



大宗商品涨价背景下的电动汽车系列报告

(一): 金属原料价格波动对新能源汽车产业链影响的框架分析

- 重申蔚来、小鹏、理想、比亚迪的“买入”评级：**当前，新能源汽车行业发展仍处于初期阶段，蔚来(9866.HK、NIO.US)、小鹏(9868.HK、XPEV.US)、理想(2015.HK、LI.US)、比亚迪(1211.HK、002594.CH)等新能源车企有较大的意愿保障上游原料供应，推动自身汽车销量增长，扩大份额。因而，也有意愿通过涨价来帮助中上游汽车部件厂商消化部分原料成本上涨压力。在中国新能源汽车供不应求的情况下，部分车型的小幅涨价对于销量端的影响较小。其中，比亚迪4月新能源汽车交付量取得环比微增的成绩。虽然受疫情影响，蔚来、小鹏、理想的4月交付量环比大幅下降，但我们对5月疫情缓解后的交付量快速提升保持谨慎乐观，也对今年的销量预测保持相对乐观。因此，我们重申蔚来、小鹏、理想、比亚迪的“买入”评级。
- 新能源汽车动力电池上游原料供应链较长，复杂度较高：**首先，上游原料要经历从矿产资源、化学原料、电池材料、电池制造商、整车制造商等五、六个环节。每个环节的厂商都有可能承担部分成本涨价。其次，上游成本的传递需要时间。以动力电池厂商为例，其4Q21和1Q22的毛利率明显承压，而新能源车企毛利率环比下降相对温和。最后，新能源车企对于销量增速和份额的战略重心，让其在今年起陆续接受上游原料的价格联动，部分承担上游的材料成本。
- 锂、镍、钴涨价短期影响较大，中长期压力有望缓解：**据我们测算，按碳酸锂、镍、钴价格分别上涨10万元/吨、5万元/吨、5万元/吨，对应车企需承担的不同车型的物料成本上升比例为1.3%-4.3%不等。虽有影响，但对新能源车物料成本整体影响不是特别大。我们认为，基于上游产能紧缺造成的原料价格上升已处于较极端状态，价格进一步大幅上升的空间和可能性较有限。部分车企认为，随着上游产能释放，原料价格压力有望在今年四季度或者明年上半年开始缓解。
- 上游原料涨价对中国新能源乘用车销量影响有限：**年初至今，不同车企对自家汽车两轮价格上调合计约3000元至2万元人民币，相对售价比例在1%-10%之间。这也是各车企结合各种原料、双积分、毛利率等因素做出的综合判断。我们认为，在新能源汽车行业供不应求的情况下，部分旧车型价格调升，并不会显著影响中国新能源汽车全年的销量预测。而且，车企的新车型会以新的定价来转嫁上游成本，消费者对此的感知更低。因此，我们基本维持今年中国新能源乘用车511万辆的预测，并对疫情缓解后供应复苏保持谨慎乐观的态度。

沈岱

科技分析师

 tony_shen@spdbi.com
 (852) 2808 6435

蔡瑞, CFA

策略分析师

 carl_cai@spdbi.com
 (852) 2808 6437

童钰枫

助理分析师

 carrie_tong@spdbi.com
 (852) 2808 6447

张引, PhD

助理分析师

 yin_zhang@spdbi.com
 (852) 2808 6452

2022年5月6日

相关报告:

[《比亚迪股份\(1211.HK\)/比亚迪\(002594.CH\): 中国新能源汽车渗透率“S”型曲线的助推器和受益者, 2022/2023持续高增长\(含4Q21业绩回顾\)》](#) (2022-04-01)

[《新能源汽车行业投资手册系列报告\(五\): 上游材料涨价对终端需求影响可控, 略微上调中国新能源乘用车销量预测\(含蔚来、小鹏、理想 4Q21 业绩回顾\)》](#) (2022-03-30)

[《理想汽车\(LI.US/2015.HK\): 上调目标价; 4Q21 业绩强劲, 2022/2023 年高速扩张》](#) (2022-02-28)

[《新能源汽车行业 2022 年展望: 全球新能源汽车行业销量高速增长, 中国车企品牌推动中国新能源汽车渗透率曲线加速上扬》](#) (2021-12-01)



扫码关注浦银国际研究

目录

上游原料供应链较长，且复杂度较高	3
上游原材料涨价分析	7
锂涨价分析：短期影响较大，中长期压力有望缓解.....	7
镍涨价分析：对新能源汽车成本影响相对更小.....	10
钴涨价分析：对新能源汽车成本影响相对更小.....	13
上游原料涨价对中国新能源乘用车销量影响有限.....	15

图表目录

图表 1：动力电池及新能源汽车行业产业链	4
图表 2：新能源车企毛利率趋势	6
图表 3：化学原料月均价格趋势（万元/吨）	6
图表 4：动力电池四大材料月均价格趋势	6
图表 5：国产三元电池月均价格趋势（元/kWh）	6
图表 6：动力电池厂商毛利率趋势	6
图表 7：锂价变化对车企成本情景分析	7
图表 8：新能源汽车 vs 传统燃油车：新增金属元素	7
图表 9：锂辉石月均价走势（美元/吨）	9
图表 10：碳酸锂、氢氧化锂月均价走势（万元/吨）	9
图表 11：锂价变化对车企成本情景分析	9
图表 12：镍铁月均价格趋势（万元/吨）	11
图表 13：硫酸镍月均价格趋势（万元/吨）	11
图表 14：LME 镍价趋势（美元/吨）	11
图表 15：沪镍主力合约价格趋势（万元/吨）	11
图表 16：镍价变化对车企成本情景分析	12
图表 17：MB 钴价（美元/磅）	14
图表 18：硫酸钴月均价格趋势（万元/吨）	14
图表 19：钴价变化对车企成本情景分析	14
图表 20：中国新能源汽车月度渗透率：处于“S”型曲线加速上扬阶段.....	17
图表 21：中国新能源乘用车各价格段销量占比	17
图表 22：中国新能源乘用车销量及同比预测	17
图表 23：中国新能源乘用车渗透率及预测	17
图表 24：蔚来、小鹏、理想、比亚迪、特斯拉中国地区电池与涨价情况梳理	19
图表 25：特斯拉海外涨价情况梳理	19
图表 26：浦银国际科技行业覆盖公司	20

大宗商品涨价背景下的电动汽车系列报告（一）

金属原料价格波动对新能源汽车产业链影响的框架分析

2021 年及 2022 年年初至今，新能源汽车产业链上游原材料经历了大幅上涨。以动力电池正极材料中最重要原料之一的碳酸锂为例，2021 年碳酸锂的价格上涨 419%，年初至今上涨 66%。因此，我们探究上游原料在新能源汽车中，尤其是新能源汽车与传统燃油车区别最大的电池的价格传递路径。

我们的核心观点如下：

- 目前，新能源汽车行业发展正处于初期阶段，车企与动力电池厂商有较大的意愿保证上游原料供应，扩大自身份额；
- 当前，由于供不应求的供需关系，上游部分原料大多能将价格上涨的压力向电池厂商和车企进行转移；
- 从短期和中期的时间维度看，锂价对于整车成本的影响程度大于镍价、钴的影响。

上游原料供应链较长，且复杂度较高

汽车产业链复杂度较高。而动力电池，即新能源汽车相较于燃油车新增的供应链环节，也同样具有相当程度的纵深。同样的矿产原料，对应新能源汽车中不同部件的多种不同应用。而单个化学原料，则需要多种上游矿源和资源才能完成冶炼。矿产资源与化学冶炼这两个环节，是中游电池制造环节的基础（图表 1）。

举例而言，动力电池的正极材料之一的磷酸铁锂，需要磷矿、铁矿、锂矿中的磷、铁、锂等元素资源。同样地，锂矿中的锂，既是正极材料中磷酸铁锂或氢氧化锂的重要元素，也是溶解液中六氟磷酸锂的必要元素。

因而，当下游需求，即新能源汽车需求迅速增长时，就推动了动力电池需求的高速成长。这也进一步推动了电池正负极材料、溶解液及隔膜等需求，进而导致上游化学原料以及矿产资源供不应求。动力电池需求在不同上游原料的总需求占比不同，使得上游涨价幅度也存在差异。例如，动力电池是上游锂矿的最大应用，而动力电池只占到镍矿下游需求的一小部分。

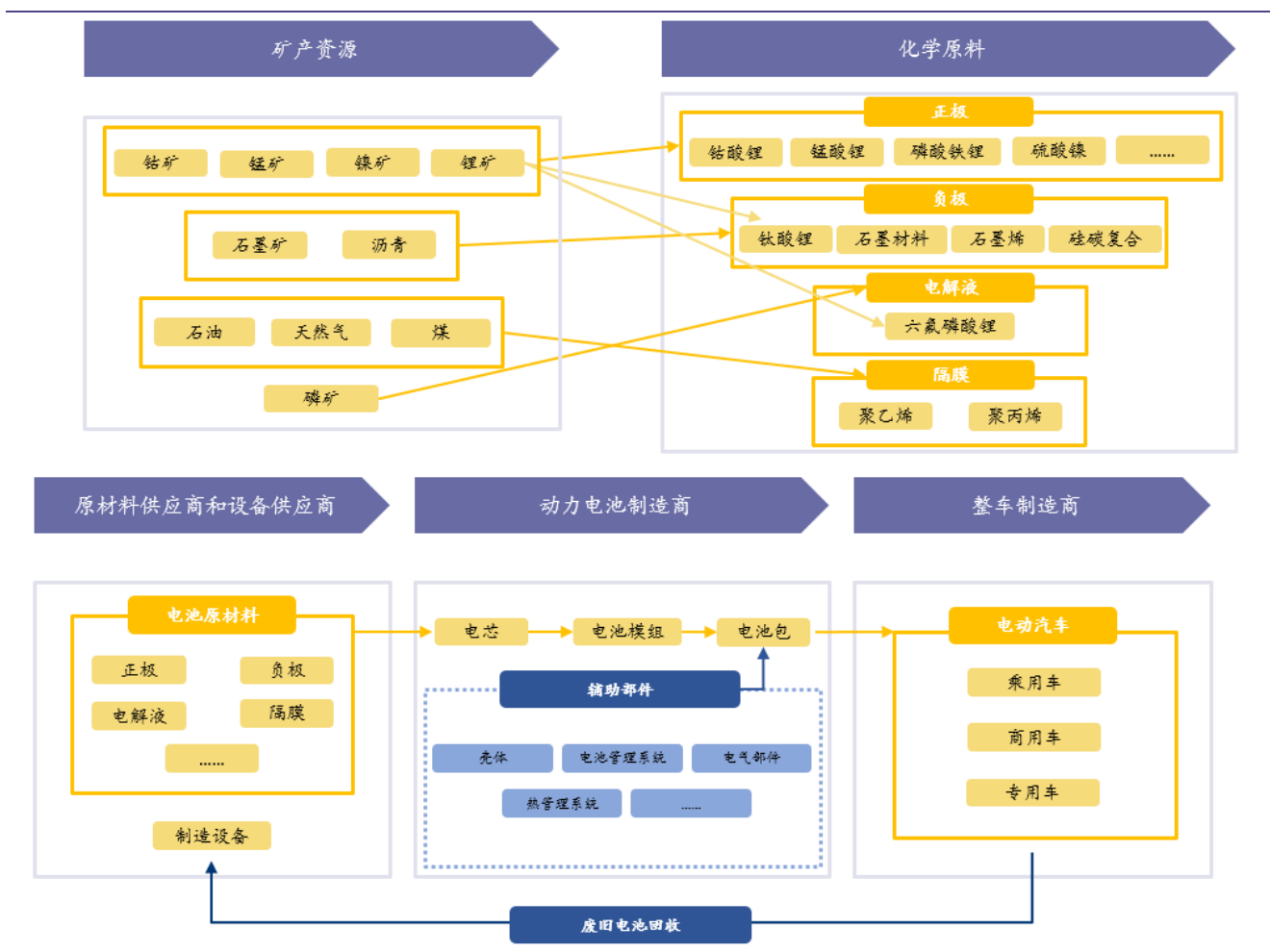
目前，新能源汽车产业链的部分瓶颈来自于矿端产能释放的时间较长。因此，短期的上游涨价压力仍然需要一些时间，才能得到明显缓解。从车企角度的判断来看，目前，不少车企普遍认为上游产能释放以缓解上游价格压力的时间大约在今年年底或明年年初。

新能源汽车的上游包括多种原料，例如石油、金属（锂、镍、钴等）。这些原料价格的上涨，对于新能源汽车成本有不同程度的影响。比如，石油对新能源汽车和传统燃油车的成本均有影响，因而，我们也陆续看到，不仅新能源汽车售价，燃油车售价也在调升。而**动力电池作为新能源汽车与传统燃油车的差异所在，对新能源汽车的成本影响更加突出**。此外，新能源汽车物料成本中，动力电池占整车物料成本约 15%-40%，已成为其中的关键部分。

新能源汽车和动力电池，是两个处于发展初期的行业。因此，我们认为，各家新能源汽车和动力电池厂商更加重视的，是自身增速能否跟上行业需求的增长，以及如何在行业初期抢夺更高的份额。

尤其是对于诸如比亚迪、蔚来、小鹏、理想等新能源车企而言，他们已具备一定龙头优势，同时近两年有融资到较充足的资本储备，因而，短期内他们对自身的利润要求会低于增速和份额目标。而这些新势力又会通过电池厂商，向上游确认化学原料，甚至矿端资源的供应保障。这也在一定程度加剧了短期上游涨价的趋势。

图表 1：动力电池及新能源汽车行业产业链



资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

首先，由于上游原料从矿端到车企会经历大致五个环节，矿产资源、化学原料、电池原材料、电池制造商以及整车制造商（[图表 1](#)）。因而在矿端原料价格上涨的过程中，这个五个环节都有可能部分去承担价格上涨的成本，因此汽车制造商并不一定是承担价格上涨环节。

多种材料的价格在 2021 年都已经有了明显上升，比如动力电池正极上游化学原料——碳酸锂、硫酸钴、硫酸镍、硫酸锰的价格在 2021 年上涨了 419%、76%、19%和 59%（[图表 3](#)）。但是，我们看到，在没有调整价格的情况下，新能源车企端大都维持了毛利率相对稳定，部分甚至有小幅上升。相较而言，部分动力电池企业的毛利率在 4Q21 和 1Q22 大多呈现下滑趋势，承受较大上游原料涨价的压力（[图表 6](#)）。这也体现了相较于汽车制造商，去年动力电池制造商，更多地承担了上游原料的上涨。

其次，上游原料的价格传递到车企端需要一定的时间。虽然在 2021 年，动力电池环节较车企承担更多的价格压力，但在 2022 年，部分的原料价格压力将有机会向车企传递。其一，部分新能源车企，尤其是造车新势力，因为充裕的融资资金储备，因而对于利润的要求较小，但是却有汽车交付量的压力。其二，这些造车新势力的毛利率也能通过更大规模量产的规模效应来提升利润率，从而可以更好地承担上游压力。

因此，今年，新能源车企与动力电池厂商陆续采用价格联动机制，以便在上游供应紧张时，可以保障自身供应，从而更好地抢夺中国新能源汽车市场的份额。各大车企大多可以接受以季度或月度的时间间隔来调整原料成本。

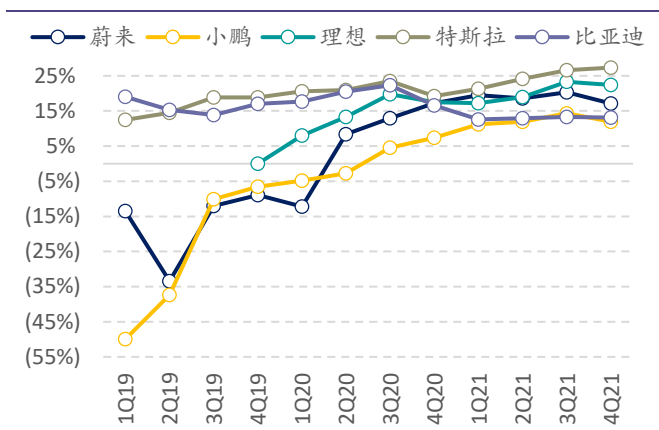
同时，随着上游原料产能的扩充，较高的原料价格将会下降，车企可以更好的释放利润。部分车企管理层认为，今年四季度或明年年初，上游价格有望缓解。

正极材料，是动力物料成本中占比最高的部分，也是自去年以来受供应端产能限制影响相对较大的环节。因此，自 2021 年以来，动力电池中正极材料价格也是涨幅最高的部分（[图表 4](#)）。车企、电池厂商可确保正极材料的供应量多少，一定程度上会影响到他们在各自行业的份额。同时，正极材料成本变化在产业链传递的不同，也会影响到不同产业环节利润率的变化。

因此，在新能源汽车产业链众多的上游原料中，我们选取了锂、镍、钴三种元素作为典型案例分析，这三种元素对于动力电池（磷酸铁锂电池、三元电池）而言至关重要。通过测算，从短期和中期的时间维度看，锂价对于整车成本的影响程度大于镍价、钴的影响。

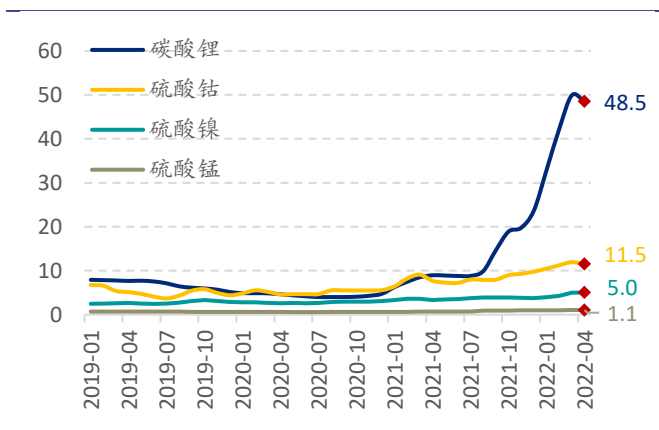
详情参考下文[上游原材料涨价分析](#)章节。

图表 2: 新能源车企毛利率趋势



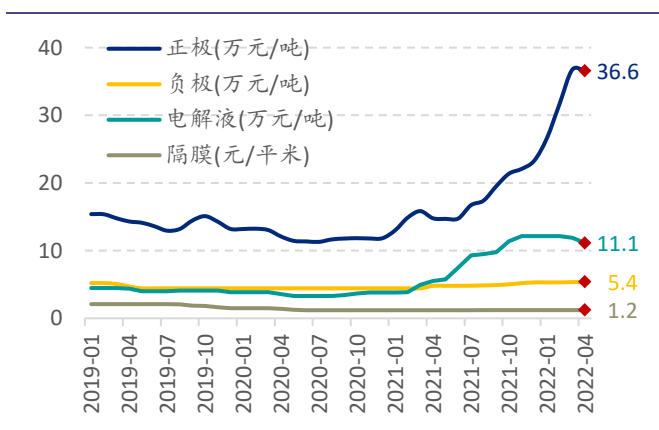
资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 3: 化学原料月均价格趋势 (万元/吨)



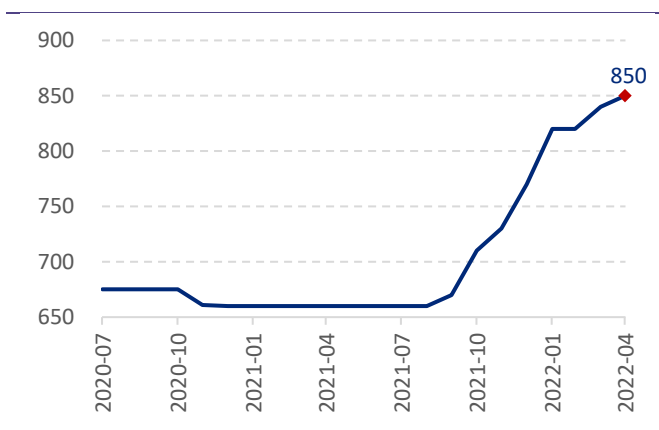
资料来源: Wind、浦银国际

图表 4: 动力电池四大材料月均价格趋势



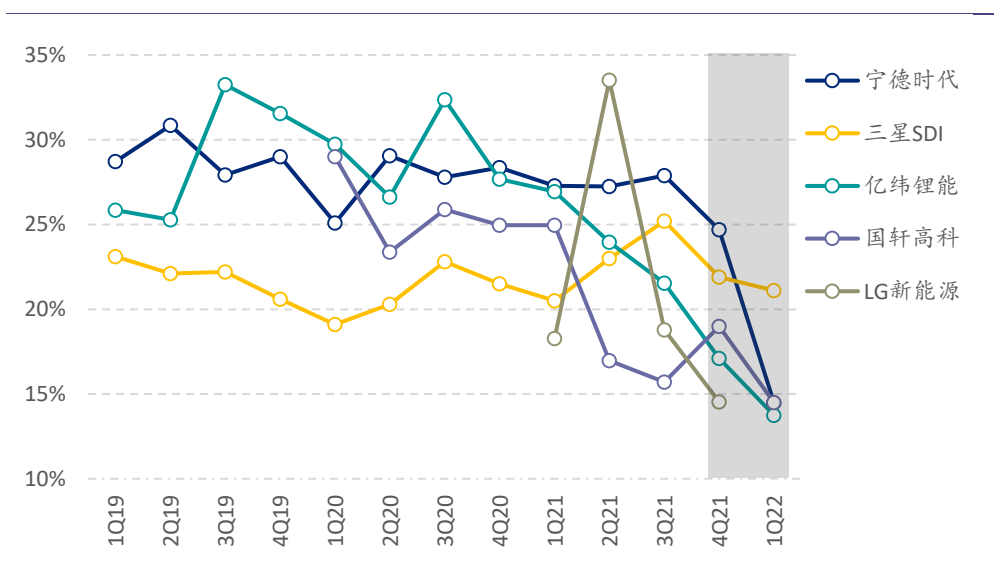
注: 图中为 NCM523 正极材料、圆柱 2.6AH 电解液及湿法隔膜月均价
资料来源: Wind、百川盈孚、浦银国际

图表 5: 国产三元电池月均价格趋势 (元/kWh)



资料来源: 鑫椏资讯、浦银国际

图表 6: 动力电池厂商毛利率趋势



资料来源: Wind、公司公告、浦银国际

上游原材料涨价分析

我们测算分析发现，首先，从短期和中期的时间维度看，锂价对于整车成本的影响程度大于镍价、钴的影响。这主要是因为锂在新能源电池（主要是正极材料）成本相对比较高，且去年以来锂矿石或者锂盐原料涨价幅度最高。

其次，整体看，由于锂、镍、钴都处于历史相对较高的价格位置，因此在此价格位，按照锂、镍、钴，分别继续涨价 10 万元/吨、5 万元/吨、5 万元/吨，对应车企需要承担的物料成本的上涨为 1,178—8,472 元之间，对应车企需要承担的不同车型的物料成本上升比例为 1.3%—4.3%之间。

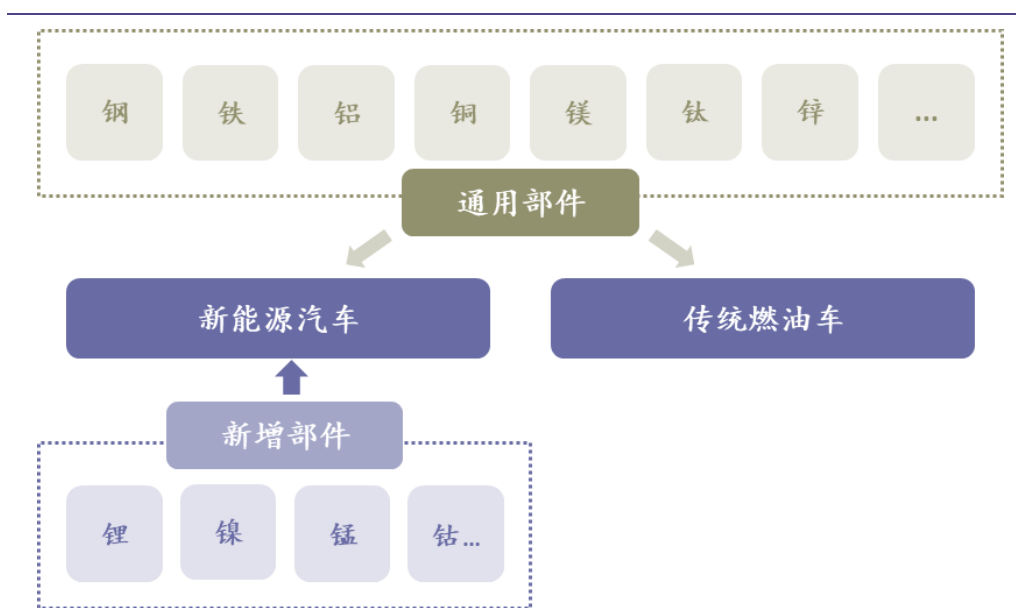
具体测算结果总结如下表所示：

图表 7: 锂价变化对车企成本情景分析

元素	测算结果
锂	<ul style="list-style-type: none"> - 碳酸锂价格每上升 10 万元/吨，对应磷酸铁锂、三元电池的不同电池容量及车企承担比重不同，车企需承担的物料成本为 353—5,472 元，约占到整车物料成本的 0.6%—2.7%之间。 - 其中售价为 20 万元的车型需要承担的物料成本上升的比重最高。
镍	<ul style="list-style-type: none"> - 镍价格每上升 5 万元/吨，对三元电池的不同电池容量以及车企承担比重不同，车企需要承担的物料成本为 605—2200 元之间，约占到整车物料成本的 0.5%—1.2%之间。 - 其中售价为 25 万元车型需承担的物料成本上升的比重最高。
钴	<ul style="list-style-type: none"> - 钴价格每上升 5 万元/吨，对三元电池的不同电池容量以及车企承担比重不同，车企需要承担的物料成本为 220—800 元之间，约占到整车物料成本的 0.2%—0.4%之间。 - 影响程度小于同样幅度的镍价影响。

资料来源：公司资料、行业资料、浦银国际

图表 8: 新能源汽车 vs 传统燃油车：新增金属元素



资料来源：浦银国际

● 锂涨价分析：短期影响较大，中长期压力有望缓解

动力电池是新能源汽车最重要能源供给，约占新能源汽车物料成本的 15%-40%。其中，正极材料作为动力电池必不可少的环节，则占到动力电池成本的 30%-40%。而锂元素作为正极材料必不可少的元素，也成为新能源汽车行业重要的一环。

随着近两年电动汽车的高速成长，电池已经成为上游锂矿最大的需求来源。因而，下游新能源汽车带动动力电池的高速成长，造成了上游锂矿产能的供不应求。这也是上游锂矿价格及锂盐价格上涨的基本面支撑。

2021 年，锂矿中的锂辉石价格及从锂矿冶炼得到的碳酸锂的价格，分别大幅上涨了 496%和 419%；且 2022 年年初至今，锂辉石和碳酸锂的价格又上涨了 40%和 66%（**图表 9**，**图表 10**）。锂相关原料的价格上涨幅度已明显高于其他金属原料的价格，成为影响新能源汽车成本最显著的一环。

动力电池对于锂的需求，主要来自三方面——磷酸铁锂电池中的正极材料磷酸铁锂、三元电池中的正极材料之一氢氧化锂、以及溶解液中的六氟磷酸锂。磷酸铁锂、氢氧化锂和六氟磷酸锂都可以从基本的化工原料碳酸锂加工冶炼而来。

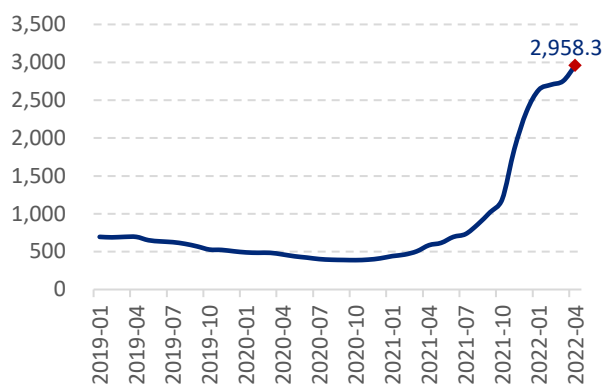
在分析碳酸锂涨价对整车供应链成本影响时，我们仅测算动力电池中正极材料中碳酸锂的影响程度，而碳酸锂在负极材料以及汽车其他零部件环节的影响并未在计算范围内。具体测算结果如**图表 11**所示。

以 75 度电的三元电池为例，当碳酸锂价格在 50 万元/吨、20 万元/吨、12 万元/吨、8 万元/吨时，锂的成本在整车供应链中分别为 23,513 元、9,405 元、5,643 元、3,762 元。这是碳酸锂在整个供应链中的成本，但是不一定会体现为车企的汽车的物料成本。若按照汽车制造商承担 40%和 80%两种情景分析，碳酸锂价格每上涨 10 万元/吨，车企需承担 1,881 元和 3,762 元的物料成本增加，分别对应整车物料成本的 1.3%和 2.7%。

测算结果：碳酸锂价格每上升 10 万元/吨，对应磷酸铁锂、三元电池的不同电池容量及车企承担比重不同，车企需承担的物料成本为 353—5,472 元之间，约占到整车物料成本的 0.6%—2.7%之间。根据我们测算，其中售价为 20 万元的车型需要承担的物料成本上升的比重最高。

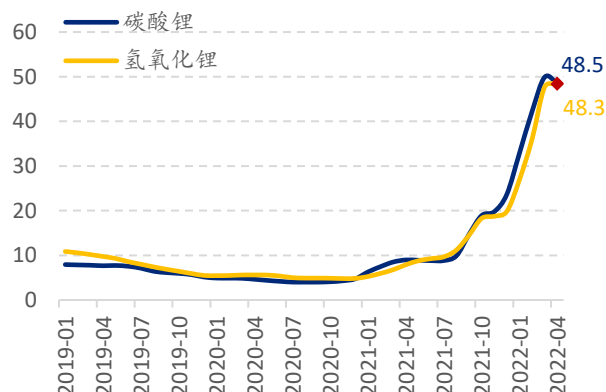
总结而言，当前阶段，即碳酸锂价格约 50 万元/吨的情况下，在其他上游原料价格保持不变的情况下，碳酸锂价格继续上升对于车企的成本上升影响是低单位数的，处于可控状态。且中长期看，随着上游锂矿产能的释放，车企成本端的压力也将随之缓解。

图表 9: 锂辉石月均价走势 (美元/吨)



资料来源: Wind、百川盈孚、浦银国际

图表 10: 碳酸锂、氢氧化锂月均价走势(万元/吨)



资料来源: Wind、浦银国际

图表 11: 锂价变化对车企成本情景分析

磷酸铁锂电池					三元电池				
上游化学原料需求基本假设					上游化学原料需求基本假设				
				单位					单位
电池	1.00	1.00	1.00	GWh	电池	1.00	1.00	1.00	GWh
磷酸铁锂	2,350	2,350	2,350	吨	正极材料	1,500	1,650	1,800	吨
碳酸锂	588	588	588	吨	碳酸锂	570	627	684	吨
单车需求假设					单车需求假设				
电池容量	15	60	80	kWh	电池容量	55	75	100	kWh
磷酸铁锂	35	141	188	千克	正极材料	83	124	180	千克
碳酸锂	9	35	47	千克	碳酸锂	31	47	68	千克
碳酸锂价格					碳酸锂价格				
极高	50	50	50	万元/吨	极高	50	50	50	万元/吨
较高	20	20	20	万元/吨	较高	20	20	20	万元/吨
中间	12	12	12	万元/吨	中间	12	12	12	万元/吨
较低	8	8	8	万元/吨	较低	8	8	8	万元/吨
在整车供应链中的成本					在整车供应链中的成本				
极高	4,406	17,625	23,500	人民币	极高	15,675	23,513	34,200	人民币
较高	1,763	7,050	9,400	人民币	较高	6,270	9,405	13,680	人民币
中间	1,058	4,230	5,640	人民币	中间	3,762	5,643	8,208	人民币
较低	705	2,820	3,760	人民币	较低	2,508	3,762	5,472	人民币
碳酸锂价格每上涨 10 万元/吨, 车企成本增加估算					碳酸锂价格每上涨 10 万元/吨, 车企成本增加估算				
承担比重	40%	40%	40%	单位	承担比重	40%	40%	40%	单位
成本增加	353	1,410	1,880	人民币	成本增加	1,254	1,881	2,736	人民币
整车物料成本	59,500	112,000	196,000	人民币	整车物料成本	112,000	140,000	224,000	人民币
占整车成本	0.6%	1.3%	1.0%		占整车成本	1.1%	1.3%	1.2%	
承担比重	80%	80%	80%		承担比重	80%	80%	80%	
成本增加	705	2,820	3,760	人民币	成本增加	2,508	3,762	5,472	人民币
整车物料成本	59,500	112,000	196,000	人民币	整车物料成本	112,000	140,000	224,000	人民币
占整车成本	1.2%	2.5%	1.9%	人民币	占整车成本	2.2%	2.7%	2.4%	

资料来源: 公司资料、行业资料、浦银国际

● 镍涨价分析：对新能源汽车成本影响相对更小

与锂有所不同，镍的下游应用，大部分来自于不锈钢生产，占到总需求的 80%；而目前动力电池对镍的需求在镍总量中的贡献并不高，约占 10% 不到。因此，市场对于镍价的长期展望是处于下行通道的。

今年 3 月份，镍价快速上涨。LME 镍盘中的交易价格最高达到 10.1 万美元/吨，当日收盘价较 3 月初上涨 90%，较年初上涨 128%。这主要是由于俄乌的地缘冲突带来潜在的全球镍供给的下降预期，次要原因是交易所多空交易的失衡导致的。多空交易行为导致的镍价严重偏离供需关系的情况已经在最近有所缓解，LEM 镍价已经从高点下降至 3.3 万美元/吨附近。

镍同样是新能源汽车的动力电池中非常重要的元素之一，具有重要的作用。与锂不同的是，镍主要应用在三元电池中的正极材料，而磷酸铁锂电池的正极则不需要该原料。为了不断提升动力电池的能量密度和性能，高镍电池，即电池正极材料中镍的比例更高的电池也越来越受到车企的青睐。市场也普遍预期 5 系（NCM523）、6 系（NCM622）、8 系（NCM811）中 6 系和 8 系产品在三元电池中的占比会提升。因此，动力电池对于镍的需求量也将不断提升。

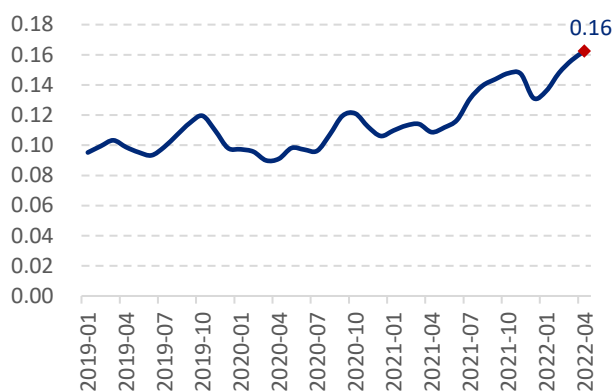
2021 年，硫酸镍价格上涨了 19%，涨幅明显小于碳酸锂的涨价幅度。因此，从新能源汽车或动力电池行业整体看，镍价对成本的影响较锂价的影响小。

以 75 度电的三元电池为例，镍价在 30 万元/吨、15 万元/吨、12 万元/吨、8 万元/吨的情况下，镍在整车供应链中成本分别为 12,375 元、6,188 元、4,950 元、3,300 元。与碳酸锂同理，这是镍在整个供应链中的成本，但是不一定会体现为车企的汽车的物料成本。若按照汽车制造商承担 40% 和 80% 两种情景分析，金属镍价格每上涨 5 万元/吨，车企就需要承担 825 元和 1650 元的物料成本增加，分别对应整车物料成本的 0.6% 和 1.2%。

测算结果：镍价格每上升 5 万元/吨，对三元电池的不同电池容量以及车企承担比重不同，车企需要承担的物料成本为 605—2200 元之间，约占到整车物料成本的 0.5%—1.2% 之间。根据我们的测算，其中售价为 25 万元的车型需要承担的物料成本上升的比重最高。

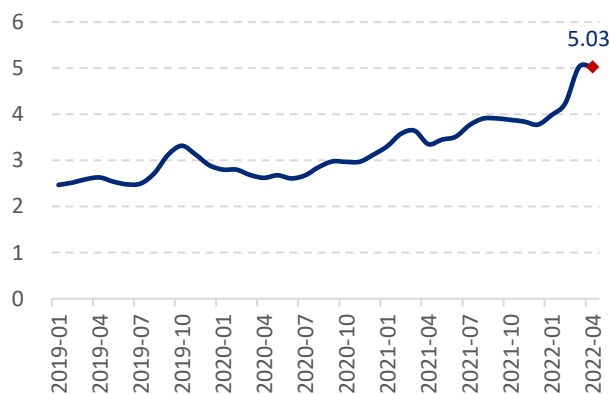
总结而言，在当前阶段，即镍价格约 21 万元/吨的情况下，如果其他上游原料价格保持不变，镍价格继续上升对于车企的成本上升影响是低单位数的，处于可控状态，且小于锂价影响。中长期看，随着上游镍矿产能相对充裕，车企在成本端的压力有缓解空间。

图表 12: 镍铁月均价格趋势 (万元/吨)



资料来源: Wind、百川盈孚、浦银国际

图表 13: 硫酸镍月均价格趋势 (万元/吨)



资料来源: Wind、浦银国际

图表 14: LME 镍价趋势 (美元/吨)



资料来源: Wind、伦敦金属交易所、浦银国际

图表 15: 沪镍主力合约价格趋势 (万元/吨)



资料来源: Wind、上海期货交易所、浦银国际

图表 16: 镍价变化对车企成本情景分析

三元电池				
上游化学原料需求基本假设				单位
电池	1.00	1.00	1.00	GWh
正极材料	1,600	1,600	1,600	吨
金属镍	550	550	550	吨
单车需求假设				
电池容量	55	75	100	kWh
正极材料	88	120	160	千克
金属镍	30	41	55	千克
金属镍价格				
极高	30	30	30	万元/吨
较高	15	15	15	万元/吨
中间	12	12	12	万元/吨
较低	8	8	8	万元/吨
在整车供应链中的成本				
极高	9,075	12,375	16,500	人民币
较高	4,538	6,188	8,250	人民币
中间	3,630	4,950	6,600	人民币
较低	2,420	3,300	4,400	人民币
金属镍价格每增长 5 万元/吨, 车企成本增加估算				
承担比重	40%	40%	40%	
成本增加	605	825	1,100	人民币
整车物料成本	112,000	140,000	224,000	人民币
占整车成本	0.5%	0.6%	0.5%	
承担比重	80%	80%	80%	
成本增加	1,210	1,650	2,200	人民币
整车物料成本	112,000	140,000	224,000	人民币
占整车成本	1.1%	1.2%	1.0%	

资料来源: 公司资料、行业资料、浦银国际

● 钴涨价分析：对新能源汽车成本影响相对更小

与镍相似的是，钴同样是三元动力电池中非常重要的元素。钴的下游应用主要为电池、合金等。其中，消费电子类 3C 电池是钴最大的下游应用。虽然，三元电池的需求高速增长，推动了钴的需求，但是，由于高镍化趋势，即三元正极材料中镍占比提升、钴占比下降的趋势，三元电池对于钴的需求增速低于镍需求的增速。

以三元电池中 5 系（NCM523）、6 系（NCM622）、8 系（NCM811）为例，其硫酸钴的成本占比分别为 51%、47%、29%。随着 6 系和 8 系产品在三元电池中占比提升，硫酸钴在整个三元电池行业中的成本占比将有所降低。

从供应端而言，全球钴矿的供应比较不平衡。刚果（金）占到全球约 70% 的钴矿供给。因此，刚果（金）的产能变化以及南非港口的通路变化，都会对全球钴的供应造成影响。根据 LME，从 2015 年至 2021 年，钴最高和最低价格变化幅度为 333%，而镍为 178%。因而，整体上全球钴价的波动相比于镍更加剧烈。

MB 钴的价格在 2018 年达到峰值，然后便开启了去库存的价格下降通道。在 2021 年和年初至今，受到全球疫情、物流等影响，MB 钴价分别上涨了 18.1 美元/磅和 6.1 美元/磅。

在 2021 年和年初至今，硫酸钴的价格分别上涨了 76%/6%，涨幅是小于碳酸锂的涨价幅度。因此，从新能源汽车或动力电池行业整体看，钴价对成本的影响是小于锂价对成本的影响的。

以 75 度电的三元电池为例，镍价在 55 万元/吨、30 万元/吨、20 万元/吨、15 万元/吨的情况下，钴在整车供应链中成本分别为 8250 元、4500 元、3000 元、2250 元。与镍的估算一致，这是钴在整个供应链中的成本，但是不一定会体现为车企的汽车的物料成本。若按照汽车制造商承担 40%和 80%两种情景分析，钴价格每上涨 5 万元/吨，车企就需要承担 300 元和 600 元的物料成本增加，分别对应整车物料成本的 0.2%和 0.4%。

测算结果：钴价格每上升 5 万元/吨，对三元电池的不同电池容量以及车企承担比重不同，车企需要承担的物料成本为 220—800 元之间，约占到整车物料成本的 0.2%—0.4%之间。影响的程度是小于同样幅度的镍价的影响的。

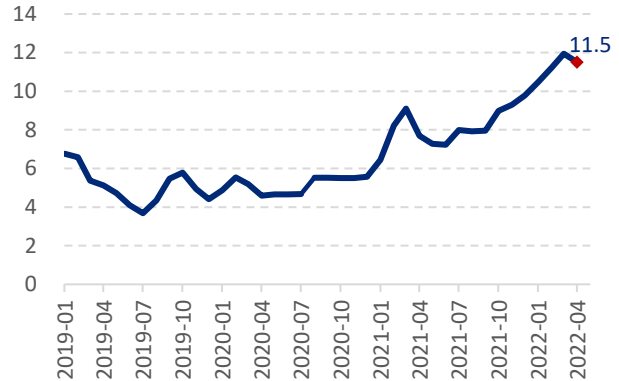
总结而言，长期来看，在动力电池无钴化趋势中，高镍、铁锂电池的青睐，会让车企降低对钴这个元素的依赖，从而更好的保障整车供应的稳定。

图表 17: MB 钴价 (美元/磅)



注: 图中为 MB 标准级钴平均价
资料来源: Wind、浦银国际

图表 18: 硫酸钴月均价趋势 (万元/吨)



资料来源: Wind、浦银国际

图表 19: 钴价变化对车企成本情景分析

三元电池				
上游化学原料需求基本假设				单位
电池	1.00	1.00	1.00	GWh
正极材料	1,600	1,600	1,600	吨
金属钴	200	200	200	吨
单车需求假设				
电池容量	55	75	100	kWh
正极材料	88	120	160	千克
金属钴	11	15	20	千克
金属钴价格				
极高	55	55	55	万元/吨
较高	30	30	30	万元/吨
中间	20	20	20	万元/吨
较低	15	15	15	万元/吨
在整车供应链中的成本				
极高	6,050	8,250	11,000	人民币
较高	3,300	4,500	6,000	人民币
中间	2,200	3,000	4,000	人民币
较低	1,650	2,250	3,000	人民币
金属钴价格每增长 5 万元/吨, 车企成本增加估算				
承担比重	40%	40%	40%	
成本增加	220	300	400	人民币
整车物料成本	112,000	140,000	224,000	人民币
占整车成本	0.2%	0.2%	0.2%	
承担比重	80%	80%	80%	
成本增加	440	600	800	人民币
整车整车物料成本	112,000	140,000	224,000	人民币
占整车成本	0.4%	0.4%	0.4%	

资料来源: 公司资料、行业资料、浦银国际

上游原料涨价对中国新能源乘用车销量影响有限

从上文分析看，按照锂、镍、钴，分别涨价 10 万元/吨、5 万元/吨、5 万元/吨，对应车企需要承担的物料成本的上涨为 1,178—8,472 元之间，对应车企需要承担的不同车型的物料成本上升比例为 1.3%—4.3%之间。以这三种金属原料变化整体看，对汽车物料成本的影响并不是特别显著。

虽然，我们在上文着重测算和分析了锂价、镍价、钴在价格快速上涨过程中对于车企不同车型物料成本的影响。然而，**车企上调汽车零售价格是多个原因所致的**。不仅仅包括锂、镍、钴的价格，还包括铜价、铝价、原油提炼的各种原料价格的上升。另外，2022 年，中国政府新能源汽车补贴的下降，以及新能源汽车积分单价预期的下降，都会令车企需要承担的成本相应上升。最后，每家车企规模量产爬坡速度不同，也会造成制造成本差异较大。

总结而言，车企汽车制造规模上升、部分原料价格下降以及车企在供应链中话语权的增强，都会带来车企在原料成本的下降。因此，我们**强调，车企的调价行为是综合因素的影响，而不是单点锂价、镍价、钴价的反应**。所以，车企售价的上调不会与锂价、镍价原料的上涨保持线性变化。目前，我们观察到，汽车价格上涨幅度要小于锂价、镍价、钴价的上涨幅度。

整体来看，上游原料价格确实对汽车产业链中游部件环节的利润造成较大压力。而新能源车企，如蔚来、小鹏、理想、比亚迪等，更注重汽车交付量和份额增长。因而，在上游原料价格处于较为极端的情况下，这些车企也有意愿帮助汽车中游部件厂商分担部分盈利压力。因此，今年以来，头部车企大都已与电池厂商采用上游价格联动机制。这既能分担中游盈利压力保障自身供应，也能享受此后上游原料价格下调恢复到正常区间的成本利好。

尽管新能源车企对于利润的诉求相对较低，但整体新能源汽车消费市场仍处于供不应求的状态。因此，在吸收部分上游原料成本上升后，众多车企也有意愿将部分成本向消费者转嫁。这既在一定程度上保护了各车企的毛利率，也不会丢失车企本身因供应不上而无法取得的需求和销量。

年初至今，已经有多家车企对其多款车型进行价格调升。不同车企、不同车型上调价格的幅度都有差异，少则 3000 元人民币，多则 2 万元人民币以上，相对于原有售价调升少则 1%，多则 10%以上。因此，我们看到车企调价的绝对金额以及相对于售价的比例并不高。

而且，对消费者而言，他们可以感知到的价格的调整，只会针对近两年发布的新车型。而对于今年即将发布的新车型而言，车企可以通过改变未公布的定价，来更好地消化上游原料价格。这种对于车企的变相调价，对消费者而言感知较弱。

所以，我们的基本判断是，今年中国新能源汽车仍将持续处于供不应求的状态，今年一季度的两轮价格调整，对今年全年中国新能源汽车的销量影响有限。

因此，我们维持 2022 年和 2023 年中国新能源乘用车的销量预测，即 511 万辆和 657 万辆，同比增长 53%和 29%，对应中国新能源乘用车渗透率为 22.7%和 30.1%。因为，我们认为，年初至今的各家车企对汽车售价的提升，不会显著改变新能源汽车行业需求的快速增长。

年初至今，一共有两轮调价动作。第一轮是在今年年初，汽车价格的上调主要体现去年上游成本的上升以及补贴的退坡。第二轮是近期 3 月份，这次车企上调价格主要是短期内锂等材料价格上涨迅猛导致。我们认为第二轮调价行为已经隐含了一定的未来上游原材料价格上涨的预期。

而且，从正极材料整体来看，当前价格处于比较极端的历史高位。未来供不应求的情况继续恶化的可能性偏低。从 4 月最新数据来看，动力电池正极材料的价格并没有继续环比增长，而是维持高位，略微下降 0.4%（图表 4）。因此，如果上游原材料价格变动趋于温和，车企再次上调价格可能性则较小。

同时，我们留意到，在今年第一轮价格调整后，部分车型的订单出现短期波动，即涨价前订单量先激增以锁定价格，涨价后订单动能回落。主要由于部分消费者希望在调价前锁定订单，以及在调价之后持观望态度。我们认为，调价前后的短期订单或需求波动，都是行业正常现象。消费者需要时间去了解售价上涨背后的原因，从而来决定接下来的购买行为。这也是中国 3 月新能源汽车销量略超我们预期的原因之一。

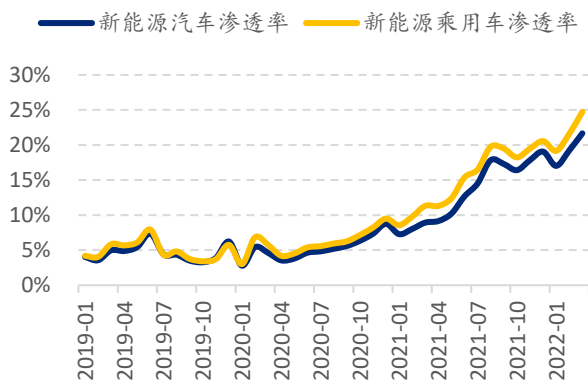
但从中长期看，我们认为调价之后对于新能源汽车行业需求的影响有限。本次汽车零售价格的调整是行业的普遍性行为。不仅仅是新能源汽车，传统燃油车企，如宝马等，也受到上游原料的压力，从而调升销售价格。

从行业整体看，消费者选择新能源汽车，价格并不是唯一的原因。新能源汽车更低的能源使用成本、更好的驾驶感、更智能化的互动体验，都会是消费者选择新能源汽车的原因。因而，我们认为，从行业整体看，短期的价格调整，不会对用户新能源汽车的选择产生重大影响，整体需求快速上升的基本趋势可以维持。

另外，根据乘联会数据，2022 年一季度，25 万人民币以上的乘用车中，纯电动和插混的新能源汽车的占比已达到 30%以上。也就是说，中高端车型是目前中国新能源汽车行业的重要贡献力量。我们相信，这部分消费者对于价格的敏感度会比较低，受到的短期影响可能会更小。因此，对于偏中高端车型的造车新势力而言，需求端受到涨价的影响可能会更小。

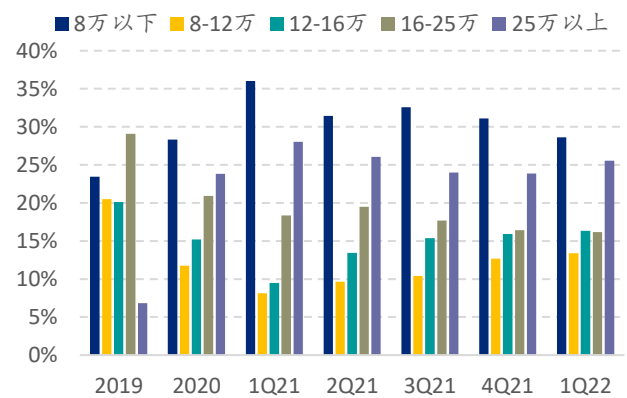
最后，我们的 2022 年中国 511 万新能源乘用车预测，已经较 2022 年展望 中的预测提升了 9%。这是由于 2022 年 1-3 月，中国新能源乘用车的销量较我们的预测有明显提升。而且，相较于市场预期稍有保守，因为我们最新的预测已隐含新能源汽车全产业链的产能瓶颈和不确定性预期。如果今年产业链产能趋稳且改善，那么，我们相信中国新能源乘用车销量有望超出我们预测。

图表 20: 中国新能源汽车月度渗透率：处于“S”型曲线加速上扬阶段



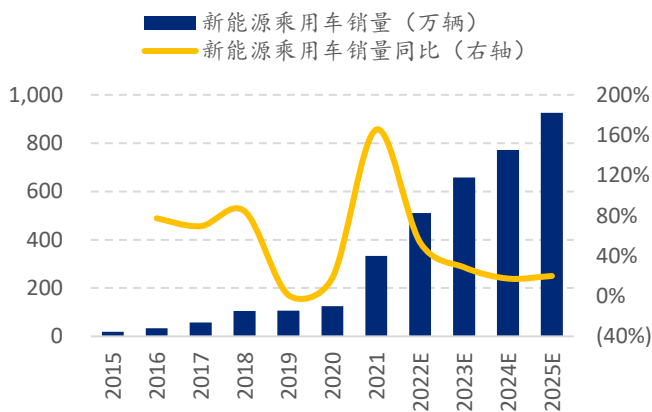
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 21: 中国新能源乘用车各价格段销量占比



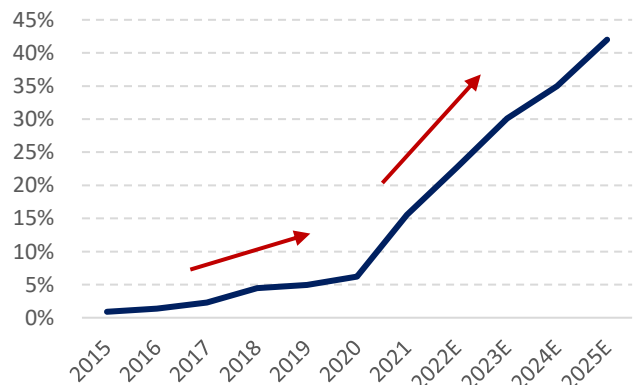
资料来源：乘联会、浦银国际

图表 22: 中国新能源乘用车销量及同比预测



E=浦银国际预测；资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 23: 中国新能源乘用车渗透率及预测



E=浦银国际预测；资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

新能源车受到上游原材料的影响程度不同，因而对于其车型价格调整幅度不一。这对于新能源车企，蔚来、小鹏、理想、理想的全年销量影响不大。

相比较而言，4月疫情对生产制造端造成的影响比价格调整带来的需求端影响更大一些。在4月，比亚迪表现相对优异，而在华南地区的小鹏比在华东地区的蔚来、理想受到影响更小一些。我们认为4月可能是生产制造端受影响最大的一个月，因而对5月疫情缓解后的交付量改善保持谨慎乐观。我们建议投资人适时布局新能源车企在疫情缓解后的复苏增长，以及行业初期的同比高增速。

- 小鹏

相对来说，小鹏受到的成本压力最大，因而车型价格上调最大。这主要是因为小鹏汽车的售价和毛利率相较于蔚来、理想要低一些。小鹏汽车两轮累计价格上调了1.36万元至3.80万元（**图表 24**）。我们认为，小鹏的第二次调价已部分反映了中短期的上游原材料价格上涨。而且，小鹏也可以通过调整毛利率较高的车型的销售，从而维持车企端毛利率的稳定。

- 蔚来

蔚来的汽车售价相对更高，对于上游原材料价格的上升容忍度更高。在2022一季度，公司仅取消了部分汽车补贴，并没有调价计划。而近期，蔚来也上调了其汽车的零售价格，上调了1万元人民币的售价，但是相较于其35万元以上的零售价格，蔚来价格调整的比例相对较低。

- 理想

目前，理想ONE的价格上调了1.18万元。受益于增程式电动车的电池容量较小（只有40度电），上游原料价格上升相较于理想ONE整车成本的影响比纯电动车型影响更小。

- 比亚迪

同时，与合资燃油车相比，比亚迪比较强势和热卖的DM-i车型与其价格接近，但是性能和使用成本更低。所以，虽然比亚迪调升部分车型价格（**图表 24**），但是相比合资燃油车的比较优势并没有明显减弱。油价上升，甚至增加了新能源车型对用户的吸引力。因而，我们认为，比亚迪受车型提价带来的需求影响较小。

- 特斯拉

特斯拉的战略是保持汽车销售毛利率相对稳定，与此同时，愿意降低汽车制造成本，通过向下调整汽车零售价格，以获得份额。因此，在上游原料涨价的过程，特斯拉也能更好地协助自己的上游企业，更快将价格压力传递给消费者。因此，我们看到，特斯拉在中美两国的汽车已经有多次调价行为。

总结而言，虽然不同车企的调价策略有所不同，与上游原料价格的联动机制也有所差异。但是，整体新能源汽车仍处于供不应求的状态。即消费者对新能源汽车的需求已经快速提升，但是汽车的交付速度还未迅速跟上。因此，目前的调价行为可能会造成短期的订单波动。但是，我们依然对今年中国新能源乘用车行业保持乐观。

图表 24: 蔚来、小鹏、理想、比亚迪、特斯拉中国地区电池与涨价情况梳理

品牌	车型	电池容量 (kWh)	三元锂	磷酸铁锂	涨价前售价 (万元)	第一次涨价 (万元)	第二次涨价 (万元)	累计涨价 (万元)	累计涨幅
NIO 蔚来	ES8	75	✓	✓	46.8-56.6	NA	1	1	2%
	ES6	75	✓	✓	35.8-46.8	NA	1	1	2%-3%
	EC6	75	✓	✓	36.8-46.8	NA	1	1	2%-3%
XPENG 小鹏	P7	60.2-80.9	✓	✓	21.99-40.99	0.43-0.59	1.01-3.26	1.60-3.80	5%-14%
	P5	55.9-71.4	✓	✓	15.79-22.39	0.48-0.54	1.32-1.56	1.36-2.10	6%-13%
	G3i	55-66	✓	✓	14.98-18.78	0.48-0.54	1.07-1.43	1.61-1.91	9%-13%
Li Auto 理想	ONE	40.5	✓	✗	33.80	NA	1.18	1.18	3%
BYD 比亚迪	海豚	30.7-44.9	✗	✓	9.38-12.18	0.30	0.60	0.9	7%-10%
	汉 DM	15.2	✓	✗	21.78-23.78	0.50	NA	0.5	2%
	汉 EV	64.8-76.9	✗	✓	20.98-27.95	0.50	NA	0.5	2%
	秦 Plus DM-i	8.32-18.32	✗	✓	10.58-14.58	0.30	0.30	0.6	4%-6%
	宋 Plus DM-i	8.3-18.3	✗	✓	14.68-19.98	0.30	0.30	0.6	3%-4%
	元 Pro	38.9-50.1	✗	✓	7.98-9.98	0.70	0.60	1.3	13%-16%
TESLA 特斯拉	Model 3	60-78.4	✓	✓	25.56-34.99	1.00	1.00-1.43	1.00-2.42	3%-9%
	Model Y	60-78.4	✓	✓	28.08-39.79	2.11	1.00-2.00	1.00-3.61	3%-13%

注: ✓/✗表示各车型是否拥有配置三元锂/磷酸铁锂电池车款。蔚来数据只涵盖标配车型，涨价将于5月10日落实。特斯拉 Model3 统计范围涵盖 Model3 电驱版/高性能版/长续航版，特斯拉 Model Y 统计范围涵盖 Model Y 电驱版/高性能版/长续航版，特斯拉 Model S 统计范围涵盖 Model S 高性能版/长续航版，特斯拉 Model X 统计范围涵盖 Model X 高性能版/长续航版；

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 25: 特斯拉海外涨价情况梳理

车型	电池容量 (kWh)	三元锂	磷酸铁锂	涨价前售价 (美元)	涨价后售价 (美元)	累计涨价 (美元)	累计涨幅
Model 3	54-82	✓	✓	44,990-58,990	46,990-61,990	2,000-3,000	4%-5%
Model S	100	✓	✗	94,990-129,990	99,990-135,990	5,000-6,000	5%
Model X	100	✓	✗	104,990-126,490	114,990-138,990	10,000-12,500	10%
Model Y	75	✓	✓	59,990-64,990	62,990-67,990	3000	5%

注: ✓/✗表示各车型是否拥有配置三元锂/磷酸铁锂电池车款。特斯拉 Model3 统计范围涵盖 Model3 电驱版/高性能版/长续航版，特斯拉 Model Y 统计范围涵盖 Model Y 电驱版/高性能版/长续航版，特斯拉 Model S 统计范围涵盖 Model S 高性能版/长续航版，特斯拉 Model X 统计范围涵盖 Model X 高性能版/长续航版；

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 26：浦银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	11.6	买入	29.0	2021/8/31	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	84.5	买入	179.1	2021/8/31	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	15.0	买入	36.0	2021/12/16	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	64.4	买入	146.9	2022/1/19	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	29.9	买入	43.7	2022/3/17	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	10.1	买入	28.0	2021/12/16	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	17.9	买入	38.2	2021/12/16	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	109.2	买入	187.2	2022/3/24	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	5.4	买入	7.4	2022/3/24	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	147.1	买入	305.9	2021/8/31	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	15.4	买入	26.4	2022/3/30	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	137.8	买入	207.0	2022/3/30	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	23.1	买入	37.4	2022/3/30	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	101.1	买入	146.2	2022/3/30	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	21.7	买入	37.7	2022/2/28	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	90.1	买入	150.4	2022/2/28	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	873.3	卖出	638.3	2021/9/6	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	238.4	买入	307.2	2022/4/1	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	248.8	买入	311.4	2022/4/1	新能源汽车

资料来源：Bloomberg、浦银国际，收盘价截至5月5日

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼