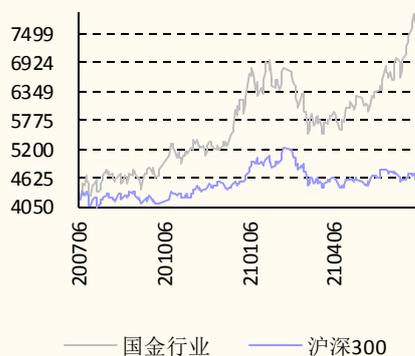


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金电力设备与新能源指数	7687
沪深300指数	5081
上证指数	3519
深证成指	14671
中小板综指	13052



相关报告

1. 《硅料存预期差，汽车配置机会，氢能催化释放-新能源与汽车行业研...》，2021.6.27
2. 《光伏平价需求潜力足，锂电迎旺季备货-新能源与汽车行业研究周报》，2021.6.20
3. 《近期光伏热点问题集中解读，氢能大会亮点多-新能源与汽车行业研...》，2021.6.14
4. 《看淡短期博弈，重视技术变革和竞争格局变化-光伏2021中期策...》，2021.6.7
5. 《SNEC2021：价格博弈分水岭和N型大战第一枪-新能源与汽...》，2021.6.6

姚遥 分析师 SAC 执业编号：S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

邱长伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521010003
qiuchangwei@gjzq.com.cn

宇文甸 联系人
yuwendian@gjzq.com.cn

袁凯玲 联系人

光伏负反馈促需求兑现，关于整车厂“灵魂”的思考

- **新能源：光伏“负反馈-降价促需求”的预期开始兑现，半年报预计各环节分化较显著；维持光伏板块整体推荐，短期重点关注涨幅显著落后板块且仍存预期差的硅料环节、以及辅材/设备优质差异化二线公司。**
- 本周初，中环、通威两大硅片/电池片龙头先后大幅下调产品报价，中环硅片报价较5月底调降8-9%，通威主力尺寸产品调降约7%，对于外购硅片/电池的组件企业，相当于成本端下降6-8分/W，或许是受到7月中游产品价格调降预期强烈的影响，近期调研反馈部分组件厂7月排产计划较此前显著下调的6月略有回升，并获得核心辅材供应商反馈佐证，产业链通过终端需求负反馈倒逼中上游降价、从而触发下半年高刚性终端需求释放的逻辑，正逐步如期兑现。
- 考虑到外购硅片/电池需求较多的组件厂多为二三线企业为主，而此类企业在此前央企招标中的中标价格相对偏低（1.65元/W以下为主），因此当前产业链降价水平或仅能起到“部分订单开始具备生产交付能力”的效果；而对于一体化程度普遍较高的一线组件企业，由于硅料价格暂未明显下降，因此其成本水平仍相对稳定。考虑到硅料/硅片环节的相对供需关系，我们此前明确提出“硅片先降价应是硅料降价的必备前提条件”，考虑到当前时点产业链价格水平下，硅片环节盈利已显著压缩，硅料降价条件逐步具备，因此我们预计后续硅料价格呈现10-15%的降幅是可能的。但我们必须再次强调：考虑到1)当前硅料厂的低库存水平；2)硅片产能的持续释放；3)下半年几无硅料新产能释放及终端需求刚性的明确预期；年内可预期的硅料价格降幅预计十分有限，即使Q3降幅较大，Q4再次反弹也是大概率事件。本周通威预告的半年报业绩，如我们所预期的实现Q2单季同环比的三位数以上高增长，预计下半年仍有望继续维持季度业绩环比增长/同比高增的趋势。
- 此外，本周金晶科技先后发布半年报超预期高增预告以及马来西亚深加工玻璃产线投产；金辰股份则宣布首台自主研发的HJT用PECVD设备运抵国内老牌异质结生产企业晋能科技；对应股价均有靓丽表现。对此我们重申一下6月初中期策略报告及近期路演中提出的一个观点：光伏板块部分优质二线/差异化辅材、设备企业，在业绩弹性和市场研究预期差方面都大于所在环节龙头，但估值却反而通常呈现折价，因此对部分流动性不敏感投资者来说，此类标的普遍具有较好的风险收益比。
- **新能源车：智能化趋势下，整车厂与供应商关系演化路径的思考；推荐：1)受益美国市场保发的日韩电池供应链；2)高景气持续的隔膜、6F等环节；3)低估值整车及智能化受益零部件。**
- 本周上汽集团董事长公开表示不接受华为作为第三方为上汽提供整体解决方案的合作形式，而要将“灵魂”掌握在自己手里，不能沦为“躯壳”。对此，我们分享一下对智能化趋势下，主机厂和供应商关系演化路径的思考：
- 智能化趋势下，未来主机厂将分为三类：1)依靠第三方全栈智能化的赋能；2)垂直自研（如特斯拉）、3)生态共赢（主机厂掌握部分核心技术）。
- 供应商角度，我们认为同样将演化为三种类型：1)智能驾驶整体解决方案提供商：一方面，精力有限，较难跟众多主机厂实现深度的绑定合作（华为内部人士回应：huawei inside模式目前只有三家，不可能也没精力与所有车企实现这种模式）；另一方面，与上汽的观点类似，很多主机厂不愿意将智能驾驶核心技术（比如算法等）委与外人。所以我们看到，越来越多的主机厂抛弃封闭的Mobileye而转投更加开放的英伟达，百度则亲自下场造车。智能驾驶整体解决方案的出路或将是下场造车，或者赋能几个品牌（相当于代工厂模式），再有就是走向2B领域，如商用车、干线物流、港口物流等场景（这些领域客户主要关心成本，对品牌不敏感）。（**后页正文续**）
- **风险提示：产业链价格竞争激烈程度超预期；全球疫情超预期恶化。**

- **新能源车：智能化趋势下，整车厂与供应商关系演化路径的思考；推荐：**

1) 受益美国市场保发的日韩电池供应链；2) 高景气持续的隔膜、6F 等环节；3) 低估值整车及智能化受益零部件。
- 本周上汽集团董事长公开表示不接受华为作为第三方为上汽提供整体解决方案的合作形式，而要将“灵魂”掌握在自己手里，不能沦为“躯壳”。对此，我们分享一下对智能化趋势下，主机厂和供应商关系演化路径的思考：
- 主机厂角度，智能化趋势下，未来主机厂将分为三类：依靠第三方全栈智能化的赋能、垂直自研（如特斯拉）、生态共赢（主机厂掌握部分核心技术，与第三方供应商生态共赢）。
- 供应商角度，我们认为同样将演化为三种类型：
- 1) 智能驾驶整体解决方案提供商：一方面，精力有限，较难跟众多主机厂实现深度的绑定合作（华为内部人士回应：huawei inside 模式目前只有三家，不可能也没精力与所有车企实现这种模式）；另一方面，与上汽的观点类似，很多主机厂不愿意将智能驾驶核心技术（比如算法等）委与外人。所以我们看到，越来越多的主机厂抛弃封闭的 Mobileye 而转投更加开放的英伟达，百度则亲自下场造车。智能驾驶整体解决方案的出路或将是下场造车，或者赋能几个品牌（相当于代工厂模式），再有就是走向 2B 领域，如商用车、干线物流、港口物流等场景（这些领域客户主要关心成本，对品牌不敏感）。
- 2) 通用型产品（服务）提供商。比如，自动驾驶芯片，操作系统，电池，传感器等，一方面，这些领域的拥有较高的技术壁垒，主机厂难以掌握；另一方面，这些属性较难成为主机厂面对消费者的竞争差异点（大部分企业都可以用上英伟达的芯片、宁德时代的电池）。
- 3) 定制化产品（服务）提供商：典型的如域控制器，如德赛西威、经纬恒润等。域控制器是连接自动驾驶芯片和算法的重要一环，负责将自动驾驶算法落地实现。域控制器供应商的优势在于对软件和硬件的全面理解，以及跨平台、跨客户的产品规模化带来的性价比优势。此外，域控制器并不直接和用户及用户数据关联，主机厂对域控制器外包的阻力较小。
- 板块投资方面，继续建议在当前估值低位配置快速进化的整车企业、及估值弹性较大的汽车电子相关标的，布局未来 2-3 年汽车板块需求和库存周期共振的机会。
- 宁德时代与特斯拉于 25 日签订《Production Pricing Agreement》。协议约定宁德时代将在 2022 年 1 月至 2025 年 12 月期间向特斯拉供应锂离子动力电池产品。此次协议是对于 20 年 2 月签订的供货协议的延续，不仅延长了供货时间并且取消了地区的限制，宁德时代有望打开特斯拉的全球市场供应，合作再一次深化。宁德时代自 20 年三季度正式开始给特斯拉供货，20 年宁德时代装机 1.7GWh，占国产特斯拉份额约 20%。根据 GGII 数据，今年 1-5 月国产 Model 3 累计销售 6.83 万辆，动力电池装机量 3.99GWh，其中宁德时代装机量为 3.15GWh，占比为 79%；今年宁德时代 1-5 月总装机量为 15.86GWh（不含时代上汽），其中国产 Model 3 占比约 20%，特斯拉有望成为宁德时代最大客户。
- 投资建议：1) 受益于美国新能源车市场新增长周期开启的标的：美国市场 22 年政策超预期叠加新车型密集推出，开启高增长，5 月新能源车销量达 5.8 万辆，同环比增 305%/40%，预计全年销量达 70 万辆。目前松下因深度绑定特斯拉在市占率超 60%；LGC 绑定福特（21 年 1-5 月在美电动车销量份额 5.6%）配套福特 Mach-e，SKI 配套大众北美（21 年 1-5 月在美电车销量份额 8.3%）及福特 150 占据可观份额。日韩电池厂采购国产化程度高，建议关注特斯拉、LGC、SKI 供应链标的如恩捷股份、中伟股份、当升科技、天赐材料等 2) 关注扩产周期较长，短期仍将处于供给短缺的材料环节，如隔膜、6F 等。
- **燃料电池：系统企业扩产积极，重点关注政策落地带来的下半年销量爆发机会。**

- 上半年燃料电池整车产销与去年相比变化不大，1-5月产销分别完成303/327辆，同比-2%/+1.5%。复盘2017-2020燃料电池销量数据，可以发现燃料电池汽车销量呈现明显季节性，销量爆发集中在每年的三、四季度，四季度销量甚至占到全年的60~80%。自去年9月“以奖代补”政策下发以来示范城市名单迟迟没有发布，产业链各环节承受巨大压力，产业链的压力也逐渐传导到政府侧，越往后政策发布的概率越大，倘若示范城市名单在今年下半年公布，必将带来史无前例的燃料电池板块爆发机遇。
- 上半年10余家燃料电池系统企业扩产，行业放量蓄势待发。据不完全统计，2021仅上半年就有10余家燃料电池系统企业，在建或拟建系统产能累计超4万/年，拟建成投产时间均早于2025年，大部分集中在京津冀、长三角、山东、广东、湖北、四川等地。典型代表如氢途科技在浙江金华的年产2万台氢燃料电池发动机项目，该项目计划总投资5亿元，具备燃料电池发动机及其核心零部件的全套组装、测试能力。“以奖代补”政策正式下发前企业的密集扩产，是政策期间燃料电池放量的最有利保证。
- 本周重点新闻：丰田和亿华通合资企业华丰燃料电池有限公司成立，注册资本45亿日元，双方各持股50%；中自环保科创板首发过会，拟募资总额为14.6亿元，其中6400万元将用于氢能源燃料电池关键材料研发能力建设；上海舜华子公司广州舜华签订了总数量为500套的车载供氢系统合同，该产品将配套广州环保采购的31吨氢燃料电池泥头车；山东首条“氢进万家”城际氢干线开通，170辆燃料电池车辆投入运营；大同市、郑州市发布“十四五”规划，均有涉及氢能规划。

本周重要事件

- 光伏中游产品价格显著回落；晶科、阿特斯科创板上市申请获受理；金晶科技马来西亚光伏玻璃深加工产线投产；金辰股份HJT电池用PECVD交付晋能；长城汽车发布2025年400万销量&80%新能源战略目标；特斯拉二季度交付20万辆；丰田和亿华通合资企业华丰燃料电池有限公司成立；氢途科技年产2万台燃料电池系统项目在金华建成。

板块配置建议：

- 光伏需求/价格负反馈效应推动产业链运行逐渐回归正轨，发改委政策显暖意，全年需求刚性高，明年更乐观，维持推荐各环节龙头+差异化二线，近期重点关注硅料环节预期差；新能源车板块7月开始迎旺季排产预计持续提升，配置强壁垒电池/材料龙头及受益电动/智能化弹性较大的零部件龙头；燃料电池迈入商用车规模放量元年，储能及乘用车规模应用也不远；电力设备继续看好碳中和及高比例可再生需求背景下的特高压、能源互联网及工控、低压核心资产。

推荐组合：

- **新能源：**隆基股份、通威股份、金晶科技、海优新材、大全新能源、阳光电源、福斯特、晶澳科技、信义光能、福莱特(A/H)、亚玛顿、信义能源、晶科能源、晶盛机电、中环股份；**电车：**宁德时代、亿华通、中伟股份、福耀玻璃、亿纬锂能、嘉元科技、恩捷股份、赣锋锂业、天齐锂业、德方纳米、璞泰来、鹏辉能源。

风险提示

- 政策调整、执行效果低于预期；产业链价格竞争激烈程度超预期；尽管短期政策落地将促使产业链开工逐步恢复正常，并在一定程度上修复市场情绪，但无论是动力电池还是光伏产业链，其结构性产能过剩仍然是不争的事实，如果需求回暖不及预期，或后续有预期外的政策调整（趋严），都将对产业链产品价格及相关企业盈利能力带来不利影响。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402