

供需错配驱动中游高增，龙头扩产凸显成长属性

——电动车行业 2021H2 策略

推荐 (维持)

2021 年 6 月 14 日

重点公司

重点公司	评级
宁德时代	买入
亿纬锂能	审慎增持
恩捷股份	审慎增持
璞泰来	审慎增持
科达利	审慎增持

相关报告

【兴证电新】碳排放强压下，渗透率提升至年内新高 17.5%——欧洲八国新能源车五月销量数据点评

【兴证电新】政策+产品双周期启动，电动车 2022 年看美国

【兴证电新】特斯拉出口扰动本月销量，需求持续强劲

【兴证电新】产量环比持续增长，锂电需求旺盛

分析师：

朱玥

zhuyueyj@xyzq.com.cn

S0190517060001

研究助理：

许琳

xulin21@xyzq.com.cn

孙帅

sunshuai@xyzq.com.cn

投资要点

- 全球新能源乘用车月产销量均远超历年同期水平，预计全年销量突破 530 万辆。中国：后补贴时代供给端车型大周期开启，激活消费市场，1-5 月新能源乘用车销量 86.1 万辆，同比+255%；预测全年销量达 260 万（乘联会批售口径，含出口 20 万辆），同比+121%。欧洲：补贴基本延续，优质车型集中上市，碳排放强压托底，预计欧洲新能源车全年销量 200 万辆，同比+57%。美国：原有补贴政策下，产品周期驱动，消费者电动化接受度提升，上调新能源车销量达 70 万辆，同比增长 116%，静待新政落地。
- 2021、2022 年预计全球动力、储能、消费等锂电总需求 484、678Gwh，中国锂电总需求 235、343Gwh，扩产周期与需求周期错配下，电池各环节优质产能紧平衡，带动锂电材料价格普涨。今年以来，各材料价格以 6F 为首激增，带动上游各环节毛利、净利水平提升。优质产能稀缺助力龙头议价能力提升，进一步拉开与二线企业盈利能力差距，利润持续集中。
- 我们站在行业扩产新周期的起点上：过去 3 年电动车整体销量增速较慢，20 年下半年优质车型井喷加速电动化进程，带动行业供需反转，且中国制造加速渗透全球供应链，供不应求的状况将在 2021H2 加剧，行业全面进入扩产周期，景气度高涨。由于需求加速提升，“紧平衡”在很长的一段时间（预计 3-5 年周期）内将持续，行业天花板由供给决定而非需求。
- 业绩回顾：Q1 板块业绩同比大增，环比维持强势。2021Q1 板块营收规模同比增长 76.5%至 1545 亿元，环比-14.2%；营业利润 107 亿元，同比提升 374.1%，环比+142.8%，毛利率、净利率环比分别+0.8pct、+3.9pct。隔膜、锂电设备、锂钴资源、负极、电解液利润率排名靠前，电池环节资金占用优势凸显，龙头电池公司占用产业链资金超 5 成，现金流亮眼。
- 盈利预测：下游需求复苏+海外渗透加速，2021 年中游产业链各环节产能增速超 40%，电池产能环比+76%，业绩拐点明确。全年看国内动力装机需求 132Gwh，下游整车需求顶着产能逐步增加，长期看 2020~2025 动力锂电装机 CAGR 47.1%，行业景气度高涨，中游锂电与材料龙头成长属性凸显。当前全行业核心标的估值处于相对合理水平，建议重点关注和配置。
- 投资建议：国内锂电供应链受益于本轮产能扩张周期，加速全球份额扩张，主导未来全球供应，下半年关注估值切换行情。推荐宁德时代、亿纬锂能、恩捷股份、璞泰来、科达利、汇川技术、宏发股份、天赐材料（化工组覆盖）、新宙邦（化工组覆盖）。建议积极关注当升科技（化工组覆盖）、星源材质（化工组覆盖）、石大胜华（化工组覆盖）。

风险提示：新能源汽车政策不达预期风险；新能源汽车需求大幅下滑风险；新能源汽车产业链价格降幅超预期风险；上游原材料价格大幅涨价风险；中游产业链新技术迭代超预期风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、产销回顾：政策+新车型周期向上，全球需求持续释放	- 4 -
1.1、中国：淡季不淡，需求持续释放	- 4 -
1.2、欧洲：碳排放要求持续加码，2021 年补贴政策基本延续	- 6 -
1.3、美国：销量环比持续回升，电动车型加快推出	- 7 -
1.4、全球：预计 2021 年新能源乘用车销量达 530 万辆，装机量超 260Gwh ..	- 11 -
2、供需分析：产能、需求错配，产业链利润重分配	- 12 -
2.1、供需小结：优质供给相对不足	- 12 -
2.2、价格回顾：产能、需求错配，锂电上游普涨	- 13 -
2.3、产能预期：产能扩充刚需，龙头率先扩产	- 15 -
2.4、产业链利润重分配：锂钴、电解液、电池龙头利润有望增厚	- 18 -
3、行业分析：周期持续放量，凸显成长属性	- 18 -
3.1、板块回顾：板块加速复苏，盈利能力分化，利润持续集中	- 18 -
3.2、估值回顾：正值合理水平	- 22 -
3.3、全年展望：凸显成长属性，关注估值切换	- 22 -
4、投资建议	- 25 -
5、风险提示	- 27 -

图目录

图 1、2020H2 以来新能源车销量环比持续提升	- 4 -
图 2、2021 年 1-5 月国内新能源车累计销量达 94 万辆	- 4 -
图 3、5 月新能源乘用车销量 19.9 万辆，环比+9%	- 4 -
图 4、1-5 月国内累计销量达 86.1 万辆，同比+255%	- 4 -
图 5、预计 6 月国内新能源乘用车产量达 19.5 万辆，环比+3%（万辆）	- 5 -
图 6、预计国产特斯拉 2021 年国内销量达 36 万辆，市占率 15%	- 6 -
图 7、2021 年欧洲主要国家新能源车补贴政策变动	- 7 -
图 8、欧盟声明将于 2021 年施行 NEDC 至 WLTP 转换	- 7 -
图 9、2021 年 1-5 月欧洲新能源车销 67.8 万辆，同比+123%	- 7 -
图 10、预计欧洲 2021 全年新能源车销量达 200 万辆，同比+57%	- 7 -
图 11、2020 年起汽车制造商 CAFE 要求每年+1.5%，2021 年为 39.9 mpg	- 8 -
图 12、新补贴退坡方案：新能源车渗透率达 50% 后第二年开始	- 9 -
图 13、1-5 月 Tesla 销量占比下降至 51%	- 10 -
图 14、车企电动化布局：特斯拉、通用、福特将重点发展美国市场	- 10 -
图 15、2021 年 1-5 月美国新能源车销量 22 万辆，同比+107%	- 10 -
图 16、预计 2021 年美国新能源车销量 70 万辆，同比+112%	- 10 -
图 17、预计 2022 年美国新能源车市场将迎来爆发，同比超翻倍增长	- 11 -
图 18、中欧美 21 年电动车销量 530 万辆，同比+83%	- 11 -
图 19、中欧美 21 年锂电装机量预计超 260（Gwh）	- 11 -
图 20、2021 各环节优质产能、需求测算	- 12 -
图 21、2021 各环节对一、二线电池厂价格变化幅度	- 14 -
图 22、预计各龙头公司装机量快速提升（GWh）	- 15 -
图 23、电池环节供给将相对充足	- 15 -
图 24、2021、2022 年国内隔膜企业份额产量增速较快	- 16 -
图 25、我们预计下半年动力电池隔膜优质供给缺口加大	- 16 -
图 26、电解液出货量/有效产能迅速提升（万吨）	- 16 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

图 27、6F 出货量/有效产能迅速提升（万吨）	- 16 -
图 28、LFP 正极有效产能梳理（万吨）	- 17 -
图 29、三元正极有效产能梳理（万吨）	- 17 -
图 30、负极环节主要厂商有效产能/出货量（万吨）	- 17 -
图 31、分析测算样本	- 19 -
图 32、2021Q1 利润增速远高于营收增速	- 19 -
图 33、2021Q1 净利率提升至 2018 年补贴时代水平	- 19 -
图 34、2021 年 4 月全球新能源销量 38.1 万辆，同比增长 317%	- 22 -
图 35、当前中游锂电环节估值水平处于合理水平	- 22 -
图 36、预计 2021H1 销量达 103 万辆（不含 Tesla 出口），同比+212%	- 23 -
图 37、2021 年国内新能源乘用车内销 240 万辆，同比+105%	- 23 -
图 38、预计 2021 年国内动力锂电装机需求 132Gwh	- 24 -
图 39、2021 年电池产业链产能环比均+40%以上	- 24 -

表目录

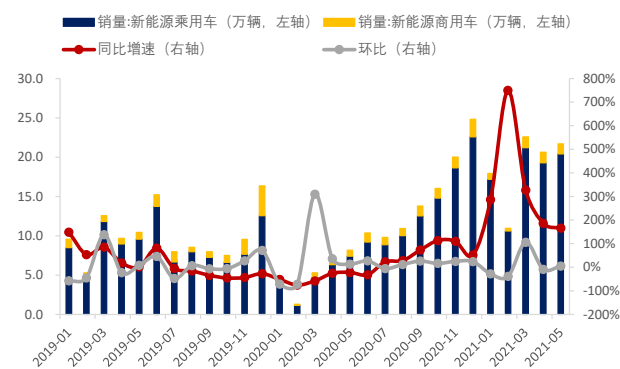
表 1、新车周期开启，下半年集中交付	- 5 -
表 2、拜登新基建计划在电动汽车领域投资 1740 亿美元	- 8 -
表 3、2021、2022 全球电池及供应链供给测算	- 12 -
表 4、锂电材料价格变动情况（含税价）	- 13 -
表 5、上游原材料价格变动（不含税价，万元/吨）	- 13 -
表 6、电池环节成本变化幅度（不含税价，万元/吨）	- 14 -
表 7、产业链利润预期将重新分配	- 18 -
表 8、2019 年至今板块分季度毛利率情况	- 20 -
表 9、2019 年至今板块分季度净利率情况	- 21 -
表 10、电池、锂电设备、整车、电机电控、电解液的资金占用能力较强	- 21 -
表 11、预计 2025 年全球新能源汽车销量 1593 万辆	- 23 -
表 12、产业链核心标的业绩/估值测算	- 25 -

1、产销回顾：政策+新车型周期向上，全球需求持续释放

1.1、中国：淡季不淡，需求持续释放

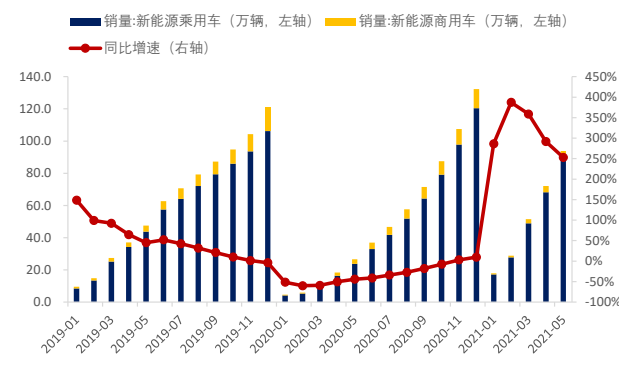
供给端车型大周期开启，带动需求增长强劲，**2021年1-5月新能源车销量达94万辆（含出口销量），同比+253%**。整体来看，随着国产特斯拉新款M3和全新车型MY上市、新势力以及自主品牌重磅车型相继推出，优质供给激活消费市场，C端真实需求释放，驱动上半年新能源车销量持续超预期。

图 1、2020H2 以来新能源车销量环比持续提升



资料来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

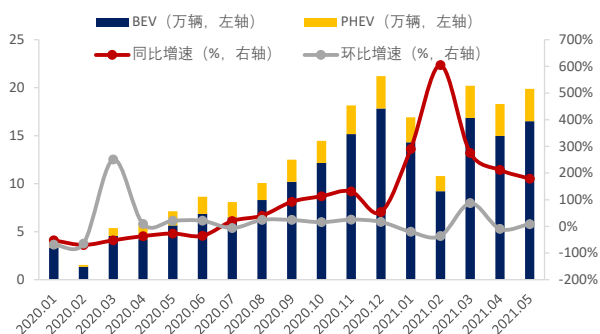
图 2、2021 年 1-5 月国内新能源车累计销量达 94 万辆



资料来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

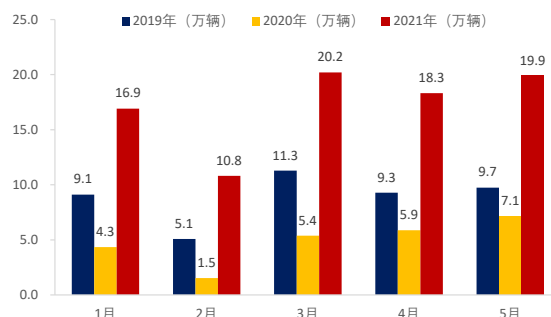
新能源乘用车今年各月产、销量均远超历年同期水平，**产量端：1-5月新能源乘用车产量85.3万辆，同比+262%**，其中Q1新能源乘用车产量为47.4万辆，同比+365%，环比-14%。**销量端：1-5月新能源乘用车销量86.1万辆，同比+255%**；Q1新能源乘用车国内销量为48万辆，同比+326%，环比-11%。

图 3、5 月新能源乘用车销量 19.9 万辆，环比+9%



资料来源：乘联会，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、1-5 月国内累计销量达 86.1 万辆，同比+255%



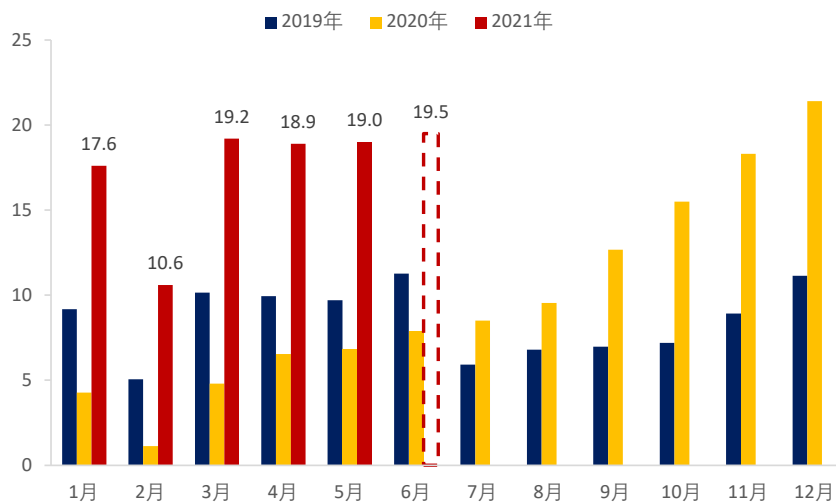
资料来源：乘联会，兴业证券经济与金融研究院整理

3月强势复苏，4月季度初出口高增造成销量回落，5月销量回升显著，**6月预计国内新能源乘用车产量达19.5万辆，创历史新高**。6月产量得益于1)缺芯影响开始边

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

际改善；2）MEB ID.6、威马 W6、理想 ONE 改款等新车型上市带动产量提升；3）北京家庭牌照 32000+释放会带来短期刺激，推测国内新能源乘用车 6 月排产将超 19.5 万辆。

图 5、预计 6 月国内新能源乘用车产量达 19.5 万辆，环比+3%（万辆）



资料来源：乘联会，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

优质供给推动需求持续释放：2021 年是海内外新能源汽车市场需求共振的大年，优质车型快速集中上市，驱动私人消费持续放量，需求顶着产能逐步向上。上半年，国产特斯拉、上汽通用五菱、比亚迪、南北大众、新势力齐放量；下半年，4 月上海车展展示的极氪 001、极狐阿尔法、野马 Mach-E 等诸多重磅车型陆续交付，有望为行业增长提供持续动力。

表 1、新车周期开启，下半年集中交付

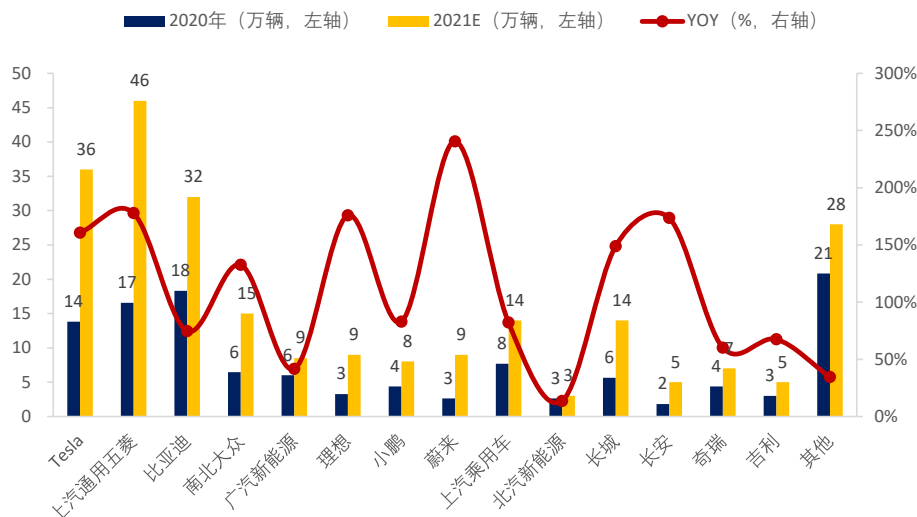
车企	车型	动力类型	级别	带电量	续航里程	价格（万元）	参展类型	交付时间
造车新势力								
威马汽车	W6	EV	B级SUV	/	520/620km	16.98-25.98	发布	/
小鹏汽车	P5	EV	A级轿车	/	600km	预计15万	开启预订	2021Q4
上汽智己	L7	EV	C级轿车	93/115KWh	1000km	/	开启预订	2021年底
高合汽车	Hiphi X	EV	C级SUV	/	/	57-80万	亮相	2021年5月
哪吒汽车	哪吒Eureka 03	EV/增程	轿跑	/	800/1100km	/	亮相	2022年底
蔚来汽车	ET7	EV	C级轿车	70/100/150KWh	500/700/1000km	44.8-50.6	亮相	2022年
自主品牌								
吉利极氪	ZEEKR 001	EV	C级轿车	110KWh	700km	28.1-36	开启预订	2021Q4
比亚迪	唐DM-i	HEV	B级SUV	/	1050km	18.98-21.68	正式上市	/
	秦Plus EV	EV	A级SUV	/	400/500/600km	12.98-16.68	上市	/
东风岚图	FREE	EV/增程	C级SUV	88/33KWh	475-860km	31.36-36.36	上市	2021Q3
北汽极狐	αS (Hi版)	EV	C级轿车	/	/	38.89-42.99	发布	2021年底
广汽埃安	Aion Y	EV	B级SUV	184KWh	410-600km	10.59-14.99	公布售价	/
长城欧拉	闪电猫	EV	A级轿车	/	/	/	发布	2022年量产
上海五菱	宏光Mini敞篷版	EV	A00级轿车	9.3-13.8KWh	120-170km	3.76-4.36	发布	2022上半年
上汽R	ES33	EV	C级SUV	/	/	/	亮相	2022下半年
合资/外资品牌								
大众	ID.6 X/CROZZ	EV	C级SUV	55-84.8KWh	568/588km	预计30万	全球首发	2021Q3
长安福特	Mach-E	EV	B级SUV	75.7/98.8KWh	470-600km	26.5-37.99	正式上市	/
奔驰	EQS	EV	C级轿车	108KWh	770km (WLTP)	/	亮相	2022年1月
	EQA	EV	A级SUV	66.5KWh	486km	/	亮相	/
	EQB	EV	A级SUV	70.5KWh	500km	/	亮相	/
奥迪	Q4 e-tron	EV	A级SUV	/	/	/	全球首发	/
现代	IONIQ 5	EV	B级SUV	58/73KWh	600km (长续航版)	/	亮相	/
东风日产	Ariya	EV	A级SUV	63/87KWh	480-610km	预计20万	亮相	预计2021年内
凯迪拉克	LYRIQ	EV	C级SUV	/	/	/	亮相	2022上半年
吉利沃尔沃	极星2	EV	B级SUV	64/78KWh	485/565km	25.28-33.8	亮相	/

资料来源：草根调研，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

预计 2021 年国内新能源乘用车销量达 260 万辆(基于乘联会批售口径, 其中出口 20 万辆, 内销 240 万辆), 同比+121%。分车企来看, 预计 Tesla、上汽通用五菱、理想、蔚来、长城、长安、小鹏等车企都有望实现翻番以上的增长。

图 6、预计国产特斯拉 2021 年国内销量达 36 万辆, 市占率 15%



资料来源：草根调研，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

1.2、欧洲：碳排放要求持续加码，2021 年补贴政策基本延续

绿色复兴计划中碳排放法规系驱动欧洲新能源车放量的上层建筑，配套税收及补贴优惠，在购置、消费、使用、补贴等全方位促进消费者购买新能源汽车。

2021 年欧洲主要国家补贴政策基本延续：2021 年 1 月起，法国新能源乘用车单车最高补贴从 7000 欧元下降至 6000 欧元；2021 年德国新能源车补贴政策延续，单车最高补贴达 9000 欧元；3 月 18 日英国政府将 EV 最高补贴额度由 3000 英镑降至 2500 英镑，享受补贴车型价格限制由 5 万英镑下调至 3.5 万英镑。

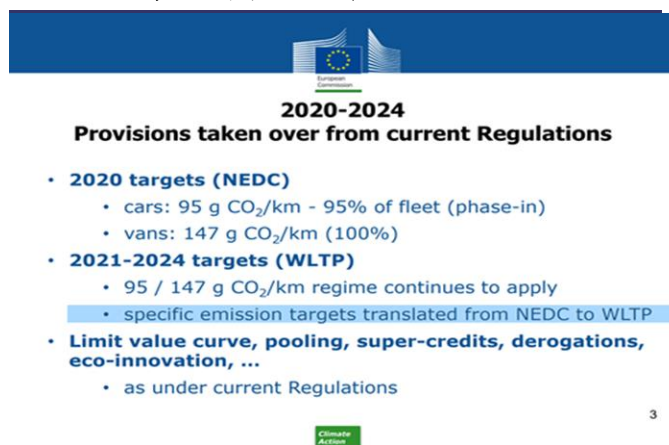
碳排放持续加码，推动传统车企加速电动化进程。（1）车企方面：欧洲车企一季度碳排放出炉，其中宝马等六家车企完成当期碳排放目标，而大众高出目标值 10%，面临减排压力最大，预计将加大新能源汽车投放力度。**（2）国家方面：**2021 年起，欧盟实施更为严格的碳排放测算方式 WLTP。WLTP 测算方法下，今年目标值约为 109g/km。5 月法国碳排放环比下降 3.2g/km 至 109.8g/km；德国在 NEDC 下碳排放降至 125.0g/km，仍处高位。

图 7、2021 年欧洲主要国家新能源车补贴政策变动

国家	政策	时间	政策变化
法国	购买新车补贴	2021年1月起	售价小于4.5万欧元的个人EV车型最高补贴额由7000欧元降至6000欧元
英国	购买新车补贴	2021年3月18日起	最高补贴由3000英镑下调至2500英镑并提高门槛，售价仅3.5万英镑车型以下车型可享受
瑞典	购买新车补贴	2021年4月1日起	2021年4月1日起，上调纯电动车最高补助（6万至7万瑞典克朗），下调插电混动补助

资料来源：政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、欧盟声明将于 2021 年施行 NEDC 至 WLTP 转换

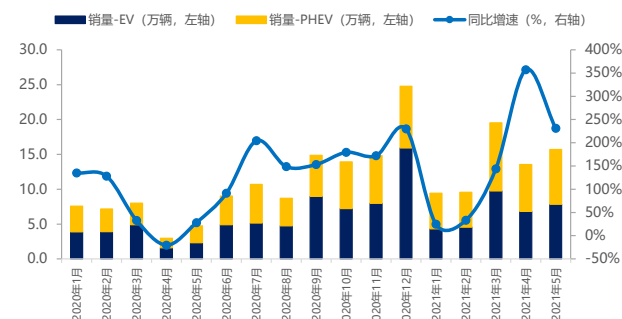


资料来源：欧盟官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2020 年起欧洲诸国持续加码新能源车补贴，而燃油车市场受疫情影响，共同带动电动车渗透率显著大幅提升。尤其以德国、法国、挪威、瑞典等国提升最为明显。2021 年以来欧洲下游市场需求维持旺盛，1-5 月累计销量达 67.8 万辆，同比+123%。

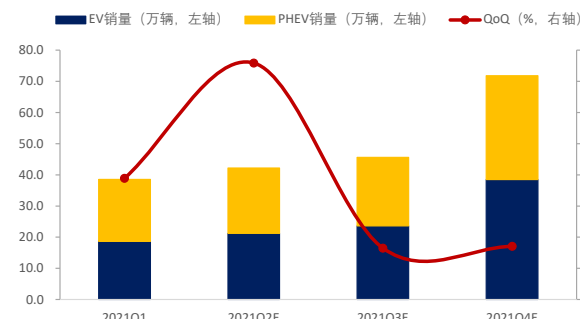
2021 年补贴政策基本延续、以大众、特斯拉等为代表的优质车型集中快速上市，下游市场有望持续爆发，上调欧洲新能源车全年注册量至 200 万辆，同比增长 57%。

图 9、2021 年 1-5 月欧洲新能源车销 67.8 万辆，同比+123%



资料来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

图 10、预计欧洲 2021 全年新能源车销量达 200 万辆，同比+57%



资料来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

1.3、美国：销量环比持续回升，电动车型加快推出

政策周期：拜登新政拥抱电动化，美国成为下一个高增地区。美国总统拜登发布《清洁能源革命和环境计划》，提出未来美国将实现 100% 的清洁能源经济，在 2050 年之前达到净零碳排放。此外，承诺大力支持新能源车发展，或将增加补贴、提高税收减免额度。

2 万亿美元新基建计划，预计将投入 1000 亿美元用于消费者购买电动汽车相关补贴。据能源部消息，拜登政府将通过税收减免、价格补贴等方式，刺激新能源汽车的购买。5 月 26 日美国参议院财政委员会通过新议案，将税收抵免金额上限提高至 \$12.5k，且新能源车渗透率达 50% 后开始退坡。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 7 -

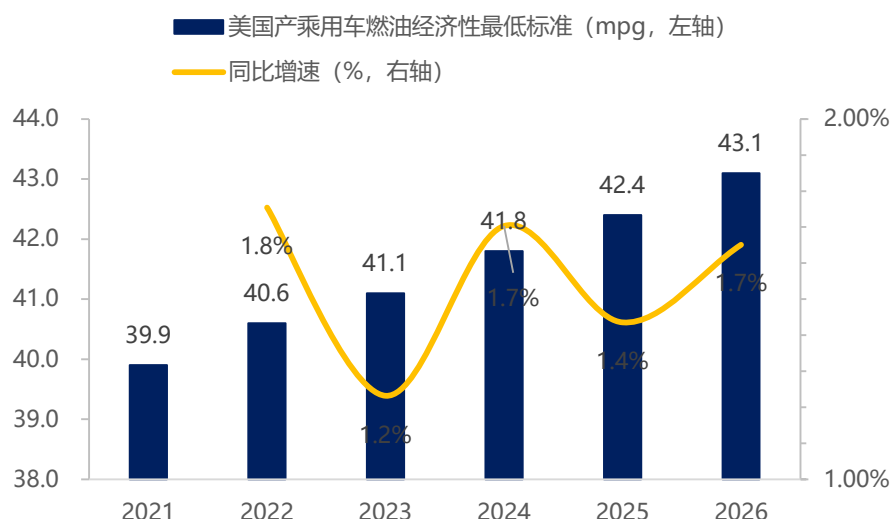
CAFE 积分：拜登政府有望提高积分要求，加大超标罚款力度。特朗普时期 CAFE 积分增速要求放宽，推出 SAFE (Safer Affordable Fuel-Efficient) 政策，即从 2021 年到 2026 年，每年增加 1.5% 的标准要求，而 2012 年的标准要求每年增加约 5%。预计拜登政府将提高 CAFE 积分增速要求与罚款力度：2021 年 1 月，NHTSA 宣布从 2022 年开始将 CAFE 罚款由 5.5 美元/分调整为 14 美元/分。根据 2020 年标准测算，预计 2021 年对车企生产的乘用车燃油经济性最低标准为 39.9mpg (百公里油耗约 6L)。

表 2、拜登新基建计划在电动汽车领域投资 1740 亿美元

拜登新基建计划	2万亿美元基建和经济复苏计划， 未来八年向绿色能源转型
电动汽车领域	(1)总投资规模达1740亿美元；
	(2)帮助美国企业制造电池和电动车，推动从原材料到零部件的国产化；
	(3)消费者购买美国生产的电动车，可以获得销售回扣和税收优惠；
	(4)为地方政府和个人部门提供赠款和激励，目标在2030年前建设50万台充电站网络；
	(5)将5万辆柴油公交车和20%校车替换为电动车；
	(6)通过联邦采购，用电动汽车取代美国政府的约65万辆汽车；
	(7)推动未来公共汽车100%电动化等。

资料来源：拜登计划情况说明书（白宫发布），兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2020 年起汽车制造商 CAFE 要求每年+1.5%，2021 年为 39.9 mpg



资料来源：NHTSA，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

补贴有望加码：路透社报道，当地时间 5 月 26 日，美国参议院财政委员会通过了一项新法案，旨在提高现有新能源车补贴。

- **补贴额度：**美国组装的电动车税收抵免额提高至 1 万美元，工会成员生产车辆的抵免上限提高至 1.25 万美元；
- **原有退坡门槛：**车企累积销量达到 20 万辆后在一年内退坡至零补贴（此前特斯拉、通用汽车均不再享有补贴）；
- **新退坡门槛：**直到电动车占当年汽车总销量的 50% 后，退税补贴才会逐步退坡（退坡上限极高，后续有待验证）；
- **制造商激励：**为制造商提供 30% 的税收抵免，以促进包括电池在内的能源技术发展，并提供购买商用电动汽车的新激励措施。

提案仍需通过参议院与众议院议员投票通过，由于民主党占据参众两院多数席位，预计提案大概率能够通过。

图 12、新补贴退坡方案：新能源车渗透率达 50% 后第二年开始

EV credit increase

The Chairman's modification provides an additional credit amount of \$2,500 for new qualified plug-in electric drive motor vehicles for which the final assembly is at a facility whose production workers are members of or represented by a labor organization.

Chairman's modification also provides an additional credit amount of \$2,500 for new qualified plug-in electric drive motor vehicles for which the final assembly is at a facility in the United States before 2026. For vehicles sold after December 31, 2025, the base amount of credit for new qualified plug-in electric drive motor vehicles is increased from \$2,500 to \$5,000, and final assembly of a new qualified plug-in electric drive motor vehicle must occur in the United States.

Therefore, under the Chairman's modification a new qualified plug-in electric drive motor vehicle is eligible for a maximum credit of \$12,500, for a vehicle assembled in the United States at a facility whose production workers are members of or represented by a labor organization.

EV credit phase-out

If the Secretary, in consultation with the Secretary of Transportation, determines that the total annual sales of new qualified fuel cell motor vehicles and new qualified plug-in electric drive motor vehicles in the United States exceed 50 percent of the total annual sales of new passenger vehicles in the United States, the amount of the EV credit is reduced according to the following schedule: by 25 percent for a vehicle purchased during the second calendar year following the determination, by 50 percent for a vehicle purchased during the third calendar year following the determination, and by 100 percent for a vehicle purchased during any subsequent calendar year.

资料来源：美国参议院财政委员会，兴业证券经济与金融研究院整理

产品周期：优质车型丰富度增加：今年大众 ID.4、野马 Mach-E、克莱斯勒 Pacifica 等新车型集中上市放量。以特斯拉市占率来看，2020 年特斯拉市占率为 64%，但受到美国市场车型数量显著上升的影响，2021 年 1-5 月这一比例已下降至 51%。

图 13、1-5 月 Tesla 销量占比下降至 51%

当月排名	车型	5月销量 (辆)	占比	环比增幅
1	Model Y	14700	25.4%	123%
2	Model 3	10090	17.5%	3%
3	丰田Prius	5000	8.7%	32%
4	雪佛兰Bolt	4243	7.3%	-0.02%
5	Model X	2300	4.0%	2200%
6	大众ID.4	2258	3.9%	104%
7	雷诺Leaf	2070	3.6%	35%
8	野马Mach-E	1945	3.4%	-0.3%
9	Model S	1700	2.9%	1600%
10	现代Kona	1199	2.1%	68%

累计排名	车型	今年累计 (辆)	占比	同比增幅
1	Model Y	60800	27.2%	4053%
2	Model 3	41990	18.8%	72%
3	雪佛兰Bolt	17512	7.8%	235%
4	丰田Prius	14940	6.7%	381%
5	野马Mach-E	10510	4.7%	20年12月上市
6	Model X	6700	3.0%	143%
7	雷诺Leaf	6525	2.9%	252%
8	奥迪e-tron	6479	2.9%	274%
9	Model S	5200	2.3%	86%
10	丰田RAV4	4656	2.1%	20年6月上市

资料来源: Marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、车企电动化布局: 特斯拉、通用、福特将重点发展美国市场

集团	集团全球电动化规划			新车重点投放市场
	车型规划	产销规划	研发投资	
特斯拉		2021年规划产能125万辆 (弗里蒙特 50万辆+上海75万辆)	/	北美、中国、欧洲
大众	到2030年合计70款 (其中约有20款已投产)	2021年将交付超过45万辆电动汽车到2030年全球合计销量2600万辆 (MEB 1700万辆 + PPE 900万辆)	3年内投资60亿欧元用于软件研发与电动化进程到2025年880亿美元 (2020年11月13日大众第6轮融资)	欧洲、中国
奥迪	到2025年30款, 包括20款EV	/	到2025年电动汽车投资350亿欧元, 其中EV100亿, PHEV50亿	欧洲、中国
现代	到2022年底10款, 其中3款EV到2026年11款, 其中4款E-GMP	到2025年销量100万辆, 2030年年销量160万辆	2025年达到350亿美元, 并与苹果合作电动车项目 2020-2025投资总发出29万亿美元	欧洲、日韩
通用	到2025年30款	2025年销量超过100万辆, 三大品牌全部车型实现电动化	270亿美元	北美、中国
福特	到2024年17款, 到2025年中国推出15款	2023-2029在欧美交付60万辆 (基于MEB) 到2030年欧洲车型全部为电动车	到2025年电动汽车投资超过220亿美元, 自动驾驶70亿美元	北美、欧洲

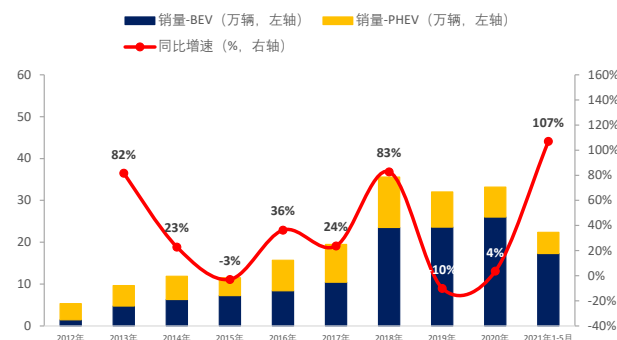
集团	集团北美电动化规划		
	整车	电池	充电设施
特斯拉	21年下半年上市Cybertruck; 22年上市Roadster轿跑		
大众	新款ID.4, Microbus EV, Taos; 奥迪A9, e-tron GT, Q4 e-tron		2021年, 将有800个充电站, 3500个快速充电桩, 覆盖美国45个州
现代	Ioniq 5, Ioniq 6, Ioniq 7, Genesis系列, Santa Cruz等车型		
通用	凯迪拉克、别克、雪佛兰、GMC等10款以上电动化车型	建立Ultium电池系统, 供应别克、凯迪拉克、雪佛兰和GMC产品; 与LG化学合作建立Ultium电池公司, 年产能可达30GWh	正与Evo合作, 在未来五年内建造2,700多个快速充电站, 这些充电站将完全由可再生能源供电
福特	Bronco等, 林肯将推出中型跨界EV		北美建立超过16,000个FordPass充电网络站点

资料来源: EVAdoption, 车企公开日资料、兴业证券经济与金融研究院整理

2021 年 1-5 月美国新能源车销量 22 万辆, 同比+107%, 预计 2021 全年新能源汽车销量达到 70 万辆: 其中 Q1 销量 12.5 万辆, Q2 预期销量为 16.3 万辆; 全年总销量将达 70 万辆, 同比+112%; 其中纯电动 56 万辆, 插混 14 万辆。

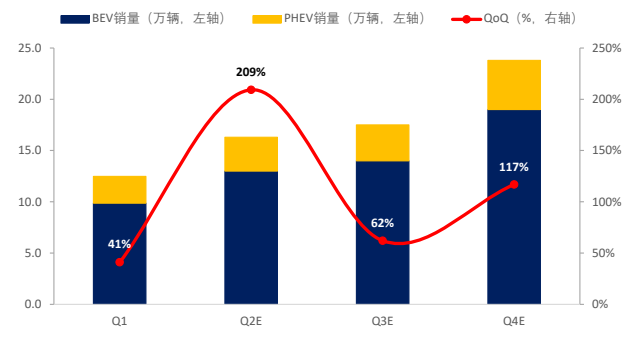
2022 年起新车型集中上市, 预计美国新能源汽车市场将迎来爆发式增长: 预计当年销量有望达到 140 万辆, 同比超翻倍增长, 复刻欧洲 2020 年销量增速。预计 5 年内美国新能源汽车市场增长显著, 2025 年新能源汽车销量将达 360-380 万辆, 渗透率 21%; 2021-2025 年复合增速 61%。

图 15、2021 年 1-5 月美国新能源车销量 22 万辆, 同比+107%



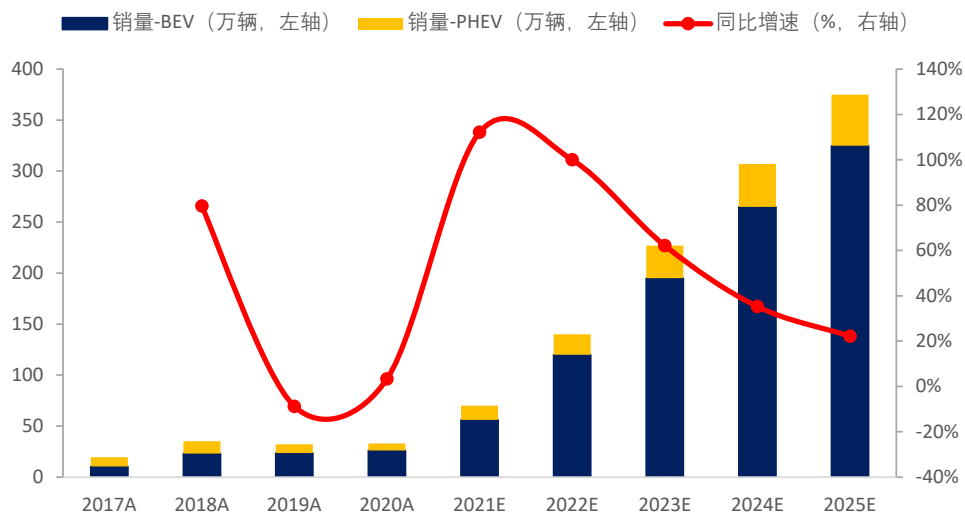
资料来源: Marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、预计 2021 年美国新能源车销量 70 万辆, 同比+112%



资料来源: Marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理、测算

图 17、预计 2022 年美国新能源车市场将迎来爆发，同比超翻倍增长



资料来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

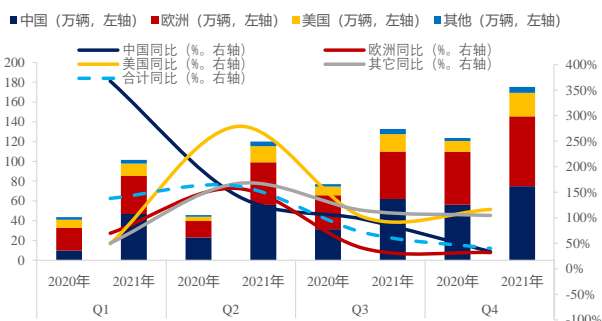
1.4、全球：预计 2021 年新能源乘用车销量达 530 万辆，装机量超 260Gwh

政策端：欧洲碳排放加速车企电动化转型，补贴延续助力终端需求强劲；中国双积分政策托底，优质新车型周期推动需求持续释放；美国 1740 亿美元电动汽车扶持计划确认，电动化周期开启。

需求端：欧洲 2021 年 1-5 月累计销量 67.8 万辆，同比高增 123%，优质车型需求强劲；中国车型结构分化，C 端真实需求释放，供给紧缺抑制需求释放；美国特斯拉弗里蒙特工厂复工，特斯拉 Model Y 销量攀升，一枝独秀。

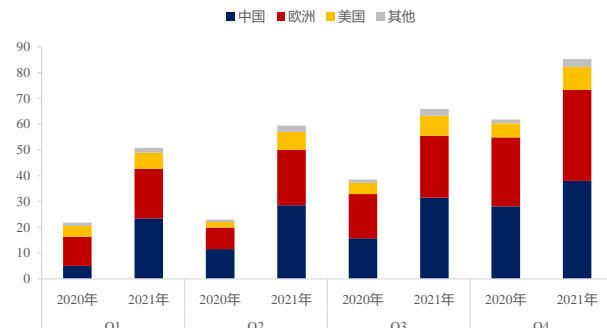
21 年放量预测：全球 2021 年新能源车销量预计为 530 万辆，同比+83%，其中中国 240 万辆，欧洲 200 万辆，北美 70 万辆，其余国家 20 万辆，对应全球动力装机量超 260Gwh。

图 18、中欧美 21 年电动车销量 530 万辆，同比+83%



资料来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

图 19、中欧美 21 年锂电装机量预计超 260 (Gwh)



资料来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2、供需分析：产能、需求错配，产业链利润重分配

2.1、供需小结：优质供给相对不足

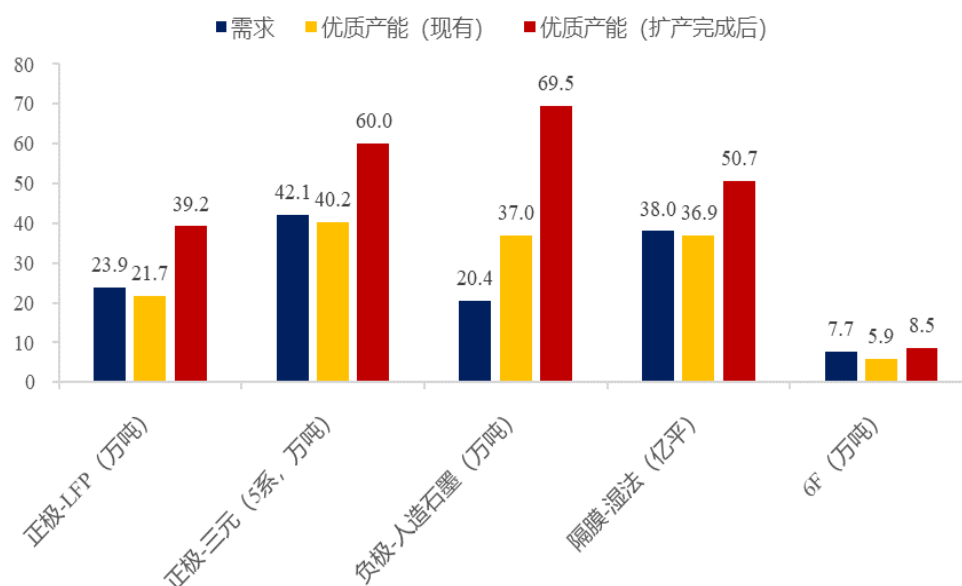
2021、22 年预计全球动力、储能、消费等锂电总需求 484、678Gwh，中国锂电总需求 235、343Gwh。优质供给来看，6F、隔膜环节扩产后（明年）供给依然相对紧缺。6F 环节主要受到化工环评的限制，扩产周期一般为 2 年；而隔膜环节主要受到设备产能的限制；龙头现有产能扩产完成后，预计 2022 年行业优质供给仍将紧平衡。

表 3、2021、2022 全球电池及供应链供给测算

		2021E	2022E
需求			
中国新能源乘用车销量	万辆	240	315
全球新能源乘用车销量	万辆	515	681
全球锂电池需求	GWh	484	678
中国锂电池需求	GWh	235	343
国内锂电产业链供给（换算成GWh口径）			
国内锂电池优质供给		310	547
隔膜	CR3	224	328
6F	全行业	326	481
VC	CR7	196	
电解液	CR3	193	367
LFP正极	全行业	208	309
三元正极	全行业	273	406
负极	全行业	479	661

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理、测算

图 20、2021 各环节优质产能、需求测算



资料来源：公司公告，GGII，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2.2、价格回顾：产能、需求错配，锂电上游普涨

产能周期与需求周期错配，行业优质产能紧平衡，2021 年以来锂电材料价格普涨。

2021 年至今，各材料价格以 6F 为首，纷纷上调，其中 6F 上涨 144.9%。负极、隔膜、电池同比下降，环比稳定；硫酸钴、NCM523 环比下降，同比上涨；其他材料均有不同程度提价。

表 4、锂电材料价格变动情况（含税价）

单位：万元/吨	2020年5月	2020年12月	2020年均价	2021年1月	2021年2月	2021年3月	2021年4月	2021年5月	5月同比	5月环比	2021年初至今涨幅
碳酸锂	4.3	4.8	4.4	6.3	7.8	8.6	8.9	8.9	104.8%	0.2%	87.4%
硫酸钴	4.7	5.5	5.2	6.4	7.8	8.5	7.1	6.9	48.2%	-3.5%	25.9%
硫酸镍	2.7	2.9	2.8	3.0	3.5	3.5	3.2	3.3	22.0%	3.0%	11.9%
LFP	3.6	3.7	3.7	4.2	4.4	4.8	5.0	5.3	45.8%	5.6%	42.7%
NCM523	11.3	12.1	11.9	13.7	15.2	16.5	15.7	15.2	34.7%	-3.5%	24.8%
6F	8.1	10.7	8.3	12.0	14.8	19.7	21.1	26.3	223.3%	24.6%	144.9%
电解液	3.9	3.8	3.8	3.8	3.9	5.3	5.5	5.5	42.9%	0.0%	44.7%
天然石墨负极	4.0	3.6	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	-10.0%	0.0%	0.0%
人造石墨负极	4.3	3.8	4.7	3.8	3.8	3.8	4.1	4.2	-2.4%	0.6%	10.7%
湿法基膜（元/平米）	1.4	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	-11.1%	0.0%	0.0%
铜箔	9.4	9.8	9.4	10.0	10.6	11.4	11.4	12.1	28.4%	5.9%	23.5%
动力电池-三元电芯（元/Wh）	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	-9.0%	0.0%	0.0%
动力电池-LFP电芯（元/Wh）	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	-7.4%	0.0%	0.0%

资料来源：亚洲金属网，中国镍钴网，CIAPS，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

当前预期：各环节对一、二线电池厂差异化定价：根据 2021 年正极材料价格，Li、Co、Ni 涨价对成本影响为 6.9%，但考虑到龙头与上游绑定，规模效应致采购端具备一定采购优势；一二线电池厂四大材料差异约为 2%-10%。

成本测算其他假设：负极：2021 年，自产石墨化比例由 40%提至 60%；隔膜：2021 年，整体开工率由 70.4%提至 79.2%（整体开工率=产能利用率*半成品良率*成品良率）；电解液：自产 6F 比例 60%。

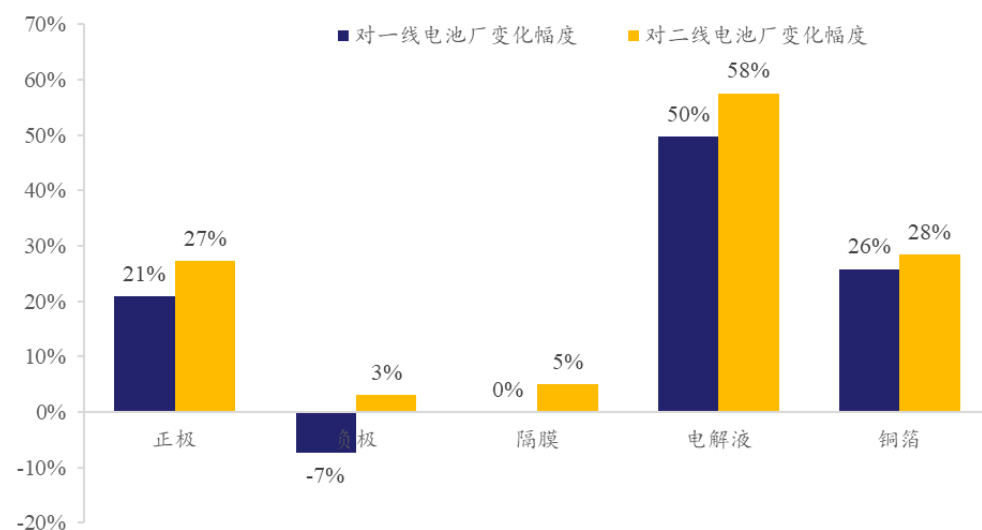
表 5、上游原材料价格变动（不含税价，万元/吨）

	2020年均价 占电池成本		2021年价格 占电池成本	
碳酸锂	4.5	6.4%	7.9	10.0%
硫酸钴	4.4	9.0%	6.1	11.2%
硫酸镍	2.4	11.5%	2.9	12.5%
总计		26.9%		33.8%

资料来源：CGII，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 21、2021 各环节对一、二线电池厂价格变化幅度



资料来源：公司公告，GGII，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

影响分析：涨价影响可控，龙头优势凸显。一线电池厂采购价格预期：三元正极涨价 21%，负极降价 7%，隔膜价格不变，电解液涨价 50%，铜箔涨 26%。**二线电池厂采购价格预期：**三元正极涨价 27%，负极涨价 3%，隔膜涨价 5%，电解液涨价 58%，铜箔涨 28%。

我们测算当前上涨幅度对电池厂影响有限。假设电池能量密度、经营杠杆等不变，以公开价格为基准测算，我们测算一线厂商电池成本预计上涨 10.8%，二线厂商电池成本预计上涨 15.5%。实际 2021 年全年经营杠杆提升，有助于成本降低，预计全行业当前影响约 5%~10%。若金属材料价格持续维持高位，且动力电池环节优质产能供需紧平衡，我们预计下半年或看到动力电池厂商提价。

表 6、电池环节成本变化幅度（不含税价，万元/吨）

	2020年均价	2021年均价 (E)				成本测算假设
		一线电池厂	变化幅度	二线电池厂	变化幅度	
正极 (万元/吨)	11.90	14.39	21%	15.15	27%	NCM523电芯
负极 (万元/吨)	4.64	4.30	-7%	4.78	3%	
隔膜 (元/m²)	1.50	1.50	0%	1.58	5%	湿法隔膜；整体开工率由56%提至79.2%
电解液 (万元/吨)	3.80	5.69	50%	5.99	58%	自产6F比例60%
铜箔 (万元/吨)	9.40	11.83	26%	12.07	28%	
电池 (元/GWh)	540.86	599.35	11%	624.50	15%	

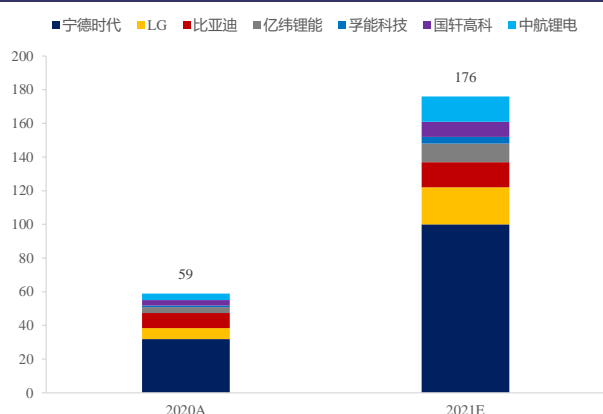
资料来源：CIAPS，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

2.3、产能预期：产能扩充刚需，龙头率先扩产

负极以外，预计 2021 年龙头公司扩产速度行业领先，预期 2021 年需求相比 2020 年均有 40%以上增速。目前各环节均在不断扩产，正极、隔膜、动力电池、结构件龙头增速均超 100%，电解液龙头扩产速度稍慢，亦超 80%，负极扩产速度相对较慢，璞泰来增速仅有 50%。预计龙头公司市占率进一步提高：我们预期 2021 年正极以外龙头公司均能占据 40%以上市场份额，而正极龙头市占率能够提升 10%以上，各环节利润加速向龙头集中。

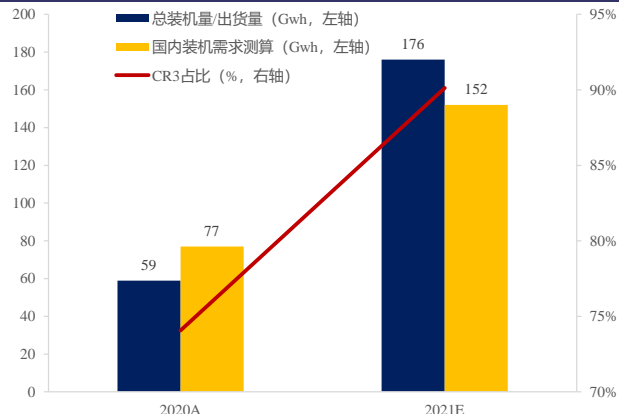
电池环节：集中度继续提升，供需同步增长。电池环节龙头公司快速扩产，预期 2021 年出货量大幅提升。预计 2021 年宁德时代出货量为 100GWh，同比增长超 210%，LG 出货量为 22GWh，同比增长 238%，比亚迪装机量为 15GWh，同比增长 67%，龙头公司快速扩产解需求增长燃眉之急。供需比由 76%提升至 115%，供给、需求同时呈现爆炸式增长，预计 2021 年供给相对充足，由于龙头扩产相对较快，预计 CR3 将进一步提高 1.6pct。

图 22、预计各龙头公司装机量快速提升 (GWh)



资料来源：公司公告，GGII，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

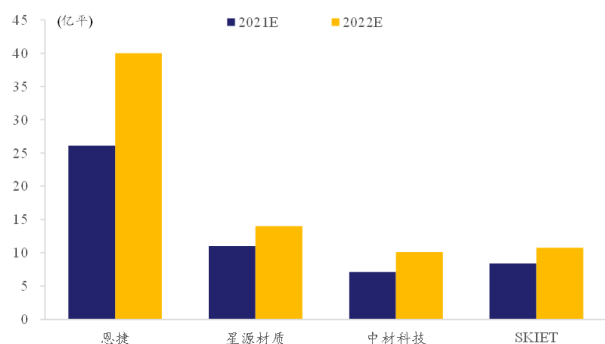
图 23、电池环节供给将相对充足



资料来源：公司公告，GGII，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

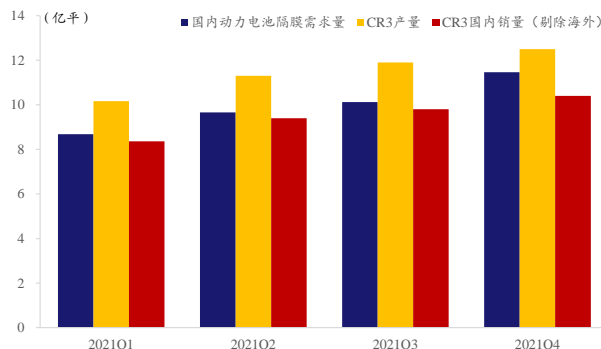
隔膜环节：产能扩张速度跟不上需求。隔膜扩产周期长，产能扩张受设备交付限制。隔膜扩产周期一般需要 2 年，产能扩张主要受设备产能限制，过往设备交付需 16 个月。国内龙头恩捷、星源、中材的品质、成本领先，产能扩张速度全球领先。根据公告，预计恩捷未来三年每年新增约 15 亿平产能，星源、中材每年新增 4~8 亿平产能。我们预计国内新能源乘用车 Q2-Q4 销量分别为 56/63/75 万辆，对应 Q2/Q3/Q4 国内锂电隔膜需求量 9.5/10.1/11.2 亿平米，CR3 产量 11.3/11.9/12.5 亿平，剔除出口后，CR3 产量 9.4/9.8/10.4 亿平，行业优质产能供给紧平衡将加剧。

图 24、2021、2022 年国内隔膜企业份额产量增速较快



资料来源：GGII、兴业证券经济与金融研究院整理、测算

图 25、我们预计下半年动力电池隔膜优质供给缺口加大

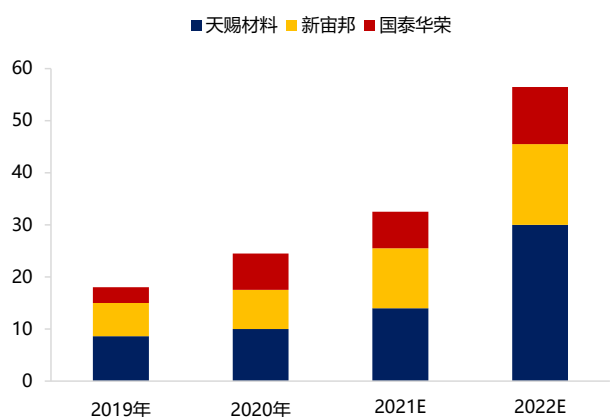


资料来源：中汽协、GGII、兴业证券经济与金融研究院整理、测算

注：CR3 国内销量含国产 Tesla 部分

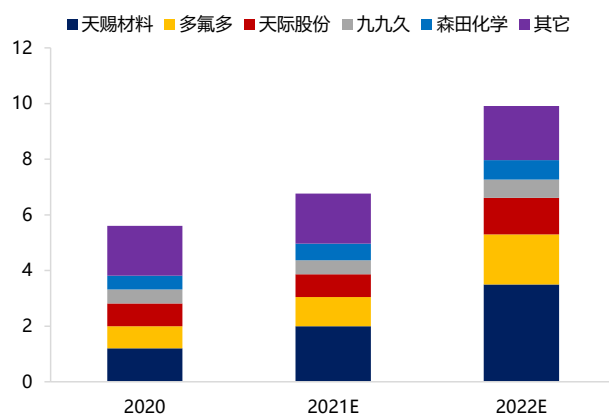
电解液环节：扩产周期错配，阶段性供需失衡难免。行业受环评制约，6F、LiFSI、添加剂扩产周期长，叠加高镍电池电解液锂盐/添加剂浓度提升，预计供需紧平衡将持续到 2022 年末。

图 26、电解液出货量/有效产能迅速提升（万吨）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

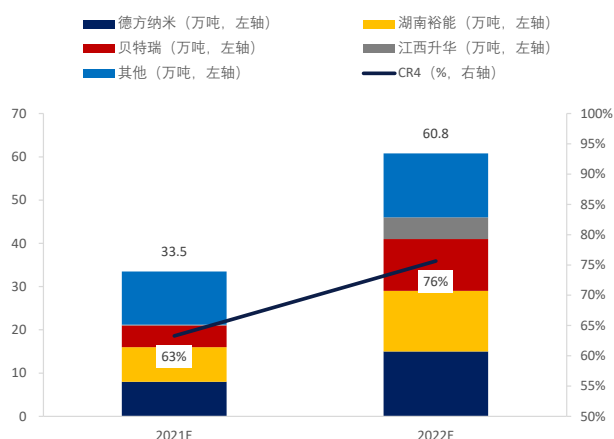
图 27、6F 出货量/有效产能迅速提升（万吨）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

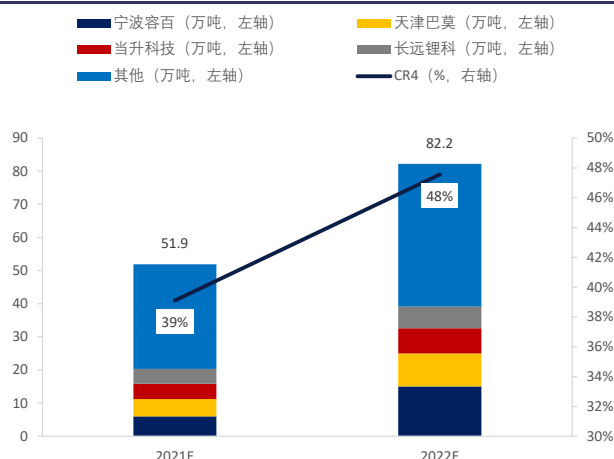
正极环节：行业全面扩产进行时，产能扩建周期短；龙头融资优势强，预计行业格局将更集中，但格局依旧不明朗。此轮扩张周期中，正极龙头融资属性更强，扩产更快。具体来看，LFP 正极有效产能将在 2021 到 2022 年近乎实现翻倍，CR4 提升 13pct 至 76%。三元正极有效产能也将同比增长 58.3%至 82.2 万吨，预计 CR4 同时增至 48%，相比 2021 年提高 9pct。

图 28、LFP 正极有效产能梳理（万吨）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

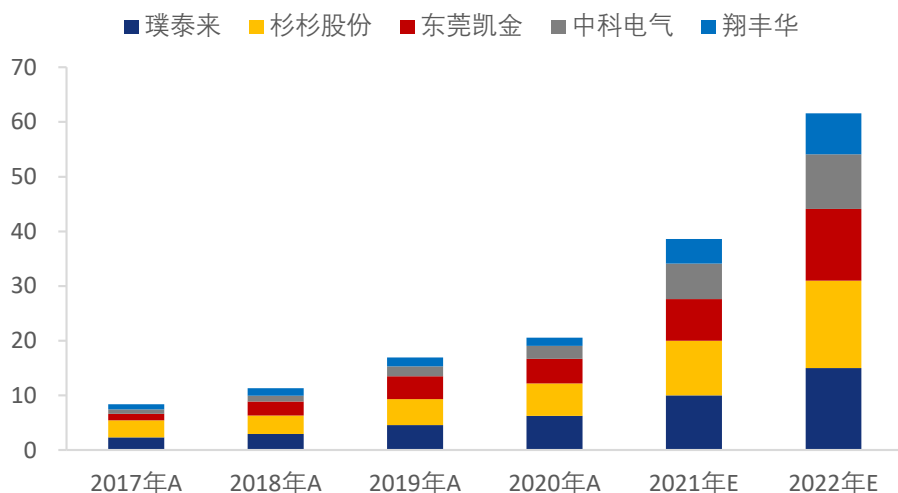
图 29、三元正极有效产能梳理（万吨）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

负极环节：格局相对分散，各家均加速扩张。过往负极行业呈现四大三小格局向五大二小演变，行业格局相对分散。负极环节扩产、产能爬坡周期约 1 年，各家均有较大扩产计划。二线厂商中，中科电气扩产较快，有望跻身第一梯队。

图 30、负极环节主要厂商有效产能/出货量（万吨）



资料来源：公司公告，GGII，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

2.4、产业链利润重分配：锂钴、电解液、电池龙头利润有望增厚

钴锂、电解液（含 6F）、电池龙头利润有望增厚。此轮涨价过程中，由于各环节议价能力不同，盈利能力将会出现显著分化，拥有较强议价能力的龙头企业将占据产业链更多利润。

表 7、产业链利润预期将重新分配

环节	价格	毛利率同比变动方向	核心标的
钴、锂	涨价	大幅度提升	赣锋锂业、天齐锂业、华友钴业、寒锐钴业
铜箔	涨价	大幅度提升	诺德股份、嘉元科技
六氟磷酸锂	涨价	大幅度提升	多氟多、天际股份
电解液	受 6F 涨价压力而涨价	提升（视是否有 6F 产能情况而定）	天赐材料、新宙邦
隔膜	稳定或略上涨	持平	恩捷股份、星源材质、中材科技
正极材料	涨价（取决于对下游议价能力）	持平（加工费变化）	当升科技、容百科技、德方纳米
负极	降价	持平，面临龙头较大压价压力	璞泰来、杉杉股份、中国宝安等
动力电池		视议价能力而定，将明显分化，龙头毛利率提升	宁德时代、亿纬锂能

资料来源：CIAPS，亚洲金属网，百川网，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

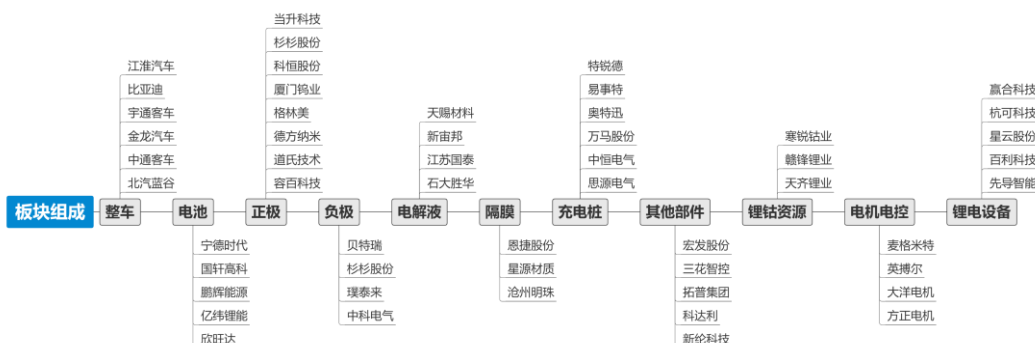
3、行业分析：周期持续放量，凸显成长属性

3.1、板块回顾：板块加速复苏，盈利能力分化，利润持续集中

板块复盘：选取全产业链 11 个环节（整车、电池、正极、负极、电解液、隔膜、充电桩、锂钴资源、汽零等其他零部件、电机电控、锂电设备）构建板块分析样本，对板块整体经营情况进行复盘。2020 年板块整体盈利能力微增，疫情冲击下 Q4 加速复苏：20 年营收同比+0.4%至 5525 亿元；利润同比+16.4%至 268 亿元；毛利率 20.1%，同比+0.4pct；净利率 4.0%，较 2019 同期+0.5pct。

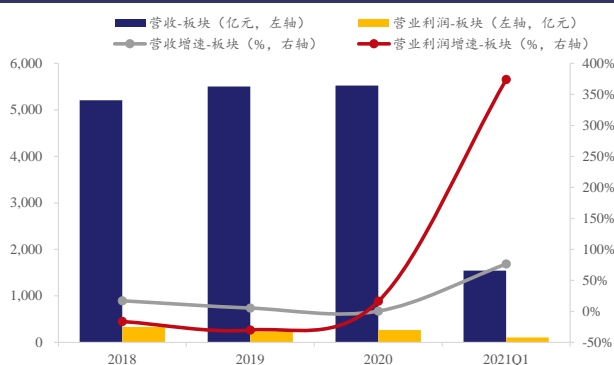
2021Q1 迎来史上最强一季度，政策+新车型共振，C 端增长驱动，板块盈利能力显著提升：营收同比+76%至 1545 亿元；利润同比+374%至 107 亿元，毛利率为 19.5%，同比+0.4pct，净利率为 5.9%，同比+4pct。我们认为后疫情时代，内循环加速+全球产业链转移，板块复苏将持续加速。

图 31、分析测算样本



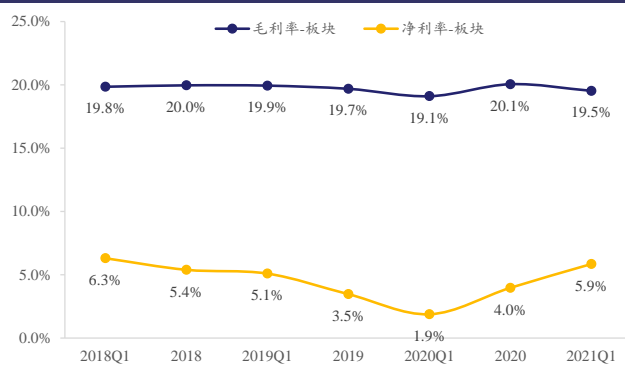
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、2021Q1 利润增速远高于营收增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、2021Q1 净利率提升至 2018 年补贴时代水平



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

子板块经营复盘：板块同比改善显著，环比维持高景气度，盈利能力分化。

从毛利率来看：2021Q1 锂电设备、负极、电解液等环节毛利率环比显著提高，主因行业景气度提升，扩产周期与需求周期错配，各环节优质产能紧缺。2020Q4 毛利率前五的分别为隔膜>负极>锂电设备>锂钴资源>其他部件，2021Q1 毛利率前五的子板块为隔膜>锂电设备>锂钴资源>负极>电解液。从各环节毛利率来看，从去年 Q3、Q4 以来，原材料价格上涨，预计 2021 全年中游各环节毛利率会不同程度受到影响。产业链价格传导存在一定滞后，Q1 起四大材料环节逐步向电池环节传导价格，增厚毛利率；而龙头电池通过自身经营杠杆提升、能量密度提升等降本，叠加部分传导给下游主机厂，毛利率环比基本持平；整车环节毛利率下滑 2.2pct 至 11.8%。具体来看：

电池：2021Q1 毛利率水平为 24.1%，环比+0.4pct；预计 2021 受原材料涨价影响，龙头电池厂、二线电池厂业绩将进一步分化，主要原因系议价能力差异。

正极环节：2021Q1 毛利率水平为 20.3%，环比+4.1pct；正极定价模式为金属原材料成本加成，价格较透明，传导相对顺畅。Q1 受益于库存收益，利润增厚；预计 2021 全年利润聚拢上游，而正极、前驱体厂商加工费增厚有限，关注库存收益，主要原因系正极格局分散，产品差异化有限，龙头电池厂掌握技术，正极环节多为代工角色。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 19 -

负极环节：2021Q1 毛利率水平为 33.7%，环比提升 4.4pct；主因消费锂电负极传导顺畅，动力锂电受益于库存收益+Q1 逐步传导给下游电池厂，利润增厚。此外，预计 2021 全年针状焦涨价预计可被自产石墨化比例提升有效对冲。

电解液环节：2021Q1 毛利率水平为 33.1%，环比提升 7.7pct。主因 6F、添加剂涨价在 Q4 基本为传导，Q1 逐步传导给电池厂，一体化程度较高的电解液厂商天赐、新宙邦盈利能力提升。预计 2021 全年锂盐（6F、LiFSI）、添加剂（VC\FEC）供不应求，价格有望顺利传导，增厚电解液厂商利润，主要原因系行业集中度、龙头一体化程度较高，当前电解液成为中游产业链供给最紧缺环节。

隔膜环节：2021Q1 毛利率水平为 45.2%，环比提升 3.0pct。主因行业产能利用率提升，而二线企业受益于订单外溢，客户结构改善。预计 2021 全年原材料影响小，关注产能利用率和良率提升后，摊薄折旧成本，为二线厂商带来的边际改善，主要原因系隔膜行业技术壁垒、资本壁垒较高，供需紧张度略低于铜箔、电解液。

表 8、2019 年至今板块分季度毛利率情况

毛利率	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
板块	19.9%	19.4%	18.8%	20.6%	19.1%	20.5%	21.7%	18.7%	19.5%
整车	16.5%	14.4%	12.9%	17.6%	13.4%	16.6%	18.8%	14.0%	11.8%
电池	25.0%	25.1%	25.5%	24.6%	21.8%	23.9%	23.8%	23.7%	24.1%
正极	17.1%	18.5%	18.1%	18.9%	18.1%	17.7%	17.5%	16.2%	20.3%
负极	29.5%	31.0%	31.7%	30.4%	32.4%	32.1%	33.0%	29.3%	33.7%
电解液	30.3%	31.7%	32.1%	27.0%	35.4%	46.2%	38.0%	25.4%	33.1%
隔膜	46.6%	44.9%	45.0%	42.9%	46.6%	37.4%	39.9%	42.2%	45.2%
充电桩	22.9%	25.7%	24.5%	24.8%	21.8%	25.0%	24.0%	20.6%	21.3%
其他部件	27.7%	30.2%	30.4%	29.2%	29.4%	29.4%	31.1%	27.7%	27.6%
锂钴资源	35.6%	38.0%	34.2%	32.3%	31.8%	28.5%	22.2%	28.7%	35.6%
电机电控	20.4%	17.4%	20.5%	28.3%	22.8%	21.8%	24.7%	21.6%	20.6%
锂电设备	42.9%	40.5%	38.4%	28.9%	38.2%	38.4%	31.1%	28.8%	36.0%

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

注：测算样本中，隔膜环节仅选取恩捷、星源；负极仅选取璞泰来、中科、贝特瑞；电解液仅选取天赐、新宙邦

从净利率来看：各环节一季度净利率环比显著提高，主因下游需求拉动，经营杠杆提升。2020 年 Q4 净利率前五的分别为隔膜>负极>锂钴资源>电池>电解液，2021Q1 净利率前五的子板块为隔膜>负极>电解液>锂电设备>锂钴资源。具体来看，2020 年/2021Q1 隔膜板块中恩捷股份、星源材质归母净利润率分别为 27.45%/31.62%、10.50%/14.69%。隔膜技术壁垒最高，市场集中度较高，盈利能力最强，龙头企业恩捷股份享受行业超额利润。

表 9、2019 年至今板块分季度净利率情况

净利率	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q4	2021Q1
板块	5.1%	5.6%	5.3%	-1.7%	1.9%	5.1%	6.6%	1.9%	5.9%
整车	2.3%	2.1%	1.1%	1.7%	-2.7%	1.6%	3.1%	-2.2%	-0.5%
电池	9.4%	9.1%	11.3%	5.4%	6.6%	7.4%	10.3%	9.9%	10.2%
正极	2.8%	6.1%	4.3%	0.0%	2.8%	5.3%	5.0%	-0.9%	7.9%
负极	13.9%	13.2%	16.1%	16.3%	15.1%	12.0%	14.9%	11.6%	17.0%
电解液	8.5%	7.4%	10.2%	-1.5%	13.2%	22.7%	17.8%	6.3%	16.8%
隔膜	37.6%	32.1%	32.3%	15.6%	24.8%	22.4%	25.2%	24.6%	27.8%
充电桩	2.6%	8.3%	7.1%	3.9%	-1.7%	9.5%	9.2%	4.3%	5.5%
其他部件	9.2%	11.3%	11.8%	9.9%	8.4%	11.9%	12.3%	-2.6%	10.7%
锂钴资源	15.2%	8.4%	5.4%	-222.2%	-13.7%	9.4%	0.6%	11.4%	11.6%
电机电控	0.9%	9.4%	2.8%	-5.7%	2.0%	4.4%	6.8%	-15.2%	6.0%
锂电设备	20.3%	19.1%	16.7%	-23.5%	15.7%	15.8%	15.9%	2.6%	13.5%

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

注：测算样本中，隔膜环节仅选取恩捷、星源；负极仅选取璞泰来、中科、贝特瑞；电解液仅选取天赐、新宙邦

环节分析：利润持续集中，资金占用优势凸显，龙头电池公司现金流亮眼。我们认为资金占用能力（占用产业链资金=预收+应付-应收-预付）部分体现了产业链各环节壁垒与议价能力，2020 年各环节占用资金占比子行业营收顺序前五依次为电池>电机电控>锂电设备>电解液>整车，2021Q1 前五顺序依次为锂电设备>电池>电机电控>整车>电解液。**电池龙头将进一步拉开与二线企业盈利能力差距：**2020 年宁德时代占用产业链资金占板块达 40.5%，2021Q1 高达 51.1%，优质产能较为稀缺助力龙头议价能力提升。

表 10、电池、锂电设备、整车、电机电控、电解液的资金占用能力较强

占用资金=(预收+应付-应收-预付)	2018Q1	2018	2019Q1	2019	2020Q1	2020	2021Q1
板块	-285	-76	-98	162	-77	225	342
占比例	-1%	-1%	-1%	3%	-1%	4%	2%
整车	-77	-34	-63	-33	-106	101	160
占比例	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	4%	2%
电池	-20	105	131	197	105	136	229
占比例	-1%	17%	7%	23%	6%	13%	7%
正极	-43	-49	-53	-3	-11	2	0.049
占比例	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%	0%
负极	-11	-12	-17	-2	-8	-3	-2
占比例	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
电解液	-6	3	2	21	7	28	9
占比例	-1%	1%	2%	4%	9%	7%	8%
隔膜	-16	-25	-19	-16	-17	-26	-35
占比例	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
充电桩	-57	-39	-48	-39	-57	-28	-48
占比例	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
其他部件	-42	-34	-41	-20	-24	-23	-19
占比例	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
锂钴资源	-16	-8	-4	14	1	2	-6
占比例	-1%	-1%	-1%	1%	5%	1%	-1%
电机电控	-11	-6	-2	18	13	17	16
占比例	-1%	-1%	-1%	1%	5%	13%	4%
锂电设备	9	15	3	17	11	9	23
占比例	7%	1%	1%	1%	6%	8%	9%

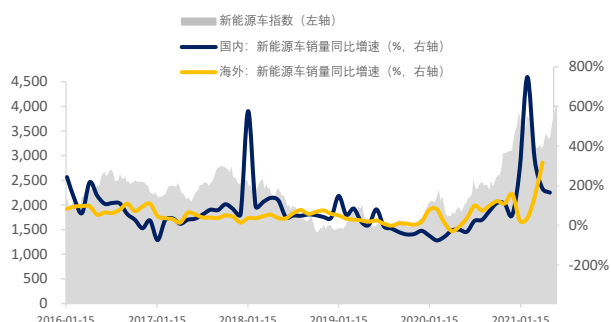
资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、估值回顾：正值合理水平

纵观 2020 年以来板块行情，“核心资产”投资回报优异，龙头标的确定性强。选取历史情况回溯，2020 年 7 月，新能源车销量迎拐点，中国稳增，海外放量，优质供给井喷，销量同比持续走高，基本面确定性给予行情启动强支撑。

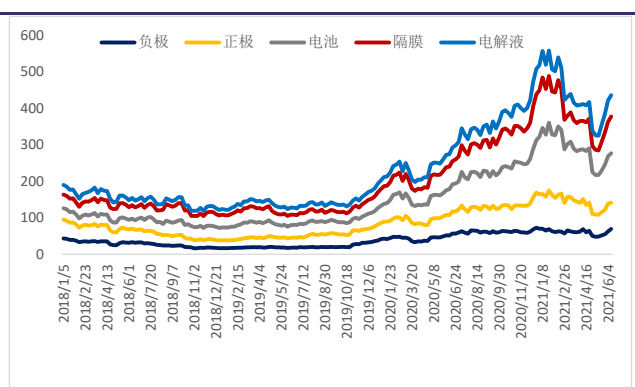
Q1 板块回调，但 2021Q1 业绩同比改善显著，叠加 3 月起海外销量同比高增后板块快速反弹，估值与行业增速相匹配，趋于合理水平。

图 34、2021 年 4 月全球新能源销量 38.1 万辆，同比增长 317%



资料来源：Markline, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、当前中游锂电环节估值水平处于合理水平



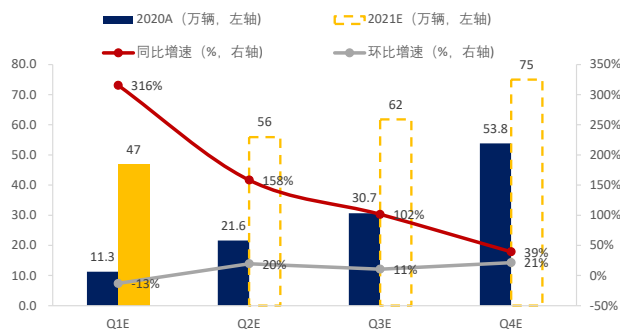
资料来源：Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、全年展望：凸显成长属性，关注估值切换

全年展望：政策+新车型双管齐下，需求持续向好，预计国内新能源车批售销量 275 万辆，其中商用车 15 万辆，乘用车 260 万辆（基于乘联会批售口径，出口 20 万辆，内销 240 万辆，同比+105%）。受电池、芯片等产能限制，供给为主要矛盾，需求顶着产能逐步增加，静待产能释放。

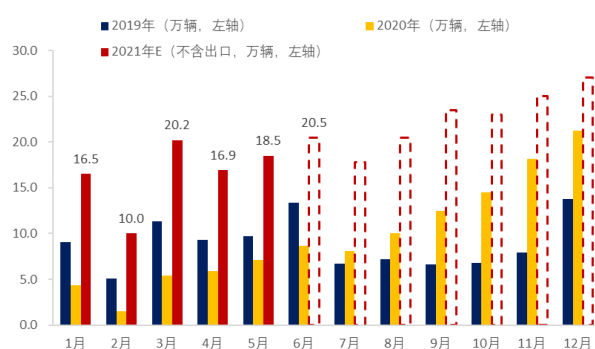
季度间环比缓步提升，Q4 集中放量。预计 Q2 销量为 56 万辆（不含出口），同比+158%，环比+20%，Q3 稳步增长、Q4 新车型交付集中放量。月度产量环比提升稳定，但销量受 Tesla 大量出口扰动，内销月度变化较大，整体呈现季度初回调，季度末冲高。短期扰动不改增长趋势，全年销量向好。

图 36、预计 2021H1 销量达 103 万辆（不含 Tesla 出口），同比+212%



资料来源：草根调研，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

图 37、2021 年国内新能源乘用车内销 240 万辆，同比+105%



资料来源：乘联会，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

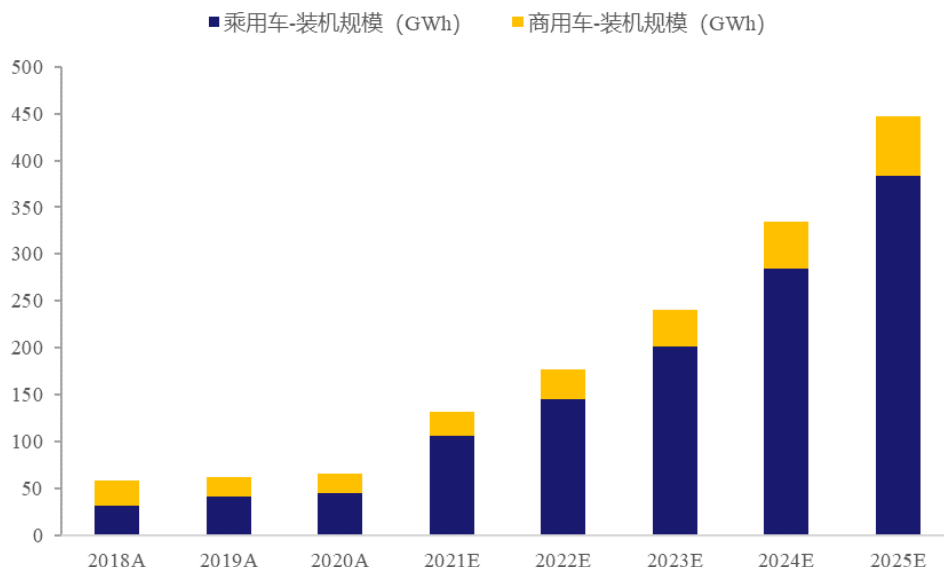
长期展望：全球开启电动浪潮，凸显成长属性，下半年关注估值切换。全球电动浪潮趋势坚定，空间巨大，预计 2025 年全球新能源汽车销量 1593 万辆，2020~2025 CAGR 40.6%。预计 21 年国内动力锂电装机需求为 132Gwh，2021 年国内动力锂电装机需求 448Gwh，2020~2025 CAGR 47.1%

表 11、预计 2025 年全球新能源汽车销量 1593 万辆

单位	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球总计									
BEV+PHEV	112	188	208	290	530	755	1019	1296	1593
YoY		69%	11%	39%	83%	42%	35%	27%	23%
BEV	74	130	156	201	392	579	795	1027	1283
PHEV	37	58	52	89	138	176	224	269	310
中国									
BEV	46	78	83	96	204	280	360	460	560
PHEV	11	26	22	24	36	44	51	56	60
欧洲									
BEV	14	20	41	71	120	160	210	260	340
PHEV	13	18	21	56	80	105	130	155	178
美国									
BEV	10	23	24	26	56	120	195	265	325
PHEV	9	12	8	7	14	20	32	42	50
其他									
BEV	4	9	8	8	12	19	30	42	58
PHEV	4	2	1	2	8	7	11	16	22

资料来源：Markline，乘联会，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

图 38、预计 2021 年国内动力锂电装机需求 132Gwh



资料来源：乘联会，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

需求是板块爆发的推手，全球电动化大幕拉开，国内锂电供应链加速扩产，**2021 年各环节产能环比均+40%以上，其中电池有效产能环比+76%，主导全球供应。**随着中国制造加速渗透全球供应链，业绩持续向好，关注下半年低估值切换行情。

图 39、2021 年电池产业链产能环比均+40%以上

锂电池理论有效产能 (GWh)			隔膜有效产能 (亿平米)			6F有效产能 (吨)			电解液有效产能 (吨)		
2021E	2022E		2021E	2022E		2021E	2022E		2021E	2022E	
宁德时代	140	210	恩捷	26	40	天赐材料	20000	35000	天赐材料	140000	300000
LG南京	105	145	星源材质	7	9	多氟多	13000	18000	新宙邦	80000	140000
比亚迪	50	70	中材科技	7	10	天际股份	8160	13160	江苏国泰	70000	110000
中航锂电	15	60	CR3总计	40.3	59.1	其他	17500	20500	CR3总计	290000	550000
亿纬锂能	30.5	55				总计	58660	86660			
国轩高科	20	30	LFP正极有效产能 (万吨)			三元正极有效产能 (万吨)			负极有效产能 (万吨)		
孚能科技	13	31	2021E	2022E		2021E	2022E		2021E	2022E	
蜂巢	10	30	德方纳米	8.0	15.0	宁波容百	6	10	江西紫宸	10	15
瑞普	6	26	湖南裕能	8.0	14.0	天津巴莫	5.2	10	东莞凯金	6	12
总计	310	547	贝特瑞	2.8	5.8	当升科技	4.6	7.6	上海杉杉	6	9
			江西升华	0.2	5.0	长远锂科	4.5	6.5	星城石墨	6.5	10
			其他	32.9	37.4	其他	31.6	43.1	其他	24.2	26.7
			总计	51.9	77.2	总计	51.9	77.2	总计	52.7	72.7

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

受益于本轮产能扩张周期，加速全球份额扩张，我们认为全年产业链核心标的将继续保持正增长。具体来看，我们预计行业龙头企业 CATL、亿纬锂能、恩捷股份、科达利、天赐材料、星源材质 2021E 业绩同比增长 77%、92%、77%、135%、172%、129%。

表 12、产业链核心标的业绩/估值测算

产业链核心标的	归母净利润 (亿元)						PE-TTM			
	2020A	同比	2021Q1	同比	环比	2021E (WIND一致预测)	同比	2022E (WIND一致预测)	2021E	2022E
宁德时代	55.8	22%	19.5	163%	-12%	98.8	77%	143.6	107	73
亿纬锂能	16.5	9%	6.5	156%	-8%	31.8	92%	45.1	65	46
天赐材料	5.3	3165%	2.9	591%	1879%	14.5	172%	19.1	63	48
恩捷股份	11.2	31%	4.3	213%	-8%	19.8	77%	27.7	86	61
星源材质	1.2	-11%	0.6	288%	233%	2.8	129%	4.0	75	52
当升科技	3.8	284%	1.5	353%	24%	6.3	65%	8.6	41	31
宏发股份	8.3	18%	2.3	62%	-2%	10.7	28%	13.1	39	32
科达利	1.8	-25%	0.9	474%	9%	4.2	135%	6.1	46	32
汇川技术	21.0	121%	6.5	275%	7%	29.5	40%	38.3	53	41

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：PE 以 2021 年 6 月 11 日收盘价计算，2021、2022 年归母净利润为 Wind 一致预测

4、投资建议

政策+新车型周期多重驱动，全球电动化大幕拉开，国内锂电供应链加速扩产，主导全球供应。

- 我们预计国内新能源乘用车 Q2-Q4 销量分别为 56/62/75 万辆，环比+20%/11%/21%，全年国内新能源乘用车销量 240 万辆(不含出口)，同比+105%；欧洲新能源车销量 200 万辆，同比+57%；美国新能源车销量 70 万辆，同比+112%；全球新能源乘用车 2021 年销量 530 万辆，同比+83%。
- 预计行业龙头企业 2021E/2022E 产业链各环节宁德时代、亿纬锂能、恩捷股份、天赐材料、璞泰来、科达利、新宙邦、当升科技、星源材质、汇川技术、宏发股份 2021E/2022E 归母净利润同比分别增长 116%/33%、103%/70%、92%/52%、172%/32%、66%/29%、151%/43%、37%/32%、65%/35%、129%/43%、43%/27%、30%/22%。(注：其中宁德时代、亿纬锂能、恩捷股份、璞泰来、科达利、汇川技术、宏发股份采用兴业证券盈利预测，其余均采用 Wind 一致预期)。
 - 宁德时代：远期全球动力电池望呈现双领军企业引导行业发展的格局，成长空间广。公司深挖成本、技术、客户等护城河，现金流良好，折旧计提谨慎，财务指标健康。我们预计公司 2021-2022 年 EPS 分别为 5.17 和 6.88 元，对应 2021 年 6 月 11 日收盘价的 PE 分别为 87.44 和 65.65 倍，维持买入评级。
 - 亿纬锂能：从培育期迈向收获期，2021-2023 年业绩确定性高增。公司动力电池业务已实现研发独立性，各品类电池均深度绑定主流车企。整体来看，公司董事长具备前瞻性战略眼光，管理层具备超强执行力，动力电池已从培育期迈向收获季，同时消费电池稳定增长、电子烟持续高收益。我们预计公司 2021-2022 年 EPS 分别为 1.77 和 3.02 元，对应 2021 年 6 月 11 日收盘价的 PE 分别为 61.3 和 36.02 倍，维持审慎增持评级。
 - 恩捷股份：湿法隔膜优质产能供需紧平衡，经营杠杆+潜在的涨价可能

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 25 -

带来较大利润弹性，龙头企业强者更强。公司主供国内主流电池厂商，同时海外供应体量逐渐显现，卡位全球供应。海外、涂布占比持续提升，巩固技术、客户竞争优势。我们预计公司 2021-2022 年 EPS 分别为 2.42 和 3.69 元，对应 2021 年 6 月 11 日收盘价的 PE 分别为 79.03 和 51.85 倍，维持审慎增持评级。

- 璞泰来：公司负极石墨化产能配套行业领先，负极成本、技术领先同行；利用大客户绑定优势，及公司高研发支出，锂电设备、隔膜等业务逐步培育，有望打造成中游材料平台。我们预计公司 2021-2022 年 EPS 分别为 1.59 和 2.05 元，对应 2021 年 6 月 11 日收盘价的 PE 分别为 75.16 和 58.38 倍，维持审慎增持评级。
- 科达利：公司系动力电池结构件全球龙头，绑定 CATL、LG、松下、Northvolt 等龙头电池厂，先发优势凸显。过往公司利润率受经营杠杆影响较大，行业起量拉动公司产能利用率提升，公司有望迎来量利齐升。我们预计公司 2021-2022 年 EPS 分别为 1.92 和 2.75 元，对应 2021 年 6 月 11 日收盘价的 PE 分别为 43.17 和 30.17 倍，维持审慎增持评级。
- 汇川技术：公司为国内工业自动化龙头，通过行业拓展及品类丰富实现了跨越式发展，提升了核心竞争力，伴随下游市场持续向好，公司高速成长可期；借助内部组织变革带动效率，控费降本，可获得超越行业的高速增长。我们预计公司 2021-2022 年 EPS 分别为 1.17 和 1.48 元，对应 2021 年 6 月 11 日收盘价的 PE 分别为 52.36 和 41.17 倍，维持审慎增持评级。
- 宏发股份：公司是继电器行业龙头，业务布局适应发展趋势，高压直流产品有望成为继电器中新的增长点，低压电器等新产品助力公司营收高增。我们预计公司 2021-2022 年 EPS 分别为 1.45 和 1.77 元，对应 2021 年 6 月 11 日收盘价的 PE 分别为 38.94 和 31.88 倍，维持审慎增持评级。
- 天赐材料：公司一体化布局领先，行业低点时敢于扩产，行业上升周期下，6F 产能优势凸显，全球份额有望提升至 30% 以上；6F 供需有望维持紧平衡至明年年末，公司与宁德时代签下长协锁价订单，业绩成长属性凸显。
- 新宙邦：公司电解液氟化工技术领先，行稳致远；伴随氟化工定增项目投产，公司有望开启新一轮产能推动的成长周期；未来公司有望成长为龙头精细化工平台企业。

投资建议：国内锂电供应链受益于本轮产能扩张周期，加速全球份额扩张，主导未来全球供应。推荐**宁德时代、亿纬锂能、恩捷股份、璞泰来、科达利、汇川技术、宏发股份、天赐材料**（化工组覆盖）、**新宙邦**（化工组覆盖）。建议积极关注**当升科技**（化工组覆盖）、**星源材质**（化工组覆盖）、**石大胜华**（化工组覆盖）。

5、风险提示

- 1、新能源汽车政策不达预期。目前中国双积分政策、补贴政策，欧洲的碳排放政策、补贴政策，美国 CAFE 积分政策共同助力新能源汽车行业发展，若政策实施不达预期，会引发新能源车产销下滑风险，影响电动车整个行业的收入及利润。
- 2、新能源汽车需求大幅下滑风险。新能源汽车若需求大幅下降，会引起行业产销下降，影响电动车整个行业的收入及利润。
- 3、新能源汽车产业链价格降幅超预期风险。新能源车产业链价格的稳定是上游原材料和零部件公司保证盈利能力的基础，若产业链价格超预期大幅下降，则原材料、零部件等整车供应链的盈利能力被削弱。
- 4、上游原材料价格大幅涨价风险。上游原材料若大幅涨价，会造成终端价格上涨影响终端需求，或造成中游承压难以获得正常利润，最终将影响电池、整车企业利润。
- 5、中游产业链新技术迭代超预期风险。若中游产业链技术迭代过快，会造成目前四大材料和电池厂的产线、设备过早被淘汰，折旧提高风险，库存产品不断累积，影响供应链的正常收益，并引起现金流稳定性风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本

报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 28 -