 216.6%。应收款项同比增加 0.36%，现金流改善明显（详情请参见下表）。

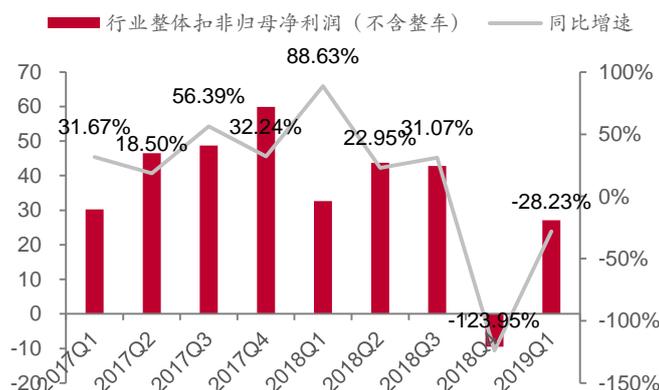
图表 32：新能源汽车细分子行业 2019Q1 财务指标汇总

细分行业	营业收入水平 (亿)	营业收入同比增速	扣非归母净利润水平 (亿)	扣非归母净利润同比增速	毛利率	毛利环比变动	期间费用率	期间费用率环比变动	ROE水平	ROE环比变动	经营活动现金流净额	应收账款+应付票据平均水平 (亿)	应收款项同比增速	资产负债率	存货净额同比变动
锂资源	33.2	1.2%	2.6	-74.3%	38.2%	-3.4%	25.4%	4.3%	9.9%	-4.8%	6.9	30.0	-10.3%	63.6%	43.17%
钴资源	49.2	18.0%	(0.4)	-103.7%	11.4%	-3.5%	6.9%	-2.6%	-2.5%	12.4%	3.5	19.1	-53.1%	56.3%	-3.13%
正极	58.3	5.3%	2.3	-26.0%	19.3%	-0.6%	14.0%	0.6%	4.6%	-1.2%	(6.3)	78.2	3.7%	51.5%	0.62%
负极	40.7	35.7%	2.6	19.8%	24.6%	0.2%	15.6%	0.5%	6.5%	-2.9%	(3.9)	68.0	47.7%	48.6%	0.83%
隔膜	13.7	35.5%	2.4	100.3%	33.1%	4.2%	12.5%	-4.2%	8.4%	2.3%	(0.4)	14.0	-11.5%	46.6%	57.90%
电解液	10.6	19.3%	0.9	61.2%	30.3%	-0.7%	18.9%	-1.8%	11.7%	-0.7%	2.3	22.4	14.9%	37.9%	35.58%
六氟磷酸锂	8.7	1.1%	0.2	-69.1%	25.1%	1.0%	19.7%	0.2%	5.7%	14.4%	(0.9)	16.2	29.2%	54.2%	3.08%
锂电池	134.2	129.7%	13.3	163.5%	7.0%	2.4%	15.8%	-2.6%	12.0%	2.2%	48.8	282.4	30.4%	56.7%	51.86%
整车	497.8	17.7%	6.2	395.7%	17.1%	0.2%	15.3%	1.5%	7.3%	-0.1%	(13.2)	692.9	-15.4%	66.4%	21.34%
机电控及其零部件	39.5	2.1%	1.0	-62.6%	26.3%	-0.5%	23.7%	1.2%	1.1%	23.7%	0.2	100.8	1.3%	43.2%	8.99%
锂电设备	16.8	2.0%	2.6	3.3%	37.2%	3.1%	19.8%	3.5%	14.4%	-1.9%	4.9	50.4	30.6%	53.8%	-5.94%
行业整体	882.4	25.0%	33.4	-6.5%	17.7%	-0.2%	15.6%	0.6%	7.1%	5.0%	46.0	1335.9	-3.3%	60.1%	18.84%

来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 33: 2017-2019Q1 板块营收/增速 (亿元)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 34: 2017-2019Q1 扣非归母净利润/增速 (亿元)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

#### 4.2 细分子行业: 上游资源业绩下滑, 中游锂电龙头高增, 持续分化

(1) 从营收来看, 锂电中游特别是锂电池端营收高增长。细分子行业增速由高至低依次为: 锂电池(129.7%)>负极(35.7%)>隔膜(35.5%)>电解液(19.3%)>钴资源(18.0%)>整车(17.7%)>正极(5.3%)>电机电控及其零部件(2.1%)>锂电设备(2.0%)>锂资源(1.2%)>六氟磷酸锂(1.1%)。

受益于 2019Q1 政策真空期, 行业抢装产销两旺, 1-3 月累计销量 30.4 万辆, 同比+102.7%, 其中乘用车 25.3 万(混动 6.2 万, 占比 24.6%)。而且 2019Q1 乘用车显著升级, A00 级车占比 29%, 同比下降 20 个百分点, 单车带电量提升, 因此动力电池端装机增速超越下游汽车销量增速。

**锂电池及材料:** 锂电池、负极、隔膜、电解液等保持较高增速, 锂电池龙头优质产能仍处于紧缺状态, 材料端负极、隔膜价格同比 2017Q1 下降幅度相对不大, 保持较好营收增速, 且部分公司开拓海外产业链, 实现以量补价。

**锂资源端:** 由于锂盐价格 2019Q1 同比 2018Q1 下降约 50%, 收入端增速放缓。

**正极材料:** 收入高增长主要 2019Q1, MB 钴报价从 27.13 美元/磅下降至 14.35 美元/磅, 大幅下跌 47%, 从而正极材料价格下降, 虽然销量上同比高增, 但正极材料价格同比下降, 影响收入增速。

**锂电设备:** 收入增速表现一般, 其中先导智能、赢合科技收入增速分别为 28.5%/18.7%, 主要受到科恒股份影响, 其增速下滑 37.2% (受正极材料价格大幅下降);

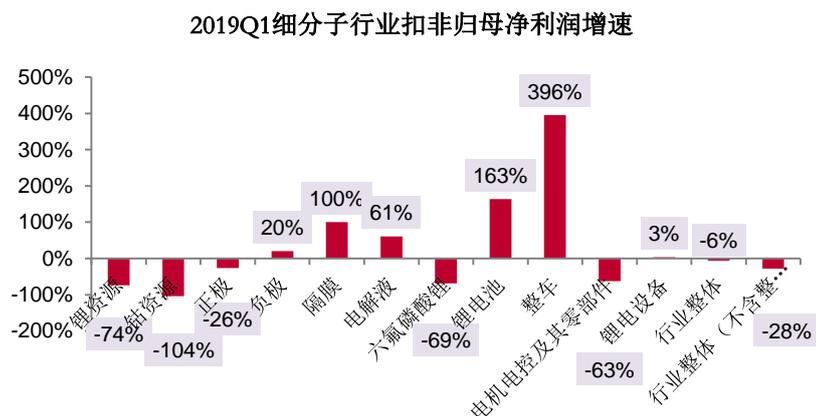
图表 35: 2019Q1 年各细分板块营业收入增速对比



来源: WIND, 中泰证券研究所

- (2) 扣非归母利润上, 细分子行业分化持续。从扣非归母净利润水平看, 锂电池 (13.29 亿) > 锂电设备 (2.65 亿) > 负极 (2.62 亿) > 锂资源 (2.58 亿) > 隔膜 (2.44 亿) > 正极 (2.26 亿) > 电机电控及其零部件 (0.98 亿) > 电解液 (0.85 亿) > 六氟磷酸锂 (0.24 亿) > 钴资源 (-0.40 亿)。
- 从增速上从高到低排序: 整车 (395.73%) > 锂电池 (163.5%) > 隔膜 (100.3%) > 电解液 (61.2%) > 负极 (19.85%) > 锂电设备 (3.3%) > 正极 (-26.0%) > 行业整体 (-28.2%) > 电机电控及其零部件 (-62.6%) > 六氟磷酸锂 (-69.1%) > 锂资源 (-74.3%) > 钴资源 (-103.7%)。
  - 1) 锂电池端: 动力电池装机同比高增, 锂电龙头宁德时代强者恒强, 扣非归母净利润同比增长 240%。
  - 2) 整车端增速高, 主要是比亚迪扣非利润 4.12 亿 (2018Q1 亏损 3.45 亿);
  - 3) 隔膜: 主要是受恩捷股份子公司上海恩捷并表带来利润高增。从同一口径看, 恩捷股份产能释放, 配套龙头 CATL 及顺利开拓海外客户, 利润增速仍保持高增长。
  - 4) 电解液环节: 价格企稳, 毛利率环比稳定, 价稳量升, 带来利润同比大幅增长。6F 行业利润下滑, 主要受多氟多其他业务拖累。
  - 5) 负极材料: 贝特瑞及璞泰来销量同比大增, 特别是贝特瑞扣非净利润为 1.1 亿, 同比+214%, 带动负极材料利润高增。
  - 6) 正极材料: 随着上游钴价大幅下降, 正极材料产品价格有所下降, 但正极材料加工费相对稳定, 企业单吨盈利相较于 2018 年有所下滑, 部分企业在库存管理上承担部分损失。不同企业分化较为严重。
  - 6) 电机电控及其他零部件板块: 国内第三方电机电控公司主要以新能源商用车为主, 2019Q1 商用车产销平稳, 在补贴退坡价格大幅下降下, 收入和毛利率端承压, 盈利能力下滑。
  - 7) 上游资源端: 钴价格大幅下降, 钴资源企业盈利能力下滑。其中中华友 (0.17 亿, 同比-98%)、寒锐钴业 (-0.57 亿, 同比-122%); 锂资源端同样受到价格下降影响, 扣非利润下滑: 天齐锂业 (0.82 亿, 同比-88%), 赣锋锂业 (1.5 亿, 同比-43%); 其中天齐锂业 2019Q1 财务费用大幅增长 (2019Q1 财务费用 5 亿, 同比+12 倍)。

图表 36: 2019Q1 年各细分板块扣非净利润增速对比

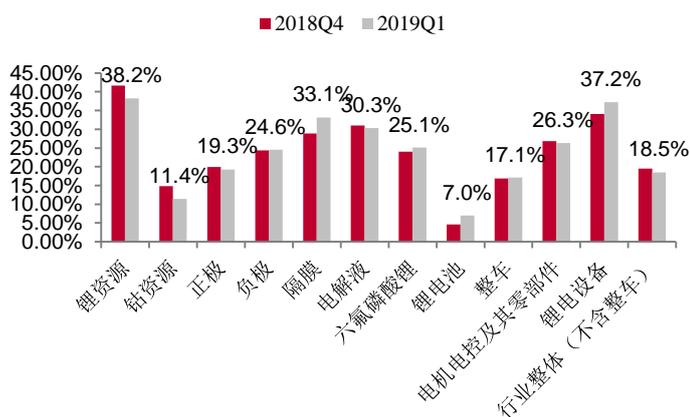


来源: wind, 公司公告, 中泰证券研究所

- **(3) 细分子行业毛利率:** 上游资源端毛利率环比下滑, 锂电中游材料端毛利率环比提升。行业整体毛利率 2019Q1 为 17.72%, 不含整车毛利率为 18.52%, 环比 2018Q4 下滑 0.96 个百分点。
- **毛利率从高到低排序看:** 锂资源 (38.23%) > 锂电设备 (37.20%) > 隔膜 (33.10%) > 电解液 (30.32%) > 电机电控及其零部件 (26.34%) > 六氟磷酸锂 (25.10%) > 负极 (24.57%) > 正极 (19.27%) > 整车 (17.10%) > 钴资源 (11.40%) > 锂电池 (7.01%)。

其中部分细分环节毛利率企稳环比略有提升: 负极 (+0.21%)、隔膜 (+4.23%)、锂电设备 (+3.14%)、锂电池 (+2.39%)、整车 (+0.23%);  
 ② 部分细分环节毛利率环比下滑的: 锂资源 (-3.45%)、钴资源 (-3.46%)、正极 (-0.65%)、电解液 (-0.73%)、电机电控及其零部件 (-0.49%)。

图表 37: 细分子行业单季度毛利率水平



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 38: 细分子行业单季度毛利率水平 (环比)

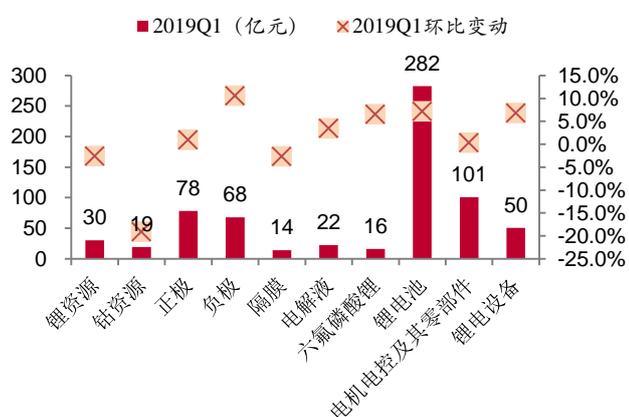
细分行业	2018Q3 (%)	2018Q4 (%)	2019Q1 (%)	环比 (%)
锂资源	44.55%	41.67%	38.23%	-3.45%
钴资源	29.82%	14.86%	11.40%	-3.46%
正极	18.68%	19.92%	19.27%	-0.65%
负极	25.68%	24.36%	24.57%	0.21%
隔膜	44.45%	28.87%	33.10%	4.23%
电解液	29.34%	31.05%	30.32%	-0.73%
六氟磷酸锂	20.37%	24.06%	25.10%	1.04%
锂电池	6.87%	4.62%	7.01%	2.39%
整车	16.39%	16.88%	17.10%	0.23%
电机电控及其零部件	26.48%	26.83%	26.34%	-0.49%
锂电设备	30.04%	34.06%	37.20%	3.14%
行业毛利率	18.63%	17.91%	17.72%	-0.19%
行业毛利率 (不含整车)	21.77%	19.48%	18.52%	-0.96%

来源: wind, 中泰证券研究所

备注: 由于数据口径问题, 选取标的未剔除非新能源汽车相关业务营销, 与细分子行业的实际毛利率有出入 (例如隔膜毛利率)。

- (4) 营运管理能力: 从应收款项角度看, 应收款项同比增加 0.36%; 行业整体经营活动现金流为 46 亿, 剔除整车后经营活动现金流量净额为 59.21 亿元, 同比增加 216.6%, 现金流改善明显。

图表 39: 细分子行业行业应收款项及环比变动



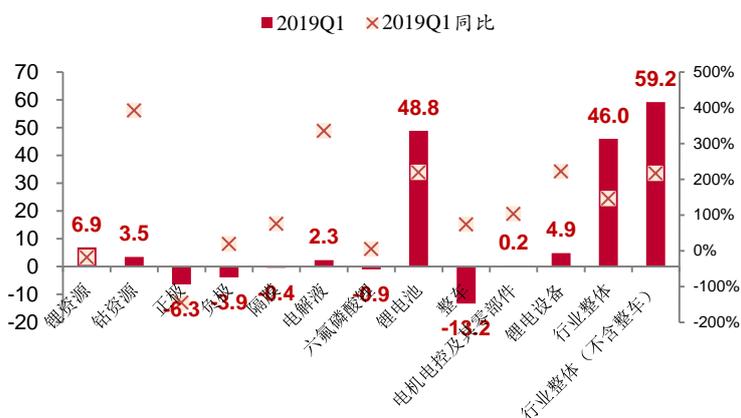
来源: 中泰证券研究所

图表 40: 细分子行业行业应收款项及同、环比变动

细分子行业	2019Q1 (亿元)	2019Q1 同比变动	2019Q1 环比变动
锂资源	30	-10.3%	-2.6%
钴资源	19	-53.1%	-19.1%
正极	78	3.7%	0.9%
负极	68	47.7%	10.6%
隔膜	14	-11.5%	-2.7%
电解液	22	14.9%	3.4%
六氟磷酸锂	16	29.2%	6.5%
锂电池	282	30.4%	7.1%
整车	693	-15.4%	-3.9%
电机电控及其零部件	101	1.3%	0.3%
锂电设备	50	30.6%	6.8%
行业整体	1,336	-3.3%	-0.8%
行业整体 (不含整车)	643	14.4%	

来源: 中泰证券研究所

图表 41: 2019Q1 经营性现金净流量及同比 (亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 42: 2019Q1 经营性现金净流量净额及同比增速

细分子行业	2018Q1	2019Q1	2019Q1 同比
锂资源	8.5	6.9	-18.7%
钴资源	-1.2	3.5	391.8%
正极	-2.6	-6.3	-145.8%
负极	-4.8	-3.9	18.6%
隔膜	-1.7	-0.4	74.9%
电解液	-1.0	2.3	334.6%
六氟磷酸锂	-1.0	-0.9	4.5%
锂电池	-41.0	48.8	219.0%
整车	-49.8	-13.2	73.5%
电机电控及其零部件	-6.2	0.2	102.7%
锂电设备	-4.0	4.9	221.6%
行业整体	-100.6	46.0	145.7%
行业整体 (不含整车)	-50.8	59.2	2.17

来源: WIND, 中泰证券研究所

## 五、重点细分龙头分析

### 动力电池：宁德时代-龙头议价权凸显，全球竞争地位提升

- **①公司 2018 年年报**，实现收入 296.11 亿元，同比+48.08%，归母净利润 33.87 亿元，同比-12.66%，扣非归母净利润 31.28 亿元，同比+31.68%，综合毛利率 32.79%；**业绩符合预期。**②**2019 年 Q1 季报**，1) 实现营收 99.8 亿，同比+168.93%，环比 2018Q4 下降 4.71%；归母净利润 10.47 亿，同比+153%，扣非归母净利润 9.16 亿，同比+240%；2) 经营活动现金流净额 49.77 亿，同比+252%。
- **技术提升及规模化效应下，成本持续下降，18Q4 毛利率回升明显。**1) 分季度看，2018Q1-4 分别实现营收 37.2/56.48/97.76/104.75 亿元，扣非归母净利润分别为：2.69/4.28/12.88/11.43 亿元，单季毛利率分别为 32.76%/30.31%/31.27%/35.55%，2018Q4 单季度毛利率环比提升 4.28 个百分点。2) **从动力电池系统业务看**，2018 年实现收入 245.15 亿元 (yoy+47%)。2018H2 毛利率回升至 34.7% (环比提升 2.02 个 PCT)。其中，**从单 Wh 价格及成本均有下降**，2018 年 CATL 动力电池价格为 1.15 元/wh (yoy-18.16%，2017 年 1.4 元/wh，2018H1 为 1.11 元/wh)。电池成本 0.758 元/wh (yoy-16.7%，2017 年 0.91 元/wh，2018H1 为 0.74 元/wh)；其中 2018H2 价格环比 2018H1 略有提升 (详情参考后文图表)。**电池成本下降**：主要是随着产能逐步投产，规模效应摊薄成本，同时公司在技术上，及原材料成本端钴、锂资源价格大幅下降，降低电池成本；**价格环比略有上升**，我们预计主要是产品结构原因，2018Q4 毛利率相对较高的商用车电池 pack 占比提升，或拉动整体电池价格水平。
- **现金流质量提升，龙头议价权凸显。**公司现金流质量好，经营现金流量净额为 113.16 亿元，销售商品和劳务收到现金/营收为 114.33%。应收账款 159 亿，同比+29%，低于营收增速。截止 2018 年底，预收账款达 50 亿元，环比 2018Q3 新增 32.9 亿元，主要系下游客户积极备货，提前支付款项，体现优质产能供不应求，公司议价权凸显。
- **加强费用管控，盈利能力提升。**公司 2018 年三项费用上，销售/管理 (含研发)/财务费用分别为：13.79/35.82 (研发 19.9 亿)/-2.8 亿元，同比+73%/21.14%/-763%，三项费用率分别为 4.66%/12.1%/-0.94%，同比变动+0.68/-2.68/-1.15 个 PCT。特别是管理费用降低 2.68 个百分点，提升盈利能力。同时，为了更好反应收益质量，公司变更折旧，将于 2019 年对基于早期技术的动力电池生产设备的折旧年限由 5 年变更为 4 年，折旧额约 7.54 亿，预计减少公司归母净利润不超过 6.41 亿元。根据我们测算，对单 wh 成本影响大概在 2.5%-3%区间 (具体与产销相关)，短期对 19 年业绩略有影响，但收益质量更高。
- **会计政策变更、电池价格下降等综合因素造成毛利率下滑。**2019 年 Q1 毛利率 28.71%，同比下滑 4 个 Pct，环比 2018Q4 下滑 6.84 个 PCT。我们判断，其一是对基于早期技术的动力电池生产设备的折旧年限由 5 年变更为 4 年，并从 2019.1.1 开始执行，对毛利率影响预计有超 2.5%。其二是动力电池产品综合价格下降影响 (含电芯、模组、电池系统)，其中价格下降可能有部分原因是产品结构上，以电芯和模组为主的乘用车占比提升，其毛利率相较于商用车电池系统要低一些。
- **全球竞争地位提升。**公司动力电池和业务全球市占率第一。**客户开拓上**，国内与上汽、吉利、宇通、北汽、广汽、长安、东风、金龙和江铃等品牌车企及蔚来、威马、小鹏等造车新势力配套动力电池；海外市场，与宝马、戴姆勒、现代、捷豹路虎、雪铁龙、大众、沃尔沃等深度合作，并且获得多个重要项目定点，预计配套车型将于 2019 年底开始陆续上市

放量。

- **优质产能仍偏紧，公司加足马力全球扩张。**目前公司已形成了宁德、青海、溧阳等生产基地，并计划在德国建设首个产能基地。根据公司公告，其将持续在宁德、溧阳及青海产能扩产，其中从 2018 年报在建工程看，溧阳新增 74 亿（我们测算预计将新增 20Gwh）。2019 一季报显示，在建工程 40 亿，新增 23.8 亿，产能加速扩张；此外，计划投资时代一汽项目（<44 亿元，预计对应 10GWh+），湖西扩建项目（<46.5 亿，新增 10GWh+）。我们预计到 2019 年底，CATL 产能有望达到 42GWh（包含合资厂合计约 60GWh），到 2020 年，产能有望达到 64GWh（含合资厂，合计约 100GWh）。其产能规划目前处于全球领先地位。
- **投资建议：**公司作为全球锂电池龙头，管理层卓识远见，产业链布局前瞻，凭借强大和领先的研发团队保持技术领先，有望凭借优质产品性能+成本优势在全球动力锂电市场占领重要份额。

### 隔膜：恩捷股份-龙头效应凸显，业绩持续高增

- **事件：**①2018 年报，实现营收 24.57 亿元（YOY+16.23%），归母净利润为 5.18 亿元（YOY+40.79%），扣非归母净利润 3.18 亿元（YOY+125.5%）；②2019 年 Q1，实现营收 6.56 亿，同比+52.3%，归母净利润 2.12 亿，同比+165%；扣非归母净利润 1.79 亿，同比+800%；③发布 2019 年 1-6 月业绩预告，预计实现归母净利润 3.79-4.6 亿元，净利润增长幅度 135.08%-185%；我们按照与 2019H1 同一口径测算，预计净利润增速为 49.4%-81.31%，持续高增长。
- **上海恩捷业绩高增，净利率提升 1.85 个百分点：**公司湿法隔膜收入 13.3 亿元（YOY+48.57%），净利润 6.38 亿元（YOY+62.16%），归属于上市公司股东净利润 4.76 亿元（其中，上海恩捷 1-7 月净利润为 27,225.09 万元，按 53.86%计算归上净利润为 14,662.10 万元；上海恩捷 8-12 月净利润为 36,567.03 万元，按 90.08%计算后归属于上市公司净利润为 32939.58 万元）。上海恩捷隔膜业净利率为 47.8%（相较于 2017 年提升 3.8 个 pct），珠海恩捷实现收入 3.58 亿，净利润 1.12 亿，净利率 31.28%，主要系珠海恩捷产能正处于逐步投放过程，且部分产线用于客户产品验证。公司 2018 年隔膜出货量 4.68 亿平米，单平米不含税价 2.85 元/平，单平米净利约 1.36 元/平（2017 年基膜 1.34 亿平+涂覆膜 0.8 亿平，综合价格 4.2 元/平，单平米净利 1.84 元，单平米盈利下降主要系隔膜价格大幅下降）。总体上，我们结合公司报表拆分，隔膜毛利率维持相对较好，2018 年公司隔膜毛利率仍维持高位，同时规模化优势下管理费用率降低，提升公司整体盈利水平。
- **规模化下成本优势凸显，隔膜份额持续提升。**上海恩捷是目前国内最大的湿法隔膜供应商，湿法隔膜国内市占率达 45%。由于隔膜基膜趋向标准化，拥有规模化产能，具备成本优势和涂覆膜的技术能力的隔膜企业有望在未来激烈的竞争中脱颖而出，强者恒强。  
产能上，公司 18 年底产能达 13 亿平（母卷），拥有上海 3 亿平基膜+2.4 亿平涂覆膜产线，珠海恩捷规划 10 亿平基膜+8 亿平涂布膜产线，此外公司计划再扩建 20 条产线对应约 15 亿平（计划 19 年底完成建设投产：珠海恩捷二期 4 条+江西瑞通 8 条+无锡产业基地 1 期项目 8），2020 年达 28 亿平产能；其中无锡基地拟建 16 条基膜（12 亿平）+40 条涂布膜（5 亿平）+5 条铝塑膜产线。  
**成本端：**随着产能释放，规模效应进一步凸显，采购成本低、产能利用率高，通过生产工艺改进提升单线产出，并改进辅料回收效率，使得公

司成本优势凸显。

**技术上**，公司拥有 150 名的研发团队，其中包括来自美国、韩国、日本及国内的知名专家，在产品研发和产品量化转换能力极强，目前已突破比如油性 PVDF 产品（拥有专利）。重视研发，拟建设研究院，引进全球隔膜高端人才，2018 年研发投入 0.97 亿，占比营收约 3.93%。

- **客户结构优异**：国内以 CATL、比亚迪、国轩、孚能等为主，并凭借价格优势和稳定的大规模产能，强势切入国际锂电龙头松下、三星、LGC。未来有望随着海外车企发力，隔膜供应海外渗透率持续提升，巩固隔膜龙头地位，强者恒强。

### **负极材料：璞泰来-产能大幅扩张期，负极+涂覆隔膜望加速放量**

- ①2018 年公司营收 33.11 亿元，同比增长 47.20%；归母净利润 5.94 亿元，同比增长 31.80%；扣非净利润 4.95 亿元，同比增长 16.08%；②公司 2019 一季报，1) 实现营收 10.29 亿元，同比+79.52%，归母净利润 1.29 亿，同比+0.51%，扣非归母净利润 1.13 亿，同比+9.78%。
- **2019Q1 收入高增，毛利率同比下降，利润增速低于营收增速**。原因主要是：**其一**，综合毛利率下滑。2019Q1 毛利率下滑至 26.51%，同比下滑 8.27 个 PCT，环比 2018Q4 下滑 2.56 个 PCT。1) 成本端负极材料原材料针状焦价格上涨，以及市场快充产品需求增加，公司炭化加工数量和成本增加所致。2) 产品结构上，毛利率略低的动力类负极产品占比提升。**其二**，公司产能扩建期，财务费用同比+200%，新增加 1171 万；资产减值损失新增 1222 万；我们判断随着公司在负极领域石墨化产能投放、溧阳紫宸陆续投产，委外加工比例降低，成本端将进一步下降，提升盈利能力。
- **负极国内外高端客户加速推进，静待产能释放**。公司负极材料定位高端，凭借新产品的优异性能，获得 ATL、CATL、三星 SDI、LG 化学、光宇、比亚迪、力神、欣旺达等国内外知名客户的认可。2018 年公司负极材料收入 19.8 亿(yoy+34%)，出货量 29286 吨，其中动力类占比达 15%-20%；海外 LG、三星 SDI 上量较快，占总出货量达约 20%。公司负极动力类客户开拓进展加速，预计 2019 年动力负极占比将大幅提升。公司目前负极产能 3 万吨，今年负极产能有望将超 5 万吨，石墨化产能年底达 5 万吨(内蒙兴丰 2019Q2 逐渐投产)，未来产能将持续扩张，助力业绩放量。
- **涂覆膜预计将放量高增**。公司形成了以隔膜基膜、涂覆加工、涂覆设备、涂覆材料的隔膜全产业链的布局，具有成本优势，并形成了协同效应。隔膜涂覆技术领先，涂层最小厚度可达 0.5 微米，已实现了油性 PVDF、PMMA、聚芳纶涂覆、非接触式静电喷涂等新型工艺的开发和前期应用。前端研发上，开发原位生长型涂覆隔膜产品，该产品实现零厚度涂层，提高了锂电池的能量密度。涂覆隔膜除了供应国内高端市场外(以 CATL 为主)，并持续开拓国际客户。2018 年公司涂覆膜出货量约 2.1 亿平米(yoy+119%)，目前产能 5 亿平，随着可转债项目落地，预计 2020 年产能将大幅扩产至 15 亿平，未来有望随着国内外大客户放量增长。
- **涂布设备将受益新一轮锂电设备扩张周期**：锂电设备业务稳步推进，对涂布机进行升级，2018 年锂电设备收入 5.5 亿，同比+15.77%。据我们，国内锂电龙头 2019-2020 年将累计新增 170Gwh 产能，日韩锂电龙头将新增 150Gwh 产能，进入新一轮锂电设备扩张周期。国内设备已形成一定竞争优势。目前公司部份产品通过 UL、CE 认证，进入国际市场，并为包括大连松下、特斯拉等国外知名企业及欧洲电芯企业供货，为进一步拓展国际市场打下基础。

- **投资建议:** 公司是 CATL 核心供应商, 看好其在“负极+锂电设备+隔膜涂覆+铝塑膜”等打造锂电领域龙头, 持续开拓高端客户, 受益行业高增。考虑到 2019Q1 或将是公司盈利拐点, 长期看好公司锂电领域发展, 上调至买入评级。

### 正极材料: 当升科技-业绩高增, 跻身国际高端客户渐显成效

- **事件:** ①公司发布 2018 年年报, 1) 实现营收 32.81 亿元 (YOY+52.03%); 归母净利润为 3.16 亿元 (YOY+26.38%), 扣非归母净利润 3.04 亿元 (YOY+108.67%); 综合毛利率 18.27%, 同比增加 0.28 个 PCT; 2) **三项费用上**, 销售/管理 (含研发)/财务分别为 0.37/1.96/0.04 亿元, 分别同比变动-9.19%/+29.80%/-86.26%, 相应费率为 1.12%/5.98%/0.11%, 费用率分别同比下降 0.76/1.03/1.15 个 PCT; 其中研发费用 1.43 亿元 (占比 4.35%, YOY+37.5%)。三项费用率控制良好; 3) **经营活动现金流量净额 2.86 亿**, 同比+104%; 4) 每 10 股派发现金股利 1.40 元 (含税); 业绩符合预期。②公司发布一季报, 实现营收 6.54 亿 (同比-2.55%), 实现归母净利润 6409 万 (同比+64%), 扣非归母净利润 4967.4 万元 (同比+38.67%); 其中非经常性损益 1441.7 万元; 一季报业绩高增符合预期。
- **原材料价格波动下, 2018 年季度毛利率环比提升, 2019Q1 环比下滑。**  
从 2018 年全年看, 公司 2018 年正极材料出货量合计 15,455.09 吨, 同比 58.29%。2018 年公司其单吨盈利能力提升, 正极材料单吨毛利 3.3 万, 同比+14.6%; 其中单吨成本 15.44 万, 同比下降 1.4%, 单吨直接人工费用同比降低 15.2%, 由于产品结构原因, 单吨制造费用提升 20%。从 2018Q4 单季度看, 公司实现营收 8.02 亿元, 同比+11.13%, 环比-5.42%, 扣非归母净利润 1.09 亿, 同比+75.81%, 环比+21.11%; 2018Q4 单季毛利率提升至 25.53%。2019Q1 单季度公司综合毛利率环比下滑至 16.94%。  
**①2018 年毛利率提升, 主要系:** 1) 2018 年下半年上游钴价格持续下降, 而公司单吨加工费 (毛利) 较为稳定, 故 18 年下半年单季毛利率提升较为明显。2) 2018 年下半年国外 MB 钴价与国内钴价存在价差 (MB 钴价更高, 出口海外的价格根据 MB 钴来计价)。3) 公司敏锐判断钴价走势, 并加强供应链管理, 在钴价大幅波动性下, 原材料成本保持稳定。  
**②2019Q1 毛利率环比下滑**, 主要系 Q1 随着国内外钴价大幅下降, 国内外钴价差收敛 (期间曾出现 MB 钴与国内钴价倒挂)。
- **跻身国际高端产业链, 产能扩张稳步推进, 三大市场齐发力。**公司深耕锂电正极材料领域, 布局“动力、储能、小型”三大市场。通过“引领技术推新品”保持竞争优势。**动力电池领域:** 1) 动力用高镍 NCM811 产品已批量供货, 二代 NCM811 和 NCA 已完成中试定型。2) 单晶 NCM523 已实现国内外动力电池供应, 如比亚迪等; 根据公司重点研发项目, 公司高能量三元正极产品已获得国际高端动力客户测试认证, 高功率产品进入日本车用动力电池市场。**锂电储能方面:** 公司已向 LG 化学、三星批量供应 NCM523 产品, 并持续升级至 NCM622 产品。**产能上:** 截止 19Q1 正极材料产能 1.6 万吨, 江苏当升三期 (预计 2019Q2 将投产 1 万吨产能), 预计 2019 年底将合计形成 2.1 万吨有效产能; 常州产业基地 2 万吨产能预计将于 2020 年初投产。随着新产能释放, 产品结构往高端化升级, 公司业绩有望持续提升。
- **投资建议:** 公司深耕三元正极材料领域, 技术引领市场, 海内外高端客户积极卡位, 在三元高镍趋势下, 产品结构逐步向高端化升级调整。随着三元产能释放, 未来业绩持续高增。

**电解液：新宙邦-扣非业绩高增超预期，多业务协同发展**

- **事件：**公司发布 2019 年一季报，1) 实现营收 5.13 亿，同比+13.99%，归母净利润 0.62 亿，同比+19.63%，扣非归母净利润 0.598 亿元，同比+54.28%，扣非业绩接近 2019Q1 业绩预告上限（28.8%-55.6%）；2) 费用端控制较好，销售/管理/财务费用分别为 0.19/0.71/0.10 亿元，分别同比变动 -0.07%/11.27%/-26.29%；费用率分别为 3.67%/13.91%/1.86%，同比变动-0.82/-0.36/-1.01 个 PCT，期间费用率有所下降。3) 经营现金流量净额 1.51 亿元，同比+282.99%。业绩超预期。
- **多业务协同，氟化工助力业绩高增，电解液企稳。**2019Q1 业绩高增，主要系：1) 有机氟化学品结构不断优化，且海内外客户持续优化，开发新客户，国内市场对高端氟化学品的需求增长，盈利能力提升助力业绩高增。且铝电容器化学品、锂电池化学品、半导体化学品市场需求稳定，保持良好的发展态势。2) 毛利率同比提升 2.15 个 PCT，其一，电解液业务企稳，盈利回升；其二，氟化工业务毛利率同比提升，氟化工业务毛利率为 51.8%，环比 2018H1 提升 1.2 个 PCT；我们预计 2019 年 Q1 氟化工毛利率维持较高水平。3) 2019Q1 费用率同比降低。
- **稳步推进氟化工一体化战略，创造利润新增长点。**公司围绕氟化工和电解液做产业链纵向一体化布局。其定增项目拟向氟化工产业链上游原料（四氟乙烯、六氟丙烯等原材料）延伸，与海思福形成产业链互补；无机氟化工领域通过参股永晶科技布局上游氢氟酸，并涉足新型锂盐和含氟添加剂领域；此外公司参股盈石科技（含氟产品开发），促进氟化工销售业务，逐步完善构建氟化工一体化战略布局。
- **产能持续扩张，电解液国际业务稳步开拓。**公司作为电解液领军，从研发，专利布局，客户结构，产业链整合上，竞争优势明显：1) 掌握核心添加剂，延伸核心价值链，与氟化工业务协同，构建成本优势。2) 产品定位高端，客户结构优异，实现动力电池国内外高端客户覆盖，包括 LG、三星、松下、索尼、比亚迪、CATL 等。目前，高镍正极系列电解液、系列添加剂均已通过中高端客户的中试认证，并获得较好反馈。3) 国际化布局领先。电解液产能扩张上：国内荆门（2 万吨）+波兰基地（1 期 2 万吨）；继 17 年收购 BSF 中国区和欧美电解液业务，夯实国际化布局。4) 短期看，电解液价格下降空间不大，且在上游核心原材料 6F 价格趋涨，Q1 溶剂价格大幅上涨情况下，或有上调可能；随着高比能量电池趋势下，公司所具备的差异化及核心添加剂研发能力优势凸显，盈利能力有望提升。
- **投资建议：**公司形成了以电解液和氟化工纵向一体化协同发展，铝电容器化学品稳定增长，半导体化学品逐步拓展的多业务发展布局。

## 六、投资建议

- 从 2018 年业绩及 2019Q1 财报看，新能源汽车产业链业绩结构性分化持续演绎，由 2017 年盈利向上游集中，转向 2018 年上游端价格大幅下降，上游盈利弱化，并向中游锂电池龙头集中。从行业产销看，**2019Q1 抢装产销高增**，1-3 月累计销量 30.4 万辆，我们预期 2019Q2 或仍将处于抢装期，展望全年，2019 年有望实现 160 万销量。
- **短期，建议关注边际变化：**补贴持续退坡下，产业链均面临降价压力，阶段性寻找确定性溢价。**一是竞争格局稳定，价格下降压力不大环节；二是受到补贴影响不大环节。**1) 2019-2020 年处于全球锂电龙头新一轮扩张周期，设备投资先于需求端：推荐先导智能；2) 盈利底部，望逐季改善龙头：璞泰来（负极）；3) 动力电池优质产能仍紧缺，龙头议价能力提升，重点推荐：宁德时代、亿纬锂能；关注：欣旺达；4) 海外供应链渗透加快环节：隔膜、电解液（价稳）；5) **爆款车型**例如“特斯拉 Model3”供应链。
- **中长期看，**新能源汽车产业正逐渐步入高质量 2.0 阶段，全球电动化浪潮下，“整车-动力电池”加速全球化及供应链本土化布局，行业投资逻辑逐渐从“价-量-质”演变。展望后补贴时代，建议从全球供应链本土化视角，关注国内外一流整车厂爆款车供应链、全球锂电巨头供应链（CATL、LG、松下、三星 SDI、SKI 等）。优选竞争格局稳定，未来有望在海外锂电龙头中国本土化率最高、或在海外供应链渗透率最高的锂电材料环节，重点推荐细分环节龙头：动力电池（宁德时代、亿纬锂能）、电解液（新宙邦、天赐材料）、负极材料（璞泰来）、隔膜（恩捷股份、星源材质）、正极材料（当升科技）；围绕国际一流车企及其爆款车型产业链，推荐三花智控、宏发股份。

## 七、附录：新能源汽车细分子行业个股 2018 年及 2019Q1 业绩汇总

图表 43：新能源汽车产业细分子行业个股 2018 年度财务数据汇总（亿元）

细分行业	代码	股票名称	营业收入	营业收入 同比增速	扣非归母 净利润	扣非归母净 利润增速	毛利率 (相关业 务)	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	经营活动现 金流量净额
上游资源	002466.SZ	天齐锂业	62.44	14.2%	18.81	-12.2%	65.25%	14.9%	73.3%	18.75%	36.20
上游资源	002460.SZ	赣锋锂业	50.04	14.2%	12.56	5.2%	39.97%	10.2%	41.0%	28.09%	6.85
上游资源	002497.SZ	雅化集团	30.67	30.0%	1.12	-50.5%	15.90%	21.2%	36.9%	21.53%	2.11
上游资源	300618.SZ	寒锐钴业	27.82	89.9%	7.02	56.2%	47.71%	8.1%	45.0%	16.44%	2.91
上游资源	603799.SH	华友钴业	144.51	49.7%	14.53	-23.4%	34.74%	10.4%	55.9%	10.42%	18.23
正极	300073.SZ	当升科技	32.81	52.0%	3.04	108.7%	16.42%	7.2%	24.9%	33.96%	2.86
正极	835930.OC	杉杉能源	46.68	9.6%	3.71	-27.6%	17.13%	7.1%	29.6%	32.99%	5.00
正极	002340.SZ	格林美	138.78	29.1%	6.57	8.7%	22.01%	11.3%	59.0%	30.13%	9.85
负极	600884.SH	杉杉股份	88.53	7.0%	3.03	-31.3%	17.13%	17.6%	46.6%	39.28%	5.40
负极	835185.OC	贝特瑞	40.09	35.1%	4.14	39.5%	16.06%	12.4%	52.1%	41.40%	1.78
负极材料	603659.SH	璞泰来	33.11	47.2%	4.95	16.1%	33.90%	12.9%	53.1%	35.74%	3.26
锂电设备	300340.SZ	科恒股份	22.02	6.9%	0.50	-51.9%	8.89%	12.1%	60.1%	46.38%	0.42
锂电设备	300450.SZ	先导智能	38.90	78.7%	8.21	59.8%	38.72%	16.8%	59.1%	62.78%	-0.48
锂电设备	300457.SZ	赢合科技	20.87	31.6%	3.02	61.1%	36.95%	14.7%	41.6%	72.09%	0.78
六氟磷酸锂	002407.SZ	多氟多	39.13	4.7%	-0.10	-105.0%	20.32%	18.7%	50.7%	37.74%	4.28
六氟磷酸锂	002759.SZ	天际股份	8.61	0.9%	-3.16	-2061.5%	24.89%	15.4%	14.7%	49.16%	1.01
电解液	002709.SZ	天赐材料	20.80	1.1%	0.10	-96.6%	24.21%	20.6%	39.9%	45.78%	-3.18
电解液	300037.SZ	新宙邦	21.65	19.2%	2.96	11.5%	27.52%	19.2%	35.4%	63.06%	3.52
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	24.57	16.2%	3.18	125.5%	60.00%	13.3%	47.1%	117.64%	1.71
隔膜	300568.SZ	星源材质	5.83	11.9%	1.06	8.8%	48.40%	28.5%	56.8%	68.66%	2.40
隔膜	002108.SZ	沧州明珠	33.25	-5.7%	1.21	-77.5%		9.7%	32.0%	38.53%	1.67
锂电池	002074.SZ	国轩高科	51.27	6.0%	1.91	-63.9%	28.80%	21.1%	58.5%	123.49%	-15.59
锂电池	300014.SZ	亿纬锂能	43.51	45.9%	4.96	81.0%	17.64%	16.5%	63.1%	48.14%	4.34
锂电池	300750.SZ	宁德时代	296.11	48.1%	31.28	31.7%	34.10%	15.8%	52.4%	53.92%	113.16
锂电池	300438.SZ	鹏辉能源	25.69	22.4%	1.93	-13.5%	25.09%	10.4%	53.1%	61.95%	1.28
电机电控及其零部件	300681.SZ	英搏尔	6.55	22.1%	0.43	-46.4%	32.12%	17.1%	47.0%	61.43%	0.23
电机电控及其零部件	300124.SZ	汇川技术	6.55	23.0%	10.51	13.3%	28.46%	25.5%	36.7%	58.12%	4.71
电机电控及其零部件	300745.SZ	欣锐科技	58.74	46.1%	0.57	-26.4%	26.74%	17.7%	38.1%	107.15%	-2.79
电机电控及其零部件	300048.SZ	合康新能	7.17	-10.7%	-2.38	-557.0%		31.2%	43.6%	82.13%	1.18
电机电控及其零部件	002196.SZ	方正电机	12.06	3.5%	-4.41	-701.1%	21.01%	15.1%	31.3%	57.08%	0.39
电机电控及其零部件	002249.SZ	大洋电机	13.64	0.4%	-26.04	-1025.8%	12.23%	16.6%	54.1%	45.29%	7.47
电机电控及其零部件	300484.SZ	蓝海华腾	86.38	-30.6%	0.21	-81.8%	34.82%	30.1%	33.4%	126.31%	-0.06
整车	002594.SZ	比亚迪	4.02	22.8%	5.86	-80.4%	19.78%	12.7%	68.8%	37.89%	125.23
整车	600066.SH	宇通客车	1300.55	-4.4%	17.83	-36.4%	25.72%	17.2%	54.5%	58.25%	25.78
整车	600733.SH	北汽蓝谷	317.46	43.0%	-7.29	-9896.0%	14.52%	15.1%	62.5%	144.97%	-35.54
整车	600418.SH	江淮汽车	164.38	1.9%	-18.77	-1915.5%	7.56%	11.1%	71.1%	9.19%	-34.54

来源：wind，公司公告，中泰证券研究所

备注：毛利率为上市公司新能源汽车相关业务毛利率

图表 44: 新能源汽车产业细分子行业个股: 2019 年 Q1 业绩汇总 (亿元, %)

细分行业	代码	股票名称	营业收入	营业收入同比增速	扣非归母净利润	扣非归母净利润增速	毛利率	毛利率环比 2018Q4 单季度变动	期间费用率 (%)	资产负债率 (%)	经营活动现金流净额
上游资源	002466.SZ	天齐锂业	13.37	-19.9%	0.82	-88%	61%	1.6%	45%	73%	4.55
上游资源	002460.SZ	赣锋锂业	13.30	26.6%	1.50	-43%	21%	-8.7%	9%	40%	2.34
上游资源	002497.SZ	雅化集团	6.49	16.1%	0.26	-17%	26%	-5.2%	19%	39%	0.06
上游资源	300618.SZ	寒锐钴业	5.18	-29.7%	(0.57)	-122%	6%	-9.9%	7%	41%	2.98
上游资源	603799.SH	华友钴业	44.01	28.3%	0.17	-98%	12%	-2.7%	7%	59%	0.56
正极	300073.SZ	当升科技	6.54	-2.5%	0.50	39%	17%	-8.6%	8%	29%	0.66
正极	002340.SZ	格林美	31.42	3.1%	1.39	-11%	19%	-0.4%	12%	60%	-2.85
负极	600884.SH	杉杉股份	20.32	12.1%	0.38	-67%	21%	1.6%	18%	46%	-4.14
负极	835185.OC	贝特瑞	10.13	64.8%	1.10	214%	30%	0.2%	14%	52%	1.49
负极材料	603659.SH	璞泰来	10.29	79.5%	1.14	10%	27%	-2.6%	12%	53%	-1.27
锂电设备	300340.SZ	科恒股份	3.82	-37.2%	0.05	-83%	16%	-2.6%	15%	60%	0.15
锂电设备	300450.SZ	先导智能	8.44	28.5%	1.91	10%	45%	1.7%	23%	57%	-0.57
锂电设备	300457.SZ	赢合科技	4.58	18.7%	0.69	29%	40%	9.8%	17%	44%	0.59
六氟磷酸锂	002407.SZ	多氟多	8.71	2.1%	0.24	-69%	25%	1.0%	20%	54%	-0.94
六氟磷酸锂	002759.SZ	天际股份	1.90	8.4%	0.12	42%	29%	5.0%	18%	14%	-0.34
电解液	002709.SZ	天赐材料	5.44	24.7%	0.26	80%	26%	-0.8%	18%	41%	0.81
电解液	300037.SZ	新宙邦	5.13	14.0%	0.60	54%	34%	-0.2%	19%	34%	1.51
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	6.56	52.3%	1.80	800%	46%	3.9%	11%	50%	-0.76
隔膜	300568.SZ	星源材质	1.62	-5.7%	0.37	-20%	50%	6.3%	23%	60%	0.24
隔膜	002108.SZ	沧州明珠	5.52	-7.8%	0.27	-49%	13%	0.3%	11%	29%	0.10
锂电池	002074.SZ	国轩高科	17.52	65.3%	1.76	33%	30%	16.5%	16%	58%	-2.04
锂电池	300014.SZ	亿纬锂能	10.98	60.5%	1.96	175%	26%	1.7%	20%	62%	1.80
锂电池	300750.SZ	宁德时代	99.82	168.9%	9.16	240%	29%	-6.8%	16%	56%	49.77
锂电池	300438.SZ	鹏辉能源	5.93	52.5%	0.42	32%	22%	1.0%	12%	53%	-0.73
电机电控及其零部件	300681.SZ	英搏尔	0.66	-56.4%	(0.18)	-183%	12%	-9.2%	47%	39%	0.75
电机电控及其零部件	300124.SZ	汇川技术	11.00	12.8%	1.01	-44%	41%	2.3%	31%	34%	0.21
电机电控及其零部件	300745.SZ	欣锐科技	1.60	7.6%	0.11	-6%	18%	-9.3%	16%	39%	0.21
电机电控及其零部件	300048.SZ	合康新能	2.08	-23.5%	0.23	254%	36%	11.6%	36%	43%	0.28
电机电控及其零部件	002196.SZ	方正电机	2.70	-17.1%	0.06	-64%	22%	7.1%	19%	29%	0.17
电机电控及其零部件	002249.SZ	大洋电机	20.86	7.3%	(0.26)	-223%	19%	-0.3%	19%	54%	3.33
电机电控及其零部件	300484.SZ	蓝海华腾	0.62	11.5%	0.01	31%	34%	-0.6%	32%	29%	-0.05
整车	002594.SZ	比亚迪	303.04	22.5%	4.12	225%	19%	2.7%	15%	69%	4.08
整车	600066.SH	宇通客车	48.39	3.9%	2.47	-9%	24%	-3.7%	21%	52%	-17.58
整车	600733.SH	北汽蓝谷	31.27	76.0%	0.21	964%	13%	0.4%	19%	62%	-28.21
整车	600418.SH	江淮汽车	146.33	13.8%	(0.34)	78%	11%	2.2%	10%	72%	0.29

来源: wind, 公司公告, 中泰证券研究所

## 八、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

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。