

燃油触顶，电动当立

——欧洲碳排放专题

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

2019年7月29日

- ◆ **欧洲碳排放考核最严**：2020年欧盟范围内所销售的95%的新车平均碳排放须95g/km，到2021年100%的新车平均碳排放量需满足该要求，超出碳排放标准的车辆将受到95欧元/g的罚款。2025年，欧盟境内新车平均碳排放量比2021年水平减少15%，即达到81g；2030年欧盟境内新车平均碳排放量比2021年水平减少37.5%，即达到59.4g/km。而2018年欧洲乘用车平均碳排放量连续两年上升至120.4g/km，这意味着**18-21年平均碳排放年均下降7.6%，21-25年年均下降4%；25-30年年均下降6%**。并且18年9月工况测试标准变更为WLTP，使得油耗考核难度提升15-25%。
- ◆ **减排短期靠48v，长期电动化为大趋势**：欧洲车企减排途径依靠柴油车+小排量车+提高发动机效率，柴油车较汽油车排放低2%左右，在大众排放门事件后，份额从50%+下滑至36%，日系车企将在19-20年停止柴油车销售柴油车份额将进一步下滑。小型车在汽油车中份额超过70%，但由于利润薄，难以承受减排改进带来的成本上升。短期48v系统是欧洲几大车企目前主推减排方式，在原先12v的基础上增加一套48v系统，成本高5000-8000元，但较燃油车可减排14-17%。目前车型以中高端为主。长期靠电动化，各大电动化平台20年将投放。
- ◆ **我们测算，在油耗考核压力下，预计欧洲21年电动化6%+，销量达到100万辆，年复合增50%；25年电动化18%；30年达到40%，当年销量700万辆左右。假设**：1) 欧洲整体车辆需求每年增0.5%-1%；2) 混动（48、HV）未来三年渗透率大幅提升至25-30%，长期比重提高至50%（减排及车辆电子化需求）；3) 传统车油耗未来三年油耗水平每年降3-4%，往后每年降1-2%。**结论**：1) **21年考核要求过高，我们预计21年电动化率6%+，电动车销量100万辆左右，未来三年复合增速近50%，即便如此，部分车企如大众、FCA、标致雪铁龙等大概率难以达标将接受罚款，预计行业罚款金额超过50亿欧元**。2) 25年油耗为临时目标，预计当年电动车渗透率达到18%，销量300万辆左右；3) 30年电动车成熟，成为主流车型，预计电动化率40%左右，电动车销量700万辆，当年可达到油耗考核要求。
- ◆ 我们认为板块基本见底，估值和市值在历史底部，充分反映2季度及7月销量平淡的预期，而政策层面转向积极，销量有望8月回暖，因此推荐逐步布局电池龙头（**宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、欣旺达、国轩高科**）；中游材料优质龙头（**璞泰来、星源材质、新宙邦、当升科技、天赐材料**；恩捷股份、杉杉股份）；核心零部件（**汇川技术、宏发股份、麦格米特**）；推荐股价处底部的优质上游资源钴和锂（天齐锂业，关注赣锋锂业）
- ◆ 风险提示：政策不及预期，板块投资增速不及预期，行业竞争加剧

◆ 阶段一（1998~2008年）：达成口头承诺，实施效果远低于预期

1998年第一次提出碳排放目标，从1998年的186g/km降至2008年的140g/km，2012年降至120g/km。而到2007年时，平均碳排放依旧高达160g/km，实施效果低于预期。

◆ 阶段二（2008年~2019年）：第一轮罚款政策试点，督促控制碳排放

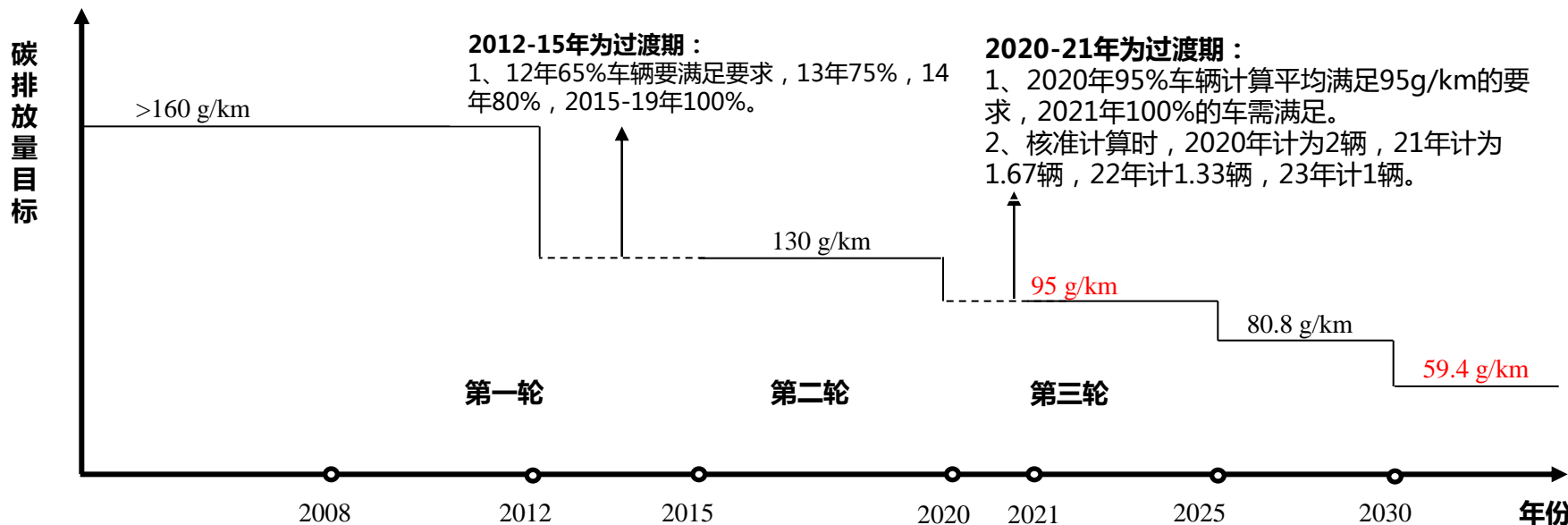
2009年欧盟确定，2015年开始乘用车平均碳排放降至130克/公里以下，超额部分将交每克95欧元的罚款。实际上，2012年欧盟新车平均碳排放132克/公里，2016年平均为116克/公里，减排效果明显。

◆ 阶段三（2020-2030年）：14年提出20/21年目标，19年确定2030年目标，电动化趋势确定

2014年欧盟要求，**2020年欧盟范围内所销售的95%的新车平均碳排放须95g/km，到2021年100%的新车平均碳排放量需满足该要求**，超出碳排放标准的车辆将受到**95欧元/g**的罚款。

2019年4月欧盟正式通过新标，**2030年欧盟境内新车平均碳排放量比2021年水平减少37.5%，货车同期减少31%**。同时提出“2025年欧盟境内新型汽车碳排放量比2021年减少15%，货车同期减少15%”的临时目标。

图 欧盟规定车企平均碳排放标准



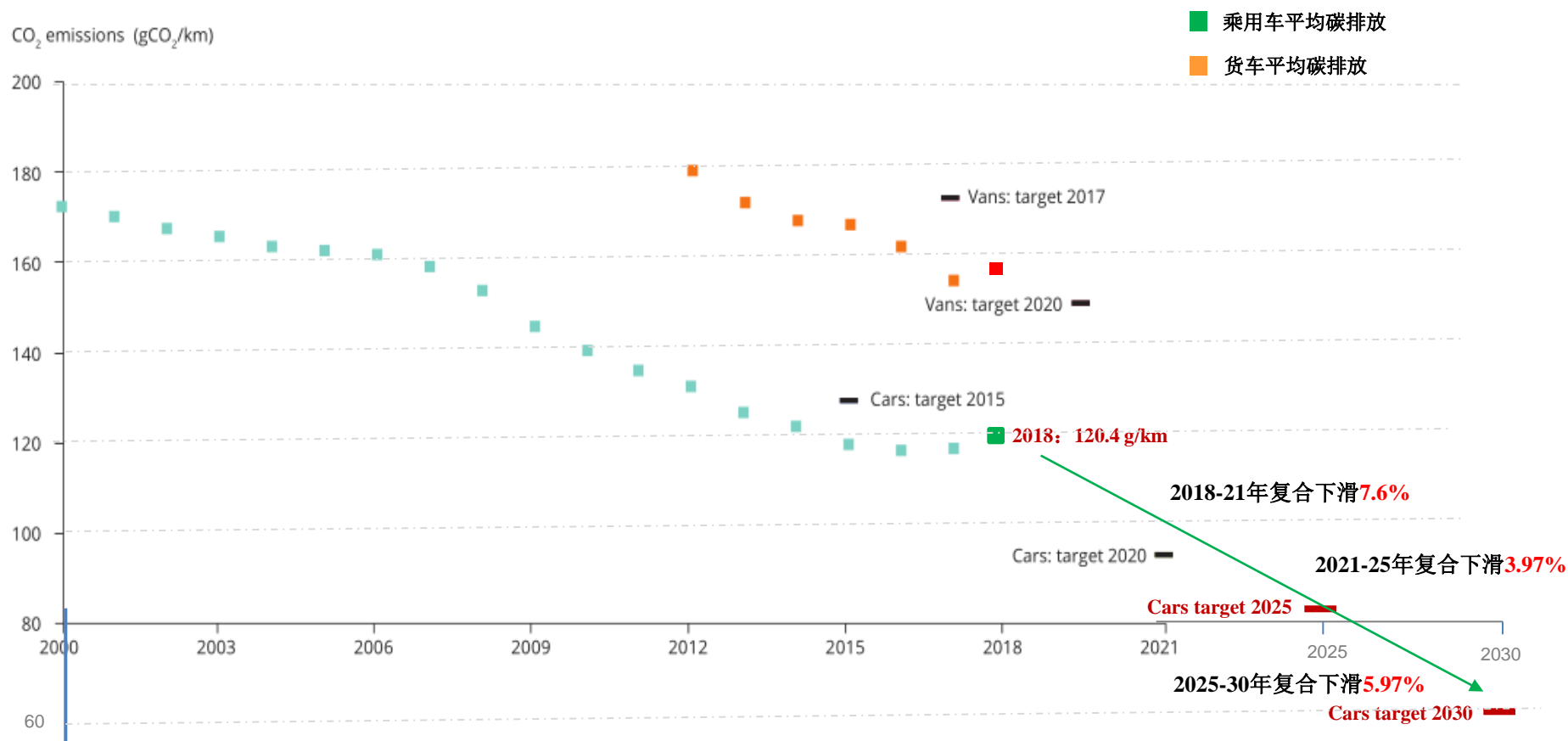
- ◆ 2021年欧盟考核标准为95g/km，折合同标为3.8L/km，而2020年中国考核标准为5L/km，日本考核标准为4.9L/km，美国为5.4L/km。较2015年，**年均下降幅度为5.1%/6.2%/4.0%/3.6%**
 - ◆ 2025年欧盟考核标准为81g/km，折合同标为3.2L/km，而2020年中国考核标准为4L/km，美国为5.4L/km，日本标准在制定中。较2021/2020年，**年均下降幅度为4.2%/4.4%/0%**
- Ps. 目前特朗普为了放宽排放标准，冻结2020年及之后的联邦燃油效率标准，故美国对应的降幅为0。**
- ◆ 2030年欧盟考核标准为59.4g/km，折合同标为2.4L/km，而其他国家标准还未制定。

图 各国排放标准对比

国家	2015		2020/2021			2025		
	原始	对应国标 L/100km	原始	对应国标 L/100km	测试方法	原始	对应国标 L/100km	测试方法
欧盟	130 g/km	5.2	95 g/km	3.8	WLTP	81 g/km	3.2	WLTP
美国 (联邦)	36.2 mpg	6.5	43.7 mpg	5.4	FTP75+SFTP+HWFET	43.7 mpg	5.4	FTP75+SFTP+HWFET
日本	16.8 km/L	6	20.3 km/L	4.9	WLTP	——	——	——
中国	6.9L/100km	6.9	5L/100km	5	WLTP+RDE	4L/100km	4	WLTP+RDE

- ◆ **17、18年新增乘用车碳排放连续2年微增**：18年乘用车平均碳排放120.4g/km，同比增2g/km；货车碳排放首次增长，为158.1g/km，同比增2g/km
- ◆ **汽油车占比提升，特别是SUV占比提升所致**：更清洁的柴油车占比下滑9pct至36%，而汽油车占比提升至60%；乘用车中30%为SUV（排放量平均高13g/km）；电动车占比仍较低为2%

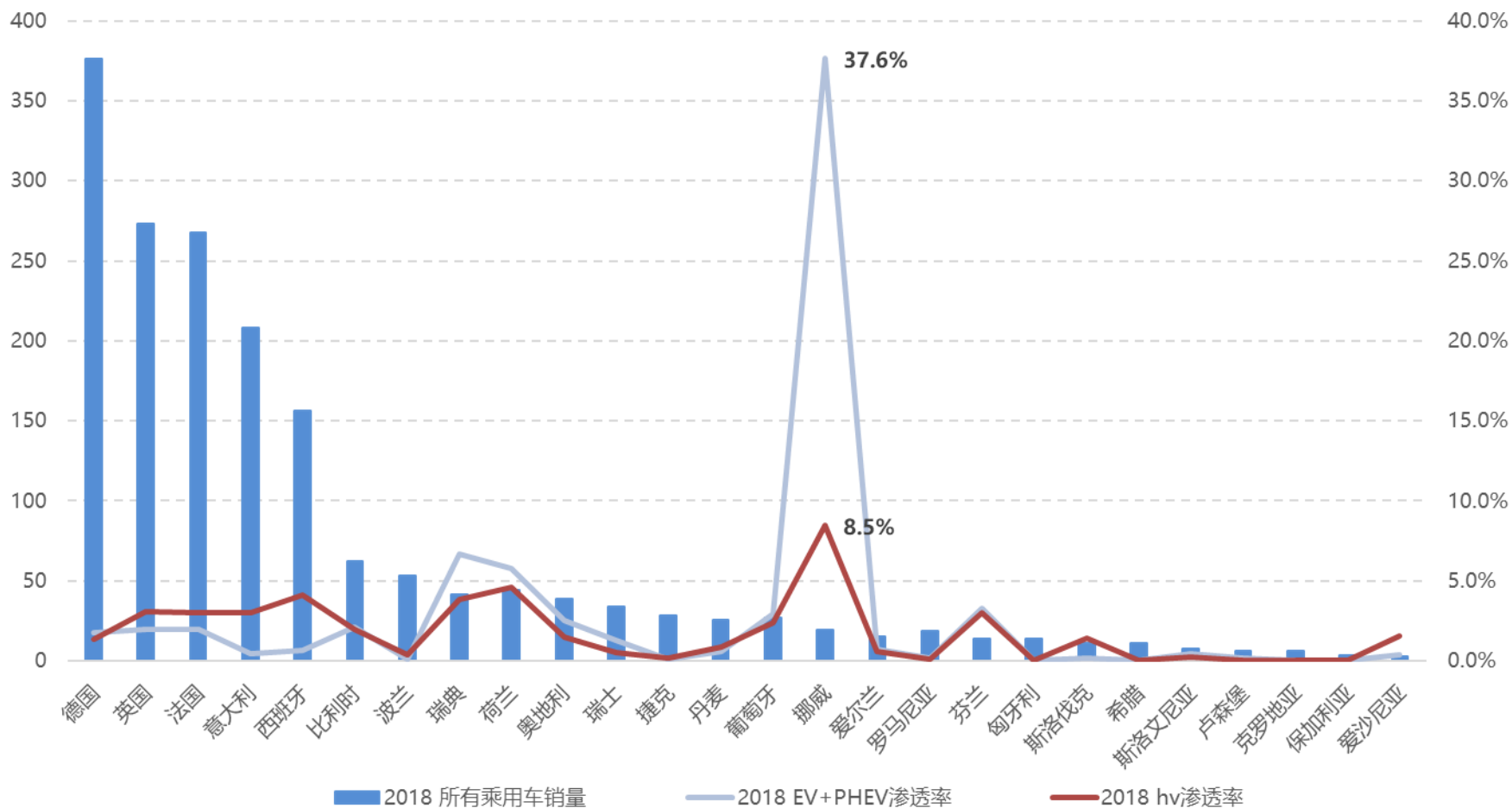
图 2000-2018年欧洲车辆平均碳排放情况



挪威为汽车电动化典范，别国提升空间大

- ◆ 挪威新车碳排放量低于85g/km，主要得益于其电气化渗透率高，其中电动化率（EV+PHEV）为37.6%，HV占比达到8.5%。而德、英、法、意大利、西班牙这五大汽车销量强国电动化率均低于3%，HV渗透率低于5%，电气化提升空间广阔。

图 2018年欧洲各国汽车销量（万辆）及电气化情况



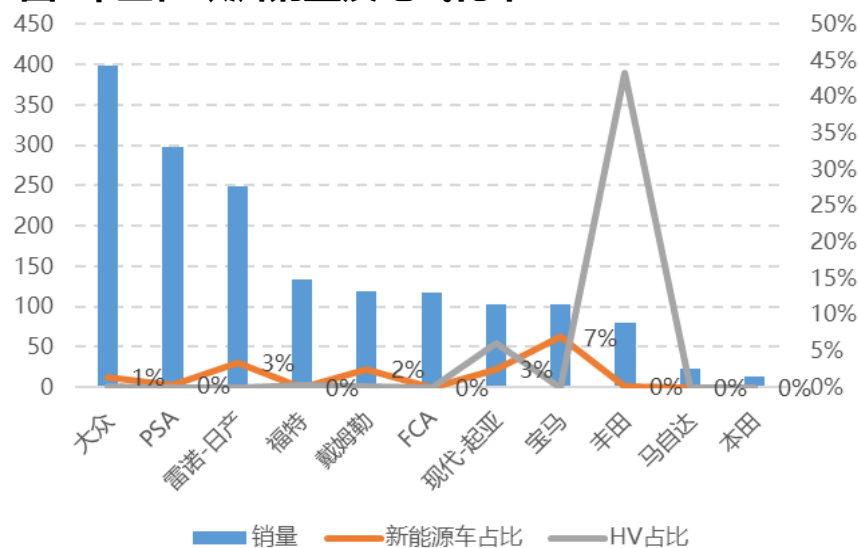
欧系车企排放水平压力大，大众首当其冲

- ◆ **丰田、标致雪铁龙、雷诺日产**排放水平较低，丰田是HV占比高，雷诺日产以低排放的小车型为主，这三家排放水平均低于或接近110g/km，而欧洲**三大车企大众戴姆勒宝马**排放水平在120-130g/km。马自达、起亚、本田、福特、FCA排放水平也较高。
- ◆ **大众欧洲销量第一，21年获面临巨额处罚。**17年大众平均碳排放122g/km，而大众自定21年目标为97.7g/kg，按照其年销量400万辆以上，或将面临10亿欧元以上处罚，占其EBIT近10%。目前大众加紧电动化平台MEB建设，首款ID车型即将推出。
- ◆ **FCA计划付费购买积分。**FCA计划在未来3年内斥资18亿欧元（合20亿美元）用来购买积分，最大限度降低其在欧洲和美国支付的与排放相关的罚款，其中包括支付给特斯拉的款项，以弥补FCA在欧洲的高排放。

图 车企在欧洲的平均碳排放情况

车企	2016年碳排放	2017年碳排放	自定目标-2021年碳排放	差距
马自达	127.7	131.2	94.9	-36.3
本田	126.9	127.3	96.6	-30.7
戴姆勒	125.3	127	102.8	-24.2
沃尔沃	121.5	124.3	106.7	-17.6
起亚	124.7	122	94	-28
大众	120.4	122	97.7	-24.3
宝马	122.9	122	102.4	-19.6
福特	120	121	95.4	-25.6
FCA	120	120	91.8	-28.2
雷诺-日产	111.2	112	94.8	-17.2
标致雪铁龙	110.3	112	93	-19
丰田	105.5	103	95.1	-7.9

图 车企在欧洲销量及电气化率



数据来源：欧盟官方文件，东吴证券研究所

- ◆ 18年9月欧盟WLTP（全球统一轻型车辆排放测试规程）取代NEDC（欧洲循环工况测试）正式实施
- ◆ WLTP工况测试更接近实际驾驶情景，**其测试油耗较NEDC高15-25%**
- ◆ 2018年大众为使其旗下销售车型满足WLTP标准，供给投入至少36亿欧元成本（40.4亿美元）

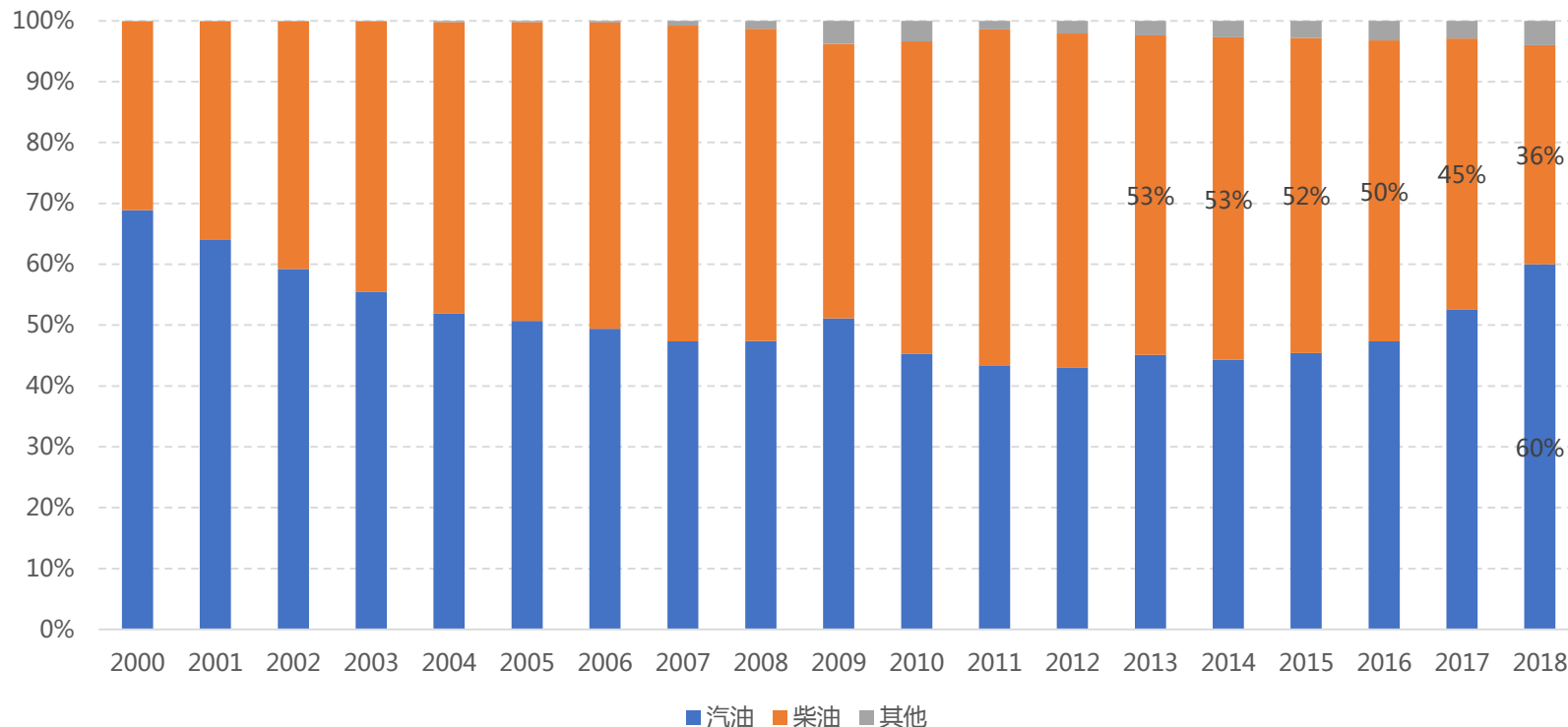
图 WLTP与NEDC测试方式对比

	NEDC	WLTP
循环测试	单一测试循环	动态循环，更多依赖实际驾驶
循环时间	20分钟	30分钟
循环距离	11km	23.25km
驾驶阶段	3种阶段，城市阶段（66%）+城外阶段（34%）	4种动态阶段，城市（52%）+城外（48%）
平均速度	34km/h	46.5km/h
最高速度	120km/h	130km/h
任选设备影响	不考虑排放及燃油效率影响	其他功能计入其中
测试温度	20-30度	23度，CO ₂ 值纠正为14度
变速换挡	固定变速换挡点	动态加速与制动

减排途径：碳排放量更低的柴油车占比萎缩

- ◆ **欧洲车企减排途径**：柴油车+小排量车+提高发动机效率，目前柴油车和小排量车比重下滑，发动机效率提升空间有限，未来加速电气化为减排主要手段。
- ◆ **碳排放量更低的柴油车比重不断下滑**：柴油车18年碳排放为121.5g/km，较汽车低2%左右。在2006-2016年为欧洲主要车型，占比50%以上，2017年大众排放门事件后，柴油车占比不断下滑，18年降至36%。德国等执行柴油车限制进入市区、换购或改装政策。
- ◆ **三大德系整车厂将继续向柴油车投资，日系整车厂将结束柴油车的销售**：日系丰田、本田、日产、三菱等将在19-20年结束欧洲柴油车销售，加速电动化率

图 排放门事件后柴油车份额不断下滑



- ◆ **欧洲以小排量车为主，但小型车份额已至极限**：新车销量中小型/紧凑型车一度占比超过75%，但2017年开始占比开始下滑。
- ◆ **小型燃油车减排难度大，电动化是趋势**：由于小型车利润薄，即使增加一套48v系统，成本也要增加1000美元，难应对减排成本增加，后续小型燃油车份额难较难提升，电动化是趋势。大众、FCA、雷诺、本田都将率先推电动化的小型车。

图 2017年欧洲汽油车销售结构

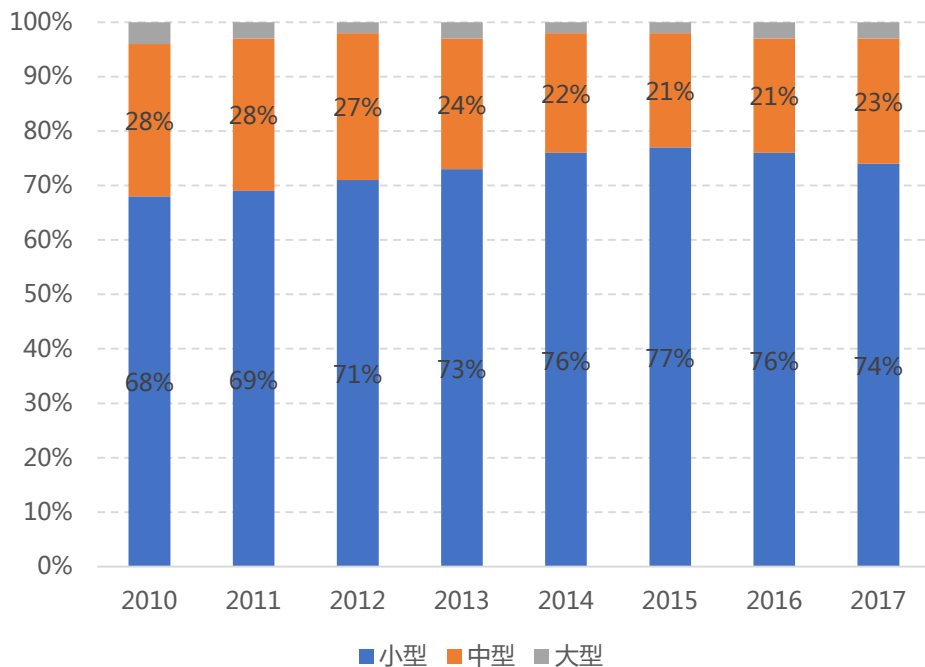
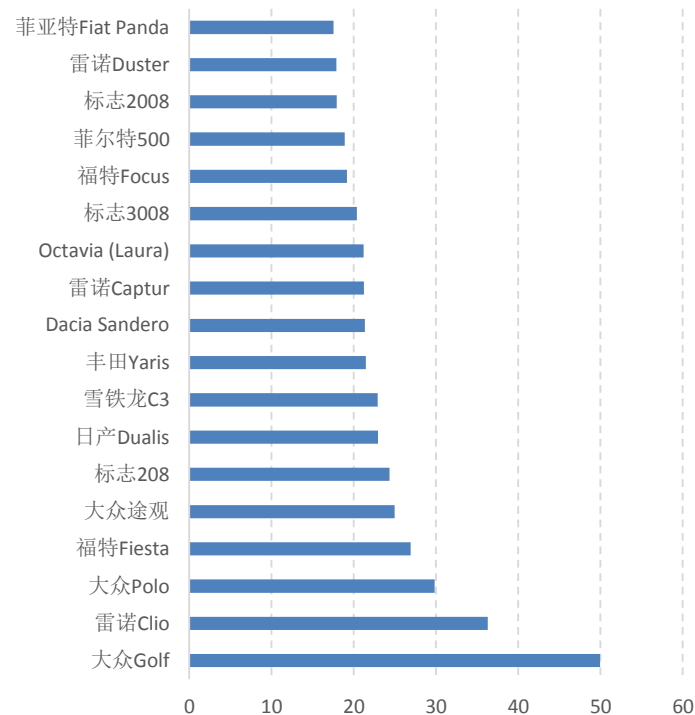


图 2018年欧洲汽车销量排名（车型）



减排途径：短期48V可行且减排效果明显

- ◆ 48v系统是欧洲几大车企目前主推减排方式，在原先12v的基础上增加一套48v系统，成本高5000-8000元，但较燃油车可减排14-17%。

图 48v工作原理及特点

项目	内容
系统构成	1) 48V系统是保留12v后，另加一套48V，12v满足低负载能量需求，48v满足高负载部件功能，中间以DC/DC协调。 2) 48v新增部件：48V电机、DC/DC、48V电池、48V控制器。
目的	1) 汽车电气化所需：汽车电子电气化，12V电气系统已趋于功率输出的极限。 2) 汽车节能减排所需，单纯通过提高发动机热效率的技术手段已然有限。
工作模式	1) 自动启停：车辆怠速状态，发动机处于关闭状态，48V大容量电池维持车载电气正常运行，发动机可以随时快速启动。 2) 能量回收：制动或滑行时，电机反转作为发电机将动能转化为电能，并存储到48V锂电子电池。 3) 加速辅助：48V电机在提速阶段可以提供辅助动力，弥补发动机动力的不足以实现不损失动力的情况下降低排放。
优势总结	性价比高，相比于广义混合动力汽车，48V混合动力系统仅需要其30%的成本，可以达到其70%左右的减排效果。
与12v对比	相同功率下工作电流只有1/4，损耗只有12V系统的1/16；减排效果更明显
与90v对比	在欧洲低于60V安全电压，不需要采取额外的电压防护，因此48v相较于高压系统，具备成本优势；美国高压标准是36v以上，直接选择90v，其电压和功率更高（可达10KW），节油效果更明显
节油效果	48v节油效果14-17%，12v节油效果为5-6%，而普通的油电混动节油效果是17-21%
成本	较12v系统，成本高5000-8000元

减排途径：短期48V可行且减排效果明显

◆ 48v的车型率先应用于高端车型

品牌	车型	销售(预定)时间	销售地区	生产工厂	车型	动力系统	电池容量	油耗(NEDC, L/KM)	CO2排放量(NEDC, g/km)	基础售价
奥迪	SQ5 TDI	2019年夏季	欧洲	德国Ingolstadt工厂	中型跨界SUV	48V轻混	10Ah	6.6	172	6.78w欧元
奥迪	S5	2019.5	欧洲	德国Ingolstadt工厂	中型三厢车/轿跑	48V轻混	0.5kWh/10Ah	6.2	161	
奥迪	Q8 TDI	2019.8	欧洲、北美、日本、中国	斯洛伐克Bratislava工厂	全尺寸SUV	48V轻混	0.5kWh/10Ah	6.6	178	7.63w欧元
奥迪	SQ8 TDI	2019夏季	欧洲、北美、日本、中国	斯洛伐克Bratislava工厂	全尺寸SUV	48V轻混	0.5kWh/10Ah	7.8	205	10.29w欧元
奥迪	A7 Sportback (汽油)	2018	欧洲、中国	德国Neckarsulm工厂	中型三厢车	48V轻混	10Ah	6.8	154	6.78w欧元
奥迪	A6	2018.6	欧洲	德国Neckarsulm工厂	中型三厢车	48V轻混	10Ah	6.9	156	4.75w欧元
奥迪	A8/A8L	2017年底	欧洲、北美、日本、中国	德国Neckarsulm工厂	全尺寸三厢车	48V轻混	10Ah	7.7	175	9.06w欧元
戴姆勒-梅赛德斯	GLE 450/580 4MATIC	2019年初	欧洲、北美、日本、中国	阿拉巴马州Tuscaloosa工厂	中型跨界SUV	48V轻混		8.9	202	6.58w欧元
戴姆勒-梅赛德斯	C200	2018.7	欧洲	德国辛德芬根工厂	紧凑型三厢/旅行车	48V轻混	0.9kWh	5.9	135	4.03w欧元
戴姆勒-梅赛德斯	S450/500	2017	欧洲、北美、日本、中国	德国辛德芬根工厂	5座全尺寸三厢车	48V轻混	1kWh	6.6	150	9.32w欧元
捷豹路虎(塔塔集团)	Range Rover Evoque	2019年初	欧洲	英国Halewood工厂	5座紧凑型跨界SUV	48V轻混	200Wh	7.7	176	4.25w欧元
现代汽车	Tucson 48V Hybrid	2018年夏季	欧洲	捷克Nosovice工厂	5座紧凑型跨界SUV	48V轻混	0.44kWh	MT: 5.4 AT: 5.8	MT: 142 AT: 53	3.91w欧元
起亚汽车(现代集团)	Sportage	2018.7	欧洲、韩国	韩国光州(Gwangju)工厂	紧凑型跨界SUV	48V轻混	0.44kWh	14.4	149	3.85w欧元
奥迪	SQ7 TDI	2019.9	欧洲, 北美, 中国, 日本, 亚洲	斯洛伐克Bratislava工厂	全尺寸跨界SUV	48V轻混		7.4		
奥迪	S4 TDI	2019年秋季	欧洲, 北美, 中国, 日本, 亚洲	德国Ingolstadt工厂	中型三厢/旅行车	48V轻混	0.5kWh/10Ah	6.25	164.5	
奥迪	Q3 Sportback	2020年秋季	欧洲, 北美, 中国, 日本, 亚洲	匈牙利Gyor工厂	紧凑型跨界SUV	48V轻混	0.5kWh/10Ah	4.8	126	
戴姆勒-梅赛德斯	GLC 200/300 4MATIC	2019年中期	欧洲	德国Bremen工厂	5座紧凑型跨界SUV	48V轻混	1kWh	7.4	169	
戴姆勒-梅赛德斯	GLS 450/580 4MATIC	2019年底	欧洲, 北美, 中国, 日本	阿拉巴马州Tuscaloosa工厂	全尺寸跨界SUV	48V轻混		9.8	224	
福特	Kuga EcoBoost Hybrid	2019年秋季	欧洲	西班牙Valencia工厂	紧凑型跨界SUV	48V轻混		5	132	

减排途径：中长期纯电动化是大势所趋

◆ 各大车企电动化平台20年推出，2025年电动化目标15-25%不等

车企	品牌	电动化平台	平台投产时间	对应车型	上市时间	全球销量目标	中国销量目标	合作车企	
大众	VW	MEB	2020	I.D concept	2019	到2025年，EV占比20~25%。到2025年为止，200~300万辆EV。大众品牌ev年销量100万台，奥迪80万辆。	大众集团2020年40万辆，2025年150万辆。到2025年，大众品牌ev达65万台。	一汽、上汽、江淮汽车	
	VW			I.D Buzz	2020				
	VW			I.D CROZZ	2020				
	VW			Lounge SUV					
	保时捷			Mission E	2020				
	VW			I.D vision	2022				
	奥迪	GT e-tron	2019						
	奥迪	Aicon	2021						
	保时捷	Macan ev	2021						
宝马	宝马	LifeDrive		Mini等40款	2019	19年累计50万辆	投放5个系列，9款ev，19年与长城合资投放mini	长城汽车	
		CLAR/FSAR		i5	2020				
				ix3	2020				
				inext	2021				
戴姆勒	Generation EQ	MEA	2019	EQ S	2019-2020	到2020年每年10万台电动车，到2022年全球15~25%将是EV	开发10多款ev，2020年国产EQ品牌	北汽、比亚迪	
				EQ Iside					
				EQ A					
				EQ C					
				Generation EQ	2016巴黎车展首发				
沃尔沃	Volvo	CMA	2019	V40	2019	至2025年售出100万辆新能源车。	打造10余款新车，合资成立领克	吉利汽车	
				S40	2019				
				XC40	2019				
		MEP		Polestar2	2020				
				Polestar3	2021				
PSA	Citroen	三菱 i-MiEV平台	2019	4款B/C级电动车	2019-2021	2023年推出34款车型，其中新能源占比80%		长安汽车	
	Peugeot								
	PSA								CMP
	PSA								EMP2
通用		全新ev专属平台	2021			2026年EV100万辆	2020年超过10万辆，2025年50万辆		
丰田	丰田	e-TNGA	2019	C-HR	2020	2020年起在全球6款纯电动车型。2025年实现550万辆电动汽车销量，包括100万辆BEV和FCEV车型。	2020年以前将会有超过10款电池电动车发表，并且将从中国市场开始。	一汽丰田、广汽丰田、	
				奕泽 IZOA					
				都市微型电动车					2020
	雷克萨斯								

2030年欧洲电动车化率需接近40%

- ◆ **假设**：1) 欧洲整体车辆需求每年增0.5%-1%；2) 混动（48、HV）未来三年渗透率大幅提升至25-30%，长期比重提高至50%（减排及车辆电子化需求）；3) 传统车油耗未来三年油耗水平每年降3-4%，往后每年降1-2%；4) 根据考核标准，21年排放量低于50g车型可计1.67辆。
- ◆ **结论**：1) 21年考核要求过高，我们预计21年电动化率6%+，电动车销量100万辆左右，未来三年复合增速近50%，即便如此，部分车企如大众、FCA、标致雪铁龙等大概率难以达标将接受罚款，预计行业罚款金额超过50亿欧元。2) 25年为油耗为临时目标，预计当年电动车渗透率达到18%，销量300万辆左右；3) 30年电动车成熟，成为主流车型，预计电动化率40%左右，电动车销量700万辆，当年可达到油耗考核要求。

图 不同车企的减排方法

	2017			2018			2021E			2025E			2030E		
	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)
柴油	694	44.5%	117.9	563	36.1%	121.5	480	30.0%	104.4	364	22.0%	97.6	258	15.0%	90.3
-其中：混动	16	2.3%	100.6	16	2.9%	103.7	120	25.0%	90.5	128	35.0%	86.1	129	50.0%	81.9
-其中：普通	678	97.7%	118.3	547	97.1%	122.0	360	75.0%	109.1	237	65.0%	103.7	129	50.0%	98.6
汽车	821	52.6%	121.6	942	60.4%	123.4	992	62.0%	105.1	969	58.5%	98.2	736	42.7%	90.8
-其中：混动	19	2.3%	103.7	27	2.9%	105.3	297	30.0%	92.0	388	40.0%	87.4	405	55.0%	83.2
-其中：普通	802	97.7%	122.0	915	97.1%	123.9	694	70.0%	110.8	581	60.0%	105.4	331	45.0%	100.2
新能源车合计	23	1.5%	26.1	32	2.1%	19.0	104	6.5%	11.7	298	18.0%	18.1	703	40.8%	14.1
纯电动	10	0.6%	0.0	19	1.2%	0.0	56	3.5%	0.0	166	10.0%	0.0	445	25.8%	0.0
氢燃料	0	0.0%	0.0	0	0.0%	0.0	0	0.0%	0.0	0	0.0%	0.0	0	0.0%	0.0
汽油插混	13	0.8%	46.8	13	0.9%	46.0	48	3.0%	42.4	132	8.0%	40.7	258	15.0%	38.4
其他合计	22	1.4%	116.9	22	1.4%	117.1	22	1.4%	103.6	23	1.4%	98.5	24	1.4%	93.7
LPG	16	1.1%	121.0	16	1.1%	121.0	17	1.1%	107.1	17	1.1%	101.8	18	1.1%	96.8
NG	5	0.3%	103.2	5	0.3%	104.0	5	0.3%	92.0	5	0.3%	87.5	6	0.3%	83.2
E85	0	0.0%	123.3	0	0.0%	123.3	0	0.0%	109.1	0	0.0%	102.7	0	0.0%	97.6
合计	1,560	99.9%	118.4	1,560	99.9%	120.4	1,599	99.9%	98.7	1,656	99.9%	83.5	1,723	99.9%	59.4
考核标准 (g/km)									95.0			80.8			59.4
罚款 (亿欧元)									56.4			(临时目标)			

备注：碳排放低于50g的车辆16-19年计1辆，2020年计为2辆，21年计为1.67辆，22年计1.33辆，23年计1辆

投资建议：明确看多，优先锂电中游，上游待明年

- ◆ **7月初率先翻多电动车**：7月初世界新能源汽车大会习主席发贺信为标志，政策拐点明显，双积分制征求意见稿出台，达到真正托底电动车高增长的目标；北京等出台鼓励出租电动化等，电动车2035年规划正在制定之中。而龙头底部估值20-25倍，持仓近10年新低，充分反映了7、8月销量平淡预期，预计9月销量回暖，全年150万辆。展望2020年，政策催化剂不断，销量国内大年，海外电动平台车型推出也将保持高增长，产业链供需格局好转，龙头优势突出，锂电中游三季度业绩拐点出现，优先看多锂电中游，锂电上游则待明年。
- ◆ **重点推荐**：电池龙头（**宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、欣旺达**；国轩高科）；锂电中游龙头（**璞泰来、星源材质、新宙邦、天赐材料、科达利**；当升科技、恩捷股份、杉杉股份）；核心零部件（**汇川技术、宏发股份、麦格米特**）；同时推荐关注股价处于底部的优质上游资源钴和锂（天齐锂业，关注赣锋锂业）

图 相关公司估值表（截至7月29日股价）

细分行业	名称	证券代码	股价	归母净利润（亿元）			EPS			PE			评级
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
电池	宁德时代	300750.SZ	76.68	33.87	45.00	56.67	1.54	2.05	2.58	50	37	30	买入
	亿纬锂能	300014.SZ	30.35	5.71	10.74	13.94	0.59	1.11	1.44	52	27	21	买入
	欣旺达	300207.SZ	12.47	7.01	10.26	14.89	0.45	0.66	0.96	28	19	13	买入
	比亚迪	002594.SZ	57.22	27.80	36.71	45.72	1.02	1.35	1.68	56	43	34	买入
锂矿	天齐锂业	002466.SZ	23.36	22.00	13.48	21.68	1.93	1.18	1.90	12	20	12	买入
	赣锋锂业	002460.SZ	22.2	12.23	10.62	12.71	0.95	0.82	0.98	23	27	23	未评级
电解液	新宙邦	300037.SZ	22.37	3.20	4.03	4.94	0.84	1.06	1.30	26	21	17	买入
	天赐材料	002709.SZ	16.54	4.56	2.51	5.04	0.83	0.46	0.92	20	36	18	买入
正极	星源材质	300568.SZ	27.07	2.22	2.79	3.05	1.16	1.45	1.59	23	19	17	买入
	恩捷股份	002812.SZ	33.48	5.18	9.07	10.86	0.64	1.13	1.35	52	30	25	买入
	当升科技	300073.SZ	24.2	3.16	3.93	5.58	0.72	0.90	1.28	33	27	19	买入
	杉杉股份	600884.SH	10.68	11.15	10.66	13.40	0.99	0.95	1.19	11	11	9	买入
负极	璞泰来	603659.SH	54.02	5.94	8.70	11.72	1.37	2.00	2.70	40	27	20	买入
电机电控	汇川技术	300124.SZ	24.6	11.67	14.17	18.00	0.70	0.85	1.08	35	29	23	买入
	麦格米特	002851.SZ	21.19	2.02	3.67	4.85	0.43	0.78	1.03	49	27	21	买入
核心零部件	宏发股份	600885.SH	24.35	6.99	8.32	10.81	0.94	1.12	1.45	26	22	17	买入
	旭升股份	603305.SH	24	2.94	3.79	4.84	0.73	0.95	1.21	33	25	20	未评级
	三花智控	002050.SZ	10.84	12.92	14.70	17.10	0.47	0.53	0.62	23	20	18	买入

- **价格竞争超预期**：近几年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。
- **贸易战影响**：贸易战导致的不稳定因素。

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