

投资评级：中性

证券分析师

**韩伟琪**

资格编号：S0120518020002

电话：68761616\*6160

邮箱：hanwq@tebon.com.cn

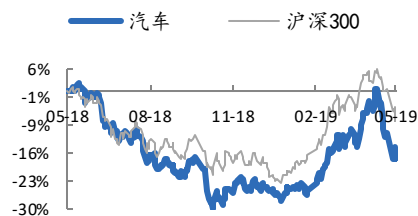
联系人

**申屠旺**

电话：021-68761616-6416

邮箱：shentuw@tebon.com.cn

市场表现



资料来源：德邦研究

相关研究

## 风雨中见韧性，成长依旧

### 新能源汽车行业一季报总结

#### 投资要点：

- 新能源汽车保持强劲增长：**19Q1 新能源汽车产销分别为 27.81 万辆和 27.42 万辆，同比增长 88.14%与 94.62%。19Q1 动力电池装机 12.3GWh，同增 179%。统计的 38 家上市公司 2019Q1 营业总收入为 911.38 亿元，同比增长 23.1%，受补贴退坡影响，扣非归母净利润 41.29 亿，同比减少 31.56%。新能源汽车行业进入补贴时代的下半场，在预期补贴大幅削减的情况下，2019Q1 抢装现象仍然比较明显。
- 上游锂钴资源利润下滑较大，利润往中游电池转移：**上游锂钴资源 Q1 扣非归母净利润 3.4 亿，去年同期为 36.24 亿，同比减少 90.6%。净利润大幅下降主要系锂钴资源的价格下跌导致，主要产品价格较去年同期下降 50%。中游电池环节将利润较好的留存，电池企业利润同比增速在 30% 以上。
- 补贴退坡加速，龙头优势凸显：**在政策补贴的下半场，拥有规模和成本优势的行业龙头将进一步提高市场份额。Q1 比亚迪的市场份额进一步提高到了 28%，并且有望在二季度占领 30% 的份额。国内的锂电池行业呈现一超多强的格局，2018 年动力电池行业集中度进一步提升。宁德时代 18 年装机量 23.23GWh，市占率 41.2%，而 17 年全年市占率为 29.4%，占比显著提高。宁德时代的应收账款周转率以及存货周转率有明显的提升，并且不断的高研发投入占比，有利于竖起竞争壁垒。
- 优选好生意，重点关注宁德时代、比亚迪：**结合当前国内、外两大市场新能源汽车的不断放量以及由于仍在补贴过渡期抢装行情的持续，新能源汽车产业链有望持续处于高景气度状态，各环节龙头将受益，建议重点关注宁德时代、比亚迪等。
- 风险提示：**新能源汽车产销量低于预期；新能源汽车推广不及预期；自动驾驶及车联网行业发展不及预期；产业链各环节降价超预期。

## 目 录

1. 行业欣欣向荣，销量维持高增长.....	4
1.1 新能源汽车产销量保持强劲增长.....	4
1.2 下游需求强劲，动力电池装机量高增长.....	4
1.2.1 电池单车带电量稳步提升.....	5
1.2.2 电池的能量密度提升也较明显.....	5
2. 行业整体盈利能力承压，中下游更加强势.....	5
2.1 样本选取.....	5
2.2 收入增速有所回升，电池板块增速明显.....	6
2.3 上游原材料价格大幅下跌，毛利率恶化严重.....	7
2.4 利润依旧承压，龙头利润占比高.....	8
2.5 费用总体可控，现金流恶化致财务费用增加.....	8
2.6 营运能力相对稳定，头部公司优势明显.....	10
3. 短期承压不改长期基本面趋势.....	11
3.1 电动车全球化的趋势未变.....	11
3.2 补贴退坡优化行业格局，强者恒强.....	11
3.3 短期承压，中长期成长依旧，优选长期竞争力标的.....	12
4. 风险提示.....	12

## 图表目录

图 1	2017 年以来分车型销量情况 (万辆)	4
图 2	2017-2019 新能源汽车行业营业收入 (亿元)	6
图 3	细分行业营业收入 (亿元)	6
图 4	细分行业毛利率均值 (%)	7
图 5	细分行业毛利率中位数 (%)	7
图 6	前驱体三氧化二钴价格 (元/千克)	7
图 7	碳酸锂价格 (元/吨)	7
图 8	扣非归母净利润 (亿元)	8
图 9	行业扣非归母净利润占营业收入比重	8
图 10	细分行业利润变动趋势	8
图 11	销售费用占营业收入比重	9
图 12	管理费用占营业收入比重	9
图 13	研发支出 (亿元)	9
图 14	研发费用占营业收入比重	9
图 15	财务费用占营业收入比重	10
图 16	经营现金流变动	10
图 17	应收账款周转天数均值 (天)	11
图 18	应收账款周转天数中位数 (天)	11
图 19	存货周转天数均值 (天)	11
图 20	存货周转天数中位数 (天)	11
表 1	2017-2019 年逐月新能源汽车销量 (万辆)	4
表 2	2017-2019 年逐月动力电池装机量 (GWH)	5
表 3	标的公司整理	5

## 1. 行业欣欣向荣，销量维持高增长

### 1.1 新能源汽车产销量保持强劲增长

从中汽协一季度的产销数据来看，19Q1 新能源汽车产销分别为 27.81 万辆和 27.42 万辆，同比增长 88.14% 与 94.62%。新能源汽车行业进入补贴时代的下半场，在预期补贴大幅削减的情况下，2019Q1 抢装现象仍然比较明显。

2019 年新的补贴政策设立 2019 年 3 月 26 日至 2019 年 6 月 25 日为过渡期，新能源公交车方面则另设 2019 年 5 月 8 日至 2019 年 8 月 7 日为过渡期。过渡期期间，符合 2018 年技术指标要求但不符合 2019 年技术指标要求的销售上牌车辆，按 18 年对应标准的 0.1 倍补贴，符合 2019 年技术指标要求的销售上牌车辆按 2018 年对应标准的 0.6 倍补贴。过渡期期间销售上牌的燃料电池汽车按 2018 年对应标准的 0.8 倍补贴（燃料电池汽车补贴另行公布）。

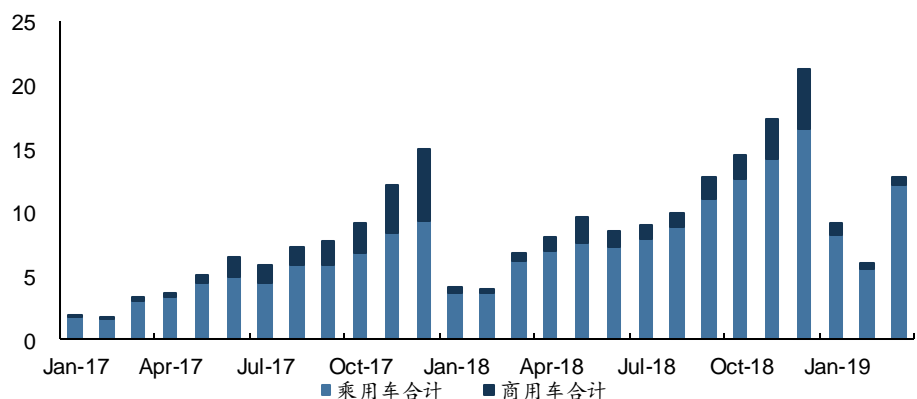
短期来看，过渡期内补贴较 19 年正式版仍有较大的差额，在过渡期内，行业整体仍处于抢装时间段。

表 1 2017-2019 年逐月新能源汽车销量（万辆）

产量	2017 年	2018 年	2019 年	销量	2017 年	2018 年	2019 年
1 月	0.7	4.1	9.1	1 月	0.6	3.8	9.6
2 月	1.8	3.9	5.9	2 月	1.8	3.4	5.3
3 月	3.3	6.8	12.8	3 月	3.1	6.8	12.6
4 月	3.7	8.1		4 月	3.4	8.2	
5 月	5.1	9.6		5 月	4.5	10.2	
6 月	6.5	8.5		6 月	5.9	8.4	
7 月	5.8	9.0		7 月	5.7	8.3	
8 月	7.2	9.9		8 月	6.8	10.1	
9 月	7.7	12.7		9 月	7.8	12.1	
10 月	9.2	14.5		10 月	9.1	13.9	
11 月	12.2	17.3		11 月	11.9	16.9	
12 月	14.9	21.3		12 月	16.3	22.4	
累计	78.2	125.7	27.8	累计	76.9	124.7	27.4
同比	51%	61%	88%	同比	52%	62%	95%

资料来源：中汽协，德邦研究

图 1 2017 年以来分车型销量情况（万辆）



资料来源：中汽协，德邦研究

### 1.2 下游需求强劲，动力电池装机量高增长

合格证口径下，19Q1 动力电池装机 12.3GWh，同增 179%；其中三元电池装机 8.7GWh，同增 207%，铁锂装机电池 2.7GWh，同增 89%。分车型来看，乘用车装机

9.5GWh，同增 216%，商用车装机 2.8GWh，同增 99%。

### 1.2.1 电池单车带电量稳步提升

根据《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》的批次统计，2018 年第 16-22 批的新能源车纯电动车的平均电池充电量达到 114 度，较 17 年的 105 度有所增加。而 2019 年纯电客车带电量增长较快，19 年纯电动客车的带电量是 207 度，18 年仅 175 度。第 24 批纯电动乘用车的带电量是 46 度，相对 18 年 44 度也有小幅提升。2019 年纯电动专用车的装载量达到 103 度，高于 18 年 83 度的带电量。

### 1.2.2 电池的能量密度提升也较明显

18 年的纯电动客车的电池能量密度提升明显，达到了 140WH/kg 的能量密度水平，体现了磷酸铁锂电池的能量密度提升仍有较大的潜力。虽然乘用车使用三元电池的优势较明显，但纯电动客车所体现出来的能量密度的较高水平，也是值得关注的。

伴随补贴的大幅下降，市场上配套的磷酸铁锂电池能量密度均能够达到补贴技术门槛要求。预计 19 年会有更多车型转向使用成为更为低廉磷酸铁锂的电池。

**表 2 2017-2019 年逐月动力电池装机量(GWH)**

月份	2017 年	2018 年	2019 年
1 月	0.11	1.31	4.98
2 月	0.23	1.02	2.24
3 月	0.94	2.08	5.07
4 月	0.93	3.76	
5 月	1.44	4.54	
6 月	2.16	2.92	
7 月	2.60	3.34	
8 月	2.90	4.17	
9 月	3.43	5.72	
10 月	2.92	5.93	
11 月	6.96	8.92	
12 月	11.81	13.38	
全年累计	36.43	57.07	12.29
同比		57%	179%

资料来源：高工产研，工信部，德邦研究

## 2. 行业整体盈利能力承压，中下游更加强势

### 2.1 样本选取

为了更加准确地分析新能源汽车产业链的经营情况，根据上市公司所属产业链环节的不同，我们选取了 38 家上市公司（其中有 1 家新三板公司）为样本，涵盖产业链上游：钴锂资源、锂电设备；中游：电池、电机电控，锂电材料（正极、负极、电解液、隔膜）、锂电辅材、热管理；下游：整车。

**表 3 标的公司整理**

板块	标的公司	板块	标的公司
上游—锂电设备	先导智能	中游—热管理	三花智控
	赢合科技		银轮股份
	天齐锂业		西泵股份
	赣锋锂业		中鼎股份
上游—钴锂资源	华友钴业	中游—电池	松芝股份
	寒锐钴业		宁德时代
	洛阳钼业		亿纬锂能
	当升科技		鹏辉能源
中游—正极	杉杉股份	中游—电机电控	国轩高科
	格林美		成飞集成
中游—负极	贝特瑞		汇川技术
	璞泰来		英搏尔
中游—隔膜	星源材质	下游—整车	大洋电机
	恩捷股份		方正电机
	沧州明珠		宇通客车
中游—电解液	天赐材料		比亚迪
	新宙邦	中通客车	
	多氟多	北汽蓝谷	
中游—锂电辅材	科达利		
	新纶科技		

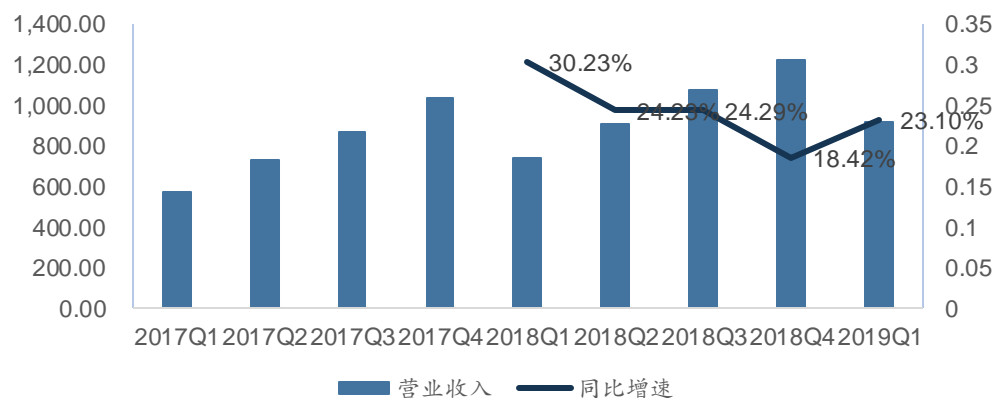
资料来源：德邦研究

## 2.2 收入增速有所回升，电池板块增速明显

所选取的 38 家上市公司 2019Q1 营业总收入为 911.38 亿元，同比增长 23.1%，继续保持高增长。经过三个季度的收入增速放缓，19Q1 行业增速重新回到 20% 以上。细分来看，子行业电池板块增速较为明显，宁德时代 (+169%)、国轩高科 (65%)、亿纬锂能 (60%)，而受锂钴跌价影响，上游企业的收入增速普遍放缓，天齐锂业 (-20%)、寒锐钴业 (-30%)、洛阳钼业 (-40%) 增速为负。

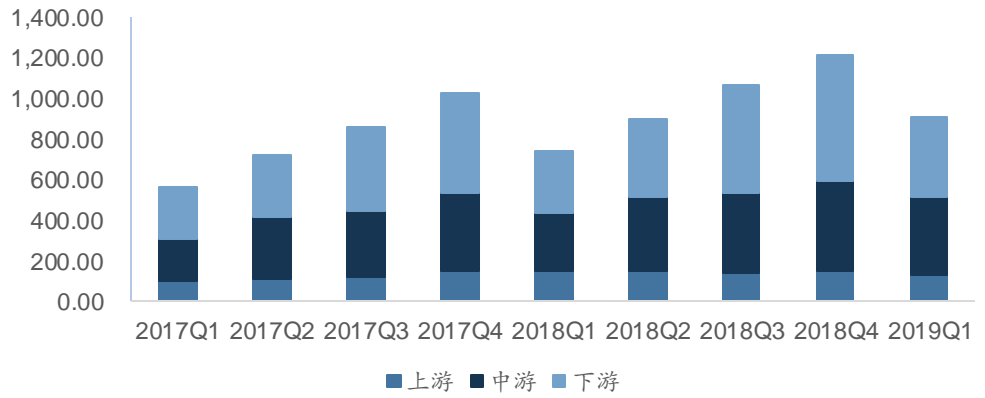
总体上看，行业收入同比增长明显，主要是新能源汽车销量同比大幅增长 90% 以上。

图 2 2017-2019 新能源汽车行业营业收入 (亿元)



资料来源：wind, 德邦研究

图 3 细分行业营业收入 (亿元)

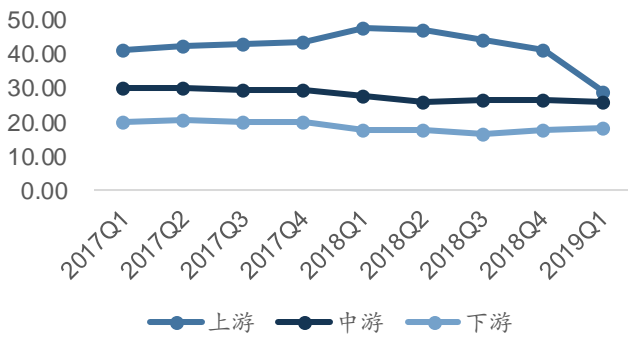


资料来源: wind, 德邦研究

### 2.3 上游原材料价格大幅下跌, 毛利率恶化严重

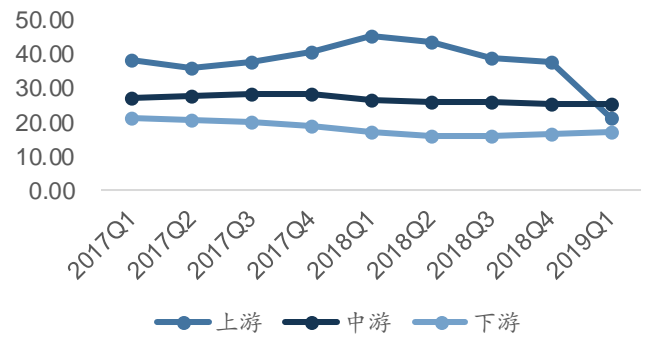
2019 Q1 产业链上游的毛利率均值为 28.7% (同比-18.8pct, 环比-12.5pct), 2019 Q1 产业链上游的毛利率均值为 25.5% (同比-1.7pct, 环比-0.57pct), 2019 Q1 产业链上游的毛利率均值为 17.9% (同比+0.29pct, 环比+0.44pct)。

图 4 细分行业毛利率均值 (%)



资料来源: wind, 德邦研究

图 5 细分行业毛利率中位数 (%)

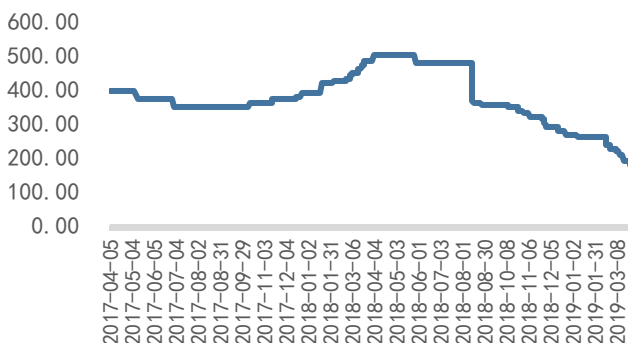


资料来源: wind, 德邦研究

上游企业毛利率大幅下降主要系锂钴资源的价格下跌导致, 前驱体三氧化二钴的价格从去年的 418 元/千克跌至现在的 195 元/千克, 同比下降 53%, 碳酸锂的价格也从去年年初的 16 万元/吨跌至现在的 7.65 万元/吨, 同比下降 52%。

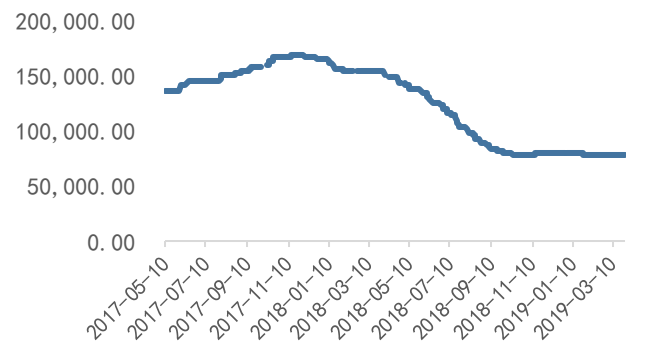
值得一提的是, 上游锂电设备龙头先导智能、赢合科技毛利率稳中有升。政策之手和市场之手的双重推动下, 下游的扩产带动了锂电池设备的订单大幅增加, 同时龙头企业规模效应的提升和良好的成本控制, 为销售规模和利润高速增长提供了强有力的支撑。

图 6 前驱体三氧化二钴价格 (元/千克)



资料来源: wind, 德邦研究

图 7 碳酸锂价格 (元/吨)



资料来源: wind, 德邦研究

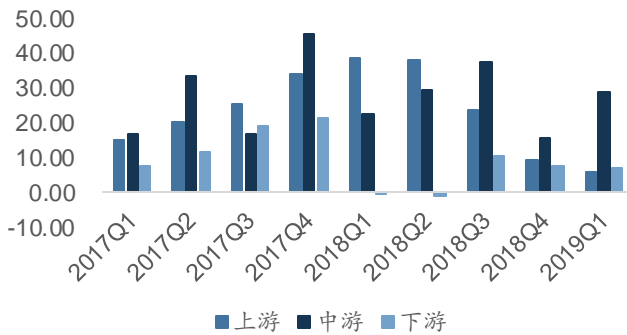
## 2.4 利润依旧承压，龙头利润占比高

38 家上市公司归母净利润合计 53.45 亿元，同比-28.01%，扣非归母净利润 41.29 亿，同比-31.56%，共 33 家企业实现盈利，5 家企业亏损。亏损企业均为子行业份额占据较小的企业。

利润集中度高，龙头获得高收益。19Q1 宁德时代和比亚迪的扣非归母净利润分别为 9.2 亿和 4.1 亿，共 13.2 亿，占总样本 41.3 亿的 32.2%。

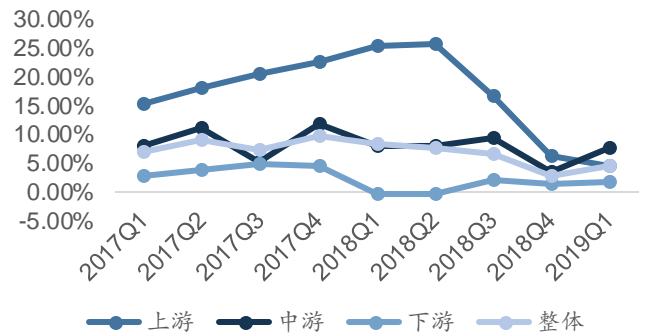
行业整体利润下行，主要是补贴加速退坡对产业链盈利带来的负面影响。

图 8 扣非归母净利润（亿元）



资料来源：wind, 德邦研究

图 9 行业扣非归母净利润占营业收入比重

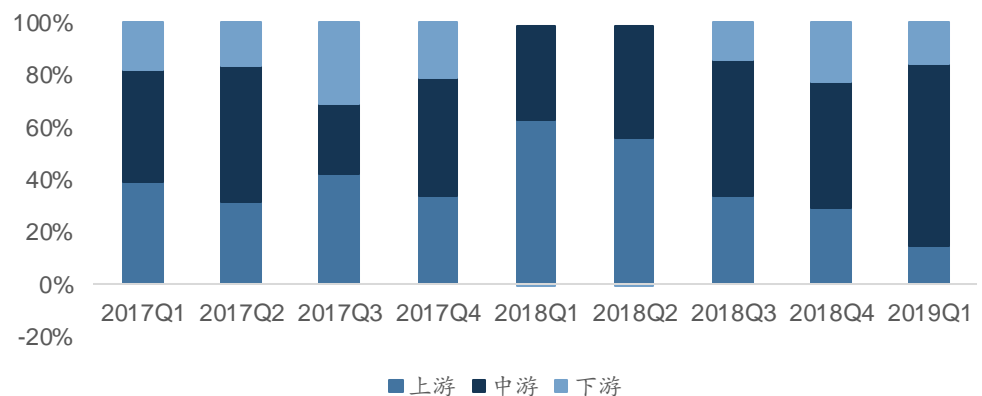


资料来源：wind, 德邦研究

从产业链利润占比来看，中游的利润留存能力增强，上游企业议价能力较弱，利润明显从上游资源环节往中游电池环节转移。细分来看，中游的热管理利润同比增速为负，中游的电池企业利润同比增速在 30% 以上，电解液行业在经过几个季度的行业产能出清后，利润有所回升。主要系电解液销售价格趋于稳定，销量较去年同期明显上升。

下游整车中，客车企业利润下行。由于新能源客车主要面向公交车市场，在过去两年内，公交电动化比例已经超过 80%，销量趋向稳态，加上政府对公交车补贴的持续退坡，从 2019 Q1 财务数据来看，宇通客车、中通客车等的利润同比都出现了大幅下滑。

图 10 细分行业利润变动趋势



资料来源：wind, 德邦研究

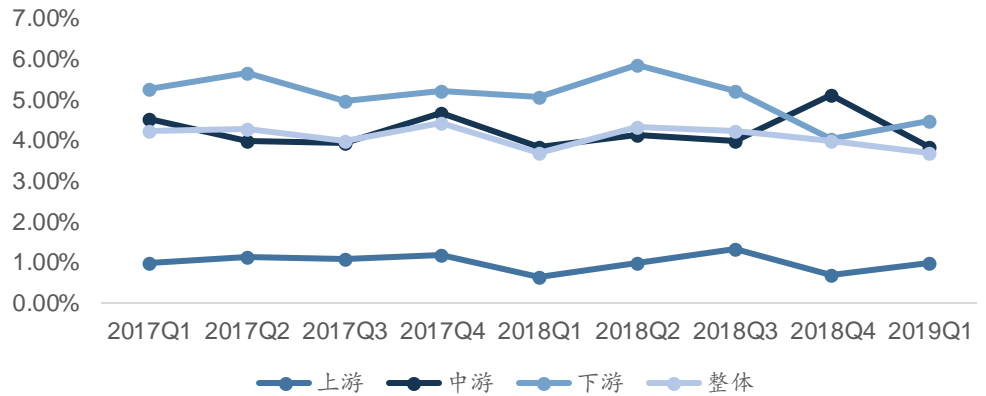
## 2.5 费用总体可控，现金流恶化致财务费用增加

2019 Q1 产业链上游的销售费用占营业收入比重为 1.00%（同比+0.36pct），2019 Q1 产业链上游的销售费用占营业收入比重为 3.81%（同比-0.01pct），2019 Q1 产业链上游的销售费用占营业收入比重为 4.45%（同比+0.59pct）。整体为 3.67%（同比+0.02pct）。



上游资源企业与中游企业大多签订长协，客户较为稳定，销售费用占比较少，下游由于补贴退坡抢装、促销等需求，销售费用较高。

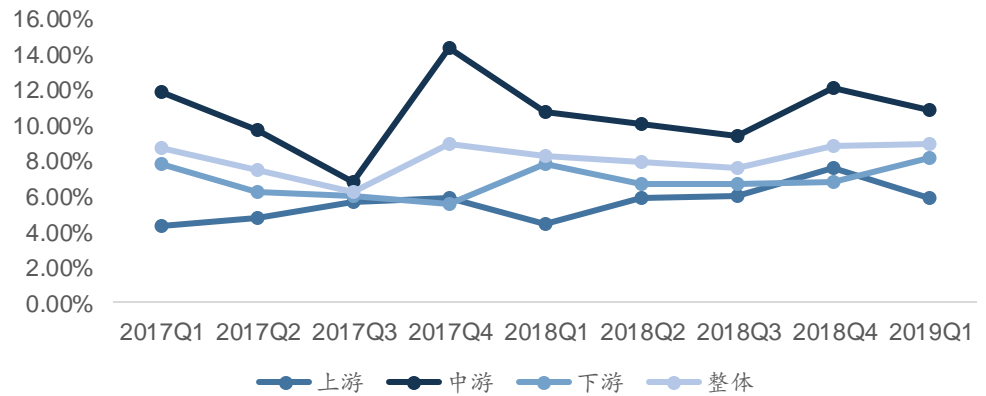
图 11 销售费用占营业收入比重



资料来源: wind, 德邦研究

由于会计政策的变换，统一可比口径，18Q3 以后的管理费用包含研发费用，2019 Q1 产业链上游的管理费用占营业收入比重为 5.92%（同比+1.5pct），2019 Q1 产业链中游的管理费用占营业收入比重为 10.83%（同比+0.08pct），2019 Q1 产业链下游的管理费用占营业收入比重为 8.09%（同比+0.33pct）。整体为 8.92%（同比+0.70pct）。

图 12 管理费用占营业收入比重



资料来源: wind, 德邦研究 注: 为统一可比口径, 18Q3 以后的管理费用包含研发费用

结合研发支出的统计，中游电池环节和下游整车环节的研发投入占比较大，龙头公司（先导智能、宁德时代、比亚迪）在研发投入上远高于同行。对此我们预计，不断的研发投入将为头部公司竖起壁垒，行业格局将进一步优化，龙头公司的份额将进一步提升。

图 13 研发支出（亿元）

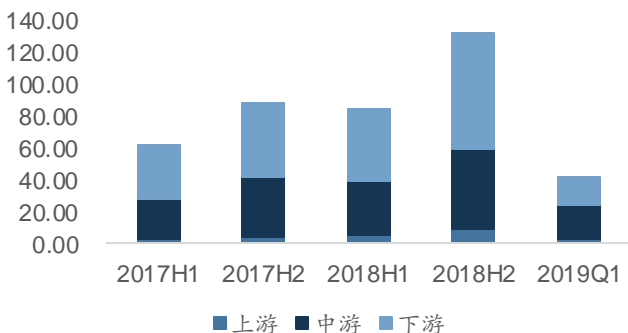
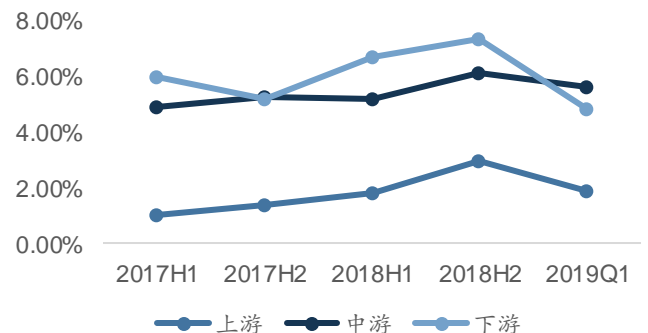


图 14 研发费用占营业收入比重



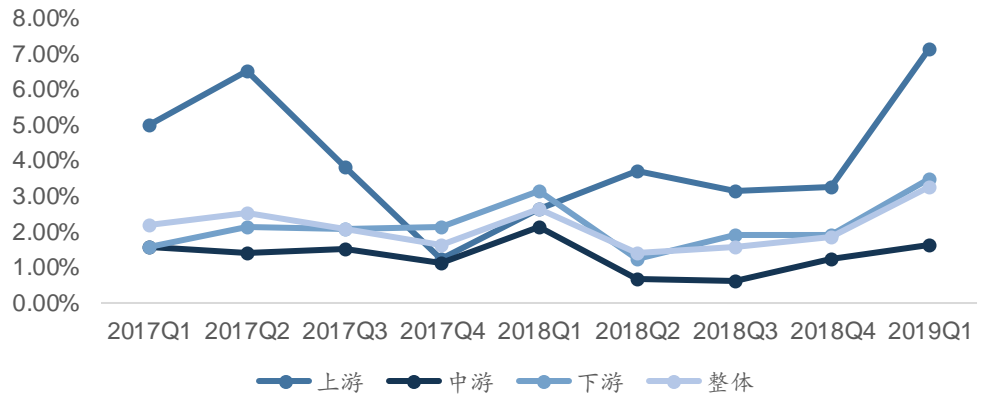
资料来源: wind, 德邦研究

资料来源: wind, 德邦研究

2019 Q1 产业链上游的管理费用占营业收入比重为 7.09% (同比+4.47pct), 2019 Q1 产业链上游的管理费用占营业收入比重为 1.63% (同比-0.47pct), 2019 Q1 产业链上游的管理费用占营业收入比重为 3.49% (同比+0.38pct)。整个产业链财务费用占营业收入比重为 3.24% (同比+0.62pct)。

上游环节上升较快的主要由于天齐锂业以现金方式并购 SQM 贷款增加导致利息支出相应增加 (同比+1215.82pct)。中游环节企业财务费用控制较为良好。下游整车环节略有上升, 整体也在正常区间范围内。

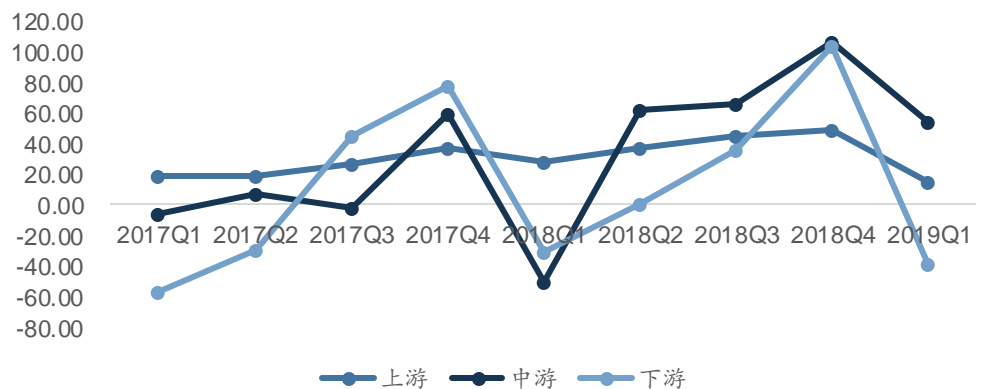
图 15 财务费用占营业收入比重



资料来源: wind, 德邦研究

下游整车环节 Q1 经营现金流环比下降主要由于存货的增加以及应收账款的影响。整车环节 Q1 同比现金流均较低的原因是应收账款较多, 主要是由于补贴的延迟发放, 以及应收票据的影响。上游锂钴资源经营现金流环比、同比均下降, 主要由于本期主要产品市场价格同比下降, 以及支付各项税费金额同比增加。

图 16 经营现金流变动

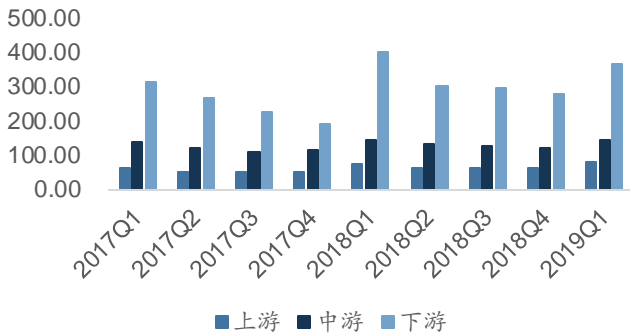


资料来源: wind, 德邦研究

## 2.6 营运能力相对稳定, 头部公司优势明显

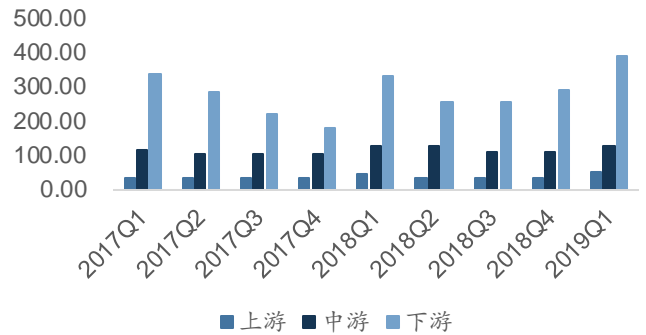
各环节的应收账款周转变化的不大。整车环节应收账款周转天数相对较长, 系政策补贴发放的延期导致。电池环节中, 宁德时代龙头优势显现, 应收账款周转天数为 63.8 天, 远高于同行亿纬锂能 (151.5 天), 国轩高科 (290 天), 应收账款周转率变化较大的是天齐锂业和华友钴业。天齐锂业的应收账款周转天数同比增加 20 天, 主要系其他应收款增加导致。华友钴业应收账款周转天数减少了 25.19 天, 应收账款周转天数仅 18.3 天。主要产品系降价回收现金流, 应收账款减少导致。

图 17 应收账款周转天数均值(天)



资料来源: wind, 德邦研究

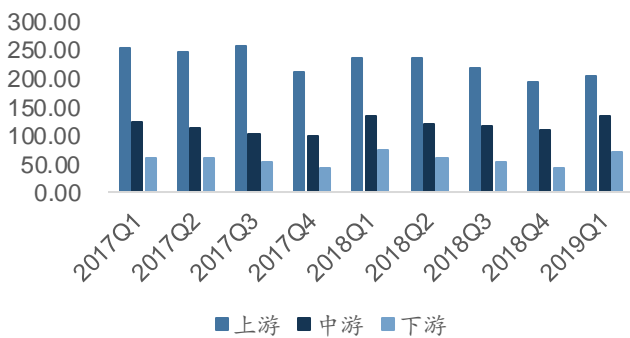
图 18 应收账款周转天数中位数(天)



资料来源: wind, 德邦研究

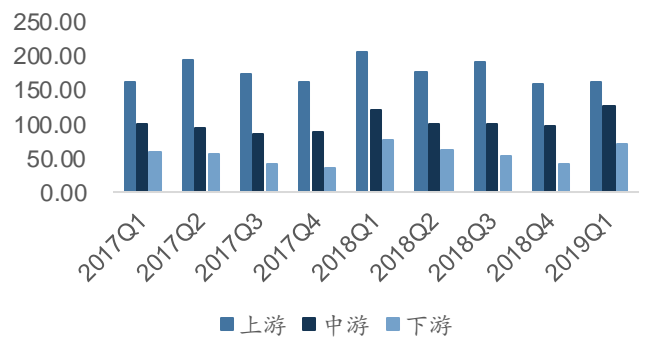
从存货周转率来看。锂电设备、正极、电池环节的龙头存货周转率都有所提升。隔膜行业的存货周转率均有不同程度下降，系产能过剩影响。中游电池环节的存货周转率均有不同程度上升，宁德时代的存货周转天数更是缩短了 42 天。

图 19 存货周转天数均值(天)



资料来源: 德邦研究

图 20 存货周转天数中位数(天)



资料来源: 德邦研究

### 3. 短期承压不改长期基本面趋势

#### 3.1 电动车全球化的趋势未变

环保意识较强的欧洲发达国家已经出台燃油车禁售时间表，大部分国家在 2030-2040 年会禁止燃油车的销售。新能源车市场份额正在从 1%向 10%飞速跨越。国内尽管还没有出台相关的政策，部分城市如海南省已经率先宣布 2030 年禁售燃油汽车。

从销售数据上看，国内 Q1 汽车销量完成 637.2 万辆，同比下降 11.3%，其中乘用车共销售 526.28 万辆，同比下降 13.72%。但新能源汽车销量依旧保持了逆势增长的态势，Q1 新能源汽车销量 29.9 万辆，比上年同期增长 109.7%。尽管补贴大幅退坡，但并没有影响到新能源汽车的市场发展。

#### 3.2 补贴退坡优化行业格局，强者恒强

当下，各行业已经对补贴退坡有充分的预期。在政策补贴的下半场，拥有规模 and 成本优势的行业龙头将进一步提高市场份额。

国内新能源汽车行业高集中度较高，2018 年行业 CR5 62%，其中比亚迪市场份额 27%，北汽新能源市场份额 19%，上汽集团市场份额 12%、吉利汽车 9%。Q1 比亚迪的市场份额进一步提高到了 28%，并且有望在二季度占领 30% 的份额。

国内的锂电池行业呈现一超多强的格局，2018 年动力电池行业集中度进一步提升。从装机量数据看，宁德时代、比亚迪合计约 34.7GWh，占整体的 61.54%，同比增加 16%。其中，宁德时代装机量 23.23GWh，市占率 41.2%，而 17 年全年市占率为 29.4%，占比显著提高。Q1 宁德时代装机量 5.49GWh，市占率进一步提高到 44.6%。

### 3.3 短期承压，中长期成长依旧，优选长期竞争力标的

考虑到国内补贴退坡，全产业链短期将承担降价压力，但同时业内已经形成较为一致的提前布局，但国内新能源汽车产业链将在全球范围内具备长期竞争力。进入全球供应链的电池和材料公司的业绩受补贴影响相对较小。

我们认为伴随国内、外两大市场新能源汽车的不断放量以及由于仍在补贴过渡期抢装行情的持续，新能源汽车产业链有望持续处于高景气度状态，各环节龙头将受益，建议重点关注宁德时代、比亚迪等。

## 4. 风险提示

新能源汽车产销量低于预期；

新能源汽车推广不及预期；

自动驾驶及车联网行业发展不及预期；

产业链各环节降价超预期。

# 信息披露

## 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，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。