新能源电池行业 2020 年中报业绩综述：行业拐点明确，全球化供应提振龙头业绩

行业评级：增　持

报告日期：2020-09-09

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

联系人：别依田

执业证书号：S0010120080027

邮箱：bieyt@hazq.com

分析师：滕飞

执业证书号：S0010520080006

邮箱：tengfei@hazq.com

相关报告

1.《华安证券新能源_行业研究_锂电池面向新能源车、储能、铅酸替代的万亿空间—新能源锂电池系列报告之一—总篇》2020-8-26

主要观点：

- **终端新能源车销量和产业链业绩均环比向好，行业拐点明确**

2020 年 H1 全球新能源车销量 93 万辆，同比减少 12%，Q2 为 49 万辆，环比增长 8%。欧洲 20H1 新能源车销量 40 万辆，同比增长 43.2%。我国 20H1 为 39 万辆，同比下滑 37%；Q2 销量 26 万辆，环比增加 129%。随着疫情缓解经济复苏，在欧洲补贴政策和新老车企新车型放量的带动下，三、四季度新能源车市场有望加速回暖。8 月德国/法国/英国新能源车销量分别同比增长 308%/208%/110%，欧洲销量高增长持续。乘联会数据显示，国内 8 月份新能源车批发销量突破 10 万辆，同比增长 43.7%，环比增长 23.9%；1-8 月累计批发销量接近 51 万辆，同比减少 29%。

2020 年 H1 版块整体营收 1766.7 亿，同比减少 12.2%；Q2 营收 1073.2 亿，环比增加 54.8%。2020 年 H1 版块整体归母净利 44.3 亿，同比减少 54.8%；Q2 归母净利 37.9 亿，环比增加 482.8%。疫情带来的负面影响降低，营收净利环比向好。2020 年 H1 版块整体经营性现金流 173.65 亿，同比增加 135.0%，大幅改善。毛利率自 2019Q3 跌至 18.37%后缓慢回升，2020Q2 为 20.79%，印证补贴效应边际减弱。行业整体 ROE 自 2019Q4 触底后稳步上升，2020Q2ROE 为 1.24%，环比增长 1.01pct。

- **海外占比较高环节盈利较好，龙头强者恒强，全球化供应提振业绩**

上半年我国动力电池装机量同比减少 41.7%，和终端销量下滑同步。由于四大材料还用于消费等动力外领域及全球化供应程度较高，下降幅度好于动力电池。正极材料、负极材料、电解液和隔膜分别同比下降 18.0%/4.1%/7.6%/17.3%。2020 年中三元电池包和铁锂电池包价格分别同比下降 21.4%和 22.9%。三元 523/磷酸铁锂/人造石墨/湿法隔膜/三元电解液价格分别同比下降 11.8%/24.2%/13.3%/18.2%/17.5%。

2020H1 电池/正极/负极/隔膜/电解液归母净利分别为 22.38/7.06/4.16/3.93/5.07 亿，同比 -33.6%/-32.6%/-17.9%/-29.9%/+23.9%。整体结果和行业出货量基本一致，材料端好于电池端，海外供应较多的电解液和负极情况最好，电解液更是逆势增长。公司层面，恩捷股份、贝特瑞、当升科技和宁德时代等行业龙头盈利好于同行。材料端龙头受益于海外客户放量，海外营收占比普遍提升。产品具备全球竞争力的企业将继续受益于全球化供应带来的业绩增长。

- **投资建议**

关注细分行业龙头企业及在全球主流车企供应链中占比逐步提升的相关公司，如宁德时代、亿纬锂能、国轩高科、当升科技、恩捷股份、璞泰来；另外建议持续关注业绩底部有望反转的德方纳米、孚能科技。

- **风险提示：**新能源汽车发展不及预期；产品价格大幅下降；原材料价格波动；相关技术出现颠覆性突破。

正文目录

1 总论 4

2 新能源车销量和产业链业绩均环比向好，拐点明确 6

2.1 欧洲新能源车数据亮眼，国内销量承压后环比回升 6
2.2 营收净利同比下降环比改善，电池材料和三电贡献主要利润 7
2.3 毛利率基本稳定，期间费用下降 10
2.4 经营性现金流整体向好，扩张趋势相对放缓 13
2.5 ROE 稳步上升 15

3 海外占比高盈利较好，龙头强者恒强 16

3.1 材料端全球化供应，出货量下降幅度好于动力电池 16
3.2 负极和电解液环节盈利更佳，海外客户放量提振龙头业绩 17
3.2.1 电池：业绩短期承压，宁德时代龙头地位稳固 17
3.2.2 正极：利润率基本稳定，当升科技业绩亮眼 19
3.2.3 负极：毛利率同比提升，贝特瑞盈利较好 20
3.2.4 隔膜：整体增收不增利，恩捷股份强者恒强 21
3.2.5 电解液：归母净利逆势增长，电解液环节整体增长 22

4 投资建议 23

风险提示： 23

图表目录

图表 1 重点公司盈利预测及估值 5
图表 2 全球新能源车销量 6
图表 3 全球新能源车分季度销量 6
图表 4 动力电池产业链板块 7
图表 5 动力电池产业链营收及增速 8
图表 6 动力电池产业链单季度营收及增速 8
图表 7 动力电池产业链归母净利及增速 8
图表 8 动力电池产业链单季度归母净利及增速 8
图表 9 动力电池产业链扣非归母净利及增速 9
图表 10 动力电池产业链单季度扣非归母净利及增速 9
图表 11 细分子行业营收情况 9
图表 12 细分子行业归母净利情况 10
图表 13 细分子行业扣非归母净利情况 10
图表 14 动力电池产业链毛利率及净利率情况 11
图表 15 动力电池产业链单季度毛利率及净利率情况 11
图表 16 动力电池产业链期间费用率情况 11
图表 17 动力电池产业链单季度期间费用率情况 11
图表 18 分版块毛利率情况 12
图表 19 分版块分季度毛利率情况 12
图表 20 分版块净利率情况 12
图表 21 分版块分季度净利率情况 12
图表 22 细分子行业毛利率情况 12
图表 23 细分子行业净利率情况 13
图表 24 动力电池产业链经营性现金流及增速 14
图表 25 动力电池产业链单季度经营性现金流及增速 14
图表 26 动力电池产业链固定资产及增速 14
图表 27 动力电池产业链在建工程及增速 14
图表 28 细分子行业经营性现金流情况 14
图表 29 细分子行业固定资产和在建工程及资本开支情况 15
图表 30 动力电池产业链 ROE 情况 16
图表 31 动力电池产业链扣非 ROE 情况 16
图表 32 动力电池产业链 PE 情况（截止 9 月 9 日） 16
图表 33 动力电池产业链 PB 情况（截止 9 月 9 日） 16
图表 34 动力电池装机及四大材料出货量情况 17
图表 35 动力电池四大材料价格情况 17
图表 36 隔膜行业上市公司情况 21
图表 37 负极行业上市公司情况 20
图表 38 正极行业上市公司情况 19
图表 39 电解液行业上市公司情况 22
图表 40 电池行业上市公司情况 18
图表 41 重点公司盈利预测及估值 23

1 总论

上半年欧洲新能源车销量数据亮眼，国内受疫情影响短期承压后环比回升，后市看好。2020 年 H1 全球新能源车销量 93 万辆，同比减少 12%，Q2 为 49 万辆，环比增长 8%。欧洲 20H1 新能源车销量 40 万辆，同比增长 43.2%。2020 年为欧洲碳排放关键节点，海外车企加大新车型投放力度，各国补贴政策加码，迎来新能源车高增长。我国 20H1 为 39 万辆，同比下滑 37%；Q2 销量 26 万辆，环比增加 129%。国内上半年受春节和疫情影响，销量短期承压，Q2 回暖趋势显著。8 月德国/法国/英国新能源车销量分别同比增长 308%/208%/110%，7、8 月欧洲销量高增长持续。乘联会数据显示，国内 8 月份新能源车批发销量突破 10 万辆，同比增长 43.7%，环比增长 23.9%；1-8 月累计批发销量接近 51 万辆，同比减少 29%。随着疫情缓解经济复苏，在欧洲补贴政策和新老车企新车型放量的带动下，三、四季度新能源车市场有望加速回暖。

营收净利同比下降环比增长，毛利率稳定，期间费用绝对值下降，经营性现金流向好，ROE 稳步上升，业绩拐点明确。2020 年 H1 版块整体营收 1766.7 亿，同比减少 12.2%；2020 年 Q2 营收 1073.2 亿，环比增加 54.8%。2020 年 H1 版块整体归母净利 44.3 亿，同比减少 54.8%；2020 年 Q2 归母净利 37.9 亿，环比增加 482.8%。疫情带来的负面影响降低，业绩逐步改善。2020 年 H1 版块整体毛利率 20.09%，同比提高 0.15%；毛利率自 2019Q3 跌至 18.37%后缓慢回升，2020Q2 为 20.79%，印证补贴效应边际减弱。2020H1 期间费用为 271.4 亿，相较 2019H1 降低 6.3 亿，其中 2020H1 研发费用为 90.2 亿，同比增长 3.6 亿。2020 年 H1 版块整体经营性现金流 173.65 亿，同比增加 135.0%；2020Q2 现金流 128.23 亿，同比增加 167.8%，环比增加 182.3%。行业整体 ROE 自 2019Q4 触底后稳步上升，2020Q2ROE 为 1.24%，环比增长 1.01pct。

新能源车发展大势和拐点被市场主流认可，尽管销量和业绩不佳，市场预期向好。自 2020 年初开始，版块整体 PE 爬升，9 月初 PE 约为 265 倍，位于历史高位。但从 PB 来看，9 月初约为 4.6 倍，位于历史中位区间。

材料环节出货量好于动力电池端，负极和电解液加速海外供应，同比下降最少。上半年我国动力电池装机量同比减少 41.7%，基本和新能源车销量下滑一致。正极材料、负极材料、电解液和隔膜分别同比下降 18.0%/4.1%/7.6%/17.3%；四大材料环节出货量显著好于动力电池环节，一方面是由于四大材料还用于消费电池等动力外领域，另一方面是由于材料全球化供应。其中负极材料和电解液环节国内厂家全球化供应比例较高且加速渗透，同比下降最少。价格方面，2020 年中三元电池包和铁锂电池包价格分别同比下降 21.4%和 22.9%。三元 523/磷酸铁锂/人造石墨/湿法隔膜/三元电解液价格分别同比下降 11.8%/24.2%/13.3%/18.2%/17.5%。

负极和电解液海外供应较高，盈利较好；细分行业的龙头企业强者恒强，全球化供应提振业绩。2020H1 电池/正极/负极/隔膜/电解液归母净利分别为 22.38/7.06/4.16/3.93/5.07 亿，同比-33.6%/-32.6%/-17.9%/-29.9%/+23.9%。整体结果和行业出货量一致，材料端好于电池端，海外供应较多的电解液和负极情况最好，电解液更是逆势增长。公司层面，恩捷股份、贝特瑞、当升科技和宁德时代等行业龙头盈利好于同行。材料端龙头受益于海外客户放量，海外营收占比普遍提升。产品具备全球竞争力的企业将继续受益于全球化供应带来的业绩增长。

投资建议：建议关注细分行业龙头企业及在全球主流车企供应链中占比逐步

提升的相关公司，如宁德时代（300750）、亿纬锂能（300014）、国轩高科（002074）、当升科技（300073）、恩捷股份（002812）、璞泰来（603659）；另外建议持续关注业绩底部有望反转的德方纳米（300769）、孚能科技（688567）。

图表 1 重点公司盈利预测及估值

代码	名称	收盘价（元）	总股本（亿股）	市值（亿元）	EPS（元）			PE（倍）		
					2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
300750.SZ	宁德时代	184.32	23.29	4293.69	2.09	2.26	3.01	88	81	61
300014.SZ	亿纬锂能	45.08	18.40	829.66	1.64	1.07	1.49	27	42	30
002074.SZ	国轩高科	22.12	12.81	283.26	0.05	0.37	0.50	442	59	45
300073.SZ	当升科技	37.83	4.37	165.21	(0.48)	0.74	1.05	(79)	51	36
002812.SZ	恩捷股份	78.01	8.05	628.27	1.06	1.32	1.82	74	59	43
603659.SH	璞泰来	93.60	4.35	407.37	1.50	1.81	2.54	62	52	37
300769.SZ	德方纳米	78.25	0.78	60.93	2.56	1.29	2.32	31	61	34
688567.SH	孚能科技	25.48	10.71	272.81	0.15	(0.02)	0.23	170	(1148)	112

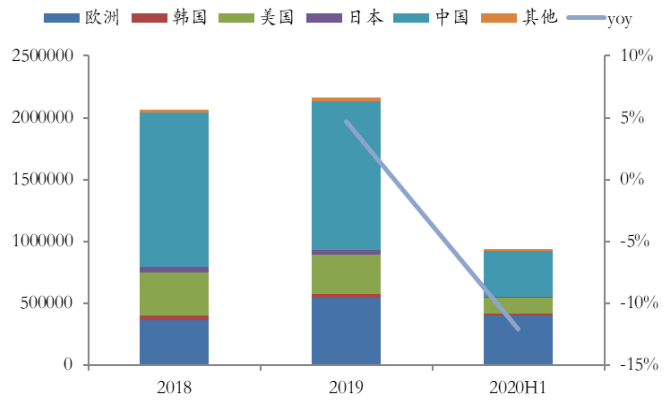
资料来源：wind，华安证券研究所

2 新能源车销量和产业链业绩均环比向好，拐点明确

2.1 欧洲新能源车数据亮眼，国内销量承压后环比回升

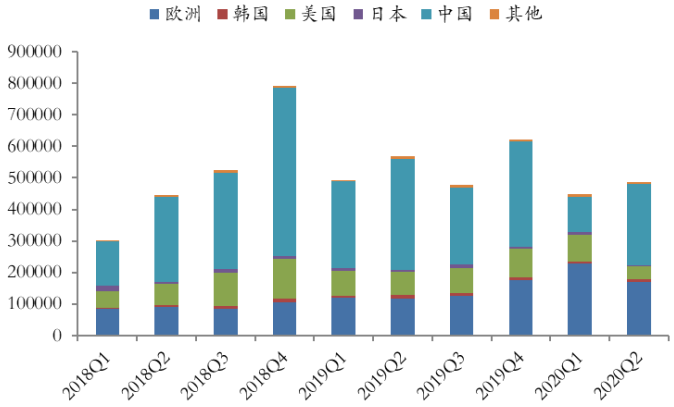
上半年欧洲数据亮眼，国内新能源车受疫情影响增短期承压后环比回升。2020 年 H1 全球新能源车销量 93 万辆，同比减少 12%；其中我国新能源车销量为 39 万辆，同比下滑 37%；欧洲新能源车销量 40 万辆，同比增长 66%。2020 年 Q2 全球新能源汽车销量为 49 万辆，同比减少 15%，环比增长 8%；其中我国新能源车销量 26 万辆，同比减少 27%，环比增加 129%；欧洲销量 17 万辆，环比下滑 26%，同比增长 43%。2020 年为欧洲碳排放关键节点，海外车企加大新车型投放力度，各国补贴政策加码，迎来新能源车高增长。国内上半年受春节和疫情影响，销量短期承压，Q2 回暖趋势显著。

图表 2 全球新能源车销量



资料来源：Marklines，华安证券研究所

图表 3 全球新能源车分季度销量



资料来源：Marklines，华安证券研究所

7、8 月欧洲销量高增长持续，国内 8 月销量同比增长 43.7%，后市看好。德国 8 月新能源汽车销量为 3.32 万辆，同比增长 308%，环比减少 8%；法国 8 月新能源汽车销量为 1.09 万辆，同比增长 208%，环比减少 36%；英国 8 月新能源汽车销量为 0.85 万辆，同比增长 110%，环比减少 45%。随着欧洲加快经济复苏的节奏，在各国补贴政策的推动下，7、8 月新能源汽车销量延续了上半年高速增长的趋势，全年销量预计超 100 万辆，有望成为 2020 年全球最大的新能源汽车市场。**乘联会数据显示，国内 8 月份新能源车批发销量突破 10 万辆，同比增长 43.7%，环比增长 23.9%；1-8 月累计批发销量接近 51 万辆，同比减少 29%。**随着新能源补贴退坡效应边际减弱和新能源汽车下乡等相关政策的推出，在合资及国内车厂新车型持续放量的带动下，三、四季度国内新能源汽车市场有望加速回暖，产业链复苏可期。在终端销量增长的带动下中游排产持续向好，相关公司产能利用率提升明显，多家企业已经达到满产状态。

我们选取动力电池产业链中具有代表性的 41 家上市公司，分别涵盖上游资源、电池材料、辅材、设备、三电、充电桩、汽车等七大板块和十五个细分环节。为了保证数据具有代表性，每家公司相关业务在 19 年或 20 年 H1 营收或毛利占比均高

于 30%。

图表 4 动力电池产业链板块

产业链环节	细分环节	上市公司
上游资源	锂	天齐锂业、赣锋锂业
	钴	寒锐钴业、华友钴业
电池材料	正极	当升科技、容百科技、厦门钨业、杉杉股份、格林美、德方纳米、科恒股份
	负极	璞泰来、贝特瑞
	隔膜	星源材质、恩捷股份
	电解液	天赐材料、新宙邦、石大胜华
辅材	铜箔	嘉元科技、诺德股份
	铝箔	鼎胜新材
	结构件	科达利
设备	设备	先导智能、赢合科技、百利科技
三电	电池	宁德时代、国轩高科、孚能科技、亿纬锂能、鹏辉能源、欣旺达
	电控	蓝海华腾、英搏尔
	电机	正海磁材、方正电机
充电桩	充电桩	特锐德
下游	电动车	宇通客车、中通客车、金龙汽车、北汽蓝谷、比亚迪

资料来源：华安证券研究所整理

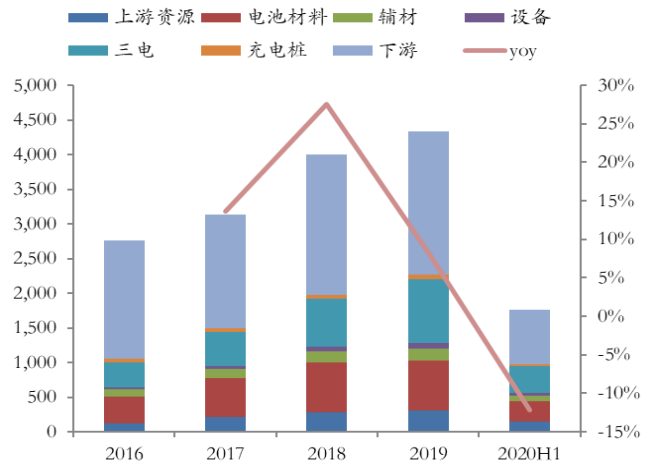
2.2 营收净利同比下降环比改善，电池材料和三电贡献主要利润

行业整体营收净利同比双降，环比改善显著，业绩拐点明确。2020 年上半年整体来看，疫情影响下，需求端终端销量受到压制，生产端也受到开工运输影响，版块整体营收净利同比双降。从季度来看，销量最大的压制因素疫情开始缓解，随着经济复苏和政策发力，营收净利环比改善显著，基本面拐点确立。2020 年 H1 版块整体营收 1766.7 亿，同比减少 12.2%。其中，2020 年 Q2 营收 1073.2 亿，同比减少 1.1%，环比增加 54.8%，疫情带来的负面影响降低，业绩逐步改善。2020 年 H1 版块整体归母净利 44.3 亿，同比减少 54.8%。其中，2020 年 Q2 归母净利 37.9 亿，同比减少 26.2%，环比增加 482.8%。2020 年 H1 版块整体扣非归母净利 16.7 亿，同比减少 77.7%。其中，2020Q2 扣非归母净利 25.2 亿，同比减少 35.6%，但相较于 Q1 由负转正，增加 395.9%。整体来看，在环比改善的趋势中，利润端增速远高于营收端，随着行业基本面好转，利润增长弹性可期。

电池材料和三电版块贡献绝大部分利润，产业链两头利润环比改善最为明显。从子版块来看，营收中下游电动车占比超四成，其次为电池环节和三电材料，而归母净利中三电和电池材料在 2019 及 2020H1 占比超过 90%，说明了这两个环节在整个产业链中的主导地位。2020H1 营收同比增长仅设备和充电桩，同比下降较多的有辅材、下游及电池材料；归母净利均同比下降，上游资源和下游转盈为亏，下

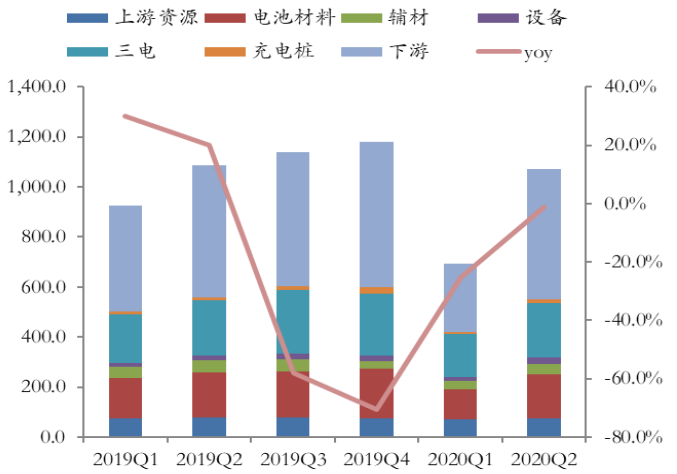
降较多的还有辅材和充电桩，设备、电池材料及三电下降较少。单季度来看，2020Q2营收环比均取得增长，增长较多的为充电桩、下游、设备和电池材料，归母净利仅辅材环比减少，增长较多的为充电桩、电池材料、上游资源和下游。

图表 5 动力电池产业链营收及增速（亿元）



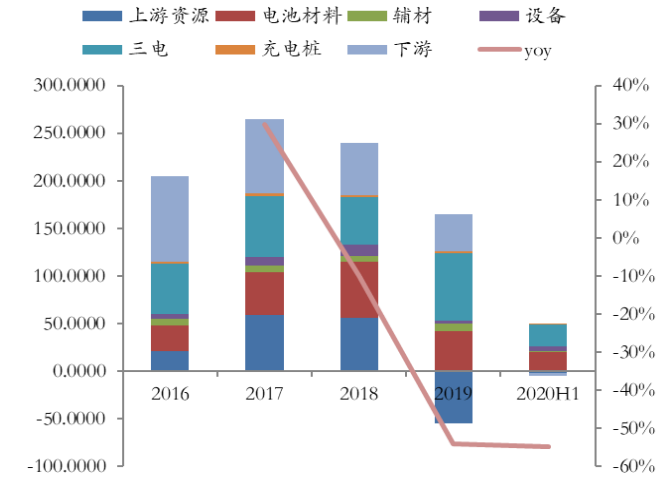
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 动力电池产业链单季度营收及增速（亿元）



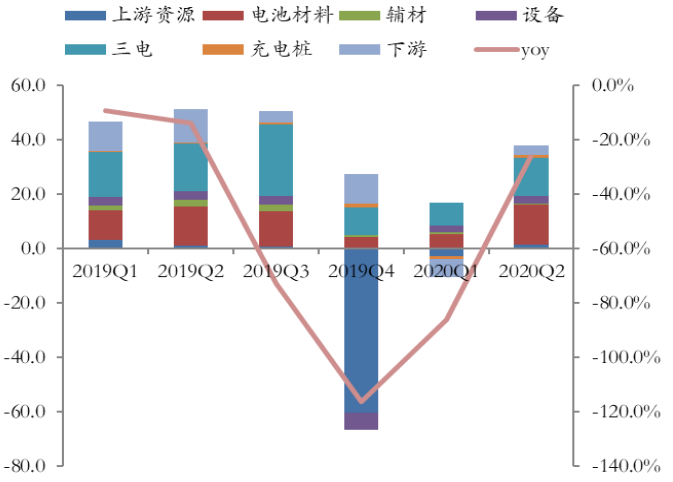
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 动力电池产业链归母净利及增速（亿元）



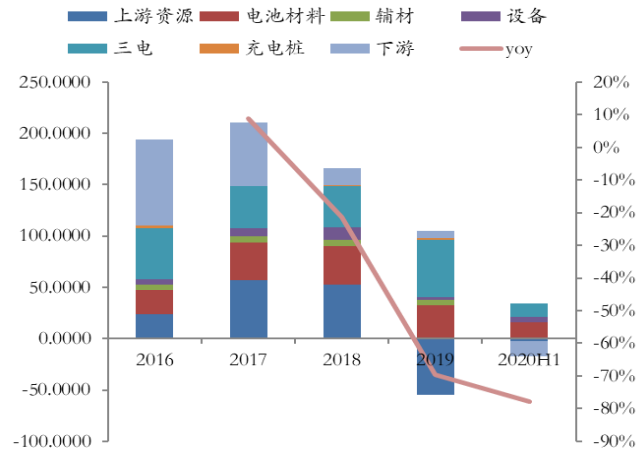
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 动力电池产业链单季度归母净利及增速（亿元）



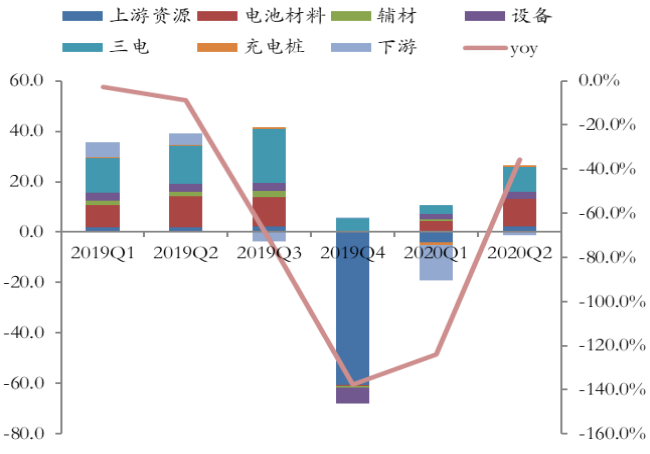
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 动力电池产业链扣非归母净利及增速（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 动力电池产业链单季度扣非归母净利及增速（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

从细分子行业来看， 2020H1 营收同比增速为正的有 6 个细分版块，增速从高到低分别为电控、设备、充电桩、铝箔、隔膜和钴；归母净利同比为正的有 3 个细分版块，分别为钴、电控、电解液。其中电控、充电桩和铝箔的公司中和新能源车直接相关的业务占比相对少，设备环节主要和长期的产能建设相关，电解液版块中非电解液业务贡献大。隔膜行业营收增长主要受益于全球化供应，钴行业受益于钴价上涨。单季度方面，所有子行业均录得营收增长，除铝箔和钴外归母净利均取得同比增长。其中营收增长幅度较大的为负极、充电桩、电动车、电控和隔膜，归母净利增长幅度较大的为电机、负极、充电桩和电解液。

图表 11 细分子行业营收情况（亿元）

	2019 年	2020H1	yoy	2020Q1	2020Q2	yoy	qoq
电控	6.4	3.3	14.7%	1.2	2.1	32.1%	78.5%
设备	77.5	38.9	14.4%	15.3	23.6	25.6%	53.6%
充电桩	67.4	26.5	11.1%	7.9	18.6	42.0%	136.6%
铝箔	112.4	56.5	3.0%	26.2	30.3	10.3%	16.0%
隔膜	37.6	17.8	2.9%	6.8	11.0	20.9%	62.9%
钴	206.3	100.9	0.6%	49.4	51.5	0.9%	4.4%
电解液	97.2	45.2	-2.1%	19.2	26.0	7.6%	35.8%
电池	881.6	375.4	-5.5%	168.3	207.0	-2.2%	23.0%
电机	29.1	12.5	-11.1%	5.1	7.4	-3.9%	46.5%
正极	498.0	200.9	-14.9%	85.4	115.4	-7.8%	35.1%
电动车	2064.4	792.9	-16.7%	272.2	520.7	-1.1%	91.3%
负极	91.9	34.5	-18.4%	8.2	26.3	20.2%	221.7%
锂	101.8	42.7	-21.2%	20.5	22.2	-19.2%	8.4%
结构件	22.3	6.9	-41.4%	3.0	3.9	-43.2%	31.9%
铜箔	36.0	12.0	-52.6%	5.0	7.0	-41.9%	41.5%
营收合计	**4329.8**	**1766.7**	**-12.2%**	**693.5**	**1073.2**	**-1.1%**	**54.8%**

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 细分子行业归母净利情况（亿元）

	2019 年	2020H1	yoy	2020Q1	2020Q2	yoy	qoq
钴	1.3	4.1	1042.0%	2.1	2.1	27985.8%	-0.4%
电控	(2.3)	0.2	187.9%	0.1	0.2	190.9%	164.3%
电解液	6.5	5.1	23.9%	1.2	3.8	109.4%	213.8%
设备	3.0	5.1	-17.6%	2.3	2.8	-13.2%	18.0%
负极	13.2	4.2	-17.9%	0.9	3.2	26.1%	248.3%
隔膜	9.9	3.9	-29.9%	1.5	2.4	-12.3%	54.8%
正极	12.7	7.1	-32.6%	1.7	5.3	-26.0%	212.3%
电池	71.8	22.4	-33.6%	8.5	13.9	-20.2%	64.2%
结构件	2.4	0.5	-41.7%	0.2	0.3	-45.2%	106.8%
电机	1.1	0.2	-61.7%	(0.0)	0.3	-36.7%	788.4%
铜箔	2.1	0.4	-82.2%	0.1	0.3	-77.4%	76.8%
充电桩	2.7	0.1	-85.7%	(0.7)	0.8	77.4%	216.5%
铝箔	3.1	(0.1)	-111.2%	0.4	(0.5)	-194.2%	-234.0%
电动车	38.6	(3.4)	-114.6%	(6.8)	3.4	-71.6%	150.5%
锂	(56.3)	(5.4)	-210.4%	(4.9)	(0.5)	-138.0%	90.3%
合计	109.9	44.3	-54.8%	6.5	37.9	-26.2%	482.8%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 细分子行业扣非归母净利情况（亿元）

	2019 年	2020H1	yoy	2020Q1	2020Q2	yoy	qoq
钴	0.7	3.5	396.5%	1.5	2.0	352.4%	29.4%
电控	(2.6)	0.0	110.0%	(0.1)	0.1	152.3%	256.6%
电解液	6.2	4.9	20.9%	1.2	3.7	101.8%	215.9%
设备	2.8	4.9	-18.3%	2.2	2.7	-12.2%	21.5%
隔膜	8.0	3.2	-22.2%	1.2	2.1	4.3%	76.2%
负极	9.9	3.1	-31.1%	0.8	2.3	0.0%	177.5%
结构件	2.2	0.4	-45.8%	0.1	0.3	-50.6%	123.5%
正极	8.3	4.4	-48.2%	1.4	3.0	-51.5%	121.4%
电池	57.4	13.1	-54.3%	3.6	9.5	-36.1%	163.4%
电机	0.8	0.1	-83.1%	(0.1)	0.2	-43.2%	269.6%
铜箔	1.8	0.1	-93.2%	0.0	0.1	-89.1%	295.8%
铝箔	1.3	(0.1)	-111.9%	0.4	(0.5)	-217.8%	234.1%
充电桩	1.5	(0.2)	-131.3%	(1.0)	0.8	78.9%	178.0%
锂	(55.2)	(5.5)	-212.8%	(5.8)	0.2	-90.8%	104.1%
电动车	7.3	(15.2)	-240.5%	(14.0)	(1.2)	-126.0%	91.5%
合计	50.4	16.7	-77.7%	(8.5)	25.2	-35.6%	395.9%

资料来源：wind，华安证券研究所

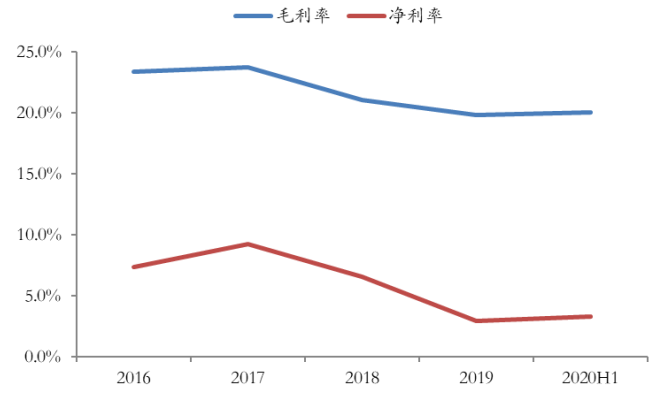
2.3 毛利率基本稳定，期间费用下降

动力电池产业链整体毛利率基本稳定，印证补贴效应边际减弱；净利率波动

大环比向好。2020 年 H1 版块整体毛利率 20.09%，同比提高 0.15%。回顾毛利率变化，自从 2017 年开始，补贴政策逐步趋严，毛利率持续回落；2019 年 Q3 补贴退坡降幅达到 50-70%以上，行业毛利率跌至 18.37%；此后补贴效应影响开始减弱，毛利率开始缓慢回升，仅 20Q1 受疫情影响回落，20Q2 继续回升。2020 年 H1 版块整体净利率 3.30%，同比下降 2.10pct，相较 2019 年全年提升 0.30pct。季度数据来看，净利率低点在 2019Q4，2020 年 Q1 和 Q2 分别为 1.65%和 4.36%，环比持续向好。

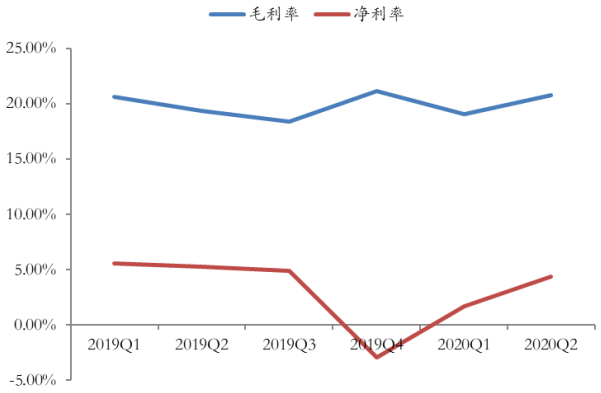
期间费用绝对值下降，研发费用增加。2020H1 期间费用率为 15.36%，同比上升 1.56pct，相较 2019 年上升 1.11pct；但从绝对额上看，2020H1 期间费用为 271.4 亿，相较 2019H1 降低 6.3 亿，其中 2020H1 研发费用为 90.2 亿，同比增长 3.6 亿。季度方面，2020Q2 期间费用率为 13.53%，环比下降 4.66pct，同比增长 0.75pct；从绝对额上看，2020Q2 期间费用 145.2 亿，同比增加 6.6 亿，但其中研发费用增加 8.2 亿，除去研发费用的期间费用同比下降显著。

图表 14 动力电池产业链毛利率及净利率情况



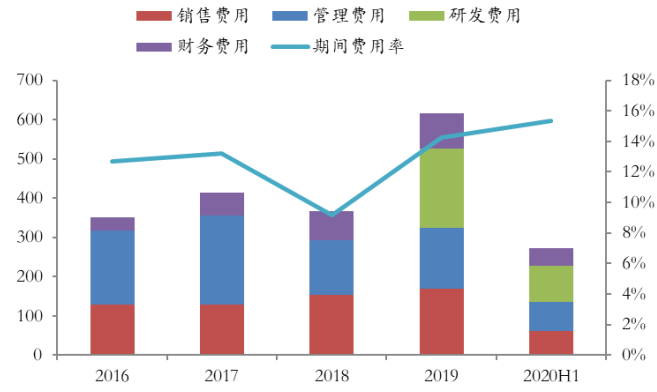
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 动力电池产业链单季度毛利率及净利率情况



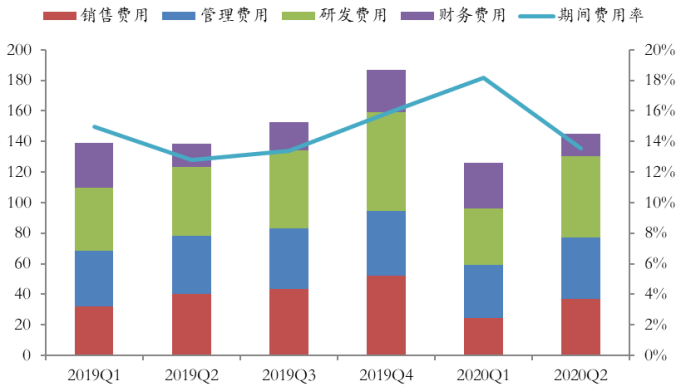
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 动力电池产业链期间费用情况（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 17 动力电池产业链单季度期间费用情况（亿元）

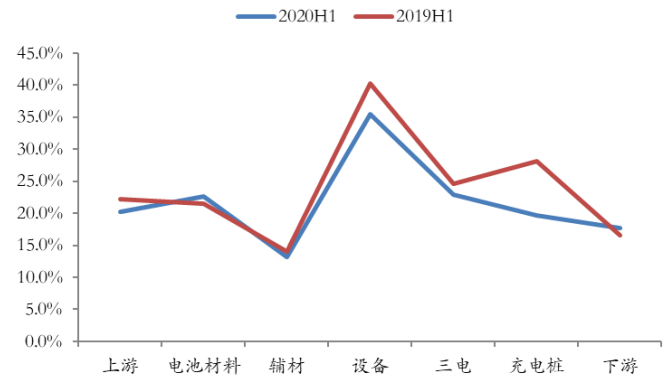


资料来源：wind，华安证券研究所

产业链环节方面，电池材料和三电利润率居中，设备较高，辅材较低，充电桩波动大净利率低；其中电池材料和下游盈利改善最为显著。毛利率 2020H1 同比上升的仅有下游和电池材料;2020Q2 毛利率同比上升的有上游、电池材料和充电桩，环比上升的有充电桩、上游、电池材料和下游。净利率 2020H1 均同比下降，下降

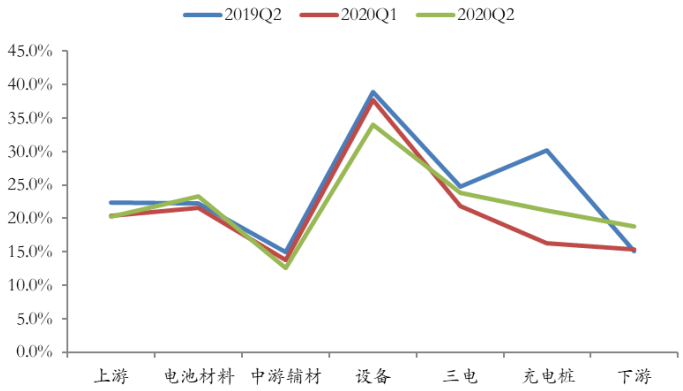
幅度较小的为电池材料；2020Q2 净利率同比上升的下游和电池材料，环比上升的有充电桩、下游、三电和电池材料。

图表 18 分版块毛利率情况



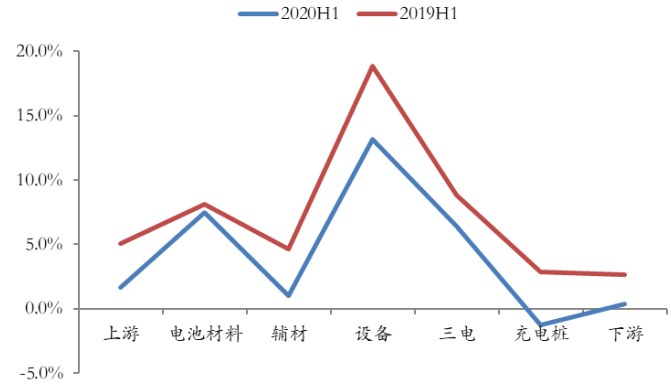
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19 分版块分季度毛利率情况



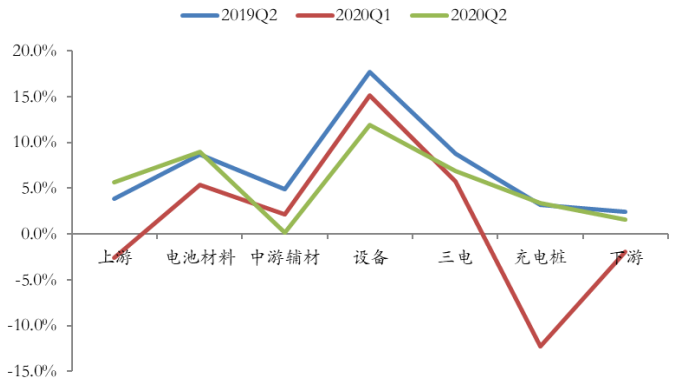
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 分版块净利率情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 分版块分季度净利率情况



资料来源：wind，华安证券研究所

细分子行业方面，毛利率 2020H1 共 8 个细分子行业同比上升，2020Q2 同比增长的共有 7 个细分子行业板块，6 个细分子行业毛利率环比增长；增长最显著的为电解液、钴和电动车。净利率 2020H1 仅 3 个细分版块同比上升，2020Q2 同比增长的共有 5 个细分子行业，11 个细分子行业环比增长。

图表 22 细分子行业毛利率情况

	2019 年	2020H1	同比(pct)	2020Q1	2020Q2	同比(pct)	环比(pct)
电解液	23.9%	31.9%	7.1	25.6%	36.5%	12.4	10.9
钴	11.2%	14.9%	3.6	14.1%	15.7%	4.5	1.6
电控	23.2%	24.8%	3.4	24.8%	24.8%	4.2	-0.0
铜箔	29.4%	22.8%	1.6	25.2%	21.1%	-2.3	-4.1
铝箔	10.6%	10.0%	1.5	10.5%	9.6%	1.5	-0.9
电机	19.3%	20.1%	1.3	19.8%	20.4%	1.5	0.6
电动车	16.4%	17.6%	1.1	15.4%	18.8%	3.8	3.4
负极	29.8%	30.0%	1.0	30.4%	29.8%	0.0	-0.6
正极	17.7%	17.6%	-0.3	17.8%	17.4%	-1.4	-0.4

电池	25.0%	23.0%	-1.9	21.9%	23.9%	-1.2	2.0
结构件	28.1%	21.6%	-2.7	23.3%	20.4%	-7.7	-2.9
隔膜	44.7%	40.9%	-4.8	46.6%	37.4%	-7.5	-9.3
设备	34.7%	35.5%	-4.9	37.7%	34.0%	-4.9	-3.7
充电桩	26.5%	19.7%	-8.5	16.3%	21.1%	-9.1	4.8
锂	39.2%	33.0%	-9.3	35.4%	30.7%	-12.6	-4.7
板块总体	19.8%	20.1%	0.1	19.0%	20.8%	1.4	1.8

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 23 细分子行业净利率情况

	2019 年	2020H1	同比(pct)	2020Q1	2020Q2	同比(pct)	环比(pct)
电控	-36.3%	7.4%	15.2	6.2%	8.1%	17.6	1.9
钴	0.6%	3.8%	4.3	3.9%	3.8%	3.6	0.0
电解液	6.5%	11.1%	2.0	6.6%	14.4%	6.6	7.8
负极	14.8%	12.6%	-0.2	11.6%	12.9%	0.1	1.4
结构件	10.4%	6.5%	-0.2	4.7%	7.9%	-0.4	3.2
正极	3.4%	4.4%	-0.8	2.9%	5.5%	-0.9	2.6
电机	3.6%	1.8%	-2.0	-0.8%	3.5%	-1.4	4.3
电动车	2.1%	0.4%	-2.3	-2.0%	1.6%	-0.9	3.5
铝箔	2.7%	-0.3%	-2.4	1.4%	-1.7%	-3.7	-3.1
电池	8.7%	6.5%	-2.6	6.0%	7.0%	-2.1	1.0
充电桩	3.6%	-1.3%	-4.1	-12.2%	3.4%	0.2	15.6
铜箔	6.5%	4.0%	-5.1	4.6%	3.6%	-6.0	-1.0
设备	4.2%	13.2%	-5.6	15.1%	11.9%	-5.7	-3.2
隔膜	28.3%	23.3%	-11.4	24.8%	22.4%	-9.7	-2.5
锂	-50.4%	-3.6%	-18.9	-18.2%	9.9%	-0.6	28.1
板块总体	**3.0%**	**3.3%**	**-2.1**	**1.6%**	**4.4%**	**-0.9**	**2.7**

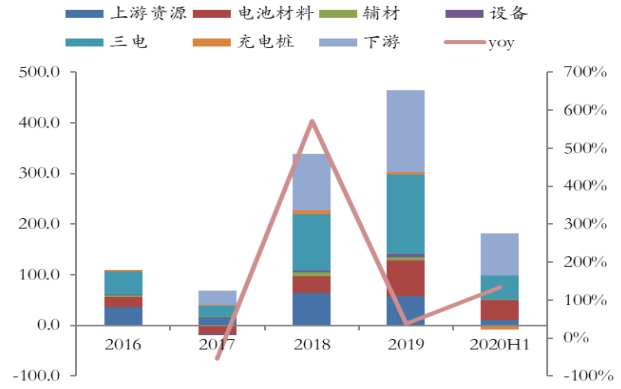
资料来源：wind，华安证券研究所

2.4 经营性现金流整体向好，扩张趋势相对放缓

行业经营性现金流环比同比均向好，下游和电池材料环节贡献主要增量。2020 年 H1 版块整体现金流 173.65 亿，同比增加 135.0%；2020Q2 现金流 128.23 亿，同比增加 167.8%，环比增加 182.3%。从版块来看，下游和电池材料环节贡献主要增量。下游 2020H1 现金流 82.51 亿，同比增加 132.88 亿；电池材料环节 2020H1 现金流 39.56 亿，同比增加 28.48 亿。

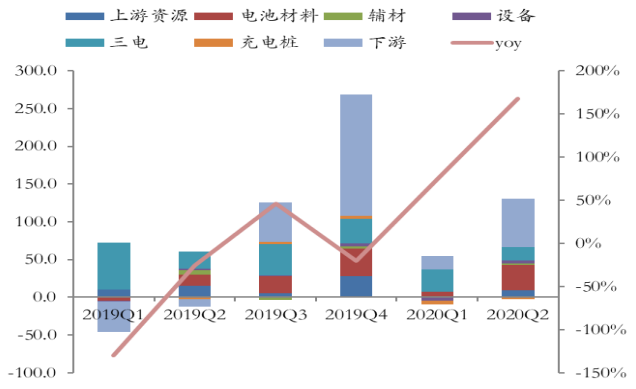
从固定资产和在建工程来看，行业整体扩张趋势放缓。2020 年 H1 板块整体固定资产 1619.46 亿，同比增加 20.9%。细分板块来看，电池材料和三电环节贡献主要增量，前者 2020H1 固定资产 382.24 亿，同比增加 89 亿，后者 2020H1 固定资产 359.17 亿，同比增加 64.96 亿。2020H1 行业整体在建工程 515.01 亿，同比增加 21.7%。从板块来看，三电和下游环节增长较多，二者 2020H1 在建工程分别为 81.74 亿和 86.50 亿，分别同比增加 52.76 亿和 23.44 亿。固定资产和在建工程虽然同比增长，但增速放缓，行业整体扩张趋势放缓。

图表 24 动力电池产业链经营性现金流及增速（亿元）



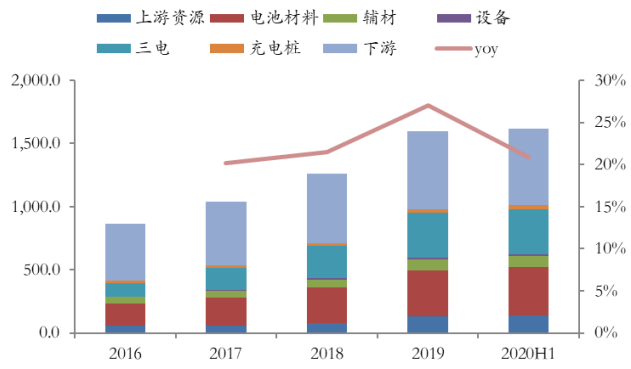
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 动力电池产业链单季度经营性现金流及增速（亿元）



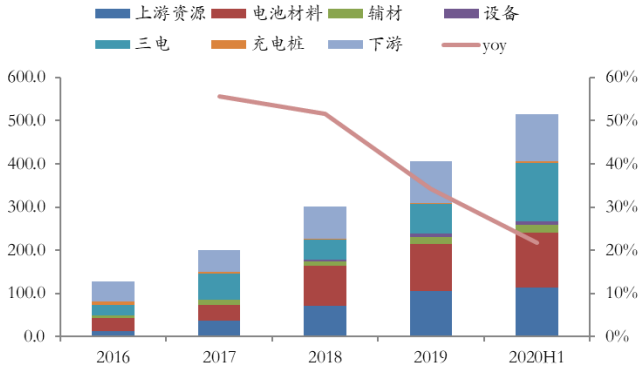
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 26 动力电池产业链固定资产及增速（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 27 动力电池产业链在建工程及增速（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

从细分子行业来看，经营性现金流同比为正的细分行业有 7 个，除了电机和电池环节外，其余环比均为正。经营性现金流较好的环节有电机、正极、电动车和隔膜，其中隔膜和正极环节环比增速最快。从在建工程/固定资产比值看，锂、设备、电控、钴、隔膜扩张态势更为显著。

图表 28 细分子行业经营性现金流情况（亿元）

	2019 年	2020H1	yoy	2020Q1	2020Q2	yoy	qoq
电机	2.5	1.9	1088.2%	1.4	0.5	19.3%	-64.1%
正极	46.0	19.4	780.3%	1.4	18.0	362.7%	1167.6%
电动车	163.0	82.5	263.8%	17.6	64.9	719.2%	268.2%
隔膜	9.1	4.6	112.0%	0.4	4.2	57.6%	1070.6%
电控	1.6	0.9	47.1%	0.4	0.5	499.0%	31.5%
电解液	4.2	8.2	40.5%	2.8	5.4	89.6%	97.5%
负极	11.2	7.3	23.4%	1.6	5.8	0.9%	269.4%
铝箔	(6.4)	0.6	-18.0%	0.0	0.6	-68.1%	4793.0%
电池	153.5	45.1	-46.3%	28.3	16.8	-25.6%	-40.9%

钴	28.1	7.0	-49.1%	2.1	4.9	-52.4%	128.3%
锂	30.2	3.3	-71.2%	(1.3)	4.5	0.6%	461.0%
结构件	4.5	0.4	-81.8%	(0.3)	0.7	-59.0%	372.4%
铜箔	8.0	0.0	-98.3%	(0.0)	0.1	-96.7%	331.2%
设备	5.7	(0.1)	-114.7%	(4.0)	3.9	122.9%	196.8%
充电桩	3.9	(7.6)	-153.1%	(5.0)	(2.6)	-19.8%	47.8%
合计	465.0	173.7	135.0%	45.4	128.2	168.0%	182.3%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 29 细分子行业固定资产和在建工程及资本开支情况（亿元）

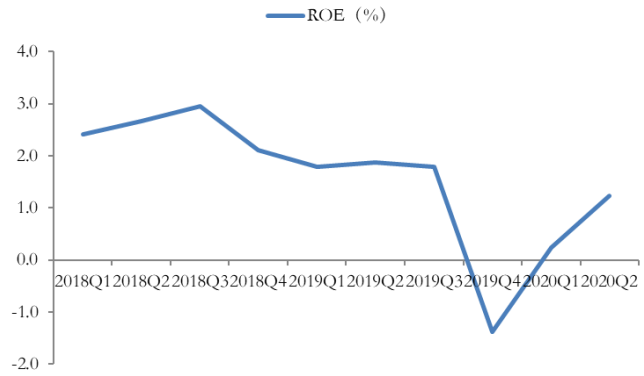
	2019 固定资产	2019H1 固定资产	2020H1 固定资产	2019 在建工程	2019H1 在建工程	2020H1 在建工程	在建工程/固定资产
锂	62.55	35.30	61.62	72.46	78.54	74.27	121%
钴	68.51	48.36	76.39	33.85	36.04	39.44	52 %
正极	218.74	189.05	223.39	55.23	63.30	64.74	29 %
负极	39.05	29.29	41.87	14.52	17.34	13.97	33 %
隔膜	66.05	39.06	78.47	31.28	31.76	40.72	52 %
电解液	38.49	35.85	38.52	6.22	6.64	6.85	18 %
铜箔	30.10	25.11	30.15	0.22	0.07	0.40	1 %
铝箔	40.84	24.63	42.72	14.22	8.09	14.85	35 %
结构件	16.45	14.51	16.55	2.99	3.33	4.09	25 %
设备	11.86	10.31	12.22	7.14	5.63	8.40	69 %
电池	344.83	280.69	346.15	66.05	79.12	128.98	37 %
电控	2.85	2.94	2.73	1.39	0.69	1.67	61 %
电机	10.57	10.59	10.29	2.38	1.92	3.85	37 %
充电桩	28.84	24.43	30.04	1.91	4.06	2.84	9 %
电动车	619.99	569.83	608.36	95.25	86.50	109.93	18 %
合计	1599.72	1339.94	1619.46	405.12	423.03	515.01	32 %

资料来源：wind，华安证券研究所

2.5 ROE 稳步上升

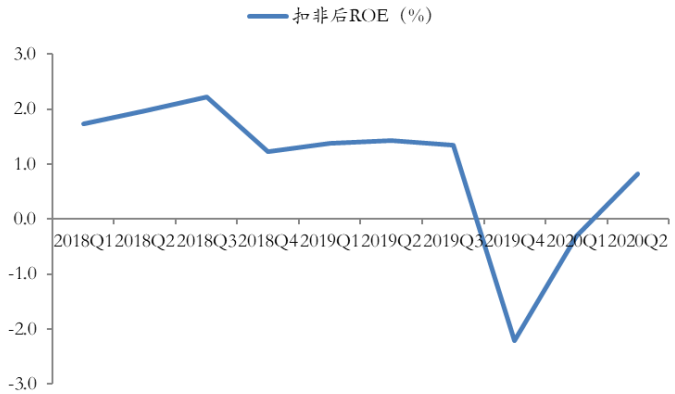
行业整体 ROE 自 2019Q4 触底后稳步上升，2020Q2ROE 为 1.24%，环比增长 1.01pct；扣非后 ROE 为 0.83%，环比增长 1.13pct。新能源车发展大势和拐点被市场主流认可，尽管销量和业绩不佳，市场预期向好。自 2020 年初开始，版块整体 PE 爬升，9 月初 PE 约为 265 倍，位于历史高位。但从 PB 来看，9 月初约为 4.6 倍，位于历史中位区间。

图表 30 动力电池产业链 ROE 情况



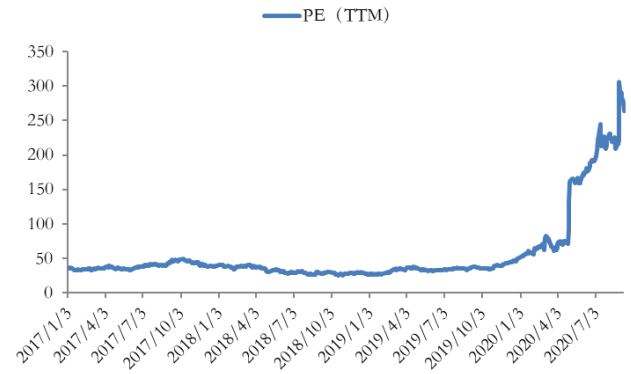
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 31 动力电池产业链扣非 ROE 情况



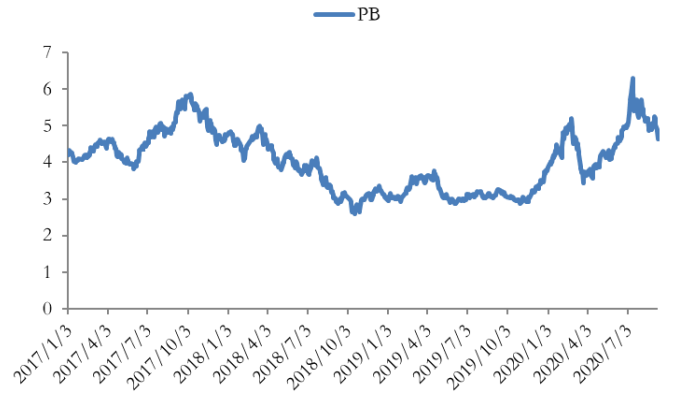
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 32 动力电池产业链 PE 情况（截止 9 月 9 日）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 33 动力电池产业链 PB 情况（截止 9 月 9 日）



资料来源：wind，华安证券研究所

3 海外占比高盈利较好，龙头强者恒强

3.1 材料端全球化供应，出货量下降幅度好于动力电池

材料环节出货量好于动力电池端，负极和电解液加速海外供应，同比下降最少。上半年我国动力电池装机量同比减少 41.7%，基本和新能源车销量下滑一致。正极材料、负极材料、电解液和隔膜分别同比下降 18.0%/4.1%/7.6%/17.3%；四大材料环节出货量显著好于动力电池环节，一方面是由于四大材料还用于消费电池等动力外领域，另一方面是由于材料全球化供应。其中负极材料和电解液环节国内厂家全球化供应比例较高且加速渗透，同比下降最少。

图表 34 动力电池装机及四大材料出货量情况

	2019 年	2019H1	2020H1	yoy	2020Q1	2020Q2	yoy	qoq
动力电池装机（GWh）	62.4	30.0	17.5	-41.7%	5.7	11.8	-33.3%	107.9%
正极材料（万吨）	40.2	19.8	16.3	-18.0%	6.9	9.4	-10.0%	35.8%
负极材料（万吨）	27.0	13.2	12.6	-4.1%	5.4	7.2	-1.3%	33.8%
电解液（万吨）	19.4	8.8	8.2	-7.6%	3.3	4.8	-7.7%	45.9%
隔膜（亿平）	27.9	14.1	11.6	-17.3%	4.8	6.8	-5.6%	42.8%

资料来源：真锂研究，华安证券研究所

2020 年中动力电池四大材料价格同比下降 12-24%，三元价格下跌最少，磷酸铁锂下跌最多。三元电池包和铁锂电池包价格分别同比下降 21.4%和 22.9%。三元 523/磷酸铁锂/人造石墨/湿法隔膜/三元电解液分别同比下降 11.8%/24.2%/13.3%/18.2%/17.5%.三元材料由于部分原料价格上涨有一定成本支撑，价格下跌幅度较小；人造石墨格局较稳定，下跌幅度相对较少；湿法隔膜和磷酸铁锂均处于行业大规模扩产抢占市场时期，价格下跌幅度较大；电解液部分原料价格下跌，产品价格也有所下跌。

图表 35 动力电池四大材料价格情况

	2019 年中价格	2020 年中价格	同比
方形三元电池包（元/Wh）	1.05	0.825	-21.4%
方形铁锂电池包（元/Wh）	0.875	0.675	-22.9%
三元 523（万元/吨）	12.75	11.25	-11.8%
磷酸铁锂（万元/吨）	4.75	3.6	-24.2%
人造石墨（万元/吨）	4.9	4.25	-13.3%
湿法隔膜（元/平）	1.65	1.35	-18.2%
三元电解液（万元/吨）	4	3.3	-17.5%

资料来源：鑫椤数据，华安证券研究所

3.2 负极和电解液环节盈利更佳，海外客户放量提振龙头业绩

3.2.1 电池：业绩短期承压，宁德时代龙头地位稳固

2020H1 电池行业整体营收 375.36 亿，同比下降 5.5%；归母净利 22.38 亿，同比下降 33.6%。毛利率为 23.01%，同比降低 1.87pct；净利率为 6.54%，同比降低 2.59pct。动力电池量价双跌压制行业整体营收净利，上市公司中业务种类较丰富的受影响较小。电池行业 2020H1 经营性现金流为 45.09 亿，同比减少 46.3%；资本开支 100.38 亿，同比增长 10.9%。行业 20H1 固定资产为 346.15 亿，同比增长 23.3%；在建工程为 129.02 亿，同比增长 63%。行业整体仍处于高速扩张期，资本开支加速。

从公司来看，宁德时代营收和利润占比最大，归母净利在电池版块占比达到 86.55%，利润率也十分亮眼，龙头地位显著。孚能科技体量较少但高研发投入，20H1 研发费用 0.94 亿，利润对销量及营收变动敏感；公司产能加速扩张，在建工

程/固定资产占比高，随着大客户放量，未来业绩增长弹性大。

图表 36 电池行业上市公司情况

	营收（亿元）				归母净利（亿元）			
	2020H1	yoy	2020Q2	qoq	2020H1	yoy	2020Q2	qoq
宁德时代	188.29	-7.1%	97.99	8.5%	19.37	-7.9%	11.95	61.1%
国轩高科	24.22	-32.8%	16.92	132.0%	0.36	-89.7%	0.03	-92.5%
孚能科技	2.85	-71.8%	1.63	32.6%	(1.75)	-424.1%	(0.77)	-22.0%
亿纬锂能	31.76	25.5%	18.67	42.7%	3.63	-27.4%	1.11	-56.1%
鹏辉能源	13.14	-9.2%	8.69	95.3%	0.71	-48.0%	0.51	151.4%
欣旺达	115.10	6.0%	63.11	21.4%	0.06	-97.4%	1.09	-205.7%
	净利率（%）				ROE（%）			
	2020H1	同比	2020Q2	环比	2020H1	同比	2020Q2	环比
宁德时代	11.39	(0.19)	12.64	2.62	4.98	(1.25)	3.05	1.12
国轩高科	1.41	(8.30)	0.10	(4.35)	0.39	(3.68)	0.03	(0.35)
孚能科技	(61.32)	(66.65)	(47.12)	33.04	(2.49)	(3.28)	(1.09)	0.30
亿纬锂能	11.91	(8.22)	6.49	(13.16)	4.75	(5.17)	1.42	(1.86)
鹏辉能源	5.68	(3.96)	6.71	3.06	3.00	(3.01)	2.14	1.27
欣旺达	0.00	(2.11)	1.68	3.72	0.10	(4.13)	1.88	3.67
	毛利率（%）				期间费用率（%）			
	2020H1	同比	2020Q2	环比	2020H1	同比	2020Q2	环比
宁德时代	27.15	(2.64)	29.05	3.96	13.27	(0.80)	12.59	(1.41)
国轩高科	25.06	(4.45)	23.37	(5.63)	24.42	6.81	19.66	(15.82)
孚能科技	27.14	8.20	21.65	(12.76)	109.27	88.65	97.35	(27.74)
亿纬锂能	27.91	2.39	26.63	(3.12)	17.76	1.13	17.16	(1.45)
鹏辉能源	18.37	(5.89)	19.40	3.03	12.44	0.39	10.83	(4.74)
欣旺达	14.88	0.21	15.89	2.25	13.58	2.09	12.86	(1.59)
	经营性现金流（亿元）				资本开支（亿元）			
	2020H1	yoy	2020Q2	qoq	2020H1	yoy	2020Q2	qoq
宁德时代	58.27	-19.9%	26.80	-14.8%	51.62	11.7%	30.86	48.6%
国轩高科	(6.91)	165.0%	0.05	-100.7%	6.90	-24.1%	(0.26)	-103.6%
孚能科技	(9.85)	-299.6%	(6.94)	138.6%	14.96	174.9%	5.63	-39.7%
亿纬锂能	5.12	6.4%	0.96	-76.9%	9.44	1.8%	2.97	-54.1%
鹏辉能源	1.45	-562.4%	0.61	-26.8%	1.95	-16.9%	1.26	83.8%
欣旺达	(2.98)	-168.4%	(4.72)	-371.3%	15.51	-14.3%	8.16	11.0%
	固定资产（亿元）			在建工程（亿元）			在建工程/固定资产	
	2019	2019H1	2020H1	2019	2019H1	2020H1		
宁德时代	174.17	148.84	164.03	19.97	35.07	34.30	20.9%	
国轩高科	55.49	45.88	55.63	12.83	6.62	16.72	30.0%	
孚能科技	17.68	11.05	17.91	9.10	7.06	32.52	181.6%	
亿纬锂能	40.22	25.25	47.88	9.71	17.42	25.34	52.9%	
鹏辉能源	14.79	12.72	16.07	2.83	3.24	1.72	10.7%	
欣旺达	42.61	36.97	44.63	11.66	9.74	18.41	41.3%	

资料来源：wind，华安证券研究所

3.2.2 正极：利润率基本稳定，当升科技业绩亮眼

2020H1 正极行业整体营收 200.87 亿，同比下降 14.9%，考虑到行业整体出货量和价格的下降幅度，预计上市公司整体份额扩大；归母净利 7.06 亿，同比下降 32.6%。毛利率为 17.59%，同比微降 0.25pct；净利率为 4.40%，同比微降 0.77pct，利润率相对稳定。正极行业 2020H1 经营性现金流为 19.44 亿，同比增长 780.3%。2020H1 资本开支 20.95 亿，同比减少 22.4%；固定资产为 223.39 亿，同比增长 18.1%；在建工程为 65.47 亿，同比微增 0.7%。行业现金流增长，资本开支进度放缓，扩张趋势放缓。

从公司来看，厦门钨业和当升科技盈利较好，其中当升科技归母净利环比增速最快。当升科技 2020H1 海外业务占比由 2019 的 23.8%提升至 46.0%，海外客户放量带动利润和现金流提升。此外，当升科技资本开支加速，在建工程/固定资产占比高，扩张趋势加速，增长可期。磷酸铁锂环节的德方纳米由于产品价格大幅下跌导致短期亏损，但现金流相对减少较少；考虑未来磷酸铁锂需求增速将高于正极行业，且公司加速资本开支，在建工程/固定资产占比高，业绩增长弹性大。

图表 37 正极行业上市公司情况

	营收（亿元）				归母净利（亿元）			
	2020H1	yoy	2020Q2	qoq	2020H1	yoy	2020Q2	qoq
当升科技	10.90	-18.6%	6.75	62.2%	1.46	-3.3%	1.13	244.0%
容百科技	12.32	-36.8%	5.79	-11.2%	0.54	-52.7%	0.29	15.2%
厦门钨业	79.24	-5.5%	43.89	24.1%	2.33	201.7%	1.61	124.0%
杉杉股份	32.10	-27.7%	19.88	62.6%	1.00	-54.3%	1.84	-319.6%
格林美	56.14	-9.5%	33.22	44.9%	2.14	-48.3%	1.04	-5.7%
德方纳米	3.56	-22.1%	1.99	26.5%	(0.07)	-114.4%	(0.13)	-303.5%
科恒股份	6.60	-19.8%	3.94	47.6%	(0.35)	-239.0%	(0.43)	-629.2%
	净利率（%）				ROE（%）			
	2020H1	同比	2020Q2	环比	2020H1	同比	2020Q2	环比
当升科技	13.46	2.18	16.83	8.83	4.72	0.20	3.64	2.55
容百科技	4.28	(1.57)	4.82	1.02	1.26	(2.35)	0.67	0.09
厦门钨业	5.21	3.25	5.84	1.42	3.14	2.07	2.16	1.19
杉杉股份	2.85	(3.65)	9.37	17.14	0.86	(1.10)	1.63	2.36
格林美	4.00	(2.94)	3.33	(1.64)	1.83	(2.31)	0.88	(0.16)
德方纳米	(2.50)	(12.76)	(7.32)	(10.92)	(0.71)	(7.25)	(1.39)	(2.08)
科恒股份	(5.27)	(8.30)	(10.91)	(13.95)	(2.44)	(4.18)	(3.01)	(3.57)
	毛利率（%）				期间费用率（%）			
	2020H1	同比	2020Q2	环比	2020H1	同比	2020Q2	环比
当升科技	19.09	0.89	20.05	2.51	7.70	0.00	8.97	3.33
容百科技	11.54	(2.11)	10.03	(2.86)	8.77	1.45	8.61	(0.30)
厦门钨业	19.22	3.56	19.76	1.21	12.25	(1.28)	12.53	0.63
杉杉股份	18.30	(3.08)	18.48	0.48	21.91	4.08	18.34	(9.35)
格林美	17.19	(2.18)	16.39	(1.94)	13.40	1.90	13.62	0.54
德方纳米	10.87	(13.59)	2.82	(18.23)	19.80	5.19	18.81	(2.24)

科恒股份	10.27	(4.68)	7.70	(6.36)	18.63	3.85	19.88	3.09

	经营性现金流（亿元）				资本开支（亿元）			
	2020H1	yoy	2020Q2	qoq	2020H1	yoy	2020Q2	qoq
当升科技	1.83	71.3%	2.06	1009.2%	2.35	29.7%	1.54	90.1%
容百科技	4.49	1154.4%	3.85	505.2%	1.04	-27.8%	0.51	-2.9%
厦门钨业	13.44	2301.9%	11.63	543.2%	5.26	-21.1%	2.43	-13.9%
杉杉股份	(0.23)	-96.2%	0.71	175.2%	2.95	-70.5%	1.10	-40.6%
格林美	0.21	-82.3%	(0.66)	-176.1%	6.00	7.0%	4.60	227.4%
德方纳米	0.33	-65.3%	0.16	-7.5%	3.23	154.4%	1.85	35.2%
科恒股份	(0.62)	-152.7%	0.27	130.7%	0.13	-41.2%	0.08	81.9%

	固定资产（亿元）			在建工程（亿元）			在建工程/固定资产
	2019	2019H1	2020H1	2019	2019H1	2020H1	
当升科技	4.11	4.36	7.42	6.24	1.77	4.75	64.1%
容百科技	11.65	10.39	11.75	3.36	4.14	3.48	29.6%
厦门钨业	71.31	61.75	72.62	10.35	15.52	11.58	15.9%
杉杉股份	47.82	40.87	49.99	15.34	16.44	14.40	28.8%
格林美	77.30	65.43	74.81	18.35	26.32	28.83	38.5%
德方纳米	3.25	3.00	3.09	1.32	0.23	2.25	72.7%
科恒股份	3.30	3.42	3.71	0.71	0.58	0.18	4.9%

资料来源：wind，华安证券研究所

3.2.3 负极：毛利率同比提升，贝特瑞盈利较好

2020H1 负极行业整体营收 34.53 亿，同比减少 18.4%；归母净利 4.16 亿，同比减少 17.9%；毛利率为 29.97%，同比提升 1.04pct；净利率为 12.62%，同比微降 0.24pct。产品价格下跌过程中毛利率仍在提升，除了原材料价格下降外，也体现了相关公司的成本管控能力。负极行业 2020H1 经营性现金流为 7.32 亿，同比增长 23.4%。2020H1 资本开支 6.63 亿，同比减少 25.5%；固定资产为 41.87 亿，同比增长 42.9%；在建工程为 14.00 亿，同比减少 21.6%。行业经营性现金流覆盖了资本开支，良性发展，扩张趋势暂时相对较弱。

从公司来看，璞泰来为人造石墨龙头，营收下降较少；贝特瑞为天然石墨龙头，营收下降较多，但海外业务占比提升且毛利增加，归母净利下降较少。贝特瑞 20H1 海外业务占比为 44.49%，高于 2019 年的 37.85%。从在建工程和固定资产来看，璞泰来扩张趋势更大。

图表 38 负极行业上市公司情况

	营收（亿元）				归母净利（亿元）			
	2020H1	yoy	2020Q2	qoq	2020H1	yoy	2020Q2	qoq
璞泰来	18.88	-13.3%	10.69	30.6%	1.97	-25.4%	1.04	11.8%
贝特瑞	15.65	-23.9%			2.20	-9.8%		

	净利率（%）				ROE（%）			
	2020H1	同比	2020Q2	环比	2020H1	同比	2020Q2	环比
璞泰来	11.26	(0.89)	11.02	(0.55)	5.68	(3.25)	2.91	0.27
贝特瑞	14.26	0.64			5.22	(1.61)		

	毛利率（%）				期间费用率（%）			
	2020H1	同比	2020Q2	环比	2020H1	同比	2020Q2	环比
璞泰来	30.62	3.69	30.78	0.37	17.42	4.27	16.77	(1.49)
贝特瑞	29.18	(1.86)			15.42	2.06		
	经营性现金流（亿元）				资本开支（亿元）			
	2020H1	yoy	2020Q2	qoq	2020H1	yoy	2020Q2	qoq
璞泰来	2.24	14.1%	0.68	-56.1%	4.09	-27.1%	2.73	100.4%
贝特瑞	5.07	28.0%			2.53	-22.8%		
	固定资产（亿元）			在建工程（亿元）			在建工程/固定资产	
	2019	2019H1	2020H1	2019	2019H1	2020H1		
璞泰来	14.76	11.30	19.08	9.05	7.35	7.77	40.7%	
贝特瑞	24.28	17.99	22.79	5.51	10.50	6.23	27.3%	

资料来源：wind，华安证券研究所

3.2.4 隔膜：整体增收不增利，恩捷股份强者恒强

2020H1 隔膜行业整体营收 17.82 亿，同比增长 2.9%，考虑到国内市场整体量价齐跌，上市公司销量增长，龙头优势扩大。2020H1 整体归母净利 3.93 亿，同比减少 29.9%，增收不增利，主要是产品价格大幅下跌所致。隔膜行业 2020H1 经营性现金流为 4.60 亿，同比增长 112.0%，经营性现金流整体向好体现了行业的良性发展态势。2020H1 资本开支 14.26 亿，同比减少 14.1%；固定资产为 78.47 亿，同比增长 100.9%；在建工程为 40.83 亿，同比增长 28.2%。行业整体仍处于高速扩张阶段。

从公司来看，恩捷营收与归母净利下降幅度要好于星源，除了苏州捷力并表贡献一部分之外，主要体现了恩捷作为湿法龙头的强竞争力，海外客户放量并且占比提升。恩捷 20H1 海外业务占比为 19.2%，高于 2019 年 10.9%。从季度数据来看，星源业绩回暖更为显著，营收和归母净利的增速更高，且在建工程/固定资产占比高，未来增长弹性大。

图表 39 隔膜行业上市公司情况

	营收（亿元）				归母净利（亿元）			
	2020H1	yoy	2020Q2	qoq	2020H1	yoy	2020Q2	qoq
星源材质	3.41	-3.4%	2.16	73.4%	0.71	-58.4%	0.55	247.7%
恩捷股份	14.41	4.5%	8.88	60.6%	3.21	-17.4%	1.83	32.5%
	净利率（%）				ROE（%）			
	2020H1	同比	2020Q2	环比	2020H1	同比	2020Q2	环比
星源材质	19.20	(29.31)	23.05	10.52	2.67	(8.10)	1.93	1.33
恩捷股份	24.27	(6.89)	22.21	(5.39)	6.84	(3.02)	3.82	0.85
	毛利率（%）				期间费用率（%）			
	2020H1	同比	2020Q2	环比	2020H1	同比	2020Q2	环比
星源材质	45.00	(7.25)	45.94	2.57	23.81	2.36	19.48	(11.85)
恩捷股份	39.93	(4.12)	35.28	(12.10)	18.27	4.96	15.57	(7.03)
	经营性现金流（亿元）				资本开支（亿元）			
	2020H1	yoy	2020Q2	qoq	2020H1	yoy	2020Q2	qoq

星源材质	2.59	159.3%	2.57	13816.8%	2.85	-51.7%	1.00	-45.9%
恩捷股份	2.01	71.7%	1.67	384.8%	11.41	6.6%	7.01	59.4%

	固定资产（亿元）			在建工程（亿元）			在建工程/固定资产
	2019	2019H1	2020H1	2019	2019H1	2020H1	
星源材质	16.69	7.56	18.99	15.84	15.64	15.41	81.1%
恩捷股份	49.37	31.50	59.48	15.54	16.22	25.43	42.8%

资料来源：wind，华安证券研究所

3.2.5 电解液：归母净利逆势增长，电解液环节整体增长

2020H1 电解液行业整体营收 45.21 亿，同比下降 2.1%；归母净利 5.07 亿，同比增长 23.9%，逆势增长。毛利率为 31.85%，同比提升 7.09pct；净利率为 11.06%，同比提升 1.99pct。电解液版块公司均有其他业务受益于疫情大幅增长，除开此因素，电解液版块毛利率回暖趋势仍在，行业整体发展向好。电解液行业 2020H1 经营性现金流为 8.20 亿，同比增长 40.5%；资本开支 3.01 亿，同比减少 22.0%。行业 20H1 固定资产为 38.52 亿，同比增长 7.5%；在建工程为 7.16 亿，同比增长 0.8%。和负极行业类似，行业经营性现金流能够覆盖资本开支，良性发展，扩张趋势相对较弱。

从公司来看，电解液环节的天赐材料和新宙邦盈利情况好于溶剂环节的石大胜华。除去受益于疫情的业务之外，电解液全球化供应加速和原材料溶剂降价都增厚电解液公司业绩。

图表 40 电解液行业上市公司情况

	营收（亿元）				归母净利（亿元）			
	2020H1	yoy	2020Q2	qoq	2020H1	yoy	2020Q2	qoq
天赐材料	15.93	30.8%	10.68	103.4%	3.12	516.9%	2.70	551.0%
新宙邦	11.93	12.9%	6.72	28.9%	2.38	77.3%	1.39	40.7%
石大胜华	17.35	-25.9%	8.64	-0.7%	(0.42)	-118.8%	(0.25)	38.4%
	净利率（%）				ROE（%）			
	2020H1	同比	2020Q2	环比	2020H1	同比	2020Q2	环比
天赐材料	18.46	14.98	23.83	16.30	10.62	8.83	9.15	7.67
新宙邦	20.05	7.03	20.89	1.91	6.04	1.39	3.47	0.49
石大胜华	(1.91)	(12.11)	(2.44)	(1.06)	(2.36)	(15.81)	(1.38)	(0.39)
	毛利率（%）				期间费用率（%）			
	2020H1	同比	2020Q2	环比	2020H1	同比	2020Q2	环比
天赐材料	43.84	16.75	49.87	18.27	17.40	(1.32)	15.27	(6.46)
新宙邦	39.84	4.23	40.31	1.07	17.82	(3.01)	17.88	0.13
石大胜华	15.35	(3.30)	16.90	3.08	11.85	3.54	12.34	0.98
	经营性现金流（亿元）				资本开支（亿元）			
	2020H1	yoy	2020Q2	qoq	2020H1	yoy	2020Q2	qoq
天赐材料	2.64	-678.0%	1.70	82.4%	0.87	-21.8%	0.37	-24.4%
新宙邦	3.27	-7.4%	2.55	258.2%	1.83	-9.3%	0.96	9.8%
石大胜华	2.29	-17.1%	1.18	6.9%	0.31	-57.7%	0.24	246.0%
	固定资产（亿元）			在建工程（亿元）			在建工程/固定资产	

	2019	2019H1	2020H1	2019	2019H1	2020H1	
天赐材料	18.16	15.60	18.91	3.68	4.04	2.88	15.2%
新宙邦	10.06	9.17	10.19	2.48	2.88	3.64	35.7%
石大胜华	10.28	11.07	9.42	0.33	0.17	0.64	6.8%

资料来源：wind，华安证券研究所

4 投资建议

新能源车终端销量和产业链业绩均环比向好，拐点确立。随着疫情缓解经济复苏，在欧洲补贴政策和新老车企新车型放量的带动下，三、四季度新能源车市场有望加速回暖。细分行业和公司方面，龙头公司业绩好于同行，海外营收占比提升。产品具备全球竞争力的企业将继续受益于全球化供应带来的业绩增长。

建议关注细分行业龙头企业及在全球主流车企供应链中占比逐步提升的相关公司，如宁德时代（300750）、亿纬锂能（300014）、国轩高科（002074）、当升科技（300073）、恩捷股份（002812）、璞泰来（603659）；另外建议持续关注业绩底部有望反转的德方纳米（300769）、孚能科技（688567）。

图表 41 重点公司盈利预测及估值

代码	名称	收盘价（元）	总股本（亿股）	市值（亿元）	EPS（元）			PE（倍）		
					2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
300750.SZ	宁德时代	184.32	23.29	4293.69	2.09	2.26	3.01	88	81	61
300014.SZ	亿纬锂能	45.08	18.40	829.66	1.64	1.07	1.49	27	42	30
002074.SZ	国轩高科	22.12	12.81	283.26	0.05	0.37	0.50	442	59	45
300073.SZ	当升科技	37.83	4.37	165.21	(0.48)	0.74	1.05	(79)	51	36
002812.SZ	恩捷股份	78.01	8.05	628.27	1.06	1.32	1.82	74	59	43
603659.SH	璞泰来	93.60	4.35	407.37	1.50	1.81	2.54	62	52	37
300769.SZ	德方纳米	78.25	0.78	60.93	2.56	1.29	2.32	31	61	34
688567.SH	孚能科技	25.48	10.71	272.81	0.15	(0.02)	0.23	170	(1148)	112

资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示：

新能源汽车发展不及预期；产品价格大幅下降；原材料价格波动；相关技术出现颠覆性突破。

分析师与联系人简介

华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

别依田：上海交通大学锂电博士，获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作，六年锂电研究经验，覆盖锂电产业链。

滕飞：四年产业设计和券商行业研究经验，法国 KEDGE 高商金融硕士，电气工程与金融专业复合背景，覆盖锂电产业链。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。