

# 强于大市

# 新能源汽车行业 2020 年中期策略

| 公司名称 | 股票代码      | 股价<br>(人民币) | 评级 |
|------|-----------|-------------|----|
| 宁德时代 | 300750.SZ | 205.02      | 买入 |
| 亿纬锂能 | 300014.SZ | 60.00       | 买入 |
| 新宙邦  | 300037.SZ | 61.40       | 买入 |
| 先导智能 | 300450.SZ | 50.23       | 买入 |
| 中科电气 | 300035.SZ | 9.95        | 买入 |
| 拓普集团 | 601689.SH | 34.96       | 买入 |
| 宁波华翔 | 002048.SZ | 18.84       | 买入 |
| 银轮股份 | 002126.SZ | 13.77       | 买入 |

资料来源：万得，中银证券

以 2020 年 7 月 09 日当地货币收市价为标准

## 乘风破浪的新能源汽车

疫情冲击新能源汽车上半年销量，下半年需求有望明显回暖，长期高增长可期；中游竞争格局持续优化，全球供应链加速导入；上游锂钴基本面筑底，供需格局有望持续优化；维持行业强于大市评级。

### 支撑评级的要点

- 需求：全球电动车销量有望触底回升：**新冠疫情冲击国内一季度销量，二季度销量同比降幅逐月收窄、环比逐月增长，国内需求弱复苏；国内补贴政策延续到 2022 年，补贴退坡节奏放缓，下半年利好政策可期，新车型密集推出，需求有望重回增长，预计 2020 年国内销量 120 万辆；海外二季度疫情影响显现，4 月预计为销量底部，5 月欧洲需求率先复苏，有望带动全球需求回暖；欧洲利好政策不断，特斯拉、大众等主流车企电动化进程持续加速，下半年有竞争力的新车型密集推出，需求有望显著好转，预计 2020 年全球新能源乘用车销量 220 万辆。
- 中游：竞争格局持续优化，全球供应链加速导入：**动力电池形成国内一超多强、全球寡头垄断的格局，宁德时代已经进入特斯拉、大众等海外主流车企供应链，具备全球竞争力；孚能科技、亿纬锂能、国轩高科、欣旺达等二线电池企业海外客户开拓取得一定的进展，有望实现突围；电池材料环节竞争格局不断优化，加速导入全球供应链，有望享受需求高增长红利。动力电池龙头积极扩产，绑定电池龙头的设备企业有望显著受益。特斯拉/大众 MEB 供应链国产零部件迎来重大机遇，建议从配套价值量高、收入弹性大、潜在突破这三条主线进行布局。
- 上游：锂钴基本面筑底，静待需求回暖：**动力电池需求回暖叠加 5G 手机占比提升，钴需求有望逐步复苏；短期疫情导致供给侧不确定性增加，长期供给侧增速有限，供需格局有望持续改善。钴价整体处于底部区域，预计随着供需格局的改善，钴价有望触底反弹。我们预测 2020 年全球碳酸锂需求量约 30 万吨，同比基本持平，2020-2022 年需求侧年均复合增速有望达到 23%；供给侧高成本产能加速出清，全球供给增量相对有限，长期格局有望持续改善，锂资源价格预计持续筑底。

### 投资建议

- 国内补贴政策落地，新车型推出有望刺激需求；海外利好政策持续加码，销量有望快速复苏；中游竞争格局持续优化，全球供应链加速导入；具备全球竞争力的动力电池与材料企业有望享受高增长红利，推荐宁德时代、璞泰来、恩捷股份、新宙邦、亿纬锂能、天赐材料、星源材质、杉杉股份、当升科技、中科电气、德方纳米、科达利等；绑定国内外电池龙头的设备企业有望受益于其扩产，推荐先导智能；新能源汽车零部件环节看好特斯拉、大众 MEB 供应链国产化的机会，推荐拓普集团、宁波华翔、银轮股份、精锻科技等。上游锂钴资源基本面筑底，长期供需格局有望持续改善，推荐华友钴业、寒锐钴业、赣锋锂业等。

### 评级面临的主要风险

- 疫情影响超预期；新能源汽车产业政策不达预期；新能源汽车下游需求不达预期；产业链价格竞争超预期。

### 相关研究报告

《电新行业 2020 年度策略：全球电动化风起云涌，光伏异质结初露头角》2019.12.18

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 电气设备

证券分析师：沈成

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517030001

证券分析师：张咪

(8610)66229231

mi.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519090001

证券分析师：朱凯

(86755)82560533

kai.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050002

证券分析师：朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

证券分析师：杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

## 目录

|                                            |           |
|--------------------------------------------|-----------|
| <b>需求：全球电动车销量有望触底回升</b> .....              | <b>5</b>  |
| 上半年景气度较低，全球电动车销量下滑 .....                   | 5         |
| 国内补贴政策落地，新车型推出有望刺激需求 .....                 | 7         |
| 海外利好政策持续加码，销量有望快速复苏 .....                  | 9         |
| 海外主流车企电动化进程持续加速 .....                      | 10        |
| 预计 2020 年全球新能源乘用车销量 220 万辆，欧洲成需求重要支撑 ..... | 16        |
| <b>中游：竞争格局持续优化，全球供应链加速导入</b> .....         | <b>18</b> |
| 电池与材料：具备全球竞争力的企业有望享受高增长红利 .....            | 18        |
| 锂电设备：全球电池龙头积极扩产，锂电设备迎历史机遇 .....            | 21        |
| 零部件：特斯拉/大众 MEB 供应链国产零部件迎来重大机遇 .....        | 24        |
| <b>上游：钴锂基本面筑底，静待需求回暖</b> .....             | <b>27</b> |
| 钴：短期供需两弱，中长期格局有望改善 .....                   | 27        |
| 锂：产能加速出清，产品价格筑底 .....                      | 29        |
| <b>投资建议</b> .....                          | <b>31</b> |
| <b>风险提示</b> .....                          | <b>32</b> |
| 科达利 .....                                  | 34        |

## 图表目录

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图表 1. 2019-2020 年国内新能源汽车分月度销量及增长率.....        | 5  |
| 图表 2. 2019-2020 年海外新能源乘用车分月度销量及增长率 .....      | 6  |
| 图表 3. 2020.01-04 全球新能源汽车分区域销售量占比.....         | 6  |
| 图表 4. 2019.01-2020.04 欧洲新能源汽车销量.....          | 6  |
| 图表 5. 2020 年 5-6 月国内锂电池材料排产情况预测.....          | 7  |
| 图表 6. 新能源乘用车 2020 年补贴政策和 2019 年补贴政策对比 .....   | 7  |
| 图表 7. 2020 年国内市场推出的新能源车型（不完全统计） .....         | 8  |
| 图表 8. 2019-2025 年国内新能源汽车销量、动力电池及材料需求量预测 ..... | 9  |
| 图表 9. 近期海外新能源汽车支持政策汇总 .....                   | 10 |
| 图表 10. 2018-2020Q1 特斯拉分车型产量 .....             | 10 |
| 图表 11. 2018-2020Q1 特斯拉分车型销量 .....             | 10 |
| 图表 12. 2020Q1 全球畅销电动车车型 TOP10 销量 .....        | 11 |
| 图表 13. 2020Q1 全球电动车品牌 TOP10 销量情况 .....        | 11 |
| 图表 14. 特斯拉全球产能汇总.....                         | 12 |
| 图表 15. 特斯拉 Model 3 降价时间表.....                 | 12 |
| 图表 16. 特斯拉电池及国产材料供应商 .....                    | 13 |
| 图表 17. 大众新能源汽车战略演变.....                       | 14 |
| 图表 18. 2015-2020.04 年大众集团新能源汽车销量.....         | 14 |
| 图表 19. 2020.01-04 大众集团主要车型销量占比.....           | 14 |
| 图表 20. 大众集团全球新能源车型规划 .....                    | 15 |
| 图表 21. 大众动力电池供应商及国产材料供应商.....                 | 16 |
| 图表 22. 2018-2021 年全球新能源乘用车分区域销量预测 .....       | 17 |
| 图表 23. 2019 年国内动力电池市场份额 .....                 | 18 |
| 图表 24. 2020 年 1-5 月国内动力电池市场份额.....            | 18 |
| 图表 25. 2019 年全球动力电池市场份额 .....                 | 18 |
| 图表 26. 2020Q1 全球动力电池市场份额.....                 | 18 |
| 图表 27. 全球车企和动力电池企业供应链（不完全统计） .....            | 19 |
| 图表 28. 2019 年国内正极材料竞争格局 .....                 | 19 |
| 图表 29. 2020Q1 国内正极材料竞争格局.....                 | 19 |
| 图表 30. 2019 年国内负极材料竞争格局 .....                 | 20 |
| 图表 31. 2020Q1 国内负极材料竞争格局.....                 | 20 |
| 图表 32. 2019 年国内隔膜行业竞争格局 .....                 | 20 |
| 图表 33. 2020Q1 国内隔膜行业竞争格局.....                 | 20 |

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图表 34. 2019 年国内电解液竞争格局 .....                  | 21 |
| 图表 35. 2020Q1 国内电解液竞争格局 .....                 | 21 |
| 图表 36. 进入全球主流供应链的中游材料企业（不完全统计） .....          | 21 |
| 图表 37. 全球主要动力电池企业产能概况 .....                   | 22 |
| 续 图表 37. 全球主要动力电池企业产能概况 .....                 | 23 |
| 图表 38. 进入全球主要动力电池企业供应链的设备企业 .....             | 23 |
| 图表 39. 特斯拉国产 Model 3 产业链配套及潜在供应商（不完全统计） ..... | 24 |
| 图表 40. 大众新能源汽车中国市场的销量预测 .....                 | 25 |
| 图表 41. 大众 MEB 主要零件配套企业 .....                  | 26 |
| 图表 42. 大众 MEB 主要配套情况（不完全统计） .....             | 26 |
| 图表 43. 国内手机月度出货量与环比增速 .....                   | 27 |
| 图表 44. 国内 5G 手机月度出货量与占比 .....                 | 27 |
| 图表 45. 2019-2024 年全球手机出货量预测 .....             | 28 |
| 图表 46. 2019-2020 年国内钴原料进口量（折合金属吨） .....       | 28 |
| 图表 47. 2016-2022 年全球钴供需情况 .....               | 28 |
| 图表 48. 2018-2020 年钴精矿与钴价走势 .....              | 29 |
| 图表 49. 2017-2022 年全球碳酸锂供需 .....               | 30 |
| 图表 50. 2018-2020 年碳酸锂与氢氧化锂价格走势 .....          | 30 |
| 附录图表 51. 报告中提及上市公司估值表 .....                   | 33 |
| 图表 52. 科达利动力锂电池结构件主要产品 .....                  | 35 |
| 图表 53. 科达利 2015-2019 年营业收入与盈利 .....           | 36 |
| 图表 54. 科达利 2015-2019 年分业务营业收入 .....           | 36 |
| 图表 55. 科达利 2015-2019 年毛利率和净利率 .....           | 36 |
| 图表 56. 科达利 2015-2019 年分业务毛利率 .....            | 36 |
| 图表 57. 三元电池系统成本构成 .....                       | 37 |
| 图表 58. 磷酸铁锂电池系统成本构成 .....                     | 37 |
| 图表 59. 2019-2025 年全球结构件市场空间测算 .....           | 37 |
| 图表 60. 科达利 2015-2019 年研发投入及占比 .....           | 38 |
| 图表 61. 科达利 2016-2019 年研发人员数量及占比 .....         | 38 |
| 图表 62. 科达利主要产能基地概况 .....                      | 38 |
| 图表 63. 科达利营业收入与毛利率预测 .....                    | 39 |
| 图表 64. 科达利可比上市公司估值比较 .....                    | 40 |

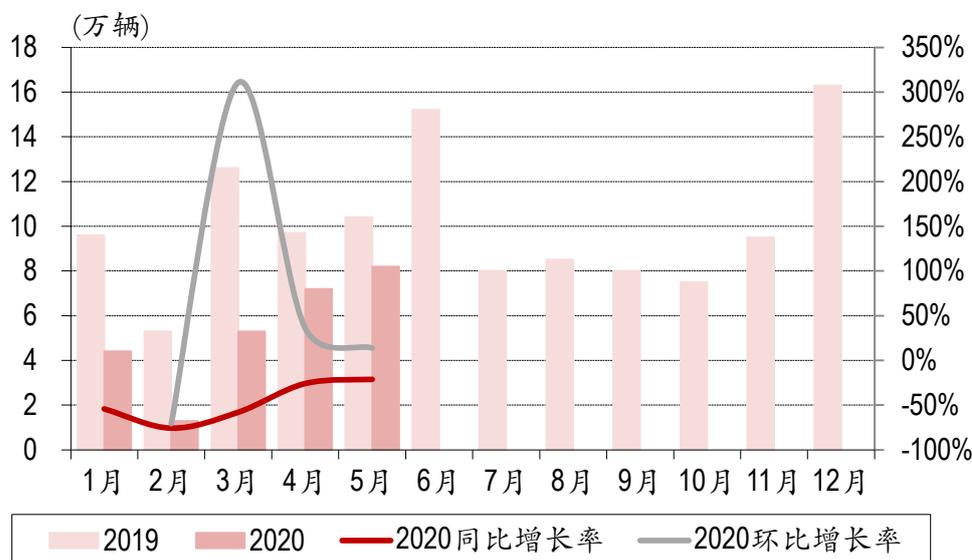
## 需求：全球电动车销量有望触底回升

上半年景气度较低，全球电动车销量下滑

**国内：一季度受疫情影响，二季度销量环比回暖**

疫情冲击一季度销量，二季度逐月环比增长。新冠疫情对于我国一季度新能源汽车销量产生了较大的负面影响，其中2月销量受疫情冲击最大，同比下降70.68%至1.3万辆，此后国内销量呈现出同比降幅逐月收窄、环比逐月增长的趋势。据中汽协数据，3月新能源汽车销量5.3万辆，同比下降53.20%，环比增长310.85%，4、5月的销量同比增速分别为-25.77%和-21.15%，环比增速分别为35.85%和13.89%，国内需求呈现出弱复苏的特点。

图表 1. 2019-2020 年国内新能源汽车分月度销量及增长率

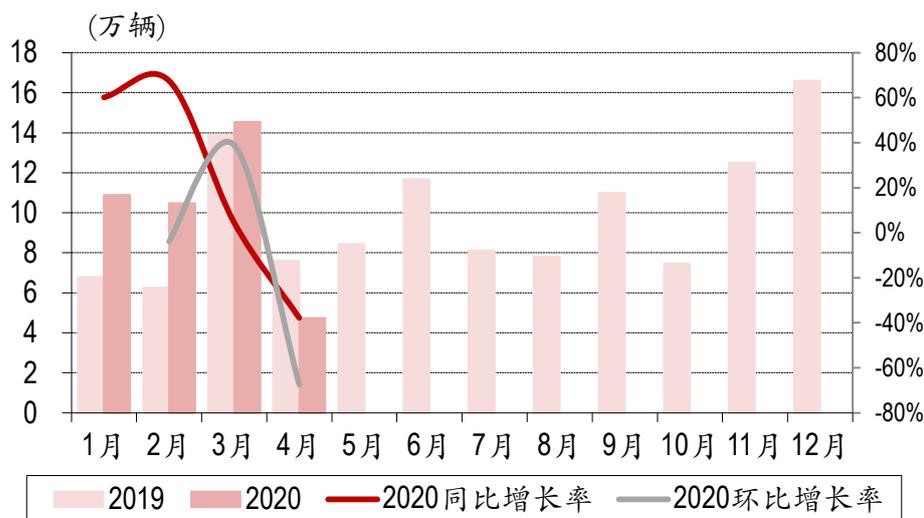


资料来源：中汽协，中银证券

**海外：二季度疫情影响显现，销量降幅较大**

二季度疫情影响显现，销量降幅较大。海外疫情在3月全面爆发，疫情对于销量的影响相比国内有所滞后。据EVSales数据，1-2月海外新能源汽车销量分别为10.89和10.47万辆，同比分别增长60.15%和67.52%。3月疫情影响开始显现，海外销量14.54万辆，同比增长4.60%，环比增长38.87%。随着疫情进一步蔓延，到4月初全球停产的整车厂超过150家，供给侧和需求侧都受到了较大冲击，4月海外销量4.73万辆，同比下滑37.76%，环比下滑67.47%。

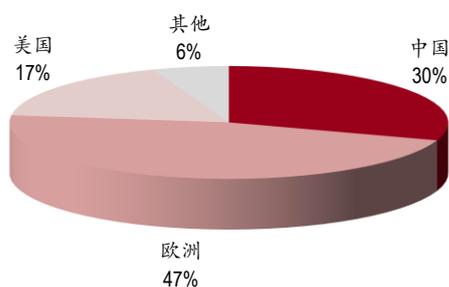
图表 2. 2019-2020 年海外新能源乘用车分月度销量及增长率



资料来源: EVSales, 中汽协, 中银证券

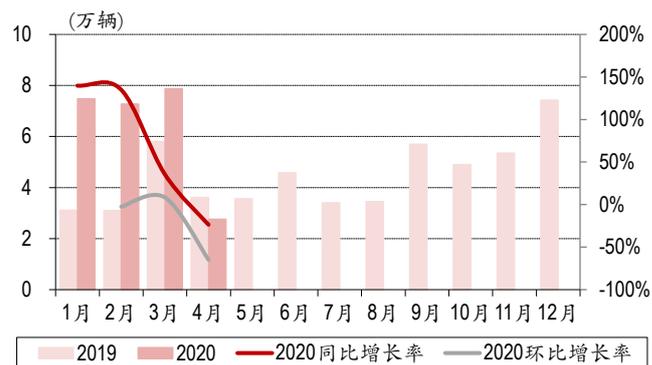
**欧洲有望成为全球销量支撑。**据 Marklines 数据, 2020 年 1-4 月, 欧洲新能源汽车销量占全球市场的比重为 47%, 同比提升 22 个百分点, 占比提升的主要原因是 1-4 月欧洲新能源汽车累计销售 25.38 万辆, 同比大幅增长 62.38%, 而中国和美国受到新冠疫情影响, 1-4 月累计销量分别同比下降 50.50% 和 3.49%。4 月新冠疫情影响显现, 欧洲新能源汽车销量 2.76 万辆, 同比下降 23.65%, 环比下降 64.95%。随着欧洲国家的疫情防控取得阶段性成效, 防疫措施也逐渐宽松, 以大众、宝马、戴姆勒等为代表的部分汽车工厂在 4 月底到 5 月初陆续恢复生产。据 Markines 数据, 5 月德英法等欧洲 6 个主要国家新能源汽车合计销量 3.26 万辆, 同比增长 19.94%, 环比增长 41.66%, 欧洲需求快速复苏。下半年利好政策刺激叠加大众等主要车企新车型推出, 欧洲新能源汽车销量有望录得高增长, 成为全球需求的重要支撑。

图表 3. 2020.01-04 全球新能源汽车分区域销售量占比



资料来源: Marklines, 中银证券

图表 4. 2019.01-2020.04 欧洲新能源汽车销量



资料来源: Marklines, 中银证券

### 排产: 产业链二季度排产环比回暖

**产业链中游排产环比回暖。**据鑫椽资讯数据, 新能源汽车产业链中游 6 月排产同比和环比均呈现出弱复苏的特点, 其中磷酸铁锂材料 6 月排产同比、环比增幅分别为 112.06%、24.20%, 上游资源企业排产恢复程度差于中游。预计 7 月随着下游需求的回暖, 中游排产环比有望明显好转, 带动中游材料企业出货量的提升。

图表 5. 2020 年 5-6 月国内锂电池材料排产情况预测

| 产品名称  | 5 月排产 (吨) | 6 月排产预测 (吨) | 环比(%)  | 同比(%)  |
|-------|-----------|-------------|--------|--------|
| 三元材料  | 12,890    | 14,260      | 10.63  | 7.46   |
| 三元前驱体 | 19,670    | 20,270      | 3.05   | 1.2    |
| 磷酸铁锂  | 9,630     | 11,960      | 24.20  | 112.06 |
| 负极材料  | 23,340    | 25,900      | 10.97  | 5.21   |
| 碳酸锂   | 12,100    | 11,750      | (2.89) | (6.08) |
| 氢氧化锂  | 7,750     | 8,200       | 5.81   | 4.86   |

资料来源: 鑫椏资讯, 中银证券

## 国内补贴政策落地, 新车型推出有望刺激需求

**明确补贴退坡路径, 设置补贴数量上限。**2020 年 4 月 23 日, 财政部等四部委发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》, 2020 年补贴政策尘埃落定。政策明确 2020-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%。城市公交、道路客运、出租 (含网约车) 等公共交通和特定领域用车 2020 年补贴标准不退坡, 2021-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%。原则上每年补贴规模上限为 200 万辆。

**设置 3 个月过渡期, 保证产业平稳发展。**政策自 2020 年 4 月 23 日起实行, 4 月 23 日至 7 月 22 日为过渡期, 符合 2019 年技术指标要求但不符合 2020 年技术指标要求的上牌车辆按照 2019 年对应补贴标准的 0.5 倍补贴, 符合 2020 年技术指标要求的上牌车辆按照 2020 年标准补贴。

**补贴政策延续, 提振国内需求。**我国将新能源汽车补贴政策延长两年至 2022 年底, 并放缓补贴退坡力度和节奏, 短期有望对冲疫情影响、促进新能源汽车消费、提振国内市场需求, 预计二季度销量环比好转, 三四季度销量反弹, 全年销量有望重返增长, 带动产业链需求增长; 长期有望增强我国新能源汽车战略性新兴产业地位, 提升行业长期发展质量, 增强国际市场综合竞争。

图表 6. 新能源乘用车 2020 年补贴政策和 2019 年补贴政策对比

| 纯电动乘用车         | 分档      | 2019 | 2020 | 变化幅度 (%) |
|----------------|---------|------|------|----------|
| 续航里程 (km)      | 300-400 | 1.8  | 1.62 | (10)     |
|                | 400+    | 2.5  | 2.25 | (10)     |
| 能量密度 (Wh/kg)   | <125    | 0    | 0    | -        |
|                | 125-140 | 0.8  | 0.8  | -        |
|                | 140-160 | 0.9  | 0.9  | -        |
|                | 160+    | 1    | 1    | -        |
| 百公里耗电量优于门槛值的比例 | 0%-10%  | 0    | 0.8  | -        |
|                | 10%-20% | 0.8  | 1    | -        |
|                | 20%-25% | 1    | 1    | -        |
|                | 25%-35% | 1    | 1.1  | -        |
|                | 35%+    | 1.1  | 1.1  | -        |
| 插电混动乘用车        | R≥50    | 1    | 0.85 | (15)     |

资料来源: 财政部, 工信部, 中银证券

**新车型密集推出, 有望带动销量增长。**2020 年以来, 主流车企密集推出新车型, 有望带动销量重返增长。据我们统计, 2020 年上半年合计推出新车型 68 款, 由于新冠疫情的影响, 部分车企将新车型密集推出的时间推迟到了 2020 年下半年, 预计下半年新上市车型将多于上半年。从车企来看, 自主品牌仍是新车型推出的主力, 但上汽通用、北京现代、华晨宝马、一汽大众等合资品牌也开始发力。从车辆类型来看, 纯电动仍为绝对主力, 插混占比较低, 虽然改款车型占比仍超过一半, 但是新车型占比超过了 40%。从续航里程来看, 纯电动车型续航里程大部分在 300km 以上, 400-500km 的车型占比为 48%, 500km 以上续航的车型占比为 31%, 续航里程区间明显上移。从价格来看, 10-20 万元占比超过一半, 达到 53%, 20 万元以上的占比为 34%, 总体来看, 高性价比车型仍占主导。

图表 7. 2020 年国内市场推出的新能源车型 (不完全统计)

| 车型           | 车厂      | 上市时间    | 车辆类型 | 带电量 (kWh) | 电池类型 | 续航里程 (km) | 售价 (万元) | 类型   |
|--------------|---------|---------|------|-----------|------|-----------|---------|------|
| CS75         | 长安新能源   | 2020.01 | 插电混动 | 12.9      | 三元   | 60        | 17.68   | 改款   |
| 帝豪 GSe       | 吉利新能源   | 2020.01 | 纯电动  | 53.1      | 三元   | 400       | 10.99   | 改款   |
| 威马 EX6       | 威马汽车    | 2020.01 | 纯电动  | 54        | 三元   | 408       | 23.99   | 新车   |
| A6L          | 一汽-大众奥迪 | 2020.01 | 插电混动 | 14.1      | 三元   | 54        | 50.80   | 新车   |
| XC60         | 沃尔沃亚太   | 2020.01 | 插电混动 | 11.6      | 三元   | 50        | 52.79   | 改款   |
| 宝马 i3        | 宝马 (进口) | 2020.02 | 纯电动  | 42.2      | 三元   | 340       | 30.58   | 改款   |
| EX3          | 北汽新能源   | 2020.02 | 纯电动  |           | 三元   | 501       | 13.39   | 改款   |
| 畅巡           | 上汽通用雪佛兰 | 2020.02 | 纯电动  | 52.5      | 三元   | 410       | 15.99   | 新车   |
| 帝豪 Gse       | 吉利新能源   | 2020.02 | 纯电动  | 53.1      | 三元   | 400       | 10.99   | 改款   |
| 菲斯塔          | 北京现代    | 2020.02 | 纯电动  | 56.5      | 三元   | 490       | 17.38   | 新车   |
| 5系新能源        | 华晨宝马    | 2020.02 | 插电混动 | 17.7      | 三元   | 95        | 49.99   | 改款   |
| X5 新能源       | 宝马 (进口) | 2020.02 | 插电混动 | 24        |      | 85        | 84.99   | 改款   |
| 几何 A         | 几何      | 2020.03 | 纯电动  | 51.9      | 三元   | 410       | 15.00   | 新车   |
| 哪吒 U         | 合众汽车    | 2020.03 | 纯电动  |           | 三元   | 400       | 13.98   | 新车   |
| Aion S       | 广汽新能源   | 2020.03 | 纯电动  | 58.8      | 三元   | 510       | 18.28   | 改款   |
| 江淮 lev6e     | 江淮汽车    | 2020.03 | 纯电动  | 34.9      | 磷酸铁锂 | 310       | 7.25    | 改款   |
| 荣威 Ei5       | 上汽集团    | 2020.03 | 纯电动  | 52.5      | 三元   | 420       | 13.08   | 改款   |
| EU5          | 北汽新能源   | 2020.03 | 纯电动  |           | 三元   | 416       | 13.29   | 改款   |
| Aion LX      | 广汽新能源   | 2020.04 | 纯电动  |           | 三元   | 520       | 22.96   | 改款   |
| 艾瑞泽 e        | 奇瑞新能源   | 2020.04 | 纯电动  | 54.3      | 三元   | 401       | 10.98   | 改款   |
| 探岳 GTE       | 一汽-大众   | 2020.04 | 插电混动 | 13        | 三元   | 54        | 24.98   | 新车   |
| P7           | 小鹏汽车    | 2020.04 | 纯电动  | 70.8      | 三元   | 586       | 22.99   | 新车   |
| UX 新能源       | 雷克萨斯    | 2020.04 | 纯电动  | 54.35     | 三元   | 400       | 36.20   | 新车   |
| 丰田 C-HR      | 广汽丰田    | 2020.04 | 纯电动  | 54.3      | 三元   | 400       | 22.58   | 新车   |
| 科尚 EV        | 长安欧尚    | 2020.04 | 纯电动  | 57.9      | 磷酸铁锂 | 400       | 16.68   | 新车   |
| 逸动           | 长安新能源   | 2020.04 | 纯电动  | 52.56     | 三元   | 405       | 12.99   | 垂直换代 |
| 缤越           | 吉利新能源   | 2020.04 | 插电混动 | 11.3      | 三元   | 62        | 12.58   | 改款   |
| Model 3      | 特斯拉中国   | 2020.04 | 纯电动  | 52        | 三元   | 668       | 36.66   | 改款   |
| G3           | 小鹏汽车    | 2020.04 | 纯电动  | 57.5      | 三元   | 460       | 14.68   | 改款   |
| HYCAN 合创 007 | 广汽蔚来    | 2020.04 | 纯电动  | 73        | 三元   | 523       | 25.98   | 新车   |
| 瑞虎 e         | 奇瑞新能源   | 2020.04 | 纯电动  | 53.6      | 三元   | 401       | 10.99   | 改款   |
| 奔奔 E-Star    | 长安新能源   | 2020.04 | 纯电动  | 32.2      | 三元   | 301       | 6.98    | 新车   |
| 零跑 S01       | 零跑汽车    | 2020.04 | 纯电动  | 48        | 三元   | 451       | 12.99   | 改款   |
| 传祺 GS4 P     | 广汽      | 2020.04 | 插电混动 | 13        | 三元   | 61        | 16.38   | 垂直换代 |
| EC35         | 瑞驰新能源   | 2020.04 | 纯电动  | 41.86     | 磷酸铁锂 | 300       | 9.99    | 新车   |
| 奕泽 IZOA E    | 一汽丰田    | 2020.05 | 纯电动  | 54.3      | 三元   | 400       | 22.58   | 新车   |
| 蔚来 ES6       | NIO 蔚来  | 2020.05 | 纯电动  | 70        | 三元   | 420       | 35.90   | 改款   |
| 江淮 iC5       | 江淮汽车    | 2020.05 | 纯电动  | 54.8      | 三元   | 450       | 14.99   | 新车   |
| 威马 EX5       | 威马汽车    | 2020.05 | 纯电动  | 52.56     | 三元   | 400       | 14.98   | 改款   |
| 五菱宏光 EV      | 上汽通用五菱  | 2020.05 | 纯电动  | 35.4      | 磷酸铁锂 | 252       | 8.38    | 新车   |
| 零跑 T03       | 零跑汽车    | 2020.05 | 纯电动  | 37.1      | 三元   | 403       | 6.58    | 新车   |
| 途观 L 新能源     | 上汽大众    | 2020.05 | 插电混动 | 13        | 三元   | 52        | 26.58   | 改款   |
| 奕炫新能源        | 东风      | 2020.06 | 纯电动  | 47.7      | 三元   | 400       | 14.98   | 新车   |
| 奔驰 EQC       | 北京奔驰    | 2020.06 | 纯电动  | 79.2      | 三元   | 415       | 49.98   | 新车   |
| Aion V       | 广汽新能源   | 2020.06 | 纯电动  |           | 三元   | 400       | 15.96   | 新车   |
| 艾瑞泽 e        | 奇瑞新能源   | 2020.06 | 纯电动  | 54.3      | 三元   | 401       | 13.28   | 改款   |
| 野马 EC60      | 野马汽车    | 2020.06 | 纯电动  | 51.06     | 三元   | 400       | 10.99   | 改款   |

资料来源: 太平洋汽车网, 中银证券

预计 2020 年销量基本持平, 2021 年有望高增长。我们预计 2020 年我国新能源汽车销量合计 120 万辆, 对应动力电池装机量 63.58GWh, 同比基本持平。预计 2021 年销量 180 万辆, 同比增长 49%, 对应动力电池装机量 90GWh, 同比增长 42%, 带动产业链需求增长。销量高增长的原因, 一是 2020 年受疫情影响基数较低, 二是预计中央和地方政府利好政策有望不断出台, 三是自主和合资车企密集推出有竞争力的新车型。

**图表 8. 2019-2025 年国内新能源汽车销量、动力电池及材料需求量预测**

|                       | 2019         | 2020E        | 2021E      | 2025E      |
|-----------------------|--------------|--------------|------------|------------|
| 纯电动乘用车 (万辆)           | 83.40        | 85           | 130        | 450        |
| 单车电池装载量 (kWh)         | 48           | 50           | 50         | 60         |
| 电池需求量 (GWh)           | 40           | 43           | 65         | 270        |
| 插电混动乘用车 (万辆)          | 22.60        | 22.50        | 35         | 100        |
| 单车电池装载量 (kWh)         | 12           | 15           | 15         | 15         |
| 电池需求量 (GWh)           | 2.63         | 3            | 5          | 15         |
| 纯电动客车 (万辆)            | 7            | 6.5          | 7.5        | 10         |
| 单车电池装载量 (kWh)         | 209          | 200          | 200        | 200        |
| 电池需求量 (GWh)           | 14.64        | 13.00        | 15         | 20         |
| 插电混动客车 (万辆)           | 0.60         | 0.50         | 0.5        | 2          |
| 单车电池装载量 (kWh)         | 43           | 45           | 45         | 50         |
| 电池需求量 (GWh)           | 0.26         | 0.23         | 0.23       | 1          |
| 纯电动专用车 (万辆)           | 6.70         | 5.50         | 7          | 20         |
| 单车电池装载量 (kWh)         | 80           | 80           | 80         | 85         |
| 电池需求量 (GWh)           | 5.38         | 4.40         | 5.60       | 17.00      |
| <b>新能源汽车销量合计 (万辆)</b> | <b>120</b>   | <b>120</b>   | <b>180</b> | <b>582</b> |
| 同比增长率(%)              | (4)          | 0            | 49         | -          |
| <b>动力电池装机量 (GWh)</b>  | <b>62.82</b> | <b>63.50</b> | <b>91</b>  | <b>323</b> |
| 同比增长率(%)              | 10.82        | 1.08         | 43.43      | -          |
| 其中: 三元电池              | 40.82        | 38.10        | 54.65      | 226.10     |
| 其中: 磷酸铁锂电池            | 21.14        | 25.40        | 36.43      | 96.90      |
| 正极材料 (万吨)             | 11.59        | 11.68        | 16.76      | 51.03      |
| 其中: 三元材料              | 6.94         | 6.10         | 8.74       | 31.65      |
| 其中: 磷酸铁锂材料            | 4.65         | 5.59         | 8.01       | 19.38      |
| 负极材料 (万吨)             | 5.65         | 5.08         | 7.29       | 25.84      |
| 电解液 (万吨)              | 6.62         | 6.86         | 9.84       | 31.01      |
| 隔膜 (亿平)               | 9.75         | 10.29        | 14.75      | 46.51      |

资料来源: 中汽协, 真锂研究, 中银证券

### 海外利好政策持续加码, 销量有望快速复苏

海外政策利好不断, 有望刺激需求增长。2019 年底到 2020 年上半年, 为了应对欧盟严格的碳排放考核要求以及对冲新冠疫情对经济的冲击, 欧洲各国密集推出新能源汽车支持政策, 如德国连续加码新能源汽车补贴、欧盟拟免除零排放汽车增值税以及法国发布 88 亿欧元的汽车援助计划等。欧洲是全球新能源汽车最重要的市场之一, 2019 年占全球销量的比重为 27%, 欧洲也是全球主流汽车企业大众、宝马、戴姆勒等的所在地, 是将来主流车企电动化战略发力的重要市场之一, 有望成为全球新能源汽车销量增长的重要支撑。

图表 9. 近期海外新能源汽车支持政策汇总

| 国家/地区 | 时间         | 主要内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|-------|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 德国    | 2019.11.05 | 德国政府计划将插混车补贴从每辆 3000 欧元提高至 4500 欧元，对于售价超过 4 万欧元的电池驱动车型补贴将提高至 5000 欧元，并补贴至 2025 年。                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 欧盟    | 2020.05.20 | 1) 考虑提出采购计划，在全欧盟范围内采购符合欧盟碳排放标准的清洁能源汽车，预计在未来两年花费 200 亿欧元；2) 成立一项 400-600 亿欧元的清洁能源汽车投资基金，加速投资零排放产业链；3) 在 2025 年前，建立 200 万个公共充电站和替代燃料补给站；4) 对零排放汽车免除增值税。                                                                                                                                                                                       |
| 法国    | 2020.05.26 | 法国总统马克龙发布法国汽车产业 88 亿欧元援助计划，一是刺激需求，售价 4.5 万欧元以下的纯电动汽车和燃料车的购置补贴由 6,000 欧元上升至 7,000 欧元，插混汽车由 3,000 欧元上升至 5,000 欧元，时间为 6 月 1 日至 12 月 31 日；旧车换购的车型，换购排放更低的内燃机车补贴 3,000 欧元，纯电动汽车补贴 5,000 欧元，可以和购置补贴并行，即最高补贴 1.2 万欧元，时间从 6 月 1 日起，补贴上限 20 万辆；二是 10 亿欧元生产支持基金鼓励本地供应，政府目标是到 2025 年生产 100 万辆新能源车；三是加快基础设施建设，到今年年底安装 3.5-4 万个充电站，到 2021 年底建成 10 万个充电站。 |
| 德国    | 2020.06.01 | 德国经济部拟提出 56 亿欧元的购买者补贴计划以刺激汽车消费，提议向购买价格低于 77,350 欧元的电动车和传统动力汽车的消费者发放补贴，每辆汽车的基本补贴为 2,500 欧元，省油车的基本补贴将再增加 500 欧元。现有的购车激励计划中，电动汽车补贴增加 1,500 欧元，混合动力汽车补贴增加 750 欧元，该政策预计于年底到期。                                                                                                                                                                    |

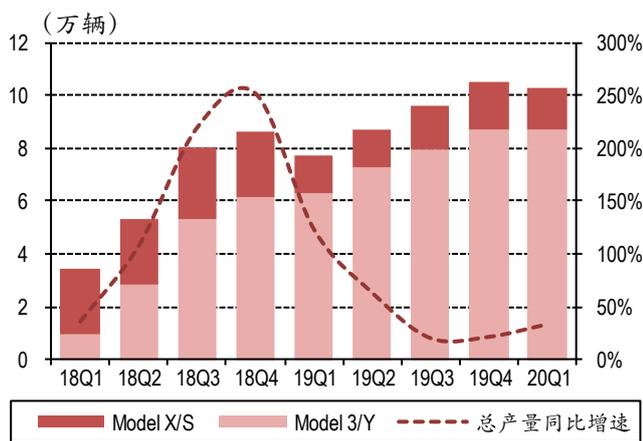
资料来源：路透社，Charged EVS，中银证券

## 海外主流车企电动化进程持续加速

### 特斯拉一季度销量逆势增长，Model 3 降价有望刺激需求

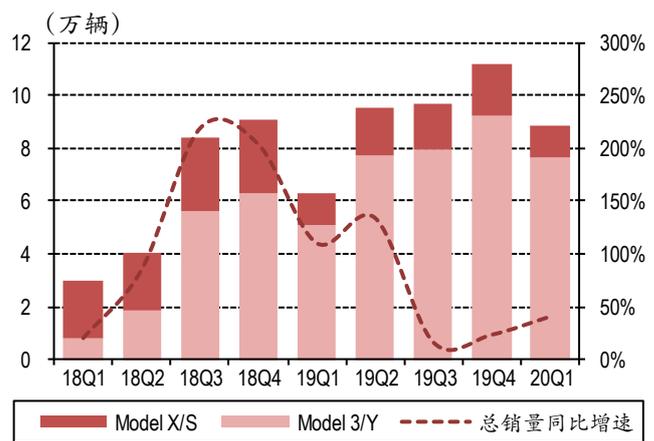
特斯拉 2020Q1 电动车销量 8.84 万辆，同比增长 40.3%。特斯拉一季度实现电动车产量 10.27 万辆，同比增长 33.1%，环比下滑 2.1%；交付量 8.85 万辆，同比增长 40.4%，环比下滑 21.1%；一季度增加库存量 1.42 万辆。其中，Model 3/Y 的产量 8.73 万辆，同比增长 38.6%，销量 7.63 万辆，同比增长 49.8%；Model S/X 的产量 1.54 万辆，同比增长 8.7%，销量 1.22 万辆，同比增长 1.1%。

图表 10. 2018-2020Q1 特斯拉分车型产量



资料来源：特斯拉公告，中银证券

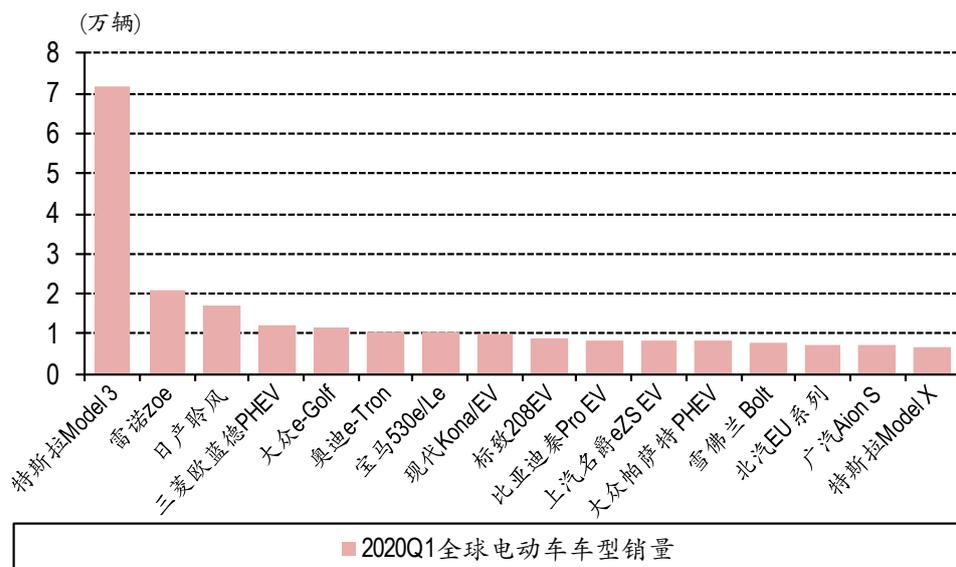
图表 11. 2018-2020Q1 特斯拉分车型销量



资料来源：特斯拉公告，中银证券

**全球电动车销量：2020Q1 特斯拉占比达到 19.22%。**受到新冠疫情影响，全球电动车市场一季度相对低迷，根据 EV Sales 数据，全球 2020 年 1-3 月电动车销量为 46.05 万辆，同比下滑 6%，特斯拉电动车销量占全球市场份额 19.22%。其中，特斯拉 3 月电动车总销量 6.01 万辆，全球市场份额 31.26%，领先优势进一步提升。从车型销量结构来看，一季度特斯拉 Model 3 全球销量为 7.15 万辆，占全球电动车总销量的份额为 15.52%，远高于销量排名第二的雷诺 Zoe。

图表 12. 2020Q1 全球畅销电动车车型 TOP10 销量



资料来源: EV sales, 盖世汽车, 中银证券

图表 13. 2020Q1 全球电动车品牌 TOP10 销量情况

| 品牌  | 2020 年 3 月销量 (辆) | 全球市场份额 (%) | 2020 年一季度销量 (辆) | 全球市场份额 (%) |
|-----|------------------|------------|-----------------|------------|
| 特斯拉 | 60,131           | 31.3       | 88,400          | 19.2       |
| 宝马  | 10,862           | 5.6        | 31,889          | 6.9        |
| 大众  | 8,724            | 4.5        | 27,287          | 5.9        |
| 比亚迪 | 11,896           | 6.2        | 22,200          | 4.8        |
| 雷诺  | 4,699            | 2.4        | 21,331          | 4.6        |
| 上汽  | 7,865            | 4.1        | 19,244          | 4.2        |
| 现代  | 6,983            | 3.6        | 18,850          | 4.1        |
| 奥迪  | 7,246            | 3.8        | 18,456          | 4.0        |
| 沃尔沃 | 6,291            | 3.3        | 18,170          | 3.9        |
| 日产  | 5,372            | 2.8        | 17,602          | 3.8        |
| 其他  | 62,311           | 32.4       | 177,077         | 38.5       |
| 合计  | 192,380          | 100.0      | 460,506         | 100.0      |

资料来源: EV sales, 盖世汽车, 中银证券

**产能: 2020Q1 特斯拉上海工厂 Model 3 产能进一步提升。**根据特斯拉 2020 年一季报电话会议资料, 目前特斯拉的产能情况如下: 1) 美国 Fremont 工厂目前 Model 3/Y 产能仍将保持 40 万辆/年, 预计 2020 年产能有望提升到 50 万辆/年, 其中 Model Y 在 2020 年一季度实现交付, Model X/S 仍维持 9 万辆/年的产能保持不变; 2) 上海 Giga 超级工厂将 Model 3 产能由 15 万辆/年提升到 20 万辆/年, 目前周产量突破 4,000 辆, 同时二期 Model Y 产能正在建设中, 预计投产后产能不低于 Model 3; 3) 柏林工厂即将动工, 预计将于 2021 年开始交付 Model Y; 4) 近期内将会宣布在美国成立新的超级工厂, 规模将大于现有超级工厂。

图表 14. 特斯拉全球产能汇总

|        | 车型        | 2019 产能<br>(万辆) | 2020E 产能<br>(万辆) | 备注                                          |
|--------|-----------|-----------------|------------------|---------------------------------------------|
| 美国加州工厂 | Model 3/Y | 40              | 50               | Model Y 于 2020 年一季度实现交付, 总产能预计年中提升到 50 万辆/年 |
|        | Molde S/X | 9               | 9                |                                             |
| 上海超级工厂 | Model 3   | 15              | 20               | 预计年中实现 20 万辆/年产能                            |
|        | Molde Y   |                 |                  | 正在建设中, 预计 2021 年实现交付                        |
| 柏林工厂   | Model 3   |                 |                  | 正在建设中, 预计 2021 年实现交付                        |
|        | Molde Y   |                 |                  |                                             |
| 合计产能   | Model 3/Y | 55              | 70               |                                             |
|        | Model S/X | 9               | 9                |                                             |
|        | 合计        | 64              | 79               |                                             |

资料来源: 特斯拉公告, inside EVs, 中银证券

**国产特斯拉 Model 3 如期降价, 享受补贴新政有望进一步刺激销量。**特斯拉中国官网信息显示, 特斯拉 Model 3 标准续航升级版基础售价在 2020 年 5 月 1 日调整为 29.18 万元; 根据最新补贴标准测算, 补贴后售价为 27.155 万元。此外, 特斯拉在一二线城市中还有地补与牌照优势, 随着二季度后国内疫情得到有效控制, 购车需求有望逐步恢复, 降价后的国产 Model 3 销量有望显著提升。

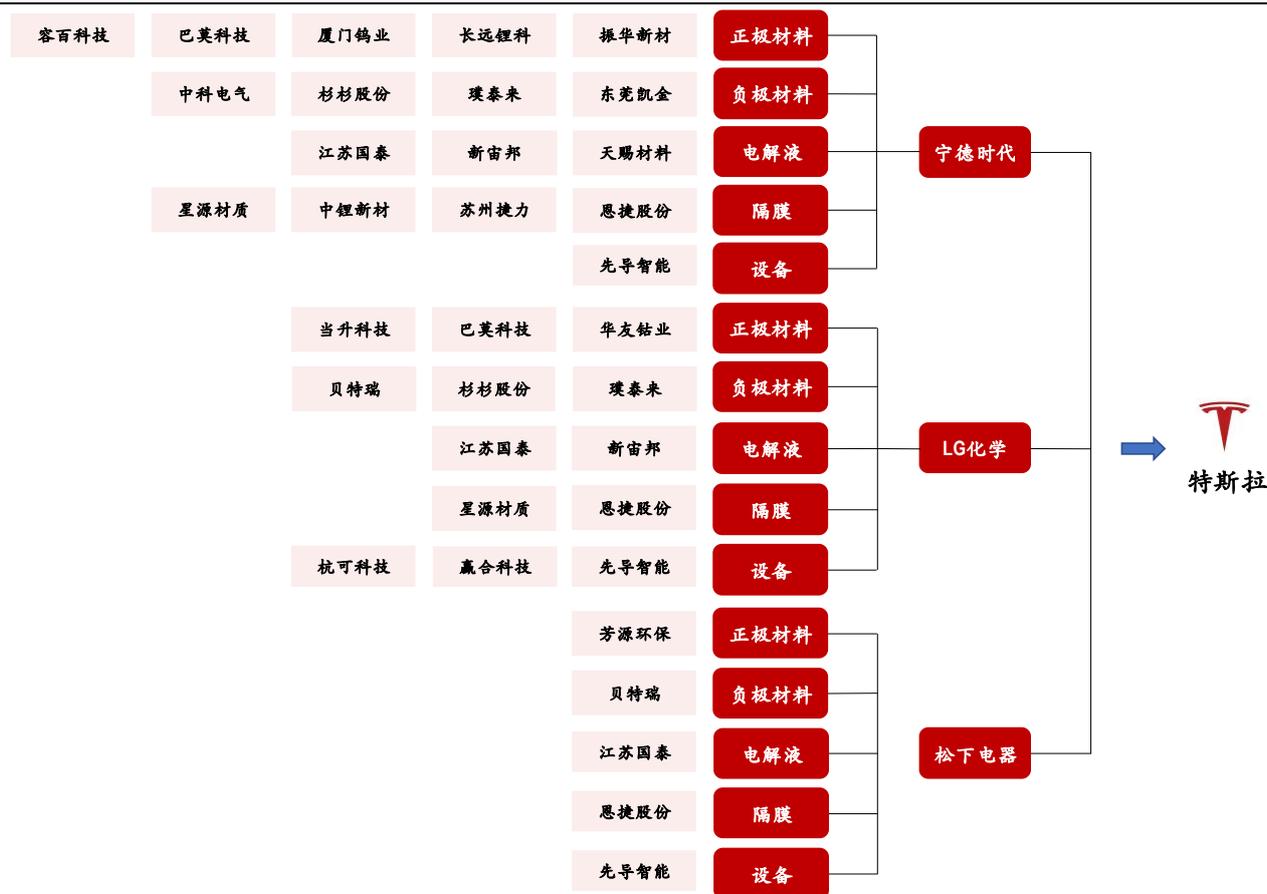
图表 15. 特斯拉 Model 3 降价时间表

| 上市时间            | 生产商      | 车型      | 型号标识     | 指导价 (万元) |
|-----------------|----------|---------|----------|----------|
| 2020 年 5 月 1 日  | 特斯拉 (中国) | Model 3 | 标准续航升级版  | 29.18    |
| 2020 年 4 月 10 日 | 特斯拉 (中国) | Model 3 | 长续航后轮驱动版 | 36.66    |
| 2020 年 4 月 10 日 | 特斯拉 (中国) | Model 3 | 高性能全能驱动版 | 41.98    |
| 2019 年 5 月 31 日 | 特斯拉 (中国) | Model 3 | 标准续航升级版  | 32.80    |
| 2019 年 2 月 1 日  | 特斯拉      | Model 3 | 长续航后轮驱动版 | 43.30    |

资料来源: 特斯拉官网, 乘联会, 汽车之家, 中银证券

**特斯拉供应链持续国产化。**根据我们的测算, 动力电池占整车成本高达 30%, 特斯拉引入 LG 化学和宁德时代作为新的动力电池供应商, 其电池材料供应商有望成为国产供应链中最大的分支, 主要材料供应商包括璞泰来、杉杉股份、当升科技、新宙邦、恩捷股份、星源材质等。

图表 16. 特斯拉电池及国产材料供应商



资料来源: 各公司公告, 各公司官网, 高工锂电, 中银证券

## 大众电动化战略加速, 新平台车型带动销量增长

**大众电动化战略不断加速。**从 2025 战略到 Roadmap E 再到新 5 年计划, 大众集团在新能源车型规划、销量规划以及投资计划等方面不断发力, 其中投资金额由最初的 2030 年前投资 300 亿欧元变为 2024 年前投资 600 亿欧元; 依托多品牌产品线丰富的优势, 大众集团新能源车型规划激进, 产品储备丰富, 并提出到 2030 年旗下 300 款车型至少具备一个电动版本, 多样化的有竞争力的产品矩阵将奠定大众新能源汽车销量爆发的基础; 大众集团制定了近期和远期的产销量目标, 提出 2019 年电动车销量占比 1%, 2020 年占比 4%, 2025 年销售 300 万辆, 占比超过 20%, 2029 年前累计生产 2,600 万辆电动车, 销量有望率先爆发, 带动全球电动化进程。

图表 17. 大众新能源汽车战略演变

| together 2025               | Roadmap E                                | 5-Year Planning Round             | Annual Media Conference                    |                                              | 5Year Planning Round                         | 战略规划 |
|-----------------------------|------------------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------------|----------------------------------------------|----------------------------------------------|------|
| 2025年超30款BEV车型              | 2025年50BEV和30PHEV车型, 2030年300款车型至少一个电动版本 | 2025年前推出50款纯电动汽车                  | 2028年前推出70款纯电动汽车                           | 2029年前推出75款纯电动车型, 60款混合动力车型                  | 2019-2020年推出7款电动车型                           | 车型规划 |
| 2025年销量200-300万辆, 占比20%-25% | 2025年销量300万辆, 占比25%                      |                                   | 2028年前生产BEV 2200万辆, 2030年欧洲与中国电动汽车产量占比超40% | 2029年前生产2600万辆电动车, 其中MEB平台2000万辆, PPE平台600万辆 | 2019年电动车销量占比1%, 2020年4%, 2025年300万辆, 占比大于20% | 销量规划 |
|                             | 2030年前投资300亿欧元用于汽车电动化                    | 2023年前投资440亿欧元用于汽车智能化、电动化、网联化和共享化 | 2023年前投资300亿欧元用于汽车电动化                      | 到2024年, 在电动汽车、混合动力汽车等领域投资600亿欧元              |                                              | 投资计划 |

资料来源: 大众汽车官网, 中银证券

**全新纯电动平台投产, 有望降本提效。**大众是最先使用平台化战略的车企之一, 通过横置发动机模块化平台 (MQB) 有效地降低了生产成本, 提高了生产效率和产品质量。大众也是新能源汽车平台化战略的先锋, 2018 年投资 70 亿美元建设电动车模块化平台 (MEB), 定位于经济型新能源汽车的生产, PPE 和 SPE 平台预计用于旗下奥迪、保时捷等品牌高端新能源汽车的生产。预计 MEB 平台将于 2020 年投入生产, 其首款车型为 I.D. 系列车型, 集团规划 2029 年前生产 2600 万辆电动车, 其中 MEB 平台 2,000 万辆, PPE 平台 600 万辆。

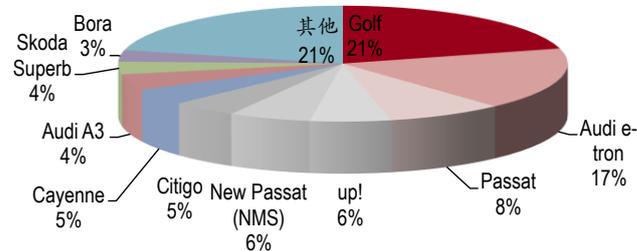
**产品储备丰富, 销量有望爆发。**2020 年 1-4 月, 大众集团新能源汽车销量 6.83 万辆, 同比大幅增长 115%, Golf、Audi e-tron 是销量增长的主力, 占比分别为 21%、17%。2020 年 3 月 3 日, 大众发布途锐 Touareg R (插电混动)、第八代 Golf 插电混动版和 ID.4, 其中 ID.4 是大众继 ID.3 之后第二款基于 MEB 平台的量产车型, 将在欧洲、中国和美国生产和销售, 并于年内正式发布。和除已发布车型之外, 大众集团凭借旗下品牌、研发优势, 储备了丰富的新能源车型, 实现了中、高、低端多车型产品全覆盖, 并实现了研发、储备和销售的良好衔接, 有望开启新一轮产品周期, 带动销量增长。

图表 18. 2015-2020.04 年大众集团新能源汽车销量



资料来源: Marklines, 中银证券

图表 19. 2020.01-04 大众集团主要车型销量占比



资料来源: Marklines, 中银证券

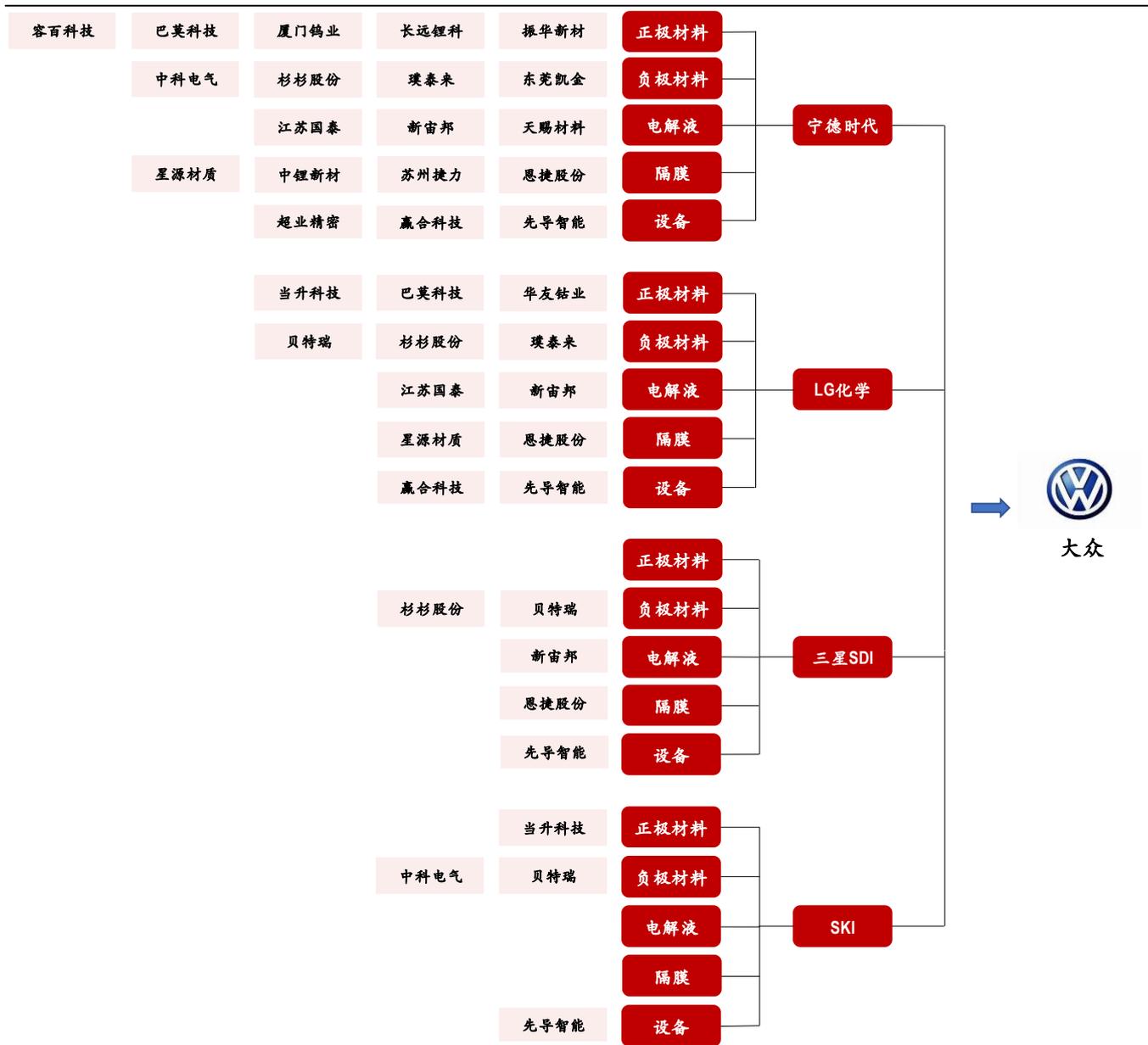
图表 20. 大众集团全球新能源车型规划

| 品牌   | 种类                     | 车名                                        | 开发状况    | 发售                 | 备注                   |
|------|------------------------|-------------------------------------------|---------|--------------------|----------------------|
| 大众品牌 | PHV                    | 迈腾 (Magotan) GTE                          | 已发售     | 2019 年             | 中级三厢车的 PHV           |
|      | PHV                    | 帕萨特 (Passat) GTE                          | 已发售     | 2018 年             | 紧凑型跨界 SUV 的 PHV      |
|      | PHV                    | 途观 (Tiguan) L PHEV/GTE                    | 已发售     | 2015 年             | 中级三厢/旅行车的 PHV        |
|      | PHV                    | 高尔夫 (Golf) GTE                            | 已发售     | 2014 年             | 紧凑型三厢车的 PHV          |
|      | PHV                    | 辉昂 (Phideon) GTE                          | 开发阶段    |                    | 中级三厢车的 PHV           |
|      | PHV                    | T-Prime Concept GTE                       | 开发阶段    |                    | 全尺寸跨界 SUV 的概念车       |
|      | EV                     | e-朗逸 (Lavida)                             | 已发售     | 2019 年             | 紧凑型三厢车的 EV           |
|      | EV                     | e-宝来 (Bora)                               | 已发售     | 2019 年             | 紧凑型三厢车的 EV           |
|      | EV                     | e-高尔夫 (Golf)                              | 已发售     | 2014 年             | 紧凑型两厢车的 EV           |
|      | EV                     | e-up!                                     | 已发售     | 2013 年             | 次紧凑型两厢车的 EV          |
|      | EV                     | I.D. BUZZ Concept                         | 开发阶段    | 2022 年             | 小型客车的 EV             |
|      | EV                     | I.D. ROOMZZ                               | 开发阶段    | 2021 年             | 全尺寸跨界 SUV 的 EV       |
|      | EV                     | SPACE VIZZION                             | 开发阶段    | 2021 年             | 紧凑型跨界 SUV 轿跑 EV 概念车  |
|      | EV                     | I.D. Crozz II                             | 开发阶段    | 2020 年             | 紧凑型跨界的 EV 概念车        |
|      | EV                     | e-Delivery                                | 开发阶段    | 2020 年             | 中型卡车的 EV             |
|      | EV                     | I.D. 3                                    | 开发阶段    | 2020 年             | 紧凑型两厢车的 EV           |
|      | EV                     | BUDD-e                                    | 开发阶段    |                    | MPV 的 EV 概念车         |
|      | EV                     | e-Crafter                                 | 开发阶段    |                    | 大型厢型车的 EV            |
|      | EV                     | I.D. Vizzion concept                      | 开发阶段    |                    | 全尺寸三厢车的 EV 概念车       |
|      | 奥迪品牌                   | HV                                        | SQ5 TDI | 已发售                | 2019 年               |
| HV   |                        | S5                                        | 已发售     | 2019 年             | 中型三厢车/轿跑的 48V HV     |
| HV   |                        | SQ7 TDI                                   | 已发售     | 2019 年             | 全尺寸跨界 SUV 的 48V HV   |
| HV   |                        | S4 TDI                                    | 已发售     | 2019 年             | 中型三厢/旅行车的 48V HV     |
| HV   |                        | Q3 Sportback S tronic                     | 已发售     | 2019 年             | 紧凑型跨界 SUV 的 48V HV   |
| HV   |                        | Q8/SQ8 TDI/RS Q8                          | 已发售     | 2018 年             | 全尺寸跨界 SUV 的 48V HV   |
| HV   |                        | A7/S7/RS7 Sportback                       | 已发售     | 2018 年             | 全尺寸三厢车的 48V HV       |
| HV   |                        | A6/S6                                     | 已发售     | 2018 年             | 全尺寸三厢车/旅行车的 48V HV   |
| HV   |                        | A8/A8L/S8                                 | 已发售     | 2017 年             | 全尺寸三厢车的 48V HV       |
| PHV  |                        | A8L 60 TFSI e quattro                     | 已发售     | 2019 年             | 全尺寸三厢车的 PHV          |
| PHV  |                        | Q5 55 TFSI e                              | 已发售     | 2019 年             | 中型跨界 SUV 的 PHV       |
| PHV  |                        | A7 Sportback 55 TFSI e quattro            | 已发售     | 2019 年             | 全尺寸三厢车的 PHV          |
| PHV  |                        | A6/A6L 55 TFSI e quattro                  | 已发售     | 2019 年             | 中级三厢车的 PHV           |
| PHV  |                        | A6L 40 e-tron                             | 已发售     | 2017 年             | 中级三厢车的 HV (2019 年停售) |
| PHV  |                        | Q7 60/55 TFSI e                           | 已发售     | 2016 年             | 全尺寸跨界 SUV 的 PHV      |
| EV   |                        | e-tron                                    | 已发售     | 2019 年             | 中型跨界 SUV 的 EV        |
| EV   |                        | Q2L e-tron                                | 已发售     | 2019 年             | 次紧凑型跨界 SUV 的 EV      |
| EV   |                        | e-tron Sportback                          | 开发阶段    | 2020 年             | 中型跨界 SUV 轿跑的 EV      |
| EV   |                        | Q4 e-tron                                 | 开发阶段    | 2020 年             | 紧凑型跨界 SUV 的 EV       |
| EV   |                        | Aicon                                     | 开发阶段    |                    | 中级三厢车的 EV            |
| FCV  | h-tron quattro concept | 开发阶段                                      |         | 中型跨界 SUV 的 FCV 概念车 |                      |
| 保时捷  | PHV                    | Panamera 4/Turbo S E-Hybrid Sport Turismo | 已发售     | 2017 年             | 全尺寸三厢车的 PHV          |
|      | PHV                    | Cayenne E-Hybrid                          | 已发售     | 2014 年             | 中型跨界 SUV 的 PHV       |
|      | PHV                    | 911 PHV                                   | 开发阶段    | 2020 年             | 跑车的 PHV              |
|      | EV                     | Taycan                                    | 已发售     | 2019 年             | 4 座跑车的 EV            |
| 斯柯达  | PHV                    | Superb iV                                 | 开发阶段    | 2020 年             | 中型三厢车/旅行车的 PHV       |
|      | EV                     | Vision E concept                          | 开发阶段    | 2020 年             | 紧凑型跨界 SUV 的 EV       |
|      | EV                     | VISION iV                                 | 开发阶段    | 2020 年             | 紧凑型三厢车的 EV           |
|      | EV                     | CITIGOe iV                                | 开发阶段    | 2020 年             | 次紧凑型两厢车的 EV          |
| 西雅特  | PHV                    | Tarraco FR PHEV                           | 开发阶段    | 2021 年             | 中型跨界 SUV 的 PHV       |
|      | PHV                    | Leon Verde                                | 开发阶段    |                    | 紧凑型两厢车的 PHV 概念车      |
|      | EV                     | Mii Electric                              | 开发阶段    | 2020 年             | 次紧凑型两厢车的 EV          |
| 宾利   | PHV                    | Bentayga Hybrid                           | 已发售     | 2019 年             | 全尺寸跨界 SUV 的 PHV      |
| 兰博基尼 | PHV                    | Asterion LPI910-4 Concept                 | 开发阶段    |                    | 超跑的 PHV              |
| 曼    | EV                     | eTGE                                      | 已发售     | 2018 年             | 厢型车的 EV              |

资料来源: Marklines, 中银证券

大众动力电池供应链国产化率有望提升。大众动力电池供应商包括 LG 化学和三星 SDI 等，其中 LG 化学供货份额最大。此后大众 MEB 平台选定供应商包括 LG 化学、宁德时代、SKI、三星 SDI 等。海外三大电池供应商中，LG 化学材料的国产化程度最高，在大众供应链体系中所占份额也最大，国内供应商有望显著受益；三星 SDI 和 SKI 目前仍然以日韩材料供应商为主，国产化程度较低，存在较大的提升空间，国产材料供应商存在进入供应链并不断提升供货份额的机会。

图表 21. 大众动力电池供应商及国产材料供应商

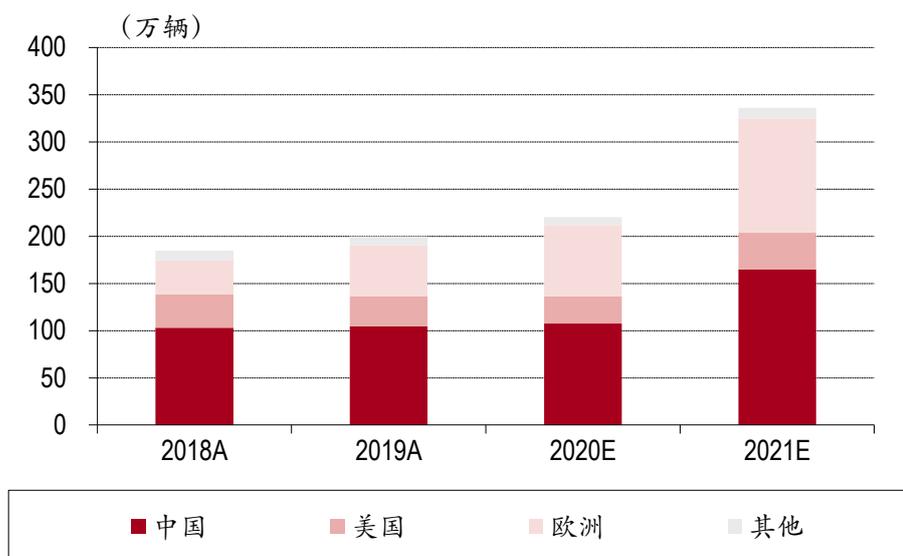


资料来源：各公司公告，各公司官网，高工锂电，中银证券

## 预计 2020 年全球新能源乘用车销量 220 万辆，欧洲成需求重要支撑

国内补贴退坡节奏放缓，下半年支持政策有望出台，欧洲利好政策不断，主要车企电动化进程不断加速，有产品力的新车型密集推出有望带动销量增长。我们预计 2020 年全球新能源乘用车销量合计 220 万辆，其中中国、欧洲、美国销量分别为 108、76、29 万辆。预计 2021 年全球实现新能源乘用车销量 336 万辆，同比增长 52%，实现高增长的主要原因一是 2020 年基数较低，二是全球主流车企密集推出新车型。

图表 22. 2018-2021 年全球新能源乘用车分区域销量预测



资料来源: Marklines, 中银证券

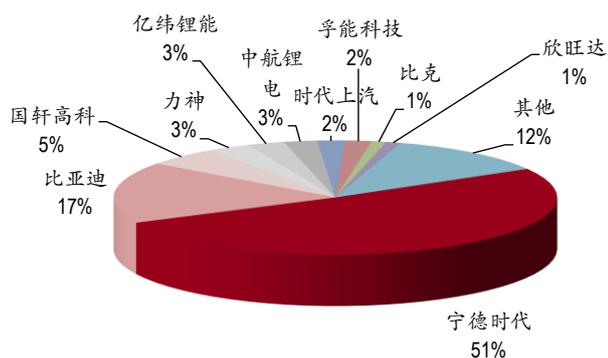
## 中游：竞争格局持续优化，全球供应链加速导入

电池与材料：具备全球竞争力的企业有望享受高增长红利

动力电池：国内一超多强，全球寡头垄断

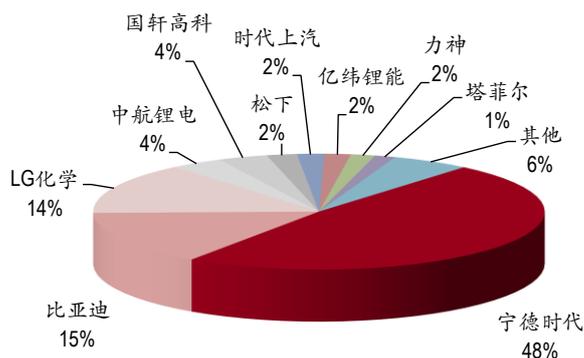
动力电池国内一超多强格局形成。宁德时代在国内市场领先优势明显，2019年、2020年1-5月市占率分别为51%、48%。由于国产特斯拉Model 3的热销，2020年1-5月LG化学国内市场份额大幅提升至14%，仅次于第二名比亚迪1个百分点，其他第二梯队企业市场份额均在10%以下，分布较为均衡。

图表 23. 2019 年国内动力电池市场份额



资料来源：真锂研究，中银证券

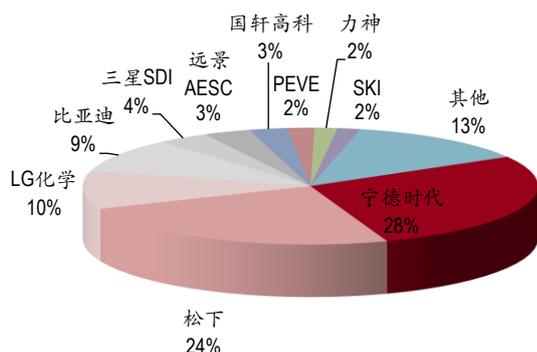
图表 24. 2020 年 1-5 月国内动力电池市场份额



资料来源：真锂研究，中银证券

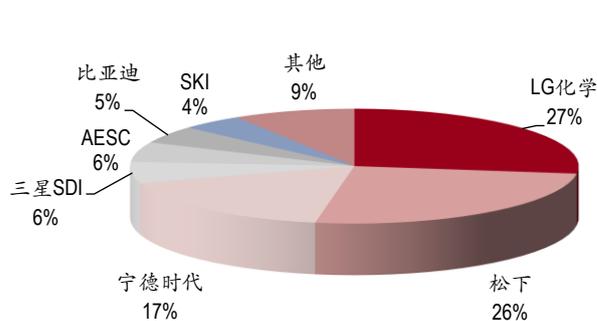
动力电池全球寡头垄断格局基本形成。全球市场有望形成以 LG 化学、宁德时代、松下电器、三星 SDI、SKI、比亚迪等为首的寡头垄断的市场格局，2020 年第一季度以上六家企业合计市占率 85.60%，同比提升 8.33 个百分点，集中度大幅提升，竞争优势明显。

图表 25. 2019 年全球动力电池市场份额



资料来源：SNE Research，中银证券

图表 26. 2020Q1 全球动力电池市场份额



资料来源：SNE Research，中银证券

宁德时代具备全球竞争力，国内部分二线电池企业有望实现突围。我国动力电池企业加速导入全球供应链，其中宁德时代已经进入了海外几乎所有主流车企供应链，供货份额有望逐步提升，客户结构不断优化，有望比肩 LG 化学等海外动力电池龙头企业。国内二线电池企业如孚能科技、亿纬锂能、欣旺达等在开拓国内客户的同时积极进入海外客户供应链，并取得一定进展，其中孚能科技获得戴姆勒 2021-2027 年 140GWh 订单，亿纬锂能进入了戴姆勒、福特和现代起亚供应链，欣旺达也获得了雷诺-日产 7 年 115.7 万台电动车的项目定点。此外，大众拟对国轩高科进行战略投资，投资完成后将成为国轩高科第一大股东，双方将开展电池业务战略合作。当前是海外主流整车厂培育和引入新的动力电池供应商的战略机遇期，具备产能、技术、客户优势的二线电池企业有望实现突围，提升全球供货量及市场份额。

图表 27. 全球车企和动力电池企业供应链 (不完全统计)

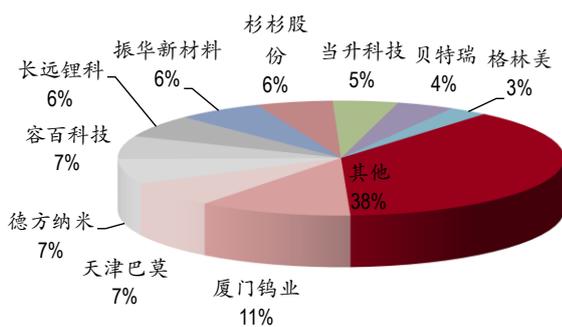
|          | 宁德时代 | 孚能科技 | 国轩高科 | 亿纬锂能 | 欣旺达 | LG 化学 | 三星 SDI | 松下电器 | SKI |
|----------|------|------|------|------|-----|-------|--------|------|-----|
| 特斯拉      | ☆    |      |      |      |     | ★     |        | ★    |     |
| 通用       | ☆    |      |      |      |     | ★     |        | ☆    |     |
| 福特       |      |      |      | ☆    |     | ★     | ★      | ★    | ☆   |
| 大众       | ★    |      | ☆    |      |     | ★     | ★      | ★    | ☆   |
| 宝马       | ★    |      |      |      |     |       | ★      |      |     |
| 戴姆勒      | ☆    | ☆    |      | ★    |     | ★     |        | ★    | ★   |
| 雷诺-日产-三菱 | ★    |      |      |      | ☆   | ★     |        |      |     |
| PSA      | ★    |      |      |      |     |       |        |      |     |
| FCA      |      |      |      |      |     | ★     |        |      |     |
| 丰田       | ☆    |      |      |      |     |       |        | ☆    |     |
| 本田       | ☆    |      |      |      |     |       |        | ★    |     |
| 现代       | ★    |      |      | ☆    |     | ★     | ☆      |      | ☆   |
| 起亚       | ★    |      |      | ☆    |     | ★     |        |      | ★   |
| 北汽       | ★    | ★    | ★    |      |     |       |        |      | ★   |
| 上汽       | ★    |      |      |      |     |       |        |      |     |
| 广汽       | ★    | ★    |      |      |     |       |        |      |     |
| 吉利       | ★    | ★    | ★    | ★    | ★   | ☆     |        |      |     |
| 蔚来       | ★    |      |      |      |     |       |        |      |     |
| 一汽       | ★    | ★    |      |      |     |       |        |      |     |

资料来源: Marklines, 各公司公告, 高工锂电, 中银证券 (☆代表已经进入供应链但是尚未供货, ★已经开始供货)

### 电池材料: 集中度不断提升, 加速导入全球供应链

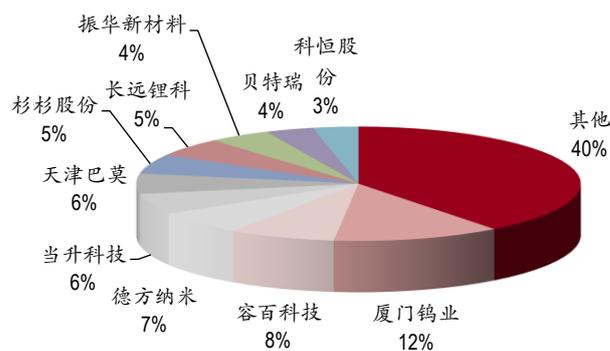
正极材料集中度较低, 行业开始洗牌。由于进入壁垒较低、技术路线多以及上下游一体化延伸等原因, 正极材料集中度相对较低, 2020 年第一季度 CR5 为 38.33%, 与 2019 年基本持平。2020 年第一季度实现供货的正极材料厂商 17 家, 相比 2019 年减少了 7 家, 表明行业洗牌已经开始, 产能、技术、客户结构较差的小企业开始退出市场, 集中度有望提升。

图表 28. 2019 年国内正极材料竞争格局



资料来源: 高工锂电, 中银证券

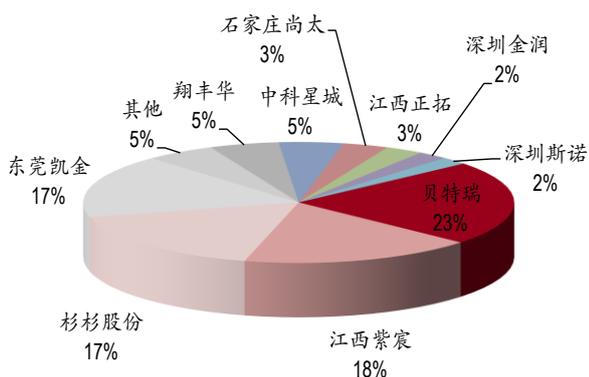
图表 29. 2020Q1 国内正极材料竞争格局



资料来源: 高工锂电, 中银证券

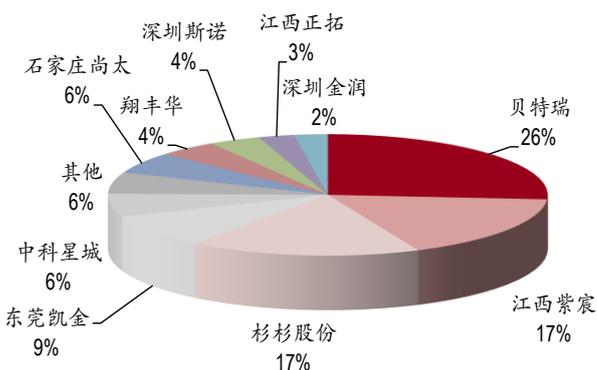
负极材料格局稳定, 集中度有所下降。2020 年第一季度, 负极材料 CR5 为 75.28%, 相比 2019 年下降了 4.09 个百分点, 但是仍处于较高水平, 行业参与者也保持稳定。从企业来看, 东莞凯金虽然仍位列行业第四, 但是市占率相比 2019 年大幅下降 8.06 个百分点, 我们预计主要原因是 2020 年第一季度受到疫情影响, 公司最大的客户宁德时代装机量大幅下降; 中科电气超越翔丰华跻身行业前五, 市占率 6%, 相比 2019 年小幅提升 1 个百分点。

图表 30. 2019 年国内负极材料竞争格局



资料来源：高工锂电，中银证券

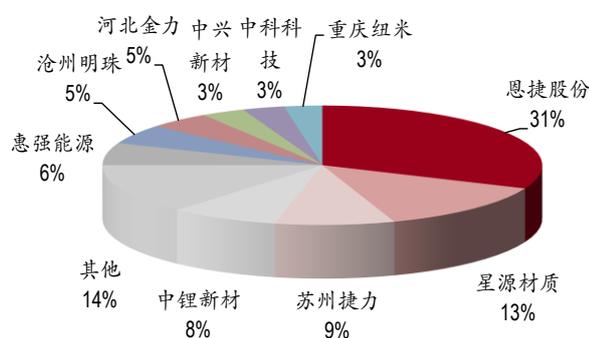
图表 31. 2020Q1 国内负极材料竞争格局



资料来源：高工锂电，中银证券

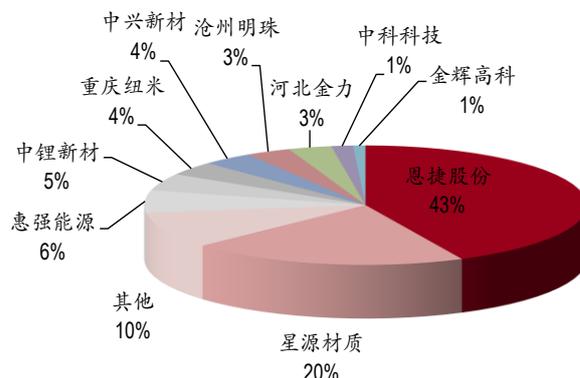
**隔膜行业洗牌加速，恩捷股份龙头地位稳固。**2020 年第一季度，隔膜行业 CR5 77.56%，相比 2019 年提升了 10.06 个百分点，集中度大幅提升的主要原因，一是湿法隔膜龙头恩捷股份完成收购苏州捷力，市占率大幅提升 12 个百分点，二是星源材质市占率大幅提升 7 个百分点至 20%。隔膜行业洗牌加速，湿法隔膜形成一超多强格局，恩捷股份龙头地位进一步增强，第二梯队企业尚未明确；干法隔膜基本形成以星源材质为首寡头垄断的竞争格局。

图表 32. 2019 年国内隔膜行业竞争格局



资料来源：高工锂电，中银证券

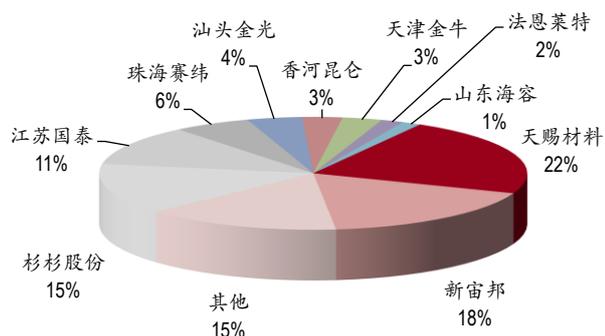
图表 33. 2020Q1 国内隔膜行业竞争格局



资料来源：高工锂电，中银证券

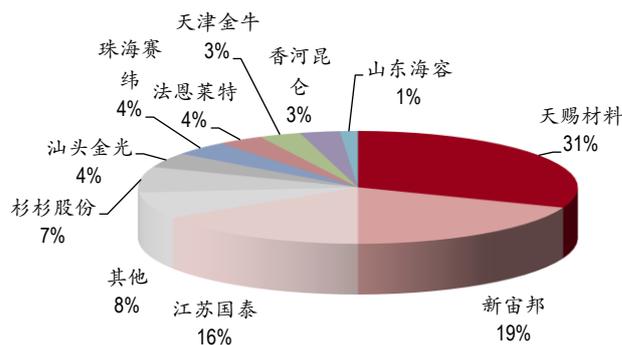
**电解液洗牌结束，龙头强者恒强。**2020 年第一季度，电解液行业 CR5 77.5%，相比 2019 年提升 5.59 个百分点，集中度提升的主要原因是天赐材料和江苏国泰市占率分别提升 9 和 5 个百分点，而杉杉股份和其他企业市占率分别下降了 8 和 7 个百分点，行业强者恒强效应明显。

图表 34. 2019 年国内电解液竞争格局



资料来源：高工锂电，中银证券

图表 35. 2020Q1 国内电解液竞争格局



资料来源：高工锂电，中银证券

**中游材料企业加速导入全球供应链。**当前全球市场正在形成整车-电池-材料-上游资源的供应体系，龙头配龙头大势所趋，我国中游材料企业具备全球竞争力，正在加速导入全球电池龙头企业供应链。从细分领域来看，电解液、负极、湿法隔膜导入全球供应链的速度较快，正极材料相对较慢；从具体企业来看，新宙邦、恩捷股份、贝特瑞等都进入了LG化学、松下电器、三星SDI和宁德时代四家电池龙头供应链，客户结构最为优质；璞泰来、格林美等也进入了全球三家主流电池企业供应链。结构件行业一超格局稳定，龙头科达利国内和全球市占率高，在主要客户宁德时代中的供货份额处于绝对优势地位，同时也进入了LG化学、松下电器等海外电池企业供应链，有望逐步放量。为了稳定供应和降低成本，预计海外电池龙头企业LG化学等将加速引入国内材料供应商，中游材料企业迎来全球供应的历史机遇。

图表 36. 进入全球主流供应链的中游材料企业（不完全统计）

|      | 宁德时代      | LG化学     | 松下电器 | 三星SDI | SKI  |
|------|-----------|----------|------|-------|------|
| 华友钴业 | 三元材料      | 三元材料/前驱体 |      |       |      |
| 当升科技 |           | 三元材料     |      |       | 三元材料 |
| 容百科技 | 三元材料      |          |      |       |      |
| 德方纳米 | 磷酸铁锂      |          |      |       |      |
| 贝特瑞  | 磷酸铁锂      | 负极材料     | 负极材料 | 负极材料  |      |
| 璞泰来  | 负极材料/隔膜涂覆 | 负极材料     |      | 负极材料  |      |
| 杉杉股份 | 负极材料      | 负极材料     |      |       |      |
| 中科电气 | 负极材料      |          |      |       | 负极材料 |
| 天赐材料 | 电解液       | 电解液      |      |       |      |
| 新宙邦  | 电解液       | 电解液      | 电解液  | 电解液   |      |
| 江苏国泰 | 电解液       | 电解液      | 电解液  | 电解液   |      |
| 恩捷股份 | 湿法隔膜      | 湿法隔膜     | 湿法隔膜 | 湿法隔膜  |      |
| 星源材质 | 湿法隔膜      | 干法隔膜     |      |       |      |
| 格林美  | 三元前驱体     | 三元前驱体    |      | 三元前驱体 |      |
| 科达利  | 结构件       | 结构件      | 结构件  |       |      |

资料来源：各公司公告，B3，中银证券

## 锂电设备：全球电池龙头积极扩产，锂电设备迎历史机遇

**动力电池市场份额集中，龙头为扩产主力。**动力电池国内市场一超多强，全球市场寡头垄断，2019年国内和全球市场CR5分别为79%和75%，行业集中度高，龙头企业几乎满足了行业内所有需求，也具备扩产的技术、资金和客户基础，预计此后以宁德时代、LG化学等为首的全球动力电池龙头以及比亚迪、孚能科技等国内准一线电池龙头企业将成为扩产的主力。

全球电池龙头迎来扩产潮，锂电设备空间广阔。动力电池进入成长期，长期需求空间广阔，全球电池龙头积极扩产以满足行业需求，提升出货量和市场份额。2020-2025 年为全球电池龙头新增产能建设和集中投放期，根据我们的统计，宁德时代、LG 化学、三星 SDI、松下电器、SKI 等全球一线电池企业拟合计投资规划新建产能 560GWh，比亚迪、孚能科技、国轩高科等国内电池企业拟规划新建 150GWh 产能。按照单 GWh 设备投资 2-2.5 亿元来测算，预计新增设备市场空间超过 1400 亿元，绑定动力电池龙头的设备企业有望显著受益。

图表 37. 全球主要动力电池企业产能概况

| 公司     | 工厂名称             | 投产时间 | 2019 年底产能   | 规划产能        | 投资金额 (亿元)     | 电池类型  | 用途        |
|--------|------------------|------|-------------|-------------|---------------|-------|-----------|
| LG 化学  | 南京栖霞工厂           | 2015 | 2017 转让给吉利  |             | 35.50         | 软包    | 动力        |
|        | 南京滨江工厂           | 2019 | 20          | 32          | 142.00        | 圆柱、软包 | 消费/动力/储能  |
|        | LG-吉利合资工厂        | 2021 | 0           | 10          | 13.35         | -     | 动力        |
|        | 霍兰德工厂            | 2013 | 10          | 20          | 21.51         | 软包    | 动力        |
|        | LG-通用合资工厂        | 2023 | 0           | 30          | 163.30        | 软包    | 动力        |
|        | 弗罗茨瓦夫            | 2015 | 30          | 70          | 156.20        | 软包    | 动力        |
|        | 梧仓工厂             | 2009 | 5           | 5           | 0.24          | 软包    | 动力        |
|        | <b>合计</b>        |      | <b>60</b>   | <b>167</b>  | <b>496.60</b> |       |           |
| 三星 SDI | 匈牙利 1 号工厂        | 2018 | 5           | 5           | 25.42         | 圆柱    | 动力        |
|        | 匈牙利 2 号工厂        | 2021 | 0           | 10          | 91.59         | -     | 动力        |
|        | 西安工厂一期           | 2015 | 6           | 6           | 42.60         | 方形    | 动力、储能     |
|        | 西安工厂二期           | 2019 | 6           | 21          | 81.65         | 方形    | 动力、储能     |
|        | 密歇根工厂            | 2019 | -           | -           | 4.45          | -     | PACK      |
|        | 蔚山工厂             | 2010 | 6.4         | 6.4         | 29.11         | 方形    | 动力        |
|        | <b>合计</b>        |      | <b>23.4</b> | <b>48.4</b> | <b>274.82</b> |       |           |
| SKI    | 匈牙利第一工厂          | 2020 | 7.5         | 7.5         | 52.11         | 软包    | 动力        |
|        | 匈牙利第二工厂          | 2022 | 0           | 16          | 61.06         | 软包    | 动力        |
|        | 常州工厂             | 2020 | 7.5         | 7.5         | 52.82         | 软包    | 动力        |
|        | 盐城工厂             | 2021 | 0           | 20          | 74.55         | 软包    | 动力        |
|        | 佐治亚工厂            | 2021 | 9.8         | 20          | 118.57        | 软包    | 动力        |
|        | 美国第二工厂           | 2025 | 0           | 10          | 47.57         | 软包    | 动力        |
|        | 瑞山工厂             | -    | 4.7         | 5           | -             | 软包    | 动力        |
|        | <b>合计</b>        |      | <b>29.5</b> | <b>86</b>   | <b>406.69</b> |       | <b>动力</b> |
| 松下电器   | 住之江工厂            | 2010 | 6 亿块        | -           | 10.9          | 圆柱形   | 动力        |
|        | 加西工厂             | 2013 | -           | -           | -             | -     | 动力、储能     |
|        | 姬路工厂             | 2016 | -           | -           | -             | 方形    | 动力        |
|        | 洲本工厂             | 2017 | 2           | -           | -             | -     | -         |
|        | 内达华工厂            | 2016 | 35          | 54          | 113.6         | 圆柱形   | 动力/储能     |
|        | 大连工厂             | 2018 | 5           | 9           | 29.60         | 方形    | 动力        |
|        | 苏州工厂             | 2017 | -           | 30          | 200.00        | 圆柱形   | 动力/消费     |
|        | 无锡工厂             | 2019 | 5           | 30          | 200.00        | 圆柱形   | 动力/消费     |
|        | <b>合计</b>        |      | <b>47</b>   | <b>123</b>  | <b>543.20</b> |       |           |
| 宁德时代   | 宁德漳湾区 (湖西、湖东、东桥) | 已投产  | 35          | 35          | 98.6          | 方形    | 动力电池      |
|        | 湖西扩建             | 2023 | 0           | 16          | 46.24         | 方形    | 动力/储能     |
|        | 宁德车里湾            | 2022 | 0           | 45          | 100           | 方形    | 动力/储能     |
|        | 溧阳基地 (1-2 期)     | 2018 | 10          | 10          | 100           | 方形    | 动力/储能     |
|        | 溧阳基地 (3 期)       | 2019 | 0           | 24          | 74            | 方形    | 动力/储能     |
|        | 宜宾基地 (1 期)       | 2021 | 0           | 12          | 40            | 方形    | 动力        |
|        | 宜宾基地 (2 期)       | -    | 0           | 18          | 60            | 方形    | 动力        |
|        | 青海基地             | 已投产  | 13.5        | 13.5        | 50            | 方形    | 动力/储能     |
|        | 德国工厂             | 2021 | 0           | 100         | 140           | 方形    | 动力        |
|        | <b>合计</b>        |      | <b>59</b>   | <b>274</b>  | <b>708.84</b> |       |           |

资料来源：各公司公告，起点锂电大数据，搜狐汽车，新浪汽车，The Korea Times，集邦新能源网，电子发烧友网，粉体网，中银证券

续 图表 37. 全球主要动力电池企业产能概况

| 公司   | 工厂名称       | 投产时间 | 2019 年底产能 | 规划产能       | 投资金额 (亿元)  | 电池类型  | 用途    |
|------|------------|------|-----------|------------|------------|-------|-------|
| 宁德时代 | 时代上汽       | 2018 | 18        | 36         | 100        | 方形    | 动力    |
|      | 时代广汽       | 2020 | 0         | 10         | 46.24      | 方形    | 动力    |
|      | 东风时代       | 2020 | 4         | 10         |            | 方形    | 动力    |
|      | 时代一汽       | 2022 | 0         | 14         | 44         | 方形    | 动力    |
|      | <b>合计</b>  |      | <b>22</b> | <b>70</b>  | <b>190</b> |       |       |
| 比亚迪  | 惠州基地       | -    | 2         | 2          | -          | 方形    | 动力    |
|      | 深圳基地       | -    | 14        | 14         | -          | 方形    | 动力    |
|      | 青海基地       | 2018 | 24        | 24         | 250        | 方形    | 动力    |
|      | 重庆         | 2020 | 0         | 20         | 100        | 方形    | 动力    |
|      | 长沙         | 2020 | 0         | 20         | 50         | 方形    | 动力    |
|      | 西安         | 2019 | 10        | 30         | 124        | 方形    | 动力    |
|      | 比亚迪-长安合资工厂 | -    | 0         | 10         | 50         | 方形    | 动力    |
|      | <b>合计</b>  |      | <b>50</b> | <b>120</b> | <b>574</b> |       |       |
| 孚能科技 | 赣州基地       | -    | 5         | 5          | -          | 软包    | 动力    |
|      | 镇江一/二期     | 2020 | 0         | 16         | 57         | 软包    | 动力    |
|      | 镇江三期       | 2022 | 0         | 8          | 28         | 软包    | 动力    |
|      | 欧洲工厂       | 2022 | 0         | 6          | 46         | 软包    | 动力    |
|      | <b>合计</b>  |      | <b>5</b>  | <b>35</b>  | <b>131</b> |       |       |
| 国轩高科 | 青岛         | 2016 | 3         | 3          |            | 圆柱/方形 | 动力    |
|      | 合肥         | 2016 | 6         | 22         | 59         | 方形    | 动力    |
|      | 唐山         | 2017 | 3         | 10         | 55         | 方形    | 动力/储能 |
|      | 南京         | 2015 | 7         | 15         | 20         | 方形    | 动力    |
|      | 庐江         | 2018 | 3         | 3          | 20         | 圆柱    | 动力    |
|      | 柳州         | 2022 | 0         | 10         | -          | 方形    | 动力    |
|      | 上海电气国轩     | 2019 | 0         | 8          | 50         | 方形    | 储能    |
|      | <b>合计</b>  |      | <b>22</b> | <b>71</b>  | <b>204</b> |       |       |

资料来源: 各公司公告, 起点锂电大数据, 搜狐汽车, 新浪汽车, The Korea Times, 集邦新能源网, 电子发烧友网, 粉体网, 中银证券

**锂电设备国产替代加速进行。**随着我国锂电设备企业的技术、资金等实力不断提升, 设备国产替代加速进行, 带动锂电设备投资额的显著下降。目前国内电池龙头企业前中后段核心设备大多实现了国产供应, 海外动力电池龙头企业为了降低成本也在加速引入国内设备供应商。未来海外电池龙头为扩产主力, 绑定龙头企业的锂电设备企业有望显著受益。当前先导智能已经进入了海外和国内几乎所有电池企业供应链, 客户结构最优, 杭可科技、赢合科技等海外客户也有所斩获。此外软包电池具备安全性好、能量密度高、循环寿命长等优点, 渗透率有望提升, 在软包叠片设备具备技术优势的企业有望享受渗透率提升的结构性机会。

图表 38. 进入全球主要动力电池企业供应链的设备企业

|      | 宁德时代                | LG 化学         | 松下电器          | 三星 SDI  | SKI     | 孚能科技        | 比亚迪           | 国轩高科  |
|------|---------------------|---------------|---------------|---------|---------|-------------|---------------|-------|
| 新嘉拓  | 涂布机                 |               | 涂布机           |         |         |             | 涂布机           |       |
| 科恒股份 | 涂布机/辊压机/分切机         | 涂布机           | 涂布机           | 涂布机     |         |             | 涂布机           |       |
| 先导智能 | 分切机/卷绕机/化成分容柜       | 分切机/卷绕机/化成分容柜 | 分切机/卷绕机/化成分容柜 | 分切机/卷绕机 | 分切机/卷绕机 |             | 分切机/卷绕机/化成分容柜 |       |
| 赢合科技 | 涂布机/辊压分切一体机/模切机/包装机 | 卷绕机           |               |         |         | 叠片机         | 卷绕机/激光模切一体机   | 卷绕机   |
| 超业精密 | 包装机/注液机             |               |               |         |         | 叠片机/包装机/注液机 |               |       |
| 杭可科技 |                     | 化成分容柜         |               | 化成分容柜   |         |             | 化成分容柜         | 化成分容柜 |

资料来源: 各公司公告, 中银证券

## 零部件：特斯拉/大众 MEB 供应链国产零部件迎来重大机遇

### 特斯拉国产 Model 3 供应链国产零部件

多家企业进入国产 Model 3 供应链。和 Model S/X 类似，目前美国生产 Model 3 供应商主要以外资为主，国内旭升股份、拓普集团、三花智控、均胜电子、宏发股份等企业实现配套。特斯拉上海工厂国产化后，多家企业进入国产 Model 3 供应链，且部分单车价值量有较大提升。目前国内供应商包括华域汽车、拓普集团、三花智控、旭升股份等，主要集中在车身底盘及内饰等领域。随着国产化率的逐步推进，动力系统、电子控制（摄像头等基础元器件）等有望逐步实现配套，相关企业有望受益。

随着特斯拉在华建厂稳步推进，以及特斯拉战略性车型 Model 3 的国产化，对于已进入特斯拉供应链体系的零部件厂商，将显著受益于国产化后销量提升带来的订单增长。除已经确定的 Model 3 定点零部件外，目前国产 Model Y 招标尚在进行中，部分潜在供应商也有望进入，一旦突破也将大为受益。

国内特斯拉零部件方面主要关注三条主线：1) **配套价值量高**：从现有配套企业来看，国产特斯拉配套价值量较高的是华域汽车、拓普集团、旭升股份、均胜电子、三花智控、奥特佳等。2) **收入弹性大**：根据我们测算，旭升股份、拓普集团、奥特佳、文灿股份、三花智控等配套特斯拉的收入占比相对较高。3) **潜在突破**：随着国产 Model 3/Y 定点的持续进行，银轮股份、常熟汽饰、广东鸿图等有望实现从 0 到 1 的突破，而宁波华翔等有望新增配套零件，单车价值量有望大幅提升。

图表 39. 特斯拉国产 Model 3 产业链配套及潜在供应商（不完全统计）

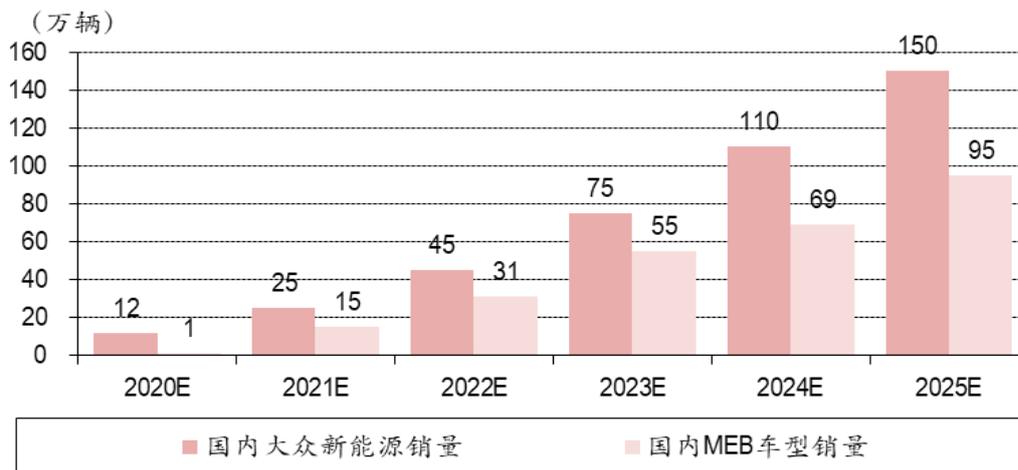
| 类别   | 零部件    | 美国 Model 3 供应商                  | 国产 Model 3 供应商                                                      | 国内潜在供应商       |
|------|--------|---------------------------------|---------------------------------------------------------------------|---------------|
| 动力总成 | 电池     | 松下、LG                           | 松下、LG、宁德时代                                                          |               |
|      | 电机     | S&T Motiv、旭升股份（电机壳体）            | 旭升股份（电机壳体）                                                          | 广东鸿图          |
|      | 电控     | 英飞凌（Chip）、意法半导体（SiC）            | 丰田汽车（常熟）零部件有限公司                                                     |               |
|      | 减速器    |                                 |                                                                     | 三环传动          |
|      | 热管理    | Hanon、三花智控                      | 三花智控（油冷器、水冷板、电池冷却器）、中鼎股份（密封产品）                                      | 银轮股份          |
|      | 配电模块   | 宏发股份（继电器）                       | 宏发股份（继电器）                                                           |               |
|      | 其它     | 均胜电子（传感器）                       | 均胜电子（传感器）                                                           |               |
| 电子控制 | 铅酸电池   |                                 |                                                                     | 骆驼股份          |
|      | 信息娱乐系统 | 蓝思科技（显示屏）                       | 蓝思科技（显示屏）                                                           |               |
|      | 线束及连接件 | Lumberg                         |                                                                     | 得润电子          |
|      | ADAS   | 博世（ECU）、大陆（长距离雷达）、联创电子          | 联创电子（车载镜头）                                                          |               |
|      | FSD    | Nvidia, Tesla                   | Tesla                                                               |               |
| 车身底盘 | 其它     | 四维图新（地图）                        | 四维图新（地图）                                                            |               |
|      | 车身     | 文灿股份（铝合金车身结构件）                  | 文灿股份（铝合金车身结构件）、华域汽车（车身结构件及模具）、华达科技（供车身冲压件）、威唐工业（白车身结构件）、凌云股份（车身结构件） |               |
|      | 制动     | 博世（制动助力器）、布雷博（前制动卡钳）、万都（后制动卡钳）  |                                                                     | 拓普集团、华域汽车、伯特利 |
|      | 转向     | 万都、博世、Kostal                    |                                                                     | 拓普集团          |
|      | 悬挂     | 万都                              | 拓普集团（副车架、控制臂）                                                       |               |
| 内饰安全 | 轮胎     | 米其林、固特异、韩泰                      | 米其林                                                                 | 玲珑轮胎          |
|      | 内饰件    | 华域汽车（延锋）、佛吉亚                    | 麦格纳、拓普集团（顶棚）、岱美股份（遮阳宁波华翔、常熟汽饰、新泉股份、继峰股份）                            |               |
|      | 座椅     | 安道拓（座椅附件）、富卓                    | 华域汽车                                                                | 天成自控          |
|      | 灯具     | 马瑞利（大灯）、Flex-N-Gate（尾灯）         | 海拉                                                                  | 星宇股份          |
|      | 外饰件    | Valeo（格栅）、圣戈班（玻璃）               | 福耀玻璃                                                                | 广东鸿图          |
|      | 空调     | Valeo（Hvac）、Hanon（压缩机）、佛吉亚（通风口） | Hanon、三花智控                                                          | 奥特佳           |
|      | 安全带及气囊 | Autoliv、均胜电子                    | 均胜电子（安全带、安全气囊和方向盘等）                                                 |               |
| 后视镜  | SMR    | 宁波华翔                            |                                                                     |               |

资料来源：盖世汽车，Marklines，中银证券

## 大众 MEB 供应链国产零部件

大众国内 MEB 车型销量有望高速增长。根据大众集团规划，预计大众 2020 年在国内的新能源销量约 12 万辆，2025 年有望达到 150 万辆。MEB 平台车型将于 2020 年下半年在上汽大众和一汽大众陆续投产，未来将扮演重要角色。我们预计国内 MEB 车型 2020 年约 1 万辆，2025 年有望达到约 95 万辆。

图表 40. 大众新能源汽车中国市场的销量预测



资料来源：大众集团公司官网，中银证券

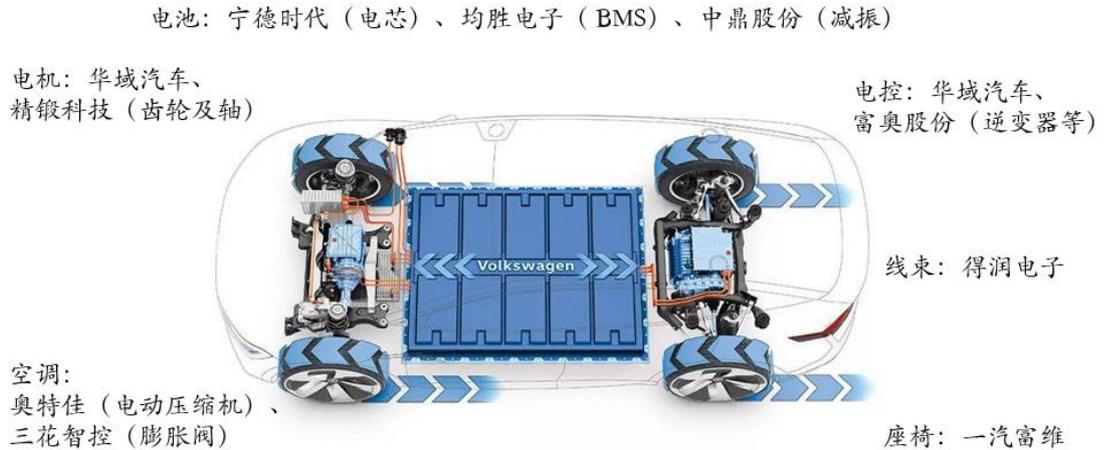
**上汽大众 MEB 工厂已经建成，预计 2020 年 10 月投产。**上汽大众安亭新能源工厂总投资约 170 亿元，规划年产能 30 万辆，已于 2019 年 11 月 8 日落成，预计将于 2020 年 10 月正式投产。新能源工厂落成同时，上汽大众首款 ID. 车型下线。该车型为一款 MEB 平台纯电动中型 SUV，基于大众 ID.CROZZ 概念车打造。此外大众 ID. 家族的首款量产车型 ID.3 未来也将于上汽大众新能源汽车工厂生产。

**一汽大众佛山工厂预计将于 2020 年下半年投产。**一汽大众佛山 MEB 工厂主要由原有部分产能逐步改造成 MEB 平台车辆生产工厂，预计将于 2020 年下半年投产，一期规划产能 15 万辆。佛山工厂首款量产 MEB 车型预计为 ID. 初见，已于 2019 年 10 月在广州发布，未来佛山工厂也将量产更多 MEB 车型。

**国产 MEB 销量有望高速增长。**根据大众规划，预计到 2020 年底，大众国内 MEB 产能将达到 45 万辆，并开启 ID.3/4 系列车型的量产。后续随着车型导入的逐步增加，产能有望继续提升，保障国产 MEB 销量高速增长。为有效推进 Roadmap E 战略，确保能够拥有足够的产能满足巨大的行业需求，大众集团招标项目订单总额将超过 500 亿欧元，是汽车行业有史以来规模最大的采购项目之一，资金均用于 MEB 电动车模块化平台量产车。

**电动汽车与传统燃油汽车相比，零部件的差异主要在于动力总成、热管理系统。**动力总成方面，传统汽车由发动机和变速箱驱动，而电动汽车主要包括电池、电机、电控、减速器、充电机等。热管理方面，传统燃油车可以使用发动机取暖并驱动压缩机，而电动车需要使用电动压缩机，部分车型使用热泵空调等。我们梳理了大众 MEB 在国内的部分产品定点情况，重点关注与传统燃油车不同的零部件（电池、电机、电控、热管理等），以及单车价值量较高的零部件（座椅等）。

图表 41. 大众 MEB 主要零件配套企业



资料来源：公司公告，中银证券

大众 MEB 供应链国产零部件主要关注三条主线：1) **配套价值量高**：尤其是与传统燃油车不同的零部件（电池、电机、电控、热管理等），从现有配套企业来看，国产大众 MEB 配套价值量较高的是华域汽车、富奥股份、均胜电子、奥特佳等。2) **收入弹性大**：根据我们测算，富奥股份、精锻科技、奥特佳等配套大众 MEB 的收入占比相对较高。3) **潜在突破**：随着国产 MEB 车型的持续推进，宁波华翔等大众原有重点供应商的配套单车价值量有望取得突破。

图表 42. 大众 MEB 主要配套情况（不完全统计）

| 分类   | 公司名称 | 配套产品         | 说明                                                                                       |
|------|------|--------------|------------------------------------------------------------------------------------------|
| 电池   | 宁德时代 | 动力电池         | 目前全球内优先采购电池供应商                                                                           |
|      | 均胜电子 | 电池管理系统 (BMS) | 获得国产 MEB 平台 BMS 产品订单                                                                     |
|      | 中鼎股份 | 新能源车电池冷却系统   | 冷却系统减振类产品配套国内 MEB 平台                                                                     |
| 电机电控 | 华域汽车 | 电驱动系统总成      | 华域麦格纳获大众全球电动汽车平台 (MEB 平台) 电驱动系统总成相关产品定点, 华域电动将提供全部驱动电机部件的配套供货                            |
|      | 富奥股份 | 逆变器总成部件      | 中国区电驱动总成核心逆变器总成部件                                                                        |
|      | 精锻科技 | 齿轮及轴         | 直接和间接配套差速器齿轮、电机轴、从动轴主动轴等                                                                 |
| 热管理  | 三花智控 | 热管理产品        | 子公司三花汽零为德国大众 MEB 平台热管理产品供应商, 并为上汽大众新能源汽车平台水冷板项目的供货商                                      |
|      | 奥特佳  | 电动压缩机        | 将为大众集团包括 SEAT、AUDI、SKODA 等欧洲工厂生产的 MEB 平台车型供应电动空调压缩机, 生命周期 8 年, 全球销量预计将达到 650 万台          |
| 其它   | 得润电子 | 高压线束         | 确定公司为一汽大众 MEB 电动车平台高压线束业务本地化供应商, 该项目生命周期产量超过 260 万辆, 计划于 2020 年量产, 生命周期内预计产品销售额将超过 41 亿元 |

资料来源：公司公告，OFWeek，全景网，中银证券

## 上游：钴锂基本面筑底，静待需求回暖

### 钴：短期供需两弱，中长期格局有望改善

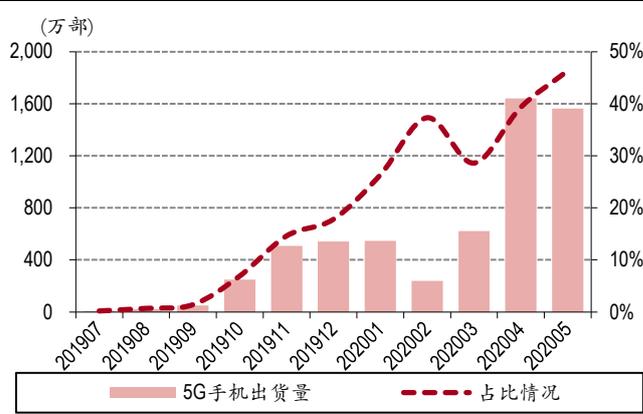
**需求侧：下半年有望逐步复苏。**全球新能源汽车销量下半年有望触底回升，动力电池需求有望复苏。消费电池需求方面，从全球手机出货量来看，2020年上半年销量大幅下滑，下半年下滑幅度有望收窄。根据IDC预测数据，受到疫情影响，2020年上半年全球手机出货量预计同比下滑18.2%，全年将同比下滑12.0%至12亿部。从国内手机出货情况来看，5月出货量冲高回落，5G手机占比持续提升。根据中国信通院的数据，2020年5月国内手机出货量3378.6万部，同比下滑11.8%，环比下滑19.0%，其中5G手机出货量达到1564.3万部，占比达到46.3%，环比提高7.0个百分点，5G手机出货占比持续提升，单机带电量显著提升，有望对冲整体手机出货量下滑导致的需求下滑风险。

图表 43. 国内手机月度出货量与环比增速



资料来源：中国信通院，中银证券

图表 44. 国内 5G 手机月度出货量与占比

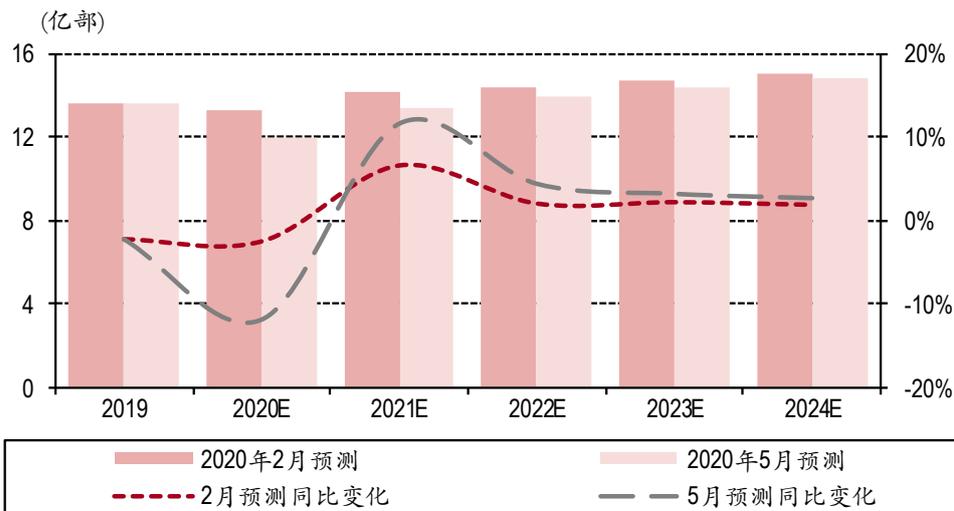


资料来源：中国信通院，中银证券

**特斯拉采购嘉能可钴原材料，无钴化技术难掩三元电池旺盛需求。**6月16日，根据英国金融时报报道，特斯拉从嘉能可购买钴原料用于上海工厂及柏林工厂。根据双方的长期合作协议，嘉能可将向特斯拉每年供应6000吨钴，意味着特斯拉无钴化技术短期难以实现大规模商业化应用，不会影响行业对于三元电池的旺盛需求。

**新能源汽车与 5G 换机潮有望对钴中长期需求形成共振。**从动力电池需求看，全球新能源汽车需求2021年后有望重返高速增长。从消费类电池需求看，5G换机潮的来临有望助推全球手机出货量回暖，IDC数据显示，5月最新预测2021年全球手机出货量有望同比增长超11.5%，较疫情全球爆发前2月的预测数据提高了5.0个百分点。

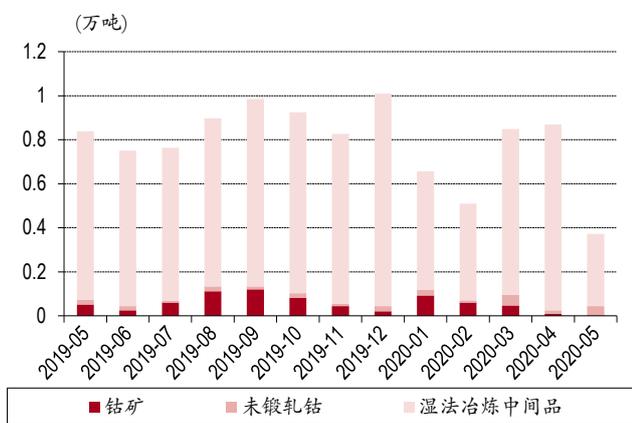
图表 45. 2019-2024 年全球手机出货量预测



资料来源: IDC, 中银证券

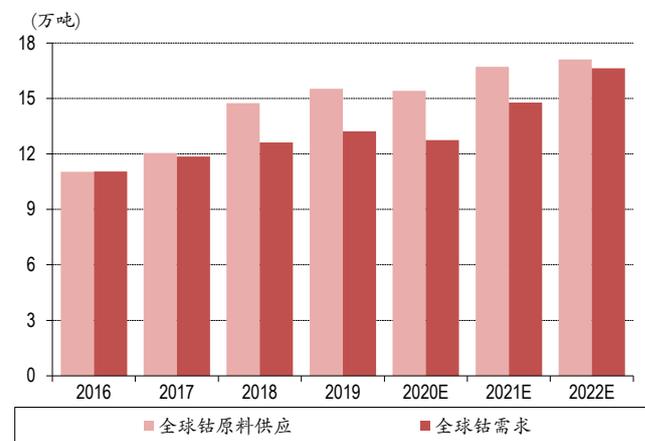
**供给侧: 短期海外疫情导致不确定性增加。**刚果金钴供给占全球约 80%，刚果金疫情持续蔓延，带来供给侧不确定性增加。根据中国海关数据，2020 年 5 月国内进口钴原料总量 0.37 万吨，环比下滑 57.1%，同比下滑 55.5%；其中钴矿进口量 0.8 金属吨，环比下滑 99.0%；钴湿法冶炼中间品进口量 0.33 万金属吨，环比下滑 61.0%。5 月钴原料进口量大幅下滑，主要原因是海外疫情蔓延导致南非 4 月封港。截至 6 月下旬，国内钴原料陆续到港，6 月后供应将会逐步增加，上海有色网资料显示，预计 6 月、7 月国内到港的钴原料分别约为 0.38 万吨、0.74 万吨，届时供给侧的不确定性有望得到缓解。

图表 46. 2019-2020 年国内钴原料进口量 (折合金属吨)



资料来源: 中国海关, 万得, 中银证券

图表 47. 2016-2022 年全球钴供需情况

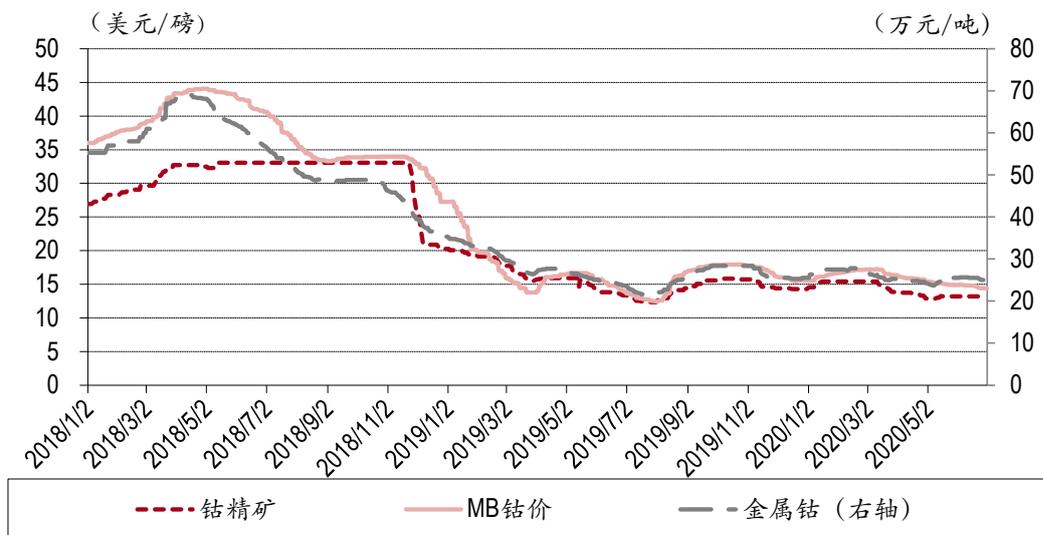


资料来源: 安泰科, 万得, 中银证券

**供需格局: 中长期有望持续改善。**2020 年由于受到疫情影响，我们预计全年钴需求量为 12.8 万吨，同比下滑 3.6%。下半年供需均处于弱复苏态势；中长期来看，需求侧新能源汽车与 5G 换机潮有望拉动需求增长，供给侧增速有限，我们预计 2020-2022 年需求侧与供给侧的年均复合增速分别为 14.2%、5.4%，供需格局有望持续改善。

**钴价回顾与展望: 目前处于底部区域，下半年有望触底反弹。**2019 年下半年，受嘉能可 Mutanda 矿关停、5G 换机潮与全球新能源汽车高增长带来钴供需格局改善的预期，钴价触底反弹。百川资讯资料显示，国内钴价从低点 21.6 万元/吨反弹至 28.4 万元/吨，MB 钴价从低点 12.4 美元/磅反弹至 17.9 美元/磅。2020 年上半年需求受疫情冲击较大，钴价有所下行，整体处于底部区域，继续下行空间较小。下半年我们预计随着钴供需格局的改善，钴价有望触底反弹。

图表 48. 2018-2020 年钴精矿与钴价走势



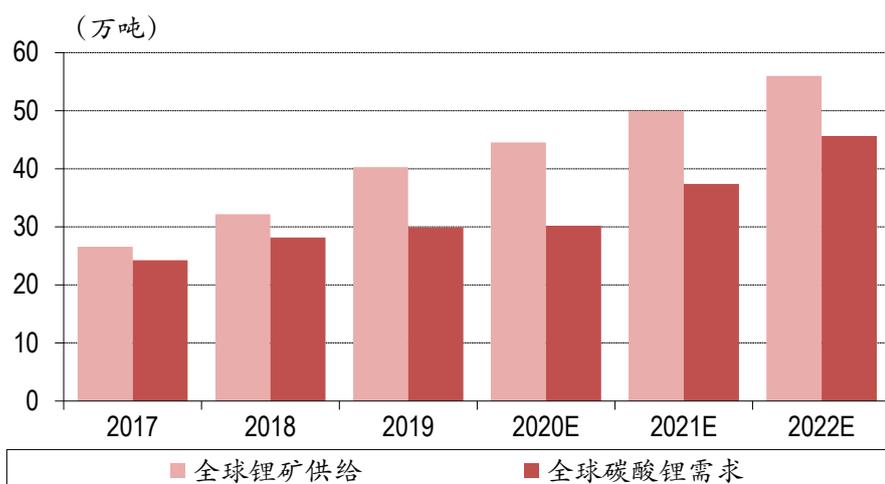
资料来源：百川资讯，中银证券

## 锂：产能加速出清，产品价格筑底

**供给侧：高成本产能进入出清阶段，有望缓解过剩局面。**2015 年锂价暴涨，刺激锂矿集中扩产，截至 2017 年末，高锂价刺激供给侧形成三大增量计划：1) 以泰利森、SQM 为首的传统优质锂矿企业，宣布加速扩产计划；2) 以西澳六大矿山为首的高成本锂矿，宣布未来几年内大规模新建矿山开采产能计划；3) 以江特电机为首的国内高成本锂云母矿山，宣布扩产计划。全球锂矿供给集中度下降，主要供给侧由三湖一矿变为四湖十矿，新增产能在 2018 年后逐步进入集中释放期。产能过剩导致价格大幅下滑，以西澳低品位矿山为主的第三梯队锂矿企业面临成本过高、现金流紧张的问题，2019 年下半年开始尾部产能进入出清阶段。根据上海有色网资料，Pilbara 在 2019Q3 由于现金流问题出现减产，Wodgina 锂矿项目在 2019 年 11 月进入维护阶段，其他几家如 Mt Cattlin、Bald Hill 等均出现不同程度的减产或现金流紧张风险。我们预计锂价处于底部，将加速高成本锂矿的产能出清，供给过剩格局有望得到缓解，对价格形成底部支撑。

**供需格局：疫情影响需求后延，长期格局有望持续改善。**2020 年，碳酸锂主要需求侧均受到疫情影响，我们预测全球碳酸锂需求量约为 30 万吨（疫情前预测全年需求量 34.9 万吨），同比基本持平。长期来看，全球电动化进程加速的趋势不可逆转，我们预计 2020-2022 年碳酸锂需求侧的年均复合增速有望达到 23%。供给侧方面，具备优质矿山资源的龙头企业成本低，龙头扩产压制碳酸锂价格上涨弹性，加速高成本矿山出清速度，全球供给增量相对有限，长期格局有望持续改善。

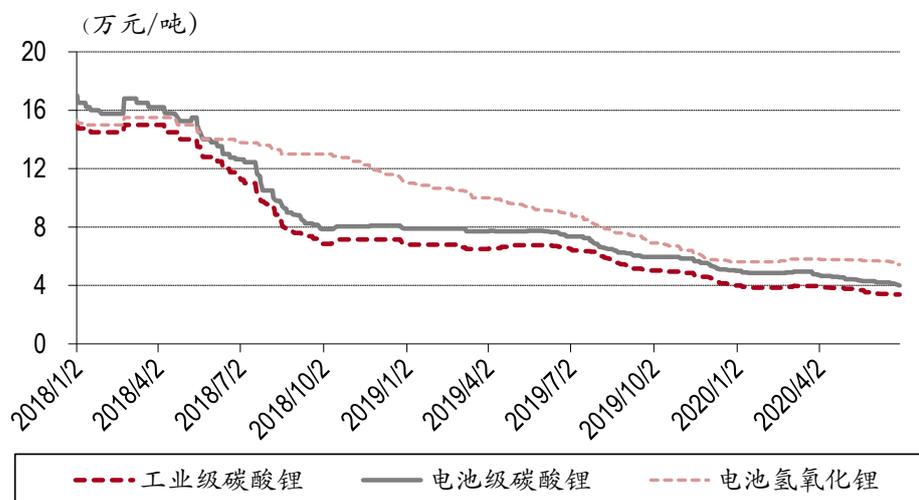
图表 49. 2017-2022 年全球碳酸锂供需



资料来源：安泰科，上海有色网，中银证券

**碳酸锂价格预计持续筑底。**根据百川资讯数据，截至 6 月 30 日，国内工业级碳酸锂均价为 3.4 万元/吨，相比年初下滑 15.6%；电池级碳酸锂均价为 4.0 万元/吨，相比年初下滑 19.9%；电池级氢氧化锂均价为 5.4 万元/吨，相比年初下滑 3.6%。碳酸锂新建产能释放后，价格仍处于下行周期的底部区域，过剩产能有待出清，筑底格局预计将会延续。氢氧化锂由于高镍三元电池需求旺盛，与碳酸锂的价差逐渐拉大。

图表 50. 2018-2020 年碳酸锂与氢氧化锂价格走势



资料来源：百川资讯，中银证券

## 投资建议

国内补贴政策落地，新车型推出有望刺激需求；海外利好政策持续加码，销量有望快速复苏；海外主流车企电动化进程持续加速，特斯拉 Model 3 降价有望刺激需求，大众电动化战略加速，新平台车型带动销量增长。中游竞争格局持续优化，全球供应链加速导入；具备全球竞争力的动力电池与材料企业有望享受高增长红利，推荐宁德时代、璞泰来、恩捷股份、新宙邦、亿纬锂能、天赐材料、星源材质、杉杉股份、当升科技、中科电气、德方纳米、科达利等，建议关注嘉元科技、容百科技等；绑定国内外电池龙头的设备企业有望受益于其扩产，推荐先导智能，建议关注杭可科技、智慧松德等；新能源汽车零部件环节看好特斯拉、大众 MEB 供应链国产化的机会，推荐拓普集团、宁波华翔、银轮股份、精锻科技等。上游锂钴资源基本面筑底，长期供需格局有望持续改善，推荐华友钴业、寒锐钴业、赣锋锂业等。

## 风险提示

**新冠疫情影响超预期：**新冠疫情仍处于全球蔓延阶段，若新冠疫情影响超预期，可能造成全球系统性风险及行业需求不达预期风险。

**新能源汽车产业政策不达预期：**新能源汽车尚处于成长期，产业政策对于新能源汽车销量增长具有重要作用；目前国内和海外产业政策均呈现边际向好的趋势，有望带动销量增长；若产业政策不达预期，则可能影响新能源汽车销量和产业链需求。

**新能源汽车下游需求不达预期：**若新冠疫情影响超预期、产业政策不达预期叠加主流车企电动化进程不达预期，则新能源汽车下游需求可能不达预期，从而导致产业链需求低于预期。

**产业链价格竞争超预期：**由于行业处于成长期，竞争格局尚未稳定，价格竞争是重要手段，叠加新能源汽车补贴不断退坡，产业链呈现出价格不断下降的趋势；若产业链价格竞争超预期，价格下降幅度持续高于成本下降幅度，则产业链企业盈利能力可能不断下降。

附录图表 51. 报告中提及上市公司估值表

| 公司代码      | 公司简称 | 评级   | 股价<br>(元) | 市值<br>(亿元) | 每股收益(元/股) |       | 市盈率(x)   |        | 最新每股净资产<br>(元/股) |
|-----------|------|------|-----------|------------|-----------|-------|----------|--------|------------------|
|           |      |      |           |            | 2019A     | 2020E | 2019A    | 2020E  |                  |
| 300750.SZ | 宁德时代 | 买入   | 205.02    | 4,525.02   | 2.07      | 2.34  | 99.28    | 87.69  | 17.56            |
| 300014.SZ | 亿纬锂能 | 买入   | 60.00     | 1,104.26   | 1.57      | 1.96  | 38.22    | 30.58  | 8.05             |
| 300037.SZ | 新宙邦  | 买入   | 61.40     | 252.23     | 0.86      | 1.12  | 71.40    | 54.87  | 8.91             |
| 300450.SZ | 先导智能 | 买入   | 50.23     | 442.75     | 0.87      | 1.51  | 57.80    | 33.35  | 4.61             |
| 300035.SZ | 中科电气 | 买入   | 9.95      | 63.87      | 0.24      | 0.33  | 42.16    | 30.24  | 3.07             |
| 601689.SH | 拓普集团 | 买入   | 34.96     | 368.82     | 0.43      | 0.63  | 80.93    | 55.49  | 7.09             |
| 002048.SZ | 宁波华翔 | 买入   | 18.84     | 117.98     | 1.57      | 1.44  | 12.02    | 13.07  | 14.97            |
| 002126.SZ | 银轮股份 | 买入   | 13.77     | 109.07     | 0.40      | 0.44  | 34.34    | 31.30  | 4.83             |
| 603659.SH | 璞泰来  | 增持   | 123.25    | 536.41     | 1.50      | 1.87  | 82.39    | 65.94  | 8.06             |
| 002812.SZ | 恩捷股份 | 增持   | 75.88     | 611.12     | 1.06      | 1.30  | 71.92    | 58.50  | 5.68             |
| 002709.SZ | 天赐材料 | 增持   | 43.39     | 238.00     | 0.03      | 0.75  | 1,446.33 | 57.93  | 5.15             |
| 300568.SZ | 星源材质 | 增持   | 21.00     | 94.20      | 0.55      | 0.76  | 38.18    | 27.49  | 11.54            |
| 600884.SH | 杉杉股份 | 增持   | 12.50     | 203.50     | 0.24      | 0.27  | 52.08    | 46.64  | 9.91             |
| 300073.SZ | 当升科技 | 增持   | 35.33     | 154.29     | -0.48     | 0.75  | -        | 46.98  | 7.00             |
| 300769.SZ | 德方纳米 | 增持   | 108.00    | 84.09      | 1.58      | 2.39  | 68.35    | 45.19  | 22.33            |
| 002850.SZ | 科达利  | 增持   | 83.82     | 176.02     | 1.13      | 1.14  | 74.18    | 73.53  | 11.93            |
| 300258.SZ | 精锻科技 | 增持   | 12.59     | 50.99      | 0.43      | 0.53  | 29.35    | 23.67  | 5.06             |
| 603799.SH | 华友钴业 | 增持   | 44.92     | 512.65     | 0.11      | 0.48  | 419.81   | 93.58  | 7.72             |
| 300618.SZ | 寒锐钴业 | 增持   | 70.63     | 190.31     | 0.05      | 0.79  | 1,412.60 | 89.41  | 6.46             |
| 002460.SZ | 赣锋锂业 | 增持   | 64.68     | 788.64     | 0.28      | 0.56  | 233.50   | 115.50 | 6.36             |
| 688006.SH | 杭可科技 | 未有评级 | 60.80     | 243.81     | 0.73      | 1.02  | 83.29    | 59.61  | 5.67             |
| 300173.SZ | 智慧松德 | 未有评级 | 8.46      | 56.61      | (0.25)    | -     | -        | -      | 1.14             |
| 688388.SH | 嘉元科技 | 未有评级 | 68.95     | 159.19     | 1.43      | 1.85  | 48.22    | 37.27  | 11.03            |
| 688005.SH | 容百科技 | 未有评级 | 43.37     | 192.25     | 0.20      | 0.69  | 216.85   | 62.86  | 9.78             |

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日7月9日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

**002850.SZ**

# 增持

**市场价格：人民币 83.82**
**板块评级：强于大市**
**股价表现**


| (%)    | 今年至今 | 1个月  | 3个月  | 12个月  |
|--------|------|------|------|-------|
| 绝对     | 86.7 | 41.5 | 87.0 | 322.6 |
| 相对深证成指 | 57.5 | 19.6 | 55.5 | 273.1 |

|                  |        |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万)         | 210    |
| 流通股(%)           | 44     |
| 总市值(人民币 百万)      | 17,602 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 228    |
| 净负债比率(%) (2020E) | 36     |
| 主要股东(%)          |        |
| 励建立              | 38     |

资料来源：公司公告，聚源，中银证券  
以2020年7月9日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

**电气设备**
**证券分析师：沈成**

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517030001

**证券分析师：张咪**

(8610)66229231

mi.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519090001

**证券分析师：朱凯**

(86755)82560533

kai.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050002

## 科达利

### 具备全球竞争力的结构件龙头

公司是国内精密结构件龙头企业，已经进入松下、LG化学、三星SDI和宁德时代等供应链，竞争优势明显，首次覆盖给予**增持**评级。

#### 支撑评级的要点

- **精密结构件龙头，业绩增长向好**：科达利为国内精密结构件龙头，其中锂电池结构件为核心业务，汽车结构件为重要组成。公司业绩增长向好，2015-2019年营业收入和盈利年均复合增速分别为18.45%和11.38%，其中锂电池结构件成为业绩增长主要来源，2015-2019年营业收入年均复合增速30.69%，占总营业收入的比重大幅提升30.18个百分点至92.74%。公司2019年盈利能力触底回升，毛利率和净利率分别提升7.95和6.36个百分点，主要原因是公司产能利用率提升，规模效应显现，同时加强成本管控，提高生产的自动化水平。
- **锂电池结构件空间广阔，行业格局一超多小**：结构件是动力电池的重要材料之一，对于动力电池的安全性、密闭性、能源使用效率等具有直接影响。结构件在动力电池中成本占比为15%-17%，价值量较高，市场空间有望随着动力电池需求增长而不断增长。根据我们的测算，2020和2025年全球动力电池结构件市场空间分别为45亿元和177亿元，年均复合增速为31.51%。锂电池结构件具备技术、工艺、资金、规模和客户壁垒，行业格局一超多小，公司龙头地位稳固。
- **竞争优势明显，结构件龙头走向全球**：公司锂电池结构件竞争优势明显，预计市占率超50%。公司工艺积累深厚，研发投入比例较高，技术领先优势明显；实行本地化生产就近配套客户的战略，布局惠州、溧阳、宁德、大连、德国等9个生产基地，配套宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、松下电器、LG化学、三星SDI、Northvolt等下游客户，进一步深化客户合作，海外客户有望持续放量。

#### 估值

- 在当前股本下，预计公司2020-2022年预测每股盈利分别为1.14/1.79/2.39元，对应市盈率73.3/46.7/35.1倍；首次覆盖给予**增持**评级。

#### 评级面临的主要风险

- 新冠疫情影响超预期；新能源汽车产业政策不达预期；新能源汽车下游需求不达预期；价格竞争超预期；市场份额下滑风险。

#### 投资摘要

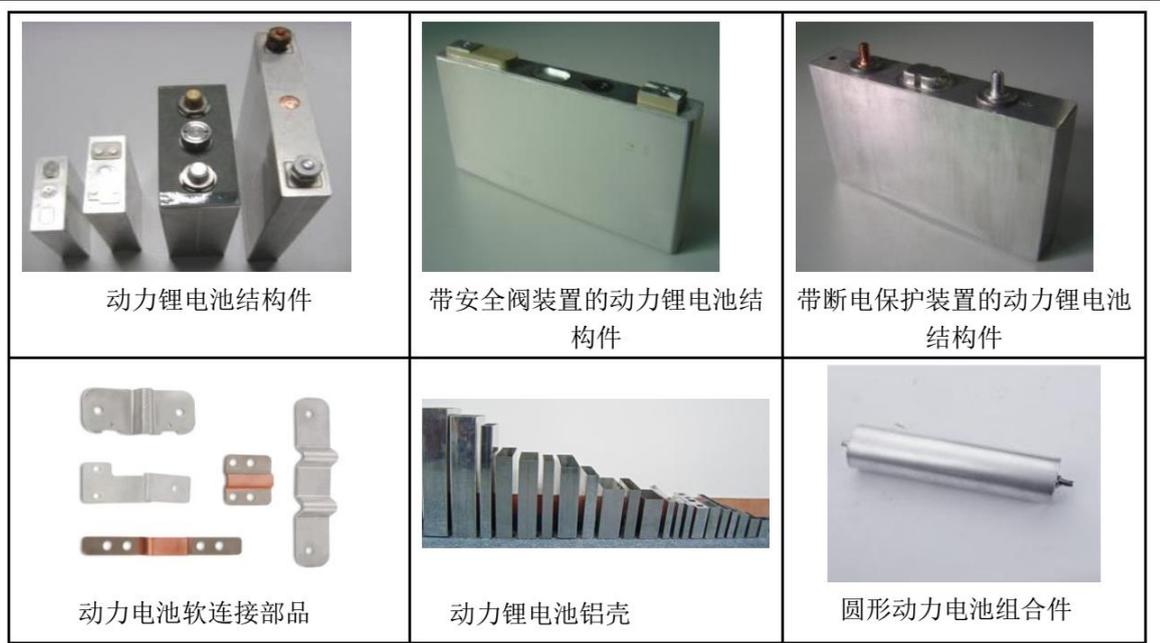
| 年结日：12月31日      | 2018   | 2019  | 2020E   | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|-------|---------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万)    | 2,000  | 2,230 | 2,440   | 3,492 | 4,623 |
| 变动(%)           | 38     | 11    | 9       | 43    | 32    |
| 净利润(人民币 百万)     | 82     | 237   | 240     | 377   | 501   |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | 0.392  | 1.130 | 1.144   | 1.794 | 2.387 |
| 变动(%)           | (67.0) | 188.4 | 1.2     | 56.9  | 33.0  |
| 全面摊薄市盈率(倍)      | 213.9  | 74.2  | 73.3    | 46.7  | 35.1  |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 103.2  | 38.8  | 1,336.1 | 19.8  | 38.2  |
| 每股现金流量(人民币)     | 0.81   | 2.16  | 0.06    | 4.24  | 2.20  |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 79.9   | 37.7  | 36.1    | 24.1  | 19.2  |
| 每股股息(人民币)       | 0.200  | 0.200 | 0.206   | 0.323 | 0.430 |
| 股息率(%)          | 0.2    | 0.2   | 0.2     | 0.4   | 0.5   |

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 专注锂电结构件，业绩增长向好

专注锂电结构件，产品种类多样。科达利专注于结构件业务，其中锂电池结构件为核心业务，汽车结构件为重要补充。结构件是指具有高尺寸精度、高表面质量、高性能要求等特性的，在工业产品中起固定、保护、支承、装饰等作用的塑胶或五金部件。公司的核心产品锂电池结构件按照下游应用，可以分为动力电池结构件、储能电池结构件、消费电池结构件；目前公司以动力电池结构件为主。按照封装形式不同，动力电池结构件可以分为方形电池结构件和圆柱电池结构件。按照下游客户的不同要求，公司提供带安全阀装置的动力电池结构件及带断电保护装置的动力电池结构件等产品。

图表 52. 科达利动力锂电池结构件主要产品



资料来源：公司招股说明书，中银证券

业绩增长总体向好，锂电池结构件为增长动力。2015-2019 年公司营业收入和盈利的年均复合增速分别为 18.45%和 11.38%，业绩稳步增长；其中 2019 年营业收入和盈利分别为 22.3 亿元和 2.37 亿元，同比分别增长 11.48%和 118.39%，盈利增速大幅高于收入增速的主要原因是公司产能逐步释放，规模效应显现，同时加大成本控制力度，提升自动化水平，盈利能力大幅提升。从业务构成来看，锂电池结构件占营业收入的比重由 2015 年的 62.58%提升到 2019 年的 92.74%，2015-2019 年收入的年均复合增速为 30.69%，是公司业绩增长的主要动力；汽车结构件营业收入占比由 2015 年的 34.16%下降到 2019 年的 6.41%。锂电池结构件下游新能源汽车行业，预计有望中长期保持高增长，锂电池结构件仍将是公司的战略重点以及业绩增长的主要动力。

图表 53. 科达利 2015-2019 年营业收入与盈利



资料来源：万得，中银证券

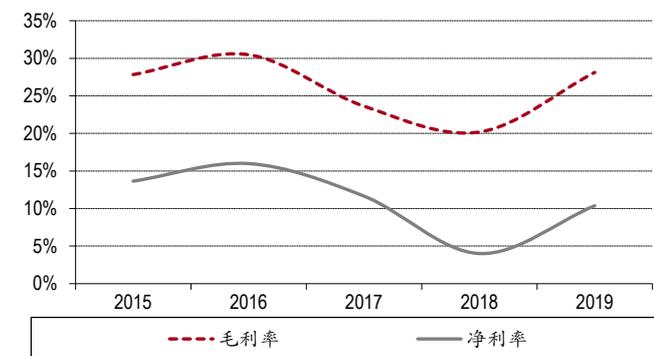
图表 54. 科达利 2015-2019 年分业务营业收入



资料来源：万得，中银证券

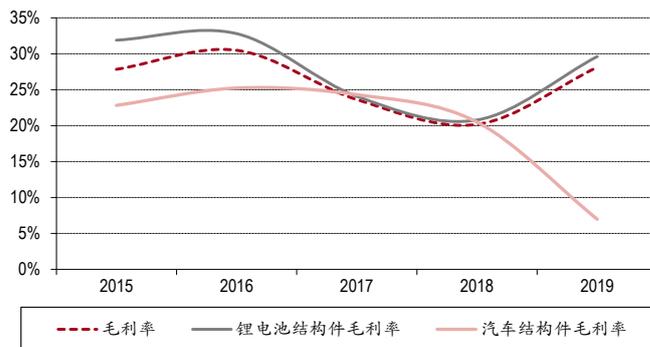
**盈利能力波动较大，2019 年触底回升。**公司盈利能力波动较大，2017 年公司毛利率和净利率从 2016 年的高点分别下滑 6.86 和 4.32 个百分点；主要原因一是公司核心产品锂电池结构件原材料钢材、铝材等成本占比高达 50%-60%，上游原材料价格波动影响公司盈利能力；二是锂电池结构件下游动力电池厂商较为强势，随着补贴退坡，产品价格不断下滑。2019 年公司盈利能力触底回升，毛利率和净利率分别提升 7.95 和 6.36 个百分点至 28.13% 和 10.38%，主要原因是公司新建产能不断释放，产能利用率提升，规模效应显现，同时公司加强成本管控，提高生产的自动化水平，从而提升盈利能力。

图表 55. 科达利 2015-2019 年毛利率和净利率



资料来源：万得，中银证券

图表 56. 科达利 2015-2019 年分业务毛利率

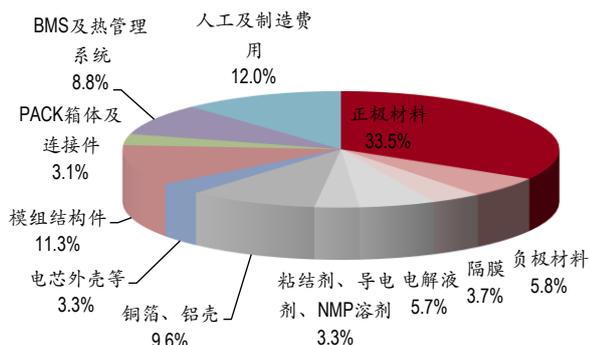


资料来源：万得，中银证券

## 动力电池结构件空间广阔，行业格局一超多小

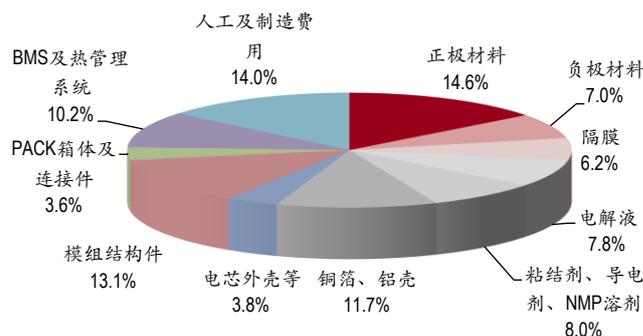
**结构件是锂电池重要材料，成本占比较高。**一方面，结构件对锂电池的安全性、密闭性、能源使用效率等都具有直接影响，下游客户对于结构件的精密度、质量、一致性和制造流程等有较高的要求；另一方面，结构件在锂电池成本中占比较高，根据我们的测算，三元电池中电芯外壳和模组结构件成本占比合计约 15%，磷酸铁锂电池中二者成本合计占比约 17%。随着下游新能源汽车销量和动力电池需求量的快速增长，动力电池结构件市场空间有望快速增长。

图表 57. 三元电池系统成本构成



资料来源：高工锂电，中银证券

图表 58. 磷酸铁锂电池系统成本构成



资料来源：高工锂电，中银证券

**动力电池结构件长期市场空间广阔。**根据我们的测算，2020 年全球新能源乘用车销量 220 万辆，对应动力电池装机量 134GWh，对应结构件市场空间 45 亿元；预计到 2025 年，全球新能源乘用车销量 1158 万辆，对应动力电池装机量 756GWh，对应结构件价值量 177 亿元；2020-2025 年年均复合增速为 31.51%，远期市场空间广阔。

图表 59. 2019-2025 年全球结构件市场空间测算

|                         | 2019  | 2020  | 2021  | 2025   |
|-------------------------|-------|-------|-------|--------|
| 中国动力电池需求量 (GWh)         | 62.82 | 63.50 | 91.08 | 323.00 |
| 其中：方形 (GWh)             | 53.15 | 47.63 | 63.75 | 193.80 |
| 其中：圆柱 (GWh)             | 4.12  | 10.80 | 13.66 | 64.60  |
| 海外动力电池需求量 (GWh)         | 49.96 | 70.73 | 55.40 | 432.98 |
| 其中：方形 (GWh)             | 6.08  | 7.07  | 8.31  | 108.24 |
| 其中：圆柱 (GWh)             | 26.69 | 35.36 | 24.93 | 151.54 |
| 全球方形动力电池需求量合计 (GWh)     | 59.23 | 54.70 | 72.06 | 302.04 |
| 全球圆柱动力电池需求量合计 (GWh)     | 30.81 | 46.16 | 38.59 | 216.14 |
| 单 GWh 方形电池所需结构件价值量 (亿元) | 0.40  | 0.40  | 0.35  | 0.30   |
| 单 GWh 圆柱电池所需结构件价值量 (亿元) | 0.50  | 0.50  | 0.45  | 0.40   |
| 方形动力电池结构件市场空间 (亿元)      | 23.69 | 21.88 | 25.22 | 90.61  |
| 圆柱动力电池结构件市场空间 (亿元)      | 15.41 | 23.08 | 17.37 | 86.46  |
| 全球动力电池结构件市场空间合计 (亿元)    | 39.10 | 44.96 | 42.59 | 177.07 |

资料来源：真锂研究，SNE Research，中银证券

**结构件格局一超多小，科达利龙头地位稳固。**锂电池结构件市场格局较好，国内市场一超多小，科达利龙头地位稳固，预计市占率超 50%，行业内其他企业包括无锡金杨、深圳深芝、瑞德丰等，市场份额比较分散，与龙头企业存在较大差距。形成这一市场格局的主要原因是锂电池结构件存在技术、工艺、设备、规模、资金、客户认证等壁垒。技术和工艺方面，锂电池结构件需要金属材料、机械工程等多学科交叉整合，产品的制造工艺、质量控制需要较长时间的经验积累；资金和规模方面，结构件设备资金投入较大，且需要一定的流动资金投入；锂电池结构件行业具备明显的规模经济效应，新进入者成本难以与行业领先企业竞争；客户认证方面，锂电池结构件下游客户进入门槛很高，认证周期长达 1-2 年，客户转换成本高，选定结构件供应商之后不会轻易进行更换。

## 竞争优势明显，结构件龙头走向全球

工艺积累深厚，研发投入逐年增长。科达利自1996年成立以来一直专注于结构件的研发、生产和销售，自2007年起，就与新能源汽车厂商和锂电池厂商沟通并开展研发，探索进入动力及储能锂电池结构件领域，积累了丰富的产品和技术经验，拥有高精密度、高一致性的生产工艺，以及先进的冲压加工、拉伸加工、注塑加工和模具制造技术。公司结构件研发投入占比由2015年的3.44%上升到2019年的5.83%，研发人员数量占比由2016年的17.24%上升到2019年的22.60%，公司不断加大研发投入力度，建设实力强劲的研发人员队伍，有望持续保持技术领先优势。

图表 60. 科达利 2015-2019 年研发投入及占比



资料来源：万得，中银证券

图表 61. 科达利 2016-2019 年研发人员数量及占比



资料来源：万得，中银证券

**贴近客户布局产能，增强下游客户粘性。**公司一直实行本地化生产、辐射周边客户的战略，主要原因有以下三点：一是尽早获知客户的经营战略和计划、产品研发方向和进展，有助于公司尽早融入新产品合作开发过程，取得后续量产权并针对性地调整自身的生产周期和经营计划，增强公司快速反应能力；二是有助于缩短公司产品运输半径，减少运输成本和运输时间，降低产品交货期的不确定性，有效配合客户供应链和库存管理；三是有助于进一步提高客户服务质量，及时跟进产品售后情况、接收反馈信息、处理后续问题、提供持续高效服务，并结合售后反馈深入挖掘客户需求，提高与客户合作的广度、深度和紧密度，不断巩固客户关系。当前公司产能布局充分体现了这一战略，公司在华南、华东、华北、西部等地区均形成了生产基地布局，目前已建成及正在建设的生产基地包括惠州、深圳、宁德、溧阳、大连、德国等，并对周边客户就近配套，其中深圳、惠州基地主要客户包括比亚迪、ATL等，宁德基地主要配套宁德时代，溧阳基地、上海基地主要配套宁德时代、三星、松下、LG、ATL、中航锂电等客户，大连基地则主要配套松下大连工厂。

图表 62. 科达利主要产能基地概况

| 基地名称 | 当前状态      | 主要产品        | 配套客户                             |
|------|-----------|-------------|----------------------------------|
| 惠州基地 | 已投产       | 锂电结构件       | 比亚迪、亿纬锂能、ATL、欣旺达                 |
| 深圳基地 | 已投产       | 汽车结构件、锂电结构件 | 比亚迪、ATL                          |
| 宁德基地 | 建设        | 锂电结构件       | 宁德时代宁德工厂                         |
| 长沙基地 | 已投产       | 汽车结构件、锂电结构件 | 比亚迪                              |
| 溧阳基地 | 一期投产，二期建设 | 锂电池结构件      | 宁德时代溧阳工厂、中航锂电、ATL、波士顿、无锡松下、南京 LG |
| 上海基地 | 已投产       | 锂电池结构件      | 松下、LG、三星、日立                      |
| 西安基地 | 已投产       | 汽车结构件、锂电结构件 | 比亚迪、三星 SDI                       |
| 大连基地 | 建设        | 锂电池结构件      | 松下大连工厂、力神                        |
| 德国基地 | 建设        | 锂电池结构件      | Northvolt                        |

资料来源：公司公告，中银证券

**客户结构优质，海外市场有望放量。**公司锂电池结构件国内客户主要包括宁德时代、比亚迪、力神、亿纬锂能、中航锂电、欣旺达等，据高工锂电数据，以上六家动力电池企业 2019 年国内市占率合计 77.70%；公司已经进入海外动力电池龙头企业松下、三星、LG 等的供应链体系，据 SNE Research 数据，以上三家企业 2019 年全球市占率合计 38.25%。公司海外供货历史悠久，积累深厚，2007 年达到松下品质标准并展开合作，成为松下锂电池精密结构件的供应商，并于其后相继通过三星、LG 等企业认证。公司还与 Northvolt 签订 5 年排他性材料购买合同，Northvolt 向公司独家购买位于 Skellefteå 的 Northvolt 所开发和制造的计划达产后每年 40GWh 的方形锂电池所需的所有壳体，公司在瑞典工厂组装或制造的所有产品仅生产并销售给 Northvolt。公司海外客户供货历史长、经验丰富，新客户不断导入，随着海外新能源汽车销量爆发，公司海外供货量有望不断增长。

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

1) 动力电池结构件：随着公司各大基地产能逐步释放，以及公司在宁德时代等大客户供应体系中逐步放量，预计公司 2020-2022 年动力电池结构件营业收入分别为 22.74、33.20、44.46 亿元，同比增长 9.95%、46.02%、33.92%；毛利率基本保持平稳。

2) 汽车结构件：预计 2020-2022 年营业收入保持 3% 的稳定增长，毛利率稳定在 20%。

图表 63. 科达利营业收入与毛利率预测

|                    | 2018            | 2019A           | 2020E           | 2021E           | 2022E           |
|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>动力电池结构件</b>     |                 |                 |                 |                 |                 |
| 营业收入(百万元)          | 1,557.47        | 2,067.89        | 2,273.57        | 3,319.87        | 4,446.13        |
| 同比增长(%)            | 37.32           | 32.77           | 9.95            | 46.02           | 33.92           |
| 毛利率(%)             | 20.80           | 29.63           | 27.00           | 27.50           | 27.20           |
| <b>汽车结构件</b>       |                 |                 |                 |                 |                 |
| 营业收入(百万元)          | 362.96          | 143.25          | 147.55          | 151.97          | 156.53          |
| 同比增长(%)            | 38.41           | (60.53)         | 3.00            | 3.00            | 3.00            |
| 毛利率(%)             | 20.50           | 6.98            | 20.00           | 20.00           | 20.00           |
| <b>其他结构件</b>       |                 |                 |                 |                 |                 |
| 营业收入(百万元)          | 79.91           | 18.08           | 18.62           | 19.18           | 19.76           |
| 同比增长(%)            | 44.63           | (77.37)         | 3.00            | 3.00            | 3.00            |
| 毛利率(%)             | 6.63            | 24.00           | 20.00           | 20.00           | 20.00           |
| <b>其他</b>          |                 |                 |                 |                 |                 |
| 营业收入(百万元)          |                 | 0.69            | 0.71            | 0.73            | 0.75            |
| 同比增长(%)            |                 |                 | 3.00            | 3.00            | 3.00            |
| 毛利率(%)             |                 | 57.97           | 20.00           | 20.00           | 20.00           |
| <b>营业收入合计(百万元)</b> | <b>2,000.34</b> | <b>2,229.91</b> | <b>2,440.45</b> | <b>3,491.75</b> | <b>4,623.17</b> |
| 同比增长(%)            | 37.80           | 11.48           | 9.44            | 43.08           | 32.40           |
| 综合毛利率(%)           | 20.18           | 28.13           | 26.52           | 27.13           | 26.92           |

资料来源：公司公告，万得，中银证券

**盈利预测：**我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 24.40 亿元、34.92 亿元、46.23 亿元，分别同比增长 9.44%、43.08%、32.40%；归属于上市公司股东的净利润分别为 2.40 亿元、3.77 亿元、5.01 亿元，分别同比增长 1.22%、56.89%、33.01%；在当前股本下，每股收益分别为 1.14 元、1.79 元、2.39 元。

**相对估值：**我们选取海外供应链龙头标的新宙邦、璞泰来、恩捷股份作为可比公司进行估值比较，根据 2020 年 7 月 9 日收盘价，公司 2019-2021 年对应市盈率分别为 74.18、73.53、46.83 倍，与行业平均水平相当；公司市净率水平低于行业平均水平。

图表 64. 科达利可比上市公司估值比较

| 证券简称  | 证券代码      | 最新股价<br>(元) | 流通市值<br>(亿元) | 总市值<br>(亿元) | 每股收益 (元) |       |       | 市盈率 (倍) |       |       | 市净率<br>(倍) | 评级 |
|-------|-----------|-------------|--------------|-------------|----------|-------|-------|---------|-------|-------|------------|----|
|       |           |             |              |             | 2019A    | 2020E | 2021E | 2019A   | 2020E | 2021E |            |    |
| 新宙邦   | 300037.SZ | 61.40       | 130.94       | 252.23      | 0.86     | 1.12  | 1.39  | 71.40   | 54.87 | 44.17 | 7.48       | 买入 |
| 璞泰来   | 603659.SH | 123.25      | 185.55       | 536.41      | 1.50     | 1.87  | 2.54  | 82.39   | 65.94 | 48.52 | 15.29      | 增持 |
| 恩捷股份  | 002812.SZ | 75.88       | 199.42       | 611.12      | 1.06     | 1.30  | 1.76  | 71.92   | 58.50 | 43.11 | 13.35      | 增持 |
| 行业平均值 |           |             |              |             |          |       |       | 75.24   | 59.77 | 45.27 | 12.04      |    |
| 科达利   | 002850.SZ | 83.82       | 70.38        | 176.02      | 1.13     | 1.14  | 1.79  | 74.18   | 73.53 | 46.83 | 7.02       | 增持 |

资料来源：万得，中银证券

注1：股价与市值截止日 2020 年 7 月 9 日

注2：市净率均由上市公司最新一期净资产计算得出

**投资建议：**我们认为新能源汽车行业向好、动力电池结构件需求景气；公司为动力电池结构件龙头，具备技术、规模和客户优势，绑定下游大客户有望实现业绩持续稳定增长；首次覆盖给予**增持**评级。

## 风险提示

**新冠疫情影响超预期：**新冠疫情仍处于全球蔓延阶段，若新冠疫情影响超预期，可能造成全球系统性风险及行业需求不达预期风险。

**新能源汽车产业政策不达预期：**新能源汽车尚处于成长期，产业政策对于新能源汽车销量增长具有重要作用；目前国内和海外产业政策均呈现边际向好的趋势，有望带动销量增长；若产业政策不达预期，则可能影响新能源汽车销量和产业链需求。

**新能源汽车下游需求不达预期：**若新冠疫情影响超预期、产业政策不达预期叠加主流车企电动化进程不达预期，则新能源汽车下游需求可能不达预期，从而导致产业链需求低于预期。

**价格竞争超预期：**新能源汽车补贴不断下降，产业链面临持续降价压力，结构件成本占比较高，且下游动力电池企业较为强势，结构件产品可能面临价格下降幅度超预期的风险。

**市场份额下滑风险：**当前结构件市场格局一超多小，公司市占率领先。若公司大客户为降低成本引入新的供应商，或者公司新客户开拓进度不及预期，公司市场份额将面临下滑风险。

## 损益表 (人民币百)

| 年结日: 12月31日  | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入         | 2,000   | 2,230   | 2,440   | 3,492   | 4,623   |
| 销售成本         | (1,610) | (1,627) | (1,819) | (2,578) | (3,420) |
| 经营费用         | (171)   | (135)   | (106)   | (138)   | (194)   |
| 息税折旧前利润      | 220     | 468     | 516     | 776     | 1,009   |
| 折旧及摊销        | (116)   | (171)   | (224)   | (300)   | (373)   |
| 经营利润(息税前利润)  | 104     | 297     | 292     | 476     | 636     |
| 净利息收入/(费用)   | (26)    | (41)    | (27)    | (50)    | (66)    |
| 其他收益/(损失)    | 21      | 16      | 23      | 28      | 35      |
| 税前利润         | 97      | 271     | 287     | 452     | 602     |
| 所得税          | (17)    | (39)    | (43)    | (68)    | (90)    |
| 少数股东权益       | (2)     | (6)     | 4       | 8       | 10      |
| 净利润          | 82      | 237     | 240     | 377     | 501     |
| 核心净利润        | 82      | 237     | 240     | 377     | 501     |
| 每股收益(人民币)    | 0.392   | 1.130   | 1.144   | 1.794   | 2.387   |
| 核心每股收益(人民币)  | 0.390   | 1.129   | 1.142   | 1.793   | 2.385   |
| 每股股息(人民币)    | 0.200   | 0.200   | 0.206   | 0.323   | 0.430   |
| 收入增长(%)      | 38      | 11      | 9       | 43      | 32      |
| 息税前利润增长(%)   | (29)    | 185     | (2)     | 63      | 34      |
| 息税折旧前利润增长(%) | (1)     | 113     | 10      | 50      | 30      |
| 每股收益增长(%)    | (67)    | 188     | 1       | 57      | 33      |
| 核心每股收益增长(%)  | (67)    | 189     | 1       | 57      | 33      |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表 (人民币百)

| 年结日: 12月31日     | 2018   | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 现金及现金等价物        | 210    | 204   | 220   | 314   | 416   |
| 应收帐款            | 1,082  | 624   | 1,243 | 1,428 | 2,108 |
| 库存              | 271    | 317   | 341   | 593   | 648   |
| 其他流动资产          | 6      | 4     | 8     | 9     | 13    |
| 流动资产总计          | 1,779  | 1,583 | 2,249 | 2,785 | 3,630 |
| 固定资产            | 1,498  | 1,944 | 2,633 | 3,246 | 3,780 |
| 无形资产            | 168    | 166   | 161   | 157   | 152   |
| 其他长期资产          | 88     | 62    | 58    | 58    | 58    |
| 长期资产总计          | 1,754  | 2,173 | 2,852 | 3,460 | 3,989 |
| 总资产             | 3,538  | 3,774 | 5,112 | 6,247 | 7,619 |
| 应付帐款            | 735    | 780   | 915   | 1,490 | 1,703 |
| 短期债务            | 200    | 260   | 1,225 | 1,443 | 2,136 |
| 其他流动负债          | 204    | 116   | 154   | 180   | 224   |
| 流动负债总计          | 1,139  | 1,156 | 2,293 | 3,113 | 4,063 |
| 长期借款            | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债          | 26     | 50    | 50    | 50    | 50    |
| 股本              | 210    | 210   | 210   | 210   | 210   |
| 储备              | 2,085  | 2,281 | 2,478 | 2,787 | 3,198 |
| 股东权益            | 2,295  | 2,491 | 2,688 | 2,997 | 3,408 |
| 少数股东权益          | 77     | 77    | 81    | 89    | 99    |
| 总负债及权益          | 3,538  | 3,774 | 5,112 | 6,247 | 7,619 |
| 每股帐面价值(人民币)     | 10.93  | 11.86 | 12.80 | 14.27 | 16.23 |
| 每股有形资产(人民币)     | 10.13  | 11.07 | 12.03 | 13.52 | 15.50 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (0.05) | 0.27  | 4.79  | 5.37  | 8.19  |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表 (人民币百)

| 年结日: 12月31日 | 2018  | 2019  | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|-------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 税前利润        | 97    | 271   | 287     | 452     | 602     |
| 折旧与摊销       | 116   | 171   | 224     | 300     | 373     |
| 净利息费用       | 28    | 43    | 28      | 51      | 69      |
| 运营资本变动      | (74)  | 76    | (453)   | 411     | (431)   |
| 税金          | (19)  | (45)  | (43)    | (68)    | (90)    |
| 其他经营现金流     | 23    | (61)  | (29)    | (257)   | (62)    |
| 经营活动产生的现金流  | 171   | 454   | 13      | 891     | 461     |
| 购买固定资产净值    | 384   | 444   | 900     | 900     | 900     |
| 投资减少/增加     | 8     | 0     | 5       | 5       | 7       |
| 其他投资现金流     | (765) | (902) | (1,796) | (1,800) | (1,800) |
| 投资活动产生的现金流  | (373) | (457) | (891)   | (895)   | (893)   |
| 净增权益        | (42)  | (42)  | (43)    | (68)    | (90)    |
| 净增债务        | 183   | 60    | 965     | 218     | 693     |
| 支付股息        | 42    | 42    | 43      | 68      | 90      |
| 其他融资现金流     | (40)  | (49)  | (71)    | (119)   | (159)   |
| 融资活动产生的现金流  | 143   | 11    | 893     | 99      | 534     |
| 现金变动        | (59)  | 8     | 16      | 95      | 102     |
| 期初现金        | 250   | 210   | 204     | 220     | 314     |
| 公司自由现金流     | (202) | (3)   | (877)   | (4)     | (432)   |
| 权益自由现金流     | 8     | 99    | 115     | 265     | 330     |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 主要比率

| 年结日: 12月31日     | 2018  | 2019  | 2020E   | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|---------|-------|-------|
| <b>盈利能力</b>     |       |       |         |       |       |
| 息税折旧前利润率(%)     | 11.0  | 21.0  | 21.1    | 22.2  | 21.8  |
| 息税前利润率(%)       | 5.2   | 13.3  | 12.0    | 13.6  | 13.8  |
| 税前利润率(%)        | 4.9   | 12.1  | 11.8    | 13.0  | 13.0  |
| 净利率(%)          | 4.1   | 10.6  | 9.8     | 10.8  | 10.8  |
| <b>流动性</b>      |       |       |         |       |       |
| 流动比率(倍)         | 1.6   | 1.4   | 1.0     | 0.9   | 0.9   |
| 利息覆盖率(倍)        | 3.6   | 6.9   | 9.8     | 8.9   | 8.9   |
| 净权益负债率(%)       | 净现金   | 2.2   | 36.3    | 36.6  | 49.0  |
| 速动比率(倍)         | 1.3   | 1.1   | 0.8     | 0.7   | 0.7   |
| <b>估值</b>       |       |       |         |       |       |
| 市盈率(倍)          | 213.9 | 74.2  | 73.3    | 46.7  | 35.1  |
| 核心业务市盈率(倍)      | 214.9 | 74.3  | 73.4    | 46.7  | 35.1  |
| 市净率(倍)          | 7.7   | 7.1   | 6.5     | 5.9   | 5.2   |
| 价格/现金流(倍)       | 103.2 | 38.8  | 1,336.1 | 19.8  | 38.2  |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 79.9  | 37.7  | 36.1    | 24.1  | 19.2  |
| <b>周转率</b>      |       |       |         |       |       |
| 存货周转天数          | 65.9  | 66.0  | 66.1    | 66.2  | 66.2  |
| 应收帐款周转天数        | 168.7 | 139.6 | 139.6   | 139.6 | 139.6 |
| 应付帐款周转天数        | 114.0 | 124.0 | 126.8   | 125.7 | 126.1 |
| <b>回报率</b>      |       |       |         |       |       |
| 股息支付率(%)        | 51.0  | 17.7  | 18.0    | 18.0  | 18.0  |
| 净资产收益率(%)       | 3.6   | 9.9   | 9.3     | 13.3  | 15.7  |
| 资产收益率(%)        | 2.6   | 6.9   | 5.6     | 7.1   | 7.8   |
| 已运用资本收益率(%)     | 0.8   | 2.2   | 1.8     | 2.2   | 2.5   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371