

新能源汽车发展势头强劲有韧性，高增长有望延续

——2022年中期投资策略

相关研究：

- 1.《锂行业：锂供需矛盾突出，短期难有缓和，供给紧张或将延续》2022.03.30
- 2.《四月数据尘埃落定 中国新能源汽车渗透率大幅提高——四月数据点评》2022.05.16
- 3.《新能源汽车月报：蔚来谋划自产电池，车企意欲加强动力电池话语权》2022.06.07

行业评级：增持

近十二个月行业表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	14.1	16.9	36.4
绝对收益	22.5	19.7	21.8

注：相对收益与沪深300相比

分析师：文正平

证书编号：S0500521040001

Tel: (8621) 50295369

Email: wenzp@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 新能源汽车市场欣欣向荣

近年全球新能源汽车销量高速增长，两大因素促成新能源汽车市场欣欣向荣，其一是政策驱动，其二是产品驱动：中国市场已经实现从政策驱动向产品驱动切换，中国市场上电动汽车可选车型丰富，新款车型层出不穷，消费者选择余地大，诸多产品颇具吸引力，相对地，政策作用弱化；欧洲市场主要是政策驱动，“全球最严苛汽车排放标准”迫使车企转型新能源汽车，此外，2020年下半年开始疫情下欧洲把发展电动汽车作为经济刺激手段，欧洲多国加大电动汽车购置补贴力度对于欧洲市场促进作用大；美国市场新能源汽车渗透率低，发展滞后，拜登当选总统后政策正在加码，处在爆发前夜。当前欧洲市场、美国市场上电动汽车可选车型缺乏，产品尚且难以满足消费者丰富多样的需求，我们认为，随着新款车型陆续推出，欧洲市场、美国市场会从政策驱动转向政策、产品双轮驱动，潜力巨大。

□ 新能源汽车销量高速增长有望延续

2022年以来，国内疫情、俄乌战争扰动车市，新能源汽车产销承压。目前来看，中国、欧洲汽车产业正在回归正轨，后市可期。我们认为，近年电动汽车车型密集发布将会促进市场繁荣，预计2022年全球新能源汽车销量超940万辆（+38%），仍然是高速增长，对应中国市场销量指引500万辆（+42%）、欧洲市场销量指引280万辆（+24%）、美国市场销量指引100万辆（+64%）。高速增长背景下新能源汽车仍会是备受投资者瞩目的人气赛道，热度不减。

□ 新能源汽车销量高速增长带动产业链景气高涨

新能源汽车产业链景气高涨，我们建议优中选优，挖掘最具业绩增长潜力的公司：需求激增下供给刚性的周期性品种、锂电材料龙头公司是两大主线。我们判断锂行业周期拐点未至，锂电材料龙头公司竞争优势显著，快速扩张，相关上市公司业绩持续释放。

□ 投资建议

1、2021年全球新能源汽车销量激增，未来高增长有望延续，以总量逻辑、周期思维，建议关注需求激增下供给刚性，并且供给紧张持续性较强的周期性品种，比如锂行业；2、从竞争格局、竞争优势的角度切入，建议关注行业集中度较高的细分板块，当中具有竞争力的龙头公司可以享受中国市场高增长红利，并且还可以进入国际供应链体系，分享国外市场高增长红利。我们认为，在负极材料、锂电隔膜行业中已经存在这样具有国际竞争力的公司。维持行业“增持”评级。

□ 风险提示

国内疫情反复；新能源汽车销量增速不及预期；行业竞争加剧；科技股热潮滋生泡沫。

正文目录

1 新能源汽车市场欣欣向荣	3
1.1 中国新能源汽车发展势头强劲有韧性	5
1.2 欧美新能源汽车市场潜力巨大	10
1.3 总结与展望	16
2 新能源汽车销量高增长带动产业链景气高涨	18
2.1 锂行业	19
2.2 锂电负极材料	22
2.3 锂电隔膜	23
3 行情表现与估值变化	27
4 投资建议	29
5 风险提示	29

图表目录

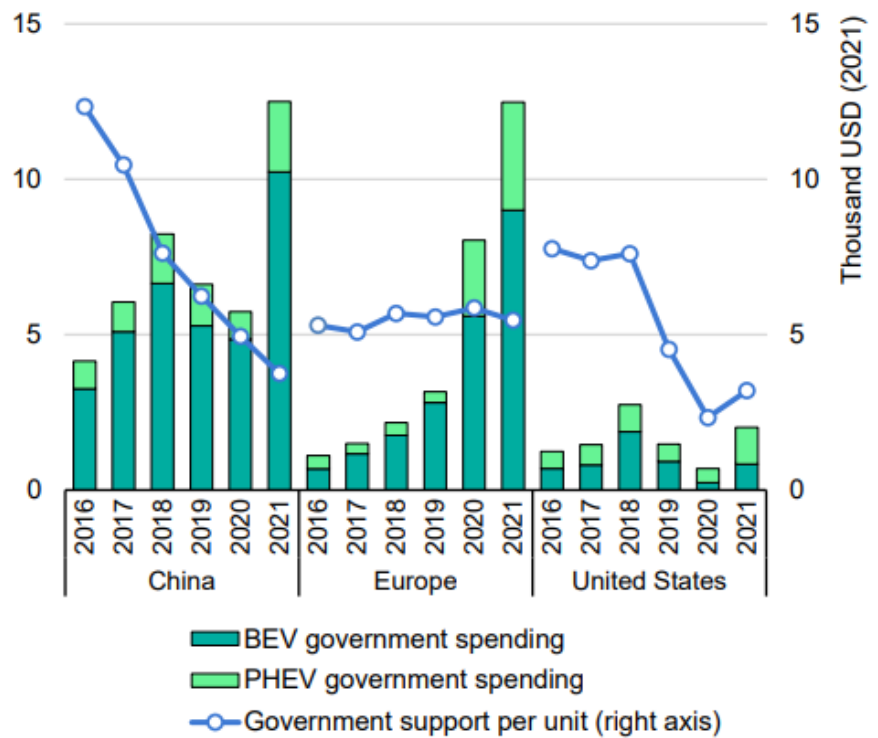
图 1 更多财政开支用于促进电动汽车发展.....	3
图 2 传统汽车巨头密集宣布电动化战略（圆圈表示宣布电动汽车销量目标）	4
图 3 全球电动汽车可选车型愈发丰富	4
图 4 各国电动汽车可选车型数量与电动汽车渗透率（2021 年对比 2016 年）	5
图 5 中国新能源汽车销量年度数据（万辆）	6
图 6 中国新能源汽车销量月度数据（万辆）	7
图 7 比亚迪海豹重磅新品上市.....	8
图 8 欧洲新能源汽车销量年度数据（万辆）	11
图 9 欧洲新能源汽车销量：按国家划分（万辆）	11
图 10 德国电动汽车渗透率提高带动新车注册的平均二氧化碳排放量下降.....	12
图 11 欧洲新能源汽车销量季度数据（万辆）	12
图 12 LEONIAG 是欧洲汽车用电缆线束领军企业.....	13
图 13 乌克兰汽车零部件产业集群：共有 22 家外商投资企业经营着 38 家工厂，专长汽车用电缆线束..	13
图 14 德国新能源汽车销量月度数据（万辆）	14
图 15 拜登签署行政命令：设定目标 2030 年美国新能源汽车渗透率达 50%.....	15
图 16 美国新能源汽车销量年度数据（万辆）	16
图 17 全球新能源汽车销量年度数据（万辆）	16
图 18 新能源汽车（电动汽车）产业链.....	18
图 19 历年碳酸锂价格月度数据（万元/吨），截至 2022/6/24	19
图 20 2022 年锂供给增量不足以覆盖动力电池锂需求增量.....	21
图 21 中国锂电负极材料出货量（万吨）	22
图 22 人造石墨生产工艺流程.....	22
图 23 人造石墨价格（万元/吨），截至 2022/6/24	23
图 24 中国隔膜出货量：干法隔膜与湿法隔膜比重.....	24
图 25 锂电隔膜价格（元/平米），数据截至 2022/6/24	24
图 26 中国锂电隔膜出货量 CR3/CR6.....	26
图 27 锂电隔膜代表性公司毛利率变化.....	26
图 28 2021 年以来万得新能源汽车指数涨跌幅表现，截至 2022/6/24.....	27
图 29 2021 年以来万得新能源汽车指数涨跌幅与估值变化，截至 2022/6/24.....	28
图 30 2021 年以来万得新能源汽车指数 PE-Bands，截至 2022/6/24.....	28
图 31 2021 年以来万得新能源汽车指数估值（PE,TTM），截至 2022/6/24.....	29
表 1 中国新能源乘用车销量排名 TOP15（辆）：按车型	8
表 2 2022 年以来中国新能源汽车市场风波不断.....	10
表 3 2022 年全球新能源汽车销量预测（销量：万辆）	17
表 4 全球新能源汽车销售火爆带动锂需求激增.....	20
表 5 在产锂业上市公司业绩大增，数据截至 2022/6/24.....	21
表 6 锂电隔膜行业一度竞争激烈，锂电隔膜中小企业被迫出局.....	25

1 新能源汽车市场欣欣向荣

近年全球新能源汽车销量高增长，两大因素促成新能源汽车市场欣欣向荣，其一是政策驱动，其二是产品驱动：

根据国际能源署（IEA）《全球电动汽车展望 2022》，政策方面，已有约 40 个国家/地区立法制定了全面电动化时间表或颁布了燃油汽车禁令。各国纷纷增加财政开支用于促进电动汽车发展，特别是 2020 年疫情爆发后欧洲多国加大电动汽车购置补贴力度对于欧洲市场促进作用大；美国市场上，电动汽车单车补贴上升幅度大，反映政策积极加码。

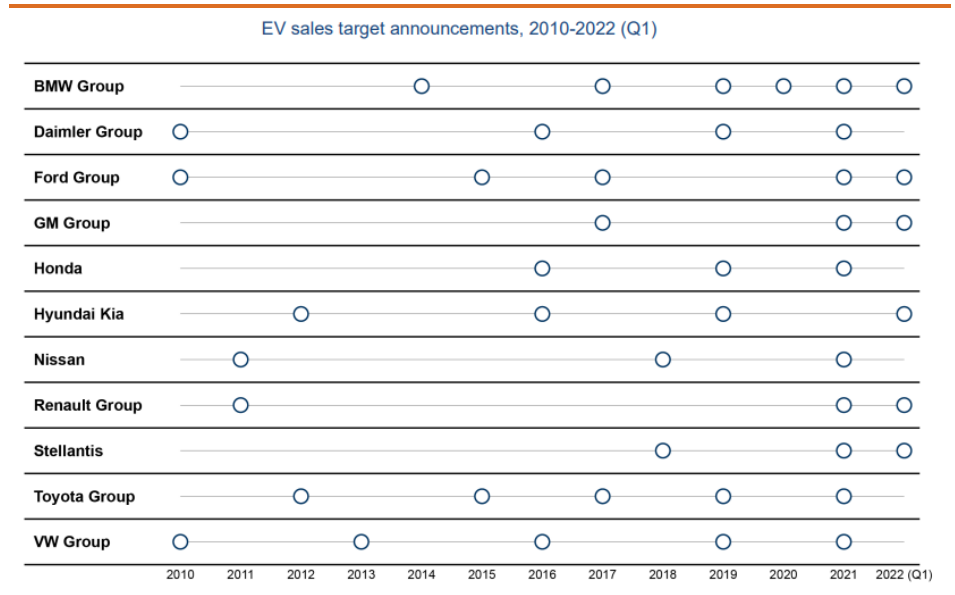
图 1 更多财政开支用于促进电动汽车发展



资料来源：IEA“Global EV Outlook 2022”，湘财证券研究所

产品方面，几乎所有传统汽车巨头都开始电动化转型，加紧推出电动汽车车型，设定电动汽车销量目标（参见图 2）。近年来电动汽车车型愈发丰富，截至 2021 年末，全球电动汽车可选车型已经接近 450 款（参见图 3）。中国市场上电动汽车可选车型有 298 款，最是丰富；欧洲市场上电动汽车可选车型有 184 款，由于早先欧洲在混合动力路线上领先，电动化浪潮下欧洲车企为混合动力汽车“加装插电”致使欧洲市场上插电混动汽车占比较高；美国市场上电动汽车可选车型缺乏，未来产品阵列扩充潜力巨大。

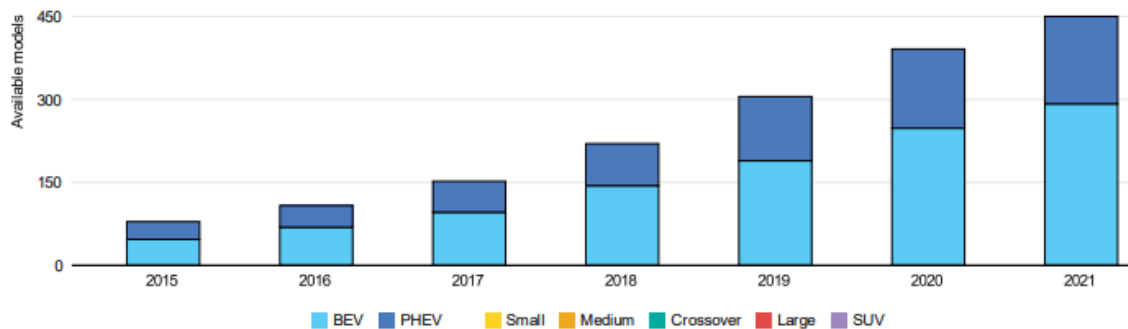
图 2 传统汽车巨头密集宣布电动化战略（圆圈表示宣布电动汽车销量目标）



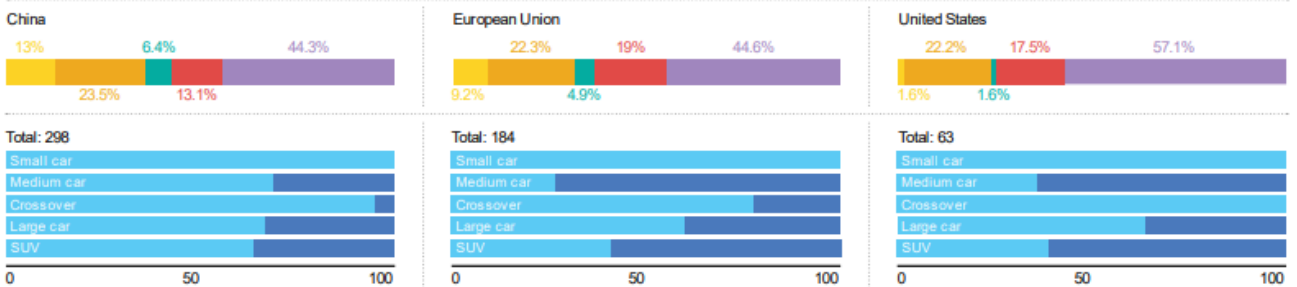
资料来源：IEA“Global EV Outlook 2022”，湘财证券研究所

图 3 全球电动汽车可选车型愈发丰富

Status and evolution of electric vehicle model availability, 2015-2021

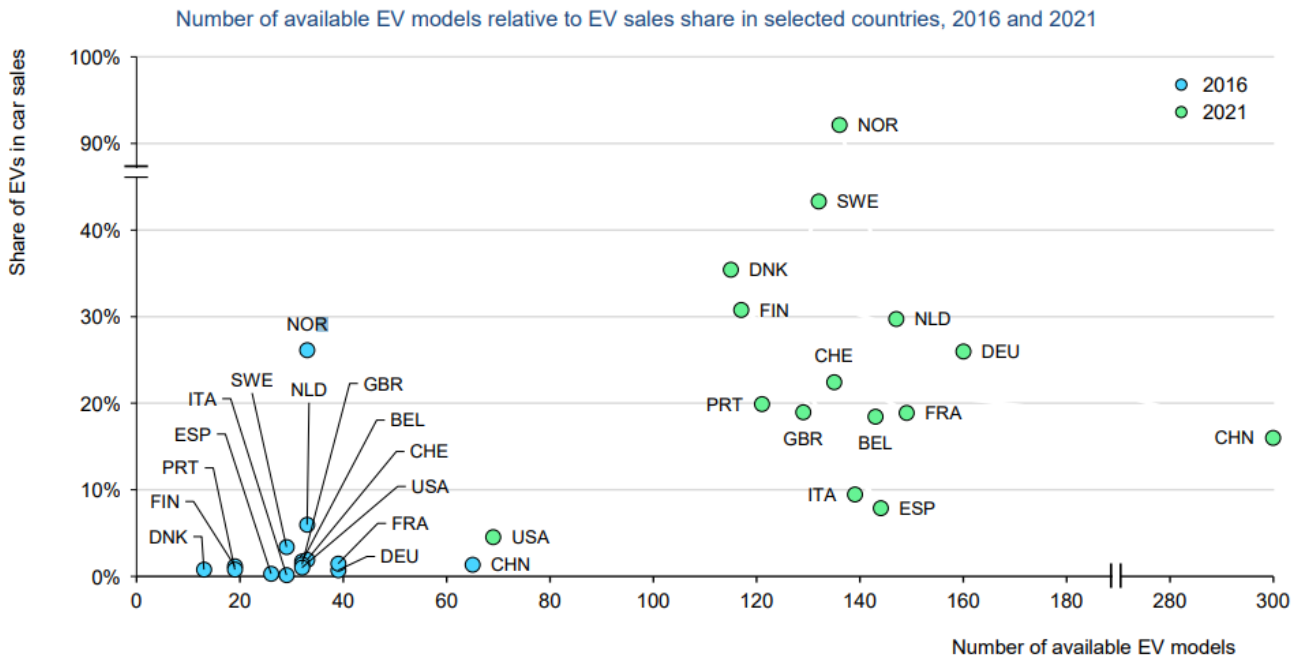


Available EV models by vehicle segments and powertrain



资料来源：IEA“Global EV Outlook 2022”，湘财证券研究所

图 4 各国电动汽车可选车型数量与电动汽车渗透率（2021 年对比 2016 年）



资料来源：IEA“Global EV Outlook 2022”，湘财证券研究所

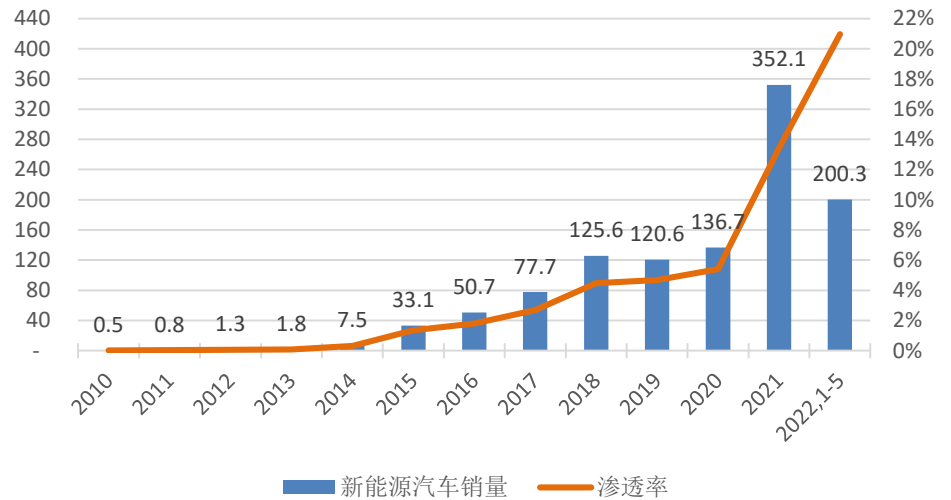
具体而言，中国、欧洲、美国三大主要市场背后的驱动因素不尽相同：中国市场已经实现从政策驱动向产品驱动切换，中国市场上电动汽车可选车型丰富，新款车型层出不穷，消费者选择余地大，诸多产品颇具吸引力，相对地，包括新能源汽车补贴、双积分等政策作用弱化；欧洲市场主要是政策驱动，欧盟委员会提出“全球最严苛汽车排放标准”迫使车企转型新能源汽车，此外，2020年下半年开始疫情下欧洲把发展电动汽车作为经济刺激手段，欧洲多国加大电动汽车购置补贴力度对于欧洲市场促进作用大；美国市场新能源汽车渗透率低，发展滞后，拜登当选总统后政策正在加码，处在爆发前夜。

1.1 中国新能源汽车发展势头强劲有韧性

根据中汽协数据，2020年中国新能源汽车销量136.7万辆，对应新能源汽车渗透率5.4%；而2021年中国新能源汽车销量352.1万辆（+158%），对应新能源汽车渗透率13.4%。2021年中国新能源汽车销量突飞猛进，为中国新能源汽车发展掀开新篇章。

2022年以来中国新能源汽车销量延续高增长，2022年1-5月累计销量200.3万辆（+111%），累计销量对应新能源汽车渗透率21.0%。

图 5 中国新能源汽车销量年度数据（万辆）



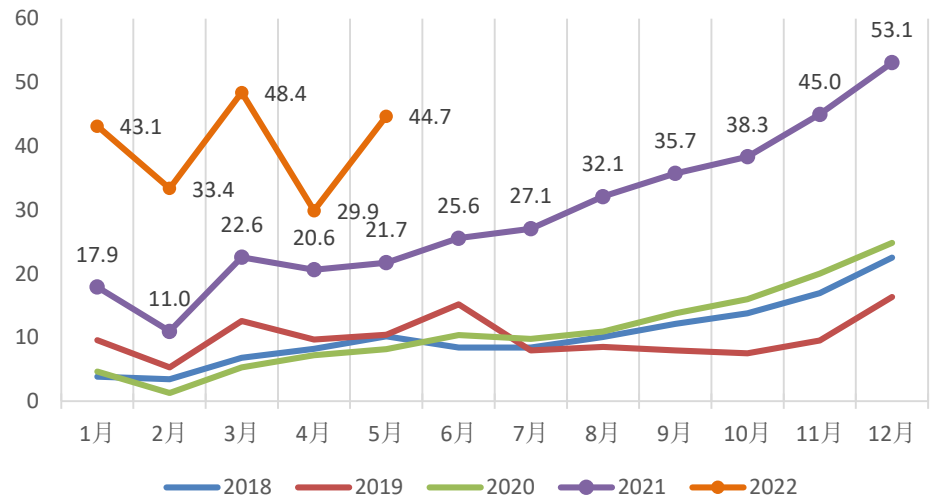
资料来源：Wind、中汽协，湘财证券研究所

中国新能源汽车销量月度数据参见下图，2021年中国新能源汽车销量数据靓丽，月度销量惊喜连连，屡超预期。特别是2021年下半年月度销量逐月走高，表现强劲，甚至未现季节性回落。2022年1-3月中国新能源汽车销量保持高位，开局良好。然而，国内疫情对于汽车产业冲击巨大，影响集中体现在四月销量上。

国内疫情对汽车产业冲击巨大，影响集中体现在四月数据上，四月销量环比大幅下降是可以预见的。值得注意的是，即使是最困难的时期，四月销量29.9万辆（+44.6%），对比上年同期仍然录得增长超40%，这个同比增速还是不低的；有些惊喜的是，四月新能源汽车渗透率25.3%（+3.7 pct.），渗透率大幅提高反映疫情下车企优先保供新能源汽车，积极推进电动化转型。是故，我们认为，四月销量数据尚可，甚至可以说是颇有韧性，反映出中国新能源汽车发展势头强劲。随着四月数据尘埃落定后，市场预期得以稳定。

目前来看，上海/吉林疫情已经得到有效控制，汽车作为重点保障产业率先复工复产，中国汽车产业正在回归正常轨道。五月销量大幅反弹，反映中国新能源汽车产销快速恢复。

图 6 中国新能源汽车销量月度数据（万辆）



资料来源：Wind、中汽协，湘财证券研究所

中国市场已经实现从政策驱动向产品驱动切换，中国市场上电动汽车可选车型丰富，新款车型层出不穷，消费者选择余地大，诸多产品颇具吸引力，相对地，包括新能源汽车补贴、双积分等政策作用弱化。

中国市场上，电动汽车在推广初期主攻 20 万以上高端市场与 10 万以下低端市场，高端市场主打科技体验，低端市场主要是配合绿牌政策降低购车门槛，10-20 万中端市场上电动汽车缺失。

根据乘联会数据，以特斯拉 Model 3、Model Y、比亚迪汉、小鹏 P7、理想 ONE 为代表的高端车型受市场追捧。其中，国人期待已久的国产 Model Y 是在 2021 年初正式上市，注定热销；2021 新款理想 ONE 引发关注，销量录得佳绩。近来，极氪 001 在 2021 年 12 月首次登榜；问界 M5 在 2022 年 3 月首次登榜。

2020 年上市的比亚迪汉成绩斐然，广受好评，颠覆大众对于比亚迪品牌形象的传统认知，比亚迪迎来高光时刻。比亚迪抓住契机密集推出车型改款，2021 年 3 月上市的比亚迪秦 PLUS DM-i 也引发轰动，快速登榜，比亚迪 DM-i 平台技术先进，还掀起一股插电混动汽车热潮；2021 年下半年上市的比亚迪海豚也是上市即热销；2022 年 4 月，比亚迪汉 2022 新款发布，汉家族还纳入新成员 DM-p，主打澎湃动力表现，实现 3.7 秒零百加速；比亚迪海豹作为比亚迪的重磅新品，宣传造势力度大，备受市场期待，已于 2022 年 5 月开启预售，主打流线美学，实现 0.219Cd 超低风阻系数，采用全球首发 CTB 技术，预计会成为媲美比亚迪汉的爆款产品。

图 7 比亚迪海豹重磅新品上市



资料来源：比亚迪官方公众号，湘财证券研究所

另一方面，上汽通用五菱宏光 Mini、奇瑞小蚂蚁（eQ）、长安奔奔 EV、长城欧拉黑猫、哪吒 V 为代表的质优价廉“国民代步小车”异军突起，销售持续火爆，拉动新能源汽车销量大幅增长，成为 2020 年以来新能源汽车市场的新现象。我们认为这种趋势还在延续，这些小车可以满足小城市与乡村的用车需求，价格亲民，在小城市与乡村有很大市场空间。但是，近来动力电池涨价致使国民代步小车难以盈利，车企亏损严重，欧拉黑猫已经停止接单。于是，车企纷纷把目光转向 10 万元以上代步小车升级市场，小车升级正当时，长城欧拉好猫、比亚迪海豚定位年轻时尚，深受消费者喜爱。欧拉好猫在 2021 年 10 月首次登榜，目前已经取代了欧拉黑猫的地位；比亚迪海豚在 2021 年 11 月首次登榜，目前已经盘踞榜单第四。

我们注意到电动汽车开始有高端车型下沉，低端车型升级的趋势，比如比亚迪在前期比亚迪汉成功的基础上，推出比亚迪秦 PLUS DM-i；小鹏在前期 P7 成功的基础上推出 P5；长城在前期欧拉黑猫成功的基础上主推欧拉好猫，都是在填补 10-20 万中端市场空白，未来中端市场还有很大拓展空间。

表 1 中国新能源乘用车销量排名 TOP15（辆）：按车型

排名	2021 年销量（轿车）		2022 年 1-5 月销量（轿车）	
	车型	销量	车型	销量
1	宏光 MINI	395,451	宏光 MINI	148,855
2	比亚迪秦	187,227	比亚迪秦	120,107
3	特斯拉 Model 3	150,890	比亚迪汉	71,741
4	比亚迪汉	117,323	比亚迪海豚	47,981

5	奇瑞 eQ	76,987	QQ 冰淇淋	44,434
6	奔奔 EV	76,381	奔奔 EV	41,240
7	埃安 Aion S	73,853	特斯拉 Model 3	38,121
8	欧拉黑猫	63,492	奇瑞 eQ	36,462
9	小鹏 P7	60,569	埃安 Aion S	31,698
10	欧拉好猫	49,900	小鹏 P7	27,365
11	科莱威 CLEVER	46,002	零跑 T03	26,647
12	零跑 T03	40,245	欧拉好猫	23,766
13	思皓 E10X	35,368	欧拉黑猫	19,201
14	比亚迪 e2	33,825	思皓 E10X	18,517
15	雷丁芒果	30,467	风神 E70	18,071
排名	2021 年销量 (SUV)		2022 年 1-5 月销量 (SUV)	
1	特斯拉 Model Y	169,853	比亚迪宋	127,281
2	比亚迪宋	104,244	特斯拉 Model Y	81,516
3	理想 ONE	90,491	理想 ONE	47,379
4	比亚迪唐	50,116	比亚迪唐	46,478
5	哪吒 V	49,646	比亚迪元 PLUS	38,111
6	蔚来 ES6	41,474	埃安 Aion Y	33,348
7	比亚迪元	40,534	哪吒 V	32,255
8	埃安 Aion Y	33,522	比亚迪元	20,253
9	蔚来 EC6	29,905	蔚来 ES6	18,434
10	小鹏 G3	29,721	哪吒 U	17,719
11	ID.4 CROZZ	26,141	极氪 001	14,708
12	威马 EX5	24,025	ID.4 CROZZ	14,450
13	宝马 X3 BEV	21,814	零跑 C11	14,067
14	ID.4 X	21,004	问界 M5	13,199
15	蔚来 ES8	20,050	埃安 Aion V	12,166

资料来源：乘联会，湘财证券研究所

年初时中汽协预测，2022 年中国新能源汽车销量 500 万辆 (+42%)，仍将保持高速增长。今年以来，受 (1) 补贴退坡；(2) 新能源汽车涨价；(3) 供应链不稳定等变数影响，市场对于 2022 年中国新能源汽车销量没有把握、缺乏信心，而后国内疫情又扰动车市，新能源汽车产销承压。

我们认为，中国市场上新能源汽车可选车型丰富，诸多产品颇具吸引力，需求强劲有支撑，我们对于中国新能源汽车市场始终抱有信心，加上近期密集出台的经济维稳政策刺激汽车消费（根据第一电动网不完全统计，已有超 20 个省市出台新能源汽车消费促进政策，补贴金额 2000-25000 元不等），后续中国新能源汽车热销是值得期待的，2022 年中国新能源汽车销量 500 万辆 (+42%) 仍然是可能实现的。

表 2 2022 年以来中国新能源汽车市场风波不断

补贴退坡	2022 年起新能源汽车补贴标准在 2021 年基础上退坡 30%，纯电动乘用车（续航里程 \geq 400km）补贴标准减少 5400 元，插电混动乘用车补贴标准减少 2000 元，2023 年不再给予补贴
新能源汽车涨价	特斯拉在 2021 年 11-12 月三次涨价，比亚迪在 2022 年 1 月宣布涨价 1000-7000 元不等；2022 年 3 月，特斯拉三次涨价，比亚迪宣布涨价 3000-6000 元不等，其后众多车企跟涨
供应链不稳定	锂电原材料价格大幅上涨，市场担忧极端情况下可能发生供应链断供，进而影响车企产销量
国内疫情	上海/吉林是中国汽车工业重镇，国内疫情造成特斯拉、上汽集团、一汽集团等车企停产，并且由于汽车产业链复杂，环环相扣，供应链断供殃及全国汽车工业

资料来源：新闻报道，湘财证券研究所

1.2 欧美新能源汽车市场潜力巨大

1.2.1 欧洲市场

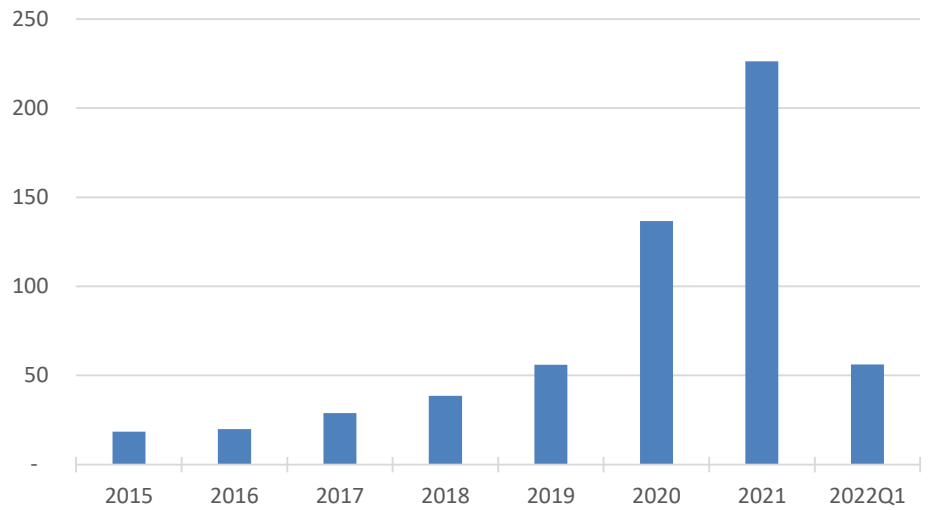
欧洲是碳中和领军者。2018 年 11 月，欧盟委员会首次提出“2050 年碳中和”长期愿景；2019 年 12 月，欧盟委员会发布纲领性文件《欧洲绿色协议》（European Green Deal），明确政策框架，旨在促进欧洲绿色转型，最终实现 2050 年碳中和。《欧洲绿色协议》包括一系列政策措施，其中，2021 年 6 月，《欧洲气候法》（European Climate Law）立法通过，把“2050 年碳中和”之政治雄心转变为具有约束力的法律条文，同时还要求“2030 年净排放减少 55%”（相比 1990 年净排放），这是一个更加贴近实践的阶段性目标；2021 年 7 月，欧盟委员会提出《减碳 55%》（Fit for 55）一揽子政策提案，旨在具体落实“2030 年净排放减少 55%”，目前提案正在审议中。

汽车排放标准严苛。在汽车领域，欧盟委员会要求 2021 年起，大型车企（轿车年登记量在 30 万辆以上）新登记轿车的平均二氧化碳排放量须低于 95g/km，超出标准每 1g/km 每辆罚款 95 欧元，该项政策被认为是全球最严苛汽车排放标准，令大众等车企面临巨额罚款。另一方面，政策给予新能源汽车优待，新能源汽车电能消耗不计算二氧化碳排放量，并且在计算平均二氧化碳排放量时，新能源汽车可以享受附加权重。如今燃油汽车节能减排技术难有突破，政策高压下转型新能源汽车是欧洲车企筹谋破局的必然选择。

根据欧洲汽车制造商协会（ACEA）新车注册数据，欧洲（EU+EFTA+UK）2021 年新能源汽车销量 226.3 万辆（+65.7%），全年销量对应新能源汽车渗透率 18.0%；2022Q1 新能源汽车销量 56.2 万辆（+23.7%），单季销量对应

新能源汽车渗透率 18.9%。

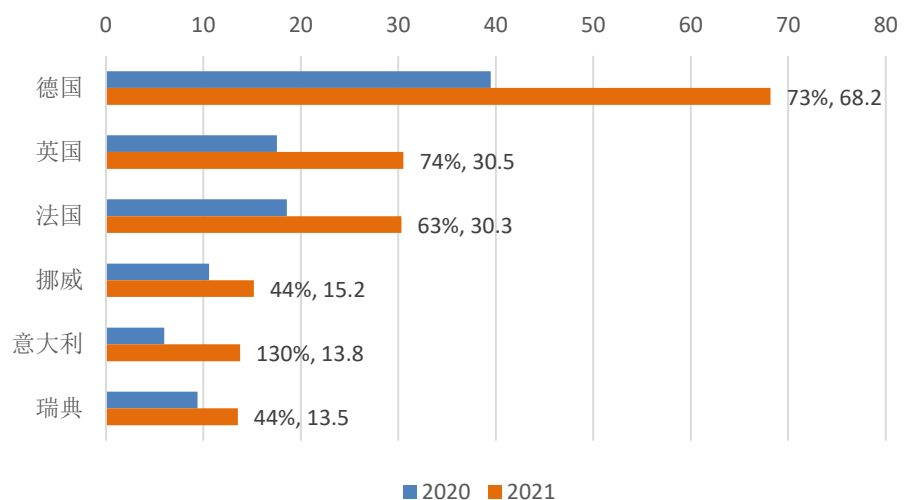
图 8 欧洲新能源汽车销量年度数据 (万辆)



资料来源：ACEA，湘财证券研究所

2021 年欧洲新能源汽车销量 226.3 万辆 (+65.7%)，按国家划分，第一梯队是德国 68.2 万辆(+73%)、英国 30.5 万辆(+74%)、法国 30.3 万辆(+63%)，第二梯队是挪威、意大利、瑞典，以上六国合计新能源汽车新车注册 171.5 万辆，占欧洲总量 75.8%。这些国家大多数是欧洲汽车制造大国。

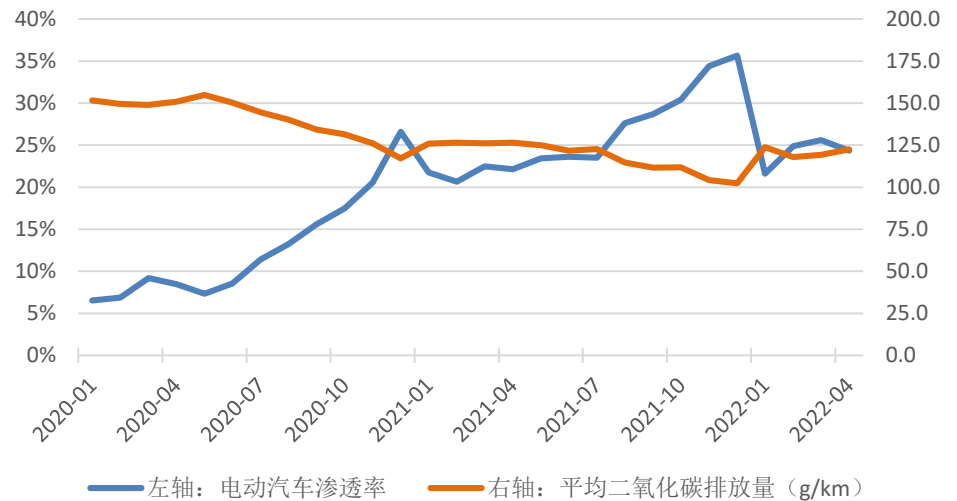
图 9 欧洲新能源汽车销量：按国家划分 (万辆)



资料来源：ACEA，湘财证券研究所

我们以德国为例，根据德国交通部（KBA）新车注册数据，电动汽车渗透率提高使得德国 2021 年乘用车新车注册的平均二氧化碳排放量快速降至 118.7g/km，而上年这个数字是 139.8g/km，尽管如此，这样的成绩还是远不足以达到欧盟委员会汽车排放标准 95g/km，可见政策约束力强。

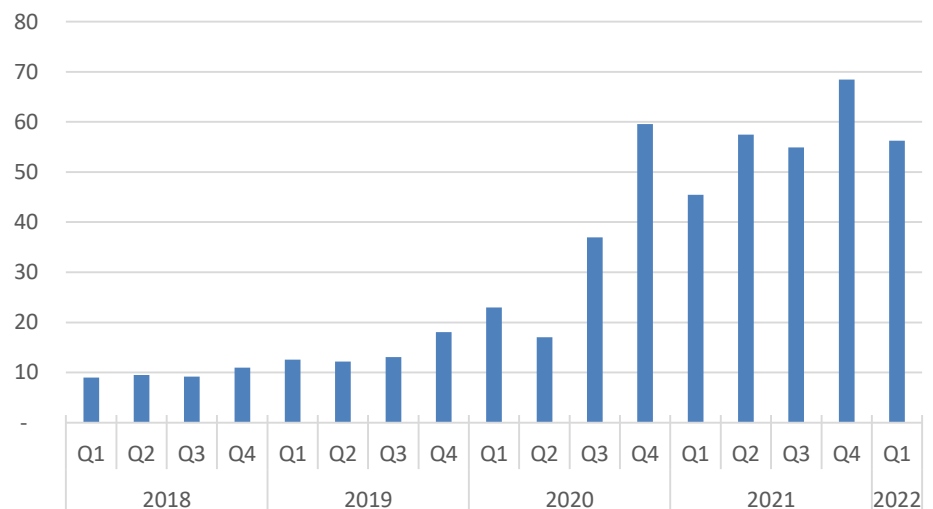
图 10 德国电动汽车渗透率提高带动新车注册的平均二氧化碳排放量下降



资料来源：ACEA，湘财证券研究所

欧洲市场主要是政策驱动。如前所述，欧洲实施全球最严苛汽车排放标准，此外，2020 年下半年开始疫情下欧洲把发展电动汽车作为经济刺激手段，欧洲多国加大电动汽车购置补贴力度对于欧洲市场促进作用大。随着购置补贴调整，2021Q3 欧洲新能源汽车销量环比下降，欧洲市场有所降温。

图 11 欧洲新能源汽车销量季度数据（万辆）



资料来源：ACEA，湘财证券研究所

2022年3月伊始，俄乌战争爆发更是令欧洲汽车制造业一度陷入瘫痪。乌克兰是欧洲汽车零部件的重要供应地，根据乌克兰招商局数据(UkraineInvest.gov)，乌克兰拥有庞大的汽车零部件产业集群，专长汽车用电缆线束，乌克兰境内共有22家汽车零部件外商投资企业经营着38家工厂，包括LEONI、APTIV在内的11家汽车用电缆线束外商投资企业。

图 12 LEONI AG 是欧洲汽车用电缆线束领军企业

Cables



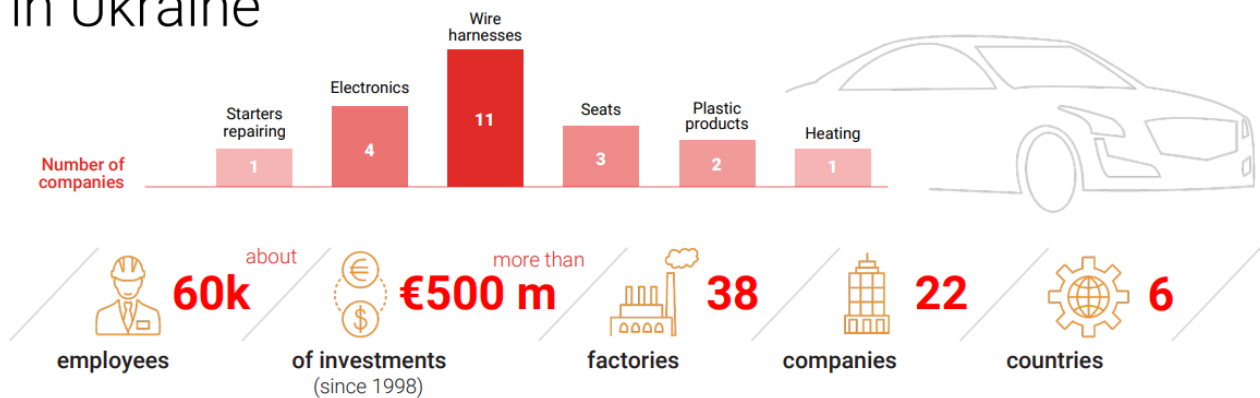
LEONI has been a leading manufacturer of cables for the automotive industry since 1931 and today is a true global player.

资料来源：LEONI，湘财证券研究所

图 13 乌克兰汽车零部件产业集群：共有 22 家外商投资企业经营着 38 家工厂，专长汽车用电缆线束

FOREIGN AUTOMOTIVE BUSINESS in Ukraine

4

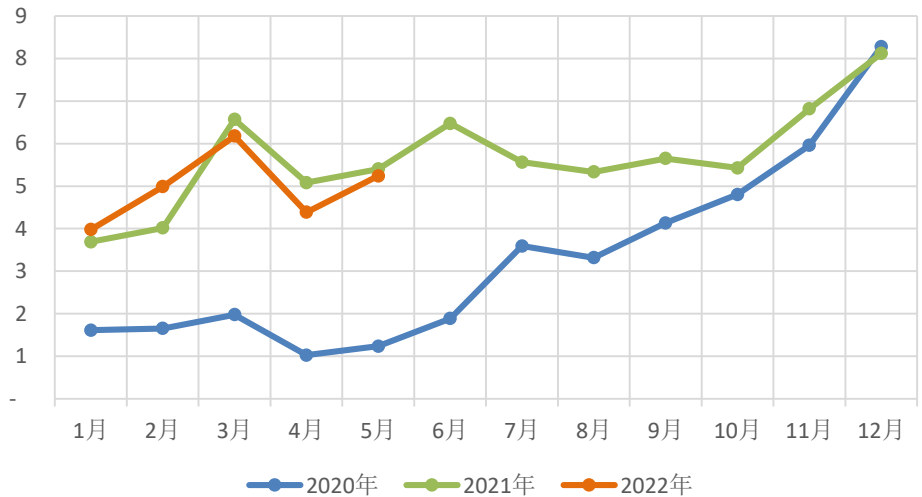


UkraineInvest
Your Investment Matters

资料来源：UkraineInvest.gov.ua，湘财证券研究所

由于汽车供应链高度复杂，个别环节出现断供都会影响整车生产，战争事实上也殃及德国等欧洲多国的汽车制造业，俄乌战争爆发后大众集团随即暂停德国茨维考和德累斯顿两家 MEB 纯电平台汽车工厂的生产，另有多家汽车工厂放缓生产节奏。根据德国交通部 (KBA) 新车注册数据，2022 年 3 月、4 月、5 月连续三个月德国新能源汽车销量出现同比负增长，5 月同比降幅相较上月有所收窄，反映出德国新能源汽车销量缓慢复苏。

图 14 德国新能源汽车销量月度数据 (万辆)



资料来源：KBA，湘财证券研究所

尽管欧洲市场受补贴调整、俄乌战争影响，新能源汽车销量受挫，但是，我们认为，上述影响正在消退，2022 年下半年欧洲市场状况会好转。欧洲市场上电动汽车可选车型缺乏（特别是指纯电动汽车车型），我们认为，随着新款车型陆续推出，特斯拉德国柏林工厂从 2022 年 3 月开始正式投入生产，欧洲市场会从政策驱动转向政策、产品双轮驱动。我们预计 2022 年欧洲新能源汽车销量约 280 万辆 (+24%)。

1.2.2 美国市场开启高增长

2020 年 11 月，拜登当选总统，拜登对于新能源的态度，相比前任可谓翻天覆地，拜登就职后立即落实美国重返《巴黎气候协定》，并且宣布“2050 碳中和”，美国新能源汽车行业也迎来久违的政策红利：

2021/3/31 拜登宣布其一揽子基础设施建设计划“the American Jobs Plan”（美国就业计划），其中包括投资 1740 亿美元用于发展电动汽车。该

提案是拜登“Build Back Better Plan”的一部分，相关立法程序正在进行中。

2021/8/5 拜登签署行政命令，设定目标 2030 年美国新车销售中新能源汽车占比达 50%！当天，拜登还在白宫会见了美国汽车三巨头福特、通用、Stellantis，以及美国汽车工人联合会。会后，福特、通用、Stellantis 发表联合声明目标 2030 年其各自新车销售中新能源汽车占比至少达 40%。

图 15 拜登签署行政命令：设定目标 2030 年美国新能源汽车渗透率达 50%

BRIEFING ROOM

Executive Order on Strengthening American Leadership in Clean Cars and Trucks

AUGUST 05, 2021 • PRESIDENTIAL ACTIONS

By the authority vested in me as President by the Constitution and the laws of the United States of America, and in order to promote the interests of American workers, businesses, consumers, and communities, it is hereby ordered as follows:

Section 1. Policy. America must lead the world on clean and efficient cars and trucks. That means bolstering our domestic market by setting a goal that 50 percent of all new passenger cars and light trucks sold in 2030 be zero-emission vehicles, including battery electric, plug-in hybrid electric, or fuel cell electric vehicles. My Administration will prioritize setting clear standards, expanding key infrastructure, spurring critical innovation, and investing in the American autoworker. This will allow us to boost jobs – with good pay and benefits – across the United States along the full supply chain for the automotive sector, from parts and equipment manufacturing to final assembly.

资料来源：whitehouse.gov，湘财证券研究所

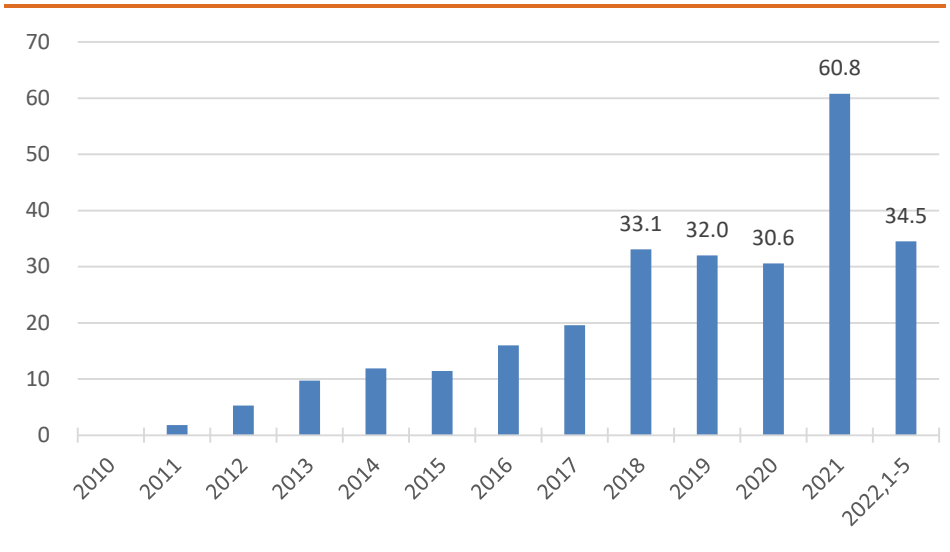
美国电动汽车销量一改颓势，开启高增长。根据美国研究机构 Argonne 数据，2021 年美国电动汽车销量 60.8 万辆 (+98.7%)；2022 年 1-5 月美国电动汽车累计销量 34.5 万辆。

美国市场上电动汽车发端于 2010 年末，第一款电动汽车分别是日产聆风 (BEV) 和雪佛兰 Volt (PHEV)，可见通用汽车很早就开始布局电动汽车，然而，美国十年来电动汽车发展缓慢。

美国电动汽车普及程度不高，2022 年 5 月美国电动汽车渗透率仅 6.7% (电动汽车销量/轻型汽车销量)，对标拜登行政命令要求 2030 年渗透率达 50%，未来提升空间巨大。当前，美国市场上电动汽车可选车型缺乏，纯电动汽车以特斯拉 Model Y、Model 3 最受欢迎，特斯拉一家独大，新发布的福特 Mustang Mach-E 成为特斯拉的挑战者，原本销量成绩还不错的通用雪佛兰 Bolt EV 因电池缺陷多次发生自燃，最终停售，对美国市场造成短暂冲击。展望未来，随着美国汽车三巨头福特、通用、Stellantis (FCA) 共同发力电

动汽车，发布新车，美国市场即将迎来百花齐放。我们预计 2022 年美国电动汽车销量超 100 万辆 (+64%)。

图 16 美国新能源汽车销量年度数据 (万辆)

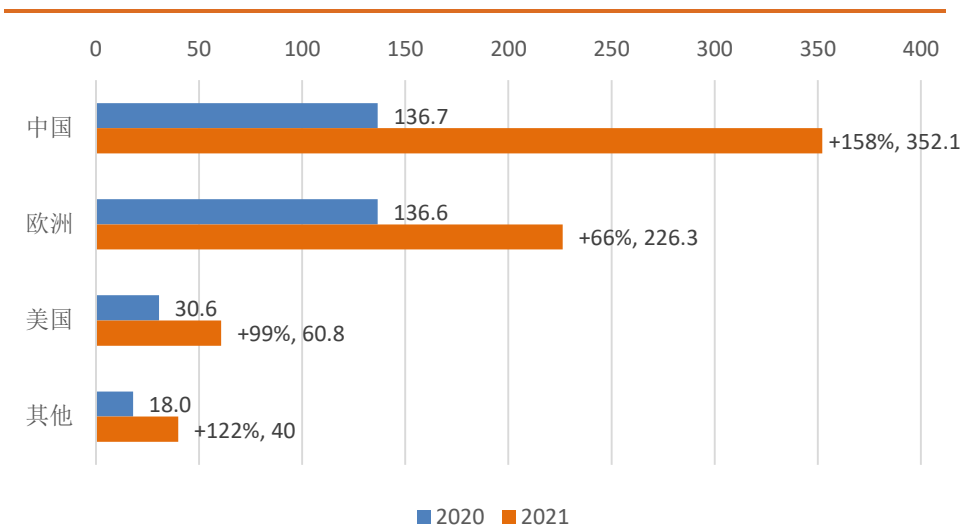


资料来源: Argonne, 湘财证券研究所

1.3 总结与展望

2021 年，中国、欧洲、美国三大新能源汽车主要市场均实现大幅增长，2021 年全球新能源汽车销量 679.2 万辆 (+111%)。

图 17 全球新能源汽车销量年度数据 (万辆)



资料来源: 中汽协、ACEA、Argonne、EV Volumes, 湘财证券研究所

展望未来，我们认为全球新能源汽车销量高速增长有望延续，近年电动汽车车型密集发布将会激发消费需求，促进市场繁荣，如前所述，欧洲市场和美国市场上可选车型缺乏，产品尚且难以满足消费者丰富多样的需求，预计随着电动汽车车型日渐丰富，销量增长后劲较强。特别是美国市场潜力巨大，政策加码，高增长很明确。

预计 **2022 年全球新能源汽车销量超 940 万辆 (+38%)**，仍然是高速增长，对应中国市场销量指引 **500 万辆 (+42%)**、欧洲市场销量指引 **280 万辆 (+24%)**、美国市场销量指引 **100 万辆 (+64%)**。新能源汽车仍会是备受投资者瞩目的人气赛道，热度不减。

表 3 2022 年全球新能源汽车销量预测（销量：万辆）

	2020	2021	2022E	22E/21	未来长期年均复合增速指引
中国	136.7	352.1	500	42%	根据中国往年政策目标隐含年均复合增速指引大约 30%
欧洲	136.6	226.3	280	24%	根据欧盟最新“fit for 55”提案（审议中），提出 2035 年新车全面零排放，2022-2035 年均复合增速指引大约 15%
美国	30.6	60.8	100	64%	根据拜登行政命令“2030 年美国新能源汽车渗透率 50%”，2022-2030 年均复合增速指引大约 30%
其他	18.0	40	60	50%	主要是日本、韩国，此外许多国家也在积极发展新能源汽车
全球	321.9	679.2	940	38%	-

资料来源：中汽协、ACEA、Argonne、EV Volumes，湘财证券研究所

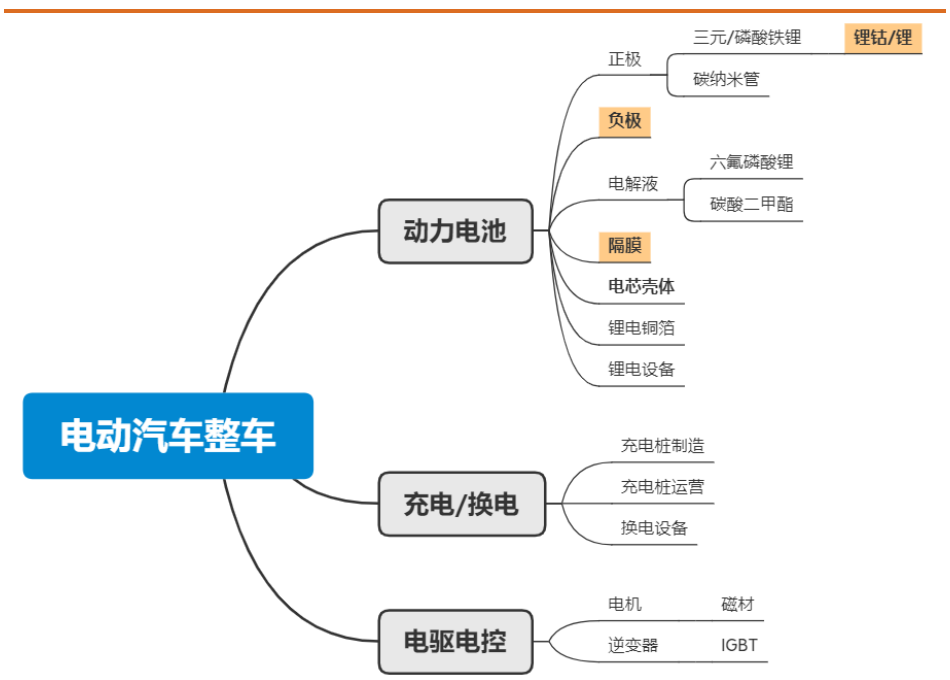
2 新能源汽车销量高增长带动产业链景气高涨

新能源汽车（电动汽车）产业链参见下图，对于产业链上中国企业而言，其经营状况首要还是取决于中国新能源汽车市场。

欧洲拥有德国、法国、英国、意大利、瑞典等汽车制造强国，中国整车企业难以进入欧洲市场，即使有挪威市场相对开放，上汽集团把名爵品牌送返家乡英国，比亚迪在欧洲多国卖电动客车，终究是体量较小。然而，欧洲锂电产业缺失，对于中国动力电池企业、锂电材料企业而言是个契机，先行者有望扎根欧洲市场。

美国市场更加封闭，中国整车企业、动力电池企业均难以进入，特斯拉与松下绑定，美国汽车三巨头牵手韩系三大动力电池企业，通用绑定 LG 新能源，福特绑定 SKI，Stellantis（FCA）绑定 LG 新能源、三星 SDI，竞争与合作格局基本确立。然而，不排除有少数中国锂电材料龙头公司可以借道日韩动力电池供应链分享美国市场红利；再者，美国市场放量对于锂钴等锂电原材料需求的拉动也是切实的，相关上市公司有望受益。

图 18 新能源汽车（电动汽车）产业链



资料来源：湘财证券研究所

新能源汽车（电动汽车）产业链上细分版块众多，产业链景气高涨背景下，投资热点轮动。我们建议优中选优，挖掘最具业绩增长潜力的公司：

1、2021 年全球新能源汽车销量激增，未来高增长有望延续，以总量逻辑

辑、周期思维，建议关注需求激增下供给刚性，并且供给紧张持续性较强的周期性品种，比如锂行业。

2、从竞争格局、竞争优势的角度切入，建议关注行业集中度较高的细分板块，当中具有竞争力的龙头公司可以享受中国市场高速增长红利，并且还可以进入国际供应链体系，分享国外市场高速增长红利。我们认为，在负极材料、锂电隔膜行业中已经存在这样具有国际竞争力的公司。

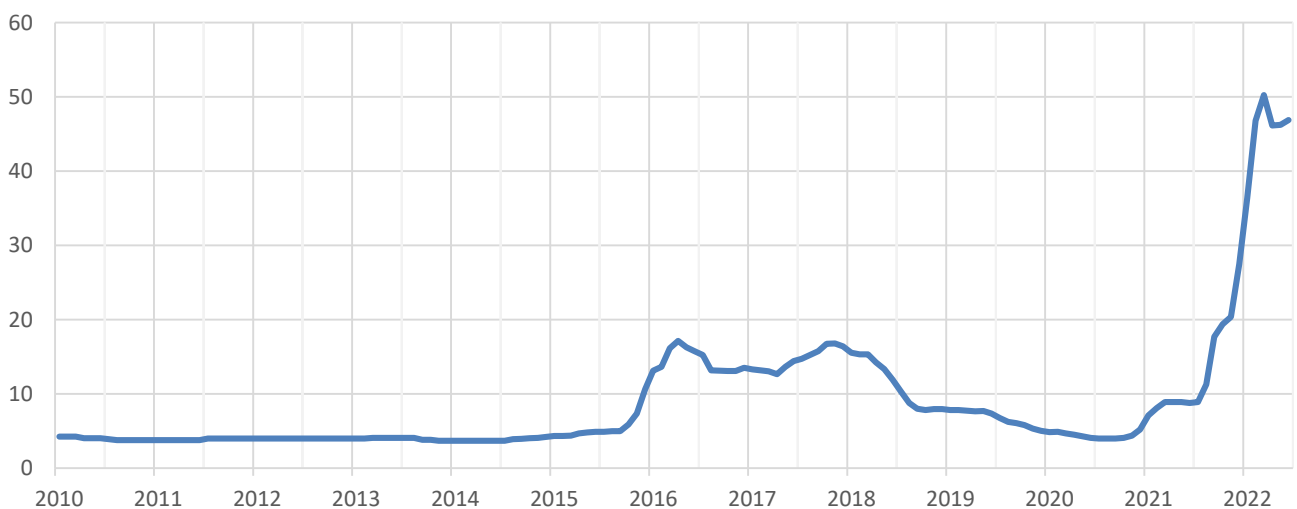
2.1 锂行业

锂价是锂行业景气波动的风向标，如图所示：

早年很长时间内，锂价基本稳定在 4 万元左右，直至 2015 年中国新能源汽车放量带动锂需求激增，锂价开启快速上涨，最高涨至 18 万元。锂价高涨维持有大约 2 年，期间涌现大量新进入者，竞争日益激烈。Pilbara、Altura 两家公司的产线在 2018 年投产，打破锂行业供需平衡。

然后，锂价从 2018 年开始快速回落至 8 万元左右，2019 年下半年开始的去库存引发杀跌探底，叠加 2020 年疫情冲击，锂价一度跌回十年前的水平！那些高成本的新矿山，其盈利完全是建立在过往锂价高涨基础上的，相继宣告不支：2019 年 8 月，Bald Hill 宣告破产重整；2019 年 11 月，Wodgina 被 ALB 收购，当即宣布停产维护；2020 年 10 月，Altura 在黎明前倒下，宣告破产重整，最终被其邻居 Pilbara 收购。供给退出促成锂价见底企稳。

图 19 历年碳酸锂价格月度数据（万元/吨），截至 2022/6/24



资料来源：Wind，湘财证券研究所

2020年下半年以来全球新能源汽车销售火爆带动锂需求激增，锂行业基本面状况发生扭转。由于此前锂价低迷，矿山纷纷减产停产，更是没有新增产能投放；尽管盐湖生产成本较低，锂价低迷没有妨碍盐湖新建/扩产计划，但是疫情却使得人力密集的盐湖产能建设被迫中断，新增产能投放延迟。供需矛盾下锂价开启强势上涨，并且持续性极强。

当前锂供需矛盾十分突出，一方面是2020年下半年以来全球新能源汽车销售火爆带动锂需求激增，另一方面是近年锂供给增量极其有限。

需求端：基于SQM发布的全球锂需求数据，结合我们对于2022年全球新能源汽车销量的判断，测算2022年动力电池锂需求增量大约14.2万吨碳酸锂当量（参见下表），如果考虑产业链扩产备货，实际需求增量会更大。

表4 全球新能源汽车销售火爆带动锂需求激增

	2020	2021	2022E	22E/21
全球新能源汽车销量（万辆）	321.9	679.2	940	38%
—中国市场	136.7	352.1	500	42%
—欧洲市场	136.6	226.3	280	24%
—美国市场	30.6	60.8	100	64%
—其他市场	18.0	*40.0	60	50%
全球动力电池锂需求（万吨碳酸锂当量）	17.8	37.0	51.2	38%
全球动力电池锂需求增量（万吨碳酸锂当量）	-	19.2	14.2	

注：2021年数据中带星是预计数据

资料来源：SQM、中汽协、ACEA、Argonne、EV Volumes，湘财证券研究所

供给端：我们整理了全球主要锂供应商的排产计划，SQM、ALB、Pilbara会是2022年锂供给增量主力军，确定性较强，其中，SQM贡献4万吨碳酸锂当量，ALB贡献2.6万吨碳酸锂当量，我们预计Pilbara会有1.6万吨碳酸锂当量。此外，还有些零星锂供给增量未能尽述，体量稍大的有中国青海察尔汗盐湖蓝科锂业，我们预计2022年蓝科锂业锂供给增量1万吨碳酸锂当量。

可以发现，2022年锂供给增量跟不上锂需求增量，供需矛盾难有缓和，预计锂供给紧张会贯穿全年，锂价仍会维持高位。详见湘财证券《锂行业：锂供需矛盾突出，短期难有缓和，供给紧张或将延续》（2022/03/30）。

图 20 2022 年锂供给增量不足以覆盖动力电池锂需求增量


资料来源：公司公告，湘财证券研究所

受益于锂价高涨，锂行业上市公司业绩弹性非常大（参见下图），更是有
 些二线公司抓住契机发展壮大，实现蜕变。我们认为市场对于锂行业上市公
 司业绩弹性之大，以及高锂价的持续性之久认识不足，锂行业仍有投资机会。
 建议关注锂资源有保障，2022年切实有产能投放、产量增长的公司。

表 5 在产锂业上市公司业绩大增，数据截至 2022/6/24

锂业公司	2021 年年报			2022 年一季报			市值 (亿元)	2021 PE	2022 PE
	净利润 (万元)	上年同期	同比	净利润 (万元)	上年同期	同比			
赣锋锂业	522,840	102,466	410%	352,508	47,610	640%	1,962	38	14
天齐锂业	207,886	-183,377	213%	332,798	-24,787	1443%	1,741	84	13
盛新锂能	85,065	2,717	3030%	106,981	10,402	901%	508	60	12
天华超净	91,070	28,599	218%	151,840	14,613	939%	474	52	8
雅化集团	93,663	32,384	189%	102,198	7,801	1210%	362	39	9
融捷股份	6,829	2,104	224%	25,404	180	13996%	395	579	39
盐湖股份	447,839	203,951	120%	349,700	79,314	341%	1,595	36	11
科达制造	100,576	28,449	285%	90,131	19,071	373%	392	39	11
藏格矿业	142,734	22,889	524%	81,428	25,312	222%	519	36	16
西藏矿业	14,016	-4,852	389%	13,205	2,008	558%	281	200	53
江特电机	38,577	1,433	2593%	66,575	7,317	810%	433	112	16
永兴材料	88,708	25,800	244%	81,121	12,411	554%	581	65	18
中矿资源	55,822	17,426	220%	77,498	8,169	849%	370	66	12

注：2022PE 按照 2022Q1 业绩×4 年化折算

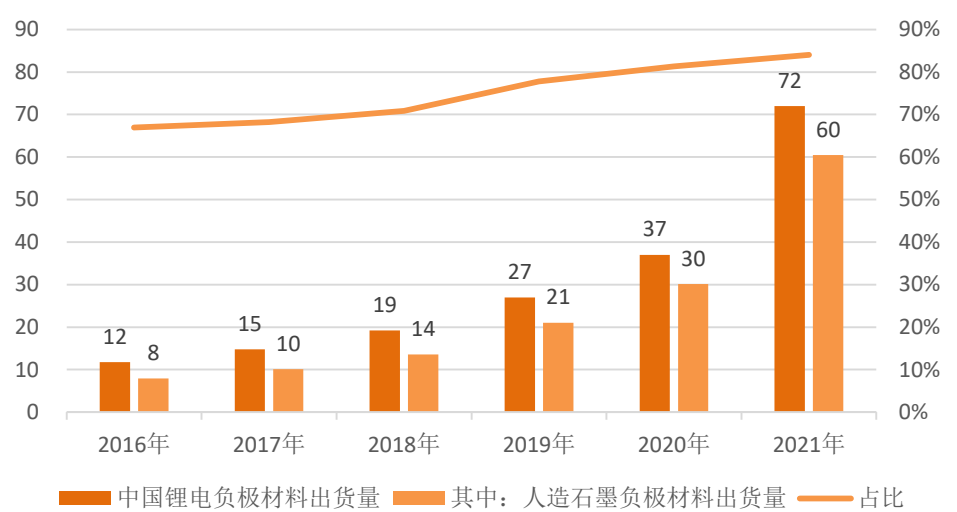
资料来源：Wind，湘财证券研究所

2.2 锂电负极材料

中国是全球锂电负极材料产业聚集地，供货全球。根据高工锂电数据，2021年中国锂电负极材料出货量72万吨（+97%），其中，人造石墨负极材料占比84%。

锂电负极材料可以分成人造石墨、天然石墨等，兹因人造石墨在一致性、循环性方面优势显著，适用于动力电池和储能电池，近年来人造石墨负极材料占比持续提高，成为主流选择。

图 21 中国锂电负极材料出货量（万吨）



资料来源：高工锂电，湘财证券研究所

人造石墨负极材料生产包括原料破碎、改性造粒、石墨化等工艺步骤，其中石墨化是重要工序，石墨化是指利用2000℃以上高温环境把碳原子由无序排列转变成规则排列。每吨人造石墨负极材料在石墨化工序上耗电大约1.4万度，是故石墨化属于高耗能产业，石墨化产能主要集中在内蒙古、四川等地。

图 22 人造石墨生产工艺流程



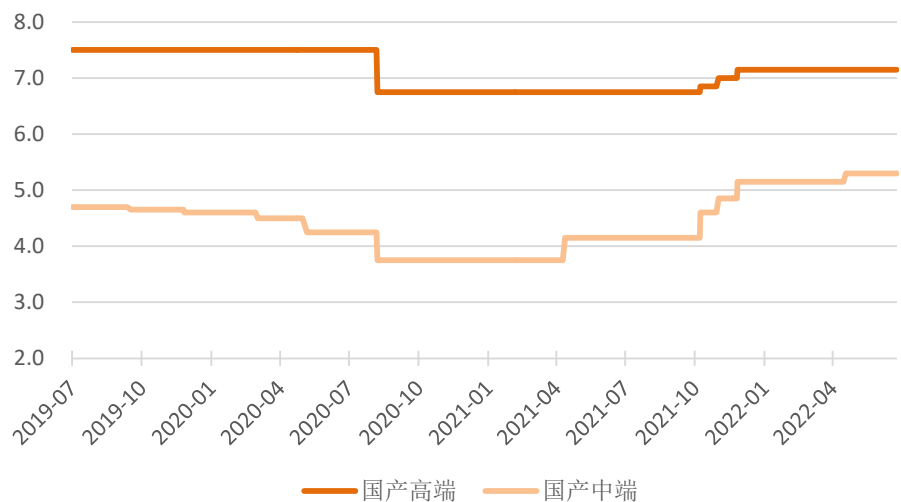
资料来源：公开信息，湘财证券研究所

受中国双碳战略及内蒙古能耗双控政策影响，内蒙古石墨化大厂产能受限，中小企业产能关停。根据高工锂电报道，委外石墨化加工费在 2021Q3 大幅上涨，从年初时 1.2-1.5 万元/吨大涨至九月底 2.2-2.4 万元/吨，石墨化产能吃紧持续至今未见缓解，2022 年 5 月委外石墨化加工费 2.8-2.9 万元/吨。石墨化工序外包的负极材料企业在本轮行业大变革中是最受害的，石墨化断供导致负极材料生产受限，或是石墨化加工费高涨，导致部分附加值低、盈利空间小的负极材料产能退出，低端产能淘汰。相对而言，自有石墨化产能的负极材料企业受影响小。

本轮行业大变革势促进市场集中度提高，少数头部负极材料企业有望受益。根据高工锂电数据，2021 年中国锂电负极材料出货量 CR6 高达 80%，较上年提高 4 个百分点。

另外，由于成本抬升，市场上人造石墨负极材料价格上涨，价格上涨对于石墨化工序外包的负极材料企业是转嫁成本，而对于自有石墨化产能的负极材料企业是利润增加。建议关注石墨化产能自给率较高的负极材料龙头企业。

图 23 人造石墨价格（万元/吨），截至 2022/6/24



资料来源：Wind，湘财证券研究所

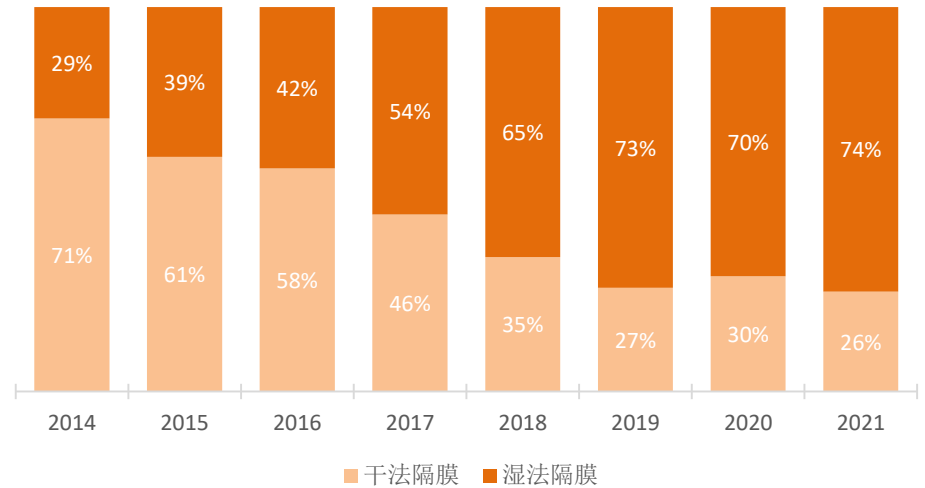
2.3 锂电隔膜

根据高工锂电数据，2021 年中国锂电隔膜出货量 78 亿平方米(+110%)，其中湿法隔膜占比 74%。

早年中国本土锂电隔膜企业大多数是干法制膜路线；近年，湿法制膜路

线兴起，湿法隔膜对干法隔膜形成大规模替代。相较而言，湿法隔膜多项性能突出；而干法隔膜工艺简单，成本较低、价格便宜，通常适配磷酸铁锂电池，面向对于价格敏感的客户。

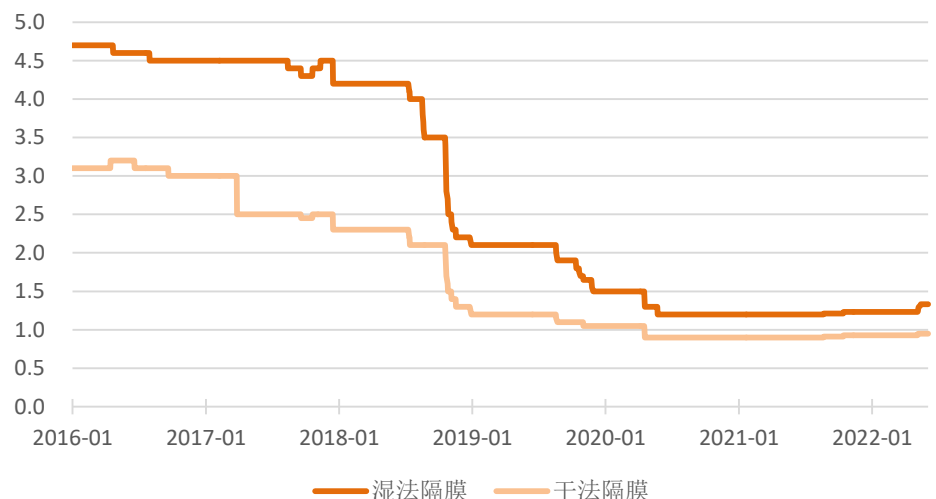
图 24 中国隔膜出货量：干法隔膜与湿法隔膜比重



资料来源：高工锂电，湘财证券研究所

早些时候，由于竞争加剧，锂电隔膜行业一度爆发惨烈的价格战，产品价格从 2018-2020 年间持续走低，一批不具备竞争优势的锂电隔膜中小企业被迫出局。

图 25 锂电隔膜价格（元/平米），数据截至 2022/6/24



资料来源：Wind、百川盈孚，湘财证券研究所

表 6 锂电隔膜行业一度竞争激烈，锂电隔膜中小企业被迫出局

恩捷股份收购苏州捷力：胜利精密（002426）下属苏州捷力 2019 年实现营业收入 5.76 亿元，净利润亏损 3586 万元，胜利精密向恩捷股份转让苏州捷力，退出锂电隔膜行业。合并前苏州捷力在湿法隔膜领域市场份额仅次于恩捷股份，该项收购案被业内认为是湿法隔膜“老大”收购“老二”，经国家反垄断审查不予禁止，苏州捷力自 2020 年 3 月开始纳入恩捷股份合并报表，并表后当年贡献净利润 2.23 亿元。

恩捷股份收购纽米科技：云天化集团/云天化（600096）下属纽米科技 2018-2020 年连续三年巨亏，云天化集团/云天化向恩捷股份转让纽米科技。纽米科技在科创板挂牌（831742），客户包括珠海冠宇、乐金化学等数码锂电企业。纽米科技自 2020 年 12 月开始纳入恩捷股份合并报表，2021 年上半年实现营业收入 9910 万元，贡献净利润 1158 万元。

中材科技收购湖南中锂：长园集团（600525）下属湖南中锂新材 2019 年实现营业收入 2.69 亿元，净利润亏损 4052 万元，长园集团向中材科技转让湖南中锂新材控制权。

天津东皋膜停产：双杰电气（300444）在 2019 年度报告中表述，“锂电隔膜市场竞争激烈，产品价格连续走低”，下属天津东皋膜连续亏损，决定自 2020 年 1 月起停产。根据 2021 半年度报告，天津东皋膜资产处置仍在进行中。

金冠股份剥离辽源鸿图：金冠股份（300510）下属全资子公司辽源鸿图持续亏损，金冠股份公开挂牌转让辽源鸿图 85% 股权，剥离亏损资产，2020 年 12 月股权交割完成。辽源鸿图是国内较早从事湿法隔膜生产的企业，在业内具有一定知名度。

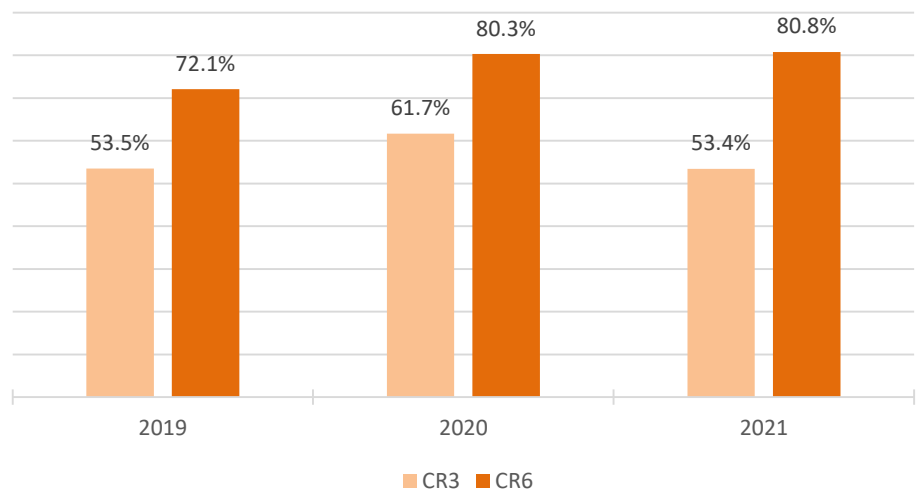
航天彩虹变卖锂电隔膜生产线：2021 年 2 月，航天彩虹（002389）公开挂牌转让其锂电隔膜生产线，挂牌期满未征得意向受让方；2021 年 3 月，航天彩虹决定对上述生产线进行改造转产。

资料来源：公司公告、媒体报道，湘财证券研究所

锂电隔膜行业具有重资产特征，规模效应十分明显，只有形成足够大的产销规模，才可以摊薄成本、保证盈利。经历惨烈的价格战，锂电隔膜行业已经发展成熟，寡头垄断竞争格局形成，行业集中度高，竞争格局优异。

根据高工锂电数据，锂电隔膜市场集中度显著提高，中国锂电隔膜出货量 TOP6 合计市场份额超 80%。2021 年中国锂电隔膜 CR3 略有下降主要是需求激增下一线锂电隔膜企业产能吃紧，二线锂电隔膜企业产能利用率提高。

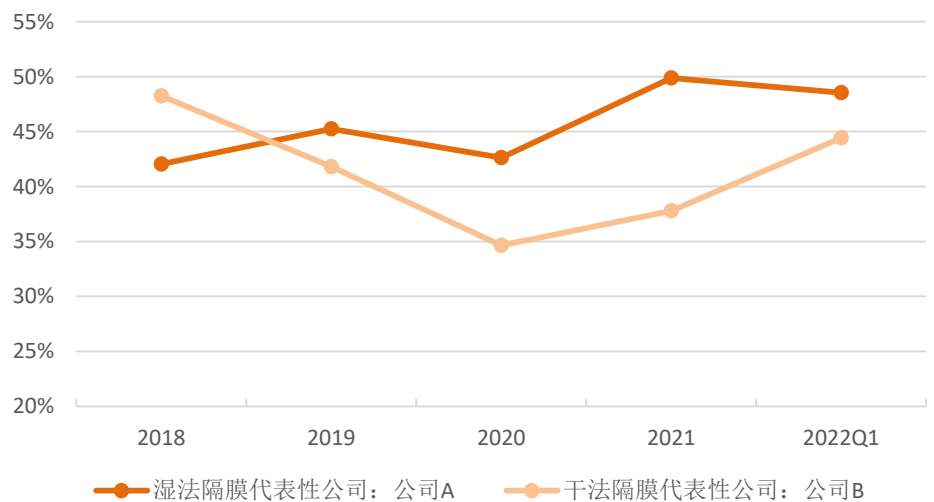
图 26 中国锂电隔膜出货量 CR3/CR6



资料来源：高工锂电，湘财证券研究所

2021 年以来，即便在上游原材料价格上涨的背景下，两家锂电隔膜代表性公司的毛利率不降反升，反映产能利用率提升摊薄成本。

图 27 锂电隔膜代表性公司毛利率变化



资料来源：Wind，湘财证券研究所

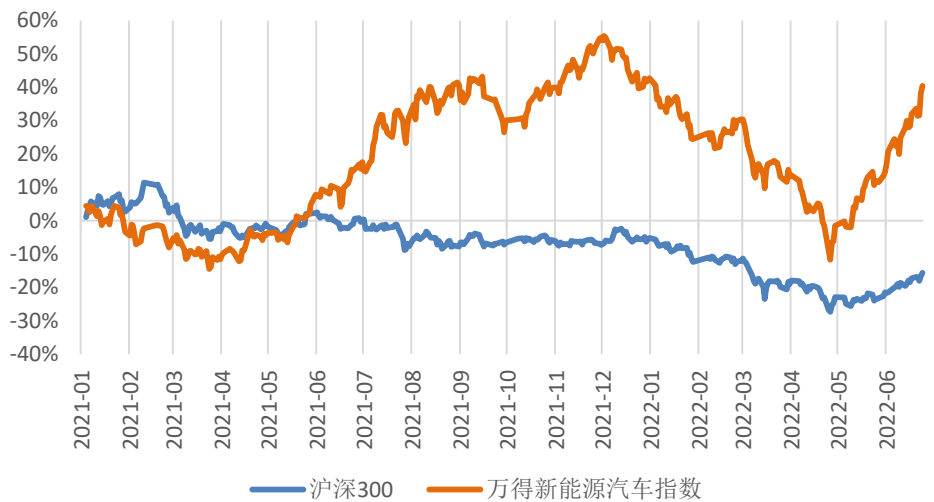
我们认为，锂电隔膜行业寡头垄断竞争格局形成，规模效应构成很高的进入壁垒，鲜有新进入者，行业集中度高，竞争格局优异。另外，少数具备国际竞争力的龙头公司跨出国门，抢跑国际化赛道，将受益于欧美锂电产业发端。目前国际市场上仅有日本旭化成、日本东丽、韩国 SKIET 等少数几家锂电隔膜供应商，中国锂电隔膜企业有望占据一席之地。

3 行情表现与估值变化

2021 年以来，万得新能源汽车指数上涨 22.3%，跑赢沪深 300 指数 42.1 个百分点，表现优秀。经历前期快速上涨，市场存在畏高情绪，2021 年 12 月、2022 年 1 月新能源汽车板块下跌，考虑主要是年末/节前流动性紧张引发，春节过后，2022 年 2 月新能源汽车板块企稳反弹。然而，三月初国际局势突变，叠加后来国内疫情影响，新能源汽车板块跟随大盘再次下跌，一度把早先全部涨幅抹除殆尽。

随着经济维稳政策出台，上海/吉林疫情得以控制，复工复产推进，始自 2022 年 4 月底新能源汽车板块开启强劲反弹。

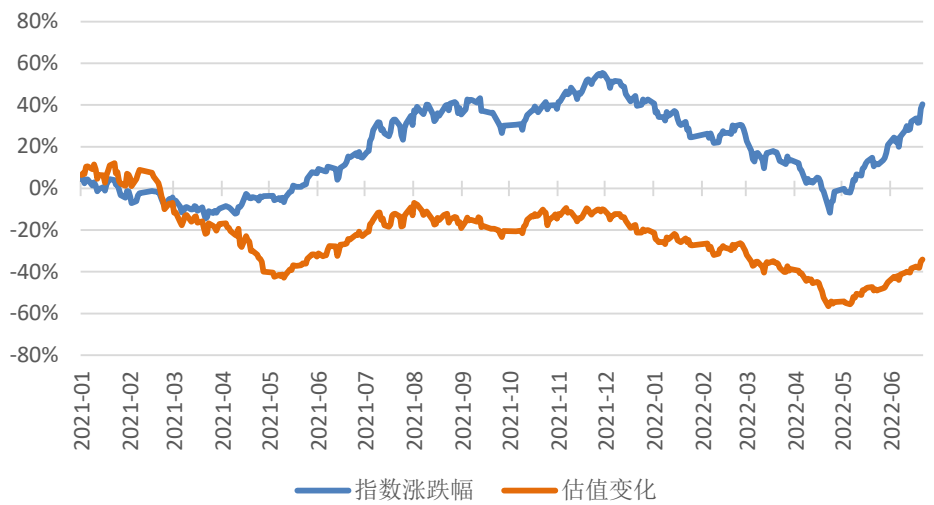
图 28 2021 年以来万得新能源汽车指数涨跌幅表现，截至 2022/6/24



资料来源：Wind，湘财证券研究所

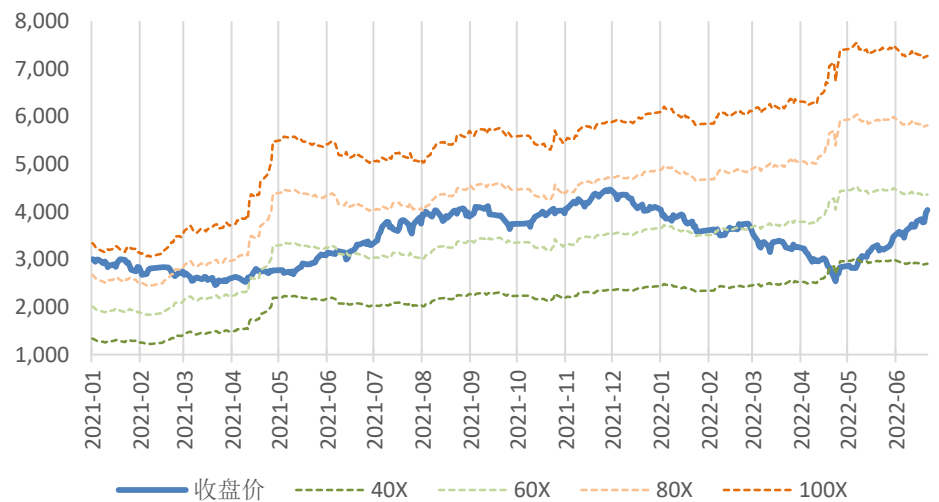
2021 年以来，万得新能源汽车指数上涨 40.4%，然而，估值 (PE,TTM) 反而下降 34.2%至 55.6 倍，估值大幅下降主要是相关上市公司盈利显现，我们可以发现 PE-Bands 上行幅度较大，近来随着 2021 年度报告/2022 年一季度报告密集发布，业绩高增长得以兑现，PE-Bands 再度上扬。

图 29 2021 年以来万得新能源汽车指数涨跌幅与估值变化，截至 2022/6/24



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 30 2021 年以来万得新能源汽车指数 PE-Bands，截至 2022/6/24



资料来源：Wind，湘财证券研究所

市场对于新能源汽车股票的刻板印象是估值高，其实，随着股价回调、业绩高增长兑现，估值已经大幅下降，最低时一度跌破 40 倍，新能源汽车股票估值目前仍处于 2021 年以来较低水平，建议保持关注。

我们相信，新能源汽车市场欣欣向荣，新能源汽车发展势头强劲有韧性，销量高增长有望延续，新能源汽车仍会是备受投资者瞩目的人气赛道，热度不减。

图 31 2021 年以来万得新能源汽车指数估值 (PE,TTM)，截至 2022/6/24



资料来源：Wind，湘财证券研究所

4 投资建议

1、2021 年全球新能源汽车销量激增，未来高增长有望延续，以总量逻辑、周期思维，建议关注需求激增下供给刚性，并且供给紧张持续性较强的周期性品种，比如锂行业。

2、从竞争格局、竞争优势的角度切入，建议关注行业集中度较高的细分板块，当中具有竞争力的龙头公司可以享受中国市场高增长红利，并且还可以进入国际供应链体系，分享国外市场高增长红利。我们认为，在负极材料、锂电隔膜行业中已经存在这样具有国际竞争力的公司。

维持行业“增持”评级。

5 风险提示

国内疫情反复；新能源汽车销量增速不及预期；行业竞争加剧；科技股热潮滋生泡沫。

分析师声明

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。