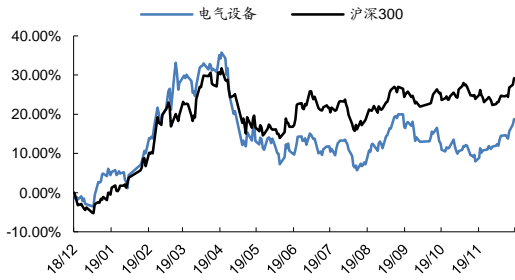


研究所
 证券分析师: 谭倩 S0350512090002
 0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
 证券分析师: 尹斌 S0350518110001
 yinb@ghzq.com.cn
 联系人: 张涵 S0350118050002
 0755-83026892 zhangh05@ghzq.com.cn

全球共振迎拐点，龙头拾级而上

新能源汽车行业 2020 年度策略

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
电气设备	10.0	1.8	18.4
沪深 300	4.0	3.6	27.6

相关报告

《电气设备行业事件点评报告: 泛在重点建设任务大纲发布, 2020 是突破之年》——2019-12-12

《新能源汽车行业点评: 动力电池环比改善, 特斯拉及供应链迎利好》——2019-12-08

《新能源汽车行业点评: 顶层设计护航产业发展, 龙头投资价值凸显》——2019-12-04

《新能源汽车行业点评: 全球电动化掀高潮, 行业拐点已至》——2019-11-20

《新能源汽车行业点评: 产销持续摸底, 行业边际改善迎拐点》——2019-11-12

投资要点:

■ **2019 年销量高台跳水, 二级市场表现低迷。**2019 年国内在补贴断崖式退坡的背景下, 行业销量数据严重低于预期, 销量增速由高速增长转负 (约-5%), 产业链承压巨大, 对应二级市场表现低迷, 各细分板块指数跑输同期沪深 300 指数。

■ **多重底部叠加行业边际改善, 龙头企业配置价值凸显。**时值 2020 年, 国内补贴将由少补贴 2019 年过渡到 2021 年无补贴的重要时段, 我们积极看多板块的结构性行情, 在低端产能出清后的细分龙头将步入阿尔法成长阶段。整体来说, 结合中观行业与微观企业的发展情况, 我们认为潜在的利多因素远超利空因素。

1) 销量底: 2019 年国内外电动乘用车销量预计分别约为 102/98 万辆, yoy-1%/+20%; 展望 2020 年, 预期国内外销量分别 133/148 万辆, Yoy+30%/+50%。2) 部分产品价格触底或回升: 电解液产业链价格率先企稳回升, 钴、锂、负极、正极处于触底阶段, 多环节盈利能力基本见底。3) 业绩底: 经历长时需求低于预期, 产业链业绩处于底部, 头部企业有望持续上升。4) 估值底: 当下多头部企业因行业遇冷而被杀估值, 处于历史估值区间的底部区域, 随着行业转暖估值有望持续上行。5) 行业边际改善: 特斯拉、BBAW、丰田等海外车企巨头的新增车型供给有望助推需求, Tesla 中国工厂投产, 大众 MEB 平台将投放上市对行业利好催化。6) 电动车的公募持仓比例仍处于较低水平。

■ **2020 年全球共振驱动需求拐点向上, 产业链龙头迎契机。**新能源汽车投资核心在于需求驱动产业链成长的投资机会, 需求不及预期使得低端产能逐渐淡出, 但具有核心竞争力的细分龙头保持较高的市占率与较强的议价能力与溢价。展望 2020 年, 将是新能源汽车中长期向上拐点, 真龙头将迈向长牛之路的重要时段。

供给端: 海外强势加码, 新产品周期开启。随产业链日趋完善与成熟, 各大车企通过平台化战略实现资源与技术整合, 达到降本、提质、增效的目标。同时特斯拉 (Model3/Y/ Cybertruck 等)、BBAW(投放多款 PHEV+EV 车型)等海外车企巨头开启强势的新产品周期, 有望助推需求。以大众为例, 集团规划平台至 2029 年推出 75 款 EV+60 款 PHEV 车型, 将累计生产 2600 万辆电动车, 将预计 2019/2020/2025 年集团销量的纯电动车电动化率分别为 1%/4%/20%, 分别对

应约 10/40/300 万辆。

需求端：国内主 B 端，海外主 C 端。2020 年国内 B 端具有路权与运营成本优势，其性价比较高，预期仍将占据较大比重；C 端车型结构改善明显，预期海外高速提量，国内增速适中，期待类似 Model 3 的爆款车型驱动需求增长。**全球电动乘用车 7 年 6 倍增长空间：**至 2025 年，我们预期全球电动乘用车的销量为 1307 万辆，同比 2018 年 184.9 万辆有 6 倍增长空间，期间 CAGR 为 32%。其中，至 2025 年外海与国内销量分别为 684 与 624 万辆，2020 至 2025 年 5 年期间的 CAGR 分别约为 36%、33%。**全球电动乘用车对动力电池需求量 7 年高达 12 倍的增长空间：**预期 2025 年全球电动乘用车对动力电池的需求量为 859GWh，同比 2018 年 66.3GWh 有 12 倍增长空间，期间 CAGR 为 44%。其中外海与国内动力电池需求量分别为 456 与 403GWh；2020 至 2025 年 5 年期间的 CAGR 均约为 44%，全球高增共振将助推产业链头部企业迎布局佳期。

- **选股思路：自上而下筛选优质赛道+自下而上优选独角兽供应链。**行业集中度与企业市占率是判断行业赛道与企业能力最有力判据，根据我们对行业的判断，行业集中度与市占率从高到低的顺序可大致分为上游资源>动力电池>隔膜>设备>负极 >电解液>正极。目前行业竞争格局相对清晰，头部企业卡位明显，市占率较高的企业无论从产品、技术、资源、客户结构等多因素综合考量，均具有明显优势，较高的配置价值。在全球电动化大浪潮的时代，独角兽如整机厂特斯拉、大众以及电池巨头 LGC、宁德时代等巨头的供应链细分龙头的投资价值凸显，将成为未来几年最重要的布局方向。
- **行业评级及投资策略：**在全球供给共振驱动需求持续增长的大趋势下，我们维持新能源汽车行业“推荐”评级。重点推荐以下几个方向：一是格局及产业优势相对明显，具有全球化产品供给且海外产品价格与盈利水平相对较好的细分龙头：**宁德时代、璞泰来、新宙邦、恩捷股份、先导智能、拓普集团、三花智控**等；二是传统业务业绩厚实，新能源汽车业务将助推估值的细分龙头：**亿纬锂能、欣旺达、鹏辉能源、新宙邦**等；三是业绩有望迎来（类）周期拐点向上的细分行业龙头：**杉杉股份、天赐材料、当升科技、赣锋锂业、寒锐钴业、华友钴业、天齐锂业、比亚迪、星源材质**等；四是关注在市场情绪高涨时燃料电池汽车主题性 beta 投资机会，建议关注相关标的：**雄韬股份、潍柴动力**等。
- **风险提示：**政策波动风险；需求低于预期；产品价格低于预期；推荐公司业绩不及预期；系统性风险

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-12-18			EPS			PE			投资 评级
		股价	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E			
000338.SZ	潍柴动力	14.65	1.08	1.22	1.33	13.53	12.01	11.02	未评级		
002050.SZ	三花智控	16.62	0.65	0.78	1.03	25.57	21.31	16.14	未评级		
002460.SZ	赣锋锂业	31.91	0.93	0.47	0.73	34.31	67.89	43.71	未评级		
002466.SZ	天齐锂业	29.06	1.93	0.49	1.03	15.06	59.31	28.21	未评级		
002594.SZ	比亚迪	44.7	1.02	1.06	1.28	43.82	42.17	34.92	增持		
002709.SZ	天赐材料	19.16	1.34	0.28	0.56	14.3	68.43	34.21	增持		
002733.SZ	雄韬股份	25.19	0.27	0.58	0.87	93.30	43.43	28.95	未评级		
002812.SZ	恩捷股份	45.9	1.09	0.99	1.32	42.11	46.36	34.77	买入		
300014.SZ	亿纬锂能	54.13	0.67	1.63	2.02	80.79	33.21	26.8	买入		
300037.SZ	新宙邦	31.58	0.84	0.99	1.24	37.6	31.9	25.47	买入		
300073.SZ	当升科技	22.94	0.72	0.77	0.97	31.86	29.79	23.65	买入		
300207.SZ	欣旺达	19.86	0.45	0.52	0.78	44.13	38.19	25.46	买入		
300438.SZ	鹏辉能源	28.12	0.94	1.27	1.7	29.91	22.14	16.54	买入		
300450.SZ	先导智能	40.92	2.28	3.09	4.11	17.95	13.24	9.96	买入		
300568.SZ	星源材质	27.07	1.16	1.27	1.6	23.34	21.31	16.92	买入		
300618.SZ	寒锐钴业	70.2	3.69	0.35	1.39	19.02	200.57	50.50	未评级		
300750.SZ	宁德时代	93.19	1.54	1.88	2.08	60.51	49.57	44.8	增持		
600884.SH	杉杉股份	12.7	0.99	0.43	0.54	12.83	29.53	23.52	买入		
601689.SH	拓普集团	17.68	1.04	0.49	0.61	17	36.08	28.98	增持		
603659.SH	璞泰来	76.6	1.37	1.81	2.34	55.91	42.32	32.74	增持		
603799.SH	华友钴业	31.93	1.84	0.26	0.92	17.35	122.81	34.71	未评级		

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（未评级公司的盈利预测取自 Wind 一致预测）

内容目录

1、 2019 年高台跳水，销量严重低于预期.....	7
1.1、 新能源汽车二级市场表现低迷.....	7
1.2、 2019 年销量增速高台跳水.....	8
1.3、 行业边际改善，新能源汽车中长期拐点已至.....	13
2、 2020 年全球共振迎行业拐点.....	18
2.1、 政策护航：欧洲碳排放趋严+双积分政策护航.....	18
2.2、 全球销量：供给共振驱动需求，预期 40%增长.....	20
2.3、 产品价格：多细分行业产品触底，迎向上拐点.....	30
3、 龙头拾级而上：迎布局佳期.....	33
3.1、 动力电池：宁德时代、LGC 引领行业.....	33
3.2、 三元正极：行业集中度低，高镍产品与海外占比高显溢价.....	37
3.3、 电解液：率先企稳或反转向上，龙头盈利弹性大.....	38
3.4、 隔膜材料：产品价格承压、但龙头优势明显.....	40
3.5、 负极材料：价格或缓慢下行，龙头降本增效显著.....	41
4、 行业评级及投资策略.....	42
5、 重点标的.....	43
5.1、 【宁德时代】动力电池独角兽，优势明显.....	44
5.2、 【亿纬锂能】众业务齐头并进，动力电池欲迎突破.....	44
5.3、 【璞泰来】各业务向好，石墨化产能改善负极盈利.....	45
5.4、 【新宙邦】电解液与氟化工双翼发展，龙头地位稳固.....	45
5.5、 【杉杉股份】聚焦锂电材料主业，业绩回归快车道.....	46
5.6、 【欣旺达】消费业务持续向好，期待动力业务改善.....	46
5.7、 【鹏辉能源】消费电池助推业绩弹性，期待动力电池突围.....	47
5.8、 【比亚迪】竞争加剧，期待龙头能迎难而上.....	48
5.9、 【恩捷股份】海外市场加速拓展，隔膜龙头强势.....	48
5.10、 【天赐材料】电解液龙头迎拐点，步入向上通道.....	49
6、 风险提示.....	50

图表目录

图 1: 2019 年以来各行业指数涨跌幅	7
图 2: 2019 年各细分行业指数走势情况	7
图 3: 2015 年以来各大指数走势情况	8
图 4: 2011-2019 年新能源汽车产量 (万辆)	10
图 5: 2018/2019 年国内新能源汽车月度产量 (万辆)	11
图 6: 国内新能源乘用车月度产量 (万辆)	11
图 7: 国内动力电池月度装机量/GWh	12
图 8: 国内磷酸铁锂动力电池月度装机量/GWh	13
图 9: 国内三元动力电池月度装机量/GWh	13
图 10: 新宙邦-PE Band	14
图 11: 当升科技-PE Band	14
图 12: 恩捷股份-PE Band	15
图 13: 亿纬锂能 -PE Band	15
图 14: 新能源汽车行业关键影响变量	18
图 15: 全球碳排放法规比较	19
图 16: 大众汽车电动汽车规划	22
图 17: 大众汽车 2019~2025 电动化率目标	22
图 18: 大众计划在全球于 2022 年前建造 8 座 MEB 工厂	23
图 19: 中国首个 MEB 平台落户于上海安亭	23
图 20: 大众锂动力电池发展规划	24
图 21: 2017~2022 年全球动力电池需求及增速	29
图 22: 国内动力电池系统价格及变化率	30
图 23: 海外动力电池系统价格及变化率	30
图 24: 国内正极材料季度价格 (万元/吨) 变动情况	31
图 25: 电解钴 (Co99.98) 华南价格 (元/吨)	31
图 26: 焦炭期货连续结算价 (元/吨)	31
图 27: 国内负极材料季度价格 (万元/吨) 变动情况	32
图 28: 国内隔膜材料季度价格 (元/平方米) 变动情况	32
图 29: 国内电解液季度价格 (万元/吨) 变动情况	32
图 30: 国内六氟磷酸锂季度价格 (万元/吨) 变动情况	32
图 31: 国内动力电池行业市占率情况	33
图 32: 国内动力电池行业集中度变化趋势	33
图 33: 宁德时代动力电池月度装机量/GWh	34
图 34: 比亚迪动力电池月度装机量/GWh	34
图 35: 国内 NCM 正极企业市占率情况	38
图 36: 国内 NCM 正极集中度变化趋势	38
图 37: 国内市占率居前的电解液企业	39
图 38: 国内电解液集中度变化趋势	39
图 38: 国内隔膜企业市占率情况	41
图 39: 国内隔膜集中度变化趋势	41
图 41: 国内负极企业市占率情况	42
图 42: 国内负极集中度变化趋势	42
表 1: 历年来各大指数涨跌幅情况	8

表 2: 2014~2019 年度全球新能源汽车销量 (万辆) 及增速.....	9
表 3: 2014~2019 年度全球 EV 与 PHEV 销量 (万辆) 及增速.....	9
表 4: 新能源乘用车补贴标准.....	11
表 5: 新能源车保值率较.....	14
表 6: 2019Q3 新能源汽车各细分行业核心标的的公募基金持仓情况.....	15
表 7: 2019Q3 新能源汽车公募基金持仓居前的核心标的.....	16
表 8: 2019Q3 新能源汽车各细分行业的公募基金持仓情况.....	17
表 9: 全球多个国家/城市燃油车禁售计划.....	18
表 10: 国际主流车企下一代电动汽车平台对比分析.....	21
表 11: 部分欧美车企布局电动车型情况.....	21
表 12: 部分日韩主流车企布局电动车型情况.....	25
表 13: 造车新势力部分未上市车型.....	25
表 14: 造车新势力最新融资情况.....	26
表 15: 2015~2019Q3 特斯拉各车型销量情况.....	27
表 16: 全球电动乘用车销量 (万辆) 及增速预测.....	28
表 17: 全球电动乘用车的动力电池用量.....	29
表 18: 部分国内动力电池企业产能及产量情况.....	34
表 19: LGC 电池主要配套车企及相应车型情况.....	35
表 20: 松下电池主要配套车企及相应车型情况.....	35
表 21: 三星 SDI 电池主要配套车企及相应车型情况.....	36
表 22: 海外锂电巨头关键材料的供应情况.....	37
表 23: 国内部分正极材料企业前三季度三元材料出货量情况.....	37
表 24: 国内部分电解液企业前三季度出货量情况.....	39
表 25: 湿法隔膜前三季度出货量情况.....	40
表 26: 干法隔膜前三季度出货量情况.....	40
表 27: 负极材料前三季度出货量情况.....	41

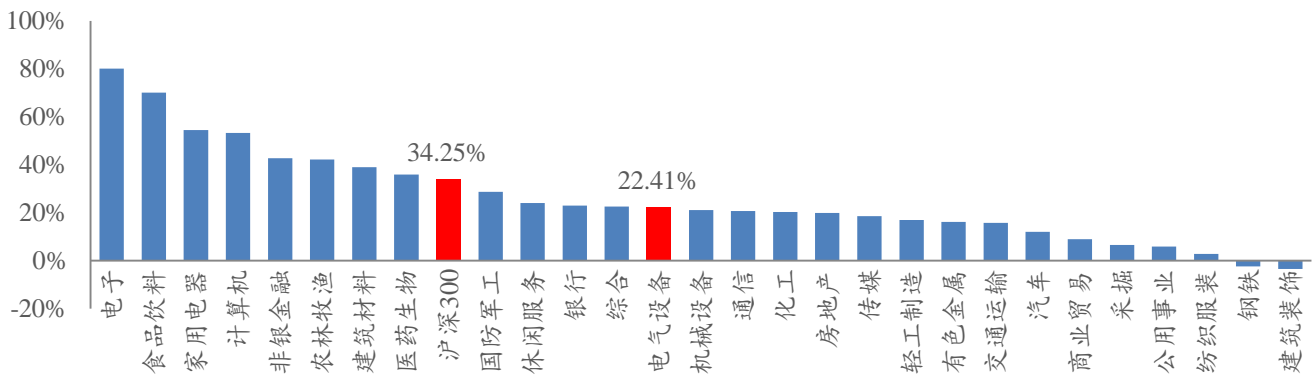
1、2019 年高台跳水，销量严重低于预期

时至今日，新能源汽车经历了高速增长-减速换挡-格局重塑不同时段，展望未来，我们判断行业进入相对稳健增长的成长阶段，经过充分竞争的细分行业的头部企业的中长期投资价值凸显。

1.1、新能源汽车二级市场表现低迷

截止 12 月 17 日，2019 年电气设备行业指数涨幅为 22.41%，在全市场 29 个行业中处于居中的位置，但大幅跑输沪深 300 指数 34.25% 的涨幅。

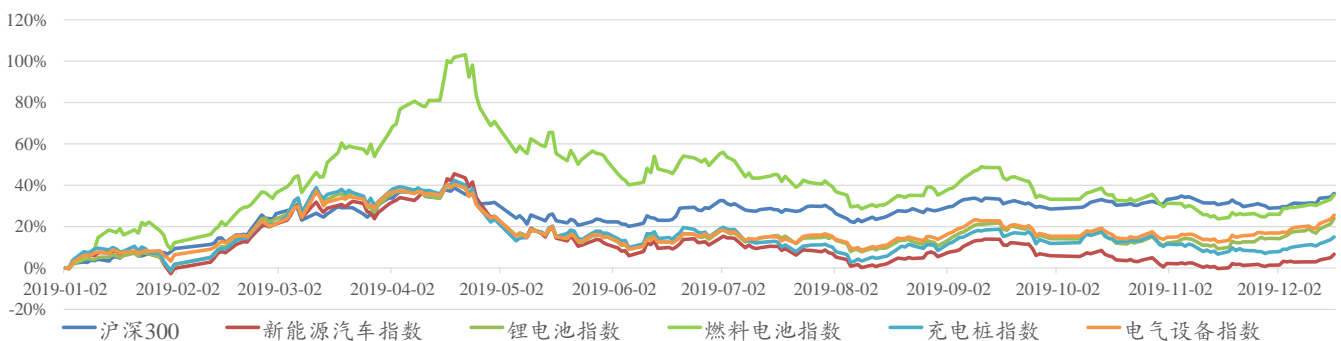
图 1：2019 年以来各行业指数涨跌幅



资料来源：Wind，国海证券研究所（备注：2019 年截止日期为 12 月 17 日）

2019 年板块承压，相对弱于大盘。电气设备行业中的新能源汽车板块的各细分行业的指数，除燃料电池表现极强的 beta 属性外，其它指数表现相对一致，在 2019 年 4 月份之前，各细分行业（新能源汽车、锂电池、充电桩与整车）指数表现出与沪深 300 以及电气设备相似的走势。进入 4 月份之后补贴过渡期后，各指数呈现出与沪深 300 相背离的下行趋势，进而说明市场对补贴下滑对行业造成负面影响的顾虑。

图 2：2019 年各细分行业指数走势情况



资料来源：Wind，国海证券研究所（备注：2019 年截止日期为 12 月 17 日）

动力锂电池产业链的创新驱动带来溢价。以 2015 年为起始点，新能源汽车步入

快速增长通道，其产业链持续加大资本开支，实现了“质”的飞跃。但在二级市场，各细分指数中燃料电池、整车、充电桩等细分基本与大盘指数相一致，仅有锂电池板块走出相对于沪深300与电气设备的相对超额收益，其原因是锂电池产业链的创新驱动及资源优势持续贯穿于新能源汽车发展过程带来的估值溢价。从产业发展状态及投资属性来讲，展望未来我们判断，燃料电池行业仍会表现较强的beta投资机会，而基于锂电池为核心部件的电动车产业链有望走出成长性的投资机会，其相关的头部企业将会是二级市场重点投资领域，这将是我们的重点跟踪与研究的范畴。

图 3: 2015 年以来各大指数走势情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (备注: 2019 年截止日期为 12 月 17 日)

燃料电池上游氢产业具有较好的 beta 投资属性。从产业发展阶段来看，目前燃料电池处于产业链极度不完善的导入阶段，类比约 10 年前的锂电池产业链，当时充电桩的数量缺口较大，产业链加大了充电桩的布局力度，致使在 2013~2015 年的充电桩指数涨幅居前。反观燃料电池加氢站建设是目前的重点布局领域，这将是中短期有望爆发的细分领域，氢气端包括产氢、加氢、注氢、运氢、储氢以及加氢设备等多环节将会是二级市场持续关注的重点，需强调的是，燃料电池产业链属于高 beta 主题性投资机会。

表 1: 历年来各大指数涨跌幅情况

证券简称	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
沪深 300	7.60%	-6.00%	51.70%	7.90%	-12.10%	21.80%	-25.30%	36.11%
新能源汽车指数	0.90%	34.00%	42.40%	121.50%	-10.10%	-12.20%	-40.60%	6.64%
锂电池指数	-2.40%	42.40%	43.90%	168.70%	-5.10%	9.80%	-38.40%	23.98%
燃料电池指数	-5.60%	25.70%	39.30%	51.90%	-10.30%	-7.10%	-34.40%	35.24%
充电桩指数	2.43%	40.48%	45.01%	116.30%	-11.30%	-28.40%	-32.40%	15.05%

资料来源: Wind, 国海证券研究所 (备注: 2019 年截止日期为 12 月 17 日)

1.2、2019 年销量增速高台跳水

昔日受追捧的新能源汽车受到较大质疑，其二级市场表现低迷。究其缘由，其直接影响因素是销量及其增速严重低于预期。

2019 年增速减缓，预期 2020 将拐点向上。根据 Marklines 数据显示，全球新能源汽车增速在 2016~2018 年增速迅猛，分别为 88.8%/59%/67%，同期中国增速为 93.6%/88.1%/81.9%，高于同期海外同比增速，其主因是 1) 国内的补贴政策力度较大；2) 海外车企布局力度较弱。2019Q1~Q3 全球新能源汽车销量增速大幅降低至 21.5%，同期国内与海外的增速为 25.2%与 17.5%，均有大幅降低，一方面全球车市承压，另一方面是国内补贴大幅退坡影响需求。展望 2020 年，从全球车企的新车型供给、政策负面影响边际弱化、全球产业链降本增效将助推 2020 年迎拐点向上。

表 2: 2014~2019 年度全球新能源汽车销量（万辆）及增速

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1~Q3
全球	24.63	36.90	69.67	110.8	184.9	142.9
同比增速	44.4%	49.8%	88.8%	59.0	67.0%	21.5%
中国	4.33	15.58	30.17	56.7	103.2	77.3
同比增速	255.4%	260.0%	93.6%	88.1%	81.9%	25.2%
海外	2.30	2.31	39.50	54.0	81.7	65.6
同比增速	28.1%	5.0%	85.3%	36.8%	51.3%	17.5%

资料来源：Marklines，中汽协，国海证券研究所

EV 占比提升有效拉动产业链需求增长国内。从车型销量结构来看，国内外 EV 增速显著高于 PHEV，一方面说明消费者对电动车接受度日益提升，PHEV 一直被认为是传动车与纯电动车之间的过渡车型；另一方面，随着 EV 的占比提升，未来对锂动力电池及产业链的需求将会显著高于整车销量增速，其产业链孕育巨大的投资机会。

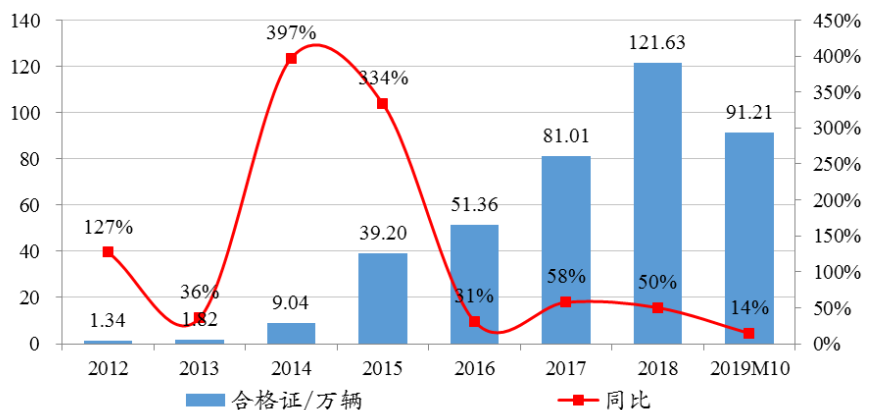
表 3: 2014~2019 年度全球 EV 与 PHEV 销量（万辆）及增速

		2014	2015	016	2017	2018	2019Q1~Q3
全球	EV	15.34	24.46	44.16	73.7	128.3	108.1
	同比增速	53.50%	59.40%	80.60%	67.00%	74.10%	38.90%
	PHEV	9.28	12.44	25.51	37	56.6	34.8
	同比增速	31.40%	34.00%	105.10%	45.20%	52.80%	-12.50%
	EV-PHEV	6.06	12.02	18.65	36.7	71.8	73.3
	同比增速	107.10%	98.50%	55.20%	96.80%	95.50%	92.70%
国内	EV	2.85	9.72	23.32	45.7	77	60.5
	同比增速	158.70%	240.70%	139.90%	95.90%	68.60%	36.20%
	PHEV	1.47	5.86	6.84	11.1	26.2	16.8
	同比增速	1185.70%	297.30%	16.80%	61.70%	137.00%	-3.20%
	EV-PHEV	1.38	3.87	16.48	34.6	50.8	43.7
	同比增速	39.50%	180.30%	326.40%	110.00%	46.70%	61.50%
海外	EV	12.49	14.74	20.84	28.1	51.3	47.6
	同比增速	40.50%	18.00%	41.40%	34.60%	83.00%	42.50%
	PHEV	7.81	6.58	18.66	26	30.4	18
	同比增速	12.30%	-15.80%	183.70%	39.10%	17.00%	-19.70%
	EV-PHEV	4.68	8.16	2.17	2.1	21	29.6
	同比增速	141.50%	74.40%	-73.40%	-4.10%	906%	170%

资料来源：Marklines，中汽协，国海证券研究所

国内补贴大幅退坡压制需求。国内销量放缓主要原因是补贴断崖式滑坡叠加可供消费者优选的车型供给相对有限，致使需求端（to C 与 to B）大幅萎缩，严重低于预期。2019 年年初，市场对新能源行业销量预判 2019 年全年销量在 160~180 万辆。当补贴政策落地后，预判销量也在 150~160 万辆，整体来说，市场过分低估了补贴退坡对行业需求的影响。截至 2019 年 10 月，工信部合格证数据显示，国内新能源汽车销量为仅 91.2 万辆，前 10 个月同比增长 14%，中性预测年内销量 115~120 万辆，严重低于年初预期。

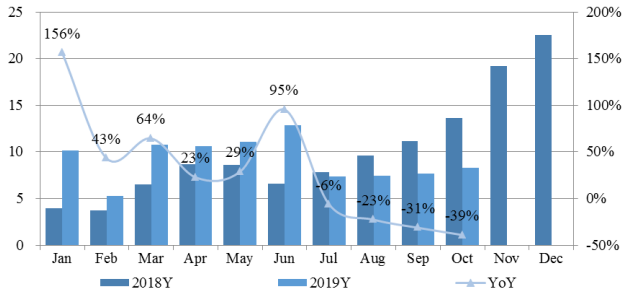
图 4：2011-2019 年新能源汽车产量（万辆）



资料来源：工信部，国海证券研究所（备注：M10 代表前 10 个月）

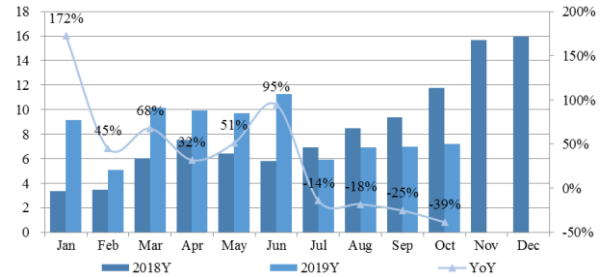
根据中汽协与乘联会的月度销量数据显示，2018年销量前低后高，而2019年恰恰相反为前高后低。2019年从补贴过渡后的7月开始，国内新能源汽车月度销量数据呈现大幅加速下降的趋势，10月份同比-39%，大幅低于预期，预期年内中国新能源汽车销量约120万辆，同比2018年的125万辆增速为负值。

图 5: 2018/2019 年国内新能源汽车月度产量 (万辆)



资料来源：中汽协，国海证券研究所

图 6: 国内新能源乘用车月度产量 (万辆)



资料来源：乘联会，国海证券研究所

补贴退坡接近尾声，迎接市场化到来。以乘用车为例，2019年补贴政策在2018年的基础上退坡幅度整体超50%，符合市场预期。《通知》中提出了符合新能源汽车发展的严要求、高标准，更加细化。同时，在2018年多地仍有较高的补贴，例如深圳维持与国补1:1的补贴，然而在2019年各地取消了地补，其结果就是，从乘用车到专用车及商用车的补贴额度基本退坡七成以上，给全产业链的业绩增长造成较大压力。2020年为补贴最后一年，少补贴过渡到无补贴时代将迎来电动车的市场化，将会走向新的征程。

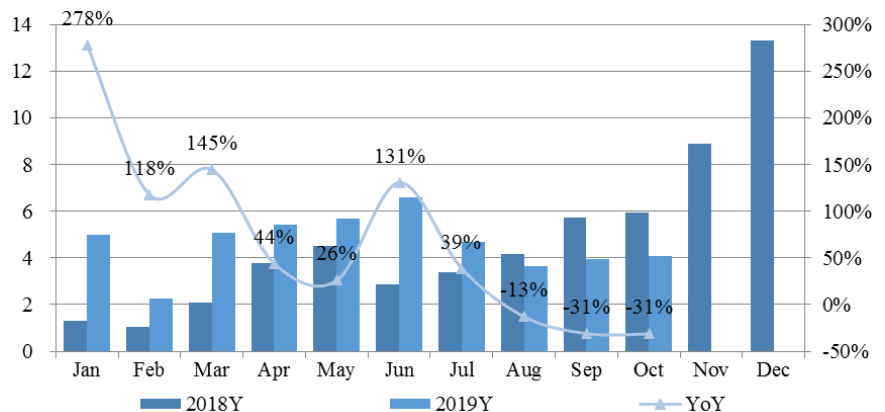
表 4: 新能源乘用车补贴标准

项目	续 里程/能量密度	补贴标准		变化幅度
		2018 年	2019 年	
度电补贴上 (元 KWh)		1200	550	-54%
单车补贴 (万元)	100-150	0.0	0.0	0%
	150-200	1.5	0.0	-100%
	200-250	2.4	0.0	-100%
	250-300	3.4	1.8	-47%
	300-400	4.5	1.8	-60%
	≥400	5.0	2.5	-50%
系统能量密度要求 (Wh/Kg)	90-105	0.0	0.0	0%
	105-120	0.6	0.0	-100%
	120-140	1.0	0.8	-20%
	140-160	1.1	0.9	-18%
	≥160	1.2	1.0	-17%
与百公里电耗相关比例	0-5%	0.5	0.0	-100%
	5%-10%	1.0	0.0	-100%
	10%-20%	1.0	0.8	-20%
	20%-25%	1.0	1.0	0%
	25%-35%	1.1	1.0	-9%
	≥35%	1.1	1.1	0%
获得 1.1 倍调整系数对应电耗优化比例		≥25%	≥35%	/

资料来源：财政部、工信部、科技部、发改委、国海证券研究所

2019H2 动力电池同比大幅回落,迎中长期需求拐点。根据 GBII 数据显示,2019H1 由于补贴处于较高水平,动力电池出现小抢装行情,出货量数据稳定在高位。下半年由于新能源车销量疲软,动力电池需求随之大幅下滑,2018 年总装机量为 57GWh,2019 年前 10 月总装机量为 46.4GWh,预期 2019 年动力电池销量或持平、或有小幅增长。从车企与电池厂综合情况来判断,2020 年动力电池需求量伴随电动车销量增长将会较大幅度的增长。

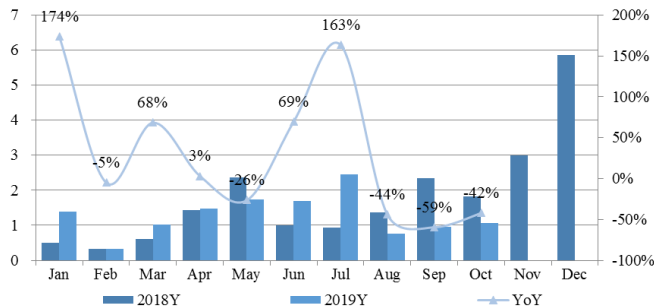
图 7: 国内动力电池月度装机量/GWh



资料来源：GBII，国海证券研究所

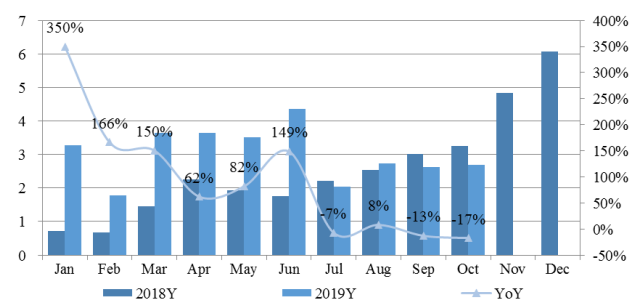
三元电池增长明显，磷酸铁锂边际向好。2018 年国内三元与磷酸铁锂电池的出货量分别为 30.72GWh 与 21.57GWh，对应占比分别为 54%与 38%。而 2019 年前 10 月三元与磷酸铁锂电池的出货量分别为 30.34GWh 与 12.89GWh，对应占比分别为 65%与 28%，三元占比显著提升。我们判断，一方面随着外资车企与动力电池厂的强势布局，三元动力电池的需求量将会显著提速，三元电池尤其是 LG、CATL 的产业链将会存在巨大的增长空间；另一方面，国内电池企业将选择 CTP 的技术路线或较多采用磷酸铁锂动力电池，将会使得持续低迷的磷酸铁锂电池边际向好。

图 8：国内磷酸铁锂动力电池月度装机量/GWh



资料来源：GBII，国海证券研究所

图 9：国内三元动力电池月度装机量/GWh



资料来源：GBII，国海证券研究所

1.3、行业边际改善，新能源汽车中长期拐点已至

时值将至 2020 年，补贴即将由少补贴（2019 年）→无补贴（2021 年）的重要时段，整体来说，行业步入中长期向上的拐点，潜在的利多因素远超过利空因素。站在当前时点，我们积极看多板块的结构性行情，龙头企业进入阿尔法成长趋势。

潜在利空因素：1) 新能源汽车保值率较低；2) 部分产品价格仍然向下，市场担心需求不济影响价格企稳，例如资源端的钴、锂，隔膜以及负极等；3) 外资强势入华，竞争加剧，部分细分行业如动力电池企业与整机厂将受外资影响会加剧；4) 2020 年的销量依然承压，顺延至整个产业链的业绩。

表 5: 新能源车保值率比较

排名	车 型	3 年保值率 %
1	Tesla Model X	65.6
2	宝马 X5 PHEV	56.5
3	比迪唐 DM	50
4	宝马 5 系 PHEV	46.9
5	比亚迪秦 PHEV	42.3
6	荣威 e550 PHEV	34.3
7	宝马 i3	33.2
8	腾势	32.1
9	秦 EV	29.3
10	比亚迪 e6	28.7

资料来源: 中国汽车流通协会, 国海证券研究所

而我们认为, 1) 保值率: 有望通过提升品牌、产品品质、使用性能以及降低成本等多方面逐步提升。2) 部分产品价格触底或回升: 电解液产业链价格率先企稳回升, 钴、锂、负极、正极处于触底阶段, 多环节盈利能力基本见底。3) 外资进入将起着鲶鱼效应, 加速低端产能出清: 通过市场自由竞争助推龙头更进一步, 其龙头或存阶段性压力, 如整车比亚迪、动力电池宁德时代, 需要经受外资企业的全面竞争的洗礼, 实现强者恒强。4) 龙头的结构性机会: 在 2019 年销量大幅低于预期的情况下, 各细分行业的龙头(如宁德时代、璞泰来、恩捷股份、新宙邦等)的业绩实现了较高速增长, 我们认为, 板块不会出现之前普涨的情况, 未来更多是龙头成长的结构性的机会, 许多细分龙头有望随着新能源汽车的发展走出慢牛、长牛行情。

潜在利多因素: 1) 销量底: 2019 年国内新能源销量预期已降至约 120 万辆, 同比增速略降; 展望 2020 年, 预期国内 160 万(含特斯拉上海工厂等)以上销量值得期待, 产业链需求有望持续好转。(详见 2.2.2 部分)

2) 部分产品价格触底或回升: 电解液产业链价格率先企稳回升, 钴、锂、负极、正极处于触底阶段, 多环节盈利能力基本见底(详见 2.3 部分)。

3) 低估值: 当下多头部企业因行业遇冷而被杀估值, 处于历史估值区间的底部区域, 随着行业转暖估值将有望上行。

图 10: 新宙邦-PE Band

图 11: 当升科技-PE Band



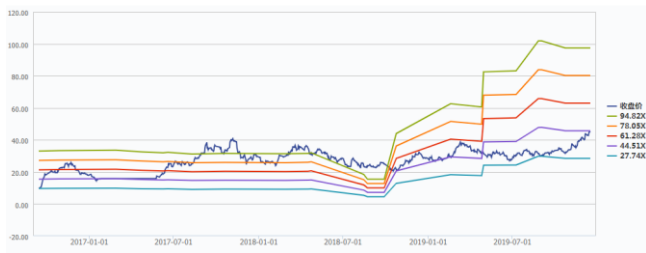
资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截止 2019/12/16)



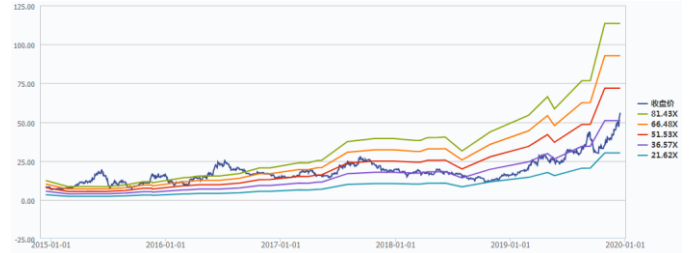
资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截止 2019/12/16)

图 12: 恩捷股份-PE Band

图 13: 亿纬锂能 -PE Band



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截止 2019/12/16)



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截止 2019/12/16)

4) 国际主流车企平台强势布局: 特斯拉、BBAW、比亚迪等国内外车企巨头的新增车型供给有望助推需求, Tesla 中国工厂年底投产, 大众 MEB、奔驰 EVA、雷诺-日产-三菱联盟相继投放上市对行业利好催化。

5) 电动车的公募持仓比例历史最低水平。从 2019Q3 情况来看, 各细分板块龙头企业的持仓比例相对较低, 处于历史低位水平。

表 6: 2019Q3 新能源汽车各细分行业核心标的的公募基金持仓情况

	公司名称	股票代码	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q3 环比	2019Q3 同比
钴	华友钴业	603799.SH	9.78%	14.4%	9.38%	4.91%	2.55%	6.55%	9.26%	2.71%	-0.13%
	道氏技术	300409.SZ	6.60%	10.0%	5.64%	5.56%	3.91%	1.29%	0.00%	-1.29%	-5.64%
	寒锐钴业	300618.SZ	10.15%	13.1%	9.64%	7.60%	2.47%	11.29%	17.54%	6.25%	7.90%
	格林美	002340.SZ	4.55%	6.2%	4.43%	4.47%	2.52%	5.30%	1.31%	-3.98%	-3.11%
锂	天齐锂业	002466.SZ	11.76%	16.1%	10.47%	7.48%	3.41%	5.65%	2.93%	-2.72%	-7.55%
	赣锋锂业	002460.SZ	10.84%	9.4%	3.67%	5.96%	3.36%	5.68%	4.59%	-1.09%	0.92%
	雅化集团	002497.SZ	3.91%	4.4%	1.32%	0.61%	0.00%	0.48%	0.00%	-0.48%	-1.32%
	江特电机	002176.SZ	2.57%	3.6%	1.99%	3.38%	0.97%	1.71%	0.88%	-0.84%	-1.11%
	融捷股份	002192.SZ	4.12%	5.0%	0.00%	0.97%	1.12%	0.37%	0.00%	-0.37%	0.00%
正极	杉杉股份	600884.SH	4.76%	14.3%	4.60%	7.70%	1.81%	3.42%	0.84%	-2.58%	-3.76%
	当升科技	300073.SZ	1.29%	17.5%	4.54%	22.58%	6.21%	7.05%	2.97%	-4.08%	-1.57%

负极	璞泰来	603659.SH	2.29%	36.0%	11.75%	10.48%	4.01%	9.17%	4.81%	-4.36%	-6.93%
	中科电气	300035.SZ	0.00%	0.2%	0.00%	0.02%	0.00%	0.46%	0.00%	-0.46%	0.00%
	杉杉股份	600884.SH	4.76%	14.3%	4.60%	7.70%	1.81%	3.42%	0.84%	-2.58%	-3.76%
电解液	天赐材料	002709.SZ	9.50%	20.1%	2.04%	18.31%	3.25%	13.14%	10.02%	-3.12%	7.98%
	石大胜华	603026.SH	0.00%	1.4%	2.82%	3.32%	2.75%	6.75%	2.85%	-3.90%	0.03%
	新宙邦	300037.SZ	5.04%	28.2%	14.93%	34.11%	9.99%	21.69%	15.71%	-5.98%	0.78%
	江苏国泰	002091.SZ	0.00%	0.4%	0.00%	1.80%	0.00%	0.29%	0.00%	-0.29%	0.00%
	多氟多	002407.SZ	1.28%	2.5%	1.71%	2.46%	2.99%	4.30%	2.49%	-1.81%	0.78%
	天际股份	002759.SZ	0.00%	0.1%	0.00%	0.04%	1.72%	2.08%	0.00%	-2.08%	0.00%
	星源材质	300568.SZ	5.25%	18.0%	2.35%	9.79%	5.95%	9.73%	14.81%	5.08%	12.45%
隔膜	沧州明珠	002108.SZ	0.38%	0.2%	0.00%	0.61%	0.00%	0.18%	0.00%	-0.18%	0.00%
	恩捷股份	002812.SZ	4.45%	11.4%	6.86%	18.65%	9.99%	15.06%	2.52%	-12.54%	-4.34%
	宁德时代	300750.SZ	0.00%	4.5%	14.25%	21.17%	9.97%	5.29%	3.39%	-1.89%	-10.85%
动力电池	国轩高科	002074.SZ	0.71%	2.1%	0.08%	2.28%	3.03%	2.87%	1.26%	-1.61%	1.18%
	亿纬锂能	300014.SZ	1.33%	9.9%	3.33%	11.41%	12.59%	27.27%	10.56%	-16.71%	7.23%
	鹏辉能源	300438.SZ	2.04%	0.9%	0.00%	0.68%	4.24%	1.24%	0.00%	-1.24%	0.00%
	欣旺达	300207.SZ	5.47%	13.0%	7.69%	18.34%	10.36%	22.40%	14.94%	-7.46%	7.25%
	比亚迪	002594.SZ	0.59%	2.8%	1.97%	6.81%	3.45%	6.06%	0.64%	-5.42%	-1.33%
	先导智能	300450.SZ	30.46%	30.2%	16.01%	27.20%	17.83%	21.20%	8.11%	-13.09%	-7.90%
锂电设备	赢合科技	300457.SZ	10.09%	9.9%	10.73%	13.64%	6.40%	9.91%	3.27%	-6.64%	-7.45%
	科恒股份	300340.SZ	6.97%	3.6%	0.00%	1.60%	1.64%	0.75%	0.00%	-0.75%	0.00%
	星云股份	300648.SZ	5.18%	1.0%	2.10%	3.08%	0.51%	2.45%	0.00%	-2.45%	-2.10%
	大洋电机	002249.SZ	0.00%	2.6%	0.00%	2.04%	0.67%	2.41%	0.05%	-2.36%	0.05%
电机电控	江特电机	002176.SZ	2.57%	3.6%	1.99%	3.38%	0.97%	1.71%	0.88%	-0.84%	-1.11%
	长鹰信质	002664.SZ	0.19%	0.4%	0.00%	0.20%	0.00%	0.17%	0.00%	-0.17%	0.00%
	方正电机	002196.SZ	0.58%	0.7%	0.58%	1.18%	0.80%	0.04%	0.00%	-0.04%	-0.58%
	汇川技术	300124.SZ	8.31%	14.3%	10.38%	16.30%	8.30%	15.61%	8.02%	-7.59%	-2.35%
	蓝海华腾	300484.SZ	0.00%	0.1%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	卧龙电驱	600580.SH	0.79%	2.0%	0.66%	1.99%	0.66%	2.53%	0.16%	-2.37%	-0.50%
	麦格米特	002851.SZ	0.95%	12.0%	10.25%	17.99%	11.60%	19.41%	6.74%	-12.67%	-3.51%
	比亚迪	002594.SZ	0.59%	2.8%	1.97%	6.81%	3.45%	6.06%	0.64%	-5.42%	-1.33%
整车	北汽蓝谷	600733.SH	0.00%	0.0%	0.00%	0.43%	0.00%	2.39%	0.00%	-2.39%	0.00%

资料来源：Wind、国海证券研究所

细分龙头受长线资金青睐。就个股而言，2019Q3 持股比例较高的个股为寒锐钴业 17.54%，新宙邦 15.71%，欣旺达 14.94%，星源材质 14.81%，亿纬锂能 10.56%，天赐材料 10.02%，华友钴业 9.26%，先导智能 8.11%，持股比例高的基本为各细分行业的龙头企业，而卡位相对靠后的企业受多数被旁落，说明随着行业集中度进一步提升及 A 投资风格向价值方向转换，龙头将会有溢价，受资金青睐。

表 7：2019Q3 新能源汽车公募基金持仓居前的核心标的

公司名称	股票代码	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q3环比	2019Q3同比
寒锐钴业	300618.SZ	10.15%	13.10%	9.64%	7.60%	2.47%	11.29%	17.54%	6.25%	7.90%
新宙邦	300037.SZ	5.04%	28.20%	14.93%	34.11%	9.99%	21.69%	15.71%	-5.98%	0.78%
欣旺达	300207.SZ	5.47%	13.00%	7.69%	18.34%	10.36%	22.40%	14.94%	-7.46%	7.25%
星源材质	300568.SZ	5.25%	18.00%	2.35%	9.79%	5.95%	9.73%	14.81%	5.08%	12.45%
亿纬锂能	300014.SZ	1.33%	9.90%	3.33%	11.41%	12.59%	27.27%	10.56%	-16.71%	7.23%
天赐材料	002709.SZ	9.50%	20.10%	2.04%	18.31%	3.25%	13.14%	10.02%	-3.12%	7.98%
华友钴业	603799.SH	9.78%	14.40%	9.38%	4.91%	2.55%	6.55%	9.26%	2.71%	-0.13%
先导智能	300450.SZ	30.46%	30.20%	16.01%	27.20%	17.83%	21.20%	8.11%	-13.09%	-7.90%
汇川技术	300124.SZ	8.31%	14.30%	10.38%	16.30%	8.30%	15.61%	8.02%	-7.59%	-2.35%
麦格米特	002851.SZ	0.95%	12.00%	10.25%	17.99%	11.60%	19.41%	6.74%	-12.67%	-3.51%
璞泰来	603659.SH	2.29%	36.00%	11.75%	10.48%	4.01%	9.17%	4.81%	-4.36%	-6.93%
赣锋锂业	002460.SZ	10.84%	9.40%	3.67%	5.96%	3.36%	5.68%	4.59%	-1.09%	0.92%
宁德时代	300750.SZ	0.00%	4.50%	14.25%	21.17%	9.97%	5.29%	3.39%	-1.89%	-10.85%
赢合科技	300457.SZ	10.09%	9.90%	10.73%	13.64%	6.40%	9.91%	3.27%	-6.64%	-7.45%
当升科技	300073.SZ	1.29%	17.50%	4.54%	22.58%	6.21%	7.05%	2.97%	-4.08%	-1.57%
天齐锂业	002466.SZ	11.76%	16.10%	10.47%	7.48%	3.41%	5.65%	2.93%	-2.72%	-7.55%
石大胜华	603026.SH	0.00%	1.40%	2.82%	3.32%	2.75%	6.75%	2.85%	-3.90%	0.03%
恩捷股份	002812.SZ	4.45%	11.40%	6.86%	18.65%	9.99%	15.06%	2.52%	-12.54%	-4.34%

资料来源: Wind、国海证券研究所

行业集中度与龙头市占率较高的行业的配置较高。2019Q3 各细分板块中持仓比例从高到低的顺序为钴（7.03%）>隔膜（5.78%）>电解液（5.18%）>动力电池（4.4%）>锂电设备（2.85%）>正极（1.9%），其中比例最高为上游资源钴，其次为隔膜。经过约两年的充分竞争，较多的细分行业的竞争格局相对清晰，头部企业投资凸显。从现有的行业集中度来看，大体而言，动力电池、隔膜>电解液、资源>负极、设备>正极。就头部企业市占率而言，宁德时代>恩捷股份>天赐材料(新宙邦)>璞泰来>当升科技等。

表 8: 2019Q3 新能源汽车各细分行业的公募基金持仓情况

细分行业	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q3环比	2019Q3同比
钴	7.77%	10.93%	7.27%	5.64%	2.86%	6.11%	7.03%	0.92%	-0.24%
隔膜	3.36%	9.86%	3.07%	9.68%	5.31%	8.32%	5.78%	-2.55%	2.71%
电解液	2.64%	8.78%	3.58%	10.01%	3.45%	8.04%	5.18%	-2.86%	1.60%
动力电池	1.56%	5.04%	4.06%	8.69%	6.24%	9.38%	4.40%	-4.98%	0.34%
锂电设备	13.18%	11.17%	7.21%	11.38%	6.59%	8.58%	2.85%	-5.73%	-8.58%
电机电控	1.67%	4.47%	2.98%	5.38%	2.88%	5.23%	1.98%	-3.25%	-1.00%
正极	3.03%	15.91%	4.57%	15.14%	4.01%	5.23%	1.90%	-3.33%	-2.67%
负极	2.35%	16.85%	5.45%	6.06%	1.94%	4.35%	1.88%	-2.47%	-3.57%
锂	6.64%	7.69%	3.49%	3.68%	1.77%	2.78%	1.68%	-1.10%	-1.81%
整车	0.30%	1.40%	0.98%	3.62%	1.73%	4.22%	0.32%	-3.91%	-0.67%

资料来源: Wind、国海证券研究所

2、2020 年全球共振迎行业拐点

在新能源汽车投资体系中，对行业有重要影响的主要变量有**政策、销量与价格**。针对 2019 年国内新能源汽车不达预期的现状，未来或有利好政策刺激需求，但综合而言，政策边际影响已弱化。从全球新能源产业链的现状来分析，我们判断，2020 年将是供给驱动需求的全球共振的重要时点。而产品价格受供需格局影响，产业链产品价格基本处于相对低位，已逐步企稳状态，未来可以凭借龙头企业的产业规模、技术升级等优势达成降本增效的目的。总体来说，未来需求的高速增长是拉动产品价格上涨与刺激板块行情核心要素。

图 14: 新能源汽车行业关键影响变量



资料来源：国海证券研究所

2.1、政策护航：欧洲碳排放趋严+双积分政策护航

政策拖底，需求将回归本源：政策对行业的影响是绕不开的重要因素，但其影响力逐渐弱化，逐步回归市场化阶段。

全球开启燃油车计划，大力助推新能源汽车的驱动力。环保压力以及化石能源危机助推各国政府与城市发展新能源汽车，根据 ICET 的资料显示，多个国家及城市提出禁售燃油车的时间表，早者如挪威、巴黎、雅典等在 2025 年将实现燃油车的禁售计划，晚者如英国、法国、中国台湾等地在 2040 年将实现燃油车的禁售计划，新能源汽车的产业替代存巨大空间。

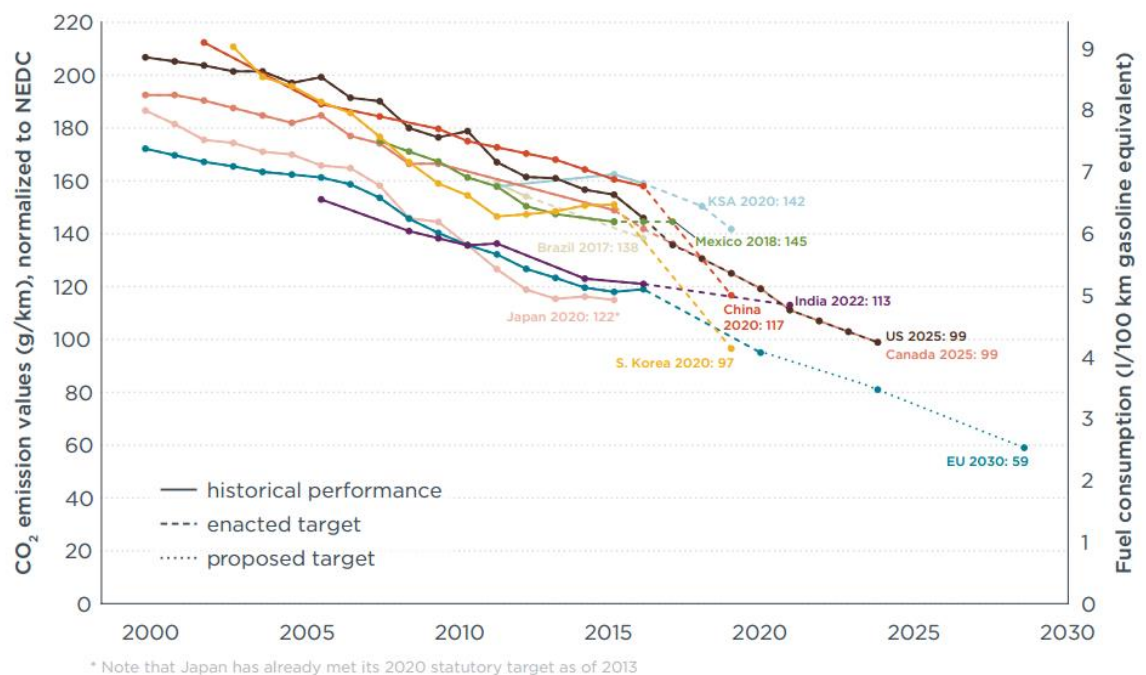
表 9: 全球多个国家/城市燃油车禁售计划

“禁燃”区域	提出时间	提出方式	禁售时间	禁售范围
荷兰	2016	议案	2030	汽油/柴油乘用车
挪威	2016	国家计划	2025	汽油/柴油车
巴黎、马德里、雅典、墨西哥城	2016	市长行动协议	2025	柴油车
美国加州	2018	政府法令	2029	燃油公交车
德国	2016	议案	2030	内燃机车
法国	2017	官员口头表态	2040	汽油/油车
英国	2018	官员口头表态交通部门战略	2040	汽油/柴油车
英国苏格兰	2017	政府文件	2032	汽油/柴油车
印度	2017	官员口头表态	2030	汽油/柴油车
中国台湾	2017	政府行动方案	2040	汽油/柴油车
爱尔兰	2018	官员口头表态	2030	汽油/柴油车
以色列	2018	官员口头表态	2030	进口汽柴油乘用车
意大利罗马	2018	官员口头表态	2024	柴油车
中国海南	2018	官员口头表态和政府规划	2030	汽油/柴油

资料来源：ICET，国海证券研究所

欧洲碳排放严格，驱动欧洲车企强力布局。欧洲、美国、日本等第对汽车碳排放提出明确要求，其中欧洲最为严格、车企压力最大，要求规定，2021年二氧化碳排放要求低于95g/km，2030年要求低于59g/km。2018至2030年年均降幅为3.2%，但2018-2021年年均降幅7.6%。因此，为了应对趋严的碳排放标准，近几年欧洲车企将会大力拓展电动车业务，从BBAW等车企的电动车车型供给上可以得到有力印证。

图 15：全球碳排放法规比较



资料来源：ICCT，国海证券研究所

双积分政策托底，长期规划护航。2019年7月9日，工信部发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》(征求意见稿)(简称双积分政策)，核心在于：2021/2022/2023年比例分别为14%/16%/18%，对新能源汽车的销量约束力相对较小。但对于燃油积分压力增大，传统车的负积分需要通过新能源汽车积分进行平衡，此政策将会驱动传统车企转型布局电动车的动力。

顶层设计护航新能源汽车产业，2025年占比达到25%左右。2019年12月3日，工信部正式发布《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》征求意见稿显示，到2025年新能源汽车市场竞争力明显提高，动力电池、驱动电机、车载操作系统等关键技术取得重大突破。新能源汽车新车销量占比达到25%左右，智能网联汽车新车销量占比达到30%，高度自动驾驶智能网联汽车实现限定区域和特定场景商业化应用。2019年1-10月新能源车销售94.7万辆，仅占同期国内汽车总销量2065.2万辆的4.6%，未来市场空间巨大。

2.2、全球销量：供给共振驱动需求，预期40%增长

从特斯拉引领全球掀起电动化浪潮，到传统车企巨头BBAW布局各大新能源汽车平台，再到丰田、本田、日产、现代等巨头已强力加码电动车业务，目前处于海外快速拓展期，未来3~5年海外需求是全球增长的重点。而国内在较高补贴的驱动下，之前新能源汽车增速较高，从2019年始，补贴退坡幅度较大，致使2019年销量承压，目前已经入少补贴时段，销量增速也将逐步步入合理水平(我们预计yoy+30%增长)。

2.2.1、供给端：海外车企强势布局，提速全球电动化

从供给端来看，车型日益丰富化将有力助推需求。**外资企业+合资企业+自主品牌+造车新势力多方角逐、强势加码**，2020年新能源汽车有效供给将大幅增长。目前，外资车企明显提速新能源汽车领域的布局，合资品牌已有20多款新能源新车上市，大部分车型定位于中高端新能源车市场，主力车型是中级轿车和SUV车型。总体来看，大部分合资品牌选择了从PHEV车型切入中国新能源车市场，逐步实现PHEV、EV、REEV等多方向布局。

目前诸多外资品牌强势布局，众多车型陆续将推出，同时互联网造车势力的加入，增添了新鲜血液，有望助推需求端的高质高量增长。整体而言，市场上的爆款车型(例如，特斯拉Model 3)相对较少，同时伴随补贴调整，未来竞争相对激烈，亟待车企巨头与爆款车型引领行业。

海外车企巨头强势打造平台化战略：“平台化”概念目前已经广泛的应用在车企设计生产汽车的过程中。汽车平台可以尽量使用相同生产线，降低生产制造成本。基于同一平台也可以提高新车型开发效率，缩短研发周期。电动汽车平台是指从电动汽车的自身产品特点出发，构建的电动汽车设计方法、制造设备、生产工艺以及电池、电机、电控等核心零部件及质量控制的一整套体系。

大众 MEB、奔驰 EVA、宝马 FAAR/CLAR、雷诺-日产-三菱联盟相继投放上市对行业利好催化。例如，宝马计划在 2023 年推出 25 款新能源车型，其中超过 50% 为纯电动，并计划在 2 年内纯电动车型数据提升至 5 款；预计从 2019 至 2025 年，电动车销量保持 30% 增速。宝马旗下电动车生产主要集中在 CLAR 与 FAAR 平台，i3 已在 CLAR 平台生产。

表 10: 国际主流车企下一代电动汽车平台对比分析

企业 / 联盟	平台	车型	上市时间
大众	MEB	紧凑型两厢车、SUV、MPV等	2020年
BMW	CLAR/FAAR	两厢车、SUV等	2019年
奔驰	EVA	两厢车、SUV等	2019年
奥迪—保时捷	PPE	轿车、SUV等	2022年
雷诺 - 日产 - 三菱联盟	——	紧凑型两厢车、SUV等	2020年

资料来源：《科学管理研究》，BMW 演示材料，国海证券研究所

海外车企巨头加速新能源汽车：欧美、日韩等国的车企巨头在加速布局新能源汽车，其中，特斯拉仍坚持纯电动车，横向拓展到皮卡等领域，大众与宝马均衡发展纯电动与插电混动车，由于欧美地区的电池产业基础较为薄弱，其供应商主要来自于日韩企业。

表 11: 部分欧美车企布局电动车型情况

车企	品牌	车型		上市时间
特斯拉	Tesla	Model R (Gen2)	BEV	2018
	Tesla	Model 3 (Crossover)	BEV	2019
	Tesla	Model Y (皮卡)	BEV	2019
	Tesla	Model 3 (ports)	BEV	2020
福特	Ford	Code "C240" Energi	PHEV	2018
	Ford	Focus Electric Gen2	BEV	2018
大众	VW	Phidon	PHEV	2018
	VW	I.D.	BEV	2020
	Porsche	Mission E	BEV	2019
	VW	Teraont	PHEV	2020
	VW	Lavida	BEV	2020
	VW	Polo	BEV	2020
	Audi	Q5L e-tron	BEV	2020
	VW	E-Up! 2nd Gen.	BEV	2021
	VW	E-Golf 2ndGen.	BEV	2021
宝马	BMW	i3 2nd Gen.	BEV	2018
	BMW	5rive40e	PHEV	2018
	ZINORO	ZINRO 60H	PHEV	2018
	BMW	Mini BEV	BEV	2019
	BMW	X3 BEV	BEV	2020
	BMW	Inext	BEV	2021
	BMW	740eLe	PHEV	2021
戴姆勒	Mercedes	EQ	BEV	2019

资料来源：特斯拉、大众、福特、宝马、戴姆勒官网，国海证券研究所

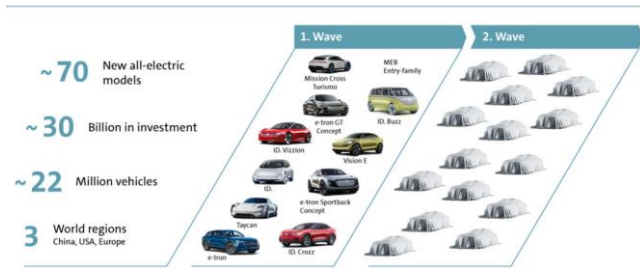
就车企而言，以大众为例，集团规划平台未来 10 年销量，预计至 2029 年推出 75 款 EV+60 款 PHEV 车型，计划将生产 2200 万辆电动车，将预计 2019/2020/2025 年集团销量的纯电动车电动化率分别为 1%/4%/20%，分别对应约 10/40/300 万辆。我们认为，特斯拉与大众是目前电动化推进最为优质的两大车企。

大众：推出全新电动汽车 MEB 平台。电动化是大众汽车集团未来最核心的战略基石之一。MEB 平台项目将为满足未来中国和欧洲的油耗法规要求，在同一平台上至少投放 10 款车型，2020~2018 年目标销量 640 万辆，产能划分是中国 65%，波兰 35%。MEB 平台已经落户一汽-大众佛山工厂。基于 MEB 平台可以衍生出纯电动紧凑型两厢车、SUV 和 MPV 等车型。其中首款纯电汽车 I.D.在 2019 年 11 月量产，预计 2020 年进行销售。

图 16: 大众汽车电动汽车规划

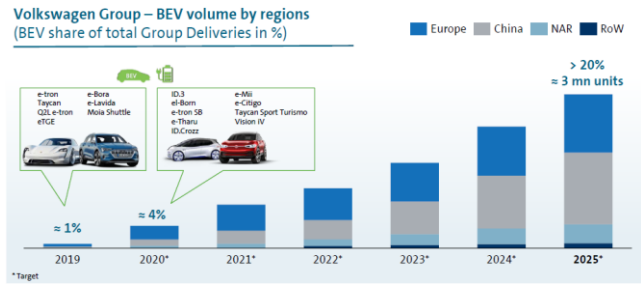
图 17: 大众汽车 2019~2025 电动化率目标

VOLKSWAGEN RELIES ON E-MOBILITY – AS CONSISTENTLY AS NO ONE ELSE



资料来源：大众官网，国海证券研究所

Significant increase in BEV deliveries will support CO₂ compliance

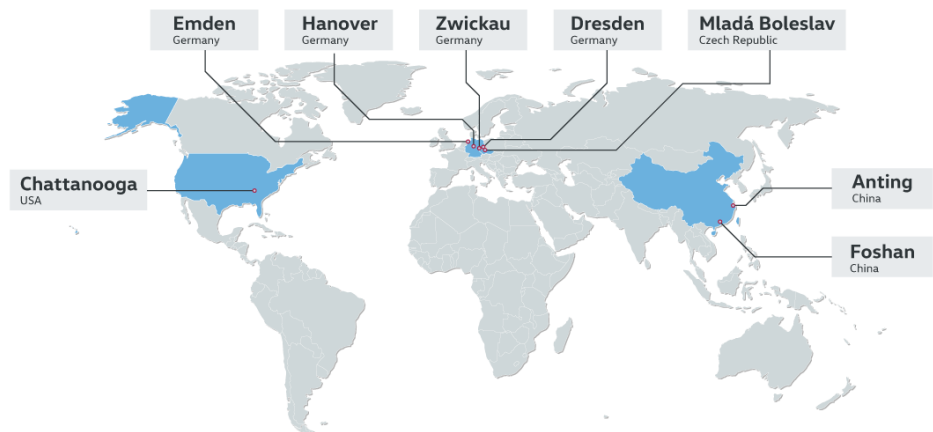


资料来源：大众官网，国海证券研究所

大众计划全球运营 8 个 MEB 工厂。大众汽车将在其查塔努加工厂投资 8 亿美元，查塔努加的第一款电动汽车将于 2022 年下线。通过选择查塔努加，大众汽车将在三大洲建立工厂，并将在此基础上制造基于新型模块化电驱工具包 (MEB) 的车辆。在德国的 Zwickau 工厂计划于 2019 年底开始生产紧凑型 ID。该公司在 Emden 和 Hanover 的工厂将来还将生产电动汽车。将与 Zwickau 一起组成欧洲最大的电动汽车生产联盟。

图 18: 大众计划在全球于 2022 年前建造 8 座 MEB 工厂

MEB AT 8 SITES ON 3 CONTINENTS BY 2022



资料来源：大众官网，国海证券研究所

大众集团中国工厂：目前大众在中国安亭/上海和佛山也有两个 MEB 工厂正在筹建中，计划于 2020 年开始生产。安亭工厂位于上海大都市以西约 30 公里处，计划年产能为 30 万辆。它将生产上汽大众的各种新型纯电动汽车，包括中型和大型纯电动 SUV 以及电池系统。第一辆汽车将在 2020 年推出，是大众 SUV。

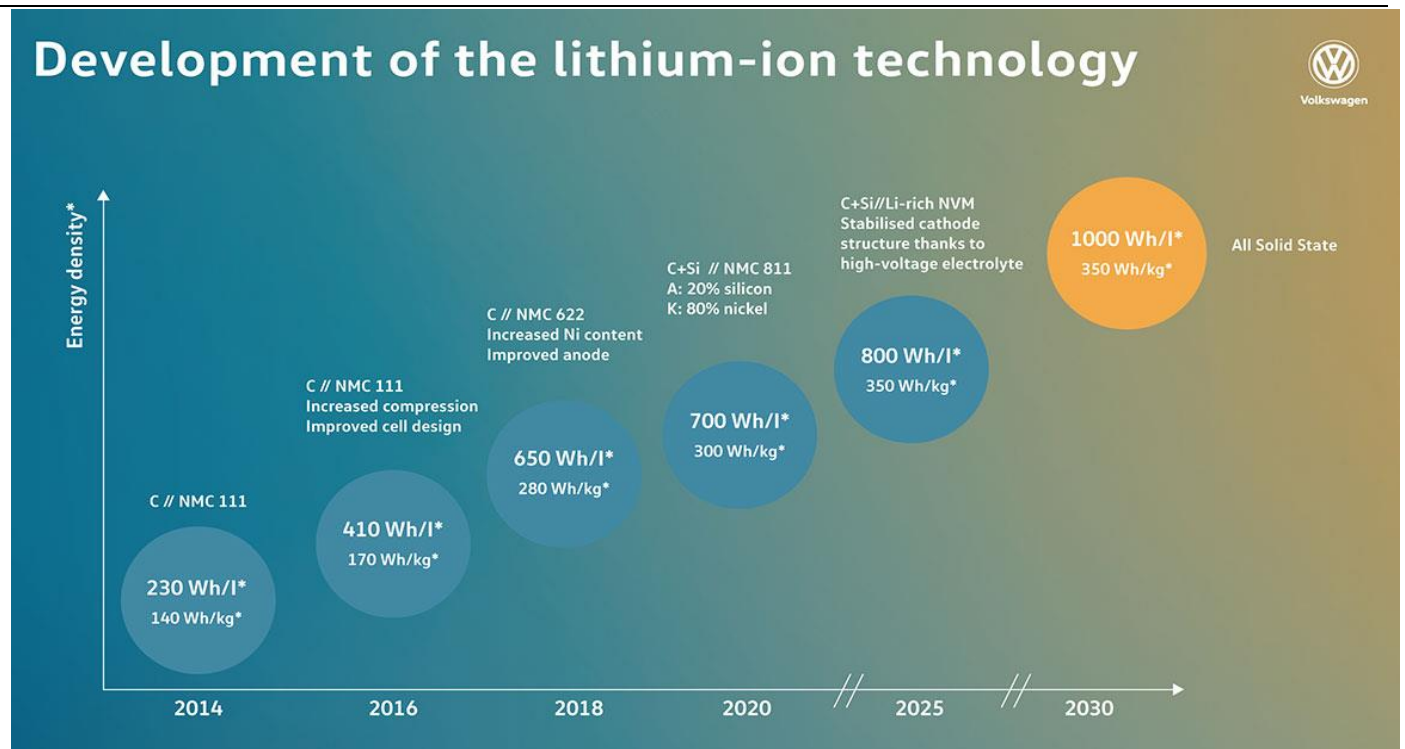
图 19: 中国首个 MEB 平台落户于上海安亭



资料来源：大众官网，国海证券研究所

大众锂电池的应用规划：从材料体系来看，正极材料从 NMC111 → NMC622 → NMC811 → 富锂材料，高镍趋势明显；负极从石墨 → 石墨/硅（20%）；高电压电解液体系等多方面发展。大众锂电池的应用体系的能量密度从 140 → 170 → 280 → 300 → 350 Wh/kg 逐级提升，最终在锂电池体系中将会采用全固态电池体系，基本上与各大动力电池企业的规划相一致。但需要说明的是，兼顾安全性、成本、性能及验证周期等多因素，电池技术的更新升级是相对缓慢的一个过程，使得动力电池龙头企业在二级市场会存在溢价效应。

图 20：大众锂电池发展规划



资料来源：大众官网，国海证券研究所

日韩车企也对未来车型进行布局，例如本田、丰田、日产等车企的车型主要车型

集中在 2018 年推出，配套的电池供应商主要来自于日本的 panasonic、AESC 以及韩国的 LGC，具有较强的配套基础。此外，以丰田为例，2019 年 6 月，丰田宣布将与宁德时代、比亚迪等汽车电池制造商合作。2019 年 11 月 7 日，丰田汽车公司与比亚迪股份有限公司签订合资协议。新公司将于 2020 年在中国正式成立，丰田与比亚迪各出资 50%。未来海外企业将加速与国内企业的深度合作，深化电动车布局。

表 12: 部分日韩主流车企布局电动车型情况

车企	品牌	车型		上市时间	电池供应商
丰田	Toyota	China (Levin, Corolla) PHV	PHEV	2018	Panasonic
	Toyota	Toyota New EV	BEV	2018	Panasonic
本田	Honda	Clarity EV	BEV	2018	Panasonic
	Honda	Clarity PHEV	PHEV	2018	Panasoni
	Honda	New BEV	BEV	2021	LGC
	Honda	New BEV next	BEV	2024	BEC
日产	Nissan	Serena e-power PHEV	PHEV	2018	AESC
	Nissan	Essence type	PHEV	2018	AESC
	Nissan	Leaf Gen2 60kWh	BEV	2019	AESC
现代	Hyundai	Ioniq PHEV	PHEV	2018	LGC
其它	Mazda	Mazda New EV (for US)	EV	2018	Panasonic
	Subaru	Subal New EV (for US)	BEV	2020	Panasonic

资料来源：丰田、本田、日产、现代、马自达、斯巴鲁官网，国海证券研究所

造车新势力面临。针对 00 后等新生代的需求升级，由 BATJ 为代表的互联网巨头注资参股的蔚来、拜腾、威马、小鹏等众多智能互联车企，更加注重客户体验的性需求，将助推电动车产品进阶更高层级，互联互通的全球化概念值得长期关注。

表 13: 造车新势力部分未上市车型

企业	品牌	车型定位	NEDC 续航里程 (km)
蔚来	ET7	轿车	--
小鹏	P7	轿跑	600
威马	7系轿车	轿车	700
合众	哪吒 U	SUV	500
天际	ME-5	SUV	--
奇点	IC3	电动微型车	300 以上
	IM8	MPV	--
拜腾	M-Byte	轿车	520
华人运通	HiPhi 1	SUV	600
新特	DEV Lite	SUV	150
	GEV	SUV	400
爱驰	RG	跑车	1200
赛麟	迈迈	A0 级微型电动车	305

资料来源：汽车商业评论，国海证券研究所

造车新势力竞争恶化，加速洗牌。造车新势力的优势在于产品的用户体验，销售方式和车辆的外在和内在的设计。然而，严重的同质化或将会使其推出市场，造车新势力务必优化各种资源，加速量产落地，才有可能摆脱目前进退两难的窘境。但整体来看，国内尚未走出能与传统车企相抗衡的车企。

表 14: 造车新势力最新融资情况

企业	融资时间	融资金额	资金来源	累计融资金额
威马	2019.03	30 亿元	百度领投、太行产业基金、线性资本等参与投资	近 230 亿元
新特	2019.05	未透露	重庆市长寿区相关产业投资基金领投	--
天际	2019.04	20 亿元	大型上市公司领投，政府产业引导基金，产业链上下游资本和专业投资机构跟投	超 65 亿元
零跑	2019.08	3.6 亿美元	金华中车基金投资	18 亿元
理想	2019.08	5.3 亿美元	王兴领投，经纬创投、鹏势资本、蓝驰创投跟投	15.75 亿美元
蔚来	2019.05	100 亿美元，落实待考证	亦庄国投	可查金额 31.62 亿美元
	2019.09	2 亿美元	可转换债券	--
博郡	2019.05	25 亿元，落实中	银鞍资本、盛世投资、中科产业基金、住友商事、宝时得、浦口高校、园兴投资	--
爱驰	2019.05	10 亿元	名驰基金	70 亿元
奇点	2019.05	633 万元	智车优行增资	70 亿元
合众	2019.04	30 亿元	政府产业基金领投、战略投资资本跟投	70 亿元
拜腾	2019.08	5 亿美元	一汽集团和南京市政府旗下产业投资基金等	12.4 亿美元 (C 轮完成后)

资料来源：汽车商业评论，国海证券研究所

综上所述，下游百花齐放、爆款待出：众多车型陆续推出，目前诸多外资品牌强势布局，未来竞争相对激烈，亟待爆款车型引领行业，下游车企的强力加码将有利于助推行业的高速发展。我们看好海外特斯拉、大众等车企巨头引领行业，在鞭策国内车企努力做大做强的同时，也将极大的拉动 LGC、CATL 等电池巨头产业链的投资机会。

2.2.2、需求端：国内触底向上，海外即将放量

国内与海外共振，C 端与 B 端需求有望同步向上。电动车的销量是行业研究与追踪的重点，但预测销量的准确性难度极大，2020 年国内增长主 B 端，海外增长主 C 端，全球共振迎行业拐点向上。1) 国内主 B 端。B 端具有路权、运营成本优势，随着动力电池能量密度提升，里程焦虑弱化，A 级车续航普遍提升至 400km 以后，叠加政策推动，国内在 B 端需求将会在近几年集中投放。未来长期增长重主要在 C 端，在 2019 年销量大幅低于预期的背景下，未来或出台 B 端消费刺激的政策，toB 的刺激。2) 海外主 C 端：个人消费者对电动车的分层较为明显，中高端车型如 Tesla+BBA 等，亲民价车型未来有望来自大众、丰田等巨头。随着欧、美、日韩等巨头的新增大量车型，叠加 C 端占比基数较小，外资与合资品牌有望助推 C 端需求。爆款车型将是推进 C 端需求的重要利器。C 端需求的增长需要平衡成本、性能和智能科技等几个关键要素，依赖于爆款车型的推出，例如特斯拉的多款车型，尤其是相对“亲民价”model 3 的售卖。

表 15: 2015~2019Q3 特斯拉各车型销量情况

车型	单车电量 /kwh	销量/辆						
		2015	2016	2017	2018	2018Q3	2019Q3	YOY
Model S	85	39553	42011	43622	41369	29039	17659	-39%
Model X	85	208	24202	35379	36969	24366	20818	-15%
Model 3	75	0	0	1770	144285	80881	172564	113%
合计	/	39761	66213	80771	222623	134286	211041	60%

资料来源：特斯拉官网，Marklines，国海证券研究所

电动乘用车销量预测及假设前提：销量是对行业发展进行预判最重要指标之一，根据 Marklines、乘联会与 GBII 的销量/装机量数据，同时结合我们对产业理解，我们对全球电动乘用车销量及相应动力电池需求进行预判，并在预测中包含以下几点假设：

电动车方面：1) 全球电动车的增量主要来源于电动乘用车，因此，国外销量以电动乘用车销量做简化代替；商用车与物流车影响较小，因此文中忽略不予考虑。2) 国内销量除了本土车企外，还包括特斯拉与大众 MEB 平台在上海工厂的销量。3) 国外增速相对高于国内，其原因是为应对严苛的碳排放政策，海外布局增强，而国内因补贴下降后，其增速会收到一定压制。**动力电池层面：**1) 单车

带电量提升：主要是电池成本下降、车型升级、EV占比提升以及技术提升等综合影响所致；2）因商用车、物流车的销量增速对整体影响很小，其对应的电池也可看成稳定数值且数值较小（稳定在15~20GWh），文中不做计算与讨论。

2019年国内电动乘用车销量承压，海外增长约20%。结合现有数据与产业基本面，我们判断2019年海外与国内电动乘用车销量增速分别约为20%与-1%，两者同比大幅落后于2018年的51%与82%的增速，但海外显著高于国内；其原因是国内受补贴断崖式退坡影响较大，销量大幅低于预期，为电动车销量增速首次转负。

2020年国内触底向上，海外将明显放量：展望2020年，我们判断国内电动乘用车销量将迎来销量向上拐点，增速同比2019年将均有大幅提升，预期海外与国内（含特斯拉与大众MEB平台）分别为50%与45%，同期国内汽车同比增速为30%，仍较大幅度低于海外，其主要原因一方面放开外资入华，国内车企面临激烈竞争；另一方面，外资车企巨头强势布局，2020~2021年为其强势导入期，预期销量增速明显。

表 16: 全球电动乘用车销量（万辆）及增速预测

电动乘用车		2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	CAGR1	CAGR2
国内车企	销量/万辆	103.2	102	133	166	216	280	364	474	29%	24%
	同比增速/%	82%	-1%	30%	25%	30%	30%	30%	30%	/	/
国产-Tsla	销量/万辆	0	0	12	20	30	40	45	50	/	/
	同比增速/%	0%	0%	0%	67%	50%	33%	13%	11%	/	/
国产-大众 (含MEB)	销量/万辆	0	0	3	8	16	30	60	100	/	/
	同比增速/%	0%	0%	0%	167%	100%	88%	100%	67%	/	/
国内	合计/万辆	103.2	102	148	194	262	350	469	624	33%	29%
	同比增速/%	82%	-1%	45%	31%	35%	34%	34%	33%	/	/
海外	销量/万辆	81.7	98	148	214	300	404	526	684	36%	35%
	同比增速/%	51%	20%	50%	45%	40%	35%	30%	30%	/	/
全球	销量/万辆	184.9	200	295	408	561	755	995	1307	35%	32%
	同比增速/%	67%	8%	47%	38%	38%	34%	32%	31%	/	/

资料来源：乘联会，Marklines，大众、特斯拉官网，国海证券研究所（备注：CAGR1:2020~2025年；CAGR2:2018~2025年）

全球电动乘用车销量预测，7年6倍增长空间：至2025年，我们预期全球电动乘用车的销量为1307万辆，同比2018年184.9万辆有6倍增长空间，期间CAGR为32%。其中，至2025年外海与国内(含国产特斯拉及大众/MEB平台)销量分别为684与624万辆，2020至2025年5年期间的CAGR分别约为36%、33%。

全球电动乘用车对动力电池需求量的预测，7年12倍增长空间：至2025年，我们预期全球电动乘用车对动力电池的需求量为859GWh，同比2018年66.3GWh有12倍增长空间，期间CAGR为44%。其中，至2025年外海与国

内动力电池需求量分别为 456 与 403GWh，2020 至 2025 年 5 年期间的 CAGR 均约为 44%，两者持平。

表 17: 全球电动乘用车的动力电池用量

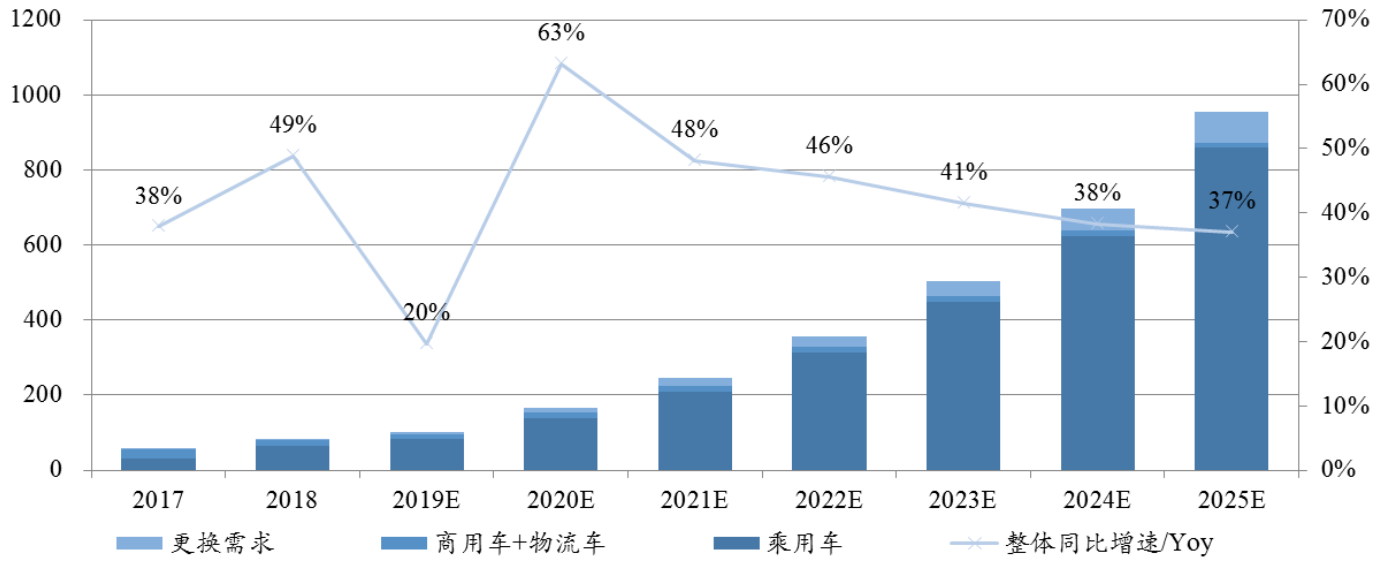
电动乘用车		2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	CAGR1	CAGR2	
国产	国产车企	销量/万辆	103	102	133	166	216	280	364	474	29%	24%
		单车用量/kWh	31.5	37.1	42	46	50	55	59	63	/	/
		同比增速/%	30%	18%	12%	10%	10%	9%	8%	7%	/	/
		电池用量/GWh	32.5	37.9	55	76	108	154	216	300	40%	37%
		同比增速/%	136%	17%	46%	38%	43%	42%	40%	39%	/	/
	国产 /tsla	销量/万辆	0	0	12	20	30	40	45	50	33%	/
		单车用量/kWh	0	0	75	75	75	75	75	75	/	/
		电池用量/GWh	0	0	9	15	22.5	30	33.75	37.5	/	/
		同比增速/%	0	0	/	67%	50%	33%	13%	11%	/	/
	国产 /大众	销量/万辆	0	0	3	8	16	30	60	100	102%	/
		单车用量/kWh	0	0	45	50	55	58	62	65	/	/
		电池用量/GWh	0	0	1.4	4.0	8.8	17	37	65	117%	/
		同比增速/%	0	0	/	196%	120%	98%	114%	75%	/	/
	合计	电池用量/GWh	32	38	66	95	140	201	287	403	44%	43%
		同比增速/%	136%	17%	73%	45%	47%	44%	43%	40%		
	海外	销量/万辆	82	98	148	214	300	404	526	684	36%	35%
单车用量/kWh		41.4	46	50	54	58	61	64	67	/	/	
同比增速/%		23%	10%	9%	8%	7%	6%	5%	4%	/	/	
电池用量/GWh		33.8	45.0	73.6	115	173	247	337	456	44%	45%	
同比增速/%		87%	33%	64%	57%	50%	43%	37%	35%	/	/	
全球	电池总用量 /GWh	66.3	82.9	139	210	312	448	624	859	44%	44%	
	同比增速/%	108%	25%	68%	51%	49%	43%	39%	38%	/	/	

资料来源：乘联会，Marklines，GBII，CIAPS，国海证券研究所（备注：CAGR1:2020~2025 年； CAGR2:2018~2025 年）

根据国内国内商用车与物流车每年大约需求 20GWh 稳定需求，叠加后期随着需求大幅上升后电池更换需求，我们计算出全球电动车对应动力电池的需求量，

全球电动用车对动力电池需求量的预测，7 年 10 倍增长空间：至 2025 年，我们预期全球电动车对动力电池的需求量为 955GWh，同比 2018 年 84.6GWh 有 10 倍增长空间，期间 CAGR 为 42%。全球动力电池需求量稳定、高速增长，随着电池降本增效，在储能领域等其他商用领域将会有历史性机遇，锂电池独角兽及供应链细分龙头迎成长机遇。

图 21: 2017~2022 年全球动力电池需求及增速

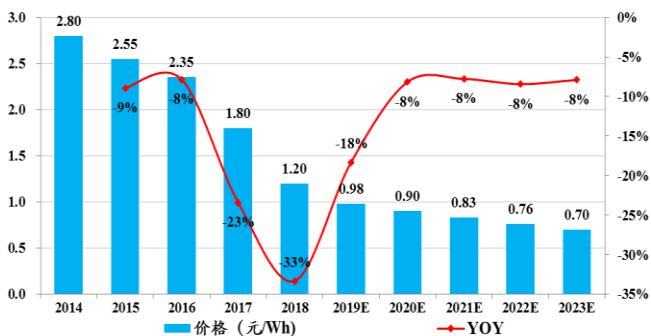


资料来源：GBII, CIAPS, 国海证券研究所

2.3、产品价格：多细分行业产品触底，迎向上拐点

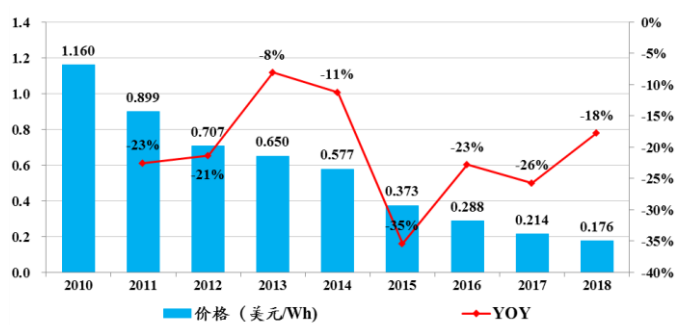
动力电池：价格呈现快速下行趋势，加速电动车平价时代到来。根据 GBII 与 Bloomberg 数据，2014~2018 年国内与海外动力电池价格 CAGR 分别为 -19.1% 与 -25.7%；同期国内价格略低于海外，随着外资电池巨头相继在国内投产，基于原材料的逐步国产化，两者价格有望趋同。同时，我们预测国内动力电池价格在 2023 年将降至 0.7 元/Wh，对应 2019~2023 年 5 年间降幅约为 -10%，将加速电动车 C 端需求的平价时代。

图 22: 国内动力电池系统价格及变化率



资料来源：GBII, 国海证券研究所

图 23: 海外动力电池系统价格及变化率



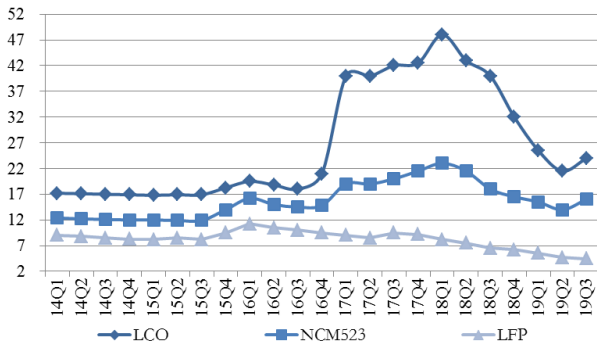
资料来源：Bloomberg NEF, 国海证券研究所

正极材料：三元 (NCM523) 与钴酸锂 (LCO) 价格企稳反弹，磷酸铁锂 (LFP) 持续下行。正极材料属于成本加成的产品，企业赚取的是材料加工费用，其价格变动与原材料有较大的相关性。就钴酸锂与三元材料而言，目前锂、钴价格持续探底，但下行空间非常小，出现价格的反弹。我们判断，在 5G 手机换机潮的影

响下，钴酸锂的需求有望提速，其逻辑较强；三元在电动车预期高增长其需求有望同步提升，但高镍路径成趋势，对钴的拉动相对有限，逻辑相对较弱。总体来说，三元与钴酸锂的价格相对企稳的磨底阶段。我们判断，2020Q2/Q3 将出现钴、锂价格的拐点，将助推三元正极的同步上涨，建议关注相关企业：当升科技、杉杉股份、容百科技；以及上游资源的华友钴业、赣锋锂业、寒锐钴业、天齐锂业。

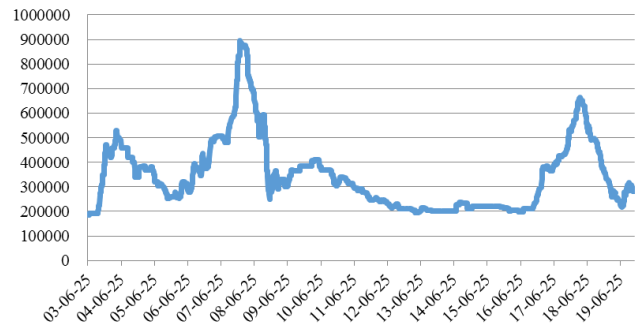
就磷酸铁锂而言，行业仍处于供过于求且动力电池发展的主趋势向三元，但 CATL、BYD 等企业采用 CTP 的电池技术，或助推磷酸铁锂的需求，建议关注磷酸铁锂龙头德方纳米。

图 24: 国内正极材料季度价格 (万元/吨) 变动情况



资料来源: GBII, 国海证券研究所

图 25: 电解钴 (Co99.98) 华南价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

负极材料: 石墨化产能释放助推价格下行。负极材料价格从 2017Q4 开始, 其价格出现持续下行, 整体来看, 人造石墨的价格降速略超天然石墨, 随着行业的石墨化产能的大幅释放, 这一趋势将进一步加强。但头部企业通过整合资源、技术优势, 其盈利能力将会得以保持, 仍会有可观增长。同时, 目前原材料焦炭价格仍处于下行通道, 有利于负极企业降低其原材料成本以期对冲价格下降压力。建议关注石墨化产能释放带动盈利能力提升的头部企业璞泰来、杉杉股份以及星城石墨 (被中科电气收购)。

图 26: 焦炭期货连续结算价 (元/吨)

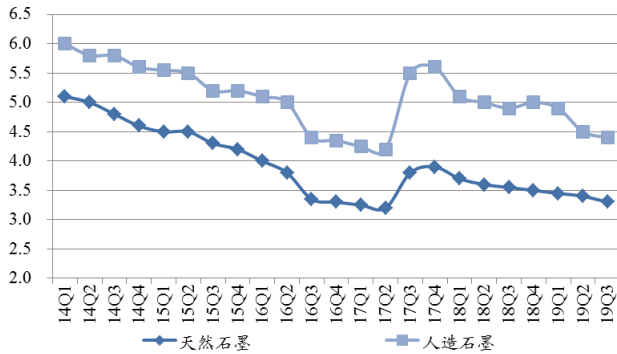


资料来源: Wind, 国海证券研究所

隔膜材料: 仍有降价压力, 但接近尾声。隔膜材料作为资本开支较大、技术门槛

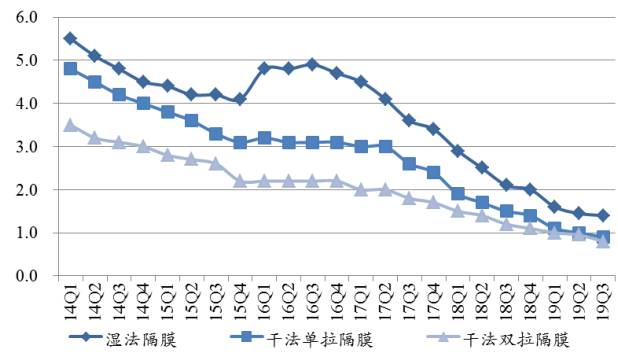
相对较高的电池材料，最后实现国产化，其盈利水平也相对较高。2017、2018年产能大幅释放，行业供过于求，加速产品价格下行。目前来看，价格下降整体接近尾声，头部隔膜企业持续开拓与优化客户结构，提升海外占比，仍然保持相对较为稳健的增长，建议重点关注恩捷股份，以及弹性品种星源材质。

图 27: 国内负极材料季度价格 (万元/吨) 变动情况



资料来源: GBII, 国海证券研究所

图 28: 国内隔膜材料季度价格 (元/平米) 变动情况

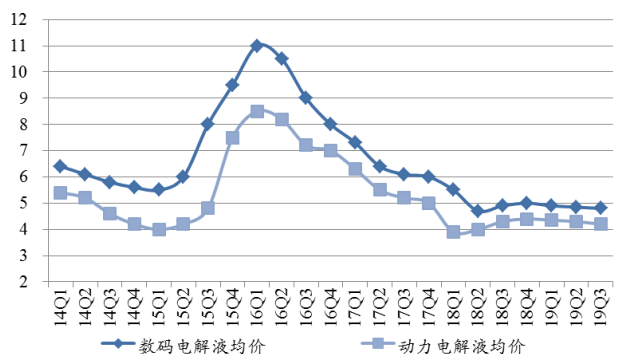


资料来源: GBII, 国海证券研究所

电解液: 价格率先企稳, 或步入向上通道。电解液价格从 2018Q1 见底后, 一直处于底部略有反弹, 是率先企稳的基础材料。我们判断, 随着原材料锂与六氟磷酸锂的价格逐步企稳, 电解液价格有望实现中长期向上。同时, 市场认为电解液是门槛相对较低, 其投资价值未被正视。其实电解液的壁垒在于其配方能力以及关键添加剂制备能力, 建议关注国内电解液龙头企业新宙邦与天赐材料, 前者具备较好的长期阿尔法收益, 目前后者具备周期底部向上的 beta 机会。

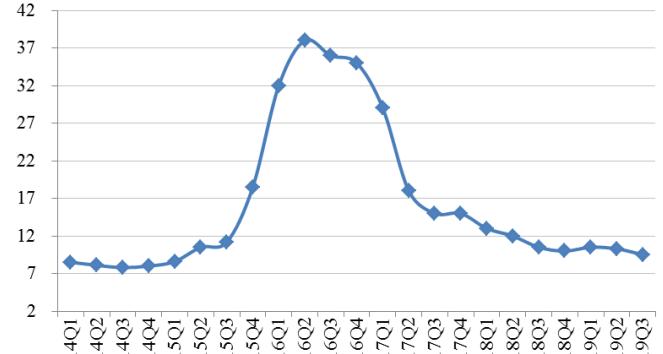
六氟磷酸锂 (6F): 价格底部震荡, 2020Q2 或反转。6F 伴随碳酸锂价格波动起振幅较大, 目前已由 2016Q2 的 38 万元/吨回落到 2019Q3 的 9.5 万元/吨。已经非常接近 7.5 万元/吨的历史低点。2015~2017 年布局的产能在 2018~2019 年逐步释放, 在需求不及预期的情况下, 低端产能逐步被出清, 随着行业转暖, 对 6F 的需求有望复苏, 我们判断, 价格或在 2020Q2 实现反转。建议积极关注具有竞争优势的 6F 龙头天赐材料与多氟多。

图 29: 国内电解液季度价格 (万元/吨) 变动情况



资料来源: GBII, 国海证券研究所

图 30: 国内六氟磷酸锂季度价格 (万元/吨) 变动情况



资料来源: GBII, 国海证券研究所

3、龙头拾级而上：迎布局佳期

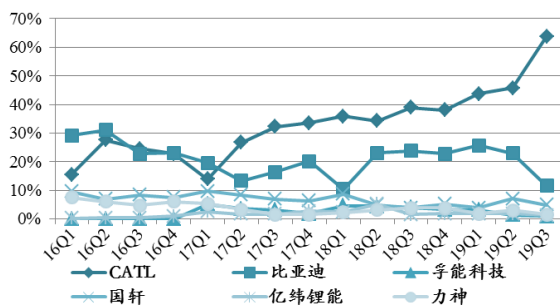
在全球电动化大浪潮的背景下，以锂电池为核心部件的产业链迎来了持续的增量需求。我们认为，新能源汽车投资机会仍将围绕锂电池产业链展开，锂电池产业链将是持续推陈出新的溢价环节，中上游仍将是未来重点投资领域。

3.1、动力电池：宁德时代、LGC 引领行业

3.1.1、国内：宁德时代一家独大

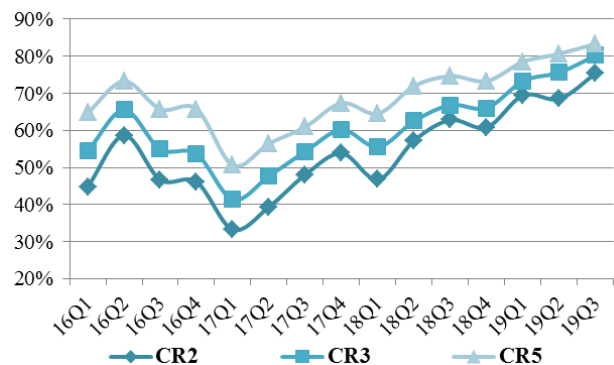
国产动力电池：集中度趋升，宁德时代一家独大。动力电池是所有细分中集中度最高，CR2 从 2017Q1/33% 一直攀升至 2019Q3/75% 的市场份额，集中度高企。其中，宁德时代一家独大，目前在国内市场已超过 60% 的份额，体现其强大的竞争优势。2019 年 11 月 22 日宝马宣布，将宁德时代的电池订单从 2018 年年中宣布的 40 亿欧元增加到 73 亿欧元，合同期限从 2020 年到 2031 年。比亚迪市场份额从高点 2019Q1/26% 降至 2019Q3/12%，其主因是电动车销量低于预期，顺延至动力电池需求承压较大，但目前公司积极开拓外销，未来或有较大改善。此外，建议重点关注在 3C 电池领域的龙头企业亿纬锂能与欣旺达在动力电池领域的后发优势以及相对估值优势。

图 31：国内动力电池行业市占率情况



资料来源：GBII，国海证券研究所

图 32：国内动力电池行业集中度变化趋势



资料来源：GBII，国海证券研究所

国内动力电池产能及产量：根据 GBII 数据显示，截止 2019 年 9 月，CATL、比亚迪、力神、国轩的产能居前，年化产能分别为 56、32、15.6、14GWh，其中 CATL 与比亚迪的产能持续释放。同期亿纬锂能与欣旺达的产能分别为 10.8 与 4GWh，两者仍然在扩产。就产量而言，前三季度 CATL 与比亚迪出货量分别为 26.3 与 10.4GWh，录得行业前二。综合而言，CATL 目前处于一家独大的强势地位，是目前动力电池领域中格局最优企业，而比亚迪的动力电池是否能强势依旧，要视其海外客户开拓进展，亿纬锂能以及欣旺达势头客户拓展迅猛，有望成为黑马。

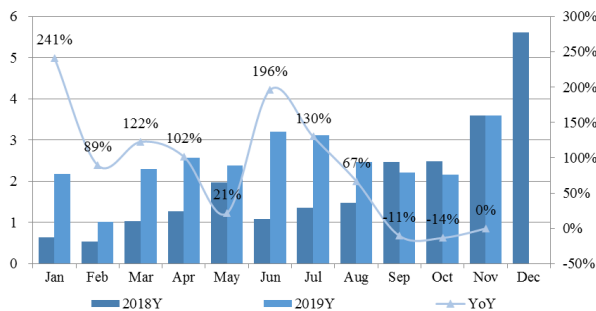
表 18: 部分国内动力电池企业产能及产量情况

企业	产量/GWh			产能/GWh			
	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比	2019Q2	2019Q3	同比	环比
CATL	15.20	26.30	73%	40	56	75%	40%
比亚迪	8.60	10.40	21%	30	32	78%	7%
国轩	2.16	2.80	30%	12	14	30%	17%
比克	1.33	0.60	-55%	8	8	0%	0%
力神	1.38	1.16	-16%	15.6	15.6	56%	0%
孚能科技	1.80	0.93	-49%	6	6	0%	0%
亿纬锂能	1.26	0.90	-29%	10.8	10.8	0%	0%
万向	0.65	0.19	-71%	4	4	33%	0%
欣旺达	0.00	0.53	/	4	4	/	0%

资料来源: GBII, 国海证券研究所

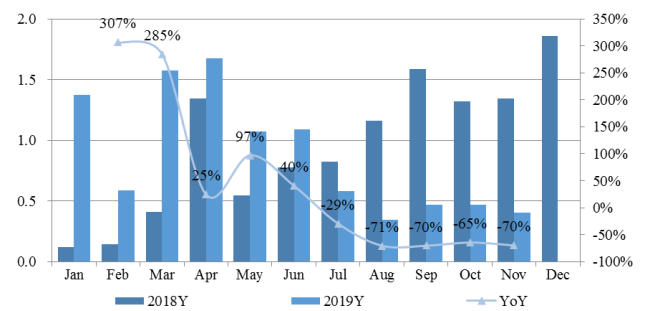
行业集中度进一步提升, 但市占率显著分化。1-11 月, 装机量前十企业市场份额 88.1%, 较 2018 全年提升 5.3pct; 但前 10 仅有一家同比增速下滑, 行业集中度进一步提升。其中, 宁德时代 27.17GWh/yoy+52%, 市场份额 51.6%; 比亚迪 9.63GWh, 同比基本持平, 市场份额 18.3%。就 11 月而言, 动力电池企业 50 家中 30 家装机量同比增速处于负增长, 装机量前十企业中, 5 家同比增速下滑。其中, 宁德时代 3.59GWh, 市场份额 57%, 同比基本持平; 比亚迪 405MWh/yoy-70%, 市场份额由去年 15.11% 下降至 6.44%, 各企业的市占率有所分化。

图 33: 宁德时代动力电池月度装机量/GWh



资料来源: GBII, 国海证券研究所

图 34: 比亚迪动力电池月度装机量/GWh



资料来源: GBII, 国海证券研究所

3.1.2、海外: LGC 占主导地位

海外动力电池企业站主导地位的为客户结构优异、技术实力领先的 LGC、松下、三星与 SK 等一线电池企业, 其中无论从产能规模、客户、产品还是订单等综合分析, LGC 更胜一筹。

LGC 目前配套的车企众多, 涵盖大众、雷诺、戴姆勒、沃尔沃、通用、菲亚特

福特、现代等全球知名车企，单车带电量从 10kWh 的 PHEV 至 100kWh 的 EV 车型均有相应车型。是目前全球最重要的动力电池供应商，随着特斯拉中国工厂投产，其南京乐金工厂的电池将配套国产 Model 3，将会形成新的出货增量。预期 LGC 未来动力电池出货量会持续大幅增长，其产业链供应体系的投资机会凸显。

表 19: LGC 电池主要配套车企及相应车型情况

电池企业	配套车企	车型	单车电量 kwh	累计销量/辆						
				2015	2016	2017	2018	2018M1-9	2019M1-9	YOY
LGC	大众	奥迪 A6	14.1	0	0	0	2735	1739	548	-68%
		Audi e-tron	95	0	0	0	170	0	15262	/
		Panamera	14.1	416	878	3625	6856	6222	3713	-40%
	雷诺	ZOE	22/41-New	17103	21708	31328	39454	24605	35721	45%
	戴姆勒	fortwo	17.6	1388	814	4882	9347	6762	6268	-7%
	沃尔沃	XC90 (Volvo Cars (2011-))	9.2	201	11190	9452	7617	5427	5689	5%
		XC60 (Volvo Cars (2011-))	10.4	0	0	3853	16875	11219	16418	46%
	通用	Chevrolet Bolt	60	0	579	26003	25506	18594	18369	-1%
		Volt	18.4	16873	28291	24758	22861	16907	6518	-61%
	FCA	Pacifica(Chrysler (2009-))	16	0	0	2764	3951	2526	3625	44%
	福特	Focus	23/33.5-New	1585	948	1733	708	694	9	-99%
	现代	Ioniq	28	0	3749	8681	15683	11821	11981	1%
		Kona	60	0	0	0	13725	5505	27585	401%
		Sonata	9.8	0	3000	2254	443	437	288	-34%
Optima		9.8	0	531	4009	4826	3631	3703	2%	

资料来源: Marklines, LGC 及各车企官网, 国海证券研究所

松下: 绑定特斯拉占先机, 后续压力增大。松下电池主要配套企业有特斯拉、大众、戴姆勒、本田、福特等车企, 其中特斯拉因单车电量达占据公司最大销量比例, 松下录得海外电池企业出货量第一的位置。但因松下主供圆柱体 18650 与 21700 的电池型号, 其压力大增。而在少量供货的方形电池领域并不占优势, 随着其核心客户特斯拉在中国工厂将采用 LGC 等的电池巨头, 将会给其带来一定压力。

表 20: 松下电池主要配套车企及相应车型情况

电池企业	配套车企	配套车型	单车电量 /kwh	累计销量/辆						
				2015	2016	2017	2018	2018M1~9	2019M1~9	YOY
松下	特斯拉	Model S	85	39553	42011	43622	41369	29039	17659	-39%
		Model X	85	208	24202	35379	36969	24366	20818	-15%
		Model 3	75	0	0	1770	144285	80881	172564	113%
		合计	/	39761	66213	80771	222623	134286	211041	60%
	大众	Audi A3	8.8	349	10682	10940	6509	5832	598	-90%
	戴姆勒	GL -Class (GLK-Class)	8.7	0	1582	10781	10223	6872	5748	-16%
	本田	Clarity Plug In	17	0	0	898	18602	11967	8651	-28%
	福特	C-MAX	7.6	7591	7957	8140	582	582	0	100%
		Fusion	7.2	9750	15938	9632	8074	5700	6482	14%
		合计	/	17341	23895	17772	8656	6282	6482	3%

资料来源：Marklines，松下及各车企官网，国海证券研究所

三星 SDI：客户结构优异，竞争力出众。目前三星 SDI 的核心客户有宝马、大众、戴姆勒、菲亚特、捷豹等重磅车企，展现其雄厚实力。2019 年 11 月 22 日消息宝马宣布，与三星 SDI 签署了价值 29 亿欧元的电池供应合同，供货时间为 2021 年到 2031 年。

表 21：三星 SDI 电池主要配套车企及相应车型情况

电池企业	配套车企	车型	单车电量 /kwh	累计销量/辆						
				2015	2016	2017	2018	2018M1~9	2019M1~9	YOY
三星 SDI	宝马	2 Series	7.7	0	5652	10102	11735	7961	8017	1%
		3 Series	7.6	0	9416	13769	11070	9172	2252	-75%
		BMW 5 Series	9.2	0	0	9565	22616	14047	12875	-8%
		BMW i8	7.1	5289	3674	1616	2466	1899	1855	-2%
		BMW i3	22 (33-New)	21708	23682	27864	30996	22400	28132	26%
		X5	9	849	11118	10682	7863	7142	480	-93%
		Countryman	7.6	0	0	3731	9033	6073	8256	36%
		小计	/	27846	53542	77329	95779	68694	61867	-10%
	大众	up!	18.7	211	2355	2607	2494	1658	1431	-14%
		Golf	16.4 (35.8-New)	4938	21103	24635	29888	21221	22765	7%
		Audi Q7	7.2	0	3791	3521	3285	2868	677	-76%
		Passat (Santana)	9.9	271	12943	13059	9303	8565	1065	-88%
		小计	/	5420	40192	43822	44970	34312	25938	-24%

资料来源：Marklines，三星 SDI 及各车企官网，国海证券研究所

龙头供应链，未来成长空间巨大：从全球主流电池企业的供应体系来看，四大基础材料的细分龙头都有供货，正极材料龙头有当升科技、杉杉股份、容百科技；负极的璞泰来（子公司为江西紫宸）、杉杉股份；隔膜企业：恩捷股份、星源材质；电解液企业有新宙邦、天赐材料、江苏国泰，上述这些龙头供应企业将会有较大的成长空间，未来可通过持续跟踪标的的海外供应占比来判断其投资机会。

表 22：海外锂电巨头关键材料的供应情况

	正极	负极	隔膜	电解液
CATL	容百、厦钨、巴莫、振华、邦普等	凯金、紫宸、杉杉等	恩捷、捷力、中锂等	天赐材料、江苏国泰、新宙邦等
LG	日亚化学、L&F、户田工业、优美科、巴莫、当升、杉杉等	浦项制铁、贝特瑞、杉杉、紫宸等	旭化成、东丽、星源、恩捷等	LG 化学、三菱韩国旭成、国泰、新宙邦
松下	住友（NCA）、户田工业、日亚化学、优美科等	日立、三菱、贝特瑞、紫宸等	旭化成、东丽、住友、恩捷等	三菱、宇部、江苏国泰、新宙邦等
三星	韩国 L&F、户田工业、优美科、ECOPRO、当升科技等	日立化成、贝特瑞、三菱化学、上海杉杉、紫宸等	旭化成、东丽、SK Celgard 等	三菱化学、国泰、新宙邦、天赐材料（产品验证）
SK	韩国 GS Energy、当升科技等	贝特瑞等	韩国 SK 等	韩国旭成等

资料来源：B3report，各公司公告、招股说明书及官网，国海证券研究所

3.2、三元正极：行业集中度低，高镍产品与海外占比高显溢价

正极材料行业分散度较高，三元材料出货量均有增长：2019Q1~Q3 容百锂电、长远锂科、振华新材料、厦门钨业、当升科技等正极材料的出货量居前，其中当升科技的海外出货占比较高，约为 35~40%；其他几家主要受益于 CATL 需求呈现大幅增长。整体而言，三元正极尤其是高镍材料的应用会呈现加速趋势。

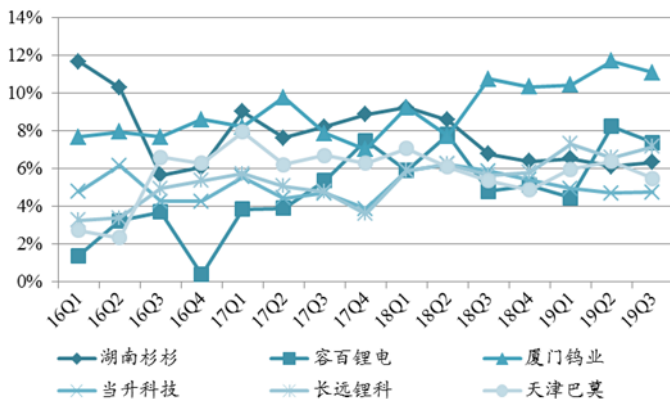
表 23：国内部分正极材料企业前三季度三元材料出货量情况

企业	产量/吨		
	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比
湖南杉杉	8200	8600	5%
湖南瑞翔	2000	1300	-35%
天津巴莫	4300	8800	105%
北大先行	450	1050	133%
厦门钨业	6200	14800	139%
当升科技	9600	10100	5%
长远锂科	9550	17550	84%
容百锂电	9600	18000	88%
新乡天力	4100	7800	90%
振华新材料	7000	16000	129%
格林美	2000	3850	93%
青岛乾运	1500	1820	21%

资料来源：GBII，国海证券研究所

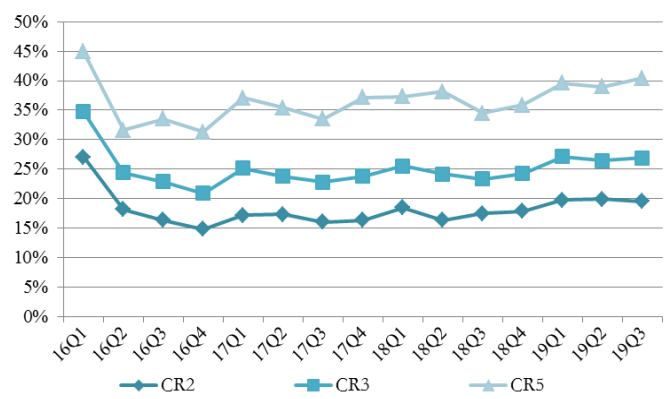
三元正极行业集中度低。正极材料是四大基础材料中集中度最低细分领域，主要是因为原有 3C 正极的格局较为分散所导致。2019Q3 国内三元材料 CR2/CR3/CR5 分别为 20%、27%、40%，行业分散度高，但随着车载电池对正极材料的品质要求日益提升，高端正极材料将会成为各企业的分水岭，我们看好海外供应占比持续提升的当升科技，建议关注具有 3C 钴酸锂材料厚实业务的杉杉股份，其他建议关注 CATL 的优质供应商厦门钨业及容百科技。

图 35：国内 NCM 正极企业市占率情况



资料来源：GBII，国海证券研究所

图 36：国内 NCM 正极集中度变化趋势



资料来源：GBII，国海证券研究所

3.3、电解液：率先企稳或反转向上，龙头盈利弹性大

双料龙头新宙邦与天赐材料：目前国内电解液销量前三的分别为天赐材料（含凯欣）、新宙邦与国泰华荣，前三季度出货量分别为 3.5、2.38 以及 1.55 万吨，同

比分别增长 38%、42%与 25%。前两者保持较高增速的原因是下游动力锂电池业务的快速增长，我们判断两者的核心竞争力将持续保持。值得注意的是，东莞杉杉前三季度电解液的出货量高达 1.35 万吨/yoy+53%，公司电解液业务向好将改善集团的盈利能力。

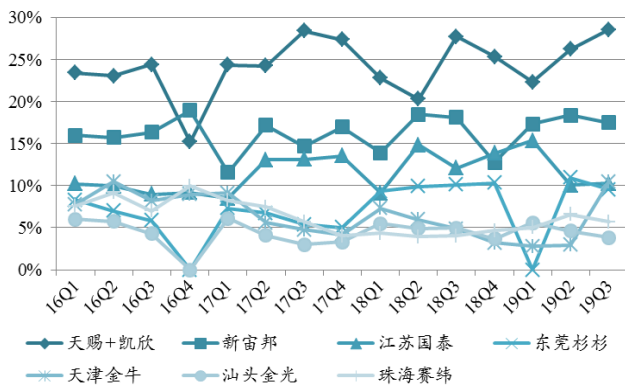
表 24: 国内部分电解液企业前三季度出货量情况

企业	产量/吨		
	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比
天赐+凯欣	25400	35000	38%
新宙邦	16800	23800	42%
江苏国泰	12370	15500	25%
东莞杉杉	8800	13500	53%
珠海赛纬	3650	7800	114%
汕头金光	4530	6100	35%
香河昆仑	2450	4330	77%
天津金牛	5200	3600	-31%
山东海容	2250	2050	-9%
北京化学	2450	500	-80%

资料来源: GBII, 国海证券研究所

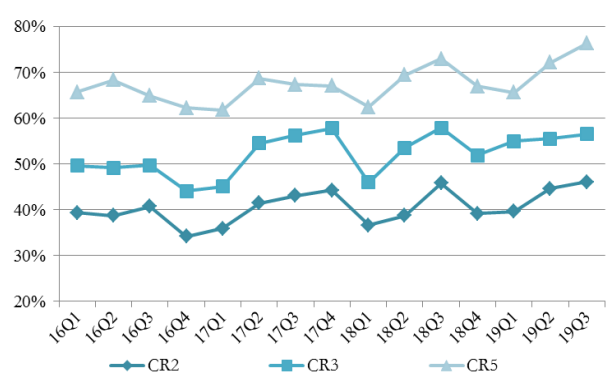
行业集中度较高，龙头效应明显：电解液的行业集中度日益提升，2019Q3 电解液企业 CR2、CR3、CR5 分别为 46%、57%、72%，同比 2018Q3 基本持平。从市占率来看，从行业格局与企业自身优势综合判断，国内的天赐与新宙邦各具优点，前者具有碳酸锂-锂盐-电解液的纵向成本优势，更多受锂盐（LiPF6）的周期性影响，弹性大；后者具有电解液-溶剂-添加剂-锂盐的横向协同优势，具有长期阿拉法投资价值。目前两者持续开拓国外客户，未来出口占比有望持续提升，看好两者的未来发展前景。

图 37: 国内市占率居前的电解液企业



资料来源: GBII, 国海证券研究所

图 38: 国内电解液集中度变化趋势



资料来源: GBII, 国海证券研究所

3.4、隔膜材料：产品价格承压、但龙头优势明显

湿法隔膜：恩捷股份奠定全球龙头地位。纵观国内隔膜行业，无论从客户结构、产品质量，还是产业布局，目前上海恩捷的湿法隔膜占据绝对优势，在湿法隔膜领域占有接近 50% 的市占率。国内外锂电巨头如 CATL、BYD、LGC、松下等都为公司的客户，且公司的出口占比逐步提升，在隔膜价格承压的情况下，其盈利能保持相对稳定增长。2019Q1~Q3 公司的隔膜出货量为 5.85 亿平米/yoy+89%，居行业首位。

表 25：湿法隔膜前三季度出货量情况

企业	产量/万平米		
	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比
上海恩捷	31000	58500	89%
苏州捷力	8000	17800	123%
星源材质	3400	11500	238%
沧州明珠	5250	3900	-26%
金辉高科	3000	2250	-25%
辽源鸿图	4300	5000	16%
重庆纽米	3400	4650	37%
河北金力	4800	10000	108%

资料来源：GBII，国海证券研究所

干法隔膜：星源材质优势明显。2019Q1~Q3 的隔膜出货量最大为星源材质，高达 1.58 亿平米/yoy+21%，沧州明珠、中兴科技分列第二、三位，但同比增速对应为 3%与-17%。星源材质凭借自身优势，其优势相当明显。公司在 2019Q1~Q3 湿法隔膜出货量 1.15 亿平米/yoy+238%，成为增速最高的企业。随着苏州星源与常州星源的产品持续释放，叠加公司海外客户的持续开拓，有望迎来新征程。

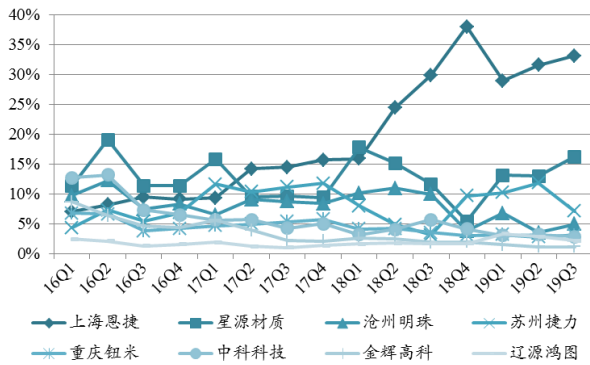
表 26：干法隔膜前三季度出货量情况

企业	产量/万平米		
	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比
星源材质	13100	15800	21%
沧州明珠	7250	7500	3%
中兴新材	9000	7500	-17%
中科科技	3500	6500	86%
旭成科技	1850	2500	35%
东航光电	2250	1550	-31%

资料来源：GBII，国海证券研究所

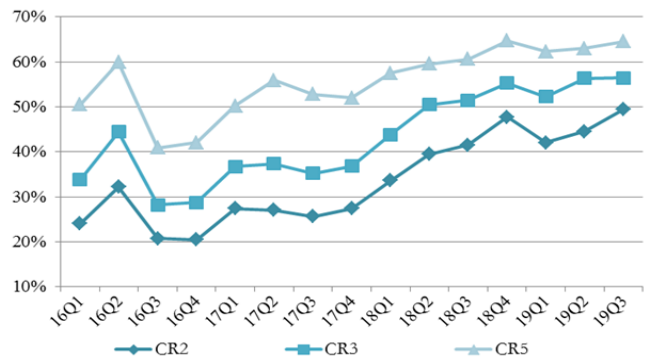
行业集中度较高，龙头效应显著：隔膜行业集中度日益提升，2019Q3 隔膜 CR5、CR3、CR2 分别为 65%、56%、49%。竞争格局逐渐明朗，从行业格局与企业自身优势综合判断，目前国内的恩捷股份在湿法隔膜领域一家独大，公司近一年的市占率保持 30~35%，其国际化的供应体系将其未来业绩背书。同时，公司拟收购苏州捷力，将进一步增强其核心竞争力，其他建议关注干湿法膜龙头星源材质与隔膜涂覆龙头璞泰来。

图 39：国内隔膜企业市占率情况



资料来源：GBII，国海证券研究所

图 40：国内隔膜集中度变化趋势



资料来源：GBII，国海证券研究所

3.5、负极材料：价格或缓慢下行，龙头降本增效显著

双料龙头星源材质与恩捷股份：纵观国内隔膜行业，无论从客户结构、产品质量，还是产业布局，目前上海恩捷与星源材质分别代表国内湿法隔膜与干法隔膜的绝对龙头，尤其是恩捷股份在湿法隔膜领域占有接近 50% 的市占率。而星源材质在干法隔膜的渠道与技术优势的基础上，如能在湿法隔膜领域成功突破，将会促使公司实现二次腾飞，其未来弹性较大。

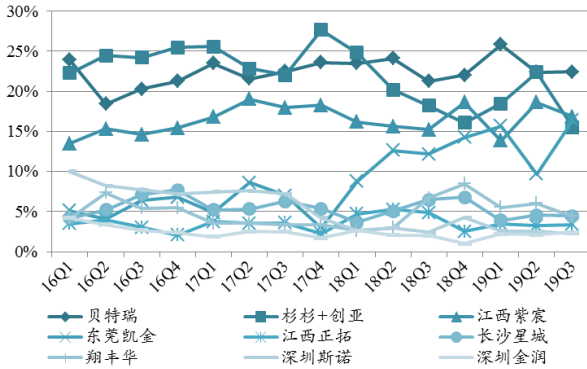
表 27：负极材料前三季度出货量情况

企业	产量/吨		
	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比
贝特瑞	30000	44300	48%
上海杉杉	25000	35600	42%
江西紫宸	21500	31500	47%
东莞凯金	17850	26200	47%
翔丰华	6000	10050	68%
长沙星城	6800	5150	-24%
江西正拓	6500	6350	-2%
深圳斯诺	4500	4630	3%

资料来源：GBII，国海证券研究所

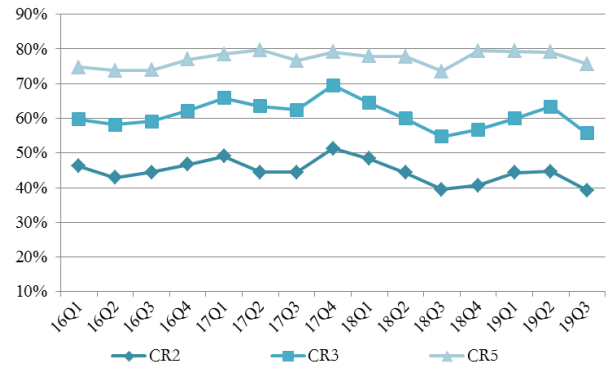
行业集中度较高，龙头效应显著： 负极材料是最先国产化的关键电池材料，2019Q3 的 CR2、CR3、CR5 分别为 39%、56%、76%，其行业集中度适中。负极龙头贝特瑞、江西紫宸（为璞泰来子公司）、杉杉（含创亚）在 2019Q3 的市占率分别为 22%、17%、16%，其差别较小。但璞泰来随着石墨化产能持续投放，其竞争力优势将会进一步凸显。建议积极关注璞泰来、杉杉股份。

图 41: 国内负极企业市占率情况



资料来源：GBII，国海证券研究所

图 42: 国内负极集中度变化趋势



资料来源：GBII，国海证券研究所

行业集中度与企业市占率是动态数据，需要及时跟进做相应调整，以期筛选有投资价值的优质标的。根据上述各细分领域的的数据，我们自上而下看行业集中度，其从高到低的顺序可大致为：动力电池>隔膜>负极>电解液>正极，而相应企业的市占率从高到低顺序大致为宁德时代（比亚迪）→恩捷股份(星源材质)→璞泰来→比亚迪→天赐材料（新宙邦）→当升科技（杉杉股份）。但整体判断，行业竞争格局相对清晰，头部企业卡位明显，上述市占率较高的企业无论从产品、技术、资源、客户结构等多因素综合考量，均具有较高的配置价值。

4、行业评级及投资策略

维持行业“推荐”评级： 在全球电动化大浪潮的时代背景下，全球供给共振驱动需求持续增长，我们判断独角兽如整机厂特斯拉、大众以及电池巨头 LGC、宁德时代等巨头的产业链细分龙头的投资价值凸显，维持新能源汽车行业“推荐”评级。

投资策略： 我们建议采取自上而下优选行业集中度较高的细分行业，结合自下而上的精选市占率较高，且具有核心技术、产品竞争力以及优质客户等的细分龙头的选股思路。重点推荐以下几个方向：1）格局及产业优势相对明显，具有全球

化产品供给且海外产品价格与盈利水平相对较好的细分龙头；2) 传统业务业绩厚实，新能源汽车业务将助推估值的细分龙头；3) 业绩有望迎来（类）周期拐点向上的细分行业龙头；4) 关注在市场情绪高涨时燃料电池汽车主题性 beta 投资机会。

5、重点标的

重点推荐以下几个方向：一是格局及产业优势相对明显，具有全球化产品供给且海外产品价格与盈利水平相对较好的细分龙头：宁德时代、璞泰来、新宙邦、恩捷股份、先导智能、拓普集团、三花智控等；二是传统业务业绩厚实，新能源汽车业务将助推估值的细分龙头：亿纬锂能、欣旺达、鹏辉能源、新宙邦等；三是业绩有望迎来（类）周期拐点向上的细分行业龙头：杉杉股份、天赐材料、当升科技、赣锋锂业、寒锐钴业、华友钴业、天齐锂业等；四是关注在市场情绪高涨时燃料电池汽车主题性 beta 投资机会，建议关注相关标的：雄韬股份、潍柴动力等。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-12-18			EPS			PE			投资 评级
		股价	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E			
000338.SZ	潍柴动力	14.65	1.08	1.22	1.33	13.53	12.01	11.02	未评级		
002050.SZ	三花智控	16.62	0.65	0.78	1.03	25.57	21.31	16.14	未评级		
002460.SZ	赣锋锂业	31.91	0.93	0.47	0.73	34.31	67.89	43.71	未评级		
002466.SZ	天齐锂业	29.06	1.93	0.49	1.03	15.06	59.31	28.21	未评级		
002594.SZ	比亚迪	44.7	1.02	1.06	1.28	43.82	42.17	34.92	增持		
002709.SZ	天赐材料	19.16	1.34	0.28	0.56	14.3	68.43	34.21	增持		
002733.SZ	雄韬股份	25.19	0.27	0.58	0.87	93.30	43.43	28.95	未评级		
002812.SZ	恩捷股份	45.9	1.09	0.99	1.32	42.11	46.36	34.77	买入		
300014.SZ	亿纬锂能	54.13	0.67	1.63	2.02	80.79	33.21	26.8	买入		
300037.SZ	新宙邦	31.58	0.84	0.99	1.24	37.6	31.9	25.47	买入		
300073.SZ	当升科技	22.94	0.72	0.77	0.97	31.86	29.79	23.65	买入		
300207.SZ	欣旺达	19.86	0.45	0.52	0.78	44.13	38.19	25.46	买入		
300438.SZ	鹏辉能源	28.12	0.94	1.27	1.7	29.91	22.14	16.54	买入		
300450.SZ	先导智能	40.92	2.28	3.09	4.11	17.95	13.24	9.96	买入		
300568.SZ	星源材质	27.07	1.16	1.27	1.6	23.34	21.31	16.92	买入		
300618.SZ	寒锐钴业	70.2	3.69	0.35	1.39	19.02	200.57	50.50	未评级		
300750.SZ	宁德时代	93.19	1.54	1.88	2.08	60.51	49.57	44.8	增持		
600884.SH	杉杉股份	12.7	0.99	0.43	0.54	12.83	29.53	23.52	买入		
601689.SH	拓普集团	17.68	1.04	0.49	0.61	17	36.08	28.98	增持		
603659.SH	璞泰来	76.6	1.37	1.81	2.34	55.91	42.32	32.74	增持		
603799.SH	华友钴业	31.93	1.84	0.26	0.92	17.35	122.81	34.71	未评级		

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（未评级公司的盈利预测取自 Wind 一致预测）

5.1、【宁德时代】动力电池独角兽，优势明显

众业务齐头并进，产业链协同优势明显：1) 动力电池系统：包括电芯、模组和电池包等业务为主要收入来源。就产量而言，2019Q1~Q3 宁德时代的动力电池出货量为 26.3GWh，在国内 CATL 目前处于一家独大的强势地位，是目前国内动力电池领域中格局最优企业，公司在锂动力电池领域仍将保持技术、产品、规模、人才和市场优势，其产销量有望持续高速增长。2) **锂电材料领域：**公司进一步加大在锂电池材料回收及生产领域的布局，通过控股子公司投资建设正极材料产业园、与格林美和青山集团等公司合作在印尼设立湿法镍冶炼厂。公司在上游原材料-中游正极材料-下游动力电池系统形成良好的协同效应。3) **储能系统领域：**公司加强研发投入和市场推广，拓展与产业链上下游公司合资合作，持续增强在储能领域的技术和市场储备，储能市场布局及推广开始取得成效，是公司未来重要的增长极。

产能有序释放，海外扩产提速。目前公司不仅拥有宁德、青海、溧阳等国内生产基地；而且持续加码海外生产基地的建设，2018 年 7 月宁德时代与德国图林根州政府签署了投资协议，原计划投资 2.4 亿欧元，设立电池生产基地及智能制造技术研发中心，该生产基地共分为两期，计划于 2021 年投产，原计划在 2020 年达产后可实现产能 14GWh。2019 年 6 月，公告拟扩大对欧洲生产研发基地项目的投资规模，增加后项目投资总额将不超过 18 亿欧元，其产能有望将提升至 100GWh。同时，公司将同时对时代一汽、时代广汽、欧洲工厂、邦普正极材料等项目在未来几年的投资计划超过 300 亿元。

维持“增持”评级：预计公司 2019-2021 年将分别实现归母净利润 41.2、45.6、55.4 亿元，EPS 分别为 1.88、2.08、2.52 元，公司作为动力电池行业的独角兽，未来将持续受益于全球电动化的大趋势，维持公司“增持”评级。

5.2、【亿纬锂能】众业务齐头并进，动力电池欲迎突破

动力锂电产能有序投放，未来有望持续助推业绩。目前公司在前期绑定下游大客户叠加产能有序投放，其动力锂电业务有望持续改善助推业绩。公司现有磷酸铁锂产能 2.5GWh，定增项目预计年底投产新增产能 3.5GWh，已经为南京金龙、郑州宇通和吉利汽车等车企批量供货，客户结构较稳定。在三元软包动力电池领域，公司目前已进入戴姆勒、现代起亚等海外车企巨头供应链，与其达成供货协议。在持续开拓国际高端市场的同时，公司拟计划出资 5.25 亿美元与韩国 SK 在国内合资建设 20-25GWh 动力软包电池产能，双方各持股 50%，为未来公司重要增长点。

消费电池多点开花，储能领域布局领先。目前公司锂电已切入消费类领域中的智能穿戴、两轮电动车等细分市场，占有率快速提升；同时供货电子雾化器，与参股公司麦克韦尔形成显著协同效应，收益颇丰。同时公司持续布局磷酸铁锂电池储能领域，与通信领域国际大客户建立了长期合作关系，随着 5G 的商用提速，公司有望凭借早期的研发优势在物联网的蓝海中占领重要的席位。

盈利预测及投资评级：预计公司 2019-2021 年将分别实现归母净利润 15.83、19.59、26.61 亿元，对应 EPS 分别为 1.63、2.02、2.74 元。基于公司各项业务齐头并进，且动力电池有望持续突破，维持公司“买入”评级。

5.3、【璞泰来】各业务向好，石墨化产能改善负极盈利

各项业务推进井然有序：1) 负极业务：江西紫宸通过在现有生产基地推进产能扩建项目的实施并逐步投产，2018 年公司负极材料产能有望达到 3 万吨；另一方面，公司江西/溧阳紫宸正有序推进和落实募投项目建设，预计募投项目将在 2019 年投产，公司将逐渐达到年产 5 万吨的负极材料生产能力。负极材料主要客户包括 ATL、三星 SDI、CATL 等，优质客户背书保障其销量。2) 锂电设备业务：有序推进和落实溧阳嘉拓募投项目的实施，不断完善和提升锂电涂布机的零部件机加工及整机的组装、集成能力，国内动力电池头部企业如 CATL 的产能快速扩张为公司开拓设备业务奠定良好基础。3) 涂覆膜业务：2018 年 7 月公司收购溧阳月泉进军基膜行业，形成设备/基膜/涂覆材料/涂覆膜一体化产业平台，协同效应显著。目前下游客户包括 CATL、比亚迪等优质客户。4) 铝塑膜业务：推进溧阳卓越新产线的建设规划，自主研发的铝塑膜产品已经开始推向市场，有望成为国产替代的新星，为公司业绩贡献新的力量。

石墨化产能释放改善负极成本。子公司江西紫宸是负极材料人工石墨行业龙头，负极成本占比最大的部分是原材料针状焦成本和石墨化加工费。公司通过参股振兴炭材保证原材料针状焦的供应；于此同时，公司内蒙兴丰自建石墨化项目已于 2019 年 6 月投产。随着焦炭价格持续向下，叠加内蒙廉价能源的成本优势，公司负极成本已得到初步改善。随着内蒙兴丰产能逐步完全释放，公司负极业务的毛利率有望持续向上。

盈利预测和投资评级：基于公司各项业务有序发展，公司新产能投放在即，即将迎来盈利能力拐点，预计公司 2019-2021 年将分别实现归母净利润 7.9、10.2、12.6 亿元，对应 EPS 分别为 1.81、2.34、2.89 元，维持公司“增持”评级。

5.4、【新宙邦】电解液与氟化工双翼发展，龙头地位稳固

业绩强势增长，众业务良性发展。公司聚焦主业，围绕锂电池化学品、电容器化学品、有机氟化学品、半导体化学品四大主营业务，一方面不断调整产品结构和客户结构，提升产品和服务品质，不断为客户创造价值；同时公司持续优化内部管理，从而保持了持续稳定的增长态势，实现了较好的经营绩效。

有机氟化工强势发展，电解液有望持续转好。自 2014 年公司收购海斯福进军氟精细化工领域以来，公司持续优化国内外市场的有机氟化工产品和客户结构，布局了除医药中间体之外的多业务，实现氟化工多元化的协同发展，弱化了贸易战的负面影响。在电解液领域，因受补贴退坡的影响，国内电动车销量承压，预计 2019Q3 为年内销量低点，致使电解液行业性需求出现阶段性承压。然而，公司电解液出货量环比、同比有所增长，主要得益于持续开拓海外客户并提高其销量占比，预期年内有望海外占比上升至 40%。随着 Q4 国内动力电池需求回暖，公司的电解液业务将持续向好，其业绩有望更上新台阶。

拟定增强优势主业，夯实龙头地位。2019 年 10 月，公司发布非公开发行 A 股股票预案（五次修订稿），拟非公开发行拟募集资金总额不超过 11.4 亿元，主要用于有机氟化学品、锂电池化学品等相关项目，有助于公司打造氟化工一体化战略，向上游延伸氟化工产业链（四氟乙烯、六氟丙烯），丰富中高端有机氟化学品的产品

结构,向上游延伸锂电池化学品价值链(碳酸酯),扩大电解液及半导体化学品业务。

维持公司“买入”评级: 基于审慎性原则,在增发没有最终完成前暂不考虑其对公司业绩及股本影响,预计 2019/2020/2021 年公司归母净利润分别为 3.76/4.70/6.06 亿元,eps 为 0.99/1.24/1.60 元。基于公司各项业务的良好局面,维持“买入”评级。

5.5、【杉杉股份】聚焦锂电材料主业,业绩回归快车道

锂电正极业务: 为进一步提升高端产品产能,杉杉能源已于 2018 年启动了位于大长沙基地的 10 万吨高能量密度锂离子电池正极材料项目规划,其中一期一阶段 1 万吨产能(单晶/高镍产线)目前已陆续投产,年产 5000 吨高镍三元材料产线目前正处于建设阶段,预计 2020 年年中投试产。为提高公司正极材料业务原材料锂资源供应的安全性,降低其生产成本与经营风险,加快推进公司正极材料业务发展,公司通过全资子公司永杉国际受让了 Altura 股份。**负极业务:** 为保证产品供应、品质稳定、减少委外环节、降低生产成本,公司启动了内蒙古包头年产 10 万吨负极材料一体化项目,其中该项目一期 4 万吨产能已于 2019 年 8 月建成投试产。项目投产后,将有效降低产品成本,提升市场竞争力。**电解液业务:** 随着电解液产销量的翻倍增长,为了确保产品供应,公司新增了 1 万吨电解液产能,新增产线已于 2019 年 4 月底投试产。

聚焦主业,增强核心竞争力。 1) 新能源汽车业务: 停止新能源整车的生产及销售,拟适时启动对新能源整车业务的剥离工作计划。公司继续推进新能源汽车相关业务战略调整,整车设计与研发因受新能源客车补贴持续退坡,国内客车行业持续下滑,公司新能源客车业务开展不及预期,业绩持续亏损且存在继续下滑风险,发展前景不明朗。公司拟筹划对整车业务的调整,将通过出售的方式对该业务进行剥离,以减轻公司经营负担,优化主业结构,提升公司盈利能力。2) **充电桩建设与运营:** 积极推进充电桩业务与电池系统集成业务的股权融资工作。公司在 2019 年致力于持续提升充电桩建设与运营效率,先后自主开发了适应于单站、多站、城市级加盟的 SaaS(软件即服务)运营平台,已与腾讯地图、高德地图、小桔充电、曹操专车等实现了平台互联,并与上汽、蔚来等主机厂完成充电技术对接,可以为用户提供极简的充电体验。与此同时,除自建充电桩外,公司亦将推进充电桩业务的加盟,进行技术管理输出。

盈利预测及投资评级: 预计公司 2019、2020、2021 年归母净利润至 4.78、6.08、7.27 亿元,对应 EPS 分别为 0.43、0.54、0.65 元。基于公司积极推进新能源车业务出表,聚焦锂电材料,且产能与海外客户进展顺利,公司的各项业务稳中向好;目前估值处于历史区间的相对底部,维持“买入”评级。

5.6、【欣旺达】消费业务持续向好,期待动力业务改善

消费锂电业务有序增长,电芯自供比例提升产品盈利能力。 受益于下游需求增长,公司消费类电池业务业绩持续提升 1) 手机锂电池模组业务: 受益于苹果、华为新一代产品热销,2019Q3 公司手机锂电池产品出货量增长,带动公司业绩上升。长

期来看，随着下游 5G 手机逐步应用，电池容量预计将从原先平均的 3800mAh 提升至 4500mAh 左右，高电量产品将进一步提升公司产品盈利能力。2) 笔记本电脑电池业务: 笔记本电池由 18650 向锂聚合物电池转换带动笔记本锂电需求大幅增长，公司凭借手机锂电的优质客户积累，随市场迅速放量。公司自 2018 年入主东莞锂电后，电芯自供自供比例提升，通过持续加码产品上游，公司手机锂电产品和笔记本电脑电池业务盈利能力逐渐增强，公司核心产品盈利空间不断拓宽。

动力业务短期承压，储能业务连续突破，智能硬件前景甚好。公司持续布局动力电池领域和储能领域和智能硬件领域。动力电池业务: 公司从电芯、PACK、BMS 全线切入动力电池领域，全面掌握动力电池核心技术，目前已与雷诺-日产联盟、吉利、东风柳汽等众多知名汽车厂商建立合作关系，三季度由于补贴退坡，全产业链需求下滑，价格承压，预计公司动力电池出货量环比下滑。长期来看，在新能源车成为主流的大趋势下，公司有望持续受益。储能业务: 公司 2019 年以来中标国家智能电网项目和瑞士巴登投运项目，对英国、德国等 10 个国家小批量出货家用储能产品，在电网储能和家庭储能实现双向突破。智能硬件业务: 公司以消费类锂电池为契机，拓展业务范围，深入智能硬件领域。凭借投资孵化的方式，公司已开展扫地机器人、电子笔、智能出行、个人护理和智能音箱等新兴业务，未来“智能硬件孵化园+物联网云平台+智能制造+智能硬件产业投资基金”的智能硬件孵化平台有望为公司持续放量创收。

盈利预测及投资评级: 预计公司 2019-2021 年将分别实现归母净利润 8.12、12.1、15.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.52、0.78、0.99 元。目前来看，公司手机锂电业务稳定放量，逆势增长；笔记本电池及动力电池快速扩张，公司经营情况向好，维持“买入”评级。

5.7、【鹏辉能源】消费电池助推业绩弹性，期待动力电池突围

众业务齐头并进。公司在动力、消费和储能三大领域齐头并进，在产品需求增长带动营收扩大的同时，优化产品结构拉动产品毛利率上升。动力电池屡创佳绩，有望持续向上。6 月补贴退坡后，新能源车销量承压，而公司出货量逆势攀升，7~9 月动力电池装机量分别为 71.2、113.7、67.05MWh，连续三月进入市场装机量前十。动力电池业务的优异表现主要源于公司对上汽通用五菱大批量供货，其旗下热门车款宝骏 E100 在 2019Q3 单月销量排名分别为第 2、第 1、第 1，从而拉动公司动力电池出货量。目前上汽通用五菱业务占比约 80%，宝骏的强势行情导致公司订单持续饱和。9 月底河南基地 1.5GWh 方形产能投产后，10 月份产能预计翻倍，将加大向东风和长安的配套，有望带动业绩进一步释放。

小型锂电与储能并驾齐驱，下游客户持续开拓。公司小型锂电涵盖消费类和其他动力类产品，消费类产品涉及蓝牙音响、蓝牙耳机、可穿戴设备、移动电源、家庭医疗护理类产品、ETC 电池 (“锂亚+铁锂”方案中“铁锂”部分)；其他动力类电池应用于电动自行车、电动工具、无人机等。储能方面，公司聚焦于通讯储能市场，受益于通信基站备用电源由铅酸电池向锂电池切换，公司产品需求上升，目前产能不足，公司正积极扩产，近期公司与天合光能合资设立合资公司，进行光伏储能布局，公司最新的兆瓦级储能系统已获南德意志集团认证，储能板块持续推进。公司自去年转型后产品结构持续优化，小型锂电和储能业务覆盖下游多领域，产品附加

值提升带动公司毛利率增长。

站在 TWS 耳机风口上，助推业绩弹性。TWS 耳机行业渗透率迅速提升，带动 TWS 耳机电池的同步高速增长。公司作为 TWS 耳机电池核心供应商之一，已为 JBL、佳禾智能等企业批量供货，我们预计公司 2019 年 TWS 耳机电池出货量在 1000 万只以上。目前公司正加速推进与小米、华为、三星等下游客户合作，预计 2020 年出货有望达到 4000 万只以上，实现该业务的大幅增长，助推其业绩弹性。

盈利预测及投资评级：预计公司 2019-2021 年将分别实现归母净利润 3.56、4.77、5.83 亿元，对应 EPS 分别为 1.27、1.7、2.07 元。基于公司各项业务趋势向好，业绩有望持续高速增长，维持公司“买入”评级。

5.8、【比亚迪】竞争加剧，期待龙头能迎难而上

2019H2 将短期承压、期待突围。公司发布 e 网系列产品，并更新了王朝系列，双轨并行对新能源汽车产品高中低端市场实现了全面覆盖，不断拓宽产品细分市场。新能源车补贴退坡导致需求阶段性承压，叠加市场新车型的供给增加导致竞争加剧，将会导致盈收同步受压；综合来看，公司凭借自身的独特优势将在新能源车领域，有望在无补贴时代仍能实现可观增长，继续引领行业。

需推动动力电池外销，方可解决公司之急。公司动力电池主要为自产自销，出货量居国内第二，仅次于宁德时代。公司需积极推动动力电池外销，方可解决燃眉之急。公司继与国内长安汽车、东风汽车达成合作协议后，又与海外丰田达成合作协议，动力电池外销不断取得突破，期待公司凭借在动力电池领域的优势能进一步在海内外市场攻城略地，实现质的飞跃。因此同时，公司 IGBT 产品处于全球领先地位，未来有望持续外供，实现盈收增长。作为全球领先的新能源汽车巨头，公司众多核心技术产品将有望外销，实现助推行业发展的同时，也将给公司带来成长机会。

维持公司“增持”评级：由于补贴大幅下降，导致行业需求阶段性承压以及影响单车的盈利能力，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润至 28.9、34.9、44.6 亿元，EPS 分别为 1.06、1.28、1.63 元。基于公司作为行业龙头，拥有新车型+e 网平台+动力电池等多方面的领先优势，未来仍有望保持行业领先地位，维持公司“增持”评级。

5.9、【恩捷股份】海外市场加速拓展，隔膜龙头强势

业绩高速增长，超市场预期。公司 2019Q3 实现营收 7.28 亿元，同比增长 12.51%，环比增长 0.9%，实现归母净利润 2.43 亿元，同比增长 50.53%，环比增长 37.5%，其中扣非净利润 2.31 亿元，同比增长 87.5%，环比增长 61%。在国内由于产能释放等原因隔膜价格持续下滑，竞争加剧，公司业绩高速增长主要来源于海外市场的快速开拓，其产品价格相对稳定有助于提升产品毛利率，对冲国内跌价风险。

海外占比提升改善毛利率，产能有序扩张。2019Q3 公司隔膜出货量预计 1.9 亿平

左右，环比大约增长 5%，同比约增长 36%，其中海外出货量预计 4000~5000 万平，海外占比由 2019H1 的 15%提升至第三季度的 24%。2019 年前三季度公司销售毛利率 44.86%，销售净利率 33.02%，2019Q3 单季销售毛利率 46.41%，环比增长 4.02pct，海外销售占比提升带动整体销售毛利率上升。公司年初基膜产能 13 亿平方米（上海恩捷 3 亿平米+珠海恩捷 10 亿平米），随着珠海恩捷二期项目、江西通瑞项目（4 亿平米）、无锡恩捷二期项目（5.2 亿平米）等陆续投产，公司年底年产能有望突破 20 亿平方米，新投放产能将直接受益于海外销售渠道的扩张，有望助推业绩持续高速增长。

并购夯实龙头地位，协同效应显著。公司修改收购捷力方案，决定下调收购对价至 18.01 亿元，并取消业绩对赌条款（原条款 2020-2022 年净利润 1/1.5/2 亿元），其目的在于提高整合效率，获得协同效应，此次收购一方面能够提高市场份额，强化龙头地位；另一方面利于补齐消费领域的短板，实现消费和动力领域的双轮驱动。从国内市场来看，我们认为随着隔膜市场竞争加剧，低端产能逐步出清，行业集中度将进一步提升，龙头降价压力相对较小，有望以量补价，实现业绩增长；从海外市场来看，恩捷绑定海外大客户 LG 化学、三星 SDI、松下等，海外隔膜价格稳定且需求持续放量，新收购产能将直接受益于恩捷的销售渠道，节省客户开拓成本，提速海外消费电池的隔膜占比。

盈利预测及投资评级：基于审慎性原则，因收购捷力尚未完成暂不考虑其对公司业绩影响，预计公司 2019-2021 年将分别实现归母净利润 7.99、10.61、13.72 亿元，对应 EPS 分别为 0.99、1.32、1.70 元。公司作为全球湿法隔膜龙头，其海外业务拓展迅速，业绩有望持续高速增长，维持公司“买入”评级。

5.10、【天赐材料】电解液龙头迎拐点，步入向上通道

电解液业务迎拐点向上。公司作为电解液与锂盐龙头，短期由于新能源汽车受补贴政策影响其下游需求相对疲乏，影响其业绩。在 2020 年下游需求量逐级向上的预期下，公司的电解液（含锂盐）业务有望迎来中长期拐点。与此同时，公司近年来持续加码布局锂电池相关业务，包括正极材料与前驱体、上游锂矿以及电池租赁业务，整体来说，尚处于亏损状态，对 2019H1 的业绩产生一定负面影响。随着这些业务的逐步改善，2019H2 有望迎来盈亏平衡点，有利于助推业绩再上台阶。叠加公司日化产品处于稳中上升的良好局面，公司的中长期投资价值凸显。

锂电材料与日化品业务改善向好。1) **锂电材料产品：**公司采取细分营销方式，对一线客户加大协作和配套服务的力度，销量保持明显增速，产销量继续领跑行业。2) **日化材料及特种化学品：**在国内市场，公司日化产品开拓了中型优质的国内客户，实现了客户结构梯队化。在海外市场，公司开发更优质的经销渠道，在海外空白区域市场取得突破，高毛利及新产品得到了多家跨国大客户验证通过，使得国际业务保持持续增长的良好势头。

盈利预测及投资评级：由于补贴大幅下降，导致行业需求阶段性承压，预测公司 2019、2020 年归母净利润为 1.52、3.06、4.68 亿元，对应 EPS 分别为 0.28、0.56、0.85 元。基于公司业绩将步入中长期向上通道，公司作为行业龙头，享有估值溢价，因此维持公司“增持”评级。

6、风险提示

政策波动风险：政策发布时点、内容及不达预期，或使得行业边际影响较大，进而影响产业链的需求。

需求低于预期：产业链降本增效低于预期，产品价格居高不下；政策低于预期，车型供给低于预期，导致需求不济。

产品价格低于预期：供给过剩导致竞争加剧，叠加外资巨头入华或使得部分细分领域迎价格战，产业价格或低于预期，进而影响企业的盈利能力。

推荐公司业绩不及预期：推荐公司业绩因行业原因或/和企业经营不善其业绩不及预期。

系统性风险：经济下行及中美贸易战等不确定性因素影响。

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，9年行业研究经验，研究所副所长（主持工作）、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018福布斯中国最佳分析师第七名、2018年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014年第五名，2013 年第四名。

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

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

【分析师承诺】

谭倩、尹斌，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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

【风险提示】

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

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

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

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