

电气设备

3月新能源车抢装高增，19Q2仍景气向上

—新能源汽车产业跟踪系列06

评级：增持（维持）

分析师：邹玲玲

执业证书编号：S0740517040001

Email: zoull@r.qizq.com.cn

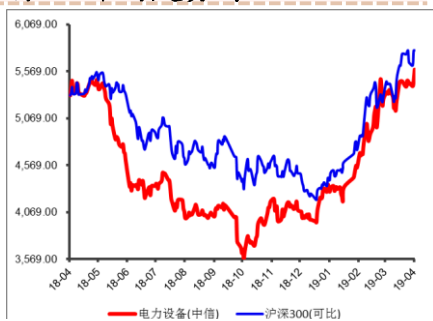
重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
先导智能	35.00	1.28	1.064	1.224	1.621	27	33	29	22	买入
宁德时代	82.27	1.79	1.71	1.97	2.45	46	48	42	34	增持
新宙邦	25.94	0.74	0.87	1.11	1.44	35	30	23	18	买入
恩捷股份	54.84	0.33	1.18	1.8	2.12	166	46	30	26	增持
璞泰来	51.63	1.19	1.32	1.9	2.2	43	39	27	23	增持
当升科技	26.97	0.57	0.7	0.94	1.16	47	39	29	23	买入

基本状况

上市公司数	157
行业总市值(百万元)	1464025
行业流通市值(百万元)	1171959

行业-市场走势对比



相关报告

- <<业绩符合预期，持续看好平台化下成长潜力>>2019.04.17
- <<3月新能源车销量高增，2019年风光管理方法征求意见>>2019.04.15
- <<平价和补贴项目共存，静待政策落地>>2019.04.14

投资要点

- **整车销量：3月销量受整车影响抢装高增，产销两旺。**据中汽协，3月新能源汽车产销12.8/12.6万辆，同比分别+88.6%/85.4%，环比+116.3%/137.2%。1-3月累计销量30.4万辆，同比+102.7%，其中乘用车25.3万（混动6.2万，占比24.6%）。据乘联会data，3月新能源乘用车销量11万，其中A00级A00/A0/A级以上车型销量分别为2.3/1.56/5.04万台，占比分别为26%/17%/57%；1-3月A00级车5.6万台，占比29%，同比2018年下降20个百分点，**车型升级明显。我们预计2019Q2过渡期抢装保持高增**，展望2019年全年，维持前期判断，国内电动车销量有望超150万辆，乐观预期超160万辆（对应动力电池74Gwh，同比+38%）；海外新能源汽车销量有望达110万辆，对应超50Gwh动力电池需求。短期看，增量需求或将来自于政策边际变化。
- **动力电池装机：3月装机5.09Gwh，同比增长146.3%。Q1装机12.32Gwh，同比增长179%。**1) **不同车型看：**3月乘用车装机为4.10Gwh（同比+166%），客车/专用车分别装机0.67/0.32Gwh，同比+49%/266%；Q1乘用车装机为9.53Gwh（同比+216%），客车/专用车分别装机2.21/0.58Gwh，同比+100%/97%；2) **从动力电池类型看：**3月三元电池装机3.89Gwh（占比76.5%），磷酸铁锂电池装机1.11Gwh（占比21.8%），同比分别+150%/+69%，钛酸锂电池装机0.07Gwh；不同电池封装形式看：方形\软包\圆柱分别装机4.23\0.42\0.44Gwh，分别同比+161%\181%\43%。其中1-3月，三元电池8.71Gwh（占比70.76%），LFP电池装机2.75Gwh（占比22.34%），同比分别+207%/+69%，钛酸锂电池装机191Mwh，同比+323%；不同电池封装形式看：方形\软包\圆柱分别装机10.05\1.22\1.04Gwh，分别同比+204%\207%\48%；3) **从电池厂排名来看：**3月，国内动力电池装机排名前三的宁德时代\比亚迪\国轩高科，分别装机2.24\1.57\0.2Gwh，市占率分别为43.92%\30.93%/3.54%。Q1前三为宁德时代\比亚迪\国轩高科，分别装机5.49\3.53\0.50Gwh，市占率分别为44.56%/28.65%/4.06%。宁德时代持续保持行业龙头地位。
- **锂电池材料价格跟踪（周度）：**1) MB钴报价企稳上涨；2) 电池级碳酸锂7.70万元/吨（周跌幅0.65%），氢氧化锂报价10.55万元/吨（周跌幅1.86%）；3) 三元正极价格稳定，三元前驱体NCM523小幅上升。4) 电解液价格稳定，溶剂价格上涨；5) 隔膜价格暂稳：（中国化学与物理协会、中华商务网、MB）7um/9um湿法基膜均价2/1.55元/平；水系湿法涂覆膜7um+2um+2um、9um+2um+2um分别为2.8/2.5元/平。
- **投资建议：**自3月新能源汽车补贴政策出台后，基本符合市场预期，但新能源汽车板块表现较为疲软，主要系：1) 补贴退坡幅度较大，担心2019年终端需求存在一定不确定性；2) 补贴退坡压力下，产业链各环节将面临新一轮价格下降压力；3) 新能源汽车板块2019年整体估值较高。

**政策层面**，据发改委，2018.10.11，国务院办公厅关于印发完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）的通知，完善消费结构升级的政策体系，提到了相关部委分工负责其中的“促进汽车消费优化升级”的方案。上汽董事长于两会期间，也呼吁政府积极研究制定2020年后的新能源汽车政策。我们认为，长期看，伴随着新能源汽车补贴将在2020年之后完全取消，除了仍需持续完善双积分政策外，国家也在积极研究后补贴时代的政策组合拳来支持新能源汽车发展，促进新能源汽车消费，例如税收减免（免征购置税、个人所得税抵扣、提高成品油消费税）、路权（不限行）、不限购、使用成本（减免路桥费）等方面。

(1) **短期看，建议关注边际变化：**补贴持续退坡下，产业链均面临降价压力，阶段性寻找确定性溢价。一是竞争格局稳定，价格下降压力不大环节；二是受到补贴影响不大环节。1) 2019-2020 年处于全球锂电龙头新一轮扩张周期，设备投资先于需求端，具有确定性溢价：推荐**先导智能**；2) 电解液环节（价格趋稳，下降空间小）：**多氟多**（6F 涨价）、**新宙邦**（估值低）、**天赐材料**、**石大胜华**（溶剂涨价）；3) 具备全球竞争力的优质锂电龙头个股：**宁德时代**、**比亚迪**、**亿纬锂能**；同时关注：**欣旺达**；4) 爆款车型例如“特斯拉 Model3”降价有望带来 model3 销量激增，配套产业链迎来投资机会（**三花智控**、**宏发股份**）。

(2) **中长期看，**展望后补贴时代，围绕全球竞争格局变化，从全球供应链本土化视角（参考深度报告：《从电动车全球供应链视角，寻找确定性溢价》），优选竞争格局稳定，未来有望在海外锂电龙头中国本土化率最高、或在海外供应链渗透率最高的锂电材料环节，我们认为**渗透率高**依次是：**电解液>隔膜>负极>正极**。重点推荐细分环节龙头：**动力电池**（**宁德时代**、**亿纬锂能**）、**隔膜**（**恩捷股份**、**星源材质**）、**电解液**（**新宙邦**、**天赐材料**）、**负极材料**（**璞泰来**）、**正极材料**（**当升科技**）；围绕国际一流车企及其爆款车型产业链，关注**三花智控**、**宏发股份**。

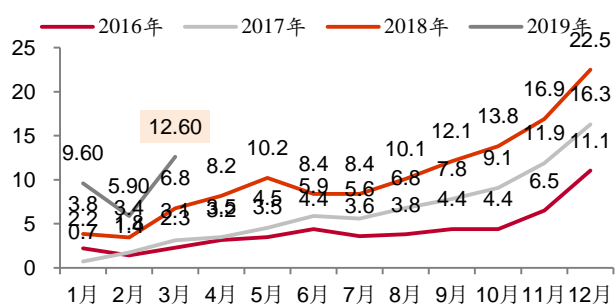
- **风险提示：**新能源汽车政策不及预期、新能源汽车销量不及预期、行业竞争加剧导致价格大幅下跌风险、大客户流失风险

## 1. 新能源汽车产销量月度跟踪

### ■ 3月新能源汽车同比高速增长

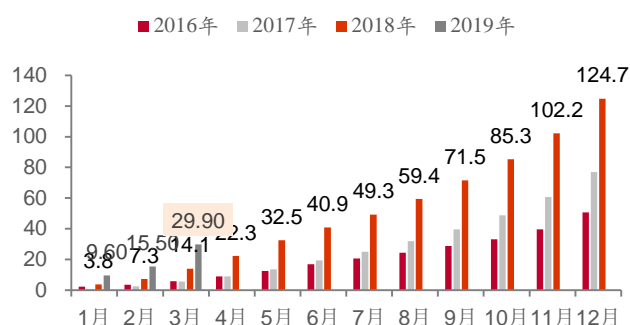
据中汽协，3月新能源汽车产销量分别为12.8/12.6万辆，同比分别+88.6%/85.4%，环比+116.3%/137.2%。其中，新能源乘用车产销量为12.1/11.8万辆，纯电动汽车产销分别为10/9.6万辆，同比+96.2%/83.4%；插电式混销量3万辆，同比+91.5%；燃料电池汽车产销均完成86辆。1-3月产销量累计为30.4/29.9万，同比+102.7%/109.7%。2019Q1销量高增主要系新能源汽车补贴政策出台及设置缓冲期带来抢装。

图表 1: 新能源汽车单月销量 (万辆)



来源: 中汽协, 中泰证券研究所

图表 2: 新能源汽车月度累计销量 (万辆)



来源: 中汽协, 中泰证券研究所

图表 3: 3月新能源汽车产销量数据—中汽协口径 (万辆)

日期	销量						
	新能源车合计	EV 乘用车	PHEV 乘用车	乘用车合计	EV 商用车	PHEV 商用车	商用车合计
2018年9月	12.12	7.99	2.67	10.66	1.43	0.03	1.45
2018年10月	13.78	9.37	2.65	12.02	1.75	0.01	1.76
2018年11月	16.92	10.88	3.08	13.96	2.92	0.03	2.96
2018年12月	22.50	13.50	3.10	16.60	5.70	0.10	5.90
2019年1月	9.6	6.5	2.0	8.5	1.0	0.1	1.1
2019年2月	5.3	3.7	1.3	4.9	0.3	0	0.4
2019年3月	12.6	8.9	2.9	11.8	0.7	0.1	0.7
2019年累计	27.5	19.1	6.2	25.2	2.0	0.2	2.2
产量							
日期	新能源车合计	EV 乘用车	PHEV 乘用车	乘用车合计	EV 商用车	PHEV 商用车	商用车合计
2018年9月	12.69	8.37	2.70	11.07	1.59	0.03	1.62
2018年10月	14.56	9.73	2.91	12.64	1.91	0.02	1.92
2018年11月	17.33	10.41	3.76	14.17	3.12	0.03	3.15
2018年12月	21.40	13.10	3.50	16.70	4.60	0.10	4.80
2019年1月	9.9	6.1	2.7	8.8	1.1	0.0	1.1
2019年2月	5.9	4.1	1.5	5.6	0.3	0	0.4
2019年3月	12.8	9.4	2.8	12.1	0.7	0.1	0.8
2019年累计	28.6	19.6	7.0	26.5	2.1	0.2	2.4

来源: 中汽协, 中泰证券研究所

(2) 插混占比约 25%，新能源乘用车同比高速增长。据中汽协，3 月新能源乘用车销量 11.8 万辆，同比增长 92.6%，其中纯电动乘用车销量 8.9 万辆，同比增 92.3%，环比+144.8%；插混乘用车销量 2.9 万辆，同比增 93.4%，环比+133.2%。1-3 月插电混累计销量 6.2 万，占比 24.6%，与去年相当，份额较为稳定。

图表 4: 2019 年 1 月新能源汽车销量明细及对比

车型	2019 年 1 月	2019 年 2 月	2019 年 3 月		2018 年销量占比	2019 年累计销量
			销量	销量占比		
EV 乘用车	6.5	3.7	8.9	70.63%	63.48%	19.1
PHEV 乘用车	2.0	1.3	2.9	23.02%	20.85%	6.2
乘用车合计	8.	4.9	11.8	93.65%	84.34%	25.2
EV 商用车	1.0	0.3	0.7	5.56%	15.07%	2.0
PHEV 商用车	0.1	0	0.1	0.79%	0.50%	0.2
商用车合计	1.1	0.4	0.8	6.35%	15.66%	2.3
新能源车合计	9.6	5.3	12.6	100.00%	100.00%	27.5

来源：中汽协，中泰证券研究所

## 2. 新能源乘用车数据跟踪（乘联会口径）

- 车型持续升级，A00 级车下降至 26%。19 年 3 月新能源乘用车销量 11 万台，纯电动\混动分别乘用车销量 8.9/2.19 万台，混动占比 20%。此外，A00/A0/A 级以上车型销量分别为 2.3/1.56/5.04 万台，占比分别为 26%/17%/57%；1-3 月 A00 级车占比 29%，同比 2018 年下降 20 个百分点。

图表 5: 新能源乘用车不同车型销量（辆）及占比

车型	19-1 月	19-2 月	19-3 月	19 年累计	本月同比	本月环比	19 年累计同比
A00	21426	11826	23043	56295	-17%	95%	-4%
A0	15717	5667	15571	36955	435%	175%	524%
纯电动 A	32975	20458	49049	102482	370%	140%	597%
B	223	3	36	262		1100%	
C	1834	655	1371	3860		109%	
纯电动合计	72175	38609	89070	199854	118%	131%	151%
A	9601	6508	10902	27011	-22%	68%	-22%
插电混动 B	8908	5327	8880	23115	1382%	67%	952%
C	491	339	2106	2936	639%	521%	923%
插电混动合计	19000	12174	21888	53062	48%	80%	42%
新能源乘用车总	91175	50783	110958	252916	99%	118%	116%

来源：乘联会，中泰证券研究所

**图表 6: 新能源乘用车不同车型销量占比**

车型	19-1月	19-2月	19-3月	16年	17年	18年	19年累计	
纯电动	A00	30%	31%	26%	45%	69%	49%	28%
	A0	22%	15%	17%	18%	7%	16%	18%
	A	46%	53%	55%	39%	23%	33%	51%
	B	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%
	C	3%	2%	2%	0%	0%	2%	2%
纯电动合计(%)	79%	76%	80%	76%	81%	75%	79%	
插电混动	A	51%	53%	50%	51%	83%	70%	51%
	B	47%	44%	41%	48%	18%	23%	44%
	C	3%	3%	10%	0%	0%	6%	6%
插电混动合计(%)	21%	24%	20%	24%	19%	25%	21%	
新能源乘用车总计	91175	50783	110958	328864	555793	1016002	252916	

来源: 乘联会, 中泰证券研究所

**图表 7: 新能源乘用车不同车型销量排名 (辆)**

No	新能源汽车车型	对应 3 月销量
1	北汽 EU 系列	12983
2	比亚迪元 EV	10004
3	比亚迪 e5	8083
4	比亚迪唐 DM	4760
5	帝豪 EV	4207
6	欧拉 R1	4002
7	北汽 EC 系列	3528
8	逸动 EV	3426
9	荣威 Ei5	3219

来源: 乘联会, 中泰证券研究所

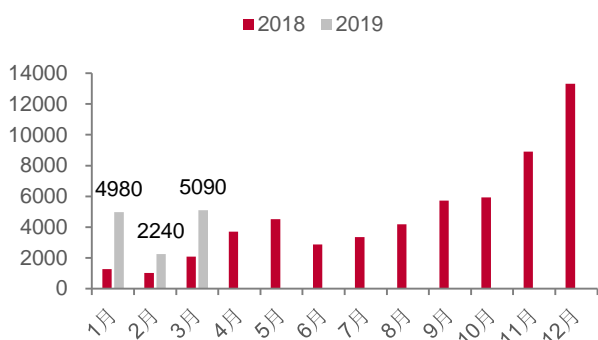
### 3. 动力电池装机月度跟踪:

- 3月装机 5.09Gwh, 同比增长 146.3%。Q1 装机 12.32Gwh, 同比增长 179%。**据电池中国网, 2019.3 国内动力电池装机为 5.09Gwh(三元电池装机量为 3.89Gwh), 同比+146.3%; 2019Q1 国内动力电池装机为 12.31Gwh(三元电池装机量为 8.71Gwh), 同比+179%。
- (1) 不同车型看:** 2019.3 乘用车装机为 4.10Gwh (同比+166%), 客车/专用车分别装机 0.67/0.32Gwh, 同比+49%/266%; 2019Q1 乘用车装机为 9.53Gwh (同比+216%), 客车/专用车分别装机 2.21/0.58Gwh, 同比+100%/97%。
- (2) 从动力电池类型看:** 3月三元电池装机 3.89GWh (占比 76.5%), 磷酸铁锂电池装机 1.11GWh (占比 21.8%), 同比分别+150%/+69%, 钛酸锂电池装机 0.07Gwh, 同比增长 22 倍; 不同电池封装形式看: 方形\软包\圆柱分别装机 4.23\0.42\0.44Gwh, 分别同比+161%\181%\43。Q1 三元电池装机 8.71GWh (占比 70.76%), 磷酸铁锂电池装机 2.75GWh (占比 22.34%), 同比分别+207%/+69%, 钛酸锂电池装机 191Mwh, 同比增长 323%; 不同电池封装

形式看：方形\软包\圆柱分别装机 10.05\1.22\1.04Gwh，分别同比 +204%\207%\48%。

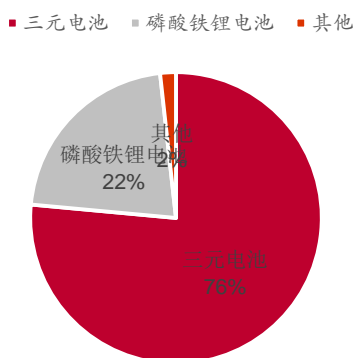
(3) 从电池厂排名来看：3月，国内动力电池装机排名前三的宁德时代\比亚迪\国轩高科，分别装机 2.24\1.57\0.2Gwh，市占率分别为 43.92%\30.93%/3.54%。其中 2019 年 Q1 动力电池装机前三为宁德时代\比亚迪\国轩高科，分别装机 5.49/3.53/0.50Gwh，市占率分别为 44.56%/28.65%/4.06%。宁德时代持续保持行业领头羊优势。

图表 8: 月度动力电池装机量 (Mwh)



来源：中国化学能源与物理协会动力电池分会，中泰证券研究所

图表 9: 2019 年 3 月动力电池分类型装机占比



来源：中国化学能源与物理协会动力电池分会，中泰证券研究所

图表 10: 2019 年 3 月份动力电池分车型装机 (Mwh)

(Mwh)	2019 年 1 月	2019 年 2 月	2019 年 3 月	同比增速	环比增速
乘用车	3530	1900	4100	166%	116%
客车	1240	290	670	49%	131%
专用车	210	50	320	266%	540%

来源：中国化学能源与物理协会动力电池分会，中泰证券研究所

图表 11: 3 月动力电池厂 TOP5 装机量 (Gwh)

排名	电池企业	3 月装机量 (Gwh)	3 月市占率	Q1 装机量 (Gwh)	Q1 市占率	18 年 TOP5 市占率
1	宁德时代	2.24	43.92%	5.49	44.56%	44.43%
2	比亚迪	1.57	30.93%	3.53	28.65%	21.88%
3	国轩高科	0.2	3.54%	0.5	4.06%	4.29% (力神)
4	孚能科技	0.17	3.27%	0.39	3.17%	3.54% (国轩高科)
5	天津力神	0.12	2.27%	0.25	2.03%	2.27% (比克)

来源：中国化学能源与物理协会动力电池分会，中泰证券研究所

#### 4. 锂电材料数据跟踪（周度）：

1) **MB 钴报价上涨**：4月12日，英国金属导报 MB 报价，MB 低级钴报价(+0.05) 15.35-16.75 美元/磅(周涨幅+**4.56%**)，高级 MB 钴报价(+0.1)16.6-17.4(+0.1) 美元/磅，(周涨幅+**6.58%**)。

2) **锂盐价格略有下降**：电池级碳酸锂 7.70 万元/吨 (周跌幅 **0.65%**)，氢氧化锂 10.55 万元/吨 (周跌幅 **1.86%**)。六氟磷酸锂报价维持在 11.50 万元/吨。

3) **三元材料多数价格相对稳定，三元前驱体 523 价格小幅上升**：三元前驱体 523 报价 9.00 万元/吨 (周涨幅 **1.12%**)；NCM523 容量型三元材料报价 13.0-13.2 万元/吨，三元材料 523 报价为 15 万元/吨，三元材料 622 报价为 17.00 万元/吨，三元前驱体 811 报价 9.55 万/吨，均保持不变。

4) **镍盐价格稳定**：硫酸镍报价 2.60 万元/吨不变；

5) **电解液平稳、溶剂供不应求高价企稳**：现国内电解液价格主流报 3.3-4.4 万元/吨，高端产品价格 7 万元/吨左右，低端产品报价在 2.3-2.8 万元/吨。原料市场，现 DMC 报 8000 元/吨左右，DEC 报 12000-13000 元/吨，EC 报 12000 元/吨。六氟磷酸锂价格平稳，现价格在 10-11.5 万元/吨左右，高价在 13 万元/吨。

6) **隔膜价格**：主流 5 μm 湿法基膜 3.0-3.5 元/平，7 μm 湿法基膜 2 元/平，5 μm+2 μm+2 μm 湿法涂覆膜 4 元/平。

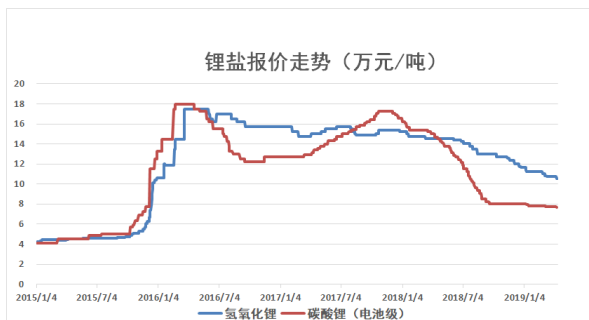
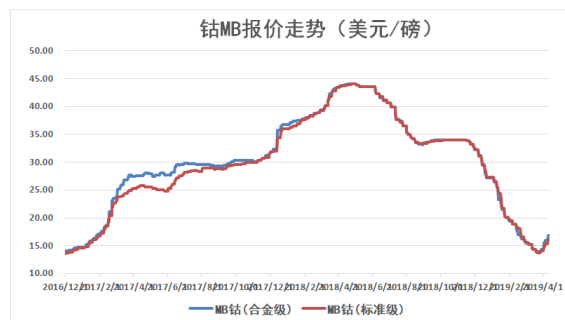
7) **负极材料稳定**：现国内负极材料低端产品主流报 2.1-2.8 万元/吨，中端产品主流报 4.4-5.7 万元/吨，高端产品主流报 7-9 万元/吨。

数据来源：中国化学与物理协会、中华商务网、英国金属导报等；

图表 12: 电池上游产品价格跟踪 (截止 2019.4.17)

钴产品 (MB钴价格每周三周五更新)	周涨跌幅	月涨跌幅	4月16日	4月15日	4月12日	4月11日	4月10日	4月9日	4月8日
MB钴(合金级)	6.58%	18.47%	17.00	17.00	17.00	16.90	16.90	15.95	15.95
MB钴(标准级)	4.56%	11.61%	16.05	16.05	16.05	16.03	16.03	15.35	15.35
钴精矿	0.00%	-6.52%	10.75	10.75	10.75	10.75	10.75	10.75	10.75
MB硫酸钴(升水/贴水)									
氧化钴	6.35%	-1.28%	19.25	19.25	19.25	19.15	19.15	19.15	19.15
四氧化三钴	7.63%	1.28%	19.75	19.75	19.75	19.65	19.65	19.65	19.65
电解钴99.95%	-0.90%	0.36%	27.50	27.50	27.50	27.50	27.50	27.50	27.75
钴粉	9.26%	2.61%	29.50	29.25	29.25	28.50	28.00	28.00	28.00
钴酸锂	0.00%	-1.98%	24.75	24.75	24.75	24.75	24.75	25.00	25.00
硫酸钴(中华商务网)	11.22%	-2.68%	5.45	5.45	5.45	5.35	5.35	5.35	5.35
氯化钴	8.55%	0.00%	6.35	6.35	6.35	6.35	6.35	6.35	6.35
碳酸钴	8.51%	2.00%	12.75	12.75	12.75	12.25	12.25	12.25	12.25
三元材料523	0.00%	-1.64%	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
三元材料622	0.00%	-1.45%	17.00	17.00	17.00	17.00	17.00	17.00	17.00
三元前驱体523	1.12%	-2.17%	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
三元前驱体622	0.00%	-3.09%	9.40	9.40	9.40	9.40	9.40	9.40	9.40
三元前驱体811	0.52%	-1.03%	9.60	9.55	9.55	9.55	9.55	9.55	9.55
<b>锂盐</b>									
碳酸锂(电池级)	-0.65%	-0.65%	7.70	7.70	7.70	7.70	7.70	7.75	7.75
氢氧化锂	-1.86%	-1.86%	10.55	10.55	10.55	10.55	10.55	10.75	10.75
六氟磷酸锂	0.00%	0.00%	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50
<b>镍盐</b>									
硫酸镍	0.00%	1.96%	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60
<b>锂电材料</b>									
三元正极材料523型	0.00%	-8.71%	13.0-13.2	13.0-13.2	13.0-13.2	13.0-13.2	13.0-13.2	13.0-13.2	13.0-13.2
磷酸铁锂正极材料(非纳米级)	0.00%	0.00%	4.8-5.1	4.8-5.1	4.8-5.1	4.8-5.1	4.8-5.1	4.8-5.1	4.8-5.1
人造负极材料(345-355mAh/g)	0.00%	0.00%	6-8	6-8	6-8	6-8	6-8	6-8	6-8
电解液(铁锂用)	0.00%	0.00%	3.5-4.0	3.5-4.0	3.5-4.0	3.5-4.0	3.5-4.0	3.5-4.0	3.5-4.0
隔膜(国产16um/湿法)	0.00%	0.00%	1.4-1.7	1.4-1.7	1.4-1.7	1.4-1.7	1.4-1.7	1.4-1.7	1.4-1.7
容量圆柱锂电池(2000mAh)	0.00%	0.00%	6.1-6.4	6.1-6.4	6.1-6.4	6.1-6.4	6.1-6.4	6.1-6.4	6.1-6.4

来源: 中华商务网、Metal Bulletin、WIND、鑫罗资讯, 备注: 所有价格均为平均价格



来源: 中华商务网、WIND, 备注: 所有价格均为平均价格



## 投资建议

- **新能源汽车补贴政策出台，过渡期抢装。**自3月新能源汽车补贴政策出台后，基本符合市场预期，但新能源汽车板块表现较为疲软，主要系：1) 补贴退坡幅度较大，担心2019年终端需求存在一定不确定性；2) 补贴退坡压力下，产业链各环节将面临新一轮价格下降压力；3) 新能源汽车板块2019年整体估值较高。

**政策层面**，据发改委，2018.10.11，国务院办公厅关于印发完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）的通知，完善消费结构升级的政策体系，提到了相关部委分工负责其中的“促进汽车消费优化升级”的方案。上汽董事长于两会期间，也呼吁政府积极研究制定2020年后的新能源汽车政策。我们认为，长期看，伴随着新能源汽车补贴将在2020年之后完全取消，除了仍需持续完善双积分政策外，国家也在积极研究后补贴时代的政策组合拳来支持新能源汽车发展，促进新能源汽车消费：例如税收减免（免征购置税、个人所得税抵扣、提高成品油消费税）、路权（不限行）、不限购、使用成本（减免路桥费）等方面。

展望2019年上半年，一方面由于补贴新政设置3个月过渡期（保留地补）的补贴降幅低于过渡期后，我们判断2019年Q2仍将可能出现抢装；另一方面，在补贴退坡下，车企纷纷宣布保价策略（比亚迪、吉利、上汽、广汽新能源、蔚来、威马等），确保消费者需求，行业上半年处于高景气。

**短期看，建议关注边际变化：**补贴持续退坡下，产业链均面临降价压力，阶段性寻找确定性溢价。一是竞争格局稳定，价格下降压力不大环节；二是受到补贴影响不大环节。1) 2019-2020年处于全球锂电龙头新一轮扩张周期，设备投资先于需求端，具有确定性溢价：推荐先导智能；2) 电解液环节（价格趋稳，下降空间小）：多氟多（6F涨价）、新宙邦（估值低）、天赐材料、石大胜华（溶剂涨价）；3) 具备全球竞争力的优质锂电龙头个股：宁德时代、亿纬锂能；同时关注：欣旺达、鹏辉能源、国轩高科；4) 爆款车型例如“特斯拉Model 3”降价有望带来model 3销量激增，配套产业链迎来投资机会（三花智控、宏发股份）。

**中长期看**，展望后补贴时代，围绕全球竞争格局变化，从全球供应链本土化视角（参考深度报告：《从电动车全球供应链视角，寻找确定性溢价》），优选竞争格局稳定，未来有望在海外锂电龙头中国本土化率最高、或在海外供应链渗透率最高的锂电材料环节，我们认为渗透率高低依次是：**电解液>隔膜>负极>正极**。重点推荐细分环节龙头：**动力电池**（宁德时代、亿纬锂能）、**隔膜**（恩捷股份、星源材质）、**电解液**（新宙邦、天赐材料）、**负极材料**（璞泰来）、**正极材料**（当升科技）；围绕国际一流车企及其爆款车型产业链，关注三花智控、宏发股份。

图表 13: 板块重点公司盈利预测及估值 (截止 2019. 4. 14 更新)

代码	名称	当前市值	净利 (亿元)				2017年PE	2018年PE	2019年PE	2020年PE
			2017	2018E	2019E	2020E				
002466.SZ	天齐锂业	400.97	21.45	18.81	19.95	24.99	19	21	20	16
002460.SZ	赣锋锂业	377.56	14.69	12.56	11.43	13.93	26	30	33	27
603799.SH	华友钴业	352.14	18.96	14.53	15.00	21.00	19	24	23	17
300750.SZ	宁德时代	1805.84	38.78	35.79	43.23	53.77	47	50	42	34
300014.SZ	亿纬锂能	234.57	4.03	5.71	8.76	11.87	58	41	27	20
002074.SZ	国轩高科	186.30	8.38	8.52	10.07	11.76	22	22	19	16
300207.SZ	欣旺达	212.51	5.44	7.04	11.13	15.07	39	30	19	14
300438.SZ	鹏辉能源	63.12	2.51	3.05	4.26	5.38	25	21	15	12
600884.SH	杉杉股份	169.87	8.96	11.99	11.21	13.04	19	14	15	13
300073.SZ	当升科技	117.78	2.50	3.16	4.12	5.05	47	37	29	23
603659.SH	璞泰来	224.43	4.51	4.95	8.20	9.50	50	45	27	24
300568.SZ	星源材质	59.87	1.07	3.05	2.30	3.70	56	20	26	16
002812.SZ	恩捷股份	259.87	6.37	5.36	8.53	10.05	41	48	30	26
002709.SZ	天赐材料	103.29	3.05	4.59	2.50	5.17	34	22	41	20
300037.SZ	新宙邦	98.26	2.80	3.23	4.05	5.41	35	30	24	18
002407.SZ	多氟多	109.22	2.57	1.57	3.67	4.66	43	70	30	23
603026.SH	石大胜华	78.32	1.86	2.09	5.16	6.07	42	37	15	13
002341.SZ	新纶科技	124.92	1.73	3.14	6.48	9.20	72	40	19	14
300450.SZ	先导智能	308.58	5.37	8.21	10.80	14.30	57	38	29	22
300457.SZ	赢合科技	97.38	2.21	3.31	4.30	5.56	44	29	23	18
300340.SZ	科恒股份	41.81	1.36	0.56	1.53	2.30	31	74	27	18
002050.SZ	三花智控	367.11	12.36	12.92	14.87	17.53	30	28	25	21
600885.SH	宏发股份	205.03	6.85	6.99	8.04	9.24	30	29	26	22
002196.SZ	方正电机	32.58	1.32	(4.08)	0.60	0.69	25	-8	54	47
300124.SZ	汇川技术	470.50	10.60	11.66	13.80	17.50	44	40	34	27
002851.SZ	麦格米特	99.74	1.17	2.04	3.56	4.63	85	49	28	22
平均估值								36	29	22

来源: wind, 中泰证券研究所  
备注: 部分公司采用 wind 一致预期;

## 附录：2019年新能源汽车补贴政策

图表 14：一张图看懂 2019 年新能源汽车补贴政策

【中泰电新】新能源汽车补贴政策概览（2019年）	
发布单位	财政部、工信部、科技部及发改委
实施时间	2019年3月26日起
政策过渡期	过渡期：2019.3.26-2019.6.25（3个月）
	过渡期期间： 1) 符合2018年技术指标要求，但不符合2019年技术指标要求的销售上牌车辆，按照2018年补贴标准的 <b>0.1倍</b> 补贴； 2) 符合2019年技术指标要求的销售上牌车辆，按2018年对应标准的 <b>0.6倍</b> 补贴； 3) 过渡期间销售上牌的 <b>燃料电池汽车</b> 按2018年对应标准的 <b>0.8倍</b> 补贴。燃料电池汽车和新能源汽车补贴政策另行公布。
政策调整	<b>1、优化技术指标，坚持“扶优扶强”：</b> 1) 稳步提高新能源汽车动力电池系统能量密度门槛要求。（技术上应先进、质量上要可靠、安全上有保障的原则， <b>技术指标上限不做调整</b> ） 2) 适度提高新能源汽车 <b>整车能耗</b> 要求。 3) 提高纯电动乘用车 <b>续航里程</b> 门槛要求（ <b>高于250KM</b> ）。 4) 从2019年起，符合公告要求但 <b>未达到2019年补贴技术条件的车型产品也纳入推荐车型目录</b> 。
	<b>2、完善补贴标准，分阶段释放压力：</b> 根据新能源汽车 <b>规模效益、成本下降</b> 等因素以及补贴政策退坡退出的规定，降低新能源乘用车、新能源客车、新能源货车补贴标准，促进产业优胜劣汰，防止市场大起大落。
	<b>3、完善清算制度，提高资金效益</b> 从2019年开始，对有运营里程要求的车辆，完成销售上牌后即预拨一部分资金，满足里程要求后可按程序申请清算。政策发布后销售上牌的有运营里程要求的车辆，从注册登记日起 <b>2年内运行不足2万公里的不予补助</b> ，并在清算时 <b>扣回预拨资金</b> 。
	<b>1、技术指标：</b> 1) 能量密度最低要求略有提升：从2018年的120wh/kg（含）提升至125wh/kg（含）； 2) 对百公里电耗水平要求提升；优于门槛20%以上才能获得1倍补贴； 3) 插电混燃耗量国标比需降低至55%以下（2018年标准为低于65%）； 4) 纯电动乘用车30分钟最高车速不低于100km/h； <b>2、补贴退坡情况：</b> 1) 续航里程细分档次划分减少，由5档减少至2档。续航里程 <b>250km以下无补贴</b> ； 2) 过渡期补贴金额较2018年降低 <b>40%</b> ； 2019年乘用车续航里程250公里~300、300公里~400公里、400公里以上补贴分别为 <b>1.8万/1.8万/2.5万元</b> ，分别较2018年退坡为 <b>补贴幅度均下降47%/60%/50%</b> ；较2019年过渡期分别下降 <b>11.8%/33.3%/16.7%</b> ； <b>3、最高补贴额：</b> 纯电动乘用车单车补贴金额=Min{里程补贴标准，车辆带电量×550}×电池系统能量密度调整系数×车辆能耗调整系数。最高档补贴金额为 <b>2.5*1*1.1=2.75万元</b> ； <b>4、非私人购买或用于营运的新能源乘用车，按照相应补贴金额的0.7倍给予补贴。</b>
客车	<b>1、技术指标：</b> 1) 重视整备能耗：ekg指标最低要求为 <b>0.19Wh/km·kg</b> （2018年为0.21）； 2) 对于快充类纯电动客车 <b>快充倍率要高于3C</b> （2018年无要求） <b>3) 取消</b> 新能源客车电池系统总质量占整车整备质量比例（m/m）不高于20%的门槛要求。 2、非快充类车型，单车带电量 <b>150kwh</b> ，对应补贴金额9万（达到上限9万），即使能量密度超过135wh/kg（1倍补贴系数），Ekg不高于0.15Wh/km·kg（1倍补贴系数）， <b>最高补贴额度仍为9万</b> ；补贴（相较于2018年21.78万上限） <b>最低下降幅度为58.68%</b> ，较过渡期下降 <b>31%</b> ；车身为 <b>6&lt;L≤8m/8&lt;L≤10m/L&gt;10m</b> ，补贴小将于2018年分别降低 <b>54.5%/54%/50%</b> ；较过渡期分别下降 <b>24%/23.6%/16.7%</b>
	<b>3、补贴计算标准（与2018年一样）：</b> 单车补贴金额=Min{车辆带电量×单位电量补贴标准；单车补贴上限}×调整系数（包括：单位载质量能量消耗系数、快充倍率系数、节油率系数）
专用车	1、能量密度要求不低于 <b>125wh/kg</b> （2018年为115wh/kg）； <b>2、补贴体系修改：</b> 1) 根据 <b>载重</b> 细分为N1（小于3.5T）、N2（3.5-12T）、N3的车型（大于12T）；N1补贴上限为3万元，N1/N2补贴上限5.5万元；鼓励重卡的电动化； <b>一一补贴上限退坡幅度为45%</b> 2) <b>新增含增程式货车</b> ，与插电混为同一档补贴标准，补贴为500元/kwh；上限3.5万； 2、重视货车及专用车轻量化及电耗水平： 纯电动货车单位载质量能量消耗量（Ekg） <b>不高于0.30Wh/km·kg</b> ； 作业类纯电动专用车吨百公里电耗（按试验质量） <b>不超过8kWh</b> 。
	<b>燃料电池车</b> <b>新能源公交车</b>
应用监督管理（重视安全）	1、进一步加强安全性和一致性监管，由行业主管部门加快建立产品安全监控和“一致性”抽检常态机制。 2、对由于产品质量引发重大安全事故，或经有关部门认定存在重大质量缺陷的车型， <b>暂停或取消推荐车型目录</b> ，并相应 <b>暂缓或取消财政补贴</b> 。
优化推广应用环境	① <b>取消地方购置补贴</b> ：过渡期后不再对新能源汽车（ <b>新能源公交车和燃料电池汽车除外</b> ）给予购置补贴； ② <b>转为运营补贴</b> ：转为用于支持充电（加氢）基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面。
	③若地方继续给予购置补贴的，中央将对相关财政补贴作相应扣减。
数据来源：《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》，中泰证券研究所	

来源：工信部，中泰证券研究所

说明：上述补贴退坡幅度，仅为国家补贴退坡幅度，未考虑地方补贴退坡影响；如果需要了解因地方补贴影响，补贴退坡幅度，请参考此前报告。

## 风险提示

- 宏观经济下行风险、新能源汽车政策不及预期、新能源汽车销量不及预期、能源互联网建设进展不及预期、新能源政策及装机不及预期、行业竞争加剧导致价格大幅下跌风险。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。