

新能源汽车 2019 年中报总结

结构升级夯实拐点，产业链议价权转移

核心观点：

● 新能源汽车结构升级推动需求分化

据乘联会，2019 年上半年新能源汽车销量 62.6 万辆，同比增长 52.6%，其中 A 级车已经取代 A00 级成为最大构成，在纯电动占比达 53.50%，大幅度高于 2018 年 33.26% 和 2017 年 24.93%。预计经过补贴退坡行业调整后，三季度产能利用率有望逐步爬升，四季度将迎来传统旺季。

● 业绩增速：制造业龙头利润崛起

2019 年上半年产品结构向纯电动 A+ 级和插电 B+ 级发展，龙头企业把握 A+ 级高端供应链增长机遇，营收大幅增长，包括跻身全产业链增速最高的宁德时代 (YOY+116.50%)、璞泰来 (YOY+58.04%)。同时产业链利润从上游向下游转移带来扣非业绩翻倍式增长，如比亚迪 (YOY+209.98%)、宁德时代 (YOY+160.82%)、天赐材料 (YOY+443.16%) 等。

● 盈利空间：中下游压力趋缓，ROE 显著提升

在原材料成本消化过程中，中下游环节毛利率同比降幅开始企稳，甚至开始提升，包括贝特瑞 (YOY+4.96pct)、天赐材料 (YOY+4.28pct)、当升科技 (YOY+4.26pct)、新宙邦 (YOY+2.04pct) 等。2019 年上半年高端产品高速增长，相应供应链 ROE 明显恢复，如宁德时代 (YOY+2.65pct)、比亚迪 (YOY+2.32pct)、贝特瑞 (YOY+2.16pct)、天赐材料 (YOY+1.44pct) 等。

● 偿债能力：龙头举债扩张，现金流集中电池龙头

龙头加大扩产推高中报负债率，如宁德时代 (YOY+16.85pct)、星源材质 (YOY+14.24pct)、天赐材料 (YOY+13.46pct)、璞泰来 (YOY+13.25pct)、天齐锂业 (YOY+34.93pct)，全产业链经营性现金流向电池龙头集中，产业链合计 122.06 亿元，电池龙头宁德时代 72.76 亿元。

● 经营效率：电池龙头遥遥领先

2019 年上半年抢装行情带动整车及电池龙头企业固定资产周转率改善幅度最大，包括比亚迪 (YOY+0.18)、江淮汽车 (YOY+0.14)、宇通客车 (YOY+0.18)、中通客车 (YOY+0.84)、宁德时代 (YOY+0.49) 等。同时新能源汽车补贴款陆续发放，整车环节应收账款周转率提升，而宁德时代 (YOY+1.60) 遥遥领先于产业链，反映其议价能力提升。

● 投资建议：技术优势奠定市场地位

建议关注在平价趋势下通过技术创新提升市占率的产业链相关企业，如宁德时代、比亚迪 (A) / 比亚迪股份 (H)、璞泰来、当升科技等。

● 风险提示：新能源汽车销量不及预期；中游价格下跌超预期。

行业评级

买入

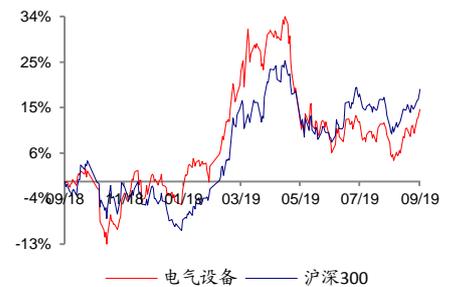
前次评级

买入

报告日期

2019-09-06

相对市场表现



分析师：

陈子坤



SAC 执证号：S0260513080001



010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

分析师：

纪成炜



SAC 执证号：S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-60750617



jichengwei@gf.com.cn

请注意，陈子坤并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

新能源汽车 8 月刊:抢装期后 2019-09-02

 产销负增长，补贴退坡仍在消
 化

新能源行业 8 月刊:8 月单晶硅 2019-09-01

片价格环比上涨

新能源汽车行业:全球电动化， 2019-08-28

 积分挑大梁—全球积分制比
 较研究

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
300750.SZ	宁德时代	CNY	71.30	2019/8/25	买入	97.0	2.16	2.80	33.01	25.46	11.87	8.61	12.40	14.20
002594.SZ	比亚迪	CNY	50.14	2019/8/25	买入	58.5	1.17	1.39	42.85	36.07	20.38	16.61	6.30	7.10
300073.SZ	当升科技	CNY	24.20	2019/8/27	买入	32.1	0.92	1.34	26.30	18.06	18.89	14.32	11.20	13.90
603659.SH	璞泰来	CNY	52.01	2019/9/2	买入	58.5	1.67	2.14	31.14	24.30	22.05	16.20	21.30	22.20
01211.HK	比亚迪股份	HKD	40.35	2019/8/25	买入	46.9	1.17	1.39	31.17	26.24	14.82	12.08	6.30	7.10

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, EPS 均选用人民币为货币单位

目录索引

一、新能源汽车结构升级推动需求分化.....	5
二、业绩增速：制造业龙头利润崛起.....	8
三、盈利空间：中下游压力趋缓，ROE 显著提升.....	11
四、偿债能力：龙头举债扩张，现金流集中电池龙头.....	14
五、经营效率：电池龙头遥遥领先.....	16
六、投资建议：技术优势奠定市场地位.....	18
七、风险提示.....	18

图表索引

图 1: 新能源汽车近年来月度产量 (辆)	5
图 2: 新能源汽车近年来月度环比增速	5
图 3: 新能源乘用车近年来月度产量 (辆)	6
图 4: 新能源乘用车月度销量结构 (辆)	6
图 5: 新能源商用车近年来月度产量 (辆)	6
图 6: 新能源商用车月度销量结构 (辆)	6
图 7: 2019 年上半年新能源乘用车各级别车型销量及其同比增速 (辆)	6
图 8: 2017 年以来纯电动汽车各级别车型销量 (辆)	7
图 9: 2017 年以来纯电动汽车各级别车型结构	7
图 10: 2017 年以来插电混动汽车各级别车型销量 (辆)	8
图 11: 2017 年以来插电混动汽车各级别车型结构	8
图 12: 新能源汽车产业链 2019 年上半年营业收入及其增速 (百万元)	9
图 13: 新能源汽车产业链 2018 年营业收入及其增速 (百万元)	9
图 14: 新能源汽车产业链 2019 年上半年净利润及其增速 (百万元)	10
图 15: 新能源汽车产业链 2018 年净利润及其增速 (百万元)	10
图 16: 新能源汽车产业链 2018 年以来单季度毛利率变化	12
图 17: 新能源汽车产业链 2019 年上半年经营性现金流及其增速 (百万元)	15
图 18: 新能源汽车产业链 2018 年经营性现金流及其增速 (百万元)	15
表 1: 历年新能源乘用车补贴退坡对比 (万元)	5
表 2: 新能源汽车产业链 2019 年上半年业绩增速对比	10
表 3: 新能源汽车产业链 2019 年上半年毛利率及扣非净利率对比	12
表 4: 新能源汽车产业链 2019 年上半年 ROE 拆解及对比	13
表 5: 新能源汽车产业链 2019 年上半年资产负债率及现金流量利息倍数对比 ...	14
表 6: 新能源汽车产业链 2019 年上半年经营性现金流	16
表 7: 新能源汽车产业链 2019 年上半年固定资产/存货/应收账款周转率对比	17

一、新能源汽车结构升级推动需求分化

2019年3月26日财政部、工信部、科技部、发改委发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，标志着**2019年新能源汽车补贴政策正式落地**。新版补贴政策虽然延续高续航里程、高能量密度、低能耗水平的结构性补贴倾向，但对于最高一档续航里程和能量密度区间未作调整。续航里程分档区间由5档变为2档，250-400km单车补贴1.8万元，400km以上单车补贴2.5万元，退坡幅度47-60%不等，并取消250km以下补贴，插电混动车型（含增程式）单车补贴从2.2万元降至1万元，退坡幅度55%。

表 1：历年新能源乘用车补贴退坡对比（万元）

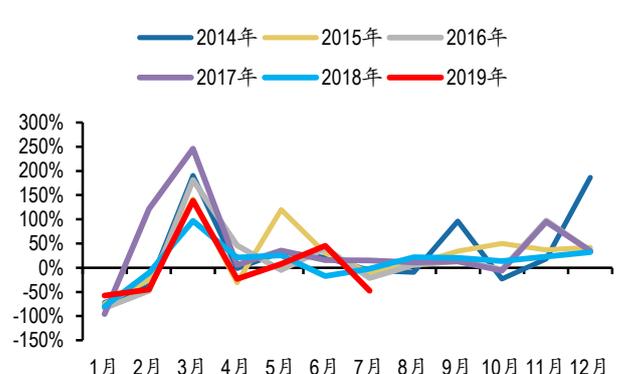
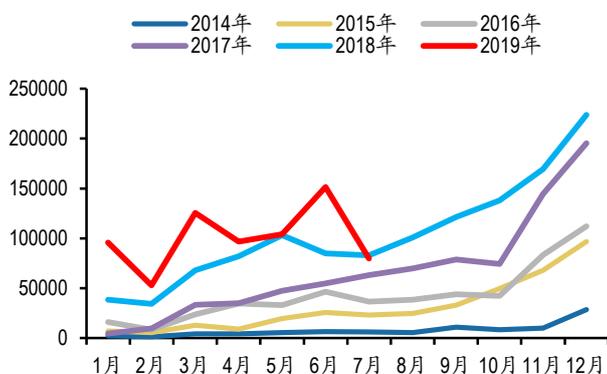
续航里程 (km)	2017 年国补 (万元)	2018 年国补 (万元)	2018 年退坡额度	2018 年退坡幅度	2019 年缓冲期国补 (万元)	2019 年国补 (万元)	2019 年退坡额度	2019 年退坡幅度
100-150	2.00	0.00	-2.00	-100%	0.00	0.00	0.00	-
150-200	3.60	1.50	-2.10	-58%	0.90	0.00	-1.50	-100%
200-250		2.40	-1.20	-33%	1.44	0.00	-2.40	-100%
250-300	4.40	3.40	-1.00	-23%	2.04	1.80	-1.60	-47%
300-400		4.50	0.10	2%	2.70	1.80	-2.70	-60%
400 以上		5.00	0.60	14%	3.00	2.50	-2.50	-50%
插电混动	2.40	2.20	-0.20	-8%	1.32	1.00	-1.20	-55%

数据来源：财政部、广发证券发展研究中心

2019年延续高增长，下半年补贴新政后压力凸显。据乘联会统计，2019年上半年新能源汽车产销分别完成61.4万辆和62.6万辆，比上年同期分别增长48.5%和52.6%，其中纯电动汽车产销分别完成49.3万辆和49.3万辆，比上年同期分别增长57.3%和58.1%；插电式混合动力汽车产销分别完成11.9万辆和13.3万辆，比上年同期分别增长19.7%和35.0%。然而，7月新能源汽车产销年内首次出现同比下滑，分别为8.4万辆和8万辆，比上年同期分别下降6.9%和4.7%，主要是受6月抢装透支影响，其中乘用车销量环比下降51.43%，同比下降8.66%。经过二季度末减产去库存，产业链排产负荷逐步修复，预计经过补贴退坡后的行业调整后，三季度产能利用率将逐步爬升，四季度将迎来传统旺季。

图1：新能源汽车近年来月度产量（辆）

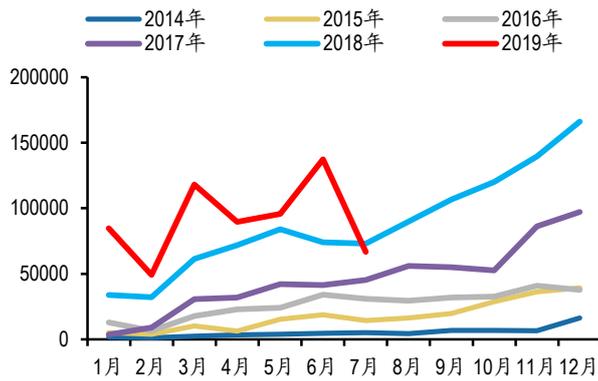
图2：新能源汽车近年来月度环比增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

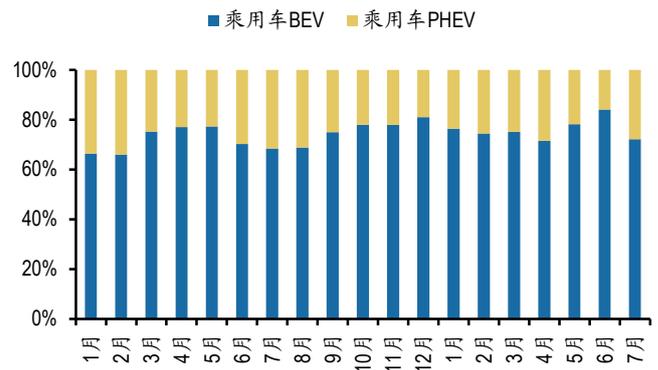
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3: 新能源乘用车近年来月度产量 (辆)



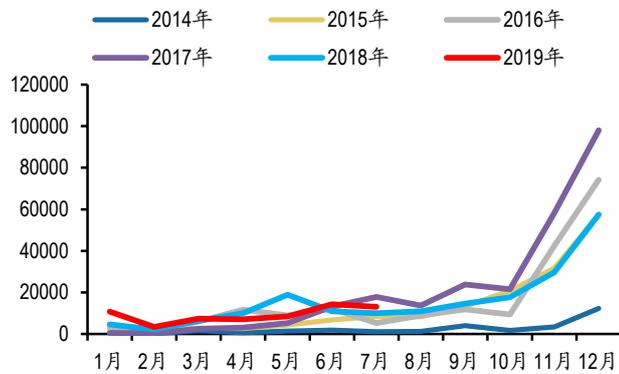
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图4: 新能源乘用车月度销量结构 (辆)



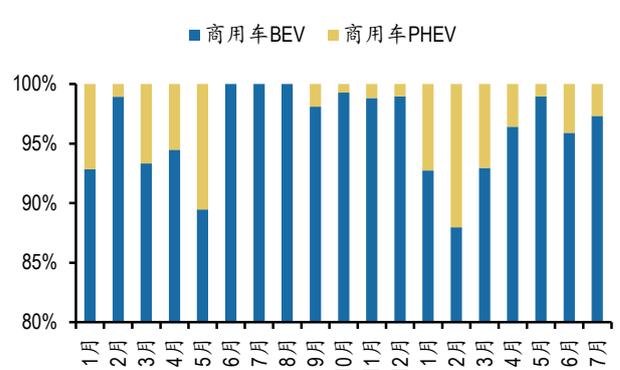
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图5: 新能源商用车近年来月度产量 (辆)



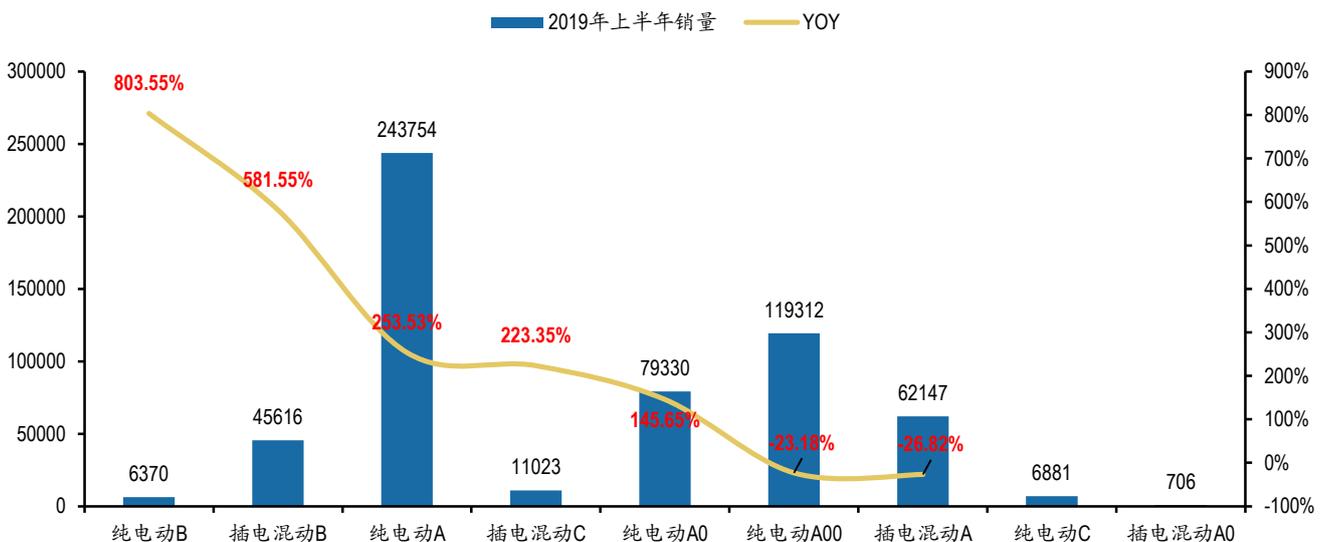
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图6: 新能源商用车月度销量结构 (辆)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

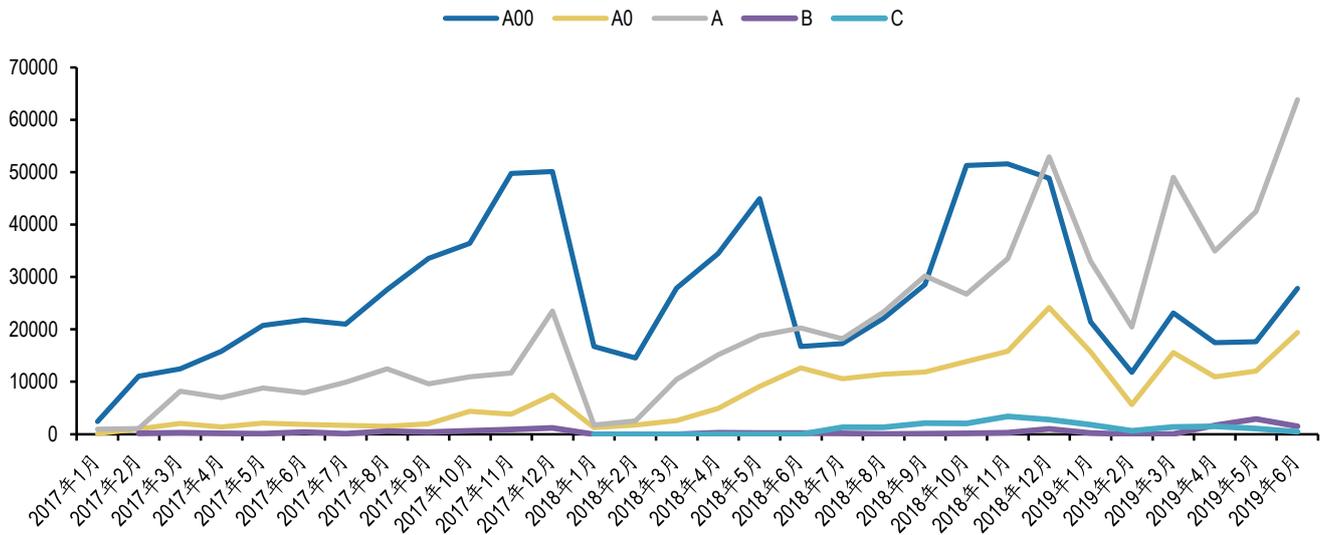
图7: 2019年上半年新能源乘用车各级别车型销量及其同比增速 (辆)



数据来源: 乘联会、广发证券发展研究中心

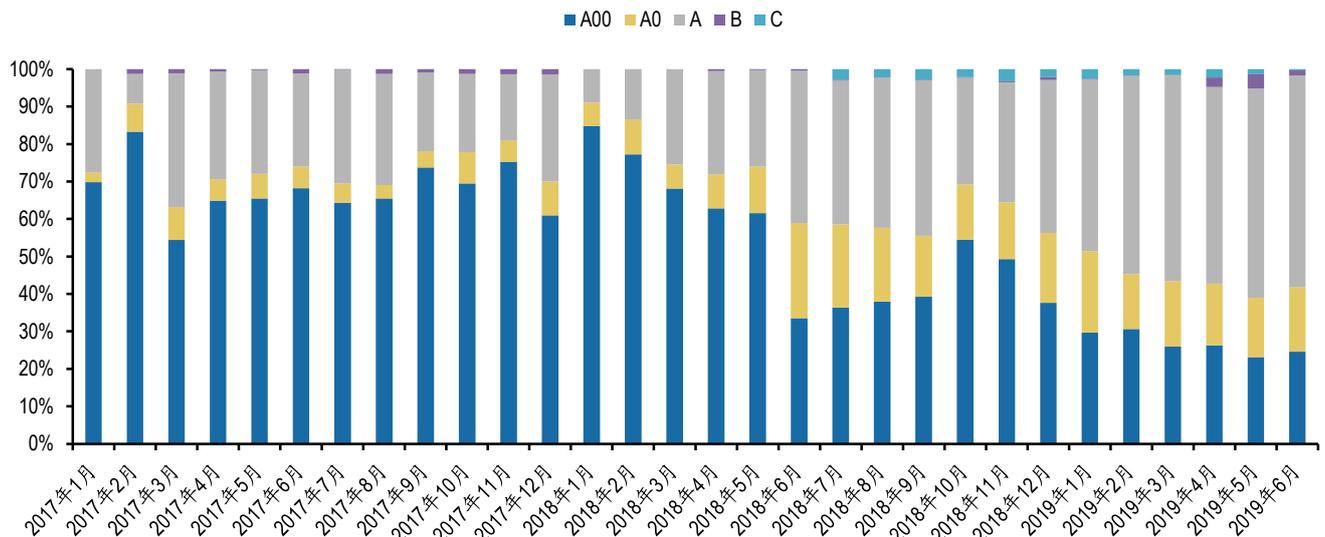
2017年是新能源乘用车元年。2016年12月工信部发布了新能源汽车新版补贴方案，刺激2017年以A00级为代表的纯电动乘用车型迅速放量，销量一枝独秀，一直延续至2018年6月缓冲期结束。2018年补贴新规进一步提升技术指标门槛，A00级补贴下调幅度较大，刺激主机厂市场重心向A/A0级汽车偏移，自2019年以来，A级车已经取代A00级成为最大构成，据乘联会统计，上半年A级车在纯电动占比达53.50%，大幅度高于2018年33.26%和2017年24.93%。

图8：2017年以来纯电动汽车各级别车型销量（辆）



数据来源：乘联会、广发证券发展研究中心

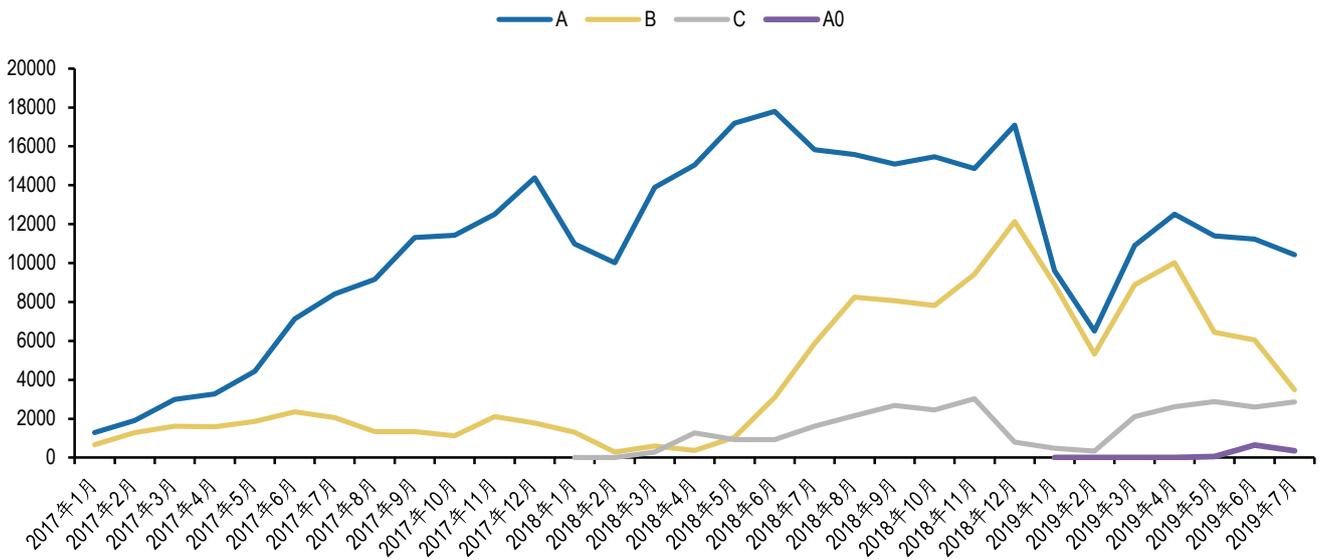
图9：2017年以来纯电动汽车各级别车型结构



数据来源：乘联会、广发证券发展研究中心

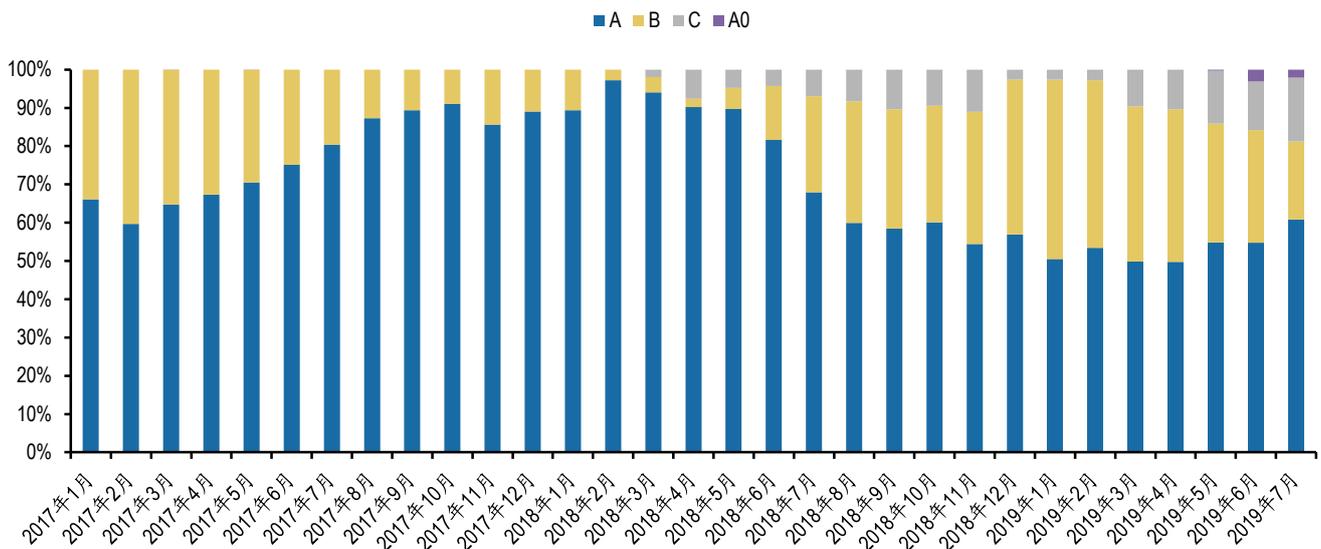
插电混动汽车自2017年来一直以A级车为主，属于最大构成。2018年下半年以比亚迪唐为代表B级车快速放量，使得B级车占比大幅提升，而C级车在造车新势力与合资品牌改款车型带动下销量也逐步上升。

图10: 2017年以来插电混动汽车各级别车型销量(辆)



数据来源: 乘联会、广发证券发展研究中心

图11: 2017年以来插电混动汽车各级别车型结构



数据来源: 乘联会、广发证券发展研究中心

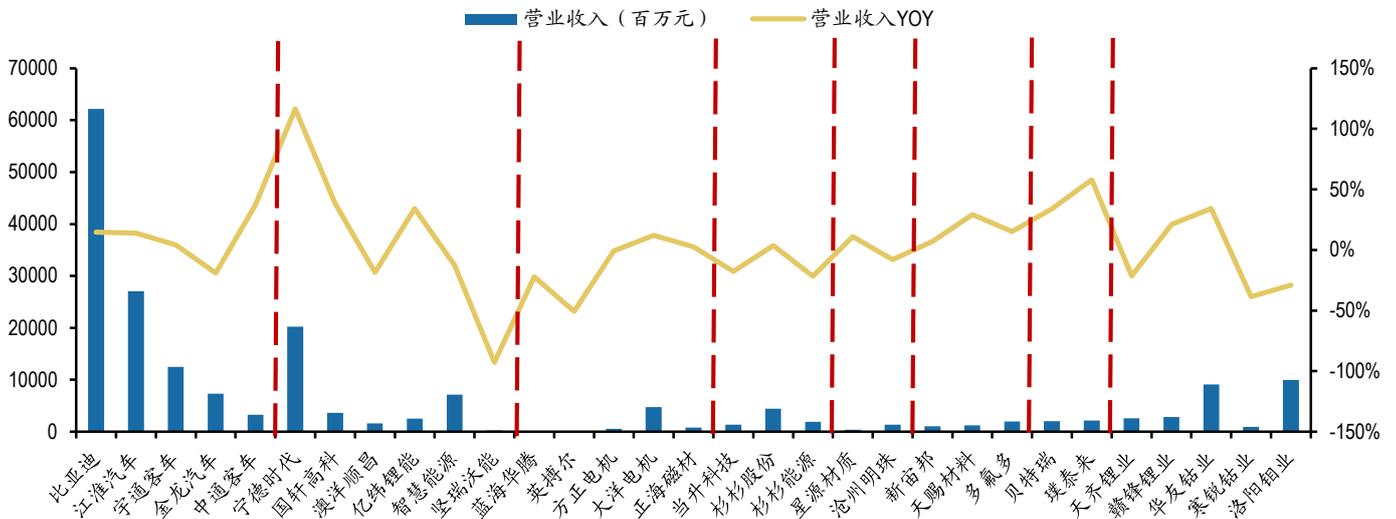
二、业绩增速: 制造业龙头利润崛起

产品技术升级加大供应链收入分化。在2019年上半年新能源汽车结构上向纯电动A+级和插电混动B+级发展过程中,相关供应链产生销售额严重分化——龙头企业发挥技术优势,把握A+级高端供应链,产销量大幅增长,包括跻身全产业链增速最高的电池环节宁德时代(YOY+116.50%)以及负极材料璞泰来(YOY+58.04%),而终端产品以A00级车型为主的供应商增速相对疲软,如国轩高科、英搏尔等。

同时随着2018年下半年以来钴锂价格大幅回落,上游资源及正极材料企业2019

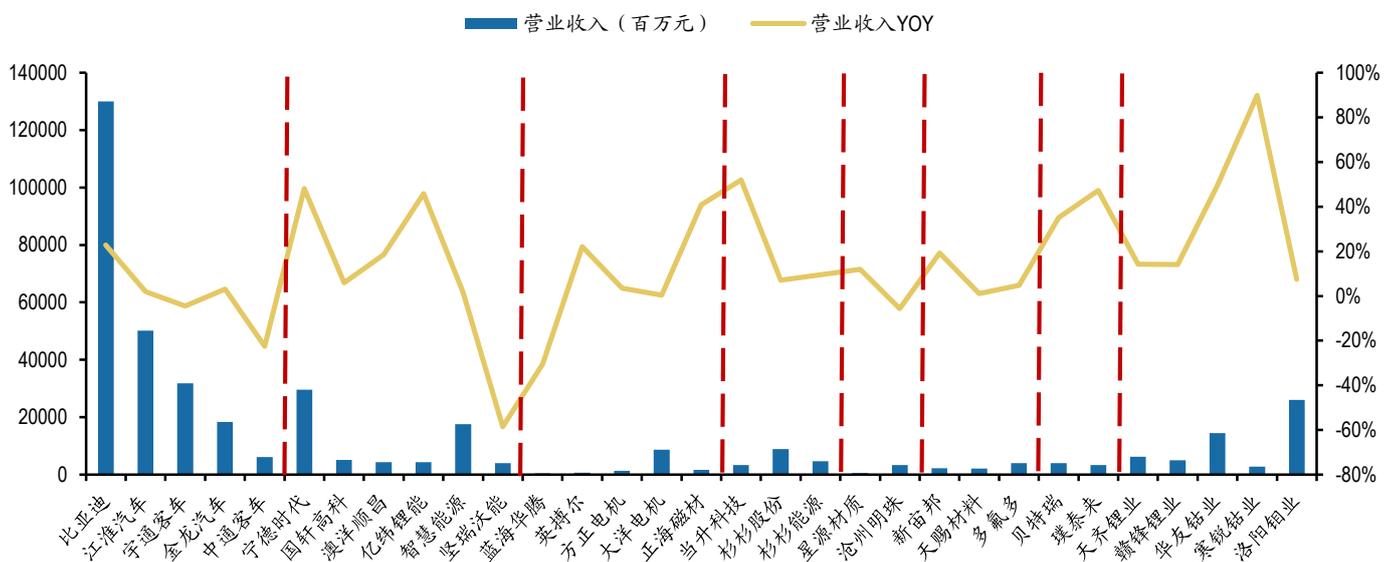
年上半年营收增速明显回落，而中下游增速开始逐步抬升，与2018年相比形成此消彼长态势。

图12: 新能源汽车产业链2019年上半年营业收入及其增速(百万元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

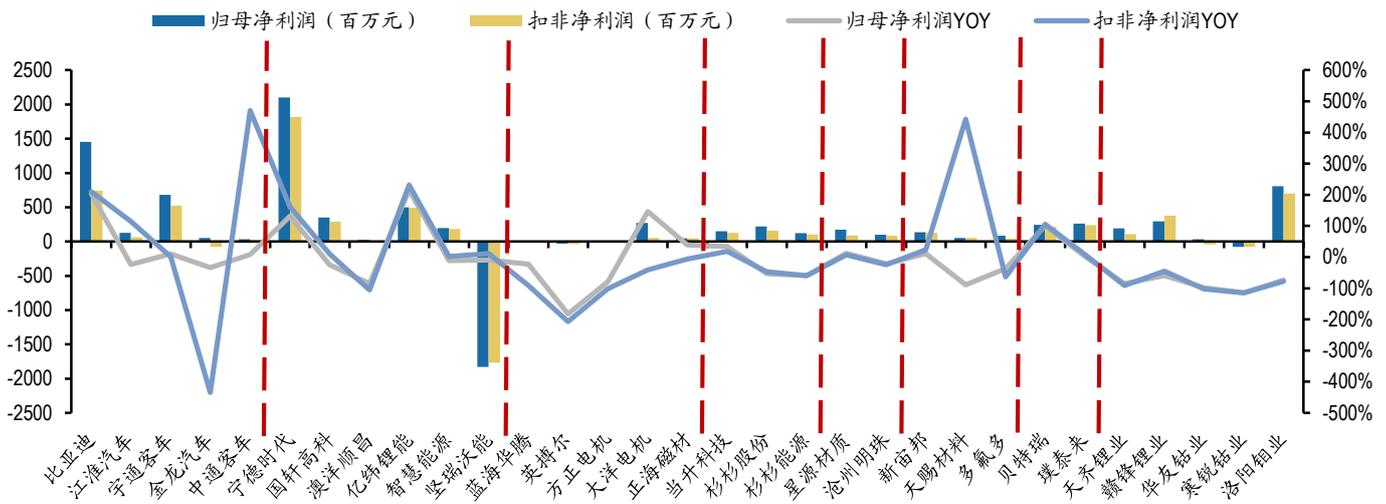
图13: 新能源汽车产业链2018年营业收入及其增速(百万元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

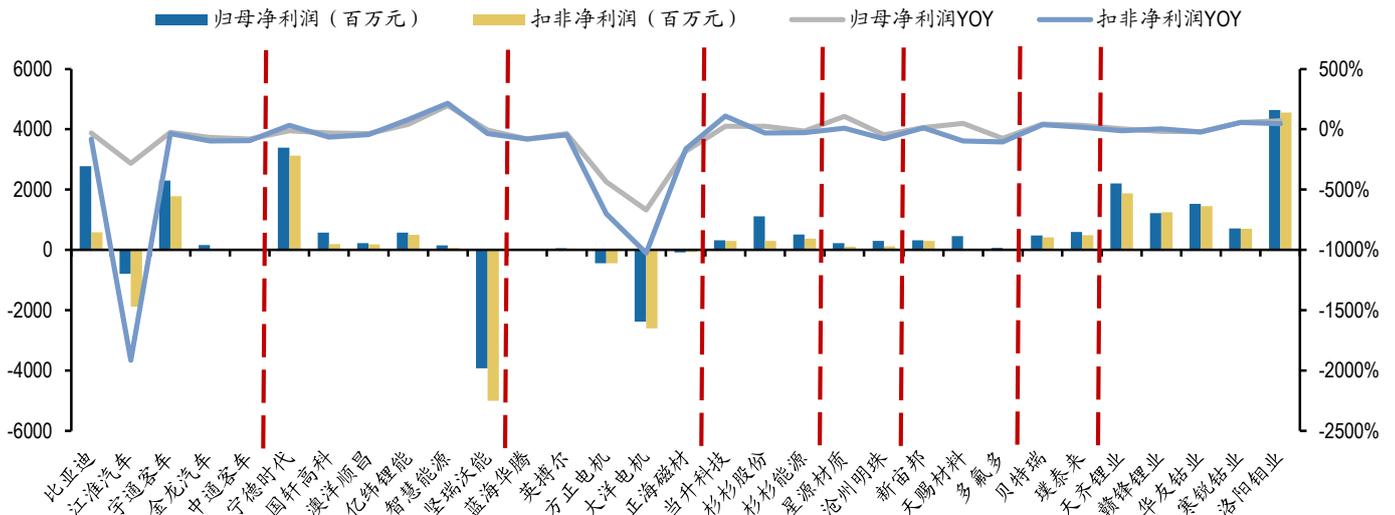
产业链利润从上游向下游转移。从2018年度来看，新能源汽车产业链利润主要集中于上游资源环节，而在价格持续下跌过程中，上游利润逐步向中下游转移，龙头企业在优质供应链成长拉动下，扣非业绩实现翻倍式高速增长，包括**比亚迪**（YOY+209.98%）、**宁德时代**（YOY+160.82%）、**天赐材料**（YOY+443.16%）、**贝特瑞**（YOY+105.75%）。

图14: 新能源汽车产业链2019年上半年净利润及其增速(百万元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图15: 新能源汽车产业链2018年净利润及其增速(百万元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表2: 新能源汽车产业链2019年上半年业绩增速对比

行业	公司	营业收入 (百万元)	营业收入 YOY	归母净利润 (百万元)	归母净利润 YOY	扣非净利润 (百万元)	扣非净利润 YOY
整车	比亚迪	62184.26	14.84%	1454.57	203.61%	740.37	209.98%
整车	江淮汽车	27033.72	13.88%	125.11	-23.46%	63.74	114.60%
整车	宇通客车	12505.41	4.06%	682.98	10.78%	521.99	0.66%
整车	金龙汽车	7317.07	-18.96%	52.59	-33.59%	-76.21	-434.20%
整车	中通客车	3291.79	37.08%	32.93	7.75%	19.88	470.85%
动力电池	宁德时代	20263.84	116.50%	2102.44	130.79%	1818.54	160.82%
动力电池	国轩高科	3606.57	38.36%	351.54	-24.49%	291.71	10.34%

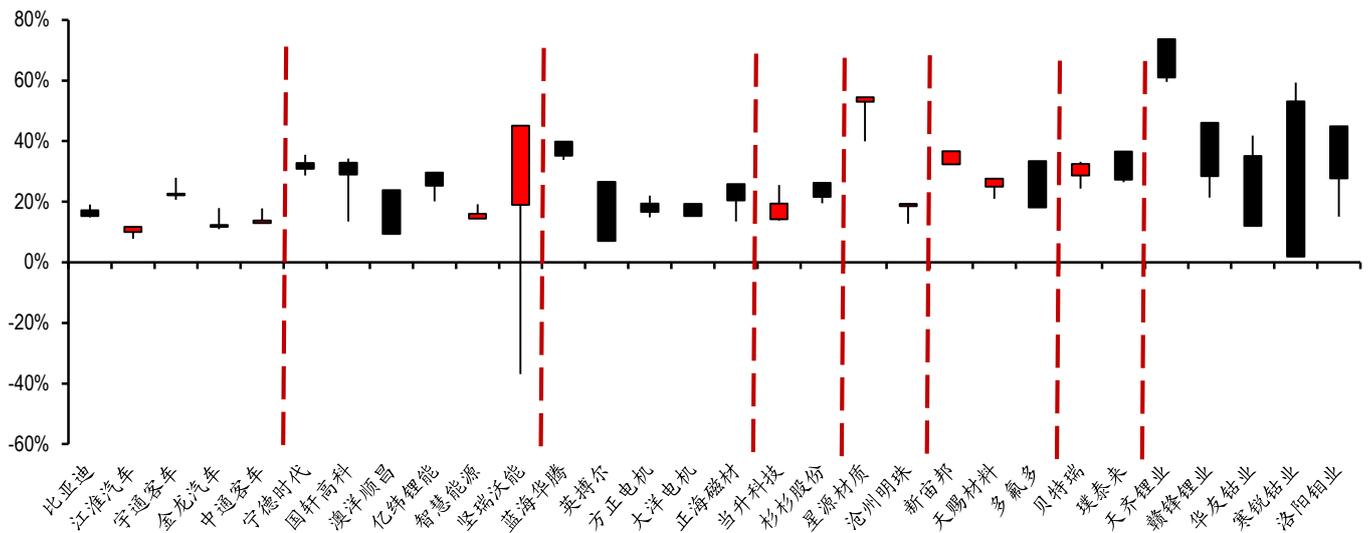
动力电池	澳洋顺昌	1623.25	-18.48%	25.30	-84.56%	-7.97	-105.47%
动力电池	亿纬锂能	2529.71	34.30%	500.51	215.23%	490.64	231.31%
动力电池	智慧能源	7152.45	-12.42%	197.32	-11.08%	183.77	1.92%
动力电池	坚瑞沃能	233.95	-92.78%	-1828.77	-9.52%	-1767.35	10.95%
电机电控	蓝海华腾	137.90	-22.17%	9.41	-22.11%	0.83	-90.75%
电机电控	英搏尔	149.14	-50.58%	-33.14	-182.01%	-37.97	-207.24%
电机电控	方正电机	589.77	-0.94%	9.61	-78.39%	-0.62	-101.54%
电机电控	大洋电机	4745.41	12.13%	273.48	146.81%	52.90	-41.12%
电机电控	正海磁材	811.91	2.70%	48.50	38.79%	46.55	-6.09%
正极材料	当升科技	1339.75	-17.80%	151.10	33.94%	126.27	18.98%
正极材料/负极材料	杉杉股份	4441.33	3.58%	218.99	-52.97%	161.67	-46.60%
正极材料	杉杉能源	1911.97	-21.56%	123.10	-59.53%	105.65	-59.29%
隔膜	星源材质	352.87	11.09%	171.70	12.33%	90.35	7.27%
隔膜	沧州明珠	1375.89	-8.01%	96.84	-21.51%	82.78	-24.88%
电解液	新宙邦	1056.62	7.13%	134.05	11.07%	126.48	23.46%
电解液/六氟磷酸锂	天赐材料	1217.72	29.30%	50.52	-88.67%	52.50	443.16%
六氟磷酸锂	多氟多	1972.68	15.23%	83.31	-36.32%	44.41	-63.68%
负极材料	贝特瑞	2055.33	33.96%	243.50	100.54%	214.00	105.75%
负极材料	璞泰来	2177.30	58.04%	263.80	2.62%	239.67	8.53%
上游资源	天齐锂业	2589.54	-21.28%	193.41	-85.23%	108.60	-91.55%
上游资源	赣锋锂业	2822.41	21.04%	295.79	-59.23%	380.16	-45.16%
上游资源	华友钴业	9103.91	34.21%	32.83	-97.82%	-41.14	-102.74%
上游资源	寒锐钴业	922.14	-38.62%	-76.53	-114.47%	-78.31	-114.82%
上游资源	洛阳钼业	9978.67	-29.03%	807.99	-74.12%	697.56	-78.03%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

三、盈利空间：中下游压力趋缓，ROE 显著提升

2018年以来资源价格回落，中游毛利率企稳。在经历2018年下半年价格大幅下跌，上游资源企业2019年上半年毛利率相比同期大幅度回落，而在原材料成本消化过程中，中下游环节毛利率同比降幅开始企稳，甚至开始提升，包括贝特瑞（YOY+4.96pct）、天赐材料（YOY+4.28pct）、当升科技（YOY+4.26pct）、新宙邦（YOY+2.04pct）、江淮汽车（YOY+1.95pct）、宇通客车（YOY+1.52pct）、比亚迪（YOY+1.22pct）。

图16: 新能源汽车产业链2018年以来单季度毛利率变化



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 红线实体表示期间毛利率提升幅度, 黑线实体表示下降幅度, 影线表示期间最高或最低毛利率水平

表3: 新能源汽车产业链2019年上半年毛利率及扣非净利率对比

行业	公司	一季度 毛利率	二季度 毛利率	二季度 同比变化	二季度 环比变化	上半年 毛利率	上半年 同比变化	上半年 扣非净利率	上半年 同比变化
整车	比亚迪	19.05%	15.34%	0.44%	-3.71%	17.14%	1.22%	1.19%	2.43%
整车	江淮汽车	10.70%	11.71%	3.44%	1.01%	11.16%	1.95%	0.24%	2.08%
整车	宇通客车	24.28%	22.10%	1.49%	-2.19%	22.94%	1.52%	4.17%	-0.14%
整车	金龙汽车	10.94%	12.29%	-0.95%	1.35%	11.75%	-0.87%	-1.04%	-1.29%
整车	中通客车	15.31%	13.84%	-1.63%	-1.46%	14.44%	-0.15%	0.60%	0.83%
动力电池	宁德时代	28.71%	30.84%	0.53%	2.13%	29.79%	-1.49%	8.97%	1.52%
动力电池	国轩高科	30.04%	29.01%	-5.28%	-1.03%	29.51%	-4.20%	8.09%	-2.05%
动力电池	澳洋顺昌	14.17%	9.36%	-10.23%	-4.81%	11.84%	-9.71%	-0.50%	-7.91%
动力电池	亿纬锂能	25.85%	25.28%	1.97%	-0.57%	25.53%	-0.09%	19.40%	11.53%
动力电池	智慧能源	19.18%	15.98%	0.47%	-3.20%	17.28%	2.20%	2.57%	0.36%
动力电池	坚瑞沃能	24.37%	45.07%	53.58%	20.70%	35.58%	34.63%	-755.44%	-694.15%
电机电控	蓝海华腾	33.84%	35.22%	-2.52%	1.38%	34.60%	-3.81%	0.60%	-4.48%
电机电控	英搏尔	11.69%	7.11%	-18.08%	-4.58%	9.13%	-16.76%	-25.46%	-37.19%
电机电控	方正电机	22.00%	16.70%	-4.87%	-5.30%	19.13%	-1.24%	-0.11%	-6.90%
电机电控	大洋电机	18.89%	15.28%	-0.97%	-3.61%	16.86%	-0.78%	1.11%	-1.01%
电机电控	正海磁材	16.26%	20.49%	4.52%	4.24%	18.61%	-1.18%	5.73%	-0.54%
正极材料	当升科技	16.94%	19.41%	5.64%	2.47%	18.20%	4.26%	9.42%	2.91%
正极材料/负极材料	杉杉股份	21.11%	21.60%	-1.57%	0.49%	21.37%	-3.08%	3.64%	-3.42%
正极材料	杉杉能源	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	13.01%	-8.89%	5.53%	-5.12%
隔膜	星源材质	49.60%	54.50%	0.40%	4.89%	52.25%	-1.26%	25.61%	-0.91%
隔膜	沧州明珠	13.07%	19.34%	0.72%	6.27%	16.82%	-1.79%	6.02%	-1.35%
电解液	新宙邦	34.48%	36.69%	2.07%	2.21%	35.61%	2.04%	11.97%	1.58%

电解液/六氟磷酸锂	天赐材料	26.39%	27.66%	6.71%	1.27%	27.09%	4.28%	4.31%	3.29%
六氟磷酸锂	多氟多	25.10%	18.12%	-6.34%	-6.97%	21.23%	-7.72%	2.27%	-4.94%
负极材料	贝特瑞	29.54%	32.50%	8.16%	2.97%	31.04%	4.96%	10.41%	3.63%
负极材料	璞泰来	26.51%	27.32%	-7.46%	0.81%	26.93%	-8.58%	11.01%	-5.02%
上游资源	天齐锂业	61.07%	61.07%	-10.31%	0.01%	61.07%	-11.47%	4.19%	-34.89%
上游资源	赣锋锂业	21.36%	28.44%	-13.81%	7.09%	25.11%	-18.87%	13.47%	-16.26%
上游资源	华友钴业	12.02%	11.99%	-29.89%	-0.03%	12.00%	-26.46%	-0.45%	-22.60%
上游资源	寒锐钴业	6.18%	1.89%	-57.40%	-4.29%	4.30%	-51.96%	-8.49%	-43.65%
上游资源	洛阳钼业	15.11%	27.72%	-14.11%	12.62%	22.06%	-21.39%	6.99%	-15.59%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2019年上半年新能源汽车结构升级推动高端产品高速增长,相应供应链企业ROE明显恢复。在原材料跌价背景下,中下游企业利用技术优势受益高端产业链高速增长,上半年扣非ROE提升明显,包括江淮汽车(YOY+3.34pct)、宁德时代(YOY+2.65pct)、比亚迪(YOY+2.32pct)、贝特瑞(YOY+2.16pct)、天赐材料(YOY+1.44pct)。

表 4: 新能源汽车产业链 2019 年上半年 ROE 拆解及对比

行业	公司	扣非 ROE	同期扣非 ROE	同比变化	销售净利率(扣非)	总资产周转率	ROA	权益乘数
整车	比亚迪	1.19%	-1.13%	2.32%	1.19%	31.10%	0.37%	3.21
整车	江淮汽车	0.46%	-2.88%	3.34%	0.24%	54.57%	0.13%	3.56
整车	宇通客车	3.19%	3.43%	-0.25%	4.17%	36.07%	1.51%	2.12
整车	金龙汽车	-1.49%	0.40%	-1.90%	-1.04%	32.06%	-0.33%	4.47
整车	中通客车	0.73%	-0.20%	0.92%	0.60%	28.27%	0.17%	4.26
动力电池	宁德时代	4.78%	2.12%	2.65%	8.97%	22.54%	2.02%	2.36
动力电池	国轩高科	3.33%	3.07%	0.26%	8.09%	15.92%	1.29%	2.59
动力电池	澳洋顺昌	-0.28%	3.72%	-4.00%	-0.50%	21.99%	-0.11%	2.57
动力电池	亿纬锂能	7.35%	4.46%	2.89%	19.40%	20.07%	3.89%	1.89
动力电池	智慧能源	3.54%	3.12%	0.42%	2.57%	40.73%	1.05%	3.38
动力电池	坚瑞沃能	109.40%	-82.37%	191.78%	-755.44%	1.57%	-11.87%	-9.22
电机电控	蓝海华腾	0.12%	1.29%	-1.17%	0.60%	12.84%	0.08%	1.50
电机电控	英搏尔	-6.23%	5.55%	-11.78%	-25.46%	16.46%	-4.19%	1.49
电机电控	方正电机	-0.03%	1.60%	-1.63%	-0.11%	20.22%	-0.02%	1.38
电机电控	大洋电机	0.75%	0.96%	-0.20%	1.11%	32.27%	0.36%	2.09
电机电控	正海磁材	1.74%	1.76%	-0.02%	5.73%	22.01%	1.26%	1.38
正极材料	当升科技	3.72%	3.41%	0.31%	9.42%	30.79%	2.90%	1.28
正极材料/负极材料	杉杉股份	1.21%	2.68%	-1.47%	3.64%	18.22%	0.66%	1.83
正极材料	杉杉能源	2.89%	15.01%	-12.12%	5.53%	37.64%	2.08%	1.39
隔膜	星源材质	5.40%	5.68%	-0.28%	25.61%	8.09%	2.07%	2.61
隔膜	沧州明珠	2.55%	3.53%	-0.98%	6.02%	28.39%	1.71%	1.49
电解液	新宙邦	4.09%	3.96%	0.13%	11.97%	23.27%	2.79%	1.47
电解液/六氟磷酸锂	天赐材料	1.77%	0.32%	1.44%	4.31%	22.25%	0.96%	1.84
六氟磷酸锂	多氟多	1.09%	3.63%	-2.54%	2.27%	22.72%	0.52%	2.11
负极材料	贝特瑞	5.42%	3.26%	2.16%	10.41%	25.21%	2.63%	2.06

负极材料	璞泰来	7.47%	7.95%	-0.48%	11.01%	28.26%	3.11%	2.40
上游资源	天齐锂业	0.91%	11.37%	-10.46%	4.19%	5.54%	0.23%	3.92
上游资源	赣锋锂业	4.72%	15.07%	-10.34%	13.47%	19.63%	2.64%	1.79
上游资源	华友钴业	-0.42%	20.48%	-20.90%	-0.45%	41.10%	-0.19%	2.27
上游资源	寒锐钴业	-4.76%	33.84%	-38.60%	-8.49%	28.65%	-2.43%	1.96
上游资源	洛阳钼业	1.45%	6.63%	-5.18%	6.99%	10.01%	0.70%	2.08

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

四、偿债能力: 龙头举债扩张, 现金流集中电池龙头

龙头企业加大扩产推高2019年中报资产负债率。经过2017年以来新能源汽车产业链受到补贴退出影响行业竞争加剧, 企业间加速分化, 至2019年上半年龙头企业市场地位凸显, 继续扩大生产能力、提升资产负债率, 包括**电池环节宁德时代 (YOY+16.85pct)**、**隔膜环节星源材质 (YOY+14.24pct)**、**电解液环节天赐材料 (YOY+13.46pct)**、**负极材料环节璞泰来 (YOY+13.25pct)**、**锂资源环节天齐锂业 (YOY+34.93pct)**。

表 5: 新能源汽车产业链 2019 年上半年资产负债率及现金流量利息倍数对比

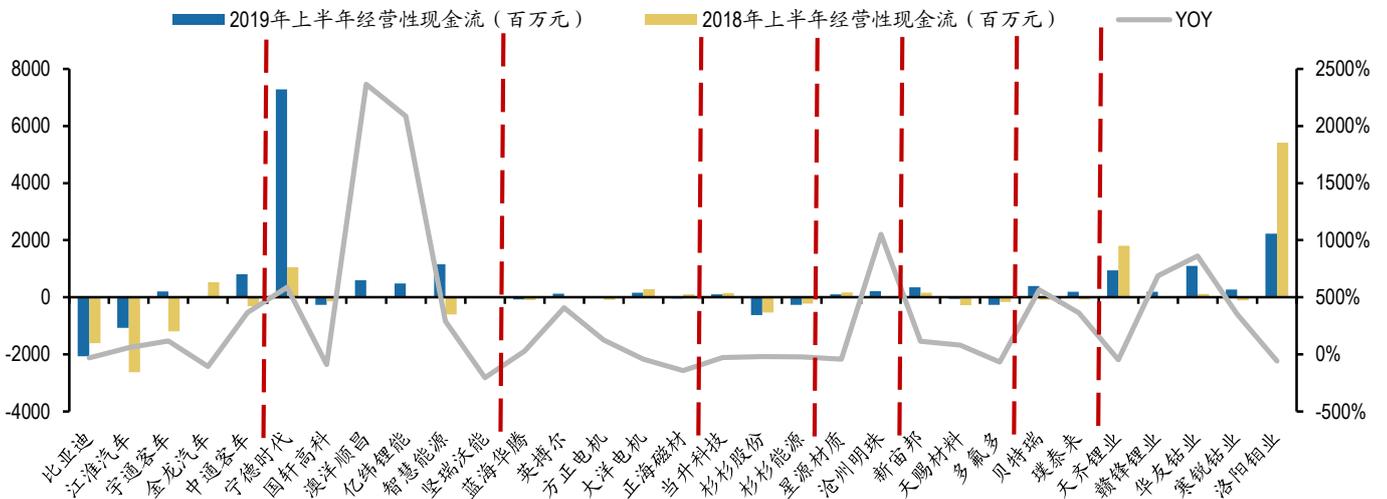
行业	公司	中报资产负债率	同期 资产负债率	同比增减	中报现金流量 利息倍数	同期现金流量 利息倍数	同比增减
整车	比亚迪	68.87%	68.97%	-0.09%	-1.18	-1.07	-0.11
整车	江淮汽车	71.93%	68.59%	3.34%	-4.38	-11.27	6.89
整车	宇通客车	52.76%	58.34%	-5.58%	1.87	-8.06	9.93
整车	金龙汽车	77.64%	78.96%	-1.32%	-0.35	5.72	-6.07
整车	中通客车	76.51%	77.56%	-1.05%	7.07	-4.04	11.11
动力电池	宁德时代	57.65%	40.80%	16.85%	57.02	6.70	50.32
动力电池	国轩高科	61.34%	54.61%	6.72%	-1.84	-1.99	0.15
动力电池	澳洋顺昌	61.04%	46.05%	14.98%	10.81	0.71	10.11
动力电池	亿纬锂能	47.05%	62.70%	-15.64%	7.50	0.55	6.95
动力电池	智慧能源	70.43%	68.81%	1.62%	7.43	-4.29	11.71
动力电池	坚瑞沃能	110.85%	90.20%	20.65%	-0.03	0.04	-0.07
电机电控	蓝海华腾	33.50%	33.48%	0.02%	-742.03	-158.09	-583.94
电机电控	英搏尔	32.70%	29.40%	3.30%	24.59	18.07	6.51
电机电控	方正电机	27.50%	23.21%	4.29%	3.01	-12.64	15.65
电机电控	大洋电机	52.20%	43.89%	8.31%	3.11	4.25	-1.14
电机电控	正海磁材	27.40%	27.28%	0.12%	-31.81	101.16	-132.97
正极材料	当升科技	22.06%	34.14%	-12.08%	30.99	20.24	10.75
正极材料/负极材料	杉杉股份	45.22%	52.79%	-7.57%	-4.21	-3.62	-0.59
正极材料	杉杉能源	28.03%	69.70%	-41.67%	0.00	-3.59	3.59
隔膜	星源材质	61.61%	47.38%	14.24%	5.32	11.10	-5.78
隔膜	沧州明珠	33.05%	30.95%	2.10%	7.66	-2.59	10.25
电解液	新宙邦	31.92%	34.33%	-2.41%	27.51	18.22	9.29
电解液/六氟磷酸锂	天赐材料	45.66%	32.20%	13.46%	-1.75	-22.21	20.46
六氟磷酸锂	多氟多	52.65%	56.35%	-3.70%	-4.87	-2.68	-2.19

负极材料	贝特瑞	51.52%	53.87%	-2.35%	9.34	-2.76	12.10
负极材料	璞泰来	58.36%	45.10%	13.25%	3.91	-3.73	7.64
上游资源	天齐锂业	74.50%	39.57%	34.93%	0.94	17.43	-16.49
上游资源	赣锋锂业	44.03%	47.61%	-3.58%	2.03	-0.94	2.97
上游资源	华友钴业	55.88%	64.17%	-8.30%	5.47	0.45	5.03
上游资源	寒锐钴业	48.89%	48.39%	0.50%	28.00	-8.18	36.18
上游资源	洛阳钼业	51.87%	52.55%	-0.68%	2.85	7.77	-4.93

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

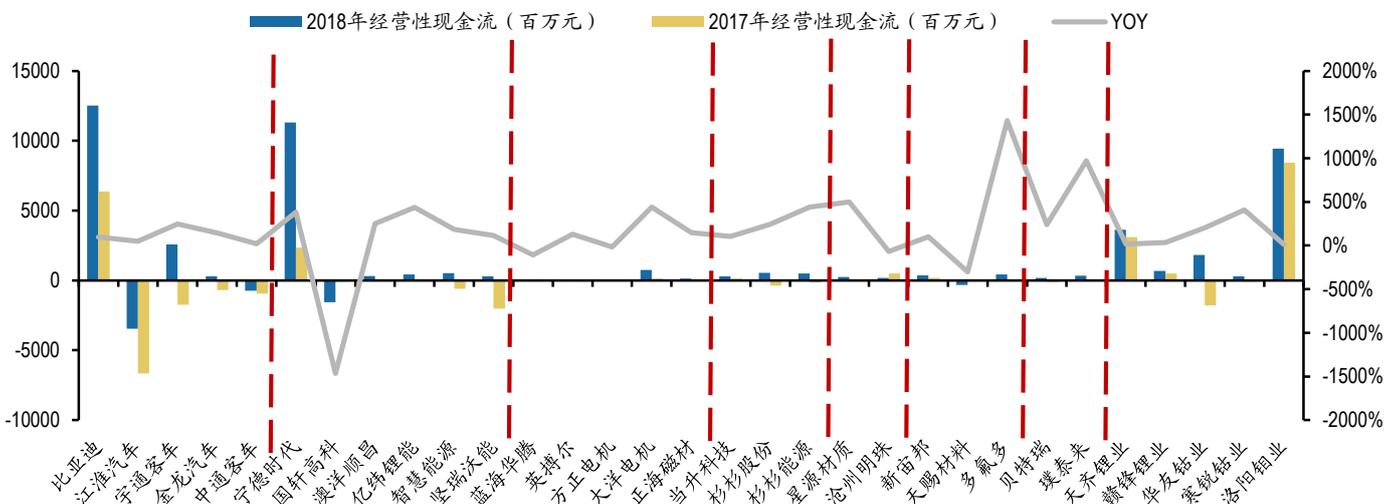
新能源汽车产业链经营性现金流向电池龙头集中。不同于2018年向各环节龙头企业集中,在2019年上半年受到补贴政策影响,企业间经营性现金流进一步分化,全产业链合计122.06亿元,动力电池龙头宁德时代为72.76亿元。

图17: 新能源汽车产业链2019年上半年经营性现金流及其增速(百万元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图18: 新能源汽车产业链2018年经营性现金流及其增速(百万元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 6: 新能源汽车产业链 2019 年上半年经营性现金流

行业	公司	2019 年上半年	2018 年上半年	同比增速	2019 年二季度	2019 年一季度	环比增速
		经营性现金流 (百万元)	经营性现金流 (百万元)		经营性现金流 (百万元)	经营性现金流 (百万元)	
整车	比亚迪	-2064.50	-1606.58	-28.50%	-2472.39	407.88	-706.15%
整车	江淮汽车	-1068.94	-2624.23	59.27%	-1097.50	28.56	-3943.37%
整车	宇通客车	207.27	-1187.22	117.46%	1965.33	-1758.06	211.79%
整车	金龙汽车	-31.42	534.04	-105.88%	59.82	-91.24	165.56%
整车	中通客车	808.22	-304.11	365.77%	535.62	272.60	96.49%
动力电池	宁德时代	7276.30	1058.33	587.53%	2299.45	4976.85	-53.80%
动力电池	国轩高科	-260.84	-138.77	-87.96%	-57.32	-203.51	71.83%
动力电池	澳洋顺昌	595.00	24.14	2364.90%	198.09	396.91	-50.09%
动力电池	亿纬锂能	481.01	22.00	2086.58%	300.92	180.10	67.09%
动力电池	智慧能源	1156.14	-600.02	292.68%	421.02	735.11	-42.73%
动力电池	坚瑞沃能	-9.18	8.97	-202.33%	-7.23	-1.95	-270.77%
电机电控	蓝海华腾	-69.52	-96.57	28.02%	-64.20	-5.32	-1107.11%
电机电控	英搏尔	127.51	25.12	407.68%	52.05	75.46	-31.02%
电机电控	方正电机	22.51	-80.38	128.01%	5.54	16.97	-67.36%
电机电控	大洋电机	163.78	279.32	-41.36%	-168.88	332.66	-150.77%
电机电控	正海磁材	-42.09	101.91	-141.30%	37.30	-79.39	146.98%
正极材料	当升科技	107.06	145.92	-26.63%	41.48	65.59	-36.76%
正极材料/负极材料	杉杉股份	-618.51	-527.42	-17.27%	-205.00	-413.51	50.42%
正极材料	杉杉能源	-267.62	-221.61	-20.76%	-	-	-
隔膜	星源材质	99.98	167.05	-40.15%	76.16	23.83	219.64%
隔膜	沧州明珠	216.10	-22.71	1051.72%	206.49	9.61	2049.51%
电解液	新宙邦	352.70	163.08	116.27%	201.51	151.19	33.28%
电解液/六氟磷酸锂	天赐材料	-45.66	-273.49	83.31%	-126.72	81.06	-256.33%
六氟磷酸锂	多氟多	-267.37	-160.17	-66.93%	-173.44	-93.93	-84.66%
负极材料	贝特瑞	396.39	-85.06	565.99%	247.03	149.35	65.40%
负极材料	璞泰来	196.55	-74.32	364.45%	323.60	-127.05	354.70%
上游资源	天齐锂业	944.90	1808.45	-47.75%	490.14	454.77	7.78%
上游资源	赣锋锂业	194.39	-33.02	688.74%	-39.34	233.73	-116.83%
上游资源	华友钴业	1102.04	114.57	861.87%	1046.09	55.95	1769.81%
上游资源	寒锐钴业	274.30	-108.04	353.89%	-23.44	297.75	-107.87%
上游资源	洛阳钼业	2229.81	5411.71	-58.80%	1753.45	476.37	268.09%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

五、经营效率: 电池龙头遥遥领先

总资产周转率反映企业的资产经营效率, 其主要由固定资产周转率、存货周转率、应收账款周转率等决定。

(1) 固定资产周转率: 2019年上半年抢装行情带动整车及电池龙头企业固定资产周转率改善幅度最大, 包括比亚迪 (YOY+0.18)、江淮汽车 (YOY+0.14)、

宇通客车 (YOY+0.18)、中通客车 (YOY+0.84)、宁德时代 (YOY+0.49) 等, 而上游资源企业由于产品价格下跌, 固定资产周转率呈现较大压力。

(2) 存货周转率: 2019年上半年全产业链存货周转率承压, 从下游整车至上游资源均呈现一定程度下降。

(3) 应收账款周转率: 上半年随着新能源汽车补贴款的陆续发放, 整车环节应收账款周转率提升, 同时宁德时代 (YOY+1.60) 遥遥领先于产业链, 反映其议价能力提升。

表 7: 新能源汽车产业链 2019 年上半年固定资产/存货/应收账款周转率对比

行业	公司	固定资产周转率	同比变化	存货周转率	同比变化	应收账款周转率	同比变化
整车	比亚迪	1.40	0.18	1.90	-0.13	1.24	0.25
整车	江淮汽车	2.10	0.14	11.72	-0.07	4.98	-1.40
整车	宇通客车	3.26	0.18	2.32	-0.64	0.76	0.04
整车	金龙汽车	4.16	-0.91	3.98	-1.23	0.63	-0.06
整车	中通客车	2.92	0.84	5.82	-0.42	0.49	0.11
动力电池	宁德时代	1.53	0.49	1.70	0.16	2.81	1.60
动力电池	国轩高科	0.78	-0.01	1.09	-0.02	0.62	0.03
动力电池	澳洋顺昌	0.69	-0.31	1.57	-0.29	2.01	0.23
动力电池	亿纬锂能	1.01	-0.04	1.62	0.24	1.34	0.10
动力电池	智慧能源	2.34	-1.35	2.35	0.02	1.52	-0.13
动力电池	坚瑞沃能	0.10	-0.95	0.07	-0.67	0.03	-0.35
电机电控	蓝海华腾	2.40	-1.68	0.56	-0.20	0.48	-0.11
电机电控	英搏尔	0.65	-1.18	0.71	-0.79	0.70	-0.69
电机电控	方正电机	1.12	-0.10	1.30	0.12	1.08	0.02
电机电控	大洋电机	2.02	0.15	2.04	0.17	1.71	-0.01
电机电控	正海磁材	1.49	0.00	1.09	-0.14	1.40	0.08
正极材料	当升科技	3.02	-0.56	4.48	-0.57	1.43	-0.36
正极材料/负极材料	杉杉股份	1.13	-0.37	1.57	0.34	1.49	0.00
正极材料	杉杉能源	2.04	-1.65	2.52	1.15	1.61	-0.31
隔膜	星源材质	0.46	0.08	1.38	-0.78	0.91	-0.34
隔膜	沧州明珠	0.95	-0.32	2.34	-0.62	1.63	-0.09
电解液	新宙邦	1.23	-0.27	1.92	-0.33	1.32	-0.11
电解液/六氟磷酸锂	天赐材料	0.91	-0.25	1.18	-0.62	1.53	0.19
六氟磷酸锂	多氟多	1.09	0.06	1.62	0.38	1.53	-0.16
负极材料	贝特瑞	1.16	0.03	1.38	0.00	1.50	0.29
负极材料	璞泰来	2.41	-0.21	0.75	0.08	1.96	0.23
上游资源	天齐锂业	1.56	-0.75	1.57	-0.37	4.64	-4.81
上游资源	赣锋锂业	1.67	-1.26	1.09	-0.10	2.75	-1.31
上游资源	华友钴业	1.97	0.17	1.69	0.94	10.54	5.20
上游资源	寒锐钴业	3.59	-2.83	0.72	0.15	3.35	-2.53
上游资源	洛阳钼业	0.42	-0.17	1.15	-0.20	8.08	1.74

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

六、投资建议：技术优势奠定市场地位

在2013-2018年特斯拉引领的豪华车平价周期过程中，全球范围纯电动汽车性能大幅提升，从续航到循环、成本等多维度技术创新开启了2019年下半年由中国市场主导的运营车平价周期，从而为2022年以后的私家车平价迈出坚实一步，建议关注在平价趋势下通过技术创新提升市占率的新能源汽车产业链相关企业，如宁德时代、比亚迪（A）/比亚迪股份（H）、璞泰来、当升科技等。

七、风险提示

（1）新能源汽车销量不及预期

相对于传统燃油车，新能源汽车仍然属于新生事物，考虑产品稳定性、使用便利性等因素，对消费者接受度仍然较低，因而带来新能源汽车销量增长的不确定性。

（2）中游价格下跌超预期

在补贴标准下降过程中，新能源汽车全产业链价格都承受一定压力，其中中游动力电池及电池材料如果面临供过于求带来的价格超预期下跌，将影响行业盈利水平。

广发电力设备和新能源小组

- 陈子坤**：首席分析师，5年政府相关协会工作经验，8年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心，2013年-2014年新财富有色行业第1名团队主要成员，2015年环保行业第1名团队主要成员，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名。
- 华鹏伟**：联席首席分析师，南开大学管理学硕士，5年证券行业研究经验，4年新能源实业工作经验。2015年新财富电力设备与新能源行业第4名团队主要成员，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名。
- 王理廷**：CFA，资深分析师，8年证券从业经验，先后任职中投证券研究总部、宝盈基金研究部，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名核心成员。
- 纪成炜**：资深分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。
- 张秀俊**：资深分析师，清华大学工学硕士，6年国家电网产业公司工作经验，2017年加入广发证券发展研究中心，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。
- 李蒙**：高级分析师，北京大学计算机技术硕士，中央财经大学经济学学士，2017年加入广发证券发展研究中心，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。