

证券研究报告
电新行业
2020年5月5日

新能源汽车行业深度： 特斯拉国产扩需，欧洲车拐点已至

分析师： 申建国 执业证书编号：S1220517110007
联系人： 曹特

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

□ **特斯拉中国工厂将成为其全球生产中心，带动国产供应链结构性机会。**

1、在疫情影响下，美国工厂停产，上海工厂持续生产，重要性提升。2、国产特斯拉各产品线合作、研发加速，反映特斯拉国产化的迫切性。3、国产特斯拉成本优势显著，随着供应链国产化率提高，成本有望持续下行，目前已经切入30万元以下市场。4、电池供应商由松下转化为LG+宁德时代，国产电池材料供应商有望充分受益，是结构性投资机会。

□ **预计欧洲需求保持强劲，短期受限于电池供给。**

从一季度新能源车销量、渗透率来看，在政策刺激下，欧洲新能源车市场需求增长强劲。短期受疫情影响需求有所回落，我们预计疫情缓和后，海外需求空间马上打开。供给端受限于电池产能，产出有限。目前车厂停工，但LG波兰工厂在持续生产，有望在二三季度带来新能源车的产销增长。疫情仅延后了海外产业链扩张速度，并没有影响空间/格局/估值。

□ **2020补贴政策落地，有望刺激磷酸铁锂需求增长。**

2020年补贴政策时限延长，退坡缓和，我们认为国内新能源车需求有望复苏。在补贴影响下，我们认为在7月前可能出现低续航&高价车的抢装行情。随着技术的提升，磷酸铁锂在能量密度方面和三元电池的差距缩小，在30万元限价以及公共交通补贴超预期的影响下，磷酸铁锂的成本优势凸显，需求有望增长。

□ **推荐关注：**宁德时代、璞泰来、新宙邦、恩捷股份、星源材质、中国宝安、天奈科技

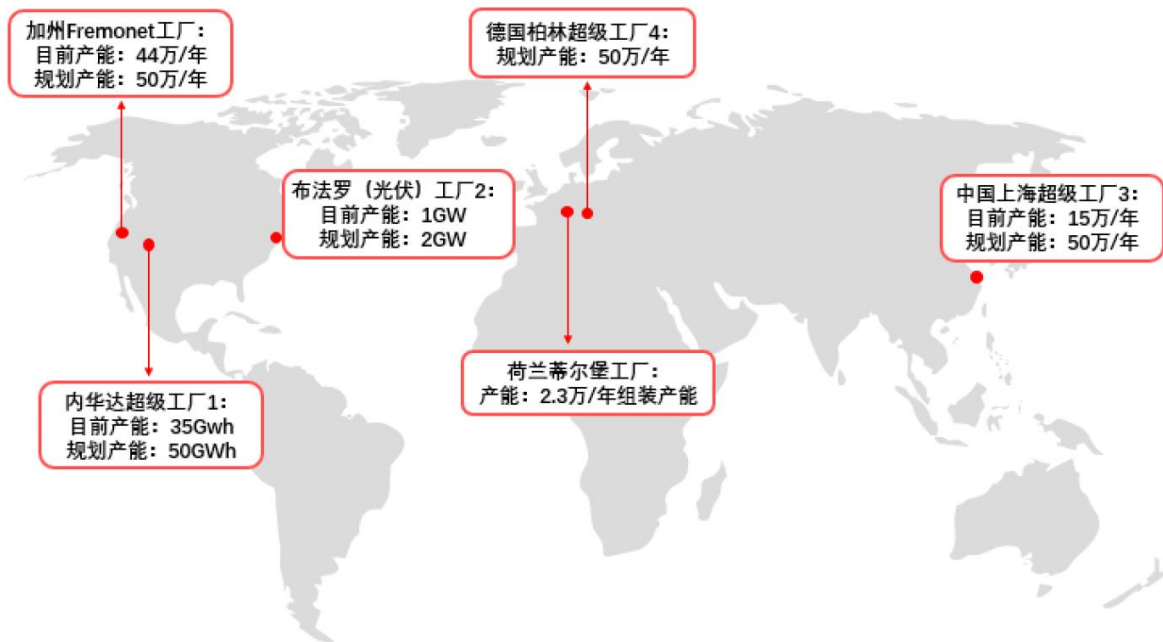
□ **风险提示：**新冠疫情影响超预期，新能源汽车产业政策不达预期，新能源汽车产销增长不达预期等

目录

- 特斯拉：中国成为全球生产主基地
- 欧洲市场：格局未变
- 国内市场：退补放缓，刺激需求
- 投资建议及标的

- 特斯拉2019年11月宣布在柏林建设第4号超级工厂，同时计划在全球建设10-12座超级工厂。目前特斯拉在全球共有6家工厂，布局美国3座，欧洲2座，中国1座。

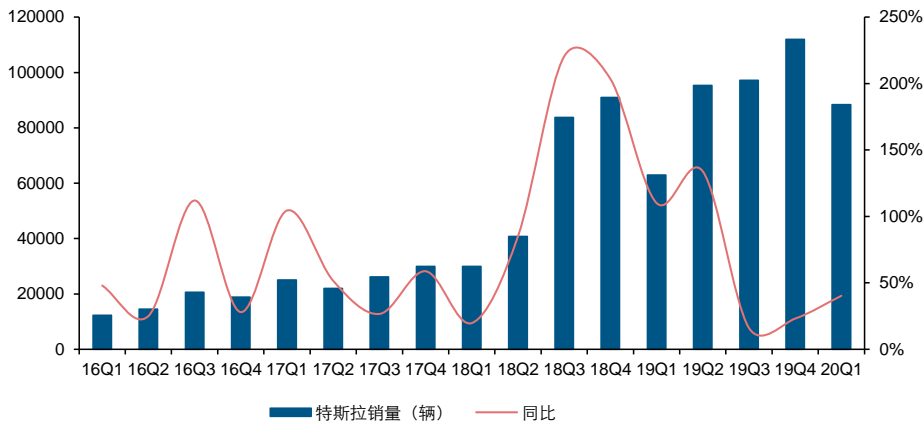
图表 1：特斯拉全球工厂布局规划



中国工厂vs美国工厂

- 由于美国疫情的影响，特斯拉关停了美国工厂。我们预计短期复工难度大，即使复工之后，由于美国无法完全控制住疫情，生产效率恢复有限。
- 特斯拉上海工厂于2月10日起开始全面复工，二期工程建设也在全力推进中，预计年内完工。目前复工率已超九成，有望加速零部件国产化，利好国内供应链。
- 顺理成章，特斯拉上海工厂的重要性大大提高。

图表 2：特斯拉销量增速迅猛



图表 3：特斯拉中国工厂&美国工厂对比

	上海工厂	美国工厂
产能	Model 3 150000辆	Model S/X 90000辆
	Model Y 在建	Model 3/Y 400000辆
	规划产能50万辆，Model Y 预计2021年投产，且产能不低于Model 3	2020年中Model 3/Y产能将达到50万辆
周产能	2000-3000辆 (疫情期间约1000辆)	9400辆 (疫情期间暂停)
单位产能资本开支	35%	100%
电池供应商	LG、宁德时代	松下

- 上海超级工厂：负责 Model 3/Y 的生产，同时配套相应的电芯和 pack 产能。上海工厂于2019年1月开始动工，在不到一年的时间内完成建厂、试产、量产，进度远超预期。
- 在产能规划上，上海工厂一共规划3条产线。第一条产线预计可达产能25万台/年。第二条产线的建设已经启动，预计2020年底可投产，届时合计产能可达50万台/年。第三条产线仍在储备中，2020年将建成国内Model Y生产线，量产进度与美国同步为2020年Q1。

图表 4：特斯拉上海工厂推进迅速

时间	事件
2017.06	特斯拉拟在上海建厂，达成协议
2018.06	宣布在上海建立超级工厂，同时生产电池与电动车
2018.08	向中国本地银行集资，建造成本约20亿美元
2018.10	以9.73亿购置上海临港工业用地
2019.01	上海工厂奠基仪式，工厂正式破土动工
2019.05	正式发布中国版model 3，起售价为32.8万元
2019.08	上海工厂得到首张验收许可证
2019.09	上海工厂全面验收通过
2019.12	国产model 3正式交付（交付员工）
2020.01	国产model 3正式交付社会车主，降价3.2万，补贴后售价29.9万元
2020.01	国产model Y项目正式启动
2020.04	根据财报显示，Model Y厂房开始建设

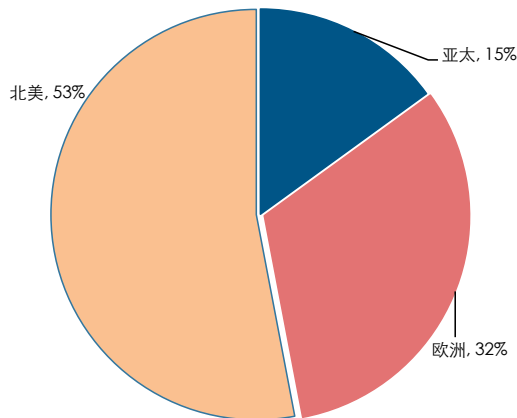
- 国产特斯拉高镍版本将搭载松下、LG 的电池，而无钴版本将使用宁德时代的磷酸铁锂电池，电池成本有望继续下探，加大国产特斯拉价格下降空间。
- 目前零部件国产化程度仅为 30%，预计 20 年中可达 80%，20 年底将实现 100% 国产化，预计 Model 3 总体成本将比美国低 20% 左右。同时上海工厂将辐射周边亚洲市场与太平洋地区，将减少特斯拉原先昂贵的运输成本。

图表 5：国产Model 3与美版成本拆分对比测算（单位：元）

		美版Model 3				国产Model 3	
		占比	成本 (万)	成本 (万)	占比	成本 (万)	降幅
原材料	电池组	45%	8.0	17.8	78%	6.2	-23%
	电机&电控	10%	1.8			1.6	-12%
	车身	10%	1.8			1.5	-15%
	底盘	5%	0.9			0.8	-12%
	座椅、内饰等	10%	1.8			1.5	-15%
	热管理系统等	5%	0.9			0.8	-5%
	其他	15%	2.7			2.4	-10%
	合计	100%	17.8			14.8	-17%
能源				0.2	1%	0.3	50%
人工				1.4	6%	0.7	-50%
折旧&摊销				3.0	13%	1.8	-40%
其他制造				0.5	2%	0.3	-30%
合计				22.9	100%	18.0	-21%

- 目前我们已经能够看到几个明晰的事项，都预示着特斯拉在2020年，甚至以后，整个生产和销售的重心将转往中国。
- 1、中国是全球第一大汽车及新能源车市场； 2、美国汽车市场成熟，特斯拉销量增速或放缓； 3、上海工厂生产成本显著降低，降价空间打开提升销量。

图表 7：特斯拉在中国市场增长潜力大



图表 6：2020Q1特斯拉国内销量占全球21%

特斯拉2020年第一季度产销情况			
车型	产量 (辆)	交付 (辆)	中国销量
Model S/X	15390	12200	1192
Model 3/Y	87282	76200	17394
合计	102672	88400	18586

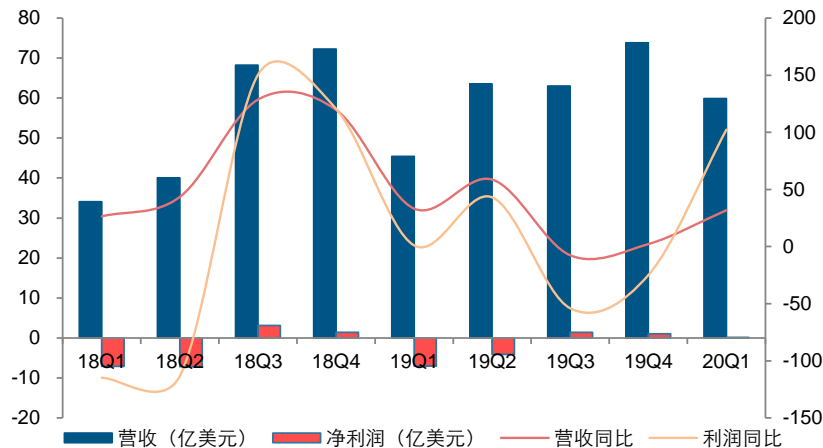
图表 8：2020Q1国内新能源车销量特斯拉领先

排名	新能源车型	2020Q1销量	同比
1	Model 3	17394	-
2	全新秦EV	8185	-
3	北汽EU系列	7395	-61.8%
4	埃安 (Aion S)	7038	-
5	宝骏新能源	5562	-45.9%
6	荣威Ei5	3950	-54.0%
7	蔚来ES6	3643	-
8	比亚迪元EV	3575	-85.2%
9	宝马5系PHEV	3292	262.3%
10	理想ONE	2896	-

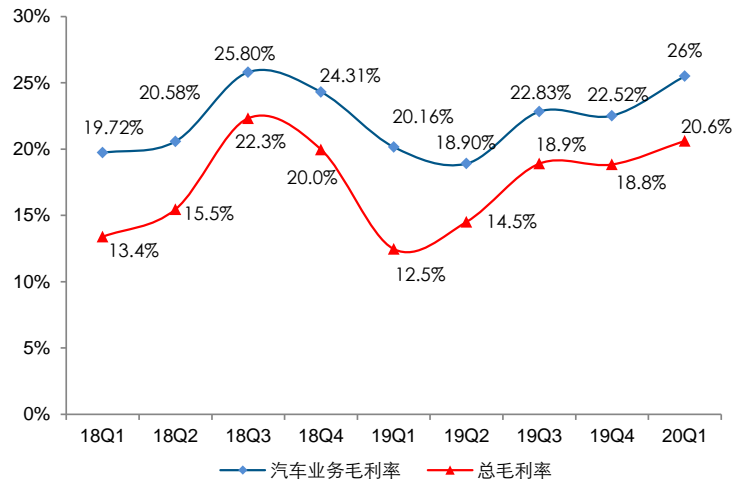
Q1业绩好转，降价打开销量空间

- 特斯拉 2020 年 Q1 实现营收 59.85 亿美元，同比增长 32%，其中汽车业务实现营收 51.32 亿美元，同比增长 38%；净利润为 1600 万美元，同比扭亏为盈（2019Q1 亏损 7.02 亿美元）；公司汽车业务毛利率达 25.5%，总毛利率达 20.6%。主要由于：1、上海工厂低成本；2、美国 Model Y 开始交付并且盈利。
- 2020 年 Q1 生产 Model S/X 共 1.5 万辆，Model 3/Y 8.7 万辆，同比分别增加 9%、39%；上海工厂产能爬坡迅猛，超出此前的预期，Model 3 年中产能可达 20 万辆（4000 辆/周）。

图表 9：特斯拉季度营收、利润情况



图表 10：特斯拉汽车业务季度毛利率情况



Q1业绩好转，降价打开销量空间

- 为满足最新补贴政策要求，5月1日，中国制造Model 3标准续航升级版补贴前售价从之前的32.38万元调整为29.18万元，根据2020年补贴政策，补贴后售价为27.155万元，而长续航版及原定于明年一月开始交付的高性能版售价不变。
- 相比美国工厂，国产特斯拉在成本方面具有优势，我们认为降价不影响利润空间。随着特斯拉降价，销量和30万元以下电动车渗透率均有望提升。对于国产其他电动车型，竞争压力加大，推动供应链成熟、电动车行业快速发展。

图表 11：特斯拉车型销量预测（单位：辆）

	2017	2018	2019	2020E	2021E
Model S/X	101,271	99,417	66,663	65,000	65,000
Model 3	1,770	146,034	300,712	400,000	480,000
Model Y				100,000	350,000
CyberTruck皮卡					1,000
Roadster超跑				1,000	2,000
Semi卡车				1,000	5,000
合计	103,041	245,451	367,375	567,000	903,000
增速		138%	50%	54%	59%

- 从美国到中国，电池供应商转变
- 特斯拉在美国主要采用的是松下供应的NCA电池。进入中国后，考虑产能以及成本原因，国产特斯拉在电池供应商上切换至LG和宁德时代。

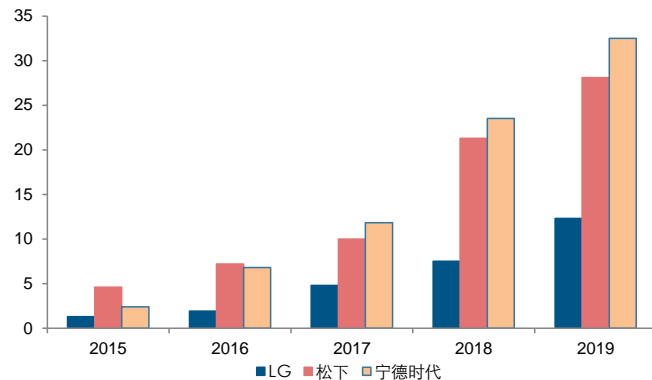
图表 12：2019年前，松下是特斯拉电池供应商

客户	配套车型	2017年	2018年	2019年	单车电量 (kwh)	2017年需求 (gwh)	2018年需求 (gwh)	2019年需求 (gwh)
特斯拉	MODEL S/X	79001	100000	66000	80	6.3	8.0	5.3
	MODEL 3	1770	144285	302000	70	0.1	10.1	21.1
合计						6.4	18.1	26.4

图表 14：中国工厂改变电池供应商格局

客户	配套车型	2020年E	2021年E	2022年E	单车电量 (kwh)	2020年需求E (gwh)	2021年需求E (gwh)	2022年需求E (gwh)
特斯拉	MODEL S/X	50000	50000	50000	80	4.0	4.0	4.0
	MODEL 3	445000	550000	650000	70	31.2	38.5	45.5
	MODEL Y	5000	100000	250000	85	0.4	8.5	21.3
合计						35.6	51.0	70.8
电池厂	松下供给占比					70%	55%	45%
	LG供给占比					15%	25%	30%
	宁德时代供给占比					15%	20%	25%
电池厂	松下供电量 (gwh)					24.9	28.1	31.8
	LG供电量 (gwh)					5.3	12.8	21.2
	宁德时代供电量 (gwh)					5.3	10.2	17.7

图表 13：三家电池企业出货量情况 (GWh)



- ❑ 特斯拉推出国产Model 3长续航版本
- ❑ 此前，特斯拉的战略规划中，先用标准续航车来打开中国市场，同时进口长续航车，拉开两个产品的差价，维护进口产品的价格稳定性。
- ❑ 但4月10日，特斯拉推出国产长续航版本，国产特斯拉进程加速，甚至未来美国人民都要从上海进口特斯拉汽车。那么要保住其全球的销量，唯一的办法就是在中国区推其最好车型——长续航Model 3。

图表 15：特斯拉中、美、欧洲车型销量情况（辆）

2019年						2018 年			
	Model 3	Model S	Model X	2019总销量	同比	Model 3	Model S	Model X	2018总销量
美国	154,325	14,350	19,200	187,875	0.26%	138,280	25,200	23,900	187,380
中国	33,863	2,178	9,524	45,565	239.40%	0	4,579	8,846	13,425
欧洲	94,251	8,803	7,665	110,719	280.39%	5	16,611	12,491	29,107

- 与宁德时代的合作加速
- 计划2020年3季度末-4季度初开始供货，进程有望超预期。
- 这一方面反映了双方合作的效率，另一方面，也是特斯拉迫切需要中国市场销量的表现，一切流程加速。

图表 16：磷酸铁锂的数据指标vs三元

	磷酸铁锂	三元
主要性能		
能量密度 (Wh/kg)	130-160	170-220
循环性能(次)	4000	2000
安全温度 (℃)	700	200
快充性能 (5分钟)	总容量的10%	总容量的40%
优势	寿命长，价格低	密度高，快充
主要材料		
正极	磷酸铁锂正极	三元正极
隔膜	干法隔膜	湿法隔膜
负极	人造石墨	天然石墨
电解液	磷酸铁锂配套电解液	三元配套电解液

- 国产Model Y建设加速
- 上海经信委调研特斯拉上海工厂，要求加快Model Y新项目建设。特斯拉Model Y电动汽车目前只在美国加州弗里蒙特工厂生产，受美国疫情影响，该工厂目前已经关停。上海工厂Model Y新项目加快建设后，预计消费者们很快就能看到国产版的Model Y。
- 考虑到 SUV 在中国渗透率持续提升，电动 SUV有望成为新的需求增长点。

图表 17: Model 3 和Y 比较

车型	尺寸 (mm)	售价 (万元)	整车质量 (kg)	量大功率. (kI)	带电量 (kMh)	工况续航 (km)串	百公里电耗 (kwh)
Model 3 长续航双电机版	4694*1850*1443	补贴前36.66 补贴后33.91	1847	330	75	560	129
Model 3 长续航高性能版	4694*1850*1443	补贴前41.98	1847	430	75	530	13.7
Model Y 长续航双电机版	4751*1921*1624	补贴前48.8	2000	258	75	505	14.4
Model Y 长续航高性能版	4751*1921*1624	补贴前53.5	2000	340	75	480	15.1

- ❑ 电池切换带来中国供应商机会
- ❑ 除了宁德时代，松下的中国供应商较少。特斯拉采用LG和宁德时代电池，将带来产业链的全面国产化，这是结构性的机会。

图表 18：国产供应商将受益电池供应格局改变（加粗表示为国内企业）（所列企业均为LG供应链企业）

电池厂	供应体系			
	正极	负极	电解液	隔膜
松下	住友化学、日亚化学、 厦门钨业、优美科	日立化学、贝特瑞、 江西紫宸	宇部化学、三菱化学、 新宙邦、国泰华荣	旭化成、住友、东丽、 Celagrd、宇部化学
LG	浦项、天津巴莫	贝特瑞、杉杉股份、 浦项、江西紫宸	国泰华荣、天赐材料、 宇部化学、新宙邦	东丽、恩捷股份、星 源材质、W-sope
宁德时代	德方纳米、贝特瑞、 湖南裕能	凯金能源、江西紫宸、 杉杉科技、贝特瑞	天赐材料、新宙邦、 国泰华荣	恩捷股份、星源材质、 湖南中锂

结论

LG软包动力电池产能(Gwh)	2019	2020E	2021E
波兰	28	38	50
美国	14	14	14
韩国	20	20	20
中国	13	27	41
合计	75	99	125

注：产能不包含8Gwh的21700圆柱产能和合资工厂。

海外供应链

Panasonic

特斯拉生产重心转移

CATL
宁德时代

LG Chem

海外供应链
☆国内供应链

	2018	2019	2020E	2021E
松下产能 (Gwh)	33	49	72	90

生产基地	现有产能	规划
日本	4个工厂	
美国内达华州	35Gwh	54Gwh
中国大连	5Gwh	12Gwh
中国江阴	与联动天翼合资	30Gwh

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
宁德时代产能 (GWh)	32	57	90.3	130.9	172.9

- 当前中国疫情已得到有效控制，而海外疫情仍在蔓延，特斯拉可能加快零部件国产化进程以尽可能降低风险；
- 特斯拉对于上海工厂和中国地区销量的依存度大大提升；
- 特斯拉王牌产品都会直接国产化进入中国市场，而再倒回美国生产，不论从经济性还是从效率上都较为困难。

目录

- 特斯拉：中国成为全球生产主基地
- 欧洲市场：格局未变
- 国内市场：退补放缓，刺激需求
- 投资建议及标的

欧洲目前的情况

- ❑ 汽车厂停工：3月份欧洲地区疫情爆发，各国大部分汽车工厂都已经停产。
- ❑ 电池供应链受限：松下宣布其与特斯拉合资的美国内华达州电池制造工厂因疫情爆发而暂停生产，本次停产预计将持续14天。在此之前，LG化学和三星SDI也宣布暂停工厂运营至4月13日。
- ❑ 物流运输受限：由于数十个国家采取疫情防控措施，动力电池原材料物流运输也受到影响进而放缓节奏。

图表 20：欧洲地区停工时间仍在延长

车企	停工情况
大众	奥迪墨西哥圣路易斯工厂4月全月关闭；
保时捷	德国两家工厂宣布停工再延长一周；
斯柯达	停产延长至4月27日；
菲亚特	波兰第奇工厂停产至4月24日；塞尔维亚克拉古耶瓦茨工厂自4月13日停产一周；土耳其布尔萨工厂停产至4月20日；
福特	罗马尼亚工厂停产至5月2日；
丰田	英国、土耳其工厂停产延长至5月4日；
起亚	韩国三家工厂从4月23日停产至4月29日；
现代	韩国蔚山工厂从4月13日至4月17日停产一条Tucson生产线；土耳其伊兹米特工厂停工延长到4月20日；
法拉利	意大利马拉内洛、摩德纳工厂停产至5月4日；
宝马	荷兰工厂宣布停产；
本田	墨西哥圣路易斯工厂停产延长至4月30日；

图表 19：欧洲汽车行业短期受影响严重（单位：人；辆）

欧洲汽车业受影响的工人数及产量损失		
国家	受影响人数	产量损失
奥地利	14307	16289
比利时	14600	17635
捷克	45000	83863
芬兰	4500	11222
法国	90000	113200
德国	568518	359287
意大利	69382	78434
荷兰	13500	16511
波兰	17284	43521
西班牙	60000	237806
瑞典	67000	18253
英国	65455	94717
合计（EU+英国）	1110107	1231038

- ❑ 新能源车竞争加强。
- ❑ 在欧洲地区，特斯拉的增长主要集中于挪威、德国、荷兰、英国等新能源高补贴国家。在欧洲电动车市场份额为 15.7%，纯电市场份额为 23.6%。特斯拉在欧洲市场面临竞争压力较大，主要原因是在此之前已存在多款成功的电动车型，例如雷诺ZOE，尼桑Leaf，三菱欧蓝德，宝马 i3，大众纯电高尔夫等。
- ❑ 2020 年各大车厂将推出更多电动车型，大众ID3、奥迪Q4、戴姆勒EQA、宝马ix3 等，将加大欧洲市场的竞争。

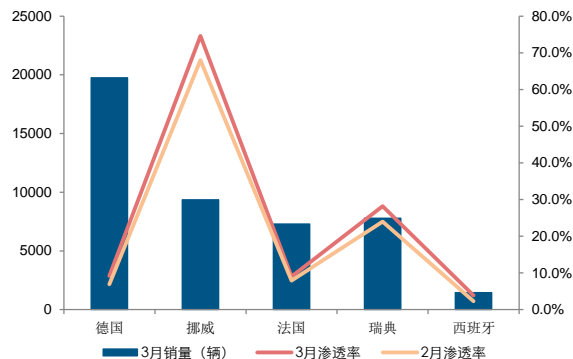
图表 21：欧洲市场纯电动车参数比较

	Model 3	Model Y	Audi e-tron	Hyundai Kona	Kia Niro	Nissan Leaf	Volkswagen e-Golf	Voldswagen ID. 3 (2020上市)	Renault ZOE
德国售价 (万欧元)	3.5	3.99	6.91	3.44	3.53	3.68	3.19	3.0	2.9
尺寸：长*宽*高 (mm)	4694*1850*1443		4901*1935*1616	4165*1800*1565	4375*1805*1560	4490*1788*1530	4270*1799*1450	4261*1809*1552	4087*1787*1562
最高车速 (km/h)	225	217	190	155	155	144	150	160	135
百公里加速 (s)	5.6	5.1	6.8	9.9	9.8	7.9	9.6	8.0	11.4
最大扭矩 (牛米)	375		540	395	395	320	290	275	225
最大输出功率 (kw)	175		230	100	100	110	100	100	80
续航里程 (km)	460	540	285	250	240	220	190	275	255
带电量 (KWh)	50	75	71	42	42	40	35.8	48	44.1

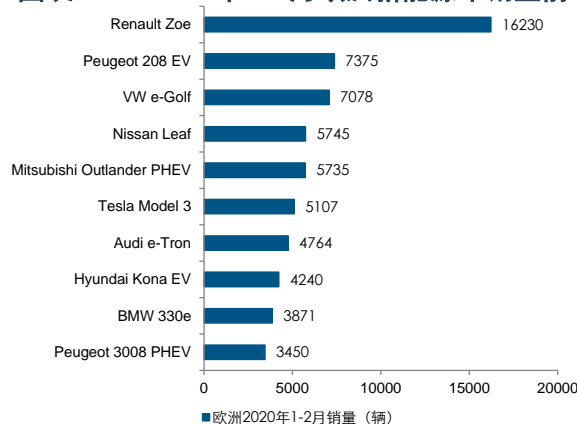
需求端：政策推动需求强劲，疫情影响暂时

- 从2020年1、2月欧洲新能源车的销量来看，增速是非常迅猛的，前四大汽车市场德、英、法、意新能源汽车同比增长均超100%，反映出在推广的初期阶段，需求没有问题。
- 疫情致欧洲新能源车三月销量增幅回落，但主要市场新能源车渗透率显著提升。
- 我们认为疫情主要影响供给端，待疫情好转后，需求将保持强劲。

图表 22：3月新能源车渗透率提升



图表 24：2020年1-2月欧洲新能源车销量前十车型



图表 23：欧洲1、2月新能源车市场火热（辆）

国家	2020年1月	2020年2月	环比(%)	同比(%)
德国	16131	16508	2.34	141.38
法国	14686	13336	-9.19	220.89
英国	8842	4566	-48.36	117.02
挪威	6155	7256	14.62	19.89
荷兰	7766	4037	-48.02	64.17
意大利	3284	3749	14.16	622.78

需求端：政策推动需求强劲，疫情影响暂时

- 需求强劲原因：1、欧洲碳排放趋严，如不加快电动化，车企将会被巨额罚款。基于碳排放目标，在达标的前提下，预计2021年欧洲新能源汽车销量将超过150万辆，近两年复合增速达73%。（疫情影响或短期放缓，但不会取消）2、欧洲地区补贴力度、范围加大。

图表 25：满足碳排放标准前提下欧洲汽车销售结构预测

根据碳排放标准预测的欧洲新能源乘用车销量情况（万辆）							
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2025E	2030E
纯电动汽车(BEV)	13.7	21.2	33.4	61.6	104.5	241.6	322.7
同比(%)		54%	58%	84%	70%		
混合动力汽车(PHEV)	13.3	15.8	17.2	27.8	45.5	161.5	244
同比(%)		19%	9%	62%	64%		
汽油车	785	896	778.4	694.1	629.5	478.3	322.7
同比(%)		15%	-14%	-12%	-8%		
柴油车	693	567	467.1	416.5	394.6	318.5	244
同比(%)		-16%	-18%	-11%	-7%		
其他(含HEV)	68.5	73.5	267	339.9	394.5	397.5	482
同比(%)		11%	261%	27%	15%		
合计	1573.5	1574.2	1566.1	1541.4	1569.9	1598.7	1615.4

资料来源：：欧洲汽车制造商协会，Bloomberg，方正证券研究所

图表 26：欧洲热门车型售价及德国补贴金额

车型	售价 (万欧元/年)	类型	2019补贴 (万欧元)	2020补贴 (万欧元)
特斯拉Model3	4.4	BEV	0.4	0.5
	5.4	BEV	0.4	0.5
	6	BEV	0.4	0.5
日产LEAF	3.68	BEV	0.4	0.6
雷诺 zoe	2.19	BEV	0.4	0.6
PSA E208	3.05	BEV	0.4	0.6

需求端：政策推动需求强劲，疫情影响暂时

- ❑ 从燃油车历史销售结构来看，德国地区消费者偏好紧凑车型和本土品牌。
- ❑ A0+A级别轿车和SUV销量占比超过50%，且稳步提升；销量前四均为德国车企。
- ❑ 因此，我们认为疫情结束后，欧洲地区对新能源车的消费需求降级可能性不大。

图表 27：德国燃油车车型销售以紧凑车型为主

级别	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A00	7%	6%	7%	8%	7%	8%	7%	7%	7%
A0	15%	17%	16%	15%	15%	14%	14%	14%	14%
A	27%	25%	24%	26%	27%	27%	26%	23%	22%
B	15%	15%	14%	12%	12%	13%	12%	12%	11%
C	5%	6%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%
D	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
MPV	9%	11%	12%	11%	10%	8%	8%	7%	6%
SUV-A0	0%	1%	1%	2%	2%	3%	4%	4%	6%
SUV-A	6%	8%	10%	9%	10%	10%	11%	13%	16%
SUV-B	2%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	4%
SUV-C	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%
其他	10%	7%	6%	6%	6%	7%	7%	8%	8%

需求端：政策推动需求强劲，疫情影响暂时

- 对比欧洲各国的燃油车和电车，可以发现在各国政策推动下，电动车的购买价格以及经济性基本和燃油车持平。
- 考虑燃油车的燃料价格、保养费、保险费等，我们预计在汽车的全生命周期内，电动车的成本优势突出。
- 因此，疫情结束后，预计各国对新能源车的推动效应将持续生效，消费者对新能源车的偏好加强。

图表 28：德国地区燃油车和电车对比（万欧元）

车型	类型	购置价格		补贴金额	补贴后价格	油价/电价	能源价	总价
		（含税， 补贴前）						
雷诺CLIO	燃油	1.48	-		1.48	1.51€/L	0.8	2.28
雷诺ZOE	EV	2.86	0.867		1.99	0.3€/kwh	0.52	2.51
大众GOLF	燃油	2.45	-		2.45	1.51€/L	0.63	3.08
日产Leaf	EV	3.68	1		2.68	0.3€/kwh	0.618	3.3

图表 29：挪威地区燃油车和电车对比（欧元）

车型	类型	增值税前价格	增值税	售价
PSA 208	燃油	18160	4540	22700
PSA e208	EV	26240	0	26460
大众高尔夫	燃油	27992	6998	34990
e-Golf	EV	27490	0	27490
Nissan Leaf	EV	28790	0	28790
雷诺CLIO	燃油	19192	4798	23990
雷诺ZOE	EV	24990	0	24990
MODEL 3	EV	49900	0	49900

需求端：政策推动需求强劲，疫情影响暂时

- 从订单角度来看，欧洲下游车企订单充足，增速较快。预计2020年对LG电池厂的订单量达到62Gwh，2024年达到174Gwh，年化增速约30%。其中大众、Volvo、GM新车放量在即，订单需求增速较快。

图表 30：下游车企对LG电池厂订单情况（Gwh）

车企客户	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
VW	14	28	30	31	31	28
Audi	4	5	4	4	9	8
BMW	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
Daimler	6.1	5.7	5	2	0	0
Ford	4	7	9	11	12	9
GM	2	3	6	18	25	23
HKMC	8	9	13	16	18	17
Porsche	4	6	6	5	5	4
Renault	7	7	15	26	32	30
Volvo	4	6	9	12	22	28
其他	8.7	10	16.7	18.7	19.7	16.8
合计	62	87	114	144	174	164

供给端：电池产能限制车企产量

□ LGC已经配套超过 15 家车企，相应配套欧美主流电动新车型放量在即。LG化学为欧洲车企供应的动力电池主要由其位于波兰的欧洲工厂生产提供的。由于其投入产出率较低，一季度多家欧洲车企被迫降低季度或年度产量目标。

□ 车企一方面寻找其他优质动力电池供应商，签署长单协议；另一方面也在谋求与电池企业合建或自建电池厂。

宁德时代：德国工厂
2022年：14Gwh
2026年：100Gwh
德国政府：投资10亿欧元研发电池
德法蓝图：50亿欧元，48Gwh

图表 31：欧洲电池厂布局规划



- ❑ LGC产能在快速扩张，其中四大基地2020年产能达99Gwh，如加上21700圆柱电芯8Gwh的产能，总产能将达到107Gwh。
- ❑ 为满足下游订单，LG各基地排产情况预计如表。预计波兰工厂2020年产能约39Gwh，但短期受疫情影响，全年生产情况可能打折，供应较为紧张。

图表 32：LG未来几年动力软包电池排产情况（Gwh）

排产情况	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
CAN	9	10	15	19	21	19
CNB	1	2	10	12	19	24
波兰	39（打7折）	62	75	88	101	92
美国	3	3	8	21	32	29
韩国	11	10	7	4	1	1
合计	62	87	114	144	174	164

供给端：电池产能限制车企产量

- 目前了解的情况来看，LG的波兰工厂还在持续生产，对应供应商仍在催货。我们预计，只要波兰满足生产条件，LG的工厂就不会停产，产成品会转化为自身以及客户的库存，为后续需求的恢复提供保障。
- 待疫情好转后，对于LG供应链车企，我们预计二季度销售会好于市场预期。

图表 33：LG供应的主要车企电池材料

区分	Volvo	大众	现代	通用
正极	Kureha	Kureha	Kureha	Kureha
	NICHIA	NICHIA	NICHIA	NICHIA
	Changxin/BasfMYJ	Changxin/BasfMYJ	Denka Singapore	Denka Singapore
	Kureha	Kureha	Changxin/BasfMYJ	Changxin/BasfMYJ
	Sam-A/Dong-il	Sam-A/Dong-il	Sam-A/Dong-il	Sam-A/Dong-il
	Basf	Basf		Kureha
负极	POSCO CHEMTECH	LGC	LGC	LGC
	Shanghai shanshan		POSCO ES MATERIALS	POSCO ES MATERIALS
	Daicel Fine	POSCO CHEMTECH	BTR	BTR
	Zeon	Zichen	Daicel Fine	Daicel Fine
	Imerys	Daicel Fine	Imerys	Imerys
	LGC	LGC	LGC	LGC
	KCFT/ILJIN/FURUKAWA/ChangC hun/Wason	KCFT/ILJIN/FURUKAWA/ChangC hun/Wason	KCFT/ILJIN/FURUKAWA/ChangC hun/Wason	KCFT/ILJIN/FURUKAWA/ChangC hun/Wason
隔膜	Toray	Toray	Toray	Toray
电解液	Guotai	Central glass	UBE	UBE

供给端：电池产能限制车企产量

- ❑ 长期来看，随着欧洲主要车企加速电动化，欧洲成了新的动力电池产能扩张战场。
- ❑ 不仅亚洲生产商布局欧洲产能，欧洲自身也不断投资提升电池制造能力，预计到2023年，欧洲电池生产能力将达到近200Gwh，仅次于中国。

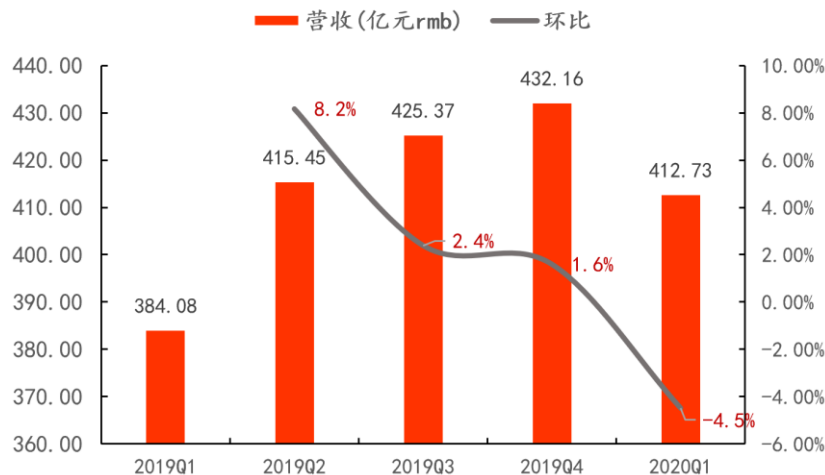
图表 34：各电池厂在欧洲规划

企业	规划
法德财团	两家锂离子电池工厂，每家年产量为32GWh；第一家于2023年投产
德国政府	投资10亿欧元研发电池
NORTHVOLT	计划在2023年前每年生产32GWh电池
TerraE	计划兴建两座代工厂，到2028年，年产能将达到34GWh
比亚迪	在欧洲建厂进行电池生产
宁德时代	预计2022年可实现14GWh的电池产能；2026年：100Gwh
LG化学	一期满足10万辆产能，5Gwh；最终形成70Gwh产能
三星SDI	5Gwh，规划15Gwh
SK集团	2020年开始投产，每年生产7.5GWh的电池
金沙江创投	英国工厂每年为日产电动汽车生产2 GWh的锂离子电池。
InoBatAuto	2021年：投资1亿欧元，100MWh；2024年：规划投资10亿欧元，10Gwh
孚能科技	德国设立电池厂，首期产能预计6Gwh

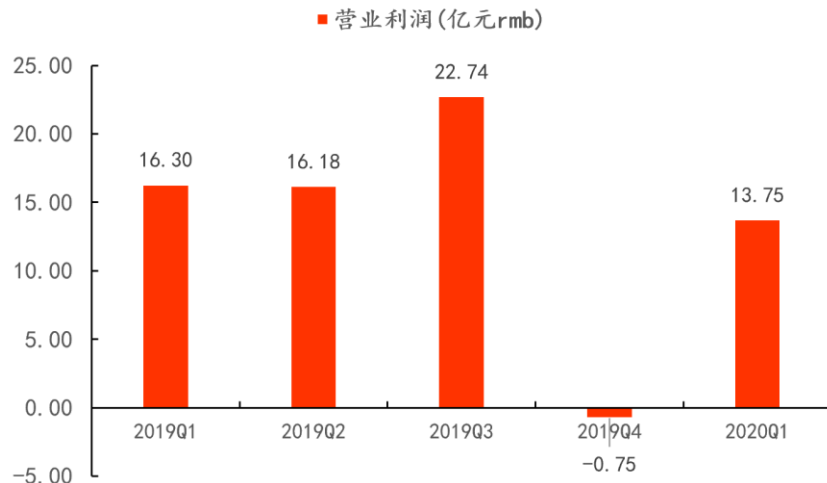
LG Q1：电池业务亏损缩减，产能扩张迅速

- Q1因新冠疫情公共卫生事件与石油价格下跌影响，LG化学盈利能力受到一定影响。
- LG化学2020Q1实现营收412.73亿元（人民币，下同），同比+7.5%，环比-4.5%。经营性损益为13.75亿元人民币，同比-15.8%，环比扭亏为盈。
- 电池项目公司成功实现将亏损额度缩减的目标；尖端材料通过改善项目结构和提高费用效率，大幅提高了收益率；石化产品业务目前均处于销售与利润率的低谷期，主要是由于低油价的冲击。

图表 35：LG化学季度营收（亿元）



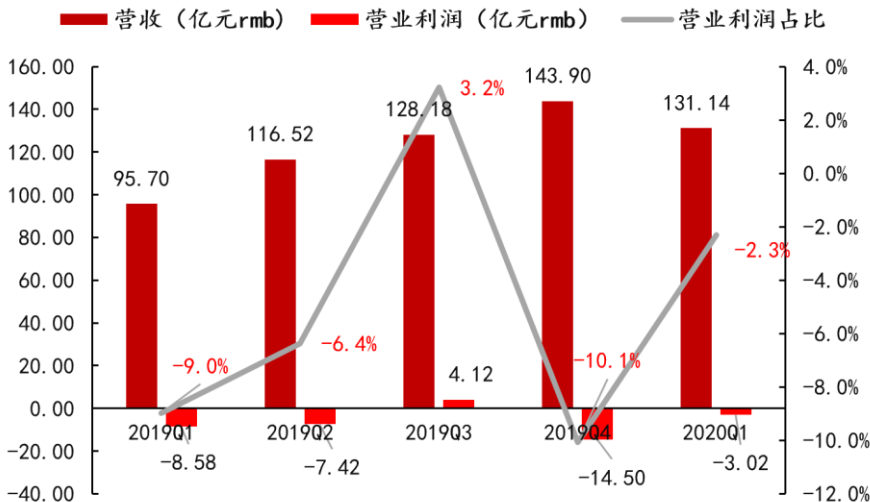
图表 36：LG化学季度利润（亿元）



LG Q1：电池业务亏损缩减，产能扩张迅速

- 能源业务一季度实现营收131.14亿元，同比+37.03%，环比-8.87%。营业利润亏损3.02亿元，亏损低于2019Q1的-8.58亿元与2019Q4的-14.50亿元，公司成功实现亏损缩减。
- 预计疫情影响下，Q2收入下降的确定性相比Q1要大。但受益于电动汽车电池方面各整车厂整体的新车型推出，以及在ESS市场的持续增量，电池能源业务未来长期向好。公司圆柱电池供货特斯拉，预计随着特斯拉的火热销售公司电池将持续放量，预计Q2圆柱型电池将增加20%。2020预测全年与计划相比有一些调整，但全年增长趋势明确。

图表 37：LG化学能源业务季度营收（亿元）



LG Q1：电池业务亏损缩减，产能扩张迅速

- 公司产能持续扩张，按计划今年产能将破100GWh大关。
- 2019年规划产能总计96GWh，其中动力类占比75%。2020年规划产能可达131GWh，动力类占比将提高至84%。短期内由于疫情的影响，在中国的整体产能状况经历了轻微延误，总体影响不大。公司波兰的扩建工作也进入到了最后的阶段，生产效率整体持续改善，整体产量维持在稳定水平。

图表 38：LG化学能源业务板块产能规划

生产基地		工厂个数	电池类型	电池型号	产能/GWh	
					2019	2020
中国南京	CNJ	7	动力电池	21700	6.4	9.6
			小型电池	18650	4.8-6	6.4-8
			小型电池	小型叠片软包	2.7-5.4	2.7-5.4
			储能电池	-	4	4
	CNA	1	动力电池	中大型叠片软包	13	17
			动力电池	中大型叠片软包	3	21
	CNB	2	动力电池	中大型叠片软包	3	21
	韩国梧仓	-	动力电池	中大型叠片软包	10	10
			动力电池	中大型叠片软包	10	10
	美国霍兰德	-	动力电池	中大型叠片软包	10	10
	波兰弗洛兹瓦夫	-	动力电池	中大型叠片软包	30	42
四大生产基地合计			动力电池		72	110
			小型电池		14	11
			储能电池		10	10

- 目前市场预期：二季度欧洲车厂、电池厂关停。
- 我们认为目前预期不存在更坏的情况，若海外疫情有所好转，海外需求空间马上打开，疫情只是延后了海外产业链扩张速度，并没有影响空间/格局/估值。
- 对于LG的盈利预期：收入整体增长具有确定性，储能电池和圆柱电池（供货特斯拉）出货量持续增加，同时软包动力电池的配套客户车型也在逐步增加。短期内受疫情影响，预计Q2相比Q1将遇到更大冲击。
- 从LG欧洲的情况来看，表现强劲，出货排名攀升。伴随欧洲新能源汽车行业的高速增长，LG化学2020年1月装机量超过宁德时代。我们认为LG以及LG供应链将持续受益。
- LG在年初的电话会议中提到的全年营收预计为15万亿韩元（870亿元rmb），但受疫情冲击，不可避免全年营收将下调10%-15%。同时，公司将继续维持未来投资和设备建设，脚步不会放慢。

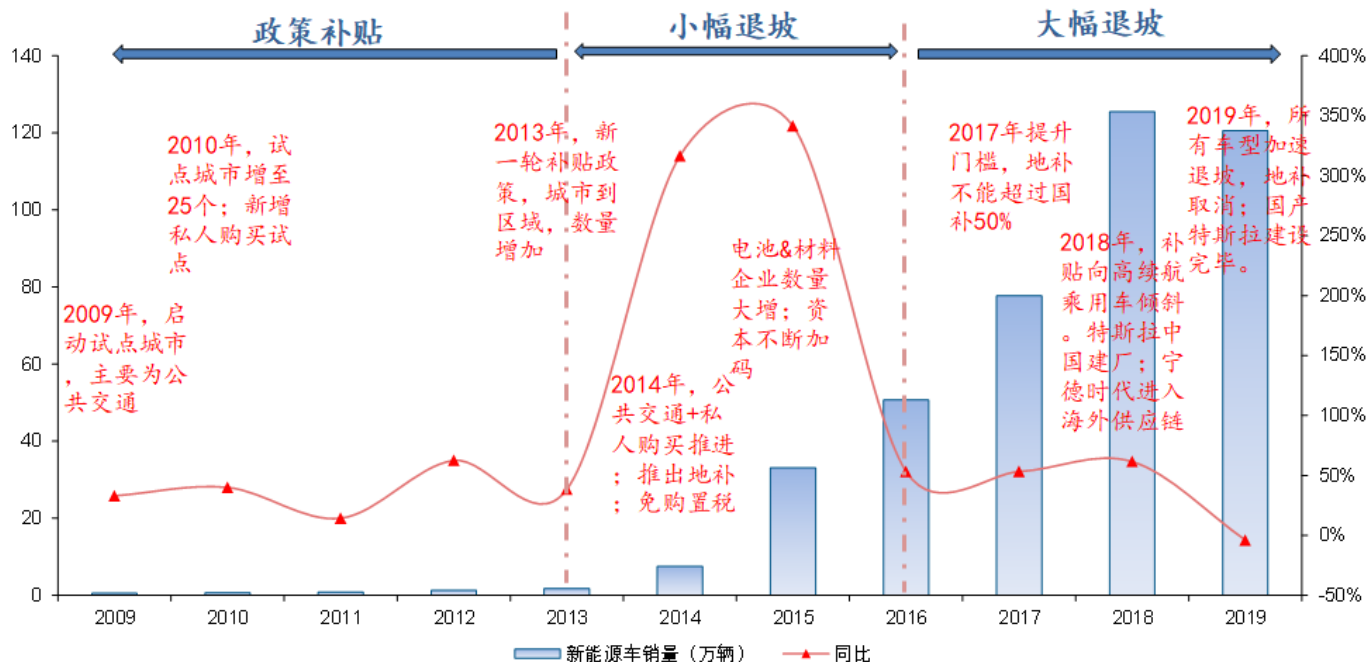
目录

- 特斯拉：中国成为全球生产主基地
- 欧洲市场：格局未变
- 国内市场：退补放缓，刺激需求
- 投资建议及标的

补贴落地：时间延长，退坡放缓

- 2017年开始，新能源汽车补贴大幅退坡，导致销量同比增速快速下降。2019年新能源车累计销量120.6万辆，同比下降4%。

图表 39：新能源汽车销量情况以及政策变化

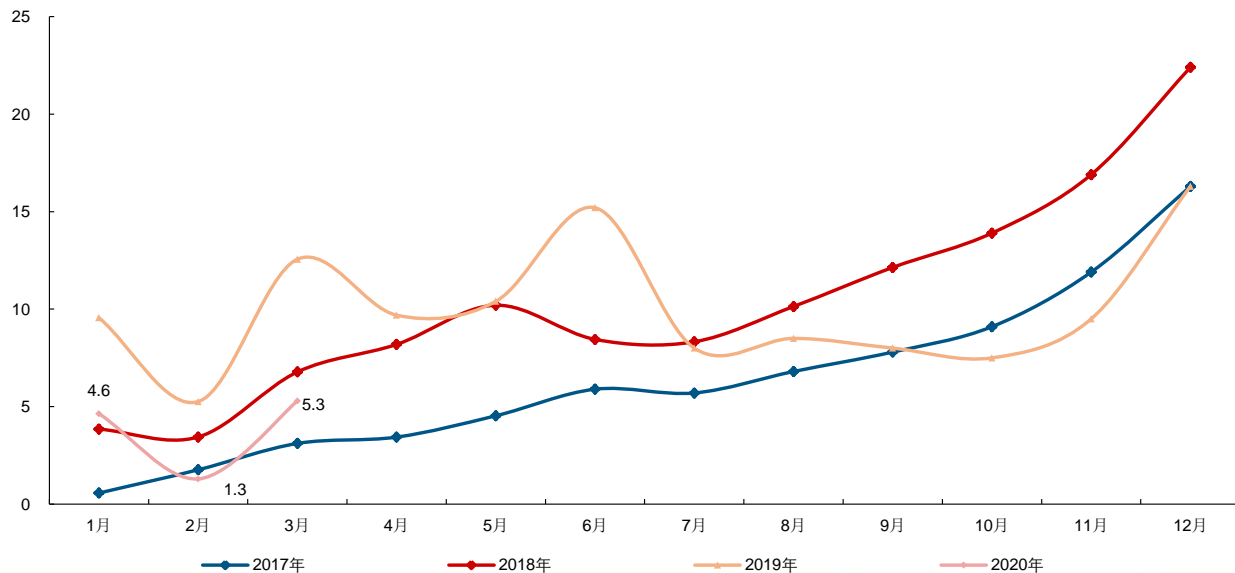


- ❑ **2020年补贴总结：**
- ❑ **延长时限符合预期：**补贴政策在时间期限上延长至2022年底，与先前国务院常务会议决议一直，符合预期，保障行业长期稳定的发展。
- ❑ **明确退坡路径，设置数量上限：**政策明确了乘用车、公共交通以及特定领域用车补贴退坡路径。同时原则上每年补贴规模上限为200万辆，一方面有利于减轻财政负担，另一方面将推动新能源汽车产业向无补贴市场化竞争平稳过渡。
- ❑ **退坡力度放缓：**2020-22年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%、30%。为加大对公共交通及特定领域电动化的政策支持，城市公交、道路客运、出租（含网约车）、环卫、城市物流配送、邮政快递、民航机场以及党政机关公务领域符合要求的车辆2020年补贴不退坡，2021-22年补贴标准分别在上一年的基础上退坡10%、20%。整体力度和节奏放缓。
- ❑ **新设价格门槛：**从2020年起，新能源乘用车、商用车企业单次申报清算车辆数量应分别达到10,000辆、1,000辆。除“换电模式”车辆之外，新能源乘用车补贴前售价须在30万元（含）以下，补贴限价规定在过渡期后执行。
- ❑ **技术指标整体稳定：**2020年补贴能量密度标准保持不变，乘用车获补续航里程要求由2019年的250公里提升到300公里，同时乘用车百公里耗电量和商用车Ekg门槛值均有所提高。2021-2022年，原则上保持技术指标总体稳定。

补贴影响一：政策延续有望提振国内需求

- 2019年补贴退坡幅度高达70%，叠加全年经济弱运行影响，我国新能源汽车销量同比首次出现下滑。
- 2020年，一季度受疫情影响，我国新能源汽车销量11.4万辆，同比下降56.4%。
- 目前国内疫情好转、补贴政策利好的背景下，新能源汽车的需求有望重振，全年销量实现同比增长的可能性较大。

图表 40：我国新能源车月度销量情况



补贴影响二：低续航&高价车或出现抢装

- 过渡期0.5倍补贴：政策自2020年4月23日起实行，4月23日至7月22日为过渡期，符合2019年技术指标要求但不符合2020年要求的按2019年补贴标准的0.5倍补贴。
- 因此，在过渡期内，我们预计1) 续航里程在300km以下、2) 售价在30万元以上且无换电车型可能出现抢装。

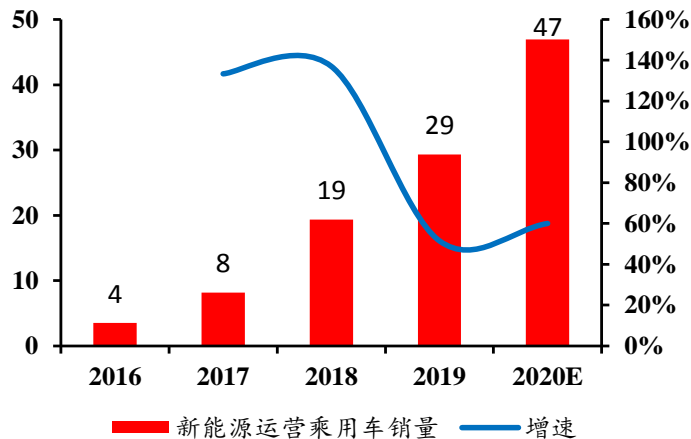
图表 41：过渡期及过渡期后补贴标准

纯电动乘用车	分档标准	补贴金额/系数			
		2020 过渡期	2020	2021	2022
度电补贴上限		500	500	-	-
续驶里程 (KM)	150≤R<<200	0	0	0	0
	200≤R<250	0	0	0	0
	250≤R<300	0.9	0	0	0
	300≤R<400	1.62	1.62	1.3	0.91
	R≥400	2.25.	2.25	1.8	1.26
动力电池系统 能量密度 (Wh/kg)	E<105	0			
	105≤E<120	0			
	120≤E<125	0			
	125≤E<<140	0.8			
	140≤E-<160	0.9			
	E≥160	1			

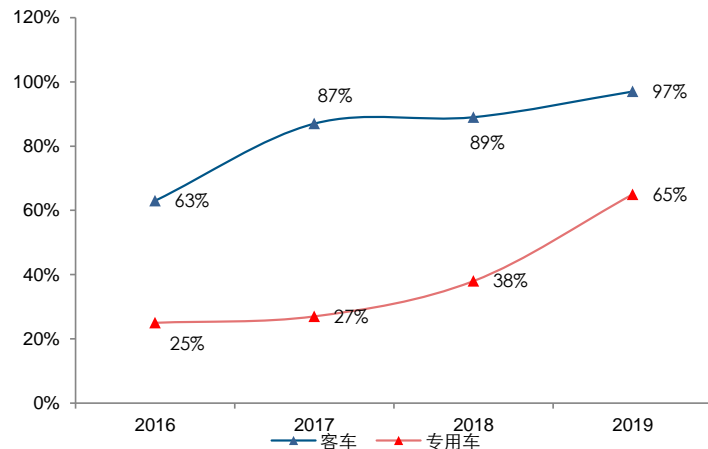
补贴影响三：磷酸铁锂渗透率提升

- 公共交通及特殊领域用车需求空间广阔。
- 截至2019年底公务、城市公交、道路客运、出租、网约、环卫、城市物流配送、邮政快递、机场、港口、矿山领域汽车保有量约1000多万辆，电动化比例不到7%。2020年补贴政策重点支持公共交通领域，渗透率有望提升。
- 在公告交通领域，偏重于安全性，且因车容积大，在动力电池层面优先考虑磷酸铁锂电池。我们预计随着电动化比例的提升，磷酸铁锂需求有望增长。

图表 42：新能源乘用车运营需求增速较快（单位：万辆）



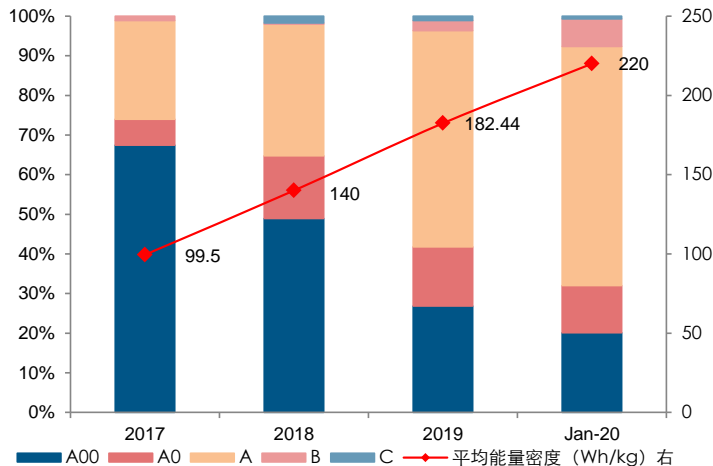
图表 43：搭载磷酸铁锂电池的客车&专用车比例



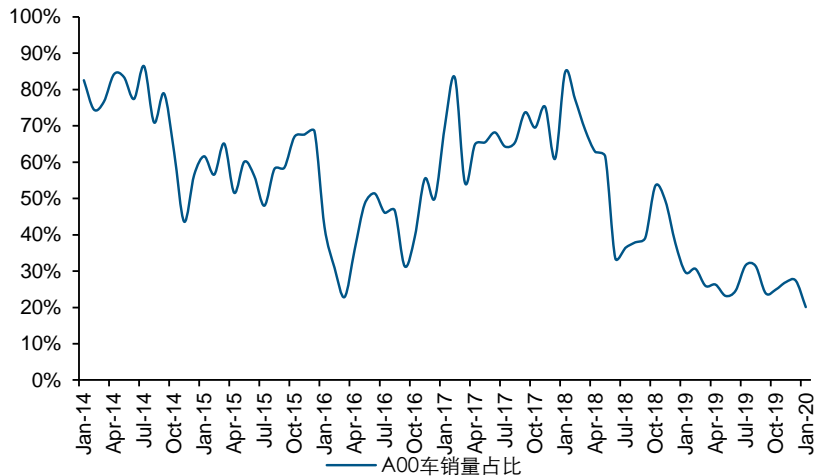
补贴影响三：磷酸铁锂渗透率提升

- ❑ 注销消费属性，低端乘用车市场或放量。
- ❑ 在补贴政策初期，为压低成本赚取补贴，我国新能源汽车市场以低端乘用车为主。后来随着能量密度要求提升以及补贴退坡，我国低端车市场快速下滑，政策导向性明显。
- ❑ 2020年过渡期后，补贴限价30万元，我们预计将刺激更多中低端乘用车消费需求，以及高价车（30万元以上）的降价需求。相比三元电池而言，磷酸铁锂在成本端优势明显。

图表 44：低端乘用车市场随补贴退坡下滑



图表 45：A00车销量占比受政策影响强



补贴影响三：磷酸铁锂渗透率提升

- 技术提升，能量密度影响减弱。
- 从补贴政策来看，能量密度的要求提升幅度较小。目前随着技术的提升，例如比亚迪“刀片电池”和宁德时代“CTP”技术，磷酸铁锂的能量密度以及空间利用率上都能满足续航里程和能量密度的要求。
- 目前磷酸铁锂电池价格约为 0.6 元/Wh（后续或降至0.5），三元电池价格约为 0.8 元/Wh，1Wh 铁锂电池比三元便宜 25%，在市场化竞争的背景下磷酸铁锂电池成本优势有望显现。

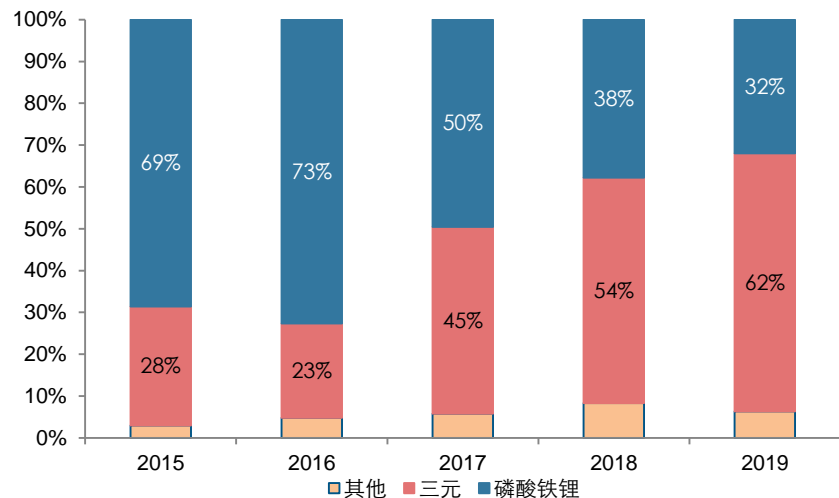
图表 46：比亚迪和宁德时代技术对比

电池厂	宁德时代	比亚迪
电池包零部件数量	减少约40%	-
能量密度	提升10%-15%，系统提升至200Wh/kg	提升50%，单体180Wh/kg，系统160Wh/kg
体积利用率	提升15%-20%	2018-2019年集成效率80%，2021年达到86%
成本减少	预计减少30%	预计减少20%-30%
专利数量	知识产权超200项	核心专利超300项

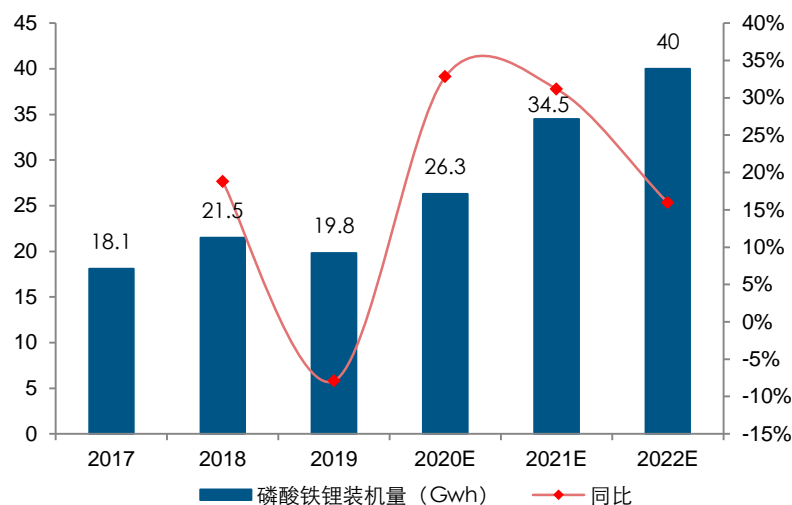
补贴影响三：磷酸铁锂渗透率提升

- 2019年三元装机份额约62%，磷酸铁锂约32%。
- 假设未来3年磷酸铁锂商用车渗透率为92%，乘用车渗透率提升，在A00级提升至60%，A0级提升至30%，其他车型5%左右。预计到2022年，磷酸铁锂装机量可达到40Gwh，CAGR达到25%以上。

图表 47：磷酸铁锂和三元电池装机份额情况



图表 48：预计磷酸铁锂装机量保持高增长

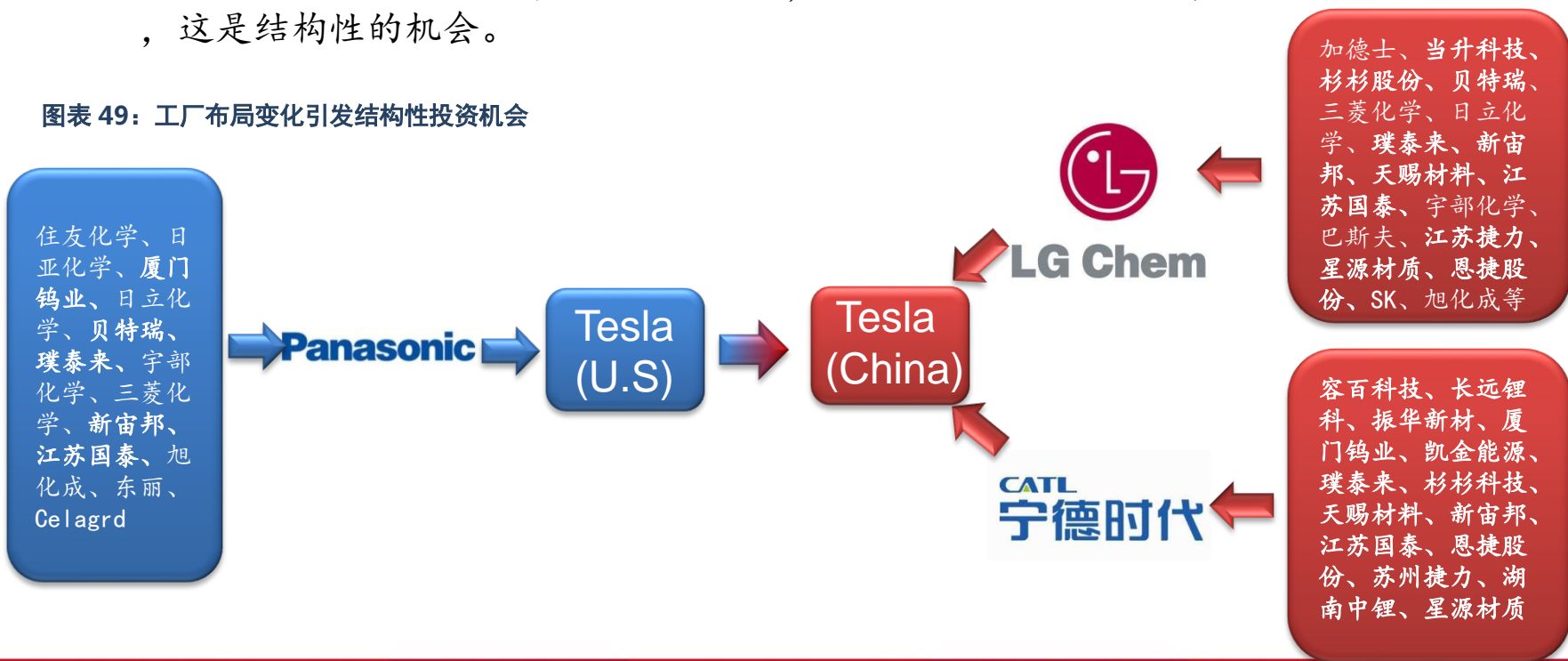


目录

- 特斯拉：中国成为全球生产主基地
- 欧洲市场：格局未变
- 国内市场：退补放缓，刺激需求
- 投资建议及标的

- ❑ 特斯拉工厂布局的变化以及疫情引起的催化加速影响，市场可能并没有充分认知。
- ❑ 不仅带来特斯拉的生产变化，供应链也将完全改变。从松下供应链，切换至LG和宁德时代供应链。由于松下的中国供应商较少，因此LG和宁德时代将带来产业链的全面国产化，这是结构性的机会。

图表 49：工厂布局变化引发结构性投资机会



图表 50：欧洲市场存在超预期可能

格局、估值未变

目前来看，欧洲新能源车市场的格局并未改变。

我们认为疫情并不能影响市场估值。

需求强劲，供给受限

需求保持强劲

--1-2月需求增速迅猛（同比增长100%以上），3月渗透率持续提升（同比增长5个百分点以上）

疫情影响供给

--受电池产出和疫情影响，目前主要是供给端受限

疫情好转后超预期

LG波兰工厂持续生产

市场预期达到冰点

--预期二季度车企停工，电池也跟着停产

疫情好转后超预期

--二季度业绩存在超预期可能

- 抢装和磷酸铁锂渗透率提升主要利好对应上游材料供应商。
- 动力电池现在主要的三元和磷酸铁锂体系所对应材料体系不同，磷酸铁锂动力电池体系主要对应环节为磷酸铁锂正极材料，干法隔膜，动力电解液，碳纳米管导电剂。各环节对应的材料类型都与三元体系形成竞争关系，2020年新能源汽车的抢装和磷酸铁锂动力电池渗透率提升将对对应环节供应商形成利好。

图表 51：磷酸铁锂供应商情况

材料	类型	供应商
正极材料	磷酸铁锂正极材料	德方纳米，贝特瑞，北大先行，贵州安达
隔膜	干法隔膜	星源材质，沧州明珠，中材科技，中兴新材，惠强能源，
电解液	动力电解液	新宙邦，天赐材料，江苏国泰，东莞杉杉
负极材料	天然石墨	贝特瑞，江西正拓，上海杉杉，翔丰华
电极导电剂	碳纳米管	天奈科技，三顺纳米，青岛昊鑫，集越纳米

宁德时代(300750.SZ): 动力电池全球巨头, 成功牵手特斯拉

动力电池全球巨头, 马太效应强者恒强。公司是动力电池全球巨头, 去年装机量达32Gwh, 继续保持全球第一。2019年在国内市场中公司市占率52%, 较去年继续提升; 全球对比, 公司今年市占率达29%, 高于松下10%, 去年同期高于松下1%, 马太效应显著。

产能大幅提升, 国内地位稳固。2019年公司宜宾电池工厂开工, 预计2020年宁德、宜宾和溧阳工厂将达产, 预计2020/2021年公司在国内产能为99/114Gwh。而受制于白名单刚刚放开, 日韩主要电芯厂在国内公司投资建厂起步较晚, 放量时间延后, 宁德时代巨大的产能优势将保证其国内龙头地位

合作建厂绑定下游, 今年合资车型全面上市。公司采用合作建厂共持股权的模式绑定下游主要头部主机厂, 既能打消客户对技术把控的忧虑, 又能高效的匹配客户需求, 深得客户信赖。2020年多款著名合资品牌的新能源车型将上市, 如雪佛兰、大众、宝马、雷诺等, 主供都是CATL, 将保证公司业绩持续增长

成功牵手特斯拉, 全球地位稳固。随着特斯拉国产化加速, 公司成为国产特斯拉动力电池供应商也是众望所归。2月以来公司连续公告与特斯拉合作, 预计将向特斯拉提供磷酸铁锂电池, 将达成双赢局面。

风险提示:

新能源政策变化, 产品价格大幅下跌, 投产进度不及预期

璞泰来(603659.SH): 产能释放、叠加海外客户订单充足, 降本增效, 盈利拐点明确

新增产能即将释放。公司作为人造石墨负极龙头, 产品主要是高端消费电子类和动力快充类, 2019年产品均价6.67万/吨, 远高于同行, 出货量4.6万吨, 产能一直超负荷运行, 随着可转债募投项目建设并顺利投产, 2020年公司总产能将达到8万吨。

高端客户订单充足, 产能消化无忧。负极材料主要客户包括 ATL、LGC、SDI、CATL 等, 预计2020年上半年受疫情影响消费类负极出货同比下滑, 下半年预计恢复增长。而公司海外高端动力快充类负极订单饱满, 深度绑定了行业龙头, 特别是LGC对2020年Q2订单指引增长30%以上, 是LGC产业链第一受益标的, 公司2020年全年出货量有望达到7万吨, 出货量约同比增长50%以上。

石墨化等降本产能释放改善负极成本。公司通过参股针状焦公司, 并控股内蒙兴丰并提高持股比例, 自建10万吨石墨化项目, 将大幅提高公司原材料和工序自供率, 降低成本。并受益于原材料针状焦的价格持续回落, 成本下降明显。虽然部分成本下降要往下游电芯厂转移, 产品价格下降, 但得益于公司石墨化投产领先于主要竞争对手, 预计单吨净利能保持平稳。

其他业务平稳。公司在涂覆设备、基膜、涂覆材料和涂覆膜持续布局, 形成了一体化产业平台, 协同效应显著, 并深度绑定CATL等优质客户, 预计保持平稳。

风险提示:

新能源政策变化, 产品价格大幅下跌, 投产进度不及预期

新宙邦(300037.SZ): 氟化工和电解液降本增量, 有望戴维斯双击

氟化工业务: 新宙邦过去几年持续布局氟化工行业, 自公司收购氟精细化工企业海斯福以来, 海斯福对上市公司利润贡献占比逐渐提升, 公司也逐渐围绕海斯福上下游布局, 特别是设立海德福, 进一步完善产业链, 和海斯福形成较好的协同性。公司氟化工业务产品壁垒高, 多种产品均是国内独家品种, 净利率40%。且氟化工精细化学品一期年底投产, 产能持续释放, 叠加原材料维持低位, 下游需求保持稳定增长, 订单饱满, 业绩成长空间大。海德福定增项目预计2022年投产, 将打开氟化工未来的成长空间。

锂电池电解液业务: 得益于欧洲电动车销量有望超预期, 公司作为LG电解液核心供应商, 在LG出货占比继续提升的情况下, 电解液业务明年海外出货量有望大幅提升, 出货结构继续改善。叠加原材料六氟磷酸锂已接近底部, 产品出货价格有望保持相对稳定。而随着公司惠州三期5万吨电解液溶剂项目预计2020年二季度投产, 将大幅降低电解液的成本, 提高电解液的利润。

其他业务: 公司电容器电解液业务处于全球龙头地位, 预计业保持稳定, 而半导体业务处于导入期, 预计贡献一定的利润。

风险提示:

发生重大安全事故, 产品价格大幅下跌, 在建项目进度不及预期

星源材质(300568.SZ): 湿法产能投放叠加海外客户突破在即, 干法龙头有望开新花

干法龙头。公司作为国内干法隔膜龙头, 在技术、规模、产品上一直遥遥领先国内同行, 市占率在 2019H1 已经逐步提升到了 29%, 随着常州工厂的先进干法产线产能释放, 干法隔膜成本仍有下降空间, 领先优势将会更加明显。

布局湿法和涂覆, 完善产品结构。公司募投江苏星源“超级涂覆工厂”和常州星源湿法隔膜项目, 目前项目进展顺利, 部分产线已经为客户批量供货, 2019 年 H1 星源材质的湿法市占率首次进入国内前 5, 达到了 7%, 市占率快速提升。常州湿法工厂定位海外客户, 目标客户包括索尼、松下、三星、LGC 等, 随着认证项目的顺利进行, 湿法产能的逐步释放, 成本还有大幅的下降, 且公司有 LGC 在国内独家授权的涂覆专利, 湿法和涂覆项目有望成为公司盈利的新增长点。

深度绑定 LGC 和 CATL, 独供比亚迪刀片电池 2020 年大有可为。公司为 LGC 干法唯一供应商, 海外业务占比 40%+, 高出口占比一定程度上可以对冲国内隔膜产品价格下跌给公司业绩带来的影响, 增强公司在国际市场上的竞争能力, 而随着常州湿法和涂覆明年逐步导入 LGC, 有望复制干法在 LGC 出货的高份额, 并贡献超额利润。

风险提示:

产品价格大幅下跌, 客户拓展进度不及预期

恩捷股份(002812.SZ): 隔膜湿法龙头, 海外业务加速

湿法龙头。公司是全球锂电湿法隔膜龙头, 导入全球绝大多数主流锂电池生产企业, 是宁德时代的第一大供应商。公司在上海、珠江、江西和无锡四大基地共有30条湿法基膜产线, 2019年隔膜产能23亿平。市占率逐渐提升, 2019在全国湿法隔膜中市占率已提升至43%。随着无锡和江西新增湿法产线产能释放, 同时收购了行业第二苏州捷力, 公司成本将进一步下降, 市场份额和议价能力有望提升。

导入LG化学, 2020年海外业务加速。公司2019年公告与LG化学签订42.69亿大单, 与三星、松下、美国A123等客户合作紧密。2020Q1公司综合毛利率提升2.14%至47.38%, 主要由于海外业务大幅提升, 海外出货约4800平, 同比增长200%, 占公司出货比提升至40%。

苏州捷力并表, 收购上海恩捷少数股东权益。2020Q1公司完成对苏州捷力收购并顺利并表, 苏州捷力是行业第二大湿法隔膜厂商, 2019市占率约为13%, 拥有8条产线合计4亿平湿法隔膜产能, 2020年捷力将聚焦3C锂电产品, 与恩捷协同发展。公司现持有上海恩捷90.08%股份, 拟以4.9亿元收购非关联方股东合计5.14%的股权, 完成收购后公司将持有上海恩捷95.22%股权, 提升公司经营管理效率。

风险提示:

疫情影响超预期, 技术路线改变, 产品价格大幅下降

中国宝安(000009.SZ): 负极+磷酸铁锂双龙头, 估值严重低估

全球负极龙头企业。子公司贝特瑞是国内较早做负极的企业, 研发实力强, 自2010年起一直稳居全球第一。公司拥有优质的海外客户, 海外客户出货占比接近7成, 且都是主供, 未来几年出货量预计维持稳定增长, 预计19/20年出货量分别为6万吨/7万吨。同时聚焦人造石墨, 目前已是松下的主供, 并顺利导入三星、SK、宁德时代和比亚迪, 预计19/20出货量分别为2.5万吨/4.5万吨。公司硅碳负极是三星和松下的主供, 2019年出货量2000吨为全球第一。

磷酸铁锂正极龙头, 三元盈利在即。公司磷酸铁锂具备3万吨产能, 2019年出货量1.4万吨排名第二, 主要客户是宁德时代、亿纬、国轩、鹏辉等磷酸铁锂出货量靠前的电芯厂, 单吨价格稳定。三元主要向松下和SK供货, 国外客户技术论证将结束, 预计今年出货量大幅增长, 随着产能利用率提升, 有望扭亏为盈。

多元股权投资, 控股贝特瑞和马应龙。公司投资控股多家公司, 贝特瑞和马应龙每年给公司带来稳定盈利。除此之外还持有国际精密、芳源环保、友诚科技、中国风投等多家上市和非上市公司股权, 除贝特瑞外其他股权投资价值约52亿元。

风险提示:

新能源汽车销量不及预期, 产品价格大幅下跌, 在建项目进度不及预期

天奈科技(688116.SH): 电极导电剂龙头, 成长空间巨大

技术推动国产替代。导电剂作为锂电池电极的关键辅材, 对电池的电化学性能有较大影响。传统导电剂长期被国外垄断, 国内生产企业参与度较低。而公司从2010年成立以来, 对该领域持续攻关, 目前已完成三代产品研发, 性能上超过传统导电剂, 并打破了进口替代的格局。

锁定核心客户, 技术壁垒高。公司目前主要产品为碳纳米管二代产品, 销售占比达85%, 三代产品也开始供货, 将大幅降低正极**77%**的电阻率, 提高电池的性能。依托一流的技术, 公司深度绑定下游动力电池头部大厂, 对比亚迪出货长期占比超过30%, 并已经开始大批量供货宁德时代, ATL, 天津力神, 卡耐新能源等动力电池优质厂家。

行业发展空间大, 龙头主要受益。碳纳米管目前在动力电池主要体系三元和磷酸铁锂均有使用。2018年全球碳纳米管需求3.4万吨, 市场渗透率为30%, 随着全球动力电池的增长和对电池性能要求的提高, 到2023年需求将接近19万吨, 五年复合增速40%。由于技术和产能的限制, 市场向头部集中, 2018年CR3提升至68%, 天奈占比达34%, 尾部产能出清, 龙头企业未来将主要受益。

风险提示:

行业竞争加剧, 原材料价格波动, 科创板相关的市场波动风险。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

专注 专心 专业



方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市浦东新区新上海国际大厦33层

广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层