

新能源汽车

锂电龙头供应链穿越波动，彰显业绩韧性
-新能源汽车产业跟踪 12：新能源车产业链 19Q3 季报总结

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：S0740519050003

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	
宁德时代	69.33	1.53	2.13	2.63	3.17	46.2	33	27	22	增持
恩捷股份	33.72	0.64	1.14	1.69	2.24	49.8	28.1	18.9	14.3	增持
璞泰来	54.14	1.37	1.67	2.43	2.94	37.9	31	21	18	买入
三花智控	14.30	0.47	0.52	0.63	0.73	30.3	27.2	22.4	19.4	买入
先导智能	33.36	0.84	1.07	1.43	1.77	39.7	31.4	23.3	18.8	增持

投资要点

- **新能源汽车市场回顾：①整车端：3Q19 行业逐渐消化抢装透支影响，2019 年 1-9 月新能源汽车累计销量 87.2 万辆 (YOY+20.8%)。车型升级明显，A 级及以上车占比达 64% (A00 级车占比降至 24%)；②锂电中游：龙头份额持续提升，动力电池端：19 年 1-9 月累计装机量 42.76GWh，同比+43.3%，其中 CATL 累计装机 21.98GWh，市占率高达 51.4%。上游资源端价格波动大，钴资源 Q3 上涨约 27% (2019.11.1, MB 钴均价 18.25 美元/磅)，锂盐价格 Q3 持续下滑约 17% (11.1, 碳酸锂报价 5.85 万/吨，氢氧化锂 6.05 万/吨)；**
- **分化持续，上游钴企稳，中游龙头强者恒强：1) 行业整体：2019 前三季营收同比+13.4%，剔除整车后，同比+23.9%；扣非归母净利润前三季同比-5.88% (剔除整车，同比-18.85%)，Q3 单季同比-13.98% (剔除整车，同比-9.1%)；主要系补贴大幅退坡上半年抢装透支 Q3 部分需求，行业减产，同时去年 Q3 基数较高，比如 CATL 虽然扣非利润同比-11%，但环比保持增长。2) 细分行业看：①从扣非归母净利润看，前三季锂电池 (47.63 亿) > 整车 (16.36 亿) > 负极 (10.21 亿) > 锂电设备 (8.51 亿) > 隔膜 (8.16 亿) > 电机电控 (7.62 亿) > 正极 (7.51 亿) > 锂资源 (6.91 亿) > 电解液 (3.23 亿) > 六氟磷酸锂 (0.50 亿) > 钴资源 (0.00 亿)；单 Q3 同比增速排序：同比增速由高至低依次为：隔膜 (83.55%) > 电解液 (47.08%) > 正极 (30.46%) > 六氟磷酸锂 (30.30%) > 锂电设备 (26.76%) > 电机电控及其零部件 (26.71%) > 锂电池 (19.81%) > 负极 (18.29%) > 整车 (-54.02%) > 钴资源 (-77.42%) > 锂资源 (-86.86%)。**
- **毛利率仍呈现下滑趋势，部分环节 Q3 环比企稳。Q3 单季行业整体毛利率约 26% 左右 (不含整车)。前三季毛利率排序由高到低：锂资源 (37.4%) > 锂电设备 (37.1%) > 隔膜 (32.3%) > 电解液 (31.4%) > 锂电池 (29.1%) > 负极 (25.8%) > 电机电控 (25.4%) > 六氟磷酸锂 (20.6%) > 正极 (18.0%) > 整车 (15.8%) > 钴资源 (10.7%)。单 Q3 季度看，锂电设备、负极、6F、电解液环节毛利率环比回升；**
- **经营现金流维持好转。2019 年前三季累计经营活动现金流量净额为 199.15 亿元，同比+133.78% (剔除整车为 161.51 亿，同比+102.43%)，Q3 单季为 114 亿，同比-15.38%，环比+142%；环比增长主要系新能源汽车补贴逐步发放，车企现金流开始好转；Q3 整车经营现金流量净额为 58.8，环比增加 69.5 亿，锂电池为 33.85 亿，环比+31%；投资活动现金流层面，行业仍处于快速扩张期，3Q19 单季度投资活动现金流净额看普遍为负，整车 (-43.82 亿)、锂资源 (-18.49 亿)、电机电控 (-13.95 亿) 等行业内投资活动较多。**
- **研发持续高增。3Q19 单季度新能源汽车板块上市公司研发费用共 126.46 亿元 (剔除整车后 67 亿，同比+39.54%)，同比+21.25%，其中锂电池行业研发费用投入最大，为 29.8 亿元，占营收 5.93%。研发占比超过 4.5% 包括锂电池 (29.8 亿，占 5.93%)、锂电设备 7.1%、电机电控 9.7%、电解液 5.7%、负极 4.72%；**
- **投资建议：短期，国内新能源汽车处于低点，Q3 新能源车产业链业绩持续分化，锂电池龙头 CATL 及锂电材料龙头特别是逐步供应海外供应链个股业绩韧劲强增长超预期。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；从全球供应链本土化视角，优选竞争格局清晰，进入到全球供应链弹性较大的环节及龙头。重点推荐：宁德时代、恩捷股份、璞泰来、科达利、三花智控、先导智能、新宙邦、当升科技等；**
- **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**

基本状况

上市公司数	57
行业总市值(百万元)	1567947
行业流通市值(百万元)	1287582

行业-市场走势对比



相关报告

- 1. 新能源汽车产业跟踪 11：9 月新能源车销量环比下降，回暖延伸

内容目录

一、新能源汽车市场回顾	- 4 -
1.1 整车：19Q3 行业持续消化补贴退坡影响	- 4 -
1.2 中游：分化延续，龙头持续集中	- 6 -
1.3 上游资源：钴、锂资源下跌，降低电池成本，钴价底部企稳	- 8 -
二、分析范围及方法	- 9 -
三、2019Q3 总结：抢装后承压，盈利分化，龙头超越行业增长	- 10 -
3.1 行业整体：Q3 抢装透支下产销放缓，营收保持高增，但增速放缓 ...	- 10 -
3.2 细分子行业：分化延续，上游资源价格下降，锂电龙头呈现业绩韧性	- 12 -
四、重点细分龙头分析	- 20 -
4.1 动力电池：宁德时代-业绩环比增长，略超预期	- 21 -
4.2 隔膜：恩捷股份-隔膜盈利环比提升，拟降低捷力收购对价加速整合	- 22 -
4.3 负极材料：璞泰来-石墨化产能释放毛利率回升，盈利拐点向上	- 23 -
4.4 正极材料：当升科技-单位盈利环比回升，静待海外动力客户放量	- 24 -
4.5 电解液：新宙邦-业绩稳健，电解液海外增长较好	- 25 -
4.6 设备：先导智能-业绩符合预期，切入海外供应体系	- 26 -
五、投资建议	- 27 -
六、风险提示	- 27 -

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（万辆）	- 4 -
图表 4：新能源商用车月度销量（万辆）	- 4 -
图表 5：2019 年 9 月不同车型销量占比（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	- 6 -
图表 7：2019 年 1-9 月动力电池厂 TOP5 装机量（GWh）	- 6 -
图表 8：2018-2019.9 月度动力电池装机量（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）	- 7 -
图表 11：正极材料均价（万元/吨）	- 7 -
图表 12：负极材料均价（万元/吨）	- 7 -
图表 13：天然/人造石墨季度均价（万元/吨）	- 7 -
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）	- 8 -

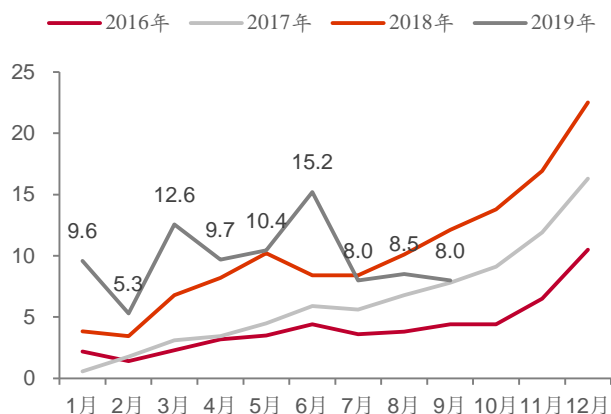
图表 17: 锂盐报价 (万元/吨)	- 8 -
图表 18: 3Q19 财报分析标的公司	- 9 -
图表 19: 2019 年 1-9 月新能源汽车板块细分子行业财务指标汇总表	- 10 -
图表 20: 新能源车板块整体营收及增速 (亿元, %)	- 11 -
图表 21: 单季度营收及增速 (亿元, %)	- 11 -
图表 22: 新能源汽车扣非净利润及增速 (亿元)	- 11 -
图表 23: 单季度扣非净利润及增速 (亿元)	- 11 -
图表 24: 单季度期间费用率 (含整车)	- 11 -
图表 25: 单季度期间费用率 (亿元, 不含整车)	- 11 -
图表 26: 2019 前三季度细分行业营收及同比 (亿元)	- 12 -
图表 27: 单三季度细分子行业营收环比增速	- 12 -
图表 28: 2019 前三季度扣非净利润及同比 (亿元)	- 13 -
图表 29: 单三季度细分行业扣非净利润环比增速	- 13 -
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: 2019 年 1-9 月细分子行业毛利率	- 14 -
图表 32: 2017-3Q19 细分子行业毛利率	- 15 -
图表 33: 3Q19 单季度行业应收款及同比增速 (亿元)	- 16 -
图表 34: 3Q18 及 3Q19 子行业应收款/营收比例	- 16 -
图表 35: 细分子行业存货及同比变动 (亿元, %)	- 16 -
图表 36: 2019 前三季度经营现金流及同比 (亿元)	- 17 -
图表 37: 3Q19 单季行业经营现金流及同比 (亿元)	- 17 -
图表 38: 2019 前三季度投资现金流及同比 (亿元)	- 17 -
图表 39: 3Q19 单季行业投资现金流及同比 (亿元)	- 17 -
图表 40: 新能源汽车板块研发费用及同比增速 (亿元)	- 18 -
图表 41: 3Q19 单季度细分子行业研发费用 (亿元)	- 18 -
图表 42: 3Q19 单季度细分子行业研发费/营收	- 18 -
图表 43: 新能源汽车产业链上市公司研发投入排名 (亿元)	- 19 -
图表 44: 新能源汽车产业细分子行业个股 2019 年前三季度业绩汇总	- 20 -

一、新能源汽车市场回顾

1.1 整车：19Q3 行业持续消化补贴退坡影响

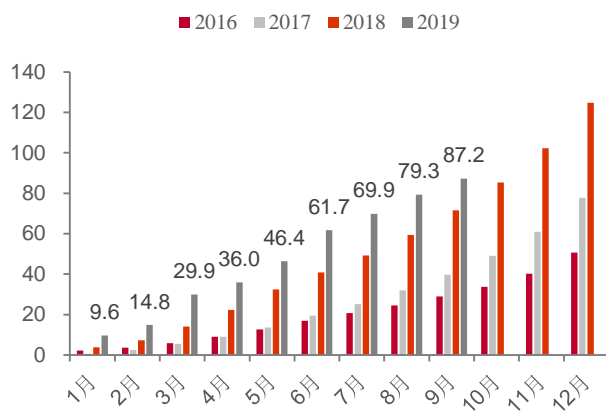
- 2019年1-9月新能源车累计销量87.2万辆，同比增长20.8%。**据中汽协，9月新能源车产销量分别为8.9/8.0万辆，同比分别-29.9%/-34.2%，环比+2.0%/-6.5%；1-9月累计产销量88.8/87.2万辆，同比+20.9%/+20.8%。其中，EV乘用车产销分别为6.5/5.6万辆，环比-4.2%/-11.2%；PHEV乘用车产销量为1.5/1.6万辆，环比-9.5%/-0.5%。新能源车销量环比下降主要系行业持续消化补贴退坡影响。预计未来3个月新能源车产销或有望逐月回升。我们判断，全年销量预期在120-135万辆区间。

图表 1: 新能源车单月销量 (万辆)



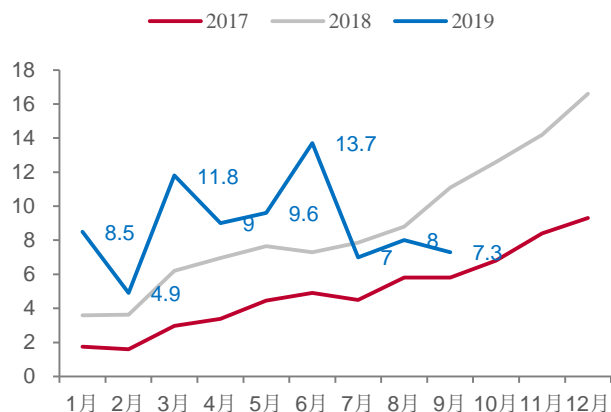
来源：中汽协，中泰证券研究所

图表 2: 新能源车累计销量 (万辆)



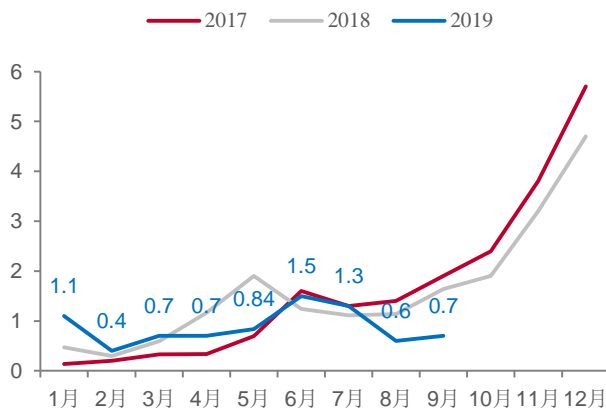
来源：中汽协，中泰证券研究所

图表 3: 新能源乘用车月度销量 (万辆)



来源：中汽协，中泰证券研究所

图表 4: 新能源商用车月度销量 (万辆)



来源：中汽协，中泰证券研究所

- 车型结构升级明显。**据乘联会，9月新能源乘用车销量65015辆，同比-34%，环比+8%。其中，纯电动/混动销量分别为50258/14757辆，混动占比23%。纯电动A00/A0/A级及以上车型销量分别为12017/6116/32125辆，占比分别为24%/12%/64%。纯电动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: 2019 年 9 月不同车型销量占比 (万辆)

车型	19-9 月	同比	环比	占比	19 年前 9 月累计	累计同比	累计占比	18 年	
纯电动	A00	1.20	-57%	-33%	24%	16.62	-26%	27%	37.12
	A0	0.61	-49%	-9%	12%	9.95	49%	16%	12.39
	A	2.94	-1%	2%	58%	32.48	139%	53%	25.02
	B	0.24	2136%	-17%	5%	1.33	1245%	2%	0.25
	C	0.03	-84%	-37%	1%	0.82	73%	1%	1.30
纯电动合计	5.03	-30%	-12%	77%	61.21	42%	79%	76.07	
插电混动	A	0.76	-50%	-3%	52%	8.79	-33%	54%	18.06
	B	0.35	-59%	27%	24%	5.53	89%	34%	5.95
	C	0.36	32%	15%	24%	2.05	108%	13%	1.61
插电混动合计	1.46	-44%	6%	23%	16.37	-3%	21%	25.62	
新能源乘用车	6.49	-34%	-8%	100%	77.58	29%	100%	101.70	

来源: 乘联会, 中泰证券研究所

1.2 中游：分化延续，龙头持续集中

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%		比克电池	4.3%	
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%	
						天津斯特兰	2.78%		天津斯特兰	3.4%		德方纳米	4.7%	
	NCM正极	21.0%	19.4%	20.5%	22.7%	CR3:35.57% CR5:53.87%	长远锂科	11.89%	CR3:30.5% CR5:47.1%	长远锂科	10.3%	CR3:33.5% CR5:49.4%	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%
							厦门钨业	11.30%		振华新材料	8.8%		当升科技	8.8%
							当升科技	7.00%		湖南杉杉	7.8%		厦门钨业	7.1%
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%	
						长园中锂	4.15%		鸿图	4.2%		金辉高科	5.8%	
	干法	43.0%	48.3%	48.9%	57.3%	CR3:52.59% CR5:72.72%	星源材质	29.22%	CR3:51.6% CR5:72.8%	星源材质	22.5%	CR3:41.1% CR5:54.1%	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%
							沧州明珠	10.71%		沧州明珠	12.4%		中科科技	9.0%
							中科科技	9.42%		中科科技	8.8%		重庆纽米	4.0%
电解液（动力）	27.0%	26.4%	24.8%	36.2%	CR3:56.99% CR5:72.86%	天赐材料	28.11%	CR3:60.3% CR5:69.4%	天赐材料	28.8%	CR3:49.5% CR5:64.2%	天赐(含凯欣)	28.2%	
						新宙邦	18.20%		新宙邦	18.4%		江苏国泰华荣	15.0%	
						国泰华荣	10.68%		国泰华荣	13.1%		深圳新宙邦	14.3%	
						东莞杉杉	9.50%		汕头金光	4.8%		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

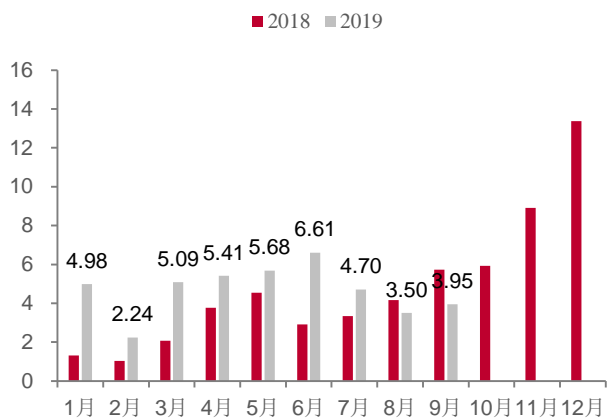
备注：2019Q3 行业最新数据尚未发布，待更新

- (1) 动力电池端：龙头 CATL 份额持续提升。据真理研究，2019 年 1-9 月动力电池装车量累计 42.76GWh，同比累计增长 43.31%。1-9 月累计装机前三为宁德时代/比亚迪/国轩高科，分别装机 21.98/8.89/2.29GWh，其中 CATL 市占率上升至 51.39%，装机量同比+73.66%，保持市场龙头地位。

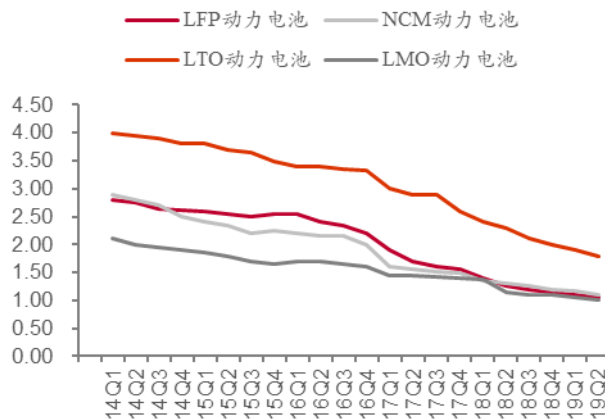
图表 7：2019 年 1-9 月动力电池厂 TOP5 装机量 (GWh)

企业	19 年 1-9 月装机量	市占率	装机同比
CATL (含合资)	21.98	51.39%	73.66%
比亚迪	8.89	20.80%	24.26%
国轩高科	2.29	5.36%	63.98%
力神	0.99	2.32%	-13.05%
亿纬锂能	0.91	2.12%	47.65%

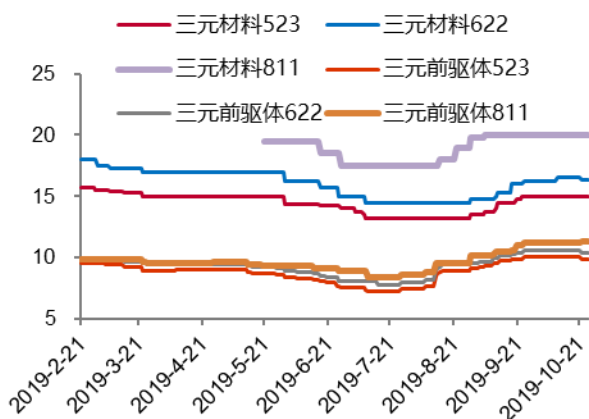
来源：真理研究，中泰证券研究所

图表 8: 2018-2019.9 月度动力电池装机量 (GWh)


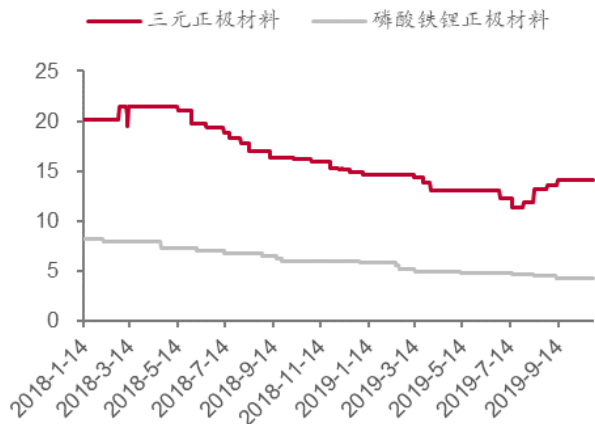
来源: 真锂研究, 中泰证券研究所

图表 9: 动力电池价格 (元/Wh)


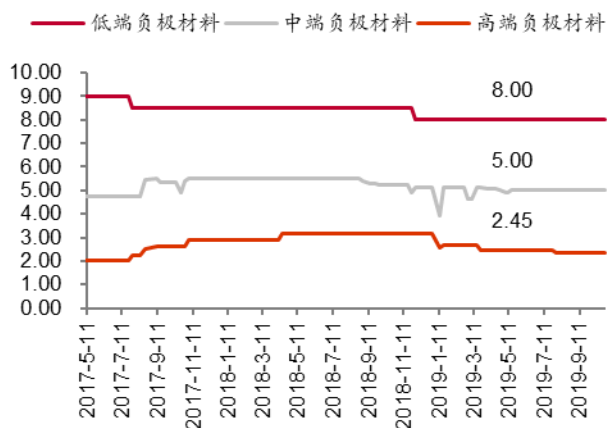
来源: GGII, 中泰证券研究所

图表 10: 三元材料均价 (万元/吨)


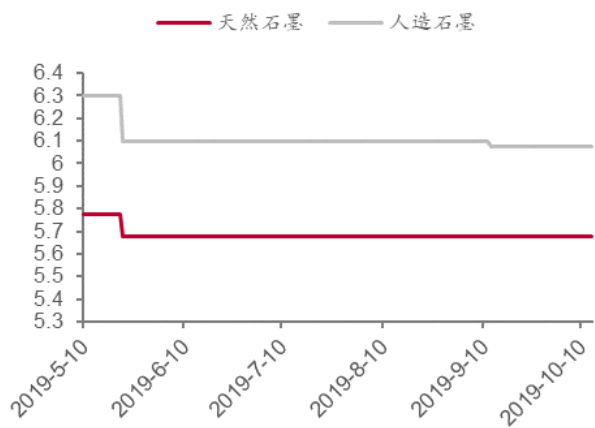
来源: 中华商务网, 中泰证券研究所

图表 11: 正极材料均价 (万元/吨)


来源: GGII, 中泰证券研究所

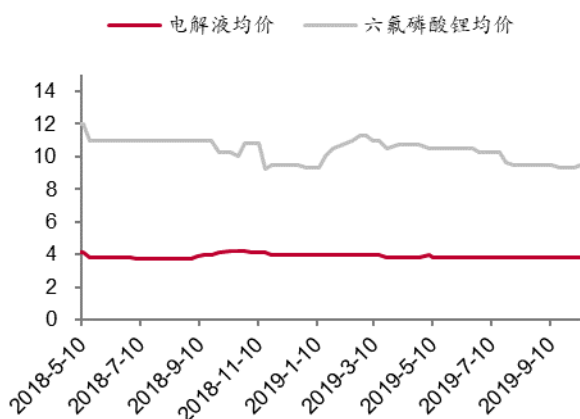
图表 12: 负极材料均价 (万元/吨)


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/人造石墨季度均价 (万元/吨)


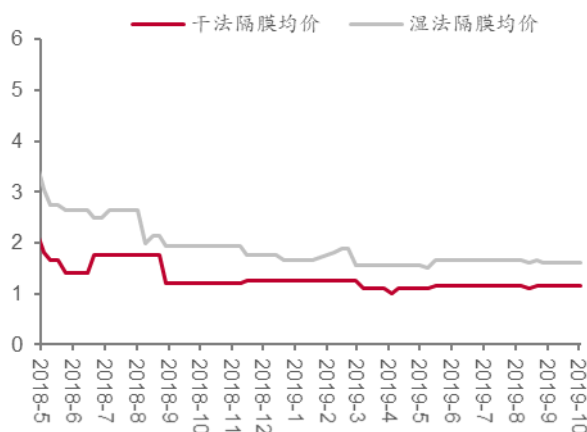
来源: GGII, 中泰证券研究所

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)

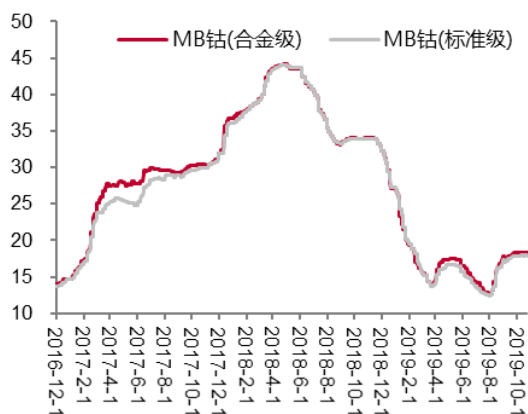


来源: GGII, 中泰证券研究所

1.3 上游资源: 钴、锂资源下跌, 降低电池成本, 钴价底部企稳

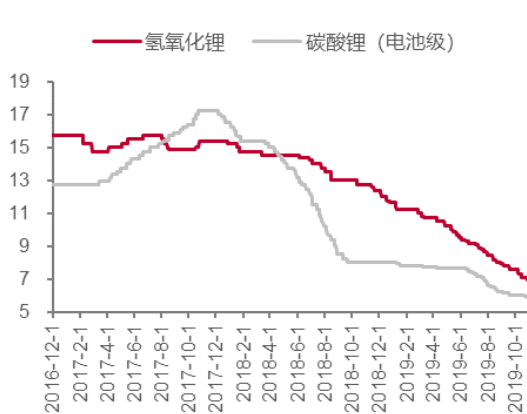
- **钴资源价格触底回升, Q3 上涨 27%。** 1) 2019.1-2019.8.6, MB 钴报价从 27.13 美元/磅下跌至 12.7 美元/磅 (跌幅达 53%) (8.6 钴报价为最底部); 从单季度 Q3 看, 2019.7.1-2019.9.30, 钴报价从 14.37 万/吨涨至 18.25 美元/磅 (涨幅约 27%), 其中自最低点 2019.8.6-2019.9.30, 涨幅达 43.7%; 2019.11.1, MB 标准均价约 18.25 美元/磅。钴价企稳回升, 主要系前期基本跌到部分矿企成本价附近, 下跌空间不大, 同时嘉能可宣布 Mutanda 停产, 供给端边际减少, 同时市场预期手机换机潮特别是 5G 消费电子带来增量需求, 供需关系改善, 带来价格企稳回升。中长期看, 在嘉能可减产, 新能源汽车和消费电子需求提升, 预计将改善钴供需带来价格提升。
- **锂盐价格 Q3 下滑约 17%, 预期价格逐步筑底。** 2019.1.1-11.1 氢氧化锂从 11.65 下降 6.8 万/吨 (跌幅 42%), 碳酸锂从 8.05 至 5.85 万/吨 (跌幅 27.3%); 其中 2019.1.1-9.30, 碳酸锂价格跌幅 24.8% (6.05 万/吨), 氢氧化锂跌幅 34.8% (7.6 万/吨), 其中 19Q3 碳酸锂跌幅 17.5%, 氢氧化锂跌幅 17%。锂盐下跌, 主要系盐湖锂及锂盐厂商产能逐步释放, 导致供给过剩。

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 年三季度财报进行总结分析，分析的对象精选了新能源车板块的 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: 3Q19 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		002812.SZ	恩捷股份
钴资源	002497.SZ	雅化集团	隔膜	300568.SZ	星源材质
	300618.SZ	寒锐钴业		002108.SZ	沧州明珠
	603799.SH	华友**		002074.SZ	国轩高科
正极	300073.SZ	当升科技	锂电池	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	600884.SH	杉杉股份	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		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	中通汽车	
电解液	002709.SZ	天赐材料	整车	600418.SH	江淮汽车
	300037.SZ	新宙邦		合计	35

来源：Wind，中泰证券研究所

三、2019Q3 总结：抢装后承压，盈利分化，龙头超越行业增长

3.1 行业整体：Q3 抢装透支下产销放缓，营收保持高增，但增速放缓

■ 2019 年 Q3 单季盈利同比承压：

（说明：整体法下，为了简化分析，仅选取上市公司整体业务的指标分析，未剔除其他不相关业务）

1) 从营收看，2019 年前三季行业整体营收 2891.1 亿元，同比+13.40%；剔除整车后，营收总额为 1324.1 亿元，同比+23.9%；**3Q19 单季度营收为 984.5 亿，同比+3.09%，环比+0.82%**；剔除整车后 Q3 单季营收为 467.3 亿，同比+17.7%，环比+6.75%。

2) 从扣非归母净利润看，前三季行业整体 116.7 亿元，同比-5.88%；剔除整车环节，扣非净利润为 100.28 亿，同比-18.85%；**3Q19 单季度为 42.4 亿，同比-13.98%，环比+4.82%**；剔除整车后单季度为 39.5 亿，同比-8.1%，环比+18.9%；

3) 整体毛利率看，1-9 月行业整体毛利率为 20.17%，同比-1.38pct。剔除整车后为 25.36%，同比-4.63pct；**3Q19 单季度行业整体毛利率为 20.1%，同比-1.64pct，环比-0.11pct**；不含整车毛利率为 25.85%，同比-3.42pct，环比-0.3pct；除了电机电控、锂电设备、负极、6F、电解液外，其余环节毛利率均环比略有下滑；

4) 板块整体（含整车）期间费用率：前三季度为 8.84%，剔除整车后，期间费用率为 15.58，同比+1.2pct，其中锂资源端管理费用率同比增加 14.77%（主要系天齐锂业收购 SQM 财务费用大增）；锂电设备同比增加+3.49pct 等环节，锂电池领域规模效应显著，同比-0.44pct；

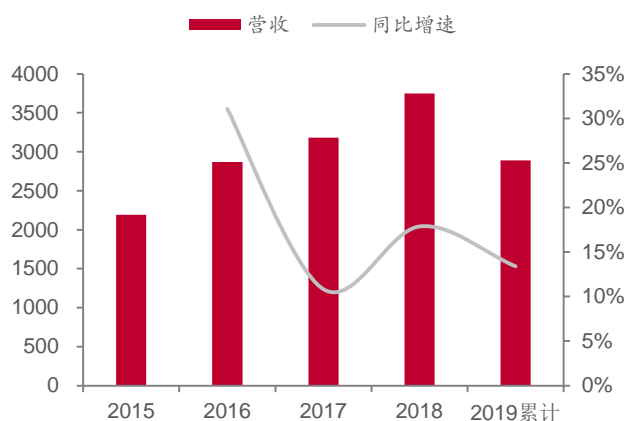
5) 经营活动现金净额单季度环比改善。2019 前三季 199.2 亿元，同比+133.8%，剔除整车为 161.51 亿元，同比+102%；Q3 单季度经营活动现金流量净额为 113 亿，同比-15.4%，环比+142%；剔除整车为 55.1 亿，同比+23.4%，环比-4.5%；经营活动现金流前三季度同比好转，主要系动力电池端宁德时代贡献较多。单季度看，随着补贴下发，整车环节现金流环比好转，剔除整车后受钴环节影响，行业现金流环比下滑。

6) 存货 Q3 整体保持稳定。行业存货同比 6%，剔除整车后，同比+12.7%；总体看行业库存水平平稳变动，环比略有下滑。

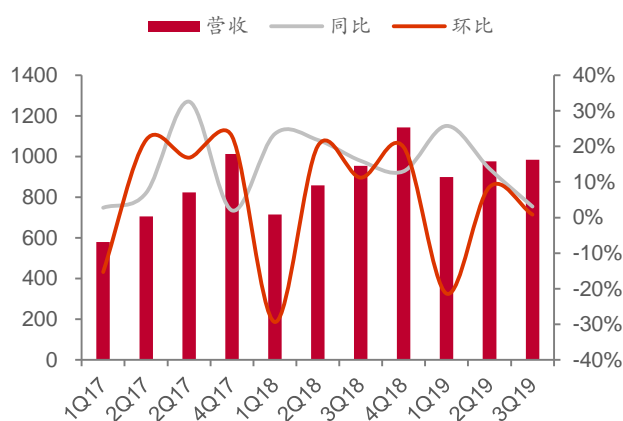
图表 19：2019 年 1-9 月新能源汽车板块细分子行业财务指标汇总表

	细分行业	营业收入	营收同比	扣非归母净利润	扣非归母净利润同比	毛利率	毛利率环比	毛利同比 pct	期间费用率	期间费用率同比 pct	经营活动现金流净额	资产负债率
2019Q3 综述	锂资源	33.9	-2.8%	0.9	-86.9%	34.2%	-5.4%	-10.3%	30.2%	14.8%	5.4	65.6%
	钴资源	52.4	32.8%	1.2	-77.4%	9.7%	-1.5%	-20.2%	7.1%	-2.9%	0.6	54.0%
	正极	41.3	1.9%	2.4	30.5%	16.9%	-16.9%	9.7%	14.9%	0.6%	4.3	49.3%
	负极	45.8	14.0%	4.1	18.3%	27.2%	1.7%	1.5%	15.5%	0.1%	6.9	48.4%
	隔膜	17.7	0.3%	3.2	80.0%	31.2%	-1.5%	-13.2%	10.7%	0.8%	0.2	49.1%
	电解液	13.9	23.8%	1.4	47.1%	32.1%	0.4%	2.7%	17.7%	-0.6%	(0.3)	38.2%
	六氟磷酸锂	10.0	2.1%	0.1	30.3%	19.2%	1.1%	-1.1%	17.4%	-1.0%	0.1	54.5%
	锂电池	172.3	30.6%	20.3	19.8%	29.1%	-0.7%	-1.0%	14.7%	-0.4%	33.9	57.3%
	整车	517.2	-7.3%	2.9	-54.0%	14.9%	-0.5%	-1.5%	12.6%	-0.3%	58.8	67.2%
	电机电控等	54.4	18.7%	3.2	-10.1%	26.3%	2.1%	-0.6%	20.2%	0.9%	1.5	44.8%
	锂电设备	25.7	1.0%	2.8	9.2%	35.7%	-2.7%	2.8%	18.3%	3.5%	2.5	49.7%
	行业整体	984.5	3.1%	42.4	-14.0%	20.2%	-0.9%	-1.3%	14.2%	0.8%	113.9	59.8%
	整体（除整车）	467.3	17.7%	39.5	-8.1%	26.0%	-2.0%	-2.7%	27.5%	1.2%	55.1	54.5%

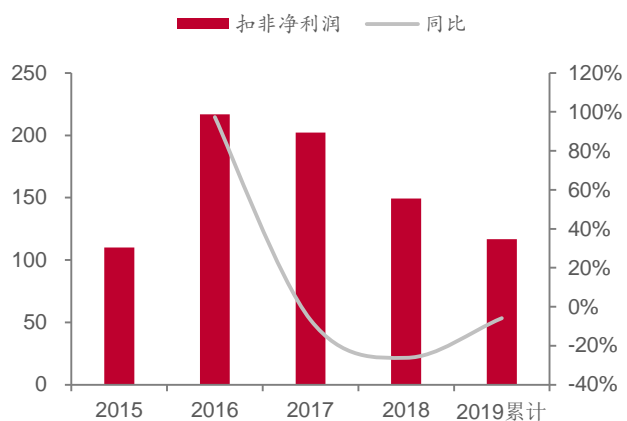
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 20: 新能源车板块整体营收及增速 (亿元, %)


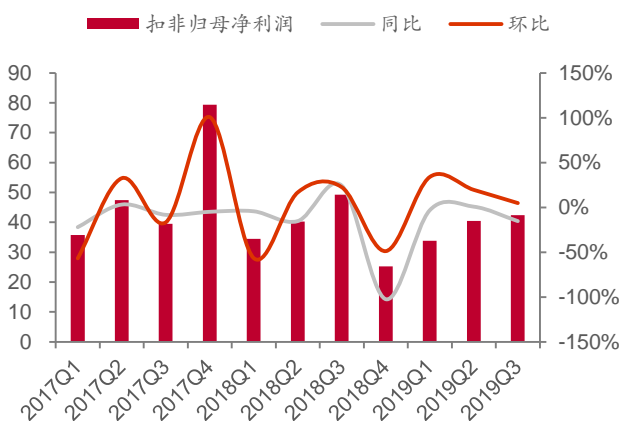
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 21: 单季度营收及增速 (亿元, %)


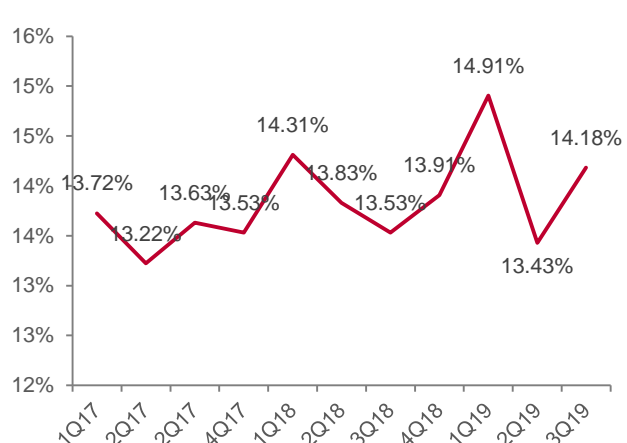
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 22: 新能源汽车扣非净利润及增速 (亿元)


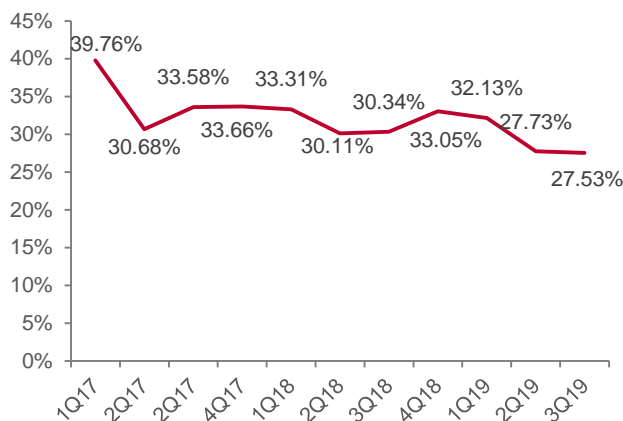
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: 单季度扣非净利润及增速 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 24: 单季度期间费用率 (含整车)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 25: 单季度期间费用率 (亿元, 不含整车)


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **小结: Q3 单季营收保持增长, 扣非利润同比下滑, 行业整体盈利承压。**
 - 1) 前三季度行业营收增速同比高增长, 单季度增速放缓, 主要系补贴退

坡将于 6 月 25 日实施，新能源车企抢装下上半年高增，Q3 增速放缓；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同比下降，主要系：其一，补贴大幅退坡，产业链整体承担产品价格下降压力；特别是整车环节盈利能力下滑明显；其二，由于上游钴锂资源端价格大幅下降，导致其盈利同比大幅下滑；而中游锂电巨头、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。

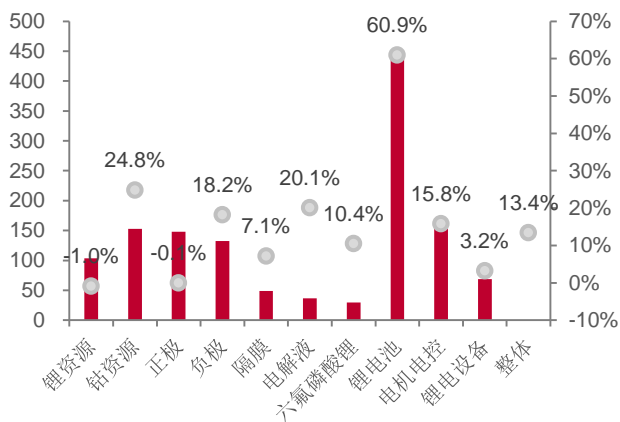
3.2 细分子行业：分化延续，上游资源价格下降，锂电龙头呈现业绩韧性

3.2.1 盈利分化，锂电池及材料龙头逆势环比增长

(1) 从营业收入看，2019 年前三季度新能源车行业营收总体同比增长 13.4%，剔除整车后，同比+23.9%；主要系上半年抢装累计基数较大，锂电池环节显著高增。细分子行业增速由高至低依次为：锂电池(60.9%)>钴资源(24.8%)>电解液(20.1%)>负极(18.2%)>电机电控及其零部件(15.8%)>六氟磷酸锂(10.4%)>隔膜(7.1%)>锂电设备(3.2%)>正极(-0.1%)>锂资源(-0.95%)。锂电池龙头 CATL 份额持续集中，收入增速远高于行业平均水平。

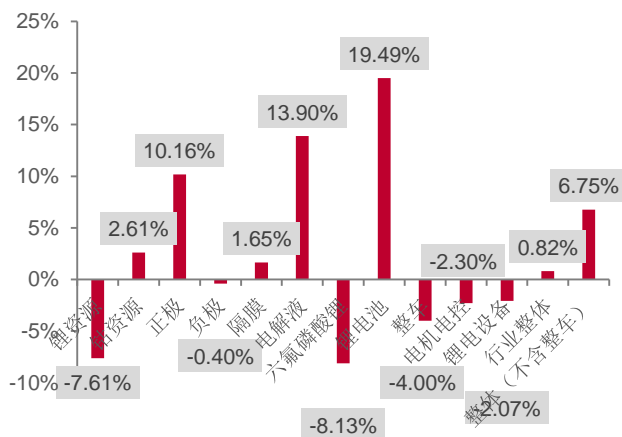
单季度 Q3 看，细分子行业增速由高至低为：钴资源(32.8%)>锂电池(30.6%)>电解液(23.8%)>电机电控及其零部件(18.7%)>负极(14.0%)>六氟磷酸锂(2.1%)>正极(1.9%)>锂电设备(0.98%)>隔膜(0.3%)>锂资源(-2.8%)>整车(-7.3%)；单季度钴资源端收入增速保持较快增长，主要系销量大幅增长实现以量补价；其次电池龙头收入端仍保持高增长。锂电池端增速高于终端车增速，主要系电池环节竞争格局集中且龙头份额提升，宁德时代 Q3 收入超预期；此外，部分电池企业（亿纬、鹏辉等）消费锂电在 Q3 大幅增长，带动锂电池业务同比大增。整车端单季收入下滑，部分是由 19 年上半年抢装透支了部分 Q3 需求，导致 Q3 销量同比下滑所致，其中江淮汽车同比-20%，比亚迪同比-10%；

图表 26: 2019 前三季度细分行业营收及同比(亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: 单三季度细分子行业营收环比增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

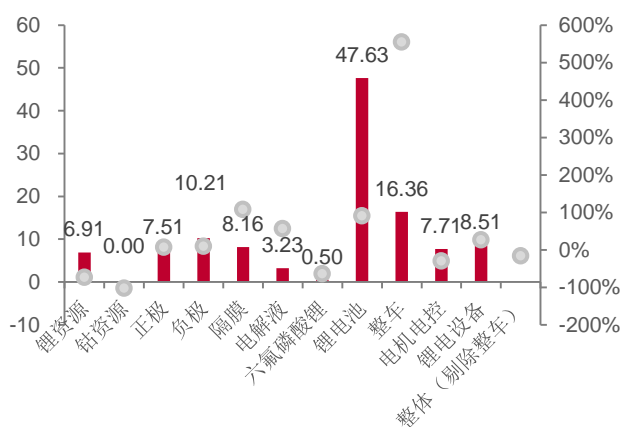
(2)从扣非归母净利润看,2019年前三季度为116.6亿,同比-5.88%,剔除整车100.3亿,同比-18.9%;细分子行业由高至低排序为:锂电池(47.63亿)>整车(16.36亿)>负极(10.21亿)>锂电设备(8.51亿)>隔膜(8.16亿)>电机电控(7.71亿)>正极(7.51亿)>锂资源(6.91亿)>电解液(3.23亿)>六氟磷酸锂(0.50亿)>钴资源(0.00亿)。其中动力电池净利润水平远超行业其他环节。其中钴资源由于价格大幅下跌盈利下滑。

3Q19单季度看,细分子行业扣非归母净利润同比-13.98%,剔除整车后同比-8.10%。细分子行业单季度扣非归母同比增速由高至低依次为:隔膜(83.55%)>电解液(47.08%)>正极(30.46%)>六氟磷酸锂(30.30%)>锂电设备(26.76%)>电机电控及其零部件(26.71%)>锂电池(19.81%)>负极(18.29%)>整车(-54.02%)>钴资源(-77.42%)>锂资源(-86.86%)。其中上游资源端因为价格大幅下滑,单季度业绩同比下滑。

单季度环比看,虽然行业Q3受到补贴大幅退坡,抢装透支终端销量环比下滑,但锂电池中游特别是优质龙头个股业绩环比保持增长。其中环比增速由高至低依次:钴资源(250.40%)>电解液(54.11%)>锂电池(45.19%)>隔膜(26.94%)>负极(14.87%)>电机电控及其零部件(3.70%)等,环比保持增长。

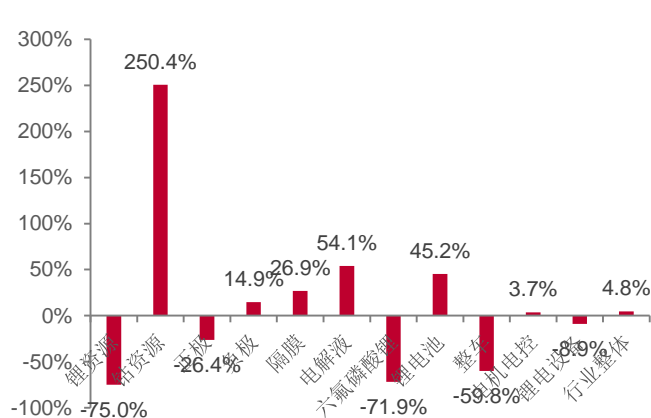
具体看:钴资源端环比企稳,主要系钴价Q3底部企稳回升,而锂资源端由于Q3价格持续下跌,业绩环比下滑。**个股层面:**①**锂电池:**宁德时代Q3扣非利润11.46亿,环比+27%超预期,同比-11%(去年Q3基数高);②**负极材料:**贝特瑞Q3扣非利润1.73亿,环比+66%(负极材料供应海外占比高,特别是特斯拉松下,海外出货稳步提升);**璞泰来**Q3扣非利润1.81亿,环比+44%,同比+58%(涂覆+负极材料放量增长,同时石墨化投产成本大幅下降,盈利水平恢复);③**隔膜:**恩捷股份(供应海外占比提升,单平米盈利提升)扣非2.31亿,环比+61%;

图表 28: 2019 前三季度扣非净利润及同比 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 29: 单三季度细分行业扣非净利润环比增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 30: 细分子行业历年扣非归母净利润及增速 (亿元)

	2017	2018	1H19	3Q19	19Q3 同比	19Q3 环比	2019 累计	累计同比
锂资源	35.64	32.49	6.04	0.87	-86.86%	-74.96%	6.91	-75.02%
钴资源	23.46	21.55	-1.19	1.19	-77.42%	250.40%	0	-100.02%
正极	7.51	9.62	5.13	2.39	30.46%	-26.39%	7.51	6.10%
负极	8.23	12.12	6.15	4.06	18.29%	14.87%	10.21	5.21%
隔膜	7.57	5.45	4.96	3.2	79.98%	26.94%	8.16	102.64%
电解液	5.62	3.06	1.79	1.44	47.08%	54.11%	3.23	53.78%
六氟磷酸锂	2	-0.1	0.44	0.06	30.30%	-71.89%	0.5	-60.37%
锂电池	34.03	40.09	27.3	20.33	19.81%	45.19%	47.63	63.57%
整车	58.3	4.98	13.46	2.9	-54.02%	-59.77%	16.36	4629.95%
电机电控	11.82	8.26	4.47	3.15	-10.07%	3.70%	7.62	-18.56%
锂电设备	8	11.66	5.72	2.79	9.23%	-8.91%	8.51	10.56%
整体	202.17	149.17	74.26	42.39	-13.98%	4.82%	116.65	-5.88%
整体 (剔除整车)	143.87	144.19	60.8	39.49	-8.10%	18.85%	100.28	-18.85%

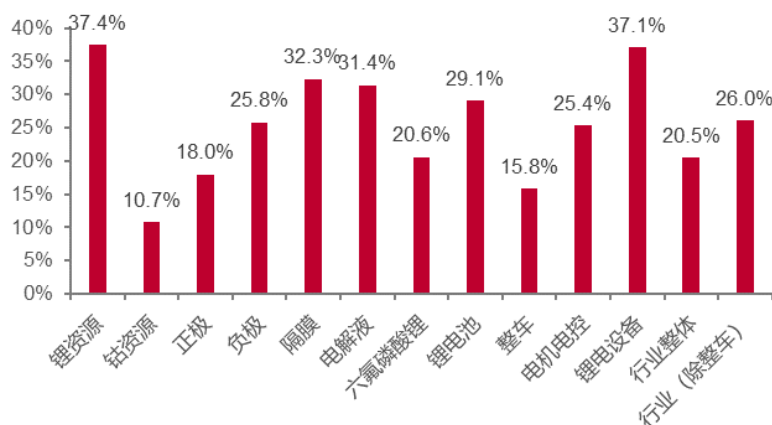
来源: Wind, 中泰证券研究所

(3) 毛利率分析

数据选取说明: 考虑到季报数据并未披露相关细分业务的毛利率情况, 因此季报总结, 采用上市公司整体的毛利率 (虽然与实际情况有偏差, 但能反映行业变化趋势)

行业整体毛利率呈现下滑趋势。在补贴退坡趋势下, 全产业链承担降成本压力。竞争加剧情况下, 锂电池及材料价格下降, 新能源车细分子行业毛利率近两年呈现下滑趋势。

锂资源、锂电设备、隔膜环节维持较高毛利率。2019 年前三季度, 行业整体毛利率为 20.5%, 剔除整车后毛利率为 26.0%。具体看各细分子行业毛利率水平, 由高至低依次为: 锂资源 (37.4%) > 锂电设备 (37.1%) > 隔膜 (32.3%) > 电解液 (31.4%) > 锂电池 (29.1%) > 负极 (25.8%) > 电机电控 (25.4%) > 六氟磷酸锂 (20.6%) > 正极 (18.0%) > 整车 (15.8%) > 钴资源 (10.7%)。

图表 31: 2019 年 1-9 月细分子行业毛利率


来源: Wind, 中泰证券研究所

单季度看，部分环节毛利率企稳回升。2019Q3 单季行业毛利率环比下滑，其中只有锂电设备、负极、6F、电解液环节毛利率环比回升。同比看，锂电设备（+4.1 pct）、电解液（+2.7 pct）、正极（+1.6 pct）、负极（+1.5pct）等毛利率同比有所回升。其中隔膜环节同比大幅下滑，主要系恩捷股份湿法隔膜业务合并报表并入膜类业务，使得整体毛利率看似下滑。

图表 32：2017-3Q19 细分子行业毛利率

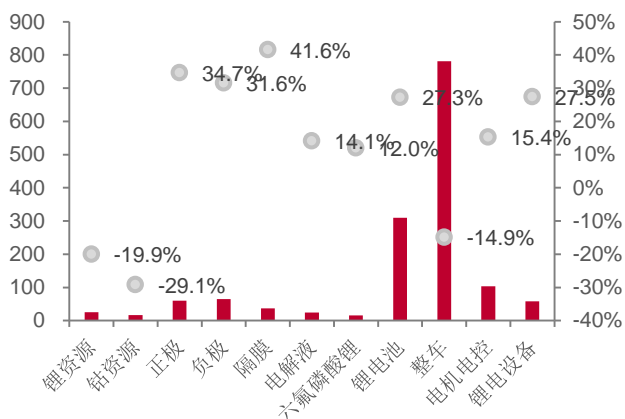
	2017	2018	1H19	2019Q1-3	19Q3	同比变化	环比变化
锂资源	53.0%	49.0%	39.0%	37.4%	34.2%	-10.3%	-5.4%
钴资源	36.3%	31.2%	11.3%	10.7%	9.7%	-20.2%	-1.5%
正极	20.3%	18.4%	17.2%	18.0%	16.9%	1.6%	-0.6%
负极	28.0%	25.8%	25.1%	25.8%	27.2%	1.5%	1.7%
隔膜	30.0%	29.3%	32.9%	32.3%	31.2%	-13.2%	-1.5%
电解液	34.7%	29.4%	31.1%	31.4%	32.1%	2.7%	0.4%
六氟磷酸锂	23.4%	25.3%	21.2%	20.6%	19.2%	-1.1%	1.1%
锂电池	35.3%	30.8%	29.1%	29.1%	29.1%	-1.0%	-0.7%
整车	18.2%	15.9%	16.2%	15.8%	14.9%	-1.5%	-0.5%
电机电控	29.0%	27.1%	24.9%	25.4%	26.3%	-0.6%	2.1%
锂电设备	32.9%	33.0%	37.9%	37.1%	35.7%	4.1%	1.9%
行业整体	23.7%	21.6%	20.6%	20.5%	20.2%	-1.3%	-0.1%
行业（除整车）	32.4%	29.5%	25.8%	26.0%	26.0%	-1.6%	-0.3%

来源：Wind，中泰证券研究所

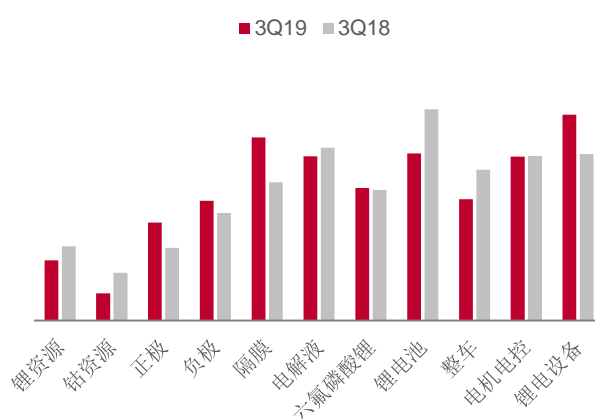
■ 行业营运能力受补贴影响，锂电龙头 CATL 产业链议价权强

（1）从应收款项看，3Q19 单季度行业整体应收款项共 1497.57 亿元，同比-0.72%，环比-0.18%；剔除整车厂影响，其余子行业应收账款与票据共 716.09 亿元，同比+21.31%，环比+4.89%，低于营业收入同比增速 23.90%。正极/负极/隔膜/同比增速幅度较大，分别 34.7%/31.6%/41.6%。

从“应收款项/营收”指标看，锂电池（86.9%）/电解液（71.1%）/锂电设备（68.5%）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，自身现金流转周期长。

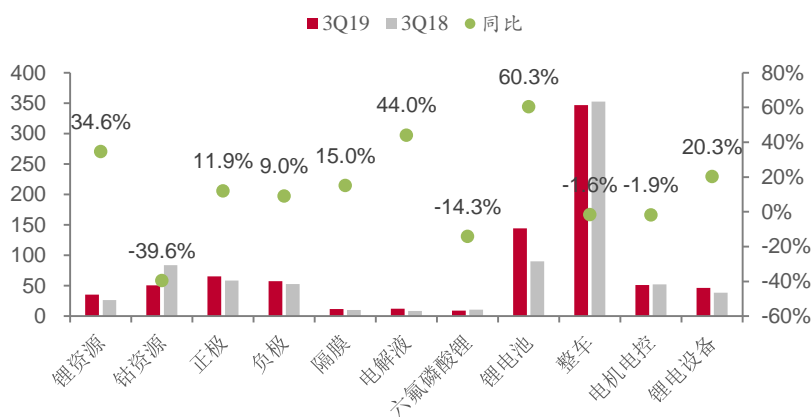
图表 33: 3Q19 单季度行业应收款及同比增速(亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 34: 3Q18 及 3Q19 子行业应收款/营收比例


来源: Wind, 中泰证券研究所

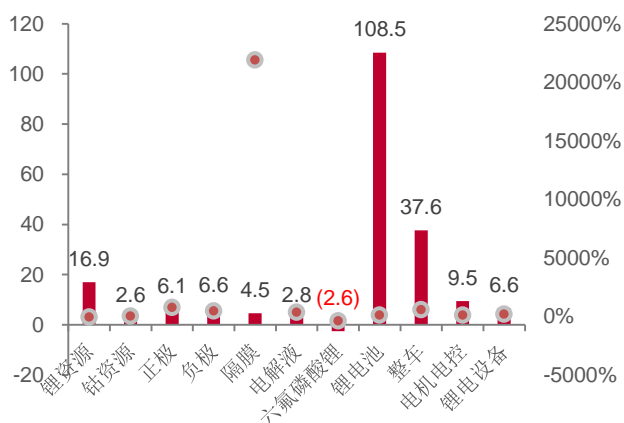
(2) 存货同比保持相对稳定, 行业整体存货同比+5.96%, 剔除整车后同比+12.17%; 其中细分子行业看, 锂资源、电解液、锂电池三个细分行业 3Q19 单季度同比增幅超过 30%; 整车, 锂电池, 钴资源行业存货较高。

图表 35: 细分子行业存货及同比变动(亿元, %)


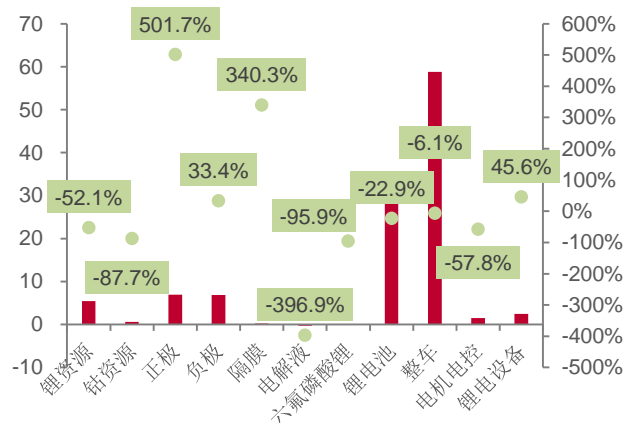
来源: Wind, 中泰证券研究所

(3) 经营性现金流净额单季度好转。2019 年前三季度行业整体现金流净额为 199.15 亿元, 同比+133.78%; 剔除整车后为 161.51 亿, 同比+102.43%。19Q3 单季行业整体经营性现金流净额为 114 亿, 同比-15.38%, 环比+142%; 剔除整车后为 55 亿, 同比-23.48%, 环比-4.5%。单季度行业整体现金流净额好转, 主要 Q3 新能源汽车补贴逐步发放, 缓解车企现金流压力。

具体细分子行业看: ①正极、负极、锂电设备现金流量净额有所好转; ②前三季隔膜环节现金流同比好转, 主要系恩捷现金流由负转正;

图表 36: 2019 前三季度经营现金流及同比 (亿元)


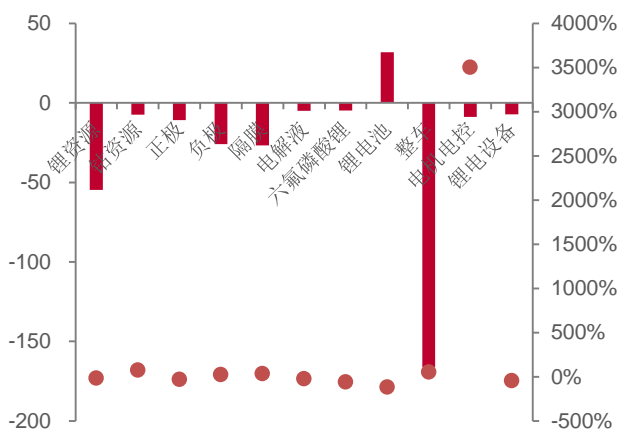
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 37: 3Q19 单季行业经营现金流及同比 (亿元)


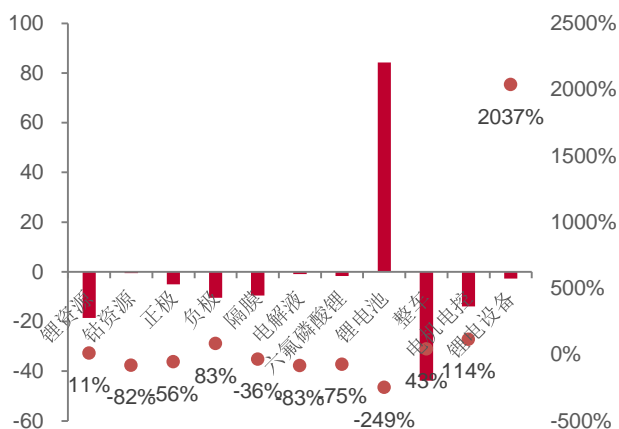
来源: Wind, 中泰证券研究所

(7) 投资活动现金流普遍为负, 部分子行业仍在大力扩张。2019 年前三季度行业整体投资现金流净额为-285.62 亿, 同比-34.1%; 剔除整车后为-119.61 亿, 同比-63.1%。3Q19 单季度看, 现金流净额为-22.94 亿, 同比-85.4%, 环比+79.5%; 剔除整车后为 20.88 亿, 同比-116.5%, 环比+144.5%

面对新能源汽车广阔的空间, 行业各细分环节企业仍处于资本开支扩张期。其中, 锂电池为正现金流主要系 CATL 在 3Q19 收到一笔与投资相关的现金 151.7 亿元, 其当期构建固定资产等支付现金达 66.6 亿元。整车 (-43.82 亿)、锂资源 (-18.49 亿)、电机电控 (-13.95 亿) 等行业内投资活动较多。

图表 38: 2019 前三季度投资现金流及同比 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

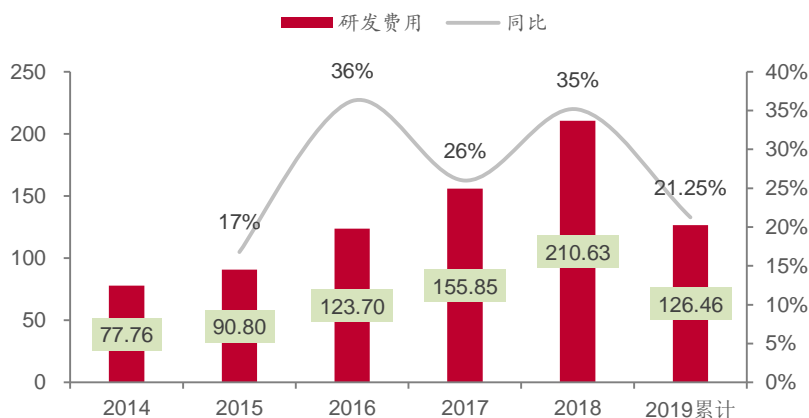
图表 39: 3Q19 单季行业投资现金流及同比 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

(8) 行业持续投入研发，保持高增长。1-9月新能源汽车板块上市公司研发费用共 126.46 亿元，同比+21.25%。剔除整车厂的大金额影响后，为 66.95 亿元，同比+39.54%，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 29.8 亿元，占营收比例为 5.93%。电机电控研发投入比例最高，为 9.70%，其次是锂电设备 7.10%。

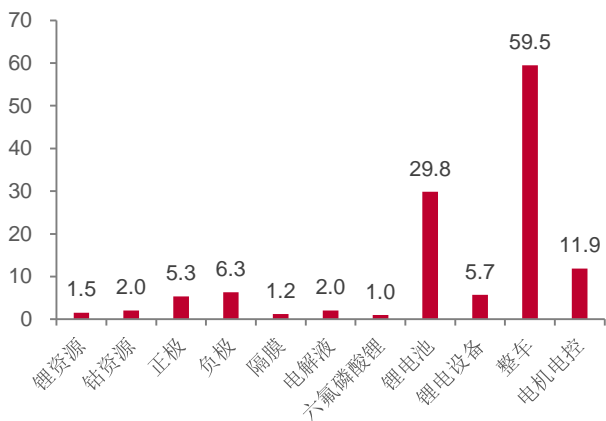
3Q19 单季度看，整车（59.5 亿）、锂电池（29.8 亿）、电机电控（11.9 亿）等环节研发费用较高。从研发费占营收比例看，电机电控、锂电设备、锂电池、电解液等环节占比较高。

图表 40: 新能源汽车板块研发费用及同比增速 (亿元)



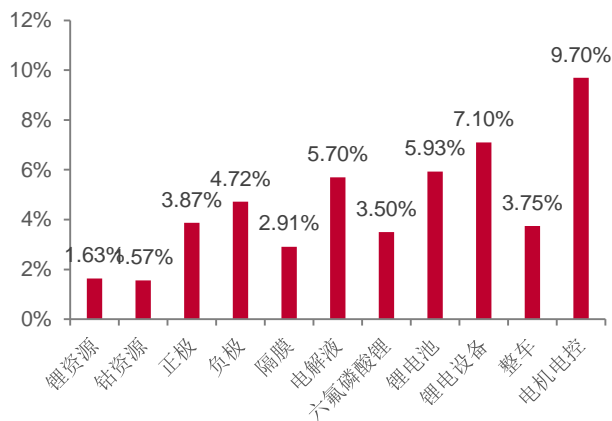
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 41: 3Q19 单季度细分子行业研发费用 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 42: 3Q19 单季度细分子行业研发费/营收



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 43: 新能源汽车产业链上市公司研发投入排名 (亿元)

代码	股票名称	2019 累计		2018	
		研发投入	研发/营收	研发投入	研发/营收
002594.SZ	比亚迪	38.39	4.09%	85.36	6.42%
300750.SZ	宁德时代	22.56	6.87%	19.91	6.97%
600066.SH	宇通客车	11.48	5.50%	18.63	6.33%
600418.SH	江淮汽车	8.08	2.17%	21.31	1.96%
300124.SZ	汇川技术	6.04	12.31%	7.12	13.63%
300450.SZ	先导智能	3.56	11.06%	2.84	11.37%
300014.SZ	亿纬锂能	3.36	7.34%	3.95	8.25%
600884.SH	杉杉股份	3.28	5.04%	3.75	4.99%
002340.SZ	格林美	3.28	3.33%	5.96	4.27%
002074.SZ	国轩高科	3.02	5.85%	4.93	4.82%
002249.SZ	大洋电机	2.58	3.86%	4.10	3.98%
002851.SZ	麦格米特	2.26	8.53%	2.52	8.94%
603799.SH	华友**	1.80	1.28%	3.80	1.32%
000957.SZ	中通汽车	1.56	3.23%	2.79	4.12%
835185.OC	贝特瑞	1.54	4.75%	1.84	4.74%
603659.SH	璞泰来	1.53	4.37%	1.45	4.32%
688005.SH	容百科技	1.31	4.22%	1.20	4.02%
300037.SZ	新宙邦	1.19	7.03%	1.71	6.61%
002407.SZ	多氟多	1.03	3.50%	1.98	4.95%
300457.SZ	赢合科技	0.95	6.85%	1.25	5.67%
300438.SZ	鹏辉能源	0.91	3.65%	1.15	3.86%
002709.SZ	天赐材料	0.86	4.36%	1.10	4.26%
300073.SZ	当升科技	0.75	4.07%	1.43	4.51%
002812.SZ	恩捷股份	0.73	3.46%	0.97	3.47%
300340.SZ	科恒股份	0.66	5.15%	0.94	4.64%
002497.SZ	雅化集团	0.63	2.64%	0.66	2.31%
002196.SZ	方正电机	0.62	7.26%	1.01	8.66%
002460.SZ	赣锋锂业	0.55	1.31%	2.72	2.21%
688006.SH	杭可科技	0.53	5.32%	0.57	5.58%
300681.SZ	英搏尔	0.37	16.51%	0.46	15.76%
002466.SZ	天齐锂业	0.36	0.94%	0.63	1.31%
002108.SZ	沧州明珠	0.28	1.25%	0.38	1.26%
300618.SZ	寒锐钴业	0.23	1.85%	0.41	1.46%
300568.SZ	星源材质	0.21	4.02%	0.38	3.39%

来源: wind, 中泰证券研究所

四、重点细分龙头分析

图表 44: 新能源汽车产业细分子行业个股 2019 年前三季度业绩汇总

细分行业	代码	股票名称	营收(亿元)	营收同比	扣非归母净利润(亿元)	扣非归母净利润同比	3Q19毛利率	毛利率环比变动	期间费用率	资产负债率
锂资源	002466.SZ	天齐锂业	37.97	-20.21%	0.16	-99.06%	53.2%	-7.89%	50.8%	75.2%
	002460.SZ	赣锋锂业	42.11	17.17%	5.84	-39.82%	21.5%	-6.99%	10.3%	41.6%
	002497.SZ	雅化集团	23.64	11.54%	0.91	-39.44%	27.8%	-1.04%	18.7%	41.6%
钴资源	300618.SZ	寒锐钴业	12.43	-42.41%	-0.44	-106.30%	18.3%	16.45%	10.0%	45.9%
	603799.SH	华友钴业	140.23	39.20%	0.44	-97.65%	9.1%	-2.91%	7.1%	55.2%
正极	300073.SZ	当升科技	18.4	-25.75%	1.96	0.23%	20.7%	1.28%	7.1%	22.4%
	002340.SZ	格林美	98.33	-3.89%	5.55	8.34%	19.3%	-0.92%	12.3%	58.8%
	688005.SH	容百科技	30.98	49.63%	1.45	-	12.6%	-	7.5%	27.5%
负极	600884.SH	杉杉股份	65.15	2.08%	2.14	-44.51%	22.8%	1.16%	18.2%	45.0%
	835185.OC	贝特瑞	32.4	27.32%	3.87	54.57%	30.8%	-1.66%	12.6%	49.5%
	603659.SH	璞泰来	35.01	52.80%	4.21	25.52%	30.8%	3.51%	13.3%	57.5%
锂电设备	300340.SZ	科恒股份	12.8	-22.21%	0.04	-89.91%	12.7%	-1.25%	15.3%	58.5%
	300450.SZ	先导智能	32.16	19.31%	6.21	14.71%	38.8%	-2.48%	20.6%	54.4%
	300457.SZ	赢合科技	13.82	1.13%	2.26	22.28%	40.2%	-1.45%	18.0%	43.4%
	688006.SH	杭可科技	9.99	4.27%	2.54	-	47.8%	0.00%	15.3%	40.3%
电解液	002709.SZ	多氟多	29.49	10.44%	0.93	-60.37%	28.5%	1.10%	18.6%	44.0%
	300037.SZ	天赐材料	19.64	31.20%	2.30	340.71%	36.3%	0.80%	19.3%	31.3%
六氟磷酸锂	002407.SZ	新宙邦	16.97	9.38%	0.50	21.72%	19.2%	-0.40%	17.3%	54.5%
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	21.06	29.88%	5.53	252.77%	46.4%	4.02%	11.7%	56.3%
	002812.SZ	星源材质	5.15	21.71%	5.53	26.88%	46.4%	-15.92%	11.7%	56.3%
	002108.SZ	沧州明珠	22.51	-10.08%	1.54	-3.96%	17.3%	-2.08%	9.8%	29.1%
锂电池	002074.SZ	国轩高科	51.52	25.75%	4.09	2.02%	33.8%	4.79%	18.6%	61.2%
	300014.SZ	亿纬锂能	45.77	52.12%	11.34	265.86%	33.2%	7.96%	14.1%	48.2%
	300750.SZ	宁德时代	328.56	71.70%	29.65	49.34%	27.9%	-2.91%	14.4%	58.0%
	300438.SZ	鹏辉能源	24.95	40.94%	2.56	18.28%	27.6%	1.76%	11.5%	53.5%
电机电控等	300681.SZ	英搏尔	2.23	-48.60%	-0.59	-224.33%	12.6%	5.52%	37.9%	36.2%
	300124.SZ	汇川技术	49.08	24.61%	5.65	-22.81%	34.8%	-5.91%	27.5%	42.2%
	002851.SZ	麦格米特	26.52	64.67%	2.52	144.17%	25.3%	0.18%	14.2%	49.5%
	002196.SZ	方正电机	8.49	-8.80%	0.04	-92.62%	16.4%	-0.35%	17.5%	27.4%
	002249.SZ	大洋电机	66.71	5.85%	0.09	-92.55%	18.9%	3.60%	15.7%	49.9%
整车	002594.SZ	比亚迪	938.22	5.44%	5.87	455.83%	13.9%	-1.48%	13.1%	68.5%
	600066.SH	宇通客车	208.62	7.68%	11.19	9.59%	24.1%	2.05%	16.4%	52.0%
	000957.SZ	中通汽车	48.29	42.07%	0.13	223.76%	14.9%	1.07%	13.1%	76.6%
	600418.SH	江淮汽车	371.87	2.36%	-0.84	89.85%	10.7%	-1.03%	10.4%	70.7%

来源: wind, 中泰证券研究所

4.1 动力电池：宁德时代-业绩环比增长，略超预期

- **事件：**①公司发布三季报，前三季度实现收入 328.6 亿，同比+71.7%；归母净利润 34.64 亿，同比+45.65%；扣非归母净利润 29.6 亿，同比+49.34%；经营活动现金流量净额 1.03 亿，持续转好。②单季度看，实现收入 126 亿，同比+28.8%，环比+22.5%，归母净利润 13.62 亿，同比-7.2%，环比 29.1%，扣非归母净利润 11.46 亿，同比-11.01%，环比 26.9%；单季度毛利率为 27.93%，环比 Q2 减少 2.91 个 pct；业绩略超预期。
- **行业层面，**据真锂研究，1-9 月动力电池装机 42Gwh，其中 CATL（含时代上汽）装机约 22Gwh，占比高达 51.4%，持续呈现一超多强竞争格局，其中公司 Q1\Q2\Q3 动力电池装机分别为 5.54\8.17\8.26Gwh。
- **单季度业绩看：**公司 Q1\Q2\Q3 扣非归母净利润分别为 9.2\9\11.46 亿，Q3 业绩扣非同比-11.01%，环比+26.9%。①**Q3 业绩同比下滑**，主要系：产品价格下降，更改减少设备折旧年限，毛利率从 2018Q3 的 31.27% 下降至 27.93%，同时 Q3 费用率 14.9%，同比增加 3.8 个 pct（18Q3 费用率 11.1% 为 18 年度单季最低），环比 19Q2 提升 2.4 个 pct；②**单季度环比看：**Q3 净利润 14.14 亿，环比+15%，归母净利润 13.62 亿，环比+29%；其中 Q3 少数股东损益 0.52 亿元，环比 Q2 减少 1.22 亿元，预计公司锂电材料业务 Q3 盈利环比下降；扣非归母净利润环比 Q2 增长+26.9%，主要系 Q3 收入环比高增 22.5%。其中考虑到公司在 Q3 与 Q2 动力电池装机数环比略增长情况下，收入环比增长，预计主要是 Q2 部分出货量收入延迟至 Q3 确认（测算约 1.5-2Gwh）。
- **费用环比提升：**公司 2019Q3 销售/管理/研发/财务费用分别为 6.73/5.67/8.43%/-2.05 亿；三项费用率为 14.9%，环比 Q2 提升 2.4 个 pct；费用率分别为 5.35%/4.5%/6.69%/-1.62%，费用率环比变动 1.43/-0.72/0.23/1.47 个 pct；2019Q3 资产减值损失为 1.29 亿元，环比 Q2（3.85 亿元）减少 2.56 亿元。其他收益为 5.44 亿，环比 Q2 增加 2.24 亿元。
- **产能扩张稳步推进，现金流维持较好：**Q3 经营现金流量净额 30.49 亿，环比 Q2 改善，预收账款维持高位 72.12 亿元，环比略降；报告期内，公司资本开支稳健推进，固定资产相较于 2019H1 增加 20 亿元。2019.9 公告拟在四川宜宾投资不超 100 亿新建动力电池制造基地，分 2 期完成。
- **全球锂电池龙头，客户结构优异，推出 CTP 降成本。**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。客户层面，国内与为上汽、吉利、宇通、北汽、广汽等品牌配套；国际车企，与丰田、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。为了完善产业链上游布局，公司投资 Pilbara 布局锂矿资源。同时新产品开发占据先发优势，NCM811 已批量化供货应用、软包电池供货奔驰，与北汽合作 CTP 电池包提升体积能量密度，大幅降低制造成本。
- **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-隔膜盈利环比提升，拟降低捷力收购对价加速整合

- **事件：（1）公司发布 2019 年三季报：**①前三季实现收入 21.06 亿，同比+29.88%；归母净利润 6.32 亿，同比+95.80%；扣非归母净利润 5.53 亿，同比+252.77%；经营现金流净额 2.05 亿；②单季度看，2019Q1/Q2/Q3 收入分别为 6.56/7.22/7.28 亿元，Q3 同比+12.51%，环比+1%；Q3 归母净利润 2.43 亿元，同比+50.53%，环比+37.5%；19Q3 扣非归母净利润为 2.31 亿元，同比+82.37%，环比+60.93%；Q3 单季综合毛利率 46.41%（环比提升 4.02%，同比提升 3.34%）；Q3 单季经营现金流净额 0.88 亿。业绩略超预期。（2）发布《关于苏州捷力新能源材料有限公司之股权转让协议之补充协议》公告，拟降低收购对价至 18.008 亿元，取消原协议“第 6 条业绩对赌”约定的业绩对赌。
- **供货海外锂电龙头供应链，单平米盈利 Q3 环比大幅提升。**Q3 单季度收入 7.28 亿，同比+12.51%，环比+1%，扣非净利润 2.43 亿，同比+50.53%，环比+37.5%。预计子公司上海恩捷前三季净利润约 6.42 亿元（19H1 为 4.08 亿），对应 19Q3 其净利润约 2.3 亿元，扣非净利润为 2.22 亿元，预计 Q3 湿法隔膜出货量约 1.9 亿平米，对应 Q3 单平米净利超 1.1 元/平米，环比 Q2 大幅提升。主要系 Q3 单季度开始向海外锂电龙头客户出货，且海外客户单平米净利更高，同时 Q3 费用端环比下降明显，带来单季度盈利提升。
- **费用率环比 Q2 下降：**公司 2019 年前三季度期间费用为 11.69%%，销售/管理/财务费用率分别为 2%/7.34%/2.28%，其中 3Q19 销售/管理/研发/财务费用分别为 0.14/0.15/0.25/0.08 亿元，分别同比+26.82%/-22%/+6%/+149%。费用率为 1.96%/2.08%/3.44%/1.16%，期间费用率环比减少 6.52pct，三项费用合计环比减少约 4600 万（其中管理费用 2000 万、财务费用 2100 万），部分是由规模化效应带来费用下降。
- **降低收购对价，取消对赌协议，加速收购整合。**公司拟以 18 亿元收购苏州捷力 100% 股权，并取消前次协议约定的业绩对赌（原对赌协议为 19-21 年捷力净利润分别为 1/1.5/2 亿元）。认为此举降低收购成本，同时取消对赌协议，一方面由于双方在湿法隔膜业务如动力类有共同客户，在对赌业绩结算时或有操作难度，更重要地是取消对赌将可更有利于公司对捷力加速收购整合，将恩捷在成本、管理、规模化优势向捷力快速导入，在客户上形成协同效应，增强盈利能力。
- **投资建议：**作为湿法隔膜全球龙头，公司拟收购苏州捷力，大力拓展消费领域，行业议价权提升。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-石墨化产能释放毛利率回升，盈利拐点向上

- **事件：公司发布 2019 年三季报：**①实现收入 35.01 亿，同比+52.80%；归母净利润 4.58 亿，同比+6.83%；扣非归母净利润 4.21 亿，同比+25.52%；经营活动现金流量净额为 1.84 亿元；②单季度看，2019 年 Q1\Q2\Q3 收入分别为 10.29/11.48/13.24 亿元，Q3 同比+44.91%，环比+15.30%；Q3 归母净利润 1.95 亿元，同比+13.11%，环比+44.37%；Q3 扣非归母净利润为 1.81 亿元，同比+58.33%，环比+43.82%；单季度综合毛利率 30.83%（环比提升 3.51PCT，同比提升 1.17PCT）；业绩超预期。
- **规模化效应，费用环比下降。**公司 19 年前三季度期间费用为 13.33%，销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.65%/3.31%/2.00%/4.37%，其中 Q3 单季度销售/管理/财务/研发费用分别为：0.56/0.41/0.24/0.59 亿元，分别同比 +82.81%/+53.14%/+45.97%/+46.98%，费用率分别为：4.25%/3.10%/1.84%/4.45%，Q3 期间费用率环比 Q2 减少 5.67 个 PCT，部分是由规模化效应带来费用下降。
- **石墨化产能释放，毛利率单季环比提升 3.51 个 PCT，盈利拐点向上。**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），构建一体化负极生产能力。Q3 单季毛利率提升至 30.81%（环比提升 3.51PCT），主要系公司内蒙兴丰 5 万吨石墨化产能逐步释放，Q3 已实现自供，且振兴炭材 4 万吨煤系针状焦产能已投料试生产，带来成本端大幅下降。经过测算，负极 Q3 单季毛利率预计提升至 25%-28%，考虑目前公司人造石墨原材料针状焦价格仍处于高位，未来随着针状焦价格下降及振兴炭材材料自供将进一步降低成本；2019H1 负极出货量约 2 万吨，预计全年有望达到 5 万吨。涂覆隔膜领域，公司下游客户主要是 CATL、ATL，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-单位盈利环比回升，静待海外动力客户放量

- **事件：**公司发布三季报，①前三季度实现营收 18.4 亿，同比-25.75%，归母净利润 2.2 亿，同比+6.98%；扣非归母净利润 1.96 亿，同比+0.23%；其中经营活动现金流量净额为 1.55 亿元。②单季度看，Q3 收入 5 亿，同比-41.03%，环比-27.06%；归母净利润 0.686 亿，同比-25.89%，环比-21.18%；扣非归母净利润 0.699 亿，同比-21.98%，环比-8.7%；公司业绩基本符合预期。
- **业绩短期下滑，但公司成本管控强，单吨盈利环比回升。**公司单季 Q1/Q2/Q3 收入分别为 6.53/6.85/5 亿元，扣非归母净利润分别为 0.497/0.77/0.699 亿元。公司单季度盈利下滑，主要系 Q3 行业层面受到新能源汽车补贴退坡抢装透支，动力电池厂商减产所影响，出货量环比有所下滑。但受益于公司供应链管理较强，正极材料单吨盈利提升明显，从单季度毛利率看，Q3 毛利率为 20.69%，环比 Q2 的 19.41%提升 1.28 个 PCT；对应单吨净利超 1.6 万-1.7 万/吨，单吨净利提升明显。
- **费用端：**公司 Q3 销售/管理/研发分别为 6.74/9.13/14.6 百万元，同比-12.13%/10.83%/-69.51%，环比-30.38%/-37.59%/-53.88%，其中公司三项费用率管控较好。
- **三元正极自主研发能力强，产品定位高端，国际供应链稳步供货。**公司深耕锂电正极材料二十余年，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，获得产品溢价。动力领域进入日本、韩国市场，储能持续供货海外三星 SDI、LG 化学等高端客户，未来有望凭借与 SKI 深度合作，不断优化客户结构，海外占比提升，实现放量增长。
- **产能持续扩张，静待产能释放：**目前公司拥有产能 1.6 万吨（含 3000 吨钴酸锂+3000 吨 NCM523；海门 1 期 2000 吨 622/523，海门 2 期：4000 吨 622/523+4000 吨 811）。公司持续扩张产能：1）“当升三期 1.8 万吨高镍产能”，已完成全部土建和设备安装，进入带料调试阶段，并于下半年逐步投产；2）常州基地：首期 5 万吨，第一阶段年产 2 万吨预计将于 2020 年初投入使用。预计 2019 年/2020 年底公司正极材料产能将分别达到 2.6 万吨、4.6 万吨。随着产能释放，伴随国内外高端客户开拓，销量有望保持增长。
- **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-业绩稳健，电解液海外增长较好

- **事件：**公司发布三季报，①实现归母净利润 16.97 亿元，同比+9.38%，净利润为 2.39 亿元，同比+15.08%；扣非归母净利润 2.3 亿，同比+21.72%，基本 EPS 为 0.64 元。②单季度看：Q3 收入 6.4 亿，同比 13.31%，环比+17.8%，扣非归母净利润 1.04 亿，同比 19.68%，环比 55.5%。
- **氟化工业务稳健，电解液 Q3 出货环比增长。**1) 高端氟化工业务稳健增长：产品类别结构优化，国内外客户持续优化，在成本端下降下，Q3 氟化工业务毛利率预计仍维持高位在 56%左右，预计该业务 Q3 贡献大部分利润（约 0.5 亿）。2) 电解液出货量环比增长：新能源汽车动力电池 Q3 装机放缓，但对公司 Q3 影响相对较小，整体看 Q3 出货量环比 Q2 增长（据 GGII，预计 Q3 超 9000 吨）。其中，海外客户增长较好，海外占比预计在 30%-40%区间（近 40%），其中海外 LG 为第一大客户增长较好；3) 铝电容器化学品：虽然前三季度销售额同比下滑，但毛利率同比提升，总体看收入下滑对利润影响弱化。
- **单季度扣非净利润增速高于收入增速。**公司单季度毛利率 36.29%，环比基本持平，净利率提升至 16.54%（环比提升 3%），主要系研发费用单季环比减少约 0.16 亿元；财务费用环比 Q2 减少 500 万。
- **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。随着公司高端氟精细化学品项目投产，将贡献利润新增长点。
- **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-业绩符合预期，切入海外供应体系

- **事件：**公司发布 2019 年三季报，实现营收 32.17 亿元，同增 19.31%；归母净利润 6.35 亿元，同增 16.14%；其中，3Q19 实现营收 13.55 亿元，同增 7.93%；归母净利润 2.43 亿元，同增 10.16%；EPS0.28 元/股，整体符合预期。

事件：公司设立瑞典全资子公司，注册资本暂定为 500 万瑞典克朗。盈利能力基本持平，期间费用率环比略降：3Q19 公司毛利率和净利率分别为 41.28%/19.75%，同比分别 +2.2pct/-0.45pct，环比分别 -2.83pct/-1.35pct。期间费用率 20.55%，同比+5.17%，环比-2.81%。期间费用率同比上升主要系研发及财务费用增多所致。截止 3Q19，研发费用 3.56 亿元，同增 101.82%，主要因为研发项目、人员增加；财务费用 2463.5 万元，同增 194.66%，主要因为发行可转债手续费及利息支出增加。

- **规模扩大，应收款相应增多。**截止 3Q19，公司应收票据 10.22 亿元，同比-41.03%，主要系格力智能商业承兑陆续到期兑付所致；应收账款 14.97 亿元，同比+110.91%，主要因为收入订单增加、保证金新增较多。公司预收款 12.51 亿元，同增 4.16%，环比+0.5%；存货 24.23 亿元，同增 3.95%，环比+0.04%。
- **整线服务经济性更高，提升客户产值绑定合作。**公司通过收购泰坦新动力，完成锂电设备前、中、后段闭环，相继推出一体机产品及整线服务，提升了稳定性、一致性、客户产品良品率，帮助客户实现单 GWh 更高的产值，具有更高的经济效益。从收入对比看，下游头部企业愿意为增强的技术+服务能力支付溢价，放大规模效应，与设备供应商长期稳定合作。
- **切入海外供应体系，打造全球设备龙头。**公司与众多优质客户深度绑定，2019 年 1 月与 Northvolt 签订战略合作框架协议，就锂电池设备业务建立战略合作关系，约定在未来进行约 19.39 亿元的业务合作。本次在瑞典设立子公司是为了进一步拓展海外市场，满足公司战略发展的需要。
- **投资建议：**在全球电动化浪潮下，公司作为国内锂电池专用设备龙头企业，已成功进入国际供应链体系，预计未来盈利将充分受益于下游锂电池企业的大幅扩产。同时，公司打造高端装备研发平台，新产品以及新应用不断带来新的增长

五、投资建议

投资建议：短期，国内新能源汽车处于低点，Q3 新能源车产业链业绩持续分化，锂电池龙头 CATL 及锂电材料龙头特别是逐步供应海外供应链个股业绩韧劲强增长超预期。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；从全球供应链本土化视角，优选竞争格局清晰，进入到全球供应链弹性较大的环节及龙头。**重点推荐：**宁德时代、恩捷股份、璞泰来、科达利、先导智能、三花智控、新宙邦、当升科技等；

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

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。