

新兴能源

2020.02.21

十年百倍空间，燃料电池汽车发展正当时

评级:

增持

上次评级:

增持

细分行业评级

	徐云飞(分析师)	石岩(分析师)
	0755-23976775	0755-23976068
	xuyunfei@gtjas.com	shiyan019020@gtjas.com
证书编号	S0880517030003	S0880519080001

本报告导读:

我们认为随着技术进步和销量上升带来的规模效应，燃料电池汽车成本有望持续下降，刺激产品需求；预计 2030 年保有量将突破百万辆，是 2020 年的十倍。

摘要:

- **投资建议:** 燃料电池汽车行业类似于 2010 年前后的锂电池汽车产业，目前正处于发展初期；我们认为 2019 年尚未出台的燃料电池补贴政策有望在 2020 年落地，同时受益于佛山、张家口等城市的示范效应和北京冬奥会举办契机，燃料电池汽车销量有望保持较好的增速水平。推荐国内在燃料电池核心部件和加氢环节率先布局的企业，推荐雪人股份（机械组覆盖）、潍柴动力（汽车组覆盖），受益标的：腾龙股份、东方电气、美锦能源、雄韬股份、嘉化能源等。
- **2020 年两批推广目录燃料电池皆有表现，未来十年销量存在百倍增长空间。** 近期工信部公布 2020 年第二批《新能源汽车推广目录》，结合第一批和第二批目录，燃料电池共计 18 款车型进入目标，主要为客车和厢式运输车，这也符合燃料电池汽车载重大、续航长的特点；相关车企包括亚星客车、上汽大通等等。2019 年我国燃料电池汽车销量突破 2000 辆，累计保有量突破 6000 辆，预计 2020 年规模将达到万辆级别；从长远来看上汽、北汽新能源等主流新能源汽车企业也在大力进行燃料电池汽车的研发和推广工作，根据规划到 2030 年我国燃料电池汽车保有量将突破百万辆级别，整体市场需求具有很大的发展空间。
- **成本下降是销量驱动核心，技术进步和规模效应是降本的有效途径。** 根据美锦能源公告显示，佛山飞驰 8 米氢燃料电池客车中标价格约为 200 万元左右，远高于当前锂电池客车水平；而发动机系统占据燃料电池客车成本的 50%，同时空压机、储氢罐等产品的价格也是居高不下。我们认为除了政策驱动外，成本的快速下降也是推动燃料电池汽车销量快速增长的重要因素，其主要途径包括：1) 规模效应：根据美国能源局的数据统计显示，当燃料电池发动机年产量从 1000 套提高到 50 万套是，燃料电池电堆及发动机成本分别从 179 美元/千瓦、118 美元/千瓦下降到 45 美元/千瓦、19 美元/千瓦，成本下降比重达到 83.9%、74.86%。2) 技术进步：一方面是例如随着技术提升电堆催化剂用铂量逐渐下降，二是随着国内企业的技术进步逐步实现在空压机、储氢罐、质子交换膜、双极板等材料领域的进口替代。我们认为随着燃料电池汽车成本的快速下降，其销量也将继续保持快速增长趋势。
- **催化剂:** 燃料电池相关政策落地
- **风险提示:** 燃料电池销量不及预期，燃料电池爆发安全性问题

相关报告

新兴能源《再融资新规出台，助力光伏龙头融资扩产》

2020.02.19

新兴能源《从无模组到无钴，磷酸铁锂呼之欲出》

2020.02.19

新兴能源《融资扩产盈利增厚，光伏投资新逻辑显现》

2020.02.17

新兴能源《氢时代，燃料电池汽车蓄势待发》

2020.02.11

新兴能源《疫情影响有限，国产品牌地位显著提升》

2020.02.07

表 11: 标的一览

代码	股票名称	收盘价	EPS			PE			评级
		2020.2.10	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
600875	东方电气	10.51	0.48	0.53	0.60	22	20	18	-
603158	腾龙股份	26.18	0.58	0.76	0.91	45	34	29	-
002639	雪人股份	9.88	0.09	0.12	0.09	110	82	110	增持
002733	雄韬股份	28.50	0.58	0.87	1.00	49	33	29	-
000723	美锦能源	8.92	0.39	0.45	0.48	23	20	19	-
600273	嘉化能源	11.10	0.89	0.99	1.21	12	11	9	-
000338	潍柴动力	14.78	1.2	1.33	1.49	12	11	10	增持

备注：雪人股份为机械团队覆盖，潍柴动力为汽车团队覆盖；其余公司盈利预测来自于 Wind 一致预期

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		