

解读后补贴时代的新能源汽车

——2017年汽车行业投资策略

证券分析师：

蔡麟琳 A0230515100001

研究支持：陈传红

2016.11.23



核心观点

——产业与政策

- (1) **政策调整有方向：优胜劣汰，注重质量，重点在乘用车和高能量密度电池。** 预计年底调整完成；
- (2) **产业短期有波动，长期高成长无虞。** 产业压力将滞后政策调整1-2个季度集中释放，2017H1新能源汽车产业将迎来波谷，2017H2基本面将逐步好转，2018年有望再次爆发。

——投资建议

(1) 择时：

建议在2017年上半年行业波动到谷点时布局；

(2) 选股：

A. 建议自上而下选择行业格局较好的龙头布局：铜箔、优质三元、锂盐、湿法隔膜、高镍正极

B. 主题投资机会：特斯拉、江淮大众、混合动力、燃料电池、固态电池、硅碳负极、石墨烯

主要内容

1. 新政策体系要点解读
2. 2016-2018年新能源车市场的预判
3. 电池产业链基本面的判断
4. 投资策略与推荐标的

国家政策4点新思路

1. 优胜劣汰，更加注重质量
2. 补贴盘子向乘用车平衡，利好乘用车
3. 地补淡化，积分制跟上
4. 电池政策逐步修正，优质三元存在机会

1.1 优胜劣汰，更加注重质量

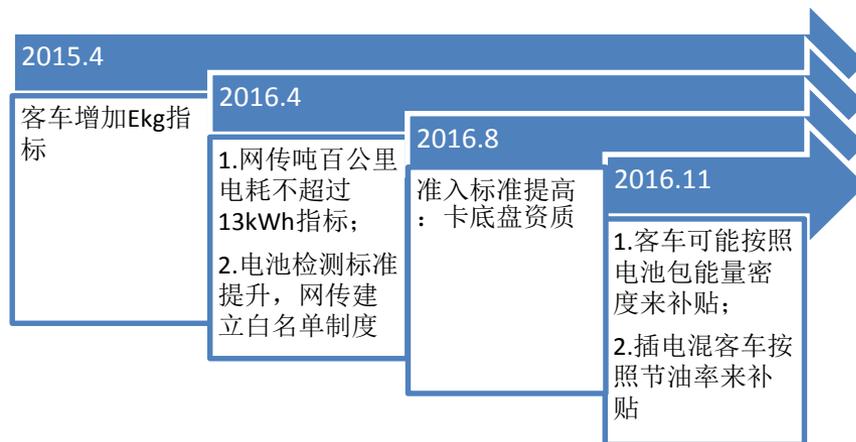
- **过补使得商用车销量呈现爆发式增长。** 新能源客车2015年达到10万以上，今年整车厂的物流车订单超过16万；
- **新能源车技术含量并没有实质性提升。** 补贴力度大导致套利空间较大，尤其是商用车领域，行业逆向开发普遍，低价劣质车型开始大量推向市场；
- **2016年多项政策意在提升质量。** 电池目录、新能源整车准入门槛等。

2016年主要整车厂电动物流车订单不完全统计：16.53万辆



资料来源：新闻资料、工信部、申万宏源研究

新能源车技术标准在不断提升

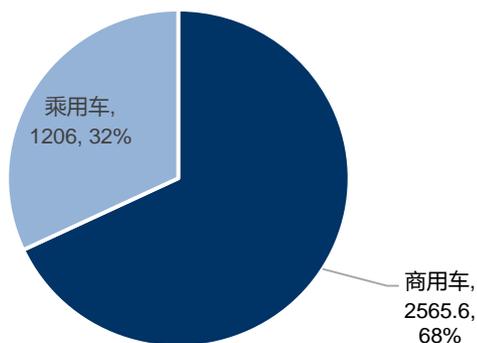


资料来源：新闻资料、申万宏源研究

1.2 国家补贴盘子向乘用车方向平衡，利好乘用车

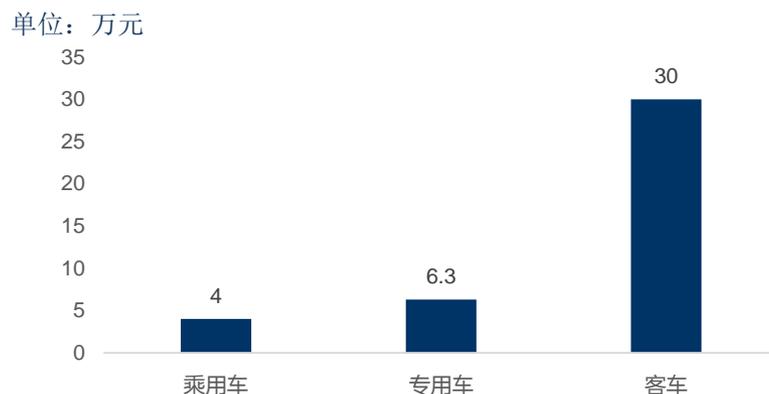
- **商用车过度占用补贴资源。** 国补总盘子3000亿，每年稳定在500亿，按照现有政策推算，2015-2020年，商用车总补贴2566亿，占总补贴的68%，商用车技术含量较低，却占据了大部分补贴资源，一定程度上不合理；
- **乘用车单车补贴额度最小。** 乘用车平均单车补贴4万元，是专用车的63%。客车的13%，达到十三五规划500万辆保有量的目标，花钱最少；
- **乘用车才是市场的主体。** 乘用车是量的主体，2015年乘用车销量超2000万，商用车400万；乘用车技术含量相对更高。

按原有补贴政策推算：2015-2020年商用车占据补贴资源的68%



资料来源：申万宏源研究

乘用车单车补贴额度最少，少花钱达到十三五规划目标



资料来源：申万宏源研究

1.3 地补淡化，积分制跟上，托底新能源乘用车

- “国补+积分制”政策组合更为合理。“国补+地补”组合带来过补和地方保护难题，不利于产业健康发展，“国补+积分制”淡化地补，同时让劣势车企补贴优势车企。
- 积分制托底乘用车的量：**2018年 67万辆，2019年83万辆，2020年100万辆**（假设燃油乘用车年销量2500万辆，平均每辆车分数3分）

双积分要点：

目标-从供给端解决补贴下坡之后新能源车中期发展的动力问题；

节奏-2016年底施行，2017年考核油耗积分，2018年考核双积分；

积分价格与单车成本-价格没有明确，部委指导价中值5000元/分，单车机会成本1.65万；

影响-自主和合资推出新能源车节奏会加快，2017年，尤其是2018年大量新能源车型上市。

资料来源：工信部、申万宏源研究

1.4 电池政策逐步修正，优质三元存在机会

- **电池目录可能松绑。** 电池目录可能不会明文与补贴挂钩，但有可能还会卡合资电池；
- **三元有可能在客车上解禁。** 纯电客车可能按电池能量密度分档定补贴标准，客车三元解禁逻辑上将变得通顺，如果解禁将新增3Gwh优质三元需求；
- 目前的政策更加明显地倾向于支持高能量密度的电池，优质三元仍然存在投资机会。

1.5 新国补进展：商用车补贴调整，11月底可能出意见稿

■ 客车补贴改为度电，纯电与电池能量密度挂钩，插混与节油率挂钩

- **插混客车按节油率补贴，利好龙头大厂。**按照节油率分为40-50%，50-60%和60%以上三挡进行补贴，目前大部分客车插混节油率在30%-50%之间，只有龙头大厂才能将插混节油率做到50%以上；
- **纯电客车补贴，利好三元。**按电池能量密度分为80-110Wh/kg、110Wh/kg-120Wh/kg和120Wh/kg以上三档进行补贴。目前磷酸铁锂电池包的能量密度只有90Wh/kg，只有使用三元电池才能拿到更高档的补贴；
- **6-8米客车影响较小。**我们测算，相比4月的补贴标准，此次补贴调整对8米以上客车影响较大，6-8米客车影响最小。

客车国补旧标准

车辆类型	单位载质量能量消耗量 (E_{kt} , Wh/km·kg)	标准车 (10米 < 车长 ≤ 12米)					
		纯电动续航里程 R (等速法、公里)					
		6 ≤ R < 20	20 ≤ R < 50	50 ≤ R < 100	100 ≤ R < 150	150 ≤ R < 250	R ≥ 250
纯电动客车	$E_{kt} < 0.25$	22	26	30	35	42	50
	$0.25 \leq E_{kt} < 0.35$	20	24	28	32	38	46
	$0.35 \leq E_{kt} < 0.5$	18	22	24	28	34	42
	$0.5 \leq E_{kt} < 0.6$	16	18	20	25	30	36
插电式混合动力客车 (含增程式)		12	14	16	20	24	30
		/	/	20	23	25	



纯电客车11版新补贴标准

电池能量密度(Wh/kg)	国补标准(元/度电)
80-110	1440
110-120	1800
≥ 120	2160

插混客车11版新补贴标准

节油率	国补标准(元/度电)
40%-50%	2400
50%-60%	3000
≥ 60%	3600

资料来源：网络新闻资料、申万宏源研究

1.5 新国补进展：商用车补贴调整，11月底可能出意见稿



相比4月补贴，6-8米客车所受影响最小

网传新补贴下坡幅度测算（纯电客车）

车长	补贴系数	假设电量	原补贴	4月网传补贴	11月版补贴（按1800元/度电测算）	11月版补贴（按1440元/度电测算）	补贴力度（1800与旧补贴相比）	补贴力度（1800与4月补贴相比）	补贴力度（1440与旧补贴相比）	补贴力度（1440与4月补贴相比）
6-8m	0.5	90	25	15	16.2	12.96	-35%	+8%	-48%	-14%
8-10m	0.8	140	40	30	25.2	20.16	-37%	-17%	-50%	-33%
10-12m	1	190	50	50	34.2	27.36	-32%	-32%	-45%	-45%
12m以上&双层	1.2	250	60	60	45	36	-25%	-25%	-40%	-40%

资料来源：申万宏源研究

网传新补贴下坡幅度测算（插电混客车）

车长	补贴系数	假设带电量	旧补贴	4月网传补贴	11月版补贴（按3000元/度测算）	11月版补贴（按2400元/度测算）	补贴力度（3000与4月补贴相比）	补贴力度（2400与4月补贴相比）
6-8m	0.5	30	10	6	9	7.2	+50%	20%
8-10m	0.8	40	16	12	12	9.6	0%	-20%
10-12m	1	50	20	20	15	12	-25%	-40%
12m以上&双层	1.2	60	24	24	18	14.4	-25%	-40%

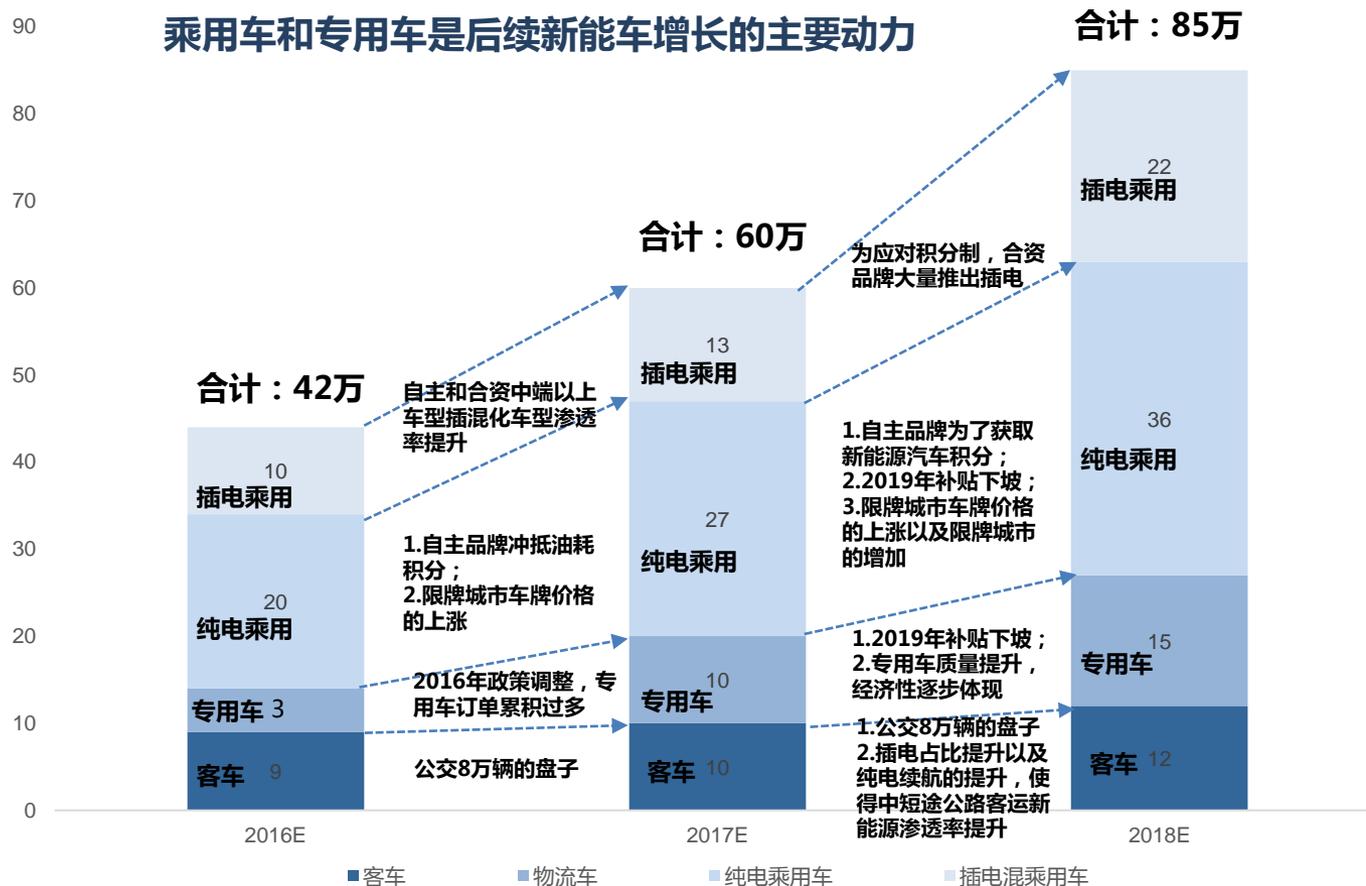
资料来源：申万宏源研究

主要内容

1. 新政策体系要点解读
2. 2016-2018年新能源车市场的预判
3. 电池产业链基本面的判断
4. 投资策略与推荐标的

2.1 2016-2018年新能车量的总体判断

单位：万辆



资料来源：申万宏源研究

2.2 乘用车：驱动力来自限购和积分制，2018年是大年



■ 目前驱动力主要来自于限购城市，后续靠积分制、产品竞争力等

- 驱动力：限购（目前是核心驱动力）+补贴+油电价差+产品竞争力+积分制；
- 限购城市新能源车渗透率（2.3%）是非限购城市（0.1%）的23倍；
- 目前新能乘用车的用户：一线城市拍不到车牌的个人、租赁运营商。

■ 限购城市车牌涨价+限购城市扩容，助力提高新能车的渗透率

- **限购城市车牌价格提高有望提升。**新能源乘用车销量贡献主要来自于限购且车牌价格较高的城市，8大限购城市中，上海、北京、深圳是目前新能源乘用车增长的核心驱动城市，随着车牌价格的提高，未来杭州、广州、天津等城市的新能源车销量有望持续提升；
- **限购城市有望扩容。**武汉、青岛等汽车保有量大的城市有望加入限购城市行列。

■ 积分制18年实行，合资+自主将在2018年前后大量推出新车型，2018年将迎来大年

- **积分制从供给端托底乘用车，保证了整车厂推新能车的动力；**
- **自主合资2018年前后密集推出新车型。**2017年、2018年，自主品牌将大量推出纯电SUV、插电混等有竞争力的车型，合资品牌大众、通用等车企将陆续推出自己的插电混动车型，大众到2018年底要投放20个新能源车型，另外，特斯拉的Model3有望于2018年引入国内。

2.2 乘用车：驱动力来自限购和积分制，2018年是大年



8大限购城市限购政策分析

北京	2017年仍将是6万张新能源牌照，2016H1销量40540辆，新能车渗透率6.2%
上海	直接申领免费牌，但要车位，实际操作过程中3千块钱4S店可以绕过该规定。2016H1销量12774，渗透率2.3%，且插电混占比高
深圳	直接申领免费牌，新能源指标占比20%，但申请量较少，2016H1销量32732辆
广州	直接申领免费牌，申请量不足，广州针对节能油率20%以上的车型也补贴，同时在节能车牌照指标池中摇号
杭州	直接申领免费牌，杭州以租赁模式为主，个人对新能车的认可度较低
天津	直接申领免费牌，不限行，但由于也支持混动，逻辑跟广州一样，新能车上不来
合肥	专用牌照（更大幅度开放路权）、免首次交强险、运营奖励，2020年全市推广10万辆，每年推广3万辆，2016H1销售 9700辆
贵阳	仿北京摇号
石家庄	限行不限购

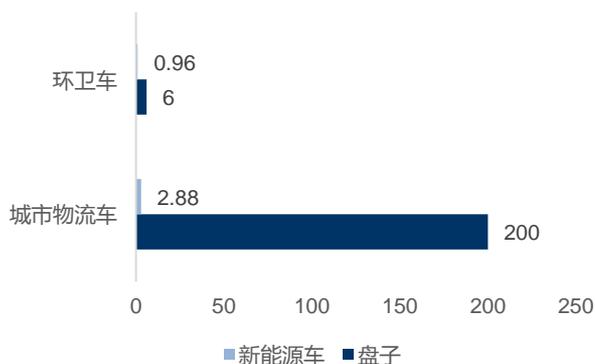
资料来源：乘联会、申万宏源研究

2.3 专用车：市场空间大，具体要看经济性和产品质量

■ 市场空间巨大：城市物流车盘子200万辆，环卫车6万辆，新能源的渗透率只有2.3%

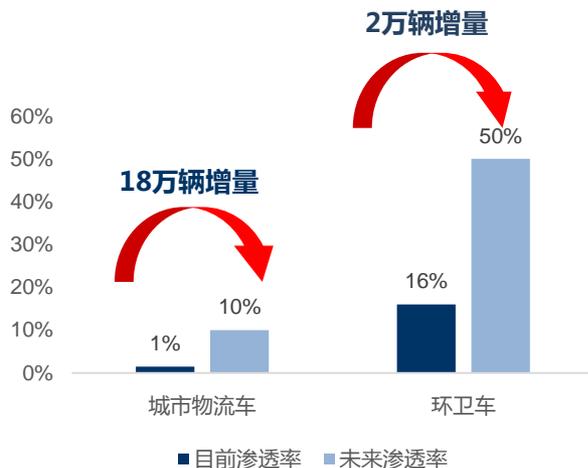
- 国内城市物流车盘子约200万辆，环卫车盘子6万辆；
- 2015年新能源专用车销量结构是——城市物流车：环卫车：其他专用车=6:2:2，合计4.8万辆。新能源专用车渗透率约2.3%，其中，新能源物流车的渗透率不到1.5%；
- 我们认为，只有经济账算得过来，新能源物流车的市场空间仍然巨大。2020年前，城市物流车渗透率有望提升至10%，环卫车有望提升至50%。

城市物流车、环卫车盘子及2015年新能源车销量（单位：万辆）



资料来源：申万宏源研究

城市物流车及环卫车2020年渗透率预计



资料来源：申万宏源研究

2.3 专用车：市场空间大，具体要看经济性和产品质量

■ 能否有经济性要看后续政策，套利空间很难再有

- 目前专用车补贴标准还存在争论，专用车是否具有经济性还要看国家补贴标准；
- 我们认为，调整之后套利空间消失，真正能投入运营的优质车型才具有经济性。

■ 质量非常重要，纯电物流车寿命要达到2.7年以上才有经济性，优质物流车才能放量

- 假设明年电池成本2000元/度电，国补1440元/度电，纯电物流车寿命能够达到2.7年以上，经济性才能得到体现。我们认为，后面真正的优质物流车才能放量。

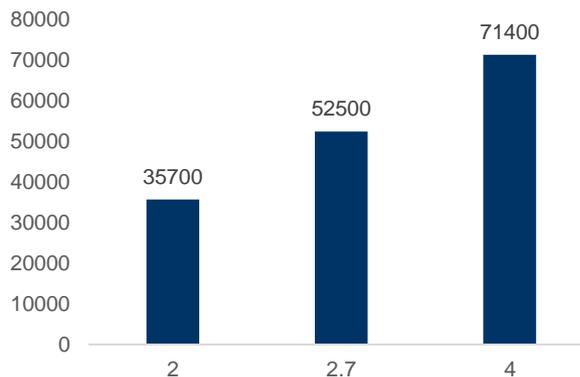
注：单位为元
寿命都是按年
寿命分别为2年、3年、4年
(假设一)指的是新能源和燃油物流车
(假设二)指的是新能源和燃油物流车

项目	纯电物流车	燃油物流车
购置成本 (元)	76800	60000
电池	60000	0
电机电控	30000	0
燃油动力系统	0	20000
国家补贴	43200	0
车身	30000	30000
税收	0	10000
使用成本 (元)	66000	150000
每公里费用	0.15	0.5
24万公里费用	36000	120000
维保	30000	30000
综合成本 (元)	142800	210000
每年用车成本(假设一)	35700	52500
每年用车成本(假设二)	71400	52500

资料来源：申万宏源研究

纯电物流车不同寿命假设下年均综合成本测算结果表明：
纯电物流车寿命必须达到**2.7**年以上才具有经济性

单位：元



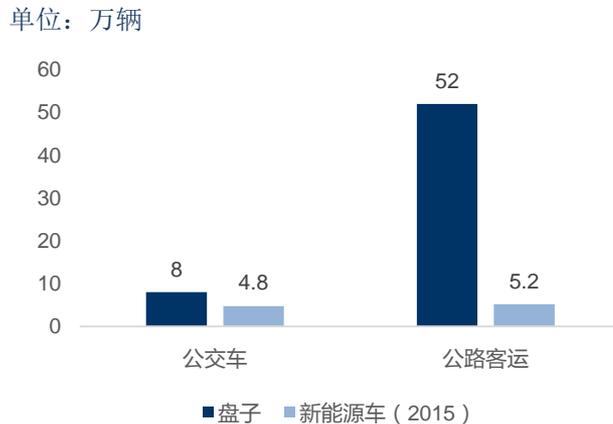
资料来源：申万宏源研究

2.4 客车：相对稳定，短期增量空间不大

■ 公交盘子8万辆，后续增量主要靠中短程公路客运

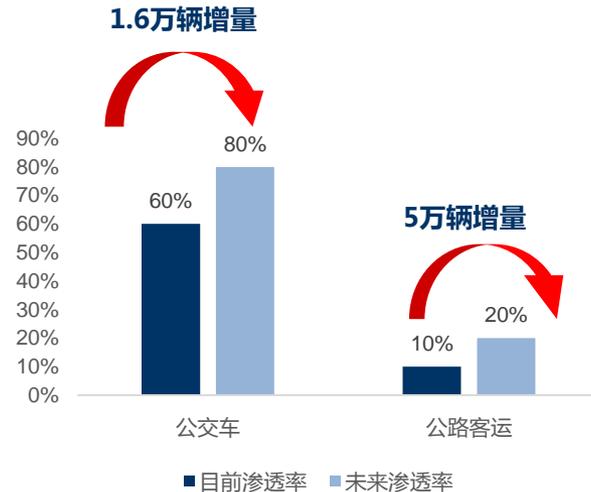
- 公交盘子8万辆，主要靠行政考核驱动，新能源目前的渗透率是60%，有望提升到80%以上；
- 公路客运盘子50万辆，主要靠经济性驱动，目前渗透率10%，有望提升至20%。公路客运中短途客运、市区通勤等也非常适合纯电和混动技术路线，这个市场主要由经济性驱动，目前新能源的渗透率只有10%。随着客车续航里程提升和混动客车车型的投放，2020年前渗透率有望提升至20%，即10万辆。

新能源车在公交车和公路客运中的渗透率



资料来源：申万宏源研究

新能源客车的增量空间



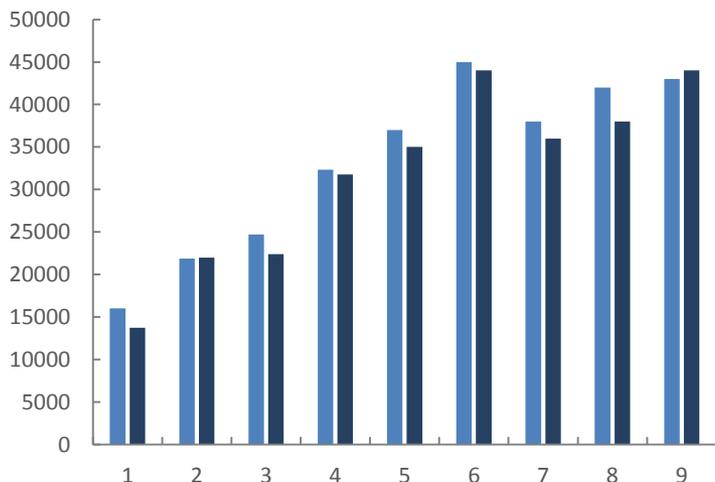
资料来源：申万宏源研究

2.5 量的分析：2016调整，2017恢复，2018爆发

■ 量的分析：2016年 预计新能源车销量40-45万

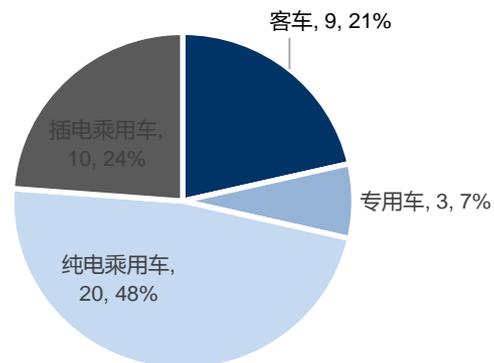
- 1-10月份销量合计约33.7万辆，其中10月份3.7万辆；
- 政策预计11月底出征求意见稿，产业对政策的预期将趋向稳定，但由于留给产业年底冲量的时间不多；
- 受到政策扰动影响，今年1-11月新能源车增长相对温和，由于政策年底落地，后续放量时间不够，预计全年40-45万辆之间，全年**温和增长**。

2016年1-10月份新能源车单月产销量（单位：辆）



资料来源：中汽协、申万宏源研究

2016年新能源车销量结构预测（中性）（单位：万辆）



资料来源：申万宏源研究

2.5 量的分析：2016调整，2017恢复，2018爆发



量的分析：2017年 预计新能源车销量60-70万

- 2017H1产业根据新政进行车型调整，预计销量同比比较低迷；
- 2017H2企业密集推出新车型，市场逐步开始回暖。

2017年新能源车增长动力

(a) 2017年考核油耗积分。 2017年平均油耗要达到6.4，预计很多国产品牌很难达到该油耗标准，国产品牌有动力通过新能源车达标油耗积分

(b) 2018年考核双积分，2017年下半年开始将迎来新能源车型上市潮

(c) 2016年是补贴调整年，预计部分市场需求会压缩至2017年，尤其是物流车，2016年压抑太久

2017年前后各厂商推出新能源车不完全统计

时间	列1	车型
2016年底	宝骏	宝骏 EV 100
2017年第一季度上市	北汽新能源	ARCFOX-1
2017年第一季度	北汽新能源	ARCFOX-7
2016年11月	北汽新能源	EH300
2017年正式上市	北汽新能源	EH400
2017年3月31日	比亚迪	比亚迪秦EV300
2017年初	比亚迪	比亚迪宋EV
2017年上半年某月集中上市10款	比亚迪	唐100、秦100、混动版宋、电动版宋、混动版元、电动版元等
	昌河	北斗星EV
2017年	传祺	GS4 EV
2016年底上市	东风风行	景逸S500 EV
2018年中	东风风神	AX5E
2018年底	东风风神	X37H
2017年	东风雷诺	风诺E300
2017年9月量产车上市	观致汽车	观致3 EV
2017年	广汽传祺	GA6 PHEV 插电式混动
2016年底	广汽传祺	GS4 EV 纯电动
	广汽传祺	GS4 PHEV 插电式混动版
2016年底	广汽传祺	传祺GS4 EV
2017年3月	汉腾汽车	汉腾X7
2016年底	江淮汽车	iEV7纯电动
2016年底	江淮汽车	江淮 iEV6E
2016年底	奇瑞	奇瑞小蚂蚁
2017.6	荣威	荣威RX5 EV
2016年内	上汽通用	别克君越30H全混动
2016年内	上汽通用	凯迪拉克CT6 PHEV插电式混合动力车
2017年	上汽通用	雪佛兰BOLT纯电动
2016年内	上汽通用	雪佛兰迈锐宝XL全混动
2016年底	现代	smart电动版
2017年	一汽奔腾	奔腾B30 EV
2016年底	长安汽车	长安奔奔 新EV
2017年	长城	H7
	长江	长江 e cool
2016年年底	中华	中华V3 EV
2018年底前	大众	20款能新车

资料来源：新闻资料、申万宏源研究

2.5 量的分析：2016调整，2017恢复，2018爆发

■ 量的分析：2018年 预计新能源车销量80-100万

- 新能源积分考核元年，自主尤其是合资品牌新能源车会大量推出，冲量动机强；
- 油耗标准下降至6L，整车企业油耗积分压力加大；
- 2019年补贴下坡，导致2019年上半年的需求压缩至2018年释放。

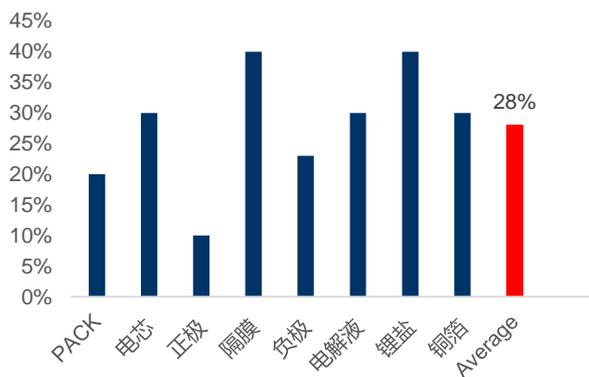
主要内容

1. 新政策体系要点解读
2. 2016-2018年新能源车市场的预判
3. 电池产业链基本面的判断
4. 投资策略与推荐标的

3.1 总体判断：结构性过剩，高端产能不足

- **结构性过剩，高端产能仍然不足。**政策波动打乱电池产业供需匹配节奏，PACK、电芯、正极、隔膜、电解液等均会出现产能结构性过剩，即高端产能不足，低端产能过剩，行业整体毛利率会往下走，锂盐方面碳酸锂价格承压较大，钴盐供需反转时间推迟。
- **产业整体平均毛利率30%，2017H1淡季存在价格压力，但锂电铜箔供需格局仍然较好。**PACK、电芯、正极、负极、隔膜、电解液、锂电铜箔、锂盐目前的平均毛利率分别约为20%、30%、10%（但高镍正极毛利较高）、23%、40%（湿法双拉毛利率达到60%）、30%、30%、40%，由于新能源车放量节奏低于市场预期，行业将出现产能过剩，电池产业链整体毛利率又偏高，明年价格将承压，但锂电铜箔供需不平衡有望持续至2018年。

电池产业链毛利率



资料来源：新闻资料、申万宏源研究

电池产业链结构性特点

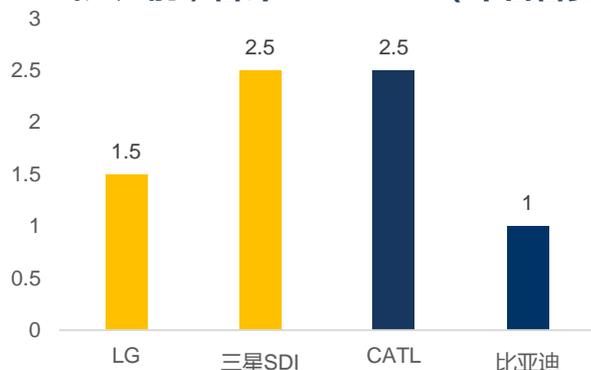
产品	市场特点
PACK	BMS技术层次不齐
电芯	一线产能少
正极	高镍占比小
隔膜	湿法双拉中高端膜少
负极	硅碳等高能量密度负极少
电解液	LiFSI等添加剂产量少
锂盐	供给较为集中
铜箔	供求格局较好

资料来源：申万宏源研究

3.2 电芯：三元2017年产能集中释放，优胜劣汰

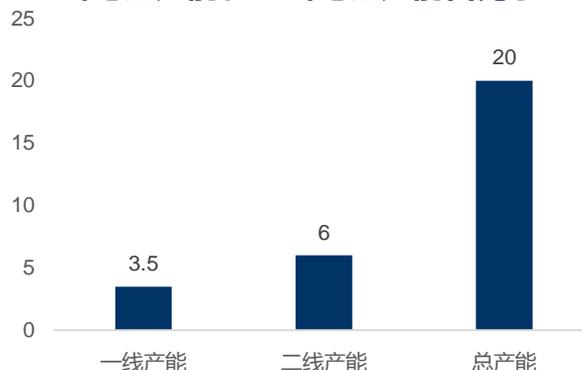
- **总体供过于求，具体还得看合资产能能否进入以及客车三元是否解禁。**
 - 根据各家产能投放规划，2017年三元预计能释放出来的产能达到28.8GWh（自主厂三元产能20GWh，实际产能有可能小于20GWh），考虑到政策波动导致部分电芯厂商投产减速，实际电池产能有可能小于预测值；
 - 我们预测2017年、2018年三元需求分别为9GWh、15GWh（假设客车三元不解禁）/ 12GWh、21GWh（假设客车三元解禁）。
- **一线产能仍然不足。** 根据我们统计，2017年国内一线电芯厂CATL、比亚迪的有效电池产能3.5GWh，一线合资电芯有效产能4GWh，如果合资仍然被国补排除在外，相对于9-12GWh的需求，一线电池厂的产能明显不足。

一线厂产能，合计：3.5GWh（不含合资）



资料来源：新闻资料、申万宏源研究

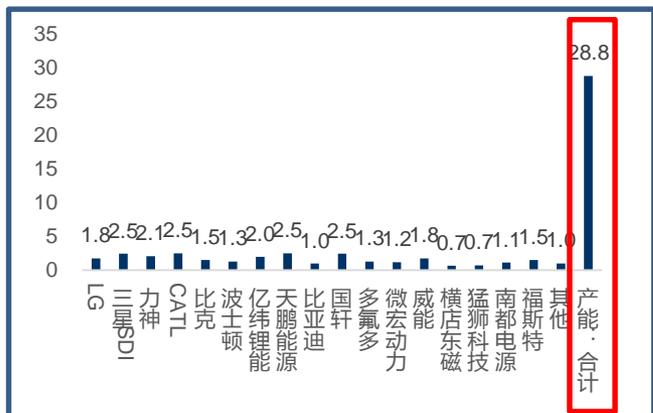
一线电池产能和二线电池产能占比小



资料来源：新闻资料、申万宏源研究

3.2 电芯：三元2017年产能集中释放，优胜劣汰

2017年三元产能粗略统计 (单位: GWh)



2017年三元产能合计 28.8GWh (其中国产 20GWh) , 2017年三元需求 10-12GWh, 2018年三元需求 14-21GWh !

2017年三元需求测算 (单位: GWh)
注: 分客车禁用三元和不禁用三元两种情况测算

资料来源: 申万宏源研究

年度	分车型	销量 (万辆)	单车电池量假设 (Kwh)	动力电池需求	三元渗透率假设 (不禁用)	三元渗透率假设 (不禁用)	三元需求 (不禁用)	三元需求 (解禁)
2016E	客车	9	130	11.7	0.00%	0.00%	0	0
	物流车	5	35	1.75	60%	60%	1.05	1.05
	纯电乘用车	20	25	5	65%	65%	3.25	3.25
	插电混乘用车	10	15	1.5	65%	65%	0.975	0.975
	合计	44		19.95			5.275	5.275
2017E	客车	10	130	13	0%	20%	0	2.6
	物流车	10	35	3.5	70%	70%	2.45	2.45
	纯电乘用车	27	25	6.75	75%	75%	5.0625	5.0625
	插电混乘用车	13	15	1.95	75%	75%	1.4625	1.4625
	合计	60		25.2			8.975	11.575
2018E	客车	12	130	15.6	0%	40%	0	6.24
	物流车	15	35	5.25	80%	80%	4.2	4.2
	纯电乘用车	36	25	9	85%	85%	7.65	7.65
	插电混乘用车	22	15	3.3	85%	85%	2.805	2.805
合计	85		33.15			14.655	20.895	

资料来源: 申万宏源研究

3.3 锂电材料：铜箔、高镍、湿法隔膜市场较好



- **3. 正、负极：高镍正极有望维持较高毛率，硅碳负极有望量产**
 - 高镍三元是发展方向，镍比钴便宜60%，但高镍三元对生产工艺要求非常高。目前正极行业毛利10%左右，技术壁垒较强，预计高端的高镍三元正极有望维持较高的毛利率；在特斯拉Model 3使用硅碳负极的带动下，国内硅碳等高能量密度的负极材料有望量产。
- **4. 隔膜：预计干法单拉价格会下降，湿法市场格局较好，毛利率有望维持**
 - 湿法双拉受益于中高端隔膜市场进口替代、三元电池高增速以及较高技术壁垒，毛利率有望维持，干法单拉可能会由于供需格局恶化毛利率往下走。
- **5. 铜箔：供需不平衡持续到2018年，量价行情**
 - 供需时间上不匹配，目前年产能4.2万吨，扩产周期一年以上，具有一定技术壁垒。锂电铜箔基本没有库存，需要看单月产能和新能源汽车单月放量，电池需求旺季仍有涨价的动力。
- **6. 锂盐：类寡头的市场格局，长期看好，明年碳酸锂价格向下压力较大**
 - 明年预计动力电池增加不超过10GWh,对应最多1万吨碳酸锂，明年赣峰锂业一家就扩产1.5万吨，碳酸锂价格向下压力较大，由于高镍需要采用氢氧化锂，预计氢氧化锂价格支撑力度强于碳酸锂。
- **7. 钴盐：处于供需平衡逆转点左侧，2017年仍然过剩，但边际好转**

主要内容

1. 新政策体系要点解读
2. 2016-2018年新能源车市场的预判
3. 电池产业链基本面的判断
4. 投资策略与推荐标的

4.1 择时：建议2017H1淡季布局

- **2016是调整年**：政策大改，落地推迟，预计全年销量40-45万；
- **2017是播种年**：新能源车政策布局完成，产品在2017H1重新调整定型，2017H2新车型大量推出，基本面逐步改善，我们建议在2017H1行业景气度低点时布局；
- **2018是爆发年**：2018年双积分政策实行、2019年补贴退坡、model 3 正式发售，多重利好因素叠加，我们认为2018年是爆发年。

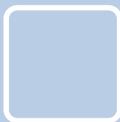


资料来源：申万宏源研究

4.2 选股：市场格局较好的龙头标的、主题性投资机会

- 建议**明年Q1精选各行业龙头标的进行配置**，尤其是一季报毛利能够维持的公司；
- **龙头公司估值不贵**，在结构性过剩和优胜劣汰的市场格局下，明年其产品价格粘性会好于非龙头标的，长期看龙头还有市占率提升和优胜劣汰的逻辑；
- **风险点**：要考虑明年淡季时产品降价的向下弹性和情绪环境。

电池产业链



铜箔

- 明年仍然是供不应求的市场格局，产品价格仍然有向上的弹性
- 诺德股份（目前的产品价格下2017年PE 20倍）、金安国纪（目前产品价格下2017年估值11倍）



隔膜

- 湿法隔膜明年的市场格局较好，毛利率预计向下空间不大
- 沧州明珠（2017年PE 25倍）



锂盐

- 锂盐是类寡头市场格局，长期看好，明年碳酸锂价格存在一定压力
- 天齐锂业（2017年PE 20倍）



钴盐

- 目前仍然处于长周期价格低点和长周期供求反转左侧
- 华友钴业（2017年PE 117倍）



电芯

- 行业结构性过剩，高端三元产能仍然不足，如果客车三元解禁行业格局会超预期向好
- 国轩高科（明年有效三元产能2.5Gwh，仍然有量的弹性，2017年估值19倍）

资料来源：申万宏源研究

4.2 选股：市场格局较好的龙头标的、主题性投资机会

整车

乘用车

1. 竞争格局尚不稳定，双积分有利于自主品牌；
2. 2017年车型定型，2018年合资品牌大量推出；
3. 建议关注**上汽集团**（迎来产品周期，插混乘用车龙头）

客车

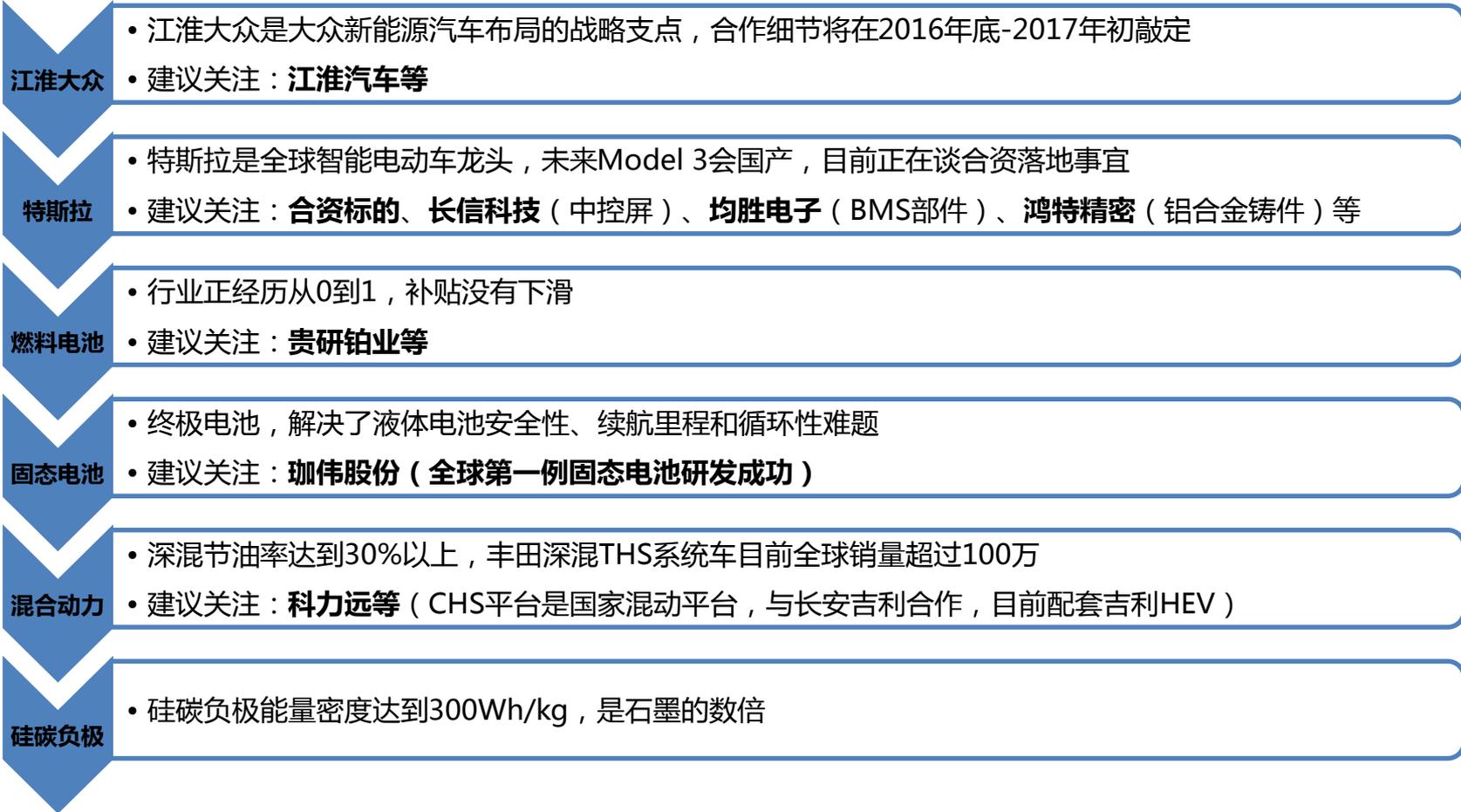
1. 行业格局稳定，新能源客车市场集中度正在提升；
2. 客车是政策调整的重点领域，2017年新能源客车毛利率难以维持；
3. 建议关注**金龙汽车**（逆境反转，三龙整合历史机遇期）、**宇通客车**（客车龙头，市占率有望提升至50%）

专用车

1. 政策调整完成后有望释放需求压抑；
2. 政策调整的重点领域，2017年专用车难以骗补套利；
3. 建议关注**东风汽车**（轻型物流车龙头，业绩低点，郑州日产有望剥离迎来业绩反转，新能源物流车有望增厚业绩）

资料来源：申万宏源研究

4.2 选股：市场格局较好的龙头标的、主题性投资机会



资料来源：申万宏源研究

4.2 选股：市场格局较好的龙头标的、主题性投资机会



主要标的估值列表

标的	PE		归属于母公司股东净利润 (百万元)		11.21日股价 (元)
	2016E	2017E	2016E	2017E	
上汽集团	8	7	31,894	35,553	23.62
金龙汽车	159	16	49	494	12.98
江淮汽车	21	17	1,144	1,452	12.96
科力远	188	79	83	198	10.85
宇通客车	11	10	4,044	4,439	20.49
东风汽车	38	25	399	612	7.55
长信科技	52	29	346	624	15.76
均胜电子	41	26	718	1,167	33.86
贵研铂业	74	50	96	143	27.56
珈伟股份	52	39	380	506	40.34

资料来源：Wind、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy)：相对强于市场表现20%以上；
- 增持 (outperform)：相对强于市场表现5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral)：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
- 减持 (underperform)：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (overweight)：行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

蔡麟琳
caill@swsresearch.com