

电新行业趋势观察系列

19 年业绩回顾&20 年行业动态前瞻：电动车篇

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业点评*电力设备*西门子发布 Q2 FY20财报，自动化业务中国区新订单同比增长10%》 2020-05-09
 《行业动态跟踪报告*电力设备*19年业绩回顾&20年行业动态前瞻：工控篇》 2020-05-06
 《行业点评*电力设备*施耐德发布20年一季报，中国市场开始复苏》 2020-04-24
 《行业点评*电力设备*国网加码充电桩建设，制造端需求提升》 2020-04-16
 《行业动态跟踪报告*电力设备*电价政策征求意见，户用规模有望大幅增长》 2020-03-09

证券分析师

朱栋 投资咨询资格编号
 S1060516080002
 021-20661645
 ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

皮秀 投资咨询资格编号
 S1060517070004
 010-56800184
 PIXIU809@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ **电池板块业绩回顾：**19 年龙头业绩稳健，20 年一季度受疫情影响下滑。2019 年国内动力电池实现装机 62.2GWh，同比增长 9%；受疫情影响，20 年一季度装机量 5.7GWh，同比下降 54%。**从营收角度看**，国轩高科的营收增速与行业基本相当，2019 年实现电池组销量近 5GWh，同比增长近 20%；宁德时代则表现出远超行业的增速，2019 年实现动力电池销量 40.25 GWh，同比增长 90.04%。2019 年，我们测算动力电池价格降幅仍近 20%，主要由于补贴退坡下的车企降本压力叠加上游原材料的价格回落。**从盈利能力看**，2019 年宁德时代动力电池业务的毛利率下滑近 5.65 个 pct 至 28.5%，与公司产能扩大带来的折旧摊销增多有关；国轩高科动力锂电池业务毛利率上升 4.57 个 pct 至 33.37%，上游磷酸铁锂等材料降价贡献较多。**从现金流情况看**，头部企业的经营性现金流情况持续领先，反映出资源集中度和产业话语权的富集。**2020 年一季度**受疫情影响，企业开工延迟、国内新能源汽车需求不振导致企业业绩承压，企业营收利润多呈现不同程度下滑。其中宁德时代营收下滑幅度在 10%以内，净利降幅不到 30%，体现出较强的韧性。**海外企业** 2019 年和 1Q20 在营收端都实现了较快的增长。三星 SDI 2019 年大型电池增长超过 15%，1Q20 增长超 30%；LG 化学 2019 年锂电池业务增长 28.5%，1Q20 增长 37%。

■ **电池材料板块业绩回顾：正极下滑，负极增长，隔膜、电解液表现分化。**受到宏观环境的影响，19 年电池及电池材料企业普遍进行了不同程度的资产减值和信用减值计提，减值占比较高的主要集中于电池和正极材料环节。**从业绩表现看**，正极材料在四大材料里面整体表现并不出众，负极材料上市公司盈利情况普遍较好，主要上市企业均实现营收利润双增长；隔膜、电解液表现分化，恩捷营收利润双增长，新宙邦维持稳定，星源、天赐营收增长但利润下滑。**从量价表现看**，正极/负极/隔膜/电解液产量分别增长 47%、38%、31%、29%；正极价格下降 10%-20%，负极下降 10%左右，隔膜下降 12%-30%，电解液下降 5%以内。**从行业格局看**，三元正极、负极、湿法隔膜和电解液 CR5 占比分别为 52%、80%、82%、71%，正极材料集中度最低，负极和隔膜集中度较高。**从盈利水平看**，隔膜企业的毛利率最高，恩捷超过 60%，星源超过 40%；负极材料毛利率为 25%-40%，紫宸 19 年客户类型切换叠加进口针状焦价格维持高位导致负极业务毛利率下滑至 27%左右；电解液毛利率 14%-30%，天赐和新宙邦维持 25%以上毛利率，东莞杉杉毛利率较低为 14%；正极企业毛利率较低，三元、钴酸锂材料普遍在 20%以下，铁锂稍高于 20%。得益于对下游优质客户的进一步聚焦，一线正极、负极企业现金流都有明显改善。

- **新能源汽车趋势展望：关注海外解封&特斯拉。**随着近期中央地方补贴政策的陆续出台，目前政策面的预期已较为充分，影响预期变化的将更多是量的维度。从量上来看，目前国内市场已进入环比恢复阶段，4月产销预计达6万台以上，环比增长近20%，随着商业/复工/旅游等陆续的放开，市场热度活力有望进一步抬升。**海外主要看欧美市场**，2020年一季度欧洲主要国家电动车注册量均实现大幅增长，1Q20德国、法国、英国、瑞典电动车注册量分别为5.2/3.5/3.2/1.8万辆，同比增长128%、144%、119%、87%。目前疫情的严峻程度已得到一定缓解，部分国家/州开始筹划恢复举措，将带来车市的解封。因此，**二季度或将成为全球电动车销量的底部爬升点**，4月以来电动车板块的反弹即有这一预期的推动；政策在托底，产销在改善，同时以特斯拉/蔚来为代表的明星车企发展势头强劲，点亮C端市场中高端车型率先起量的曙光，特斯拉的新一轮降价亦加快了这一进程。**以上论述更多是线性推演**，如以两个月疫情控制期类推欧美，以3月份国内特斯拉的销量破万来递推后续的产销增长，而这两者目前看来仍具不确定性——**欧美新增感染数量仍在高位，恢复或需更久；特斯拉的提前调价亦有以价换量的商业考虑**，其后续的订单需求变化有待跟踪。**乐观看，整体态势在二季度将更为明朗。**
- **投资建议：1) 积极关注各细分领域龙头。**龙头企业具有较强的抗风险能力和逆势扩张的能力，在行业复苏后其恢复的速度也更快，强烈推荐国内动力电池龙头宁德时代和正极材料龙头当升科技，推荐负极材料龙头璞泰来、电解液龙头新宙邦，关注隔膜龙头恩捷股份。**2) 积极拓展海外客户或在海外建厂的企业具有更大的成长空间。**长期来看，欧洲电动车销量有望维持高增长；拓展海外客户或实施“出海”计划有利于扩大企业的收入来源，同时提升抗风险能力。强烈推荐宁德时代（德国工厂开始招标）、杉杉股份（海外业务占比提升较快，客户导入顺利），推荐新宙邦（波兰工厂即将投产），关注星源材质。**3) 业务多元化的企业具备更强的抗风险能力。**强烈推荐鹏辉能源，推荐新宙邦。
- **风险提示：1) 疫情影响持续的风险：**若海外疫情延续时间超出预期，将造成海外市场电动车供给和需求的延后，给国内锂电企业的出口和海外业务拓展造成负面影响；**2) 政策出台不及预期的风险：**目前汽车刺激以地方零星出台为主，如果后续刺激政策不达预期或者出台刺激政策的城市有限，汽车复苏时点将进一步推后。**3) 竞争激烈导致价格超预期下降的风险：**海外传统车企加快在电动车领域的转型和布局，动力电池厂商也纷纷扩充产能、加快在中国市场的布局，将给国内锂电企业和整车企业带来较大的竞争压力，可能引发产品价格超预期下降。**4) 技术路线快速变化的风险：**电池技术路线的快速转换可能带来固定资产大量减值的风险，预期回报率较不稳定。

图表1 电动车板块主要上市公司盈利预测及投资评级

股票名称	股票代码	股票价格	EPS			P/E			评级
		2020-05-08	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
宁德时代	300750	144.08	2.06	2.12	2.27	69.8	68.1	63.5	强烈推荐
鹏辉能源	300438	21.35	0.60	1.47	1.82	35.7	14.5	11.7	强烈推荐
当升科技	300073	25.13	-0.48	0.77	1.04	-52.5	32.7	24.1	强烈推荐
杉杉股份	600884	11.1	0.24	0.40	0.55	46.2	27.7	20.2	强烈推荐
璞泰来	603659	80.7	1.50	1.92	2.65	53.9	42.0	30.4	推荐
新宙邦	300037	42.63	0.79	1.11	1.37	53.9	38.6	31.1	推荐
恩捷股份	002812	55.6	1.06	1.39	1.83	52.7	40.0	30.3	未评级
星源材质	300568	29.79	0.55	0.86	1.25	54.1	34.4	23.7	未评级

注：*未评级公司采用 Wind 一致预期
资料来源：Wind，平安证券研究所

正文目录

一、	动力电池板块重点公司业绩综述	5
1.1	财报分析：19 年龙头业绩稳健	5
1.2	1Q20 受疫情影响下滑，二季度面临考验	7
二、	电池材料板块重点公司业绩综述	9
2.1	正极：盈利持稳，高镍快增	10
2.2	负极：营收利润稳定增长，自产石墨化带来降本空间	11
2.3	隔膜：龙头盈利能力高于行业	12
2.4	电解液：价格有望维稳，企业一季度业绩亮眼	14
三、	趋势展望：关注海外解封&特斯拉	15
四、	投资建议	17
五、	风险提示	18

图表目录

图表 1	电动车板块主要上市公司盈利预测及投资评级	2
图表 2	锂电池板块重点公司 2019 年及 1Q20 业绩表现	5
图表 3	国内动力电池装机量市场份额变化，宁德时代强势扩张	5
图表 4	2019 年国内动力电池售价降幅近 20% 单位：元/Wh	6
图表 5	动力电池业务毛利率变化	6
图表 6	宁德时代经营性现金流净额持续领先 单位：亿元	7
图表 7	企业应收账款变化情况 单位：亿元	7
图表 8	1Q20 国内动力电池装机量下滑超 50% 单位：GWh	8
图表 9	海外主流电池企业 2019 及 1Q20 业绩表现	8
图表 10	锂电材料板块重点公司 2019 年及 1Q20 业绩表现	9
图表 11	2019 年电池及电池材料企业减值情况 单位：亿元	9
图表 12	19 年国内正极材料产量增长 47% 单位：万吨	10
图表 13	19 年三元材料价格波动下行 单位：万元/吨	10
图表 14	2019 年国内 NCM 市场格局	10
图表 15	三元正极材料企业销量变化 单位：吨	10
图表 16	正极业务毛利率变化情况	11
图表 17	正极企业经营性现金流净额趋增 单位：亿元	11
图表 18	2019 年负极材料产量增长 38% 单位：万吨	11
图表 19	2019 年负极材料价格跌幅平缓 单位：万元/吨	11
图表 20	2019 年国内负极材料企业格局	12
图表 21	负极材料企业销量变化 单位：吨	12
图表 22	负极材料企业毛利率变化情况	12
图表 23	负极企业经营现金流净额趋增 单位：亿元	12
图表 24	2019 年隔膜产量增长 31% 单位：亿平	13
图表 25	2019 年隔膜价格延续跌势 单位：元/平米	13
图表 26	2019 年国内干法隔膜企业格局	13
图表 27	2019 年国内湿法隔膜企业格局	13
图表 28	隔膜企业毛利率变化情况	14
图表 29	隔膜企业经营现金流净额分化 单位：亿元	14
图表 30	2019 年电解液产量增长 29% 单位：万吨	14
图表 31	2019 年电解液价格稳定 单位：万元/吨	14
图表 32	电解液企业毛利率变化情况	15
图表 33	2019 年国内电解液企业格局	15
图表 34	特斯拉汽车季度交付量 单位：辆	16
图表 35	1Q20 国内新能源车型上险排名 单位：辆	16
图表 36	1Q20 国内新能源车企上险排名 单位：辆	16
图表 37	1Q20 欧洲电动车销量大增 单位：万辆	17

一、动力电池板块重点公司业绩综述

1.1 财报分析：19 年龙头业绩稳健

国内动力电池市场二八分化愈发明显，头部电池厂家在市场份额、产品迭代/定价、客户粘性等方面的优势持续扩大，我们选取具备代表性的 4 家上市公司作对比分析，分别是宁德时代、国轩高科、亿纬锂能和鹏辉能源。从下游分布看，宁德时代和国轩高科以车用市场为主，而亿纬和鹏辉消费类业务占比较多。

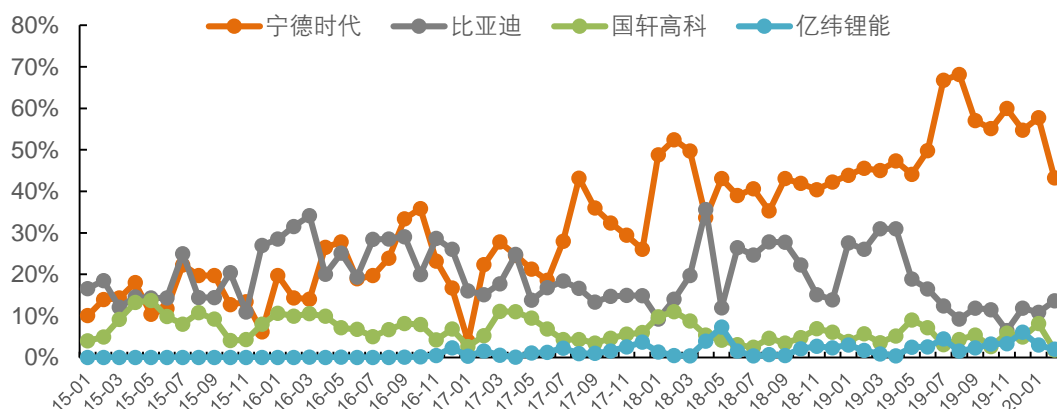
图表2 锂电池板块重点公司 2019 年及 1Q20 业绩表现

证券名称	营业收入（亿元）				归属母公司股东的净利润（亿元）			
	2019A	1Q20	2019A 增速	1Q20 增速	2019A	1Q20	2019A 增速	1Q20 增速
宁德时代	457.9	90.3	54.6%	-9.5%	45.6	7.4	34.6%	-29.1%
国轩高科	49.6	7.3	-3.3%	-58.4%	0.5	0.3	-91.2%	-83.3%
亿纬锂能	64.1	13.1	47.4%	19.2%	15.2	2.5	166.7%	26.1%
鹏辉能源	33.1	4.4	28.8%	-24.9%	1.7	0.2	-36.5%	-55.5%

资料来源：Wind、平安证券研究所

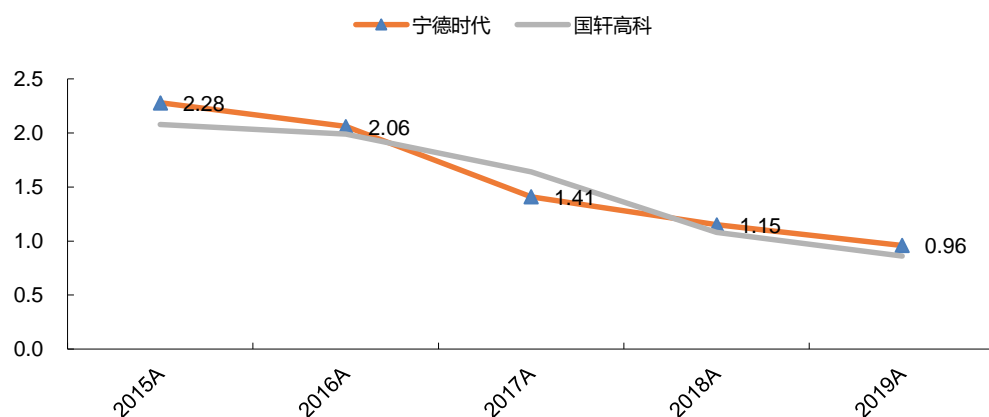
2019 年国内动力电池实现装机 62.2GWh,同比增长 9%;受疫情影响,20 年一季度装机量 5.7GWh,同比下降 54%。从营收角度看,国轩高科的营收增速与行业基本相当,2019 年实现电池组销量近 5GWh,同比增长近 20%,实现装机近 3.2GWh,国内市占率达 5.2%;宁德时代则表现出远超行业的增速,2019 年实现动力电池销量 40.25 GWh,同比增长 90.04%,实现装机近 32GWh,国内市占率提升近 10pct 至 51%。2019 年,我们测算动力电池价格降幅仍近 20%,一方面是补贴退坡下的车企降本压力,另一方面上游原材料的价格也有一定回落。

图表3 国内动力电池装机量市场份额变化,宁德时代强势扩张



资料来源：工信部、平安证券研究所

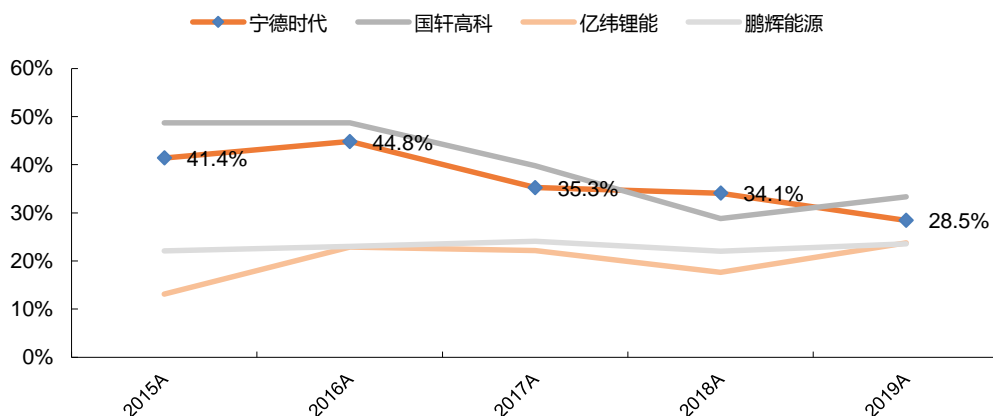
图表4 2019 年国内动力电池售价降幅近 20% 单位：元/Wh



注：图中为不含税售价、国轩电池售价按电压 3.3V 对应测算
资料来源：公司公告、平安证券研究所

从盈利能力看，2019 年宁德时代动力电池业务的毛利率下滑近 5.65 个 pct 至 28.5%，与公司产能扩大（从 18 年底的近 30GWh 增至 19 年底 53GWh）带来的折旧摊销增多有关，其直接材料占营业成本比重下降 2.23 个 pct 至 81.35%；国轩高科动力锂电池业务毛利率上升 4.57 个 pct 至 33.37%，上游磷酸铁锂等材料降价贡献较多；而亿纬锂能和鹏辉能源锂电池业务的毛利率保持相对稳定，部分高毛利消费类业务增长较快。

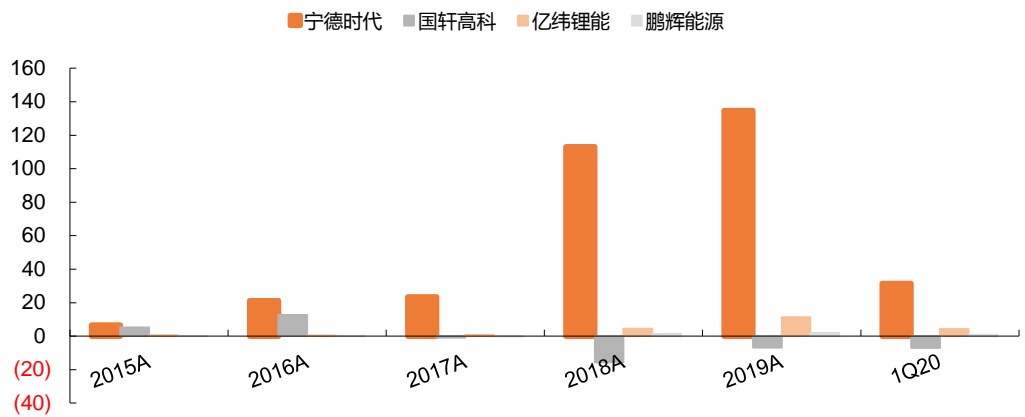
图表5 动力电池业务毛利率变化



注：亿纬、鹏辉对应锂离子电池业务
资料来源：公司公告、平安证券研究所

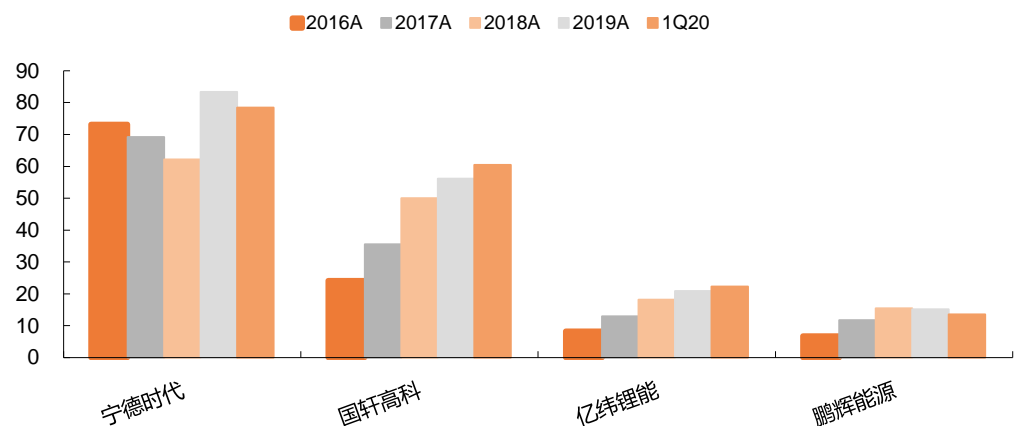
从现金流情况看，头部企业的经营性现金流情况持续领先，反映出资源集中度和产业话语权的富集，随着疫情的影响和竞争的加剧，部分后位次企业面临更多的资金链周转困难，对应到 2019 年多家产业链公司进行应收账款坏账计提，后续企业现金流的重要性将更加凸显。

图表6 宁德时代经营性现金流净额持续领先 单位：亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 企业应收账款变化情况 单位：亿元

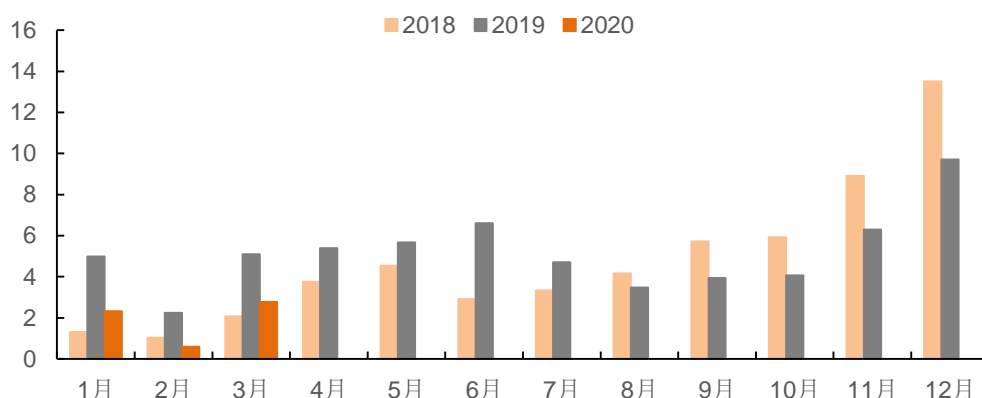


资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 1Q20 受疫情影响下滑，二季度面临考验

1Q20 业绩承压，龙头降幅较小。2020 年一季度受疫情影响，企业开工延迟、国内新能源汽车需求不振导致企业业绩承压，企业营收利润多呈现不同程度下滑。其中宁德时代营收下滑幅度在 10%以内，净利降幅不到 30%，体现出较强的韧性。

图表8 1Q20 国内动力电池装机量下滑超 50% 单位: GWh



资料来源: 动力电池产业创新联盟、平安证券研究所

海外企业营收快速增长，二季度面临考验。与国内不同，海外企业 2019 年和 1Q20 在营收端都实现了较快的增长：

- 三星 SDI 2019 年锂电池业务总体营收 467 亿元人民币，同比增长 11.1%，其中大型电池（动力+储能）增长超过 15%；1Q20 锂电池营收 109 亿元人民币，同比增长 3.7%，其中大型电池增长超 30%。
- LG 化学 2019 年锂电池业务营收 506 亿元人民币，同比增长 28.5%；1Q20 锂电池营收 137 亿元人民币，同比增长 37%。

图表9 海外主流电池企业 2019 及 1Q20 业绩表现

海外企业	业务部门	营业收入（亿元人民币）				营业利润（亿元人民币）			
		2019A	1Q20	2019A 增速	1Q20 增速	2019A	1Q20	2019A 增速	1Q20 增速
三星 SDI	小型电池	264.8	59.5	7.7%	-12.7%	—	—	—	—
	大型电池	202.6	49.2	15.8%	34.2%	—	—	—	—
	合计	467.4	108.7	11.1%	3.7%	7.6	—	-68.5%	—
LG 化学	锂电池	506.1	137.0	28.5%	37.0%	-27.6	-3.2	-317.3%	—
松下	动力电池	288.6	—	17.8%	—	—	—	—	—
TDK	消费电池	324.5	—	14.4%	—	74.8	—	32.6%	—

注：汇率按照人民币：日元=1:16、人民币：韩元=1:165

资料来源：公司财报、平安证券研究所

2019 年下半年，以德国为代表的欧洲国家加大对电动车的购置补贴，同时 20 年将实施更为严格的碳排放政策，导致海外电动车需求旺盛，2020 年一季度更是呈现出翻倍增长的态势。随着二季度疫情的蔓延，海外电动车市场步入调整，日韩电池企业经营短期面临较大考验。

二、 电池材料板块重点公司业绩综述

锂电材料企业表现分化。电池材料环节，我们选取 11 家代表性企业，其中正极四家（当升科技、容百科技、杉杉股份、德方纳米）、负极三家（璞泰来、贝特瑞、中科电气）、隔膜两家（恩捷股份和星源材质）、电解液两家（天赐材料和新宙邦），来分析对应市场的发展和格局变化。总体来看，正极材料企业 19 年除德方纳米外其余利润均下滑；负极材料企业表现较好，19 年全部实现营收利润双增长；隔膜和电解液企业表现有所分化。

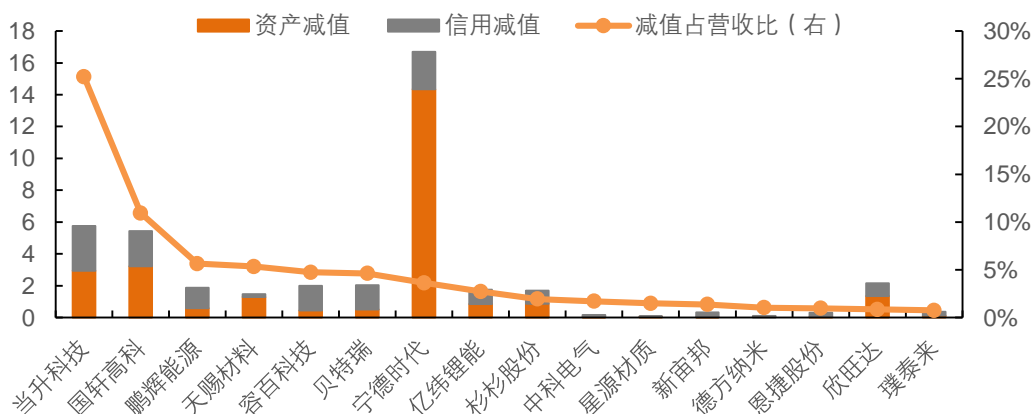
图表10 锂电材料板块重点公司 2019 年及 1Q20 业绩表现

证券名称	营业收入（亿元）				归属母公司股东的净利润（亿元）			
	2019A	1Q20	2019A 增速	1Q20 增速	2019A	1Q20	2019A 增速	1Q20 增速
当升科技	22.8	4.2	-30.4%	-36.4%	-2.1	0.3	-166.1%	-48.7%
容百科技	41.9	6.5	37.8%	-21.1%	0.9	0.3	-58.9%	-15.3%
杉杉股份	86.8	12.2	-2.0%	-39.8%	2.7	-0.8	-75.8%	-336.5%
德方纳米	10.5	1.6	0.0%	-28.8%	1.0	0.1	2.1%	-73.4%
璞泰来	48.0	8.2	44.9%	-20.4%	6.5	0.9	9.6%	-28.0%
贝特瑞	43.9	—	9.5%	—	6.7	—	38.4%	—
中科电气	9.3	1.7	50.0%	-11.6%	1.5	0.3	16.0%	-44.3%
新宙邦	23.2	5.2	7.4%	1.6%	3.3	1.0	1.6%	59.0%
天赐材料	27.5	5.2	32.4%	-3.5%	0.2	0.4	-96.4%	45.1%
恩捷股份	31.6	5.5	28.6%	-15.8%	8.5	1.4	63.9%	-34.9%
星源材质	6.0	1.2	2.8%	-22.9%	1.4	0.2	-38.7%	-79.1%

资料来源：Wind、平安证券研究所

计提减值现象较普遍。受到宏观环境的影响，19 年电池及电池材料企业普遍进行了不同程度的资产减值和信用减值计提。减值占比较高的有当升科技、国轩高科、鹏辉能源、天赐材料等，主要集中于电池和正极材料环节，隔膜企业普遍减值比例较低。

图表11 2019 年电池及电池材料企业减值情况 单位：亿元



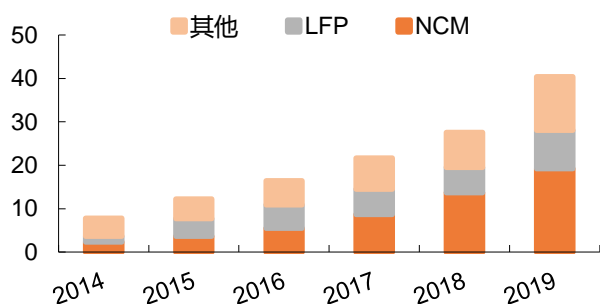
资料来源：Wind、平安证券研究所

2.1 正极：盈利持稳，高镍快增

从 19 年业绩表现来看，正极材料在四大材料里面整体表现并不出众。其中当升科技 19 年营收 4.2 亿元，同比下降 30.4%；归母净利润-2.1 亿元。同比下降 166.1%，主要系大额应收账款计提及商誉减值影响。容百科技 19 年营收 6.5 亿元，同比增长 37.8%；归母净利润 0.9 亿元，同比下降 58.9%，公司 811 三元材料出货量快速增长，但也受到应收账款减值的影响致利润下滑。杉杉股份营收整体保持稳定，受上游原材料价格波动影响，毛利率出现一定程度下滑。德方纳米 19 年营收 10.5 亿元，同比持平；归母净利润 1 亿元，同比增长 2.1%。

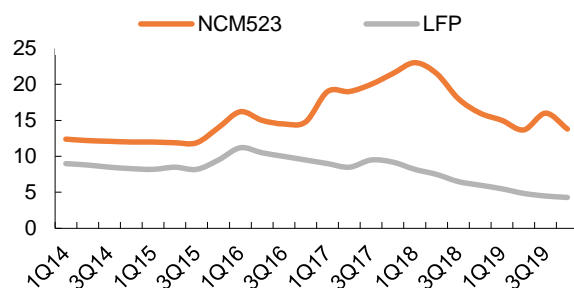
2019 年国内正极材料产量 40.4 万吨，同比增长 47%，其中 NCM 三元材料占比 48%，磷酸铁锂占比 22%，钴酸锂等其他材料占比 30%。价格方面，根据高工锂电数据，NCM523 从 19 年一季度均价 15 万元下跌到四季度的 13.8 万元；磷酸铁锂则从 5.5 万元下跌到 4.3 万元，跌幅超 20%。

图表12 19年国内正极材料产量增长47% 单位：万吨



资料来源：高工锂电，平安证券研究所

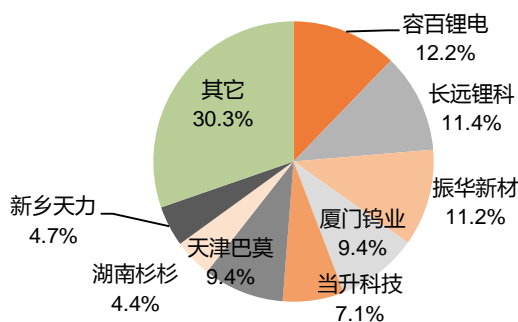
图表13 19年三元材料价格波动下行 单位：万元/吨



资料来源：高工锂电，平安证券研究所

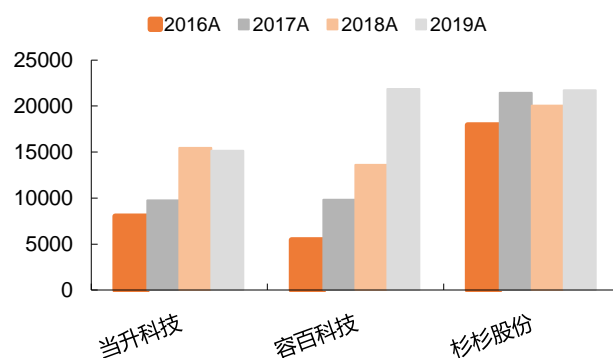
从市场格局看，三元正极材料的市场集中度仍低，2019 年国内三元材料 CR5 占比 51.3%，产品同质化程度较高的常规型产品竞争日趋激烈，倒逼企业加快高镍化单晶化等新系列产品开发，同时加大对头部电池企业尤其是海外市场的拓展。从出货量看，2019 年当升科技/容百科技/杉杉股份的正极材料销量达 15157/21854/21704 吨，同比分别增长-1.93%/60.66%/8.18%，其中容百出货量的快速增长主要受益于下游宁德时代 811 动力电池的起量。

图表14 2019年国内 NCM 市场格局



资料来源：高工锂电，平安证券研究所

图表15 三元正极材料企业销量变化 单位：吨

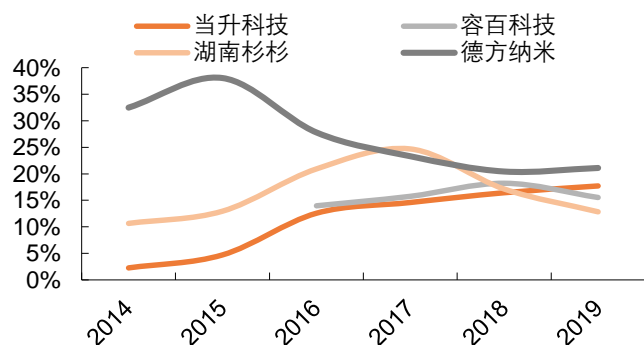


资料来源：公司公告，平安证券研究所

从盈利能力看，在库存及折旧调整下，正极企业的毛利率表现有所分化，三元方面，上游的钴锂降价影响到正极材料的售价及供需态势，其中当升科技上升 1.28pct 至 17.70%，容百科技减少 2.69 个 pct 至 15.52%，杉杉股份减少 4.29 个 pct 至 12.84%；铁锂方面，其竞争格局好于三元和钴酸锂，

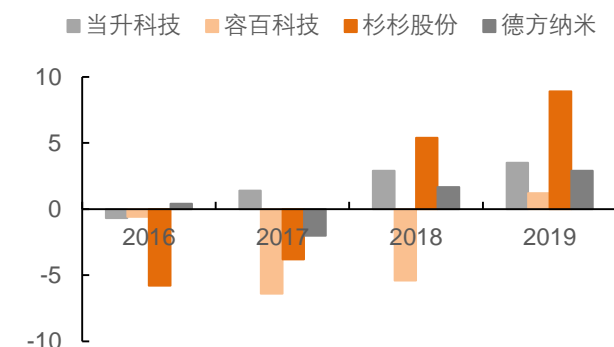
且产品较少受到原材料价格大幅波动的影响，德方纳米上升 0.67pct 至 21.10%，毛利率较其他正极材料厂商更高。得益于对下游优质客户的进一步聚焦，一线正极企业的经营性现金流情况持续改善。

图表16 正极业务毛利率变化情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表17 正极企业经营性现金流净额趋增 单位: 亿元



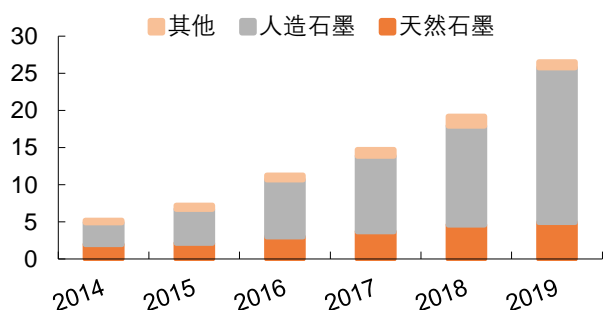
资料来源: wind, 平安证券研究所

2.2 负极：营收利润稳定增长，自产石墨化带来降本空间

从 19 年业绩表现来看，负极材料上市公司盈利情况普遍较好。璞泰来 19 年实现营业收入 48 亿元，同比增长 44.9%；归母净利润 6.5 亿元。同比增长 9.6%；报告期内公司动力类客户导入顺利，贡献增量。贝特瑞 19 年实现营业收入 43.9 亿元，同比增长 9.5%；归母净利润 6.7 亿元，同比增长 38.4%。杉杉的负极业务 19 年实现营收 25.44 亿元，同比增长 31.29%；归属上市公司股东净利润 1.47 亿元，同比增长 35.74%，整体得益于海外业务的放量。中科电气 19 年营收 9.3 亿元，同比增长 50%；归母净利润 1.5 亿元，同比增长 16%。

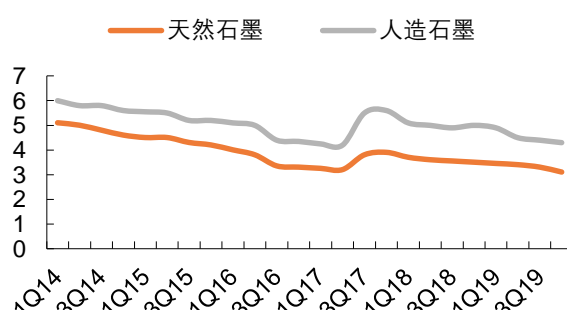
2019 年国内负极材料产量 26.5 万吨，同比增长 38%，其中人造石墨占比 78%。价格方面，根据高工锂电数据，人造石墨价格从 19 年一季度均价 4.9 万元下跌到四季度的 4.3 万元，跌幅约 12%；天然石墨从一季度的 3.5 万元下跌到四季度的 3.1 万元，跌幅 11%。负极材料价格整体波动不大，价格跌幅比较平缓。

图表18 2019 年负极材料产量增长 38% 单位: 万吨



资料来源: 高工锂电, 平安证券研究所

图表19 2019 年负极材料价格跌幅平缓 单位: 万元/吨

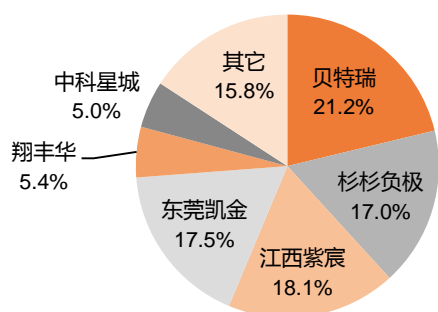


资料来源: 高工锂电, 平安证券研究所

从市场格局看，负极材料集中度较高，19 年 CR5 占比接近 80%。贝特瑞、杉杉、江西紫宸为中国传统负极三强，也是全球负极材料行业的佼佼者；东莞凯金近年来出货量快速提升，主要受益于宁德时代动力电池装机量的增长，已开始跻身一线负极厂商的行列。2019 年江西紫宸/杉杉/中科星城

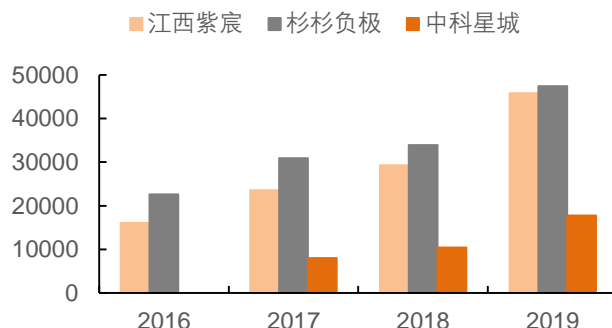
的负极材料销量达 45757/47381/17740 吨，同比分别增长 56.2%/39.7%/70.5%，整体呈现高速增长的态势，竞争格局较好。

图表20 2019 年国内负极材料企业格局



资料来源: 高工锂电, 平安证券研究所

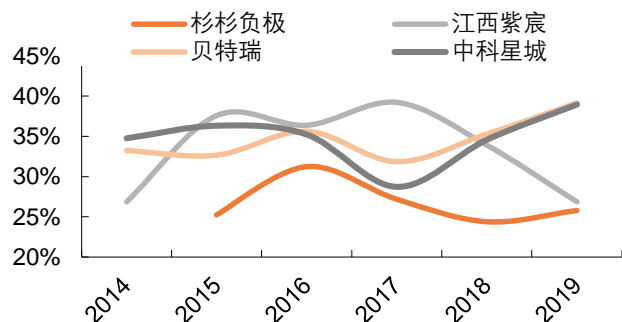
图表21 负极材料企业销量变化 单位: 吨



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

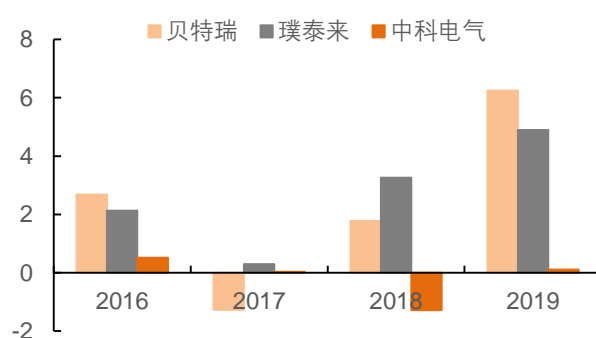
从盈利能力看，负极上市公司毛利率介于 25%-40%之间，盈利能力较好。紫宸 19 年负极毛利率下滑 7pct 至 26.87%，动力类产品利润率较消费类产品更低，客户类型切换叠加进口针状焦价格维持高位导致负极业务毛利率下滑，19 年下半年随着石墨化产能投放，毛利率企稳回升。杉杉负极毛利率增加 1.4pct 至 25.8%，贝特瑞增加 3.86pct 至 39.1%；中科星城增加 4.37pct 至 38.9%，主要由于产品结构变化，人造石墨业务占比提升，同时国内针状焦价格下跌以及石墨化投产带来原材料成本下降。未来石墨化产能的投放将继续改善成本端，负极企业有望维持较高的盈利水平。19 年主要负极企业现金流继续大幅增加，企业经营持续向好。

图表22 负极材料企业毛利率变化情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表23 负极企业经营现金流净额趋增 单位: 亿元



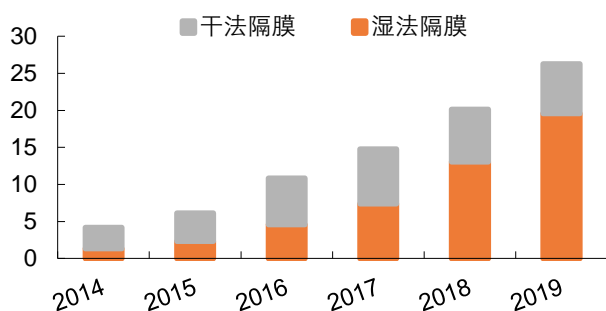
资料来源: wind, 平安证券研究所

2.3 隔膜：龙头盈利能力高于行业

从 19 年业绩表现来看，两家隔膜上市公司表现分化。作为湿法隔膜龙头，恩捷股份 19 年实现营业收入 31.6 亿元，同比增长 28.6%；归母净利润 8.5 亿元，同比增长 63.9%。作为干法隔膜龙头，星源材质 19 年实现营业收入 6 亿元，同比增长 2.8%；归母净利润 1.4 亿元，同比下降 38.7%；与恩捷股份相比，星源材质主打的干法隔膜市场份额缩减，同时价格跌幅较大，因此营收规模、增速、盈利能力呈现较大差异，1Q20 营收和利润的降幅也高于后者。

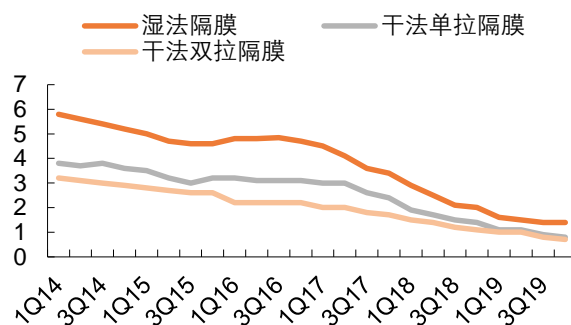
2019 年国内隔膜产量 26.3 亿平，同比增长 31%，其中湿法隔膜占比 74%。价格方面，根据高工锂电数据，湿法隔膜价格从 19 年一季度均价 1.6 元/平米下跌到四季度的 1.4 元/平米，跌幅 12.5%；干法单拉隔膜从一季度的 1.1 元/平米下跌到四季度的 0.8 元/平米，跌幅约 27%；干法双拉隔膜从一季度的 1 元/平米下跌到四季度的 0.7 元/平米，跌幅约 30%。与湿法隔膜相比，干法隔膜价格跌幅较大。

图表24 2019 年隔膜产量增长 31% 单位：亿平



资料来源：高工锂电，平安证券研究所

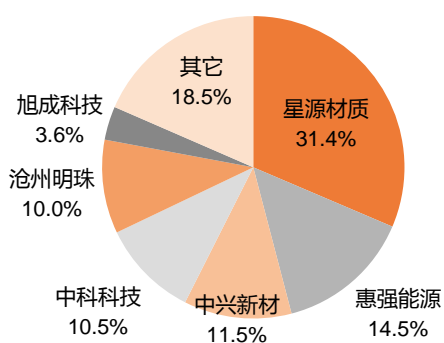
图表25 2019 年隔膜价格延续跌势 单位：元/平米



资料来源：高工锂电，平安证券研究所

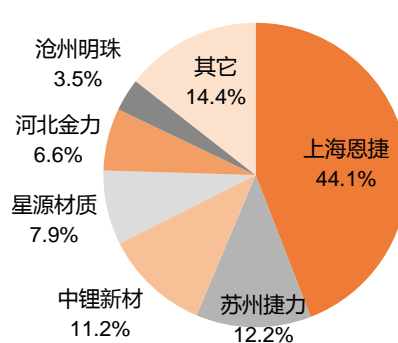
从市场格局看，隔膜市场集中度高，在干法和湿法的细分领域都呈现出寡头格局。19 年干法隔膜 CR5 占比 78%，其中星源材质占比 31%；湿法隔膜 CR5 占比 82%，其中上海恩捷占比 44%，随着恩捷收购苏州捷力，一家独大的格局将更加凸显。19 年恩捷股份隔膜销量超过 8 亿平，同比增长超过 70%；星源材质隔膜销量 3.46 亿平，同比增长 52%，其中湿法隔膜销量 1.2-1.5 亿平，同比翻倍增长，湿法市场的客户开拓取得良好进展。

图表26 2019 年国内干法隔膜企业格局



资料来源：高工锂电，平安证券研究所

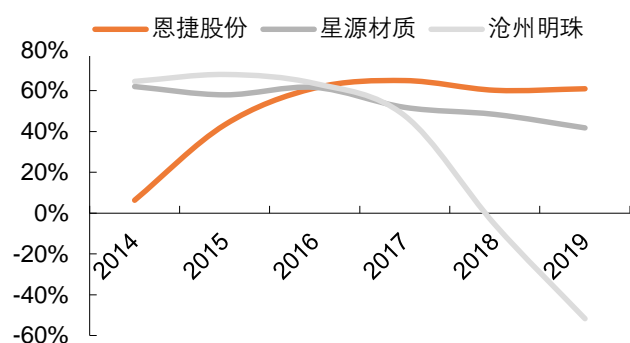
图表27 2019 年国内湿法隔膜企业格局



资料来源：高工锂电，平安证券研究所

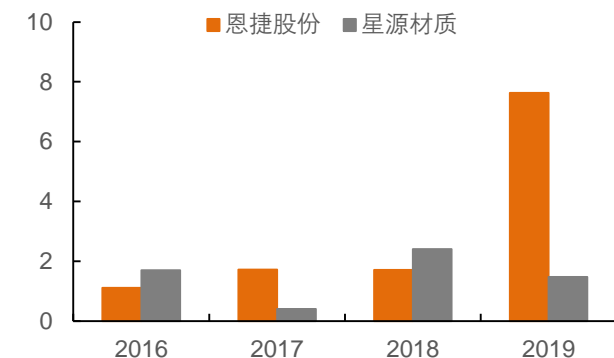
从盈利能力看，隔膜企业的毛利率普遍较高，恩捷股份和星源材质的毛利率皆高于 40%，在四大材料企业中排名靠前。星源材质 19 年隔膜毛利率下滑 6.7pct 至 41.7%，主要由于湿法在建产能大规模转固影响公司盈利能力；19 年 1-9 月恩捷股份隔膜毛利率 61.02% (18 年 60.28%)，预计全年持平或小幅提升，公司规模效应明显，对上游议价能力提升带来原材料采购成本下降。19 年主要隔膜企业现金流分化，星源材质经营现金流净额小幅萎缩，恩捷股份则大幅增长。

图表28 隔膜企业毛利率变化情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表29 隔膜企业经营现金流净额分化 单位: 亿元



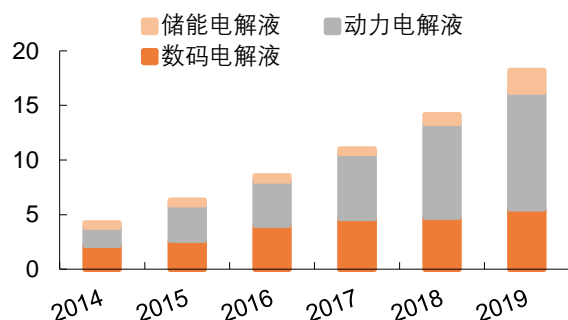
资料来源: wind, 平安证券研究所

2.4 电解液：价格有望维稳，企业一季度业绩亮眼

从 19 年业绩表现来看，天赐材料 19 年实现营业收入 27.5 亿元，同比增长 32.4%；归母净利润 0.2 亿元，同比下降 96.4%，主要受到存货减值计提的影响。新宙邦 19 年实现营业收入 23.2 亿元，同比增长 7.4%；归母净利润 3.3 亿元，同比增长 1.6%。值得一提的是，两家电解液企业在 2020 年一季度业绩表现亮眼，新宙邦和天赐的当期归母净利润分别增长 45%/59%，是 11 家电池材料企业中唯二实现一季度利润增长的企业，主要由于各自医药类业务含氟医药中间体和卡波姆在疫情中的需求放量；业务的多元化帮助两家企业在突发事件中更好地抵御风险，实现业绩的增长。

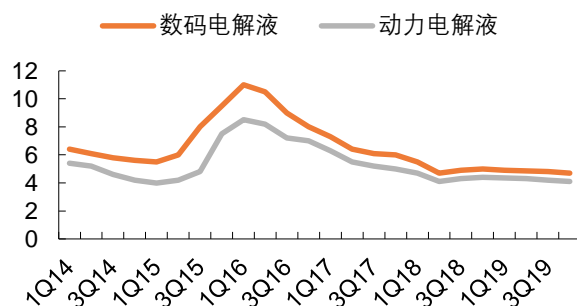
2019 年国内电解液产量 18 万吨，同比增长 29%，其中动力电池电解液占比 59%，数码电解液占比 30%。价格方面，根据高工锂电数据，动力类电解液价格从 19 年一季度均价 4.4 万元/吨下跌到四季度的 4.1 万元/吨，跌幅约 7%；消费类电解液价格从一季度的 4.9 万元/吨下跌到四季度的 4.7 万元/吨，跌幅 4%。19 年电解液和锂盐价格都处于低位，价格下降空间有限，跌幅较小，未来价格有望继续维持稳定。

图表30 2019 年电解液产量增长 29% 单位: 万吨



资料来源: 高工锂电, 平安证券研究所

图表31 2019 年电解液价格稳定 单位: 万元/吨

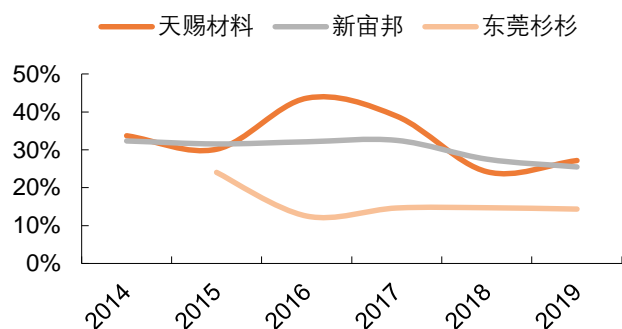


资料来源: 高工锂电, 平安证券研究所

从市场格局看，19 年电解液市场 CR5 占比超过 70%，整体保持稳定。天赐、新宙邦、东莞杉杉和国泰华荣属于第一梯队，其中东莞杉杉 19 年电解液销量 2.1 万吨，同比增长 56%，主要得益于下游客户的开拓。

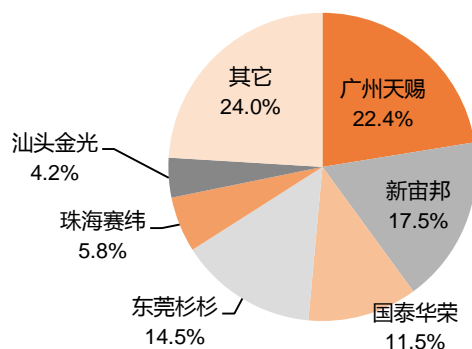
从盈利能力看，前两大厂商毛利率趋同，19 年天赐材料锂电材料业务毛利率 27.16%，同比增加 2.95pct；新宙邦电解液业务毛利率 25.5%，同比减少 2.1pc。东莞杉杉毛利率 14.4%，同比减少 0.36pct，公司采取成本定价策略，维持 15%低毛利率水平以益于提升市场份额。在电解液价格下降幅度有限的情况下，未来电解液企业的盈利能力有望保持稳定。

图表32 电解液企业毛利率变化情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表33 2019 年国内电解液企业格局



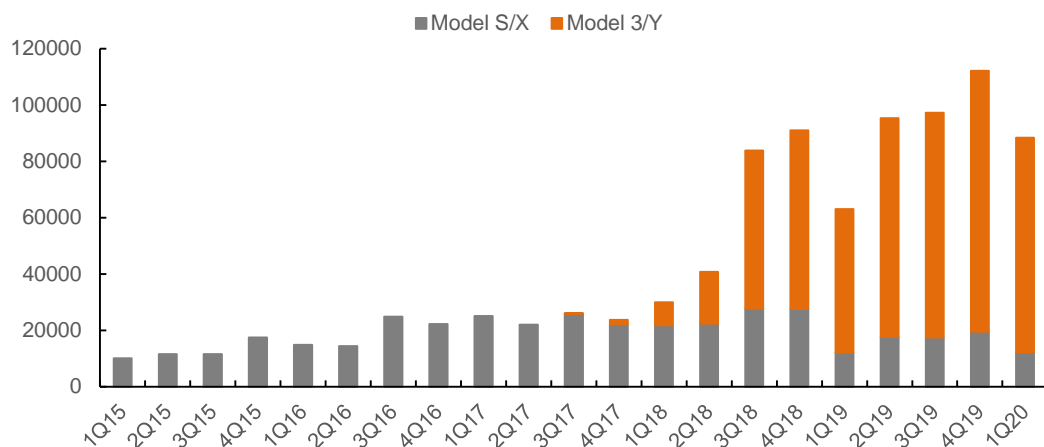
资料来源: 高工锂电, 平安证券研究所

三、趋势展望：关注海外解封&特斯拉

财报梳理之后，回到投资机会的判断上，核心在于预期面的变化——

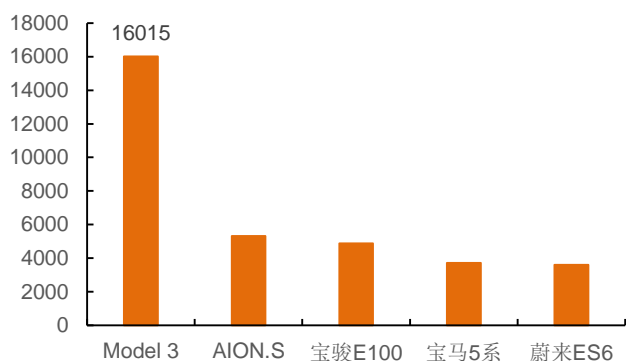
- 随着近期中央地方补贴政策的陆续出台，目前政策面的预期已较为充分，**影响预期变化的将更多是量的维度**；
- 从量上来看，目前国内市场已进入环比恢复阶段，4 月产销预计达 6 万台以上，环比增长近 20%，随着商业/复工/旅游等陆续的放开，市场热度活力有望进一步抬升；海外主要看欧美市场，疫情的严峻程度已得到一定缓解，部分国家/州区开始筹划恢复举措，将带来车市的解封，因此，**二季度或将成为全球电动车销量的底部爬升点**，4 月以来电动车板块的反弹即有这一预期的推动；
- 政策在托底，产销在改善，同时以特斯拉/蔚来为代表的明星车企发展势头强劲，点亮 C 端市场中高端车型率先起量的曙光，特斯拉的新一轮降价亦加快了这一进程。

图表34 特斯拉汽车季度交付量 单位：辆



资料来源：公司公告，平安证券研究所

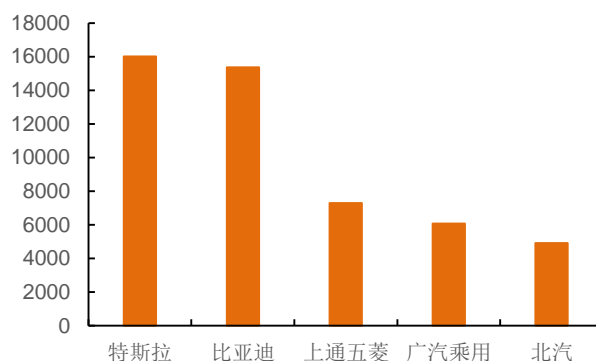
图表35 1Q20 国内新能源车型上险排名 单位：辆



注：Model 3 为国产版本

资料来源：交强险、平安证券研究所

图表36 1Q20 国内新能源车企上险排名 单位：辆



注：特斯拉车型为国产版本

资料来源：交强险、平安证券研究所

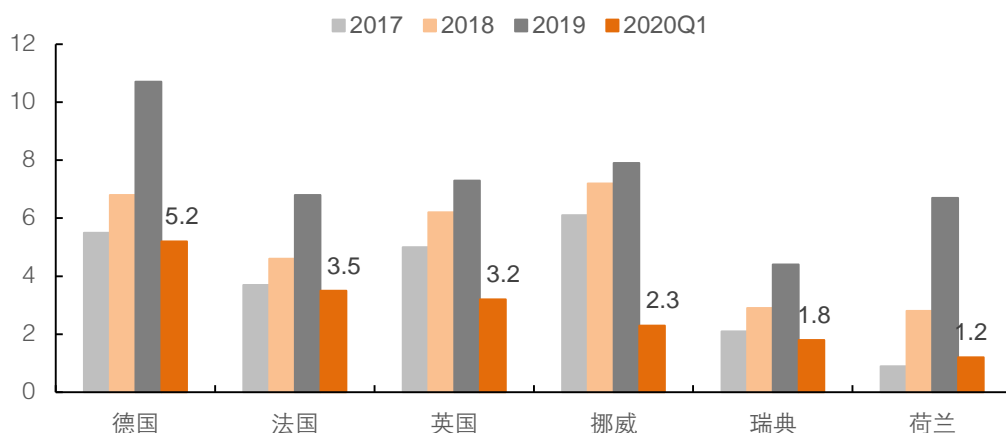
以上论述更多是**线性推演**，如以两个月疫情控制期类推欧美，以 3 月份国内特斯拉的销量破万来递推后续的产销增长，而**这两者目前看来仍具不确定性**。欧美新增感染数量仍在高位，经济停摆时长难以预料，恢复期限或需更久；3 月国内特斯拉的热销有一定的季末冲量因素，而 5 月的最新一轮降价是为满足新政中 30 万元的补贴门槛，新政将在 7 月份施行，公司的提前调价亦有以价换量的商业考虑，其后续的订单需求变化有待跟踪。

乐观看，整体态势在二季度将更为明朗，全球的电动化步伐将在下半年迎来重启。

■ 海外市场解封影响全局

受到欧盟碳排放即将考核以及以德国为代表的欧洲国家提高对电动车补贴的影响，2020 年一季度欧洲主要国家电动车注册量均实现大幅增长。根据欧洲汽车工业协会数据，1Q20 德国、法国、英国、瑞典电动车注册量分别为 5.2/3.5/3.2/1.8 万辆，同比增长 128%、144%、119%、87%。挪威的电动车渗透率达到 70%，瑞典也接近 30%。

图表37 1Q20 欧洲电动车销量大增 单位：万辆



资料来源：ACEA，平安证券研究所

二季度海外受疫情影响，多数车企从3月下旬开始停产，5月开始有望陆续恢复生产。随着大众MEB车型、宝马、奔驰、PSA等众多车型的上市和量产，欧洲市场有望从三季度开始重回高增长。

四、投资建议

回到投资机会的判断上，核心在于预期面的变化——随着近期中央地方补贴政策的陆续出台，目前政策面的预期已较为充分，影响预期变化的将更多是量的维度；从量上来看，目前国内市场已进入环比恢复阶段，随着商业/复工/旅游等陆续的放开，市场热度活力有望进一步抬升；海外主要看欧美市场，疫情的严峻程度已得到一定缓解，部分国家/州开始筹划恢复举措，将带来车市的解封，因此，**二季度或将成为全球电动车销量的底部爬升点**，4月以来电动车板块的反弹即有这一预期的推动。

我们建议关注三点：**1）积极关注各细分领域龙头**。龙头企业具有较强的抗风险能力和逆势扩张的能力，在行业调整期的业绩表现多超出行业平均水平，行业复苏后其增速也更快，19年和20年一季度的营收利润表现也可证明这一点。强烈推荐国内动力电池龙头宁德时代和正极材料龙头当升科技，推荐负极材料龙头璞泰来、电解液龙头新宙邦，关注隔膜龙头恩捷股份；**2）积极拓展海外客户或在海外建厂的企业具有更大的成长空间**。欧洲市场短期内受到疫情影响，但长期来看，随着碳排放政策趋严以及电动车购置补贴提高，欧洲电动车销量有望维持高增长；拓展海外客户或实施“出海”计划有利于扩大企业的收入来源，同时提升抗风险能力。强烈推荐宁德时代（德国工厂开始招标）、杉杉股份（海外业务占比提升较快，客户导入顺利），推荐新宙邦（波兰工厂即将投产），关注星源材质（与Northvolt达成供货协议并在瑞典建厂）；**3）业务多元化的企业具备更强的抗风险能力**。强烈推荐鹏辉能源（下游应用场景多元化，ETC、TWS、电动自行车等下游增长较快），推荐新宙邦（业务多元化，氟化工高增长、高利润率）。

五、风险提示

- 1) 疫情影响持续的风险：**海外市场疫情持续，特斯拉加州工厂的复工时间大概率延期至 5 月底。若海外疫情延续时间超出预期，将造成海外市场电动车供给和需求的延后，给国内锂电企业的出口和海外业务拓展造成负面影响；
- 2) 政策出台不及预期的风险：**新能源汽车购置补贴和免购置税政策延长两年，但 2020 年新能源汽车补贴仍有 10% 的退坡幅度。目前汽车刺激以地方零星出台为主，如果后续刺激政策不达预期或者出台刺激政策的城市有限，汽车复苏时点将进一步推后。
- 3) 竞争激烈导致价格超预期下降的风险：**特斯拉标准续航升级版 Model 3 补贴后价格下降至 27 万元。海外传统车企加快在电动车领域的转型和布局，动力电池厂商也纷纷扩充产能、加快在中国市场的布局，将给国内锂电企业和整车企业带来较大的竞争压力，可能引发产品价格超预期下降。
- 4) 技术路线快速变化的风险：**特斯拉电池会议即将在 5 月下旬召开，会议上可能会宣布新的电池技术和量产计划。电池技术路线的快速转换可能带来固定资产大量减值的风险，预期回报率较不稳定。正极材料和电池环节的技术迭代速度较快，如果不持续投入研发，有可能被后续企业弯道超车。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033