东兴证券 DONGXING SECURITIES

如何看待锂电隔膜行业及头部企业发展趋势？

——新能源汽车行业系列报告 17

2020 年 12 月 16 日

看好/维持

电力设备与新能源 | 行业报告

锂电隔膜行业赛道属性优质，且仍会进一步强化，高估值反映了对行业稳定、优良竞争格局可持续的高确定性溢价。因为隔膜产品成本结构特殊，且头部企业快速进行成本迭代，隔膜行业形成了当前的寡头格局。而下游新能源汽车在 2019 年全球渗透率不超过 5%，未来成长空间巨大，我们认为，隔膜行业市场份额将进一步集中，竞争格局持续优化，头部企业分享行业增长红利的确定性较高，当前行业估值水平反映了对这种确定性的溢价。

行业竞争格局持续优化有四大理由。1）上游企业与潜在进入者进入难度大，产品研发与低成本稳定运营生产两大要求使得行业新进入者一般需要经过约 4 年的研发与实验周期，同时还要面临较长认证周期；**2）下游电池企业进入性价比不高**，隔膜在电池制造成本中占比低、投资试错成本大等因素降低了动力电池企业进入隔膜环节的动力；**3）成本迭代仍将推动更多落后企业产能出清**，预计在电池厂商供应链安全等诉求的制约下剩下少数几家国内主流企业；**4）海外竞争者不具成本优势**，海外隔膜企业单位产能投资成本显著高于国内企业，因此国内企业不仅无惧其在国内的竞争，且有望凭借规模化稳定供应能力与成本优势在海外市场获得良好发展。

恩捷股份：具备主动改善竞争格局的能力与平台化发展的能力。公司通过成本优势在行业激烈竞争的情况下仍能具备良好的盈利水平，并且可以借助自身经验提升收购资产的经营水平，公司近年来频繁收购，主动改善行业竞争格局，增强了自身在产业链中的地位。此外，公司具备平台化发展的能力，因为制膜原理的相似性，公司在掌握底层制膜技术之后，已经布局锂离子电池隔膜、BOPP 膜、转移膜等多个领域，公司平台化发展能力有助于储备新的业务增长点。

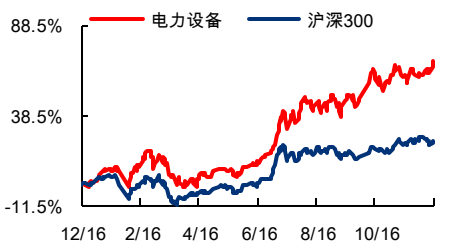
星源材质：基本面出现重大实质性改善。一方面，公司产能利用率与良品率已经提升至较高水平，与头部企业差距已经缩小；另一方面，公司湿法新产线单位产能投资额已经创行业新低，有望借此降低单位产出中的折旧成本，从而带来隔膜产品全成本的下降。**设备改良与生产工艺的进步带来的单线产能提升在助推单位成本下降方面影响较大。**

总结：我们认为，**目前行业内处于国内市场前列的隔膜企业将受益行业格局进一步改善，且优质业均具备自身的α。**

风险提示：电动车需求或不及预期；新能源车支持政策或大幅变动；COVID-19 疫情扩散情况对社会经济活动的影响或偏离预期；相关公司业务进展或不及预期。

行业基本资料		占比%
股票家数	185	4.52%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	24579.22	2.93%
流通市值(亿元)	19365.62	3.13%
行业平均市盈率	34.58	/
市场平均市盈率	22.62	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：郑丹丹

021-25102903 zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519070001

研究助理：张阳

010-66554016 zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070043

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS（元）			P/E			评级
	19A	20E	21E	19A	20E	21E	
恩捷股份	1.06	1.29	1.94	113.87	93.57	62.22	推荐
星源材质	0.30	0.31	0.41	101.67	98.39	74.39	推荐

资料来源：Wind，东兴证券研究所（截至 2020.12.15 收盘价）

目 录

1. 优质赛道还会更优 3
1.1 在下游需求渗透率不足 5%的时候就形成寡头格局的优质行业 3
1.2 上游企业与潜在进入者进入难度大 4
1.3 下游电池厂进入隔膜环节的性价比低 5
1.4 成本迭代仍将持续，环节内竞争格局将持续优化 6
1.5 海外厂商不具备成本优势 6
2. 恩捷股份：具备主动改善竞争格局的能力与平台化发展的能力 8
3. 星源材质：基本面出现重大实质性改善 9
4. 总结 10
5. 风险提示 10
相关报告汇总 11

插图目录

图 1： 国内干法隔膜市场市占率 3
图 2： 国内湿法隔膜市场市占率 3
图 3： 2019 年上海恩捷成本中直接材料占比 4 成 4
图 4： 2016 年 1-6 月星源材质隔膜成本结构 4
图 5： 隔膜产品价格走势（2016-2020） 4
图 6： 头部企业成本下降 4
图 7： 方形三元动力电池大致成本结构 5
图 8： 考虑恩捷并购因素下 2019 年国内湿法隔膜市场份额 6
图 9： 全球隔膜企业扩产情况 7
图 10： 2018 年全球湿法隔膜产能分布 7
图 11： 恩捷股份平台化发展示意图 8

表格目录

表 1： 锂电隔膜企业运行情况 6
表 2： 国内外锂电隔膜企业新扩产能投资额对比 7
表 3： 恩捷股份收购情况 8
表 4： 恩捷股份与星源材质湿法隔膜生产水平对比 9
表 5： 公司湿法产线单线设计产能与单位产能投资额对比 10

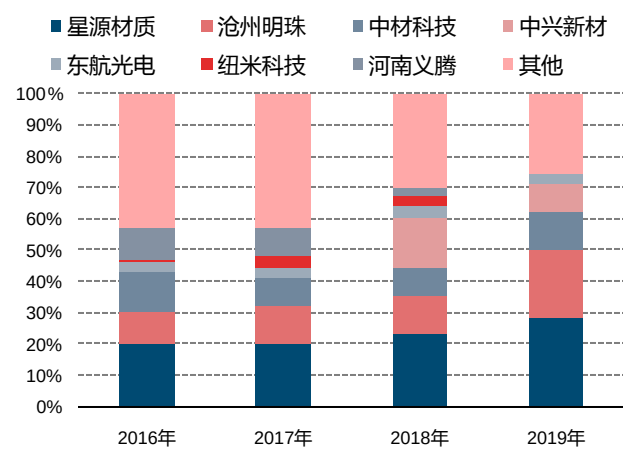
1. 优质赛道还会更优

锂电隔膜行业以集中的竞争格局、高壁垒等属性成为新能源汽车产业链备受二级市场关注的投资环节之一，锂电隔膜行业竞争格局与盈利能力的稳定性、企业估值等问题也受到重点关注，我们对于上述问题的看法是乐观的。不仅如此，**我们认为，隔膜行业格局还将进一步改善，集中度还将进一步提升，高估值反映了资本市场对稳定、优良竞争格局可持续的高确定性溢价**。隔膜不仅具备优质赛道属性，而该属性有望进一步增强。

1.1 在下游需求渗透率不足 5%的时候就形成寡头格局的优质行业

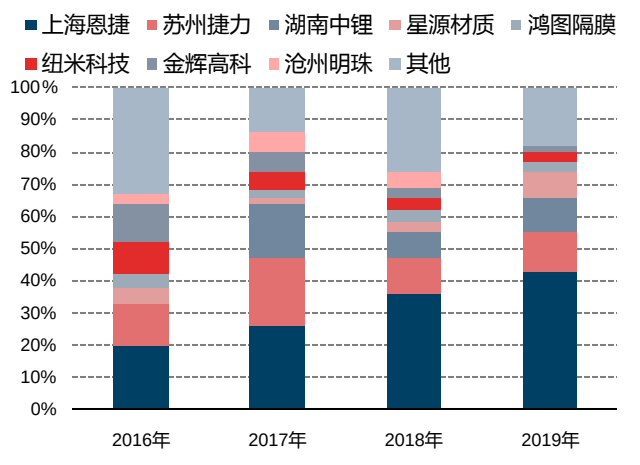
当前锂电隔膜行业呈现出寡头竞争的格局。根据星源材质公告内容，国内干法隔膜与湿法隔膜行业均已经形成较为集中的格局，2019 年国内干法隔膜市占率前三企业合计份额达到 62%、湿法隔膜市占率前三企业合计份额达到 66%（如考虑恩捷与捷力、纽米的合并则 2019 年国内湿法隔膜市占率前三企业合计份额为 77%），如图 1 和图 2 所示。

图1：国内干法隔膜市场市占率



资料来源：星源材质公告，东兴证券研究所

图2：国内湿法隔膜市场市占率



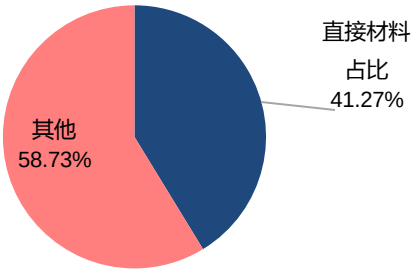
资料来源：星源材质公告，东兴证券研究所

在下游主要需求新能源汽车行业的年度销量渗透率不足 5%的发展初期，隔膜行业已经形成了寡头竞争的格局，而且我们认为这种格局将持续，且将进一步集中，因此对于隔膜行业前期竞争中胜出的优质企业而言，未来充分享受新能源汽车渗透率提升之红利的确定性较高。

我们认为，当前隔膜行业形成寡头竞争格局的背后有两大推动力。

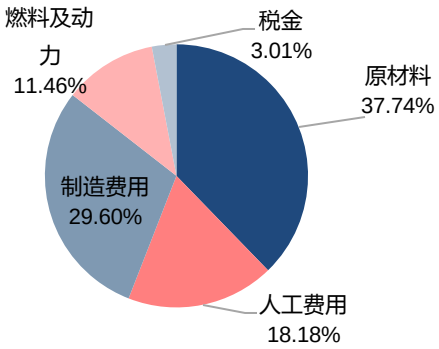
第一，产品成本结构的特殊性。与正极材料等普通制造业原材料占比高达 80%-90%不同，隔膜产品成本结构中，原材料成本占比仅 4 成，剩余的制造费用（产线设备折旧等）、能源、人工成本等占比达到 6 成，这样的成本结构决定了行业内企业在成本上可以做出巨大的差异，为头部企业展开低价竞争或者获得超额收益提供了可能性，进而促进行业产能出清。

图3：2019 年上海恩捷成本中直接材料占比 4 成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所测算

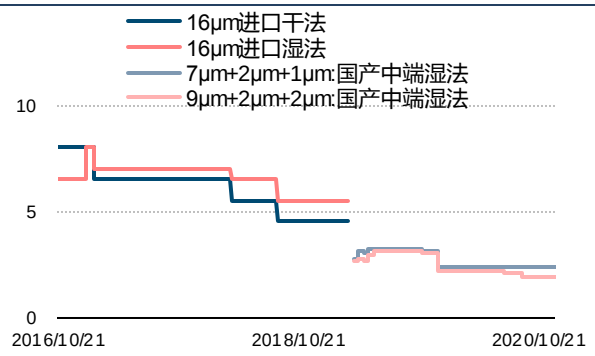
图4：2016 年 1-6 月星源材质隔膜成本结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

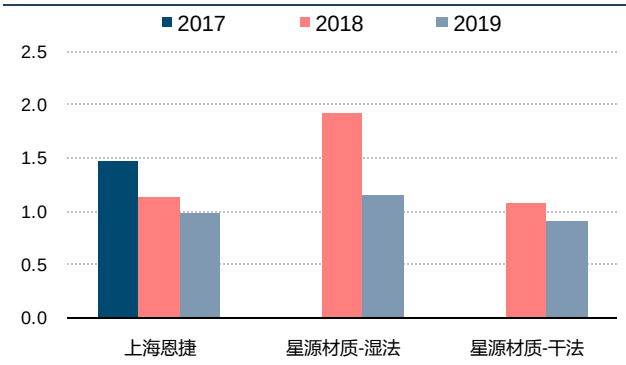
第二，快速的“成本迭代”。在 2015-2019 年新能源汽车驱动的高景气度阶段，部分技术和工艺领先的企业通过**提升产能利用率、提升良品率、增加单线产出、减少单位产出原材料用量**、四条途径快速推动产品降成本，在成本与产品售价快速下降的过程中，部分未能跟上步伐的企业产品性价比降低，订单量减少，进一步推动这些企业产能利用率下降与成本上升情形加剧，竞争力下降，甚至退出市场。快速的降本迭代加速了行业落后产能的出清。

图5：隔膜产品价格走势（2016-2020）



资料来源：Wind，东兴证券研究所测算

图6：头部企业成本下降



资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

隔膜行业成本结构特殊性与成本快速迭代推动了寡头格局快速形成，我们认为，潜在进入者难度大、风险大、性价比低，未来行业寡头的格局仍然稳固，且随着头部企业的规模扩大与“成本迭代”，预计更多尾部企业将继续被洗出行业，最后隔膜行业将在下游电池厂供应链安全等因素的制衡下，维持少数几家国内主流企业寡头竞争的格局。分析如下。

1.2 上游企业与潜在进入者进入难度大

隔膜行业进入壁垒高，风险较大。

我们认为，锂电池隔膜的生产有**静态**和**动态**两个维度的要求，**静态要求**方面，需要产品性能过关，包括

产品的孔径、孔隙率、浸润性、厚度、穿刺强度、熔化温度、闭孔温度等多方面的性能指标要求；**动态要求**在于稳定高效地产出上述符合要求的隔膜产品，企业需要做到高良品率、高产能利用率以及高分切收得率（衡量从母卷到成品的过程的产能利用效率）等。也就是说，锂电池隔膜的生产需要又快又好地生产性能过关的产品。

进入隔膜行业需要经历长时间的产品研发、生产调试。首先，研发出符合客户需求的隔膜产品本身就需要大量的资本和较长时间。**其次**，在批量化大规模生产时需要对机器设备的各项参数进行调节，以达到稳定的运行状态，国内企业一般需要长达 3 年左右的时间才能走完这个过程。

隔膜行业认证周期长，客户粘性强。据恩捷股份 2019 年 7 月 1 日公告介绍，一般而言，用于动力电池的隔膜需要动力电池厂和隔膜厂合作研发，试样以及最终投产等会经历一个很长的过程。国内动力电池客户走完这样一套认证流程大概需要 9-12 个月，而海外动力电池客户则需要 18-24 个月。由于电池系电动汽车的重要部件，更换供应商需要进行大量严格测试和调整，花费较大的人力和物力，因此一旦经下游电池厂商认证通过并确认开始合作，双方的供应关系较为稳固，客户粘性很高。

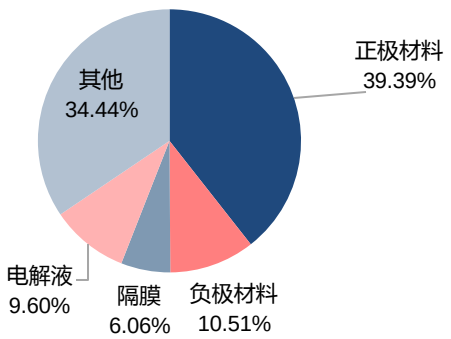
经过上述分析，新进入者进入隔膜行业需要花费超过 4 年的时间，如果想获得头部客户地订单，还需要面对长周期的认证，且试错成本较高。因此，锂电隔膜行业进入壁垒高，潜在进入者进入的难度较大。

1.3 下游电池厂进入隔膜环节的性价比低

对于电池厂而言，在隔膜环节也算潜在进入者，除了需要面临上述的进入壁垒和失败风险外，**因为隔膜在电池成本中占比低的原因，电池企业进入隔膜环节的性价比不高**，因此下游动力电池企业进入隔膜环节一体化的动力不大。

根据我们测算，方形三元动力电池的成本中隔膜的占比仅 6%左右，下游动力电池企业即使通过长时间的研发积累成功进入隔膜行业，将电池生产过程中的隔膜材料成本降低，其对于电池成本的下降推动作用也不大（如果通过自产隔膜将成本降低 30%，对于动力电池全成本而言，也仅能降低 6%*30%=1.8%，效果有限）。此外，电池企业还将面临规模化生产中稳定性不好等问题，导致产品成本居高不下的风险。**因此我们认为，动力电池企业进入隔膜环节的动力不强，性价比不高。**

图7：方形三元动力电池大致成本结构



资料来源：中国化学与物理电源行业协会等，东兴证券研究所测算

1.4 成本迭代仍将持续，环节内竞争格局将持续优化

在头部企业成本快速降低的背景下，部分企业工艺水平提升追赶头部企业，但部分难以跟上节奏的企业委身头部企业或退出行业，我们认为这一过程在未来 2-3 年内仍将持续，直至动力电池企业为保障供应链安全为行业带来新的制衡因素，预计行业最终只剩下少数几家国内主流企业。

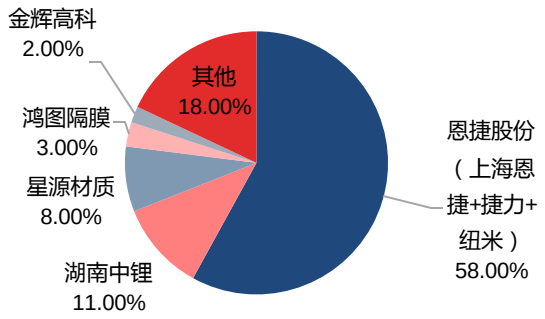
表1：锂电隔膜企业运行情况

隔膜企业	特征	具体情况
恩捷股份	经营良好	湿法隔膜全球龙头地位稳固
星源材质	经营良好	湿法隔取得较大进展，进入欧洲本土动力电池企业供应链
中材科技	经营良好	收购湖南中锂后实力增强，宁德时代需求占比 70%
苏州捷力	**被收购**	已被恩捷股份收购
纽米科技	**被收购**	已被恩捷股份收购
沧州明珠	**负毛利率**	2019 年隔膜业务毛利率进一步下滑至-51.80%
金冠股份	**阶段性停产**	2019 年阶段性停产，毛利率 26.6%，下滑 25.44 pct
双杰电气	**已停产**	天津东皋膜已于 2020 年 1 月 17 日停产

资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

如果考虑头部企业的收购因素，国内湿法隔膜市场格局已经及其集中，恩捷股份、湖南中锂、星源材质三家企业占据行业 77%的份额，在全产业链降本需求的推动下，隔膜环节“成本迭代”过程仍将持续，更多的落后企业将继续产能出清，或被头部企业并购，或直接退出行业，隔膜行业竞争格局将持续优化。

图8：考虑恩捷并购因素下 2019 年国内湿法隔膜市场份额



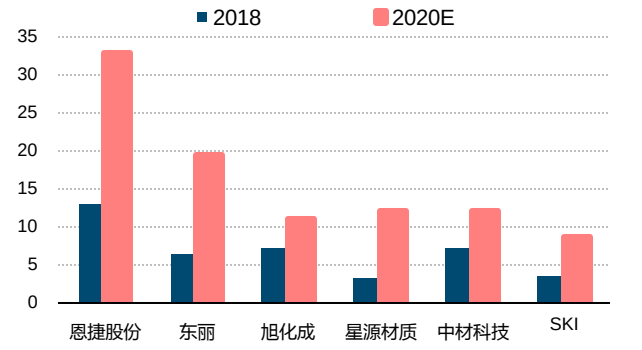
资料来源：星源材质公告，东兴证券研究所测算

1.5 海外厂商不具备成本优势

国内隔膜企业扩产积极，在全球需求高增、规模化稳定供应能力要求提升的背景下，在规模扩张方面更为积极的国内企业在承接海外大单方面具备优势，有望更加快速成长。全球看，隔膜产能主要集中在中日韩地区，国内企业产能合计占比超 6 成，同时中国企业扩产积极，预计未来国内隔膜企业将在规模化稳定供应

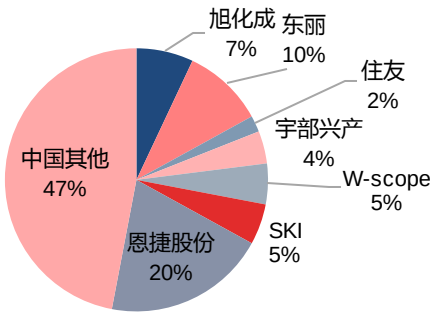
方面具备竞争优势。

图9：全球隔膜企业扩产情况



资料来源：膜链，高工锂电，东兴证券研究所

图10：2018 年全球湿法隔膜产能分布



资料来源：华经情报网，东兴证券研究所

海外隔膜企业新产能暂不具备足够的成本竞争力。根据各公司公开的资料，我们梳理了海内外主要隔膜企业的新产能投资额，如表 2 所示。国内隔膜产能在成本上具备竞争优势，因此我们判断，海外企业不会对国内企业形成实质性冲击，且国内企业有望凭借成本优势在海外市场取得较好发展。

表2：国内外锂电隔膜企业新扩产能投资额对比

企业	项目名称	设计总产能（亿 m2）	设计总投资额（亿元）	单平米产能投资额（元/m2）
星源材质	年产 3.6 亿平方米锂电池湿法隔膜项目	3.6	16	4.44
沧州明珠	年产 1.05 亿平方米锂电池湿法隔膜项目	1.05	5.92	5.64
金冠股份	湖州金冠锂电池隔膜生 产基地建设项目	2.7	12.17	4.51
胜利精密	苏州捷力湿法隔膜项目	4	-	-
中材科技	中材锂膜 4.08 亿平滕州二期项目	4.08	15.47	3.79
恩捷股份	珠海恩捷湿法隔膜项目	3.6	11	3.06
星源材质	年产 2 亿平方米锂离子电池湿法隔膜项目	2	5	2.50
星源材质	**瑞典项目 7 亿平湿法基膜+4.2 亿平涂覆膜**	**7+4.2**	**19.72**	**2.00 元/平基膜**，1.36 元/平涂覆膜
璞泰来	溧阳月泉新扩产 2.49 亿平隔膜项目	2.49	7.82	3.14
旭化成	2016 年公布的 2018 年扩产计划	0.6	60	100
旭化成	2017 年公布的 2019 年的扩产计划	2	150	75
旭化成	2019 年公布的 2021 年的扩产计划	4.5	300	66.67
东丽	匈牙利扩产	1.3	15.5	11.92
SKI	波兰建厂	4.7	25.36	5.40

资料来源：各公司官网，各公司公告，高工锂电等新闻媒体报道，东兴证券研究所

2. 恩捷股份：具备主动改善竞争格局的能力与平台化发展的能力

首先，公司通过收购其他企业主动改善竞争格局，同时增强自身话语权与产业链地位。

恩捷股份作为行业龙头企业，通过建立起的成本优势，在激烈的价格竞争下仍能具备良好的盈利水平。对于部分经营水平提升缓慢的企业而言，恩捷股份是最有实力的潜在收购者，被收购之后还能通过恩捷股份的管理提升经营水平，提升自身盈利能力，朝着良性循环方向发展。**因此，恩捷股份是行业内拥有主动改善竞争格局能力的企业。**

表3：恩捷股份收购情况

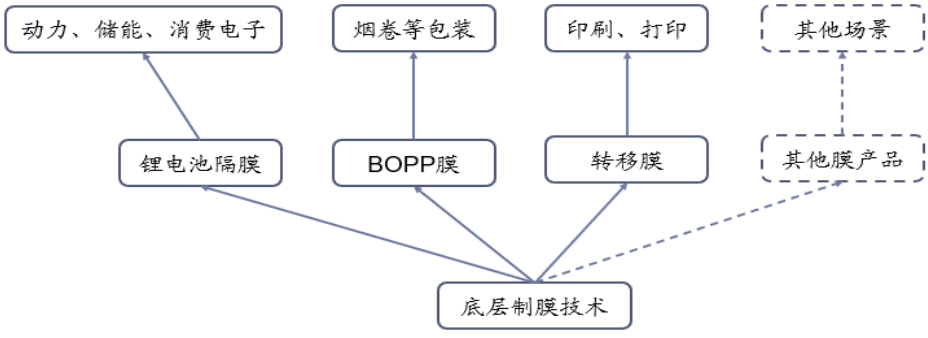
收购方	年份	被收购方	详情
上海恩捷	2020 年上半年	东航光电	以自有资金收购标的 70%股权
上海恩捷	2018 年	江西通瑞	以 2.00 亿元兑价收购江西通瑞 100%股权
恩捷股份	2020 年上半年	苏州捷力	收购苏州捷力 100%股权
上海恩捷	2020 年下半年	纽米科技	收购纽米科技 76.3574%股权

资料来源：恩捷股份公告，东兴证券研究所

通过收购，公司的产业链地位还在不断增强。一方面，手握众多优质产能，增加了公司不可替代性，短期内找到同等级别供应商的难度加大，因此恩捷股份规模的扩张助力了其产业链地位的提升；**另一方面**，行业发展的趋势也增强了规模化企业的产业链地位。新能源汽车全球化发展浪潮来临，单一电池企业承接的来自国际大车企的动力电池订单额度较大，提升了对隔膜供应商的规模要求。具备规模优势的恩捷股份具备承接大单的能力，因此符合行业发展趋势。

此外，我们认为恩捷股份具备平台化发展的能力。通过掌握底层制膜技术，公司可以将产品种类与应用场景进行拓展，因为底层技术相似性、所处环节均在生产制造环节，所以如果拓展顺利，公司仍有可能在某一细分市场增速下降之后，依靠新的业务带来增长动力，有望实现平台化发展。

图11：恩捷股份平台化发展示意图



资料来源：东兴证券研究所

3. 星源材质：基本面出现重大实质性改善

公司作为从干法隔膜赛道切入湿法隔膜领域的企业，2020 年以来在湿法隔膜领域实现了较快的进展。市场对公司的认知是湿法隔膜领域的二线企业，与龙头企业有一定差距，但与头部企业在成本上的差距正在缩小。**我们认为，当前公司的成本下降可以归因于湿法产品良品率的提升、产能利用率的提升，此外，我们分析发现，公司因生产工艺的积累与改进，单线产能已经出现较大幅度提升，带来单平投资额的大幅下降（而不是产线购置成本的自然下降引起），如产能利用率稳定，产品成本中的折旧成本有望因此下降，带动公司湿法产品成本进一步追赶头部企业。**

基本面改善一：公司湿法产品生产工艺水平已经达到较高水平。

我们认为，湿法隔膜企业的生产工艺水平可以用“产能利用率”和“良品率”等指标来衡量，**产能利用率主要反映公司连续生产情况，背后主导因素是产线稳定运行能力和客户结构，良品率则反映 A 品率和分切收得率，背后主导因素是生产工艺和客户情况等。**各指标之间的关系如下。

$$母卷产量 = 母卷产能 * 母卷产能利用率$$

$$成品产量 = 母卷产量 * 良品率$$

$$良品率 = f（A品率，分切收得率）$$

$$成品销量 = 成品产量 * 产销率$$

通过分析星源材质和恩捷股份公告，我们发现，在忽略库存因素的情况下，双方的湿法隔膜的产能利用率与良品率已经较为接近。星源材质与恩捷股份的湿法产能利用率差距缩小到 5 pct 以内，良品率差距缩小到 7 pct 左右。测算过程如表 3 所示。

表4：恩捷股份与星源材质湿法隔膜生产水平对比

对比项	恩捷股份（2019 年度数据）	星源材质（2020 年上半年数据）
母卷产能（亿平方米）	14.02	2.36
母卷产量（亿平方米）	11.7	1.87
成品销量（亿平方米）	超 8 亿平方米	1.15
母卷产能利用率	83.45%	79.44%
良品率*产销率	超 68.38%	61.31%

资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

基本面改善二：湿法产线单线设计产能已经居于行业第一，有望带动成本大幅下降。

据公司公告，瑞典湿法基膜产线单线设计产能已经达到 1.17 亿平方米，而恩捷股份于 2020 年 6 月 4 日公告中表明，上海恩捷最高单线设计产能可达 9000 万平方米/年，这一数据与公司此前常州湿法基膜产线单线设计产能 0.45 亿平方米/年存在较大进步，对应单位平方米产能投资额将由 5.54 元/平方米下降至约 2 元/平方米，降幅巨大。我们预计，如果产线运行顺利，产能利用率保持合理水平，公司湿法隔膜产品成本将进

一步大幅下降。

表5：公司湿法产线单线设计产能与单位产能投资额对比

对比项	常州 3.6 亿平湿法产线	年产 2 亿平方米湿法隔膜项目	瑞典湿法隔膜生产线及涂覆生产线
设计产能	3.6 亿平方米	2 亿平方米	7 亿平方米湿法基膜+4.2 亿平方米涂覆膜
产线条数	8	-	6 条基膜+18 条涂覆膜
单线设计产能	0.45 亿平方米/条	-	基膜**1.17 亿平方米/条**，涂覆膜 0.23 亿平方米/条
投资预算	19.96 亿元	5.00 亿元	19.72 亿元
单位产能投资	5.54 元/平方米	2.5 元/平方米	湿法基膜**约 2 元/平方米**，涂覆膜约 1.36 元/平方米

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

我们认为，公司单线产能提升与单位产能投资额下降的背后是设备与生产工艺的进步。公司在 2020 年 10 月 26 日发布的投资者活动记录表中表示：“常州工厂一直使用德国布鲁克纳生产线。布鲁克纳始终基于中国巨大的市场需求，**更容易接受中国市场提出的技术要求和技术修改方案**。因此，布鲁克纳的生产线能够与技术开发人员的要求相匹配。事实证明，常州星源生产线通过一年的运转，幅宽、设备稳定性，包括产品的物理性能都已经达到甚至部分指标超过了之前预期的状态。因此，这是我们持续跟布鲁克纳合作的一个重要原因。另外，我们近期已经开始和他们**合作研发最新的第五代湿法隔膜生产线，按照我们的技术要求，届时在生产效率和技术上又会有一次质的飞跃。**”

4. 总结

目前行业内处于国内市场前列的隔膜企业将受益行业格局进一步改善，且优质业均具备自身的 α。

5. 风险提示

电动车需求或不及预期；新能源车支持政策或大幅变动；COVID-19 疫情扩散情况对社会经济活动的影响或偏离预期；公司业务进展或不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业报告	中欧新能源汽车销量喜人，官方拟推碳交易新政	2020-11-17
行业报告	特斯拉造电池更重要的意义在于对产业的推动作用——新能源汽车系列报告 16	2020-09-28
行业报告	新能源汽车系列报告 15：7 月欧洲新能源汽车销量增速或超 200%，全年 130 万销量可期	2020-08-06
行业报告	新能源汽车行业系列报告 14：Northvolt 获宝马订单，中国供应商有望受益	2020-07-22
行业报告	官方加强电网规划投资管理，上半年新能源车市表现分化——电力设备与新能源行业月报（2020 年 7 月）	2020-07-14
行业报告	电力设备与新能源行业报告：国内新能源汽车市场出现分化，福特与大众牵手合作	2020-06-16
行业报告	电力设备与新能源行业报告：光伏系列报告 1：行业规范提标，加速新技术产业化	2020-06-14
行业报告	新能源汽车系列报告 13：欧洲新能源汽车推广超预期逻辑逐步获验	2020-06-02
行业报告	电力设备与新能源行业报告：未来已来，特斯拉产业链系列报告（三）：新能源，“芯”战场	2020-06-02
行业报告	汽车&电新行业：大众投资江淮、国轩，加码在华新能源布局——暨新能源汽车系列报告 12	2020-06-01
行业报告	新能源汽车系列报告 11：无惧疫情，欧洲新能源汽车销量翻倍仍可期	2020-05-24
行报告	新能源汽车系列报告 10：官方提高对新能源整车和动力电池的安全技术要求	2020-05-17
行业报告	电力设备与新能源行业报告：欧洲新能源汽车和国内风电行业颇具韧性	2020-05-13
行业报告	风电：奔向“平价”的清洁能源	2020-05-13
公司报告	璞泰来（603659）：锂电综合服务商，从轻资产运营走向一体化发展	2020-11-18
公司报告	孚能科技（688567）：软包动力电池强者，掘金新能源汽车市场	2020-11-11
公司报告	星源材质（300568）：湿法隔膜成出货主力，三大变化助推份额提升	2020-10-29
公司报告	贝特瑞（835185）：具备成本优势与先发优势的正负极材料供应商	2020-09-23
公司报告	星源材质（300568）：全球化供应加速，成本优势有望建立	2020-06-30
公司报告	恩捷股份（002812）：如何在锂电隔膜行业实现后来者居上？	2020-04-21
公司报告	恩捷股份（002812）：锂电隔膜行业龙头，竞争优势明显	2020-03-18
公司报告	宁德时代（300750）：客户粘性为盾，纵向一体化为矛	2020-05-07
公司报告	特锐德（300001）：大浪淘沙，沉者为金	2020-05-15
公司报告	卧龙电驱（600580）：19 年预盈幅度略低预期，长期看好与 ZF 的合作	2020-01-21
公司报告	卧龙电驱（600580）：拥抱欧洲新能源汽车市场	2020-01-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018 “天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

研究助理简介

张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券，从事电力设备与新能源行业研究，主要负责新能源汽车产业链方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526