

2019年05月14日

行业研究

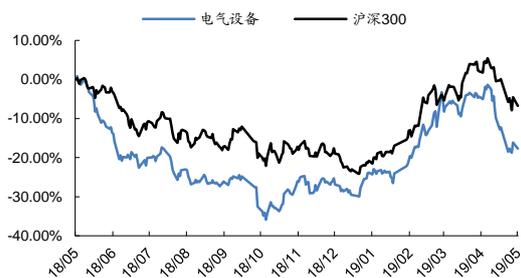
评级:中性(下调)

研究所
 证券分析师: 谭倩 S0350512090002
 0755-83473923
 证券分析师: 尹斌 S0350518110001
 yinb@ghzq.com.cn
 联系人: 张涵 S0350118050002
 0755-83026892 zhangh05@ghzq.com.cn

销量低于预期, 静待行业复苏

——新能源汽车行业点评报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
电气设备	-13.9	3.8	-17.9
沪深300	-8.6	7.3	-5.9

相关报告

《氢燃料电池行业点评报告: 政策加码, 产业提速》——2019-04-24

《电气设备行业周报: 布局产品涨价的细分龙头, 新能源补贴落地在即》——2019-04-22

《电气设备行业周报: 过渡期抢装可期, 部分产品涨价催生布局良机》——2019-04-09

《新能源汽车补贴政策点评报告: 退坡幅度符合预期, 行业迎新里程》——2019-03-28

《首批科创板受理名单专题研究: 新能源车雄踞三席, 彰显地位利好行业》——2019-03-25

事件:

事件一: 据中国汽车工业协会统计分析, 4月新能源汽车产销分别完成10.2万辆和9.7万辆, 比上年同期分别增长25.0%和18.1%。1-4月, 新能源汽车产销分别完成36.8万辆和36.0万辆, 比上年同期分别增长58.5%和59.8%。

事件二: 高工产业研究院(GGII)通过最新发布的《动力电池字段数据库》统计显示, 2019年4月国内动力电池装机总电量约5.41GWh, 同比增长44%, 环比增长6%。

投资要点:

- **产销量环比回落, 低于预期。** 1-4月新能源汽车产销分别完成36.8万辆/YoY+58.5%和36.0万辆/YoY+59.8%。4月新能源汽车产销分别完成10.2万辆(YoY+25%, MoM-20%)和9.7万辆(YoY+18%, MoM-23%)。燃料电池汽车基数小, 处于行业导入期。4月燃料电池汽车产销分别完成9辆和7辆, 同比分别下降85%和88%, 1-4月燃料电池汽车产销分别完成237辆和230辆, 同比分别增长155%和290%。
- **补贴退坡对行业影响较大, 未出现“过渡期”的抢装行情。** 整体来看, 新补贴政策发布之后虽然首月尚未出现新能源汽车销量大幅下滑, 但产销增速明显放缓。同时, 行业并未出现之前市场预期有补贴过渡期(2019/3/26至2019/6/25)的抢装行情, 这表明补贴退坡对行业的边际影响仍然较大, 将对行业整体销量及业绩存有负面影响。
- **动力电池同比增长44%, 方形电池明显占优。** 根据GGII数据显示, 2019年4月国内动力电池装机电量依然保持增长态势, 但增速放缓。装机总电量约5.41GWh(YoY+44%, MoM+6%), 方形电池装机量约4.75GWh(YoY+56%, MoM+12%), 软包装机量约0.37GWh(YoY-7%, MoM-13%); 圆柱装机量0.30GWh(YoY-10%, MoM-33%)。
- **行业集中度高企, 头部企业强者恒强:** GGII统计数据显示, 4月装机总电量排名前十动力电池企业合计约5.07GWh, 行业占比约94%。其中, 宁德时代居首位装机量4.85万辆, 装机总电量2.56GWh, 市场占比47.3%; 比亚迪装机量2.96万辆, 装机总电

量 1.67GWh，市场占比 30.9%。宁德时代与比亚迪的动力电池市场合计占比达 78.2%，头部效应十分明显。

- **静待需求放量的行业拐点，溶剂/六氟磷酸锂/电解液产业链有望成先行指标。** 过往几轮板块上涨都有核心主线如锂盐产业链（碳酸锂-六氟磷酸锂-电解液-动力电池）以及三元电池产业链（金属钴-三元正极-三元电池-电动乘用车）等实现价格有效传导，从而带动板块整体性的投资机会，其核心驱动是来自于需求高速增长造成产品价格的上涨。目前在补贴退坡的大背景下，新能源汽车行业整体相对低迷，市场对电动车销量以及各细分产品价格存在较大预期差。当下多个细分产品的价格处于趋势下行状态，仅有电解液溶剂以及六氟磷酸锂有涨价或企稳的趋势，但尚未形成产业链价格的有效传导，其主要原因是目前需求端未扩大至供给需求的临界点。因此，我们判断未来行业复苏的拐点是需求放量后，实现溶剂/六氟磷酸锂/电解液的价格有效传导（即产业链上的产品价格同步上涨，同时下游成本覆盖上游涨价后仍有利差），进而有望带动板块企稳回升，这或许是目前最为有效的判断指标。
- **给予新能源汽车行业“中性”评级，建议关注产业链相关头部企业：**我们一直强调政策、销量与价格是持续影响行业发展及其相应投资逻辑的三个关键因素。目前，补贴退坡的边际负面影响超出市场预期，如果未来没有相应的利好政策催化，我们判断 2019 年新能源汽车较难实现我们之前约 165 万辆销量预期，进而会影响到上游产品需求，即未来多个环节的产品价格将继续承压。补贴退坡在影响行业的盈利水平的同时，也会在一定程度上压制行业的估值水平。因此，在尚未出现拐点或复苏的情况下，我们给予新能源汽车行业“中性”评级。当下，我们建议关注受补贴下降影响较小，有望通过优质海外供应链或/和“以量补价”的实现业绩增长的头部企业。目前建议重点关注电解液产业链龙头企业，溶剂龙头【石大胜华 603026】与六氟磷酸锂龙头【天赐材料 002709】、【多氟多 002407】，以及电解液龙头【新宙邦 300037】。
- **风险提示：** 新能源政策波动风险；下游需求低于预期；产品价格低于预期；大盘系统性风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-05-14 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
002407.SZ	多氟多	12.29	0.10	0.52	0.64	122.9	23.64	19.20	未评级
002594.SZ	比亚迪	50.19	1.02	1.37	1.74	49.21	36.64	28.84	增持
002709.SZ	天赐材料	25.44	1.35	0.85	1.52	18.84	29.93	16.74	增持
300014.SZ	亿纬锂能	25.93	0.58	0.75	0.97	44.71	34.57	26.73	买入
300037.SZ	新宙邦	22.45	0.85	1.11	1.47	26.41	20.23	15.27	买入
300073.SZ	当升科技	23.31	0.72	0.88	1.25	32.38	26.49	18.65	增持
300340.SZ	科恒股份	16.37	0.45	0.72	1.05	36.38	22.74	15.59	买入
300450.SZ	先导智能	29.73	2.28	3.09	4.11	13.04	9.62	7.23	买入
300457.SZ	赢合科技	23.47	0.87	1.17	1.54	26.98	20.06	15.24	买入
300568.SZ	星源材质	24.71	1.16	1.27	1.6	21.3	19.46	15.44	增持
300648.SZ	星云股份	17.04	0.14	0.56	1.14	121.71	30.43	14.95	买入
300750.SZ	宁德时代	72.16	1.54	2.05	2.56	46.86	35.2	28.19	增持
600884.SH	杉杉股份	11.76	1.05	0.95	1.15	11.2	12.38	10.23	买入
603026.SH	石大胜华	33.59	1.01	2.54	3.0	33.26	13.22	11.2	买入
603659.SH	璞泰来	49.2	1.36	1.7	2.06	36.18	28.94	23.88	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：多氟多盈利预测取自万得一致预期）

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，8年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单2016年第三名、2014年第五名，2013年第四名。

尹斌，中科院物理化学博士，4年比亚迪动力电池实业经验，3年证券从业经验，2018年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015年新财富第2名、2016年新财富第3名核心成员。

张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩、尹斌，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，以勤勉的职业态度，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。