

行业分化加剧，马太效应凸显



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——新能源汽车产业链 2019 年&2020Q1 财报总结

❖ **2019 年：补贴退坡，收入增速趋缓。**2019 年，受补贴退坡因素影响，新能源汽车销量同比增速由正转负、产业链利润受到挤压，降本成为主旋律，马太效应凸显，行业竞争格局持续优化。2019 年 50 家核心样本公司合计实现营业收入 3880.77 亿元，同比增长 6.50%，收入增速较 2018 年下降 14.37 个百分点；合计实现归属母公司股东的净利润 147.06 亿元，同比下降 42.92%，部分公司出现巨额资产减值损失，影响账面利润。

收入端：营业收入同比增速居前的子行业分别为锂电池（+45.15%）、电解液（+19.67%）、负极材料（+10.99%），均为竞争格局较好的细分领域。

利润端：归属母公司股东的净利润同比增速居前的子行业分别为充电桩（+33.93%）、锂电池（+31.21%）、隔膜（+10.94%）。其中，充电桩行业与隔膜行业的盈利能力提升，毛利率和净利率均较 2018 年有所提高。

❖ **2020Q1：疫情压制新能源汽车消费，短期压力骤增。**2020 年一季度，受疫情影响，新能源汽车行业业绩出现较大滑坡，50 家核心样本公司合计实现营业收入 636.72 亿元，同比下降 25.63%；合计实现归属母公司股东的净利润 22.87 亿元，同比下降 57.95%。

收入端：受疫情影响，一季度新能源汽车消费疲软，同时行业开工也受到一定冲击，12 个子行业的营业收入均出现同比下滑，其中电解液和锂电设备行业的营收增速下滑幅度相对较小。

利润端：一季度新能源汽车行业净利润同比大幅下滑，仅电解液（不含六氟磷酸锂企业）和电机电控两大行业实现正增长。

❖ 投资建议

当前新能源汽车行业已呈现回暖势头，补贴新政也已于 4 月下旬落地，补贴节奏明显放缓，国家对新能源汽车的支持力度不减，有效释放产业链压力，有助于恢复行业信心。随着汽车消费刺激政策的持续发力，后期汽车市场反弹力度有望加大。同时，我们认为汽车电动化是明确的趋势，海外传统车企已开始转向并大力扩展，我国具备成本与技术的先发优势，中游产业链将最为受益。在当前时点，电池技术的变革将成为行业的主旋律，根据过往经验通常可以得到适当溢价，因此建议关注有磷酸铁锂和高镍三元产能的电池及材料企业，相关标的：宁德时代、比亚迪、德方纳米、容百科技、当升科技等。

此外，充电桩被纳入新基建范畴，国家电网也在大力推动充电桩建设、建立开放运营平台，有效解决了行业痛点，充电桩企业有望迎来价值重估，相关标的：特锐德、科士达、盛弘股份。

风险提示：政策风险、重大安全事故风险、疫情影响扩散。

📌 证券研究报告

所属部门 | 制造业团队
报告类别 | 行业深度
所属行业 | 汽车/新能源
行业评级 | 增持评级
报告时间 | 2020/05/16

📌 分析师

黄博

证书编号：S1100519090001
021-68595119
huangbo@cczq.com

📌 联系人

张天楠

证书编号：S1100118060014
021-68595116
zhangtiannan@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、行业综述	4
1.1 新能源汽车板块表现	4
1.2 业绩综述：19 年收入增速趋缓，疫情冲击 Q1 业绩	6
1.2.1 2019 年：降本为主线，行业竞争格局持续优化	7
1.2.2 2020Q1：疫情压制新能源汽车消费，短期压力骤增	8
二、细分行业分析	8
2.1 上游资源：资源价格大幅下跌，大额资产减值拖累行业利润	8
2.2 正极材料：坏账计提影响利润，产品价格持续下行	10
2.3 负极材料：19 年收入增速喜人，行业集中度持续提升	11
2.4 电解液：产品回归化工属性，头部企业延伸产业链布局	12
2.5 隔膜：“一超多强”格局延续，头部企业业绩强劲	14
2.6 动力电池：19 年业绩高增长，电芯延续降价趋势	15
2.7 整车：补贴退坡叠加疫情因素，新能源汽车销量下滑	17
2.9 充电桩：行业迎复苏，2019 年净利润较快增长	18
三、投资建议	20
风险提示	21

图表目录

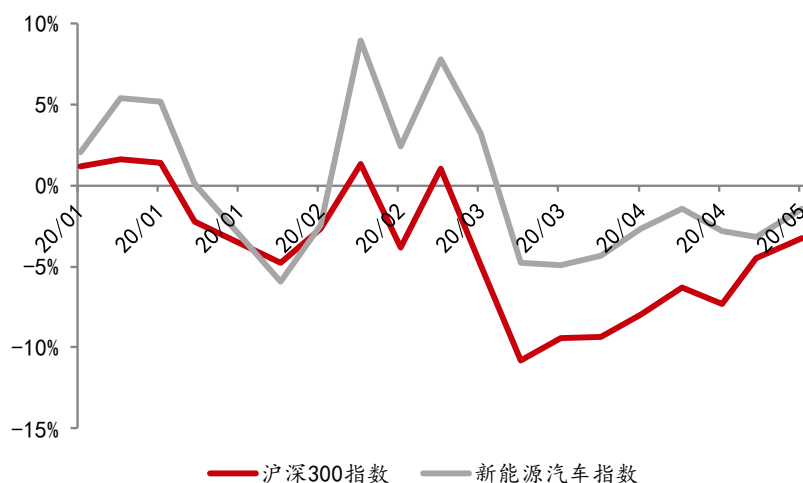
图 1:	新能源汽车指数年初至今涨跌幅	4
图 2:	新能源汽车子板块年初至今涨跌幅	5
图 3:	新能源汽车产业链个股涨跌幅	5
图 8:	2019 年新能源汽车细分行业业绩汇总	7
图 9:	2020Q1 新能源汽车细分行业业绩汇总	8
图 12:	2019 年上游资源板块财务情况	9
图 13:	2020Q1 上游资源板块财务情况	10
图 16:	2019 年正极材料板块财务情况	11
图 17:	2020Q1 正极材料板块财务情况	11
图 18:	2019 年负极材料资源板块财务情况	12
图 19:	2020Q1 负极材料板块财务情况	12
图 22:	2019 年电解液（含六氟磷酸锂）板块财务情况	13
图 23:	2020Q1 电解液（含六氟磷酸锂）板块财务情况	14
图 26:	2019 年隔膜板块财务情况	15
图 27:	2020Q1 隔膜板块财务情况	15
图 28:	电芯价格走势	16
图 29:	2019 年动力电池板块财务情况	16
图 30:	2020Q1 动力电池板块财务情况	17
图 31:	2018-2020 年 4 月新能源汽车月度销量及同比情况	17
图 32:	2019 年整车板块财务情况	18
图 33:	2020Q1 整车板块财务情况	18
图 36:	2019 年充电桩板块财务情况	19
图 37:	2020Q1 充电桩板块财务情况	20
图 38:	相关标的盈利与估值	20

一、行业综述

1.1 新能源汽车板块表现

年初至今新能源汽车指数下跌 1.44%，相较大盘保持稳健。总体来看，今年以来，新能源汽车产业链公司的股价表现较为稳健，年初至今新能源汽车行业指数下跌 1.44%，同期沪深 300 指数下跌 3.25%，超额收益为 1.81pct。今年春节过后，新能源汽车板块跟随大行情反弹，板块反弹强度较大，累计最高涨幅高达 35.12%，但是随着新冠疫情发酵并在海外扩散，引起全球恐慌情绪飙升，外盘开启抛售模式，带动 A 股指数下行，随后新能源汽车指数在低位弱势震荡。

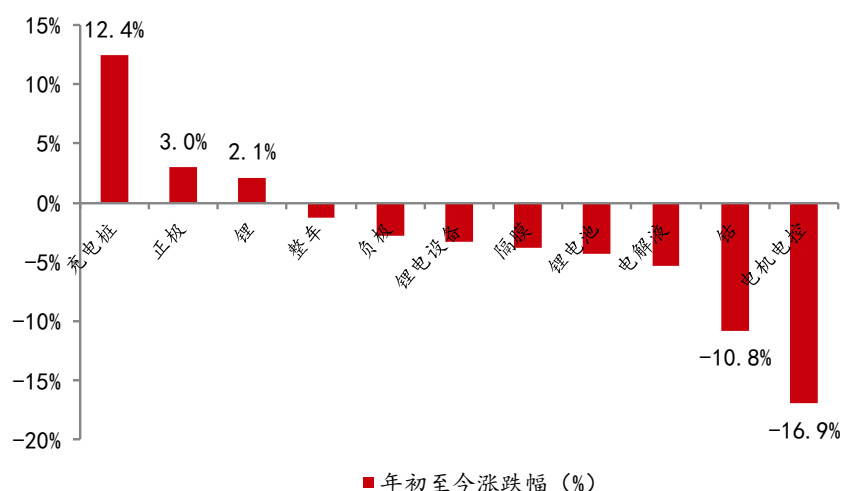
图 1： 新能源汽车指数年初至今涨跌幅



资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 10 日收盘

充电桩等板块涨幅居前。细分子板块来看，充电桩、正极材料、锂资源等子板块表现较好，年初至今分别上涨 12.42%、2.96%、2.11%，其中充电桩板块表现突出，原因是各地充电桩政策支持力度超过市场预期，同时国家电网、南方电网等企业大手笔加码充电桩领域。年初至今，电机电控、钴资源、锂电池、电解液等板块均出现明显下跌，其中新能源汽车整车表现相对较好，原因是各地陆续出台刺激消费政策，对整车指数有较大催化，而零部件板块表现居后，主要受到国内整车终端销量拖累以及海外停产影响。

图 2： 新能源汽车子板块年初至今涨跌幅



资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 10 日收盘

个股表现分化明显，业绩与事件催化并驾齐驱。今年初，随着特斯拉产业链的全面崛起，新能源汽车和锂电池板块一度录得较大涨幅。随后新冠疫情在全球范围内传播造成恐慌情绪，同时特斯拉海外工厂生产受阻，叠加一季度国内新能源汽车销量大幅下滑、国际油价大幅下跌等利空因素，新能源汽车板块深度回调。在我们 50 只新能源汽车核心跟踪标的中，年初至今涨幅前五的为国轩高科、贝特瑞、赣锋锂业、盛弘股份、德方纳米，均录得 40% 以上的正收益，跌幅前五的为天齐锂业、寒锐钴业、天际股份、欣锐科技、鹏辉能源，跌幅均超过 20%。

图 3： 新能源汽车产业链个股涨跌幅

排名	公司	年初至今涨幅	排名	公司	年初至今跌幅
1	国轩高科	69.20%	1	天齐锂业	-33.94%
2	贝特瑞	56.84%	2	寒锐钴业	-30.36%
3	赣锋锂业	44.93%	3	天际股份	-25.03%
4	盛弘股份	44.21%	4	欣锐科技	-24.61%
5	德方纳米	42.15%	5	鹏辉能源	-20.04%
6	拓普集团	40.23%	6	科恒股份	-19.62%
7	亿纬锂能	37.20%	7	杉杉股份	-18.50%
8	奥特迅	34.02%	8	多氟多	-16.92%
9	天赐材料	31.71%	9	先导智能	-13.62%
10	宁德时代	30.98%	10	英可瑞	-9.73%

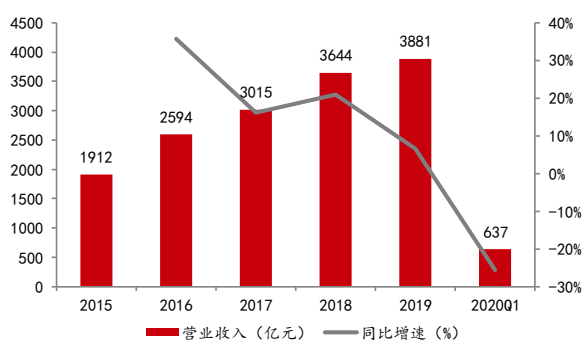
资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 10 日收盘

1.2 业绩综述：19 年收入增速趋缓，疫情冲击 Q1 业绩

我们根据新能源汽车产业链各环节特征，将行业细分为 12 大领域，分别为上游资源（锂、钴）、铜箔、正极材料、负极材料、电解液（含六氟磷酸锂）、隔膜、锂电池、锂电设备、电机电控、新能源汽车零部件、整车、充电桩，并从中选取 50 家核心样本公司持续跟踪。

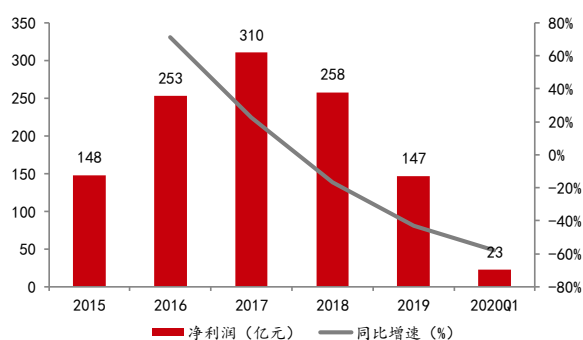
2019 年行业收入增速明显下滑，疫情冲击 2020Q1 业绩。2019 年，受补贴退坡因素影响，新能源汽车产业链利润受到挤压，2019 年 50 家核心样本公司合计实现营业收入 3880.77 亿元，同比增长 6.50%，收入增速较 2018 年下降 14.37 个百分点；合计实现归属母公司股东的净利润 147.06 亿元，同比下降 42.92%，部分公司出现巨额资产减值损失，影响账面利润。2020 年一季度，受疫情影响，新能源汽车行业业绩出现较大滑坡，50 家核心样本公司合计实现营业收入 636.72 亿元，同比下降 25.63%；合计实现归属母公司股东的净利润 22.87 亿元，同比下降 57.95%。

图 4： 新能源汽车行业收入情况



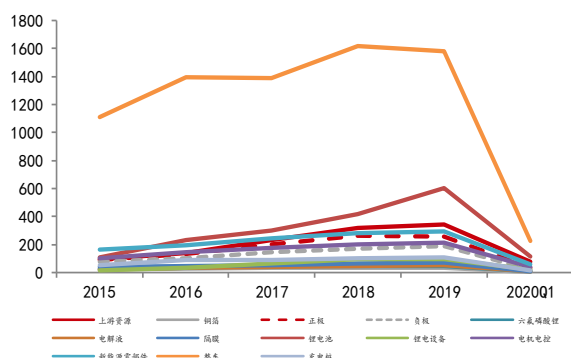
资料来源：wind，川财证券研究所

图 5： 新能源汽车行业净利润情况



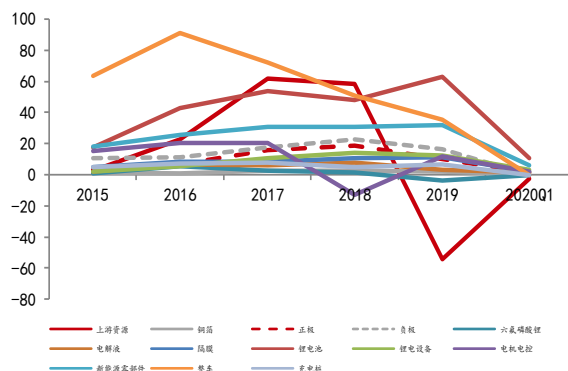
资料来源：wind，川财证券研究所

图 6： 新能源汽车细分行业收入情况



资料来源：wind，川财证券研究所；单位：亿元

图 7： 新能源汽车细分行业净利润情况



资料来源：wind，川财证券研究所；单位：亿元

1.2.1 2019 年：降本为主线，行业竞争格局持续优化

1) 收入端：营业收入同比增速居前的子行业分别为锂电池（+45.15%）、电解液（+19.67%）、负极材料（+10.99%），均为竞争格局较好的细分领域。

2) 利润端：归属母公司股东的净利润同比增速居前的子行业分别为充电桩（+33.93%）、锂电池（+31.21%）、隔膜（+10.94%）。

3) 毛利率与净利率：受补贴退坡影响，行业整体处在降本过程中，全行业毛利率较去年小幅下滑 1.31 个百分点。其中，充电桩行业与隔膜行业的盈利能力提升，毛利率和净利率均较 2018 年有所提高。

图 8： 2019 年新能源汽车细分行业业绩汇总

细分行业	收入合计 (亿元)	收入同比增 速 (%)	净利润合计 (亿元)	净利润同比 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (pts)	净利率 (%)	净利率同比变 动 (pts)
上游资源	340.1	7.8%	-54.2	-192.8%	21.12%	-18.13%	-15.94%	-34.46%
铜箔	36.0	3.5%	2.1	-24.1%	29.38%	2.68%	5.78%	-2.10%
正极	256.0	-1.2%	9.9	-46.9%	16.92%	-1.51%	3.88%	-3.34%
负极	190.4	11.0%	16.6	-26.6%	26.11%	-0.14%	8.74%	-4.48%
六氟磷酸锂	46.3	-3.1%	-3.8	-356.4%	20.12%	-5.31%	-8.30%	-11.44%
电解液	50.8	19.7%	3.4	-56.0%	30.21%	0.86%	6.72%	-11.57%
隔膜	67.6	6.1%	11.5	10.9%	32.00%	2.70%	17.05%	0.74%
锂电池	604.7	45.2%	63.0	31.2%	29.12%	-1.69%	10.42%	-1.11%
锂电设备	95.1	2.3%	12.5	-11.0%	35.68%	2.65%	13.17%	-1.98%
电机电控	214.5	7.0%	11.8	-191.3%	26.96%	-0.31%	5.50%	11.94%
新能源汽车零部件	291.1	2.9%	32.2	5.1%	30.31%	1.04%	11.06%	0.23%
整车	1582.2	-2.2%	35.5	-30.0%	17.85%	-0.31%	2.25%	-0.89%
充电桩	106.1	8.2%	6.4	33.9%	30.46%	3.45%	6.06%	1.16%
行业整体	3880.8	6.5%	147.1	-42.9%	23.00%	-1.31%	3.79%	-3.28%

资料来源：wind，川财证券研究所

1.2.2 2020Q1：疫情压制新能源汽车消费，短期压力骤增

- 1) 收入端：受疫情影响，一季度新能源汽车消费疲软，同时行业开工也受到一定冲击，12 个子行业的营业收入均出现同比下滑，其中电解液和锂电设备行业的营收增速下滑幅度相对较小。
- 2) 利润端：一季度新能源汽车行业净利润同比大幅下滑，仅电解液（不含六氟磷酸锂企业）和机电电控两大行业实现正增长。
- 3) 毛利率与净利率：新能源汽车行业整体毛利率小幅下跌，较去年同期下降 0.79 个百分点，较 2019Q4 环比下降 0.33 个百分点；行业整体净利率较去年同期下降 2.76 个百分点，较 2019Q4 仅下降 0.20 个百分点。

图 9： 2020Q1 新能源汽车细分行业业绩汇总

细分行业	收入合计 (亿元)	收入同比增 速 (%)	净利润合计 (亿元)	净利润同比 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (pts)	净利率 (%)	净利率同比变 动 (pts)
上游资源	74.4	-9.7%	-2.8	-179.6%	20.82%	-1.39%	-3.77%	-8.04%
铜箔	5.0	-62.4%	0.1	-87.0%	25.20%	6.06%	2.91%	-5.51%
正极	35.2	-27.4%	1.7	-40.5%	17.35%	-0.24%	4.97%	-1.09%
负极	21.1	-50.7%	-0.2	-105.1%	22.86%	-1.90%	-0.72%	-7.68%
六氟磷酸锂	9.4	-11.8%	-0.2	-114.6%	16.21%	-9.50%	-2.16%	-15.19%
电解液	10.5	-1.0%	1.4	54.6%	35.40%	5.09%	13.40%	4.82%
隔膜	9.9	-27.8%	1.8	-42.2%	35.77%	2.67%	18.56%	-4.62%
锂电池	115.1	-14.2%	10.5	-29.9%	25.53%	-2.82%	9.10%	-2.03%
锂电设备	18.6	-4.0%	3.0	-12.5%	36.24%	-2.38%	16.38%	-1.60%
机电电控	40.6	-10.1%	2.3	22.4%	28.86%	3.27%	5.57%	1.48%
新能源零部件	60.2	-11.1%	5.9	-12.2%	29.81%	1.72%	9.76%	-0.12%
整车	224.9	-36.0%	-0.3	-102.9%	17.45%	-2.32%	-0.14%	-3.15%
充电桩	12.0	-27.7%	-0.5	-156.6%	24.05%	-5.38%	-3.80%	-8.65%
行业整体	636.7	-25.6%	22.9	-57.9%	22.67%	-0.79%	3.59%	-2.76%

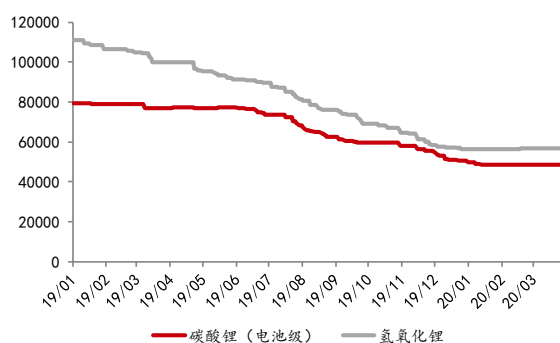
资料来源：wind，川财证券研究所

二、细分行业分析

2.1 上游资源：资源价格大幅下跌，大额资产减值拖累行业利润

在上游资源领域，我们选取了 3 家锂板块公司（天齐锂业、赣锋锂业、雅化集团）和 2 家钴板块企业（华友钴业、寒锐钴业）作为研究样本。由于终端的新能源汽车 2019 年销量下滑、2020Q1 疫情压制汽车市场，上游锂钴资源价格大幅回落，5 家样本公司的业绩和毛利率均出现较大程度的下滑。

图 10： 锂价格走势



资料来源: wind, 川财证券研究所; 单位: 元/吨

图 11： 钴价格走势



资料来源: wind, 川财证券研究所

2019 年:

锂板块合计实现营业收入 133.79 亿元, 同比下降 6.5%; 全年累计亏损 55.54 亿元, 主要系天齐锂业对 SQM 计提减值了 52.79 亿元, 大幅拖累板块业绩; 板块毛利率为 36.4%, 较 2018 年同期下滑 12.6 个百分点。

钴板块合计实现营业收入 103.17 亿元, 同比上升 19.7%; 归属母公司股东的净利润 1.33 亿元, 同比减少 94.0%; 板块毛利率为 11.2%, 较 2018 年同期下滑 20.0 个百分点。

图 12： 2019 年上游资源板块财务情况

行业	代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pts)
锂	002466.SZ	天齐锂业	253	48.41	-22.5%	-59.83	-372.0%	56.6%	-11.0
锂	002460.SZ	赣锋锂业	591	53.42	6.8%	3.58	-70.7%	23.5%	-12.6
锂	002497.SZ	雅化集团	75	31.97	4.2%	0.72	-60.9%	27.4%	-4.6
钴	300618.SZ	寒锐钴业	143	17.79	-36.1%	0.14	-98.0%	11.8%	-33.5
钴	603799.SH	华友钴业	407	188.53	30.5%	1.20	-92.2%	11.2%	-17.3
锂板块合计			919	133.79	-6.5%	-55.54	-254.0%	36.4%	-12.6
钴板块合计			550	103.17	19.7%	1.33	-94.0%	11.2%	-20.0

资料来源: wind, 川财证券研究所; 数据截至 2020 年 5 月 12 日收盘

2020Q1:

锂板块合计实现营业收入 25.05 亿元, 同比下降 24.5%; 一季度亏损 4.87 亿元, 同比由盈转亏; 板块毛利率为 34.1%, 较去年同期下滑 4.1 个百分点。

钴板块合计实现营业收入 49.36 亿元, 同比上升 0.3%; 归属母公司股东的净利润 2.06 亿元, 实现扭亏为盈; 板块毛利率为 14.1%, 较去年同期提升 2.7

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

个百分点。

图 13： 2020Q1 上游资源板块财务情况

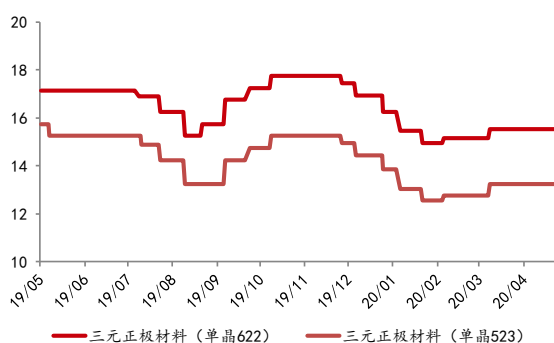
行业	代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pts)
锂	002466.SZ	天齐锂业	253	9.68	-27.6%	-5.00	-549.5%	53.2%	-4.5
锂	002460.SZ	赣锋锂业	591	10.79	-18.9%	0.08	-96.9%	19.5%	2.1
锂	002497.SZ	雅化集团	75	4.58	-29.5%	0.06	-80.9%	28.4%	1.6
钴	300618.SZ	寒锐钴业	143	5.11	-1.4%	0.23	-141.1%	17.3%	5.6
钴	603799.SH	华友钴业	407	44.24	0.5%	1.84	1385.1%	13.7%	-0.9
锂板块合计			919	25.05	-24.5%	-4.87	-223.2%	34.1%	-4.1
钴板块合计			550	49.36	0.3%	2.06	-580.1%	14.1%	2.7

资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 12 日收盘

2.2 正极材料：坏账计提影响利润，产品价格持续下行

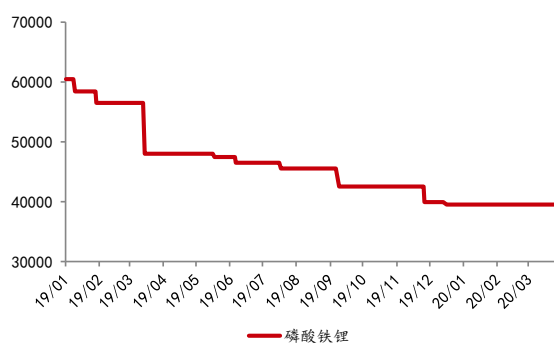
在正极材料领域，我们选取了 5 家上市公司（当升科技、杉杉能源、格林美、容百科技、德方纳米）作为研究样本。2019 年至今，正极材料价格跟随上游资源价格下行，毛利率小幅下滑；同时下游客户坏账风险较大，2019 年比克电池还款困难，当升科技、容百科技均对其应收账款进行了大额计提。

图 14： 三元正极材料价格走势



资料来源：wind，川财证券研究所；单位：万元/吨

图 15： 磷酸铁锂价格走势



资料来源：wind，川财证券研究所；单位：元/吨

2019 年：

正极材料板块合计实现营业收入 256.02 亿元，同比下降 1.2%；归属母公司股东的净利润 9.94 亿元，同比下降 46.9%，因资产减值因素影响，利润大幅下滑；板块毛利率为 16.9%，较 2018 年同期微跌 1.5 个百分点。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 16： 2019 年正极材料板块财务情况

代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pts)
300073.SZ	当升科技	108	22.84	-30.4%	-2.09	-166.1%	19.7%	1.4
835930.OC	杉杉能源	126	37.20	-20.3%	2.80	-45.5%	12.8%	-4.4
002340.SZ	格林美	189	143.54	3.4%	7.35	0.7%	18.1%	-1.1
688005.SH	容百科技	142	41.90	37.8%	0.87	-58.9%	14.0%	-2.6
300769.SZ	德方纳米	66	10.54	0.0%	1.00	2.1%	21.3%	1.0
正极材料		630	256.02	-1.2%	9.94	-46.9%	16.9%	-1.5

资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 12 日收盘

2020Q1：

受疫情影响，正极材料板块合计实现营业收入 47.40 亿元，同比下降 31.1%；归属母公司股东的净利润 0.91 亿元，同比下降 72.3%；板块毛利率为 17.5%，较去年同期下滑 1.1 个百分点，延续下行趋势，但正极材料企业作为加工型企业，毛利率进一步下行空间较为有限。

图 17： 2020Q1 正极材料板块财务情况

代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pts)
300073.SZ	当升科技	108	4.16	-36.4%	0.33	-48.7%	17.5%	0.6
600884.SH	杉杉股份	126	12.22	-39.8%	-0.84	-336.5%	18.0%	-3.1
002340.SZ	格林美	189	22.92	-27.0%	1.10	-37.2%	18.3%	-0.2
688005.SH	容百科技	142	6.52	-21.1%	0.25	-15.3%	12.9%	0.8
300769.SZ	德方纳米	66	1.57	-28.8%	0.07	-73.4%	21.1%	-5.4
正极材料		630	47.40	-31.1%	0.91	-72.3%	17.5%	-1.1

资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 12 日收盘

2.3 负极材料：19 年收入增速喜人，行业集中度持续提升

在负极材料领域，我们选取了 4 家上市公司（杉杉股份、贝特瑞、璞泰来、中科电气）作为研究样本。负极材料的竞争格局较好，行业集中度较高且持续提升，产品价格变动较小，头部企业积极扩产、布局一体化产线，从而降低生产成本、进一步巩固竞争优势。

2019 年：

负极材料板块合计实现营业收入 187.98 亿元，同比上升 11.9%；归属母公司

股东的净利润 17.38 亿元，同比减少 25.1%，若扣除杉杉股份影响，净利润同比增长 21.0%；板块毛利率为 26.3%，与 2018 年持平。

图 18： 2019 年负极材料资源板块财务情况

代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pts)
600884.SH	杉杉股份	126	86.80	-2.0%	2.70	-75.8%	21.2%	-0.9
835185.OC	贝特瑞	202	43.90	9.5%	6.66	38.4%	30.1%	1.1
603659.SH	璞泰来	342	47.99	44.9%	6.51	9.6%	29.5%	-2.4
300035.SZ	中科电气	46	9.29	50.0%	1.51	16.0%	39.7%	1.7
负极材料		715	187.98	11.9%	17.38	-25.1%	26.3%	0.0

资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 12 日收盘

2020Q1：

负极材料板块合计实现营业收入 22.07 亿元，同比下降 48.2%；归属母公司股东的净利润 0.355 亿元，同比下降 89.5；板块毛利率为 24.1%，较去年同期下降 1.5 个百分点。

图 19： 2020Q1 负极材料板块财务情况

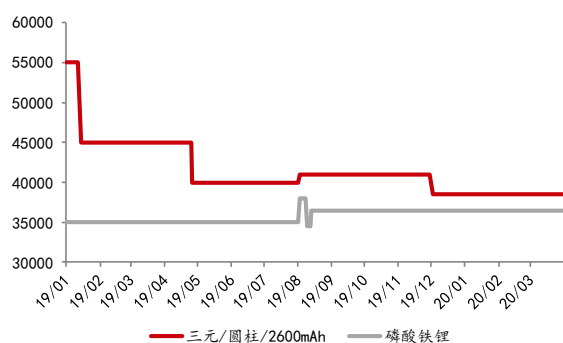
代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pts)
600884.SH	杉杉股份	126	12.22	-39.8%	-0.84	-336.5%	18.0%	-3.1
835185.OC	贝特瑞	202	-	-	-	-	-	-
603659.SH	璞泰来	342	8.19	-20.4%	0.93	-28.0%	30.4%	3.9
300035.SZ	中科电气	46	1.66	-11.6%	0.26	-44.3%	37.2%	-8.6
负极材料		715	22.07	-48.2%	0.35	-89.5%	24.1%	-1.5

资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 12 日收盘

2.4 电解液：产品回归化工属性，头部企业延伸产业链布局

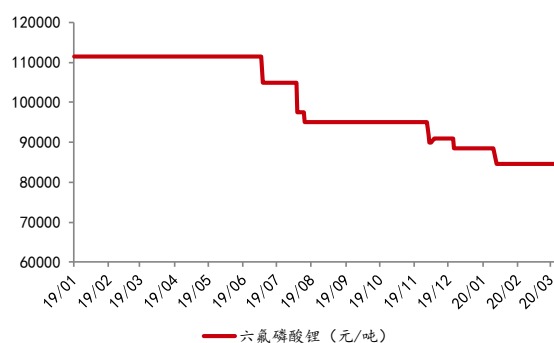
在电解液领域，我们选取了 4 家上市公司（天赐材料、新宙邦、天际股份、多氟多）作为研究样本。电解液行业在经历 2015-2016 年量价齐升阶段以及 2016-2018 年产能过剩、价格战激烈的阶段之后，电解液及六氟磷酸锂逐步回归化工属性，头部企业通过横向/纵向深化布局，提高产品差异化程度，不断提升企业竞争力。

图 20： 电解液价格走势



资料来源：wind，川财证券研究所；单位：元/吨

图 21： 六氟磷酸锂价格走势



资料来源：wind，川财证券研究所

2019 年：

电解液板块合计实现营业收入 97.04 亿元，同比上升 7.6%；实现归属母公司股东的净利润-0.42 亿元，系多氟多和天赐材料大幅计提资产减值损失所致；板块毛利率为 25.4%，较 2018 年同期下滑 1.9 个百分点。

图 22： 2019 年电解液（含六氟磷酸锂）板块财务情况

代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pts)
002407.SZ	多氟多	72	38.51	-1.6%	-4.16	-731.6%	19.5%	-5.7
002759.SZ	天际股份	27	7.74	-10.0%	0.32	-61.3%	23.2%	-3.0
002709.SZ	天赐材料	148	27.55	32.4%	0.16	-96.4%	25.6%	1.3
300037.SZ	新宙邦	176	23.25	7.4%	3.25	1.6%	35.6%	1.4
电解液		424	97.04	7.6%	-0.42	-104.6%	25.4%	-1.9

资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 12 日收盘

2020Q1：

电解液板块合计实现营业收入 19.82 亿元，同比下降 6.4%；归属母公司股东的净利润 1.30 亿元，同比下降 47.6%；板块毛利率为 26.3%，较去年同期下降 1.7 个百分点。

图 23： 2020Q1 电解液（含六氟磷酸锂）板块财务情况

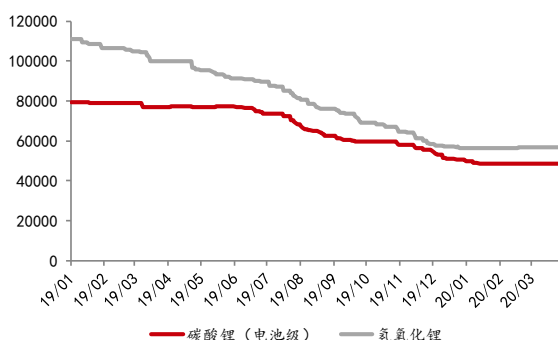
代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pts)
002407.SZ	多氟多	72	8.22	-5.7%	0.01	-97.1%	16.5%	-8.6
002759.SZ	天际股份	27	1.14	-40.0%	-0.21	-122.2%	13.8%	-14.8
002709.SZ	天赐材料	148	5.25	-3.5%	0.42	45.1%	31.6%	5.2
300037.SZ	新宙邦	176	5.21	1.6%	0.99	59.0%	39.2%	4.8
电解液		424	19.82	-6.4%	1.20	-47.6%	26.3%	-1.7

资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 12 日收盘

2.5 隔膜：“一超多强”格局延续，头部企业业绩强劲

在隔膜领域，我们选取了 3 家上市公司（恩捷股份、星源材质、沧州明珠）作为研究样本。行业继续延续“一超多强”的竞争格局，头部企业恩捷股份在 2019 年实现强势增长。

图 24： 锂价格走势



资料来源：wind，川财证券研究所；单位：元/吨

图 25： 钴价格走势



资料来源：wind，川财证券研究所

2019 年：

隔膜板块合计实现营业收入 67.56 亿元，同比上升 6.1%；归属母公司股东的净利润 11.52 亿元，同比上升 10.9%；板块毛利率为 32%，较 2018 年同期上升 2.7 个百分点。其中，恩捷股份 2019 年实现归属母公司股东的净利润 8.50 亿元，同比大增 63.9%；毛利率为 45.2%，较 2018 年同期上升 3.2 个百分点；行业竞争地位不断巩固，优势明显。

图 26： 2019 年隔膜板块财务情况

代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pts)
002812.SZ	恩捷股份	451	31.60	28.6%	8.50	63.9%	45.2%	3.2
300568.SZ	星源材质	73	6.00	2.8%	1.36	-38.7%	41.8%	-6.4
002108.SZ	沧州明珠	51	29.96	-9.9%	1.66	-44.2%	16.1%	-0.5
隔膜		575	67.56	6.1%	11.52	10.9%	32.0%	2.7

资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 12 日收盘

2020Q1：

隔膜板块合计实现营业收入 9.88 亿元，同比下降 27.8%；归属母公司股东的净利润 1.83 亿元，同比下降 27.8%；板块毛利率为 35.8%，较去年同期提升 2.7 个百分点。

图 27： 2020Q1 隔膜板块财务情况

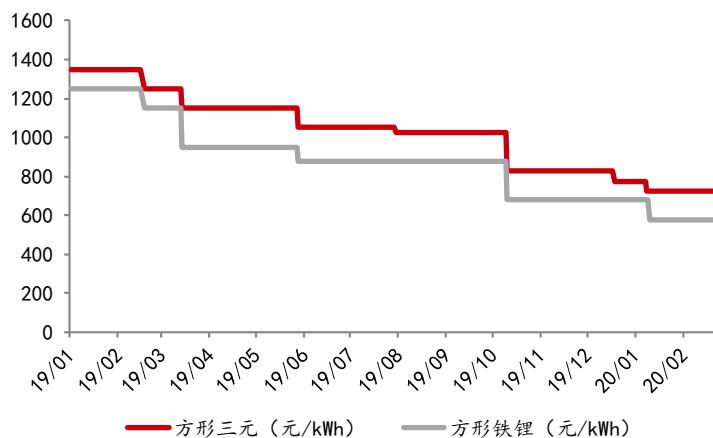
代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pts)
002812.SZ	恩捷股份	451	5.53	-15.8%	1.38	-34.9%	47.4%	1.5
300568.SZ	星源材质	73	1.25	-22.9%	0.16	-79.1%	43.4%	-6.2
002108.SZ	沧州明珠	51	3.11	-43.6%	0.29	1.0%	12.1%	-1.0
隔膜		575	9.88	-27.8%	1.83	-42.2%	35.8%	2.7

资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 12 日收盘

2.6 动力电池：19 年业绩高增长，电芯延续降价趋势

在动力电池领域，我们选取了 4 家上市公司（宁德时代、亿纬锂能、国轩高科、鹏辉能源）作为研究样本。作为新能源汽车产业链中议价能力最强的环节，动力电池行业维持“一超多强”的竞争格局，电芯成本/售价延续下行趋势，2019 年行业收入、净利润均实现较快增长，毛利率整体稳定。

图 28：电芯价格走势



资料来源：wind，川财证券研究所

2019 年：

在补贴退坡、终端销量增速趋缓的背景下，动力电池主流企业依旧实现业绩正增长。2019 年，动力电池板块合计实现营业收入 604.67 亿元，同比上升 45.2%；归属母公司股东的净利润 63.02 亿元，同比增长 31.2%；板块毛利率为 29.1%，较 2018 年同期下滑 1.7 个百分点。

图 29：2019 年动力电池板块财务情况

代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pts)
300750.SZ	宁德时代	3,070	457.88	54.6%	45.60	34.6%	29.1%	-3.7
300014.SZ	亿纬锂能	667	64.12	47.4%	15.22	166.7%	29.7%	6.0
002074.SZ	国轩高科	284	49.59	-3.3%	0.51	-91.2%	32.5%	3.4
300438.SZ	鹏辉能源	59	33.08	28.8%	1.68	-36.5%	23.7%	0.5
动力电池		4,080	604.67	45.2%	63.02	31.2%	29.1%	-1.7

资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 12 日收盘

2020Q1：

受疫情影响，电池出货量出现下滑。一季度动力电池板块合计实现营业收入 115.14 亿元，同比下降 14.2%；归属母公司股东的净利润 10.48 亿元，同比下降 29.9%；板块毛利率为 25.5%，较去年同期降低 2.8 个百分点。

图 30： 2020Q1 动力电池板块财务情况

代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pts)
300750.SZ	宁德时代	3,070	90.31	-9.5%	7.42	-29.1%	25.1%	-3.6
300014.SZ	亿纬锂能	667	13.09	19.2%	2.52	26.1%	29.7%	3.9
002074.SZ	国轩高科	284	7.30	-58.4%	0.34	-83.3%	29.0%	-1.0
300438.SZ	鹏辉能源	59	4.45	-24.9%	0.20	-55.5%	16.4%	-5.6
动力电池		4,080	115.14	-14.2%	10.48	-29.9%	25.5%	-2.8

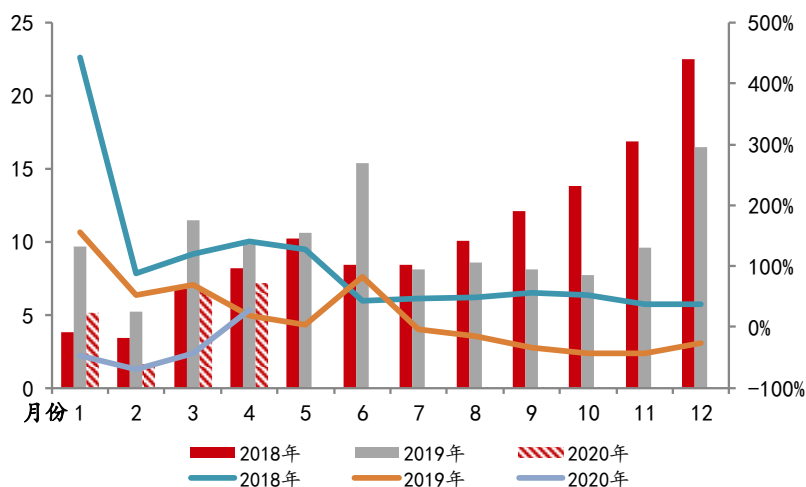
资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 12 日收盘

2.7 整车：补贴退坡叠加疫情因素，新能源汽车销量下滑

在新能源整车领域，我们选取了 2 家上市公司（比亚迪、宇通客车）作为研究样本。

新能源乘用车的销量与补贴政策相关度极高，2019 年受补贴退坡影响，全年新能源整车销量同比下滑。2019 年一季度，补贴按照 2018 年政策执行，补贴高强度，车企冲量意愿明显，销量同比高速增长。而在 6.11 之前的三个月内，过渡期保留地补，补贴力度尚佳，依然有可观同比增长，6 月销量明显看出车企出货清理库存的力度空前。6.11 以后新政正式实施，销量负增长明显，并呈现逐月下滑的趋势，主要原因系 2018 年的高基数和补贴退坡以后车企供应意愿较低，同时电池采购成本依然较高。2020 年 1-4 月，疫情冲击新能源汽车产业链，消费者购车需求受到抑制，同时车企和产业链相关企业的开工同样受到影响，导致 1-4 月新能源汽车销量同比减少 43.4%。

图 31： 2018-2020 年 4 月新能源汽车月度销量及同比情况



资料来源：中国汽车工业协会，川财证券研究所；单位：万辆，%

2019 年：

新能源整车板块合计实现营业收入 1582.18 亿元，同比下降 2.2%；归属母公司股东的净利润 35.55 亿元，同比减少 30%；板块毛利率为 17.8%，较 2018 年同期下滑 0.3 个百分点。

图 32： 2019 年整车板块财务情况

代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pts)
002594.SZ	比亚迪	1,456	1277.39	-1.8%	16.14	-41.9%	16.3%	-0.1
600066.SH	宇通客车	292	304.79	-4.0%	19.40	-15.7%	24.3%	-1.0
整车		1,748	1582.18	-2.2%	35.55	-30.0%	17.8%	-0.3

资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 12 日收盘

2020Q1：

新能源整车板块合计实现营业收入 224.86 亿元，同比下滑 36.0%；归属母公司股东的净利润-0.31 亿元，同比由盈转亏；板块毛利率为 17.4%，较去年同期下滑 2.3 个百分点。

图 33： 2020Q1 整车板块财务情况

代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pts)
002594.SZ	比亚迪	1,456	196.79	-35.1%	1.13	-85.0%	17.7%	-1.4
600066.SH	宇通客车	292	28.08	-42.0%	-1.43	-146.1%	16.0%	-8.3
整车		1,748	224.86	-36.0%	-0.31	-102.9%	17.4%	-2.3

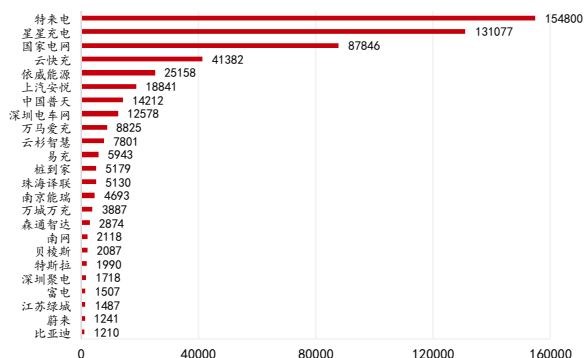
资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 12 日收盘

2.9 充电桩：行业迎复苏，2019 年净利润较快增长

在充电桩及运营领域，我们选取了 5 家上市公司（特锐德、科士达、盛弘股份、奥特迅、英可瑞）作为研究样本。截至 2019 年末，我国公用充电桩共 51.6 万个，年度新增 21.6 万个，个人桩 70.27 万个，年度新增 22.57 万个。随着充电桩被列入新基建项目，政策层面国家明确表示将研究优化充电设施建设的奖补政策，进一步调动地方积极性，加快建设进程，当前车多桩少的局面有望被尽快改变。

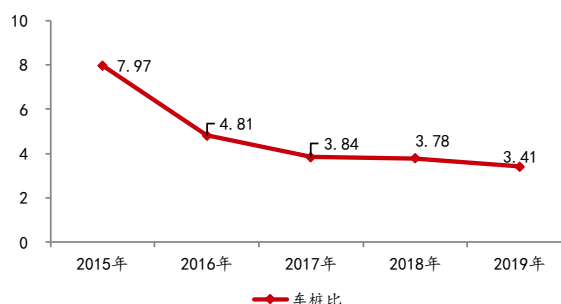
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 34： 主要运营商充电桩总量



资料来源：中国充电联盟，川财证券研究所；单位：台

图 35： 我国新能源汽车车桩比



资料来源：中国充电联盟，川财证券研究所

2019 年：

充电桩及运营板块合计实现营业收入 106.13 亿元，同比上升 8.2%；归属母公司股东的净利润 6.43 亿元，同比增长 33.9%；板块毛利率为 30.5%，较 2018 年同期提升 3.4 个百分点。

图 36： 2019 年充电桩板块财务情况

代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pts)
300001.SZ	特锐德	197	67.39	14.2%	2.70	51.0%	26.5%	3.3
300713.SZ	英可瑞	17	2.89	-5.8%	-0.21	-278.4%	31.7%	-5.8
300693.SZ	盛弘股份	26	6.36	19.7%	0.62	28.0%	47.9%	1.9
002518.SZ	科士达	73	26.10	-3.8%	3.21	39.4%	35.9%	6.1
002227.SZ	奥特迅	33	3.39	-3.9%	0.11	8.5%	33.3%	1.5
充电桩		346	106.13	8.2%	6.43	33.9%	30.5%	3.4

资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 12 日收盘

2020Q1：

充电桩及运营板块合计实现营业收入 12.04 亿元，同比减少 27.7%；归属母公司股东的净利润 -0.46 亿元，同比由盈转亏；板块毛利率为 24.0%，较去年同期下降 5.4 个百分点。

图 37： 2020Q1 充电桩板块财务情况

代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (pcts)
300001.SZ	特锐德	197	7.86	-26.7%	-0.73	-300.3%	16.3%	-9.3
300713.SZ	英可瑞	17	0.27	-52.7%	-0.02	-620.9%	39.0%	5.0
300693.SZ	盛弘股份	26	1.09	13.7%	0.15	538.0%	51.9%	5.7
002518.SZ	科士达	73	2.42	-38.4%	0.21	-53.0%	35.5%	1.6
002227.SZ	奥特迅	33	0.40	-17.8%	-0.06	202.6%	21.5%	-17.4
充电桩		346	12.04	-27.7%	-0.46	-156.6%	24.0%	-5.4

资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 12 日收盘

三、投资建议

当前新能源汽车行业已呈现回暖势头，补贴新政也已于 4 月下旬落地，补贴节奏明显放缓，国家对新能源汽车的支持力度不减，有效释放产业链压力，有助于恢复行业信心。随着汽车消费刺激政策的持续发力，后期汽车市场反弹力度有望加大。同时，我们认为汽车电动化是明确的趋势，海外传统车企已开始转向并大力扩展，我国具备成本与技术的先发优势，中游产业链将最为受益。在当前时点，电池技术的变革将成为行业的主旋律，根据过往经验通常可以得到适当溢价，因此建议关注有磷酸铁锂和高镍三元产能的电池及材料企业，相关标的：宁德时代、比亚迪、德方纳米、容百科技、当升科技等。

此外，充电桩被纳入新基建范畴，国家电网也在大力推动充电桩建设、建立开放运营平台，有效解决了行业痛点，充电桩企业有望迎来价值重估，相关标的：特锐德、科士达、盛弘股份。

图 38： 相关标的盈利与估值

公司名称	股价	EPS			P/E		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
宁德时代	138.26	2.09	2.57	3.16	66.0	53.8	43.8
比亚迪	58.99	0.50	0.85	1.18	118.0	69.7	50.1
德方纳米	150.30	2.56	3.11	5.44	58.7	48.3	27.6
当升科技	24.74	-0.48	0.82	0.97	-51.7	30.2	25.5
容百科技	32.02	0.21	0.81	1.18	152.5	39.5	27.1
杉杉股份	11.38	0.24	0.33	0.42	47.4	34.5	27.1
特锐德	20.07	0.27	0.45	0.68	74.3	44.4	29.6
科士达	12.55	0.55	0.67	0.81	22.8	18.8	15.4
盛弘股份	19.50	0.45	-	-	43.3	-	-

资料来源：wind，川财证券研究所；数据截至 2020 年 5 月 13 日收盘；比亚迪、特锐德、科士达、盛弘股份采用 wind 一致预期

风险提示

政策波动风险

乘用车企业平均燃料消耗量与新能源积分并行管理办法已经完成公示，其正式出台时间以及标准调整将一定程度影响产业发展。

重大安全事故风险

锂电池具有一定的潜在安全隐患，存在燃烧甚至爆炸风险。如若重大安全事故发生，造成大面积人员伤亡，产业发展会受到一定影响。

疫情影响持续扩散

疫情进一步深化，长时间影响国际国内生产与消费。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004