



汽车行业月报（2019年5月）——

4月销量跌幅扩大，补贴退坡拖累行业利润

■ **4月汽车销量大幅下跌，乘用车降幅扩大，商用车小幅增长，经销商库存压力加大。**1-4月销量835.3万辆，同比下降12.1%；4月销量198万辆，同比下降14.6%，是2018年7月以来销量同比连续负增长的第十个月；乘用车降幅反转扩大，SUV销量持续下降；货车与客车增速持续下滑。汽车库存再次增加，经销商库存预警指数仍位于警戒线之上，汽车行业整体销售压力持续。

■ **新能源汽车1-4月累计销量36万辆，同比增长60%，其中4月销量增速为18%。**受补贴退坡的影响，新能源车市的刺激消费逐渐减弱，新能源汽车4月销量增速相比3月大幅下降。新能源乘用车4月销量同比增长24.7%，带动新能源汽车整体销量上涨；商用车同比下降28.7%，增速大幅放缓并转负。

■ **新能源汽车销量增长拉升产业链企业收入，补贴退坡拖累企业利润，下游业绩承压，中游龙头集中度持续提升，上游盈利能力最强。**2018年与2019年Q1产业链总营收同比增长，利润持续下滑。下游整车和充电桩盈利能力下降严重，但修复迹象已经显现；预计二季度利润环比小幅下降，行业洗牌加速，后补贴时代市场份额重于业绩。中游盈利能力下降，主要受电机企业大额商誉减值拖累，宁德时代龙头地位稳固，动力电池企业成长性和盈利性领跑中游产业，预计2019年全年动力电池装机量继续保持30%以上的高增长。上游盈利能力最强，利润下滑主要受正极材料拖累，2019年一季度再次下滑则主要是受钴锂资源企业影响；负极材料稳定高增长，预计2019年负极和锂电设备继续维持较高增速，正极材料加速末尾淘汰。

■ **车辆购置税有关政策发布有望提振汽车销量，新能源公交车“以奖代补”支持力度不减。**5月24日财政部发布《关于车辆购置税有关具体政策的公告》中按照实际售价计税或将有效降低购车税费负担，车市有望迎来触底复苏。《2019年新能源汽车标准化工作要点》更强调安全性和能耗，对于新能源汽车管理的环节与场景也有所扩大。《关于支持新能源公交车推广应用的通知》中“以奖代补”实际上是在财政允许范围内维持了补贴政策，后补贴支持政策以非财政体系为主，重在优化新能源汽车发展环境。吉利和戴姆勒再成立合资公司，定名“蔚星科技有限公司”，双方汽车领域合作频频，未来有可能延伸至其他领域。

成骏

行业研究员

☎：0755-83169269

✉：chengjun@cmbchina.com

相关研究报告

《汽车行业月报（2019年4月）——3月销量边际改善，威马性能领跑造车新势力》

2019.4.26

《2019年新能源汽车补贴政策点评——整体补贴退坡约55%，补贴依赖度与毛利率下降》

2019.4.02

《汽车行业3月报——车市或将延续低迷，新能源车产业链关注电池与材料》

2019.3.26

目录

1. 乘用车降幅扩大，商用车小幅增长	1
1.1 总体数据：4月汽车销量大幅下跌	1
1.2 乘用车：降幅扩大，SUV销量持续下降	1
1.3 商用车：货车增速与客车增速持续下滑	2
2. 经销商库存压力再次加大	4
3. 新能源汽车销量增速大幅收窄	4
3.1 新能源汽车4月销量同比增长仅18%	4
3.2 乘用车带动整体销量上涨，商用车增速大幅放缓	6
4. 新能源汽车产业链上市公司2018年报与2019年一季报盈利能力分析	7
4.1 概况：销量增长拉升收入，补贴退坡拖累利润	7
4.2 下游：补贴退坡，整车业绩承压	10
4.3 中游：电池板块领跑，宁德时代一家独大	12
4.4 上游：上游盈利能力最强，负极与锂电设备增长强劲	16
5. 汽车行业重要事件评析	19

图目录

图 1: 汽车月度销量 (万辆)	1
图 2: 汽车销量月度同比 (%)	1
图 3: 乘用车各车型月度销量同比 (%)	2
图 4: 乘用车各车型月度销量份额	2
图 5: 客车货车月度销量 (辆) 及同比 (右: %)	2
图 6: 客车各车型月度销量同比 (%)	3
图 7: 客车各车型月度销量份额 (%)	3
图 8: 货车各车型月度销量同比 (%)	3
图 9: 货车各车型月度销量份额	3
图 10: 中国汽车经销商库存预警指数图	4
图 11: 新能源汽车单月销量 (万辆)	5
图 12: 新能源汽车单月产量 (万辆)	5
图 13: 新能源汽车累计销量 (万辆)	5
图 14: 新能源汽车累计产量 (万辆)	5
图 15: 国内新能源汽车销量结构	6
图 16: 国内新能源汽车销量按驱动类型结构	6
图 17: EV/PHEV 乘用车单月销量 (万辆)	7
图 18: 新能源乘用车单月销量结构	7
图 19: 新能源商用车分车型单月销量 (万辆)	7
图 20: 新能源商用车单月销量结构	7
图 21: 新能源汽车产业链整体毛利率和净利率水平	9
图 22: 新能源汽车产业链整体扣非 ROE 水平	10
图 23: 下游毛利率和净利率水平	11
图 24: 下游扣非 ROE 水平	11
图 25: 中游扣非归母净利润增速	13
图 26: 中游扣非 ROE	13
图 27: 中游毛利率中位数	14
图 28: 中游净利率中位数	14
图 29: 中游扣非 ROE 水平	15
图 30: 上游扣非归母净利润增速	17
图 31: 上游扣非 ROE	17
图 32: 上游毛利率中位数	17
图 33: 上游净利率中位数	18
图 34: 上游扣非 ROE 水平	18



表目录

表 1: 45 家新能源汽车产业链上市公司样本	8
表 2: 新能源汽车产业链主要参数指标	9
表 3: 产业链下游主要参数指标	10
表 4: 新能源整车企业扣非归母净利润（亿元）	12
表 5: 产业链中游主要参数指标	13
表 6: 中游企业扣非归母净利润（亿元）	15
表 7: 产业链上游主要参数指标	16
表 8: 上游企业扣非归母净利润（亿元）	19

1. 乘用车降幅扩大，商用车小幅增长

1.1 总体数据：4月汽车销量大幅下跌

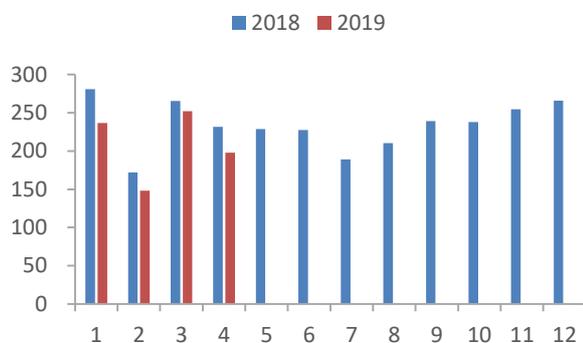
2019年1-4月累计汽车产销分别完成838.9万辆和835.3万辆，产销量比上年同期分别下降11%和12.1%。

具体来看4月销量数据，2019年4月汽车销量198万辆，同比-14.6%，环比-21.4%，是自2018年7月以来销量同比连续负增长的第十个月，跌幅重新回到高位。其中，乘用车销量157.5万辆，同比-17.7%，环比-22%；商用车销量40.6万辆，同比+0.13%，环比-19%。

汽车单月销量降幅重新回到两位数，同比降幅比上月扩大9.4个百分点。近期虽有汽车下乡、以旧换新等厂商促销活动，但核心的影响因素例如居民收入、经济下行压力并没有得到改善，而且政策层面没有具体的执行方案，部分地区提前到7月施行国六标准或使部分消费者持币观望。

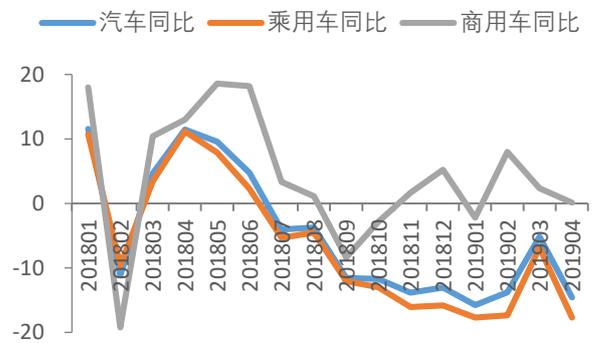
预计5月降幅会收窄，行业整体会加大以价换量的力度。

图1：汽车月度销量（万辆）



资料来源：wind，招商银行研究院

图2：汽车销量月度同比（%）



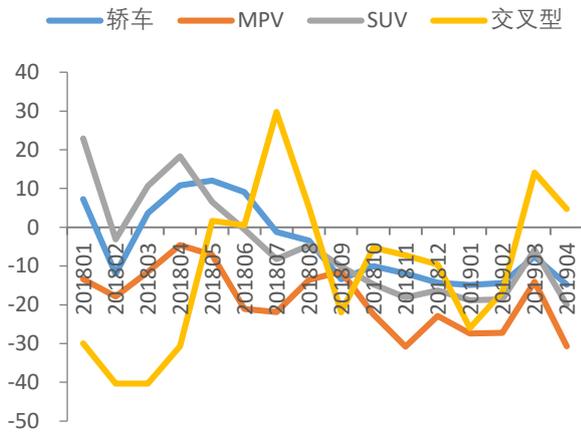
资料来源：wind，招商银行研究院

1.2 乘用车：降幅扩大，SUV销量持续下降

4月乘用车销量同比-17.7%，较3月降幅扩大10.9个百分点。综合前四个月数据，乘用车市场依然保持低迷态势，1-4月同比增速-14.7%。

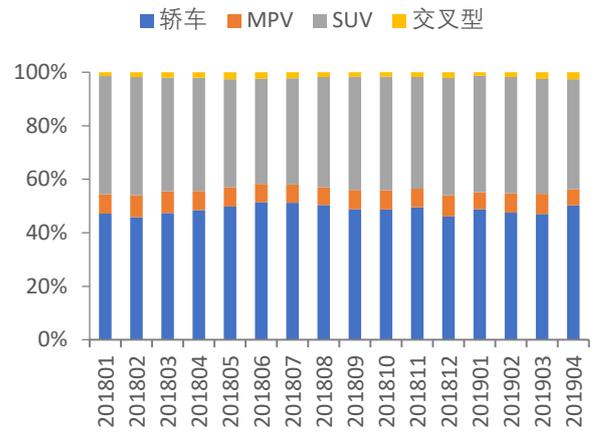
具体来看各车型，4月轿车销量79.1万辆，同比-14.8%，环比-16.6%，市场份额50.2%；MPV销量9.5万辆，同比-30.7%，环比-37.3%，市场份额6%；SUV销量64.8万辆，同比-20%，环比-25.4%，市场份额41.1%；交叉型销量4.1万辆，同比+4.8%，环比-19.6%，市场份额2.6%。素有经济晴雨表的SUV增速持续为负，而且降幅大幅扩大14个百分点，说明普遍的消费力持续下滑。

图 3：乘用车各车型月度销量同比 (%)



资料来源：wind，招商银行研究院

图 4：乘用车各车型月度销量份额



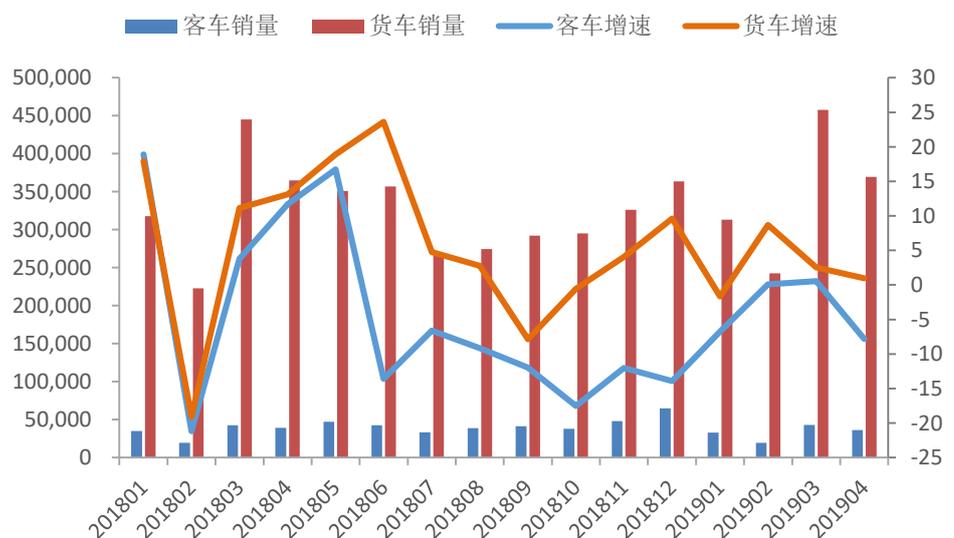
资料来源：wind，招商银行研究院

1.3 商用车：货车增速与客车增速持续下滑

4 月商用车销售 40.6 万辆，同比+0.13%，1-4 月销量同比+1.8%。

商用车中，货车增速与客车增速均出现较大幅度的下降，带动商用车整体增速下降。4 月客车销量 3.6 万辆，同比-7.8%，环比-15.3%，占比提升为 9%；货车销量 36.9 万辆，同比+0.99%，环比-19.3%，占比 91%。

图 5：客车货车月度销量 (辆) 及同比 (右: %)

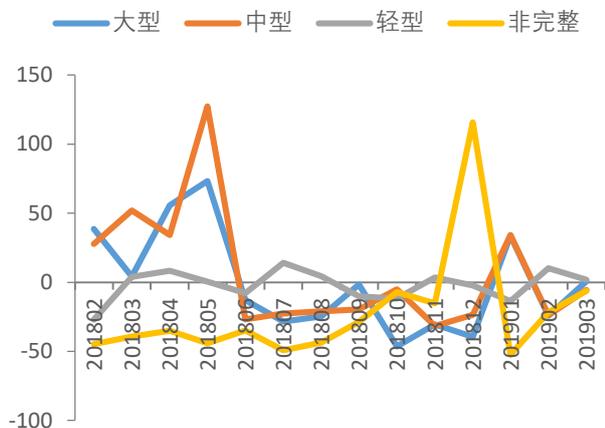


资料来源：wind，招商银行研究院

大中型客车销量占比持续回升，轻型客车销量占比降幅较大。大型客车销量 5821 辆，同比-4.21%，环比+4.9%，销量占比 16%；中型客车销量 4034 辆，同比-13.67%，环比-9.2%，销量占比 11.1%；轻型客车销量 23788 辆，同比-

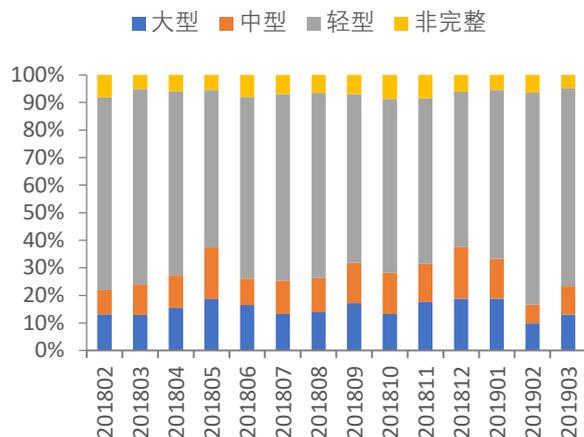
9.6%，环比-22.9%，销量占比 65.5%；非完整客车销量 2664 辆，同比+15%，环比+30.7%，销量占比 7.3%。

图 6：客车各车型月度销量同比 (%)



资料来源：wind，招商银行研究院

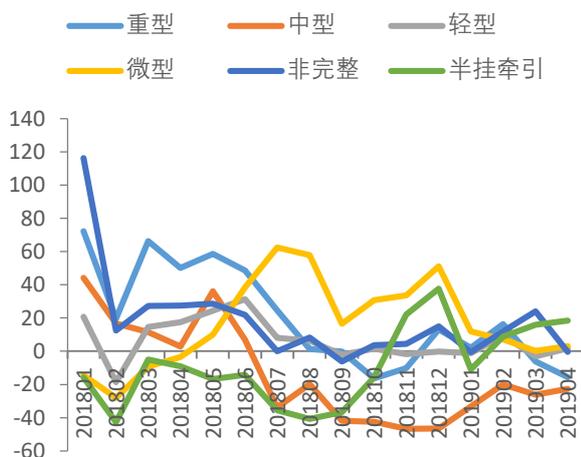
图 7：客车各车型月度销量份额 (%)



资料来源：wind，招商银行研究院

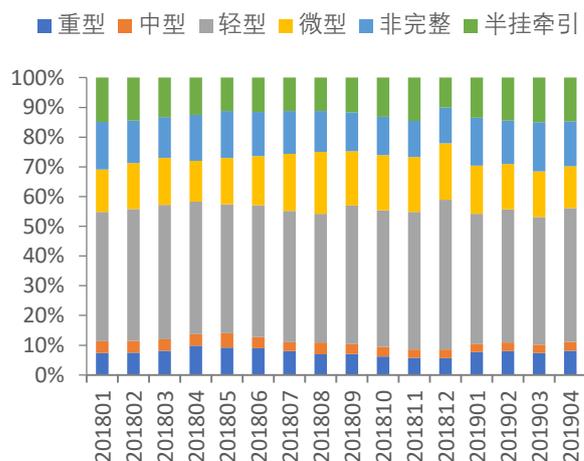
轻型货车增速转正，重型和非完整型货车增速大幅下降。重型货车销量 30155 辆，同比-15.7%，环比-11.1%，销量占比 8.2%；中型货车销量 11040 辆，同比-22.7%，环比-13.5%，销量占比 3%；轻型货车销量 166268 辆，同比+1.6%，环比-15.4%，销量占比 45%；微型货车销量 51738 辆，同比+3.1%，环比-26.4%，销量占比 14%；非完整货车销量 56065 辆，同比-0.3%，环比-26.1%，销量占比 15.2%；半挂牵引货车销量 54047 辆，同比+18.4%，环比-21.1%，销量占比 14.6%。

图 8：货车各车型月度销量同比 (%)



资料来源：wind，招商银行研究院

图 9：货车各车型月度销量份额 (%)



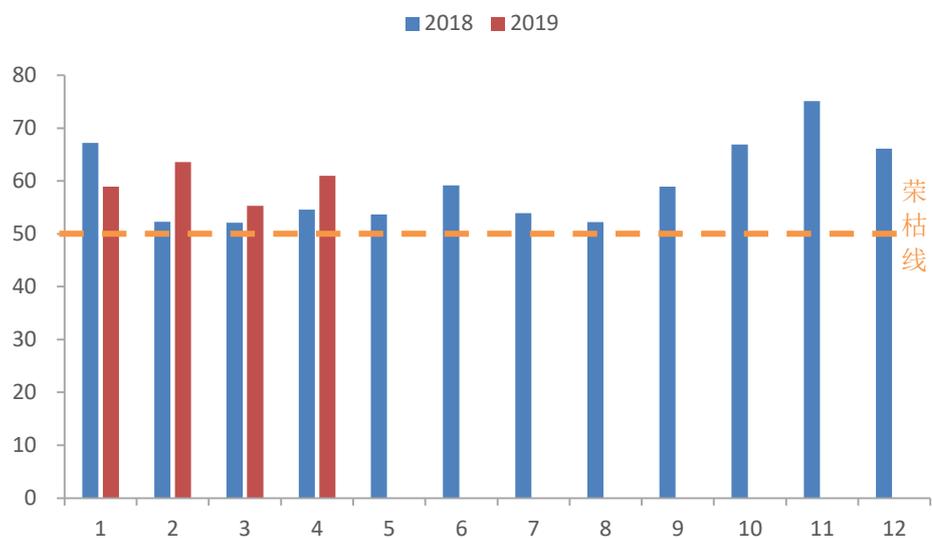
资料来源：wind，招商银行研究院

2. 经销商库存压力再次加大

4月末汽车厂商库存较月初增加5.4%，主要受乘用车库存增加7.8%所带动，商用车月末库存则减少了3.6%。

中国汽车协会发布的2019年4月汽车经销商库存预警指数为61%，环比上升5.7个百分点，同比上升6.4个百分点，库存预警指数仍位于警戒线之上。从2018年起，连续16个月库存预警指数在警戒线50%以上，说明汽车行业整体销售压力持续。

图 10：中国汽车经销商库存预警指数图



资料来源：wind，招商银行研究院

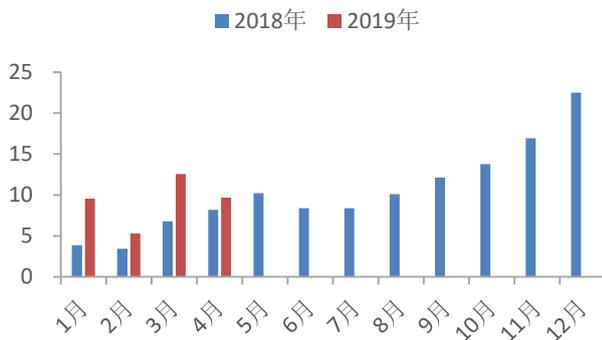
3. 新能源汽车销量增速大幅收窄

3.1 新能源汽车4月销量同比增长仅18%

2019年1-4月国内新能源汽车累计销量36万辆，同比+60%；累计产量36.8万辆，同比+58%。其中4月份新能源汽车销量9.7万辆，同比+18%，环比-23%；国内新能源汽车产量为10.16万辆，同比+25.4%，环比-20.8%。

受补贴退坡的影响，新能源车市的刺激消费逐渐减弱。尤其是受影响较大的纯电车型增速变缓较大；而受补贴政策影响小的插电混动车型则迎来增长，插混车型不仅可以享受纯电一样的牌照政策，而且不依赖充电桩，能解决大家对新能源纯电动车型普遍存在的里程焦虑问题。预计二季度增速相对一季度变缓，2019年全年销量继续保持较高增速，平均单车的续航里程和能量密度将持续提升。

图 11: 新能源汽车单月销量 (万辆)



资料来源: wind, 招商银行研究院

图 12: 新能源汽车单月产量 (万辆)



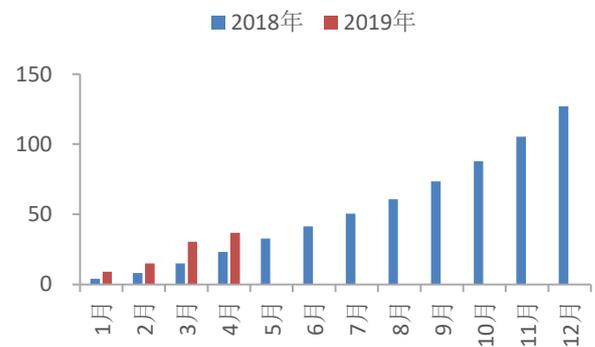
资料来源: wind, 招商银行研究院

图 13: 新能源汽车累计销量 (万辆)



资料来源: wind, 招商银行研究院

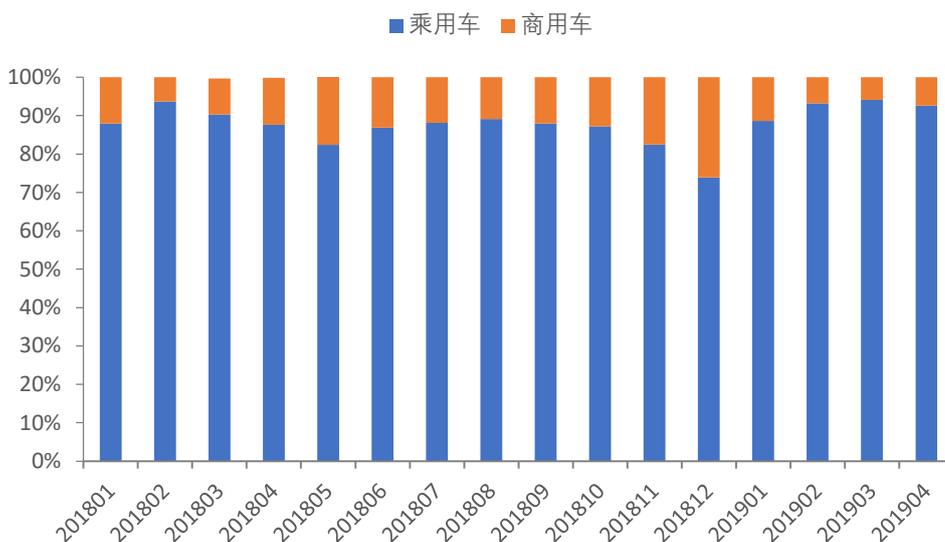
图 14: 新能源汽车累计产量 (万辆)



资料来源: wind, 招商银行研究院

从销量结构来看, 2019年4月国内新能源乘用车销量为9万辆, 占总销量的92.6%, 相比2019年3月降低了1.5个百分点; 新能源商用车销量为0.72万辆, 占总销量的7.4%, 相比2019年3月提升了1.5个百分点。

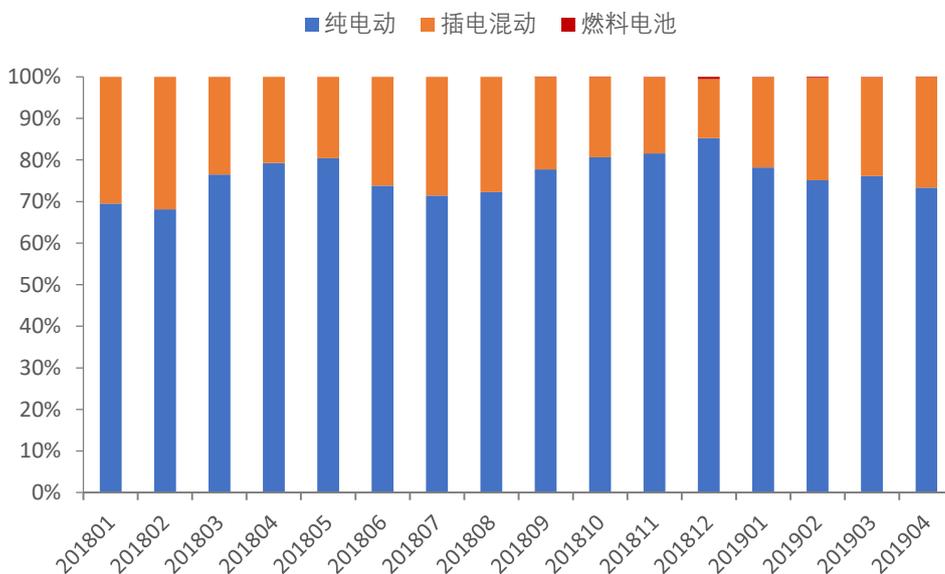
图 15: 国内新能源汽车销量结构



资料来源: wind, 招商银行研究院

从驱动类型来看, 2019 年 4 月国内纯电动车销量为 7.1 万辆, 占总销量的 73.4%, 相比 2019 年 3 月下降了 2.8 个百分点; 插电混动车销量为 2.6 万辆, 占总销量的 26.6%, 相比 2019 年 3 月提升了 2.8 个百分点; 燃料电池车 4 月份销量为 7 辆, 占比不到 0.1%。

图 16: 国内新能源汽车销量按驱动类型结构



资料来源: wind, 招商银行研究院

3.2 乘用车带动整体销量上涨, 商用车增速大幅放缓

新能源乘用车4月销量同比增长24.7%，带动新能源汽车整体销量上涨。其中纯电动乘用车销量6.4万辆，同比+15.8%，环比-27.8%；插电混动乘用车销量2.6万辆，同比+54.4%，环比-13.1%。纯电动乘用车占比预计维持稳定。

图 17: EV/PHEV 乘用车单月销量 (万辆)



资料来源: wind, 招商银行研究院

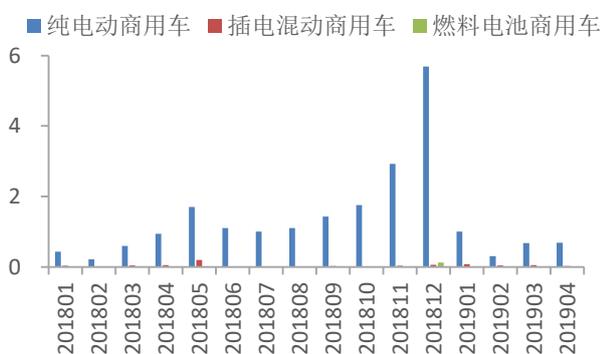
图 18: 新能源乘用车单月销量结构



资料来源: wind, 招商银行研究院

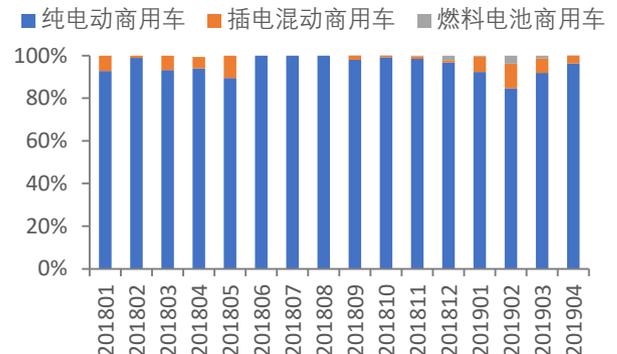
2019年4月国内新能源商用车销量同比-28.7%，维持3月增速放缓趋势并且转负。其中纯电动商用车占比不断提升，插电混动市占比延续三月的缩小趋势。

图 19: 新能源商用车分车型单月销量 (万辆)



资料来源: wind, 招商银行研究院

图 20: 新能源商用车单月销量结构



资料来源: wind, 招商银行研究院

4. 新能源汽车产业链上市公司 2018 年报与 2019 年一季报盈利能力分析

4.1 概况：销量增长拉升收入，补贴退坡拖累利润

为了准确地分析新能源汽车产业链的经营情况，以及2018年补贴退坡对产业的影响、预估2019年退坡50%以上的补贴政策实施后的行业表现，我们选取了45家新能源汽车产业链上市公司（含1家新三板公司）为样本，主要包括

11 个子板块，下游：整车、充电桩；中游：电池、电机、电控、热管理；上游：锂电材料（正极材料、负极材料、隔膜、电解液）、钴锂资源、锂电设备。

表 1：45 家新能源汽车产业链上市公司样本

所属环节	细分行业	公司简称	所属环节	细分行业	公司简称	
下游	整车	比亚迪	上游	正极材料	当升科技	
		北汽蓝谷			杉杉股份	
		宇通客车			德方纳米	
		中通客车			厦门钨业	
		金龙汽车			格林美	
	充电桩	安凯		富临精工		
		特锐德		贝特瑞		
		宁德时代		璞泰来		
		电池		国轩高科	隔膜	星源材质
				亿纬锂能		恩捷股份
欣旺达	沧州明珠					
鹏辉能源	天赐材料					
汇川技术	新宙邦					
中游	电机电控	麦格米特	电解液	石大胜华		
		英搏尔		多氟多		
		大洋电机		先导智能		
		方正电机		赢合科技		
		三花智控		星云股份		
	热管理	银轮股份	锂电设备	百利科技		
		西泵股份		赣锋锂业		
		中鼎股份		天齐锂业		
		松芝股份		华友钴业		
				钴锂资源	洛阳钼业	

资料来源：Wind，招商银行研究院

2018 年产业链总营收同比增长，利润同比下滑；仅一半公司实现扣非归母净利润增长。2018 年 45 家上市企业营收合计 4617.1 亿元，同比+22.1%，归母净利润合计 264.3 亿元，同比-21.3%，扣非归母净利润 180.8 亿元，同比-35.4%。共 39 家公司实现扣非归母盈利，6 家公司亏损；22 家公司扣非归母净利润同比为正，23 家公司扣非归母净利润同比为负。

2019 年一季度产业链总营收同比继续增长，利润持续下滑，龙头利润占比高。2019 年一季度 45 家公司营收合计 1051.7 亿元，同比+20.9%，归母净利润合计 58.9 亿元，同比-20.4%，扣非归母净利润 45.1 亿，同比-23.8%。共 40 家企业实现扣非归母盈利，5 家企业亏损；23 家公司扣非归母净利润同比为正，22 家公司扣非归母净利润同比为负。此外就是行业利润集中度高，Q1 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 13.3 亿，占总样本 45.1 亿的 29.5%。

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60%以上；扣非归母净利润下行，主要是补贴加速退坡对产业链盈利带来的负面影响。

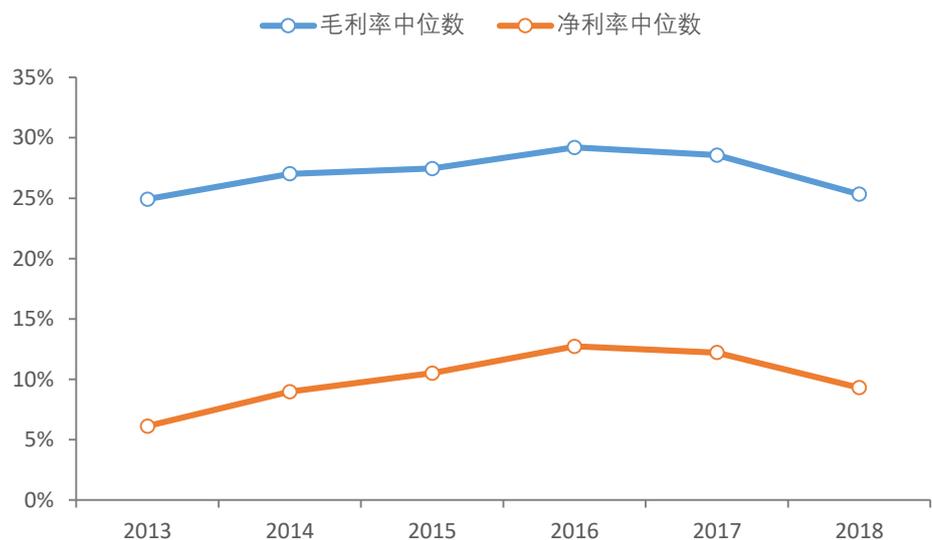
表 2：新能源汽车产业链主要参数指标

	2018A	累计同比	2019Q1	累计同比
营业收入 (亿元)	4617.10	22.06%	1051.66	20.86%
扣非归母净利润 (亿元)	180.82	-35.39%	45.11	-23.79%
毛利率中位数	25.33%	-3.24	24.87%	-1.7213
净利率中位数	9.31%	-2.90	7.71%	-2.08
扣非 ROE	5.08%	-4.13	1.24%	-0.64

资料来源：Wind，招商银行研究院

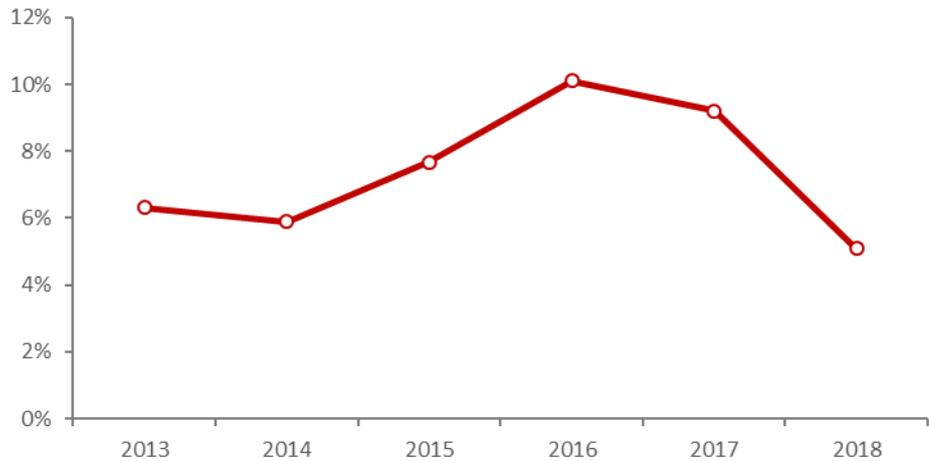
观察行业整体的毛利率和净利率水平发现，在经历了 2016 年的高点后，毛利率和净利率均出现了基本同步的下滑。2016 年正好出台新的补贴政策，退坡力度明显加大、门槛提高，导致产业链整体的盈利能力受损，新能源汽车产业链扣非 ROE 也是在 2016 年达到峰值后持续下滑，2016 年到 2018 年共下滑 5 个百分点。在 2019 年补贴政策退坡 50% 以上的压力下，预计 2019 年行业毛利率、净利率和扣非 ROE 均将继续下滑。

图 21：新能源汽车产业链整体毛利率和净利率水平



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 22：新能源汽车产业链整体扣非 ROE 水平



资料来源：Wind，招商银行研究院

4.2 下游：补贴退坡，整车业绩承压

2018 年下游整车和充电桩环节盈利能力大幅下降。2018 年 6 家整车企业与 1 家充电桩企业营收同比增长 20.73%，收入的增长主要是源于 2018 年新能源汽车销的大幅增长；扣非归母净利润同比减少 87.68%，主要归结于新能源汽车补贴退坡。行业毛利率中位数为 16.33%，同比下降 2.68pcts，扣非 ROE 同比减少 5.99pcts，仅为 0.76%，盈利能力大幅下滑；费用率基本保持稳定，现金流改善明显。

2019 年一季度下游整车和充电桩环节盈利能力修复良好。2019 年一季度上述公司营收同比增长 23.99%，扣非归母净利润 6.63 亿元，实现扭亏，主要得益于一季度新能源整车销量的高速增长。行业毛利率中位数为 15.31%，同比增加 2.31pcts，扣非 ROE 转正为 0.61%。

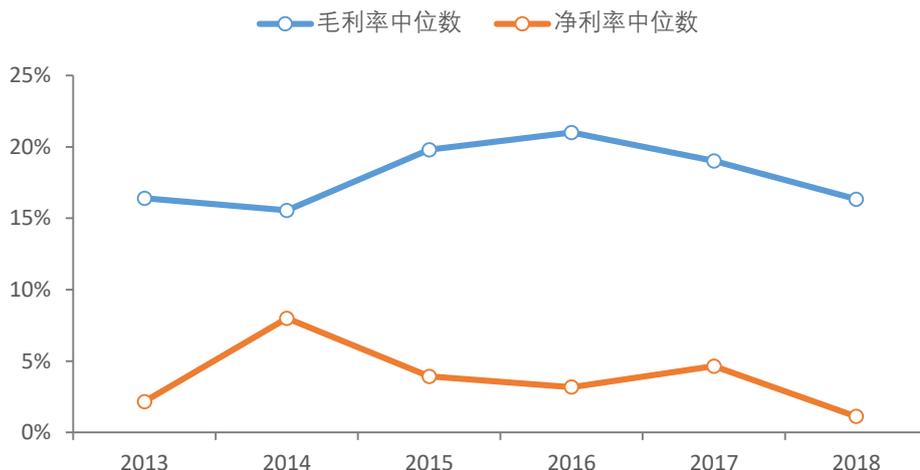
表 3：产业链下游主要参数指标

	2018A	累计同比	2019Q1	累计同比
营业收入（亿元）	2116.58	20.73%	445.02	23.99%
扣非归母净利润（亿元）	8.03	-86.54%	6.63	扭亏 541.54%
毛利率中位数	16.33%	-2.68	15.31%	2.31
净利率中位数	1.12%	-3.52	1.05%	0.91
扣非 ROE	0.76%	-5.99	0.61%	0.78

资料来源：Wind，招商银行研究院

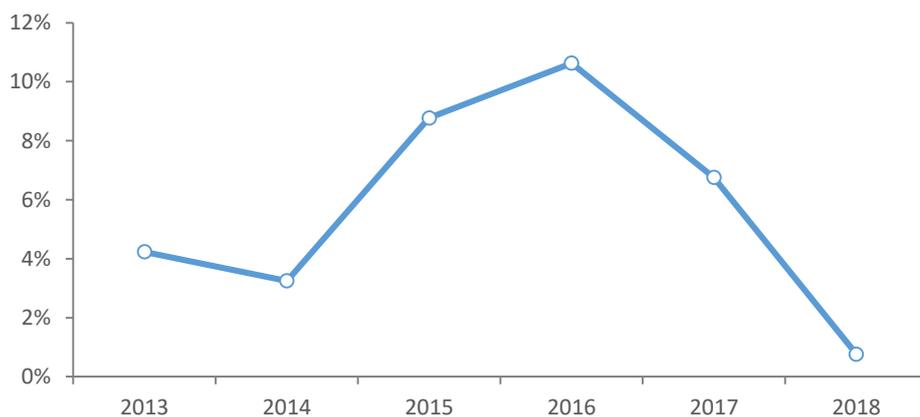
下游整车毛利率和净利率均低于产业链整体水平，毛利率在 2016 年达到峰值与行业整体一致，净利率在 2017 年达到峰值。扣非 ROE 水平低于行业平均水平，并且从 2016 年到 2018 年的降幅为 9.9 个百分点，大于行业整体降幅，盈利能力处产业链底端。补贴退坡情况下，整车厂销售压力加大，行业整体费用率势必加大，净利率下行压力大。

图 23：下游毛利率和净利率水平



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 24：下游扣非 ROE 水平



资料来源：Wind，招商银行研究院

各新能源整车企业扣非归母净利润从 2018 年到 2019 年一季度明显改善。除金龙汽车外，其他整车企业同比增速转正或者降幅收窄，这也是得益于一季度新能源整车厂抢装带来销量的高增长，从而带动利润增长。宇通客车 2018

年扣非归母净利润在新能源整车中最高，且增速降幅也是最小的，表现最佳；比亚迪和北汽新能源在 2019 年 Q1 增速实现大幅转正。

表 4：新能源整车企业扣非归母净利润（亿元）

	2018A	同比	2019Q1	同比
比亚迪	5.86	-80.39%	4.12	225.40%
北汽蓝谷	-7.29	-9896.04%	0.21	964.45%
宇通客车	17.83	-36.40%	2.47	-9.40%
中通客车	0.07	-94.91%	0.00	101.39%
金龙汽车	0.12	-95.93%	-0.58	-154.06%
安凯	-9.29	-214.04%	0.14	117.07%

资料来源：Wind，招商银行研究院

预计二季度利润环比小幅下降，下半年盈利增速为正；行业洗牌加速，后补贴时代市场份额重于业绩。在过去六年的补贴政策刺激下，巨大的产业空间吸引了包括造车新势力等众多企业参与到新能源汽车发展中来。但伴随着补贴的大幅退坡和门槛的持续提高，那些以补贴驱动为主、缺乏核心竞争力的尾部车企将快速出清。由于 2018 年二季度扣非归母净利润为负，与今年二季度不具备可比性，从环比角度讲预计 2019 年二季度销量与一季度基本持平，补贴虽然退坡但其中商用车的结算存在滞后，预估扣非归母净利的账面值会环比小幅下降。下半年新补贴政策进入正式期，虽然退坡幅度较大，但部分龙头企业已做好了车型切换、降本控制、产业链整合等准备，预计下半年上市新能源车企的利润增速为正。我们预计到 2021 年之前都将是新能源汽车行业的大洗牌阶段，产品竞争力、资本运作能力和技术降本能力将成为高市场份额企业的护城河，存活企业有望在 2021 年之后享受行业高增的红利。

4.3 中游：电池板块领跑，宁德时代一家独大

2018 年中游环节盈利能力下降，主要受电机企业大额商誉减值拖累。2018 年 5 家电池企业、5 家机电电控企业和 5 家热管理企业总营收同比增长 24.08%，收入的增长主要是源于下游新能源整车产量增长。扣非归母净利润同比减少 32%，主要受电机企业拖累，其中大洋电机从 2017 年扣非归母净利润 2.81 亿元大幅减少为亏损 26.04 亿元，公司因收购上海电驱动和北京佩特来形成大额商誉减值，共计计提 24.5 亿元的高誉减值准备；方正电机也从 0.73 亿元减少为亏损 4.41 亿元，也是因收购上海海能计提 3.876 亿元商誉减值准备。行业毛利率中位数为 25.53%，同比下降 3.03pcts，扣非 ROE 为 5.65%，同比减少 3.73pcts。

2019 年一季度中游盈利能力明显修复。2019 一季度上述公司营收同比增长 42.81%，扣非归母净利润同比增长 37%，主要体现在电池企业业绩增长，电机电控和热管理企业盈利能力小幅萎缩。行业毛利率中位数为 24.87%，同比下降 2.63pts，扣非 ROE 同比微增 0.39pts 至 2.16%。

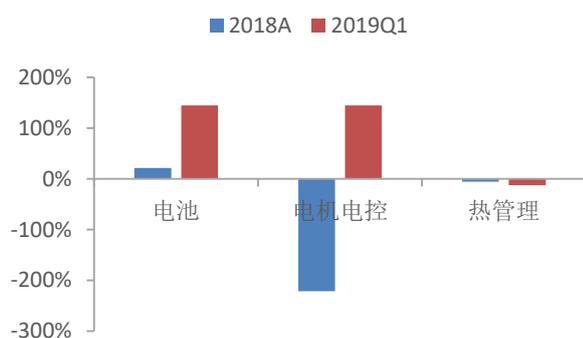
表 5：产业链中游主要参数指标

	2018A	累计同比	2019Q1	累计同比
营业收入 (亿元)	1,156.52	24.08%	308.53	42.81%
扣非归母净利润 (亿元)	56.32	-32%	22.29	37%
毛利率中位数	25.53%	-3.03	24.87%	-2.63
净利率中位数	9.20%	-1.24	8.27%	-2.48
扣非 ROE	5.65%	-3.73	2.16%	0.39

资料来源：Wind，招商银行研究院

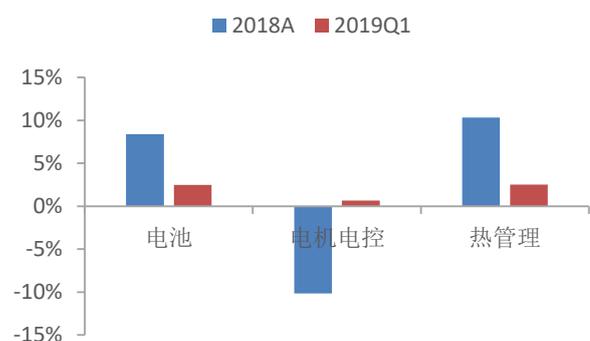
动力电池企业成长性和盈利性领跑中游产业。动力电池产业 2018/2019Q1 扣非归母净利润增速为 21.3%/145%，高于电机电控和热管理产业；2018/2019Q1 扣非 ROE 与热管理产业相当，但明显高于电机电控产业。动力电池产业的高成长主要来源于下游整车的产量大幅提升，而且主要聚焦于龙头企业。

图 25：中游扣非归母净利润增速



资料来源：wind，招商银行研究院

图 26：中游扣非 ROE

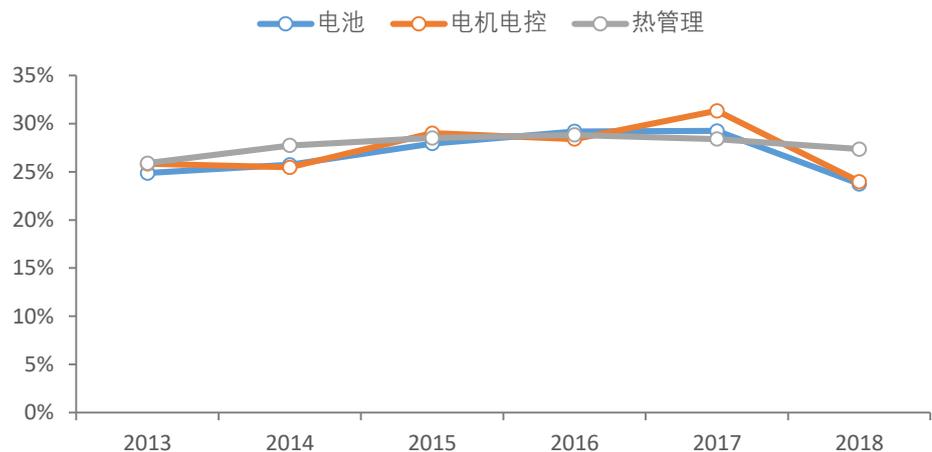


资料来源：wind，招商银行研究院

中游毛利率、净利率和扣非 ROE 与产业链整体水平基本持平，电池环节的净利率和扣非 ROE 近年来稳定在较高水平。行业整体毛利率和净利率在 2016 年达到峰值，2015-2017 年三年之间基本比较稳定。电池是新能源汽车的核心零部件，且相对电机电控和热管理系统稀缺性更强，因此销售压力相对较小，产品盈利能力相对较强，因此电池企业净利率近年来一直维持在中游产业的较高水平。中游扣非 ROE 水平略高于产业链平均水平，并且在 2015 年提前达到

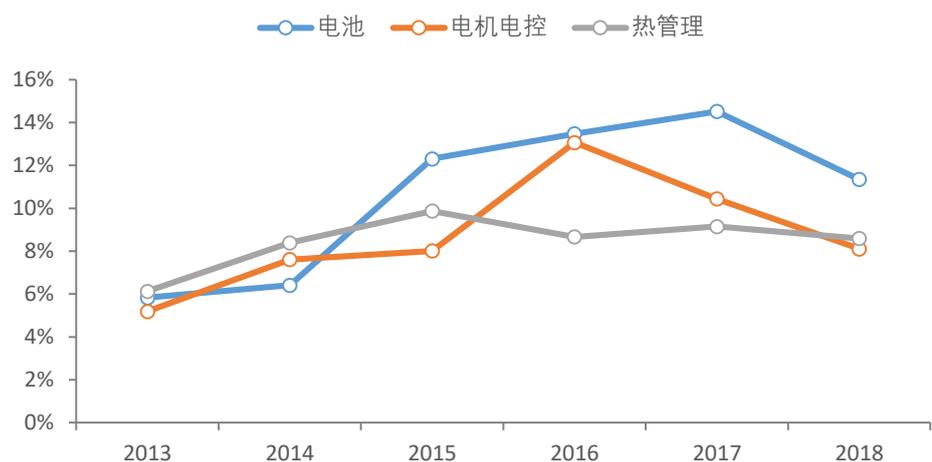
峰值，这与下游整车扩产情况有关，动力电池、电机电控的测试和装备在整车销售之前，检测到批量装备时间在半年左右。从 2016 年到 2018 年的降幅为 7.6 个百分点，大于行业整体降幅，盈利能力略低于产业链整体水平。电机电控企业则由于大洋电机和方正电机的大额商誉减值准备，导致扣非 ROE 在 2018 年大幅下滑。

图 27：中游毛利率中位数



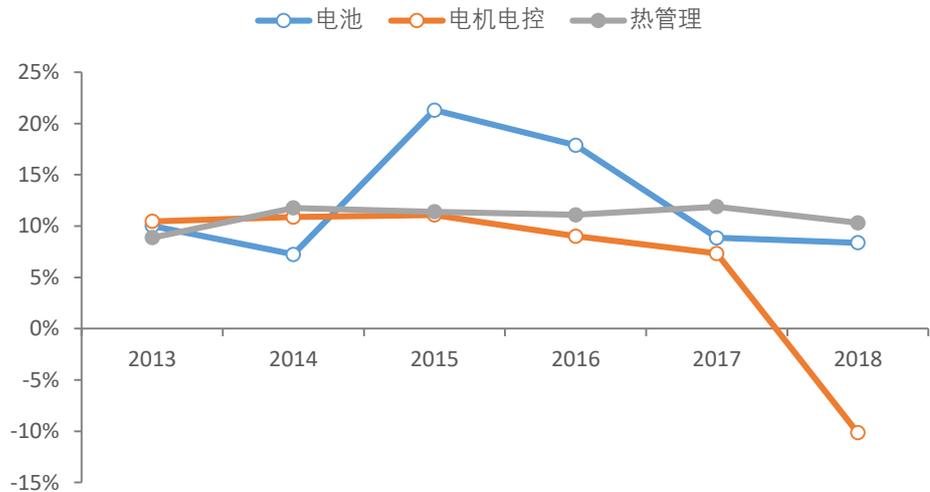
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 28：中游净利率中位数



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 29：中游扣非 ROE 水平



资料来源：Wind，招商银行研究院

马太效应持续显现，宁德时代龙头地位稳固。宁德时代和比亚迪动力电池装机量的市占率从 2018 年 66.8% 提升为 71.5%，马太效应加剧，宁德时代龙头地位稳固。盈利能力方面，宁德时代 2018/2019Q1 毛利率为 33%/29%，远超动力电池上市企业的 26%/25%；2018/2019Q1 扣非 ROE 为 8.89%/2.47%，高于动力电池上市企业的 8.38%/2.46%。此外，宁德时代 2019 年一季报预收账款、应付账款合计约 295 亿元，与其 2018 年收入 296 亿元相当，体现出较强的议价权。

表 6：中游企业扣非归母净利润（亿元）

子版块	企业	2018A	同比	2019Q1	同比
电池	宁德时代	31.28	31.7%	9.16	240.3%
	国轩高科	1.91	-63.9%	1.76	32.8%
	亿纬锂能	4.96	81.0%	1.96	175.5%
	欣旺达	6.15	49.8%	0.91	19.4%
	鹏辉能源	1.93	-13.5%	0.42	31.8%
电机电控	汇川技术	10.51	13.3%	1.01	-44.1%
	麦格米特	1.74	71.6%	0.53	255.4%
	英搏尔	0.43	-46.4%	-0.18	-182.6%
	大洋电机	-26.04	-1025.8%	-0.26	-223.3%
	方正电机	-4.41	-701.1%	0.06	-64.5%
热管理	三花智控	12.95	19.3%	2.10	-12.1%
	银轮股份	3.04	3.8%	0.77	-19.9%
	西泵股份	2.20	-6.5%	0.28	-64.0%
	中鼎股份	9.42	-5.9%	2.95	-17.6%
	松芝股份	0.25	-92.5%	0.83	251.0%

资料来源：Wind，招商银行研究院

预计 2019 全年动力电池装机量继续保持 30%以上的高增长，电机电控和热管理的第三方企业生存承压。动力电池高端产能依然维持供不应求，低端产能加速出清，下游新能源整车带动动力电池行业持续增长。电机电控与热管理企业与下游主机厂依附关联较强，整车厂自供占比持续提高，预计未来第三方供应企业市占率继续压缩。

4.4 上游：上游盈利能力最强，负极与锂电设备增长强劲

2018 年上游利润有所下降，主要受正极材料拖累。2018 年 15 家锂电材料企业、4 家锂电设备企业和 4 家钴锂资源企业总营收同比增长 22.47%；扣非归母净利润同比减少 15.58%，在产业链中受新能源整车补贴退坡影响最小。其中正极材料板块扣非归母净利润增速为-134%，严重拖累中游利润增速。上游行业毛利率中位数为 31.65%，同比下降 2.26pcts，扣非 ROE 为 7.74%，同比减少 3.07pcts。

2019 年一季度上游盈利能力大幅减弱，钴锂资源企业下滑严重。2019 一季度上述公司营收同比微增 0.99%，扣非归母净利润同比减少 63.5%。行业毛利率中位数为 26.5%，同比下降 5.83pcts，扣非 ROE 同比减少 2.27pcts 至 1.06%。

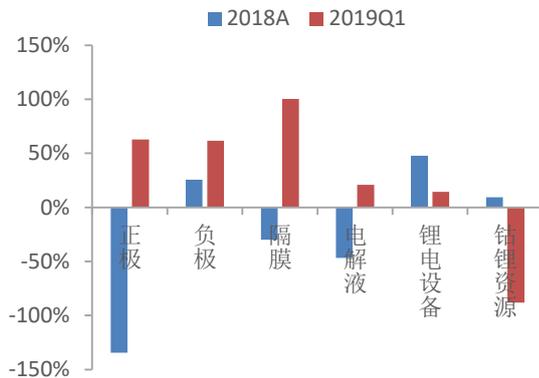
表 7：产业链上游主要参数指标

	2018A	累计同比	2019Q1	累计同比
营业收入 (亿元)	1,344.01	22.47%	298.11	0.99%
扣非归母净利润 (亿元)	116.47	-15.58%	16.20	-63.50%
毛利率中位数	31.65%	-2.26	26.50%	-5.83
净利率中位数	13.46%	-1.43	11.09%	-0.76
扣非 ROE	7.74%	-3.07	1.06%	-2.27

资料来源：Wind，招商银行研究院

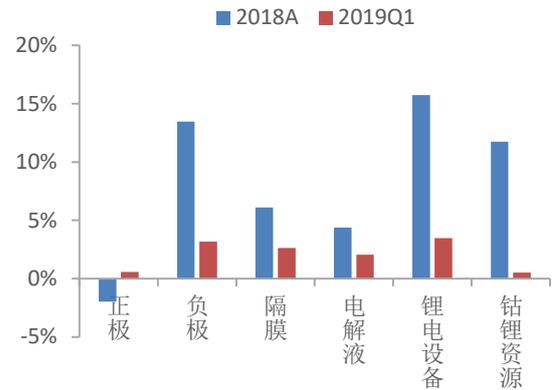
负极材料和锂电设备维持稳定高增长，正极材料表现最差。上游六个子板块中，2018A/2019Q1 扣非归母净利润增速表现最稳定且成长性较好的是增速为 25.7%/61.5%的负极材料，其次是增速为 47.7%/14.3%的锂电设备，表现最差的是增速为-134%/62.7%的正极材料（2018 年正极材料剔除计提大额减值的富临精工后同比-7%）。上游扣非 ROE 水平中也是负极和锂电设备领先，而且两者差距不大。

图 30：上游扣非归母净利润增速



资料来源：wind，招商银行研究院

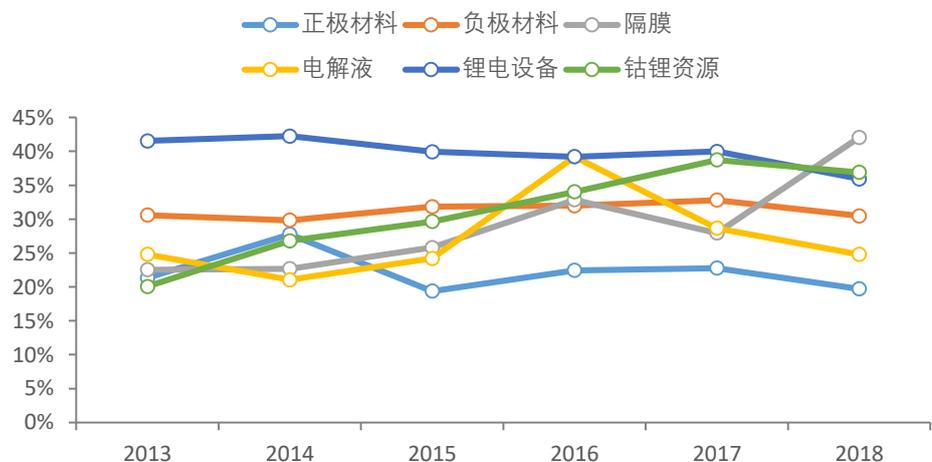
图 31：上游扣非 ROE



资料来源：wind，招商银行研究院

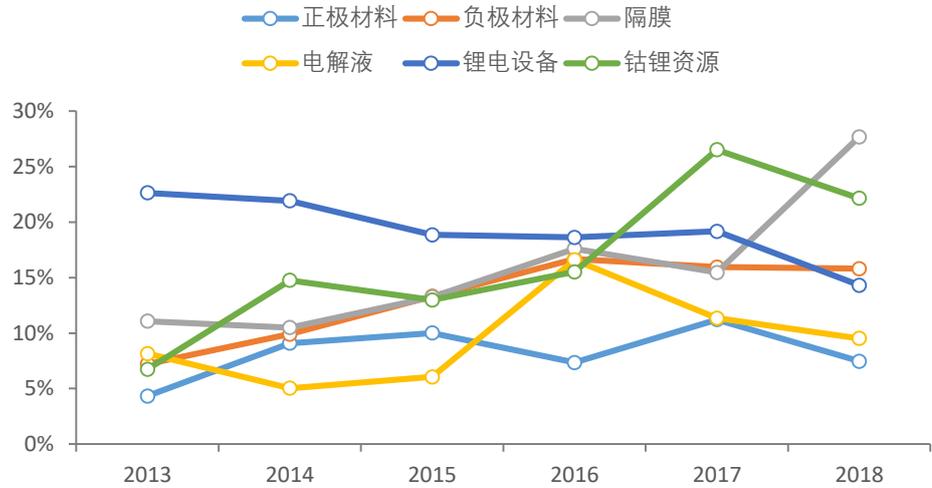
上游盈利能力最强，子板块盈利能力分化严重。上游毛利率和净利率明显优于产业链整体水平，毛利率和净利率不仅高于产业链平均水平，而且在2016年之后继续微增至2017年。其中各子板块的盈利能力也分化严重，2018年毛利率/净利率最高的都是隔膜产业，达到了42.05%/27.68%，最低的也都是正极材料的19.7%/7.46%，两者差距达到一倍以上，这也是因为隔膜产业技术壁垒较高且行业集中度高造成，而正极材料产业现在处于竞争白热化的阶段且技术更新相对更快。2018年上游扣非 ROE 水平 7.7% 高于行业平均水平的 5.1%，并且在2017年达到峰值，扣非 ROE 从2015年开始扭转主要是源于动力电池开始放量，不再单纯依托消费电池，而且需求量增长更快。扣非 ROE 从2016年到2018年上升0.1个百分点，远大于产业链整体盈利水平。2018年上游扣非 ROE 最高的是锂电设备为15.74%，最低的是正极材料为-1.96%。

图 32：上游毛利率中位数



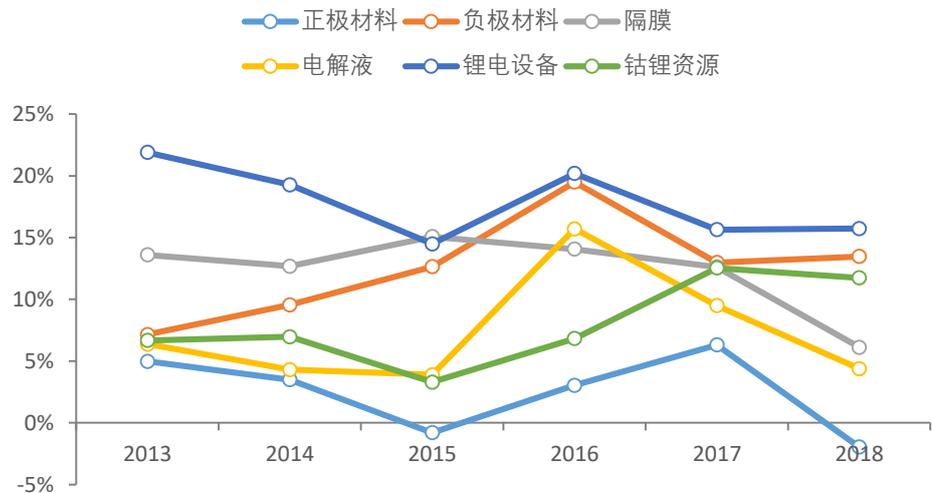
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 33: 上游净利率中位数



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 34: 上游扣非 ROE 水平



资料来源: Wind, 招商银行研究院

负极材料企业盈利能力最稳定，极其优质的客户、高端化产品和石墨化成本控制是其在上游企业中主要的差异化驱动力。负极企业样本量较少，即龙头的贝特瑞和璞泰来，他们的共性在于，下游客户极其优质而且深度绑定，其中贝特瑞的客户包括三星、松下、LG、ATL/CATL、力神、比亚迪等，璞泰来的客户包括ATL/CATL、三星、LG、力神、比亚迪等，基本覆盖了国内外最优质的电池客户。此外，璞泰来从 2013 年的年营收不及龙头贝特瑞的五分之一，到 2018 年超过贝特瑞的 80%，得益于其较早就定位高端的人造石墨市场，差异化竞争、产品附加值高，与其他公司相比，价格具有明显优势；石墨化约占负极成本 50%，璞泰来加大石墨化产能并陆续释放，成长性可持续。

表 8：上游企业扣非归母净利润（亿元）

		2018A	同比	2019Q1	同比
正极材料	当升科技	3.04	108.7%	0.50	38.7%
	杉杉股份	3.03	-31.3%	0.38	-67.0%
	德方纳米	0.83	7.1%	0.17	14.6%
	厦门钨业	3.08	-39.8%	-0.53	-660.1%
	格林美	6.57	8.7%	1.39	-10.7%
	富临精工	-23.90	-784.6%	0.31	36.4%
负极材料	贝特瑞	4.14	39.5%	1.10	214.4%
	璞泰来	4.95	16.1%	1.14	9.8%
隔膜	星源材质	1.06	8.8%	0.37	-20.0%
	恩捷股份	3.18	125.5%	1.80	733.9%
	沧州明珠	1.21	-77.5%	0.27	-49.5%
电解液	天赐材料	0.10	-96.6%	0.26	80.0%
	新宙邦	2.96	11.5%	0.60	54.3%
	石大胜华	2.09	13.1%	1.33	88.2%
	多氟多	-0.10	-105.0%	0.24	-69.1%
锂电设备	先导智能	8.21	59.8%	1.91	9.6%
	赢合科技	3.02	61.1%	0.69	29.0%
	星云股份	0.14	-75.8%	-0.02	-258.7%
	百利科技	1.36	30.8%	0.33	27.3%
钴锂资源	赣锋锂业	12.56	5.2%	1.50	-46.3%
	天齐锂业	18.81	-12.2%	0.82	-88.1%
	华友钴业	14.53	-23.4%	0.17	-98.0%
	洛阳钼业	45.60	45.9%	1.48	-90.5%

资料来源：Wind，招商银行研究院

预计 2019 年负极和锂电设备继续维持较高增速，正极材料加速末尾淘汰。负极材料市场集中度较高，且龙头的客户、品质壁垒较高，以及成本控制能力强，预计 2019 年维持高增速。得益于外资龙头企业纷纷在国内建厂，近两年锂电设备需求将较大增长，预计 2019 年锂电设备企业利润增速扩大。正极材料由于市场规模最大、玩家最多，白热化的竞争和技术升级较快，2019 年注定是正极行业大洗牌的一年，末尾淘汰加速。

5. 汽车行业重要事件评析

5 月 24 日财政部发布车辆购置税有关具体政策，7 月 1 日起施行 财政部发布的《关于车辆购置税有关具体政策的公告》中指出，纳税人购买自用应税车辆实际支付给销售者的全部价款，依据纳税人购买应税车辆时相关凭证载明的价格确定，不包括增值税税款。纳税人进口自用应税车辆，是指纳税人直接从境外进口或者委托代理进口自用的应税车辆，不包括在境内购买的进口车辆。

纳税人自产自用应税车辆的计税价格，按照同类应税车辆（即车辆配置序列号相同的车辆）的销售价格确定，不包括增值税税款；没有同类应税车辆销售价格的，按照组成计税价格确定。公告自 2019 年 7 月 1 日起施行。

点评：当前车市不景气，经销商在终端的促销力度大，因此实际成交价格较低。此次财政部《关于车辆购置税有关具体政策的公告》对车辆购置的应纳税额和应退税款进行了规定，按照实际售价计税或将有效降低购车税费负担，有望提振日渐低迷的汽车销量。目前处于国五转国六的换挡期，汽车行业去库存速度加快，随着后续去库存结束，车市有望迎来触底复苏。

我们预计汽车销量增速转正有望从今年三季度开始，7 月 1 日起上海、天津和山东等 18 省市将正式实施国六，因国六提前实施带来的消费者观望情绪将减弱，同时叠加 18 年 7 月以来的低基数，三季度起行业销量负增长幅度将显著收窄。此外，政府出台全行业普惠性刺激政策的可能性低，结合 4 月 11 日发改委发布的《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费》（征求意见稿），市场化改革的政策和定向优惠及补贴政策可以期待，包括不再新增限购城市、鼓励新能源汽车消费和补贴国三车型淘汰等。

5 月 15 日工信部印发《2019 年新能源汽车标准化工作要点》 该要点中重点提到要持续优化新能源汽车标准体系以及及时更新电动汽车标准化路线图。优化标准体系主要包括三个方面，重点优化标准体系和推动标准创新发展、研究重点领域满足产业发展要求、强化国际参与提升国际影响力。在优化标准体系中，工信部将重点建立新能源汽车强制性和推荐性国家标准相协调的体系框架，加快燃料电池电动汽车、动力电池回收利用等标准子体系建设，以《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》的编制为契机，深入研究新能源汽车与能源、交通、通信等融合发展趋势，不断优化完善新能源汽车标准体系。要及时更新电动汽车标准化路线图。根据产业发展现状和实际需求，结合在研标准项目进展情况，适时修订《中国电动汽车标准化工作路线图》，保持时效性、科学性和准确性，持续发挥路线图对标准体系的基础支撑作用。

点评：对比 2018 版、2019 版《标准化工作要点》可以发现，2018 年五大重点方向集中于电动汽车领域，而 2019 版的研究重点领域为：电动汽车安全、电动汽车能耗、燃料电池车、充电设施及加氢系统、动力电池回收利用。这反映了我国新能源汽车的两个政策趋势：第一，新能源汽车市场从高速发展转向高质发展，更强调安全性和能耗的研究进步。第二，新能源汽车的多技术路线发展和全服务体系建设，燃料电池车依然作为政策最强风口，不能仅发展纯电路线；充电和加氢系统、电池回收等运营环节的基础建设也同步抓牢，打造闭环的产业发展。

事实上，国家政策已经从多个层面支持电动汽车更健康的发展，从最初的电动汽车、动力电池安全标准制定到今年陆续出台的将新能源汽车纳入“三

包”规定、加强新能源汽车召回管理等，政策对于新能源汽车的管理涵盖了更多环节与场景。

5月8日四部委联合发布《关于支持新能源公交车推广应用的通知》 通知明确表明，从2019年开始，新能源公交车辆完成销售上牌后提前预拨部分资金，满足里程要求后可按程序申请清算。在普遍取消地方购置补贴的情况下，地方可继续对购置新能源公交车给予补贴支持。落实好新能源公交车免征车辆购置税、车船税政策。应将除公交车外的新能源汽车地方购置补贴资金，集中用于支持充电基础设施“短板”建设和配套运营服务等环节。中央财政已经安排的2019年及以前年度燃油补贴结余资金，地方可收回统筹用于新能源公交车运营。有关部门将研究完善新能源公交车运营补贴政策，从2020年开始，采取“以奖代补”方式重点支持新能源公交车运营。

点评：在此之前，新能源公交车需要先完成销售上牌，且满足运营里程要求才能按程序申报补贴，这将提高制造企业的资金成本、加大资金占用，而现在新能源公交车完成销售上牌后即可提请预拨部分补贴，可减少资金占用，有利于缓解制造企业压力。

“地补”的存续可以有效缓解车企下半年压力。毫无疑问，新能源公交车延续补贴政策是新能源企业一针“强心剂”，也是给予行业的缓冲期。

我国的充电桩安装运行技术已相对比较成熟，《通知》所提出加大支持充电基础设施建设和配套运营服务等环节，或可认为是今后公交公司也可来投资建设充电桩系统，其后续会带来一定的盈利，成为公交系统的收入来源之一。其次，加紧建设基础设施，就是为了鼓励推广更多应用新能源汽车，降低使用成本，有利于可持续性的发展。

“以奖代补”实际上是在财政允许范围内维持了补贴政策，后补贴支持政策以非财政体系为主，重在优化新能源汽车发展环境，包括路权、充电设施、动力电池回收利用、商业保险、二手车等，将逐步由补贴政策主导转向扶优政策支持，继续保持新能源汽车产品的使用环境优势，建立市场化的自主新能源车选择体，一定程度上也有利于遏制骗补。

吉利和戴姆勒再成立合资公司，定名“蔚星科技有限公司” 启信宝显示，5月9日，吉利控股旗下的吉利科技集团有限公司（以下简称“吉利科技集团”）新增对外投资，成立蔚星科技有限公司。值得注意的是，吉利科技集团的合作对象是奔驰母公司戴姆勒旗下戴姆勒移动服务公司，双方各自认缴出资8.5亿，各占50%的股权。合资公司蔚星科技有限公司经营范围不仅包括汽车行业，也包括计算机网络技术、充电桩服务、数码产品等。

点评：吉利与戴姆勒的合作在此之前就已动作频频。早在去年 10 月份，吉利科技集团与戴姆勒出行便已宣布在中国成立高端专车出行合资公司。根据双方的声明，合资公司总部将设在杭州，双方各占 50% 的股份。今年 3 月 28 日双方又再次宣布成立合资公司，在全球范围内联合运营和推动 smart 品牌转型，致力于将 smart 打造成为全球领先的高端电动智能汽车品牌。预计该合资公司将于 2019 年底成立，总部设在中国，双方各持股 50%。

吉利和戴姆勒在未来出行方面的合作正在不断深化，而从新合资公司的经营范围来看，其中包括了“汽车租赁，网络预约出租汽车”，也就是说，共享汽车仍然是其目标市场之一。但此次蔚星科技的经营范围显示，公司的经营业务将包括汽车租赁、电力供应、网约车、计算机软件及辅助设备 44 项产业。这意味着，未来吉利的足迹可能还会延伸到汽车之外的其它领域。



免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，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“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇