国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2017 年 11 月 15 日

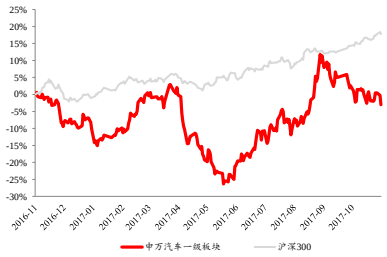
1 到 100，全球新能源车迎来拐点正当时

——新能源汽车行业 2018 年度策略

投资建议： 中性

上次建议： 中性

一年内行业相对大盘走势



郦莉 分析师

执业证书编号：S0590517090003

电话：0510-85613713

邮箱：ll@glsc.com.cn

相关报告

1、《2018 年新能源汽车补贴政策或将再退坡》《汽车》

2、《中汽协：双积分政策将延后，因本土车企难以达标》

3、《中汽协发布 8 月产销数据，电动化席卷法兰克福车展》

投资要点：

➢ **全年新能源车销量有望突破70万辆，新能源乘用车表现一枝独秀**

今年由于补贴政策明显变化（1、补贴大幅退坡；2、补贴与电池能量密度挂钩；3、非个人用户购买新能源车行驶里程需达3万公里），新能源商用车主要是客车受到明显冲击；而新能源乘用车延续了一直以来的优异表现。我们预计17年国内新能源汽车产销量达到71万辆，其中乘用车和专用车将有较大增长，而客车同比则会有所下滑。从目前的政策导向，以及各类车型目前的渗透率和潜在的成长空间来看，**乘用车将成为后续新能源车主要的增量来源。**

➢ **全球新能源车发展迎来拐点正当时**

今年以来除了国内新能源乘用车表现亮眼外，一直以来表现较为平淡的海外新能源车销量增速也逐步迎头赶上。17年1-9月，海外新能源车共销售46.3万辆，同比增长48.8%，远高于16年全年22%的增速，与国内新能源乘用车前9月49%的销量增速相当。随着政策端引导的不断深入（国内双积分政策+全球日益严格的油耗法规）；供给端整车厂对新能源车的重视程度不断加大，推出更多具有竞争力的车型；需求端消费者对于新能源车的接受程度不断提升，全球新能源车发展有望迎来拐点，进入成长快车道。

➢ **新能源汽车运营产业链投资机会梳理**

横向来看，建议关注各细分领域的龙头企业：一方面可以充分受益于行业的快速发展，另一方面随着行业发展逐步规范成熟，格局有望向集中度提升的方向发展，龙头企业由于经营规范，产品竞争力强，还有望获得市占率的进一步提升。**纵向来看，上游：资源禀赋强，短期供需关系最为健康。**资源由于具有较大的供给刚性，短期难以放量，供需关系最为健康，相关企业有望受益于价高量增，业绩维持快速增长；**中游：看好产业链话语权强，竞争格局好的细分板块。**中游板块由于会受到相对强势的上游资源供应商和下游客户的挤压，盈利环境相对较差，因此看好产业链话语权强，竞争格局好的细分板块，**看好三元正极材料、电解液和隔膜的细分板块龙头。下游：整车厂话语权有望逐步增强，看好新能源车弹性高的车企。**

➢ **相关标的推荐**

赣锋锂业（002460）；格林美（002340）；杉杉股份（600884）；星源材质（300568）；新宙邦（300037）；江淮汽车（600418）。

➢ **风险提示**

（1）政策风险；（2）产能过剩风险。

请务必阅读报告末页的重要声明

正文目录

1 全年新能源车销量有望突破 70 万，新能源乘用车一枝独秀.....4
2 新能源汽车板块行情回顾.....7
3 全球新能源车发展迎来拐点正当时.....9
3.1 海外新能源汽车增长提速，全球形成共振.....9
3.2 政策端：双积分政策+油耗趋严，建立推动新能源汽车发展长效机制.....10
3.3 供给端：政策驱动+自身战略，车企明显提升对新能源汽车重视程度.....15
3.4 需求端：消费者对新能源汽车接受程度逐步提升，行业形成正反馈.....16
4 投资机会梳理.....17
4.1 上游：资源禀赋强，短期供需关系最为健康.....18
4.2 中游：看好产业链话语权强，竞争格局好的细分板块.....21
4.3 下游：整车厂话语权有望逐步增强，看好新能源车弹性高的车企.....23
5 标的推荐.....23
5.1 赣锋锂业（002460）.....23
5.2 格林美（002340）.....24
5.3 杉杉股份（600884）.....24
5.4 星源材质（300568）.....24
5.5 新宙邦（300037）.....25
5.6 江淮汽车（600418）.....25
6 风险因素.....26

图表目录

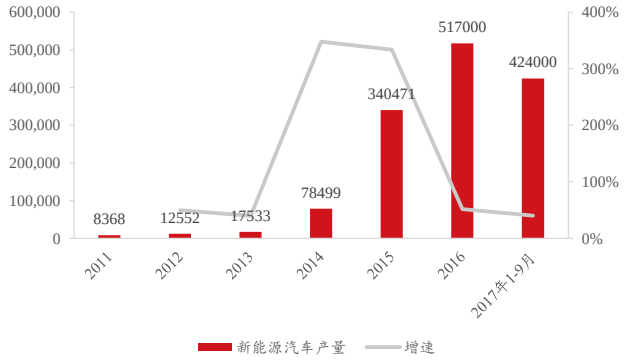
图表 1：国内新能源汽车产量.....4
图表 2：国内新能源汽车分类产量.....4
图表 3：新能源乘用车月度销量.....4
图表 4：新能源乘用车中纯电动车占比提升.....4
图表 5：A00 级纯电动乘用车表现亮眼.....5
图表 6：2017 年 1-9 月纯电动乘用车销量排名.....5
图表 7：新能源客车月度产量.....5
图表 8：新能源客车行业集中度提升.....5
图表 9：新能源专用车月度产量.....6
图表 10：新能源专用车产量.....6
图表 11：国内新能源汽车产量分项预测.....6
图表 12：国联新能源汽车板块今年以来走势（加权平均）（截至 10 月 31 日）.....7
*图表 13：国联新能源汽车今年以来各子板块涨幅**.....7
图表 14：国联新能源汽车子板块前三季度扣非净利增幅.....7
图表 15：年初至 10 月底行业涨幅前十.....8
图表 16：年初至 10 月底行业跌幅前十.....8
图表 17：国内和海外新能源乘用车季度销量.....9
图表 18：海外新能源乘用车销量增长提速.....9
*图表 19：全球新能源汽车销量渗透率**.....9
图表 20：海外新能源乘用车销量增长提速.....9
图表 21：双积分政策具体执行方式.....10
图表 22：新能源积分计算方法.....10
图表 23：2017H1 国内主要整车厂新能源积分达标情况试测算.....11
图表 24：完成新能源积分比例要求所需达到的新能源乘用车数量测算.....12

图表 25：2016 年油耗积分为负的整车企业.....12
图表 26：油耗要求日益严格.....13
图表 27：2015 年新能源汽车对降低 CAFC 的影响.....13
图表 28：2015 年新能源汽车对提升产量基数的影响.....13
图表 29：新能源车及超低油耗车辆核算倍数.....14
图表 30：中性预测下传统燃油车平均油耗目标值.....14
图表 31：主要国家和地区燃料消耗量标准目标对比.....14
图表 32：海外传统车企电动车渗透率.....15
图表 33：海外车企对自身新能源车业务发展的规划.....15
图表 34：新能源车供给后续会大为丰富.....16
图表 35：整车厂日益重视将加速新能源汽车普及.....17
图表 36：新能源车占比变化趋势.....17
图表 37：电池级碳酸锂价格.....18
图表 38：钴价跟踪.....18
图表 39：在 100% 电动车世界中，大宗商品需求将发生的变化（占当前全球市场规模的比例%）.....18
图表 40：在 100%电动车世界中，年新增大宗商品需求将消耗相应储量的比例.....18
图表 41：2016-2020 年动力电池对碳酸锂需求量测算.....19
图表 42：碳酸锂供给情况.....19
图表 43：产能释放情况经常低于预期.....20
图表 44：钴的供需情况测算.....21
图表 45：国内电池材料、电机、动力电池行业集中度情况.....21
图表 46：三元电池产量快速增长.....22
图表 47：国内锂电隔膜产量.....22
图表 48：隔膜价格跟踪.....22
图表 49：电解液产量及预测.....23
图表 50：重点推荐股票盈利预测（截至 2017 年 11 月 14 日）.....26

1 全年新能源车销量有望突破 70 万，新能源乘用车一枝独秀

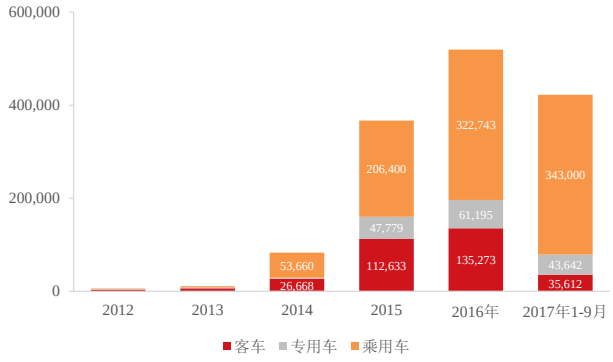
今年由于补贴政策明显变化（1、补贴大幅退坡，2、补贴与电池能量密度挂钩，3、非个人用户购买新能源车行驶里程需达 3 万公里），对各类新能源车都产生了冲击，特别是对于新能源商用车影响明显。1-9 月，国内新能源汽车累计产销量分别为 42.4 万辆和 39.8 万辆，同比增长 40.2%和 37.7%，增量的贡献主要来自受政策变化影响较小的新能源乘用车。

图表 1：国内新能源汽车产量



来源：工信部、中汽协、乘联会、国联证券研究所

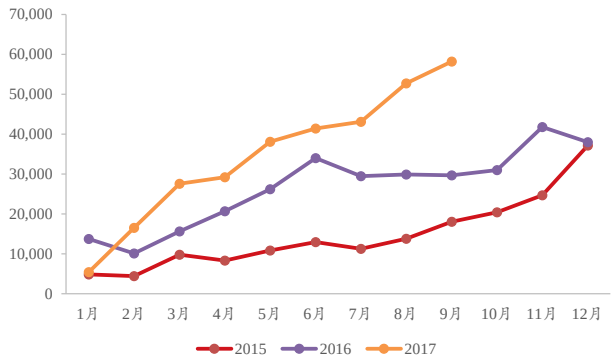
图表 2：国内新能源汽车分类产量



来源：工信部、中汽协、乘联会、国联证券研究所

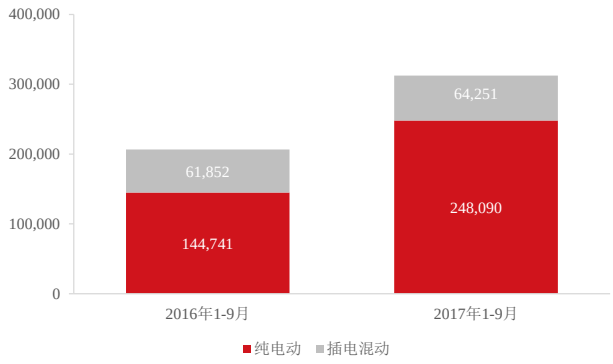
新能源乘用车表现一枝独秀。今年以来，国内新能源乘用车月度销量环比一路走高，同比来看，除了 1 月受到政策调整的影响导致负增长外，始终保持同比正增长。17 年 1-9 月，国内新能源乘用车累计销售 31.2 万辆，同比增长 49.1%，在今年各类新能源车中的表现可谓一枝独秀；其中纯电动和插混乘用车分别销售 24.8 万辆和 6.4 万辆，同比增长 71.4%和 3.9%，纯电动乘用车占比进一步明显提升。

图表 3：新能源乘用车月度销量



来源：乘联会、国联证券研究所

图表 4：新能源乘用车中纯电动车占比提升

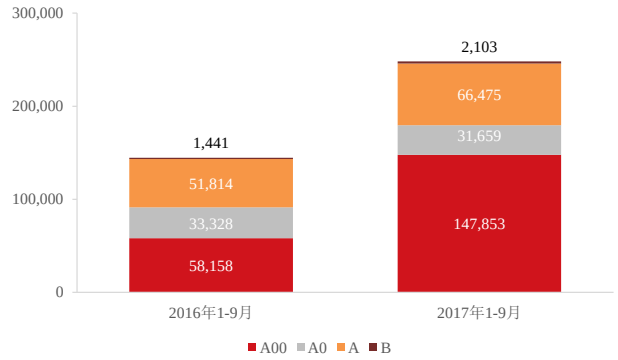


来源：乘联会、国联证券研究所

A00 级车表现优异，家用、运营皆得宜。分级别来看，A00 级纯电动乘用车延续了一直以来的亮眼表现，1-9 月共销售 14.8 万辆，同比增长 154%，在纯电动车中的占比由去年同期的 40.2%提升至当前的 59.6%；今年 1-9 月国内纯电动车销量前十中，大部分均为 A00 级车。A00 级纯电动车的热销主要是由于其价格上具有明显优势（目前多款车型扣除补贴后的终端价格在 5 万元左右），无论对于普通消费者还是对于运

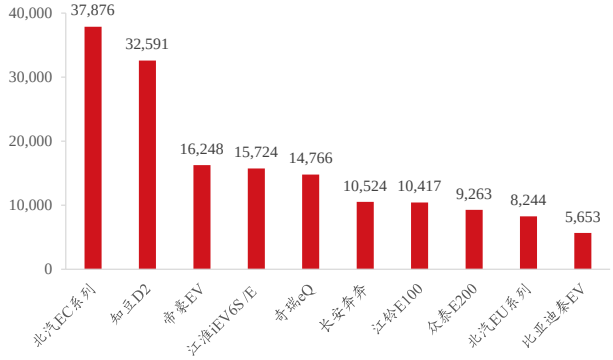
营企业都具有不错的吸引力。对于普通消费者而言，它既可作为在限牌城市试水新能源车的选择，也适合作为家庭的第二辆车；而对于运营企业来说，使用 A00 级车辆已可以满足其客户一般的通勤需求（4 座车，续航 150km 以上），还可以明显降低成本（购车和保险费用）。

图表 5：A00 级纯电动乘用车表现亮眼



来源：乘联会、国联证券研究所

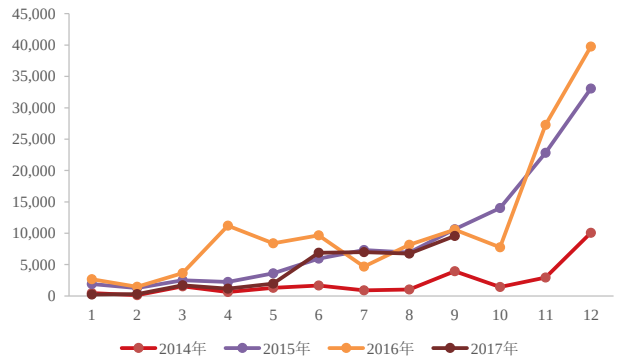
图表 6：2017 年 1-9 月纯电动乘用车销量排名



来源：乘联会、国联证券研究所

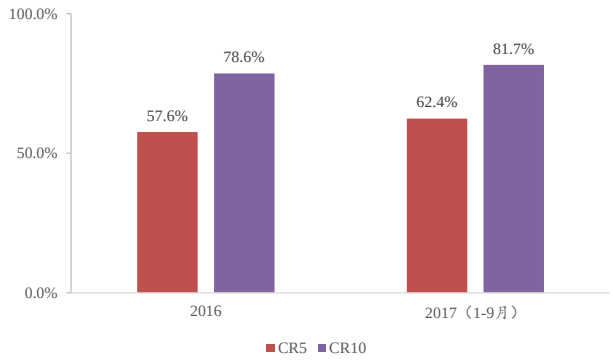
新能源客车逐步复苏，行业集中度提升。今年以来新能源客车受到补贴大幅退坡，上半年公交车招标基本停滞的影响，1-5 月产销基本停滞，同比大幅回落。从 6 月开始，新能源客车行业有了较为明显的复苏，但力度整体低于预期。我们预计全年新能源客车总产量达到 10.5 万辆，同比减少 20%左右。从行业格局来看，17 年（1-9 月）行业 CR5 和 CR10 分别为 62.4%和 81.7%，高于 16 年全年的 57.6%和 78.6%。行业集中度得到提升的主要原因是，在行业较为困难的时期，客车龙头企业由于对供应商地位强势，可以更好的降低采购成本；自身产品竞争力突出，可以抢夺更多客户资源（特别是新能源客车主要应用领域为公交车）；同时龙头企业由于具有资金优势，在补贴发放时间较晚，行业资金链紧张的情况下也具有明显优势。考虑到新能源客车后续空间有限，我们预计龙头企业将进一步提升自身在客车领域的市占率并进入新能源专用车等领域寻找新的增量空间；同时随着行业发展更为规范有序，企业的盈利能力有望获得修复。

图表 7：新能源客车月度产量



来源：节能与新能源汽车网、国联证券研究所

图表 8：新能源客车行业集中度提升

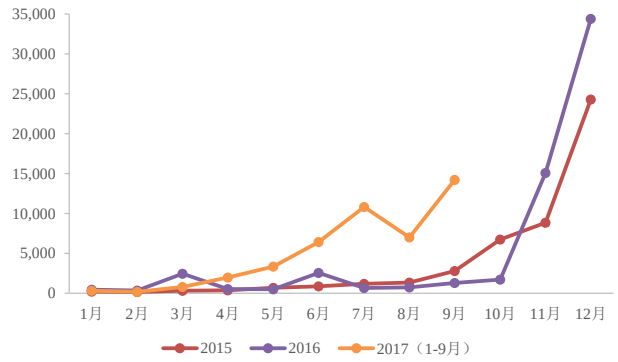


来源：第一商用车网、国联证券研究所

3 万公里要求对行业造成冲击逐步被消化，新能源专用车获得快速增长。虽然年

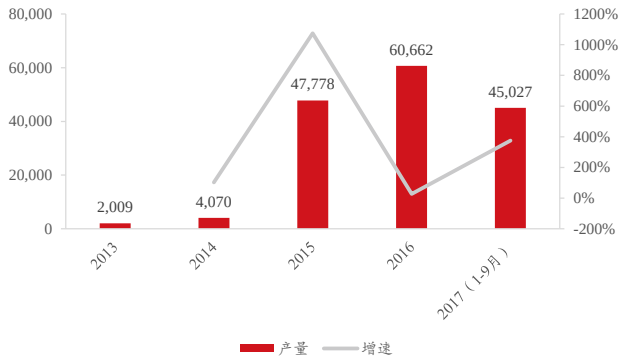
初补贴退坡以及非个人购买车辆需要达到 3 万公里行驶里程才能申请补贴的政策变化，对新能源专用车的销售造成了冲击，但自 Q2 起，新能源专用车销量大幅提升，启动时间明显早于往年，说明企业对于政策变化适应速度较快，终端也对产品具有需求。1-9 月国内累计销售新能源专用车 4.5 万辆，同比增长 375%，我们预计全年销量将突破 10 万辆。

图表 9：新能源专用车月度产量



来源：节能与新能源汽车网、国联证券研究所

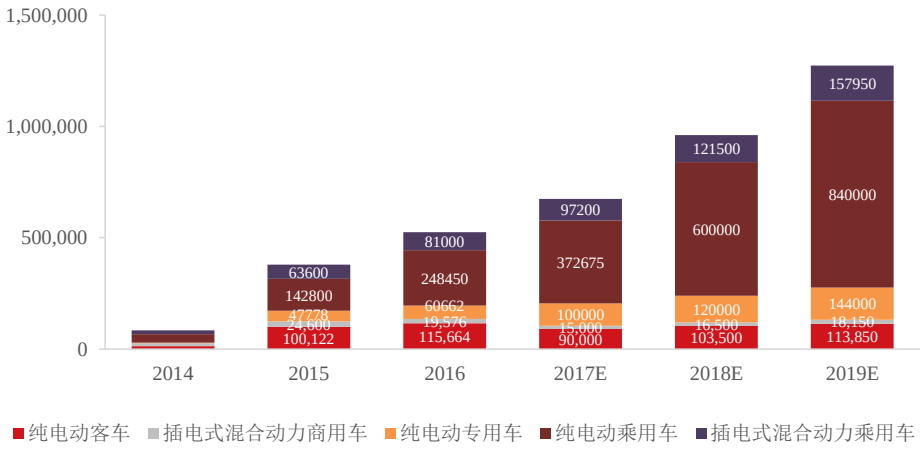
图表 10：新能源专用车产量



来源：节能与新能源汽车网、国联证券研究所

预计 17 年产量 71 万辆，长期空间来自乘用车。预计 17 年国内新能源汽车产销量达到 71 万辆，其中乘用车和专用车有较大增长，而客车同比则会有所下滑。从目前的政策导向，以及各类车型目前的渗透率和潜在的成长空间来看，乘用车将成为后续新能源车主要的增量来源。

图表 11：国内新能源汽车产量分项预测

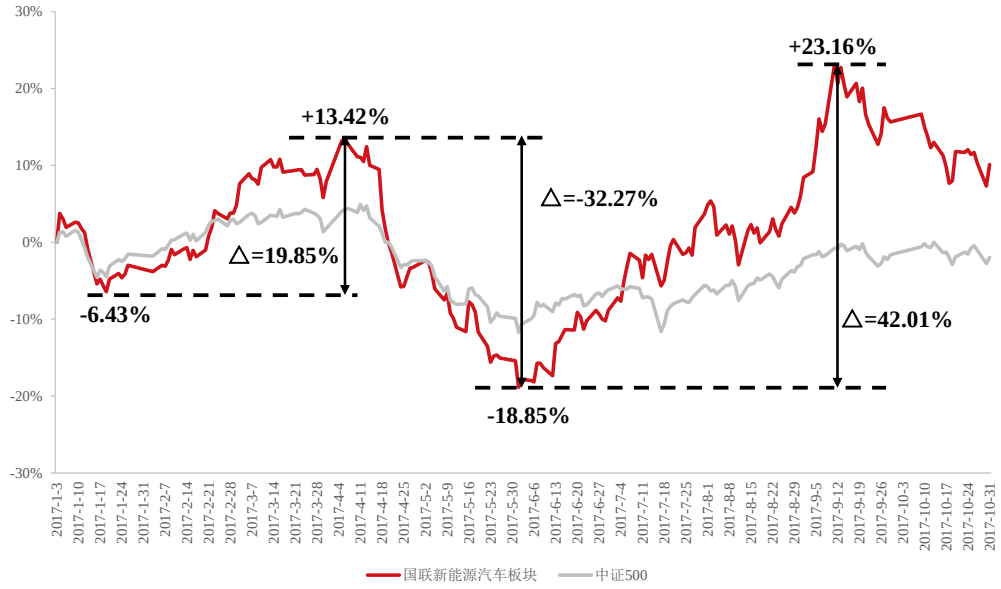


来源：节能与新能源汽车网、乘联会、国联证券研究所

2 新能源汽车板块行情回顾

国联新能源汽车板块年初至 10 月底共有 2 波明显的上涨行情：第一波是 1 月下旬至 4 月上旬，一方面受益于大盘整体的上涨，另一方面则是因为板块前期受 16 年底出台的补贴调整政策有了明显的回调。4 月至 6 月上旬受到大盘回调的影响以及新能源汽车特别是商用车产销不及预期的影响，板块回调幅度较大。自 6 月至 9 月中旬板块迎来了一波超过 40%的涨幅，主要是受到锂、钴价格上涨，新能源乘用车增速上行，新能源商用车复苏以及双积分政策和禁止燃油车上路等消息的影响。

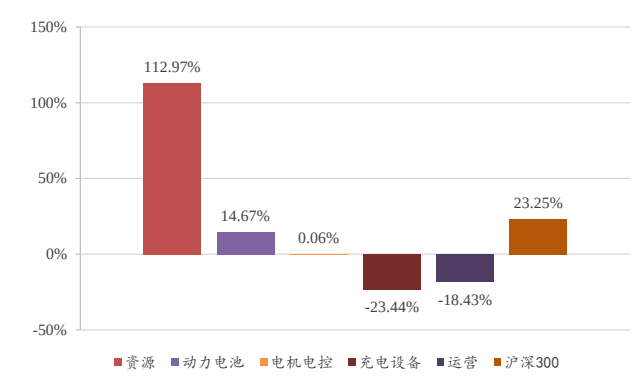
图表 12：国联新能源汽车板块今年以来走势（加权平均）（截至 10 月 31 日）



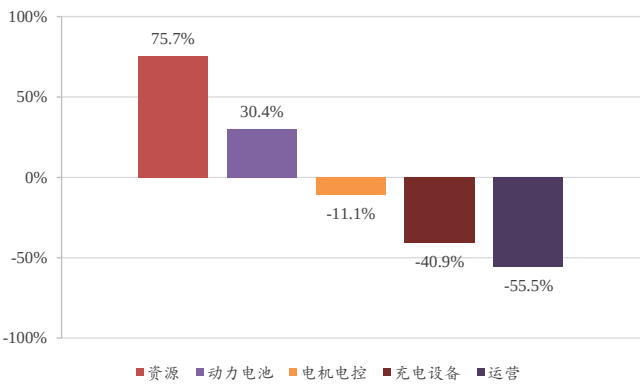
来源：Wind、国联证券研究所

资源板块表现优异，其它子板块均跑输沪深 300。各个子板块（未考虑整车板块）今年以来的表现差异明显。其中资源板块涨幅最高，与其业绩表现相符，今年以来涨幅前十的个股也多为资源相关标的；而其它子板块由于业绩表现一般，均明显跑输沪深 300；其中动力电池板块虽然业绩增速较好，但其中有近一半来自坚瑞沃能（沃特玛的并表贡献），所以板块整体表现一般。

图表 13：国联新能源汽车今年以来各子板块涨幅



图表 14：国联新能源汽车子板块前三季度扣非净利增幅



来源：Wind、国联证券研究所

*：年初至 10 月 31 日

来源：Wind、国联证券研究所

图表 15：年初至 10 月底行业涨幅前十

证券代码	证券简称	涨跌幅（%）
002460.SZ	赣锋锂业	231.2
603799.SH	华友钴业	170.0
300450.SZ	先导智能	139.3
002466.SZ	天齐锂业	135.1
002192.SZ	融捷股份	111.2
002080.SZ	中材科技	66.6
600884.SH	杉杉股份	55.8
600563.SH	法拉电子	54.0
300014.SZ	亿纬锂能	53.7
002340.SZ	格林美	48.0

来源：Wind、国联证券研究所

图表 16：年初至 10 月底行业跌幅前十

证券代码	证券简称	涨跌幅（%）
002364.SZ	中恒电气	-36.5
300484.SZ	蓝海华腾	-31.1
002276.SZ	万马股份	-30.8
300568.SZ	星源材质	-27.0
002070.SZ	*ST 众和	-26.7
002533.SZ	金杯电工	-26.1
002631.SZ	德尔未来	-25.2
002611.SZ	东方精工	-22.5
300153.SZ	科泰电源	-21.8
000009.SZ	中国宝安	-21.2

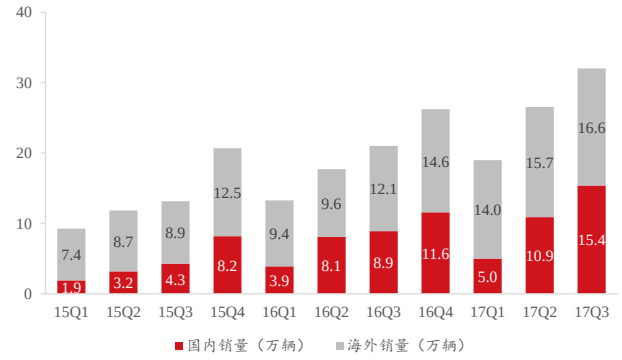
来源： Wind、国联证券研究所

3 全球新能源车发展迎来拐点正当时

3.1 海外新能源汽车增长提速，全球形成共振

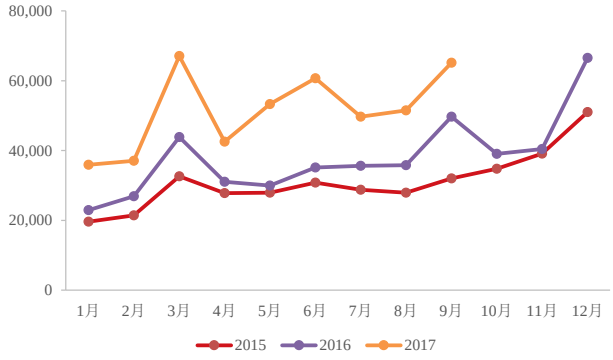
新能源之火蔓延至海外，全球形成共振。国内由于有政策上的大力扶持，一直被看做新能源汽车发展的主战场，而相较之下，海外市场前几年一直发展平淡，整体关注度有限。但今年以来，情况发生了明显变化：除了国内新能源乘用车销量依然保持快速增长态势以外，海外新能源车销量增速也逐步迎头赶上。17 年 1-9 月，海外新能源车共销售 46.3 万辆，同比增长 48.8%，远高于 16 年全年 22%的增速，与国内新能源乘用车前 9 月 49%的销量增速相当。

图表 17：国内和海外新能源乘用车季度销量



来源：乘联会、insideEVs 、国联证券研究所

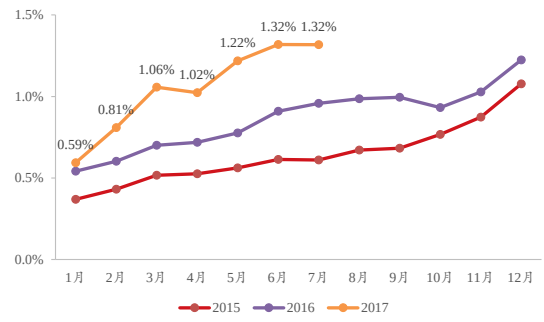
图表 18：海外新能源乘用车销量增长提速



来源：乘联会、insideEVs、国联证券研究所

全球新能源汽车销量渗透率突破 1%。今年以来，全球新能源乘用车渗透率逐步上行。1-7 月，全球新能源乘用车销量渗透率达到 1.5%，突破了具有关键意义的 1%这一节点，后续发展有望进一步提速。从近两年海外主要国家的新能源乘用车渗透率表现来看：除了荷兰和日本 16 年相较于 15 年的渗透率有所下降外，其它国家均有所提升。

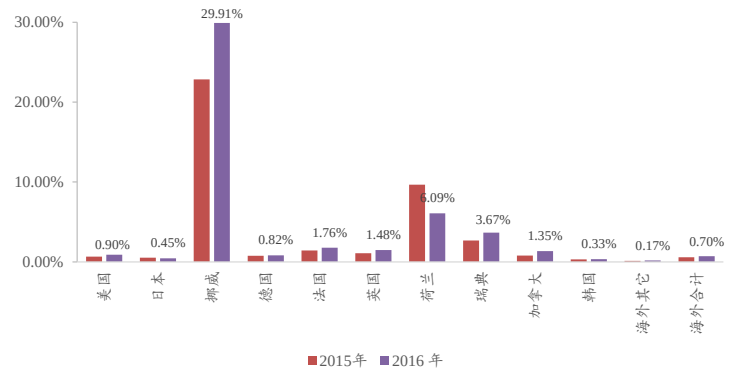
*图表 19：全球新能源汽车销量渗透率**



来源：Fourin、insideEVs 、国联证券研究所

*：渗透率=全球新能源乘用车销量/全球汽车总销量

图表 20：海外新能源乘用车销量增长提速



来源：真锂研究、、国联证券研究所

全球新能源车发展有望迎来拐点。随着政策端引导的不断深入；供给端整车厂对新能源车的重视程度不断加大，推出更多具有竞争力的车型；需求端消费者对于新能

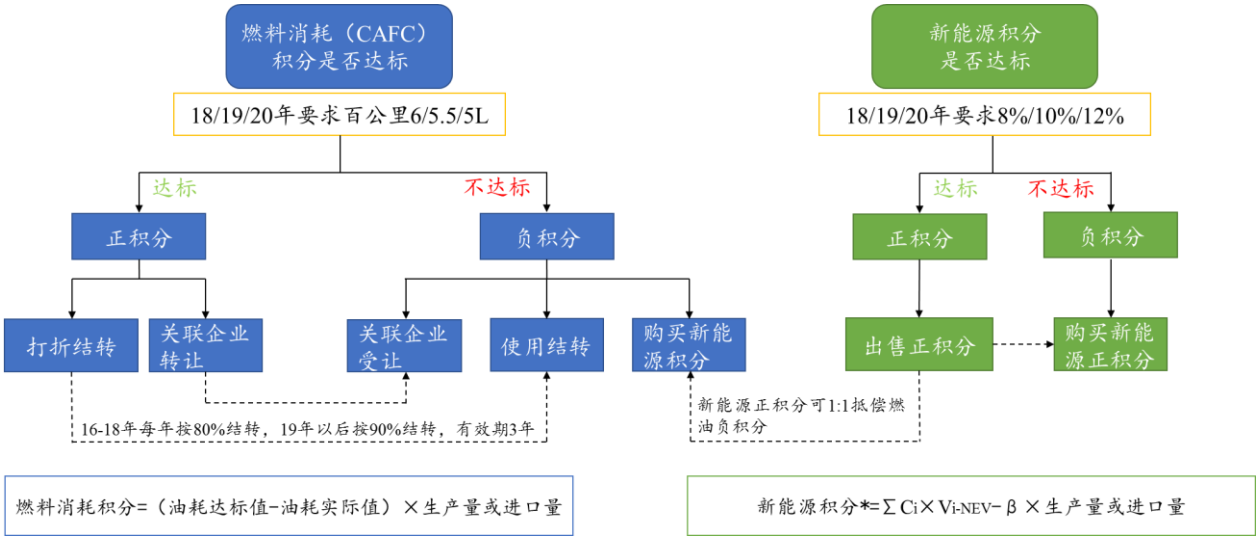
源车的接受程度不断提升，全球新能源车发展有望迎来拐点，进入成长快车道。

3.2 政策端：双积分政策+油耗趋严，建立推动新能源汽车发展长效机制

3.2.1 国内：双积分政策发布，接力补贴推动行业长期发展

双积分政策正式发布，建立推动新能源汽车发展长效机制。业界期盼已久的双积分政策于 17 年 9 月 27 日正式发布，并将于 18 年 4 月 1 日起实行。双积分政策对燃料消耗（CAFC）积分和新能源汽车积分进行并行管理，其中燃料消耗积分只可打折结转至以后年度（不超过三年）或者在关联企业之间转让；而新能源积分不能结转到下一年度（16/19 年可以等额结转）可以进行买卖，用以 1:1 抵偿不足的新能源积分和燃料消耗积分。如果车企在年度结算时未能抵偿燃料消耗和新能源负积分，则需要减少燃油车产量或进口量、增加新能源车产量，从而补偿之前的负积分，而在负积分未归零之前，车企所生产的不满足油耗目标值的燃油车将无法上市。从中长期来看，双积分政策将接力补贴政策，促进整车厂加大在新能源汽车领域的持续投入，形成推动新能源汽车行业长期发展的有效机制。

图表 21：双积分政策具体执行方式



来源：工信部、国联证券研究所

*：C_i 为第 i 个新能源乘用车车型积分，$V_{i\text{-}NEV}$ 为第 i 个新能源乘用车车型的年度生产量（不含出口）或进口量，β 为新能源汽车积分比例要求。

新能源汽车积分核算方式利于纯电动车。新能源汽车积分的具体核算方法是根据车辆类型和具体参数的不同，给予各个车型相应的补贴。其中纯电动乘用车根据续航，单车可获得 2-5 分，百公里耗电量达到规定要求可以获得 1.2 倍系数，即最高可获得 6 分；插混乘用车单车最高 2 分；燃料电池乘用车根据电池系统额定功率，单车可获得 1.6-5 分。从各类车的积分数量来看，政策倾向于鼓励使用高能量密度电池的纯电动乘用车（高续航，低百公里耗电量），这也与之前的政策导向相一致。

图表 22：新能源积分计算方法

车辆类型	标准车型积分	要求
纯电动乘用车	0.012×R+0.8	最高车速不低于 100km/h，电动续航里程（工况法）不低于 100km，且按整备质量（m，kg）不同，纯电动乘用车工况条件下百公里耗电量（Y，kWｈ/100km）满足条件一、但是不满足条件二的，车型积分按照标准车型积分的 1 倍计算；满足条件二的，按照 1.2 倍计算。其余车

		型按照 0.5 倍计算，并且积分仅限本企业使用。 条件一：m≤1000 时，Y≤0.014×m+0.5；1000<m≤1600 时，Y≤0.012×m+2.5；m>1600 时，Y≤0.005×m+13.7。 条件二：m≤1000 时，Y≤0.0098×m+0.35；1000<m≤1600 时，Y≤0.0084×m+1.75；m>1600 时，Y≤0.0035×m+9.59。
插混 乘用车	2	纯电驱动模式续驶里程不低于 50km。纯电驱动模式续驶里程不满 80km 的插电式混合动力乘用车车型，其条件 B 试验燃料消耗量（不含电能转化的燃料消耗量）与《乘用车燃料消耗量限值》（GB 19578-2014）中车型对应的燃料消耗量限值相比应当小于 70%；比例不小于 70%的，车型积分按照标准车型积分的 0.5 倍计算，并且积分仅限本企业使用。纯电驱动模式续驶里程在 80 公里以上的插电式混合动力乘用车车型，其条件 A 试验电能消耗量应当满足纯电动乘用车条件一的要求；不满足的，车型积分按照标准车型积分的 0.5 倍计算，并且积分仅限本企业使用。
燃料电池 乘用车	0.16×P	燃料电池乘用车续驶里程不低于 300km，燃料电池系统额定功率不低于驱动电机额定功率的 30%，并且不小于 10kW 的，车型积分按照标准车型积分的 1 倍计算。其余车型按照标准车型积分的 0.5 倍计算，并且仅限本企业使用。

备注：

1）R 为电动车续航里程（工况法），单位为 km；

2）P 为燃料电池系统额定功率表，单位为 kw；

3）标准车型积分上限为 5 分；

4）车型积分计算结果按四舍五入，原则保留两位小数。

来源：工信部、国联证券研究所

新能源积分 18 年暂不执行，19/20 年合并执行，给予整车厂更多准备时间。对在中国境内传统能源乘用车年产量或进口量大于 3 万辆的乘用车企业，要求 18/19/20 年的新能源积分为比例为 8%/10%/12%，其中 18 年不考核，19/20 年一起考核。根据测算，2017H1 国内大部分主流车企，特别是合资车企难以达到 8%的新能源积分比例要求，新能源汽车积分执行时间的推迟将会给予整车厂更多的时间来适应相应的要求。

图表 23：2017H1 国内主要整车厂新能源积分达标情况试测算

品牌	销量	新能源汽车销量	新能源汽车销量占比	应完成新能源汽车销量*	新能源汽车实际销量差额	品牌	销量	新能源汽车销量	新能源汽车销量占比	应完成新能源汽车销量*	新能源汽车实际销量差额
上汽大众	97.0	0	0%	2.59	-2.59	广汽乘用车	25.1	0.03	0.12%	0.67	-0.64
一汽大众	87.2	0	0%	2.32	-2.32	奇瑞汽车	23.5	0.95	4.04%	0.63	0.32
上汽通用	86.7	0.05	0.06%	2.31	-2.26	上汽乘用车	23.4	1.84	7.86%	0.62	1.22
长安汽车	53.3	0.62	1.16%	1.42	-0.80	广汽丰田	21.9	0	0%	0.58	-0.58
吉利汽车	53.0	2.67	5.04%	1.41	1.26	华晨宝马	18.5	0.04	0.23%	0.49	-0.45
东风日产	47.8	0	0%	1.27	-1.27	北京奔驰	21.1	0	0%	0.56	-0.56
长城汽车	40.3	0	0%	1.07	-1.07	比亚迪汽车	18.3	3.65	19.95%	0.49	3.16
长安福特	36.0	0	0%	0.96	-0.96	江淮汽车	11.3	0.94	8.32%	0.30	0.64
一汽丰田	34.5	0	0%	0.92	-0.92	众泰汽车	10.6	1.30	12.26%	0.28	1.02
东风本田	33.5	0	0%	0.89	-0.89	北京汽车	10.5	1.79	17.05%	0.28	1.51
广汽本田	33.0	0	0%	0.88	-0.88	一汽马自达	5.9	0	0%	0.16	-0.16
北京现代	30.1	0	0%	0.80	-0.80	观致汽车	0.6	0	0%	0.02	-0.02

来源：汽车商业评论、国联证券研究所

*：2017H1 应完成销量是根据 18 年 8%的积分比例要求除以每辆车平均 3 分计算所得

新能源积分要求划定产量下限。根据我们的测算，要满足 2020 年 12%的新能源积分要求预计需要 312 万新能源积分，假设每辆车平均 3/4/5 分，则需要生产新能源乘用车 104.12/78.09/62.47 万辆，整体要求不算非常高，但考虑到各家车企会力争通过自产来满足积分要求，同时部分车企还需通过自产或购买新能源积分来弥补油耗积

分的缺口，所以对于新能源积分提出的比例要求相当于划定了新能源乘用车产量的下限，实际产销量预计会超过这一数字。

图表 24：完成新能源积分比例要求所需达到的新能源乘用车数量测算

	乘用车产量	新能源积分比例要求	所需新能源积分	所需新能源乘用车产量（平均3分）	所需新能源乘用车产量（平均4分）	所需新能源乘用车产量（平均5分）	新能源乘用车产量
2014	1992.56						5.45
2015	2104.36						20.64
2016	2431.50						32.27
2017E	2492.28						51.00
2018E	2429.98	8%	194.40	**64.80**	**48.60**	**38.88**	
2019E	2527.18	10%	252.72	**84.24**	**63.18**	**50.54**	
2020E	2602.99	12%	312.36	**104.12**	**78.09**	**62.47**	

来源：中汽协、乘联会、国联证券研究所

燃料消耗积分 18 年起执行，16/17 年亦需抵偿。平均燃料消耗量积分从 18 年开始执行，可以结转，结转有效期不超过三年。燃料消耗量积分为负的可以通过本企业或外购的新能源汽车正积分，结转或受让的平均燃料消耗量正积分来抵偿。此外工信部近期发文要求对企业 2016～2017 年度的平均燃料消耗量负积分进行抵偿，抵偿可使用以前年度或关联企业间结转的油耗积分和当年的新能源积分（16 年新能源积分可以等额结转）。虽然从 16 年的情况来看，完成油耗目标的难度不大（合计正积分超过 1000 万分，负积分约-150 万分），但 16/17 年亦要求抵偿表明了政府的重视程度，将进一步提升车企对于新能源汽车的重视程度。

图表 25：2016 年油耗积分为负的整车企业

	车企	积分		车企	积分
1	长城汽车股份有限公司	-293152.8	23	东风本田汽车有限公司	-11034.9
2	重庆长安汽车股份有限公司	-239367.6	24	上汽大通汽车有限公司	-9782.5
3	上汽通用（沈阳）北盛汽车有限公司	-124986.5	25	汉腾汽车有限公司	-9408.6
4	安徽猎豹汽车有限公司	-108114.4	26	上汽通用汽车销售有限公司	-9258.5
5	四川一汽丰田汽车有限公司	-97578.1	27	日产（中国）投资有限公司	-8001.4
6	广汽菲亚特克莱斯勒汽车有限公司	-81305.6	28	奇瑞捷豹路虎汽车有限公司	-7700.8
7	长安福特汽车有限公司	-74371.3	29	厦门金龙旅行车有限公司	-5055.3
8	沈阳华晨金杯汽车有限公司	-55533.9	30	铃木（中国）投资有限公司	-4325.4
9	东南（福建）汽车工业有限公司	-54328.8	31	厦门金龙联合汽车工业有限公司	-3329.8
10	捷豹路虎（中国）投资有限公司	-53462.6	32	广东福迪汽车有限公司	-3131.5
11	江西昌河铃木汽车有限责任公司	-35023.8	33	潍柴（重庆）汽车有限公司	-1663.7
12	福特汽车（中国）有限公司	-31851.5	34	法拉利汽车国际贸易（上海）有限公司	-1579.3
13	广汽三菱汽车有限公司	-29073.1	35	庆铃汽车股份有限公司	-925.1
14	克莱斯勒（中国）汽车销售有限公司	-26687.7	36	广汽本田汽车有限公司	-902.4
15	东风裕隆汽车有限公司	-26054.0	37	迈凯伦汽车销售（上海）有限公司	-886.0
16	三菱汽车销售（中国）有限公司	-22672.2	38	阿斯顿马丁拉共达（中国）汽车销售有限公司	-736.3
17	重庆力帆汽车有限公司	-22603.5	39	丹东黄海汽车有限责任公司	-358.1
18	郑州日产汽车有限公司	-21122.0	40	庆铃汽车（集团）有限公司	-192.4
19	海马汽车有限公司	-19857.6	41	北京路特斯汽车销售有限公司	-66.0
20	河北长安汽车有限公司	-19068.9	42	贵州航天成功汽车制造有限公司	-16.8
21	北京汽车集团有限公司	-14365.6	43	海马商务汽车有限公司	-0.4

22	江铃汽车股份有限公司	-11597.4		合计	-1540533.6

来源：工信部、国联证券研究所

油耗目标日益严格，整车厂需从提升新能源占比和降低传统车油耗两方面进行努力。根据第四阶段燃油限值标准，到 2020 年所有企业生产或进口的乘用车的 CAFC 需降至 5.0L/100km，并对 16-20 年每年企业平均燃料消耗量的目标值做了细化的要求（2016-2020 年的平均百公里油耗目标值分别为 6.7/6.4/6.0/5.5/5.0L）。想要完成这一目标，企业需从提升新能源汽车占比和降低传统车油耗两方面进行努力。

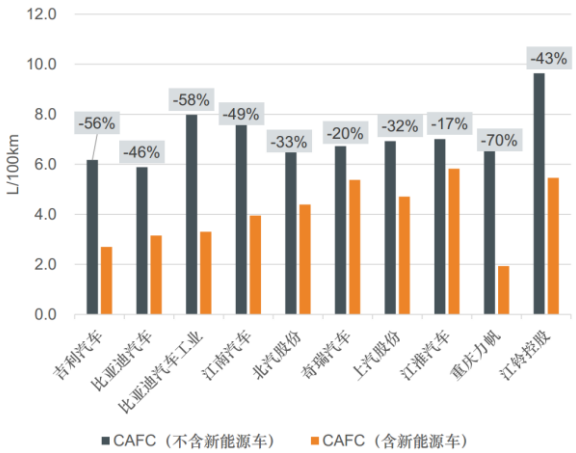
图表 26：油耗要求日益严格

时间	目标值（L/100km）	实际值（L/100km）	实际值下降（L/100km）	备注
2013	7.46	7.33	0.09	
2014	7.52	7.22	0.11	
2015	6.9	6.65	0.57	
2016	6.7	6.56	0.09	
2017	6.4		**0.16**	以16年的实际值减去17年的目标值
2018	6		**0.4**	
2019	5.5		**0.5**	以上一年的目标值减去当年的目标值
2020	5		**0.5**	

来源：工信部、乘联会、国联证券研究所

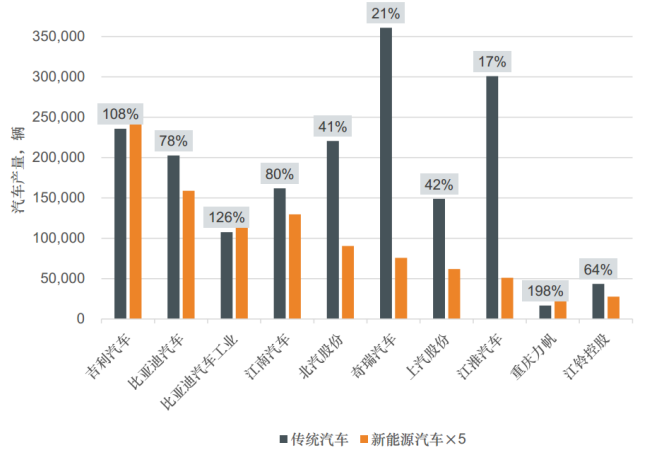
传统车较低油耗进展缓慢。从 13-16 年的油耗下降情况来看，除了 15 年下降幅度较大外，其余年度的油耗下降程度均非常小，而 15 年油耗的大幅下降主要归功于当年新能源车的快速增长：15 年国产车企业平均燃料消耗量为 6.95L/100km（不考虑新能源车的影响）；当年新能源车迎来高速增长，全年产量 21 万辆（新能源乘用车），由于其产量具有 5 倍放大效应，导致 CAFC 下降 0.42L/100km，如果剔除这一因素，传统车油耗的下降仍十分有限。而从后续每年的降油耗目标来看，每年的下降幅度需达到 0.4-0.5L，仅从传统车自身的节能减排预计将很难达到相应的要求。

图表 27：2015 年新能源汽车对降低 CAFC 的影响



来源：ICET、国联证券研究所

图表 28：2015 年新能源汽车对提升产量基数的影响



来源：ICET、国联证券研究所

新能源汽车倍数优惠将逐步收窄，提升产量占比迫在眉睫。目前在核算企业平均燃料消耗时，由于对新能源汽车的非化石燃料消耗暂不考虑，所以其对于企业的总燃料消耗量只有极少的提升（纯电动车为零），同时还给予新能源车倍数优惠（16-17

年/18-19 年/20 年及以后纯电动、燃料电池以及符合相关续航要求的插混乘用车分别按 5/3/2 倍系数计入产量/进口量），从而大大降低了车企的平均油耗。但随着新能源车核算倍数的逐渐下降，其对于拉低企业平均油耗的作用将会逐步减弱。**根据我们的测算，若 18/19/20 年新能源策划产量达到 74/104/152 万辆，则传统车的油耗需降到百公里 6.54/6.17/5.57L，虽然前期多数企业有富裕的油耗积分可以用于后续抵偿，但随着油耗法规的进一步趋严，整车厂必须通过大幅提升新能源车占比来起到降低平均油耗，完成法规目标的目的。**

图表 29：新能源车及超低油耗车辆核算倍数

	纯电动乘用车、燃料电池乘用车以及纯电动驱动模式综合工况续驶里程达到 50 公里及以上的插电式混合动力乘用车	车型燃料消耗量不大于 2.8L/100k 的乘用车
2016-2017	5	3
2018-2019	3	2.5
2020 及以后	2	1.5

来源：工信部、国联证券研究所

图表 30：中性预测下传统燃油车平均油耗目标值

	传统车产量	EV	PHEV	实际油耗	目标值	燃油车平均油耗
2016	2407.7	26.3	8.1	6.51	6.7	6.97
2017E	2464	42	9		6.4	7.06
2018E	2425	63	10.8		6	6.54
2019E	2500	90	13.5		5.5	6.17
2020E	2600	135	16.9		5	5.57

来源：国联证券研究所

3.2.2 海外：油耗目标日益严格，禁止燃油车上路有望提上日程

从全球来看，各主要国家的油耗目标均日益严格。以美国、日本、欧盟等为例，依据其后续的油耗目标，年降幅均需保持在 3%以上。仅通过传统车上的节能减排技术要完成这样的目标，对于大部分整车厂来说是不可能完成的任务，因此其必须通过大力发展新能源车去达到相应的法规要求。虽然之前网上盛传的海外多国燃油车禁止上路多为相关部门的想法或提案，并未最终落地，但从多国均有相关想法的表现来看，最终禁止燃油车上路也将会是行业发展的趋势。这也将大力推动车企加大对新能源汽车的投入，顺应行业的发展。

图表 31：主要国家和地区燃料消耗量标准目标对比

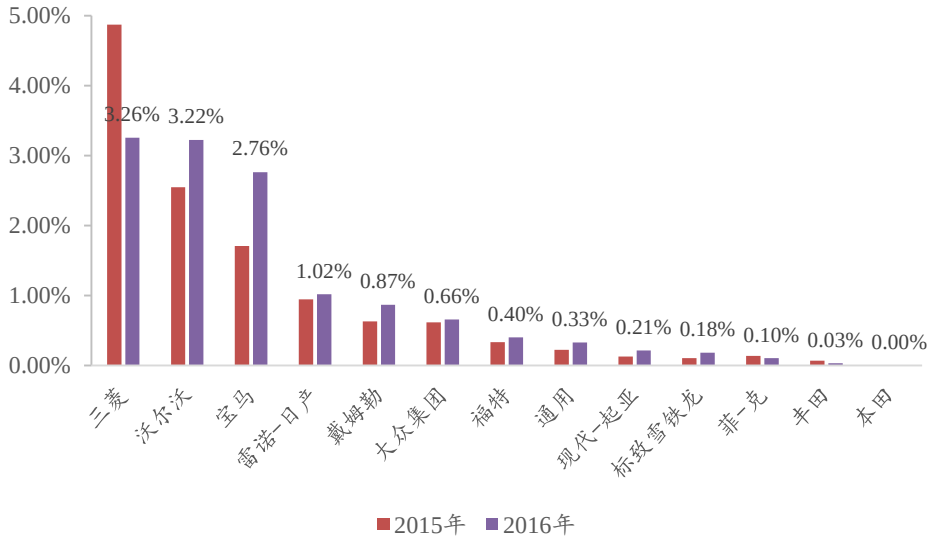
	2015		2020		2025		年降幅	年降幅
	原始	对应国标	原始	对应国标	原始	对应国标	-2020	-2025
欧盟	130g/km	5.2L/100km	95g/km	3.8L/100km	75g/km	3L/100km	5.4%	4.2%
美国 2017	36.2mpg	6.7L/100km	44.8mpg	6L /100km	56.2mpg	4.8L/100km	3.5%	3.4%
日本	16.8km/L	5.9L/100km	20.3km/L	4.9L/100km			3.3%	
中国							5.5%	

来源：工信部、国联证券研究所

3.3 供给端：政策驱动+自身战略，车企明显提升对新能源汽车重视程度

传统车企新能源汽车渗透率低，提升空间大。之前几年，虽然海外传统车企对于新能源车也有所投入，但整体进展缓慢，从海外主要车企新能源汽车的渗透率情况来看，大部分车企的新能源车渗透率仍处于1%以下，后续能够提升的空间巨大。

图表 32：海外传统车企电动车渗透率



来源：真锂研究、国联证券研究所

海外车企明显提升对新能源汽车重视程度。由于受到法规政策的驱动、新进入竞争车的冲击（TESLA），传统车企纷纷对自身未来发展战略进行了调整，多家整车厂在发布的后续发展规划中将新能源车作为重中之重，对于新能源汽车后续的销量占比提出了较高的目标。

图表 33：海外车企对自身新能源车业务发展的规划

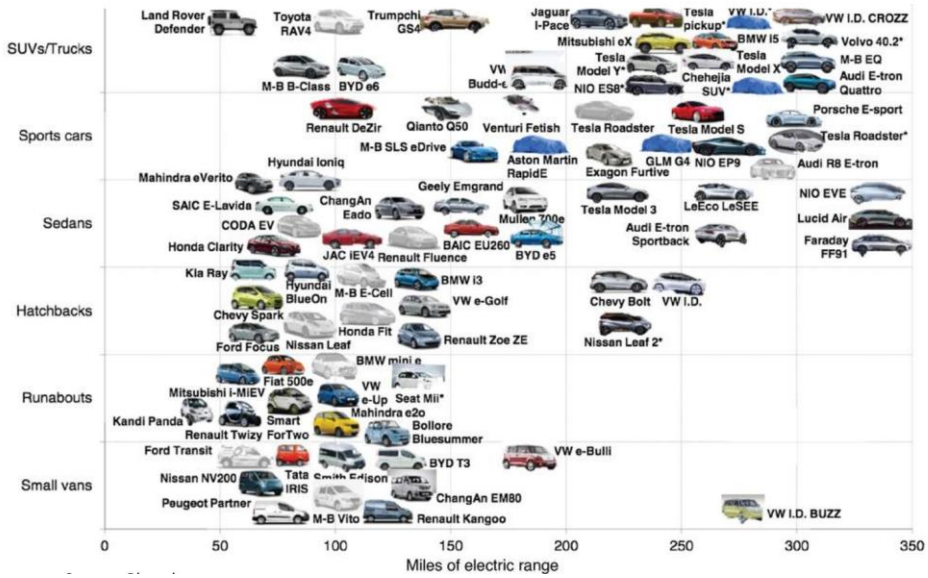
车企	规划与目标
大众	中国：与江淮建立电动车合资企业；计划到 2020 年和 2025 年，在国内电动车销量达到 40 万辆和 150 万辆。 全球：未来五年投入近百亿欧元，推出超过 10 款全新电动车型；到 2025 年推出超过 30 款纯电动策划型。2025 年，纯电动车销量或将达到 200 万至 250 万辆之间，占总体销量的 20%—25%。
宝马	中国：目前在中国已经推出 5 个车系共 9 款车型，明年上半年，推出全新 5 系插混.。 全球：2025 年，全球扩展至 25 款新能源车型（12 款纯电，13 款插混），新能源汽车销量占比达到 15%-25%。
奔驰	中国：12 年与比亚迪成立合资公司，生产销售腾势电动车；17 年戴姆勒参股北汽新能源,与北京汽车集团签署框架协议，共同投资 50 亿元人民币，引入梅赛德斯-奔驰品牌纯电动汽车产品，在北京奔驰公司建立纯电动汽车生产基地及动力电池工厂。 全球：至 2022 年投资 100 亿欧元，到 2025 年推出 10 余款电动车，电动车销量占比 15%-25%；打造电动车品牌 EQ
通用	中国：将投入资金 265 亿元人民币，未来两年投产一款纯电动车型，到 2020 年推出至少 10 款新能源车型，预计通用汽车中国旗下凯迪拉克、别克和雪佛兰三大品牌的新能源汽车年销量总计或达 15 万辆；到 2025 年别克、雪佛兰和凯迪拉克旗下将近全部产品在华实现不同程度的电气化技术，新能源汽车年销量总计或达 50 万辆。此外，为满足新能源车型的电池需求，上汽通用启动电池组装工厂试运营，将于 2017 年年底正式投产。
福特	中国：与众泰成立电动车合资企业；福特计划 2020 年开始在中国生产电动车动力总成系统，至 2025 年，70%的福特品牌在华销售车型将提供电动车版本，包括长安福特旗下的全系车型。

	全球：在 2020 年前投资 310 亿元人民币，将开发 13 款混合动力、纯电动车车型，到 2020 年，新能源车销量将占总销量 10-25%。
现代起亚	中国：北京现代 2016 年到 2020 年打造四大新能源平台，推出 9 款新能源产品。东风悦达起亚计划在 2020 年前，推出 6 款新能源车型。 全球；将在 2020 年之前推出 26 款新能源汽车，到 2020 年新能源汽车年销量有望达到 30 万辆
丰田	全球：2016 年底丰田宣布新成立 EV 事业部门，并且由丰田章男本人亲自负责。短期目标是提高内燃机燃效，扩充 HEV 车型；中期目标是加快推进 PHEV 车型；长期目标是在 2050 年消除发动机车型，使 HEV 和 PHEV 车型占总销量的七成，FCV 和 E 占三成。
日产-雷诺	全球：日产 2020 年旗下有超过 20%的车辆将实现零排放的目标，雷诺、日产、三菱三大汽车品牌未来将共享平台打造纯电动车型。

来源：盖世汽车、国联证券研究所

新能源车供给后续会大为丰富。目前新能源车市场发展所遇到的主要问题之一就是目前在售的新能源汽车产品种类少，竞争力有限等。伴随着重视程度的提升，各大主机厂后续会推出多款具有竞争力的车型，从而给予消费者更多更好的选择，推动行业发展。

图表 34：新能源车供给后续会大为丰富

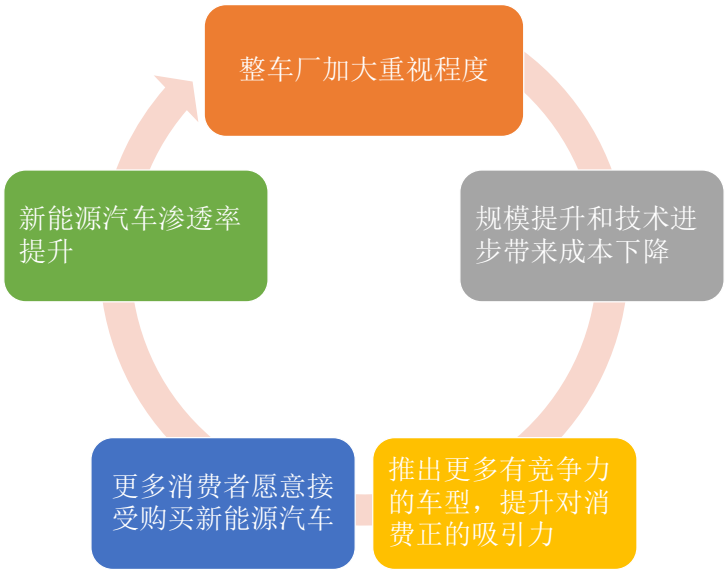


来源：Advantage Lithium、Bloomberg、国联证券研究所

3.4 需求端：消费者对新能源汽车接受程度逐步提升，行业形成正反馈

Tesla 的崛起，让消费者开始逐渐认识了解新能源汽车；而国内限牌城市的优惠政策，以及新能源共享汽车的逐步盛行，使得更多人有机会去接触和使用新能源车。如我们之前所说，目前普通消费者购买新能源车的意愿不强烈，更多的是因为目前市场上的产品或者价格高昂、或者产品竞争力弱，难以满足消费者的需求。而随着更多主机厂的进入，行业的技术和规模发展将提速从而带来成本的明显下降，同时也将有更多优秀的有性价比的车型推出，让普通消费者有车可选可买，而随着新能源车渗透率的提升，也将督促整车厂进行更多的投入，使行业形成正反馈，获得良性发展。

图表 35：整车厂日益重视将加速新能源汽车普及

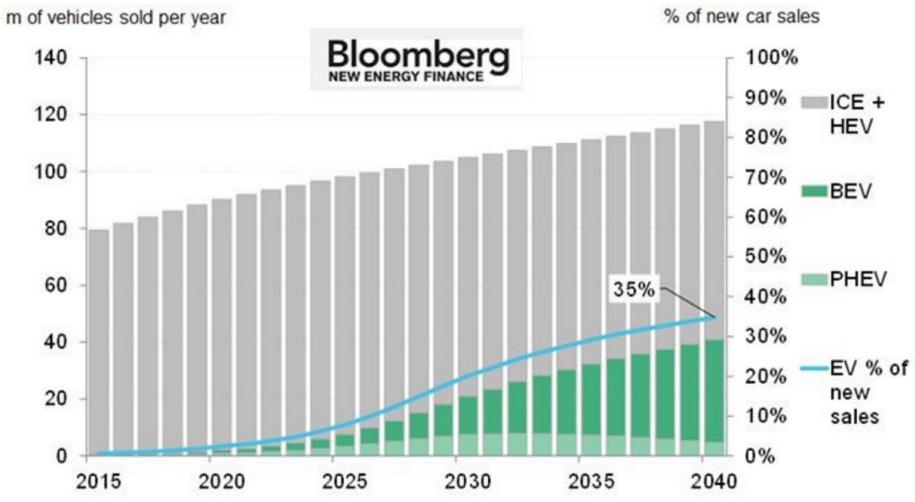


来源：国联证券研究所

4 投资机会梳理

横向看龙头，纵向看产业链话语权和竞争格局。如我们前面分析，新能源乘用车行业目前渗透率低，后续发展空间大，无论是站在国内还是全球的背景下，这都将是后续新能源汽车发展的最主要增量。站在全球新能源汽车发展迎来加速期的拐点上，我们建议从横向和纵向来关注整条三元产业链上的投资机会：横向来看，建议关注各细分领域的龙头企业，一方面可以充分受益于行业的快速发展，另一方面随着行业发展逐步规范成熟，格局有望向集中度提升的方向发展，龙头企业由于经营规范，产品竞争力强，市占率有望获得进一步提升。纵向来看，上游资源由于具有较大的供给刚性，短期难以放量，供需关系最为健康，相关企业有望受益于价高量增，业绩维持快速增长；中游寻找竞争格局优，话语权强的细分行业龙头；下游则看好后续会推出优质整车产品且弹性大的企业。

图表 36：新能源车占比变化趋势

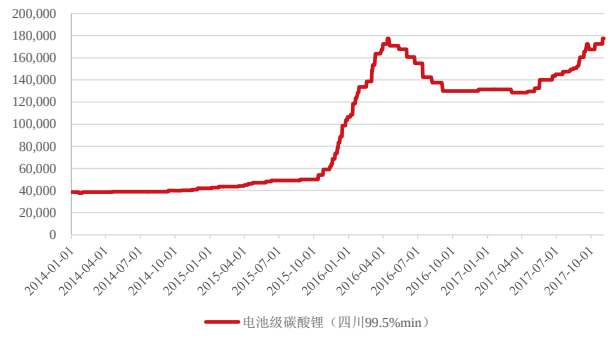


来源：Bloomberg、国联证券研究所

4.1 上游：资源禀赋强，短期供需关系最为健康

锂、钴价格处于高位。电池级碳酸锂价格自去年 4 月达到高位后一路下跌，然后维持在 13 万元左右的价格。由于需求旺盛，供给新增释放不足，今年 5 月起，电池级碳酸锂价格重新开启一波上涨，截至 10 月底，价格重回之前的高点（17.75 万元/吨）。而钴价则是自去年年底一路上扬，截至 10 月底，价格达到 46 万元/吨，较去年底价格增长接近一倍。量价齐升使得相关企业获得了丰厚的利润。后续锂、钴的价格走势主要依据其供需关系来进行判断。

图表 37：电池级碳酸锂价格



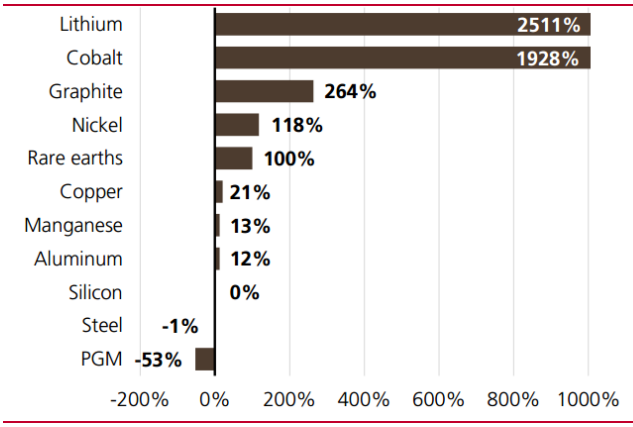
来源：百川资讯、国联证券研究所

图表 38：钴价跟踪

来源：长江有色市场、国联证券研究所

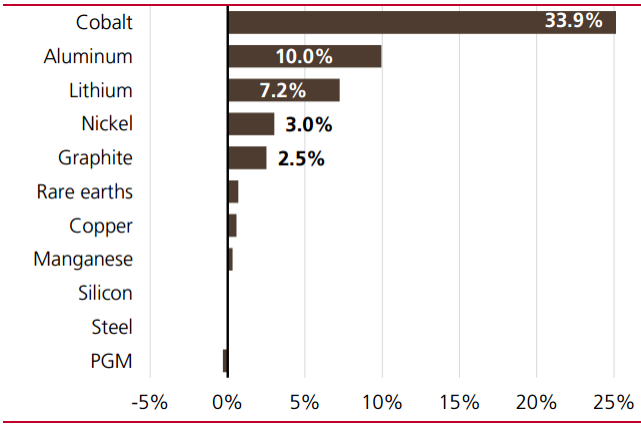
锂、钴需求将有大幅增长。根据瑞银拆解 Bolt 的结果（NCM111），如果全球出售的汽车全部为 Bolt，则锂和钴的需求将分别达到现在市场规模的 25 和 19 倍，每年新增的锂、钴需求将占到其储量的 34%和 7%。虽然随着电池材料的变化，锂、钴的需求有可能低于当前的判断，但不改变对其需求将大幅增长的趋势。

图表 39：在 100% 电动车世界中，大宗商品需求将发生的变化（占当前全球市场规模的比例%）



来源：UBS、国联证券研究所

图表 40：在 100%电动车世界中，年新增大宗商品需求将消耗相应储量的比例



来源：UBS、国联证券研究所

到 2020 年动力电池对碳酸锂的需求量将增长 3 倍以上。2016 年，国内动力电池对碳酸锂的需求约 1.8 万吨，考虑到储能市场后续的逐步放量，我们预计到 2020 年动力电池需求量将达到 78GWh，对应碳酸锂的需求量为 5.5 万吨，平均每年增长 1

万吨左右；考虑到海外的新能源汽车市场也将迎来快速发展，以及其它行业对于碳酸锂的需求也会有所增长。我们预计到全球碳酸锂市场的需求将从 2016 年的 20 万吨增长至 2020 年的 30.6 万吨，年均增长 2.65 万吨。

图表 41：2016-2020 年动力电池对碳酸锂需求量测算

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
磷酸铁锂电池	3.8	10.86	20.33	22.4	24.5	26	28
三元电池	0.4	4.26	6.3	12.5	22.5	33.8	43.9
其他电池		0.6	1.34	2.5	4	5	6
1KWh 磷酸铁锂电池碳酸锂用量（Kg）	0.59	0.58	0.56	0.55	0.55	0.55	0.55
1KWh 三元电池碳酸锂用量（Kg）	0.9	0.85	0.85	0.82	0.8	0.8	0.8
1KWh 其他电池单位用量（Kg）	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
碳酸锂需求量（吨）	2602	10400	17812	24570	34675	45340	55320

来源：第一电动网、EVtank、国联证券研究所

全球锂产品供应仍呈寡头垄断格局，17-18 年新增供应主要来自中国。2016 年全球锂产品供应量约 21 万吨，与需求量基本持平。16 年 SQM、Albermarle、FMC 和天齐锂业四家占据全球锂产品供应的 70%，全球锂产品的供应仍呈现寡头格局。从未来几年的新增产能来看，银河资源、赣锋锂业等锂精矿的放量是近期最大的新增产能，而青海盐湖提锂的再一次大规模放量预计将在 2018 年以后。

图表 42：碳酸锂供给情况

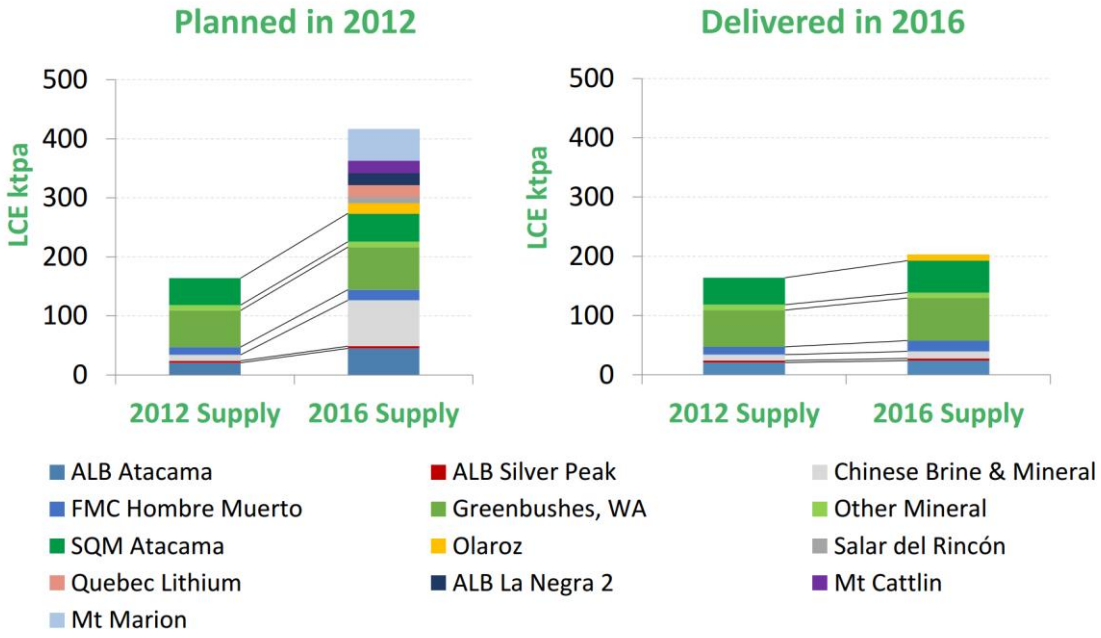
企业名称	矿石来源	碳酸锂产能（吨）	在建产能（吨）	16 年产量	17 年预计新增产量（折合碳酸锂）	备注
SQM	盐湖	48000	7000	49700		
Rockwood	盐湖	50000	20000	45000	2000	
FMC	盐湖	32000		18000	5000	
Canada lithium	矿石		20000			暂无进展
Orocobre	盐湖	17500		12000	3000	
Nemaska	矿石		26000			预计 19 年完成
Galaxy resources	矿石				12000	17 年计划生产 16 万吨锂精矿
Lithium Americas	盐湖		20000			19 年首批量产
天齐锂业	矿石	30000		26900	2000	
中信国安	盐湖	20000	15000	4000	1000	
西藏矿业	盐湖	5000	10000	2000	1000	
尼科国润	矿石	7000				
盐湖股份	盐湖	5000	10000	3700		
西藏城投	盐湖		40000	1000	1000	预计达产时间较长
西矿集团	盐湖	3000	17000	7300	1500	
赣锋锂业	矿石+盐湖	10000		29000	5000	旗下 RIM 公司锂精矿 17 年产量将达 15 万吨
众和股份	矿石	3000				
国内其他企业	矿石为主	17000	8000	10000	5000	

合计	247500	185000	208600	38500

来源：第一电动网、EVtank、国联证券研究所

供给释放经常低于预期，碳酸锂价高量增状态有望延续。虽然从我们测算的供需情况来看，17-18 年的新增供给量高于需求，但考虑到锂资源的开发进度受到多种因素影响，产能释放进度经常不及预期（例如 2012 年各大供应商计划到 2016 年的扩产情况远低于最终实现的扩产量），我们预计碳酸锂价格后续仍将维持价高量增的状态，建议关注赣锋锂业（002460.SZ）和西藏矿业（000762.SZ）。

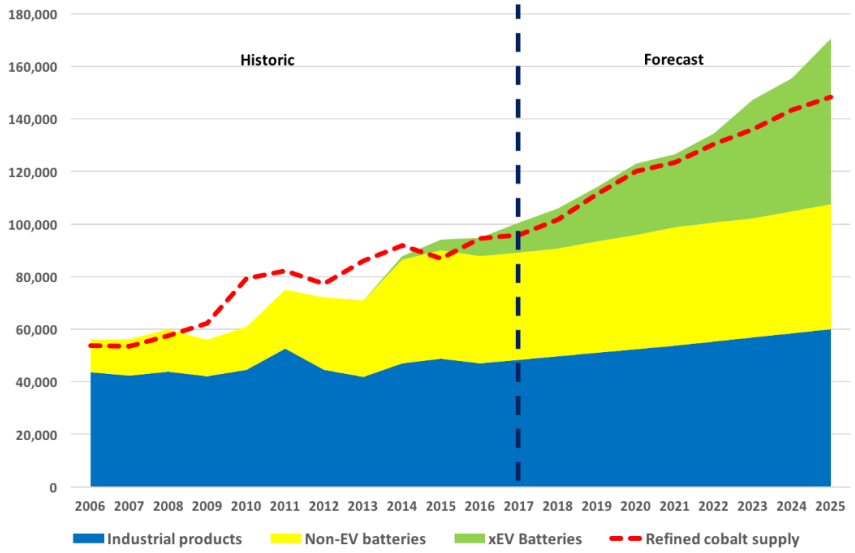
图表 43：产能释放情况经常低于预期



来源：Lithium Advantage、国联证券研究所

钴供给紧张，可能面临持续短缺。作为三元正极材料的重要组成部分，钴也将持续受益于海内外新能源乘用车的高速增长。虽然随着电池正极材料向高镍化发展，钴的单位用量将有所减少，但由于供给有限，预计后续钴的供给将持续紧张。根据 Morgan Stanley 的测算，后续钴的供给将一直存在缺口，特别是 2023 年以后，其供给缺口可能会进一步扩大。在此背景下，钴价有望继续维持高位，建议关注华友钴业（603799）和格林美（002340）。

图表 44：钴的供需情况测算



来源：Morgan Stanley、国联证券研究所

4.2 中游：看好产业链话语权强，竞争格局好的细分板块

看好三元正极材料、电解液、隔膜等细分板块。中游板块由于会受到相对强势的上游资源供应商和下游客户的挤压，盈利环境相对较为恶劣；而前期涌入的大量资本也将导致大量产能释放，行业竞争加剧；而明年补贴退坡若最终落地，行业利润将面临进一步的挤压。因此需要寻找产业链话语权强，竞争格局好的细分板块。按照上述的思路，我们看好三元正极材料、电解液和隔膜的细分板块龙头。

图表 45：国内电池材料、电机、动力电池行业集中度情况

电池材料												
电解液			负极材料			正极材料-三元			隔膜			
	2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015		2016
天赐材料	15.70%	22.00%	贝特瑞	23.40%	20.40%	长远锂科	7.50%	12.10%	中科科技	15.90%	星源材质	14.10%
新宙邦	14.50%	13.50%	杉杉股份	21.80%	18.50%	当升科技	12.90%	11.00%	星源材质	13.00%	沧州明珠	12.00%
江苏国泰	9.40%	11.20%	江西紫宸	11.00%	16.30%	湖南杉杉	19.40%	10.00%	金辉高科	8.10%	苏州捷力	8.80%
杉杉股份	8.30%	7.40%	深圳斯诺	11.80%	12.20%	厦门钨业	6.50%	8.80%	沧州明珠	6.10%	河南义腾	7.60%
CR4	47.80%	54.10%		67.90%	67.40%		46.30%	41.80%		43.20%		42.50%

电机		
	2015	2016
比亚迪	16.40%	25.20%
北汽	4.40%	9.30%
宇通	6.10%	4.80%
巨一	3.40%	3.90%
CR4	30.30%	43.20%

动力电池					
2015		2016			2017H1*
比亚迪	23.50%	比亚迪	26.20%	CATL	20.98%
CATL	15.50%	CATL	24.00%	比亚迪	17.35%
力神	7.60%	沃特玛	8.90%	孚能科技	8.32%
国轩	7.40%	国轩	6.60%	国轩	8.27%
CR4	53.90%		65.70%		54.92%

来源：公司公告、乘联会、工信部、国联证券研究所

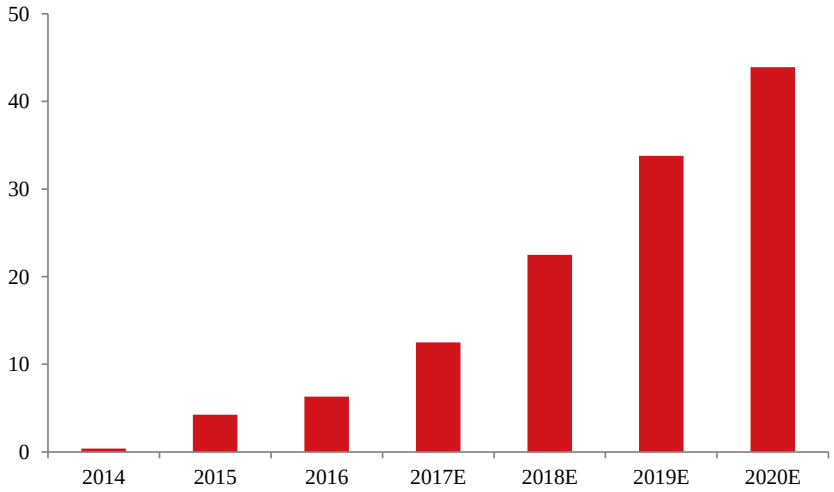
*：2017H1 数据为装机量，这可能是导致集中度明显下降的原因

4.4.1 三元正极材料：行业快速增长，产品向高能量密度升级。

受益于乘用车、专用车产销快速增长以及商用车中三元电池占比的提升，三元电池产销量有望获得持续的快速增长。根据我们的测算，2016 年至 2020 年，三元电池产量的复合增长率将达到 60%左右。同时正极材料由于偏向资源端，可以较好的向下游传导成本压力。因此三元正极材料龙头企业可以充分受益行业的快速增长，同时伴

随着产品向高能量密度升级（NCM 向高镍以及 NCA 发展）的过程中，龙头企业的技术优势将得到充分体现，建议关注杉杉股份（600884）。

图表 46：三元电池产量快速增长

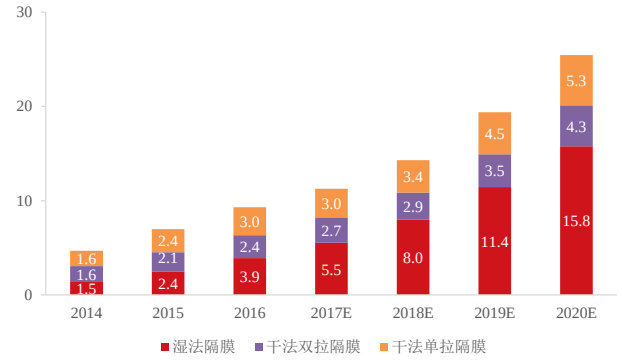


来源：真锂研究、国联证券研究所

4.4.1 隔膜：价格承压，干法向湿法升级

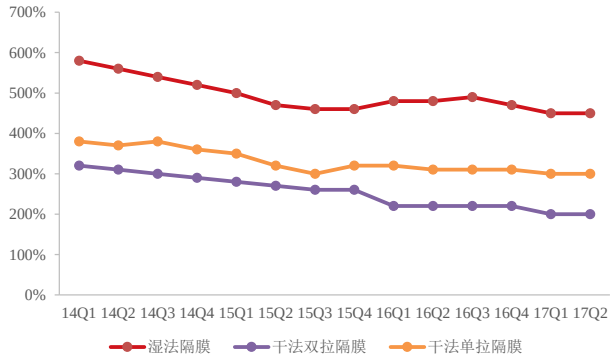
受益于动力电池的大幅放量以及国产化率提升的双重利好，国内隔膜产销量近年来也获得了快速增长，其中湿法隔膜增速最快，主要由于其相较干法隔膜具有厚度薄、强度高、制孔均匀、不易短路等优点，而其热稳定性差、高温易收缩等缺点可以通过涂覆等方式解决，是未来发展的方向。预计到 2020 年，国内湿法隔膜产量将从 16 年的 3.9 亿平米增长至 15.8 亿平米，复合增长率超过 40%，市占率也将从 16 年的 42%提升至 2020 年的 62%。从供求关系来看，预计后续隔膜的价格还将持续向下，而湿法隔膜无论从单价还是议价能力都优于干法隔膜。建议关注国内隔膜龙头星源材质（300568）。

图表 47：国内锂电隔膜产量



来源：起点研究、国联证券研究所

图表 48：隔膜价格跟踪



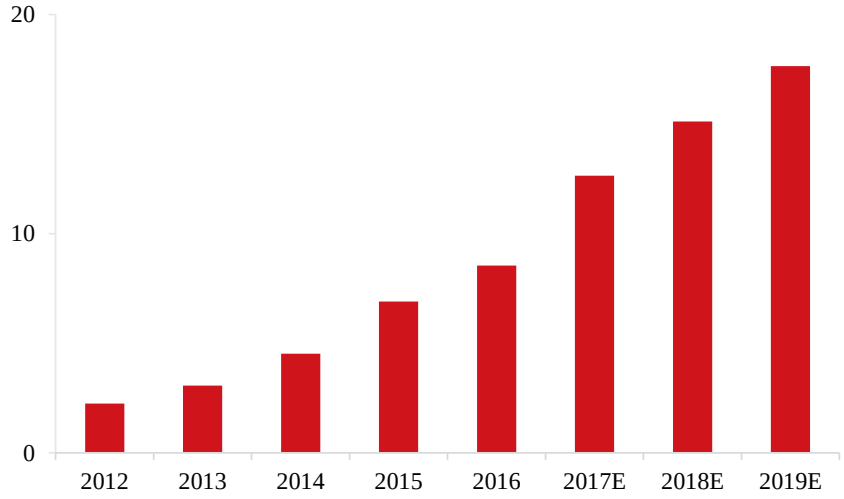
来源：高工锂电、国联证券研究所

4.4.1 电解液：竞争格局优，具有全球竞争力

电解液行业属于国内企业已具有全球竞争力的细分板块，16 年国内电解液产量占全球的 60%以上。后续随着动力电池的快速放量以及消费电池的稳健增长，预计

2016-2019 年国内电解液产量的复合增长率为 27%。从行业格局来看，16 年国内排名前四企业的市占率达到 54%，较 15 年的 48%有明显提升，竞争格局较好。标的方面建议关注龙头新宙邦（300037）。

图表 49：电解液产量及预测



来源：高工锂电、前瞻数据库、起点研究、国联证券研究所

4.3 下游：整车厂话语权有望逐步增强，看好新能源车弹性高的车企

在传统汽车领域，整车厂在产业链的掌控力和话语权上具有明显的优势，议价能力突出，但早前在新能源汽车领域，由于上游产品的产能不足以及新能源汽车的产销规模仍较小，整车企业往往处于较为弱势的地位，后续随着在整个行业竞争格局的日趋激烈，预计整车厂将拥有越来越强的话语权。而从新能源车企的内部竞争来看，目前国内新能源车企众多，出现了很多新进入者，但无论是从研发能力、资金实力、整车制造经验、供应链管理能力来看，我们认为积累深厚的传统车企具有更大的优势。从标的的选择方面，我们建议关注在新能源车领域有出色竞争力且新能源对于整体业绩弹性较大的江淮汽车（600418）和众泰汽车（000980）。

5 标的推荐

5.1 赣锋锂业（002460）

深度布局上游资源，自给率不断提升。公司拥有 43.1%股权的 MtMarion 矿已经于今年 2 月顺利投产，后续随着其产能的逐步释放，公司锂精矿自给率将获得持续提升，成本端的下降将带来公司盈利能力的进一步向上。此外公司还获得了加拿大美洲锂业 17.5%和 Pilbara 4.84%的股权，以及它们部分锂盐产品的报销权，为公司资源端的需求提供了保障。

碳酸锂价格有望维持高位。随着全球新能源汽车行业的快速发展，对于碳酸锂的需求持续增长，而供给端短期难以获得明显增量，这种供需关系下，碳酸锂价格有望继续维持高位，保证公司业绩。

股权激励计划绑定核心员工，业绩和产能将持续释放。公司近期发布限制性股

权激励计划(草案),拟授予的限制性股票数量为 1624.50 万股,占公司总股本的 2.23%,激励对象为股权为公司高管及核心技术人员。完成股权激励所设定的业绩目标为 2017-2020 年净利润分别不低于 11.6/19.95/25.98/31.01 亿元,同时还要求 2017-2020 年锂盐产品产量折合碳酸锂当量分别不低于 3.5/5/7/9 万吨(公司有 1.75 万吨电池级碳酸锂生产线和 2 万吨氢氧化锂生产线将在 2018 年陆续投产,最新获批募投项目用于年产 1.5 万吨电池级碳酸锂、年产 2 万吨单水氢氧化锂后续也将贡献增量),股权激励目标的设定表明了公司对于后续新增产能释放的进度和业绩的增长信心十足。本次股权激励计划通过绑定核心员工,有望提升公司运营效率,助力长期发展。

5.2 格林美(002340)

电池材料产能持续释放,助力公司业绩增长。公司目前拥有四氧化三钴产能约 1 万吨以上,三元前驱体产能约 3.5 万吨,三元正极材料产能约 1 万吨,远期规划达到 10 万吨三元前驱体和 6 万吨正极材料的产能。后续随着电池材料产能的释放,将带来公司业绩的持续增长。

手握大单,保证产能消化。年内公司与江苏天鹏和天津捷威分别签署三元正极材料供货协议:预计 2018/2019/2020 年分别为江苏天鹏和捷威动力供应 3000/4000/5000 吨和 3959/7918/15837 吨的正极材料。除此之外,公司主要的前驱体客户包括邦普和韩国 ECOPRO,邦普每年的合同金额约 7 亿元,而韩国 ECOPRO 则与公司成立了合资公司。这些订单也为公司新增产能的消化提供了保证。

镍钴钨板块,持续受益价格上涨。公司是中国最大的超细钴镍粉末制造企业,其超细钴粉在中国市场占有率达 50%以上,超细镍粉占中国市场的 30%以上。钴价和钨价的上涨也将使得公司业绩持续受益。

5.3 杉杉股份(600884)

正极材料业务高速增长。公司是全球规模最大的正极材料供应商,主要客户包括 ATL、CATL、BYD、LG 等优质动力电池厂商。公司正极材料业务前三季度预计实现净利润 4.82 亿元,归母净利润 3.99 亿元,表现超预期。目前公司拥有正极材料产能约 3.3 万吨,预计宁乡二期 1 万吨产能将于年底投产,NCM622 有望四季度开始逐步放量,而 NCM811 也在顺利推进中,随着公司新增产能以及高端产品的放量,该板块业务有望保持快速增长。

负极材料竞争力加强。17 年子公司杉杉科技收购湖州创亚 100%的股权。到年底,公司负极材料总产能预计达到接近 6 万吨,成为国内第一。公司的新品系列也在陆续量产,并开始进入日韩电池企业供应体系中。控股子公司宁波杉杉规划投资 10 万吨锂电池负极材料,将进一步提升公司在该领域的竞争力。

全面布局新能源汽车产业链。除了正负极材料外,公司在新能源汽车领域的布局还包括电解液、新能源汽车和充电桩运营等。新能源汽车将成为公司后续业务发展的重点,产业链上的全面布局可以形成有效协同,提升盈利能力。

5.4 星源材质(300568)

积极布局湿法隔膜，产能持续释放。公司作为国内干法隔膜的龙头企业，在湿法隔膜领域的布局也处于行业领先位置。早在 15 年公司湿法隔膜产品就已对比亚迪、国轩高科等形成了批量供货。近期公司进一步加快了对于湿法隔膜的产能布局，与国轩高科成立的合肥星源向国轩高科定向供应湿法隔膜，虽然短期供货进度低于预期，但总体发展无碍；同时，公司拟发行可转债募集不超过 4.8 亿元，加快推进规划总产能是 3.6 亿 m^2 的常州湿法隔膜项目。后续随着湿法隔膜产能的持续释放，公司业绩有望重回上升通道。

产品竞争力强，客户结构优质。公司技术实力突出，凭借产品突出的竞争力和良好口碑，公司获得了众多优质客户的认可。公司客户主要包括比亚迪、国轩高科、法国 SAFT 等，更是 LG 化学干法隔膜的唯一供货商。此外公司正与三星 SDI、ATL、松下能源等启动了产品认证工作，有望充分受益于全球新能源汽车共振所带来的发展机会。

5.5 新宙邦（300037）

电子化学品龙头，受益下游复苏。公司是国内电子化学品细分领域龙头，在铝电容器化学品、锂电池电解液两个领域市场份额领先。16 年末以来，下游行业的强势复苏带动公司电容器化学品业务放量增长，公司直接受益。

动力电池电解液业务持续看好。新能源汽车行业增长确定，18 年同比增速仍在 50%左右，动力电池需求继续高速增长，公司锂电池电解液业务持续受益。在收购苏州巴斯夫后，公司电解液产能大幅扩充 1 万吨，也补齐了华东市场布局，目前整体产能已达 3 万吨。价格方面，随着六氟磷酸锂价格的大幅下降，电解液价格有下调趋势，预计 18 年电解液价格将稳步向下，但幅度有限。电解液呈现三强格局，竞争有序，持续看好。

5.6 江淮汽车（600418）

新能源汽车表现亮眼，销量屡创新高。今年以来，公司推出的微型电动车 iEV6E 持续热销，有力的拉动了公司新能源汽车整体的销量表现，月度销量屡创历史新高，最新的记录为 10 月创造的 3247 辆。1-10 月公司共销售新能源汽车 2.07 万辆，同比增长 74%。除了在售车辆表现亮眼，公司基于第 7 代平台打造的新车也将逐步上市（其中 iEV7S 于 10 月 27 日上市），公司新能源车产品系列后续将大为丰富，在各个级别全面发力。

态度开放拥抱合作，牵手蔚来、百度、大众全面发力汽车电动化、智能化。公司虽为传统车企，但心态开放包容，积极与蔚来、大众、百度在电动化、智能化等领域进行合作：公司与蔚来合作的首款量产车 ES8 已定于 12 月 16 日正式上市，表现备受市场期待；公司与百度将合作于 2019 年下半年推出一款 L3 级别的量产车型；公司与大众的合作也在稳步推进中，考虑到合资公司主要生产廉价电动车，我们看好其在销量上的潜力。除了新能源汽车领域，公司后续还有望和大众在智能汽车、互联汽车以及无人驾驶汽车领域进行全面合作，与大众的合作将显著加强公司在电动化、智能化领域的布局，全面提升公司在研发、设计、生产等领域的竞争力，助力公司长

期发展。

图表 50：重点推荐股票盈利预测（截至 2017 年 11 月 14 日）

证券代码	证券简称	收盘价(元)	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002460.SZ	赣锋锂业	77.13	1.97	2.72	3.51	39.15	28.36	21.97
002340.SZ	格林美	7.81	0.15	0.23	0.29	52.07	33.96	26.93
600884.SH	杉杉股份	22.80	0.66	0.83	1.02	34.72	27.50	22.24
300568.SZ	星源材质	35.12	0.79	1.03	1.28	44.46	34.10	27.44
300037.SZ	新宙邦	22.62	0.77	0.89	0.98	29.38	25.42	23.08
600418.SH	江淮汽车	9.79	0.19	0.29	0.38	51.53	33.76	25.76

来源：Wind、国联证券研究所

注：杉杉股份采用 Wind 一致预期

6 风险因素

（1）政策风险；

补贴是当前新能源汽车发展的主要推动力。政策调整出台越晚会对整个新能源汽车的发展造成不利影响。

（2）产能过剩风险；

行业的全面繁荣使得大量资本涌入，预计很快新能源汽车各个环节的产能都会出现过剩。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064