

## 海外电动化加速，欧洲市场值得期待

——2019年三季度报总结与投资策略专题

强于大市（首次）

日期：2019年11月20日

### 行业核心观点：

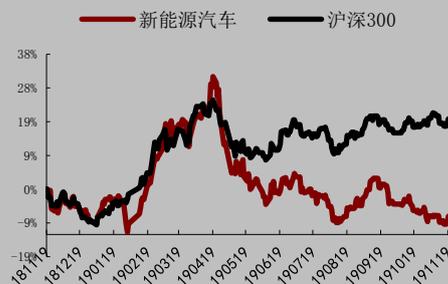
1-10月我国新能源汽车生产91.6万辆，同比增长14%；动力电池装机量46.38GWh，同比增长34%。国内补贴退坡对行业影响较大，新能源汽车销售7-10月连续同比下降，产业链整体承压。德国政府近日宣布提高电动车补贴，世界整车巨头大众发布新五年规划，25年电动车将占比20%以上，一系列利好政策有望引爆海外市场，我们认为明年欧洲新能源汽车市场值得关注。建议关注海外电动车产业链相关龙头公司。国内动力电池厂商格局越来越清晰，建议积极拥抱龙头。

### 投资要点：

- **行业整体净利润下滑，上游板块承压较大。**选取板块29支股票样本，2019Q3全行业营业收入2561.83亿元，同比增长19.18%，归母净利润137.10亿元，同比下降7.39%。锂电池设备板块营业收入53.18亿元，同比增长12.83%，归母净利润9.18亿元，同比增长12.01%；锂盐板块营业收入108.12亿元，同比下降0.18%，归母净利润5.52亿元，同比下降80.95%；正极、负极、电解液、隔膜板块营业收入分别为225.65/67.41/66.10/26.22亿元，同比分别-1.06%/+39.39%/+15.59%/+28.19%，归母净利润分别为12.91/8.91/4.27/8.27亿元，同比分别-34.93%/+26.45%/-49.71%/+65.03%。动力电池板块营业收入628.19亿元，同比增长52.78%，实现归母净利润59.74亿元，同比增长45.17%；整车商营业收入1369.96亿元，同比增长12.72%，实现归母净利润26.85亿元，同比下降7.39%。
- **大部分细分板块归母净利润率出现下滑，费用率涨跌掺半。**锂电池设备/锂盐/正极/负极/电解液/动力电池/整车商归母净利润率同比分别下跌0.13/21.64/2.98/1.35/8.39/0.50/0.42pct，多数归母净利润率下滑的主要原因一是下游不景气导致部分板块毛利率有所下滑；二是多数板块费用率小幅攀升。
- **多数板块分化现象严重，头部效应较为明显。**补贴下滑加剧了行业竞争，洗牌加速，头部企业由于具备技术和规模优势，市场份额进一步提高，板块利润进一步向头部企业集中。2019年三季度，正极板块中的格林美占板块总利润的51.78%；电解液板块的新宙邦占板块总利润的66.17%；锂电设备板块的先导智能占板块总利润的78.63%；动力电池板块的宁德时代连续4个月市场占有率超过50%，占板块总利润的51.32%。

**风险因素：**国内相关政策风险；海外补贴释放不及预期；海外市场增速不及预期。

### 新能源汽车行业相对沪深300指数



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年11月19日

### 相关研究

**分析师：王思敏**

执业证书编号：S0270518060001

电话：010-56508505

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

**研究助理：江维**

电话：010-56508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

## 目录

|  |    |
|--|----|
| 1、业绩出现下滑，新能源汽车行业继续筑底.....                    | 4  |
| 1.1 全行业营业收入小幅增长，净利润同比出现下滑.....               | 4  |
| 1.2 整车商毛利率下滑，上游产业承压.....                     | 6  |
| 1.3 行业头部效应日趋明显，部分板块内部分化严重.....               | 7  |
| 1.4 经营性现金流快速增长，主要因为动力电池集中度大幅提升.....          | 8  |
| 1.5 新能源汽车各板块对比分析.....                        | 10 |
| 2. 投资建议：行业进入低迷期，各板块龙头机会较大.....               | 10 |
| 2.1 补贴大幅退坡，行业短期承压.....                       | 10 |
| 2.1.1 下游销量同比下滑，旺季数据不容乐观.....                 | 10 |
| 2.1.2 四大原材料价格持续下跌，上游企业利润缩水.....              | 11 |
| 2.2 德国提高电动车补贴，开启全球电动化浪潮.....                 | 13 |
| 2.2.1 欧洲市场空间打开，有望接棒国内市场.....                 | 13 |
| 2.2.2 海外车企电动化加速，关注海外供应商相关标的.....             | 15 |
| 2.3 整车商预计承压，把握上游各板块龙头机会.....                 | 16 |
| 2.3.1 动力电池不改三元趋势，龙头宁德时代强者恒强.....             | 16 |
| 2.3.2 动力电池原材料承压，谨慎选择格局清晰的板块.....             | 17 |
| 2.3.3 动力电池厂扩产在即，锂电设备行业值得关注.....              | 17 |
| 3. 风险提示.....                                 | 17 |
| 图表 1：新能源汽车各细分行业标的选取.....                     | 4  |
| 图表 2：新能源汽车板块 2019 年前三季度收入和归母净利润情况.....       | 4  |
| 图表 3：新能源汽车板块 2019Q3 收入和归母净利润情况.....          | 5  |
| 图表 4：新能源汽车板块 2019Q3 整体情况.....                | 5  |
| 图表 5：新能源汽车板块 2019 年前三季度及 2019Q3 毛利率情况.....   | 6  |
| 图表 6：最近一年锂盐价格走势（万元/吨）.....                   | 6  |
| 图表 7：新能源汽车板块 2019 前三季度及 2019Q3 归母净利率情况.....  | 7  |
| 图表 8：新能源汽车板块 2019 前三季度及 2019Q3 费用率情况.....    | 8  |
| 图表 9：新能源汽车板块 2018、2019 年前三季度现金流量情况.....      | 8  |
| 图表 10：新能源汽车板块上市公司资产负债率.....                  | 8  |
| 图表 11：新能源汽车板块收入和净利润变动情况分析表.....              | 9  |
| 图表 12：2017-2019 年月度新能源汽车销量（万辆）.....          | 11 |
| 图表 13：2017-2019 年月度动力电池装机量（GWh）.....         | 11 |
| 图表 14：一年内锂电正极材料价格走势（万元/吨）.....               | 12 |
| 图表 15：一年内锂电负极材料价格走势（万元/吨）.....               | 12 |
| 图表 16：一年内电解液材料价格走势（万元/吨）.....                | 12 |
| 图表 17：一年内锂电隔膜材料价格走势（元/m <sup>2</sup> ）.....  | 12 |
| 图表 18：2018 和 2019 年前三季度四大原材料板块归母净利润（亿元）..... | 12 |
| 图表 19：2014-2018 年欧盟 28 国新能源汽车市场份额.....       | 13 |
| 图表 20：2014-2018 年欧盟 28 国新能源汽车销量.....         | 14 |
| 图表 21：欧盟各国新能源汽车车补贴情况.....                    | 14 |
| 图表 22：补贴地区示意图.....                           | 14 |
| 图表 23：2014-2018 年欧盟 28 国新能源汽车市场份额.....       | 15 |
| 图表 24：欧盟新能源汽车最高补贴前十名（欧元/辆）.....              | 15 |

图表 25: 2019 年 1-10 月新能源汽车各电池类型装机量 (GWh) ..... 16  
图表 26: 2019 年 1-10 月动力电池 TOP10 企业装机量 (GWh) ..... 16

万联证券

## 1、业绩出现下滑，新能源汽车行业继续筑底

为了深入了解整个新能源汽车产业链各细分板块的经营情况，我们将新能源汽车行业分为整车商、动力电池、电池结构件、正极、负极、电解液、隔膜、锂电池设备和锂盐 9 个板块。选取 29 家上市公司，包含 4 家整车商；5 家动力电池制造商；1 家电池结构件企业；4 家正极企业；2 家负极企业，其中有 1 家在新三板上市；3 家电解液企业；2 家隔膜企业；4 家锂电池设备企业；4 家锂盐企业。

### 1.1 全行业营业收入小幅增长，净利润同比出现下滑

2019 年前三季度全行业实现营业收入 2561.83 亿元，同比增长 19.18%，实现归属于母公司股东的净利润 137.10 亿元，同比下降 7.39%。新能源汽车板块营收增长主要原因系动力电池制造商中的宁德时代营业收入大幅增长。经过统计，2019 年前三季度营业收入同比下降的公司有 4 家，占比 13.33%；增幅为 0~30% 的公司有 17 家，占比 56.67%；增幅为 30% 以上的公司有 9 家，占比 30.00%，分别是北汽蓝谷、宁德时代、璞泰来、亿纬锂能、容百科技、中通客车、鹏辉能源、欣旺达和天赐材料，涵盖了整车商、动力电池制造商、正极、负极和电解液供应商。

2019 年前三季度归母净利润同比下降的公司有 11 家；2018、2019 年前三季度连续亏损的有 1 家是锂盐板块的西藏矿业；2019 年前三季度出现亏损的有 1 家是整车商板块的北汽蓝谷；增幅在 0~30% 之间的公司有 11 家；增幅为 30% 以上的公司有 6 家，分别是科达利、亿纬锂能、恩捷股份、中通汽车、贝特瑞和宁德时代。

图表1：新能源汽车各细分行业标的选取

| 细分行业  | 股票名称 | 代码        | 细分行业  | 股票名称 | 代码        |
|-------|------|-----------|-------|------|-----------|
| 锂电池设备 | 金银河  | 300619.SZ | 动力电池  | 宁德时代 | 300750.SZ |
|       | 先导智能 | 300450.SZ |       | 国轩高科 | 002074.SZ |
|       | 赢合科技 | 300457.SZ |       | 亿纬锂能 | 300014.SZ |
|       | 星云股份 | 300648.SZ |       | 欣旺达  | 300207.SZ |
| 隔膜    | 星源材质 | 300568.SZ |       | 鹏辉能源 | 300438.SZ |
|       | 恩捷股份 | 002812.SZ |       |      |           |
| 负极    | 璞泰来  | 603659.SH | 电池结构件 | 科达利  | 002850.SZ |
|       | 贝特瑞  | 835185.OC | 正极材料  | 杉杉股份 | 600884.SH |
| 电解液   | 天赐材料 | 002709.SZ |       | 当升科技 | 300073.SZ |
|       | 新宙邦  | 300037.SZ |       | 格林美  | 002340.SZ |
|       | 多氟多  | 002407.SZ |       | 容百科技 | 688005.SH |
| 锂盐    | 赣锋锂业 | 002460.SZ | 整车商   | 宇通客车 | 600066.SH |
|       | 天齐锂业 | 002466.SZ |       | 中通客车 | 000957.SZ |
|       | 雅化集团 | 002497.SZ |       | 比亚迪  | 002594.SZ |
|       | 西藏矿业 | 000762.SZ |       | 北汽蓝谷 | 600733.SH |
| 合计    |      |           | 30    |      |           |

资料来源：wind，万联证券研究所

图表2：新能源汽车板块2019年前三季度收入和归母净利润情况

| 板块      | 营业收入 (亿元) | 同比增速 (%) | 归母净利润 (亿元) | 同比增速 (%) |
|---------|-----------|----------|------------|----------|
| 新能源汽车板块 | 2561.83   | 20.44%   | 137.10     | -7.39%   |
| 锂电池设备   | 53.18     | 12.83%   | 9.18       | 12.01%   |

|       |         |        |       |         |
|-------|---------|--------|-------|---------|
| 锂盐    | 108.12  | -0.18% | 5.52  | -80.95% |
| 正极    | 225.65  | -1.06% | 12.91 | -34.93% |
| 负极    | 67.41   | 39.39% | 8.91  | 26.45%  |
| 电解液   | 66.10   | 15.59% | 4.27  | -49.71% |
| 隔膜    | 26.22   | 28.19% | 8.27  | 65.03%  |
| 电池结构件 | 17.00   | 26.34% | 1.47  | 234.74% |
| 动力电池  | 628.19  | 52.78% | 59.74 | 45.17%  |
| 整车商   | 1369.96 | 12.72% | 26.85 | -7.13%  |

资料来源: wind, 万联证券研究所

单看第三季度, 全行业实现营业收入 929.20 亿元, 同比增长 2.90%, 环比增长 5.15%; 实现归母净利润 45.73 亿元, 同比下降 30.06%, 环比下降 3.19%。其中锂电池设备板块实现收入 19.81 亿元, 同比增长 6.92%, 归母净利润为 3.08 亿元, 同比增长 10.45%; 锂盐板块收入 36.11 亿元, 同比增长 0%, 归母净利润-0.51 亿元, 同比下降 108.04%; 正极板块实现收入 78.08 亿元, 同比增长 6.46%, 归母净利润 3.67 亿元, 同比下降 56.58%, 主要原因系锂电池正极相关产品价格持续下滑; 负极板块实现收入 25.09 亿元, 同比增长 30.37%, 归母净利润 3.84 亿元, 同比增长 17.66%; 电解液板块实现收入 23.82 亿元, 同比增长 13.69%, 归母净利润 1.59 亿元, 同比增长 5.02%; 隔膜板块实现收入 8.91 亿元, 同比下降 26.75%, 归母净利润 2.67 亿元, 同比下降 12.95%; 电池结构件板块实现收入 5.27 亿元, 同比下降 3.43%, 归母净利润 0.66 亿元, 同比增长 209.29%; 动力电池板块实现收入 241.16 亿元, 同比增长 28.59%, 归母净利润 26.54 亿元, 同比增长 20.47%; 整车商实现收入 490.96 亿元, 同比下降 7.32%, 归母净利润 4.19 亿元, 同比下降 76.35%, 主要原因系北汽蓝谷三季度出现 3.65 亿元亏损。

图表3: 新能源汽车板块2019Q3收入和归母净利润情况

| 板块      | 营业收入 (亿元) | 同比增速 (%) | 归母净利润 (亿元) | 同比增速 (%) |
|---------|-----------|----------|------------|----------|
| 新能源汽车板块 | 929.20    | 2.90%    | 45.73      | -30.06%  |
| 锂电池设备   | 19.81     | 6.92%    | 3.08       | 10.45%   |
| 锂盐      | 36.11     | 0.00%    | -0.51      | -108.04% |
| 正极      | 78.08     | 6.46%    | 3.67       | -56.58%  |
| 负极      | 25.09     | 30.37%   | 3.84       | 17.66%   |
| 电解液     | 23.82     | 13.69%   | 1.59       | 5.02%    |
| 隔膜      | 8.91      | -26.75%  | 2.67       | -12.95%  |
| 电池结构件   | 5.27      | -3.43%   | 0.66       | 209.29%  |
| 动力电池    | 241.16    | 28.59%   | 26.54      | 20.47%   |
| 整车商     | 490.96    | -7.32%   | 4.19       | -76.35%  |

资料来源: wind, 万联证券研究所

在被统计的 30 家上市公司中, 2019Q3 收入同比下降的公司有 8 家; 增幅为 0~30% 的公司有 13 家, 增长幅度在 30% 以上的公司 8 家。2019Q3 归母净利润同比下降的公司有 9 家; 增幅为 0~30% 的公司有 8 家; 增幅在 30% 以上的公司有 7 家; 亏损的公司有 5 家。

图表4: 新能源汽车板块2019Q3整体情况

| 公司数量 (家)      | 收入增速 | 归母净利润增速 |
|---------------|------|---------|
| 同比负增长         | 8    | 9       |
| 同比增长幅度在 0~30% | 13   | 8       |
| 同比增长幅度在 30%以上 | 8    | 7       |
| 亏损            |      | 5       |
| 扭亏            |      |         |
| 合计            | 29   | 29      |

资料来源: wind, 万联证券研究所

## 1.2 整车商毛利率下滑, 上游产业承压

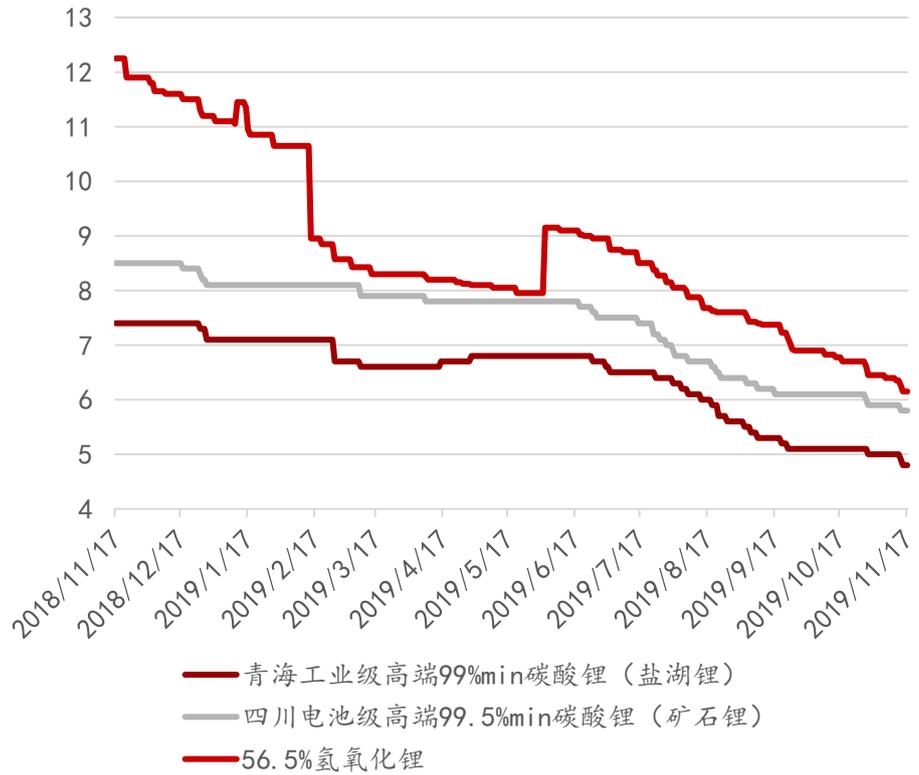
新能源汽车补贴的退坡对产业造成较大影响, 整车商毛利率 Q2 同比下降 0.72pct, Q3 同比下降 4.12pct。动力电池板块 2019 年前三季度毛利率同比上涨 0.49pct, 动力电池板块的整体盈利能力受补贴影响较小, 但上游供应商承压较大。2019 年前三季度动力电池四大原材料板块毛利率多数下滑, 正极/负极/电解液板块毛利率分别同比下降 0.53/1.28/0.77pct, 尽管隔膜板块前三季度毛利率同比增长 1.72pct, 但 Q3 单季大幅下滑 5.6pct。锂盐板块整体毛利率明显下降, 由于锂盐价格持续下跌, 2019 年前三季度毛利率同比下降 14.11pct, Q1/Q2/Q3 同比分别下滑 17.91/13.36/11.37pct。受益于动力电池制造商的大幅扩产以及行业集中度提升, 锂电池设备板块毛利率有较大提升, 2019 年前三季度同比增长 4.31pct。新能源汽车补贴的大幅退坡使得行业多数板块盈利水平大幅下滑, 但从产业链各个环节来看, 仍存在结构性的机会。预计未来行业集中度较高的板块将拥有较大优势, 相关头部企业有望进一步提升市场地位, 提高盈利能力。

图表5: 新能源汽车板块2019年前三季度及2019Q3毛利率情况

| 毛利率   | 2019 前<br>三季度 | 2018 前<br>三季度 | 同比      | 19Q1   | Q1 同比   | 19Q2   | Q2 同比   | 19Q3   | Q3 同比   |
|-------|---------------|---------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 锂电池设备 | 40.26%        | 35.95%        | 4.31%   | 41.42% | 1.94%   | 40.57% | 5.63%   | 39.08% | 4.51%   |
| 锂盐    | 36.37%        | 50.48%        | -14.11% | 38.09% | -17.91% | 38.55% | -13.36% | 32.46% | -11.37% |
| 正极    | 18.89%        | 19.42%        | -0.53%  | 18.25% | -2.07%  | 19.43% | -0.51%  | 18.93% | 0.95%   |
| 负极    | 29.64%        | 30.92%        | -1.28%  | 28.01% | -4.47%  | 29.78% | 0.57%   | 30.83% | -0.66%  |
| 电解液   | 26.58%        | 27.35%        | -0.77%  | 27.96% | -3.05%  | 25.30% | -1.10%  | 26.71% | 1.54%   |
| 隔膜    | 45.47%        | 43.75%        | 1.72%   | 46.61% | 10.80%  | 44.92% | 13.27%  | 44.98% | -5.60%  |
| 电池结构件 | 25.68%        | 16.76%        | 8.93%   | 18.97% | 2.05%   | 28.01% | 13.71%  | 28.81% | 10.33%  |
| 动力电池  | 25.23%        | 24.74%        | 0.49%   | 24.99% | 0.58%   | 25.08% | 0.52%   | 25.54% | 0.50%   |
| 整车商   | 15.71%        | 17.13%        | -1.43%  | 19.08% | 1.20%   | 15.30% | -0.72%  | 13.39% | -4.12%  |

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表6: 最近一年锂盐价格走势 (万元/吨)



资料来源：百川资讯，万联证券研究所

### 1.3 行业头部效应日趋明显，部分板块内部分化严重

2019 前三季度新能源汽车多数板块归母净利率同比出现下滑，其中锂盐板块跌幅最大，同比下降 21.64pct，跌幅最小的是锂电池设备板块，同比下降 0.13pct。仅有隔膜板块（同比+7.04pct）和电池结构件（同比+5.37pct）归母净利率出现增长，其中由于电池结构件板块仅有 1 家企业，结果不具有普遍性。由于锂盐价格持续下跌，锂盐板块整体前三季度归母净利率较去年同期均有较大下滑。由于行业集中度较低，正极板块竞争比较激烈，板块归母净利率前三季度同比下降 2.98pct。负极、电解液和隔膜板块内部均存在一定分化，其中贝特瑞和恩捷股份 19 年前三季度归母净利率出现较大幅度增长，同比分别增长 57.03%和 95.80%，而天赐材料和多氟多下滑较多，同比分别下降 80.95%和 42.06%。动力电池制造商和整车商分化比较严重，2019 年前三季度宁德时代和亿纬锂能归母净利润同比增长 45.65%和 205.94%而国轩高科同比下降 12.25%；中通客车归母净利润同比增长 64.37%而北汽蓝谷大幅下滑 303.55%。

图表7：新能源汽车板块2019前三季度及2019Q3归母净利率情况

| 归母净利率 | 2019 前<br>三季度 | 2018 前<br>三季度 | 同比      | 19Q1   | Q1 同比   | 19Q2   | Q2 同比   | 19Q3   | Q3 同比   |
|-------|---------------|---------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 锂电池设备 | 17.26%        | 17.38%        | -0.13%  | 17.95% | -2.09%  | 18.51% | 0.46%   | 15.57% | 0.50%   |
| 锂盐    | 5.10%         | 26.74%        | -21.64% | 11.73% | -19.57% | 5.41%  | -25.95% | -1.41% | -18.98% |
| 正极    | 5.72%         | 8.70%         | -2.98%  | 4.64%  | -1.71%  | 7.73%  | -0.40%  | 4.70%  | -6.82%  |
| 负极    | 13.22%        | 14.57%        | -1.35%  | 12.28% | -2.06%  | 11.71% | -0.36%  | 15.30% | -1.65%  |
| 电解液   | 6.46%         | 14.85%        | -8.39%  | 6.88%  | -24.14% | 5.88%  | -2.51%  | 6.68%  | -0.55%  |
| 隔膜    | 31.56%        | 24.51%        | 7.04%   | 35.26% | 7.76%   | 29.81% | 10.27%  | 29.94% | 4.75%   |
| 电池结构件 | 8.62%         | 3.25%         | 5.37%   | 4.68%  | -1.03%  | 8.37%  | 8.35%   | 12.58% | 8.65%   |
| 动力电池  | 9.51%         | 10.01%        | -0.50%  | 8.99%  | 0.06%   | 8.21%  | -0.06%  | 11.00% | -0.74%  |

整车商 1.96% 2.38% -0.42% 2.77% 1.46% 2.42% 0.53% 0.85% -2.49%

资料来源: wind, 万联证券研究所

前三季度多数板块费用率窄幅波动。锂盐/锂电池设备/正极/隔膜费用率同比分别上涨 13.57/1.06/0.73/0.35pct, 锂盐板块的费用率上涨较多, 主要是因为行业整体营收与去年基本持平。负极/电解液/隔膜/电池结构件/动力电池/整车商同比分别下降 0.06/0.65/0.29/0.31/0.84pct。

图表8: 新能源汽车板块2019前三季度及2019Q3费用率情况

| 费用率   | 2019 前三季度 | 2018 前三季度 | 同比     | 19Q1   | Q1 同比  | 19Q2   | Q2 同比  | 19Q3   | Q3 同比  |
|-------|-----------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 锂电池设备 | 11.17%    | 10.11%    | 1.06%  | 13.01% | -3.48% | 10.67% | -4.71% | 10.23% | -1.11% |
| 锂盐    | 25.14%    | 11.57%    | 13.57% | 24.26% | 13.55% | 23.70% | 11.14% | 27.49% | 14.48% |
| 正极    | 9.00%     | 8.27%     | 0.73%  | 9.51%  | -2.99% | 8.28%  | -3.07% | 9.27%  | 0.98%  |
| 负极    | 8.41%     | 8.47%     | -0.06% | 8.22%  | -6.71% | 9.20%  | 1.08%  | 7.87%  | 0.16%  |
| 电解液   | 13.55%    | 14.20%    | -0.65% | 14.83% | -5.12% | 12.85% | -6.16% | 13.20% | -0.65% |
| 隔膜    | 10.35%    | 10.00%    | 0.35%  | 10.05% | -6.76% | 12.81% | -2.15% | 8.09%  | -0.52% |
| 电池结构件 | 8.40%     | 8.69%     | -0.29% | 8.89%  | -2.17% | 8.46%  | -5.72% | 7.88%  | 0.12%  |
| 动力电池  | 7.47%     | 7.78%     | -0.31% | 8.30%  | -7.73% | 6.86%  | -7.45% | 7.36%  | 1.31%  |
| 整车商   | 9.56%     | 10.41%    | -0.84% | 11.63% | -4.28% | 8.52%  | 0.25%  | 8.92%  | -1.08% |

资料来源: wind, 万联证券研究所

#### 1.4 经营性现金流快速增长, 主要因为动力电池集中度大幅提升

2019 年前三季度经营活动现金流净额为 156.67 亿元, 同比增长 84.38%, 主要原因系动力电池行业集中度提升, 行业销售量向头部标的企业集中, 如宁德时代前三季度出货量大幅增长。投资活动现金流量净额有所上升, 主要原因系整车商投资活动现金流流出较多, 但动力电池板块较去年同期投资活动现金流流出减少程度较大, 整个板块目前处于净流入状态, 行业筹资活动现金流整体较去年无明显变化。

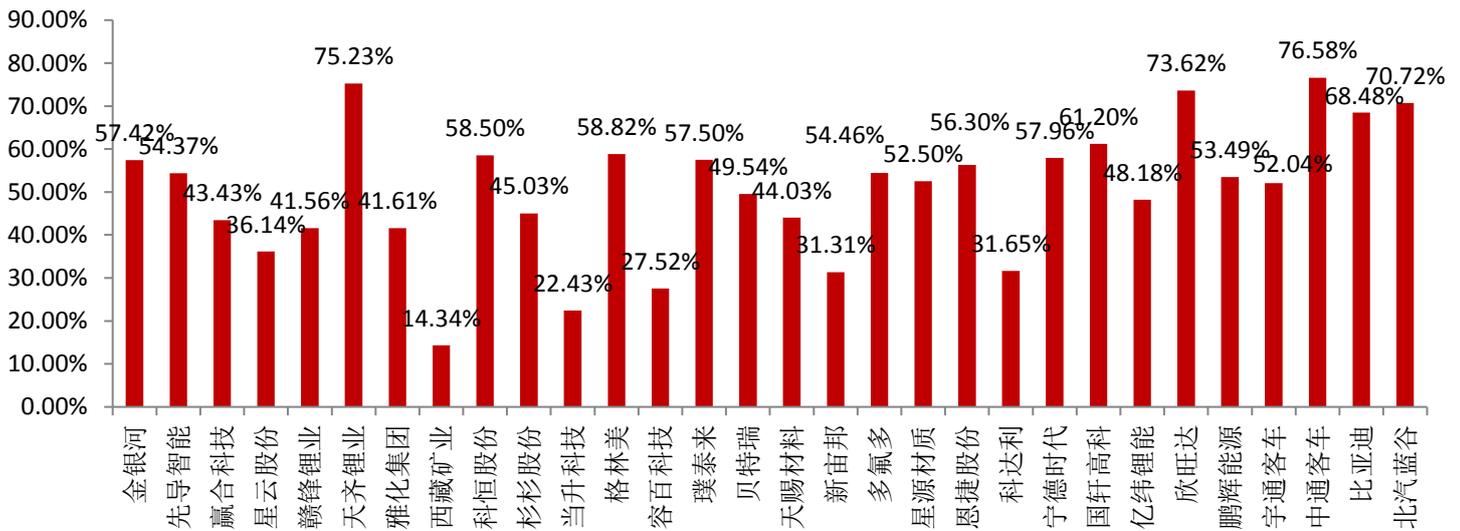
图表9: 新能源汽车板块2018、2019年前三季度现金流量情况

| 单位: 亿元     | 2019 前三季度 | 2018 前三季度 | 同比 (%)  |
|------------|-----------|-----------|---------|
| 经营活动现金流量净额 | 156.67    | 84.97     | 84.38%  |
| 投资活动现金流量净额 | -356.01   | -467.43   | -23.84% |
| 筹资活动现金流量净额 | 352.09    | 395.39    | -10.95% |

资料来源: wind, 万联证券研究所

整车商和动力电池板块负债率较高。2019 年前三季度全行业的平均资产负债率为 50.53%。其中整车商和动力电池板块的资产负债率较高, 整车商除宇通客车外, 其余均在 70%左右; 动力电池中除亿纬锂能和鹏辉能源外, 其他企业均处于较高水平。相比而言, 其他子板块的资产负债率差异较大, 较低者如西藏矿业、当升科技和容百科技, 资产负债率分别为 14.34%, 22.43%和 27.52%, 而最高者天齐锂业的资产负债率达到了 75.23%。

图表10: 新能源汽车板块上市公司资产负债率



资料来源: wind, 万联证券研究所, 数据截止日期为 2019-09-30

图表11: 新能源汽车板块收入和净利润变动情况分析表

| 新能源汽车板块      | 收入    |         |        |         |       |         | 净利润   |          |       |         |       |         |
|--------------|-------|---------|--------|---------|-------|---------|-------|----------|-------|---------|-------|---------|
|              | 19Q3  | Q3 同比   | 19H1   | 同比      | 19Q2  | Q2 同比   | 19Q3  | Q3 同比    | 19H1  | 同比      | 19Q2  | Q2 同比   |
| <b>锂电池设备</b> |       |         |        |         |       |         |       |          |       |         |       |         |
| 金银河          | 1.35  | -8.01%  | 3.23   | 17.34%  | 1.83  | 5.80%   | 0.09  | -23.96%  | 0.28  | 4.49%   | 0.24  | 4.72%   |
| 先导智能         | 13.55 | 7.93%   | 18.61  | 29.22%  | 10.18 | 29.83%  | 2.43  | 10.16%   | 3.93  | 20.16%  | 1.99  | 29.30%  |
| 赢合科技         | 3.88  | 3.60%   | 9.93   | 0.20%   | 5.36  | -11.57% | 0.52  | 42.44%   | 2.07  | 19.75%  | 1.28  | 15.28%  |
| 星云股份         | 1.03  | 35.44%  | 1.60   | 3.91%   | 0.94  | -11.58% | 0.05  | -44.12%  | 0.04  | -74.30% | 0.00  | -99.88% |
| 合计           | 19.81 | 6.92%   | 33.37  | 16.66%  | 18.30 | 9.67%   | 3.09  | 11.23%   | 6.33  | 16.50%  | 3.51  | 16.18%  |
| <b>锂盐</b>    |       |         |        |         |       |         |       |          |       |         |       |         |
| 赣锋锂业         | 13.88 | 10.02%  | 28.22  | 21.04%  | 14.93 | 16.45%  | 0.33  | -87.89%  | 2.96  | -64.67% | 0.43  | -91.02% |
| 天齐锂业         | 12.08 | -17.81% | 25.90  | -21.28% | 12.53 | -22.71% | 0.88  | -83.86%  | 5.32  | -65.91% | 2.44  | -68.16% |
| 雅化集团         | 7.93  | 4.96%   | 15.72  | 15.19%  | 9.23  | 14.52%  | -0.08 | -128.69% | 1.31  | -26.59% | 0.97  | -20.28% |
| 西藏矿业         | 2.23  | 78.55%  | 2.18   | -7.46%  | 1.64  | 13.48%  | -0.21 | -7.54%   | -0.09 | -74.15% | -0.05 | -52.82% |
| 总计           | 36.11 | 0.00%   | 72.01  | -0.27%  | 38.31 | -0.54%  | 0.92  | -88.79%  | 9.50  | -62.65% | 3.78  | -72.07% |
| <b>正极</b>    |       |         |        |         |       |         |       |          |       |         |       |         |
| 杉杉股份         | 20.73 | -0.99%  | 44.41  | 3.58%   | 24.09 | -2.63%  | 0.97  | -85.21%  | 2.89  | -46.15% | 2.23  | -37.29% |
| 当升科技         | 5.00  | -41.03% | 13.40  | -17.80% | 6.86  | -28.47% | 0.69  | -25.89%  | 1.51  | 33.94%  | 0.87  | 18.00%  |
| 格林美          | 36.29 | 13.26%  | 62.04  | -11.70% | 30.62 | -23.04% | 2.04  | 71.40%   | 4.31  | -3.40%  | 2.48  | -5.12%  |
| 容百科技         | 11.49 | 57.96%  | 19.49  | 45.12%  | 11.21 | 47.48%  | 0.44  | -1.21%   | 1.14  | 3.57%   | 0.85  | 16.87%  |
| 总计           | 78.08 | 6.46%   | 147.57 | -4.62%  | 77.20 | -11.76% | 4.09  | -55.81%  | 10.10 | -18.75% | 6.45  | -16.44% |
| <b>负极</b>    |       |         |        |         |       |         |       |          |       |         |       |         |
| 璞泰来          | 13.24 | 44.91%  | 21.77  | 58.04%  | 11.48 | 42.74%  | 2.07  | 20.65%   | 2.64  | 2.15%   | 1.34  | 3.47%   |
| 贝特瑞          | 11.85 | 17.23%  | 20.55  | 33.96%  | 10.43 | 13.35%  | 1.93  | 13.05%   | 2.80  | 92.22%  | 1.47  | 57.87%  |
| 总计           | 25.09 | 30.37%  | 42.33  | 45.35%  | 21.91 | 27.06%  | 4.01  | 16.86%   | 5.44  | 34.57%  | 2.81  | 26.21%  |
| <b>电解液</b>   |       |         |        |         |       |         |       |          |       |         |       |         |
| 天赐材料         | 7.46  | 34.44%  | 12.18  | 29.30%  | 6.74  | 33.25%  | 0.36  | 40.03%   | 0.42  | -90.43% | 0.17  | -48.64% |
| 新宙邦          | 6.40  | 13.31%  | 10.57  | 7.13%   | 5.44  | 1.37%   | 1.06  | 16.77%   | 1.38  | 10.96%  | 0.73  | 4.05%   |
| 多氟多          | 9.95  | 2.09%   | 19.54  | 15.23%  | 10.83 | 28.51%  | 0.25  | -46.11%  | 1.06  | -38.70% | 0.48  | -32.69% |
| 总计           | 23.82 | 13.69%  | 42.28  | 16.68%  | 23.00 | 22.06%  | 1.67  | 2.48%    | 2.86  | -61.35% | 1.39  | -20.97% |

| 隔膜      | 19Q3   | Q3 同比   | 19H1   | 同比      | 19Q2   | Q2 同比   | 19Q3  | Q3 同比    | 19H1  | 同比      | 19Q2  | Q2 同比    |
|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|-------|----------|-------|---------|-------|----------|
| 星源材质    | 1.62   | 53.61%  | 3.53   | 11.09%  | 1.91   | 30.89%  | 0.21  | -3.68%   | 1.71  | 17.59%  | 0.97  | 60.40%   |
| 恩捷股份    | 7.28   | -34.40% | 13.78  | 169.36% | 7.22   | 167.22% | 2.66  | -36.52%  | 4.29  | 919.99% | 1.96  | 992.76%  |
| 总计      | 8.91   | -26.75% | 17.31  | 108.74% | 9.13   | 119.40% | 2.88  | -34.86%  | 6.01  | 220.01% | 2.93  | 272.88%  |
| 结构件供应商  | 19Q3   | Q3 同比   | 19H1   | 同比      | 19Q2   | Q2 同比   | 19Q3  | Q3 同比    | 19H1  | 同比      | 19Q2  | Q2 同比    |
| 科达利     | 5.27   | -3.43%  | 11.73  | 46.67%  | 6.88   | 68.22%  | 0.65  | 217.52%  | 0.79  | 258.82% | 0.57  | NA       |
| 总计      | 5.27   | -3.43%  | 11.73  | 46.67%  | 6.88   | 68.22%  | 0.65  | 217.52%  | 0.79  | 258.82% | 0.57  | NA       |
| 动力电池制造商 | 19Q3   | Q3 同比   | 19H1   | 同比      | 19Q2   | Q2 同比   | 19Q3  | Q3 同比    | 19H1  | 同比      | 19Q2  | Q2 同比    |
| 宁德时代    | 125.92 | 28.80%  | 202.64 | 116.50% | 102.82 | 82.05%  | 14.14 | -10.09%  | 23.46 | 119.32% | 12.30 | 104.73%  |
| 国轩高科    | 15.45  | 3.68%   | 36.07  | 38.36%  | 18.55  | 19.89%  | 2.26  | 17.54%   | 3.50  | -24.86% | 1.49  | -51.30%  |
| 亿纬锂能    | 20.47  | 81.94%  | 25.30  | 34.30%  | 14.32  | 19.36%  | 6.63  | 200.57%  | 5.09  | 212.04% | 3.07  | 242.90%  |
| 欣旺达     | 68.83  | 23.94%  | 108.57 | 43.75%  | 61.73  | 53.66%  | 2.74  | 30.19%   | 2.29  | 2.74%   | 0.95  | -23.64%  |
| 鹏辉能源    | 10.49  | 29.73%  | 14.46  | 50.36%  | 8.53   | 48.88%  | 1.44  | 26.17%   | 1.39  | -10.00% | 0.94  | 14.97%   |
| 总计      | 241.16 | 28.59%  | 387.03 | 73.06%  | 205.95 | 58.60%  | 19.39 | 83.28%   | 17.39 | 334.65% | 5.79  | -486.42% |
| 新能源车    | 19Q3   | Q3 同比   | 19H1   | 同比      | 19Q2   | Q2 同比   | 19Q3  | Q3 同比    | 19H1  | 同比      | 19Q2  | Q2 同比    |
| 宇通客车    | 83.57  | 13.59%  | 125.05 | 4.06%   | 76.67  | 4.20%   | 6.51  | 11.16%   | 6.93  | 10.61%  | 3.79  | 15.27%   |
| 中通客车    | 15.37  | 54.09%  | 32.92  | 37.08%  | 19.60  | 27.50%  | 0.22  | 617.79%  | 0.33  | 7.75%   | 0.29  | -0.29%   |
| 比亚迪     | 316.38 | -9.17%  | 621.84 | 14.84%  | 318.80 | 8.39%   | 2.47  | -80.61%  | 16.48 | 88.52%  | 7.60  | 24.51%   |
| 北汽蓝谷    | 75.64  | -22.71% | 99.19  | NA      | 67.92  | NA      | -3.67 | -372.73% | 0.90  | NA      | 0.59  | NA       |
| 总计      | 490.96 | -7.32%  | 879.01 | 28.19%  | 482.99 | 26.08%  | 5.52  | -72.33%  | 24.65 | 61.84%  | 12.27 | 27.48%   |

资料来源: wind, 万联证券研究所

## 1.5 新能源汽车各板块对比分析

从各板块个股的收入和净利润变动情况来看,动力电池制造商、负极和隔膜板块表现较好, Q3 营业收入同比分别增加 28.59%、30.37%和 18.29%;净利润同比分别增加 20.47%、17.66%和 42.51%。

行业各板块均存在一定的业绩分化现象,行业具有较强的头部效应。锂盐板块分化严重,2019Q3 整个板块除赣锋锂业实现净利润 0.33 亿元外,其余企业均处于亏损状态。锂电池四大原材料各板块除负极外分化也较为严重,正极板块中格林美 Q3 实现净利润 1.90 亿元,占板块总利润的 51.78%;电解液板块中的新宙邦 Q3 实现净利润 1.05 亿元,占板块总利润的 66.17%;隔膜板块的恩捷股份 Q3 实现净利润 1.61 亿元,占板块总利润的 86.20%。上游锂电池设备板块分化比较严重,先导智能 Q3 实现净利润 2.43 亿元,占板块总利润的 78.63%。动力电池板块分化显著,板块龙头宁德时代 Q3 净利润 13.62 亿元,占板块总利润的 51.32%。整车商同样分化程度较大,宇通汽车 Q3 实现净利润 5.81 亿元,而北汽蓝谷 Q3 亏损 3.65 亿元。

## 2. 投资建议:行业短期进入低迷期,各板块龙头机会较大

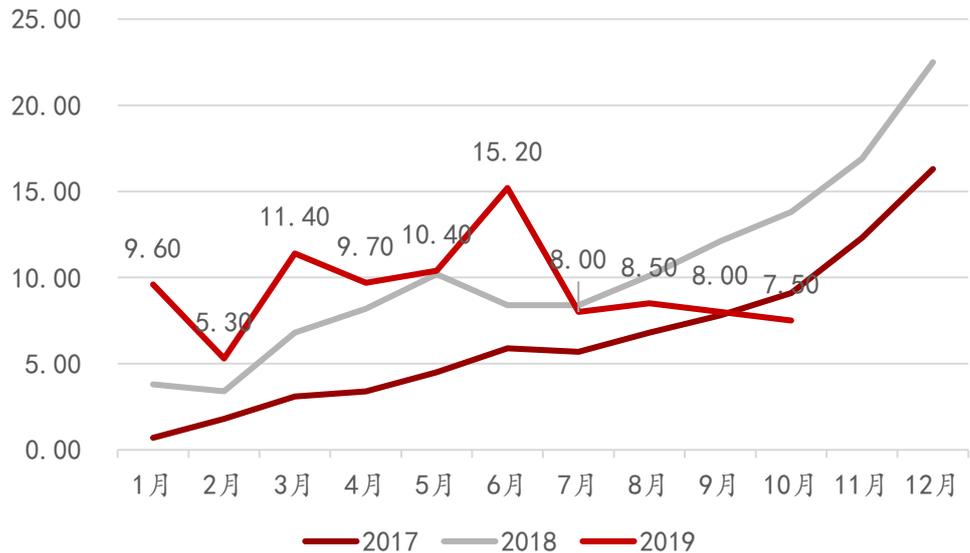
### 2.1 补贴大幅退坡,行业短期承压

#### 2.1.1 下游销量同比下滑,旺季数据不容乐观

新能源汽车销量、动力电池装机量均出现下降。根据中汽协数据,2019 年 10 月我国新能源汽车销量 7.50 万台,同比下降 45.65%;根据 GGII 数据,2019 年 10 月我

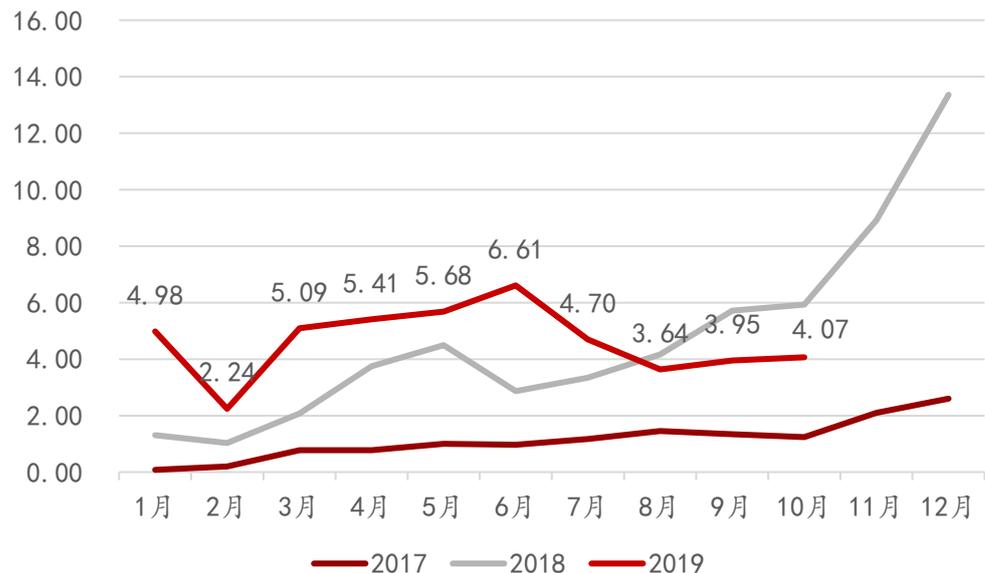
国动力电池装机量 4.07GWh，同比下降 31.37%。补贴政策退坡公布后，6 月份出现了短暂的抢装行情，同时也在一定程度上透支了后市的需求。在补贴过渡期结束后，行业持续低迷，尽管 9、10 月份是行业传统旺季，但是数据表现仍不理想，新能源汽车销量更是出现了环比四连降。

图表12：2017-2019年月度新能源汽车销量（万辆）



资料来源：中汽协，万联证券研究所

图表13：2017-2019年月度动力电池装机量（GWh）

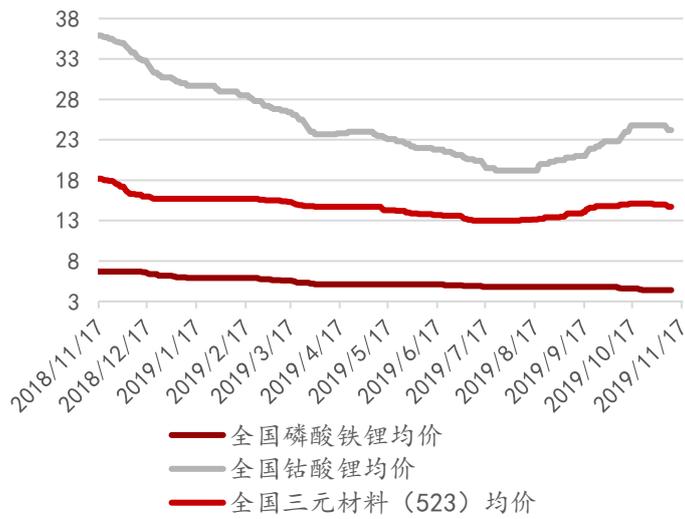


资料来源：GGII，万联证券研究所

### 2.1.2 四大原材料价格持续下跌，上游企业利润缩水

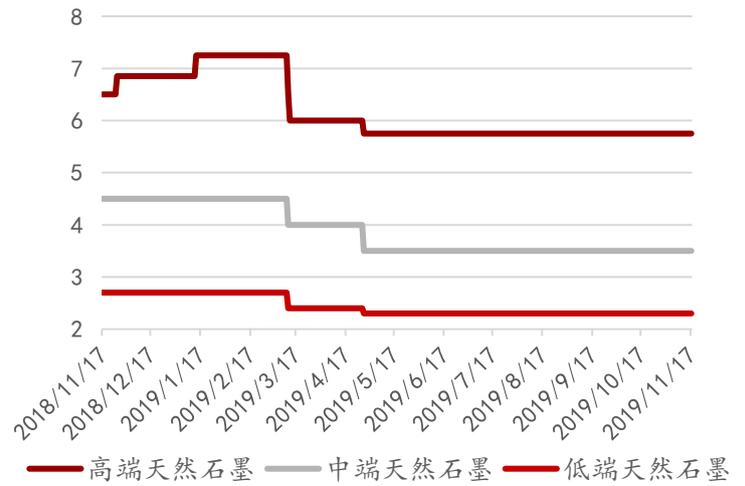
受下游销量下滑影响，四大材料价格近一年来下跌趋势明显。截止 2019 年 11 月 17 日，全国磷酸铁锂均价 4.4 万元/吨，同比下降 34.33%；高端天然石墨均价 5.75 万元/吨，同比下降 11.54%；六氟磷酸铁锂均价 9.0 万元/吨，同比下降 18.18%；16 μm 湿法隔膜均价 1.7 元/m<sup>2</sup>，同比下降 26.87%。

图表 14: 一年内锂电正极材料价格走势 (万元/吨)



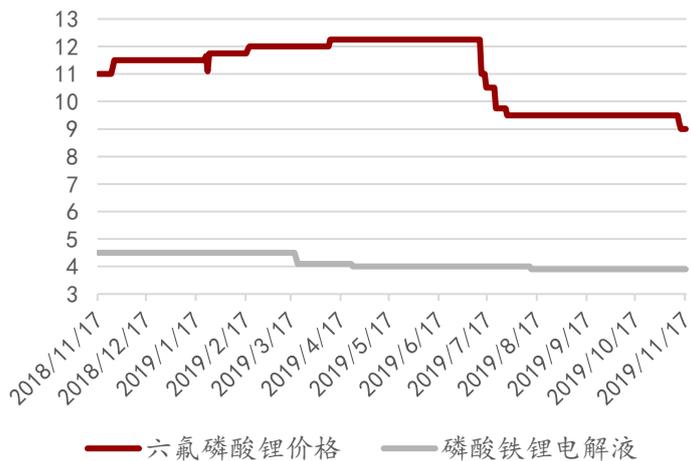
资料来源: 百川资讯, 万联证券研究所

图表 15: 一年内锂电负极材料价格走势 (万元/吨)



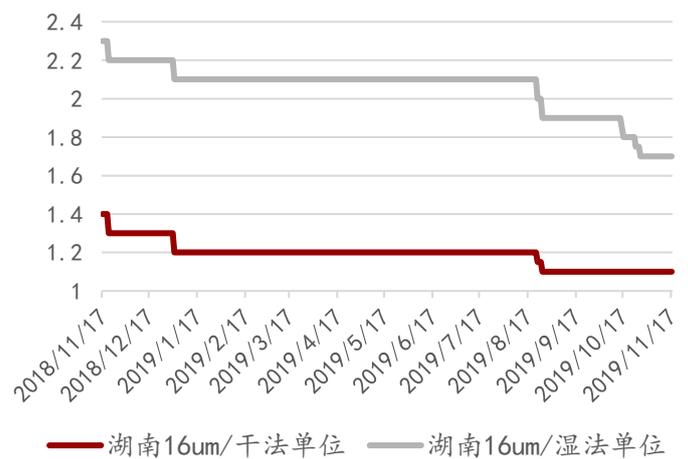
资料来源: 百川资讯, 万联证券研究所

图表 16: 一年内电解液材料价格走势 (万元/吨)



资料来源: 百川资讯, 万联证券研究所

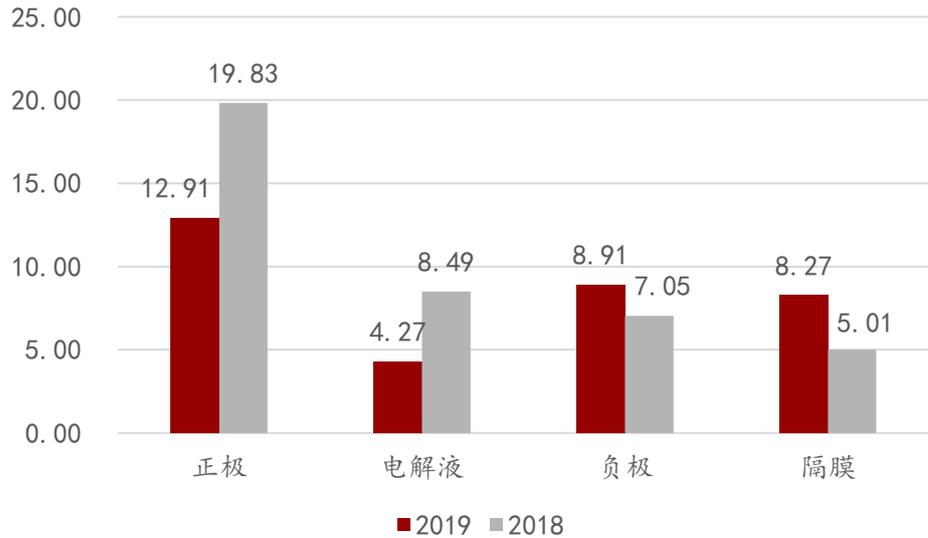
图表 17: 一年内锂电隔膜材料价格走势 (元/m<sup>2</sup>)



资料来源: 百川资讯, 万联证券研究所

由于产品价格低迷, 动力电池四大原材料板块 2019 年前三季度归母净利润受到拖累。其中正极和电解液板块出现负增长, 同比分别下降 34.93%和 49.71%。隔膜和负极板块的竞争相对较小, 行业集中度较高, 因此归母净利润仍呈正增长, 前三季度同比分别增长 65.03%和 26.45%。

图表 18: 2018和2019年前三季度四大原材料板块归母净利润 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

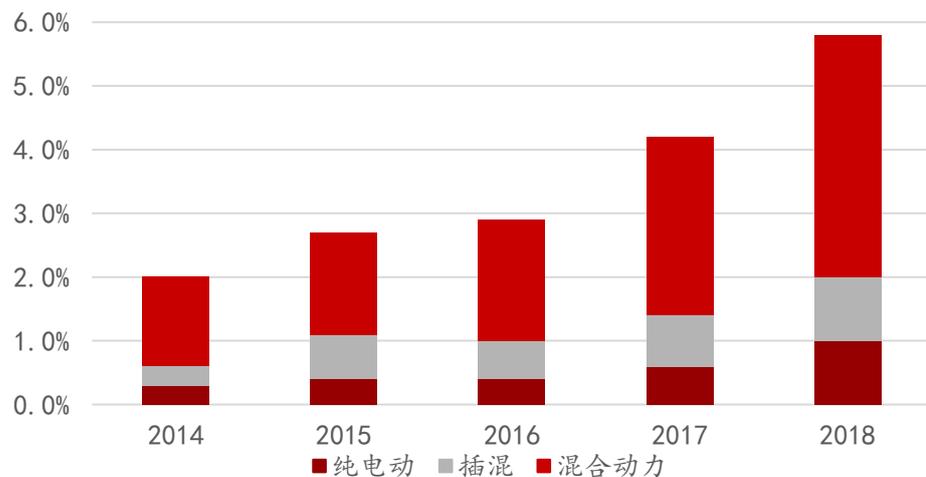
## 2.2 德国提高电动车补贴，开启全球电动化浪潮

德国政府近期宣布，计划于 2020 年起将插电混动汽车补贴从 3000 欧元/辆提高至 4500 欧元/辆；针对价格高于 4 万欧元的电动车，补贴增至 5000 欧元/辆，补贴延长至 2025 年。根据德国联邦机动车运输管理局 (KBA) 数据，2018 年德国新注册机动车 343.58 万辆，其中纯电动汽车 3.61 万辆，插电式混合动力汽车 3.14 万辆，新能源汽车市场渗透率 1.96%，处于较低水平，在补贴大幅提升的背景下，未来市场空间巨大。同时，德国此举为欧洲各国政府树立标杆，或将引发连锁效应，促使欧洲各国纷纷提高新能源汽车补贴，有望掀起全球电动化浪潮。

### 2.2.1 欧洲市场空间打开，接棒国内市场

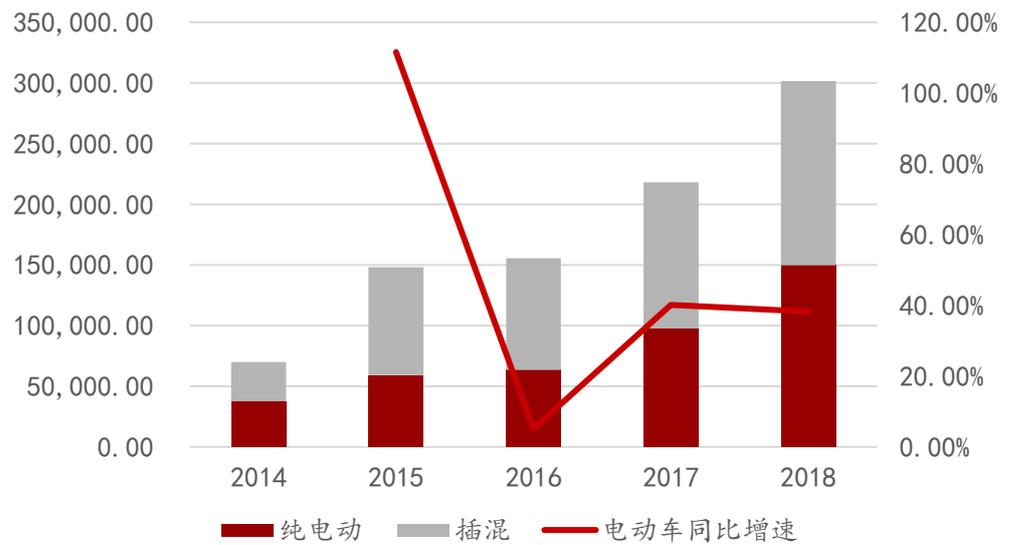
作为新能源汽车下一个重要市场，欧洲市场近年来在新能源汽车领域高速发展，电动车销量逐年增长，2018 年欧盟 28 国电动汽车销量达 30.16 万辆，同比增长 38.29%，电动车和混合动力汽车市场份额达到 5.8%。

图表 19：2014-2018 年欧盟 28 国新能源汽车市场份额



资料来源: ACEA, 万联证券研究所

图表20：2014-2018年欧盟28国新能源汽车销量



资料来源：ACEA, 万联证券研究所

欧洲新能源汽车的高速发展与各国的补贴政策息息相关,有新能源汽车补贴的区域与新能源汽车市场份额较高的区域高度重合,值得注意的是,目前欧盟28个成员国中,仅有12个国家出台了相应的补贴政策,在德国大幅提升电动车补贴的背景下,更多的国家有可能出台相应的政策以刺激本国新能源汽车消费。

图表21：欧盟各国新能源汽车车补贴情况

| 国家   | 有无补贴 | 国家    | 有无补贴 |
|------|------|-------|------|
| 奥地利  | ✓    | 意大利   | ✓    |
| 比利时  | ✓    | 拉脱维亚  | ✗    |
| 保加利亚 | ✗    | 立陶宛   | ✗    |
| 克罗地亚 | ✗    | 卢森堡   | ✗    |
| 塞浦路斯 | ✗    | 马耳他   | ✗    |
| 捷克   | ✗    | 荷兰    | ✗    |
| 丹麦   | ✗    | 波兰    | ✗    |
| 爱沙尼亚 | ✗    | 葡萄牙   | ✗    |
| 芬兰   | ✓    | 罗马尼亚  | ✓    |
| 法国   | ✓    | 斯洛伐克  | ✗    |
| 德国   | ✓    | 斯洛文尼亚 | ✓    |
| 希腊   | ✗    | 西班牙   | ✓    |
| 匈牙利  | ✗    | 瑞典    | ✓    |
| 爱尔兰  | ✓    | 英国    | ✓    |

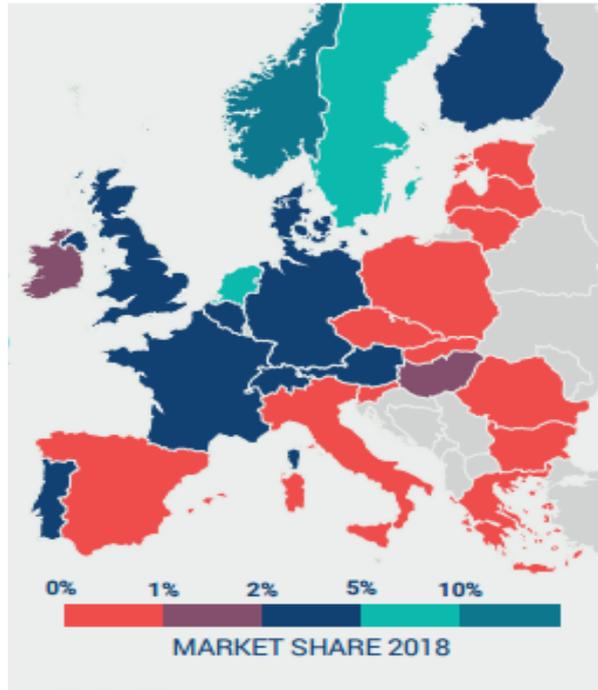
资料来源：ACEA, 万联证券研究所

图表22：补贴地区示意图



资料来源：ACEA, 万联证券研究所

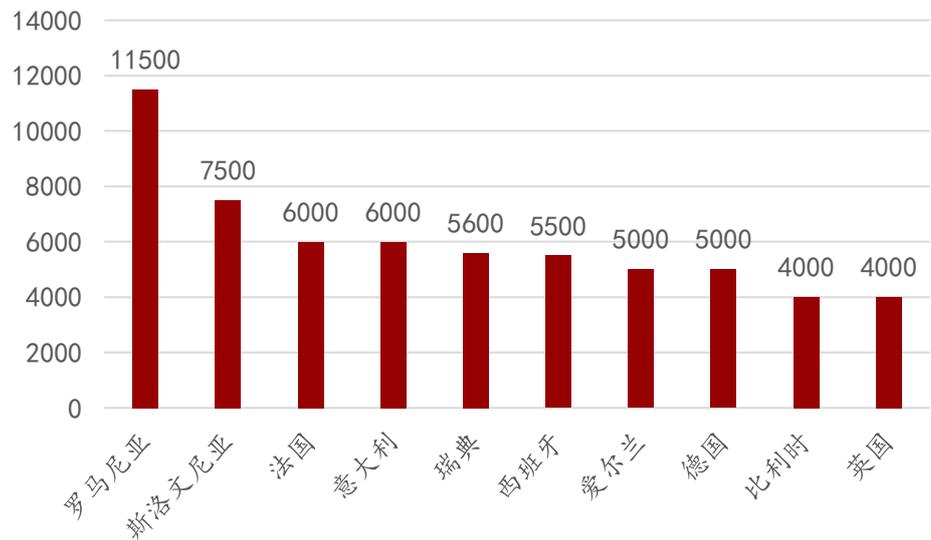
图表23：2014-2018年欧盟28国新能源汽车市场份额



资料来源：ACEA, 万联证券研究所

尽管欧盟中一些国家对新能源汽车有较高的补贴,但大多数国家仍以减免购置税或增值税为主要的政策形势。未来的补贴政策仍有较大的调整空间。若补贴政策大规模放开,欧洲新能源汽车市场将出现井喷式的发展。

图表24：欧盟新能源汽车最高补贴前十名（欧元/辆）



资料来源：ACEA, 万联证券研究所

### 2.2.2 海外车企电动化加速，关注海外供应商相关标的

10月31日大众在中国推出MED平台首款电动车型ID.3, 特斯拉Model3国产车型上线。海外车企加速电动化进程,在此过程中,供应链相关企业将有较大机会。重点关注在德国拥有动力电池厂,大众动力电池供应商宁德时代。海外动力电池装机量

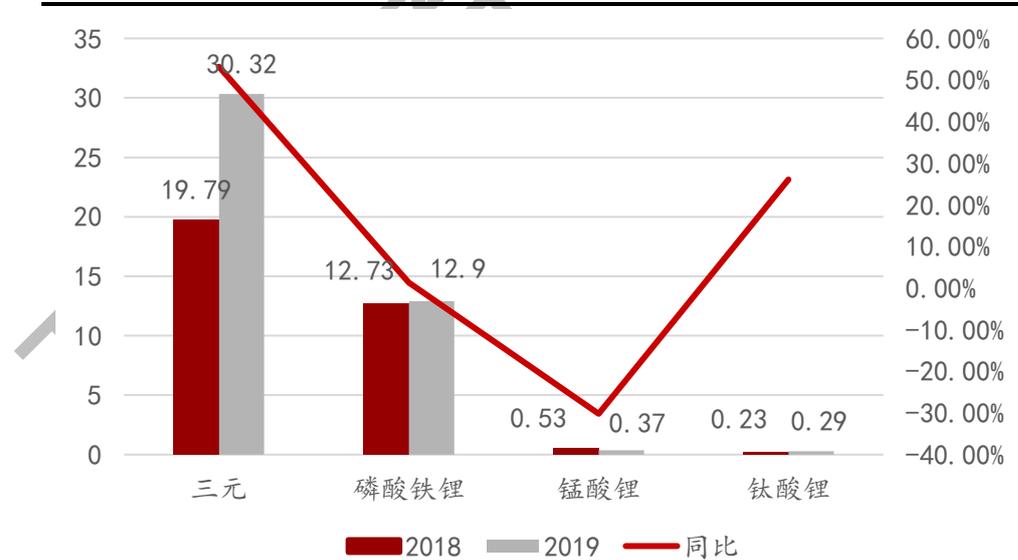
有望迎来高速增长，松下和 LG 受益较大，关注产业链相应上市公司。

## 2.3 整车商预计承压，把握上游各板块龙头机会

### 2.3.1 动力电池不改三元趋势，龙头宁德时代强者恒强

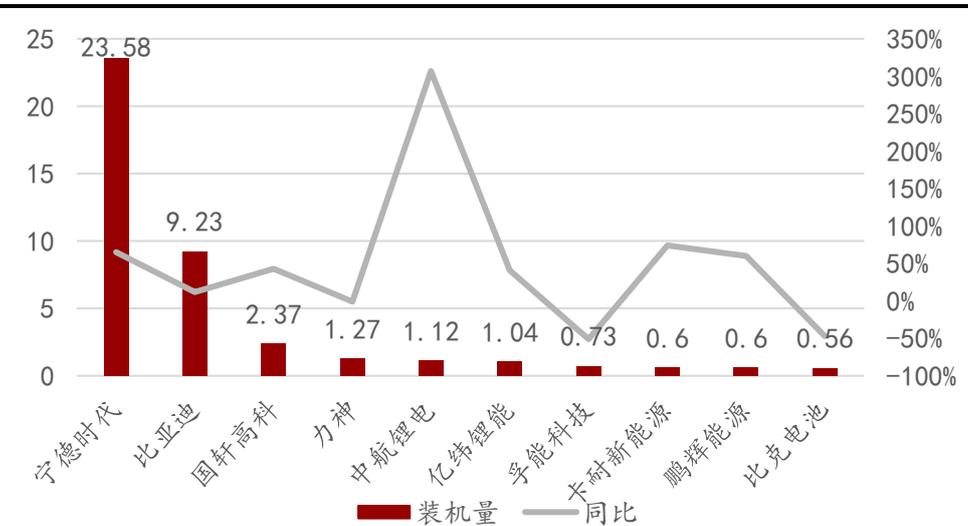
高镍三元为未来行业趋势，动力电池行业格局清晰，宁德时代市占率保持稳定。2019年1-10月三元电池装机量约为30.31GWh，同比增长53.21%。国家对动力电池性能要求日趋严格，在满足比能量等参数要求方面，相较于磷酸铁锂电池，三元电池拥有更大的优势。据GGII数据，2019年1-10月宁德时代装机量达23.58GWh，市场占有率50.84%，高出第二名比亚迪30.94pct。在补贴退坡的背景下，行业优胜劣汰，宁德时代凭借强大的技术和成本优势，有望进一步提升市场份额，巩固行业龙头地位。

图表25：2019年1-10月新能源汽车各电池类型装机量（GWh）



资料来源：GGII，万联证券研究所

图表26：2019年1-10月动力电池TOP10企业装机量（GWh）



资料来源：GGII，万联证券研究所

### 2.3.2 动力电池原材料承压，谨慎选择格局清晰的板块

**正极板块竞争较为激烈，行业利润不确定性较高。**由于正极是动力电池原材料中成本占比较高的一部分，因此电池厂商对正极材料价格的控制较为严格。同时正极材料相关企业较多，规模差距不大，行业集中度较低，在补贴退坡的情况下，板块利润确定性较低。

**电解液板块行业集中度较高，头部企业仍存较大竞争。**从营业收入上来看，天赐材料稍高于新宙邦，二者差距不大。但新宙邦成本控制能力优于天赐材料，在净利润上大幅领先，此外杉杉股份和江苏国泰也有较大的市场份额，未来行业盈利能力较难判断。

**负极龙头地位稳定，盈利能力较强。**负极板块中，璞泰来和贝特瑞占据了市场多数份额，从归母净利率上来看，璞泰来优势较为明显，由于贝特瑞仅在新三板上市，因此建议关注负极龙头，业绩确定性强，未来成长性高。

**隔膜板块集中度高，重点关注海外市场。**恩捷股份在今年前三季度表现不俗，业绩高速增长，主要得益于其海外订单大幅增加，作为松下、LG 和三星的供应商，公司有望乘全球电动化之风，业绩持续向好。

### 2.3.3 动力电池厂扩产在即，锂电设备行业值得关注

在全球电动化的背景下，各大电池厂商从今年初起便密集发布扩产计划，据不完全统计，仅国内动力电池厂宣布的未来新增计划产能就已经超过 300GWh，未来对锂电设备需求将大幅增长。锂电设备行业龙头较为清晰，未来存在较为确定的机会。

## 3. 风险提示

- 3.1 国内相关政策风险。
- 3.2 海外补贴释放不及预期。
- 3.3 海外市场增速不及预期。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦  
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心  
深圳 福田区深南大道2007号金地中心  
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场