

基本面4-5月触底，板块估值已到底部

--电动车2023年3月策略

首席证券分析师：曾朵红

执业证书编号：S0600516080001

联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199798

2023年3月22日

- ◆ **中国2023年2月电动车销量52.5万辆，同环比+55.9%/+28.7%，渗透率为26.6%，符合预期。**根据中汽协数据，2023年2月国内新能源汽车销量52.5万辆，同环比+55.9%/+28.7%，渗透率26.6%，环比+1.9pct。2023年国内销量降速市场已充分预期，我们预计23年国内新能源车销量900.1万辆（中性预期），同增31%，其中出口100-120万辆。**2月欧洲主流9国电动车销量增速有所恢复。**欧洲主流9国合计销量13.52万辆，同环比+6%/+20%，乘用车注册67.24万辆，同环比+10%/+1%，电动车渗透率20.1%，同环比-0.8/+3.3pct。**美国2023年2月新车销116.14万辆，同比增长9.1%，2023年1-2月销222.67万辆，同比增长7.5%。**美国2023年2月汽车销116.14万，同环比+9.1/+2.1%，1-2月累计销222.67万辆，同比增长7.5%，库存状况改善。
- ◆ **部分燃油车开启大幅促销，短期有所冲击，但电动化大势所趋，预计6月电动车订单将明显恢复。**根据乘联会数据，1月底乘用车库存量为333万台，库存周期64天，我们预计主要为燃油车库存。2月起湖北省推出限时购车补贴，东风雪铁龙C6由原价21万元降价9万元至12万元，引发奔驰、宝马、大众等合资车企相继降价。我们预计此轮降价或为厂商有清库存需求。3-4月部分电动车企新增订单有所影响，但整体可控，预计6月电动车订单可完全恢复正常。**排产看**，2月大部分厂商排产有所恢复，电池企业环比增长20-30%，正极厂商10-30%，前驱体10%。总体看，排产低点已过，3月排产预计环比增10-20%，由于Q1行业去库存，预计排产环比下滑10-30%，**4-6月逐步复苏，6月有望完全恢复正常。**
- ◆ **碳酸锂大幅跌价，即将阶段性见底，产业链降价告一段落，大部分环节年内盈利可基本见底。**23年2月碳酸锂价格跌至31.5万元/吨，我们测算当前523电池pack成本为0.78元/wh，已回至22年初水平；铁锂电池pack成本为0.6元/wh，已回至21Q4水平，若Q2碳酸锂价格进一步下降至20万/吨，则523/铁锂成本将下降至0.72/0.56元/wh，回到21Q4/21Q3水平。电池厂Q1由于产能利用率不足、同时碳酸锂跌价造成一定的存货减值损失，预计Q1盈利环比微降，全年盈利稳定。结构件Q1盈利微降，23全年龙头净利率预计维持10%；隔膜环节23Q1盈利触底，Q2起逐步恢复；负极改为季度议价，预计23年Q1盈利继续下行，Q2盈利见底；电解液环节六氟价格跌至13万，三线厂商不赚钱开工率下行，预计Q1盈利见底，全年稳定，龙头可维持0.8万元/吨净利；正极环节受碳酸锂跌价造成库存损失+产能利用率低+加工费下降影响，铁锂23Q1预计盈利大幅下滑，2H23磷酸铁价格仍有下降空间，但碳酸锂跌价影响减弱，盈利有望基本保持稳定；三元预计22Q1盈亏平衡。
- ◆ **投资建议：**第一条主线首推Q2盈利拐点叠加储能加持的电池，**龙头宁德时代、亿纬锂能、比亚迪、派能科技、鹏辉能源**，关注**欣旺达、国轩高科、蔚蓝锂芯**；第二条为持续紧缺，盈利稳定的龙头：结构件（**科达利**），隔膜（**恩捷股份、星源材质**），添加剂（**天奈科技**），前驱体（**中伟股份**），铝箔（**鼎胜新材**）；第三条为盈利下行但估值底部的电解液（**天赐材料、新宙邦**），三元（**容百科技、华友钴业、当升科技**，关注长远锂科、厦钨新能），铁锂（**德方纳米、万润新能**，关注龙蟠科技、富临精工），负极（**璞泰来、杉杉股份、贝特瑞、信德新材、尚太科技**，关注中科电气），勃姆石（**壹石通**），铜箔（**嘉元科技、诺德股份**）；第四为价格维持高位低估值的锂（关注**天齐锂业、赣锋锂业**等）。

2 **风险提示：**价格竞争超市场预期，原材料价格不稳定，影响利润空间，投资增速下滑及疫情影响。



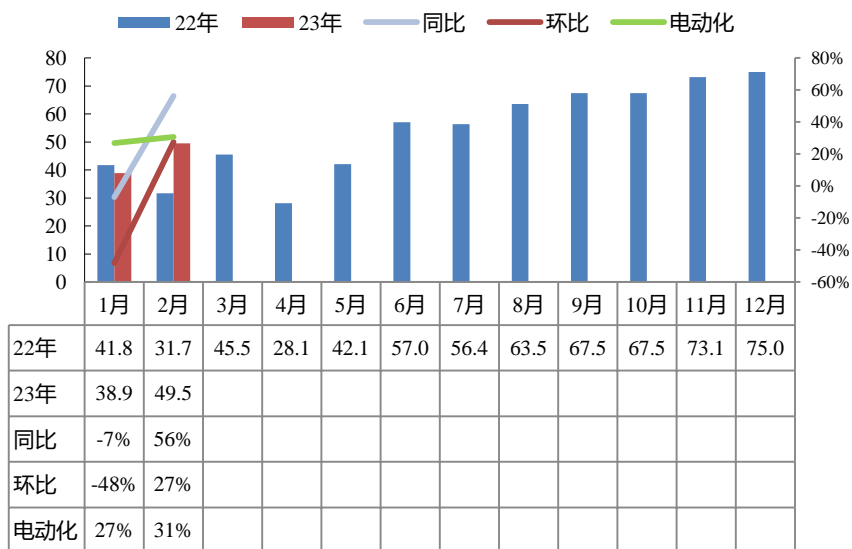
- 2月国内销量超预期，23年车企竞争加剧
- 碳酸锂大幅跌价传导至电池，23年电池盈利基本稳定
- 中游：部分环节2月进一步降价，基本面最低点已至
- 行业龙头公司信息跟踪
- 投资建议与风险提示

1、2月国内销量超预期，23年车企竞争加剧

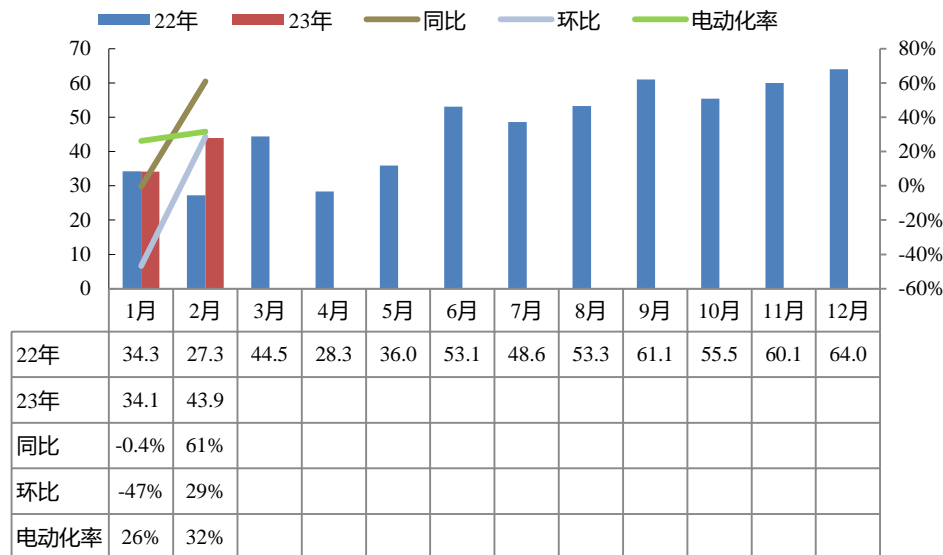
国内：2月销量52.5万辆，符合预期

- ◆ **中汽协：2023年2月电动车销量52.5万辆，同环比+55.9%/+28.7%，渗透率为26.6%，符合预期。** 2月新能源汽车销量52.5万辆，同环比+55.9%/+28.7%，渗透率26.6%，环比+1.9pct。
- ◆ **乘联会：2023年2月电动乘用车批发49.5万辆，同环比+56%/+27.5%，渗透率31%，环比3.8pct。** 2月新能源乘用车批发销量49.5万辆，同环比+56%/+27.5%，渗透率为31%，环比+3.8pct，年初至今累计销量达88.4万辆，同比增长20.35%；2月新能源乘用车零售销量43.9万辆，同环比+61%/29%，渗透率为32%，环比+6pct，年初至今累计零售78万辆，同比增长27%。

图：国内电动乘用车月度批发销量（万辆）



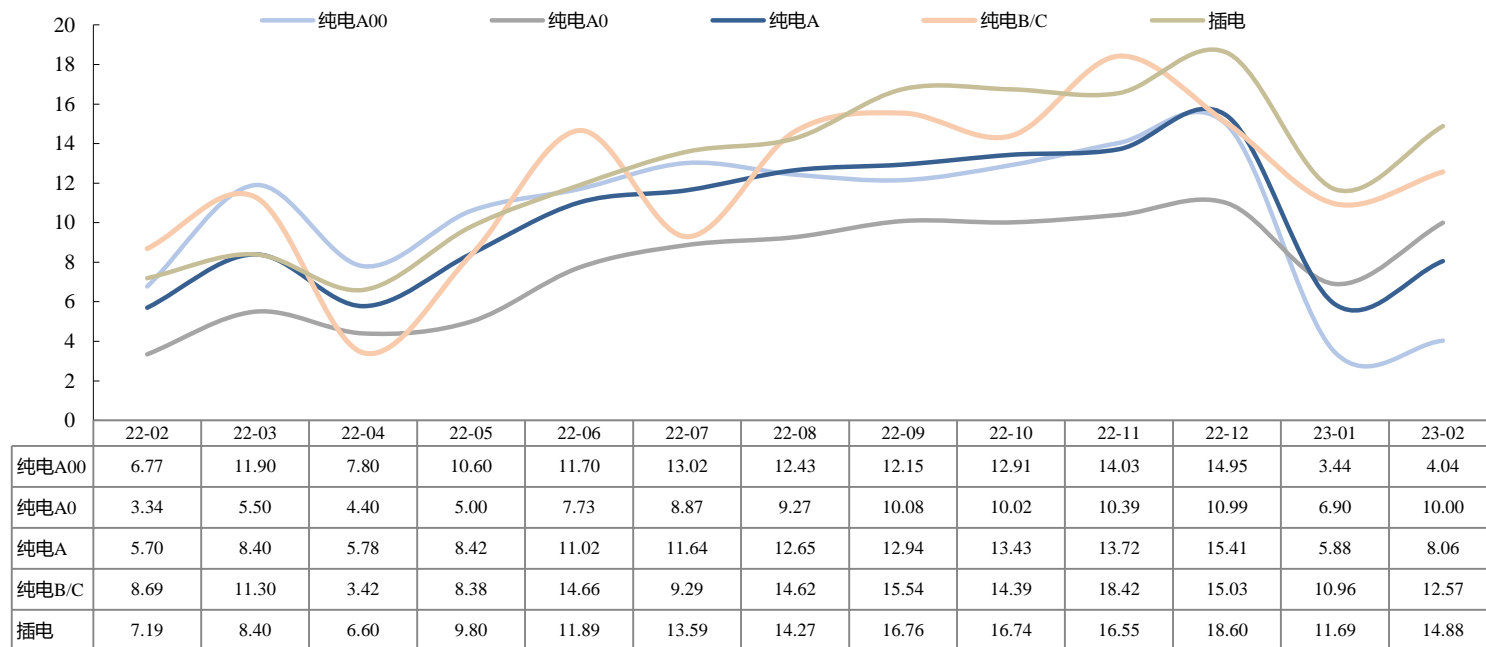
图：国内电动乘用车月度零售销量（万辆）



结构：B/C级车型份额小幅下滑，插混份额维持

- ◆ **B/C级车型份额小幅下滑，插混份额持续提升至30%**。2月A00级4.04万辆，占纯电比12%，环比-1.0pct；A0级10万辆，占比29%，环比+3.5pct；A级8.06万辆，占比23%，环比+1.6pct；B/C级12.6万辆，占比36%，环比-4.1pct。动力结构看，纯电34.66万辆，占70%（环比0pct），插混14.9万辆，占30%（环比0pct）。

图：分车型月度销量（万辆）



- ◆ **2月自主品牌环比强势增长，新势力分化。** 2月自主品牌中，比亚迪、上通五菱、吉利、长安、上汽、广汽乘用车分别销19.2万辆（环+28%）、1.10万辆（环+145%）、2.33万辆（环+111%）、1.94万辆（环-22%）、2.33万辆（环+28%）、3.01万辆（环+195%）。特斯拉2月批发销7.44万辆，环比+13%。新势力中，理想销1.66万辆（环+10%）、蔚来销1.22万辆（环+43%）、小鹏销0.6万辆（环+15%）。

表：主流车企月度销量（辆）

| 车企 | 2月 | 同比 | 环比 | 2月市占率 | 23年累计 | 同比 | 市占率 |
|--------|---------|------|------|-------|---------|------|-----|
| 比亚迪 | 191,664 | 119% | 28% | 39% | 341,828 | 89% | 39% |
| 特斯拉中国 | 74,402 | 32% | 13% | 15% | 140,453 | 21% | 16% |
| 广汽埃安 | 30,086 | 253% | 195% | 6% | 40,292 | 64% | 5% |
| 上汽乘用车 | 23,289 | 154% | 28% | 5% | 41,467 | 76% | 5% |
| 吉利汽车 | 23,283 | 63% | 111% | 5% | 34,315 | 10% | 4% |
| 长安汽车 | 19,382 | 245% | -22% | 4% | 44,342 | 187% | 5% |
| 理想汽车 | 16,620 | 98% | 10% | 3% | 31,761 | 54% | 4% |
| 蔚来汽车 | 12,157 | 98% | 43% | 2% | 20,663 | 31% | 2% |
| 上汽通用五菱 | 10,982 | -58% | 145% | 2% | 15,459 | -77% | 2% |
| 哪吒汽车 | 10,073 | 42% | 67% | 2% | 16,089 | -11% | 2% |

分车型：Model Y 销量位居首位

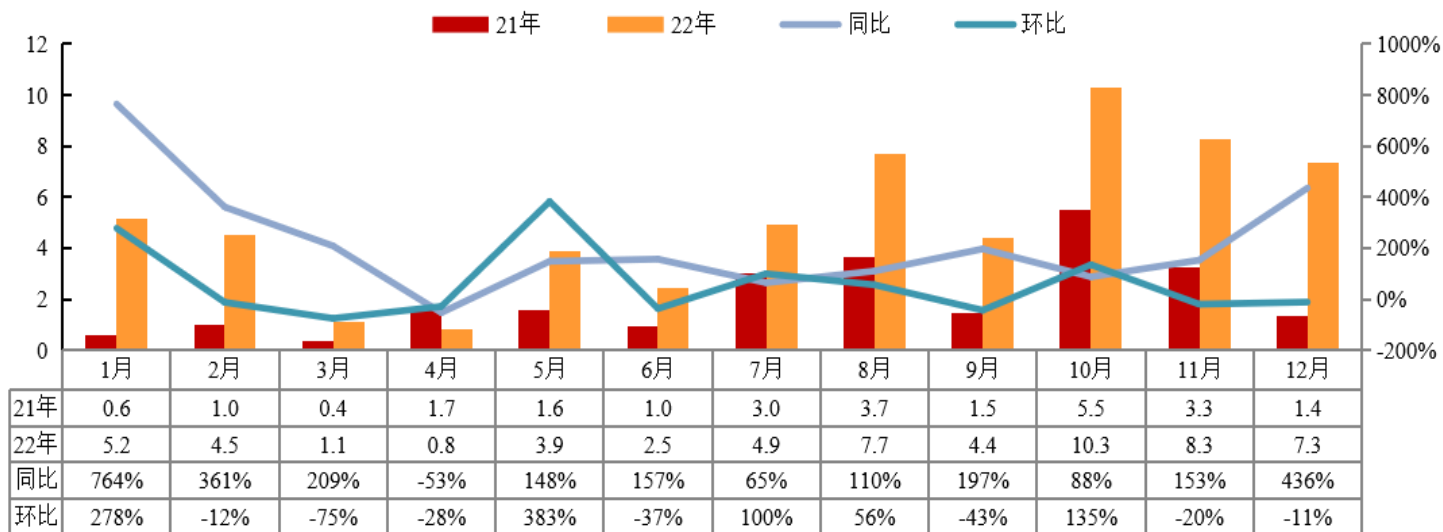
- **分车型看，Model Y 销量第一，比亚迪元、比亚迪海豚等车型增量明显。**纯电动乘用车中，**特斯拉Model Y** 2月销量位居第一，销量为5.14万辆，同环比+59%/+26%；**比亚迪元**位居第二，销量为3.36万辆，同环比+275%/+45%；**Model 3** 销量为2.3万辆，排名第三。
- **插混主流车型中，比亚迪包揽前三。**插电主流车型中，**比亚迪宋（A级）**销4.52万辆，同环比+137%/+6%，位居第一；**比亚迪秦（A级）**销量为1.9万辆，同环比+33%/+274%，位列第二；**比亚迪唐（B级）**销量为1.08万辆，同环比+8%/+40%，位列第三。

图：国内2月纯电动车（左）&插混车（右）分车型销量排名

| 纯电 | 级别 | 2月 | 环比 | 同比 | 23年累计 | 同比 | 插电 | 级别 | 2月 | 环比 | 同比 | 23年累计 | 同比 |
|---------|-----|--------|------|------|--------|------|----------|----|--------|-------|-------|--------|------|
| ModelY | B | 51,412 | 26% | 59% | 92,315 | 41% | 比亚迪宋 | A | 45,178 | 6% | 137% | 87,862 | 148% |
| 比亚迪元 | A0 | 33,612 | 45% | 275% | 56,843 | 224% | 比亚迪秦 | A | 19,000 | 274% | 33% | 24,087 | -26% |
| Model3 | B | 22,990 | -9% | -5% | 48,138 | -5% | 比亚迪唐 | B | 10,783 | 40.1% | 8% | 18,481 | -2% |
| 比亚迪海豚 | A0 | 22,861 | 30% | 167% | 40,490 | 111% | 理想L8 | B | 8,192 | 34% | | 14,291 | |
| 埃安S | A | 16,827 | 231% | 398% | 21,918 | 110% | 理想L9 | B | 7,299 | -9% | | 15,295 | |
| 埃安Y | A0 | 12,996 | 171% | 335% | 17,788 | 89% | 腾势D9 | B | 7,015 | 12.9% | | 13,231 | |
| 比亚迪秦 | A | 11,540 | 27% | 12% | 20,638 | 12% | 比亚迪汉 | B | 6,643 | 0% | 1803% | 13,282 | 331% |
| 木兰 | A0 | 10,238 | -4% | | 20,937 | | 护卫舰07 | B | 6,429 | 27% | | 11,472 | |
| 宏光MINI | A00 | 8,384 | 104% | -62% | 12,487 | -79% | 比亚迪驱逐舰05 | A | 4,970 | 0% | | 9,936 | |
| 长安Lumin | A00 | 8,137 | -27% | | 19,310 | | 长安UNIV | A | 3,713 | 87% | | 5,697 | |

- ◆ **国内新能源车23年1-2月累计出口15.4万辆，同增58%，势头强劲。**国内车企23年1-2月累计出口电动车15.4万辆，同增58%，2月出口7.88万辆，环增5%。其中剔除特斯拉中国，我国自主品牌新能源电动车1-2月出口量达7.4万辆。
- ◆ **国内自主品牌电动车出口增加，上汽乘用车持续领跑。**上汽乘用车、比亚迪1-2月累计出口3.21/2.54万辆，贡献主要份额。长城汽车23年累计出口2179辆，同比增长248%，其中2月出口935辆，环减25%；吉利1-2月累计出口1640辆，2月出口892辆，环增19%，表现亮眼。

图 国内乘用车电动车出口情况（万台）



- ◆ **新势力车企降价后2-3月逐步转化为订单，需求边际明显改善。**1月中旬受特斯拉降价影响，行业内部分车企陆续执行降价策略，且其余车企有望跟进。蔚来、小鹏受竞争对手影响，跟进降价，1月份订单量（截至27日）分别为5300台、5000台，但到店量大幅增长。2月蔚来订单量环比大幅增长至1.2万辆+，恢复至22年12月水平，小鹏财报电话会议说明2月订单环比增长100%，理想、比亚迪环比也均有增长。
- ◆ **部分燃油车开启大幅促销，短期有所冲击，但电动化大势所趋，预计6月电动车订单将明显恢复。**根据乘联会数据，1月底乘用车库存量为333万台，库存周期64天，我们预计主要为燃油车库存。2月起湖北省推出限时购车补贴，东风雪铁龙C6由原价21万元降价9万元至12万元，引发奔驰、宝马、大众等合资车企相继降价。我们预计此轮降价或为厂商有清库存需求。3-4月部分电动车车企新增订单有所影响，但整体可控，预计6月电动车订单可完全恢复正常。

表 新势力及特斯拉新增订单情况（万辆）

| | 202201 | 202202 | 202203 | 202204 | 202205 | 202206 | 202207 | 202208 | 202209 | 202210 | 202211 | 202212 | 202301 | 202302 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 蔚来汽车 | 1.2 | 0.5 | 2 | 1.4 | 1.9 | 1.5 | 1.9 | 1.3 | 4.65 | 1.35 | 1.4 | 1.2 | 0.53 | 1.2+ |
| 小鹏汽车 | 1.1 | 0.9 | 2.1 | 0.8 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 4.2 | 1.5 | 1.5 | 0.75 | 0.89 | 0.5 | 0.6-0.7 |
| 极氪汽车 | 0.3 | 0.6 | 0.8 | 1.1 | 0.6 | 0.5 | 0.8 | 1.3 | 0.6 | 0.6 | 0.4 | | | |
| 特斯拉（国内） | 5.4 | 5 | 1.8 | 1.6 | 1.9 | 2.3 | 2.5 | 2.9 | 3 | 4.5 | 5 | 10 | 12.5 | 4+ |
| 理想 | | | | | | | | | | | | 0.6 | 0.8 | 2+ |
| 合众 | 1.1 | 0.8 | 1.1 | 0.9 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.6 | 1.8 | 1 | 1 | 2.2 | 0.3 | |
| 比亚迪 | | | | | | | 22 | 21 | 25 | 24 | 23 | 29 | 12 | 18-20 |

- ◆ 由于汽车消费不及预期，我们下修销量预期至900万辆。预计23年国内新能源车销量900.1万辆（中性预期），同增31%，其中出口100-120万辆。
- ◆ Q1为淡季，预计销量156.3万辆左右，预计年中销量开始强复苏。1-2月春节影响，预计销量环比明显下滑，3-4月销量恢复，Q1预计销量156.3万辆左右，环比下滑32%左右，同比仍可维持20-27%左右增长。

表 我们对国内电动车销量（含出口）预测（单位：万辆）

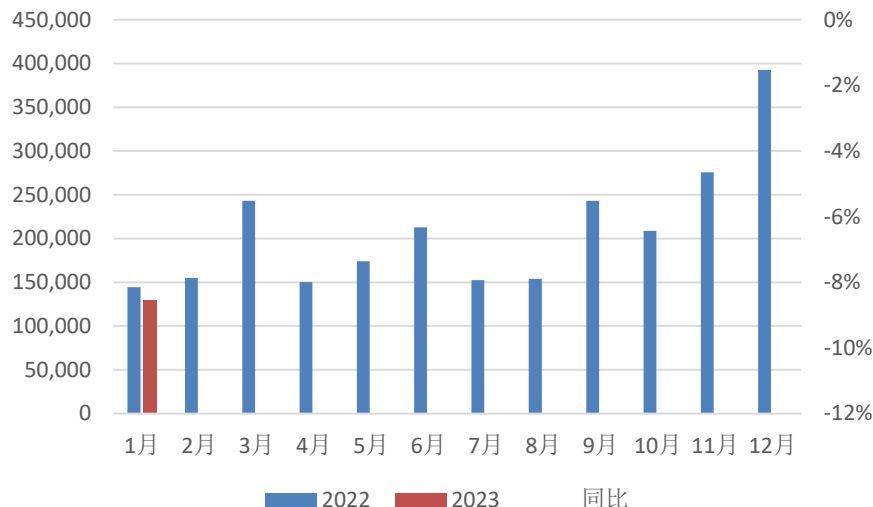
| | | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 | 合计 |
|---------------|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 2021年 | 销量 | 17.9 | 11.0 | 22.6 | 20.6 | 21.7 | 25.6 | 27.1 | 32.1 | 35.7 | 38.3 | 45.0 | 53.1 | 350.7 |
| | 同比 | 281% | 753% | 245% | 186% | 165% | 146% | 177% | 194% | 159% | 139% | 125% | 114% | 162% |
| 2022年 | 销量 | 43.1 | 33.4 | 48.6 | 29.9 | 44.6 | 59.6 | 59.3 | 66.6 | 70.8 | 71.4 | 78.6 | 81.4 | 687.3 |
| | 同比 | 141% | 204% | 115% | 45% | 106% | 133% | 119% | 107% | 98% | 86% | 75% | 53% | 96% |
| 2023年 (乐观) | 销量 | 40.8 | 52.5 | 66.2 | 69.5 | 72.9 | 78.4 | 82.4 | 86.5 | 90.8 | 95.3 | 100.1 | 105.1 | 940.5 |
| | 同比 | -5% | 57% | 36% | 132% | 64% | 32% | 39% | 30% | 28% | 34% | 27% | 29% | 37% |
| 2023年 (中性) | 销量 | 40.8 | 52.5 | 63.0 | 66.2 | 69.5 | 74.7 | 78.4 | 82.4 | 86.5 | 90.8 | 95.3 | 100.1 | 900.1 |
| | 同比 | -5% | 57% | 30% | 121% | 56% | 25% | 32% | 24% | 22% | 27% | 21% | 23% | 31% |
| 2023年 (悲观) | 销量 | 40.8 | 52.5 | 56.7 | 59.5 | 66.0 | 71.0 | 74.5 | 78.2 | 82.2 | 86.3 | 87.7 | 90.1 | 845.5 |
| | 同比 | -5% | 57% | 17% | 99% | 48% | 19% | 26% | 17% | 16% | 21% | 12% | 11% | 23% |

| | | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | 合计 |
|---------------|----|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2021年 | 销量 | 51.5 | 67.9 | 94.9 | 136.4 | 350.7 |
| | 同比 | 310% | 163% | 175% | 124% | 162% |
| 2022年 | 销量 | 125.1 | 134.1 | 196.7 | 231.4 | 687.3 |
| | 同比 | 143% | 97% | 107% | 70% | 96% |
| 2023年 (乐观) | 销量 | 159.5 | 220.8 | 259.6 | 300.6 | 940.5 |
| | 同比 | 27% | 65% | 32% | 30% | 37% |
| 2023年 (中性) | 销量 | 156.3 | 210.3 | 247.3 | 286.2 | 900.1 |
| | 同比 | 25% | 57% | 26% | 24% | 31% |
| 2023年 (悲观) | 销量 | 150.0 | 196.5 | 234.9 | 264.1 | 845.5 |
| | 同比 | 20% | 47% | 19% | 14% | 23% |

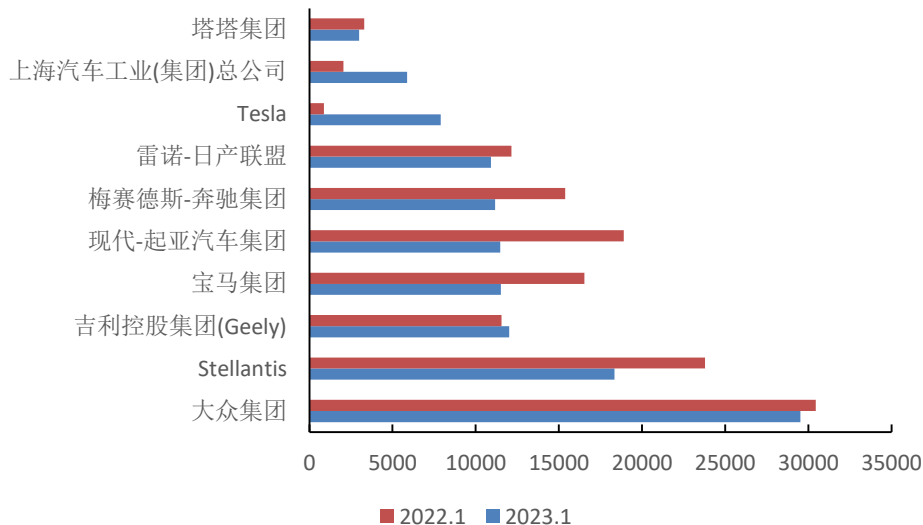
欧洲：1月电动车销量12.97万辆，同比-10%

◆ 欧洲2023年1月电动车销12.97万辆，同环比-67%/-10%，年末抢装后销量回落明显。欧洲2023年1月电动车销量符合市场预期，电动化渗透率13.76%，同环比-0.40/-17.65pct。其中，大众集团销量2.95万辆，位居首位，Tesla 1月销量0.8万辆，同比增810%，前十名大多车企销量同比有所下降。

图表：欧洲市场电动车2022-2023年销量（左/辆；右/%）



图表：2022年1月及2023年1月欧洲电动车销量（分车企，辆）



欧洲：大众维持榜首，Stellantis保持第二

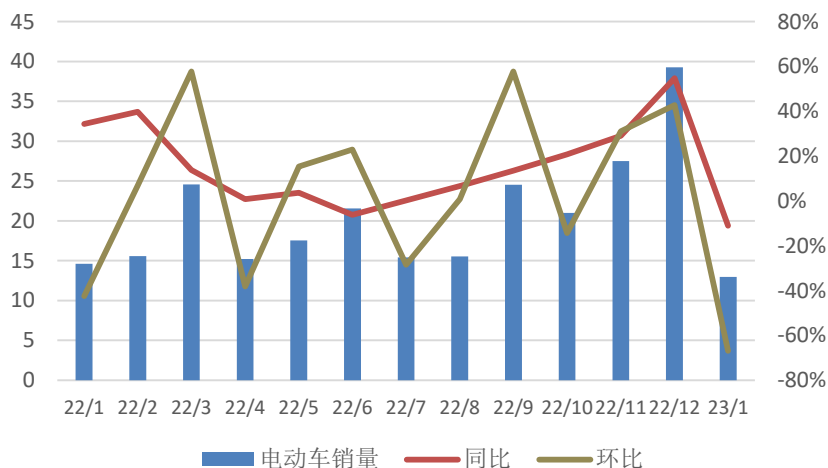
- ◆ **分车企看，大众集团维持榜首位置，Stellantis保持第二。**大众集团2023年1月在欧洲销量2.95万辆，同环比-3%/-68%，市占率23%。Stellantis销量1.84万辆，同环比-23%/-59%，市占率14%；吉利控股集团销1.20万辆，同环比+4%/-60%；宝马集团销1.15万辆，同环比-30%/-65%；现代-起亚集团销1.15万辆，同环比-39%/-60%；梅赛德斯-奔驰集团销1.12万辆，同环比-27%/-61%。

图表：欧洲1月主流电动车企销量市占率（分车企，%）

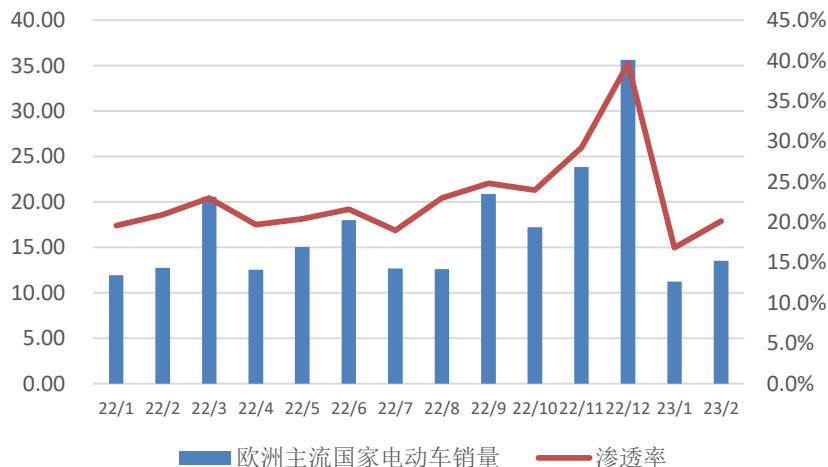
| 欧洲分车企 | 2023年1月单月 | | | 市占率 |
|---------------|-----------|------|------|-----|
| | 销量 | 环比 | 同比 | |
| 大众集团 | 29,520 | -68% | -3% | 23% |
| Stellantis | 18,354 | -59% | -23% | 14% |
| 吉利控股集团(Geely) | 12,007 | -60% | 4% | 9% |
| 宝马集团 | 11,523 | -65% | -30% | 9% |
| 现代-起亚汽车集团 | 11,476 | -60% | -39% | 9% |
| 梅赛德斯-奔驰集团 | 11,163 | -61% | -27% | 9% |
| 雷诺-日产联盟 | 10,915 | -65% | -10% | 8% |
| Tesla | 7,898 | -86% | 810% | 6% |
| 上海汽车工业(集团)总公司 | 5,885 | -59% | 187% | 5% |
| 塔塔集团 | 3,000 | 1% | -9% | 2% |

- ◆ **2月欧洲主流9国电动车销量增速有所恢复。**欧洲主流9国合计销量13.52万辆，同环比+6%/+20%，乘用车注册67.24万辆，同环比+10%/+1%，电动车渗透率20.1%，同环比-0.8/+3.3pct。
- ◆ **2月主流国家渗透率20%，各个增速有所分化，德国偏弱。**德国：2月电动车注册4.44万辆，同比-11%，环比+64%，电动车渗透率21.5%，同环比-3.4/+6.4pct。法国：2月电动车注册3.01万辆，同比+30%，环比+21%，电动车渗透率23.8%，同环比+3.7/+1.5pct。英国：2月电动车注册1.70万辆，同比+13%，环比-35%，电动车渗透率22.9%，同环比-2.7/+2.9pct。意大利：2月电动车注册1.05万辆，同比+22%，环比-11%，电动车渗透率8.0%，同环比+0.3/+0.7pct。瑞典：2月电动车注册9.97万辆，同比-9%，环比+31%，电动车渗透率54.0%，同环比+2.4/+1.9pct。挪威：2月电动车注册0.67万辆，同比-4%，环比+372%，电动车渗透率90.1%，同环比+4.0/+13.8pct。西班牙：2月电动车注册0.81万辆，同比+28%，环比+13%，电动车渗透率11.0%，同环比+0.8/-0.2pct。

图表：欧洲月度销量（左/万辆）&同环比（右/%）



图表：欧洲主流国家电动车销量（万辆）&渗透率（%）



欧洲：23年开始部分国家补贴政策平缓退坡

- ◆ **德国：下调各价格段位的纯电车补贴。** 4万欧元及以下纯电车补贴额度降至4500欧元，4万-6.5万欧元纯电车降至3000欧元；6.5万欧元以上车型插电混动车型不享受补贴。
- ◆ **法国：低收入补贴上调，企业补贴下调，并拟出台租赁补贴计划。** 低收入家庭的电动汽车补贴增至7000欧元，普通补贴降至5000欧元，并将推出电动汽车租赁补贴计划，该补贴政策将使电动车的月租金低至100欧元。
- ◆ **挪威：首次引入纯电汽车的两项新税。** 500公斤以上车辆，缴纳每公斤12.5挪威克朗的重量税。纯电汽车价格中超过500000挪威克朗的部分新增25%的增值税。
- ◆ **瑞典、英国：取消电动车补贴。**

图表：欧洲电动车补贴政策梳理

| 国家 | 政策类别 | 2023年 | | | |
|-----|------|------------------------------------|---|--------------------------------------|--------|
| | | 车辆类型 | 要求 | 补贴金额 (万欧元) | 变动幅度 |
| 德国 | 直接补贴 | BEV | <4万欧 | 0.675 | 下降 |
| | | | 4-6.5万欧 | 0.45 | |
| | | PHEV | <4万欧 | - | |
| | | | 4-6.5万欧 | - | |
| 法国 | 直接补贴 | 个人BEV | <4.7万欧 | 0.7 (低收入) / 0.5 | 下降 |
| | | | >4.7万欧 | - | |
| | | | 商用车 | 0.7 | |
| | | 企业BEV | <4.5万欧 | 0.4 | |
| | | | 4.5-6万欧 | 0.2 | |
| | | | 商用车 | 0.5 | |
| | PHEV | 不限 | 0.1 | | |
| | 置换补贴 | 个人BEV | | 最高0.5 | 不变 |
| | | 企业BEV | | 最高0.3 | |
| | | 置换补贴为报废奖励，可与直接补贴叠加，低收入家庭可获额外0.3万欧元 | | | |
| 荷兰 | 直接补贴 | 个人新BEV | 1.2-4.5万欧 | 0.295 | 下降 |
| | | 个人二手BEV | | 0.2 | |
| 意大利 | 直接补贴 | BEV | 收入 < 3万欧元/ 收入 > 3万欧元 | 0.45/0.5 | 上升 |
| | | PHEV | | 0.3/0.4 | |
| | 置换补贴 | BEV | <6.1万欧 | 0.2 | |
| | | PHEV | | 0.2 | |
| 英国 | 直接补贴 | 小型/大型BEV箱式货车 | | - | 汽车补贴取消 |
| 瑞典 | 直接补贴 | EV | | - | 取消 |
| 西班牙 | 直接补贴 | PHEV (最高60gCO2/km) | | - | 取消 |
| | 置换补贴 | | 在2022年底前置换家中使用年限超过10年的旧车、购买并注册一辆全新的纯电动汽车或混合动力汽车 | 在未来1年至3年返还高达7000欧元；仅购买新车，可能得到约5000欧元 | 不变 |
| 挪威 | 直接补贴 | 个人新BEV | | 50万克朗以下车价部分免25%购置税 | 下降 |

- ◆ **3月16日欧盟发布《关键原材料法案》，旨在加强供应链并使其多样化。** 1. 欧盟制定战略性原材料清单：包括电池级锂、钴、镍、锰、天然石墨等，及永磁体用的稀土元素2. 法案指定战略性原材料目标：1) 本土化：至2030年，欧盟内的矿石、矿物和精矿开采能力能满足每年10%的战略性原材料消耗；中间环节加工能力能满足每年40%的战略性原材料消耗；回收能力能满足每年15%的战略性原材料消耗。2) 进口多样化：至2030年，每种战略性原材料的任一加工阶段，单一第三国的进口比例不得超过65%。3. 简化战略性原材料项目审批流程：法案规定欧盟内涉及开采的战略原材料项目审批不超过24个月，仅涉及加工或回收的战略项目审批不超过12个月。
- ◆ **发布《净零工业法案》目标扩大欧盟的清洁能源技术制造能力。** 法案提议至2030年，在光伏、风电、锂电及储能、热泵及地热、燃料电池、生物燃料、碳捕捉及储存等清洁能源方向，综合来看，欧盟整体的本土化产能可覆盖40%需求。其中法案倡议至2030年，欧盟锂电池本土化产能达550GWh，对应覆盖90%需求，并同时指出对于正极、负极环节，欧盟本土化生产水平较低，2030年达到40%的本土化产能比例是现实的，但代表很高的雄心。
- ◆ **法案对中国供应链影响不大：** 1) 并未限制从中国进口，仅规定2030年起单个战略性原材料的单一加工环节从单一第三国的进口占比不得超过65%，国内锂电企业技术、成本、产能优势明显，预计将持续受益于全球化采购；2) 国内锂电产业链欧洲本土化开始较早，电池及材料等均有布局，23年已有本土化产能开始释放。

图表：《关键原材料法案》梳理

| 本土化要求 | 进口多样化要求 | 项目审批简化 |
|---------------------------------------|----------------------------|--|
| 开采能力满足10%需求；中间加工环节满足40%需求；回收能力满足15%需求 | 从单一第三国的单一材料的单一环节进口比例不超过65% | 涉及开采的战略原材料项目审批不超过24个月，仅涉及加工或回收的战略项目审批不超过12个月 |

欧洲： 预计23年电动车销量增速恢复至20%

- ◆ **预期欧洲2023全年销量中枢300万辆，同比增长20%。** 受益于碳排放考核趋严、补贴政策力度持续及传统车企纯电平台新车型大量落地，欧洲电动车销量增速稳步提升，我们预计2023全年预计欧洲销量达300万辆左右，同增20%。

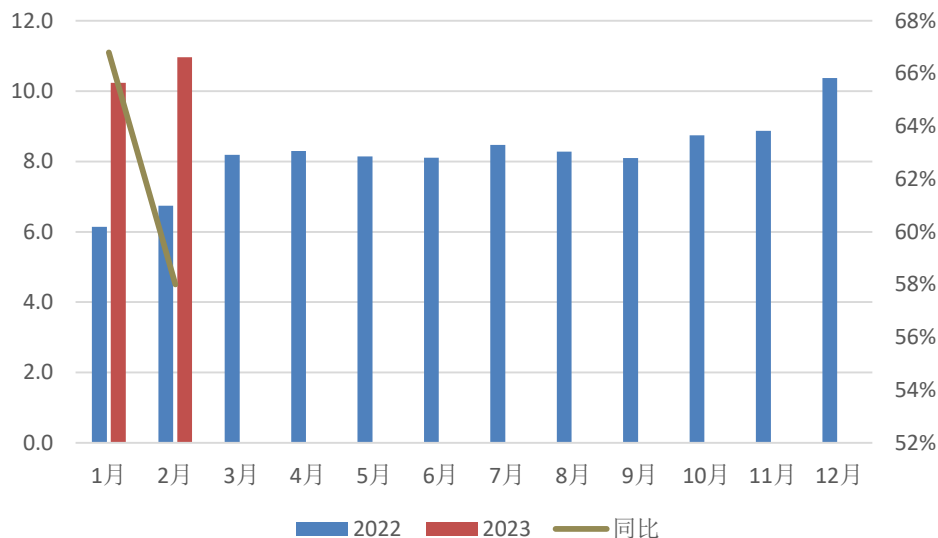
表 我们对欧洲电动车销量预测（万辆）

| | | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 | 合计 |
|-------|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 2021年 | 销量 | 10.9 | 11.1 | 21.6 | 15.1 | 16.9 | 23.0 | 15.4 | 14.6 | 21.6 | 17.4 | 21.3 | 25.4 | 214.2 |
| (中性) | 同比 | 45% | 52% | 171% | 404% | 249% | 151% | 41% | 64% | 45% | 23% | 47% | 5% | 69% |
| 2022年 | 销量 | 14.4 | 15.5 | 24.3 | 14.1 | 17.4 | 21.3 | 15.2 | 15.4 | 24.3 | 20.9 | 27.5 | 39.3 | 250.4 |
| (中性) | 同比 | 33% | 39% | 12% | 0% | 3% | -7% | -1% | 6% | 12% | 20% | 29% | 55% | 17% |
| 2023年 | 销量 | 13.2 | 16.5 | 28.1 | 14.1 | 25.5 | 30.4 | 23.2 | 23.4 | 31.9 | 26.7 | 35.2 | 46.0 | 320.6 |
| (乐观) | 同比 | -8% | 6% | 16% | 36% | 47% | 43% | 53% | 53% | 31% | 28% | 28% | 17% | 28% |
| 2023年 | 销量 | 13.2 | 16.0 | 26.7 | 14.1 | 22.6 | 28.9 | 20.5 | 20.8 | 30.4 | 25.5 | 33.5 | 43.9 | 300.0 |
| (中性) | 同比 | -8% | 3% | 10% | 20% | 30% | 36% | 35% | 35% | 25% | 22% | 22% | 12% | 20% |
| 2023年 | 销量 | 13.2 | 15.0 | 24.1 | 14.1 | 20.3 | 25.5 | 18.1 | 18.3 | 26.7 | 22.4 | 30.2 | 39.5 | 269.4 |
| (悲观) | 同比 | -8% | -3% | -1% | 8% | 17% | 20% | 19% | 19% | 10% | 7% | 10% | 1% | 8% |

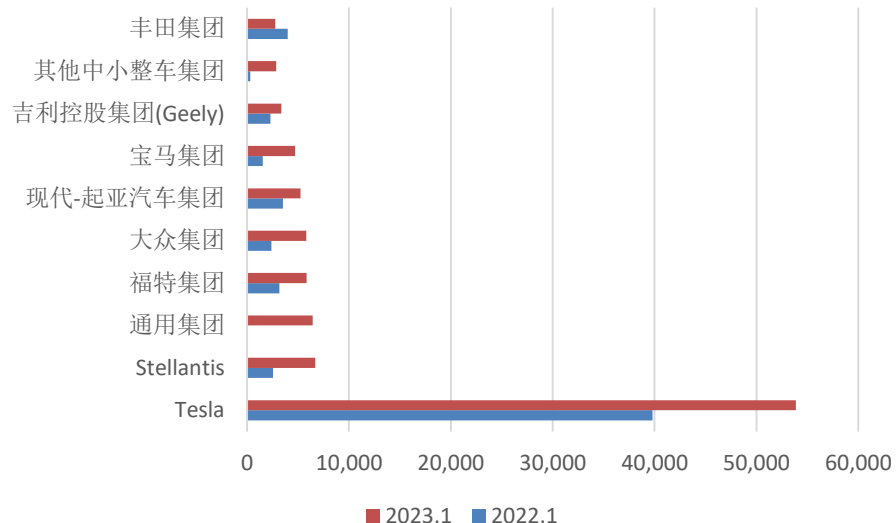
| | 万辆 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | 合计 |
|-------|----|-----|------|-----|-----|-----|
| 2021年 | 销量 | 44 | 55 | 52 | 64 | 214 |
| | 同比 | 91% | 223% | 49% | 22% | 69% |
| 2022年 | 销量 | 54 | 54 | 55 | 88 | 250 |
| | 同比 | 24% | -2% | 6% | 37% | 17% |
| 2023年 | 销量 | 58 | 76 | 79 | 108 | 321 |
| (乐观) | 同比 | 6% | 42% | 43% | 23% | 28% |
| 2023年 | 销量 | 56 | 70 | 72 | 103 | 300 |
| (中性) | 同比 | 3% | 30% | 31% | 17% | 20% |
| 2023年 | 销量 | 52 | 62 | 63 | 92 | 269 |
| (悲观) | 同比 | -4% | 16% | 15% | 5% | 8% |

◆ **美国2023年2月电动车销10.97万辆，同环比+58%/+7%，符合市场预期。**美国2023年2月电动车注册10.97万辆，同比+58%，环比+7%，其中纯电注册9.17万辆，插混注册1.8万辆。乘用车注册116.14万辆，同比+10%，环比+8.9%，电动车渗透率9.4%，同环比+2.8/-0.2pct。1-2月累计销量21.21万辆，同比增长63%，增速亮眼。其中，特斯拉贡献主要增量，福特、现代起亚、Stellantis等传统车企快速起量。

图表：美国市场电动车2022-2023年销量 (左/万辆; 右/%)



图表：2022年1月及2023年1月美国电动车销量 (分车企, 辆)



- ◆ **分车企看，特斯拉同比环比上升，福特、通用，宝马等传统车企增速放缓。** Tesla 2023年1月在美销量5.39万辆，同环比+35%/+20%，市占率53%。传统车企福特、Stellantis、通用 11月在美销量实现同比增速放缓，Stellantis销6700辆，同环比+163%/-10%；通用集团销6433辆，同环比+27870%/-6%；福特集团销5853辆，同环比+85%/-34%；大众集团销5813辆，同环比+144%/-15%，整体市占率6%。

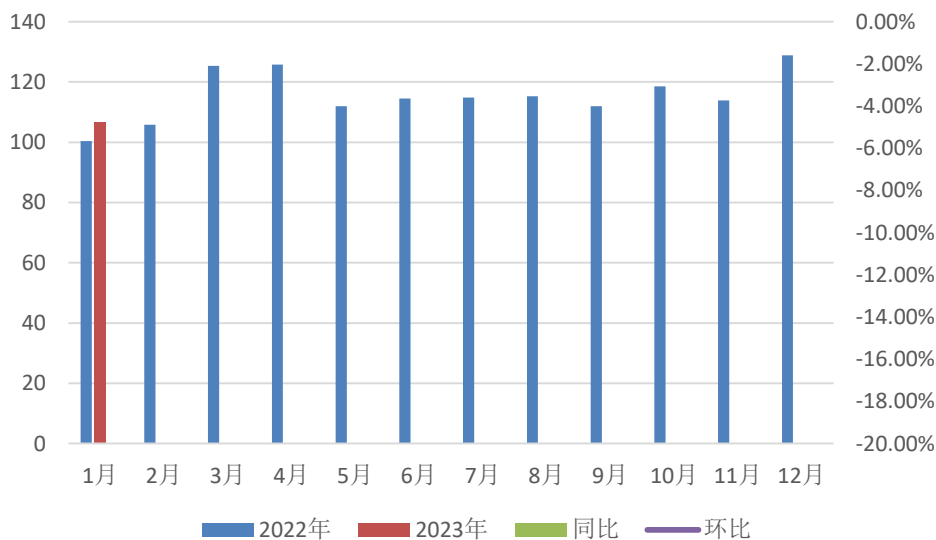
图表：美国1月主流电动车企销量市占率（分车企，%）

| 美国电动车月度销量统计（分车企，辆） | | | | |
|--------------------|-----------|------|--------|-----|
| 美国分车企 | 2023年1月单月 | 环比 | 同比 | 市占率 |
| Tesla | 53,875 | 20% | 35% | 53% |
| Stellantis | 6,700 | -10% | 163% | 7% |
| 通用集团 | 6,433 | -6% | 27870% | 6% |
| 福特集团 | 5,853 | -34% | 85% | 6% |
| 大众集团 | 5,813 | -15% | 144% | 6% |
| 现代-起亚汽车集团 | 5,256 | 5% | 50% | 5% |
| 宝马集团 | 4,698 | -37% | 204% | 5% |
| 吉利控股集团(Geely) | 3,361 | -13% | 46% | 3% |
| 其他中小整车集团 | 2,869 | -20% | 841% | 3% |
| 丰田集团 | 2,751 | -29% | -31% | 3% |

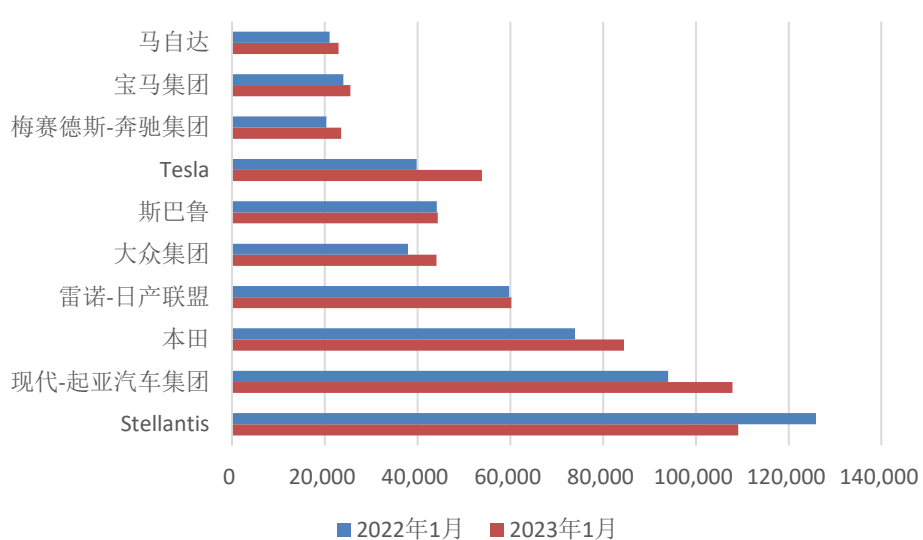
美国：2月汽车销量增长9.1%，库存状况环比改善

- ◆ **美国2023年2月新车销116.14万辆，同比增长9.1%，2023年累计销222.67万辆，同比增长7.5%。**美国2023年2月汽车销116.14万，同环比+9.1%/+2.1%，1-2月累计销222.67万辆，同比增长7.5%。
- ◆ **库存状况逐步改善。**2月美国总库存量165.9万辆，环比+2%，库存天数为34天，较上个月减少3天。按制造商划分，通用库存天数为51天约39.4万辆，福特52天约34.0万辆，Stellantis为69天约34.3万辆，丰田为20天约13.4万辆，本田为30天约10.4万辆，日产为28天约8.5万辆，斯巴鲁为11天约2.1万辆，现代为24天约6.0万辆，起亚为12天约3.0万辆，大众为25天约4.2万辆。库存情况在逐步改善。

图表：美国传统车2022-2023年销量 (左/万辆; 右/%)



图表：2022年1月及2023年1月美国传统车企销量 (分车企, 辆)



- ◆ 3月15日，密歇根州议会授权拨款5.85亿美元，以支持密歇根州三家总投资数十亿美元的动力电池工厂建设，其中包括福特汽车与宁德时代的合作项目，以及中国电池企业国轩高科美国子公司的项目。
- ◆ 1) **福特与宁德时代的合作电池厂**：向福特汽车公司(Ford Motor Co.)拨款2.1亿美元，支持其在马歇尔市建造一座投资35亿美元、提供2500个工作岗位的电动汽车电池工厂。密歇根州战略基金委员会 (MSF) 上个月还授予福特汽车15年7.72亿美元的税收优惠，用于该电池工厂项目，并授权向马歇尔地区经济发展联盟提供3600万美元贷款，用于购买、改善和转让土地。州长格雷琴·惠特默(Gretchen Whitmer)上周签署了一项6.3亿美元的法案，以支持福特的这项超级计划。
- ◆ 2) **Our Next Energy Inc**：拨款2亿美元，支持其在韦恩县范布伦镇建造一家投资16亿美元、可提供2100个工作岗位的电动汽车电池厂。密歇根州战略基金委员此前于22年10月还批准了给予这家公司2170万美元的税收抵免以及1500万美元的贷款。
- ◆ 3) **国轩高科美国子公司Gotion Inc**：拨款1.75亿美元，其中1.25亿美元给Gotion Inc，5000万美元拨给位于大急流城的区域经济发展组织The Right Place Inc，用于升级基础设施。密歇根州战略基金委员此前于22年10月还同意给予Gotion Inc30年价值5.4亿美元的税收优惠。

图表：密歇根州拨款梳理

| 工厂 | 拨款 | 项目总投资额 | 项目概况 |
|----------------------|---------|--------|--------------------|
| 福特马歇尔市工厂 | 2.1亿美元 | 35亿美元 | 与宁德时代合作生产磷酸铁锂CTP电池 |
| Our Next Energy Inc. | 2亿美元 | 16亿美元 | 20GWh磷酸铁锂电池 |
| Gotion Inc. | 1.75亿美元 | 24亿美元 | 15万吨正极材料+5万吨负极材料 |

美国：预计23年电动车销170万辆+，同比增71%

- ◆ **预计23年电动车销量中枢170.1万辆，同增71%。**美国2023年2月电动车销11.0万辆，同环比+63%/+7.8%，保持稳健增长。23年政策优惠，叠加电动皮卡新车大周期，中性销量预期下，销量有望同比增长71%至170.1万辆（中性预期）。当前美国电动车渗透率偏低，仅为7-8%，我们预计24-25年依然可维持高增。

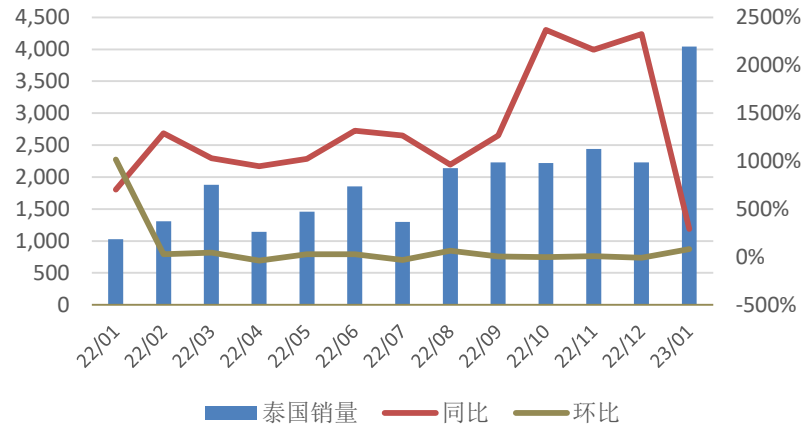
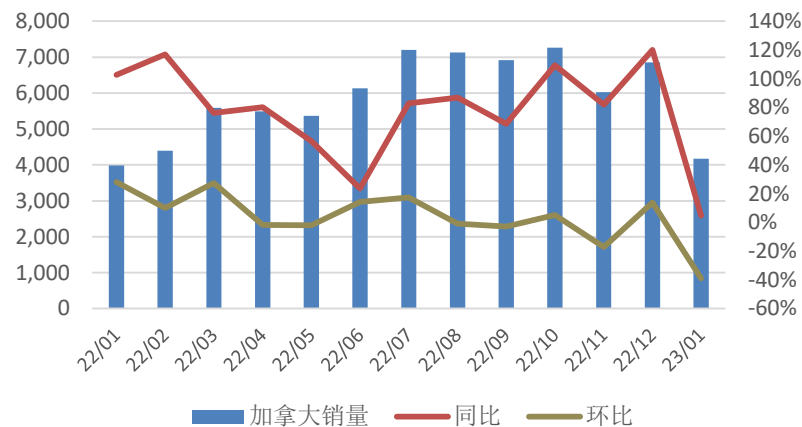
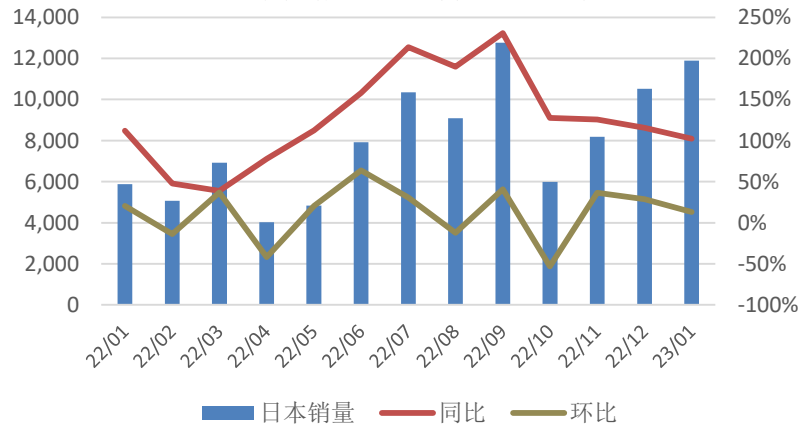
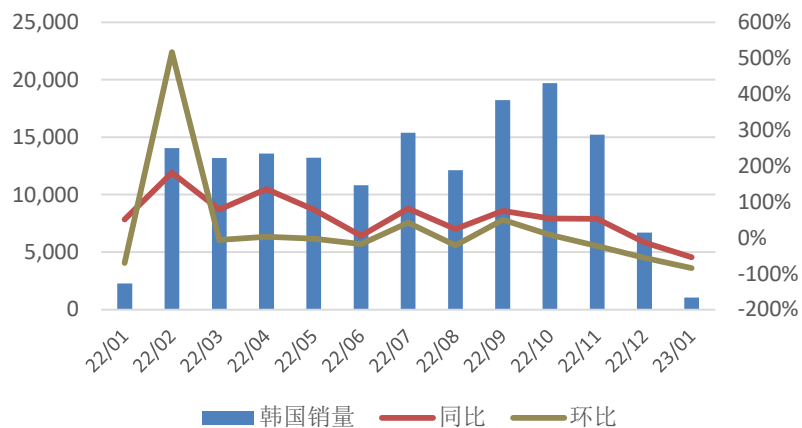
表 美国电动车销量预测（万辆）

| | | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 | 合计 |
|---------------|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 2021年 | 销量 | 3.6 | 3.9 | 5.0 | 4.1 | 5.8 | 4.9 | 5.8 | 4.9 | 5.6 | 6.8 | 7.2 | 7.6 | 65.2 |
| | 同比 | 7% | 24% | 161% | 321% | 305% | 162% | 138% | 69% | 62% | 105% | 119% | 75% | 101% |
| 2022年 | 销量 | 6.2 | 6.8 | 8.2 | 8.6 | 8.4 | 8.4 | 8.4 | 8.2 | 8.0 | 8.7 | 8.8 | 10.4 | 99.2 |
| | 同比 | 60% | 73% | 65% | 108% | 46% | 72% | 45% | 69% | 45% | 28% | 22% | 36% | 52% |
| 2023年 (乐观) | 销量 | 10.2 | 11.0 | 13.9 | 14.6 | 15.3 | 16.1 | 16.8 | 17.4 | 18.1 | 18.9 | 19.6 | 20.4 | 192.4 |
| | 同比 | 65% | 62% | 69% | 70% | 82% | 92% | 99% | 112% | 126% | 116% | 122% | 97% | 94% |
| 2023年 (中性) | 销量 | 10.2 | 11.0 | 12.1 | 12.7 | 13.3 | 14.0 | 14.6 | 15.2 | 15.8 | 16.4 | 17.0 | 17.7 | 170.1 |
| | 同比 | 65% | 62% | 47% | 48% | 58% | 67% | 73% | 84% | 96% | 88% | 93% | 71% | 71% |
| 2023年 (悲观) | 销量 | 10.2 | 11.0 | 10.7 | 11.2 | 11.7 | 12.3 | 12.8 | 13.3 | 13.9 | 14.4 | 15.0 | 15.6 | 152.2 |
| | 同比 | 65% | 62% | 29% | 30% | 39% | 47% | 52% | 62% | 73% | 66% | 70% | 50% | 53% |

| | | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | 合计 |
|---------------|----|------|------|------|------|-------|
| 2021年 | 销量 | 12.5 | 14.8 | 16.2 | 21.7 | 65.2 |
| | 同比 | 48% | 246% | 86% | 97% | 101% |
| 2022年 | 销量 | 21.2 | 25.4 | 24.7 | 27.9 | 99.2 |
| | 同比 | 70% | 72% | 52% | 29% | 52% |
| 2023年 (乐观) | 销量 | 35.2 | 46.1 | 52.3 | 58.9 | 192.4 |
| | 同比 | 66% | 81% | 112% | 111% | 94% |
| 2023年 (中性) | 销量 | 33.3 | 40.1 | 45.5 | 51.2 | 170.1 |
| | 同比 | 57% | 58% | 84% | 83% | 71% |
| 2023年 (悲观) | 销量 | 31.9 | 35.3 | 40.0 | 45.0 | 152.2 |
| | 同比 | 50% | 39% | 62% | 61% | 53% |

◆ **其他国家销量增长放缓，日泰等国贡献主要增量。**除中国、美国、欧洲各国以外的其他国家1月共销售2.8万台新能源汽车，同环比+78%/-24%，其中**韩国**销量1033台，同环比-55%/-85%，渗透率1.18%，同环比+1.24/-4.7pct；**加拿大**销量4174台，同环比+5%/-39%，渗透率4.23%，同环比-0.08/-2.39pct；**日本**销量11889台，同环比+102%/+13%，渗透率3.31%，同环比+1.39/+0.03pct；**泰国**销量4045台，同环比+294%/+81%，渗透率5.05%，同环比+3.7/+0.39pct。

图表 主流国家电动车月度销量 (辆)



其他国家：23年预计销70万辆左右，同增65%

- ◆ **日韩等国电动车放量，23年销量预期70万辆：**22年1-12月电动车销量达到42.4万辆左右，同比增长107%，主要受益于韩国、日本、加拿大、澳大利亚、泰国等电动车渗透率提升，我们预期23年其他国家销量达到70万辆左右，同增65%，延续高增长。

表 其他国家电动车销量预测 (万辆)

| | | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 | 合计 |
|---------------|----|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 2021年 | 销量 | 0.7 | 1.2 | 1.8 | 1.2 | 1.5 | 2.2 | 1.7 | 2.0 | 2.1 | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 20.5 |
| | 同比 | 17% | 34% | 79% | 105% | 186% | 229% | 141% | 201% | 111% | 116% | 114% | 78% | 112% |
| 2022年 | 销量 | 1.6 | 2.8 | 3.7 | 2.8 | 2.9 | 3.2 | 3.8 | 4.1 | 5.5 | 4.1 | 4.4 | 3.7 | 42.4 |
| | 同比 | 60% | 142% | 111% | 130% | 93% | 43% | 117% | 100% | 159% | 97% | 121% | 90% | 107% |
| 2023年 (乐观) | 销量 | 2.8 | 3.8 | 5.2 | 4.7 | 5.2 | 7.0 | 6.3 | 6.9 | 8.6 | 9.1 | 9.5 | 11.0 | 80.1 |
| | 同比 | 78% | 36% | 40% | 71% | 79% | 120% | 67% | 70% | 56% | 121% | 118% | 198% | 89% |
| 2023年 (中性) | 销量 | 2.8 | 3.3 | 4.5 | 4.1 | 4.5 | 6.1 | 5.5 | 6.0 | 7.5 | 7.9 | 8.3 | 9.5 | 70.0 |
| | 同比 | 78% | 18% | 22% | 48% | 55% | 92% | 45% | 48% | 36% | 92% | 90% | 159% | 65% |
| 2023年 (悲观) | 销量 | 2.8 | 3.0 | 4.1 | 3.7 | 4.0 | 5.5 | 4.9 | 5.4 | 6.8 | 7.1 | 7.5 | 8.6 | 63.3 |
| | 同比 | 78% | 6% | 10% | 34% | 40% | 72% | 31% | 33% | 22% | 73% | 71% | 133% | 49% |

| | | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | 合计 |
|---------------|----|------|------|------|------|------|
| 2021年 | 销量 | 3.6 | 4.9 | 5.9 | 6.0 | 20.5 |
| | 同比 | 48% | 176% | 145% | 101% | 112% |
| 2022年 | 销量 | 8.1 | 8.8 | 13.4 | 12.2 | 42.4 |
| | 同比 | 123% | 79% | 126% | 103% | 107% |
| 2023年 (乐观) | 销量 | 11.8 | 16.9 | 21.8 | 29.6 | 80.1 |
| | 同比 | 46% | 91% | 64% | 143% | 89% |
| 2023年 (中性) | 销量 | 10.7 | 14.7 | 19.0 | 25.7 | 70.0 |
| | 同比 | 32% | 66% | 42% | 111% | 65% |
| 2023年 (悲观) | 销量 | 9.9 | 13.2 | 17.1 | 23.1 | 63.3 |
| | 同比 | 22% | 50% | 28% | 90% | 49% |

- ◆ **电动化大势所趋，预计23年全球销量1320万辆，维持31%增长，中长期看高增长确定。**我们预计23年全球电动车新车型密集推出，预计销量1320万辆，同增31%，25年我们预计全球电动车销量2200万辆+，对应电动化渗透率约31%，未来3年行业仍可维持30%左右的复合增速。

表 全球电动车销量预测 (万辆)

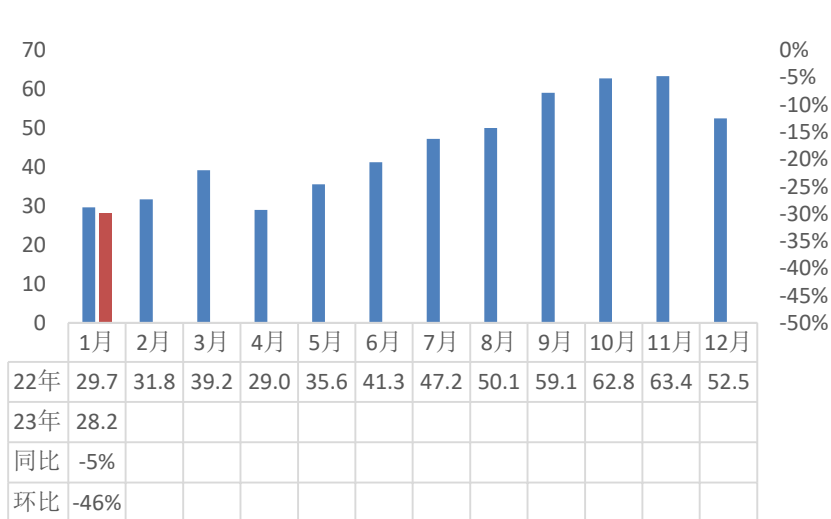
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 海外：新能源乘用车销量 (万辆) | 39.5 | 54.0 | 81.7 | 95.0 | 168.1 | 299.9 | 391.4 | 540.2 | 738.2 | 1078.3 |
| YoY | | 36.8% | 51.3% | 16.2% | 77.1% | 78.4% | 30.5% | 38.0% | 36.7% | 46.1% |
| -欧洲新能源车销量 (万辆) | 19.9 | 27.0 | 36.3 | 53.4 | 126.1 | 214.2 | 251.0 | 305.0 | 366.0 | 494.1 |
| -YoY | | 35.4% | 34.5% | 47.2% | 136.1% | 69.9% | 17.2% | 21.5% | 20.0% | 35.0% |
| -欧洲电动化率 | 1.1% | 1.5% | 1.9% | 2.8% | 8.6% | 14.6% | 20.1% | 23.8% | 27.7% | 36.3% |
| -美国 | 16.0 | 19.5 | 35.1 | 32.0 | 32.4 | 65.2 | 98.0 | 170.0 | 263.5 | 408.4 |
| -YoY | | 22.3% | 79.6% | -8.9% | 1.4% | 101.4% | 50.2% | 73.5% | 55.0% | 55.0% |
| -美国电动化率 | 0.9% | 1.1% | 2.0% | 1.9% | 2.2% | 4.3% | 7.2% | 12.2% | 18.4% | 27.6% |
| -其他国家 | 3.6 | 7.5 | 10.4 | 9.6 | 9.6 | 20.4 | 42.4 | 65.2 | 108.7 | 175.7 |
| -YoY | | 107.7% | 38.0% | -7.5% | 0.4% | 112.0% | 107.4% | 53.7% | 66.8% | 61.6% |
| -其他国家电动化率 | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 1.1% | 2.5% | 3.7% | 6.0% | 9.4% |
| 国内新能源车销量合计 (含出口, 万辆) | | | 126 | 121 | 137 | 352 | 687 | 900 | 1,140 | 1,407 |
| YoY | | | | -4.0% | 13.3% | 157.6% | 95.1% | 31.0% | 26.7% | 23.4% |
| -国内电动化率 | 0.0% | 0.0% | 4.9% | 5.1% | 6.0% | 14.7% | 25.7% | 33.7% | 41.9% | 50.6% |
| 全球新能源车销量 (万辆) | 89 | 137 | 206 | 215 | 301 | 623 | 1,011 | 1,320 | 1,705 | 2,241 |
| YoY | | 53.5% | 50.9% | 4.1% | 40.4% | 107.0% | 62.1% | 30.7% | 29.1% | 31.5% |
| -全球电动化率 | | 2.2% | 3.4% | 3.6% | 6.1% | 12.3% | 23.4% | 19.4% | 24.4% | 31.3% |

2、碳酸锂大幅跌价传导至电池，23年电池盈利基本稳定

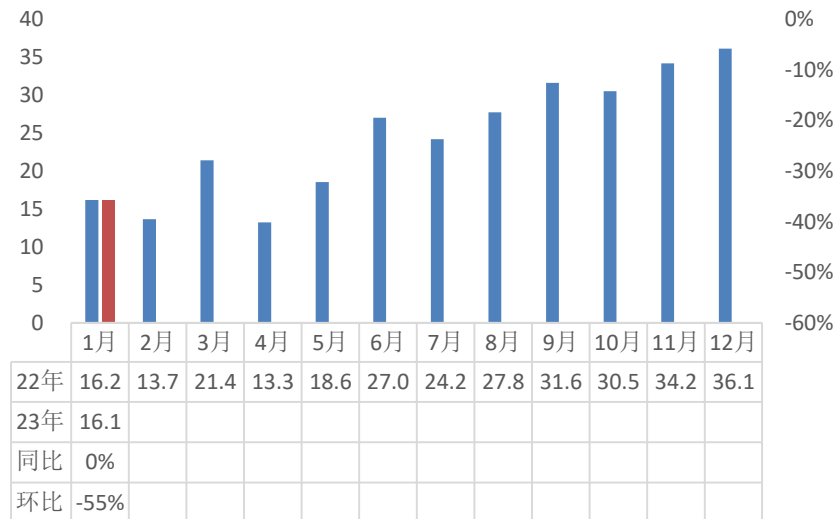
电池：1月国内装机量与动力电池产量环比下降

- ◆ **1月国内装机电量16.1gwh，环比下降55%，铁锂占比66%，环比下降：**2023年1月动力电池装机电量16.1gwh，同比持平，环比下降55%。装机结构看，三元装机5.4gwh，同环比-26%/-52%，铁锂装机10.7gwh，同环比+20%/-57%，占比66%，环比下降2pct。
- ◆ **1月国内动力电池产量28.2gwh，环比下降46.3%，铁锂占比65%：**2023年1月动力电池产量28.2gwh，同比下降5%，环比下降46.3%，其中三元产量9.81gwh，同环比-9%/-47%，铁锂产量18.3gwh，同环比-3%/-46%，占比65%，环比持平。

图表：国内电动车月度电池产量 (gwh)



图表：国内电动车月度电池装机量 (gwh)



- ◆ **宁德时代装机份额环比下降，仍牢牢占龙头地位。**根据动力电池产业联盟数据，2023年1月国内装机总量16.1GWh，宁德时代装机7.17gwh，同环比-12%/-60%，市占率44.5%，环比下降5.1pct。比亚迪位列第二，1月装机5.51gwh，同环比+63%/-41%，装机量占比34.2%，环比提升8.3pct。中创新航位列第三，1月装机0.79gwh，同比-34%，环比-57%，装机量占比4.9%，环比下降0.2pct。

图表：2023年1月电池企业装机量（GWh）

| 23年1月国内动力电池企业装车量前五名 | | | |
|---------------------|-------|----------|-------|
| 序号 | 企业名称 | 装车量（Gwh） | 占比 |
| 1 | 宁德时代 | 7.17 | 44.5% |
| 2 | 比亚迪 | 5.51 | 34.2% |
| 3 | 中创新航 | 0.79 | 4.9% |
| 4 | 亿纬锂能 | 0.64 | 4.0% |
| 5 | 国轩高科 | 0.61 | 3.8% |
| 6 | 欣旺达 | 0.41 | 2.5% |
| 7 | LG新能源 | 0.22 | 1.4% |
| 8 | 蜂巢能源 | 0.15 | 0.9% |
| 9 | 捷威动力 | 0.09 | 0.6% |
| 10 | 多氟多 | 0.08 | 0.5% |
| 11 | 力神 | 0.07 | 0.4% |
| 12 | 鹏辉电源 | 0.05 | 0.3% |
| 13 | 瑞浦能源 | 0.02 | 0.1% |
| 14 | 星恒电源 | 0.00 | 0.0% |
| 15 | 塔菲尔 | 0.00 | 0.0% |

全球格局：宁德1月装机比例33.9%，稳居首位

- ◆ **1月宁德时代全球装机份额33.9%，稳居行业首位。** 2023年1月全球装机量合计33.0GWh，宁德时代装机量11.2GWh，同环比+6.5%/-56.8%，占比33.9%，环比下降2.9pct，排名第一。比亚迪全球装机量5.8GWh，占比17.6%，环比上升3.7pct，排名第二。LG新能源装机量4.3GWh，占比13.0%，环比下降9.2pct，排名第三。
- ◆ **2022年宁德时代装机市占率下降，比亚迪、LG稳居第二第三：** 根据SNE数据，2022年宁德时代装机191.6gwh，市占率达37.1%，较21年同期0.1pct；LG装机70.4gwh，市占率13.6%，位列第二；比亚迪装机70.4gwh，市占率13.6%，位列第三；松下装机38gwh，市占率7.3%；SKI装机27.8gwh，市占率5.4%；三星SDI装机24.3gwh，市占率4.7%。

图表：2023年1月全球装机量前十企业及占比（GWh） 图表：2022年全球装机量前十企业及占比（GWh）

| Top10 | 企业 | 装机量 | 同比 | 环比 | 占比 |
|-------|-------|------|--------|--------|--------|
| 1 | 宁德时代 | 11.2 | 6.5% | -56.8% | 33.9% |
| 2 | 比亚迪 | 5.8 | 78.8% | -40.8% | 17.6% |
| 3 | LG新能源 | 4.3 | 51.3% | -72.4% | 13.0% |
| 4 | 松下 | 3.7 | 45.3% | -5.1% | 11.2% |
| 5 | 三星SDI | 1.8 | 52.6% | -18.2% | 5.5% |
| 6 | SKI | 1.5 | -1.2% | -11.8% | 4.7% |
| 7 | 中创新航 | 0.8 | -43.1% | -63.6% | 2.5% |
| 8 | 国轩高科 | 0.7 | -26.6% | -50.0% | 2.1% |
| 9 | 亿纬锂能 | 0.6 | 31.3% | | 2.0% |
| 10 | 欣旺达 | 0.5 | 2.2% | -70.6% | 1.6% |
| 前十总量 | | 31.0 | | | 94.0% |
| 全球总量 | | 33.0 | | | 100.0% |

| Top10 | 企业 | 装机量 | 同比 | 占比 |
|-------|-------|-------|--------|--------|
| 1 | 宁德时代 | 191.6 | 94.9% | 37.1% |
| 2 | LG新能源 | 70.4 | 16.9% | 13.6% |
| 3 | 比亚迪 | 70.4 | 166.7% | 13.6% |
| 4 | 松下 | 38 | 4.7% | 7.3% |
| 5 | SKI | 27.8 | 65.5% | 5.4% |
| 6 | 三星SDI | 24.3 | 76.1% | 4.7% |
| 7 | 中创新航 | 20 | 156.4% | 3.9% |
| 8 | 国轩高科 | 14.1 | 113.6% | 2.7% |
| 9 | 欣旺达 | 9.2 | 263.6% | 1.8% |
| 10 | 孚能科技 | 7.4 | 208.3% | 1.4% |
| 前十总量 | | 473.4 | | 91.0% |
| 全球总量 | | 517.9 | | 100.0% |

- ◆ **碳酸锂大幅下跌至31万元/吨，我们预计仍有下行空间。** 电池需求激增叠加海外矿山和盐湖建设周期长，近2年碳酸锂价格持续上涨，22年11月底碳酸锂价格上涨至顶部近60万元/吨，12月起至今开始缓慢下降近30万元/吨，23年3月22日百川电池级碳酸锂价格为25万元/吨。**无锡盘碳酸锂23年3月22日的4/5月期货分别报价17.7/16.9万元/吨，我们预计碳酸锂价格将进一步下跌至20万元/吨水平，待需求回暖后价格企稳。**
- ◆ **近一个月镍价格下降，近期钴价格上涨。** 1) **钴：**钴价格整体呈下降趋势，长江有色市场钴近7天价格下跌2.2%，近一个月上涨6.5%，目前国内钴31.1万元/吨。2) **镍：**镍价格近期缓慢下降，近7天镍价格下降1.2%，近30天下降14.9%，目前上海金属网镍价格18.3万/吨。

图 锂价格趋势图 (万元/吨)

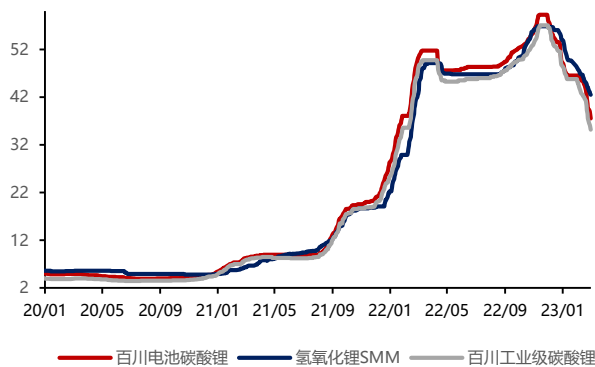


图 钴价格趋势图

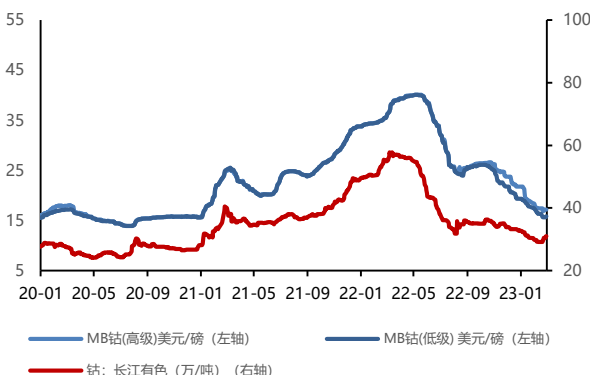
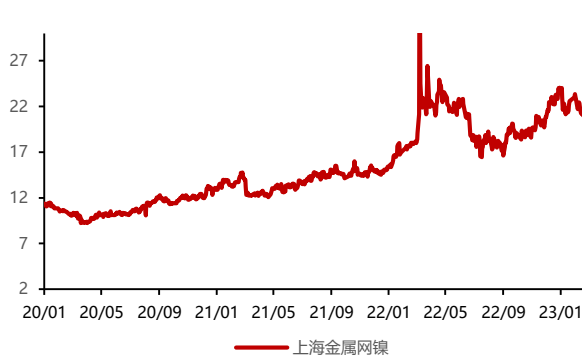


图 镍价格趋势图 (万元/吨)



上海金属网镍

成本：碳酸锂叠加钴镍价格下行，三元成本下降

- ◆ 目前三元成本已回至22年初水平，若碳酸锂降至20万/吨，成本将回至21年底水平：23年2月碳酸锂价格跌至31.5万元/吨，我们测算当前523电池pack成本为0.78元/wh，较22Q4下降0.18元/wh，已回至22年初水平。若Q2碳酸锂价格进一步下降至20万/吨，则523成本将下降至0.72元/wh，较22Q4下降0.24元/wh，回到21Q4水平。

图表：三元523电池成本测算

| 三元NCM523 | 2022Q4: NCM532 | | | | | | 2023E: NCM532 | | | | | |
|-------------------|----------------|-----|-------------|----------------|------------|-------|---------------|-------------|----------------|------------|-----------|-------------|
| | 单位用量 | 单位 | 单位价格 (万) | 单位成本 (元/wh) | 单位成本 占比 | 单位用量 | 单位 | 单位价格 (万) | 单位成本 (元/wh) | 单位成本 占比 | 价格降幅 % | 价格降幅 元wh |
| 电芯原材料成本 | | | | | | | | | | | | |
| 正极材料 | 1,600 | t | 35.4 | 0.50 | 67% | 1,584 | t | 25.4 | 0.36 | 47% | -28% | -0.150 |
| -正极加工费 | 1,600 | t | 2.5 | 0.04 | 5% | 1,584 | t | 2.3 | 0.03 | 4% | -8% | -0.003 |
| 正极导电剂 (AB) | 29 | t | 18.0 | 0.00 | 1% | 29 | t | 18.0 | 0.00 | 1% | 0% | 0.000 |
| 正极黏贴剂 (PVDF) | 36 | t | 40.0 | 0.01 | 2% | 36 | t | 25.0 | 0.01 | 1% | -38% | -0.005 |
| 分散剂 (NMP) | 7 | t | 4.0 | 0.00 | 0% | 7 | t | 4.0 | 0.00 | 0% | 0% | 0.000 |
| 正极集流体 (铝箔) | 320 | t | 2.9 | 0.01 | 1% | 320 | t | 2.7 | 0.01 | 1% | -7% | -0.001 |
| 负极活性物质 (石墨) | 941 | t | 4.28 | 0.04 | 5% | 913 | t | 3.64 | 0.03 | 4% | -15% | -0.006 |
| 负极粘结剂1(SBR) | 39 | t | 20.00 | 0.01 | 1% | 39 | t | 20.00 | 0.01 | 1% | 0% | 0.000 |
| 负极粘结剂2 (CMC) | 39 | t | 4.90 | 0.00 | 0% | 39 | t | 4.90 | 0.00 | 0% | 0% | 0.000 |
| 负极集流体 (铜箔) | 650 | t | 11.25 | 0.06 | 9% | 650 | t | 10.13 | 0.06 | 8% | -10% | -0.007 |
| 电解液 | 912 | t | 5.84 | 0.05 | 6% | 903 | t | 4.67 | 0.04 | 5% | -20% | -0.010 |
| 隔膜 (湿法涂覆) | 1,576 | 万m2 | 2.20 | 0.03 | 4% | 1,497 | 万m2 | 2.10 | 0.03 | 4% | -5% | -0.003 |
| 壳体&辊压膜及其他 | 1 | 套 | 0.05 | 0.04 | 5% | 1 | 套 | 0.05 | 0.04 | 5% | -5% | -0.001 |
| 电芯材料成本合计(元/wh) | 0.75 | | | 105% | | 0.58 | | | 81% | | | -0.186 |
| 其中, 钴锂成本占比 | | | | | | | | | | | | |
| 钴 (从金属含量口径) | 212 | t | 33.00 | 0.06 | 8% | 212 | t | 33.00 | 0.06 | 8% | 0% | 0.000 |
| 碳酸锂 (正极+电解液含量) | 710 | t | 53.00 | 0.33 | 44% | 710 | t | 30.00 | 0.19 | 25% | -43% | -0.149 |
| 六氟磷酸铁锂 | 121 | t | 25.00 | 0.03 | 4% | 121 | t | 17.25 | 0.02 | 2% | -31% | -0.009 |
| 镍 | 520 | t | 18.00 | 0.08 | 11% | 520 | t | 15.00 | 0.07 | 9% | -17% | -0.014 |
| BMS及高压线束、箱体 | 0.09 | | | 10% | | 0.09 | | | 10% | | | |
| 折旧(元/wh) | 0.03 | | | 4% | | 0.03 | | | 4% | | | |
| 电费、人工费等(元/wh) | 0.05 | | | 5% | | 0.05 | | | 5% | | | |
| 成本合计(元/wh) | 0.93 | | | 100% | | 0.75 | | | 100% | | | |
| 合格率 | 96.5% | | | | | 97.0% | | | | | | |
| 成本合计 (元/wh), 不含税) | 0.96 | | | | | 0.77 | | | | | -20% | -0.190 |
| 价格 (元/wh), 含税) | 1.30 | | | | | 1.13 | | | | | -13% | 0.770 |
| 毛利率 | 16.6% | | | | | 22.9% | | | | | | |
| 单w毛利 (元/wh) | 0.19 | | | | | 0.23 | | | | | 20% | |

成本：铁锂电池成本明显下降

- ◆ 目前铁锂电池成本已回至21Q4水平，若碳酸锂降至20万元/吨，成本将回至21Q3水平：23年2月碳酸锂价格跌至31.5万元/吨，我们测算当前铁锂电池pack成本为0.6元/wh，较22Q4下降0.16元/wh，已回至21Q4水平。若Q2碳酸锂价格进一步下降至20万元/吨，则铁锂成本将下降至0.56元/wh，较22Q4下降0.2元/wh，回到21Q3水平。

图表：铁锂电池成本测算

| 磷酸铁锂 | 2022Q4: 铁锂 | | | | | 2023E: 铁锂 | | | | | 价格降幅 | 价格降幅 |
|------------------------|-------------|-----|----------|-------------|--------|-------------|-----|----------|-------------|--------|------|---------|
| | 单位用量 (/gwh) | 单位 | 单位价格 (万) | 单位成本 (元/wh) | 单位成本占比 | 单位用量 (/gwh) | 单位 | 单位价格 (万) | 单位成本 (元/wh) | 单位成本占比 | | |
| 电芯原材料成本 | | | | | | | | | | | | |
| 正极材料 | 1,980 | t | 16.9 | 0.30 | 52% | 1,921 | t | 11.1 | 0.19 | 33% | -35% | (0.110) |
| -正极加工费 | 1,980 | t | 1.0 | 0.02 | 2% | 1,921 | t | 0.9 | 0.01 | 2% | -15% | (0.003) |
| -磷酸铁 | 1,980 | t | 2.2 | 0.04 | 5% | 1,921 | t | 1.8 | 0.03 | 4% | -18% | (0.008) |
| 正极导电剂 (AB) | 30 | t | 18.00 | 0.00 | 1% | 30 | t | 17.10 | 0.00 | 1% | -5% | (0.000) |
| 正极黏贴剂 (PVDF) | 38 | t | 40 | 0.01 | 2% | 38 | t | 25 | 0.01 | 1% | -38% | (0.005) |
| 分散剂 (NMP) | 8 | t | 4.00 | 0.00 | 0% | 8 | t | 3.80 | 0.00 | 0% | -5% | (0.000) |
| 正极集流体 (铝箔) | 360 | t | 2.90 | 0.01 | 2% | 360 | t | 2.70 | 0.01 | 1% | -7% | (0.001) |
| 负极活性物质 (石墨) | 1,000 | t | 3.76 | 0.03 | 6% | 970 | t | 2.98 | 0.03 | 4% | -21% | (0.008) |
| 负极粘结剂1 (SBR) | 40 | t | 20.00 | 0.01 | 1% | 40 | t | 19.00 | 0.01 | 1% | -5% | (0.000) |
| 负极粘结剂2 (CMC) | 40 | t | 4.90 | 0.00 | 0% | 40 | t | 4.65 | 0.00 | 0% | -5% | (0.000) |
| 负极集流体 (铜箔) | 750 | t | 11.3 | 0.07 | 13% | 750 | t | 10.1 | 0.07 | 12% | -10% | (0.008) |
| 电解液 | 1,383 | t | 5.80 | 0.07 | 12% | 1,341 | t | 4.29 | 0.05 | 9% | -26% | (0.020) |
| 隔膜 (湿法涂覆) | 1,844 | 万m2 | 2.0 | 0.03 | 6% | 1,807 | 万m2 | 2.0 | 0.03 | 6% | 0% | (0.001) |
| 壳体&辊压膜及其他 | 1 | 套 | 0.0 | 0.04 | 7% | 1 | 套 | 0.0 | 0.04 | 7% | -2% | (0.001) |
| 电芯材料成本合计(元/wh) | | | 0.58 | | 109% | | | 0.43 | | 81% | -26% | (0.154) |
| 碳酸锂 (正极+电解液含量) | 520 | t | 53.00 | 0.28 | 48% | 520 | t | 30.00 | 0.16 | 27% | -43% | (0.121) |
| 六氟磷酸铁锂 | 180 | t | 25.00 | 0.04 | 7% | 180 | t | 17.25 | 0.03 | 5% | -31% | (0.012) |
| BMS及高压线束、箱体 | | | 0.09 | | 12% | | | 0.08 | | 11% | -2% | (0.002) |
| 折旧(元/wh) | | | 0.03 | | 4% | | | 0.03 | | 4% | 0% | 0.000 |
| 电费、人工费等(元/wh) | | | 0.05 | | 7% | | | 0.05 | | 7% | -2% | (0.001) |
| 成本合计(元/wh) | | | 0.75 | | | | | 0.60 | | | -21% | (0.159) |
| 合格率 | | | 98.5% | | | | | 98.8% | | | | |
| 成本合计 (元/wh), 不含税 | | | 0.76 | | | | | 0.60 | | | -21% | (0.159) |
| -上游资源成本合计 (wh/元, 不含税) | | | 0.30 | | | | | 0.17 | | | -44% | (0.132) |
| -中游及制造成本合计 (wh/元, 不含税) | | | 0.46 | | | | | 0.43 | | | -6% | (0.027) |
| 价格 (元/wh), 含税 | | | 1.08 | | | | | 0.88 | | | -19% | (0.201) |
| 毛利率 | | | 20.4% | | | | | 22.6% | | | | |
| 单w毛利 (元/wh) | | | 0.20 | | | | | 0.18 | | | -10% | (0.019) |

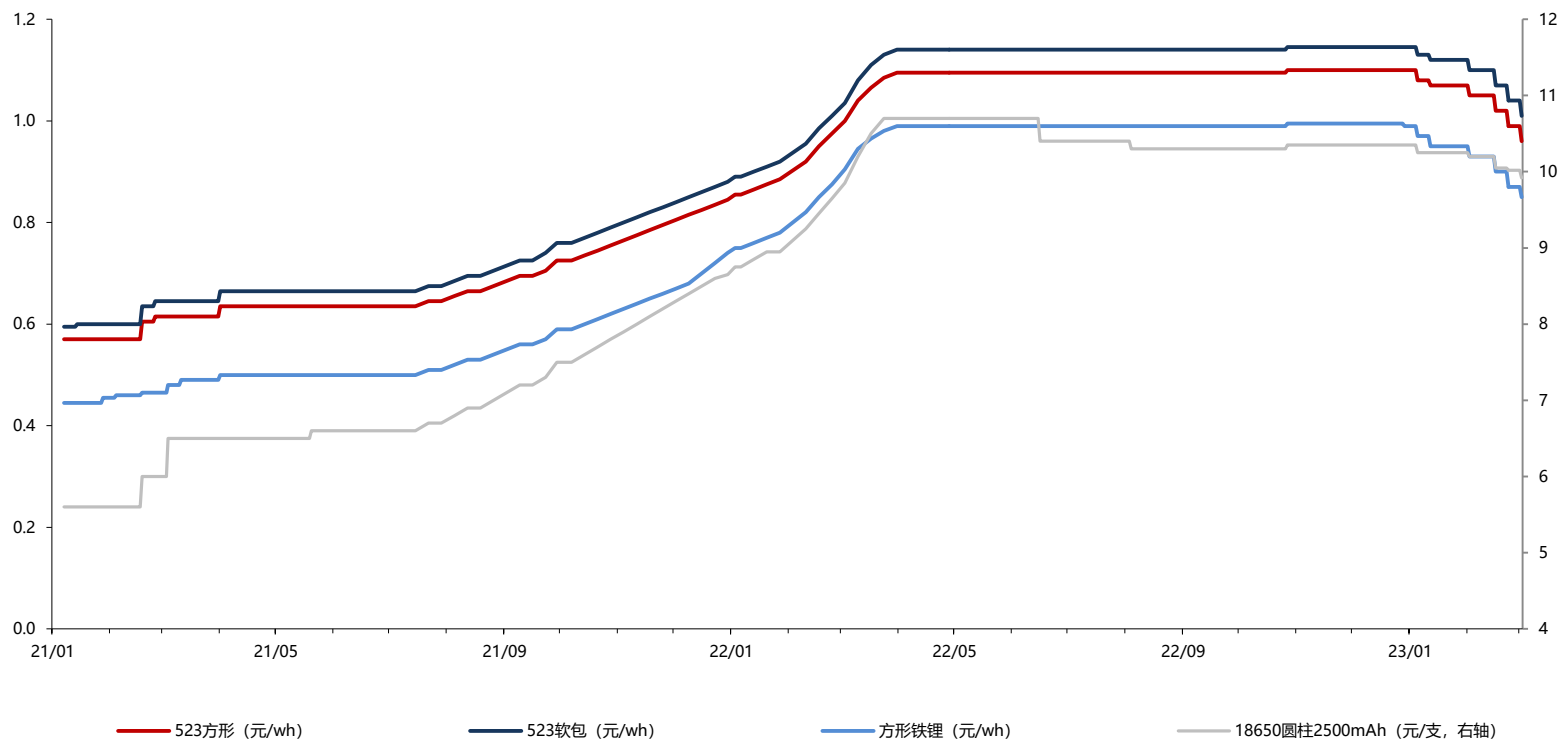
- ◆ **宁德主动降价，50%动力电池按照20万/吨市场价结算，同时锁定车企80%以上份额。**我们了解到，1) 主要是宁德自有矿让利，成本低于20万；2) 车企为主流核心客户（新势力及合资车企），有比较严格的份额、预付款等要求，并非对所有客户降价；3) 宁德盈利水平不会受影响，整体价格及条款细节仍在谈判中，看好宁德时代份额进一步提升。
- ◆ **具体看：1) 宁德时代碳酸锂返利条款从23年7月1日开始，战略协议3年，细则明年起会再调整。2) 对蔚来、理想、极氪、问界、长安、上汽、北汽7家车企发协议，分三档，第一档满足23年对宁德采购10gwh+，同时给宁德份额80%以上（三年份额不低于80%，且后两年量不低于第一年），则2H23年52%的碳酸锂需求可按照20万结算；第二档，份额不足80%，但采购量超10gwh，则可按照43%的比例结算；第三档，份额80%以上，但采购量不足10gwh，则可按照36%的比例结算。年底结算，24年1月返利，若销量兑现低于90%，则需罚款。3) 需要提前付款，共同开发矿山，如某车企下半年采购电池6gwh需预付2-3亿，预付款也在24年1月返还。**
- ◆ **近期碳酸锂跌幅较大，我们预计返利条款较难顺利与车企签约执行。**

图表：宁德时代碳酸锂返利条款

| | 23年采购量 | 23年宁德份额 | 返利 |
|-----|---------|-------------------------------|------------------------|
| 第一档 | 10GWh+ | 80%以上（三年份额不低于80%，且后两年量不低于第一年） | 2H23年52%的碳酸锂需求可按照20万结算 |
| 第二档 | 10GWh+ | 不足80% | 2H23年43%的碳酸锂需求可按照20万结算 |
| 第三档 | 不足10GWh | 80%以上 | 2H23年36%的碳酸锂需求可按照20万结算 |

- ◆ **电池定价方式仍以金属联动为主，非联动部分降价让利给车企：**非联动部分由于中游材料降价明显，成本预计下降0.03-0.05元/wh，预计将让利车企。
- ◆ **二线厂商23年竞争明显加剧：**由于国内电动车销量增速放缓，且车企引入多家电池企业作为二供三供，同时二线电池企业产能扩张明显，23年竞争压力加大，多采取低价策略，以锁定份额为主。

图 电池价格趋势



- ◆ **23年电池盈利同比稳中略升，Q1环比下降：**考虑规模化降低费率、同时一体化布局增加投资收益（碳酸锂自供），中游环节压价、制造效率提升，23年电池盈利基本稳定，我们预计龙头厂商单位净利可维持0.08元/wh。但Q1由于产能利用率不足、同时碳酸锂跌价造成一定的存货减值损失，预计Q1盈利环比微降。

图 动力电池全球供需测算

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| 供给 (gwh) | 886 | 1,519 | 2,222 | 2,884 |
| 需求 (动力+储能, gwh) | 756 | 1,142 | 1,672 | 2,454 |
| 过剩 (gwh) | 130 | 376 | 550 | 430 |
| 产能利用率 | 85% | 75% | 75% | 85% |

3、中游：部分环节2月进一步降价，基本面最低点已至

表 各环节盈利趋势

| 环节 | 单吨投资 | 龙头历史盈利低点 | 22Q3盈利 | 22Q4盈利 | 23年初降价幅度 | 23年单位利润预期 | 23年盈利趋势 | 成本曲线 |
|------------|---------|----------|----------|----------|------------|------------|------------------------------|-------------------------------------|
| 动力电池 | 3亿/gwh | 0.01元/wh | 0.07元/wh | 0.08元/wh | 0.03元/wh | 0.08元/wh | 稳中略升 | 陡峭，宁德、亿纬盈利，其余仍亏损 |
| 结构件 | 0.3亿/亿 | 净利率0% | 净利率9% | 净利润11% | -2%以内 | 净利率10% | 维持 | 陡峭，科达利10%净利率，震裕2%，其余厂商基本亏损 |
| 隔膜 | 2亿/亿平 | 0.7元/平 | 0.9元/平 | 0.9元/平 | 0.1元/平以内 | 0.9元/平 | 维持 | 陡峭，但这两年差距有所缩小 |
| 电解液（含六氟） | 0.6亿/万吨 | 0.2万/吨 | 1.25万/吨 | 1.1万/吨 | 0.5万/吨 | 0.8万/吨 | Q1将降至9k/吨，Q2小幅下降，底部确立，但反转需时间 | 陡峭，天赐电解液单吨成本较龙二低4-5k/吨 |
| 负极（含石墨化） | 2亿/万吨 | 0.7万/吨 | 1.3万/吨 | 1.1万/吨 | 0.4万/吨 | 0.8-0.9万/吨 | Q1-Q2为盈利低点，Q3有望略反弹 | 高端领域成本差异小，低端领域差异陡峭，尚太单吨利润基本领先4-6k/吨 |
| 铁锂正极（含前驱体） | 2亿/万吨 | -0.2万/吨 | 1.1万/吨 | 0.9-1万/吨 | 0.5万/吨 | 0.5-0.7万/吨 | Q1大幅下降，后年内逐季小幅下降，有2k/吨空间 | 略陡峭，液体及氨法工艺成本低2-3k/吨 |
| 三元正极 | 3-4亿/万吨 | 0.6万/吨 | 0.7万/吨 | 1.4万/吨 | 0.1-0.2万/吨 | 1-1.5万/吨 | Q1-Q2库存收益完全挤出后，维持合理盈利 | 平缓，盈利差异来自客户结构及库存周期 |
| 铝箔 | 1.2亿/万吨 | 0.3万/吨 | 0.65万/吨 | 0.66万/吨 | 0.2万/吨 | 0.5万/吨 | Q1略降，Q3新产能释放后，明显下降 | 陡峭，鼎胜较二线龙头单吨利润高0.3万/吨 |
| 铜箔 | 6亿/万吨 | 0.8万/吨 | 1万/吨 | 2万/吨 | 0.2万/吨 | 0.8-1万/吨 | 上半年逐季微降 | 平缓，盈利差异来自产品结构及费用管控能力 |
| 导电体 | 2亿/万吨 | 0.6万/吨 | 0.9万/吨 | 0.9万/吨 | 0.2万/吨 | 0.8万/吨 | 上半年逐季微降 | 平缓，盈利差异来自产品结构 |

- ◆ **干法价格23Q2将再略微下降近0.1元/平，湿法价格基本稳定，部分基膜降0.1元/平。**国内干法基膜22Q3降价0.2元至0.6元/平，目前招标将再下降0.1元至0.5元/平，将于23Q2执行，主要由于厂商新产能成本进一步下降，预计干法隔膜利润基本为0.1元+。湿法价格基本稳定，部分厂商招标，湿法季末价格下降0.1元至1.3~1.4元/平，价格下降幅度6%。2H将再议价，但由于新厂商2H投产产能有限，整体价格基本稳定，考虑涂覆膜占比提升、新产线升级，我们预计盈利基本维持稳定。
- ◆ **23Q1盈利触底，Q2起逐步恢复：**受产能利用率下滑及费用影响，我们预计隔膜企业Q1单平盈利有所下滑，Q2起逐步恢复。

表 隔膜供需测算

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 供给(亿平) | 106.0 | 166.9 | 236.3 | 361.3 |
| 需求 (gwh) | 97.4 | 154.5 | 219.4 | 307.8 |
| 过剩 (gwh) | 8.6 | 12.4 | 16.9 | 53.4 |
| 产能利用率 | 92% | 93% | 93% | 85% |

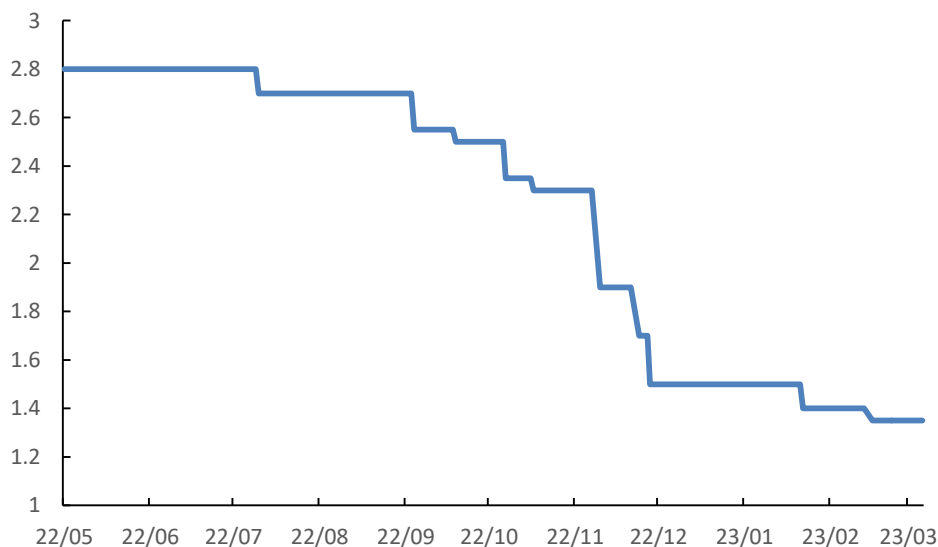
- ◆ **海外工厂及4680项目开始起量，龙头公司受益。**科达利现有欧洲三大基地已投产，客户宁德时代、三星、Northvolt、法国 ACC 等逐步放量，且其4680大圆柱结构件已获国内外大客户定点，2022Q4逐步开始起量，支撑公司在全球份额进一步提升。
- ◆ **Q1盈利环比微降，23全年盈利基本持平。**我们预计结构件龙头公司受产能利用率下滑影响，Q1销售净利率环比微降，Q2起逐步恢复，23全年盈利较22全年基本持平。

表 结构件需求测算

| | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 全球方形&圆柱电池需求合计 (gwh) | 534.6 | 776.2 | 1086.8 | 1555.1 |
| -增速 | 72% | 45% | 40% | 43% |
| 电池pack售价 (含税, 元/wh) | 0.84 | 0.80 | 0.76 | 0.72 |
| 毛利率 | 14% | 15% | 15% | 15% |
| pack成本 (元/wh) | 0.64 | 0.60 | 0.57 | 0.54 |
| 电芯成本 (元/wh) | 0.55 | 0.51 | 0.49 | 0.46 |
| 占电芯成本比重 | 8.00% | 8.40% | 8.20% | 8.00% |
| 结构件单位价格 (元/wh) | 0.044 | 0.043 | 0.040 | 0.037 |
| 全球市场空间 (百万元) | 23,435 | 33,547 | 43,560 | 57,769 |
| 增速 | 88% | 43% | 30% | 33% |
| 合计：全球结构件实际需求 (百万元) | 29,293 | 41,934 | 54,450 | 72,211 |
| 国内结构件市场空间 (动力+储能, 百万元) | 13,145 | 17,660 | 22,360 | 27,070 |
| 增速 | 78% | 34% | 27% | 21% |
| 海外结构件市场空间 (动力+储能, 百万元) | 8,830 | 14,304 | 19,585 | 29,052 |
| 增速 | 60% | 62% | 37% | 48% |
| 全球结构件市场空间 (动力+储能, 百万元) | 21,975 | 31,964 | 41,946 | 56,122 |
| 增速 | 70% | 45% | 31% | 34% |

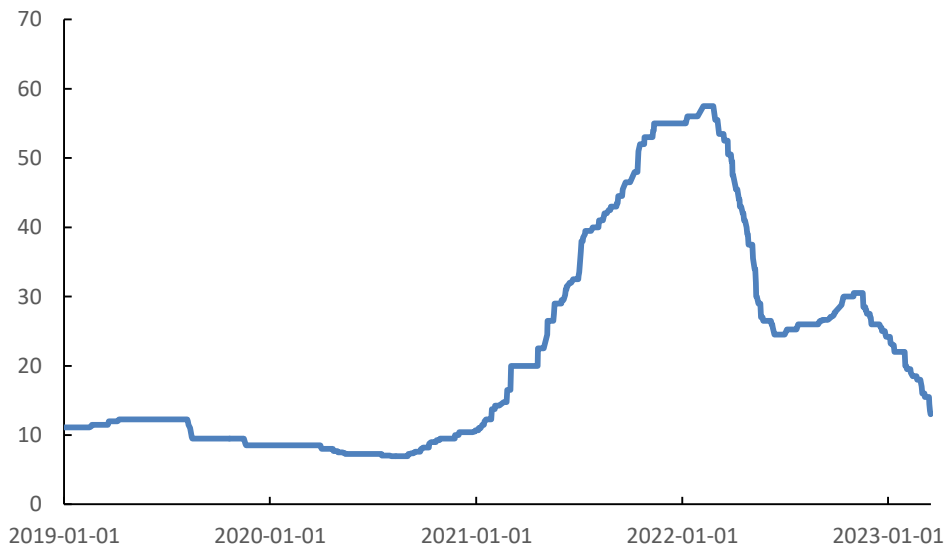
- ◆ **23Q1起低端负极改为季度定价**：此前集采招标价格不再执行，23Q1起负极改为季度定价，低端负极23Q1价格再降6-8k，目前报价2.8万/吨上下，中高端产品价格降幅较小，23Q1再降4-6k，降价幅度10%。
- ◆ **23年单吨利润下行空间0.2-0.5万元，预计Q1单吨利润继续下行，Q2盈利见底**：由于负极价格降价0.6-1.2万/吨，Q4初以来石墨化降本0.6-1万/吨，焦类降本0.2万/吨，若按石墨化自供比例50%-100%，对应单吨利润下降0.2-0.5万元。由于降价是Q1-Q2逐步执行，预计盈利低点为Q1-Q2，23Q3起逐步恢复。

图 石墨化价格走势图（万元/吨）



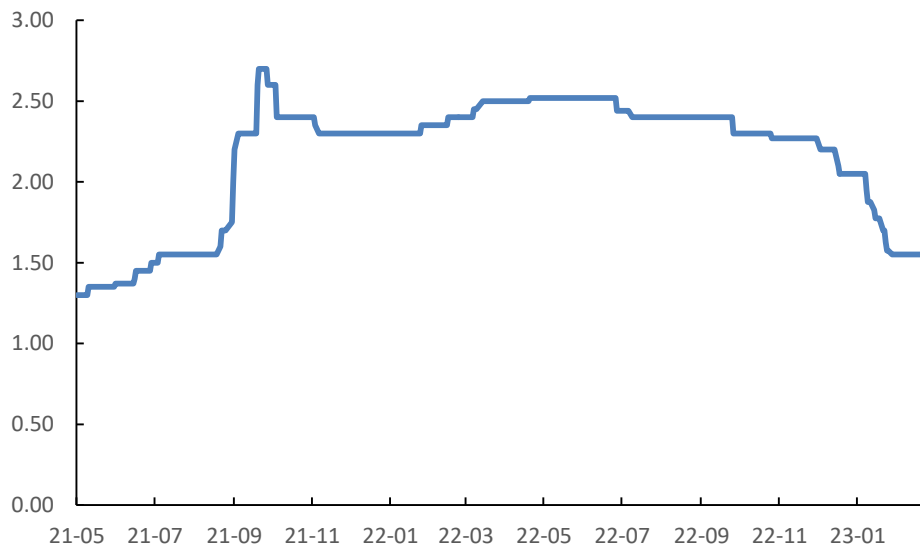
- ◆ **六氟报价12-13万元左右，非锂部分价格跌至底部区间，三线厂商已不赚钱。** 3月末六氟报价约12.5万元/吨，23年六氟加工费招标2-4万元/吨，国内较低报价为2.5万元/吨。在当前碳酸锂30万左右的价格，二线六氟厂商生产成本为8-12万元/吨，价格13万元/吨，三线厂商已不赚钱，行业开工率下降，尾部产能出清。
- ◆ **盈利：23Q1盈利触底，预计23全年盈利平稳。** 受六氟招标下降影响，我们预计天赐23Q1单吨净利下滑至0.8万元/吨，环比下滑约25%。六氟尾部产能逐步出清，我们预计后续价格平稳，全年单吨净利可维持0.8万元/吨，较22年下滑约40%。

图 六氟磷酸锂价格走势图 (万元/吨)



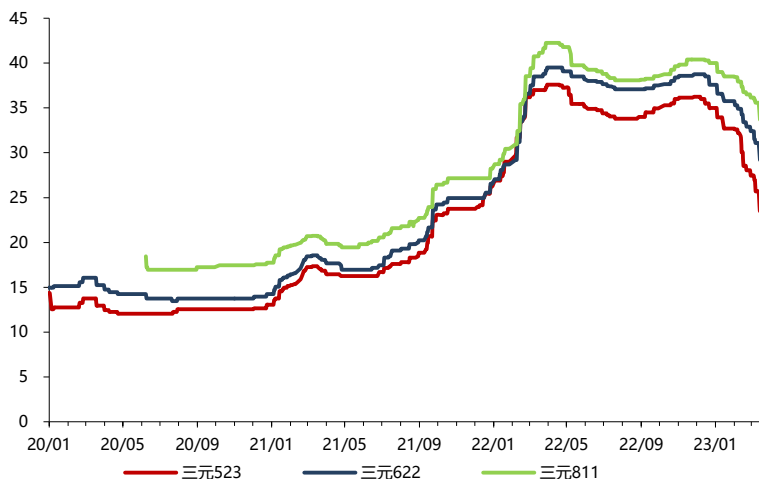
◆ **Q1预计碳酸锂跌价造成库存损失+产能利用率低+加工费下降，预计盈利大幅下降。**22年受益加工费上涨+库存收益，铁锂正极行业单吨利润平均为1.5-2万元/吨，其中Q3单吨利润已经下降至0.9-1.1万，预计Q4小幅下降，由于1H23非碳酸锂部分价格下降0.5万元/吨，同时产能利用率偏低，部分厂商不足50%，叠加碳酸锂库存损失，预计1H23单吨利润大幅下降，预计为0.2-0.6万元/吨。2H23磷酸铁价格仍有下降空间，但碳酸锂跌价影响减弱，盈利有望基本保持稳定。

图 磷酸铁价格走势（万元/吨）



- ◆ **单吨利润**：下降幅度更多来自原材料库存收益影响消除，各家差异较大，23年主流为1-1.5万元/吨，下降15%-40%，基本Q1-Q2见底。21Q4三元正极公司受益于碳酸锂低价库存，单吨开始提升至1.5-2万元/吨，22Q1-22Q2进一步提升至平均3万元/吨，Q3-Q4有所回落，但基本维持2万元/吨以上。考虑碳酸锂跌价带来的减值影响，预计三元厂商22Q1盈亏平衡。23Q1不考虑库存减值，预计单吨利润1-1.5万元/吨，其中中镍1万元/吨左右，高镍1.3万元/吨左右（个别海外客户占比高公司盈利更好），进一步回落至合理水平。三元正极单吨投资3-4万，回收周期3-4年，基本为合理水平。对应三元正极公司单吨利润23年下滑幅度15-40%。

图 三元正极材料价格走势图（万元/吨）



- ◆ **一代已至底部，23年价格下降幅度10%：**不同客户价格有所差异，龙头车企22Q3一代产品招标价格已压的极低，23年降幅较小，下降0.2万元/吨，实际价格1.6-2万元/吨，小厂基本微利。
- ◆ **二代产品价格下降7-8%，整体稳定：**二代产品价格降价幅度0.2万元/吨左右，实际报价为2.5-3万元/吨。龙头碳纳米管厂商22年单吨利润0.9万元/吨，预计23年降将至0.8万元/吨。

图：碳纳米管供需测算

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 正极中碳纳米管粉体添加比例 | 1.8% | 1.8% | 1.9% | 1.9% |
| 国内碳纳米管渗透率 | 42% | 44% | 46% | 48% |
| 海外碳纳米管渗透率 | 18% | 21% | 24% | 27% |
| 国内碳纳米管粉需求 (吨) | 5,208 | 7,322 | 10,489 | 14,365 |
| 海外碳纳米管粉需求 (吨) | 1,802 | 3,434 | 6,046 | 10,908 |
| 全球碳纳米管粉体需求 | 7,010 | 10,756 | 16,535 | 25,273 |
| 全球碳纳米管浆料需求 | 140,204 | 215,126 | 330,697 | 505,465 |
| 全球碳管浆料实际需求 (万吨) | 17.5 | 26.9 | 41.3 | 63.2 |
| 负极中碳纳米管粉体添加比例 | 2.0% | 2.0% | 2.1% | 2.1% |
| 国内碳纳米管渗透率 | 13% | 16% | 19% | 22% |
| 海外碳纳米管渗透率 | 13% | 16% | 19% | 22% |
| 国内碳纳米管粉需求 (吨) | 1,193 | 1,952 | 3,139 | 4,715 |
| 海外碳纳米管粉需求 (吨) | 828 | 1,647 | 2,999 | 5,529 |
| 全球碳纳米管粉体需求 | 2,021 | 3,598 | 6,138 | 10,244 |
| 全球碳纳米管浆料需求 | 40,410 | 71,961 | 122,755 | 204,871 |
| 行业需求 | 180,614 | 287,087 | 453,451 | 710,337 |
| -增速 | 78% | 59% | 58% | 57% |

4、行业龙头公司信息跟踪

- ◆ **Q4业绩处于预告中值偏上，整体略好于市场预期。** 公司22年收入3286亿元，同增152%，归母净利307亿元，同增93%；扣非净利282亿元，同增110%，其中Q4收入1183亿元，同增107%，环增21%，归母净利131亿元，同增61%，环增39%，毛利率22.6%，环比增加3pct，处于预告中值偏上，整体略好于市场预期。
- ◆ **全年出货289GWh，其中Q4出货达100gwh，毛利率提升明显超预期。** 宁德全年出货289GWh，同比增长117%，其中Q4出货近100gwh，环增15%+，23年出货有望达410gwh，同增40%+。分结构，22年动力电池出货242gwh，增110%，储能电池出货47gwh。份额方面，宁德全球装机192gwh，份额37%，同+5pct，国内全年装机142gwh，份额48%，海外装机50gwh，海外除美国市占率达28%，宁德通过福特进军美国市场，且欧洲市占率预计进一步提升，国内通过锂矿让利锁定核心客户，预计23年宁德动力电池将保持35%左右增长至330gwh。盈利方面，动力电池22年均价1.1元/wh（含税），全年毛利率17%，单位净利0.07元/wh，其中Q4毛利率环比提升3pct至20%，碳酸锂涨价进一步传导，单wh利润提升至0.11元，表现亮眼好于市场预期。23年公司超级拉线预计大幅提高生产效率、降低成本，且一体化布局开始贡献盈利，其中碳酸锂自供预计6-8万吨，考虑锂矿让利覆盖1.5万吨左右，单wh利润提升0.01元/wh，预计23年利润0.08元/wh左右。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**行业竞争加剧，我们下修23-24年公司归母净利润预测至464/632亿元（23-24年原预测：483/655亿元），预计25年净利润855亿元，23-25年同增51%/36%/35%，考虑到公司为全球电池龙头，海外份额快速提升，储能业务保持高速增长，给予23年37-38x PE，目标价712元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，原材料价格波动，竞争加剧超预期。

表：宁德时代分季度业绩拆分情况（百万元）

| | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 |
|---------------|--------|--------|--------|---------|
| 1.动力电池 | | | | |
| 出货量 (GWh) | 44.90 | 47.15 | 68.00 | 81.95 |
| 收入 (百万) | 36,519 | 42,623 | 69,372 | 88,079 |
| 净利润 (百万) | -199 | 3,371 | 4,598 | 9,402 |
| 2.储能电池 | | | | |
| 出货量 (GWh) | 5.00 | 10.00 | 15.00 | 17.00 |
| 收入 (百万) | 4,287 | 8,449 | 14,575 | 17,669 |
| 净利润 (百万) | -170 | -209 | 1,103 | 2,676 |
| 3.锂电材料 | | | | |
| 收入 (百万) | 5,400 | 8,269 | 6,615 | 5,746 |
| 净利润 (百万) | 431 | 745 | 749 | 772 |
| 4.其他 | | | | |
| 收入 (百万) | 2,472 | 4,951 | 4,807 | 4,250 |
| 净利润 (百万) | 1,295 | 2,650 | 2,914 | 2,625 |
| 合计 | | | | |
| 收入 (百万) | 48,678 | 64,293 | 97,369 | 118,254 |
| 归母净利 (百万) | 1,493 | 6,675 | 9,424 | 13,138 |
| 归母净利率 | 3.07% | 10.38% | 9.68% | 11.11% |
| 扣非归母净利 (百万) | 977 | 6,074 | 8,987 | 12,175 |

- ◆ **2022年归母净利润40.0亿元，同比增长47.2%，处于业绩预告中值偏下，基本符合市场预期。** 2022年公司营收125.9亿元，同比增长57.73%；归母净利润40.0亿元，同比增长47.2%；扣非归母净利润38.4亿元，同比增长49.58%；2022年毛利率为47.83%，同比减少2.03pct；销售净利率为33.45%，同比减少2.71pct。公司此前预告2022年全年归母净利润39-43亿元，处于业绩预告中值偏下，基本符合市场预期。
- ◆ **公司Q4出货环比微降，23年出货目标约65亿平，同增40%左右。** 我们预计公司22年全年出货46-47亿平，同增55%，其中Q4出货12亿平左右，环比微降4%，公司3月排产复苏，我们预计23Q1排产合计约10亿平，同比持平微降，环减20%左右，随着行业去库完成，预计Q2起需求复苏，全年看，我们预计23年出货65亿平左右，同比增长40%左右，且23年公司新增干法产能及亿纬合资产能均将贡献部分增量。
- ◆ **受成本费用影响Q4单平归母净利0.65元左右，23年预计维持单平净利0.8-0.85元/平。** 盈利方面，我们测算公司22全年单平盈利0.8元/平左右，同比持平，其中Q4单平归母净利达0.65元左右，环比下滑20%+，主要系公司受天然气涨价影响，能源成本增加，银行贷款增长导致财务费用增加，股权激励费用以及汇兑损益及海外建厂咨询费等，合计影响盈利2-3亿元，若加回，我们预计公司Q4单平盈利近0.9元/平，环比持平。看23年，公司产品价格稳定，受成本和费用影响，我们预计单平盈利0.8-0.85元/平，其中23Q1预计仍受奖金计提及能源费用影响，且产能利用率受季节影响下降，预计盈利触底，23Q2起盈利恢复正常。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 考虑到隔膜行业竞争加剧，我们预计公司23-25年归母净利55.15/72.14/93.78亿元（原预期23/24年归母净利62.89/88.79亿元），同增38%/31%/30%，考虑公司为隔膜行业龙头，给予23年30x，目标价185.4元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 销量不及预期，盈利水平不及预期

表：恩捷股份分业务拆分情况

| | 2022年 | | | | 2022H2 | | 2022H1 | |
|------|--------------|--------|-------|----------|--------------|-------|--------------|-------|
| | 营业收入 (亿元) | 同比 | 毛利率 | 同比 | 营业收入 (亿元) | 毛利率 | 营业收入 (亿元) | 毛利率 |
| 膜类产品 | 112.50 | 62.7% | 50.4% | -2.82pct | 60.16 | 49.0% | 52.34 | 52.0% |
| 烟标 | 1.29 | 11.9% | | | 0.72 | | 0.57 | |
| 无菌包装 | 6.20 | 7.2% | | | 3.54 | | 2.66 | |
| 特种纸 | 1.93 | -5.3% | | | 1.22 | | 0.70 | |
| 其他产品 | 0.26 | -54.2% | | | -0.01 | | 0.26 | |
| 其他业务 | 3.73 | 221.9% | | | 2.70 | | 1.03 | |

- ◆ **事件：公司发布业绩快报。** 2022年实现营收5.2亿元，同增41%；归母净利润1.1亿元，同增59%；扣非净利润0.8亿元，同增36%，其中Q4营收1.3亿元，同增33%，环减6%；归母净利润0.2亿元，同增13%，环减21%；扣非净利润0.1亿元，符合市场预期。
- ◆ **点焊设备份额快速上升、滚焊设备2024年规模放量。** 传统焊接看，充分享受国产替代化，我们预计2022年收入3亿元，国内市占率40%，其中宁德、比亚迪市占率超50%，随着二线电池厂合作加深，预计2023年市占率升至近50%，预计收入4亿元。滚焊设备看，公司斩获宁德2024年底独供协议，预计2023年小批量确认收入，2024年大规模放量，预计收入3-4亿元。耗材看，2022年预计收入1亿元，2023年预计收入1.5-2亿元，随着滚焊等高损耗设备的放量，后续预计保持高速增长。此外IGBT+线束领域已通过核心客户验证，2023年实现放量，同时布局键合机与医美领域，打造长期增长曲线。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们维持公司22-24年归母净利润预测1.1/1.8/3.6亿元，同增59%/66%/95%，给予24年40倍PE，对应目标价173.5元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 新技术进度不及预期。

表：骄成超声主要业务产品

| 业务分类 | 产品名称 | 产品示意图 | 产品用途 |
|-------------|------------|-------|--------------------|
| 动力电池超声波焊接设备 | 超声波卧式焊机 | | 动力电池极耳焊接和 PACK 焊接 |
| | 超声波楔杆焊机 | | 动力电池极耳焊接、无齿焊接和巴片焊接 |
| | 超声波焊接监控一体机 | | 动力电池极耳焊接 |
| | 超声波滚焊机 | | 锂电池复合集流体高速滚焊 |
| | 高速联动超声波焊机 | | 动力电池极耳高速焊接 |
| | 20kHz 刚性焊机 | | 动力电池极耳预焊和终焊 |

5、投资建议与风险提示

- ◆ **投资建议：**首推盈利确定的电池环节及盈利趋势稳健的中游材料龙头，PET铜箔和纳电等新方向。第一条主线首推Q2盈利拐点叠加储能加持的电池，**龙头宁德时代、亿纬锂能、比亚迪、派能科技、鹏辉能源**，关注**欣旺达、国轩高科、蔚蓝锂芯**；第二条为持续紧缺，盈利稳定的龙头：结构件（**科达利**），隔膜（**恩捷股份、星源材质**），添加剂（**天奈科技**），前驱体（**中伟股份**），铝箔（**鼎胜新材**）；第三条为盈利下行但估值底部的电解液（**天赐材料、新宙邦**），三元（**容百科技、华友钴业、当升科技**），关注**长远锂科、厦钨新能**），铁锂（**德方纳米、万润新能**，关注**龙蟠科技、富临精工**），负板（**璞泰来、杉杉股份、贝特瑞、信德新材、尚太科技**，关注**中科电气**），勃姆石（**壹石通**），铜箔（**嘉元科技、诺德股份**）；第四为价格维持高位低估值的锂（关注**天齐锂业、赣锋锂业**等）。

表 相关公司估值表（截至2023年3月21日股价）

| | 证券代码 | 名称 | 总市值 (亿元) | 股价 | 归母净利润 (亿元) | | | PE | | | 评级 | 总股本 (亿股) | 来源 |
|-----|-----------|------|-------------|-----|------------|-------|-------|-------|-------|-------|----|-------------|------|
| | | | | | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E | | | |
| 电池 | 300750.SZ | 宁德时代 | 9,618 | 394 | 307.3 | 464.2 | 632.0 | 31 | 21 | 15 | 买入 | 24.43 | 东吴 |
| | 002594.SZ | 比亚迪 | 6,972 | 240 | 167.7 | 302.3 | 401.2 | 42 | 23 | 17 | 买入 | 29.11 | 东吴 |
| | 300014.SZ | 亿纬锂能 | 1,363 | 67 | 34.4 | 70.0 | 100.0 | 40 | 19 | 14 | 买入 | 20.46 | 东吴 |
| | 300207.SZ | 欣旺达 | 368 | 20 | 10.9 | 23.7 | 32.0 | 34 | 16 | 12 | - | 18.62 | Wind |
| | 002245.SZ | 蔚蓝锂芯 | 159 | 14 | 4.5 | 7.8 | 11.8 | 35 | 21 | 14 | 买入 | 11.52 | 东吴 |
| | 688063.SH | 派能科技 | 423 | 241 | 12.6 | 28.0 | 38.7 | 34 | 15 | 11 | 买入 | 1.76 | 东吴 |
| | 300438.SZ | 鹏辉能源 | 265 | 57 | 6.7 | 13.4 | 20.2 | 40 | 20 | 13 | 买入 | 4.61 | 东吴 |
| 隔膜 | 002812.SZ | 恩捷股份 | 964 | 108 | 40.0 | 55.2 | 72.1 | 24 | 17 | 13 | 买入 | 8.92 | 东吴 |
| | 300568.SZ | 星源材质 | 252 | 20 | 7.4 | 13.1 | 18.7 | 34 | 19 | 13 | 买入 | 12.82 | 东吴 |
| 正极 | 603799.SH | 华友钴业 | 886 | 55 | 40.3 | 80.8 | 121.4 | 22 | 11 | 7 | 买入 | 16.00 | 东吴 |
| | 300919.SZ | 中伟股份 | 473 | 71 | 15.4 | 25.1 | 35.4 | 31 | 19 | 13 | 买入 | 6.71 | 东吴 |
| | 300769.SZ | 德方纳米 | 339 | 195 | 24.1 | 29.1 | 35.0 | 14 | 12 | 10 | 买入 | 1.74 | 东吴 |
| | 688275.SH | 万润新能 | 150 | 176 | 13.2 | 18.2 | 21.4 | 11 | 8 | 7 | 买入 | 0.85 | 东吴 |
| | 688005.SH | 容百科技 | 329 | 73 | 14.0 | 20.0 | 27.0 | 24 | 16 | 12 | 买入 | 4.51 | 东吴 |
| | 688707.SH | 振华新材 | 185 | 42 | 12.8 | 13.1 | 16.5 | 14 | 14 | 11 | 买入 | 4.43 | 东吴 |
| | 300073.SZ | 当升科技 | 290 | 57 | 22.7 | 27.6 | 33.7 | 13 | 11 | 9 | 买入 | 5.07 | 东吴 |
| | 688778.SH | 厦钨新能 | 219 | 73 | 11.2 | 18.4 | 24.0 | 20 | 12 | 9 | - | 3.01 | Wind |
| | 301358.SZ | 湖南裕能 | 328 | 43 | 29.5 | 22.6 | 30.0 | 11 | 15 | 11 | 买入 | 7.57 | 东吴 |
| | 688779.SH | 长远锂科 | 299 | 16 | 14.9 | 19.4 | 24.5 | 20 | 15 | 12 | - | 19.29 | Wind |
| 负极 | 603659.SH | 璞泰来 | 672 | 48 | 31.2 | 42.3 | 57.1 | 22 | 16 | 12 | 买入 | 13.91 | 东吴 |
| | 600884.SH | 杉杉股份 | 384 | 17 | 27.1 | 33.3 | 40.1 | 14 | 12 | 10 | 买入 | 22.64 | 东吴 |
| | 300035.SZ | 中科电气 | 124 | 17 | 6.6 | 11.2 | 15.5 | 19 | 11 | 8 | 买入 | 7.23 | 东吴 |
| | 835185.BJ | 贝特瑞 | 321 | 44 | 23.1 | 32.8 | 43.6 | 14 | 10 | 7 | 买入 | 7.37 | 东吴 |
| | 001301.SZ | 尚太科技 | 179 | 69 | 12.9 | 15.2 | 21.8 | 14 | 12 | 8 | 买入 | 2.60 | 东吴 |
| | 301349.SZ | 信德新材 | 64 | 95 | 2.0 | 3.0 | 4.5 | 33 | 21 | 14 | 买入 | 0.68 | 东吴 |
| 电解液 | 002709.SZ | 天赐材料 | 780 | 40 | 58.5 | 60.4 | 80.5 | 13 | 13 | 10 | 买入 | 19.27 | 东吴 |
| | 300037.SZ | 新宙邦 | 340 | 46 | 17.6 | 18.4 | 24.8 | 19 | 19 | 14 | 买入 | 7.46 | 东吴 |
| 结构件 | 002850.SZ | 科达利 | 291 | 124 | 9.3 | 15.1 | 22.1 | 31 | 19 | 13 | 买入 | 2.34 | 东吴 |
| 导电剂 | 688116.SH | 天奈科技 | 155 | 66 | 5.0 | 9.1 | 13.7 | 31 | 17 | 11 | 买入 | 2.33 | 东吴 |
| 铜箔 | 688388.SH | 嘉元科技 | 138 | 45 | 6.4 | 9.6 | 13.0 | 21 | 14 | 11 | 买入 | 3.04 | 东吴 |
| | 600110.SH | 诺德股份 | 144 | 8 | 4.3 | 6.5 | 8.8 | 33 | 22 | 16 | 买入 | 17.46 | 东吴 |
| 铝箔 | 603876.SH | 鼎胜新材 | 198 | 40 | 14.0 | 18.1 | 22.0 | 14 | 11 | 9 | 买入 | 4.90 | 东吴 |

- **价格竞争超市场预期：**18年至今新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。
- **原材料价格不稳定，影响利润空间：**原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。
- **投资增速下滑：**各板块投资开始逐渐放缓，对行业发展和核心技术的突破有直接影响。
- **疫情影响：**疫情影响海外需求不稳定因素。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园