

新能源汽车专题研究（二）

——锂电池板块后续行情展望

中财生生资本·投资部丙科·徐渤

一、 观点简述。

今年上半年，锂电池有一波显著跑赢大盘的波澜壮阔的行情。国家政策层面的大力扶持，国际大势所趋，新能源车和锂电池无论从发展趋势、国家政策还是行业景气度方面，均是一个相当出色，有极大投资潜力的行业。

单就下半年来说，上游锂矿和锂盐下半年供应仍呈短缺态势，但短缺程度则大大下降，锂资源类个股较大可能在三季度趋于平静，而四季度，随着锂矿和盐湖的停产，供给上有可能再度出现走俏，届时有望有一波行情出现。

电池材料企业上半年业绩极其出色亮丽，走势也是细分行业里最好的；电芯电池企业，但凡是入选符合《汽车动力蓄电池行业规范条件》目录的，均有机会长期享受政策红利，从长远看是利好。但这两个细分板块股价目前均面临回调。下半年仍有望出现一波月线级别的行情，但若没有基本面的急剧变化相陪护，则更大可能是随着大盘的反弹走强，而非料难复制上半年大盘每况愈下的形势下逆市强势上涨。“基本面的急剧变化”并非不可预期，推荐关注新能源工程车（物流车）的骗补处理意见和相关政策落地情况。

锂电池和新能源车确实具备长期投资价值，但需要的是高人一等的眼光，筛选出真正有价值的，能在激烈的市场竞争和行业洗牌中存活并越做越强的企业，作为投资的标的。这也是我们一直努力的方向和目标。

二、 产业现状。

1、 今年上半年，锂电池有一波波澜壮阔的行情：



从图中能够清楚地看到，锂电池板块年初熔断后到年中，是显著跑赢大盘的；从细分产业看，锂电池这一波行情是从上游开始，向着下游一路呈细分板块轮动态势。

首先涨起来的是以天齐锂业为代表的上游锂矿和碳酸锂企业，接下去是以多氟多和天赐材料为代表的六氟磷酸锂企业，再下来是锂电池四大材料生产企业（正极：当升科技、杉杉股份；负极：杉杉股份；电解液：天赐材料、新宙邦；隔膜：沧州明珠），然后是电池生产厂家（亿纬锂能、南都电源）。且顺带带领新能源整车（比亚迪）和下游充电桩行业在今年上半年也有一波略强于大盘的行情出现。

2、 国家政策层面的大力扶持：

从政府政策层面看，对锂电池和新能源车的扶持力度不可谓不大。先是国家和地方对新能源车的大力双重补贴；然后是工信部以“安全性”的名义叫停三元材料锂电池、大力推进磷酸铁锂电池的行为，事实上是在人为制造行业壁垒，意在给国内的电池厂商以技术突破和储备的缓冲期；接着又在公布的四批符合《汽车动力蓄电池行业规范条件》的企业目录中，将三星、LG、松下等国际电池巨头排挤于外，更进一步设置行业壁垒保护国内锂电池企业。

3、 世界范围内的大势所趋：

在政策、经济、科技、环境等多方因素的共同推动下，世界各国的新能源汽车发展速度令人惊艳，且各国相继推出“禁燃油车期限”。美国加州宣布 2030 年起禁售燃油车、荷兰 2025 年、德国 2030 年、挪威 2025 年；日本丰田汽车也宣布 2050 年将停售纯汽油动力汽车。

反观国内，早在《2015 年中国乘用车燃料消耗量发展年度报告》媒体交流会上，中国国家发改委能源研究所研究院姜克隽就曾预言，10 年后，中国销售的增量新车中，将没有内燃机作为动力的传统汽车，取而代之的则是以纯电为动力的新能源汽车；前不久，中国汽车工业协会徐海东还表示，发展新能源汽车是我国由汽车大国迈向汽车强国的必由之路。我们要抓住这个机遇，借此加速缩短和国际知名汽车品牌的技术差距，甚至实现“弯道超车”，将新能源汽车技术做到世界领先。

综上，锂电池无论从发展趋势、国家政策还是行业景气度方面，均是一个相当出色，有极大投资潜力的行业。且毫无疑问地，锂电池板块是自去年股灾到今年上半年表现最出色的一个板块，我们面临的问题是，锂电池板块今年下半年，乃至明年、后年是否也能维持一个

相对强势？

三、上游锂矿和碳酸锂下半年供应仍略呈短缺态势

1、2015 年锂价快速上涨的原因

2015 年，工业级碳酸锂价格增长 34%，但电池级碳酸锂价格增长了 3 倍，究其原因如下：

- 1) 从 2012 年起，新能源汽车产业迅速扩张，同时带动锂动力电池和电池材料产业的迅猛扩张；
- 2) 锂资源开发项目周期较长，一般情况下，建设周期在 18-24 个月，调试周期约在 6-12 个月，换言之，锂资源项目从开发到投产，需要 2-3 年的周期。这就决定了在需求扩张的过程中，会导致相当一段时间的供应短缺。
- 3) 新能源车补贴力度强劲，企业开足马力生产。2016 年以后，因为骗补盛行等原因，补贴力度有所下降，但大势所趋之下，新能源车和锂电池行业维持蓬勃发展势头和高景气度，对锂矿和碳酸锂的需求仍在扩张。
- 4) 天齐锂业收购坐拥最大固体锂矿资源的泰利森，但收购后项目开发缓慢。
- 5) 锂离子电池、电池材料和新能源车产业爆发的高景气度，引发行业对上游锂矿和碳酸锂的恐慌性抢购。

2、2016 年锂矿和碳酸锂供应仍略呈短缺态势，但短缺相比 2015 年大幅放缓

7 月初我们参加的广发证券组织的智能汽车论坛上，中国有色金属工业协会锂业分会副秘书长李冰心所作报告中指出，预计 2016 年下半年国内锂盐供给短缺约 0.2 万吨，远小于 2015 年的 1.15 万吨。加之锂离子电池行业对上游锂盐的恐慌性抢购潮过去，市场逐渐回归理性，从 2015 年开始锂盐价格持续走俏的现状有望于下半年得到缓解，碳酸锂价格较大概率企稳。

单位：万吨	2015	2016	同比
供应量	6.14	8.6	40%
净进口量	0.58	0.5	
消费量	7.87	9.3	18%
供需平衡	-1.15	-0.2	

（2016 年锂盐供需状况和 2015 年对比 数据来源：中国有色金属工业协会锂业分会）

但是，要注意的一点，是第四季度入冬后，随着盐湖和锂辉石矿的关闭，碳酸锂价格有可能再度走俏。这就需要关注三季度国内锂盐供需情况，若锂盐消费不及预期，而价格又表现平稳回落的态势，则不排除四季度供给再度紧俏。

3、综合以上因素，锂资源类个股三季度较大概率趋于平静，临近四季度的时候可能有一波中期走势。

我们来看一下坐拥锂矿并生产锂盐的主要企业：

天齐锂业（002466）上半年归属净利润预增 7.5 亿元，同比增长 1730.31%，环比增长 264.08%，业绩预增的披露时间为 7 月 13 日，如此亮丽的业绩，市场居然并不买账，在大盘保持平稳，并未暴跌的前提下，仅仅小幅反弹了 2 天，量能也非常有限。

众和股份（002070）上半年归属净利润约 3000-5000 万元，而去年同期亏损 1746 万元，上期亏损 457 万元，预增披露时间为 7 月 15 日，而市场表现更糟，披露的当天即冲高回落，第二天更是放量大跌。

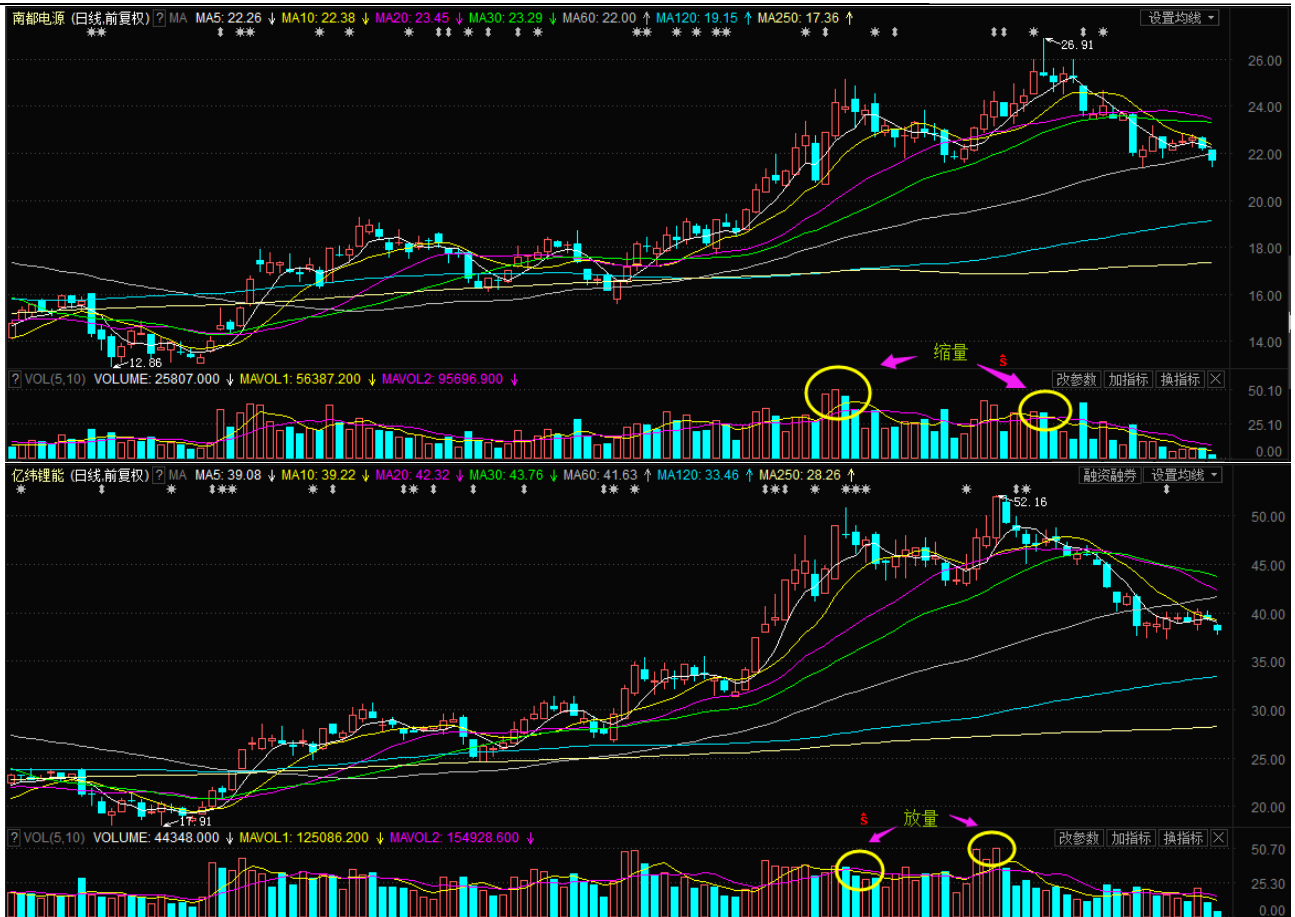
赣锋锂业（002460）和融捷股份（002192）半年度业绩预披露的时间均非常早，均在 4 月下旬，其时整个锂电池板块均在火热上涨中，预披露的业绩也均亮丽，但披露之后两者的走势却大相径庭。赣锋锂业延续强势上涨至 7 月下旬，股价一度接近 40 元；而融捷股份在预披露后不到一周的时间便冲高回落，走在了下降通道上。

资源类个股应该按照周期性行业的股票来对待，根据彼得·林奇的理论，周期性行业应该在市盈率高（业绩差）的时候买入，而在市盈率低（业绩好）的时候卖出，从这类个股近期走势来看，确实如此；而背后的原因亦不难理解，这类企业业绩非常亮丽的时候，通常也就是产品价格出现虚高导致需求回落，从而反过来影响供给之周期的开端。锂盐的供需不如 2015 年那般失衡，恐慌性抢购热潮过去，碳酸锂价格渐趋理性，市场对企业下一阶段的盈利预期开始降低，股价亦归于平静，若虚高情况严重还有大幅回调的可能。总体来说，下半年该类企业较大概率走在下降通道上，若第四季度随着冬季盐湖和锂辉石矿的停产，锂盐供给再度走俏，有可能出现一波中期反弹。

四、 工信部四批符合《汽车动力蓄电池行业规范条件》企业目录的出炉，对 上榜的电芯电池企业是长期重大利好，但同样面临股价回调的需求。

在新能源车补贴面临退坡、监管部门大力整顿行业骗补乱象、锂电池技术、安全性方面存疑的当下，对于被纳入符合《汽车动力蓄电池行业规范条件》目录的电池电芯企业来说，无疑是一个长期的重大利好。这不仅意味着这些企业是国家政策红利的分享者，也代表着未来行业洗牌的过程中，这些企业所拥有的竞争优势。

但是，就是这样的长期重大利好，短期却未必给相关上市公司的股价带来提振。就拿第四批、也是上榜企业最多的一批目录来说，南都电源（300068）、亿纬锂能（300014）、鹏辉能源（300438）等鼎鼎大名的电芯企业都赫然在目。但是，第四批目录推出的时间是 6 月 20 日，而 6 月 21 日大盘暴跌，这几只股票也随着大盘被打下来，并未延续锂电板块之前那样在整体大盘不好的情形下的异常强势。在历经了数日的回调后，南都电源和亿纬锂能都再度上涨创了新高，但紧接着就出现了一波历时月余、幅度在 20% 以上的回调周期，直到近日才止跌企稳；而鹏辉能源自从现身在目录上之后，第二日便接近跌停，并且从此开始了幅度超过 30% 的大级别回调。



出现这种情况，相对合理的解释就是，电芯电池企业的股票之前涨得过于凶猛了，提前消化甚至透支了被选入目录带来的短期利好。而从南都电源和亿纬锂能 7 月走势来看，我们更倾向于认为短期利好是已被透支，而不仅仅是被提前消化。创新高之后筑顶并出现 20% 的回撤便是证明。因为估值虚高，透支利而好形成的头部，一旦遇到这样级别的回调，通常不那么容易筑底，即便筑底也不能指望下一次上涨创新高。也就是说，电芯电池企业有较大概率面临进一步的回调。技术面上看，南都电源走出两个高点相继缩量的标准 M 型头部，而亿纬锂能虽然也呈 M 头型，但第二个高点相对第一个高点是放量的，并非标准 M 顶，且目前触及的支撑位相对 M 头的高点到颈线的距离已经下降了一倍有余。因此，相比之下，我们认为亿纬锂能比南都电源的调整更充分，换言之，可以认为亿纬锂能的当前估值相比南都电源更合理，后期一旦电芯电池类个股迎来下一波涨势，亿纬锂能相比南都电源更容易上涨。

整个锂电池产业链中，电芯电池企业的话语权是比较轻的。上游是坐拥矿山盐湖的锂盐生产企业和生产四大原材料的企业，拥有较强的定价权；下游又大多是车企巨头，拥有较强的议价能力。电芯电池企业夹在中间，好比风箱里的老鼠，两头受气。考虑到国内这样的现状，以及国际上日韩的三星、LG、松下等电池巨头虎视眈眈，电芯电池这一块未来的趋势，必然是品牌化、集中化，大鱼吃小鱼，最终形成能够和日韩分庭抗礼的巨头模式。因此，从长期看，我们应该盯紧被列入目录的电芯电池企业，这是电芯电池行业未来发展的火种。而，这些企业也必然能够实实在在地分享到政策红利，长期来看，绝对是值得投资的标的。

五、 电池材料企业上半年涨得最疯狂，但目前已进入月级别的回调周期，数月内出现上半年这样的逆市涨势可能性极小。

上半年，四大电池材料的股票涨得风生水起，在产业链中所处的位置以及企业本身的规模、技术、地位，使得电池材料企业在产业链中的话语权相比上游原材料企业也不遑多让。而相比天齐锂业这样坐拥锂矿盐湖的上游锂盐企业，其去年涨幅更有限，换言之，利好都放到今年来消化了。

以各个分行业最具代表性的个股来说，正极材料龙头当升科技（300073），最高时涨幅达300%；电解液龙头、同时生产重要上游原料六氟磷酸锂的天赐材料（002709），最高时涨幅也接近300%；隔膜龙头沧州明珠（002108），最高时涨幅接近150%；负极龙头、近年逐渐成为正极新贵的杉杉股份（600884），涨幅“仅”接近100%。

电池材料企业上半年的涨势虽有确实的业绩支撑，并非是纯炒作，但是在大盘跌跌撞撞缓慢下挫的半年内，逆市强势上涨，除了本身题材、业绩预期的吸引力之外，必然也在一定程度上过多吸引了市场存量资金的追捧，形成了泡沫。目前，已经进入回调周期。

当升科技7月13日发布半年业绩预披露，归属净利润预增3800万元，同比增长3869.91%，但就在业绩预披露前后，股价开始走入下行通道；天赐材料7月15日发布半年业绩预披露，归属净利润预增19355.03万元，同比增长560%；沧州明珠7月13日发布公告，言上半年主营业务收入将超预期，之后7月27日公告称，上半年归属净利润25674.88万元，同比增长185.39%。但这几个公司持续亮丽的业绩并未能阻止股价走在回调的道路上。



目前，电池材料企业的强势股多数已跌破上半年上升趋势线，走的是很明显的月线级下降趋势，与上文所述的电芯电池企业同理，因为泡沫的存在，股价一旦筑顶转跌，下跌趋势就不会轻易结束。例如上图的当升科技，走了6个月近300%的涨幅，迎来一波3-4个月的跌幅也不奇怪。类似这样的个股，除非下半年出现令基本面产生急剧变化的事件，否则虽然自身仍属强势板块的强势个股，但更多的可能是在大盘出现周级别乃至月级别反弹时有出色表现，而不太可能出现像上半年这样逆市强势上涨。

至于下半年可能出现的，令基本面产生急剧变化的事件，并非没有。眼下就有一个：电

动工程车（物流车）的相关政策落地。

众所周知，力度强劲的国地双补，确实给新能源车产业带来了不小的提振，但补贴是一把双刃剑，骗补之事常有发生，屡禁不止。这当中，以客车和工程车（物流车）为骗补重灾区。骗补愈演愈烈之际，监管部门不得不花大力气整顿。但是，新能源客车常常作为地方的门面出现，抓骗补抓得太凶可能牵扯过广，因此，电动工程车（物流车）就成了监管部门开刀的主要对象，补贴名单暂停、骗补行为公布，国务院总理李克强也有“严肃处理”的指示。目前需等到处理意见下发后，才有继续补贴的希望。

7 月末，笔者参加了广发证券带头举行的新能源物流车产业链调研，得到的这一方面信息基本差不多，企业基本都是持观望态度，要等到处理意见下发，相关政策落地，才有进一步生产和销售的动力。电动物流车未来 2000 亿的市场规模，虽算不上很大，但对于锂电池行业来说，也算是一个显著的“基本面变化”了，所造成的影响必不能忽视。因此，若下半年处理意见下发，相关政策落地，锂电池板块即便不能复制上半年这种强势，但月线级别的一波涨势是可以想见的。尤其是锂电池板块当前阶段若进一步深度回调，则这一波涨势会更可期。

六、 锂电池、新能源车确实具有长期投资价值。

中国经济逐步进入新常态，人口红利、汇率红利的消失，倒逼中国企业从低附加值的“中国加工”向着高科技、高附加值的真正意义的“中国制造”迈进。而在任何一个工业强国，汽车产业都是绕不开的支柱产业。可以说，汽车产业的蓬勃发展，是我们走向工业强国的必经之路。而相比欧美日发展多年的汽车产业，我们在传统汽车方面，技术和质量完全无法与之相提并论，但新能源车虽然也有一定差距，但有可以一比的资格。因此，新能源车将是我们在汽车行业与发达国家的竞争中实现“弯道超车”的关键所在。这也是国家不惜血本大力扶持，甚至利用政策强行将国外竞争者排除在外的原因之所在。

补贴政策只是一时之计，回望过去三十年，国家通过补贴的形式，将一个产业真正扶植起来的先例，根本没有。从现在政策走向看，补贴在 2016-2020 年就将逐步退坡，乃至最终完全退出，但必有其他政策继续扶持新能源车和锂电产业，例如环保、排放方面的进一步卡紧等措施，若在未来某一日出台，均在情理之中。相比补贴来说，这类政策更便于长期贯彻执行，因此，新能源车和锂电池具备长期看好的基础。

当然，任何产业在发展的过程中，都会有群雄并起、乱象横生的阶段，一旦行业因为扩张太快产生结构性过剩，便会出现洗牌和重组的局面。新能源车产业链，尤其是锂电池行业，目前就正在面临这个局面。因此，尽管行业长期看好，但筛选投资标的则需要瞪大眼睛，要有高人一等的辨别和筛选能力，才能选出真正有价值，能够在激烈的市场竞争和行业洗牌中存活下来的企业，作为我们的投资标的。这也就是我们努力的方向和目标。