

电气设备

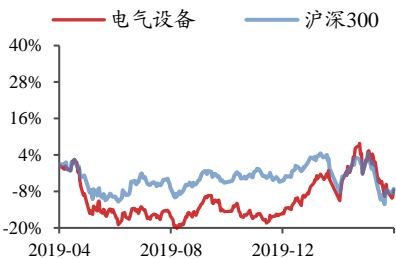
2020年04月03日

投资评级：看好（维持）

疫情影响分析之新能源汽车产业链：中长期的插曲，不改三年上行周期开启

——行业深度报告

行业走势图



数据来源：贝格数据

刘强（分析师）

liuqiang@kysec.cn

证书编号：S0790520010001

● 疫情只是短期扰动，不改三年上行周期开启

2020年1-2月，欧美车市延续电动化加速趋势。但3月份疫情向欧美地区扩散，各大车企纷纷宣布停产1-3周以防止疫情再度扩散。参照2002-2003年中国非典疫情对国内车市的影响，我们发现2003年国内汽车销量增速拐点与非典疫情结束时间点一致，且需求有后移现象。我们判断，受新冠疫情影响的欧美车市虽难以复制2003年中国汽车行业所处的经济环境，但疫情过后汽车消费习惯的改变及全球汽车电动化政策的助力将部分抵消国民消费力下滑现象，疫情期间损失的需求或将部分后移。我们测算，乐观/中性/悲观预期（分别对应于海外疫情在2020年6/9/12月底结束，国内新能源汽车消费在5/7/9月复苏）下，2020年全球销量分别为309.6/282.7/261.9万辆，同比增速为45.4%/32.7%/23.0%，比无疫情影响的同比增速预测值低13.9 pct/26.5 pct/36.3 pct。我们认为，全球电动汽车目前处于新的向上周期开始的阶段，疫情只是短期扰动，不会改变周期的运转。对于欧美市场而言，疫情大概率能够在四季度传统旺季来临之前结束，欧洲和美国电动车市受到的影响相对较小。对于国内市场而言，国家已将新能源补贴政策延长两年，叠加各地方政府出台的汽车产业政策，新能源汽车消费在7月份恢复的概率较大。中国是新能源汽车消费大国，随着国内政策边际改善，全球车市发生悲观情形概率较小，特斯拉、宁德时代产业链中长期仍将充分受益。

● 特斯拉美国工厂停工或为国内供应商提供深入合作机会

特斯拉在美国加州的Fremont工厂在3月23日停工，预计持续两周左右，上海超级工厂一期目前已经全面复工，设计年产能为15万辆，存有5万辆的增量空间，二期正加快建设进度。若海外疫情不能在短期内得到缓解，特斯拉或将生产重心转移到上海工厂，已有国产供应商宁德时代、三花智控等将充分受益。

● 锂电龙头公司业绩短期或有波动，中长期将呈现强者恒强格局

从国内锂电产业链来看，在乐观、中性、悲观三种疫情假设（分别对应于海外疫情在2020年6/9/12月底结束，国内新能源汽车消费在5/7/9月复苏）下，2020年宁德时代动力电池营收增速预测值比无疫情时下滑8.1 pct/14.4 pct/18.7 pct，恩捷股份隔膜营收增速比无疫情时下滑12.2 pct/23.4 pct/32.9 pct，璞泰来负极营收增速比无疫情时下滑8.9 pct/17.1 pct/24.3 pct。总体来看，由于锂电龙头企业进入全球供应链体系，短期海外疫情对其营收影响不可避免。目前国内新能源补贴政策已经落地，或将对国民消费能力下滑风险形成有效对冲，悲观预期发生的概率降低。即使全球经济短期受疫情影响下滑，强者恒强的格局不改，龙头企业或将依靠自身的造血能力抵抗衰退甚至逆势扩张。锂电产业链龙头宁德时代、璞泰来、恩捷股份等将受益。

● 风险提示：全球疫情扩散超预期；疫情导致消费力下滑。

相关研究报告

《行业点评报告-新能源车补贴政策延长两年，护航行业三年向上周期》-2020.4.1

《行业周报-新能源车产业政策逐步加码，看好预期修复》-2020.3.29

《行业周报-关注疫情对新能源的影响，或将带来中长期布局机会》-2020.3.22

目 录

1、 全球疫情蔓延，新能源或存在中长期布局机会	3
2、 疫情只是短期扰动，不改三年上行周期开启	3
2.1、 欧洲车市 2020 年 1-2 月延续电动化加速趋势	3
2.2、 海外疫情加速蔓延，欧美车企宣布停产 1-3 周	5
2.3、 非典疫情致汽车消费后移，或为新冠疫情参照	6
2.4、 欧美国家疫情不确定性略强，国内车市或先行复苏	7
3、 锂电龙头公司业绩短期或有波动，中长期将呈现强者恒强格局	10
3.1、 海外动力电池龙头营收增速预期下调	10
3.2、 国内疫情基本得到控制，锂电龙头相关业务受影响相对较小	11
4、 风险提示	13

图表目录

图 1: 欧洲、北美是全球疫情重灾区	3
图 2: 意大利、西班牙、德国、法国是欧洲疫情重灾区	3
图 3: 欧洲各国加快电动化进程	4
图 4: Q4 是欧洲电动车销售旺季	5
图 5: 2003Q2 汽车销量同比增速低于 5 年均值	6
图 6: 2003Q3、Q4 汽车销量环比增速高于 5 年均值	6
图 7: 2002-2003 年处于中国汽车行业黄金发展期	7
表 1: 2020 年 1 月全球电动汽车销量 TOP10 车型中有 6 款来自欧洲车企	4
表 2: 2020 年 2 月第一梯队 5 国 2 月份销量同比大增 111.9%	4
表 3: 欧美多数 OEM 工厂宣布停产至 3 月底	5
表 4: 三种疫情假设下，2020 年欧洲电动车销量同比增速分别为 72.1%/49.8%/31.5%（单位：万辆）	7
表 5: 三种疫情假设下，2020 年美国电动车销量同比增速分别为 29.5%/11.3%/-1.9%（单位：万辆）	8
表 6: 三种疫情假设下，2020 年中国新能源乘用车销量同比增速分别为 33.7%/28.6%/25.3%（单位：万辆）	9
表 7: 三种疫情假设下，2020 年全球电动车销量同比增速分别为 45.4%/32.7%/23.0%	9
表 8: 三种疫情假设下，2020 年全球动力电池装机同比增速预测为 32.8%/21.2%/12.3%	10
表 9: 海外疫情扩散下，除三星外，2020 年全球锂电龙头企业海外装机量同比增速预测值皆为正	10
表 10: 三种疫情假设下，2020 年宁德时代动力电池业务营收同比增速分别为 23.3%/17.0%/12.7%	11
表 11: 三种疫情假设下，2020 年恩捷股份隔膜业务营收同比增速分别为 63.5%/52.3%/42.8%	12
表 12: 三种疫情假设下，2020 年璞泰来负极业务营收同比增速分别为 39.3%/31.0%/23.8%	12

1、全球疫情蔓延，新能源或存在中长期布局机会

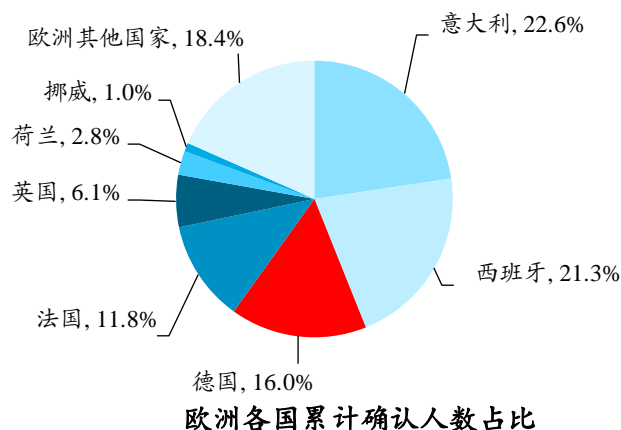
海外疫情加速蔓延，为全球经济的增长带来不确定性。国内疫情爆发自二月份，目前已经得到较为有效的控制；海外疫情爆发自三月份，目前在欧洲、美国等地区还在持续蔓延，欧洲的意大利、西班牙、德国、法国等地较为严重。随着疫情的蔓延，各国纷纷发布了相关的疫情防控措施，如封城、停工、停课等等，全球经济发展不确定性因素增加，美股在2020年3月9日到3月19日的十天内发生了4次熔断。

图1：欧洲、北美是全球疫情重灾区



资料来源：WHO

图2：意大利、西班牙、德国、法国是欧洲疫情重灾区



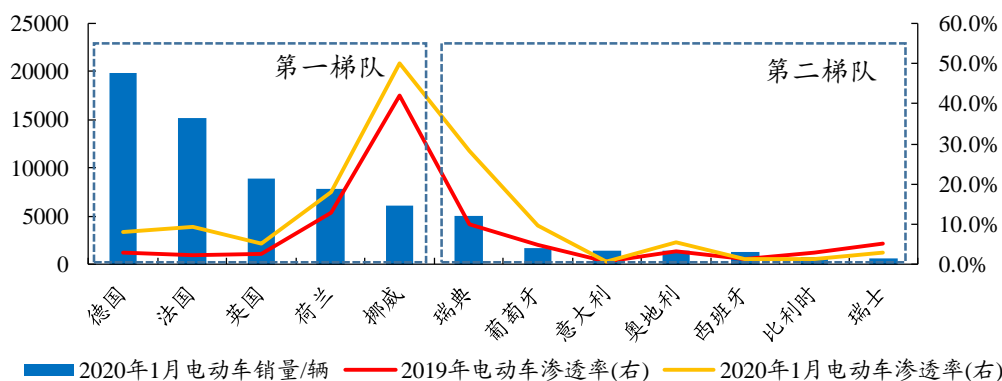
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：累计确诊病例统计时间截至2020年4月2日10点（北京时间）

欧美疫情加重，部分国家开启封城策略。2020年3月新冠肺炎疫情在欧洲、美国地区集中爆发。截至北京时间4月2日10点，欧洲累计确诊病例达47.2万人，其中意大利、西班牙、德国、法国累计确诊人数靠前，美国累计确诊人数也超19.1万人。为避免疫情继续扩散，欧洲国家中，意大利、西班牙分别于3月10日、15日宣布全面封城。

2、疫情只是短期扰动，不改三年上行周期开启

2.1、欧洲车市2020年1-2月延续电动化加速趋势

2020年1月欧洲车市延续电动化加速趋势。受欧洲碳排新政影响，欧洲电动汽车市场在2019年底加快推进。2019年全年欧洲电动车销量达56.4万辆，同比增长38.2%，其中12月电动汽车销量达7.4万辆，同比增加73.0%。2020年1月电动市场延续景气走势，1月欧洲汽车总销量为113.5万辆，同比下滑7.4%，而电动汽车销量逆势而行，达6.8万辆，同比上升121.0%，电动汽车当月销量渗透率高达6.0%，比2019年全年销量渗透率均值提升3.1 pct。挪威、瑞典、荷兰1月份电动车渗透率均在10%以上水平。此外，从全球电动汽车数据来看，2020年1月份全球电动汽车销量TOP10中，有6款车型来自欧洲车企，欧洲电动车市场持续放量。

图3: 欧洲各国加快电动化进程


数据来源: EE World、开源证券研究所

表1: 2020年1月全球电动汽车销量TOP10车型中有6款来自欧洲车企

车型	销量/辆	市场份额
特斯拉 Model 3	10013	7%
雷诺 Zoe	9873	7%
日产聆风	4967	3%
宝马 530 e/Le	4686	3%
大众 帕萨特 PHEV	4108	3%
三菱 欧蓝德 PHEV	3979	3%
标致 208EV	3897	3%
大众 e-Golf	3833	3%
雪佛兰 Bolt	3562	2%
奥迪 e-Tron	3128	2%

数据来源: 中国能源网、开源证券研究所

2月份欧洲第一梯队5国电动车销量同比增加111.9%。欧洲电动汽车销量第一梯队5国（2019年销量合计占比72.3%）中，2020年1月份销量同比皆有增加，其中汽车生产大国德国、法国、英国同比分别增长142.5%、251.3%、149.6%，2020年2月份第一梯队5国销量合计同比增长111.9%，2月份总体延续电动化加速进程。

表2: 2020年2月第一梯队5国2月份销量同比大增111.9%

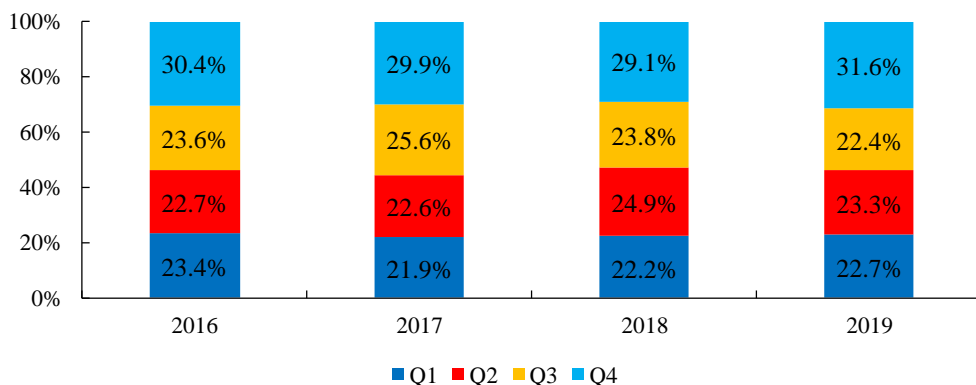
国家	2020年1月销量/万辆	2020年2月销量/万辆	2020年1月同比	2020年2月同比	2020年2月环比
德国	1.6	1.7	142.5%	241.4%	2.5%
挪威	0.6	0.7	38.0%	19.9%	14.5%
英国	0.9	0.5	149.6%	117.0%	47.7%
荷兰	0.3	0.4	43.0%	64.0%	17.6%
法国	1.5	1.3	251.3%	220.0%	-8.9%
第一梯队合计	4.9	4.6	131.7%	111.9%	-7.3%
欧洲总计	7.5		121.0%		

数据来源: Marklines、开源证券研究所

2.2、海外疫情加速蔓延，欧美车企宣布停产 1-3 周

欧美各大车企纷纷宣布停产 1-3 周应对疫情。进入 3 月份以来，疫情已经对整个电动汽车产业链造成冲击。从供应端来看，欧洲多数 OEM 工厂宣布停工 1-3 周，供应短期收紧。从需求端来看，疫情严重的国家 3 月份开始采取限制公众出行措施，对一季度车市成交造成的影响将不可避免。不过，欧美汽车销量一般呈“上半年弱、下半年强”的趋势，若疫情能在上半年得到控制，四季度旺季来临或将缓解疫情对电动车市的影响。

图4: Q4 是欧洲电动车销售旺季



数据来源: EE World、EV Volumes、Inside EVs、开源证券研究所

表3: 欧美多数 OEM 工厂宣布停产至 3 月底

车企	停产时间	停产工厂
法拉利	3.16-3.27	意大利马拉内罗和摩德纳工厂
雷诺	3.17-未定	法国所有 12 家工厂
PSA	3.17-3.27	欧洲 15 家工厂
大众	3.17-3.31	欧洲 24 家工厂
沃尔沃	3.17-未定	比利时根特工厂
现代	3.18-未定	美国阿拉巴马州蒙哥马利市工厂
戴姆勒	3.18-4.1	欧洲所有 16 处工厂
通用	3.19-3.30	美国、加拿大、墨西哥所有工厂
福特	3.19-未定	欧洲所有工厂
	3.30 之前至少停产一周	美国、加拿大、墨西哥所有工厂
宝马	3.20-4.19	欧洲 15 家工厂
	3.23-4.17	英国 MINI 工厂
保时捷	3.21-4.4	德国捷祖文豪森、莱比锡工厂
特斯拉	3.23-4.8	美国加利福尼亚州弗里蒙特工厂
FCA	未知-3.27	意大利 6 家工厂
	3/30 之前至少停产一周	美国、加拿大、墨西哥所有工厂

资料来源: 界面、纽约时报、CNET、BBC News、每经网、开源证券研究所

美国方面，特斯拉在美国加州的 Fremont 工厂在 3 月 23 日停工两周左右。Fremont 工厂在 2019 年底的产能为 9 万辆 Model S/X、40 万辆 Model 3/Y。特斯拉原计划在

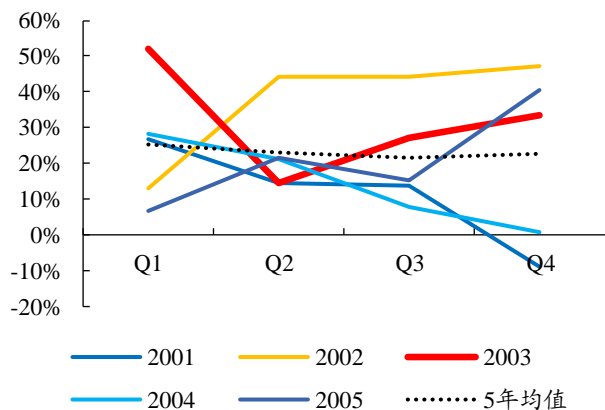
2020年中将Fremont工厂的Model 3/Y的年产能提升至50.0万辆，受疫情影响，这一计划或将暂时推迟。中国上海超级工厂部分零部件如电机、电池包冷却管尚需从美国工厂进口，3月份库存充足。上海超级工厂一期的年产能为15万辆Model 3，目前已经全面复工，周产在3000辆左右。上海超级工厂一期目前实行两班倒制，若实行三班倒制，其年产能可达20万辆。此外，上海超级工厂二期正加快建设进度。若海外疫情不能在短期内得到缓解，特斯拉或将生产重心转移到上海超级工厂，已有国产供应商宁德时代、三花智控等将充分受益。

2.3、非典疫情致汽车消费后移，或为新冠疫情参照

新冠肺炎和非典存在诸多共性，非典疫情对汽车行业的影响或为参照。与新冠肺炎传播方式和影响程度较为相似的一次公共卫生事件是2002-2003年在中国爆发的非典肺炎。2002年12月中国广东省出现第一例非典患者，2003年2月疫情在广东全省爆发，3月传入北京，4月在全国范围爆发，7月初基本结束。虽然全球和中国的经济环境已经与2002-2003年有所不同，但非典疫情和新冠肺炎对汽车行业的影响存在共性。

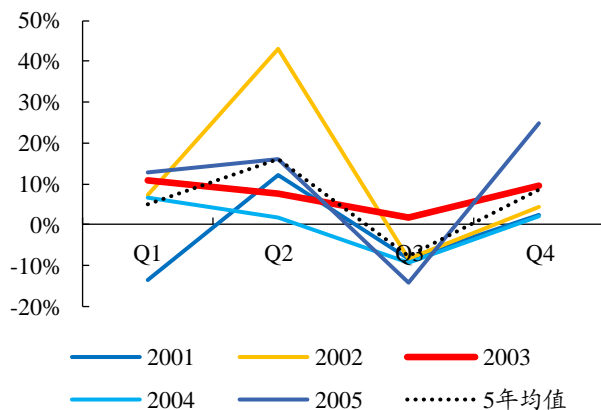
汽车销量增速拐点与非典疫情结束时间点一致，且需求有后移现象。复盘2001-2005年国内汽车销量季度数据，可以发现2003年二季度汽车行业销量同比增速为14.5%，低于2001-2005年二季度销量同比增速的均值23.2%，三季度、四季度反弹上行，Q3/Q4销量同比增速分别为27.1%/33.3%，均高于5年同期均值对应的21.6%/22.6%，说明在疫情爆发期被抑制的需求延后释放。2003年二、三、四季度的销量环比增速也表现出相同的走势，2003Q2/Q3/Q4销量环比增速分别为7.7%/1.9%/9.6%，而5年同期均值对应为16.2%/-7.6%/8.7%。汽车销量同环比增速的拐点与非典疫情结束的时间点吻合。

图5：2003Q2汽车销量同比增速低于5年均值



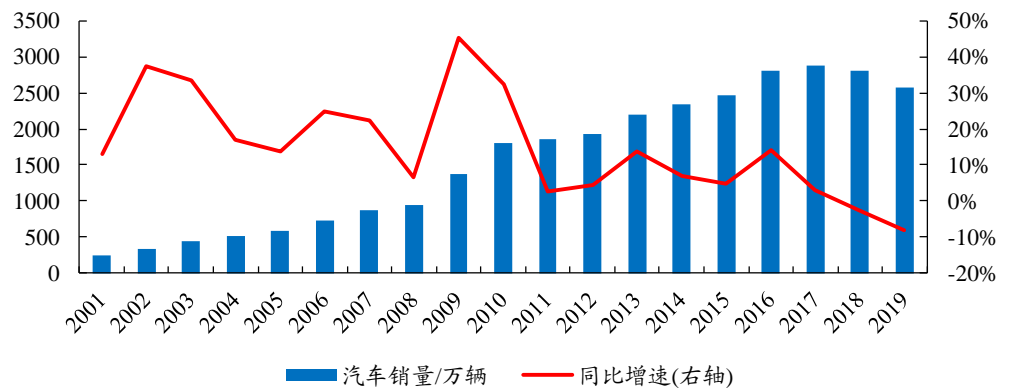
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图6：2003Q3、Q4汽车销量环比增速高于5年均值



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

新冠疫情结束后或遇汽车销量反弹，但反弹幅度或将低于非典时期。不可否认的是，中国目前的汽车市场已经不及2001-2010年黄金发展期。2001-2010年，中国的汽车行业充分享受入世红利和人口红利，汽车销量年复合增速高达25.4%，而2011-2019年销量年复合增速仅为4.2%。待新冠疫情结束后，销量反弹的速度和幅度或低于非典时期。

图7：2002-2003年处于中国汽车行业黄金发展期


数据来源：中汽协、开源证券研究所

2.4、欧美国家疫情不确定性略强，国内车市或先行复苏

我们此前根据欧洲碳排新政预测 2020 年欧洲电动车销量在 110.5 万辆，并取 2018 年和 2019 年四个季度销量在全年占比的均值，测算出无疫情影响下，2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 电动车销量为 25.6/26.3/26.6/32.1 万辆。在此基础上，考虑疫情导致的消费力下滑以及疫情结束后政府为刺激消费出台新政的对冲，疫情期间损失的需求或将部分后移，现作 3 种假设来测算疫情对 2020 年欧洲电动车销量的影响：

- 1) 假设欧洲疫情在 6 月底结束，则一季度 3 月份和 Q2 销量在原预测基础上均减少 50%，其中 10%递延至 Q3，20%递延至 Q4；
- 2) 假设欧洲疫情在 9 月底结束，则一季度 3 月份、Q2、Q3 销量分别在原预测基础上减少 50%、50%、40%，其中 11%递延至 Q4（考虑到疫情结束后消费反弹速度呈逐渐爬坡趋势）；
- 3) 假设欧洲疫情在 12 月底结束，则一季度 3 月份、Q2、Q3、Q4 销量分别在原预测基础上减少 50%、50%、40%、20%。

表4：三种疫情假设下，2020 年欧洲电动车销量同比增速分别为 72.1%/49.8%/31.5%（单位：万辆）

销量及同比增速	Q1	Q2	Q3	Q4	FY
2018 年销量	9.4	10.0	9.6	11.8	40.8
2019 年销量	13.1	13.0	13.8	16.4	56.4
2020E 销量-无疫情影响	25.6	26.3	26.6	32.1	110.5
2020E 销量同比-无疫情影响	94.6%	101.8%	92.6%	95.6%	96.1%
2020E 销量-假设 1	19.4	13.1	28.5	36.0	97.0
2020E 销量同比-假设 1	47.4%	0.9%	106.6%	119.2%	72.1%
2020E 销量-假设 2	19.4	13.1	15.9	36.0	84.4
2020E 销量同比-假设 2	47.4%	0.9%	15.6%	119.3%	49.8%
2020E 销量-假设 3	19.4	13.1	15.9	25.7	74.1
2020E 销量同比-假设 3	47.4%	0.9%	15.6%	56.5%	31.5%

数据来源：EE World、开源证券研究所

我们此前根据特斯拉销量及在美市占率预测 2020 年美国电动车销量在 45.8 万辆，并取 2018 年和 2019 年各季度销量在全年占比的均值，测算出无疫情影响下，2020 年

Q1/Q2/Q3/Q4 电动车销量为 8.0/10.5/12.6/14.6 万辆。在此基础上，考虑疫情导致的消费力下滑以及疫情结束后政府为刺激消费出台新政的对冲，疫情期间损失的需求或将部分后移，现作 3 种假设来测算疫情对 2020 年美国电动车销量的影响：

1) 假设美国疫情在 6 月底结束，则一季度 3 月份和 Q2 销量在原预测基础上均减少 50%，其中 10% 递延至 Q3，20% 递延至 Q4；

2) 假设美国疫情在 9 月底结束，则一季度 3 月份、Q2、Q3 销量分别在原预测基础上减少 50%、50%、40%，其中 9% 递延至 Q4（考虑到疫情结束后消费反弹速度呈逐渐爬坡趋势）；

3) 假设美国疫情在 12 月底结束，则一季度 3 月份、Q2、Q3、Q4 销量分别在原预测基础上减少 50%、50%、40%、20%。

表5：三种疫情假设下，2020 年美国电动车销量同比增速分别为 29.5%/11.3%/-1.9%（单位：万辆）

销量及同比增速	Q1	Q2	Q3	Q4	FY
2018 年销量	5.5	6.7	10.4	12.7	35.2
2019 年销量	6.1	8.6	8.2	8.9	31.8
2020E 销量-无疫情影响	8.0	10.5	12.6	14.6	45.8
2020E 销量同比-无疫情影响	30.5%	22.7%	54.5%	65.0%	44.2%
2020E 销量-假设 1	6.6	5.3	13.3	16.0	41.1
2020E 销量同比-假设 1	7.6%	-38.7%	62.7%	80.0%	29.5%
2020E 销量-假设 2	6.6	5.3	7.6	15.9	35.4
2020E 销量同比-假设 2	7.6%	-38.7%	-7.3%	79.4%	11.3%
2020E 销量-假设 3	6.6	5.3	7.6	11.7	31.1
2020E 销量同比-假设 3	7.6%	-38.7%	-7.3%	32.0%	-1.9%

数据来源：EV Volumes、开源证券研究所

根据以上测算结果，疫情在 2020 年 6/9/12 月底结束对应的欧洲电动车销量同比增速预测分别为 72.1%/49.8%/31.5%，比无疫情影响的预期值低 24.0 pct/46.3 pct/64.6 pct。疫情在 2020 年 6/9/12 月底结束对应的美国电动车销量同比增速预测分别为 29.5%/11.3%/-1.9%，比无疫情影响的预期值低 14.7 pct/32.9 pct/46.1 pct。

中国新冠肺炎疫情基本得到控制，但国内汽车消费此前受疫情影响较为严重。2020 年 1/2 月，国内新能源乘用车销量同比分别下滑 50.8%/76.7%。目前，国内政府已出台相应政策刺激汽车消费，新能源车市在年内复苏的可能性较强。我们根据国内新能源乘用车消费在 2020 年 5/7/9 月完全复苏的假设，测算出不同假设下新能源乘用车的销量：

1) 假设新能源乘用车消费在 5 月份完全恢复（即 5 月销量恢复至无疫情时预测水平），则 3/4 月销量在无疫情预测基础上分别减少 60%/40%，其中 20% 分别递延至 6-9 月，30% 分别递延至 10-12 月；

2) 假设新能源乘用车消费在 7 月份完全恢复（即 7 月销量恢复至无疫情时预测水平），则 3/4/5/6 月销量在无疫情预测基础上分别减少 60%/40%/30%/20%，其中 10% 分别递延至 8-9 月，30% 分别递延至 10-12 月；

3) 假设新能源乘用车消费在 9 月份完全恢复（即 9 月销量恢复至无疫情时预测水平），则 3/4/5/6/7/8 月销量在无疫情预测基础上分别减少 60%/50%/40%/30%/20%/10%。

其中 10% 分别递延至 10-11 月，10% 分别递延至 12 月。

表6: 三种疫情假设下, 2020 年中国新能源乘用车销量同比增速分别为 33.7%/28.6%/25.3% (单位: 万辆)

销量及同比 增速	2019	2020E-无 疫情	2020E-无疫情 同比	2020E-假 设 1	2020E-假设 1 同比	2020E-假 设 2	2020E 假设 2 同比	2020E- 假设 3	2020E-假设 3 同比
1 月	8.5	6.1	-28.6%	4.2	-50.8%	4.2	-50.8%	4.2	-50.8%
2 月	4.9	5.1	3.3%	1.1	-76.7%	1.1	-76.7%	1.1	-76.7%
3 月	11.8	10.0	-15.4%	4.0	-66.2%	4.0	-66.2%	4.0	-66.2%
4 月	9.0	10.1	12.2%	6.0	-32.7%	6.0	-32.7%	5.0	-43.9%
5 月	9.6	11.8	23.4%	11.8	23.4%	8.3	-13.6%	7.1	-25.9%
6 月	13.7	14.0	2.3%	14.8	8.1%	11.2	-18.2%	9.8	-28.4%
7 月	6.7	11.2	68.1%	12.0	80.0%	11.2	68.1%	9.0	34.5%
8 月	8.0	13.0	62.5%	13.8	72.5%	14.1	76.4%	11.7	46.3%
9 月	7.3	13.8	90.3%	14.6	101.2%	14.9	105.6%	13.8	90.3%
10 月	6.6	14.6	121.2%	16.2	145.2%	16.8	154.8%	18.3	177.0%
11 月	7.6	18.2	138.3%	19.8	159.0%	20.4	167.3%	21.9	186.5%
12 月	12.5	22.0	75.4%	23.6	88.0%	24.2	93.1%	27.1	116.4%
全年	106.2	149.9	41.1%	141.9	33.7%	136.5	28.6%	133.1	25.3%

数据来源: 中汽协、开源证券研究所

根据以上测算结果, 如果 2020 年国内新能源乘用车消费市场在 2020 年 5/7/9 月完全复苏, 则全年销量预计分别为 141.9/136.5/133.1 万辆, 同比增长 33.7%/28.6%/25.3%, 比无疫情的预期值低 7.5 pct/12.5 pct/15.8 pct。

从全球新能源车的预测来看, 乐观/中性/悲观预期下, 2020 年全球销量分别在 309.6/282.7/261.9 万辆, 同比增速为 45.4%/32.7%/23.0%, 比无疫情影响的同比增速预测值低 13.9 pct/26.5 pct/36.3 pct。

表7: 三种疫情假设下, 2020 年全球电动车销量同比增速分别为 45.4%/32.7%/23.0%

装机量及同比增速	2019	2020E-无疫情	2020E-假设 1	2020E-假设 2	2020E-假设 3
国内新能源乘用车销量/万辆	106.2	149.9	141.9	136.5	133.1
欧美新能源汽车销量/万辆	84.4	156.3	138.1	119.8	105.3
其他地区新能源汽车销量/万辆	22.4	33.1	29.6	26.4	23.6
全球新能源汽车销量/万辆	213.0	339.3	309.6	282.7	261.9
全球新能源汽车销量同比增速		59.3%	45.4%	32.7%	23.0%

数据来源: EV Volumes、中汽协、EE World、开源证券研究所

我们认为, 全球电动汽车目前处于新的向上周期开始的阶段, 疫情只是短期扰动, 不会改变周期的运转。对于欧美市场而言, 疫情大概率能够在四季度传统旺季来临之前结束, 欧洲和美国电动车市受到的影响相对较小。对于国内市场而言, 国家已将新能源补贴政策延长两年, 叠加各地方政府出台的汽车产业政策, 新能源汽车消费在 7 月份完全恢复的概率较大。中国是新能源汽车消费大国, 随着国内政策边际改善, 全球车市发生悲观情形概率较小, 特斯拉、宁德时代产业链中长期仍将充分受益。

3、锂电龙头公司业绩短期或有波动，中长期将呈现强者恒强格局

在上述对欧美和中国电动汽车销量测算结果的基础上，假设单车带电量为 50kWh，则在三种疫情假设（海外疫情在 6/9/12 月底结束，国内新能源汽车消费在 5/7/9 月复苏）下，2020 年全球动力电池装机量预测分别为 154.8/141.4/130.9GWh，同比增速为 32.8%/21.2%/12.3%，比无疫情影响下的预测值减少 12.7 pct/24.3 pct/33.2 pct。为了测算出疫情对国内外锂电产业链各环节的影响，我们分别选取国外动力电池龙头松下、LG 化学、三星、SKI 以及国内动力电池龙头宁德时代、锂电负极龙头璞泰来、锂电隔膜龙头恩捷股份进行销量与营收预测。

表8：三种疫情假设下，2020 年全球动力电池装机同比增速预测为 32.8%/21.2%/12.3%

装机量及同比增速	2019	2020E-无疫情	2020E-假设 1	2020E-假设 2	2020E-假设 3
国内新能源汽车销量/万辆	106.2	149.9	141.9	136.5	133.1
欧美新能源汽车销量/万辆	84.4	156.3	138.1	119.8	105.3
其他地区新能源汽车销量/万辆	22.4	33.1	29.6	26.4	23.6
全球新能源汽车销量/万辆	213.0	339.3	309.6	282.7	261.9
国内动力电池装机量/GWh	62.2	74.9	71.0	68.3	66.5
欧美动力电池装机量/GWh	43.2	78.1	69.0	59.9	52.6
其他地区动力电池装机量/GWh	11.2	16.6	14.8	13.2	11.8
全球动力电池装机量/GWh	116.6	169.6	154.8	141.4	130.9
全球动力电池装机量同比增速	19.6%	45.5%	32.8%	21.2%	12.3%

数据来源：EV Volumes、中汽协、EE World、开源证券研究所

3.1、海外动力电池龙头营收增速预期下调

单从疫情对海外动力电池装机量的影响来看，我们预测全球各锂电龙头 2020 年装机量同比增速皆比预期值有所下滑，但除三星在中性/悲观假设（海外疫情在 2020 年 9/12 月底结束）下同比增速为负外，其他公司在三种疫情假设下装机同比增速均为正。以 2019 年松下、LG 化学、宁德时代、三星、SKI 在海外（以欧美和日韩为主）动力电池市场市占率为基础，根据各个动力电池厂商下游客户的变动及扩产情况，我们预测其 2020 年市占率分别在 48.0%/28.0%/9.0%/5.0%/4.0%。而在三种疫情假设（海外疫情在 2020 年 6/9/12 月底结束）下，2020 年宁德时代动力电池海外装机同比增速比无疫情时低 36.3 pct/72.1 pct/101.0 pct，松下动力电池装机同比增速比无疫情时低 17.9 pct/35.7 pct/49.9 pct，LG 化学动力电池装机同比增速比无疫情时低 21.8 pct/43.4 pct/60.8 pct，三星动力电池装机同比增速比无疫情时低 13.5 pct/26.9 pct/37.7 pct，SKI 动力电池装机同比增速比无疫情时低 28.4 pct/56.5 pct/79.2 pct。

表9：海外疫情扩散下，除三星外，2020 年全球锂电龙头企业海外装机量同比增速预测值皆为正

装机量及同比增速	2019	2020E-无疫情	2020E-假设 1	2020E-假设 2	2020E-假设 3
海外动力电池装机总量/GWh	54.4	94.7	83.8	73.1	64.4
松下海外动力电池市占率	54.0%	48.0%	48.0%	48.0%	48.0%
松下海外动力电池装机量/GWh	29.1	45.5	40.2	35.1	30.9
松下海外动力电池装机同比增速		56.2%	38.2%	20.5%	6.2%
LG 海外动力电池市占率	26.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
LG 海外动力电池装机量/GWh	14.0	26.5	23.5	20.5	18.0

装机量及同比增速	2019	2020E-无疫情	2020E-假设 1	2020E-假设 2	2020E-假设 3
LG 海外动力电池装机同比增速		90.1%	68.3%	46.7%	29.3%
宁德时代海外动力电池市占率	5.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
宁德时代海外动力电池装机量/GWh	2.7	8.5	7.5	6.6	5.8
宁德时代海外动力电池装机同比增速		215.7%	179.4%	143.6%	114.7%
三星海外动力电池市占率	7.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
三星海外动力电池装机量/GWh	4.0	4.7	4.2	3.7	3.2
三星海外动力电池装机同比增速		17.8%	4.3%	-9.1%	-19.9%
SKI 海外动力电池市占率	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
SKI 海外动力电池装机量/GWh	1.5	3.8	3.4	2.9	2.6
SKI 海外动力电池装机同比增速		147.6%	119.2%	91.1%	68.4%

数据来源：高工锂电、起点研究院、开源证券研究所 注：海外地区指中国以外地区

3.2、国内疫情基本得到控制，锂电龙头相关业务所受影响相对较小

受疫情影响，宁德时代 2020 年动力电池营收同比增速比无疫情影响下的预测值低 8.1 pct-18.7 pct。宁德时代 2020 年 7 月将为特斯拉供货，同时受益于欧洲汽车电动化进程加速，欧洲客户加大布局新能源汽车，我们预测宁德时代 2020 年海外动力电池市占率由 5.0%提升至 9.0%，国内动力电池市占率（宁德时代国内装机量/全国装机总量）由 47.9%提升至 53.0%。在无疫情影响下，2020 年宁德时代装机量预测为 48.2GWh，对应的同比增速为 48.4%。而在三种假设（海外疫情在 6/9/12 月底结束，国内新能源汽车消费在 5/7/9 月复苏）下，宁德时代在 2020 年动力电池装机量分别为 45.2/42.8/41.1GWh，同比增速分别为 39.0%/31.6%/26.3%，比无疫情影响下的预测值低 9.5 pct/16.8 pct/22.1 pct。相应的，三种假设下 2020 年动力电池业务营收同比增速分别为 23.3%/17.0%/12.7%，比无疫情影响下的预测值低 8.1 pct/14.4 pct/18.7 pct。

表10：三种疫情假设下，2020 年宁德时代动力电池业务营收同比增速分别为 23.3%/17.0%/12.7%

装机量及同比增速	2019E	2020E-无疫情	2020E-假设 1	2020E-假设 2	2020E-假设 3
国内动力电池装机量/GWh	62.2	74.9	71.0	68.3	66.5
海外动力电池装机量/GWh	54.4	94.7	83.8	73.1	64.4
全球动力电池装机量/GWh	116.6	169.6	154.8	141.4	130.9
宁德时代动力电池国内市占率	47.9%	53.0%	53.0%	53.0%	53.0%
宁德时代动力电池海外市占率	5.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
宁德时代动力电池装机量/GWh	32.5	48.2	45.2	42.8	41.1
宁德时代动力电池装机同比增速	38.6%	48.4%	39.0%	31.6%	26.3%
宁德时代动力电池业务营收/亿元	326.1	428.4	401.9	381.6	367.3
宁德时代动力电池业务营收同比增速	33.0%	31.4%	23.3%	17.0%	12.7%

数据来源：高工锂电、钜大锂电、宁德时代公司年报、开源证券研究所 注：2019 年数据中，宁德时代动力电池业务营收及同比增速为预测值，其他均为实际值。

疫情影响下，恩捷股份 2020 年隔膜业务营收同比增速比无疫情影响的预测值低 12.2 pct-32.9 pct。恩捷股份是全球隔膜行业龙头，2020 年完成对苏州捷力的收购后，其市占率将进一步扩大，我们预测无疫情影响下，全球锂电隔膜需求量在 54.6 亿平米，恩捷股份在国内市占率提升至 32.0%，在海外市占率提升至 12.0%，对应销量预测为 13.7 亿平，同比增速为 70.7%，对应的隔膜营收同比增速为 75.7%。而在三种疫情（海外疫情在 2020 年 6/9/12 月底结束，国内新能源汽车消费在 5/7/9 月复苏）影响假设下，2020 年隔膜出货量将分别减少至 12.7/11.8/11.1 亿平米，对应的同比增速别为

58.9%/48.0%/38.7%，比原预测值低 11.9 pct/22.7 pct/32.0 pct；相应地，2020 年隔膜业务营收同比增速分别为 63.5%/52.3%/42.8%，比无疫情影响的预测值低 12.2 pct/23.4 pct/32.9 pct。

表11: 三种疫情假设下，2020 年恩捷股份隔膜业务营收同比增速分别为 63.5%/52.3%/42.8%

隔膜出货量及同比增速	2019E	2020E-无疫情	2020E-假设 1	2020E-假设 2	2020E-假设 3
国内动力电池装机量/GWh	62.2	74.9	71.0	68.3	66.5
海外动力电池装机量/GWh	54.4	94.7	83.8	73.1	64.4
全球动力电池装机量/GWh	116.6	169.6	154.8	141.4	130.9
全球 3C 电池装机量/GWh	98.0	110.0	105.0	100.0	95.0
全球储能电池装机量/GWh	20.0	27.0	25.0	23.0	21.0
全球锂电池装机总量/GWh	247.6	321.1	298.8	278.4	261.0
全球隔膜需求量/亿平米	42.1	54.6	50.8	47.3	44.4
国内隔膜出货量/亿平米	27.4	35.5	33.1	30.8	28.9
恩捷股份国内市占率	24.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%
海外隔膜出货量/亿平米	14.7	19.1	17.7	16.5	15.5
恩捷股份海外市占率	9.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
恩捷股份隔膜出货量/亿平米	8.0	13.7	12.7	11.8	11.1
恩捷股份隔膜出货量同比增速	70.9%	70.7%	58.9%	48.0%	38.7%
恩捷股份隔膜业务营收/亿元	19.4	34.2	31.8	29.6	27.8
恩捷股份隔膜业务营收同比增速	46.3%	75.7%	63.5%	52.3%	42.8%

数据来源：高工锂电、恩捷股份公司年报、开源证券研究所 注：2019 年数据中，恩捷股份隔膜出货量及其营收为实际数据，其他为预测值。

受疫情影响，2020 年璞泰来负极业务营收同比增速比无疫情影响下的预测值低 8.9 pct-24.3 pct。2019 年璞泰来负极销量共 4.6 万吨，回溯公司下游客户结构数据，我们推测其中 60%供应给 3C 电池厂商，40%供给动力电池客户。根据璞泰来下游客户扩产的变化，我们预测在无疫情影响下，2020 年公司 3C 类负极出货量在全球市占率提升至 27.0%，对应 3C 类负极出货量为 3.6 万吨；2020 年公司对宁德时代、LG 化学、三星及其他国内动力电池客户的销量预测为 0.9/1.6/0.1/0.9 万吨，动力类负极出货量为 3.4 万吨。2020 年璞泰来负极总出货量预测值在 7.0 万吨，同比增长 52.6%，负极营收预测为 45.2 亿元，同比增速为 48.1%。而在三种疫情假设（海外疫情在 2020 年 6/9/12 月底结束，国内新能源汽车消费在 5/7/9 月复苏）下，璞泰来在 2020 年负极出货量分别减少为 6.6/6.1/5.8 万吨，同比增速分别为 43.0%/34.2%/26.7%，比无疫情影响下的预测值低 9.6 pct/18.4 pct/25.9 pct。相应地，璞泰来负极业务营收在三种假设下同比增速分别为 39.3%/31.0%/23.8%，比无疫情影响下的预测值低 8.9 pct/17.1 pct/24.3 pct。

表12: 三种疫情假设下，2020 年璞泰来负极业务营收同比增速分别为 39.3%/31.0%/23.8%

负极出货量及同比增速	2019E	2020E-无疫情	2020E-假设 1	2020E-假设 2	2020E-假设 3
国内动力电池装机量/GWh	62.2	74.9	71.0	68.3	66.5
海外动力电池装机量/GWh	54.4	94.7	83.8	73.1	64.4
全球动力电池装机量/GWh	116.6	169.6	154.8	141.4	130.9
宁德时代负极需求量/万吨	3.9	5.8	5.4	5.1	4.9
璞泰来对宁德时代供货比例	11.7%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
璞泰来对宁德时代供货量/万吨	0.5	0.9	0.8	0.8	0.7

负极出货量及同比增速	2019E	2020E-无疫情	2020E-假设 1	2020E-假设 2	2020E-假设 3
LG 化学动力电池负极需求量/万吨	1.7	3.2	2.8	2.5	2.2
璞泰来对 LG 化学动力电池供货比例	40.5%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
璞泰来对 LG 化学动力电池供货量/万吨	0.7	1.6	1.4	1.2	1.1
三星动力电池负极需求量/万吨	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
璞泰来对三星动力电池供货比例	9.5%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
璞泰来对三星动力电池供货量/万吨	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
国内其他动力电池负极需求量/万吨	3.6	3.2	3.1	3.1	3.1
璞泰来对国内其他动力电池供货比例	22.9%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
璞泰来对国内其他动力电池供货量/万吨	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
璞泰来动力电池负极销量/万吨	1.8	3.4	3.1	2.9	2.7
全球 3C 电池装机量/GWh	98.0	110.0	105.0	100.0	95.0
全球 3C 电池负极需求量/万吨	11.8	13.2	12.6	12.0	11.4
璞泰来 3C 电池负极全球市占率	23.4%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%
璞泰来 3C 电池负极销量/万吨	2.7	3.6	3.4	3.2	3.1
璞泰来负极总出货量/万吨	4.6	7.0	6.6	6.1	5.8
璞泰来负极出货量同比增速	57.0%	52.6%	43.0%	34.2%	26.7%
璞泰来负极业务营收/亿元	30.5	45.2	42.5	40.0	37.8
璞泰来负极业务营收同比增速	44.9%	48.1%	39.3%	31.0%	23.8%

数据来源：高工锂电、璞泰来公司年报、开源证券研究所 注：2019 年数据中，璞泰来负极出货量及其营收为实际数据，其他为预测值。

从国内锂电产业链来看，在乐观、中性、悲观三种疫情假设（分别对应于海外疫情在 2020 年 6/9/12 月底结束，国内新能源汽车消费在 5/7/9 月复苏）下，2020 年宁德时代动力电池营收增速预测值比无疫情时下滑 8.1 pct/14.4 pct/18.7 pct，恩捷股份隔膜营收增速比无疫情时下滑 12.2 pct/23.4 pct/32.9 pct，璞泰来负极营收增速比无疫情时下滑 8.9 pct/17.1 pct/24.3 pct。总体来看，由于锂电龙头企业进入全球供应链体系，短期海外疫情对其营收影响不可避免。不过，目前国内新能源补贴政策已经落地，将对国民消费能力下滑风险形成有效对冲，悲观预期发生的概率降低。即使全球经济短期受疫情影响下滑，强者恒强的格局不改，龙头企业或将依靠自身的造血能力抵抗衰退甚至逆势扩张。新能源行业目前处于新的三年向上周期的开始阶段，是良好的投资窗口期。疫情只是插曲，长期看，汽车产业新能源化为确定性趋势，成长空间广阔，锂电产业链龙头宁德时代、璞泰来、恩捷股份等将充分受益。

4、风险提示

全球疫情扩散超预期；疫情导致消费力下滑。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835