

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50586980

围绕五条主线布局

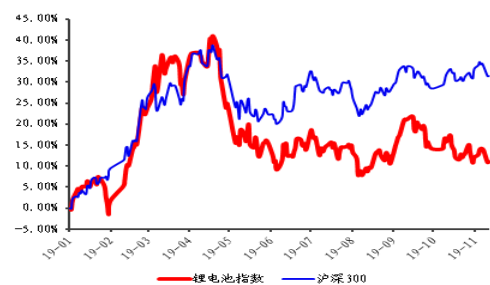
——锂电池行业年度策略

证券研究报告-行业年度策略

同步大市 (维持)

发布日期: 2019年11月13日

锂电池相对沪深300指数表现



相关报告

- 1 《锂电池行业月报: 新能源汽车销量仍大幅不及预期, 长期关注三季报业绩增长标的》 2019-11-11
- 2 《锂电池行业月报: 新能源汽车销量大幅不及预期, 关注三季报业绩增长标的》 2019-10-14
- 3 《锂电池行业月报: 销量同比仍下滑但环比增长, 持续关注绩优标的》 2019-09-12

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- **锂电池指数弱于沪深300指数。**2019年初至11月12日, 锂电池指数上涨11.08%, 而同期沪深300指数上涨31.43%, 锂电池指数显著跑输沪深300指数, 主要原因为补贴下调、我国新能源汽车销售不及预期、上游原材料价格总体回落。
- **我国新能源汽车销售短期承压, 预计2020年将稳步增长。**2019年1-10月我国新能源汽车销售94.79万辆, 同比增长11.17%, 占比4.59%, 且自7月以来连续四个月同比下降, 总体不及市场预期, 主要系补贴大幅下调、汽车行业不景气、国六排放标准提前实施。汽车行业电动化趋势确定, 特斯拉及上海超级工厂将对我国新能源汽车行业及供应链产生深远影响; 我国新能源整车及动力电池行业有序开放利好行业长期发展, 双积分和新能源汽车十三五规划等长效机制持续构建中, 且我国新能源汽车充电基础设施稳步向好, 预计2020年我国新能源汽车销售155万辆, 同比增长24.0%。
- **板块增收不增利, 预计2020年业绩将稳步增长。**2019年前三季度, 锂电池板块营收同比增长9.26%, 而净利润同比下降18.96%, 主要系补贴下调致降本压力增加、上游原材料价格总体承压。预计2020年全球智能手机将恢复个位数增长、上游原材料价格总体跌幅将放缓, 而我国新能源汽车增长将带动动力电池增长, 且动力电池增速高于新能源汽车销量增速, 结合特斯拉、大众在华新能源汽车有序投产, 总体将利于板块业绩稳步增长。
- **行业评级及投资主线。**2013年以来, 锂电池板块估值总体与创业板相当, 且估值自15年6月以来持续下移。截止19年11月12日, 锂电和创业板估值分别为29.65倍和39.15倍, 目前估值显著低于13年以来47.53倍的行业中位数水平。结合行业发展前景, 维持“同步大市”评级。2020年建议围绕如下主线布局: 一是欧洲新能源汽车开启, 对应电池和上游材料企业将受益; 二是特斯拉及其电池工厂配套企业; 三是全球智能手机恢复增长且我国智能手机品牌份额持续提升, 相关标的将受益; 四是碳酸锂、氢氧化锂等产品价格将基本触底, 下游需求增长使相关标的长期受益; 五是动力电池等行业集中度提升使细分领域龙头长期受益行业增长。

风险提示: 国内外宏观经济下滑超预期; 新能源汽车销售不及预期; 行业政策执行力度不及预期; 行业竞争加剧; 细分领域价格大幅波动。

内容目录

1. 行情回顾及展望	4
2. 新能源汽车销售短期承压，预计 2020 年将增长 24%	4
2.1. 新能源汽车销售短期承压	4
2.2. 三因素致新能源汽车销售不及预期	5
2.2.1. 政策因素	5
2.2.2. 汽车行业不景气	6
2.2.3. 国六排放提前实施分流效应显著	6
2.3. 特斯拉及上海超级工厂影响	7
2.4. 欧洲新能源汽车市场将开启	8
2.5. 2020 年我国新能源汽车仍将稳步增长	9
2.5.1. 开放引竞争利好行业中长期发展	9
2.5.2. 我国充电基础实施总体稳步向好	9
2.5.3. 进一步构建新能源汽车发展长效机制	10
2.5.4. 预计 2020 年我国新能源汽车将增长 24%	11
3. 板块增收不增利，预计 2020 年将稳增长	11
3.1. 板块增收不增利	11
3.2. 补贴及价格下行致业绩下滑	12
3.3. 全球智能手机基本触底，我国智能手机份额逆势增长	14
3.4. 动力电池装机持续增长且龙头值得关注	15
3.5. 2020 年板块业绩将稳增长	17
4. 投资评级及主线	17
4.1. 维持行业“同步大市”投资评级	17
4.2. 投资主线及重点标的	17
5. 风险提示	18

图表目录

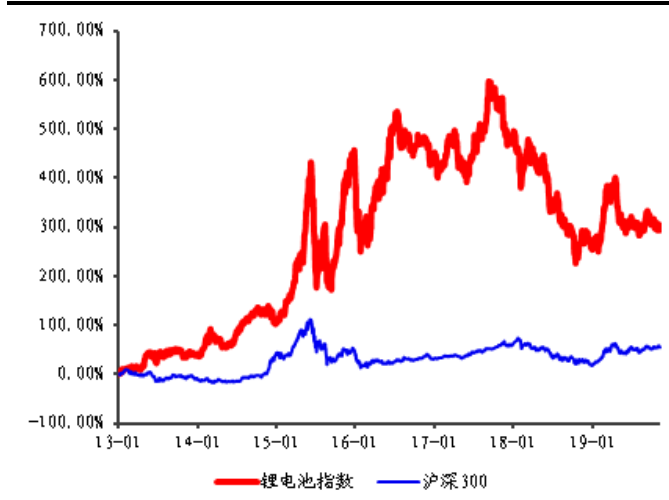
图 1: 2013 年以来锂电池指数相对于沪深 300 表现	4
图 2: 2019 年以来锂电池指数相对于沪深 300 表现	4
图 3: 2016-19 我国新能源汽车月度销量及增速	5
图 4: 2016-19 我国新能源汽车月度销量占比	5
图 5: 2013-19 我国汽车销量及增速	6
图 6: 2018-19 我国汽车行业月度销量及增速	6
图 7: 特斯拉、上汽集团分别和通用汽车总市值比	7
图 8: 美国新能源汽车月度销量及增速	7
图 9: 我国公共类充电设施保有量(单位: 台)	9
图 10: 我国公共类充电设施充电量(单位: 千万 kWh)	9
图 11: 2012-2020 年我国新能源汽车销售及增速	11
图 12: 锂电池板块营收及增速	11
图 13: 锂电池板块单季度营收及环比增速	11
图 14: 锂电池板块净利润及增速	12
图 15: 锂电池板块单季度净利润	12
图 16: 锂电池板块商誉	12

图 17: 锂电池板块盈利能力	12
图 18: 2016-19 年碳酸锂价格曲线	13
图 19: 2016-19 年氢氧化锂价格曲线	13
图 20: 2016-19 年电解钴价格曲线	13
图 21: 2016-19 年钴酸锂价格曲线	13
图 22: 2016-19 年三元和 LFP 价格曲线	14
图 23: 2016-19 年电解液价格曲线	14
图 24: 2015-19 年全球智能手机单季出货量及增速	15
图 25: 2017-19 年我国新能源汽车电池月度装机总量 (GWh)	16
图 26: 2018-19 年乘用车装机占比	16
图 27: 2015-19 年三元材料和 LFP 装机占比	16
图 28: 2015-19 年我国动力电池企业装机占比(%)	16
图 29: 2017-19 年我国配套动力电池企业数(家)	16
图 30: 锂电池板块 PE (TTM) 对比	17
表 1: 2017-19 年新能源乘用车补贴金额比对	5
表 2: 纯电动乘用车动力电池能量密度要求	5
表 3: 全国各地国六排放标准及实施概况	7
表 4: 特斯拉、通用汽车、上汽集团总市值比对	8
表 5: 特斯拉上海超级工厂相关进展概况	8
表 6: 我国充电基础设施概况(截止到 19 年 9 月底)	10
表 7: 锂电产业链主要材料价格及涨跌幅	14
表 8: 全球智能手机前三强出货概况	15
表 9: 新能源汽车产业链重点标的估值	18

1. 行情回顾及展望

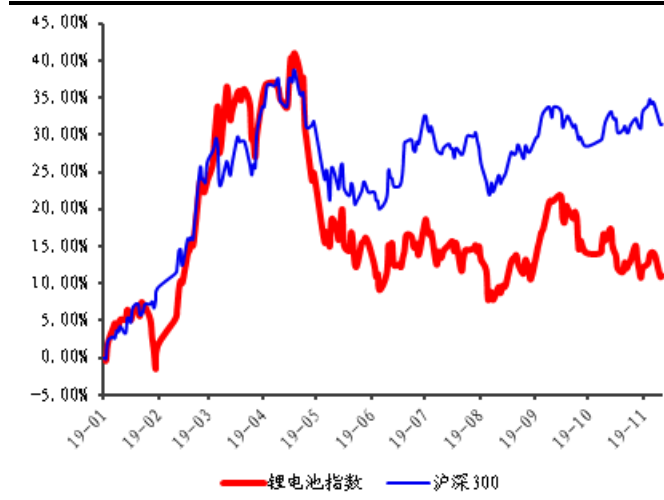
2013 年以来，锂电池指数表现总体显著优于沪深 300 指数，同时其行情大致可分为三个阶段：一是 2013 年年初至 2017 年 9 月，锂电池指数持续创新高，且显著跑赢沪深 300 指数；二是 2017 年 9 月至 2018 年 10 月，锂电池指数见顶后持续回调，且显著跑输沪深 300 指数；三是 18 年 10 月至今，锂电池指数和沪深 300 指数总体趋势相同，但弱于沪深 300 指数。19 年初至 11 月 12 日，锂电池指数上涨 11.08%，同期沪深 300 指数上涨 31.43%，二者走势趋同，但锂电池指数弱于沪深 300 指数，其主要原因在于：我国新能源汽车销量不及预期、上游原材料价格总体趋势向下，叠加补贴下调背景下致锂电池板块业绩不及预期。

图 1：2013 年以来锂电池指数相对于沪深 300 表现



资料来源：Wind，中原证券

图 2：2019 年以来锂电池指数相对于沪深 300 表现



资料来源：Wind，中原证券

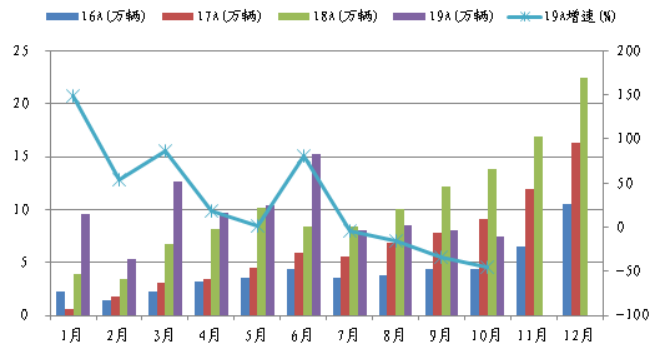
短期而言，锂电池板块总体仍处于调整中且板块暂无趋势性投资机会。但中长期而言，我们仍看好新能源汽车行业发展前景，其逻辑为汽车行业发展趋势为电动化，特斯拉上海超级工厂投产将对新能源汽车行业产生深远影响，补贴下滑等因素导致的行业短期阵痛将有助于行业回归市场理性和长期发展，预计 2020 年我国新能源汽车行业仍将稳步增长、智能手机将恢复增长且我国智能手机品牌市场将持续提升、欧洲电动汽车市场将开启，结合细分领域龙头集中度将进一步提升，建议重点围绕锂电池及上游材料布局。

2. 新能源汽车销售短期承压，预计 2020 年将增长 24%

2.1. 新能源汽车销售短期承压

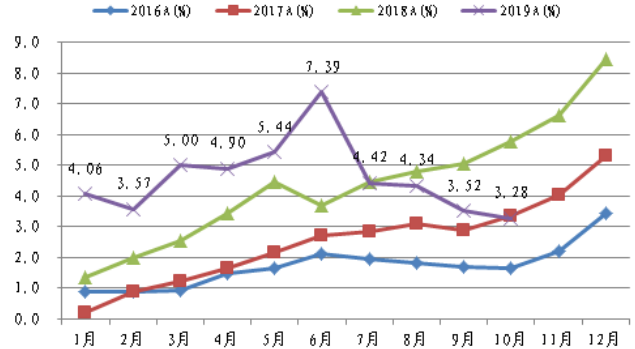
2018 年，我国新能源汽车销售 124.67 万辆，同比大幅增长 62.38%，合计占比 4.43%，占比较 17 年提升了 1.78 个百分点。2019 年 1-10 月，我国新能源汽车合计销售 94.79 万辆，同比增长 11.17%，合计占比 4.59%，总体不及市场预期。月度销售数据显示：19 年 7 月我国新能源汽车销售同比首次下降，至 10 月已连续下滑四个月，同时跌幅逐步加大，同时呈现旺季不旺现象，预计 2019 年我国新能源汽车销售将大幅不及预期。

图 3: 2016-19 我国新能源汽车月度销量及增速



资料来源: 工信部, 中汽协, 中原证券

图 4: 2016-19 我国新能源汽车月度销量占比



资料来源: 工信部, 中汽协, 中原证券

2.2. 三因素致新能源汽车销售不及预期

2.2.1. 政策因素

政策因素包括两方面: 一是新能源汽车行业补贴政策调整; 二是氢燃料电池受到空前重视。具体而言: 19 年 3 月, 财政部等四部委公布了《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》, 其主要内容包括 2020 年以后补贴退出、2019 年补贴标准在 2018 年基础上平均退坡 50% 并于 2020 年底前退坡到位、地补取消, 且将购置补贴集中用于支持充电 (加氢) 等基础设施“短板”建设和配套运营服务等环节。

表 1: 2017-19 年新能源乘用车补贴金额比对

车辆类型	续航里程 R(工况法/公里)	补贴金额(万元)		
		2017A	2018A	2019A
纯电动	100 < R < 150	2	/	/
	150 < R < 200	3.6	1.5	/
	200 < R < 250		2.4	/
	250 < R < 300	4.4	3.4	1.8
	300 < R < 400		4.5	1.8
	R > 400		5	2.5
插电式混动	R > 50	2.4	2.2	1

注: 1. 纯电动乘用车单车补贴金额 = Min{里程补贴标准, 车辆带电量 × 550 元} × 电池系统能量密度调整系数 × 车辆能耗调整系数。2. 对于非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。

资料来源: 中原证券, 财政部, 盖世汽车

表 2: 纯电动乘用车动力电池能量密度要求

能量密度 E(Wh/Kg)	补贴系数		
	2017A	2018A	2019A
90 < E < 105	1	/	/
105 < E < 120	1	0.6	/
120 < E < 125	1.1	1	/
125 < E < 140	1.1	1	0.8
140 < E < 160	1.1	1.1	0.9

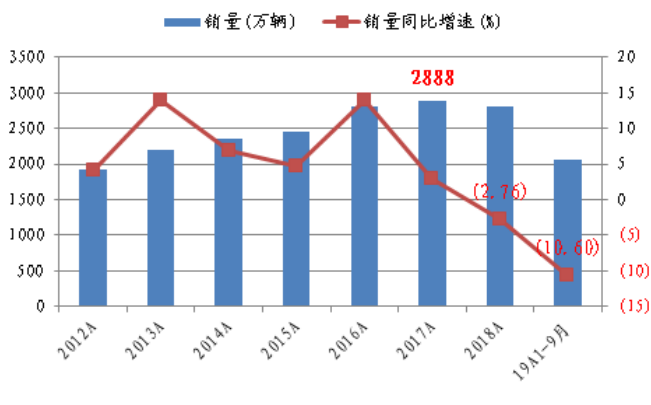
资料来源：中原证券，财政部，盖世汽车

2019年3月，2019年《政府工作报告》首次提出“推进充电、加氢等设施建设”，同时工信部明确氢燃料电池汽车和采用锂电池的纯电动汽车都是新能源汽车的重要技术路线，氢燃料电池在政策方面受到空前重视，且武汉、浙江等10余省市相继发布了氢产能产业相关规划。结合技术特点、产业现状及政策导向，预计我国新能源汽车行业发展将同时兼顾两类技术，其中预计乘用车将以锂电池为主、氢燃料电池将分流部分商用车市场。

2.2.2. 汽车行业不景气

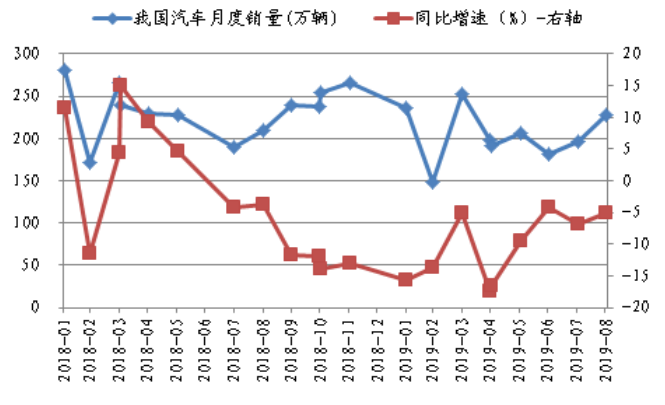
2017年我国汽车产销量2888万辆，为近年来历史高点；2018年为2808万辆，同比下降2.76%；2019年1-9月合计销售2053万辆，同比下滑10.60%。同时值得注意的是，自18年7月以来，我国汽车行业销售同比已连续下滑16个月，且仍未止跌，主要受宏观经济不景气等多因素影响。

图 5: 2013-19 我国汽车销量及增速



资料来源：中汽协，中原证券

图 6: 2018-19 我国汽车行业月度销量及增速



资料来源：中汽协，中原证券

2.2.3. 国六排放提前实施分流效应显著

国六标准分为国六 A 标准和国六 B 标准，从国家层面硬性要求全国实施国六排放标准包括两个时间点：一是 2020 年 7 月 1 日起，全国范围开始实施相对宽泛的国六 A 阶段排放标准；二是 2023 年 7 月 1 日起，全国范围开始实施更为严格的国六 B 阶段排放标准。与国五排放标准限值相比，国六 B 标准的一氧化碳和氮氧化物限值分别下降了 50% 和 42%。为进一步减少机动车污染，持续改善环境空气质量，上海市政府决定自今年 7 月 1 日起，对在本市办理注册登记（含外省市转入）的轻型汽车提前实施国六 B 排放标准。伴随国六导入，国五车型的价格下降幅度十分巨大，短期性价比远超新能源汽车，使新能源汽车主打的使用经济性方面不足以与国五车型竞争，同时叠加 19 年以来新能源汽车着火事件产生一定负面影响。

表 3: 全国各地国六排放标准及实施概况

序号	地区	车辆类型	(拟)执行时间	(拟)执行标准及方式	序号	地区	车辆类型	(拟)执行时间	(拟)执行标准及方式
1	北京	公交、环卫 其余车辆	2019年7月1日 2020年1月1日	国六 B	2	深圳	汽油车 柴油车	2019年7月1日 2018年11月1日	国六 B
3	上海	轻型汽车	2019年7月1日	国六 B	4	天津	轻型汽车	2019年7月1日	国六 B
5	重庆	轻型汽车	2019年7月1日	国六	6	河北	轻型汽车	2019年7月1日	国六
7	河南	轻型汽车	2019年7月1日	国六	8	广东	轻型汽车	2019年7月1日	国六
9	山东	轻型汽车	2019年7月1日	国六	10	山西	轻型汽车	2019年7月1日	国六
11	海南	轻型汽车	2019年7月1日	国六	12	安徽	轻型汽车	2019年7月1日	国六
13	陕西	轻型汽车	2019年7月1日	国六	14	四川	轻型汽车	2019年7月1日	国六
15	杭州	轻型汽车	2019年7月1日	国六	16	南京	轻型汽车	2019年7月1日	国六
17	全国	轻型汽车	2020年7月1日	国六 A	17	全国	轻型汽车	2023年7月1日	国六 B

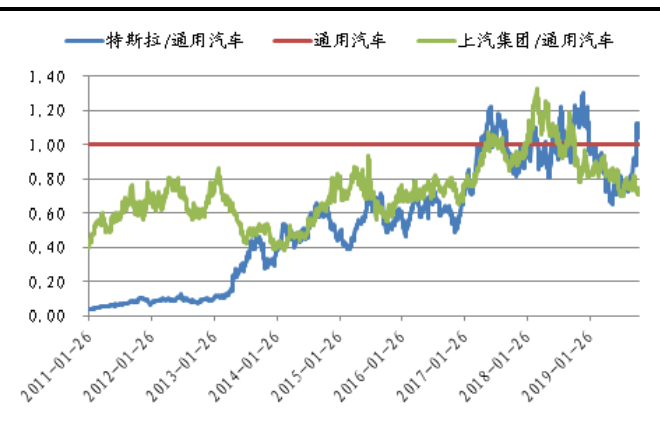
资料来源：中原证券

值得注意的是，除国五车型来势汹汹的清仓挤压，限购城市燃油车指标增加也让消费者心态开始发生变化，如广州和深圳方面新增指标并不是针对新能源车型。具体而言：广州从 2019 年 6 月至 2020 年 12 月，共增加 10 万个中小客车增量指标额度，增加的指标原则上按 1:1 比例配置普通车竞价指标和节能车摇号指标，而这一半节能车指标除了纯电和插混车型，还包括广汽本田、广汽丰田、一汽丰田、东风本田旗下的 9 款混合动力车型；深圳方面则是从 2019 年 6 月至 2020 年 12 月，每年增加 4 万个普通小汽车指标。

2.3. 特斯拉及上海超级工厂影响

2011 年 1 月，特斯拉上市时总市值仅 155 亿元，为同期通用汽车的 5%，伴随特斯拉销量提升，其市值占比持续稳步提升。17 年 5 月，特斯拉总市值首次超过通用汽车，随后上下波动约 ±20%，19 年 10 月 24 日再次超越通用汽车，其主要原因为特斯拉上海超级工厂正式投产，至 11 月 11 日总市值为 4350 亿元，市场超越通用汽车 12.4%。2019 年上半年，美国新能源汽车销售 14.9 万辆，同比增长 21.8%，其中特斯拉全系销售 8.4 万辆，占美国新能源汽车比例为 56.4%。

图 7: 特斯拉、上汽集团分别和通用汽车总市值比



资料来源：中原证券，Wind

图 8: 美国新能源汽车月度销量及增速



资料来源：中原证券，EV Sales

表 4: 特斯拉、通用汽车、上汽集团总市值比对

时 间	特斯拉(亿元)	通用汽车(亿元)	上汽集团(亿元)
2011-01-26	155	3745	1503
2012-01-04	182	2085	1561
2013-01-04	247	2566	1939
2014-01-02	1127	3746	1527
2015-01-05	1617	3364	2604
2016-01-04	1909	3249	2175
2017-01-03	2436	3664	2634
2018-01-02	3521	3808	3712
2019-01-02	3666	3225	2949
2019-10-23	3248	3701	2711
2019-11-11	4350	3869	2734

资料来源: 中原证券, Wind

自特斯拉与上海签署投资协议以来, 特斯拉上海超级工厂进展一直超出预期, 并已进入工信部免征购置税目录, 后续重点关注上海电池工厂的进展情况, 以及相关上游材料企业的认证进展。17 年以来, 特斯拉总市值反复超越通用汽车, 其侧面验证市场对汽车行业发展趋势的认同, 且伴随上海超级工厂投产, 其总市值有望稳定提升。

表 5: 特斯拉上海超级工厂相关进展概况

时 间	主要内容
2018.07.10	特斯拉与上海临港委员会等签署纯电动车项目投资协议: 特斯拉将在临港独资建设特斯拉超级工厂, 项目规划年产能 50 万辆纯电动整车
2018.09	注册资本增至 46.7 亿元
2018.10.07	特斯拉 9.37 亿元取得上海临港 86 万 m ² 工业用地
2019.01	上海超级工厂正式动工
2019.05.31	宣布国产版 Model 3 起售价格 32.80 万元
2019.08.30	工信部发布的免征车辆购置税的新能源汽车车型目录(第二十六批)中出现了特斯拉全系车型的身影
2019.10.17	工信部公布《道路机动车辆生产企业及产品公告》(第 325 批)拟发布的新增车辆生产企业及已准入企业变更信息名单, 特斯拉上海公司名列其中
2019.10.23	特斯拉表示, 上海超级工厂已经开始“按批次生产整车”。特斯拉 Model 3 将会率先投入生产, 全部建成运营后预计年产能将达 50 万辆纯电动整车
2019.11.05	特斯拉上海电动车工厂已经竣工, 并且开始生产电动车; 上海基地的二期工程将是一个锂电池(或电池组)工厂, 正快速建设中

资料来源: 中原证券

2.4. 欧洲新能源汽车市场将开启

2019 年 4 月 17 日, 欧盟通过新法案 Regulation (EU) 2019/631, 规定自 2020 年 1 月 1 日起, 欧盟境内 95% 的新登记乘用车平均二氧化碳排放量需降低到 95g/km (相当于 4.1 L 汽油/100km); 到 2021 年, 全部新车需达到此要求; 2030 年开始, 二氧化碳排放量将降至 59.375 g/km。碳排量如果超标, 每超出 1g/km, 车企将被罚款 95 欧元。据统计机构 IHS Market 测算,

2020年和2021年,欧盟车企因碳排量不达标缴纳的罚金分别将达到110亿欧元和140亿欧元。为此,车企为“减排”将加快发展电动汽车。

2015年以来,大众汽车宣布投资800亿欧元发展电动汽车,2025年电动汽车年产量(全球市场)达到300万辆,到2025年,在欧洲境内建设3.6万个充电桩。戴姆勒未来数年也将推出10款纯电动车型,到2030年电动车型将占据其新车销售超50%。同时,德国拟增加电动汽车购置补贴:2020年到2025年,德国的插混车补贴由目前的3000欧元增至4500欧元;购买价格高于4万欧元的电动汽车,可获最高5000欧元的政府补贴。后续重点关注德国电动车补贴方案进展,以及其示范效应。

2.5. 2020年我国新能源汽车仍将稳步增长

2.5.1. 开放引竞争利好行业中长期发展

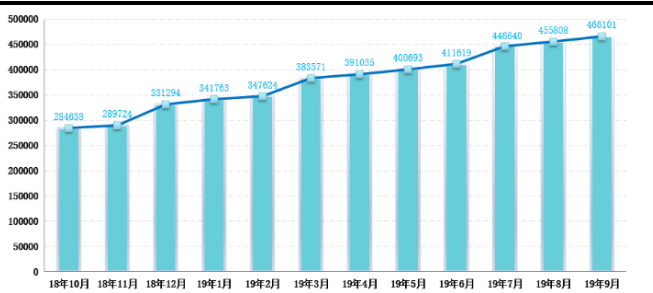
18年6月28日,国家发改委等正式取消新能源汽车外资股比例限制,并于18年7月28日实行;《中华人民共和国外商投资法》将于2020年1月1日起施行。除特斯拉超级工厂外,大众汽车2020年基于MEB平台的车型将在佛山和安亭工厂投产,二者合计年产量将达到60万辆。预计后续汽车巨头将相继加大新能源汽车领域投资,特别是中国区域的投资,如据统计:全球汽车制造商们计划在未来5到10年内,将对电动汽车技术的投资增加3000亿美元,其中近一半资金将投向中国,加速行业从化石燃料向亚洲电池和电动汽车技术供应商的转变。另外,2019年6月,工信部公告自2019年6月起废止《汽车动力蓄电池行业规范条件》,第一至第四批符合规范的企业目录同时废止,动力电池领域竞争彻底放开。

总之,特斯拉及国外新能源汽车巨头相继在华投产,将带动新能源汽车供应链规模化高质量发展,产业链协同发展将为新能源汽车行业提质降本产生深远影响,也将有助于实现我国由汽车大国向汽车强国的转变。

2.5.2. 我国充电基础实施总体稳步向好

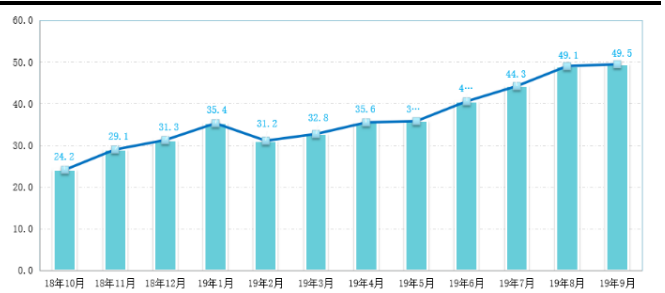
截至2019年9月,联盟内成员单位总计上报公共类充电桩46.6万台,其中交流充电桩27.1万台、直流充电桩19.5万台、交直流一体充电桩549台。从2018年10月到2019年9月,月均新增公共类充电桩约1.5万台。同时,我国公共充电基础设施充电量大幅增长,19年9月充电量为4.95亿kWh,较19年1月的3.54亿KWh增长39.83%。

图 9: 我国公共类充电设施保有量(单位: 台)



资料来源: 中原证券, 中国汽车质量网

图 10: 我国公共类充电设施充电量(单位: 千万 kWh)



资料来源: 中原证券, 中国汽车质量网

2019年1-9月，我国充电基础设施增量为30.7万台，同比增加38.2%，公共类充电基础设施与随车配建充电设施稳定增长。截止2019年9月，全国充电基础设施累计数量为111.5万台，同比增加67.0%

表6：我国充电基础设施概况(截止到19年9月底)

充电基础设施分类	单位	19年1-9月全国增量	同比增速(%)	截止9月底全国累计	同比增速(%)
公告充电基础设施数量	万台	13.5	90.5	46.6	63.7
随车配建充电设施	万台	17.2	13.8	64.9	69.4
充电基础设施(公共+私人)数量	万台	30.7	38.2	111.5	67.0

资料来源：中原证券，中国汽车质量网

截止到2019年9月：全国充电运营企业所运营充电桩数量超过1万台的共有8家，前三分别为特来电运营13.8万台、星星充电运营9.9万台、国家电网运营8.8万台，且前8家运营商占总量的89.7%，显示行业集中度较高。

2.5.3. 进一步构建新能源汽车发展长效机制

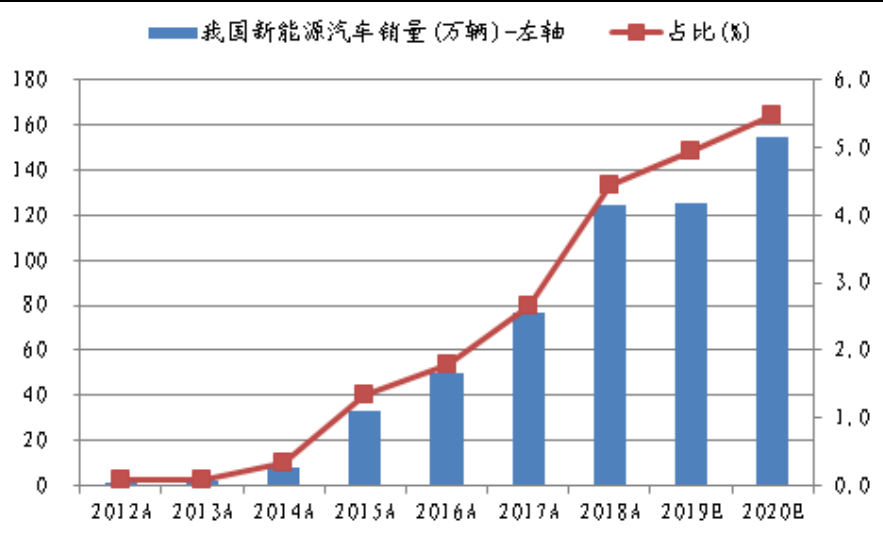
19年7月初，工信部等公布了公布2018年度中国乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分情况：2018年度中国境内乘用车企（含进口）的燃料消耗量正积分为992.99万分，燃料消耗量负积分为295.13万分，新能源汽车正积分为403.53万分。与2017年相比，燃料消耗量负积分、新能源汽车正积分均有所增加，该结果与节能降耗政策初衷不符。为此，19年7月9日工信部发布了《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》修正案（征求意见稿），其主要变化：一是传统燃油车油耗趋严，鼓励发展低油耗车型。二是2021-2023年新能源积分比例分别为14%、16%和18%（2019-2020年分别是10%和12%），逐年提升2%。同时纯电动、燃料电池和插电混动积分上限分别调整为3.4、6和1.6分，较当前办法变动-32%、+20%和-20%。三是NEV积分允许结转。

值得注意的是，由工信部等起草的《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》(征求意见稿)显示：到2025年，新能源汽车竞争力将明显提高，销量占当年汽车总销量的20%，有条件自动驾驶智能网联汽车销量占比30%，高度自动驾驶智能网联汽车实现限定区域内的商业化应用；到2030年，新能源汽车形成市场竞争优势，销量占当年汽车总销量的40%，有条件自动驾驶智能网联汽车销量占比70%，高度自动驾驶智能网联汽车在高速公路广泛应用；形成三纵三横的研发布局，以纯电动汽车、插电式混合动力汽车、燃料电池汽车为“三纵”，以动力电池与管理系统、驱动电机与电力电子、网联化与智能化技术为“三横”；重点突出“四化”——电动化、网联化、智能化和共享化的发展方向；支持政策，补贴政策全面取消，取而代之的是“健全汽车税制，鼓励节能和新能源汽车消费”；“完善企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法，建立与碳交易市场的衔接机制”。后续密切关注该规划进展。

2.5.4. 预计 2020 年我国新能源汽车将增长 24%

结合我国新能源汽车销售现状及特点,预计 2019 年我国新能源汽车全年销售约 125 万辆,同比基本持平,合计占比约 4.96%。考虑长效机制将逐步发挥作用,特斯拉效应将逐步显现,且新能源汽车发展符合汽车行业发展趋势和国家政策导向,总体伴随性价比提升及基础设施逐步完善,预计 2020 年我国新能源销售约 155 万辆,同比增长 24.0%,占比约 5.47%。

图 11: 2012-2020 年我国新能源汽车销售及增速



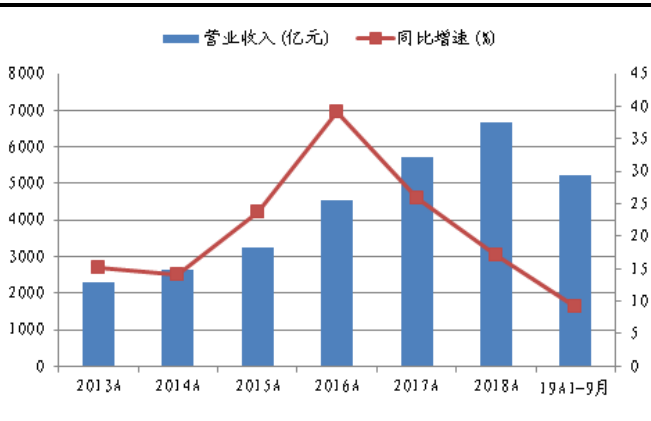
资料来源: 中原证券, 中汽协

3. 板块增收不增利, 预计 2020 年将稳增长

3.1. 板块增收不增利

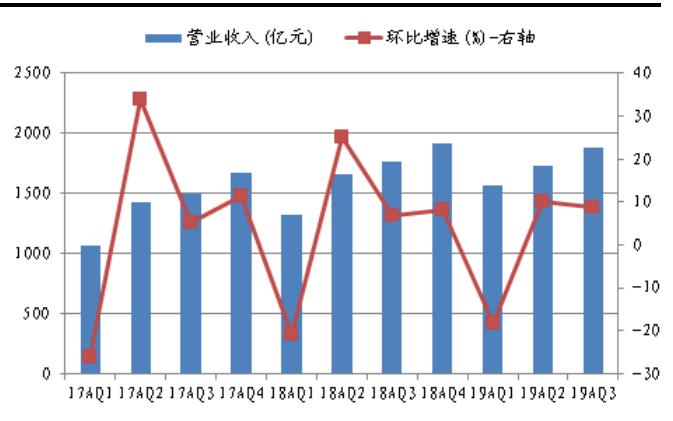
锂电池板块营收显示: 一是 2013-16 年增速持续提升, 17 年以来增速回落, 但营收同比仍持续增长, 2019 年前三季度合计营收 5213 亿元, 同比增长 9.26%; 二是呈现较强的季节因素, 1-4 季度营收总体稳步增长, 与消费电子产品和新能源汽车销售的季节因素相匹配; 三是考虑基数效应和行业景气度, 板块营收高速增长阶段短期结束, 预计未来将稳步增长。

图 12: 锂电池板块营收及增速



资料来源: 中原证券, Wind

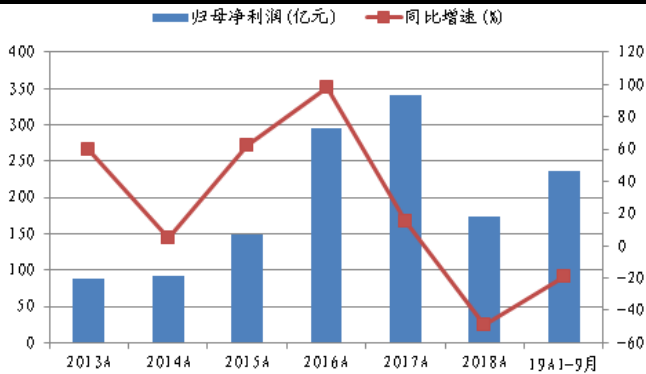
图 13: 锂电池板块单季度营收及环比增速



资料来源: 中原证券, Wind

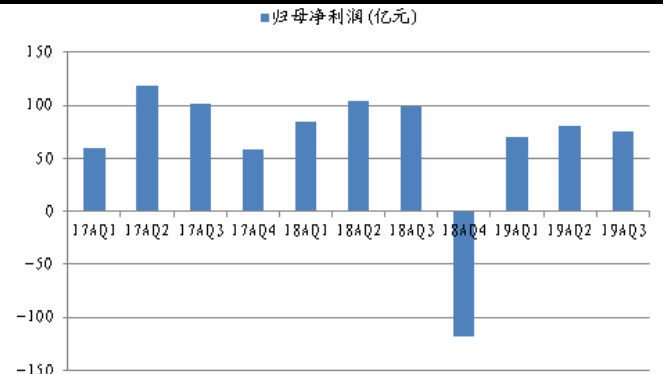
板块净利润显示：一是 2013-16 年持续高增长，17 年以来增速显著回落，且 18 年以来板块净利润连续负增长，19 年前三季度归母净利润 236 亿元，同比下降 18.96%；二是 19 年以来单季度净利润总体稳定；三是考虑 18 年四季度大幅亏损，预计 2019 年板块全年净利润有望增长。

图 14：锂电池板块净利润及增速



资料来源：中原证券，Wind

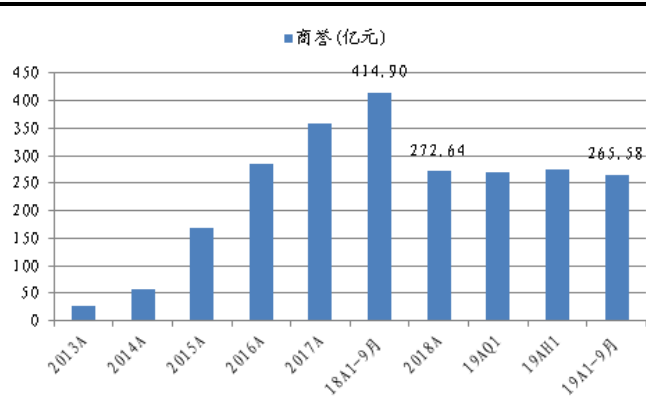
图 15：锂电池板块单季度净利润



资料来源：中原证券，Wind

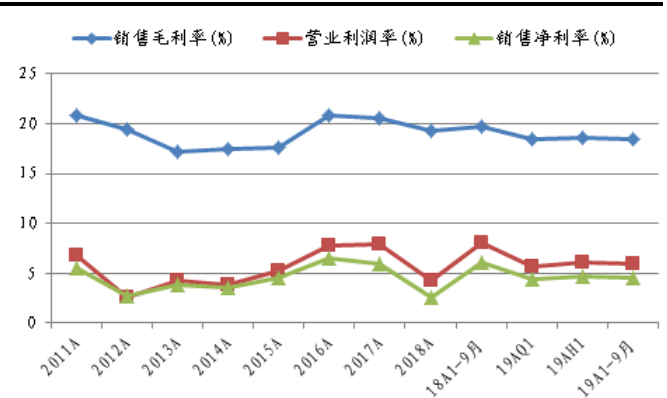
2018 年以来，板块净利润连续下降主要因素包括：一是部分标的大幅计提减值损失，特别是商誉减值，其中 18 年第四季度板块商誉总值降低 142.26 亿元。19 年以来，板块商誉总值基本稳定，截止 19 年 9 月底板块商誉总值为 266 亿元，后续特别关注四季度有无减值；二是板块盈利能力持续回落，如 19 年三季度板块销售毛利率 18.51%，较 18 年底回落 1.14 个百分点，且仍未呈现企稳迹象。

图 16：锂电池板块商誉



资料来源：中原证券，Wind

图 17：锂电池板块盈利能力



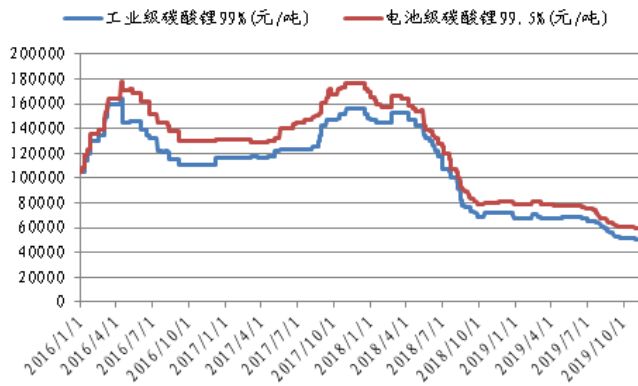
资料来源：中原证券，Wind

3.2. 补贴及价格下行致业绩下滑

板块净利润和盈利能力总体持续回落，主要原因包括：一是新能源汽车补贴下降影响，补贴下滑致整车降价压力逐级传导至上游零部件及原材料企业；二是 19 年以来上游原材料价格总体趋势为降价，补贴下滑叠加材料降低致板块业绩和盈利能力持续承压，如下为主要原材料价格变动及后市研判。

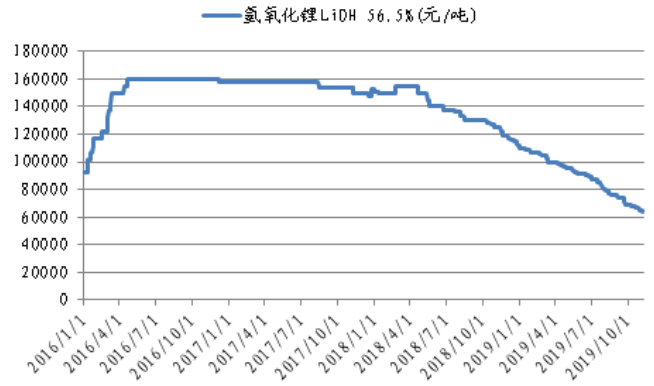
2019年以来，电池级碳酸锂和氢氧化锂价格总体持续承压，至19年11月11日，二者价格分别为5.90万元/吨和6.40万元/吨，分别较19年初下降25.32%和42.60%，价格下降主要逻辑为上游矿石价格下降、需求不及预期及产能释放。结合行业需求和供需格局，预计2020年电池级碳酸锂和氢氧化锂价格总体较稳定，且大幅上涨概率较低。

图 18: 2016-19 年碳酸锂价格曲线



资料来源：百川资讯，中原证券

图 19: 2016-19 年氢氧化锂价格曲线



资料来源：百川资讯，中原证券

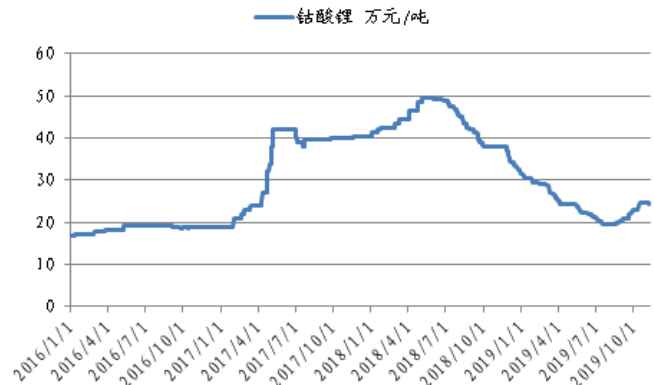
2019年以来，钴相关产品价格总体呈现先抑后仰的走势，其中相关产品价格基本在19年7月份触底，价格下降的逻辑在于需求不及预期和产能有序释放，而7月价格基本触底的逻辑在于该价格已接近部分企业成本线，同时叠加行业龙头关停部分产能。结合行业需求及产能释放进展，预计2020年钴相关产品价格总体将窄幅波动。

图 20: 2016-19 年电解钴价格曲线



资料来源：百川资讯，中原证券

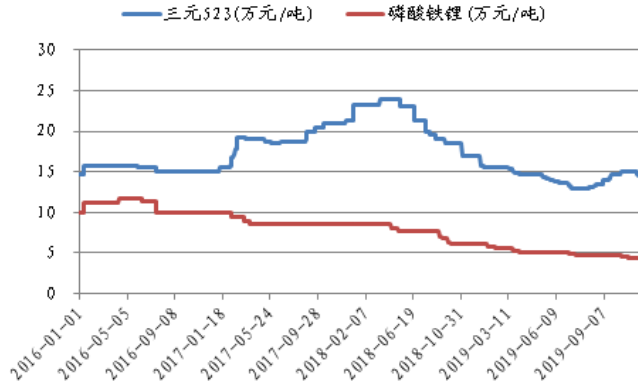
图 21: 2016-19 年钴酸锂价格曲线



资料来源：百川资讯，中原证券

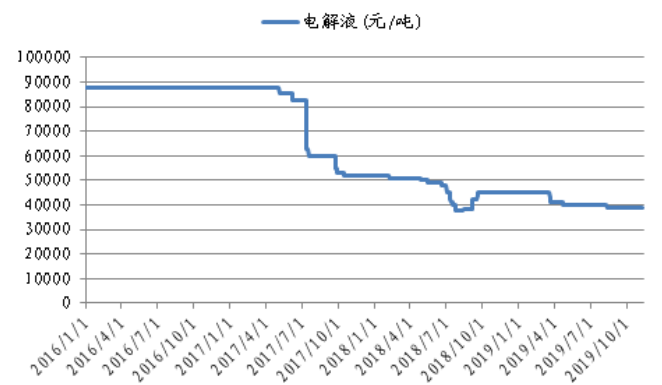
2019年以来，磷酸铁锂和电解液价格总体趋势均为下降，如截止11月11日，二者价格分别为4.40万元/吨和3.90万元/吨，分别较19年初下降27.27%和13.33%。考虑行业发展趋势及竞争格局，预计2020年二者价格仍将承压，但跌幅趋缓。

图 22: 2016-19 年三元和 LFP 价格曲线



资料来源: 中原证券, Wind

图 23: 2016-19 年电解液价格曲线



资料来源: 中原证券, 百川资讯

下表汇总了锂电产业链主要原材料价格变动及涨跌幅情况。

表 7: 锂电产业链主要材料价格及涨跌幅

材料	价格(万元/吨)		较 19 年初 涨跌幅/%	均价(万元/吨)	
	19 年初	19.11.11.		2018 年	2019 年
电池级碳酸锂	7.90	5.90	-25.32	11.08	6.35
氢氧化锂	15.30	6.40	-42.60	13.85	8.97
电解钴	35.40	28.25	-20.20	54.24	27.48
钴酸锂	29.60	24.20	-18.24	42.91	24.16
硫酸钴	6.55	5.35	-18.32	11.05	5.20
三元前驱体	9.75	9.85	1.03	12.63	8.96
三元 523	15.50	14.50	-6.45	20.86	14.36
磷酸铁锂	6.05	4.40	-27.27	20.86	14.36
六氟磷酸锂	11.15	9.50	-14.80	12.53	10.94
电解液	4.50	3.90	-13.33	4.66	4.11

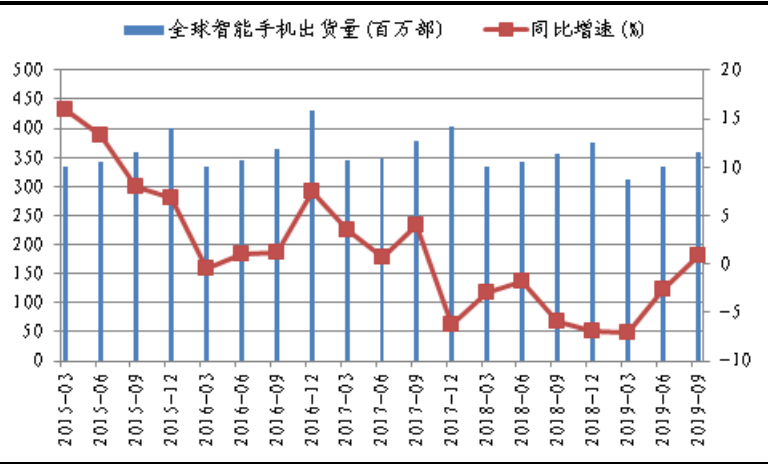
注: 均价为该材料高频数据年度均值, 不代表该材料的实际均价

资料来源: 中原证券, Wind, 百川资讯

3.3. 全球智能手机基本触底, 我国智能手机份额逆势增长

2007 年第四季度以来, 全球智能手机连续 7 个季度下跌; 2019 年 1-9 月, 全球智能手机出货量 10.02 亿部, 同比下降 2.64%, 但第三季度出货量 3.58 亿台, 同比略增 0.98%。结合行业景气度及 2020 年 5G 手机出货将放量, 预计 2020 年全球智能手机将恢复个位数增长。

图 24: 2015-19 年全球智能手机单季出货量及增速



资料来源: 中原证券, IDC, Wind

值得注意的是, 2018 年以来, 我国智能手机品牌市场份额总体逆势增长, 代表企业包括华为、小米、Vivo 等。2019 年 1-9 月, 华为手机全球出货量 1.84 亿台, 同比增长 26.74%, 增速远高于三星 1.67% 的增速, 而苹果同比下降 16.81%; 华为对应全球市场份额为 18.40%, 较 18 年 1-9 月提升了 4.26 个百分点, 预计该趋势仍将延续。

表 8: 全球智能手机前三强出货概况

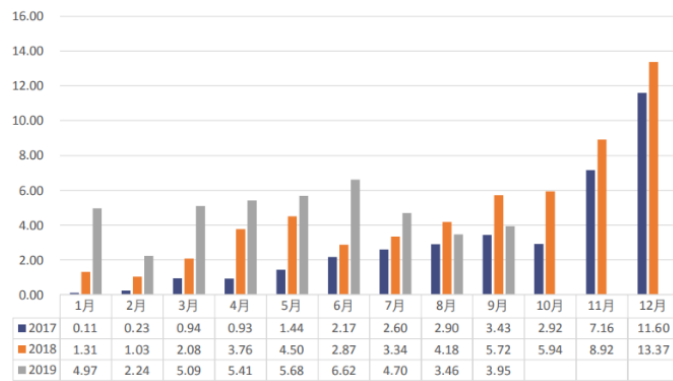
手机品牌	出货量(百万部)及增速			市场份额(%)		
	19AQ1-3	18AQ1-3	同比增速(%)	19AQ1-3	18AQ1-3	同比(个 pt)
三星	225.6	221.9	1.67	22.51	21.55	0.95
华为	184.4	145.5	26.74	18.40	14.13	4.26
Apple	116.8	140.4	-16.81	11.65	13.64	-1.98
合计	1002.3	1029.5	-2.64	100.00	100.00	

资料来源: 中原证券

3.4. 动力电池装机持续增长且龙头值得关注

2019 年 1-9 月, 我国动力电池装车量共计 42.25GWh, 同比增长 46.39%, 增速高于同期新能源汽车 22.12% 的销售增速, 原因是为提升新能源汽车续航举例, 新能源汽车单车电池装机量总体略有提升, 且预计该趋势仍将延续。

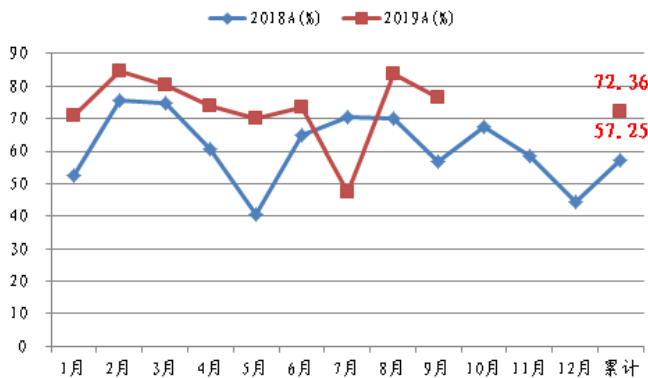
图 25: 2017-19 年我国新能源汽车电池月度装机总量 (GWh)



资料来源: 中汽协, 盖世汽车, 中原证券

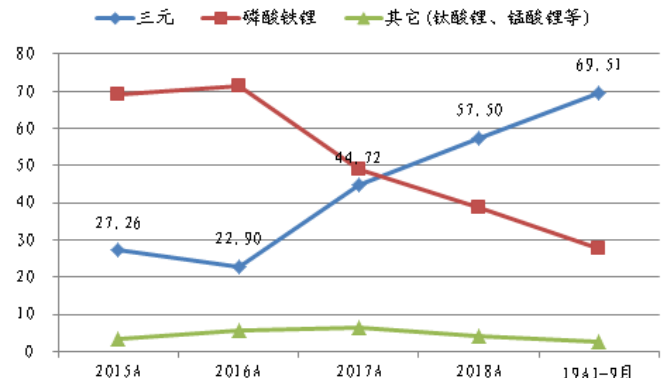
细分统计显示: 2019 年 1-9 月, 乘用车是装机合计占比 72.36%, 预计未来主要增量将源自乘用车; 技术体系而言, 三元电池装机占比 69.51%, 预计 2020 年仍将维持在 70% 左右。

图 26: 2018-19 年乘用车装机占比



资料来源: 中原证券, 中汽协

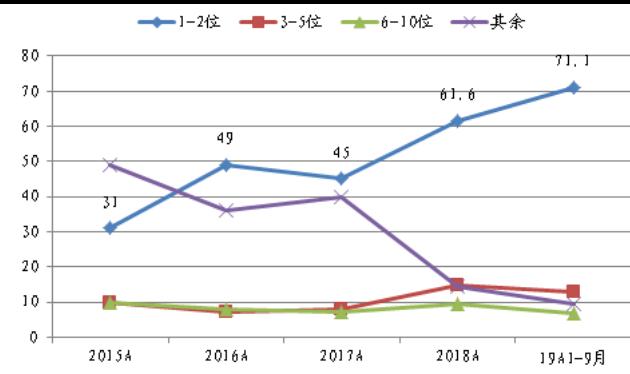
图 27: 2015-19 年三元材料和 LFP 装机占比



资料来源: 中原证券, 中汽协

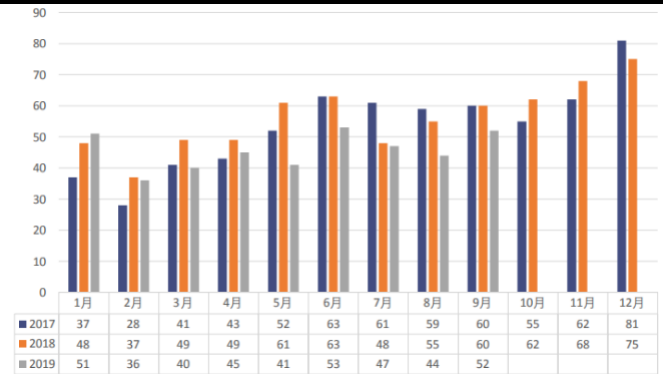
前十名动力电池企业装机占比和动力电池企业配套数均显示: 我国动力电池细分领域行业集中度进一步提升, 如 19 年 1-9 月前 2 名装机占比为 71.1%, 较 18 年提升 9.5 个百分点; 配套企业数总体也呈现下滑趋势。考虑规模效应等因素, 动力电池企业配套集中度将持续提升, 且将逐步传导至上游材料企业。

图 28: 2015-19 年我国动力电池企业装机占比 (%)



资料来源: 中原证券, 中汽协

图 29: 2017-19 年我国配套动力电池企业数 (家)



资料来源: 中原证券, 中汽协

3.5. 2020 年板块业绩将稳增长

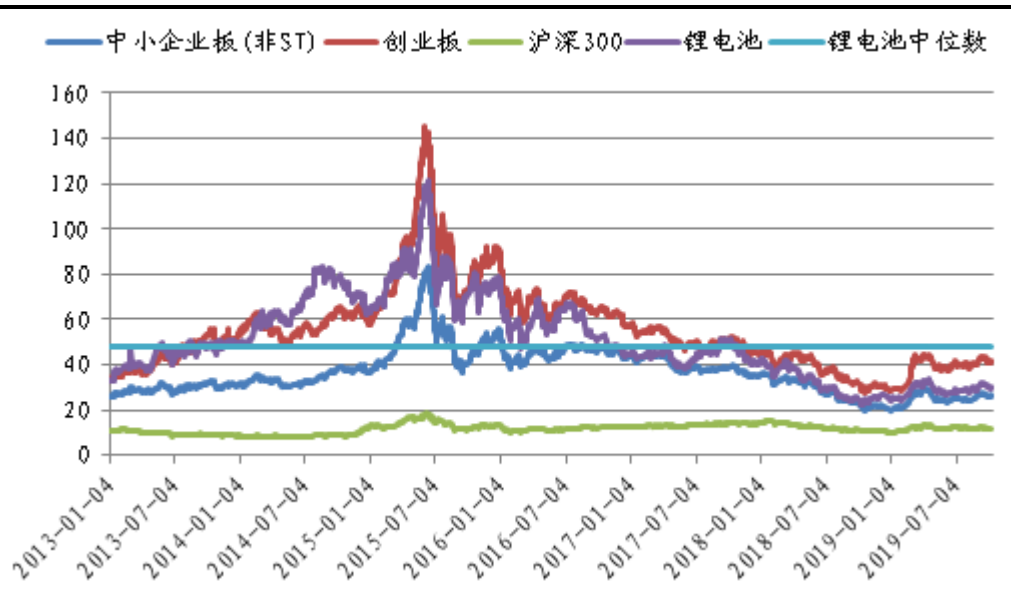
结合上述分析，预计 2020 年板块业绩将持续稳步增长，主要逻辑包括：一是上游部分原材料价格虽然总体仍承压，但跌幅较 18 年将显著放缓；二是全球智能手机出货量将恢复增长，且我国智能手机份额有望持续提升；三是我国新能源汽车销售仍将增长，带动动力电池出货量增长，且动力电池出货增速高于新能源汽车销售增速；四是特斯拉、大众汽车在我国新能源工厂将有序投产，将带动产业链协同发展。综上，预计 2020 年锂电池板块业绩将稳步增长，同时结合行业发展趋势，细分领域龙头将显著受益。

4. 投资评级及主线

4.1. 维持行业“同步大市”投资评级

2013 年以来，锂电池板块估值总体与创业板相当，且估值总体自 15 年 6 月以来总体持续下移。2017 年，锂电池和创业板估值均值分别为 44.39 倍和 50.46 倍；18 年均值为 31.16 和 37.31 倍；19 年以来的均值为 28.91 和 38.91 倍。截止 19 年 11 月 12 日，锂电池和创业板估值分别为 29.65 倍和 39.15 倍，目前锂电池板块估值显著低于 13 年以来 47.53 倍的行业中位数水平。基于新能源汽车行业发展前景、锂电池板块业绩增长及估值水平，维持行业“同步大市”投资评级。

图 30: 锂电池板块 PE (TTM) 对比



资料来源: Wind, 中原证券

4.2. 投资主线及重点标的

综上分析，2020 年建议围绕如下投资主线布局：一是 2020 年欧洲新能源汽车将启动，对应动力电池和上游材料配套企业将受益；二是特斯拉上海超级工厂投产，其配套电池工厂有序推进中，持续关注相关配套企业及认证进展；三是 2020 年全球智能手机将恢复增长，且我国

智能品牌手机份额有望持续提升，相关标的将受益；四是碳酸锂、氢氧化锂等产品价格 2019 年内总体将基本触底，但行业需求将稳步增长，关注细分领域龙头；五是动力电池行业集中度持续提升，将带动上游材料行业集中度提升，细分领域行业龙头将长期受益。

结合行业投资评级、投资主线和公司成长性，建议关注宁德时代(300750)、亿纬锂能(300014)、德赛电池(000049)、新宙邦(300037)、当升科技(300073)、恩捷股份(002812)、天齐锂业(002466)、赣锋锂业(002460)等。

表 9: 新能源汽车产业链重点标的估值

公司简称	总股本/亿股	流通股/亿股	股价(元, 11.12)	EPS (元)			每股净资产(2019A Q1-3)	PE(倍)			PB(2019A Q1-3)	投资评级
				18A	19E	2020E		18A	19E	2020E		
宁德时代	22.08	12.03	74.45	1.64	2.04	2.49	16.73	45.36	36.53	29.92	4.45	增持
新宙邦	3.79	2.49	27.56	0.86	0.97	1.21	8.03	32.05	28.49	22.73	3.43	增持
当升科技	4.37	4.30	20.60	0.75	0.82	1.12	7.92	27.30	25.27	18.32	2.60	增持
恩捷股份	8.05	5.55	35.72	1.21	1.06	1.40	5.35	29.52	33.82	25.45	6.68	增持
赣锋锂业	12.93	8.01	23.39	1.07	0.51	0.77	6.12	21.86	46.24	30.46	3.82	增持
天齐锂业	11.42	11.39	27.62	1.93	0.58	1.11	8.90	14.31	47.56	24.97	3.10	增持
德赛电池	2.07	2.05	36.26	1.96	2.24	2.68	9.94	18.54	16.17	13.53	3.65	增持
亿纬锂能	9.69	8.19	38.08	0.67	1.50	1.87	7.42	56.84	25.38	20.38	5.13	增持

注：2019-2020 年 EPS 为 wind 一致预期值

资料来源：中原证券，Wind

5. 风险提示

- 1) 国内外宏观经济下滑超预期;
- 2) 新能源汽车销售不及预期;
- 3) 行业政策执行力度不及预期;
- 4) 行业竞争加剧;
- 5) 细分领域价格大幅波动。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。