

2019年06月09日

行业研究

评级:中性(维持)

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

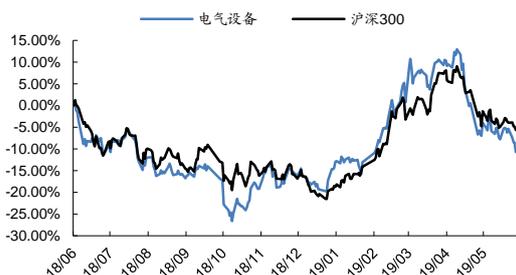
联系人: 张涵 S0350118050002

0755-83026892 zhangh05@ghzq.com.cn

政策温和加码或助推需求, 建议关注细分龙头

——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	-4.5	-11.4	-11.4
沪深300	-2.8	-2.5	-5.7

相关报告

《电解液行业事件点评报告: EC持续供不应求, 电解液调价在即》——2019-05-22

《电气设备行业周报: 新能源汽车销量低于预期, 可再生能源配额制落地》——2019-05-20

《电气设备行业周报: 新能源汽车Q1业绩分化, 光伏新政带动需求向好》——2019-05-16

《新能源汽车行业点评报告: 销量低于预期, 静待行业复苏》——2019-05-14

《氢燃料电池行业点评报告: 政策加码, 产业提速》——2019-04-24

事件:

6月6日, 国家发展改革委、生态环境部、商务部印发《推动重点消费产品更新升级 畅通资源循环利用实施方案(2019-2020年)》。《实施方案》坚持以供给侧结构性改革为主线, 重点从“巩固、增强、提升、畅通”四方面, 推动汽车、家电、消费电子产品更新升级, 促进旧产品循环利用。

投资要点:

- 政策温和加码, 或拉动需求。**《实施方案》对新能源汽车取消限行、限购; 加快更新城市公共领域用车; 支持“新能源汽车电池租赁等车电分离消费方式”; 要求车企组织开展传统车及新能源汽车拆解业务, 培育骨干拆解企业等多个方面从政策上推动新能源汽车行业发展, 在一定程度上有利于对冲补贴退坡对新能源汽车负面影响, 政策温和加码, 相对利好行业。
- 取消限行、限购利于改善需求, 其力度主要取决北京的边际增量。**《实施方案》要求各地不得对新能源汽车实行限行、限购, 已实行的应当取消。我们认为, 在上海、北京、广州、天津、杭州、深圳等限购城市中, 上海新能源汽车牌照基本无限制, 因此, 该政策对上海地区几无影响。其中北京是几大限购城市中对牌照管理最为严苛, 也是需求最旺的地区, 截止2019年2月, 北京新能源车申请者破44万, 指标已排至2027年后, 如果北京市充分放开, 其增量弹性大, 因此, 需要密切关注北京市对牌照政策。而其他城市的新能源汽车牌照名义上是按月发放个人指标数量, 但实际销量均超过牌照发放数量, 本质上并未严格执行限购, 使得个人消费者较为容易获得新能源汽车牌照。因此, 除北京外的其他限购城市取消限购, 对于改善需求的力度相对有限。整体而言, 取消限行、限购利于改善需求, 但其力度主要取决北京地区的边际增量。
- 鼓励地方加码新能源汽车, 但推行效力仍需观察。**《实施方案》鼓励地方对无车家庭购置首辆家用新能源汽车给予支持。鼓励有条件的地方在停车费等方面给予新能源汽车优惠, 探索设立零排放区试点。基于之前多部委联合发文取消新能源汽车地方补贴, 因此, 该政策

的推行效力还有待观察，如能推行，将一定程度上拉动电动车需求。

- **加快更新城市公共领域用车。**《实施方案》推动城市公共领域车辆更新升级，加快推进城市建成区新增和更新的公交、环卫、邮政、出租、通勤、轻型物流配送车辆使用新能源或清洁能源汽车，2020 年底前大气污染防治重点区域使用比例达到 80%。鼓励地方加大新能源汽车运营支持力度，降低新能源汽车使用成本。我们认为，公共交通领域受补贴影响较大，近年来电动车销量在公共交通领域增速放缓。公交车领域推进较快的经济较为发达地区，出租车领域深圳、太原目前基本实现全部替换。在补贴大幅度退坡背景下，如能贯彻执行在 2020 年底前大气污染防治重点区域新能源汽车使用比例达到 80%，其增量相对可观。
- **“换电模式”比较适合于公共交通领域，但推行有一定难度。**《实施方案》引导企业创新商业模式，推广新能源汽车电池租赁等车电分离消费方式，降低购车成本。鼓励企业研制充换电结合、电池配置灵活、续驶里程长短兼顾的新能源汽车产品。我们认为，从资本开支、安全性、客户接受度及经济性等多方面考虑，“换电模式”比较适合于公共交通领域，但从运营实际情况考虑，其推行难度仍存。而在个人领域的“换电模式”推行难度更大，多数车企仍采用充电模式。
- **基本面有待改善，产业链继续承压：**我们判断，短期电动车依然承压，首先产业链中多数细分领域，例如上游的锂、钴，中游电池、隔膜等产品价格仍处于下降通道，其本质原因是产能供给增速严重高于需求增速，导致供过于求。同时，叠加补贴退坡负面影响，下游电动车将大概率低于年初的销量预期，相应的中下游产业链需求将压缩，板块业绩及估值仍将双重承压。
- **2019Q3 或迎布局佳期。**从基本面判断，2019Q3 或迎布局佳期。首先，处于过渡期内首月的 4 月份，电动车产销分别完成 10.2 万辆（YoY+25%，MoM-20%）和 9.7 万辆（YoY+18%，MoM-23%），环比数据的下滑，一定程度上说明了补贴退坡负面影响超出了市场预期，并没有出现“抢装”行情。而 5、6 月份销量大幅超预期的可能性较小，进入补贴过渡期之后的 2019Q3，退坡力度将进一步加剧，届时或迎来销量与业绩的双重底部，我们大致判断 2019Q4 是电动车行业性的产销拐点，而对应较好的投资布局时点或在 2019Q3。
- **维持新能源汽车行业“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。新能源汽车行业核心驱动力在于需求，目前，补贴退坡的边际负面影响超出市场预期，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，维持新能源汽车行业“中性”评级。在尚未出现拐点或复苏的情况下，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。目前建议重点推荐【比亚迪 002594】，以及电解液产业链龙头企业【石大胜华 603026】、【新宙邦 300037】、【天赐材料 002709】。此外，建议关注当升科技、多氟多、亿纬锂能、星源材质等细分龙头。

- **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	2019-06-09 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
002407.SZ	多氟多	11.61	0.1	0.52	0.64	116.1	22.33	18.14	未评级
002594.SZ	比亚迪	49.37	1.02	1.37	1.74	48.4	36.04	28.37	增持
002709.SZ	天赐材料	22.74	1.35	0.85	1.52	16.84	26.75	14.96	增持
300014.SZ	亿纬锂能	23.18	0.58	0.75	0.97	39.97	30.91	23.9	买入
300037.SZ	新宙邦	21.09	0.85	1.11	1.47	24.81	19.0	14.35	买入
300073.SZ	当升科技	22.15	0.72	0.88	1.25	30.76	25.17	17.72	增持
300568.SZ	星源材质	22.0	1.16	1.27	1.6	18.97	17.32	13.75	增持
603026.SH	石大胜华	32.37	1.01	2.54	3.0	32.05	12.74	10.79	买入

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、展示或以其他任何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。