

新能源汽车

分化加剧，产业现金流改善 -新能源汽车产业链 2019&2020Q1 财报总结

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：邹玲珍

执业证书编号：S0740517040001

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

分析师：陈传红

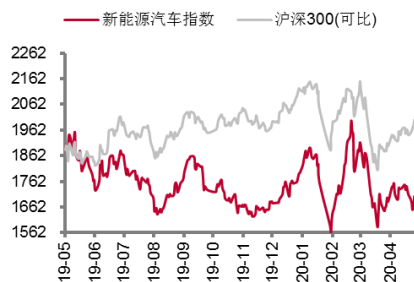
执业证书编号：S0740519120001

Email: chench@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	238
行业总市值(百万元)	2367498
行业流通市值(百万元)	1833932

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
宁德时代	144.	2.06	2.46	3.59	4.34	70	59	40	33	增持
恩捷股份	54.8	1.06	1.14	1.57	2.08	52	48	35	26	增持
璞泰来	77.3	1.5	2.17	2.97	3.72	52	36	26	21	买入
三花智控	22.0	0.51	0.63	0.73		43	35	30		买入
亿纬锂能	67.5	1.57	2.14	2.82	3.48	43	32	24	19	买入

投资要点

- **新能源汽车市场回顾：①整车端：**2019 年全球新能源乘用车销量 207 万辆 (YOY+8%)，其中中国 107 万辆，同比+3%；海外 107 万，同比+13%；特斯拉全球领先市占率 17.75%；国内车型升级明显，A 级车占比达 54% (A00 级车占比降至 27%)；**②锂电中游及上游环节竞争格局：**动力电池和湿法隔膜一超多强，CATL 占比提升至 53%+；湿法隔膜恩捷 56% (含捷力)，负极人造紫宸 22.35%，凯金 (21.2%)、份额提升，天然石墨贝特瑞份额 63%；电解液格局较稳定；三元正极 CR5 提升 6.4%；LFP 正极 CR3 为 54% (提升 11%)，德方纳米 (28.96%，提升 4.9%)；**③价格：**19 年全年钴价格降幅 43%；碳酸锂价格下降 38.5%；据 GGII，各环节产品价格 19 年初至 19Q4 有所下降，分别为动力电池 (约-20%)、三元正极 (-10%)；LFP 正极 (-21%)、负极 (-12%)、电解液 (-5.7%)。
- **2019 年：分化持续演绎，中游锂电龙头稳健，上游盈利大幅下滑：1) 行业整体营收 4378 亿元 (YOY+7%)；剔除整车，营收为 2087 亿元 (YOY+15.48%)。扣非归母净利润为 62.17 亿元 (YOY-59.28%)；剔除整车环节，扣非净利润 62.93 亿 (YOY-59.41%)；剔除天齐锂业 53 亿减值损失影响，扣非利润 116.03 亿 (yoy-20.92%)；2) 细分子行业看：**竞争格局持续集中，中游锂电龙头逆势增长，上游资源价格大幅下降，扩产集中在头部企业，马太效应显著。**①营收增速排序看：**锂电池 (45.15%)>钴资源 (19.72%)>电解液 (19.67%)>负极 (11.94%)>电机电控 (7.00%)>隔膜 (5.80%)>铜箔 (3.49%)>其他零部件 (2.87%)>锂电设备 (2.34%)>正极 (1.05%)>整车 (0.34%)>六氟磷酸锂 (-3.00%)>锂资源 (-6.54%)；**②扣非归母净利润排序：**锂电池 (52.09 亿)>其他零部件 (30.10 亿)>负极 (12.97 亿)>锂电设备 (11.68 亿)>电机电控 (8.61 亿)>正极 (7.27 亿)>电解液 (3.18 亿)>隔膜 (1.92 亿)>铜箔 (1.79 亿)>钴资源 (0.74 亿)>整车 (-0.76 亿)>六氟磷酸锂 (-8.13 亿)>锂资源 (-55.81 亿)；**③扣非归母增速排序看：**整车 (67.99%)>锂电池 (29.93%)>负极 (7.05%)>其他零部件 (3.95%)>电解液 (3.71%)>电机电控 (-4.79%)>锂电设备 (-19.01%)>铜箔 (-23.24%)>正极 (-52.63%)>隔膜 (-77.74%)>钴资源 (-96.58%)>六氟磷酸锂 (-149.52%)>锂资源 (-271.75%)。盈利能力最强的是锂电池龙头，其中 CATL 扣非净利润 39.15 亿 (YOY+25%)；其次是负极材料，主要系璞泰来、中科电气扣非利润高增，分别为 6.1 亿 (yoy+22.4%)、1.45 亿 (yoy+57%)；
- **行业整体毛利率呈下降趋势，上游锂资源毛利率下滑但维持较高水平，电解液毛利率企稳，隔膜龙头毛利率稳定。**2019 年细分子行业毛利率由高至低依次为 (剔除非新能源汽车业务影响)：隔膜 (49.47%)>锂电设备 (39.73%)>锂资源 (32.29%)>其他新能源车零部件 (32.12%)>负极 (31.39%)>锂电池 (28.17%)>电解液 (26.47%)>铜箔 (25.35%)>正极 (19.35%)>电机电控等 (19.07%)>整车 (18.21%)>六氟磷酸锂 (14.77%)>钴资源 (10.66%)；**半年度看，2019H2 部分环节毛利率环比提升，**具体看整车 (+5.38%)，负极 (+3.79%)，电机电控 (+3.42%)，钴资源 (+3.09%)，铜箔 (+2.95%)，隔膜 (+1.66%)，电解液 (+1.00%)，锂电池 (+0.10%)；部分细分环节毛利率环比下滑明显：六氟磷酸锂 (-10.32%)，锂资源 (-5.13%)，锂电设备 (-1.94%)，

正极 (-1.04%)。

- **营运能力提升，现金流改善明显：**19 年行业经营现金流量净额为 500.22 亿元，同比+51.90%，剔除整车环节为 360.92 亿，同比+45.31%；电解液、锂电池、电机电控、负极、其他零部件明显好转。**从锂电池环节看**，龙头宁德时代产业链议价权持续提升，其经营现金流量 2019 年 62 亿；锂电设备、锂资源端现金流净额下滑；**2020Q1 行业现金流量净额为 33.28 亿 (yoy+29.18%，环比-89.4%)**；剔除整车后为 43.47 亿元 (yoy-35.3%，环比-69.7%)；整车现金流压力大于中游环节。
- **2020Q1 受疫情影响，行业短期承压，中长期趋势不改。**2020Q1 营收 733.55 亿 (yoy-26.8%)；剔除整车后营收 400.82 亿元 (yoy-15%)；扣非归母净利润看，板块整体扣非归母净利润 0.48 亿元，同比-98.82%，**剔除整车后为 16.23 亿元，同比-52.35%**。行业毛利率 (剔除整车) **25.62%，同比-0.25 个 pct，环比-0.68 个 pct**；期间费用率环比增加 1.41 个 pct，同比+2.93 个 pct；
细分子行业看：营收增速由高至低依次为：钴资源 (0.33%)>电解液 (-1.00%)>锂电设备 (-4.00%)>新能源零部件 (-5.24%)>电机电控及其零部件 (-8.90%)>六氟磷酸锂 (-11.81%)>整车 (-14.4%)>锂电池 (-14.23%)>锂资源 (-24.46%)>正极 (-27.38%)>隔膜 (-27.84%)>负极 (-32.06%)>铜箔 (-41.79%)。个股层面：亿纬锂能、新宙邦、天赐材料、汇川技术、赢合科技、三花智控、伯特利业绩增长较好。
- **19 年行业扩产持续，2020 年 Q2 资本开支放缓。**2019 年投资现金流量净流出在 50 亿以上的是：锂资源 (-65.26 亿元)、钴资源 (-56.92 亿元)、整车 (-272.04 亿元) 环节。
- **2019 年存货明显提升，2020Q1 处于去库存：**2019 年行业整体存货 948.86 亿元，同比+13%，剔除整车影响，同比增长 10%；其中存货增长较为明显的主要是：锂电池 174 亿 (yoy+52%) \ 整车 384 亿 (yoy+17%)、锂资源 36.6 亿 (yoy+17%)、隔膜 12.17 亿 (yoy+16%)；**2020Q1 锂电中游处于去库存状态，剔除整车后行业存货 538 亿，环比 19Q4 下降 0.2%；锂电池环节存货 162.9 亿 (其中宁德时代 102 亿，环比-11.2%)，环比 19Q4 下降 7%；**
- **2019 年资产减值损失加大：**2019 年行业整体资产减值损失金额 136 亿元，同比+74%，其一，部分企业收购兼并存在大幅减计减值，其中锂资源因天齐锂业大额计提减值损失 53 亿元；其二，部分由于电池企业或车企存在经营困难，传导至新能源汽车中游。
- **研发持续高增：118.69 亿元 (不含整车)，同比增长+22%，保持高增。**投入额看，整车 (133.4 亿)>锂电池 (42.0 亿)>电机电控 (18.9 亿)>其他零部件 (14.5 亿)>正极 (11.0 亿)>负极 (9.2 亿)>锂电设备 (8.4 亿)>锂资源 (4.1 亿)>钴资源 (3.1 亿)>电解液 (2.8 亿)>六氟磷酸锂 (2.3 亿)>隔膜 (2.3 亿)>铜箔 (1.1 亿)；**从研发投入占比看，从高到低排序：锂电设备 (8.88%)>电机电控 (8.83%)>锂电池 (6.94%)>整车 (5.82%)>电解液 (5.57%)>正极 (5.46%)>六氟磷酸锂 (5.01%)>其他零部件 (5.00%)>负极 (4.88%)>隔膜 (4.18%)>锂资源 (3.09%)>铜箔 (3.01%)>钴资源 (1.50%)**；其中宁德时代 **2019 年研发投入高达 29.92 亿元，同比+50.28%；**
- **投资建议：**短期疫情影响不改变中长期电动汽车发展趋势，全球电动化正迈入供给端优质车型加速期，未来三年是全球主流供应链加速爆发的趋势性机会。建议把握全球一线供应链投资主线，持续看好切入全球电动车主流供应链 (特斯拉、大众 MEB、LG、CATL 等) 投资机会，核心围绕特斯拉供应链。重点推荐：宁德时代、恩捷股份、亿纬锂能、璞泰来、三花智控、宏发股份、拓普集团、比亚迪、新宙邦、天赐材料、当升科技、先导智能、卧龙电驱、赢合科技等，关注嘉元科技、中科电气、德方纳米等；
- **风险提示：**新能源汽车销量不及预期，政策大幅变动，竞争加剧导致产品价格下跌风险。

内容目录

一、新能源汽车市场回顾	- 6 -
1.1 整车：短期受疫情影响，中长期电动化趋势不改	- 6 -
国内：19 年增长放缓，2020Q1 疫情冲击，Q2 需求逐步恢复	- 6 -
海外：Q1 销量高增，疫情影响体现在 Q2，特斯拉逆势增长	- 8 -
1.2 锂电中游：市场集中度提升，中游龙头强者恒强	- 10 -
1.3 上游资源：19 年价格大幅下跌，20Q1 底部震荡	- 12 -
二、分析范围及方法	- 15 -
三、2019 年财报总结：中游锂电龙头稳健，上游盈利下滑，现金流大幅改善	- 16 -
3.1 行业整体：补贴退坡行业承压，优质龙头表现突出	- 16 -
3.2 细分子行业：盈利分化，中游盈利稳定，上游盈利下滑	- 20 -
3.3 行业重视技术提升，持续高强度研发投入	- 31 -
附录 1：行业个股 2019 年业绩汇总	- 34 -
四、2020 年 Q1 财报总结：疫情影响短期，中长期趋势不改	- 35 -
4.1 行业整体：疫情下业绩承压，短期资本开支放缓	- 35 -
4.2 细分子行业：疫情影响需求，行业去库存	- 36 -
附录 2：行业个股 2020Q1 业绩汇总	- 42 -
五、细分领域重点龙头公司分析	- 43 -
六、投资建议	- 49 -
七、风险提示	- 49 -

图表目录

图表 1：全球新能源乘用车销量（中国/海外）及同比增速	- 6 -
图表 2：历年新能源车月度销量（万辆）	- 6 -
图表 3：历年新能源车累计销量（万辆）	- 6 -
图表 4：2020 年 3 月新能源车产销数据（万辆）	- 7 -
图表 5：历年乘用车车型销量占比	- 7 -
图表 6：19 年欧洲新能源车销量同增 42%（万辆）	- 8 -
图表 7：1Q20 部分欧洲国家销量大幅提升（万辆）	- 8 -
图表 8：17 年以来特斯拉销量增长速度最快（万辆）	- 9 -
图表 9：1Q20 特斯拉保持领先，同比+40%（万辆）	- 9 -
图表 10：历年全球电动车销量（万辆）前十排名	- 9 -
图表 11：2018-2020 年 Q1 国内动力电池装机量及变化（GWh）	- 10 -
图表 12：2018-2019 年全球动力电池装机量 Top5 企业（GWh）	- 10 -
图表 13：2018-1Q20 国内动力电池装机量 Top5 企业（GWh）	- 10 -

图表 14: 动力电池价格 (元/wh)	- 11 -
图表 15: 正极材料价格 (万元/吨)	- 11 -
图表 16: 负极材料价格 (万元/吨)	- 11 -
图表 17: 电解液/6F/碳酸锂价格 (万元/吨)	- 11 -
图表 18: 电解液 (万元/吨)	- 11 -
图表 19: 隔膜价格 (元/平米)	- 12 -
图表 15: MB 钴历史报价 (美元/磅)	- 12 -
图表 16: 2019-2020Q1 钴 MB 报价 (美元/磅)	- 12 -
图表 15: 锂资源 (万元/吨)	- 13 -
图表 16: 锂资源 (万元/吨)	- 13 -
图表 14: 锂电池及材料出货/市场集中度/等基本面信息汇总表	- 14 -
图表 25: 2019 年度及 2020 年 Q1 财报分析标的	- 15 -
图表 26: 2019 年新能源汽车板块业绩梳理	- 17 -
图表 27: 历年新能源汽车板块营收及增速 (单位: 亿元)	- 17 -
图表 28: 历年新能源汽车扣非归母净利润及增速 (亿元)	- 18 -
图表 29: 半年度营收及增速 (单位: 亿元)	- 19 -
图表 30: 半年度扣非归母净利润及增速 (单位: 亿元)	- 19 -
图表 31: 行业期间费用及费率 (亿元, 含整车)	- 19 -
图表 32: 行业期间费用及费率 (亿元, 不含整车)	- 19 -
图表 33: 细分子行业年度营收 (单位: 亿元)	- 20 -
图表 34: 2019 年细分子行业营收增速 (%)	- 20 -
图表 35: 历年细分子行业营收及同比增速汇总表 (截止 2019.12.31)	- 21 -
图表 36: 2018-2019 年营业收入 (亿元) 及同比增速排名	- 21 -
图表 37: 2019 年细分子行业归母净利润 (亿元)	- 22 -
图表 38: 2019 年细分子行业扣非归母净利润增速	- 22 -
图表 39: 历年细分行业扣非归母净利润 (亿元) 及同比增速汇总表	- 22 -
图表 40: 2018-2019 年扣非归母净利润同比增速排名	- 23 -
图表 41: 年度及半年度细分子行业毛利率水平变化汇总表	- 24 -
图表 42: 细分子行业 2018-2019 年度毛利率	- 24 -
图表 43: 新能源汽车锂电产业链毛利率 (个股及行业)	- 25 -
图表 44: 新能源汽车整车及零部件毛利率 (个股及行业)	- 26 -
图表 45: 18-19 年细分子行业应收款项	- 29 -
图表 46: 2019 年细分子行业: 应收款项/营收	- 29 -
图表 47: 2018 年细分子行业经营性现金流净额 (亿)	- 29 -
图表 48: 细分子行业经营现金流净额 (亿元)	- 29 -

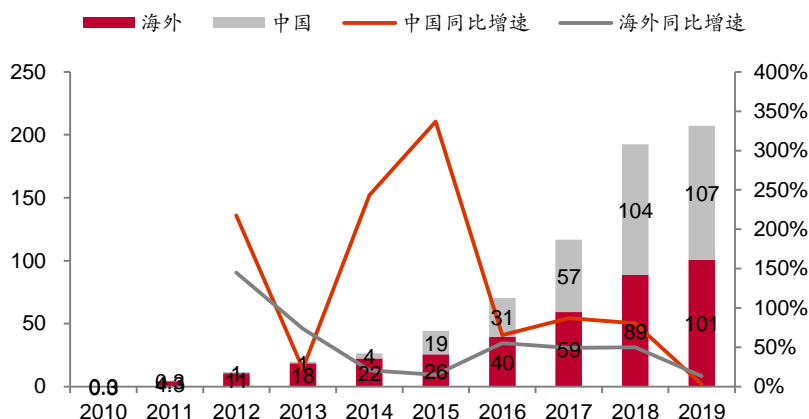
图表 49: 细分子行业投资性现金流净额 (亿元)	- 30 -
图表 50: 细分子行业存货 (亿元) 及同比变动	- 30 -
图表 51: 资产减值损失及同比 (亿元)	- 31 -
图表 52: 2019 年细分子行业研发费用 (亿元)	- 32 -
图表 53: 2019 年细分子行业研发费用/营业收入	- 32 -
图表 54: 2018-2019 年研发支出 (亿元)、研发支出占比及同比增速	- 33 -
图表 55: 新能源汽车产业细分子行业个股 2019 年业绩汇总 (亿元)	- 34 -
图表 56: 新能源汽车细分子行业 2020Q1 财务指标汇总	- 35 -
图表 57: 2020Q1 各细分板块营收同比增速对比	- 36 -
图表 58: 2020Q1 年各细分板块扣非净利润增速对比	- 37 -
图表 59: 细分子行业单季度毛利率水平	- 38 -
图表 60: 细分子行业行业应收款项及变动 (亿元)	- 38 -
图表 61: 2020Q1 经营性现金净流量净额及同比增速 (亿元)	- 40 -
图表 62: 投资活动现金流量净额 (亿元)	- 41 -
图表 63: 细分子行业存货及同比 (亿元, %)	- 41 -
图表 64: 新能源汽车产业细分子行业个股 2020Q1 业绩汇总 (亿元)	- 42 -

一、新能源汽车市场回顾

1.1 整车：短期受疫情影响，中长期电动化趋势不改

- 全球 2019 年新能源汽车乘用车增长 8%，中国增长趋缓。据 marklines，2019 年全球新能源乘用车销量约 208 万辆 (YOY+8%)，其中中国新能源乘用车销量 107 万辆，同比+3%；海外新能源乘用车 101 万辆，同比+13%；

图表 1：全球新能源乘用车销量（中国/海外）及同比增速

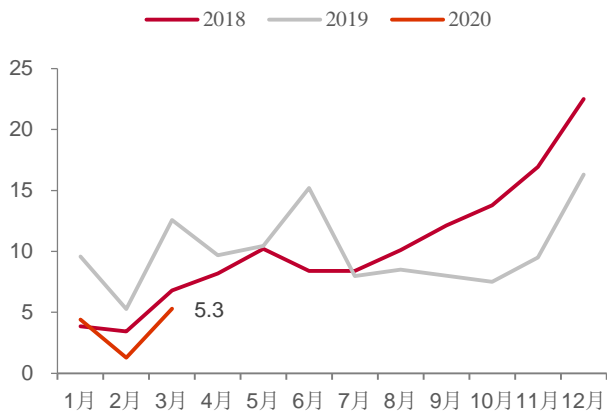


来源：公司公告，中泰证券研究所

国内：19 年增长放缓，2020Q1 疫情冲击，Q2 需求逐步恢复

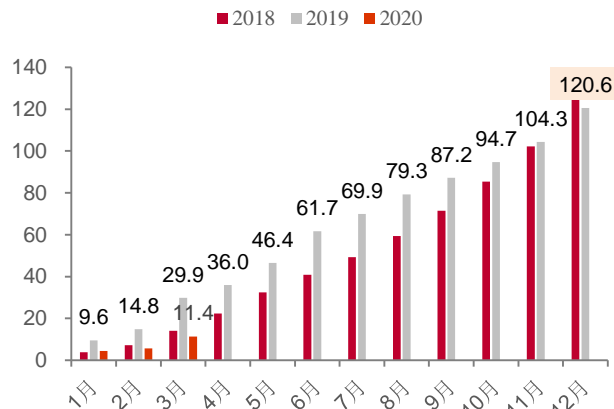
- 据中汽协，2019 年中国新能源汽车销量 121 万辆(含商用车)，同比-4%，下滑主要系 19 年补贴大幅退坡影响（考虑地补情况下，补贴退坡幅度达 70%）。2020Q1 国内受疫情冲击影响，新能源车累计产销量为 10.5/11.4 万辆，同比-60.2%/-56.4%；其中 3 月新能源车产销 5.0/5.3 万辆，同比-56.9%/-53.2%，环比+381.6%/+301.3%，国内疫情接近尾声，3 月开始产销逐月恢复。

图表 2：历年新能源车月度销量（万辆）



来源：中汽协，中泰证券研究所

图表 3：历年新能源车累计销量（万辆）



来源：中汽协，中泰证券研究所

图表 4：2020 年 3 月新能源车产销数据（万辆）

产量	新能源车合计	乘用车合计	EV 乘用车	PHEV 乘用车	商用车合计	EV 商用车	PHEV 商用车
19 年全年	124.2	109.1	87.7	21.4	15	14.2	0.5
19 年同比	-2.30%	2.00%	10.80%	-22.90%	-25.10%	-26.70%	-3.20%
20 年 Q1	10.5	9.4	6.7	2.7	1.1	1	0.1
累计同比	-60.20%	-61.50%	-63.80%	-54.60%	-44.10%	-42.10%	-68.40%
2020 年 3 月	5	4.4	3.3	1.1	0.5	0.5	0.03
环比	381.60%	361.00%	336.60%	457.00%	660.60%	607.60%	-
销量	新能源车合计	乘用车合计	EV 乘用车	PHEV 乘用车	商用车合计	EV 商用车	PHEV 商用车
19 年全年	120.6	106	83.4	22.6	14.6	13.7	0.5
19 年同比	-4.00%	0.70%	5.90%	-14.70%	-28.30%	-29.90%	-4.70%
20 年 Q1	11.4	10.2	7.3	2.8	1.3	1.2	0.06
累计同比	-56.40%	-57.40%	-60.20%	-48.00%	-45.50%	-44.40%	-63.80%
2020 年 3 月	5.3	4.7	3.5	1.2	0.6	0.6	0.03
环比	301.30%	298.60%	271.50%	400.90%	323.00%	308.40%	763.20%

来源：中汽协，中泰证券研究所

- 车型结构持续改善，纯电动 A 级车型占比提升。据乘联会，2019 年国内电动车销量 106.1 万辆（YOY+4%）。其中 BEV/PHEV 乘用车分别 85.4 万辆/20.7 万辆，分别同比+12%/-19%。纯电动 A00/A0/A/B 级车分别占比 27%/15%/54%/3%/1%，2020 Q1BEV/PHEV 销量分别为 9.4/2.1 万辆，分别同比-53%/-60%；

图表 5：历年乘用车车型销量占比

车型		2015	2016	2017	2018	2019	1Q20
纯电动	A00	63%	44%	69%	49%	27%	14%
	A0	24%	17%	7%	16%	15%	9%
	A	10%	38%	23%	33%	54%	53%
	B	3%	1%	1%	0%	3%	23%
	C	0%	0%	0%	2%	1%	0%
纯电动合计		64%	76%	81%	75%	80%	82%
插电混动	A0	0%	0%	0%	0%	1%	0%
	A	67%	51%	82%	70%	53%	38%
	B	32%	49%	18%	23%	32%	42%
	C	1%	1%	0%	6%	14%	20%
插电混动合计		36%	24%	19%	25%	20%	18%

来源：乘联会，中泰证券研究所

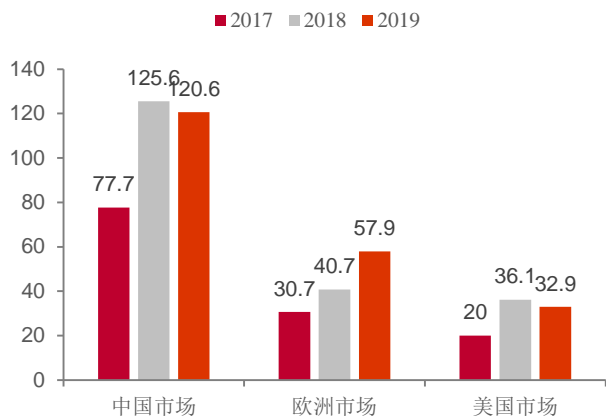
- 2020 年补贴政策出台，过渡期抢装效应不再，补贴延期 2 年。
2020 年 4 月 23 日，财政部、工信部、科技部、发改委联合发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》：
1) 补贴政策延长 2 年，补贴期限为 2020-2022 年，原则上补贴上限为 200 万辆；
2) 补贴退坡幅度：原则上，2020-2022 年分别较上一年退坡 10%、20%、30%；对于公共交通领域，2020 年补贴不退坡；2021-2022 年补贴分别在上一年基础上退坡 10%、20%；
3) 设置过渡期：2020.4.23-2020.7.22（3 个月）；符合 2020 年技术指标要求的销售上牌车辆，按 2020 年对应标准补贴（大部分相对于过渡期相较于 2019 年退坡 10%）；——2020 年电动车抢装效应不再。

4) 持续优化技术指标, 坚持“扶优扶强”: 乘用车补贴: ①动力电池系统能量密度门槛保持不变。(注重安全性); ②提高新能源汽车整车能耗要求。③提高纯电动乘用车续航里程门槛要求(高于300KM)。④新能源乘用车补贴前售价须在30万元以下(含30万元), “换电模式”车辆不受此规定。

海外: Q1 销量高增, 疫情影响体现在 Q2, 特斯拉逆势增长

- 欧洲销量持续提升, 美国整体相对平稳。2019 年海外市场电动车销量约 101 万辆 (YOY+13%)。
 - 1) 美国市场: 销量 33 万辆, 同比-9%, 销量整体略微下滑, 特斯拉占比提升;
 - 2) 欧洲市场: 销量 58 万辆, 同比+42%, 销量提升主要由于往年基数较低, 且多数国家补贴政策支持力度较大。
- 2020Q1 欧洲高增长, 美国稳健增长。
 - 1) 美国市场: 销量 8.43 万辆, 同比+8.9%;
 - 2) 欧洲市场: 多数国家传统燃油车销量下滑, 但新能源汽车销量大幅增长。2020Q1 同比大增, 主要系: 1) 欧洲碳排放政策实施、部分国家提高补贴标准(德国交通部 KBA 于 2020 年 2 月起实施新补贴, 相较于旧政策提升约 50%)、车企大力推动; 2) 去年同期基数低;

图表 6: 19 年欧洲新能源车销量同增 42% (万辆)



来源: Cleantechnica, 中泰证券研究所

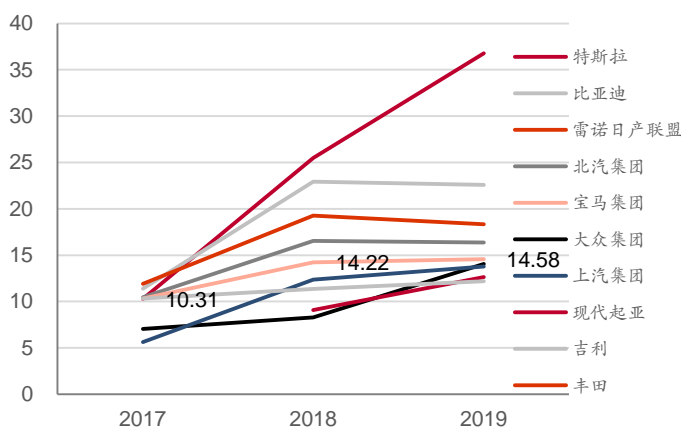
图表 7: 1Q20 部分欧洲国家销量大幅提升 (万辆)

排名	国家	1 月	2 月	3 月	累计	同比
1	中国	4.17	1.15	4.68	10.01	-58.4%
2	美国	3.35	3.16	1.91	8.43	8.9%
3	德国	1.95	2.14	0.51	4.60	98.8%
4	挪威	0.61	0.70	0.93	2.25	-3.9%
5	英国	0.87	0.46	1.33	2.66	102.5%
6	法国	1.49	1.37	0.75	3.61	125.1%
7	荷兰	0.36	0.13	0.23	0.72	-32.1%
8	瑞典	0.51	0.54	0.23	1.28	29.8%
9	韩国	0.08	0.29	0.17	0.53	-22.2%
10	日本	0.18	0.43	0.28	0.88	-21.0%

来源: Marklines, 中泰证券研究所

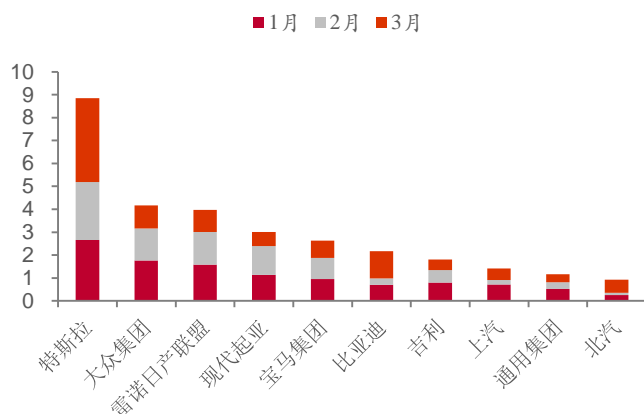
- 按车企看, 19 年特斯拉销量领先, 市占率 17.75%, 2020 年 Q1 逆势强劲增长: 全球车企排序看, 2019 年销量排名前五车企分别为: 特斯拉/比亚迪/雷诺日产/北汽/宝马, 分别为: 36.8 万/22.6/18.33/16.4/14.58 万辆; 其中特斯拉销量全球第一, 市占率高达 17.75%, 同比+44%, 2020Q1 特斯拉销量 8.85 万, 同比+40%;

图表 8: 17 年以来特斯拉销量增长速度最快 (万辆)



来源: EV Sales, 中泰证券研究所 (注: 按 19 年销量排名)

图表 9: 1Q20 特斯拉保持领先, 同比+40% (万辆)



来源: Marklines, 中泰证券研究所 (注: 按 1Q20 累计销量排名)

- 按车型看: 2017-2019 年畅销电动车型排名变化较大, 优质电动车销量快速提升。2019 年销量特斯拉 Model 3 销量 30.01 万辆, 同比 +105.82%, 自 2018 年推出连续 2 年成为全球最畅销电动车型。2020Q1 销量 6.56 万辆, 同比+5.9%, 保持领先。2020 年 Q1 新款雷诺 Zoe 销量 2.09 万辆 (YOY+82.5%) (欧洲最畅销车型之一)。

图表 10: 历年全球电动车销量 (万辆) 前十排名

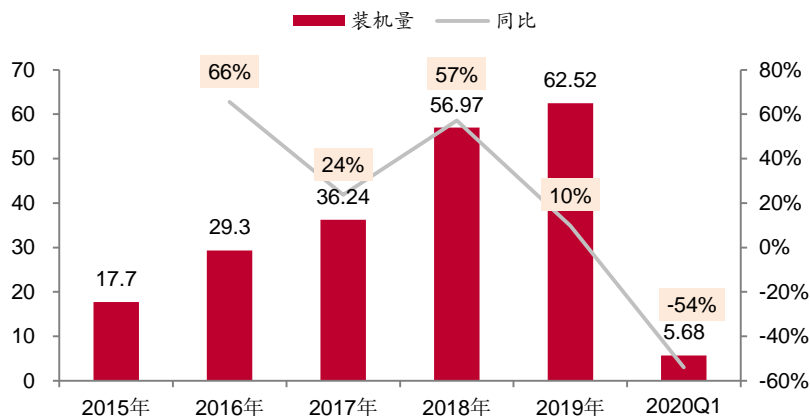
排名	2019		2018		2017		2020Q1 (marklines)		
	车型	销量	车型	销量	车型	销量	车型	销量	同比
1	Model 3	30.01	Model 3	14.58	北汽 EC 系列	7.81	Model 3	6.56	6%
2	北汽 EU 系列	11.1	北汽 EC 系列	9.06	Model S	5.47	北汽绅宝 D50	0.39	-80%
3	尼桑 Leaf	6.99	尼桑 Leaf	8.71	丰田普锐斯	5.08	尼桑 Leaf	1.63	-20%
4	比亚迪元	6.78	Model S	5	尼桑 Leaf	4.72	比亚迪元	0.37	-85%
5	上汽宝骏 E	6.01	Model X	4.93	Model X	4.65	宝骏 E100	0.33	-68%
6	宝马 530e	5.11	比亚迪秦	4.75	知豆 D2	3.23	雷诺 ZOE	2.09	83%
7	三菱欧蓝德	4.96	江淮 iEV	4.66	雷诺 Zoe	3.19	三菱欧蓝德	0.82	-28%
8	雷诺 Zoe	4.68	比亚迪 e5	4.63	宝马 i3	3.14	奇瑞 eQ1	0.23	-76%
9	现代 Kona	4.44	丰田普锐斯	4.57	比亚迪宋	3.09	宝马 i3	0.55	-40%
10	宝马 i3	4.18	三菱欧蓝德	4.19	雪佛兰 Bolt	2.8	现代 Kona	0.52	-35%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

1.2 锂电中游：市场集中度提升，中游龙头强者恒强

- 从动力电池装机量看，单车带电量提升。据 GGII，2019 年动力电池装机量为 62.5GWh (YOY+9.74%)，单车带电量提升情况下，电池装机增速高于整车产销增速。2020Q1 累计装机 5.68GWh，受疫情影响同比下滑 54%。

图表 11：2018-2020 年 Q1 国内动力电池装机量及变化 (GWh)



来源：GGII，中泰证券研究所

- 动力电池集中度持续提升，强者恒强。2019 年 CATL 动力电池装机 33.27GWh (国内)，市占率从 2018 年 42.6%提升至 53.1%。从全球角度看，19 年 CATL/松下/LG 化学市占率分别为 28%/25%/12%，行业市场份额保持领先，CR3 的占比提升至 65.42%。2020 年 1-3 月 CATL 国内装机量分别为 1.33/0.26/1.2GWh，累计达 2.8GWh，同比 -46.9%，占比 49.3%，持续保持市场份额第一。

图表 12：2018-2019 年全球动力电池装机量 Top5 企业 (GWh)

序号	2019 年			2018 年		
	企业	装机	占比	企业	2018 年	占比
1	宁德时代	32.31	28.04%	宁德时代	23.52	22.64%
2	松下	29.11	25.27%	松下	22	20.75%
3	LG 化学	13.95	12.11%	比亚迪	11.44	13.21%
4	比亚迪	10.78	9.36%	LG 化学	8	7.55%
5	三星 SDI	4.02	3.49%	SDI	4.51	4.25%

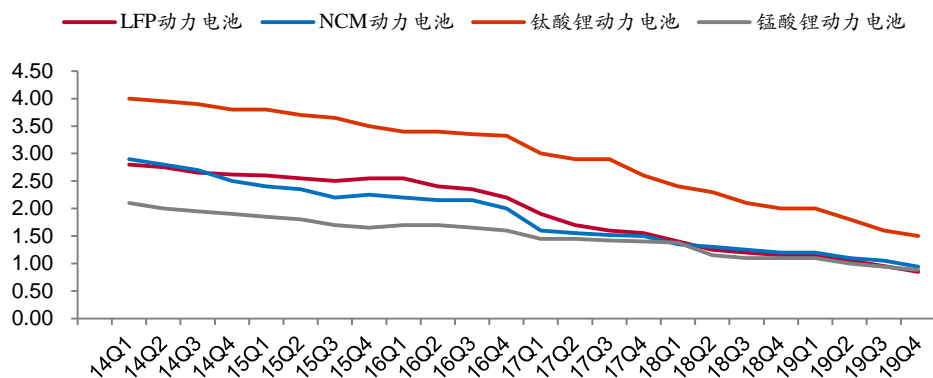
来源：公司公告，GGII，中泰证券研究所

图表 13：2018-1Q20 国内动力电池装机量 Top5 企业 (GWh)

2020 年一季度					2019 年				2018 年			
排名	企业	装机量	占比	集中度	企业	装机量	占比	集中度	企业	装机量	占比	集中度
1	CATL	2.8	49.30%	CR3:77.46%	CATL	33.27	53.10%	CR3:75.90%	CATL	23.45	42.60%	CR3:68.80%
2	比亚迪	0.99	17.43%		比亚迪	10.89	17.40%		比亚迪	11.33	20.60%	
3	LG 化学	0.61	10.74%	CR5:86.44%	国轩高科	3.37	5.40%	CR5:81.70%	国轩高科	3.07	5.60%	CR5:75.90%
4	松下	0.26	4.58%		力神	1.95	3.10%		力神	2.02	3.70%	
5	国轩高科	0.25	4.40%		亿纬锂能	1.69	2.70%		孚能	1.89	3.40%	

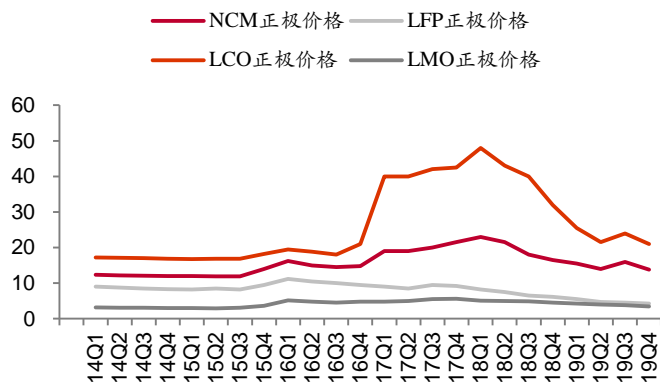
来源：公司公告，GGII，中泰证券研究所

图表 14: 动力电池价格 (元/wh)



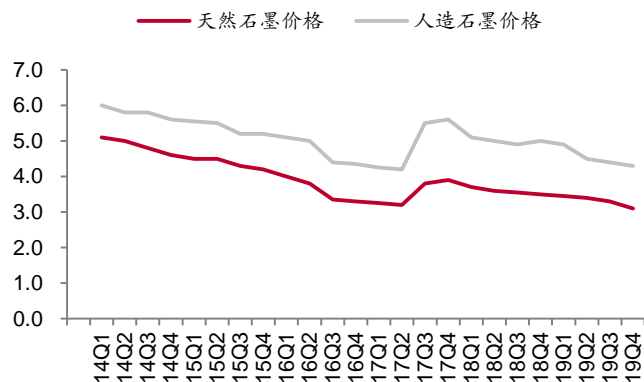
来源: GGII, 中泰证券研究所

图表 15: 正极材料价格 (万元/吨)



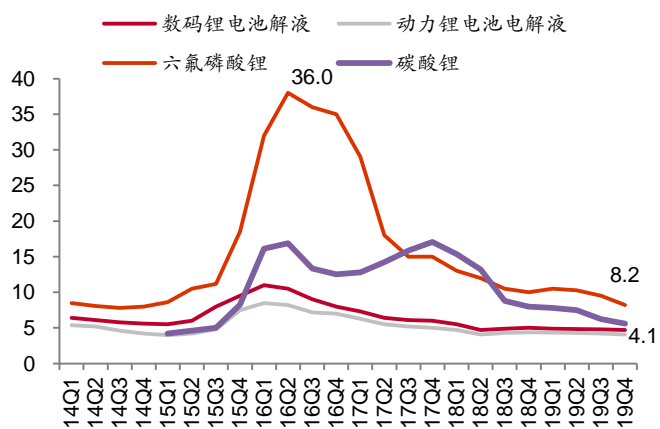
来源: GGII, 中泰证券研究所

图表 16: 负极材料价格 (万元/吨)



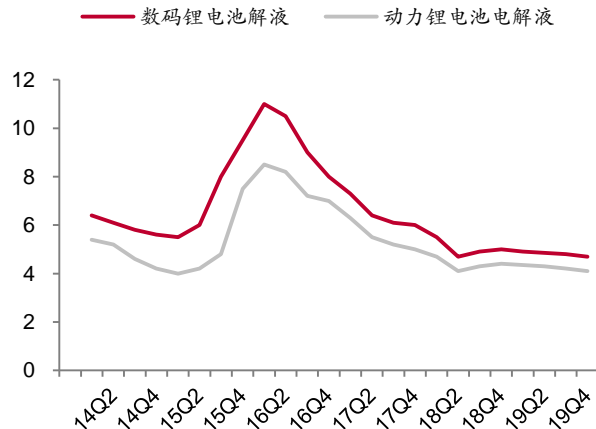
来源: GGII, 中泰证券研究所

图表 17: 电解液/6F/碳酸锂价格 (万元/吨)



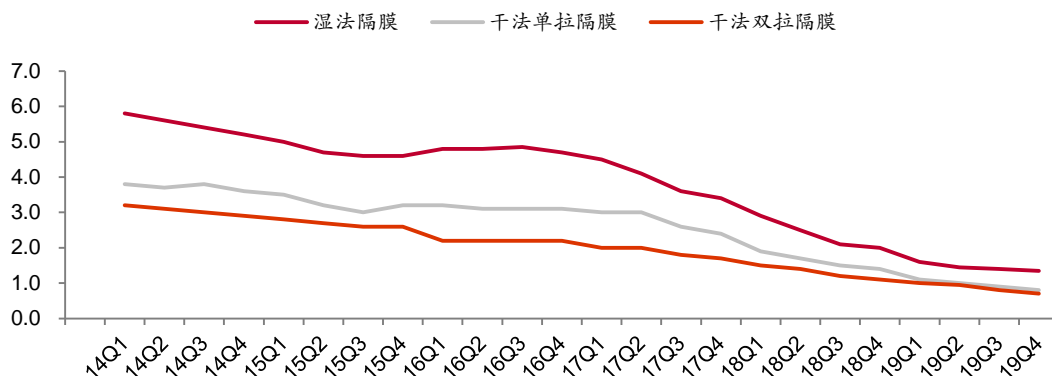
来源: GGII, 中泰证券研究所

图表 18: 电解液 (万元/吨)



来源: GGII, 中泰证券研究所

图表 19: 隔膜价格 (元/平米)

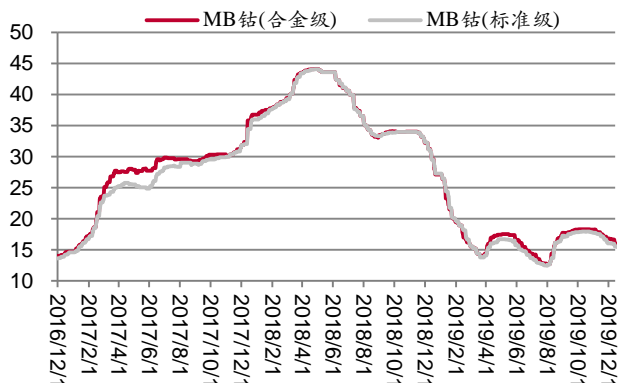


来源: GGII, 中泰证券研究所

1.3 上游资源: 19 年价格大幅下跌, 20Q1 底部震荡

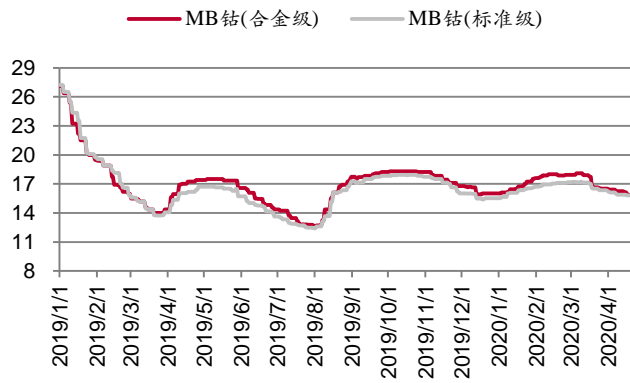
- 1、钴资源: 2019 年钴资源价格波动较大, 2020Q1 低位震荡
 - 1) 2019. 1. 1-2019. 12. 31, MB 标准级钴均价从 27.25 美元/磅跌至 15.525 美元/磅, 跌幅 43.03%。
 - 2) 19 年最大跌幅 54%: 2019.1.1-2019.6.28, MB 钴标准级均价从 27.25 美元/磅下跌至 13.65 美元/磅, 整体跌幅达 50%; 2019.8.1MB 钴标准级均价 12.425 美元/磅, 自年初跌幅达 54%;
 - 3) 2019.8.2 开始企稳反弹, 后维持在 15-17 美元/磅低位震荡。
 - 4) 2020. 1. 1-2020. 3. 10, 钴价底部企稳回升, 主要系: 1) 钴价跌到部分矿企成本价附近, 下跌空间不大; 2) 嘉能可宣布 Mutanda 停产, 供给端边际减少; 3) 2 月-3 月, 因疫情停工且影响运输供给受限, 钴价底部上涨;
 - 5) 2020. 3. 10 之后, 钴价略下降, 低位震荡。一方面受疫情影响, 消费电子及汽车动力需求下滑, 存在供给过剩, 钴价低位震荡。预计在 2020Q3, 若疫情接近尾声, 智能手机新机型推出及动力电池需求提升, 将推动钴价企稳有所回升。

图表 20: MB 钴历史报价 (美元/磅)



来源: MB 英国金属导报, 中泰证券研究所

图表 21: 2019-2020Q1 钴 MB 报价 (美元/磅)



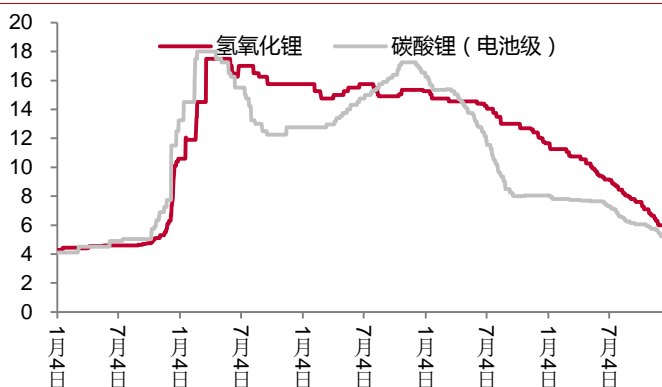
来源: 中华商务网, 中泰证券研究所

■ 2、锂资源：2019 年锂资源价格单边下行

(1) 2019 年锂资源大幅下降。2019 年氢氧化锂价格从年初的 11.65 万/吨下降至年末的 6.00 万/吨，**全年跌幅 48.50%**；碳酸锂从 8.05 万/吨下降至 4.95 万/吨，**全年跌幅 38.51%**。价格大幅下降，主要系供需过剩，供给端盐湖锂及锂盐厂商产能逐步释放，需求端国内新能源汽车销量不及预期，动力电池装机个位数增长，导致供给过剩。其中氢氧化锂价格与碳酸锂价差逐渐收敛。

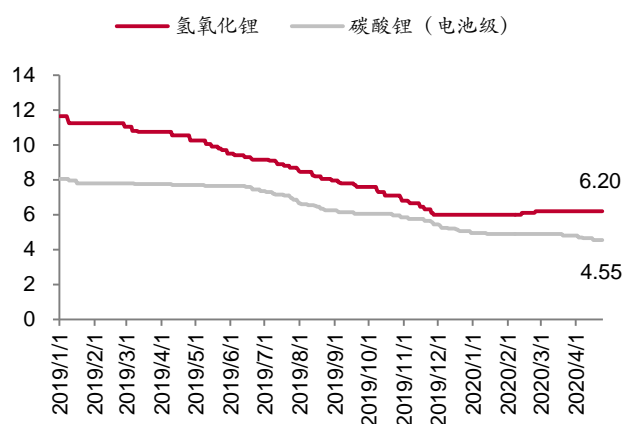
(2) 2020Q1 氢氧化锂价格稳定，碳酸锂价格持续下降，低位震荡。2020Q1 氢氧化锂价格略微回升，2020.1.1-2020.4.24，氢氧化锂价格从 6 万/吨，略微上涨至 6.2 万元/吨，累计**涨幅 3.33%**。碳酸锂价格持续下跌，从 4.95 万/吨，跌至 4.55 万元/吨，累计**跌幅 7.14%**。

图表 22：锂资源（万元/吨）



来源：MB 英国金属导报，中泰证券研究所

图表 23：锂资源（万元/吨）



来源：中华商务网，中泰证券研究所

图表 24：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				产能利用率			2019年市场集中度			2018市场集中度			2017市场集中度		
		2019H2	2019年	2018N	2017	2019年	2018年	2017年	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		28.2%	28.2%	31.3%	34.4%	29%	34%	31%	CR3:75.8% CR5:81.6%	CATL	53.05%	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	17.36%		比亚迪	20.3%		比亚迪	16.1%
										国轩高科	5.37%		国轩高科	5.3%		沃特玛	6.0%
										力神	3.12%		力神	3.7%		国轩高科	5.7%
										亿纬锂能	2.70%		孚能科技	3.6%		比克电池	4.3%
正极材料	LFP正极	18.8%	19.3%	20.0%	22%	14%	17%	CR3:54.06% CR5:58.55%	德方纳米	28.96%	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	14.88%		贵州安达	9.9%		湖南升华	14.7%	
									湖南裕能	10.22%		北大先行	9.4%		北大先行	8.7%	
									北大先行	4.49%		贝特瑞	9.1%		斯特兰	5.0%	
									贵州安达	4.37%		天津斯特拉	3.4%		德方纳米	4.7%	
	NCM正极	18.8%	19.3%	20.0%	34%	36%	30%	CR3:34.82% CR5:53.53%	容百锂电	12.21%	CR3:30.5% CR5:47.1%	长远锂科	10.3%	CR3:33.5% CR5:49.4%	宁波容百	12.9%	
									长远锂科	11.43%		宁波容百	10.2%		长远锂科	11.0%	
									振华新材料	11.17%		当升科技	9.9%		湖南杉杉	9.6%	
									厦门钨业	9.35%		振华新材料	8.8%		当升科技	8.8%	
									天津巴莫	9.35%		湖南杉杉	7.8%		厦门钨业	7.1%	
负极材料	人造石墨	33.2%	31.4%	30.6%	49%	44%	42%	CR3:63.12% CR5:79.32%	江西紫宸	22.35%	CR3:61% CR5:76%	江西紫宸	24.4%	CR3:60% CR5:70%	江西紫宸	28%	
									东莞凯金	21.20%		东莞凯金	18.9%		上海杉杉	23%	
									宁波杉杉	19.56%		上海杉杉	17.9%		深圳斯诺	10%	
									贝特瑞	11.30%		贝特瑞	9.0%		贝特瑞	7%	
									中科星城	4.90%		长沙星城	6.2%		翔丰华	3%	
	天然石墨	33.2%	31.4%	30.6%	41%	42%	42%	CR3:77% CR5:87.4%	贝特瑞	63.28%	CR3:79% CR5:91%	贝特瑞	57.1%	CR3:75% CR5:86%	贝特瑞	52%	
									翔丰华	7.63%		上海杉杉	15.2%		上海杉杉	15%	
									宁波杉杉	6.10%		长沙星城	7.0%		江西正拓	7%	
									中科星城	5.39%		江西正拓	5.8%		翔丰华	6%	
									江西正拓	4.98%		翔丰华	5.6%		长沙星城	5%	
隔膜	湿法	50.2%	48.7%	49.5%	35%	35%	30%	CR3:67.6% CR5:78.94%	上海恩捷	44.11%	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	12.24%		苏州捷力	11.5%		苏州捷力	20.5%	
									中锂	11.22%		中锂	7.7%		中锂	16.7%	
									星源材质	7.90%		沧州明珠	4.9%		重庆纽米	6.3%	
									沧州明珠	3.47%		鸿图	4.2%		金辉高科	5.8%	
	干法	50.2%	48.7%	49.5%	27%	30%	40%	CR3:57.4% CR5:78%	星源材质	31.41%	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	14.51%		中兴新材	16.3%		沧州明珠	11.6%	
									中兴新材	11.52%		惠强能源	12.8%		河南义腾	9.3%	
									中科科技	10.47%		沧州明珠	12.4%		中科科技	9.0%	
									沧州明珠	10.02%		中科科技	8.8%		重庆纽米	4.0%	
电解液（动力）		26.9%	26.5%	25.7%	36.2%	42%	44%	54%	CR3:59% CR5:75%	天赐材料	25.56%	CR3:60.3% CR5:69.4%	天赐材料	28.8%	CR3:49.5% CR5:64.2%	天赐材料	28.2%
										新宙邦	17.84%		新宙邦	18.4%		国泰华荣	15.0%
										国泰华荣	10.44%		国泰华荣	13.1%		新宙邦	14.3%
										珠海赛纬	6.27%		汕头金光	4.8%		珠海赛纬	6.7%
										香河昆仑	3.69%		东莞杉杉	4.3%		香河昆仑	6.6%

来源：公司公告，高工锂电，中泰证券研究所整理

备注：更新至 2019 年全年（2020Q1 数据待发布）

- 总结来看，2019 年全年看，锂电池中游主要呈现出如下特点：
- 1) 竞争格局：锂电池及材料龙头份额持续提升。
 - ①锂电池：呈现出一超多强格局，宁德时代份额从 2018 年的 41.2% 提升至 2019 年的 53.1%；而二三线电池企业加速被行业淘汰。
 - ②隔膜：湿法隔膜，上海恩捷，市占率从 18 年的 36% 提升至 44.11%；干法隔膜，星源材质占比由 18 年的 22.5% 提升至 31.41%。
 - ③负极材料：人造石墨，江西紫宸 19 年占比 22.35%、东莞凯金占比 21.20%；天然石墨，贝特瑞从 18 年的 57.1% 提升至 19 年的 63.28%（预计与供应松下有关）；
 - ④正极材料环节：LFP 正极以德方纳米（19 年占比 28.96%，提升 4.96%）、贝特瑞份额上升较快（从 9.1% 提升至 14.88%）；三元正极材料，容百科技从 18 年的 10.2% 提升至 19 年的 12.21%，排名升至第一。
 - ⑤电解液：动力用电解液市场集中度提升，前三占比由 18 年的 49.5% 提升至 19 年的 60.3%，以天赐、新宙邦、江苏国泰为主。
- 2) 产业链盈利：在补贴持续退坡，全产业承担成本下降压力下，19 年多数行业毛利率下滑，仅正极材料与电解液环节实现略增。

二、分析范围及方法

- 本文主要是对新能源汽车板块 2019 年报及 2020 年 Q1 的财报进行总结分析，分析的对象精选了新能源汽车板块的 47 家上市公司，其中包括 2 家新三板（杉杉能源、贝特瑞）。为了更好地剖析新能源汽车产业链中上中下游各细分环节的经营情况，我们根据公司主营业务划分为 13 个细分行业：上游资源（锂、钴资源）、铜箔、正极、负极、锂电设备、六氟磷酸锂、电解液、隔膜、锂电池、机电电控及其他零部件、新能源零部件、整车。
- 一方面，新能源汽车政策有所调整，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、应收账款与应收票据等指标）；
 - ③研发投入（研发增速、研发占比等）

图表 25：2019 年度及 2020 年 Q1 财报分析标的

细分行业	代码	股票名称	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	负极	600884.SH	杉杉股份	机电电控及其零部件	300681.SZ	英搏尔
	002460.SZ	赣锋锂业		835185.OC	贝特瑞		300124.SZ	汇川技术
	002497.SZ	雅化集团		603659.SH	璞泰来		300745.SZ	欣锐科技
钴资源	603799.SH	华友钴业		300035.SZ	中科电气		002851.SZ	麦格米特
	300618.SZ	寒锐钴业	002812.SZ	恩捷股份	002196.SZ	方正电机		
铜箔	600110.SH	诺德股份	隔膜	300568.SZ	星源材质		002249.SZ	大洋电机
	688388.SH	嘉元科技		002108.SZ	沧州明珠		300484.SZ	蓝海华腾
锂电池	300750.SZ	宁德时代	六氟磷酸锂	002407.SZ	多氟多	新能源零部件	601689.SH	拓普集团
	002074.SZ	国轩高科		002759.SZ	天际股份		603596.SH	伯特利
	300014.SZ	亿纬锂能	电解液	002709.SZ	天赐材料		600885.SH	宏发股份
	300438.SZ	鹏辉能源		300037.SZ	新宙邦		002050.SZ	三花智控
正极	300073.SZ	当升科技	锂电设备	300340.SZ	科恒股份	整车	002850.SZ	科达利
	835930.OC	杉杉能源		300450.SZ	先导智能		002594.SZ	比亚迪
	002340.SZ	格林美		300457.SZ	赢合科技		600066.SH	宇通客车
	688005.SH	容百科技		688006.SH	杭可科技		600733.SH	北汽蓝谷
	300769.SZ	德方纳米			600418.SH		江淮汽车	
合计	47							

来源：Wind，中泰证券研究所

备注：1、正极材料中，年报及半年报分析采用的杉杉能源（三板）数据；季报 2020Q1 总结由于三板不披露季报，故 2019Q1 采用杉杉股份数据作为替代；2、由于北汽蓝谷（纯电动整车）及恩捷股份均为 2018 年实现收购与并表，嘉元科技、杭可科技、容百科技于 2019 年上市，故涉及到部分同比数据考虑到口径一致，予以剔除；

三、2019 年财报总结：中游锂电龙头稳健，上游盈利下滑，现金流大幅改善

3.1 行业整体：补贴退坡行业承压，优质龙头表现突出

■ 2019 年度板块营收高增长，但盈利能力有所下滑

1) 整体营收：2019 年新能源汽车板块整体营收 4378 亿元，同比增长 +7% (2018\2017\2016 年同比增速分别为 23.47%\13.01%\30.62%)；由于整车环节营收较大，剔除整车环节，营收 2087 亿元，同比+15.48%。
(备注：整体法下，为了简化分析，选取上市公司总营业收入，未剔除其他不相关业务)；

2) 净利润：

①**从归母净利润看**，2019 年板块整体归母净利润 140.55 亿元，同比 -41.90%，如果剔除掉整车环节，2018 年板块归母净利润为 103.02 亿元，同比-47.82%。

②**从扣非归母净利润看**，2019 年板块整体为 62.17 亿元，同比-59.28% (2018\2017\2016 年分别同比变动-37.59% \+2.79%\+136.66%)；剔除整车后为 62.93 亿元，同比-59.41%。

由于天齐锂业计提减值损失 53.1 亿元 (主要系收购 SQM 减值)，如果剔除天齐锂业减值损失影响，(不含整车)行业归母净利润/扣非归母净利润分别为 156.12/116.03，同比增速分别为：-20.92%/-25.17%；利润下滑主要系 2019 年新能源汽车需求不足，同时产业链价格及毛利率下降带来盈利能力下降。

3) 行业整体毛利率：2019 年 22.6%，同比变动-0.5 个 PCT。不含整车毛利率为 27.1%，同比-4 个 pct；(该毛利率已剔除非新能源汽车相关业务影响(整车，其他零部件除外))；

5) 行业整体 ROE：为 4.90%，同比-4.31 个 pct；

6) 行业期间费用率为 14.8%，期间费用率同比提升 0.61 个 pct；

7) 行业现金流大幅改善。行业经营活动现金净额 500.22 亿元，同比增长+51.90%；

8) 行业应收款项改善，同比-12%；存货净额同比增长 12.58%，截止 2019 年底行业存货增长。

9) 资产减值损失计提 136.3 亿元，同比增速+40.98%；其中锂资源天齐锂业计提 53.1 亿元，主要系锂资源价格大幅下跌，同时收购 SQM 股价下跌。锂电池/整车/正极/6F/分别计提 25.8/11.6/9.1/8.5 亿元，在 2019 年新能源汽车行业增长停滞下，产业链端部分电池厂、整车企业资金压力大，面临资产重组或破产，对锂电中游应收账款回收困难，同时产品价格下降带来库存减值损失，影响行业盈利情况。

图表 26：2019 年新能源汽车板块业绩梳理

细分行业	营收水平 (亿)	营收 同比增速	扣非归母净 利润(亿)	扣非归母净 利润同比增 速	资产减值损 失(亿元)	毛利率(剔 除非相关)	毛利率同 比变动	ROE	ROE同比 变动pct	期间费 率	期间费用率 同比变动 pct	经营活动现 金净额 (亿)	资产负债 率	应收账款+ 应收票据占 比营收	应收账款+应 收票据同比 变动	存货净额 同比变动
锂资源	133.8	-6.5%	-55.8	-271.8%	-56.5	32.3%	-16.6%	-23.3%	-44.4%	8.5%	0.36%	33.1	69%	13%	-44%	17%
钴资源	206.3	19.7%	0.7	-96.6%	-3.6	10.7%	-26.7%	1.1%	-24.4%	7.3%	-2.74%	28.1	56%	6%	-38%	-33%
铜箔	36.0	3.5%	1.8	-23.2%	-1.5	25.4%	1.5%	5.8%	-4.2%	16.7%	1.56%	8.0	49%	22%	-28%	-30%
正极	202.2	1.1%	7.3	-52.6%	-9.1	19.3%	-0.6%	4.5%	-6.8%	12.7%	0.25%	19.6	47%	28%	-22%	5%
负极	188.0	11.9%	13.0	7.1%	-4.2	31.4%	0.8%	8.6%	-4.5%	16.5%	0.77%	20.1	47%	34%	-12%	-9%
隔膜	55.5	5.8%	1.9	-77.7%	-0.8	49.5%	0.8%	12.5%	-3.1%	17.1%	1.52%	11.0	52%	57%	-5%	16%
电解液	50.8	19.7%	3.2	3.7%	-1.8	26.5%	0.8%	5.0%	-9.3%	19.3%	-0.60%	5.4	39%	36%	-27%	-9%
六氟磷酸锂	46.6	-3.0%	-8.1	149.5%	-8.5	14.8%	-6.8%	-5.7%	-8.8%	19.9%	1.89%	0.3	50%	34%	-16%	-12%
锂电池	604.7	45.2%	52.1	29.9%	-25.8	28.2%	-3.1%	12.2%	0.7%	14.9%	-1.34%	141.2	59%	57%	12%	52%
锂电设备	95.1	2.3%	11.7	-19.0%	-4.9	39.7%	0.8%	9.9%	-5.3%	18.9%	3.71%	7.2	50%	57%	3%	-3%
电机电控	214.5	7.0%	8.6	-4.8%	-6.2	19.1%	-5.3%	5.8%	11.8%	20.9%	1.29%	27.3	42%	34%	-36%	13%
其他零部件	291.1	2.9%	30.1	4.0%	-2.2	32.1%	1.1%	13.0%	-0.8%	15.8%	0.98%	60.3	36%	38%	-6%	2%
整车	2291.7	0.3%	-0.8	-68.0%	-11.6	18.2%	1.1%	3.9%	-0.8%	13.8%	0.63%	139.3	67%	36%	-14%	17%
行业整体	4378.9	7.0%	63.9	-64.2%	-136.3	22.6%	-0.5%	4.9%	-4.3%	14.4%	0.44%	496.1	57%	37%	-12%	13%
整体(不含车)	2087.3	15.5%	64.7	-64.3%	-124.7	27.1%	-4.0%	5.4%	-3.8%	15.0%	0.09%	356.8	46%	37%	-9%	10%

来源：Wind，中泰证券研究所

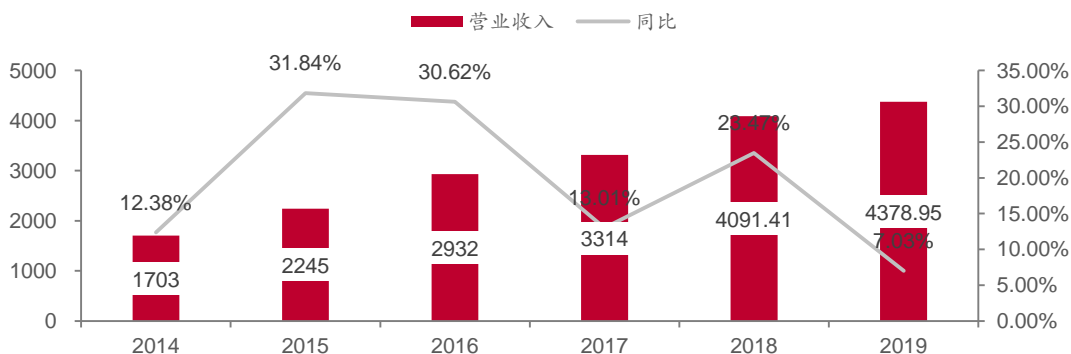
说明：1、本表数据口径按照上市公司所有业务的营收、净利润数据；毛利率仅包含新能源汽车相关业务毛利率。

■ **小结：**新能源汽车板块营收增速保持稳定，但行业盈利承压，净利润大幅下滑。

1) 行业营收同比保持增长，主要系：1) 2019 年虽然国内新能源汽车增长停滞，但全球新能源汽车销量保持增长。且车型升级明显，整车单车带电量提升下动力电池装机量高于汽车销量增速。同时国内锂电池产业链逐步通过供货海外动力电池厂商进入国际车企供应链，在价格下降情况下以量补价，实现正增长。

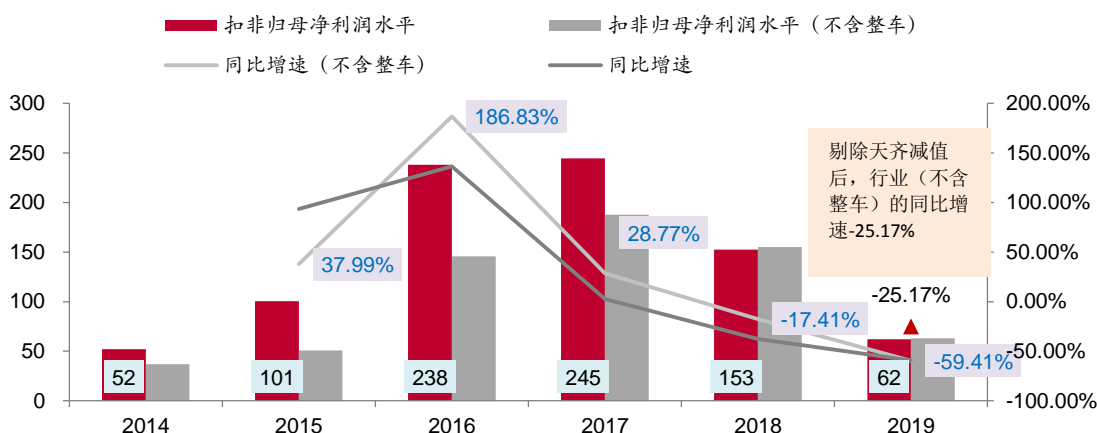
2) 行业扣非归母净利润下降，主要系：其一，2019 年补贴大幅退坡，产业链整体承担成本下降压力；其二，从供需层面，19 年消费电子需求疲软，动力国内增长放缓，上游钴锂资源供给过剩，价格大幅下降（钴价年降幅 43%；氢氧化锂年降幅 48.5%）；产业链盈利能力在 2019 年大幅下滑。其三，产业链上游天齐锂业计提大额减值损失 53 亿，剔除其影响，行业扣非利润下滑-25.17%。

总体看：中游锂电池及材料龙头、以及部分核心零部件呈现龙头强者恒强，份额持续提升格局。特别是宁德时代通过份额提升，盈利高增长。

图表 27：历年新能源汽车板块营收及增速（单位：亿元）


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 28: 历年新能源汽车扣非归母净利润及增速 (亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

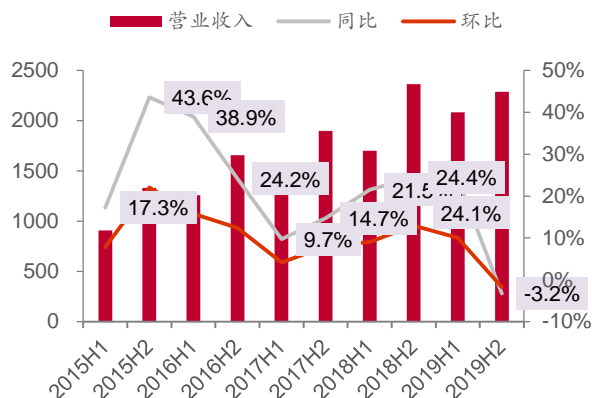
- 半年度维度看, 2019 年上半年抢装效应明显, 行业同比高增; 下半年补贴大幅退坡, 2019Q3 需求疲软。

1) 从收入水平看: 2019H1\H2 营收分别为 2082.08 \2231.30 亿元, 分别同比+24.07%\-3.22%。剔除整车影响 2019 年上半年\下半年营收分别为 965.65 \1109.87 亿元, 同比+23.90%\+8.2%。其中上半年高增速, 主要系 2019.1.1-2019.3.26 沿用 2018 年补贴, 2019.3.26-2019.6.25 为过渡期 (含地方补贴), 过渡期后补贴整体相较于 2018 年退坡 70% (取消地补), 故 2019 年上半年抢装效应明显, 行业营收同比高增。

2) 从净利润水平看, 2019H1\H2 归母净利润分别为 118.14 亿\17.62 亿元, 分别同比-7.90%\-83.64%。扣非归母净利润 2019H1\H2 分别为 88.61 亿\23.59 亿, 分别同比-18.82%\-144.99%。若剔除整车端影响, 扣非归母净利润分别同比-33.47%\-122.11%; 剔除因大额减值损失干扰后 (2019H2 天齐计提大额减值损失 53 亿元, 2018H2 大洋电机计提 26.7 亿减值损失), 2019H1\2019H2 扣非归母净利润 (不含整车) 分别为 70.55\51 亿元, 同比-17.16%\-24.85%;

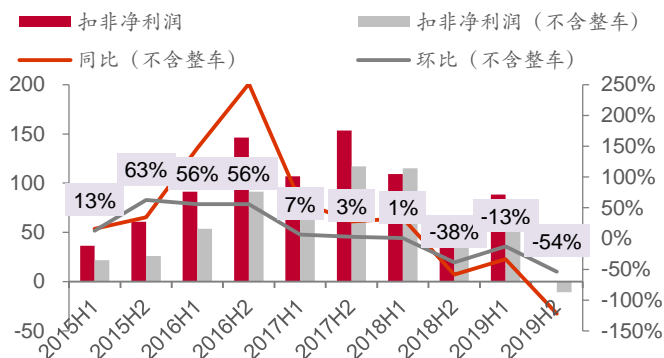
(备注: 2018H1 扣非归母净利润同比大增。钴价 2018 年先扬后抑, 2018 年上半年仍处于上涨阶段, 钴资源端企业盈利 2018 年 H1 同比大增 153%。而 2018H2 归母净利润下滑明显, 主要系钴、锂资源端价格大幅下降带来盈利下滑)

图表 29：半年度营收及增速（单位：亿元）



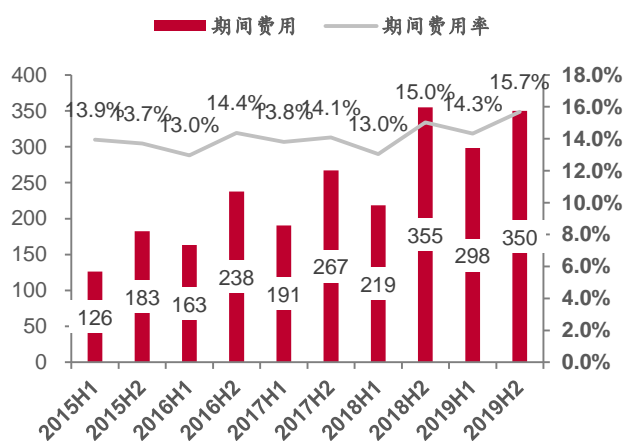
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 30：半年度扣非归母净利润及增速（单位：亿元）



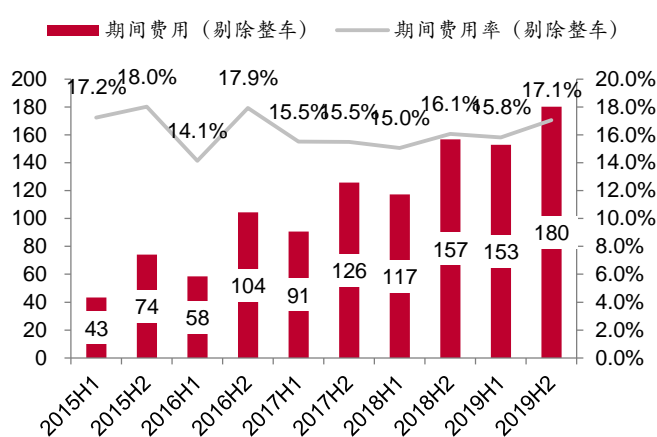
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 31：行业期间费用及费率（亿元，含整车）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 32：行业期间费用及费率（亿元，不含整车）



来源：wind，中泰证券研究所

期间费用率同比有所提升。2019 年行业整体（包含整车）期间费用率为 14.95%；剔除整车后费用率为 16.26%，同比提升 0.79 个百分点；其中，2019 年期间费用大幅提升，主要系锂资源端天齐锂业因作价 40.66 亿美元收购全球最大碳酸锂生产厂商 SQM，带来财务费用增加，期间费用 15.58 亿元，同比增长 330%。若剔除天齐锂业影响，2019 年行业期间费用率 15.04%，同比增加 0.44 个 pct；

3.2 细分子行业：盈利分化，中游盈利稳定，上游盈利下滑

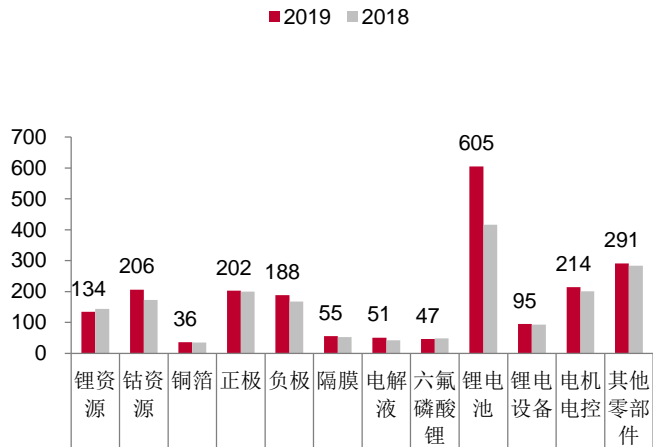
■ 盈利能力：

(1) 从营收来看，2019 年新能源汽车细分子行业营收除了整车、电机电控及其零部件有所下滑外，其余均呈增长态势。从营业收入增速看，细分子行业增速由高至低依次为：锂电池(45.15%)>钴资源(19.72%)>电解液(19.67%)>负极(11.94%)>电机电控(7.00%)>隔膜(5.80%)>铜箔(3.49%)>其他零部件(2.87%)>锂电设备(2.34%)>正极(1.05%)>整车(0.34%)>六氟磷酸锂(-3.00%)>锂资源(-6.54%)；

分析：锂电池高增，主要系宁德时代 2019 年贡献大，19 年收入 457 亿 (YOY+54.63%)；钴资源维持高增，主要是华友钴业贡献，19 年收入主要系格林美收入 188.5 亿 (yoy+30%)；(具体参考下文图表)

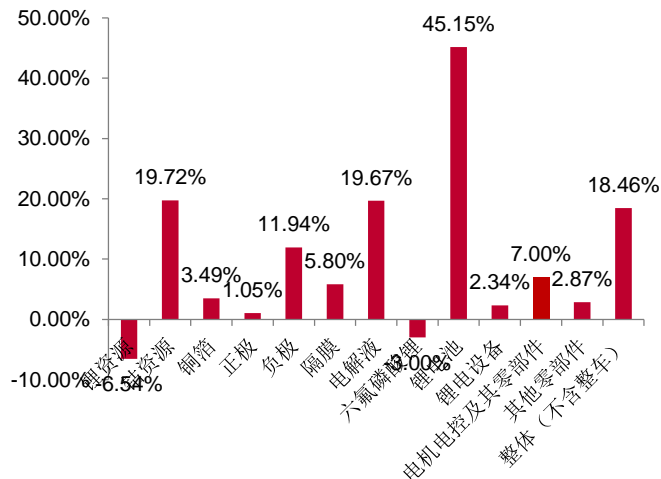
从细分行业营收水平看，营收水平从高到低分别为：整车(2291.69 亿)>锂电池(604.67 亿)>其他零部件(291.14 亿)>电机电控(214.46 亿)>钴资源(206.32 亿)>正极(202.18 亿)>负极(187.98 亿)>锂资源(133.79 亿)>锂电设备(95.07 亿)>隔膜(55.48 亿)>电解液(50.79 亿)>六氟磷酸锂(46.62 亿)>铜箔(35.96 亿)。

图表 33：细分子行业年度营收（单位：亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 34：2019 年细分子行业营收增速 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 35: 历年细分子行业营收及同比增速汇总表 (截止 2019.12.31)

细分子行业	营收 (亿元)				同比增速			
	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
锂资源	133.79	143.15	122.12	83.28	-6.54%	17.22%	46.64%	82.47%
钴资源	206.32	172.33	111.18	56.32	19.72%	55.00%	97.40%	13.54%
铜箔	35.96	34.75	31.04	24.21	3.49%	11.94%	28.21%	17.64%
正极	202.18	200.08	146.84	73.59	1.05%	36.26%	99.53%	46.64%
负极	187.98	167.92	139.08	94.51	11.94%	20.74%	47.16%	37.10%
隔膜	55.48	52.44	49.40	37.70	5.80%	6.15%	31.05%	44.96%
电解液	50.79	42.45	38.73	34.26	19.67%	9.60%	13.03%	82.25%
六氟磷酸锂	46.62	48.06	45.89	33.56	-3.00%	4.72%	36.75%	29.36%
锂电池	604.67	416.58	299.16	232.48	45.15%	39.25%	28.68%	117.76%
锂电设备	95.07	92.89	65.95	31.27	2.34%	40.85%	110.92%	101.64%
电机电控	214.46	200.43	178.01	143.40	7.00%	12.59%	24.14%	38.26%
其他零部件	291.14	283.03	245.63	194.57	2.87%	15.23%	26.24%	21.46%
整车	2291.69	2283.99	1883.21	1918.16	0.34%	21.28%	-1.82%	21.70%
行业整体	4378.94	4091.41	3313.62	2932.23	7.03%	23.47%	13.01%	30.62%
行业整体 (不含整车)	2087.26	1807.42	1430.41	1014.07	15.48%	26.36%	41.06%	51.65%

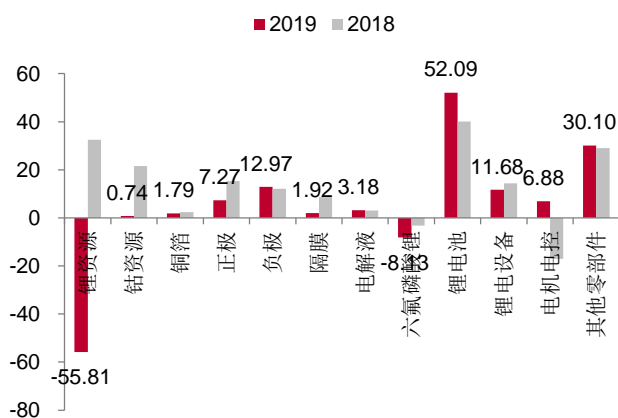
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 36: 2018-2019 年营业收入 (亿元) 及同比增速排名

细分子行业	代码	股票名称	2018 年营收	2019 年营收	19 年同比
锂电池	300750.SZ	宁德时代	296.11	457.88	54.63%
负极	300035.SZ	中科电气	6.19	9.29	50.02%
电机电控及其零部件	002851.SZ	麦格米特	23.94	35.60	48.71%
锂电池	300014.SZ	亿纬锂能	43.51	64.12	47.35%
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	13.35	19.52	46.21%
负极	603659.SH	璞泰来	33.11	47.99	44.93%
整车	600733.SH	北汽蓝谷	164.38	235.89	43.50%
正极	688005.SH	容百科技	30.41	41.90	37.76%
电解液	002709.SZ	天赐材料	20.80	27.55	32.44%
上游资源	603799.SH	华友钴业	144.51	188.53	30.46%

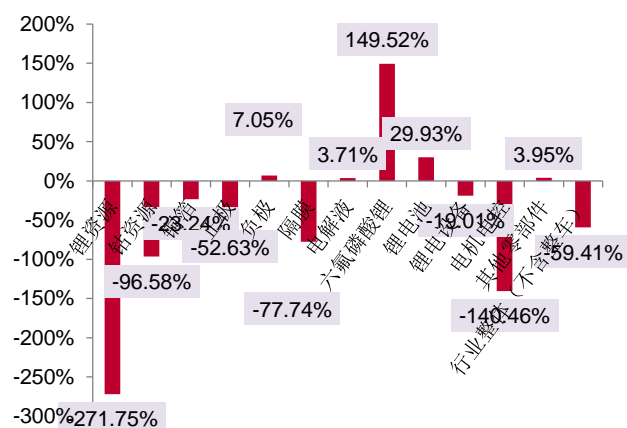
来源: wind, 中泰证券研究所

- (2) 从扣非归母净利润同比增速看:** 细分子行业扣非归母净利润增速由高至低依次为: 整车 (67.99%) > 锂电池 (29.93%) > 负极 (7.05%) > 其他零部件 (3.95%) > 电解液 (3.71%) > 电机电控 (-4.79%) > 锂电设备 (-19.01%) > 铜箔 (-23.24%) > 正极 (-52.63%) > 隔膜 (-77.74%) > 钴资源 (-96.58%) > 六氟磷酸锂 (-149.52%) > 锂资源 (-271.75%);
- 从扣非归母净利润规模水平看,** 扣非归母净利润金额由大至小依次为: 锂电池 (52.09 亿) > 其他零部件 (30.10 亿) > 负极 (12.97 亿) > 锂电设备 (11.68 亿) > 电机电控 (8.61 亿) > 正极 (7.27 亿) > 电解液 (3.18 亿) > 隔膜 (1.92 亿) > 铜箔 (1.79 亿) > 钴资源 (0.74 亿) > 整车 (-0.76 亿) > 六氟磷酸锂 (-8.13 亿) > 锂资源 (-55.81 亿)。其中锂电池、其他零部件、负极、锂电设备等扣非归母净利润水平相对较高。

图表 37：2019 年细分子行业归母净利润（亿元）


来源：Wind，中泰证券研究所

备注：由于每家上市公司的新能源汽车相关业务归母净利润未单独披露，因此本图表数据采用的是上市公司总的归母净利润

图表 38：2019 年细分子行业扣非归母净利润增速


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 39：历年细分行业扣非归母净利润（亿元）及同比增速汇总表

细分行业	扣非归母净利润（亿元）				同比增速			
	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
锂资源	-55.81	32.49	35.64	23.49	-271.8%	-8.8%	51.7%	397.5%
钴资源	0.74	21.55	23.46	1.39	-96.6%	-8.2%	1590.5%	-158.0%
铜箔	1.79	2.33	2.39	0.6	-23.2%	-2.3%	295.2%	-105.1%
正极	7.27	15.35	13.55	4.83	-52.6%	13.3%	180.6%	186.2%
负极	12.97	12.12	11.64	8.06	7.1%	4.1%	44.4%	66.7%
隔膜	1.92	8.64	10.22	8.34	-77.7%	-15.4%	22.6%	136.3%
电解液	3.18	3.06	5.62	6.1	3.7%	-45.5%	-7.9%	202.8%
六氟磷酸锂	-8.13	-3.26	2.16	6	-149.5%	-250.6%	-63.9%	602.0%
锂电池	52.09	40.09	34.03	41.03	29.9%	17.8%	-17.1%	156.3%
锂电设备	11.68	14.42	9.82	5.03	-19.0%	46.9%	95.1%	237.4%
电机电控等	6.88	-17	16.55	18.64	-4.8%	-202.7%	-11.2%	33.1%
其他零部件	30.1	28.96	27.79	24.28	4.0%	4.2%	14.5%	44.2%
整车	-0.76	-2.38	56.9	92.19	68.0%	-104.2%	-38.3%	85.4%
行业整体	62.17	152.67	244.64	237.99	-64.2%	-37.6%	2.8%	136.7%
行业（不含整车）	62.93	155.05	187.74	145.8	-64.3%	-17.4%	28.8%	186.8%

来源：中泰证券研究所

备注：行业整体扣非净利润，考虑杉杉股份净利润包含了杉杉能源，故有剔除处理

分析：盈利能力最强的是锂电池龙头，其中 CATL 扣非净利润 39.15 亿（YOY+25%）；其次是负极材料，主要系璞泰来、中科电气扣非利润高增，分别为 6.1 亿（yoy+22.4%）、1.45 亿（yoy+57%）；而整车同比增速高，主要系 18 年基数低，19 年减亏（江淮 18 年亏损 18.77 亿）；

图表 40：2018-2019 年扣非归母净利润同比增速排名

细分行业	代码	股票名称	2018 年（亿元）	2019 年（亿元）	2019 年同比增速 增速
新能源零部件	002850.SZ	科达利	0.64	2.24	247.22%
锂电池	300014.SZ	亿纬锂能	4.96	14.91	200.55%
电机电控及其零部件	002851.SZ	麦格米特	1.74	3.15	81.22%
铜箔	688388.SH	嘉元科技	1.74	3.13	79.54%
新能源零部件	603596.SH	伯特利	2.13	3.53	65.54%
负极	300035.SZ	中科电气	0.92	1.45	57.03%
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	6.38	8.64	35.44%
锂电池	300750.SZ	宁德时代	31.28	39.15	25.15%
负极	603659.SH	璞泰来	4.95	6.06	22.43%
隔膜	002108.SZ	沧州明珠	1.21	1.47	21.53%

来源：中泰证券研究所

备注：行业整体扣非净利润，考虑杉杉股份净利润包含了杉杉能源，故有做剔除处理

■ （3）毛利率分析：

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

隔膜及上游资源毛利率仍然维持较高水平。具体看细分子行业毛利率水平，2019 年全年，各个细分子行业毛利率由高至低依次为：隔膜（49.47%）>锂电设备（39.73%）>锂资源（32.29%）>其他新能源车零部件（32.12%）>负极（31.39%）>锂电池（28.17%）>电解液（26.47%）>铜箔（25.35%）>正极（19.35%）>电机电控等（19.07%）>整车（18.21%）>六氟磷酸锂（14.77%）>钴资源（10.66%）

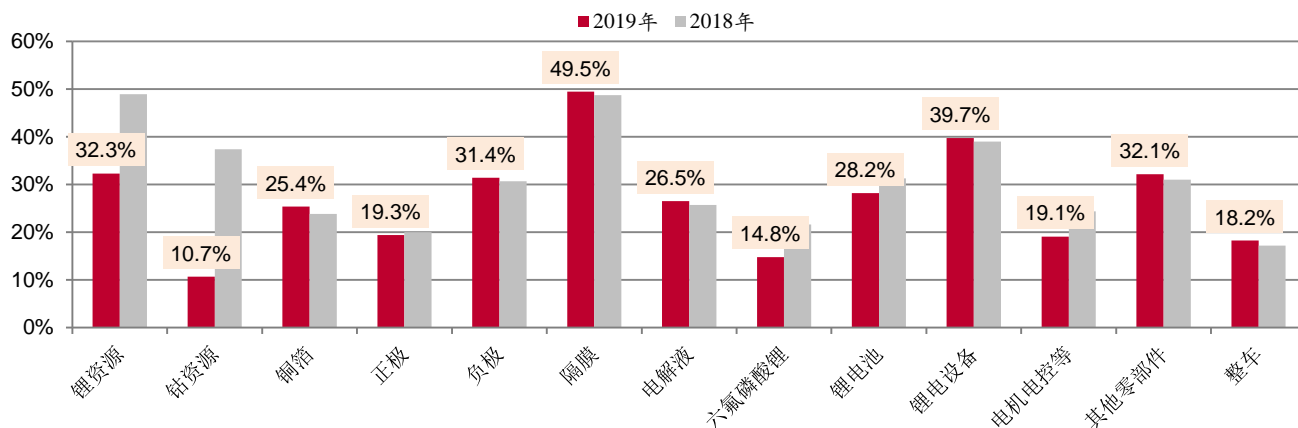
行业整体毛利率呈下降趋势，2019 年下半年部分细分环节毛利率环比回升。从 2019 年年度时间窗口看，新能源车细分子行业毛利率同比普遍呈下降趋势。从 2019 年下半年看，行业整体毛利率环比+3.25 个 pct；部分细分环节毛利率环比 2019H1 有提升，具体看整车（+5.38%），负极（+3.79%），电机电控（+3.42%），钴资源（+3.09%），铜箔（+2.95%），隔膜（+1.66%），电解液（+1.00%），锂电池（+0.10%）；部分细分环节毛利率环比下滑明显：六氟磷酸锂（-10.32%），锂资源（-5.13%），锂电设备（-1.94%），正极（-1.04%）。

图表 41：年度及半年度细分子行业毛利率水平变化汇总表

细分行业	2019 年	2019H2	2019H1	2018	2018H2	2018H1	2017	2016	2019 年同比/环比	
	毛利率	毛利率	毛利率	毛利率	毛利率	毛利率	毛利率	毛利率	2019H2 环比	2019 同比
锂资源	32.29%	29.51%	34.64%	49%	43%	57%	56%	60%	-5.13%	-16.61%
钴资源	10.66%	12.28%	9.19%	37%	24%	50%	41%	18%	3.09%	-26.73%
铜箔	25.35%	27.03%	24.08%	24%	19%	24%	27%	\	2.95%	1.53%
正极	19.35%	18.83%	19.87%	20%	19%	21%	23%	20%	-1.04%	-0.64%
负极	31.39%	33.18%	29.40%	31%	33%	29%	33%	34%	3.79%	0.75%
隔膜	49.47%	50.22%	48.56%	49%	49%	49%	57%	62%	1.66%	0.77%
电解液	26.47%	26.92%	25.92%	26%	26%	25%	36%	39%	1.00%	0.76%
六氟磷酸锂	14.77%	8.34%	18.67%	22%	22%	21%	36%	31%	-10.32%	-6.85%
锂电池	28.17%	28.21%	28.11%	31%	32%	30%	34%	47%	0.10%	-3.11%
锂电设备	39.73%	38.83%	40.77%	39%	37%	42%	39%	38%	-1.94%	0.76%
电机电控等	19.07%	20.73%	17.31%	24%	20%	27%	32%	35%	3.42%	-5.26%
其他新能源零部件	32.12%	31.72%	32.58%	31%	30%	32%	34%	\	-0.86%	1.09%
整车	18.21%	21.13%	15.75%	17%	20%	14%	20%	22%	5.38%	1.08%
行业整体	22.56%	24.33%	20.88%	23%	24%	22%	26%	26%	3.45%	-0.53%
行业整体（不含整车）	27.12%	27.31%	26.92%	31%	30%	34%	35%	41%	0.38%	-4.01%

来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

说明：毛利率数据已剔除非新能源汽车相关业务

图表 42：细分子行业 2018-2019 年度毛利率


来源：Wind，中泰证券研究所

备注：仅选取标的公司新能源汽车相关业务的毛利率进行计算，剔除了标的公司其他主营业务毛利率的影响。（其中，六氟磷酸锂（6F）毛利率参考多氟多的氟化工和天际股份业务。）

具体个股毛利率与其细分子行业平均水平对比，龙头公司毛利率高于行业平均水平；

①**锂电池**：宁德时代毛利率 19 年 28.5%（同比-5.6%）；主要系因改变会计折旧政策，将机器设备折旧年限从 5 年变更为 4 年，影响毛利率约 2%；

②**上游资源**：由于上游钴、锂资源价格大幅下降，毛利率同比大幅下滑；锂资源各厂商毛利率差异大，天齐锂业成本最低，仍维持超 40%以上毛利率；雅化处于亏损状态；赣锋锂业在 27%左右；

图表 43：新能源汽车锂电产业链毛利率（个股及行业）

细分行业	上市公司	2019年毛利率及同比/环比					2018年毛利率		
		2019年	2019H2	2019H1	2019年同比	2019H2环比	2018年	2018H2	2018H1
锂资源	天齐锂业	48.5%	43.9%	52.6%	-16.7%	-8.7%	65.2%	59.3%	70.6%
	赣锋锂业	27.2%	25.2%	28.9%	-12.8%	-3.7%	40.0%	36.9%	45.8%
	雅化集团	0.7%	-2.7%	3.3%	-15.2%	-6.1%	15.9%	9.9%	23.2%
	行业	32.3%	29.5%	34.6%	-16.6%	-5.1%	48.9%	42.7%	56.8%
钴资源	寒锐钴业	6.4%	20.9%	-8.9%	-41.3%	29.8%	47.7%	33.7%	59.5%
	华友钴业	11.2%	11.0%	11.4%	-23.5%	-0.4%	34.7%	21.6%	47.9%
	行业	10.7%	12.3%	9.2%	-26.7%	3.1%	37.4%	23.9%	50.4%
铜箔	诺德股份	21.9%	21.9%	21.9%	0.0%	0.0%	21.8%	18.6%	24.3%
	嘉元科技	34.9%	55.1%	28.1%	7.6%	27.0%	27.2%	\	\
	行业	25.4%	27.0%	24.1%	1.5%	3.0%	23.8%	18.6%	24.3%
锂电池	宁德时代	28.5%	28.1%	28.9%	-5.6%	-0.8%	34.1%	34.7%	32.7%
	国轩高科	33.4%	42.9%	30.4%	4.6%	12.5%	28.8%	25.4%	32.5%
	亿纬锂能	29.7%	32.4%	20.3%	12.1%	12.2%	17.6%	16.9%	18.8%
	鹏辉能源	23.6%	23.4%	23.8%	-1.5%	-0.4%	25.1%	26.3%	22.8%
	行业	28.2%	28.2%	28.1%	-3.1%	0.1%	31.3%	31.7%	30.4%
正极材料	宁德时代	24.4%	23.9%	24.8%	1.3%	-0.9%	23.1%	23.9%	22.0%
	当升科技	17.7%	20.0%	16.1%	1.3%	3.9%	16.4%	20.7%	12.2%
	杉杉能源	12.8%	12.7%	13.0%	-4.3%	-0.3%	17.1%	12.0%	21.8%
	格林美	22.1%	21.4%	23.0%	0.1%	-1.6%	22.0%	21.0%	23.0%
	贝特瑞	10.8%	2.4%	18.8%	-5.3%	-16.4%	16.1%	16.5%	15.4%
	德方纳米	21.1%	18.4%	24.6%	0.8%	-6.2%	20.3%	\	\
	容百科技	15.5%	15.7%	\	\	\	\	\	\
	行业	19.3%	18.8%	19.9%	-0.6%	-1.0%	20.0%	19.4%	20.6%
负极材料	杉杉股份	25.8%	27.7%	24.0%	1.4%	3.7%	24.4%	25.0%	23.5%
	贝特瑞	39.1%	41.6%	36.3%	3.9%	5.3%	35.3%	39.4%	28.2%
	璞泰来	26.9%	29.3%	24.0%	-7.0%	5.3%	33.9%	32.8%	35.4%
	凯金能源	\	\	\	\	\	23.5%	\	\
	中科电气	38.9%	33.5%	46.0%	4.4%	-12.5%	34.6%	36.3%	31.7%
	行业	31.4%	33.2%	29.4%	0.8%	3.8%	30.6%	33.2%	29.3%
六氟磷酸锂	多氟多	14.3%	8.9%	17.1%	-6.1%	-8.2%	20.3%	21.0%	19.0%
	天际股份	15.9%	7.5%	22.7%	-9.0%	-15.2%	24.9%	25.3%	24.2%
	行业	14.8%	8.3%	18.7%	-6.8%	-10.3%	21.6%	22.2%	20.7%
电解液	天赐材料	27.2%	28.5%	25.4%	2.9%	3.1%	24.2%	25.2%	22.9%
	新宙邦	25.5%	24.5%	26.7%	-2.0%	-2.2%	27.5%	27.9%	27.1%
	行业	26.5%	26.9%	25.9%	0.8%	1.0%	25.7%	26.4%	24.8%
隔膜	恩捷股份	60.0%	61.5%	58.0%	-0.3%	3.5%	60.3%	61.5%	58.0%
	星源材质	41.7%	35.6%	47.3%	-6.7%	-11.8%	48.4%	41.2%	54.4%
	沧州明珠	-51.8%	-56.5%	-46.0%	-46.2%	-10.6%	-5.7%	-30.3%	12.3%
	中材科技	\	\	\	\	\	\	\	\
	行业	49.5%	50.2%	48.6%	0.8%	1.7%	48.7%	48.6%	48.9%
锂电设备	科恒股份	24.4%	27.8%	20.6%	-6.3%	7.2%	30.7%	31.2%	30.1%
	先导智能	39.5%	37.1%	42.8%	0.7%	-5.7%	38.7%	36.9%	42.0%
	赢合科技	40.3%	39.8%	40.6%	3.3%	-0.8%	36.9%	36.0%	38.2%
	杭可科技	49.4%	50.5%	48.1%	2.7%	2.4%	46.7%	44.0%	49.9%
	行业	39.7%	38.8%	40.8%	0.8%	-1.9%	39.0%	37.3%	41.5%

来源：公司公告，中泰证券研究所

备注：除整车、新能源零部件外，毛利率均剔除非新能源汽车相关业务影响。沧州明珠毛利率为计算值（营业成本高于营业收入）；

③锂电隔膜：毛利率差距大，上海恩捷 2019 年维持约 60% 毛利率，主要系其 2019 年下半年海外客户占比提升，海外客户毛利率更高；

④正极材料：整体毛利率略有提升，由于成本加成法，单吨加工费相对稳定情况下，上游资源价格下降，带动产品价格下降，毛利率或持平或提升，但单吨盈利相对稳定。

④**负极材料**：2019 年毛利率相对稳定：1) 原材料成本端，石墨化加工费下降；2) 以贝特瑞供货海外，形成规模化效应，成本下降，毛利率 2019H2 提升至 41.6%；3) 中科电气毛利率提升；4) 璞泰来由于 2019Q1 针状焦价格高位，同时石墨化委外比例提升，成本提升，毛利率降低；预计 2020Q2 其毛利率开始企稳提升；

⑤**电解液**：2019 年产品价格稳定，原材料 6F 价格下降，同时电解液龙头公司自主供应添加剂等材料，降低原材料成本，毛利率企稳回升。

图表 44：新能源汽车整车及零部件毛利率（个股及行业）

细分行业	上市公司	2019年毛利率及同比/环比					2018年毛利率		
		2019年	2019H2	2019H1	2019年同比	2019H2环比	2018年	2018H2	2018H1
电机电控等部件	英搏尔	40.7%	52.4%	13.8%	8.6%	38.6%	32.1%	31.7%	32.5%
	汇川技术	20.4%	19.0%	22.1%	-8.0%	-3.0%	28.5%	25.2%	35.8%
	欣锐科技	18.1%	19.2%	17.3%	-8.6%	1.9%	26.7%	25.2%	28.9%
	方正电机	22.9%	24.7%	21.7%	1.9%	3.0%	21.0%	17.9%	25.6%
	大洋电机	9.0%	9.0%	9.0%	-3.2%	0.0%	12.2%	10.3%	16.7%
	麦格米特	23.5%	23.9%	23.2%	-12.2%	0.7%	35.7%	35.7%	35.7%
	蓝海华腾	32.7%	34.6%	29.4%	-2.2%	5.1%	34.8%	34.2%	35.8%
	行业	19.1%	20.7%	17.3%	-5.3%	3.4%	24.3%	20.1%	27.5%
新能源零部件	拓普集团	29.0%	27.2%	31.3%	-1.4%	-4.0%	30.4%	25.7%	35.0%
	伯特利	25.9%	27.7%	23.5%	1.3%	4.2%	24.6%	25.9%	23.3%
	宏发股份	38.2%	36.3%	40.2%	0.2%	-3.9%	38.0%	36.1%	40.0%
	三花智控	30.6%	29.0%	32.5%	1.3%	-3.5%	29.4%	29.0%	29.8%
	科达利	28.1%	32.4%	24.3%	8.0%	8.1%	20.2%	23.2%	15.6%
	行业	32.1%	31.7%	32.6%	1.1%	-0.9%	31.0%	29.9%	32.2%
整车	比亚迪	21.9%	20.3%	23.2%	2.1%	-2.9%	19.8%	20.4%	18.8%
	宇通客车	24.9%	41.2%	7.2%	-0.9%	34.0%	25.7%	38.7%	10.3%
	江淮汽车	9.7%	8.3%	10.7%	2.2%	-2.5%	7.6%	6.5%	8.5%
	北汽蓝谷	13.1%	12.3%	13.9%	-1.5%	-1.6%	14.5%	14.5%	14.5%
	行业	18.2%	21.1%	15.7%	1.1%	5.4%	17.1%	19.9%	13.6%

来源：公司公告，中泰证券研究所

备注：电机及电控业务毛利率为剔除非新能源汽车相关业务影响，整车、新能源零部件除外。

小结：总体来说，2019 年行业盈利结构性分化，不同细分子行业由于供需结构变化，价格存在波动，同时竞争格局不同，盈利增速有所不同。

1) 锂电池：2019 年国内新能源汽车市场增长停滞，动力电池领域龙头份额提升，实现高速增长，扣非利润实现增长。

2) 钴资源：2019 年 MB 钴价总体趋势向下，自 2019.1.1-2019.12.31，全年跌幅达 43.03%；其中 2019.1.1-2019.6.28，跌幅达 50%；2019.8.2 企稳反弹，低位震荡；具体到个股扣非归母净利润：华友 0.68 亿元（yoy- 95%；18 年净利润 14.53 亿）>寒锐钴业 0.06 亿元（同比-99%；18 年净利润 7 亿元）；

3) 锂资源端：行业供给过剩，价格大幅下跌，盈利大幅下滑。氢氧化锂 2019 年价格下降 48.5%；碳酸锂价格全年跌幅 38.51%；具体到个股扣非归母净利润：天齐锂业（-62.2 亿元，同比-431%）>赣锋锂业（6.9 亿元，同比-44%）>雅化集团（-0.56 亿，同比-149%）；天齐锂业净利润大幅下降，主要系产品价格大幅下降，单吨盈利下滑；同时公司收购 SQM 财务负担加重，2019 年财务费用 15.58 亿元，同比增长 330%，同时 2019 年下半年计提大额资产减值损失 53 亿元。

4) 正极材料：由于原材料钴价 2019 上半年大幅下降，带来正极材料价格下

跌，由此所带来的库存损失，导致部分公司业绩下滑。三元正极材料厂商有所分化，企业盈利能力还体现在对上游钴原材料供应链管理能力上。

5) 负极材料: 国内负极厂商已实现动力类产品供应海外动力电池，如璞泰来供应 LG 化学、三星等，贝特瑞负极人造/天然均实现海外电池企业大规模供应。供应海外盈利实现增长。

6) 隔膜: 行业竞争格局持续集中，在价格下降情况下，供应海外供应链盈利韧劲更足。2019 年恩捷盈利能力毛利率等远超同行，供货海外提供业绩弹性；而大部分隔膜厂商处于不盈利或亏钱状态。

7) 电解液: 盈利企稳，2019 年电解液价格稳定，同时上游 6F 等原材料价格略下降，企业端自供添加剂及锂盐，总体上盈利开始企稳回收。

8) 锂电设备端: 龙头电池厂商持续扩产，但受下游电动车需求 2019 年放缓影响，企业扩张产能速度略有放缓，同时竞争激烈，设备单价下降；2019 年锂电设备收入同比+2.34%。具体到个股扣非归母经利润：先导智能(7.68 亿元,同比-6%)>赢合科技(1.45 亿元,同比-50%)；

9) 电机电控: 2019 年，电机电控正在从第三方供应转向主机厂自供为主，目前龙头主机厂电控基本自产，电机则通过 OEM 形式供应。从第三方生存空间来说，电机好于电控。经历近几年行业的竞合，第三方电机电控未来主要有第三方硬件 OEM 以及第三方多合一集成两种模式为主。上市公司中，大洋电机 2019 年新能源动力系统业务收入 6.15 亿（同比下滑 56%）；蓝海华腾 2019 年电控业务收入 1.9 亿（同比下滑 31%）；卧龙电驱开始向 OEM 和优质客户聚焦，与采埃孚深度绑定，利用采埃孚在变速器和控制器领域的优势，拓展戴姆勒、宝马等优质客户。

10) 新能源车零部件: 2019 年，由于一线品牌开始大规模电动化，零部件行业内部开始分化，长期看，零部件将被电动化“重塑”。

a、轻量化: 2019 年，在特斯拉的示范效应下，铸铝在电动车上大规模使用，在汽车行业大幅负增长背景下，铸铝龙头公司表现大幅好于行业水平。旭升股份 2019 年营收 10.97 亿（同比增长 0.15%，其中 Q4 同比增 18.2%）；拓普集团 2019 年营收 53.59 亿（同比减 10.45%，Q4 已经同比转正）。

b、热管理: 2019 年，由于下游一线主机厂车型开始放量，热管理系统迭代加速，液冷系统占比越来越高。从龙头公司看，三花智控汽车零部件业务 2019 年实现营收 16.51 亿（同比增 15.27%）；银轮股份 2019 年营收 55.21 亿（同比增 9.99%）。

C、电回路: 行业继续向高电压迭代，单车价值量还在持续提升，目前板块格局较好的包括电池壳体、继电器等，国产替代潜力最强的是功率半导体。电池壳体和连接器供应商科达利 2019 年营收 22.3 亿（同比增 11.48%），归母净利润 2.37 亿（同比增 118%）；高压直流继电器供应商宏发股份，2019 年全球份额达到 20%；汽车功率半导体供应商斯达半导目前已经在 BSG、电空调、转向等领域，实现了对主机厂的批量供应，2019 年营收 7.79 亿（同比增 15.41%），归母净利润 1.35 亿（同比增 40%）。

d、执行器: 执行器是壁垒最高的零部件之一，执行器系统涉及到软件控制、传感器、硬件加工工艺等多重技术壁垒，由于涉及到驾驶安全和可靠性，下游客户验证极其谨慎和严格。目前看，伯特利等在刹车领域正逐步突破，2019 年公司营收 31.57 亿，同比增长 21.29%，净利润 4.02 亿，同比增长 69%，主要因为公司在 EPB、ABS 等领域取得突破，同时高毛利产品轻量化刹车部件拓展到通用等客户。

11) 整车: 由于补贴下滑, 2019 年中汽协口径国内电动车销量 120.6 万, 同比下降 4%。结构看, 主机厂内部在分化, 龙头主机厂比亚迪、吉利、上汽自主、广汽销量均实现了高增长, 中小型主机厂由于品牌和产品力不足, 抗风险能力较弱, 出现了大幅负增长; 2019 年, 造车新势力仍在艰难前行, 头部的蔚来汽车、威马汽车、小鹏汽车销量分别达到 20565 台、16876 台、16608 台。特斯拉销量 36.78 万台, 是全球销量最高的造车新势力。中长期看, 由于产品、销售模式被重新定义, 整车环节将面临比较大的全球格局重塑。

■ **行业营运能力转好, 仍处于产能扩张期**

(1) 从应收款项看, ①2019 年行业整体应收款项同比增速为-12%, 首次出现负增长, 特别是从上游资源(锂资源、钴资源), 应收款项同比增速为-44%/-38%; 剔除整车环节影响, 行业整体应收款项同比增速为-9%。

②从细分子行业看, 除了锂电池和锂电设备应收款增长, 同比分别增长 12%\3%, 其他细分子行业应收款均下降。

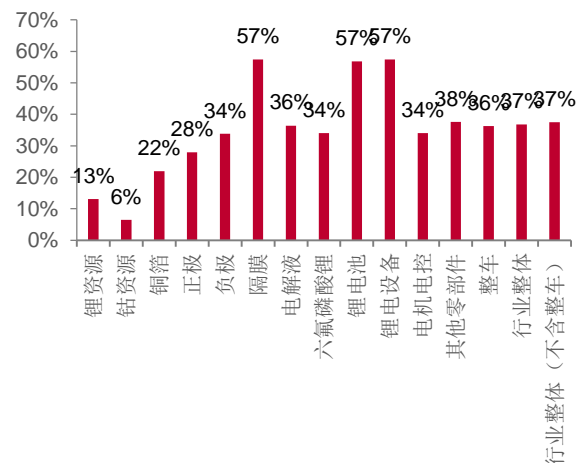
③从“应收款项/营收”指标看, 锂电池、锂电设备、隔膜、电机电控及其零部件、电解液等行业占比较高, 其中, 锂电设备应收账款较高, 主要是由其发货回款方式所致, 自身现金流周转周期长。而锂电池、电机电控等零部件环节与整车端补贴资金相关, 下游整车环节议价能力相对零部件环节较强。

图表 45: 18-19 年细分子行业应收款项

细分行业	应收款项 (亿元)		同比增速		应收款项占比营收	
	2019	2018	2019	2018	2019	2018
锂资源	18.12	32.36	-44.00%	1.60%	13.09%	24.40%
钴资源	12.27	19.64	-37.55%	-37.74%	34.69%	59.70%
铜箔	7.75	10.70	-27.60%	16.37%	4.09%	7.55%
正极	56.19	72.01	-21.98%	11.39%	24.64%	41.52%
负极	60.11	68.41	-12.13%	17.35%	33.78%	44.56%
隔膜	30.99	32.52	-4.73%	52.97%	57.43%	63.87%
电解液	16.97	23.17	-26.76%	9.72%	36.41%	57.10%
六氟磷酸锂	16.10	19.12	-15.78%	8.32%	34.02%	40.70%
锂电池	289.89	259.85	11.56%	32.24%	56.77%	72.61%
锂电设备	53.97	52.18	3.42%	52.05%	57.43%	65.71%
电机电控	70.62	109.83	-35.70%	13.57%	34.04%	58.04%
其他零部件	108.00	114.74	-5.88%	9.26%	37.62%	43.41%
整车	829.40	962.13	-13.80%	17.63%	36.25%	46.18%
行业整体	1558.44	1761.27	-11.52%	17.94%	36.57%	47.57%
行业整体 (不含整车)	729.04	799.14	-8.77%	18.33%	36.93%	49.36%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 46: 2019 年细分子行业: 应收款项/营收



来源: Wind, 中泰证券研究所

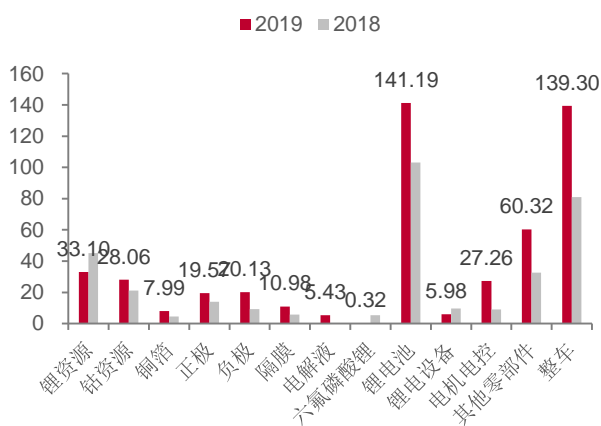
(2) 行业经营性现金流大幅好转。

①截止 2019 年底, 行业经营现金流量净额为 500.22 亿元, 同比 +51.90%, 剔除整车环节为 360.92 亿, 同比+45.31%, 有明显好转。主要系: 1) 政府陆续拨付前期满足条件的车型补贴; 2) 行业持续优胜劣汰, 下游客户结构逐渐优化。

②现金流好转较为明显的环节是: 电解液、锂电池、电机电控、负极。从锂电池环节看, 龙头宁德时代产业链议价权持续提升, 其经营现金流量 2019 年 62 亿; 锂电设备、锂资源端现金流净额下滑;

(3) 投资活动现金流均为负, 产能积极扩张。所有细分子行业投资性现金流净额均为负, 行业仍处于产能扩张期, 各个细分环节特别是龙头企业为进一步扩大市场份额持续扩产, 但由于 2019 年需求影响, 行业整体投资活动相对放缓, 现金流量金额同比下降。2019 年投资现金流量净流出在 50 亿以上的是: 锂资源 (-65.26 亿元)、钴资源 (-56.92 亿元)、整车 (-272.04 亿元) 环节 (详情请见下表)

图表 47: 2019 年细分子行业经营性现金流净额 (亿)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 48: 细分子行业经营现金流净额 (亿元)

细分行业	2018 年	2019 年	2019 年同比
锂资源	45.16	33.10	-26.70%
钴资源	21.13	28.06	32.76%
铜箔	4.50	7.99	77.55%
正极	13.96	19.57	40.19%
负极	9.17	20.13	119.57%
隔膜	5.77	10.98	90.28%
电解液	0.34	5.43	1505.32%
六氟磷酸锂	5.30	0.32	-94.02%
锂电池	103.20	141.19	36.81%
锂电设备	9.62	5.98	-37.80%
电机电控	9.01	27.26	202.58%
其他零部件	32.60	60.32	85.04%
整车	80.93	139.30	72.13%
行业整体	335.68	494.96	47.45%
行业 (不含整车)	254.75	355.67	39.62%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 49: 细分子行业投资性现金流净额 (亿元)

细分子行业	2018 年	2019 年	2019 年同比增速
锂资源	-336.71	-65.26	-80.62%
钴资源	-21.35	-56.92	166.54%
铜箔	-4.68	-15.25	226.10%
正极	-43.79	-26.07	-40.45%
负极	-34.85	-32.24	-7.50%
隔膜	-32.58	-44.49	36.55%
电解液	-8.36	-8.74	4.59%
六氟磷酸锂	-8.53	-6.90	-19.13%
锂电池	-224.37	-34.58	-84.59%
锂电设备	-14.55	-7.51	-48.41%
电机电控	-3.44	-13.61	296.20%
其他零部件	-38.58	-20.55	-46.74%
整车	-204.51	-272.04	33.02%
行业整体	-970.27	-602.13	-37.94%
行业整体 (不含整车)	-765.76	-330.09	-56.89%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 50: 细分子行业存货 (亿元) 及同比变动

细分子行业	2019/12/31	2018/12/31	同比
锂资源	36.60	31.35	17%
钴资源	45.79	68.01	-33%
铜箔	4.29	6.16	-30%
正极	69.94	66.45	5%
负极	48.60	53.54	-9%
隔膜	12.16	10.50	16%
电解液	9.36	10.27	-9%
六氟磷酸锂	10.38	11.85	-12%
锂电池	174.67	114.64	52%
锂电设备	43.91	45.31	-3%
电机电控	58.01	51.23	13%
其他零部件	54.10	52.79	2%
整车	384.62	328.56	17%
行业整体 (含整车)	948.86	842.84	13%
不含整车	564.24	514.28	10%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **2019 年存货明显提升:**2019 年行业整体存货 948.86 亿元, 同比+13%, 剔除整车影响, 同比增长 10%; 其中存货增长较为明显的主要是: 锂电池 174 亿 (yoy+52%) \ 整车 384 亿 (yoy+17%)、锂资源 36.6 亿 (yoy+17%)、隔膜 12.17 亿 (yoy+16%); 存货同比大幅增长, 部分原因是 2019 年存在抢装效应, 其次是 19 年国内需求不足;

- **2019 年资产减值损失加大：**2019 年行业整体资产减值损失金额 136 亿元，同比+74%，其中锂资源因天齐锂业大额计提减值损失 53 亿元，大幅增长。同时剔除掉 2018 年大洋电机计提商誉减值，行业整体（含整车）减值损失同比+17.7%，不含整车同比增长 65%；一方面是产品价格下降，计提存货跌价准备；另一方面，部分企业收购兼并存在大幅减计商誉减值；此外，部分由于电池企业或车企存在经营困难，传导至新能源汽车中游，如众泰、比克等传导至正极材料领域、或电池厂商，导致 2019 年行业整体资产减值损失规模扩大。

图表 51：资产减值损失及同比（亿元）

细分行业	2019/12/31	2018/12/31	同比
锂资源	-56.55	-1.18	4691.9%
钴资源	-3.65	-7.14	-49.0%
铜箔	-1.51	-0.43	249.2%
正极	-9.06	-3.17	185.5%
负极	-4.22	-2.83	49.2%
隔膜	-0.79	-0.75	4.1%
电解液	-1.78	-0.62	188.4%
六氟磷酸锂	-8.51	-5.69	49.6%
锂电池	-25.75	-13.75	87.4%
锂电设备	-4.93	-1.43	245.1%
电机电控	-6.16	-32.75	-81.2%
其他零部件	-2.23	-2.08	7.4%
整车	-11.60	-25.02	-53.6%
行业整体（含整车）	-136.29	-96.67	41.0%
不含整车	-124.69	-71.66	74.0%

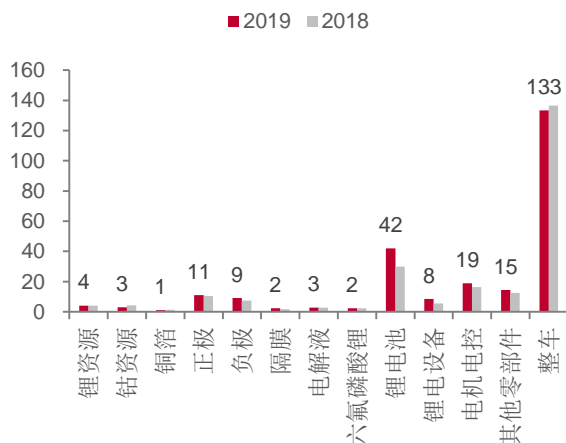
来源：公司公告，中泰证券研究所

3.3 行业重视技术提升，持续高强度研发投入

- 从研发费用上看，2019 年新能源汽车板块研发费用共 252.12 亿元，同比增长+8%，占行业营业收入 5.76%。**剔除整车，行业研发费用共 118.69 亿元，同比增长+22%**，各细分行业研发投入差异较大。
- **1）从研发投入规模排序看，从高到低排序：**整车（133.4 亿）>锂电池（42.0 亿）>电机电控（18.9 亿）>其他零部件（14.5 亿）>正极（11.0 亿）>负极（9.2 亿）>锂电设备（8.4 亿）>锂资源（4.1 亿）>钴资源（3.1 亿）>电解液（2.8 亿）>六氟磷酸锂（2.3 亿）>隔膜（2.3 亿）>铜箔（1.1 亿）；
 其中，宁德时代 2019 年研发投入高达 29.92 亿元，同比+50.28%；其中电机电控环节 2019 年汇川技术研发投入较高，达 8.56 亿元；正极材料主要为格林美贡献，研发投入 6.68 亿元。
- **2）从研发支出同比增速看，从高到低排序：**锂电设备(50.5%)>锂电池(40.3%)>隔膜(34.1%)>负极(23.0%)>电机电控(16.3%)>其他零部件(15.1%)>正极(5.4%)>锂资源(3.2%)>六氟磷酸锂(1.9%)>电解液(0.9%)>整车(-2.3%)>铜箔(-18.4%)>钴资源(-26.6%)；
- **3）从研发投入占比看，从高到低排序：**锂电设备(8.88%)>电机电控

(8.83%)>锂电池(6.94%)>整车(5.82%)>电解液(5.57%)>正极(5.46%)>六氟磷酸锂(5.01%)>其他零部件(5.00%)>负极(4.88%)>隔膜(4.18%)>锂资源(3.09%)>铜箔(3.01%)>钴资源(1.50%); 锂电设备环节主要系先导智能研发投入大, 占比高达 11.36%。电机电控汇川/麦格米特等研发占比分别达 11.58%/ 9.4%; 锂电池环节, 研发投入占比为 6.94%, 而上游钴、铜箔、锂资源端研发占比相对较低, 分别为 1.50%\3.01%\3.09%。从规模看, 锂电池行业研发费用投入最高, 约 42 亿。其次是电机电控、其他零部件、正极研发投入分别为 18.9\14.5\11.0 亿。

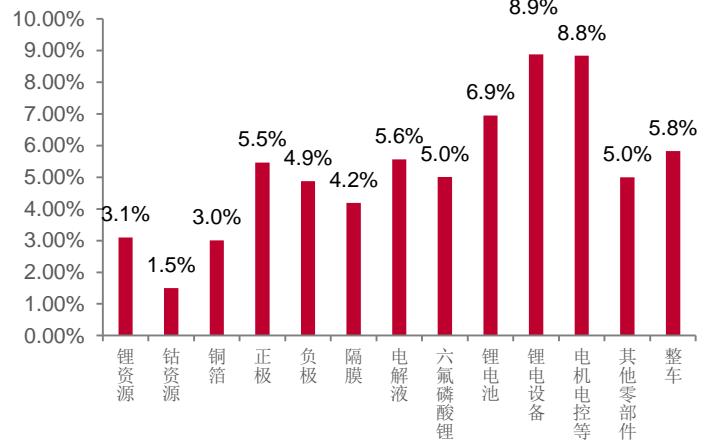
图表 52: 2019 年细分子行业研发费用(亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

说明: 1、正极领域, 格林美研发 2019 年研发支出 6.68 亿元;

图表 53: 2019 年细分子行业研发费用/营业收入



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 54: 2018-2019 年研发支出 (亿元)、研发支出占比及同比增速

细分行业	代码	股票名称	2018 年	2019 年	2019 年占比	2019 年同比
整车	002594.SZ	比亚迪	85.36	84.21	6.59%	-1.35%
锂电池	300750.SZ	宁德时代	19.91	29.92	6.53%	50.28%
整车	600066.SH	宇通客车	18.63	17.74	5.82%	-4.79%
整车	600418.SH	江淮汽车	21.31	16.04	3.39%	-24.73%
整车	600733.SH	北汽蓝谷	11.28	15.45	6.55%	37.02%
电机电控及其零部件	300124.SZ	汇川技术	7.12	8.56	11.58%	20.20%
正极	002340.SZ	格林美	5.96	6.68	7.45%	12.10%
锂电池	002074.SZ	国轩高科	4.93	5.88	11.86%	19.22%
新能源零部件	002050.SZ	三花智控	4.37	5.32	4.71%	21.70%
锂电设备	300450.SZ	先导智能	2.84	5.32	11.36%	87.54%
锂电池	300014.SZ	亿纬锂能	3.95	4.77	7.44%	20.76%
负极	600884.SH	杉杉股份	3.75	4.12	4.75%	9.88%
电机电控及其零部件	002249.SZ	大洋电机	4.1	4.1	5.04%	0.11%
新能源零部件	600885.SH	宏发股份	3.31	3.5	4.95%	5.95%
电机电控及其零部件	002851.SZ	麦格米特	2.52	3.35	9.42%	33.18%
新能源零部件	601689.SH	拓普集团	2.88	3.14	5.87%	9.32%
上游资源	002460.SZ	赣锋锂业	2.72	2.79	5.23%	2.60%
上游资源	603799.SH	华友钴业	3.8	2.68	1.42%	-29.62%
负极	835185.OC	贝特瑞	1.84	2.39	5.44%	29.61%
负极	603659.SH	璞泰来	1.45	2.12	4.42%	46.26%

来源: wind, 中泰证券研究所

备注: 研发支出包括费用化研发费用、资本化研发支出。

附录 1: 行业个股 2019 年业绩汇总

图表 55: 新能源汽车产业细分子行业个股 2019 年业绩汇总 (亿元)

细分行业	股票名称	营收	营收同比	扣非归母净利润	扣非归母净利润同比	毛利率 (相关业务)	毛利率同比变动	期间费用率	资产负债率
上游资源	天齐锂业	48.41	-22.48%	-62.19	-430.6%	48.5%	-16.7%	52.5%	80.9%
上游资源	赣锋锂业	53.42	6.75%	6.94	-44.7%	27.2%	-12.8%	9.1%	40.8%
上游资源	雅化集团	31.97	4.24%	-0.56	-149.8%	0.7%	-15.2%	20.2%	39.5%
上游资源	寒锐钴业	17.79	-36.06%	0.06	-99.2%	6.4%	-41.3%	10.0%	49.3%
上游资源	华友钴业	188.53	30.46%	0.68	-95.3%	11.2%	-23.5%	7.0%	56.6%
铜箔	诺德股份	21.5	-7.38%	-1.34	-328.8%	21.9%		21.6%	66.5%
铜箔	嘉元科技	14.46	25.38%	3.13	79.5%	34.9%	7.6%	9.3%	4.2%
正极	当升科技	22.84	-30.37%	-2.71	-189.0%	17.7%	1.3%	7.9%	25.4%
正极	杉杉能源	37.2	-20.30%	1.76	-52.6%	12.8%	-4.3%	6.3%	26.9%
正极	格林美	143.54	80.23%	7.06	7.4%	22.1%	0.1%	12.0%	58.8%
正极	容百科技	41.9	37.76%	0.56	-72.2%	15.5%	15.5%	7.3%	26.2%
正极	德方纳米	10.54	0.04%	0.6	-28.0%	21.1%	0.8%	12.6%	42.2%
负极	杉杉股份	86.8	-1.96%	1.61	-46.9%	25.8%	1.4%	19.2%	45.6%
负极	贝特瑞	43.9	9.51%	3.86	-6.8%	10.8%	-5.3%	13.6%	48.1%
负极	璞泰来	47.99	44.93%	6.06	22.4%	26.9%	-7.0%	13.6%	55.2%
负极	中科电气	9.29	50.02%	1.45	57.0%	38.9%	4.4%	20.1%	30.3%
锂电设备	科恒股份	18.4	-16.45%	0.12	-72.0%	24.4%	-6.3%	15.5%	56.5%
锂电设备	先导智能	46.84	20.41%	7.68	-6.5%	39.5%	0.7%	20.6%	55.0%
锂电设备	赢合科技	16.7	-20.00%	1.45	-52.1%	40.3%	3.3%	20.6%	44.0%
锂电设备	杭可科技	13.13	18.36%	2.43	-11.9%	49.4%	2.7%	15.3%	41.9%
六氟磷酸锂	多氟多	38.87	-1.47%	-4.88	4774.4%	14.3%	-6.1%	20.4%	61.7%
六氟磷酸锂	天际股份	7.74	-10.03%	-3.25	2.9%	15.9%	-9.0%	17.9%	16.9%
电解液	天赐材料	27.55	32.44%	0.12	16.7%	27.2%	2.9%	19.3%	44.3%
电解液	新宙邦	23.25	7.39%	3.06	3.3%	25.5%	-2.0%	19.3%	32.4%
隔膜	恩捷股份	19.52	46.21%	8.64	35.4%	60.0%	-0.3%	14.1%	60.0%
隔膜	星源材质	6	2.79%	0.46	-56.8%	41.7%	-6.7%	32.6%	53.6%
隔膜	沧州明珠	29.96	-9.89%	1.47	21.5%	-51.8%	-46.2%	10.3%	29.3%
锂电池	国轩高科	49.59	-3.28%	-3.45	-280.3%	33.4%	4.6%	29.4%	64.0%
锂电池	亿纬锂能	64.12	47.35%	14.91	200.6%	29.7%	12.1%	14.3%	52.7%
锂电池	宁德时代	457.88	54.63%	39.15	25.2%	24.4%	-5.6%	13.5%	58.4%
锂电池	鹏辉能源	33.08	28.80%	1.48	-23.7%	23.6%	-1.5%	12.3%	53.6%
电机电控等	英搏尔	3.18	-51.35%	-0.96	-324.6%	40.7%	8.6%	35.6%	40.4%
电机电控等	汇川技术	73.9	25.81%	8.11	-22.9%	20.4%	-8.0%	26.5%	40.0%
电机电控等	欣锐科技	5.96	-16.82%	0.02	-96.7%	18.1%	-8.6%	19.0%	28.5%
电机电控等	麦格米特	35.6	48.71%	3.15	81.2%	23.5%	-12.2%	15.6%	50.6%
电机电控等	方正电机	11.15	-18.26%	-0.05	-98.8%	22.9%	1.9%	18.3%	26.4%
电机电控等	大洋电机	81.46	-5.69%	-1.73	-93.4%	9.0%	-3.2%	17.3%	47.3%
电机电控等	蓝海华腾	3.2	-20.34%	-1.65	-891.8%	32.7%	-2.2%	39.3%	36.0%
新能源零部件	拓普集团	53.59	-10.45%	4.15	-38.9%	29.0%	-1.4%	15.6%	34.1%
新能源零部件	伯特利	31.57	21.29%	3.53	65.5%	25.9%	1.3%	8.0%	43.1%
新能源零部件	宏发股份	70.81	2.93%	6.68	3.5%	38.2%	0.2%	21.0%	35.4%
新能源零部件	三花智控	112.87	4.17%	13.51	4.4%	30.6%	1.3%	15.1%	36.7%
新能源零部件	科达利	22.3	11.48%	2.24	247.2%	28.1%	8.0%	14.3%	32.0%
整车	比亚迪	1277.39	-1.78%	2.31	-60.6%	21.9%	2.1%	13.4%	68.0%
整车	宇通客车	304.79	-3.99%	15.45	-13.3%	24.9%	-0.9%	18.4%	51.8%

来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

备注: 关于毛利率数据: 1、上市公司的毛利率为其新能源汽车相关业务毛利率, 宁德时代为动力电池系统毛利率; 2、由于整车企业并未披露新能源汽车相关毛利率, 因此采用整车毛利率; 3、比亚迪为汽车毛利率;

四、2020 年 Q1 财报总结：疫情影响短期，中长期趋势不改

4.1 行业整体：疫情下业绩承压，短期资本开支放缓

■ 新能源汽车板块 2020 年 Q1 财报概览：

- 1) 新能源汽车行业整体营收 733.55 亿元，同比-26.8%；剔除整车端影响，营收 400.82 亿元，同比-15.3%；
- 2) 从归母净利润来看，2020Q1 板块整体归母净利润 15.96 亿元，同比-70.28%；剔除整车，板块整体归母净利润为 24.13 亿元，同比-42.68%；
- 3) 扣非归母净利润看，板块整体扣非归母净利润 0.48 亿元，同比-98.82%。剔除整车后为 16.23 亿元，同比-52.35%。
- 4) 行业整体毛利率 20%，同比-1.08 个 pct，环比-1.73 个 pct；剔除整车行业整体毛利率 25.62%，同比-0.25 个 pct，环比-0.68 个 pct。
- 5) 期间费用率 18.09%，环比增加 1.41 个 pct，同比+2.93 个 pct；剔除整车行业整体期间费用率 18.94%，同比增加 2.93 个 pct，环比+1.87 个 pct；受疫情影响，人工费用，固定资产折旧等，行业总体期间费用率 Q1 普遍提升。
- 6) 行业整体经营活动现金流为 33.28 亿，同比增加 29.18%，环比-89.4%，其中；剔除整车后经营活动现金流量净额为 43.47 亿元，同比下滑 35.3%，环比下滑-69.7%；
- 7) 投资活动现金流净额-125.57 亿元，同比下降 32.69%，环比 2019Q4 下降 12.53%；剔除整车后，行业整体投资活动现金流量净额-92 亿元，同比下降 7.1%；环比下降 41.23%；受疫情影响，行业整体在资金压力下，开源节流，Q1 暂时放缓资本开支节奏。
- 8) 从存货看，受疫情影响，Q1 锂电中游处于去库存状态。行业整体库存 942 亿元，环比 19Q4 增加+2%；剔除整车后行业存货 538 亿，环比 19Q4 下降 0.2%。

图表 56：新能源汽车细分子行业 2020Q1 财务指标汇总

细分行业	营业收入水平 (亿)	营业收入同比增速	扣非归母净利润水平 (亿)	扣非归母净利润同比增速	毛利率	期间费用率	期间费用率环比变动	经营活动现金流净额	经营活动现金流净额同比增长	应收款项同比增速	资产负债率
锂资源	25.05	-24.5%	-5.73	-322.3%	34.1%	54.2%	25.2%	-0.88	-112.7%	-1.2%	69.4%
钴资源	49.36	0.3%	1.54	483.0%	14.1%	7.7%	0.7%	2.13	-39.7%	-2.2%	56.3%
铜箔	4.96	-41.8%	0.03	-97.3%	25.2%	22.3%	-0.3%	-0.03	-114.5%	-11.2%	52.4%
正极	35.18	-27.4%	1.71	-26.4%	17.4%	11.8%	1.4%	1.45	199.8%	-11.4%	50.6%
负极	22.07	-32.1%	0.17	-91.2%	24.1%	23.7%	4.8%	0.73	113.3%	-8.4%	48.2%
锂电设备	18.56	-4.0%	2.66	0.2%	36.2%	19.6%	-0.9%	-1.38	-407.9%	37.6%	50.2%
六氟磷酸锂	9.36	-11.8%	-0.49	-237.0%	16.2%	20.3%	-8.0%	-0.29	77.1%	-23.3%	52.4%
电解液	10.46	-1.0%	1.36	59.6%	35.4%	19.7%	-0.5%	1.65	-29.1%	4.6%	37.0%
隔膜	9.88	-27.8%	1.35	-44.6%	35.8%	21.2%	2.0%	0.70	266.2%	23.5%	55.2%
锂电池	115.14	-14.2%	5.79	-56.4%	25.5%	15.9%	0.6%	29.50	-39.6%	-1.8%	57.6%
电机电控及其零部件	40.58	-10.1%	1.62	27.1%	28.9%	25.3%	1.3%	1.56	-75.3%	-19.1%	39.6%
新能源零部件	60.21	-11.1%	6.21	10.2%	29.8%	16.2%	-1.8%	8.33	14.8%	-5.3%	34.7%
整车	332.73	-37.1%	-15.75	-343.9%	13.3%	17.1%	0.8%	-10.19	75.4%	-11.8%	66.3%
行业整体	733.55	-26.8%	0.48	-98.8%	20.0%	18.1%	1.4%	33.29	29.2%	-8.4%	58.5%
行业整体 (不含整车)	400.82	-15.3%	16.23	-52.3%	25.6%	18.9%	1.9%	43.47	-35.3%	-2.9%	53.1%

来源：Wind，中泰证券研究所

- #### ■ 小结：多重因素叠加导致 Q1 行业整体盈利承压。
- 1) 由于疫情以及春节假期影响，电动车需求不足，一季度产销下滑，各环节受到冲击较为明

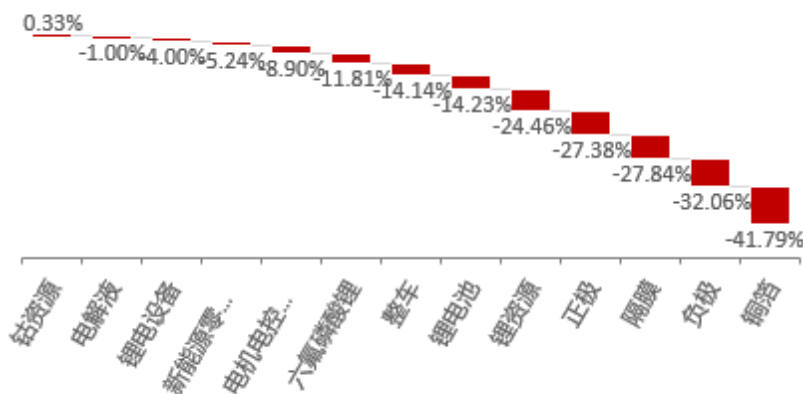
显。2)补贴退坡行业整体增速放缓,产业链整体承担产品价格下降压力,特别是整车环节盈利能力下滑明显。3)上游锂资源端价格波动剧烈,导致其盈利同比大幅下滑;钴资源价格低位企稳,营收实现正增长主要由于2020年年初以来钴资源价格提升所致,但毛利率仍较低。

4.2 细分子行业：疫情影响需求，行业去库存

(1) 从Q1营收来看,锂电上游仅有钴资源营收实现增长。细分子行业增速由高至低依次为: 钴资源 (0.33%) > 电解液 (-1.00%) > 锂电设备 (-4.00%) > 新能源零部件 (-5.24%) > 电机电控及其零部件 (-8.90%) > 六氟磷酸锂 (-11.81%) > 整车 (-14.4%) > 锂电池 (-14.23%) > 锂资源 (-24.46%) > 正极 (-27.38%) > 隔膜 (-27.84%) > 负极 (-32.06%) > 铜箔 (-41.79%)。

个股层面: ①动力电池: 宁德时代Q1实现营收90.31亿,同比-9.53%。Q1业绩下滑主要系受疫情影响,装机同比下滑。②负极材料: 璞泰来Q1实现收入8.19亿元,同比-20.43%,负极材料出货量及价格预计同比略有下降,同时锂电设备交付预计有延迟。导致收入同比下滑; ③隔膜: 恩捷股份Q1实现营收5.53亿元,同比-15.76%。隔膜销量预计同比2019年预计下滑,同时价格端20Q1环比19Q4略有下滑,导致收入端下降。④正极材料: 当升科技Q1实现营收4.16亿,同比-36.40%,收入下滑主要系钴价大幅下降带来正极材料价格下降,同时销量预计同比有下滑影响;

图表 57: 2020Q1 各细分板块营收同比增速对比



来源: WIND, 中泰证券研究所

(2) 扣非归母利润上, 细分子行业分化持续。从扣非归母净利润水平看, 新能源零部件 (6.21 亿) > 锂电池 (5.79 亿) > 锂电设备 (2.66 亿) > 正极 (1.71 亿) > 电机电控及其零部件 (1.62 亿) > 钴资源 (1.54 亿) > 电解液 (1.36 亿) > 隔膜 (1.35 亿) > 负极 (0.17 亿) > 铜箔 (0.03 亿) > 六氟磷酸锂 (-0.49 亿) > 锂资源 (-5.73 亿) > 整车 (-15.75 亿)。

从增速上从高到低排序: 钴资源 (482.97%) > 电解液 (59.63%) > 电机电控及其零部件 (27.09%) > 新能源零部件 (10.21%) > 锂电设备 (0.23%) > 正极 (-26.41%) > 隔膜 (-44.64%) > 锂电池 (-56.43%) > 负极 (-91.18%) > 铜箔 (-97.31%) > 六氟磷酸锂 (-237.02%) > 锂资源 (-322.25%) > 整车

(-343.93%)。

具体看：钴资源同比增速转好，主要系去年 Q1 基数低，在钴价 Q1 略有上涨情况下，盈利企稳；电解液环节 Q1 逆势盈利高增，主要系部分产品受益于疫情需求增加，业绩超预期：

新宙邦：2020Q1 扣非归母净利润为 0.95 亿元 (yoy+59.38%)。业绩超预期主要由于：1) 氟化工医药中间体订单高增。公司定位高端氟精细化学品 (医药中间体)，在美国疫情影响下，订单大幅增长，该业务盈利能力强 (净利率约 37%)。2) 2020Q1 国际客户电解液订单增长且占比提升，弥补国内需求下降，总体电解液 Q1 出货量预计同比增长。

天赐材料：2020Q1 实现营收 5.25 亿 (yoy-3.48%)，扣非归母净利润 4093.0 万元 (yoy+60.22%)；并预计 2020 年实现净利润 1.95-2.54 亿，同比 286%-402%；业绩高增主要系：1) 受益于疫情对卡波姆需求提升，量价齐升；2) 电解液毛利率企稳回升 (原材料自产率提高)；3) 加强费用管控；

亿纬锂能：2020Q1 营收 13.09 亿元 (yoy+19.2%)；扣非归母净利润 2.13 亿 (yoy+8.97%)；业绩增长主要系：**锂电主业高增**，3C 消费锂离子电池业务稳健；锂原电池、圆柱电动工具市场受疫情影响小；动力电池总体盈利减亏；同时产品毛利率提升，**20Q1 毛利率 29.75%**，同比+4 个 PCT。

新能源零部件：与传统零部件相比，新能源零部件展现出较强韧性。

a、轻量化：旭升股份 1Q20 营收 2.88 亿 (同比增 14.54%)，主要由于核心特斯拉销量增长；拓普集团 1Q20 营收 12.08 亿 (同比减 2.98%)，主要由于特斯拉等核心客户销量增长。

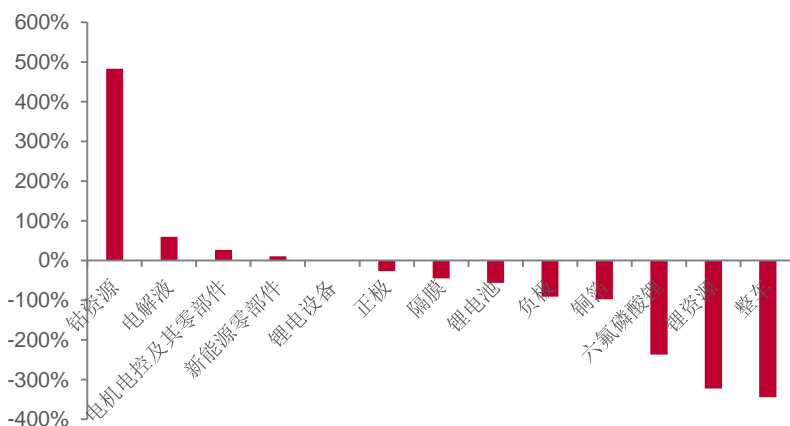
b、热管理：三花智控汽车 1Q20 实现营收 24.84 亿 (同比下降 10.7%)；银轮股份 1Q20 实现营收 12.75 亿 (同比下降 8.2%)。

C、电回路：科达利 1Q20 实现营收 2.96 亿 (同比下降 38.79%)；宏发股份 1Q20 实现营收 14.39 亿 (同比下降 11.42%)；斯达半导 1Q20 实现营收 1.38 亿 (同比下降 7.48%)。

d、执行器：伯特利 1Q20 营收 5.94 亿，同比下降 7.41%，净利润 1.04 亿，同比下降 10.52%，明显好于行业平均水平。

整车端：由于疫情冲击，利润下滑较为明显，主要由于燃油车销量下滑引起，这里不再做讨论。

图表 58：2020Q1 年各细分板块扣非净利润增速对比



来源：WIND，中泰证券研究所

- **（3）细分子行业毛利率（未剔除非新能源汽车相关业务）：**上游资源端锂资源、钴资源毛利率环比提升，但铜箔毛利率环比下滑明显；中游材料端锂电设备、电解液、隔膜毛利率环比提升。毛利率从高到低排序看：锂电设备（36.24%）>隔膜（35.77%）>电解液（35.40%）>锂资源（34.13%）>新能源零部件（29.81%）>电机电控及其零部件（28.86%）>锂电池（25.53%）>铜箔（25.20%）>负极（24.05%）>正极（17.35%）>六氟磷酸锂（16.21%）>钴资源（14.06%）>整车（13.30%）。
- 部分环节毛利率企稳环比略有提升：**电解液(+8.36%)、隔膜(+4.59%)、锂电设备(+4.23%)、钴资源(+1.47%)、锂资源(+1.36%)、正极(+1.14%)。而部分环节毛利率环比减少：整车（-4.29%）、锂电池（-3.72%）、电机电控及其零部件（-2.94%）、新能源零部件（-0.91%）、负极（-0.79%）、六氟磷酸锂（-0.45%）、铜箔（-0.27%）；

图表 59：细分子行业单季度毛利率水平

细分子行业	2020Q1	2019Q4	2019Q1	20Q1 同比	20Q1 环比
锂资源	34.13%	32.77%	38.23%	-4.10%	1.36%
钴资源	14.06%	12.59%	11.40%	2.66%	1.47%
铜箔	25.20%	25.46%	27.61%	-2.41%	-0.27%
正极	17.35%	16.22%	17.60%	-0.24%	1.14%
负极	24.05%	24.85%	24.25%	-0.20%	-0.79%
锂电设备	36.24%	32.01%	32.39%	3.84%	4.23%
六氟磷酸锂	16.21%	16.66%	25.71%	-9.50%	-0.45%
电解液	35.40%	27.04%	30.32%	5.09%	8.36%
隔膜	35.77%	31.18%	33.10%	2.67%	4.59%
锂电池	25.53%	29.26%	28.35%	-2.82%	-3.72%
电机电控及其零部件	28.86%	31.80%	25.59%	3.27%	-2.94%
新能源零部件	29.81%	30.72%	28.09%	1.72%	-0.91%
整车	13.30%	17.59%	16.86%	-3.56%	-4.29%
行业整体	20.03%	21.77%	21.11%	-1.08%	-1.73%
行业整体（不含整车）	25.62%	26.30%	25.87%	-0.25%	-0.68%

来源：wind, 中泰证券研究所。备注：由于数据口径问题，选取标的未剔除非新能源汽车相关业务营销，与细分子行业的实际毛利率有出入（例如隔膜毛利率）。

- **（4）营运管理能力：**
- 从应收款项角度看，行业整体营应收款项 1291 亿，同比下降 8.43%，环比-2.07%；剔除整车后应收款项为 521.45 亿，同比-2.9%，环比-0.71%；其中仅锂电设备、隔膜、电解液环节同比和环比增长。其余细分子行业均处下降；

图表 60：细分子行业行业应收款项及变动（亿元）

细分行业	1Q20	4Q19	环比变动	同比变动
锂资源	21.89	18.07	-0.33%	-1.24%
钴资源	10.96	11.72	-0.56%	-2.19%
铜箔	8.92	7.63	-3.18%	-11.16%
正极	41.46	42.48	-2.96%	-11.42%
负极	42.31	46.03	-2.10%	-8.40%
锂电设备	45.54	43.88	7.95%	37.57%
六氟磷酸锂	11.39	10.59	-6.14%	-23.30%
电解液	16.49	16.56	1.09%	4.58%
隔膜	28.34	27.03	5.07%	23.52%
锂电池	174.66	175.55	-0.42%	-1.75%
电机电控及其零部件	55.47	62.73	-4.84%	-19.11%
新能源零部件	64.01	68.5	-1.33%	-5.27%
整车	769.66	813.65	-2.91%	-11.84%
行业应收账款	1291.11	1344.43	-2.07%	-8.43%
行业应收账款（不包含整车）	521.45	530.77	-0.71%	-2.90%

来源：wind, 中泰证券研究所。

- **经营活动现金流略有下降:**2020Q1 行业经营活动现金流量净额为 33.28 亿，同比增加 29.18%，环比-89.4%，其中；剔除整车后经营活动现金流量净额为 43.47 亿元，同比-35.3%，环比下滑-69.7%；产业链在疫情影响下，由于盈利能力下降，整体现金流阶段性下滑。部分细分行业：锂电池（29.5 亿）、新能源零部件（8.33 亿）、钴资源（2.13 亿）、电解液（1.65 亿）等现金流净额仍维持较好为正，整车（-10.19 亿）、锂电设备（-1.38 亿）、锂资源（-0.88 亿）现金流压力较大；

图表 61: 2020Q1 经营性现金净流量净额及同比增速 (亿元)

细分行业	2020Q1	2019Q4	2019Q1	2020Q1 环比	2020Q1 同比
锂资源	-0.88	16.18	6.94	-105.4%	-112.7%
钴资源	2.13	13.71	3.54	-84.5%	-39.8%
铜箔	-0.03	4.33	0.23	-100.7%	-113.0%
正极	1.45	7.31	-1.45	-80.2%	200.0%
负极	0.73	15.22	-5.52	-95.2%	113.2%
锂电设备	-1.38	4.66	0.45	-129.6%	-406.7%
六氟磷酸锂	-0.29	3.57	-1.28	-108.1%	77.3%
电解液	1.65	2.64	2.32	-37.5%	-28.9%
隔膜	0.7	6.44	-0.42	-89.1%	266.7%
锂电池	29.5	32.68	48.81	-9.7%	-39.6%
电机电控及其零部件	1.56	19.27	6.32	-91.9%	-75.3%
新能源零部件	8.33	17.32	7.26	-51.9%	14.7%
整车	-10.19	170.14	-41.42	-106.0%	75.4%
行业整体	33.28	313.47	25.78	-89.4%	29.1%
行业整体 (不含整车)	43.47	143.34	67.19	-69.7%	-35.3%

来源: wind, 中泰证券研究所。

- **放缓资本开支节奏:** 投资活动现金流净额-125.57 亿元, 同比下降 32.69%, 环比 2019Q4 下降 12.53%; 剔除整车后, 行业整体投资活动现金流量净额-92 亿元, 同比下降 7.1%; 环比下降 41.23%; 受疫情影响, 行业整体在资金压力下, 开源节流, Q1 暂时放缓资本开支节奏。

图表 62：投资活动现金流量净额（亿元）

细分行业	2020Q1	2019Q4	2019Q1	2020Q1 环比	2020Q1 同比
锂资源	-5.98	8.05	-22.12	174.36%	-72.95%
钴资源	-13.60	-10.55	-6.87	28.89%	98.01%
铜箔	2.48	12.41	-0.70	-80.01%	-453.78%
正极	-5.63	-5.47	-3.01	2.99%	87.22%
负极	-4.00	0.13	-7.78	3191.44%	-48.64%
锂电设备	-2.96	1.51	-7.31	296.06%	-59.52%
六氟磷酸锂	-1.42	0.08	-2.07	1987.10%	-31.38%
电解液	-0.76	-2.79	-2.97	-72.79%	-74.44%
隔膜	-11.75	-8.10	-6.62	45.09%	77.53%
锂电池	-28.16	-150.64	-33.95	-81.31%	-17.06%
电机电控及其零部件	-12.94	6.31	-2.22	304.96%	482.01%
新能源零部件	-7.38	-7.64	-3.52	-3.40%	109.32%
整车	-33.47	13.16	-87.42	354.32%	-61.71%
行业整体	-125.57	-143.55	-186.55	-12.53%	-32.69%
行业整体（不含整车）	-92.10	-156.71	-99.14	-41.23%	-7.10%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- （5）库存分析：**受疫情影响，Q1 锂电中游处于去库存状态。行业整体库存 942 亿元，环比 19Q4 增加+2%；剔除整车后行业存货 538 亿，环比 19Q4 下降 0.2%。其中细分子行业看，铜箔（6.28 亿）、隔膜（16.5 亿）、锂电设备（30.27 亿）、整车（404 亿）存货环比 2019Q4 增长。锂电池环节存货 162.9 亿，环比 19Q4 下降 7%，其中，宁德时代存货 102 亿，环比下降 11.2%，由于其国内电池份额超 50%，中游锂电池环节仍处于去库存状态。

图表 63：细分子行业存货及同比（亿元，%）

细分行业	1Q20	4Q19	环比变动	同比变动
锂资源	35.76	36.60	-2%	19%
钴资源	43.67	45.79	-5%	-29%
铜箔	6.28	4.29	46%	63%
正极	69.95	66.37	5%	6%
负极	41.01	39.37	4%	-10%
锂电设备	30.27	28.10	8%	-2%
六氟磷酸锂	9.34	10.38	-10%	-24%
电解液	9.77	9.36	4%	-13%
隔膜	16.53	12.16	36%	36%
锂电池	162.90	174.67	-7%	39%
电机电控及其零部件	60.35	58.01	4%	14%
新能源零部件	52.48	54.10	-3.0%	5%
整车	404.11	384.62	5.1%	10%
行业整体	942.42	923.82	2.0%	9%
行业整体（不包含整车）	538.31	539.20	-0.2%	9%

来源：WIND，中泰证券研究所

附录 2：行业个股 2020Q1 业绩汇总

图表 64：新能源汽车产业细分子行业个股 2020Q1 业绩汇总（亿元）

细分子行业	股票名称	营收	营收同比	扣非归母 净利润水平	扣非归母净 利润同比	毛利率	毛利环比 变动	期间费 用率	资产负 债率
上游资源	天齐锂业	9.7	-27.6%	-6.47	-887.6%	53.2%	4%	115%	82%
上游资源	赣锋锂业	10.8	-18.9%	0.72	-52.0%	19.5%	-3%	12%	45%
上游资源	雅化集团	4.6	-29.5%	0.02	-93.1%	28.4%	2%	25%	39%
上游资源	寒锐钴业	5.1	-1.4%	0.22	138.9%	17.3%	-3%	9%	47%
上游资源	华友钴业	44.2	0.5%	1.32	693.4%	13.7%	2%	8%	58%
铜箔	诺德股份	3.5	-32.7%	-0.11	-138.1%	26.6%	252%	27%	71%
铜箔	嘉元科技	1.5	-55.9%	0.14	-82.0%	22.0%	-10%	10%	4%
正极	当升科技	4.2	-36.4%	0.46	-8.3%	17.5%	-6%	6%	25%
正极	格林美	22.9	-27.0%	0.99	-28.4%	18.3%	3%	13%	61%
正极	容百科技	6.5	-21.1%	0.25	-7.9%	12.9%	-3%	9%	21%
正极	德方纳米	1.6	-28.8%	0.01	-95.2%	21.1%	2%	21%	48%
负极	杉杉股份	12.2	-39.9%	-0.9	-336.5%	18.0%	-1%	28%	47%
负极	璞泰来	8.2	-20.4%	0.83	-27.2%	30.4%	-2%	18%	58%
负极	中科电气	1.7	-11.6%	0.24	-46.7%	37.2%	6%	21%	26%
锂电设备	科恒股份	2.7	-30.2%	-0.04	-172.9%	14.1%	-9%	17%	55%
锂电设备	先导智能	8.7	2.7%	0.87	-54.5%	36.5%	1%	24%	53%
锂电设备	赢合科技	5.6	21.5%	1.47	112.6%	44.9%	35%	15%	50%
锂电设备	杭可科技	1.7	-33.2%	0.36	0.0%	41.6%	-12%	16%	41%
六氟磷酸锂	多氟多	8.2	-8.7%	-0.26	-209.0%	16.6%	0%	19%	64%
六氟磷酸锂	天际股份	1.1	-40.0%	-0.23	-293.1%	13.8%	-5%	30%	17%
电解液	天赐材料	5.3	-3.5%	0.41	60.2%	31.6%	11%	22%	44%
电解液	新宙邦	5.2	1.6%	0.95	59.4%	39.2%	4%	18%	29%
隔膜	恩捷股份	5.5	-15.8%	1.05	-41.3%	47.4%	1%	23%	66%
隔膜	星源材质	1.3	-23.0%	0.11	-70.3%	43.4%	39%	31%	48%
隔膜	沧州明珠	3.1	-43.6%	0.19	-31.6%	12.1%	-1%	15%	28%
锂电池	国轩高科	7.3	-58.4%	-0.63	-135.9%	29.0%	43%	35%	64%
锂电池	亿纬锂能	13.1	19.2%	2.13	9.0%	29.8%	-2%	19%	51%
锂电池	宁德时代	90.3	-9.5%	4.28	-53.2%	25.1%	-4%	14%	57%
锂电池	鹏辉能源	4.5	-24.9%	0.01	-97.2%	16.4%	-1%	16%	52%
电机电控等	英搏尔	0.5	-30.2%	-0.12	35.7%	9.3%	-5%	36%	38%
电机电控等	汇川技术	15.5	40.7%	1.49	46.6%	38.5%	2%	31%	38%
电机电控等	欣锐科技	0.5	-67.3%	-0.19	-276.1%	10.5%	-9%	50%	22%
电机电控等	麦格米特	6.6	-14.7%	0.4	-23.7%	27.1%	-1%	20%	52%
电机电控等	方正电机	1.6	-41.9%	-0.22	-449.9%	18.5%	-3%	33%	25%
电机电控等	大洋电机	15.2	-27.0%	0.2	177.3%	21.8%	-8%	20%	42%
电机电控等	蓝海华腾	0.7	17.5%	0.05	555.8%	34.6%	-1%	22%	34%
新能源零部件	拓普集团	12.1	-3.0%	1.08	-0.2%	27.4%	1%	16%	32%
新能源零部件	伯特利	5.9	-7.4%	0.92	17.9%	28.5%	0%	10%	39%
新能源零部件	宏发股份	14.4	-11.4%	1.43	-4.9%	39.5%	8%	22%	35%
新能源零部件	三花智控	24.8	-10.7%	2.67	27.1%	26.5%	-6%	14%	36%
新能源零部件	科达利	3.0	-38.8%	0.13	-30.9%	23.3%	-13%	18%	30%
整车	比亚迪	196.8	-35.1%	-4.72	-214.5%	17.7%	1%	17%	67%
整车	宇通客车	28.1	-42.0%	-1.98	-180.3%	16.0%	-10%	31%	48%
整车	北汽蓝谷	16.7	-53.1%	-4.77	-2328.9%	1.6%	-20%	35%	70%
整车	江淮汽车	91.2	-37.7%	-4.29	-1155.9%	5.2%	-4%	10%	71%

来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

五、细分领域重点龙头公司分析

动力电池：宁德时代-加快全球业务布局，巩固龙头地位

- 公司发布 2019 年年报，实现营收 457.88 亿元，同比+54.63%，归母净利润 45.6 亿，同比+34.64%，扣非归母净利润 39.15 亿元，同比+25.15%；经营活动现金流量净额 134.72 亿元；综合毛利率 29.06%；2) 公司发布 2020 年一季报，实现营收 90.31 亿，同比-9.53%；归母净利润 7.42 亿，同比-29.14%，扣非归母净利润 4.28 亿，同比-53.24%；综合毛利率 25.1%（同比减少 3.6 个 PCT）业绩符合预期。
- 规模化效应下，费用率下降，经营现金流环比改善，营业周期稳定，应付款项大幅提升，预收账款稳定，上下游产业链议价权强。1) 2019 年销售/管理（含研发）/财务费用分别为：21.57/48.25（含研发 29.92 亿）/-7.82 亿元，前两者同比 +56.4%/+34.71%/-179.42%；前两者费用率分别同比变动 +0.05/-1.56 个百分点，成本管控及规模效应下费用率下降；2) 营运质量较好：① Q3/Q4 经营现金流量净额 31.47 亿元，且销售收入收到现金/收入比例为 114%，下游客户回款较好；② 19 年底预收账款 61.6 亿元，应付款项 2019 年达 281 亿，同比 18 年新增 92 亿，上下游产业链议价权维持强势；③ 公司 2019 年营运周转天数总体维持稳定；
- 公司动力电池系统销量超预期：
 - (1) 动力电池销量 40.25GWh，高于电池装机：2019 年收入 385.84 亿元，同比+57.38%，2019 年全年毛利率为 28.45%（下半年略有下滑 0.8 个 pct）（折旧政策变更减少毛利率 1.94%）。2019 年公司动力电池实现销量 40.25GWh（产量 47.26GWh，库存 10.53GWh），同比+90.04%，增长主要系份额提升（2019 年全球份额 28%，国内份额 52%（提升 10 个 pct）），逆势超行业增长。其中销量 40.25GWh，远高于其 19 年动力电池装机 32GWh（合格证 data），我们认为原因是：其一，19 年有 1.5-2GWh 于 2020Q1 确认；其二，电池出口约 2GWh，其三，部分车用替换型及非车用动力电池销量。
 - (2) 成本持续下降，原材料成本下降贡献大，折旧政策变更导致单位制造费用提升：根据我们测算，电池均价 0.94 元/wh（yoy-18%），由于变更折旧政策，设备折旧年限从 5 年缩短至 4 年（当年新增折旧额预计 7.5 亿，影响净利润 6.4 亿），单位成本下降幅度低于价格幅度，单位成本 0.67 元/wh（yoy-11%），其中直接材料 0.53 元/wh（yoy-15%），制造费用 0.12 元/wh（yoy+10%，折旧政策变更），单位毛利 0.27 元/wh（yoy-32%）；
 - (3) 产能层面：截止 19 年底，公司产能 53GWh，在建 22GWh，产能利用率 89%；根据公司在建工程，19 年开启时代一汽、时代广汽、四川时代、德国图林根项目产能建设；其中预计已经结束完工的项目包括：湖南邦普四期项目、宁德锂动力产线投入项目、宁德时代工程研究中心项目、青海时代西宁园区项目等；
 - (4) 客户结构优异，成为特斯拉供应商：客户开拓上，国内与上汽、吉利、宇通、北汽、广汽、长安、东风、金龙和江铃等品牌车企及蔚来、威马、小鹏等造车新势力配套动力电池；海外市场，与宝马、丰田、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，同时公司与特斯拉签订合作协议，预计配套车型将于 2020 年开始陆续上市

放量。此外，公司参股公司上汽时代 2019 年实现收入 7.69 亿（公司预计与上汽时代 2020 年关联交易金额为 13.28 亿元），净利润 0.32 亿元，随着规模化供货，盈利能力提升，净利率 4.19%；

- **锂电材料增长稳健：**公司 2019 年锂电池材料业务收入 43.05 亿元，同比 +11.51%；受益于公司锂电池销售增长及锂电材料产能释放，三元前驱体自用比例提升，委外比例略下降；公司控股广东邦普（持股比例 52.88%），其子公司湖南邦普 2019 年实现收入 51.55 亿元，同比 +10.49%，净利润 6.39 亿元，同比 +18.45%。
- **持续拓展锂电材料上游产业链，构建成本优势。**公司计划在宁德扩建 10 万吨正极材料（含前驱体），1 期项目预计 2020 年产能逐步释放，同时报告期增持龙岩思康新材料（新型功能性氟材，新型锂盐等）；并投资 5500 万澳元，认购了澳大利亚 Pilbara Minerals Limited 锂矿公司 8.24% 的股份，保障原材料供应。
- **大力发展储能，与国网深度合作：**19 年储能系统收入为 6.10 亿元，同比 +221.95%，预计净利润贡献 1.13 亿；主要系由于百 MWh 级项目在福建晋江实现应用落地；2020 年预计与国网关联交易金额 20 亿元，预计储能应用在电网侧将开始放量；
- **重视研发，产品技术领先同侪。**公司量产电芯能量密度已超过 240Wh/kg，倍率性能可满足最大 2C 充电，4C 放电；产品循环寿命可超过 6,000 次，产品性能领先行业。2）公司在业界率先量产 811 体系产品，开始批量生产高性价比的 LFP 产品；同时新一代 CTP 产品也开始在重点客户上落地（北汽等）。研发投入上：2019 年研发人员新增 461 人至 5364 名（含博士 143 名、硕士学历的 1943 名），2019 年研发费用为 29.92 亿元，占比为 6.53%，同比增长 50%。截止 2019 年底，拥有 2,369 项境内专利及 115 项境外专利（2018 年底 1,618 项境内、38 项境外专利），正在申请的境内和境外专利合计 2,913 项（18 年 2110 项），海内外专利大幅增加；

隔膜：恩捷股份-现金流改善超预期，隔膜海外加速放量

- **事件：**1) 公司发布 2019 年报：实现收入 31.6 亿，同比+28.57%；归母净利润 8.5 亿，同比+63.92%；扣非归母净利润 7.53 亿，同比+136.56%；2) 公司发布 2020Q1 季报，实现营收 5.53 亿元，同比-15.76%，归母净利润 1.38 亿，同比-34.89%，扣非归母净利润 1.05 亿元，同比-41.32%。其中非经常损益 0.33 亿元，主要是政府补助。受疫情影响，业绩基本符合预期。
- **湿法隔膜份额提升，业绩高增长。**
 - 1) **份额提升：**2019 年公司湿法隔膜业务份额提升至 44%(2018 年 36%)，同时收购捷力后行业议价权提升，份额超 55%；
 - 2) **2018 年隔膜业务收入 19.4 亿元，同比+46.29%；**上海恩捷子公司收入 19.5 亿，净利润 8.64 亿，归母净利润约 7.78 亿元（完成业绩承诺 7.73 亿元）；其中珠海恩捷营收 10.6 亿元，同比+197%，净利润 3.83 亿元，同比+242%；
 - 3) **隔膜单平米盈利：**根我们测算，公司 2019H1 /Q3 单平米净利分别为：1.17/1.23 元/平米，预计 Q4 单平米盈利低于 0.9 元/平米；Q4 单平米盈利环比下降，主要系公司在 Q4 大幅计提管理费用约 1.23 亿（研发 0.82 亿，管理费用 0.41 亿），环比+207%；另一方面，预计 Q4 包含有部分隔膜 B 品。
 - 4) **产能持续扩张，计划建设海外生产基地。**公司目前拥有 4 个生产基地，截止 2019 年底产能达 23 亿平（母卷），并规划 2020 年底产能有望达到 33 亿平（预计包含苏州捷力 4 亿平米产能）；同时公告，计划在海外匈牙利扩产，为开拓海外电池客户配套欧洲电动车市场。
 - 5) **收购捷力，提升行业议价权，海外客户占比提升，提升盈利能力。**公司凭借“大规模供货能力+成本优势+产品品质”持续开拓国内外高端动力锂电客户；海外市场瞄准电池全球龙头：松下、LG 化学、三星等，并持续开拓海外客户；国内市场客户以宁德时代，比亚迪，国轩，孚能，力神、万向为主，以及其他超过 20 家的国内锂电池企业都建立了良好的合作关系。我们预计公司在 2020 年海外客户收入占比有望超过 50%。
- **三项费用管控良好，财务费用增加较多：**2019 年公司销售/管理/研发/财务费用分别为 0.67 /1.23 /1.55 /0.99 亿元，分别同比变动 +35.0%/-20.4%/60.3%/298.3%，费用率分别为：2.1%/8.8%/3.1%/4.9%；公司 2020Q1 销售/管理/研发/财务费用分别为 0.18/0.36/0.3/0.4 亿元，分别同比变动+55%/20%/33.75%/329%。公司重视研发，2019 年研发占比提升至 4.9%。

正极材料：当升科技-业绩符合预期，海外客户占比提升

- 公司发布 2019 年年报，实现营收 22.84 亿元（YOY-30.37%）；归母净利润为 -2.09 亿元（YOY-166.12%），扣非归母净利润 -2.71 亿元（YOY-189.03%）；综合毛利率 19.69%，同比增加 1.42 个 PCT；公司亏损，主要系计提比克坏账损失及中鼎高科商誉减值（比克计提 2.64 亿元、商誉减值 2.9 亿元），不考虑减值损失，归母利润约 2.8 亿元；2) 公司发布 2020Q1 财报，实现营收 4.16 亿（同比-36.40%），实现归母净利润 3290.2 万（同比-48.66%），扣非归母净利润 4557.8 万元（同比-8.25%）；其中非

经损益 1267.6 万元(主要系中科电气公允价值变动损益及出售其部分股票影响-1759 万);受疫情影响,一季报业绩下滑。业绩整体符合预期;

- **正极材料: 正极毛利率提升, 单吨毛利同比下滑, 2019Q4 单吨毛利有所回升;** 公司 2019 年正极材料产销量分别为 15073/15157 吨(销量同比-1.93%), 其中多元材料产量 12659.81 吨, 钴酸锂 2412.76 吨; 公司正极材料单吨毛利 2.65 万/吨(同比 2018 年 3.3 万/吨, 下滑 20%), 其中根据我们测算, 公司多元材料单吨毛利 2.3 万/吨, 钴酸锂单吨毛利 3.6 万/吨, 正极单吨净利润预计约 1.3 万元/吨(剔除减值损失影响); 收入下滑, 主要系产品价格下滑, 单吨售价 14.36 万/吨(YOY-29%); 成本端看: 单吨原材料成本 10.33 万/吨(YOY-33%), 直接人工 0.14 万/吨(yoy-9%)、单吨制造费用或因产品结构略提升 1.25 万/吨(yoy+3%); 公司收入下滑, 主要系钴价大幅下降带来正极材料价格下降, 同时在原材料价格不断下调情况下, 单吨毛利下滑;
- **进入国际车企供应链, 2020 年开始放量, 海外动力占比提升。**公司深耕锂电正极材料领域, 布局“动力、储能、小型”三大市场。通过“引领技术推新品”保持竞争优势。2019 年出货量外销比例达约 40%。动力电池持续技术引领, 高镍率先海外出口供应: 高镍 NCM811 二代向海外批量供货, 第三代 NCM811 产品已实现批量生产; 单晶 NCM811 已批量供应国内外客户; 客户上, 公司已进入日本、韩国客户及市场, 配套 SKI、LG 等; 研发储备上, 多款正极材料产品已完成量产开发, 并批量供应国际高端动力电池客户, 配套国际主流车型。锂电储能领域: 公司持续向 LG 化学、三星批量供应 NCM523 产品; 小型锂电领域: 持续开发新品, 并在无人机、航模、电子烟等细分领域占据较高市场份额。产能上: 截止 2019 年底, 江苏当升三期(8000 吨处于工艺验证、客户认证阶段); 常州基地 2 万吨产能(主体设备已陆续开始安装), 预计将于 2020 年初投产, 产能有望达 4.6 万吨。
- **公司实施增持计划, 彰显信心。**公司拟实施高管增持计划, 1) 增持计划存续期 24 个月; 2) 通过二级市场购买等方式; 3) 锁定期 12 个月; 4) 参加对象: 高管及核心骨干员工, 合计不超 135 人; 董事、监事和高管合计认购不低于 2000 万; 实施股权增持, 彰显对未来发展十足信心。

负极材料：璞泰来-定增加码负极一体化、涂覆膜，海外客户持续突破

- 事件：1) 公司发布 2019 年报，实现收入 47.99 亿，同比+44.93%；归母净利润 6.51 亿，同比+9.56%；扣非归母净利润 6.06 亿，同比+22.43%；毛利率方面：2019 综合毛利率 29.43%，其中 2019Q1/Q2/Q3/Q4 单季毛利率分别为 26.51%/27.32%/30.83%/32.39%，毛利率逐季度回升；经营活动现金流量净额 4.90 亿 2) 公司发布 2020 年 Q1 季报，实现收入 8.19 亿元，同比-20.43%，扣非归母净利润 0.83 亿元(非经常损益 1008 万)，同比-27.22%；经营现金流净额 1.56 亿元，同比+222.72%；
- 拟定增 49.59 亿，加码负极材料一体化，扩产涂覆膜，并拟收购山东兴丰剩余 49%股权，夯实业绩：①收购山东兴丰 49%股权(拟募 7.35 亿，作价 7.4 亿，业绩承诺 2020-2022 扣非利润分别为 1.5/1.8/2.2 亿元)，夯实公司业绩；②产能扩建：负极材料扩建 5 万吨(募 10.14 亿)、负极石墨化 5 万吨(募 4.28 亿)、隔膜 2.49 亿平米项目(募 7.1 亿)、新型涂覆隔膜项目(募 3.09 亿，5 亿平米)；③锂电池隔膜高速线研发项目(募 2.78 亿)；④补流动资金 14.85 亿元。截止 19 年底，公司具备 6 万吨负极及石墨化加工、3 万吨炭化产能，2020 年将在内蒙推进 2 万吨负极，并募资在内蒙建设 5 万吨负极及 5 万吨石墨化产能。未来 3 年，公司计划逐步实现 15 万吨负极及 10 万吨石墨化加工、20 亿平涂覆隔膜、500 台锂电设备产能规模。
- 负极+涂覆产销高增，海外客户持续突破。具体细分业务看：
1) 负极材料一体化布局，产销高增，2020 年海外动力客户份额提升：a) 行业上：人造石墨竞争格局持续集中，2019 年 CR3/CR5 分别 63%/80%，分别提升 1.9/2.9 个 pct；公司人造石墨份额约占 22.4%；b) 2019 年公司负极出货量 45,757 吨(2019 上/下半年分别为 2.1/2.48 万吨)，同比+56.24%；其中江西紫宸实现收入 30.55 亿，同比+54.1%，单吨均价 6.67 万/吨(同比-1.5%)；净利润约 4.63 亿，同比+10.36%；毛利率 27%(同比-7 个 PCT)；负极业务利润增速低于收入增速，主要系 19 上半年成本由于原材料针状焦价格上涨，石墨化委外比例提升，单吨平均成本 4.88 万/吨(2018 年 4.47 万.吨)，同比大幅提升；随着下半年材料价格回落，且石墨化、炭化产能逐步投产，毛利率季度企稳回升。c) 石墨化加工：业务收入 2.58 亿元，同比-32.2%。其中山东兴丰石墨化收入 5.27 亿，同比+16.2%，净利润 0.59 亿，同比+322%；毛利率 19%(同比+8.01 个 PCT)，主要系内蒙石墨化产能释放，规模化、设备高效化带来成本下降，石墨化毛利率回升；d) 公司负极竞争优势：公司人造石墨产品定位高端，从高端 3C 消费、动力电池领域，客户结构优异，以国内 CATL、ATL，为主，海外以 LG 化学、三星等为主。通过负极材料一体化(上游参股针状焦企业振兴炭材+山东/内蒙兴丰石墨化加工自供降本)构建成本优势，受益全球电动化，公司海外动力客户份额大幅提升，贡献业绩弹性。
2) 基膜及涂覆膜：19 年收入 6.95 亿，同比+117.8%，毛利率 47%(同比+1.7PCT)，2019 年上下半年均价分别为 1.42/1.07 元/平米(2018 年均价 1.53 元/平)；其中，东莞+宁德+江苏卓高合计收入 9.41 亿，利润合计 1.6 亿。隔膜业务高增主要系下游大客户放量，并通过提高自动化水平改善效率和稳定性，实现成本下降，毛利率稳定略有提升；隔膜业务公司已搭建从基膜+涂覆膜+涂覆浆料全产业链布局，目前公司已初步形成了“基膜+涂覆加工+涂覆设备+涂覆原料生产”涂覆隔膜全产业链布局，具备 6.5 亿平涂覆隔

膜产能，其中湿法基膜产线已通过部分客户认证，并实现扭亏为盈，其中涂覆材料出口境外市场，涂覆膜客户主要为 CATL、ATL，正逐步导入三星等海外高端客户，放量可期。

3) 锂电设备：19 年收入 6.9 亿，同比+24.79%；销售 285 台（18 年 238 台），其中深圳新嘉拓+宁德嘉拓+江西嘉拓合计收入 8.66 亿，净利润合计 0.59 亿，同比-32%；利润下滑，主要系设备价格下降带来毛利率下降；并对部分客户计提坏账准备。公司涂布设备进入大连松下、美国特斯来供应体系，海外客户持续突破。

4) 铝塑膜业务：出货量 616 万 m²，同比增长 36%；已实现在软包锂电，电动自行车市场开拓；

电解液：新宙邦-经营稳健，推进氟化工一体化+电解液纵向延伸布局

■ 事件：1) 公司发布 2019 年年报，实现营收 23.25 亿元，同比+7.39%；归母净利润 3.25 亿元，同比+1.56%；扣非归母净利润 3.06 亿元，同比+3.27%；其中非经常损益 1910 万元。综合毛利率 35.63%，同比提升 1.43 个 PCT；三项费用上，销售/管理（含研发）/财务费用分别为 0.91/3.44/0.14 亿元，同比变动-9.41%/14.99%/-14.98%；费用率上，分别为 3.89%/14.79%/0.62%，费用控制良好；单季度看，Q4 营收 6.28 亿元，同比+2.36%；净利润 0.86 亿元，同比-23.51%；扣非净利润 0.76 亿元，同比-29.31%；2) 公司 2020Q1 季报，营收 5.21 亿元，同比+1.62%；扣非归母净利润 0.95 亿元，同比+59.38%；综合毛利率 39.2%（同比+4.7 个 PCT），业绩超预期。

■ 业务稳健，氟化工高增，电解液大客户份额稳定增长：

1) 高端氟化工需求景气，业绩高增：公司围绕氟化工和电解液做产业链纵向一体化布局（氢氟酸+新型锂盐/含氟添加剂+萤石资源）。19 年公司有机氟化学品形成了以六氟异丙基甲醚等八大产品为核心的多元化产品结构，并凭借产品技术优势，实现国内外新客户开发，优化客户结构，盈利能力提升；2019 年氟化学品业务收入 4.95 亿，同比+27.69%，其中子公司海思福净利润 2 亿元，同比+57%；氟化工毛利率 58.05%（同比提升 6.25 个 PCT；海思福净利率 40%）；2020Q1，在美国疫情影响下，订单大幅增长，贡献主要业绩；公司未来有望凭借研发+新产品，持续开拓新市场，预计将持续贡献利润增长点；

2) 电解液国际客户订单增长：2019 年电解液业务实现营收 11.57 亿，同比+7.85%，毛利率 25.47%（同比-2.04 个 pct）；2019 年产量 2.76 万吨（产能利用率 84%），在建产能 4.9 万吨，达产后预计产能将 8.2 万吨；公司作为电解液领军，已成为 LG、三星、村田、松下等重要供应商；19 年电解液国际客户占比 30%-40%，2020Q1 国际客户订单增长且占比提升，弥补国内需求下降，总体电解液 Q1 出货量预计同比增长。

3) 铝电容器化学品毛利率提升：实现收入 5.16 亿，受外部贸易环境及客户压价影响，收入同比下滑 8.35%，但公司持续技术创新和降本，提升市占率和毛利率（40.1%，同比提升 1.72 个 pct），该业务总体发展较稳定。

4) 半导体化学品：实现收入 1.15 亿元（同比+11.39%），毛利率提升至 18.06%（同比+4.28 个 pct），国内半导体韩各样在国家支持及美国对出口限制下将迎来高速发展；公司产品优化，高纯半导体双氧水、氨水产品已成功投产，并逐步取得行业标杆客户的认证；IC 高端湿化学品实现销售零突破，未来放量可期；2020 年 Q1 该业务保持稳定增长。

六、投资建议

- **疫情影响短期，中长期全球电动化趋势不改，新能源汽车补贴政策落地，国内需求逐渐恢复。**

1) 政策端：国内新能源汽车政策落地，明确 2020 年-2022 年补贴逐渐退坡 10%、20%、30%，补贴延续 2 年；过渡期采用 2020 年补贴标准，抢装效应不再；补贴总体上扶持技术优秀企业，对整车电耗要求提升；公共领域（含网约车）补贴 2020 年不退坡，并计划加大政府采购特别是公务车领域，同时地方政府也针对公共领域或使用环节给予补贴（深圳、广州等），各地补贴政策对全年国内销量形成托底；

2) 供给&需求端：国内新能源汽车 4 月排产逐步恢复，预计 5、6 月份开始大幅改善；海外供给端，新冠疫情影响下，车企复工大多在 4 月末或 4 月初，供给端届时有望逐步恢复；特斯拉 2020Q1 交付强劲，总体受疫情影响较小，且 M3 降价后国内补贴后售价低于 30 万以内，性价比大幅提升，此外对产业链形成示范效应，有望大幅提升销量。同时全球优质车企平台新车型将于下半年陆续推出，推动需求增长。

- **投资建议：**短期疫情影响不改变中长期电动汽车发展趋势，全球电动化正迈入供给端优质车型加速期，未来三年是全球主流供应链加速爆发的趋势性机会。建议把握全球一线供应链投资主线，持续看好切入全球电动车主流供应链（特斯拉、大众 MEB、LG、CATL 等）投资机会，核心围绕特斯拉供应链。重点推荐：宁德时代、恩捷股份、亿纬锂能、璞泰来、三花智控、宏发股份、拓普集团、比亚迪、新宙邦、天赐材料、当升科技、先导智能、卧龙电驱、赢合科技等，关注嘉元科技、中科电气、德方纳米等；

七、风险提示

- **新能源汽车销量不及预期。**新能源汽车销售受到宏观经济环节、行业支持政策、消费者购买意愿等的影响，存在不确定性。
- **政策大幅变动风险。**各国新能源汽车补贴政策有提前退坡的可能性，补贴退坡的幅度存在不确定性，或者降低补贴幅度超出预期的风险；中国双积分制度、欧洲碳排放法规执行不及预期，导致行业电动车需求不及预期风险。
- **竞争加剧导致产品价格下跌风险。**电池产业链部分环节存在产能过剩引起竞争加剧，扩产规划放缓的风险。

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。