

报告日期：2020年05月27日

分析师

分析师：汪毅 S1070512120003

☎ 021-61680675

✉ yiw@cgws.com

分析师：马晓明 S1070518090003

☎ 021-31829702

✉ maxiaoming@cgws.com

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhdong@cgws.com

分析师：潘京 S1070520010001

☎ 13986555777

✉ panjing@cgws.com

联系人（研究助理）：王小琳

S1070118060039

☎ 021-31829751

✉ wangxl@cgws.com

相关报告

<<基建为先，守正出奇>> 2020-05-19

<<外资有望保持平稳净流入的节奏>>

2020-05-18

<<蛟龙将起日腾阁：海南自贸港总体方案发布在即>>

2020-05-12

对新能源赛道保持长期乐观

——策略对话科技行业·系列一

核心观点

- 从去年以来，科技板块持续开始引领上行风潮，无论从战略角度还是景气周期角度，科技板块都引发了市场的高度关注。我们从去年开始在5G产业链方向对科技板块进行了一系列的研究与分析，尽管疫情引发的经济下行和市场动荡导致股市有所回调，但是长期来看，我们认为作为新经济的重要方向，科技仍然是经济发展和转型期的重要抓手，对于科技赛道我们表示持续看好。
- 从板块轮动的情况来看，新能源汽车板块股价启动要晚于TMT其他行业，以宁德时代为代表的公司从今年初才开始股价走强。半导体板块前期上涨时间长，目前可能还未调整到位，再加上中美摩擦争端再起，半导体行业面临的不确定性增强，未来市场关注方向可能更偏向新能源汽车。我们因此请到新能源行业的组长和汽车行业的组长来进行一场策略视角与新能源板块的深度访谈，就行业内最值得关注的几个要点和未来的发展方向进行探讨和梳理，如传统燃油车业绩是否见底、新能源汽车的渗透率及产业链投资机会、光伏行业的组件价格见底问题等。在此次访谈中，我们将就这些问题一一进行解答。

目录

1. 汽车行业零部件龙头值得关注	3
2. 新能源汽车行业长期增长可期	5
3. 光伏行业价格下滑幅度见顶	7
4. 风险提示	9

1. 汽车行业零部件龙头值得关注

Q: 我们看到之前汽车整体销售数据同比增速在下降，疫情可能让下降更加明显了。汽车销售的增速未来会回到什么样的水平？是否未来很多年都将在较低的增速上实现更新换代？

A: 通过观察欧洲、美国、日本、韩国的汽车发展历程，汽车销售整体增速和 GDP 增速是比较同步的。例如 GDP 增速中枢是 5% 上下，近几年汽车销量的增速也是 5% 左右。如果未来 GDP 增速中枢会下移的话，汽车增速中枢也会同步下移。如果不考虑到周期波动、政策影响等因素，我们预测未来 5-10 年汽车销量增速会维持在 3%-5% 的水平。这几年增速持续下行有一些特殊性的因素，比如购置税政策透支的影响、国五升国六、中美贸易摩擦、疫情影响等等。如果排除掉这些负面因素的影响，汽车行业内在的增速中枢是有 3%-5% 的。

另外对于汽车底部的判断，每年新车的需求一部分是新增首次购车需求，另外一部分是置换的更新需求。仅从更新需求来看，19 年中国的汽车保有量已有 2.5 亿辆，假设每辆车使用 10 年报废，简单来算每年的更新需求就有 2500 万辆左右。现在经过 18 年、19 年的负增长以及 20 年疫情影响，现在汽车的销量已经在 2500 万辆以下了。当前汽车的主要潜在增长点还是在中西部地区。结合以上两方面需求，我们认为未来汽车的销量中枢可以稳定在每年 3000 万辆以上，未来 5-10 年销量增速可以保持在 3%-5%。

Q: 汽车未来销售增速可能稳定在 3%-5%，新能源汽车技术进步是否会导致传统燃油车增速下降，新能源车增速上升，出现结构调整？怎样看待这样的结构调整？

A: 是的。汽车总量整体是低增长的，新能源车未来渗透率会明显提升，未来 10-20 年可能燃油车持续负增长。未来整车业绩的确会有一定压力，因为燃油车业绩占比较高，燃油车受新能源车影响销量保持小幅负增长，而新能源车又基本处于不赚钱状态。燃油车相关的产业链也会有影响，例如做发动机配件的上市公司业绩在未来 10-20 年也会受到比较大的压制，需要转型。

Q: 有观点认为中国的整车企业可能就像淘金者，而零部件公司就像当年卖配套设备给淘金者的商贩，淘金者不一定都能淘到金，最后只有几个龙头胜出，而配套企业反而有稳定的订单来源。你认可这个观点吗？汽车零部件行业的格局如何？

A: 我觉得这个观点比喻恰当。从欧美发达国家汽车产业的并购整合发展历程来看，汽车行业的规模经济效应很明显，龙头会形成碾压式的优势，将竞争对手逐步驱逐出市场。中国的车企未来也必将走向寡头垄断的格局，考虑到中国的市场较大，未来可能有 4-5 家左右的企业存活下来。相对整车企业，未来零部件企业的风险稍少一些，受行业整合的影响较小。行业格局来看，零部件品种较多，相对分散，可能每个细分领域都会有 1-2 家龙头企业。

Q: 一些做汽车内外饰的公司情况是否比较好？

A: 是的，比如华域汽车主要做汽车内外饰，格局相对较好。内外饰燃油车、新能源车都需要，像发动机、变速箱相关的新能源车不需要。

Q: 华域汽车也在涉足新能源汽车领域，研发、投入情况如何？

A: 华域汽车在新能源汽车领域全产业链布局，是它的重要看点。电机、驱动系统、热管理系统、电子转向等新能源车相关领域基本都在布局，很多走在行业前列。华域汽车是国产特斯拉的最大供货商。

2. 新能源汽车行业长期增长可期

Q: 对新能源行业整体的看法？

A: 从去年 11 月份开始，全球电动车核心资产出现了共振式的上涨。美股以特斯拉为核心，A 股锂电池板块百花齐放，从锂电景气复苏延伸至原材料、有色金属。核心个股出现了翻倍的涨幅。上涨的原因是多方面的，从业绩来看，材料端的产能投放时间早于电池端，随着宁德、LG 新增产能的释放，材料供应链上的企业盈利发生明显的改善；从催化来看，欧洲政策边际利好、特斯拉产能投放超预期，等等因素驱动风险偏好的提升。

年初受到疫情的影响，行业的涨幅出现大幅回调。特斯拉目前已经反弹到接近前期高点的位置，但是 A 股的核心标的的股价弹性没有充分的释放，基本上的走势是进二退一。主要原因，是特斯拉虽然受到疫情的影响，但是快速的进行了产能的恢复，叠加美股流动性充裕；映射到 A 股，由于国内电动车需求下滑严重，带动电池端出货量下滑，企业业绩承压，海外出货量占比较高的企业影响相对较小。

特斯拉能涨回前期高点，说明市场是认可电动车的估值和成长风格的。从长逻辑来看，行业整体增速稳定，未来五年行业有望维持年化 30% 以上的增速；各环节竞争格局持续优化，材料和电池都已经具备全球竞争力；优质车型不断涌现，model3、比亚迪汉、小鹏 P7 等车型平价很好；行业驱动也在从政策过渡到消费，补贴导致现金流的问题也逐步得到解决。所以估价压制的因素主要还是体现在短期上，只要基本面二季度转好，或者能看到好转的催化继续出现，板块还是有比较大的结构性机会的。整个板块今年估值中枢 40 倍左右，在科技属性的板块中并不高。现在就是需要等催化或者终端数据的转好，我们现在能看到的催化。是 6 月份特斯拉电池日的活动，可能会讲到干电池、无钴电池等新技术，锂电池的能量密度可能会有比较显著的提升，提振行业发展的信心。

Q: 对新能源汽车中游各环节的分析？

A: 产业链来看，首先是下游整车，动力系统结构原理不复杂，中游核心——电机+电池+电控“三电系统”价值量在整车中占 40% 以上。电动车目前主要的制约还是在电池上，成本高导致经济性不足，着火事件导致有用户担心安全性，充电慢带来使用体验不佳，等等问题可以通过电池技术的发展来解决。

电池是标准集成品，有 4 大原材料——正极、负极、隔膜、电解液，这些材料本身就具备比较强的差异性，生产设备、工艺、配方等等环节也具备细微差距，这些差距集成后造成了优质电池和普通电池巨大的差异。所以整车企业最底层的竞争，也是动力电池的竞争，高性能、低成本的动力电池供货商能够提升整车企业的竞争力，目前我国动力电池龙头宁德时代从产能规模、技术体系、生产成本、客户结构、研发效率上已和日韩巨头差距不大，在某些方面还走在前面。

下面看 4 大原材料。

① 正极材料是典型的化工品种，技术持续迭代，带来镍的含量持续提升，企业竞争实力发生很多变化。过去两年主要关注“高镍”技术，今年会更重点关注磷酸铁锂叠加 CTP 的技术路线。目前出现两极分化，要么选择便宜安全的磷酸铁锂（德方纳米），要么选择能量密度高、续航能力更强的高镍 811（容百科技）。

②负极分为人造石墨负极材料和天然石墨负极材料。在消费电池时代（手机电池）以天然石墨为主；随着动力电池使用率逐步提升，人造石墨更适合动力电池使用，其渗透率逐渐提升。我们推荐璞泰来，负极材料的差异性比较明显，产品溢价的情况比较明显，也带来比较强的客户粘性，公司人造石墨产能居行业前端，客户结构涵盖全球电池龙头，同时借助本身对材料工艺的理解，不断拓展自己的业务线，横向布局涂布设备、隔膜涂覆等，纵向布局石墨化降低成本，发展潜力比较大。

③隔膜分为干法隔膜和湿法隔膜。前几年磷酸铁锂电池用干法隔膜，三元电池用湿法隔膜，现在湿法涂覆隔膜是市场主流。目前恩捷股份隔膜产能第一，市场份额 50% 以上。所以从竞争格局角度来看，如果需求反弹，恩捷股份的弹性最大。

④电解液是半标准化的精细化学品，其中溶质、溶剂和添加剂组成。质和溶剂属于标准化产品，差异性较小，产品溢价能力弱。添加剂属于差异化产品，成本占比小，但对电解液性能影响巨大，是获得附加值的重要途径。目前格局上前三家企业为天赐材料、新宙邦和江苏国泰。

Q：市场对于 6 月特斯拉电池日的预期在哪些方面？

A：主要是干电池技术和无钴电池。

干电池技术：可以让电池正负极不需要使用溶剂，而是以粘合剂和导电剂代替，从而克服三元锂电池高镍电极热稳定性差等问题，能量密度能可达 300Wh/kg。

无钴电池：目前主要是 NCM（镍钴锰），特斯拉有独特的 NCA（镍钴铝）。钴价格较贵，主要作用是稳定结构。根据特斯拉专利，无钴电池不是没有钴而是降低钴的占比，依然会依赖单晶镍金属氢氧化物（NMC），叠加人工石墨电池技术，以及电解质添加剂 ODTO，提高电池的性能和寿命，同时降低成本。

Q：磷酸铁锂电池续航时间是不是短一些？

A：磷酸铁锂电池最大的特点是能量密度低但安全。前两年能量密度越高补贴越高，因此三元电池占主导。但是今年宁德时代、比亚迪都研发出了 CTP 技术，磷酸铁锂电池单位体积能量密度提升比较大结构的改变导致磷酸铁锂在某些场景可以和三元打平手，同时磷酸铁锂安全性高、成本低、循环寿命更长。

Q：哪些用磷酸铁锂，哪些用三元？

A：大巴车磷酸铁锂的渗透率在 80% 以上，其他还有环卫车、物流车等。乘用车用三元较多，因为补贴高。但是随着补贴逐渐退出，没有补贴的情况下车企想降成本，使用磷酸铁锂的优势凸显。海外没有磷酸铁锂技术路线，但随着特斯拉开始使用，后续也会逐渐考虑这个技术路线，否则没法和特斯拉竞争。

3. 光伏行业价格下滑幅度见顶

Q: 对于光伏行业的看法?

A: 目前的情况类似于 2018 年 5 月 31 日能源局政策之后的情况, 当时市场普遍对光伏 19 年预期较为悲观, 18 年下半年硅片、电池片和组件全产业链的价格都有 25% 左右的下滑, 往年正常下滑 15% 左右, 多出的 10% 超额下滑主要来自于生产商不计成本的存货抛售。今年疫情导致海外的需求预期偏悲观, 产业链整体价格也在下滑, 3-5 月已经达到了 18 年全年的下滑幅度, 目前硅片和组件的价格下滑幅度大概在 30%, 企业已经开始亏现金成本了, 继续下降的空间很小, 也是处于需求最悲观的时期。

组件本质上是期货的价格, 现在的价格体系反应的是未来需求的预期, 当前的价格体系已经体现了最悲观的预期。目前主要看海外需求的恢复, 这也是边际上比较重要的转折点。一旦需求有复苏的改善信号, 那么产业链的价格将会企稳甚至反弹。上游多晶硅料还存在检修的情况, 一般检修都放在需求最淡的时间, 在当前的价格体系下, 预计一些厂商会将检修期放到 6~7 月份, 如果需求有复苏, 供需可能会进入紧平衡的状态, 所以价格上来看, 多晶硅料的弹性或将更大一些。

Q: 光伏的占比在全球占比超过 50%, 海外需求对于产业链的价格影响, 尤其是上游硅料?

A: 产业链占比整体中枢在 70%-80% 之间。三年前来看中国的光伏需求在全球是最大的, 但随着光伏整体造价的降低, 19 年开始海外的需求大于中国, 主要是海外的投资成本越来越低, 土地价格较低, 看内部收益率中国约 8%, 海外的有的国家可以达到 10%~12%, 因此如果组件的价格跌到一定水平, 海外的需求有一个回升。

Q: 疫情数据来看, 中国已经较为稳定, 欧洲、美国也基本上见顶回落, 但是拉美地区和东南亚等仍然不太乐观, 可否就光伏的地区结构分布和需求简要介绍一下?

A: 中、日、美全球装机占比比较大。越南、印度、葡萄牙、西班牙等国家每年贡献新增需求。整体来看的话基本盘中美日影响不大。美国是集中电站为主, 开工在郊区, 不太受到影响; 日本分布式较多, 但管控与国内不同, 开工基本上影响不大。国内 2-3 月份停工情况明显, 一季度下跌。越早开工补贴越高所以二季度会存在抢开工的情况。今年由于疫情, 6 月会确定目标指标, 三季度四季度应该也会比较好, 中国今年的需求也较为稳定。不确定性比较高的其实还是越南、印度这些光伏新兴的国家。

Q: 产业链上目前是否都存在向龙头集中的情况?

A: 最集中的在硅片环节, 隆基和中环双寡头。其次是电池片环节和硅料环节, 最低的是组件环节。硅料环节这两年的变动比较大, 16-17 年硅料还需要进口, 但从 17 年以通威为代表的硅料成本大幅下降抢占了德国瓦克和韩国 OCI 的市场份额。硅料的价格是由行业内成本高的公司决定的, 当企业亏损到现金成本时就会不断的退出市场, 所以硅料的产能一直过剩, 头部企业份额也在提升。硅片环节的格局已经很稳定了, 电池片企业为了保持均衡的采购, 目前的格局是比较健康的。电池片企业的格局比较稳定, 但是一直有新玩家想进入, 进入后也并不如预期顺利。如果有新技术出现, 比如 HIT 能够产业化,

可能会引导电池片的行业格局改变。组件进入壁垒不高，龙头企业市占率不高，格局比较分散，差异性主要体现在品牌和渠道商。今年海外组件市场变动也比较大，预计可能年末再看组件排名，会有一些比较明显的变化。

4. 风险提示

海外疫情控制不及预期，需求提升不及预期

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>