

行业研究/动态点评

2019年03月03日

行业评级:

电力设备 II 增持 (维持)  
 新能源 II 增持 (维持)

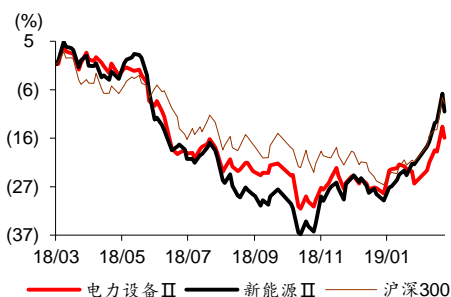
**黄斌** 执业证书编号: S0570517060002  
 研究员 billhuang@htsc.com

**孙纯鹏** 执业证书编号: S0570518080007  
 研究员 sunchunpeng@htsc.com

相关研究

- 1《国轩高科(002074,增持): 业绩快报符合预期, 边际改善值得期待》2019.03
- 2《晶盛机电(300316,买入): 单晶扩产新周期, 晶盛奋勇争先机》2019.02
- 3《电力设备与新能源: 行业周报(第八周)》2019.02

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 行业新机遇, 增长新动能

## 科创板系列研究报告二

### 细则推出: 科创板细则落地, 有望为行业注入新动能

科技创新在新能源及新能源汽车两个典型高成长行业中扮演重要角色, 我们认为科创板将会为板块内具备科技硬实力的企业增加新的融资渠道, 促进公司扩大技术优势, 或将为行业注入发展新动能, 进一步提升相关行业的全球竞争力。

### 行业现状: 快速发展增厚资金需求, 科创板或将缩短企业资本化进程

我国新能源汽车行业快速发展, 整车及关键零部件产业链完善, 已成为全球第一大市场。新能源方面, 风电、光伏装机量居于全球第一位, 国内新能源发电逐渐从规模转向量质并重, 结构升级过程中部分龙头企业的全球竞争力逐渐增强。部分细分领域龙头受高研发投入与资本开支影响, 短期内面临较大盈利压力。科创板的落地或缩短以动力电池及关键材料为代表的汽车零部件企业的资本化进程。

### 他山之石: 依托行业发展进程, 关注流动性和业绩可预期性

我们认为估值和股价表现与行业和公司经营状况高度相关, 流动性和业绩的可预期性也会影响到科创板的整体估值。A123 作为轻资产重创新公司, 2009 年登陆纳斯达克后, 受海外新能源车发展低于预期和公司成本管控不力影响, 公司盈利持续低于预期, 于 2011 年退市。特斯拉作为继 1956 年福特汽车首家成功 IPO 的汽车企业, 市场接受公司长期未盈利, 给予相应的风险折价, 在 Model S 推出获得市场欢迎, 新能源车发展趋势增强, 股价开启 8 年 16 倍的上涨进程。此外, 从跨市场上市公司表现看, 流动性对估值也有一定影响。

### 影响前瞻: 科创板带来边际变化, 或助行业龙头强者恒强

我们认为新能源和新能源车行业发展有望持续, 板块内公司登陆科创板后的行业风险较小。随着行业的成熟, 市场集中度将趋于提高, 行业格局或将逐步稳定。受益于科创板对盈利条件的放松, 处于行业领先地位, 因研发和产能投入尚未盈利的公司有望登陆科创板进行融资。现有行业龙头公司在获取新融资后, 或将在产能和研发上增加优势, 有望获取更多的市场份额。建议关注有望进一步提升市场竞争力的细分市场龙头。

风险提示: 宏观经济增速不及预期; 行业政策转向导致下游需求低于预期; 技术进步不及预期;

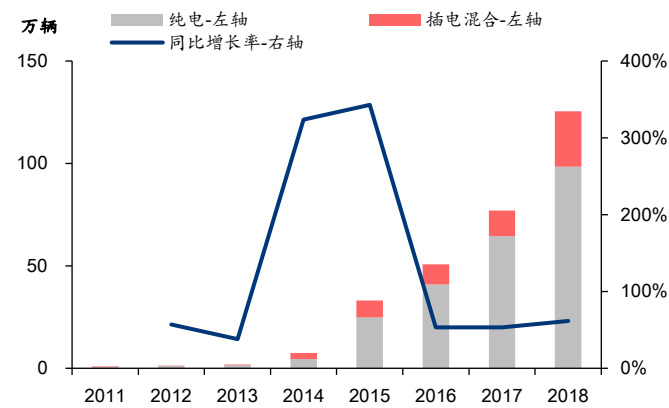
## 行业现状：快速发展增加资金需求，部分龙头尚未上市

根据证监会 2019 年 3 月 1 日发布的《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》，在对企业的要求上，证监会施行注册制，强调对发行条件和信息披露的重视，增强了对创新企业的包容性和适应性。我国新能源车和新能源发展迅速，均已成为全球第一大市场。当前电新各子板块产能扩张和技术结构升级存在大量资金需求，我们认为科创板为公司研发和扩产提供增量融资，带来的技术和产能量变，或将推动板块结构升级。

### 新能源车：市场快速发展，优质企业已进入海外产业链

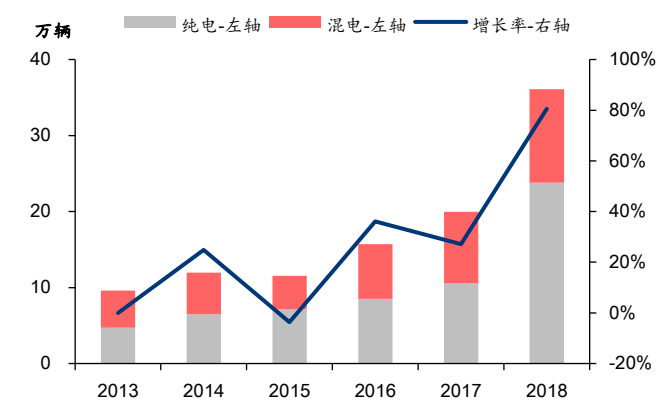
我国新能源汽车行业快速发展，已成为全球第一大市场。2018 年我国新能源车销量为 125.6 万辆，同比增长 61.7%，是同时期美国新能源车销量的约 3.49 倍（36.0 万辆）。根据 EV-volumes 统计，2018 年上半年，中国纯电动车型销量占全球 64%，插电式混合动力车型销量占全球 36%，已成为全球第一大市场。

图表1：中国新能源汽车销量



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

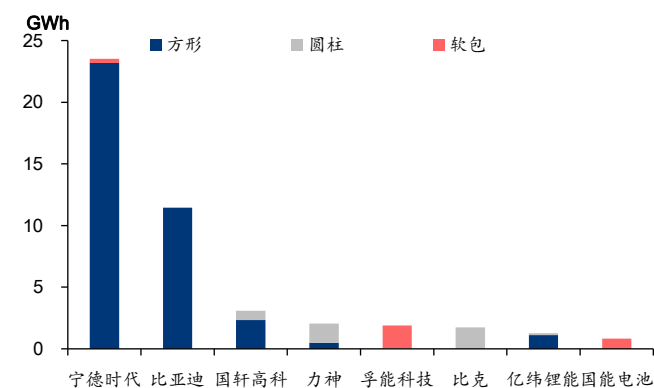
图表2：美国新能源汽车销量



资料来源：EV-Volumes，华泰证券研究所

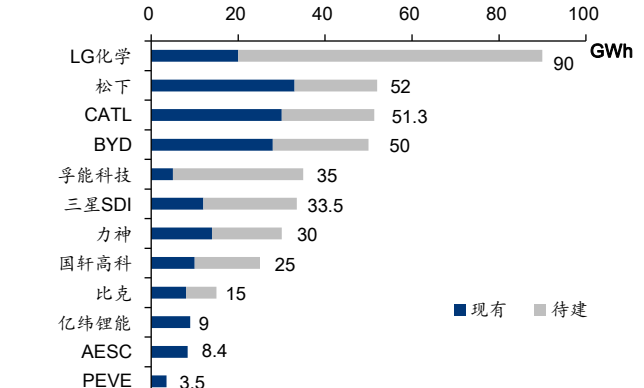
**动力电池等零部件产业链完善，并已开始“出海”进程。**2018 年前十大车型配套电池、电机等供应商均为国内企业，国内新能源汽车产业链公司实力逐步加强，协同效应明显。在补贴加速退坡背景下，降本压力传导到新能源汽车产业链各个环节，具有技术和成本优势的企业或将脱颖而出。根据高工锂电数据，2018 年我国动力电池装机量为 56.98GWh，其中宁德时代的装机量为 23.52GWh，占据国内动力电池装机量第一位。宁德时代、孚能、亿纬锂能等企业已进入宝马、戴姆勒等海外主流整车企业供应链，国内动力电池企业已开始“出海”进程。截至 2018 年底全球 12 家主流动力电池企业产能约为 120GWh，预计 2020 年产能将扩产至 400GWh 以上。我们认为在科创板的推动下，以动力电池为代表的汽车零部件企业或将获得更多增量资金，在新一轮全球产能扩张和技术开发竞赛中获得新的动能，提升中国新能源汽车产业链的全球竞争力。

图表3：2018 年中国电池企业装机情况



资料来源：高工锂电，华泰证券研究所

图表4：全球锂电池厂商产能及扩产计划



注：BYD 和孚能为 2019 年待建产能，其余为截至 2020 年待建产能

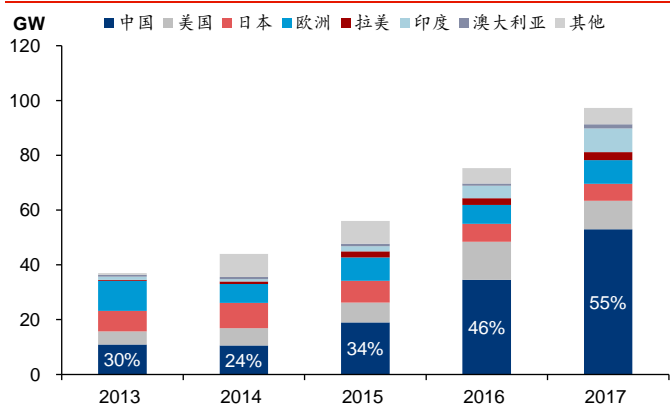
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

行业门槛高，资金需求大，具备技术硬实力企业或为行业发展增添新动能。科创板或将加速推动技术研发，进一步提升中国新能源汽车及零部件企业硬实力。新能源汽车进入门槛高，资金需求量大，补贴退坡更增加了市场的不确定性，拥有高技术和低成本的公司有望脱颖而出。我们认为科创板有利于挖掘新能源汽车领域的优秀整车企业，为其技术更新和产能升级提供融资支持，推动我国新能源汽车渗透率加速提升。

### 新能源：风光装机全球第一，逐步转向量质并重

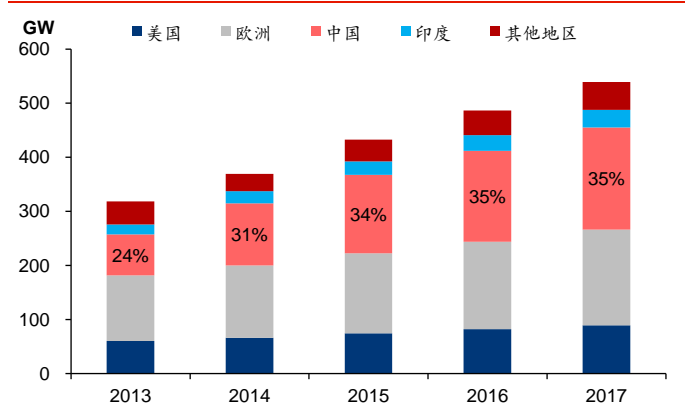
风电、光伏装机量居于全球第一位，继续保持全球领先地位。2017年我国光伏新增装机量为53.06GW，占全球新增装机量的55%，同年风电累计装机量为188.39GW，占全球累计装机量的35%，风电、光伏累计装机量均居于全球第一位。根据能源局披露，2018年国内光伏新增装机44.1GW，继续保持全球领先地位。

图表5：全球光伏新增装机量



资料来源：EnergyTrend, 华泰证券研究所

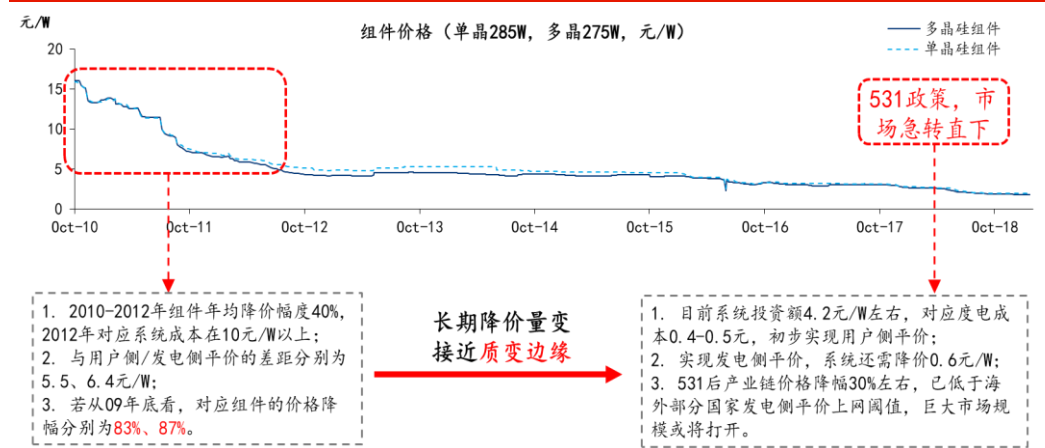
图表6：全球风电累计装机量



资料来源：中国风电新闻网, 华泰证券研究所

2018年国内新能源发电逐渐转向量质并重，结构升级过程中部分龙头企业的全球竞争力逐渐增强。光伏领域，硅料等成本下行叠加PERC等高效电池技术提升，国内组件价格已低于海外部分国家发电侧平价上网阈值，龙头企业或将获得新的增长动能。组件的价格自2010年10月份，至今已经有两次大幅降价，在2018年531新政之后，产业链价格出现了主动的向下过程，中国的系统供应商的成本已经到达了海外部分国家发电侧平价的要求，我们认为海外被激活是这个行业未来增长最大的来源，科创板或将助推我国新能源产业链的升级和在全球领域竞争力的进一步提升。

图表7：组价的两次大幅降价



资料来源：PV infolink, 华泰证券研究所

## 竞争格局：部分领域龙头尚未上市，科创板或缩短资本化进程

**部分细分领域龙头尚未上市，业绩增长依赖资本提速。**以新能源汽车为例，目前部分细分领域龙头还没有上市，比如 18 年软包三元电池和圆柱三元电池装机前三均未登陆主板市场。这些公司研发与资本开支拖累盈利，难以达到主板对盈利的要求。我们认为这些公司在登陆科创板后，有望进一步增加技术优势，推动产业链结构升级。科创板或缩短以动力电池及关键材料为代表的汽车零部件企业的资本化进程，在新一轮全球产能扩张和技术开发竞赛中获得新的动能。

## 他山之石：依托行业发展进程，关注流动性和业绩可预期性

### A123：轻资产创新性公司，行业放缓破产退市

A123（股票代码：AONE）作为典型轻资产技术创新性公司代表，是为数不多美股上市动力电池企业。公司于2001年成立，2007年开始供应车用动力电池，2009年9月登陆纳斯达克（IPO价格13.5美元/股）。由于对新能源车市场发展速度的误判，加之公司在成本管控经验方面的不足，公司上市后持续亏损，于2012年10月递交了破产保护申请，2013年1月万向集团以2.566亿美元完成对其的收购，更名为B456。

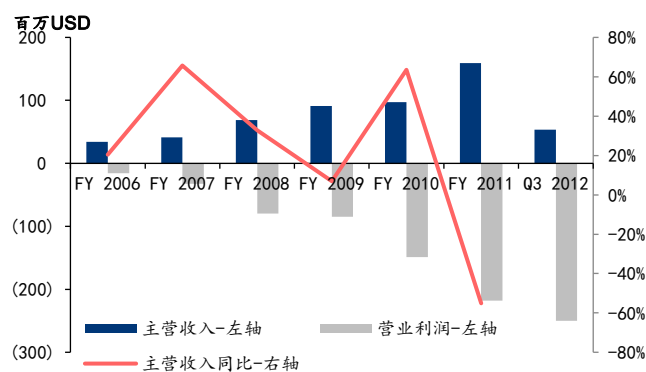
公司经历的坎坷的发展历程，一方面，和行业发展阶段密切相关，在2007年到2014年这段时间内，海外市场的新能源车发展速度低于预期。另一方面，公司在成本管控方面的经验不足，公司营收虽在增长，但净利润一直是亏损。所以我们认为对公司的合理定价，首先取决于对行业发展所处阶段的正确判断。

图表8：A123公司发展时间线



资料来源：B456官网，华泰证券研究所

图表9：A123上市后营收、净利润



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

### 特斯拉：高盈利容忍度及风险折价并存，投资者与行业双受益

特斯拉公司于2003年成立，2008年卖出第一辆产品Tesla Roadster，至上市前一个月仅卖出1063辆，公司于2010年6月29日在美国纳斯达克上市交易，是继1956年的福特汽车上市后，美国第一家成功IPO的汽车制造商。特斯拉拥有前沿科技和核心技术，因产能和研发投入较高，特斯拉在上市之前从未实现盈利，直到2013年5月初才首次宣布实现季度盈利。

特斯拉计划的能够为其带来可观收入的Model S彼时仍处于早期的开发阶段，只提出了2012年投入生产的目标。在特斯拉2010年上市时，公司正等待上市募集资金来完成收购Fremont的工厂，处于收购的前期阶段。综上，特斯拉上市时正处于发展的早期阶段，并且由于其有限的经营历史，评估其业务和未来前景变得困难，在上市时风险较高。

**行业快速发展，技术领先，8年增长16倍，推动行业发展。**特斯拉自2010年6月29日首日上市交易至2018年12月31日截止，股价从\$19.00涨至\$332.80，涨幅达到1651.58%。复盘特斯拉的股价表现，2010年6月至2012年12月，公司的股价在未来高成长预期下，维持在相对稳定水平，证明美股市场接受处于发展期的公司，但对其风险仍然给与较大的折现系数。2012年特斯拉Model S交付后，消费者对Model S的订购让资本市场见证了公司的增长潜力，而产能的逐步释放也让公司的业绩可预测性不断增强，市场给予公司溢价，推动公司股价大涨。特斯拉上市后不仅给股东带来大量回报，也推动了新能源汽车行业的发展。

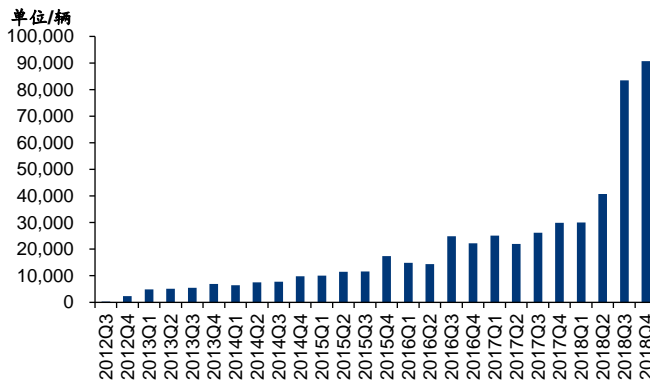


图表10: 特斯拉股票走势



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表11: 特斯拉季度交付量



资料来源: Tesla, 华泰证券研究所

### 市场流动性和成长可预期性或将影响未来科创板表现

从市场流动性来看,相较于场外柜台交易市场,主板市场交易较为活跃,比克电池从OTCBB(美国场外柜台交易系统)转向纳斯达克主板市场后公司的静态市盈率从12倍上涨至接近18倍,我们认为除了公司成长性获得市场认可外,主板市场的高流动性溢价也促使其估值提升。类似的情形也发生在金风科技H股发行上。2010年10月金风科技以18倍市盈率登陆H股,低于同时期A股30倍市盈率,由于H/A股市场流动性差异带来的折价明显(同时期东方电气A/H股市盈率分别为37/31倍)。而对于目前仍未实质性盈利的特斯拉而言,复盘其股价表现,与其产品竞争力提升带来的高成长预期密切相关。特斯拉上市后一周内股价仍在发行价附近徘徊,上市后33个月(2010.06-2013.03)股价也仅上涨123%。直至2012年底第一辆Model S上市,由于产品竞争力、市场关注度增强提振了市场对公司高成长预期的信心,公司股价开启了6年20倍的进程,期间最高涨幅2191.8%(相比发行价)。

图表12: 各股票估值方法及股价表现汇总

公司	估值方法		发行价	股价表现			
	相同点	差异点		一天	一周	一年	截至18年底
特斯拉	1.市场流动性 2.可比公司 平均估值水平	无盈利,可比公司法不适用	17	26%	-8%	49%	1652%
比克电池		历史交易法,参考不同市场的流动性确定溢价。	26	-19%	8%	76%	-99%
ABB	3.业绩发展的可预测性	历史交易法,参考此前所在市场估值水平。	17	-1%	-1%	-48%	12%
金风科技		历史交易法,参考此前所在市场估值水平。	18	3%	12%	-81%	63%
晶科能源		历史交易法,根据已发行权益类产品价格和期权差价,确定发行价格。	11	-8%	-24%	129%	-18%

注: 因比克电池为转板上市,并未发行股份,发行价选取的是转板日的开盘价

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

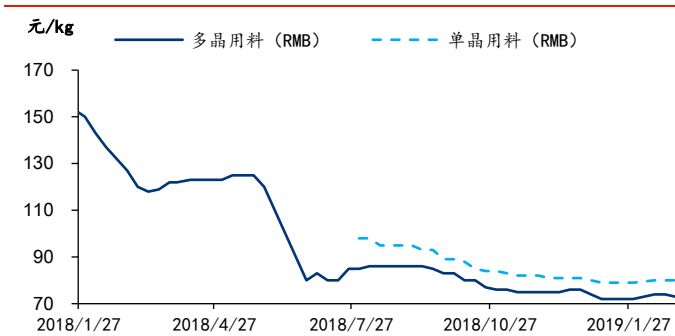
## 影响前瞻：科创板带来边际变化，或将助行业龙头强者恒强

### 产业前瞻：行业发展有望持续，技术逐步成为重要推动力量

短期看，子行业发展阶段各异，短期政策会有扰动。电力设备新能源行业覆盖新能源汽车、风电、光伏、工控等子行业，属于高新技术产业和战略性新兴产业，所处发展阶段略有不同：新能源汽车（包括整车和电池等零部件）、风电、光伏已越过行业萌芽期，市场增长快，行业集中度和龙头企业市占率提升的趋势明显，短期政策波动（包括补贴调整等）对板块及相关公司估值造成一定波动，技术进步带来的产业升级为行业重要推动力量；工控行业发展则相对成熟，与宏观经济发展密切相关，产业升级和进口替代推动工控行业提升。

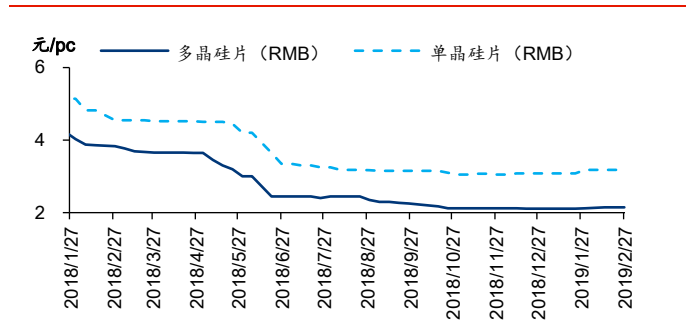
长期看，新能源及新能源车成长有望持续，技术进步逐步成为重要推动力量。随着新能源车的迅速普及，市场对于新能源车的接受度逐步增强，随着补贴退坡的到来，新能源车行业已逐渐从政策驱动转向市场驱动。从光伏行业来看，经过“531新政”以后光伏产业链价格迅速下降，单位发电成本下降推动更多地区实现平价上网，下游需求有望进一步打开。我们认为技术进步带来的产业逐步升级为行业重要推动力量，细分市场未上市龙头或在资本助力下进一步提升中国相关产业的国际竞争力。

图表13： 硅料价格大幅下降



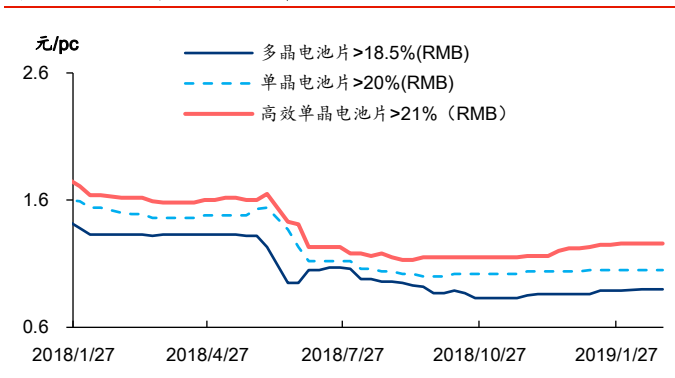
资料来源：PVinfoLink，华泰证券研究所

图表14： 硅片价格较年初显著降低



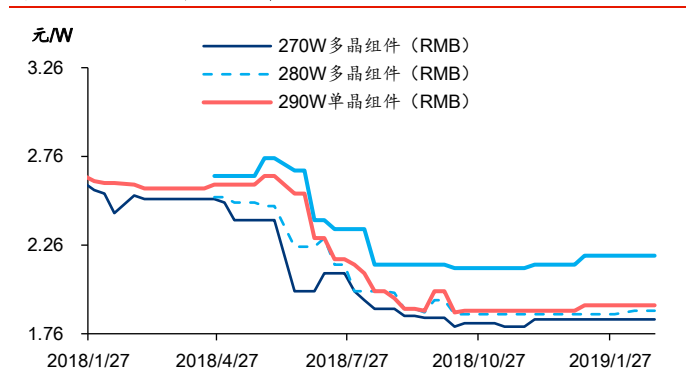
资料来源：PVinfoLink，华泰证券研究所

图表15： 电池片价格显著下降



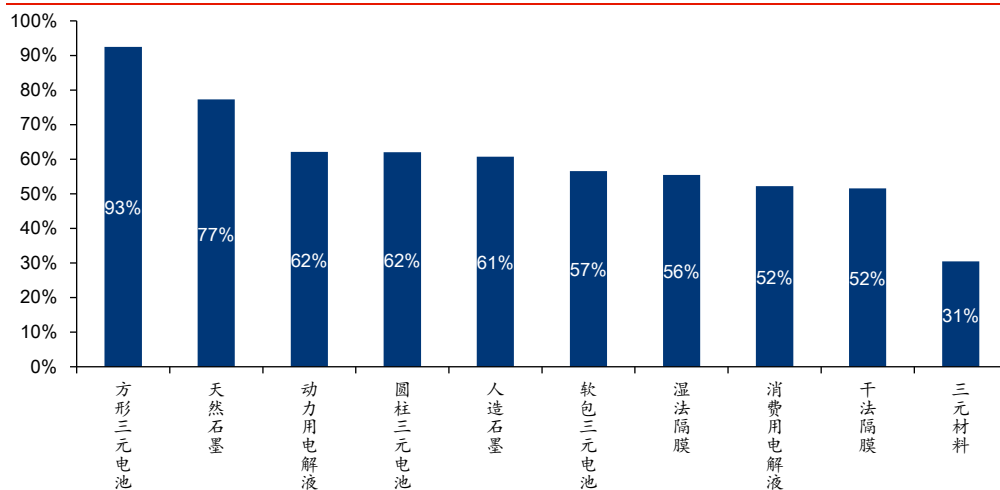
资料来源：PVinfoLink，华泰证券研究所

图表16： 终端组件价格下降



资料来源：PVinfoLink，华泰证券研究所

行业集中度为锚，结合公司市占率衡量发展空间。新能源及新能源汽车发展到当前状态，市场的可预见性较强，我们认为行业发展的风险较小。各细分环节发展阶段不同，发展处于成熟期的行业集中度较高，我们认为可以参照行业 CR3，衡量各板块的格局稳定程度。以新能源汽车产业链为例，根据高工锂电和中汽协数据，2018年方形三元电池的 CR3 为 93%，行业格局较为稳定，龙头公司的地位稳固，市占率提升空间较小。18年三元材料 CR3 为 31%，我们认为三元材料板块格局尚未稳固，龙头公司有继续提高市占率的空间，同样排名靠后的公司有凭借技术优势，实现黑马逆袭的希望。

**图表17： 2018年新能源车细分子行业 CR3**


资料来源：高工锂电，中汽协，华泰证券研究所

### 投资布局：关注有望进一步提升市场竞争力的细分市场龙头

受益于科创板对盈利条件的放松，处于行业领先地位，因研发和产能投入尚未盈利的公司有望登陆科创板进行融资。现有行业龙头公司在获取新融资后，或将在产能和研发上增加优势，有望进一步提升市占率。建议结合市场集中度、细分环节排名及18年同比增速等指标，关注有望进一步提升竞争力的细分市场龙头。

**市场集中度：**市场集中度决定了行业的稳定程度，集中度低的行业有望实现龙头的市占率提升，享受整体行业增长和市占率提升带来的双重业绩优势。

**细分环节排名：**我们认为细分环节的装机量和产量排名能够有效代表公司产品在市场上的认可度，是判断龙头的重要指标。



## 风险提示

**宏观经济增速不及预期。**工控属于中游行业，若未来经济增速不达预期，下游资本开支减少将挤压行业的盈利空间。

**行业政策转向导致下游需求低于预期。**对处于成长期的行业而言，国家产业政策具有指导行业发展路径的作用。若产业政策转向，可能导致原有产品需求降温。

**技术进步不及预期。**电新行业为技术密集型企业，技术进步有利于行业产能增加和降低利用成本，若技术进步不及预期，叠加补贴退坡，行业发展可能会受到不利影响。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com