

新能源汽车产业链 2019 系列报告(二): 19 年看好二线电池厂和磷酸铁锂



核心观点

- **2019 年新能源汽车结构升级明显。**1-2 月新能源汽车销量累计达到 14.87 万辆, 继续保持高增长。新能源乘用车结构升级明显, 体现在 1-2 月份 A00 车型份额同比和环比均大幅度降低, 而 A 级及以上车型占比快速提升。从 2019 年即将上市的部分车型来看, 续航里程、科技配置和整车品质均大幅提升。
- **补贴退坡导致新能源乘用车涨价预计在 0.5-2 万元之间, 车企加速推出改款或新车型, 重新定义新车价格。**补贴退坡将致使不同车型价格有所上调, 经测算, 若要保障盈利水平, A00 车涨价 0.5-2.25 万元; A0 车涨价 1.2-1.9 万元; A 级车涨价 0.5-2 万元; B&C 级车涨价 2 万元, 插电混动车涨价 1 万元。低端车型在退补后价格竞争力下降, A 级及以上车型将迎来份额提升机会。据观测, 北汽新能源 EX360 统一上调 5000 元; 比亚迪 2019 款元 EV360 涨价 1 万元; 帝豪 Gse 北京版, 续航提升至 400 公里, 价格不变。加上年前的新特汽车, 除了小鹏汽车外, 其他车型均符合我们此前判断。车企加快新车推出速度, 通过提升续航、科技配置拉升新车溢价, 从而缓解退坡压力。
- **磷酸铁锂电池复苏箭在弦上, 持续至补贴完全退出。**当前铁锂电池系统能量密度可达 140Wh/Kg, 成本较三元电池便宜 10%-15%, 低端车型通过更换铁锂电池获得 0.3-0.6 万元成本节约, 具有一定的吸引力。**插电混动车型更具备更换磷酸铁锂电池的理由:** 1、补贴价格固定, 不受电池性能指标影响; 2、带电量小, 更换铁锂电池增重少, 影响低。近期有两款小型车采用了铁锂电池: 北汽新能源 EC220 标准版电池更换为磷酸铁锂; 江淮 iEV7L 宣布电池采用磷酸铁锂, 容量为 35.2KWh。

我们预计部分乘用车电池配套由三元转向铁锂将带动铁锂电池装机增量 13.26GWh, 2019 年铁锂电池总装机量将达到 37GWh。**铁锂的复苏至少持续到补贴完全退出。**每一轮退坡都将凸显铁锂电池的价格优势, 尤其低端车型对补贴变动的敏感性更高, 更换铁锂更为迫切。
- **2019 年二线电池厂商崛起, 车企模组采购模式向电芯采购转变:** 在降成本压力下, 我们认为未来车企将只采购电芯, 由自己或第三方做 pack。头部电池企业强势的价格掌控力将迫使车企转向寻求二线电池厂作为电芯供应商, 该现象尚未普遍发生, 但业内已有迹象, 这是一个缓慢变化的过程。从 1-2 月动力电池装机数据看, 当前二线电池厂正在蚕食落后企业份额, 我们将继续跟踪供应关系的变化情况。

投资建议与投资标的

- 继续推荐磷酸铁锂电池产业链优质企业, 建议关注鹏辉能源(300438, 未评级), 公司有望打入宇通和广汽供应链, 实现装机量突破; 光华科技(002741, 未评级), 借助主营业务以低成本优势切入磷酸铁锂正极领域, 踩准铁锂复苏时机。此外, 特斯拉国产将带来巨大的投资机会, 格林美(002340, 买入) NCA 三元前驱体间接供应特斯拉是大概率事件, 建议重点关注。

风险提示

补贴退坡超预期; 新能源汽车销售不达预期, 特斯拉国产化进度不达预期。

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	新能源汽车产业链
报告发布日期	2019 年 03 月 25 日

证券分析师	卢日鑫 021-63325888-6118 lurixin@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860515100003
	李梦强 021-63325888-4034 limengqiang@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860517100003

联系人	顾高臣 021-63325888-6119 gugaochen@orientsec.com.cn
	彭海涛 021-63325888-5098 penghaitao@orientsec.com.cn
	陈聪颖 021-63325888-7900 chencongying@orientsec.com.cn

相关报告	
2018 年新能源乘用车销量总结及 2019 年退补政策变动分析	2019-01-15
《汽车产业投资管理规定》发布, 助推新能源汽车健康发展	2018-12-21
中国产业链走向全球, 变中求稳看好中游	2018-12-07

目 录

引言.....	4
2019 年新能源汽车保持高增长，结构升级明显	4
1-2 月新能源汽车销量 14.87 万辆，完成全年预期的 8.7%	4
新能源汽车销售结构变化明显，升级趋势加快	5
2019 年电动乘用车涨价幅度 0.5-2 万元之间.....	6
电动车价格调整已触发，幅度在预测范围内	6
A00→A→C 级车，涨价负面影响梯度降低	7
车企将加速推出改款或新车，定价规则或重新定义	8
磷酸铁锂电池复苏箭在弦上.....	9
二线电池厂商有望崛起，模组采购转向电芯采购	11
把握特斯拉入华带来的投资机会	12
投资建议：紧抓两条主线，把握三家公司.....	13
风险提示	13

图表目录

图 1：新能源汽车销量增速提升（万辆）	4
图 2：2018 年 1 月纯电动乘用车车型销量占比	5
图 3：2019 年 1 月纯电动乘用车车型销量占比	5
图 4：2018 年 2 月纯电动乘用车车型销量占比	5
图 5：2019 年 2 月纯电动乘用车车型销量占比	5
图 6：插电混动乘用车升级明显	6
图 7：广汽 Aion S 主打高度定制	9
图 8：吉利几何 A 主打高科技	9
图 9：北汽新能源 EC220 标准版	9
图 10：江淮 iEV7L	9
图 11：新能源汽车行业经常面临变化	12
图 12：2017 年我国锂电材料国产化率已经处于较高水平	13
表 1：2019–2020 年我国新能源乘用车销量预测（单位：辆）	5
表 2：2019 年以来新能源汽车价格调整情况	7
表 3：终端价格上涨对不同车型的影响	7
表 4：部分 2019 年上市新能源乘用车统计	8
表 5：新车配套磷酸铁锂电池比例提升	9
表 6：乘用车改用铁锂电池的增量预测	10
表 7：2019 年以来，动力电池装机量 top10 微妙变化	11

引言

在春节前后几周周报的思考环节，我们连续讨论梳理了2019年新能源汽车补贴政策和产业发展方向的调整，核心观点有三：

- 第一、 即使补贴大幅度退坡，终端电车售价也不会出现大幅度上涨，无论是改款车型，还是原车型，我们预计终端车型涨价幅度在0.5-2万之间。**
- 第二、 插电混动车型和部分低端纯电车型将转而使用磷酸铁锂电池，铁锂复苏箭在弦上。**
- 第三、 2019年电池降价约20%，议价能力强的龙头电池厂绑定头部车企，而二线电池厂商依靠价格优势渗透其他车企，进而迎来份额提升机会。**

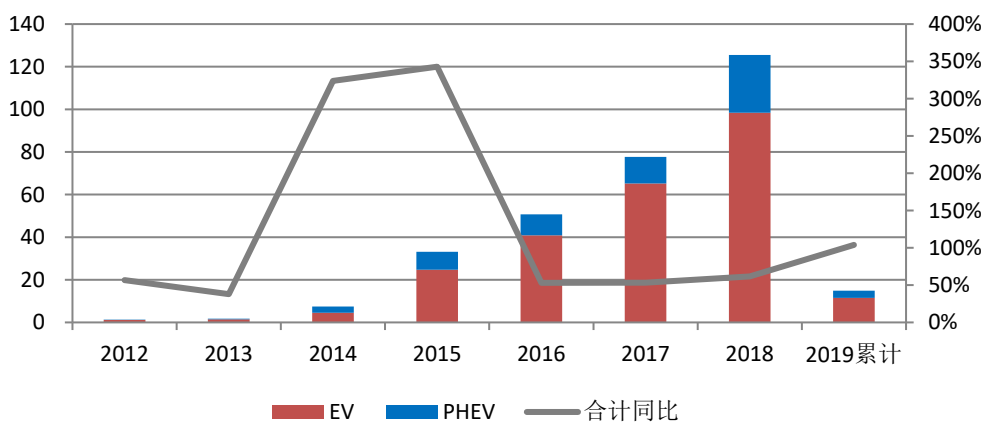
目前来看，观点一和观点二正在逐步得到验证，对于观点三，我们预计上半年top10动力电池装机数据将有所体现。

2019年新能源汽车保持高速增长，结构升级明显

1-2月新能源汽车销量14.87万辆，完成全年预期的8.7%

2018年，我国新能源汽车销量顺利突破100万辆，达到125万辆，其中新能源乘用车达到106万辆，保有量达到280万辆。进入2019年，新能源补贴大幅下滑预期并未影响新能源汽车产销量持续增长，2019年1月和2月分别销售9.1和5.3万辆，同比增长149%和54%，累计销量达到14.87万辆，其中，纯电动车11.49万辆，插电混动汽车3.38万辆。

图1：新能源汽车销量增速提升（万辆）



数据来源：中汽协，东方证券研究所

我们预计2019年我国新能源汽车销量将达到170万辆，其中乘用车150万辆，商用车20万辆。在乘用车中，纯电动车预计实现110万辆，插电混动车实现40万辆的销售。2019年1-2月份累计完成全年销量预期的8.7%。

表 1：2019—2020 年我国新能源乘用车销量预测（单位：辆）

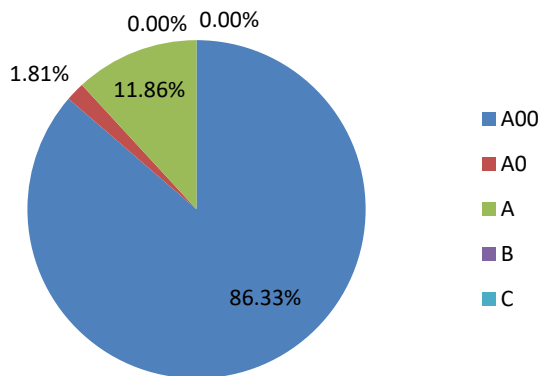
年份	类别	纯电 A00	纯电 A0	纯电 A	纯电 B	纯电 C	插电	合计
2018 年	销量	408105	118121	249875	1812	10086	265000	1053000
	占比	38.76%	11.22%	23.73%	0.17%	0.96%	25.17%	100%
2019E	销量	495000	176000	385000	22000	22000	400000	1500000
	占比	33.00%	11.73%	25.67%	1.47%	1.47%	26.67%	100%
2020E	销量	560000	252000	504000	42000	42000	480000	1880000
	占比	29.79%	13.40%	26.81%	2.23%	2.23%	25.53%	100%

数据来源：中汽协，Wind，东方证券研究所

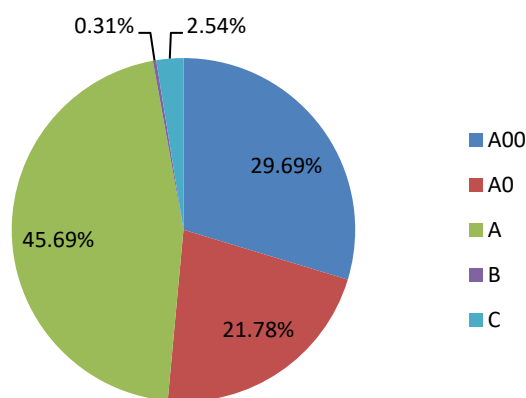
新能源汽车销售结构变化明显，升级趋势加快

从 1-2 月新能源乘用车销量结构来看，2019 年新能源汽车升级非常明显：

1 月和 2 月纯电动乘用车销量分别达到 7.22 万辆和 3.86 万辆，其中 A00 车销量为 2.14 万辆和 1.18 万辆，占纯电动乘用车销量比例分别为 29.69% 和 30.63%，较去年同期分别下滑 56 和 46 个百分点。与之对应的，A 级车 1-2 月销量达到 3.3 万辆和 2.05 万辆，占比大幅度提升，分别达到 46% 和 53%。此外，B&C 级车也从无到有，实现了千辆规模的销售。

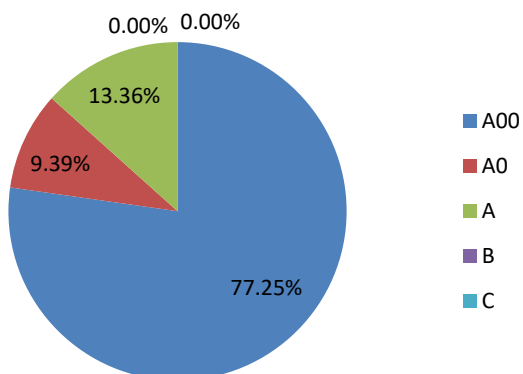
图 2：2018 年 1 月纯电动乘用车车型销量占比


数据来源：乘联会，东方证券研究所

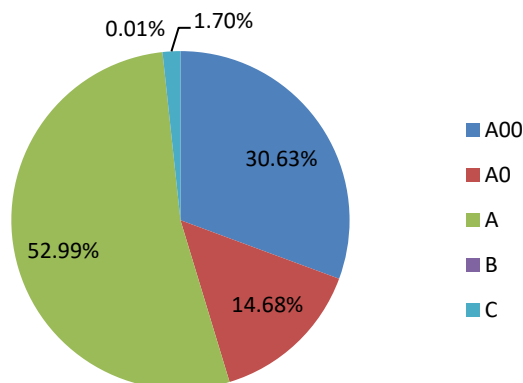
图 3：2019 年 1 月纯电动乘用车车型销量占比


数据来源：乘联会，东方证券研究所

图 4：2018 年 2 月纯电动乘用车车型销量占比
图 5：2019 年 2 月纯电动乘用车车型销量占比



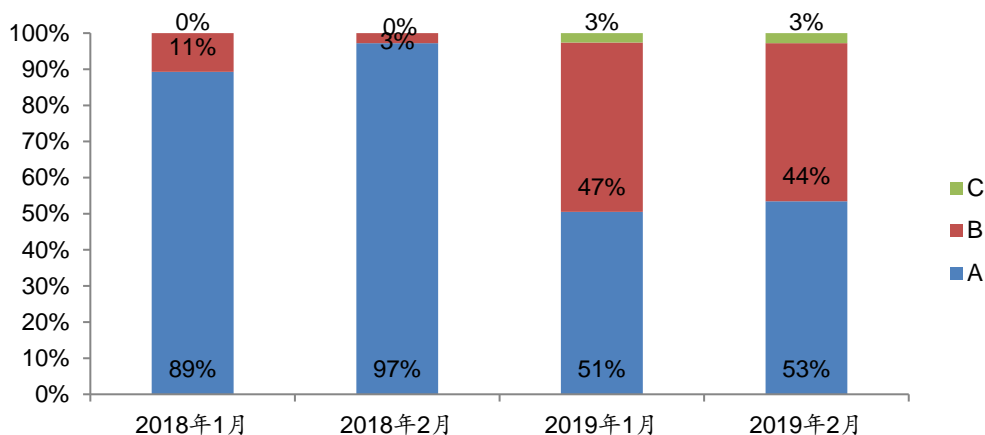
数据来源：乘联会，东方证券研究所



数据来源：乘联会，东方证券研究所

从插电混动乘用车车型来看，2019年1-2月累计销量达到3.1万辆，占乘用车比例为21.8%，其中B级插混销量占比较2018年1-2月大幅提升，分别达到47%和44%，C级插混也实现从无到有，达到3%的份额。

图6：插电混动乘用车升级明显



数据来源：乘联会，东方证券研究所

2019年电动乘用车涨价幅度0.5-2万元之间

我们在2019年1月和2月周报的思考环节连续讨论了新能源汽车终端涨价问题。经过分析我们预测在19年新的补贴政策下，终端车企涨价0.5-2万即可保持原有盈利水平。补贴缺口的消化体现在电池降价，更换电池，电动化部件成本下降，单车研发成本摊薄，车辆其他功能配置调整等多个方面。

电动车价格调整已触发，幅度在预测范围内

根据我们持续跟踪新能源汽车价格变化情况，最近有两款车型上调售价，一款车型保持原价：分别是北汽新能源 EX360（调价）、比亚迪元 EV360（改款）和帝豪 Gse（北京版）。北汽新能源 EX360 近日对全系进行了价格调整，补贴后统一售价调整为 8.49-10.39 万元，价格统一上涨 5000 元。2019 款比亚迪元 EV360 共三款车型，补贴后售价为 8.99-10.99 万元，相比 2018 款涨价 1 万元，电池容量不变，但车辆功能配置有所提升。帝豪 Gse 将于 3 月中旬推出北京版，续航提升至 400 公里，但补贴后价格不变，低配版甚至还下调 4000 元。

在此之前，新特汽车和小鹏汽车均上调了终端汽车价格，除了小鹏汽车外，其他车型均符合我们此前判断：在电池、电动化零部件、机电控等电动化成本以及研发成本持续下降的趋势下，车企可以消化大部分的退补缺口，对于不同级别的车型，终端价格上调幅度预计在 0.5-2 万元之间。

表 2：2019 年以来新能源汽车价格调整情况

车型	调整类型	调整前补贴后售价	调整后补贴后售价	上涨
比亚迪 EV360	改款	7.99-9.99 万元	8.99-10.99 万元	1 万元
北汽 EX360	上调价格	7.99-9.89 万元	8.49-10.39 万元	0.5 万元
帝豪 Gse	改款	11.98-14.58 万元	11.58-14.58 万元	-0.4 万元
小鹏 G3	上调价格	13.58-16.58 万元	15.58-19.98 万元	2-3.4 万元
新特 DEV 1	上调价格	6.69-7.19 万元	7.19-7.79 万元	0.5-0.6 万元

数据来源：第一电动网，公司官网，东方证券研究所

A00→A→C 级车，涨价负面影响梯度降低

由于不同级别的车型对补贴敏感性不同，退补之后涨价幅度也会出现分化，具体表现在：

A00 车均价在 5-7 万左右，受补贴退坡影响最大，根据续航和价格不同，需涨价 0.5-2.25 万元才能满足原盈利水平。而一旦涨价超过 1 万元，将给 A00 车自身带来毁灭性冲击，因此我们认为 19 年低端车型将收到很大影响，2019 年前两月 A00 车销量占比大幅下滑就是最明确的表现。

对于 A 级车，均在在 15 万左右，我们测算涨价在 0.5-2 万元之间即可达到原盈利水平，涨价幅度仅 10%左右，终端消费者仍可接受。

B 级&C 级车售价在 20 万以上，对价格涨幅敏感性更低，单车涨价 2 万元即可恢复原盈利水平。

插电混动车型电动部分占比较低，一般是在原燃油车基础上加入了电动部分，单车较燃油车贵 5 万以上，但实际成本远低于 5 万元，单车盈利能力最强，我们预计涨价不超过 1 万元。

表 3：终端价格上涨对不同车型的影响

车型	A00	A0	A	B	C	插电
价格区间	5-7 万	7-12 万	12-20 万	20 万+	30 万+	14-30 万
预计涨价	0.5-2.25 万	1.2-1.9 万	0.5-2 万	2 万	2 万	1 万
销量影响	较强	一般	较弱	微弱	微弱	微弱

数据来源：汽车之家，东方证券研究所分析整理

车企将加速推出改款或新车，定价规则或重新定义

老款车型在新的补贴政策下将不再具有竞争力，车企将根据政策导向，加速推出新款或改款车型，适应新的市场需求。根据统计，预计2019年将有超过20款新能源汽车上市，新车基本在A级车以上，一批高品质车型的续航里程超过500公里，预计在特斯拉国内生产的带领下，新能源汽车市场继续保持高速增长的同时，车型级别和品质升级速度将加快。

表4：部分2019年上市新能源乘用车统计

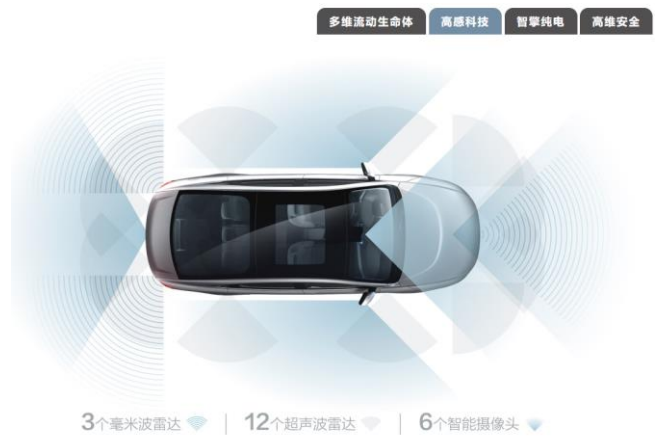
车企	车型	动力类型	带电量	能量密度 (Wh/Kg)	综合续航	百公里电耗	预计上市时间	预计价格
比亚迪	唐 EV600	纯电动	82		500	16.4	2019年3月	30w
比亚迪	秦 Pro EV600	纯电动	70	159	500	14	2019年Q3	
广汽新能源	Aion S	纯电动	58.8	170	510	11.4	2019年5月	14w起
吉利新能源	GE11	纯电动	51.9-61.9	-	410-500	12.4-12.7	2019年4月	15-18w
奔驰	EQC	纯电动	-	123.07	455	-	2019年底	50-70w
奇点	iS6	纯电动	-	-	400	-	2019年Q4	20w
天际	ME7	纯电动	-	160	500	-	-	30-50w
北京现代	领动 PHEV	插电混动	-	-	-	-	2019年5月	9.98-15.18w
广汽新能源	雷凌 PHEV	插电混动	-	-	-	-	2019年3月	20.78-22.28w
别克	VELITE 6	插电混动	-	-	-	-	-	15w左右
江淮汽车	iEVA60	纯电动	-	-	400	-	-	12.95-21.95w
奥迪	e-tron	纯电动	-	-	400	-	2019年Q4	51.33-59.56w

数据来源：汽车之家，各公司官网，东方证券研究所

同时，新车在价格指导上将不再凸显性价比，车企通过定制化服务提升整车溢价，从而在新的补贴政策下保证盈利。如广汽2019年新推出AION S，续航510公里，等速续航630公里，价格14万元起，主打全民定制。但实际可定制车型16万元起，通过选着加装包，丰富整车科技、安全等配置，价格可浮动到20万左右。此外，吉利GE11（改名几何A）则主打高科技配置和自动驾驶，新车预售价格20万元。新车较2018年有质的提升，同时，新车售价也开始重新定义，自主车企不再追求性价比，而是在质量、科技、品质等多全方位提升后攫取高额升级溢价。

图 7：广汽 Aion S 主打高度定制


数据来源：广汽新能源，东方证券研究所

图 8：吉利几何 A 主打高科技


数据来源：吉利新能源，东方证券研究所

磷酸铁锂电池复苏箭在弦上

在电池的选择方面，市场已经开始重视磷酸铁锂电池复苏带来的投资机会。当前铁锂电池系统能量密度可达 140Wh/Kg，成本较三元电池便宜 10%-15%，低端车型通过更换铁锂电池获得 0.3-0.6 万元成本节约，无论在性能，还是在价格上，都具有一定的吸引力。

从 2019 年前两批新车电池配套来看，2019 年第 2 批 28 款乘用车中，有 8 款搭载了磷酸铁锂，占比 28.6%，而 2017 和 2018 年，这一比例仅为 10%和 4.4%。新车搭载磷酸铁锂电池的乘用车比例明显提升。

表 5：新车配套磷酸铁锂电池比例提升

纯电动车	2017 年	2018 年	2019 年第 1 批	2019 年第 2 批
总量	361	684	46	28
铁锂	36	30	3	8
占比	9.97%	4.39%	6.52%	28.57%

数据来源：工信部，东方证券研究所

近期我们跟踪到有两款小型车采用了铁锂电池，其中北汽新能源 EC220 新增标准版，电池更换为磷酸铁锂，补贴后售价 5.58 万元；江淮 iEV7L 宣布电池采用磷酸铁锂，容量为 35.2KWh。我们认为插电混动车型更具备更换磷酸铁锂电池的理由：1、插电混动车型补贴价格固定，不受电池能量密度等指标的影响；2、插电车型带电量 12-16KWh，重量不足 100 公斤，更换磷酸铁锂仅增重 10 公斤左右，对整车影响较小；3、我们已经了解到某新能源车企的两款插电混动车型 2019 改款版均采用了铁锂电池。

图 9：北汽新能源 EC220 标准版
图 10：江淮 iEV7L

EC220标准版：补贴后售价5.58万元
 电池：磷酸铁锂
 容量：27KWh（预计），续航206公里



数据来源：汽车之家，东方证券研究所

江淮iEV7L：补贴后7.15万元
 电池：磷酸铁锂
 容量：35.2KWh，续航301公里



数据来源：汽车之家，东方证券研究所

对铁锂电池装机增量的预测：假设2019年纯电A00和A0车有三分之一更换铁锂电池，平均电池容量分别为28和45KWh（当前市场上在售车型的平均带电量）；插电混动车型全部更换铁锂电池，平均容量15KWh（假设带电量有所增长）。

根据我们上述预计，2019年我国新能源乘用车销量达到150万辆，其中A00车49.5万辆，A0车17.6万辆，插电混动车40万辆，则**部分乘用车电池配套由三元转向铁锂将带动铁锂电池装机增量13.26GWh**，而此前我们预计2019年铁锂电池装机量为24.24GWh，叠加增量部分，**2019年铁锂电池装机量同比将大增73.85%**。

表6：乘用车改用铁锂电池的增量预测

铁锂装机量预测	A00	A0	插电
19年销量/万辆	49.5	17.6	40
电池容量/KWh	28	45	15
铁锂装机比例	33.33%	33.33%	100%
铁锂电池装机量/GWh	4.62	2.64	6
新增合计/GWh	13.26	2018年装机量/GWh	21.57
2019E（原）/GWh	24.24	2019E（新）/GWh	37.5
同比	73.85%		

数据来源：高工锂电，东方证券研究所整理预测

市场认为铁锂是阶段性投资机会，而**我们认为铁锂的复苏将长达2年，至少持续到补贴完全退出，即2020年底**。每一轮退坡都将凸显铁锂电池的价格优势，尤其低端车型对补贴变动的敏感性更高，更换铁锂更为迫切。基于上述分析，我们继续推荐磷酸铁锂电池产业链优质企业：建议关注鹏辉能源(300438, 未评级) (铁锂电池)、其次国轩高科(002074, 买入) (铁锂电池)、**光华科技(002741,**

未评级) (铁锂正极)、丰元股份(002805, 未评级)丰元股份 (铁锂正极)、合纵科技(300477, 未评级) (铁锂前驱体)。

二线电池厂商有望崛起，模组采购转向电芯采购

我们认为在降成本压力下,车企与动力电池的合作模式将由共同定制电池系统的模组采购模式向单纯采购电芯模式转变,该转变将利好二线电池厂,因为头部电池企业强势的价格掌控力将迫使自主车企转向二线电池厂;同时为了控制成本,自主车企成立电池部门负责电芯的成组业务,仅从二线厂商购买电芯。一二线以外的企业将面临产能出清的风险。

从 2019 年 1-2 月动力电池装机量数据可以看出 top10 份额的微妙变化。2018 年,我国动力电池装机量达到 56.98GWh, top10 企业占了 83.06%的市场份额,龙头宁德时代和比亚迪合计占了 61.39%的市场份额,后八名仅占 21.67%。而 2019 年 1 月,宁德和比亚迪份额进一步提升至 71.19%,后八名份额仅为 18.24%;到了 2 月份,宁德和比亚迪份额微弱提升,而后八名份额恢复至 22%,top10 份额提升至惊人的 93.67%。说明行业集中度提升在持续进行,小产能处于持续被淘汰的状态。

表 7: 2019 年以来,动力电池装机量 top10 微妙变化

2018 年			2019 年 1 月			2019 年 2 月		
电池厂	装机量	市场份额	电池厂	装机量	市场份额	电池厂	装机量	市场份额
宁德时代	23.54	41.31%	宁德时代	2.17	43.64%	宁德时代	1.022	45.65%
比亚迪	11.44	20.08%	比亚迪	1.37	27.55%	比亚迪	0.584	26.07%
国轩高科	3.1	5.44%	国轩高科	0.19	3.77%	国轩高科	0.127	5.67%
天津力神	2.08	3.65%	亿纬锂能	0.15	3.02%	孚能科技	0.078	3.50%
孚能科技	1.93	3.39%	孚能科技	0.15	2.92%	珠海银隆	0.064	2.85%
比克电池	1.77	3.11%	比克电池	0.12	2.50%	卡耐新能源	0.054	2.41%
亿纬锂能	1.29	2.26%	天津力神	0.10	1.91%	比克电池	0.048	2.16%
国能电池	0.82	1.44%	中航锂电	0.07	1.50%	天津力神	0.043	1.90%
中航锂电	0.72	1.26%	卡耐新能源	0.07	1.39%	多赢多	0.041	1.81%
卡耐新能源	0.64	1.12%	多赢多	0.06	1.24%	亿纬锂能	0.037	1.66%
合计	47.33	83.06%	合计	4.45	89.43%	合计	2.098	93.67%
前两名	34.98	61.39%	前两名	3.55	71.19%	前两名	1.606	71.72%
后八名	12.35	21.67%	后八名	0.91	18.24%	后八名	0.492	21.96%
总装机量	56.98	100%	总装机量	4.98	100%	总装机量	2.240	100%

数据来源:高工锂电,东方证券研究所

从上表可以看出,二线电池厂在抢占末位企业的份额,龙头份额并没有明显变动,这是因为模组采购向电芯采购的转变还未普遍发生,但已经初露苗头:个别车企与 CATL 的 2019 年电池采购价格谈判进展不顺,进而开拓了二线电池供应商,单独采购电芯,叠加 pack 和 BMS 成本下降,2019 年改款车型的电池系统成本下降超过 30%。二线电池厂商在电芯环节的技术水平跟头部企业差距

不大，供货价格更有弹性，我们看好二线电池企业在 2019-2020 年的崛起，以及车企电池采购模式转变带来的盈利丰厚。

把握特斯拉入华带来的投资机会

我们此前讨论了特斯拉 Model 3 国产化对我国新能源汽车产业的影响，在市场对自主新能源车一片悲观中，我们认为由于市场定位和性价比等错配，特斯拉 Model 3 不会对自主新能源车造成降维打击，反而会激励自主车企开发更优质更实惠的车型。从今年自主车企新推车型（比亚迪唐 EV600、吉利几何 A、广汽 Aion S 等）也可以看出，自主新能源汽车在级别和品质上均有大幅度提升。在新能源汽车快速放量渗透和补贴梯度取消的大背景下，我们没有必要看空自主车企在竞争中的表现。自主、合资、外资，未来两年将是百家争鸣的态势，这也符合行业发展规律。我们需要寻找视产业格局变动下具有确定性的投资机会。

在 2019 年新能源汽车产业投资策略报告《中国产业链走向全球，变中求稳看好中游》中，我们提出了鲜明的观点，产业链配套全球化趋势凸显，变中求稳，寻找关系重构中竞争力得到沉淀的企业。我们仍然认为补贴退坡加速产业格局变化是主逻辑，在带动新能源汽车涨价和铁锂复苏的同时，也为二线电池厂崛起创造机会。而特斯拉入华将给产业重构添加新的强心剂。

图 11：新能源汽车行业经常面临变化

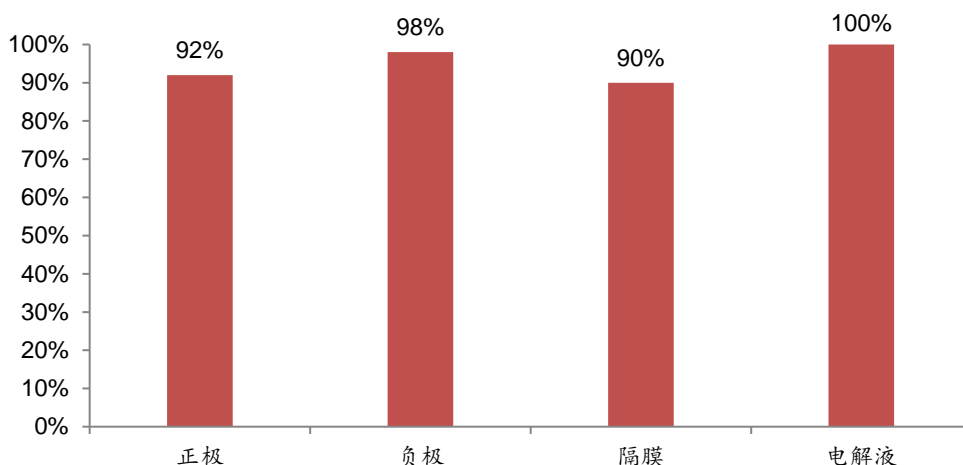
2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
新能源大巴车崛起	新能源专用车放量	宁德时代崛起	新能源网约车逻辑	补贴退坡
年底抢装行情	政策补贴退坡	锂、钴资源紧缺	高镍622、811元年	铁锂复苏
磷酸铁锂电池大发展	三元正极材料崛起	盐湖提锂兴起	电解液添加剂得到重视	二线电池厂崛起
六氟磷酸锂紧缺	湿法隔膜崛起	隔膜涂覆	海外供应链逻辑	新能源车涨价
⋮	⋮	⋮	⋮	特斯拉入华？

数据来源：东方证券研究所

根据特斯拉规划，上海工厂总产能将达 50 万台，一期产能 25 万台，特斯拉争取 2019 年年底周产量爬坡至 3000 台。为了控制成本，特斯拉大概率采用本土+松下多规格电池，前段时间相继传出特斯拉与天津力神和宁德时代谈判的不实消息，尽管花落谁家尚未确定，但可以确定的是，一旦特斯拉选定国内电池厂商，国内锂电中游材料环节将直接受益。

我国经过三年快速发展，中游四大锂电材料已经基本完成国产化替代，随着国产化率提升，国内材料企业在技术和质量把控环节已经达到甚至超过国际主流水平，产品性能不断提升，同时依托国内庞大的新能源车消费市场，规模效应使得国产材料成本优势明显。如格林美三元材料已经实现对宁德时代、三星 SDI、ECOPRO 和 LG 化学供货；厦门钨业正极材料和芳源环保前驱体供货松下。其他环节，贝特瑞负极、恩捷股份和星源材质隔膜和新宙邦电解液已经或即将实现对 LG 化学、松下和三星 SDI 供货。

图 12：2017 年我国锂电材料国产化率已经处于较高水平



数据来源：GGII，东方证券研究所

从供应链关系和各环节竞争力来看，锂电材料环节有望受益特斯拉入华的公司分别有：正极环节是厦门钨业和格林美；负极环节是璞泰来和贝特瑞；隔膜环节是上海恩捷和星源材质；电解液环节是天赐材料和新宙邦。我们建议重点关注格林美，公司三元前驱体市场份额第一，同时具备 NCM 和 NCA 双技术路径批量供货能力，在客户关系导入上，全球五大锂电产业链已经进入四个，最近和宁波容百签订 2.9 万吨前驱体供货协议，公司有望在未来两年全方面进入全球 top5 供应体系。

投资建议：紧抓两条主线，把握三家公司

主线一：铁锂电池复苏和二线电池厂崛起，我们建议关注鹏辉能源，公司有望借补贴退坡变局机会，打入宇通和广汽供应链，实现装机量突破。此外，光华科技借助主营业务 PCB 电子化学品，以低成本优势切入磷酸铁锂正极领域，公司前期 1 万吨磷酸铁锂和配套磷酸铁项目已经投产，目前处于产品认证阶段，预计下半年会实现批量供货，公司踩点铁锂复苏时机，同时辅以动力电池回收，有望实现业绩大幅增长。

主线二：特斯拉入华将带来的投资机会，在当前时点，我们推荐更具确定性的格林美，无论是通过 ECOPRO 供货松下，还是通过国产锂电材料及国产电池厂，公司 NCA 三元前驱体出现在特斯拉电动车中都是大概率事件。公司三元前驱体 2018 年出货量达到 4 万吨，2019 年出货量有望达到 8 万吨，独领风骚。我们预计公司 2019-2020 年实现归母净利润为 9.11 亿元和 11.23 亿元，对应当前股价为 21/17 倍 PE。我们认为三元前驱体份额提升和特斯拉事件将为公司带来业绩和估值双击，维持“买入”评级。

风险提示

新能源补贴退坡超预期，导致产业链盈利增速下滑；

新能源汽车终端售价涨幅超预期，影响整车出货量增长；

特斯拉国产化进度不达预期。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

