

中山证券首席经济学家李湛：

# 智能电动汽车有望重构车企盈利模式

新能源汽车板块存在泡沫

中国证劵报：近日关于新能源车板块是真金还是泡沫引发较大争论,你怎么看? 行情能持续多久?

李湛:电动车是被大家认可的优质赛道,市场给出较高估值符合情理。但不是所有企业都符合这种高预期,例如特斯拉产业链就是较为典型的高预期代表,单纯炒作概念的行为难以得到市场认可。目前特斯拉市销率(市值除以销售额)的比值已经有20倍之多,新能源造车新势力的比值也十分高,而传统车企一般都不超过1。造成如此高估值的原因在于大家对新能源汽车发展的期望十分高,希望以特斯拉为代表的的新能源车企能够挑战传统旧势力,甚至重演苹果打败诺基亚的历史,事实上也有很多人会把特斯拉比作汽车业的苹果。

新能源汽车板块肯定存在一定泡沫,但大家更关注的是未来新能源车能否做大做强撑起目前的高估值,由虚转实,能否做到这点需要关注以下三个方面。

一是新能源车是不是必然取代传统汽车?各国的政策,尤其是在应对气候变化问题上所达成的共识,注定了新能源要取代化石能源,未来不管是哪种新能源技术率先推广,“电能替代”都是最终的发展目标,都将改变目前化石能源的支配地位,汽车业更是如此。而困扰新能源进一步推广的问题有很多,电池技术、电动车里程、成本高以及安全性等都是摆在车企面前很直接、很现实的问题,这些问题需要时间和技术的沉淀,也存在一定的不确定性,能否逐步克服目前的困难也是新能源汽车板块行情能否持续的关键。

二是新能源造车新势力能否在激烈竞争中站稳脚跟?新能源车不需要制造传统燃油车所需要的复杂发动机,关键的电池技术可以依赖宁德时代等电池巨头,就这点而言,造新能源车的门槛并不高,因此在2020年末可以看到很多科技企业入局新能源汽车的新闻,而老牌车企也能造出新能源汽车。新能源造车新势力未来将面临更加激烈的竞争格局,但新能源车优势在于先发培养用户的消费习惯,以及前期在自动驾驶领域积累了大量数据。因此,我看好汽车行业的转型升级,也看好自主品牌在新能源赛道中崛起。

三是新能源汽车未来盈利能力是否强于传统汽车?实际上目前造车新势力大多没有实现盈利,特斯拉的净利率也仅有2%左右,但市场对新能源车的盈利预期是十分高的。新能源车的两个发展方向,智能化和网联化,赋予了电动车更多可能性,市场也是看中了新能源汽车这个优势,如果能够如电子产品一样实现软硬件分离,并使用OTA在线升级的方式加速产品迭代,将大幅降低硬件制造的成本,能够有效延长汽车的使用寿命。与此同时,软件的搭载也让汽车朝着智能终端的方向发展,其盈利模式相比传统车企有可能实现革新,盈利能力有更多的可能性。

中国证劵报：去年以来,新能源车企市值暴涨,跻身全球车企前列,未来汽车业格局会如何演绎?

李湛:新能源汽车的火热行情掀起了新一轮汽车产业重心争夺赛,由于电动车市占率有限,以及存在技术上的不成熟和风险性,传统车企前期没有足够动力投入电动车研发和推广,这也给予特斯拉、比亚迪、蔚来等新兴车企机会。

新兴车企体量小,革新快、转型负担小,凭借中控大屏、多屏协同、天幕玻璃、人机交互等设计抓住了部分消费者的需求痛点,避免了传统车企产品“千篇一律”的设计思路,把汽车打造成为具有高科技感、更具未来气息的产品,未来将是一股不可忽视的力量。中国的电动车市场大概率能继续呈现向上发展态势,特斯拉处于引领者的位置,但在销量数据上还没有遥遥领先,各品牌新能源市场份额呈现百花齐放的局面。而中国借助车企协同互联网科技巨头,以及部分目前已是在市场占据优势的零部件供应商厚积薄发,有望实现自主品牌的崛起。

随着新能源汽车产销量扩大,规模效应使成本进一步压缩,未来新能源车企的头部效应会愈发明显,补贴退坡也对车企的成本控制提出新的挑战。加之造新能源车的门槛相对传统车更低,传统车企也不甘示弱,正积极开展新能源汽车业务,在电动化方面进行了重点布局;国内外科技巨头也想从中分一杯羹。目前车市的复苏并不意味着所有车企将从中获利,经过2020年调整后,弱势车企生存空间将进一步被压缩,过剩产能出清几率不减反增。新能源汽车行业进入下半场,新的龙头会在竞争中脱颖而出,未来市场竞争会非常激烈,小车企的发展需要先抓住小众需求,精确定位,在错位竞争中寻求发展。

智能出行是新增长点

中国证劵报：有观点将新能源车的兴起与互联网的发展相比,两者未来发展趋势是否有可比性?

李湛:把这两个行业放在一起对比,可能主要有两个原因:一是新能源车风头正劲,大家把新能源看成互联网之后又一个风口,板块在2020年的高速增长让人想到先前同样在短时间实现高增长的互联网;二是与新能源汽车走向智能化和网联化这两个大目标有关,新能源车的发展会愈发紧密地和互联网、物联网结合,车企提供软件服务也会成为未来盈利的大方向,发展新趋势有望带来类似于互联网产品的盈利模式。

也有观点指出,未来造车将不再成为车企的获利点,提供软件服务和出行解决方案才是未来车企重点发展方向。但汽车本质仍然属于制造业,盈利能力逊于互联网产业,新能源车也将面临很多制造业共同的难题,车企的优势还需建立在不断压缩各环节的成本,以及整合供应链资源和挖掘新技术上。新能源车也要在满足了作为汽车应该具备的安全性和出行便捷性的前提下,为客户提供

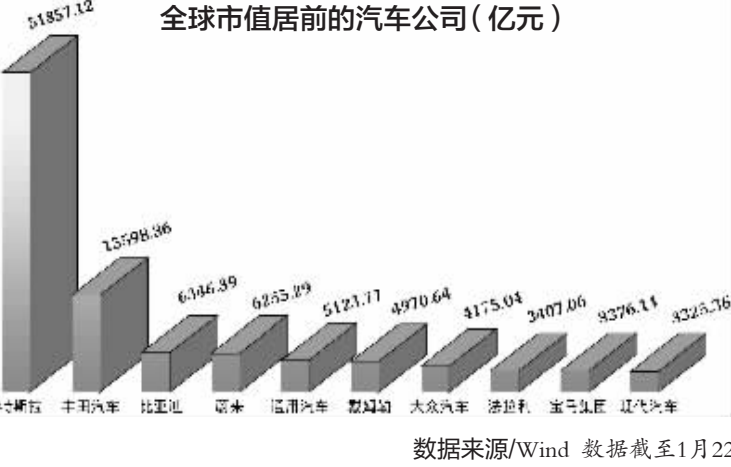


中山证券首席经济学家、研究所所长李湛日前接受中国证券报记者采访时表示,目前新能源汽车板块存在一定泡沫,但投资者更关注新能源车未来能否做大做强,消化目前的高估值,能否由虚转实需关注三大重点。

在具体投资方面,建议重点关注国产特斯拉产业链。同时,应持续关注新能源汽车发展过程中的结构性机遇,例如汽车智能化。智能电动汽车是公众认可的新趋势,有可能带来商业模式的改变。固态电池技术目前仍难以撼动锂电池的主流地位。

● 本报记者 焦源源

全球市值居前的汽车公司(亿元)



数据来源/Wind 数据截至1月22日

各种服务。

车企提供优质软件服务的确是发展大趋势,智能出行终端的概念也让市场看到了新的增长点,新能源车走向智能化需要互联网的加持。但在新能源车尚且不能解决便捷充电、续航、安全性等问题前,新能源车消费需求的释放关键仍在动力电池等技术突破上。因此两者不可简单地直接对比。

中国证劵报：我国车企要在新能源车赛道实现弯道超车,目前具备什么优势,还需要打破哪些瓶颈?

李湛:我国汽车工业基础弱是目前最大的难题之一,技术积累必须厚积薄发,没有捷径可走,整车设计制造之路难以在短时间内形成突破,国产品牌整车在海外市场表现疲软也说明了这个问题。从基础零部件入手是很好的发展途径,引入特斯拉也是为了振兴整个产业链,相信未来我国汽车行业能够弥补这个短板。

我国新能源车企业的优势很明显:一是国内政策扶持到位,积累了经验和数据。我国较早地推行新能源汽车产业政策,赋予新能源产业宝贵的先发优势,除此之外,我国较好的行业补贴政策也大大推动了行业的发展速度,较早实现了公共交通领域的电动



新华社图片

化切换,积累了大量应用经验。二是消费市场大,消费需求多元化,能为新能源车企业提供足够的成长空间。现在市场关注的重点是,中高端的新能源汽车未来要走向大众,势必需要下沉市场,将技术的发展转化为对社会的贡献,近日的汽车下乡政策也是针对下沉市场,逐步释放消费潜力。同时,只要找准定位,直击客户需求,相信大多车企都能在国内外市场这块肥沃的土地上占有一席之地。三是面对新能源汽车新赛道,国内车企包袱小,转向变革快,稳步走强的国内供应链也能积极赋能。在传统燃油车制造上积累少,某种程度上反而让国内车企转型的沉淀成本降低,而新能源汽车的发展让车企与客户之间的联系愈发紧密,车企的业务以后可能不再是以前单纯的生产一辆车,而是提供一套智慧出行方案,我国车企在这方面具备赶超的可能。同时,中国供应链在过去几年涌现出一批有技术、占据较大市场份额的优质供应商,它们也能为新能源汽车发展赋能。

锂电池仍将占据主流地位

中国证劵报：在A股市场,投资新能源汽车未来应重点关注哪些产业链?

李湛:首先应该抓住龙头企业的高成长、高确定性机会,持续看好手握强势供应链的供应商,建议重点关注国产特斯拉产业链。特斯拉国产化持续快速推进,2020年总交付量近50万辆,对国内新能源车产业是重大利好。

一是国产特斯拉价格不断下探,目前仍有价格下调的空间,有利于中高端新能源汽车的推广,提高新能源汽车市场占有率。二是为新兴车企树立标杆,打破传统车企垄断局面,为行业增添活力。受特斯拉带动,在美股上市的我国新能源车企近期表现优异,已经超过部分老牌传统跨国车企市值。三是有利于国内零部件配套企业发展,不但可以达到增收增利的目标,还可以通过与国际顶级车企配套提升自身能力。四是国内配套企业可借此机会切入国际供应链生态体系,将国产车型出口到欧洲成熟市场,为国内品牌零部件背书,助力其打进海外市场。

同时,也要持续关注新能源汽车发展过程中的结构性机遇,例如汽车智能化。智能电动汽车是一致认可的新趋势,也是用户可以最快、最直接感受到变化的地方,它既涉及技术层面的革新,还有可能带来商业模式的改变。类似于现在的手机和电视机,软件服务持续收费的迹象已经

出现了些许苗头,智能化有望使车企与用户建立更强的联系,发展出车企持续服务存量客户的新模式。而在智能化这个大赛道上,国内自主品牌是有着巨大优势。国内汽车供应链在稳步走强,特别是一批具有全球核心竞争力软硬件实力兼具的科技企业,诸如BAT等,它们大多也与车企在开展合作,这些科技公司积累的技术和数据将帮助自主品牌在新能源汽车的浪潮中崛起。另外,一些有延续性发展前景的零部件领域也同样值得关注,例如玻璃和动力电池领域,部分国内供应商已成长为行业龙头,占据了较高的全球市场份额。

中国证劵报：近日出现的半固态电池引发市场热议,固态电池是否具有投资价值,会颠覆锂电产业链吗?

李湛:固态电池的优势在于能源密度高,安全性好,易于存储,但缺点是目前电导率表现差,界面电阻大。固态电池本质上是將液态电池的电解液与隔膜替换成固态电解质,同时追求对锂金属负极的应用。固态电池的优势在于能量密度高,有望打破新能源汽车里程焦虑,安全性高,封装更简易,体积能量密度大幅提升。目前发展固态电池仍有两个亟需关注的短板。一是常温下固态电解质的电导率不到电解液十分之一,因此快充性能表现并不占优势。二是固态电池界面电阻较大,导致在大电流使用的情况下,能量损失较大,难以实现快速充放电,这对于固态电池原有的优势是一种消耗。

半固态电池是液态锂离子电池和全固态电池中间的过渡态,采用固液电解质,底层逻辑是希望通过半固态来改善安全性,为动力电池性能改进提供了新的产业化方向。

但固态电池目前还没有产品,甚至样品也没有公开,未来将如何颠覆行业难以预测,具体要看性价比。纯固态电池目前有两大主流路线——氧化物与硫化物各有优劣,但均还停留在实验室阶段,离量产较远,如硫化物固态电解质对生产环境要求苛刻,需隔绝水和氧气,成本控制难度大。

未来技术路线应该会呈现多样化的趋势,不止固态电池一个方向,包括目前已经比较成熟的燃料电池技术,如果成本和加氢站等基础设施瓶颈可以破除,就可以很好地解决长途货运的需求,突破目前电动车的禁区。但目前的技术仍难以撼动锂电池的主流地位,我们认为,锂电龙头将依旧引领电池技术发展,投资风险也小于新技术企业。

## 公开市场操作收放自如 跨节流动性无虞

(上接A01版)多数机构人士认为,普惠金融定向降准考核将正常实施,但除此以外,近期实施全面降准的必要性和可能性都不大。至于临时降准工具,其类似于“巨额逆回购”,考虑到今年春节前流动性供求压力有望减轻,一些机构认为,央行可能在春节前进行类似CRA或TLF(临时流动性便利)操作,但可能性不是很大。继续开展公开市场操作,以逆回购+MLF组合操作平抑春节前流动性波动被视为最有可能的做法。

国金证券研报认为,央行通过大额“MLF+逆回购”操作完全可满足市场

需求,另外也存在普惠降准和CRA投放的可能性。民生证券首席宏观分析师谢运亮称,今年春节前央行降准概率不大,央行可通过开展MLF操作、公开市场逆回购操作等方式填补流动性缺口。

华泰证券首席固收分析师张继强认为,开展MLF和逆回购操作仍是熨平流动性波动的主要手段,鉴于2月MLF到期时点在春节期间,预计2月初央行会提前开展MLF操作。

市场人士提示,在有TMLF到期的情况下,需关注本周央行是否再次开展MLF操作,毕竟去年11月曾有过一个月两度开展MLF操作的情况。

## 品今系资金“黑洞”

(上接A01版)这些员工则以“拼单”、承诺保本高收益的套路招揽投资者。根据规定,投资于单只私募基金的金额不低于100万元。为拉来更多客户,销售人员鼓励投资人通过“拼单代持”变相达到起投线。投资者唐萍(化名)说,2015年,品今基金销售人员主动提出与唐女士签署“拼单代持”合同,最终唐女士投资50万元凑单购入品今基金私募基金。

中国证券报记者查询发现,投资者购买的由品今基金管理的品今·月增益4号、腾安·锐锋等多款证券投资基金均未在中国证券投资基金业协会备案。

北京某大型律所出具的法律审查意见显示,品今·月增益4号基金等产品并非私募基金管理人发起的合规私募基金产品。基金合同显示,该基金以有限合伙形式募集设立,并制定《入伙协议书》。但市场监督管理部门登记资料显示,品今基金与各位投资者并不在所谓合伙企业的合伙人名单中,现有资料也无法证明合伙企业的执行事务合伙人将该合伙企业委托给品今投资管理,因此涉嫌欺诈。

私募监管从严

上述律师表示,品今系事件中,存在未履行“特定对象确定”“投资者适当性匹配”程序、向非合格投资者募集资金、承诺保本保收益、未按照要

求进行私募基金备案等情形,且资金存在未投资到金融工具中的嫌疑。

品今系事件并非个案,其在私募基金募集资金环节和运作环节中的问题是私募行业较常见的违规行为。2020年12月23日,北京朝阳区检察院发布通报称,涉私募基金乱象严重,突破合格投资者限制、变相利诱、滥用资金等情况频现。

睿扬律师事务所律师孙龙龙表示,私募基金行业最常见的犯罪行为之一就是集资诈骗,其中两种运作模式比较常见,分别是虚构合法身份及虚构投资项目,达到侵占私募基金财产的目的。第一种,未在中基协登记为私募基金管理人,假借私募基金管理人身份非法吸收资金并非法侵占、挥霍、滥用。第二种,虽是私募基金管理人,但发起设立未在中基协备案的产品或者是备案产品在运作中违规,虚构投资项目或者没有投资项目直接非法吸收资金并侵占、挥霍、滥用。

随着私募监管体系日益完善,针对违规私募的行政处罚和行政监管日益增多,私募监管依法从严趋势明显。证监会日前发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》,强化私募基金行业规范。证监会相关负责人表示,下一步证监会将按照“建制度、不干预、零容忍”总体要求,进一步完善私募基金法律法规体系,夯实加强私募基金监管的制度基础。

## 示范田“开花结果” 精准扶贫凸显金融力量

(上接A01版)建立产销对接机制,通过线上营销、征信、担保、支付、帮助贫困户将农副产品销往各地。

事实上,发展适宜的产业扶贫也是实现可持续脱贫的关键之举,它可以增强贫困地区造血功能,构建可持续扶贫的长效机制。花垣农村商业银行董事长田澹介绍,该行选取猕猴桃、花卉、中药材等种植产业项目,湘西黄牛、黑毛猪等养殖产业项目,农村水利水电建设产业项目等,整合资源,予以重点信贷支持。累计向德牧牧业等13家特色农业企业和苗汉子等82家农业专业合作社发放产业贷款8.79亿元,带动5759户农户增加收入近1亿元。

持续稳固脱贫成果

脱贫不脱帮扶。中国人民银行行长易纲日前强调,要有效衔接乡村振兴,以金融源头活水带动提升脱贫攻坚成效,助推农业农村现代化建设,构建新发展格局,实现共同富裕。郭树清强调,金融管理部门和金融机构要立足金融系统实际,深入研究制定针对性措施,助力巩固拓展脱贫攻

坚成果与乡村振兴战略有效衔接。

郭树清提出,一是保持金融扶贫主要政策措施总体稳定,多措并举巩固脱贫成果。二是推动银行、保险、信托等各类机构优势资源有机结合,既要支持发展又要提高抗风险能力。三是支持农村一二三产业融合发展,着力做好对小农户、新型经营主体、农村基础设施的金融服务。四是持续优化完善金融政策措施,探索建立解决相对贫困的长效机制。五是扎实做好定点扶贫工作,努力将定点扶贫责任田打造成金融扶贫示范田。

在银保监局层面,陕西银保监局局长许文表示,将在督促陕西银行保险机构在做好金融扶贫工作的同时,积极探索金融助力脱贫攻坚与乡村振兴的有效衔接。

此外,从金融机构角度看,中国人民银行长沙中心支行行长侯加林称,脱贫不脱帮扶,对于弱势及不能够自立的农户,有托底政策。对于已经发展起来的农业主体、贫困户,银行将持续跟进扶持,实现互利共赢。同时,脱贫不脱监管,对商业银行在金融支持精准扶贫与支持乡村振兴战略有机衔接方面加强督促引导。