

2020年06月15日

汽车

行业中期策略

重卡景气，电车前行

投资要点

◆ **疫情冲击已过，重卡景气度持续：**受疫情影响，预计2020年全年汽车销量下滑幅度为8%。月度数据来看，2月份产销量为全年最低点，目前月度环比处于增长状态。由于销量同比下滑，行业盈利持续下行，行业PB估值处于历史低位，静待PE回落后，汽车行业有望出现阶段性反弹行情。汽车行业结构性机会依然凸显，乘用车市场3月以来销量降幅逐渐收窄，其中SUV车型4月销量增速转正，占比持续提升。如果下半年政策支持力度超预期，或将提振汽车销量形成反转。商用车中重卡表现依旧亮眼，4月销量创历史新高，5月创同期新高，预计下半年重卡月度销量将持续高速增长，主要是受益于“国三重卡加速淘汰+基建发力”双重因素支撑，重卡龙头企业中国重汽将直接受益行业销量的提升。

◆ **海内外支撑力度增强，新能源车长期趋势不变：**政策端、供给端、需求端均支持新能源车长期向好。1) **政策端：**国内补贴延长两年，双积分考核压力直接促合资品牌新能源车销量增长。欧洲各国陆续出台经济刺激政策，加大对电动车补贴力度，下半年欧洲新能源车市场需求有望超预期。2) **供给端：**特斯拉引领全球各大车企加速电动化。特斯拉上海工厂进度超预期，美国工厂年内新增产能10万辆，年底特斯拉中美两地产能近80万辆，销量大概率超50万辆。特斯拉鲶鱼效应带动各大车企加速布局电动车，大众宝马奔驰等均发布明确的电动车规划。3) **需求端：**2020Q1特斯拉产销量均超预期，由于特斯拉国产化率持续提升，国产Model 3车型年底前的补贴后售价或将进入20-25万元的区间，潜在消费者空间大幅增加，销量有望继续超预期。我们预测2020年国内新能源车产销量达130-150万辆，2025年产销量有望达600万辆，年均复合增长约34%。

◆ **动力电池格局未变，整车资本逐渐进入：**2020年一季度受益于欧洲车企放量，LG的全球市占率大幅增加。国内仍然是以宁德时代和比亚迪为双寡头的格局，随国内新能源车销量恢复增长，龙头强者恒强的格局难以打破。由于动力电池占比整车成本较大，整车资本进入动力电池行业是大势所趋。大众、奔驰、通用等均已参股控股或者合资电芯产能，特斯拉则通过收购Maxwell和Hibar，未来大概率自建电芯产能。特斯拉目前国产车型的电芯主要是LG化学和宁德时代供应，现在已经进入LG化学、宁德时代供应链的核心电芯原材料厂商，大概率仍是未来整车厂商自建电芯产能的首选供应商，特斯拉核心供应链值得重点关注。

◆ **投资建议：**汽车行业中结构性机会凸显，重卡景气度持续，重点推荐：重卡龙头**中国重汽**，新能源车需锁定特斯拉核心供应链，重点关注：动力电池龙头**宁德时代**，隔膜龙头**恩捷股份**，锂钴原材料龙头：**赣锋锂业**、**华友钴业**，建议关注：**三花智控**、**璞泰来**、**天奈科技**。

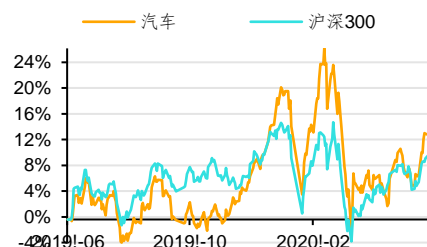
◆ **风险提示：**重卡销量不及预期；新能源汽车推广不达标；行业政策出现重大变化；

投资评级

领先大市-A 维持

| 首选股票 | 评级 |
|-------------|------|
| 000951 中国重汽 | 买入-A |
| 300750 宁德时代 | 增持-A |
| 002812 恩捷股份 | 买入-A |
| 002460 赣锋锂业 | 买入-B |
| 603799 华友钴业 | 买入-B |

一年行业表现



资料来源：贝格数据

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | 3.46 | -3.36 | 4.44 |
| 绝对收益 | 5.44 | -0.59 | 13.97 |

分析师

肖索

SAC 执业证书编号：S09105180070004

xiaosuo@huajinsec.cn

021-20377056

相关报告

汽车：5月汽车产销分析：乘用车增速转正，SUV继续正增长 2020-06-12

汽车：第24周周报：5月乘用车零售企稳，重卡高景气度基调确定 2020-06-06

汽车：第23周周报：法国加大电动车补贴力度，海外供应链直接受益 2020-05-30

汽车：第22周周报：地方政策频出，零售继续改善 2020-05-24

汽车：支持新能源汽车发展，上海市发布促汽车消费措施 2020-05-21

内容目录

| | |
|--|----|
| 一、疫情冲击已过，重卡景气度持续 | 5 |
| (一) 月度数据环比改善，全年同比负增长 | 5 |
| (二) 行业盈利持续下行，行业 PB 估值较低 | 6 |
| (三) 结构性机会凸显，重卡全年维持高景气度 | 8 |
| 3.1 乘用车：SUV 销量环比改善，期待政策力度持续加强 | 8 |
| 3.1 重卡：销量持续创新高，高景气度基调确定 | 12 |
| 二、海内外支持力度增强，新能源车长期趋势不变 | 14 |
| (一) 新能源车长期趋势确定 | 14 |
| 1.1 政策端：国内补贴延长，欧洲补贴加码 | 14 |
| 1.2 供给端：特斯拉引领，全球车企加速电动化 | 17 |
| 1.3 需求端：特斯拉降价，销量或再超预期 | 19 |
| (二) 动力电池行业格局未变，整车资本逐渐进入 | 21 |
| 2.1 动力电池有望成为核心资产，锁定特斯拉供应链 | 21 |
| 2.1 动力电池工艺新技术值得关注（超级电容+预锂化+干法电极） | 23 |
| 三、重点推荐及关注标的 | 26 |
| (一) 中国重汽 | 26 |
| (二) 三花智控（关注） | 27 |
| (三) 宁德时代 | 28 |
| (四) 恩捷股份 | 29 |
| (五) 赣锋锂业 | 30 |
| (六) 华友钴业 | 31 |
| (七) 璞泰来（关注） | 32 |
| (八) 天奈科技（关注） | 32 |
| (九) 重点推荐标的盈利预测及估值表 | 33 |
| 四、风险提示 | 34 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 图 1：汽车行业销量及预期（月度） | 5 |
| 图 2：汽车行业销量及预期（年度） | 5 |
| 图 3：各车型销量同比增速 | 6 |
| 图 4：2020 年 Q1 累计销量（分车企） | 6 |
| 图 5：行业净利润（亿元）及同比 | 6 |
| 图 6：行业净利润累计同比增速（月度） | 6 |
| 图 7：行业净利润累计同比增速（季度） | 7 |
| 图 8：SW 汽车行业 ROE 水平 | 7 |
| 图 9：SW 汽车行业 PE/PB 的历史百分位 | 7 |
| 图 10：汽车行业公募基金持仓市值（万元）及占股票投资市值比 | 8 |
| 图 11：乘用车销量（万辆）及同比 | 8 |
| 图 12：乘用车经销商库存系数 | 8 |
| 图 13：乘用车分车型销量增速 | 9 |
| 图 14：乘用车分车型市场份额 | 9 |
| 图 15：SUV 月度销量（万辆）及同比 | 9 |

| | |
|---|----|
| 图 16: 历年各价格带车型销量占比 (%) | 9 |
| 图 17: 大众集团 2020Q1 分车型增速, 同样出现高端化车型增长的现象 | 9 |
| 图 18: 2016-2020 年重卡月度销量 (万辆) | 12 |
| 图 19: 重卡 CR5 车企市占率 | 12 |
| 图 20: 地方政府专项债月度数据 (亿元) | 13 |
| 图 21: 物流重卡工程重卡销量 (万辆) 及同比 | 13 |
| 图 22: 新能源车积分情况 | 16 |
| 图 23: 2020 年新能源乘用车产量 (万辆) | 16 |
| 图 24: 2020 年以来欧洲各国出台补贴政策 | 16 |
| 图 25: 全球各大车企新能源车占比目标 | 18 |
| 图 26: 特斯拉 Model 3 价格持续下调 | 19 |
| 图 27: 特斯拉销量 (万辆) | 19 |
| 图 28: 我国新能源汽车产销量 Q3 增速有望转正 | 19 |
| 图 29: 新能源车产量 (万辆) 及渗透率 | 19 |
| 图 30: 全球各大车企 2020 年 1-4 月新能源车销量 (万辆) | 20 |
| 图 31: 全球新能源车销量 (万辆) | 20 |
| 图 32: 全球新能源车月度销量 | 20 |
| 图 33: 2018-2020 年 Q1 动力电池行业格局 | 21 |
| 图 34: 2019 年-2020 年 Q1 国内动力电池行业格局 | 21 |
| 图 35: 2019 年动力电池行业格局 | 21 |
| 图 36: 2025 年动力电池年均复合增长 37% | 21 |
| 图 37: 整车资本进入动力电池行业 | 22 |
| 图 38: 特斯拉产业链 | 23 |
| 图 39: 超级电容器原理 | 23 |
| 图 40: 超级电容器性能特征 | 23 |
| 图 41: 超级电容主要构成 | 24 |
| 图 42: 干发电极工艺特征 | 24 |
| 图 43: 干法电极与湿法电极的工艺区别 | 24 |
| 图 44: 干法电极能够省去涂布设备成本 | 25 |
| 图 45: 干法电极优势 | 25 |
| 图 46: 预锂化技术 | 25 |
| 图 47: 公司近 5 年营收及同比增速 | 26 |
| 图 48: 公司近 5 年净利润及同比增速 | 26 |
| 图 49: 公司近 5 年营收 (亿元) 及同比增速 | 27 |
| 图 50: 公司近 5 年净利润及增速 | 27 |
| 图 51: 公司近 5 年营收 (亿元) 及同比增速 | 28 |
| 图 52: 公司近 5 年净利润及增速 | 28 |
| 图 53: 公司近 5 年营收 (亿元) 及同比增速 | 29 |
| 图 54: 公司近 5 年净利润及增速此处录入标题 | 29 |
| 图 55: 公司近 5 年营收 (亿元) 及同比增速 | 30 |
| 图 56: 公司近 5 年净利润及增速 | 30 |
| 图 57: 公司近 5 年营收 (亿元) 及同比 | 31 |
| 图 58: 公司近 5 年净利润及同比增速 | 31 |
| 图 59: 公司近 5 年营收 (亿元) 及同比增速 | 32 |
| 图 60: 公司近 5 年净利润 (亿元) 及同比增速 | 32 |

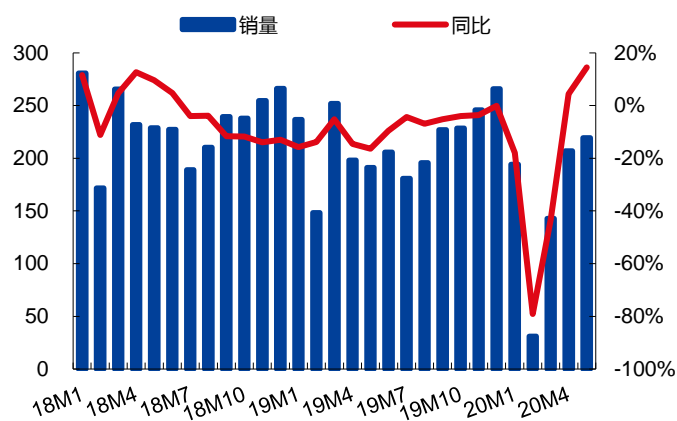
| | |
|--------------------------------|----|
| 图 61：公司营收及同比 | 33 |
| 图 62：公司净利润及同比 | 33 |
| 表 1：2020 年多地出台促汽车消费政策 | 10 |
| 表 2：各城市牌照开放情况 | 10 |
| 表 3：完善新能源汽车推广应用的财政通知 | 11 |
| 表 4：响应汽车下乡政策车企 | 11 |
| 表 5：国家轻型汽车及重型汽车国六标准实施阶段 | 12 |
| 表 6：各地区国三柴油车淘汰目标 | 13 |
| 表 7：2020 年国内补贴政策变化 | 14 |
| 表 8：2020 年多地出台促新能源汽车消费政策 | 14 |
| 表 9：欧洲各国电动车补贴政策 | 17 |
| 表 10：特斯拉全球产能布局 | 17 |
| 表 11：特斯拉上海产能持续超预期 | 18 |
| 表 12：超级电容器和锂电池的区别 | 24 |
| 表 13：重点推荐及关注标的盈利预测及估值 | 33 |

一、疫情冲击已过，重卡景气度持续

（一）月度数据环比改善，全年同比负增长

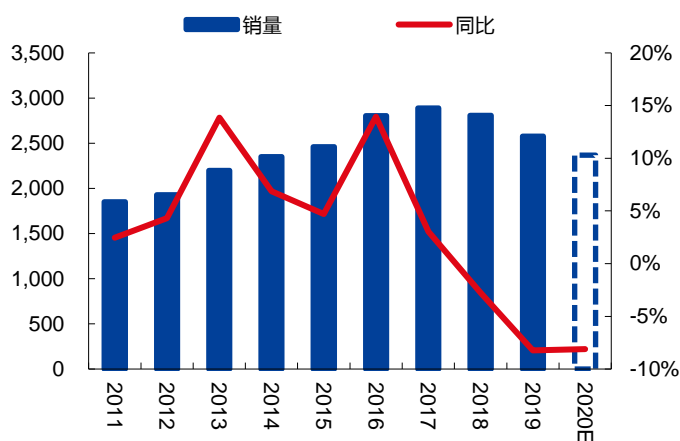
受疫情影响，车市全年承压。中汽协数据，2020年1-5月汽车行业销量795.7万辆，同比下降22.6%。销量同比大幅下降主要是受疫情影响，目前月度销量已经呈现环比恢复的现象。5月实现销量219.4万辆，同比增长14.5%，延续了4月环比增长的趋势。疫情对车市冲击已经逐渐消退，中央及地方政府今年以来推出多项利好政策，助力行业复工复产及车市消费，2020年下半年车市环比有望持续好转，但全年总量同比依然会有所下降，我们预计2020年全年销量同比下降8%。

图1：汽车行业销量及预期（月度）



资料来源：中汽协，华金证券研究所

图2：汽车行业销量及预期（年度）

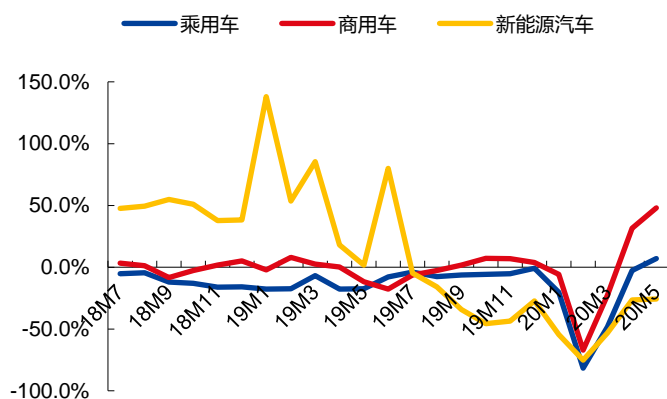


资料来源：中汽协，华金证券研究所

从结构上来看，商用车销量优于乘用车和新能源汽车。2020年初至今，商用车同比降幅均小于乘用车和新能源汽车，商用车4月同比增速已经转正，5月继续保持了增长趋势。重卡的高景气度为商用车的高销量带来了一定的贡献，国三重卡淘汰及基建发力将继续延续重卡的高景气度，下半年商用车增长趋势仍将延续。

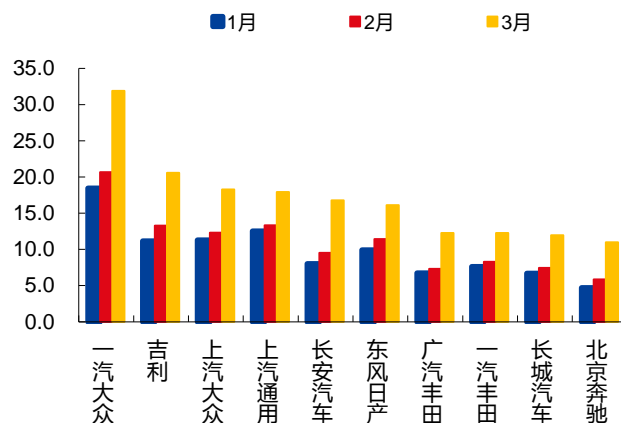
分车企看，一汽大众Q1销量明显领先于其他车企，销量达到31.8万辆，保持了领先地位。自主品牌中吉利表现较优，销量达到20.6万辆。2020年1-5月自主品牌市场份额占比为37.1%，较去年同期下降2.8个百分点，由于中国乘用车市场正逐步由增量市场转为存量市场，市场将进行竞争，分化将成为未来自主品牌的主旋律，技术薄弱、新车推出缓慢、规模较小的品牌或逐渐被淘汰出局，市场份额将加速向吉利、长城等拥有品牌及技术优势的龙头企业集中。

图 3：各车型销量同比增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 4：2020 年 Q1 累计销量（分车企）



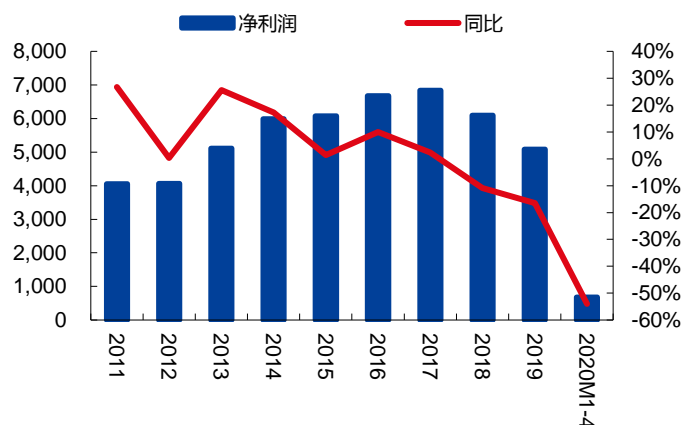
资料来源：中汽协，华金证券研究所

（二）行业盈利持续下行，行业 PB 估值较低

行业盈利能力持续下行。2019 年汽车行业产销量增速下滑，行业盈利能力出现恶化。2020 年，在疫情的冲击下，行业盈利延续了 2019 年下行的趋势，1-4 月行业净利润增速为-54.0%。

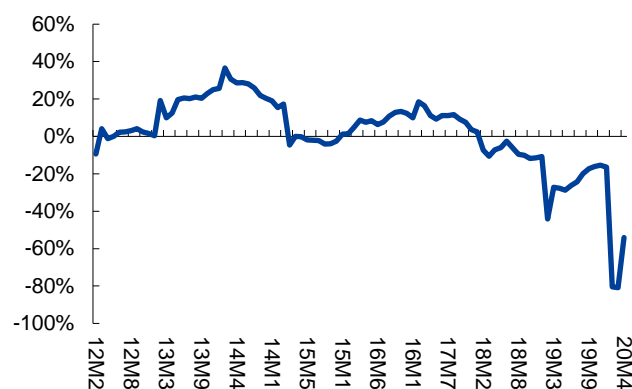
分月度看行业盈利降幅收窄。2020 年 4 月汽车行业产销持续恢复，利润增速有所好转，1-4 月累计利润同比增速-54.0%，较 3 月回升 26.8 个百分点。5 月汽车行业产销同比增幅继续扩大，延续了 4 月的增长趋势，预计 5 月后行业净利润同比降幅将继续收窄。

图 5：行业净利润（亿元）及同比



资料来源：wind, 华金证券研究所

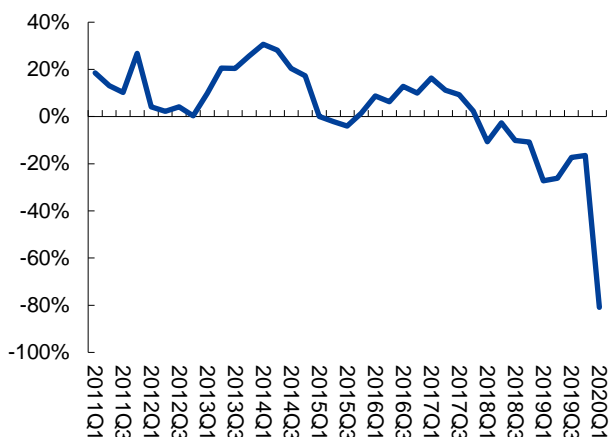
图 6：行业净利润累计同比增速（月度）



资料来源：wind, 华金证券研究所

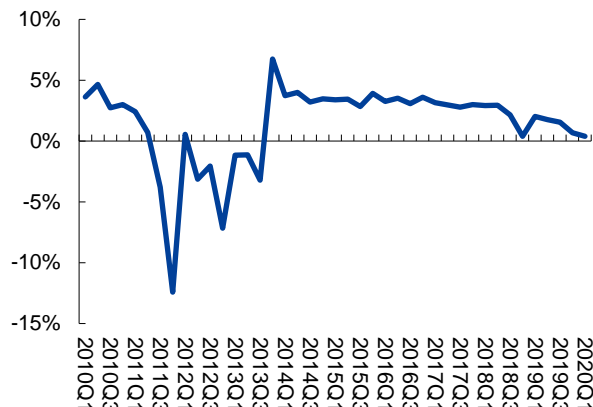
分季度看行业盈利仍在下行。2020Q1 净利润累计同比增速为-80.8%，明显低于 2019Q4 的-16.4%增速水平。从上市公司整体净资产回报率（ROE）来看，从 2014 年起行业 ROE 开始下降，今年一季度 ROE 下降至 0.38%，继续走低。

图 7：行业净利润累计同比增速（季度）



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 8：SW 汽车行业 ROE 水平



资料来源：wind, 华金证券研究所

从行业估值来看，PB 水平处于历史低位。SW 汽车行业的 PE 历史百分位为 80.3%，PB 历史百分位为 14.9%，行业 PB 估值处于低位，但 PE 处于历史高位。从过往行情来看，当两者均处于历史低位的时候会出现行业的整体性机会，目前需要等待 PE 估值的回落。

图 9：SW 汽车行业 PE/PB 的历史百分位



资料来源：Wind, 华金证券研究所

公募基金持仓占比处于历史低位，2017 年以来汽车行业公募基金占比逐年走低，2019 年汽车行业基金持仓占股票投资市值比为 2.44%，是自 2014 年以来的历史最低水平，意味着公募基金对行业未来的发展不乐观，或以阶段性反弹行情为主。

| Period | Market Value (万元) | Ratio (%) |
|--------|-------------------|-----------|
| 2014H1 | 5,100,000 | 5.2% |
| 2014H2 | 4,900,000 | 4.5% |
| 2015H1 | 5,900,000 | 4.2% |
| 2015H2 | 5,300,000 | 4.3% |
| 2016H1 | 5,900,000 | 4.8% |
| 2016H2 | 6,300,000 | 5.0% |
| 2017H1 | 6,300,000 | 4.5% |
| 2017H2 | 5,000,000 | 3.8% |
| 2018H1 | 4,500,000 | 3.5% |
| 2018H2 | 4,100,000 | 3.5% |
| 2019H1 | 5,100,000 | 3.2% |
| 2019H2 | 6,200,000 | 3.0% |

（三）结构性机会凸显，重卡全年维持高景气度

乘用车 Q1 受疫情影响销量下滑严重，5 月边际改善明显。2020 年 1-5 月乘用车销量 610.9 万辆，同比下降 27.4%。其中轿车销量为 285.5 万辆，同比下降 30.4%，SUV 销量为 285.5 万辆，同比下降 20.2%，MPV 为 27.8 万辆，同比下降 51.5%，交叉型乘用车 12.0 万辆，同比下降 27.5%。4 月产销已经恢复为正常水平，5 月乘用车市场增速已由负转正，主要是疫情过后，复产复工推进，疫情期间的购车需求集中释放所致。

Figure 1: Sales Volume and Year-over-Year Growth Rate of the 'China's Top 1000 Enterprises' List (2018-2020)

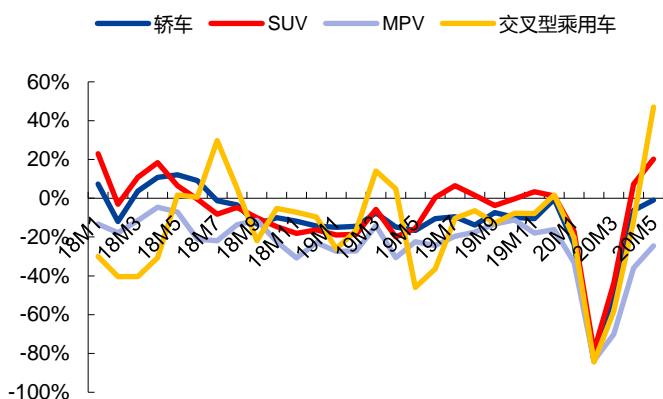
| Year | Month | Sales Volume (千) | Year-over-Year Growth Rate (%) |
|------|-------|------------------|--------------------------------|
| 2018 | 1M | 245 | 15% |
| | 3M | 150 | -10% |
| | 5M | 215 | 10% |
| | 7M | 190 | 15% |
| | 9M | 190 | 18% |
| | 11M | 160 | 10% |
| | 1M | 180 | 5% |
| | 3M | 205 | -5% |
| | 5M | 205 | -10% |
| | 7M | 220 | -10% |
| | 9M | 220 | -10% |
| | 11M | 225 | -10% |
| 2019 | 1M | 125 | -10% |
| | 3M | 200 | 10% |
| | 5M | 160 | 0% |
| | 7M | 160 | 0% |
| | 9M | 175 | 10% |
| | 11M | 155 | 15% |
| | 1M | 165 | 10% |
| | 3M | 195 | 10% |
| | 5M | 195 | 10% |
| | 7M | 205 | 10% |
| | 9M | 205 | 10% |
| | 11M | 220 | 15% |
| 2020 | 1M | 160 | -20% |
| | 3M | 25 | -80% |
| | 5M | 105 | -60% |
| | 7M | 155 | -20% |
| | 9M | 165 | 10% |
| | 11M | 170 | 15% |

经销商库存系数

| 日期 | 经销商库存系数 |
|---------|---------|
| 2016/01 | 1.00 |
| 2016/05 | 2.00 |
| 2016/09 | 1.50 |
| 2017/01 | 1.20 |
| 2017/05 | 2.20 |
| 2017/09 | 1.80 |
| 2018/01 | 1.20 |
| 2018/05 | 1.50 |
| 2018/09 | 1.80 |
| 2019/01 | 1.50 |
| 2019/05 | 2.00 |
| 2019/09 | 1.50 |
| 2019/12 | 1.50 |
| 2020/01 | 14.50 |
| 2020/02 | 2.50 |
| 2020/03 | 1.80 |

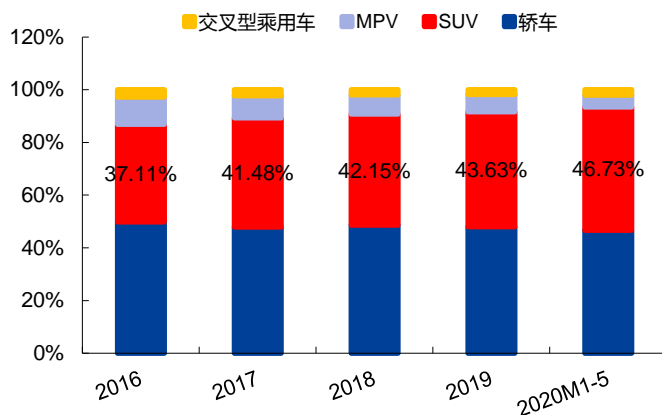
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 13：乘用车分车型销量增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 14：乘用车分车型市场份额

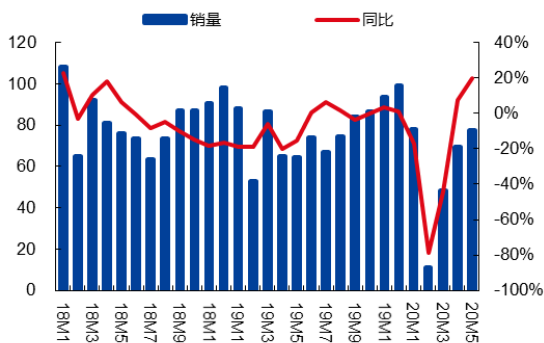


资料来源：中汽协，华金证券研究所

SUV 车型占比逐渐提升，挤占轿车份额。2020 年 1-5 月 SUV 市场份额为 46.7%，相比 2019 年的 43.6%提升了 3.1 个百分点；轿车相比于 2019 年下降了 1.3 个百分点至 46.7%；MPV 下降 1.8 个百分点至 4.5%；交叉型乘用车市场份额变动较小，由于基数较低以农村地区消费为主，需求恢复较快。

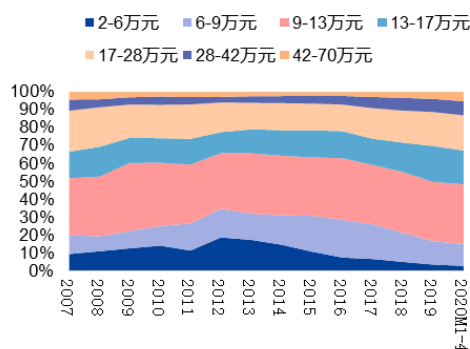
汽车出现高端化消费趋势。2019 年 9-13 万元车型占比从最高峰的 38.1%下行至 33.1%。6-9 万元车型由 21.0%下行至 13.0%。28-42 万元车型占比由 4.0%提升至 7.3%。10 万元以下车型市场份额显著减少，17 万以上车型市场份额显著增加，汽车明显出现消费高端化现象。

图 15：SUV 月度销量（万辆）及同比



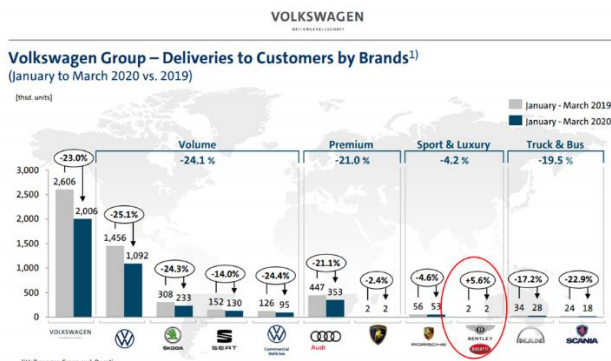
资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 16：历年各价格带车型销量占比 (%)



资料来源：搜狐汽车，华金证券研究所

图 17：大众集团 2020Q1 分车型增速，同样出现高端化车型增长的现象



资料来源：大众集团，华金证券研究所

汽车整体来看，由于疫情扰动出现了阶段性环比增长的现象，但产销量仍处于大趋势下滑的过程中，今年下半年行业是否能超预期取决于我们的政策支持力度是否加强，主要体现在以下几个方面：

政策一：各地市出台促汽车消费政策

今年以来北上深已经开始逐步增加牌照供应量，但对整体产销量贡献有限。其他地区也出台了促汽车消费政策，有望阶段性提振车市。今年2月商务部表示，将会同相关部门研究出台进一步稳定汽车消费的整车措施，同时鼓励各地因地制宜出台促进新能源汽车消费、增加传统汽车限购指标等举措。3月以来多省市相应国家政策，相继推出购车补贴，对消费者购买新车或者置换购买新车进行补贴，同时部分限购城市放宽限购政策开放牌照，增加2020年购车指标，将有助于汽车销量恢复。

表 1：2020 年多地出台促汽车消费政策

| 省市 | 时间 | 补贴政策 |
|------|------------------------|--|
| 北京 | 2020 年 4 月-2021 年 12 月 | 国三车辆 2020 年报废补贴 4000-22000 元，迁出补贴 2000-11000 元；2021 年报废补贴 3200-17600 元，迁出补贴 1600-8800 元 |
| 上海 | 2020 年 5 月 | 新能源汽车充电费用补贴 5000 元 |
| 天津 | 2020 年 6 月-12 月 | 购买新能源汽车给予 2000 元充电消费券 |
| 重庆 | 2020 年 4 月-6 月 | 置换购买国六新车补贴 2000 元 |
| 四川 | 2020 年 4 月-8 月 | 全国范围内的农村居民购买参与活动企业生产的 3.5 吨及以下货车或者 1.6 升及以下排量乘用车（含新能源汽车）补贴 1000 元及以上 |
| 山西 | 2020 年 4 月-12 月 | 本地整车企业生产的国六新车中，7 米以上的客车、载重 4.5 吨以上的中重卡车及同级牵引车等商用车型奖励 8000 元；轿车、SUV 及 MPV 等乘用车型奖励 6000 元；3.5 米以下微型客车及其他商用车奖励 4000 元 |
| 海南 | 2020 年 5 月-12 月 | 新能源汽车补贴 1 万元 |
| 广东佛山 | 2020 年 3 月-2021 年 3 月 | 购买新车补助 2000 元；置换购买新车补助 3000 元；购买 5 辆以上单价不低于 50 万元的客货车每辆补助 5000 元 |
| 广东广州 | 2020 年 3 月-12 月 | 新能源汽车补贴 1 万元；国六燃油车补贴 3000 元 |
| 广东珠海 | 2020 年 4 月 | 置换购买新车补助 3000 元 |
| 广东深圳 | 2020 年 3 月 | 国六新车裸车价 20 万元以下补贴 5000 元，20 万元以上补贴 1 万元 |
| 湘南湘潭 | 2020 年 3 月 | 长株潭市民购买吉利九华基地生产的缤越、全新远景补贴 3000 元 |
| 吉林长春 | 2020 年 3 月-6 月 | 购买新车补助车价的 3%，最高不超过 4000 元；购买 5 辆以上单价不低于 20 万元的新车每辆补助不超过 6000 元；置换购买新车补助不超过 5000 元 |

资料来源：各市政府官网，华金证券研究所

牌照开放地区主要有北京、上海、广州、深圳等。从牌照开放情况可以看出，海南和贵阳直接宣布取消限购政策，广州新增 10 万个购车额度，上海 2020 年有 4 万个新增额度。

表 2：各城市牌照开放情况

| 城市 | 实施时间 | 政策内容 | 汽车类型 | 政策公布时间 |
|----|-----------------|------------|-----------|------------|
| 北京 | 2020 年下半年 | 新增额度 2 万个 | 新能源汽车 | 2020 年 6 月 |
| 上海 | 2020 年 3 月-12 月 | 新增额度 4 万个 | — | 2020 年 4 月 |
| 广州 | 2019 年-2020 年 | 新增额度 10 万个 | — | 2019 年 6 月 |
| 深圳 | 2020 年 | 新增额度 1 万个 | 插电式混合动力汽车 | 2020 年 4 月 |
| | 2019 年-2020 年 | 新增额度 8 万个 | — | 2019 年 6 月 |

| 城市 | 实施时间 | 政策内容 | 汽车类型 | 政策公布时间 |
|----|--------|-------------|-------|------------|
| 杭州 | 2020 年 | 新增额度 2 万个 | — | 2020 年 4 月 |
| 天津 | 2020 年 | 新增额度 3.5 万个 | — | 2020 年 5 月 |
| 海南 | 2020 年 | 取消限购 | 新能源汽车 | 2019 年 6 月 |
| 贵阳 | — | 取消限购 | — | 2019 年 9 月 |

资料来源：上海政务网、天津政务网等，华金证券研究所

政策二：汽车消费的税收减免

2020 年 3 月 31 日，国务院常务会议提出“将新能源汽车购置税和免征购置税政策延长 2 年”、“对二手车经销企业销售旧车从今年 5 月 1 日至 2023 年底减按销售额 0.5%征收增值税”。2020 年 4 月 22 日，财政部等三部委正式下发“关于新能源汽车免征车辆购置税有关政策的公告”，指出自 2021 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。如果下半年有燃油车购置税的优惠政策，那么行业复苏可能超预期。

表 3：完善新能源汽车推广应用的财政通知

| | 政策内容 |
|-----------------|---|
| 完善新能源汽车推广 应用 | <ol style="list-style-type: none"> 1、延长补贴期限，平缓补贴退坡力度和节奏 2、适当优化技术指标，促进产业做优做强。 3、完善资金清算制度，提高补贴精度 4、调整补贴方式，开展燃料电池汽车示范应用。 5、强化资金监管，确保资金安全。 6、完善配套政策措施，营造良好发展环境。 |

资料来源：工信部，华金证券研究所

政策三：汽车下乡政策的推进

2019 年 1 月 28 日，十部委在联合推出的《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》中提出要促进农村汽车更新换代，有条件的地方，可对农村居民报废三轮汽车，购买 3.5 吨及以下货车或者 1.6 升及以下排量乘用车，给予适当补贴，带动农村汽车消费。汽车下乡政策出台后，多家车企纷纷发布优惠政策。今年下半年是否还会有更进一步的汽车下乡相关政策落地，决定行业复苏是否超预期。

表 4：响应汽车下乡政策车企

| 车企 | 相关优惠政策 |
|------|---|
| 广汽丰田 | 雷凌双擎 E+,C-HR EV 享 10000 元政府补贴，其他车型最高可享 5000 元政府补贴。 旧车置换新车最高享 6000 元补贴。 |
| 一汽大众 | 购买捷达，宝来和 C-TREK 蔚领车型，均可按照金融贷款分期支付车款，日均还款折算为 49 元-101 元。 对农村居民报废三轮汽车、购买 3.5 吨及以下货车或者 1.6 升及以下排量的乘用车，给予适当补偿。三款车型的补贴区间为 2200-3000 元人民币。 |
| 长安欧尚 | 欧尚 A600 最高可享 5000 元直补； 欧尚 A800 最高可享 3000 元金融贴息补贴； 欧尚 CX70T 最高可享 20000 元综合补贴； 欧尚 X70A 最高可享 8000 元综合补贴； 欧尚 COSMOS（科尚）最高可享 11000 元综合补贴，其中包括置换补贴 5000 元； 欧尚 COS1°（科赛）最高可享 22000 元综合补贴。 |

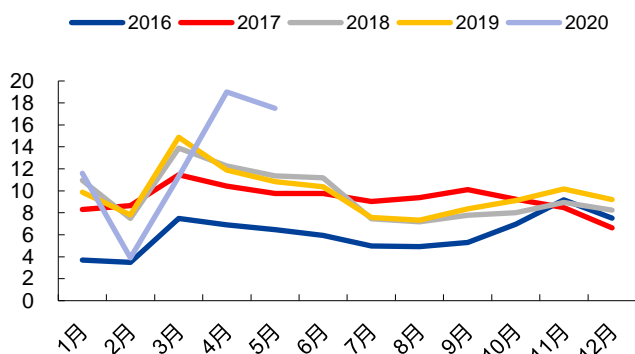
资料来源：盖世汽车，华金证券研究所

3.1 重卡：销量持续创新高，高景气度基调确定

销量持续创新高，重卡继续维持高景气度。4月重卡销量19万辆，同比增长61%，创历史新高。5月重卡销量17.9万辆，虽然环比有所下降，但是同比增长65.6%，创历史同期新高。2020年重卡高景气度基调基本确定，我们认为下半年仍将延续增长趋势。

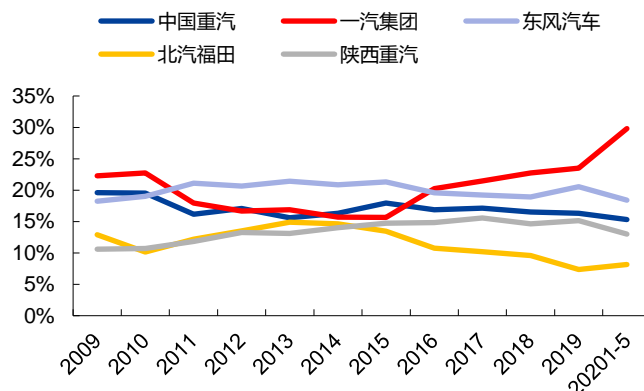
从销量来看，中国重汽重卡销量一直稳居前三位，2020年1-5月中国重汽重卡累计销量为9.8万辆，市占率为15.3%。5月单月中国重汽重卡销量2.7万辆，同比增长73.1%，市占率相比4月增长1.8个百分点。

图 18：2016-2020 年重卡月度销量（万辆）



资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 19：重卡 CR5 车企市占率



资料来源：中汽协，华金证券研究所

逻辑一：国六标准实施，加速淘汰国三及以下标准柴油货车。

2018年6月28日，生态环境部发布《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，规定重型车国六标准分为6a和6b两个实施阶段。国六a阶段为：燃气汽车、城市车辆、重型柴油车分别于2019年7月1日、2020年7月1日、2021年7月1日起实施。国六b阶段：燃气汽车于2021年1月1日起实施，重型柴油车于2023年7月1日起实施。

表 5：国家轻型汽车及重型汽车国六标准实施阶段

| 执行标准 | 车型分类 | 实施时间 |
|------|------|-----------------------------|
| 第六阶段 | 轻型汽车 | a 阶段从 2020 年 7 月 1 日起实施 |
| | | b 阶段从 2023 年 7 月 1 日起实施 |
| | 重型汽车 | a 阶段燃气汽车从 2019 年 7 月 1 日起实施 |
| | | 城市车辆从 2020 年 7 月 1 日起实施 |
| | | 所有重型燃油车从 2021 年 7 月 1 日起实施 |
| | | b 阶段燃气汽车 2021 年 1 月 1 日起实施 |
| | | 所有重型柴油车 2023 年 7 月 1 日起实施 |

资料来源：环保部，华金证券研究所

2017年全国柴油车保有量1957万辆，中型柴油货车和重型柴油货车分别有129万辆和617万辆。按照国务院“打赢蓝天保卫战”要求，2020年底前，京津冀重点地区淘汰国三及以下排放中重型柴油货车100万辆以上。截止2019年底，京津冀重点地区国三及以下中重型柴油货车保有量仍92万辆，中央叠加地方补贴后京津冀地区将加速替换国三重卡，预测重点区域淘汰速度加快，形成重卡新需求。

表 6: 各地区国三柴油车淘汰目标

| 地区 | 国三柴油车淘汰目标 |
|----|--|
| 山西 | 2020 年年底前淘汰国三及以下柴油车 |
| 云南 | 2020 年年底前淘汰国产柴油车 3 万辆以上 |
| 陕西 | 2020 年底前，全省淘汰高排放国三及以下排放标准营运柴油货车 11 万辆、老旧燃气 2 万辆，其中西安、宝鸡、咸阳、铜川、渭南市和杨凌示范区基本淘汰国三及以下排放标准营运中、重型柴油货车，其他各市淘汰总量的 30% 以上。 |
| 山东 | 2019 年 1 月 1 日起预计淘汰国三及老旧柴油车近 80 万辆；2020 年年底前，淘汰国三及以下排放标准营运柴油货车。 |
| 天津 | 2020 年力争完成国三及以下排放标准中重型营运柴油货车淘汰报废任务 70% 以上。 |
| 湖南 | 2020 年 9 月 30 日前国三及以下柴油货车尾气排放检测初检合格数占总数比例达到 65% 以上，12 月 31 日前国三及以下柴油货车尾气排放检测初检合格数占总数比例达到 90% 以上 |
| 河北 | 2020 年 6 月底前淘汰国三及以下柴油货车 |

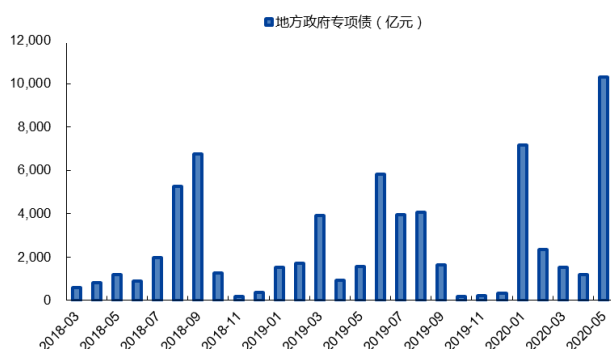
资料来源：卡车之家，华金证券研究所

逻辑二：疫情过后基建发力，支撑工程车销量增长

地方专项债投入力度加大，基建发力支撑工程车销量增长。政府工作报告明确，今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，引导地方政府基建投资，从地方政府专项债月度数据来看，5 月单月创历史新高。

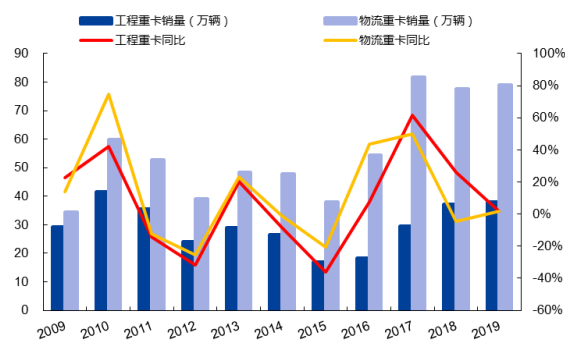
中国重汽公告从四月下旬开始，公司工程类用车增速加大，从占比看，工程类重卡近期新增订单占比达到 **60%**左右。伴随公路交通建设的加强，公路运输的竞争力将进一步提升，用于公路运输的重卡销量持续增长。**2020** 年工程重卡和物流重卡的销量有明确的支撑因素，中国重汽等行业龙头企业将直接受益于行业销量的增长。

图 20: 地方政府专项债月度数据 (亿元)



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 21：物流重卡工程重卡销量（万辆）及同比



资料来源：中汽协，华金证券研究所

二、海内外支持力度增强，新能源车长期趋势不变

（一）新能源车长期趋势确定

1.1 政策端：国内补贴延长，欧洲补贴加码

国内补贴延长 2 年，续航里程要求提升至 300km：2020 年 4 月 23 日，四部委下发《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，补贴在 2020-2022 年期间，退坡的力度会逐步递增，分别为 10%、20%、30%。补贴前售价 30 万以下，续航里程 300km 以上，原则上补贴上限 200 万辆。

表 7：2020 年国内补贴政策变化

| 类型 | 续航里程 (km) | 2017 年国补 | 2018 年国补 | 2019 年国补 | 2020 年国补 | 2021-2020 |
|------|-----------|----------|----------|----------|----------|--------------------------------|
| BEV | 100≤R<150 | 2.0 | — | — | — | 2021 年补贴退坡 20% 2022 年退坡 30% |
| | 150≤R<200 | 3.6 | 1.5 | — | — | |
| | 200≤R<250 | | 2.4 | — | — | |
| | 250≤R<300 | | 3.4 | 1.8 | — | |
| | 300≤R<450 | 4.4 | 4.5 | 1.8 | 1.62 | |
| | R≥400 | | 5.0 | 2.5 | 2.25 | |
| PHEV | R≥50 | 2.4 | 2.2 | 1 | 0.85 | |

资料来源：工信部，华金证券研究所

多地紧跟国家步伐，出台促进新能源汽车消费政策。广州、上海、天津等多地陆续出台政策，扶持及鼓励新能源汽车发展。中央政策辅以地方激励，有望稳定新能源汽车长期发展。

表 8：2020 年多地出台促新能源汽车消费政策

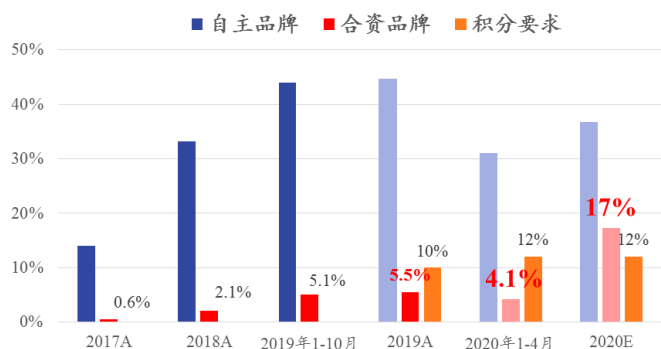
| 省市及地区 | 时间 | 政策内容 |
|-------|------------|--|
| 上海 | 2020 年 4 月 | 1、落实延长新能源汽车购置中央财政补贴、免征车辆购置税等政策。 2、加大公共领域燃油车置换为新能源车力度。2020 年全市更新新能源公交车 2500 辆左右，完成 5000 辆左右纯电动出租车上牌并投入使用。 3、支持充（换）电设施建设，对居民社区建设智能充电桩、实施自（专）用充电桩共享改造、开展充电桩示范小区建设的，按照相关标准给予一定的财政补助。每年建设 15 个出租车充电示范站，并对示范站给予财政补助。 4、促进燃料电池汽车加快应用。2020 年新建 5 座以上加氢站，力争完成全市 10 座以上加氢站布局。 5、优化新能源汽车推广应用政策。 |
| 天津 | 2020 年 5 月 | 1、落实国家新能源汽车购置相关财政支持政策。2021 年 1 月日至 2022 年 12 月 31 日，继续对购置的新能源汽车免征车辆购置税。 2、加快新能源汽车充电设施布局建设。三年内新建各类充电桩不少于 1.5 万台，2020 年内新增公共充电桩 4000 台。 |
| 广州 | 2020 年 3 月 | 提振汽车消费。2020 年 3 月至 12 月底，按照鼓励技术先进、安全可靠原则，在使用环节对个人消费者购买新能源汽车给予每车 1 万元综合性补贴。 |
| 合肥 | 2020 年 5 月 | 1、鼓励节能减排。整车生产企业新销售的新能源汽车（包括纯电动汽车、燃料电池汽车，下同），依据车辆年度实际运行碳减排情况给予一次性减排奖励，标准为乘用车、物流车、 |

| 省市及地区 | 时间 | 政策内容 |
|-------|------------|--|
| | | <p>客车减排每千克碳分别给予整车生产企业不高于 12 元、4 元、2 元的奖励（碳减排量按附件标准计算）。</p> <p>2、支持充换电设施运营。</p> <p>3、降低运营成本。对运营新能源汽车的单位用户，运营规模不少于 100 辆，且单车行驶里程达到 1 万公里的，对其新购置的新能源汽车给予 3000 元/辆的一次性运营奖励。对新购和使用新能源乘用车的个人用户，给予 2000 元的电费奖励。</p> <p>4、加快推广应用纯电动巡游出租汽车。</p> <p>5、优化使用环境。新能源汽车在政府投资建设的公共停车场（点）每天免费停 2 次，每次不超过 5 小时；在市区道路临时泊车位停车 2 小时内免费，超过 2 小时减半收费。</p> |
| 三亚 | 2020 年 4 月 | <p>1、充电基础设施目标与布局规划：近期目标（应用提升阶段）：2019-2020 年，在全市范围内大规模提升充电基础设施，到 2020 年底，全市累计建成不少于 1.22 万个充电桩（枪），累计建成充（换）电站 9 座，三亚市电动汽车充电基础设施框架网络成型。中期目标（普及应用阶段）：2021-2025 年，在全市范围内推动大规模普及充电基础设施，到 2025 年底全市累计建成不少于 5.89 万个充电桩（枪），累计建成充（换）电站 40 座，三亚市电动汽车充电基础设施主体网络成型。远期目标（全域覆盖阶段）：2026-2030 年，在全市范围内继续大规模建设充电基础设施，到 2030 年底全市累计建成不少于 16.43 万个充电桩（枪），累计建成充（换）电站 66 座。</p> <p>2、至 2020 年，全市需建设 9 座公共充（换）电站；至 2025 年，预计全市需累计建设 40 座充（换）电站；至 2030 年，预计全市需累计建设 66 座充（换）电站。</p> <p>3、到 2020 年全市私人电动汽车充电基础设施共建 9920 个（枪），到 2025 年全市私人电动汽车充电基础设施共配建 45970 个（枪），到 2030 年全市私人电动汽车充电基础设施共配建 129520 个（枪）。私人电动汽车充电基础设施以慢充为主。</p> |
| 南京 | 2020 年 4 月 | <p>新能源车辆广泛应用。建立以标准化城市配送车辆为主体的城市货运车辆体系，更新一批标准化、专业化、环保型运输与物流装备，新增新能源城市配送车辆占新增（更新）城市配送车辆的比例达 50%以上，加强充电基础设施建设，示范期末城市配送新能源纯电动货车与充电桩的配置比例达 2：1。</p> |
| 武汉 | 2020 年 5 月 | <p>自政策公布之日起至 12 月 31 日期间，燃油乘用车每辆车将按销售价格的 3%进行补贴，5000 元封顶；新能源乘用车每辆补贴 1 万元。</p> |
| 河北省 | 2020 年 4 月 | <p>1、任务目标：2020 年，全省推广应用新能源汽车最低 3 万辆（标准车），力争 5.5 万辆（标准车），累计推广新能源汽车 30 万辆（标准车）。全省公务用车领域新增或更换车辆选用新能源汽车比例逐步提高；更新或新增的公交车中，新能源公交车比例不低于 85%；石家庄市建成区公交车全部更换为新能源汽车。全省累计建成充电站 1970 座，充电桩 65625 个。</p> <p>2、提高公共服务领域新能源汽车占比。围绕物流车、邮政快递车、环卫车、出租车等领域，制定车辆更新计划，提高新能源汽车应用比例。推动 2022 京张冬奥会核心区新能源汽车全覆盖。</p> <p>3、完善使用环节便利政策体系。研究鼓励新能源汽车使用配套政策。</p> |
| 海南省 | 2020 年 5 月 | <p>新能源汽车综合奖励实行总额控制，奖励资金总额不超过人民币 1.5 亿元，奖励标准为每辆新能源汽车奖励人民币 1 万元，新能源汽车奖励总量不超过 1.5 万辆。</p> |

资料来源：各地方政府网站，华金证券研究所

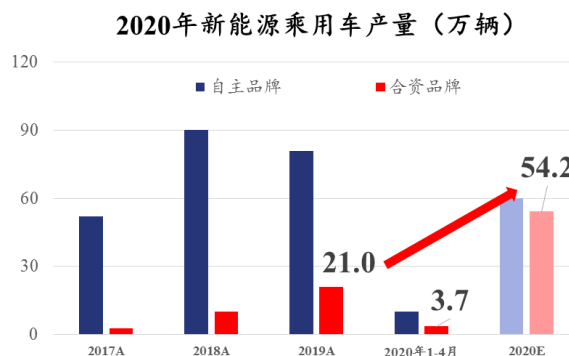
国内双积分延续，合资品牌压力较大：2019 年我国新能源车行业平均积分为 20.7%，其中自主品牌约 45%，合资品牌仅 5.5%。2019-2020 年积分合并考核，因此合资品牌需在 2020 年完成 12%的同时需弥补 2019 年的积分差额。2019 年合资品牌产销量约 21 万辆，按要求 2019-2020 年合资品牌总共需完成 75 万辆（ $1280 \times 10\% / 3.4 + 1100 \times 12\% / 3.5 = 75$ ），因此，2020 年需完成 54 万辆（ $75 - 21 = 54$ ），2020 年合资品牌车型的增量为 33 万辆（ $54 - 21 = 33$ ），集中在下半年释放。

图 22：新能源车积分情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

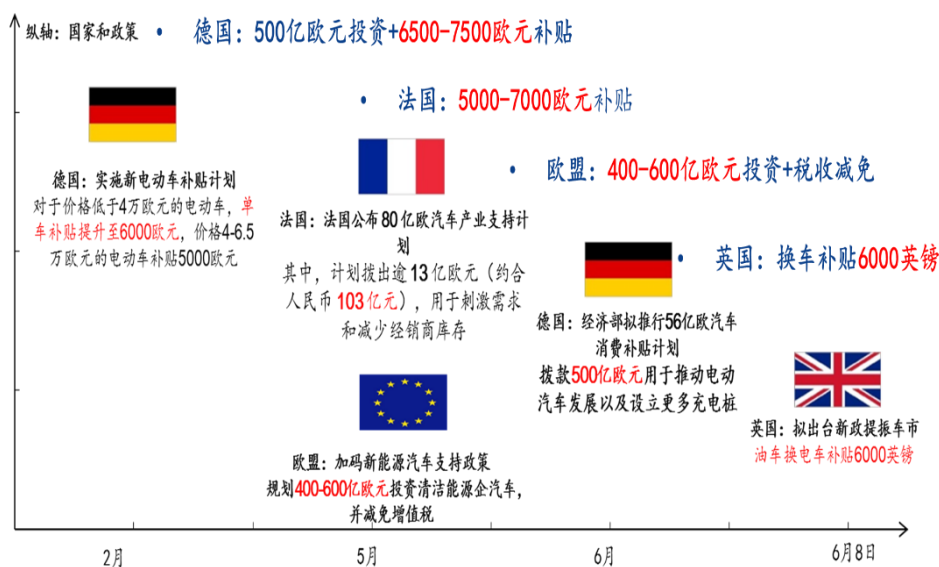
图 23：2020 年新能源乘用车产量（万辆）



资料来源：中汽协，华金证券研究所

欧洲电动车政策端继续加码，引领市场快速复苏。今年以来，欧洲为刺激经济，陆续推出新能源车补贴政策，促进新能源汽车发展。而且疫情后德国政府对新能源汽车补贴直接翻倍，BEV 总补贴达到 9000 欧元，PHEV 增加至 6750 欧元，并且追加电动化相关基建、公共领域等方面的投资。法国也表示投资 80 亿欧元用于支持汽车产业的发展，并计划法国新能源汽车产量未来五年增加至每年超过 100 万辆。并且欧盟也计划 400-600 亿欧元投资清洁汽车，并且计划减免增值税。

图 24：2020 年以来欧洲各国出台补贴政策



资料来源：盖世汽车，华金证券研究所

表 9：欧洲各国电动车补贴政策

| 国家 | 时间 | 政策内容 |
|----|------------|--|
| 德国 | 2020.02.17 | <p>1、对于价格低于 4 万欧元的电动车，单车补贴提升至 6000 欧元(原 4000 欧，提升 50%)，价格 4-6.5 万欧元的电动车补贴 5000 欧元(提升 25%)；</p> <p>2、对于插电混动，价格低于 4 万欧元的单车补贴提升至 4500 欧元(提升 50%)，4-6.5 万欧元的单车补贴提升至 3750 欧元(提升 25%)；</p> <p>3、如果二手电动车的使用时间不超过 12 月且总里程不超过 15,000 公里，也没有在其他的欧盟国家或地区获得类似的补贴，则纯电就可以得到 5,000 欧元，插混可得到 3,750 欧元；</p> <p>4、新的补贴政策追溯适用于 2019 年 11 月 5 日起注册的所有新电动车，政府和汽车制造商将均摊补贴费用。政府将提供 20.9 亿欧元用于补贴，补贴将延续至 2025 年底，或直至该预算用尽。</p> |
| 法国 | 2020.05.27 | <p>1、对于私人消费者购买电动汽车的国家补贴从 6000 欧元提高到 7000 欧元，商业客户购车也可获得 5000 欧元补贴；</p> <p>2、购买插电式混合动力车可获得 2000 欧元补贴；</p> <p>3、推动淘汰老旧车型，将以旧换新的奖励金额提高一倍。如果换购新一代的传统燃油车（含新车和二手车），可获得 3000 欧元补贴；如果换购的是纯电动汽车，则可获得 5000 欧元补贴。</p> <p>4、放宽了对于收入水平的要求，使得 75%的法国家庭可以参与以旧换新项目。</p> <p>5、电动汽车补贴和换购补贴可以叠加，消费者最高可获得 1.2 万欧元（约合人民币 9 万元）补贴。补贴有效期为 6 月 1 日到 12 月 31 日，数量限制为 20 万辆车。</p> |
| 欧盟 | 2020.05 | <p>1、提议建立全欧盟清洁汽车采购机制，在未来两年有望达到 200 亿欧元；</p> <p>2、规划 400 亿至 600 亿欧元清洁汽车投资动力系统方向；</p> <p>3、欧盟准备在充电系统的投资增加一倍，用于在 2025 年前建设 200 万个公用充电桩；</p> <p>4、计划对零排放车型免征增值税。</p> |
| 德国 | 2020.06.01 | <p>1、纯电补贴增加 1500 欧，即售价 4 万欧以内补贴由 0.6w 欧提升至 0.75w 欧，4-6.5 万欧的补贴由 0.5w 欧提升至 0.65w 欧；</p> <p>2、混动汽车补贴增加 750 欧，即售价 4 万欧以内补贴由 0.45w 提升至 0.53w 欧，4-6.5 万欧的补贴由 0.375w 欧提升至 0.45w 欧；</p> <p>3、传统汽车也可获得补贴，7.735 万欧元以内的传统汽车基本补贴为 0.25w 欧，低油耗车为 0.3w 欧元。补贴调整有效期至今年年底。</p> |
| 德国 | 2020.06.03 | 拟拨款 500 亿欧元用于推动电动汽车发展以及设立更多充电桩； |
| 英国 | 2020.06.08 | 拟出台新政提振车市，油车换电车补贴 6000 英镑。 |

资料来源：盖世汽车，华金证券研究所

1.2 供给端：特斯拉引领，全球车企加速电动化

特斯拉全球产能布局充分，各地工厂产能逐渐释放。特斯拉美国工厂年内还将新增 Model 3/Y 产能 10 万辆：特斯拉一季度报披露，美国加州工厂已有产能 49 万辆，包括 Model 3/Y 40 万辆+Model S&X 约 9 万辆，今年将扩建 Model 3/Y 产能 10 万辆，今年年底特斯拉中美两地产能将达 79 万辆。

表 10：特斯拉全球产能布局

| 特斯拉工厂 | 生产（组装） | 产能 |
|------------------|-------------------------------------|--|
| 加州福利蒙特 | Model S、Model X、 Model 3、Model Y | 49 万辆整车产能 (Model 3/Y 40 万辆+Model S&X 约 9 万辆) 2020 年新扩 10 万辆 Model 3/Y |
| 加州 Gigafactory 1 | 电池模块/电池组组装 | 2019 年底动力电池规划产能 35GWh |

| 特斯拉工厂 | 生产（组装） | 产能 |
|------------------|---------------------------------|----------------------|
| | （松下电芯） | 计划未来提高到 150GWh |
| 纽约 Gigafactory 2 | 太阳能屋顶瓦片和太阳能模块 | 光伏模块超 1GW |
| 上海 Gigafactory 3 | Model 3、Model Y 生产 | 产能已达到 20 万辆，远期 50 万辆 |
| 荷兰蒂尔堡 | Model S、Model X 组装 | — |
| 柏林 Gigafactory 4 | Model Y 生产 | 已经开始建设 |
| | | 负责电池及整车的生产，远期 50 万辆 |
| 英国 | Tech Web 报道正在给特斯拉寻找 37.2 万平方米场地 | |

资料来源：特斯拉官网，华金证券研究所

特斯拉上海工厂进度超预期，国内 Model 3/Y 出货有望达 15 万辆：2020 年特斯拉（上海一期）产能已经爬升至 20 万辆/年（4000 辆/周），二期已经开始建设，规划产能达 25 万辆/年。随着特斯拉国产化的顺利推进，生产规模进一步提升以及车辆开始交付，产业链会逐渐开始兑现利润。已经进入 Model 3 产业链中的供应商也将进入 Model Y 产业链中，国内特斯拉产业链将充分享受红利。

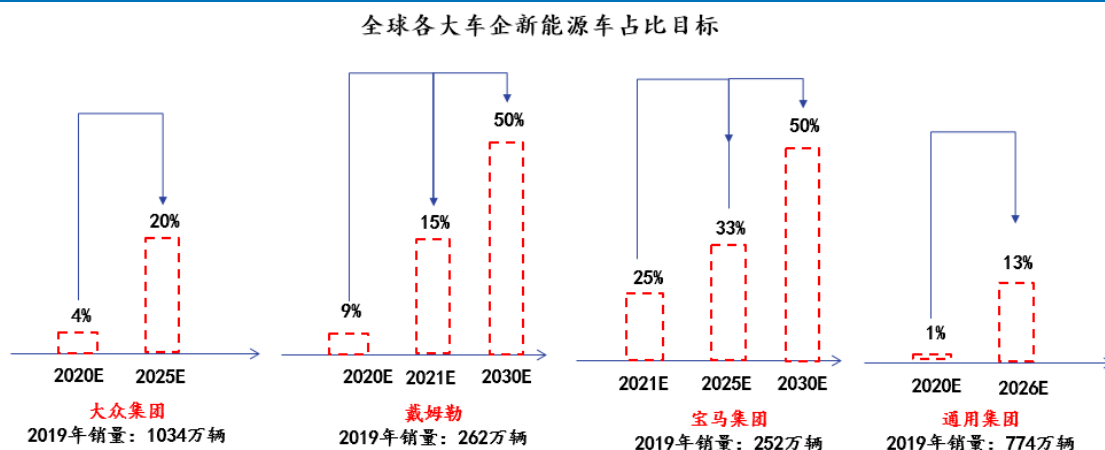
表 11：特斯拉上海产能持续超预期

| 特斯拉（上海工厂） | 2019Q4 | 2020H1 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 一期 Model 3/Y | | | | | | |
| 周产能（辆） | 1000 | 4000 | 4000 | 4000 | 4000 | 4000 |
| 年产能（万辆） | 5.2 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 二期 Model Y 年 | | | | | | |
| 产能（万辆） | — | — | — | 5 | 15 | 25 |
| 总产能（万辆） | 5.2 | 20 | 20 | 25 | 35 | 45 |
| 产量（万辆） | 0.2 | 6 | 15 | 20 | 30 | 40 |

资料来源：特斯拉官网，华金证券研究所（特斯拉二期爬坡节奏为估计值）

全球各大车企均开始加速布局新能源汽车。大众计划 2025 年新能源车销售渗透率达 20%：大众规划 2020 年电动车占比 4%，预计约 40 万辆，2025 年电动车占比 20%，约 300 万辆。奔驰、宝马计划到 2030 年新能源汽车渗透率达到 50%，通用、丰田等各大车企均制定了中长期新能源车渗透率目标。

图 25：全球各大车企新能源车占比目标



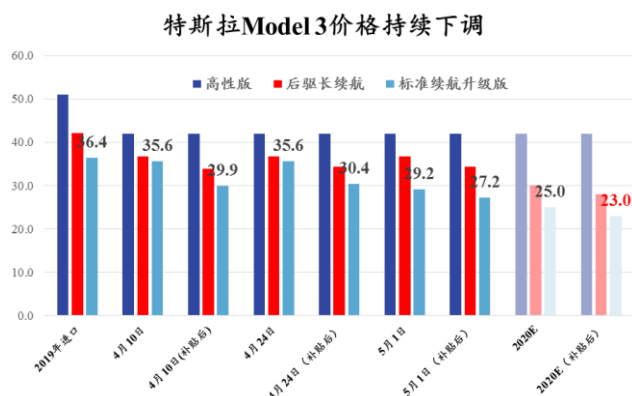
资料来源：车企官网，华金证券研究所（通用集团是根据销量目标估算占比）

1.3 需求端：特斯拉降价，销量或再超预期

特斯拉 Model 3 有望持续下调价格：Model 3 标准版自 2019 年 12 月进入工信部推荐名录以来 3 次调价，分别与补贴退坡及限制政策有关。2020 年特斯拉 Model3 开始国产，标准续航升级版车型价格持续下调，目前补贴后售价约 27.2 万元。目前铁锂版本 Model 3 也已经进入目录，预计年底 Model 3 补贴后售价将进入 20-25 万元的区间。

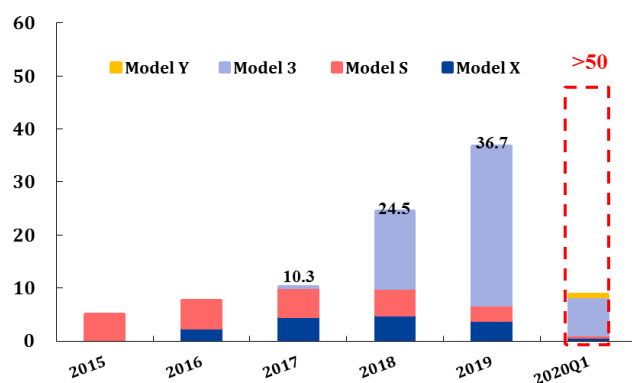
特斯拉 Q1 产销量超预期，5 月国内销售 1.1 万辆环比增长 205%：特斯拉 Q1 产量 10.3 万辆，全球交付约 8.8 万辆（+33%）；Q1 特斯拉销量达 8.85 万辆，同比+40%，超市场预期 7.8 万辆。其中 Model 3 和 Model Y 合计交付量达 7.63 万辆，同比+50%。Model Y 于 3 月开始在美国市场率先交付，将成为 2020 年重要的增量车型。5 月 Model3 国内销售 1.1 万辆，环比大幅增长超市场预期，降价后有望继续超预期。

图 26：特斯拉 Model 3 价格持续下调



资料来源：特斯拉官网，华金证券研究所

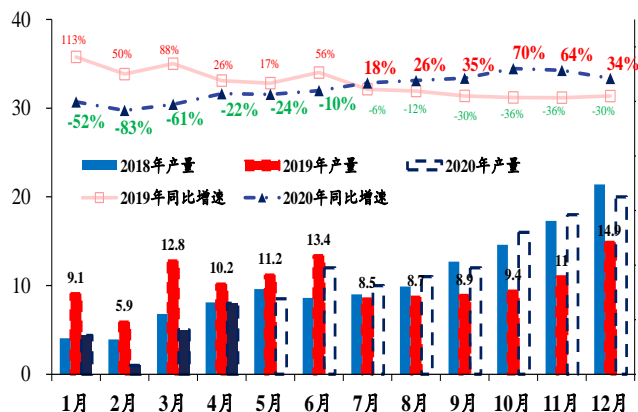
图 27：特斯拉销量（万辆）



资料来源：特斯拉官网，华金证券研究所

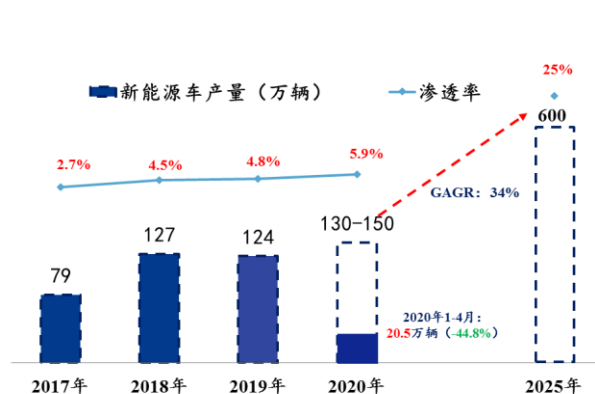
2020 年国内新能源车月产销量持续下滑，Q3 增速有望转正。2020 年 1-5 月新能源汽车产销完成 29.5 万辆和 28.9 万辆，同比分别下降 39.7%和 38.7%。5 月新能源汽车销量 8.2 万辆，同比 23.5%，降幅收窄 3 个百分点，伴随多地补贴政策落地以及牌照开放，预计 Q3 增速将转正。

图 28：我国新能源汽车产销量 Q3 增速有望转正



资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 29：新能源车产量（万辆）及渗透率



资料来源：中汽协，华金证券研究所

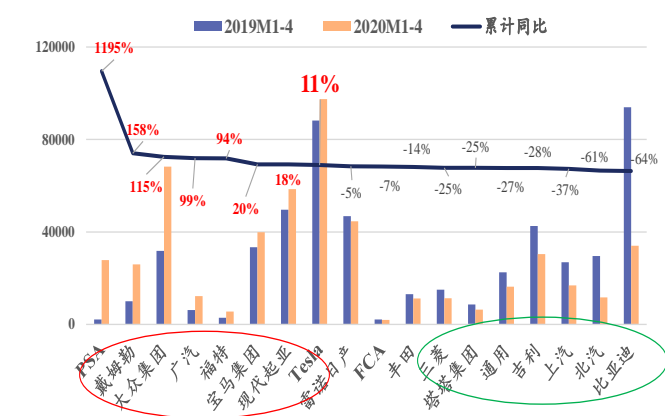
预计 2020 年国内新能源车产销量达 130-150 万辆，2025 年产销量有望达 600 万辆：今年受疫情影响，上半年新能源车销售持续低迷，全年新能源车销量预期下调至 130-150 万辆，基

于 2025 年 25% 的渗透率目标，预计 2025 年我国新能源车产销量达 600 万辆，年均复合增速 34%。

从全球车企来看，多数国外品牌新能源汽车销量实现正增长。排名位于前几位的车企如雪铁龙、戴姆勒、大众集团新能源车产销量增速超 100%，而国内车企新能源车如上汽、北汽、比亚迪等产销量均下滑。

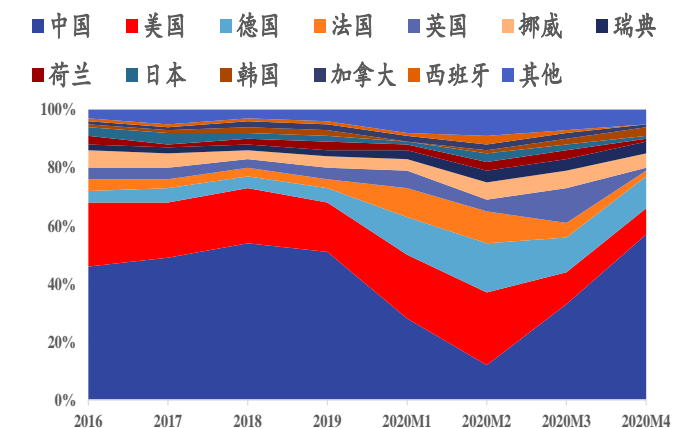
分地区来看，欧洲地区新能源车销量高增长，4 月我国开始恢复。欧洲在实施严苛碳排放政策同时辅以补贴、免增值税以及加大基础设施投资等刺激政策，电动车销量得到有利支撑。4 月份疫情的全球扩散的影响开始显现，欧洲地区新能源车销量下降，导致全球新能源车月度销量下降。随疫情好转，4 月份我国新能源车已经开始复苏，欧洲地区全年产销量也仍有望超预期。

图 30：全球各大车企 2020 年 1-4 月新能源车销量（万辆）



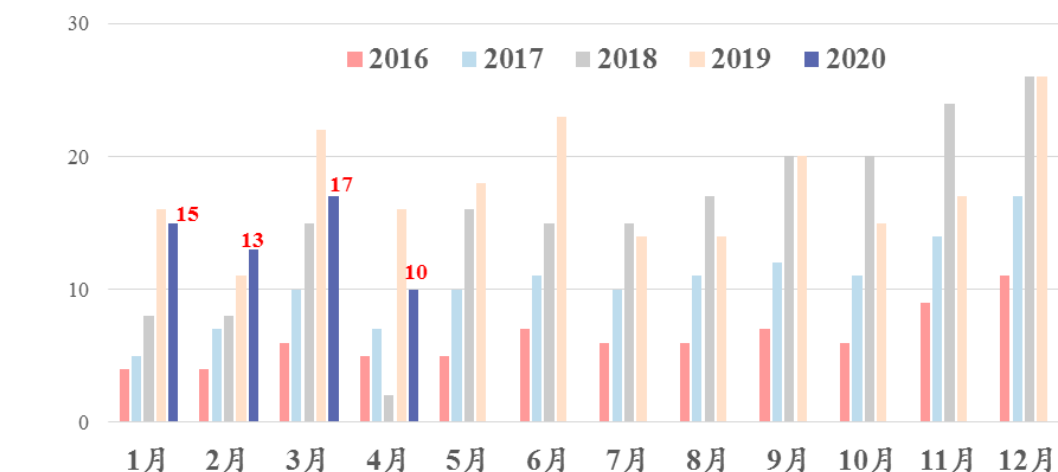
资料来源：InsideEV，华金证券研究所

图 31：全球新能源车销量（万辆）



资料来源：InsideEV，华金证券研究所

图 32：全球新能源车月度销量



资料来源：EV-Volumes，华金证券研究所

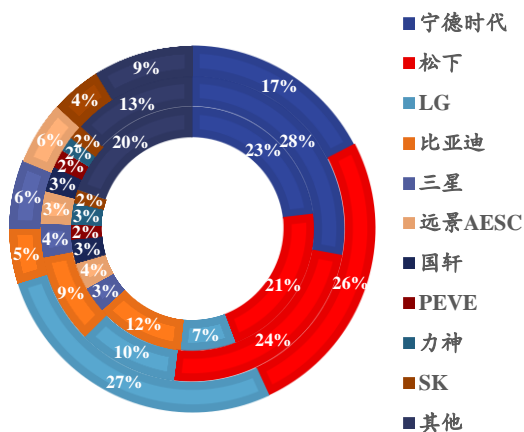
（二）动力电池行业格局未变，整车资本逐渐进入

2.1 动力电池有望成为核心资产，锁定特斯拉供应链

受益于欧洲车企放量，松下和 LG 化学 Q1 动力电池全球市占率大幅提升。根据 SNE 数据，2020 年全球动力电池企业中 LG 化学、松下、宁德时代分别位列前三，市占率分别为 27%、27%、17%，其中，LG 化学的市占率大幅提升主要是受益于欧洲车企新能源车放量，而宁德时代市占率有所下降主要是受我国新能源车产销量同比大幅下降所致。

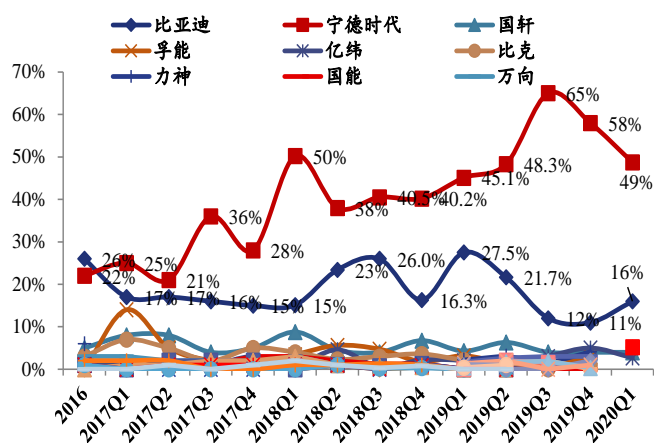
2020Q1 国内动力电池双寡头格局不变，关注 LG 化学的放量。2019 年宁德时代市占率达到 52%，和比亚迪构成双寡头格局。从国内季度数据来看，宁德时代市占率出现略有下滑的迹象，其中 LG 化学市占率出现增长势头。整体来看，宁德时代和比亚迪双寡头格局不变，下半年我国新能源车销量恢复后，以及铁锂版 Model 3 的放量，宁德时代市占率将继续稳居全球榜首。

图 33：2018-2020 年 Q1 动力电池行业格局



资料来源：SNE，华金证券研究所

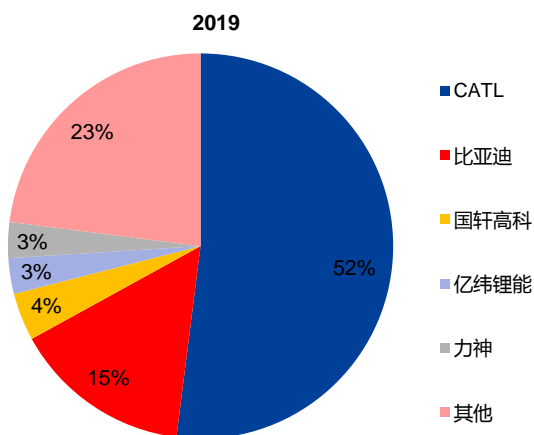
图 34：2019 年-2020 年 Q1 国内动力电池行业格局



资料来源：乘联会，CAEV，华金证券研究所

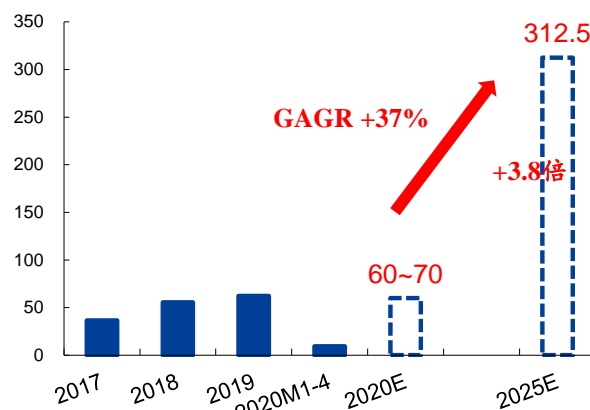
2025 年动力电池需求 312.5GW，年均复合增长 37%。按政策预期 2025 年 20%的新能源车渗透率测算，预计 2025 年新能源乘用车产量 625 万辆计算，预计 2025 年动力电池总需求 312.5GWh，未来 5 年年均复合增长率为 37%。

图 35：2019 年动力电池行业格局



资料来源：GGII，华金证券研究所

图 36：2025 年动力电池年均复合增长 37%



资料来源：GGII，华金证券研究所

由于动力电池占比新能源车成本比例较大，且直接和新能源车安全性相关。整车在规模放量新能源车之前，势必考虑供应链安全问题。今年以来外资车厂控股参股或者与电芯厂商合资的趋势越发明显。

1、**大众集团**海外入股 **Northvolt**，国内成为国轩高科第一大股东。据 Inside-EV 报道，大众与电池制造商 **Northvolt** 成立的合资企业正在稳步推进其生产业务，预计将于 2024 年初在萨尔茨吉特开始生产锂离子电池。大众的初始投资约为 4.5 亿欧元，初始生产目标为每年 16GWh，这仅占大众汽车集团 2025 年以后欧洲汽车电池市场预期需求的十分之一。欧洲汽车电池需求超过 150GWh，其余电池份额将由其他供应商例如 LG、三星、SK Innovation、CATL 等提供。在国内，2020 年 5 月 29 日，国轩高科发布公告称，已与大众签署股份认购协议，股票募集资金发行完成后，大众将持股 26.47%，为国轩高科第一大股东。

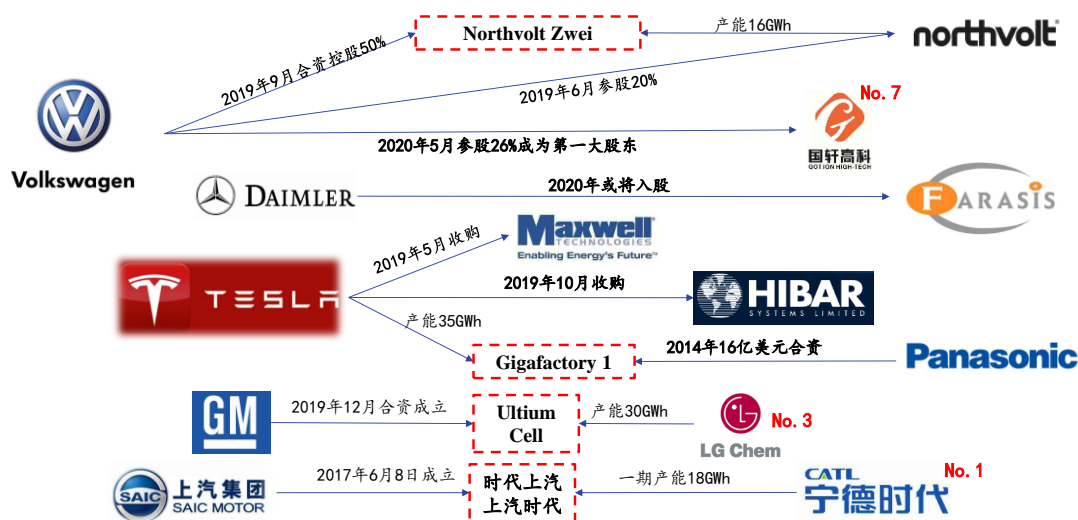
3、**特斯拉** 2019 年 5 月，针对 **Maxwell** 公司的所有流通股的交换要约已经成功完成。2019 年 10 月，据 Electrek 网站报道，特斯拉悄悄收购了加拿大一家电池制造和工程公司 “Hibar Systems”。在加拿大联邦登记处的正式文件中，特斯拉已将 “Hibar Systems” 列为其子公司。特斯拉在放量之初与松下在北美建立合资电芯厂商，而未来可能主要以自产电芯为主。

4、**通用汽车** 已于 4 月与 **LG 化学** 合建电池工厂 **Ultium cell** 注资 3529 万美元。去年 12 月，LG 化学与通用宣布，双方拟斥资 23 亿美元成立一家电池合资公司——**Ultium Cells LLC**，该公司计划今年年中启动动力电池工厂建设，2022 年年底建成投产，规划产能为 30GWh。

5、**吉利汽车** 2019 年 6 月与 **LG 化学** 合作成立合资电池公司，双方各控股 50%。新公司计划建设一座年产能 10GWh 的动力电池工厂，计划于 2021 年年底建成投产。

6、**上汽集团** 2017 年与宁德时代合资成立时代上汽动力电池有限公司，注册资本 20 亿元。上汽管理拟持股 49%，宁德时代拟持股 51%。二者还合资成立了上汽时代动力电池系统有限公司，注册资本为人民币 3 亿元。上汽管理拟持股 51%，宁德时代拟持股 49%。合资公司将主要从事动力电池模块和系统的开发、生产及销售。

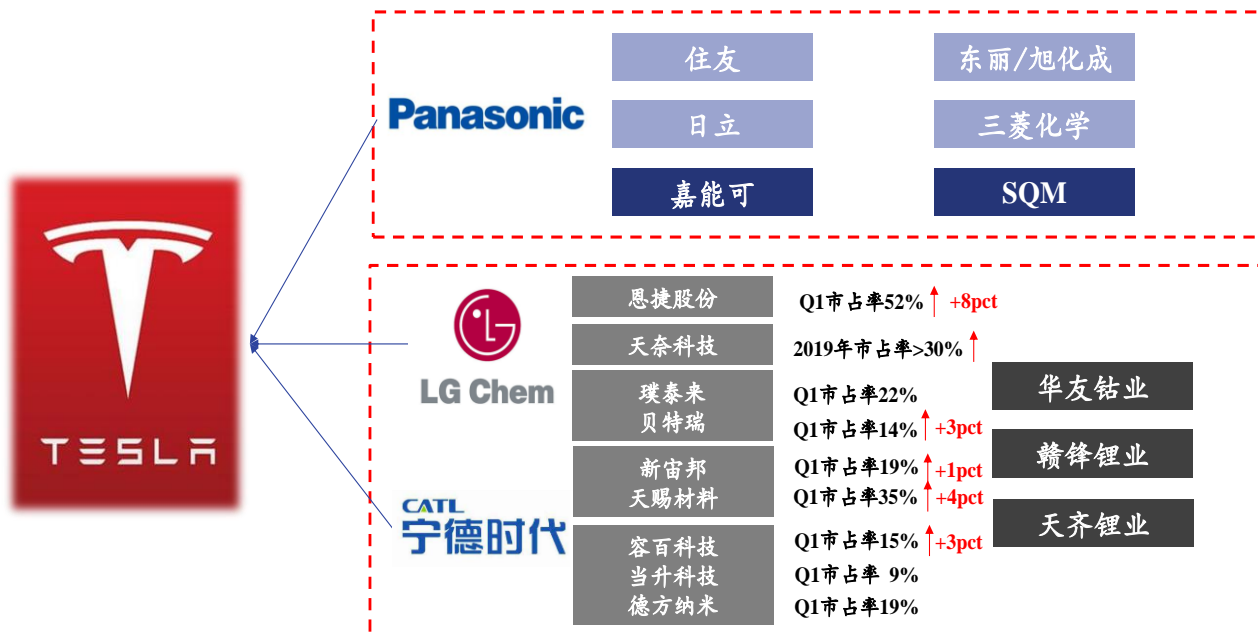
图 37：整车资本进入动力电池行业



资料来源：wind 新闻，华金证券研究所

外资进入后有望推升锂电产业链的资产价格，行业竞争或继续加剧，拥有核心技术和核心客户的子行业龙头有望“剩”出。整车厂商未来自建电芯产能，大概率仍是在现有的电芯核心原材料供应商格局的基础上进行筛选，国内已进入 LG 和宁德时代供应链的标的值得重点关注。

图 38：特斯拉产业链



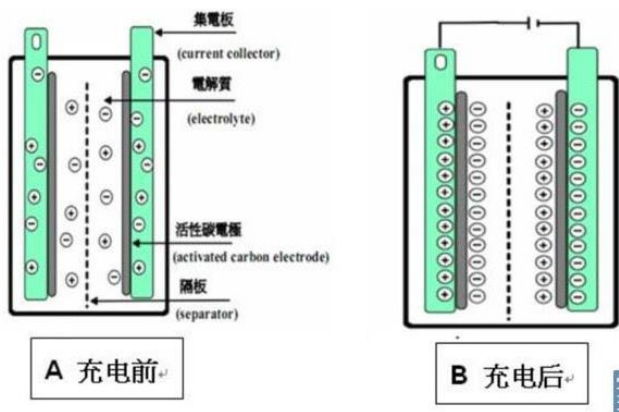
资料来源：高工锂电，华金证券研究所整理

2.1 动力电池工艺新技术值得关注（超级电容+预锂化+干法电极）

1、超级电容器

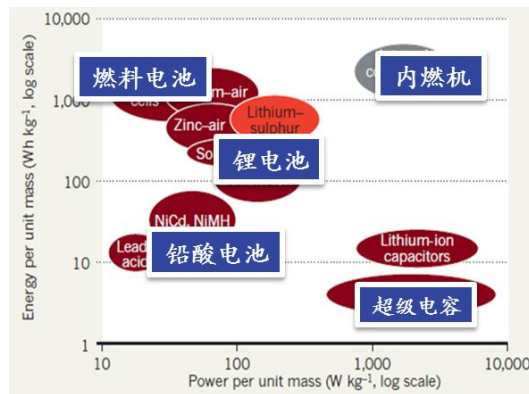
超级电容器主要是通过物理吸附的方式储能：超级电容器是通过电极与电解质之间形成的界面双层来存储能量的新型元器件。当电极与电解液接触时，由于库仑力、分子间力及原子间力的作用，使固液界面出现稳定和符号相反的双层电荷，称其为界面双层。**超级电容器的优势在于功率能量密度较高、循环寿命长、工作温度范围宽。超级电容器能够与锂电池形成良好的互补效应，达到替代内燃机的效果。**

图 39：超级电容器原理



资料来源：第一电动，华金证券研究所

图 40：超级电容器性能特征



资料来源：第一电动，华金证券研究所整理

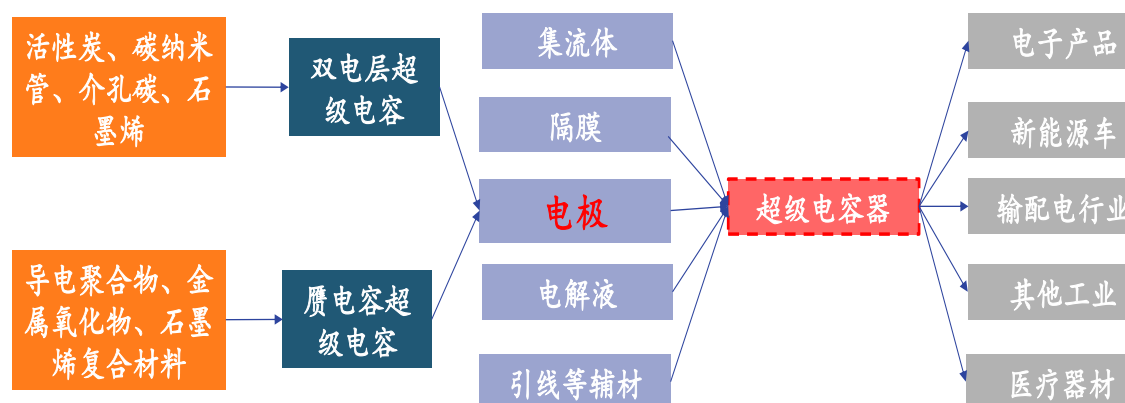
表 12：超级电容器和锂电池的区别

| | 超级电容器 | 锂离子电池 |
|--------------|------------|-----------|
| 循环寿命 | 50 万-100 万 | 1000-5000 |
| 充电时间 | 几秒钟-几分钟 | 大于 0.5 小时 |
| 工作电流 | 极高 | 中等 |
| 电压 | <2.7V | 3.4-4.5V |
| 能量密度 (wh/kg) | <10 | 120-320 |
| 功率密度 (W/kg) | 1000-10000 | <1000 |
| 工作温度 | -40℃~+80℃ | -20℃~+60℃ |
| 工作原理 | 物理吸附 | 化学反应 |

资料来源：第一电动，高工锂电，华金证券研究所整理

超级电容器主要由集流体、隔膜、电极、电解液、引线等辅材组成。市场上主流是双电层超级电容，其核心电极部分主要是有活性炭、碳纳米管、介孔碳、石墨烯等碳材料，对应的碳材料标的有天奈科技、道氏技术。

图 41：超级电容主要构成



资料来源：第一电动，华金证券研究所

2、干法电极

干法电极是制备锂电池电极的一种新工艺，与湿法相比，干法是直接把材料在挤压设备中混合后喷涂在电极片上，能够省去溶剂的混合烘干涂布的过程，电极制备的工艺流程和生产效率能够大幅提升。

图 42：干发电极工艺特征

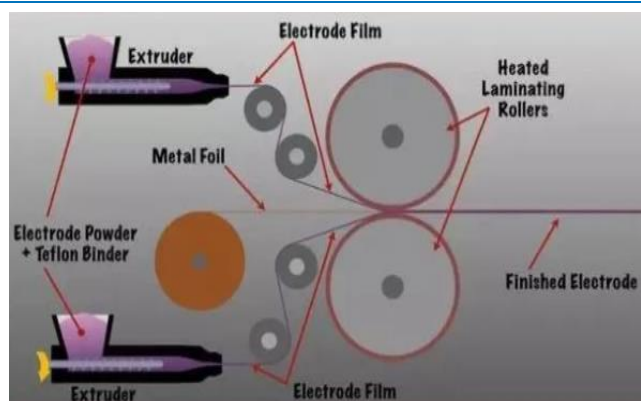
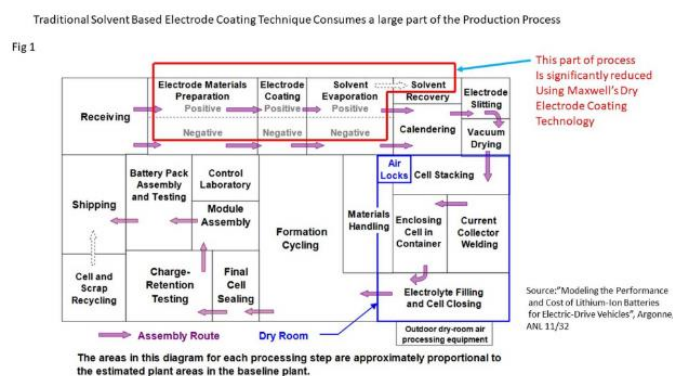


图 43：干法电极与湿法电极的工艺区别

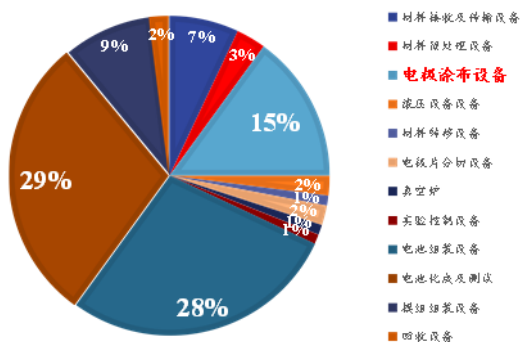


资料来源: InsideEV, 华金证券研究所

资料来源: InsideEV, 华金证券研究所

干法电极工艺能够降低投资成本，提升电芯能量密度。干法电极能够省去涂布设备成本，大约占比总设备成本的 15%。由于干法制备的电极单位面积的材料载量能够提升，因此能够提升电芯的能量密度至 300Wh/kg 以上，可能是提升至 500Wh/kg 的路线。由于压实密度更高，材料与电极结合的更加紧密，能够有效提升电池使用寿命。由于干法流程不使用溶剂，具有环保的特点。干法电极的难点在于对材料的均一性和导电剂有更高的要求，量产具有较高的工艺壁垒。

图 44: 干法电极能够省去涂布设备成本



资料来源: InsideEV, 华金证券研究所

图 45: 干法电极优势



资料来源: InsideEV, 华金证券研究所

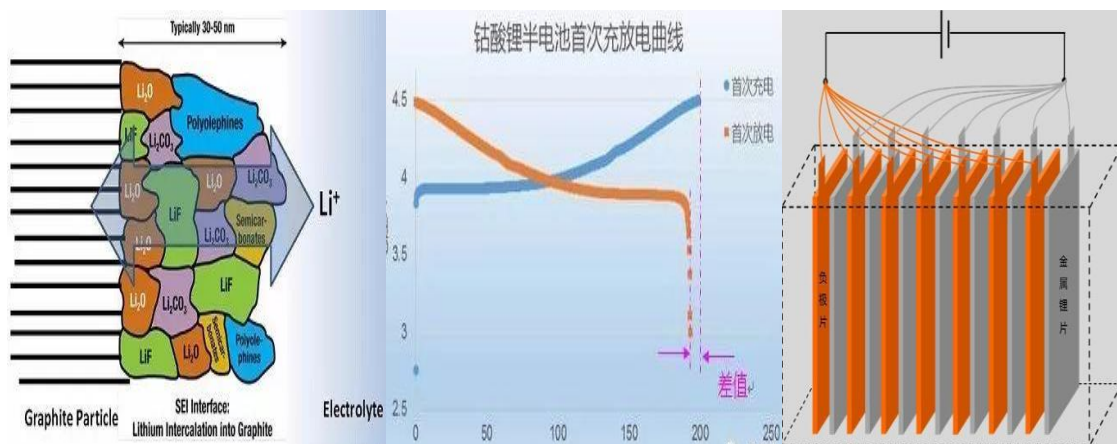
3、预锂化

预锂化能够提升电池的库伦效率。锂电池首次充放电时都会形成 SEI 膜，正极的锂离子被不可逆的消耗。为了减小这种消耗，主要可以通过预锂化减弱该效应，预锂化能够有效提高电池的可逆比容量，达到提升能量密度的作用。

主流的 3 种预锂化方法：1、负极补锂，主要是惰性金属 Li 粉，金属 Li 箔；2、正极补 Li，主要是一些含 Li 氧化物，例如 Li_5FeO_4 等；3、第三电极补锂，通过负极与第三电极（例如金属 Li 电极，高容量含 Li 氧化物电极）之间的充放电达到补锂的目的。

预锂化主要以金属锂为原材料，关注金属锂龙头：赣锋锂业、天齐锂业

图 46: 预锂化技术



资料来源：第一电动，华金证券研究所

三、重点推荐及关注标的

(一) 中国重汽

推荐逻辑：

(1) **国内重卡龙头企业之一，销量排名稳居前三：**2020 年 1-5 月中国重汽重卡累计销量为 9.8 万辆，市占率为 15.3%，排名第三。重卡行业市场集中度一直维持于高位，2010 年-2019 年，我国重卡行业 CR5 一直维持在 82%-83%，CR8 从 2010 年的 92% 提升到 2019 年的 94%，这表示重卡行业销量被前八大厂商占有，头部企业有较高优势，公司重卡销量将受益于行业集中度的提升。

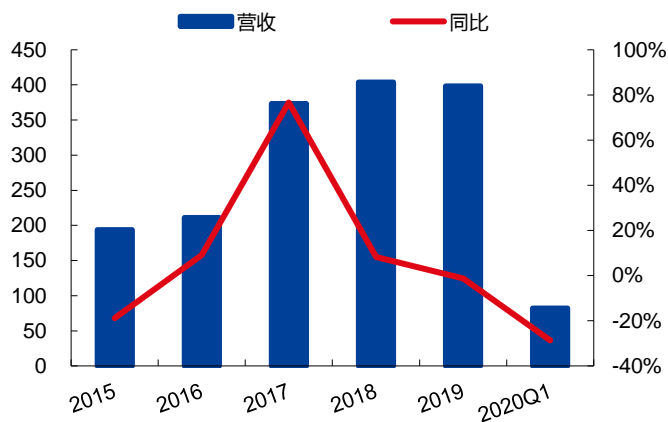
(2) **业绩保持稳健，降本增效成果已现：**2019 年公司营收水平下降 1.33%，但归母净利润同比增长 35.16%，净利润增幅高于收入增幅，公司的盈利能力进一步增强。公司 2019 年公司毛利率为 10.50%，相较于 2018 年的 8.86% 增长了 1.64 个百分点；2019 年净利率为 3.99%，相较于 2018 年的 3.00% 增长了 0.99 个百分点，降本增效改革成果显现。

(3) **“国三柴油重卡加速淘汰+基建发力”双重因素支撑重卡行业高景气度：**中央采取以奖代补，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车。北京、宁波、杭州、南京和温州等地已经出台了不同程度的补贴政策，各地补贴金额由 1 万元到 4.7 万元不等，我国三重卡淘汰进入最后冲刺阶段。同时，政府工作报告明确，今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，引导地方政府基建投资，基建发力将直接促进工程重卡销量的增长。

投资建议：我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 2.10 元、2.23 元和 2.45 元。净资产收益率分别为 19.7%、17.9% 和 16.9%。维持公司“买入-A”投资评级。

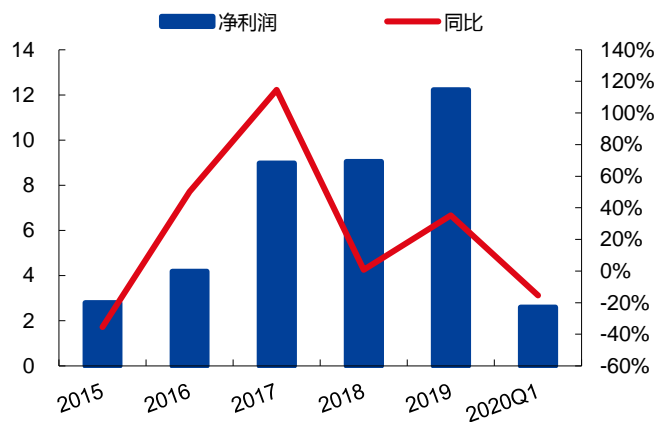
风险提示：重卡行业产销量增长低于预期；国三重卡淘汰进度晚于预期。

图 47：公司近 5 年营收及同比增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 48：公司近 5 年净利润及同比增速



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）三花智控（关注）

推荐逻辑：

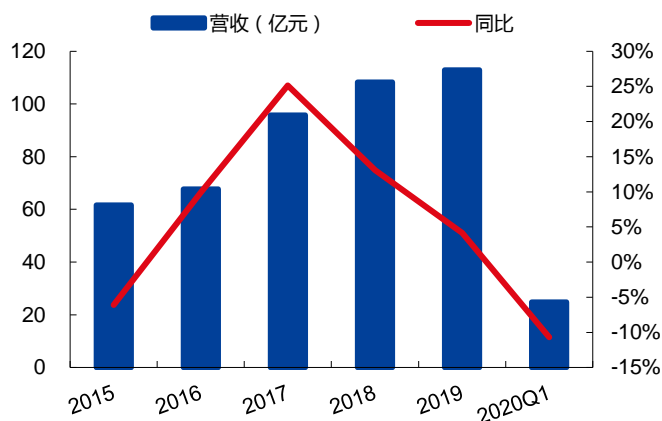
（1）**制冷部件龙头企业，各业务之间协同发展：**公司成立三十年来一直专注于生产和研发热冷转换、智能控制的环境热管理核心零部件。公司依托制冷技术的优势，拓展了业务范围，公司现有业务包括汽车空调及热管理、微通道换热器以及洗碗机零配件等业务。公司业务多元化，但是主要核心技术仍然是制冷技术，依托制冷技术各业务之间可以协同发展。

（2）**汽零资产强势注入公司，新能源热管理业务打开公司长期成长空间：**未来新能源汽车的销量将迎来高速增长阶段。而且传统燃油汽车的热管理系统单车价值约为 2,000-3,000 元左右，新能源汽车热管理系统的单车价值量能够达到 6,000-8,000 元，是传统汽车价值量的 3 倍，公司有望凭借产品组合优势继续提升产品价值量。汽零产品的客户质量优质，现在已相继成为特斯拉、沃尔沃、戴姆勒、比亚迪、吉利、蔚来汽车等新能源汽车厂商的一级供应商，现有的新能源订单业务也会集中在 2020 年开始放量。

（3）**公司传统制冷业务市占率第一，业绩增长稳健：**公司的主要阀类产品截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀市占率全球第一，分别达到 35%、66%和 58%。三花微通道因其特有的优势，市占率达到 45%，位居全球第一。我国洗碗机普及率较低，但是随着人口老龄化以及年轻一代对生活品质的追求，普及率有望提升，亚威科业务有着较大的成长空间。

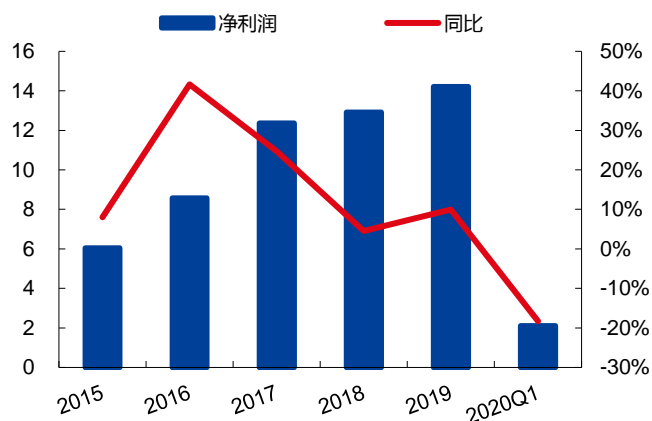
风险提示：新能源热管理业务发展不及预期，空调行业回暖不及预期，原材料价格上涨风险，特斯拉销量不及预期。

图 49：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 50：公司近 5 年净利润及增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

（三）宁德时代

推荐逻辑：

（1）**动力电池独角兽，7年登顶全球第一位**：宁德时代成立于2011年，在过去7年间公司随我国新能源汽车产业高速发展，根据招股说明书，公司2017年动力电池系统销量11.84GWh，首次超越松下成为动力电池行业全球第一。同时，公司已经进入宝马、大众等国际一流整车企业的供应体系，优质客户资源丰富。

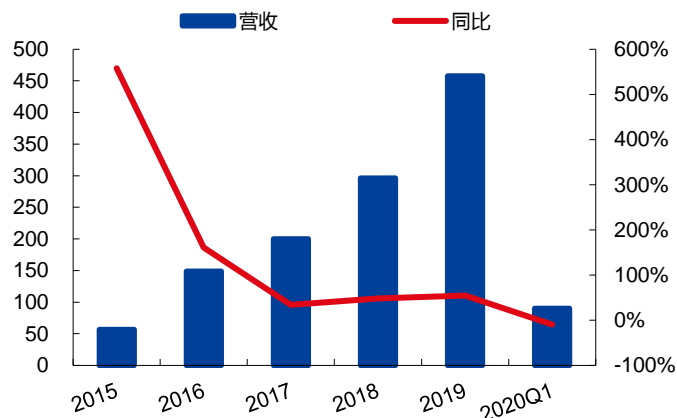
（2）**各业务保持稳健增长，市占率提升明显**：公司2019年动力电池系统实现销售40.3GWh，同比增长90%；毛利率28.5%，同比下滑5.7pct。动力电池系统均价0.96元/Wh，同比下降17%，平均成本0.69元/Wh，同比下降10%。2019年公司动力电池国内市占率提升至51%，同比增加10pct左右。

（3）**研发投入持续加强，费用管控能力进一步优化，盈利能力有望提升**：2019年研发投入29.9亿元，同比增长50%。公司持续加强研发投入，截至2019年底，公司共拥有2369项境内专利及115项境外专利，分别同比增长46%和203%。公司2019年三项费用率合计13.5%，同比下降2.3pct，其中管理费用率和财务费用率分别同比下降1.4pct、0.8pct。

投资建议：我们公司预测2020年至2022年每股收益分别为2.39、3.08和3.85元。净资产收益率分别为12.2%、13.6%和14.5%，维持公司“增持-A”投资评级。

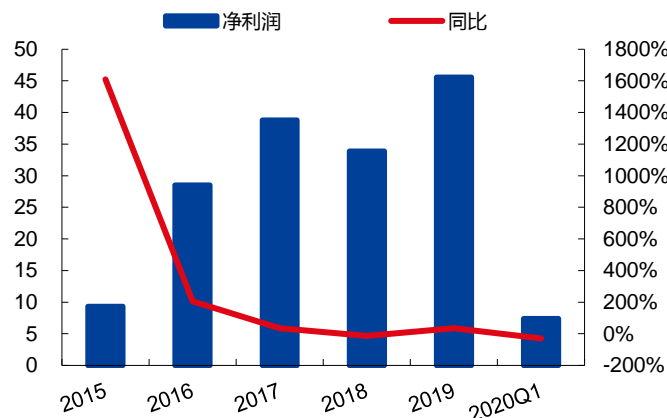
风险提示：新能源汽车需求恢复不及预期。

图 51：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 52：公司近 5 年净利润及增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

（四）恩捷股份

推荐逻辑：

（1）公司隔膜出货量全球第一，湿法隔膜产能加速扩张，毛利率有望高位维持：2019 年上海恩捷营收 19.5 亿元，同比增长 46%，净利润 8.6 亿元，同比增长 35%。其中珠海恩捷营收 10.6 亿元，净利润 3.8 亿元，分别同比增长 197%和 242%。2019 年湿法隔膜出货超 8 亿平，同比增长 71%+，平均单价（不含税）约 2.4 元/平，同比下降 14%左右。截至 2019 年底，公司湿法锂电池隔膜年产能 23 亿平，较去年增长 10 亿平。随着珠海、无锡、江西新产线的投产，预计到 2020 年底公司产能有望达到 33 亿平。

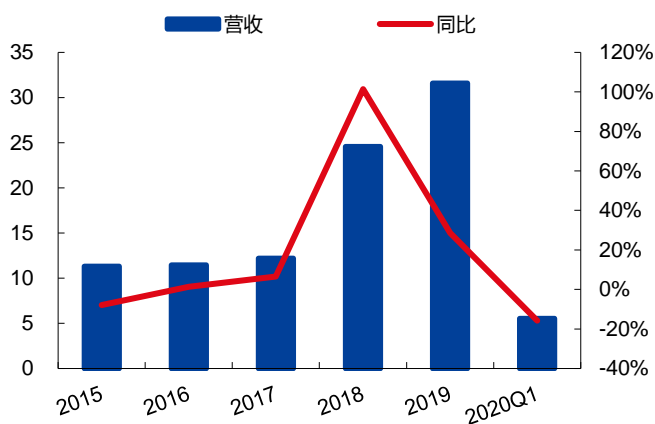
（2）研发投入加强，继续保持产品优势，客户结构优秀：公司 2019 年研发投入 1.55 亿元，同比增长 60%，研发费用率 4.90%，同比增加 0.97pct。公司在隔膜品质以及新产品开发方面持续投入，目前共有专利 183 项，另有 219 项专利申请中。公司 2019 年三费合计 4.44 亿元，同比增长 36%，三项费用率 14.1%，同比增长 0.8pct。公司隔膜产品一致性高、安全稳定，受到下游锂电龙头企业的认可，客户包括松下、三星、LG 化学等海外龙头，以及国内宁德时代，比亚迪，国轩，孚能，力神等 20 多家企业。

（3）一季度实现并表捷力和东航广电，继续完善公司隔膜板块布局：公司 3 月发布公告，收购苏州捷力 100%股权和东航广电 70%股权已完成工商登记变更，预计一季度将实现并表。捷力为市占率第二的湿法隔膜龙头，产能约 4.2 亿平，有优质消费电子客户资源，可与公司实现强强联手。东航光电主要产品为 16-60μm 干法单拉隔膜，应用于储能和动力电池中，本次收购将进一步完善公司隔膜板块布局。

投资建议：我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.40、1.77 和 2.23 元。净资产收益率分别为 20.5%、22.3% 和 23.6%，维持公司“买入-A”投资评级。

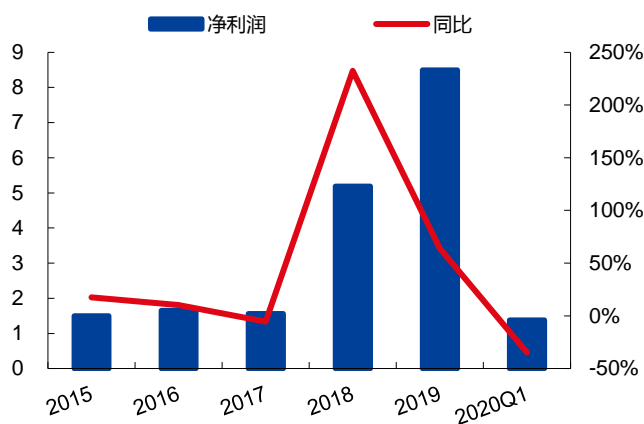
风险提示：新能源车销量不及预期，隔膜产品价格下跌超预期。

图 53：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 54：公司近 5 年净利润及增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

（五）赣锋锂业

推荐逻辑：

（1）**扩增产能如期释放，氢氧化锂产能持续提升，金属锂产能全球第一：**公司目前碳酸锂产能 4.1 万吨，氢氧化锂产能 3.1 万吨，金属锂产能 1600 吨。2019 年碳酸锂、氢氧化锂、金属锂产量分别为 2.3 万吨、2.4 万吨、1435 吨，分别同比+42%、+62%、-6%。另外公司新余 5 万吨氢氧化锂产线预计将于 2020 年投产，有望为公司增厚利润。

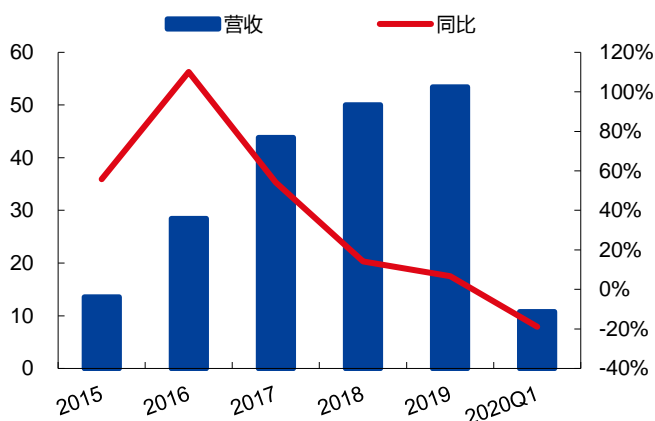
（2）**与全球一线电池厂及整车厂建立战略合作关系，客户资源优质：**公司在中国及全球建立了稳定多元的蓝筹客户资源，目前已进入特斯拉、宝马、大众、LG 化学等行业龙头产业链。根据合同内容，2020 年特斯拉采购量为公司当年氢氧化锂产能的 20%；2019 年起未来十年将向大众及其供应商供应锂产品；2018 年至 2023 年向宝马供货商供应锂产品；2019 年至 2025 年向 LG 化学供应氢氧化锂。

（3）**锁定上游优质锂矿，巩固公司行业优势地位：**借助产业链垂直优势，公司在西澳的锂矿项目 Mount Marion 目前运行良好，促使公司继续加码上游优质锂矿资产。根据公司公告，上海赣锋通过收购 Bacanora 公司 29.99% 股权及其旗下锂黏土项目 Sonora 公司 22.5% 股权，取得了 Sonora 项目一期每年 50%、二期每年 75% 的锂产品包销权，进一步巩固公司在锂矿核心资源方面的优势地位。

投资建议：我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.67、0.91 和 1.05 元。净资产收益率分别为 9.7%、12.1% 和 12.7%，维持公司“买入-B”投资评级。

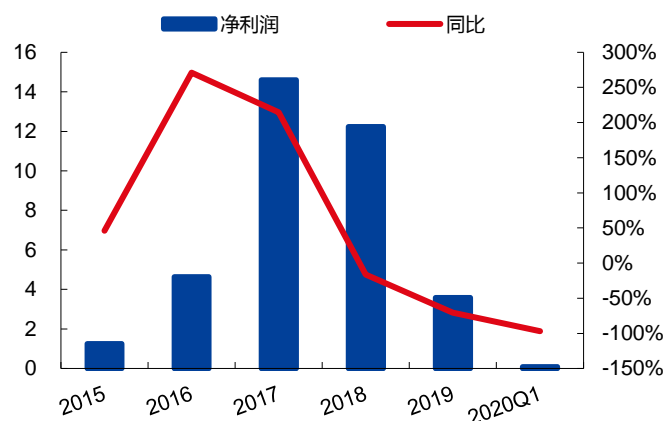
风险提示：全球新能源汽车需求恢复不及预期；产业链价格下滑超预期。

图 55：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 56：公司近 5 年净利润及增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

（六）华友钴业

推荐逻辑：

（1）**钴产品市占率国内第一，铜镍资源开发有序推进**：2019 年公司钴产品产量 28305 吨（含受托加工 4,998 吨），同比增长 16%；销量 24651 吨，同比增长 13%。2019 年铜产品实现营收 26.3 亿元，同比增加 67.2%，实现毛利率 32.5%，同比增加 9.2pct，实现铜产品产量 71376 吨，同比增长 84%；销量 66361 吨，同比增长 76%。铜产品吨收入约 4 万元，吨毛利约 1.3 万元，同比增长约 0.3 万元/吨。公司铜业务高增长，主要受益于 PE527 鲁库尼矿新增的 3 万吨/年电积铜项目的投产，2019 年底公司衢州基地、CDM 和 Mikas 合计铜产能已达 11.1 万吨/年。

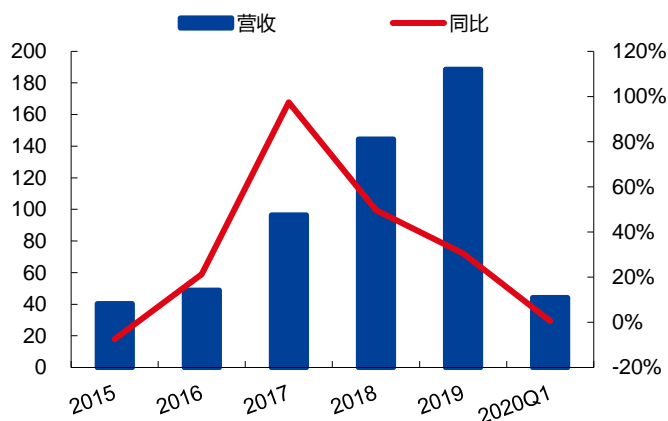
（2）**三元前驱体如期推进，已进入 LG 化学、CATL、浦项供应链，2020 年公司前驱体有望大幅增长**：2019 年三元前驱体实现营收 11.5 亿元，同比减少 17.5%，实现毛利率 15.9%，同比减少 6.0pct，但是相较上半年增加 9.2pct。三元前驱体产品产销量分别达到 13164 吨和 14111 吨，产销同比均稳定增长。2019 年底公司合计拥有前驱体产能 5 万吨（部分产能 在建设 和 认证中）。公司核心产品 N65 系列成为韩国浦项唯一供应商，已签订超 7.6 万吨订单。核心产品已进入 LG 化学、CATL、比亚迪、POSCO 等新能源锂电行业全球知名客户供应链，同时公司与大众汽车、沃尔沃、宝马等新能源汽车和储能客户开展战略对接，2020 年公司前驱体有望大幅增长。

（3）**新能源车复苏后，钴价有望上涨。**

投资建议：我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.54、1.02 和 1.52 元。净资产收益率分别为 5.8%、10.0% 和 13.0%，维持公司“买入-B”投资评级。

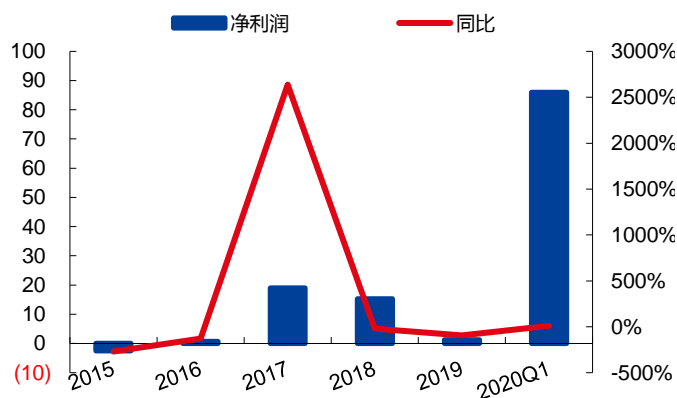
风险提示：钴产品价格大幅下跌；新能源车产销量不及预期；镍矿及硫酸镍业务产能释放不及预期。

图 57：公司近 5 年营收（亿元）及同比



资料来源：华金证券研究所

图 58：公司近 5 年净利润及同比增速



资料来源：华金证券研究所

（七）璞泰来（关注）

推荐逻辑：

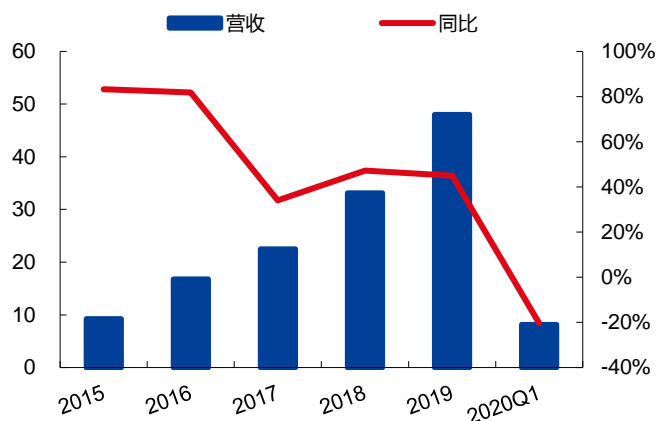
（1）**负极材料龙头，自有石墨化产能后，产品成本持续下行**：2019 年负极实现营收 30.5 亿元，同比增长 54.1%，毛利率 26.9%，同比减少 7 pct，下半年受益于内蒙兴丰石墨产能释放和参股针状焦企业振兴炭材，负极产品单位盈利能力显著提升。随着公司自由石墨化产能提升，预计 2020 年公司负极产品成本将进一步下行，负极产品上下游一体化带动盈利能力进一步回升。

（2）**涂覆膜绑定 CATL，锂电设备有望超预期**：2019 年公司涂覆膜出货 5.71 亿平，同比增长 173.14%，单平米净利润 0.3 元/平，同比增长 52%，公司已经进入宁德时代、中航锂电等供应链。2019 年锂电设备收入 7 亿元，同比增长 25%，设备销量 285 台，同比增长 43%。受益于行业的高景气度，锂电设备业务有望超预期。

（3）**定增募资加码产能布局，有望快速抢占市场份额**。公司拟非公开发行股票募集资金不超过 49.59 亿元。在负极业务方面，此次募集资金将主要用于内蒙 5 万吨负极材料及石墨化产能扩建，产能扩建有望降低公司成本，增强盈利能力，提升公司在隔膜领域的竞争力。

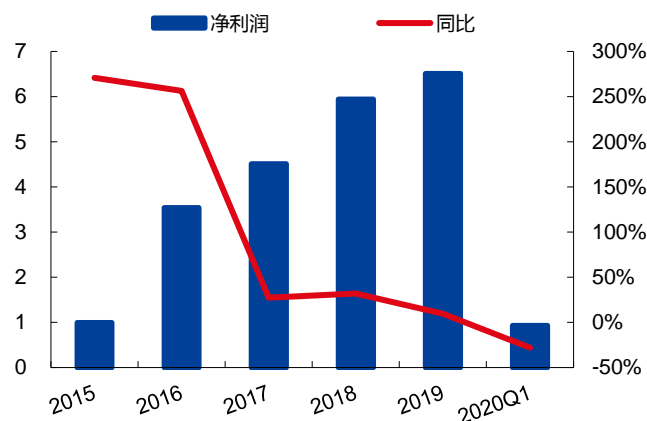
风险提示：下游需求低于预期；定增项目进度不及预期。

图 59：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 60：公司近 5 年净利润（亿元）及同比增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

（八）天奈科技（关注）

推荐逻辑：

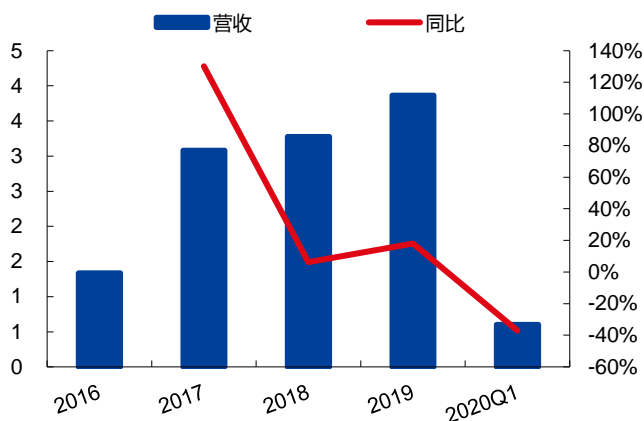
（1）**碳纳米管导电浆料龙头，综合实力行业领先**：天奈科技成立于 2011 年，主要从事纳米级碳材料及相关产品的研发、生产及销售。据 GGII 统计数据显示，最近两年公司碳纳米管导电剂产品出货量和销售额均居行业首位，是国内最大的碳纳米管生产企业。公司是全球最早成功将碳纳米管通过浆料形式导入锂电池的企业之一，其掌握的碳纳米管制备技术已被国际知名化工企业 SABIC 公司认可，生产的碳纳米管产品性能处于行业领先水平。

(2) **碳纳米管导电浆料渗透率逐年提高，未来应用空间广：**动力锂电池市场方面，高能量密度方向使三元动力电池逐渐成为主流，推动碳纳米管导电浆料在动力电池导电剂市场的渗透率逐步提高。据 GGII 数据，预计到 2023 年，碳纳米管导电浆料于动力电池市场的渗透率将达 82.2%，比 2018 年提升 50.4%，需求量将突破 10 万吨。数码电池市场方面，预计国内高端智能手机、可穿戴设备、无人机等领域的需求将成为未来数码电池市场的主要增长点，有望推动碳纳米管导电浆料在该领域渗透率的提升。

(3) **下游客户覆盖主流锂电池厂商，拥有优质客户关系：**公司客户涵盖了国内外主要的优质锂电池生产厂商，包括比亚迪、新能源科技、宁德时代、天津力神、孚能科技等，在新产品的研发和产业化方面也建立了良好且稳定的合作关系，改变了我国锂电池企业导电剂依赖进口的局面。据 GGII 数据，我国锂电池导电剂市场国产化率已由 2014 年的 12.9% 提升至 2018 年的 31.2%，逐年稳步提高。

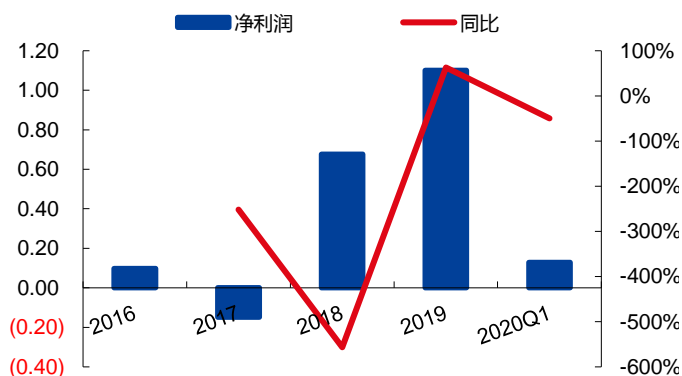
风险提示：原材料价格上涨风险；新能源车产销量不及预期。

图 61：公司营收及同比



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 62：公司净利润及同比



资料来源：wind, 华金证券研究所

(九) 重点推荐标的盈利预测及估值表

表 13：重点推荐及关注标的盈利预测及估值

| 证券代码 | 公司名称 | 收盘价 | | EPS | | | PE | | | | 投资评级 |
|-----------|------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | 2020-06-08 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 000951.SZ | 中国重汽 | 27.9 | 1.82 | 2.1 | 2.23 | 2.45 | 15.3 | 13.3 | 12.5 | 11.4 | 买入-A |
| 300750.SZ | 宁德时代 | 151.4 | 2.06 | 2.39 | 3.08 | 3.85 | 73.5 | 63.3 | 49.2 | 39.3 | 增持-A |
| 002812.SZ | 恩捷股份 | 63.5 | 1.06 | 1.40 | 1.77 | 2.23 | 59.9 | 45.3 | 35.8 | 28.5 | 买入-A |
| 002460.SZ | 赣锋锂业 | 50.1 | 0.28 | 0.67 | 0.91 | 1.05 | 178.8 | 74.7 | 55.0 | 47.7 | 买入-B |
| 603799.SH | 华友钴业 | 35.5 | 0.11 | 0.54 | 1.02 | 1.52 | 322.8 | 65.8 | 34.8 | 23.4 | 买入-B |
| 关注标的 | | | | | | | | | | | |
| 002050.SZ | 三花智控 | 19.1 | 0.51 | 0.43 | 0.52 | 0.59 | 37.5 | 44.4 | 36.8 | 32.4 | 一致预期 |
| 603659.SH | 璞泰来 | 95.9 | 1.5 | 2.05 | 2.72 | 3.49 | 63.9 | 46.8 | 35.3 | 27.5 | 一致预期 |
| 688116.SH | 天奈科技 | 41.3 | 0.47 | 0.68 | 0.88 | 1.12 | 87.8 | 60.7 | 46.9 | 36.9 | 一致预期 |

资料来源：WIND，华金证券研究所（未覆盖标的主要采用 wind 一致预期）

四、风险提示

- 1、新能源汽车推广不达标：**新能源汽车下游需求直接影响全产业链的盈利情况，如果推广不及预期将加剧产能过剩，部分环节亏损后将阻碍行业快速发展。
- 2、行业政策出现重大变化：**行业仍处于导入期，仍依赖于政策的扶持，如果政策出现重大不利变动，将直接导致新能源车产业发展停滞甚至倒退。
- 3、原材料价格出现大幅上涨：**锂电池成本下降是新能源车大规模普及的基础，如果所有的原材料大幅上涨，新能源车或将受制于成本压力而无法自发大规模普及。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

肖索声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn