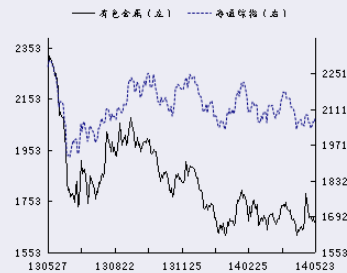


增持 维持
新能源汽车产业链
2014年06月05日
市场表现


资料来源：海通证券研究所

相关研究

新能源汽车产业链系列深度报告 I (总论篇): 新经济始于新动力 掘金新能源汽车, 增持, 首次 20140227

新能源汽车产业链系列深度报告 II (锂电篇) Tesla 推动的第三次工业革命—能源革命, 增持, 维持 20140318

新能源汽车产业链系列深度报告 III (电机篇) Tesla 开启电驱动时代, 增持, 维持 20140408

 有色金属行业高级分析师: 钟奇
SAC 执业证书编号:
S0850513110001
电话: 021-23219962
Email: zq8487@htsec.com

 电力设备新能源行业首席分析师:
周旭辉
SAC 执业证书编号:
S0850514060003
电话: 021-23219171
Email: zxh9573@htsec.com

 电力设备新能源行业高级分析师:
牛品
SAC 执业证书编号:
S0850511060001
电话: 021-23219390
Email: np6307@htsec.com

 汽车行业核心分析师: 邓学
SAC 执业证书编号:
S0850514050002
电话: 0755-23963569
Email: dx9618@htsec.com

 联系人: 朱睿
电话: 021-23219957
Email: zr8353@htsec.com

紧抓新能源汽车产业链反弹时机

- **核心观点:** 1) 一季度特斯拉销量跌至第四, 但是传统厂商的新能源汽车的销售量在上升, 并且速度很快。2) 财报期已过, 风险相对小一些。3) 前期股价调整比较多, 目前股价位置是一个好的进入点。
- **上游碳酸锂: 一季度澳矿价格小幅增长。** 1 季度碳酸锂由于季节性因素影响, 成交惨淡, 进入相对稳定状态。同期, 泰利森锂精矿的价格较去年小幅上涨 3%-5%。工业级碳酸锂价格低迷主要受传统领域需求疲软影响, 并且拖累电池级碳酸锂价格一定幅度的下调。但是我们认为, 随着新能源汽车的逐步普及, 电池级碳酸锂需求增速将远大于其他锂盐产品, 价格走势将相对强势。
- **锂离子电池材料: 价格处于下降通道。** 未来公司业绩增长仍依赖于新能源汽车放量所带动的巨大需求。预计 2014 下半年至 2015 年锂电池材料销量会有较大幅度的增长, 主要基于各地新能源汽车推广细则及补贴政策的出台, 以及各汽车厂商新车型的推出。此外, 随着新能源汽车的放量、国际动力电池产能向中国转移, 锂电池材料各子行业的龙头企业都将受益。
- **新能源: 一季度锂电池产业链降价放量。** 6 月特斯拉锂电池工厂开工, 比亚迪的锂电池工厂开始投产。四季度特斯拉的 MODEL X 会面世, 比亚迪新车型唐会上市, 宝马 I3 也会进入中国, 对产业有提振。推荐杉杉股份 (锂电池材料龙头, 进入宝马电动车产业链)、新宙邦 (新材料平台企业, 客户结构高端)、光宇国际 (电芯龙头企业, 进入北汽、广汽供应链, 下半年开始放量)。
- **磁材: 年初至今均价同比上涨。** 上半年的稀土价格疲弱, 导致终端的钕铁硼价格在 2 季度环比出现下降, 但同比略涨。从最近的月度数据看, 汽车、空调、手机以及笔记本等传统的“下游大户”保持稳定的同比增速支撑需求。而一季度末, 风机同比增速大幅提高成为需求的一大亮点。
- **电力设备。** 充换电站: 国网全面开放电动汽车充换电设施市场; 同时, 国网加快自身充换电网络建设, 2014-2020 年将投资 2000 亿元用于充换电站建设。未来充换电站建设速度将加快。电机: 国内新能源汽车以国产电机为主, 近期信质电机入股富田电机 19.96%, 二者有望共同打开国内新能源电机市场, 建议重点关注信质电机。充换电设备、电机、零部件行业前景明确、估值普遍不高, 建议积极配置。
- **整车环节: 极度看好。** 年初政策利好, 但是较多政策尚未落实, 在 3、4 月份, 低于预期。习主席给了肯定, 发展新能源汽车是发展汽车强国的必由之路, 消费者教育前进一大步; 各部委全面配合, 各地政策、补贴和配套政策落地在加快, 原来重视不足开始逆转; 此外, 北京在供电局、小区方面有了很细的标准, 有示范作用, 未来将一一落实。全年预计 6 万辆规模。下半年很可能持续爆发。
- **不确定性分析:** 1) 国内产学研结合低于预期。2) 海外销售数据低于预期。3) 政策执行力度低于预期。

目 录

| | |
|--|----|
| 投资要点 | 6 |
| 1. 碳酸锂：价格保持平稳，澳矿小幅上涨符合预期 | 8 |
| 1.1 新能源汽车启动将推动电池级碳酸锂需求 | 8 |
| 1.2 重点个股推荐：天齐锂业、赣锋锂业 | 10 |
| 2. 锂电池材料：价格处于下降通道 | 13 |
| 2.1 锂电池材料上市公司 1Q2013 业绩回顾 | 13 |
| 2.2 重点个股推荐：推荐新宙邦、沧州明珠，关注各行业龙头 | 17 |
| 3. 电芯：构筑产业链核心，电动车销量增长最为受益 | 20 |
| 3.1 新能源汽车销量拉动电芯需求，关注新车型推动行业发展 | 20 |
| 3.2 电芯企业构筑电动车产业链核心 | 22 |
| 3.3 竞争格局：日韩领先国内企业紧随其后 | 25 |
| 3.4 从行业标杆特斯拉、松下看电池成本下降趋势 | 26 |
| 3.5 重点个股推荐 | 27 |
| 4. 电机、电控、零部件及充电桩 | 28 |
| 4.1 上游磁材：年初至今均价同比上涨 | 28 |
| 4.2 电机、电控、零部件及充电桩：估值合理 | 30 |
| 4.3 充换电设备：国网启动充换电设备集采，设备建设市场全面放开 | 30 |
| 4.3 电机及零部件：外资企业频频进入大陆市场 | 33 |
| 4.4 重点个股推荐：信质电机荣登特斯拉概念第一股 | 34 |
| 5. 整车环节：5 月份以来实际需求向上趋势明显 | 41 |
| 5.1 2015 年达标任务艰巨 | 41 |
| 5.2 重点个股推荐：三条主线 | 44 |
| 6. 不确定性分析 | 48 |

图目录

| | |
|---|----|
| 图 1 锂产品价格小幅下滑，现已稳定（元/吨） | 8 |
| 图 2 2013 年锂消费结构：锂电已成主导 | 9 |
| 图 3 2012 年全球锂供给格局（按资源、公司划分） | 9 |
| 图 4 扎布耶盐湖卤水沉锂工艺路线图 | 12 |
| 图 5 金天材料与国际知名公司合作 | 19 |
| 图 6 公司目前股权结构（福建稀有稀土（集团）有限公司为大股东） | 19 |
| 图 7 全球新能源汽车历史销量（辆） | 20 |
| 图 8 全球主要车企新能源汽车销量月度统计（辆） | 21 |
| 图 9 2014-2015 年即将上市新车型 | 22 |
| 图 10 主要汽车厂商与电池厂商合作关系 | 23 |
| 图 11 2012 年锂电池下游构成 | 24 |
| 图 12 动力、储能拉动锂电池需求 | 25 |
| 图 13 EV、PHEV 占比分别为 43%、21% | 25 |
| 图 14 2013 年全球锂电前十名产值（亿元人民币） | 26 |
| 图 15 Tesla 电池成本至 2017 年有望下降 1/3（\$） | 27 |
| 图 16 氧化镨钕价格（元/吨） | 28 |
| 图 17 氧化镱价格（元/千克） | 28 |
| 图 18 江苏省重点稀土冶炼企业产量 YOY（%） | 29 |
| 图 19 我国稀土及制品出口量同比增速（%） | 29 |
| 图 20 特斯拉充电网络 SuperCharge | 31 |
| 图 21 特斯拉电动车 Model S | 31 |
| 图 22 信质电机发展途径 | 35 |
| 图 23 机动车保有量 200 万辆以上城市 PM2.5 浓度值分布图 | 41 |
| 图 24 中国石油依存度持续上升 | 41 |
| 图 25 中国汽车的油耗限值 | 41 |

| | |
|---|----|
| 图 26 中国节能与新能源汽车产业发展规划 | 42 |
| 图 27 中国节能与新能源汽车数量规划 (辆) | 42 |
| 图 28 根据 2015 年各大城市披露新能源汽车车型规划 | 43 |
| 图 29 根据 2015 年各大城市披露规划的公共、私人领域占比 | 43 |
| 图 30 中国新能源汽车细化销量预测 (辆) | 44 |
| 图 31 特斯拉光伏资产 SolarCity | 45 |
| 图 32 比亚迪所有车型, 新能源汽车阵营开始明显增多: 秦、E6、F3DM、K9 | 45 |
| 图 33 2013 年松芝股份收入构成 | 47 |
| 图 34 2013 年松芝股份毛利润构成 | 47 |
| 图 35 2013 年下半年至今公司资本运作历程 | 48 |

表目录

| | |
|--|----|
| 表 1 2013-2015 年四家寡头产能规划（碳酸锂当量，吨） | 10 |
| 表 2 公司产能分布情况（吨） | 11 |
| 表 3 西藏矿业产能扩张情况 | 12 |
| 表 4 1Q2012-1Q2014 锂电池材料板块营业收入同比、环比增长率（%） | 14 |
| 表 5 1Q2012-1Q2014 锂电池材料板块营业利润同比、环比增长率（%） | 15 |
| 表 6 1Q2012-1Q2014 锂电池材料板块归属母公司净利润同比、环比增长率（%） | 16 |
| 表 7 1Q2012-1Q2014 锂电池材料板块扣非净资产收益率（%） | 16 |
| 表 8 1Q2012-1Q2014 锂电池材料板块毛利率（%） | 17 |
| 表 9 1Q2012-1Q2014 锂电池材料板块净利率（%） | 17 |
| 表 10 主要新能源汽车车型销量统计（辆） | 21 |
| 表 11 2014-2015 年国内即将上市新车型 | 22 |
| 表 12 消费锂电池厂商同车企共建产量链，大电池为主 | 23 |
| 表 13 电动汽车锂电池组成本多为 2-3 万美元 | 24 |
| 表 14 三星 SDI 收入构成（单位：bn KRW） | 25 |
| 表 15 Tesla Model S 动力系统基本性能数据 | 26 |
| 表 16 钕铁硼价格：取 N35 产品为样本，最终产品整体价格在数值上不同，主要体现价格变动趋势 | 28 |
| 表 17 我国磁材下游主要需求领域同比增速（%） | 29 |
| 表 18 重点公司市场表现（1-5 月份个股股价涨跌幅及 PE） | 30 |
| 表 19 国网 2014 年第一批充电设备集采中标情况 | 32 |
| 表 20 公司汽车电机定转子市场份额 | 35 |
| 表 21 信质电机损益表预测（万元） | 36 |
| 表 22 此次股权激励对象 | 37 |
| 表 23 大洋电机损益表预测（万元） | 38 |
| 表 24 卧龙电气损益表预测（万元） | 39 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 表 25 国电南瑞损益表预测 (万元) | 40 |
| 表 26 许继电气损益表预测 (万元) | 40 |
| 表 27 两批 40 个城市的新能源汽车推广计划 | 43 |
| 表 28 新能源汽车销量 (2012-2014.5E) (辆) | 44 |
| 表 29 比亚迪 2014 年新能源汽车销量预测 | 46 |
| 表 30 此次募投项目 | 48 |

投资要点

1. 上游碳酸锂：一季度澳矿价格小幅增长。2014 年 1 季度，碳酸锂由于季节性因素影响，成交惨淡，在经历去年年底的小幅下滑后，再次进入相对稳定状态。同期，泰利森锂精矿的价格较去年小幅上涨 3%-5%，符合预期。工业级碳酸锂价格低迷主要受传统领域需求疲软影响，并且拖累电池级碳酸锂价格，导致其有一定幅度的下调。但是我们认为，随着新能源汽车的逐步启动，电池级碳酸锂需求增速将远大于其他锂盐产品，价格走势将相对强势。

2. 锂离子电池材料：价格处于下降通道。我们分析了锂电池上市公司 1Q2014 的业绩后认为，锂电池相关材料的价格仍处在下降通道中，电解液仍是锂电池材料中盈利能力较稳定的板块；正极材料、六氟磷酸锂等公司业绩表现一般。未来业绩增长仍依赖于新能源汽车放量所带动的巨大需求；我们预计 2014 年下半年至 2015 年锂电池材料销量会有较大幅度的增长，主要基于：随着各地新能源汽车推广细则及补贴政策的出台，以及各汽车厂商新车型的推出，新能源汽车市场将迎来快速发展期，届时锂电池材料需求将大幅增长。继续看好客户结构较好的新宙邦、产品切入中高端领域的沧州明珠，此外，随着新能源汽车的放量、国际动力电池产能向中国转移，锂电池材料各子行业的龙头企业都将受益，我们建议关注当升科技、多氟多、中国宝安等。

3. 电芯：从单月销量来看，2014 年 1-2 月，受季节因素影响，新能源汽车销量低于市场预期，进入 2013 年 3 月，新能源汽车销量环比开始回升。未来 2-3 年新能源汽车、尤其纯电动将迎来快速增长期，技术成熟、政策支持、成本下降是核心驱动力，重点关注先进新车型推广对于行业发展的推动作用，相关产业链发展进入实质，最为受益的是全球领先锂电池、电芯制造企业，包括三星 SDI、松下、LG、ATL、光宇、比克等，材料生产商略有滞后，只有进入先进电芯企业供应链的高端材料才有望快速增长。

4. 磁材：年初至今均价同比上涨。上半年的稀土价格疲弱，导致终端的钕铁硼价格在 2 季度环比出现下降。但同比而言，2013 年 5 月份是稀土的一个大底，因此同比的价格还是略涨。从最近的月度数据看，汽车、空调、手机以及笔记本等传统的“下游大户”保持稳定的同比增速支撑需求。而一季度末，风机同比增速大幅提高成为需求的一大亮点。

5. 电机、电控、零部件及充电桩。国网启动充换电设备集采，设备建设市场全面放开。2014 年，国网启动新能源汽车充换电设备集采，截至目前已进行两批的招标。第一批共招标 3507.91 万 W 充电设备，其中交流充电桩 311.21 万 W，直流充电桩 3196.70 万 W。此外，招标换电系统 8 套；充电监控系统 8 套。从中标情况来看，国网系旗下企业市占率 75%，许继、南瑞都有中标，3 家民营企业中标，其中一家为万马电缆。第二批交流充电桩招标量大幅提升。我们认为，目前新能源汽车推广的难度在于充换电设备稀少，谁来建设充换电网络一直有争议。国网全面放开充换电设备不但利好充换电设备企业，对整个电动汽车行业的利好更为明显，未来充换电设备建设的速度会加快。此外，信质电机（002664）跻身特斯拉产业链成为极大利好。

6. 整车：5 月份以来，随着各地城市政策陆续落地，公交采购的进度保持平稳，而私人购买呈现加速状态，特别是地方城市补贴和充电桩安装办法落地后，实际需求向上趋势明显，我们预计 2014 年私人购买达到 3-5 万辆是可以预期，外加公交采购和政府公务用车采购，2014 年新能源汽车销量达到 6 万辆以上问题不大，甚至可以挑战 10 万辆规模，同比 2013 年翻 4 倍！

| 股票代码 | 股票名称 | EPS (元) | | | 投资评级 | |
|---------|------|---------|-------|-------|------|------|
| | | 2013 | 2014E | 2015E | 上期 | 本期 |
| 002466 | 天齐锂业 | -0.90 | 0.50 | 1.05 | 买入 | 买入 |
| 002460 | 赣锋锂业 | 0.49 | 0.53 | 0.76 | 增持 | 增持 |
| 300037 | 新宙邦 | 0.73 | 0.90 | 1.04 | 增持 | 增持 |
| 002108 | 沧州明珠 | 0.44 | 0.54 | 0.61 | 增持 | 增持 |
| 600549 | 厦门钨业 | 0.67 | 0.80 | 1.20 | 买入 | 买入 |
| 1043.hk | 光宇国际 | 0.46 | 0.51 | 0.58 | 暂不评级 | 暂不评级 |
| 300068 | 南都电源 | 0.22 | 0.33 | 0.44 | 买入 | 买入 |
| 000970 | 中科三环 | 0.32 | 0.42 | 0.50 | 买入 | 买入 |
| 300224 | 正海磁材 | 0.32 | 0.45 | 0.52 | 买入 | 买入 |
| 002664 | 信质电机 | 1.08 | 1.41 | 1.86 | 买入 | 买入 |
| 002249 | 大洋电机 | 0.25 | 0.41 | 0.51 | - | - |
| 600580 | 卧龙电气 | 0.33 | 0.43 | 0.53 | 买入 | 买入 |
| 600406 | 国电南瑞 | 0.66 | 0.84 | 1.03 | 买入 | 买入 |
| 002594 | 比亚迪 | 0.23 | 0.80 | 1.49 | 买入 | 买入 |
| 600699 | 均胜电子 | 0.54 | 0.69 | 0.83 | 买入 | 买入 |
| 002454 | 松芝股份 | 0.77 | 0.95 | 1.20 | 买入 | 买入 |

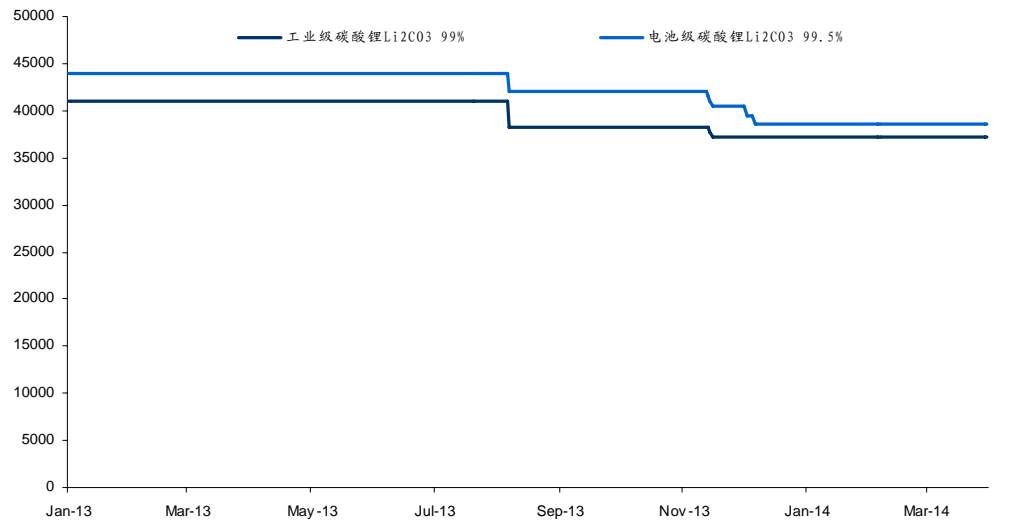
资料来源: Wind, 海通证券研究所

1. 碳酸锂：价格保持平稳，澳矿小幅上涨符合预期

1.1 新能源汽车启动将推动电池级碳酸锂需求

2014 年 1 季度，碳酸锂由于季节性因素影响，成交惨淡，在经历去年年底的小幅下滑后，再次进入相对稳定状态。同期，泰利森锂精矿的价格较去年小幅上涨 3%-5%，符合预期。

图 1 锂产品价格小幅下滑，现已稳定（元/吨）

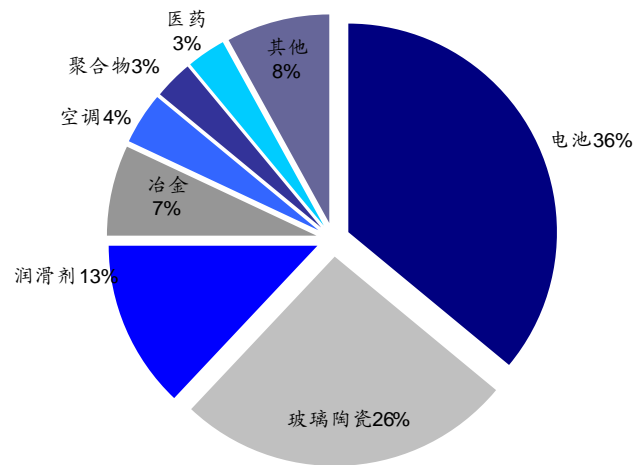


资料来源：百川资讯，海通证券研究所

工业级碳酸锂价格低迷主要受传统领域需求疲软影响，并且拖累电池级碳酸锂价格，导致其一定幅度的下调。但是我们认为，随着新能源汽车的逐步启动，电池级碳酸锂需求增速将远大于其他锂盐产品，价格走势将相对强势。

2000 年，锂电需求仅占锂消费的 4% 左右，但是到了 2013 年，锂电消费占比已经跃升至 36%。锂电对锂整体消费的拉动越来越明显。目前锂电主要以移动设备为主，占整体消费的 80% 左右。

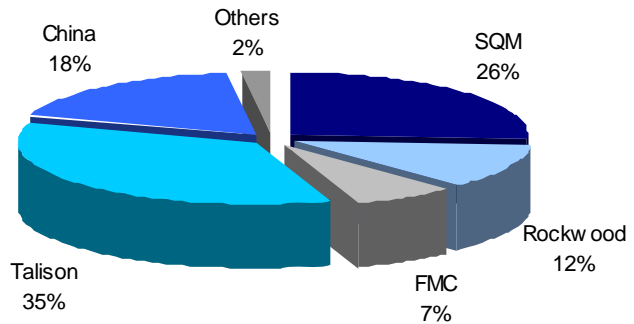
图 2 2013 年锂消费结构：锂电已成主导



资料来源：signumBox，海通证券研究所

全球锂资源供给呈高度垄断态势，三大卤水厂商-SQM、Rockwood、FMC 合计占据了全球锂市场 45%的份额，锂精矿供应商 Talison 依托中国强劲需求成功二期扩产，市占率 2012 年跃居首位，高达 35%。三份卤水+一份矿合计供应了全球 80%的市场。

图 3 2012 年全球锂供给格局（按资源、公司划分）



资料来源：signumBox，海通证券研究所

全球锂供给与需求基本持平。基于对电动汽车增长的预期，不论是原有四家寡头，还是新进入者，均有产能扩张计划。但是，由于资源品位不同、自然环境差异、融资进展以及开发工艺试验等方面的不确定性，新进入者规划的产能并不能迅速转化成产量，因此在中短期内，供给仍主要由四家寡头控制。

表 1 2013-2015 年四家寡头产能规划（碳酸锂当量，吨）

| 公司名称 | 2013 | 2014E | 2015E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|
| SQM | 48000 | 48000 | 48000 |
| Rockwood | 33000 | 50000 | 50000 |
| FMC | 25000 | 32500 | 32500 |
| Talison（天齐锂业 51%） | 110000 | 110000 | 110000 |
| 合计 | 216000 | 240500 | 240500 |

资料来源：SignumBox，海通证券研究所

根据锂业分会的最新调研报道，青海锂业正在积极通过政府组建合资公司，落实资源采矿权问题，未来将以采购卤水的形式保证原料来源，但是 2014 年产量增加不大，预计青海锂业和中信国安两家公司的总产量与 2013 年基本持平，维持在 8000 吨的水平。西藏扎布耶盐湖的产量除特别条件外，波动不大。因此，锂业分会预计 2014 年中国盐湖提锂的总产量在 1-1.2 万吨之间，暂时不会形成大规模的产能释放。

矿石方面，宜春钽铌矿在建选冶新厂，2014 年新建生产线仍然在进行改扩建工程，预计总产量与 2013 年持平。

综合来看，国内不论是矿石还是卤水，2014 年产量都没有大幅增长，增量仍然主要来自于四大寡头，其中尤以泰利森（天齐锂业）和 Rockwood 为主。由于这两家企业已形成战略联盟，因此将配合需求增长，稳步适当释放产能，这也是为什么在碳酸锂价格相对疲弱的情况下，泰利森锂精矿仍能小幅坚定上涨。

1.2 重点个股推荐：天齐锂业、赣锋锂业

天齐锂业（002466）：收购银河锂业扩张锂加工版图

增发控股全球规模最大的高品位锂辉石矿山，与洛克伍德结成战略合作，公司从单纯的锂加工企业升级转型为掌握大量优质锂矿资源、产业链更完善并具有国际话语权的跨国锂业公司。主要产品产能：电池级碳酸锂 9000 吨/年，工业级碳酸锂 1500 吨/年，氢氧化锂 5000 吨/年，氯化锂 1500 吨/年，金属锂 200 吨/年。

收购银河锂业扩张锂加工版图，实现最强资源（泰利森）与最强加工的强强联合。银河锂业地处中国东部沿海地区，在运输成本、人力资源及配套设施等方面具备优势，拥有电池级碳酸锂 1.7 万吨/年产能，全球最大。其碳酸锂生产线是国内首条全自动生产线，产品质量控制能力强，生产 99.9% EV 碳酸锂具有成本优势。收购后，公司的产品质量、产能及市场占有率将迅速提高，有利于进一步发挥公司锂矿资源优势。

银河锂业为银河资源最优质资产，收购价格合理。银河资源其他矿山资源目前均未进行生产。银河锂业是其最优质的资产，注册资本 9000 万美元，总资产 1.91 亿美元，公司以 1.22 亿美元（即 7.63 亿元人民币）收购价格合理。

银河锂业进入回报期。银河锂业 2012 年中期开始生产，2013 年主营业务收入 1.88 亿元，净利润-2.39 亿元，生产碳酸锂 5844 吨，销售 5630 吨。在 2013 年 12 月，公司电池级碳酸锂产品占比为 68%。亏损的原因：一方面是银河锂业 1.7 万吨/年电池级碳酸锂生产线建设资金主要来自于银行贷款，利息支出较高；另一方面，其生产设备属于初期运行阶段，设备调试等导致运行成本较高。此外，公司在 2013 年 11 月中旬消耗完了银河资源凯特琳山的锂辉石，之后停产调试设备，从 12 月中旬开始使用泰利森锂精矿进行生产，影响一个月的生产。银河锂业在 2014 年一季度已经达到现金盈亏平衡状态。

维持“买入”的投资评级。暂不考虑收购银河锂业的影响，根据产能投放节奏，我们预计天齐锂业 2014-2015 年 EPS 分别为 0.50 元和 1.05 元。公司成功收购泰利森完成国际巨头的华丽蜕变，斩获定价权；拟收购银河锂业，快速扩张锂加工版图，实现最强资源与最强加工的强强联合。考虑到未来市值增大，估值中枢下移的可能性，我们给予 2015 年 55 倍 PE，得出目标价 57.75 元，维持“买入”的投资评级。

不确定性分析：价格波动风险；技术风险；汇率风险；在建项目投产风险。

表 2 公司产能分布情况 (吨)

| 产品名称 | 原有产能 | 新增产能 | 产能合计 | 注释 |
|-------------|------|------|------|---|
| 电池级碳酸锂 | 3000 | 5000 | 8000 | |
| 工业级碳酸锂 | 3000 | | 3000 | 5000 吨募投项目已投产。 |
| 单水氢氧化锂 | 2000 | 5000 | 7000 | 目前雅安搬迁，2000 吨产能暂时关闭。 |
| 无水氯化锂 | 1500 | | 1500 | 1500 吨中试线主要用于金属锂原料的供给。 |
| 高纯碳酸锂\磷酸二氢锂 | 600 | | 600 | 目前两种产品共用一条生产线，小批量生产。 |
| 金属锂 | | 200 | 200 | 公司利用自有资金建设年产 200 吨金属锂项目，2010 年底已经完成一期工程建设和开始试生产，具备年产 100 吨金属锂生产能力，二期项目正在进行。 |

资料来源：公司招股说明书及相关项目建设公告等，海通证券研究所

赣锋锂业 (002460): 发展锂产业链上下游一体化战略

公司作为国内锂系列产品品种最齐全、产品链最长、工艺技术最全面的专业生产商，研发能力、技术水平、市场规模国际领先；已先后为三星、LG 提供小批量氢氧化锂、为松下提供锂带样品。增发专注锂电新能源，公司借此迎来业绩高弹性和估值水平的双重提升。主要产品产能：金属锂 1500 吨/年，高纯度碳酸锂 8000 吨/年，氢氧化锂 6000 吨/年，丁基锂 500 吨/年，氟化锂 1500 吨/年。

积极拓展上游锂资源。公司持有加拿大国际锂业 17.41% 的股权，并通过建立合资公司等方式，获取爱尔兰 Blackstair 锂矿项目的矿权。按照“锂产业链上下游一体化”的发展战略，公司积极扩展产业链，通过和加拿大国际锂业等国际上游锂资源企业的战略合作，逐步获取部分锂矿山和盐湖卤水资源的矿权；并通过广泛的国际技术合作，加快相关锂资源的勘探开发进度，加强上游锂资源的稳定供应。

锂深加工产品需求快速增长。锂是自然界最轻的金属元素，凭借其特殊的物理和化学性质广泛应用在新能源、新材料与新医药等领域，被誉为“工业味精”和“能源金属”。随着低碳经济和绿色新能源产业的快速发展，特别是新型锂电力汽车行业的崛起、新型医药合成产业技术的新突破，以及航天航空新材料技术向民用领域的推广应用，全球锂深加工产品市场需求快速增长。

维持“增持”评级。公司借助国际锂业的平台，积极拓展海外锂资源；通过增发项目完善产业布局，扩张产品系列，形成从矿石/卤水提锂生产锂盐产品，从氯化锂熔盐电解生产金属锂到金属锂加工生产超薄、锂系列合金等锂材产品的完整产业链，全产品竞争优势更加凸显，进一步推进公司“打造锂行业上下游一体化的国际一流企业”发展战略的实施。

我们预测公司 2014-2015 年每股收益分别为 0.53 元和 0.76 元，维持公司“增持”的投资评级，目标价 36.76 元，对应 2014 年 PE 70 倍。

不确定性分析：价格波动风险；技术风险；汇率风险；在建项目投产风险。

西藏矿业（000762）：综合类矿产公司

公司是西藏最大的综合性矿产开发公司，主要产品为铬铁矿石、铬铁合金、铜、铬盐产品以及锂盐产品。目前，公司有铜、铬铁以及锂三个业务板块，资源优势明显。公司拥有的扎布耶盐湖锂资源丰富，锂资源量 183 万吨（以 Li_2CO_3 计），镁锂比为 0.02；钾肥资源量以 KCl 计为 1592 万吨， B_2O_3 资源量为 963 万吨。

表 3 西藏矿业产能扩张情况

| 项目 | 原有产能（/年） | 募集资金扩产（/年） | 截至 2012 年底投资进度（%） | 项目达到预定可使用状态日期 |
|-------------|------------------|---------------------------------------|-------------------|---------------|
| 扎布耶盐湖一期技改工程 | 5000 吨碳酸锂，但一直未达产 | 8628 吨碳酸锂 | 100.00 | 2013.08 |
| 扎布耶盐湖二期工程 | 0 | 18000 吨碳酸锂 | 4.21 | 2015.05 |
| 白银扎布耶一期工程 | 5000 吨碳酸锂 | -- | 100.00 | 已投产 |
| 白银扎布耶二期工程 | 0 | 5000 吨电池级碳酸锂、2000 吨工业级碳酸锂和 3000 吨氢氧化锂 | 0.00 | 2015.11 |
| 尼木铜矿项目 | 1300 吨 | 6500 吨电解铜 | 12.44 | 2015.03 |

资料来源：2012 年年报，海通证券研究所

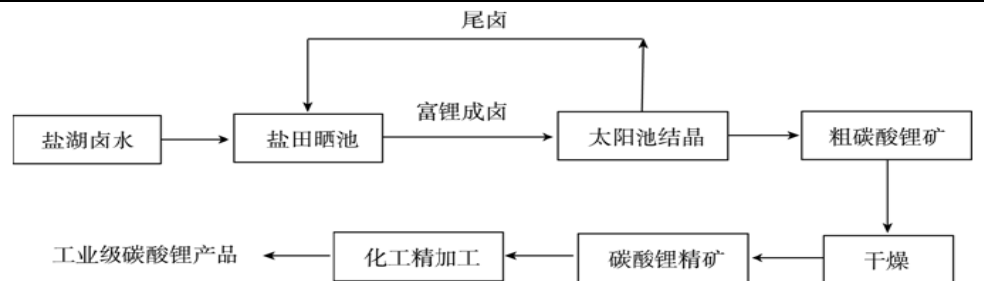
公司提锂工艺充分利用了自然条件，采用“冬储卤、多级冷冻日晒、集温沉锂”工艺，生产含 Li_2CO_3 60%-80% 的固体锂精矿。

扎布耶提锂流程为将盐湖地表卤水抽至预晒池，自然蒸发析出石盐，至钾盐饱和，在冬季已清除一部分泡碱和芒硝。然后将卤水倒入晒池，继续蒸发至 Li_2CO_3 接近饱和，将 Li_2CO_3 饱和卤水抽入结晶池，利用太阳池原理升温加热卤水，结晶析出锂精矿。

太阳池梯度提锂：利用太阳能资源将富锂卤水进行晒卤，分别沉淀卤水中的石盐、芒硝（无水芒硝）、碱类（水碱、天然碱、泡碱）、钾盐（钾石盐、钾芒硝）、硼砂等，最后才能将浓缩卤水进行碳酸锂提取。难点在于卤水易在盐田各蒸发浓缩阶段分散沉淀，使得碳酸锂难于集中提取。

为此，公司开发了“冷冻除硝碱”法，利用地区温度差异的优势，将卤水在冬季进行低温蒸发，除去卤水中大量芒硝和泡碱，从而使卤水中的锂元素得到快速富集。经盐田冷冻除硝碱后卤水浓度可达 1.5g/L 以上，利用太阳池工艺提取碳酸锂，经过进一步加工提炼，可得到工业级碳酸锂。

图 4 扎布耶盐湖卤水沉锂工艺路线图



资料来源：地球学报，海通证券研究所

公司 2012 年生产锂精矿 6086.73 吨，锂盐 2725.17 吨（包括中试电池级碳酸锂 36.08 吨）；2013 年生产锂精矿 6026.01 吨，工业级碳酸锂 931.43 吨，电池级碳酸锂 60.13 吨，氢氧化锂 769.28 吨；2014 年计划生产锂精矿 8000 吨（品位在 55% 以上，

水分控制在 10%以内)、氢氧化锂 1700 吨。

不确定性分析：价格波动风险；技术风险；汇率风险；在建项目投产风险。

2. 锂电池材料：价格处于下降通道

我们分析了锂电池上市公司 1Q2014 的业绩后认为，锂电池相关材料的价格仍处在下降通道中，未来业绩增长仍依赖于新能源汽车放量所带动的巨大需求。我们预计 2014 下半年至 2015 年锂电池材料销量会有较大幅度的增长，主要基于：随着各地新能源汽车推广细则及补贴政策的出台，以及各汽车厂商新车型的推出，新能源汽车市场将迎来快速发展期，届时锂电池材料需求将大幅增长。

继续看好客户结构较好的新宙邦、产品切入中高端领域的沧州明珠，此外，随着新能源汽车的放量、国际动力电池产能向中国转移，锂电池材料各子行业的龙头企业都将受益，我们建议关注当升科技、多氟多、中国宝安等。

2.1 锂电池材料上市公司 1Q2013 业绩回顾

单季度看，1Q2014，锂电池材料板块营业收入同比增速-5%、环比-28%；营业利润同比+3%、环比+38%；净利润同比+27%、环比-6%；扣非后净资产收益率 0.39%，同比下降 0.64 个百分点、环比下降 0.31 个百分点；综合毛利率 20.25%，同比下降 0.73 个百分点，环比下降 1.29 个百分点；净利率 5.36%，同比提升 0.93 个百分点，环比提升 1.89 个百分点。锂电池材料板块收入、毛利率同比环比均下降，说明锂电池材料价格仍有一定下降。

分子板块看，1Q2014，锂电池材料四大板块中，电解液表现最好，其中新宙邦收入增速同比+9%、环比-5%，营业利润同比+27%、环比-20%，净利润同比+31%、环比-20%，毛利率 36.48%，同比提升 5.69 个百分点，环比下降 0.75 个百分点，这反映了电解液仍是锂电池材料中盈利能力较稳定的板块；正极材料、六氟磷酸锂等公司业绩表现一般。

表 4 1Q2012-1Q2014 锂电池材料板块营业收入同比、环比增长率 (%)

| | 1Q2012 | 2Q2012 | 3Q2012 | 4Q2012 | 1Q2013 | 2Q2013 | 3Q2013 | 4Q2013 | 1Q2014 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 同比增长率 | | | | | | | | | |
| 锂电池材料板块 | 4.52 | 2.94 | 13.92 | 0.76 | 13.00 | 2.67 | 3.02 | 0.70 | -5.12 |
| 新宙邦 | 21.38 | -10.45 | 2.18 | -0.82 | 8.06 | 2.51 | -2.22 | 6.94 | 8.82 |
| 天赐材料 | 25.84 | 17.80 | 38.28 | -7.13 | 15.29 | 7.13 | -8.38 | 24.69 | 14.94 |
| 江苏国泰 | -2.12 | -11.27 | 14.24 | 24.76 | 48.75 | 39.23 | 17.85 | -19.34 | -11.27 |
| 杉杉股份 | 14.45 | 25.42 | 38.67 | 20.86 | 8.35 | 16.79 | 0.33 | 7.75 | 3.21 |
| 多氟多 | 12.18 | -22.80 | 23.69 | 9.67 | 13.03 | 25.94 | -20.80 | 21.14 | 24.35 |
| 沧州明珠 | 23.48 | 1.48 | 3.32 | 4.04 | -1.32 | 9.03 | 6.90 | 32.93 | 15.55 |
| 佛塑科技 | -6.70 | 2.84 | -12.74 | 6.38 | -25.33 | -32.93 | -15.27 | -18.85 | -16.93 |
| 当升科技 | -13.46 | 12.66 | 9.04 | -26.83 | -20.46 | 11.78 | -9.42 | 20.34 | 6.77 |
| 众和股份 | -5.16 | -9.60 | 4.68 | 1.49 | 22.27 | 35.29 | 41.13 | -5.70 | -2.20 |
| 中国宝安 | 12.00 | 17.19 | 29.90 | -31.63 | 33.29 | -26.25 | 5.27 | 17.91 | -20.32 |
| 环比增长率 | | | | | | | | | |
| 锂电池材料板块 | -30.18 | 30.66 | -0.54 | 11.05 | -21.70 | 18.72 | -0.20 | 11.12 | -27.50 |
| 新宙邦 | -14.54 | 24.23 | 2.77 | -9.09 | -6.90 | 17.85 | -1.98 | -0.57 | -5.26 |
| 天赐材料 | -25.36 | 35.26 | 31.82 | -30.21 | -7.35 | 25.68 | 12.75 | -5.03 | -14.59 |
| 江苏国泰 | -33.27 | 33.19 | 24.07 | 13.14 | -20.44 | 24.66 | 5.02 | -22.56 | -12.48 |
| 杉杉股份 | -21.77 | 15.92 | 27.37 | 4.63 | -29.86 | 24.96 | 9.42 | 12.37 | -32.82 |
| 多氟多 | -17.82 | -13.26 | 53.24 | 0.40 | -15.30 | -3.35 | -3.63 | 53.56 | -13.06 |
| 沧州明珠 | -23.82 | 51.13 | 3.44 | -12.64 | -27.75 | 66.98 | 1.42 | 8.63 | -37.19 |
| 佛塑科技 | -10.56 | 11.84 | -13.91 | 23.53 | -37.21 | 0.44 | 8.77 | 35.54 | -41.32 |
| 当升科技 | -27.55 | 17.10 | 1.56 | -15.09 | -21.24 | 64.58 | -17.70 | 12.81 | -30.13 |
| 众和股份 | -18.93 | 15.67 | -22.78 | 40.15 | -2.33 | 27.99 | -19.45 | -6.36 | 1.30 |
| 中国宝安 | -54.14 | 83.79 | -39.04 | 33.06 | -10.59 | 1.69 | -12.98 | 49.03 | -39.59 |

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 5 1Q2012-1Q2014 锂电池材料板块营业利润同比、环比增长率 (%)

| | 1Q2012 | 2Q2012 | 3Q2012 | 4Q2012 | 1Q2013 | 2Q2013 | 3Q2013 | 4Q2013 | 1Q2014 |
|--------------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 同比增长率 | | | | | | | | | |
| 锂电池材料板块 | -38.57 | -24.57 | -11.30 | -41.96 | -2.18 | -9.64 | 105.82 | -50.86 | 3.36 |
| 新宙邦 | 4.47 | -7.29 | 12.35 | 4.26 | -4.38 | -18.89 | -6.21 | 8.77 | 26.88 |
| 天赐材料 | 712.44 | 182.10 | 119.02 | -75.95 | 47.12 | -7.35 | -33.91 | 187.25 | -20.11 |
| 江苏国泰 | -23.33 | -2.62 | -7.10 | -0.06 | 14.17 | 8.64 | -1.41 | -75.55 | -15.37 |
| 杉杉股份 | 1.02 | 10.83 | -12.85 | -42.13 | -40.53 | 0.02 | 54.60 | 25.55 | -14.14 |
| 多氟多 | -46.32 | -27.82 | 5.00 | -222.59 | -55.41 | -79.69 | -80.65 | 126.28 | -30.30 |
| 沧州明珠 | 82.82 | 7.62 | 3.72 | 34.88 | 10.16 | 36.77 | 18.29 | 40.16 | -3.01 |
| 佛塑科技 | -85.79 | -81.92 | -62.10 | -70.69 | 4.25 | 37.28 | -4.42 | -46.27 | -28.30 |
| 当升科技 | -167.46 | 296.21 | 280.62 | 25.15 | 18.19 | -8.44 | -53.40 | 42.29 | -36.75 |
| 众和股份 | -20.83 | -26.46 | -64.05 | -119.22 | -39.00 | 44.51 | 41.76 | -96.32 | -82.41 |
| 中国宝安 | -44.61 | -44.19 | -43.63 | 108.93 | 8.25 | -41.38 | 996.93 | -127.82 | 31.22 |
| 环比增长率 | | | | | | | | | |
| 锂电池材料板块 | -59.30 | 53.66 | -31.17 | 34.84 | -31.42 | 41.95 | 56.78 | -65.35 | 37.67 |
| 新宙邦 | -25.25 | 30.26 | 6.46 | 0.59 | -31.44 | 10.48 | 23.10 | 16.66 | -20.03 |
| 天赐材料 | -53.29 | 130.00 | 43.90 | -84.44 | 185.72 | 44.84 | 2.65 | -32.38 | -20.54 |
| 江苏国泰 | -7.69 | 75.85 | 11.02 | -44.54 | 5.45 | 67.33 | 0.74 | -86.25 | 265.02 |
| 杉杉股份 | -63.56 | 208.16 | -75.31 | 108.71 | -62.55 | 418.31 | -61.84 | 69.49 | -74.39 |
| 多氟多 | 7.72 | 36.43 | -58.25 | -299.79 | 139.18 | -37.85 | -60.24 | 171.36 | 3.93 |
| 沧州明珠 | -9.59 | 53.36 | 17.75 | -17.38 | -26.16 | 90.40 | 1.82 | -2.06 | -48.91 |
| 佛塑科技 | -96.62 | 11.59 | 10.29 | 603.88 | -87.96 | 46.94 | -23.22 | 404.96 | -80.41 |
| 当升科技 | -26.63 | 245.61 | -15.40 | -147.98 | -38.40 | 262.97 | -56.94 | -159.43 | -227.93 |
| 众和股份 | -16.57 | 9.85 | -69.90 | -169.68 | 364.80 | 160.23 | -70.48 | -196.50 | 123.72 |
| 中国宝安 | 42.10 | 10.86 | -70.64 | 351.71 | -26.37 | -39.97 | 449.44 | -111.45 | 447.32 |

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 6 1Q2012-1Q2014 锂电池材料板块归属母公司净利同比、环比增长率 (%)

| | 1Q2012 | 2Q2012 | 3Q2012 | 4Q2012 | 1Q2013 | 2Q2013 | 3Q2013 | 4Q2013 | 1Q2014 |
|--------------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 同比增长率 | | | | | | | | | |
| 锂电池材料板块 | -45.47 | -27.69 | -1.55 | -39.83 | -4.20 | -10.48 | 126.56 | -38.51 | 27.18 |
| 新宙邦 | 5.65 | -3.25 | 10.71 | 7.69 | -7.13 | -17.44 | 1.85 | 7.78 | 30.81 |
| 天赐材料 | 2279.88 | 170.63 | 121.97 | -76.80 | 55.91 | 1.27 | -33.77 | 385.63 | -20.18 |
| 江苏国泰 | -25.98 | 0.31 | 0.06 | 19.04 | 9.19 | 2.91 | -4.42 | -66.09 | -7.45 |
| 杉杉股份 | -22.26 | 20.79 | -37.61 | 7.59 | 4.31 | 2.24 | 109.18 | 16.92 | 23.80 |
| 多氟多 | -34.77 | -23.37 | 23.70 | -241.31 | -45.14 | -128.69 | -51.68 | 146.76 | -29.34 |
| 沧州明珠 | 50.00 | 15.58 | 4.17 | 40.95 | 41.37 | 17.43 | 14.45 | 28.55 | -9.17 |
| 佛塑科技 | -83.12 | -82.82 | -47.36 | -75.41 | -9.48 | 12.89 | -1.23 | -52.81 | -39.94 |
| 当升科技 | -172.96 | 464.46 | 297.28 | 639.35 | 13.84 | -4.88 | -26.97 | -47.50 | 23.62 |
| 众和股份 | -15.87 | -20.88 | -61.41 | -77.94 | -27.27 | 44.45 | 13.26 | -115.04 | 3.39 |
| 中国宝安 | -68.30 | -82.81 | -55.82 | 159.01 | -23.24 | -69.86 | 4456.62 | -117.78 | 194.69 |
| 环比增长率 | | | | | | | | | |
| 锂电池材料板块 | -71.02 | 73.99 | -28.01 | 65.75 | -53.85 | 62.59 | 82.18 | -53.32 | -6.43 |
| 新宙邦 | -23.38 | 33.24 | 0.21 | 5.26 | -33.92 | 18.44 | 23.62 | 11.39 | -19.80 |
| 天赐材料 | -66.73 | 142.05 | 37.48 | -79.04 | 123.53 | 57.22 | -10.09 | 53.68 | -63.26 |
| 江苏国泰 | 4.50 | 82.28 | 13.49 | -44.93 | -4.14 | 71.79 | 5.40 | -80.47 | 161.67 |
| 杉杉股份 | -71.46 | 400.58 | -84.15 | 375.18 | -72.33 | 390.65 | -67.57 | 165.59 | -70.71 |
| 多氟多 | 89.58 | 28.22 | -43.29 | -202.51 | 173.60 | -167.05 | 195.52 | -0.78 | 11.22 |
| 沧州明珠 | -23.60 | 109.70 | 5.48 | -16.60 | -23.37 | 74.19 | 2.81 | -6.33 | -45.85 |
| 佛塑科技 | -97.08 | -12.52 | 7.37 | 797.93 | -89.27 | 9.11 | -6.05 | 392.90 | -84.62 |
| 当升科技 | -76.23 | 270.73 | -33.14 | 168.11 | -128.15 | 288.50 | -48.67 | 92.75 | -140.95 |
| 众和股份 | -1.59 | 19.27 | -73.73 | -28.46 | 224.52 | 136.89 | -79.41 | -109.50 | 2330.56 |
| 中国宝安 | -16.90 | -40.53 | -68.51 | 1564.17 | -75.37 | -76.65 | 4662.11 | -106.49 | 508.18 |

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 7 1Q2012-1Q2014 锂电池材料板块扣非净资产收益率 (%)

| | 1Q2012 | 2Q2012 | 3Q2012 | 4Q2012 | 1Q2013 | 2Q2013 | 3Q2013 | 4Q2013 | 1Q2014 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 锂电池材料板块 | 0.92 | 1.54 | 0.98 | -0.31 | 1.03 | 1.81 | 0.07 | 0.70 | 0.39 |
| 新宙邦 | 2.24 | 2.90 | 3.04 | 3.10 | 1.97 | 2.19 | 2.87 | 2.65 | 2.41 |
| 天赐材料 | | | | | | | 3.59 | 2.24 | 1.39 |
| 江苏国泰 | 2.40 | 4.93 | 5.19 | 2.60 | 2.77 | 4.47 | 4.48 | 0.05 | 2.45 |
| 杉杉股份 | 0.46 | 1.47 | 0.34 | 0.42 | 0.51 | 1.98 | 0.21 | 1.91 | 0.52 |
| 多氟多 | 1.19 | 1.46 | 0.75 | -1.39 | 0.55 | 0.40 | 0.22 | -0.54 | 0.24 |
| 沧州明珠 | 2.38 | 4.19 | 3.47 | 2.59 | 2.12 | 3.81 | 3.81 | 3.32 | 1.75 |
| 佛塑科技 | 0.45 | 0.46 | 0.53 | 2.71 | 0.44 | 0.52 | 0.36 | 1.47 | 0.33 |
| 当升科技 | -0.38 | 0.51 | 0.39 | -0.10 | -0.31 | 0.47 | 0.20 | -0.01 | -0.37 |
| 众和股份 | 1.30 | 1.57 | 0.40 | -0.30 | 0.70 | 2.12 | 0.27 | -0.11 | 0.54 |
| 中国宝安 | 0.34 | 0.14 | -0.91 | -6.44 | 1.27 | 1.32 | -5.20 | -1.54 | -1.84 |

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 8 1Q2012-1Q2014 锂电池材料板块毛利率 (%)

| | 1Q2012 | 2Q2012 | 3Q2012 | 4Q2012 | 1Q2013 | 2Q2013 | 3Q2013 | 4Q2013 | 1Q2014 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 锂电池材料板块 | 21.25 | 21.20 | 19.36 | 21.16 | 20.98 | 20.95 | 19.34 | 21.54 | 20.25 |
| 新宙邦 | 35.44 | 35.86 | 34.08 | 36.20 | 30.79 | 31.48 | 34.83 | 37.22 | 36.48 |
| 天赐材料 | 32.54 | 35.22 | 36.87 | 32.50 | 35.15 | 33.68 | 33.14 | 30.50 | 29.30 |
| 江苏国泰 | 13.57 | 13.57 | 12.32 | 10.81 | 11.55 | 11.01 | 11.49 | 13.83 | 13.13 |
| 杉杉股份 | 24.70 | 23.97 | 19.89 | 23.34 | 24.47 | 21.11 | 22.41 | 19.16 | 25.10 |
| 多氟多 | 21.58 | 21.81 | 14.60 | 16.72 | 17.36 | 17.18 | 16.22 | 15.96 | 14.04 |
| 沧州明珠 | 16.71 | 17.71 | 17.86 | 17.25 | 16.78 | 20.11 | 19.38 | 18.68 | 17.83 |
| 佛塑科技 | 11.04 | 9.11 | 11.48 | 22.86 | 13.31 | 15.35 | 13.13 | 23.16 | 13.67 |
| 当升科技 | 4.41 | 6.79 | 7.09 | 6.06 | 4.24 | 7.10 | 7.02 | 5.04 | 3.36 |
| 众和股份 | 21.16 | 19.72 | 21.83 | 22.21 | 17.17 | 22.38 | 18.54 | 18.76 | 15.44 |
| 中国宝安 | 39.51 | 34.41 | 36.38 | 33.17 | 37.82 | 39.61 | 33.03 | 33.14 | 34.31 |

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 9 1Q2012-1Q2014 锂电池材料板块净利率 (%)

| | 1Q2012 | 2Q2012 | 3Q2012 | 4Q2012 | 1Q2013 | 2Q2013 | 3Q2013 | 4Q2013 | 1Q2014 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 锂电池材料板块 | 5.04 | 6.17 | 4.27 | 5.54 | 4.43 | 5.34 | 9.05 | 3.47 | 5.36 |
| 新宙邦 | 18.11 | 19.42 | 18.94 | 21.93 | 15.57 | 15.64 | 19.73 | 22.10 | 18.71 |
| 天赐材料 | 9.19 | 15.30 | 15.81 | 5.31 | 11.49 | 14.52 | 11.73 | 18.52 | 8.28 |
| 江苏国泰 | 4.16 | 5.71 | 5.13 | 2.64 | 3.16 | 4.34 | 4.32 | 1.27 | 3.31 |
| 杉杉股份 | 2.25 | 8.89 | 0.85 | 3.35 | 1.43 | 7.57 | 2.03 | 3.95 | 0.95 |
| 多氟多 | 6.01 | 8.71 | 3.08 | -3.25 | 2.80 | -1.94 | 2.06 | 1.20 | 1.78 |
| 沧州明珠 | 5.45 | 7.35 | 7.64 | 7.25 | 7.68 | 7.92 | 8.09 | 7.03 | 6.10 |
| 佛塑科技 | 1.56 | 1.29 | 1.58 | 7.93 | 1.86 | 2.33 | 1.84 | 6.53 | 2.31 |
| 当升科技 | -2.11 | 3.08 | 2.03 | 6.41 | -2.29 | 2.62 | 1.64 | 2.80 | -1.64 |
| 众和股份 | 5.36 | 5.52 | 1.84 | 0.91 | 3.18 | 5.88 | 2.72 | -2.50 | 2.71 |
| 中国宝安 | 10.52 | 5.35 | 4.05 | 11.22 | 8.32 | 4.87 | 36.92 | -0.63 | 15.60 |

资料来源: WIND, 海通证券研究所

2.2 重点个股推荐: 推荐新宙邦、沧州明珠, 关注各行业龙头

锂电池五大板块: 目前正极材料产能过剩; 负极材料技术成熟、产能集中; 隔膜利润丰厚, 高端领域仍以进口为主; 电解液格局较好, 盈利空间稳定; 六氟磷酸锂大量扩产, 价格快速下跌。随着新能源汽车批量化生产, 电池材料价格或将继续下降, 但需求大幅增长也将拉动那些已有过剩迹象的行业。在当前时点上, 我们推荐**客户结构较好的新宙邦、产品切入中高端领域的沧州明珠**, 未来, **随着国际动力电池产能向中国转移, 锂电池材料各子行业的龙头企业都将受益**, 我们建议关注当升科技、多氟多、中国宝安等。

新宙邦 (300037): 切入国际供应链

公司主营电容器化学品和锂电池化学品, 具体包括铝电解电容器化学品、固态高分子电容器化学品、超级电容器电解液及锂离子电池电解液四类, 下游是消费电子、家用

电器、信息通讯、汽车电子、电动自行车、新能源汽车等。根据资料，公司电容器化学品中国市占率 40%左右，国际市占率 10%左右；锂电池电解液国内市占率 20%左右。

切入国际供应链。2011 年，公司锂离子电池电解液取得 SONY、松下等一批国际高端客户的合格供应商认证；2012 年，又通过了韩国三星 SDI 的认证并实现批次交货。截止目前，全球前四大锂电厂商中，松下、索尼、三星都是公司客户，LG 也在进行相关认证中。随着下游国际厂商在新能源汽车领域的快速拓展，新宙邦作为为其配套的材料企业，也将持续受益。预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.90、1.04 和 1.31 元，目标价 31.48 元，对应 2014 年 PE 35 倍，“增持”评级。

不确定性分析：市场开拓风险；日元持续大幅贬值风险；技术替代风险。

沧州明珠（002108）：有望进入高端动力电池材料市场

公司主营塑料管道、BOPA 薄膜及锂离子电池隔膜三大类产品，是国内最大的塑料管道及 BOPA 薄膜生产基地之一。公司采用干法生产隔膜，现有隔膜产能约 2600 万平米，生产线改扩建后产能可达 3000 万平米，公司产品下游可用于动力电池领域，客户包括比亚迪、苏州星恒、中航锂电等国内一线电池厂商。凭借在功能性聚酯薄膜领域的技术积累，公司有望进入高端动力电池材料市场，而塑料管道、BOPA 薄膜业务将为公司贡献稳定的现金流。我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.54、0.61 和 0.69 元，目标价 14 元，对应 2014 年 PE 26 倍，“增持”评级。

不确定性分析：行业竞争加剧风险；技术替代风险。

金瑞科技（600390）：新能源电池材料发展势头迅猛

公司新能源电池材料主要布局在三家公司：金天能源（51.32%）、长远锂科（51%）和金驰能源（51.32%）。

1) 金天能源（51.32%）是目前公司在新能源电池材料布局中的重点。公司的锂电池材料产能集中于此，目前其多元材料生产线拥有 1000 吨/年的产能（NCA 前驱体 500 吨/年，NCM 前驱体 500 吨/年）。

2) 金驰能源（51.32%）是公司用于投资 1 万吨/年电池正极材料所设立的新公司，由于集中目前正极材料产能的金天能源需要搬离竹埠港，其 4000 吨/年（氢氧化镍 3000 吨/年，多元材料 1000 吨/年）产能搬迁后转化为二元前驱体 2000 吨/年和三元前驱体 2000 吨/年的产能。

3) 长远锂科（51%）钴酸锂产能为 2000 吨/年，锰酸锂产能为 1200 吨/年，三元材料产能为 2000 吨/年。

2011 年，通过对现有生产设施的改造和兴建新的生产线使得目前多元材料的产能达到 1000 吨/年，其中，三元前驱体产品（NCM）已经批量销售到长远锂科、盐光科技有限公司等国内公司，二元前驱体产品（NCA）已经通过日本松下公司的技术验证，批量销往日本松下公司。

金天能源拥有与国际知名公司成功合作的经验，已成为国际一流电池企业无锡松下电池有限公司、天津汤浅电池有限公司、香港 GP 电池有限公司、深圳比亚迪股份有限公司、深圳豪鹏有限公司（美国纳斯达克上市）电池正极材料的主要供应商，同时，

正在取得德国 VARTA 公司、法国 SAFT 公司、日本三洋电池公司的产品认证。

不确定性分析：电池材料盈利能力不敌其它主业盈利下滑导致整体利润不达预期。

图 5 金天材料与国际知名公司合作

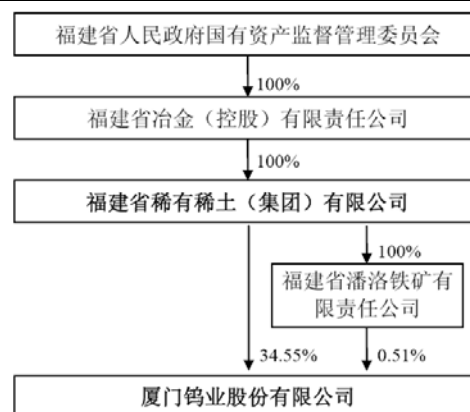


资料来源：公司 2012 年 12 月公告，海通证券研究所

厦门钨业（600549）：车载锂电位于全国首位

近期大股东参与定增，成为发展战略重要布局。公司于 2014 年 3 月中发布定增预案，拟发行价 20.23 元/股，发行股本 1.5 亿股，扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于补充公司流动资金。福建稀土集团拟认购 5000 万股。根据定增预案显示，此次募投资金增加在钨钼材料、硬质合金、稀土和新能源材料等精深加工业务领域以及上游原材料资源领域的投入，以有效提升公司未来业务发展的核心竞争力和盈利能力。根据公告显示，公司将适时增加对钨及稀土矿产资源的投入，提高公司原材料的自给率，保障公司未来业务的原材料供应安全。

图 6 公司目前股权结构（福建稀有稀土（集团）有限公司为大股东）



资料来源：2014 年 3 月定增预案，海通证券研究所

盈利预测及评级。根据 2013 年报显示，2014 年公司预计实现营业收入 108 亿元，合并成本费用总额 88 亿元，争取实现净利润比 2013 年有所增长。未来三年的业绩增量：1) 钨业务：增量主要来自钨精矿价格上涨，而该业务仍旧为利润贡献主体；2) 能源新材料：增量主要来自 3000 吨/年磁材达产及能源材料的扭亏；3) 房地产业务：公司地产项目储备多，2014-15 年随着海峡国际 4 期和后期项目交付，地产业务盈利有保障。我们预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.8、1.2 和 1.46 元。同时，根据年报显示，2013 年公司锂电材料销量继续增长，市场占有率明显提升，在车载领域位居国内首位；贮氢材料市场占有率仍稳居国内第一名。新能源汽车产业链的发展明显提升公司估值，给予公司目标价 40 元，对应 2014-16 年动态 PE 分别为 50、33 和 27 倍，买入评级。

不确定性分析。钨下游需求疲弱导致钨价疲弱。稀土下游需求疲弱。

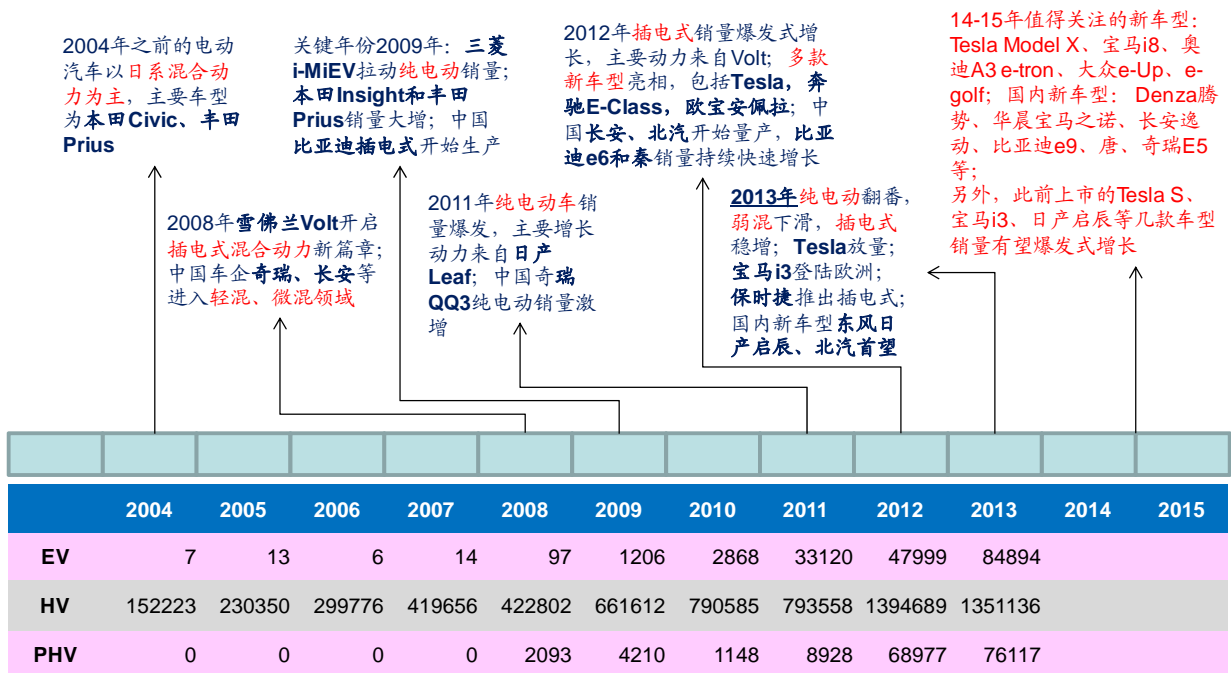
3. 电芯：构筑产业链核心，电动车销量增长最为受益

3.1 新能源汽车销量拉动电芯需求，关注新车型推动行业发展

根据中汽协会数据，截止 2013 年底，我国新能源汽车产销量累计约 5.6 万辆。2013 年当年新能源汽车产量为 1.75 万辆，其中纯电动汽车产量为 14243 辆，同比增加 26%；混合动力汽车的产量为 3290 辆，

就全球而言，中国新能源汽车量占比极少。而展望未来，根据国际能源署统计各国自身新能源汽车发展规划显示，到 2015 年全球会销售大约 200 万辆电动汽车/插电式混合动力汽车的生产规划，到 2020 年会销售大约 440 万辆生产规划。

图 7 全球新能源汽车历史销量（辆）



注：销量为全球 23 家主要新能源汽车生产企业销量样本加和

资料来源：Marklines，海通证券研究所

图 8 全球主要车企新能源汽车销量月度统计 (辆)


注：部分日系车型 14 年 2-3 月销量尚未公布，实际销量大于统计值

资料来源：Marklines，海通证券研究所

从单月销量来看，2014 年 1-2 月，受季节因素影响，新能源汽车销量低于市场预期，备受期待的 Tesla Model S、宝马 i3 等车型并没有表现出明显扩产趋势，欧美、日本的传统大型车企的主力车型销量丰田 Prius、本田 CR-Z、雪佛兰 Volt 等也无良好表现。进入 2013 年 3 月，新能源汽车销量环比开始回升。

表 10 主要新能源汽车车型销量统计 (辆)

| 车型 | PHV/EV | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2013.11 | 2013.12 | 2014.1 | 2014.2 | 2014.3 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 宝马 i3 | EV | | | | 1353 | 454 | 514 | 393 | 486 | 739 |
| 本田 CR-Z | HV | 33175 | 23077 | 14618 | 10906 | 799 | 749 | 543 | 756 | 798 |
| 标志 iOn | EV | 29 | 1565 | 2618 | 359 | 37 | 26 | 31 | 28 | 19 |
| 奥迪 Q5 | HV | | 502 | 747 | 854 | 38 | 43 | 36 | 24 | 35 |
| 保时捷卡宴 | HV | 358 | 1758 | 1326 | 616 | 58 | 55 | 45 | 64 | 96 |
| 奔驰 E-Class | HV | | | 811 | 551 | 63 | 59 | 65 | 35 | 21 |
| Fiat 500 | EV | | 5 | 141 | 405 | 60 | 50 | 35 | 40 | 166 |
| 丰田 Prius | HV/PHV | | 427328 | 521912 | 334785 | 25401 | 22819 | 20423 | 33296 | 42527 |
| 福特 Fusion | HV/PHV | 20816 | 11286 | 14148 | 43389 | 3639 | 3559 | 3140 | 3875 | 4802 |
| 日产凌风 | EV | 40 | 21504 | 24133 | 42476 | 3901 | 4384 | 3144 | 3689 | 5092 |
| 三菱 i-MiEV | EV | 2523 | 3703 | 3673 | 3151 | 118 | 112 | 72 | 254 | 177 |
| 特斯拉 Model S | EV | | | | 20522 | 1922 | 2440 | 1416 | 1574 | 2049 |
| 别克君越 | HV | | 1801 | 12318 | 7483 | 475 | 493 | 468 | 515 | 536 |
| 雪佛兰 Volt | PHV | 731 | 8022 | 41984 | 38743 | 2074 | 2493 | 989 | 1314 | 1588 |
| 奇瑞 QQ3 | EV | | 2167 | 3129 | 5727 | 687 | 833 | 986 | 502 | 528 |
| 比亚迪 e6 | EV | 63 | 401 | 1690 | 1544 | 91 | 357 | 126 | 238 | 255 |
| 比亚迪秦 | PHV | 417 | 613 | 1201 | 1147 | - | 142 | 673 | 834 | 877 |

资料来源：Marklines，海通证券研究所

核心观点：未来 2-3 年新能源汽车、尤其纯电动将迎来快速增长期，技术成熟、政策支持、成本下降是核心驱动力，重点关注先进新车型推广对于行业发展的推动作用，相关产业链发展进入实质，最为受益的是全球领先锂电池、电芯制造企业，包括三星 SDI、松下、LG、ATL、光宇、比克等，材料生产商略有滞后，只有进入先进电芯企业

供应链的高端材料才有望快速增长。

2014-2015 年值得重点关注的新车型包括: Tesla Model X、宝马 i8、奥迪 A3、日产启辰、DENZA 腾势、大众 e-Golf、保时捷 E-Hybrid 等; 国内方面重点关注比亚迪-唐、比亚迪 e9、奇瑞 E5、长安逸动、广汽丰田新汉兰达等。

图 9 2014-2015 年即将上市新车型

| | 特斯拉 | 宝马 | 华晨宝马 | 比亚迪、戴姆勒 | 日产 | 大众 | 奥迪 | 保时捷 | 起亚 | 奔驰 | | |
|--------------|----------|---|-----------------------|----------------------|-------------|-----------------------|-------------|------------|--------------------------|-----------------------|------------------------------|------------------------|
| | Model X | i8 | 之诺1E | DENZA腾势 | 启辰e-30 | e-golf | 高尔夫-GTE | A3 e-tron | Panamera S E-Hybrid | Soul EV | B级电动车 | S500 Hybrid Plus |
| | BEV | PHEV | BEV | BEV | BEV | BEV | PHEV | PHEV | HEV | BEV | BEV | PHEV |
| 续航里程(EPA测量) | | | | | | | | | | | | |
| 电机最大功率 (KW) | | 35/500 | 150.00 | 160.00 | 175.00 | 50 (纯电动) | 54/940 | 36 (纯电动) | 200 | 200 | 30(纯电动) | |
| 电机最大扭矩 (N.m) | | 170kW | 125kW | 86kW | 80kW | 85.76kW | 150kW | 175kW | 245kW | 81kW | 100kW | 221kW |
| 最高时速(km/h) | | 320.00 | 250.00 | 254.00 | 270.00 | 350.00 | 350.00 | 440.00 | 284.00 | 310.00 | 370.00 | |
| 百公里加速 | | 250.00 | 130.00 | 145.00 | 135.00 | 130.00 | 231.00 | 270.00 | 144.00 | 160.00 | 250.00 | |
| 电池组总容量 | 小于5s | 4.4s | 5.5s | 4.4s (0-50km) | 11.8s | 7.6s | 6.8s | 5.5s | 12s | 7.9s | 5.5s | |
| 电池组总容量 | 60/85kWh | | 47.6kWh | 24kWh | 26.5kWh | 8.8kWh | 12kWh | 9.4kWh | 27kWh | 28kWh | | |
| 车辆售价 (万美元) | | 英国99845英镑 (98万元); 德国12.6万欧元; 美国预计13.57万美元 | | 35万元 | | 德国: 34900欧元 (29万元RMB) | | 欧洲定价3.7万欧元 | 美: 99000\$, 国内指导价156.8万元 | 预计售价3.5万美元 (21.5万RMB) | 预计售价低于4万美元; 国内指导价21.8-36.8万元 | 预计售价10万欧元 (81.03万元RMB) |
| 充电时间 (220V) | | 标准电源2.5小时可完成充电80% | 专用充电桩7.5小时; 应急充电桩15小时 | 慢充8小时充满, 快充30分钟可达80% | 家用电源充电5小时 | | | | 普通充电5小时; 快速充电25分钟 | 只需2小时完成充电 | | |
| 其他 | | 预计2014年4月英国率先上市 | | 2014年北京开始销售 | 2014年德国最先上市 | 将于2014年日内瓦亮相 | 预计2015年美国上市 | 2014年美国上市 | 预计2014年上市 | 预计2014年夏季美国部分州上市 | 预计2014年下半年欧洲上市, 2015年登陆美国 | |

资料来源: 各公司官方网站, 海通证券研究所

表 11 2014-2015 年国内即将上市新车型

| 车企 | 型号 | 动力类型 | 量产时间 | 指导价格 (/辆) |
|------|--------|----------|------------|---------------------|
| 广汽丰田 | 新汉兰达 | 混合动力 SUV | 2014 年 | 4.73 万美元; 28.87 万元 |
| 长安汽车 | 逸动 | 混合动力轿车 | 2014 年 2 月 | 指导价: 7.49 万-11.79 万 |
| 比亚迪 | 唐 | 混合动力 SUV | 2014 年 Q4 | 预计 30 万起 |
| 比亚迪 | E9 | 纯电动轿车 | 2015 年 | 预计 50 万起 |
| 奇瑞 | E5 | 混合动力轿车 | 2014 年 | 6.6-8.5 万 |
| 现代 | 索纳塔混动版 | 混合动力轿车 | 2014 年 5 月 | 预计 30 万 |
| 一汽丰田 | 朗世 | 纯电动轿车 | 2014 年 | 25-30 万 |
| 北京汽车 | 绅宝 EV | 纯电动轿车 | 2014 年 | 30 万起 |

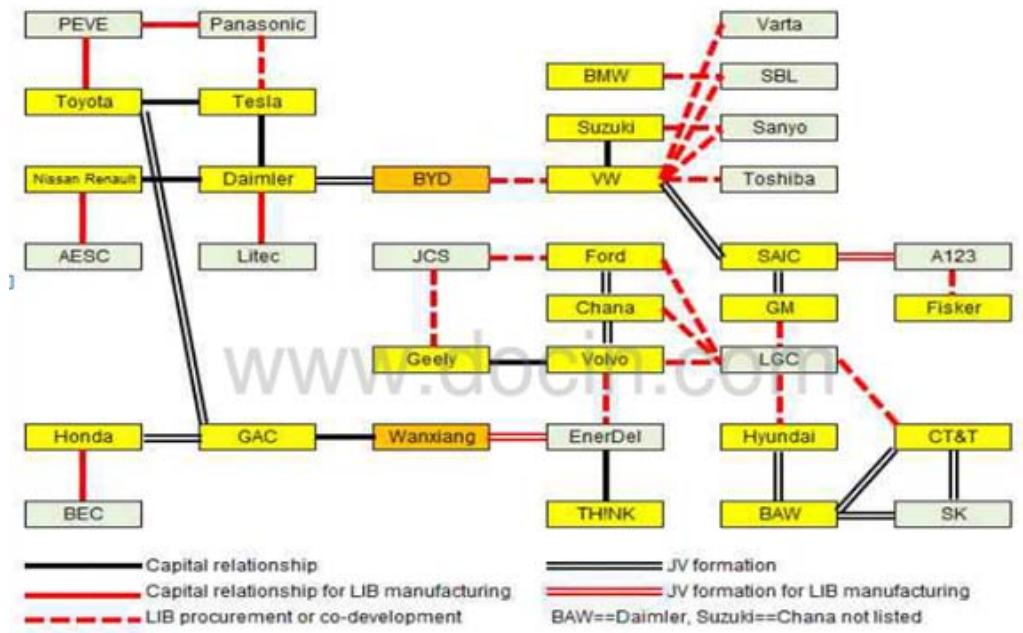
资料来源: 各公司官方网站, 海通证券研究所

3.2 电芯企业构筑电动车产业链核心

电动汽车的性能极度依赖于动力电池的产品品质。动力电池进行的是频繁、深度的充放电循环, 在充放电过程中, 电压、电流可能有较大变化, 对电池的性能要求严格。

- 1) 大功率充放电能力: 电动汽车要求动力电池能快速充放电, 具有更好的输入特性。
- 2) 安全性、一致性较高: 电动汽车采用的是将多个电池串并联起来, 单个电池出现故障将影响整个电池组的性能, 电池的一致性就变得尤为重要。
- 3) 使用寿命: 即电动汽车锂电池组可充放电次数。
- 4) 功率密度、能量密度: 决定单位重量电池组单位时间为电机所提供的能量以及功率的大小, 从而决定汽车的动力性能。

图 10 主要汽车厂商与电池厂商合作关系



资料来源：IIT，海通证券研究所

就电池单体容量发展方向看,除 Tesla 使用小容量 18650 电池单体(单体容量 3.1Ah)外,更多的公司专注于大容量锂电单体的研发,如为日产 Leaf 提供配套电池的 AESC 公司, PHEV、EV 用锂电池多为单体容量 33.1Ah 的锂电单体。

表 12 消费锂电池厂商同车企共建产量链, 大电池为主

| 车企+消费电子用锂电池厂商 | 合资公司 | 用途 | V | Ah |
|---------------|-------|------------|-----|------|
| 日产与 NEC | AESC | HEV 用 | 3.7 | 4.2 |
| | | PHEV/BEV 用 | 3.8 | 33.1 |
| 三星与德国博世 | SBL | HEV 用 | 3.7 | 5.2 |
| | | PHEV/BEV 用 | 3.7 | 40.0 |
| 三洋电气, 现松下 | Sanyo | HEV 用 | 3.7 | 5.0 |
| | | PHEV/BEV 用 | 3.7 | 28.0 |
| 日本 GS 汤浅和本田 | BEC | HEV 用 | 3.7 | 6.0 |
| 丰田与松下 | PEVE | HEV 用 | 3.6 | 5.0 |
| 三菱、GS 汤浅、三菱商事 | LEJ | PHEV/BEV 用 | 3.7 | 50.0 |

资料来源：IIT，海通证券研究所

但因大电池单体市场研发尚处于初级阶段,成本较高,以 Tesla Model S 与日产 Leaf 为例, Leaf 所用锂电池单位储能成本约为 Tesla Model S 的二倍左右。使得市场上大多电动汽车在电池组容量不大的情况下(约 20Kwh)仅锂电池成本就高达 2-3 万美元。从而在成本上限制了电动汽车的电池组容量,进而限制了整车的动力性能。Tesla 的成功将会为整个动力锂电产业树立标杆,改变研发资源的配置路径,锂电池将会从专注于大容量单体的研发改为小容量单体、电池管理系统的研发,从而缩短电动汽车革命的进程。

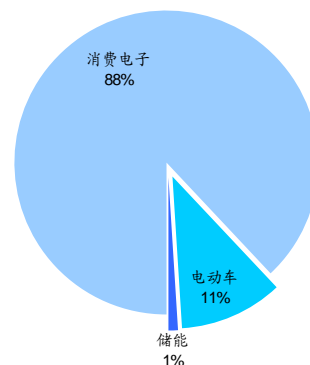
表 13 电动汽车锂电池组成本多为 2-3 万美元

| 车企 | 车型 | 锂电池厂商 | 锂电池类型 | HV/PHEV/EV | 电池组容量: kwh | 电池单体容 量: wh | 单位储能成 本: \$/kWh | 锂电池组成本: 万美元 |
|-----|------------|-------|---------|------------|---------------|----------------|--------------------|----------------|
| 特斯拉 | Model S/X | 松下 | NCA | EV | 85.0 | 11.2 | 350.0 | 3.0 |
| 特斯拉 | Rodaster | 松下 | NCA | EV | 53.0 | 8.9 | 550.5 | 2.9 |
| 丰田 | 普锐斯 PHV | 松下 | 三元系 | PHEV | 4.4 | 18.0 | 1192.8 | 0.5 |
| 本田 | 飞度 EV | 东芝 | LMO | EV | 20.0 | 48.0 | 1074.2 | 2.1 |
| 日产 | leaf | AESC | LMO | EV | 24.0 | 125.3 | 643.3 | 1.5 |
| 雷诺 | Kangoo EV | AESC | LMO | EV | 22.0 | 125.3 | 643.3 | 1.4 |
| 雷诺 | Fluence EV | AESC | LMO | EV | 22.0 | 125.3 | 643.3 | 1.4 |
| 三菱 | i-MiEV | LEJ | LMO | EV | 16.5 | 187.5 | 1249.5 | 2.1 |
| 三菱 | MINICAB | LEJ | LMO | EV | 16.5 | 187.5 | 1249.5 | 2.1 |
| 雪铁龙 | C-Zero | LEJ | LMO | EV | 16.5 | 187.5 | 1249.5 | 2.1 |
| 雪铁龙 | 标致 ion | LEJ | LMO | EV | 16.5 | 187.5 | 1249.5 | 2.1 |
| 通用 | volt | LGCPi | LMO 扩展系 | PHEV | 16.0 | 56.3 | 916.5 | 1.5 |
| 福特 | Focus EV | LGCPi | LMO 扩展性 | EV | 23.0 | 56.3 | 824.7 | 1.9 |
| 现代 | Sonata HV | LGCPi | LMO 扩展系 | HEV | 1.4 | 19.6 | 824.7 | 0.1 |
| 通用 | Ampera | LGCPi | LMO 扩展系 | PHEV | 16.0 | 56.3 | 916.5 | 1.5 |
| 宝马 | Active E | SBL | 三元扩展系 | EV | 32.0 | 144.0 | 1025.8 | 3.3 |
| 比亚迪 | e6 | BYD | LFP | EV | 60.0 | 640.0 | 435.1 | 2.6 |

资料来源: IIT, 海通证券研究所

传统锂电池主要应用于消费电子产品市场, 经过多年发展, 逐渐走向成熟, 而伴随着技术进步、成本降低, 特别是对绿色新能源的强烈需求, 应用于电动工具、汽车、甚至是储能需求的锂电池市场正在快速成长。

2012 年, 全球锂电池市场容量 33.5GWH, 增速 30%, 其中消费电子占比 88%, 电动车占比 11%, 储能和 UPS 占比 1%。消费电子的增速比较稳健, 为 23%, 而电动车的增速非常快, 达到 163%。

图 11 2012 年锂电池下游构成


资料来源: IIT, 海通证券研究所

以三星 SDI 为例, 公司 2014 年 Q1 电动车/储能用锂电池占营业收入比例不足 6%, 公司收入来源仍是电子产品用锂电池为主。

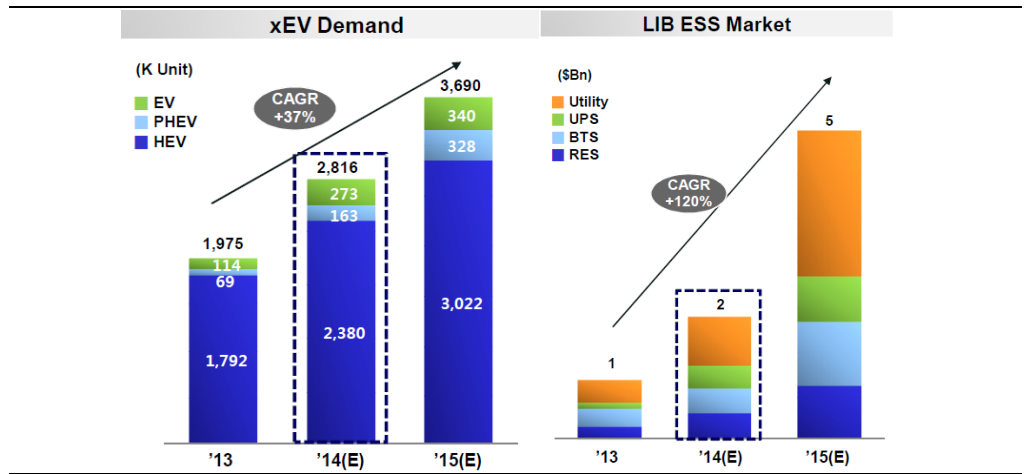
表 14 三星 SDI 收入构成 (单位: bn KRW)

| | 2012 | 2013 | 1Q13 | 4Q13 | 1Q14 |
|-----------------|------|------|------|------|------|
| Revenue | 5771 | 5017 | 1208 | 1208 | 1136 |
| Small-Sized LIB | | | 772 | 749 | 773 |
| xEV & ESS LIB | | | 16 | 49 | 64 |
| Display | | | 395 | 405 | 297 |

资料来源: 公司官方网站, 海通证券研究所

我们判断, 未来消费电子的增长依然保持平稳状态, 随着电动汽车基数变大, 并且增速依然维持较快速度, 锂电池行业将倍拉动并加速增长。

图 12 动力、储能拉动锂电池需求

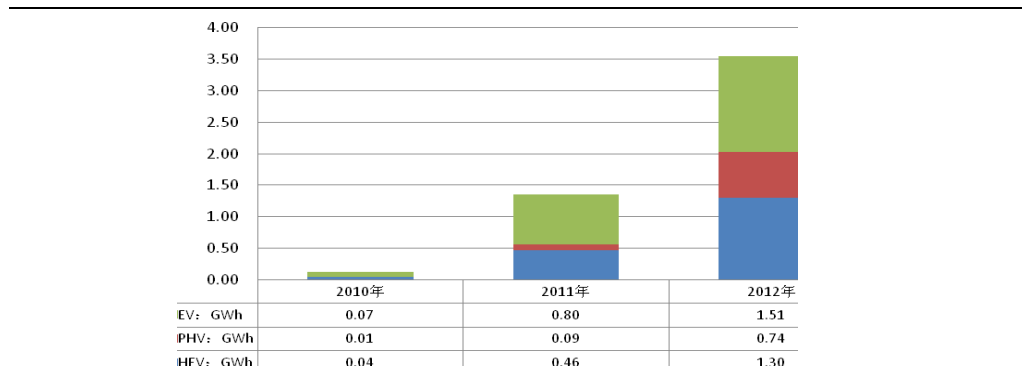


资料来源: IIT, 海通证券研究所

3.3 竞争格局: 日韩领先国内企业紧随其后

2012 年 IIT 数据显示, 全球 xEV (EV、PHEV、HEV) 用锂电池容量达 3.54Gwh。因 HEV 全球在售车型较多, 数据统计难度相对较大, 同时 HEV 单车所用锂电池容量较小, 未来发展趋势看对锂电拉动不大。因此我们仅对 2012 年全球 52 款在售 EV、PHEV 车型销量、单车所用锂电池容量做出统计, 结果显示: EV 汽车消耗电池容量 1.51Gwh, 占比 43%; PHEV 汽车消耗电池容量 0.74Gwh, 占比 21%。

图 13 EV、PHEV 占比分别为 43%、21%

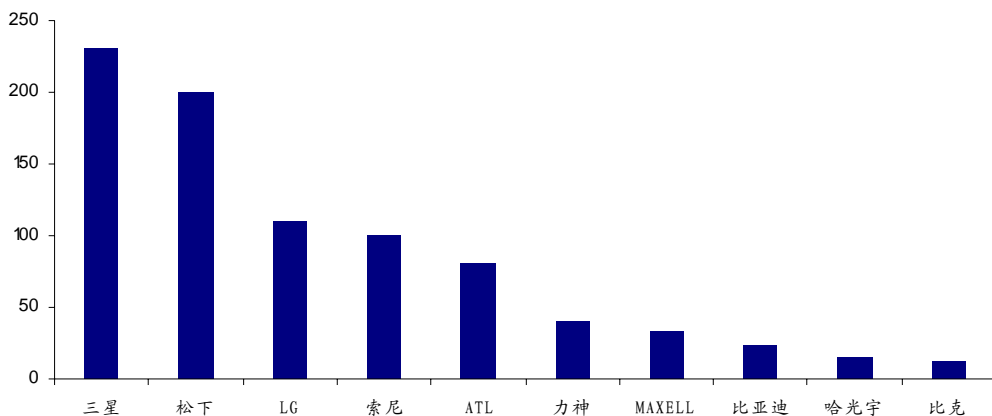


资料来源: Marklines, 海通证券研究所

目前锂电市场仍然是日韩走在前端，中国企业紧跟其后，2013 年占全球锂电市场份额的 29%。

中国锂电厂逐步具备了一定的技术实力，ATL、力神进入了苹果产业链，比亚迪进入了三星供应链，光宇和比克也进入了全球数码电池供应链，ATL 与宝马合作。

图 14 2013 年全球锂电前十名产值 (亿元人民币)



资料来源：高工锂电，海通证券研究所

3.4 从行业标杆特斯拉、松下看电池成本下降趋势

松下对 Tesla 供货价格约 2\$/颗

Tesla 无疑是那颗最耀眼璀璨的新星，电动汽车界当之无愧的“苹果”，指引了未来电动汽车发展的方向。特斯拉电动汽车的心脏，无疑是它独特的动力电池系统，这也是 Tesla 核心技术之所在。Model S 是目前 Tesla 最畅销的车型。

表 15 Tesla Model S 动力系统基本性能数据

| Model S 型号 | 60kWh | 85kWh | 85kWh 增强版 |
|---------------|-------------|-------|-----------|
| 最大预计行驶里程 (km) | 368 | 483 | 483 |
| 最大时速 (km/h) | 120 | 125 | 130 |
| 电池质保 | 8 年、7.6 万公里 | 8 年 | 8 年 |

资料来源：公司官方网站，海通证券研究所

Tesla Model S 采用的是松下电池公司的 18650 标准尺寸圆柱电芯。早期的 Tesla 型号使用 LCO 为正极的 18650 电芯，Model S 改用 NCA 作为正极材料，电芯容量也从最初的 2.9Ah 提升到 3.1Ah。Model S 总计使用了 $11 \times 9 \times 77 = 7623$ 颗松下 18650 型 3.1Ah 大容量 NCA 电芯 (早期 2.9Ah 型电芯使用 8142 颗)。

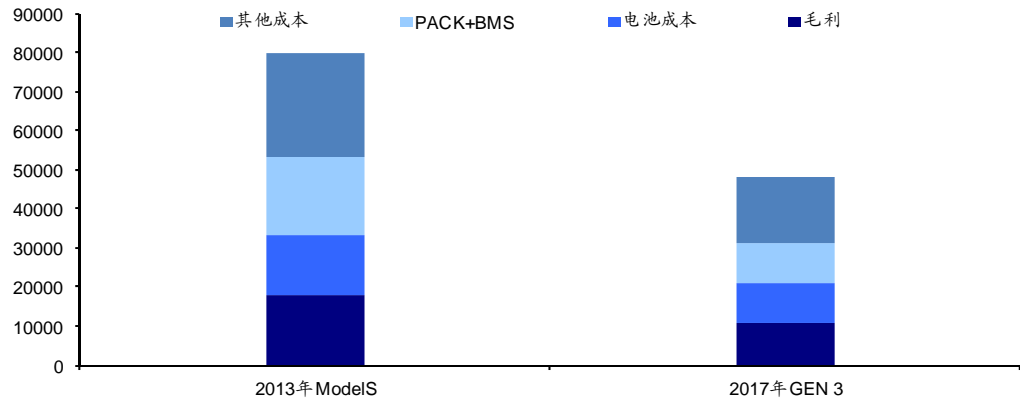
近日松下已宣布，将与特斯拉共建超级电池厂的意向即将变为现实，双方已成立研发团队，并计划在 6 月开工建设，据报道松下力图成为特斯拉独家电池合作商。Tesla 与松下 ula 就合作事宜积极洽谈。

电芯成本下降 1/3 从何而来？

根据 Tesla Gen 3 规划，3.4Ah 规格电池单位成本约为 2.5\$/颗，使用量约 4098 颗，

每辆电动车电池成本约 10245\$, 较目前下降约 33%。

图 15 Tesla 电池成本至 2017 年有望下降 1/3 (\$)



资料来源: Tesla 2013 年年报, 海通证券研究所

3.5 重点个股推荐

光宇国际 (1043.hk): 国内最主要的电池生产商

在经历 2012 年业绩下降甚至亏损之后, 2013 年公司在锂聚合物电池、铁锂电池等新业务带动下, 迅速走出低谷, 业绩见底回升。2013 年上半年, 公司营业收入同比增长 9.57%, 净利润同比增长 52.57%。

锂聚合物电池下游需求快速增长, 根据公司扩张计划, 两年之内锂聚合物电池月产能有望从上半年的 600 万只提升到 2000 万只。公司下游客户有所保障, 突破产能瓶颈将有望带动锂聚合物电池快速增长。

随着 4G 牌照发放, 公司铅酸蓄电池业务有望二次爆发; 同时, 公司管理层积极采取措施改善经营状况, 抓住国家整顿铅酸蓄电池行业带来的机会, 逐步介入电动工具电池行业。预计未来两年铅酸电池业务会逐步扭亏为盈。

不确定性分析: 产品价格下跌风险; 市场竞争加剧风险; 行业发展低于预期。

南都电源 (300068): 4G 加速建设有望拉动全年高增长

2013 年由于 4G 网络建设进度低于预期, 国内通信后备电池市场总体需求不旺。2014 年国内 4G 建设进入实施阶段, 三大运营商将在未来几年加大固定资产投资, 对通信后备电池的需求将进一步扩大。公司已成功进入中国电信、中国联通的集采名单并签署框架协议。近期, 中国移动的集采招标结果也已公布, 公司在集采中获得较理想份额。预计 2014-2015 年国内 4G 将带动 60 万个基站建设, 带动 120 亿元通信电池需求, 其中锂电池约占 15-20 亿元。2014 年一季度, 公司通信后备用锂离子电池业务同比增长 52.54%, 其中中国市场增长 126%。

动力电池价格战缓和, 2014 年南都国舰有望扭亏为盈。经过 2013 年超威、天能两家龙头发起的价格战, 产品价格甚至跌至 100 元/块以下, 从天能、超威毛利率看, 均

从 25%以上下降到 10%-15%左右，南都动力电池业务毛利率低主要源于公司收入构成一定比例来自极板及干电池，但公司净利润率水平平均高于天能和超威。我们预计 2014 年行业恶性竞争将有所缓和，公司相关产品盈利能力有望回升，2013 年子公司南都国舰亏损 3606 万元，2014 年有望扭亏为盈。目前低速电动车用动力电池需求旺盛，公司的新一代产品已获得了批量应用，与重点客户时风、宝雅等的合作得到不断深化与推进，并新增多家客户，2014 年一季度低速电动车用动力电池销售额同比增长 96.91%。

盈利预测与投资建议。我们认为随着国内 4G 启动带动通信国内业务反转、锂离子电池放量带来毛利率回升、动力电池竞争趋缓，各项业务 2014 年将迎来积极变化，带动全年业绩进入高成长轨道。预计公司 2014-2016 年 EPS 为 0.33 元、0.44 元、0.51 元，按照 2014 年 30-35 倍 PE，对应合理价值区间 9.90-11.55 元，维持“买入”评级。

不确定性分析：产品价格下跌风险；市场竞争加剧风险；行业发展低于预期。

4. 电机、电控、零部件及充电桩

4.1 上游磁材：年初至今均价同比上涨

上半年的稀土价格疲弱，导致终端的钕铁硼价格在 2 季度环比出现下降。但同比而言，2013 年 5 月份是稀土的一个大底，因此同比的价格还是略涨。

表 16 钕铁硼价格：取 N35 产品为样本，最终产品整体价格在数值上不同，主要体现价格变动趋势

| | 2011.H1 | 2011 | 2012.H1 | 2012 | 2013.1Q | 2013.2Q | 2013.3Q | 2013.4Q | 2014.1Q | 当前 |
|-------------------|---------|------|---------|------|---------|---------|---------|---------|---------|-----|
| 钕铁硼 N35 价格 (元/公斤) | 255 | 412 | 214 | 168 | 147 | 139 | 154 | 155 | 151 | 145 |

资料来源：百川资讯、海通证券研究所整理

从上游稀土材料价格看，轻稀土价格和中重稀土价格趋势略分化。年初至今氧化镨钕均价为 32 万元/吨，同比增幅约 10%；同期氧化镱均价为 170 万元/吨，同比略降。

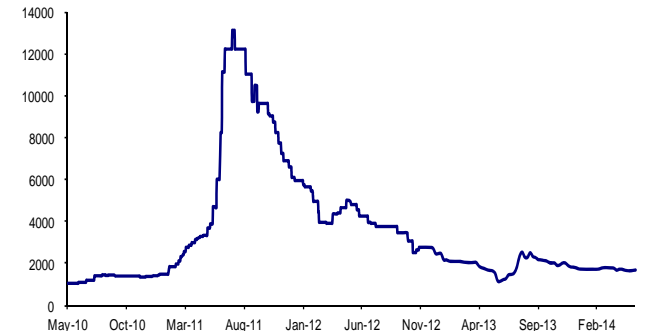
至于未来走势，目前关于收储及资源税提高的传闻日益增加，如果执行，在短期内确实可以改变供需格局，稀土价格有望支撑。

图 16 氧化镨钕价格 (元/吨)



资料来源：百川资讯，Bloomberg，海通证券研究所

图 17 氧化镱价格 (元/千克)

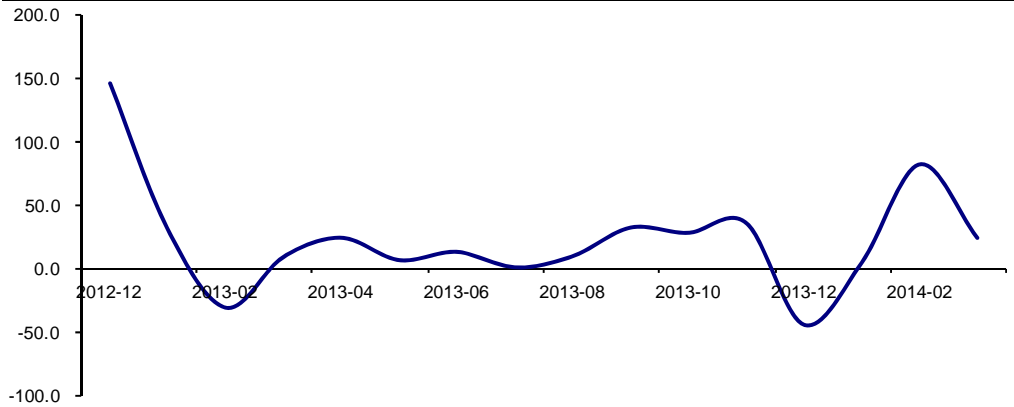


资料来源：百川资讯，Bloomberg，海通证券研究所

由于稀土分布广，且子品种多，因此供给端的数据较难统计。根据江苏省重点稀土冶炼产量数据显示，2014 年 1 季度的冶炼量为 2300 吨，同比上涨约 30%。但从环比的月度数据看，2、3 月份的同比增速分别为 81%和 23%。

WTO 败诉后，行业整合有望加速，从产量增速数据看，该情况得以印证。

图 18 江苏省重点稀土冶炼企业产量 YOY (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

磁材下游需求广泛，未来核心的增量主要来自新能源电动车、核能以及风机等大体量下游领域。从最近的月度数据看，汽车、空调、手机以及笔记本等传统的“下游大户”保持稳定的同比增速支撑需求。而一季度末，风机同比增速大幅提高成为需求的一大亮点。

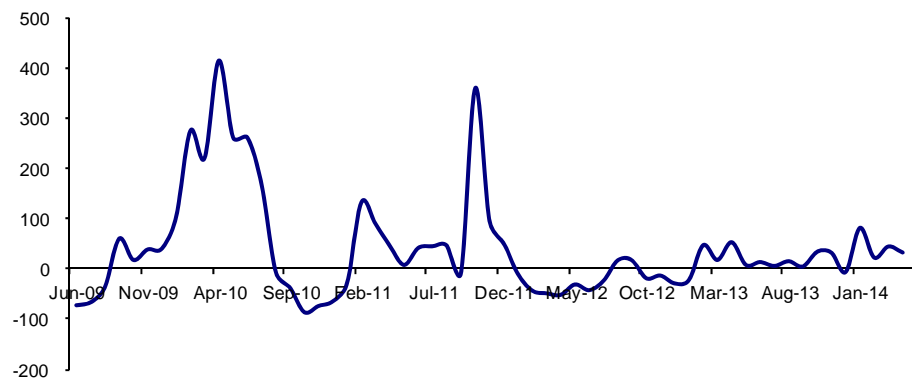
表 17 我国磁材下游主要需求领域同比增速 (%)

| YOY (%) | 工业增加值 | 汽车 | 空调 | 手机 | 笔记本电脑 | 数码相机 | 光盘等 | 风机 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 2014-04 | 8.70 | 8.54 | 5.87 | 23.77 | 7.98 | -39.86 | -8.94 | 88.60 |
| 2014-03 | 8.80 | 3.19 | 8.94 | 30.61 | 9.20 | -33.03 | -26.19 | 47.98 |
| 2013-12 | 9.70 | 19.97 | 26.58 | 18.22 | 20.90 | -38.69 | -9.00 | -44.46 |
| 2013-11 | 10.00 | 23.51 | 2.59 | 21.12 | 15.98 | -31.24 | -7.55 | -46.08 |
| 2013-10 | 10.30 | 24.23 | 18.07 | 47.40 | 7.25 | -28.59 | -4.14 | -50.94 |
| 2013-09 | 10.20 | 14.82 | 16.70 | 37.80 | 6.29 | -34.59 | -12.10 | -60.72 |

资料来源：Wind，海通证券研究所

从出口数据上反应，2014 年初至今海外稀土需求一直保持 20%以上同比增速的高水平，这也得益于欧美、日本经济复苏拉动需求。

图 19 我国稀土及制品出口量同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 电机、电控、零部件及充电桩：估值合理

我们对于新能源汽车电机、电控、零部件、充电桩领域主要上市公司的市场表现进行了统计、回顾。下表中列示各公司 2014 年初截至 2014 年 5 月底的最大涨跌幅、涨跌幅，5 月底收盘价对应 2014 年的估值水平。

可以看出，每家公司的最大涨幅都超过了 30%，其中奥特迅、科士达最大涨幅超过 100%。从目前的情况来看，新能源汽车板块估值有所回调，对应 2014 年的估值水平并不算贵。

表 18 重点公司市场表现（1-5 月份个股股价涨跌幅及 PE）

| 代码 | 公司名称 | 最大涨跌幅 (%) | 涨跌幅 (%) | PE (x) (2014 年) |
|--------|------|-----------|---------|-----------------|
| 002664 | 信质电机 | 49.08 | 3.35 | 29.68 |
| 600525 | 长园集团 | 57.73 | 4.42 | 18.45 |
| 600885 | 宏发股份 | 57.01 | 12.06 | 24.83 |
| 002249 | 大洋电机 | 56.12 | 21.96 | 28.38 |
| 600580 | 卧龙电气 | 36.15 | 12.68 | 16.35 |
| 002176 | 江特电机 | 31.74 | 0.37 | 42.21 |
| 600406 | 国电南瑞 | 47.73 | -8.74 | 16.15 |
| 000400 | 许继电气 | 55.19 | -5.91 | 19.24 |
| 002227 | 奥特迅 | 112.48 | 27.92 | 44.86 |
| 002358 | 森源电气 | 44.42 | 20.00 | 23.92 |
| 300141 | 和顺电气 | 46.88 | 10.93 | 22.20 |
| 002364 | 中恒电气 | 54.14 | 53.62 | 34.81 |
| 002518 | 科士达 | 161.76 | 20.89 | 25.71 |
| 002121 | 科陆电子 | 45.47 | 25.60 | 32.00 |
| 002276 | 万马电缆 | 71.75 | 54.37 | 24.97 |
| 600405 | 动力源 | 59.60 | 23.39 | 23.61 |

资料来源：WIND，海通证券研究所

4.3 充换电设备：国网启动充换电设备集采，设备建设市场全面放开

特斯拉：脱离国网，建设离网电站

在美国，特斯拉的超级充电网已覆盖美国 80% 的人口居住地区，已经建成从洛杉矶出发一直到纽约的“充电走廊”，横跨了美国东西海岸。在欧洲，特斯拉也新建了连接荷兰、德国、瑞士和奥地利的 6 个新超级充电站，其在欧洲充电站达到 14 个。2014 年 3 月，特斯拉超级充电网将覆盖德国 50% 人口生活区域；到年底，这个比例将上升到 100%。

4 月 Tesla 总裁 Elon Musk 访华时表示，特斯拉在中国面临的巨大挑战是尽快建设服务和充电网络。其目标是在中国对充电的环境进行投资，将建七大超级充电网络。Musk 介绍说，特斯拉的充电站可以独立于电网，全部使用太阳能作为能量来源。同时充电站内将会添加固定的电池组，保证全天不间断充电。目前特斯拉在中国建设了三座示范性的超级充电站，分别位于北京和上海。

图 20 特斯拉充电网络 SuperCharge



资料来源：TSLA，海通证券研究所

图 21 特斯拉电动车 Model S



资料来源：TSLA，海通证券研究所

国网：抢占先机，争夺充换电网络主导权

国网规划，国家电网智能充换电网络建设，重点以京津冀、长江三角洲为主，到 2020 年将全面建成覆盖国家电网经营区内的所有电动汽车示范城市的城际快充网络。预计年均投资 130 亿元，到 2020 年底总体投资规模将达到 2000 亿元。

2014 年国网启动新能源汽车充换电设备集采，截至目前已进行两批的招标。

第一批共招标 3507.91 万 W 充电设备，其中交流充电桩 311.21 万 W，直流充电桩 3196.70 万 W。此外，招标换电系统 8 套；充电监控系统 8 套。从中标情况来看，国网系旗下企业市占率 75%，许继、南瑞都有中标，3 家民营企业中标，其中一家为万马电缆。

第二批交流充电桩招标量大幅提升，共招 2 个包，容量 1674.86 万 W，比第一批增长 438.18%。直流充电桩招标 23 个包，容量 4852.95 万 W，比第一批增长 51.81%。此外，招标换电系统 1 套；充换电监控系统 12 套；磷酸铁锂电池 1080 个。

表 19 国网 2014 年第一批充电设备集采中标情况

| 包号 | 项目名称 | 电压(V) | 电流(A) | 容量(万W) | 电流类型 | 中标公司 |
|-----------|------------------|-------|-------|--------|------|-------------------|
| 包 1 | 2012 年房山环卫车充电站 | 220 | 32 | 64.768 | 交流 | 浙江万马新能源有限公司 |
| | 南京秦淮充电站建设 | 380 | 63 | 119.7 | | |
| | 南京旭日充电站建设 | 380 | 63 | 119.7 | | |
| | 朝阳工业新区充电站建设 | 220 | 32 | 7.04 | | |
| 合计 | | | | | | 311.208 |
| 包 2 | 临沂 2014 年直流充电桩建设 | 400 | 75 | 300 | 直流 | 北京国电通网络技术有限公司 |
| 合计 | | | | | | 300 |
| 包 3 | 青岛直流充电桩建设 | 400 | 75 | 300 | 直流 | 深圳市国电科技通信有限公司 |
| 合计 | | | | | | 300 |
| 包 4 | 淄博客运中心电动汽车充电站扩建 | 750 | 300 | 180 | 直流 | 深圳市金宏威技术股份有限公司 |
| 合计 | | | | | | 180 |
| 包 5 | 淄博积家电动汽车充电站建设 | 750 | 300 | 135 | 直流 | 山东鲁能智能技术有限公司 |
| | 淄博新区电动汽车充电站扩建 | 750 | 300 | 112.5 | | |
| 合计 | | | | | | 247.5 |
| 包 6 | 潍坊电动公交车充电站建设 | 680 | 150 | 204 | 直流 | 优科新能源科技有限公司 |
| 合计 | | | | | | 204 |
| 包 7 | 菏泽电动公交车充电站建设 | 680 | 150 | 204 | 直流 | 南京能瑞电力科技有限公司 |
| 合计 | | | | | | 204 |
| 包 8 | 邯郸#3 电动汽车充电站建设项目 | 500 | 200 | 240 | 直流 | 许继电气股份有限公司 |
| 合计 | | | | | | 240 |
| 包 9 | 青岛商用车直流充电桩建设 | 680 | 150 | 244.8 | 直流 | 山东鲁能智能技术有限公司 |
| 合计 | | | | | | 244.8 |
| 包 10 | 分散直流充电桩建设 | 400 | 75 | 840 | 直流 | 北京国网普瑞特高压输电技术有限公司 |
| 合计 | | | | | | 840 |
| 包 11 | 邯郸#3 电动汽车充电站建设项目 | 500 | 400 | 80 | 直流 | 国电南瑞科技股份有限公司 |
| | 武安曹公泉电动汽车充电站 | 500 | 200 | 90 | | |
| | 武安曹公泉电动汽车充电站 | 500 | 400 | 20 | | |
| | 朝阳工业新区充电站建设 | 400 | 100 | 24 | | |
| 合计 | | | | | | 214 |
| 包 12 | 涉县开发区电动汽车充电站建设 | 500 | 200 | 100 | 直流 | 国电南瑞科技股份有限公司 |
| | 朝阳工业新区充电站建设 | 680 | 300 | 122.4 | | |
| 合计 | | | | | | 222.4 |

资料来源：国家电网，海通证券研究所

充换电之争：国网妥协，充换电建设全面放开

3 月 26 日，马凯在主持召开的“新能源汽车推广应用座谈会”上指出，当前新能源汽车发展还存在诸多问题，包括充电设施建设滞后、盈利模式尚未形成、扶持政策有待完善、地方保护亟待打破等等。

5 月 27 日，国家电网公司在京召开新闻发布会，公布《关于做好电动汽车充换电设施用电报装服务工作的意见》。明确支持社会资本参与慢充、快充等各类电动汽车充换电设施市场，包括居民客户在自有产权或拥有使用权的停车位（库）建设的充电设施，及其他非居民客户（包括高压客户）在公共区域建设的充换电设施。

国网表示，在充换电设施全过程服务中，不收取任何服务费用，并投资建设因充换电设施接入引起的公共电网改造。在国家出台充换电设施用电价格政策前，居民低压客户及居民社区配套充换电设施用电执行居民生活电价，其他客户执行国家规定的目录销售电价。

我们的观点：充换电设备建设速度加快，全面看好充电桩行业

2009 年电动汽车推广不起来是电动汽车本身的技术问题，现在基础设施成为限制行业发展的主要瓶颈。国网全面放开充换电设备不但利好充换电设备行业，对推动整个电动汽车行业的发展起着至关重要的作用。

年初我们对充换电设备的前景较为谨慎，主要原因在于国网、汽车厂商对于充换电网络的主导权各不相让。我们认为，国网全面放开各类电动汽车充换电设施市场后，充换电设施建设的主体将会增加，受益企业将会增加。

充电桩行业技术难度不高，我们建议关注国网系旗下的国电南瑞、许继电气，与车企合作的万马电缆，自己做运营的中国普天等。

4.3 电机及零部件：外资企业频频进入大陆市场

国内正在研发的新能源汽车车型多达 100 多个，其中 2014 年新增 60 多个。每款车型的开发由汽车厂商招标确定，一般 2-3 个团队同步开发，开发费用由汽车厂商承担。由于国外开发商费用要价较高，因此目前国内新能源汽车车型的开发基本由国内企业开发，如上海电驱动、大洋电机等。为进入国内市场，一些外资企业开始与国内企业合资。

北汽集团：携手西门子，合资生产高效电驱动系统

4 月 20 日，在 2014 年北京国际汽车展览会上，全球领先电驱动系统供应商西门子与北京汽车集团有限公司成功签署协议，双方组建合资公司——“北京西门子汽车电驱动系统有限公司”，共促中国新能源汽车驱动技术发展。

合资公司将生产包括电机和电力电子设备在内的电驱动动力总成，应用于北汽 S、C 和 L 系列车型中。全新电驱动系统涵盖更加安全可靠、功率密度更高并且更高效的电机和与之匹配的逆变器。2014 年起产品开始应用于样车，并实现小批量生产。预计到 2015 年，位于北京的新工厂将实现量产，年产能或将达到十万台，并继续保持增长态势。

目前，北汽新能源已与大洋电机、普莱德电池、爱思开电池、西门子电机等多家公司展开了战略合作，并成为美国 Atieva 公司的第一大股东。此外，北汽新能源还与国内知名汽车经销商庞大集团建立战略合作伙伴关系，通过建立全新体验店、科技展厅等方式普及新能源汽车知识，推动国内新能源汽车产业的发展。

北汽新能源目前共有四款产品，分别 E150EV、绅宝 EV、威旺 306EV 和 E150 增程式，E150EV 由大洋电机提供永磁同步控制器、由普莱德提供电池组件。北汽力争 2014 年新能源汽车销量实现 2 万辆，到 2015 年实现新能源汽车产销超 15 万辆。

富田电机：引入信质电机，意欲进军大陆市场

5月22日，信质电机公告，拟以自有资金收购台湾富田电机19.96%股权。同时，双方达成战略合作协议：①富田电机将优先采购公司定转子产品；②公司增资富田电机大陆工厂，双方共同开拓大陆电动车电机市场。

富田电机目前是美国Tesla公司唯一的电机供应商，目前为MODEL S批量供应电机。2013年富田电机共向美国Tesla销售2.6万台电机，主要为MODEL S车型；2014年至目前为止，美国Tesla已向富田电机下订单采购4.2万台电机，比2013年全年增长62%。

我们了解，国内新能源电机价格普遍在1.5万元/台左右，以永磁同步为主；富田供应Tesla的为交流异步电机，售价0.6-0.7万元/台，富田的价格竞争优势明显。几乎所有国内的新能源汽车企业都与富田接触过，但是富田身在台湾、人手有限，不熟悉大陆市场。引入信质电机，一方面完成上下游一体化，另一方面二者将联合开拓大陆市场。

长园集团：围绕优质公司的股权之争

2014年5月27日，长园集团收到股东深圳市沃尔核材股份有限公司及其一致行动人关于增持公司股份的通知，沃尔核材及其一致行动人周和平、万博兄弟资产管理（北京）有限公司、中国对外经济贸易信托有限公司、易华蓉、邱丽敏于2014年1月24日至2014年5月26日通过上海证券交易所竞价交易系统合计买入公司43175534股，占公司总股本5.00%。沃尔核材及其一致行动人有意向在未来12个月内继续增持公司股份。

2014年5月30日，长园集团公告，公司股东长和投资有限公司分别与上海复星高科技（集团）有限公司、深圳市藏金壹号投资企业（有限合伙）签订了《股份转让合同》，长和投资将其持有公司的49713879股无限售流通股（占公司总股本5.76%）分别转让给上述两家企业。

本次转让完成后，长和投资不再持有长园集团股份；复星集团持有公司股份43175500股，占公司总股本5.00%；藏金壹号持有公司股份27713879股，占公司总股本的3.21%。

长园集团与沃尔核材是热缩材料行业的两个主要竞争厂商。同时，长园集团是锂电池保护用核心元件供应商，是苹果和诺基亚手机的主要供应商。长期为松下手机、笔记本电池配套PPTC产品，正在向松下、特斯拉申请PPTC资质。如果通过验证并获得订单，有望为公司业务带来新的增长点。沃尔核材的举牌反映了产业资本对于行业内优质公司的认可。

4.4 重点个股推荐：信质电机荣登特斯拉概念第一股

新能源汽车行业前景明确，上游磁材方面关注处于中科三环与正海磁材。经过前期的调整，目前充电桩、电机、零部件类公司估值都比较便宜，建议关注信质电机、卧龙电气、大洋电机等电机类公司，长园集团、宏发股份等零部件类公司，以及国电南瑞、许继电气等充换电设备类公司。

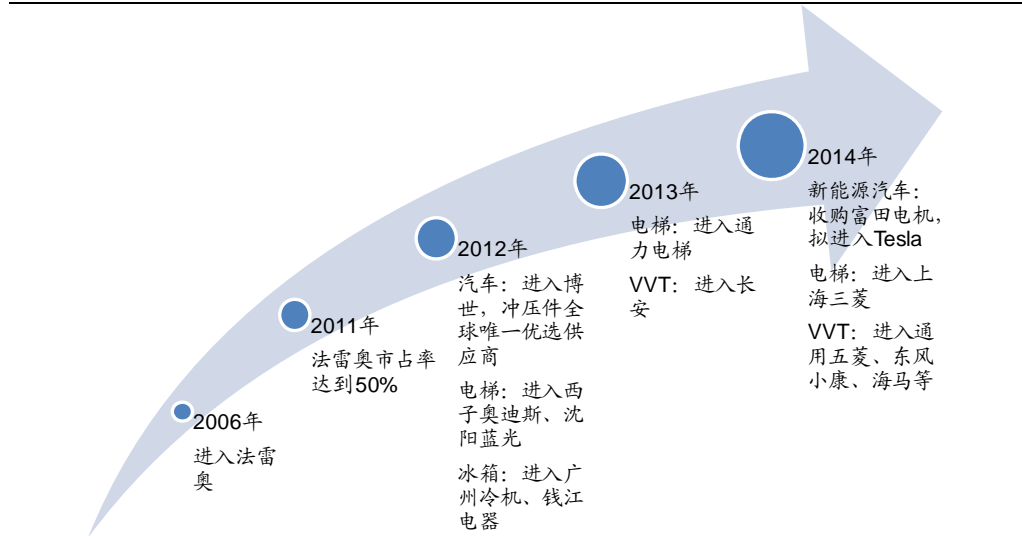
信质电机（002664）：跻身特斯拉产业链

公司主营产品为电机用关键零部件——定转子，为国内外众多大型电机电器厂商提

供专业配套服务，主要产品为汽车电机用定转子、电梯摇曳电机用转子、冰箱压缩机电机用转子等。凭借特殊的绕转工艺，公司产品售价低于同行业 20%-30%，公司从汽车领域起家，近年来不停地在汽车领域、汽车以外的领域拓展客户。

2006 年公司开始为法雷奥供货，2011 年供货量达到法雷奥 50% 的市场份额；2012 年公司成功入选博世集团“冲压件全球唯一优选供应商”，博世集团的订单量连续两年实现高增长；2013 年公司进入通力电梯；2014 年成功牵手富田电机，未来有望为 Tesla 供货。公司在接触客户还有宝马、上海电驱动、三菱电梯等等。

图 22 信质电机发展途径



资料来源：海通证券研究所

汽车电机领域不断牵手新客户。2006年法雷奥集团正式向公司批量采购产品，2010年公司入选博世集团优选供应商，2012年起雷米国际、宝马、三菱、日本电装等国际电机巨头对公司产品的采购放量。

2011年，公司汽车发电机定子全球市场份额达19.11%，汽车微特电机转子全球市场占有率达0.46%。

表 20 公司汽车电机定转子市场份额

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|
| 汽车发电机定子全球市场需求量（万只） | 14602 | 16108 | 16494 |
| 公司销售量（万只） | 1677 | 2358 | 3152 |
| 公司全球市场占有率 | 11.48% | 14.64% | 19.11% |
| 汽车微特电机转子全球市场需求量（万只） | 276735 | 301815 | 313680 |
| 公司销售量（万只） | 386 | 768 | 1446 |
| 公司全球市场占有率 | 0.15% | 0.26% | 0.46% |

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

横向拓展电梯、家电等行业。2012年起公司陆续开拓了西子富沃德、西子奥蒂斯、通力电梯等客户，2014年公司将为三菱电梯小批量供货。

积极参与新能源汽车行业。5月22日，公司公告，拟以自有资金收购台湾富田电机19.96%股权。同时，双方达成战略合作协议：①富田电机将优先采购公司定转子产品；②公司增资富田电机大陆工厂，双方共同开拓大陆电动车电机市场。公司定转子产品有

望参与到 Tesla 产业链，同时公司将与富田电机一道开拓国内市场。

公司 2010 年即参与到宝马 I 系列电动汽车电机的设计过程中，也正在积极接触上海电驱动等新能源电机企业，我们预计公司将在新能源汽车行业占据一定的市场。

盈利预测。不考虑新能源电机行业的订单，预计 2014-2016 年归属于母公司所有者净利润同比增长 30.25%、32.29%、31.75%，EPS 分别为 1.41 元、1.82 元和 2.45 元。我们将根据公司电动汽车产业链的拓展情况适当调整公司的盈利预测。考虑到公司是国内市场唯一进入 Tesla 核心设备供应的公司，我们适当给予一点溢价，给予公司 2014 年 30-35 倍 PE，对应合理估值区间为 42.30-49.35 元。维持“买入”的投资评级。

主要不确定因素。(1) 富田电机目前虽然是美国 Tesla 公司唯一的电机供应商，但并非排他，也不排除美国 Tesla 将来增加新的电机供应商。我们认为此风险不大，主要原因在于：汽车企业对于安全性要求较高，对于主设备供应商，一旦选定不轻易更换。富田电机已经与 Tesla 形成了稳定的合作关系。(2) 本次股权交易尚需得到中国国家发展和改革委员会、浙江省商务厅以及台湾地区经济部投审会的批准，若批准不通过，存在停止交易的可能。

表 21 信质电机损益表预测 (万元)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 78295.26 | 98532.00 | 132533.76 | 162743.58 | 206763.69 | 260184.68 |
| 增长率 (%) | 45.19 | 25.85 | 34.51 | 22.79 | 27.05 | 25.84 |
| 毛利率 (%) | 22.27 | 22.52 | 21.98 | 21.43 | 21.93 | 22.73 |
| 归属于母公司净利润 | 7772.73 | 10997.53 | 14406.93 | 18764.37 | 24822.49 | 32703.02 |
| 增长率 (%) | | 41.49 | 31.00 | 30.25 | 32.29 | 31.75 |
| 增发摊薄后每股收益 (元) | 0.58 | 0.82 | 1.08 | 1.41 | 1.86 | 2.45 |

注：每股收益按最新股本 1.33 亿股摊薄计算。

资料来源：公司 2011-2013 年年报，海通证券研究所

中科三环 (000970)：开工率维持在 7 成

公司一季报显示：2014 年一季度实现营业收入为 9.14 亿元，同比增长 15.79%，归属于上市公司股东的净利润为 0.68 亿元，同比下降 45.98%，折合 EPS 为 0.064 元。2013 年 1-4 季度单季 EPS 分别为 0.12、0.05、0.08 和 0.07 元。

量涨不敌价跌导致业绩下滑：2013 年公司下属各钕铁硼工厂仍延续上一报告期的生产状态，同比订单数量略有增长，但由于一季度价格疲弱，因此磁材产品毛利率下降了 4.5%，电动自行车产品毛利率下降了 8.7%。主要工厂年平均开工率维持在 70% 左右。按照 1.4 万吨/年产能计算，2013 产量大概在 1 万吨，磁材收入为 36 亿元，匡算磁材产品单价大约在 36 万元/吨。

盈利预测及评级。公司是国内最大、全球第二大钕铁硼永磁材料制造商，在国际上具有较高的行业地位。我们假设磁材产品以年均 20% 增长且对于价格，考虑到 WTO 诉讼失败对行业整合的倒逼影响，假设稀土价格较 13 年小幅提升且保持平稳，预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.42、0.50 和 0.57 元。公司有两大亮点：1) 高管增持凸显发展信心；2) 汽车领域销售渠道坚实，目前行业平均估值 (TTM) 为 35 倍，稀土资源的稀缺性及新能源汽车产业发展空间广阔支撑了高估值，给予公司目标价 18 元，对应 2014-16 年动态 PE 分别为 43、36 和 32 倍，维持评级买入。

不确定性分析。下游需求疲弱。

正海磁材 (300224)：风电好转推动业绩上涨

公司 2014 年一季报显示：一季度实现营业收入 1.37 亿元，同比上涨 24.22%，归属于公司普通股股东的净利润为 0.11 亿元，折合 EPS 为 0.05 元，同比增长 66.67%（2013 年 1-4 季度单季 EPS 分别为 0.03 元、0.09 元、0.14 元和 0.06 元）。

近期公司公布股权激励草案：本激励计划拟授予的限制性股票数量为 960 万股，占当前股本总额 24000 万股的 4%，其中首次授予 900 万股，预留 60 万股。

表 22 此次股权激励对象

| 姓名 | 职务 | 获授的限制性股票数量 (万股) | 占授予限制性股票总数的比例 (%) | 占目前总股本的比例 (%) |
|----------------------------|------------|-----------------|-------------------|---------------|
| 王庆凯 | 董事、总经理 | 90 | 9.38% | 0.38% |
| 赵军涛 | 董事、常务副总经理 | 60 | 6.25% | 0.25% |
| 王玉林 | 副总经理 | 50 | 5.21% | 0.21% |
| 彭步庄 | 副总经理 | 50 | 5.21% | 0.21% |
| 李志强 | 副总经理 | 50 | 5.21% | 0.21% |
| 高波 | 财务总监 | 48 | 5.00% | 0.20% |
| 宋侃 | 副总经理、董事会秘书 | 40 | 4.17% | 0.17% |
| 中层管理人员、核心技术 (业务) 人员 (88 人) | | 512 | 53.33% | 2.13% |
| 预留 | | 60 | 6.25% | 0.25% |
| 合计 (95 人) | | 960 | 100% | 4.00% |

资料来源：2014 年 5 月公告，海通证券研究所整理

授予条件之一是 2014 年业绩同比增长不低于 40%。限制性股票的首次授予价格为每股 8.92 元（由前 20 个交易日每股 17.84 元的 50% 确定），即满足授予条件后，激励对象可以每股 8.92 元的价格购买公司向激励对象增发的公司限制性股票。而授予条件中关于 2014 年业绩的表述为：公司 2014 年度归属于公司股东的扣非净利润同比不低于 40%（2013 年 EPS 为 0.32 元，即 2014 年 EPS 不低于 0.45 元）。

行权条件：年均复合增速在 13%。解锁期分为两个，分别为授予日起 12 个月-24 个月和 24 个月-36 个月，分别解锁总量的 50%。相应地，解锁考核年度为 2015-2016 年两个会计年度，每个会计年度考核一次，达到下述业绩考核指标时，激励对象获授的限制性股票方可解锁。而本股权激励计划需在公司董事会报中国证监会备案且经中国证监会备案无异议，由公司股东大会批准后生效。

下游需求好转刺激销量回升。公司产品主要应用于新能源和节能环保等高端应用市场，如风力发电、节能电梯、变频空调、EPS 和新能源汽车等。报告期内，公司下游领域需求较去年同期有所回升，公司产品一季度销量较去年同期增加所致。

盈利预测及估值。公司实施股权激励，一方面吸引人才，另一方面增强投资者信息。当前月度风机同比增速大幅上升推动盈利水平。假设按照募投项目产能平稳增长（目前产能为 4300 吨/年，3 年后产能预计扩大至 5800 吨/年），稀土价格保持稳定，毛利率维系在 20-25% 水平，我们预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.45、0.52 和 0.62 元。鉴于股权激励有望激发管理层积极性，给予公司目标价为 24 元，对应三年动态 PE 分别为 53.5、45.8 和 38.5 倍，买入评级。

不确定性分析：稀土下游疲弱压制价格。

大洋电机 (002249)：非公开发行获批，14 年实现高增长

公司主营产品为空调用、洗衣机用电机；2009 年与北京理工合作，开发新能源汽车电机；2011 年收购宁波科星，拥有永磁材料；2013 年收购北京佩特莱，进入传统大

巴车电机领域。

公司拥有两个新能源汽车总成方案：（1）自主研发：公司 2009 年开始与北京理工大学合作新能源汽车电动机及电驱动系统。北理工受国家委托 1996 年开始研发新能源汽车总成项目，技术成熟，是目前销售收入的主要来源。（2）合资：新收购的子公司北京佩特莱与加拿大成立合资公司，做了 30 多年了，但是应用的不算太广，经验积累很好。

公司主要客户有北汽（轿车）、福田（重型车）、长安、东风、一汽、宇通等。公司与北汽新能源成立合资公司，北汽新能源目前的主力车型——E150EV 即由大洋电机提供永磁同步控制器。2013 年公司销售收入中 50%以上来自于北汽，预计公司占北汽的 60%-70%。2014 年北汽计划销售新能源汽车 2 万辆，预计公司电机及电驱动产品销量翻倍问题不大。

家电电机保证稳定增长，保持稳定的现金流；新能源汽车动力总成将有快速增长；汽车旋转电气行业空间大，依然会有比较好的成长。

2013 年 10 月，公司宣布进行非公开增发，发行募集资金总额不超过 11.17 亿元，扣除发行费用后全部用于收购北京佩特莱 72.768%的股权。2014 年 5 月，证监会受理公司非公开增发事项。

考虑到增发，预计公司 2014-2016 年净利润分别同比增长 62.01%、23.27%、28.54%，摊薄后每股收益分别达到 0.41 元、0.51 元、0.65 元。

不确定性分析：新能源汽车发展进度低于预期。

表 23 大洋电机损益表预测（万元）

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 235934.83 | 276982.53 | 327312.38 | 483051.94 | 584835.48 | 714312.86 |
| 增长率（%） | 7.87 | 17.40 | 18.17 | 47.58 | 21.07 | 22.14 |
| 毛利率（%） | 20.34 | 17.43 | 18.43 | 19.48 | 19.58 | 19.73 |
| 归属于母公司净利润 | 22980.28 | 18434.32 | 21543.93 | 34903.79 | 43026.49 | 55306.30 |
| 增长率（%） | | -19.78 | 16.87 | 62.01 | 23.27 | 28.54 |
| 增发摊薄后每股收益（元） | 0.27 | 0.22 | 0.25 | 0.41 | 0.51 | 0.65 |

注：每股收益按最新股本 85109.44 万股摊薄计算。

资料来源：公司 2011-2013 年年报，海通证券研究所

卧龙电气（600580）：新能源电机行业新秀

卧龙电气已形成电机与控制、输变电、电源电池三大产品链，产品涵盖各类电机及其控制、超特高压电力变压器、高速铁路牵引变压器、城市轨道交通地铁成套牵引整流机组、UPS 电源、电动自行车、工程机械等 40 大系列 3000 多个品种，具备年产 800 万 KW 各类电机生产能力，1.2 亿 KVA 各类电力变压器制造能力，130 万 KVAH 铅酸蓄电池和 100 万 KVAH 锂离子电池生产能力，主导产品电机与控制，引领国际国内主流市场并配套多个国家重点工程项目，部分产品市场占有率 25%以上，综合实力位居中国电机制造行业榜首。

收购 ATB 后国内国外销售渠道互补，电机板块仍将稳定扩张。ATB 是与 ABB、西门子齐名的欧洲第三大电气产品制造商，主要产品是高效特种电机，在欧洲市场占有率超过 12%。ATB 因经营不善被公司收购，公司将把 ATB 产品带入中国，同时公司原有

产品将借助 ATB 销售渠道进入欧洲低端电机市场。同时，由于欧洲人员工资高，ATB 高端产品部分国产化后可提升公司电机整体高利率水平。

新能源汽车电机已有显著突破。公司电动汽车电机目前拥有 4 个型号的产品，主要用于客车和中巴车，是北汽的供应商之一。公司电动汽车驱动的研发已经完成，目前正在测试阶段，未来将逐步形成包括电池、电机、电控的电动汽车核心产业链。2013 年公司新能源汽车电机同比增长 114.39%，预计随着国内新能源客车的推广，公司新能源汽车电机收入将实现快速增长。

分布式发电即将贡献收入。目前公司已经具有开工 78MW 的分布式发电资格，并已经实现多个工程的开工建设。根据绍兴市相关文件，在绍注册企业投资新建并于 2015 年底前建成并网发电的分布式光伏发电项目，根据项目建成后的实际发电效果，除按政策享受国家 0.42 元/千瓦时、省 0.1 元/千瓦时补贴外，自发电之日起按其实际发电量由项目所在地政府（管委会）再给予 0.2 元/千瓦时的补贴，补贴期限为五年。我们预计公司分布式发电将在 2014 年起陆续贡献收入，净利率将显著高于现有业务。

预计公司 2014-2016 年净利润分别同比增长 30.66%、24.91%、20.55%，每股收益分别达到 0.43 元、0.53 元、0.64 元。公司未来几年利润增长速度尚可，新能源电机及分布式发电将提升公司的估值水平，给予 2014 年 20-25 倍市盈率，公司合理估值为 8.60-10.75 元，“买入”的投资评级。

不确定性分析：ATB 与公司无法融合的风险，新能源电机与分布式发电市场拓展低于预期的风险。

表 24 卧龙电气损益表预测（万元）

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 314622.33 | 250720.46 | 572765.05 | 708054.14 | 846159.71 | 975442.25 |
| 增长率（%） | 8.34 | -20.31 | 128.45 | 23.62 | 19.50 | 15.28 |
| 毛利率（%） | 14.26 | 19.21 | 22.97 | 23.06 | 23.21 | 23.36 |
| 归属于母公司净利润 | 11101.50 | 11751.11 | 36403.20 | 47563.77 | 59410.08 | 71619.23 |
| 增长率（%） | - | 5.85 | 209.79 | 30.66 | 24.91 | 20.55 |
| 增发摊薄后每股收益（元） | 0.10 | 0.11 | 0.33 | 0.43 | 0.53 | 0.64 |

注：每股收益按最新股本 111052.72 万股摊薄计算。
资料来源：公司 2011-2013 年年报，海通证券研究所

国电南瑞（600406）：充电设施先行者

公司是智能电网龙头企业，2009-2013 年，公司通过内生增长+外延式扩张，多年实现了高速增长。公司也是充换电设备的龙头企业，2010 年 3 月，公司为国网设计的第一座典型充电站投运，成为国内电动汽车充电设施产业化先行者。此后公司先后参与了多个充换电站的建设，占据国网 30% 的市场份额。

公司参与的项目包括：华北唐山南湖、河北石家庄位同、四川成都石羊、江苏扬州吴州路、辽宁大连甘井子、辽宁大连城西、辽宁大连市内、吉林长春高新区、宁夏海宝、重庆智能小区、青海西宁乐家湾、安徽合肥瑶海、陕西西安瓦胡同、福建福州和厦门、湖北武汉三角湖和襄樊邓城，浙江金华等大批充换电站，除山东以外所有国网系统网省均分布有充电桩。

预计公司 2014-2016 年净利润分别同比增长 27.62%、22.87%、23.90%，每股收益分别达到 0.84 元、1.03 元、1.28 元。我们认为公司合理估值为 2014 年 20-25 倍市

盈率，对应股价为 16.80-21.00 元，维持“买入”的投资评级。

不确定性分析：充换电设备行业竞争过于激烈的风险。

表 25 国电南瑞损益表预测 (万元)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 466001.70 | 830850.00 | 957563.49 | 1173531.47 | 1428083.22 | 1723573.68 |
| 增长率 (%) | 87.75 | 78.29 | 15.25 | 22.55 | 21.69 | 20.69 |
| 毛利率 (%) | 31.39 | 28.84 | 27.09 | 26.93 | 26.71 | 26.65 |
| 归属于母公司所有者净利润 | 85476.76 | 130250.00 | 160032.12 | 204236.14 | 250948.55 | 310937.51 |
| 增长率 (%) | | 52.38 | 22.87 | 27.62 | 22.87 | 23.90 |
| 稀释 EPS (元) | 0.35 | 0.54 | 0.66 | 0.84 | 1.03 | 1.28 |

注：公司 2013 年进行过资产注入，2012 年年报根据 2013 年追溯，2011 年末追溯。每股收益按照最新股本 242895.34 万股计算。

资料来源：公司 2011-2013 年年报，海通证券研究所

许继电气 (000400)：借助收购，涉足充电站领域

公司是国网下属的又一优质公司，是国网配电网自动化及一次设备的领军企业，近两年依靠发展主业、压缩成本，公司实现了高速增长。

2013 年公司通过购买许继集团持有的许继电源 75% 股权，由此涉足充电站业务领域。许继电源主要产品领域包括电动汽车充换电设施、电力电源（包括电力直流操作电源、电力专用 UPS）、特种电源和电能质量产品。

许继电源承担了世界功能最全、规模最大、服务能力最强的电动汽车充换电站——青岛薛家岛电动汽车智能充换储放一体化示范电站；国家高技术研究发展计划（863 计划）项目配套工程——上海嘉定安亭集中充换电站；上海世博会电动公交车专用充电站等项目。市场份额约占国网充换电设备总投资的 60% 左右。

考虑到资产注入，预计公司 2014-2016 年每股收益分别达到 1.52 元、2.17 元、3.00 元。给予公司 2014 年 25-30 倍，公司合理估值为 38.00-45.60 元，维持“买入”的投资评级。

不确定性分析：充换电设备行业竞争过于激烈的风险。

表 26 许继电气损益表预测 (万元)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| 营业收入 | 436230.51 | 661180.63 | 715462.55 | 892854.25 | 1156286.09 | 1514555.70 |
| 增长率 (%) | 13.14 | 51.57 | 8.21 | 27.91 | 29.50 | 30.98 |
| 毛利率 (%) | 33.73 | 26.97 | 27.45 | 28.03 | 29.52 | 30.31 |
| 归属于母公司所有者净利润 | 15650.29 | 33201.63 | 52291.17 | 78548.16 | 118058.25 | 169957.06 |
| 增长率 (%) | | 112.15 | 57.50 | 50.21 | 50.30 | 43.96 |
| 稀释 EPS (元) | 0.23 | 0.49 | 0.78 | 1.17 | 1.76 | 2.53 |
| 考虑资产注入后 EPS (元) | | | | 1.52 | 2.17 | 3.00 |

注：每股收益按照最新股本 67221.82 万股计算。

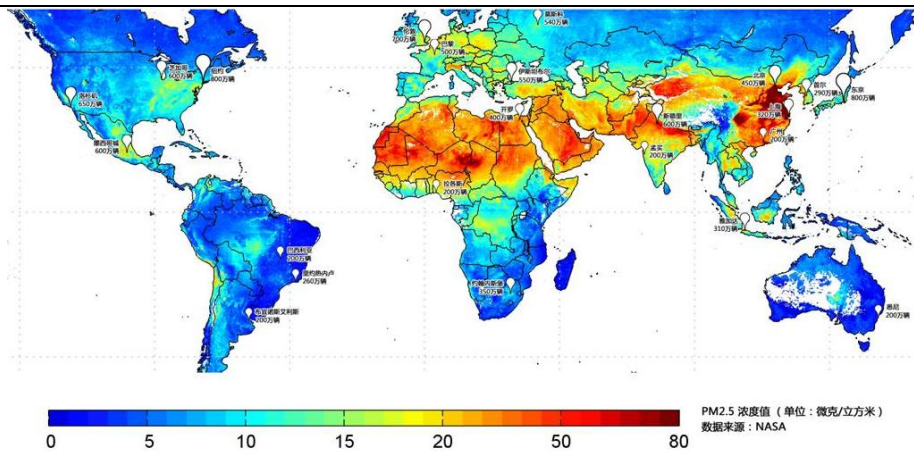
资料来源：公司 2011-2013 年年报，海通证券研究所

5. 整车环节：5 月份以来实际需求向上趋势明显

5.1 2015 年达标任务艰巨

能源汽车发展面对四大深层次需求，因此我们认定中国新能源汽车产业化趋势不可逆转。一是城市污染已成为中国社会发展不可避免的问题，从 PM2.5 等导致的雾霾天气，以及尾气排放污染物导致的城市化发展的隐患；二是随着汽车保有量的持续滚动上量，中国石油依存度快速上升，在目前地缘政治持续紧张背景下，降低汽车的石油消费总量刻不容缓；三是配合节能减排总目标，汽车油耗限值持续下压，并且日趋严苛，2015 年、2020 年目标分别为 6.9L 和 5.0L，车企主动加快新能源汽车产品推出；四是目前中国汽车产业技术差距仍然较为明显，代表中国技术水平的自主品牌份额持续下降，在技术和产品创新的年代，新能源汽车技术为中国汽车产业发挥比较优势，实现“弯道超车”提供机遇。

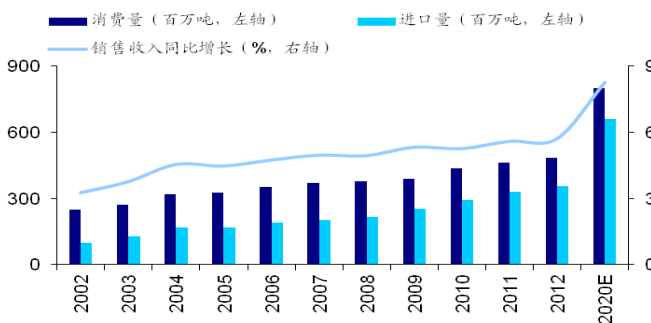
图 23 机动车保有量 200 万辆以上城市 PM2.5 浓度值分布图



机动车保有量200万辆以上城市PM2.5 浓度值分布图

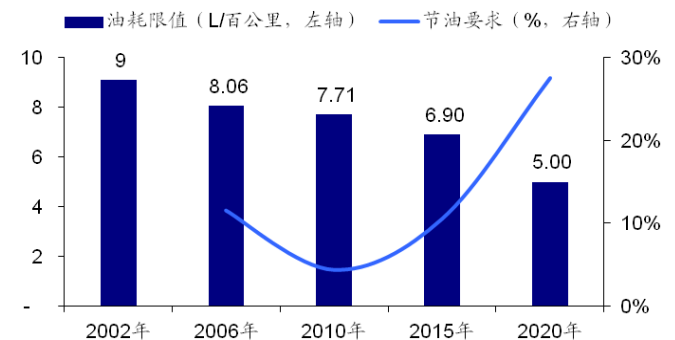
资料来源：百度百科，海通证券研究所

图 24 中国石油依存度持续上升



资料来源：Wind，海通证券研究所

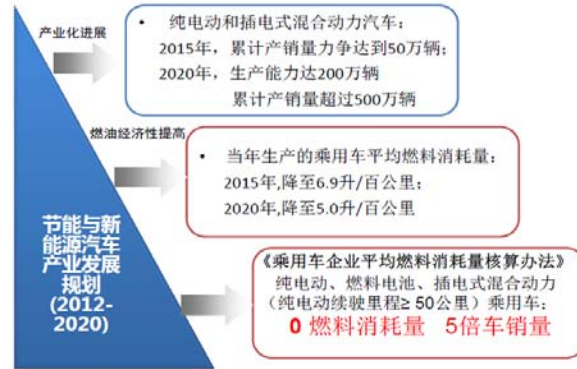
图 25 中国汽车的油耗限值



资料来源：CAAM，海通证券研究所

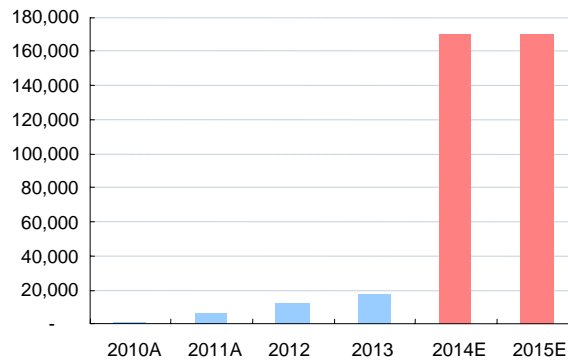
中国从2009年起的十城千辆示范项目，2010-13年共完成3.7万辆，离50万辆的中期目标差距巨大！2015年的目标完成情况直接决定未来中国2020年的远景目标和整个新能源汽车产业链在未来全球的产业化地位。

图 26 中国节能与新能源汽车产业发展规划



资料来源：工信部，国务院，海通证券研究所

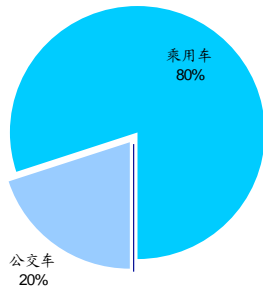
图 27 中国节能与新能源汽车数量规划（辆）



资料来源：工信部，国务院，海通证券研究所

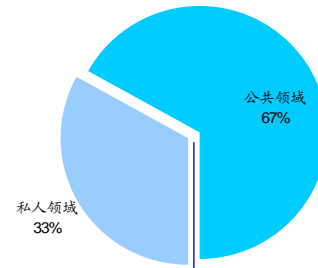
依照前两批新能源汽车推广城市（共40个）的规划目标和车型分类，我们看到政策落实的主要部分还是要依靠公共领域的采购，这符合我们一直强调的电动公交化趋势，包括公交车和出租车运营，充分发挥政府采购、企业运营优势，规避暂时电动汽车成本高、充电设备不完善的不足；其次，我们看到乘用车占比幅度大幅提升，意味政府对新能源汽车在乘用车领域的重视程度有大幅度的提升，并且将要在政府公共领域进行尝试大规模推广；最后，我们可以看到部分城市对私人领域购买也极度重视，给予了较高的完成比例，比如北京、深圳、广东省、上海市等，过去城市推广规划中并无如此细节安排和侧重。

图 28 根据 2015 年各大城市披露新能源汽车车型规划



资料来源：工信部，海通证券研究所

图 29 根据 2015 年各大城市披露规划的公共、私人领域占比



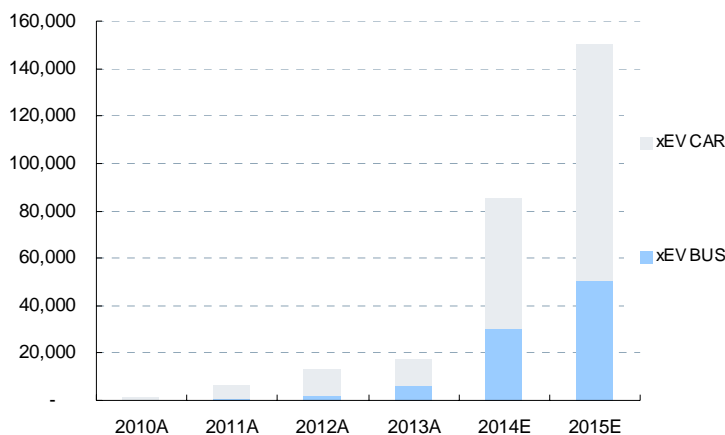
资料来源：工信部，海通证券研究所

表 27 两批 40 个城市的新能源汽车推广计划

| 试点城市 | 2015 年推广总目标 (辆) | 公共领域 (辆) | | | 私人领域 (辆) |
|--------|-----------------|----------|--------|-------|----------|
| | | 公交车 | 乘用车 | | |
| | | | 出租车 | 其他 | |
| 北京 | 35000 | 5000 | 10000 | 10000 | 10000 |
| 天津 | 12000 | 2800 | 8700 | | 500 |
| 上海 | 10000 | 1000 | 2200 | | 6800 |
| 重庆 | 10000 | 3000 | 7000 | | |
| 河北省城市群 | 13000 | | 9000 | | 4000 |
| 浙江省城市群 | 10100 | | | | |
| 福建省城市群 | 10000 | | 6950 | | 3050 |
| 江西省城市群 | 5300 | | 5100 | | 200 |
| 广东省城市群 | 10000 | | 6000 | | 4000 |
| 合肥 | 5720 | | 1220 | | 4500 |
| 太原 | 5000 | | 3900 | | 1100 |
| 郑州 | 5500 | 3400 | 1500 | | 600 |
| 武汉 | 10500 | | 4300 | | 6200 |
| 海口 | 5000 | | 3000 | | 2000 |
| 成都 | 5000 | | 5000 | | |
| 西安 | 11000 | | 5700 | | 5300 |
| 兰州 | 5000 | | 3750 | | 1250 |
| 昆明 | 5000 | | | | |
| 广州 | 10000 | 2000 | 4000 | | 4000 |
| 深圳 | 35000 | 5000 | 3000 | 5000 | 12000 |
| 晋城 | 5000 | | | | |
| 新乡 | 5000 | | 3000 | | 2000 |
| 襄阳 | 5000 | | 1190 | | 3810 |
| 大连 | 5000 | | 3600 | | 1400 |
| 宁波 | 5000 | | 2900 | | 2100 |
| 青岛 | 5200 | 1500 | 2000 | | |
| 芜湖 | 5110 | | 3460 | | 1650 |
| 长株潭地区 | 6100 | | 4650 | | 1450 |
| 内蒙古城市群 | 5000 | | | | |
| 沈阳市 | 5000 | 1500 | 1000 | 1000 | 1000 |
| 长春市 | 10000 | | | | |
| 哈尔滨市 | 5000 | | 4600 | | 400 |
| 江苏省城市群 | 15000 | | 9985 | | 8100 |
| 淄博市 | 5000 | | | | |
| 临沂市 | 5690 | | | | |
| 潍坊市 | 5010 | | | | |
| 聊城市 | 5010 | | | | |
| 泸州市 | 5000 | | | | |
| 贵州省城市群 | 5000 | | | | |
| 云南省城市群 | 5000 | | | | |
| 合计 | 335240 | | 257830 | | 77410 |

资料来源：工信部，海通证券研究所整理

图 30 中国新能源汽车细化销量预测 (辆)



资料来源: 工信部, 海通证券研究所

5 月份以来, 随着各地城市政策陆续落地, 公交采购的进度保持平稳, 而私人购买呈现加速状态, 特别是地方城市补贴和充电桩安装办法落地后, 实际需求向上趋势明显, 我们认为 2014 年私人购买达到 3-5 万辆是可以预期, 外加公交采购和政府公务用车采购, 2014 年新能源汽车销量达到 6 万辆以上问题不大, 甚至可以挑战 10 万辆规模, 同比 2013 年翻 4 倍!

表 28 新能源汽车销量 (2012-2014.5E) (辆)

| 车型 | 2012 | 2013 | 1 月 | 2 月 | 3 月 | 4 月 | 5 月 (预测) |
|------------|------|-------|------|------|------|------|----------|
| 比亚迪秦 | 0 | 142 | 673 | 834 | 877 | 910 | 1350 |
| 比亚迪 e6 | 1690 | 1544 | 126 | 238 | 255 | 262 | 260 |
| 奇瑞 M1EV | 152 | 216 | 105 | 2 | 0 | - | - |
| 江淮 iev | - | - | - | - | - | - | - |
| 北汽 E150 | 644 | 1466 | - | - | 1 | 0 | 20 |
| 荣威 E50 | 238 | 409 | 3 | 0 | 1 | 0 | 5 |
| 凯美瑞混动 | 2164 | 5547 | 585 | | 474 | 365 | 400 |
| 普锐斯 | 2434 | 513 | 167 | 152 | 97 | 72 | 80 |
| 新君越混动 | 308 | 350 | 23 | 9 | 0 | 3 | 4 |
| 奇瑞 QQ3 电动车 | | 5727 | 986 | 502 | 255 | 514 | 600 |
| 合计 | 7630 | 15914 | 2668 | 1737 | 1960 | 2126 | 2719 |

资料来源: CAAM, 海通证券研究所整理

5.2 重点个股推荐: 三条主线

比亚迪 (002594): 中国未来的新能源巨头, 面对两万亿市场坚定前行

公司未来潜力新业务集中在“太阳能 (光伏) 发电、储能电站、电动汽车”, 由于中国的电网建设和运营基本仍有国网和南网垄断主导, 因此在中国特殊背景下, 比亚迪积极布局未来可再生能源电力系统的发电端和储电端, 以及未来围绕可再生能源电力下游利用的电动汽车。依托比亚迪强大的铁电池技术, 通过对电网削峰、调谷, 解决了智能电网储电的世界级技术难题。比亚迪的业务模式基本映射了穆斯克的“SolarCity → SuperCharge → Tesla Model S”产业思路, 尽管仍有很大的差距, 但是比亚迪的布局仍是在中国有限的市场化背景下积极布局符合第三次工业革命的产业链条布局。

图 31 特斯拉光伏资产 SolarCity



资料来源：海通证券研究所整理

比亚迪公司目前共有 16 款车型销售，其中 4 款为新能源汽车，未来新的新能源车型包括 2014 年 4 月上市的腾势，以及未来上市的插电混合 SUV “唐”，新能源汽车收入占比将稳步提升，并且由于比亚迪在新能源汽车技术和产品方面的优势，市场份额和优势将在未来三年内难有对手，不论是自主品牌还是合资品牌，因为自主品牌在产品研发和市场运营经验不足，合资企业在华投入滞后导致国产化进程远未开始。中国新能源汽车政策的强力推动，为比亚迪创造了难得的弯道超车机遇。

图 32 比亚迪所有车型，新能源汽车阵营开始明显增多：秦、E6、F3DM、K9



资料来源：BYD，海通证券研究所整理

2014 年是比亚迪新能源汽车爆发之年，天时地利人和：1、国家强力推行新能源汽车产业化市场化进程，政府、基建、消费者认知都面临爆发机遇；2、公司多年积淀的新产品和新技术进入收获期，领先优势较为明显，无论是产品技术、成熟度和运营经验都具有深厚经验；3、公司经过多年的厚积薄发，无论在销售渠道、员工士气还是品牌经营都获得了长足的进步，非常利于公司在新能源汽车市场的有效突破，取得多年的领先优势。

我们预计 K9 受益国内国外城市公交电动化趋势，实现销量 2000 台；E6 仍继续依托鹏程模式攻城拔寨，全年完成 3000 台销售，主要还是主要的几个城市的出租车运营车队的持续扩大；“秦”的产品宣传和国家地方政府的有效补贴，有望打开私人消费市场，我们预计将会实现销售 2.5 万辆；与戴姆勒奔驰合作的腾势将在 4 月份上市，由于定价和参数仍未公布于众，我们试预估实现销量 2400 台，售价 40 万元；此外，公司重磅产品插电式 SUV “唐”将在下半年上市，预计全年仅能实现 3000 台销售，未来空间广阔。

表 29 比亚迪 2014 年新能源汽车销量预测

| | 销量 (辆) | 单价 (万元) | 收入 (万元) |
|------------|--------|---------|---------|
| E6 | 2000 | 35 | 70000 |
| K9 | 3000 | 200 | 600000 |
| 秦 | 20000 | 20 | 400000 |
| 腾势 (4 月上市) | 1200 | 40 | 48000 |
| 唐 (Q3 上市) | 3000 | 27 | 81000 |
| 合计 | 29200 | | 1199000 |

资料来源：海通证券研究所整理

我们持续强调的“可再生能源技术、互联网技术、分布式通信技术、电动汽车”新经济体系正在颠覆旧有的石油能源体系，开创未来清洁能源体系；“特斯拉颠覆全球，比亚迪改造中国”；习主席强调发展新能源汽车是中国汽车强国的必由之路，产业趋势持续发酵，未来将强劲爆发；此外，19-22 日上海、武汉、西安、江苏、安徽等密集发布补贴政策，分别公布推广目标、充换电规划、补贴标准、税收优惠、号牌优惠等细则，中央推动力已经贯彻至大中一线城市，未来各地城市政策落地进程加快；北京出台电动汽车充电桩建设细则，要求小区物业、供电公司等跟进配合，解除充电桩安装难困境，为私人购买注入强心针；

对于比亚迪目前的估值，我们对比特斯拉给出一种理解。总体目前特斯拉被市场强烈看好，基本按照市销率和渗透豪车市场进度进行趋势估值，13-15 年营收规模 149、202、339 亿 RMB；静态市销率分别为 10 倍、7 倍、4 倍，目前高盛给予目标市值 2354 亿 RMB，对应动态市销率分别为 16 倍、12 倍、7 倍。

我们认为比亚迪在中国的新能源汽车业务在政府强力推动下，有望获得超越国内自主品牌及合资品牌的竞争优势。比亚迪拥有领先的锂电池、汽车整车、光伏发电及储能电站等核心技术，是唯一拥有新能源生产、供应、消费全产业链的创新型公司；纯电动客车、纯电动出租车、插电式乘用车领域拥有领先、成熟、市场化的冠军车型，新能源汽车市场强力推进下，将扩大与国内自主品牌和合资品牌的领先身位，有望实现“弯道超车”中国汽车强国梦想。

我们扣除比亚迪光伏业务、比亚迪电子、传统汽车业务的市值，目前比亚迪新能源汽车业务目前估值 679 亿左右，从静态市销率上看分别为 40、6、3 倍，我们非常看好比亚迪成为改造中国能源结构的创新公司，新能源汽车业务独立估值，比照特斯拉估值方式，预估 1000 亿，动态市销率分别为 71、10、6 倍，外加传统汽车 261 亿（比照吉利汽车）、光伏业务 52 亿（比照保利协鑫）、比亚迪电子 100 亿，目标市值 1413 亿，目标价 60 元。我们预计公司 2014-2016 分别实现 EPS0.80、1.49 元和 1.99 元，给予“买入”评级，目标价 60 元，对应 2014 年 75 倍 PE。

不确定性分析：销售增长低于预期，新能源汽车政策不达预期。

均胜电子 (600699)：掌控核心电池管理系统，电动汽车的“歌尔声学”

新能源汽车技术将重构车企核心技术，BMS (电池管理系统) 是未来汽车企业的核心动力系统，掌握 BMS 核心技术，宝马 i3 和 i8 的电池管理系统是开创性机遇，意味站在“博世”“电装”汽车零部件巨头的战略高度

汽车电子化趋势势不可挡，15%的电子化率将会提升至 40%；公司是宝马、大众、通用、福特和奔驰的核心供应商，汽车电子收入和利润占比 65%，是 A 股最核心汽车电子标的；

公司掌控汽车驾驶控制系统、电池管理系统和工业自动化技术等核心，具有长期的

研发和技术优势，持续的客户黏性，能够充分受益新能源汽车长期投资机遇，有望成为全球新能源汽车产业链中的“歌尔声学”。

预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 0.69 元和 0.83 元，掌控汽车电子和新能源汽车未来核心地位，持续高增长和高估值，目标价 28 元，对应 2014 年 PE 41 倍。

增长趋势保证：1、宝马 i3 和 i8 的电池管理系统陆续放量；2、本部涡轮增压产品放量；3、均胜亚太基地——普瑞均胜快速增长，13 年 2.5 亿，14 年 4.5 亿，15 年 7.5 亿；4、德国普瑞净利率改善。

不确定性分析：收入增长低于预期。

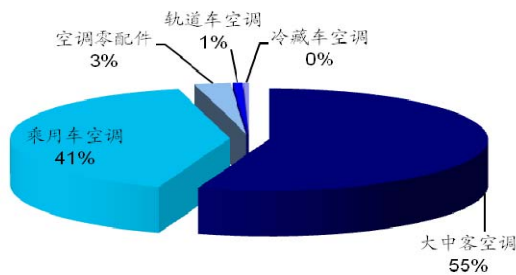
松芝股份 (002454)：电动空调喜迎政策红利，产业布局仍有上行空间

中国公交电动化趋势强劲，新能源公交采购最为确定，公司利润 70%来自客车空调，占一二线城市公交空调份额 70%-80%，公司是新能源汽车业绩弹性和确定性的最优标的；此外，公司负债率仅 30%，公司看好新能源汽车产业化发展，也将加大投入拓展未来的产业链机遇，未来将持续围绕新能源核心产业链、移动制冷领域做大做强。

我们预计 14 年电动客车空调 8000 台，贡献收入 6 亿，净贡献超 1 亿； 预计 2014-2015 年 EPS 为 0.95 和 1.20 元，业绩有超预期潜力，“买入”，目标价 19 元，对应 14 年 20 倍 PE； 公司归属于母公司净利润：一季报+25%，扣非+36%，中报预增+20%-+50%，据此预计二季度增速+40%以上。

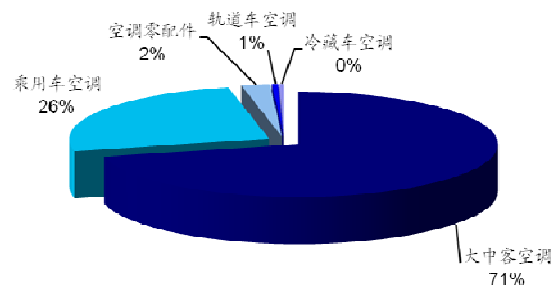
不确定性分析：新能源汽车销量低于预期；电动空调行业竞争加剧将影响盈利能力。

图 33 2013 年松芝股份收入构成



资料来源：TSLA，海通证券研究所

图 34 2013 年松芝股份毛利润构成



资料来源：TSLA，海通证券研究所

西部资源 (600139)：转型介入新能源汽车产业链

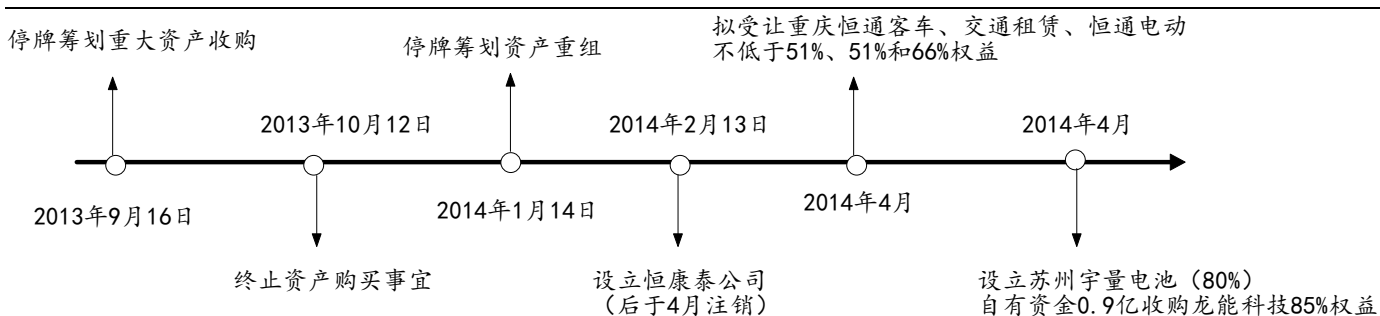
公司于 2014 年 4 月中旬公布定增预案：发行价为 6.89 元/股，不超过 5.25 亿股(含本数)，发行对象为控股股东四川恒康、国艺投资、海莲投资和阳红彬，四者权益分别为 80%、10%、6.19%和 3.81%，锁定期 36 个月。此次定增，公司拟从上、中、下游全产业链布局，资源、技术、销售渠道均较成熟。

表 30 此次募投项目

| 序号 | 项目名称 |
|----|---------------------------|
| 1 | 收购深圳市五洲龙汽车有限公司80%股权并增资 |
| 2 | 收购重庆恒通客车有限公司59%股权 |
| 3 | 收购重庆市交通设备融资租赁有限公司57.55%股权 |
| 4 | 收购重庆恒通电动客车动力系统有限公司35%股权 |
| 5 | 补充流动资金 |

资料来源：2014 年定增预案，海通证券研究所整理

定增目的：全产业链产生协同效应。2013 年下半年至今，公司大规模涉足新能源汽车领域，除了此次定增外，2014 年 4 月公司收购并出资设立了龙能科技（权益 85%，2013 年净利润为-7870.79 万元）和宇量电池（80%），两家公司将分别专注于锂电池材料和锂电池电芯的研究开发，公司聘请 HUANG BIYING、毛焕宇等一批国际知名的行业专家作为研发带头人，力图在锂电池正负极材料、电解液、隔膜和锂电芯生产技术等方面实现全面突破，自主研发生产技术先进、性能稳定的锂电池动力系统。

图 35 2013 年下半年至今公司资本运作历程


资料来源：对应日期公告，海通证券研究所

盈利预测及评级。根据年报显示，2014 年，预计全年实现收入 4.84 亿元，营业成本 2.01 亿元，三项费用合计 1.97 亿元，净利润 4251 万元（不含此次定增新收购项目）。假设矿山增量主要来自大宝山矿扩产，其余自产矿保持稳定，我们预计公司主营矿山 2014-16 年 EPS 分别 0.06、0.12 和 0.15 元。而标的公司五洲龙汽车、恒通电动的审计、资产评估和盈利预测工作尚在进行，公司将在实际竞买结果确定及审计、资产评估、盈利预测等工作完成后，再次召开董事会审议本次非公开发行补充议案及其他相关事项，并提请公司股东大会审议。因此暂时无法通过公开数据预测新能源汽车业务所带来的业绩增量，投资建议暂不评级。

不确定性分析。有色金属价格波动的风险。新能源汽车业务拓展风险。

6. 不确定性分析

TSLA、宝马、比亚迪的突破性发展及各国政府对新能源汽车产业链的支持推动全产业链发展。由于该行业还处于上升发展阶段，因此投资该板块的风险点主要集中在三方面：1) 国内产学研结合低于预期。2) 海外销售数据低于预期。3) 政策执行力度低于预期。

信息披露

分析师声明

钟奇：有色金属行业
施毅：有色金属行业
刘博：有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：厦门钨业（600549.SH）、天齐锂业（002466.SZ）、赣锋锂业（002460.SZ）、格林美（002340.SZ）、云南锗业（002428.SZ）、宝钛股份（600456.SH）、怡球资源（601388.SH）、山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH）、辰州矿业（002155.SZ）、利源铝业（002501.SZ）、东阳光铝（600673.SH）。

投资评级说明

| 类别 | 评级 | 说明 |
|--------------|----|----------------------------|
| 1. 投资评级的比较标准 | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上； |
| | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间； |
| | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间； |
| | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间； |
| | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于-15%。 |
| 2. 投资建议的评级标准 | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上； |
| | 中性 | 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间； |
| | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长 (021) 23219403 luying@htsec.com
 姜超 副所长 (021) 23212042 Jc9001@htsec.com
 高道德 副所长 (021) 63411586 gaodd@htsec.com

江孔亮 所长助理 (021) 23219422 kljiang@htsec.com

| | | | | | |
|--|--|---|---|---|---|
| 宏观经济研究团队 姜超(021)23212042 陈勇(021)23219800 高远(021)23219669 周霞(021)23219807 联系人 顾潇啸(021)23219394 固定收益研究团队 姜超(021)23212042 李 宁(021)23219431 | jc9001@htsec.com cy8296@htsec.com gaoy@htsec.com zx6701@htsec.com gxx8737@htsec.com jc9001@htsec.com lin@htsec.com | 金融工程研究团队 吴先兴(021)23219449 丁鲁明(021)23219068 郑雅斌(021)23219395 冯佳睿(021)23219732 朱剑涛(021)23219745 杨 勇(021)23219945 张欣慰(021)23219370 曾逸名(021)23219773 联系人 杜 昊(021)23219760 纪锡颀(021)23219948 | wuxx@htsec.com dinglm@htsec.com zhengyb@htsec.com fengjr@htsec.com zhujt@htsec.com yy8314@htsec.com zxw6607@htsec.com zym6586@htsec.com dg9378@htsec.com jxl8404@htsec.com | 金融产品研究团队 单开佳(021)23219448 倪韵婷(021)23219419 罗 震(021)23219326 唐洋远(021)23219004 孙志远(021)23219443 陈 亮(021)23219914 陈 瑶(021)23219645 伍彦妮(021)23219774 桑柳玉(021)23219686 陈韵骅(021)23219444 田本俊(021)23212001 联系人 冯 力(021)23219819 | shankj@htsec.com niyt@htsec.com luzh@htsec.com tangyy@htsec.com szy7856@htsec.com cl7884@htsec.com chenya@htsec.com wyn6254@htsec.com sly6635@htsec.com cyc6613@htsec.com tbj8936@htsec.com fl9584@htsec.com |
|--|--|---|---|---|---|

| | | | | | |
|--|--|--|---|---|---|
| 策略研究团队 荀玉根(021)23219658 陈瑞明(021)23219197 汤 慧(021)23219733 王 旭(021)23219396 李 珂(021)23219821 | xyg6052@htsec.com chenrm@htsec.com tangh@htsec.com wx5937@htsec.com lk6604@htsec.com | 中小市值团队 钮宇鸣(021)23219420 何继红(021)23219674 孔维娜(021)23219223 | ymniu@htsec.com hejh@htsec.com kongwn@htsec.com | 政策研究团队 李明亮(021)23219434 陈久红(021)23219393 吴一萍(021)23219387 联系人 朱 蕾(021)23219946 周洪荣(021)23219953 | lml@htsec.com chenjiuhong@htsec.com wuyiping@htsec.com zl8316@htsec.com zhr8381@htsec.com |
|--|--|--|---|---|---|

| | | | | | |
|--|---|--|--|--|---|
| 批发和零售贸易行业 路颖(021)23219403 汪立亭(021)23219399 潘 鹤(021)23219423 李宏科(021)23219671 | luying@htsec.com wanglt@htsec.com panh@htsec.com lkh6064@htsec.com | 互联网及传媒行业 白 洋(021)23219646 薛婷婷(021)23219775 | baiyang@htsec.com xtt6218@htsec.com | 石油化工行业 邓 勇(021)23219404 王晓林(021)23219812 | dengyong@htsec.com wxl6666@htsec.com |
|--|---|--|--|--|---|

| | | | | | |
|---|--|--|-------------------------------------|--|--|
| 机械行业 龙 华(021)23219411 熊哲颖(021)23219407 联系人 黄 威(021)23219963 | longh@htsec.com xzy5559@htsec.com hw8478@htsec.com | 公用事业 陆凤鸣(021)23219415 汤砚卿(021)23219768 | lufm@htsec.com tyq6066@htsec.com | 非银行金融行业 丁文韬(021)23219944 李 欣(010)58067936 联系人 吴绪越(021)23219947 | dwt8223@htsec.com lx8867@htsec.com wxy8318@htsec.com |
|---|--|--|-------------------------------------|--|--|

| | | | | | |
|--------------------------|-----------------|--|--------------------------------------|---|---|
| 钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 | liuyq@htsec.com | 建筑工程行业 赵 健(021)23219472 张显宁(021)23219813 | zhaoj@htsec.com zxn6700@htsec.com | 医药行业 周 锐(0755)82780398 余文心(0755)82780398 刘 宇(021)23219608 江 琦(021)23219685 王 威(0755)82780398 郑 琴(021)23219808 | zr9459@htsec.com ywx9460@htsec.com liuy4986@htsec.com jq9458@htsec.com ww9461@htsec.com zq6670@htsec.com |
|--------------------------|-----------------|--|--------------------------------------|---|---|

| | | | | | |
|--|-------------------------------------|--|---------------------------------------|--|--|
| 农林牧渔行业 丁 频(021)23219405 夏 木(021)23219748 | dingpin@htsec.com xiam@htsec.com | 银行业 刘 瑞 (021)23219635 林媛媛 (0755)23962186 | lr6185@htsec.com lyy9184@htsec.com | 房地产业 涂力磊(021)23219747 谢 盐(021)23219436 贾亚童(021)23219421 | tll5535@htsec.com xiey@htsec.com jiyat@htsec.com |
|--|-------------------------------------|--|---------------------------------------|--|--|

| | | |
|--|---|---|
| 基础化工行业 曹小飞(021)23219267 caoxf@htsec.com 张瑞(021)23219634 zr6056@htsec.com 联系人 朱睿(021)23219957 zr8353@htsec.com | 有色金属行业 钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com 刘博(021)23219401 liub5226@htsec.com | 计算机行业 陈美凤(021)23219409 chenmf@htsec.com 蒋科(021)23219474 jiangk@htsec.com 联系人 王秀钢(010)58067934 wxg8866@htsec.com 安永平(021)23219950 ayp8320@htsec.com |
| 社会服务业 林周勇(021)23219389 lzy6050@htsec.com | 交通运输行业 黄金香(021)23212081 hjx9114@htsec.com 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 姜明(021)23212111 jm9176@htsec.com | 家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 联系人 宋伟(021)23219949 sw8317@htsec.com |
| 通信行业 徐力(010)58067940 xl9312@htsec.com 侯云哲(021)23219815 hyz6671@htsec.com | 汽车行业 邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com 陈鹏辉(021)23219814 cph6819@htsec.com | 电力设备及新能源行业 周旭辉(021)23219171 zxh9573@htsec.com 张浩(021)23219383 zhangh@htsec.com 牛品(021)23219390 np6307@htsec.com 陈日华(021)23219716 crh9585@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com |
| 食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 马浩博(021)23219822 mh6614@htsec.com | 造纸轻工行业 徐琳(021)23219767 xl6048@htsec.com | 纺织服装行业 焦娟(021)23219356 jj9604@htsec.com |
| 煤炭行业 朱洪波(021)23219438 zhb6065@htsec.com | 建筑建材行业 周煜(021)23219972 zy9445@htsec.com | |

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
 (021)63609993
 chensq@htsec.com

贺振华 董事副总经理
 (021)23219381
 hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com
 高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com
 伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 邓欣 (0755)23607962 dx7453@htsec.com

上海地区销售团队

贺振华 (021)23219381 hzh@htsec.com
 姜洋 (021)23219442 jy7911@htsec.com
 高溱 (021)23219386 gaoqin@htsec.com
 季唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com
 胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com
 黄毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com
 朱健 (021)23219592 zhuj@htsec.com
 黄慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com
 卢倩 (021)23219373 lq7843@htsec.com
 孙明 (021)23219990 sm8476@htsec.com
 孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com

北京地区销售团队

赵春 (010)58067977 zhc@htsec.com
 郭文君 (010)58067996 gwj8014@htsec.com
 隋巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
 江虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com
 杨帅 (010)58067929 ys8979@htsec.com
 张楠 (010)58067935 zn7461@htsec.com
 许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
 电话: (021)23219000
 传真: (021)23219392
 网址: www.htsec.com