

2017年11月2日星期四

分析师

李明忆
852-3762 9696
stacie.li@pingan.com

郭冰桦
852-3762 9697
alex.kwok@pingan.com

相关报告

政策接力+竞争升级 布局港股新能源汽车产业链

投资要点：

新能源汽车补贴政策退坡，“双积分”政策接力

- 中国新能源汽车行业的快速发展与政策息息相关。此前的新能源汽车的购置补贴政策力度及范围空前，加速新能源汽车的普及推广，随着补贴政策在未来几年逐步退场，预计“双积分”将接替新能源汽车购置补贴政策，助推新能源汽车行业的持续发展。“双积分”政策将于2018年4月起正式实施，主要针对年度生产量或进口量达到3万辆以上的传统能源乘用车的车企，将其平均燃料消耗量积分与新能源汽车积分挂钩。政策明确2019年/2020年，新能源汽车积分比例要求分别为10%/12%。

能量密度要求提高，高镍三元材料电池成为锂电池主流发展趋势

- 随着全国新能源汽车产业的快速发展，核心零部件动力电池的市场也在迅速扩容。目前，锂离子电池是新能源汽车最为主要的配套电池。尽管目前主要应用于纯电动客车的磷酸铁锂占比最大，但由于三元材料电池较磷酸铁锂具有高能量密度优势，预计三元技术将会成为锂电池的主流发展趋势。此外，在正极材料为镍钴锰酸锂的三元电池中，活性元素镍的占比越大、电池能量密度越高，因此，动力电池三元高镍化成为较为明确的三元材料细分领域发展趋势。

自主品牌成为新能源汽车行业的主导者，未来行业竞争加剧

- 与传统乘用车不同，目前我国新能源乘用车市场由自主品牌主导，全国新能源乘用车销量排名前20的车型均为自主品牌汽车。此外，自主品牌在电池、电机等核心零部件领域也拥有领先优势。在动力电池领域，2016年全国总配套量281.4亿瓦时中，仅有4.8亿瓦时来自于国外企业，占比近为1.7%。
- 今年以来，合资车厂开始发力布局新能源汽车领域，国家在政策层面也对外资放宽，预计未来行业竞争将更为激烈，新能源汽车产业链上的自主品牌面临挑战。其中，具备研发实力、品牌影响力的龙头企业将在市场竞争中占据优势。

建议关注新能源汽车行业的两条投资主线：

- 1) 行业政策趋严、行业竞争加剧，关注在新能源汽车整车及动力电池等关键零部件领先布局、拥有技术实力的优质自主品牌企业；
- 2) 产业链上游的部分关键原材料（例如钴等金属）具有稀缺特征，关注在全球拥有大量该等原材料储备的企业。

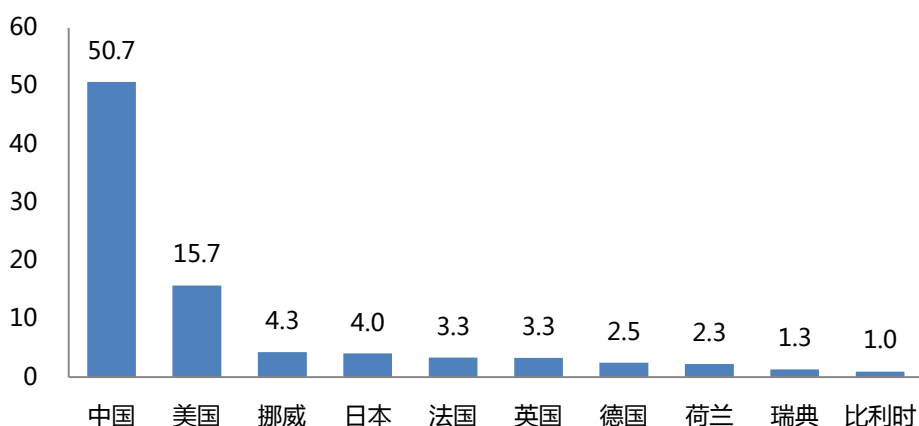
关注个股：比亚迪 1211、天能动力 819、洛阳钼业 3993

投资要点

中国新能源汽车行业概况

中国新能源汽车产业高速发展，根据中国汽车工业协会数据，2016 年全国新能源汽车产销量分别为 51.7 万辆和 50.7 万辆，产销量已经连续两年位居全球第一，且销量较排名第二位的美国高出两倍以上，更是超过排名第二至第十位的所有国家销量之和，具有明显的领先优势，成为全球最大的新能源汽车市场。

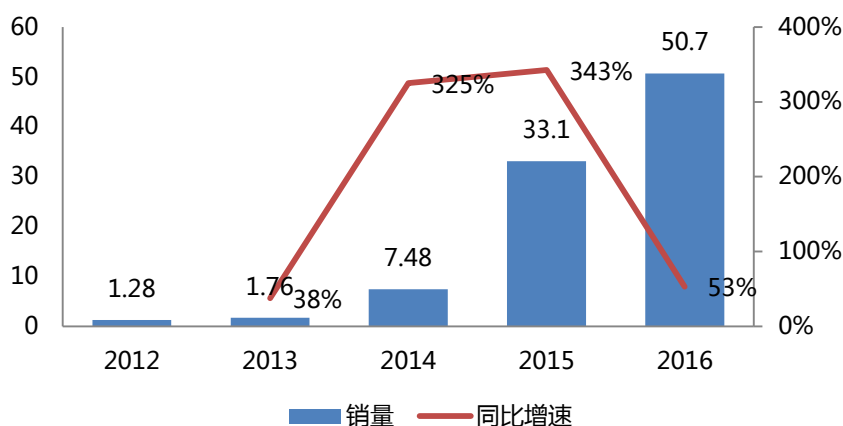
图 1 2016 年主要国家新能源汽车销量（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会、《中国新能源汽车产业发展报告(2017)》

从中国市场的增速来看，2016 年新能源汽车增速有所放缓，销量的同比增速由 2015 年的 340%左右下降至约 50%；2017 年 1 至 8 月，新能源汽车销量为 32.0 万辆，同比增速进一步下降至 30%左右。增速收窄主要是由于“骗补”风波的影响令相关政府部门对行业的监管趋严，外加补贴政策的力度逐渐下滑，行业增长方向朝“扶优扶强”转换。

图 2 2012-2016 年中国新能源汽车销量(万辆)及增速



资料来源：中国汽车工业协会

如此报告被中国平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是中国平安证券(香港)作出的投资建议，中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

新能源汽车产业链的上游为锂、镍、铁、钴、石墨、稀土等矿产资源，该等资源是制造动力电池的关键原材料；产业链的中游为新能源汽车的核心零部件，即电池、电机以及电控；产业链的下游为新能源整车及充电桩的建设运营。

图 3 新能源汽车产业链

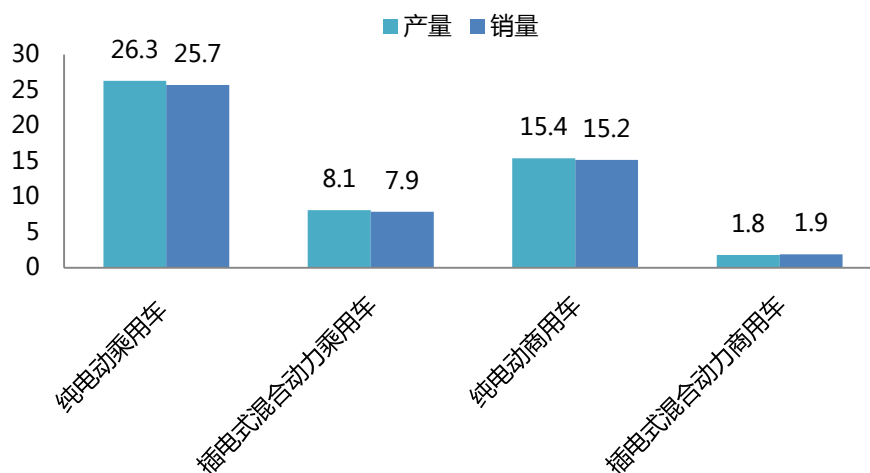


资料来源：公开资料整理

在产业链下游的整车中，按车辆类型来看，新能源汽车主要分为乘用车、客车及专用车，其中，乘用车及客车占据主导地位。按动力类型来看，可以分为纯电动汽车、插电式混合动力汽车以及燃料电池汽车，其中的燃料电池汽车由于技术仍未成熟且运行成本较高，目前仍未实现规模化应用。

具体来看，在新能源乘用车中，2016 年纯电动乘用车产销量分别为 26.3 万及 25.7 万辆，同比分别增长 73.1%及 75.1%；插电式混合动力乘用车的产销量分别为 8.1 万及 7.9 万辆，同比分别增长 29.9%及 30.9%。在新能源商用车中，纯电动商用车产销分别完成 15.4 万辆和 15.2 万辆，同比分别增长 50.2%和 50.7%；插电式混合动力商用车产销分别完成 1.8 万辆和 1.9 万辆，同比分别下滑 22.5%和 19.3%。可以看出，纯电动汽车是新能源汽车发展的主力，产销量均占总量的 80%以上，外加其增速远高于插电式混合动力车，预计未来纯电动汽车在新能源汽车中的占比仍会持续上升。

图 4 2016 年中国新能源汽车分车型产销量(万辆)

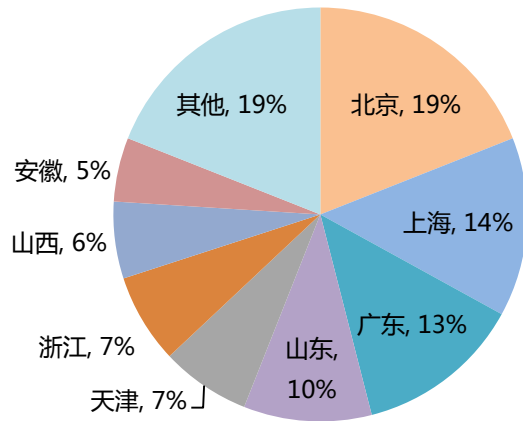


资料来源：中国汽车工业协会

如此报告被中国平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是中国平安证券(香港)作出的投资建议，中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

从全国销售市场来看，2016 年新能源乘用车销售量排名前三的地区分别为北京、上海及广东，三个地区的销量占比接近新能源乘用车总销量的一半。主要由于以上三个地区对新能源汽车实施“不限行、不限购”政策，极大提高了消费者购买积极性，推动新能源汽车销量增长。

图 5 2016 年全国新能源乘用车销售区域结构



资料来源：机动车保险数据

新能源汽车补贴政策退坡，“双积分”政策接力

中国新能源汽车行业的快速发展与政策息息相关，国家及各级地方政府的扶持政策是新能源汽车行业发展的最主要推动力。在各类政策中，针对新能源汽车的购置补贴政策力度及范围空前，加速新能源汽车的普及推广。补贴政策自 2010 年开始实施，财政部、科技部、工信部及国家发改委四部委于 2010 年 6 月联合发布《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》，按照动力电池组的能量，对满足条件的新能源汽车给予最高达 6 万元的补贴。

随后，新能源汽车的补贴力度开逐步退坡。2013 年 9 月，四部委发布《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》，将乘用车的补贴标准改为根据车辆的续航里程确定，并下调乘用车的额补贴标准。此外，财政部在 2016 年彻查由于前期监管漏洞而出现的“骗补”事件，并于同年年底发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，进一步提高新能源汽车补贴准入门槛，设置中央及地方补贴上限，并再次降低财政补贴标准。按照计划，2020 年后全国的新能源汽车财政补贴将会完全退出。

从新能源汽车补贴政策的变化可以看出，补贴标准的趋严以及补贴力度的退坡，反映出补贴政策由最初的“普惠制”逐渐过渡至“扶优扶强”，行业的准入门槛也在不断提高，将推动全国新能源汽车行业由高速增长转向高质量增长，拥有市场竞争力的优质企业将进一步扩大领先优势。

表 1：中国新能源汽车补贴政策汇总

政策名称	发布时间	发布单位	重点内容
《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》	2010年6月	财政部、科技部、工信部、国家发改委	中央财政对试点城市私人购买、登记注册和使用的插电式混合动力乘用车和纯电动乘用车给予一次性补贴。补贴标准根据动力电池组能量确定，对满足支持条件的新能源汽车，按 3000 元/千瓦时给予补贴。插电式混合动力乘用车每辆最高补贴 5 万元，纯电动乘用车每辆最高补贴 6 万元。
《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》	2013年9月	财政部、科技部、工信部、国家发改委	乘用车补贴标准根据车辆续航里程确定；2014 年和 2015 年，纯电动乘用车、插电式混合动力乘用车、纯电动专用车、燃料电池汽车补助标准在 2013 年标准基础上分别下降 10% 和 20%。
《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》	2014年7月	国务院办公厅	给予新能源汽车税收优惠。2014 年 9 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，对纯电动汽车、插电式（含增程式）混合动力汽车和燃料电池汽车免征车辆购置税。
《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》	2014年8月	财政部、税务局、工信部	自 2014 年 9 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。
《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》	2015年4月	财政部、科技部、工信部、国家发改委	2017 - 2020 年除燃料电池汽车外其他车型补助标准适当退坡，其中：2017 - 2018 年补助标准在 2016 年基础上下降 20%，2019 - 2020 年补助标准在 2016 年基础上下降 40%。
《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	2016年12月	财政部、科技部、工信部、国家发改委	提高推荐车型目录门槛并动态调整，增加整车能耗及续驶里程门槛要求，引入动力电池新国标；调整新能源汽车补贴标准，除燃料电池汽车外，各类车型 2019 - 2020 年中央及地方补贴标准和上限，在现行标准基础上退坡 20%。

资料来源：政府网站，公开资料整理

随着补贴政策在未来几年逐步退场，预计“双积分”政策将会接力，成为下一阶段推动新能源汽车发展的主要动力。今年 9 月，工信部、财政部、商务部等部委联合公布了《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，意味着业内期待已久的“双积分”政策正式落地。“双积分”政策主要参考美国加州的零排放汽车法案，该法案通过规定企业零排放汽车销售的比例，结合相应的积分结转及企业间积分交易制度，促使汽车生产商生产及推广纯电动汽车、燃料电池汽车等零排放汽车。

“双积分”政策将于 2018 年 4 月起正式实施，主要针对年度生产量或进口量达到 3 万辆以上的传统能源乘用车的车企，将其平均燃料消耗量积分与新能源汽车积分挂钩。政策规定将从 2019 年度开始设定新能源汽车积分比例要求，并明确 2019 年/2020 年，新能源汽车积分比例要求分别为 10%/12%。此外，政策规定车企的平均燃料消耗量正积分可以结转或者在关联企业间转让；新能源汽车正积分可按规定自由交易，但不得结转（2019 年产生的新能源汽

如此报告被中国平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是中国平安证券(香港)作出的投资建议，中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

车正积分可以等额结转一年)。预计“双积分”将接替新能源汽车购置补贴政策，助推新能源汽车行业的持续发展。

表 2：“双积分”政策正式稿积分计算方法

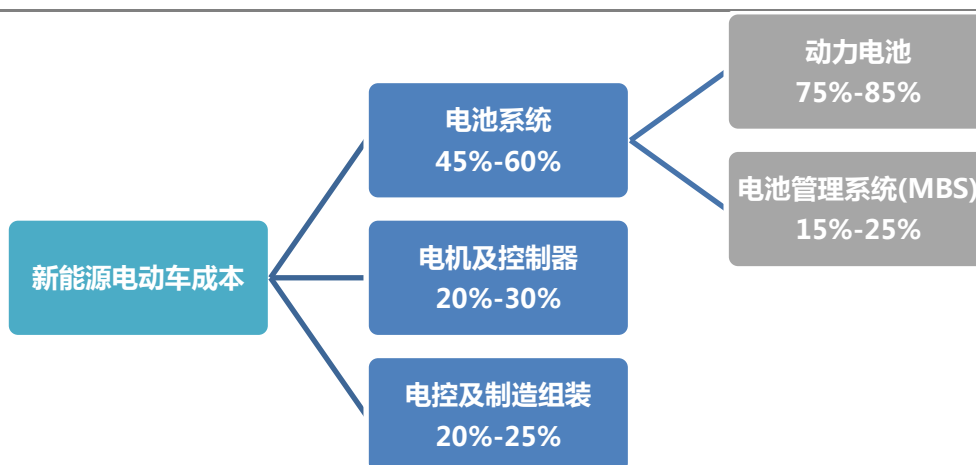
车辆类型	标准车型积分	备注
纯电动乘用车	$0.012 \times R + 0.8$	1、R 为电动汽车续驶里程（工况法），单位为 km。 2、P 为燃料电池系统额定功率，单位为 kW。 3、标准车型积分上限为 5 分。 4、车型积分计算结果按四舍五入原则保留两位小数。
插电式混合动力乘用车	2	
燃料电池乘用车	$0.16 \times P$	

资料来源：国家工信部

能量密度要求提高，高镍三元材料电池成为锂电池主流发展趋势

从目前新能源电动车的成本构成来看，电池系统占整个电动车成本的 45%-60%，电机与控制器占总成本的 20%-30%，电控与制造组装占总成本的 20%-25%。而在电池系统中，动力电池的成本占比达 75%-85%，是电动车最主要的成本，也是电动汽车发展的关键。

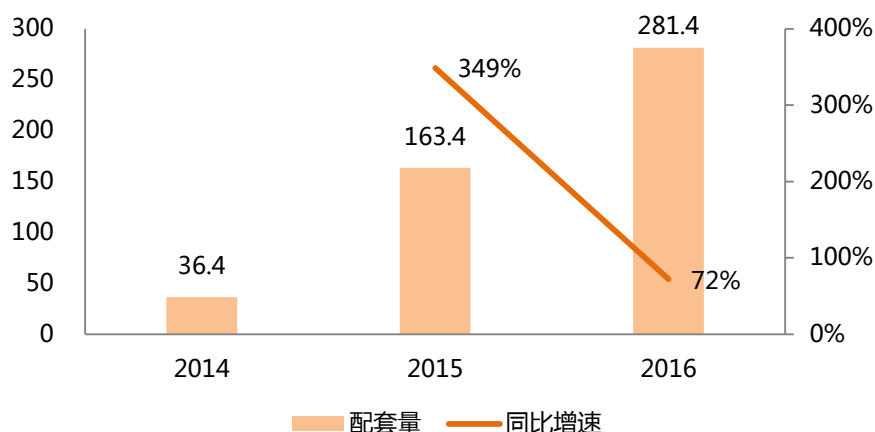
图 6 新能源电动车成本构成



资料来源：《中国新能源汽车动力电池产业发展报告(2017)》

随着全国新能源汽车产销量的快速发展，其核心零部件动力电池的市场也在迅速扩容。根据中国汽车技术研究中心统计，2016 年，全国动力电池总配套量达 281.4 亿瓦时，同比增长 72%，产业规模位居全球第一。

图 7 全国动力电池总配套量(亿瓦时)及增速

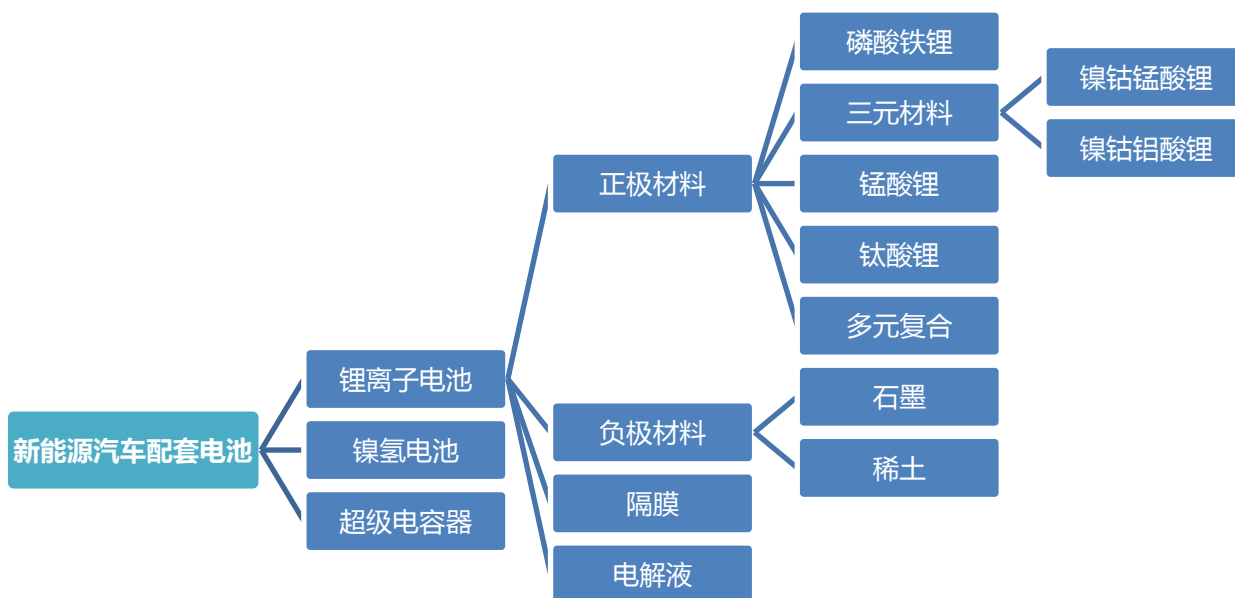


资料来源：《中国新能源汽车动力电池产业发展报告(2017)》

动力电池的技术发展水平对电动汽车产业的发展影响巨大。目前，新能源汽车配套电池包括锂离子电池、镍氢电池及超级电容器三大类，其中的锂离子电池是最为主要的配套电池。

锂离子电池的结构可分为正极材料、负极材料、隔膜、电解液四个部分。其中，正极材料是锂电池最大的成本来源，约占总成本的 40%，其成本直接决定电池成本的水平。此外，正极材料的性能也直接影响着锂离子电池的性能，因此其技术水平对于电池的整体发展至关重要。

图 8 新能源汽车配套电池分类

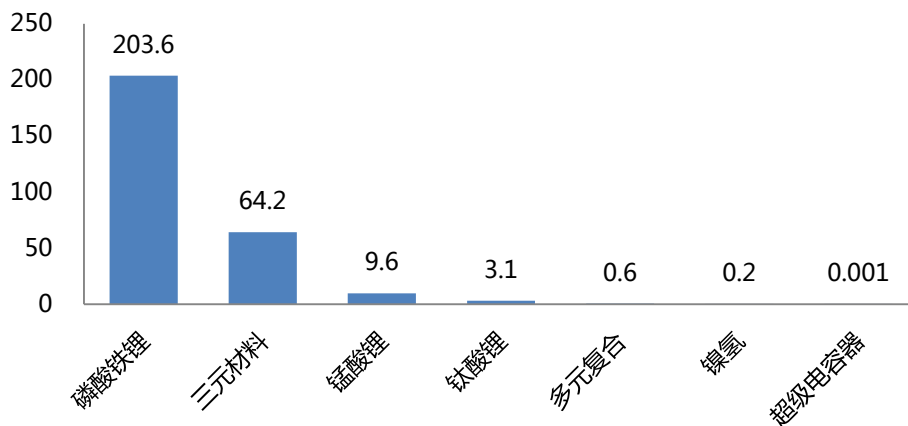


资料来源：公开资料整理

在锂离子电池正极材料中，主要可分为磷酸铁锂、三元材料、锰酸锂、钛酸锂及多元复合五个类型。其中，磷酸铁锂及三元材料的占比达到 90%以上。根据《中国新能源汽车动力电池产业发展报告(2017)》公布数据，2016 年，磷酸铁锂电池配套量达 203.6 亿瓦时，占总配

套量的 72%，主要应用于纯电动客车；三元材料电池配套量为 64.2 亿瓦时，占总配套量的 23%，由于 2016 年初政府暂停三元锂电池客车列入新能源汽车推广目录，因此三元材料电池目前主要应用于纯电动乘用车。

图 9 2016 年各类型动力电池配套量（亿瓦时）



资料来源：《中国新能源汽车动力电池产业发展报告(2017)》

从未来发展来看，电动汽车续航里程的提升成为电动汽车发展的重要趋势之一。根据中国汽车工程学会于 2016 年 10 月发布的《新能源与智能汽车技术路线图》，要求到 2020 年/2025 年/2030 年，纯电动乘用车的续航里程分别达到 300km/400km/500km。此外，续航里程也是“双积分”政策中确定各类车型积分的关键因素，车型的续航里程越长，对应的车型积分越高。

影响电动汽车续航里程的因素有很多种，其中最主要的是动力电池的能量密度。因此，提高续航里程的需求将推动高能量密度电池的发展。此外，《新能源与智能汽车技术路线图》也对动力电池的单体电池能量密度提出要求，明确到 2020 年/2025 年/2030 年，单体电池能量密度提高到每千克 350Wh/400Wh/500Wh。预计高能量密度电池将成为动力电池的主要发展方向。

尽管目前来看，主要应用于纯电动客车的磷酸铁锂占比最大，但由于三元材料电池较磷酸铁锂具有高能量密度优势（三元电池的平均能量密度为 180-190Wh/kg，较磷酸铁锂提高 20%-50%），预计三元技术将会成为锂电池的主流发展趋势。

表 3 锂离子动力电池正极材料对比

材料类型	优势	劣势
磷酸铁锂	安全性较高；循环寿命较长；高温性能好	低温性能较差；能量密度较低；材料的制备成本与电池的制造成本较高；产品一致性较差
三元材料镍钴锰酸锂	高能量密度，理论容量达到 280 mAh/g；循环性能好	安全性较差；高温性能较差

如此报告被中国平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是中国平安证券(香港)作出的投资建议，中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

三元材料镍钴铝酸锂	高能量密度；倍率性能好；高体积比能量	安全性较差；生产门槛高；成本较高
锰酸锂	锰资源丰富，成本较低；安全性较高；低温性能好	能量密度低；电解质相容性差；高温性能差；循环寿命相对较短

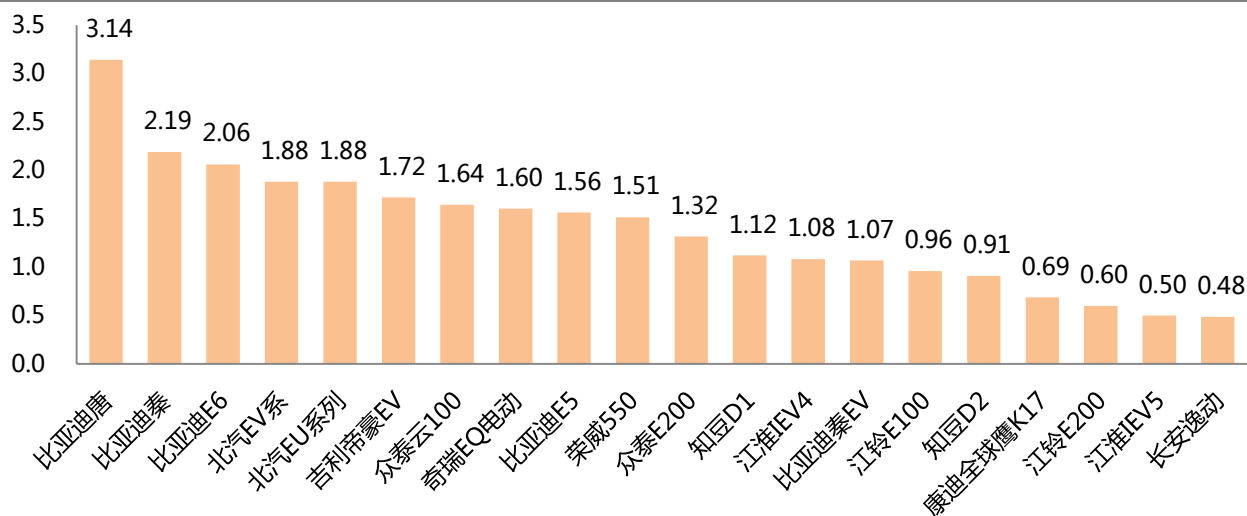
资料来源：公开资料整理

此外，在正极材料为镍钴锰酸锂的三元电池中，按照镍、钴、锰的摩尔比例的不同，可以分为 333、523、622 及 811 四种型号。其中，活性元素镍的占比越大、电池能量密度越高，因此，动力电池三元高镍化成为较为明确的三元材料细分领域发展趋势。此外，钴作为一种稀缺的小金属金源，被列入国家战略性矿产目录，供应量较为短缺且价格较高。因此，高镍三元材料电池亦可降低生产成本以及对钴的依赖度。

自主品牌成为新能源汽车行业的主导者，未来行业竞争加剧

与传统乘用车不同，目前我国新能源乘用车市场由自主品牌主导。根据中国乘联会数据，新能源乘用车销量排名前 20 的车型均为自主品牌汽车，销量排名前三的车型均来自比亚迪。按企业来看，比亚迪的新能源汽车总销量以明显的优势稳居全国首位，北汽新能源、吉利汽车、众泰及上汽乘用车分别位列第二至第五。

图 10 2016 年新能源乘用车车型销量排名（万辆）



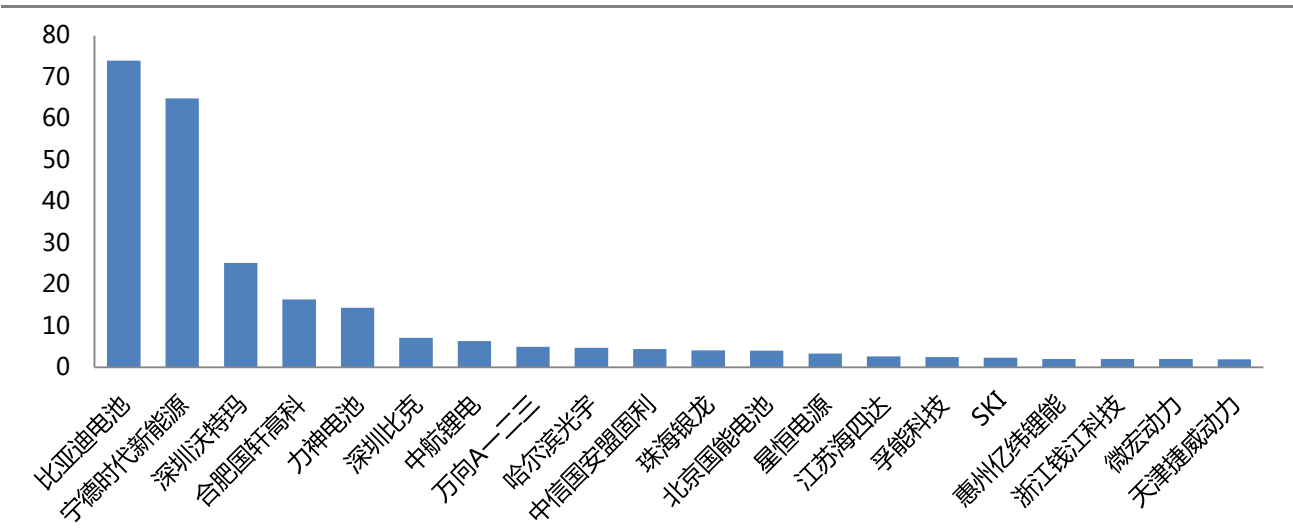
资料来源：乘联会

自主品牌除了在整个领域占据主导地位，在电池、电机等核心零部件领域也拥有领先优势。在动力电池领域，2016 年在全国总配套量 281.4 亿瓦时中，仅有 4.8 亿瓦时来自于国外企业，占比近为 1.7%。而在配套量排名前 20 的企业中，仅有韩国 SKI 一家为国外企业，配套量仅 2.4 亿瓦时（占比 0.9%），其余均为国内自主品牌。主要由于此前绝大部分搭载外资厂商动力电池的新能源汽车车型均未被纳入《新能源汽车推广应用推荐车型目录》，极大限制了外资动力电池企业开拓中国市场。

如此报告被中国平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是中国平安证券(香港)作出的投资建议，中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

此外，分企业来看，比亚迪和宁德时代动力电池配套量最大，2016 年配套量分别为 73.9 亿瓦时及 64.8 亿瓦时，市场占有率分别约 27.7%及 24.3%。排名前三的企业市场占有率超过 60%，排名前十位的企业配套量占据总市场的 83.2%，体现出行业集中度较高，自主品牌的龙头企业优势较为明显。

图 11 2016 年动力电池配套量排名（亿瓦时）



资料来源：《中国新能源汽车动力电池产业发展报告(2017)》

今年以来，合资车厂开始发力布局新能源汽车领域。大众汽车与江淮汽车、戴姆勒与北汽集团、沃尔沃汽车与吉利控股、福特汽车与众泰汽车、雷诺日产与东风汽车纷纷成立合资企业或签署合作协议，以共同开发生产新能源汽车。此外，国家在政策层面也对外资放宽，今年 8 月，国务院印发《关于促进外资增长若干措施的通知》，提出进一步扩大市场准入对外开放范围，持续推进专用车和新能源汽车制造等领域对外开放，明确对外开放时间表、路线图。预计未来行业竞争将更为激烈，新能源汽车产业链上的自主品牌面临挑战，其中，具备研发实力、品牌影响力的龙头企业将在市场竞争中占据优势地位。

建议关注新能源汽车行业的两条投资主线：

1) 行业政策趋严、行业竞争加剧，关注在新能源汽车整车及动力电池等关键零部件领先布局、拥有技术实力的优质自主品牌企业；

2) 产业链上游的部分关键原材料（例如钴等金属）具有稀缺特征，关注在全球拥有大量该等原材料储备的企业。

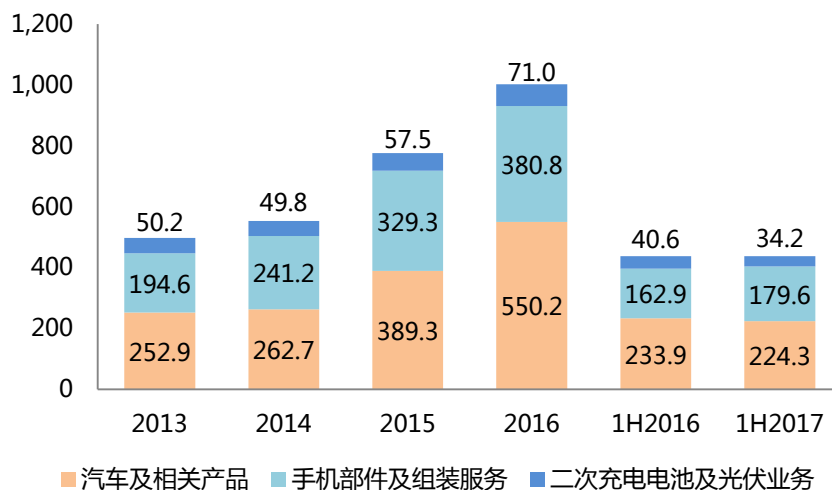
如此报告被中国平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是中国平安证券(香港)作出的投资建议，中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

关注个股

比亚迪 1211

比亚迪是中国主要的自主品牌汽车生产商之一，在新能源汽车领域占据领先优势。公司业务包括三大类，分别为整车制造业务、手机部件及组装业务以及二次充电电池及光伏业务。2017年上半年，公司三项主营业务收入的占比分别为51.2%、41%及7.8%。

图 12 2013-1H2017 公司各项业务收入 (人民币亿元)



资料来源：公司资料

公司旗下拥有包括轿车、SUV 及 MPV 在内的多款新能源汽车车型，并覆盖纯电动及插电式混动两种动力类型，是全国自主品牌中在新能源汽车领域布局最丰富的车企之一。

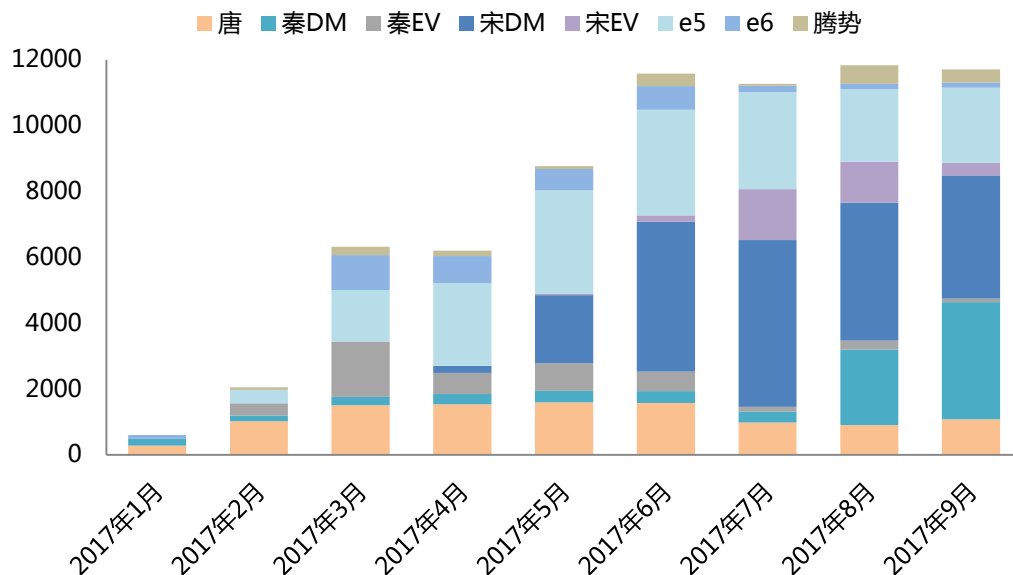
表 4：比亚迪新能源汽车车型

车型	动力类型	车辆类型	续航里程(km)
唐	插电式混动	SUV	> 80
唐 100	插电式混动	SUV	>100
秦	插电式混动	轿车	> 80
秦 100	插电式混动	轿车	>100
秦 EV	纯电动	轿车	350
宋 DM	插电式混动	SUV	80
宋 EV	纯电动	SUV	300
e5	纯电动	轿车	300
e6	纯电动	MPV	300
腾势	纯电动	跨界车	400

资料来源：比亚迪官网

根据中国汽车工业协会数据，今年上半年，比亚迪在全国新能源汽车领域的市场占有率为 19.5%，在新能源乘用车领域的市场占有率为 21.7%。此外，最新数据显示公司于今年 6-9 月连续 4 个月的新能源乘用车月销量超过一万辆。

图 13 2017 比亚迪新能源乘用车车型月度销量（辆）



资料来源：搜狐汽车

比亚迪新能源汽车使用的动力电池全部由自主研发，公司位于惠州及深圳坑梓的两个工厂动力电池年产能共 10GWh，坑梓工厂二期项目正在扩建，预计将于今年年底投产，届时将新增电池年产能 6GWh。目前，比亚迪动力电池以磷酸铁锂电池为主，主要由于该类电池的安全性较高、耐温性较好，但其能量密度相对于三元材料电池的能量密度较低，限制了电动车续航里程。今年以来，公司对于电池技术路线已经作出调整，在部分纯电动车型（如宋 EV）中已搭载三元材料电池，在动力电池领域开始两条腿走路。此外，公司于今年 8 月底与中冶集团、国轩高科及曹妃甸发展成立合资公司，主要从事锂离子电池三元正极材料前驱体项目，加强在三元材料电池领域布局。

表 5：比亚迪动力电池产能

地区	动力电池年产能	状态	电池类型
惠州工厂	2GWh	已投产	磷酸铁锂电池
深圳坑梓工厂一期	8GWh	已投产	磷酸铁锂电池
深圳坑梓工厂二期	6GWh	在建(已投产 4GWh)	-

资料来源：公司资料

今年上半年，公司决定把企业的电池业务分拆独立运营，并计划对外供应动力电池，打破原有的封闭式的供应链。随着行业政策的趋严，补贴政策提高对动力电池安全性、循环寿命、能量密度等指标的要求，比亚迪作为动力电池的龙头企业，技术研发实力较强，将在行业竞争中占据优势地位。

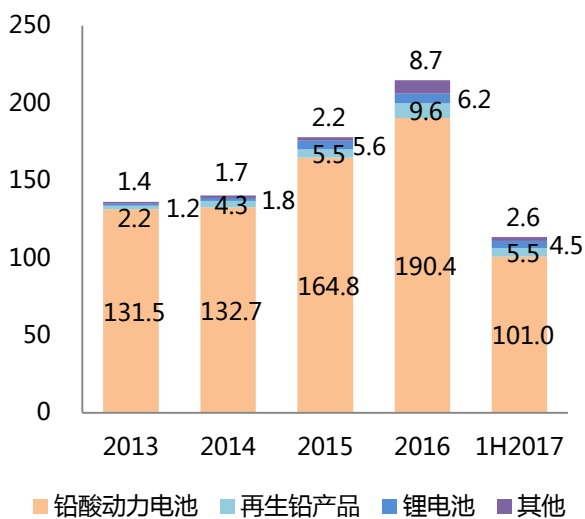
如此报告被中国平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是中国平安证券(香港)作出的投资建议，中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

根据彭博综合市场预测，公司 2017/2018/2019 年每股盈利增长分别为 -10.2%/47.8%/20.3%，现价对应 PE 为 34.5 倍/23.3 倍/19.4 倍。

天能动力 819

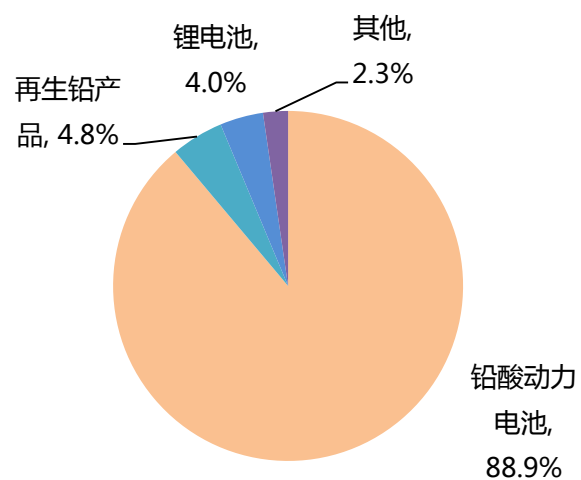
天能动力是国内铅酸动力电池的双寡头之一，业务亦包括生产新能源汽车锂电池及废旧电池回收处理。今年上半年公司业绩再创新高，期内销售收入同比增长 24.8%至 113.6 亿元，其中铅酸动力电池业务收入达 101 亿元，占总收入的 88.9%，同比增长 26.5%；股东应占溢利同比增长 10.2%至 4.4 亿元。

图 14 2013-1H2017 公司收入结构 (人民币亿元)



资料来源：公司资料

图 15 1H2017 公司收入结构



资料来源：公司资料

公司自 2003 年开始进军锂电池行业，今年上半年，新能源锂电池销售收入达 4.5 亿元，同比大幅增长 57.5%，已成为增速最快的业务，并已拓展包括奇瑞汽车、康迪电动汽车、力帆汽车、众泰汽车及华晨汽车等客户。此外，公司位于总部浙江长兴的新能源汽车动力（储能）锂电池工厂已经于去年 12 月投产，全部达产后锂电池总产能将达到 5.5GWh，有望进一步提高公司的业务规模。根据今年 2 月份中国化学与物理电源行业协会发布的《2016 年度中国动力锂离子电池 20 强企业名单》，公司的动力锂离子电池销售收入及销量分别排名第 18 及第 11 位，其中，公司的三元材料动力锂离子电池销量排名全国第四位。预计随着政府推动新能源汽车发展的各项政策落地，锂电池业务将继续保持高速增长。

根据彭博综合市场预测，公司 2017/2018/2019 年每股盈利增长分别为 24.5%/22.6%/16.7%，现价对应 PE 为 6.7 倍/5.5 倍/4.7 倍。

洛阳钼业 3993

洛阳钼业是国际化的矿产公司，主要从事铜、钼、钨、钴、铌、磷等矿业的采选、冶炼、深加工等业务，是全球前五大钼生产商及最大钨生产商之一、全球第二大钴、铌生产商和全球领先铜生产商，以及巴西境内第二大磷肥生产商。今年上半年，公司收入同比增长 415.7%至 116.6 亿元人民币，股东应占溢利同比增长 63.1%至 8.4 亿元。若扣除非经常性损益，则公司股东应占溢利同比增长 215.4%

钴是三元材料电池中重要的上游原材料。钴的供给量较为稳定，由于钴绝大多数为伴生资源（90%以上的钴矿伴生于铜矿及镍矿），纯钴矿床极少，因此钴在自然界的含量非常低，产量弹性有限。同时，钴矿资源的集中度非常高，根据美国地质调查局 2015 年数据，刚果（金）、澳大利亚及古巴三个国家的储量占据全球总储量的 68%，而钴矿的供应也呈现寡头垄断格局，全球大宗商品巨头嘉能可的钴产量占比达 23%，位居世界第一。

2016 年，洛阳钼业收购刚果（金）Tenke Fungurume 铜钴矿 56%的股权，Tenke 为一个世界级在产铜钴矿，截至 2015 年底，Tenke 拥有证实和概略级别储量含铜金属 380 万吨、含钴金属 50 万吨，可支持约 25 年的开采。此外，拥有探明和控制级别资源量含铜金属 1,310 万吨、含钴金属 130 万吨，推断级别资源量含铜金属 1,160 万吨、含钴金属量 130 万吨（按 100%计），发展潜力巨大。通过收购 Tenke 铜钴矿，洛阳钼业成为全球第二大的钴生产商，在全球的产量占比约为 14%，料将受益于新能源汽车行业增长带动的钴需求上升。

表 6：Tenke 铜钴矿的储量及资源总量

		矿石(千吨)	铜(千吨)	钴(千吨)
储量	可采	57,096	1,968	220
	预计可采(储备)	45,075	590	140
	预计可采	42,191	1,201	150
	总储量	144,362	3,760	510
资源(不包括储量)	探明	154,493	4,102	410
	控制	381,486	8,996	912
	探明及控制	535,979	13,098	1,322
	推测	531,651	11,594	1,291
	资源总量	1,067,630	24,692	2,613

资料来源：Lundin Mining Corporation，公司公告

根据彭博综合市场预测，公司 2017/2018/2019 年每股盈利增长分别为 112.6%/43.1%/15.9%，现价对应 PE 为 33.5 倍/23.5 倍/20.3 倍。

表 7 新能源汽车行业公司 (以 2017 年 11 月 2 日收盘价为准)

股票名称	股票代码	前收盘价 (港元)	市值 (亿港元)	17年预测 市盈率	18年预测 市盈率	市净率
洛阳钼业	3993HK	5.03	1660	33.5	23.5	2.4
天能动力	0819HK	7.34	83	6.7	5.5	1.5
比亚迪	1211HK	68.25	1980	34.5	23.3	2.9
超威国际	0951HK	4.23	47	6.3	5.3	1.0
理士国际	0842HK	1.60	22	6.5	4.8	0.7
光宇国际	1043HK	3.37	13	2.5	25.9	0.5
五龙电动车	0729HK	0.35	77	N/A	N/A	N/A
雅迪控股	1585HK	2.68	80	14.5	12.4	2.7
泰坦能源技术	2188HK	1.06	10	N/A	N/A	N/A
行业平均				14.9	14.4	1.7

资料来源：彭博



中国平安 中国平安证券(香港)
PING AN OF CHINA SECURITIES (HONG KONG)

“全球交易宝”
手机开户上线了!

下载“全球交易宝”随时申请开户,
账户可投资港股、美股和美元基金!

扫码开户

如此报告被中国平安证券(香港)以外其他金融机构转发, 该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料, 应联系该转发的金融机构。本报告不是中国平安证券(香港)作出的投资建议, 中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

分析员声明

主要负责编制本报告之研究分析员确认：1) 所有在本报告所表达的意见真实地反映其对此公司及其证券当时的市场分析意见。2) 其薪酬过去、现在或未来，没有直接或间接与本报告所表达的市场分析意见或建议有关连。

分析员或其有联系者没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

分析员或其有联系者没有持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。

中国平安证券(香港)有限公司没有持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值 1% 或以上的财务权益。

中国平安证券(香港)有限公司在现在或过去 12 个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。

免责声明

本报告由中国平安证券(香港)有限公司(下称“中国平安证券(香港)”)提供。中国平安证券(香港)已获取香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 5 类(就期货提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。

本档所载内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等，并非及不应被解作为提供明示或默示的买入或沽出证券的要约。

本报告的信息来源于中国平安证券(香港)认为可靠的公开数据并真诚编制，纯粹用作提供信息，当中对任何公司或其证券之描述均并非旨在提供完整之描述，中国平安证券(香港)并不就此等内容之准确性、完整性或正确性作出明示或默示之保证。

本报告表达之所有内容、意见和估计等均可在不作另行通知下作出更改，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告所提到的证券或不能在某些司法管辖区出售。

本报告所列之任何价格仅供参考，并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。本文件并无对任何交易能够或可能在那些价格执行作出声明或保证，此外任何价格并不一定能够反映中国平安证券(香港)以理论模型为基础的估值，并且可能是基于若干假设。由中国平安证券(香港)研究或根据任何其他来源作出的不同假设或会产生截然不同的结果。

证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。如果一个投资产品的计价货币乃投资者本国或地区以外的其他货币，汇率变动或会对投资构成负面影响。过去的表现不一定是未来业绩的指标。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)会引起极大风险，并不适合所有投资者。

此外，谨请阁下注意本报告所载的投资建议并非特别为阁下而设。分析员并无考虑阁下的个人财务状况和可承受风险的能力。投资者须按照自己的判断决定是否使用本档所载的内容和信息并自行承担相关的风险。因此，阁下于作出投资前，必须自行作出分析并(如适用)咨询阁下的法律、税务、会计、财务及其它专业顾问，以评估投资建议是否合适。

中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。本报告只供指定收件人使用，未获中国平安证券(香港)事先书面同意前，不得复印、派发或发行本文件作任何用途。

投资评级系统(由中国平安证券(香港)建构。其“投资评级指数”及“行业投资评级指数”之百分比数据只反应中国平安证券(香港)对该评级及指数之自家建议，仅作参考用途。)

股票投资评级(预计 12 个月)	备注
买入	目标价强于现价 15%以上
持有	目标价强于现价-15%至+15%以上
卖出	目标价弱于现价 15%以上
投机性买入	目标价于未来 6 个月或以上强于现价超过 20%、且波动性高
投机性卖出	目标价于未来 6 个月或以上弱于现价超过-20%、且波动性高
行业投资评级	备注
跑赢恒指	行业表现相对跑赢恒指 10%以上
持平恒指	行业表现相对恒指在±10%之间
跑输恒指	行业表现相对跑输恒指 10%以上

地址： 香港北角电气道 169 号 28 楼
电话： (852) 37629688
电邮： research.pacshk@pingan.com

如此报告被中国平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是中国平安证券(香港)作出的投资建议，中国平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。