

分析师：牟国洪

执业证书编号：S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

锂电受益于新能源汽车持续高增长及基数提升

——锂电行业 2016 年年度投资策略

证券研究报告—行业策略

同步大市(维持)

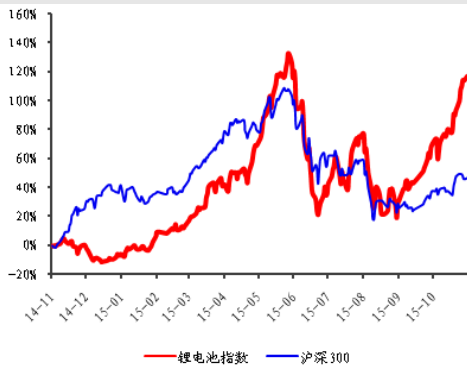
发布日期：2015 年 11 月 19 日

盈利预测和投资评级

公司简称	2015EPS	2016EPS	2015PE	评级
杉杉股份	1.73	1.44	20.30	增持
江苏国泰	0.72	0.86	36.47	增持
国轩高科	0.57	0.95	72.13	增持
骆驼股份	0.85	1.07	23.55	增持
正海磁材	0.39	0.59	68.97	增持

注：股价为 2015 年 11 月 17 日收盘价

行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

- 1、锂电行业 2015 年下半年年度投资策略：动力储能提升锂电需求 关注四条投资主线
- 2、锂电行业 2015 年年度投资策略：新能源汽车持续翻倍高增长 锂电磁材将受益
- 3、锂电行业 2014 年下半年度投资策略：新能源汽车将放量 锂电材料龙头最受益

联系人：李琳琳

电话：021-50588666-8045

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

报告关键要素：

15 年以来，新能源汽车相关板块持续靓丽，主要逻辑在于政策和业绩驱动。预计 2016 年我国新能源汽车仍将持续高增长，增长逻辑在于新能源汽车产品丰富且应用领域多元化、自主品牌崛起、我国充电基础设施将迎发展拐点以及地方保护将逐步破除。

投资要点：

- **双轮驱动行业表现靓丽。**15 年至今，新能源汽车和锂电池指数涨幅分别为 111.15%和 144.55%，靓丽表现主要受业绩和政策双轮驱动。
- **发展新能源汽车具备重大战略意义。**大力发展新能源汽车有助于抢占全球经济发展制高点、实现我国交通能源战略转型和加快生态文明建设，且我国新能源汽车未来 10 年发展蓝图已定。
- **16 年我国新能源汽车延续高增长。**16 年我国新能源汽车高增长逻辑在于产品种类更加丰富且应用领域多元化、自主品牌已崛起、我国充电基础设施将迎发展拐点以及地方保护消除利好优势企业做大做强，预计全年新能源汽车产量增至 48 万辆，占比 1.88%。
- **锂电受益于新能源汽车基数提升及高增长。**15 年我国新能源汽车产量有望达 30 万辆，基数提升及持续高增长将带动动力电池投资和需求提升，从而利好锂电设备和锂电材料需求，同时锂电池设备、锂电池优势企业及部分锂电关键材料领域仍维持较高盈利水平。
- **投资建议及主线。**目前板块估值水平较高，鉴于行业发展前景及盈利水平，维持锂电行业“同步大市”评级。建议关注新能源汽车龙头企业、锂电设备与锂电池势企业、锂电关键材料细分领域龙头企业，以及事件和政策驱动下的投资机会。
- **风险提示。**1) 系统风险；2) 国内外宏观经济下滑超预期；3) 新能源汽车进展与政策执行力度低于预期；4) 行业竞争加剧。

目 录

1. 新能源汽车相关板块表现持续靓丽	4
2. 发展新能源汽车具备重要战略意义	5
2.1 利于抢占全球经济发展制高点	5
2.2 交通能源战略转型与生态文明建设所需	5
2.3 新能源汽车十年发展蓝图确定	6
3. 16年我国新能源汽车仍将高增长	7
3.1 我国新能源汽车市场跃居全球第一	7
3.2 产品丰富且应用领域多元化	8
3.3 自主新能源汽车品牌崛起	9
3.4 充电基础设施将迎发展拐点	10
3.5 地方保护破局将助推行业发展	13
3.6 我国新能源汽车将步入快速成长期	14
4. 锂电受益于新能源汽车基数提升及持续高增长	15
4.1 业绩与盈利能力持续向好	15
4.2 行业先行指标景气度持续向好	16
4.3 动力电池值得关注	17
4.4 电池上游设备和材料企业将受益	19
4.5 16年有望开启储能元年	20
4.6 行业景气将持续向上	21
5. 投资主线	21
5.1 锂电池：同步大市投资评级	21
5.2 投资主线	22
5.3 重点公司	22
6. 风险提示	23

图目录

图 1：锂电池指数相对于沪深 300 表现	4
图 2：新能源汽车指数相对于沪深 300 表现	4
图 3：全球主要国家新能源汽车市场占比比对	5
图 4：2001-15 年我国原油进口量、增速及占比	6
图 5：2007-15 年我国汽车保有量	6
图 6：2011-15 年中美新能源汽车产量比对	7

图 7: 2015 年中美新能源汽车月度产量比对.....	7
图 8: 我国免征购置税新能源汽车目录产量及占比.....	9
图 9: 15 年 9 月全球新能源汽车前十品牌销量及占比.....	9
图 10: 15 年全球新能源汽车前十品牌销量及占比.....	9
图 11: 15 年 9 月全球新能源汽车前十车企销量及占比.....	10
图 12: 15 年全球新能源汽车前十车企销量及占比.....	10
图 13: 2020 年充电基础设施分场所建设目标.....	12
图 14: 十三五期间集中式充换电站建设规划.....	12
图 15: 十三五期间分散式充电桩建设规划.....	12
图 16: 15 年知豆电动汽车月度销量.....	14
图 17: 2011-15 年我国新能源汽车市场及纯电动占比.....	15
图 18: 15 年以来我国新能源汽车月度市场占比.....	15
图 19: 2011-16 年我国新能源汽车产量及占比.....	15
图 20: 2010-15 年锂电池板块营收及增速.....	16
图 21: 2010-15 年锂电池板块净利润及增速.....	16
图 22: 2010-15 年锂电池板块盈利能力.....	16
图 23: 2010-15 年锂电池板块单季度盈利能力.....	16
图 24: 2010-15 年碳酸锂价格曲线.....	17
图 25: 2014-15 年碳酸锂价格曲线.....	17
图 26: 2008-15 年锂电池/模组毛利率比对.....	19
图 27: 2011-15 年锂电设备毛利率比对.....	19
图 28: 2008-15 年正极/负极材料毛利率比对.....	20
图 29: 2008-15 年电解液毛利率比对.....	20
图 30: 2011-15 年六氟磷酸锂与隔膜毛利率比对.....	20
图 31: 锂离子电池板块 PE (TTM) 对比.....	21

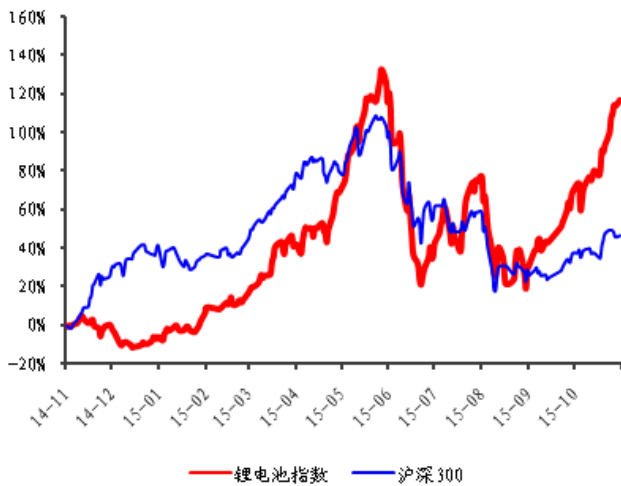
表目录

表 1: 新能源汽车产业相关指数表现与业绩概况.....	4
表 2: 我国免征车辆购置税的新能源汽车车型目录概况.....	8
表 3: 充电基础设施企业业务现状及发展规划.....	11
表 4: 比亚迪全国新能源汽车投资及进展概况.....	13
表 5: 我国动力电池产能与需求预测.....	17
表 6: 15 年以来相关企业电池项目投资概况.....	18
表 7: 国外动力电池企业在中国扩产概况.....	18
表 8: 新能源汽车产业链重点公司估值.....	22

1. 新能源汽车相关板块表现持续靓丽

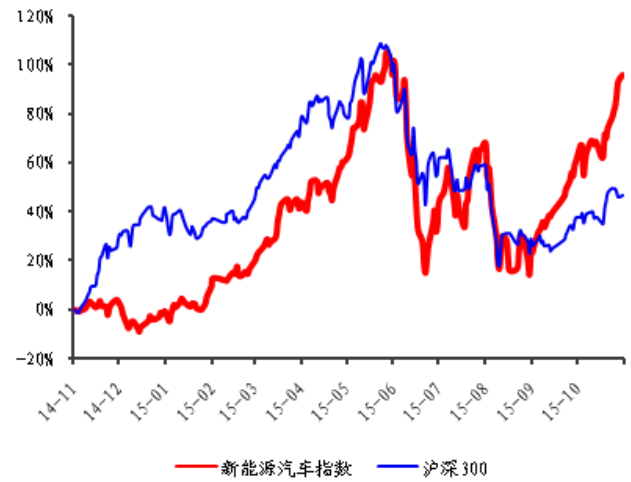
15年至今，新能源汽车相关指数表现靓丽，如新能源汽车指数涨幅111.15%，锂电池指数上涨144.55%，充电桩指数上涨130.33%，而同期沪深300和创业板指数分别上涨6.52%和90.05%。结合行业动态、相关板块2014年和15年前三季度业绩概况和盈利能力，可以得出：新能源汽车、锂电池板块上涨具备一定业绩支撑，充电桩板块则主要受益于政策扶持及行业发展前景。

图 1: 锂电池指数相对于沪深 300 表现



数据来源: Wind, 中原证券

图 2: 新能源汽车指数相对于沪深 300 表现



数据来源: Wind, 中原证券

表 1: 新能源汽车产业相关指数表现与业绩概况

相关板块	15 年指数涨幅 (11.16)	2014 年对应板块业绩概况			15 年 1-9 月对应板块业绩概况		
		营收 增速 (%)	营业利润 增速 (%)	净利润 增速 (%)	营收 增速 (%)	营业利润 增速 (%)	净利润 增速 (%)
新能源汽车指数	111.15	11.74	8.53	22.32	4.52	7.74	13.13
锂电池指数	144.55	13.84	17.77	8.50	22.56	146.74	108.45
充电桩指数	130.33	2.15	-4.38	-4.02	2.63	-37.99	-29.74
稀土永磁指数	57.58	-25.18	-46.45	-52.19	-32.97	-104.79	-80.39
沪深 300 指数	6.52	6.56	6.74	5.73	-2.77	1.04	0.50
创业板指数	90.05	28.5	26.64	25.6	32.73	25.55	25.13

资料来源: Wind, 中原证券

无论中长期和短期而言，我们仍将看好新能源汽车相关产业链的投资机会。短期而言，预计2016年我国新能源汽车仍将持续高增长，其增长逻辑在于我国新能源汽车产品逐次丰富且应用领域多元化、自有品牌崛起、充电基础设施将迎建设拐点以及地方保护

将逐步消除。

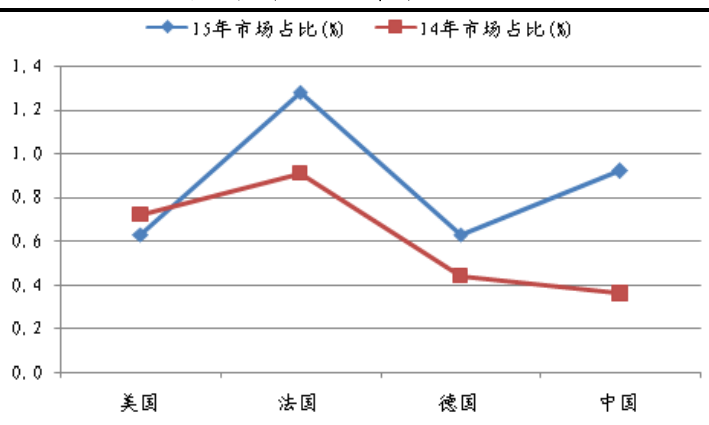
2. 发展新能源汽车具备重要战略意义

2.1 利于抢占全球经济发展制高点

制造业是实体经济主体，是国民经济的脊梁，也是我国经济实现创新驱动、转型升级的主战场。2010年以来，我国制造业增加值连续5年超过美国，成为制造业大国。但与发达国家相比，我国制造业仍大而不强、创新能力与竞争力较弱。为推进这一历史性转变，15年5月国务院正式发布了《中国制造2025》，提出我国制造业由大变强的“三步走”战略目标，并确定了十大重点发展领域，其中包括新材料、节能与新能源汽车。同时，近年来全球主要发达国家陆续推出了本国的新兴产业发展战略，如美国的《美国创新战略：推动可持续增长和高质量就业》、英国的《构筑英国的未来》、日本的《面向光辉日本的新成长战略》等，上述战略描绘了未来的支柱产业，其中新能源及电动汽车已成为全球发展的共识，也是抢占未来经济发展的关键制高点。特别地，大众汽车尾气排放门事件使传统汽车发展面临极大地挑战。

15年10月22日，国务院总理李克强明确指出加快发展节能与新能源汽车是促进汽车产业转型升级、抢占国际竞争制高点的紧迫任务，也是推动绿色发展、培育新的经济增长点的重要举措，且11月初公布的十三五规划发展建议也明确大力推广新能源汽车。可见，大力发展新能源汽车具备重要战略意义，同时与全球主要经济国家相比，我国在新能源汽车推广方面位居中等上游位置，如15年1-9月，我国新能源汽车市场占比为0.92%，而美国和德国均为0.63%，法国为1.28%，且15年我国占比提升最为显著。

图 3：全球主要国家新能源汽车市场占比对比



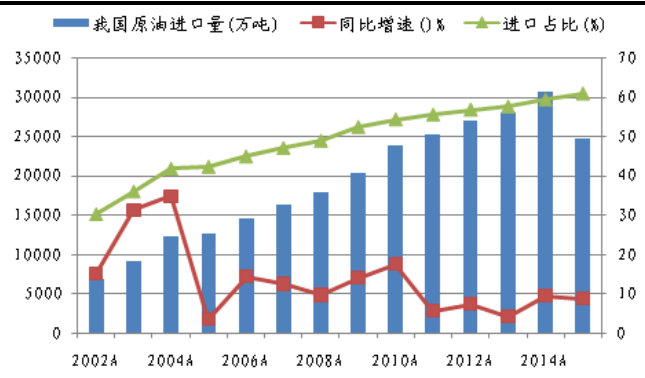
数据来源：第一电动网，中原证券

2.2 交通能源战略转型与生态文明建设所需

2002年，我国原油消费量为2.29亿吨，对应进口量为6941万吨，原油进口占比仅为

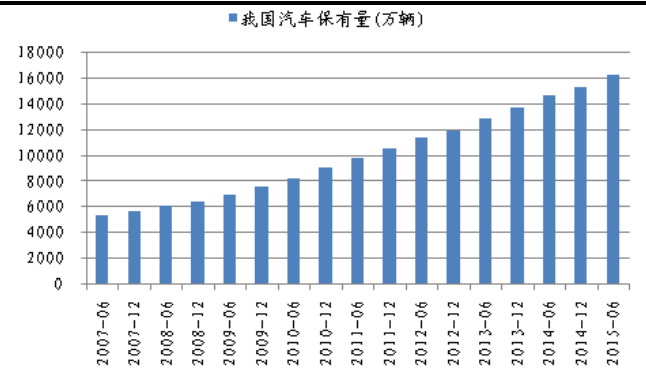
30.28%。伴随我国经济10余年来的高速增长，我国原油进口总量及占比持续大幅提升，14年原油进口3.08亿吨，而我国全年原油消费量为5.18亿吨，进口占比大幅提升至59.55%，且15年1-9月原油进口已达2.49亿吨，占比则提升至61.06%，较2002年以来我国原油进口占比已翻倍。同时伴随收入水平提升，我国已成为全球汽车产销量大国，如2014年我国汽车销量达2348万辆，对应汽车保有量大幅增长，至15年6月底为1.6亿辆，同比增长10.72%。据统计：目前我国车用汽柴油消费占全国汽柴油消费的比例已达55%左右，每年新增石油消费量的70%以上被新增汽车所消耗。为此，14年7月的国务院会议明确提出了大力发展新能源汽车是实现我国交通能源战略的重要举措。

图 4：2001-15 年我国原油进口量、增速及占比



数据来源：Wind，中原证券

图 5：2007-15 年我国汽车保有量



数据来源：Wind，中原证券

十八届五中全会提出“十三五”时期必须牢固树立并贯彻“创新、协调、绿色、开放、共享”的五大发展理念，绿色发展提升至前所未有的高度。众所周知，雾霾已成为最主要的空气污染之一，而汽车尾气排放是雾霾中PM2.5的最主要来源之一，特别是北京、上海等城市的第二大污染源，为此大力发展新能源汽车对降低PM2.5、减少雾霾天数以及落实绿色发展理念具有重要意义。

2.3 新能源汽车十年发展蓝图确定

大规模发展新能源汽车是有效缓解我国能源与环境压力，推动汽车产业技术创新与转型升级的重要战略举措。为抢占全球经济发展制高点和行业竞争高点，2015年10月，国家制造强国建设战略咨询委员会颁布了《中国制造2025》重点领域技术路线图，提出十大重点领域将达到国际领先地位或国际先进水平，同时明确该技术路线图可引导市场和社会资源向国家的战略重点有效聚焦，并明确了我国新能源汽车未来十年发展蓝图。

据预测：随着新能源汽车在家庭用车、公务用车和公交客车、出租车、物流用车等领域的大量普及，2020年中国新能源汽车的年销量将达到汽车市场需求总量的5%以上，2025年增至20%左右。在国家碳排放总量目标和一次能源替代目标需求下，2030年新能

源汽车年销量占比将继续大幅提高，规模超过千万辆。

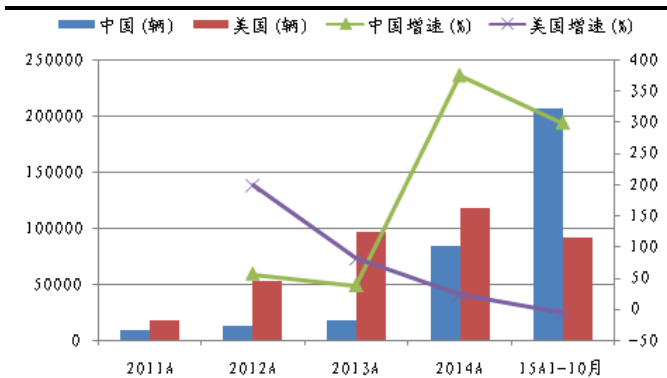
为此提出了我国新能源汽车未来10年发展目标：2020年，初步建成以市场为导向、企业为主体、产学研用紧密结合的新能源汽车产业体系；自主新能源汽车年销量突破100万辆，市场份额达到70%以上；打造明星车型，进入全球销量排名前10，新能源客车实现规模化出口，整车平均故障间隔里程达到2万公里；动力电池、驱动电机等关键系统达到国际先进水平，在国内市场占有率80%。至2025年，形成自主可控完整的产业链，与国际先进水平同步的新能源汽车年销量300万辆，自主新能源汽车市场份额达到80%以上；产品技术水平与国际同步，拥有2家在全球销量进入前10的一流整车企业，海外销售占总销量的10%。

3. 16年我国新能源汽车仍将高增长

3.1 我国新能源汽车市场跃居全球第一

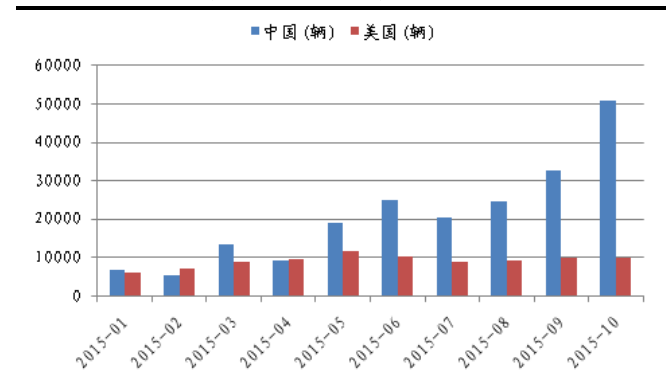
2011-14年，美国新能源汽车稳居全球第一，如12年美国新能源汽车市场规模为5.32万辆，而我国仅为1.28万辆；14年美国市场增至11.87万辆，而我国大幅提升至8.40万辆，由此确定2014年为我国新能源汽车启动元年。受政策持续利好、我国新能源汽车品牌逐步崛起等多因素影响，15年以来我国新能源汽车持续翻倍增长，目前已跃居全球第一，如15年1-10月我国新能源汽车市场达20.69万辆，同比增长300%，且月度产量持续创新高，如15年1月为6599辆，而5月份以来持续超过万辆，9月为3.28万辆，10月大幅增至5.07万辆。相比而言，美国新能源汽车市场较为低迷，15年1-10月为9.15万辆，同比下滑6.16%，月度产量仅5-6月超过万辆，7-10月均维持在9000辆左右的水平。

图 6：2011-15 年中美新能源汽车产量对比



数据来源：工信部，Wind，中原证券

图 7：2015 年中美新能源汽车月度产量对比



数据来源：工信部，Wind，中原证券

我们预计2016年我国新能源汽车仍将延续高增长趋势，主要基于如下四点逻辑：一是我国新能源汽车产品种类更加丰富且下游应用领域更加多元化，产品性价比持续提升；

二是新能源汽车品牌崛起将促进行业发展；三是我国充电基础设施将迎建设发展拐点；四是地方保将逐渐消除，从而利好优势企业做强做大。

3.2 产品丰富且应用领域多元化

为鼓励新能源汽车发展，14年7月国务院常务会议决定对购置新能源汽车实现免征车辆购置税。目前，工信部相继推出了5批免征购置税的新能源汽车车型目录，从中可以得出如下结论：一是新能源汽车产品可选车型大幅增加，目前入选目录合计车型达1102款，且第一批至第五批车型数逐次增加，如第五批车型数为445款，环比第四批的330款增加34.85%；二是坚持纯电动为主的发展战略，前5批纯电动车型合计为968款，占比87.84%；三是持续鼓励公用事业领域先行的发展原则，如客车与专用车合计车型为975款，占比88.48%；四是新能源汽车最关注的续航里程总体持续提升，如纯电动客车最大续航里程已达600Km，纯电动专用车提升至402Km，而插电式乘用车提升至168Km，续航里程提升将逐步延伸新能源汽车在不同领域的应用，如客车续航里程已逐步可以满足城际客车需求，而专用车车型丰富及续航里程提升使新能源汽车应用延伸至邮政、物流及垃圾清运领域，如上海进一步推进源头治理，从16年年初起国四排放标准以下的货运车辆将不再发放市区通行证，签约第三方配送货运车必须达到国四及以上标准，进一步加大新能源物流车的投放力度，初期计划发展3000辆新能源物流车，且将继续实现免费沪牌。

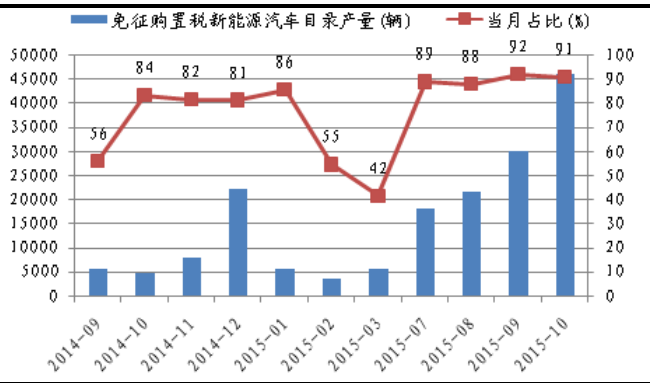
表 2：我国免征车辆购置税的新能源汽车车型目录概况

		纯电动				插电式		小计
		乘用车	客车	货车	专用车	乘用车	客车	
第一批 (2014. 8. 29)	车型数(款)	17	25		5	6	10	63
	续航里程(Km)	80-322	90-350		113-184	55-70	50-186	
	电池总能量(KWh)	15-63	35-345		21-37	12-13	25-202	
第二批 (2014. 10. 30)	车型数(款)	28	57	1	19		13	118
	续航里程(Km)	80-250	150-450	100	80-200		52-311	
	电池总能量(KWh)	12-45	37-365	27	18-80		14-187	
第三批 (2014. 12. 19)	车型数(款)	12	92		23	5	14	146
	续航里程(Km)	120-200	50-413		85-200	55-85	50-85	
	电池总能量(KWh)	18-32	37-245		24-138	11-19	18-97	
第四批 (2015. 5. 8)	车型数(款)	26	191	1	77	2	33	330
	续航里程(Km)	80-400	150-600	150	80-303	53-60	50-85	
	电池总能量(KWh)	11-82	42-452	26	14-110	8-13	16-56	
第五批 (2015. 9. 11)	车型数(款)	20	276	3	95	6	45	445
	续航里程(Km)	100-253	150-490	115-140	80-402	50-168	50-59	
	电池总能量(KWh)	19-45	35-323	31-45	19-103	130-280	14-58	
	车型数小计(款)	103	641	5	219	19	115	1102

资料来源：工信部，中原证券

统计显示：在我国新能源汽车月度产量中，免征购置税新能源汽车目录产量占比总体居高位，如14年9月推出免征目录以来，除15年3月占比低于50%外，其余占比均较高，15年7月以来占比均在85%以上，15年10月免征购置税目录产量为4.61万辆，占比91%，预计免征购置税新能源汽车目录产量占比仍将维持高位。

图 8：我国免征购置税新能源汽车目录产量及占比

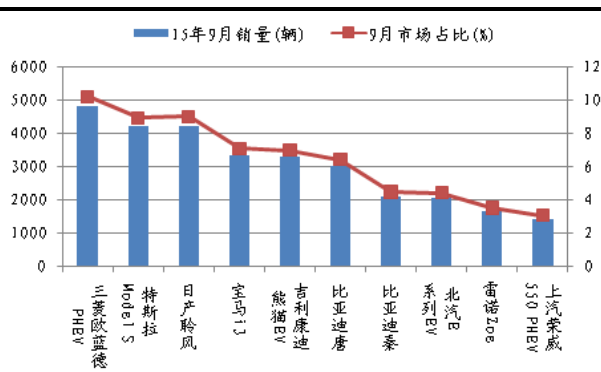


数据来源：工信部，中原证券

3.3 自主新能源汽车品牌崛起

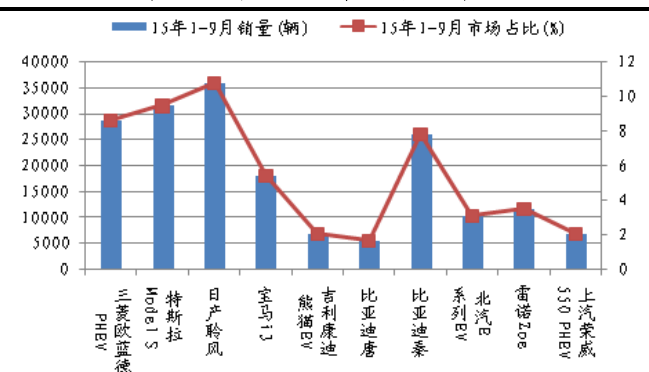
受我国新能源汽车持续高增长影响，15年9月全球新能源乘用车销量达4.7万辆，同比大幅提升46%；9月全球新能源汽车品牌销量显示：三菱欧蓝德PHEV以4829辆位居月度冠军，步入前十强的自主品牌包括吉利康迪熊猫EV、比亚迪唐、比亚迪秦、北汽e系列EV和上汽荣威550 PHEV合计5个。2015年1-9月，全球新能源乘用车合计销量达33.3万辆，同比增长48%，预计全年将达47万辆，其中日产聆风3.59万辆位居第一。

图 9：15年9月全球新能源汽车前十品牌销量及占比



数据来源：第一电动网，中原证券

图 10：15年全球新能源汽车前十品牌销量及占比

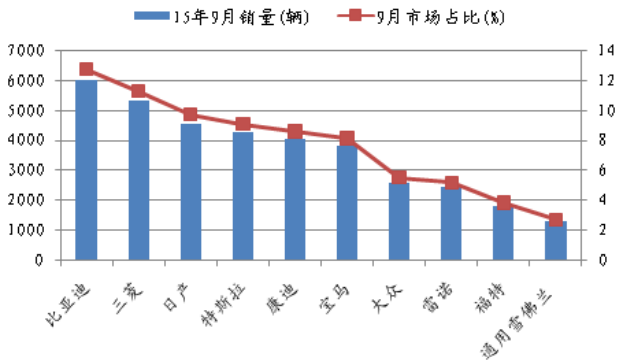


数据来源：第一电动网，中原证券

新能源汽车车企旗下所有电动车品牌销量统计显示：15年9月比亚迪以6013辆稳居全球销量龙头，且连续5月蝉联月度销量冠军，其9月市场占比为12.73%。15年1-9月合计销量显示：日产以3.89万辆稳居第一，其市场占比为11.67%；比亚迪合计销量达3.69万辆，

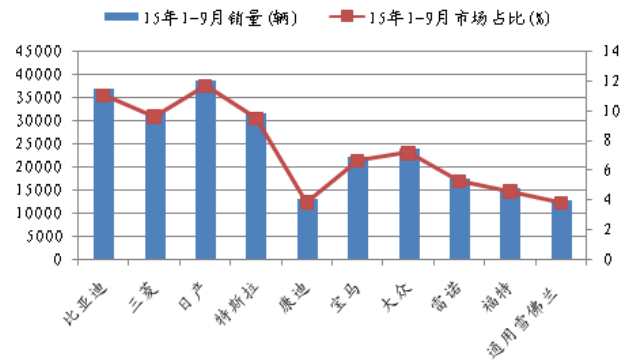
市场占比为11.07%，康迪以1.29万辆跻身前十。另外，我国的众泰和北汽合计销量分别为12775辆和10533辆，与第十的通用雪佛兰相差较小。

图 11: 15 年 9 月全球新能源汽车前十车企销量及占比



数据来源：第一电动网，中原证券

图 12: 15 年全球新能源汽车前十车企销量及占比



数据来源：第一电动网，中原证券

总之，从新能源汽车品牌和新能源汽车车企两方面来看，我国新能源汽车在全球已具备较强的竞争力，目前已具备比亚迪、康迪、北汽、上汽等一批知名新能源汽车品牌及企业。值得注意的是，6月工信部公布了《新建纯电动乘用车企业管理规定》，根据规定新入企业只能生产纯电动乘用车，预计首批电动汽车生产资质名单有望年内公布，优势企业加入将有助于进一步提升我国新能源汽车企业的竞争力，从而促进行业发展。

3.4 充电基础设施将迎发展拐点

新能源汽车充电基础设施不足是制约我国新能源汽车长期发展的关键因素之一，14年国家出台了系列政策，确定了我国充电网络为“一主体、一辅助、一补充”的顶层设计，且地方也出台了具体的建设规划。在此背景下，我国充电基础设施建设取得了一定进展，如至2014年底：我国已建成780座充换电站，31000个直流充电桩，较13年底的增速分别为50.58%和37.61%，但远低于我国新能源汽车产量增速，充电基础设施建设仍远低于预期，其存在的主要问题为建设主体以国企为主，而充电基础设施同时涉及城市规划、建设用地、建筑物及配电网改造、居住地安装条件和投资运营模式等诸多方面，客观上推进难度大。

预计2016年我国新能源汽车基础设施建设将迎来发展建设拐点，主要基于三方面逻辑：一是社会资本加速在全国“跑马圈地”，包括特锐德、万马股份等均在加速布局，如至15年10月，特锐德已在15个城市建立了汽车充电合资公司、已建充电终端19450个，计划15年底分别增至30和60000个，并计划2017年底完成占领全国50%以上的电动汽车充电市场布局。受社会资本强势介入影响，国家电网宣布重新回归城市充电基础设施建设，计划至2020年建成公共快充站6100座、充电桩5.90万个，且铁塔公司也有望加入充电基础

设施建设大军。

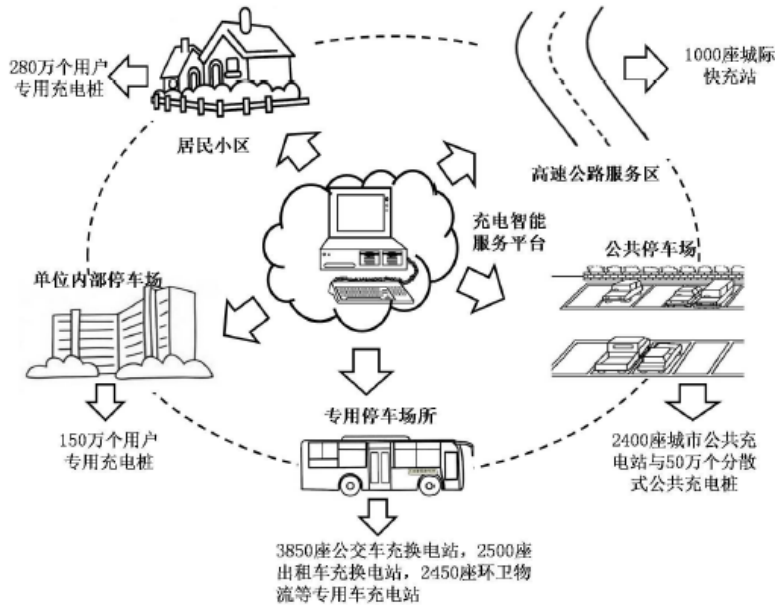
表 3: 充电基础设施企业业务现状及发展规划

企业名称	现状及发展规划
特锐德	公司致力于打造充电设施互联网云平台，即以充电网络作为入口打造充电、销售、租赁、4S 增值服务，互联网金融及互联网大数据云平台的生态圈。目前，公司已经在十余个城市建立充电设施合资公司，并于北汽新能源、东方电动、金龙汽车、宇通客车达等车企达成合作。同时，公司计划 2015 年底和 40 个以上城市政府建立战略合作，并成立合资运营公司，2017 年底完成占领全国 50% 的电动汽车充电市场的战略布局
中鼎股份	其子公司安徽挚达中鼎开发的新一代智能充电产品的正式批量投产，年生产能力为 8 万台，产品可实现移动充电支付、充电导航、电桩共享、维护预约等功能，并广泛用于北汽、上汽、江淮等品牌的新能源汽车配套及沃尔沃电动汽车的公共充电领域
万马股份	公司是国内电线电缆行业龙头企业，目前将充电设施业务上升至公司战略发展高度；公司成立爱充网致力打造互联网+充电运营生态圈，并连续中标国网充电设备招标项目，与法国 IES 也已经签署了合作协议
奥特迅	控股子公司鹏电跃能获准在深圳开展运营试点进行经营性集中式充电设施建设，并制定了“集中快充、分散慢充、矩阵布点、柔性充电”的发展策略。同时公司定增 4.2 亿元投向充电设备、充电设施营销服务网络、集中式充电设施建设运营、建设充电运营桩联网云平台一期
上海普天	公司业务重点从以城市区域或行业节能为重点逐步转向“智慧低碳城市的整体规划设计建设及新能源技术集成综合运营服务为主要发展方向，并募资 3.4 亿元用于新能源充电终端系统集成项目设备投资及配套建设

数据来源：各公司公告，中原证券

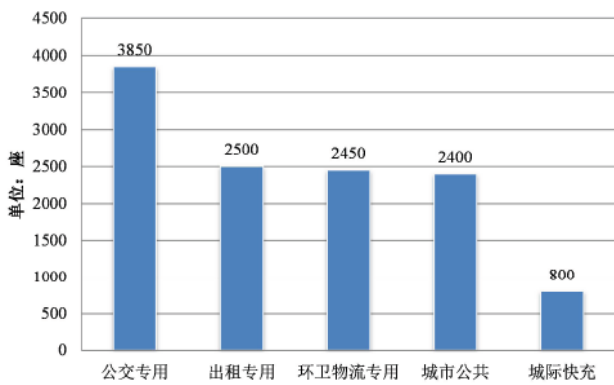
其次是国家持续出台了重磅扶持政策。15年9月，国务院常务会议明确提出要加快电动汽车充电基础设施建设，10月9日，国务院办公厅出台了《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》，该指导意见对加快充电建设的意义、存在的问题及相关举措提出了具体措施，我们认为该文件出台将成为我国新能源汽车基础设施建设的转折点。11月17日，国家发改委等四部委正式下发了《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020）》，该指南为指导意见的配套文件，是我国未来5年内电动汽车充电设施的顶层设计：提出我国充电基础设施发展的目标是到2020年，新增集中式充换电站超过1.2万座，分散式充电桩超过480万个，以满足全国500万辆电动汽车充电需求，同时总体目标逐次分解，重点突出公用事业先行原则，如优先建设公交、出租及环卫与物流等公共服务领域充电基础设施，而为满足城际出行需求，建设“四纵四横”城际快充网络、新增超过800座城际快充站。配套主要措施包括要求新建住宅配建停车位应100%建设充电基础设施或预留建设安装条件，大型公共建筑物配建停车场、社会公共停车场建设充电基础设施或预留建设安装条件的车位比例不低于10%，每2000辆电动汽车应至少配套建设一座公共充电站。特别地，各地方政府要承担充电基础设施发展的主体责任，将充电基础设施发展纳入政府专项管理，同时明确在2016年3月底前发布充电基础设施发展规划，制定出台充电基础设施建设运营管理辦法，并抓好实施。

图 13: 2020 年充电基础设施分场所建设目标



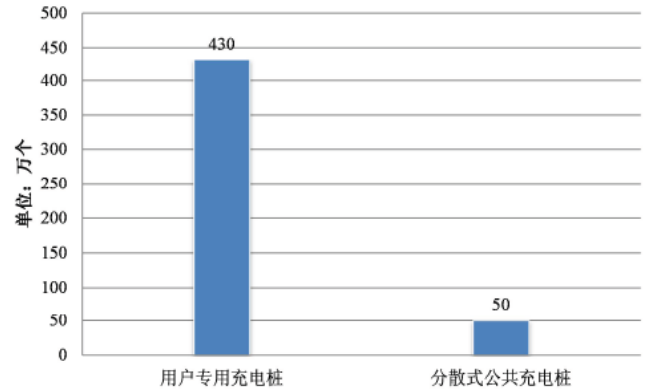
数据来源: 国家发展改革委, 中原证券

图 14: 十三五期间集中式充换电站建设规划



数据来源: 国家发展改革委, 中原证券

图 15: 十三五期间分散式充电桩建设规划



数据来源: 国家发展改革委, 中原证券

第三是国家充电标准呼之欲出。据了解, 充电桩国标的充电接口及通信协议主要包括交直流充电接口《电动汽车传导充电用连接装置》3项系列标准、充电系统通用要求《电动车辆传导充电系统一般要求》标准以及直流充电通信协议《电动汽车非车载传导式充电机与电池管理系统之间的通信协议》标准等5项, 目前上述5项标准均通过了中国电力企业联合会组织的专家技术审查, 意味我国电动车充电桩新国标即将出炉。而新能源汽车品牌车企比亚迪、特斯拉等均明确表示将更改充电接口以适应新标准, 无疑将利好我国充电基础设施建设。

3.5 地方保护破局将助推行业发展

目前，我国新能源汽车推广城市合计88个，近一半出台了推广办法和补贴细则，但大部分城市推广办法或补贴细则中涉嫌地方保护，如福建省新能源汽车推广补贴办法中明确申请配套补助资金需要提交“车辆安装使用省内企业生产的电池、电控等关键零部件凭证”；深圳市补贴申请需要注册在深圳的整车生产企业，或深圳注册的具有独立法人资格的全资销售子公司，且注册资金不低于5000万元；而早期北京还设置了新能源汽车准入目录，目前已变更为备案制。

为打开外地市场，不同新能源汽车企业各显神通，而比较成功的模式主要有比亚迪的投资换市场和知豆的大力发展经销商，如2012年以来，比亚迪相继通过投资在天津、南京、大连、武汉、北京等地实现了布局。

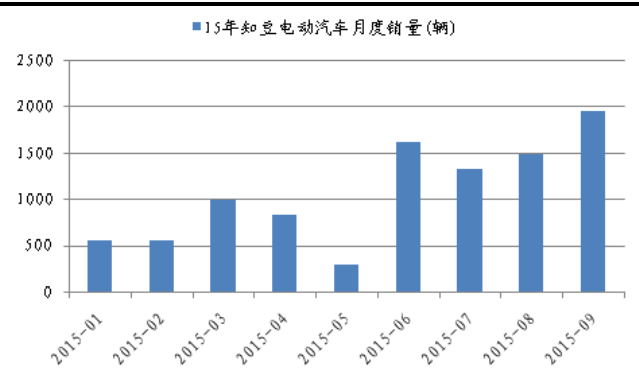
表 4: 比亚迪全国新能源汽车投资及进展概况

时间	城市	总投资	项目	已投放	投放计划
2015.08	北京	-	增资北京华林特装车有限公司，年产 3000 辆新能源专用车	25 辆电动扫洗车	
2015.05	承德	20 亿	年产 2000 辆新能源客车及零部件	417 辆电动大巴	
2015.04	武汉	50 亿	年产 3000 辆新能源客车及 2000 辆新能源专用车		500 辆
2014.04	杭州	15 亿	年产 3000 辆新能源客车	1300 辆电动大巴	1500 辆
2014.04	广州	30 亿	与广汽合作生产新能源客车		
2014.02	大连	35 亿	年产 1000 辆新能源客车	600 辆	1200 辆
2013.11	南京	30 亿	年产 5000 辆新能源客车及 1000 辆新能源专用车	650 辆大巴/400 辆 E6	
2012.07	天津	20 亿	年产 1 万辆新能源汽车		2000 辆

资料来源：第一电动网，中原证券

与传统汽车类似，知豆主要依靠和地方经销商合作争取市场准入和补贴，目前已在全国63个试点城市建立销售网点，是全国布局最广泛的电动汽车品牌，如通过与广州有龙汽车集团合作首次进入一线城市，后续在武汉、天津、长沙等地也获得了经销商支持。同时，知豆还采取“以租代售”、“分时租赁”等销售模式，通过租赁公司上牌拿补贴，再推广到消费者层面。由于知豆专注于小型化、轻量化的产品路线，旗下D1、D2两款车型补贴后售价约5万元，且全国布局的销售网点逐步产生效益，15年1-9月其电动汽车销售达9576辆，在我国纯电动乘用车领域市场占比为14.7%。

图 16: 15 年知豆电动汽车月度销量



数据来源：第一电动网，中原证券

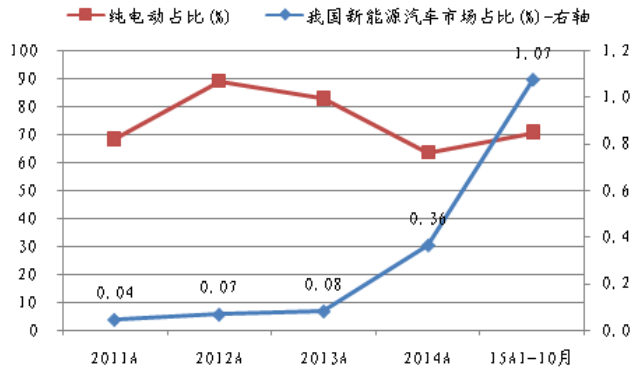
15年9月29日，李克强总理在国务院常务会议上确定支持新能源汽车发展措施，会议决定：继续完善新能源汽车扶持政策，支持动力电池、燃料电池汽车等研发，开展智能网联汽车示范试点；机关企事业单位要落实车辆更新中新能源汽车占比要求，加大对新增及更新公交车中新能源汽车比例的考核力度，对不达标地区要扣减燃油和运营补贴；创新分时租赁、车辆共享等运营模式，特别指出各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已实行的应当取消。同时在10月22日召开的全国节能与新能源汽车产业发展推进工作座谈会上，李克强总理再次强调要打破地方保护壁垒，取消限行限购，加强质量安全监管，建立统一开放、有序竞争的全国市场。

受此影响，10月25日，北京市15年第5期示范应用新能源小客车指标向所有通过资格审核的申请人直接配置，即取消新能源汽车摇号机制，但是否永久取消还不确定。中长期看，在国家政策和领导人多次明确打破地方保护壁垒背景下，预计地方保护壁垒将逐渐消失，从而利好优势新能源车企做大做强。鉴于北京、上海及深圳的特殊地位，建议重点关注三城新能源汽车政策进展。

3.6 我国新能源汽车将步入快速成长期

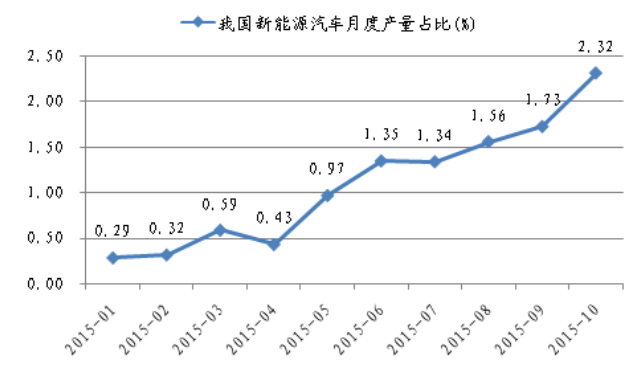
长期以来，我国新能源汽车即确定以纯电动技术作为发展战略，且近年来纯电动占比均大于60%，如14年纯电动占比为63.69%，15年1-10月占比为70.67%。伴随新能源汽车产量快速提升，我国新能源汽车产量在我国汽车总产量中的占比持续大幅提升，如2011年仅为0.04%，14年则大幅提升至0.36%，而15年1-10月则提升至1.07%。业界认为：当市场占比超过1%后，新能源汽车将进入快速成长期。特别值得注意的是，15年月度产量占比持续大幅提升，如15年1月为0.29%，6月以来持续突破1%，9月提升至1.73%，而10月则飙升至2.32%，显示我国新能源汽车已由发展培育期逐步进入快速成长期。

图 17: 2011-15 年我国新能源汽车市场及纯电动占比



数据来源: 工信部, Wind, 中原证券

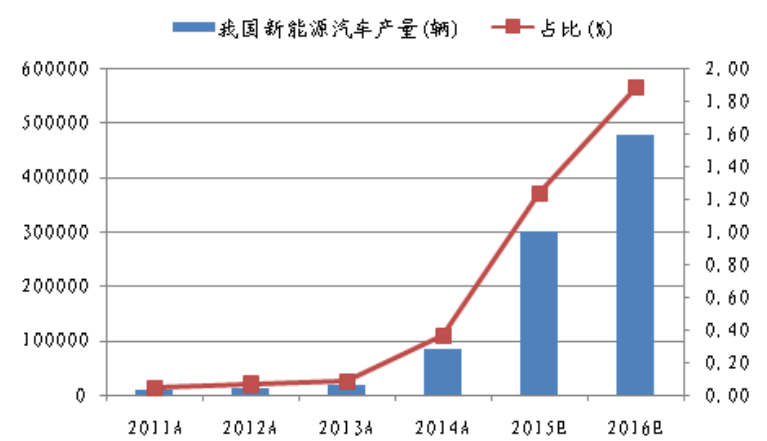
图 18: 15 年以来我国新能源汽车月度市场占比



数据来源: 工信部, Wind, 中原证券

根据新能源汽车未来十年发展蓝图, 2020年、2025年我国新能源汽车市场占比分别达到5%以上和20%左右。我们乐观估计2015年我国新能源汽车市场为30万辆, 为此测算出未来5年和10年我国新能源汽车复合增长率分别为41%和36%。特别值得注意的是, 随着新能源汽车基数提升, 新能源汽车增量带动锂电池及锂电材料需求将非常可观。综上所述, 受产品丰富、我国新能源汽车品牌崛起、基础设施将大幅改善以及地方保护将逐步消除影响, 我们预计2016年我国新能源汽车产量将大幅提升至48万辆, 较15年大幅增长60%, 而占比将大幅提升至1.88%。

图 19: 2011-16 年我国新能源汽车产量及占比



数据来源: 中原证券

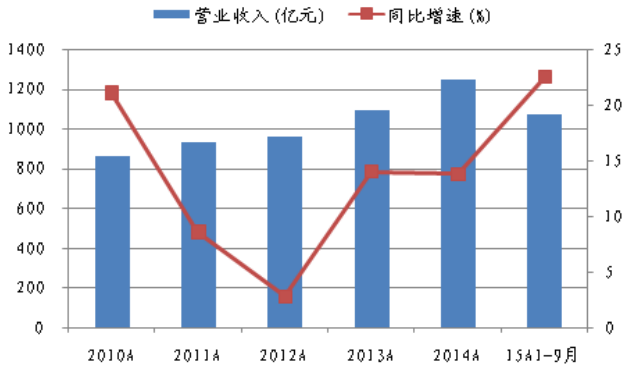
4. 锂电受益于新能源汽车基数提升及持续高增长

4.1 业绩与盈利能力持续向好

2010年以来, 锂电池板块业绩经历了下降-增长两阶段, 其中2009-12年业绩总体持续下滑, 12年以来开始持续增长。2014年, 锂电池板块实现营收1253亿元, 同比增长13.84%;

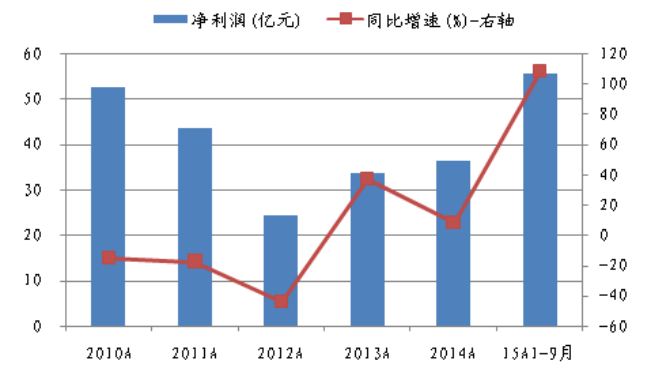
净利润为36.58亿元，增速为8.50%。受新能源汽车持续翻倍增长及基数提升等因素影响，15年以来板块业绩持续增长，15年1-9月实现营收1074亿元，增速为22.56%；对应净利润为55.63亿元同比大幅增长108.45%。

图 20: 2010-15 年锂电池板块营收及增速



数据来源: Wind, 中原证券

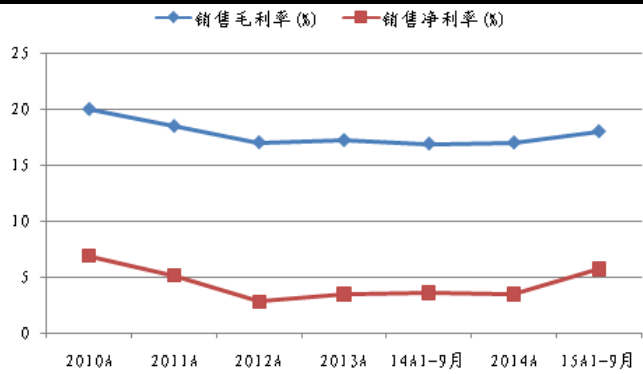
图 21: 2010-15 年锂电池板块净利润及增速



数据来源: Wind, 中原证券

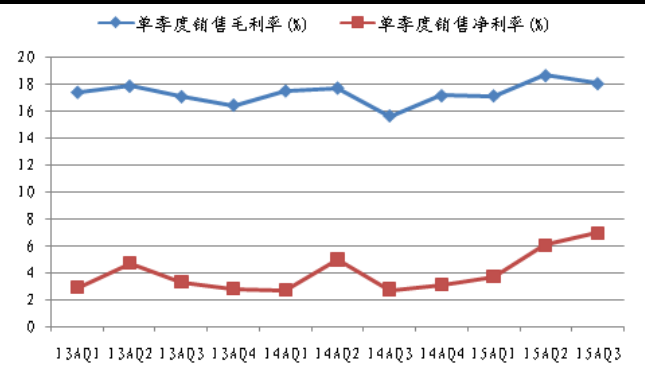
板块盈利能力显示: 2013年以来, 锂电池板块销售毛利率总体稳中略升, 15年1-9月销售毛利率为18.01%, 同比提升1.11个百分点, 且15年第二季度销售毛利率为13年以来的新高; 销售净利率则自2012年以来总体持续提升, 15年前三季度为5.68%, 同比提升2.13个百分点, 且15年第三季度销售毛利率为6.94%, 创11年以来的历史新高。

图 22: 2010-15 年锂电池板块盈利能力



数据来源: Wind, 中原证券

图 23: 2010-15 年锂电池板块单季度盈利能力



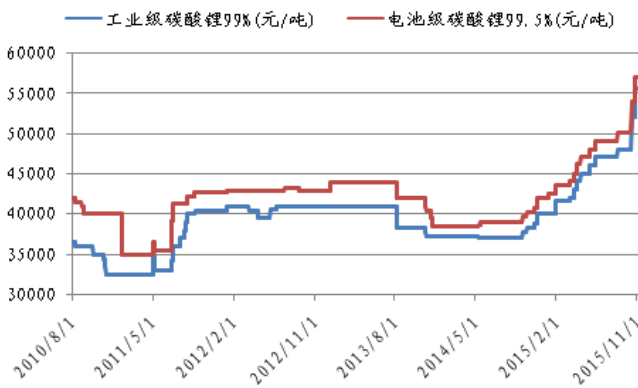
数据来源: Wind, 中原证券

4.2 行业先行指标景气度持续向好

碳酸锂为正极材料和六氟磷酸锂关键原料之一, 其价格变动与行业景气度密切相关。碳酸锂价格曲线显示: 13年下半年以来, 碳酸锂价格持续回落, 由高位的4.4万元/吨回调至3.85万元/吨, 而14年第四季度以来价格持续回升, 15年3月以来价格持续创2010年以来的新高, 至15年11月6日, 电池级和工业级碳酸锂价格分别为5.71万元/吨和5.56万

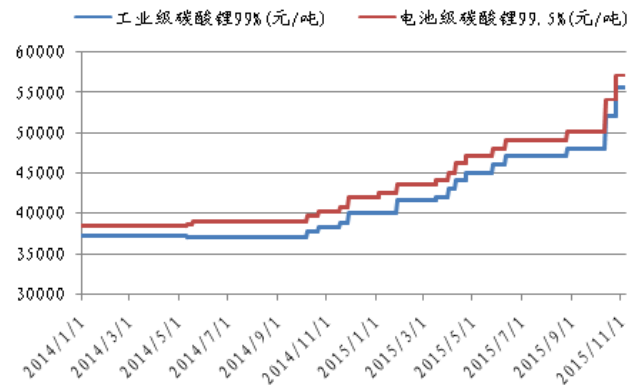
元/吨，分别较年初价格提升35.63%和38.65%，价格提升主要受上游原材料价格上涨、行业需求提升特别是新能源汽车市场爆发有关，预计产品价格仍有一定上行空间。受碳酸锂价格上行影响，三类标的将直接受益：一是碳酸锂上游原料及碳酸锂生产企业；其次是正极材料企业；第三是电解液电解质六氟磷酸锂生产企业。

图 24：2010-15 年碳酸锂价格曲线



数据来源：百川资讯，中原证券

图 25：2014-15 年碳酸锂价格曲线



数据来源：百川资讯，中原证券

4.3 动力电池值得关注

新能源汽车成本中，动力电池成本占比较高，如在乘用车中成本占比约50%，而客车领域高达70%。14年下半年以来，由于我国新能源汽车产销量快速增长，导致新能源汽车动力电池需求快速增长，动力电池开工率由2013年的30%提升至14年的73.60%。业界保守估计2015年我国新能源汽车产量有望达25万辆，对应动力电池需求量约为14.1GWh，预计15年产能利用率超过100%。

表 5：我国动力电池产能与需求预测

	2014A	2015E
产能 (GWh)	7.3	20.4
年度平均产能估计 (GWh)	6.0	13.9
需求量 (GWh)	4.4	14.1
产能利用率 (%)	73.60	101

资料来源：GBII，中原证券

基于新能源汽车高增长及未来发展前景，15年以来新能源汽车产业链相关公司纷纷加大了对新能源汽车相关项目的投资力度，项目涉及锂电池、新能源汽车电机、充电桩、新能源汽车及锂电材料等，其中动力电池领域更是投资热点。据统计：2015年以来，国内共有17家上市公司大举投资锂电池项目，投资金额近500亿元，下表为15年以来部分公司在电池领域的投资概况，我们预计仍将有公司加入动力电池领域，动力电池领域投资过度已初步显现。

表 6: 15 年以来相关企业电池项目投资概况

时间	公司名称	定增价格/元	投资总额/亿元	项目名称	拟增产能	建设期
8.11	德尔家居	21.81	13	含石墨烯超级锂电池项目	6.5亿瓦时	2年
8.11	成飞集成	-	125	中航锂离子动力电池项目(常州金坛政府合作)	120亿瓦时	
			14.5	中航锂电(洛阳)产业园生产区南侧规划三期建设投资项目	15亿瓦时	1年
7.15	骆驼股份	25.29	10	动力型锂离子电池项目	10亿瓦时	2年
6.04	比亚迪	57.40	60.23	铁动力锂离子电池扩产项目	6GWh	1.5年
5.06	杉杉股份	22.97	20.79	动力总成研发及产业化		
			4.63	LIC应用研发及产业化		
5.06	冠城大通	-	20	新能源汽车动力电池项目		
1.26	多氟多	29.01	6.01	年产3亿Ah能量型动力锂离子电池组项目	3亿Ah	2年
1月	波士顿电池	-	2.9亿美元	动力电池扩产	8GWh	

注: 该表只统计电池相关项目

资料来源: 各公司公告, 中原证券

同时特别注意的是, 鉴于我国新能源汽车市场前景, 韩国三星、LG等动力电池龙头企业14年以来相继在国内投资设厂, 其产能也相继投入使用, 我国动力电池领域的竞争将进一步加剧。可见, 中长期而言, 我国动力电池产能有可能过剩, 但短期仍存在一定的投资价值。

表 7: 国外动力电池企业在中国扩产概况

企业名称	技术类别	产能建设概况	下游客户
LG 化学	聚合物锂电池	合资公司预计产能 3GWh, 预计 15 年内投产	通用 VOLT、雷诺 ZOE, 潜在客户包括上汽、一汽、东风柳汽、长安和观致
三星 SDI	三元	合资公司 5 年内分阶段进行约 6 亿美元投资生产动力电池, 预计 15 年内投产, 建成可每年可为 4 万辆以上纯电动汽车供应电池, 产能约 1.2GWh	克莱斯勒 F500e、宝马 I3、宝马 I8 和特斯拉
SK Innovation	三元	合资公司计划总投资 10 亿元, 建设 10 万单元电池包, 其中一期工程投资超 1.5 亿元, 14 年 6 月底投产, 年产 1.2 万单元电池包	北汽 E150 EV 二代电动车、C33DB、C70GB, 北汽绅宝 EV 等车型

资料来源: 第一电动网, 中原证券

为规范和促进行业发展, 15年3月24日, 工信部公布了《汽车动力蓄电池行业规范条件》, 条件从企业基本要求、生产条件要求、技术能力要求、产品要求、质量保证能力要求、销售和售后服务、规范管理等七个方面对汽车动力蓄电池行业给出规范意见, 如锂

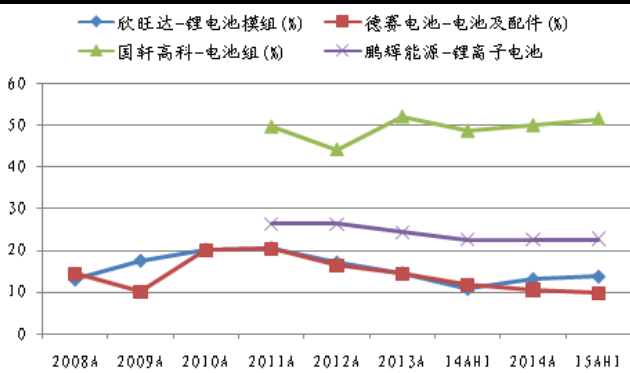
离子动力蓄电池单体企业年产能力不得低于2亿瓦时，对应投资为3-4亿元左右，这将提高行业的资金壁垒，预计将利好龙头企业进一步做大做强。

4.4 电池上游设备和材料企业将受益

新能源汽车需求爆发带动锂动力电池需求增长，锂电池产能扩张和需求增长将带动上游设备和上游材料需求增长，其中锂电关键材料在电池成本中占比最高，可见上游设备和锂电材料投资价值显现，但需注意细分领域竞争格局，而盈利能力将作为重要筛选标准之一。

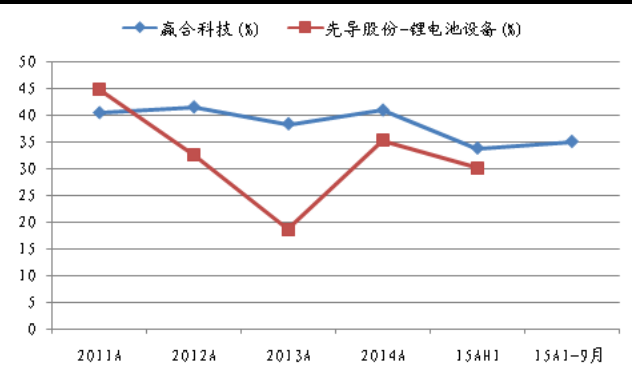
锂电池/模组毛利率显示：锂电池组及锂离子电池毛利率显著高于模组，如2015年上半年国轩高科电池组毛利率为51.55%，而欣旺达锂电池模组毛利率为13.68%，且电池组与锂电池模组盈利能力环比均提升，值得注意的是锂电池毛利率因产品体系、下游客户及产品品质不同而存在较大差异，建议重点关注动力类电池优势企业。锂电池上游设备企业盈利能力总体位于较高水平，如15年1-9月赢合科技毛利率为35.10%，同时随着技术进步，我国锂电池设备国产化率有望进一步提升。

图 26: 2008-15 年锂电池/模组毛利率比对



资料来源: Wind, 中原证券

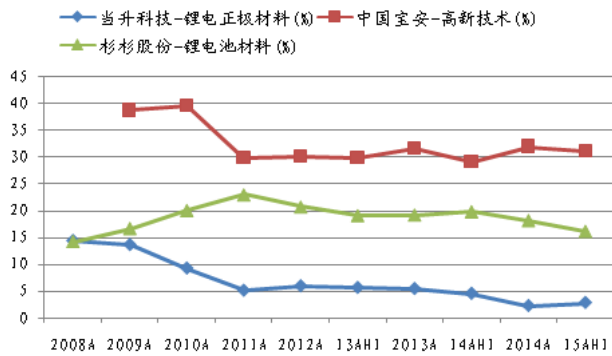
图 27: 2011-15 年锂电设备毛利率比对



资料来源: Wind, 中原证券

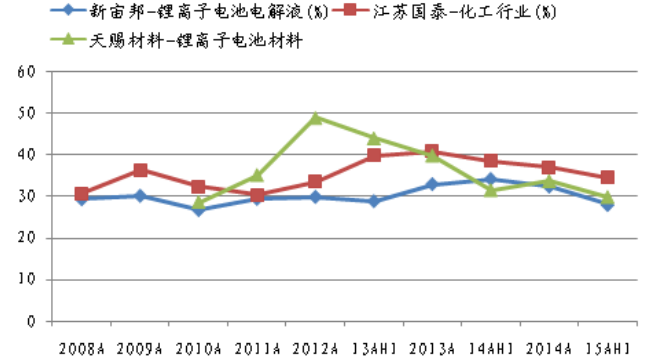
锂电关键材料毛利率差异更为显著：传统正极材料毛利率仍维持低位，但已基本触底，如15年上半年当升科技锂电正极材料毛利率为2.82%，而动力类正极材料毛利率则具备较高附加值；负极材料毛利率仍较高，如15年上半年中国宝安高新技术毛利率为31.20%；因行业竞争加剧及电解质六氟磷酸锂价格总体下行，13年以来电解液毛利率总体回落，但不同企业间存在一定差异，如15年上半年江苏国泰和新宙邦毛利率分别为34.5%和28.0%；隔膜产品仍维持较高盈利水平，15年上半年沧州明珠锂离子电池隔膜毛利率为68.16%；电解液电解质六氟磷酸锂毛利率因产品品质和工艺原因存在较大差异，如九九久六氟磷酸锂毛利率不足4%，而多氟多预计在20%以上，且受碳酸锂价格上行影响，15年下半年六氟磷酸锂价格小幅上行。

图 28: 2008-15 年正极/负极材料毛利率比对



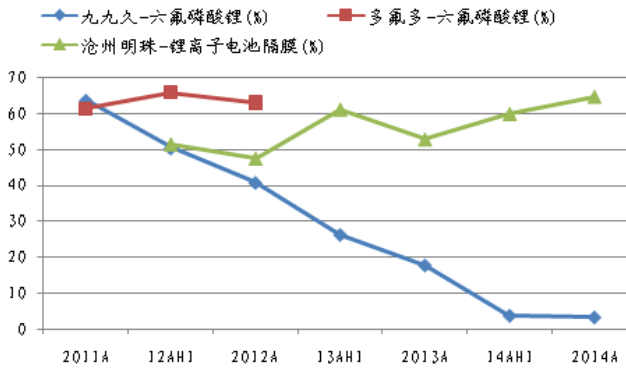
资料来源: Wind, 中原证券

图 29: 2008-15 年电解液毛利率比对



资料来源: Wind, 中原证券

图 30: 2011-15 年六氟磷酸锂与隔膜毛利率比对



资料来源: Wind, 中原证券

4.5 16 年有望开启储能元年

2015年4月底, 特斯拉发布的家用储能装置电力墙获得了大量的订单。我们预计储能电池商业化普及的时代将逐步来临, 16年有望成为我国储能启动元年, 主要基于如下几方面逻辑: 一是政策鼓励。我国已将储能技术列入国家能源发展规划中, 预计将持续出台政策。二是示范应用效应将逐步显现。我国已开启多个储能示范项目, 如在分布式储能和微电网建设方面均积累了一定的经验。三是锂电池性价比将进一步体现。全球化学储能看锂电池和钠硫电池占比较大, 而我国以锂电池为主, 且伴随锂电池价格下降, 其性价比优势将逐步显现, 特别是有望率先在分布式光伏储能和通信基站储能领域获得广泛应用。四是我国部分企业在储能领域已具备技术优势。我国化学储能企业主要包括比亚迪、南都电源、圣阳股份、欣旺达等, 如比亚迪的锂电池储能装置系统已成功打入美国、德国等市场, 南都电源在15年11月获得加拿大及纽约新能源系统调峰调频储能项目订单, 订单金额1089万美元。另外, 更换下的新能源汽车锂动力电池可再次用于储能领域, 随着新能源汽车基数提升, 其电池梯次利用也有望降低锂电池成本。为此, 业界预计未来5年我国储能电池复合增长率将达到40%以上。

4.6 行业景气将持续向上

受政策鼓励、新能源汽车产品丰富等多因素共振影响，15年我国新能源汽车延续翻倍增长趋势，全年产量有望达30万辆。预计2016年仍将延续高增长趋势，全年产量有望增至48万辆，基数提升及持续高增长将带动锂动力电池需求大幅提升，从而带动上游设备及锂电材料需求提升。

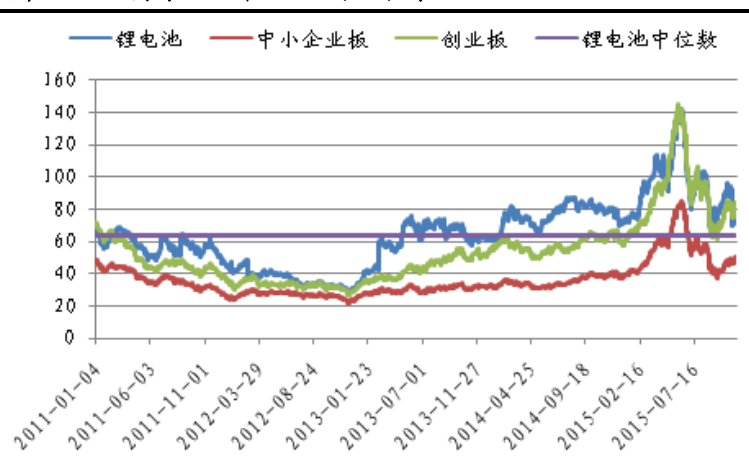
综上所述，我国锂电行业需求将显著受益于新能源汽车市场增长，同时板块盈利能力总体稳中有升，且细分领域仍具备较高附加值，如锂电设备企业、锂动力电池优势企业、以及锂电关键材料中的负极、电解液、隔膜等。结合行业需求与盈利水平，我们预计2016年行业景气度将持续向上。

5. 投资主线

5.1 锂电池：同步大市投资评级

近年来，锂电池板块估值总体位于较高水平。具体而言：受特斯拉效应影响，13年4月以来锂电池板块估值显著提升，13年均值为61.75倍，而创业板为44.43倍；14年为我国新能源汽车启动元年，锂电池板块估值持续提升，14年对应均值为84.62倍，而创业板为72.25倍；15年以来，我国新能源汽车持续成倍高增长且未来十年蓝图确定，15年至今板块估值均值为94.13倍，创业板为88.64倍，至11月16日，锂电池和创业板估值分别为83.56倍和86.69倍。而锂电池板块历史估值显示：11年以来估值中位数为64.21倍，最小值为28.48倍，最大值为141.51倍。目前板块估值总体偏高，但鉴于新能源汽车行业中长期发展前景较为确定，我国新能源汽车市场已具备一定规模，同时板块盈利能力总体稳中有升，我们预计锂电池行业景气度仍将持续向上，维持行业“同步大市”投资评级。

图 31：锂离子电池板块 PE (TTM) 对比



资料来源：Wind，中原证券

5.2 投资主线

2015年我国新能源汽车延续翻倍增长趋势，全年产量有望达30万辆。预计2016年我国新能源汽车仍将持续高速增长，增长主要逻辑在于我国新能源汽车产品更加丰富且下游应用领域将进一步延伸、自主新能源汽车品牌崛起、我国充电基础设施将迎发展拐点，以及地方保护有望破除从而促进行业发展。鉴于新能源汽车行业发展前景，新能源汽车相关产业诸如锂电池、锂电材料、充电设施、新能源汽车制造及运营迎来新一轮投资盛宴，特别是里锂动力电池投资加速与需求提升将带动上游锂电设备和锂电材料需求。

总体而言，我国新能源汽车市场规模已跃居全球第一，基数大幅提升及持续高速增长将有效带锂电池、锂电材料需求；锂电池板块业绩及盈利能力总体持续提升，结合行业需求及盈利能力，我们预计行业景气度将持续向上。同时结合细分领域行业特点，提出如下投资主线：1) 锂电池设备、锂电池企业，特别是动力和储能领域具备先发优势的锂电池企业；2) 锂电材料细分领域龙头企业；3) 为新能源汽车电机配套的上游稀土永磁标的；4) 事件及政策驱动下的主题投资机会。建议关注标的：杉杉股份、江苏国泰、国轩高科、新宙邦、德赛电池、比亚迪、南都电源、骆驼股份、欣旺达、亿纬锂能、天赐材料、宁波韵升、中科三环、正海磁材等。

5.3 重点公司

根据行业、公司成长性及估值水平，我们重点推荐杉杉股份(600884)、国轩高科(002074)、江苏国泰(002091)、骆驼股份(601311)和正海磁材(300224)。

表 8: 新能源汽车产业链重点公司估值

公司简称	总股本/ 亿股	流通股/ 亿股	股价 (元, 11.17)	EPS (元)			每股净 资产 (2015A Q1-3)	PE(倍)			PB(2015A Q1-3)	投资 评级
				2014A	2015E	2016E		2014A	2015E	2016E		
杉杉股份	4.1	4.1	35.02	0.85	1.73	1.44	10.49	41.30	20.30	24.38	3.34	增持
江苏国泰	3.6	3.5	26.22	0.57	0.72	0.86	4.66	46.00	36.47	30.49	5.62	增持
新宙邦	1.8	1.1	40.45	0.78	0.60	0.79	10.48	51.86	67.89	51.28	3.86	增持
南都电源	6.0	4.4	19.29	0.18	0.32	0.50	4.87	107.17	60.00	38.33	3.96	增持
欣旺达	6.3	4.4	27.72	0.68	0.58	0.96	2.66	40.76	48.16	28.79	10.42	增持
骆驼股份	8.5	8.5	19.93	0.79	0.85	1.07	5.05	25.23	23.55	18.55	3.95	增持
德赛电池	2.1	2.1	54.75	1.14	1.42	1.79	4.26	47.91	38.57	30.55	12.86	增持
国轩高科	8.6	2.2	41.33	0.15	0.57	0.95	3.21	275.53	72.13	43.46	12.89	增持
沧州明珠	6.2	5.8	20.05	0.49	0.35	0.44	2.80	40.92	57.83	45.36	7.16	增持
天齐锂业	2.6	1.7	136.30	0.54	0.57	1.35	11.09	252.41	239.88	101.25	12.29	增持
比亚迪	24.8	7.5	67.88	0.18	0.97	1.30	11.70	377.11	69.89	52.20	5.80	增持
天赐材料	1.3	0.6	59.77	0.52	0.65	1.03	7.20	114.94	92.29	57.79	8.30	增持

亿纬锂能	4.0	3.1	31.99	0.21	0.39	0.61	2.65	152.33	81.30	52.34	12.09	增持
赢合科技	1.2	0.3	76.23	0.86	0.60	0.90	4.34	88.27	126.61	84.66	17.57	增持
先导股份	1.4	0.3	101.34	1.28	0.95	1.75	4.78	78.89	106.72	57.77	21.22	增持
中国宝安	15.9	14.9	18.13	0.20	0.55	0.26	2.81	90.65	33.18	70.41	6.46	增持
中科三环	10.7	10.7	15.72	0.28	0.32	0.39	3.57	56.14	49.61	40.31	4.40	增持
宁波韵升	5.3	5.1	20.52	0.38	0.63	0.85	6.48	53.31	32.82	24.00	3.17	增持
正海磁材	5.1	4.6	27.07	0.47	0.39	0.59	4.12	57.60	68.97	46.05	6.57	增持
银河磁体	3.2	2.2	16.14	0.22	0.27	0.34	3.16	73.36	59.96	47.57	5.11	增持

资料来源：Wind，中原证券

6. 风险提示

- 1) 系统风险;
- 2) 国内外宏观经济下滑超预期;
- 3) 新能源汽车进展与政策执行力度低于预期;
- 4) 稀土价格下跌超预期，以及稀土行业整治低于预期;
- 5) 行业竞争加剧。