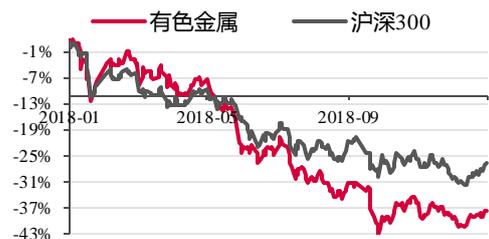


行业点评
有色金属
锂电池行业指数复盘

2019年01月22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	3.04	2.26	-37.49
沪深300	5.16	-2.59	-26.54

龙靓

 执业证书编号: S0530516040001
 longliang@cfzq.com

张鹏

zhangpeng@cfzq.com

分析师

0731-84403365

研究助理
相关报告

- 《有色金属: 新能源汽车产业链点评(三): 2018年新能源汽车市场完美收官》 2019-01-21
- 《有色金属: 新能源汽车产业链点评(二): 燃料电池汽车是对纯电动汽车的有益补充》 2019-01-18
- 《有色金属: 新能源汽车产业链报告(一): 再回首磷酸铁锂》 2019-01-09

重点股票	2017A		2018E		2019E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
杉杉股份	0.80	16.84	0.76	17.72	0.83	16.23	推荐
亿纬锂能	0.47	33.74	0.68	23.54	0.91	17.50	谨慎推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- **锂电池行业源起消费电子, 新能源汽车时代给予其重生:** 锂电池行业源于消费电子时代, 自从2009年开始中国启动新能源汽车战略, 锂电池行业迎来了重生。动力锂电池行业起源于2009年, 2012-2013年行业发展进入导入期。板块行情方面, 从2014年开始, 动力锂电池板块走出了持续3年的上升周期。
- **锂电池板块四轮行情超额收益明显, 上升快, 回调有快有慢:** 我们将锂电池指数和沪深300指数相对比, 发现锂电池板块四轮行情超额收益明显, 时间节点分别是2014.01—2015.06、2015.09—2015.12、2016.03—2016.07、2017.06—2017.09。四轮行情中板块指数区间涨幅分别为131.8%、89.8%、53.4%和38.0%, 超越同期沪深300指数分别为67.4%、78.8%、44.1%、28.3%。从时间上来看, 除了第一次的板块行情较长, 持续时间为19个月, 剩下的三次为短期行情, 持续时间分别为4个月、5个月和4个月; 回调时间有快有慢, 分别为2个月、2个月、10个月以及15个月。
- **锂电池板块行情的催化以政策因素为主:** 政策影响以及市场对政策的预判诱发板块行业变动。对于未来板块的行情演绎, 随着行业逐渐从政策驱动走向市场驱动, 政策的边际效应递减, 板块标的股价的提升更多需要企业实际盈利能力的支撑。我们建议关注竞争格局良好的正极材料企业杉杉股份和业务分散的亿纬锂能。
- **风险提示:** 新能源汽车销量不及预期; 出现重大连续安全事故导致行业短期遇冷; 插电式混合动力汽车发展超预期; 动力电池技术发生重大变更; 2019年补贴退坡超预期。

1 锂电池行业源起消费电子，新能源汽车时代给予其重生

锂电池行业是传统行业，源于消费电子时代。自从 2009 年开始中国启动新能源汽车战略，锂电池行业迎来了重生，资本市场也迎来热潮，尤其是 2014 年后，板块的变化以动力电池为主，板块行情波澜壮阔。本篇报告着重于 2014 年之后的市场，复盘动力锂电指数变化，试图寻找驱动板块行情的因素。

图 1：锂电池指数和沪深 300 指数对比



资料来源：wind，财富证券

动力锂电池行业起源于 2009 年。财政部、科技部、发改委、工信部 2009 年 2 月 17 日在京联合召开节能与新能源汽车示范推广试点工作会议，对节能和新能源汽车示范推广工作进行部署，并启动“十城千辆节能与新能源汽车示范推广应用工程”。主要内容是通过提供财政补贴，计划用 3 年左右的时间，每年发展 10 个城市，每个城市推出 1000 辆新能源汽车开展示范运行，涉及这些大中城市的公交、出租、公务、市政、邮政等领域，力争使全国新能源汽车的运营规模到 2012 年占到汽车市场份额的 10%，新能源汽车浪潮至此打开。

2012-2013 年行业发展进入导入期。经过 3 年的萌芽期，2011 年新能源汽车的产量达到 8268 辆。2012 年 6 月，国务院印发《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）》，要求到 2015 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量力争达到 50 万辆；到 2020 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆，累计产销量超过 500 万辆，燃料电池汽车、车用氢能源产业与国际同步发展。2012 年 8 月 6 日，《关于扩大混合动力城市公交客车示范推广范围有关工作》的通知将混合动力公交客车（包括插电式混合动力客车）推广范围从目前的 25 个节能与新能源汽车示范推广城市扩大到全国所有城市。2012 年出台了目前的补贴政策的雏形，财政部发布《新能源汽车产业技术创新财政奖励资金管理暂行办法》（以下简称《办法》），明确奖励资金支持对象包括新能源汽车

整车项目（包括纯电动、插电式混合动力、燃料电池汽车）和动力电池项目两大类。《办法》要求，财政部根据项目进展情况及有关评估意见分期分批拨付奖励资金，其中实施方案启动后拨付 40%，中期评估通过后再拨付 50%，完成实施方案并通过验收后再拨付剩余 10% 资金。2013 年 9 月，2013 年度新能源汽车补贴政策出台，对于符合条件的新能源汽车给予补贴。

2 锂电池板块经历四轮行情

锂电池板块的行情开始于 2014 年。在行业 2012-2013 年的导入期之后，从 2014 年开始，锂电池板块走出了持续 3 年的上升周期。仔细划分 2014-2018 年度的板块行情，我们发现主要有四轮上升行情。时间节点分别是 2014.01-2015.06、2015.09-2015.12、2016.03-2016.07、2017.06-2017.09；以及对应的四轮回调行情，分别是 2015.07-2015.08、2016.01-2016.02、2016.08-2017.05、2017.10-2018.12。

锂电池板块四轮行情超额收益明显，上升快，回调时间长短不一。我们将锂电池指数和沪深 300 指数相对比，发现锂电池板块四轮行情超额收益明显。四轮行情中板块指数涨幅分别为 131.8%、89.8%、53.4% 和 38.0%，超越同期沪深 300 指数分别为 67.4%、78.8%、44.1%、28.3%。从时间上来看，除了第一次的板块行情为慢牛，持续时间为 19 个月，剩下的三次为短期行情，持续时间分别为 4 个月、5 个月和 4 个月；前两轮回调时间较快，分别为 2 个月、2 个月，后两轮回调时间较慢，分别是 10 个月和 15 个月。

表 1：锂电池板块历史行情回顾

行情	持续时间（月）	沪深 300 涨跌幅	锂电池指数涨跌幅	锂电池板块超额收益
第一轮（2014.01—2015.06）	18	92.6%	168.9%	76.3%
第二轮（2015.09—2015.12）	4	11.0%	89.8%	78.8%
第三轮（2016.03—2016.07）	5	9.3%	53.4%	44.1%
第四轮（2017.06—2017.09）	4	9.7%	38.0%	28.3%

数据来源：wind，财富证券

第一轮（2014.01—2015.06）：此轮行情持续时间较长，主要的催化剂有免征购置税、充电设施补贴和补贴政策，2014 年 7 月 14 日，国务院办公厅印发《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》，审议通过了免征新能源汽车车辆购置税方案，对纯电动汽车、插电式混合动力汽车和燃料电池汽车从 2014 年 9 月 1 日到 2017 年底免征车辆购置税。2014 年 11 月 18 日，财政部发布《关于新能源汽车充电设施建设奖励的通知》，中央财政拟安排资金对新能源汽车推广城市或城市群给予充电设施建设奖励。由于彼时仍然属于行业发展初期，相对的行情比较漫长，上升行情持续 18 个月，指数涨幅 168.9%，超出同期

沪深 300 涨幅 76.3%。

之后板块的回调主要受股灾影响，板块经历了快速回调，回调时间 2 个月。

第二轮（2015.09—2015.12）：本轮上升行情主要是 A 股股灾后反弹以及充电设施的政策密集发布的催化。2015 年 9 月，《国务院办公厅关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》出台，10 月份印发《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020 年）》，12 月份印发《住建部关于加强城市电动汽车充电设施规划建设工作通知》，要求每辆电动汽车要有一个基本充电车位，每个公共建筑配建停车场、社会公共停车场具有充电设施的停车位不少于总车位的 10%，每 2000 辆电动汽车至少配套建设一座快速充换电站。同时本次行情我们认为和股灾后反弹有一定联系，作为普涨普跌的 A 股，大盘的反弹也带动了板块的上升行情，整个行情持续 3 个月，指数区间涨幅 89.8%，超出同期沪深 300 涨幅 78.8%。

之后板块的回调主要受股灾的二次回调以及三元电池在客车上受限事件的影响。2016 年 1 月份，工信部装备工业司司长在 2016 年中国电动汽车百人会“动力电池的发展与突破”主题峰会上表示，暂停三元锂电池客车列入新能源汽车推广应用推荐车型目录，引发了行业对于未来电池技术路线的担忧，带动板块指数的回调。

第三轮（2016.03—2016.07）：本轮上升行情主要是股灾触底后板块的估值修复以及动力电池白名单的实施的的影响。2016 年 5 月，行业开始盛传新能源汽车所使用的电池必须进入《电池行业规范》目录，否则使用该电池的新能源车辆将无法进入推广目录，继而也无法获得补贴。2016 年 6 月 20 日，备受关注的第四批动力电池企业目录公布，与前三期共 25 家相比，第四批大开闸门，共 32 家企业入选。四批次共包含 57 家企业的“白名单”中，没有一家日韩系的电池企业，同时搭载了三星电池的江淮 iEV6S 汽车被挡在了推荐车型目录之外，从而被挡在补贴大门之外。动力电池白名单事件将外资动力电池企业挡在补贴大门之外，短期内消除了国内企业的和外资的竞争压力。海外方面，2016 年 4 月份在美国加州，特斯拉发布了旗下廉价款电动汽车 Model 3。Model 3 在开放预订之后 24 小时内收到 18 万个订单，彼时 Model 3 具备强大的智能汽车功能，续航久，安全等级高，且最低售价 3.5 万美金，市场反响热烈，也带动了国内锂电池板块的上升行情，整个行情持续 5 个月，指数区间涨幅 53.4%，超出同期沪深 300 涨幅 44.1%。

之后板块的回调催化因素为骗补事件。2016 年 9 月 8 日，财政部发布《关于地方预决算公开和新能源汽车推广应用补助资金专项检查的通报》，开始清查上年度的骗补事件，对相关企业进行惩罚，同时市场对于下一年度补贴政策产生担忧，板块迎来降温。

第四轮（2017.06—2017.09）：本轮上升行情主要催化因素是双积分政策意见稿的发布，2017 年 6 月 13 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)》，其中要求 2019 年度、2020 年度的新能源汽车积分比例要求分别为 10%、12%，对 2018 年度的积分不进行考核，略超出市场预期。海外市场方面，作为新能源汽车行业标杆的特斯拉继 2016 年的 Model 3 发布会后，在 2017 年 7 月，迎来 Model 3 的交车仪式。同时在 2017 年 7 月的 G20 峰会上，法国、德国、印度、挪威、荷

兰等国家宣布禁售燃油车的时间点(基本在 2025-2040 年)。综合作用下,板块行情热烈,指数区间涨幅 38.0%, 超出同期沪深 300 涨幅 28.3%。

接下来的回调主要是市场对于 2018 年度补贴大幅退坡的担忧以及整个 A 股风险偏好下移带来的影响。从 2017 年底开始,市场对于 2018 年度补贴退坡幅度有一定的担忧,直到 2018 年 2 月份正式发布的 2018 年度补贴政策中退坡幅度超市场预期,引发了板块的降温;同时 A 股在 2018 年年初开始经历回调,迎来估值下移,也带动板块的下跌。

3 政策是板块行情催化的重要因素

政策是板块行情催化的重要因素。(1) 2014 年度销量为 7.5 万辆,累计增速 323.8%, 2015 年前 6 个月累计增速 255.1%, 高销量对应板块的上升行情,是鼓励政策驱动下的高增长;(2) 2016 年前 6 个月累计增速 133.8%, 销量良好,是白名单等政策带来了销量的攀升,带动板块行情的上升;2016 年下半年销量增速相比上半年放缓,2017 年前 5 个月累计销量增速为 7.9%, 对应于骗补事件带来的板块的回调。(3) 2018 年前 6 个月累计增速为 111.3%, 是过渡期政策的驱动,全年累计销量增速 62%, 略超预期,但是仍然未阻挡板块行情的下滑,是对于未来政策变动的担忧带来了板块下调。销量增速与板块行情并不存在一致性(无论是同步还是滞后),因此不是销量增速催生了板块行情,而是政策影响以及市场对政策的预判诱发板块行业变动。

图 2: 锂电池指数和新能源汽车销量累计增速对比



资料来源: wind, 财富证券

复盘之后我们认为锂电池板块行情的催化以政策因素为主。政策的变化以及市场对政策的预判诱发板块行情的变动。反映在二级市场上面,更多的是锂电池板块风险偏好的上移带来的行情。对于未来板块的行情演绎,随着行业逐渐从政策驱动走向市场驱动,政策的边际效应递减,板块标的股价的提升更多需要企业实际盈利能力的支撑。

4 风险提示

新能源汽车销量不及预期; 出现重大连续安全事故导致行业短期遇冷; 插电式混合

动力汽车发展超预期；动力电池技术发生重大变更；2019 年补贴退坡超预期。

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。

本报告仅供财富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。

本报告由财富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。

财富证券研究发展中心

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