

行业深度

有色金属

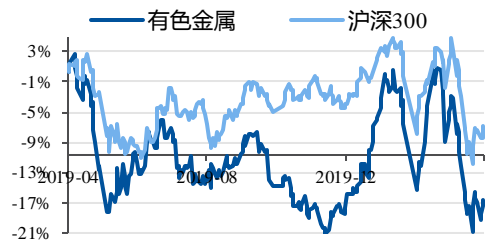
当前时点看新能源汽车的逻辑变化

2020年04月03日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
有色金属	-12.18	-14.07	-16.91
沪深300	-8.72	-9.90	-7.15

周策

执业证书编号: S0530519020001
zhouce@cfzq.com

李文瀚

执业证书编号: S0530519070005
liwh1@cfzq.com

张鹏

zhangpeng@cfzq.com

分析师

0731-84779582

分析师

0731-89955753

研究助理

18373169614

相关报告

- 《有色金属: 有色金属和新能源汽车行业 2020 年 2 月份报告: 新能源汽车进入调整, 关注海外疫情进展》 2020-03-05
- 《有色金属: 特斯拉拟采用无钴电池》 2020-02-21
- 《有色金属: 有色金属行业 2020 年 1 月份报告: 疫情冲击有色金属行情, 新能源汽车行业长期向好》 2020-02-07

重点股票	2019A		2020E		2021E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
宁德时代	1.97	62.74	2.49	49.64	3.03	40.79	谨慎推荐
亿纬锂能	1.56	39.64	2.07	29.87	2.62	23.60	推荐
新宙邦	0.84	45.42	0.95	40.17	1.17	32.62	谨慎推荐
恩捷股份	1.06	45.39	1.39	34.61	1.81	26.58	谨慎推荐

资料来源: 财信证券

投资要点:

- 2019 年以来新能源汽车行情复盘, 目前迎来长期配置时点。回顾新能源汽车 2019 年以来的行情, 在 2019 年 11 月份受德国补贴上调、特斯拉业绩、销量超预期等影响, 产业链板块迎来上涨, 在 2020 年 2 月份以来受到疫情扩散、油价大跌等影响, 板块出现回调。我们认为目前板块迎来长期配置时点, 首先是目前一线企业对应的 2021 年业绩的 PE 估值在 30 倍以下, 已经进入长期配置价值区间; 其次我们认为在目前需要刺激汽车消费的逻辑下, 后续的新能源车市场有一定的政策空间。二季度新能源市场有望逐渐环比恢复, 下半年和 2021 年有较高增长预期。
- 针对于本次疫情带来的影响, 我们发现对于长期、中期逻辑未有动摇, 短期逻辑上有一定的变化。具体为: a) 欧洲碳排放机制在疫情的影响下预计达到要求难度较大, 有政策松动的可能性, 这影响国内企业的海外出口; b) 国内新能源车销量在疫情影响下预计在二季度才开始逐渐环比恢复, 全年的高增长逻辑有所动摇。观察短期逻辑发现, 虽然部分逻辑有所弱化, 但是均是在本次疫情影响下造成的本年度销量不达之前预期, 并未对 2020 年下半年以及 2021 年之后的销量增长逻辑造成损害。从企业和行业的业绩角度, 我们认为 2020 年国内新能源汽车难以大幅增长, 预计 2020 年销量在 125-130 万辆 (同比增速约 4%-8%), 预计 2021 年开始将回归较高的增速。考虑到单车带电量的提升, 2020 年材料行业增速有望在 15-20%, 龙头企业或将增速更高。
- 看好国内新能源汽车中游产业的崛起。国内的新能源车产业链中游是在世界上较强的部分, 动力电池环节在宁德时代的带领下占据全球约一半的出货量, 四大材料领域也有企业陆续切入全球一线供应链, 我们看好国内中游制造的崛起。股票层面, 建议关注宁德时代、恩捷股份、新宙邦、亿纬锂能等。
- 风险提示: 疫情的风险, 特斯拉的风险, 安全风险。

内容目录

1 2019 年以来新能源汽车行情复盘.....	4
2 新能源汽车长、中、短期逻辑.....	6
3 关注一个重点—特斯拉.....	9
4 看好国内新能源汽车中游产业的崛起.....	11
5 行业风险.....	16

图表目录

图 1: 近期锂电池指数走势复盘.....	5
图 2: 新能源汽车单月销量情况.....	5
图 3: 动力电池装机量.....	5
图 4: 2020 年 1-2 月国内新能源乘用车销量.....	6
图 5: 全球新能源汽车销量分布 (2019).....	6
图 6: 截止 2018 年全球累计储能占比.....	6
图 7: 未来全球储能累计装机规模 (除抽水储能).....	6
图 8: 中国新能源汽车渗透率.....	7
图 9: 大众汽车 2020-2025 规划.....	7
图 10: 2019 年 1-11 月美国中小豪华车销量排行.....	10
图 11: 特斯拉各季度销量.....	10
图 12: 特斯拉毛利率和净利率.....	11
图 13: 特斯拉销量分布 (2019).....	11
图 14: 全球锂产品供应 (2017).....	12
图 15: 全球锂资源供应 (2017).....	12
图 16: 全球钴原料产量情况 (2018).....	12
图 17: 2019 全球动力电池装机量 TOP 10 企业.....	12
图 18: 全球新能源汽车销量情况 (2019).....	12
图 19: 全球新能源汽车车型排行榜 (2019).....	12
图 20: 国内电池龙头客户比肩国际一线电池企业.....	13
图 21: 国内目前打入一线车企供应链的企业.....	13
图 22: 宁德时代 CTP 技术.....	14
图 23: 比亚迪刀片电池针刺实验.....	14
图 24: 北汽 EU5.....	14
图 25: 比亚迪汉 EV.....	14
图 26: 新能源汽车各个城市销量情况 (2018 年, 万辆).....	15
图 27: 纯电动乘用车销量情况 (2019).....	15
表 1: 国际车企的新能源汽车规划.....	7
表 2: 5G 宏基站对于磷酸铁锂电池的需求测算.....	9
表 3: 中国材料企业逐渐打入国际巨头供应链.....	13

表 4: 限购城市新能源汽车限购情况	15
表 5: 2020 年以来中央和地方政策汇总	16

1 2019 年以来新能源汽车行情复盘

新能源汽车属于新基建，是从汽车大国走向汽车强国的必经之路。2019 年以来新能源汽车经历的一轮上涨行情从 2019 年 11 月份启动，在 2020 年 2 月份开始回落，我们复盘本轮行情中的重要事件：

(1) 德国电动汽车补贴升级：2019 年 11 月 5 日，路透社报道，德国政府计划在从 2020 年开始的 5 年中将电动汽车购车补贴提高一半，从现在的每辆 3000 欧元提高至 4500 欧元，对于售价超过 4 万欧元的车型补贴将提高至 5000 欧元。

(2) 国产特斯拉宣布降价：2020 年 1 月 3 日，特斯拉宣布国产版 Model 3 补贴前售价从 35.58 万元降至 32.38 万元，扣除新能源汽车补贴后售价约 29.9 万元起。

(3) 特斯拉四季度业绩超预期：2020 年 1 月 29 日，特斯拉发布 2019 年四季度财报，高于市场预期，且全年汽车交付量高于市场预期。同时透露将宁德时代纳入为合作伙伴，具体细节将在 2020 年 4 月份电池会议上公布。

(4) 宁德时代进入特斯拉供应链：2020 年 2 月 3 日，宁德时代发布公告，进入特斯拉供应链，协议计划 2020 年 7 月 1 日开始供货，协议期 2 年。

2020 年 2 月份以来：

(1) 新冠疫情扩散：海外疫情在 3 月份出现扩散，全球消费（包括新能源汽车消费）受到打击。

(2) 全球资本市场动荡：美股出现大幅回调，带动全球资本市场偏好下降，道琼斯指数从 2 月中下旬到 3 月时间内下跌约 30%。

(3) 油价暴跌：2 月以来在疫情影响下油价下跌，且在 3 月 6 日 OPEC 会议上的石油减产协议失败，油价大幅下跌，布伦特油价从 2020 年 1 月中旬的 65 美元/桶下跌到 3 月底的 25 美元/桶左右。

(4) 特斯拉拟部分采用无钴电池：2 月 18 日，根据路透社报道，特斯拉与宁德时代洽谈在其中国制造的汽车中使用无钴电池。

图 1：近期锂电池指数走势复盘



资料来源：wind，财信证券

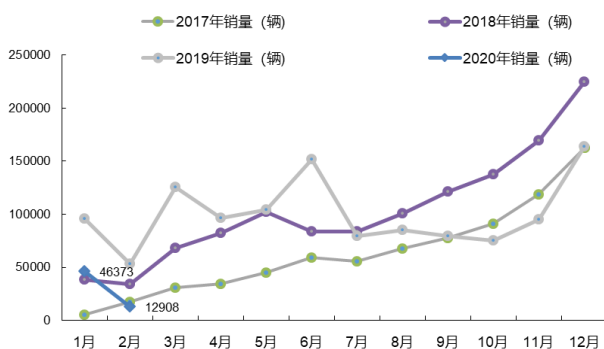
板块回调至今，我们首先观察当前新能源汽车市场的基本情况：

(1) 国内新能源车：2020年1-2月份新能源汽车累计销量为5.97万辆，相比去年同期的14.85万辆同比下滑59%。

(2) 国内动力电池：1-2月动力电池装机量2.92Gwh，同比下滑60%，装机量的下滑主要是国内疫情的冲击以及年初作为传统淡季带来的影响。

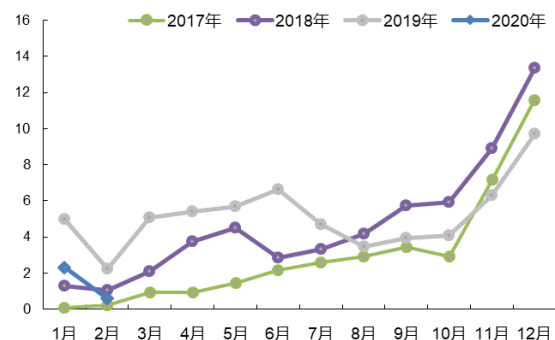
(3) 海外新能源车：2019年全球新能源车销量中，中国占比约54%，欧洲地区为24%，美国为14%，三者共占据全球92%份额。美国地区2020年1月份销售3.34万辆，同比增长27%，欧洲地区1-2月份共销售13.16万辆，同比增长119%，1-2月份销量占据2019年欧洲地区销售的24%。预计疫情对于欧洲地区的销量冲击在二季度逐渐显现。

图 2：新能源汽车单月销量情况



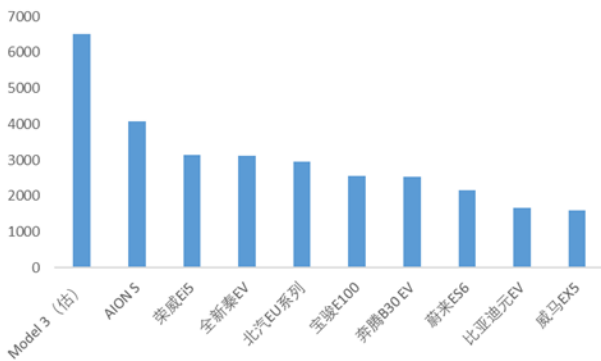
资料来源：wind，财信证券

图 3：动力电池装机量



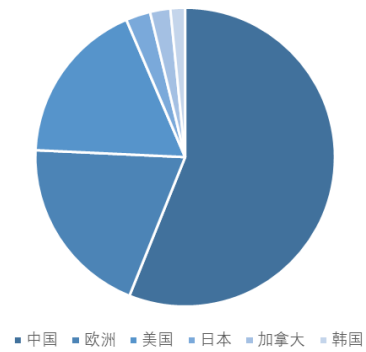
资料来源：wind，GGII，财信证券

图 4：2020 年 1-2 月国内新能源乘用车销量



资料来源：汽车之家，GGII，财信证券

图 5：全球新能源汽车销量分布（2019）



资料来源：财信证券

备注：总量采用 EV sales 数据，中国地区销量采用中汽协数据，欧洲和美国地区数据采用 Marklines 数据

2 新能源汽车长、中、短期逻辑

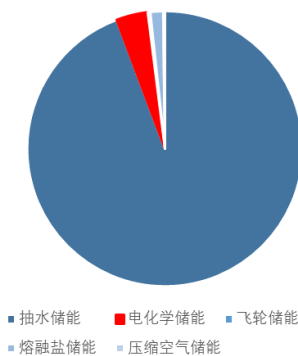
我们梳理新能源汽车行业的长期、中期、短期逻辑，站在当前时点，观察新能源汽车的逻辑是否有所变化。

一、长期逻辑

(1) 电动化是未来“新四化”的组成部分：不同于传统的燃油车，新能源汽车更多是电驱动，系统是电气化，未来可以配合汽车的“新四化”（智能化、电动化、共享化、网联化），尤其电动化和无人驾驶的结合度较好，具有广阔的应用前景。

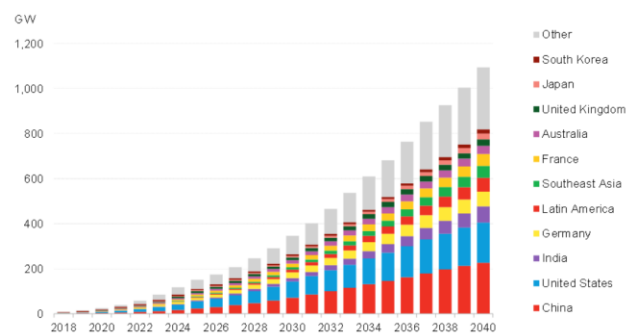
(2) 发展新能源汽车具有减少对国外石油依赖的战略意义。

图 6：截止 2018 年全球累计储能占比



资料来源：CNESA，财信证券

图 7：未来全球储能累计装机规模（除抽水储能）



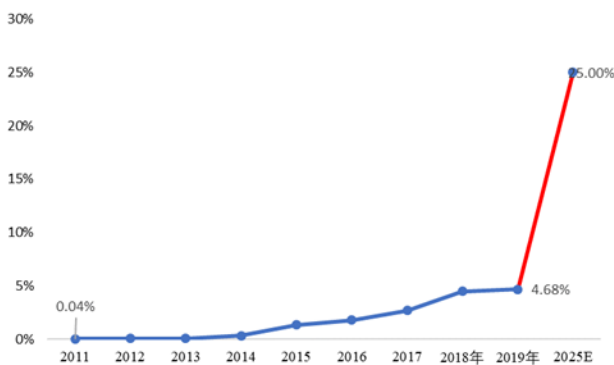
资料来源：BNEF，财信证券

(3) 电池是储能的载体：电池是储能工具，电动车是其中的一个应用，未来还有 5G 基站储能、光伏储能以及电网储能等领域。根据 CNESA 预测，2023 年国内电化学储能累计规模达到 19.3GW，预计是 2018 年的 18 倍。根据 BNEF 的预测，到 2040 年的全球储能累计装机（不含抽水蓄能）将达到近 1095GW，而电化学储能占据非抽水蓄能中较高的市场。即使考虑有部分电池为梯次利用，仍有较为可观的电池需求。动力电池方面，假设 2040 年新能源汽车市场占据 40% 空间（年销量 4000 万辆），将会有约 3200Gwh 的电池需求，相比于目前全球 115Gwh 动力电池市场有巨大的增长空间。

二、中期逻辑

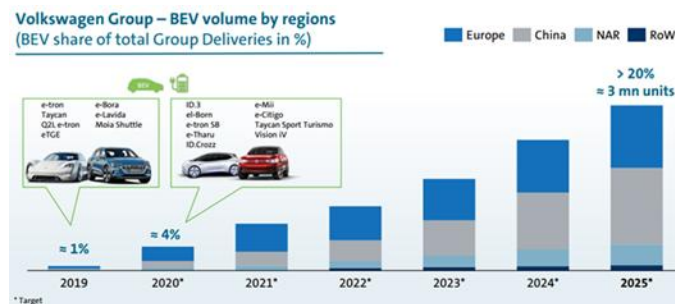
我们通过观察国内、国外的政策和车企规划来预估中期的市场空间。(1) 国内方面，2017 年工信部发布的《汽车产业中长期发展规划》规划了 2020 年新能源汽车产销 200 万辆、2025 年新能源汽车产销 700 万辆的目标。2019 年 12 月，工信部发布《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》意见稿，规划 2025 年新能源汽车销量占当年汽车总销量的 25%。(2) 从国外的进展来看，传统燃油车大本营的欧洲车企也开始 All in 电动化，大众集团发布 2020-2025 规划，2019 年预计旗下纯电动车型销量占集团销量 1%（约 10 万辆），2020 年渗透率提升至 4%；宝马计划 2025 年新能源汽车销量占比 15-25%；戴姆勒预计 2030 年有 50% 的新车将为纯电动车和混合动力汽车。从欧、美、日等国车企的规划来看，大多对于 2025-2030 年的新能源车渗透率在 15-25%。总的来看，鉴于目前全球不到 5% 的渗透率，以及 2025 年全球预期 15-20% 的渗透率，新能源汽车中期增长空间较大。

图 8：中国新能源汽车渗透率



资料来源：wind，财信证券

图 9：大众汽车 2020-2025 规划



资料来源：wind，财信证券

表 1：国际车企的新能源汽车规划

车企	内容
大众	2025 计划：2020 年新能源汽车销量 50 万辆，2025 年计划渗透率预计超过 20%，全球纯电动产销约 300 万辆。
宝马	全新第一战略：2025 年新能源汽车销量占比 15-25%。

戴姆勒	2039 计划:即在 2030 年新能源车型占乘用车销量的一半以上份额,2025 年新能源汽车占比 15-25%。
现代	2025 计划:未来五年投入 1220 亿元,计划 2025 年销售电动汽车 56 万辆、氢能汽车 11 万辆。
本田	2030 计划:预计 2030 年度旗下电动车占据 66% 比例,2025 年度在欧洲实现全面电动化。
特斯拉	计划 2020 年实现 100 万辆的销量目标
沃尔沃	2025 战略:2025 年交付 100 万辆新能源汽车。
PSA	加速超越战略:到 2021 年初公司将推出 15 款电动化车型,2025 年核心车型实现 100% 电动化覆盖。
福特	2020 战略:2020 年新能源汽车销量占福特全球总销量的 10%-25%,未来新能源汽车将以混动技术和插电式混动技术为主。未来三年在中国市场推出超过 30 款新车型,其中超过 10 款为新能源车
丰田	2050 战略:2030 之前全球总销量要有超过 550 万辆为电动车,包括 100 万以上的电池电动车(BEV)和燃料电池电动车(FCEV)。
日产	2022 年,东风有限旗下的东风日产、东风英菲尼迪和东风启辰将累计推出 20 款纯电动和 e-POWER 车型(东风日产将推出 5 款电动化车型),当年的电动化车型销量目标为 100 万辆,占日产在华汽车总销量的 30%。
通用	双十战略:2023 年之前,通用计划在全球推出至少 20 款零排放车型,包括纯电动汽车和燃料电池汽车,到 2020 年,新能源汽车销量每年将超过 10 万辆。

资料来源:汽车之家,第一电动汽车网,财信证券

三、短期逻辑

(1) 全生命周期的判断:从 1-2 年的短期逻辑上,我们维持前期的报告《短期阵痛,长期看好新能源汽车产业链》中的判断,从新能源汽车全生命周期成本追平燃油车的时间角度认为 2020-2021 年将是行业拐点,未来有望开启长期景气周期。虽然目前油价大跌对于我们的模型有一定的影响,但是我们认为低油价不可持续且国内有成品油的地板价机制。同时考虑到新能源汽车补贴延长退坡,2020 年退坡的幅度比原先测算的低,我们维持此前关于生命周期拐点的判断。

(2) 5G 储能领域的增长:4G 时代基站电池多为铅酸电池,5G 时代对磷酸铁锂电池需求将迎来增长。我们预计 2021 年有望迎来储能元年,将拉动以磷酸铁锂为主的电池需求。近期中国移动和铁塔公司加强了相关的电池采购,3 月 4 日中国移动公告,将采购 6.102 亿 Ah(规格 3.2V)磷酸铁锂电池(约合 1.95GWh)。3 月 11 日,中国铁塔发布《2020 年备电用磷酸铁锂蓄电池组产品集约化电商采购项目采购公告》,将招标采购 2GWh 磷酸铁锂电池组产品,采购周期为 1 年。

我们估算 5G 基站对于电池的需求,宏基站功耗在 100% 业务负载下为 4000w 左右,按照 3 小时的备用时间,单个宏基站需要 12kwh 的电池。2020-2025 年共需要磷酸铁锂电池约 65.4Gwh,2020 年宏基站需要磷酸铁锂电池约为 8.5Gwh,占据 2019 年磷酸铁锂电池出货量的 31%。我们假设未来 70% 为新电池,30% 为梯次利用电池,则 2020-2025 年共需要新的磷酸铁锂电池约 45.78Gwh,2020 年宏基站需要新的磷酸铁锂电池约为 5.95Gwh,占据 2019 年磷酸铁锂电池出货量的 21%。

表 2：5G 宏基站对于磷酸铁锂电池的需求测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
宏基站（万个）	13	70	110	135	100	80	50
单个基站电池需求 （kwh）	12	12	12	12	12	12	12
总的电池需求(Gwh)	8.4	13.2	16.2	12	9.6	6	8.4

资料来源：财信证券

（3）欧洲的碳排放要求下的高增长：在控制碳排放的要求下，欧洲车企从 2020 年度开始需要大力发展新能源汽车满足相关要求。目前在疫情的影响下，部分车企暂停生产。3 月 24 日，戴姆勒、沃尔沃、日产、福特等车企宣布，将陆续暂停在欧洲大部分工厂的生产，国际汽车制造商在欧洲宣布已经停产和即将停产的整车工厂总数已经超过 70 座。我们认为欧洲车企完成 2020 年碳排放法规考核的逻辑有松动。在 3 月 17 日大众年报电话会议上，公司表示不确定政府是否会推迟 2020 年碳排放法规考核，公司已基本做好实现全年目标的准备。大众对于其电动化仍是按步推进，旗下的首款纯电动车 ID.3（预计售价低于 3 万欧元）将如期在 2020 年夏天推出，同时 2025 年预计实现 300 万辆的新能源车目标（对应 300Gwh 电池需求）。

（4）国内新能源汽车 2020 年是政策和基本面共振的一年：2020 年是新能源政策密集出台的年份，行业方面，2020 年逐渐开始的 CTP 和刀片电池技术有望从结构上改性电池，电池成本的下行有利于产品的性价比提升，且从车企的车型推出节奏上，2020-2021 年是车型推出大年。对于全年的市场，增量市场上，国产特斯拉 2 月份复工，目前产能正常，预计其 2020 年产能为 15 万辆，其产品区间属于入门豪华车，高于国内新能源汽车的销售价格区间，我们认为特斯拉的销量属于 2020 年国内主要的确定性增量。存量市场上，我们认为原先高增长逻辑有一定的削弱，主要是疫情影响了汽车消费，新能源汽车作为汽车消费的一部分不能幸免，存量市场的增长逻辑被削弱。

针对于本次疫情带来的影响，我们发现对于长期、中期逻辑未有动摇，短期逻辑上有一定的变化，具体为：a) 欧洲碳排放机制在疫情的影响下达到 2200 年度要求的难度增大，有一定的政策松动的可能性，这影响国内企业的海外出口；b) 国内新能源车销量在疫情影响下预计在二季度才开始逐渐环比恢复，全年的高增长逻辑有所动摇。观察短期逻辑发现，虽然部分逻辑有所弱化，但是均是在本次疫情影响下造成的本年度销量不达之前预期，并未对 2020 年下半年以及 2021 年之后的销量增长逻辑造成损害。

从企业和行业的业绩角度，我们认为 2020 年国内新能源汽车难以大幅增长，预计 2020 年销量在 125-130 万辆（同比增速约 4%-8%），考虑到单车带电量的提升，材料行业增速有望在 15-20%，龙头企业或将增速更高，预计 2021 年行业将回归较高增速。

3 关注一个重点—特斯拉

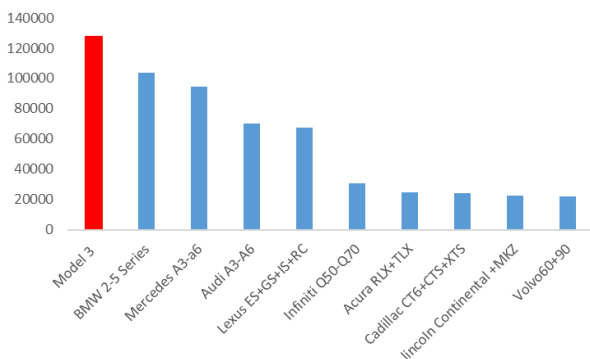
2019年11月以来行情的催化因素主要是特斯拉业绩以及上海工厂进度超预期(特斯拉上海工厂从2019年1月破土动工,2019年10月实现Model 3投产),特斯拉对国内新能源汽车短期逻辑有影响,同时对中期逻辑有一定的作用。2020年底特斯拉国产化率将从目前的30%提升到100%,国内材料企业通过切入特斯拉产业链,有望复制苹果产业链企业的高增长奇迹。

目前在疫情的影响下,特斯拉的情况我们分为国内和国外两个方面。(1)国内方面,鉴于国内疫情控制良好,上海工厂在2月10日复产后,特斯拉目前周产能已经从2019年底的2000辆提高到3000多辆,有望完成全年15万辆目标。(2)国外方面,受美国疫情影响,特斯拉宣布将从3月24日起暂停弗里蒙特工厂和纽约太阳能屋瓦工程的生产两周,内达华州的电池工厂将继续正常运营,但计划裁减内达华州的电池工厂约75%员工。国外特斯拉受到的影响较大,完全的复工预计要等到疫情好转的下半年。近期摩根士丹利将特斯拉2020年销量预期下调了近10%,从此前估计的50万辆降至45.2万辆。展望2021年,我们认为国外特斯拉可能会受到一个季度或以上的影响,而国产特斯拉有一定超预期的可能性,特斯拉二期工程正全力建设中,预计年内完工,根据4月1日的wind新闻,上海工厂二期已经开始建造屋顶。

随着特斯拉在中国上海工厂产能的逐渐投产以及成本的逐渐下行,预计未来中国地区的销量占比会逐渐提高。2019年中国地区贡献了其14%左右的销量,按照2020年度中国15万辆的预测,预计中国地区销量占比在三分之一左右,中国越发成为特斯拉的重要市场。

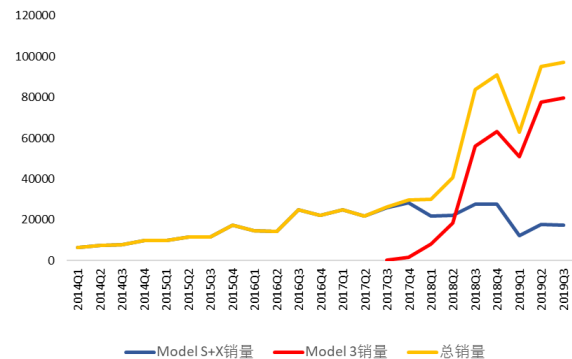
对于特斯拉的财务情况,特斯拉2019年实现营收245.78亿美金,净利润-8.62亿美金,实现销售毛利率16.56%。现金流方面,2019年经营活动产生的现金流净额为24.05亿美金,现金流净额连续两年为正。截止2019年底,特斯拉现金及现金等价物余额为67.83亿美金,处于近5年的最高值。偿债能力方面,截止2019年底,公司资产负债率为76.36%,流动比率为1.13,速动比率为0.8,短期借款及长期借贷当期到期部分是17.85亿美金,长期借款是116.34亿美金。

图 10: 2019 年 1-11 月美国中小豪华车销量排行



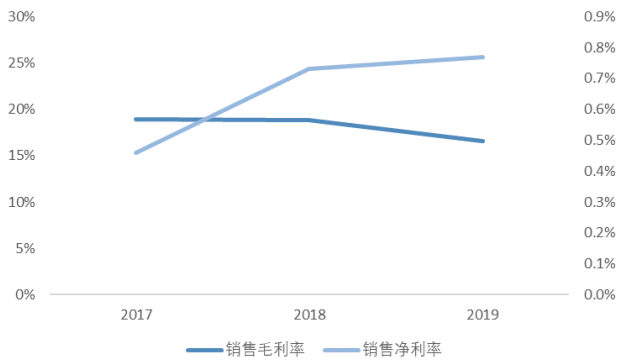
资料来源:汽车之家,财信证券

图 11: 特斯拉各季度销量



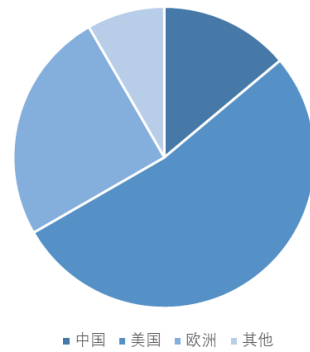
资料来源:特斯拉公告,财信证券

图 12：特斯拉毛利率和净利率



资料来源：wind，财信证券

图 13：特斯拉销量分布（2019）



资料来源：公司公告，财信证券

4 看好国内新能源汽车中游产业的崛起

我们一直以来的观点是看好国内新能源汽车中游产业的崛起，本节我们梳理国内新能源汽车产业链在世界中的位置。新能源汽车产业链分为上游的锂和钴矿，中游的电池和四大材料以及下游的车。目前国内在上游矿产资源中占有一席之地，在冶炼产能中占比较大；中游目前是国内在世界上最强的部分，动力电池环节在宁德时代的带领下占据全球约一半的出货量，四大材料领域也有企业陆续切入全球一线动力电池供应链；下游的车目前是大而不强状态，车的销量占比高，但是热销车型相对不匹配。总的来看，我们认为中游是目前最有希望率先崛起的部分，看好中游产业的崛起。

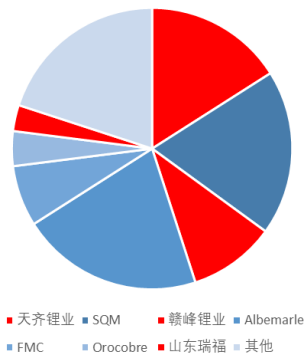
(1) 锂资源：2017 年度全球锂资源供应相对集中，TOP 6 占据 81% 市场份额，其中只有泰利森有中国企业的股权（天齐锂业有泰利森约一半的股权），占据全球约 14.5% 份额。锂产品方面，TOP 7 里中国企业有三家，占据全球的 29%。

(2) 钴资源：全球钴资源大多集中在刚果金，2018 年钴原料产量中 73% 是刚果金提供，中国提供约 1.18%。目前国内企业陆续收购开发刚果金的钴矿，根据安泰科的统计，预计截至 2019 年年底，中国企业在国外投资的钴矿年产能将超过 4.5 万吨（在全球的比重约为 26%），在国外的湿法冶炼项目年产能接近 7.9 万吨（在全球的比重约为 38%）。

(3) 动力电池：全球 2019 年动力电池装机量约 115.21GWh，同比增长 22%。TOP 10 动力电池装机量企业中有 5 家是中国企业，出货量占据 TOP 10 的 49%。

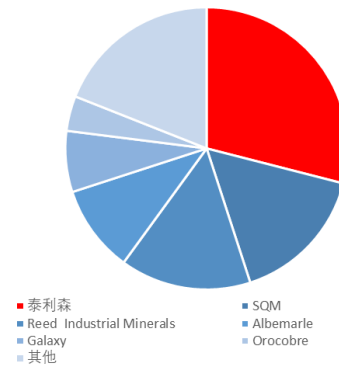
(4) 新能源车：2019 年全球新能源汽车销量为 221 万辆，同比增长 10%，TOP 10 新能源车企里面有 4 家是中国企业，销量占据 TOP 10 的 43%。从新能源车型上看，TOP 10 车型里有 3 家是中国企业，销量占据 TOP 10 的 27%。

图 14：全球锂产品供应（2017）



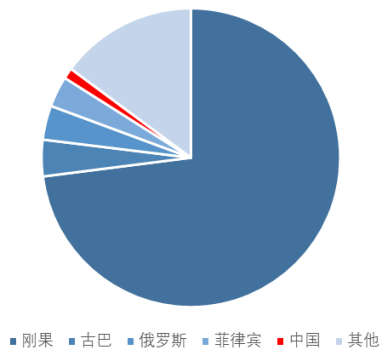
资料来源：ROSKILL，财信证券

图 15：全球锂资源供应（2017）



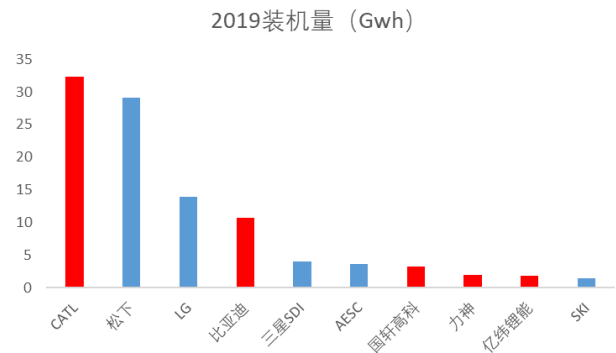
资料来源：ROSKILL，财信证券

图 16：全球钴原料产量情况（2018）



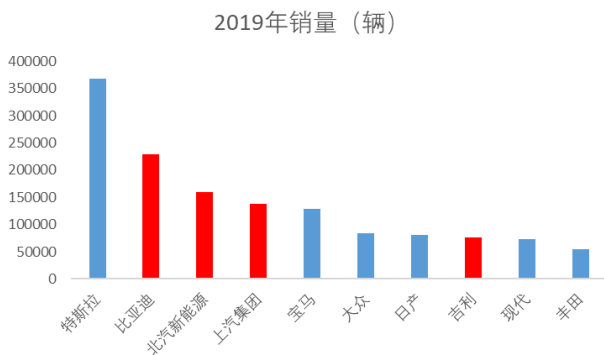
资料来源：安泰科，财信证券

图 17：2019 全球动力电池装机量 TOP10 企业



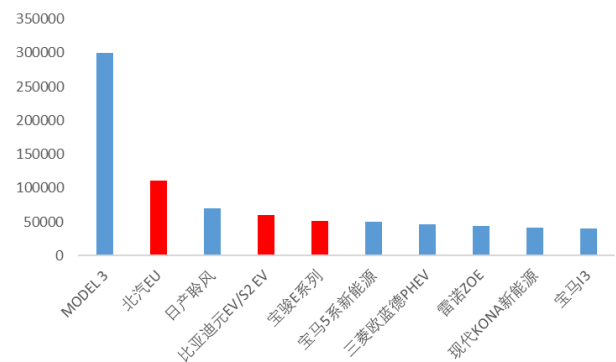
资料来源：GGII，财信证券

图 18：全球新能源汽车销量情况（2019）



资料来源：EV sales，财信证券

图 19：全球新能源汽车车型排行榜（2019）



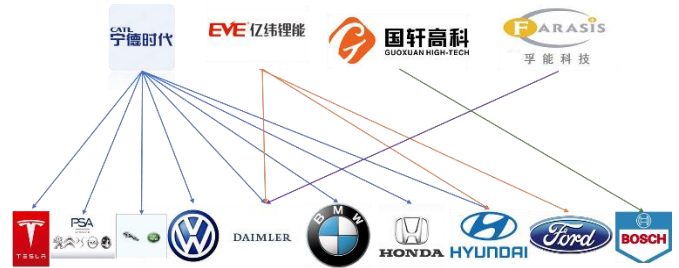
资料来源：EV sales，财信证券

图 20：国内电池龙头客户比肩国际一线电池企业

车企	大众	宝马	戴姆勒	雷诺日产	现代起亚	本田	丰田	福特	通用	特斯拉	PSA	沃尔沃	FCA
CATL	★	★	★			★	★					★	
LG化学	○		○	○	○			○	○	○	○	○	○
松下	▽					▽	▽			▽	▽		
三星	◇	◇							◇				◇
SKI	○		○		○								
亿纬锂能			○		○								

资料来源：GGII，财信证券

图 21：国内目前打入一线车企供应链的企业



资料来源：GGII，财信证券

表 3：中国材料企业逐渐打入国际巨头供应链

	CATL	LG	松下	三星	SK
正极	容百、邦普（格林美）、厦钨、振华、巴莫	日亚化学、L&F、优美科、 当升、杉杉	住友（NCA）、日亚化学、优美科	L&F、户田、优美科、ECOPRO、 格林美、当升	当升 、韩国GS Energy
负极	凯金、璞泰来、杉杉	贝特瑞、璞泰来、浦项制铁	日立、 贝特瑞、璞泰来 、三菱化学	日立、 贝特瑞、三菱、杉杉、璞泰来	贝特瑞
隔膜	恩捷、中材科技	旭化成、 恩捷、星源、东丽	旭化成、东丽、住友、 恩捷	旭化成、东丽、SK、Cegard 三菱化学、 国泰、新宙邦、天赐（产品验证）	SK
电解液	天赐、江苏国泰、新宙邦	LG化学、 三菱、国泰、新宙邦	三菱、宇部、 江苏国泰、新宙邦	国泰、新宙邦、天赐（产品验证）	韩国旭成

资料来源：公司公告，B3report，财信证券

备注：标红的是中国进入全球一线电池巨头供应链的名单

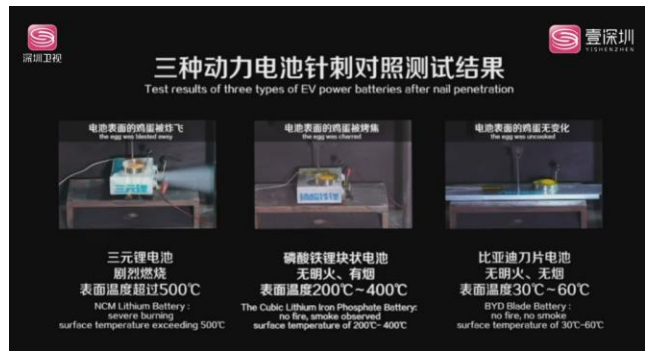
2020 年的技术进步更多的是依赖于结构改进。主要代表有宁德时代的 CTP 技术和比亚迪的刀片电池，可以将续航里程提升至 600 公里。（1）通过 CTP 技术可以将电池包体积利用率提高 15%-20%，电池包零部件数量减少 40%，生产效率提升 50%，电池包能量密度提升 10%-15%，可以达到 200wh/kg，宁德时代的 CTP 技术电池包将首次用于北汽新能源的 EU5（NECD 续航为 501km）上。（2）刀片电池通过将电池拉长变成刀片结构，电池变成结构件充当固定作用，整个电池 PACK 空间利用率可以达到 60% 以上，相比传统电池包的 40% 利用率有较大提升，预计比亚迪的刀片电池率先搭载在 2020 年中发布的比亚迪汉 EV 上。

图 22: 宁德时代 CTP 技术



资料来源: 汽车之家, 财信证券

图 23: 比亚迪刀片电池针刺实验



资料来源: 深圳电视台, 财信证券

图 24: 北汽 EU5



资料来源: 北汽新能源官网, 财信证券

图 25: 比亚迪汉 EV



资料来源: 百度新闻, 财信证券

我们认为目前板块回调至今, 开始进入长期配置的价值区间, 理由如下:

(1) 从估值方面看, 目前产业链一线企业的 2020 年业绩对应的 PE 估值大多在 30 多倍, 对应 2021 年的业绩在 30 倍以下, 从长期配置角度, 考虑到 2020 年下半年和 2021 年的增长预期, 已经进入合理配置价值区间。

(2) 国内的政策仍有空间

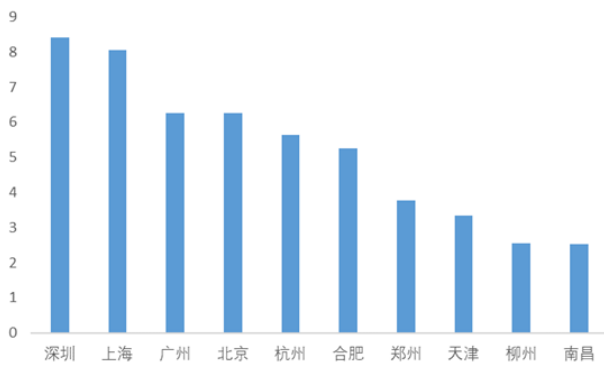
a) 原先的新能源汽车补贴即将在 2020 年退出, 2020 年 3 月 31 日的国务院常务会确定了补贴延期 2 年, 同时购置税延期 2 年, 这属于超预期事件, 我们认为行业的毛利率下滑压力得到缓解。3 月 26 日举行的商务部网上新闻发布会上, 商务部服贸司司长在回答上证报提问时表示, 下一步商务部将鼓励各地结合本地实际情况, 出台促进新能源汽车消费、开展汽车以旧换新等措施, 进一步稳定和扩大汽车消费。地方层面, 目前有新能源汽车大省广东省发布政策, 鼓励稳定汽车等大宗消费等。

b) 从新能源汽车类型上看, 国内新能源汽车私人购买比例不够高, 按照我们在《短

期阵痛，长期看好新能源汽车产业链》中提出的出租车和网约车领域仍有一定的电动化率空间，未来5年共有约111万辆电动汽车出租车增量，以及未来10年约153万辆普通网约车的增量。

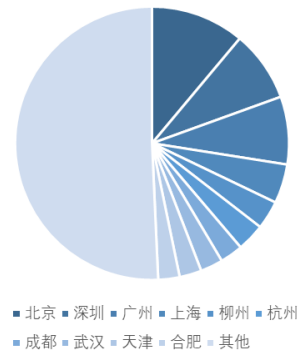
c) 目前电动车大多集中于一线和二线城市，2018年度北京、上海、深圳、广州、杭州、天津等六大限购城市的新能源汽车销量为37.98万辆（乘联会口径），占据2018年度新能源销量125.6万辆的30%。北京、广州、天津有共8.2万辆的新能源汽车指标限制，占据2018年度新能源销量125.6万辆的6.5%。在目前消费急需拯救的情况下，我们认为新能源车指标额度有一定的松动空间。在3月24日，商务部网站首页报道（后被删除），北京正在研究出台刺激汽车消费措施，其中考虑针对无车且在轮候范围的新能源车需求家庭，上半年再释放不少于10万个购车指标。

图 26: 新能源汽车各个城市销量情况 (2018 年, 万辆)



资料来源: 乘联会, 财信证券

图 27: 纯电动乘用车销量情况 (2019)



资料来源: 乘联会, 财信证券

表 4: 限购城市新能源汽车限购情况

城市	新能源指标	燃油车指标 (摇号)	燃油车指标 (竞拍)	总量	中签率
上海	不限	—	15	15	5.10%
北京	6	6	4	10	0.2%
广州	1.2	6	4.8	12	0.59%
天津	1	5	4	10	10% (新能源)、0.44% (燃油车)
杭州	不限	6.4	1.6	8	0.6%
深圳	不限	4	4	8	0.24% (摇号)、16.43% (传统)

资料来源: GGII, 财信证券

(3) 其余事件催化，特斯拉 4 月份的电池会议，国产特斯拉一期工厂生产进度以及二期工厂建设进度有超预期可能性。

表 5: 2020 年以来中央和地方政策汇总

备注	
国务院 (3月31日)	将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年。
商务部 (3月26日)	商务部将鼓励各地结合本地实际情况，出台促进新能源汽车消费、开展汽车以旧换新等措施，进一步稳定和扩大汽车消费。
多部门 (3月13日)	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，提出刺激汽车消费、特别是新能源汽车消费的举措之后。
广东省	《关于统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作的若干措施》，鼓励稳定汽车等大宗消费，加快广州、深圳新增汽车指标放号。
广州市	对购买新能源汽车的消费者，从 3 月到 12 月底给予每辆 1 万元的综合性补贴，对置换或者购买“国六”新车的给予 3 千元补助。

资料来源：GGII，商务部，wind，财信证券

我们目前强调配置一线龙头标的，主要是考虑到一线企业的客户资源较好，业绩确定性高。股票层面，建议关注宁德时代、恩捷股份、新宙邦、亿纬锂能等。

5 行业风险

(1) 疫情的风险

我们目前的判断是基于国内疫情已经结束和国外下半年可以开始全面复工的假设，如果疫情超预期恶化，会对下游需求产生重大影响。

(2) 特斯拉的风险

我们认为特斯拉是新能源汽车的标杆，虽然目前特斯拉在中国地区生产已恢复正常，但是美国地区工厂已关闭，需要警惕未来工厂关停超预期的风险。特斯拉目前现金流尚可，截止 2019 年底特斯拉现金及现金等价物余额为 67.83 亿美金，2020 年 2 月 13 日特斯拉宣布发行 20 亿美元的普通股。其他的潜在的现金流能力方面，2019 年以来特斯拉得到中国几家银行的利率为 3.915% 共 100 亿人民币的五年期贷款。公司 2019 年度的自由现金流为 9.68 亿美金，扭转了前期的负自由现金流状态。综合来看，目前特斯拉现金流风险不大，但是不排除未来疫情超预期导致公司工厂关闭超预期，从而带来一定的现金流风险。

(3) 安全风险

我们认为在提升能量密度的主逻辑下，安全性仍然是目前需要重点考虑的问题，需要警惕出现连续的安全事故导致的行业短期遇冷。同时我们认为 2020 年小型企业的现金

流会依然紧张，行业加速整合，利好龙头企业。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438