

汽车

证券研究报告
2019年02月25日

电动车板块迎来战略配置机遇

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

邓学 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010001
dengxue@tfzq.com

张程航 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070005
zhangchenghang@tfzq.com

娄周鑫 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519020001
louzhouxin@tfzq.com

1、高成长板块进入低估值、战略配置区间。电动车普及正在摆脱补贴和牌照依赖,依靠技术、成本推动,中国市场非限购城市占比大幅提升,全球市场同步发展,预计 2017-2025 年有望实现 40%以上的年均增速,远高于传统车。而目前板块估值也位于历史底部区间,整车 PE TTM 31X(含客车)、零部件 27X、动力电池 28X、电池材料 21X、上游资源 18X。

2、政策落地在即,利空释放,板块估值有望修复。受新能源政策尚未落地影响,13 家核心电动车中下游公司年初至今涨幅均值约为 16%,跑输创业板指数的 23%。值此节点,新能源车补贴政策已大幅晚于往年出台时间,我们预计落地后有望催化电动车板块实现估值修复。

投资建议:

电动车作为高增长板块目前进入低估值区间,值得战略配置,同时近期涨幅弱于创业板指,预计近期补贴政策出台将对板块形成估值修复催化,核心建议关注两大投资主线:一、电动化领先车企,推荐中高端领军车企**比亚迪、特斯拉**(海外组覆盖)、客车寡头**金龙汽车**,建议关注**蔚来汽车、宇通客车**;二、电动新兴零部件全球核心供应商,尤其大众 MEB 产业链供应商,推荐**旭升股份、宁德时代(电新)、三花智控(家电)**,以及估值相对较低的**奥特佳、银轮股份、中鼎股份、精锻科技**。

风险提示:非限购城市新能源汽车销量低预期、新能源车成本下降速度低于预期、元器件及原材料价格不及预期、测算偏差等,文中测算基于一定前提假设,仅供参考。

行业走势图



资料来源:贝格数据

相关报告

- 《汽车-行业研究周报:传统汽车 1 月继续加速去库 新能源高端化明显——汽车行业周报 (2019.02.18-2019.02.24) 》
2019-02-24
- 《汽车-行业点评:零售>>批发>产量, 1 月继续加速去库》 2019-02-18
- 《汽车-行业研究周报:经销商库存系数大幅下降,投资时钟拐点临近——汽车行业周报 (2019.02.11-2019.02.17) 》
2019-02-17



内容目录

1. 高成长板块值得战略配置	3
2. 估值已位于底部	7
3. 投资建议	10
4. 风险提示	10

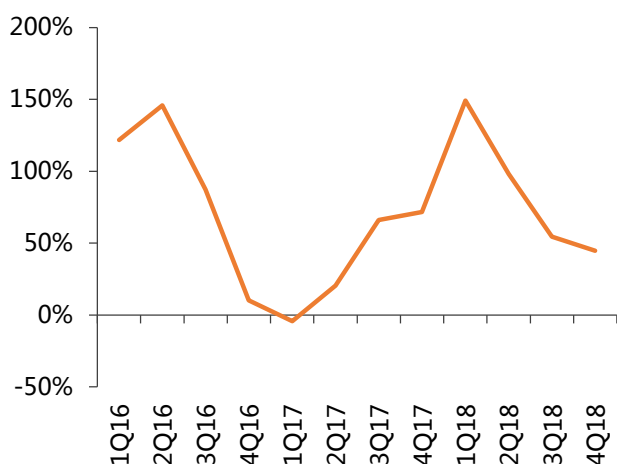
图表目录

图 1: 2018 年国内新能源汽车季度销量增速 (%)	3
图 2: 2018 年海外新能源乘用车季度销量增速 (%)	3
图 3: 2015-2019 剔除北京、上海、广东后国内新能源乘用车各级别占比 (交强险注册量, 不含 A00 级)	3
图 4: 中国燃油与新能源乘用车市场测算 (2014-2025 年)	4
图 5: 全球燃油与新能源乘用车市场测算 (2014-2025 年)	4
图 6: 电动智能网联汽车零部件价值量拆解	5
图 7: 电动智能网联汽车相关上市零部件公司	5
图 8: 2014-2019 新能源乘用车月度销量 (辆)	6
图 9: 2014-2019 新能源乘用车月度销量同比增速 (%)	6
图 10: 2017-2019 年国内新能源汽车级别占比 (%)	7
图 11: 2015-2019 新能源整车估值对比 (PE TTM 剔除)	8
图 12: 2015-2019 新能源零部件估值对比 (PE TTM 剔除)	8
图 13: 2015-2019 动力电池估值对比 (PE TTM 剔除)	8
图 14: 2015-2019 电池材料估值对比 (PE TTM 剔除)	8
图 15: 2015-2019 上游材料估值对比 (PE TTM 剔除)	8
图 16: 2015-2019 新能源充电桩估值对比 (PE TTM 剔除)	8
表 1: 国内新能源汽车产业链核心公司	5
表 2: 新能源高端产业链部分公司及涨跌幅	7
表 3: 新能源汽车产业链上市公司盈利预测与估值 (截至 2019 年 2 月 25 日收盘)	9

1. 高成长板块值得战略配置

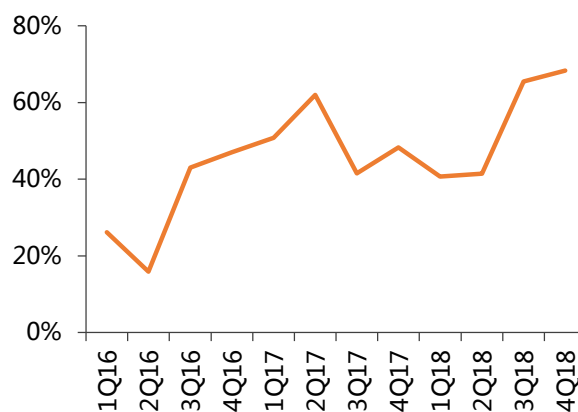
全球新能源车销量加速增长。2018年中国新能源乘用车市场在补贴政策稳定售价、车型续航里程/配置持续提升的背景下，全年销量102万辆，同比增长83%（乘联会口径），高于年初预期。同时，我们观察到非限购地区A0级以上新能源车型占比大幅提升，从2017年的21%提升到了37%，显示私人需求加速撬动。与此同时，在美国特斯拉Model 3产能爬坡、欧洲车企持续电动化转型的推动下，今年海外市场新能源汽车市场也保持着40%+的高增速，3、4季度更攀升至60%以上。

图 1：2018 年国内新能源汽车季度销量增速（%）



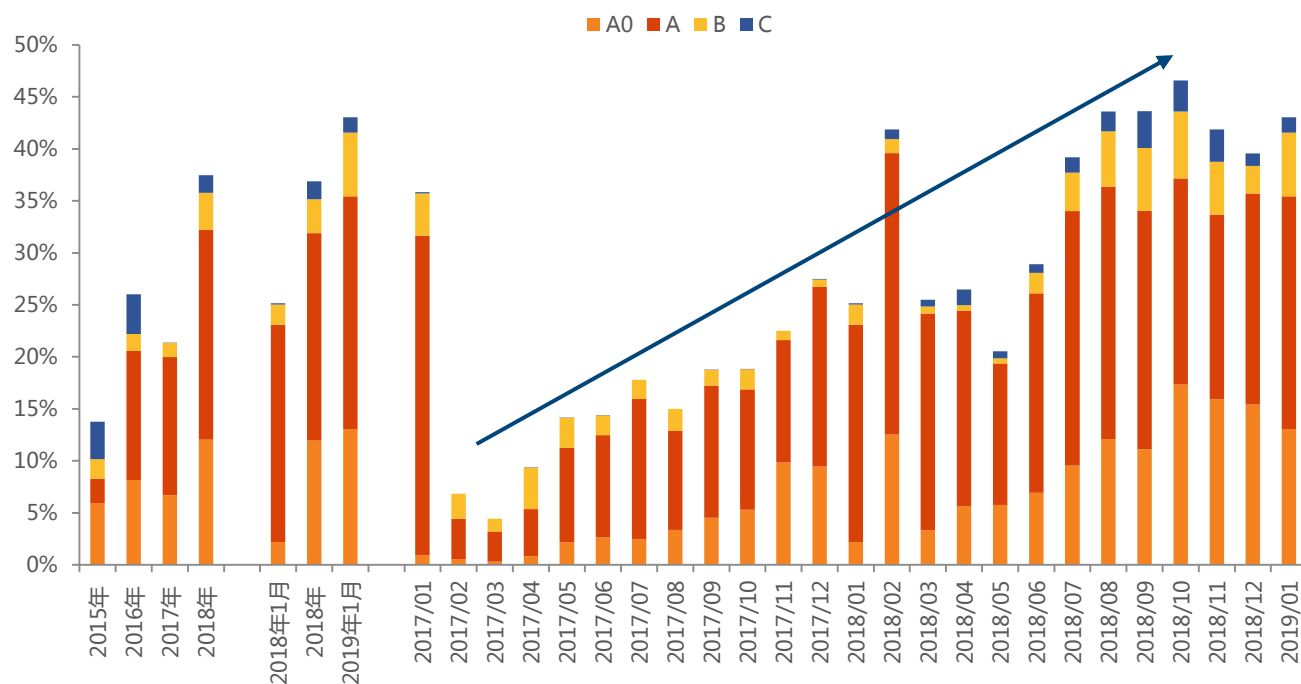
资料来源：中汽协、天风证券研究所

图 2：2018 年海外新能源乘用车季度销量增速（%）



资料来源：EV Sales、天风证券研究所

图 3：2015-2019 剔除北京、上海、广东后国内新能源乘用车各级别占比（交强险注册量，不含 A00 级）

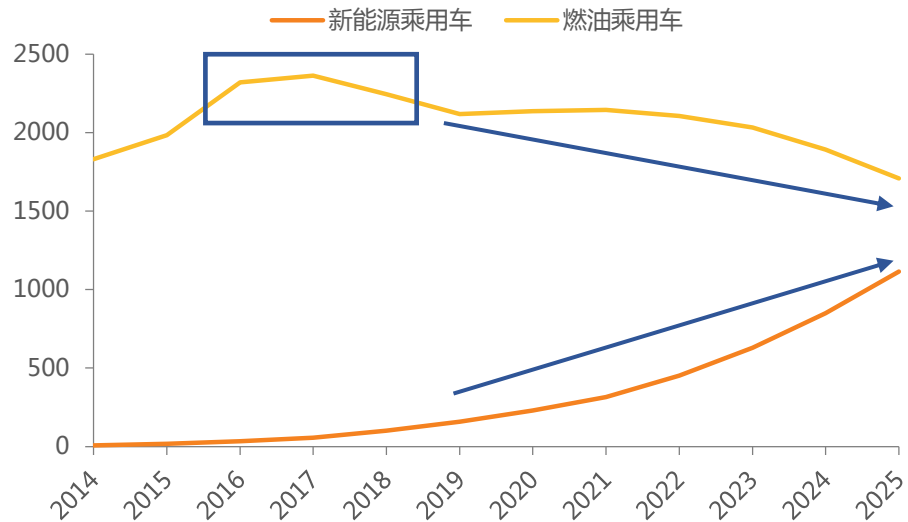


资料来源：银保监会、天风证券研究所

未来 5-10 年新能源车蓝海，燃油车消费大概率见顶。无论是中国还是全球，乘用车消费都已经进入缓慢增长的平台期，在总量有限的情况下，新能源车的强势崛起将严重挤压传统燃油车市场。我们预计到 2025 年中国新能源乘用车销量将达到 1,114 万辆，2017-2025

年增长 1902%，8 年 CAGR 45%，假设乘用车（燃油+新能源）8 年 CAGR 为 2%，那么 2025 年燃油车销量将下降 26%到 1,709 万辆，为 2017 年的 3/4 不到，2017 年即为燃油车销量的历史顶点。全球范围亦然，假设未来 8 年乘用车销量 CAGR 为 0%，那么 2016 年大概率为燃油车的销量顶部。

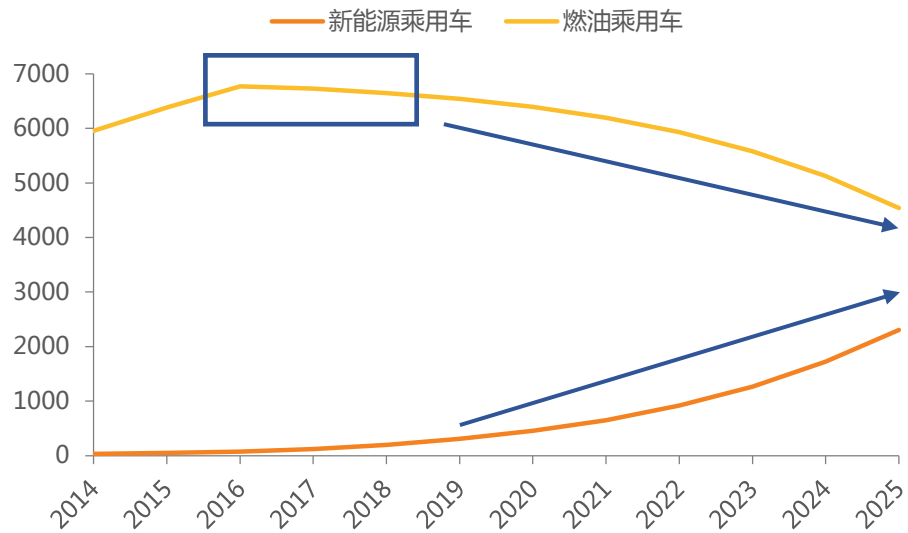
图 4：中国燃油与新能源乘用车市场测算（2014-2025 年）



资料来源：乘联会、天风证券研究所

注：18-19 年预计乘用车市场表现较弱，对燃油车影响更显著。

图 5：全球燃油与新能源乘用车市场测算（2014-2025 年）



资料来源：乘联会、EV Sales、天风证券研究所

电动汽车高端产业链将进入量价齐升的长期通道。相较传统燃油车，电动汽车新增电池系统、电动电驱系统、充电模块等系统，锂钴资源需求加大，热管理、轻量化、汽车电子等领域的成本占比均不同程度的提升。随新能源车品质提升，相关零部件的质量、数量（单车配套量）也将持续提升，伴随电动车未来快速放量，高端供应链迎来量价齐升，而与之对应的则是燃油汽车供应链逐渐进入过剩状态。

图 6：电动智能网联汽车零部件价值量拆解

整车/100%						
转向系统 0.8%	电池系统 21.4%	制动系统 1.5%	电驱动系统 11.7%	车轮、悬架 3.8%	电子系统 13.1%	车身及附件 12.1%
控制器	BMS 2.9%	基础制动0.5%	电机控制器0.8%	轮胎	车身电子4.2%	白车身5.1%
	热管理系统 2.8%	主、轮缸	IGBT		照明	铝合金 3.5%
		制动盘			空调	碳纤维
助力电机	电池单体 13.9%	电控制动 1.0%	驱动电机 1.8%	减震	环境感知 2.6%	内饰 3.6%
扭矩传感器	正极 3.1%	ESP	定子 0.6%		摄像头 3.0%	外饰 2.2%
	负极 1.0%	电控助力	转子 0.4%		毫米波雷达	高压模块 4.5%
	隔膜 1.4%		绕组 0.5%		超声波传感器	
	电解液 0.8%		轴承 0.4%		车载信息系统 4.0%	

资料来源：彭博、公司公告、天风证券研究所估计

注：价值量不完全展示

图 7：电动智能网联汽车相关上市零部件公司

整车/100%						
三花智控、银轮股份、中鼎股份、奥特佳、松芝股份	制动系统 1.5%	电驱动系统 11.7%	车轮、悬架 3.8%	电子系统 13.1%	旭升股份、敏实集团、科达利、爱柯迪	
控制器	基础制动0.5%	电机控制器 0.8%	轮胎	车身电子4.2%	白车身5.1%	
	主、轮缸	IGBT		照明	铝合金 3.5%	
	制动盘			空调	碳纤维	
助力电机	电控制动 1.0%	驱动电机 1.8%	减震	环境感知 2.6%	内饰 3.6%	
扭矩传感器	ESP	定子 0.6%		摄像头 3.0%	外饰 2.2%	
	电控助力	转子 0.4%		毫米波雷达	高压模块 4.5%	
		绕组 0.5%				
		轴承 0.4%				
电池：宁德时代、国轩高科 材料：杉杉股份、璞泰来、星源材质 上游：天气锂业、华友钴业			舜宇光学、欧菲科技		欣锐科技、宏发股份、法拉电子、得润电子	

资料来源：彭博、公司公告、天风证券研究所估计

注：价值量不完全展示

表 1：国内新能源汽车产业链核心公司

上市公司	主要产品	单车价值估计(元)	2025 年市场空间(亿元)	集中度	市场地位	PE TTM(倍)	18 PE(倍)
宁德时代	锂电池	50,000	10,000	高	全球领先	54	56
旭升股份	铝合金高端压铸	3,500	700	高	全球领先	44	37
三花智控	冷却总成	5,000	1,000	高	全球领先	25	24
中鼎股份	密封、降噪、冷却胶管	2,000	400	低	全球领先	12	12

舜宇光学	摄像头	2,500	500	高	全球领先	31	33
恩捷股份	动力隔膜	3,000	600	高	全球领先	48	33
天齐锂业	锂	3,000	600	高	全球领先	18	19
华友钴业	钴	1,000	200	高	国内领先	11	13
杉杉股份	电池材料	22,000	4,400	低	国内领先	12	15
璞泰来	负极材料、涂布	2,250	450	低	国内领先	40	38
大洋电机	电机	3,000	600	低	国内领先	25	18
汇川技术	动力总成系统	10,000	2,000	低	国内领先	30	28
宏发股份	新能源继电器	1,800	360	高	全球领先	29	28
欣锐科技	车载充电机	4,200	840	低	国内领先	47	40
银轮股份	冷却模块	2,000	400	低	国内领先	16	15
耐世特	电动转向	2,000	400	高	全球领先	10	9

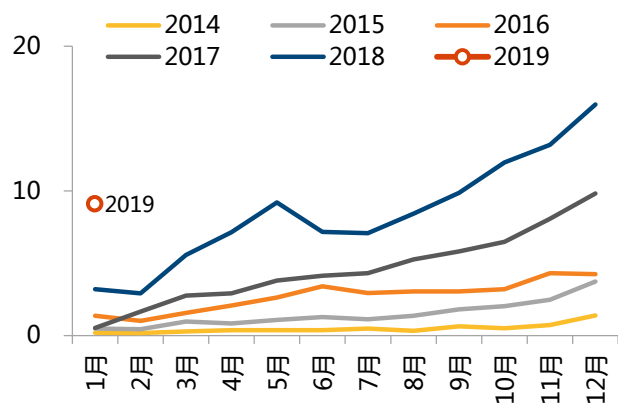
资料来源：Wind、天风证券研究所估计

注：

- 1、2025 年市场空间按全球 2000 万辆新能源车预估；
- 2、PE 截至 2019 年 02 月 25 日收盘，18PE 取 Wind 一致预期。

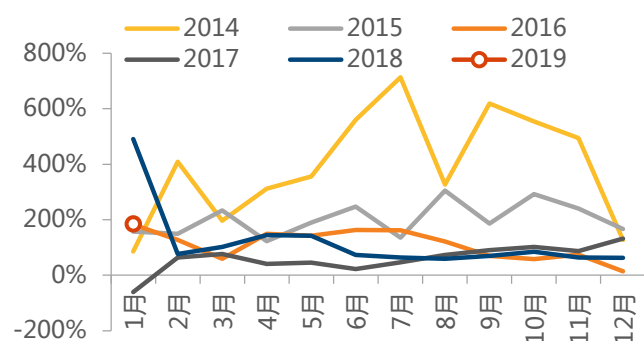
短期看，新能源乘用车市场销售仍受补贴政策扰动。1 月新能源乘用车批发 9.1 万辆，同比+185%，环比-42%。高销量主要来自于补贴退坡预期和节前消费共同刺激。当前补贴政策关键细节仍未确定，预计护航中高端趋势不变、缓冲期相对平淡，车企主要通过提价、降本、继续调整产品组合来对冲补贴大幅退坡，部分车企仍旧会将份额目标置于利润之前。中高端车型销量占比继续提升，1 月 A0 级以上车型达到 76%，环比提升 7 个百分点。

图 8：2014-2019 新能源乘用车月度销量（辆）



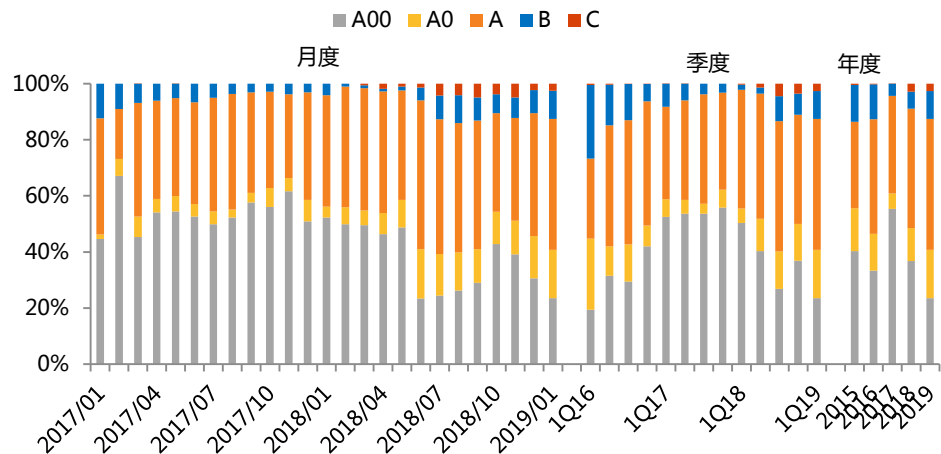
资料来源：乘联会、天风证券研究所

图 9：2014-2019 新能源乘用车月度销量同比增速（%）



资料来源：乘联会、天风证券研究所

图 10：2017-2019 年国内新能源汽车级别占比 (%)



资料来源：乘联会、天风证券研究所

但对全年销量无需过度担忧。2018 年 4 季度我们对 2019 年新能源乘用车行业销量预期为 157 万辆。2019 年补贴政策目前还未正式出台，考虑较为悲观的情形，假设补贴标准缓冲期退坡 40%起、正式期进一步退坡，且严格取消地补、营运车补贴标准再减半，的确会对产业链带来利润或终端价格压力，这在 A00 级 BEV、A0 级 BEV 和 A 级营运 BEV 上会相对明显，仅考虑该新增压力，我们预计全年 127 万辆新能源乘用车。与此同时，还应考虑车企调整产品组合、保份额弃利润等后续应对措施，实际情况将高于 127 万辆的预期，我们预计 2019 年全年新能源乘用车销量能够实现 140 万以上的销量，对应增速 37%+，且结构将进一步向中高端倾斜。

2. 估值已位于底部

政策落地，利空释放，板块估值有望修复。受新能源政策尚未落地影响，13 家核心电动车中下游公司年初至今涨幅均值约为 16%，跑输创业板指数的 23%。当前来看，新能源车补贴政策有望近期出台，催化新能源汽车板块实现估值修复。目前板块估值位于历史底部区间，整车 PE TTM 31X（含客车）、零部件 27X、动力电池 28X、电池材料 21X、上游资源 18X。若补贴政策对海外车企开放，建议重点关注进入全球供应链的企业。

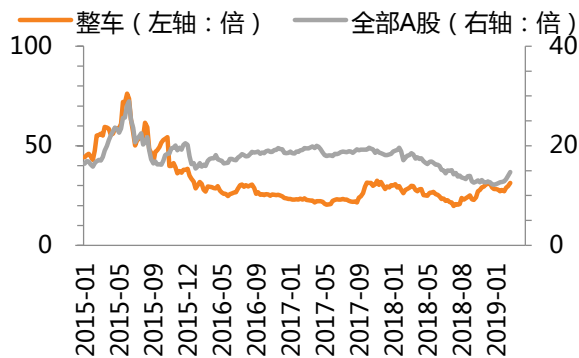
表 2：新能源高端产业链部分公司及涨跌幅

代码	名称	年初至今涨幅
603305.SH	旭升股份	5%
300037.SZ	新宙邦	15%
300073.SZ	当升科技	14%
300750.SZ	宁德时代	24%
002812.SZ	恩捷股份	11%
002594.SZ	比亚迪	8%
600884.SH	杉杉股份	22%
002050.SZ	三花智控	21%
300745.SZ	欣锐科技	3%
600885.SH	宏发股份	20%
603659.SH	璞泰来	9%

002850.SZ	科达利	31%
300014.SH	亿纬锂能	28%
	均值	16%
339006	创业板指	23%

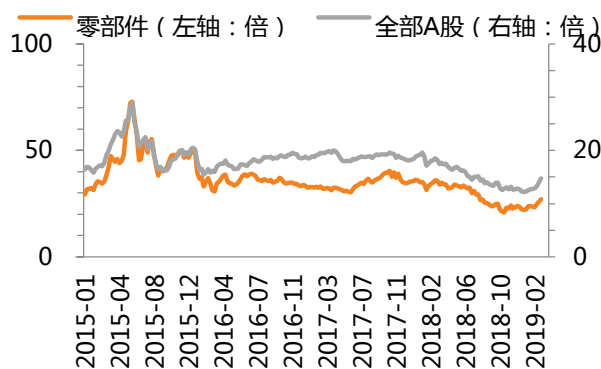
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 11: 2015-2019 新能源整车估值对比 (PE TTM 剔除)



资料来源: Wind、天风证券研究所。注: 截至 2019 年 2 月 25 日。

图 12: 2015-2019 新能源零部件估值对比 (PE TTM 剔除)



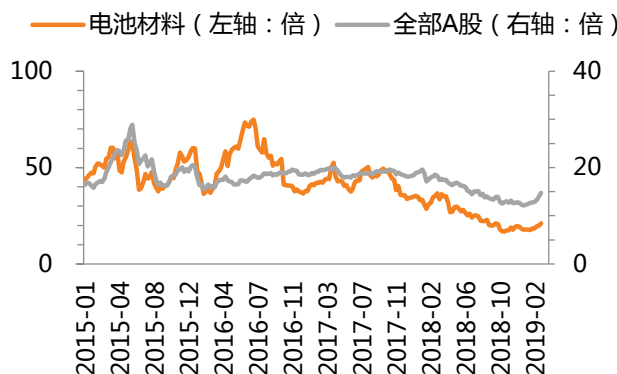
资料来源: Wind、天风证券研究所。注: 截至 2019 年 2 月 25 日。

图 13: 2015-2019 动力电池估值对比 (PE TTM 剔除)



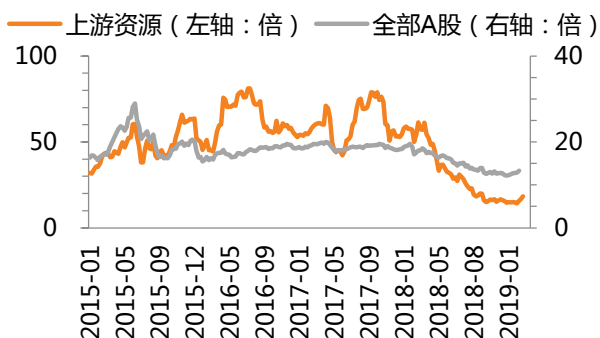
资料来源: Wind、天风证券研究所。注: 截至 2019 年 2 月 25 日。

图 14: 2015-2019 电池材料估值对比 (PE TTM 剔除)



资料来源: Wind、天风证券研究所。注: 截至 2019 年 2 月 25 日。

图 15: 2015-2019 上游材料估值对比 (PE TTM 剔除)



资料来源: Wind、天风证券研究所。注: 截至 2019 年 2 月 25 日。

图 16: 2015-2019 新能源充电桩估值对比 (PE TTM 剔除)



资料来源: Wind、天风证券研究所。注: 截至 2019 年 2 月 25 日。

表 3：新能源汽车产业链上市公司盈利预测与估值（截至 2019 年 2 月 25 日收盘）

			EPS (元/股)			当前 PE (倍)		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
整车	比亚迪*	002594.SZ	1.49	1.24	1.90	37	44	29
	吉利汽车*	0175.HK	1.19	1.41	1.56	13	11	10
	上汽集团*	600104.SH	2.95	3.11	3.34	10	9	9
	北汽蓝谷	600733.SH	0.04	0.05	0.15	231	187	61
	江淮汽车	600418.SH	0.23	0.14	0.19	23	37	28
	众泰汽车	000980.SZ	0.71	0.58	0.65	7	8	8
	小康股份	601127.SH	0.81	0.25	0.73	21	67	23
	宇通客车	600066.SH	1.41	1.18	1.32	10	12	11
	金龙汽车*	600686.SH	0.75	0.29	0.63	11	29	13
	中通客车	000957.SZ	0.32	-	-	24	-	-
	安凯客车	000868.SZ	-0.33	-	-	-11	-	-
	亚星客车	600213.SH	0.19	-	-	37	-	-
零部件	旭升股份*	603305.SH	0.55	0.87	1.18	58	37	27
	三花智控	002050.SZ	0.60	0.64	0.76	26	24	20
	中鼎股份*	000887.SZ	0.91	0.97	1.13	12	11	10
	精锻科技*	300258.SZ	0.62	0.74	0.90	20	17	14
	银轮股份	002126.SZ	0.39	0.45	0.53	19	16	14
	宏发股份	600885.SH	1.29	0.96	1.16	21	28	23
	奥特佳	002239.SZ	0.12	-	-	20	-	-
	松芝股份	002454.SZ	0.87	-	-	6	-	-
	万向钱潮	000559.SZ	0.32	0.29	0.32	19	22	20
	汇川技术	300124.SZ	0.65	0.72	0.86	42	38	32
	动力电池	宁德时代	300750.SZ	-	1.65	2.04	-	56
亿纬锂能		300014.SZ	0.47	0.62	0.79	43	33	26
国轩高科		002074.SZ	0.93	0.77	0.88	19	22	20
欣旺达		300207.SZ	0.42	0.51	0.73	28	23	16
猛狮科技		002684.SZ	-0.24	-	-	-29	-	-
坚瑞沃能		300116.SZ	-1.51	-	-	-1	-	-
电池材料	杉杉股份	600884.SH	0.80	1.02	1.02	20	15	15
	当升科技	300073.SZ	0.68	0.68	0.93	46	46	34
	江苏国泰	002091.SZ	0.50	0.61	0.56	13	11	12
	新宙邦	300037.SZ	0.75	1.05	1.38	37	26	20
	多氟多	002407.SZ	0.56	1.07	1.25	52	27	23
	天赐材料	002709.SZ	0.41	0.31	0.53	34	45	26
	科达利	002850.SZ	0.92	1.48	0.99	34	21	32
	诺德股份	600110.SH	1.24	-	-	20	-	-
	恩捷股份	002812.SZ	0.17	-	-	30	-	-
	厦门钨业	600549.SH	1.16	1.66	2.11	47	33	26
	长园集团	600525.SH	0.57	0.59	0.75	25	24	19
	石大胜华	603026.SH	0.85	0.63	0.57	8	11	12
	沧州明珠	002108.SZ	0.92	1.38	1.78	25	17	13
	原材料	天齐锂业	002466.SZ	0.50	0.32	0.39	10	16
赣锋锂业		002460.SZ	1.92	1.91	2.14	19	19	17
华友钴业		603799.SH	1.98	1.20	1.22	14	22	22

	洛阳钼业	603993.SH	3.20	2.84	2.92	12	13	13
	寒锐钴业	300618.SZ	0.25	-	-	32	-	-
	盐湖股份	000792.SZ	-	0.24	0.27	-	20	18
	西藏矿业	000762.SZ	3.91	4.81	5.61	20	16	14
充电桩	和顺电气	300141.SZ	-1.49	-0.84	0.15	-5	-8	46
	特锐德	300001.SZ	0.07	-	-	121	-	-
	奥特迅	002227.SZ	0.02	-	-	465	-	-
	易事特	300376.SZ	0.28	0.22	0.43	80	103	52
设备	先导智能	300450.SZ	0.07	-	-	195	-	-
	赢合科技	300457.SZ	0.31	-	-	17	-	-
	科恒股份	300340.SZ	1.29	0.92	1.29	27	37	27
	璞泰来	603659.SH	0.72	1.16	1.51	42	26	20
	金银河	300619.SZ	1.04	0.52	0.82	17	34	22
	今天国际	300532.SZ	1.19	1.35	1.75	44	38	30
	诺力股份	603611.SH	0.66	-	-	41	-	-
	天奇股份	002009.SZ	0.61	-	-	22	-	-

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：*为天风证券研究所汽车组预期，其余为万得一致预期。

3. 投资建议

电动车作为高增长板块目前进入低估值区间，值得战略配置，同时近期涨幅弱于创业板指，预计近期补贴政策出台将对板块形成估值修复催化，核心建议关注两大投资主线：一、电动化领先车企，推荐中高端领军车企**比亚迪**、**特斯拉**（海外组覆盖）、客车寡头**金龙汽车**，建议关注**蔚来汽车**、**宇通客车**；二、电动新兴零部件全球核心供应商，尤其大众 MEB 产业链供应商，推荐**旭升股份**、**宁德时代**（电新）、**三花智控**（家电），以及估值相对较低的**奥特佳**、**银轮股份**、**中鼎股份**、**精锻科技**。

4. 风险提示

非限购城市新能源汽车销量低预期、新能源车成本下降速度低于预期、元器件及原材料价格不及预期、测算偏差等，文中测算基于一定前提假设，仅供参考。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com