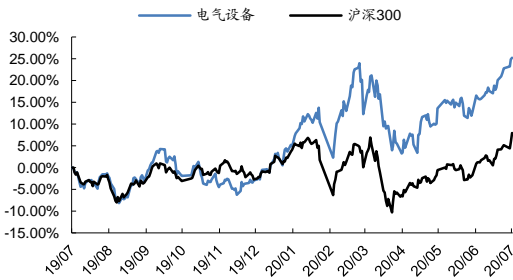


研究所
 证券分析师: 谭倩 S0350512090002
 0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
 证券分析师: 尹斌 S0350518110001
 yinb@ghzq.com.cn
 证券分析师: 傅鸿浩 S0350520030001
 fuhh01@ghzq.com.cn
 证券分析师: 张涵 S0350520040002
 0755-83026892 zhangh05@ghzq.com.cn
 联系人: 赵彬凯 S0350120030003
 zhaobk@ghzq.com.cn

电动车与光伏方兴日盛, 坚守龙头兼具成长价值

——电气设备行业中期策略报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
电气设备	11.1	21.3	28.4
沪深300	9.8	15.2	11.0

相关报告

《电气设备行业周报: 电动车全球共振拐点已至, 光伏装机需求有序恢复》——2020-06-21
 《新能源车行业点评: 产销环比改善, 迎中长期向上拐点》——2020-06-14
 《欧洲新能源车点评: 销量环比改善, 政策持续加码》——2020-06-02
 《钴行业深度报告(一): 把握供需拐点, 拥抱上行周期》——2020-05-28
 《特斯拉跟踪点评: 磷酸铁锂提升 Model 3 性价比, Model Y 产线建设超预期》——2020-05-27

投资要点:

- 产业变迁成就电动车龙头历史性发展机遇。** 1) **中长期: 龙头崛起、黄金五年。** 传统燃油车被新能源汽车替代趋势不可逆转, 投资机会趋于整车端与零部件端。整车在特斯拉的带动下进入电动化第三阶段, 国产零部件龙头企业已迅速崛起并卡位全球供应核心, 全球供应链细分龙头迎来中长期 α 投资机会。 2) **短期: 行业复苏、拐点已至。** 虽 2020H1 疫情对行业有一定扰动, 但随着国内外需求强势共振, 将迎来行业复苏, 2020Q3 将是电动车中长期向上拐点。展望 Q3/Q4, 我们判断, 国内与海外将会形成销量同比、环比数据的改善, 形成共振。预期 2020 年国内销量 130W+(Q1/Q2/Q3/Q4→11W/22~25W+/35~40W/60W)/yoy+8%; 海外逐渐转好, 预期销量 130W (美国特斯拉销量 35W, 欧洲 80W, 其他 15W) /yoy+30%, 2020Q3 是中长期向上拐点, 当下是板块龙头企业布局的比较好的时点。 3) **估值扩张、龙头溢价:** 产业链经过长期培育, 市场化竞争时代悄然已至, 龙头格局稳定将引领行业估值扩张。目前多数头部企业对应 2020 年 45~50PE/2021 年 30~35PE, 考虑龙头企业的竞争优势与溢价属性, 当下多数头部企业仍处于价值配置区间。电动车作为科技板块中的一个非常重要的分支, 其长期增长的高确定性以及高增速将是行业估值持续扩张的强驱动力, 龙头企业将存较高的溢价, 其中宁德时代最具代表性。
- 2020H2 正面因素远强于负面因素。** 1) **政策利好:** 国内外共振护航产业发展。a) 继欧盟提出绿色振兴计划、7500 亿欧元复苏法案、法国 80 亿欧元刺激计划之后, 德国拟 50 亿欧元补贴电动车, 西班牙提高 20 年电动车补贴预算增至 6500 万欧元, 欧洲政策兜底将助推海外需求。b) 国补延至 2022 年且退坡幅度小, 地方 to B 与 to C 政策不断释放。c) 中长期来看, 双积分政策将有望助力低补贴, 为未来需求奠定较好的政策基础。 2) **产品价格:** 目前上游资源钴、锂处于价格震荡摸底阶段, 四大电池材料价格也处于相对底部, 随着 2020H2 需求复苏, 产品价格有望企稳或反弹甚至反转, 将对二级市场形成利好催化。 3) **资本市场动作频频催化板块。** a) 大众参控股国轩高科与江淮汽车; b) 比亚迪半导体引入战略与产投, 估值高达

百亿；c) 软包动力电池龙头孚能科技即将登陆科创板、戴姆勒拟参股孚能科技，对板块形成利好。4) 特斯拉 battery day 将在 9 月中旬召开；5) 流动性充裕带来市场风险偏好提升。近期或有负面因素：海外疫情加剧、产销不及预期+部分龙头 Q2 业绩不甚理想（目前市场已有反应）。整体而言，电动车板块的正面因素远强于负面因素。

- **投资建议：**新能源汽车经历了高速增长-减速换挡-格局重塑不同时段，我们判断行业目前已进入相对稳健增长的成长中期阶段，经过充分竞争的细分行业的头部企业的中长期投资价值凸显，因此给予电动车行业“推荐”评级。建议布局主线：1) 全球和/或海外供应链细分龙头：宁德时代、亿纬锂能、恩捷股份、璞泰来、新宙邦、三花智控、拓普集团、科达利、赣锋锂业、当升科技等。2) 在布局全球与海外供应链龙头的同时，建议积极参与其他细分龙头：比亚迪、欣旺达、天赐材料、华友钴业、星源材质、寒锐钴业、中科电气、中材科技、特锐德、多氟多、天齐锂业、杉杉股份、嘉元科技、天奈科技等。
- **光伏经济性大幅提升驱动市场向上。**上半年海外疫情导致光伏装机和交付推迟，需求承压，各环节价格短期内出现大幅下降。组件价格下滑 15~20%。全产业链价格下滑驱动国内装机热情高涨，目前来看，今年平价项目已经达到 37.3GW，竞价项目落地超过 26GW。而在海外疫情限制逐步放开后，经济性提升将进一步推升装机的热情，近期招标也已经重启，海外可查招标已超 8GW，市场预期发生边际改善。
- **H2 装机高确定性+高增长，平价时代市场长期向好。**Q3 特高压+户用需求提前锁定下游，同时叠加平价项目，三季度市场装机具备支撑。向后看，Q4 开始，国内竞价项目装机启动，海外疫情缓解后需求有望得到释放，预计海内外共振同步带动市场进入旺季，产业链预期向好。展望 2021 年，国内平价项目具备经济性，竞价项目将继续安装，确定性较高，加上 2021 年的新项目，海外预计恢复装机增长，预计全球总装机超过 145GW，且存在因为经济性大幅提升，进一步超预期的可能性。
- **投资建议：**价格下降后我们看好需求超预期，维持光伏行业“推荐”评级，重点把握两条线：1) 龙头盈利存在超预期可能。推荐隆基股份、通威股份，关注晶澳科技、东方日升、爱旭股份；2) 把握辅材优质赛道，EVA：福斯特；玻璃：信义光能、福莱特（A/H）、亚玛顿；光伏银浆：苏州固锝、帝科股份。此外，消纳是新能源并网的重要掣肘因素，储能是重要解决手段，关注阳光电源、科士达等标的。
- **风险提示：**疫情进一步恶化；政策波动风险；下游需求低于预期；产品价格低于预期；大盘系统性风险；重点推荐公司业绩不及预期。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2020-07-01 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
002050.SZ	三花智控	21.94	0.52	0.42	0.52	33.72	51.68	42.18	未评级
002079.SZ	苏州固锝	12.85	0.13	0.00	0.00	89.36	0.00	0.00	未评级
002080.SZ	中材科技	14.9	0.82	1.00	1.15	15.08	14.92	12.92	未评级
002407.SZ	多氟多	10.69	-0.61	0.31	0.40	-21.54	35.05	26.48	未评级
002459.SZ	晶澳科技	18.23	0.93	1.13	1.42	19.6	16.13	12.84	增持
002460.SZ	赣锋锂业	54.69	0.28	0.55	0.91	125.73	98.70	60.19	未评级
002466.SZ	天齐锂业	22.06	-5.24	0.03	0.46	-7.45	814.02	48.01	未评级
002594.SZ	比亚迪	72.47	0.59	0.76	1.17	122.83	95.36	61.94	买入
002623.SZ	亚玛顿	43.99	-0.61	0.51	0.77	-36.76	86.44	57.03	未评级
002709.SZ	天赐材料	33.85	0.28	0.56	0.85	120.89	60.45	39.82	增持
002812.SZ	恩捷股份	67.58	1.06	1.36	1.8	63.75	49.69	37.54	买入
002850.SZ	科达利	73.15	1.13	1.65	2.29	64.73	44.33	31.94	买入
300001.SZ	特锐德	21.6	0.27	0.44	0.67	63.43	48.58	32.40	未评级
300014.SZ	亿纬锂能	47.35	1.57	1.95	2.66	30.16	24.28	17.8	买入
300035.SZ	中科电气	9.08	0.25	0.35	0.45	36.32	25.94	20.18	买入
300037.SZ	新宙邦	54.55	0.86	1.19	1.52	63.43	45.84	35.89	买入
300073.SZ	当升科技	33.18	-0.48	0.75	1.11	-69.13	44.24	29.89	买入
300118.SZ	东方日升	15.13	1.11	1.17	1.44	12.82	12.89	10.52	未评级
300207.SZ	欣旺达	19.17	0.48	0.56	0.81	39.94	34.23	23.67	买入
300568.SZ	星源材质	18.51	1.27	1.6	1.91	14.57	11.57	9.69	买入
300618.SZ	寒锐钴业	62.72	0.05	1.01	2.07	1,597.48	62.35	30.28	未评级
300750.SZ	宁德时代	169.4	1.98	2.27	3.25	85.56	74.63	52.12	买入
300842.SZ	帝科股份	44.79	0.94	1.10	1.51	0.00	40.72	29.66	未评级
600438.SH	通威股份	18.17	0.68	0.65	0.91	26.72	27.95	19.97	买入
600732.SH	爱旭股份	11.14	0.37	0.47	0.75	24.36	23.55	14.93	未评级
600884.SH	杉杉股份	11.91	0.43	0.54	0.65	27.7	22.06	18.32	买入
601012.SH	隆基股份	41.63	1.4	1.77	2.24	29.74	23.52	18.58	买入
601689.SH	拓普集团	27.51	0.49	0.61	0.72	56.14	45.1	38.21	增持
601865.SH	福莱特	19.12	0.37	0.47	0.69	51.68	40.68	27.71	买入
603659.SH	璞泰来	107.42	1.5	1.89	2.53	71.61	56.84	42.46	增持
603799.SH	华友钴业	40.27	0.11	0.74	1.16	366.09	54.42	34.72	买入
603806.SH	福斯特	49.97	1.83	2.19	2.61	27.31	22.82	19.15	增持
688116.SH	天奈科技	47.5	0.58	0.65	0.88	68.13	73.16	54.27	未评级
688388.SH	嘉元科技	55.83	1.43	1.84	2.28	39.04	30.34	24.49	买入

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所 (注: 未评级公司预测取自万得一致预期)

内容目录

1、 产业变迁：全球共振，电动车迎历史性机遇.....	7
1.1、 中长期：龙头崛起、黄金五年.....	7
1.2、 短期：行业复苏、拐点已至.....	13
1.3、 政策护航：国内与国外，B端与C端共振.....	15
1.4、 产品价格：底部区间，企稳或反弹或反转.....	18
1.5、 行业格局：集中度提升、龙头优势显著.....	21
1.6、 短期催化剂：积极因素强于负面因素.....	23
1.7、 新能源车投资策略.....	25
2、 光伏：产业链价格大幅下降，需求有望超预期.....	25
2.1、 海外疫情导致短期产业链价格出现大幅下降.....	25
2.2、 看好龙头盈利超预期，重视辅材优质赛道.....	26
2.3、 光伏投资策略.....	28
3、 风险提示.....	30

图表目录

图 1: 汽车产业的生命周期示意图	7
图 2: 企业的生命周期示意图	7
图 3: 特斯拉车型推出年份	7
图 4: 全球电动车销量情况 (万辆, %)	8
图 5: 国内电动车销量情况 (万辆, %)	8
图 6: 大众汽车电动汽车规划	11
图 7: 大众汽车 2019~2025 电动化率目标	11
图 8: 国内单月新能源车销量	13
图 9: 欧洲八国新能源车销量 (辆)	13
图 10: 欧洲八国新能源车销量同比 (%)	13
图 11: 历年动力电池装机数据	14
图 12: 2019 年动力电池市场份额	14
图 13: 2020 年 5 月动力电池市场份额	14
图 14: NEV 单车积分水平显著下滑, 2021 年后积分压力巨大	17
图 15: 2021 年后积分比例显著下滑	17
图 16: 电解钴现货均价 (元/吨)	18
图 17: 碳酸锂/氢氧化锂价格走势	18
图 14: 正极材料 (NCM/LFP) 价格走势 (万元/吨)	19
图 15: 人造/天然石墨价格走势	19
图 16: 电解液价格走势 (万元/吨)	20
图 17: 六氟磷酸锂价格走势 (万元/吨)	20
图 22: 湿法/干法隔膜价格走势 (元/平米)	21
图 23: 正极材料行业分散度高, 近期向头部集中	21
图 24: 天然石墨负极市场集中度	22
图 25: 人造石墨负极市场集中度	22
图 26: 电解液市场集中度	22
图 27: 隔膜市场集中度	23
图 28: 组件价格较去年底下跌 15%	25
图 29: 硅料价格较年初下跌 20%	25
图 30: 明年光伏装机存在超预期的可能性	26
图 31: 除 2018 年外, 隆基股份硅片毛利率保持比较高的水平	27
图 32: 福斯特市占率持续提升	27
图 33: 预计未来光伏玻璃将处于紧平衡状态	28
表 1: 全球新能源车销量及动力电池需求预测	9
表 2: 特斯拉全系车型概括梳理	10
表 3: 大众旗下品牌电动化车型投放规划	11
表 4: 其他在售主流电动车概览	12
表 5: 2020 年动力电池装机结构 (MWh)	14
表 6: 欧洲及部分国家新发布拟出台补贴政策	15
表 7: 新能源乘用车续航里程补贴标准	15
表 8: 纯电动乘用车补贴退坡幅度	16
表 9: CAFC 积分对油耗的要求	16
表 9: 双积分紧平衡条件下对新能源车乘用车生产的要求	18

表 11: 2020 年 H1 新能源车&锂电材料并购频频	24
表 12: 光伏近期海外部分招标情况	26

1、产业变迁：全球共振，电动车迎历史性机遇

传统燃油车被新能源汽车替代趋势不可逆转，目前电动车行业步入产业周期的成长中期阶段。在特斯拉的带动下汽车行业进入电动化第三阶段，国产零部件龙头企业已迅速崛起并卡位全球供应核心。因此，全球供应链细分龙头迎来中长期 α 投资机会，尤其是进入独角兽（如特斯拉、大众、宁德时代、LGC）供应链将迎来其发展的历史性机遇。

图 1：汽车产业的生命周期示意图

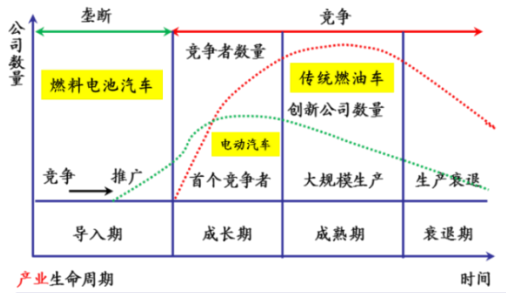
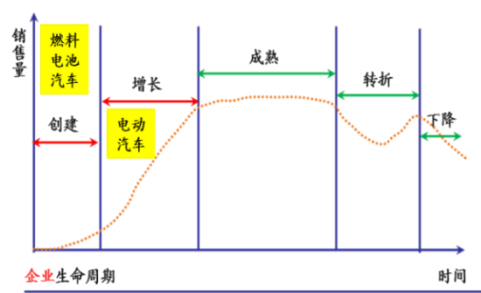


图 2：企业的生命周期示意图



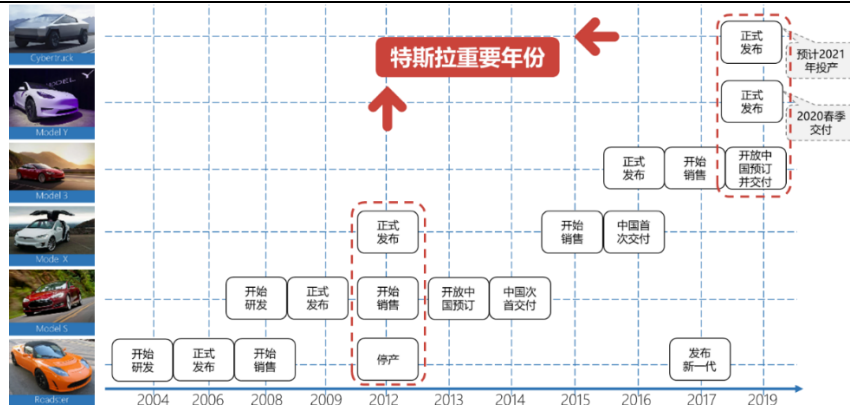
资料来源：《领袖的生命周期》，国海证券研究所

资料来源：《领袖的生命周期》，国海证券研究所

1.1、中长期：龙头崛起、黄金五年

随着电动车发展如火如荼，产业链机迎来中长期广阔的投资机会。在特斯拉的引领下，我们把汽车电动化分为三个主要阶段。①导入阶段（2012年之前）：参与者寥寥，特斯拉主导，其代表性产品为 Roadster、Model S、Model X 等，产业链实现初具规模。②成长初期（2013~2019年）：参与者与日俱增，但特斯拉仍强势进击、引领行业，其代表性产品为爆款车型 Model 3；此时国内在强补贴催化下，实现了零部件、材料、电池、设备等众多领域的进口/出口替代，培育了完善的全球核心供应链。③成长中期（2020~2025年）：在特斯拉等新势力及碳排放严苛标准的倒逼下，全球车企参与强势新品周期阶段；代表性产品：特斯拉 Model Y、Cybertruck，比亚迪汉，大众 I.D.3/4，小鹏 P7 等。全球市场化竞争将带来产业跨越式发展，产业链将呈现中长期向上发展的黄金机遇期。

图 3：特斯拉车型推出年份

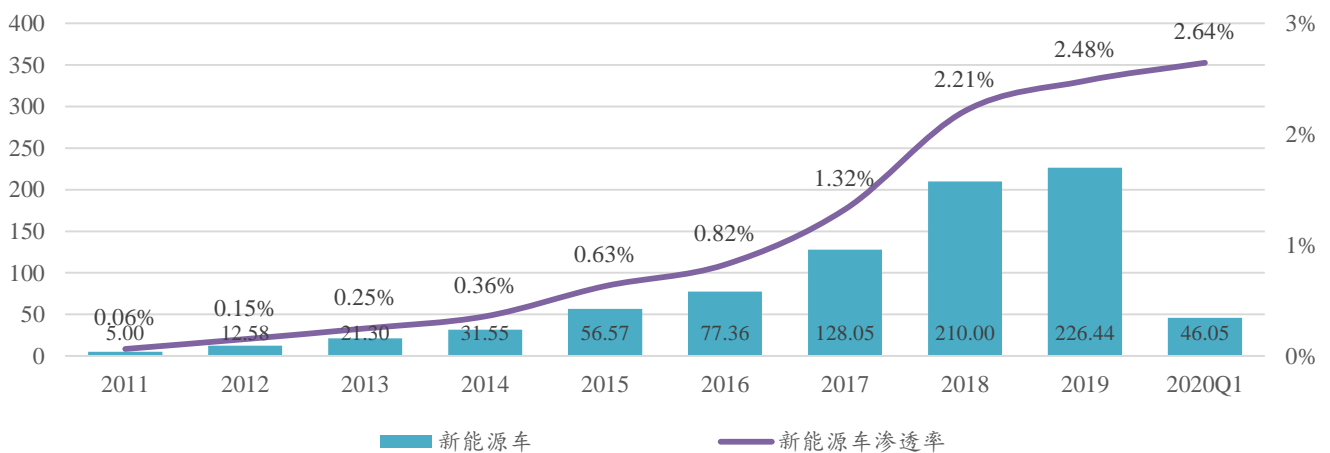


资料来源：未来智库、国海证券研究所

全球共振驱动需求增长。在新能源汽车推广的大潮下，自 2011 年以来，以特斯拉、比亚迪等为代表助推行业高速发展，动力电池市场规模趋于稳定增长。放眼未来，海外车企巨头持续加码新能源汽车。全球电动化进程正提速，随着下游电动车的快速增长，上游动力电池近年来实现快速放量，市场规模大幅增长。

从全球范围来看，新能源车销量呈现高速发展的态势，2011 年销量仅有 5 万辆，对应渗透率为 0.06%。而 2017 年与 2019 年销量分别高达 128 万辆与 226 万辆，对应渗透率分别为 1.32% 与 2.48%，实现了飞跃式发展。由于 2020 年受到新冠疫情的影响，汽车行业承压严重，但 2020Q1 电动车销量达 46.05 万辆，对应渗透率为 2.64%，逆势增长，呈现良性的发展格局。展望 2020H2，随着疫情转好，销量及渗透率将有望进一步提升。

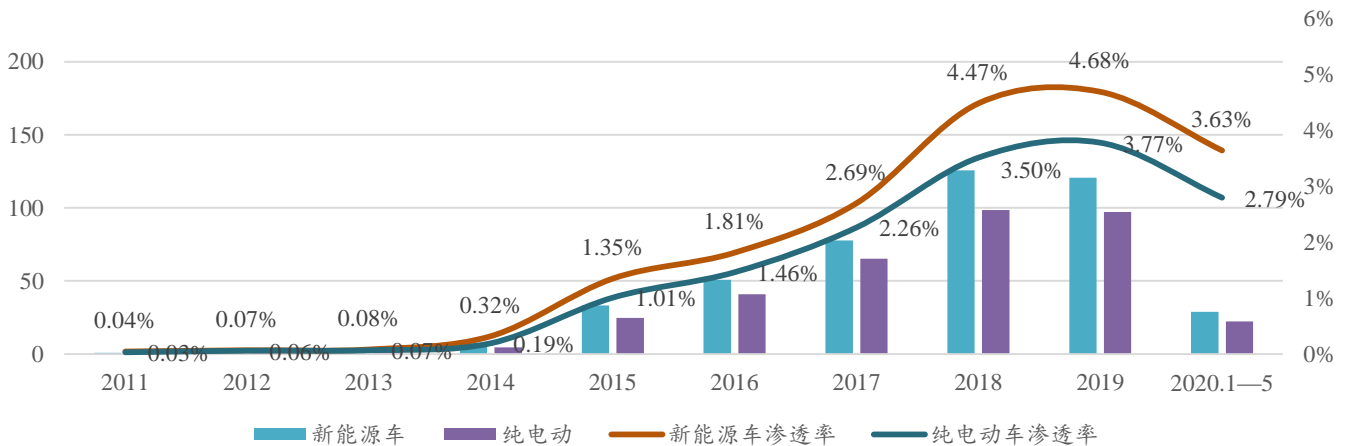
图 4: 全球电动车销量情况 (万辆, %)



资料来源: EV sales、Inside EVs、国海证券研究所

就国内而言，中国新能源车销量呈现高速发展的态势，其销量与渗透率一直处于较高水平，2017 至 2019 年销量分别高达 78、126、121 万辆，对应渗透率分别为 2.69%、4.47%、4.68%，而同期电动车销量分别为 65、98、97 万辆，对应渗透率分别为 2.26%、3.5%、3.77%。

图 5: 国内电动车销量情况 (万辆, %)



资料来源: 中汽协、国海证券研究所

需求端：新能源车长期高速增长及高确定性。未来至 2025 年全球新能源车销量 CAGR 在 35~40%，对应约 1400 万辆，其中国内和海外预计在 2025 年销量分别达到 669 万辆和 731 万辆，在目前强政策驱动下，海外市场增速略高于国内市场。

动力电池需求增速进一步高于新能源车增速。基于技术提升、终端需求（如长续航里程）以及政策等因素的推动，我们判断，至 2025 年动力电池、中游材料以及上游资源的 CAGR 将比同期的新能源车需求增速略高，下游需求驱动下，全球动力电池需求量高达 5 年 7 倍：预期 2025 年全球电动乘用车对动力电池的需求量为 918GWh，较 2019 年 113.4GWh 有 7 倍增长空间，期间 CAGR 为 52%，同时各个细分领域的龙头企业可以通过竞争优势，进一步提高其市占率，其增长会超过其行业的平均增速，相应的投资价值凸显，全球高增共振将助推产业链头部企业迎布局佳期。电动车作为科技板块中的一个非常重要的分支，其长期增长的高确定性以及高增速将是行业估值持续扩张的强驱动力，龙头企业将存较高的溢价属性，其中宁德时代最具代表性。

表 1：全球新能源车销量及动力电池需求预测

		2017	2018	2019	2020Q1	2020E	2021E	2023E	2025E
全球	汽车(万辆)	9680	9506	9130	1742	8200	8516	8532	9000
	新能源车(万辆)	128	210	226	46	248	350	500	1400
	新能源车渗透率(%)	1.32%	2.21%	2.48%	2.64%	3.02%	4.11%	5.86%	15.56%
中国	汽车(万辆)	2887.9	2808.1	2576.9	367.2	2300	2432	2500	2600
	新能源车(万辆)	78	126	121	11	125	185	355	669
	纯电动(万辆)	65	98	97	9	105	160	310	478
	新能源车渗透率(%)	2.69%	4.47%	4.68%	3.10%	5.43%	7.61%	14.2%	25.7%
海外	新能源车(万辆)	50	84	106	35	123	165	145	731
全球动力电池装机量(GWh)		69	106	113.4	20.4	125.24	183.05	278	918
单车平均电量(kWh/辆)		53.9	50.5	50.1	44.3	50.5	52.3	55.6	66

资料来源：IHS、EV Sales、中汽协、GGII、国海证券研究所

供给端：主流车企规划车型大幅增长，进入强势新品周期。越来越多的车企加码新能源汽车，规划车型呈现大幅增长的趋势，尤其是传统车企巨头加快布局力度，随着成本不断下降，产品力不断提升，全球车型供给进入强势的新品周期阶段。

特斯拉爆款车型打开上行大周期。特斯拉在 2016 年发布爆款车型 Model 3 后屡创佳绩，目前其销量已超越日产聆风，在 2019 年销量超过 30 万辆成为历史第一畅销新能源车。而 2021 年公司将进一步推出 Model Y 车型，有望蓄力 Model 3 成为又一爆款车型。Cybertruck、Semi 等新车型也将上市，或将给市场增添更多的爆款产品。随着特斯拉在全球建厂，产品下沉叠加本土化优势将更加显著，进一步增强其核心竞争力，特斯拉已经进入良性发展的上行大周期，继续引领行业发展。

表 2: 特斯拉全系车型概括梳理

车型	电量 /KWh	最低售价	续航	最高时速	百公里加速	自动驾驶	家庭充电桩	驱动	载物空间
Model 3	标准续航升级版 (0.9 倍国补 2.03 万元)	50	27.155 万元 (补贴前指导价↓3.2 万元)	445km	225km/h	5.6s	8000 元	双电机	542 升
	长续航版 (全额国补 12.25 万元)	75	34.4 万元 (进口版 44 万元)	668km (原 590km)	233km/h	4.6s		双电机	
	高性能版	75	41.98 万元 (原 51 万元)	530km (原 595km)	261km/h	3.4s		双电机	
Model S	长续航	100	79.39 万元	660km	250km/h	3.8s	--	双电机	804 升
	Performance 高性能版	100	89.39 万元	650km	250km/h	3.6s	--	双电机	
	75 度电版本 (2019 年 1 月停产)	75	--	--	--	--	--	--	
Model X	长续航版	100	80.99 万元	575k	250km/h	4.6s	--	双电机	2487 升
	Performance 高性能版	100	90.99 万元	550km	50km/h	.9s	--	双电机	
	75 度电版本 (2019 年 1 月停产)	75	--	--	--	--	--	--	
Model Y	长续航版	100	48.8 万元	505km	217km/h	5.1s	--	双电机	1.9 m ³
	Performance 高性能版	100	53.5 万元	480km	241km/h	3.7s	--	双电机	
Roadster	普通版	--	33.2 万元订金	1000km	400km/h	2.1s	--	双电机	--
Cybertruck	单电机后驱版本	--	1000 元定金	250+ 英里 (EPA 预估)	--	< 6.5 秒 (0-60 英里/小时)	--	后轮	100 立方英尺
	双电机后驱版本	--		300+ 英里 (EPA 预估)	--	< 4.5 秒 (0-60 英里/小时)	--	双电机	
	三电机后驱版本	--		500+ 英里 (EPA 预估)	--	< 2.9 秒 (0-60 英里/小时)	--	三电机	
Semi	普通版	--	5000 美元定金	966km	--	0-96km/h 加速时间为 5 秒	--	--	--

资料来源: 特斯拉官网、国海证券研究所

传统车企巨头转型加码，车型布局提速明显。在特斯拉的引领下，大众 MEB、奔驰 EVA、宝马 FAAR/CLAR、雷诺-日产-三菱联盟相继投放上市对行业利好催化。例如，宝马计划在 2023 年推出 25 款新能源车型，其中超过 50%为纯电动，并计划在 2 年内纯电动车型数据提升至 5 款；预计从 2019 至 2025 年，电动车销量保持 30%增速。宝马旗下电动车生产主要集中在 CLAR 与 FAAR 平台，i3 已在 CLAR 平台生产。下面以大众为例来分析下全球车企巨头的宏大的战略布局。

表 4: 其他在售主流电动车概览

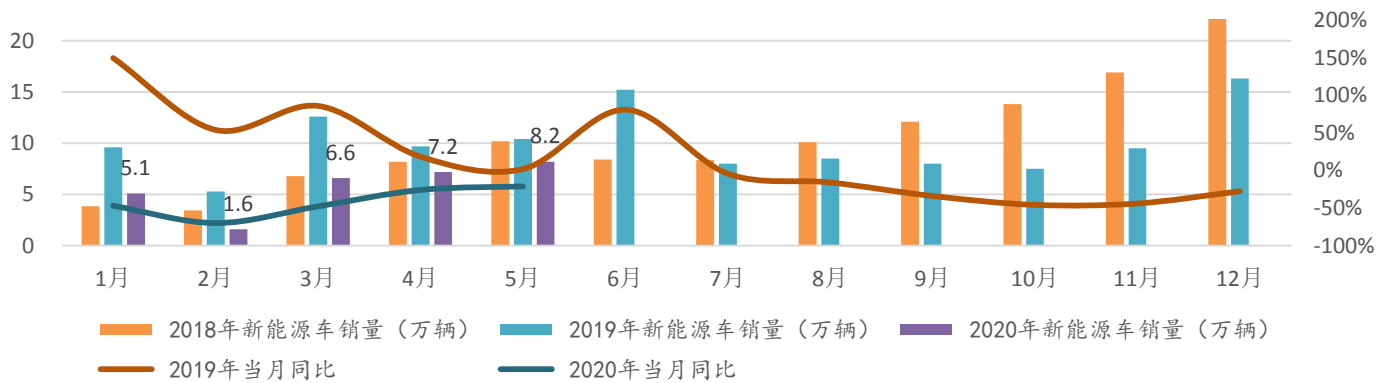
厂商	车型	电量 /KWh	最低售价 /万元	续航 /km	最高时速 /km/h	百公里加速	自动驾驶	
比亚迪	汉 EV (即将上市)	两驱长续航版	85	23	605km		DiPilot 驾驶辅助	
		四驱高性能版	85	28	550km	3.9s	APA 自动泊车	
	秦 EV	高续航豪华型	53.1	15.24	421		4.5s (0-50km/h)	
		高续航尊贵型	53.1	16.24				
		标准版	53.1	17.18	400			
		出行版	53.1	17.48				
	秦 EV450		60.5	17.49	400		7.9s	
	秦 Pro	标准版	53.1	17.24	401		4.9s (0-50km/h)	
		高功率版	56.4	19.24	420		3.7s (0-50km/h)	
		高功率高续航版	56.4	22.24	520			
出行版		53.1	17.94	401		4.9s (0-50km/h)		
	领航版	53.1	20.49	401				
小鹏	G3 超长续航 SUV	G3 520i 悦享版	66.5	16.28	520	170	≥8.6s	--
		G3 520i 智享版	66.5	18.28	520	170	≥8.6s	标配 L2.5 级自动
		G3 520i 尊享版	66.5	19.98	520	170	≥8.6s	驾驶辅助系统
		G3 460i 悦享版	57.5	14.98	460	170	≥8.6s	--
		G3 460i 智享版	57.5	16.98	460	170	≥8.6s	标配 L2.5 级自动
								驾驶辅助系统
		G3 520 悦享版	66.5	15.98	520	170	≥8.6s	--
		G3 520 智享版	66.5	17.98	520	170	≥8.6s	标配 L2.5 级自动
	G3 520 尊享版	66.5	19.68	520	170	≥8.6s	驾驶辅助系统	
	G3 460 悦享版	57.5	14.68	460	170	≥8.6s	--	
	G3 460 智享版	57.5	16.68	460	170	≥8.6s	标配 L2.5 级自动	
							驾驶辅助系统	
	P7 超长续航智能轿跑	后驱长续航智行版	70.8	22.99	586	≥170	6.7s	--
		后驱长续航智享版	70.8	24.99	586	≥170	6.7s	标配 XPILOT2.5+
		后驱长续航智尊版	70.8	25.99	586	≥170	6.7s	标配 XPILOT3.0
		后驱超长续航智行版	80.9	25.49	706	≥170	6.7s	--
后驱超长续航智享版		80.9	26.69	670	≥170	6.7s	标配 XPILOT2.5+	
后驱超长续航智尊版		80.9	27.69	670	≥170	6.7s	标配 XPILOT3.0	
四驱高性能智享版		80.9	33.99	562	≥170	4.3s	标配 XPILOT2.5+	
四驱高性能智尊版		80.9	34.99	562	≥170	4.3s	标配 XPILOT3.0	
宝骏	宝骏 E100	智行版	24	3.88	250	100	6s (0-50km/h)	--
		智享版	24	4.88	250	100	6s (0-50km/h)	--
	宝骏 E200	智行版	24	4.38	250	100	15.81s	--
		智享版	24	5.38	250	100	15.81s	--
欧拉	欧拉 R1	标准版	35	6.18	301	102	5.6s (0-50km/h)	--
		灵趣版	35	6.68	351	102	5.6s (0-50km/h)	--
		亲子版	35	6.88	351	102	5.6s (0-50km/h)	--
		女神版	35	7.48	351	102	5.6s (0-50km/h)	--
广汽	广汽传祺 AION S	魅 530	49.4	14.68	410	--	--	--
		魅 630	58.8	15.98	510	--	--	--
		魅 Evo630	58.8	17.28	510	--	--	选配 ADiGO 自动
		魅 630 安全智驾版	58.8	18.28	510	--	--	驾驶系统
		魅 Max630	58.8	20.58	510	--	--	
		炫 530	49.4	13.98	410	130	4.5s (0-50km/h)	--
	炫 630	58.8	15.38	510	130	4.5s (0-50km/h)	--	
蔚来	es8		46.8	415	200	4.9s	--	
	es6	运动版	70	35.8	420	200	5.6s	智能四驱
		性能版	70	39.8	430		4.7s	
ec6				615		4.7s		
威马	EX5-Z	Fun 动感版	52.6	14.98	400		8.5s	--
		Nex 探索版	69	17.98	520		8.3s	Living Pilot 智行辅助系统
		Pro 性能版	69	19.88	520		8.3s	
	EX5 纪念版		24.68	475		8.5s		

资料来源: 小鹏、比亚迪、蔚来等各车企官网、国海证券研究所

1.2、短期：行业复苏、拐点已至

虽疫情对行业有一定扰动，但随着国内外需求形成强势共振，将迎来行业复苏，2020Q3 将是电动车中长期向上拐点。展望 Q3/Q4，我们判断，国内与海外将会形成销量同比、环比数据的改善，形成共振。预期国内销量 130W+(Q1/Q2/Q3/Q4 → 11W/22~25W+/35~40W/60W)/yoy+8%；海外逐渐转好，预期销量 130W（美国特斯拉销量 35W，欧洲 80W，其他 15W）/yoy+30%，20Q3 是中长期向上拐点，当下是板块龙头企业布局的比较好的时点。

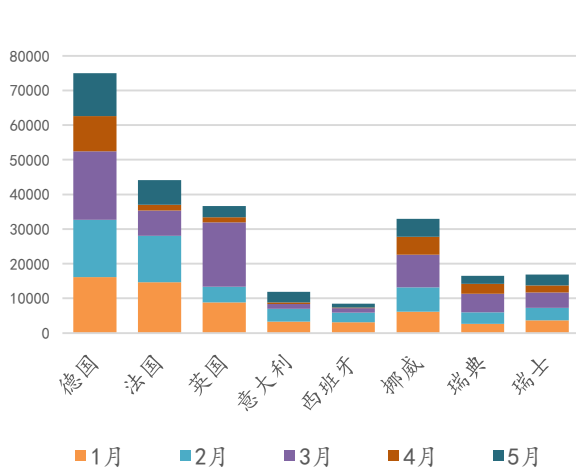
图 8：国内单月新能源车销量



资料来源：中汽协、国海证券研究所

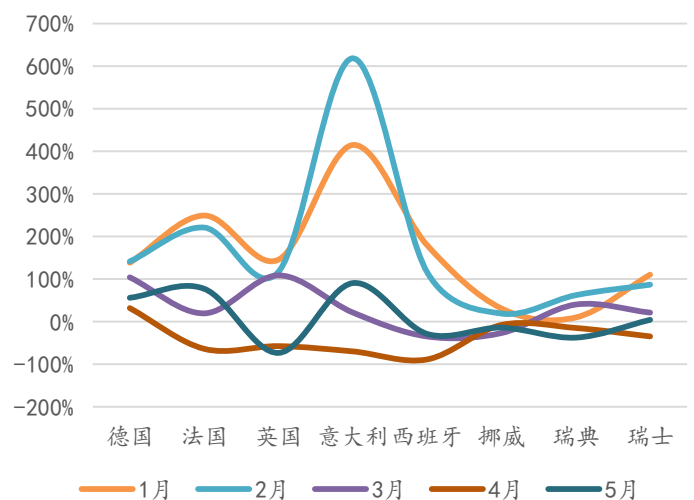
海外车市（欧洲）：从总体来看，欧洲核心市场电动化稳定推进，疫情对欧洲汽车 4 月整体销售造成较大冲击。4 月份是欧洲实施疫情封锁令的第一个完整月，在整体需求承压的情况下，新能源车销量降幅远优于汽车市场。2020 年欧盟将碳排放目标下调至 95g/km，政策驱动下，车企明显增加新能源车推广力度，尽管受到疫情短期影响，部分车市短期环比出现下滑，但总体电动化的大势显然基调已定，新能源车渗透率稳步向上

图 9：欧洲八国新能源车销量（辆）



资料来源：OFV、KBA、SMMT、国海证券研究所

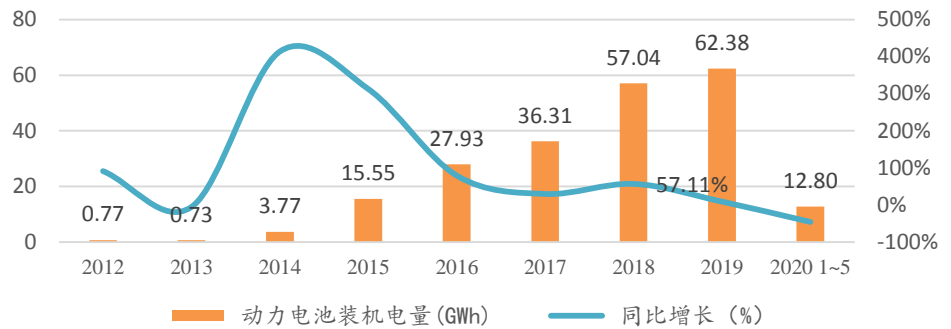
图 10：欧洲八国新能源车销量同比（%）



资料来源：OFV、KBA、SMMT、国海证券研究所

5月电池装机量环比改善，龙头优势持续提升。根据GGII数据，5月动力电池装机量约3.5GWh，同比下降38%，环比下降3%，1~5月份合计装机量为12.8GWh，同比下滑，受疫情影响，首度出现负增长。目前疫情得到缓和，需求也呈现恢复性增长，产业链企业开工率逐步提升。我们判断，2020H2将会进入环比上升通道，产业持续向好。

图 11: 历年动力电池装机数据



资料来源: GGII、国海证券研究所

表 5: 2020 年动力电池装机结构 (MWh)

2020 年	纯电动乘用车	插混乘用车	纯电动客车	燃料客车	插混客车	纯电动专用车	燃料电池专用车	插混专用车	总计
1 月	1501.21	198.14	415.17	24.63	10.56	165.27	0	0.02	2315
2 月	484.82	37.71	59.43	0.24	0	14.48	0.11	0.03	596.82
3 月	2065.05	177.36	391.55	0.05	7.36	126.03	1.1	0.16	2768.66
4 月	2366.51	342.75	560.66	6.57	6.57	324.17	0.05	0.06	3607.34
5 月	2474.9	315.6	448.6	14.7	7.1	244.6	0.3	0.3	3506.1

资料来源: 第 1 电动研究院、国海证券研究所

从 5 月市场结构来看: 1) 装机量前五厂家分别为宁德时代、LG 化学、比亚迪、中航锂电、国轩高科, 与 4 月完全相同, 行业 CR10 高达 94%, 行业集中度维持在高位, 龙头优势凸显; 2) 宁德时代实现装机 1.65GWh, 份额 47%, 行业绝对龙头地位稳固; 3) 5 月特斯拉上海工厂出货 1.1 万辆配套 LG 化学装机量稳居第二位, 随着 Q3 宁德时代逐步实现特斯拉的配套, 预期后市宁德时代的竞争力将进一步提升。

图 12: 2019 年动力电池市场份额

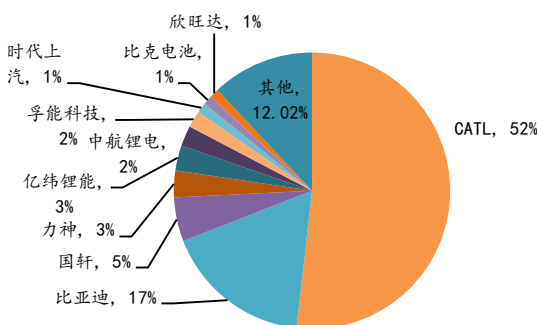
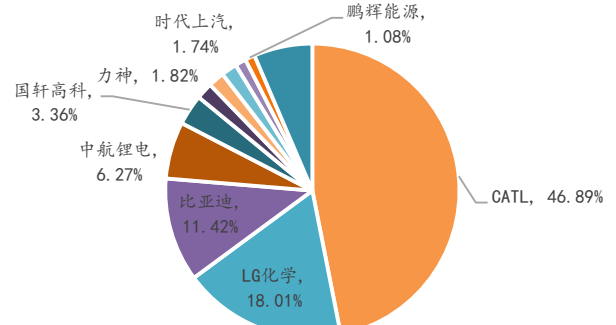


图 13: 2020 年 5 月动力电池市场份额



资料来源: GGII、国海证券研究所

资料来源: GGII、国海证券研究所

1.3、政策护航：国内与国外，B端与C端共振

政策利好：国内外共振护航产业发展。继欧盟提出绿色振兴计划、7500亿欧元复苏法案、法国80亿欧元刺激计划之后，德国拟50亿欧元补贴电动车，西班牙提高20年电动车补贴预算增至6500万欧元，欧洲政策兜底将助推海外需求。

表6：欧洲及部分国家新发布拟出台补贴政策

	补贴及投资总额	具体目标/实施办法
欧洲	600~800亿欧元	<ul style="list-style-type: none"> ● 200亿采购电动车 ● 400~600亿投资新能源产业链 ● 2025年前将新建200万个充电桩
	7500亿欧元	<ul style="list-style-type: none"> ● 欧洲复苏计划聚焦绿色发展和数字转型（尚在讨论中）
德国	50亿欧元	<ul style="list-style-type: none"> ● 新购买的价格低于7.7万欧元的电动车和传统燃油车消费者发放补贴，单车基本补贴为2500欧元，低油耗车额外增加500欧元 ● 新能源车补贴将在现有补贴政策基础上进一步增加，电动汽车额外补贴1500欧元，混合动力车额外补贴750欧元
法国	80亿欧元	<ul style="list-style-type: none"> ● 个人购置电动汽车补助最高可达到7000欧元，对于企业购置电动车最高补贴5000欧元，购置混动车最高补贴300欧元 ● 从2020年6月开始，对于更换燃油车实现减排可再奖励3000~5000欧元 ● 投资10亿欧元重点支持清洁能源汽车和现有车企的技术更新，目标到2025年能够制造100万台清洁能源汽车

资料来源：路透社、KFGO、国海证券研究所

国内：小幅阶梯退坡提振消费，护航产业发展。依据政策：1) 乘用车2020~2022年补贴整体额度较上一年分别下降10%、20%、30%；2) 商用车2020年补贴不退坡；2021~2022年补贴额度较上一年分别下降10%、20%，商用车退坡幅度较滞后于乘用车一年时间，新政策下，动力电池商用车经济性将进一步得到验证。目前来看，2017年后技术进步推动电池成本大幅下滑，补贴额度依据电池成本曲线进入大幅退坡周期（幅度≥20%）。此次补贴回落幅度为近三年来幅度最小的一次，在目前电池技术加速迭代的情况下，单位成本下沉能有效对冲补贴的小幅退坡，并保障企业的盈利空间。

表7：新能源乘用车续航里程补贴标准

项目	续航里程/能量密度	补贴标准			2020年变化幅度	补贴标准	
		2018年	2019年	2020年		2021年	2022年
度电补贴上限 (元/KWh)		1200	550	500	-9%	400	280
单车补贴 (万元)	100-150	0	0		0%		
	150-200	1.5	0		0%		
	200-250	2.4	0		0%		
	250-300	3.4	1.8		-100%		
	300-400	4.5	1.8	1.62	-10%	1.3	0.91
	≥400	5	2.5	2.25	-10%	1.8	1.26

资料来源：财政部、工信部、科技部、发改委、国海证券研究所

表 8: 纯电动乘用车补贴退坡幅度

纯电动乘用车	纯电动续航里程 R (工况法、公里)						
	100≤R<150	150≤R<200	200≤R<250	250≤R<300	300≤R<400	R≥400	R≥500
2017 年方案	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
2018 年过渡	-30%	-31%	-31%	-30%	-30%	-30%	-30%
2018 年方案		-58%	-33%	-23%	2%	14%	14%
2019 年过渡		-90%	-90%	-40%	-40%	-40%	-40%
2019 年方案		-100%	-100%	-47%	-60%	-50%	-50%
2020 年标准					-10%	-10%	-10%
2021 年标准					-20%	-20%	-20%
2022 年标准					-30%	-30%	-30%

资料来源: 财政部、工信部、科技部、发改委、国海证券研究所

中长期来看, 双积分政策将有望助力低补贴, 为未来需求奠定较好的政策基础。2020 年 6 月下旬新版双积分政策发行并将于 2021 年 1 月 1 日开始实施。新政策下:

CAFC 积分: 醇醚类乘用车纳入积分达标值核算口径, 同时对小型车企 (年生产量/进口量≤2000 辆) 的车企积分宽松条件收紧, 新规下 CAFC 积分核算政策有所收紧, 但总体影响不大, 符合市场预期。从排放水平来看, 燃油乘用车目标油耗将从 2019 年的 5.5L/km 下降到 2020 年的 5L/km, 60 家车企在 2019 油耗要求的基础上 CAFC 积分为负, 在 2020 年新的油耗要求下, 上汽、一汽、东风等传统车企恐怕将面临更大的负积分缺口, 新能源车转型压力巨大。

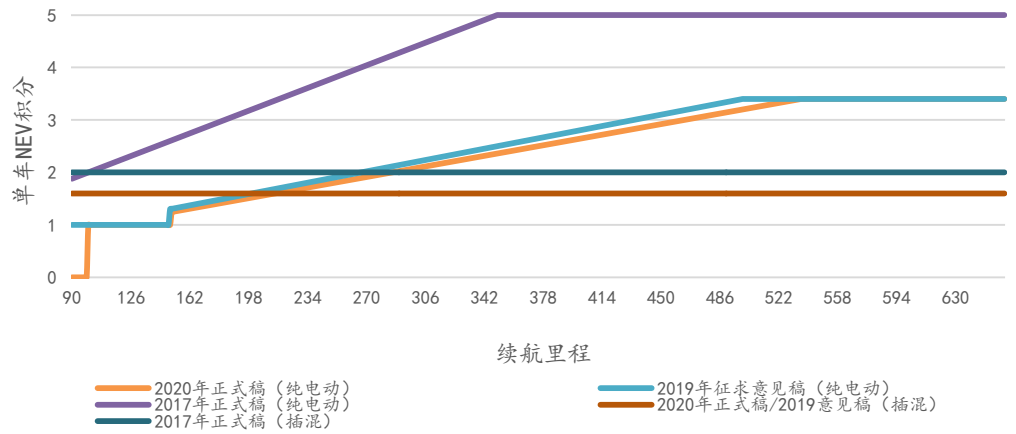
表 9: CAFC 积分对油耗的要求

阶段	年份	国家 CAFC 要求	
		达标要求	CAFC 目标 (L/100km)
四阶段	2018	120%	6
	2019	110%	5.5
	2020	100%	5
五阶段	2021	123%	4.9
	2022	120%	4.8
	2023	115%	4.6
	2024	108%	4.3
	2025	100%	4

资料来源: 工信部, 国海证券研究所

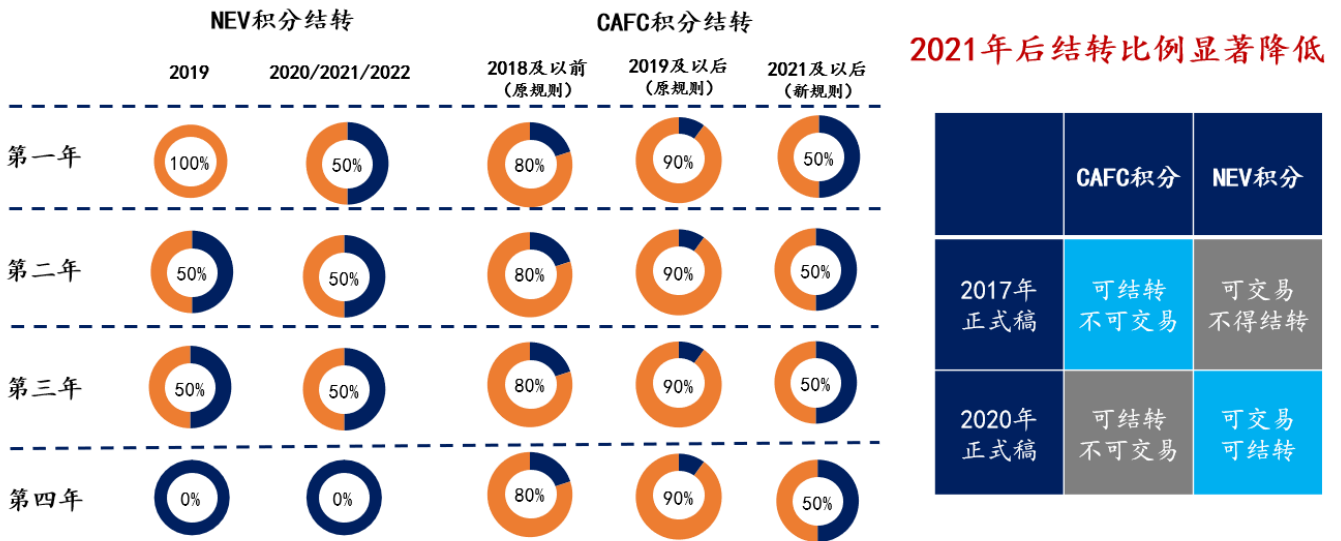
NEV 积分: 新能源车单车 NEV 积分量大幅下滑, 以续航 300km 的纯电动车为例, 在不考虑调整系数的情况下, 原政策单车积分为 4.4 分, 新政下单车积分仅为 2.08 分, 单位积分量下滑超过 50%。按照目前的汽车市场产品结构, 2021 年预计多家传统车企面临的积分压力大增, 转型加码新能源车势在必行。

图 14: NEV 单车积分水平显著下滑, 2021 年后积分压力巨大



资料来源: 工信部、国海证券研究所

图 15: 2021 年后积分比例显著下滑



资料来源: 工信部、国海证券研究所

基于双积分新规, 预测 2021~2023 年新能源乘用车需求量分别为 160、240、301 万辆。长期以来, 燃油乘用车积分 (CAFC) 和新能源积分 (NEV) 由于考核标准比较松, 之前盈余较多, 对新能源车推动有限。2019 年 CAFC 积分盈余 129 万分, 同比下降 81%, 双积分 (CAFC+NEV) 合计盈余 456 万分, 从趋势上来看, 积分过剩的现象即将消失。依据我们的测算, 假设 2020 年新能源乘用车产量 108 万辆/yoy+5%, 2020 年中国车企 CAFC 积分合计-355 万分, 双积分合计盈余-22 万分, 依靠 2019 年积分结转才可以完成合规目标; 而 2021~2023 新能源车积分结转比例由 100%降为 50%, 进口/产量同比只有分别增长 49%、50%、25%以上的水平, 分别对应 160、240、301 万辆方能实现双积分正负紧平衡, 其中上汽、一汽、东风等传统车企缺口较大。

表 10: 双积分紧平衡条件下对新能源车乘用车生产的要求

	2019	2020	2021	2022	2023
单车积分	3.60	3.54	2.41	2.39	2.19
新能源乘用车产量同比		5.00%	49.09%	49.70%	25.25%
新能源乘用车产量(万辆)	102	108	160	240	301
积分同比		3%	2%	49%	15%
结转比例	95%	40%	40%	45%	45%
当年结余积分	4562887	-222873	-1644082	400	389
总结余积分	4562887	4111870	666	666	689

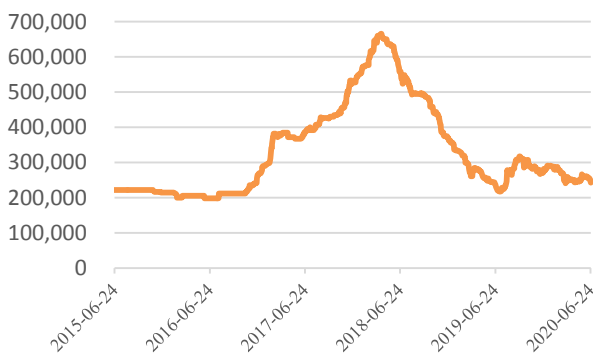
资料来源: 工信部、国海证券研究所

1.4、产品价格: 底部区间, 企稳或反弹或反转

产品价格: 目前上游资源钴、锂处于价格震荡摸底阶段, 四大基础材料也处于相对底部区域, 随着 2020Q3/Q4 需求复苏, 价格有望企稳形成价格反弹, 或有少部分产品价格实现反转, 将对二级市场形成利好。

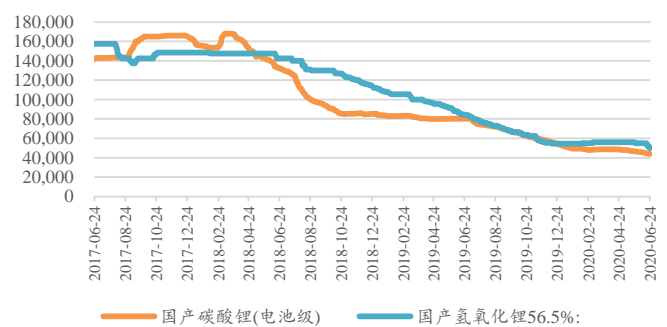
钴、锂处于底部震荡, 钴价格 2020H2 将企稳反弹。上半年钴价格基本稳定在底部, 我们判断, 受益于 5G 手机换机潮, 钴酸锂的需求有望提速; 在动力电池领域, 高镍化是趋势, 但推进需要时间, 我们判断未来 2~3 年动力电池仍能带动金属钴的需求增长。碳酸锂和氢氧化锂 2020H1 价格持续探底, 电池级碳酸锂和 56.5%氢氧化锂单价分别下探至 4.4 万元/吨和 5 万元/吨, 从资源端与加工端来判断, 锂产品价格仍处于底部震荡, 我们预期在 2021 年有望迎来价格上涨。长期来看, 在全球电动化的大势下, 锂将供不应求。

图 16: 电解钴现货均价 (元/吨)



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 17: 碳酸锂/氢氧化锂价格走势

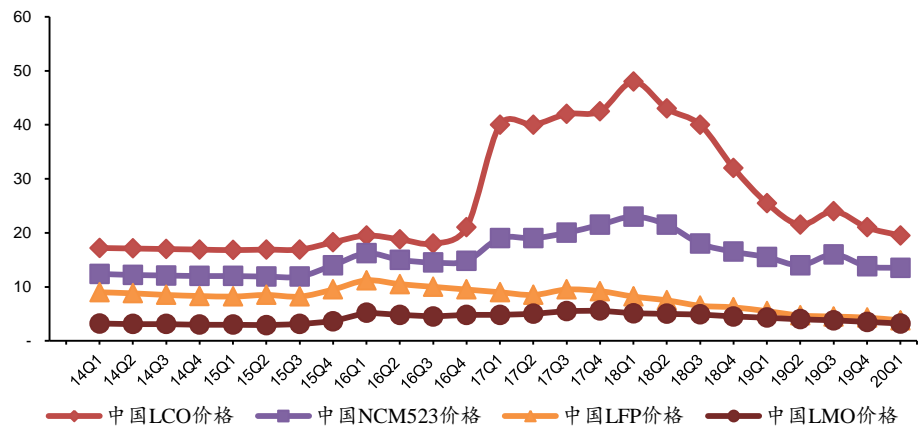


资料来源: Wind、国海证券研究所

正极材料: 三元 (NCM523) 与钴酸锂 (LCO) 价格企稳反弹, 磷酸铁锂 (LFP) 价格持续下行。正极材料属于成本加成的产品, 企业赚取的是材料加工费用, 其价格变动与原材料有较大的相关性。一季度 5 系三元材料价格 13.5 万元/吨, 环比下降 2%, 基本企稳; LFP 价格在 2.8 万元/吨, 环比下降 12%, 降幅较大。从目前来了 CATL、BYD 等企业采用 CTP、刀片电池的电池技术, 或助推磷酸

铁锂的需求。我们判断，LFP 未来的增量场景主要来自于储能领域应用，而三元将是电动乘用车的主要应用领域。

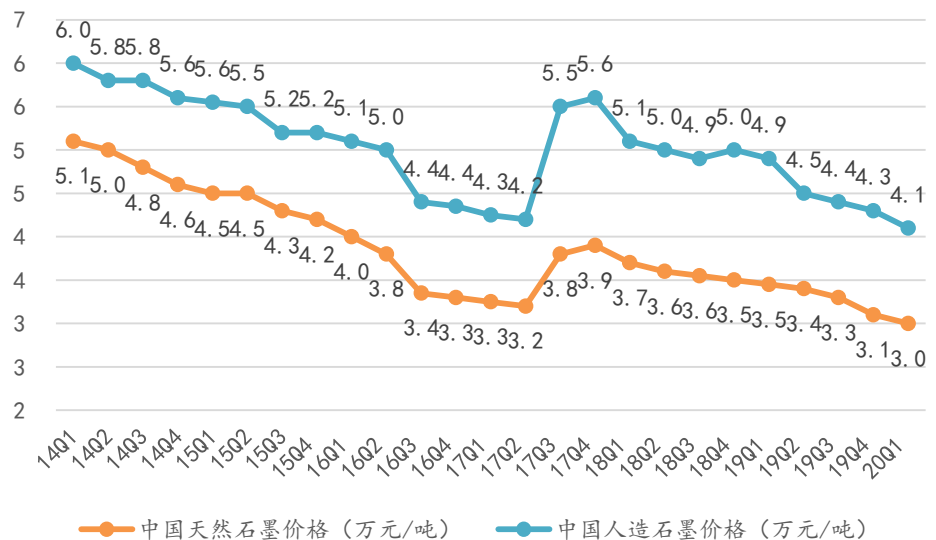
图 18: 正极材料 (NCM/LFP) 价格走势 (万元/吨)



资料来源: GBII、国海证券研究所

负极材料: 石墨化产能释放助推价格下行。 负极材料价格从 2017Q4 开始, 其价格出现持续下行, 整体来看, 人造石墨的价格降速略超天然石墨, 随着行业的石墨化产能的大幅释放, 这一趋势将进一步加强。但头部企业通过整合资源、技术优势, 其盈利能力将会得以保持, 仍会有可观增长。同时, 目前原材料焦炭价格仍处于下行通道, 有利于负极企业降低其原材料成本以期对冲价格下降压力。

图 19: 人造/天然石墨价格走势

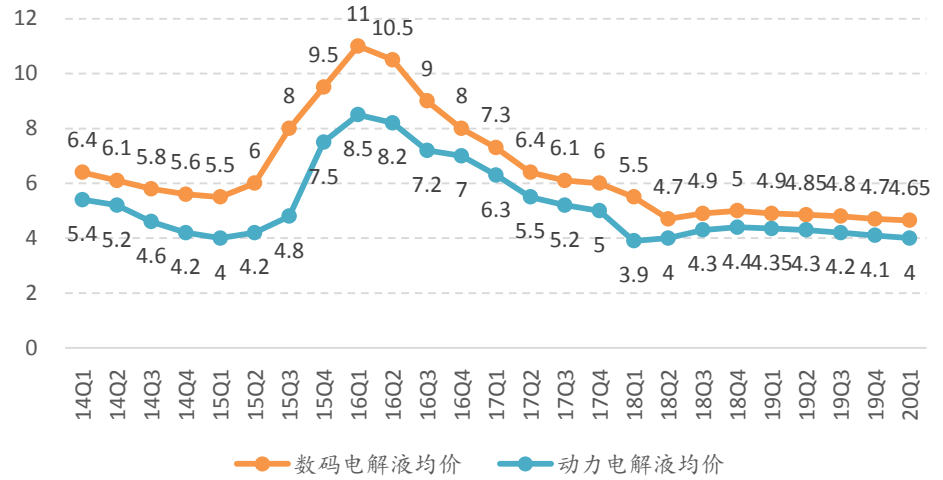


资料来源: GBII、国海证券研究所

电解液: 价格率先企稳, 或步入向上通道。 电解液价格从 2018Q1 见底后, 一直处于底部略有反弹, 是率先企稳的基础材料。我们判断, 随着原材料锂与六氟磷酸锂的价格逐步企稳, 电解液价格有望实现中长期向上。同时, 市场认为电解液是门槛相对较低, 其投资价值未被正视。其实电解液的壁垒在于其配方能力以及关键添加剂制备能力, 建议关注国内电解液龙头企业新宙邦与天赐材料, 前者具

备较好的长期阿尔法收益，后者兼具行业 α 成长与周期 β 投资属性。

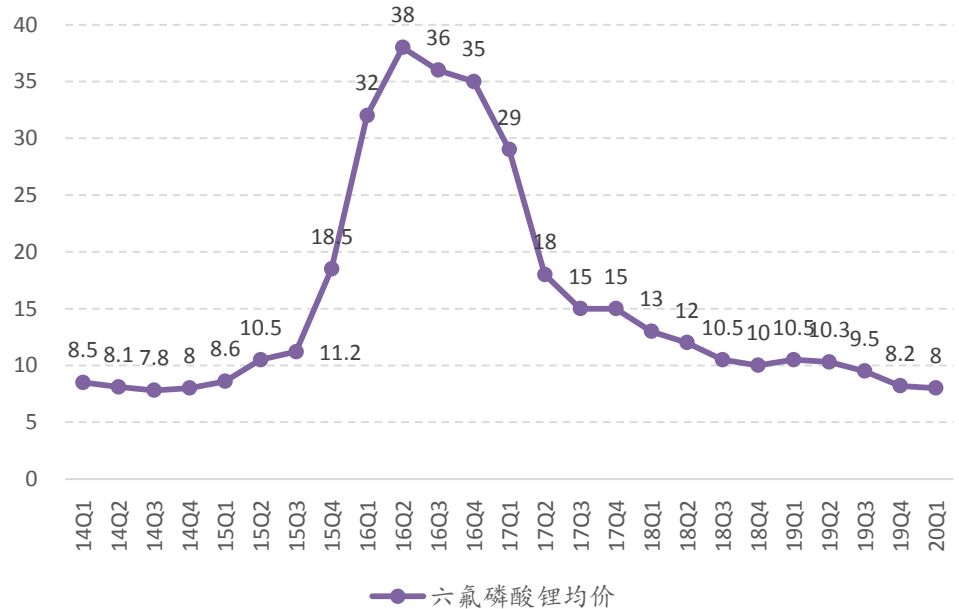
图 20: 电解液价格走势 (万元/吨)



资料来源: GBII、国海证券研究所

六氟磷酸锂 (6F): 价格底部震荡, 尚待企稳。6F 伴随碳酸锂价格波动起振幅较大, 目前已由 2016Q2 的 38 万元/吨回落到 2020Q1 的 8 万元/吨。2015~2017 年布局的产能在 2018~2019 年逐步释放, 在需求不及预期的情况下, 低端产能逐步被出清, 随着行业转暖, 对 6F 的需求有望复苏。建议积极关注具有竞争优势的 6F 龙头天赐材料与多氟多。

图 21: 六氟磷酸锂价格走势 (万元/吨)

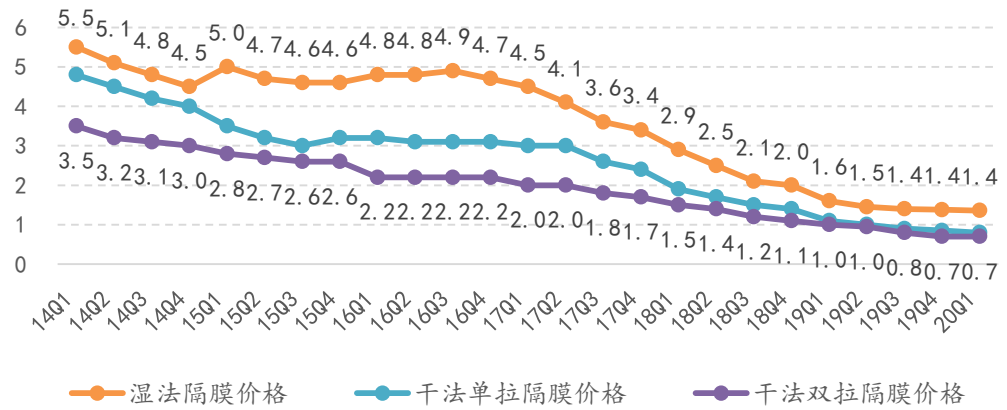


资料来源: GBII、国海证券研究所

隔膜材料: 降价趋缓, 龙头可实现以量补价。隔膜材料作为资本开支较大、技术门槛相对较高的电池材料, 最后实现国产化, 其盈利水平也相对较高。2017、2018 年产能大幅释放, 行业供过于求, 加速产品价格下行。20Q1 湿法隔膜单价

1.4 元/m²，环比下降 1%；干法单拉单价 0.8 元/m²，环比下降 6%，双拉单价 0.7 元/m²，环比持平。目前来看，隔膜价格下降趋缓。隔膜头部企业持续开拓与优化客户结构，提升海外占比，仍然保持相对较为稳健的增长，建议重点关注**恩捷股份**，低估值品种**中材科技**以及弹性品种**星源材质**。

图 22：湿法/干法隔膜价格走势（元/平米）



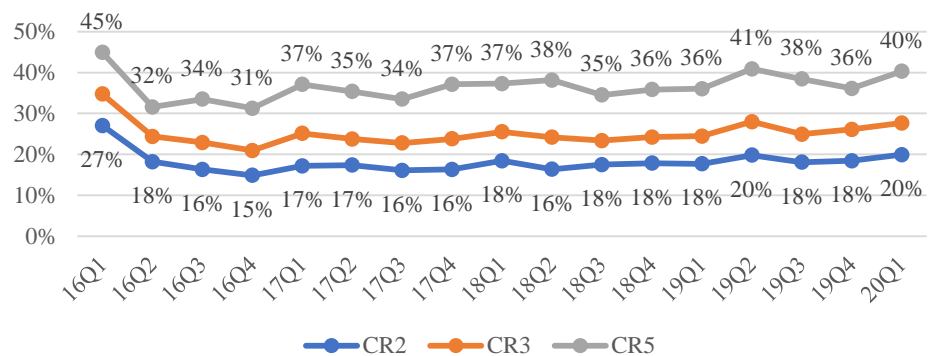
资料来源：GBII、国海证券研究所

1.5、行业格局：集中度提升、龙头优势显著

行业格局：经过十余年的高速发展，目前各细分领域的龙头厂商技术优势明显。同时，疫情加速行业的低端产能出清，头部厂商的优势得到进一步的提升。

正极材料：分散度高，龙头份额略升。2020Q1 厦门钨业、容百锂电、当升科技、湖南杉杉、长远锂科等正极材料的出货量居前，行业 CR2/CR3/CR5 分别为 20%、28%、40%，环比分别+2pct、+2pct、+4pct，行业分散度较高，但龙头市占率略有提升。未来随着动力电池对正极材料提出更高的要求，高镍化是大趋势，行业集中度有望进一步提升，建议关注三元头部企业：当升科技、容百科技。同时建议关注磷酸铁锂龙头：德方纳米。

图 23：正极材料行业分散度高，近期向头部集中



资料来源：GBII、国海证券研究所

负极材料：天然石墨集中度平稳，人造石墨趋降。负极材料是最先国产化的关

键电池材料，行业整体集中度相对较高。2020Q1 天然石墨负极的 CR2、CR3、CR5 分别为 75%、81%、89%，环比分别+1pct、2pct、1pct；人造石墨 CR2、CR3、CR5 分别为 43%、56%、74%，环比分别-1pct、-8pct、-7pct。天然石墨龙头优势进一步得到强化，人造石墨市场集中度有所下滑，出现一定分化。建议关注行业龙头：璞泰来（子公司江西紫宸）、中国宝安（子公司贝特瑞）、杉杉股份、凯金能源（拟上市）。

图 24: 天然石墨负极市场集中度

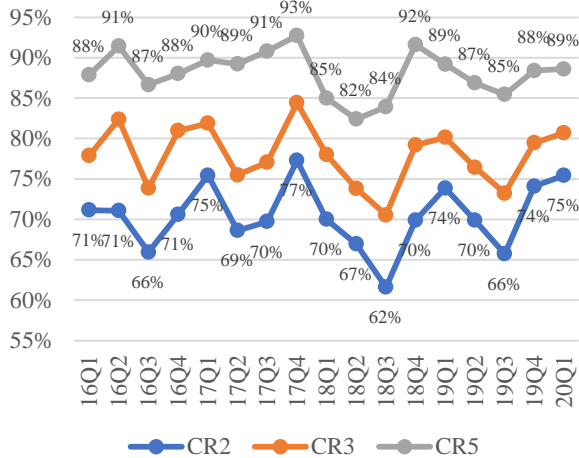
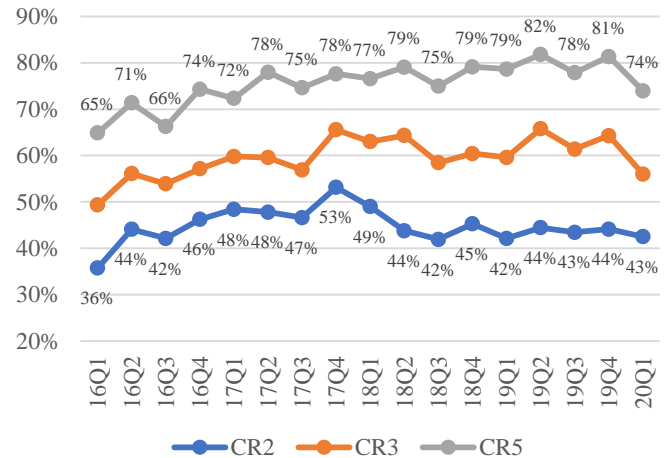


图 25: 人造石墨负极市场集中度

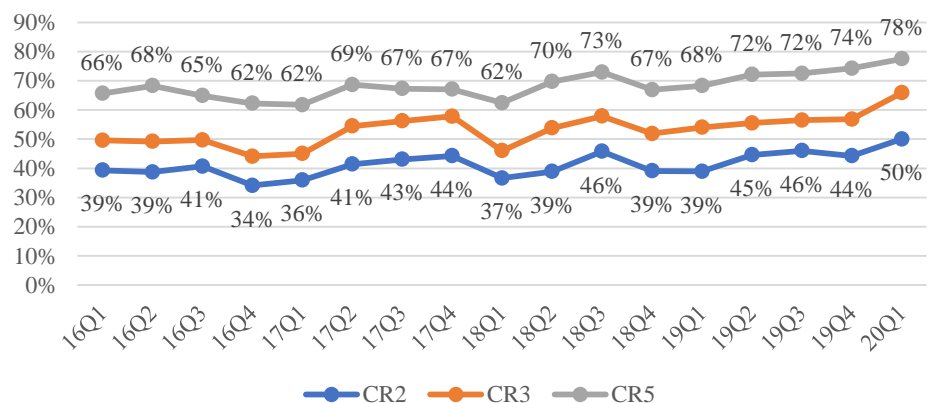


资料来源: GBII、国海证券研究所

资料来源: GBII、国海证券研究所

电解液: 集中度趋升、双龙头优势明显。电解液集中度日益提升, 2020Q1 CR2、CR3、CR5 分别为 50%、66%、78%，环比分别+6pct、+9pct、+4pct。从市占率来看, 从行业格局与企业自身优势综合判断, 国内的天赐与新宙邦各具优点, 前者具有碳酸锂-锂盐-电解液的纵向成本优势, 更多受锂盐 (LiPF6) 的周期性影响, 弹性大; 后者具有电解液-溶剂-添加剂-锂盐的横向协同优势, 具有长期阿拉法投资价值。目前两者持续开拓国外客户, 未来出口占比有望持续提升, 看好两者的未来发展前景。

图 26: 电解液市场集中度

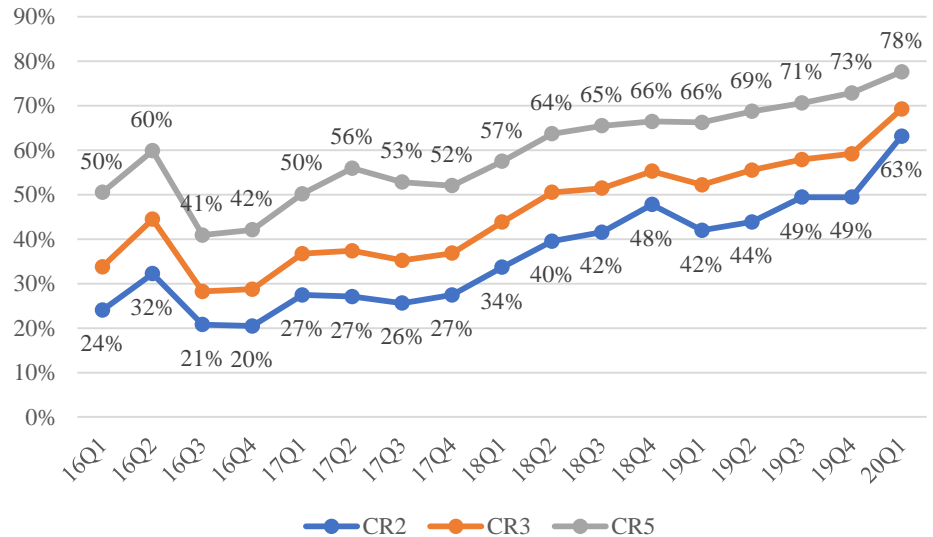


资料来源: GBII、国海证券研究所

隔膜: 集中度显著提升, 恩捷一家独大。前期市场产能快速扩张带动隔膜单价下行, 行业洗牌推动落后产能出清, 隔膜产业持续向头部集中。2020Q1 隔膜企业

CR2、CR3、CR5 分别为 63%、69%、78%，环比分别+14pct、+20pct、+5pct。纵观国内隔膜行业，无论从客户结构、产品质量，还是产业布局，目前上海恩捷的湿法隔膜占据明显优势，并购苏州捷力后，其竞争力进一步加强。国内外锂电巨头如 CATL、BYD、LGC、松下等均为公司的客户，且公司的出口占比逐步提升。隔膜行业建议关注恩捷股份，其它建议关注低估值的中材科技与未来有望在湿法隔膜突破后带来溢价的星源材质。

图 27：隔膜市场集中度



资料来源：GBII、国海证券研究所

1.6、短期催化剂：积极因素强于负面因素

政策利好：国内外共振护航产业发展。a) 继欧盟提出绿色振兴计划、7500 亿欧元复苏法案、法国 80 亿欧元刺激计划之后，德国拟 50 亿欧元补贴电动车，西班牙提高 20 年电动车补贴预算增至 6500 万欧元，欧洲政策兜底将助推海外需求。b) 国补延至 2022 年且退坡幅度小，地方 to B 与 to C 政策不断释放。c) 中长期来看，双积分政策将有望助力低补贴，为未来需求奠定较好的政策基础。未来或有政策不断释放，利好行业。

产品价格：目前上游资源钴、锂处于价格震荡摸底阶段，四大电池材料价格也处于相对底部，随着 2020H2 需求复苏，产品价格有望企稳或反弹甚至反转，将对二级市场形成利好催化。

资本市场动作频频催化板块。1) 大众参控股国轩高科与江淮汽车：5 月 28 日，大众中国与国轩高科在北京签署协议，大众汽车将投资约 11 亿欧元（约合 87.2 亿元），收购国轩高科 26.47% 的股份并成为其大股东。国轩高科未来将成为大众汽车集团的认证供应商，向大众汽车在中国市场的纯电动汽车供应电池产品。5 月 29 日，大众汽车集团与江淮汽车在北京宣布，大众汽车将投资 10 亿欧元获得安徽江淮汽车集团股份有限公司母公司--安徽江淮汽车集团控股有限公司 50% 的股份，同时增持电动汽车合资企业江淮大众股份至 75%，获得合资公司管理权，实现企业管理模式变革。2) 比亚迪半导体引入战略与产投，估值高达百亿：

2020年4月14日，比亚迪宣布其子公司比亚迪半导体重组并拟引入战略投资者以来，仅过去两个月先后完成了A和A+轮融资，估值已经达到102.04亿元。A轮增资扩股引入的战略投资者包括红杉资本、中金资本等，合计增资约19亿元。战略投资者合计取得比亚迪半导体约20.21%股权，比亚迪持有的股权为78.45%。A+轮投资者合计将取得比亚迪半导体增资扩股后约7.84%的股权，比亚迪继续持有比亚迪半导体72.3%的股权。此次参与的战略投资者清单，涉及到比亚迪未来与韩国SK集团、小米集团、招银国际、联想集团、中信产业基金、厚安基金、中芯聚源、上汽产投、北汽产投、深圳华强、蓝海华腾、英威腾等战略投资者的潜在业务资源整合及合作。**3) 软包动力电池龙头孚能科技即将登陆科创板，对板块形成利好。**根据孚能科技提交的招股书说明，公司计划募资34.37亿元，主要用于年产8GWh锂离子动力电池项目（孚能镇江三期工程）和补充运营资金项目。

表 11：2020 年 H1 新能源车&锂电材料并购频频

序号	投资主体	并购标的	标的新能源电池业务	交易金额
1	华友钴业	华友衢州 15.68%股权	原材料	8.05 亿元
2	赣锋锂业	腾远钴业 6.9%股权	钴盐	3 亿元
3	紫金矿业	巨龙铜业 50.1%股权	铜矿	38.83 亿元
4	大众汽车	国轩高科 26%股权	锂电池	11 亿欧元
5	瑞鸿锂业	智航新能源 65%股权	锂电池	4.7 亿元
6	恩捷股份	上海恩捷 5.14%股权	隔膜	4.9 亿元
7	智慧松德	超业精密 88%股权	锂电设备	7.74 亿元
8	上海电气	赢合科技 7.3%股权	锂电设备	11.48 亿元
9	恒大健康	NEVS17.6%股权	新能源汽车	3.79 亿美元
10	大众汽车	江汽控股 50%股权	新能源汽车	10 亿欧元
11	小康股份	东风小康 50%股权	新能源汽车	38.5 亿元
12	小鹏汽车	广东福迪 100%股权	新能源汽车	12.5 亿元

资料来源：公司公告、国海证券研究所

特斯拉 battery day 将在 9 月中旬召开。

流动性充裕带来市场风险偏好提升：电动车作为科技板块中的一个非常重要的分

支，其长期增长的高确定性以及高增速将是行业估值持续扩张的强驱动力，龙头企业将存较高的溢价属性，其中宁德时代最具代表性。

近期或有负面因素：海外疫情加剧、产销不及预期+部分龙头 Q2 业绩不甚理想（目前市场已有反应）。整体而言，电动车板块的正面因素远强于负面因素。

1.7、新能源车投资策略

新能源汽车经历了高速增长-减速换挡-格局重塑不同时段，展望未来，我们判断行业进入相对稳健增长的成长阶段，经过充分竞争的细分行业的头部企业的中长期投资价值凸显，我们维持电动车行业“推荐”评级。建议布局主线：1) 全球和/或海外供应链细分龙头：如宁德时代、亿纬锂能、恩捷股份、璞泰来、新宙邦、三花智控、拓普集团、科达利、赣锋锂业、当升科技等。2) 在布局全球与海外供应链龙头的同时，建议积极参与其他细分龙头：比亚迪、欣旺达、天赐材料、华友钴业、星源材质、寒锐钴业、中科电气、中材科技、多氟多、特锐德、杉杉股份、嘉元科技、天奈科技等。

2、光伏：产业链价格大幅下降，需求有望超预期

2.1、海外疫情导致短期产业链价格出现大幅下降

2020年4月初开始，海外疫情导致光伏装机和交付推迟，不达预期。同时，国内疫情缓解之后，以组件为代表的产业开工率快速提升，直接导致库存压力较大，产业链各环节价格短期内出现大幅下降。其中，组件价格较去年底下跌15%，电池价格较年初下跌20%后出现反弹，硅料价格下降20%，辅材中玻璃价格下降18%。

图 28：组件价格较去年年底下跌 15%

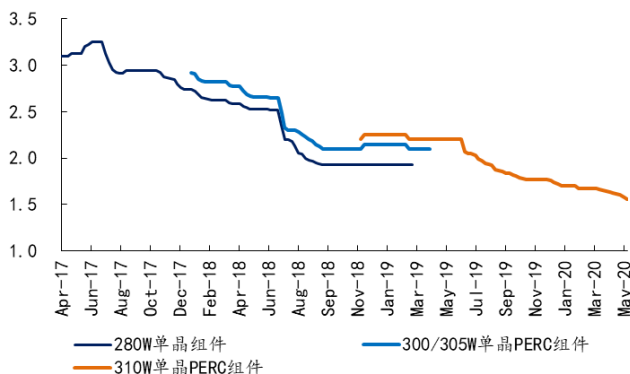
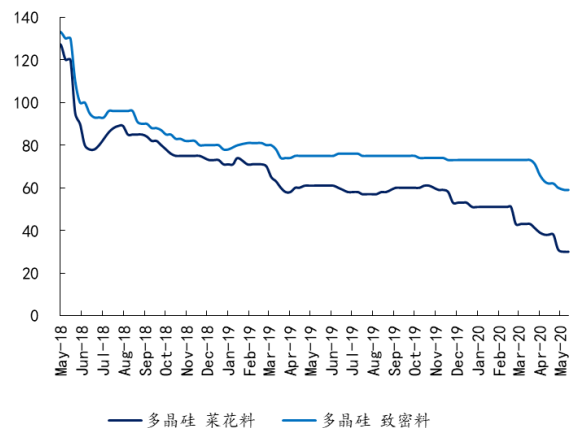


图 29：硅料价格较年初下跌 20%



资料来源：pvinfoLink，国海证券研究所

资料来源：pvinfoLink，国海证券研究所

价格大幅下降后，光伏电站的经济性短期得到大幅提升。根据各地能源局数据，从国内情况看，今年平价项目已经达到 37.3GW，竞价项目申报超过 33GW，落地超过 26GW，体现了装机热情。而在海外疫情限制逐步放开后，经济性提升将进一步推升装机的热情，近期招标也已经重启，海外招标超 8GW。

表 12: 光伏近期海外部分招标情况

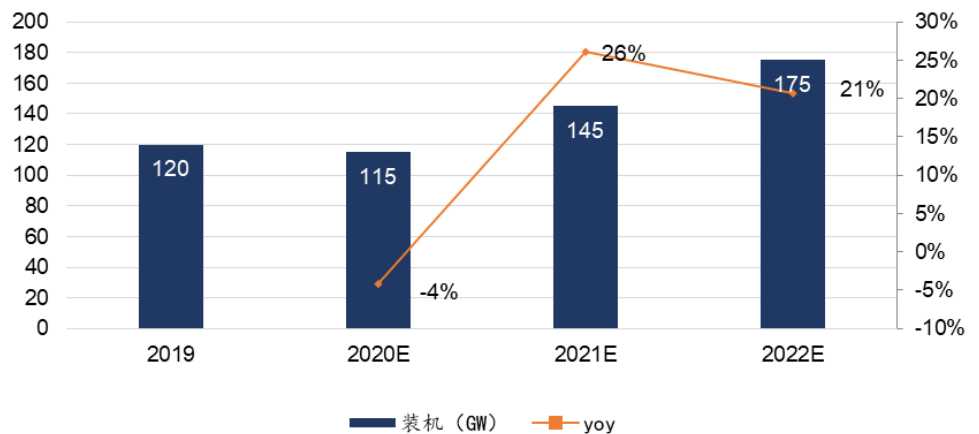
招标时间	国家	项目及容量
2020.5	乌兹别克斯坦	2020 年计划招标 1.4Gw
2020.5	缅甸	30 个项目，总计 1GW
2020.5	印度	印度铁路能源管理有限公司 3GW 招标
2020.6	马来西亚	1GW，第四轮大规模采购计划
2020.6	日本	2020 年 FIT 招标总计 1.5GW

资料来源：光伏们，国海证券研究所

三季度需求主要支撑为特高压项目和户用项目，四季度海内外将同步进入旺季。特高压方面，确定性的需求为青海海南州特高压外送基地配套的 3GW 光伏和 2GW 风电，要求 930 之前并网；户用方面，5 亿元单独补贴的额度，预计对应的需求为 5GW，而目前已安装仅 1GW，预计三季度可安装近 4GW。加上平价项目，预计国内装机可达到 10GW，合计装机近 25GW-30GW。四季度开始，国内竞价项目开始大规模安装，预计单季度需求将达到 40-45GW。

而 2021 年，平价项目具备经济性，竞价项目因为延迟取消的原因，确定性较高，加上 2021 年的新项目，预计总装机超过 145GW，且存在因为经济性大幅提升，进一步超预期的可能性。

图 30: 明年光伏装机存在超预期的可能性



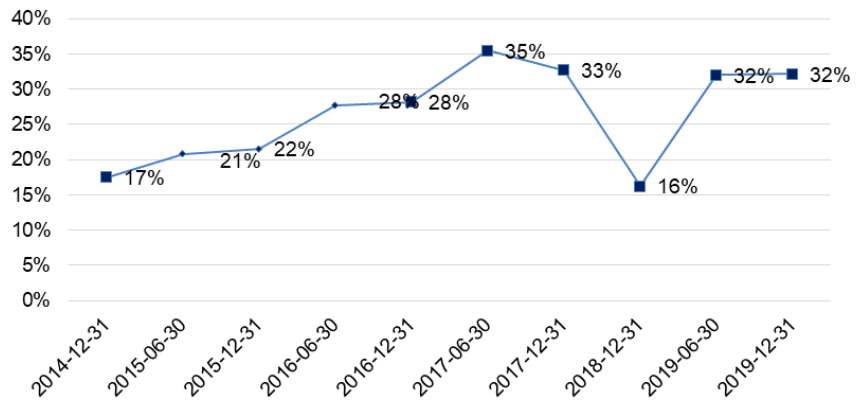
资料来源：光伏协会，国海证券研究所

2.2、看好龙头盈利超预期，重视辅材优质赛道

以隆基为代表的光伏龙头保持较高毛利率。除了在 2018 年 531 新政阶段之外，

光伏龙头盈利能持续上升，保持比较高位的水平，体现了龙头超越行业的成本控制能力，以及市占率提升之后的议价能力提升。即使行业需求偏弱的 2020Q2，隆基在降价后，因为出货结构优势和成本下降，毛利率一直保持在接近 30% 的水平。未来随着需求回暖，大硅片占比提升，预计盈利能力仍保持高位。

图 31: 除 2018 年外，隆基股份硅片毛利率保持比较高的水平

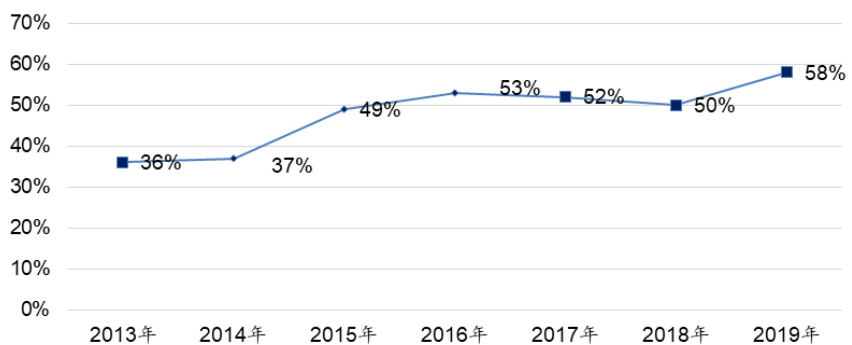


资料来源：隆基股份公告，国海证券研究所

随着光伏各环节集中度提升，龙头的订单获取、成本控制能力远强于同行，重点推荐隆基股份、通威股份，关注晶澳科技、爱旭股份、东方日升等标的

辅材中 EVA，光伏玻璃和光伏银浆为较好赛道。EVA 龙头毛利率维持在 20% 左右，福斯特在 EVA 中市占率持续提升至接近 60%。在目前地位相对稳固的情况下，开始扩产，2019 年产能 7.5 亿平，在建和规划产能 9.5 亿平，全部建成后将达到 17 亿平。此外，双玻渗透率提升的背景下，高价值的 POE 膜占比提升，福斯特的盈利成长性将进一步提升。

图 32: 福斯特市占率持续提升



资料来源：福斯特公告，国海证券研究所

光伏玻璃优质格局将持续，供需均可能超预期。需求端，双玻成本接近单玻，占比已经达到原预期年末可到达的 30%。玻璃需求增速今年个位数，明年超过

30%。盈利能力强的 2.0mm 占比提升迅速。三季度末，四季度玻璃存在短缺可能性。供给端，由于信义产能推迟一个季度，福莱特越南推迟，预计今年有效产能增速只略超 10%，且下半年增幅仅不到 2%，明年预计 20%。且部分产能有冷修或退出的可能性。长期看，产能置换政策对于行业产能释放形成限制。推荐信义光能、福莱特（A/H）、亚玛顿。

图 33：预计未来光伏玻璃将处于紧平衡状态

	2019Q4	2019年	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020年	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021年	2022年
光伏装机	40	120	22	27	23	43	115	34	30	32	46	142	175
yoy							-4%	55%	11%	39%	7%	23%	23%
玻璃需求(亿平米)	3.06	9.18	1.70	2.20	1.98	3.81	9.68	3.12	2.78	3.00	4.30	13.18	17.29
yoy							6%	83%	26%	51%	13%	36%	31%
3.2mm每平方米重量(kg)	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
3.2mm原片需求(万吨)	170.05	553.79	90.72	101.02	76.19	124.37	392.30	89.86	76.04	77.76	105.55	349.22	293.33
2.5mm每平方米重量(kg)	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25
2.5mm原片需求(万吨)	49.58	126.78	24.81	35.03	35.25	70.36	165.45	56.03	45.66	44.26	55.79	201.75	212.79
2.0mm每平方米重量(kg)	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
2.0mm原片需求(万吨)	7.00	11.27	8.51	18.68	23.08	56.29	106.55	54.79	54.80	65.76	104.15	279.49	510.70
合计玻璃需求(万吨)	226.6	691.8	124.0	154.7	134.5	251.0	664.3	200.7	176.5	187.8	265.5	830.5	1,016.8
成品率	78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%
日熔量需求(t/d)	31,841	24,300	17,427	21,739	18,900	35,268	23,333	28,195	24,799	26,383	37,301	29,170	35,716
yoy							-4%	62%	14%	40%	6%	25%	22%
日熔量有效产能(t/d)	24690	23458	26290	27057	26373	26540	26753	29290	32295	32058	33500	31997	38968
yoy							7%	14%	11%	19%	22%	26%	20%
供给/需求	0.78	0.97	1.51	1.24	1.40	0.75	1.15	1.04	1.30	1.22	0.90	1.10	1.09
价格预测3.2mm(元/平米)	28.4	27	28.9	25.1	23.5	26.5	26.0	26.5	25	25	26.5	25.8	25
价格预测2.5mm(元/平米)	24	23	23.6	21.8	21	22	22.0	21.5	20.5	20	21	20.9	20
价格预测2.0mm(元/平米)	24	23	23.3	20.2	19.5	20.5	20.9	20	19	18.5	19.5	19.2	18.5

资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

光伏银浆为最后一个国产化替代环节。光伏银浆是辅材中唯一没有国产化的环节，国产龙头市场份额约 15%，目前国产厂商已经在性能上具备了进口替代的条件。

低温银浆约占 HJT 非硅成本的一半，单片用量是 P 型-PERC 电池用高温银浆的 2 倍以上，价格高于高温银浆 50%。配方与 Know how 工艺是核心技术，银浆厂需要长期在银粉、玻璃、溶剂、树脂等环节充分调试，为电池厂商定制化开发，提供针对异质结的解决方案。低温银浆国产化有望成为类似光伏设备降本增效的关键投资环节。建议重点关注，帝科股份，苏州固得。

2.3、光伏投资策略

价格下降后我们看好需求超预期，维持光伏行业“推荐”评级，重点把握两条线：

- 1) 龙头盈利存在超预期可能。推荐隆基股份、通威股份，关注晶澳科技、东方日升、爱旭股份；
- 2) 把握辅材优质赛道，EVA：福斯特；玻璃：信义光能、福莱特（A/H）、亚玛顿；光伏银浆：苏州固得、帝科股份。此外，消纳是新能源并网的重要掣肘因素，储能是重要解决手段，关注阳光电源、科士达等标的。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2020-07-01 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
002050.SZ	三花智控	21.94	0.52	0.42	0.52	33.72	51.68	42.18	未评级
002079.SZ	苏州固锴	12.85	0.13	0.00	0.00	89.36	0.00	0.00	未评级
002080.SZ	中材科技	14.9	0.82	1.00	1.15	15.08	14.92	12.92	未评级
002407.SZ	多氟多	10.69	-0.61	0.31	0.40	-21.54	35.05	26.48	未评级
002459.SZ	晶澳科技	18.23	0.93	1.13	1.42	19.6	16.13	12.84	增持
002460.SZ	赣锋锂业	54.69	0.28	0.55	0.91	125.73	98.70	60.19	未评级
002466.SZ	天齐锂业	22.06	-5.24	0.03	0.46	-7.45	814.02	48.01	未评级
002594.SZ	比亚迪	72.47	0.59	0.76	1.17	122.83	95.36	61.94	买入
002623.SZ	亚玛顿	43.99	-0.61	0.51	0.77	-36.76	86.44	57.03	未评级
002709.SZ	天赐材料	33.85	0.28	0.56	0.85	120.89	60.45	39.82	增持
002812.SZ	恩捷股份	67.58	1.06	1.36	1.8	63.75	49.69	37.54	买入
002850.SZ	科达利	73.15	1.13	1.65	2.29	64.73	44.33	31.94	买入
300001.SZ	特锐德	21.6	0.27	0.44	0.67	63.43	48.58	32.40	未评级
300014.SZ	亿纬锂能	47.35	1.57	1.95	2.66	30.16	24.28	17.8	买入
300035.SZ	中科电气	9.08	0.25	0.35	0.45	36.32	25.94	20.18	买入
300037.SZ	新宙邦	54.55	0.86	1.19	1.52	63.43	45.84	35.89	买入
300073.SZ	当升科技	33.18	-0.48	0.75	1.11	-69.13	44.24	29.89	买入
300118.SZ	东方日升	15.13	1.11	1.17	1.44	12.82	12.89	10.52	未评级
300207.SZ	欣旺达	19.17	0.48	0.56	0.81	39.94	34.23	23.67	买入
300568.SZ	星源材质	18.51	1.27	1.6	1.91	14.57	11.57	9.69	买入
300618.SZ	寒锐钴业	62.72	0.05	1.01	2.07	1,597.48	62.35	30.28	未评级
300750.SZ	宁德时代	169.4	1.98	2.27	3.25	85.56	74.63	52.12	买入
300842.SZ	帝科股份	44.79	0.94	1.10	1.51	0.00	40.72	29.66	未评级
600438.SH	通威股份	18.17	0.68	0.65	0.91	26.72	27.95	19.97	买入
600732.SH	爱旭股份	11.14	0.37	0.47	0.75	24.36	23.55	14.93	未评级
600884.SH	杉杉股份	11.91	0.43	0.54	0.65	27.7	22.06	18.32	买入
601012.SH	隆基股份	41.63	1.4	1.77	2.24	29.74	23.52	18.58	买入
601689.SH	拓普集团	27.51	0.49	0.61	0.72	56.14	45.1	38.21	增持
601865.SH	福莱特	19.12	0.37	0.47	0.69	51.68	40.68	27.71	买入
603659.SH	璞泰来	107.42	1.5	1.89	2.53	71.61	56.84	42.46	增持
603799.SH	华友钴业	40.27	0.11	0.74	1.16	366.09	54.42	34.72	买入
603806.SH	福斯特	49.97	1.83	2.19	2.61	27.31	22.82	19.15	增持
688116.SH	天奈科技	47.5	0.58	0.65	0.88	68.13	73.16	54.27	未评级
688388.SH	嘉元科技	55.83	1.43	1.84	2.28	39.04	30.34	24.49	买入

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所 (注: 未评级公司盈利预测取自万得一致预期)

3、风险提示

- 1) 疫情进一步恶化;
- 2) 政策波动风险;
- 3) 下游需求低于预期;
- 4) 产品价格低于预期;
- 5) 大盘系统性风险;
- 6) 重点推荐公司业绩不及预期。

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，10年行业研究经验，研究所副所长(主持工作)、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018福布斯中国最佳分析师第七名、2018年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第2名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016年第三名、2014年第五名，2013年第四名。

尹斌，中科院物理化学博士，4年比亚迪动力电池实业经验，3年证券从业经验，2018年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015年新财富第2名、2016年新财富第3名核心成员。

傅鸿浩，中国科学院硕士，4年电力设备与新能源行业研究经验，曾任职于安信证券，国海证券。

张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

赵彬凯，香港科技大学经济学硕士，中山大学管理科学学士，2020年加入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩、尹斌、张涵、傅鸿浩，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，以勤勉的职业态度，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有

报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。