

# 产业链盈利回归, 锂电环节投资价值凸现

2019年06月27日

## 【投资要点】

- ◆ **新能源汽车保持产销高速增长, 低端车数量占比减少。**据数据显示, 2019年4月, 新能源汽车产销分别完成10.2万辆和9.7万辆, 比上年同期分别增长25.0%和18.1%。累计方面, 2019年1-4月, 新能源汽车产销分别完成36.8万辆和36.0万辆, 比上年同期分别增长58.5%和59.8%。4月新能源乘用车销量9.17万辆, 同比增长28.4%, 环比下滑17.4%。其中, 纯电动乘用车销量6.66万辆, 插混乘用车销量2.51万辆。纯电动乘用车中, A级车销售3.50万辆, 同比高增132.5%, 环比下滑28.7%, 在纯电动乘用车总销量中的占比为52.5%, 同比提升25.1个百分点, 为纯电动乘用车主要销售车型。
- ◆ **补贴外政策手段依然充分, 新能源汽车行业不改向上预期。**电动车运营经济性较强, 同时补贴之外的政策支持工具依然会比较充分, 支撑今年过渡期后市场需求。发改委印发《推动重点消费品更新升级, 畅通资源循环利用实施方案(2019-2020年)》。政策明确要牢牢把握新一轮产业变革大趋势, 大力推动汽车产业电动化、智能化、绿色化, 努力增强新产品供给保障能力。限购城市放宽及运营车辆电动化释放短期超预期增量。2018年我国新能源汽车销量超过125万辆, 北京、上海、广州等六大限牌城市近几年新能源汽车销量占比近40%, 考虑到城市交通消纳问题, 传统燃油车牌照投放增长会比较有限, 新能源汽车牌照投放比例会继续提高。方案提出推动城市公共领域车辆更新升级, 加快推进城市建成区新增和更新的公交、环卫、邮政、出租、通勤、轻型物流配送车辆使用新能源或清洁能源汽车, 截至2017年末, 中国国内公共交通工具运营总数为583437辆, 出租汽车总数为1102823辆, 大部分电动化比例很低, 电动车运营经济性高, 未来运营车辆替换空间巨大。
- ◆ **上游盈利水平回归, 中游业绩趋势向上。**新能源汽车的发展导向在逐步从政策推动转向市场驱动, 新能源汽车产业正逐渐步入高质量阶段, 全球电动化浪潮下, 补贴逐步退出加速价值链盈利能力回归。由于竞争格局不同, 供需变化带来价格波动, 新能源汽车原材料价格下滑明显。上游金属材料及动力电池四大材料盈利受到价格大幅下降, 动力电池环节价格相对坚挺。经过2017-2018年价格下跌、盈利回落, 行业供给分化明显, 低端产能实现大面积出清, 龙头企业盈利能力降幅开始收窄, 营收保持高速增长, 迎来动力电池行业的新一轮景气周期。目前动力电池市场继续呈现集中效应, 2019年前4个月宁德时代电池装机量市场占有率进一步提升至46%, 龙头地位不断加强。整体市场出现了宁德时代独领风骚的局面, 同时由于宁德时代议价能力的不断加强, 车企为了增强自身谈判能力和降低风险, 开始引入“二供”甚至“三供”, 这也为二线电池企业提供了较好的发展机会, 像亿纬锂能和欣旺达也是在此背景下快速崛起。

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

证券分析师: 卢嘉鹏

证书编号: S1160516060001

联系人: 李航

电话: 021-23586480

相对指数表现



相关研究

《1-5月锂电池装机23.38gwh, 同比增长84%》

2019.06.14

## 【配置建议】

- ◆ 投资主线一：海外逻辑清晰，格局逐渐优化。我国新能源汽车市场加速放开，随着补贴进一步退出，国内动力电池企业将直面全球竞争。在此背景下，海外逻辑清晰，订单较为确定的电池企业已经拥有了国际一流车企的供应资质的企业将更具有优势。我们看好软包电池逐步放量的亿纬锂能，谨慎看好锂电龙头宁德时代，建议关注电池新势力欣旺达。
- ◆ 投资主线二：低成本路线下沉，磷酸铁锂电池性价比凸显。补贴退坡下磷酸铁锂成本优势明显，同时磷酸铁锂产能逐步增大，成本也进一步走低，在低续航里程上性价比高，预计磷酸铁锂电池需求有望回暖。建议关注鹏辉能源及国轩高科。

## 【风险提示】

- ◆ 新能源市场需求不及预期；
- ◆ 相关政策落地不及预期。

## 正文目录

1. 2019 年新能源汽车产业链板块分析及趋势研判.....	4
1.1. 新能源汽车保持产销高速增长，低端车数量占比减少 .....	4
1.2. 补贴退坡整体符合预期，高性能及低成本发展方向分化 .....	5
1.3. 补贴外政策手段依然充分，新能源汽车行业不改向上预期 .....	7
2. 上游盈利回归，中游投资价值凸显 .....	8
2.1. 上游盈利水平回归，中游业绩趋势向上 .....	8
2.2. 动力电池企业投资主线 .....	14
3. 风险提示 .....	19

## 图表目录

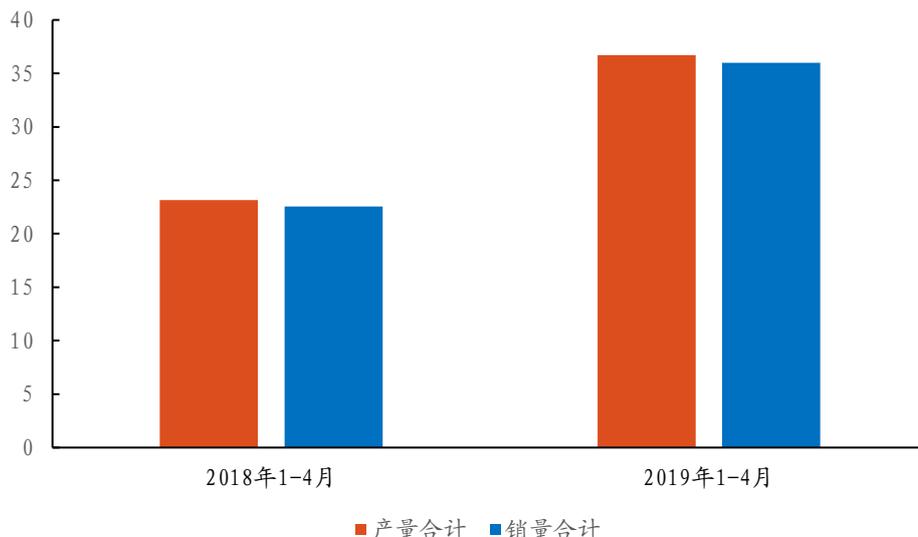
图表 1: 2019 年前 4 个月新能源汽车产销数据.....	4
图表 2: 前四个月纯电动乘用车占比提升 .....	5
图表 3: 2018 年以来新能源销量构成.....	5
图表 4: 纯电动乘用车国补标准一览 .....	5
图表 5: 插混乘用车国补标准一览 .....	6
图表 6: 插混乘用车国补标准一览 .....	6
图表 7: 钴价格走势 (美元/磅) .....	8
图表 8: 镍材料价格走势 (元/吨) .....	8
图表 9: 一季度金属原材料企业营业收入 (亿元) .....	9
图表 10: 一季度金属原材料企业同比增速 .....	9
图表 11: 三元正极产量 .....	9
图表 12: 正极材料价格维持高位 (万元/吨) .....	10
图表 13: 负极材料价格趋势 (万元/吨) .....	10
图表 14: 隔膜价格趋势 (元/平米) .....	10
图表 15: 电解液价格趋势 (万元/吨) .....	10
图表 16: 2019 年一季度主要电池企业经营数据.....	11
图表 17: 2018 年各企业应收账款周转天数.....	11
图表 18: 2018 年各企业应收账款占流动资产比例.....	11
图表 19: 我国新能源车销量 (万辆) .....	12
图表 20: 全球新能源车销量 (万辆) .....	12
图表 21: 2017 年各级别车型分布.....	13
图表 22: 动力电池季度产量及环比增速 .....	13
图表 23: 动力电池价格走势 .....	13
图表 24: 2019 年 4 月三元电池市场占有率.....	14
图表 25: 2019 年 4 月铁锂电池市场占有率.....	14
图表 26: 公司上游供应商 .....	15
图表 27: 公司下游合作方式 .....	15

## 1. 2019 年新能源汽车产业链板块分析及趋势研判

### 1.1. 新能源汽车保持产销高速增长，低端车数量占比减少

据数据显示,2019 年 4 月,新能源汽车产销分别完成 10.2 万辆和 9.7 万辆,比上年同期分别增长 25.0%和 18.1%。累计方面,2019 年 1-4 月,新能源汽车产销分别完成 36.8 万辆和 36.0 万辆,比上年同期分别增长 58.5%和 59.8%。

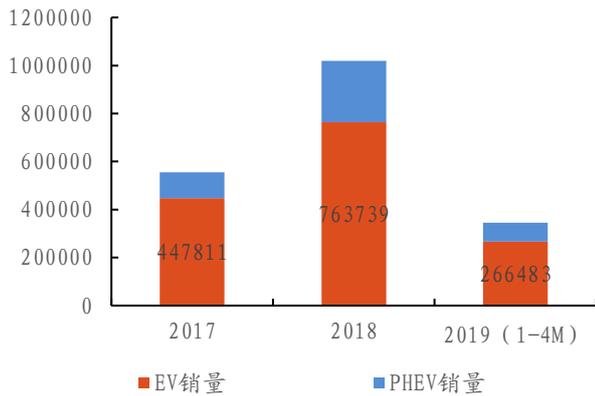
图表 1: 2019 年前 4 个月新能源汽车产销数据 (万辆)



资料来源: GGII, 东方财富证券研究所

其中 2019 年 4 月,纯电动汽车产销分别完成 8.2 万辆和 7.1 万辆,比上年同期分别增长 28.2%和 9.6%;1-4 月,纯电动汽车产销分别完成 28.6 万辆和 27.8 万辆,比上年同期分别增长 66.1%和 65.2%。2019 年 4 月,插电式混合动力汽车产销分别完成 2.0 万辆和 2.6 万辆,比上年同期分别增长 13.6%和 50.9%;1-4 月,插电式混合动力汽车产销分别完成 8.1 万辆和 8.2 万辆,比上年同期分别增长 36.3%和 43.7%。2019 年 4 月,燃料电池汽车产销分别完成 9 辆和 7 辆,比上年同期分别下降 84.5%和 87.5%;1-4 月,燃料电池汽车产销分别完成 237 辆和 230 辆,比上年同期分别增长 154.8%和 289.8%。乘用车角度看,4 月新能源乘用车销量 9.17 万辆,同比增长 28.4%,环比下滑 17.4%。其中,纯电动乘用车销量 6.66 万辆,插混乘用车销量 2.51 万辆。纯电动乘用车中,A 级车销售 3.50 万辆,同比高增 132.5%,环比下滑 28.7%,在纯电动乘用车总销量中的占比为 52.5%,同比提升 25.1 个百分点,为纯电动乘用车主要销售车型。

图表 2: 前四个月纯电动乘用车占比提升



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 3: 2018 年以来新能源销量构成



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 1.2. 补贴退坡整体符合预期, 高性能及低成本发展方向分化

2019 年 3 月 26 日, 财政部、工信部、科技部、发改委发布了《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》, 即我国 2019 年新能源汽车补贴政策方案。过渡期设为 2019 年 3 月 26 日至 2019 年 6 月 25 日的三个月。2019 年技术标准要求的续航里程、能量密度要求继续提升, 单车补贴综合下降幅度超过 50% 以上。

图表 4: 纯电动乘用车国补标准一览

	2017	2018 过渡期	2018	2019 过渡期	2019
<b>按续航里程单车补贴</b>					
100 ≤ R < 150	2	1.4	0	0	0
150 ≤ R < 200	3.6	2.5	1.5	0.15	0
200 ≤ R < 250	3.6	2.5	2.4	0.24	0
250 ≤ R < 300	4.4	3.1	3.4	2.04	1.8
300 ≤ R < 400	4.4	3.1	4.5	2.7	1.8
400 ≤ R	4.4	3.1	5.0	3	2.5
<b>能量密度系数</b>					
E < 90	0	0	0	符合 2018 年, 但不符合 2019 年技术指标要求的给 0.1 倍补贴, 符合 2018、2019 年技术指标要求的给 0.6 倍补贴。	0
90 ≤ E < 105	1	1	0		0
105 ≤ E < 120	1	1	0.6		0
120 ≤ E < 125	1.1	1.1	1		0
125 ≤ E < 140	1.1	1.1	1		0.8
140 ≤ E < 160	1.1	1.1	1.1		0.9
160 ≤ E	1.1	1.1	1.2	1.0	
<b>电耗节省比例系数</b>					
0% ≤ Q < 5%			0.5	符合 2018 年, 但不符合 2019 年技术指标要求的给 0.1 倍补贴,	0
5% ≤ Q < 10%			1	符合 2018、2019 年技术指标要求的给 0.1 倍补贴,	0
10% ≤ Q < 20%			1	符合 2018、2019 年技术指标要求的给 0.1 倍补贴,	0.8
20% ≤ Q < 25%			1	符合 2018、2019 年技术指标要求的给 0.1 倍补贴,	1

25% ≤ Q < 35%	1.1	术要求的给 0.6 倍补	1
35% ≤ Q	1.1	贴。	1.1

资料来源：工信部，东方财富证券研究所

图表 5：插混乘用车国补标准一览

	2017	2018 过渡期	2018	2019 过渡期	2019
50 ≤ R	2.4	1.68	2.2	1.32	1

资料来源：工信部，东方财富证券研究所

除单车补贴政策与技术门槛的变化外，国家还通过各种辅助政策削弱补贴退坡对各车企日常经营的影响，防止市场大起大落：

- 1、有运营里程要求的车可预拨一部分资金；
- 2、符合公告要求但未达到 2019 年补贴技术条件的车型产品也纳入推荐车型目录；
- 3、过渡期后地补取消（新能源公交车和燃料电池汽车除外），转为支持充电（加氢）基础设施“短板”建设和配套运营服务等。燃料电池汽车和新能源公交车补贴政策另行公布。
- 4、过渡期间，符合 2018 年，但不符合 2019 年技术指标要求的给 0.1 倍补贴，符合 2018、2019 年技术要求的给 0.6 倍补贴。燃料电池汽车给 0.8 倍补贴。

**补贴政策总体评价：中档车受补贴影响最大，高性能、低成本两极分化**

**低续航里程车有望迎来抢装，高性能及低成本发展方向兼存。**从补贴金额来看，由于续航里程低于 250km 的纯电动乘用车过渡期后将不再享受补贴，预期在未来 3 个月过渡期内仍将延续年初的抢装进程。里程在 300-400km 之间的车型受补贴退坡影响最大，其 2019 年正式补贴金额相较过渡期下滑 33%，相较 2018 下滑 60%。我们认为，定位续航里程在 400km 争取高补贴或者主打 250-300km 控成本将是未来两种发展趋势。

图表 6：插混乘用车国补标准一览

项目	续航里程 (KM)	2018 正式版	2019 正式版	下降幅度
单车补贴 (万元)	150-200km	1.5	0	100%
	200-250km	2.4	0	100%
	250-300km	3.5	1.8	49%
	300-400km	4.5	1.8	60%
	400km+	5	2.5	50%

资料来源：工信部，东方财富证券研究所

**低成本路线：**补贴退坡下磷酸铁锂成本优势明显，同时符合公告要求但未达 2019 年补贴技术条件的车型产品也纳入推荐车型目录，可享受不限行、免限购和上牌便利等方面的优惠。这类 A00 级车预计未来销量仍有一定占比。同时磷酸铁锂产能逐步增大，成本也进一步走低，在客车、小型车型专用车、低速车等领域应用范围广，技术进步也提高了磷酸铁锂的能量密度，在低续航里程上性价比高，预计磷酸铁锂电池需求有望回暖。

**高性能路线：**从补贴退坡幅度来看，400km 续航里程以上的新能源车退坡幅度约为 50% 处于幅度较小的范围。高续航里程的乘用车依然是国家引导的重要方向，同时在补贴退出后车企面临盈利能力挤压的问题，提升车辆性能来提高售价

也是目前的一种渠道之一。

### 运营车辆受政策倾斜，成为重要需求增量

新补贴政策确定，2019 年起，对于达到运营里程要求的车辆，完成销售上牌后即预拨部分资金，满足里程要求后进行清算，不达 2 年 2 万公里运行里程要求的，在清算时扣回预拨资金。运营车辆预拨付部分资金，将使得运营企业现金流压力有望得到进一步缓解。

营运乘用车依然有 0.7 倍补贴，成为重要需求增量。补贴政策提出，对于私人购买或用于营运的新能源乘用车，按照相应补贴金额的 0.7 倍给予补贴。电动车在运营上依然拥有较强的经济性，2018 年纯电动乘用车中营运车辆约为 5.9 万辆，渗透率尚不足 10%，未来有较大的发展空间。

### 公交车补贴政策优于预期，插混客车补贴下降幅度大

过渡期后新能源公交车仍可享受地方补贴，具体补贴政策另行公布。从补贴标准来看，非快充纯电、快充纯电和插混客车 2019 年补贴金额分别下调 58%、57% 和 60% 至 500、900 和 600 元/KWh，插混客车下降幅度最大，但由于其销量占比相对较小，因而影响较小。从补贴上限来看，三类车型的单车补贴上限降幅均在 50-55% 左右。

## 1.3. 补贴外政策手段依然充分，新能源汽车行业不改向上预期

电动车运营经济性较强，同时补贴之外的政策支持工具依然会比较充分，支撑今年过渡期后市场需求。

发改委印发《推动重点消费品更新升级，畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）》。政策明确要牢牢把握新一轮产业变革大趋势，大力推动汽车产业电动化、智能化、绿色化，努力增强新产品供给保障能力。针对新能源汽车的支持主要体现在各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已实行的应取消；鼓励地方加大新能源汽车运营支持力度，同时到 2020 年底前，大气污染防治重点区域的公交、环卫、邮政、出租、通勤、轻型物流车的新能源或清洁能源化比例达 80%；鼓励地方对无车家庭购置首辆家用新能源汽车给予支持及在有条件的地方在停车费等方面给予新能源汽车优惠，探索设立零排放区试点。

**限购城市释放短期超预期增量。**2018 年我国新能源汽车销量超过 125 万辆，北京、上海、广州等六大限牌城市近几年新能源汽车销量占比近 40%，考虑到城市交通消纳问题，传统燃油车牌照投放增长会比较有限，新能源汽车牌照投放比例会继续提高。目前只有北京对新能源汽车实行限购，指标放宽短期可以带来明显的需求增量区域来自于北京，2019 年北京新能源小客车指标额度为 5.4 万个，单位新能源小客车指标额度为 3000 个，截至目前北京市新能源车指标排队已轮到 2027 年，将带来数十万辆级的超预期增量。但考虑到北京交通压力等因素，短期的全面取消压力较大，具体释放指标有待继续跟踪。

**电动车运营经济性依然具备较强竞争力，目前存在较大替换空间。**方案提出推动城市公共领域车辆更新升级，加快推进城市建成区新增和更新的公交、环卫、邮政、出租、通勤、轻型物流配送车辆使用新能源或清洁能源汽车，2020 年底

前大气污染防治重点区域使用比例达到 80%。截至 2017 年末，中国国内公共交通工具运营总数为 583437 辆，出租汽车总数为 1102823 辆，大部分电动化比例很低，电动车运营经济性高，未来运营车辆替换空间巨大。另外大气污染防治重点区京津冀及周边、长三角地区和汾渭平原出租车保有量在 40 万辆左右，预计未来两年每年有接近 15 万辆待替换，带来较高超预期的需求增量。我们判断今年新能源汽车销量依旧将会维持 150-160 万辆。

## 2. 上游盈利回归，中游投资价值凸显

### 2.1. 上游盈利水平回归，中游业绩趋势向上

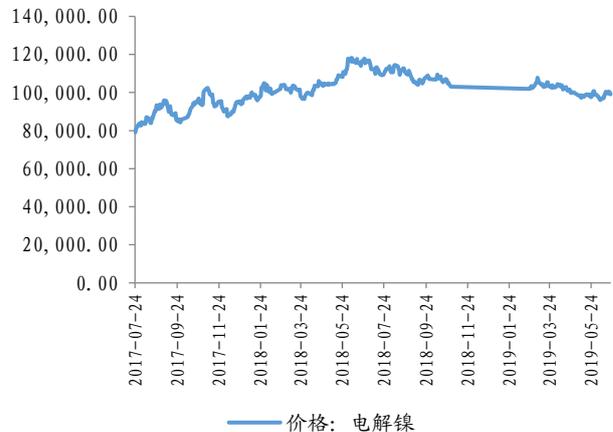
新能源汽车的发展导向在逐步从政策推动转向市场驱动，新能源汽车产业正逐渐步入高质量阶段，全球电动化浪潮下，补贴逐步退出加速价值链盈利能力回归。由于竞争格局不同，供需变化带来价格波动，新能源汽车原材料价格下滑明显。上游 MB 钴价持续下行，缩小国内外价差符合预期，预计未来还有下行空间。国内钴价跟随下跌，主要是由于产能增加，需求疲软造成，下游进入生产淡季，市场成交冷清。金属镍和金属锂价格也受新能源补贴政策影响，各下游电池厂商采购谨慎，仅支持目前生产需求，价格持续走低。上游盈利受到价格大幅下降，盈利弱化。

图表 7: 钴价格走势 (美元/磅)



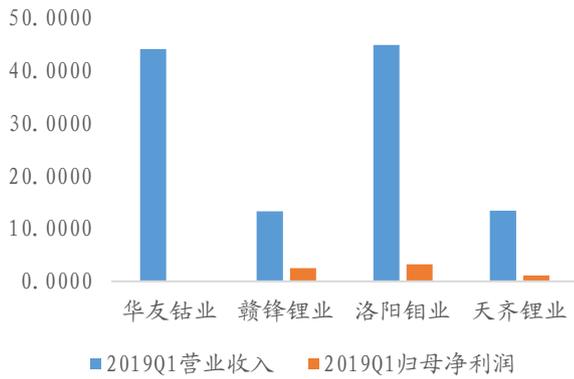
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 8: 镍材料价格走势 (元/吨)



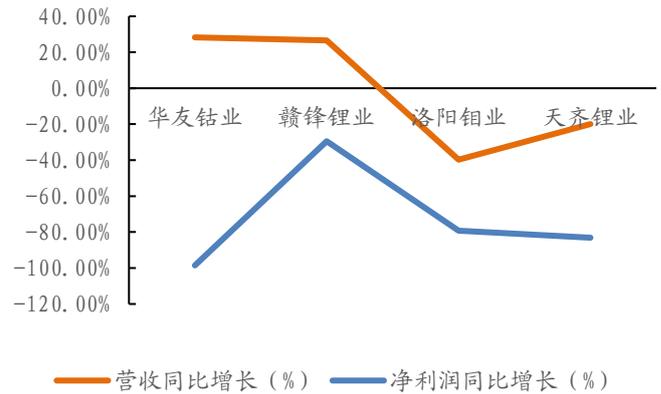
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 9: 一季度金属原材料企业营业收入 (亿元)



资料来源: GGII, 东方财富证券研究所

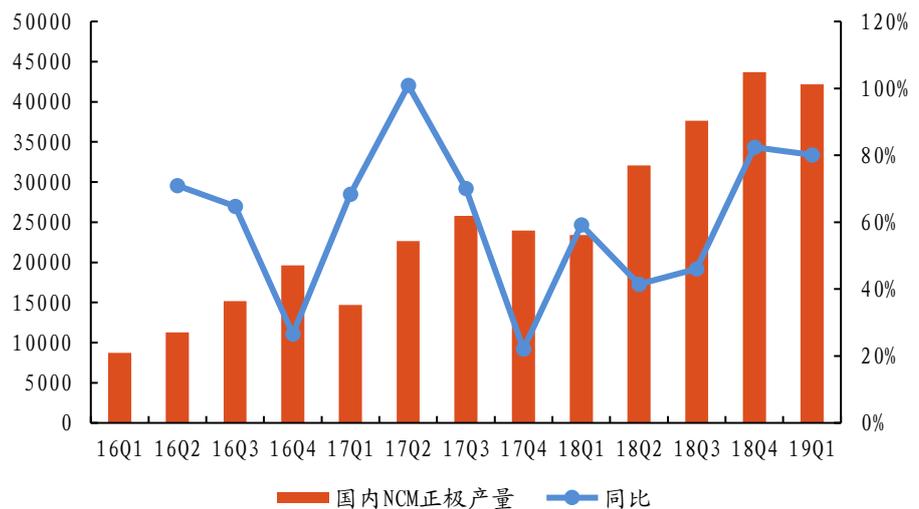
图表 10: 一季度金属原材料企业同比增速



资料来源: GGII, 东方财富证券研究所

**电池四大材料产量平稳, 价格持续走低:** 正极作为四大原材料中成本占比最高的部分, 受钴等原料价格继续下行的影响, 2019 年 1-4 月份国内三元材料市场价格总体呈现小幅阴跌, 三元前驱体的跌幅小于三元材料跌幅, 三元正极材料企业的利润受到明显压缩。根据中国化学与电源协会数据, 1-4 月三元材料统计产量 5.93 万吨, 同比增长 45.4%。正极材料企业产能分化比较明显, 第一梯队厂家订单饱和, 扩产增量积极, 落后产能过剩严重, 市场以价格战形式抢夺客户的情况也较为明显。另外受新能源汽车补贴退坡的影响, 各锂电池厂家要求降本增效的诉求, 广泛在材料产品上的变化中体现, 如多元镍 55, 单晶镍 55, 单晶镍 65 等三元材料, 都是今年受市场追捧的产品, 而常规动力及数码 523 产品, 因性价比相对较低, 需求有所减弱。2019 年以来, 随着新能源车补贴滑坡预期加重, 主流电池厂对于成本控制更加重视, 正极材料作为主要成本, 承受了较大降本压力。

图表 11: 三元正极产量 (吨)

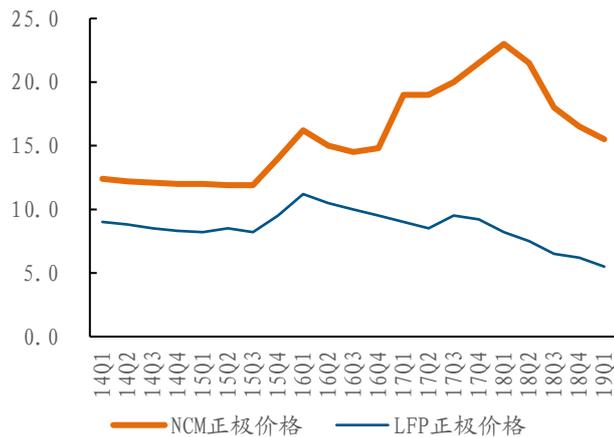


资料来源: GGII, 东方财富证券研究所

**负极材料方面,** 2019 年 1-4 月国内在统计的 15 家锂电负极材料产量为 8.69 万吨, 同比增长 45%。1-5 月份国内负极材料价格出现 5-10% 的下滑, 主要是原料石油焦, 针状焦和石墨化代工价格下调所致。以及补贴退坡, 下游用户低价诉求

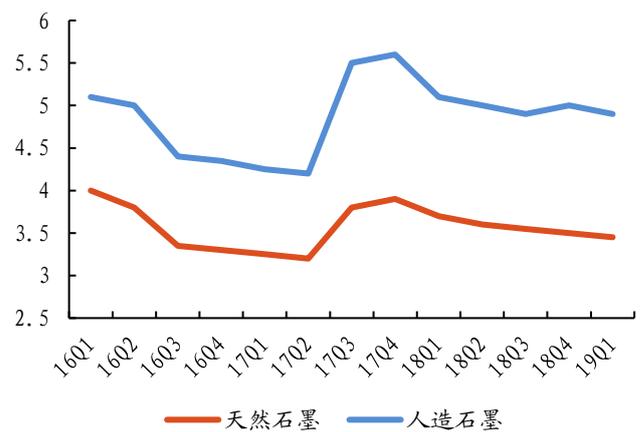
等多重因素叠加，让负极价格呈现逐步下行趋势。截止到5月底，国内负极材料低端产品主流报 2.2-2.9 万元/吨，中端产品主流报 4.3-5.6 万元/吨，高端产品主流报 7-9 万元/吨。其他材料除电解液受 EC 溶剂紧缺，六佛磷酸锂涨价影响，价格基本稳定外，隔膜也有较大幅度价格下滑，近期中端 9um 湿法基膜报价 1.4-1.7 元/平方米，价格较前期下降 0.1 元/平，整体来看年后这段时间降价幅度已达到 15%左右；中端单层水系湿法涂覆隔膜均价为 3-4 元/平方米；中端单层水系干法涂覆隔膜均价为 2.5 元/平方米。

图表 12: 正极材料价格维持高位 (万元/吨)



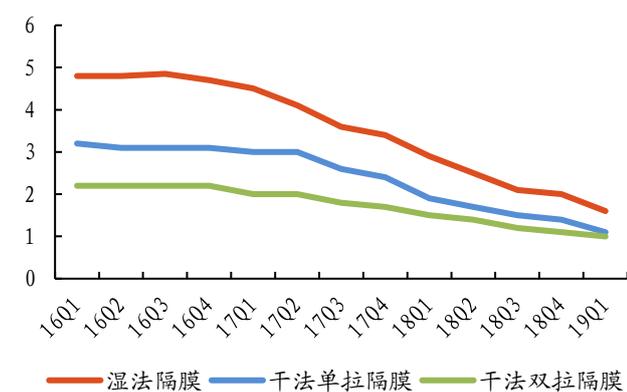
资料来源: GGII, 东方财富证券研究所

图表 13: 负极材料价格趋势 (万元/吨)



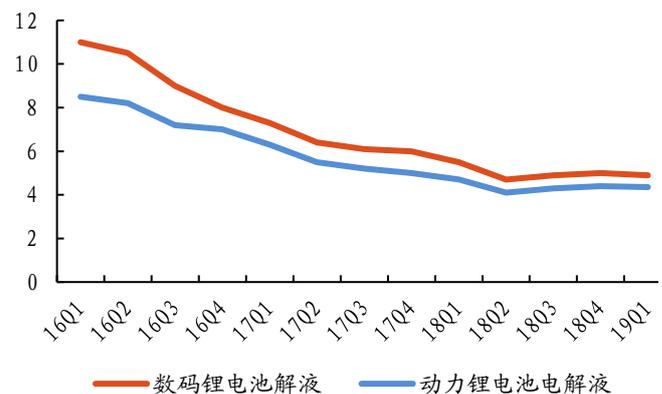
资料来源: GGII, 东方财富证券研究所

图表 14: 隔膜价格趋势 (元/平方米)



资料来源: GGII, 东方财富证券研究所

图表 15: 电解液价格趋势 (万元/吨)



资料来源: GGII, 东方财富证券研究所

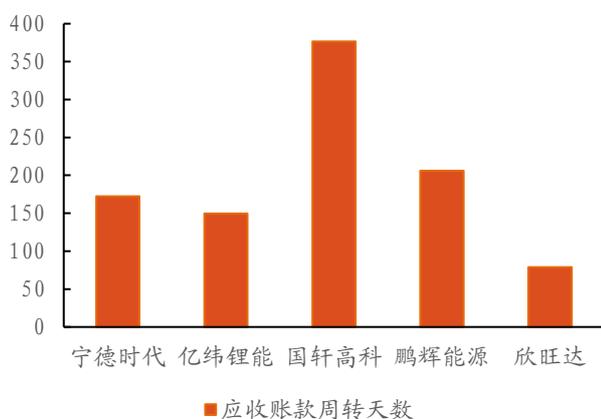
**上游材料价格回落, 动力电池盈利能力回归。**相对于上游材料的快速下滑, 中游动力电池价格相对坚挺, 从已披露的各大锂电上市公司财务报表可以看出, 2019 年 1 季度各主要车企营收和净利润继续保持着较高增速, 宁德时代、亿纬锂能归母净利润增速超过 100%。

图表 16: 2019 年一季度主要电池企业经营数据

	营业总收入 (亿元)	同比增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润 YoY	毛利率 (%)	净利率 (%)
宁德时代	99.82	168.93%	10.47	153.35%	28.71	11.19
亿纬锂能	10.98	60.49%	2.00	169.81%	25.85	18.40
国轩高科	17.52	65.31%	2.02	25.22%	30.04	11.50
鹏辉能源	5.93	52.54%	0.45	-38.66%	21.98	7.71
欣旺达	46.83	32.49%	1.34	15.94%	15.37	2.87

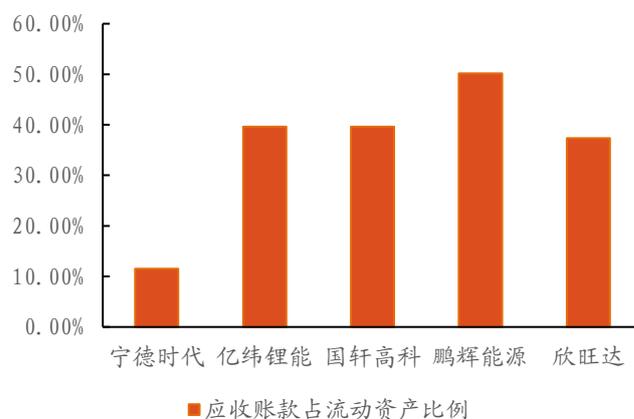
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 17: 2018 年各企业应收账款周转天数



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

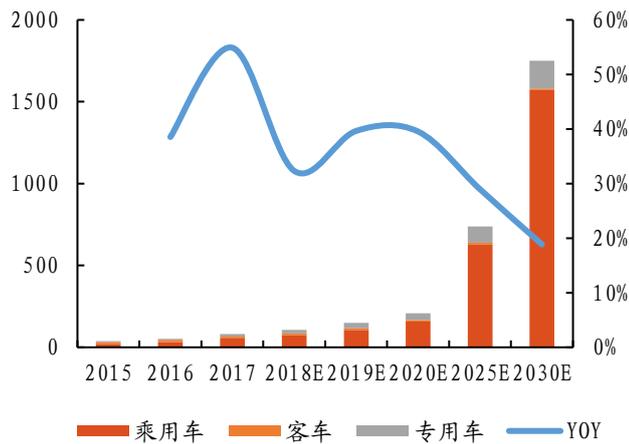
图表 18: 2018 年各企业应收账款占流动资产比例



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

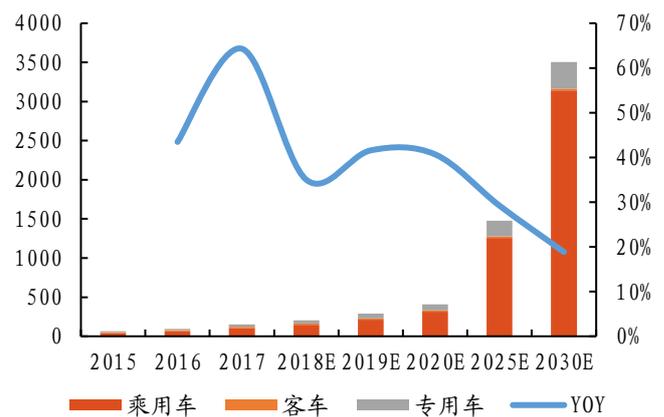
**新能源车销量增速迅猛，渗透率持续走高。**根据中汽协的数据，我国新能源车销量从 2013 年的 1.76 万辆到 2017 年的 77.7 万辆，四年时间增长 43 倍，中国自 2015 年起取代美国成为全球最大新能源车市场，2017 年占全球新能源车总销量的 45.3%。根据 2017 年 4 月印发的《汽车产业中长期发展规划》，我国 2020 年及 2025 年新能源车产销有望达到 200 万辆、700 万辆，渗透率分别达到 6.3% 和 20%。预计我国和全球新能源车市场未来 10 年都能维持 25%—40% 的增长速度，其中乘用车占比达 85% 以上，配套动力锂电行业发展前景广阔。

图表 19: 我国新能源车销量 (万辆)



资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

图表 20: 全球新能源车销量 (万辆)



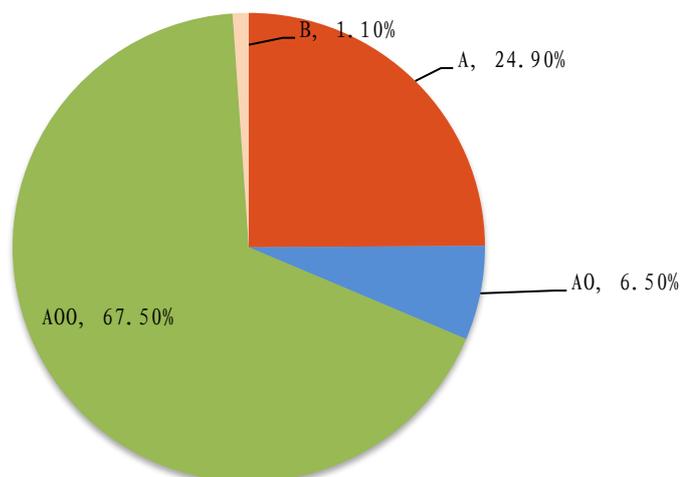
资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所测算

**锂电池市场迎黄金发展期, 需求空间巨大。**锂电池作为新能源车的核心部件将迎来绝佳发展机遇。从数量上看, 锂电池年需求量曲线与新能源车销量曲线趋势一致, 且其增长幅度更大, 主要因为除新能源车数量增长以外, 新能源车平均带电量的提升也进一步促进了锂电池的需求。预计 2020 年国内电动车动力电池总需求量为 111.8Gwh, 达到约 2017 年的三倍, 到 2025 年动力电池需求空间为 472Gwh, 占全球总需求量一半。从质量上看, 磷酸铁锂电池与三元电池能量密度将逐年提升, 且由于乘用车将占据新能源市场的主流, 三元电池占比将不断增加, 比能量更高的三元电池更符合《中国制造 2025》中提出的 2020 年能量密度达 300Wh/kg, 2025 年能量密度达 400Wh/kg 的目标, 预计 2020 年三元电池占比超过 70%, 2025 年占比超过 90%。

据盖世汽车统计, 2019 年 4 月我国新能源汽车生产 10.6 万辆, 同比增长 22.5%, 环比下降 0.9%, 其中新能源乘用车生产 9.9 万辆, 占总产量的 93.4%, 同比增长 31.8%。4 月新能源汽车动力电池装机量总量达到 5.41GWh, 同比增长 44.2%, 环比增长 6.2%。4 月份是新的补贴政策实施后的第一个月, 处于补贴过渡期阶段, 4 月电池装机量虽然受到了一定补贴退坡的影响, 但还是延续着增长的态势。

2017 年随着新能源汽车补贴政策第一次大幅退坡, 大电池容量的客车市场抢装后需求萎缩, 而乘用车市场以 A00 级为主, 带电量较低, 未能支撑电池装机量大幅增长, 当年装机量增速回落, 动力电池价格下跌剧烈, 行业迎来剧烈洗牌。

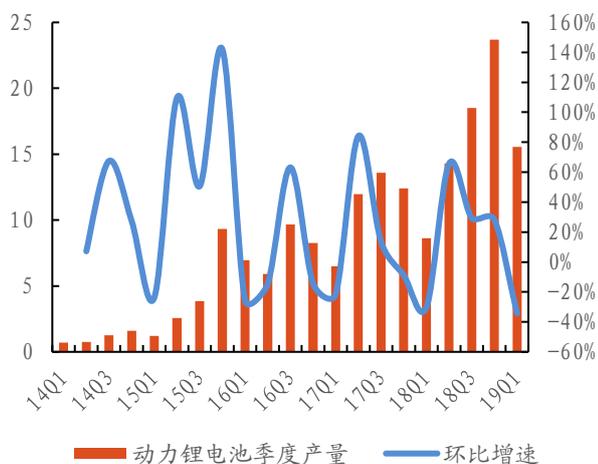
图表 21: 2017 年各级别车型分布



资料来源: GGII, 东方财富证券研究所

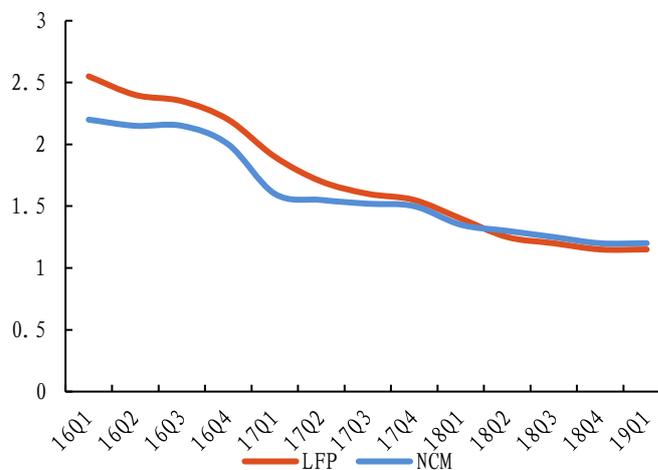
2018 年在鼓励高续航结构性补贴调整思路下, 乘用车带电量大幅度提升, 同时客车需求企稳, 电池装机量增速大幅提升至 57%。但由于电池价格仍下跌近 25%, 产值增速仅实现 20%。

图表 22: 动力电池季度产量及环比增速



资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所

图表 23: 动力电池价格走势



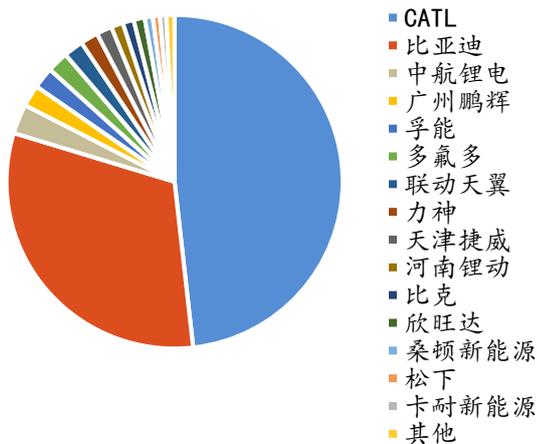
资料来源: 中汽协, 东方财富证券研究所测算

2016、2017 年补贴逐步退出初期, 动力电池环节作为新能源汽车核心成本构成盈利能力受到了较大幅度的挤压, 随着新能源车补贴的快速下降, 动力电池售价快速下降, 在两头的挤压下, 锂电池厂商盈利能力加速下滑。从已披露的各大锂电上市公司财务报表可以看出, 2017 年锂电池业务毛利率快速下滑, 归母净利润同比也不同程度的下滑。以 CATL 为例, 电池毛利率从 2016 年的 44.80% 下滑至 2017 年的 35.25%, 18 年 H1 毛利率继续维持下滑趋势至 32.67%; 归母净利润增速从 2016 年的 206.43% 下滑至 2017 年的 35.98%, 同时 18 年 H1 归母净利润同比降低 49.70%。而 2018 年在需求增速大幅度回升的背景下, 价格降幅略有收窄至 24%, 毛利率同比仅下降 3.5 个百分点, 经过 2017-2018 年价格

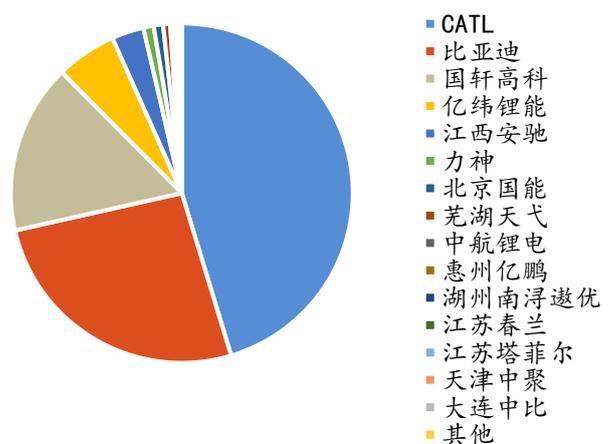
下跌、盈利回落，行业供给分化明显，低端产能实现大面积出清，龙头企业盈利能力降幅开始收窄，营收保持高速增长，迎来动力电池行业的新一轮景气周期。

目前动力电池市场继续呈现集中效应，2019 年前 4 个月宁德时代电池装机量市场占有率进一步提升至 46%，龙头地位不断加强。整体市场出现了宁德时代独领风骚的局面，同时由于宁德时代议价能力的不断加强，车企为了增强自身谈判能力和降低风险，开始引入“二供”甚至“三供”，这也为二线电池企业提供了较好的发展机会，像亿纬锂能和欣旺达也是在此背景下快速崛起。

图表 24: 2019 年 4 月三元电池市场占有率



图表 25: 2019 年 4 月铁锂电池市场占有率



## 2.2. 动力电池企业投资主线

### 主线一：海外逻辑清晰，格局逐渐优化

#### 宁德时代：一枝独秀，大国重器

**动力电池绝对龙头，市场份额一骑绝尘。**公司继承了 ATL 的优秀技术基础，布局清晰领先于其他对手，市场占有率遥遥领先，锂电龙头地位显著。动力电池应用分会研究部统计数据显示，2018 全年我国新能源汽车动力电池装机总量为 56.89GWh，同比增长 56.88%。宁德时代以 23.43GWh 继续高居榜首，市场占比 41.19%。2019 年前 5 个月宁德时代电池装机量达到 10.44GW，市场占有率进一步提升至 44.59%，龙头地位不断加强。

**深度绑定上下游产业链，龙头议价能力强大。**公司不仅仅局限在动力电池业务，而且站在新能源汽车产业战略的制高点去拓展、布局多个产业关键环节及开展相关研发，通过自己全产业链的技术布局深度绑定上下游，加强自身议价能力。在 ATL 的全球领先的消费电池研发经验基础上，CATL 全产业链均有清晰的技术布局，并通过技术和产品的优势，深度绑定上下游客户。

图表 26: 公司上游供应商

材料部件	供应商
正极	格林美、厦门钨业、长远锂科（五矿资本）、杉杉、振华新材、贝特瑞、德方纳米、北大先行
负极	杉杉、东莞恺金、江西紫宸（璞泰来）
隔膜	长园中锂（长园集团）、上海恩捷（创新股份）、星源材质、河南义腾、东莞卓高（仅涂覆）
电解液	天赐材料、新宙邦、江苏国泰
铝塑膜	昭和、DNP、T&T、东莞卓越、上海紫江
设备	新嘉拓（璞泰来）、先导智能、深圳浩能（科锐股份）、星云股份
附件	诺德股份、科达利、海源机械、宏发股份、中鼎股份、银轮股份呢

资料来源：东方财富证券研究所

图表 27: 公司下游合作方式



资料来源：公开资料，东方财富证券研究所

**公司产能坚决铺开，高研发投入带来技术领先，稳固优势地位。**在下游新能源汽车端保持高速增速的态势下，相较于市场其他动力电池厂商去库存的审慎市场战略，公司前期解决铺开的产能规划使得公司出货量份额不断攀升，公司不仅在研发的投入体量上还是在营收占比上都远远超过市场上其他竞争对手，研发人员的数量也同样是市场上独占鳌头，技术领先的地位将不断巩固，作为一家技术领先的企业，公司核心竞争力将得到保障，目前公司已经在布局下一代电池技术研发，软包电池和高镍化电池都已有产品出现，未来优势地位将不断加强。

#### 亿纬锂能：软包先行者，国际一流车企加持

**高端动力电池软包化带来机遇。**软包技术作为电池轻量化高能化的重要手段，有望在新扩产能中持续提高渗透率，从而实现高于行业扩产规模的投资增速。软包电池与方形电池的工艺差异带来对中后段高端叠片设备和注液、封装等设备的需求升级。新增市场由于空间广阔，具备一定软包技术基础的锂电设备公司有望加速布局。**软包电池先行者，SKI 技术加持，产能扩张提速。**公司是我国软包类动力电池的先行企业之一，目前市场占有率约为 10%，软包类电池相比于其他种类动力电池具有能量密度更高、安全性更高等优势，未来电池高密度高性能的市场要求下，软包电池的市场份额将逐步提高，作为目前软包类电池的领先者，未来公司将受益行业成长。公司获得韩国 SKI 的软包类电池的生产技术，公司任命韩国软包叠片电池领域的专家高管进入公司管理层，帮助公司打造市场一流的软包电池。报告期内公司继续保持研发的高投入，特别是三元软包电池、方型磷酸铁锂电池、三元方型电池和三元圆柱电池的产品研发和技术升级，公司的研发投入与去年同期相比增加了 2 倍多，其中费用化的研发费用与去年同期相比增加 1 亿多元，公司研制新产品、发展新技术的能力得到显著加强，行业领先的技术水平将得到继续稳固。

**多业务启发力。动力储能电池业务：**软包电池目前拓展顺利，刚刚获得现代起亚 13.48GW 订单，戴姆勒供货已经逐步开始，19 年软包出货，有望达到 0.6-1GW，目前产能 1.5GW，到 7 月份将达到 3GW，且 6GW 新产能已经开始动工预计 2020 年底陆续完成，后续将持续贡献业绩。(2) 方形电池目前拥有 1.5GW

产能，正在和重要客户审核中，预计今年将落地。（3）磷酸铁锂电池 18 年出货高增长，目前下游拓展顺利，宇通有望逐步开始供货，同时公司电动船以及通信储能业务都获得优质订单，19 年有望出货达到 2.5GWh。**消费工业电池业务：**（1）公司圆柱三元消费电池拿下了优质客户，2018 年下半年开始供货，目前的瓶颈在于产能不足，19 年预计会满产能，成为今年重要拉动力（2）目前电子烟行业正处于爆发前夕，电子雾化器电池出货顺利，麦克韦尔目前发展速度较快，整体经营业绩确定性较强，增长较稳定。**锂原电池业务：**（1）预计国网智能电表替换周期将在 2019-2020 年左右爆发，目前公司亚太地区智能电表电池业务增速较快，海外市场智能电表覆盖率有较大提升空间（2）智能交通领域，收益高速收费车站撤销，路径识别卡需求将会提升（3）新建 5 亿锂锰电池项目将于今年 7 月投产，带来新增量。

**成为国际一流车企戴姆勒、起亚供应商，提升公司品牌调性。**公司正式进入戴姆勒及起亚的供应名单，戴姆勒和起亚均是全球领先的高档汽车及商用车制造商，亿纬锂能也成为继 CATL 后国内第二家进入海外车企的动力电池厂商。国际一流车企对亿纬锂能软包电池的产品质量和生产能力的认可，是公司在新能源汽车领域上的又一里程碑，标志着公司具备为世界一流乘用车提供产品和服务的能力，进一步提升了公司在高端软包动力电池的竞争力。国际一流车企的背书和要求也进一步提升了公司的品牌调性，在市场上品牌效应和性能竞争愈加重要的情况下，更加帮助公司扩大市场影响力。

#### 欣旺达：技术沉淀深厚，海外订单落地加速业绩释放

**20 年打造消费模组龙头，产业链布局不断添砖加瓦。**公司成立于 1997 年，初始主营业务是生产销售镍氢电池和锂离子电池模组。在 2000 年市场中镍氢电池逐渐被锂离子电池替代后，公司则重点开发锂离子电池模组业务，成功于 2003 年进入联想、ATL 供应链体系。2008 年开始研发动力锂电池模组，打入三星、中兴等供应链体系。2011 年发行 IPO 创建动力 pack 项目，先后被国内外主流品牌认可，成功进入苹果、松下、华为、小米等供应链体系。2016 年提出“PPS”战略，对应智能终端产品(Pack)、能源类产品(Power)、系统化解决方案(Solution)三大布局方向，后续横向延伸消费类业务，拓展手机、笔记本和智能硬件三大消费领域，全面进入动力电池产业，实现从 pack 到电芯、从消费到动力的业务覆盖，纵向以收购和增资等方式致力研发布局电芯和 BMS 核心技术，提升储能系统和第三方检测服务，贯彻锂电一体化服务，稳固龙头地位。根据公司财务报告，锂电池模组业务仍然是主要盈利业务，多年连续在总营业收入中占比超 85%，2018 年更是实现了 203.38 亿元的收入。其中手机数码类业务 2018 年占比增长至 63%，收入达到 128.64 亿，得益于大客户群体的稳定，公司不仅可以加强与国际大品牌客户的合作，还能进一步巩固国内手机数码类锂离子电池模组供应商的龙头地位。笔记本业务和智能硬件业务增长迅速，成为公司新利润点和重点发展方向。同时公司逐步稳坐 BMS 和检测行业第一梯队的位置，注重业内优质资源的积累利用，致力技术研发，为开发消费电芯和动力电池打下良好基础，储能业务系统的良好规模也为公司未来乘行业东风做好准备。

**公司技术沉淀深厚，业绩有望加速释放。**欣旺达作为消费模组龙头，于 3C

领域有丰富资源和经验，良好的客户基础，成形的优良技术以及在市场和营销方面积累的大量经验，为公司分析和把握客户需求、提供优质产品奠定稳固基础。据公司报告显示，目前公司将全面进入动力电池产业、全面把控核心资源、全产业链布局的业务战略贯彻实施，通过现有的惠州新能源博罗产业园基地和投建博罗产业园区动力电池厂房实现产能持续性增长，投建子公司南京欣旺达打造动力电池产业基地。同时，在客户合作方面，国内核心客户——吉利与公司合作业务进一步拓展，欣旺达 EVB 吉利电池包产线已实现批量生产，并将率先为吉利汽车首款插电式混合动力汽车——帝豪提供动力电池系统。2019 年将给吉利大量供货，在东风、云度等其他企业的供货量也有所增长。海外方面，携手雷诺日产，开始为其提供定点供应服务。雷诺日产是全球汽车生产企业龙头之一，从销量上看，雷诺日产联盟在 2018 年的销量达到 1,035 万辆，同比微增 0.9%，市场份额达到了 11.1%，与大众集团、丰田集团形成三足鼎立之势，相关车型未来 7 年需求 115.7 万台，将帮助企业逐步打开海外市场，加速企业全球化。欣旺达先后得到国内外知名客户认可，在多个新车型上与客户建立了电池系统的联合同步开发机制，成功打开海内外高端市场，前景可期。

### 投资主线二：低成本路线下沉，磷酸铁锂电池性价比凸显

#### 鹏辉能源：产品结构丰富，低估值磷酸铁锂电池企业值得关注

**电池产品种类丰富，满足多元化市场需求。**成立于 2001 年的鹏辉能源企业，由于其核心经营团队系从事技术研究出身，重视技术创新和产品研发，近 20 年来专注致力于电池研究，成功发展为中国最大的、产品种类最为齐全的电池生产商。目前公司产品以锂离子电池为主，产品结构丰富，几乎覆盖所有锂离子电池产品类型，包括圆柱、方型和软包系列产品，材料类型更是涵盖三元、磷酸铁铁和多元复合锂材料。由于公司经营品种全能，多元化产品技术路线可以满足客户多元化需求，公司下游应用覆盖数码消费、动力和储能三大领域，优势明显，市场广阔，利于企业的长期规划和可持续性发展。

**锂电收入呈稳步增长，动力电池业务预期发展可观。**2018 年公司实现营业收入 25.7 亿元，同比增长 22.4%，归母净利润 2.6 亿元，同比增长 5.3%；2019 年 Q1 实现营业收入 5.9 亿元，同比增长 52.5%，归母净利润 4535.8 万元，同比下降 38.7%，扣非后归母净利润 4183.9 万元，同比增长 31.8%，其中锂离子电池业务收入占比逐年上升，动力、储能和消费三大锂电池业务板块更是成为了公司的主要驱动力。根据 GGII 数据，新能源汽车产业作为朝阳产业，2018 年新能源汽车产量高达 122 万辆，同比增长 50.5%，发展迅猛，同时带动了动力电池出货量的高速增长，2018 年中国动力电池出货量升至 65GWh，同比增长 46%，前景十分可观。得益于公司长期的技术积累和研究开发，鹏辉能源的轻型动力电池业务发展势态良好，是动力电池市场强有力的竞争者。受益于新能源汽车市场的广阔前景，公司的动力电池业务发展可观。

**与下游客户多方合作，快速占据市场份额。**凭借较强的技术研发能力、高效的品质管控能力、生产技术与规模优势，成功与上汽通用五菱、东风股份、知豆、众泰汽车、九龙客车等企业达成合作协议，扩大市场份额。鹏辉能源通过与上汽通用五菱协议双方发挥各自优势，利用服务体系、技术和销售平台等资源，共同探索新能源汽车动力电池梯次利用问题，开展废旧动力电池再生回收产业以及无人驾驶场景探讨合作，其中动力电池方案配套、整车联合设计、

运营数据反馈等方式帮助产品流与信息流进行有机结合，实现与整车厂双向信息反馈的独特合作模式并良性循环。后续随着产能布局扩张，加大合作力度，公司所占据的市场份额将会进一步加大。

#### **国轩高科：传统铁锂电池龙头，受益新能源汽车低成本路线发展**

**补贴政策停止后铁锂电池业绩未来可期。**2019 年度新能源补贴政策发布，表明 19 年下半年新能源汽车地方购置补贴全面退出，行业毛利承压，产品成本控制对整车企业愈发重要。而磷酸铁锂电池的优势此时将会发挥重要作用。磷酸铁锂电池寿命更长，循环寿命超 2000 次，高温性能好，相较于锰酸锂和钴酸锂只在 200 摄氏度左右，磷酸铁锂的电热峰值可达 350 摄氏度至 500 摄氏度，工作温度范围更为宽广，并且容量大，同等规格容量的磷酸铁锂电池的体积是铅酸电池体积的 2/3，种类是铅酸电池的 1/3，不含任何重金属和稀有金属，因此原材料成本低，环保无污染，具有安全性和经济性。由于磷酸铁锂的安全性与长循环性带来的性价比，更多企业将倾向于使用磷酸铁锂动力电池来代替三元电池，预期磷酸铁锂的市场需求将会加大。国轩高科的主营业务一直是磷酸铁锂，在铁锂电池方面优势明显，2018 年实现动力电池装机 2.998GWh，市场份额达到 5.3%，位居行业第三，仅次于宁德时代与比亚迪。受益于补贴退坡政策，国轩高科的产能扩张，市场份额预期会有所增加。据 GGII 数据显示，公司一季度出货量达 0.6GWh，4 月份装机量达 0.28GWh，位列第三。公司一季度营业收入为 17.52 亿元，同比增长 65.31%，由于磷酸铁锂市场需求未来将会持续加大，公司后续业绩随之也将逐步提升。从公司公告中与北汽、奇瑞等公司的供货订单协议可以看出，公司业绩可观，满产满销，全年销售量有望高达 10GWh。

**海外合作更进一步，客户开拓有待突破。**在客户结构方面，从国内来说，江淮汽车、北汽新能源、奇瑞、众泰汽车、宇通客车等都是国轩高科的合作伙伴，从海外来说，公司与 BOSCH 签署协议，成功进入 BOSCH 供应链，在海外市场领域创下良好成绩。近期，由公司发布的公告可知，国轩高科全资子公司合肥国轩与 TTata AutoComp 近期在合肥签订了《合资协议》并已得到双方上级部门审批确认，双方拟在印度共同投资设立一家合资公司，其中合肥国轩以现金出资 4,000 万印度卢比，TataAutoComp 以现金出资 6,000 万印度卢比，合资公司成立后，合肥国轩将持有 40%的股权，TataAutoComp 持有 60%的股权，公司业务以电池模组、电池管理系统等业务为主，包括电池模块和电池组的设计、开发、验证和制造，以及电池管理系统，适用于区域范围内各类乘用车和商用车。本次合作，将有利于合资双方建立稳定的合作关系，充分发挥各自资源优势开展产业合作，对外投资符合公司战略发展需要，促进企业全球化，在 Tata AutoComp 集团的助力下，有望进入印度市场，对公司打开知名度，开拓国际市场有重大意义。

### 3. 风险提示

新能源市场需求不及预期;  
相关政策落地不及预期。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格  
**分析师申明：**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### **投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### **股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### **行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### **免责声明：**

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。