

深蹲起跳，迎接高质量发展

——电新行业 2020 年投资策略报告（上）

强于大市（维持）

日期：2019 年 12 月 12 日

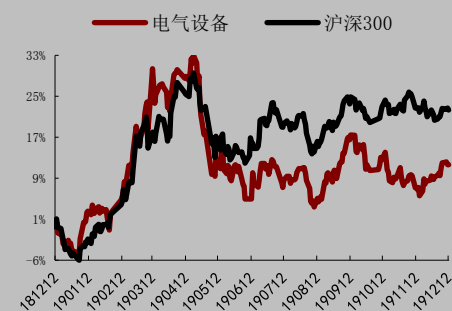
投资要点：

- **新能源汽车：国内深蹲起跳，海外 50% 增长。**补贴大幅退坡下，预计 19 年新能源汽车销量 118 万辆，国产 Model 3 量产有望带来 15 万增量，合资车企推出多款新车型，B 端明年向好，C 端结构性改善，新能源汽车有望迎来深蹲起跳，预计 20 年销量 160 万辆，25 年销量 678 万辆，19-25 年复合增长率 34% 左右。德国电动车补贴增长 50%，欧洲减排压力，大众 MEB 平台推出，ID3 车型量产，欧洲将是明年新能源汽车最大的增量市场，预计同比增长 50%。
- **动力电池：技术进步在路上，龙头恒强。**CTP 技术以及八系电池大规模应用将降低电池行业成本和提高电池包能量密度，Model 3 纳入工信部补贴目录，国内外电池商将面临直接竞争，松下 145Wh/kg、LG 化学 153Wh/kg，与国内技术水平相当。国内市场宁德时代一家独大优势逐渐扩大，明年预计国内市占率超过 55%，海外工厂将在 21 年贡献业绩。推荐动力电池超级龙头宁德时代（300750）。
- **四大材料与结构件：各大环节龙头有强者恒强倾向。**材料环节有望充分受益全球电动化进程，建议关注切入海外供应链的国内电池材料龙头。建议关注人造石墨、湿法隔膜、三元高镍、电解液、结构件龙头。推荐高端负极龙头璞泰来（603659）和比克应收款影响逐渐消退，受益海外供应链的三元正极龙头当升科技（300073）。
- **锂盐：2020 年价格有望反转。**需求端：19-25 年电动车销量 34% 复合增长，对锂盐需求维持高位。供给端：锂矿关停、减产和推迟扩产的消息不绝于耳，如 Alita Resources 破产，美国雅宝 12.5 万碳酸锂产能延迟扩产，Wodgina 矿关停，Nemaska 宣布停产 Whabouchi 矿，银河资源减产等一系列事件表明锂盐和锂矿产能正在逐渐出清，整个行业供需格局边际改善，锂盐价格有望在 2020 年迎来底部反转。
- **钴盐：2020 年价格迎来反转。**供给端：嘉能可提前关停穆坦达矿（Mutanda），并计划 20-21 年度检修，减少钴供给 2.7 万吨/年，新增产能主要集中在欧亚资源 RTR 项目、中色集团的迪兹瓦项目和 Chemaf 的 Mutoshi 项目，分别规划钴产能为 1.4 万吨、0.8 万吨和 1.6 万吨。需求端：动力电池 2025 年需求约 440GWh，8 系明年或许不会大规模使用，钴盐需求将维持在较高水平，钴盐价格有望在 2020 年迎来底部反转。
- **风险提示：**能源汽车产业政策变化风险，市场竞争加剧风险；新产能和新技术开发风险；动力电池价格下跌超预期；材料价格下降超预期，锂钴价格波动等。

盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	20E	评级
宁德时代	1.64	2.09	2.81	买入
璞泰来	1.37	1.54	1.93	增持
当升科技	0.75	0.99	1.30	增持

电气设备行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 12 月 12 日

相关研究

分析师：王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：江维

电话：01056508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

目录

1、新能源汽车市场.....	4
1.1 国内市场回顾：补贴断崖式退坡导致下半年销量不佳.....	4
1.1.1 补贴大幅退坡，.....	4
1.1.2 21-23 年双积分政策趋严，真正实现长期托底.....	5
1.1.3 政策支持两区公共领域新能源汽车替代.....	6
1.2 国内市场展望：深蹲起跳，2020 年将是高质量发展元年.....	6
1.2.1 国产特斯拉量产，鲶鱼效应促进国内电动高端车型供应链日臻完善.....	6
1.2.2 合资车新车型不断推出，销量有望迎来大幅增长.....	7
1.2.3 B 端需求恢复，增加 20 万辆的增量.....	9
1.2.4 C 端需求结构性好转，向中高端车型转变.....	9
随着高端车型不断推向市场，以蔚来、小鹏、威马为代表的互联网车企业不断推出新的热点车型如 ES8、S6，G3，EX5 等车型改进版，这些新能源汽车外形酷炫，内部布置较多传感器，车内娱乐系统丰富，可远程监控车内的电池、空调等设备状态，有的还具备自动泊车功能，智能化管控系统强大，吸引相当一部分消费者购买，C 端需求已经结构性好转。低端车型面临退出市场的窘境，小型电动品牌知豆已破产，北汽 EC 系列的 A 级以下车型逐渐退出历史舞台，我们认为随着国产 Model3 的集中交付，消费者的偏好会转向中高端车型。.....	9
2 海外市场：政策超预期，欧洲电动化元年新车型大量推出.....	9
2.2.1 海外新能源汽车消费量回顾.....	9
2.2.2 德国补贴政策提升 50%，驱动明年装机量大增.....	10
2.2.3 众多新车型推出，支撑未来销量高增长.....	11
3、动力电池：强者恒强，降本增效一直在路上.....	12
3.1 动力电池装机回顾.....	12
3.2 北汽率先携手 CATL 率先推出 CTP 电池包，能量密度有望进一步提升.....	13
3.3 预计动力电池装机量 19 年到 25 年复合增长率 34%.....	14
4、中游材料：海外扩张是看点，关注相关产业链龙头.....	14
4.1 负极：格局稳定，自行石墨化降本.....	14
4.2 正极：坚定看好三元，八系替代明后年.....	15
4.2.1 集中度缓慢提升，八系高镍已批量使用.....	15
4.2.2 不仅要关注市占率，同时也要关注应收账款回收情况.....	16
4.3 隔膜：恩捷股份一家独大，收购苏州捷力成功份额或超过 50%.....	17
4.4 电解液：格局基本稳定，海外供应链值得关注.....	17
4.5 结构件：科达利一枝独秀，充分受益下游的发展.....	18
5.上游锂钴盐：海外限产，价格靠近底部区域.....	18
5.1 锂盐：供需边际改善，2020 年或迎来底部反转.....	18
5.2 钴盐：嘉能可关停 2.7 万吨钴矿，未来供需改善.....	19
6、投资建议：.....	20
6.1 宁德时代 (300750)：国内市占率大幅提升，海外积极开拓前景可期.....	20
6.2 璞泰来 (603659)：高端负极龙头，深度绑定 CATL 和 ATL.....	21
6.3 当升科技 (300073)：正极产能加速投放，海外供应链核心标的.....	22
7、风险提示：.....	22
图表 1：2019 年纯电动乘用车补贴政策对比（万元/倍）.....	4

图表 2: 2019 年纯电动乘用车补贴政策对比 (万元/倍)	4
图表 3: 国内新能源汽车销量回顾	5
图表 4: 21-23 年双积分对新能源乘用车销量长期托底	5
图表 5: 重点区域新能源出租车增量测算	6
图表 6: 首台国产特斯拉下线	7
图表 7: 近两年新能源乘用车主要车企销量 (辆)	7
图表 8: 2019 年 1-10 月乘用车产量 TOP10 车型 (辆)	7
图表 9: 19 年合资车新车型 (不完全统计)	8
图表 10: 2019-2025 年新能源汽车产量预测	9
图表 11: 全球新能源乘用车销量回顾	10
图表 12: 2019 前 9 月全球新能源乘用车分区域销售占比	10
图表 13: 海外电动车新车型 (不完全统计)	11
图表 14: 法国等其他欧洲车企电动车型 (不完全统计)	12
图表 15: 动力电池竞争格局集中化趋势愈加明显	13
图表 16: 动力电池价格来到 1 元附近 (元/Wh)	13
图表 17: 全球首款 CTP 电池包	13
图表 18: 2019-2025 年动力电池需求量预测 (未考虑替换装机)	14
图表 19: 2018 年负极材料格局	15
图表 20: 2019 年前三季度负极材料各出货份额 (吨)	15
图表 21: 三元正极竞争格局	16
图表 22: 三元正极占比呈现增长的企业名单	16
图表 23: 比克电池装机量 (GWh)	16
图表 24: 隔膜格局情况	17
图表 25: 电解液格局情况 (吨)	17
图表 26: 近一年锂盐价格走势 (万元/吨)	19
图表 27: 近一年钴盐价格走势 (万元/吨)	19

1、新能源汽车市场

1.1 国内市场回顾：补贴断崖式退坡导致下半年销量不佳

1.1.1 补贴大幅退坡，

2019年3月26日，《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》发布，不考虑地补的情况下乘用车和客车补贴退坡50%以上，考虑地补后，退坡幅度75%左右。

图表1：2019年纯电动乘用车补贴政策对比（万元/倍）

考核参数	2018年补贴政策		2019年补贴政策		变动
	分档标准	补贴金额/系数	分档标准	补贴金额/系数	
续航里程 (KM)	$150 \leq R < 200$	1.5	-	-	-
	$200 \leq R < 250$	2.4	-	-	-
	$250 \leq R < 300$	3.4	$250 \leq R < 400$	1.8	-47%
	$300 \leq R < 400$	4.5	-	-	-60%
	$R \geq 400$	5.0	$R \geq 400$	2.5	-50%
技术要求- 能量密度 (Wh/kg)	$E < 105$	0.0	-	-	-
	$105 \leq E < 120$	0.6	-	-	-
	$120 \leq E < 140$	1.0	$125 \leq E < 140$	0.8	-20%
	$140 \leq E < 160$	1.1	$140 \leq E < 160$	0.9	-18%
	$E \geq 160$	1.2	$E \geq 160$	1.0	-17%
百公里电耗优于 政策的比例	$0\% \leq Q < 5\%$	0.5	$10\% \leq Q < 20\%$	0.8	-
	$5\% \leq Q < 25\%$	1.0	$20\% \leq Q < 35\%$	1.0	-
	$Q \geq 25\%$	1.1	$Q \geq 35\%$	1.1	-

资料来源：工信部，万联证券研究所

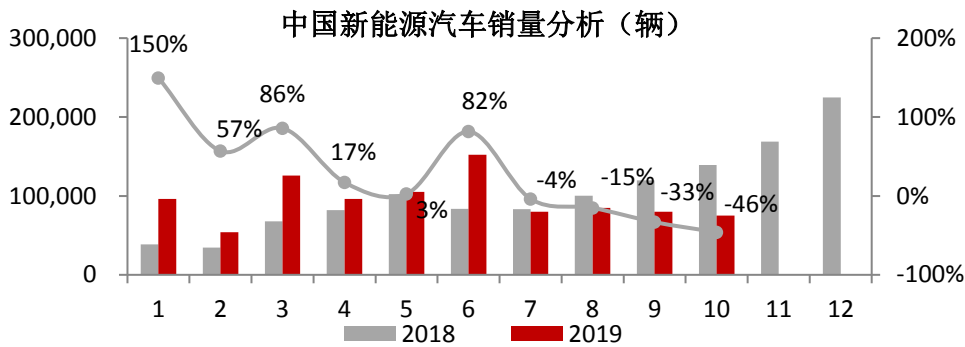
图表2：2019年纯电动乘用车补贴政策对比（万元/倍）

考核参数	2018年补贴政策		2019年补贴政策		变动
	分档标准	补贴金额/系数	分档标准	补贴金额/系数	
度电补贴	1200		500		-58%
补贴上限- 按车长 (M)	$6 < L \leq 8m$	5.5	$6 < L \leq 8m$	2.5	-55%
	$8 < L \leq 10m$	12.0	$8 < L \leq 10m$	5.5	-54%
	$L > 10m$	18.0	$L > 10m$	9.0	-50%
技术要求- 能量密度 (Wh/kg)	$E \leq 115$	0.0	$E \leq 115$	0.0	-
	$115 < E \leq 135$	1.0	$115 < E \leq 135$	0.0	-
	$E > 135$	1.1	$E > 135$	1.0	-
Ekg 要求	$Ekg > 0.21$	0.0	$Ekg > 0.19$	0.8	-
	$0.15 < Ekg \leq 0.21$	1.0	$0.15 < Ekg \leq 0.17$	0.9	-
	$Ekg \leq 0.15$	1.1	$Ekg \leq 0.15$	1.0	-

资料来源：工信部，万联证券研究所

国六切换导致国五燃油车大力促销，新能源汽车销售承压。“国六”排放标准于7月1日起在全国十五个省市施行，燃油车由国V向国VI切换的背景下大力促销，新能源汽车原本购置成本就高于燃油车，燃油车降价后对其影响巨大。上半年4月份和5月份连续承压，其中4月份销量环比下滑至9.7万辆。下半年随着退坡开始执行，连续4个月同比负增长，7-10月份分别同比下降4%、15%、33%、46%，跌幅逐渐扩大。

图表3：国内新能源汽车销量回顾



资料来源：中汽协，万联证券研究所

1.1.2 21-23年双积分政策趋严，真正实现长期托底

减萝卜增大棒，行业长期向上。如果说补贴是胡萝卜的话，那么大棒就是双积分政策，补贴大幅减少，双积分政策逐年严苛。按照规定，新能源积分比例19、20年分别达到10%和12%，今年7月份21-23年双积分方案征求意见稿落地，在补贴退坡正式期后立马推出，也体现了政策制定者对市场的呵护。总体而言是越来越严，一方面表现为新能源积分比例21、22、23年分别达到14%、16%、18%，另一方面单车积分分数降低，导致为了积累同样的新能源积分分数需要生产数量更多的新能源车，对应测得2021-2023年双积分所需电动乘用车托底产量为119万、130万、141万辆，渗透率到达8%/10.0%/11%。

7月9日工信部发布了双积分修正案（征求意见稿），对2021-2023年作出指引，未来或形成行业新一轮“供给侧改革”。征求意见稿建立了企业传统能源乘用车节能水平与新能源汽车正积分结转的关联关系，同时设置低油耗乘用车核算新能源汽车积分达标值时仅按一定权重计算，将引导车企主动降低传统能源乘用车燃料消耗水平。

图表4：21-23年双积分对新能源乘用车销量长期托底

年度	乘用车销量 (万辆)	积分比例	积分数 (万分)	新能源乘用车销量 (万辆)	备注
2019	2200	0.10	220	56	达标销量
2020	2150	0.12	258	66	达标销量
2021	2200	0.14	308	119	达标销量
2022	2300	0.16	368	130	达标销量
2023	2400	0.18	432	141	达标销量

资料来源：工信部，万联证券研究所

1.1.3 政策支持两区公共领域新能源汽车替代

公共领域新能源汽车替代政策护航，保证行业平稳过渡。4月11日，发改委发布《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费促进循环经济发展实施方案（2019-2020）》，提出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%。根据我们测算重点区域19/20年新能源出租车增量为15.3/30.7万辆，新能源公交车增量为6.9/11.5万辆。

12月3日，工信部等部门发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》（征求意见稿），提出2025年新能源汽车新车销量占比达到25%，比10月份内部意见稿提高5个百分点。意见稿中除了大气污染防治重点区域外，国家生态文明试验区新增或更新用车全部使用新能源汽车，范围扩大后，带来更多增量。

图表5：重点区域新能源出租车增量测算

	序号	地区	2017	当前渗透率	19年渗透率	20年渗透率	19年增量	20年增量
重点区域	1	北京	68,484	20%	40%	80%	13,697	27,394
	2	天津	31,940	20%	40%	80%	6,388	12,776
	3	河北	53,871	20%	40%	80%	10,774	21,548
	4	山西	30,492	20%	40%	80%	6,098	12,197
	5	辽宁	82,067	20%	40%	80%	16,413	32,827
	6	上海	46,397	20%	40%	80%	9,279	18,559
	7	江苏	53,465	20%	40%	80%	10,693	21,386
	8	浙江	38,435	20%	40%	80%	7,687	15,374
	9	福建	21,466	20%	40%	80%	4,293	8,586
	10	山东	61,678	20%	40%	80%	12,336	24,671
	11	湖北	36,748	20%	40%	80%	7,350	14,699
	12	湖南	25,768	20%	40%	80%	5,154	10,307
	13	广东	66,777	20%	40%	80%	13,355	26,711
	14	重庆	21,871	20%	40%	80%	4,374	8,748
	15	四川	32,611	20%	40%	80%	6,522	13,044
	16	陕西	25,468	20%	40%	80%	5,094	10,187
	17	甘肃	23,737	20%	40%	80%	4,747	9,495
	18	宁夏	12,765	20%	40%	80%	2,553	5,106
	19	新疆	33,406	20%	40%	80%	6,681	13,362
	合计		767,446				153,489	306,978

资料来源：地方政府网站，万联证券研究所

1.2 国内市场展望：深蹲起跳，2020年将是高质量发展元年

1.2.1 国产特斯拉量产，鲶鱼效应促进国内电动高端车型供应链日臻完善

10月24日，首台国产特斯拉Model 3下线，随后量产进程超预期，预计满产后达到3000辆每周，全年预计15万辆。我们认为特斯拉给国内中高端电动车企带来的影响不亚于苹果手机对国内手机产业链的影响，极大提升整个中国高端汽车零部件国产化水平，促进整个电动车行业制造水平高质量发展。从消费端来看，将极大提高消费者对纯电动汽车的接受程度及中国消费者观念的改变，引领消费升级。

图表6：首台国产特斯拉下线



资料来源：GGII，万联证券研究所

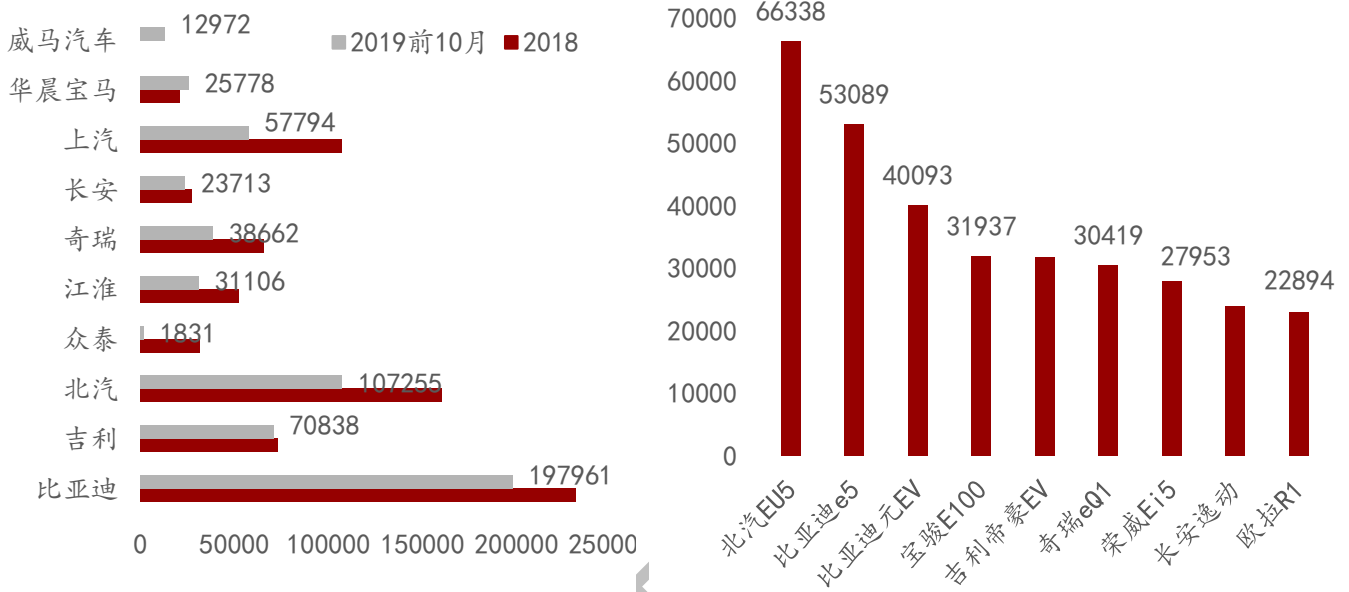
LG动力电池产业链将受益国产特斯拉放量。12月6日工信部发布19年第11批补贴目录，特斯拉也进入补贴目录，享受补贴2.25万元每辆的补贴，能量密度分别为145Wh/kg和153Wh/kg，工况法下续航里程分别为445km和455km，分别对应松下和LG化学的电池。进入补贴目录，意味着国内市场对外资品牌彻底开放，我们认为鲶鱼效应对国内市场带来的机遇大于挑战，尤其是LG动力电池产业链的国内电池材料供应商将直接受益。

1.2.2 合资车新车型不断推出，销量有望迎来大幅增长

在全球电动化的大背景下，合资车企早些年持谨慎观望态度，乘用车产量排名前10均为国产电动车型。在特斯拉以及国内互联网新兴造车势力的冲击下，合资厂于19年开始发力，不完全统计，将陆续推出20多款电动车型，此举叠加国产Model 3放量，将一改国内电动车企独大的格局，为20年销量提升带来支撑。

图表7：近两年新能源乘用车主要车企销量（辆）

图表8：2019年1-10月乘用车产量TOP10车型（辆）



资料来源: 中汽协, 万联证券研究所

资料来源: 中汽协, 万联证券研究所

从11月广州车展上也可看出端倪, 共计有182辆新能源汽车展出, 同比增长20%, 其中新车82款, 占比45%, 18年包含电车和油车全球首发新车共计48款, 车型数量较去年大幅增长。

图表9: 19年合资车新车型 (不完全统计)

车企	近期上市车型	平台	上市时间	续航里程(km)	带电量(kWh)	产地
东风启辰	D60 EV		2019年9月	NEDC:481	58	中国
	E30	CMF-A	2019年10月	NEDC:270	26.8	中国
	T60 EV		2019年11月	NEDC:442	60.7	中国
广汽丰田	iA5	GEP	2019年9月	NEDC:510	58.8	中国
腾势(比亚迪/戴姆勒)	腾势X EV	比亚迪e平台	2019年11月	NEDC:520	82.8	中国
	腾势X PHV	比亚迪e平台	2019年11月	NEDC:100	20	中国
上汽大众	e-朗逸	MQB	2019年夏季	NEDC:278	38.1	中国
	e-宝来	MQB	2019年10月	NEDC:270	37.2	中国
北京奔驰	EQC 400	MRA	2019年夏	NEDC:445-471,415	80/79.2	中、德
一汽大众奥迪	Q2L e-tron	MLB	2019年11月	NEDC:265	38	中国
宝马	IX3	CLAR	2020年	WLTP"400	70	中国
东风标致	508 Hybrid		2019年6月	NEDC:50	11.9	中国
	E-2008	CMP	2020年初	NEDC:430	50	中、西班牙
东风雷诺	E诺	CMF-A	2019年9月	NEDC:270	26.8	中国
上汽通用雪佛兰	畅巡EV		2020年上半年	NEDC:410	52.5	中国
江铃福特	领界EV		2019年8月	NEDC:360	49.14	中国
广汽本田	X-NV		2019年11月	NEDC:401	53.6	中国
北京现代	领动PHEV		2019年8月	NEDC:85	12.95	中国
东风悦达起亚	K3 EV		2020年3月	NEDC:490	56.5	中国

东风悦达起亚 K3 PHEV

2019年9月

NEDC:80

12.9

中国

资料来源: markline, 万联证券研究所

1.2.3 B端需求恢复, 增加20万辆的增量

保险数据显示网约车上半年销量已经达到去年全年水平, 从经济效益的角度来看, 电车购车成本比燃油车高, 但是运营成本要低很多。根据《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》, 目标百公里耗电量12度, 且可以采用居民用电计价, 对比同级别燃油车, 按照百公里油耗7升、油价7元每升, 电价按0.5元/度测算, 不考虑购置成本和折旧, 电车运营成本不到油车的1/8。当然, 电动车存在初始购置成本高、折旧低、现阶段充电桩不及加油站方便, 消费者接受度有待提高等问题。但我们认为这个随着技术进步和规模效应, 价格会逐渐下降至可与燃油车竞争的水平, 基础设施也在逐渐完善。我们预计B端需求将恢复, 明年将增加20万辆的增量。

1.2.4 C端需求结构性好转, 向中高端车型转变

随着高端车型不断推向市场, 以蔚来、小鹏、威马为代表的互联网车企业不断推出新的热点车型如ES8、S6, G3, EX5等车型改进版, 这些新能源汽车外形酷炫, 内部布置较多传感器, 车内娱乐系统丰富, 可远程监控车内的电池、空调等设备状态, 有的还具备自动泊车功能, 智能化管控系统强大, 吸引相当一部分消费者购买, C端需求已经结构性好转。低端车型面临退出市场的窘境, 小型电动品牌知豆已破产, 北汽EC系列的A级以下车型逐渐退出历史舞台, 我们认为随着国产Model 3的集中交付, 消费者的偏好会转向中高端车型。

1.2.5 19-25年新能源汽车复合增长率34%, 长期可期

综合以上因素, 预计19、20、21年新能源汽车产量118、160、213万辆, 长期来看, 由于19年的低基数, 19-25年复合增长率34%, 25年新能源汽车产量679万辆。

图表10: 2019-2025年新能源汽车产量预测

项目	车型分类	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EV 产量/ 万辆	乘用车	45.1	75.2	87.1	121.9	164.6	222.2	299.9	404.9	546.7
	客车	8.9	9.2	6.5	6.8	7.1	7.5	7.9	8.2	8.7
	专用车	15.4	11.3	5.8	6.6	7.6	8.7	10.1	11.6	13.3
PHEV 产量 /万辆	乘用车	10.2	25.6	18.4	24.2	32.7	44.2	59.7	80.5	108.7
	客车	1.6	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
车总产量		81.2	121.9	118.0	160.0	212.5	283.0	378.0	505.8	677.8
总产量 YOY		57%	50%	-3%	36%	33%	33%	34%	34%	34%

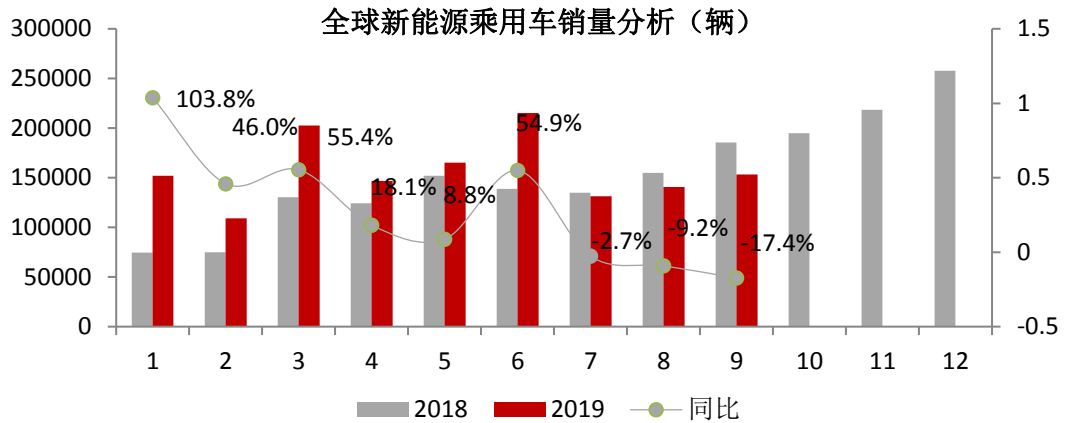
资料来源: GGII, 万联证券研究所

2 海外市场: 政策超预期, 欧洲电动化元年新车型大量推出

2.2.1 海外新能源汽车消费量回顾

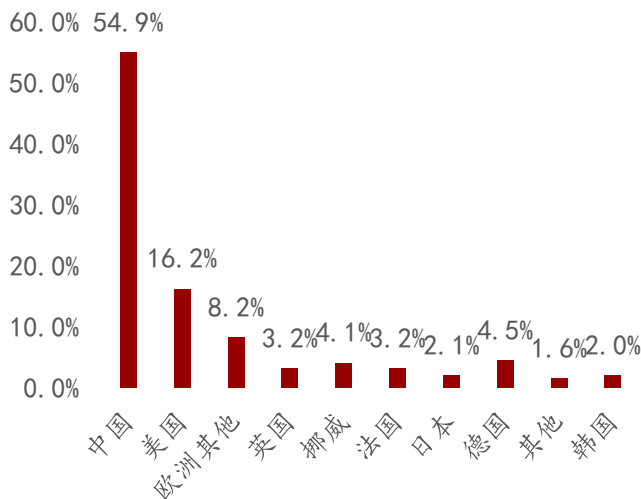
全球新能源乘用车方面，1-9月全球销量达到142.6万辆，其中中国销量达到77.8万辆，占比54.9%，排第一；海外销量63.8万辆，占比45.1%，分区域来看，美国占比16.2%，德国占比4.5%，分别位列第二和第三。

图表11：全球新能源乘用车销量回顾



资料来源：GGII，万联证券研究所

图表12：2019前9月全球新能源乘用车分区域销售占比



资料来源：GGII，万联证券研究所

2.2.2 德国补贴政策提升50%，驱动明年装机量大增

欧洲或是2020年新能源汽车增量最大市场。21年后，欧洲的排放标准将更加严格，全部新车平均碳排放量需低于95g/km，超出碳排放标准的车辆将收到95欧元/g的罚款。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%。按照传统燃油车动力系统降油耗的速度基本难以实现，欧洲大力发展电动汽车是唯一选择。德国政府宣布2020年起至2025年，将电动汽车补贴额度提升50%，即从4千欧元/

辆提高到6千欧元/辆，并投入35亿欧元扩建5万个电动汽车公共充电桩，使得德国能够在2030年拥有700万-1000万辆电动汽车。德国政府的一系列举动将极大刺激欧洲市场发展电动车热情。

2.2.3 众多新车型推出，支撑未来销量高增长

政策出台的同时，欧洲传统车企积极配合转型电动化，推出一系列电动平台和低中高端车型，其中以大众纯电动平台MEB和基于该平台的ID.3关注度最高。2019年是欧系传统车企新车型“间歇期”，当期推出的高端车型 EQC、e-tron定位高端难上量，且EQC量产进度低预期，截至Q3末累计销量仅几百辆。2020年大众、宝马、奔驰、沃尔沃均将推出多款定位中端或经济型新车型，其余拟上市B级以下EV新车型包括宝马Mini Electric、iX3、奔驰 EQA、沃尔沃 Polestar 2 及标致 e-2008 等，大众子品牌西雅特及斯柯达A00/A级 EV补贴前售价已低至2万欧元。

众多新电动车型的推出叠加补贴政策提高，我们预计20年欧洲新能源车同增50%，成为明年最大的增量市场。

图表13：海外电动车新车型（不完全统计）

车企	近期上市车型	平台	上市时间	续航里程(km)	带电量(kWh)	产地
大众	e-朗逸	MQB	2019年夏季	NEDC:278	38.1	中国
	途观L PHEV/GTE	MQB	2018年10月	52	12.1	中国
	Mii Electric		2020年初	WLTP:260	36.8	斯洛伐克
	ID.3	MEB	2020中期	WLTC:330/420/550	45/58/77	德国
	e-宝来	MQB	2019年10月	NEDC:270	37.2	中国
	TAYCAN	PPE	2019年底	WLTP:407-463	79.2/93.4	德国
	I.D.Crozz II	MEB	2020年上市	NEDC:500	83	
奥迪	A8L 60 TFSI e quattro		2019年秋季	WLTP:46	14.1	德国
	Q5 55 TFSI e		2019年夏季	WLTP:45	14.1	墨西哥
	A7 Sportback 55 TFSI e quattro		2019年9月	WLTP:45-52	14.1	德国
	A6 55 TFSI e quattro		2019年11月	WLTP:55	14.1	德国
	e-tron		2019年11月	NEDC:470	71/95	比利时
	Q2L e-tron	MLB	2019年11月	NEDC:265	38	中国
	e-tron sportback		2020年春季	WLTP:347/446	71/95	比利时
戴姆勒	Q4 e-tron		2020年底	WLTP:450	82	匈牙利
	c300e/c300de		2019年夏季	NEDC:57	13.5	德国
	A250e		2019年秋季	NEDC:77/76	15.6	德国
	B250e	MFA	2019年秋季	NEDC:77	15.6	德国
	GLE 350de 4MATIC		2019年底	NEDC:106	31.2	美国
宝马	EQC 400	MRA	2019年夏	NEDC:445-471,415	80/79.2	中国、德国
	Concept EQA	MEA	2019年	NEDC:400	60	
	X5 XDRIVE45E		2019年8月	WLTP:89-97	21.58	美国
	330E		2019年7月	WLTP:51-59	12	德国

X3 XDRIVE30E		2020春	WLTP:46-41	12.0/10.8	美国
IX3	CLAR	2020年	WLTP:400	70	中国
MINI COOPER SE		2020年3月	WLTP:235-270	32.6	英国

资料来源: markline, 万联证券研究所

图表14: 法国等其他欧洲车企电动车型 (不完全统计)

车企	近期上市车型	平台	上市时间	续航里程(KM)	带电量(kWh)	产地
PSA	GRANDLAND X HYBRID4	PSA EMP2	2020年初	WLTP:50	13.2	法国
	CORSA-E		2019年秋	WLTP:330	50	西班牙
标致	508 HYBRID		2019年6月	NEDC:50	11.9	法国
	3008 HYBRID4		2019年二季度	NEDC:60	13.2	法国
	508L PHEV		2019年	NEDC:50	11.8	中国
	E-2008	CMP	2020年初	NEDC:430	50	西班牙, 中国
	E-208	CMP	2019年秋	NEDC:450	50	斯洛伐克
	雪铁龙	DS7 CROSSBACK E-TENSE 4X4	EMP2	2019年秋	WLTP:58	13.2
雷诺	CITY K-ZE e诺	CMF-A	2019年9月	NEDC:270	26.8	中国
	ZOE		2019年秋	WLTP:390	52	法国
沃尔沃	S60 T6/T8 TWIN ENGINE	SPA	2019年初	WLTP:49/48	11.6/11.2	美国
	POLESTAR 1		2019年底	WLTP:125	34	中国
	POLESTAR 2	CMA	2020年初	500	78	中国
	XC40 RECHARGE	CMA	2020年初	WLTP:400	78	比利时
斯柯达	SUPERB IV		2020年初	WLTP:56	13	捷克
	VISION E CONCEPT	MEB	2020/2021年	500		
	VISION IV	MEB	2020年	500	83	
	CITIGOE IV		2020年	WLTP:260	32.2	斯洛伐克

资料来源: markline, 万联证券研究所

3、动力电池: 强者恒强, 降本增效一直在路上

3.1 动力电池装机回顾

宁德时代一家独大, 市场正在加速出清。宁德时代动力电池市占率从17、18年的29.0%、37.5%, 提升至19Q3的50.9%, 且最近连续4个月市场占有率超过50%。10月21日, 宁德时代位于德国图林根州的工厂正式动工, 宝马向宁德时代2020年到2031年的动力电池采购金额由40亿欧元提高至73亿欧元, 同比增加82.5%。比亚迪这两年基本维持在20%左右的市场占有率, 与宁德时代差距在拉大。第二梯队的情况不容乐观, 除了国轩可以维持其市场份额外, 孚能科技、力神、比克、亿纬锂能市场份额相较18年底分别下降2.2、1.3、1.6、0.9pcts, 由于他们本身市场占有率在4.0-2.6%的水平, 相对减少55.2%、36.5%、58.3%、33.4%, 用断崖式下降来形容不为过, 特别是深圳比克, 市场份额大幅下降的同时, 由于下游主机厂众泰和华泰汽车账款拖欠, 导致其无法兑现上游材料供应商当升科技和容百科技的应付账款。但二线梯队中也存在黑马, 19年前10月中航锂电

电装机量同比增速最高，高达307%，表现突出。

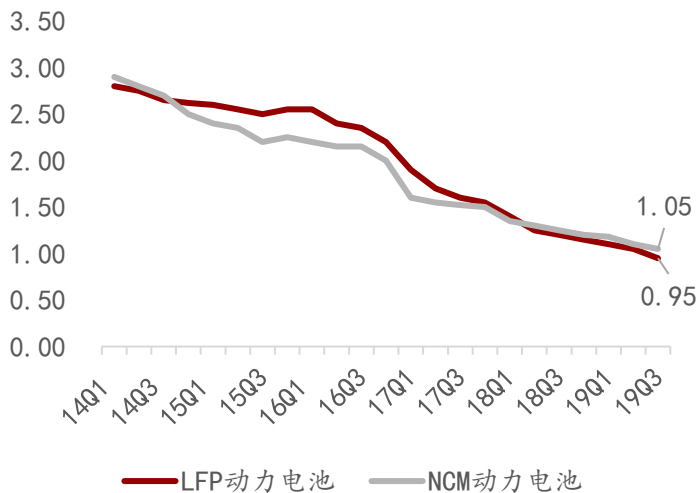
图表15：动力电池竞争格局集中化趋势愈加明显

序号	电芯企业	17年 (GWh)	占比	18年 (GWh)	占比	19Q3 (GWh)	占比
1	CATL	10.60	29.0%	24.20	37.2%	26.30	50.9%
2	比亚迪	5.70	15.5%	14.00	21.5%	10.40	20.1%
3	国轩	2.10	5.8%	3.40	5.2%	2.80	5.4%
4	孚能科技	1.00	2.7%	2.60	4.0%	0.93	1.8%
5	力神	1.10	2.9%	2.30	3.5%	1.16	2.2%
6	比克	1.60	4.5%	1.81	2.8%	0.60	1.2%
7	亿纬锂能	0.80	2.3%	1.70	2.6%	0.90	1.7%
8	其他	13.50	37.1%	15.02	23.1%	8.59	16.6%
9	合计	36.40	100.0%	65.03	100.0%	51.67	100.0%

资料来源：GGII，万联证券研究所

价格方面，未来几年动力电池价格下跌是主旋律。考虑今年燃油车销量下滑导致车企降价促销，新能源汽车销售承压，叠加补贴退坡6月25日过渡期结束以及6月21日起动力电池白名单取消，我们预计龙头电池厂降价幅度在15%左右。从毛利率的角度来看，上游锂钴矿大幅扩产，叠加很多非材料领域的投资商如房地产开发商进入正极前驱体等环节，产能过剩导致的价格战和恶性竞争，相关材料价格也存在大幅下跌的压力，动力电池企业可将部分压力转移给材料厂。

图表16：动力电池价格来到1元附近（元/Wh）



资料来源：GGII，万联证券研究所

图表17：全球首款CTP电池包



资料来源：sina，万联证券研究所

3.2 北汽率先携手CATL率先推出CTP电池包，能量密度有望进一步提升

9月26日下午，由北汽新能源与宁德时代携手打造的全球首款CTP电池包（Cell to Pack，无模组动力电池包）在中国蓝谷正式发布。在成本上，CTP电池包体积利用率提高了15%-20%，零部件数量减少40%，生产效率提升了50%，投入应用后将大幅降低

动力电池的制造成本。在能量密度上，传统的电池包能量密度平均为140-150Wh/kg，而CTP电池包能量密度可达到200Wh/kg以上。考虑到工信部第11批推广目录，特斯拉电池的Model 3的两款电池密度分别为145Wh/kg和153Wh/kg，分别对应松下和LG化学两家供应商。从能量密度上，国产CTP电池包已超过海外电池龙头。

CTP技术省去电池模组过程，直接由电芯集成电池包，能大量减少使用冗余部件。宁德时代注重电池模组拆卸的方便性，比亚迪更关心单体电池如何更多装载，空间利用率等问题。不止宁德时代和比亚迪，特斯拉、蜂巢能源也先后开发CTP技术，可以预见未来CTP技术会成为提高电池包能量密度的重要技术途径，渗透率逐渐提高。

3.3 预计动力电池装机量19年到25年复合增长率34%

补贴退坡后，7-10月产销下跌幅度超预期，前10月新能源汽车销量94.9万辆，2019年1-10月，动力电池装车量累计46.2GWh，同比增长52.4%。考虑2020年补贴继续退坡导致的边际影响大幅减弱，预计最后2个月销量翘尾因素大打折扣，预计全年销量118万辆，对应装机电量60.7GWh，同比增长8.6%。今年一个显著变化是前10月纯电动乘用车单车带电量提升至47.1kWh，同比增加23.7%，纯电动专用车单车带电量提升至87.9kWh，同比增长62.6%。但由于专用车销售量大幅下滑，单车电量的提升对总的装机量提升有限。

图表18：2019-2025年动力电池需求量预测（未考虑替换装机）

项目	车型分类	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EV 平均电量 /kWh	乘用车	30.8	38.1	47.1	51.8	57.0	62.7	65.8	69.1	72.6
	客车	153.7	187.2	185.3	185.3	185.3	185.3	185.3	185.3	185.3
	专用车	54.5	54.1	87.9	87.9	87.9	87.9	87.9	87.9	87.9
PHEV 平均电量/kWh	乘用车	14.9	13.9	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5
	客车	42.0	44.4	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
EV 电池用量 /GWh	乘用车	13.9	28.6	41.0	63.2	93.8	139.3	197.4	279.9	396.7
	客车	13.6	17.3	12.0	12.6	13.2	13.9	14.6	15.3	16.0
	专用车	8.4	6.1	5.1	5.8	6.7	7.7	8.8	10.2	6.0
PHEV 电池用量/GWh	乘用车	1.5	3.5	2.5	3.3	4.4	5.9	8.0	10.8	14.6
	客车	0.7	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
动力电池新增装机/GWh		38.1	55.9	60.7	85.0	118.3	167.0	229.1	316.4	439.3
新增装机同比		36%	46%	9%	40%	39%	41%	37%	38%	39%
存量替换装机		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：GGII，万联证券研究所

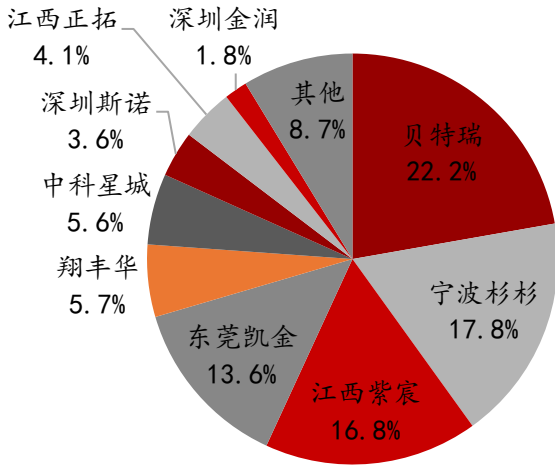
4、中游材料：海外扩张是看点，关注相关产业链龙头

4.1 负极：格局稳定，自行石墨化降本

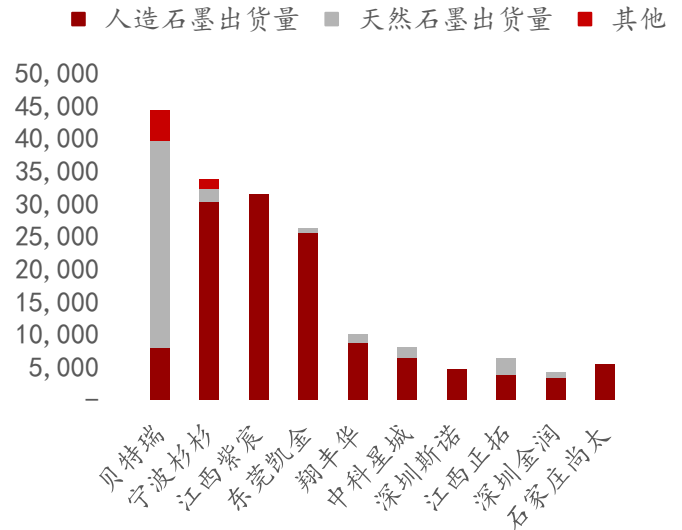
负极三大五小格局依旧比较稳定，人造石墨比例进一步加大。2019年前三季度负极材料总出货量为18.5万吨，同增40%，接近18年全年出货量19.3万吨，其中人造石墨13.3万吨，占比72.1%，天然石墨4.4万吨，占比23.8%，其他0.76万吨，占比4.1%，与2018

年相比，人造石墨比重进一步加大。负极三大五小格局依旧比较稳定。

图表19：2018年负极材料格局



图表20：2019年前三季度负极材料各出货份额（吨）



资料来源：GGII，万联证券研究所

资料来源：GGII，万联证券研究所

负极材料向上游拓展，成本优势愈加明显。由于人造石墨有一定的技术门槛，导致产品在性能与价格上差异较大。锂电池负极材料行业中，直接材料与加工费占成本比重较大，其中加工费超过总成本的50%，直接材料占比也在25%-30%。以璞泰来为例，璞泰来负极材料定位于中高端，通常高端产品对石墨化具有较高的要求，需要加一些催化剂或者进行特殊的高温石墨化，这些都会增加石墨化的成本。从璞泰来年报中，负极成本中加工费用占比最高，而加工费主要体现在石墨化环节。

石墨化占负极成本比重较大，自行石墨化可以显著降低成本，目前龙头企业纷纷展开自行石墨化的降本路线。江西紫宸作为璞泰来的子公司是最早进行石墨化环节收购的厂商之一，并于2017年收购主营石墨化的公司山东兴丰，目前其内蒙兴丰自建石墨化项目已于2019年6月投产，预计公司将来可能会1:1地配比负极和石墨化的产能，届时紫宸的成本将进一步下降，其行业优势越发明显。目前璞泰来已与ATL、宁德时代、三星SDI、LG化学、珠海光宇、中航锂电、天津力神、比亚迪等行业知名企业建立了密切合作关系。

4.2 正极：坚定看好三元，八系替代明后年

4.2.1 集中度缓慢提升，八系高镍已批量使用

高镍三元是大势所趋，三元未来将保持较高速增长。正极材料环节由于具有来料加工属性，毛利率随锂钴盐价格波动敏感度不是很明显。相较铁锂，三元具备更高的能量密度，目前NCM811/石墨体系已经量产，能量密度相较NCM523、NCM622得到较大程度的提升。未来NCM811/SiC体系将拥有更高的能量密度，与此同时，我们在年度策略报告中统计表明超过80%乘用车采用三元电池，乘用车贡献了新能源汽车最大的增量，因此我们更看好三元特别是高镍三元的长期发展前景。

图表21：三元正极竞争格局

企业	17 出货量 /吨	17 占比	企业	18 出货/量吨	18 占比	企业	19Q3 出货量/吨	19Q3 占比
容百锂电	10,900	12.5%	长远锂科	14,150	10.3%	容百锂电	18,000	12.8%
长远锂科	9,300	10.7%	容百锂电	14,000	10.2%	长远锂科	17,500	12.4%
湖南杉杉	8,100	9.3%	当升科技	13,600	9.9%	振华新材料	16,000	11.4%
当升科技	7,500	8.6%	振华新材料	12,000	8.8%	厦门钨业	14,300	10.2%
振华新材料	7,000	8.0%	湖南杉杉	10,700	7.8%	当升科技	10,100	7.2%
CR3		32.5%			30.5%			36.6%
CR5		49.1%			47.1%			53.9%

资料来源：GGII，万联证券研究所

从三元正极格局来看，17/18/19Q3，CR3 分别为 32.5%/30.5%/36.6%，CR5 分别为 49.1%/47.1%/53.9%，集中度缓慢提升，特别是前三名的市场份额在逐渐扩大。与此同时，我们统计了近3年占比逐渐提升的企业，包括厦门钨业、长远锂科、天津巴莫、振华新材料等，这些企业不仅绝对量是增长的，市场份额也是整体向上的，进一步分析这四家企业的共同点，发现他们都是宁德时代的供应商。因此，能够进入大厂的供应体系是正极材料厂的关键竞争因素之一。

图表22：三元正极占比呈现增长的企业名单

企业	17 年出货量及占比/吨		18 年出货量及占比/吨		19 年 Q3 出货量及占比/吨	
厦门钨业	6,000	6.9%	10,200	7.5%	14,300	10.2%
长远锂科	9,300	10.7%	14,150	10.3%	17,500	12.4%
天津巴莫	2,700	3.1%	6,700	4.9%	8,800	6.2%
振华新材料	7,000	8.0%	12,000	8.8%	16,000	11.4%

资料来源：GGII，万联证券研究所

4.2.2 不仅要关注市占率，同时也要关注应收账款回收情况

应付账款未能及时支付，正极材料相关个股波动显著。11 月，容百科技和当升科技由于比克的应收账款未能及时支付导致相关股票发生异常波动，而比克是因为其客户众泰汽车和华泰汽车应付款未能及时支付，进而引起的一系列连锁反应，此事引起监管和市场的高度关注，成为新能源汽车和动力电池行业产能加速出清的标志性事件。

企业月度装机量剧烈变化，或可为二级市场提前规避风险提供参考。复盘来看，最近比克电池出现对上游材料厂商账款无法兑付的情况，而从月度装机数量来看，进入7月份，比克电池市占率断崖式下降，或许已有端倪，如何从规避风险的角度看，此产业前置数据或许可以为二级市场相关产业链标的规避风险提供参考。

图表 23：比克电池装机量 (GWh)

比克电池装机量 (GWh)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
装机量	0.12	0.05	0.09	0.04	0.07	0.12	0.02	0.01	0.01	0.02
市占率	2.5%	2.2%	1.7%	0.8%	1.2%	1.8%	0.5%	0.4%	0.2%	0.6%

资料来源: GGII, 万联证券研究所

4.3 隔膜: 恩捷股份一家独大, 收购苏州捷力成功份额或超过50%

18年干法隔膜出货量为7.06亿平方米; 湿法隔膜出货量13.06亿平方米, 湿法占比64.9%; 19年Q3干法隔膜出货量5.01亿平方米, 湿法隔膜出货量13.71亿平方米, 湿法占比73.3%, 显著提升。从市场格局来看, 干法隔膜龙头星源材质18年和19Q3市占率均保持第一, 19年前三季度CR3较18年提高5.2pct; 湿法隔膜龙头上海恩捷18年和19Q3均保持第一, 19年前三季度CR3较18年提高10.8pct, CR5较18年提高13.7pct, 市场集中度提高显著。一方面湿法占比越来越高, 另一方面, 排名第一的上海恩捷正在收购排名第二的苏州捷力, 最终收购成功, 上海恩捷的市场占有率将继续提高, 超过50%的市场占有率。

图表24: 隔膜格局情况

18年干法格局		19年Q3干法格局		18年湿法格局		19年Q3湿法格局	
星源材质	22.5%	星源材质	30.0%	上海恩捷	36.4%	上海恩捷	42.7%
中兴新材	16.3%	中兴新材	15.6%	苏州捷力	11.5%	苏州捷力	13.0%
惠强能源	12.8%	沧州明珠	11.2%	长园中锂	7.7%	中材中锂	10.6%
沧州明珠	12.4%	惠强能源	11.0%	河北金力	6.9%	星源材质	8.4%
中科科技	8.8%	中科科技	8.2%	沧州明珠	4.9%	河北金力	6.9%
CR3	51.6%	CR3	56.8%	CR3	55.5%	CR3	66.3%
CR5	72.8%	CR5	76.0%	CR5	67.3%	CR5	81.6%

资料来源: GGII, 万联证券研究所

4.4 电解液: 格局基本稳定, 海外供应链值得关注

格局基本稳定, 排名前四无变化。18年电解液出货量为14.15万吨, 排名前五的为天赐材料、新宙邦、国泰华荣、杉杉电解液和天津金牛, CR3为55.3%, CR5为69.0%; 19Q1-3电解液出货量为13.5万吨, 排名前五的为天赐材料、新宙邦、国泰华荣、杉杉电解液和珠海赛纬, CR3为55.1%, CR5为71.1%, 与18年相比, 排名前四的顺序没有变化。值得一提的是, 珠海赛纬赣州基地预计12月份进行试车, 产能规划48000吨/年, 投产后或许对格局有所影响。

图表25: 电解液格局情况 (吨)

序号	公司	18年	占比	公司	19Q1-3	占比
1	广州天赐材料	35700	25.2%	广州天赐材料	35000	26.0%
2	深圳新宙邦	24500	17.3%	深圳新宙邦	23800	17.7%
3	江苏国泰华荣	18000	12.7%	江苏国泰华荣	15500	11.5%
4	杉杉电解液	13000	9.2%	杉杉电解液	13700	10.2%
5	天津金牛	6500	4.6%	珠海赛纬	7800	5.8%
6	CR3		55.3%	CR3		55.1%
7	CR5		69.0%	CR5		71.1%

资料来源: GGII, 万联证券研究所

4.5 结构件：科达利一枝独秀，充分受益下游的发展

格局稳定，充分受益下游的发展。科达利从事新能源汽车结构件、电池结构件和汽车零部件领域的模具设计与产品制造，其始终坚持定位高端市场，采取重点领域的大客户战略，市场份额不断提升，奠定了其在国内动力电池结构件领域的龙头地位。目前，公司已在惠州、江苏、上海、福建、陕西、大连等锂电池行业重点区域均形成了生产基地的布局，可以有效辐射周边下游客户。科达利其所涉及工艺看似简单，其实更多的对是细节的处理，以及与下游客户联合开发契合度，客户粘性较大，目前在行业中没有可以与之相媲美的。

作为被市场忽略标的，科达利与国内外主流动力电池企业均深度合作。当前其客户涵盖宁德时代、松下、比亚迪、LG化学、三星SDI、亿纬锂能、力神电池、中航锂电等国内外一、二线主流动力电池企业。且公司市场份额遥遥领先，产能陆续释放，客户优质，未来空间广阔。根据调研情况，科达利的成长模式可以总结为“抱紧龙头，绑定头部”。作为国内锂电池结构件龙头企业，科达利绑定几大优质客户，实现公司的持续快速发展。而其之所以可以与大客户保持比较好的合作关系的原因主要在于优良技术、优质产品、优惠价格以及优势上量速度。

科达利半年报显示，公司今年上半年订单同比去年显著增长，主要是因为今年上半年补贴退坡过渡期间，动力电池抢装大幅拉动销量以及公司前期投建的产能开始释放。2019年前三季度公司实现营业收入共计17亿元，同比增长26.34%；归属于上市公司股东的净利润1.47亿元，同比增长234.74%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.37亿元，同比增长384.58%。

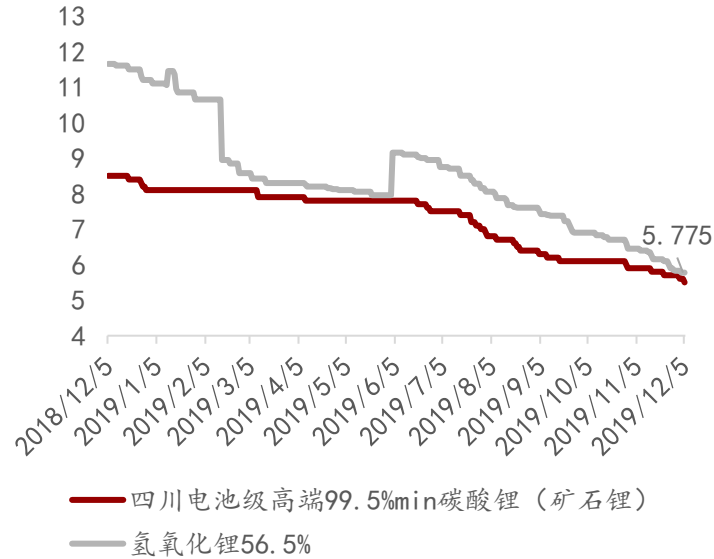
5. 上游锂钴盐：海外限产，价格靠近底部区域

5.1 锂盐：供需边际改善，2020年或迎来底部反转

截至2019年12月5日，锂价一路下跌筑底。当前，碳酸锂市场成交清淡，碳酸锂价格稳定，12月5日四川电池级高端99.5%Min碳酸锂的成交价格是5.5万元/吨，这个价格已经接近或跌破主流锂盐企业生产成本和现金成本，我们认为国内碳酸锂价格已经基本见底，2020年再次出现大幅下滑的可能性不高。**需求端：**我们判断19年后，新能源汽车销量在深蹲起跳后将在迎来5年以上34%左右复合增长，对锂盐的需求将持续

维持较高的水平。**供给端**：最近不停爆出锂矿关停、减产和推迟扩产的消息，如Alita Resources破产，美国雅宝宣布12.5万碳酸锂产能延迟扩产，关停Wodgina矿，Nemaska宣布停产Whabouchi矿，银河资源减产等一系列事件表明锂盐和锂矿产能在逐渐出清，整个行业供需格局边际改善，锂盐价格在2020年有望迎来底部反转机会。

图表26：近一年锂盐价格走势（万元/吨）

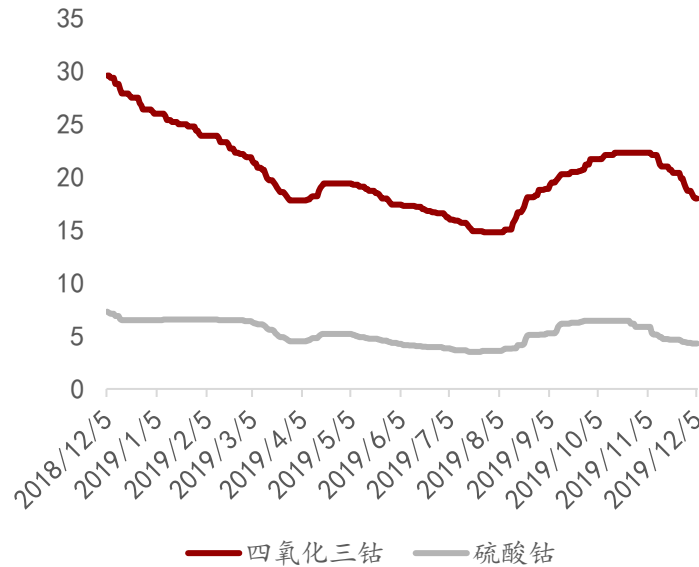


资料来源：百川资讯，万联证券研究所

5.2 钴盐：嘉能可关停2.7万吨钴矿，未来供需改善

近一年来，钴盐价格经历了过山车似变化，从年初近30万元/吨一路下跌至8月份的近15万元/吨。11月26日，由于硫酸供给不足，嘉能可提前关停其位于刚果的穆坦达矿(Mutanda)，并计划2020-2021年度检修，减少钴供给2.7万吨/年，Mutanda的暂停让全球钴供应量下滑，而新增产能主要集中在欧亚资源RTR项目、中色集团的迪兹瓦项目和Chemaf的Mutoshi项目，分别规划钴产能为1.4万吨、0.8万吨和1.6万吨。需求端：新能源汽车在19年深蹲后未来至少5年有望迎来34%的复合增长，动力电池的需求量在2025年达到约440GWh，同时考虑8系电池可能在21年开始大批量使用，因此对钴盐的需求也将维持在较高水平。叠加5G换机潮对3C电池的消耗，明年需求端将维持在较高的水平。供需边际改善的情况下，钴价有望在2020年迎来反转行情。

图表27：近一年钴盐价格走势（万元/吨）



资料来源：百川资讯，万联证券研究所

6、投资建议：

6.1 宁德时代 (300750)：国内市占率大幅提升，海外积极开拓前景可期

毛利率下滑叠加研发管理费用增加导致Q3盈利下滑：19Q1净利润为11.17亿元、Q2净利润为12.30亿元、Q3净利润为13.62亿元，同比下降7.2%。Q3业绩同比下降，公司的解释一方面部分产品售价下降，毛利率有所降低；另一方面第三季度研发投入增长、管理费用增加，费用占收入比例有所上升。

市场份额不断提升，公司营业收入稳定增长：根据GGII数据，7-9月份宁德时代装机量分别为3.12GWh、2.46GWh、2.21GWh，国内市占率分别为66.5%、67.43%、55.82%。前三季度国内总装机42.31GWh，公司21.43GWh，国内市占率达到50.64%，对比18年全年37.5%的市场占有率，提高13.1个百分点。市占率的超预期表现支撑公司业绩，公司Q3装机量7.79GWh，同比增长21.15%，实现营业收入125.92亿元，同比增长28.80%。

动力电池价格下降，但原材料也有一定幅度的下降，毛利率下降幅度有限：随着电池价格的降低，公司的动力电池毛利率会有所下降，但考虑到四大原材料也有部分的降低，因此我们认为毛利率下降幅度有限。

盈利预测与投资建议：考虑新能源汽车连续5个月同比负增长，我们调低国内总需求，但是公司19前三季度市占率提升至50.64%，我们调整公司盈利预测，预计2019-2020年营业收入423.40、594.70亿元，归母净利润分别为45.91/61.61亿元，EPS分别为2.09/2.81元/股。19/20年PE分别为43.78/32.56，考虑动力电池行业长期成长性和公司超级龙头地位，预期市场占有率继续提高，考虑到退坡后新能源汽车下降幅度高于预期，公司积极布局的欧洲市场政策超预期，给予公司2020年35倍PE，目标价98.35元，维持买入评级。

风险因素：能源汽车产业政策变化风险，市场竞争加剧风险；新产能和新技术开发风险；毛利率下降风险。

6.2 璞泰来 (603659): 高端负极龙头, 深度绑定CATL和ATL

负极材料深度绑定CATL, 共享CATL的高速成长: 公司是CATL和ATL的核心客户, 多年来一直保持密切的合作关系, CATL的高速增长以及国内市场占有率不断提升, 公司将充分受益。

毛利率逐渐提升, 资本支出加大, 经营性现金流改善显著: Q1-Q3毛利率分别26.51%、26.93%、28.41%逐季上升。公司加大资本支出, Q1-Q3投资性现金流净额分别为-4.7、-7.0、-10.6亿元, 为未来业绩提供保障。经营性现金流由Q1的-1.27亿转正至Q2的1.97亿和Q3的1.84亿。

推出限制性股票激励计划, 协调各业务板块全面发力: 公司拟授予176位核心重要岗位人员股票激励计划, 授予价格22.59元/股, 业绩考核要求2018-2022年经审计营业收入不低于27/32/39/47/56亿元, 年复合增速约20%。公司作为锂电平台型公司, 通过股权激励加强管理层目标一致性, 为各业务板块长期稳定增长奠定基础。

投资收益显著但不可持续, 隔膜板块未来协同效应更值得期待: 投资收益0.49亿元增厚业绩, 公司通过收购溧阳月泉股权, 原持有溧阳月泉股权的账面价值与公允价值之差确认为投资收益。公司在隔膜涂覆、隔膜涂覆材料以及隔膜涂覆设备的综合产业链形成协同效应。

盈利预测与投资建议: 我们预计公司19、20年净利润分别为 6.68、8.39亿元, EPS 分别为 1.54、1.93 元。当前股价对应 2019-2020 年 PE 分别为44.6倍和35.6倍。维持“增持”评级。

风险因素: 新能源汽车发展不及预期; 新能源补贴退坡和技术门槛提高, 导致下游整车厂向上游传导成本, 行业竞争加剧; 原材料价格波动风险。

6.3 当升科技 (300073): 正极产能加速投放, 海外供应链核心标的

锂电业务大幅增长, 技术领先未来可期: 下游新能源汽车市场火爆, 带动上游锂电材料持续景气, 19前三季度营收18.40亿元, 净利润2.20亿元。新的补贴政策着力强调汽车的续航能力, 高镍三元已成趋势, 公司在三元材料研制方面处于行业领先地位, 其中NCM811性能行业领先, 产能达4000吨, 同时NCA材料也已完成中试工艺定型, 已批量推向市场。

上游材料价格下降, 公司毛利逐渐上升: 公司2019年一季度、二季度、三季度毛利率分别为16.94%、18.20%、18.88%, 呈现逐渐上升趋势, 盈利能力显著改善。同时公司未雨绸缪, 与鹏欣资源签署战略合作协议, 保障未来原材料稳定供应, 锁定上游成本。我们认为公司作为锂电正极材料龙头企业, 将在上游成本走低、下游需求旺盛的大环境下率先受益。

设立常州子公司, 加速正极产能投放: 公司目前正极产能1.6万吨, 其中钴酸锂产能2000吨, NCM811产能4000吨, 剩余为其他多元材料产能。公司作为正极龙头, 产能供不应求。公司设立常州子公司, 负责推进锂电材料产业基地的建设, 解决公司产能不足问题。该项目产线按照NCM811/NCA的标准设计, 同时兼备切换生产NCM622\NCM523的能力, 首期项目建成后 will 投放5万吨正极材料产能, 项目总产能为10万吨, 预计2023年底全部投产。我们认为公司正极材料研发技术领先, 前期市场拓展效果良好, 公司设立常州子公司将有效推进正极产能建设, 加快业绩释放。

比克应收账款按照40%计提坏账准备: 公司股价已充分反应比克事件影响, 后续行业将保持健康发展, 公司受益于龙头地位将充分享受享受行业发展红利。

盈利预测与投资建议: 我们预计公司19/20年净利润分别为4.38/5.78亿元, EPS 分别为0.99/1.30元。当前股价对应 2019-2020年 PE 分别为21/16倍。维持“增持”评级。

风险因素: 新能源汽车发展不及预期; 原材料价格波动风险。

7、风险提示:

能源汽车产业政策变化风险, 市场竞争加剧风险; 新产能和新技术开发风险; 动力电池价格下跌超预期; 材料价格下降超预期, 锂钴价格波动等。

电力设备新能源行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2019年12月12日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率 最新	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E		
300750	宁德时代	1.64	2.09	2.81	16.73	91.49	50.05	43.78	32.56	4.99	买入
603659	璞泰来	1.37	1.54	1.93	7.36	68.71	36.04	44.62	35.60	8.74	增持
300073	当升科技	0.75	0.99	1.30	7.92	21.03	39.22	21.24	16.18	2.65	增持

资料来源: wind, 万联证券研究所

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。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。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。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。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场