2020 年 12 月 30 日

电气设备行业

乘风破浪，量价齐升，全面开花

——2021 年电动车产业投资策略

行业投资策略

● **新能源车底部拐点已过，快速进入上行通道**

疫情拖累新能源车市场上半年的表现，下半年在补贴向好、爆款车型等因素的带动下销量大幅增长。7-11 月中国同比+69%，欧洲主要 8 国合计同比+139%。今年前三季度，中国、欧洲和美国共实现销量约 171 万辆，新能源车渗透率合计约 4.7%，较 2019 年提升了 1.3 个 pct，新能源车加速渗透。**我们预计 2020 年中国、欧洲和美国新能源车销量将达到 270 万辆，同比+27%。**

● **2021 年将成全球新能源车市场增长元年，销量同比+57%**

根据我们的预测，2021 年全球新能源车销量将达到 434 万辆，同比+57%。增长的动能主要来自：**1）国内**，私人需求爆发，2020 年私人购买新能源乘用车比例提升 16 个 pct 至 71%。2021 年，2020 年热销车型如 Model 3、汉和宏光 mini 热度有望延续，同时新款车型特斯拉 Model Y、大众 ID 系列和比亚迪 DM-i 版秦/宋 Plus 等有望进一步提供优质供给。**2）欧洲：**碳排放政策要求 2021 年新能源乘用车销量约 170 万辆。同时，欧洲主流整车厂如大众、宝马等加快布局，并制定了较高的目标销量。**3）美国：**拜登上台，新能源车政策向好，补贴有望全额恢复。而特斯拉 Fremont 和 Austin 工厂将贡献增量产能，保障 2021 年销售增长。

● **对各环节的影响：量价齐升**

过去国内新能源汽车分为两个阶段，2014-2016 年是 LFP 拉动时代，2017-2019 年是三元拉动时代，其背后的主要推动力是以补贴为主的政策驱动。从量上看，负极&电解液稳增，正极&隔膜结构切换，从价上看，所有类型的动力电池价格均处于下行通道，负极&隔膜价格处于持续下降通道，正极&电解液价格呈现周期性。

未来需求变化有两点，之一：从中国拉动需求变为中国、欧洲、美国三大地区共同拉动，因此参与全球化供应的企业将受益；之二：从三元高增变为 LFP 和三元并行高增，因此两条线上的企业均将受益。

带来影响：2021 年需求全面超预期，各环节量价齐升。我们预计全球 2021 年正极需求约 43 万吨，同比+73%，负极需求约 26 万吨，同比+78%，隔膜需求约 40 亿平米，同比+76%，电解液需求约 30 万吨，同比+78%。从价格上看，需求强劲，预计负极和隔膜价格下降空间有限，在乐观情况下可能在短期甚至有所提价，正极和电解液由于供需错配预计将进入向上周期。

● **投资主线：**

投资主线之一，是长周期环节龙头。包括电动车、电池、锂板块等；

投资主线之二，是放量最大的主线。包括电池、正极、负极、隔膜等；

投资主线之三，是价格上涨的主线。包括正极、电解液、锂、钴等。

● **投资建议及评级**

2019 年底到 2020 年，我们一直以推荐产业链有竞争力和核心壁垒的龙头为主，股价的上涨也主要以龙头公司估值的提升来实现，展望 2021 年，行业将从估值提升阶段进入业绩驱动阶段，在需求高增长的情况下，产业链将普遍实现业绩高增长，驱动股价进一步上涨，部分二线公司可能会实现估值提升，因为我们全面推荐电动产业链优质公司，维持行业“推荐”评级。

● **风险提示：**全球经济因新冠疫情等原因下滑严重的风险；全球货币流动性持续收缩的风险；新能源汽车销量不及预期的风险。

推荐（维持评级）

开文明（分析师）

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号：S0280517100002

赵勇臻（分析师）

zhaoyongzhen@xsdzq.cn

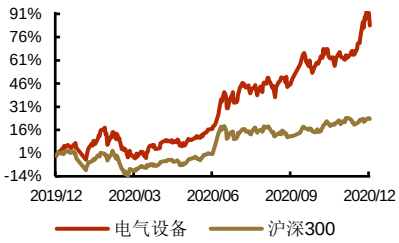
证书编号：S0280520030001

王珊（联系人）

wangjin3@xsdzq.cn

证书编号：S0280119120005

行业指数一年走势



相关报告

《风起于青萍之末，光伏成于技术变革》2020-12-29

《日本公布“绿色增长战略”，美国光伏投资税抵免再延长》2020-12-27

《新能源汽车销量高增，碳中和开启风、光新篇章》2020-12-21

《全球新能源汽车加速渗透，碳中和开启风、光新篇章》2020-12-13

《国内优质新能源车热销，欧洲电动化超预期》2020-12-06

目 录

1、 2021 年是新能源车行业高成长元年.....5
1.1、 2020 年新能源车销量先抑后扬.....5
1.2、 行业处于导入期到成长期切换，2021 年将是高成长元年.....6
2、 行业高成长主要来自三大区域：中国、欧洲和美国.....8
2.1、 中国：私人需求超预期，优质供给频出，补贴延缓.....8
2.2、 欧洲：碳排放政策筑底，主流整车厂制定高目标.....11
2.3、 美国：政策向好，特斯拉产能提升.....13
3、 对各环节的影响：量价齐升.....13
3.1、 复盘：国内新能源汽车市场经历了 2014-16&2017-19 两个阶段.....13
3.2、 需求变化：全球拉动+LFP 回暖.....23
3.3、 带来影响：2021 年需求全面超预期，各环节量价齐升.....24
4、 投资主线.....28
4.1、 长周期环节龙头：电动车、电池、锂.....28
4.2、 放量最大的主线：电池、正极、负极、隔膜.....28
4.3、 价格上涨的主线：正极、电解液、锂、钴.....29
5、 推荐标的.....29
5.1、 比亚迪：新能源汽车龙头，强势发力.....29
5.2、 宁德时代：动力电池龙头，格局稳固.....30
5.3、 亿纬锂能：电池和电子烟高景气，业绩高增.....31
5.4、 法拉电子：老牌薄膜电容器龙头，下游需求高增.....32
6、 风险提示.....32

图表目录

图 1: 2020 年国内新能源车销量情况（万辆）.....5
图 2: 2020 年欧洲新能源汽注册量情况（万辆）.....6
图 3: 2020 年美国新能源汽注册量情况（万辆）.....6
图 4: 2020 年国内新能源车渗透率不断升高.....7
图 5: 2020 年欧洲主要 8 国新能源乘用车渗透率向上.....7
图 6: 预计 2021 年将成为高增长元年（万辆）.....8
图 7: 2020Q1-3 新能源车私人需求同比+18.6%.....9
图 8: 2020Q1-3 新能源车对公销量同比-43.7%.....9
图 9: 2020Q1-3 新能源车私人购买中限购地区同比+14.6%.....9
图 10: 2020Q1-3 新能源车私人购买中非限购地区同比+22.1%.....9
图 11: 热门新能源车型产量情况（辆）.....9
图 12: 11 月新能源乘用车结构（辆）.....9
图 13: 2020 年主要爆款车型.....10
图 14: 新能源乘用车里程补贴最高标准.....11
图 15: 2020Q3 中国城市拥堵状态.....11
图 16: 2019 年欧洲乘用车销量结构（按车企分类）.....12
图 17: 大众集团未来规划.....12
图 18: 戴姆勒未来新能源车型规划.....12
图 19: 宝马未来新能源车型规划.....12
图 20: 特斯拉产量（万辆）.....13
图 21: 国内新能源汽车销量（万辆）.....14

图 22: 国内动力电池装机量（GWh）.....14
图 23: 2014-2016 年 LFP 动力电池装机量高增（GWh）.....14
图 24: 2017-2019 年三元动力电池装机量高增（GWh）.....14
图 25: 负极维持稳定增长（万吨）.....15
图 26: 电解液维持稳定增长（万吨）.....15
图 27: 正极经历了从 LFP 到 NCM 的切换（万吨）.....15
图 28: 隔膜经历了从干法到湿法的切换（亿平米）.....15
图 29: LFP 动力电池价格（元/Wh）.....15
图 30: NCM 动力电池价格（元/Wh）.....15
图 31: 钛酸锂动力电池价格（元/Wh）.....16
图 32: 锰酸锂动力电池价格（元/Wh）.....16
图 33: 中国人造石墨价格（万元/吨）.....16
图 34: 中国天然石墨价格（万元/吨）.....16
图 35: 国内湿法隔膜价格（元/平米）.....16
图 36: 国内干法隔膜价格（元/平米）.....16
图 37: 国内 LFP 正极价格（万元/吨）.....17
图 38: 国内 NCM523 正极价格（万元/吨）.....17
图 39: 国内动力电解液价格（万元/吨）.....17
图 40: 国内六氟磷酸锂价格（万元/吨）.....17
图 41: 比亚迪汽车和手机业务毛利率（%）.....18
图 42: 比亚迪汽车业务营收及增速（亿元）.....18
图 43: 比亚迪手机业务营收及增速（亿元）.....18
图 44: 宁德时代毛利率&净利率（%）.....19
图 45: 宁德时代营收及增速（亿元）.....19
图 46: 宁德时代净利润及增速（亿元）.....19
图 47: 国内人造石墨和天然石墨产量（万吨）.....20
图 48: 贝特瑞营收及增速（亿元）.....20
图 49: 贝特瑞毛利率&净利率（%）.....20
图 50: 国内干法和湿法隔膜产量（亿平米）.....21
图 51: 恩捷股份营收及增速（亿元）.....21
图 52: 恩捷股份毛利率&净利率（%）.....21
图 53: 动力电解液均价（万元/吨）.....22
图 54: 六氟磷酸锂均价（万元/吨）.....22
图 55: 天赐材料营收及增速（亿元）.....22
图 56: 天赐材料毛利率（%）.....22
图 57: LFP 正极价格（万元/吨）.....22
图 58: NCM523 正极价格（万元/吨）.....22
图 59: 德方纳米营收及增速（亿元）.....23
图 60: 德方纳米毛利率（%）.....23
图 61: 当升科技营收及增速（亿元）.....23
图 62: 当升科技毛利率（%）.....23
图 63: 全球电动车需求预测（万辆）.....24
图 64: LFP 电池和三元电池预测（GWh）.....24
图 65: 正极需求量预测（万吨）.....24
图 66: 负极需求量预测（万吨）.....24
图 67: 隔膜需求量预测（亿平米）.....24
图 68: 电解液需求量预测（万吨）.....24

图 69: 宁德时代装机量及预测（GWh）.....25
图 70: 宁德时代平均价格及预测（元/Wh）.....25
图 71: 宁德时代营收及预测（亿元）.....25
图 72: 宁德时代净利润及预测（亿元）.....25
图 73: 德方纳米营收及预测（亿元）.....25
图 74: 德方纳米净利润及预测（亿元）.....25
图 75: 当升科技营收及预测（亿元）.....26
图 76: 当升科技净利润及预测（亿元）.....26
图 77: 璞泰来营收及预测（亿元）.....26
图 78: 璞泰来净利润及预测（亿元）.....26
图 79: 贝特瑞营收及预测（亿元）.....26
图 80: 贝特瑞净利润及预测（亿元）.....26
图 81: 恩捷股份营收及预测（亿元）.....27
图 82: 恩捷股份净利润及预测（亿元）.....27
图 83: 星源材质营收及预测（亿元）.....27
图 84: 星源材质净利润及预测（亿元）.....27
图 85: 天赐材料营收及预测（亿元）.....27
图 86: 天赐材料净利润及预测（亿元）.....27
图 87: 新宙邦营收及预测（亿元）.....28
图 88: 新宙邦净利润及预测（亿元）.....28
图 89: 比亚迪营收及预测（亿元）.....30
图 90: 比亚迪归母净利润及预测（亿元）.....30
图 91: 宁德时代营收及预测（亿元）.....30
图 92: 宁德时代归母净利润及预测（亿元）.....30
图 93: 亿纬锂能营收及预测（亿元）.....31
图 94: 亿纬锂能归母净利润及预测（亿元）.....31
图 95: 法拉电子营收及预测（亿元）.....32
图 96: 法拉电子归母净利润及预测（亿元）.....32

表 1: 历年全球新能源车及汽车销量情况.....7
表 2: 终端销量构成.....8
表 3: Model Y 占 2020.1-10 月全球新能源车累计销量的 2%.....10
表 4: 预测 2021 年部分爆款车型.....10
表 5: 上海限行政策.....11
表 6: 2021 年新能源乘用车销量约 169 万辆.....11
表 7: 美国新能源车政策及领导人主张.....13
表 8: 2020Q1-3 国内新能源车产量情况（辆）.....17
表 9: 宁德时代国内市占率（%）.....18
表 10: 国内负极近年市占率（%）.....20
表 11: 湿法隔膜市占率（%）.....21
表 12: 正价材料市场格局.....22
表 13: 长周期环节龙头盈利预测.....28
表 14: 放量主线公司盈利预测.....28
表 15: 涨价主线公司盈利预测.....29
表 16: 宁德时代业绩拆分.....30
表 17: 亿纬锂能业绩拆分.....31

1、 2021 年是新能源车行业高成长元年

1.1、 2020 年新能源车销量先抑后扬

回顾 2020 年，疫情、爆款新车型、补贴政策等因素对新能源车行业产生了深远影响。具体如下：

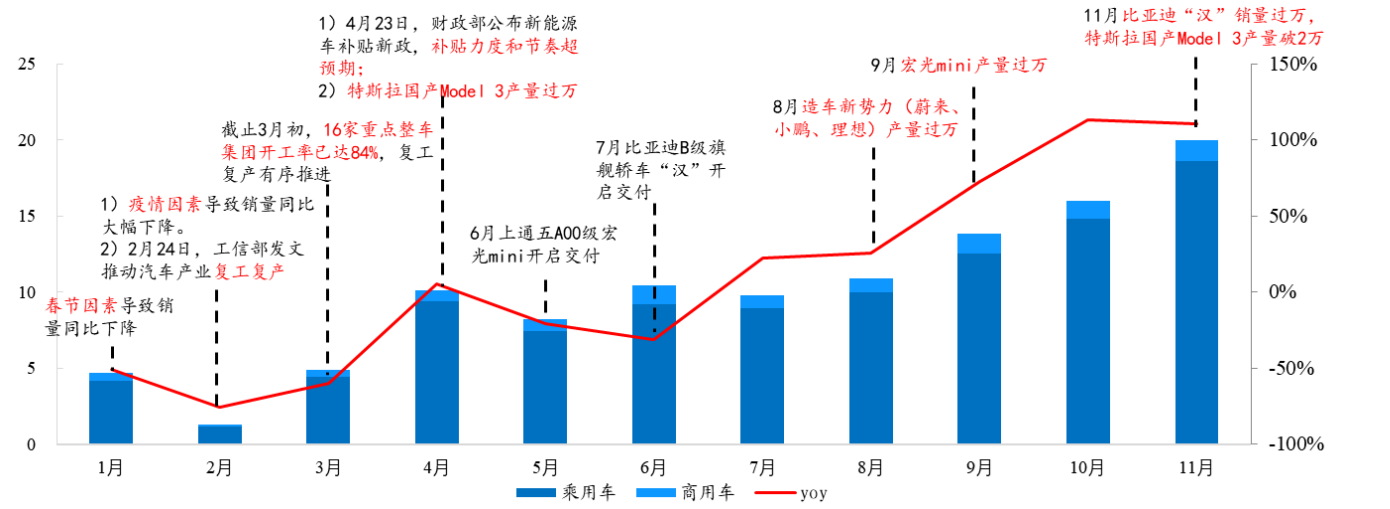
1）中国

黑天鹅事件导致国内新能源车市场开年不旺。1 月由于春节因素导致销量同比下滑，2 月开始疫情席卷全国，新能源车销量持续下滑，导致 2020Q1 销量大幅下滑。

补贴新政超预期，Q2 特斯拉一骑绝尘。2 月底复工复产有序推进，4 月底推出的新能源车补贴新政超预期。2020Q2 销量逐步恢复，同比逐步收窄。同时，受益于对品牌和产品的认可，特斯拉 model 3 表现亮眼，4 月产量超万辆。

优质车型供给拉动下半年新能源车回暖。6、7 月宏光 mini 和比亚迪“汉”分别批量交付，推动新能源车销量同比高增长。9 月、11 月开始宏光 mini 和比亚迪“汉”产销量分别过万辆。同时，11 月特斯拉国产 Model 3 产量破 2 万辆。整体看，今年 7-11 月新能源车累计销量约 71 万辆，同比+69%。

图1： 2020 年国内新能源车销量情况（万辆）



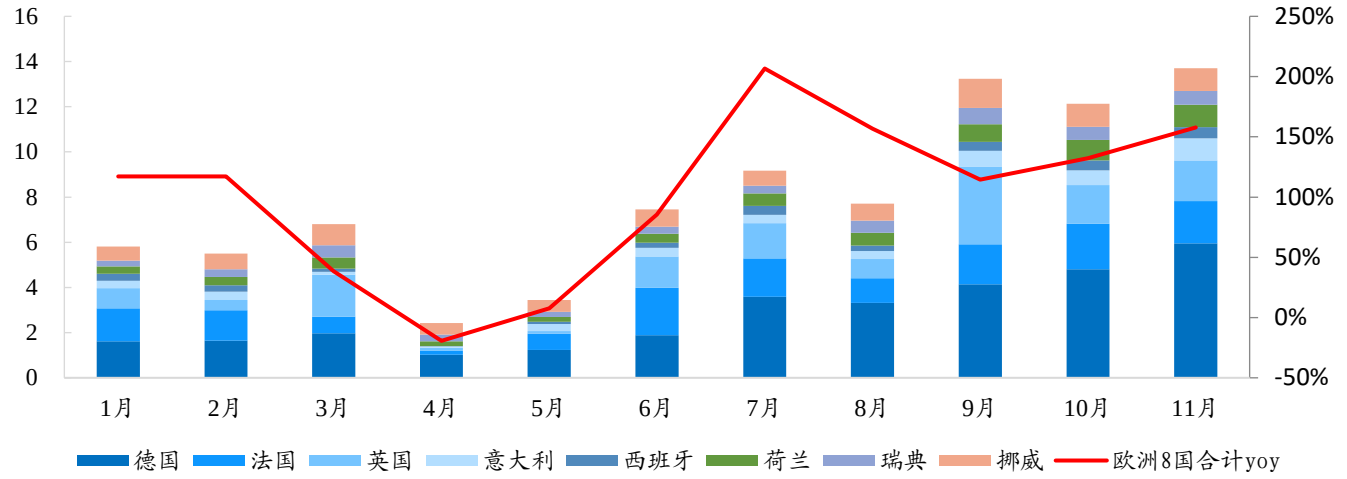
资料来源：工信部，新华社，真锂研究，新时代证券研究所

2）欧洲

碳排放考核正式执行，1-3 月新能源车注册量连续超预期，疫情阶段性影响 4、5 月。受碳排放考核正式执行的影响，年初欧洲新能源车注册量同比超 100%增长。4 月受疫情的影响，新能源车销量大幅下降，欧洲主要 8 国的新能源车注册量下降至 2.4 万辆，同比-19%。5 月注册量略有提升，不过依然维持在 4 万以下。

强补贴提升欧洲新能源车销量增速。受益于欧洲传统汽车大国的补贴政策落地，从 6 月开始新能源车销量显著回升。其中，法国 6 月单月销量达 2.1 万辆，环比+193%；德国 7 月单月销量达 3.6 万辆，环比+90%，是欧洲新能源车主要的增量来源。

图2： 2020 年欧洲新能源汽注册量情况（万辆）

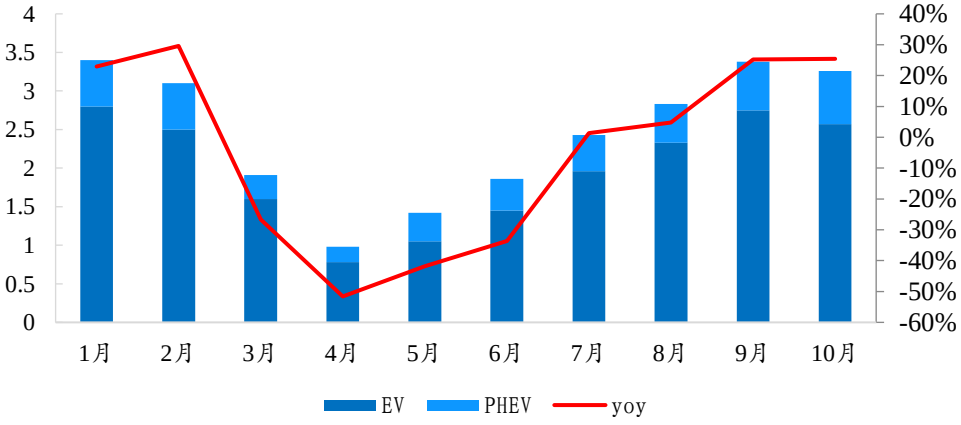


资料来源：欧洲各国汽车协会，新时代证券研究所

3）美国

新能源车市场受疫情影响严重，目前已恢复增长。疫情对美国新能源车市场造成了重大冲击，4 月新能源车销量同比大幅下滑 52%，至 1 万辆。7 月开始新能源车市场才出现同比正增长，且随后的 7-10 月增幅逐步提升。

图3： 2020 年美国新能源汽注册量情况（万辆）



资料来源：ANL，Marklines，新时代证券研究所

1.2、 行业处于导入期到成长期切换，2021 年将是高成长元年

2020Q1-3 全球主要地区（中、欧、美）新能源车销量约 171 万辆，新能源车渗透率提升 1.3 个 pct，到 4.7%。其中，中国、欧洲新能源车渗透率正处于加速渗透的阶段。

具体来看：

中国：经过 2018、2019 年新能源车补贴大幅退坡后，补贴政策刺激因素大幅减弱，新能源车发展由政策推动向市场推动转型。尤其在疫情负面影响缓解的下半年，新能源车渗透率逐月攀升。截止 2020.11，新能源车累计渗透率约 4.9%。

欧洲：碳排放考核叠加新能源车强补贴，政策推动新能源车大跨步发展，欧洲新能源车渗透率大幅增加，20Q3 已达 10.7%。根据欧洲主要国家的汽车协会统计

数据，10-11 月新能源车渗透率继续向上，分别为 13.6%、16.8%。

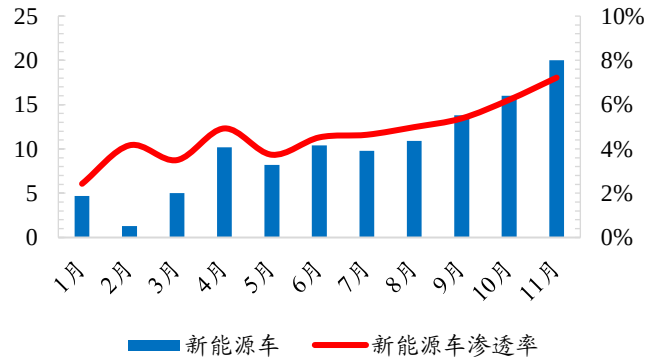
美国：由于现行新能源车补贴政策的扶持有限，美国新能源车发展较为平稳。截止 2020.10，新能源车累计渗透率约 2%，与 2019 年相比变化不大。

表1： 历年全球新能源车及汽车销量情况

	2017	2018	2019	2020Q1-3
新能源车销量（万辆）				
中国	78	126	121	74
欧洲	29	44	58	77
美国	20	36	33	20
合计	126	205	211	171
汽车（万辆）				
中国	2,888	2,808	2,577	1,712
欧洲	1,781	1,795	1,818	873
美国	1,755	1,770	1,748	1,060
合计	6,424	6,373	6,143	3,645
新能源车渗透率				
中国	2.7%	4.5%	4.7%	4.3%
欧洲	1.6%	2.4%	3.2%	8.8%
美国	1.1%	2.0%	1.9%	1.9%
合计	2.0%	3.2%	3.4%	4.7%

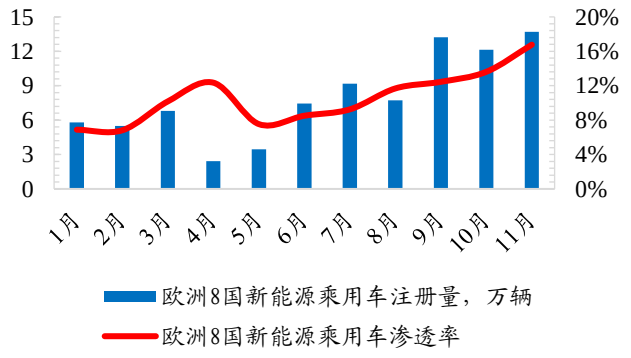
资料来源：OICA，中汽协，ACEA，ANL，新时代证券研究所

图4： 2020 年国内新能源车渗透率不断升高



资料来源：中汽协，新时代证券研究所

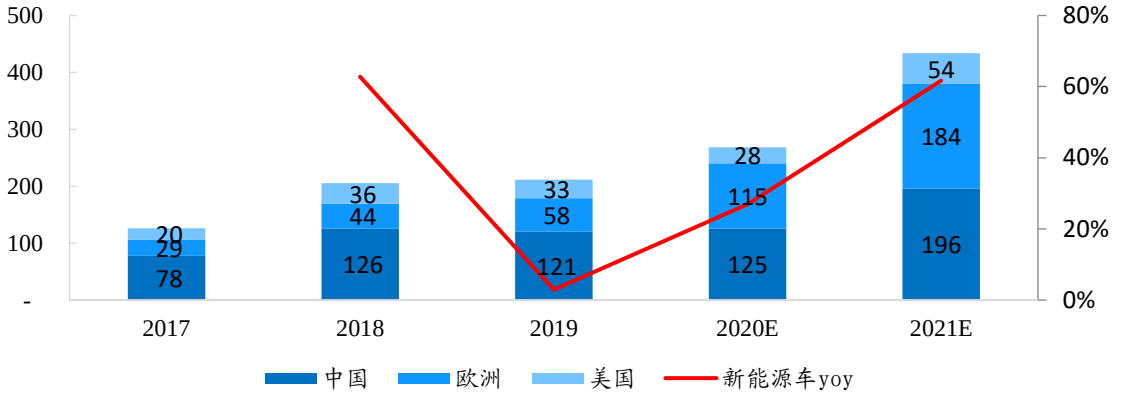
图5： 2020 年欧洲主要 8 国新能源乘用车渗透率向上



资料来源：欧洲各国汽车协会，新时代证券研究所

根据我们的预测，在补贴政策超预期、新车型热销等因素的带动作用下，2020 年全球新能源车销量将达到约 270 万辆，同比+27%。2021 年全球新能源车市场迎来景气向上的拐点，渗透率快速提升，全年销量将达到 434 万辆，同比+57%。

图6： 预计 2021 年将成为高增长元年（万辆）



资料来源：OICA，中汽协，ACEA，ANL，新时代证券研究所预测

2、 行业高成长主要来自三大区域：中国、欧洲和美国

2.1、 中国：私人需求超预期，优质供给频出，补贴延缓

2020 年新能源车市场主要依靠私人购买拉动。2020Q1-3 新能源车上险量约 58.4 万，同比-10.7%，其中私人购买约 41 万辆，同比+18.6%，占乘用车上险量份额提升了 16 个 pct，至 71%。

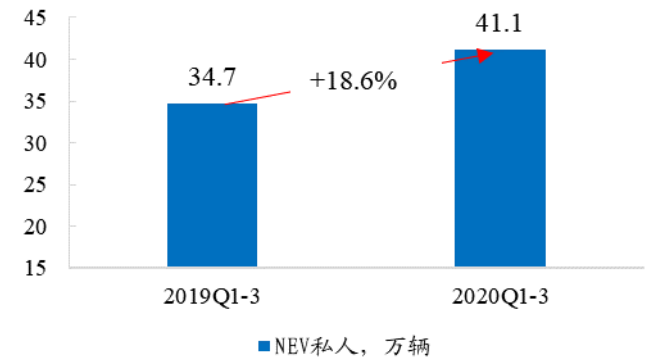
从私人需求的结构上看，非限购城市增长快。2020Q1-3 限购地区私人购买新能源车约 18.5 万辆，同比+14.6%；非限购地区私人购买新能源车约 22.6 万辆，同比+22.1%。

表2： 终端销量构成

	2017	2018	2019	2020Q1-3
终端销量，万辆				
运营需求	18	32	39	17
出租	1	1	8	8
网约	10	23	26	8
分时租赁	6	7	5	1
私人需求	35	60	47	41
限购城市	15	24	21	18
非限购城市	20	36	26	23
终端销量占比				
运营需求	34%	35%	45%	29%
出租	2%	1%	9%	13%
网约	19%	25%	30%	14%
分时租赁	11%	8%	6%	2%
私人需求	66%	65%	55%	71%
限购城市	43%	40%	45%	44%
非限购城市	57%	60%	55%	56%

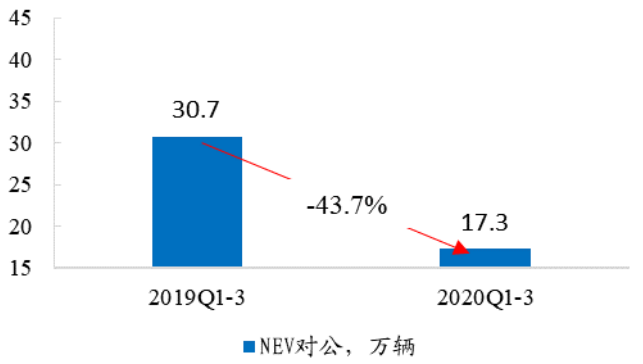
资料来源：国家信息中心，新时代证券研究所

图7： 2020Q1-3 新能源车私人需求同比+18.6%



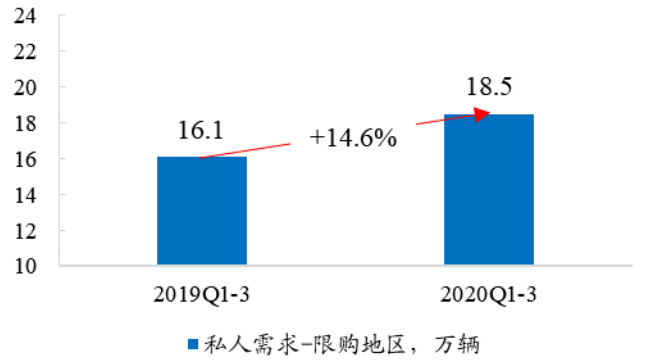
资料来源：国家信息中心，新时代证券研究所

图8： 2020Q1-3 新能源车对公销量同比-43.7%



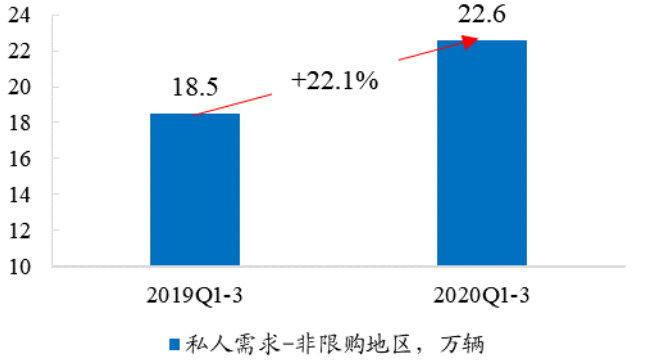
资料来源：国家信息中心，新时代证券研究所

图9： 2020Q1-3 新能源车私人购买中限购地区同比+14.6%



资料来源：国家信息中心，新时代证券研究所

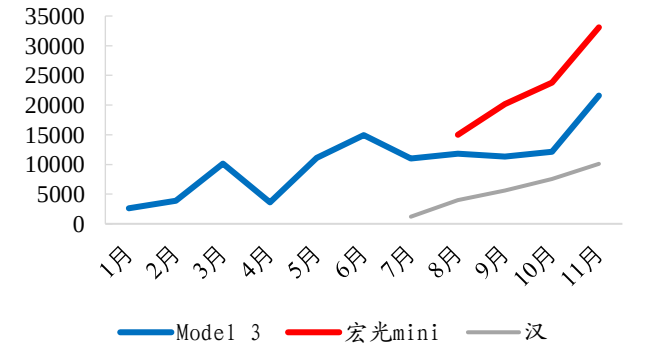
图10： 2020Q1-3 新能源车私人购买中非限购地区同比+22.1%



资料来源：国家信息中心，新时代证券研究所

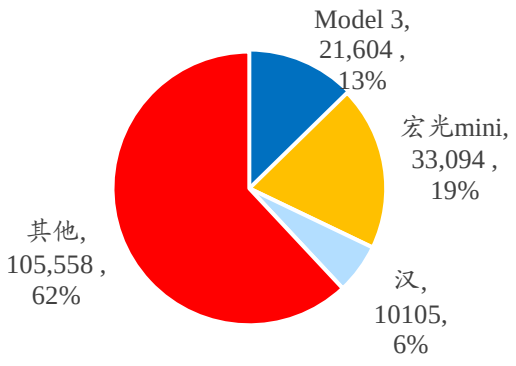
2020H2 爆款车型热度有望延续。1）高端车市场，2020H2 上市的比亚迪“汉”由于刀片电池产能爬坡，交付量平缓提升，到 11 月销量破万，我们预计大量的在手订单及良好的市场口碑将保障 2021 年交付量维持在万辆级别。同时，11 月特斯拉 Model 3 国内销量环比大幅增长至 2.2 万辆。国内超高的人气将保障特斯拉 2021 年继续维持高销量。2）经济车市场，上通五宏光 mini 自上市以来销量保持向上势头，11 月销量超 3 万辆，强劲的下游需求将支撑 2021 年月销量保持在 3 万辆以上。

图11： 热门新能源车型产量情况（辆）



资料来源：真锂研究，新时代证券研究所

图12： 11 月新能源乘用车结构（辆）



资料来源：乘联会，新时代证券研究所

图13： 2020 年主要爆款车型







资料来源：百度图片，新时代证券研究所

2021 年优质车型接力。1）EV 市场，根据 EV sales 数据，2020.1-10 月特斯拉 Model Y 全球累计销量达 5.2 万辆，约占全球新能源车销量的 2%，排名第四。国产版特斯拉 Model Y 将于 2021 年生产并上市，将成为爆款 SUV。同时，具有爆款潜质的长城欧拉好猫和大众 MEB 新车型 ID 系列等新车型也将在 2021 年贡献销量。2）PHEV 市场，比亚迪推出的 DM-i 技术兼顾电动车的性能和传统车的价格，2021 年有望率先配套秦 Plus、宋 Plus 等车型，进一步拓宽 PHEV 市场。

表3： Model Y 占 2020.1-10 月全球新能源车累计销量的 2%

	2020.1-10 累计销量，辆	占比
特斯拉 Model 3	260,927	12%
雷诺 Zoe	74,124	3%
上通五五菱宏光 mini	52,672	2%
特斯拉 Model Y	**52,294**	**2%**
现代 Kona	45,693	2%
尼桑 Leaf	41,646	2%
奥迪 e-Tron	36,246	2%
广汽 Aion S	35,145	2%
大众 e-Golf	35,071	2%
比亚迪秦 Pro	33,827	2%
其他	1,458,924	69%
合计	2,126,569	100%

资料来源：EV Sales，新时代证券研究所

表4： 预测 2021 年部分爆款车型

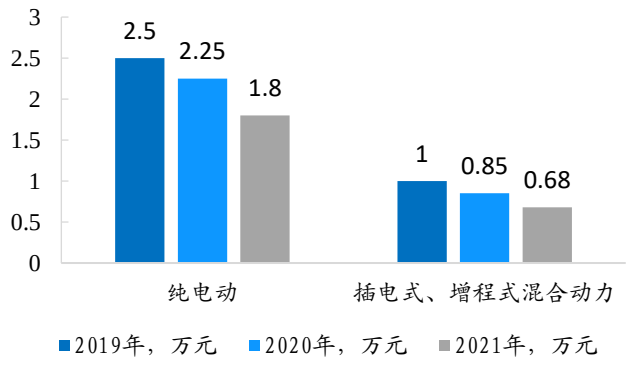
整车厂	车型	车辆类别	级别	类型
特斯拉	Model Y	EV	B 级	SUV
比亚迪	秦 Plus DM-i 版	PHEV	A 级	轿车
	宋 Plus DM-i 版	PHEV	A 级	SUV
广汽	Aion Y	EV	A0	SUV
蔚来	ET7	EV	/	轿车
大众	ID.4X、ID.4 Crozz	EV	A	SUV
特斯拉	欧拉好猫	EV	A0	轿车

资料来源：汽车之家，新时代证券研究所预测

2021 年补贴延续，平稳下降。根据 2020.4.23 财政部等部门联合发布的通知，2020-2022 年新能源车补贴将延续，其中 2021 年非公共交通领域的新能源车补贴标准将在 2020 年基础上退坡 20%，里程补贴最高可达 1.8 万元。

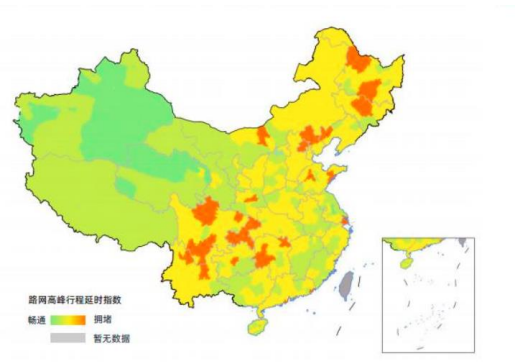
道路拥堵成难题，上海加严外牌限行政策，或为其他拥堵城市提供借鉴。为缓解道路拥堵，10.24 上海市公安局发布《调整本市部分道路交通管理措施》的通告，相对之前的 8 小时限行，新规延长至 13 小时，进一步强化沪牌和新能源车辆的路权。同时也可为其他拥堵城市提供借鉴。

图14： 新能源乘用车里程补贴最高标准



资料来源：财政部，新时代证券研究所

图15： 2020Q3 中国城市拥堵状态



资料来源：高德地图，新时代证券研究所

表5： 上海限行政策

	上海限行政策	上海车牌情况
前期政策	工作日 7-10 时、15-20 时，外省市机动车、临时号牌、未载客出租及实习期驾驶员，禁止驶入 12 条高架或城市快速道路	1）截止 2019 年年底，上海市小客车保有量 540 万辆（包括上海市注册及长期在沪外省市号牌小客车），其中沪 C 小客车约 139 万辆，常驻上海的外省市号牌小客车约 167 万辆。 2）2019 年乘用车上牌总量约 61 万辆，其中非营业性小客车市区通行额度投放 13.3 万张，同比减少 2.36 万张（不含新能源车）
新政	2020 年 11 月 2 日起，每日 7 时至 20 时，包含高架路段在内等路段禁止悬挂外省市机动车号牌、临时行驶车号牌、未载客的出租小客车及实习期驾驶员通行；2021 年五一假期后首个工作日每日 7 时至 10 时、16 时至 19 时，内环内地面道路禁止悬挂外省市机动车号牌的小客车通行（周六、日及节假日除外）	

资料来源：上海市公安局，上海本地宝，新时代证券研究所

2.2、 欧洲：碳排放政策筑底，主流整车厂制定高目标

对应 2021 年碳排放目标，欧洲新能源乘用车销量将达到 169 万辆。在 2020、2021 年欧洲乘用车同比-25%、+20%假设条件下，要达到 95g CO2/km 的目标值，我们预计新能源乘用渗透率将达到 12%，对应的新能源乘用车销量约 169 万辆。

表6： 2021 年新能源乘用车销量约 169 万辆

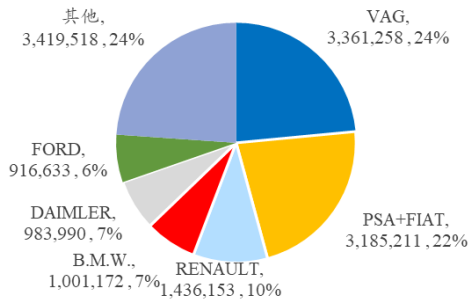
	2018	2019	2020E	2021E	2025E	2030E
乘用车销量，万辆						
EV	23	35	70	113	310	765
PHEV	19	20	47	56	155	170
HEV	63	94	164	211	233	255
其他替代能源	23	26	23	28	31	34
汽油	874	916	587	634	465	333
柴油	549	475	282	366	357	143
碳排放--NEDC						
EV	0	0	0	0	0	0
PHEV	47	46	45	43	38	35
HEV	99	101	97	94	83	75

	2018	2019	2020E	2021E	2025E	2030E
其他替代能源	111	114	109	106	94	85
汽油	124	126	121	117	104	94
柴油	124	126	121	117	104	94
倍数	1.00	1.00	2.00	1.67	1.00	1.00
合计						
乘用车销量，万辆	1551	1565	1174	1409	1550	1700
新能源乘用车销量，万辆	41	55	117	169	465	935
新能源车渗透率	3%	4%	10%	12%	30%	55%
平均碳排放，g CO2/km	120.0	120.5	99.0	94.9	73.3	42.7
排放目标值，g CO2/km		111.3	95	95	81	47.5

资料来源：欧盟环境署，ACEA，新时代证券研究所预测

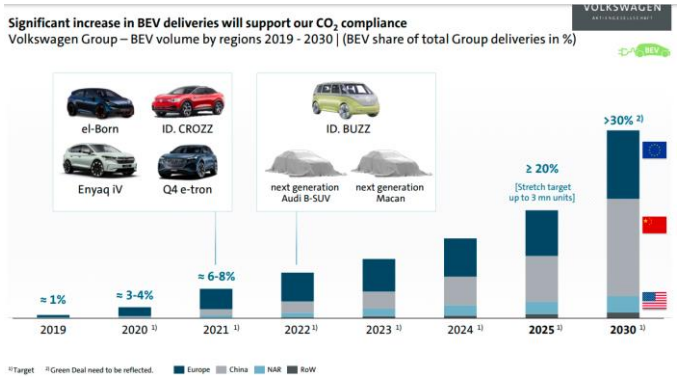
主流整车厂制定高目标。1）大众：根据大众 2020Q3 交流资料，2021 年新车型除了 ID.CROSZZ 外还有 el-Born、Enyaq iV、Q4 e-tron 多款新车型上市，预计 2021 年新能源车销量将达 80 万，其中欧洲约 57 万。2）宝马：宝马新能源车 20Q1-3 累计销量同比+37%，渗透率达到 12%。2021 年宝马将推出 iX3、i4、iX 等新能源车型，预计欧洲新能源车渗透率将提高到 25%。若欧洲销量 80 万辆，新能源车将达 20 万辆。

图16： 2019 年欧洲乘用车销量结构（按车企分类）



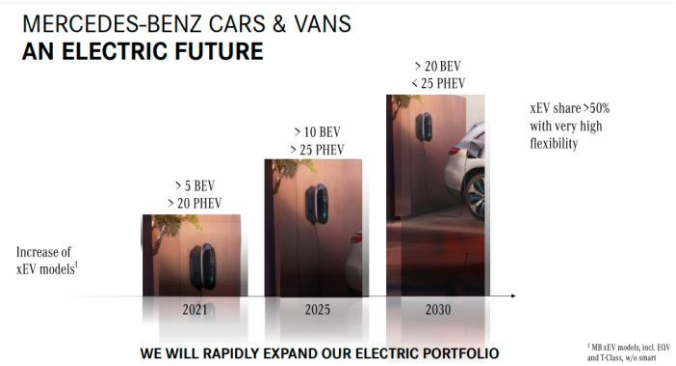
资料来源：ACEA，新时代证券研究所

图17： 大众集团未来规划



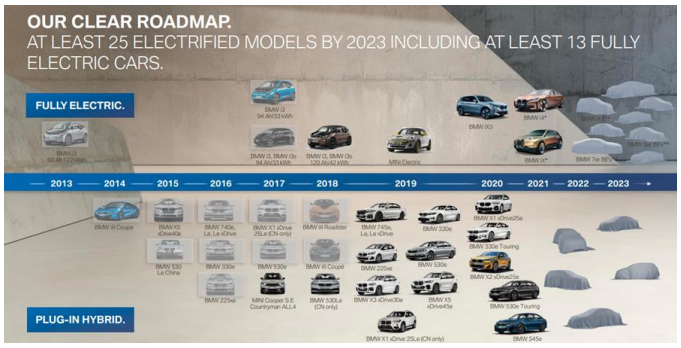
资料来源：大众官网，新时代证券研究所

图18： 戴姆勒未来新能源车型规划



资料来源：戴姆勒官网，新时代证券研究所

图19： 宝马未来新能源车型规划



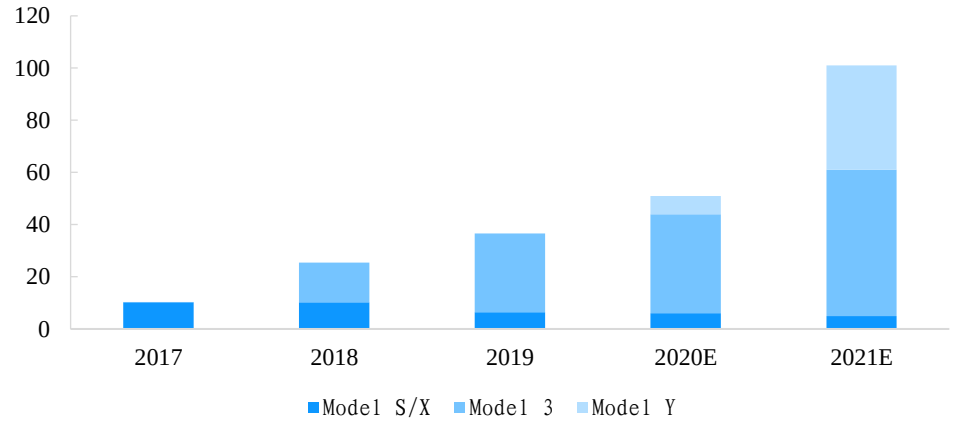
资料来源：宝马官网，新时代证券研究所

2.3、 美国：政策向好，特斯拉产能提升

拜登上台，新能源车政策向好。与特朗普鼓励传统能源发展不同，拜登主张大力发展新能源车。根据拜登竞选时的新能源车政策主张，将恢复全额电动车税收抵免，鼓励购买新能源车，将加速美国新能源车的渗透率。到 2026 年，拜登提出新能源车渗透率将达到至少 25%，对应的销量约 400 万辆。

特斯拉产能提升，为美国市场销量提升提供保障。目前美国新能源车市场还是特斯拉为主。随着 2020Q3 Fremont 工厂的 Model 3/Y 产能从 40 万辆/年提升至 50 万辆/年有效缓解 Model 3/Y 交付压力，并为 2021 年销量提升提供保障。同时，Austin 工厂也有望 2021 年建成并在 2021H2 提供销量贡献。

图20： 特斯拉产量（万辆）



资料来源：特斯拉官网，新时代证券研究所预测

表7： 美国新能源车政策及领导人主张

政策及主张	具体内容
现行政策	税收抵免上限为 7500 美元，当车企销量达到 20 万辆后，T+1~2 个季度退坡 50%，T+3~4 季度退坡 50%，此后完全退出
特朗普新能源车政策主张	1）车企能耗标准从 2025 年前达到 4.32L/100km 降低为到 2026 年前达到 6.59L/100km，同时燃油效率改善目标从 5%降至 1.5%; 2）向国会报告的 2020 年财政预算中，特朗普提议取消购买电动车的 7500 美元抵税补贴。
拜登新能源车政策主张	1）2030 年底之前建设超过 50 万个新增公共充电站; 2）恢复全额电动车税收抵免，鼓励购买新能源车; 3）制定更加严格燃油排放新标准; 4）到 2026 年，电动车所占市场份额至少达到 25%，电动车年销量达到 400 万辆。

资料来源：美国能源部，搜狐，新时代证券研究所

3、 对各环节的影响：量价齐升

3.1、 复盘：国内新能源汽车市场经历了 2014-16&2017-19 两个阶段

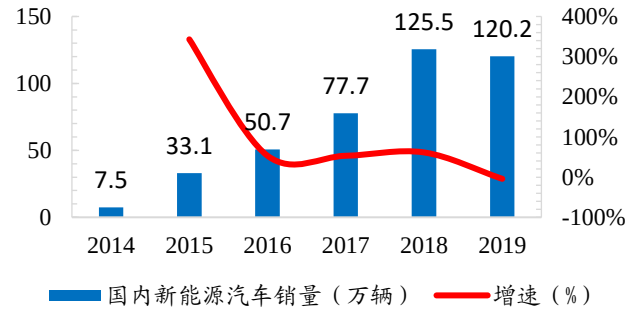
在 2020 低基数，2021 年预计高增长的背景下，预计下游需求高增长将给行业带来新的变化。我们试图从过去的历史数据中进行分析，同时结合新的变化，对未

来行业各环节的影响进行一些总结和思考。

首先，我们将过去国内新能源汽车分为两个阶段，2014-2016 年是 LFP 拉动时代，2017-2019 年是三元拉动时代，其背后的主要推动力是以补贴为主的政策驱动。

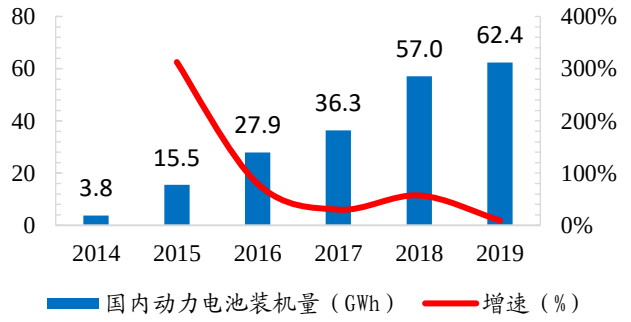
从 2014 到 2019 年，国内新能源汽车销量从 7.5 万辆迅速增长至 120 万辆，动力电池装机量从 3.8GWh 迅速增长至 62GWh。其中 LFP 动力电池装机量从 2014 年的 3.1GWh 扩张至 2016 年的 20.3GWh，三元动力电池装机量从 2017 年的 16.2GWh 扩张至 2019 年的 38.5GWh。

图21： 国内新能源汽车销量（万辆）



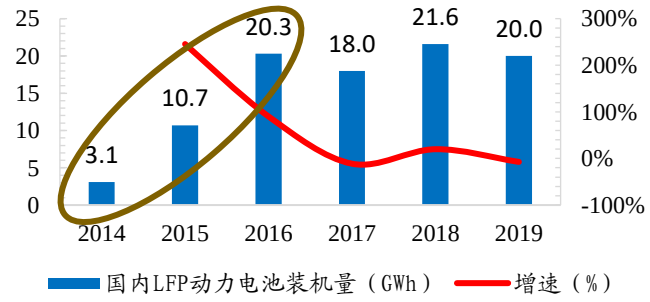
资料来源：中汽协，新时代证券研究所

图22： 国内动力电池装机量（GWh）



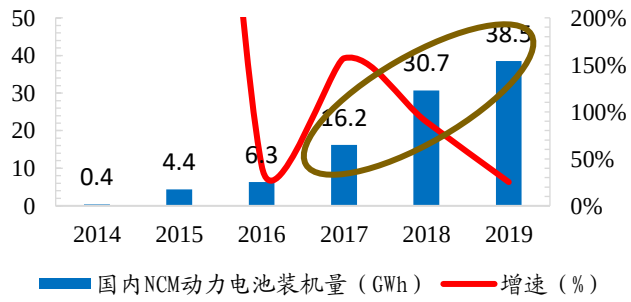
资料来源：GGII，新时代证券研究所

图23： 2014-2016 年 LFP 动力电池装机量高增（GWh）



资料来源：GGII，新时代证券研究所

图24： 2017-2019 年三元动力电池装机量高增（GWh）



资料来源：GGII，新时代证券研究所

量：负极&电解液稳增，正极&隔膜结构切换

在这样的需求增长背景下，可以看到对中游量的影响。

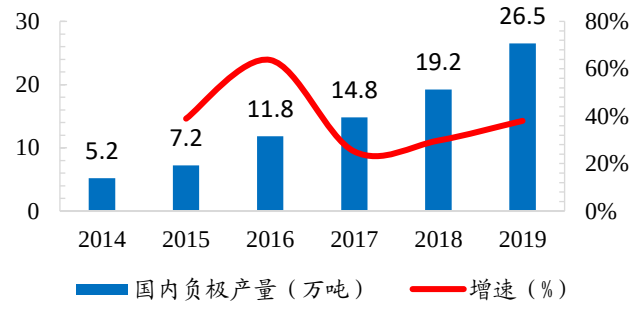
负极和电解液由于无重大材料体系变动，整体呈现稳步增长，负极产量从 2014 年的 5.2 万吨增长至 2019 年的 26.5 万吨，电解液产量从 2014 年的 1.7 万吨增长至 2019 年的 10.7 万吨。

而正极和隔膜发生了结构切换，在第一阶段，LFP 正极产量快速增长，从 2014 年的 1 万吨增长至 2016 年的 6 万吨，在第二阶段，三元正极产量快速增长，从 2017 年的 8 万吨增长至 2019 年的 19 万吨，背后原因是从 LFP 电池到三元电池的切换。

同样，干法隔膜主要用在 LFP 电池上，湿法隔膜主要用在三元电池上，在第

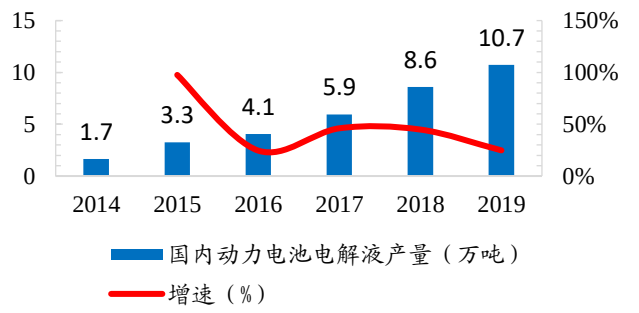
一阶段，干法隔膜产量从 2014 年的 2.8 亿平增长至 2016 年的 6.3 亿平，第二阶段，湿法隔膜产量从 2017 年的 7.4 亿平增长至 2019 年的 19.9 亿平。

图25： 负极维持稳定增长（万吨）



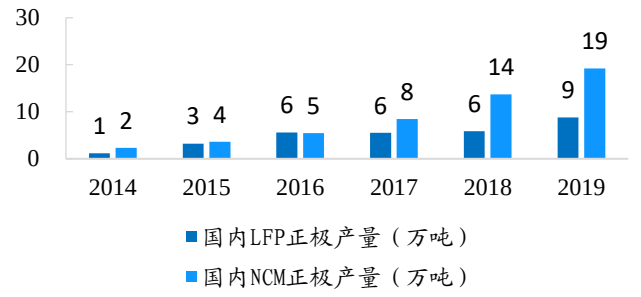
资料来源：GGII，新时代证券研究所

图26： 电解液维持稳定增长（万吨）



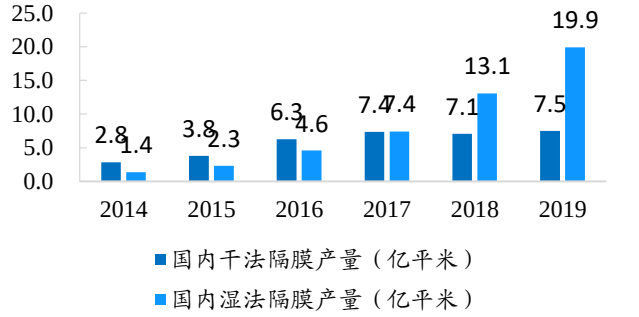
资料来源：GGII，新时代证券研究所

图27： 正极经历了从 LFP 到 NCM 的切换（万吨）



资料来源：GGII，新时代证券研究所

图28： 隔膜经历了从干法到湿法的切换（亿平米）

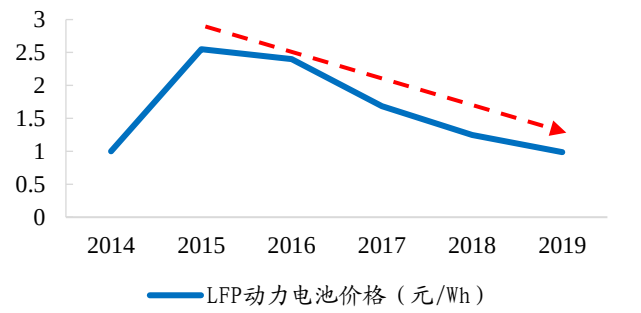


资料来源：GGII，新时代证券研究所

价：所有类型的动力电池价格均处于下行通道

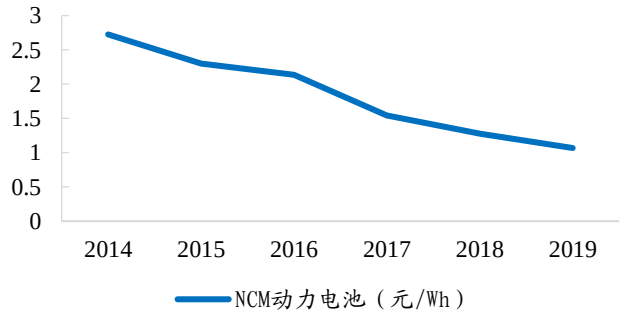
从对价格的影响来看，首先看动力电池的价格。整体来看，从 2014 到 2019 年，LFP 动力电池、NCM 动力电池、钛酸锂动力电池、锰酸锂动力电池由于规模效应，价格整体呈现下降趋势，2019 年 LFP 动力电池价格为 1.0 元/Wh，NCM 动力电池价格为 1.1 元/Wh。

图29： LFP 动力电池价格（元/Wh）



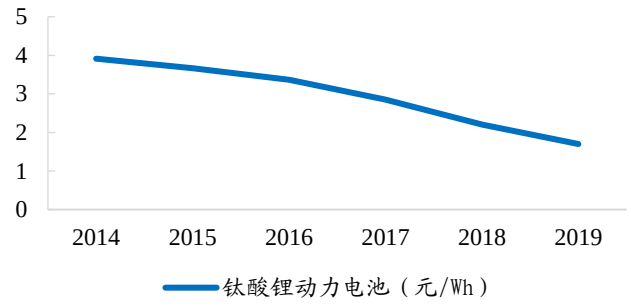
资料来源：GGII，新时代证券研究所

图30： NCM 动力电池价格（元/Wh）



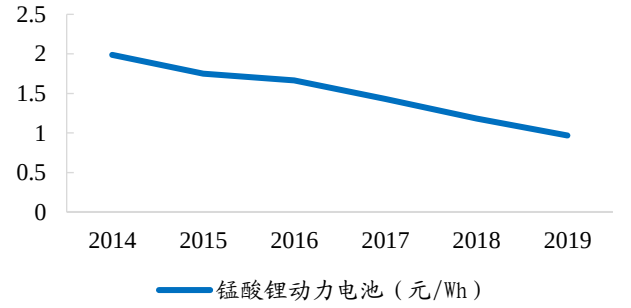
资料来源：GGII，新时代证券研究所

图31： 钛酸锂动力电池价格（元/Wh）



资料来源：GGII，新时代证券研究所

图32： 锰酸锂动力电池价格（元/Wh）



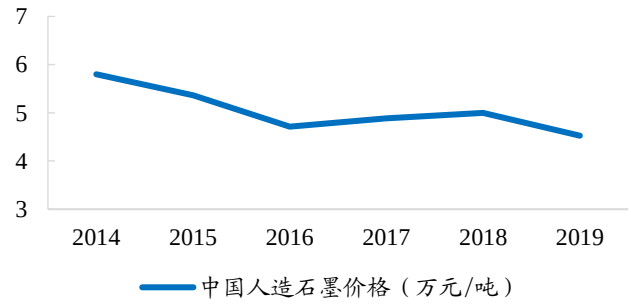
资料来源：GGII，新时代证券研究所

价：负极&隔膜价格处于持续下降通道

同样，由于整体需求稳步增长，负极未出现材料体系快速替代，整体格局较为稳定，因而负极价格整体呈现稳步下降的趋势，2019 年人造石墨价格为 4.5 万元/吨，天然石墨价格为 3.3 万元/吨。

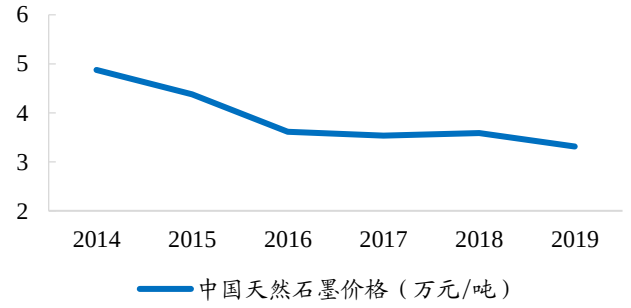
而干法隔膜由于规模效应，湿法隔膜经历了国产替代，两者价格均呈现下降趋势，2019 年干法隔膜价格为 1.0 元/平米，湿法隔膜价格为 1.5 元/平米。

图33： 中国人造石墨价格（万元/吨）



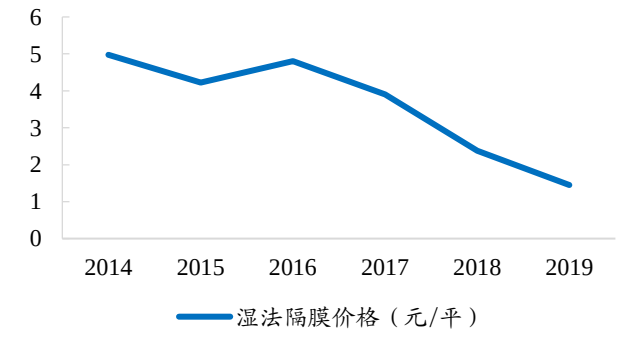
资料来源：GGII，新时代证券研究所

图34： 中国天然石墨价格（万元/吨）



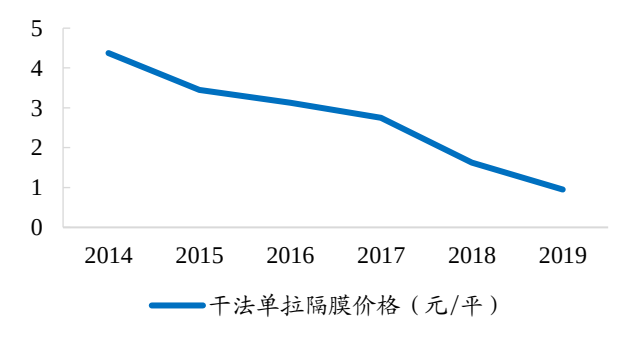
资料来源：GGII，新时代证券研究所

图35： 国内湿法隔膜价格（元/平米）



资料来源：GGII，新时代证券研究所

图36： 国内干法隔膜价格（元/平米）

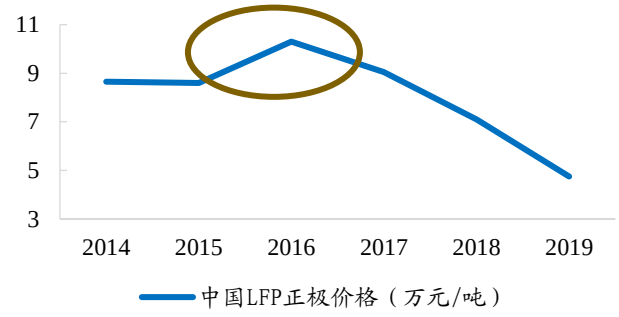


资料来源：GGII，新时代证券研究所

价：正极&电解液价格呈现周期性

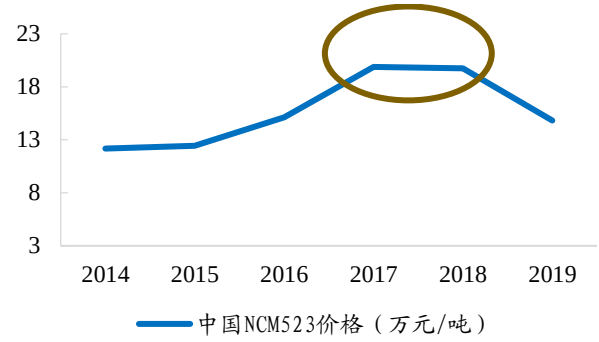
不同于负极和隔膜，正极和电解液在供需缺口拉大时，其周期性表现的更为明显，可以看到，LFP 正极价格在 2016 年出现高点，NCM523 正极价格在 2017 到 2018 年维持高位，动力电解液和六氟磷酸锂价格都在 2016 年出现了高点。

图37： 国内 LFP 正极价格（万元/吨）



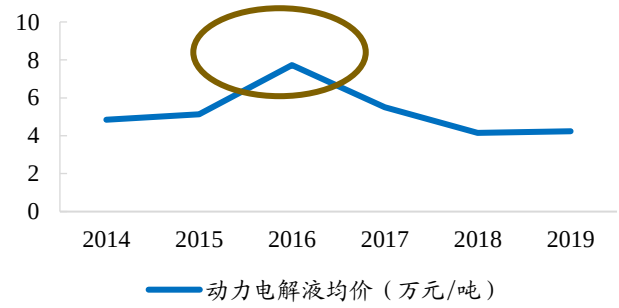
资料来源：GGII，新时代证券研究所

图38： 国内 NCM523 正极价格（万元/吨）



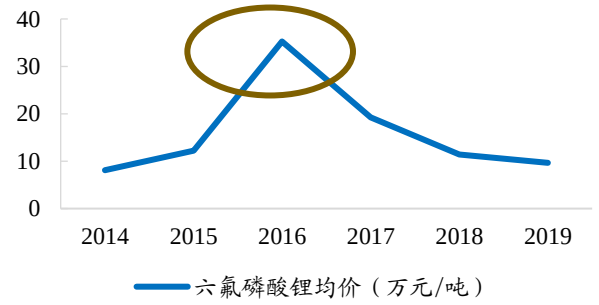
资料来源：GGII，新时代证券研究所

图39： 国内动力电解液价格（万元/吨）



资料来源：GGII，新时代证券研究所

图40： 国内六氟磷酸锂价格（万元/吨）



资料来源：GGII，新时代证券研究所

整车厂：龙头地位稳固，汽车毛利率回归

在这样的需求拉动各环节量价变化的背景下，各环节均发生了不同的变化。

从整车厂环节来看，补贴时代下，各公司竞争力差异度不高，市占率基本都比较稳定，毛利率受公司经营管理程度较高。

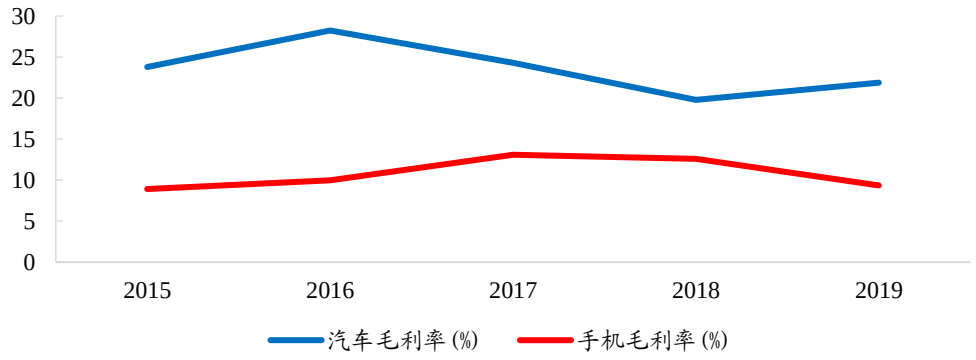
表8： 2020Q1-3 国内新能源车产量情况（辆）

	EV 乘用车	EV 客车	EV 专用车	PHEV 乘用车	PHEV 客车	PHEV 专用车	总计	市占率
上汽集团	79,531	1,817	2,681	34,277			118,306	17%
比亚迪	61,550	3,463	222	24,156			89,391	13%
特斯拉	86,875						86,875	12%
一汽集团	11,441	585	928	31,531			44,485	6%
广汽集团	39,341			5,049			44,390	6%
北汽集团	27,827	422	1,469	2,265	2,056		34,039	5%
蔚来	27,172						27,172	4%
华晨集团	2,241	11	2,749	20,114			25,115	4%
长城汽车	22,827		3	927			23,757	3%

	EV 乘用车	EV 客车	EV 专用车	PHEV 乘用车	PHEV 客车	PHEV 专用车	总计	市占率
理想				21,795			21,795	3%
其余	115,545	22,540	31,107	10,121	1,702	425	181,440	26%
市场总产量	474,350	28,838	39,159	150,235	3,758	425	696,765	100%

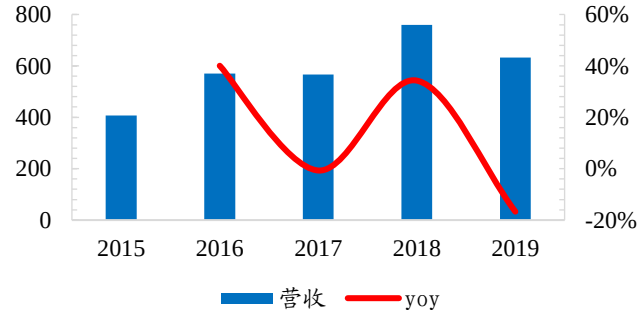
资料来源：真锂研究，新时代证券研究所

图41： 比亚迪汽车和手机业务毛利率（%）



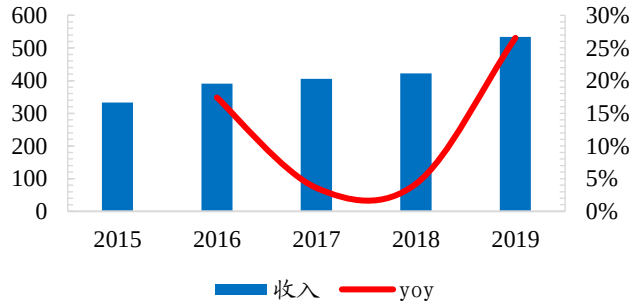
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图42： 比亚迪汽车业务营收及增速（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图43： 比亚迪手机业务营收及增速（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

电池：龙头地位稳固，毛利率净利率回归，业绩高增

在电池环节，宁德时代作为环节龙头，具备很深的竞争力和护城河，市占率持续提升，从 2017 年 30%提升至 2020Q1-3 的 47%。营收和净利润保持向上趋势，营收从 2014 年 9 亿元增长至 2019 年 458 亿元，净利润从 2014 年 1 亿元增长至 2019 年 46 亿元。毛利率和净利率经历了 2016 年 44%和 19%高点，电池价格和成本持续下降，2019 年毛利率和净利率回归，分别为 29%和 10%。

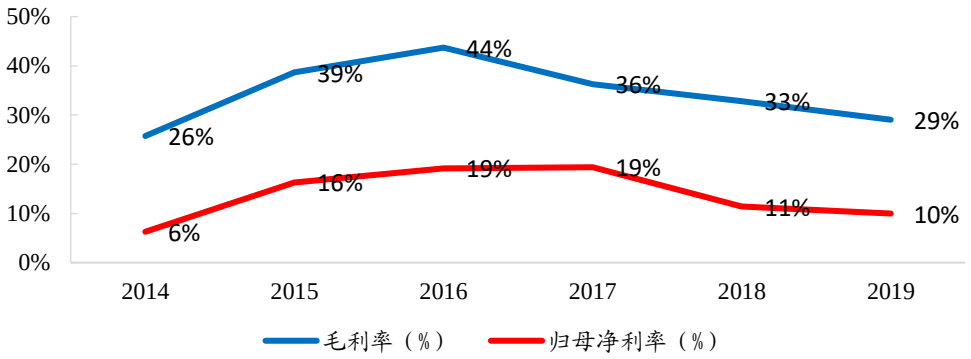
表9： 宁德时代国内市占率（%）

2017	装机量（GWh）	市占率（%）	2018	装机量（GWh）	市占率（%）	2019	装机量（GWh）	市占率（%）	2020Q1-3	装机量（GWh）	市占率（%）
CATL	10.0	30%	CATL	23.3	41%	CATL	32.1	51%	CATL	16.1	47%
比亚迪	5.5	16%	比亚迪	11.6	20%	比亚迪	10.9	17%	比亚迪	4.9	14%
国轩高科	2.0	6%	国轩高科	3.0	5%	国轩高科	3.4	5%	LG 化学	4.8	14%
力神	0.9	3%	力神	2.1	4%	力神	2.0	3%	中航锂电	1.7	5%

2017	装机量（GWh）	市占率（%）	2018	装机量（GWh）	市占率（%）	2019	装机量（GWh）	市占率（%）	2020Q1-3	装机量（GWh）	市占率（%）
亿纬锂能	0.7	2%	亿纬锂能	1.2	2%	亿纬锂能	1.7	3%	国轩高科	1.4	4%
中航锂电	0.4	1%	中航锂电	0.7	1%	中航锂电	1.5	2%	时代上汽	0.7	2%
前者合计	19.5	58%	前者合计	41.9	74%	前者合计	51.5	82%	前者合计	29.6	86%
当年合计	33.7	100%	当年合计	56.7	100%	当年合计	62.8	100%	当年合计	34.3	100%

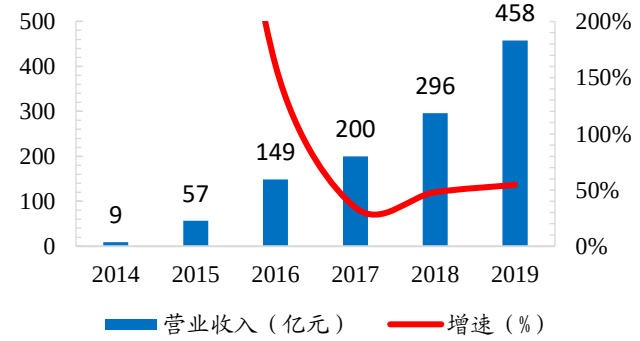
资料来源：真锂研究，新时代证券研究所

图44： 宁德时代毛利率&净利率（%）



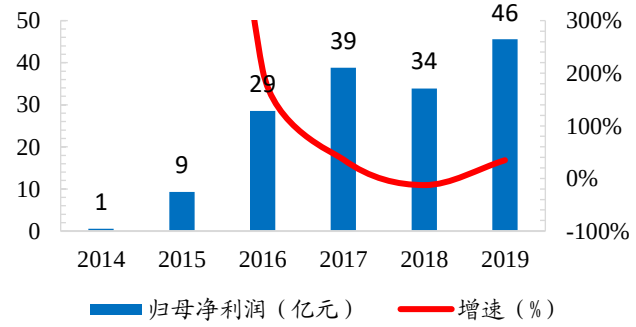
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图45： 宁德时代营收及增速（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图46： 宁德时代净利润及增速（亿元）

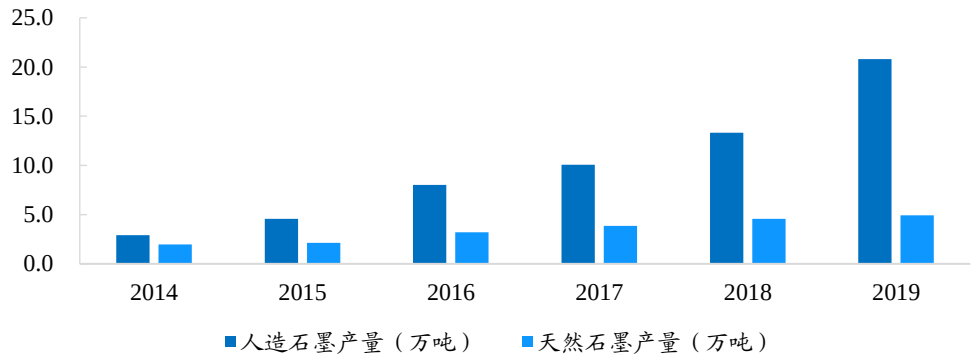


资料来源：Wind，新时代证券研究所

负极：技术稳定，格局稳固，量增价降，龙头稳增长

在负极环节，人造石墨和天然石墨产量持续增长，2019 年人造石墨产量 20.8 万吨，天然石墨产量 4.9 万吨。没有发生颠覆性的技术变化，格局较为稳固，贝特瑞、杉杉、紫宸作为行业龙头，市占率从 2017 年的 22%、21%、16%变化至 2020Q1-3 的 22%、16%、18%。负极价格和成本处于持续下降通道，龙头公司贝特瑞的营收、毛利率、净利率处于稳中向上趋势。

图47：国内人造石墨和天然石墨产量（万吨）



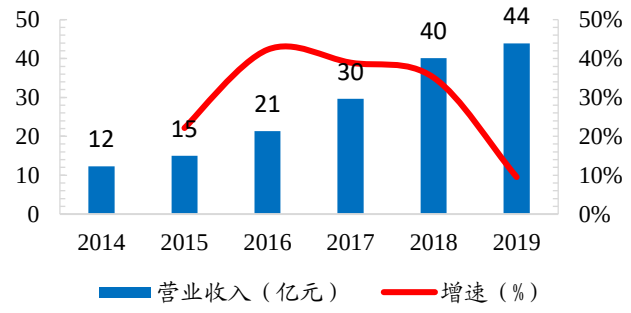
资料来源：GGII，新时代证券研究所

表10：国内负极近年市占率（%）

2017	人造石墨	天然石墨	合计	2018	人造石墨	天然石墨	合计	2019	人造石墨	天然石墨	合计	2020Q1-3	人造石墨	天然石墨	合计
贝特瑞	7%	54%	22%	贝特瑞	9%	52%	22%	贝特瑞	11%	63%	23%	贝特瑞	12%	66%	22%
宁波杉杉	24%	12%	21%	宁波杉杉	18%	15%	18%	宁波杉杉	20%	6%	17%	宁波杉杉	19%	3%	16%
江西紫宸	23%	0%	16%	江西紫宸	24%	0%	17%	江西紫宸	22%	0%	18%	江西紫宸	21%	0%	18%
深圳斯诺	10%	0%	7%	深圳斯诺	5%	0%	4%	深圳斯诺	3%	0%	2%	深圳斯诺	4%	0%	3%
翔丰华	7%	7%	6%	翔丰华	6%	6%	6%	翔丰华	5%	8%	5%	翔丰华	4%	12%	6%
中科星城	6%	7%	6%	中科星城	6%	5%	6%	中科星城	5%	5%	5%	中科星城	8%	4%	7%
江西正拓	3%	10%	5%	江西正拓	3%	7%	4%	江西正拓	2%	5%	3%	江西正拓	2%	6%	3%
东莞凯金	11%	2%	8%	东莞凯金	19%	2%	14%	东莞凯金	21%	2%	17%	东莞凯金	13%	0%	11%
其他	9%	8%	9%	其他	9%	12%	10%	其他	11%	11%	11%	其他	16%	9%	15%
总量	100%	100%	100%	总量	100%	100%	100%	总量	100%	100%	100%	总量	100%	100%	100%

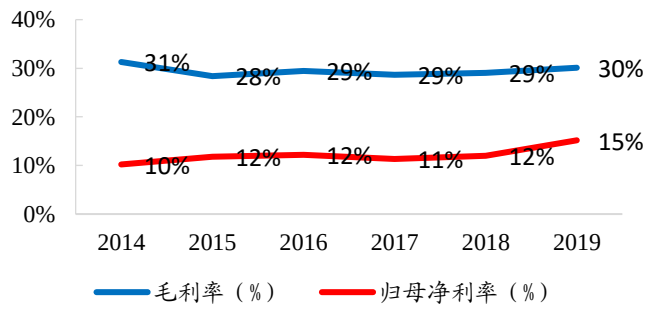
资料来源：GGII，新时代证券研究所

图48：贝特瑞营收及增速（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图49：贝特瑞毛利率&净利率（%）

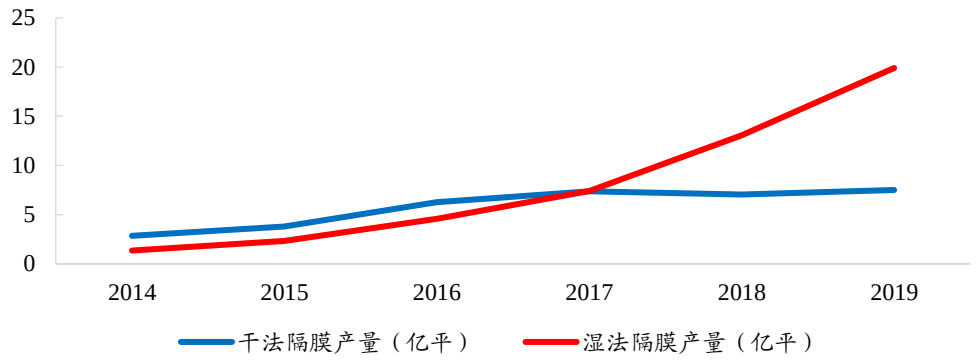


资料来源：Wind，新时代证券研究所

隔膜：国产化落地，湿法放量降价，龙头崛起

国内隔膜市场干法以星源材质为龙头，湿法以恩捷股份为龙头，在第一阶段干法和湿法均处于放量降价阶段，在第二阶段，由于三元电池的需求驱动，加上龙头公司恩捷股份的国产化技术壁垒的突破，国内湿法隔膜的产量迅速增长，从 2017 年的 7.4 亿平米增长至 2019 年的 19.9 亿平米。恩捷股份的市占率快速提升，从 2017 年的 26%提升至 2019 年的 43%。

图50： 国内干法和湿法隔膜产量（亿平米）



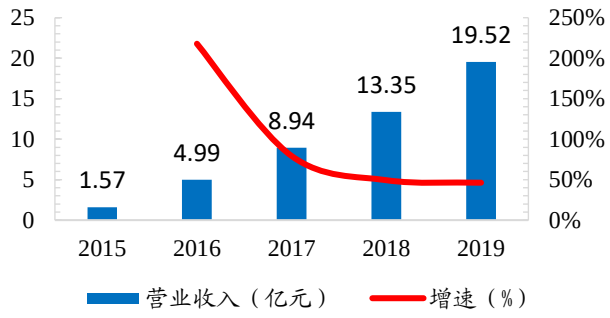
资料来源：GGII，新时代证券研究所

表11： 湿法隔膜市占率（%）

	2017	2018	2019	2020Q1-3
上海恩捷	26%	44%	43%	35%
苏州捷力	16%	11%	12%	10%
中锂	17%	8%	11%	24%
星源材质	2%	3%	8%	12%
河北金力	3%	7%	6%	10%
沧州明珠	6%	5%	4%	2%
重庆纽米	6%	4%	3%	2%
其他	24%	18%	12%	6%
总计	100%	100%	100%	100%

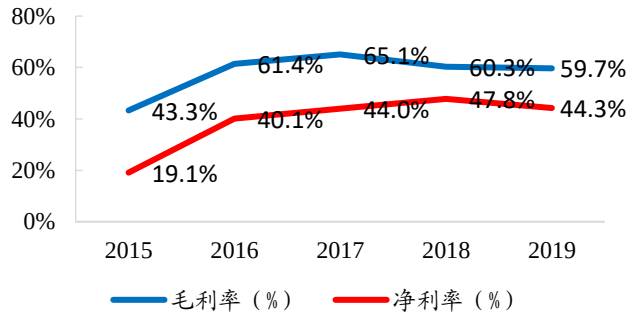
资料来源：GGII，新时代证券研究所

图51： 恩捷股份营收及增速（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图52： 恩捷股份毛利率&净利率（%）

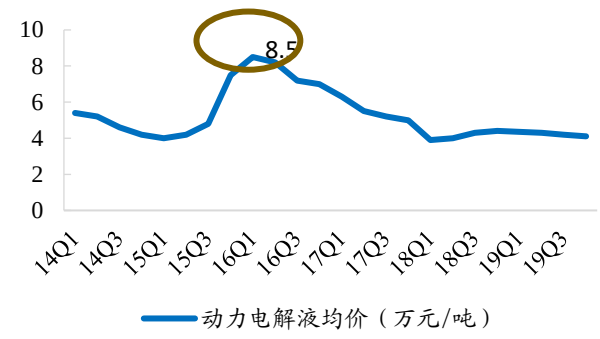


资料来源：Wind，新时代证券研究所

电解液：价格顶点在 16H1，高位持续约 1 年

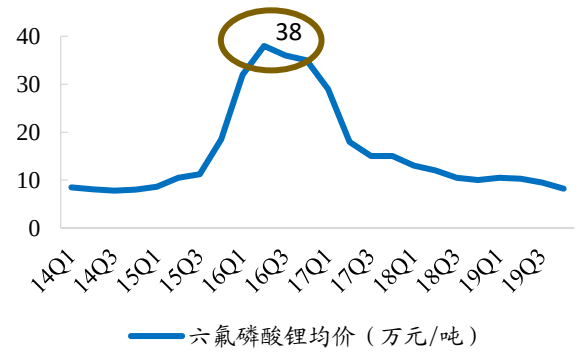
电解液具备一定的周期性，动力电解液价格高点出现在 2016Q1，为 8.5 万吨，高位持续时间约为 1 年，从龙头天赐材料财务数据也可以得到印证，2016 年营收 18 亿元，同比增长 94%，毛利率 40%。

图53： 动力电解液均价（万元/吨）



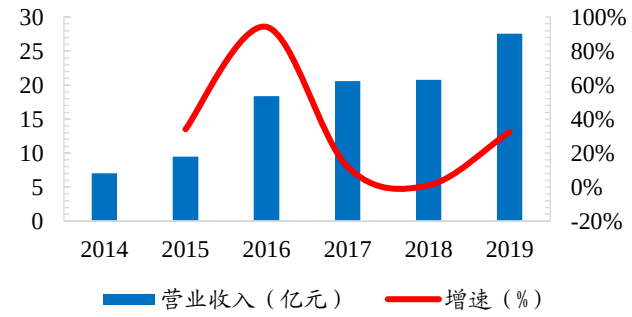
资料来源：GGII，新时代证券研究所

图54： 六氟磷酸锂均价（万元/吨）



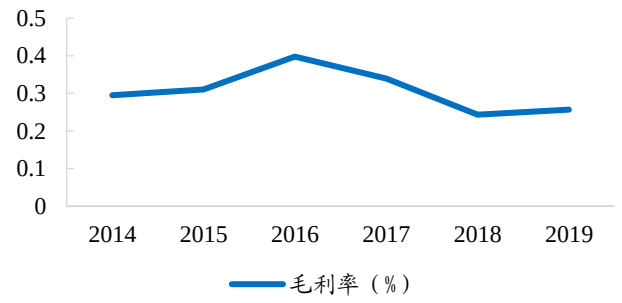
资料来源：GGII，新时代证券研究所

图55： 天赐材料营收及增速（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图56： 天赐材料毛利率（%）

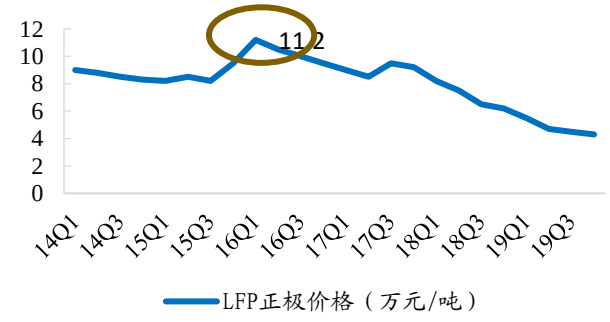


资料来源：Wind，新时代证券研究所

正极：LFP 正极价格高点在 16Q1，NCM 在 18Q1

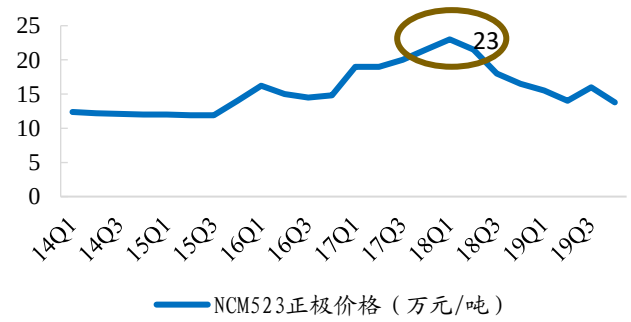
正极也具备一定的周期性，LFP 正极价格高点在 2016 年 Q1，NCM 正极价格高点在 2018 年 Q1，高位持续约一年，龙头公司市占率都比较稳定。

图57： LFP 正极价格（万元/吨）



资料来源：GGII，新时代证券研究所

图58： NCM523 正极价格（万元/吨）



资料来源：GGII，新时代证券研究所

表12： 正价材料市场格局

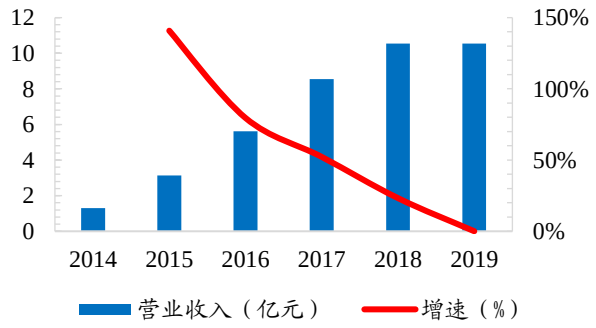
LFP 正极			LFP 正极			三元正极			三元正极		
2019	材料，万吨	市占率	2020Q1-3	材料，万吨	市占率	2019	材料，万吨	市占率	2020Q1-3	材料，万吨	市占率
德方纳米	2.395	25%	德方纳米	1.61	22%	容百科技	2.09	11%	容百科技	1.61	12%

2019	LFP 正极 材料，万吨	市占率	2020Q1-3	LFP 正极 材料，万吨	市占率	2019	三元正极 材料，万吨	市占率	2020Q1-3	三元正极 材料，万吨	市占率
贝特瑞	1.24	13%	贝特瑞	1.19	16%	振华新材	1.99	11%	巴莫科技	1.46	11%
裕能	1.185	13%	国轩高科	1.13	15%	厦钨	1.73	9%	长远锂科	1.26	10%
万润	1.07	11%	万润	0.55	7%	长远锂科	1.71	9%	当升科技	1.23	10%
国轩	1.01	11%	比亚迪	0.53	7%	当升科技	1.41	8%	天力锂能	1.11	9%
比亚迪	0.71	8%	裕能	0.53	7%	瑞翔新材	1.11	6%	杉杉	0.89	7%
前者合计	7.61	81%	前者合计	5.53	75%	前者合计	10.03	54%	前者合计	7.55	59%
当年合计	9.43	100%	当年合计	7.36	100%	当年合计	18.55	100%	当年合计	12.89	100%

资料来源：真锂研究，新时代证券研究所

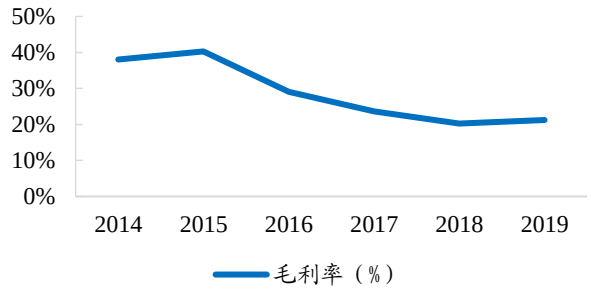
从毛利率来看，德方纳米 2014 年为 38%，2019 年为 21%，毛利率目前在底部，当升科技 2014 年毛利率为 3%，2019 年为 20%，近几年比较稳定。

图59： 德方纳米营收及增速（亿元）



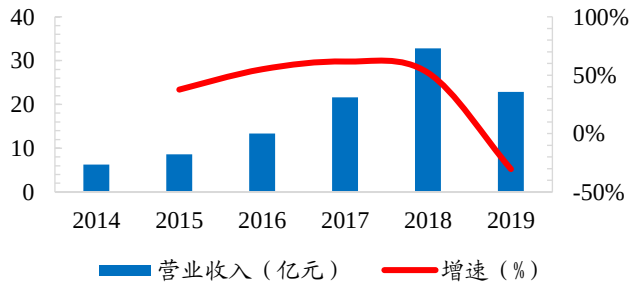
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图60： 德方纳米毛利率（%）



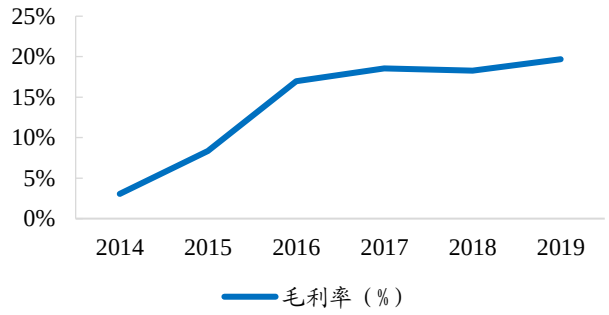
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图61： 当升科技营收及增速（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图62： 当升科技毛利率（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2、 需求变化：全球拉动+LFP 回暖

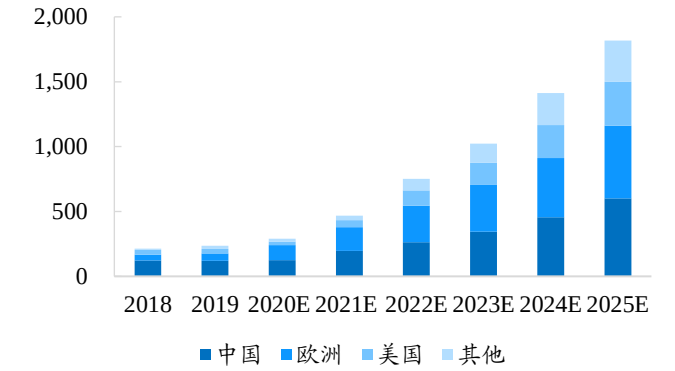
未来需求变化之一：

从中国拉动需求变为中国、欧洲、美国三大地区共同拉动，因此参与全球化供应的企业将受益。

未来需求变化之二：

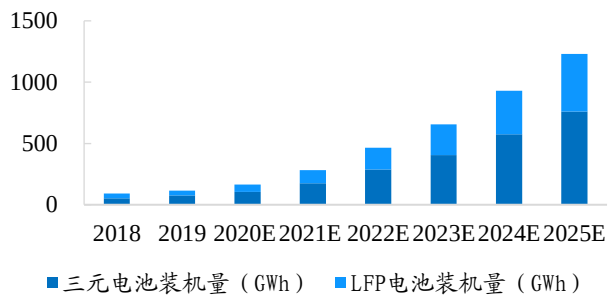
从三元高增变为 LFP 和三元并行高增，因此两条线上的企业均将受益。

图63： 全球电动车需求预测（万辆）



资料来源：中汽协，ACEA，Marklines，新时代证券研究所预测

图64： LFP 电池和三元电池预测（GWh）



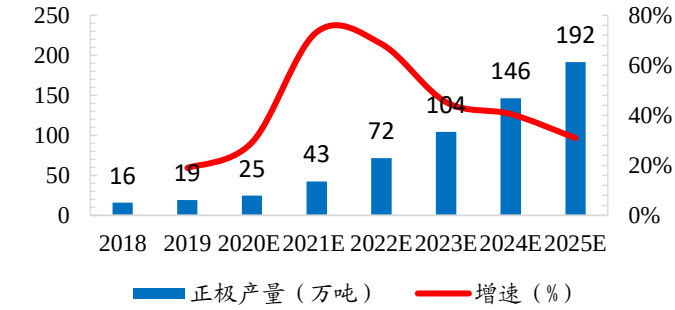
资料来源：真锂研究，新时代证券研究所预测

3.3、 带来影响：2021 年需求全面超预期，各环节量价齐升

我们预计全球 2021 年正极需求量 43 万吨，同比+73%，负极需求量 26 万吨，同比+78%，隔膜需求量 40 亿平米，同比+76%，电解液需求量 30 万吨，同比+78%。

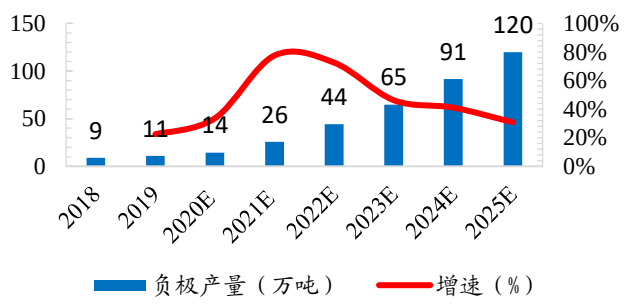
从价格上看，需求强劲，预计负极和隔膜价格下降空间有限，在乐观情况下可能在短期甚至有所提价，正极和电解液由于供需错配预计将进入向上周期。

图65： 正极需求量预测（万吨）



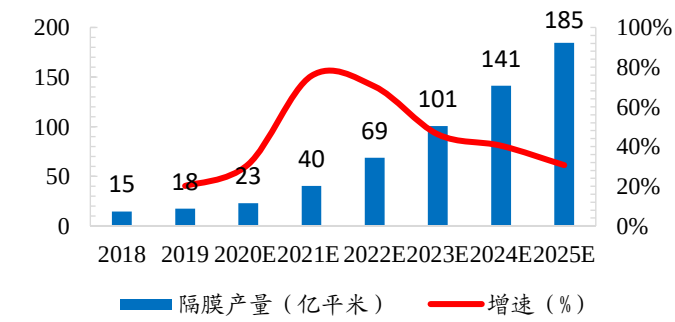
资料来源：真锂研究，新时代证券研究所预测

图66： 负极需求量预测（万吨）



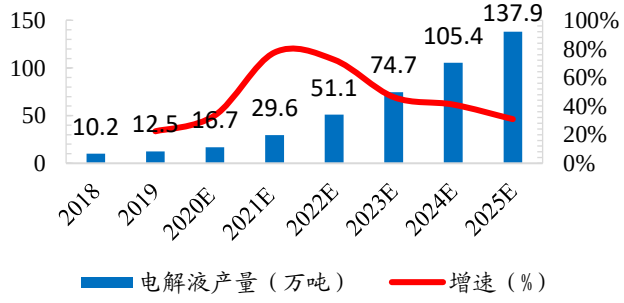
资料来源：真锂研究，新时代证券研究所预测

图67： 隔膜需求量预测（亿平米）



资料来源：真锂研究，新时代证券研究所预测

图68： 电解液需求量预测（万吨）

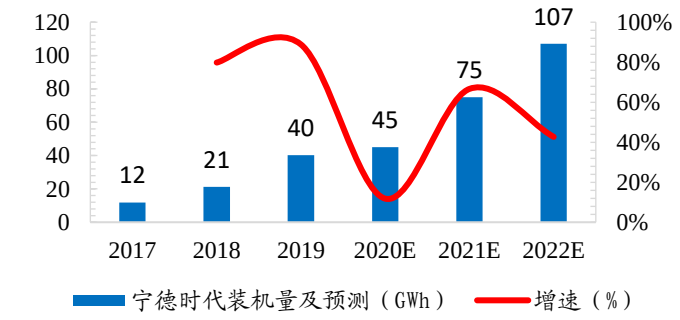


资料来源：真锂研究，新时代证券研究所预测

电池：龙头稳固，价稳量升

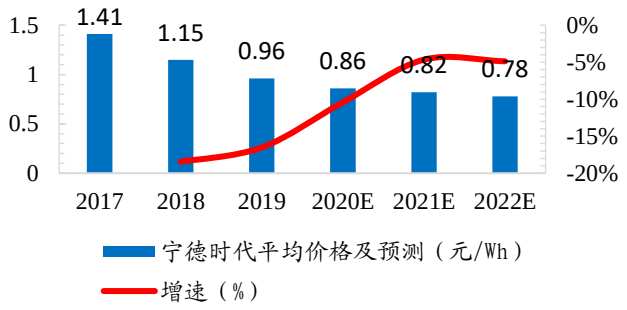
电池环节格局稳固，预计装机量向上，价格企稳，龙头宁德时代预计 2021 年营收和净利润保持高速增长。

图69： 宁德时代装机量及预测（GWh）



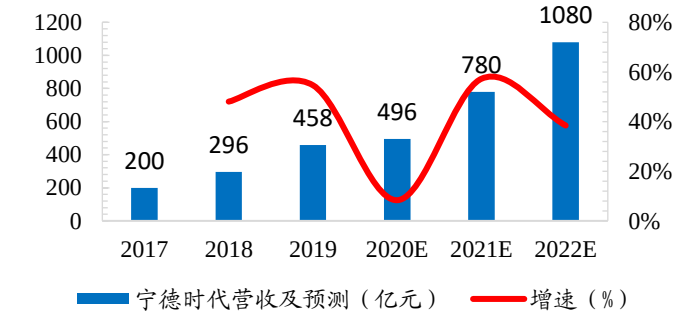
资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

图70： 宁德时代平均价格及预测（元/Wh）



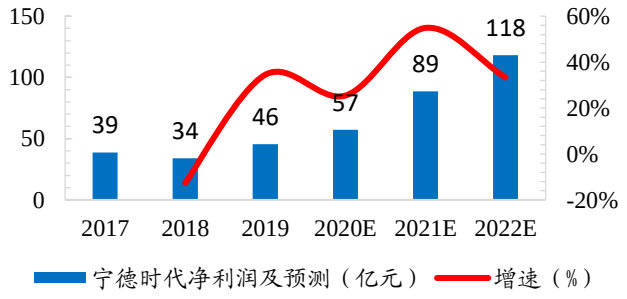
资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

图71： 宁德时代营收及预测（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

图72： 宁德时代净利润及预测（亿元）

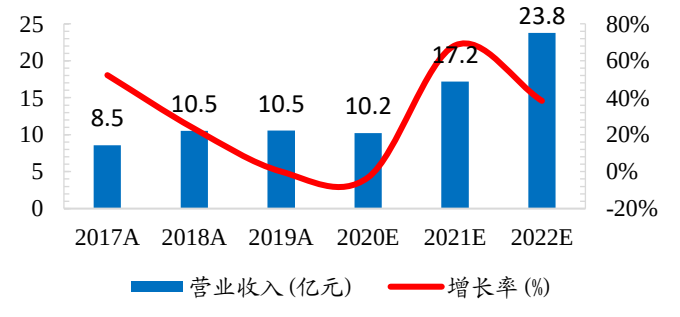


资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

正极：量价齐升，LFP 和三元均受益

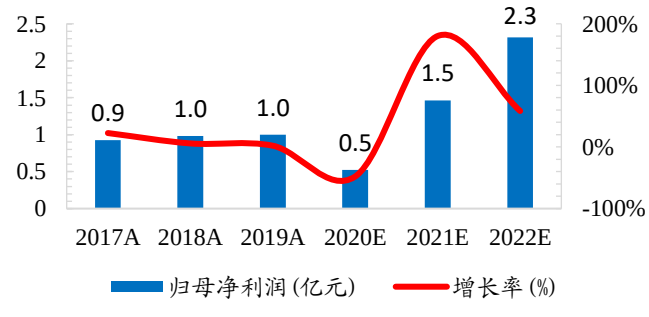
本轮新的向上周期结合了前两轮周期的特点，LFP 由于其低成本以及不断提升的性能将实现增长，三元由于其高能量密度以及更高端的定位也将实现增长，将带动 LFP 正极和三元正极均收益，量价齐升。

图73： 德方纳米营收及预测（亿元）



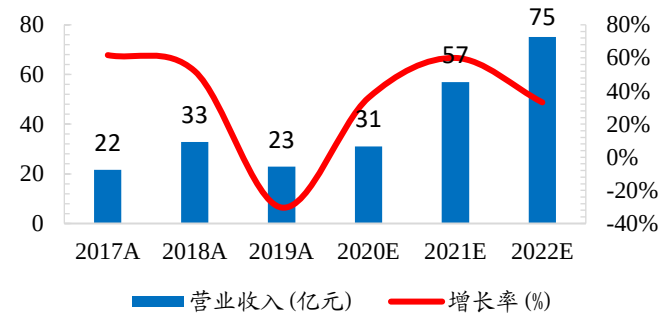
资料来源：Wind 一致预测，新时代证券研究所

图74： 德方纳米净利润及预测（亿元）



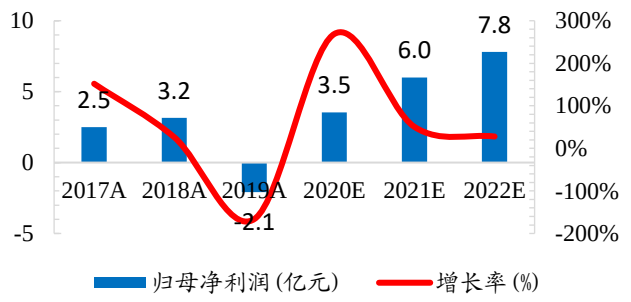
资料来源：Wind 一致预测，新时代证券研究所

图75：当升科技营收及预测（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

图76：当升科技净利润及预测（亿元）

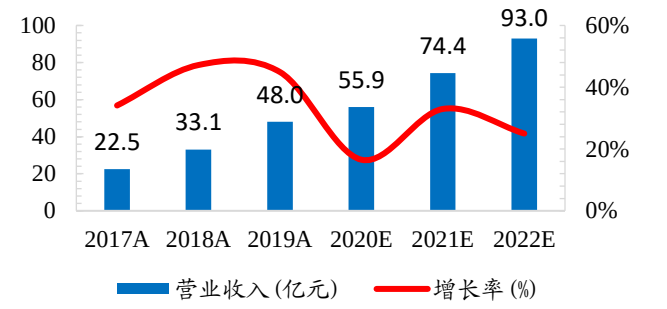


资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

负极：格局稳固，价稳量升

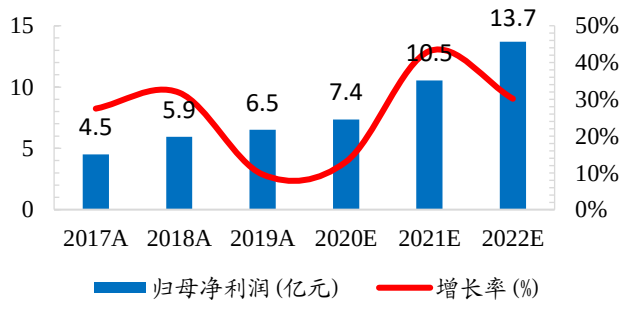
从目前来看，璞泰来、贝特瑞等负极龙头格局依旧维持稳固，预计未来将实现价稳量升。

图77：璞泰来营收及预测（亿元）



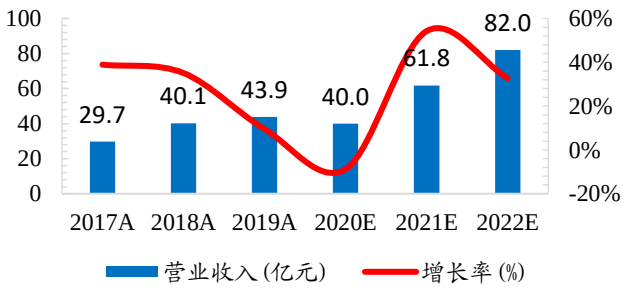
资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

图78：璞泰来净利润及预测（亿元）



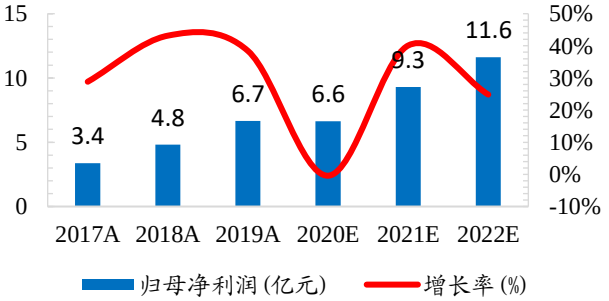
资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

图79：贝特瑞营收及预测（亿元）



资料来源：Wind 一致预期，新时代证券研究所

图80：贝特瑞净利润及预测（亿元）

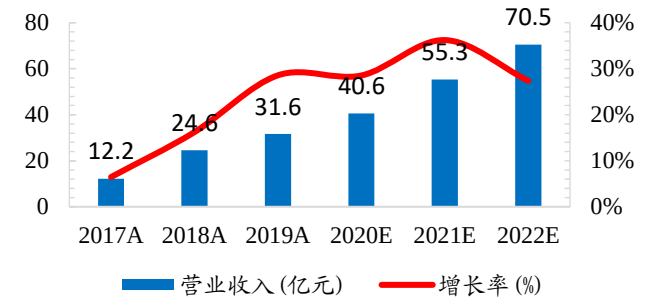


资料来源：Wind 一致预期，新时代证券研究所

隔膜：龙头稳固，二线发力，价稳量升

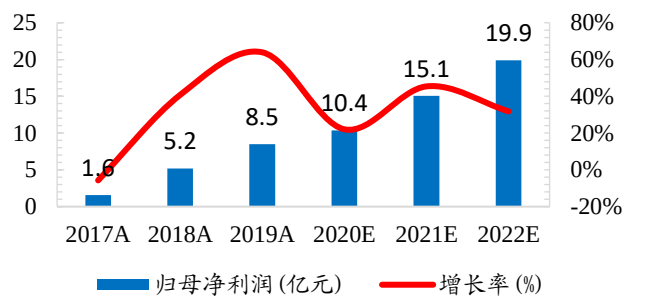
恩捷股份由于其竞争优势将继续在国内厂商放量以及海外渗透加速，业绩确定性强，二线厂商如星源材质和中材科技也在湿法方面实现了技术突破，并且进入宁德等厂商加速发力，预计未来将实现价稳量升。

图81：恩捷股份营收及预测（亿元）



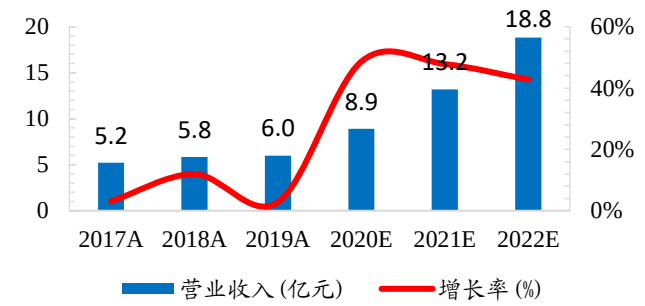
资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

图82：恩捷股份净利润及预测（亿元）



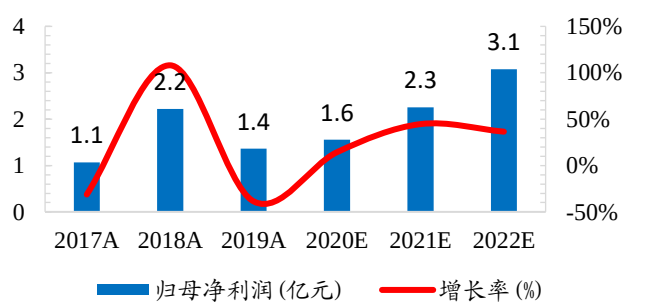
资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

图83：星源材质营收及预测（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

图84：星源材质净利润及预测（亿元）

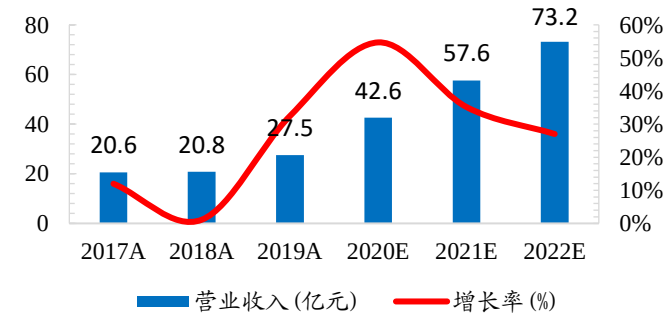


资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

电解液：格局稳固，量价齐升

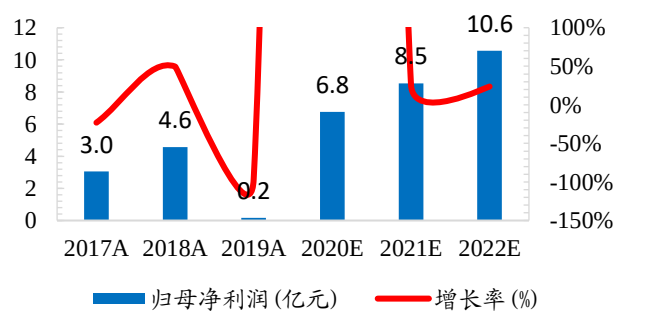
电解液环节格局稳固，天赐材料和新宙邦等龙头将受益于下游需求，实现量价齐升。

图85：天赐材料营收及预测（亿元）



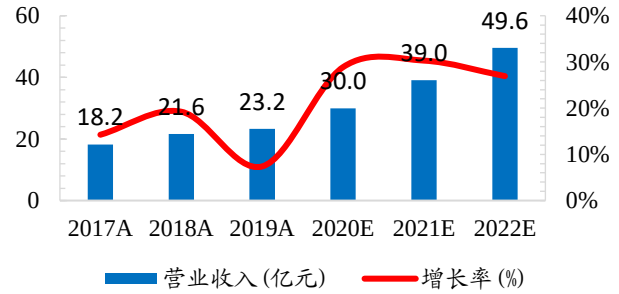
资料来源：Wind 一致预期，新时代证券研究所

图86：天赐材料净利润及预测（亿元）



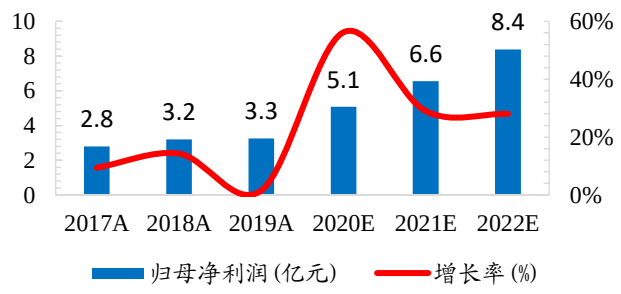
资料来源：Wind 一致预期，新时代证券研究所

图87： 新宙邦营收及预测（亿元）



资料来源：Wind 一致预期，新时代证券研究所

图88： 新宙邦净利润及预测（亿元）



资料来源：Wind 一致预期，新时代证券研究所

4、 投资主线

4.1、 长周期环节龙头：电动车、电池、锂

投资主线之一，是长周期环节龙头。从下游电动车环节来看，比亚迪作为国内电动车环节龙头，具备很强的竞争力；从中游电池环节来看，宁德时代作为龙头，具备很深的护城河，业绩确定性高；从上游资源环节来看，赣锋锂业进入全球主流车企供应链，业绩有保障。

表13： 长周期环节龙头盈利预测

公司名称	主业	代码	2019 营收（亿元）	2020E 营收（亿元）	2021E 营收（亿元）	2019 归母净利润（亿元）	2020E 归母净利润（亿元）	2021E 归母净利润（亿元）
比亚迪	电动车	002594.SZ	1,277	1,579	2,158	16	59	70
宁德时代	电池	300750.SZ	458	496	780	46	57	89
赣锋锂业	锂	002460.SZ	53	55	76	4	6	12

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

4.2、 放量最大的主线：电池、正极、负极、隔膜

投资主线之二，是放量最大的主线。从逻辑上分析，下游需求直接拉动电池放量，龙头企业绑定多家主流车企，弹性更大；正极和负极直接受益于下游需求拉动；隔膜企业将呈现龙头和二线均受益的局面。

表14： 放量主线公司盈利预测

公司名称	主业	代码	2019 营收（亿元）	2020E 营收（亿元）	2021E 营收（亿元）	2019 归母净利润（亿元）	2020E 归母净利润（亿元）	2021E 归母净利润（亿元）
宁德时代	电池	300750.SZ	458	496	780	46	57	89
亿纬锂能	电池	300014.SZ	64	96	127	15	18	31
当升科技	正极	300073.SZ	23	31	57	-2	4	6
容百科技	正极	688005.SH	42	47	84	1	2	4
格林美	前驱体	002340.SZ	144	144	194	7	5	12
璞泰来	负极	603659.SH	48	54	65	7	7	12
贝特瑞*	负极	835185.OC	42	45	69	7	6	9
恩捷股份	隔膜	002812.SZ	31	39	54	8	11	17

公司名称	主业	代码	2019 营收（亿元）	2020E 营收（亿元）	2021E 营收（亿元）	2019 归母净利润（亿元）	2020E 归母净利润（亿元）	2021E 归母净利润（亿元）
星源材质	隔膜	300568.SZ	6	9	12	1	2	3
中材科技	隔膜	002080.SZ	132	167	192	14	21	27

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测； 注：“*”为 Wind 一致预期

4.3、 价格上涨的主线：正极、电解液、锂、钴

投资主线之三，是涨价的主线。根据历史数据，涨价环节主要体现在正极、电解液、锂、钴等板块，建议关注龙头公司。

表15： 涨价主线公司盈利预测

公司名称	主业	代码	2019 营收（亿元）	2020E 营收（亿元）	2021E 营收（亿元）	2019 归母净利润（亿元）	2020E 归母净利润（亿元）	2021E 归母净利润（亿元）
当升科技	正极	300073.SZ	23	31	57	-2	4	6
容百科技	正极	688005.SH	42	47	84	1	2	4
格林美	前驱体	002340.SZ	144	144	194	7	5	12
德方纳米*	正极	300769.SZ	11	11	18	1	0	1
天赐材料*	电解液	002709.SZ	27	43	57	0	7	8
新宙邦*	电解液	300037.SZ	23	30	39	3	5	6
赣锋锂业	锂	002460.SZ	53	55	76	4	6	12
华友钴业	钴	603799.SH	185	200	233	1	10	12

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测； 注：“*”为 Wind 一致预期

5、 推荐标的

5.1、 比亚迪：新能源汽车龙头，强势发力

长期推荐逻辑：

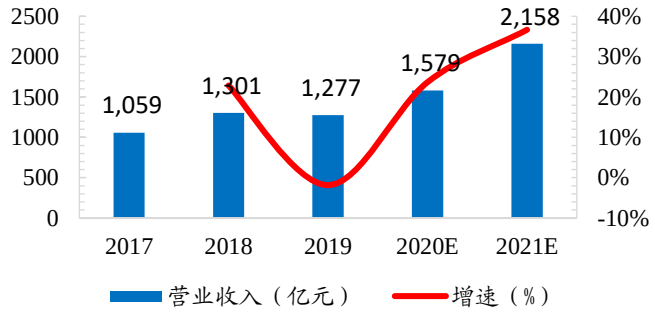
中国新能源汽车大时代开启，未来一定会出现世界级的汽车公司；

- 比亚迪作为中国唯一具备几乎所有电动车核心技术的汽车公司，具备很强的竞争壁垒；
- 优质资产包括汽车、动力电池、半导体、电子代工，随着资产拆分以及对外开放合作加速，中长期将创造巨大价值。

短期推荐逻辑：

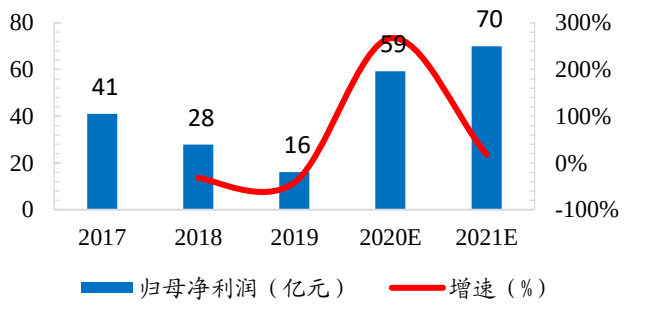
- 2020 年完成汽车品牌向上，单车毛利提升。同时，2021 年搭载 DM-i 的插电混动和热销 EV 车放量，预计 2021 年销量同比+35%；
- 比亚迪电子集进入苹果核心产品供应链，预计 2021 年将带来营收增量约 500 亿元，整体营收近 1000 亿，同比+70%。

图89： 比亚迪营收及预测（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

图90： 比亚迪归母净利润及预测（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

5.2、 宁德时代：动力电池龙头，格局稳固

推荐逻辑

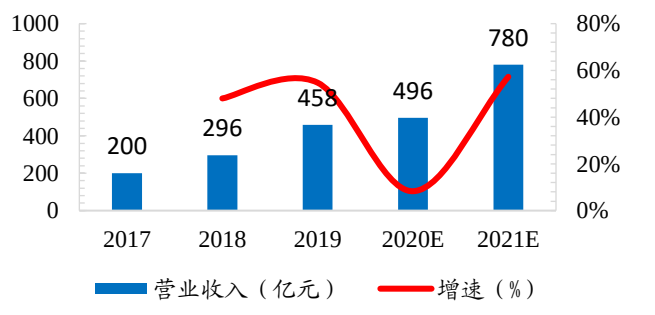
- 下游电动车需求高速增长；
- 宁德时代作为中游电池龙头地位稳固；
- 明年和中长期业绩确定性高，2021 年预计增速在 50%以上。

表16： 宁德时代业绩拆分

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
出货量（GWh）					
动力	21	40	45	75	107
储能		1	4	9	14
单位收入（元/Wh）					
动力	1.15	0.96	0.86	0.82	0.78
储能		0.86	0.73	0.67	0.64
收入（亿元）					
动力	245	386	388	612	833
储能		6	29	58	91
净利率	13%	11%	13%	13%	12%
净利润（亿元）	31	43	53	84	112

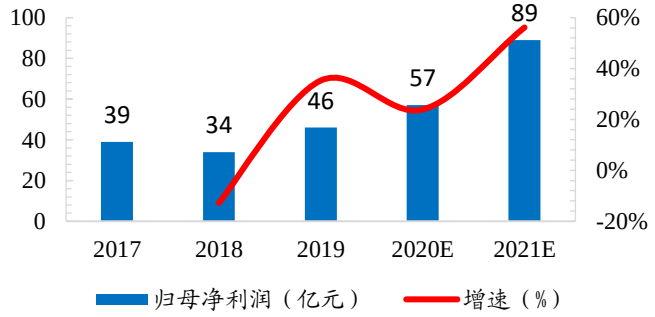
资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

图91： 宁德时代营收及预测（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

图92： 宁德时代归母净利润及预测（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

5.3、 亿纬锂能：电池和电子烟高景气，业绩高增

推荐逻辑：

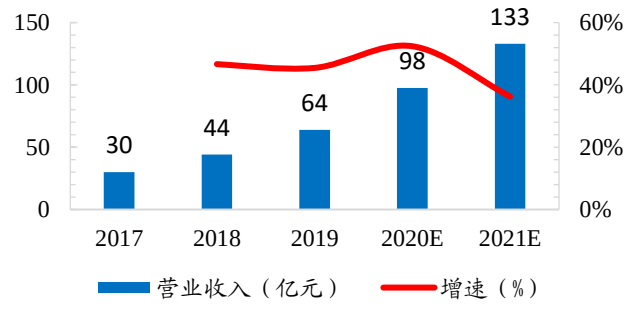
- 锂原板块稳定；
- 消费锂电池受益于电子需求（+50%）；
- 动力锂电池受益于电动车需求（+100%）；
- 电子烟板块受益于成瘾性 C 端需求（+40%）。
- 管理层优秀，成长型公司，中长期增速在 30%-50%之间，明年增速约 100%。

表17： 亿纬锂能业绩拆分

	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30
整体业绩（亿元）							
营业收入	11.0	14.3	20.5	18.3	13.1	18.7	21.6
毛利率	26%	25%	33%	32%	30%	27%	32%
归属净利润	2.0	3.0	6.6	3.6	2.5	1.1	5.8
扣非净利润	2.0	3.0	6.4	3.6	2.1	0.6	5.8
按应用领域拆分（亿元）							
收入							
锂原	2.8	3.8	6.8	5.5	3.0	3.0	5.0
消费	4.9	5.6	7.4	6.4	6.0	6.0	7.5
动力	3.3	4.9	6.3	6.4	4.0	9.0	9.0
净利润							
锂原	0.6	0.8	2.7	1.6	0.7	0.7	1.2
消费	0.1	0.4	0.8	0.5	0.3	0.3	0.4
动力	0.0	0.2	0.4	0.3	0.1	0.3	0.4
电子烟	1.4	2.1	3.4	1.3	1.0	(0.6)	3.8
思摩尔影响（亿元）							
思摩尔扣非前	3.8	5.5	9.0	3.4	2.6	10.5	11.6
思摩尔扣非后	3.8	5.5	9.0	3.4	2.6	(1.9)	11.6
持股比例	37.55%	37.55%	37.55%	37.55%	37.55%	33.11%	33.11%

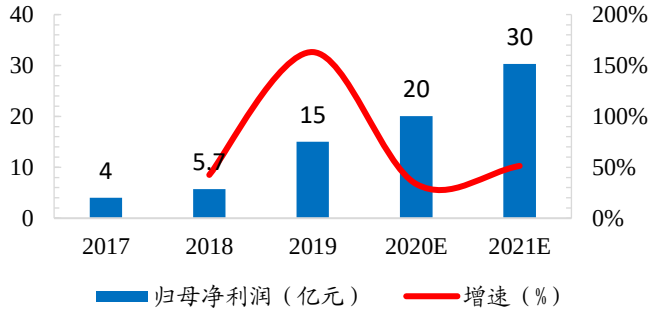
资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

图93： 亿纬锂能营收及预测（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

图94： 亿纬锂能归母净利润及预测（亿元）



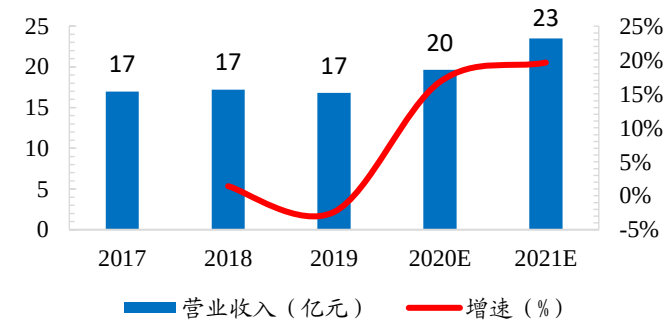
资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

5.4、 法拉电子：老牌薄膜电容器龙头，下游需求高增

推荐逻辑：

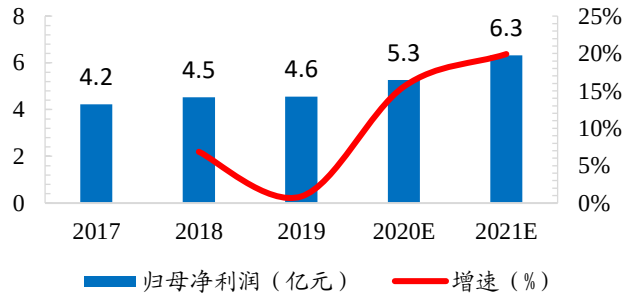
- 老牌薄膜电容器龙头，竞争力强；
- 2021 年新能源车爆发增长，需求增速 50%+，新能源行业增长 30%+；
- 工控（5G 基站、数据中心、充电桩等新增动能+传统工控复苏）需求增速 20%；
- 家电、照明等需求相对稳定。

图95： 法拉电子营收及预测（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

图96： 法拉电子归母净利润及预测（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

6、 风险提示

1、全球经济因新冠疫情等原因下滑严重；

2、全球货币流动性持续收缩；

3、新能源汽车销量不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012 年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017 年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

赵勇臻，上海交通大学硕士，2017-2019 年任广发证券研究所非金属建筑材料行业分析师，2020 年加入新时代证券，覆盖电动车产业链和部分非电动车光伏风电公司。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/