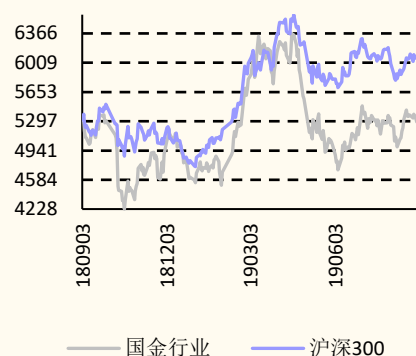


市场数据(人民币)

| | |
|-----------|---------|
| 市场优化平均市盈率 | 18.90 |
| 国金动力电池指数 | 5289.56 |
| 沪深300指数 | 3799.59 |
| 上证指数 | 2886.24 |
| 深证成指 | 9365.68 |
| 中小板综指 | 8815.02 |



相关报告

- 1.《获雷诺日产定点,欣旺达动力电池扬帆起航-动力电池点评》,2019.4.3
- 2.《宁德时代深度捆绑第一乘用车客户,扼杀市场份额下降风险-吉利...》,2018.12.21
- 3.《上游承压明显,中下游盈利结构改善-新能源车产业链三季度业绩分析...》,2018.11.6

柴明 联系人
chaiming@gjzq.com.cn

曾智勤 联系人
zengzhiqin@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

产业链高增延续, 优质标的全解析 ——动力电池产业链 2019 中期总结

投资建议

行业高增延续, 维持“买入”评级

2019年7月份我国新能源汽车产量环比下降43%,大幅下跌主要是受过渡期结束影响。但我们认为短期看,新能源汽车补贴+售价尚未到现金成本,下半年车企仍有降价促销可能;国家双积分征求意见稿落地后有望支撑新能源汽车2025年年度市占率达20%的规划,行业高增行情有望延续。

板块盈利能力现分化, 重点关注资源龙头、隔膜和新入二线电池厂

动力电池:宁德时代短期内确定性高,受抢装影响,2019H1扣非归母净利润同比增长161%;二线电池企业亿纬锂能电子烟持续超预期,锂原电池即将迎来阶段性高增,2019H1扣非归母净利润同比增长231%,且高增持续性较强;欣旺达短期内费用率提升影响,业绩下滑,但H2新品发布较多,有望恢复增长;持续重点推荐二线电池企业亿纬锂能、欣旺达。

隔膜:隔膜价格已出现大幅下跌,未来降速会趋缓趋稳,且板块集中度提升加速,龙头竞争格局清晰,为产业链重点推荐板块。2019H1,恩捷股份隔膜业务扣非归母净利率有小幅下滑,但因出货高增,扣非归母净利润同比实现大幅增长66%;持续重点推荐恩捷股份。

正极:正极占电池成本比例最高,电池厂介入动力最强,但技术迭代最快,且若上游硫酸钴价格持续上涨,正极板块存在超预期的可能。

负极:关注海外订单和新增石墨化降本带来的投资机会,推荐璞泰来。

电解液:关注涨价及盈利能力回升带来的潜在投资机会。

上游资源:2019H1钴价同比下跌52.7%,锂价同比下跌47.8%。受此影响,钴锂企业业绩大幅下滑,核心企业归母净利润下跌幅度为59%-114%之间。展望下半年及之后,锂行业因冶炼产能集中释放导致过剩加剧,行业或于明年见底;钴行业因嘉能可减产迎来边际改善,且中游冶炼企业盈利较少挺价意愿强烈,钴价中枢上行。考虑钴价处于环比上行、铜价或将因供给收缩企稳回升,推荐低估值有色行业龙头企业洛阳钼业。

图表: 重点推荐标的及估值

| 公司 | 代码 | 当前股价 | 2019H1 归母净利润同比 | 当前 PB | PE | | | 评级 |
|------|-----------|------|----------------|-------|-------|-------|-------|----|
| | | | | | 2018 | 2019E | 2020E | |
| 亿纬锂能 | 300014.SZ | 36.0 | 215% | 5.35 | 23.56 | 28.35 | 20.46 | 买入 |
| 欣旺达 | 300207.SZ | 12.6 | 4% | 3.58 | 18.96 | 21.16 | 14.99 | 买入 |
| 恩捷股份 | 002812.SZ | 30.0 | 824% | 6.22 | 45.16 | 29.08 | 23.34 | 买入 |
| 璞泰来 | 603659.SH | 50.3 | 3% | 7.29 | 34.67 | 29.14 | 23.01 | 买入 |
| 洛阳钼业 | 603993.SH | 3.59 | -74% | 1.97 | 17.52 | 38.98 | 26.29 | 买入 |

来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

- 新能源车增速不及预期; 上游资源供给超预期风险; 政策及库存等因素变化的风险; 产业链价格下降超预期; 解禁带来股价阶段性波动。

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1、全产业链：重点推荐新进二线电池企业、隔膜和低估资源龙头 | 5 |
| 2、上游资源：钴锂价格大幅下跌，板块盈利下滑 | 7 |
| 2.1 钴价/锂价同比下跌 52.71%/47.78%，企业盈利大幅下滑 | 7 |
| 2.2 钴价处于底部区域，锂价或于 2020 年见底 | 10 |
| 2.3 推荐低估值有色龙头洛阳钼业 | 12 |
| 3、动力电池：盈利现分化，推荐关注新入二线电池企业 | 13 |
| 3.1 出货持续高增，集中度显著提升 | 13 |
| 3.2 盈利能力现分化，推荐新入二线电池企业 | 15 |
| 4、隔膜：竞争格局清晰，重点隔膜板厂 | 16 |
| 4.1 龙头格局清晰，重资产加速低端产能出清 | 16 |
| 4.2 恩捷股份稳增长，星源材质弹性大 | 18 |
| 5、正极：电池厂掌控动力强，推荐技术领先标的 | 20 |
| 5.1 铁锂需求有望回暖，正极行业集中度低 | 20 |
| 5.2 技术领先→单吨净利强势 | 22 |
| 6、负极：高端产品壁垒高，中端或为动力首选 | 23 |
| 6.1 人造石墨占比持续提升，板块集中度小幅提升 | 23 |
| 6.2 高低端定位差异大，静待高端标的盈利能力回升 | 25 |
| 7、电解液：竞争加剧，静待涨价和盈利回升行情 | 26 |
| 7.1 竞争加剧，集中度提升明显 | 26 |
| 7.2 全产业链布局，成本控制能力为核心竞争力 | 27 |
| 7.3 电解液涨价：EC 对电解液价格影响有限，价格上涨看 6F | 28 |
| 8、投资建议 | 29 |
| 9、风险提示 | 29 |

图表目录

| | |
|---------------------------|---|
| 图表 1：锂电产业链不同环节出货同比增速 | 5 |
| 图表 2：不同产业链环节 CR3 | 5 |
| 图表 3：核心标的历年扣非归母净利率 | 6 |
| 图表 4：核心标的扣非归母净利润同比增速 | 6 |
| 图表 5：核心标的历年扣非归母净利润 | 6 |
| 图表 6：推荐标的及估值 | 6 |
| 图表 7：19H1 电钴价格同比下跌 52.7% | 7 |
| 图表 8：19H1 碳酸锂价格同比下跌 47.8% | 7 |
| 图表 9：钴板块主要公司营收总体下滑严重 | 8 |
| 图表 10：钴板块主要公司归母净利润下滑较多 | 8 |
| 图表 11：钴板块主要公司毛利率大幅下挫 | 8 |
| 图表 12：钴板块主要公司净利率快速回落 | 8 |

| | |
|--|----|
| 图表 13: 锂板块主要公司营收总体下滑严重 | 9 |
| 图表 14: 锂板块主要公司归母净利润下滑较多 | 9 |
| 图表 15: 锂板块主要公司毛利率大幅下挫 | 9 |
| 图表 16: 锂板块主要公司净利率快速回落 | 9 |
| 图表 17: 嘉能可钴 2019 年产量由年初的 5.7 万吨下调至 4.3 万吨 | 10 |
| 图表 18: 钴冶炼厂商盈利空间较小 | 10 |
| 图表 19: 钴行业供给较年初预期 2019/2020 年过剩 2.1/4.0 万吨边际改善 | 11 |
| 图表 20: 2019/2020 年锂行业供给过剩呈加剧态势 | 11 |
| 图表 21: 2019 年, 碳酸锂价格或跌至 5.3 万元/吨 | 12 |
| 图表 22: 2020 年, 碳酸锂价格或跌破 4.2 万元/吨 | 12 |
| 图表 23: 洛阳钼业市净率处于历史最低位置 | 13 |
| 图表 24: 动力电池历年装机 (GWh) | 14 |
| 图表 25: 三元动力电池装机占比提升 | 14 |
| 图表 26: 锂电池 CR3 历年走势 | 14 |
| 图表 27: 锂电池 CR5 历年走势 | 14 |
| 图表 28: 电池龙头出货市占率逐步提升 | 15 |
| 图表 29: 三元电池龙头出货市占率 | 15 |
| 图表 30: 磷酸铁锂龙头出货市占率 | 15 |
| 图表 31: 电池企业扣非归母净利润 (百万元) | 16 |
| 图表 32: 扣非归母净利润同比增速 | 16 |
| 图表 33: 电池企业扣非归母净利率走势 | 16 |
| 图表 34: 隔膜材料历年出货量 (亿平) | 17 |
| 图表 35: 湿法隔膜占比逐步提升 | 17 |
| 图表 36: 隔膜 CR3 历年走势 | 17 |
| 图表 37: 隔膜 CR5 历年走势 | 17 |
| 图表 38: 隔膜龙头市占率逐步提升 | 18 |
| 图表 39: 湿法隔膜龙头市占率 | 18 |
| 图表 40: 干法隔膜龙头市占率出现分化 | 18 |
| 图表 41: 隔膜开工率 | 19 |
| 图表 42: 隔膜业务贡献净利润 (百万元) | 19 |
| 图表 43: 隔膜均价 (元/平) 及同比增速 | 19 |
| 图表 44: 隔膜扣非单平净利 (元/平) 及同比增速 | 19 |
| 图表 45: 隔膜扣非净利率 | 20 |
| 图表 46: 隔膜公司归母净利润 (百万元) 及同比增速 | 20 |
| 图表 47: 电池四大材料投资收益对比 | 20 |
| 图表 48: 正极材料历年出货量 (万吨) | 21 |
| 图表 49: 三元占比持续提升, 磷酸铁锂占比下滑 | 21 |
| 图表 50: 正极 CR3 历年走势 | 21 |
| 图表 51: 正极 CR5 历年走势 | 21 |

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 52: 正极龙头市占率逐步提升..... | 21 |
| 图表 53: 三元龙头市占率出现分化..... | 21 |
| 图表 54: 钴酸锂龙头市占率提升..... | 22 |
| 图表 55: 磷酸铁锂龙头市占率..... | 22 |
| 图表 56: 正极材料均价 (万/吨)..... | 22 |
| 图表 57: 正极材料单吨净利 (万/吨)..... | 22 |
| 图表 58: 正极业务净利率..... | 23 |
| 图表 59: 正极业务净利润 (百万)..... | 23 |
| 图表 60: 正极公司归母净利润 (百万) 及同比增速..... | 23 |
| 图表 61: 不同负极材料历年出货量 (万吨)..... | 24 |
| 图表 62: 人造石墨占比持续提升..... | 24 |
| 图表 63: 负极 CR3 历年走势..... | 24 |
| 图表 64: 负极 CR5 历年走势..... | 24 |
| 图表 65: 负极龙头历年市占率走势..... | 25 |
| 图表 66: 人造石墨龙头历年市占率走势..... | 25 |
| 图表 67: 负极材料单价 (万/吨)..... | 25 |
| 图表 68: 负极材料单吨净利 (万/吨)..... | 25 |
| 图表 69: 负极业务净利率..... | 26 |
| 图表 70: 负极业务净利润 (百万)..... | 26 |
| 图表 71: 不同电解液历年出货量 (万吨)..... | 26 |
| 图表 72: 不同电解液占比..... | 26 |
| 图表 73: 电解液 CR3、CR5..... | 27 |
| 图表 74: 电解液板块龙头市占率走势..... | 27 |
| 图表 75: 天赐材料、新宙邦电解液毛利率..... | 28 |
| 图表 76: 天赐材料、新宙邦电解液毛利 (百万)..... | 28 |
| 图表 77: 新宙邦电解液业务净利润及净利率..... | 28 |
| 图表 78: 六氟磷酸锂价格走势..... | 29 |
| 图表 79: 多氟多氟化盐毛利率走势..... | 29 |
| 图表 80: 新能源汽车销量及预测..... | 30 |
| 图表 81: 恩捷股份湿法隔膜产品价格走势 (元/平米)..... | 31 |
| 图表 82: 碳酸锂价格曾出现剧烈波动..... | 31 |
| 图表 83: 硫酸钴价格曾出现剧烈波动..... | 31 |

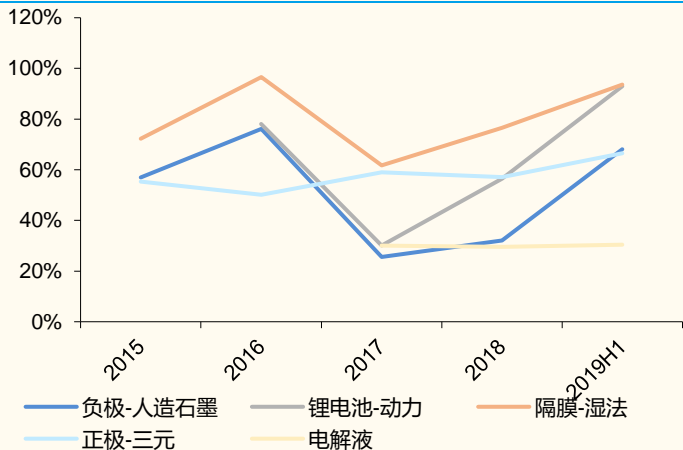
1、全产业链：重点推荐新进二线电池企业、隔膜和低估资源龙头

■ 2019H1 行业高增延续，集中度稳步提升

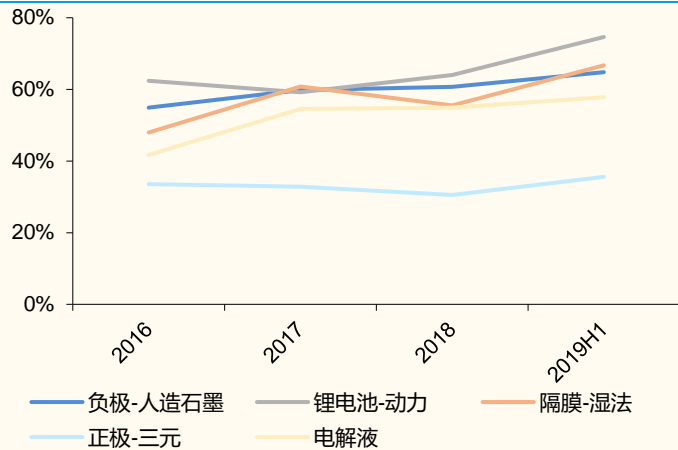
行业增速方面，2019年1-7月，我国新能源汽车生产68.2万台，同比增长48%；动力电池装机30.69GWh，同比增长63%。其中，7月份我国新能源汽车生产7.4万台，同比下降6%，环比下降43%；动力电池装机4.7GWh，同比增长40%，环比下降29%。7月产量大跌主要是受补贴过渡期结束影响，但短期看，新能源汽车补贴+售价尚未到现金成本，下半年车企仍有降价促销可能，将再次刺激新能源汽车销量；中长期看，国家双积分征求意见稿落地后有望支撑2025年年度新能源汽车市占率达20%的规划，行业高增行情有望延续。具体到细分子版块，动力电池为锂电领域增长最快的板块，但是部分材料存在内部替换（比如湿法隔膜替换干法、三元替代磷酸铁锂）的逻辑，所以部分材料增速高于动力电池。若同步考虑到部分材料海外提前放量，隔膜、负极、正极增长将有望进一步提速。

集中度CR3，动力电池>湿法隔膜>人造石墨>电解液>三元正极。

图表 1：锂电产业链不同环节出货同比增速



图表 2：不同产业链环节 CR3



来源：GGII、国金证券研究所（仅对比核心公司参与细分产品，未对比整个细分子行业）

来源：GGII、国金证券研究所

■ 板块盈利能力现分化，重点关注资源龙头、隔膜和新入二线电池厂

动力电池：宁德时代短期内确定性高，受抢装影响，2019H1扣非归母净利润同比增长161%；二线电池企业亿纬锂能电子烟持续超预期，锂原电池即将迎来阶段性高增，2019H1扣非归母净利润同比增长231%，且高增持续性强；欣旺达短期内费用率提升影响，业绩下滑，但H2新品发布较多，有望恢复增长。持续重点推荐二线电池企业亿纬锂能、欣旺达。

隔膜：隔膜价格已出现大幅下跌，未来降速会趋缓趋稳，且板块集中度提升加速，龙头竞争格局清晰，为产业链重点推荐板块。2019H1，恩捷股份隔膜业务扣非归母净利率有小幅下滑，但因出货高增，扣非归母净利润同比实现大幅增长66%；星源材质盈利能力显著好转，扣非归母净利率较2018年提升8pct。持续重点推荐恩捷股份、星源材质。

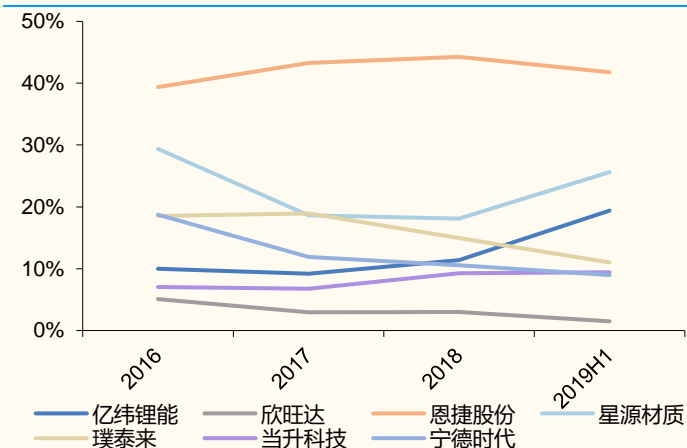
正极：正极占电池成本比例最高，电池厂介入动力强。电池龙头宁德时代已规划建设10万吨正极产能。但正极技术更新迭代快，高镍技术领先企业投资价值较高。当升科技增速略有下滑，但处于技术引领地位，单吨净利依然强势，增长平稳；若上游硫酸钴等价格持续上涨，正极板块存在超预期的可能。推荐关注当升科技。

负极：受原材料涨价影响，璞泰来盈利增速下滑，符合预期。下半年新增石墨化产能投产后，成本有望大幅下降，贡献高业绩弹性。推荐关注海外放量和盈利能力有望回升的璞泰来。

电解液：2018 年经历价格战后盈利能力出现明显好转，但好转幅度略低于预期；溶剂 EC 由于供需失衡，价格大幅上涨，供应商石大胜华 2019H1 扣非归母净利润同比增长 65%。推荐关注石大胜华和全产业链布局，具备成本优势的天赐材料。

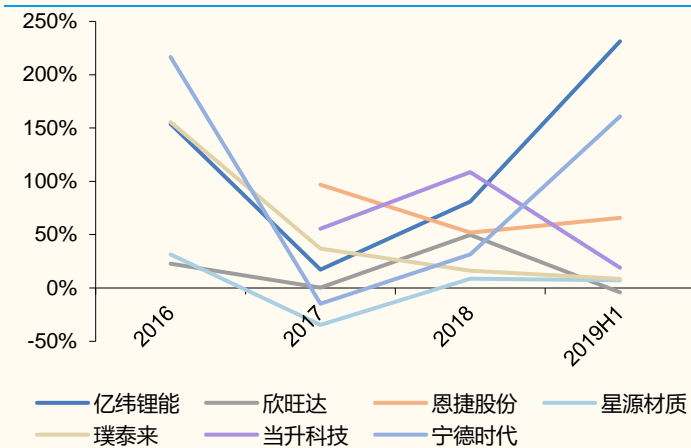
上游资源：2019H1 钴价同比下跌 52.7%，锂价同比下跌 47.8%。受此影响，钴锂企业业绩大幅下滑。其中洛阳钼业/华友钴业/寒锐钴业归母净利润同比下滑 74%/98%/114%；天齐锂业与赣锋锂业归母净利润同比-85%/-59%。展望下半年及之后，锂行业因冶炼产能集中释放导致过剩加剧，行业或于明年见底；钴行业因嘉能可减产迎来边际改善，且中游冶炼企业盈利较少挺价意愿强烈，钴价中枢上行。考虑钴价处于环比上行、铜价或将因供给收缩企稳回升，推荐低估值有色行业龙头企业洛阳钼业。

图表 3：核心标的历年扣非归母净利率



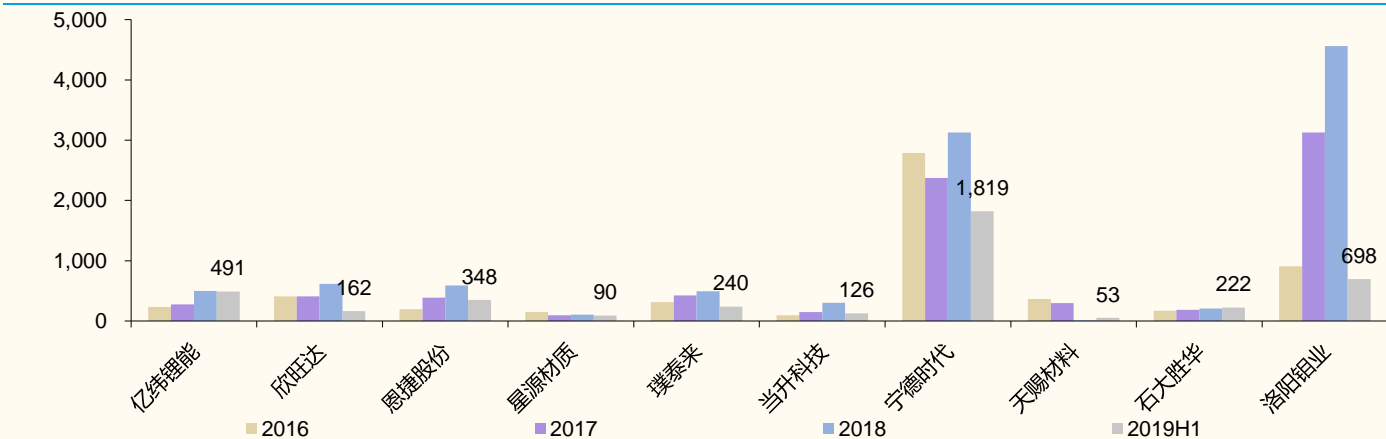
来源：各公司公告、国金证券研究所（恩捷股份隔膜业务 2018.7 并表，并表时间较短，使用上海恩捷数据代替）

图表 4：核心标的扣非归母净利润同比增速



来源：各公司公告、国金证券研究所（恩捷股份隔膜业务 2018.7 并表，并表时间较短，使用上海恩捷数据代替）

图表 5：核心标的历年扣非归母净利润



来源：各公司公告、国金证券研究所

图表 6：推荐标的及估值

| 公司 | 代码 | 总市值 (亿元) | 2019H1 归母净利润同比 | 当前 PB | EPS | | | PE | | | 评级 |
|------|-----------|----------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| | | | | | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E | |
| 亿纬锂能 | 300014.SZ | 349 | 215% | 5.35 | 1.27 | 1.76 | 2.27 | 28.35 | 20.46 | 15.83 | 买入 |
| 欣旺达 | 300207.SZ | 195 | 4% | 3.58 | 0.60 | 0.84 | 1.12 | 21.16 | 14.99 | 11.24 | 买入 |
| 恩捷股份 | 002812.SZ | 241 | 824% | 6.22 | 1.03 | 1.28 | 1.55 | 29.08 | 23.34 | 19.39 | 买入 |

| | | | | | | | | | | | |
|------|-----------|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|----|
| 星源材质 | 300568.SZ | 63 | 12% | 2.50 | 1.24 | 1.60 | 1.95 | 21.90 | 17.01 | 13.92 | 买入 |
| 璞泰来 | 603659.SH | 219 | 3% | 7.29 | 1.73 | 2.19 | 2.61 | 29.14 | 23.01 | 19.28 | 买入 |
| 当升科技 | 300073.SZ | 101 | 34% | 2.97 | 0.90 | 1.12 | 1.38 | 25.61 | 20.51 | 16.72 | 增持 |
| 宁德时代 | 300750.SZ | 1,586 | 131% | 4.63 | 1.94 | 2.35 | 2.79 | 37.29 | 30.78 | 25.92 | 买入 |
| 洛阳钼业 | 603993.SH | 775 | -74% | 1.97 | 0.09 | 0.14 | 0.16 | 39.98 | 26.29 | 22.30 | 买入 |

来源: Wind, 国金证券研究所

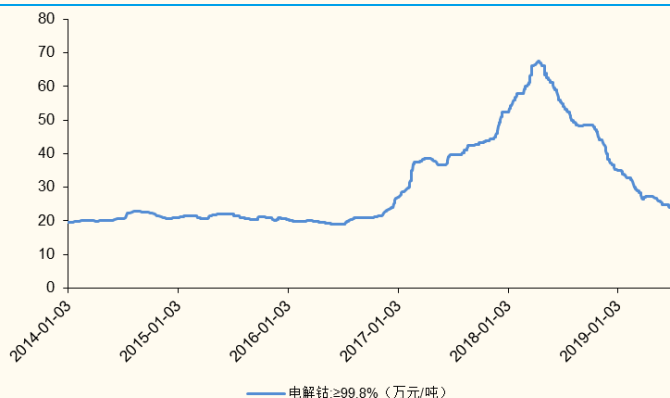
2、上游资源：钴锂价格大幅下跌，板块盈利下滑

2.1 钴价/锂价同比下跌 52.71%/47.78%，企业盈利大幅下滑

2015 年，在强政策的指引下中国新能源汽车产业链景气度飙升，上游钴锂资源供不应求，价格快速上涨。巨大的获利空间带动了大量资本进入上游，行业兴起了新一轮投资热潮。随后，上游资源产能投放过快，导致严重的供给过剩，钴锂价格在 1H18 触顶后回落。

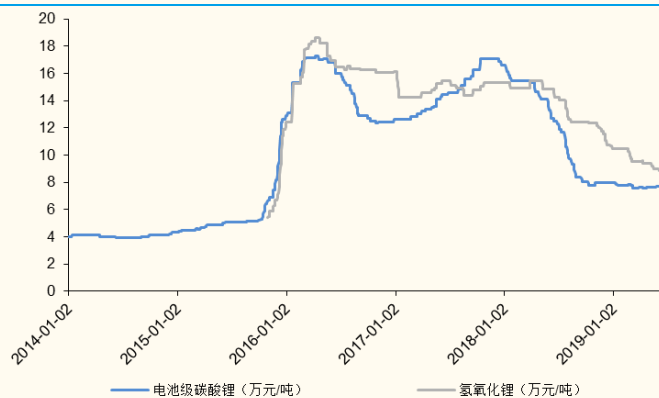
虽然 2019 年上半年新能源汽车维持较高增速，但钴锂资源仍然供给过剩严重，价格延续跌势。据亚洲金属网，1H19 电钴价格同比下跌 52.71%至 28.56 万元/吨，碳酸锂价格同比-47.78%至 7.68 万元/吨，氢氧化锂价格同比-36.34%至 9.57 万元/吨。

图表 7：19H1 电钴价格同比下跌 52.7%



来源: 亚洲金属网, 国金证券研究所

图表 8：19H1 碳酸锂价格同比下跌 47.8%



来源: 亚洲金属网, 国金证券研究所

■ 钴板块：利润严重下滑，产业链布局加速

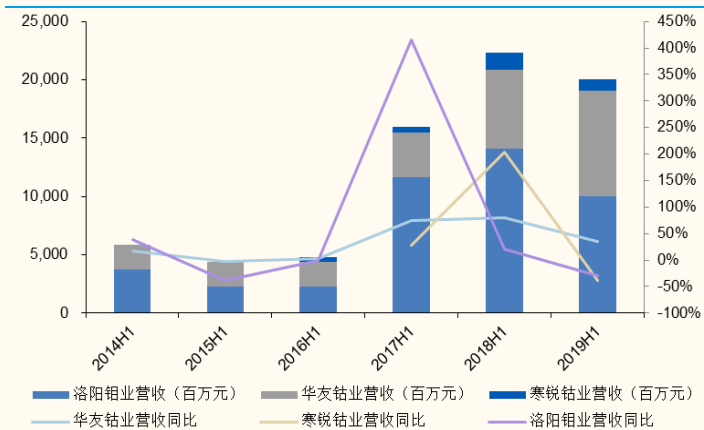
钴价快速下跌导致企业营业收入放缓、毛利率下降、存货跌价准备上升等，进而使得利润大幅缩水。

洛阳钼业 19H1 营业收入与归母净利润分别为 99.8/8.1 亿元，同比下降 29%/74%。毛利率下滑 21pct 至 22%，净利率下降 17.9pct 至 7.75%。在钴价大幅下跌的背景下，公司上半年钴金属产量为 0.86 吨，同比下降 4.6%；铜钴产品营收下滑 47%至 44.7 亿元，毛利率下降 38.8pct 至 7.9%；存货跌价损失增加 10%至 1190 万元。

华友钴业 19H1 营业收入与归母净利润分别为 91.0/0.33 亿元，同比 +34%/-98%。毛利率下滑 26.5pct 至 12%，净利率下降 21.9pct 至 0.29%。公司营收维持增长的主要原因是铜产品销量增加以及新增贸易业务收入所致，其中铜等有色金属上半年实现营收 19.68 亿元，同比+89.65%；新增的贸易业务实现营收 34.57 亿元；而前驱体、硫酸钴等新能源电池材料营收下滑 16.79%至 35.64 亿元。另外，公司 19H1 存货跌价损失达 3.26 亿元，较去年同期增加 811%。

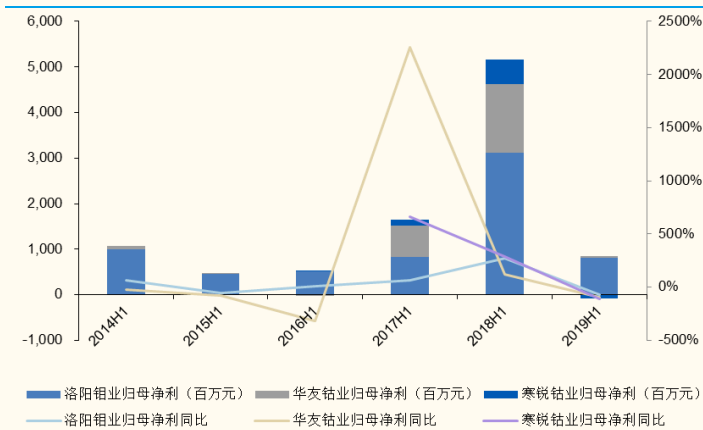
寒锐钴业 19H1 营业收入与归母净利润分别为 9.2/-0.77 亿元，同比下降 39%/114%。毛利率下滑 52pct 至 4.3%，净利率下降 43.5pct 至-8.3%。其中钴产品营收 7.16 亿元，较去年同期下降 46.25%，毛利率同比下滑 64pct 至-4.5%。另外，公司 19H1 存货跌价损失为 0.47 亿元，其中二季度为-0.18 亿元，我们推测原因是行业龙头嘉能可产量减少导致钴价中枢抬升，公司部分减记金额恢复。

图表 9：钴板块主要公司营收总体下滑严重



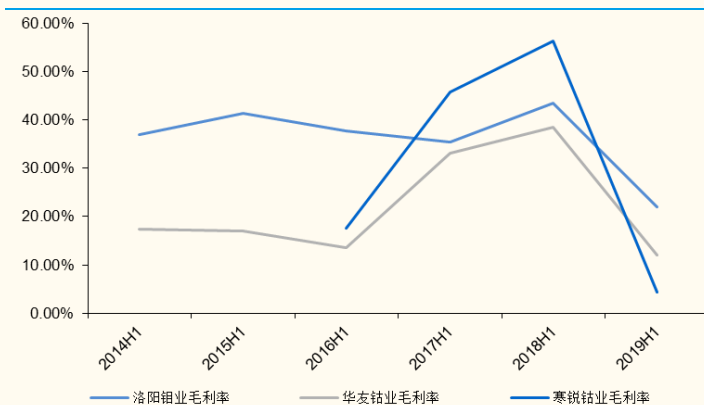
来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：钴板块主要公司归母净利润下滑较多



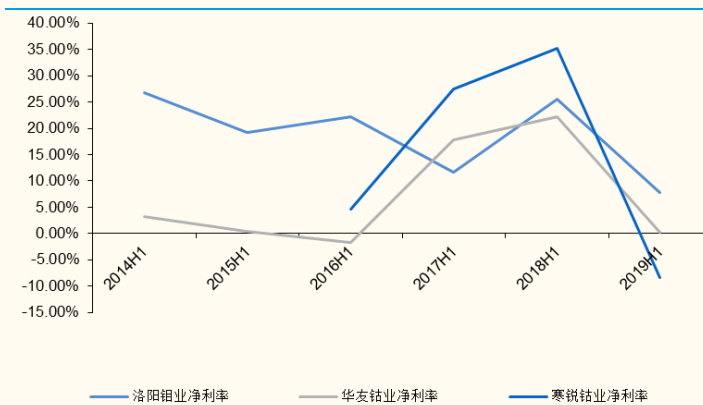
来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：钴板块主要公司毛利率大幅下挫



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：钴板块主要公司净利率快速回落



来源：Wind，国金证券研究所

虽然行业整体处在低谷，但从中报信息来看，各龙头公司在巩固对优势资产的掌控能力；并且加速产业链布局，拓展业务范围，向产业链上下游延伸，产生协同效应。

洛阳钼业增强金属运输、贸易能力。报告期内，洛阳钼业完成 IXM 100% 股权收购，增强金属采购、运输和贸易等业务能力，进一步提升公司在全球资源领域的地位。

华友钴业继续上下游扩张。2019H1，华友钴业非洲 MIKAS 扩建 15,000 吨电积铜、9,000 吨粗制氢氧化钴项目实现达产达标，PE527 矿权鲁库尼矿 30,000 吨/年电积铜项目建设顺利推进；印尼年产 6 万吨氢氧化镍钴湿法冶炼项目前期工作展开；国内的前驱体和正极材料等项目有序推进，并且启动对天津巴莫科技 100% 股权和衢州华友少数股权的并购。

寒锐钴业非洲项目往后端产品蔓延。寒锐钴业有望于 2019 年 8 月底完成 3000 吨钴粉项目；原“2 万吨电积铜及 5000 吨氢氧化钴项目”变更为“2 万吨电积铜及 5000 吨电积钴项目”，并于 2020 年 6 月末建成。新项目以电积钴取代。

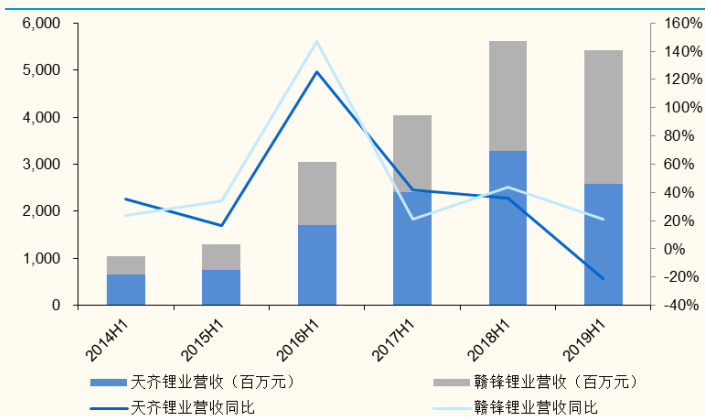
■ 锂板块：利润大幅下降，天齐产能投放放缓，赣锋加速布局上游资源

锂板块主要公司利润严重下滑。锂价快速下跌导致企业营业收入放缓、毛利率下降等，进而使得利润大幅缩水。

天齐锂业 19H1 营业收入与归母净利润分别为 25.9/1.9 亿元，同比下降 21%/85%。毛利率下滑 11.5pct 至 61.1%，净利率下降 26.9pct 至 20.5%。自 2018 年下半年开始，随着行业供需格局调整，锂化工产品价格发生较为明显的回调，锂盐销售收入 15.5 亿元，同比下降 27.5%。公司 19H1 财务费用 10.1 亿元，同比+666.26%，其中公司因购买 SQM 股权而新增 35 亿美元并购贷款相应产生的借款利息费用（含摊销）为 8.6 亿元。

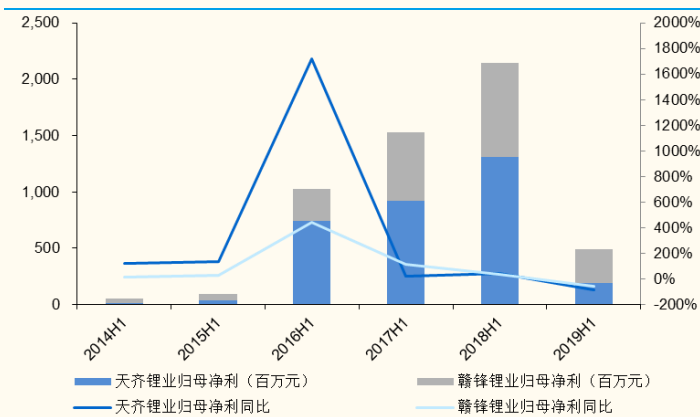
赣锋锂业 19H1 营业收入与归母净利润分别为 28.2/3.0 亿元，同比+21%/-59%。毛利率下滑 18.9pct 至 25.1%，净利率下降 25.4pct 至 10.5%。公司营收增长主要是锂盐销售量增长所致，但受锂盐市场价格下行影响，毛利率有所下滑。19H1 公司锂系列产品营收 22.6 亿元，同比+16.3%；毛利率 28.9%，同比下滑 18.9pct。

图表 13：锂板块主要公司营收总体下滑严重



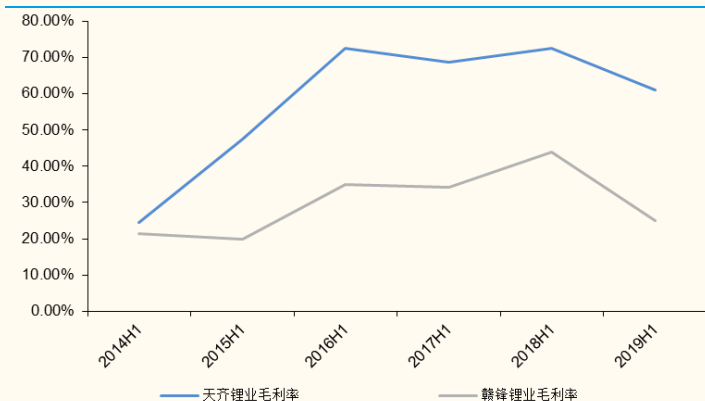
来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：锂板块主要公司归母净利润下滑较多



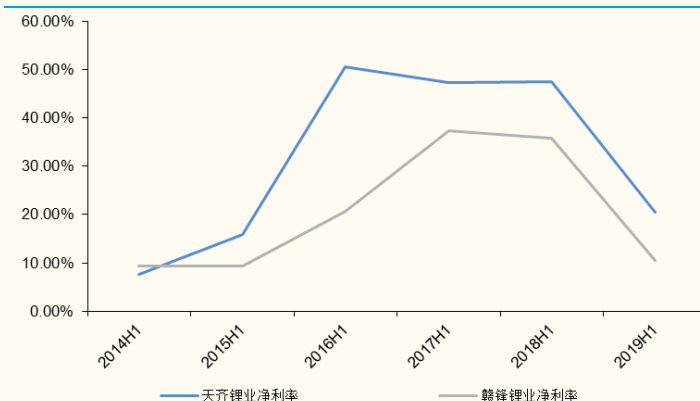
来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：锂板块主要公司毛利率大幅下挫



来源：Wind，国金证券研究所

图表 16：锂板块主要公司净利率快速回落



来源：Wind，国金证券研究所

虽然行业整体业绩较为低迷，天齐锂业受收购 SQM 导致财务费用激增的影响进而放缓新建产能投产；而财务压力较小的赣锋锂业加速产业链布局，收购上游资源，强化公司上中下游业务的协同效应。

天齐锂业泰利森锂精矿扩产计划竣工时间延迟。泰利森“化学级锂精矿第二期扩产项目”的竣工时间由原 2019 年二季度推迟至 2019 年三季度。公司增资入股夏钨新能源，持有其 3% 股权，向下游锂离子电池正极材料布局。

赣锋锂业进一步布局上游矿山资源。2019H1，赣锋锂业竞得青海省茫崖行委凤凰台地区深层卤水锂矿预查探矿权；收购 RIM 6.9% 股权，增持股权至 50%；认购 Pilbara 定向增发的 7763 万股，增持股权至 8.37%；认购 Minera Exar 1.41 亿新股，增持股权至 50%；认购 Bacanora 新增股份，持有不超过 29.99% 的股权；投资 Bacanora 旗下锂黏土项目公司 Sonora，持有不超过 22.5% 股权；与鸿泽集团成立合资公司海洛矿业，其中赣锋国际持有 89.8% 的股权，鸿泽集团持有 10.2% 的股权。

2.2 钴价处于底部区域，锂价或于 2020 年见底

■ 钴板块：行业边际改善，钴价处于底部区域

嘉能可减产导致行业边际改善。嘉能可于 8 月初发布公告，公司今年钴产量指引由年初的 5.7 万吨下降至 4.3 万吨，主要原因是 KCC 矿进行检修导致产量大幅下降。同时，公司公告 2020-21 年，旗下全球最大的钴矿 Mutanda 将停产进行技改，影响产量约为 2.5 万吨，占全球供给 15% 左右。受此消息刺激，中间体价格自 8 月初以来上涨约 20%。

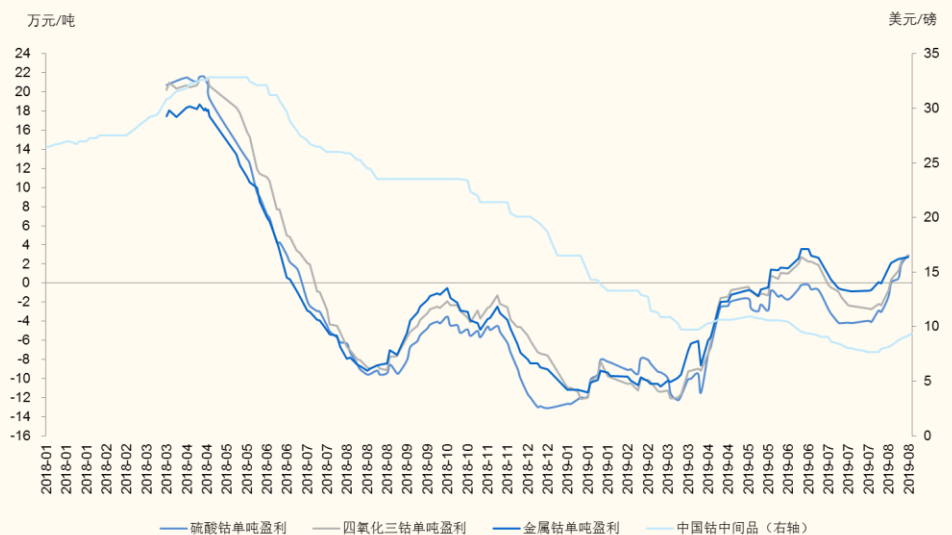
图表 17：嘉能可钴 2019 年产量由年初的 5.7 万吨下调至 4.3 万吨

| | 单位 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019H1 | 2019E |
|---------|----|------|------|------|------|--------|-------|
| KCC | kt | 2.9 | 0 | 0 | 11.1 | 6.1 | 14 |
| Mutanda | kt | 16.5 | 24.5 | 23.9 | 27.3 | 13.4 | 25 |
| 其他矿山 | kt | 3.6 | 3.8 | 3.5 | 3.8 | 1.8 | 4 |
| 总产量 | kt | 23 | 28.3 | 27.4 | 42.2 | 21.3 | 43 |

来源：嘉能可公告，国金证券研究所

冶炼厂商盈利空间较小，快速大幅降价可能性较小。根据我们的模型，钴中游冶炼厂商自去年 6 月末开始出现亏损，直至今年 8 月初才随着钴盐价格快速上行恢复盈利。目前每金属吨钴盐盈利不足 3 万元，随着原料价格中枢上移，预计冶炼厂挺价意愿强烈，钴盐价格再次快速大幅下跌可能性较小。

图表 18：钴冶炼厂商盈利空间较小



来源：Metal Bulletin, SMM, 亚洲金属网，国金证券研究所 注：单吨均为对应金属吨

我们认为，虽然钴行业目前仍然供给过剩，库存较多，但嘉能可产量大幅减少导致行业供需格局边际改善。钴行业过剩由年初预期的 2019/2020 年过剩 2.1/4.0 万吨改善为 0.88/1.28 万吨，供需格局有所优化，钴价中枢上行。且中

游冶炼环节盈利空间较小，挺价意愿强烈，因此预计钴业相关公司下半年业绩将环比改善。

图表 19：钴行业供给较年初预期 2019/2020 年过剩 2.1/4.0 万吨边际改善

| 单位：吨 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 钴矿产量 | 111737 | 119906 | 109391 | 131229 | 154706 | 161279 | 176234 |
| 钴矿实际利用量 | 100563 | 107915 | 98452 | 118106 | 139235 | 145151 | 158611 |
| 再生钴 | 9070 | 9524 | 10000 | 13000 | 18000 | 3000 | 4000 |
| 钴矿供应量 | 109634 | 117439 | 108452 | 131106 | 157235 | 148151 | 162611 |
| 同比增速 (%) | | 7.12% | -7.65% | 20.89% | 19.93% | -5.78% | 9.76% |
| 精炼钴供给 | 102543 | 108695 | 114576 | 119710 | 129444 | 139315 | 149846 |
| 精炼钴需求 | 102543 | 108695 | 114576 | 119710 | 129444 | 139315 | 149846 |
| 同比增速 (%) | | 6.00% | 5.41% | 4.48% | 8.13% | 7.63% | 7.56% |
| 过剩 (+/-) 短缺 | 7091 | 8744 | (6124) | 11396 | 27791 | 8836 | 12765 |
| 累计库存 | 7091 | 15834 | 9710 | 21106 | 48897 | 57733 | 70498 |

来源：各公司公告，上海有色网，国金证券研究所

■ 锂板块：锂价或于 2020 年见底，供给侧已出现收缩迹象

2019 年冶炼产能突破瓶颈，锂盐供给过剩加剧。2015 年，锂辉石矿山只有泰利森一家，且锂辉石矿山的品质差异较大，锂精矿冶炼产能的建设一直落后于锂矿山的建设，导致大量的锂精矿未能及时转化为锂盐。但今年大量的冶炼产能投产导致锂盐供给过剩加剧。据上海有色网统计，2019 年国内将有超过 30 万吨的新建锂盐产能投产，这使得锂盐价格加速下跌。我们预计 2019-20 年锂行业过剩将达 12/19 万吨 LCE。

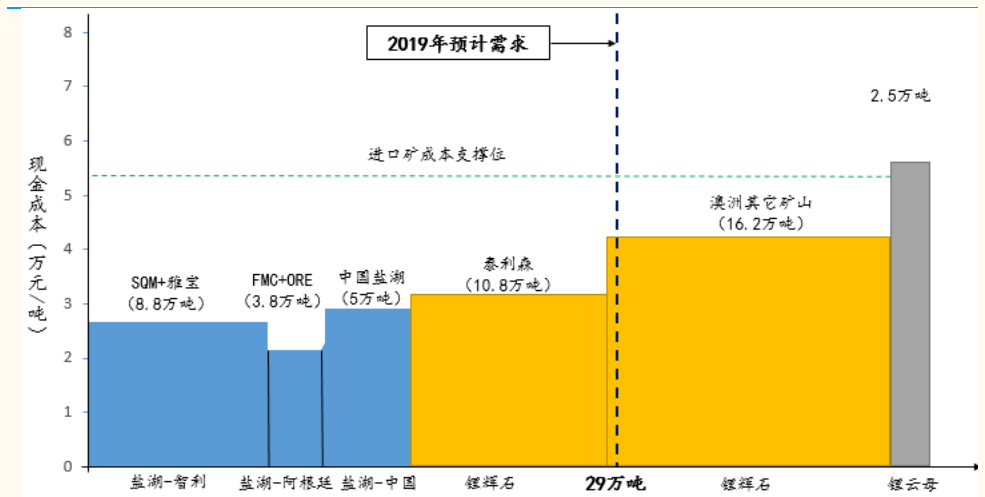
图表 20：2019/2020 年锂行业供给过剩呈加剧态势

| 单位：吨 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|-------------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 盐湖 | 93,487 | 121,052 | 129,799 | 146,718 | 180,346 | 216,346 |
| 锂辉石 | 60,847 | 69,627 | 144,315 | 178,163 | 272,427 | 369,231 |
| 锂云母 | 400 | 1,000 | 2,000 | 7,000 | 17,000 | 15,000 |
| 锂原料供给 | 154,734 | 191,679 | 276,114 | 331,881 | 469,774 | 600,578 |
| yoy | 8.70% | 23.88% | 44.05% | 20.20% | 41.55% | 27.84% |
| 锂盐供给合计 | 154,734 | 191,679 | 246,114 | 286,881 | 409,774 | 540,578 |
| yoy | 8.70% | 23.88% | 28.40% | 16.56% | 42.84% | 31.92% |
| 需求合计 | 172,614 | 191,679 | 211,278 | 245,719 | 290,438 | 347,580 |
| yoy | 8.75% | 11.04% | 10.22% | 16.30% | 18.20% | 19.67% |
| 过剩 (+/-) 短缺 | (17,880) | 0 | 34,836 | 41,161 | 119,336 | 192,998 |
| 累计库存 | (17,880) | (17,880) | 16,956 | 58,117 | 177,453 | 370,451 |

来源：各公司公告，上海有色网，国金证券研究所

2019 年碳酸锂价格或跌至 5.3 万元/吨。我们预计 2019 年澳洲锂精矿出售价格将最终跌至 600 美元/吨，对应制备的碳酸锂成本约 5.3 万/吨（不含税），此价位料将成为 2019 年碳酸锂的价格支撑。

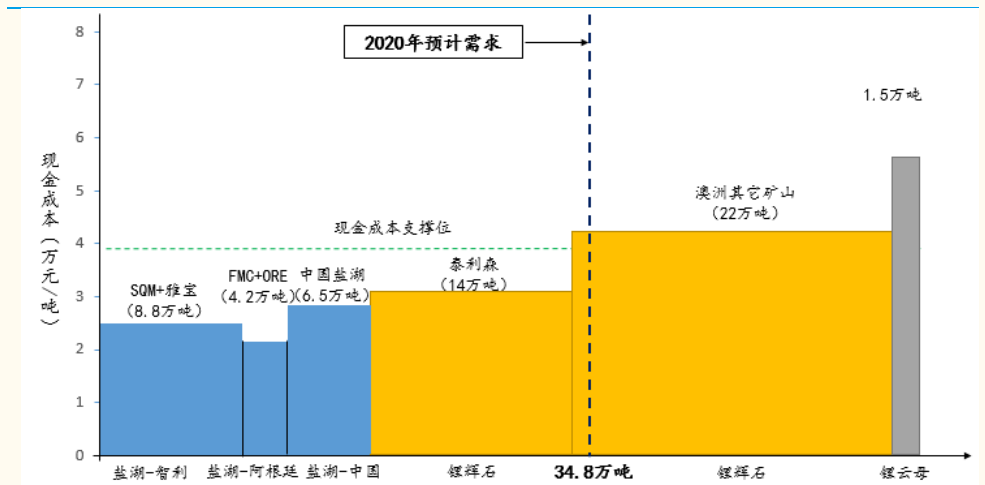
图表 21: 2019 年, 碳酸锂价格或跌至 5.3 万元/吨



来源: 各公司公告, 上海有色网, 国金证券研究所

2020 年碳酸锂价格或跌破 4.2 万元/吨。展望 2020 年及以后, 由于供给过剩严重, 澳洲矿山的现金成本对价格的支撑力度或将受到考验。除泰利森矿以外, 其余矿山品位相对接近, 均在 1.0%-1.5%之间, 量产后的 6%锂精矿的现金成本大概率处于 400-450 美元/吨。若这部分矿山不大规模停产, 则国内碳酸锂价格大概率会跌破 4.2 万元/吨 (不含税)。此后, 随着部分品位较低的澳洲矿山停产, 锂盐价格有望触底。

图表 22: 2020 年, 碳酸锂价格或跌破 4.2 万元/吨



来源: 各公司公告, 上海有色网, 国金证券研究所

值得注意的是, 在年初至 8 月末碳酸锂价格累计下跌 22.6%的背景下, 部分成本较高的产能已经减产。据上海有色网, 江西已有部分锂云母厂商于 8 月份出现减产迹象; 此外, 澳洲 Bald Hill 矿山所有者, 锂精矿生产商阿丽塔资源进入自主接管重组。锂行业供给侧出现改善迹象。

2.3 推荐低估值有色龙头洛阳钼业

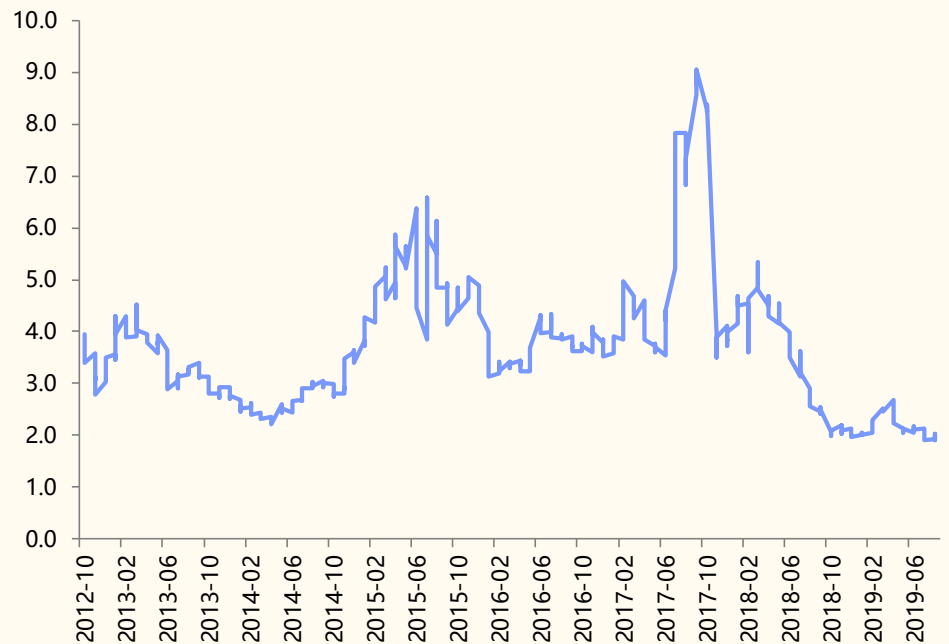
虽然钴行业供给过剩局面尚未扭转, 但嘉能可减产使得行业边际改善, 钴价中枢得以抬升; 受大矿山产量下降以及赞比亚新税收政策等因素的影响, 铜供给端有所收缩。根据国际铜业研究小组的预测, 2019/2020 年全球精炼铜短

缺为 18.9/25 万吨，铜价有望企稳回升。考虑钴价在底部区域，铜价有望上行，我们预计钴行业公司下半年业绩将环比改善。

有色金属龙头公司洛阳钼业具备长期投资价值。洛阳钼业主营业务里各类金属品种在行业均处于龙头优势地位，公司系全球第二大钴生产商和领先的铜生产商，同时是全球第二大钼生产商、全球最大的钨生产商之一以及全球五大钼生产商之一。且洛阳钼业主要矿山可开采年限较长，叠加公司有较强的周期研判及并购经验，长期投资价值有较高保障。

考虑钴行业边际改善带来价格中枢上移，铜价有望因供给收缩上行，叠加公司目前 PB 估值为 1.97 倍，处在历史最低位置，我们维持洛阳钼业“买入”评级。

图表 23：洛阳钼业市净率处于历史最低位置



来源：Wind，国金证券研究所

3、动力电池：盈利现分化，推荐关注新入二线电池企业

3.1 出货持续高增，集中度显著提升

■ 电池出货延续高增

2018 年，我国锂电池共计出货约 102GWh，其中动力出货 65GWh，同比增长 46%，增速远大于消费和储能。从装机角度分析，2018 年动力电池装机 57GWh，同比增长 56%，近 4 年复合增速 54%；2019H1 动力电池装机 30GWh，同比增长 93%，同比增速显著提升主要因为新能源汽车上半年抢装。

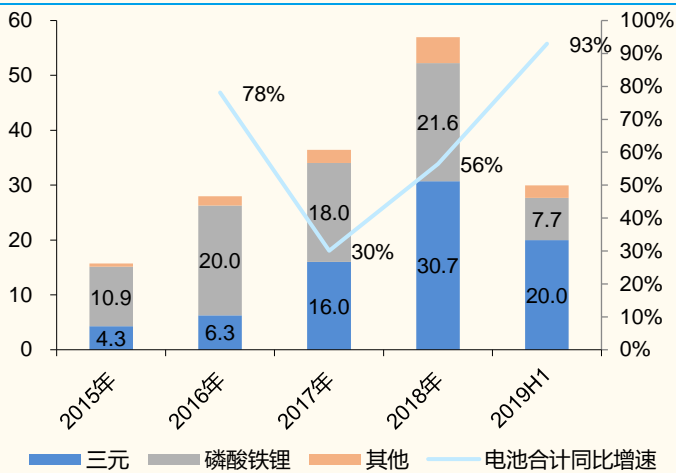
■ 三元动力电池占比持续提升，磷酸铁锂短期内受挤压

我国新能源车补贴与能量密度挂钩，而补贴对能量密度要求逐步提高且磷酸铁锂体积大，无法通过多装电池支持长续航，因此乘用车出现由磷酸铁锂切换为三元电池的趋势。2019 年补贴退坡超预期，磷酸铁锂经济性凸显，所以未来低续航车型对磷酸铁锂需求有望回暖。

■ 龙头技术及成本优势强，集中度显著提升

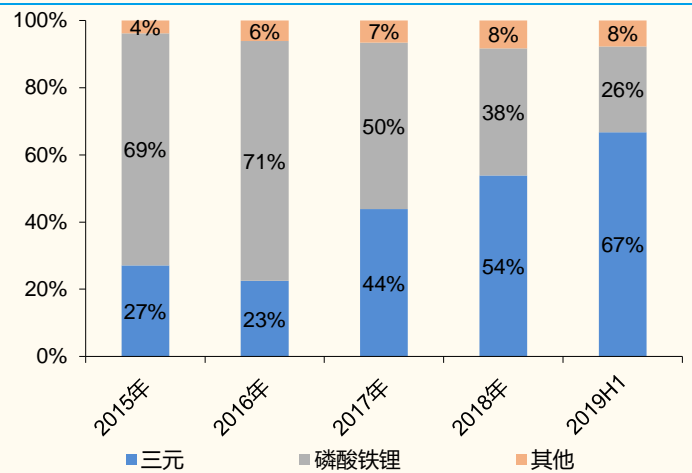
2019H1 锂电池 CR3、CR5 分别为 75%、79%，较 2018 年分别提升 11pct、7pct。其中，磷酸铁锂 2019H1 CR3、CR5 分别为 86%、94%集中度一直维持高位，高于三元电池。

图表 24: 动力电池历年装机 (GWh)



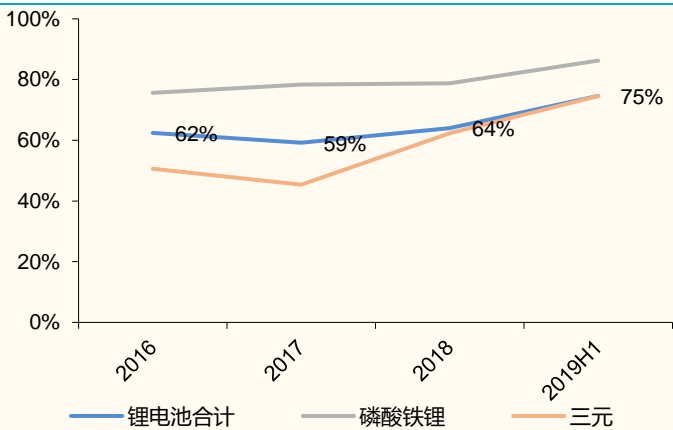
来源: GGII、国金证券研究所

图表 25: 三元动力电池装机占比提升



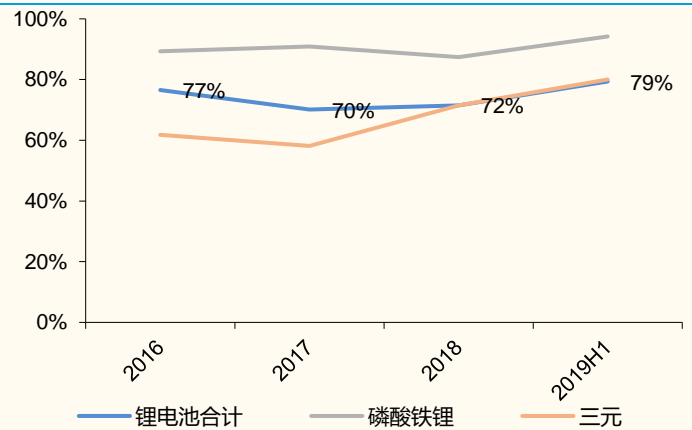
来源: GGII、国金证券研究所

图表 26: 锂电池 CR3 历年走势



来源: GGII、国金证券研究所

图表 27: 锂电池 CR5 历年走势

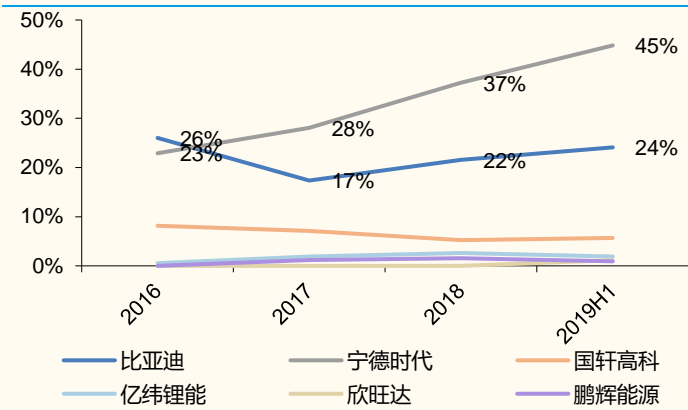


来源: GGII、国金证券研究所

■ 热点公司市占率: 龙头地位稳固, 新入二线仍处起步阶段

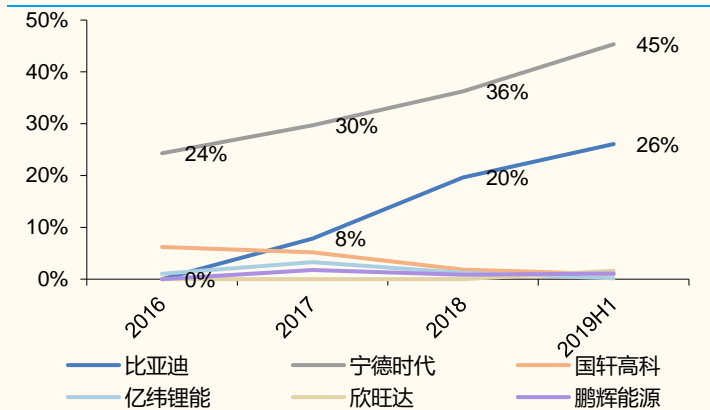
电池板块竞争格局清晰, 宁德时代、比亚迪龙头市占率稳定。在三元电池领域, 宁德时代市占率一直处于领先地位, 2019H1 达 45%, 位列第一; 比亚迪 2019H1 达 26%, 位列第二。磷酸铁锂领域, 宁德时代自 2017 年开始超越比亚迪, 位列第一, 2019H1 市占率为 47%; 比亚迪市占率则有小幅下滑, 2019H1 为 21%。国轩高科为传统二线动力电池厂, 三元市占率仍未起色, 但磷酸铁锂市占率提升。新入二线动力电池厂, 如亿纬锂能和欣旺达等, 动力电池业务仍处起步阶段, 市占率位于 5% 以下。

图表 28：电池龙头出货市场占有率逐步提升



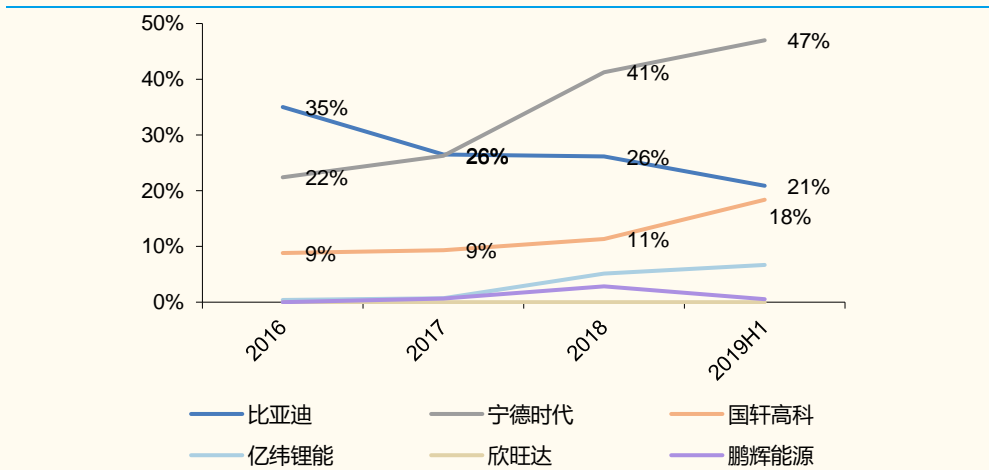
来源：GGII、国金证券研究所

图表 29：三元电池龙头出货市场占有率



来源：GGII、国金证券研究所

图表 30：磷酸铁锂龙头出货市场占有率



来源：GGII、国金证券研究所

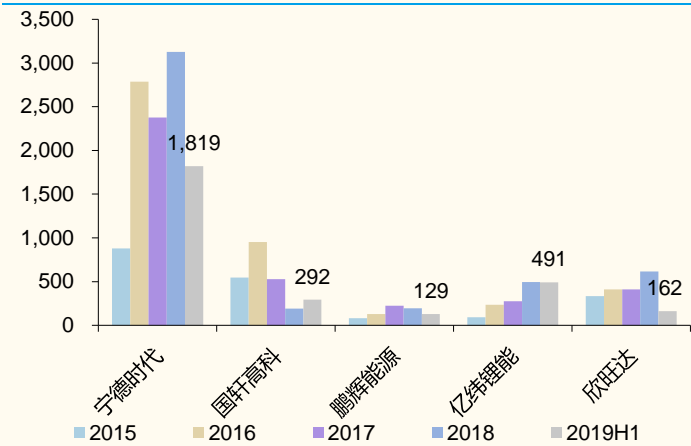
3.2 盈利能力现分化，推荐新入二线电池企业

盈利现分化，龙头短期内依然强势。受益于新能源汽车爆发，2015年，动力电池企业迎来爆发式增长；2016年，因为具备一定基数，业绩增速明显放缓，但是参与者普遍具有较强盈利能力；2017-2018年在补贴退坡影响下，企业盈利能力开始出现分化，部分企业业绩出现负增长；2019H1，受新能源汽车抢装影响，动力电池企业业绩增速回升。动力电池白名单已经取消，考虑到新能源汽车2年开发周期，以及日韩电池企业需要与国内车厂有一个接触磨合过程，短期内电池龙头盈利能力依然较强。

推荐新入二线电池企业。亿纬锂能与欣旺达为动力电池新增参与者，动力电池业务仍处于亏损状态，但传统业务现金牛。**亿纬锂能**持股电子烟业务持续超预期，2019H1公司共计实现扣非归母净利润4.9亿元，同比增长231%；实现扣非归母净利润率19.4%，同比提升11.5pct，净利率大幅增长主要是因为电子烟业务投资收益大幅增长，但不影响营收。**欣旺达**动力电池已正式打入吉利、东风、雷诺日产等知名客户供应体系，传统消费业务增长强劲。2019H1公司营收持续高增，但扣非归母净利润同比出现负增长主要因为：1) 新业务研发投入大幅增长造成期间费用率提升，2) 贸易战升级。2019H2随新产品发布以及电芯自供比例进一步提升，净利率有望恢复，公司业绩仍维持高增。

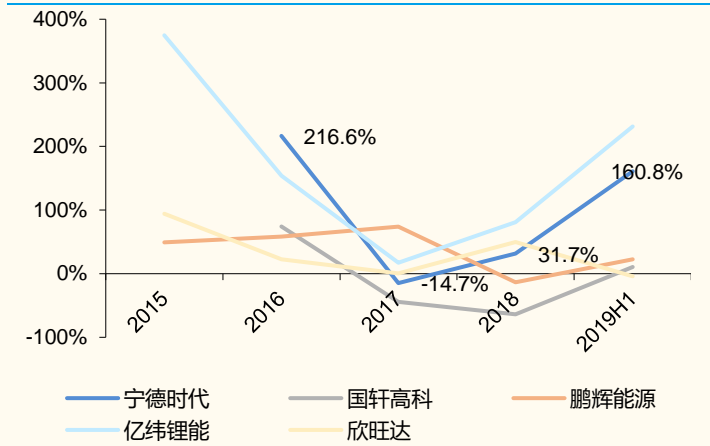
投资建议：重点推荐亿纬锂能、欣旺达。

图表 31：电池企业扣非归母净利润（百万元）



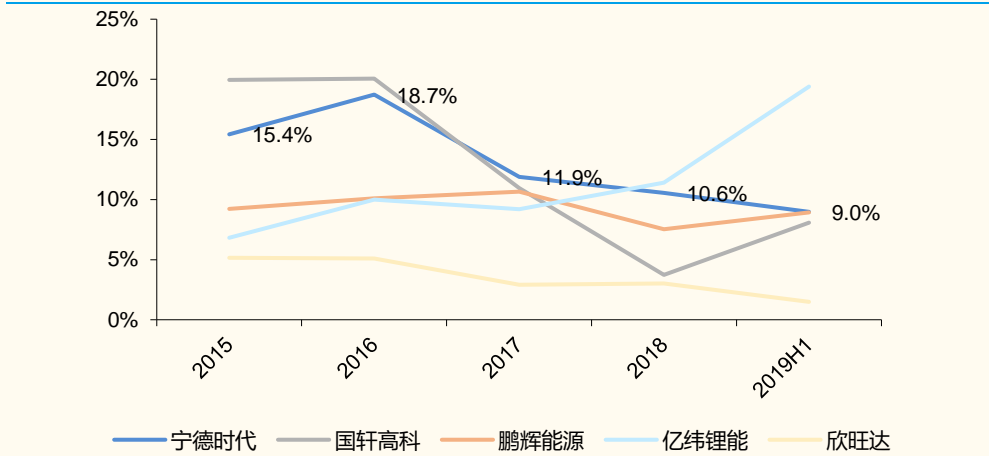
来源：Wind、国金证券研究所

图表 32：扣非归母净利润同比增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 33：电池企业扣非归母净利率走势



来源：Wind、国金证券研究所

4、隔膜：竞争格局清晰，重点隔膜板块

4.1 龙头格局清晰，重资产加速低端产能出清

■ 隔膜出货增长显著提升

2018 年，国内隔膜厂出货 20.1 亿平米，近 4 年复合增速 48%；2019H1 国内隔膜厂出货 11.5 亿平米，同比增长 52%，同比增速提升与新能源汽车上半年抢装和出口海外比例提升有关。

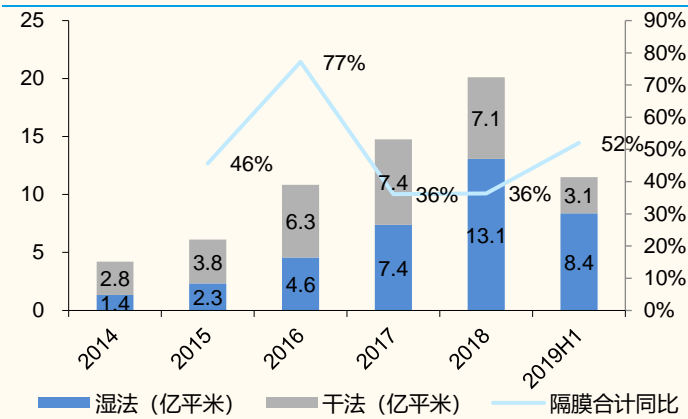
■ 湿法隔膜占比稳步提升，干法隔膜仍有一定空间

受乘用车转三元影响，2019H1 湿法隔膜占比进一步提升，达 73%。未来随磷酸铁锂在乘用车需求回暖，干法隔膜仍有一定增长空间。

■ 重资产加速出清，集中度加速提升

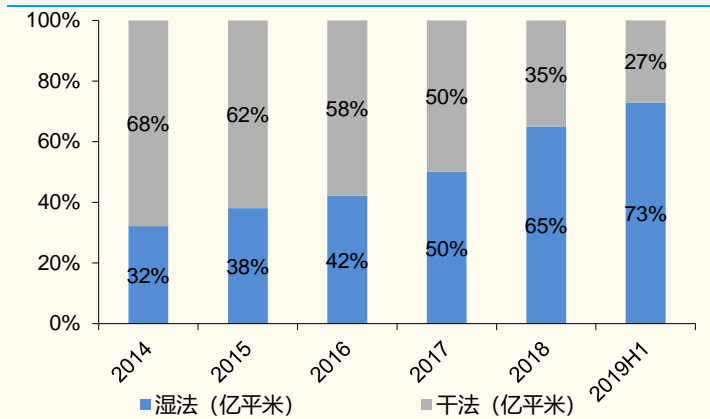
湿法和干法隔膜制造费分别占成本 60%、30%左右，固定资产投资较重，开工率低企业面临严重亏损，出清速度高于其他环节。2019H1 隔膜合计 CR3 和 CR5 分别为 55%、67%，较 2018 年分别提升 14pct 和 13pct；具体到湿法和干法隔膜 CR3 分别为 67%、53%，较 2018 年分别提升 11pct 和 1pct。（恩捷股份与苏州捷力视为两家公司计算）

图表 34：隔膜材料历年出货量（亿平）



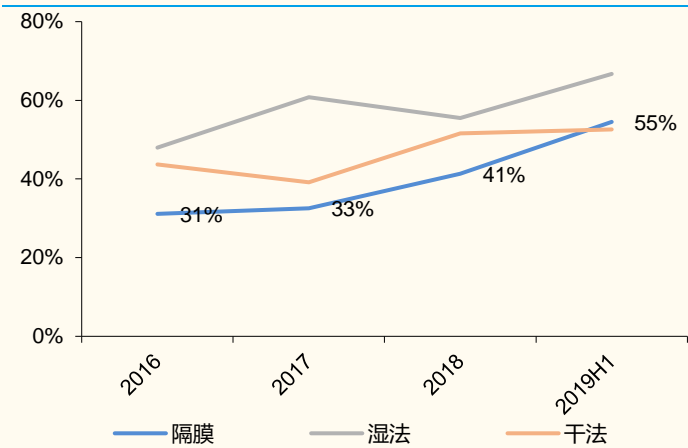
来源：GGII、国金证券研究所

图表 35：湿法隔膜占比逐步提升



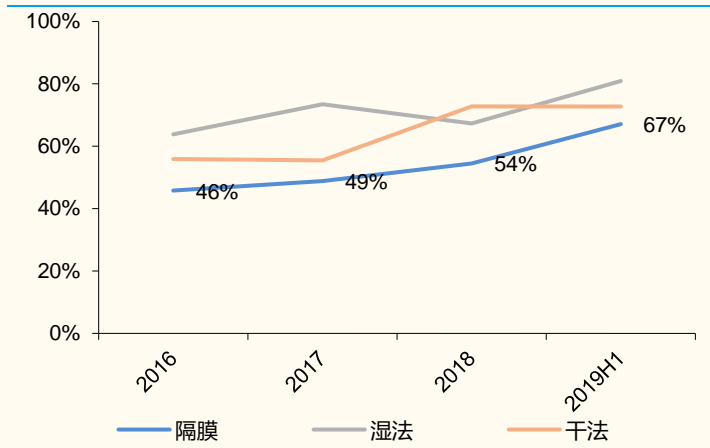
来源：GGII、国金证券研究所

图表 36：隔膜 CR3 历年走势



来源：GGII、国金证券研究所（恩捷股份与苏州捷力视为两家公司计算）

图表 37：隔膜 CR5 历年走势

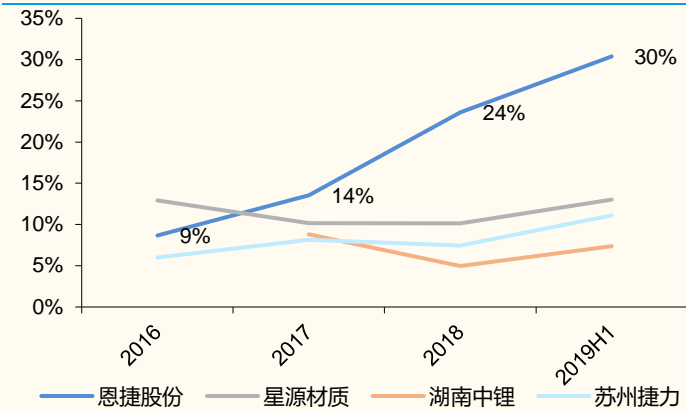


来源：GGII、国金证券研究所（恩捷股份与苏州捷力视为两家公司计算）

■ 龙头市占率显著提升

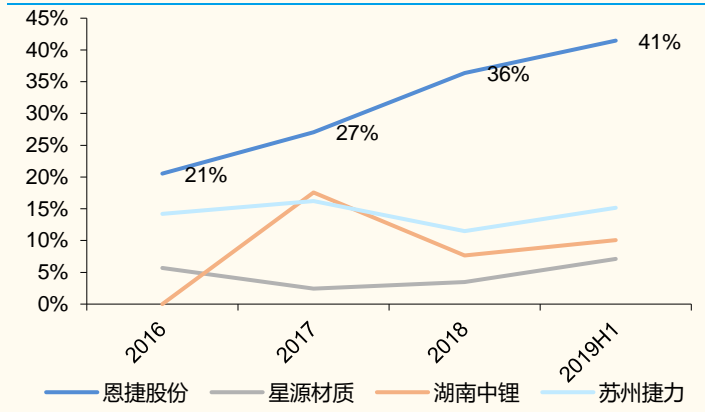
干法隔膜和湿法隔膜生产工艺具有一定差异，板块企业原来分工相对清晰，但市场需求向湿法隔膜偏移以后，部分干法隔膜企业开始进军湿法领域，如星源材质、沧州明珠等，传统湿法隔膜龙头则主要有恩捷股份、苏州捷力、湖南中锂等。自 2017 年开始，恩捷股份出货超越星源材质，位居国内首位。2019H1 恩捷股份湿法隔膜出货 3.5 亿平，分别占国内隔膜、湿法隔膜出货 30%、41%，较 2018 年分别提升 6pct、5pct；星源材质出货 1.5 亿平，占国内隔膜出货 13%，位居第二，其干法隔膜出货约 0.9 亿平，占国内干法隔膜出货 29%，位居干法隔膜首位，较 2018 年提升 6pct。

图表 38：隔膜龙头市占率逐步提升



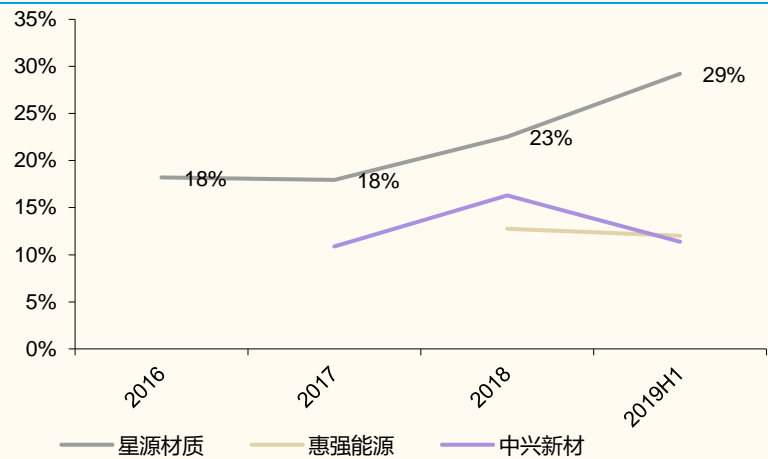
来源：GGII、国金证券研究所

图表 39：湿法隔膜龙头市占率



来源：GGII、国金证券研究所

图表 40：干法隔膜龙头市占率出现分化



来源：GGII、国金证券研究所

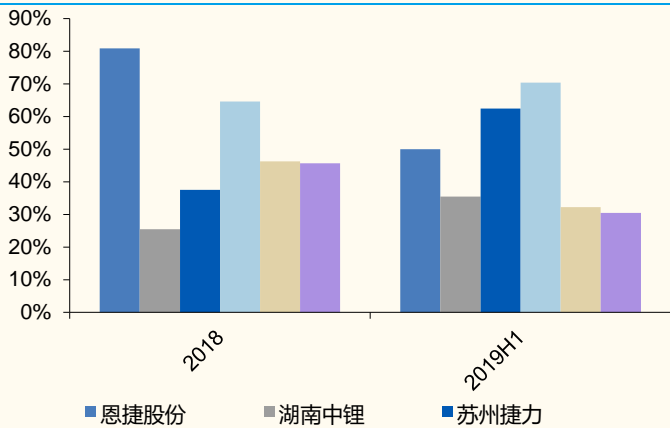
4.2 恩捷股份稳增长，星源材质弹性大

隔膜属于重资产行业，设备折旧均摊对成本影响较大，而产能利用率又为影响实际设备折旧均摊的重要因素。因行业产能利用率差异较大，所以企业盈利能力分化明显。

横向来看，隔膜业务仍处于盈利状态的主要有恩捷股份和星源材质，亏损企业若不能及时提升产能利用率，则会快速出清。

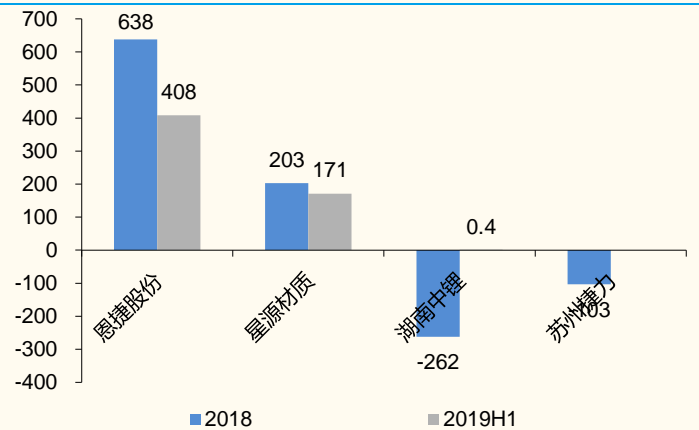
纵向来看，隔膜价格和单平净利延续下跌趋势，但龙头公司出货高增，带动业绩同向大增。2019H1，上海恩捷隔膜均价相比 2018 年下降 16%，单平净利下降 21%，扣非净利润同比增长 59%；星源材质隔膜均价相比 2018 年下降 18%，扣非单平净利由于合肥星源扭亏为盈，相比 2018 年增长 29%，公司扣非归母净利润同比增长 7%。

图表 41: 隔膜开工率



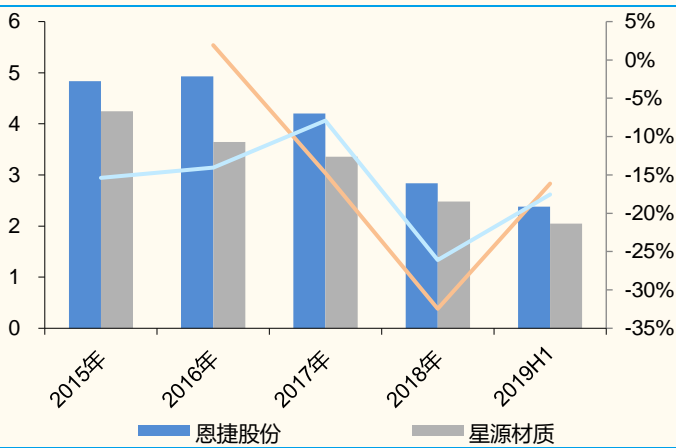
来源: GGII、国金证券研究所

图表 42: 隔膜业务贡献净利润 (百万元)



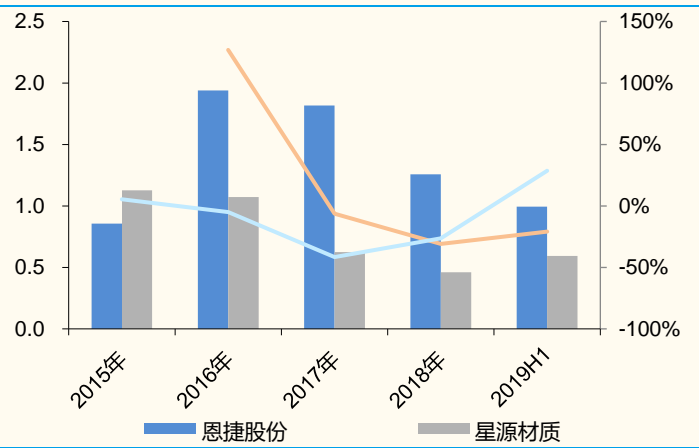
来源: 公司公告、GGII、国金证券研究所 (未显示的年份数据缺失)

图表 43: 隔膜均价 (元/平) 及同比增速



来源: 公司公告、国金证券研究所 (未显示的年份数据缺失)

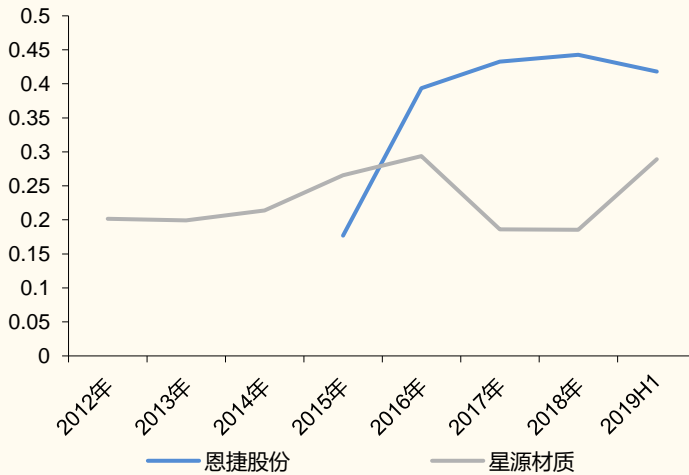
图表 44: 隔膜扣非单平净利 (元/平) 及同比增速



来源: 公司公告、国金证券研究所 (未显示的年份数据缺失)

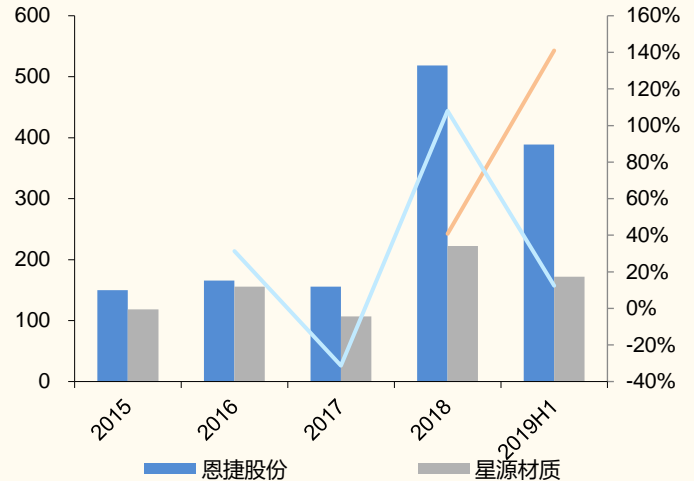
隔膜板块投资建议: 隔膜为重点推荐板块, 原因如下: 1) 板块竞争格局清晰, 竞争对手主要来自国内, 海外威胁较小; 2) 隔膜单价进一步下滑空间有限: 隔膜成本已接近理论极限成本, 价格经历 2017-2019 年下滑 50% 以上, 继续下滑空间有限; 3) 隔膜行业稳态净利率需保持 25% 以上, 龙头出货高增允许净利率小幅下滑: 隔膜板块资产较重, 稳态净利率至少在 25% 左右可保证 5 年收回固定资产投资成本, 恩捷股份和星源材质 2019H1 隔膜扣非净利率分为 42%、29%, 会有小幅调整空间, 但出货高增, 覆盖利润率下滑后业绩仍有稳定增长; 4) 出口或涂覆隔膜单价较高, 且占比逐步提升, 对恢复隔膜价格和单平净利有积极作用。

图表 45：隔膜扣非净利率



来源：各公司公告、国金证券研究所

图表 46：隔膜公司归母净利润（百万元）及同比增速



来源：各公司公告、国金证券研究所

图表 47：电池四大材料投资收益对比

| 产品 | 单位投资 (万吨/亿元, 亿平/亿元) | 假设单价 (万吨, 元/平) | 年度营收 (亿元) | 净利率 | 年度净利润 | 固定资产收益率 | 备注 |
|-----|---------------------|----------------|-----------|-----|-------|---------|---------------------|
| 隔膜 | 2.16 | 1.8 | 2 | 25% | 0.45 | 21% | 参照恩捷股份 |
| 正极 | 5.08 | 13 | 13 | 8% | 1.04 | 20% | 参照当升科技 |
| 负极 | 2.72 | 6.5 | 7 | 15% | 0.98 | 36% | 参照璞泰来, 不含石墨化加工工序 |
| 电解液 | 0.16 | 3.5 | 4 | 5% | 0.18 | 107% | 参照天赐材料, 不含六氟磷酸锂制造工序 |

来源：各公司公告、国金证券研究所

5、正极：电池厂掌控动力强，推荐技术领先标的

5.1 铁锂需求有望回暖，正极行业集中度低

■ 正极出货增长显著提升

2018 年，国内正极厂出货 27.5 万吨，近 4 年复合增速 38%；2019H1 国内正极厂出货 17.2 万吨，同比增长 54%，同比增速提升与新能源汽车上半年抢装等因素有关。

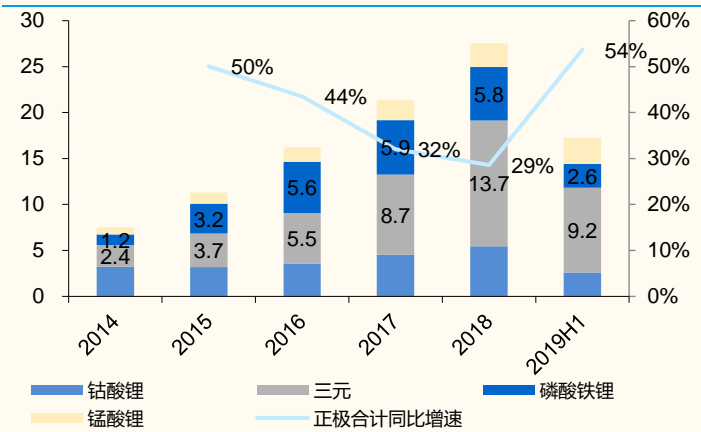
■ 三元占比持续提升，磷酸铁锂短期受到挤压但后续有望回暖

2019H1 三元、磷酸铁锂、钴酸锂、锰酸锂占比分别为 54%、15%、15%、16%，三元占比超过 50%，磷酸铁锂占比下滑至 15%。新能源汽车补贴与电池能量密度挂钩，三元能量密度超过磷酸铁锂，需求爆发。2019 年补贴大幅退坡后，磷酸铁锂经济性凸显，未来乘用车需求将出现分化，低续航车型以低成本磷酸铁锂为主，高续航车型则仍选用三元电池。

■ 集中度短期内或有提升，但长期来看提升空间有限

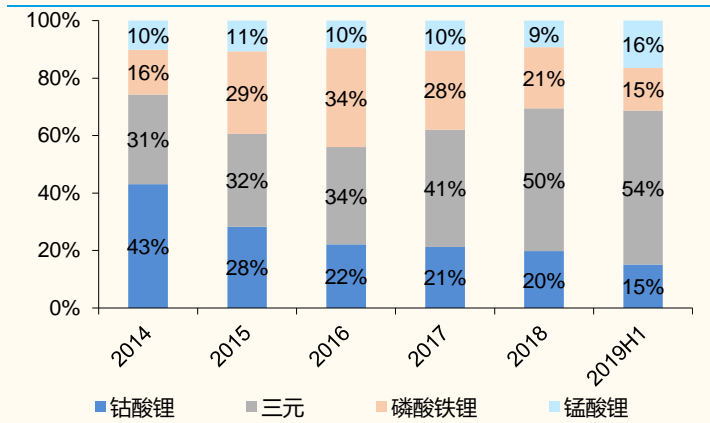
2019H1，正极 CR3、CR5 较 2018 年分别上涨 2pct 和 4pct。其中，磷酸铁锂因为需求萎缩，出清加速，龙头市占率有显著提升，故集中度提升明显；三元集中度提升幅度较小，但随高镍 622、811 批量应用，三元短期内集中度或将明显提升。正极材料占电池成本比例最高，电池厂布局正极动力较强，比如电池龙头宁德时代已开始着手布局 10 万吨正极材料建设工作，因此我们认为正极材料集中度长期持续提升难度较大。

图表 48: 正极材料历年出货量 (万吨)



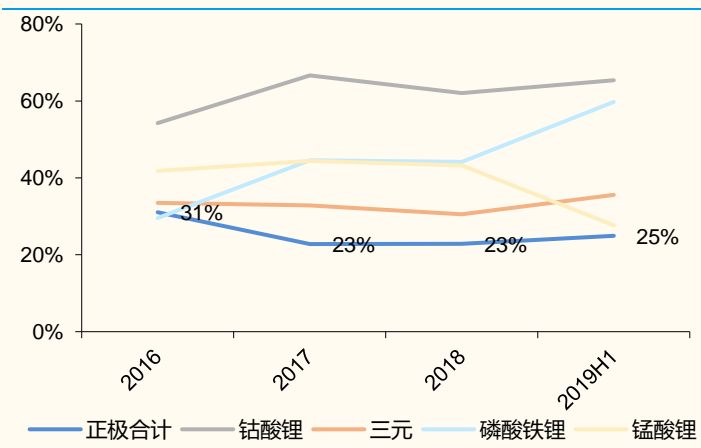
来源: GGII、国金证券研究所

图表 49: 三元占比持续提升, 磷酸铁锂占比下滑



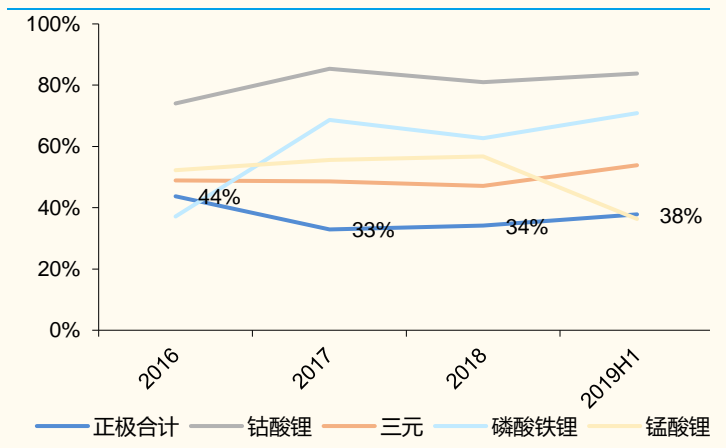
来源: GGII、国金证券研究所

图表 50: 正极 CR3 历年走势



来源: GGII、国金证券研究所

图表 51: 正极 CR5 历年走势

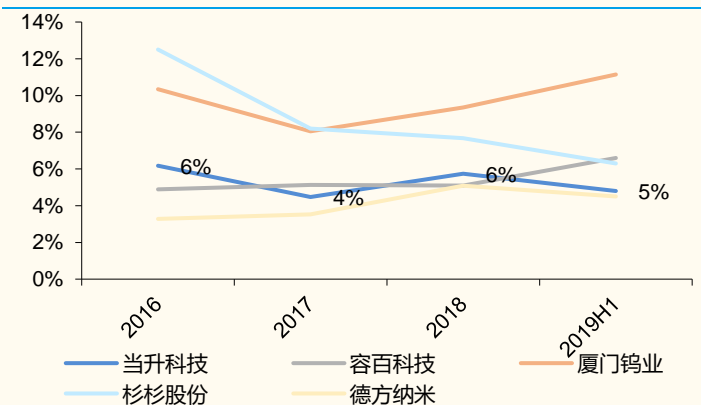


来源: GGII、国金证券研究所

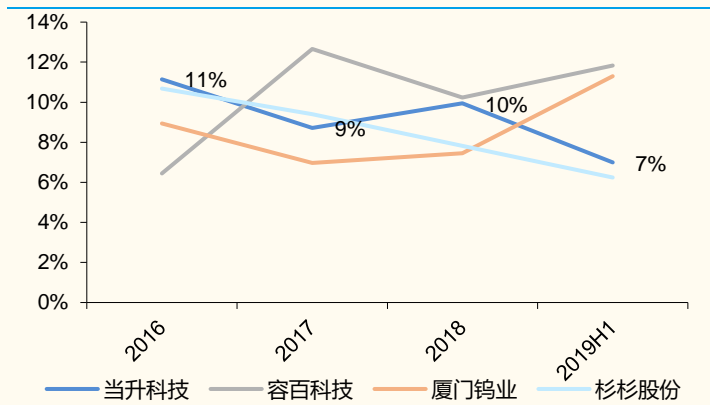
■ 龙头公司市占率出现分化

整个正极市场看, 厦门钨业出货量位居首位, 且龙头市占率逐步提升。具体到不同种类正极材料来看, 龙头公司市占率出现分化。三元领域, 容百科技和厦门钨业市占率波动上升, 当升科技相对稳定, 杉杉股份逐步下滑; 钴酸锂领域, 厦门钨业市占率提升, 杉杉股份和当升科技相对稳定; 磷酸铁锂领域, 德方纳米市占率稳步提升。

图表 52: 正极龙头市占率逐步提升

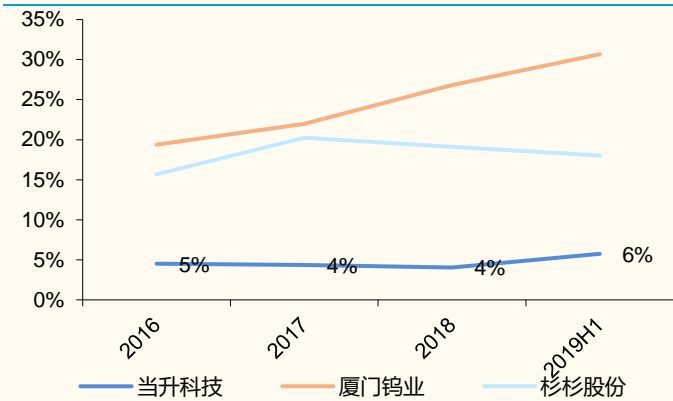


图表 53: 三元龙头市占率出现分化



来源：GGII、国金证券研究所

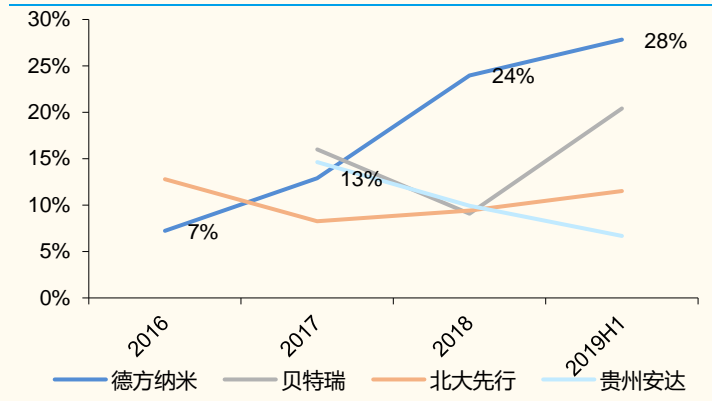
图表 54：钴酸锂龙头市占率提升



来源：GGII、国金证券研究所

来源：GGII、国金证券研究所

图表 55：磷酸铁锂龙头市占率



来源：GGII、国金证券研究所

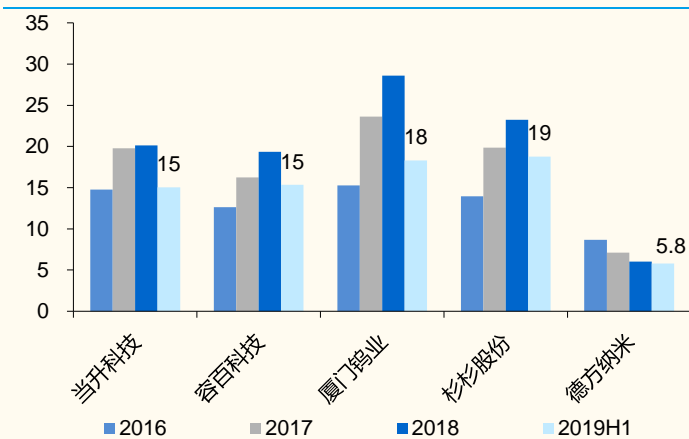
5.2 技术领先→单吨净利强势

正极企业按照不同品种分工相对明确，当升科技、容百科技主要产品为三元；厦门钨业、杉杉股份则同步生产三元和钴酸锂；德方纳米主要产品为磷酸铁锂。

纵向来看，2016-2018 年，三元、钴酸锂正极企业单吨净利受益于上游碳酸锂、硫酸钴涨价而逐步提升；2018 年中，上游材料降价后，正极单吨净利在 2019H1 下滑明显。清晰可见，上游原料涨价对三元、钴酸锂正极企业影响是正向的。磷酸铁锂则由于新能源乘用车转向三元，需求受到较大挤压，价格和单吨净利持续下滑，至 2018-2019H1，磷酸铁锂价格趋稳，单吨净利也初步稳定在 0.6 万/吨附近。

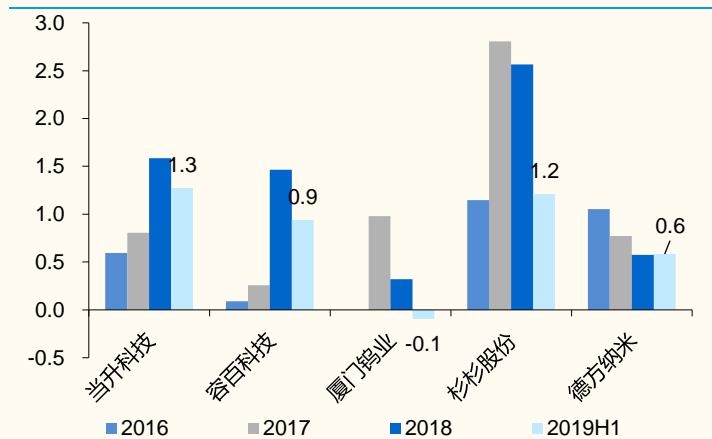
横向来看，正极材料技术更新快于其他材料板块，当升科技、容百科技高镍产品技术先进，且下游为海外客户或中小型国内客户，议价能力相对较强；德方纳米尽管单吨净利低于三元、钴酸锂材料企业，但是因为磷酸铁锂单价较低，净利润率亦处于高位。

图表 56：正极材料均价（万/吨）



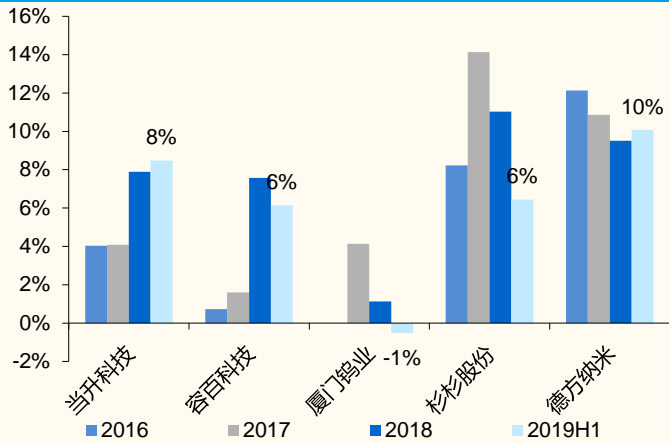
来源：公司公告、GGII、国金证券研究所

图表 57：正极材料单吨净利（万/吨）



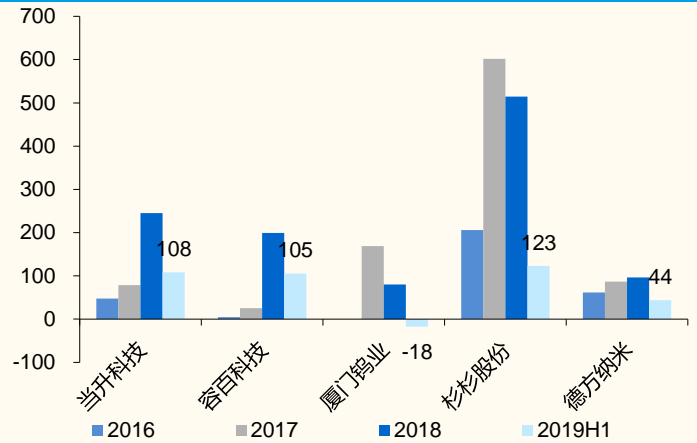
来源：公司公告、GGII、国金证券研究所（未显示的年份数据缺失）

图表 58：正极业务净利率



来源：公司公告、国金证券研究所（未显示的年份数据缺失）

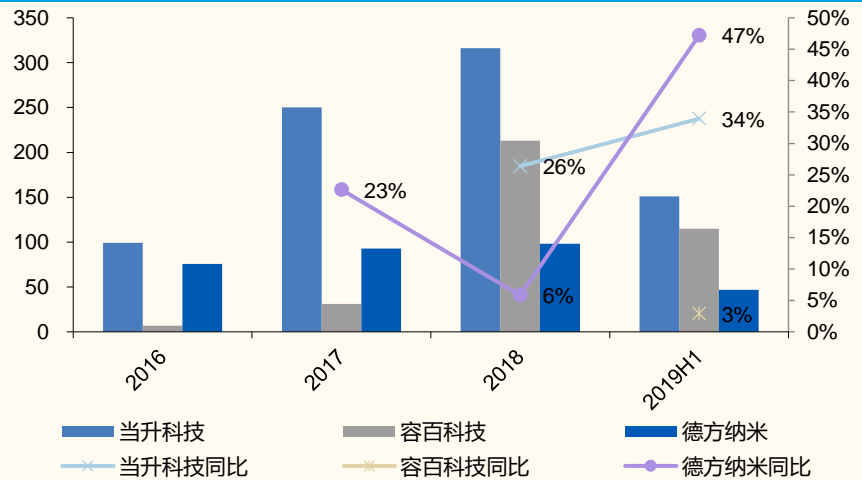
图表 59：正极业务净利润（百万）



来源：公司公告、国金证券研究所（未显示的年份数据缺失）

正极板块投资建议：1) 正极材料占电池成本比例较高，电池厂控制意愿强，但正极材料技术进步较快，技术领先者可获得一定溢价；2) 正极单吨净利受上游材料价格影响较大，具备一定周期属性，有经验的企业可在材料价格上行周期囤积低价原料，提升盈利能力。推荐关注高镍技术领先、下游客户优质且估值合理的当升科技，有望受益于磷酸铁锂需求回暖以及市占率显著提升的磷酸铁锂龙头德方纳米。

图表 60：正极公司归母净利润（百万）及同比增速



来源：公司公告、国金证券研究所

6、负极：高端产品壁垒高，中端或为动力首选

6.1 人造石墨占比持续提升，板块集中度小幅提升

■ 负极出货增长有显著提升

2018 年，国内负极厂出货 19.2 万吨，近 4 年复合增速 39%；2019H1 国内负极厂出货 12.1 万吨，同比增长 52%，同比增速提升与新能源汽车上半年抢装和出口数量提升有关。

■ 出货种类方面，人造石墨占比持续提升

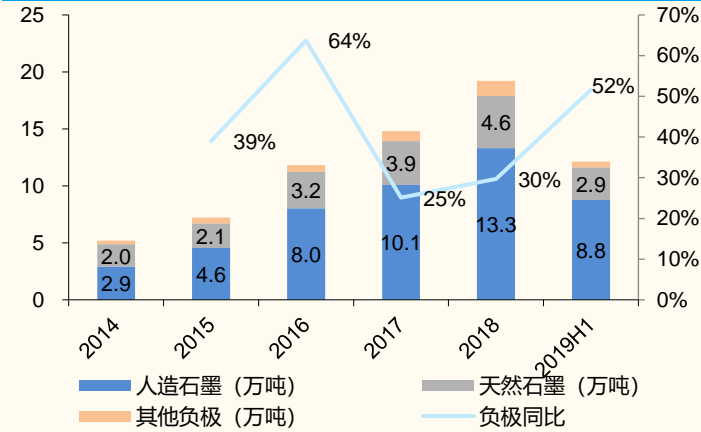
2019H1 人造石墨、天然石墨、其他负极出货占比分别为 72%、24%、4%。未来人造石墨市占率仍有持续提升空间：1) 部分客户仍存在天然石墨向人造石墨转换的情况；2) 天然石墨主要应用在圆柱电池领域，未来方形电池增速高于圆

柱。

■ 集中度有小幅上升

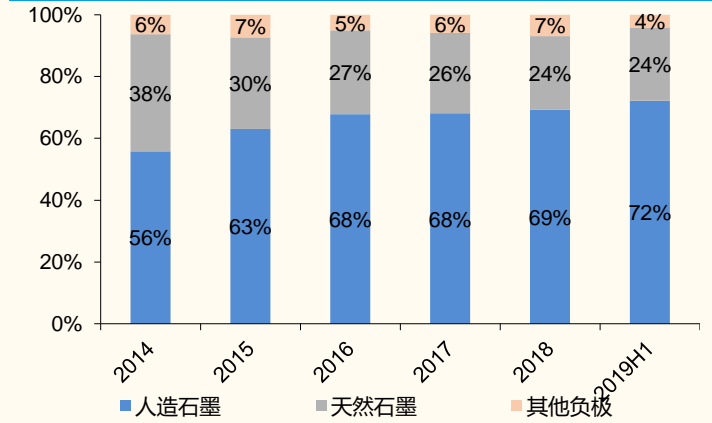
2019H1，负极 CR3 较 2018、2016 年分别上涨 4pct 和 6pct，其中人造石墨 CR3 较 2018、2016 年分别上涨 4pct 和 10pct；天然石墨 CR3 较 2018、2016 年分别上涨 7pct 和 2pct。

图表 61：不同负极材料历年出货量（万吨）



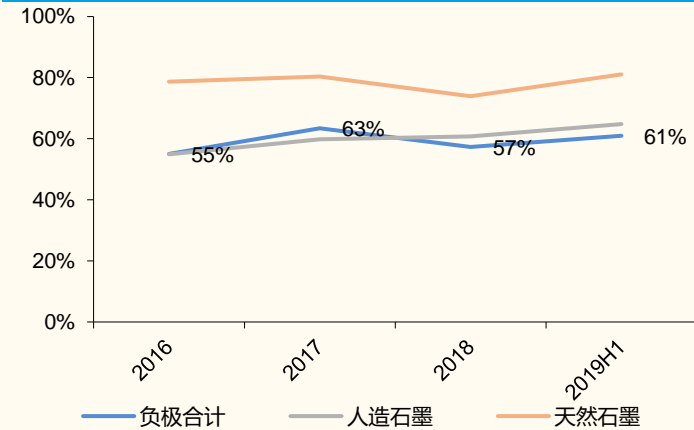
来源：GGII、国金证券研究所

图表 62：人造石墨占比持续提升



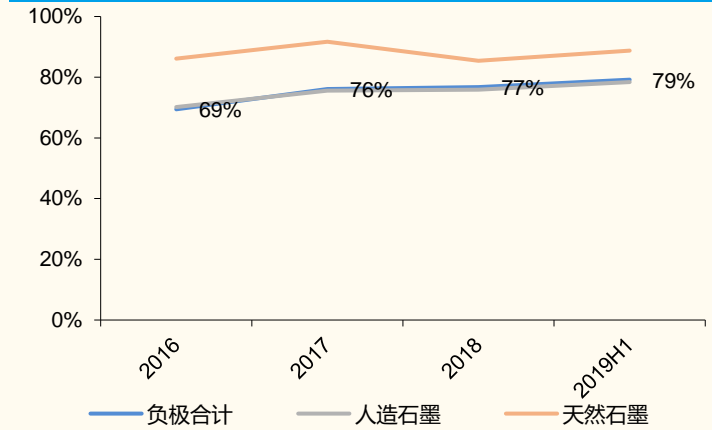
来源：GGII、国金证券研究所

图表 63：负极 CR3 历年走势



来源：GGII、国金证券研究所

图表 64：负极 CR5 历年走势



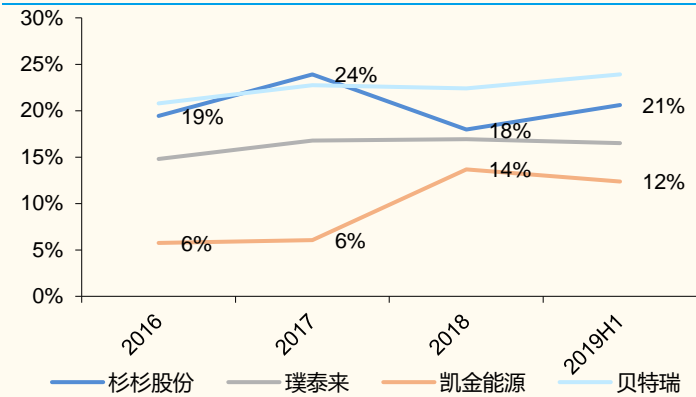
来源：GGII、国金证券研究所

■ 高端负极龙头市占率稳定，中低端市占率有提升

整个负极市场看，贝特瑞因天然石墨出货量大，位居负极市场第一；杉杉股份负极兼顾高端和中低端产品，市占率波动明显，2019 H1 较 2018 年提升 3pct；璞泰来主要为高端负极产品，市占率相对稳定；凯金能源以中低端负极产品为主，2018、2019H1 市占率受第一大客户宁德时代影响，较 2016、2017 年有显著提升。

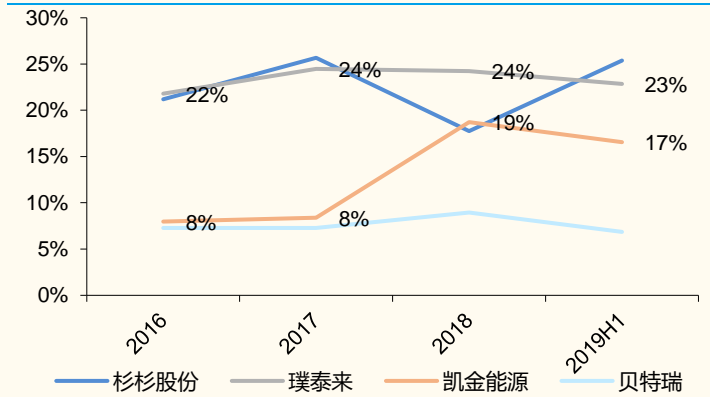
人造石墨市场，璞泰来与杉杉股份龙一、龙二位置稳定，市占率约 25%左右，凯金能源以 17%市占率位居第三。

图表 65：负极龙头历年市占率走势



来源：GGII、国金证券研究所

图表 66：人造石墨龙头历年市占率走势



来源：GGII、国金证券研究所

6.2 高低端定位差异大，静待高端标的盈利能力回升

■ 横向对比：璞泰来、杉杉股份定位高端、盈利能力强

价格方面，璞泰来和杉杉股份负极定位相对高端，尤其是璞泰来主要为消费电子和海外客户用高端负极，负极均价最高，2018 年和 2019H1 分别为 6.8 万/吨和 6.6 万/吨；杉杉股份既有高端消费和海外客户，也有国内动力客户，负极价格居中；凯金能源主要客户为国内动力，定位中低端，产品单价最低。

单吨净利和净利率与产品定位关系较大，璞泰来定位高端，单吨净利和净利率较高；杉杉股份居中；凯金最低。

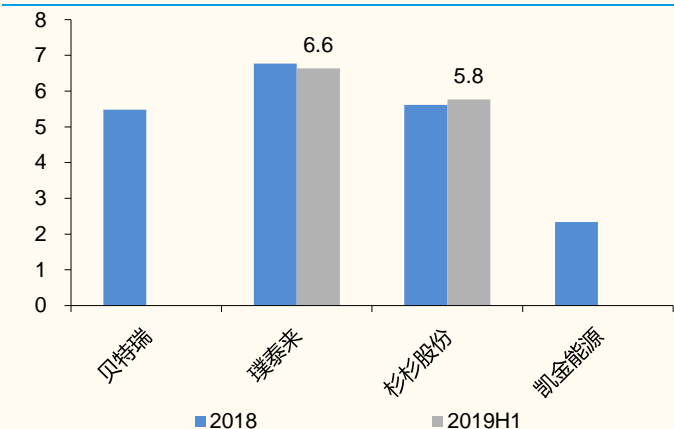
■ 纵向对比：盈利能力出现分化

璞泰来：2019H1 璞泰来负极均价约为 6.6 万/吨，相比 2018 年下降 2%；净利率约为 13%，相比 2018 年下降 8pct；对应单吨净利约为 0.9 万/吨，相比 2018 年下降约 39%。盈利能力大幅下滑主要是因为公司原料为进口针状焦，结算价格出现大幅上涨。2019H2 随着新增石墨化加工（内蒙古电费便宜，且具备自产坩埚能力，降低采购成本）、碳化（取代外协加工降本）产能投产，公司盈利能力有望恢复 2018H2 水平，维持高速增长。

杉杉股份：2019H1 负极均价和单吨净利分别为 5.8 万/吨和 0.5 万/吨，分别较 2018 年上涨 3%、22%。公司产品单价和单吨净利上涨主要是因为海外客户占比提升，盈利质量提升。

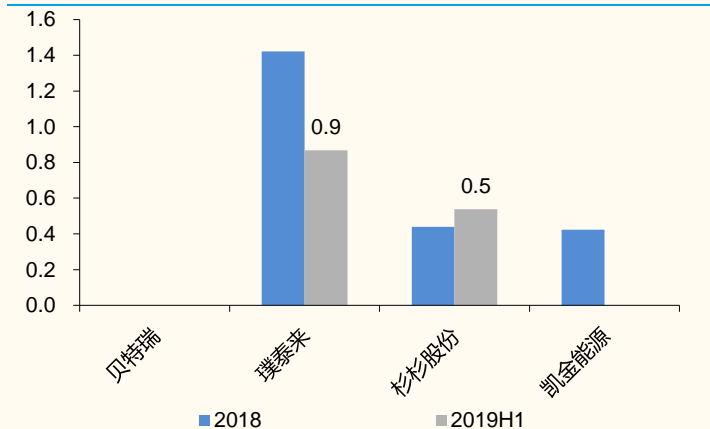
投资建议：推荐关注璞泰来下半年负极盈利回升和海外客户开拓进展。

图表 67：负极材料单价（万/吨）



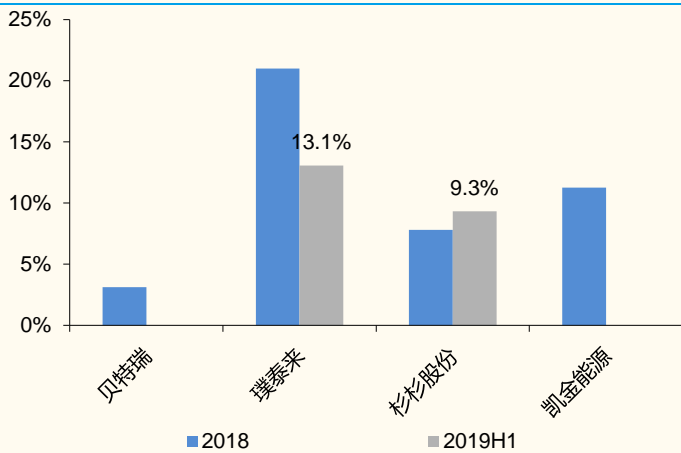
来源：公司公告、GGII、国金证券研究所（未显示的年份数据缺失）

图表 68：负极材料单吨净利（万/吨）



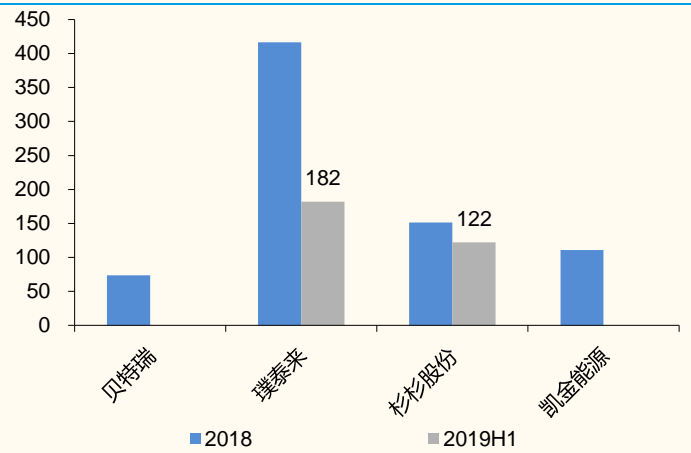
来源：公司公告、GGII、国金证券研究所（未显示的年份数据缺失）

图表 69: 负极业务净利率



来源: 公司公告、国金证券研究所 (未显示的年份数据缺失)

图表 70: 负极业务净利润 (百万)



来源: 公司公告、国金证券研究所 (未显示的年份数据缺失)

7、电解液：竞争加剧，静待涨价和盈利回升行情

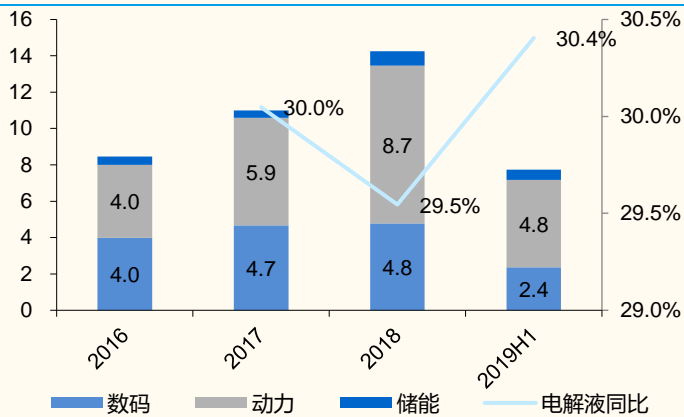
7.1 竞争加剧，集中度提升明显

电解液出货增长稳定。2018 年国内电解液厂家出货 14.3 万吨，同比增长 29.5%；2019H1 国内电解液出货 7.7 万吨，同比增长 30.4%。

动力电解液占比持续提升。动力为锂电增速最高板块，动力电解液占比逐步提升。

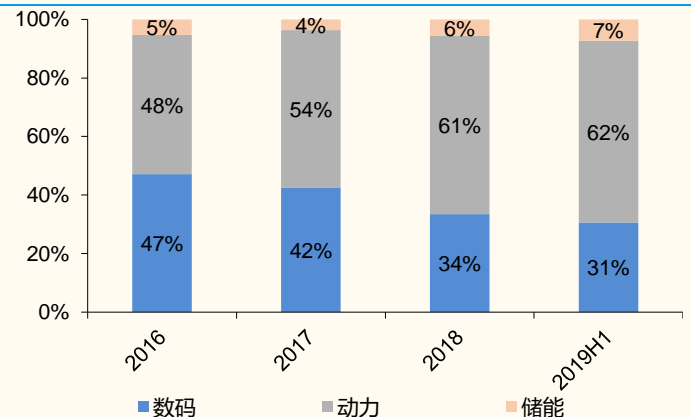
集中度明显提升。电解液在产业链环节竞争格局恶化，盈利能力收窄，尾部企业逐渐出清，因此行业集中度有明显提升。2019H1，电解液 CR3、CR5 分别为 58%、74%，与 2018 年相比分别提升 3pct、5pct。

图表 71: 不同电解液历年出货量 (万吨)



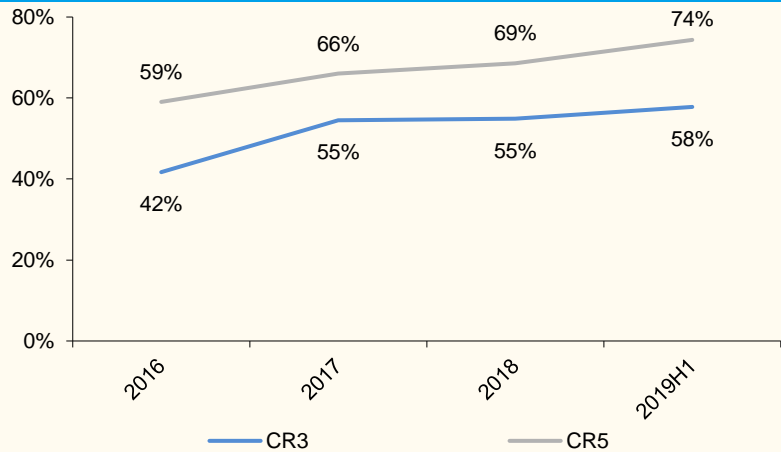
来源: GGII、国金证券研究所

图表 72: 不同电解液占比



来源: GGII、国金证券研究所

图表 73: 电解液 CR3、CR5

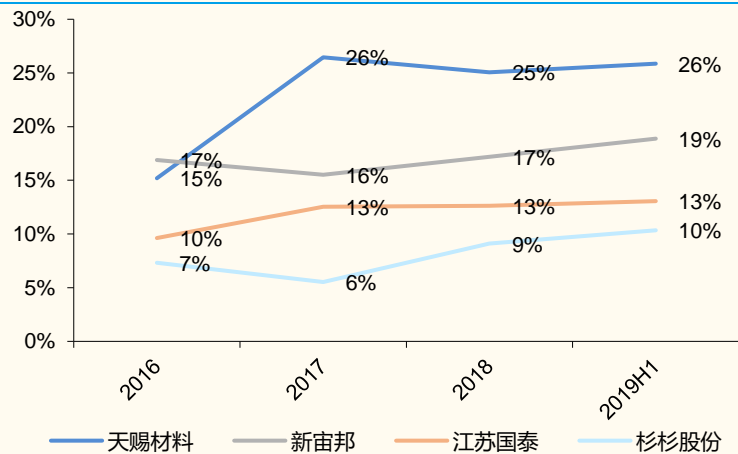


来源: GGII、国金证券研究所

■ 龙头格局稳定

动力、消费、储能电解液具体要求略有不同，但是技术相通性强，龙头企业不同产品分配比较均衡，因此仅统计分析电解液整体市占率。天赐材料产业链布局完善，成本控制能力强，市占率自 2017 年显著上升后基本维持稳定，新宙邦、江苏国泰、杉杉股份市占率则呈现稳步上升趋势。

图表 74: 电解液板块龙头市占率走势

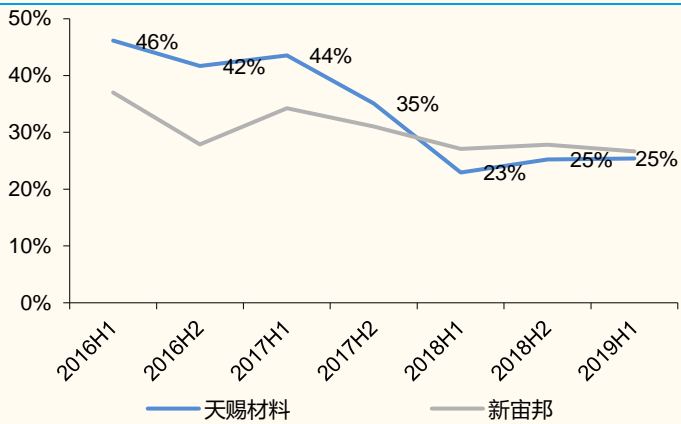


来源: GGII、国金证券研究所

7.2 全产业链布局，成本控制能力为核心竞争力

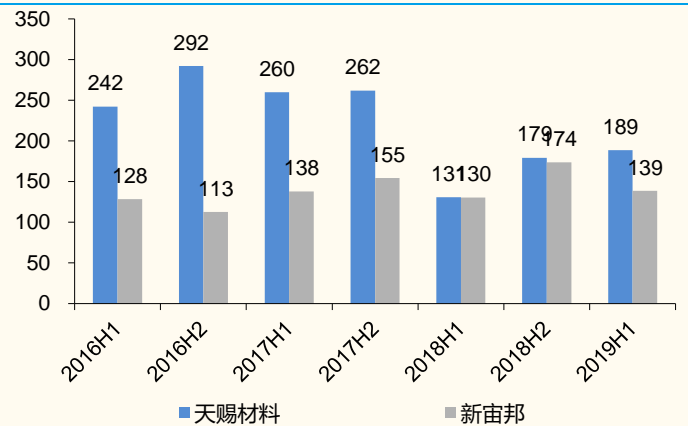
横向来看，电解液企业盈利能力变化步调接近，毛利率和市占率维持相对稳定。纵向来看，电解液板块自 2017 年价格战以来，企业盈利能力急剧下滑。2018H1 天赐材料和新宙邦达到毛利率低点，2019H1 天赐材料和新宙邦电解液毛利率分别为 25%、27%，同比分别提升 2.5pct、下降 0.4pct，盈利能力恢复乏力。因电解液占电池成本比例较低，在毛利率维持低位的情况下，电解液业务贡献毛利规模有限。细拆惠州宙邦和南通宙邦盈利数据，同样可验证该观点，新宙邦电解液 2019H1 净利润约为 0.3 亿元，净利率仍在小幅下滑。静待板块盈利能力回升和涨价行情出现。

图表 75：天赐材料、新宙邦电解液毛利率



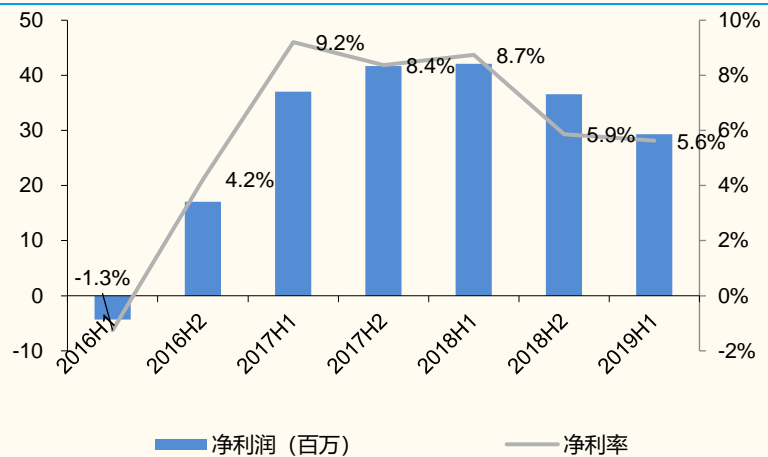
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 76：天赐材料、新宙邦电解液毛利 (百万)



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 77：新宙邦电解液业务净利润及净利率

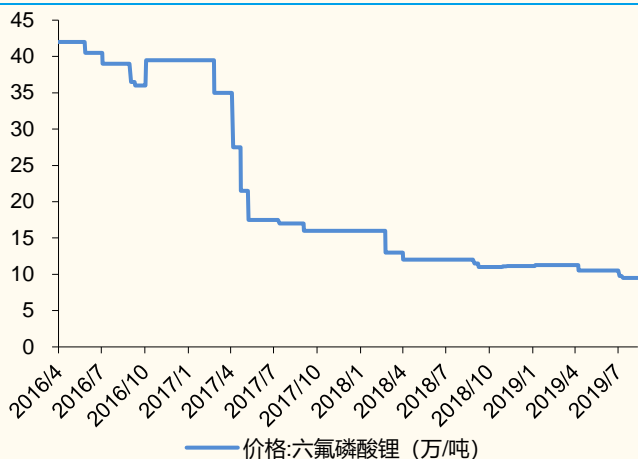


来源：公司公告、国金证券研究所 (惠州宙邦和南通宙邦净利润加和数据)

7.3 电解液涨价：EC 对电解液价格影响有限，价格上涨看 6F

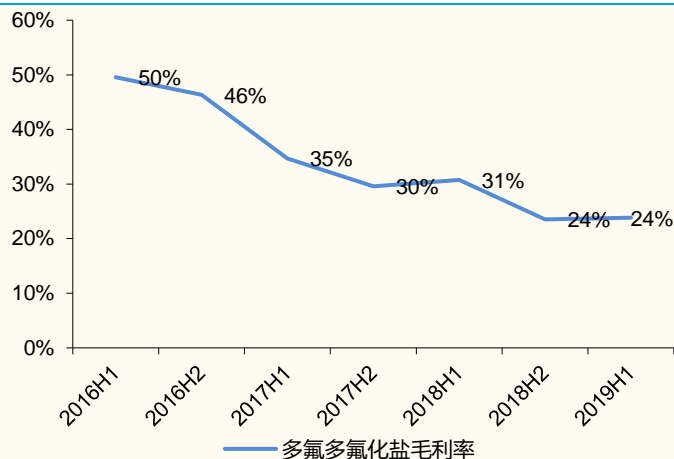
电解液构成包括溶剂、锂盐和添加剂三部分，溶剂包括碳酸二甲酯 (DMC)、碳酸乙烯酯 (EC) 等，EC 价格受供需影响，出现大幅上涨，但占电解液成本较低，对电解液价格拉动有限。锂盐主要为六氟磷酸锂 (6F)，6F 占电解液成本 40%左右，价格对电解液成本影响明显。但受供需影响，6F 价格延续下跌趋势，短期内涨价动力不足。

图表 78：六氟磷酸锂价格走势



来源：Wind、国金证券研究所

图表 79：多氟多氟化盐毛利率走势



来源：公司公告、国金证券研究所

电解液板块投资建议：建议关注全产业链布局，成本控制能力较强的天赐材料；受益于 EC 涨价的石大胜华。

8、投资建议

重点推荐资源龙头、隔膜和新入二线电池厂

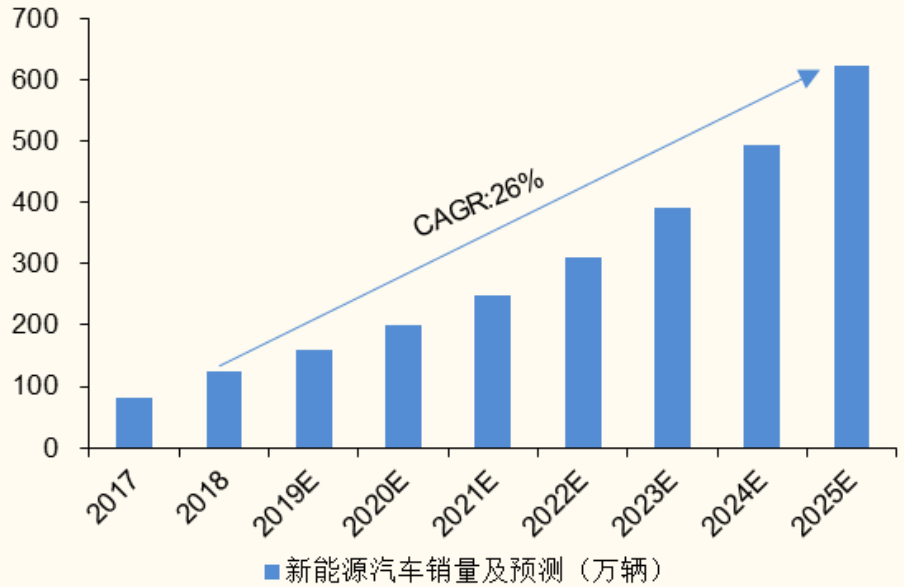
- **上游资源：**建议关注有色行业龙头公司洛阳钼业，公司主营业务中各类金属品种在行业均处于优势地位，且公司主要矿山可开采年限较长，叠加公司有较强的周期研判及并购经验，长期投资价值有较高保障。当前时点，考虑钴行业边际改善带来价格中枢上移，铜价有望因供给收缩上行，公司下半年业绩有望环比改善，叠加公司目前 PB 估值为 1.97 倍，处在历史最低位置，我们维持洛阳钼业“买入”评级。
- **动力电池：**二线电池企业亿纬锂能电子烟持续超预期，锂原电池即将迎来阶段性高增，且高增持续性强；欣旺达短期内费用率提升影响，业绩下滑，但 H2 新品发布较多，有望恢复增长。持续**重点推荐**二线电池企业亿纬锂能、欣旺达。
- **隔膜：**隔膜价格已出现大幅下跌，未来降速会趋缓趋稳，且板块集中度提升加速，龙头竞争格局清晰，为产业链重点推荐板块。恩捷股份隔膜出货高增，覆盖价格及利润率下滑后仍有稳定增长；星源材质湿法隔膜放量，盈利能力显著好转。持续**重点推荐**恩捷股份、星源材质。
- **正极：**正极占电池成本比例最高，电池厂介入动力强。电池龙头宁德时代已规划建设 10 万吨正极产能。但正极技术更新迭代快，高镍技术领先企业投资价值较高。当升科技处于技术引领地位，单吨净利依然强势，增长平稳；若上游硫酸钴等价格持续上涨，公司存在超预期的可能。推荐关注当升科技。
- **负极：**下半年新增石墨化产能投产后，成本有望大幅下降，贡献高业绩弹性。推荐关注海外放量和盈利能力有望回升的璞泰来。
- **电解液：**溶剂 EC 由于供需失衡，价格大幅上涨，推荐关注石大胜华和全产业链布局，具备成本优势的天赐材料。

9、风险提示

- 新能源车增速不及预期

公司隔膜产品增长主要靠下游动力电池拉动，而动力电池出货受新能源汽车销量影响较大。与传统汽车相比，新能源汽车仍然存在续航里程短、快充速度慢和成本高三大痛点，需求受路权、补贴等政策性因素影响较大。报告中动力电池销量参照新能源汽车未来年均增速 26% 预测，若下游汽车销量不及预期，动力电池也会存在销量不及预期的风险。

图表 80：新能源汽车销量及预测



来源：第 1 电动网、GGII、国金证券研究所

■ 上游资源供给超预期风险

如果矿山/盐湖等供应产能释放超预期，可能会导致锂、钴、稀土等资源供给过剩，造成价格下跌。

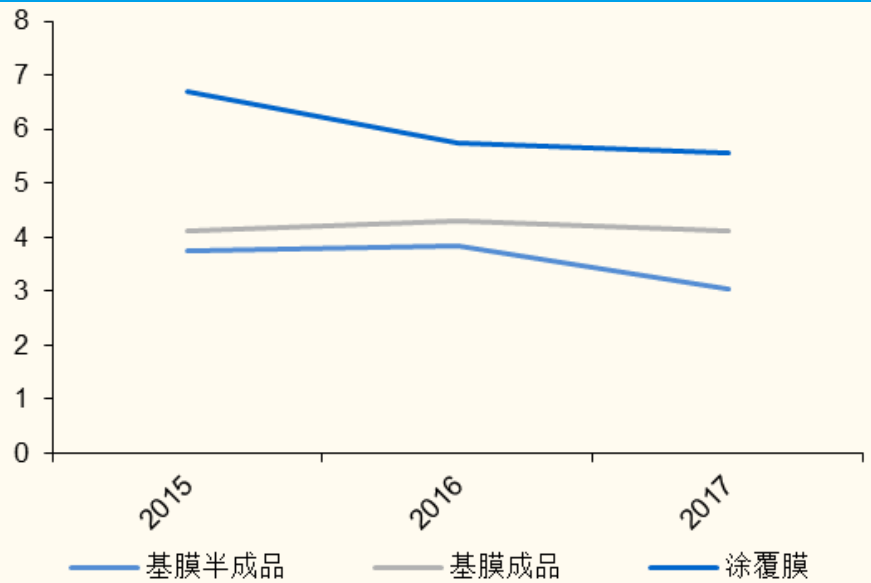
■ 政策及库存等因素变化的风险

新能源汽车等领域受政策影响较大，如果政策变化较大，或者库存超过预期水平，可能会导致有色金属价格较大幅度的波动，从而影响相关公司的盈利水平。

■ 产业链价格下降超预期

补贴退坡造成动力电池产业链降价压力大，部分环节产能释放比较充分，存在价格下跌超预期的风险。

图表 81: 恩捷股份湿法隔膜产品价格走势 (元/平米)



来源: 公司公告、国金证券研究所

■ 解禁带来股价阶段性波动

产业链部分标的近期有限售解禁, 解禁可能会带来股价异常波动。

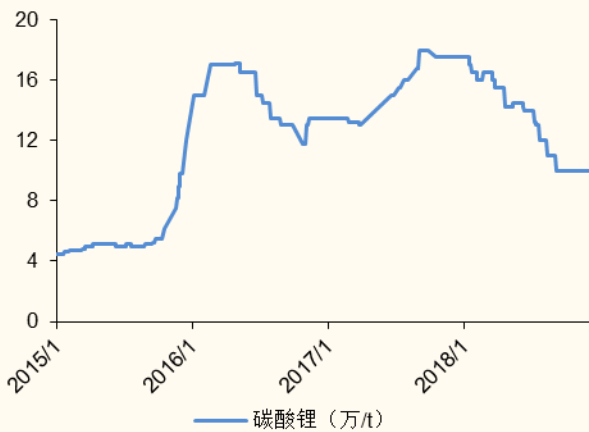
■ 贸易战对海外业务影响超预期

部分公司海外业务占比较高, 贸易战升级可能带来负面影响。

■ 上游产品价格波动超预期

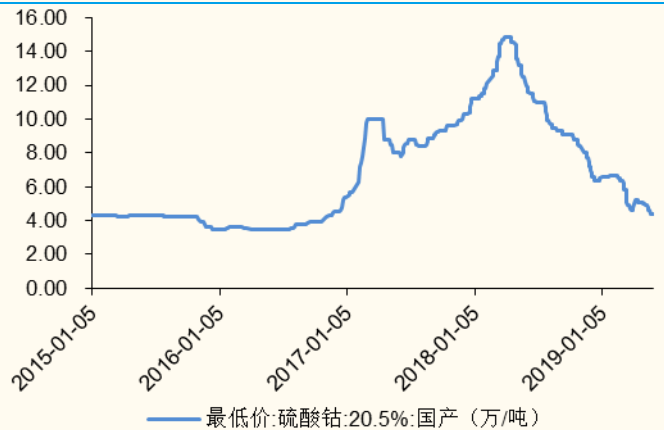
公司锂电池上游为碳酸锂、硫酸钴、硫酸镍等矿加工品, 具有较强周期属性, 价格存在大幅波动的风险。尽管公司采用利润加成模式, 但若上游涨价向下传导不及时或跌价带来库存减值, 会影响公司盈利能力。

图表 82: 碳酸锂价格曾出现剧烈波动



来源: Wind、国金证券研究所

图表 83: 硫酸钴价格曾出现剧烈波动



来源: Wind、国金证券研究所

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH