

# 风驰“电车”系列 1：锂电跨界之殇： 跨界者能否跨越周期低谷？

## 报告要点

**锂电产业跨界投资者较多在行业周期高点投入。**据不完全统计，2016 年以来跨界资金累计约 2822 亿元，累计跨界 69 例，平均每例约 41 亿元。2021-2022 年跨界较多，占样本数的 57%，大多数企业是在行业周期高点跨界。从结构上看，跨界的资金较多投向产业价值量大的正极、动力电池板块。

**周期高点进入跨界者项目低于预期，主要受周期错配、融资收紧等因素影响。**2022 年底以来产业面临产能冲击、需求增速下滑、产业去库存的困境，伴随着融资的收紧，跨界者进度大多低于预期。跨界者当前现金流无近忧、但有远虑。

**3+X 是跨界成功的关键要素。**溯源来看，新能源是电化学学科，是化工和电子等交叉领域，本身即为“跨界”而来。跨界者成功者具备在产业周期判断正确、跨界方向的选择正确、以及跨界资金准备充足等三大要素，同时还需要关注 X 因素，即需要合适的团队和人才。同时在产业周期不同阶段，跨界成功率也有所不同，在产业的前中期跨界更为合适。

**新能源车产业仍是长坡厚雪赛道，跨界者需熬过底部周期，而历史往往奖励先行者。**淘汰赛开启，跨界者需争“上岸”，才能在底部胜出。历史往往奖励先行者，复合箔、汽车智能化解决方案、新型储能等 0-1、1-10 新方向或是新的跨界者应许之地。

电气设备

评级：看好

日期：2024.01.31

分析师 张鹏

登记编码：S0950523070001

✉：zhangpeng1@wkzq.com.cn

分析师 蔡紫豪

登记编码：S0950523070002

✉：caizihao@wkzq.com.cn

分析师 张斯恺

登记编码：S0950523110002

✉：zhangsikai@wkzq.com.cn

联系人 钟林志

✉：zhonglinzhi@wkzq.com.cn

联系人 张娜威

✉：zhangnawei@wkzq.com.cn

行业表现

2024/1/31



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《五矿证券新能源产业趋势跟踪（24 年 1 月下）：23 年风光新增装机破纪录，消纳或成新能源主线》(2024/1/30)
- 《追风逐光系列一：光伏电池新技术趋势》(2024/1/23)
- 《新能源产业趋势跟踪(24 年 1 月上)：SQM 封路事件结束，长中期锂企仍需加大勘探力度》(2024/1/17)
- 《五矿证券新能源产业趋势跟踪(23 年 12 月下)：新能源车持续景气，多款焦点车型亮相》(2024/1/3)

**风险提示：** 1) 行业需求超预期下滑，导致供需趋松，产能利用率下滑。  
2) 跨界者融资出现低于预期，难以支撑新业务的开展。

## 第一章 为何而来：碳中和带来的长坡厚雪吸引了跨界者

锂电作为新能源产业用电模块的主要产业链，自 2015 年以来成为了投资者的热点投资行业，锂电自 2015 年以来经历 2 轮周期，作为交叉学科行业，早期从业者有较多源于“跨界”，在 2020 年碳中和之后产业发展加速，叠加全球碳中和政策的加速，从上游锂资源、中游材料电池、下游车和储能等环节均受到资本的追捧，跨界者如过江之鲫。

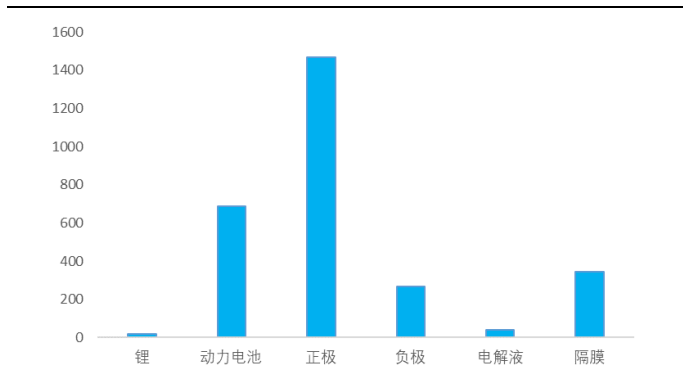
但是当前锂电产业面临产能过剩，对跨界者的研究是锂电产业供给侧研究的一部分。不忘来时之路，本文总结了跨界者成功的 3+X 要素，同时对于跨界者未来之路提出了建议，淘汰赛阶段需争“上岸”，而历史往往奖励先行者，新跨界者也可以着眼于新的 0-1、1-10 的赛道布局。（说明：本文定义的跨界是从非新能源行业产业跨入新能源锂电业务，着重点在于 2016 年之后上市公司为主的跨界数据统计，数据为不完全统计值。）

从跨界投资计划上看，正极领域和动力电池最多，产能规模大。锂电累计跨界资金计划 2786 亿元。主要投资额在正极和动力电池板块，我们认为产业是按价值量进行的投资，但正极比动力电池的投资多，可能是由于其壁垒低于电池，较多上游的化工等行业跨界。从投资额测算的跨界者的产能投放计划较大，以电池为例，按照 3.5 亿元/Gwh 的资本开支，686 亿跨界资金对应的是 196GWh 产能。而根据动力电池联盟数据，2022 年底中国动力电池产能为 1260GWh。

从跨界家数上看，也是正极和动力电池家数较多。锂电产业累计跨界 69 例，其中正极跨界最多，达到 28 家；跨界少的是上游锂，只有 5 例，锂的跨界较少可能是由于矿业和制造业属性差距较大。

从跨界时间上看，大多在 2021-2022 年周期高点跨界。2021-2022 年的跨界占样本数的 57%，大多数企业是在行业周期的高点跨界，从供给上看，跨界者大多成为供给后周期的参与者。

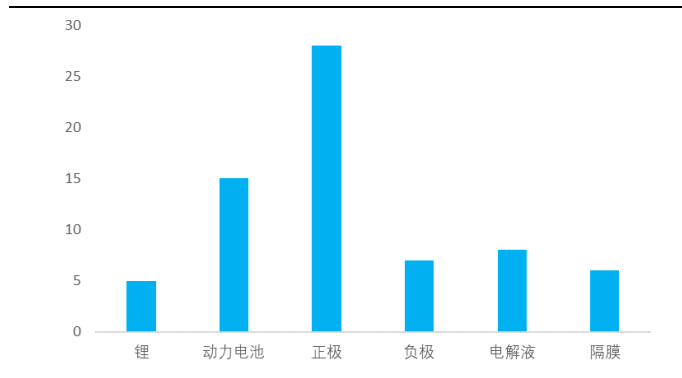
图表 1：跨界者累计投资计划约 2822 亿元



资料来源：wind，五矿证券研究所

备注：以上上市公司为主的不完全统计，2016 年后数据

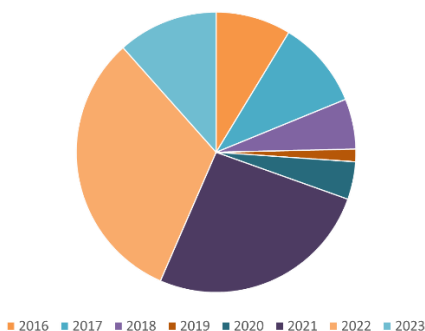
图表 2：跨界者多集中于价值链大的正极和动力电池方向-家数



资料来源：wind，五矿证券研究所

备注：以上上市公司为主的不完全统计，2016 年后数据

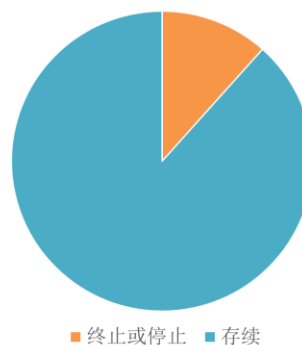
图表 3: 跨界时间分布



资料来源: wind, 五矿证券研究所

备注: 以上市公司为主的不完全统计, 2016年后数据

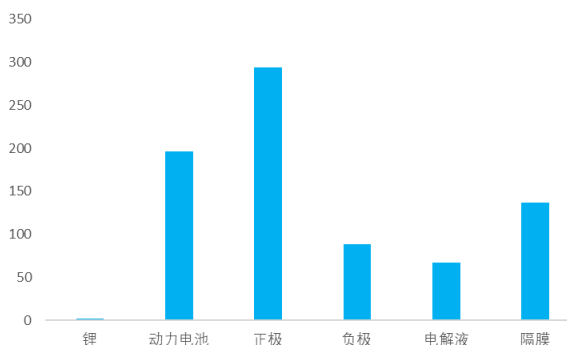
图表 4: 跨界者截止目前的状态



资料来源: wind, 五矿证券研究所

备注: 以上市公司为主的不完全统计, 2016年后数据

图表 5: 跨界投资计划预计对应的产能投放



资料来源: wind, 五矿证券研究所。隔膜是亿平, 电池是 GWh, 其余是万吨

备注: 以上市公司为主的不完全统计, 2016年后数据,

从跨界者的状态上看, 终止的比例为 12%。从跨界截止目前的状态上看, 停止和终止的有 8 家, 占据跨界样本数的 12%, 较多集中于动力电池领域 (储能电池数据并未统计)。退出或终止的原因各有不同, 有的是交易对价、业绩承诺等交易方案核心事项未达成一致意见, 有的是谨慎考虑公司的发展规划后重新做的决定。

图表 6: 退出或者终止跨界的企业

| 公司     | 跨界时间 | 备注   |
|--------|------|--|
| 鸿鹏新能源  | 2018 | 2023 年 9 月移送破产   |
| 松发股份   | 2023 | 2020 年 10 月, 终止对锂电公司安徽利维能动力电池有限公司股权的收购。                      |
| 新力金融   | 2021 | 2022 年 3 月, 终止购买深圳市比克动力电池有限公司 75.6234% 的股权                   |
| *ST 园城 | 2022 | 2023 年 10 月, 公司将所持有的江西丰锦锂能有限公司 51.0092% 股权转让给北京梧桐金凤投资管理有限公司。 |
| 奥特佳    | 2017 | 2017 年停止收购海四达  |
| 日播时尚   | 2023 | 2023 年 11 月, 公司终止收购上海锦源晟新能源材料有限公司 100% 股权                    |
| 金冠电气   | 2018 | 2020 年底, 金冠股份以挂牌转让方式出售了鸿图隔膜以及金冠鸿图 85% 股份                     |

万里股份 2022 2023年2月，公司与交易对方未就标的公司估值、业绩承诺期限等方案调整事宜达成一致，决定终止资产重组

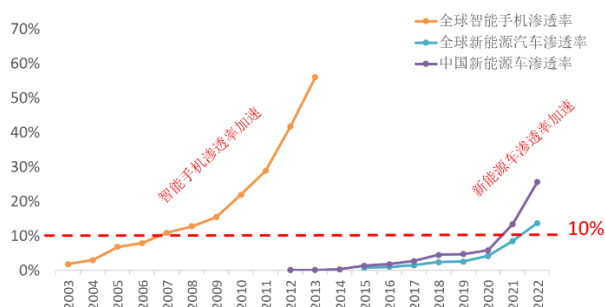
资料来源：Wind，五矿证券研究所

**因何而来、何时而来？跨界者源于产业大趋势和碳中和的推动，大多在 2021-2022 年入行。**根据前文统计，锂电新能源跨界在 2021-2022 年占样本数的 57%，主要有以下两个原因：

1) 锂电迎平价拐点，行业进入渗透率加速期：电池等成本下行带来新能源车全生命周期平价，逐步转向市场驱动，2021 年 5 月份国内新能源车单月渗透率突破 10%。类似智能手机的发展，在渗透率突破 10%之后出现快速拉升。

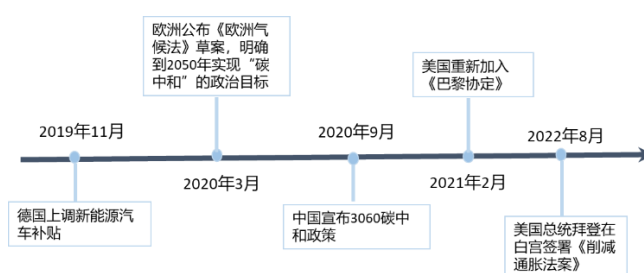
2) 全球碳中和政策形成共振：国内以 2020 年 9 月的碳中和政策为界，确定了赛道的长期空间和确定性，包括跨界者为代表的产业资本开始加速新能源的布局。

图表 7：新能源车和智能手机渗透率曲线有所类似



资料来源：wind，五矿证券研究所

图表 8：2020 年 9 月中国 3060 碳中和宣言



资料来源：新华网、警苑心语、环球网、江苏经济网、五矿证券研究所

## 第二章 锂电跨界之殇：高点入局，成为周期下行的边际受冲击者

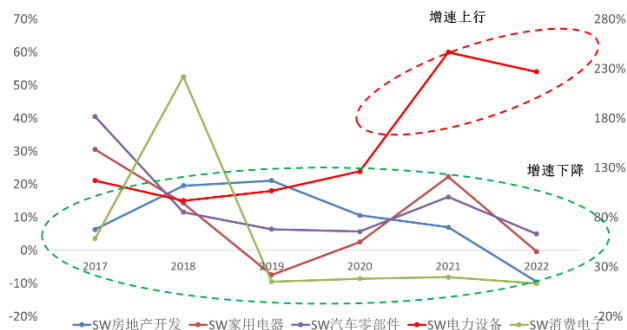
本轮锂电跨界体现出跨界者众多、资金投入大、产能落地快的特征。主要是由于全球经济转型下，新能源行业“一枝独秀”，叠加地方政府等对产业落地和融资的积极推动。仅从正极角度看，不完全统计下的跨界者投入了接近 1500 亿资金，对应 300 万吨以上的规模，而中国锂电池正极材料 2022 年出货量为 194.7 万吨。

“当下不投新能源，就像 20 年前没买房”的理念影响着传统行业跨界。地产、家电、消费电子、互联网、传统汽车零部件等传统行业逐渐步入桎梏，新能源成为为数不多的空间大、高增长行业。IEA 预测 2030 年全球电动汽车销量超过 4000 万辆，对应数万亿元的市场，足够承接相关企业第二增长曲线业务的重担。根据 CINNO Research 统计数据，2022-2023H1 国内新能源总体行业投资累计 14.12 亿元，单 2022 年投资是 9.2 万亿，与之对比的是国内固定资产投资完成额在 2006 年是 9.3 万亿。

地方政府经济转型迫切，为新能源跨界者融资和项目落地大开“方便之门”。按照《中国汽车工业：中英文版》的推算，从全产业链带动就业人数的角度，汽车业是第一制造产业。新能源项目的落地可以有效帮助地方政府解决就业，税收和 GDP。汽车制造业每增值 1 元，就可带动上下游关联产业增值 2.64 元。就业上，根据国家信息中心分析，汽车产业每增加 1 个就业岗位，就会带动相关产业增加 7 个就业岗位。按照 20 万辆的新能源车项目规模，我们预计可以为地方政府带动 200 亿以上的产值，预计其未来贡献税收 30 亿体量（按照 15%

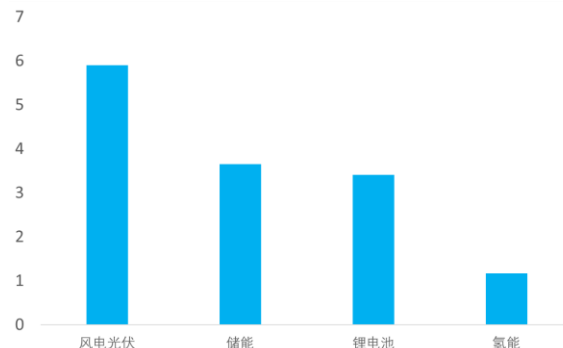
的高新技术企业税收假设)。以湖南郴州为例, 2022年 GDP 2980.5 亿元, 财政收入达到 178.0 亿元, 20 万体的新能源车项目落地对地方 GDP 和税收影响较大, 新能源产业是地方政府眼中的“香饽饽”。

图表 9: 传统行业近年来增长乏力, 电力设备行业增速高-同比增速



资料来源: wind, 五矿证券研究所

图表 10: 2022-2023H1 中国新能源项目投资金额-万亿



资料来源: CINNO Research, 五矿证券研究所

**锂电跨界者之殇: 进度低于预期, 盈利面临冲击。**当前产业面临产能利用率不足、价格战迭起、产业利润被严重压缩的困境, 上游锂和中游锂电材料部分跨界者出现停产、产能大幅闲置等情况。2023年9月, 厚能股份公告, 因锂电池生产规模小及设备陈旧原因, 导致生产成本较高, 不适应市场需求, 决定停止锂电池生产。而跨界者大多是刚开始批量出货, 且在成本曲线、客户渠道上优势不大, 受到的冲击更大。2021-2022年跨界者计划投资额度较大, 从前文的统计可以看出, 正极累计是 294 万吨体量, 负极也有约 89 万吨的体量, 实际上的落地低于预期。比如鸿鹏新能源 2021 年计划投资约 360 亿元, 规划年产 56GWh, 一期建设 16GWh。实际上西安基地成了宝能汽车规划中唯一已建成的生产基地, 且没有太多生产, 导致电池生产基地也大幅低于预期。

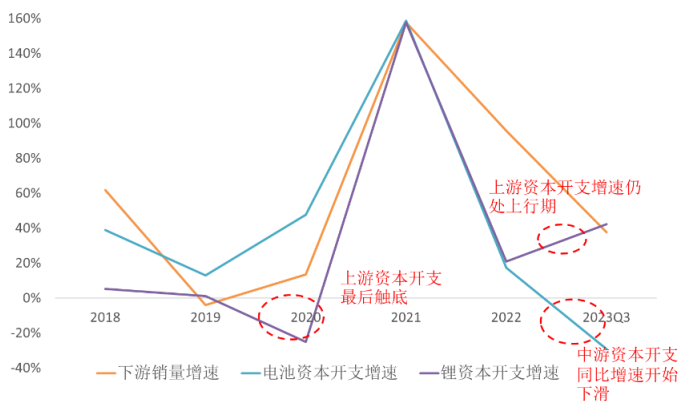
**不同于电池材料明确的公告停产, 造车企业更多的是在悄无声息中黯然离场, 或是无疾而终, 或是勉强维持。**包括恒驰在售车型仅 1 款, 月均销量差; 背靠广汽乘用车的合创汽车和开沃新能源的创维汽车相较于市场上的热销车型性价比不高, 月均销量较小。

总的来看, 跨界进度低于预期主要有三方面原因: 一方面是周期错配导致的行业下行, 一方面是跨界者仍处于对新能源业务的探索期, 另一方面是产业融资趋紧。

**本轮跨界者产业周期顶部入场, 成为供给端的“后来者”, 即大多位于成本曲线的右侧。**伴随着跨界者蜂涌而至, 行业在 2022 年底后陡转直下, 出现了供大于需、产业链利润被大幅挤压状态。

**22 年底隐忧已现, 库存成为供需错配下的波动放大器。**2021-2022 年下游需求非线性高增, 而上游和中游的供给增速是线性, 供需错配下, 库存成为“加油剂”, 库存在产业上行周期表现为“需求”, 在下行周期表现为“供给”。22 年底已隐忧渐显, 周期之钟在回摆: 需求增速过了斜率最大阶段, 正回归常态; 且 22 年底产业链库存高企, 都在憧憬更加美好的来年, 预期较强。

图表 11：上游、中游资本开支和下游销量出现周期错配-同比增速



资料来源：Wind，五矿证券研究所（选取的是上市公司的样本进行的统计）

**成也周期，败也周期。**2023年电池为代表的中游资本开支增速同比下滑，但上游的锂却同比增长。供需逆转，去库存伴随着价格下跌。锂电产业23年初打响了去库存之战，产业下行中，库存成为反向加速推动力。即使按照库存去化1个月，也可以对供需表产生重大影响。

**历史往往押着相似的韵脚，锂价一路“东南飞”。**钴在07、18年经历了类似的大幅下跌，也是供需错配后的反转导致。电池级碳酸锂价格从2022年底最高约57万元/吨下跌至2023年底的约9.7万元/吨。2023年2月宁德时代“锂矿返利”计划推出，产业风声鹤唳，下游排产几乎停止。5月开始，产业链逐步恢复生产，大幅上涨的价格再次打乱采购节奏。金九银十后再次进入去库存，期货市场上价格也出现连续跌停。从原材料自产成品的降价，买入原材料即意味着“亏损”，产业链出现“减值损失”。

图表 12：电池级碳酸锂价格波动大，2023年下跌幅度大-元/吨



资料来源：wind，五矿证券研究所

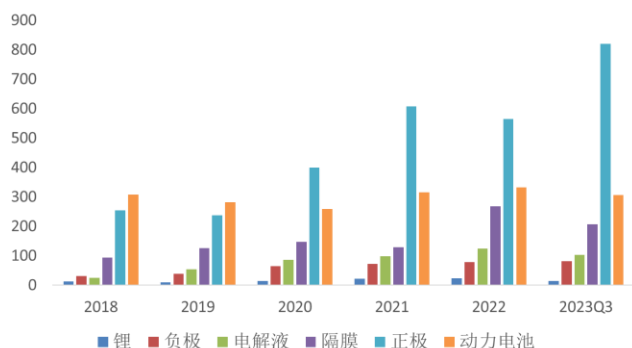
**供给端除了供大于需造成的格局恶化，供应链脱钩风险下，国内供给侧陷入内卷，跨界者再受冲击。**欧美本土供应链保护政策频出，美国地区的IRA法案在23年1月生效，11月推出FEOC敏感实体名单；欧洲《欧盟电池和废电池法规》在2023年8月17日正式生效，国内企业出海面临压力，更加剧了供给端的内卷压力，跨界者尤其为甚。

**市场融资环境有所收紧，影响新能源行业项目进度，2022年至2023年9月，新能源行业仍有1000亿以上的资金在等待批文。**2023年8月，证监会针对IPO、再融资作出6项监管安排，再融资收紧信号明确。杭可科技、中元股份已撤回融资申请。同时据上证报不完

全统计，电力设备与新能源行业中，2022年1月至2023年9月，还有32家公司在等待定增批文，预计融资上限合计为862亿元；有11家公司在等待可转债批文，发行规模合计约315亿元。

**跨界者当前现金流无近忧，但是随着行业的逐步出清和融资的逐步趋紧，有远虑。**当前行业状态下，跨界者和原新能源行业者很大的不同的在于没有赚取到上一轮周期的利润红利，较多项目处于批量生产期，主要通过原先主业经营性现金流和外部筹资性现金流支撑转型的资本开支。我们统计了上市公司层面的跨界者的财务情况：1) 现金储备上看，得益于原先业务的支撑，2023Q3 现金及现金等价物相比 2022 年底增长 10%，仍处于较高水平；现金比率角度看，截止 2023Q3 也总体处于相对高位。2) 分版块来看，锂矿、电解液、隔膜、动力电池 2023Q3 的现金及等价物相比 2022 年底有所下降，正极和负极现金及等价物有所增加。总的来看，跨界者的现金流短期压力不大，但有远虑。需要认识到的是跨界的业务持续再不及预期，可能会对公司主业产生的现金流产生明显负面影响。

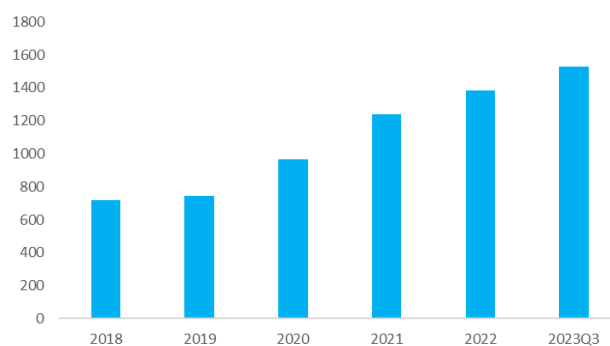
图表 13: 锂电上市公司跨界现金和现金等价物-亿元



资料来源: wind, 五矿证券研究所

备: 样本是五矿证券研究所选取

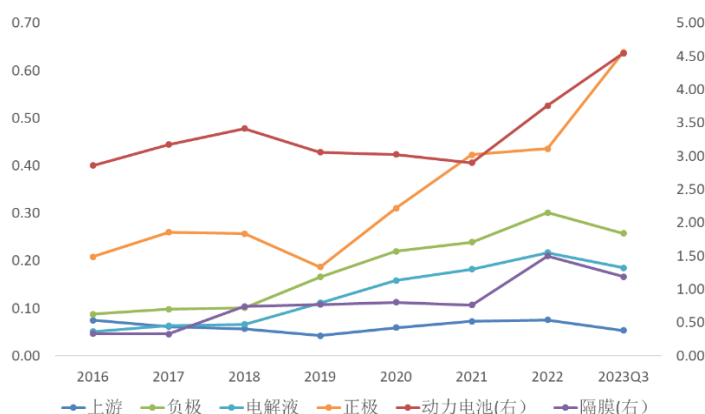
图表 14: 锂电上市公司跨界现金和现金等价物汇总-亿元



资料来源: wind, 五矿证券研究所

备: 样本是五矿证券研究所选取

图表 15: 锂电上市公司跨界现金比率情况



资料来源: wind, 五矿证券研究所 (备: 样本是五矿证券研究所选取)

### 第三章 不忘来时之路：3+X 要素助力跨界成功

溯源来看，新能源是电化学学科，是化工和电子等交叉领域，本身即为“跨界”而来。2009-2015年新能源行业的早期第一批跨界成功者比如服装跨界正极的杉杉股份，房地产跨界前驱体的中伟股份等，消费电池“半跨界”动力电池的宁德时代，往往具备跨行早+跨界方向合适+自身业务优质且资金充裕的特征，较多采取的是并购方式跨界。

**3+X 是跨界成功的关键要素。**跨界者无非是关注什么时候跨、跨什么方向、准备多少资金跨这三个问题，成功者具备在产业周期判断正确、跨界方向的选择正确、以及跨界资金准备充足等特征，同时还需要关注 X 因素，即需要合适的团队和人才。

#### 1) 产业周期的判断正确

**矿业投资不同于制造业，矿端前期资本开支大、对现金流要求高，更加考验企业对产业周期判断的能力（亦或是判断周期持续时间的能力）。**金圆股份自 21 年 10 月起由固废处理业务转型盐湖提锂，在碳酸锂价格快速上行前期率先拿下资源量不高但拥有采矿证的西藏盐湖捌千错资源。（至今藏格矿业麻米措仍未获得纸质采矿证，仍不能开采）。同时，相比过去盐湖提锂使用太阳池滩晒法开采周期较长的工艺，金圆结合西藏独有的盐湖开采环境，尝试中南锂业的电渗析吸附法，显著缩短开采周期。

事后来，相比传统矿企对资源量等中长期矿业要素更加重视，新入局跨界者更加关注投产效率与时间节点，以快速完成现金流正回报。在碳酸锂价格快速上行的前期阶段已相对低廉的估值迅速落地资源，并大胆使用原卤提锂新工艺以达到产品快速出产，实现此轮周期资源放量，是金圆股份成功的关键。

锂电中游体现为在产业早期下注，龙蟠科技和富临精工通过并购方式跨界。龙蟠科技原先主营是车用尿素、发动机冷却液等，2020 年出资成立常州锂源进入磷酸铁锂业务，同年收购贝特瑞的磷酸铁锂板块，将其技术和客户纳入旗下。截止 2022 年磷酸铁锂带来的营收占总营收 87%，22 年全年铁锂销量约为 9.5 万吨，成为宁德时代供应链企业。富临精工 2016 年并购升华科技，从汽车零部件领域跨入铁锂领域，2022 年正极材料销量约 44396 吨，同比增长 339%，也是通过对产业周期的判断正确，从而跨界成功。

**从反面来看，在行业周期性高点跨界，往往会先承受了行业下行痛楚，现金流压力大。**高点跨界方式往往是高溢价收购，签订业绩压力大的对赌协议。福鞍股份 22 年溢价收购天全福鞍 100% 股权，交易对价约 36 亿元，约为 22Q1 利润年化后的 30 倍，这是在石墨化价格历史高位下的利润预期的估值。天全福鞍承诺 2022-2024 年净利润分别不低于 1.88 亿元、4.94 亿元和 5.6 亿元，未来三年累计盈利不低于 12.4 亿元。2022 年 9 月，索通发展 11.4 亿溢价收购欣源股份，彼时的业绩承诺是若标的资产在 2022 年年内完成过户，则欣源股份 2022 年至 2024 年的净利润分别不低于 1.1 亿元、1.8 亿元、2.1 亿元，且在业绩承诺期内净利润累计总和不低于 5 亿元。随着后续石墨化价格的大幅下跌，业绩对赌压力增大，完成难度大。

**2) 跨界方向正确，**包括选择了技术同源的方向跨界、选择自身下游领域跨界、选择同一客户和渠道方向跨界以及选择了合适的技术路径跨界。

在技术属性强的子行业，跨界者往往是选择了技术同源的方向入行，这在电池领域尤其明显，早期的宁德时代借助的是其在消费电池领域的积淀，本质上属于“半跨界”，底层技术同源。轨道交通领域的中国中车依赖其在积累的电力电子及电池技术经验，2022 年果断切入储能行业，第一年便斩获 40 亿订单，仅花一年时间储能系统出货量便跃升至国内 TOP2 和全球 TOP5，是储能行业最大跨界黑马。

基于原材料优势选择跨界的企业在锂电材料领域尤其明显，锂电材料上接化工/有色行业，



下接电池行业，原材料成本往往占据 80% 以上，是成本+技术双驱动的行业，大规模的磷化工、镍等有色行业企业跨界锂电就是基于此原因。在储能跨界上，储能系统集成和动力电池 PACK 类似，是低毛利率的生意。由于电池是储能系统第一大成本项，比亚迪为代表的锂电企业跨界企业在成本控制和产品性价比上往往具有一定优势。

基于同一客户和渠道方向跨界的有龙净环保，其控股股东是紫金矿业。紫金矿业预计在 2029 年达到碳达峰，到 2030 年公司整体清洁能源使用比率达到 30%，可以保障龙净环保的部分产品需求。美的、海尔等家电巨头在销售端有客户和渠道优势而跨界储能领域。

从技术路线上看，珠海银隆是由于技术方向的判断出现一定的偏差，叠加银隆原先管理的 X 要素问题，导致进度迟迟低于预期。

**钛酸锂“优点突出，缺点更突出”。**珠海银隆的钛酸锂技术源自一家长期亏损、已在纳斯达克退市的海外企业 Altair Nano，银隆 2008 年成立后购买其技术后，试图在公交等领域大规模铺开。钛金属具有稳定、强度高的特性，在航天等领域上钛合金上表现出强大的耐腐蚀性和高强度性。钛酸锂电池循环长，安全性好。但是缺点同样突出、钛的电位平台约 1.55V，钛酸锂电池整个电压可能 2V 都不到，相比石墨作为负极的电池电压 3.2-3.7V 更低，而低电压带来了能量密度低的硬伤，且钛金属材料贵，钛酸锂成本相对较高。

**钛酸锂电池没有打破铁锂的行业格局。**钛酸锂在公交领域有一定优势，但是铁锂电池性能全面，没有明显短板，且其本身循环性等也在不断改进，牢牢把握住市场。钛酸锂产业进度一直低于预期，2023 年 1-4 月 6 米以上的新能源客车格力钛新能源排名第八，销量 375 辆，市占率 4.32%。格力钛新能源 2022 年度净亏损达到 19.05 亿元，净资产从年初的 21.47 亿元缩水到 2.37 亿元。根据《2023—2027 年钛酸锂电池（LTO）行业深度市场调研及投资策略建议报告》，2022 年我国钛酸锂电池市场规模突破 5.5 亿元，这是不到 1GWh 的市场，对动力电池产业来说，连基本的规模效应门槛都没达到。

**格力钛仍在继续坚持。**从 2016 年格力电器拟 130 亿收购珠海银隆 100% 股权到后来格力电器和董明珠个人均进行了投资并更名为格力钛新能源股份有限公司。2023 年 12 月 20 日，格力电器发布公告，拟通过受让现有股东持有的股份增持控股子公司格力钛新能源股份有限公司股份，格力仍在继续坚持。

### 3) 跨界资金充足且具有可持续性

跨界者的资金一方面来自原先主营业务的资金，另一方面来自市场的融资，这和产业政策、市场环境、公司竞争力等均有关系。资金的充足且具有可持续性体现为对于整体现金流的把控能力强，下游产品销售可以及时补充现金流，慢慢形成正向循环。

**长时间、大批量的投资尤其是上游锂和下游整车的入场券。**上游的资本开支巨大且周期长，矿山的开发往往经历几年或更长的周期。下游的整车对于资金的需求和周期也很大，以理想汽车为例，自 2015 年成立至 2022Q4 开始持续单季度净利润扭亏为盈花费了 7 年时间，期间进行了多轮融资，融资金额超过 500 亿元。

**在原先业务领域竞争力强的企业往往更可能跨界成功。**从共性上看，跨界者原先业务往往也是“学霸”，具备较强的竞争力和现金流。自身业务现金流压力太大的企业选择“孤注一掷”跨界会相对更难，恒大和宝能系从“造车”到“翻车”即受限于自身资金问题。

**恒大满心欢喜造车，结果“黯淡”。**2016 年恒大开启了造车之旅，计划将汽车业务作为第二增长曲线，而电池作为新能源汽车的核心动力源，受到恒大的广泛重视。恒大与 2019 年 1 月斥资 10.6 亿元获得卡耐新能源 58% 的股权，作为布局新能源汽车动力系统重要一步。卡耐新能源由中国汽车技术研究中心（国务院国资委直属机构）与日本电池巨头 ENAX 共同创立，是国家动力电池和电池系统系列标准的主要制定者之一，2018 年在动力电池产量及装机量中卡耐新能源排名前十，在软包动力电池行业，排名前三。2022 年恒大汽车迎来了首款

车型恒驰5上市，2023年前11月恒驰5销量为937辆，月均销量不足百辆。截至2023年6月30日，恒大汽车资产总额428.52亿元，负债总额756.92亿元，资不抵债。

**宝能从“加速”到“失速”。**其2017年底收购观致汽车51%股权，开始进军汽车行业，在2019年成立昆山聚创8.5GWh产能作为重要战略布局。2021年宝能系出现流动性危机，叠加观致汽车经营、售后出现问题，难以确保消费者权益。尽管宝能曾发表声明表示本集团资产扎实、底子厚实，并且经营持续向好，但宝能汽车已几近处于停摆状态。2023年以来，宝能汽车还陷入各种债务纠纷，官司不断。江苏省昆山市人民法院于2023年9月8日决定将昆山聚创新能源科技有限公司作为被执行人的执行案件移送破产。

**X成为跨界成功的软要素。**上述三要素需要建立在团队和人才磨合顺利的基础上，没有“人”的助力，跨界也是难上加难。

**实际的跨界成功者往往兼具了几个要素。**电池产业的宁德时代和瑞浦兰钧都是“半跨界者”，宁德时代具备较为全面的3+X要素，瑞浦兰钧也类似。瑞浦兰钧2023年12月在港股上市，2022年在全球储能电池装机量中占据8.8%份额，排名第三，2023年在中国动力电池产品中按装机量是1.32%市场份额，排名第11。1) 在产业周期的判断上，公司率先进入尚未完全爆发的储能市场，2019年50Ah交付储能客户。2) 跨界资金上，青山集团给与了强大的支持，青山集团2022年青山集团营收为547.11亿美元，利润14.57亿美元。青山集团及关联方2020-2022年给公司贷款金额分别约为4.64亿元、52.7亿元和21.84亿元，3年累计约80亿元。3) 跨界方向上，青山既是其供应商，又是客户，充分发挥了原材料和客户优势。根据框架协议，青山集团将在2023年开始的三年协议期内以优惠条款供应锂化合物、三元前驱体、隔膜及石墨等原材料。在客户上，同时2022、2023H1公司向青山及其关联方提供了8.6亿元和8.33亿元产品。

## 第四章 路在何方：淘汰赛阶段需争“上岸”，历史往往奖励先行者

**新能源仍是长坡厚雪赛道，产能出清后有望重新出发。**纵然锂电行业经历了周期错配的影响正在经历下行周期，但是其依旧是国内市场中高端制造的代表，是为数不多的连续高增的行业。更长时间维度看，全球能源转型对新能源的需求还远未达到天花板，跨界依然有机会。包括华为、小米等大资本也在进入新能源车领域，就是看到了行业巨大的机会。

**3+X法则助力企业跨界成功。**跨界成功者需要具备在产业周期判断正确、跨界方向的选择正确、以及跨界资金准备充足等特征，同时还需关注X因素，即需要合适的团队和人才。3+X要素越齐全者，跨界成功率越高；同时在产业周期不同阶段，跨界成功概率也有所不同，在初期和中期阶段概率更高，随着行业逐步成熟，集中度增高，留给跨界者的机会越来越小。

**本轮跨界者大多进度低于预期，现金流无近忧、但有远虑。**跨界者在2021-2022年的周期高点入行，部分企业的成功跨界，给企业本身带来了业务的高增，利润等财务指标也有所抬升；在资本市场上，市值也出现了一定的正反馈。但是总体的跨界进度低于预期，有行业下行、刚跨界、产业融资趋紧的影响。跨界者当前现金流无近忧，但是随着行业的初步出清带来现金流的损害和融资的逐步趋紧，有远虑。

**淘汰赛开启，跨界者需争“上岸”。**在当前行业出清时期阶段，大多数跨界者需要面临的是产业内卷，跨界者风险加剧，面临技术优势少、成本优势少、有效订单不足的困难，可能带来的是产能搁置、进度低于预期。大部分跨界者，最后可能以“黯淡”收场，只有在技术、成本、渠道等具备核心优势的企业才能继续生存。

**历史往往奖励先行者。**溯源来看，新能源是电化学学科，是化工和电子等交叉领域，本身即为“跨界”而来。从以往的跨界中看，往往具备早期+并购优质标的+传统主业优秀的特征，如果产业趋势是确定的，前几个吃螃蟹的人往往占据先机，从宁德时代跨界动力电池、以及早期的杉杉股份正极材料均可以看出。在行业发展早期阶段，处于蓝海市场，跨界机会较多，通过并购优质标的是较好方式。在行业发展中后期，跨界难度增大，行业逐渐走向寡头，留给企业参与者机会变小，在淘汰赛阶段上场参与竞争压力是更大的。

**新方向或是新的跨界者应许之地。**对于新进入新能源行业的跨界者，专注于下一代技术方向的跨界也是一个较好的思路，锂电中游PET铜箔、新型储能、汽车智能化解决方案等0-1或1-10方向的跨界或是应许之地。

## 风险提示

- 1) 行业需求超预期下滑，导致供需趋松，产能利用率下滑。
- 2) 跨界者融资出现低于预期，难以支撑新业务的开展。

附录：跨界公司目录（包括部分非上市公司）

| 行业     | 公司         | 行业   | 公司   |      |
|--------|------------|------|------|------|
| 上游锂    | 新讯达        | 正极   | 伟明环保 |      |
|        | ST 工智      |      | 万华化学 |      |
|        | 金圆股份       |      | 日播时尚 |      |
|        | 威领股份（鞍重股份） |      | 龙蟠科技 |      |
| 负极     | 天铁股份       |      | 富临精工 |      |
|        | 尚纬股份       |      | 道氏技术 |      |
|        | 山河智能       |      | 中核钛白 |      |
|        | 杰瑞股份       |      | 天原股份 |      |
|        | 索通发展       |      | 泰和科技 |      |
|        | 福鞍股份       |      | 川发龙蟒 |      |
|        | 广东宏宇       |      | 川恒股份 |      |
|        | 硅宝科技       |      | 川金诺  |      |
|        | 电解液        |      | 北元集团 | 云图控股 |
|        |            |      | 丰山集团 | 湖北宜化 |
| 八亿时空   |            | 安纳达  |      |      |
| 海辰药业   |            | 兴发集团 |      |      |
| 天域生态   |            | 新洋丰  |      |      |
| 三美股份   |            | 中化国际 |      |      |
| 上海洗霸   |            | 丰元股份 |      |      |
| 泰和科技   |            | 龙佰集团 |      |      |
| 隔膜     | 恒力石化       | 海螺创业 |      |      |
|        | 东锋集团       | 光华科技 |      |      |
|        | 中材科技       | 邦盛集团 |      |      |
|        | 长阳科技       | 司尔特  |      |      |
|        | 美联新材       | 百合花  |      |      |
|        | 金冠电气       | 安宁股份 |      |      |
|        | 荣盛发展       | 超频三  |      |      |
| 动力电池   | 蜂巢能源       | 万里股份 |      |      |
|        | 瑞普兰钧       |      |      |      |
|        | 鸿鹏新能源      |      |      |      |
|        | 黑芝麻        |      |      |      |
|        | 红豆股份       |      |      |      |
|        | 高乐股份       |      |      |      |
|        | 金龙羽        |      |      |      |
|        | 松发股份       |      |      |      |
|        | 格力         |      |      |      |
|        | 新力金融       |      |      |      |
| *ST 园城 |            |      |      |      |
| 恒大     |            |      |      |      |
| 美利云    |            |      |      |      |
| 奥特佳    |            |      |      |      |

资料来源：Wind，五矿证券研究所

## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准  |      | 评级  | 说明                                 |
|--|------|-----|------------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入  | 预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;     |
|  |      | 增持  | 预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;  |
|  |      | 持有  | 预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间; |
|  |      | 卖出  | 预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;    |
|  |      | 无评级 | 预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。       |
|  | 行业评级 | 看好  | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;           |
|  |      | 中性  | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;      |
|  |      | 看淡  | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。          |

## 一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。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。

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、价值及投资收入或将产生波动;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 联系我们

| 上海   | 深圳                                       | 北京                                 |
|--|--|------------------------------------|
| 地址:上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室<br>邮编:200120 | 地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层<br>邮编:518035 | 地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室<br>邮编:100037 |

## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

| The rating criteria of investment recommendations  |                 | Ratings    | Definitions   |
|--|-----------------|------------|---|
| The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market. | Company Ratings | BUY        | Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;            |
|  |                 | ACCUMULATE | Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;                     |
|  |                 | HOLD       | Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;                    |
|  |                 | SELL       | Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;          |
|  |                 | NOT RATED  | No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.                 |
|  | Sector Ratings  | POSITIVE   | Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;   |
|  |                 | NEUTRAL    | Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;               |
|  |                 | CAUTIOUS   | Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%. |

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

### Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai  
 Postcode: 200120

### Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen  
 Postcode: 518035

### Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing  
 Postcode: 100037