

推荐 (维持)

## 动力电池与电气系统系列报告之 (五十)

2020 年 05 月 08 日

疫情影响短期业绩，行业长期向好趋势不变

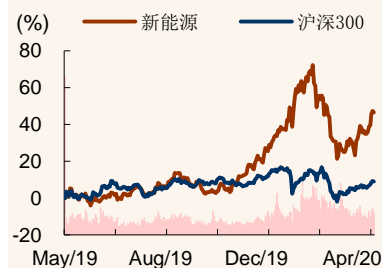
上证指数 2895

### 行业规模

	占比 %
股票家数 (只)	44 1.2
总市值 (亿元)	9282 1.6
流通市值 (亿元)	6587 1.4

### 行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	13.9	35.8	45.8
相对表现	10.6	37.5	40.3



资料来源: 贝格数据、招商证券

### 相关报告

- 1、《特斯拉的中国中游供应链将逐渐体现出业务弹性—动力电池与电气系统系列报告之 (四十九)》2020-05-06
- 2、《特斯拉自制电池, 将在电池材料和制备工艺上加快创新—动力电池与电气系统系列报告之 (四十八)》2020-05-05
- 3、《新能源汽车国补政策落地, 中产产业有望逐步复苏—动力电池与电气系统系列报告之 (四十七)》2020-04-26

### 游家训

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

### 刘珺涵

liujunhan@cmschina.com.cn  
S1090519040004

### 赵旭

zhaoxu2@cmschina.com.cn  
S1090519120001

2019 年新能源汽车行业利润进一步向电池环节集中, 各环节龙头优势凸显。2020Q1 除电解液外各环节业绩均有不同程度下滑, 电解液业绩增长与相关上市公司的其他业务有一定关系。受疫情影响, 预计短期内行业供给和需求端均将受到一定冲击, 但冲击过后全球汽车电动化不会改变。在这个过程中, 全球供应链重心在向中国集中, 国内企业的竞争力将持续显现。

- 国内外新能源汽车行业长期趋势向好。2019 年与 2020Q1 国内新能源汽车销量有所下降, 但产业长期向好的趋势不会改变。目前国补政策已框定了未来两年的补贴方向, 为产业发展提供了稳定的政策基础, 随着疫情的环节, 预计国内销量将逐步恢复。海外方面, 受疫情影响预计二季度海外市场销量可能会承压一定压力, 但在电动化的大背景下, 长期向好趋势不变。
- 2019 年整体增收不增利。2019 年新能源汽车行业营业收入同比增长 22.74% 至 1330.4 亿元; 归母净利润同比下降 72.72% 至 42.3 亿元。净利润同比大幅下降一方面与行业整体承受补贴退坡压力有关, 另一方面是因资产减值损失等因素。剔除资产减值损失的影响后, 行业整体归母净利润同比减少约 31%。
- 2019 年行业利润向电池环节集中, 龙头竞争优势凸显。受补贴退坡影响, 2019 年降本压力传导至新能源汽车中游, 但行业利润正进一步向电池环节集中。2019 年电池与材料环节产品销售均价同比均有不同程度的下降, 在此背景下, 龙头企业凭借优秀的成本控制能力与产品品质进一步巩固竞争优势, 体现出较强竞争力。
- 2020Q1 仅有电解液环节净利润同比正增长。受疫情影响, 2020 年一季度新能源汽车行业整体收入同比下降 20.38% 至 244.6 亿元, 归母净利润同比下降 56.93% 至 12.0 亿元。一季度板块各环节整体表现较差, 收入方面仅有电解液与资源环节收入同比下降在 10% 以内 (电解液同比下降 1%、资源同比下降 7.95%); 净利润方面仅有电解液环节同比正增长, 为 54.63%。电解液环节上市公司包含其他业务, 但考虑到溶质价格持续下跌且电解液价格有可能触底企稳, 预计相关上市公司的业绩可能会更稳定一些。
- 投资建议。电芯: 继续推荐亿纬锂能、宁德时代; 材料推荐与关注: 天赐材料、新宙邦 (化工)、嘉元科技 (有色)、德方纳米 (汽车)、恩捷股份、星源材质 (化工)、当升科技 (化工)、杉杉股份、湘潭电化 (化工)。
- 风险提示: 新能源汽车政策低于预期、新能源汽车销量低于预期、产品价格持续下降。

### 重点公司主要财务指标 (部分公司盈利预测为 Wind 一致预期)

	股价	19EPS	20EPS	21EPS	20PE	21PE	PB	
宁德时代	144.08	2.07	2.46	3.16	58.6	45.6	8.2	强烈推荐-A
亿纬锂能	67.68	1.57	2.14	2.87	31.6	23.6	8.4	强烈推荐-A
天赐材料	27.29	0.03	0.95	1.19	28.7	22.9	5.3	强烈推荐-A
新宙邦	42.63	0.86	1.21	1.52	35.2	28.0	4.8	强烈推荐-A
嘉元科技	59.00	1.43	1.8	2.69	32.8	21.9	5.3	强烈推荐-A
当升科技	25.13	-0.48	0.75	0.97	33.5	25.9	3.6	强烈推荐-A
恩捷股份	55.60	1.06	1.33	1.78	41.8	31.2	9.8	强烈推荐-A
杉杉股份	11.10	0.24	0.32	0.43	34.7	25.8	1.1	强烈推荐-A
星源材质	29.79	0.59	0.87	1.25	34.2	23.8	2.6	审慎推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、新能源汽车市场回顾.....	6
1.1 国内销量略降不改长期向好趋势.....	6
1.2 欧洲新能源汽车销量同比高增，美国销量略有下降.....	8
二、2019 年年报分析.....	10
2.1 行业整体增收不增利，利润向电池环节集中.....	10
2.2 电池环节.....	12
2.3 电池材料环节.....	14
2.3.1 正极材料.....	14
2.3.2 负极.....	16
2.3.3 隔膜.....	17
2.3.4 电解液.....	19
2.3.5 铜箔.....	21
2.4 资源.....	21
三、2020 年一季报分析.....	24
四、投资建议.....	28
风险提示.....	28

## 图表目录

图 1：新能源汽车销量.....	6
图 2：新能源专用车国补变化.....	6
图 3：新能源乘用车国补变化.....	7
图 4：新能源客车国补变化.....	7
图 5：欧洲新能源汽车销量.....	8
图 6：美国新能源汽车销量.....	8
图 7：欧盟新注册乘用车二氧化碳排放目标.....	8
图 8：2019 年之后每单位碳排放罚款金额提高.....	9

图 9: 行业整体收入同比增长 22.74%.....	10
图 10: 行业整体归母净利润同比下降 72.72%.....	10
图 11: 2019 年电池及材料环节净利润占比 .....	11
图 12: 电池环节收入同比增长 45.15%.....	12
图 13: 电池环节归母净利润同比增长 31.21%.....	12
图 14: 电池价格走低 (元/Wh) .....	13
图 15: 正极环节收入同比下降 0.13%.....	14
图 16: 正极环节归母净利润同比下降 85.75%.....	14
图 17: 正极材料价格下降 (万元/吨) .....	15
图 18: 负极环节收入同比增长 27.44%.....	16
图 19: 负极环节归母净利润同比增长 21.77%.....	16
图 20: 负极材料价格下降 (万元/吨) .....	17
图 21: 隔膜环节收入同比增长 6.12%.....	18
图 22: 隔膜环节归母净利润同比增长 10.94%.....	18
图 23: 隔膜价格大幅下降 (元/平) .....	18
图 24: 电解液环节收入同比增长 19.67%.....	19
图 25: 电解液环节归母净利润同比减少 56.03%.....	19
图 26: 电解液与六氟磷酸锂价格 (万元/吨) .....	20
图 27: 铜箔环节收入同比增长 3.49%.....	21
图 28: 铜箔环节归母净利润同比减少 24.05%.....	21
图 29: 钴相关上市公司收入同比增长 19.72%.....	22
图 30: 钴相关上市公司归母净利润同比减少 94.03%.....	22
图 31: 锂相关上市公司收入同比增长 19.72%.....	22
图 32: 锂相关上市公司归母净利润转亏 .....	22

图 33: 硫酸钴价格维持低位 (万元/吨) .....	22
图 34: 四川电池级碳酸锂价格持续走低 (元/吨) .....	22
图 35: 2020Q1 行业整体收入同比下降 20.38%.....	24
图 36: 2020Q1 行业整体归母净利润同比减少 56.93%.....	24
图 37: 2020Q1 电池环节收入同比下降 14.23%.....	25
图 38: 2020Q1 电池环节归母净利润同比减少 29.85%.....	25
图 39: 2020Q1 正极环节收入同比下降 34.44%.....	25
图 40: 2020Q1 正极环节归母净利润转亏 .....	25
图 41: 2020Q1 负极环节收入同比下降 55.82%.....	25
图 42: 2020Q1 负极环节归母净利润同比减少 60.04%.....	25
图 43: 2020Q1 隔膜环节收入同比下降 27.84%.....	26
图 44: 2020Q1 隔膜环节归母净利润同比减少 42.22%.....	26
图 45: 2020Q1 电解液环节收入同比下降 1.00%.....	26
图 46: 2020Q1 电解液环节归母净利润同比增长 54.63%.....	26
图 47: 2020Q1 铜箔环节收入同比下降 62.42%.....	26
图 48: 2020Q1 铜箔环节归母净利润同比减少 87.02%.....	26
图 49: 2020Q1 资源 (钴+锂) 环节收入同比减少 7.95%.....	27
图 50: 2020Q1 钴相关公司归母净利润同比转亏 .....	27
表 1: WLTC 检测更为严格 .....	8
表 2: 新能源汽车行业上市公司一览 .....	10
表 3: 资产减值损失大幅增长 .....	11
表 4: 应收账款周转天数 .....	11
表 5: 电池环节出货量 .....	13
表 6: 电池环节上市公司经营一览 .....	14

表 7: 正极材料环节出货量.....	15
表 8: 正极材料环节上市公司经营情况一览.....	16
表 9: 负极材料环节出货量.....	17
表 10: 负极材料环节上市公司经营情况一览.....	17
表 11: 隔膜环节上市公司毛利率 .....	18
表 12: 隔膜环节出货量.....	18
表 13: 隔膜环节上市公司经营情况一览 .....	19
表 14: 电解液环节上市公司毛利率.....	20
表 15: 电解液环节出货量 .....	20
表 16: 电解液环节上市公司经营情况一览.....	20
表 17: 铜箔环节上市公司毛利率 .....	21
表 18: 铜箔环节上市公司经营情况一览 .....	21
表 19: 资源环节上市公司毛利率 .....	22
表 20: 资源环节上市公司经营情况一览 .....	23
表 21: 2020Q1 新能源汽车行业上市公司经营情况一览 .....	24

## 一、新能源汽车市场回顾

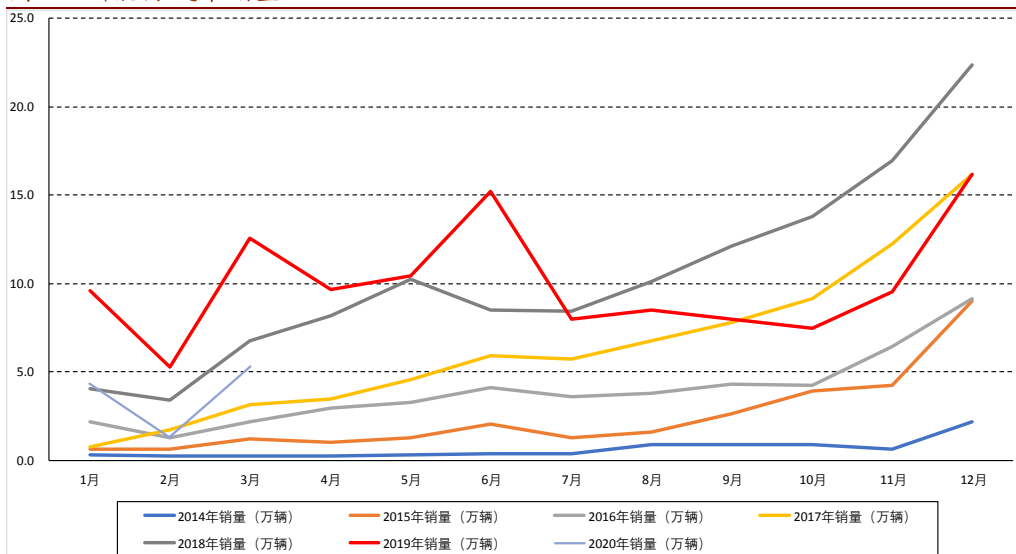
### 1.1 国内销量略降不改长期向好趋势

**2019 年与 2020 年一季度销量同比下降。**2019 年国内新能源汽车销量同比下降 3.6% 至 121 万辆，主要是因年内补贴退坡幅度较大，尤其是过渡期后单月销量下降的较为明显。2020 年一季度受国内疫情影响，新能源汽车销量同比下降约 40%，预计随着疫情缓解，国内新能源汽车销量将逐步恢复。

**2020 年补贴政策落地稳定产业预期。**2020 年 4 月 23 日，财政部等 4 部委发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，正式明确 2020 年补贴政策及 2021 和 2022 年单车国补金额变动框架，政策基本与此前市场预期相符。在疫情冲击下，2020 年新能源汽车补贴政策正式落地并且整体变化不大，对于国内新能源汽车产业的平稳过渡有较大的积极作用。同时，政策也大致框定了未来 2 年原则上补贴方向的变化，稳定产业预期。

**短期波动不改长期向好趋势。**2019 年与 2020 年一季度新能源汽车销量有所下降，但产业长期向好的趋势不会改变。目前国补政策已框定了未来两年的补贴方向，为产业发展提供了稳定的政策基础，随着疫情的环节，预计国内销量将逐步恢复。

图 1：新能源汽车销量



资料来源：中汽协，招商证券

图 2：新能源专用车国补变化

【招商电新】新能源专用车国补情况							
新能源货车与专用车 (万元)		2017年正式版	2018年正式版	2019年正式版	2020年过渡期	2020年正式版	较2019年变动
单位电量补贴标准 (元/KWh) 根据电量划分	30KWh以下部分 (含)	1500	850	350	315	315	-10%
	30-50KWh (含)	1200	750	350			
	50KWh以上部分	1000	650	350			
补贴上限 (万元)		15	10	N1: 3.5T以下 (纯电)	2	1.8	-10%
				N2: 3.5-12T (纯电)	5.5	3.5	-36%
				N3: 12T以上 (纯电)	5.5	5.0	-9%
				插电车型单车补助标准为450元/KWh (下滑10%)，其中N3类单车补贴上限为3.15万元 (下滑10%)			

注：纯电动货车装载动力电池系统能量密度不低于125Wh/kg，环卫、城市物流配送、邮政快递、民航机场使用的能源专用车辆补贴不退坡，2021-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%。

资料来源：财政部，招商证券

图 3：新能源乘用车国补变化

【招商电新】新能源乘用车国补情况								
乘用车单车补贴（万元）			2017年正式版	2018年正式版	2019年正式版	2020年过渡期	2020年正式版	较2019年变动
纯电动乘用车	续航里程 ( km )	100（含）-150	2	0	0	0	0	
		150（含）-200	3.6	1.5	0	0	0	
		200（含）-250	3.6	2.4	0	0	0	
		250（含）-300	4.4	3.4	1.8	0	0	-100%
		300（含）-400	4.4	4.5	1.8	1.62	1.62	-10%
	能量密度 补贴系数 ( Wh/kg )	400及以上	4.4	5	2.5	2.25	2.25	-10%
		90（含）-105	1	0	0	0	0	
		105（含）-120	1	0.6	0	0	0	0%
		120（含）-125	1.1	1	0	0	0	0%
		125（含）-140	1.1	1	0.8	0.8	0.8	0%
	百公里电耗 补贴系数	140（含）-160	1.1	1.1	0.9	0.9	0.9	0%
		160及以上	1.1	1.2	1	1	1	0%
		优于门槛0（含）-5%		0.5	0	0.8	0.8	
		优于门槛5（含）-10%		1	0	0.8	0.8	
		优于门槛10（含）-20%		1	0.8	1	1	25%
		优于门槛20%（含）-25%		1	1	1	1	0%
		优于门槛25%（含）-35%		1.1	1	1.1	1.1	10%
		优于门槛35%（含）		1.1	1.1	1.1	1.1	0%
注：1、单车补贴金额=Min(里程补贴标准，车辆带电量×500元)×电池系统能量密度调整系数×车辆能耗调整系数。								
2、出租、网约车、党政机关公务用车领域等，按照2019年标准的0.7倍补贴，2021-2022年补贴标准分别在上一基础上退坡10%、20%。								
3、其他非私人购买的，按照2020年标准的0.7倍补贴，2021-2022年补贴标准分别在上一基础上退坡20%、30%。								
4、新能源乘用车补贴前售价须在30万元以下（含30万元），补贴车辆限价规定过渡期后开始执行，同时为“换电模式”车辆不受此规定。								
插电式混合动力乘用车	单车补贴（万元）续航里程大于50km		2.4	2.2	1.0	0.85	0.85	-15%
	百公里油耗与国家油耗标准限值的比值介于60%（含）-65%			0.5	0	0	0	0%
	补贴系数与国家油耗标准限值的比值介于55%（含）-60%			1	0.5	0.5	0.5	0%
	续航里程与国家油耗标准限值的比值小于55%			1	1	1	1	0%
续航里程大于80km的车型百公里耗电量应满足纯电动乘用车门槛要求								

资料来源：财政部，招商证券

图 4：新能源客车国补变化

【招商电新】新能源客车国补情况							
客车单车补贴（万元）		2017年正式版	2018年正式版	2019年正式版	2020年过渡期	2020年正式版	较2019年变动
非快充类纯电动客车，单位电量补贴标准（元/KWh）		1,800	1,200	500	500	500	0%
补贴上限（万元）根据车长划分	6-8米（含）	9	5.5	2.5	2.5	2.5	0%
	8-10米（含）	20	12	5.5	5.5	5.5	0%
	大于10米（含）	30	18	9.0	9.0	9.0	0%
能量密度补贴系数（Wh/kg）	85-95（含）	0.8	0	0	0	0	0%
	95-115（含）	1	0	0	0	0	0%
	115-135（含）	1.2	1	0	0	0	0%
	135以上	1.2	1.1	1	1	1	0%
单位载质量能量消耗量补贴系数 （Ekg=能量密度/续航里程）	0.19-0.21（含）		1	0	0	0	0%
	0.18-0.19（含）		1	0.8	0.0	0.0	-100%
	0.17-0.18（含）		1	0.8	0.8	0.8	0%
	0.15-0.17（含）		1	0.9	0.9	0.9	0%
	0.15及以下		1.1	1	1.0	1.0	0%
快充类客车，单位电量补贴标准（元/KWh）		3,000	2,100	900	900	900	0%
补贴上限（万元）根据车长划分	6-8米（含）	6	4	2	2	2	0%
	8-10米（含）	12	8	4	4	4	0%
	大于10米（含）	20	13	6.5	6.5	6.5	0%
快充倍率补贴系数	3C-5C（含）	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0%
	5C-15C（含）	1	1	0.9	0.9	0.9	0%
	15C以上	1.4	1.1	1	1	1	0%
插电式混合动力客车，单位电量补贴标准（元/KWh）		3,000	1,500	600	600	600	0%
补贴上限（万元）根据车长划分	6-8米（含）	4.5	2.2	1.0	1.0	1.0	0%
	8-10米（含）	9	4.5	2.0	2.0	2.0	0%
	大于10米（含）	15	7.5	3.8	3.8	3.8	0%
节油率水平补贴系数	40%-45%（含）	0.8	0	0	0	0	0%
	45%-60%（含）	1	0	0	0	0	0%
	60%-65%（含）		0.8	0.8	0.8	0.8	0%
	65%-70%（含）		1	0.9	0.9	0.9	0%
	70%以上	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	0%
注：2020年城市公交、道路客运不退坡，2021-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%。							

资料来源：财政部，招商证券

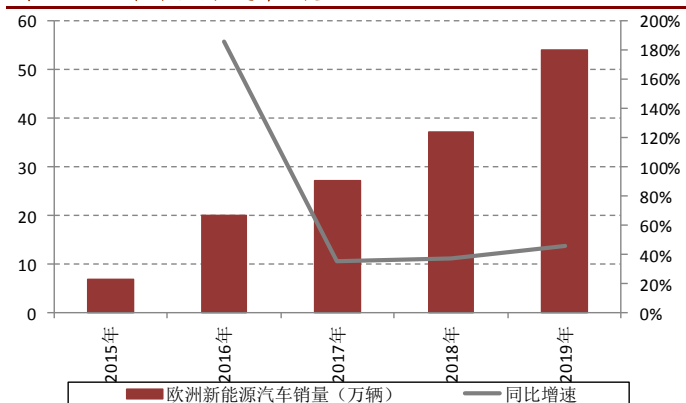


## 1.2 欧洲新能源汽车销量同比高增，美国销量略有下降

**减排趋严推动欧洲市场电动化。**2019年、2020年一季度欧洲新能源汽车销量分别同比增长46%至54万辆、同比增长80%至23万辆，增速较高，主要是因碳排放考核压力增大(2020-2021年欧盟碳排放标准120g/km降低至95g/km)。与此同时，欧盟于2019年9月以WLTC(世界轻型车测试循环)标准取代NEDC，考核更为严格，预计将加速推动欧洲市场电动化进程。

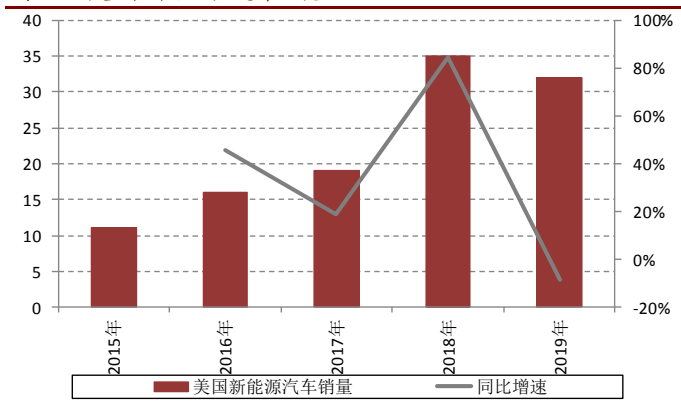
**美国市场2019年销量略有下降，2020Q1增速转正。**2019年美国新能源汽车销量同比减少9%至32万辆，可能主要与补贴退坡有关；2020年一季度美国销售8万辆，同比增长约4.5%。受疫情影响，预计2020Q2海外市场销量可能会承受一定压力，但在电动化的大背景下，长期向好趋势不变。

图 5：欧洲新能源汽车销量



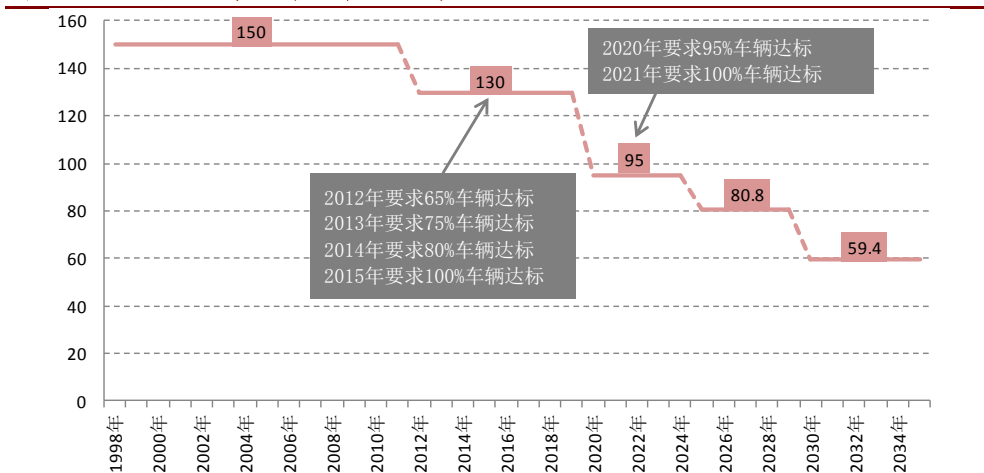
资料来源：marklines，招商证券

图 6：美国新能源汽车销量



资料来源：marklines，招商证券

图 7：欧盟新注册乘用车二氧化碳排放目标



资料来源：EEA，招商证券

表 1：WLTC 检测更为严格

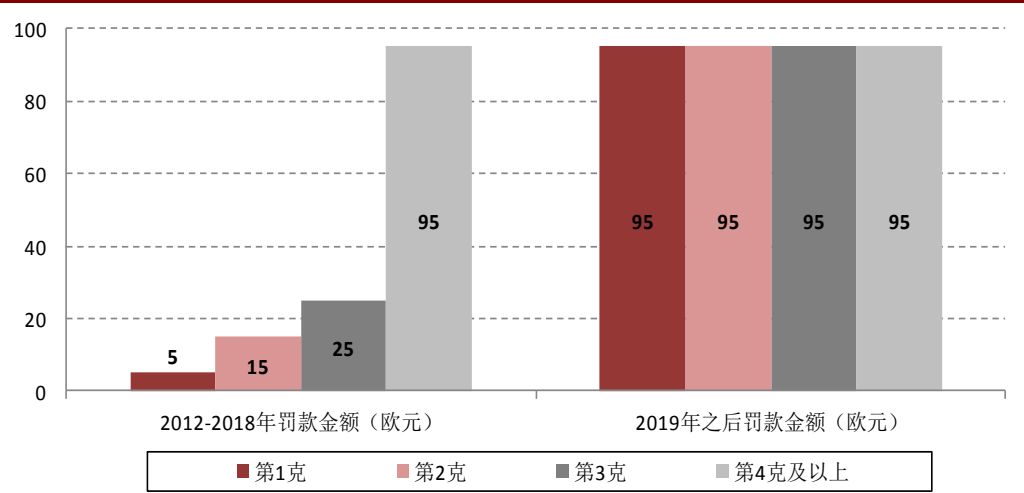
	NEDC	WLTP
测试循环	单一测试循环	动态测试循环，贴近真实驾驶行为
测试时长	20 分钟	30 分钟
测试距离	11km	23.25km



驾驶阶段	2 个阶段	4 个阶段;
驾驶环境	市区驾驶/非市区驾驶: 66%: 34%	市区驾驶/非市区驾驶: 52%: 48%
平均速度	34km/h	46.5km/h
最高速度	120km/h	131km/h

资料来源: 太平洋汽车网, 招商证券

图 8: 2019 年之后每单位碳排放罚款金额提高



资料来源: EEA, 招商证券

## 二、2019 年年报分析

### 2.1 行业整体增收不增利，利润向电池环节集中

**行业增收不增利。**2019 年新能源汽车行业营业收入同比增长 22.74%至 1330.4 亿元；归母净利润同比下降 72.72%至 42.3 亿元。净利润同比大幅下降一方面与行业整体承受补贴退坡压力有关，另一方面则是因资产减值损失等因素。剔除资产减值损失的影响，行业整体归母净利润同比减少约 31%。

**电池企业利润占比提升。**2019 年中游(电池+电池材料)净利润进一步向电池环节集中，电池环节归母净利润占中游比重由 2018 年 48.81%上升至 64.83%，系宁德时代与亿纬锂能业绩较好。

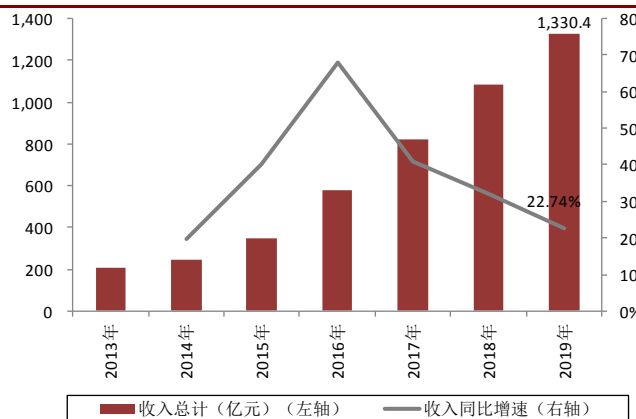
**电池、负极、电解液环节周转加快。**2019 年各环节周转速度变化有所区别，其中正极、隔膜、资源板块周转变慢，负极、电解液、电池环节周转加快，铜箔环节内两家上市公司变化不一致。

表 2：新能源汽车行业上市公司一览

	代码	公司简称		代码	公司简称
正极	300073.SZ	当升科技	电池	300750.SZ	宁德时代
正极	600884.SH	杉杉股份	电池	300014.SZ	亿纬锂能
正极	688005.SH	容百科技	电池	002074.SZ	国轩高科
正极	300769.SZ	德方纳米	电池	300438.SZ	鹏辉能源
负极	603659.SH	璞泰来	铜箔	688388.SH	嘉元科技
负极	300035.SZ	中科电气	铜箔	600110.SH	诺德股份
负极	835185.OC	贝特瑞	钴	603799.SH	华友钴业
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	钴	300618.SZ	寒锐钴业
隔膜	300568.SZ	星源材质	锂	002466.SZ	天齐锂业
隔膜	002108.SZ	沧州明珠	锂	002460.SZ	赣锋锂业
电解液	002709.SZ	天赐材料	电解液	300037.SZ	新宙邦

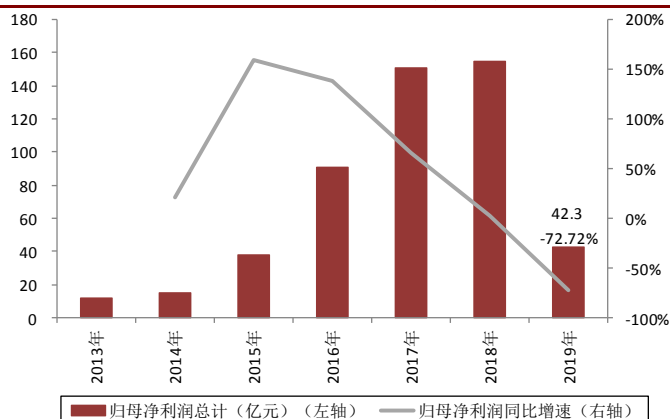
资料来源：Wind，招商证券

图 9：行业整体收入同比增长 22.74%



资料来源：Wind，招商证券

图 10：行业整体归母净利润同比下降 72.72%



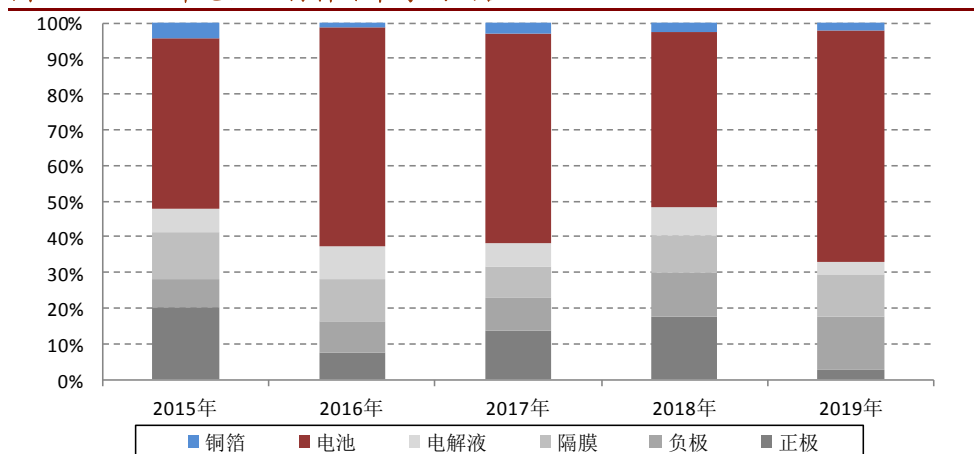
资料来源：Wind，招商证券

表 3: 资产减值损失大幅增长

亿元		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
300073.SZ	当升科技	0.01	0.08	0.04	0.10	0.08	0.32	2.94
600884.SH	杉杉股份	0.54	0.87	0.73	0.51	1.41	1.36	0.87
688005.SH	容百科技	0.00	0.00	0.00	0.09	0.27	0.39	0.44
300769.SZ	德方纳米	0.00	0.03	0.00	0.04	0.12	-0.08	0.00
603659.SH	璞泰来	0.06	0.06	0.15	0.12	0.29	0.53	0.13
300035.SZ	中科电气	0.09	0.11	0.13	0.11	0.07	0.12	0.02
835185.OC	贝特瑞	0.09	0.17	0.14	0.14	0.51	0.83	0.50
002812.SZ	恩捷股份	0.01	0.02	0.01	0.04	0.02	0.10	0.05
300568.SZ	星源材质	-0.01	0.04	0.07	0.06	0.04	0.11	0.06
002108.SZ	沧州明珠	0.09	-0.01	0.14	0.10	-0.03	0.54	0.30
300037.SZ	新宙邦	0.02	0.01	0.04	0.25	0.15	0.16	0.03
002709.SZ	天赐材料	0.03	0.06	0.08	0.38	0.28	0.46	1.29
300750.SZ	宁德时代	0.00	0.03	0.59	2.34	2.45	9.75	14.34
300014.SZ	亿纬锂能	0.02	0.57	0.04	0.37	0.66	0.84	0.86
002074.SZ	国轩高科	0.06	0.05	0.80	0.93	1.73	2.34	3.23
300438.SZ	鹏辉能源	0.10	0.08	0.14	0.24	0.34	0.82	0.59
688388.SH	嘉元科技	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.07	0.00
600110.SH	诺德股份	0.03	0.27	9.31	-0.23	0.06	0.36	0.31
603799.SH	华友钴业	0.07	0.30	1.22	0.08	1.29	7.04	3.29
300618.SZ	寒锐钴业	0.03	0.00	0.00	0.01	0.04	0.10	0.00
002466.SZ	天齐锂业	0.36	0.13	0.61	2.66	0.07	0.14	53.10
002460.SZ	赣锋锂业	0.03	0.01	0.26	2.38	0.30	0.05	0.43
合计		1.64	2.87	14.53	10.70	10.15	26.34	82.76
占收入比重		0.79%	1.16%	4.20%	1.84%	1.24%	2.43%	6.22%

资料来源: Wind, 招商证券

图 11: 2019 年电池及材料环节净利润占比



资料来源: Wind, 招商证券

表 4: 应收账款周转天数

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	变化情况
当升科技	72	79	105	111	113	104	88	114	整体变慢， 容百除外
杉杉股份	71	82	109	121	113	98	113	120	
容百科技					128	103	109	84	
德方纳米	204	213	84	38	36	62	55	59	
璞泰来		185	92	95	86	100	95	84	整体加快

敬请阅读末页的重要说明

中科电气	320	294	408	474	430	211	203	148	
贝特瑞		106	86	87	86	102	110	107	
恩捷股份	58	68	68	88	108	120	122	151	
星源材质	171	128	108	106	111	128	166	213	整体变慢
沧州明珠	77	91	91	93	88	76	85	103	
新宙邦	92	95	97	102	90	113	121	121	
天赐材料	90	84	82	86	69	98	122	107	整体加快
宁德时代			154	87	117	128	80	57	
亿纬锂能	138	102	93	94	94	127	128	110	整体加快,
国轩高科	209	191	171	121	144	222	300	385	国轩除外
鹏辉能源	108	102	115	136	154	158	190	167	
嘉元科技		52	39	38	25	25	30	27	变化不一
诺德股份	100	96	125	129	74	68	95	108	致
华友钴业	14	15	17	26	28	33	28	17	
寒锐钴业	42	39	37	29	34	27	30	64	整体变慢,
天齐锂业	24	27	25	19	11	18	26	35	寒锐除外
赣锋锂业	66	81	78	75	51	39	54	65	

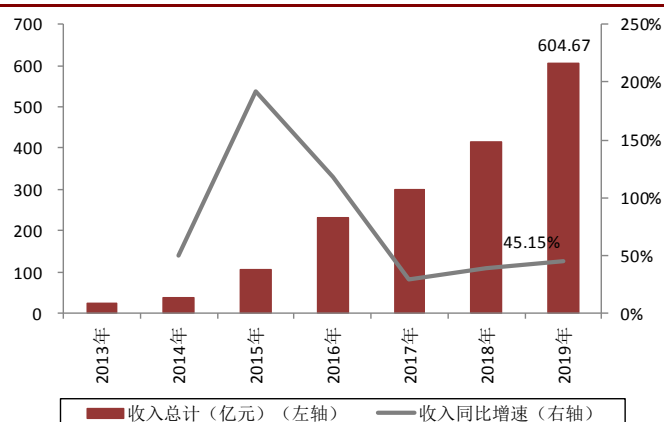
资料来源: Wind, 招商证券

## 2.2 电池环节

**收入与利润双增。**2019 年新能源汽车电池环节实现营业收入 604.67 亿元, 同比增长 45.15%, 除国轩高科收入小幅下降 3% 外, 其他三家电池企业收入均有不同程度的增长, 其中宁德时代增速最高, 为 54.63%, 龙头竞争力凸显; 2019 年电池环节归母净利润 163.02 亿元, 同比增长 31.21%, 宁德与亿纬同比正增长, 国轩净利润增速同比下滑 (比克坏账计提)。

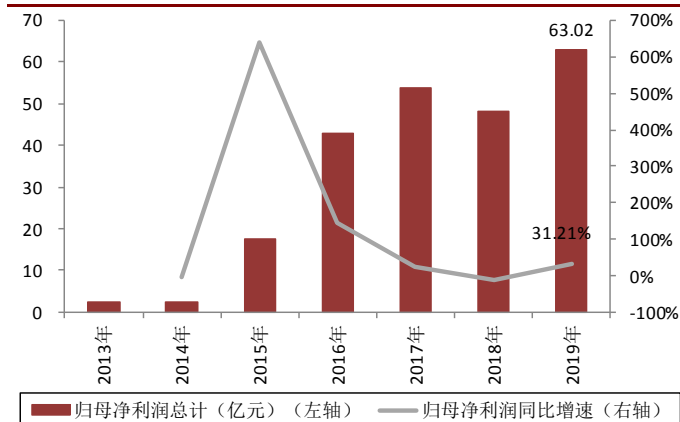
**电池价格下降, 出货量向龙头企业集中。**受补贴退坡影响, 降本压力传导至新能源汽车中游, 2019 年磷酸铁锂与三元电池环节销售均价同比 2018 年下降约 23.6%、17.6%, 在此背景下, 龙头企业凭借优秀的成本控制能力与产品品质进一步获取市场份额: 2019 年宁德时代企业出货量占比为 56%, 较 2018 年提升 19 个百分点。

图 12: 电池环节收入同比增长 45.15%



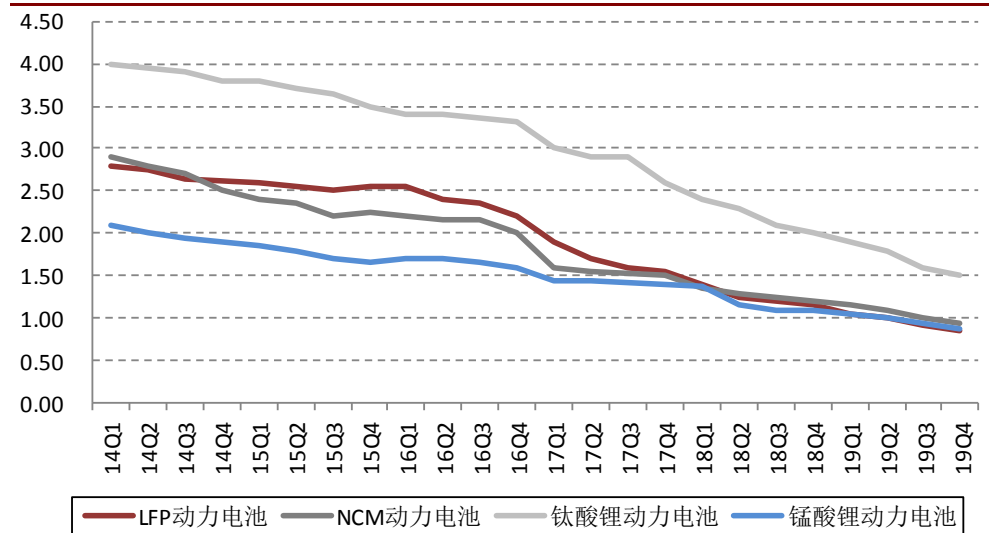
资料来源: Wind, 招商证券

图 13: 电池环节归母净利润同比增长 31.21%



资料来源: Wind, 招商证券

图 14：电池价格走低（元/Wh）



资料来源：GGII，招商证券

表 5：电池环节出货量

GWh	2018 年出货量	2019 年出货量	2018 年占比	2019 年占比
CATL	24.2	40	37.2%	55.8%
比亚迪	14	11.4	21.5%	15.9%
国轩	3.4	3.4	5.2%	4.7%
孚能科技	2.6	1.195	4.0%	1.7%
力神	2.3	1.96	3.5%	2.7%
比克	1.81	0.72	2.8%	1.0%
亿纬锂能	1.7	2.35	2.6%	3.3%
中航锂电	0.8	1.71	1.2%	2.4%
银隆	0.42	0.47	0.6%	0.7%
多氟多		0.65	0.0%	0.9%
卡耐	0.84	0.73	1.3%	1.0%
捷威	0.67	0.598	1.0%	0.8%
欣旺达		0.705	0.0%	1.0%
桑顿	0.6	0.38	0.9%	0.5%
安驰新能源		0.47	0.0%	0.7%
鹏辉能源	1.01	0.79	1.6%	1.1%
塔菲尔	0.29	0.36	0.4%	0.5%
盟固利	0.55	0.38	0.8%	0.5%
星恒	0.604	0.147	0.9%	0.2%
万向	1.03	0.28	1.6%	0.4%
微宏	0.46	0.15	0.7%	0.2%
远东福斯特	0.58	0.1	0.9%	0.1%
哈光宇	0.7	0.039	1.1%	0.1%
智航新能源	0.55	0.02	0.8%	0.0%
天劲股份	0.5	0.071	0.8%	0.1%
其他	5.411	2.555	8.3%	3.6%
合计	65.025	71.63	100.0%	100.0%

资料来源：GGII，招商证券

表 6：电池环节上市公司经营一览

代码	证券简称	收入（亿元）				归属母公司所有者净利润（亿元）			
		2018 年	2019 年	同比增 减额	同比增 速	2018 年	2019 年	同比增 减额	同比增 速
300750.SZ	宁德时代	296.11	457.88	161.77	54.63%	33.87	45.60	11.73	34.64%
300014.SZ	亿纬锂能	43.51	64.12	20.60	47.35%	5.71	15.22	9.51	166.69%
002074.SZ	国轩高科	51.27	49.59	-1.68	-3.28%	5.80	0.51	-5.29	-91.17%
300438.SZ	鹏辉能源	25.69	33.08	7.40	28.80%	2.65	1.68	-0.97	-36.46%

资料来源：Wind，招商证券

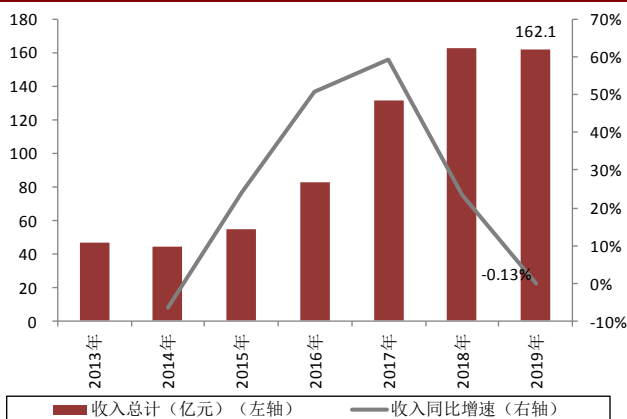
## 2.3 电池材料环节

### 2.3.1 正极材料

收入小幅下滑，净利润降幅较大。2019 年正极材料收入同比下降 0.13%至 162.1 亿元，归母净利润同比减少 85.75%至 2.5 亿元，收入与净利润均有不同程度下降。其中收入小幅下降主要与正极材料价格走低有关，净利润大幅下滑主要是因当升科技当期计提 5.74 亿元减值损失（资产减值损失 2.94 亿元，信用减值损失 2.81 亿元，剔除当升科技计提影响，预计净利润同比下降约 53%。

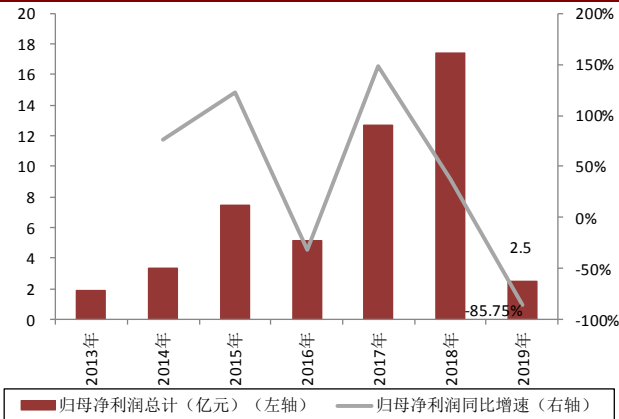
格局相对分散。出 2019 年正极材料 CR5 同比提升 3 个百分点至 33%，行业格局依旧较为分散，出货量占比仅有厦门钨业一家接近 10%。

图 15：正极环节收入同比下降 0.13%



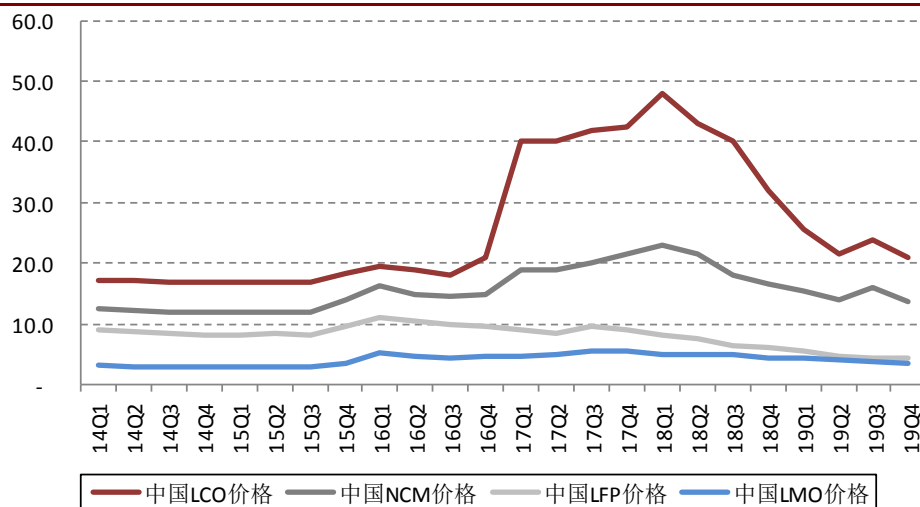
资料来源：Wind，招商证券

图 16：正极环节归母净利润同比下降 85.75%



资料来源：Wind，招商证券

图 17：正极材料价格下降（万元/吨）



资料来源：GGII，招商证券

表 7：正极材料环节出货量

吨	2018 年出货量	2019 年出货量	2018 年占比	2019 年占比
湖南杉杉	21100	20000	6.9%	5.0%
当升科技	15800	17100	5.2%	4.2%
厦门钨业	25700	40080	8.4%	9.9%
长远锂科	16000	23010	5.2%	5.7%
容百锂电	14000	23500	4.6%	5.8%
北大先行	10750	9200	3.5%	2.3%
天津巴莫	15500	26000	5.1%	6.4%
中信国安	0	8200	0.0%	2.0%
贝特瑞	7800	15050	2.6%	3.7%
格林美	8100	10100	2.7%	2.5%
科恒股份	9050	8000	3.0%	2.0%
新乡天力	5900	9000	1.9%	2.2%
振华新材料	13000	22550	4.3%	5.6%
湖南瑞翔	2600	6200	0.9%	1.5%
湖南金富力	4000	5500	1.3%	1.4%
新正锂业	2150	2500	0.7%	0.6%
美都海创	0	4300	0.0%	1.1%
青岛乾运	5900	6150	1.9%	1.5%
赵县强能	2940	3250	1.0%	0.8%
贵州百思特	0	3000	0.0%	0.7%
桑顿新能源	11700	8350	3.8%	2.1%
中天新能	0	3500	0.0%	0.9%
中信大锰	0	7900	0.0%	2.0%
无锡晶石	0	8000	0.0%	2.0%
贵州丕丕丕	0	4800	0.0%	1.2%
德方纳米	19000	25500	6.2%	6.3%
贵州安达	5800	4950	1.9%	1.2%
天津斯特兰	2000	2650	0.7%	0.7%
万润	10200	15000	3.3%	3.7%
湖南裕能	0	9000	0.0%	2.2%
其他	60450	51600	19.8%	12.8%



合计	304812	403940	100.0%	100.0%
----	--------	--------	--------	--------

资料来源：GGII，招商证券

表 8：正极材料环节上市公司经营情况一览

代码	证券简称	收入（亿元）				归属母公司所有者净利润（亿元）			
		2018 年	2019 年	同比增 减额	同比增速	2018 年	2019 年	同比增 减额	同比增速
300073.SZ	当升科技	32.81	22.84	-9.96	-30.37%	3.16	-2.09	-5.25	-
600884.SH	杉杉股份	88.53	86.80	-1.74	-1.96%	11.15	2.70	-8.45	-75.81%
688005.SH	容百科技	30.41	41.90	11.48	37.76%	2.13	0.87	-1.25	-58.94%
300769.SZ	德方纳米	10.54	10.54	0.00	0.04%	0.98	1.00	0.02	2.07%

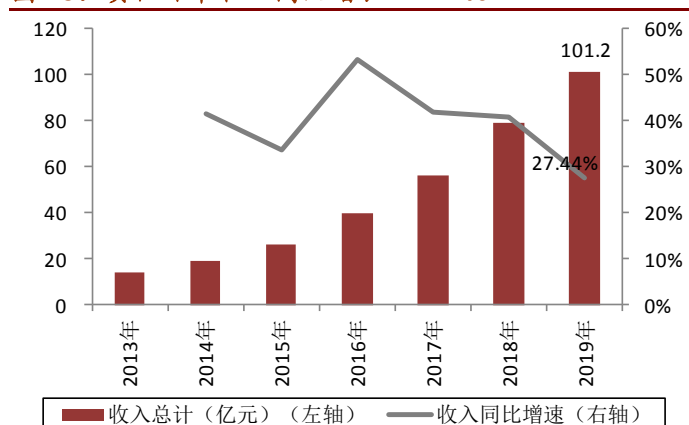
资料来源：Wind，招商证券

## 2.3.2 负极

负极企业业绩均实现正增长。2019 年负极材料收入同比增长 27.44% 至 101.2 亿元，归母净利润同比增长 21.77% 至 14.7 亿元，三家负极材料企业业绩均实现正增长：璞泰来、中科电气、贝特瑞归母净利润分别同比增长 9.6%、16%、38.4%。2019 年负极材料环节业绩较好可能与三方面因素有关：（1）2019 年天然石墨与人造石墨销售均价分别同比下降 7.7%、9.5%，降幅不大；（2）行业格局相对稳定，市占率变化较小，头部企业以量补价；（3）负极材料企业有降本途径：将石墨化工序纳入体内，并在低电价地区进行石墨化。

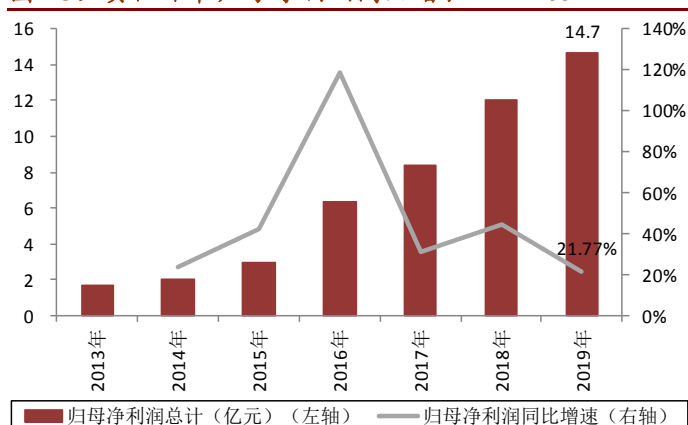
格局较为稳定。2019 年负极材料格局基本与 2018 年相同，CR4 小幅提升 3.1 个百分点至 74.1%，其中江西紫宸与东莞凯金出货量占比分别提升 0.6、3.2 个百分点。

图 18：负极环节收入同比增长 27.44%



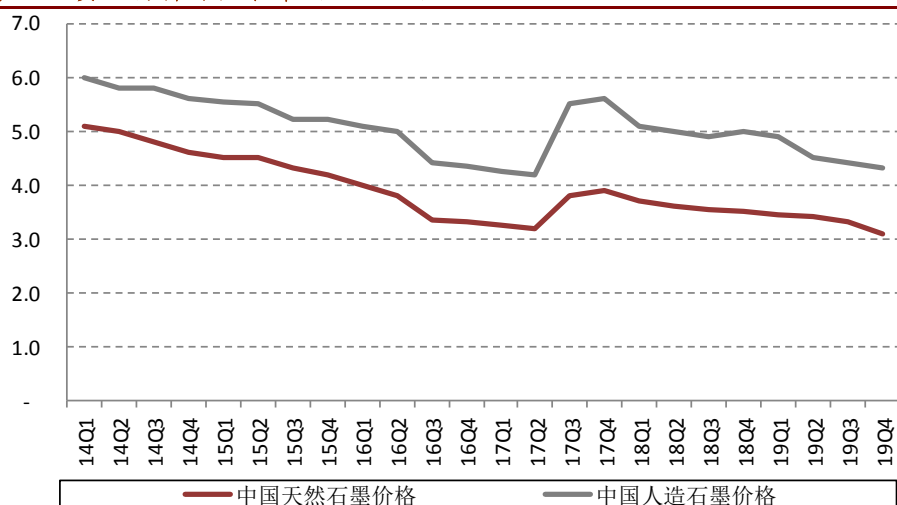
资料来源：Wind，招商证券

图 19：负极环节归母净利润同比增长 21.77%



资料来源：Wind，招商证券

图 20：负极材料价格下降（万元/吨）



资料来源：GGII，招商证券

表 9：负极材料环节出货量

吨	2018 年出货量	2019 年出货量	2018 年占比	2019 年占比
贝特瑞	43000	59900	22.4%	22.6%
宁波杉杉	34500	45100	18.0%	17.0%
江西紫宸	32500	46500	16.9%	17.5%
东莞凯金	26250	45000	13.7%	17.0%
翔丰华	11000	13850	5.7%	5.2%
中科星城	10800	12850	5.6%	4.8%
深圳斯诺	7000	5430	3.6%	2.0%
江西正拓	8000	7550	4.2%	2.8%
深圳金润	3500	5950	1.8%	2.2%
石家庄尚太		9000	0.0%	3.4%
其他	15450	13900	8.0%	5.2%
合计	192000	265030	100.0%	100.0%

资料来源：GGII，招商证券

表 10：负极材料环节上市公司经营情况一览

代码	证券简称	收入（亿元）				归属母公司所有者净利润（亿元）			
		2018 年	2019 年	同比增 减额	同比增速	2018 年	2019 年	同比增 减额	同比增速
603659.SH	璞泰来	33.11	47.99	14.88	44.9%	5.94	6.51	0.57	9.6%
300035.SZ	中科电气	6.19	9.29	3.10	50.0%	1.30	1.51	0.21	16.0%
835185.OC	贝特瑞	40.09	43.90	3.81	9.5%	4.81	6.66	1.85	38.4%

资料来源：Wind，招商证券

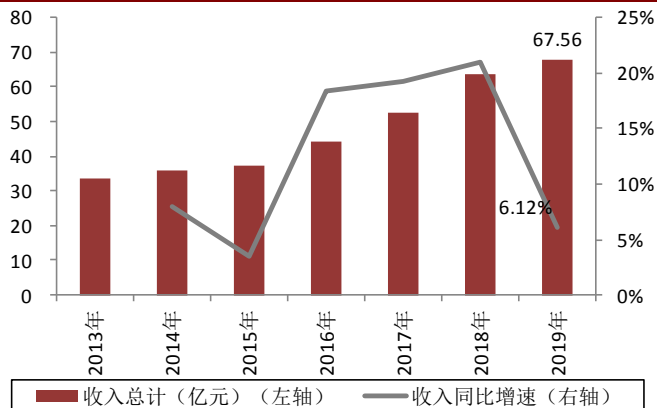
### 2.3.3 隔膜

隔膜企业经营情况分化。2019 年隔膜环节收入同比增长 6.12%至 67.56 亿元，归母净利润同比增长 10.94%至 11.52 亿元，三家隔膜企业经营情况分化显著：恩捷收入与业绩均实现正增长；星源材质增收不增利；沧州明珠收入与业绩双降。

隔膜均价大幅下降，龙头市盈利能力提升。2019 年湿法、干法单拉、干法双拉隔膜均价分别同比下降约 39%、42%、34%，降幅较大主要与新产能投产有关：2019Q4 干法、

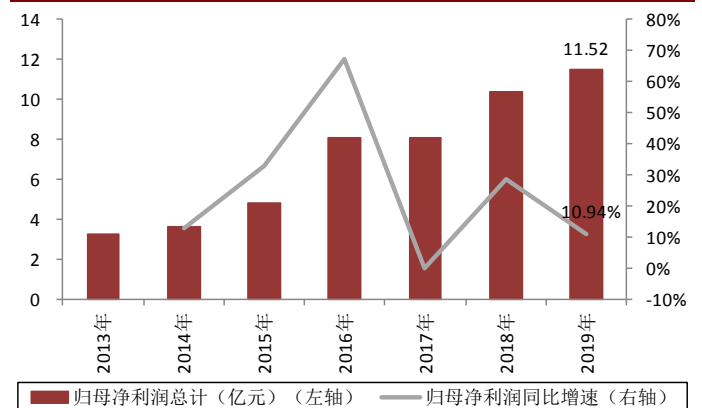
湿法季度产能分别较2018年同期增长23%、58%。在隔膜价格均价大幅下降的背景下，2019年隔膜环节龙头恩捷股份出货量占比同比增长7.9个百分点至31.4%，毛利率同比提升3.2个百分点至45.2%，可能与三方面因素有关：（1）隔膜品质较好，销售价格下降幅度低于市场降幅均值；（2）工艺进一步优化，良品率提升；（2）新产能造价相对较低，跌价出货量增长，降低单平折旧成本。

图 21：隔膜环节收入同比增长 6.12%



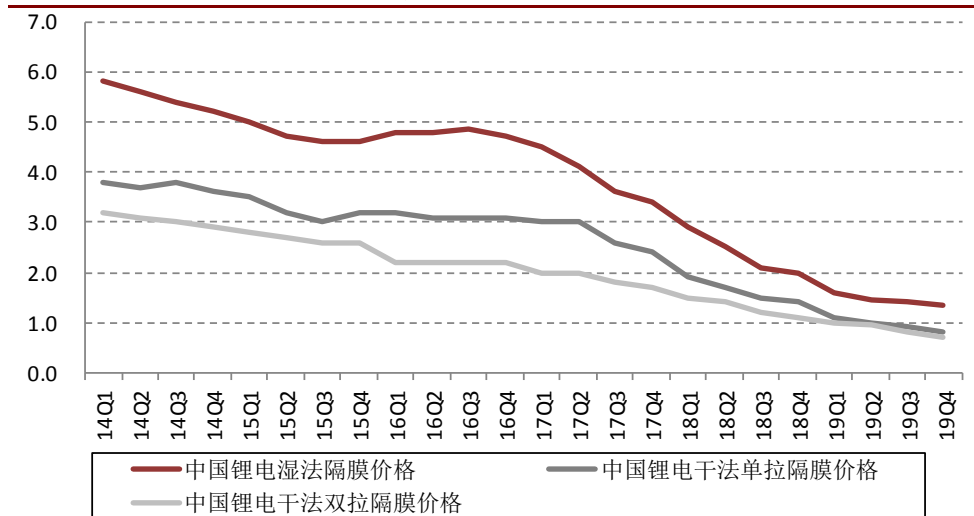
资料来源：Wind，招商证券

图 22：隔膜环节归母净利润同比增长 10.94%



资料来源：Wind，招商证券

图 23：隔膜价格大幅下降（元/平）



资料来源：GGII，招商证券

表 11：隔膜环节上市公司毛利率

%	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	同比变化
恩捷股份	22.0	22.5	22.7	25.8	28.8	26.9	42.0	45.2	3.2
星源材质	60.1	55.6	60.9	57.1	60.6	50.7	48.3	41.8	-6.4
沧州明珠	17.5	18.9	20.1	23.9	32.9	28.0	16.6	16.1	-0.5

资料来源：Wind，招商证券

表 12：隔膜环节出货量

万平	2018 年出货量	2019 年出货量	2018 年占比	2019 年占比
星源材质	20400	36500	10.1%	13.3%
沧州明珠	15200	14500	7.5%	5.3%
中兴新材	11500	8800	5.7%	3.2%
惠强能源	9000	16500	4.5%	6.0%

中科科技	7200	8450	3.6%	3.1%
上海恩捷	47500	86000	23.5%	31.4%
苏州捷力	15000	24000	7.4%	8.8%
中材中锂	10000	22000	4.9%	8.0%
河北金力	9000	12500	4.5%	4.6%
辽源鸿图	7500	5900	3.7%	2.2%
重庆纽米	7150	7700	3.5%	2.8%
金辉高科	4400	3250	2.2%	1.2%
中材科技	0	1300	0.0%	0.5%
博盛新材	0	2500	0.0%	0.9%
旭成科技	2750	2400	1.4%	0.9%
其他	35560	21750	17.6%	7.9%
合计	202160	274050	100.0%	100.0%

资料来源：GGII，招商证券

表 13：隔膜环节上市公司经营情况一览

代码	证券简称	收入（亿元）				归属母公司所有者净利润（亿元）			
		2018 年	2019 年	同比增 减额	同比增速	2018 年	2019 年	同比增 减额	同比增速
603659.SH	恩捷股份	24.57	31.60	7.02	28.6%	5.18	8.50	3.31	63.9%
300035.SZ	星源材质	5.83	6.00	0.16	2.8%	2.22	1.36	-0.86	-38.7%
835185.OC	沧州明珠	33.25	29.96	-3.29	-9.9%	2.98	1.66	-1.32	-44.2%

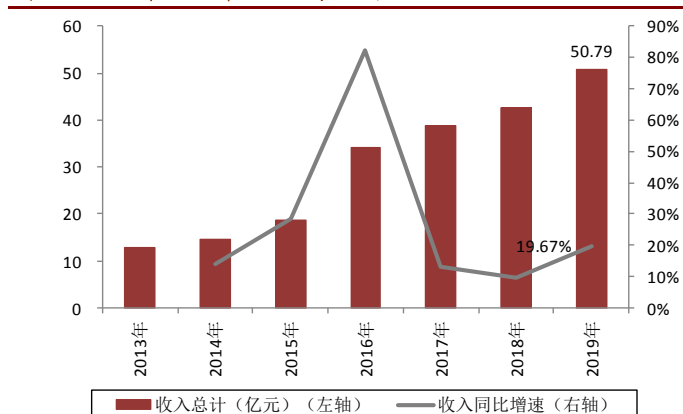
资料来源：Wind，招商证券

## 2.3.4 电解液

剔除金额较大的非经常性损益，净利润与收入增长较为匹配。2019 年电解液环节收入同比增长 19.67%至 50.79 亿元，归母净利润同比减少 56.03%至 3.41 亿元，净利润降幅较大主要是因天赐材料非经常性损益变化较大：（1）2019 年投资收益为 0.07 亿元，2018 年为 4.86 亿元（处置容汇锂业股权）；（2）2019 年计提存货减值损失 1.29 亿元，2018 年同期为 0.23 亿元。剔除投资收益与存货减值损失的影响，预计 2019 年电解液环节归母净利润同比增长约 19%，与收入增速较为匹配。

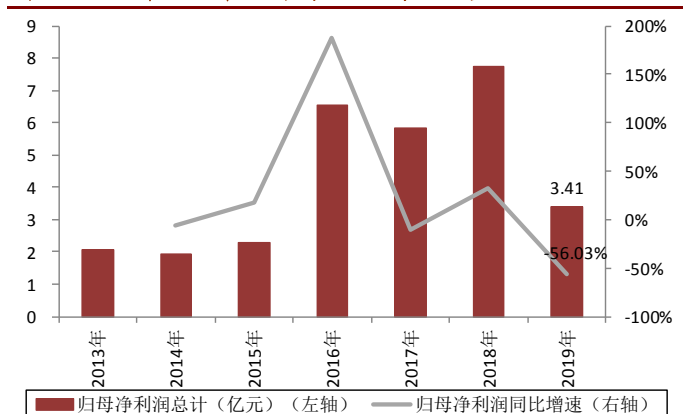
毛利率提升。2019Q4 电解液价格同比下降 6.8%，六氟磷酸锂价格同比下降 18%，受此影响，电解液上市公司毛利率较 2018 年均有所提升。目前电解液价格环比降幅缩窄，预计 2020 年可能会触底企稳。

图 24：电解液环节收入同比增长 19.67%



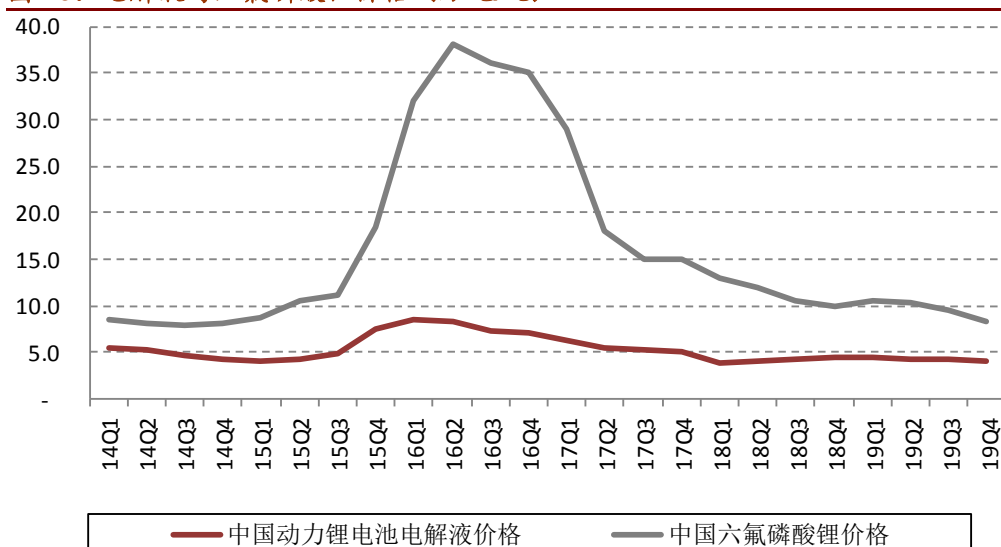
资料来源：Wind，招商证券

图 25：电解液环节归母净利润同比减少 56.03%



资料来源：Wind，招商证券

图 26：电解液与六氟磷酸锂价格（万元/吨）



资料来源：GGII，招商证券

表 14：电解液环节上市公司毛利率

%	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	同比变化
新宙邦	35.4	33.7	36.0	35.4	38.7	35.5	34.2	35.6	1.4
天赐材料	34.6	33.0	29.5	31.0	39.8	33.9	24.3	25.6	1.3

资料来源：Wind，招商证券

表 15：电解液环节出货量

吨	2018 年出货量	2019 年出货量	2018 年占比	2019 年占比
广州天赐材料	35,700	48,000	25.2%	26.3%
深圳新宙邦	24,500	32,000	17.3%	17.5%
江苏国泰华荣	18,000	21,000	12.7%	11.5%
杉杉	13,000	19,700	9.2%	10.8%
天津金牛	6,500	5,500	4.6%	3.0%
汕头金光	6,030	7,600	4.3%	4.2%
珠海赛纬	5,550	10,650	3.9%	5.8%
香河昆仑	4,000	5,300	2.8%	2.9%
山东海容	3,000	2,600	2.1%	1.4%
法恩莱特	-	9,910	0.0%	5.4%
其他	25,220	20,400	17.8%	11.2%
合计	141,500	182,660	100.0%	100.0%

资料来源：GGII，招商证券

表 16：电解液环节上市公司经营情况一览

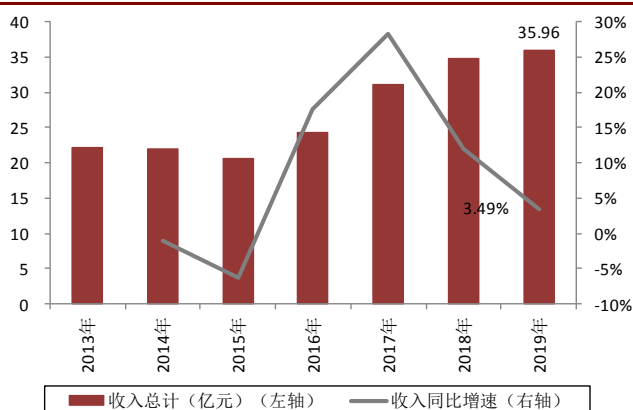
代码	证券简称	收入（亿元）				归属母公司所有者净利润（亿元）			
		2018 年	2019 年	同比增 减额	同比增速	2018 年	2019 年	同比增 减额	同比增速
300037.SZ	新宙邦	21.65	23.25	1.60	7.4%	3.20	3.25	0.05	1.6%
002709.SZ	天赐材料	20.80	27.55	6.75	32.4%	4.56	0.16	-4.40	-96.4%

资料来源：Wind，招商证券

## 2.3.5 铜箔

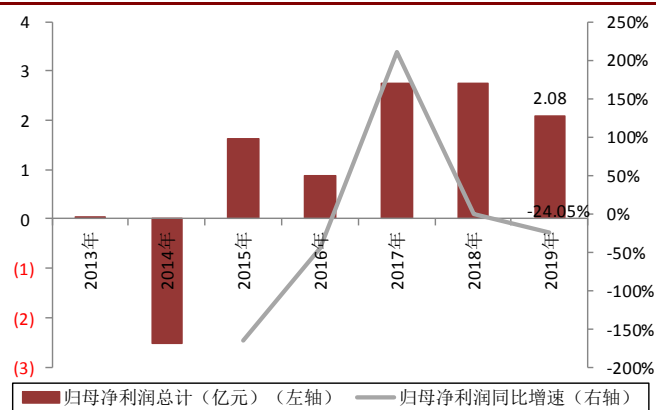
2019 年铜箔环节收入同比增长 3.49% 至 35.96 亿元, 实现归母净利润同比减少 24.05% 至 2.08 亿元, 铜箔环节两家上市公司经营情况有一定差异, 其中嘉元科技毛利率提升, 并实现收入与净利润双增, 可能主要是因其出货量中附加值更高 6um 占比较高, 且已绑定龙头客户。

图 27: 铜箔环节收入同比增长 3.49%



资料来源: Wind, 招商证券

图 28: 铜箔环节归母净利润同比减少 24.05%



资料来源: Wind, 招商证券

表 17: 铜箔环节上市公司毛利率

%	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	同比变化
嘉元科技	0.0	12.5	13.2	17.6	27.4	27.4	27.2	34.7	7.5
诺德股份	16.8	11.0	8.9	12.7	25.4	29.0	26.4	25.8	-0.6

资料来源: Wind, 招商证券

表 18: 铜箔环节上市公司经营情况一览

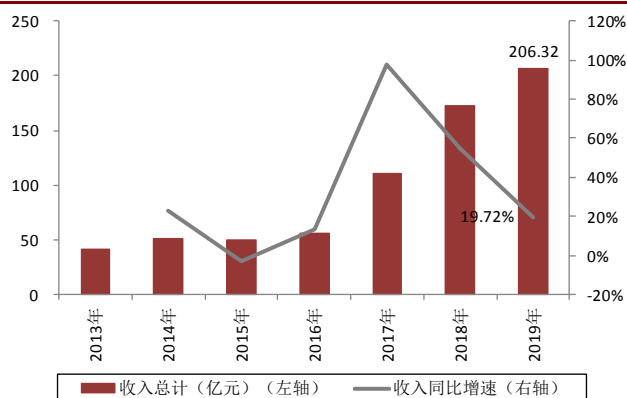
代码	证券简称	收入 (亿元)				归属母公司所有者净利润 (亿元)			
		2018 年	2019 年	同比增减额	同比增速	2018 年	2019 年	同比增减额	同比增速
688388.SH	嘉元科技	11.53	14.46	2.93	25.4%	1.76	3.30	1.53	86.9%
600110.SH	诺德股份	23.21	21.50	-1.71	-7.4%	0.97	-1.22	-2.19	-

资料来源: Wind, 招商证券

## 2.4 资源

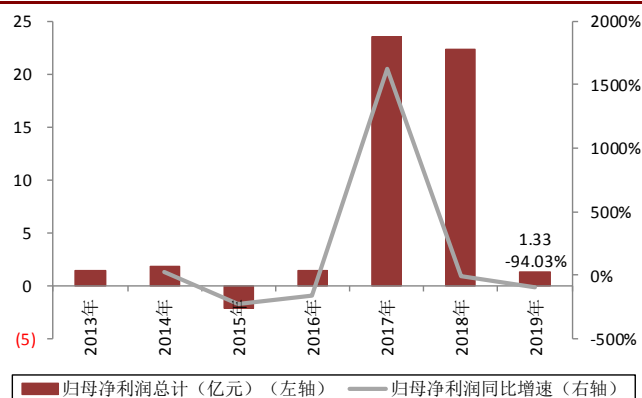
2019 年钴、锂环节收入分别同比增长 19.72% 至 206.32 亿元、同比下降 9.48% 至 101.82 亿元, 资源板块上市公司归母净利润均出现不同程度的下滑, 其中天齐锂业归母净利润同比下降 81.83 亿元, 主要是因 SQM 计提减值准备约 52.79 亿元。2019 年新能源汽车下游需求增速放缓, 经整车、电池、材料环节后, 需求的影响被放大, 导致资源板块业绩同比大幅下滑。

图 29: 钴相关上市公司收入同比增长 19.72%



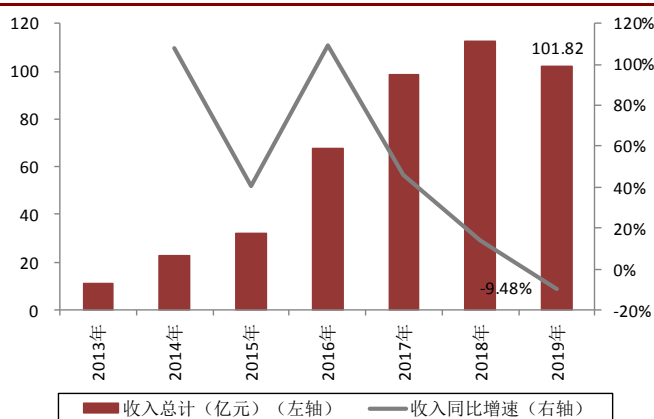
资料来源: Wind, 招商证券

图 30: 钴相关上市公司归母净利润同比减少 94.03%



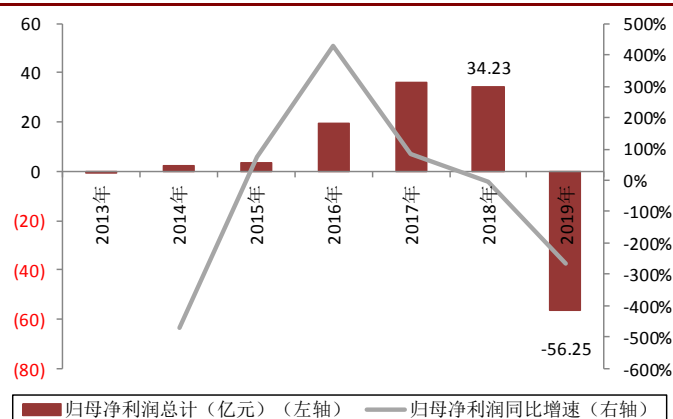
资料来源: Wind, 招商证券

图 31: 锂相关上市公司收入同比增长 19.72%



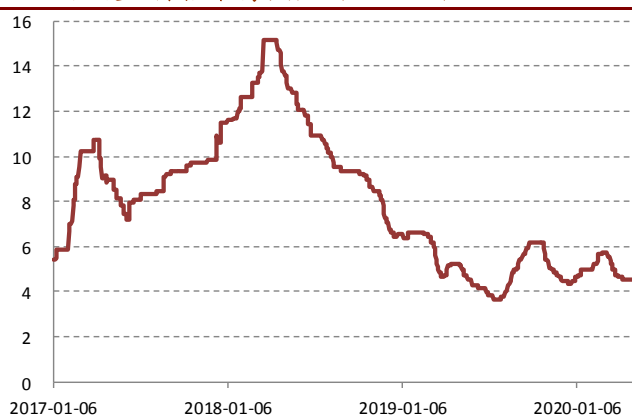
资料来源: Wind, 招商证券

图 32: 锂相关上市公司归母净利润转亏



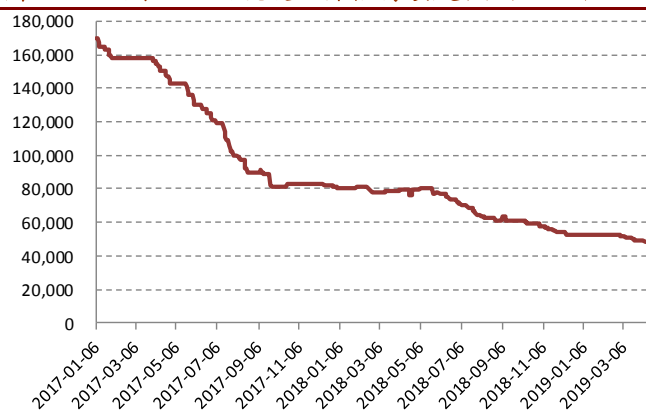
资料来源: Wind, 招商证券

图 33: 硫酸钴价格维持低位 (万元/吨)



资料来源: Wind, 招商证券

图 34: 四川电池级碳酸锂价格持续走低 (元/吨)



资料来源: Wind, 招商证券

表 19: 资源环节上市公司毛利率

%	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	同比变化
华友钴业	16.8	16.9	17.1	11.0	16.3	34.4	28.5	11.2	-17.3
寒锐钴业	17.6	18.3	17.2	15.5	23.2	48.9	45.3	11.8	-33.5
天齐锂业	21.4	14.9	32.2	46.9	71.2	70.1	67.6	56.6	-11.0

敬请阅读末页的重要说明



赣锋锂业	21.7	23.2	21.4	21.8	34.6	40.5	36.1	23.5	-12.6
------	------	------	------	------	------	------	------	------	-------

资料来源：Wind，招商证券

表 20：资源环节上市公司经营情况一览

代码	证券简称	收入（亿元）				归属母公司所有者净利润（亿元）			
		2018 年	2019 年	同比增 减额	同比增速	2018 年	2019 年	同比增 减额	同比增速
603799.SH	华友钴业	144.51	188.53	44.02	30.5%	15.28	1.20	-14.09	-92.2%
300618.SZ	寒锐钴业	27.82	17.79	-10.03	-36.1%	7.08	0.14	-6.94	-98.0%
002466.SZ	天齐锂业	62.44	48.41	-14.04	-22.5%	22.00	-59.83	-81.83	-
002460.SZ	赣锋锂业	50.04	53.42	3.38	6.8%	12.23	3.58	-8.65	-70.7%

资料来源：Wind，招商证券

## 三、2020 年一季报分析

受疫情影响，2020 年一季度新能源汽车行业整体收入同比下降 20.38%至 244.6 亿元，归母净利润同比下降 56.93%至 12.0 亿元。一季度板块各环节整体表现较差，收入方面仅有电解液与资源环节收入同比下降在 10%以内（电解液同比下降 1%、资源同比下降 7.95%）；净利润方面仅有电解液环节同比正增长，为 54.63%。

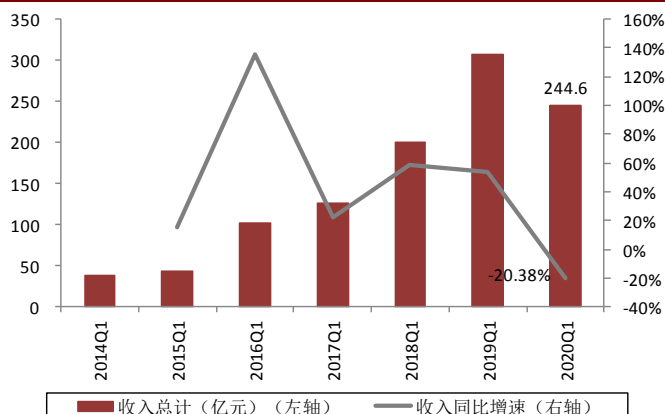
电解液环节上市公司包含其他业务，但考虑到溶质价格持续下跌且电解液价格有可能触底企稳，预计相关上市公司的业绩可能会更稳定一些。

表 21：2020Q1 新能源汽车行业上市公司经营情况一览

代码	证券简称	收入（亿元）				归属母公司所有者净利润（亿元）			
		2019Q1	2020Q1	同比增减额	同比增速	2019Q1	2020Q1	同比增减额	同比增速
300073.SZ	当升科技	6.54	4.16	-2.38	-36%	0.64	0.33	-0.31	-49%
600884.SH	杉杉股份	20.32	12.22	-8.10	-40%	0.35	-0.84	-1.19	-
688005.SH	容百科技	8.27	6.52	-1.75	-21%	0.30	0.25	-0.05	-15%
300769.SZ	德方纳米	2.21	1.57	-0.64	-29%	0.25	0.07	-0.18	-73%
603659.SH	璞泰来	10.29	8.19	-2.10	-20%	1.29	0.93	-0.36	-28%
300035.SZ	中科电气	1.88	1.66	-0.22	-12%	0.46	0.26	-0.21	-44%
835185.OC	贝特瑞	10.13	0.00	-10.13	-100%	1.22	0.00	-1.22	-100%
002812.SZ	恩捷股份	6.56	5.53	-1.03	-16%	2.12	1.38	-0.74	-35%
300568.SZ	星源材质	1.62	1.25	-0.37	-23%	0.76	0.16	-0.60	-79%
002108.SZ	沧州明珠	5.52	3.11	-2.41	-44%	0.29	0.29	0.00	1%
300037.SZ	新宙邦	5.13	5.21	0.08	2%	0.62	0.99	0.37	59%
002709.SZ	天赐材料	5.44	5.25	-0.19	-3%	0.29	0.42	0.13	45%
300750.SZ	宁德时代	99.82	90.31	-9.51	-10%	10.47	7.42	-3.05	-29%
300014.SZ	亿纬锂能	10.98	13.09	2.11	19%	2.00	2.52	0.52	26%
002074.SZ	国轩高科	17.52	7.30	-10.22	-58%	2.02	0.34	-1.68	-83%
300438.SZ	鹏辉能源	5.93	4.45	-1.48	-25%	0.45	0.20	-0.25	-56%
688388.SH	嘉元科技	3.35	1.48	-1.87	-56%	0.80	0.24	-0.56	-70%
600110.SH	诺德股份	9.85	3.48	-6.36	-65%	0.31	-0.09	-0.40	-
603799.SH	华友钴业	44.01	44.24	0.23	1%	0.12	1.84	1.71	1385%
300618.SZ	寒锐钴业	5.18	5.11	-0.07	-1%	-0.55	0.23	0.78	-
002466.SZ	天齐锂业	42.80	9.68	-33.12	-77%	6.69	-5.00	-11.69	-
002460.SZ	赣锋锂业	13.30	10.79	-2.51	-19%	2.53	0.08	-2.45	-97%

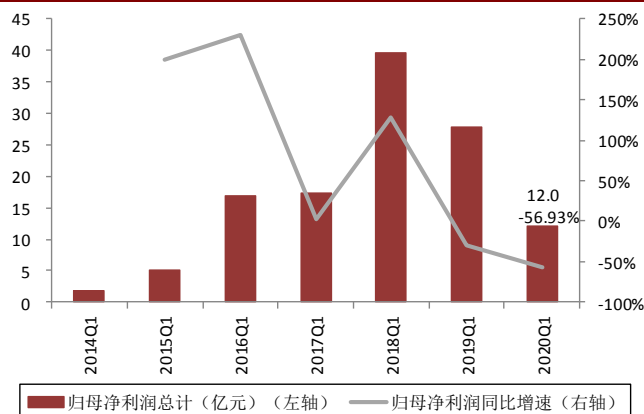
资料来源：Wind，招商证券

图 35：2020Q1 行业整体收入同比下降 20.38%



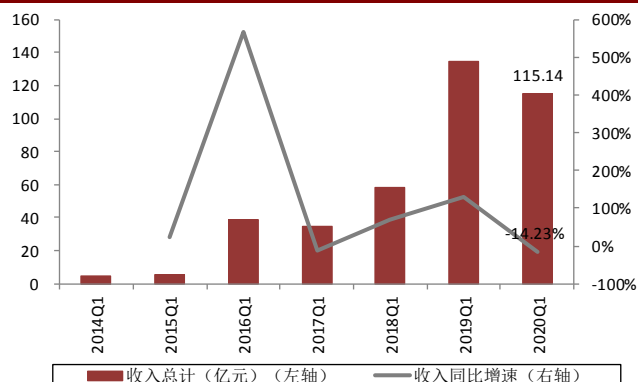
资料来源：Wind，招商证券

图 36：2020Q1 行业整体归母净利润同比减少 56.93%



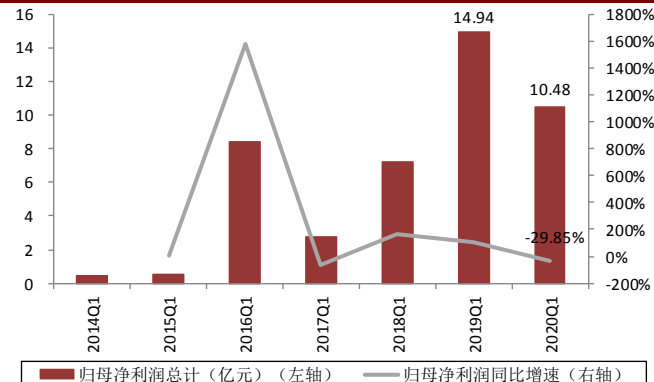
资料来源：Wind，招商证券

图 37: 2020Q1 电池环节收入同比下降 14.23%



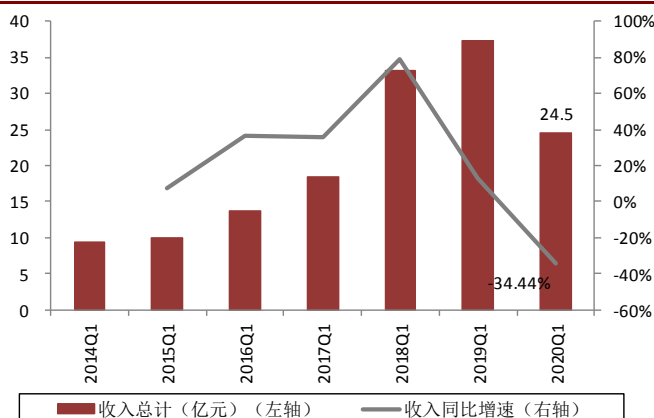
资料来源: Wind, 招商证券

图 38: 2020Q1 电池环节归母净利润同比减少 29.85%



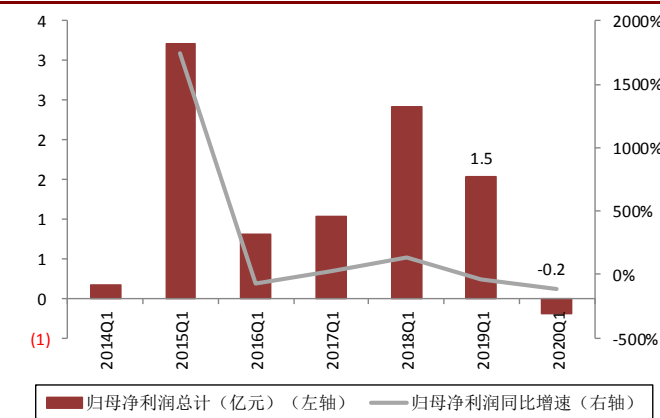
资料来源: Wind, 招商证券

图 39: 2020Q1 正极环节收入同比下降 34.44%



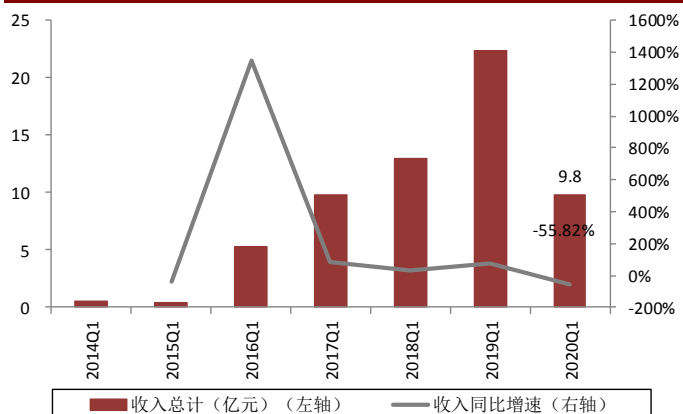
资料来源: Wind, 招商证券

图 40: 2020Q1 正极环节归母净利润转亏



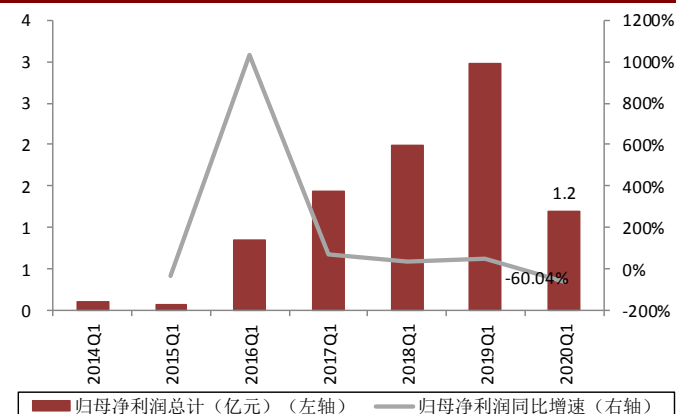
资料来源: Wind, 招商证券

图 41: 2020Q1 负极环节收入同比下降 55.82%



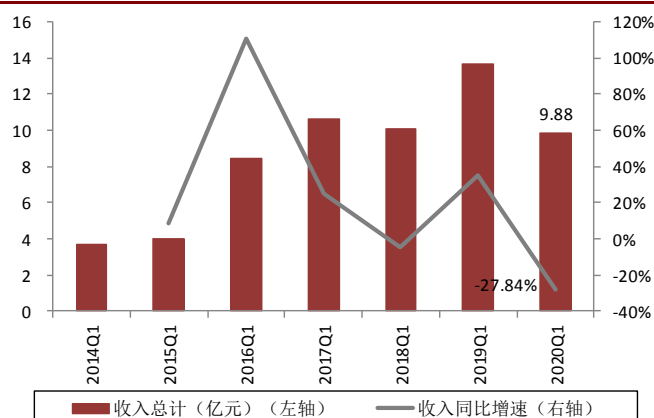
资料来源: Wind, 招商证券

图 42: 2020Q1 负极环节归母净利润同比减少 60.04%



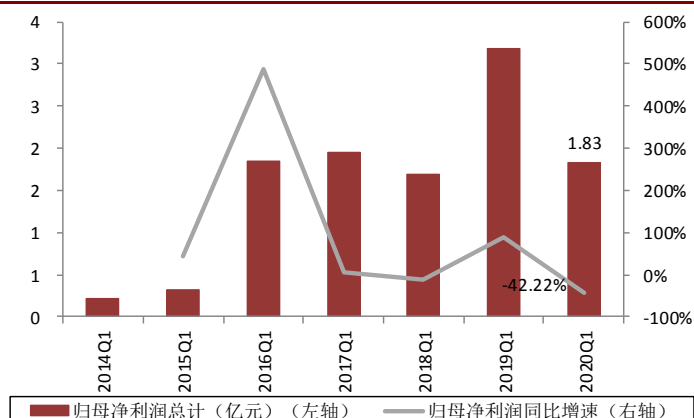
资料来源: Wind, 招商证券

图 43: 2020Q1 隔膜环节收入同比下降 27.84%



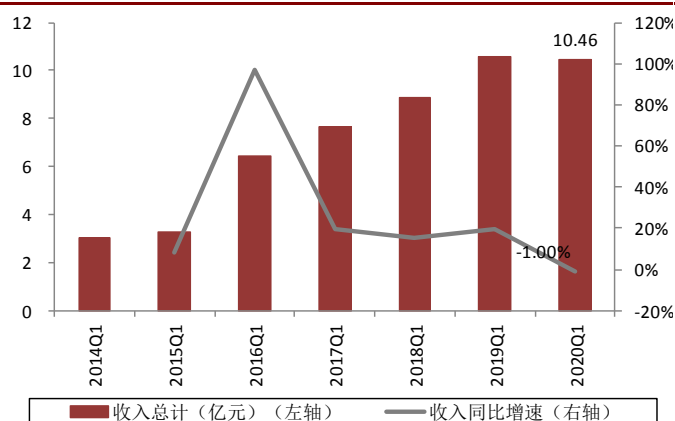
资料来源: Wind, 招商证券

图 44: 2020Q1 隔膜环节归母净利润同比减少 42.22%



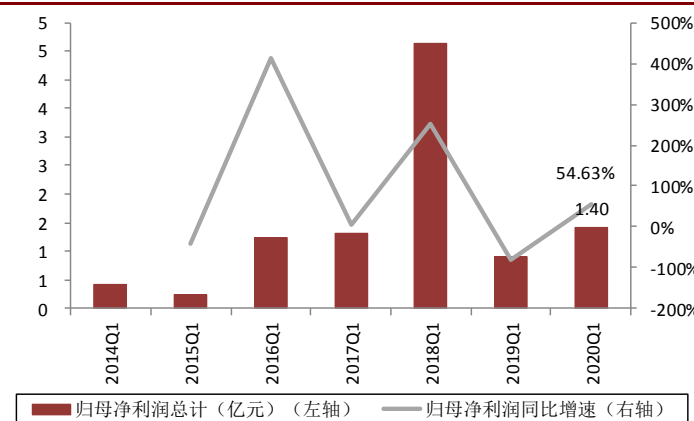
资料来源: Wind, 招商证券

图 45: 2020Q1 电解液环节收入同比下降 1.00%



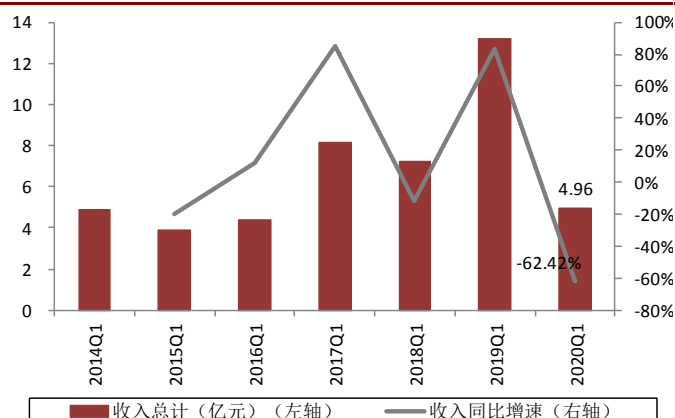
资料来源: Wind, 招商证券

图 46: 2020Q1 电解液环节归母净利润同比增长 54.63%



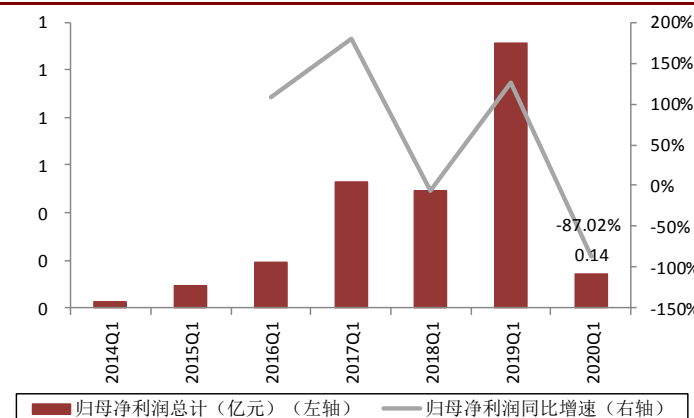
资料来源: Wind, 招商证券

图 47: 2020Q1 铜箔环节收入同比下降 62.42%



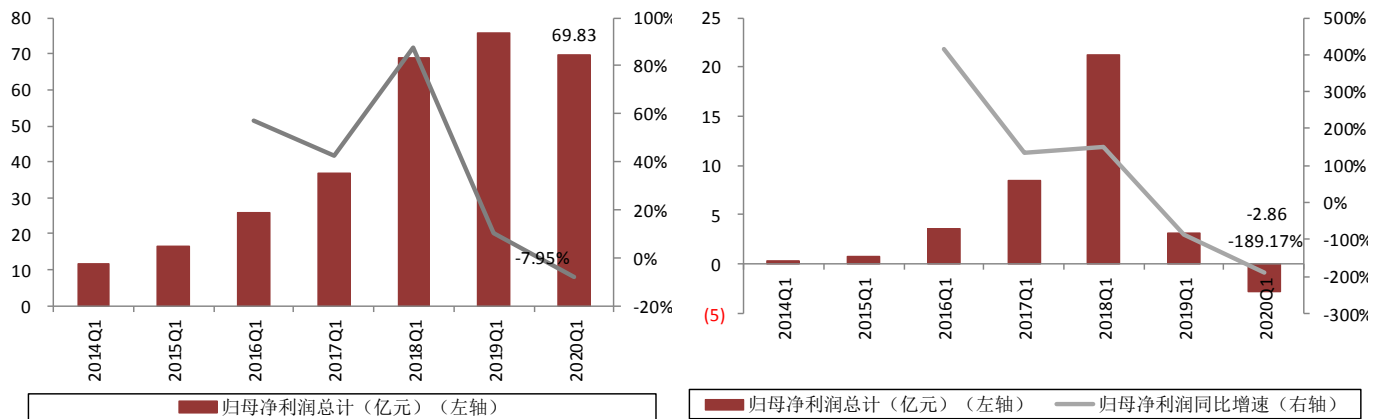
资料来源: Wind, 招商证券

图 48: 2020Q1 铜箔环节归母净利润同比减少 87.02%



资料来源: Wind, 招商证券

图 49: 2020Q1 资源（钴+锂）环节收入同比减少 7.95% 图 50: 2020Q1 钴相关公司归母净利润同比转亏



资料来源: Wind, 招商证券

资料来源: Wind, 招商证券

## 四、投资建议

受疫情影响，预计供给和需求端均将受到一定冲击，但冲击过后全球汽车电动化不会改变。而在这个过程中，全球供应链重心在向中国集中，中国企业的竞争力将持续显现。

电芯：继续推荐亿纬锂能、宁德时代；

材料推荐与关注：天赐材料、新宙邦（化工）、嘉元科技（有色）、德方纳米（汽车）、恩捷股份、星源材质（化工）、当升科技（化工）、杉杉股份、湘潭电化（化工）。

## 风险提示

### 1) 新能源汽车政策低于预期

如果相关产业政策发生重大不利变化，将会对公司的销售规模和盈利能力产生重大不利影响，因此存在一定的政策风险。

### 2) 新能源汽车销量低于预期

产业政策变化、配套设施建设和推广、客户认可度等因素波动，都可能导致新能源汽车市场需求出现较大波动。

### 3) 产品价格持续下降

新能源汽车市场在快速发展的同时，市场竞争也日趋激烈，如果未来市场需求不及预期，市场可能出现结构性、阶段性的产能过剩，将面临一定的市场竞争加剧的风险。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**游家训：**浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**刘珺涵：**美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

**普绍增：**上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

**刘晓飞：**南开大学硕士，2015 年加入招商证券，覆盖光伏产业。

**赵旭：**中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、新能源汽车产业。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。