

新能源汽车

分化仍是主旋律，盈利趋向中游龙头

-新能源汽车产业跟踪 10：新能源车产业链 2019 年中报总结

评级：增持（维持）

分析师：苏晨

执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

分析师：邹玲玲

执业证书编号：S0740517040001

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

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	
璞泰来	50.3	1.37	1.67	2.26	2.85	37	30	22	18	买入
恩捷股份	29.9	0.64	1.07	1.41	1.85	47	28	21	16	增持
宁德时代	72.2	1.54	2.12	2.63	3.17	47	34	27	23	增持
先导智能	30.7	0.84	1.21	1.54	2.01	37	25	20	15	买入
新宙邦	23.8	0.84	0.94	1.24	1.63	28	25	19	15	买入
当升科技	23.0	0.72	0.84	1.15	1.58	32	27	20	15	买入

投资要点

■ **新能源汽车市场回顾**：①**整车端**：2019H1 补贴退坡，行业抢装，2019 年 1-7 月新能源汽车累计销量 69.87 万辆 (YOY43.5%)，车型升级明显，A 级车占比达 53% (A00 级车占比降至 27%)；②**锂电中游及上游环节竞争格局**：动力电池和湿法隔膜一超多强，CATL 占比提升至 45%+；湿法隔膜恩捷 41.5%，负极人造石墨杉杉 (22.2%)、紫宸 (22%)、凯金 (21%) 份额均提升，天然石墨贝特瑞大幅提升 (从 57%提升至 70%)；电解液格局较稳定；三元正极格局初显前四份额均小幅提升 1%；LFP 正极德方纳米 (27.83%，提升 3.8%)；③**价格**：上半年钴锂资源价格大幅下降；据 GGII，各环节产品价格 Q2 环比 Q1 有所下降分别为动力电池 (约-8%)、三元正极 (-6%)；LFP 正极 (-11%)、负极 (-1%至-2%)、电解液 (-1%至-2%)。

■ **行业分化仍为主旋律，龙头强者恒强**：1) **行业整体营收** 1944.3 亿元 (YOY+26.49%)；剔除整车，营收为 827.8 亿元 (YOY+29.69%)。扣非归母净利润为 74.49 亿元 (YOY-6.17%)；剔除整车环节，扣非净利润 62.46 亿 (YOY-26.82%)；2) **细分子行业看**：由于竞争格局不同，上游原材料波动导致盈利弱化，中游锂电池及部分材料盈利提升，产业结构性分化严重，扩产集中在头部企业，龙头效应愈发显著。

①**营收增速排序看**：锂电池 (88.00%) > 整车 (24.22%) > 钴资源 (21.00%) > 负极 (20.47%) > 电解液 (17.96%) > 电机电控及其零部件 (13.59%) > 隔膜 (12.54%) > 六氟磷酸锂 (11.86%) > 锂电设备 (4.52%) > 锂资源 (-0.03%) > 正极 (-1.33%)；

②**扣非归母净利润绝对额排序**：锂电池 (27.30 亿) > 整车 (12.03 亿) > 锂电设备 (7.41 亿) > 正极 (7.21 亿) > 负极 (6.15 亿) > 锂资源 (6.04 亿) > 电机电控 (5.13 亿) > 隔膜 (5.12 亿) > 电解液 (1.79 亿) > 六氟磷酸锂 (0.70 亿) > 钴资源 (-1.19 亿)；③**扣非归母增速排序看**：整车 (301.62%) > 锂电池 (124.68%) > 电解液 (59.64%) > 隔膜 (23.16%) > 锂电设备 (15.03%) > 负极 (-1.95%) > 正极 (-19.33%) > 电机电控及其零部件 (-27.60%) > 六氟磷酸锂 (-53.66%) > 锂资源 (-71.31%) > 钴资源 (-105.88%)。

■ **行业整体毛利率呈下降趋势，上游资源毛利率下滑较大，电解液毛利率企稳**。2019H1 细分子行业毛利率由高至低依次为 (剔除非新能源汽车业务影响)：隔膜 (46.74%) > 锂电设备 (40.77%) > 锂资源 (34.64%) > 负极 (28.15%) > 锂电池 (26.05%) > 电解液 (25.92%) > 正极 (20.62%) > 六氟磷酸锂 (18.67%) > 电机电控 (16.70%) > 整车 (15.67%) > 钴资源 (8.15%)；**部分环节毛利率环比降低**，钴资源 (-15.8%)、锂资源 (-8.1%)、锂电池 (-5.7%)、负极 (-4.8%)、整车 (-4.6%)、六氟磷酸锂 (-3.5%)、隔膜 (-1.5%)、电解液 (-0.5%)、电机电控等 (-0.4%)。同时，正极 (1.2%)、锂电设备 (6.8%) 环节毛利率环比上升。

■ **营运能力提升，现金流改善明显，行业龙头积极扩产期**：2019H1 经营活动现金流净额 48.42 亿元 (YOY+ 208.76%)，剔除整车后为 117.25 亿，主要由 CATL 贡献，锂电设备、隔膜、电解液领域现金流均大幅好转；行业应收款项同比增长 20.85%低于营收增速；**投资活动现金流净额看普遍为负**，其中，整车 (-156 亿)、锂电池 (-52 亿)、锂资源 (-36 亿)、钴资源 (-29.4 亿)、隔膜 (-17.2 亿)、负极 (-15.5 亿) 等企业投资活动频繁且数额较大。

■ **研发持续高增**：2019H1 研发费用 (不含整车) 共 44.23 亿元，同比增长 37.88%，保持高增。行业整体研发占比达 5.34%，同比有所提升。各细分行业研发投入差异较大，研发占比看，电机电控\锂电设备\锂电池\电解液分别为：10.57%\6.81%\5.98%\5.43%。

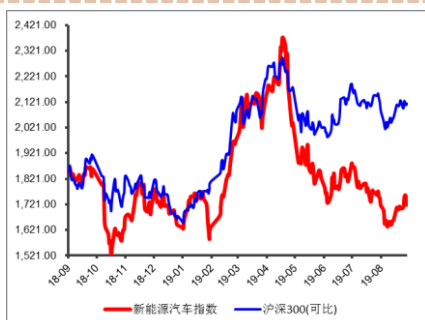
■ **投资建议**：全球电动化浪潮下，核心围绕国内外一流整车厂爆款车供应链、全球锂电巨头供应链投资，短期 8 月行业企稳，电动车中长期底部企稳，建议积极关注。**重点推荐优质龙头**：恩捷股份、璞泰来、亿纬锂能、宁德时代、先导智能、新宙邦、三花智控、宏发股份、麦格米特、旭升股份、赢合科技、卧龙电驱等；

■ **风险提示**：新能源汽车销量不及预期，政策大幅变动，竞争加剧导致产品价格下跌风险

基本状况

上市公司数	63
行业总市值(百万元)	1575961
行业流通市值(百万元)	1275008

行业-市场走势对比



相关报告

## 内容目录

一、新能源汽车市场回顾 .....	- 4 -
1.1 整车：2019H1 行业抢装产销两旺，车型持续升级 .....	- 4 -
1.2 中游：分化持续，龙头强者恒强 .....	- 5 -
1.3 上游资源：钴、锂资源下跌，钴价底部企稳 .....	- 9 -
二、分析范围及方法 .....	- 10 -
三、2019H1 财报总结：分化仍是主旋律，盈利集中锂电池龙头 .....	- 11 -
3.1 行业整体：抢装效应下，营收保持高增 .....	- 11 -
3.2 细分子行业：上游资源价格下降承压，锂电池龙头议价权提升 .....	- 13 -
3.2.1 盈利能力分化，集中于锂电池端 .....	- 13 -
3.2.2 营运能力提升，龙头现金流有所好转 .....	- 17 -
四、重点细分龙头分析 .....	- 21 -
五、投资建议 .....	- 28 -
六、风险提示 .....	- 28 -
七、附录：新能源汽车细分子行业个股 2019H1 业绩汇总 .....	- 29 -

## 图表目录

图表 1：新能源车单月销量（万辆） .....	- 4 -
图表 2：新能源车累计销量（万辆） .....	- 4 -
图表 3：新能源乘用车月度销量情况（万辆） .....	- 4 -
图表 4：新能源商用车月度销量情况（万辆） .....	- 4 -
图表 5：新能源乘用车不同车型销量（万辆） .....	- 5 -
图表 6：锂电池及材料出货/市场集中度/等基本面信息汇总表 .....	- 5 -
图表 7：2018-2019 年月度动力电池装机量（GWh） .....	- 6 -
图表 8：2019 年 1-7 月动力电池厂 TOP5 装机量（GWh） .....	- 7 -
图表 9：动力电池价格（元/wh） .....	- 7 -
图表 10：三元材料均价（万元/吨） .....	- 8 -
图表 11：正极材料均价（万元/吨） .....	- 8 -
图表 12：负极材料均价（万元/吨） .....	- 8 -
图表 13：天然石墨/人造季度均价（万元/吨） .....	- 8 -
图表 14：六氟磷酸锂均价（万元/吨） .....	- 8 -
图表 15：锂电隔膜均价（元/平米） .....	- 8 -
图表 16：钴 MB 报价走势（美元/磅） .....	- 9 -
图表 17：锂盐报价（万元/吨） .....	- 9 -

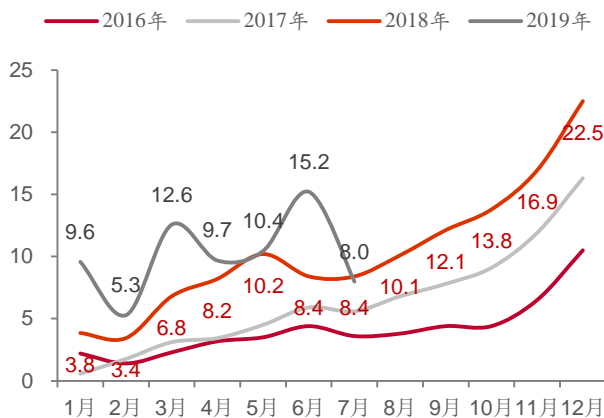
图表 18: 2019H1 财报分析标的公司 .....	- 10 -
图表 19: 2019H1 年新能源汽车板块细分子行业财务指标汇总表.....	- 11 -
图表 20: 历年新能源汽车板块营收及增速 (亿元) .....	- 12 -
图表 21: 半年度营收及增速 (亿元) .....	- 12 -
图表 22: 历年新能源汽车扣非归母净利润及增速 (亿元) .....	- 12 -
图表 23: 半年度扣非归母净利润及增速 (单位: 亿元) .....	- 12 -
图表 24: 行业期间费用及费率 (亿元, 含整车) .....	- 12 -
图表 25: 行业期间费用及费率 (亿元, 不含整车) .....	- 12 -
图表 26: 2019H1 细分子行业营业收入 (亿元) .....	- 13 -
图表 27: 2019H1 细分子行业营收同比增速 .....	- 13 -
图表 28: 2019H1 半年度扣非归母净利润 (亿元) .....	- 14 -
图表 29: 2019H1 扣非归母净利润同比增速 .....	- 14 -
图表 30: 细分子行业历年扣非归母净利润及增速 (亿元) .....	- 14 -
图表 31: 细分子行业 2019H1 毛利率.....	- 15 -
图表 32: 细分子行业 2017-2019H1 毛利率及变化 .....	- 16 -
图表 33: 细分行业内上市公司 2019H1 毛利率水平.....	- 16 -
图表 34: 应收账款增速与营收增速对比: 营运能力提升 .....	- 17 -
图表 35: 2019H1 子行业应收款项及同比增速 (亿元) .....	- 17 -
图表 36: 2019H1 子行业应收款项/营业收入 (%) .....	- 17 -
图表 37: 细分子行业存货及同比变动 (亿元, %) .....	- 18 -
图表 38: 2019H1 子行业经营性现金流净额 (亿元) .....	- 18 -
图表 39: 2019H1 子行业投资性现金流净额 (亿元) .....	- 18 -
图表 40: 2019H1 在建工程及同比增速 (亿元) .....	- 19 -
图表 41: 2019H1 固定资产及同比增速 (亿元) .....	- 19 -
图表 42: 历年新能源汽车板块研发费用及增速 (单位: 亿元) .....	- 19 -
图表 43: 2019H1 细分子行业研发费用 (单位: 亿元) .....	- 20 -
图表 44: 2019H1 细分子行业研发费用/营业收入 .....	- 20 -
图表 45: 新能源汽车产业链上市公司研发投入排名 (亿元) .....	- 20 -
图表 46: 新能源汽车产业细分子行业个股 2019 年上半年业绩汇总 (亿元) ..	- 29 -

## 一、新能源汽车市场回顾

### 1.1 整车：2019H1 行业抢装产销两旺，车型持续升级

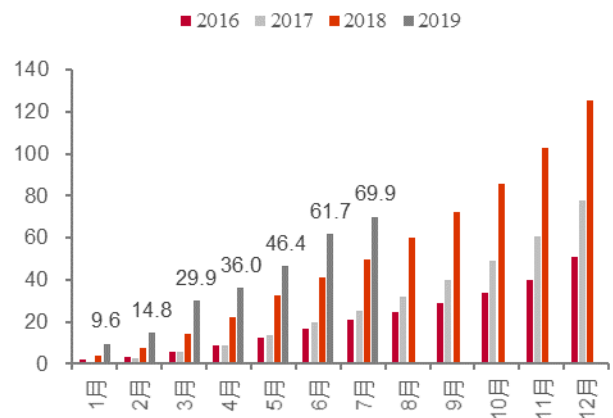
- 2019年1-7月累计销量69.87万，呈现抢装效应。**据中汽协，2019年1-7月，我国新能源汽车产销量分别为70.06/69.87万辆，同比分别+41.7%/+43.5%；1) 新能源乘用车销量64.2万，同比+49.1%；其中纯电动/插电混分别销量49.3万/14.9万，分别同比+57.8%/+26.0%；2) 新能源商用车销量合计6.6万辆，其中纯电动/插电商用车销量分别为6.2万/0.3万辆，分别同比+3.0%/-10.0%。由于2019年1-3月沿用2018年补贴政策，3月-6月设置补贴过渡期，在两个时间段分别呈现出抢装效应。过渡期后，7月单月销量环比下滑-47.5%。

图表 1: 新能源车单月销量 (万辆)



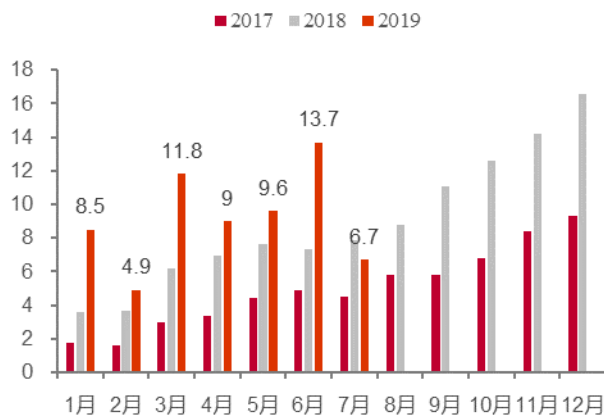
来源：中汽协，中泰证券研究所

图表 2: 新能源车累计销量 (万辆)



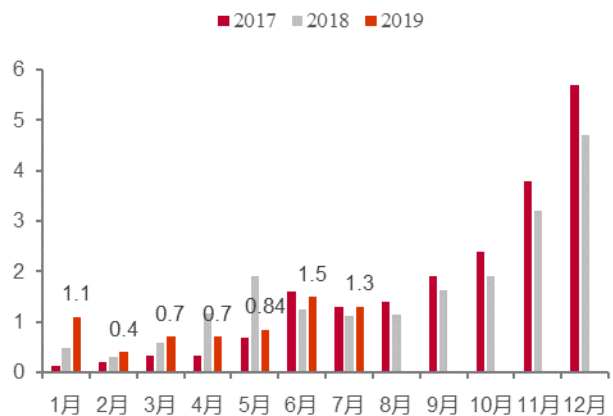
来源：中汽协，中泰证券研究所

图表 3: 新能源乘用车月度销量情况 (万辆)



来源：中汽协，中泰证券研究所

图表 4: 新能源商用汽车月度销量情况 (万辆)



来源：中汽协，中泰证券研究所

- 乘用车车型显著升级，A级车占比提升至50%。**据乘联会，2019年1-7月累计销量64.38万辆，同比+54%。其中，A级车销量26.68万，累计同比+226%。占比提升至53%（2018年为25%），A00级车销量13.83万辆，同比-20%，占比下降至27%（18年为37%）；A0级及以上新能源车累计同比增长显著，车型结构升级明显，主要系：其一，消费者需求升级；其二，补贴倾向于补贴续航里程更高车型；

图表 5: 新能源乘用车不同车型销量(万辆)

车型		19-7月	同比	环比	占比	19年累计	累计同比	累计占比	18年
纯电动	A00	2.15	2%	-36%	66%	13.83	-20%	27%	37.07
	A0	0.20	-16%	-54%	6%	8.67	104%	17%	12.39
	A	0.90	26%	-64%	28%	26.68	226%	53%	24.97
	B	0.01	1003%	7%	0%	0.80	871%	2%	0.25
	C	0.00	-66%	5%	0%	0.73	436%	1%	1.30
纯电动合计		3.26	9%	-54%	76%	50.72	69%	79%	75.98
插电混动	A0	0.00		-45%	0%	0.11		1%	0.00
	A	0.84	-34%	-7%	80%	7.26	-28%	53%	18.06
	B	0.21	-40%	-42%	20%	4.91	291%	36%	5.95
	C	0.00	78%	10%	0%	1.39	177%	10%	1.61
插电混动合计		1.05	-6%	-16%	24%	13.66	15%	21%	25.62
新能源乘用车		4.31	86%	-48%	100%	64.38	54%	100%	101.60

来源: 乘联会, 中泰证券研究所

## 1.2 中游: 分化持续, 龙头强者恒强

图表 6: 锂电池及材料出货/市场集中度/等基本面信息汇总表

细分子行业	毛利率				2019年H1市场集中度			2018市场集中度			2017市场集中度			
	2019H1	2018H2	2018H1	2017	集中度	CR5企业	市占率	集中度	CR5企业	市占率	集中度	CR5企业		
锂动力电池	26.1%	31.7%	30.4%	34.4%	CR3:74.6% CR5:79.35%	CATL	44.82%	CR3:66.86% CR5:74.04%	宁德时代	41.2%	CR3:51.53% CR5:61.6%	宁德时代	29.4%	
						比亚迪	24.11%		比亚迪	20.3%		比亚迪	16.1%	
						国轩高科	5.67%		国轩高科	5.3%		沃特玛	6.0%	
						力神	2.58%		力神	3.7%		国轩高科	5.7%	
						孚能科技	2.17%		孚能科技	3.6%		国轩高科	5.7%	
正极材料	21.0%	19.4%	20.5%	22.7%	CR3:59.74% CR5:69.20%	德方纳米	27.83%	CR3:43.3% CR5:55.8%	德方纳米	24.0%	CR3:40.3% CR5:50.0%	贝特瑞	16.9%	
						贝特瑞	20.41%		贵州安达	9.9%		湖南升华	14.7%	
						北大先行	11.50%		北大先行	9.4%		北大先行	8.7%	
						贵州安达	6.68%		贝特瑞	9.1%		斯特兰	5.0%	
	NCM正极	21.0%	19.4%	20.5%	22.7%	CR3:35.57% CR5:53.87%	天津斯特兰	2.78%	CR3:30.5% CR5:47.1%	天津斯特兰	3.4%	CR3:33.5% CR5:49.4%	德方纳米	4.7%
							长远锂科	11.89%		长远锂科	10.3%		宁波容百	12.9%
							容百锂电	11.84%		宁波容百	10.2%		长远锂科	11.0%
							振华新材料	11.84%		当升科技	9.9%		湖南杉杉	9.6%
负极材料	27.7%	33.0%	29.2%	32.7%	CR3:65.14% CR5:78.45%	上海杉杉	22.19%	CR3:61% CR5:76%	江西紫宸	24.4%	CR3:60% CR5:70%	江西紫宸	28%	
						江西紫宸	21.54%		东莞凯金	18.9%		上海杉杉	23%	
						东莞凯金	21.41%		上海杉杉	17.9%		深圳斯诺	10%	
						贝特瑞	7.83%		贝特瑞	9.0%		贝特瑞	7%	
						翔丰华	5.48%		长沙星城	6.2%		翔丰华	3%	
	天然石墨	27.7%	33.0%	29.2%	32.7%	CR3:81.08% CR5:88.72%	贝特瑞	69.79%	CR3:79% CR5:91%	贝特瑞	57.1%	CR3:75% CR5:86%	贝特瑞	52%
							江西正拓	5.73%		上海杉杉	15.2%		上海杉杉	15%
							上海杉杉	5.56%		长沙星城	7.0%		江西正拓	7%
							翔丰华	3.99%		江西正拓	5.8%		翔丰华	6%
							长沙星城	3.65%		翔丰华	5.6%		长沙星城	5%
隔膜	43.0%	48.3%	48.9%	57.3%	CR3:63.75% CR5:72.05%	上海恩捷	41.47%	CR3:55.2% CR5:64.3%	上海恩捷	36.0%	CR3:62.8% CR5:74.9%	上海恩捷	25.6%	
						苏州捷力	15.17%		苏州捷力	11.5%		苏州捷力	20.5%	
						星源材质	7.11%		中锂	7.7%		中锂	16.7%	
						辽源鸿图	4.15%		沧州明珠	4.9%		重庆纽米	6.3%	
	干法	43.0%	48.3%	48.9%	57.3%	CR3:52.59% CR5:72.72%	长园中锂	4.15%	CR3:51.6% CR5:72.8%	鸿图	4.2%	CR3:41.1% CR5:54.1%	金辉高科	5.8%
							星源材质	29.22%		星源材质	22.5%		星源材质	20.2%
							惠强能源	12.01%		中兴新材	16.3%		沧州明珠	11.6%
							中兴新材	11.36%		惠强能源	12.8%		河南义腾	9.3%
电解液(动力)	27.0%	26.4%	24.8%	36.2%	CR3:56.99% CR5:72.86%	沧州明珠	10.71%	CR3:60.3% CR5:69.4%	沧州明珠	12.4%	CR3:49.5% CR5:64.2%	中科科技	9.0%	
						中科科技	9.42%		中科科技	8.8%		重庆纽米	4.0%	
						天赐材料	28.11%		天赐材料	28.8%		天赐(含凯欣)	28.2%	
						新宙邦	18.20%		新宙邦	18.4%		江苏国泰	15.0%	
						国泰华荣	10.68%		国泰华荣	13.1%		深圳新宙邦	14.3%	
珠海赛纬	27.0%	26.4%	24.8%	36.2%	CR3:56.99% CR5:72.86%	东莞杉杉	9.50%	CR3:60.3% CR5:69.4%	汕头金光	4.8%	CR3:49.5% CR5:64.2%	珠海赛纬	6.7%	
						珠海赛纬	6.37%		东莞杉杉	4.3%		星河昆仑	6.6%	

来源: 公司公告, 高工锂电, 中泰证券研究所

- 近几年, 国内新能源汽车产业发展迅猛、新能源汽车补贴政策也在不断调整, 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,2019 年上半年,锂电池中游主要呈现出如下特点:**

**1) 竞争格局:锂电池及其材料龙头份额 CR3 持续集中。**

①**锂电池:**呈现出一超多强格局,宁德时代份额从 2018 年 41%提升至 2019 年上半年 45%(GGII);

②**湿法隔膜:**上海恩捷,市占率从 18 年 36%提升至 41.47%;

③**负极材料:**人造石墨江西紫宸(21.54%)、东莞凯金(21.41%)份额持续提升;天然石墨,贝特瑞从 57.1%提升至 69.8%(预计与供应松下有关);

④**正极材料环节:**LFP 正极以德方纳米(占比 27.8%,提升 3.8%)、贝特瑞份额上升较快(从 9%提升至 20.41%);三元正极材料竞争格局目前仍较为分散,出货量前四名均占比约 11%左右,提升 1-2 个百分点,但有集中化趋势。

⑤**电解液:**动力用电解液竞争格局较为稳定,前三以天赐、新宙邦、江苏国泰为主。其中杉杉进步明显,份额从 4.3%提升至 9.5%;

**2) 产业链盈利:**在补贴持续退坡,全产业链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 2019 年上半年毛利率相比 2018 年 H1 大部分有所下滑(动力电池、负极、隔膜等),其中正极材料、电解液毛利率有企稳回升。

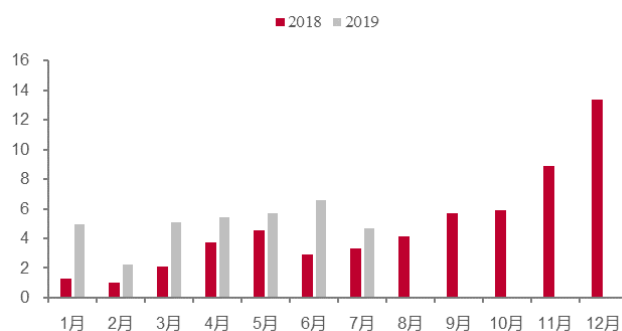
**3) 政策:**由于补贴政策影响,2019 年上半年,产业的生产周期呈现出抢装周期,同比 2018H1 年产销大幅增长。

**4) 上游资源钴、锂:**价格由于供需关系价格大幅下降,MB 钴上半年下降 94%,碳酸锂价格下降 27%。

**(1) 动力电池端:宁德时代市场份额持续提升**

- **1-7 月动力电池累计装机 34.7GWh,同比大增。**据真锂研究,2019 年 1-7 月累计装机为 34.7GWh,同比+83.0%,装机同比高增长主要系:其一,下游新能源车销量抢装带动电池装机提升;其二,车型升级趋势下,单车带电量提升。从市场份额看,1-7 月 CR3 装机量 26.45GWh,市占率 76.2%;CR5 装机量 28.06GWh,市占率 80.8%,市场集中度持续提升。从电池厂排名来看,1-7 月动力电池累计装机前三为宁德时代/比亚迪/国轩高科,分别装机 16.53/8.02/1.90GWh,市占率分别为 47.6%/23.1%/5.5%,其中宁德时代份额持续提升(2018 年占比 40%),独占鳌头。

**图表 7: 2018-2019 年月度动力电池装机量 (GWh)**

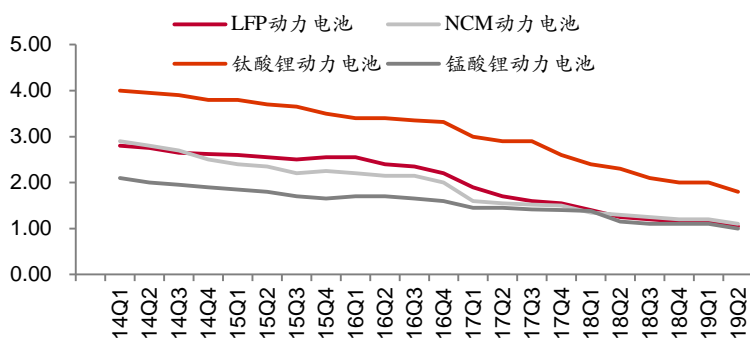


来源:真锂研究,中泰证券研究所

**图表 8: 2019 年 1-7 月动力电池厂 TOP5 装机量 (GWh)**

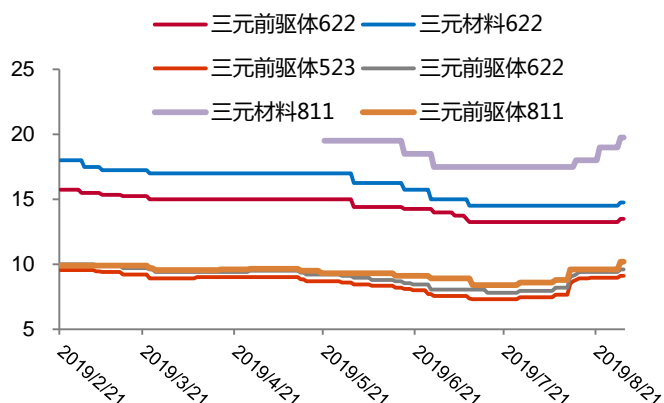
排名	电池企业	19 年累计	累计市占率	18 年 TOP5 市占率
1	CATL	16.53	47.6%	44.40%
2	比亚迪	8.02	23.1%	21.90%
3	国轩高科	1.90	5.5%	4.3% (力神)
4	力神	0.85	2.5%	3.5% (国轩高科)
5	亿纬锂能	0.76	2.2%	2.3% (比克)
合计		28.06	80.8%	76.4%

来源: 真锂研究, 中泰证券研究所

**图表 9: 动力电池价格 (元/wh)**


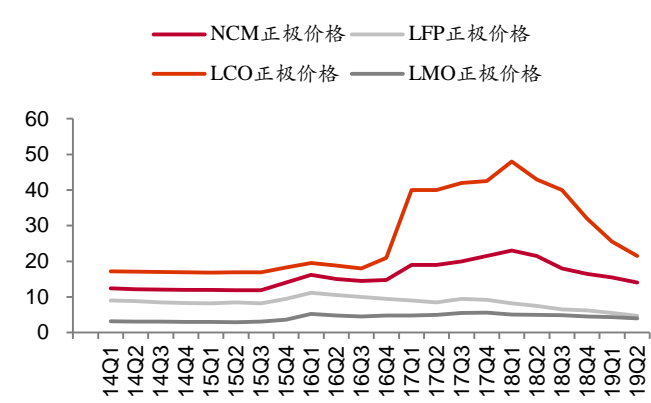
来源: GGII, 中泰证券研究所

图表 10: 三元材料均价 (万元/吨)



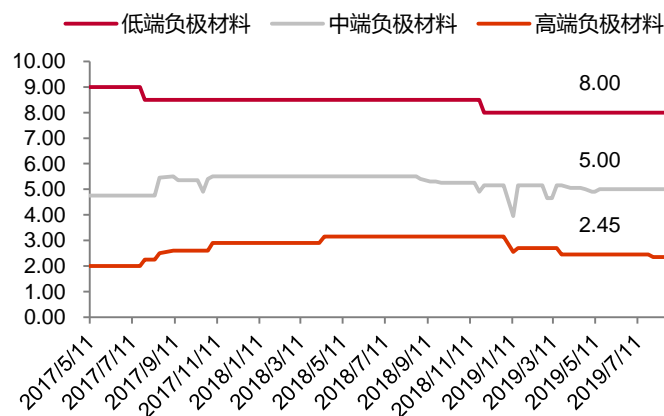
来源: 中华商务网, 中泰证券研究所

图表 11: 正极材料均价 (万元/吨)



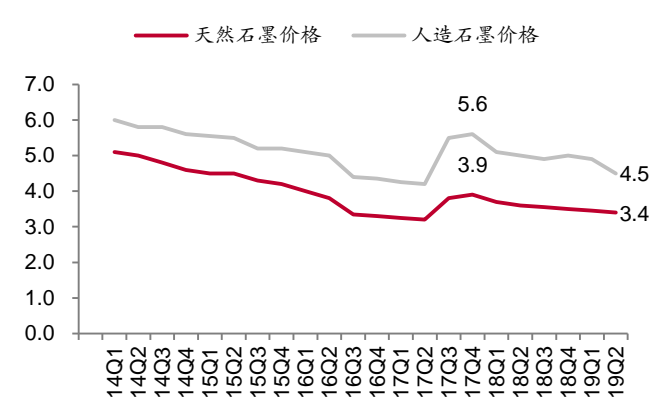
来源: GGII, 中泰证券研究所

图表 12: 负极材料均价 (万元/吨)



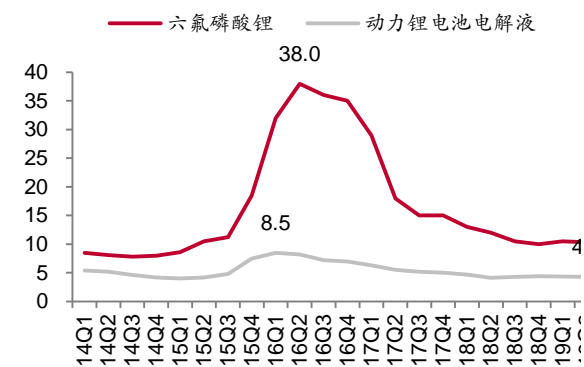
来源: 中国化学与物理电源行业协会, 中泰证券研究所

图表 13: 天然石墨/人造季度均价 (万元/吨)



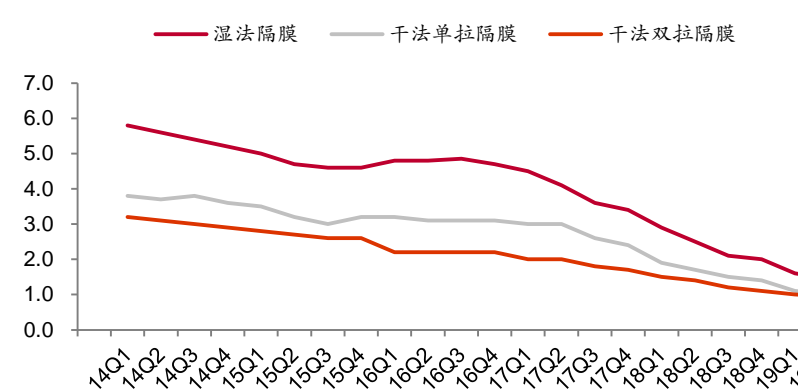
来源: GGII, 中泰证券研究所

图表 14: 六氟磷酸锂均价 (万元/吨)



来源: GGII, 中泰证券研究所

图表 15: 锂电隔膜均价 (元/平米)



来源: GGII, 中泰证券研究所



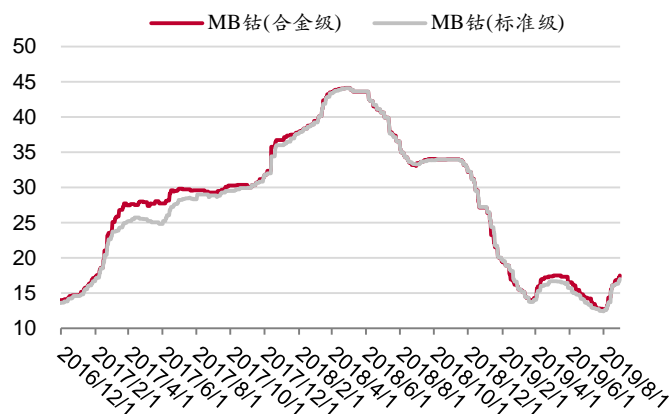
### 1.3 上游资源：钴、锂资源下跌，钴价底部企稳

- **钴资源价格触底企稳。** 1) 2019.1.1~2019.6.28, MB 钴标准级均价从 27.25 美元/磅下跌至 13.65 美元/磅, **整体跌幅达 50%**。自 8 月 7 日起, 钴价格开始企稳反弹, 8 月 6 日-8 月 3 日, MB 标准级钴均价为 12.7-17.5 美元/磅报价, 涨幅达 **+37.8%**, **钴价格短期企稳回升。**

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; 供给端, 2019 年上半年钴仍处于供给过剩阶段, 短期钴价企稳反弹, 主要是嘉能可宣布减产, 其将从 2019 年年底开始暂停全球最大铜钴矿 Mutanda 生产 (18 年产钴 2.73 万吨, 占比 20.8%), 从供给端减少钴出货量, 改善 2020 年后钴供给过剩局面。

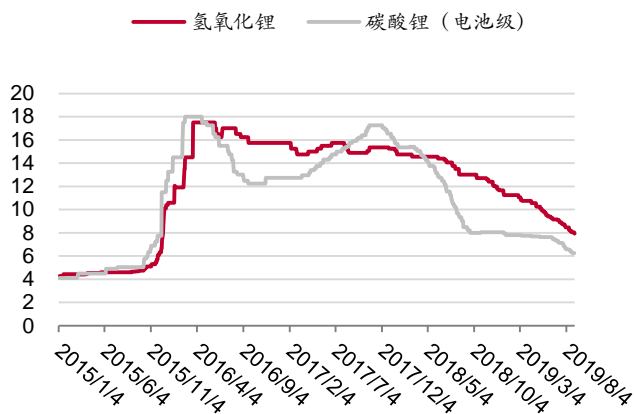
- **碳酸锂价格上半年下降 27%。** 2019.1.1~2019.6.30 氢氧化锂/碳酸锂(电池级) **下跌** 分别达 **27.3%/9.5%**。下跌主要系供大于求, 盐湖锂及锂盐厂商产能逐步释放, 导致供给过剩, 价格下跌。

图表 16: 钴 MB 报价走势 (美元/磅)



来源: MB 英国金属导报, 中泰证券研究所

图表 17: 锂盐报价 (万元/吨)



来源: 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 2019 年半年度财报进行总结分析,分析的对象精选了新能源汽车板块的 35 家上市公司,包括 2 家科创板公司(杭可科技、容百科技)、2 家新三板公司(贝特瑞、杉杉能源)。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,新能源汽车补贴政策在 2019 年上半年有所调整,2019.1.1-2019.3.25 延续 2018 年补贴政策、2019.3.26-6.26 为补贴过渡期;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(经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额、融资活动现金流量净额、应收账款与应收票据等);
  - ③研发投入(研发增速、研发占比等)

**图表 18: 2019H1 财报分析标的公司**

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	六氟磷酸锂	002407.SZ	多氟多
	002460.SZ	赣锋锂业		隔膜	002812.SZ
钴资源	002497.SZ	雅化集团	300568.SZ		星源材质
	300618.SZ	寒锐钴业	002108.SZ		沧州明珠
	603799.SH	华友**	锂电池	002074.SZ	国轩高科
正极	300073.SZ	当升科技		300014.SZ	亿纬锂能
	835930.OC	杉杉能源		300750.SZ	宁德时代
	002340.SZ	格林美		300438.SZ	鹏辉能源
	688005.SH	容百科技	300681.SZ	英搏尔	
负极	600664.SH	杉杉股份(含正极)	电机电控及其零部件	300124.SZ	汇川技术
	835185.OC	贝特瑞		002851.SZ	麦格米特
	603659.SH	璞泰来		002196.SZ	方正电机
锂电设备	300340.SZ	科恒股份		002249.SZ	大洋电机
	300450.SZ	先导智能	整车	002594.SZ	比亚迪
	300457.SZ	赢合科技		600066.SH	宇通客车
	688006.SH	杭可科技		000957.SZ	中通客车
电解液	002709.SZ	天赐材料		600418.SH	江淮汽车
	300037.SZ	新宙邦	合计		35

来源: wind, 中泰证券研究所

备注: 正极材料中, 年报及半年报分析采用的杉杉能源(三板)数据;

### 三、2019H1 财报总结：分化仍是主旋律，盈利集中锂电池龙头

#### 3.1 行业整体：抢装效应下，营收保持高增

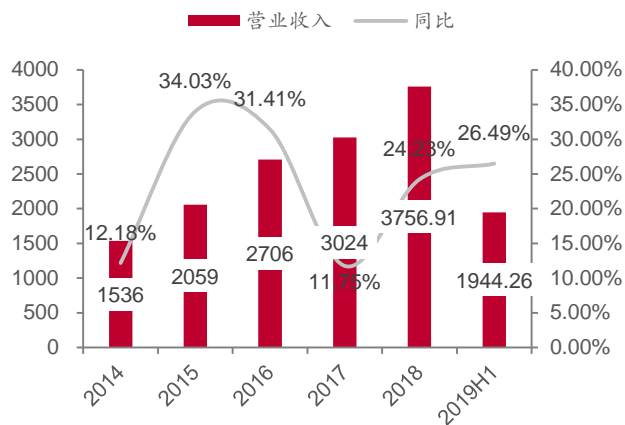
##### ■ 补贴过渡期抢装效应，盈利同比增长较好，现金流压力仍存

- 1) 2019年上半年,新能源汽车板块整体营收1944.3亿元,同比增长26.49% (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827.8亿元,同比增长29.69%。
- 2) 从扣非归母净利润看,2019年上半年板块整体为76.63亿元,同比下滑4.78%;剔除整车环节,扣非净利润为64.6亿,同比下滑25.27%;
- 3) 毛利率看:仅正极、锂电设备有所提升外,其余各环节均有所下滑。新能源汽车整体毛利率为19.71%;环比减少4.19pct;不含整车的毛利率为25.38%,环比较少4.06个pct。(毛利率剔除非相关业务影响);
- 4) 整体ROE为7.76%,环比增加0.49个pct。
- 5) 板块整体(含整车)期间费用率为14.15%,同比增加1.30pct;剔除整车后,期间费用率为15.67%,同比增长0.64个pct,其中锂电池板块费率同比下滑,规模效应显现;锂资源(天齐锂业财务费用大增)、锂电设备等环节,由于资金压力大,财务费用提升明显带动期间费用增加。
- 6) 行业整体经营活动现金净额48.42亿元,主要系动力电池端宁德时代贡献,整车环节现金流压力较大;
- 7) 行业应收款项同比增长20.85%;存货净额同比增长18.07%,应收款项占比营收达99%,其中多个行业均超100%,行业营运管理能力仍然较弱。

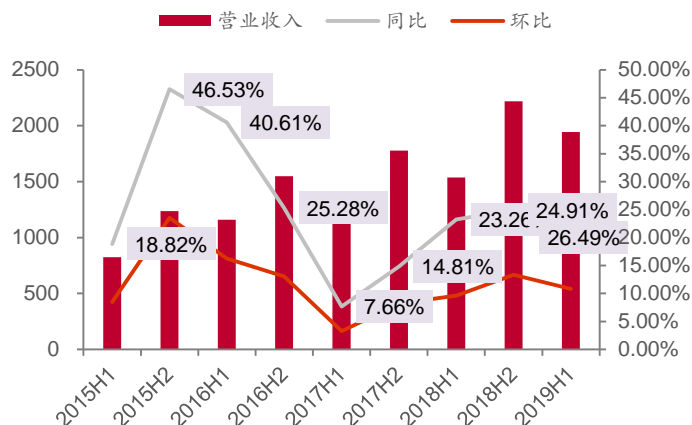
图表 19: 2019H1 年新能源汽车板块细分子行业财务指标汇总表

2019H1 综述	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	毛利率	毛利率环比 2018H2变动	ROE	期间费用率	期间费用率同比变动 pct	经营活动现金流净额 (亿)	资产负债率	应收款项占比营收
	锂资源	69.8	-0.03%	6.04	-71.31%	34.64%	-8.05%	8.28%	25.48%	14.10%	11.47	65.29%	38.85%
	钴资源	100.3	21.00%	(1.19)	-105.88%	8.15%	-15.80%	-0.88%	7.50%	-2.71%	13.76	54.99%	20.26%
	正极	93.3	-1.33%	7.21	-19.33%	20.62%	1.23%	7.80%	11.62%	0.23%	-0.86	48.42%	76.98%
	负极	86.7	20.47%	6.15	-1.95%	28.15%	-4.84%	8.12%	15.59%	0.67%	-0.26	25.15%	81.51%
	隔膜	25.6	12.54%	5.12	23.16%	46.74%	-1.53%	14.97%	15.53%	4.67%	4.33	49.83%	134.42%
	电解液	22.7	17.96%	1.79	59.64%	25.92%	-0.50%	5.94%	19.70%	-0.14%	3.07	39.43%	111.09%
	六氟磷酸锂	23.5	11.86%	0.70	-53.66%	18.67%	-3.49%	20.15%	17.14%	-1.41%	-3.08	35.19%	96.55%
	锂电池	278.5	88.00%	27.30	124.68%	26.05%	-5.68%	11.96%	14.66%	-3.32%	74.65	57.10%	136.83%
	锂电设备	43.1	4.52%	7.41	15.03%	40.77%	6.85%	13.36%	18.32%	5.49%	4.08	54.42%	134.80%
	整车	1116.4	24.22%	12.03	301.62%	15.67%	-4.55%	4.72%	13.02%	1.73%	-68.83	67.31%	101.38%
	电机电控等	103.4	13.59%	5.13	-27.60%	16.70%	-0.44%	8.60%	19.43%	0.59%	7.41	43.46%	111.89%
	行业整体	1944.3	26.49%	76.63	-4.78%	19.71%	-4.19%	7.76%	14.15%	1.30%	48.42	58.53%	99.07%
	行业整体 (不含整车)	827.8	29.69%	64.60	-25.27%	25.38%	-4.06%		15.67%	0.64%			

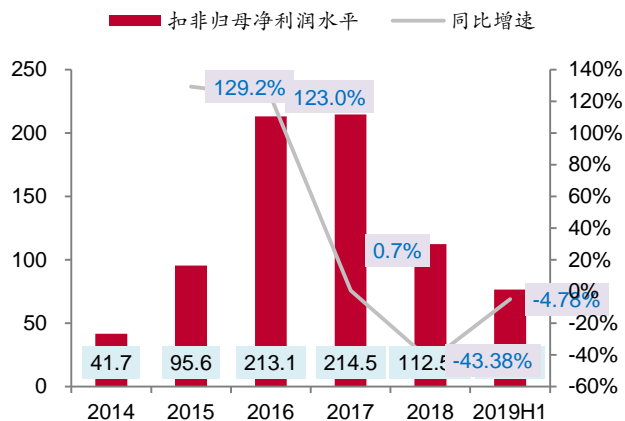
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 20: 历年新能源汽车板块营收及增速 (亿元)**


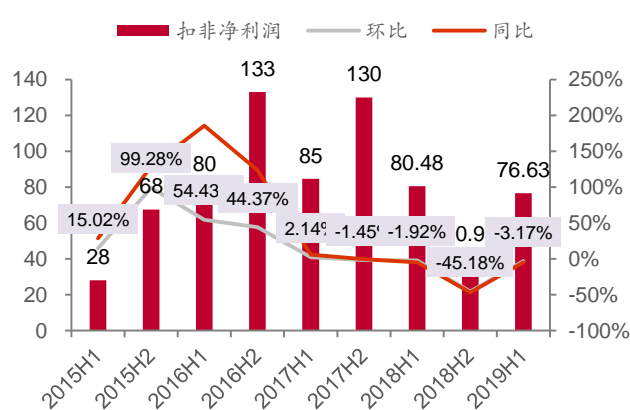
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 21: 半年度营收及增速 (亿元)**


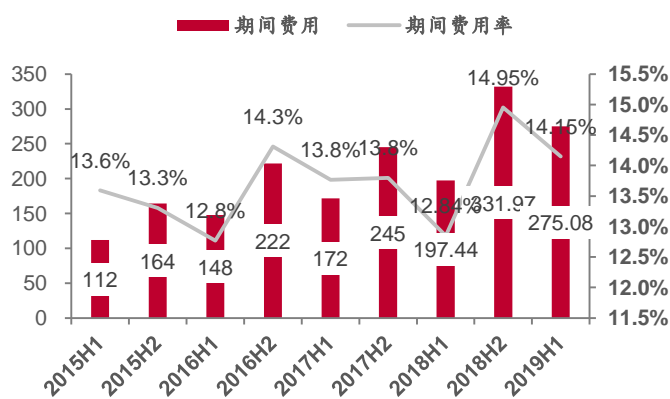
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 22: 历年新能源汽车扣非归母净利润及增速 (亿元)**


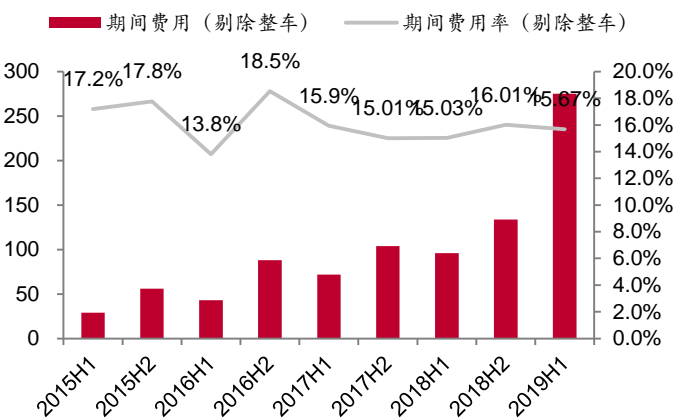
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 23: 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 24: 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 25: 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：营收保持较好增速，但净利润下滑，行业整体盈利承压。** 1) 行业营收增速同比高增长，主要系补贴退坡将于6月25日实施，新能源车企抢装，销量同比大幅增长，带来电池装机同比高增。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，产业链整体承担产品价格下降压力；其二，从供需层面，上游钴锂资源端价格大幅下降，导致其盈利同比大幅下滑；中游锂电及其材料龙头强者恒强，份额持续提升，分化加剧，呈现出强者恒强，龙头盈利能力提升，非龙头业绩下滑情况。

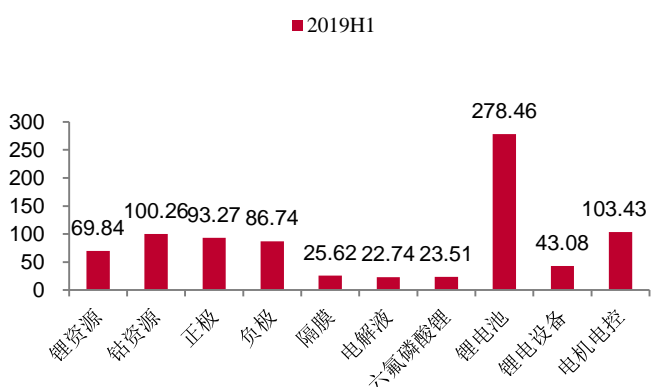
### 3.2 细分子行业：上游资源价格下降承压，锂电池龙头议价权提升

#### 3.2.1 盈利能力分化，集中于锂电池端

(1) **从营业收入看**，2019H1 新能源汽车细分子行业营收总体增长平稳。从营业收入增速看，细分子行业增速由高至低依次为：锂电池 (88.00%) > 整车 (24.22%) > 钴资源 (21.00%) > 负极 (20.47%) > 电解液 (17.96%) > 电机电控及其零部件 (13.59%) > 隔膜 (12.54%) > 六氟磷酸锂 (11.86%) > 锂电设备 (4.52%) > 锂资源 (-0.03%) > 正极 (-1.33%)；大部分细分领域营收维持增长，主要系上半年新能源汽车行业抢装，带来销量增长。其中锂电池维持高增速，主要是 CATL 收入同比大增，锂资源和正极营收下滑，主要系锂盐和正极材料价格同比大幅下跌所致；

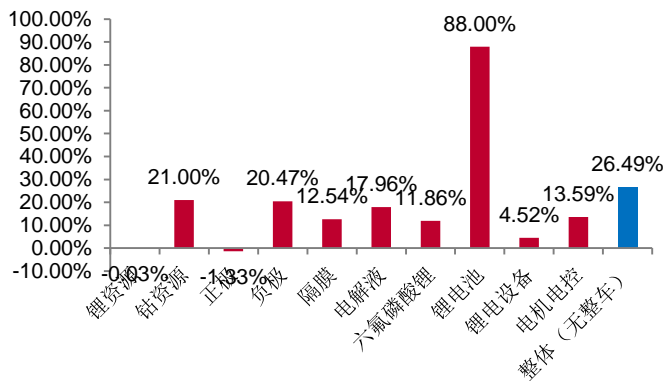
**从细分行业营收水平看**，营收水平从高到低分别为：整车 > 锂电池 > 电机电控 > 钴资源 > 正极 > 负极 > 锂资源 > 锂电设备 > 隔膜 > 六氟磷酸锂 > 电解液，其中正极材料主要系单吨价格下跌，使得与去年同期相比绝对额排名下降，电机电控排名靠前主要系汇川、大洋电机等其他业务贡献；

图表 26：2019H1 细分子行业营业收入 (亿元)



来源：中泰证券研究所

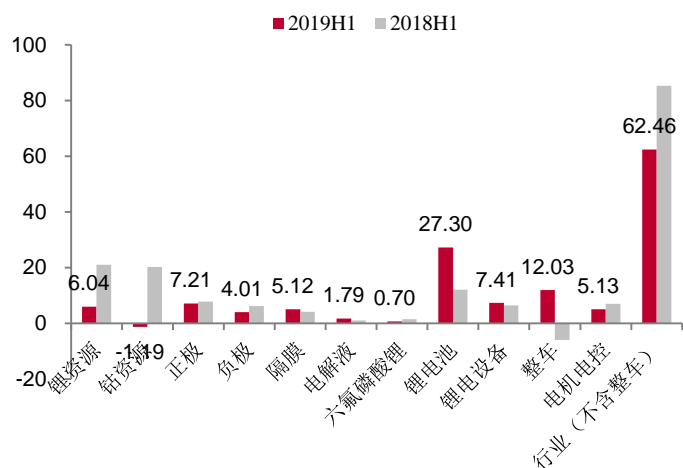
图表 27：2019H1 细分子行业营收同比增速



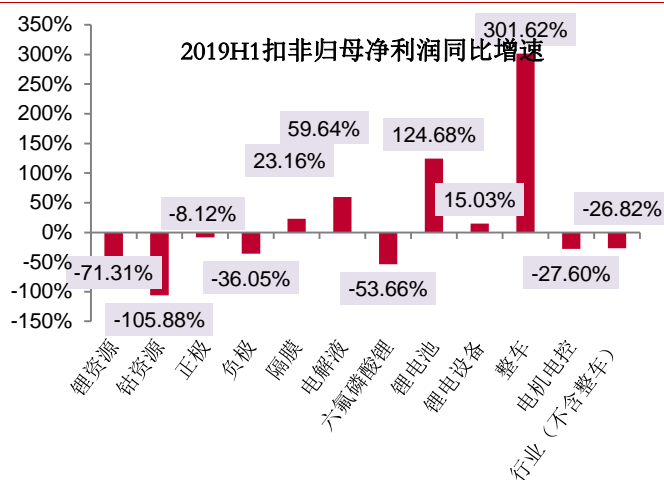
来源：中泰证券研究所

(2) **从 2019H1 扣非归母净利润绝对额看**，排序为：锂电池 (27.30 亿) > 整车 (12.03 亿) > 锂电设备 (7.41 亿) > 正极 (7.21 亿) > 负极 (6.15 亿) > 锂资源 (6.04 亿) > 电机电控 (5.13 亿) > 隔膜 (5.12 亿) > 电解液 (1.79 亿) > 六氟磷酸锂 (0.70 亿) > 钴资源 (-1.19 亿)，其中锂电池整体盈利超过整车，锂电设备、正极、负极等盈利排名靠前。从细分子行业归母净利润增速由高至低依次为：整车 (301.62%) > 锂电池 (124.68%) > 电解液 (59.64%) > 隔膜 (23.16%) > 锂电设备 (15.03%) > 负极 (-1.95%) > 正极 (-19.33%) >

电机电控及其零部件 (-27.60%) > 六氟磷酸锂 (-53.66%) > 锂资源 (-71.31%) > 钴资源 (-105.88%);

**图表 28: 2019H1 半年度扣非归母净利润 (亿元)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 29: 2019H1 扣非归母净利润同比增速**


来源: Wind, 中泰证券研究所

### ■ 锂电行业整体盈利分化。

(1) **锂电池业绩高增**, 主要系宁德时代龙头份额持续提升带动利润高增;

(2) **钴资源**: 2019 年上半年, MB 钴报价下跌 50%左右, 导致其库存损失, 盈利能力大幅下降。具体到个股扣非归母净利润绝对额: 华友 (-0.41 亿元, 同比-102.7%), 寒锐钴业 (-0.78 亿元, 同比-114.8%)

(3) **正极材料**: 正极材料业绩下滑, 主要系上游钴价持续大幅下跌, 同时带来正极材料价格下跌, 由此所带来的库存损失, 导致业绩下滑 (杉杉能源 (正极) 2019H1 扣非利润 1.06 亿, 同比 2018H1 的 2.6 亿大幅下滑)。

(4) **负极材料**: 增速下滑, 主要系杉杉股份业绩下滑带动, 和负极材料关系不大;

(4) **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 (3.85 亿, 同比+18.1%) > 杭可科技 (1.69 亿, 同比+30%) > 赢合科技 (1.57 亿元, 同比+12.7%);

**图表 30: 细分子行业历年扣非归母净利润及增速 (亿元)**

细分行业	2019H1		2018 年		2017 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	6.04	-71.31%	32.49	-8.83%	35.64	51.70%
钴资源	-1.19	-105.88%	21.55	-8.17%	23.46	1590.53%
正极	7.21	-19.33%	15.35	13.31%	13.55	180.59%
负极	6.15	-1.95%	12.12	4.10%	11.64	44.41%
隔膜	5.12	23.16%	8.64	-15.42%	10.22	22.60%
电解液	1.79	59.64%	3.06	-45.47%	5.62	-7.92%
六氟磷酸锂	0.7	-53.66%	-3.26	-250.59%	2.16	-63.93%
锂电池	27.3	124.68%	40.09	17.82%	34.03	-17.07%
锂电设备	7.41	15.03%	14.5	46.71%	9.88	96.30%
整车	12.03	-301.62%	-2.38	-104.19%	56.9	-38.28%
电机电控及其零部件	5.13	-27.60%	-17	-202.72%	16.55	-11.18%

来源: Wind, 中泰证券研究所

■ **2019H1 毛利率分析：行业毛利率普遍下滑，电解液企稳**

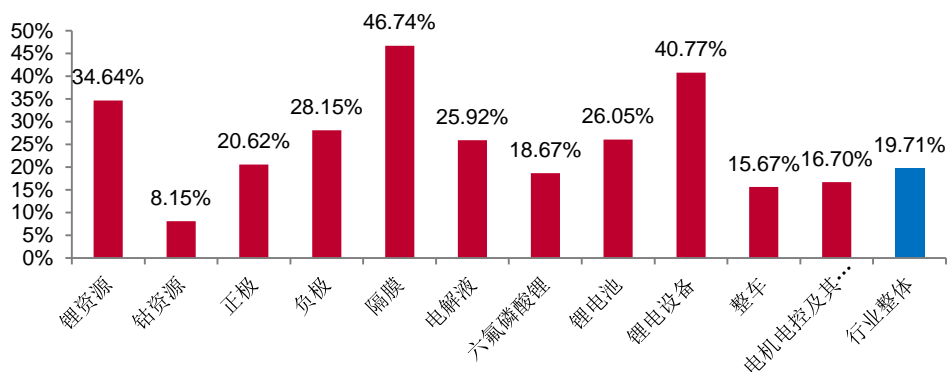
（数据选取说明：在分析细分子行业毛利率时，为了更真实的反应行业毛利率水平，我们仅选取标的公司新能源汽车相关业务的毛利率进行计算，剔除了标的公司其他主营业务毛利率的影响）

**隔膜及锂电设备毛利率最高，上游资源端毛利率下滑明显。**具体看细分子行业毛利率水平，2019 年上半年，各个细分子行业毛利率由高至低依次为：隔膜（46.74%）>锂电设备（40.77%）>锂资源（34.64%）>负极（28.15%）>锂电池（26.05%）>电解液（25.92%）>正极（20.62%）>六氟磷酸锂（18.67%）>电机电控（16.70%）>整车（15.67%）>钴资源（8.15%）；

**部分环节毛利率环比降低**，钴资源（-15.8%）、锂资源（-8.1%）、锂电池（-5.7%）、负极（-4.8%）、整车（-4.6%）、六氟磷酸锂（-3.5%）、隔膜（-1.5%）、电解液（-0.5%）、电机电控等（-0.4%）。同时，正极（1.2%）、锂电设备（6.8%）环节毛利率环比上升；

**行业整体毛利率呈下降趋势。**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 2019H1，除锂电设备由去年订单确认，且成本端下降下毛利率环比提升超 5 个百分点；正极材料价值量高，上半年价格下降同时，加工费变化不大且产品结构升级使得毛利率提升；电解液环节一方面由于上游溶剂价格上涨，且大部分电解液企业处于盈亏平衡点，价格底部企稳，毛利率趋于稳定，略有下滑。

**图表 31：细分子行业 2019H1 毛利率**



来源：公司公告，中泰证券研究所整理

图表 32: 细分子行业 2017-2019H1 毛利率及变化

细分子行业	2017	2018	2018H1	2018H2	2019H1	2019H1 同比	2019H1 环比
锂资源	56%	49%	57%	43%	34.64%	-22.19%	-8.05%
钴资源	41%	37%	50%	24%	8.15%	-42.26%	-15.80%
正极	23%	20%	21%	19%	20.62%	0.10%	1.23%
负极	33%	31%	29%	33%	28.15%	-1.03%	-4.84%
隔膜	57%	49%	49%	48%	46.74%	-2.14%	-1.53%
电解液	36%	26%	25%	26%	25.92%	1.07%	-0.50%
六氟磷酸锂	36%	22%	21%	22%	18.67%	-1.99%	-3.49%
锂电池	34%	31%	30%	32%	26.05%	-4.32%	-5.68%
锂电设备	39%	34%	33%	34%	40.77%	7.40%	6.85%
整车	20%	17%	14%	20%	15.67%	2.17%	-4.55%
电机电控及其零部件	26%	20%	24%	17%	16.70%	-7.30%	-0.44%
行业整体	25%	22%	21%	24%	19.71%	-1.44%	-4.19%
行业整体 (不含整车)	36%	31%	34%	29%	25.38%	-8.91%	-4.06%

来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 33: 细分行业内上市公司 2019H1 毛利率水平

细分行业	代码	上市公司	毛利率水平			细分行业	代码	上市公司	毛利率水平		
			2019H1	2018H2	2018年				2019H1	2018H2	2018年
上游资源	002466.SZ	天齐锂业	52.63%	59.26%	65.25%	锂电设备	300340.SZ	科恒股份	20.60%	10.52%	8.89%
上游资源	002460.SZ	赣锋锂业	28.85%	36.87%	39.97%	锂电设备	300450.SZ	先导智能	42.83%	36.92%	38.72%
上游资源	002497.SZ	雅化集团	3.32%	9.89%	15.90%	锂电设备	300457.SZ	赢合科技	40.59%	35.99%	36.95%
上游资源	300618.SZ	寒锐钴业	-4.54%	33.73%	47.71%	锂电设备	688006.SH	杭可科技	48.11%	43.96%	46.66%
上游资源	603799.SH	华友钴业	10.70%	21.64%	34.74%	锂电池	002074.SZ	国轩高科	30.35%	25.36%	28.80%
正极材料	300750.SZ	宁德时代	24.81%	23.94%	23.05%	锂电池	300014.SZ	亿纬锂能	20.28%	16.88%	17.64%
正极材料	300073.SZ	当升科技	16.10%	20.65%	16.42%	锂电池	300750.SZ	宁德时代	28.88%	34.69%	34.10%
正极材料		杉杉能源	12.96%	12.05%	17.13%	锂电池	300438.SZ	鹏辉能源	23.80%	26.33%	25.09%
正极材料	002340.SZ	格林美	22.97%	21.03%	22.01%	锂电池	002611.SZ	东方精工	10.95%	8.62%	10.74%
正极材料	835185.OC	贝特瑞	18.76%	16.53%	16.06%	电机电控等	300681.SZ	英搏尔	13.80%	31.68%	32.12%
正极材料	300769.SZ	德方纳米	24.59%		20.25%	电机电控等	300124.SZ	汇川技术	22.08%	25.22%	28.46%
负极材料	600884.SH	杉杉股份	24.00%	24.99%	24.41%	电机电控等	300048.SZ	合康新能	8.89%		
负极材料	835185.OC	贝特瑞	36.30%	39.40%	35.26%	电机电控等	002196.SZ	方正电机	21.70%	17.88%	21.01%
负极材料	603659.SH	璞泰来	24.00%	32.78%	33.90%	电机电控等	002249.SZ	大洋电机	9.03%	10.26%	12.23%
负极材料	A19206.SZ	凯金能源		23.54%		电机电控等	002851.SZ	麦格米特	23.15%		35.73%
六氟磷酸锂	002407.SZ	多氟多	17.07%	21.00%	20.32%	整车	002594.SZ	比亚迪	23.22%	20.43%	19.78%
六氟磷酸锂	002759.SZ	天际股份	22.71%	25.34%	24.89%	整车	600066.SH	宇通客车	7.20%	38.75%	25.72%
电解液	002709.SZ	天赐材料	25.40%	25.23%	24.21%	整车	000957.SZ	中通客车	13.86%	17.47%	16.10%
电解液	300037.SZ	新宙邦	26.66%	27.86%	27.52%	整车	600418.SH	江淮汽车	10.72%	7%	8%
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	54.34%	61.07%	60.00%	整车	600733.SH	北汽蓝谷	13.87%	15%	15%
隔膜	300568.SZ	星源材质	47.33%	41.24%	48.40%						
隔膜	002108.SZ	沧州明珠	-45.95%	-30.28%	-5.65%						

来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

备注: 恩捷股份、璞泰来 (负极)、杉杉股份 (负极) 为预估值



### 3.2.2 营运能力提升，龙头现金流有所好转

(1) 从应收款项看，2019H1，板块应收款项余额共 1724.43 亿元，同比增长 20.85%，剔除整车厂影响，其余子行业应收账款与票据共 702.95 亿元，同比增长 22.27%，低于营业收入同比增速 26%；

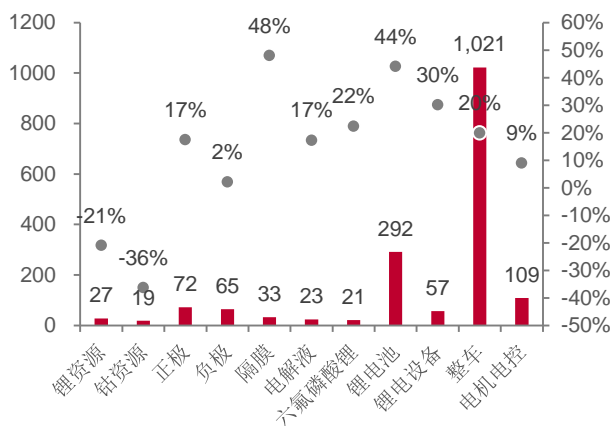
2019 年上半年，各细分行业应收款项同比增速，大部分低于营收增速；其中除了上游钴资源外，其他细分行业该指标均快于 2018H1 营收增长速度；锂电池/隔膜/锂电设备同比增速幅度较大，分别 19%/19%/14%。从“**应收款项/营收**”指标看，锂电池（137%）/锂电设备（135%）/隔膜（134%）/电机电控（112%）等行业占比较高；其中锂电池行业由于新能源汽车补贴发放滞后性，导致整车厂资金压力大，传导到锂电环节，应收账款占比较高；锂电设备应收账款较高是由其发货回款方式所致，自身现金流周转周期长。

图表 34：应收账款增速与营收增速对比：营运能力提升

细分行业	2019H1 应收款项同比增速	营收同比增速
锂资源	-21%	0%
钴资源	-36%	21%
正极	17%	-1%
负极	2%	20%
隔膜	48%	13%
电解液	17%	18%
六氟磷酸锂	22%	12%
锂电池	44%	88%
锂电设备	30%	5%
整车	20%	24%
电机电控及其零部件	9%	14%
行业应收账款同比变动	20.85%	26%

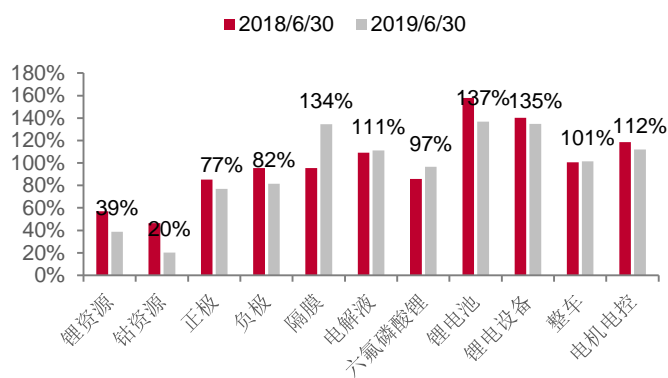
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 35：2019H1 子行业应收款项及同比增速（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

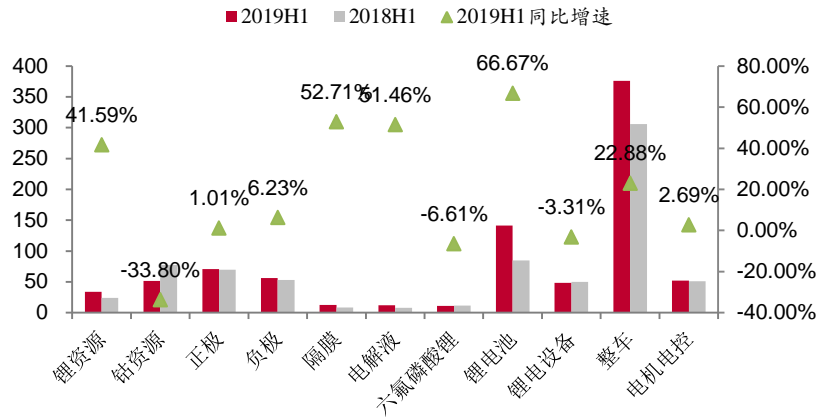
图表 36：2019H1 子行业应收款项/营业收入 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

(2) 行业存货同比增长持续; 其中隔膜、电解液、锂电池三个细分行业同比增幅超过 50%; 绝对额上, 整车, 锂电池, 正极端较高;

**图表 37: 细分子行业存货及同比变动 (亿元, %)**



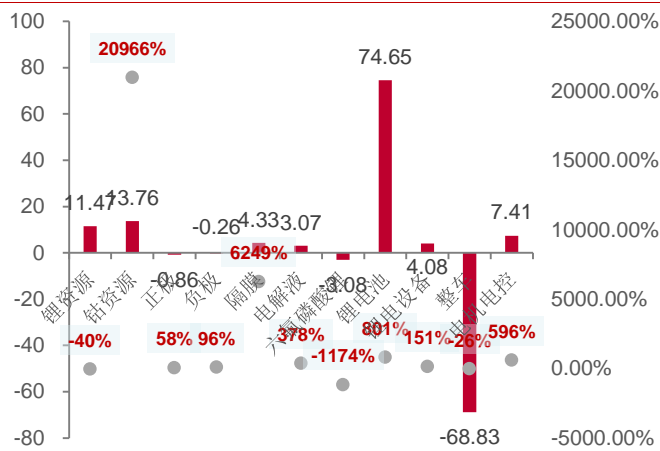
来源: 中泰证券研究所

(3) 经营性现金流净额同比大幅改善, 锂电池龙头议价能力强, 整车端压力仍最大。行业整体经营性现金流净额为 48.42 亿, 剔除整车后为 117.25 亿, 环比 2018H2 下滑约 40%。

具体看: ① 整车端经营性现金流量为-68 亿, 主要系上半年电动车抢装销量大幅增长, 同时由于补贴发放时间具有滞后性, 且非个人用户需行驶 2 万公里才能申请补贴要求, 车企端现金流压力更大。正极、负极材料现金流量净额有所好转, 但仍为负; ② 锂电设备、隔膜、电解液领域现金流均大幅好转。

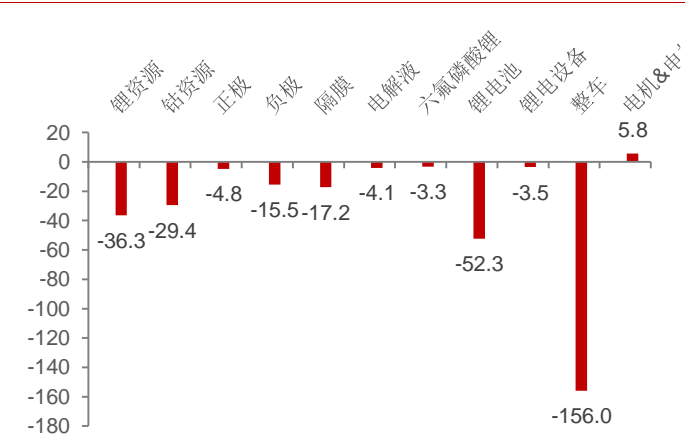
(4) 投资活动现金流普遍为负, 行业仍在大力扩张。细分子行业投资性现金流净额普遍为负, 面对新能源汽车广阔的空间, 行业各细分环节企业仍处于资本开支扩张期。其中, 整车 (-156 亿)、锂电池 (-52 亿)、锂资源 (-36 亿)、钴资源 (-29.4 亿)、隔膜 (-17.2 亿)、负极 (-15.5 亿) 等企业投资活动频繁且数额较大, 主要由整车厂与锂电池厂属于重资产行业的行业特点所致。

**图表 38: 2019H1 子行业经营性现金流净额 (亿元)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

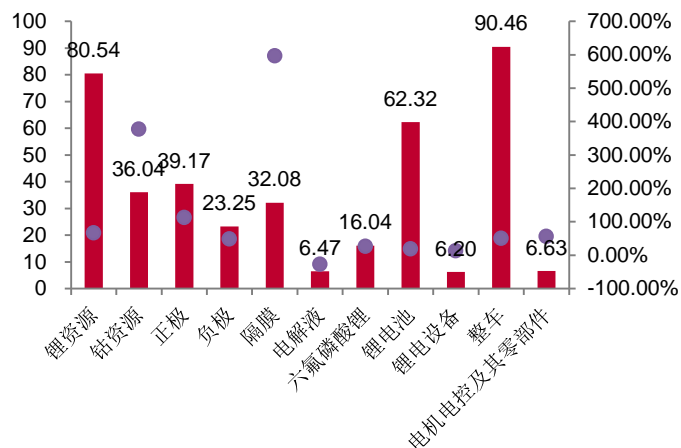
**图表 39: 2019H1 子行业投资性现金流净额 (亿元)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

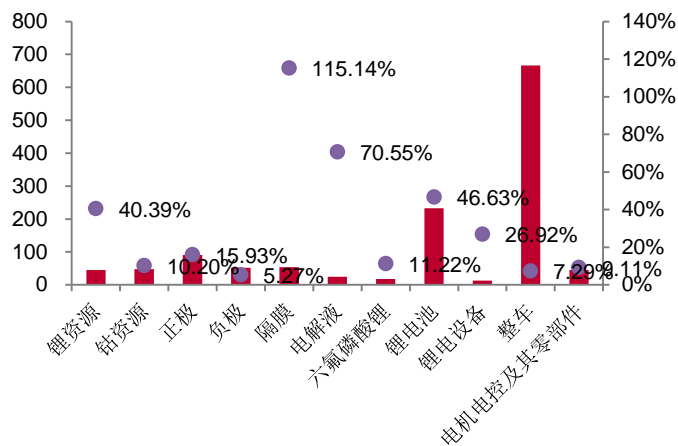
(5) 从固定资产及在建工程看，整车、锂资源、锂电池的在建工程绝对额较大，分别为 90.46/80.54/62.32 亿元；固定资产端，整车、锂电池、正极、负极绝对金额高，其中锂电池、隔膜、电解液、负极、锂资源固定资产同比增长较高。

图表 40: 2019H1 在建工程及同比增速 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 41: 2019H1 固定资产及同比增速 (亿元)

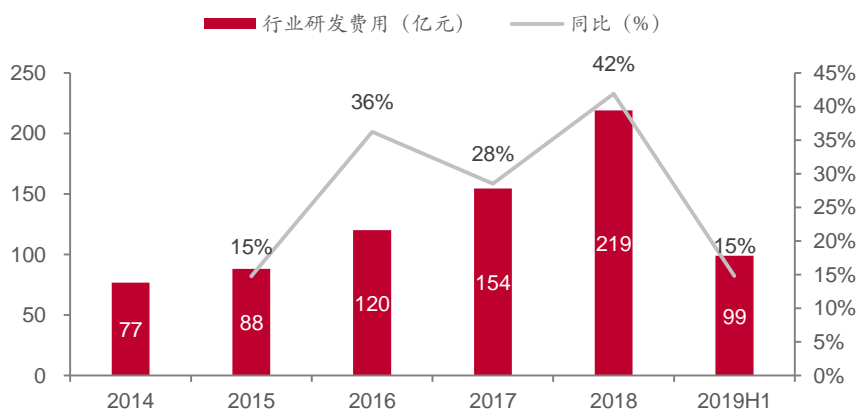


来源: Wind, 中泰证券研究所

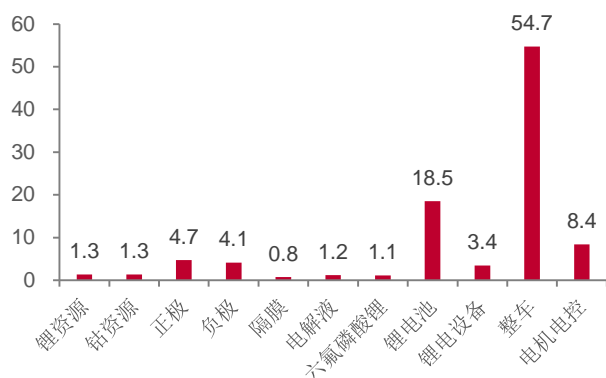
### 3.3 研发投入: 持续保持高增长

■ 行业持续投入研发，保持高增长。2019H1 新能源汽车板块上市公司研发费用共 98.93 亿元，同比增长 14.82%，占行业营业收入 5.09%。剔除整车厂的大金额影响后，为 44.23 亿元，同比增长 37.88%，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 18.5 亿元，占营收比例为 6.65%。电机电控研发投入比例最高，为 8.08%，其次是锂电设备 7.92%，高于行业平均水平。上游资源、负极材料与隔膜行业研发费用占比低于行业平均水平；

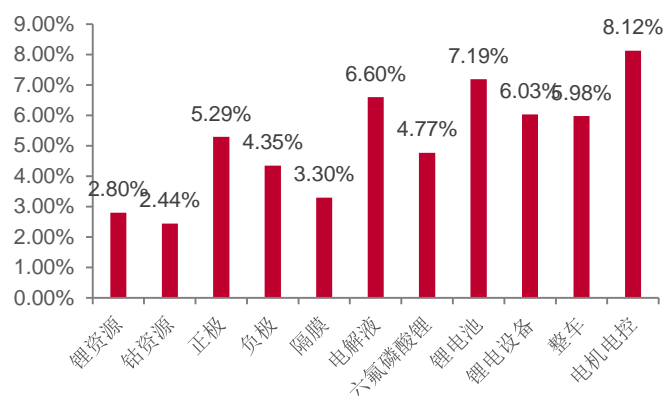
图表 42: 历年新能源汽车板块研发费用及增速 (单位: 亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 43: 2019H1 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 44: 2019H1 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 45: 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	2019H1 (亿元)	2019H1 占比	2018年 (亿元)
1	002594.SZ	比亚迪	39.90	6.42%	85.36
2	300750.SZ	宁德时代	14.13	6.97%	19.91
3	600066.SH	宇通客车	7.92	6.33%	18.63
4	600418.SH	江淮汽车	5.30	1.96%	21.31
5	300124.SZ	汇川技术	3.71	13.63%	7.12
6	002340.SZ	格林美	2.65	6.43%	5.96
7	600884.SH	杉杉股份	2.22	4.99%	3.75
8	300450.SZ	先导智能	2.12	11.37%	2.84
9	300014.SZ	亿纬锂能	2.09	8.25%	3.95
10	002249.SZ	大洋电机	1.89	3.98%	4.10
11	002074.SZ	国轩高科	1.74	4.82%	4.93
12	600733.SH	北汽蓝谷	1.59	1.60%	11.28
13	002851.SZ	麦格米特	1.48	8.94%	2.52
14	603799.SH	华友钴业	1.20	1.32%	3.80
15	835185.OC	贝特瑞	0.97	4.74%	1.84
16	002407.SZ	多氟多	0.97	4.90%	1.98
17	603659.SH	璞泰来	0.94	4.32%	1.45
18	688005.SH	容百科技	0.78	4.02%	1.20
19	835930.OC	杉杉能源	0.71	3.71%	1.44
20	300037.SZ	新宙邦	0.70	6.61%	1.71
21	002460.SZ	赣锋锂业	0.62	2.21%	2.72

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 四、重点细分龙头分析

### 4.1 动力电池：宁德时代-龙头议价权凸显，全球竞争地位提升

- **公司发布 2019 年中报**，①实现营收 202.6 亿元，同比+116.5%，归母净利润 21 亿，同比+130.79%，扣非归母净利润 18.19 亿元，同比+160.82%；②单季度看，2019Q1/Q2 分别实现收入 99.82/102.82 亿元，分别同比+168.92%/82.05%；Q1/Q2 归母净利润分别为 10.47/10.55 亿元，同比+153.35%/112.06%；③经营活动现金流量净额 72.76 亿元；综合毛利率 29.79%；业绩符合预期。
- **规模化下，三项费用率下降**。2019 年 H1 销售/管理（含研发）/财务费用分别为：8.04 /24.75（含研发 14.13 亿）/-4.28 亿元，前两者同比+79.2%/+87.5%/-17.62；三项费用率分别为 3.97%/12.21%/-2.11%，同比变动-0.83 /-1.89 /-1.87 个百分点；公司费用率下降，一方面是加强费用管控，另一方面规模化效应。
- **产业链议价权维持强势**：1) 经营现金流量净额季度环比略有下滑，总体维持较好。公司 2019Q1、Q2 经营现金流量净额分别为 50 亿/23 亿元，季度环比略有下滑；公司 2018 年/2019Q1/Q2 销售收入提供劳务收到现金/收入比例均在 110%以上，回款较好。2) 应收账款周转天数维持稳定，应付账款周转天数提升；同时预收账款持续增长，2018 年/2019 上半年，公司预收账款分别为 50、75.4 亿元；其中预收账款中有上汽时代 3.37 亿元。
- **动力电池份额提升至 46%，上半年业绩高增长**。①**公司动力电池系统收入 168.9 亿，同比+135%，其中上汽时代采购金额约 0.26 亿元；锂电池材料收入 23.09 亿，同比+32%；市场份额持续提升**：据真锂研究，2019 年 1-6 月，行业动力电池装机 30Gwh，同比增长 94.29%；公司装机 13.7（占比 46%）；分季度看，CATL 2019Q1\2019Q2 分别装机 5.37GWh/7.93GWh，分车型看结构优化，转向以乘用车三元电池为主，1-6 月 CATL 下游乘用车/客车/专用车分别装机 9.75/3.39/0.156Gwh；7 月，CATL 电池装机 3.23Gwh，占比 65.9%；②**动力电池毛利率同比下滑**：2019H1 动力电池系统毛利率为 28.9%，同比 2018H1 下滑 3.8 个 PCT，环比 2018 年下半年下滑 5.8 个 PCT。我们认为，动力电池系统毛利率下降可能的原因：1) 折旧政策变更：公司 2019 年将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（19 年新增折旧额约 7.54 亿），据我们测算，假设不变更折旧政策，公司动力电池毛利率为 31.11%，即折旧政策变更对毛利率影响约 2.23 个 pct。同时公司上半年在建工程转固，新增固定资产折旧（当期折旧额为 18.17 亿元）；2) **电池价格有一定程度下降**；3) **销售返利影响**：2019 年预计负债中上半年销售返利期末值为 22.4 亿元，上半年新增 14.1 亿元。
- **全球锂电池龙头，持续开拓国际一线车企，与丰田正式合作**。公司在动力电池业务上保持技术、规模、供应链与客户领先优势。客户开拓上，国内与为上汽、吉利、宇通、北汽、广汽等品牌配套动力电池；海外市场，与丰田（2019.7 正式建立全面合作伙伴儿关系）、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。
- **全球产能扩稳步推进**：从在建工程看，上半年湖南邦普四期项目、宁德锂动力电池产线投入项目已完工；并且新增投资包括：1)对青海时代西宁园区项目投资额 5 亿元；2)欧洲生产研发基地项目（投资 140 亿元，产能预计有 24Gwh 以上）；上半年公司已开启设备招标，从公司应付设备款有 37.52 亿元，报告期内新增 25 亿元。在不考虑欧洲扩产下，我们预计 2020 年，CATL 产能有望达到 60Gwh（含合资厂，合计约 100GWh），预计加上欧洲产能 CATL 规划产能或将位居全球第一。

- **上下游产业链布局，掌握核心原材料，构建成本优势。**公司已具备在“电池材料—电池系统—电池回收等”电池产业链关键领域的核心技术优势及可持续研发能力。公司控股子公司宁德邦普，计划在宁德福鼎市总投资不超91.3亿元，建设镍钴锰酸锂（锂离子电池正极材料）10万吨（含正极材料前驱体10万吨）。2019年6月，公司对广东邦普增资，购买其28.5714%的股权，增资后公司实际持有广东邦普52.8751%股权；通过公司半年报，2019H1，公司自采购锂辉石精矿0.66亿元，通过涉足上游原材料构建成本优势。报告期内，公司实现锂电池材料收入23.09亿，同比+32%；以控股子公司湖南邦普财务看，实现收入27.2亿元，同比增长39%，净利润3.26亿元，同比+24.8%。
- **研发人员持续增加。**公司重视研发，2019H1研发人员新增461人至4,678名（含博士110名、硕士学历的1,002名），2018年/2019H1研发费用分别为15.9亿/14.13亿元；研发占比分别为6.72%/6.97%；2019H1研发费用持续高增，同比+97%。
- **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。

#### 4.2 隔膜：恩捷股份-龙头效应凸显，业绩持续高增

- **事件：**公司发布 2019 年中报，①实现收入 13.8 亿，同比+41.44%；归母净利润 3.89 亿，同比+140.98%；扣非归母净利润 3.23 亿，同比+852.5%；经营活动现金流量净额为 1.17 亿，同比+204%；其中非常损益主要是收到政府补助 8167 万元；②单季度看，2019Q1/2019Q2 分别实现收入 6.56 亿/7.22 亿元，分别同比+52.33%/32.8%，归属于母公司净利润 2.12 亿/1.77 亿元，分别同比+167%/117.4%，扣非归母净利润分别为 1.8 亿/1.43 亿元；单季度净利润环比下降，主要系 Q2 财务费用环比增加 2000 万元；③综合毛利率 44.05%；④经营活动现金流净额 1.17 亿元；业绩符合预期。
- **三项费用上总体管控良好，Q2 财务费用增加明显：**销售/管理（含研发）/财务费用分别为：0.29/0.67/0.397 亿元，分别同比+28.32%/20.74%/312.72%，其中财务费用增长较多，主要系大规模投资利息支出增加。三项费用率分别为：2.13%/8.3%/2.88%，环比 2018 年变动+0.1/-1.92/+1.87 个百分点，其中管理费用规模化效应明显，环比下降 1.92 个百分点。
- **现金流好转，产能大规模扩张期。**公司 2019Q1/Q2 销售商品提供劳务收到的现金分别为：3.84 亿/7.41 亿元，2019H1 销售商品提供劳务收到的现金/营收比例提升至 81.57%，带来公司现金流好转，2019Q1/Q2 分别为-0.76 亿/1.93 亿元。公司应收款项和存货总体维持较为稳定，略有增长。2018Q3/2018Q4/2019Q1/2019Q2 公司投资活动现金流量净额分别为 -6.09/-6.53/-2.66/-8.17，其中主要是投资隔膜生产线所致。
- **湿法隔膜全球龙头，业绩持续高增：**其中隔膜业务收入 8.33 亿，同比+80.2%，上海恩捷净利润 4.08 亿元，同比+84.25%；其中，珠海恩捷营收 5.05 亿元，同比+490.49%；净利润为 2.09 亿元，同比+512.67%。受益于新能源汽车行业上半年销量同比大增，以及公司持续开拓国内外客户，隔膜出货量同比大幅增长。2019H1 公司维持国内较高市场份额，据 GGII，2019Q2 恩捷湿法隔膜市占率 43%（环比 Q2 提升 2 个 PCT）；2019H1 公司湿法隔膜销量约 3.5 亿平，经我们计算，2019H1 单平米净利约 1.17 元/平，若剔除政府补助等非经常性损益影响，单平米净利润约 0.97 元/平米。受到补贴退坡及动力电池持续降本传导压力，隔膜售价有所下降导致单平米盈利有所下滑，但仍维持较好水平。
- **国内已布局四个生产基地，并计划海外扩产。**据公司公告，公司 18 年底产能达 13 亿平（上海 3 亿+珠海恩捷 10 亿平，母卷），并开启珠海恩捷 2 期项目（总投资 11 亿元，4 条基膜，预计 19 年底投产），投产后珠海达 13 亿平基膜（40 条涂覆，8 亿平），+无锡恩捷 1 期（4 条线，已有 2 条正式投产，2 条在安装，预计 2019.9 投产）+无锡恩捷 2 期（2019.7 启动，投资 28 亿，8 条线对应 5.2 亿平，已完成备案）+江西通瑞（8 条产线，4 亿平，目前已投 6 条；），此外公司还计划在海外建厂，大规模产能扩张，为拓展海内外客户做足准备。
- **拟收购苏州捷力，扩大行业影响力。**公司拟以 20.2 亿元收购苏州捷力 100% 股权，目前捷力产能超 4.2 亿平，湿法隔膜动力客户以 CATL 为主，消费类已向国际日韩客户批量供应 5-7 μm 的消费类电池的高端超薄隔膜。其 18 年隔膜销量 1.25 亿平。预计 2019 年出货量中高端消费类占比望达 50%。通过收购捷力，巩固行业龙头地位，同时未来将在客户上特别是消费类领域形成协同效应，凭借恩捷成本控制力，捷力盈利能力有望提升。
- **传统包装雷业务较为平稳。**平膜业务，营收实现收入 1.9 亿，同+22.22%，报告期内，公司持续加大市场开拓力度，降低成本；烟膜营收 0.93 亿，同比-18.59%，收入下滑主要系卷烟生产企业对烟膜包装材料下调价格所致，但公司通过合理排产降低成本，成本下降 20.09%，烟膜毛利率较去年同期提高 1.27%
- **投资建议：**作为湿法隔膜全球龙头，此次拟收购苏州捷力，将加速行业竞争格局优化，其湿法隔膜市占率持续提升，捷力盈利能力有望大幅提升，行业定价权持续加强。未来公司有望凭借“规模+成本+产品品质”优势，实现高端湿法隔膜替代，强势切入海外锂电巨头，实现快速放量。

#### 4.3 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

- **事件：**公司发布 2019 中报：1) 2019H1 实现收入 21.77 亿，同比+58.04%；归母净利润 2.64 亿，同比+2.62%；扣非归母净利润 2.4 亿，同比 8.53%；2) 单季度看，2019Q1/Q2 收入分别为 10.29 亿/11.48 亿，同比 79.52%/42.74%，归母净利润分别为 1.29 亿/1.35 亿；扣非归母净利润为 1.14/1.26 亿元，分别同比+9.78%/7.4%；3) 三项费用上：销售/管理/财务费用分别为 0.71/1.69/0.45 亿，分别同比+30.45%/46%/170%；费用率分别为：3.28%/7.77%/2.1%，分别同比变动-0.69/-0.64/+0.87 个百分点，三项费用控制良好；4) 2019H1 综合毛利率 26.93%，其中 2019Q1/Q2 单季毛利率分别为 26.51%/27.32%，环比略有提升；5) 经营活动现金流量净额 1.97 亿，回款提升，现金流大幅改善。业绩符合预期。
- **公司负极+涂覆膜放量大增：**1) 负极材料产销同比大增：受益于动力电池用负极材料逐步放量，公司 2019 年 H1 负极出货量 20963 万吨，同比+70.06%；其中江西紫宸实现收入 13.9 亿，同比+64.62%，净利润 1.81 亿，同比-11.4%，负极材料单价为：6.63 万/吨，与 2018 年相比略降 2%；石墨化业务收入 1.72 亿；利润增速低于收入增速，主要系上游原材料及石墨化加工成本高企，公司碳化、石墨化产能未完全投产带来毛利率下行；随着公司下半年负极新产能投放，预期全年出货量有望达到或超 5 万吨。内蒙兴丰 5 万吨石墨化产能已逐步投产，一方面石墨化自产比例提升，另一方面，内蒙石墨化成本更低，公司负极材料毛利率有望回升。  
2) 涂覆隔膜业绩放量高增：出货量 23,947 万平米，同比大增+849.52%，实现收入 3.4 亿，同比+294.74%，均价 1.42 元/平米（环比 18 年下降约 7.4%），其中东莞卓高和宁德卓高合计收入 3.96 亿（18 年同期 0.89 亿），净利润 0.76 亿（去年同期 700 万）。主要系大客户 CATL、ATL 等大客户对公司涂覆隔膜需求提升；  
3) 铝塑膜业务：出货量 254 万 m<sup>2</sup>，实现收入 0.32 亿，同比+28.58%；实现对软包锂电、电动自行车市场开拓，基本实现铝塑膜原材料国产化；  
4) 锂电设备业务：实现收入 2.4 亿，同比-10.66%，其中深圳新嘉拓收入 2.6 亿，净利润 0.25 亿(yoy-61%)；一方面价格下降，毛利率有一定影响；另一方面基于风控，减少回款差的客户供货
- **产能大规模扩张期，盈利有望触底回升。**公司作为人造石墨国内龙头，凭借优异品质持续开拓国内外优质动力客户，通过往负极材料上游延伸（石墨化产能投放+参股振兴炭材涉足针状焦领域），目前公司在内蒙 5 万吨石墨化产能已开始逐步释放，振兴炭材 4 万吨煤系针状焦产能已投料试生产，负极材料一体化建设产能投放，有望降低生产成本，提高负极材料盈利水平。涂覆隔膜领域，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。
- **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，并持续开拓国内外高端客户，带来业绩增长。



#### 4.4 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：公司公布 2019 半年报。**1) 实现营收 13.40 亿元，同比-17.80%；归母净利润 1.51 亿元，同比+33.94%；扣非归母净利润 1.26 亿元，同比+18.98%。2) **单季度看**，2019Q1/Q2 收入分别为 6.54 亿/6.86 亿元，环比略增，归母净利润分别为 0.64/0.87 亿元，同比+64%/18%；扣非归母净利润分别为 0.5/0.77 亿，同比 38.67%/8.94%。3) 三项费用上，销售/管理/财务费用分别为 0.17/0.87/-0.005 亿元，同比-9.99%/+17.69%/-80.53%；三项费用率分别为 1.25%/6.49%/-0.04%，同比分别变动 +0.11/+1.96/+0.13 个 pct，三项费用控制良好。4) 综合毛利率为 18.2%；5) 经营现金流量净额 1.07 亿元。
- **Q2 单季盈利提升，现金流维持较好。**从单季度看，19Q1/Q2 扣非归母净利润分别为 0.5/0.77 亿元，环比大幅增长，2019Q1/Q2 毛利率分别为 16.94%/19.41%，环比提升 2.47 个百分点。单季度毛利率提升，认为主要是：2019Q1 上游原材料钴资源向下大幅波动，标准 MB 钴报价下降约 45%，Q1 会受到原材料价格单边下降影响；而 Q2 钴报价企稳再回落，从 4.1-6.30 时间区间涨幅为 0.17%，原材料影响减小。同时，原材料碳酸锂下降，成本端下降。
- **正极材料销量同比增长，贡献业绩增长。**2019 年上半年，公司实现正极材料收入 12.79 亿元，同比-18.01%；智能装备收入 6102 亿元，同比-13.2%，其中中鼎高科实现净利润 1792 万元，同比-17%；其中，收入增速下滑，主要系上游钴资源端价格大幅下跌，由于正极材料成本加成法，传导至正极材料产品价格下降。总体上公司原材料钴资源端供应链管理能力强，销量保持增长，助力上半年业绩增长。
- **正极材料定位高端，国际高端供应链逐步供货。**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。2019 年上半年，公司产品外销占比达约 40%，动力电池领域：1) 新变化：应用于大型软包、方形电池第二代高镍 NCM811（长寿命团聚型）已量产供货；2) 单晶 NCM811 已向国内外客户实现了吨级供货；3) 新款动力型 523 是国内首款进入日本动力电池企业。客户开拓上，公司动力 NCM 产品已实现向日韩动力电池客户稳定供货，进入到奔驰、现代、日产等国际一线车企供应链体系，并与欧洲动力电池建立合作关系，随着国际一线车企车型放量，公司正极出货量有望快速增长；国内动力客户主要与比亚迪、卡耐等合作。储能方面，公司将持续加强 LG 化学、三星合作；产能上：江苏当升三期（已进入带料调试，客户认证阶段，投产 1 万吨）；常州产业基地 2 万吨产能（已完成主设备采购工作，以及土建主体工程地面以下部分施工）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。

#### 4.5 电解液：新宙邦-扣非业绩高增超预期，多业务协同发展

- **事件：**①公司发布 2019 年半年报，实现营收 10.57 亿元，同比+7.13%；归母净利润 1.34 亿元，同比+11.07%；扣非归母净利润 1.26 亿元，同比+23.46%；其中非经常损益 1824 万元，同比减少约 1068 万，主要为计入当期损益的政府补助收入。**综合毛利率** 35.61%，同比提升 2 个 PCT，单季环比提升 2.2 个 PCT；**三项费用**上，销售/管理(含研发)/财务费用分别为 0.41/1.67/0.12 亿元，同比变动 -7.38%/19.07%/-4.57%；**费用率**上，分别为 3.91%/15.80%/1.12%，同比变动-0.61/1.91/-0.04 个 pct，整体上费用控制良好；②**二季度单季度**看，实现营收 5.44 亿元，同比+1.37%；归母净利润 0.72 亿元，同比+4.61%；扣非归母净利润 0.67 亿元，同比+4.71%。上半年业绩增长，主要系有机氟化工业务贡献，公司业绩符合预期。
- **业务稳健发展，氟化工持续高增，毛利率环比持续提升：**公司上半年业绩增长主要系：1) **高端有机氟化学品**（医药中间体）需求强劲，2019H1 氟化学品业务收入 2.3 亿，同比+28.7%；且公司有机氟化学品产品类别多样化后，结构不断优化，国内外客户持续优化，盈利能力上升，2019H1 氟化工毛利率 56.31%（同比提升 6 个 PCT）。2) **半导体化学品**，受益于前期的技术积累和客户认证，保持高增速，实现收入 0.6 亿元（同比+36%）；3) **电解液业务**，实现营收 5.2 亿，同比+8%，增长较为稳定，主要是相较于去年同期，减少了一大客户低价订单，价格较为稳定，盈利总体较为稳健；4) **铝电容器化学品**收入端 2.2 亿，虽然同比下滑 14.4%，但毛利率 39.6%（同比提升 7 个 pct），综合看该业务相对稳定，毛利额同比下滑 8.8%，预期下半年好于上半年。
- **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。其拟募投不超 11.4 亿元，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；无机氟化工领域参股公司布局上游氢氟酸，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，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**，客户包括 LG、三星、松下、CATL、BYD、孚能、亿纬等；目前电解液出口海外占比约 30%-40%。3) **国际化布局领先**。产能上，预计 2019 年底产能预计达到 6.5 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，海外波兰基地稳步推进，已完成土地购买。4) **短期看，电解液价格趋稳**，未来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。

#### 4.6 设备：先导智能-研发大规模投入期，业绩符合预期

①公司 2019 半年报，实现营收 18.61 亿元，同比增长 29.22%；归母：净利润 3.93 亿元，同比增 20.16%；扣非归母净利润 3.85 亿元，同比+17.94%。  
②单季度看，2019Q2 实现营收/扣非归母净利润 10.18/1.94 亿元，分别同比+29.83%/+27.53%，增长速度放缓；季度环比变动+20.62%/+1.57%

**锂电业务收入保持高增。**①公司 2019H1 锂电设备收入 15.6 亿(同比+28%)，占比 84%；其中泰坦动力实现收入 2.63 亿元，归母净利润 0.58 亿元，收入相较于去年有所下滑，由于 18H1 泰坦确认格力智能收入 2.25 亿，今年回归常态。考虑泰坦 18 年新增订单及在手订单，预期其今年能完成 1.45 亿业绩承诺。②公司预收账款约 12.41 亿，其中 0.38 亿预收款账期超过 1 年的为发出商品未验收，也说明了公司大部分预收款为 1 年内新增订单，公司存货 25.68 亿元，其中发出商品 15.3 亿元，在产品约 9.15 亿，判断公司在手订单充足。

**利润增速低于收入增速，主要是费用端同比大幅增长。**从三项费用看，报告期内，公司销售/管理(含研发)/财务费用分别为 0.19/3.4/0.18 亿元，分别同比 54.9%/106%/938，费用率上，分别为 3.16%/18.22%/0.98%，同比变动 0.52/6.78/0.98 个百分点。其中管理费用大幅增长，主要系：职工薪酬同比+65.8%、中介费用同比增加 1800 万(同比+72.7%)，及股权激励新增约 1003 万元；研发费用大幅增长，主要是公司大规模扩大研发人员规模，带来研发人员薪酬新增 1.05 亿，同比+173%。

**现金流改善明显，收益质量提升：**①公司 19 年 Q1/Q2 经营现金流量净额分别-0.57 亿/2.41 亿元，销售回款能力提升。其中 19 年 1-3 月提前收回 2.3 亿，尚有 7.7 亿元未收回(到期日为 2019.9.29、2019.12.3)，预计下半年随着其应收票据收回，现金流有望得到改善。②公司营运能力整体有提升，其中公司应收账款周转率、存货周转率同比和环比均有提升。

**2019H1 动力电池设备招标放缓，预期下半年新增订单加速。**行业层面，受到 2019 年新能源汽车补贴退坡压力，锂电池设备招标放缓。从锂电龙头厂商扩产计划看，2019-2020 年将进入锂电设备扩产新一轮周期，2020 年随着国际一线车企推出新车型，将进入放量阶段，且后补贴时代，海外锂电龙头厂商松下、LG、SK 等大力扩建产能。同时欧洲电池厂商如 northvolt 扩产明确，锂电设备需求将加速。

**研发人员大规模扩张，持续扩张国际锂电客户：**2019 年 H1 公司研发费用 2.11 亿元，同比+131%；截止报告期末，研发人数达 1365 名，环比 2018 年底增加 172 人，环比+15%，同比 2018 年上半年增加 82%。锂电设备领域核心在于持续研发能力，通过扩大研发人员规模，满足公司不同事业部的业务拓展，同时为未来锂电设备业务扩张做储备，提高售后服务能力及快速响应能力，侧面反映公司的业务增长潜力大。

**投资建议：**公司深耕锂电设备领域，定位高端，具备技术领先优势，目前公司急剧：扩张研发人员，未来有望在锂电扩产中持续开拓海内外客户，同时公司持续研发将带来开拓新业务能力。

## 五、投资建议

新能源汽车的发展导向在逐步从政策推动转向市场驱动，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”加速全球化布局，行业投资逻辑逐渐从“价-量-质”演变。核心围绕国内外一流整车厂爆款车供应链、全球锂电巨头供应链。

短期看，根据 8 月锂电池及材料环节排产在企稳，我们判断 8 月行业见底企稳，当前是电动车中长期底部，建议积极关注。

**重点推荐优质龙头：**恩捷股份（湿法隔膜全球龙头）、璞泰来（负极材料快速进步者）、先导智能（锂电设备龙头）、宁德时代（全球动力锂电巨头）、亿纬锂能、新宙邦（电解液海外供应链）、三花智控（热管理）、宏发股份（高压继电器）、麦格米特、旭升股份、赢合科技、卧龙电驱等龙头标的。

## 六、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**

## 七、附录：新能源汽车细分子行业个股 2019H1 业绩汇总

图表 46：新能源汽车产业细分子行业个股 2019 年上半年业绩汇总（亿元）

细分行业	代码	股票名称	营业收入	营收同比增速	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（%）
上游资源	002466.SZ	天齐锂业	25.90	-21.3%	1.09	-91.6%	52.63%	45.9%	74.5%
上游资源	002460.SZ	赣锋锂业	28.22	21.0%	3.80	-45.2%	28.85%	11.1%	44.0%
上游资源	002497.SZ	雅化集团	15.72	15.2%	1.15	-8.6%	3.32%	17.7%	42.8%
上游资源	300618.SZ	寒锐钴业	9.22	-38.6%	(0.78)	-114.8%	-4.54%	8.7%	48.9%
上游资源	603799.SH	华友钴业	91.04	34.2%	(0.41)	-102.7%	10.70%	7.4%	55.9%
正极	300073.SZ	当升科技	13.40	-17.8%	1.26	19.0%	16.10%	7.7%	22.1%
正极	835930.OC	杉杉能源	19.12	-21.6%	1.06	-59.3%	12.96%	6.5%	28.0%
正极	002340.SZ	格林美	62.04	-11.7%	3.86	-7.8%	22.97%	11.5%	59.4%
正极	688005.SH	容百科技	19.49	45.1%	1.03	-3.1%		7.3%	34.0%
负极	600884.SH	杉杉股份	44.41	3.6%	1.62	-46.6%	24.00%	17.8%	45.2%
负极	835185.OC	贝特瑞	20.55	34.0%	2.14	105.8%	18.76%	13.4%	51.5%
负极	603659.SH	璞泰来	21.77	58.0%	2.40	8.5%	24.00%	13.2%	58.4%
锂电设备	300340.SZ	科恒股份	8.23	-30.5%	0.10	-66.5%	20.60%	14.8%	59.8%
锂电设备	300450.SZ	先导智能	18.61	29.2%	3.85	17.9%	42.83%	22.4%	58.2%
锂电设备	300457.SZ	赢合科技	9.93	0.2%	1.77	12.3%	40.59%	15.7%	43.9%
锂电设备	688006.SH	杭可科技	6.30	24.8%	1.69	30.1%	48.11%	15.1%	57.4%
六氟磷酸锂	002407.SZ	多氟多	19.54	15.2%	0.44	-63.7%	17.07%	17.3%	52.7%
六氟磷酸锂	002759.SZ	天际股份	3.79	-6.8%	0.26	-11.5%	22.71%	17.3%	13.0%
电解液	002709.SZ	天赐材料	12.18	29.3%	0.53	443.2%	25.40%	18.7%	45.7%
电解液	300037.SZ	新宙邦	10.57	7.1%	1.26	23.5%	26.66%	20.8%	31.9%
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	13.78	41.4%	3.23	852.5%	54.34%	13.3%	53.1%
隔膜	300568.SZ	星源材质	3.53	11.1%	0.90	7.3%	47.33%	21.5%	61.6%
隔膜	002108.SZ	沧州明珠	13.76	-8.0%	0.83	-24.9%	-45.95%	10.1%	33.0%
锂电池	002074.SZ	国轩高科	36.07	38.4%	2.92	10.3%	30.35%	17.6%	61.3%
锂电池	300014.SZ	亿纬锂能	25.30	34.3%	4.91	231.3%	20.28%	16.6%	47.1%
锂电池	300750.SZ	宁德时代	202.64	116.5%	18.19	160.8%	24.81%	14.1%	57.7%
锂电池	300438.SZ	鹏辉能源	14.46	50.4%	1.29	22.5%	23.80%	12.0%	53.5%
电机电控及零部件	300681.SZ	英搏尔	1.49	-50.6%	(0.38)	-207.2%	13.80%	40.2%	32.7%
电机电控及零部件	300124.SZ	汇川技术	27.19	10.0%	3.44	-24.9%	22.08%	29.1%	36.5%
电机电控及其零部件	300745.SZ	欣锐科技	3.42	15.7%	0.13	-48.9%	17.27%	16.7%	37.4%
电机电控及其零部件	002851.SZ	麦格米特	16.60	61.1%	1.41	175.6%	23.15%	14.8%	49.8%
电机电控及零部件	002196.SZ	方正电机	5.90	-0.9%	(0.01)	-101.5%	21.70%	18.8%	27.5%
电机电控及零部件	002249.SZ	大洋电机	47.45	12.1%	0.53	-41.1%	9.03%	14.7%	52.2%
电机电控及其零部件	300484.SZ	蓝海华腾	1.38	-22.2%	0.01	-90.8%	29.44%	33.7%	33.5%
整车	002594.SZ	比亚迪	621.84	14.8%	7.40	210.0%	23.22%	13.4%	68.9%
整车	600066.SH	宇通客车	125.05	4.1%	5.22	0.7%	7.20%	18.0%	52.8%
整车	000957.SZ	中通客车	32.92	37.1%	0.20	470.9%	13.86%	13.0%	76.5%
整车	600418.SH	江淮汽车	270.00	13.9%	0.64	114.6%	10.72%	10.0%	71.9%
整车	600733.SH	北汽蓝谷	99.19	76.6%	(1.23)	-2181.6%	9.47%	12.6%	66.6%

来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

备注：关于毛利率数据：1、上市公司的毛利率为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、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；3、比亚迪为汽车毛利率；

**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。