

证券研究报告 / 行业深度报告

## 新能源车 2017 年 H1 中报小结： 板块回归理性，分化仍是趋势

**优于大势**

上次评级： 优于大势

### 报告摘要：

#### 事项：

新能源汽车行业 2017 年中报已经全部披露，我们对行业内 100 多家上市公司的中报业绩及重要财务数据进行了分类、梳理和分析。

在本篇小结中，我们以细分板块为轴，按照资源（锂、钴）、三大材料（正极、隔膜、电解液）、锂电设备、三电（电池、电机、电控）、整车（以客车为代表）划分五个细分领域，挑选典型性和代表性公司，多维度对各板块上半年业绩进行解读。

#### 核心观点：

##### 核心观点一：行业增长回归理性

1、2017 年 H1 新能源车板块 53 家重点追踪公司营收 1436.89 亿元，同比增长 37.75%，归母净利润 63.56 亿元，同比增长 33.94%，行业整体增速回归理性。

2、财务数据方面，行业总体存货周转天数、应收账款均有所改善，但中下游回款周期仍然较长。

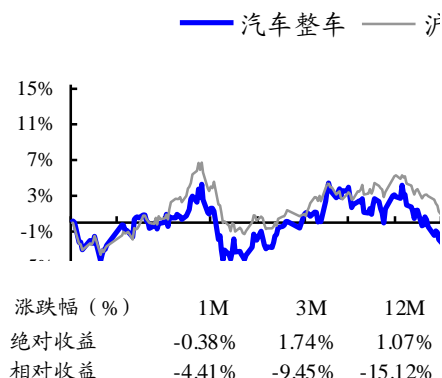
##### 核心观点二：分化仍是趋势

1、分板块来看，上游资源（锂、钴）业绩最亮眼，价格弹性是主旋律，归母净利润同比增长 108.56%。其次是锂电检测设备，受益于电芯进入加速扩产期，设备供应商营收、利润均大幅增长，其中净利润同比增长 70.33%，远高于行业平均水平。

2、下游客车及中游客车三电供应商业绩下滑明显，核心原因是量价齐跌，上游涨价下游客车销量惨淡，中游三电供应商价格承压，毛利普遍下降。

综上，我们认为在板块增长回归理性的大背景下，行业分化加速，中小产能出清或将超预期。

### 历史收益率曲线



### 重点公司

### 投资评级

星云股份	增持
石大胜华	增持
格林美	增持
赣锋锂业	增持
华正新材	增持
方正电机	增持
金龙汽车	增持
郑煤机	增持

### 相关报告

《星云股份（300648.SZ）：PACK 自动化趋势崛起，锂电检测先行者》

2017-08-04

《金龙汽车（600686）：骗补被罚和收入冲减拖累业绩，三龙整合持续推进》

2017-05-02

### 证券分析师：笪佳敏

执业证书编号：S0550516050002  
(021)20361230 djm@nesc.cn

## 目 录

<b>1. 行业整体情况</b>	<b>4</b>
1.1. 板块-营收：行业稳步增长，上游资源业绩最亮眼	4
1.2. 板块-净利润：增长回归理性，净利率小幅下滑	4
1.3. 板块-毛利率：行业整体下滑，资源板块依然坚挺	5
1.4. 板块-应收账款周转天数：整体下降，但中下游压力大	6
1.5. 板块-存货周转天数：整体下降，周转情况良好	7
<b>2. 资源（锂、钴）板块</b>	<b>8</b>
2.1. 资源（锂、钴）板块：营收大幅增长 154.21%	8
2.2. 资源（锂、钴）板块：毛利率整体提升 2.06 个百分点	9
2.3. 价上来看：钴价格持续上行，毛利率大幅增加	9
2.4. 价上来看：碳酸锂价格阶梯式上升，毛利率增加	10
2.5. 量上来看：产销量同比大幅增加	10
2.6. 后续展望：供需面将进一步收紧	11
2.7. 注重资源布局，得矿山者得天下	12
<b>3. 三大材料（正极、隔膜、电解液）板块</b>	<b>12</b>
3.1. 正极材料：量价齐升推动业绩大幅增长	12
3.2. 正极材料：量价齐升推动业绩大幅增长	13
3.3. 正极材料：原材料价格上涨带动毛利上涨	14
3.4. 产量大幅提升，三元占比提高	15
3.5. 隔膜：整体营收上升 5.38%	15
3.6. 隔膜：价格持续下跌，拖累整体营收	15
3.7. 隔膜：毛利率整体下滑 7.59 个百分点	16
3.8. 隔膜：价格下跌导致毛利下滑，但下滑区间收窄	16
3.9. 隔膜：湿法隔膜需求爆发，进口替代空间巨大	17
3.10. 电解液：价格下跌、业绩增速放	18
3.11. 电解液：六氟磷酸锂价格下跌，电解液价格回落	18
3.12. 电解液：竞争加剧、毛利小幅下降	19
3.13. 电解液：价格下跌空间不大，盈利能力有望提升	20
<b>4. 锂电设备板块</b>	<b>20</b>
4.1. 锂电设备：下游电芯企业扩产，带动业绩大幅上涨	20
4.2. 锂电设备：毛利稳定，龙头毛利率稳中有升	21
4.3. 锂电设备：预收账款大幅增长、存货周转率有所下降	21
<b>5. 三电（电池、电机、电控）板块</b>	<b>22</b>
5.1. 电池：新入者拉动整体营收大幅上涨	22
5.2. 电池：乘用车配套充分受益，客车配套承压	22
5.3. 电池：价格下行影响整体盈利水平	23
5.4. 电池：以量补价，下半年进入高速增长期	24

5.5. 电机电控：整体业务营收下滑 19.68% .....	24
5.6. 电机电控：乘用车和客车配套业绩分化明显.....	25
5.7. 电机电控：客车配套毛利率明显下跌.....	26
5.8. 电机电控：价稳量增，下半年有望回暖.....	26
<b>6. 整车（客车）板块.....</b>	<b>27</b>
6.1. 客车：整体营收下降 31.25%.....	27
6.2. 客车：客车销量疲软，拖累整体营收.....	27
6.3. 客车：毛利率整体提升 0.70 个百分点.....	28
6.4. 客车：新能源客车销量下滑影响毛利.....	28
6.5. 客车：下半年集中放量，但全年预计仍是历史低位.....	29

## 1. 行业整体情况

### 1.1. 板块-营收：行业稳步增长，上游资源业绩最亮眼

2017 年 H1 上半年，新能源车 53 家重点追踪企业实现营业收入 1436.89 亿元，同比增长 37.75%，其中上游资源涨幅最大高达 154.21%，主要原因系锂、钴产品量价齐升。

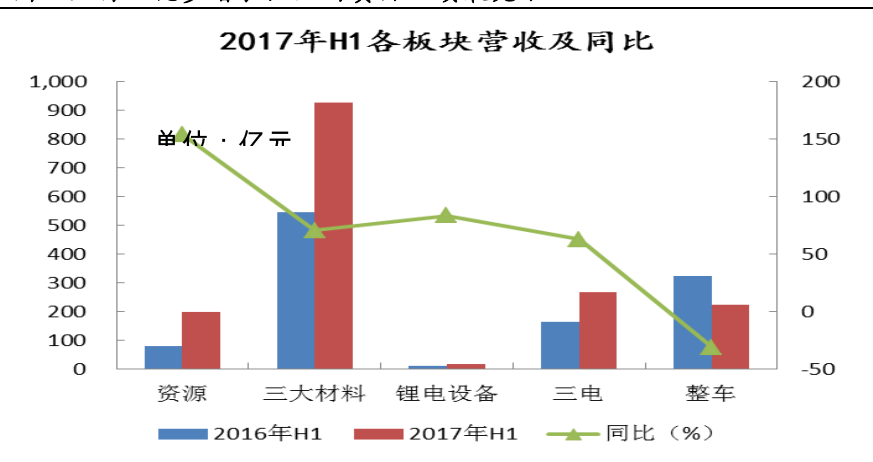
涨幅次高的是锂电设备板块，受益于下游电芯企业扩产，锂电设备板块上半年营收大幅增长，增幅达 83.44%。

表 1：行业稳步增长，上游资源业绩最亮眼

	营业收入（亿元）		
	2016 年 H1	2017 年 H1	同比（%）
资源	78.58	199.77	154.21
三大材料	544.80	928.56	70.44
锂电设备	9.88	18.12	83.44
电池、电机、电控	164.22	267.30	62.77
整车	324.25	222.91	-31.25
全行业	1043.15	1436.89	37.75

数据来源：Wind、东北证券

图 1：行业稳步增长，上游资源业绩最亮眼



数据来源：Wind、东北证券

### 1.2. 板块-净利润：增长回归理性，净利率小幅下滑

上半年新能源汽车行业净利润总额增幅达 33.94%，行业整体增速回归理性。净利率出现小幅下滑，主要原因系费用率有所提升。

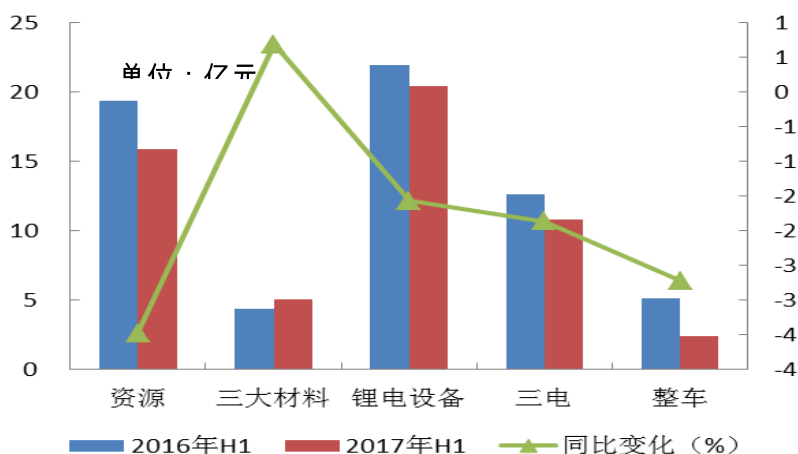
表 2： 上半年新能源汽车行业净利润总额增幅达 33.94%

	净利润（亿）			净利率		
	2016 年 H1	2017 年 H1	同比（%）	2016 年 H1	2017 年 H1	同比（%）
资源	15.23	31.77	108.56	19.39	15.91	-3.48
三大材料	23.94	47.19	97.13	4.39	5.08	0.69
锂电设备	2.17	3.70	70.33	21.98	20.41	-1.57
电池、电机、电控	20.78	28.86	38.84	12.66	10.80	-1.86
整车	16.67	5.39	-67.66	5.14	2.42	-2.72
全行业	63.56	85.14	33.94	6.09	5.93	-0.17

数据来源：Wind、东北证券

图 2： 上半年新能源汽车行业净利润总额增幅达 33.94%

2017年H1各板块净利率及同比



数据来源：Wind、东北证券

### 1.3. 板块-毛利率：行业整体下滑，资源板块依然坚挺

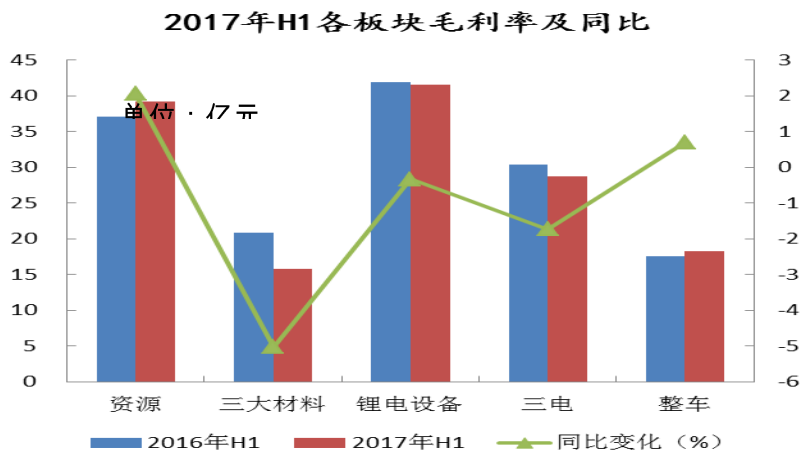
毛利率方面：随着行业竞争日益激烈，板块毛利有所下降，降幅为 1.29 个百分点，但上游资源板块受益于供给紧缺涨价优势，毛利率逆势上涨，提升 2.06 个百分点。

表 3: 板块毛利有所下降, 降幅为 1.29 个百分点

	毛利 (亿元)			毛利率		
	2016 年 H1	2017 年 H1	同比 (%)	2016 年 H1	2017 年 H1	同比 (%)
资源	2915.47	7823.02	168.33	37.10	39.16	2.06
三大材料	11346.83	14672.00	29.30	20.83	15.80	-5.03
锂电设备	414.14	753.65	81.98	41.92	41.58	-0.33
电池、电机、电控	4998.72	7673.41	53.51	30.44	28.71	-1.73
整车	5684.82	4063.62	-28.52	17.53	18.23	0.70
全行业	22444.50	27162.68	21.02	21.52	18.90	-2.61

数据来源: Wind、东北证券

图 3: 板块毛利有所下降, 降幅为 1.29 个百分点



数据来源: Wind、东北证券

#### 1.4. 板块-应收账款周转天数: 整体下降, 但中下游压力大

应收账款周转天数: 上半年整个新能源汽车行业应收账款周转天数同比下降 4.25 天, 其中上游资源板块和三大材料板块应收账款周转天数下降约 7 天左右, 周转情况较好, 但中游和下游汇款周期同比有所增加, 压力巨大。

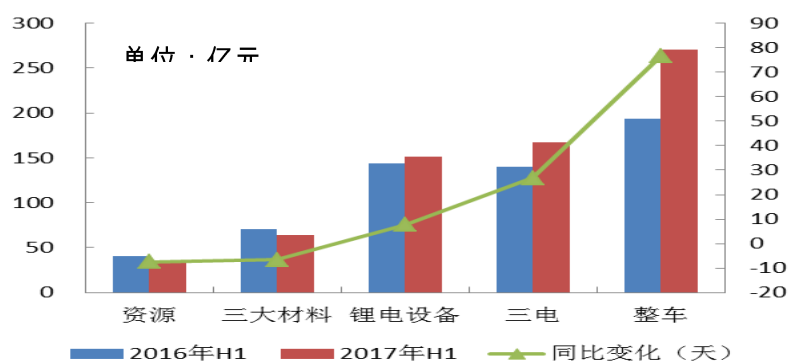
表 4: 板块应收账款周转天数同比下降 4.25 天

	应收账款 (亿元)			应收账款周转天数 (天)		
	2016 年 H1	2017 年 H1	同比 (%)	2016 年 H1	2017 年 H1	同比 (天)
资源	17.62	36.51	107.21	40.36	32.90	-7.46
三大材料	213.36	330.02	54.67	70.49	63.97	-6.52
锂电设备	7.89	15.25	93.29	143.73	151.45	7.72
电池、电机、电控	128.17	248.36	93.77	140.48	167.24	26.76
整车	349.29	334.91	-4.12	193.90	270.45	76.54
全行业	698.71	928.53	32.89	120.57	116.32	-4.25

数据来源: Wind、东北证券

图 4: 板块应收账款周转天数同比下降 4.25 天

2017年H1各板块应收账款周转天数及同比



数据来源: Wind、东北证券

### 1.5. 板块-存货周转天数: 整体下降, 周转情况良好

上半年整个新能源汽车行业存货周转天数下降 5.22 天, 其中三大材料板块周转情况最好, 存货周转天数同比下降 11.11 天, 其次锂电设备板块存货周转天数下降近 4 天。

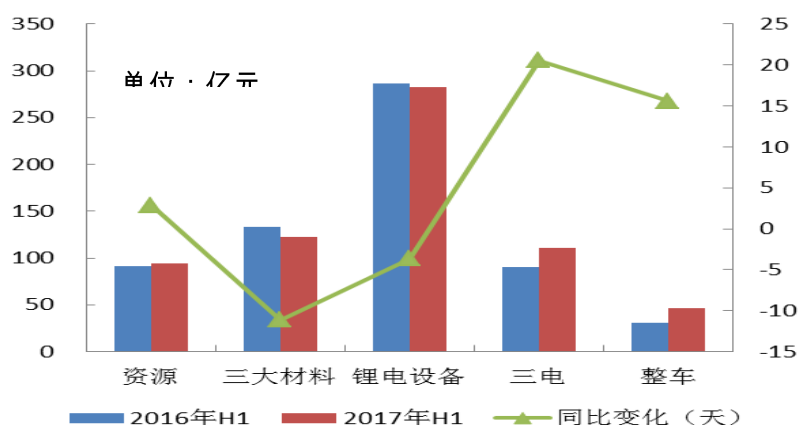
表 5: 板块存货周转天数下降 5.22 天

	存货 (亿元)			存货周转天数 (天)		
	2016 年 H1	2017 年 H1	同比 (%)	2016 年 H1	2017 年 H1	同比 (天)
资源	39.92	104.67	64.76	91.43	94.32	2.89
三大材料	336.51	383.07	46.56	133.41	122.30	-11.11
锂电设备	15.72	28.47	12.75	286.43	282.80	-3.62
电池、电机、电控	82.58	164.89	82.31	90.52	111.04	20.52
整车	55.74	57.63	1.89	30.94	46.54	15.60
全行业	490.55	634.07	29.26	84.65	79.43	-5.22

数据来源: Wind、东北证券

图 5: 板块存货周转天数下降 5.22 天

2017 年 H1 各板块存货周转天数及同比



数据来源: Wind、东北证券

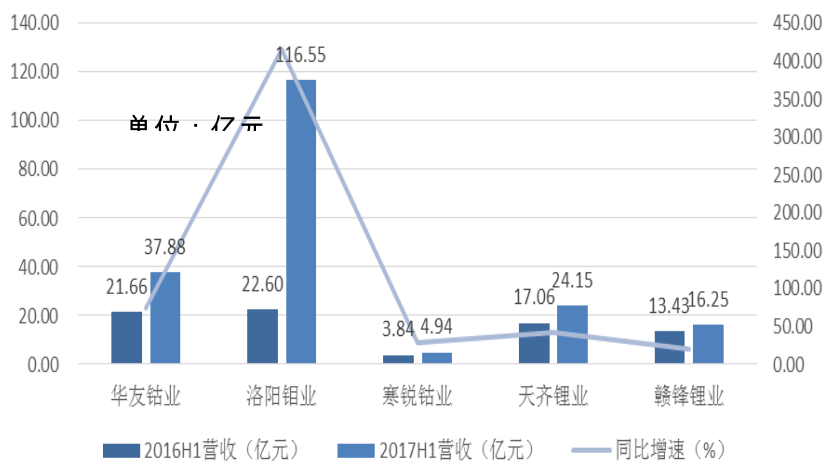
## 2. 资源 (锂、钴) 板块

### 2.1. 资源 (锂、钴) 板块: 营收大幅增长 154.21%

上游资源板块, 我们选取了 5 家样本企业, 钴行业选取龙头华友钴业、新开拓铜钴业务的洛阳钼业以及今年才上市的寒锐钴业。锂行业选取绝对龙头天齐锂业和赣锋锂业。5 家公司整体收入为 199.77 亿元, 同比增加 154.21%。量价齐升、特别是受价格弹性的影响, H1 上游资源板块企业营收大幅增长。



图 6：资源（锂、钴）板块整体收入为 199.77 亿元，同比增加 154.21%



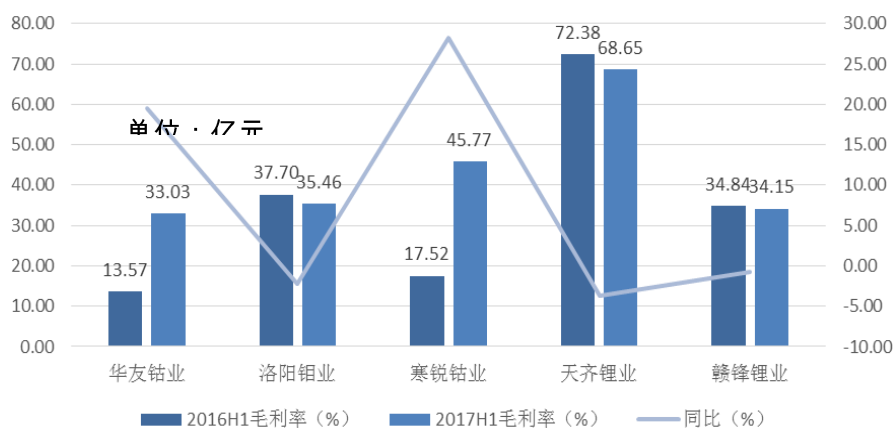
数据来源：Wind、东北证券

## 2.2. 资源（锂、钴）板块：毛利率整体提升 2.06 个百分点

5 家样本企业整体毛利率为 39.16%，同比提高 2.06 个百分点。华友钴业毛利率同比增加 19.46%，寒锐钴业同比增加 28.25%，洛阳钼业新开拓铜钴业务综合毛利下降 2.23%。

天齐锂业毛利率下降 3.73% 个百分点，赣锋锂业毛利率下降 0.68%，但天齐锂业、赣锋锂业毛利率仍处于行业领先地位。

图 7：资源（锂、钴）板块整体毛利率为 39.16%，同比提高 2.06 个百分点



数据来源：Wind、东北证券

## 2.3. 价上来看：钴价格持续上行，毛利率大幅增加

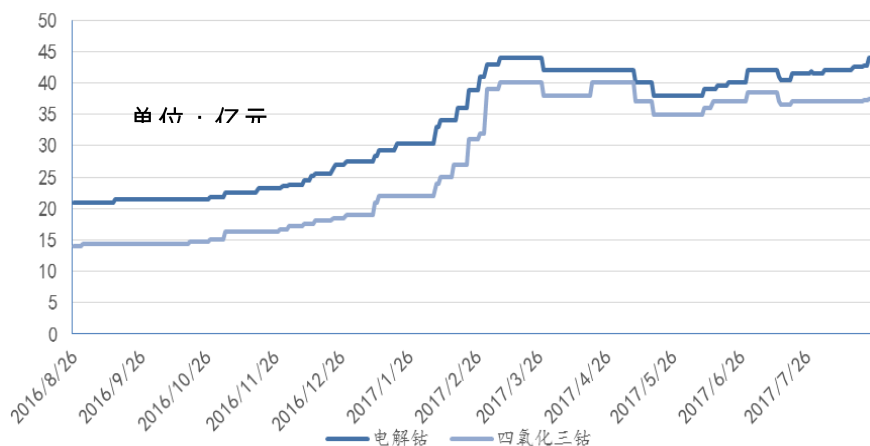
四氧化三钴三月中旬上涨至 39.8 万/吨后小幅回落，六月份恢复上涨，上半年累计涨幅近 80%。

金属钴价格走势在大部分时间紧跟海外市场金属钴的价格走势。六月末现货市场报

价达 42-42.7 万/吨，同比上涨 52.5%-53.84%。

金属钴采用 MB 定价，原材料货期 3-5 个月。受益于钴产品价格上涨和原料低价库存，毛利率大幅提升。

图 8：四氧化三钴上半年累计涨幅近 80%，金属钴同比上涨 52.5%-53.84%



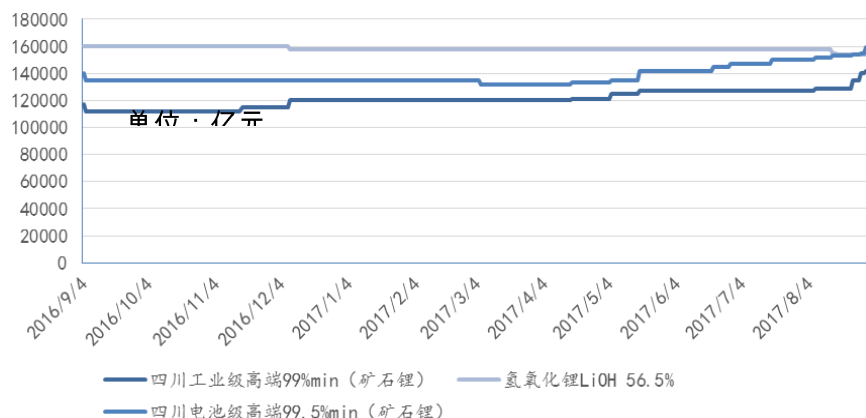
数据来源：Wind、东北证券

## 2.4. 价上来看：碳酸锂价格阶梯式上升，毛利率增加

工业级和电池级碳酸锂价格稳中有升，上半年工业级碳酸锂价格保持在 12-12.7 万/吨之间。氢氧化锂价格上半年基本平稳。

碳酸锂价格上涨的原因系需求增加，新增产能释放到实际供应之间有滞后性，导致阶段性的供需缺口。价格上升进而毛利率增加。

图 9：工业级和电池级碳酸锂价格稳中有升



数据来源：Wind、东北证券

## 2.5. 量上来看：产销量同比大幅增加

华友钴业四氧化三钴销量大幅增加，三元前驱体的原料硫酸钴销量大幅增加，公司加快向锂电新能源行业领导者转型。公司已为下半年做足准备，截止6月底，公司原材料存货量达22.35亿元，库存商品存货增加近5亿元。随着库存的释放，有望进一步增厚公司业绩。

**表 6： 量上来看：产销量同比大幅增加**

公司名称	2017H1	同比
洛阳钼业	实现钴金属产量 7364 吨	-
	钴产品销量 19000 吨（折合金属 8930 吨）	27%（7%）
	硫酸钴 6000 吨	47%
华友钴业	锂离子电池正极原材料产品销量 15000 吨	20%
寒锐钴业	年产钴粉 1500 吨	-
	2017 年氢氧化锂产能 5000 吨	
天齐锂业	碳酸锂产能 27000 吨	-
	2017 年氢氧化锂产能 10000 吨	
赣锋锂业	碳酸锂产能 23000 吨	-
	2017 年氢氧化锂产能 5000 吨	
天齐锂业	碳酸锂产能 27000 吨	
	2017 年氢氧化锂产能 10000 吨	
赣锋锂业	碳酸锂产能 23000 吨	

数据来源：公开资料、东北证券

## 2.6. 后续展望：供需面将进一步收紧

供给方面，碳酸锂产能释放周期较长，供应增量有限。由于钴资源的稀缺性，钴矿的伴生特性，以及钴主要产地刚果（金）基础设施相对落后，钴供应增量有限。

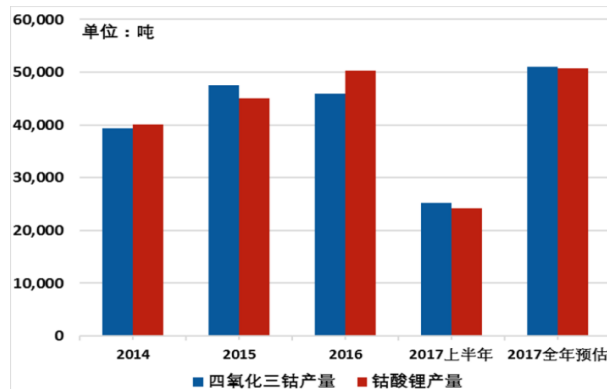
需求方面，根据安泰科数据，2017 年上半年我国钴消费量约 2.5 万吨，同比增加 13.6%，其中电池材料（钴盐领域消费）消费量约为 2.33 万吨，同比增加 22%，钴市场库存快速消耗。下半年随着新能源客车回暖、乘用车放量，消费电子迎来金九银十环比增加拉动锂、钴需求，供需面将进一步收紧。

图 10: 碳酸锂供应增量有限

中国锂供求平衡 (万吨碳酸锂当量)						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
消费	7.87	9.24	10.63	12.22	14.06	16.17
产量	6.14	8.62	9.43	11.52	13.36	14.77
净进口	0.80	0.70	0.70	0.80	0.90	0.90
平衡	0.40	0.08	-0.5	0.1	0.2	-0.5
碳酸锂价格	4.77	14.7	12-13	12	11	10
消费增速	20%	17%	15%	15%	15%	15%
产量增速	-1%	41%	9%	22%	16%	11%

数据来源: 公开资料、东北证券

图 11: 钴供需面将进一步收紧



数据来源: 公开资料、东北证券

## 2.7. 注重资源布局, 得矿山者得天下

对资源的掌控对上游企业乃是重中之重, 钴行业华友钴业、洛阳钼业, 锂业龙头天齐锂业、赣锋锂业都加快了矿石资源的布局, 掌握矿山资源的企业将长期受益。

图 12: 板块各家各家公司资源布局

钴

公司名称	矿山名称	钴金属储量/万吨	备注
华友钴业	PE527	5.41	2018年中期投产
	KAMBOVE	1.48	2017年年底复产
	SHONKOLE	0.15	尚未开发
洛阳钼业	Tenke Fungurume	56.9	持有56%权益

锂

公司	矿产名称	位置	权益	矿石资源储量/万吨	品味	折合碳酸锂/万吨	权益碳酸锂/万吨
天齐锂业	泰利森	澳洲	51%	8640	2.40%	500	255
	撒拉锂辉石矿	四川	100%	1971.4	1.30%	63.9	63.9
赣锋锂业	宁都河源锂辉石矿	江西	100%	575.7		14.88	14.88
	Mt Marion 锂辉石矿	澳大利亚	43.10%	7780			
	Avalonia 锂辉石矿	爱尔兰	55%				
	Pilgangoora 锂辉石矿	澳洲	4.84%				

数据来源: 公开资料、东北证券

## 3. 三大材料 (正极、隔膜、电解液) 板块

### 3.1. 正极材料: 量价齐升推动业绩大幅增长

2017 年 H1 受动力电池需求增长及正极原材料价格上涨带动正极材料价格上涨。两种因素推动, 上半年正极材料板块业务量价齐升, 各公司整体营业收入增速约 25%, 其中锂电正极业务营业收入增速突破 100%。

表 7: 板块各公司整体营业收入增速约 25%

公司简称	2017 年 H1 总 营业收入(亿 元)	同比 (%)	2017 年 H1 正 极业务营收	同比 (%)
杉杉股份	38.52	57.79	21.1	90.65
当升科技	8.35	50.98	7.67	53.67
格林美	42.87	30.46	20.35	147.34
江特电机	10.21	-22.77	—	—
中信国安	23.02	37.37	4.96	85.7
厦门钨业	61.81	76.62	17.85	116.67
五矿资本	48.71	-6.56	6.65	76.39
*ST 众和	4.19	-10.11	1.37	264.97
中国宝安	29.39	5.18	0	0
合计	267.06	25.67	79.73	102.94

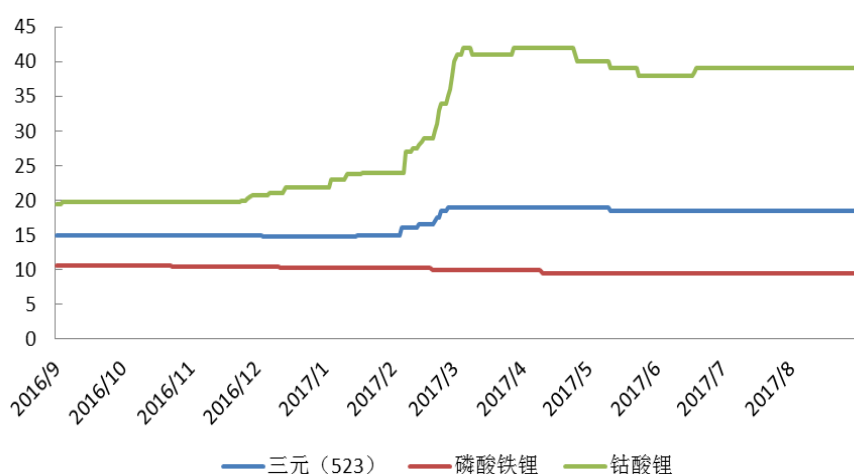
数据来源: Wind、东北证券

### 3.2. 正极材料: 量价齐升推动业绩大幅增长

量上来看: 根据高工产业研究院统计, 上半年中国动力锂电池产量 18.39Gwh, 同比增长 42.9%。受益于动力锂电池需求的快速增长, 国内正极材料产量 93870 吨, 同比增加 44%。

价上来看: 上半年正极主要原材料价格大幅上涨带动正极材料价格上涨; 其中三元正极材料价格由年初 15 万/吨涨至 18.5 万/吨, 涨幅达 23%; 钴酸锂价格由年初 23 万/吨涨至目前 39 万/吨, 涨幅达 70%。

图 13: 原材料价格大幅上涨带动正极材料价格上涨块各家各家公司资源布局



数据来源: 公开资料、东北证券

### 3.3. 正极材料：原材料价格上涨带动毛利上涨

2017 年上半年锂电正极板块业绩表现亮眼，各公司整体营业收入增速约 25%，其中锂电正极业务营业收入增速突破 100%，毛利率水平平均有所提升。

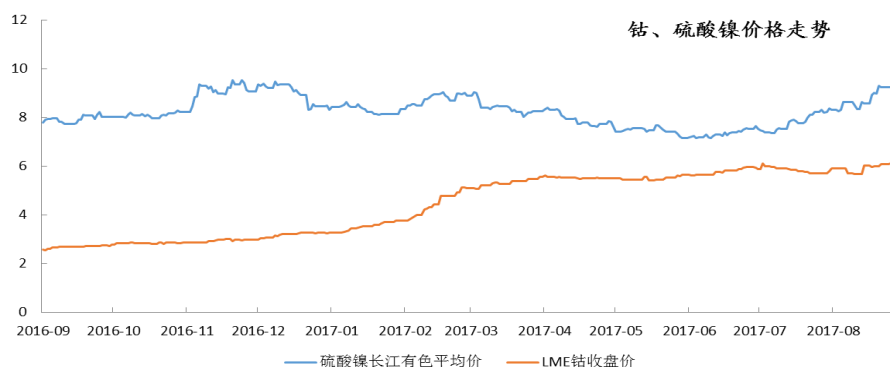
表 8: 原材料价格上涨带动毛利上涨

公司简称	2017 年 H1 综合毛利率 (%)	同比 (%)	2017 年 H1 正极业务毛利率 (%)	同比 (%)
杉杉股份	25.2	-3.61	—	—
当升科技	17.7	2.83	14.53%	3.33%
格林美	21.76	6.25	26.21	3.56%
江特电机	24.54	-4.07	—	—
中信国安	21.33	0.88	25.2	3.7
厦门钨业	25.42	7	21.49	15.7
五矿资本	5	-15.52	—	—
*ST 众和	14.67	-16.74	67.76	48.4
中国宝安	34.79	1.43	—	—

数据来源：Wind、东北证券

上半年正极受上游的主要原材料钴、硫酸镍供给紧张，价格大幅上涨。正极材料通常采用“原材料成本+加工费+毛利”的定价模式，供需双方协商定价，正极材料原材料成本占总成本比重高达 80%，因此正极材料的盈利能力与原材料价格高度相关。

图 14: 钴、镍价格走势

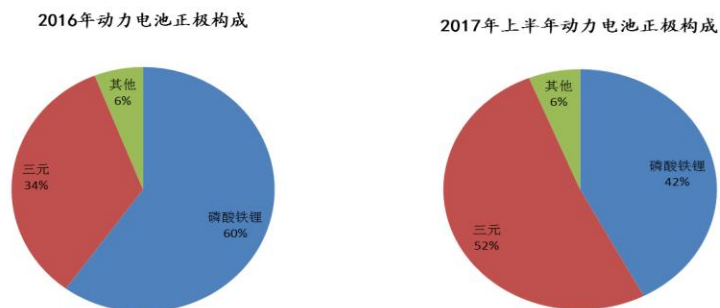


数据来源：百川、东北证券

### 3.4. 产量大幅提升，三元占比提高

上半年正极市场情况：根据高工产业研究院统计，上半年中国动力锂电池产量 18.39Gwh，同比增长 42.9%。上半年乘用车保持高速增长，市场对三元正极材料需求大增，而客车市场行情惨淡，磷酸铁锂出货量大幅下降。

图 15：三元占比提高

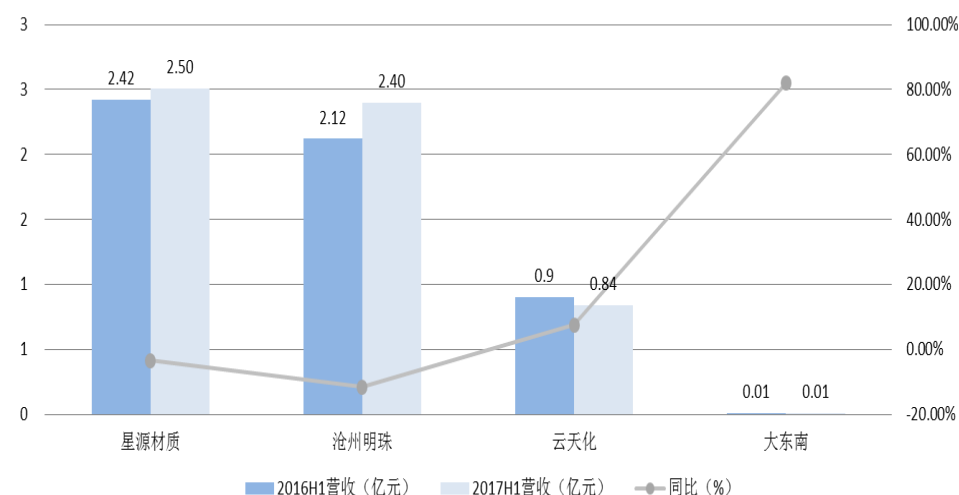


数据来源：GGIB、东北证券

### 3.5. 隔膜：整体营收上升 5.38%

隔膜板块，我们选取了 4 家隔膜企业作为样板，分别为星源材质、沧州明珠、云天化、大东南。隔膜板块 4 家公司 2017H1 整体营收为 5.45 亿元，同比上升 5.38%；板块内各家公司隔膜业务收入差距较大，星源材质、沧州明珠占据较大份额。

图 16：三元占比提高



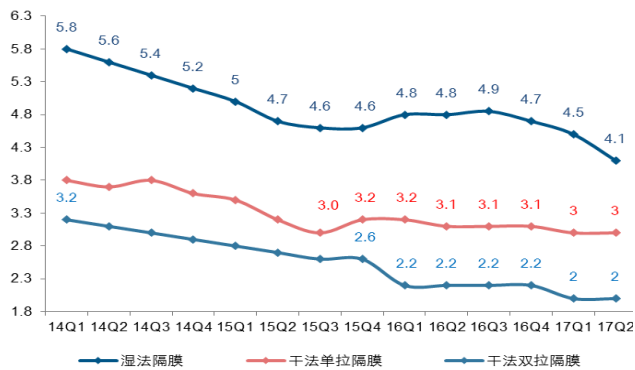
数据来源：Wind、东北证券

### 3.6. 隔膜：价格持续下跌，拖累整体营收

2017 年上半年隔膜板块总体销量约为 1.67 万平米，同比上升 42.73%。湿法隔膜价

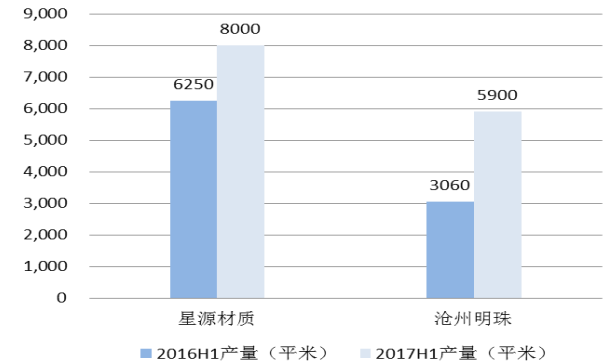
格从去年同期的 4.8 元/平米下降至 4.1 元/平米，降幅为 14.6%，干法单拉隔膜价格从去年同期的 3.2 元/平米下降至 3 元/平米，降幅为 6.3%。尽管产量较去年同比有所上升，但是受价格下滑影响，板块整体营收下滑。

图 17: 2017H1 隔膜价格同比下滑



数据来源：公开资料、东北证券

图 18: 隔膜出货量同比上升

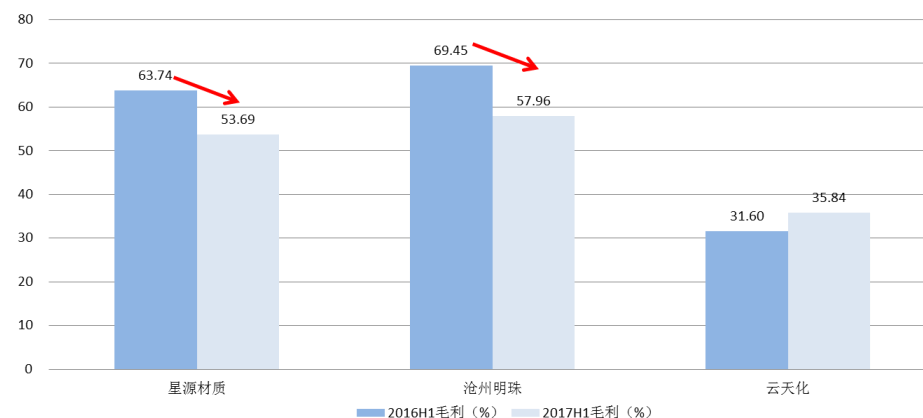


数据来源：公开资料、东北证券

### 3.7. 隔膜：毛利率整体下滑 7.59 个百分点

隔膜板块 4 家样板公司整体毛利率为 52.30%，毛利率同比下滑 7.59 个百分点。其中,星源材质毛利下滑 10.05 个百分点，沧州明珠毛利率下滑 11.49 个百分点。

图 19: 毛利率整体下滑 7.59 个百分点



数据来源：Wind、东北证券

### 3.8. 隔膜：价格下跌导致毛利下滑，但下滑区间收窄

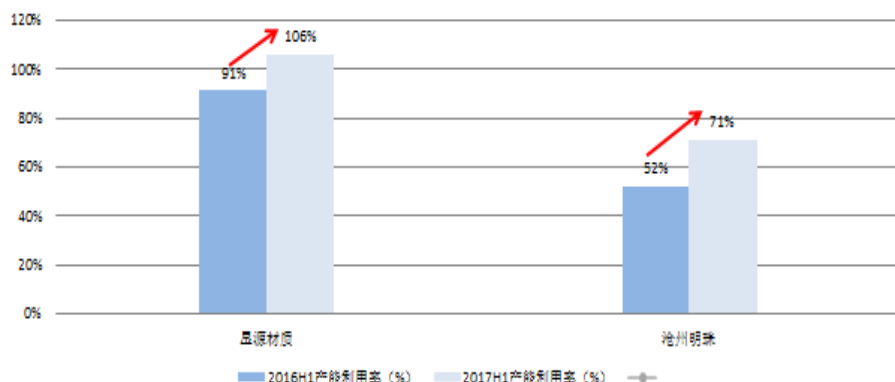
价格下滑导致毛利下降，但毛利下滑幅度小于价格，仅为 7.59 个百分点，主要原因系各大隔膜企业通过改进生产工艺，不断提高产能利用率，降低生产成本抵充价格下滑的影响。

星源材质产能利用率超过 100%，同比上升 15 个百分点，沧州明珠产能利用率达



71%，同比上升 19 个百分点，产能利用率提高，摊薄固定成本，抵充价格下滑影响，毛利降幅小幅收窄。

图 20：毛利率整体下滑 7.59 个百分点



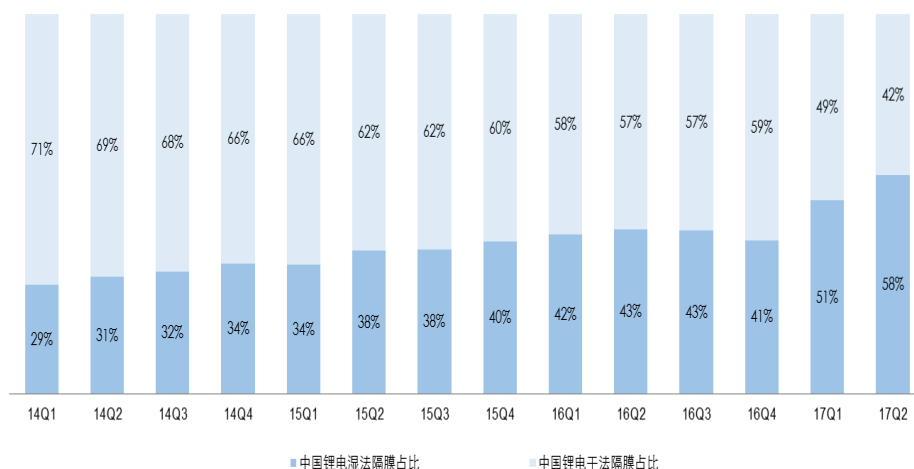
数据来源：Wind、东北证券

### 3.9. 隔膜：湿法隔膜需求爆发，进口替代空间巨大

新版国补政策向高能量密度电池倾斜,三元电池渐成主流。由于三元电池通常搭配湿法隔膜以提升安全性能和能量密度，随着三元电池的渗透率不断提升，湿法隔膜渐成产业未来发展趋势。

根据高工锂电数据，2016 年隔膜总需求为 10.6 亿平米，其中国产约为 8.6 亿平米，进口 2 亿平米主要为湿法隔膜，伴随着乘用车放量，缺口进一步扩大，进口替代空间巨大。

图 21：湿法隔膜占比不断提升



数据来源：GGIB、东北证券

### 3.10. 电解液：价格下跌、业绩增速放

2017 年 H1 电解液板块各公司整体营业收入增速约 21%，其中电解液业务营业收入同比增速约为 13%。

2017 年上半年国内电解液市场出货量约 4.5 万吨，同比增长 13%；由于上半年电解液主要原材料六氟磷酸锂扩产产能过剩，价格下降带动电解液价格下跌，导致电解液板块增速放缓。

**表 9: 电解液业务营业收入同比增速约为 13%**

公司简称	2017 年 H1 总营业收入 (亿元)	同比 (%)	2017 年 H1 电解液业务营收 (亿元)	同比 (%)
新宙邦	7.88	15.27	4.02	14.32
天赐材料	9.35	16.76	5.97	13.67
石大胜华	24.76	37.24	8.11	0.64
江苏国泰	161.6	21.73	—	—
天际股份	4.61	120.73	2.41	—
必康股份	17.31	-5.83	0.96	-67.43
合计	225.52	21.17	21.47	12.66

数据来源：Wind、东北证券

### 3.11. 电解液：六氟磷酸锂价格下跌，电解液价格回落

统计主要十家六氟磷酸锂生产企业，2016 年六氟磷酸锂产能 9300 吨，2017 年扩产后产能 36000 吨，增长约三倍，产能供给过剩严重、导致六氟磷酸锂价格由上半年六氟磷酸锂价格由 40 万降到目前 15-19 万/吨左右；带动电解液价格下降。

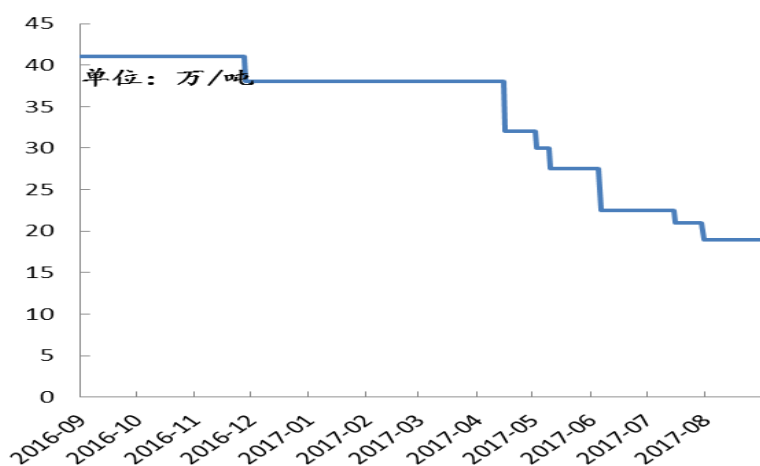
由于六氟磷酸锂生产成本中固定成本占比较高，所以当六氟磷酸锂价格下降时企业不能及时降低产量，下半年或将继续下跌。

表 10: 六氟磷酸锂产能增长约三倍

6F 产能	2016 年产能 (吨)	扩产计划 (吨)	2017 年产能 (吨)
多氟多	3000	—	3000
天赐材料	2000	4000	6000
石大胜华	2000	3000	5000
必康股份	—	3000	3000
新泰材料	1000	6000	7000
天津金牛	1000	—	1000
巨化凯蓝	300	1700	2000
永太科技	—	3000	3000
比亚迪	—	6000	6000
合计	9300	20700	36000

数据来源: 公开资料、东北证券

图 22: 2017H1 六氟磷酸锂价格由 40 万降到 15-19 万/吨



数据来源: 百川、东北证券

### 3.12. 电解液: 竞争加剧、毛利小幅下降

电解液由于受政策和市场需求变化影响, 竞争加剧, 及主要原材料六氟磷酸锂降价影响毛利率有所下降, 上半年电解液业务毛利率有所下降, 降幅约 3% 左右。

表 11: 2017H1 电解液业务毛利率降幅约 3%

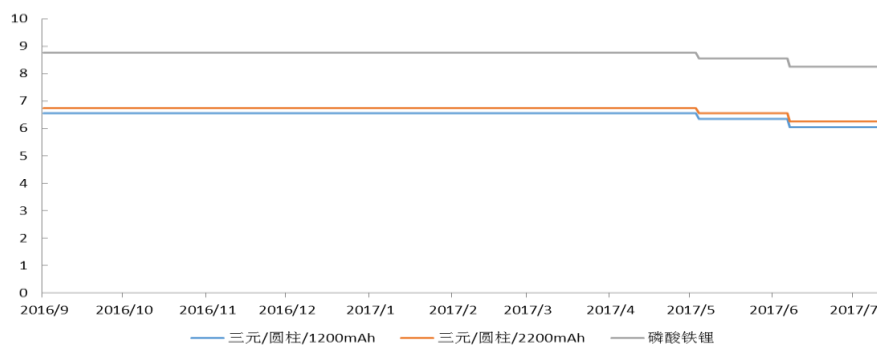
公司简称	2017 年 H1 综合毛利率 (%)	同比 (%)	2017 年 H1 电解液业务毛利率 (%)	同比 (%)
新宙邦	37.18	-5.54	34.24	-2.86
天赐材料	36.13	-6.19	43.53	-2.64
石大胜华	8.75	-2.74	—	—
江苏国泰	11.35	-4.03	—	—
天际股份	49.58	18.83	67.98	—
必康股份	48.11	-7.66	—	—

数据来源: Wind、东北证券

### 3.13. 电解液: 价格下跌空间不大, 盈利能力有望提升

从价上来看, 由于电解液定制性较强供给粘性和价格粘性较大, 4 万块是价格底线, 下半年电解液价格下跌空间不大。从行业格局来看, 成本管控能力强、原材料供应充足的电解液厂商未来竞争中会更具竞争优势, 有望获得超额利润。

图 23: 2017H1 电解液价格略有下降



数据来源: 百川、东北证券

## 4. 锂电设备板块

### 4.1. 锂电设备: 下游电芯企业扩产, 带动业绩大幅上涨

17 年上半年, 锂电设备板块 (4 家主要公司) 实现总营收 18.12 亿元, 同比增长 83.44%, 板块成长性巨大; 先导智能、赢合科技合计占比达 75%, 行业集中度加强; 整体营收大幅增长主要下游电芯企业扩产, 对锂电设备需求增加, 营收大幅增长, 同比高达 91.15%。

**表 12: 锂电设备板块（4 家主要公司）实现总营收 18.12 亿元**

公司简称	2017 年 H1 总 营业收入（亿 元）	同比（%）	2017 年 H1 锂电设备 业务营收（亿元）	同比（%）
星云股份	1.11	35.78	0.73	23.04
先导智能	6.23	59.08	4.44	63.75
赢合科技	7.37	125.99	6.02	91.15
智云股份	3.42	81.04	—	—
合计	18.12	83.44	11.19	73.38

数据来源：Wind、东北证券

## 4.2. 锂电设备：毛利稳定，龙头毛利率稳中有升

2017 年上半年锂电设备板块综合毛利率有所增长，同比增长 2.44 个百分点，主要受益于下游需求增加带动价格上涨，行业毛利率有所提升；其中星云股份受益于公司产业链延伸，毛利有所提高，综合毛利率增加 8.22 个百分点。

**表 13: 2017 年上半年锂电设备板块综合毛利率同比增长 2.44 个百分点**

公司简称	2017 年 H1 综合毛 利率（%）	同比（%）	2017 年 H1 正极业 务毛利率（%）	同比（%）
星云股份	53.59	8.22	46.19	3.6
先导智能	44.6	3.61	42.55	5
赢合科技	34.34	-7.63	37.95	-4.61
智云股份	47.82	5.55	—	—
合计	45.08	2.44	40.52	0.41

数据来源：Wind、东北证券

## 4.3. 锂电设备：预收账款大幅增长、存货周转率有所下降

预收账款：2017 年上半年锂电设备板块预收账款总额大幅上涨，预收账款大幅增长主要怕受益于上半年新增订单量大。

存货周转天数：2017 年上半年锂电设备板块存货周转天数有所下降，同比下降 3.62 天，其中赢合科技存货周转天数同比下降 22.57 天。

**表 14: 锂电设备板块存货周转天数同比下降 3.62 天**

公司简称	2017 年 H1 预收账款 (亿元)	同比 (%)	2017 年 H1 存货周转 天数 (天)	同比 (天)
星云股份	0.32	—	382.33	100.77
先导智能	11.16	142.72	702.3	67.83
赢合科技	2.78	23.92	194.85	-22.57
智云股份	2.66	139.01	404.86	-19.07
合计	16.92	112.63	282.8	-3.62

数据来源: Wind、东北证券

## 5. 三电 (电池、电机、电控) 板块

### 5.1. 电池: 新入者拉动整体营收大幅上涨

17 年上半年, 电池板块 (6 家主要公司) 实现总营收 143.93 亿元, 同比增长 128.60%, 扣非归母净利润 13.65 亿元, 同比增长 56.90%。

动力电池相关业务总营收 42.40 亿元, 同比增长 41.62%。坚瑞沃能、国轩高科相关业务营收稳居前二; 澳洋顺昌、中信国安等行业新秀表现优异, 电池业务营收高速增长。

**表 15: 电池板块 (6 家主要公司) 实现总营收 143.93 亿元, 同比增长 128.60%**

公司简称	2017H1 总营业收入 (亿元)	YOY	2017H1 扣非净利润 (亿元)	YOY	2017H1 电池营收 (亿元)	同比
坚瑞沃能	60.66	2618.50%	5.5	29824.10%	52.89	—
国轩高科	23.97	-0.11%	3.72	-27.84%	20.28	1.96%
亿纬锂能	13.44	63.65%	1.66	95.92%	3.97	156.13%
鹏辉能源	7.95	65.91%	0.9	122.24%	6.86	84.41%
中信国安	23.02	37.37%	0.55	-67.20%	8.23	84.53%
澳洋顺昌	14.89	112.98%	1.32	79.10%	3.06	856.25%
合计	143.93	128.60%	13.65	56.90%	42.40*	41.62%*

数据来源: Wind、东北证券

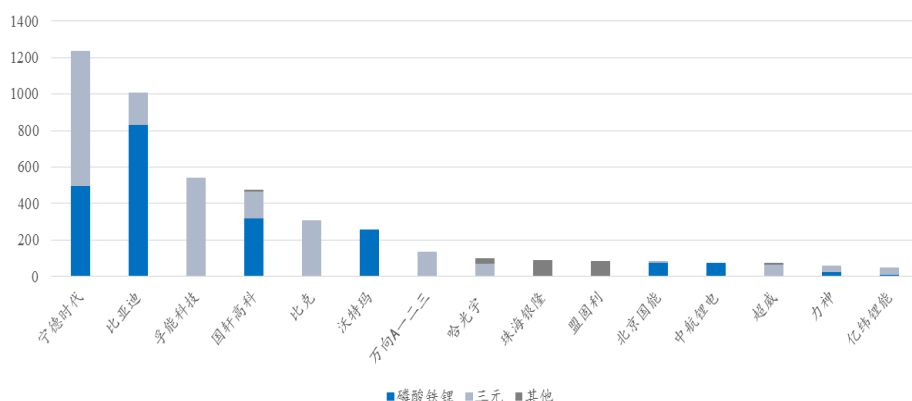
### 5.2. 电池: 乘用车配套充分受益, 客车配套承压

乘用车市场拉动上半年动力电池主要需求。2017 年上半年, 动力电池累计装机量达

到 5.72GWh，其中乘用车累计装机量达到 3.75GWh，同比增长 14.51%，占 65.51% 份额。

乘用车动力电池供应商充分受益。作为动力三元新贵，亿纬锂能上半年锂电业务营收 3.97 亿元，实现 156.13% 的大幅增长，主要受益于吉利等下游乘用车客户的放量。与之对比，国轩高科主要面向客车市场，上半年磷酸铁锂装机量占 67.72%，由于今年 1-5 月客车市场低迷、去年基数较大，其锂电业务营收涨幅仅 1.96%。

图 24：2017 上半年主流电池企业动力电池装机量排名 (MWh)



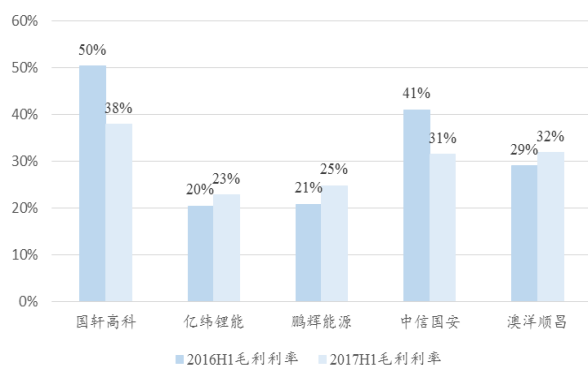
数据来源：化学与物理电源协会、东北证券

### 5.3. 电池：价格下行影响整体盈利水平

动力锂电毛利面临成本、价格的双重压力。成本端，2017 年上半年上游原材料价格上涨，正极材料在动力电池成本构成中约占 40%，拉高电池成本；价格端，在补贴退坡、补贴清算周期延长、行业竞争加剧等多重因素下，动力电池价格持续下滑。

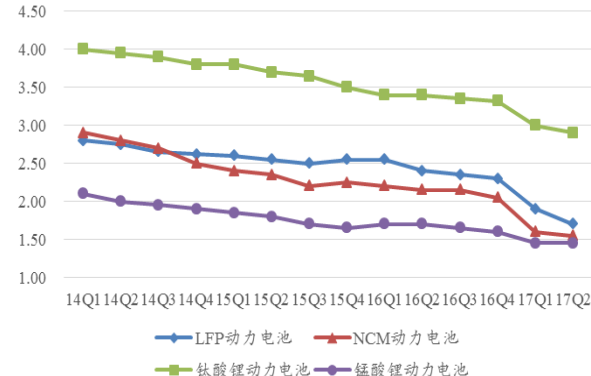
双重压力下，产品毛利率下降明显。动力电池业务整体毛利率下滑 10.78 个百分点。

图 25：主要动力锂电企业毛利率变化



数据来源：Wind、东北证券

图 26：国内动力锂电池组价格 (元/Wh)



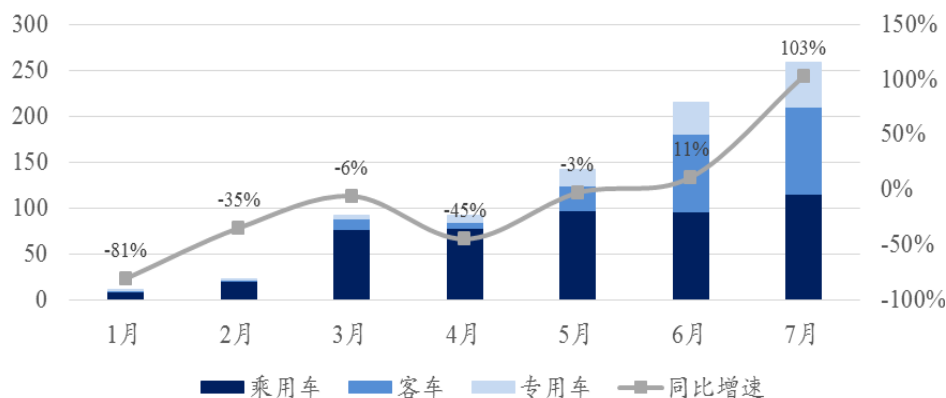
数据来源：GGIB、东北证券

#### 5.4. 电池：以量补价，下半年进入高速增长期

下半年新能源汽车销量预计将持续回暖，支撑动力锂电行业需求。二季度以来新能源汽车行业有所回暖，动力电池装机量今年首度同比转正。根据中汽协数据，7 月单月产销量分别为 5.9 万辆和 5.6 万辆，同比增长 52.6%和 55.2%。

预计今年下半年新能源汽车将迎来较好增长，除乘用车外，客车、专用车的锂电装机需求不断提升，动力电池板块将步入高速增长期。

图 27： 2017 年 1-7 月新能源汽车电池装机电量分析（万度）(MWh)



数据来源：乘联会、东北证券

#### 5.5. 电机电控：整体业务营收下滑 19.68%

17 年上半年，电机电控板块（8 家主要公司）实现总营收 123.35 亿元，同比增长 21.80%，扣非归母净利润 10.65 亿元，同比增长 0.95%。

电机电控相关业务总营收 10.88 亿元，同比减少 19.68%。大洋电机、方正电机、蓝海华腾相关业务收入分列前三。



**表 16: 机电电控板块（8 家主要公司）实现总营收 123.35 亿元，同比增长 21.80%**

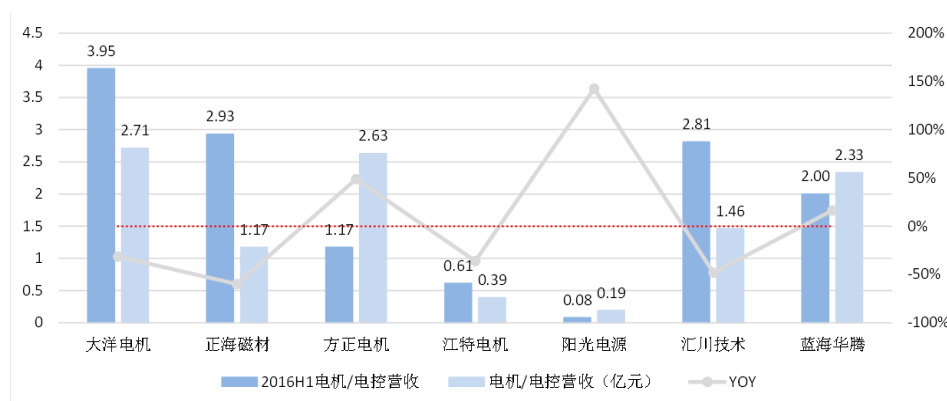
公司简称	2017H1 总 营业收入 (亿元)	YOY	2017H1 扣 非净利润 (亿元)	YOY	2017H1 电 机/电控营 收 (亿元)	同比
大洋电机	39.66	32.35%	1.24	-33.71%	2.71	-31.39%
正海磁材	4.03	-44.30%	-0.19	-128.31%	1.17	-60.03%
方正电机	5.44	15.75%	0.53	21.17%	2.63	48.80%
江特电机	10.2	-22.77%	0.62	-34.04%	0.39	-36.07%
阳光电源	35.4	48.68%	3.69	63.99%	0.19	142.53%
汇川技术	19.37	32.24%	3.64	0.27%	1.46	-48%
蓝海华腾	2.94	14.39%	0.7	4.45%	2.33	16.41%
麦格米特	6.31	23.74%	0.42	13.40%	—	—
合计	123.35	21.80%	10.65	0.95%	10.88	-19.68%

数据来源：Wind、东北证券

## 5.6. 机电电控：乘用车和客车配套业绩分化明显

各企业业绩分化较为明显。受补贴政策调整等影响，今年上半年，新能源汽车市场不同车型的增速分化明显，乘用车增速较快，而客车 1-5 月产销量未出现明显增长，导致电机/电控企业的业绩分化较为明显。

受益于新能源乘用车市场的增长，方正电机电机相关业务增长较为明显。与此相反，大洋电机、正海磁材等企业的客户集中在客车领域，业务营收相比去年同期出现不同程度下滑。

**图 28: 机电电控板块业务营收相比去年同期出现不同程度下滑**


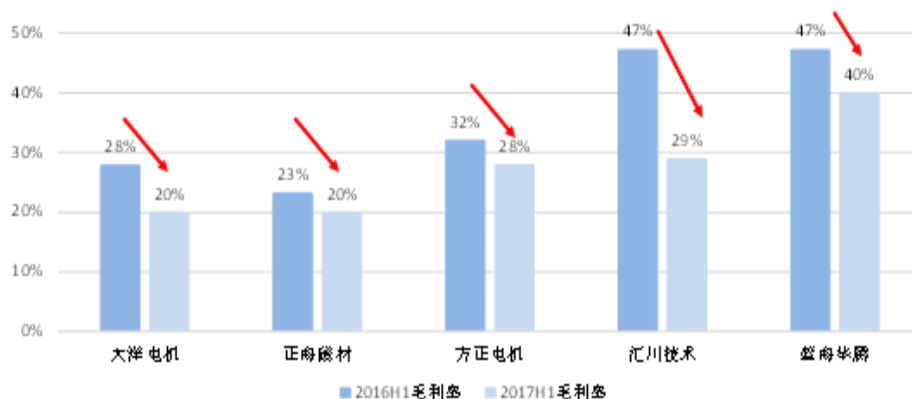
数据来源：Wind、东北证券

### 5.7. 电机电控：客车配套毛利率明显下跌

补贴下滑对客车配套压价大，毛利率下降明显。

电机方面，大洋电机、正海磁材业务毛利率较去年同期分别下滑 7.91、3.16 个百分点；电控方面，汇川技术、蓝海华腾业务毛利率较去年同期分别下滑 16.61、7.23 个百分点，降幅显著。

图 29：2017H1 客车配套毛利率明显下跌

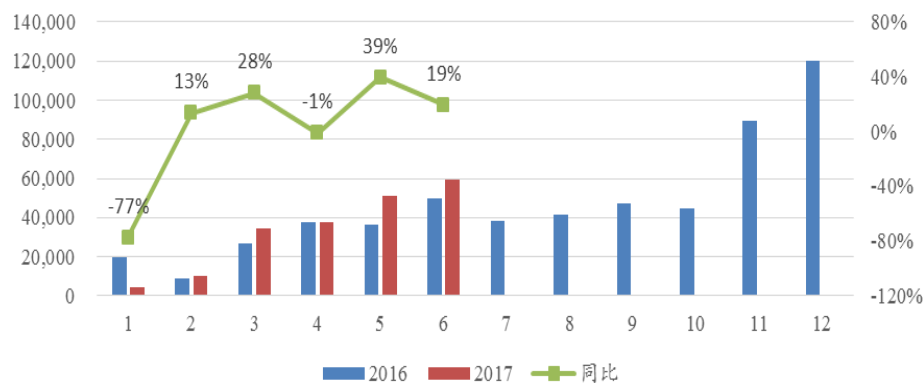


数据来源：Wind、东北证券

### 5.8. 电机电控：价稳量增，下半年有望回暖

展望下半年，乘用车随着目录车型持续增加，下半年放量有望加速；专用车去年基数较低，下半年特别是四季度同比放量有望超预期；客车市场也环比逐月改善。新能源汽车市场的回暖将拉动电机电控装机量提升，由于价格趋稳，专用车及乘用车的电机电控供应商业绩将持续增长。

图 30：2017H1 国内电机电控装机量分析



数据来源：工信部、东北证券

## 6. 整车（客车）板块

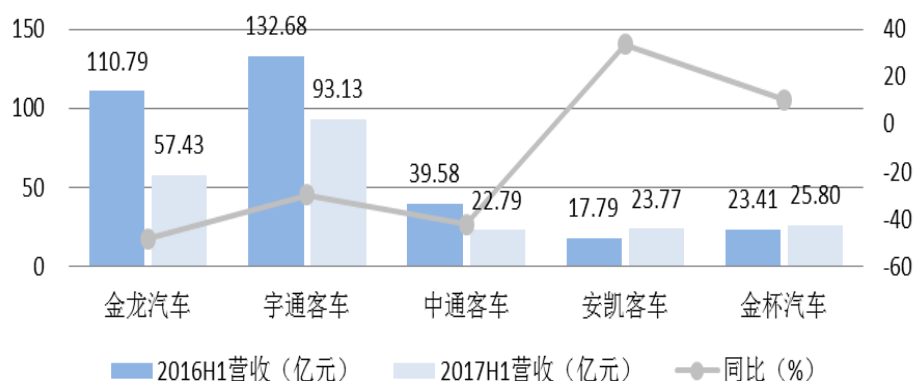
### 6.1. 客车：整体营收下降 31.25%

从下游整车角度看，新能源乘用车销量占比仅为 1.25%，基数较小对整车板块影响较小，因此我们选取了新能源车销量占比较高的（约 27%）的客车板块进行探讨。

客车板块，我们选取了大中轻车型中市占率较高的 5 家客车企业作为样板，分别为金龙汽车、宇通客车、中通客车、安凯客车和金杯汽车。

5 家公司整体收入为 222.91 亿元，同比下降 31.25%；板块内各家公司收入规模相差较大，宇通金龙双寡头格局稳定，收入体量远超其余各家公司。

图 31：2017H1 客车板块整体营收下降 31.25%



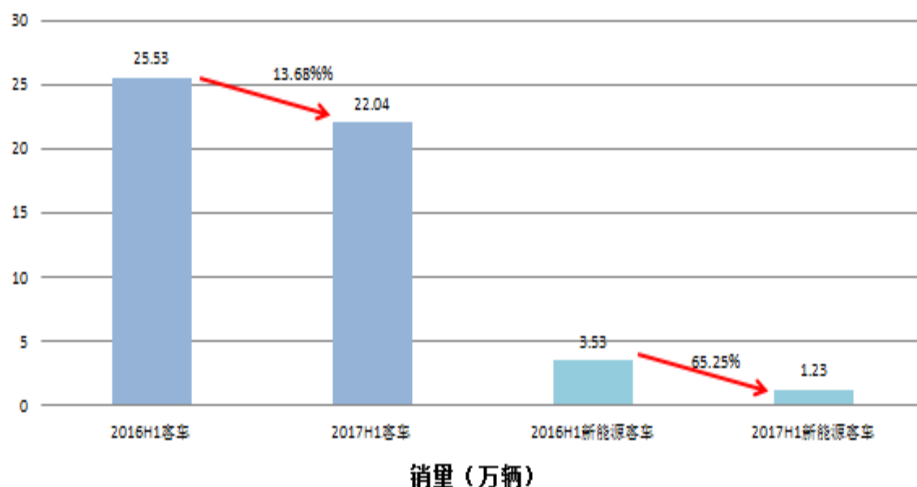
数据来源：Wind、东北证券

### 6.2. 客车：客车销量疲软，拖累整体营收

2017 年上半年客车行业整体销量为 22.04 万辆，同比下降 13.68%，其中新能源客车销量为 1.23 万辆，同比下降 65.25%，新能源客车销量大幅下滑，拖累整体销量。

上半年新能源客车销量低迷主要系新能源客车步入第二个补贴周期，价格博弈重启，车型产线调整，各地补贴政策尚未落实，三万公里门槛延长补贴清算周期等因素叠加。

图 32：2017H1 客车销量疲软



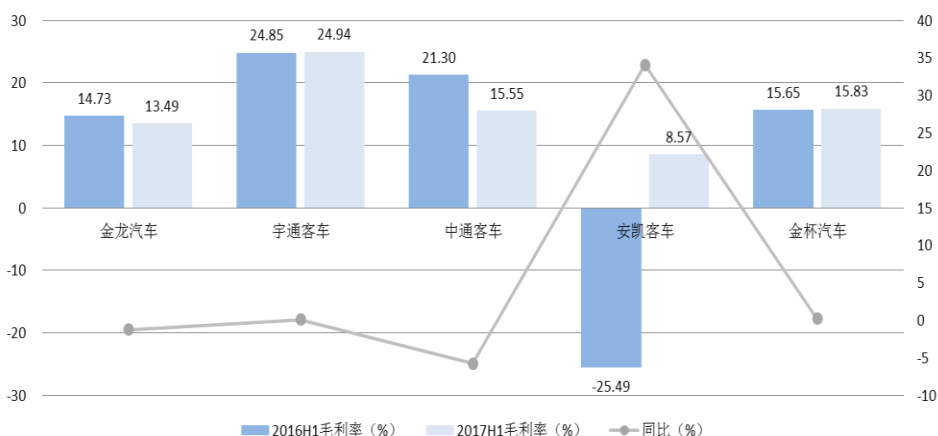
数据来源：工信部、东北证券

### 6.3. 客车：毛利率整体提升 0.70 个百分点

客车板块，5 家样板公司整体毛利率为 18.25%，毛利率同比提升 0.70 个百分点。

客车板块毛利率分化较为明显，其中宇通客车远超板块平均水平，达到 24.94%，金龙汽车、中通客车及金杯汽车处于行业中游，毛利率维持在 15% 上下，安凯客车处于行业下游，毛利率仅为 8.57%。

图 33：2017H1 客车板块毛利率整体提升 0.70 个百分点



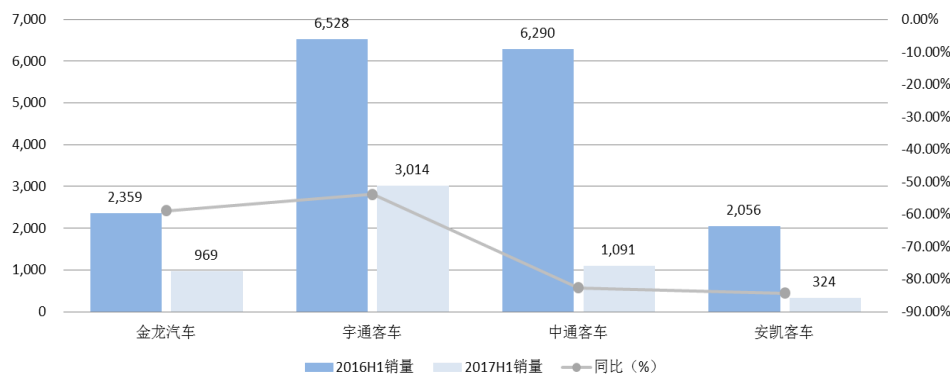
数据来源：Wind、东北证券

### 6.4. 客车：新能源客车销量下滑影响毛利

新能源客车销量影响公司整体毛利，参考过往数据，新能源客车具有单价高毛利高等特点，因此新能源客车销量对公司整体毛利具有较大的影响。

金龙汽车、中通客车新能源客车销量分下滑了 59%和 83%，毛利因此出现不同程度下降，分别下降了 1.24 个百分点和 5.75 个百分点。

图 34：2017H1 新能源客车销量下滑

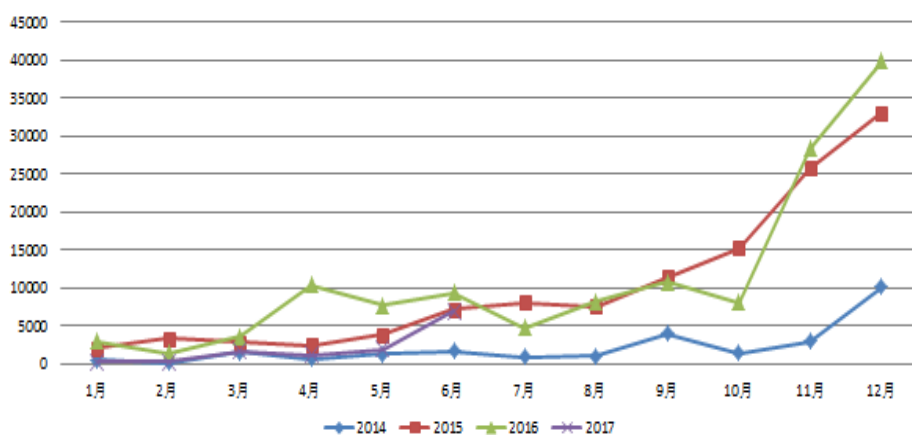


数据来源：Wind、东北证券

## 6.5. 客车：下半年集中放量，但全年预计仍是历史低位

以史为鉴，2014 年、2015 年、2016 年新能源客车下半年销量占全年销量分别达到了 84.53%、88.15%、80.76%，呈现前低后高的走势，下半年销量占据全年 80%以上。我们认为今年新能源客车依然将维持前低后高的态势，下半年新能源客车有望加速放量提振客车整体销售，但全年来看仍会是历史低点。

图 35：新能源客车销量前高后低



数据来源：工信部、东北证券

#### 分析师简介:

**董佳敏:** 上海交通大学机械学院工学硕士, 先后就职于上海通用汽车、宏源证券研究所, 2014年11月至今任职于东北证券研究咨询分公司中小市值分析师, 主要研究方向为新能源汽车产业链等新兴产业。

#### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

#### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

#### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

#### 东北证券股份有限公司

中国 吉林省长春市

生态大街6666号

邮编: 130119

电话: 4006000686

传真: (0431)85680032

网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号

恒奥中心D座

邮编: 100033

电话: (010)63210800

传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

杨高南路729号

邮编: 200127

电话: (021)20361009

传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D

邮编: 518000

#### 机构销售

华北地区

销售总监 李航

电话: (010) 63210890

手机: 185-1501-8255

邮箱: [lihang@nesc.cn](mailto:lihang@nesc.cn)

华东地区

销售总监 袁颖

电话: (021) 20361100

手机: 136-2169-3507

邮箱: [yuanying@nesc.cn](mailto:yuanying@nesc.cn)

华南地区

销售总监 邱晓星

电话: (0755) 33975865

手机: 186-6457-9712

邮箱: [qiuxx@nesc.cn](mailto:qiuxx@nesc.cn)