

Model Y 定价超预期，智能电车产业链再发展

——总量&智能新能源汽车产业链研究之一

投资观点

事件：

2021年1月1日，Model Y 国产车型定价公布，Model Y 长续航降至人民币 33.99+万、高性能降至人民币 36.99+万。与此同时，Model 3 国产改款版车型也公布最新定价，Model 3 标准续航维持人民币 24.99+万、高性能降至人民币 33.99+万、长续航版本取消此外，Model 3 改款和 Model Y 国产车型均采用热泵/电动尾门/内饰升级等配置更新。

评论：

(1) ModelY 超预期定价打开市场空间，国内新能源车渗透率有望持续提升：综合考虑关税移除、零部件国产化率提升、与 Model 3 成本共享等因素，此前我们预估 Model Y 国产车型的首发价区间约人民币 35-40 万，此次 Model Y 国产车型实际定价超我们预期。鉴于当前其他车企的纯电动车型数量/性价比相对有限，定价下探与配置升级后的 Model 3 改款/Model Y 国产车型短期对竞品无疑形成压力。但长期看，Model 3 改款/Y 将进一步培养消费者接受度，最终无论是 Tesla，还是其他国产车型，都将受益新能源汽车整体渗透率的提升。

(2) 我们预计 2021 年特斯拉全球交付量约 90+万辆，其中国内交付约 30+万辆。渗透率方面，随着国内消费者对智能电动车接受程度不断提升，预计 2021 年国内新能源乘用车销量约 180 万辆，渗透率抬升 2.0 个百分点至 7.5%；预计 2025 年国内新能源乘用车销量约 630 万辆，渗透率进一步提升至 20%。

(3) 作为新能源汽车的核心零部件，动力电池有望持续受益。短期看，预计首批国产 Model Y 的电池为 LG 化学供应的三元锂电池，后续宁德时代向国产 Model Y 供应电池也将是大概率事件，短期建议关注 LG 及宁德时代供应链。长期看，Model 3 和 ModelY 将在入门级豪华车市场对燃油车进行全面替代，锂电产业链将充分受益汽车电动化浪潮。

(4) ModelY 短期对传统汽车产业链影响有限，但长期来看，其有助于推动国内汽车供应链电动化、轻量化、智能化进程。据测算，2020-2022 年，Model 3 和 ModelY 两款车型零部件需求量约占国内汽车零部件市场总规模的 0.6%、1.5%和 2.0%，影响有限，但特斯拉爆款的‘鲶鱼效应’会加速国内汽车供应链电动化、轻量化及智能化进程，三条赛道上的 A 股龙头均值得重点关注。

(5) 新能源汽车高景气提振锂钴价格，A 股锂钴龙头企业直接受益。受益于新能源汽车销售持续保持高景气，近期国内锂钴产品价格呈上行趋势，12 月，工业级碳酸锂、电池级碳酸锂价格分别上涨 15.45%、12.85%，硫酸钴、四氧化三钴价格分别上涨 5.45%、1.91%，未来锂钴价格仍有望延续上涨格局。供应链方面，赣锋锂业和雅化集团是特斯拉国内锂原料核心供应商，华友钴业为特斯拉国内钴原料间接供应商，从市值弹性角度看，锂板块天齐锂业弹性最大，钴板块洛阳钼业弹性最大。

投资建议：维持特斯拉、宁德时代、中鼎股份‘买入’评级；维持天齐锂业、三花智控、银轮股份、华域汽车‘增持’评级；建议关注恩捷股份、璞泰来等。智能汽车产业链的众多标的，也值得长期重点关注。

风险提示：新能源汽车销量不及预期的风险、新能源汽车车企竞争加剧的风险、动力电池路线更迭的风险。

作者

分析师：秦波

(执业证书编号：S0930514060003)
021-52523839；qinbo@ebsecn.com

分析师：邵将

执业证书编号：S0930518120001
021-52523869；shaoj@ebsecn.com

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002
021-52523852；nijj@ebsecn.com

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004
010-58452063
yinzs@ebsecn.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001
021-52523850；mars@ebsecn.com

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001
021-52523811
wangzh@ebsecn.com

分析师：刘慨昂

执业证书编号：S0930518050001
021-52523821；liuka@ebsecn.com

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002
021-52523849；kailiu@ebsecn.com

分析师：王威

执业证书编号：S0930517030001
021-52523818
wangwei2016@ebsecn.com

联系人：吴云杰

010-5651 3071
wuyunjie@ebsecn.com

目录

1、策略评论.....	3
2、汽车：ModelY 超预期定价打开市场空间，国内新能源车渗透率有望持续提升.....	4
2.1、ModelY 国产车型的上市时间点和定价略超预期.....	4
2.2、预计 2021 年特斯拉全球交付超过 90 万辆同比增长 80%左右，国内交付超过 30 万辆同比增长 100%左右	4
2.3、ModelY 预计短期内对竞品车型产生冲击，长期看有助于 C 端用户培养，最终行业整体受益.....	6
3、电力设备新能源：短期内 LG 及其供应链受益，长期看锂电产业链全面受益.....	7
3.1、动力电池：作为核心零部件持续受益.....	7
3.1.1、短期：LG 及其供应链直接受益.....	7
3.1.2、长期：锂电产业链充分受益汽车电动化浪潮.....	9
4、传统汽车供应链：短期影响有限，长期推动供应链电动化、轻量化、智能化.....	9
5、锂钴上游原料：新能源汽车高景气推动锂钴价格上涨，国内锂钴龙头企业直接受益.....	11
5.1、碳酸锂价格已呈现回升趋势.....	11
5.2、硫酸钴、三氧化二钴价格蓄势待发.....	13
5.3、锂钴行业受益标的梳理.....	14
6、重点公司梳理.....	15
7、风险提示.....	18

1、策略评论

事件：

2021年1月1日，Model Y国产车型定价公布，Model Y长续航降至人民币33.99+万、高性能降至人民币36.99+万。Model 3国产改款版车型也公布最新定价，其中，Model 3标准续航维持人民币24.99+万、高性能降至人民币33.99+万、长续航取消。此外，Model 3改款和Model Y国产车型均采用热泵/电动尾门/内饰升级等配置更新。

评论：

针对该事件，我们组织了汽车、电力设备新能源、原材料等领域分析师对相关事件的影响进行了分析和测算，我们整体认为：

1) Model Y上市时间点及上市定价都略超预期，我们预计2021年Tesla国内交付量将超过30万辆，全球交付量有望超过90万辆

2) Model Y的价格短期内或对同价格带其他竞品纯电动车造成冲击，但同时也将进一步培养C端用户对电动车的接受度，最终无论是Tesla，还是其他国产车型，都将受益于新能源汽车整体渗透率的提升。

3) 我们预计2021-2025年，国内电动车乘用车销量CAGR在37%左右。预计2021年国内新能源乘用车销量有望达180万辆左右，渗透率同比抬升2.0个百分点至7.5%；预计2025年国内新能源乘用车销量有望达630万辆，渗透率进一步抬升至20%。

4) 动力电池作为新能源汽车核心零部件将持续受益。预计首批Model Y国产车型电池由LG供应，短期关注LG供应链。长期看，锂电池产业链将长期受益于汽车电动化浪潮。

5) 其他汽车零部件来看，Model Y短期对国内汽车零配件市场撬动有限，但其会加速国内汽车供应链轻量化、电动化和智能化进程，A股汽车产业链上电动化、轻量化、智能化三条赛道上的龙头公司，都值得长期关注。

6) 上游原材料来看，新能源汽车高景气提振锂钴产品价格，12月国内锂钴工业品价格均有明显涨幅，预计未来锂钴价格仍有望延续上涨趋势。供应链方面，赣锋锂业和雅化集团是特斯拉国内锂原料核心供应商，华友钴业为特斯拉国内钴原料间接供应商，上述公司有望直接受益于特斯拉的销量提升。

智能电动车开启一个全新的时代，我们相信现在仍处于早期加速阶段。随着更多整车产品的推出，我们预期行业也有更高概率出现更多的高光时刻，产业链相关的公司都将受益于智能电动车时代的大发展。

具体内容如下：

2、 汽车：ModelY 超预期定价打开市场空间，国内新能源车渗透率有望持续提升

2.1、 Model Y 国产车型的上市时间点和定价略超预期

1) 上市时间方面，考虑到特斯拉的产能、以及海外出口等因素，我们原预估 Model Y 国产上市时间点在 2021 年 1 季度末（或至少在 2 月春节后），此次元旦上市，上市时间超我们预期。

2) 上市定价方面，我们认为 Model Y 国产定价首先会移除 15%进口关税，而且 2020 年底 Model Y 的国产化率近 100%，约 70%以上的零配件与 Model 3 国产车型共享，成本会进一步压缩，基于此，我们原预估 Model Y 国产车型的首发价区间约为人民币 35-40 万元。此次 Model Y 长续航/高性能价格降幅，略超我们预期。

2.2、 预计 2021 年特斯拉全球交付超过 90 万辆同比增长 80%左右，国内交付超过 30 万辆同比增长 100%左右

根据最新数据，2020 年特斯拉全球生产电动汽车 50.97 万辆，交付 49.96 万辆，达到此前指引所设置的 50 万辆目标；其中，预计国内交付量约超过 13 万辆（结合出口对应的上海工厂总交付量约 15 万辆）。

鉴于当前传统车企（尤其 BBA 等）纯电动车型数量与性价比相对有限，叠加 2C 端需求改善、渗透率提升，预计定价下探与配置升级后的 Model 3 改款、Model Y 国产车型的市场竞争力将进一步抬升。国内工厂产能爬坡节奏，将成为交付量高低的核心影响因素。

我们预计 2021 年特斯拉全球交付量应超过 90 万辆，同比增长 80%左右。其中，中国内地交付量来看，我们预计 2021 年 Tesla 国内工厂产能或爬坡至 50 万辆，对应全年生产/交付量在 40 万辆左右，由于部分将出口海外，预计在国内的交付量将超过 30 万辆，同比增长 100%以上。海外交付量来看，2020 年 3 月 15 日 Model Y 在北美已生产交付，考虑到美国工厂 Model Y 的全年贡献、外加国内工厂的出口销量，预计 2021 年海外总交付量将超过 60 万辆（其中，美国工厂交付量预计超过 50 万辆）。

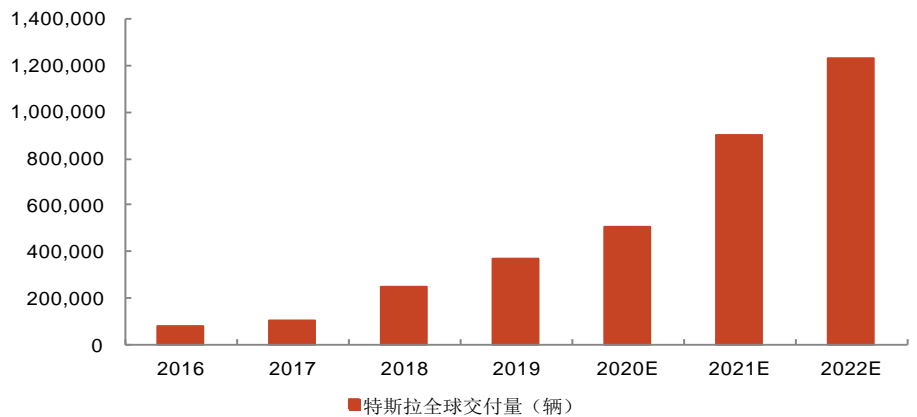
表 1: 特斯拉 Model Y 与主要竞品车型的性价比比较

	特斯拉	蔚来	理想	奥迪	宝马	奔驰	比亚迪	北汽	吉利领克
	Model Y(国产)	ES6	One (增持)	Etron (进口)	iX3 (国产)	EQC (国产)	唐 EV	Arcfox	Zero
车型级别	SUV	SUV	6/7 座 SUV	SUV	SUV	SUV	SUV	SUV	SUV
MSRP(万人民币, 补贴后)	33.99+	35.8+	32.8+	69.28+	47.0+	49.98+	27.95+	24.19+	NA
尺寸 (长*宽*高, mm)	4,750	4,850	5,020	4,901	4,746	4,774	4,870	4,788	4,850
	1,921	1,965	1,960	1,935	1,891	1,890	1,950	1,940	1,980
	1,624	1,731-1,758	1,760	1,628	1,683	1,622	1,725	1,683	1,530
轴距 (mm)	2,890	2,900	2,935	2,928	2,864	2,873	2,820	2,915	2,999
0-100km/h 加速 (s)	3.7-5.1	4.7-5.6	6.5	5.7	6.8	6.9	4.4-8.9	4.6-8.4	3.9
最高速度 (km/h)	217-241	200	172	200	150	180	180	NA	NA
电动机 (最大功率 kW/ 最大扭矩 N.m)	317-545	320-610 (400-725)	240-530	300-664	210-400	210-415	180-330 (380-660)	160-360 (320-720)	NA
电池系统能量密度 (Wh/kg)	161	135-170	NA	135.7	154	124	161	187-194	NA
百公里耗电量 (Kwh)	13.9	14.0	NA	20.4	17.8-17.5	19.9	17.3	16.0	NA
电池容量 (Kw/h)	77.0	70.0-100.0	40.5	95.0	74.0	79.2	86.4	67.3-93.6	110
续航里程 (km)	480-594	420-610	800 (电池 180km)	470	520	415	505-565	480-653	>700
自动驾驶级别	L2	L2	L2	L2	L2	L2	L2	L2	L2

资料来源: 汽车之家 (截至当前最新 MSRP), 光大证券研究所整理

注: 预计 2021E 领克 Zero 上市

图 1: 2016-2022E 特斯拉全球交付量



资料来源: 特斯拉公告, 光大证券研究所预测

表 2：特斯拉 Model Y 与 Model 3 配置升级的前后比较

	Model 3		Model 3		Model Y	
	2021 标准续航版	2020 标准续航版	2021 高性能版	2020 高性能版	2021 长续航版	2021 高性能版
上市时间	2021/1	2020/10	2021/1	2020/4	2021/1	2021/1
厂商指导价 (万元)	26.57	26.97	33.99	41.98	33.99	36.99
补贴后售价 (万元)	24.99	24.99				
	4,694	4,694	4,694	4,694	4,750	4,750
尺寸 (长*宽*高, mm)	1,850	1,850	1,850	1,850	1,921	1,921
	1,443	1,443	1,443	1,443	1,624	1,624
轴距 (mm)	2,875	2,875	2,875	2,875	2,890	2,890
0-100km/h 加速 (s)	5.6	5.6	3.3	3.4	5.1	3.7
最高速度 (km/h)	225	225	261	261	217	241
电动机 (最大功率 kW/ 最大扭矩 N.m)	220-404	220-404	340-639	340-639	317-545	
百公里耗电量 (Kwh)	12.6	12.6			13.9	
电池容量 (Kw/h)	55	55			77	77
续航里程 (km)	468	468	605	600	594	480 (WLTP)
驱动方式	后置后驱	后置后驱	双电机四驱	双电机四驱	双电机四驱	双电机四驱
轮胎规格	235/45 R18	235/45 R18	235/40 R19 (米其林)	235/40 R19 (韩泰)	255/45 R19	255/35 R21
多层隔音玻璃	√		√		√	√
电动车尾门	√		√		√	√
运动外观套件			√			√
方向盘加热			√		√	√
后排座椅加热	√ (选配)		√	√	√	√
热泵空调	√		√		√	√

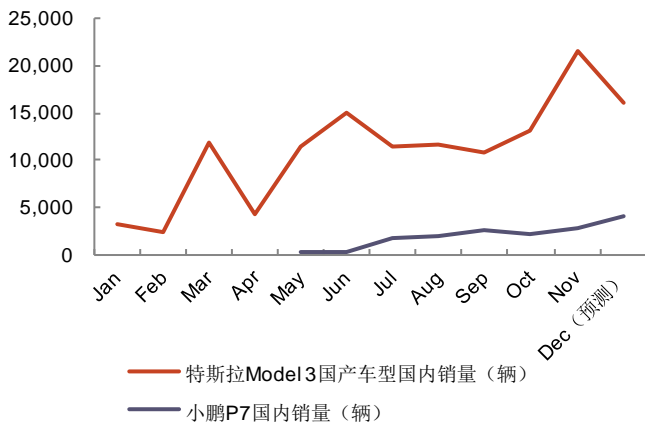
资料来源：汽车之家（截至当前最新性能配置），光大证券研究所整理

2.3、 Model Y 预计短期内对竞品车型产生冲击，长期看有助于 C 端用户培养，最终行业整体受益

我们判断，随着留存订单释放、新能源车的补贴退坡、以及 Model Y 国产车型的上市等因素，短期内尤其是今年 1、2 月份，部分其他纯电动车型的订单爬坡会有一定影响。但是，鉴于新能源车仍处于渗透率早期抬升阶段，从另一角度看 Model Y 国产车型的上市爬坡，有望进一步增强、培养消费者对智能纯电动车的市场接受度，最终会驱动 C 端消费需求的进一步释放。届时，预计各细分领域具有较强市场竞争力的车型/车企，均有望在行业渗透率抬升过程中受益。从 2020 年数据看，与特斯拉 Model 3 的国产车型价格带重合的小鹏 P7 国内销量，也是逐月抬升。

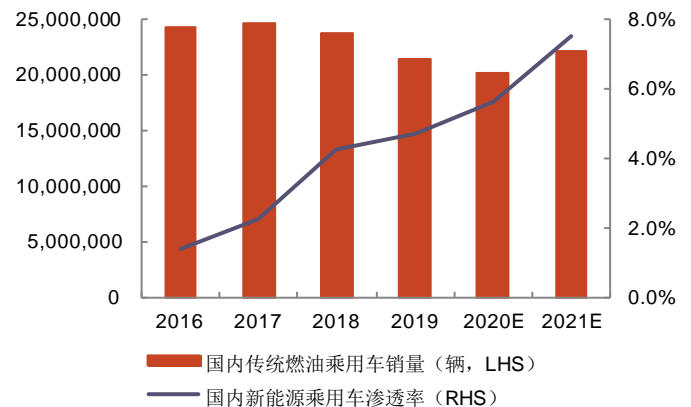
基于以上判断，我们预计 2021 年国内新能源乘用车销量有望达 180 万辆左右，预计渗透率同比抬升 2.0 个百分点至 7.5%；长期来看，我们预计到 2025 年，国内新能源乘用车销量有望达 630 万辆，渗透率进一步抬升至 20%。

图 2: 与 Model 3 国产车型价格带重合的小鹏销量爬坡 (2020)



资料来源: Wind, 乘联会、特斯拉、小鹏汽车官网及公告, 光大证券研究所预测
 注: 特斯拉 10 月降价后的留存订单转换、10/24 上海外牌限行政策公布、以及 11 月磷酸铁锂版车型交付, 驱动 11 月 Model 3 国产交付量创历史新高

图 3: 2016-2021E 新能源乘用车渗透率从 1.4% 抬升至 7.5%



资料来源: Wind, 中汽协、光大证券研究所预测
 注: 预计 2020E/2021E 国内传统燃油乘用车销量同比下降 6%/同比增长 10%

3、 电力设备新能源: 短期内 LG 及其供应链受益, 长期看锂电产业链全面受益

3.1、 动力电池: 作为核心零部件持续受益

3.1.1、 短期: LG 及其供应链直接受益

特斯拉动力电池供应商包括宁德时代、LG 和松下。2020 年宁德时代主供国产 Model 3 的磷酸铁锂版本车型 (标准续航版/带电量 55kWh), LG 主供国产 Model 3 的三元版本车型 (标准续航版/带电量 51.8kWh, Performance 高性能版/带电量 76.8kWh)。根据 2020 年 11 月 30 日公布的工信部目录, 估计首批国产 Model Y 的电池为 LG 化学供应的三元锂电池 (据韩媒 koreatimes 报道, 2021 年下半年 LG 将向 Model Y 供应 NCMA 四元锂电池); 参考 Model 3 的配置, 我们估计后续宁德时代向国产 Model Y 供应电池是大概率事件。

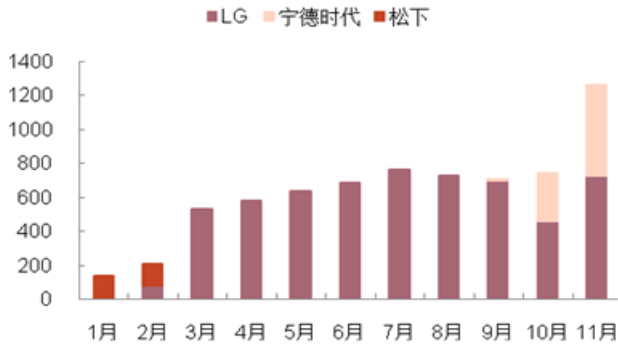
根据 GGII 的数据, 宁德时代自 2020 年 9 月起供应特斯拉 Model 3, 份额逐步提升, 到 11 月份, 宁德时代的份额达到 42%, 我们预计 2021 年宁德时代在国产特斯拉的份额有望达到 50%。基于我们汽车行业分析师的预测, 预计 2021 年国产 Model Y 的销量约 20 万辆, 国产 Model 3 的销量约 15 万辆, 由此计算出其电池需求约 23-25Gwh, 宁德时代、LG 分别供应约 12Gwh。

我们梳理出宁德时代和 LG 的国内供应商如图 6 所示, 考虑首先受益的是 LG 及其供应链, 涉及的上市公司包括:

- (1) 正极材料厂商当升科技、华友钴业;
- (2) 负极材料厂商璞泰来、杉杉股份、翔丰华;

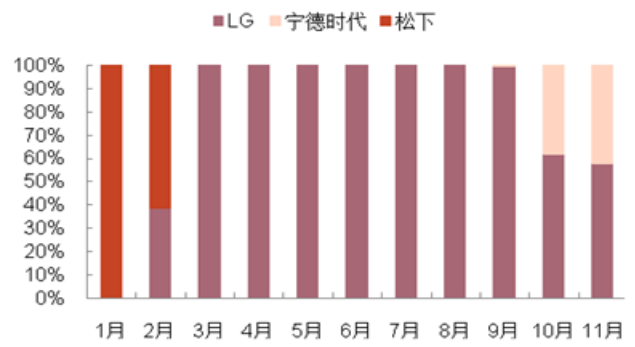
- (3) 隔膜厂商恩捷股份、星源材质、中材科技；
- (4) 电解液厂商新宙邦、天赐材料、江苏国泰；
- (5) 铜箔厂商诺德股份，结构件厂商科达利，以及
- (6) 锂电设备厂商先导智能、赢合科技及杭可科技等。

图 4：2020 年 1-11 月国产 Model 3 的电池供应商装机量
(单位：MWh)



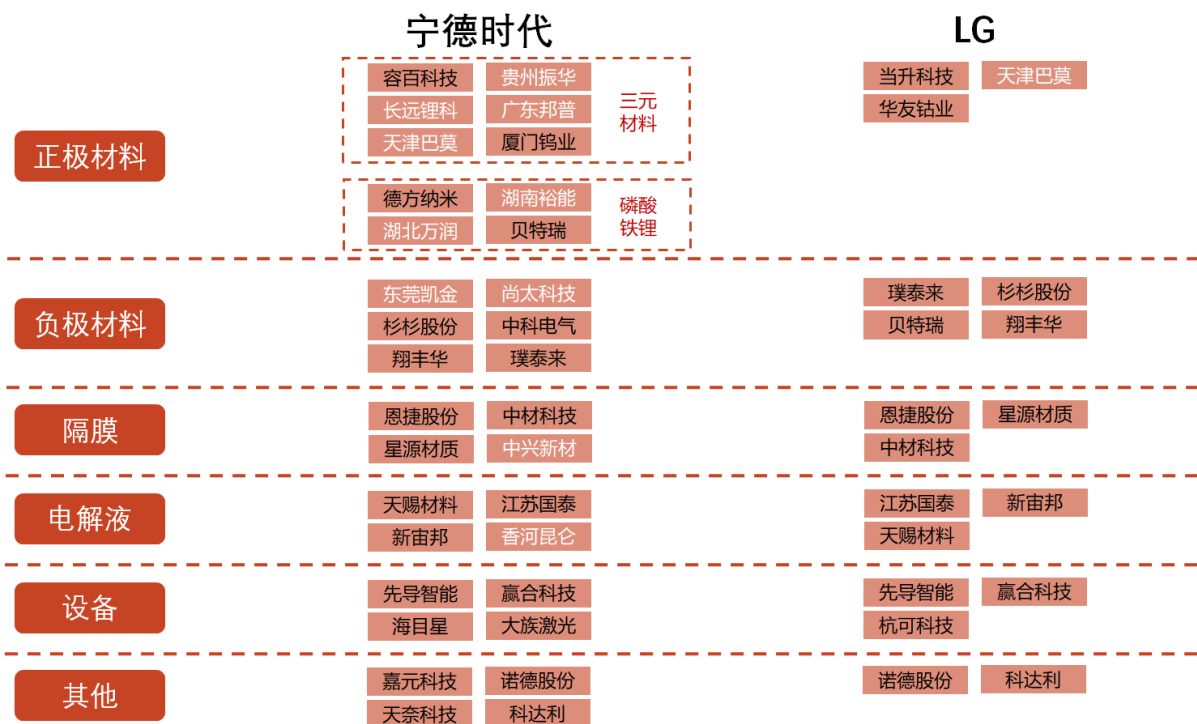
资料来源：GGII，光大证券研究所整理

图 5：2020 年 1-11 月国产 Model 3 的电池供应商装机量份额



资料来源：GGII，光大证券研究所整理

图 6：宁德时代、LG 动力电池供应商梳理



资料来源：高工锂电、鑫椏咨询等，光大证券研究所整理

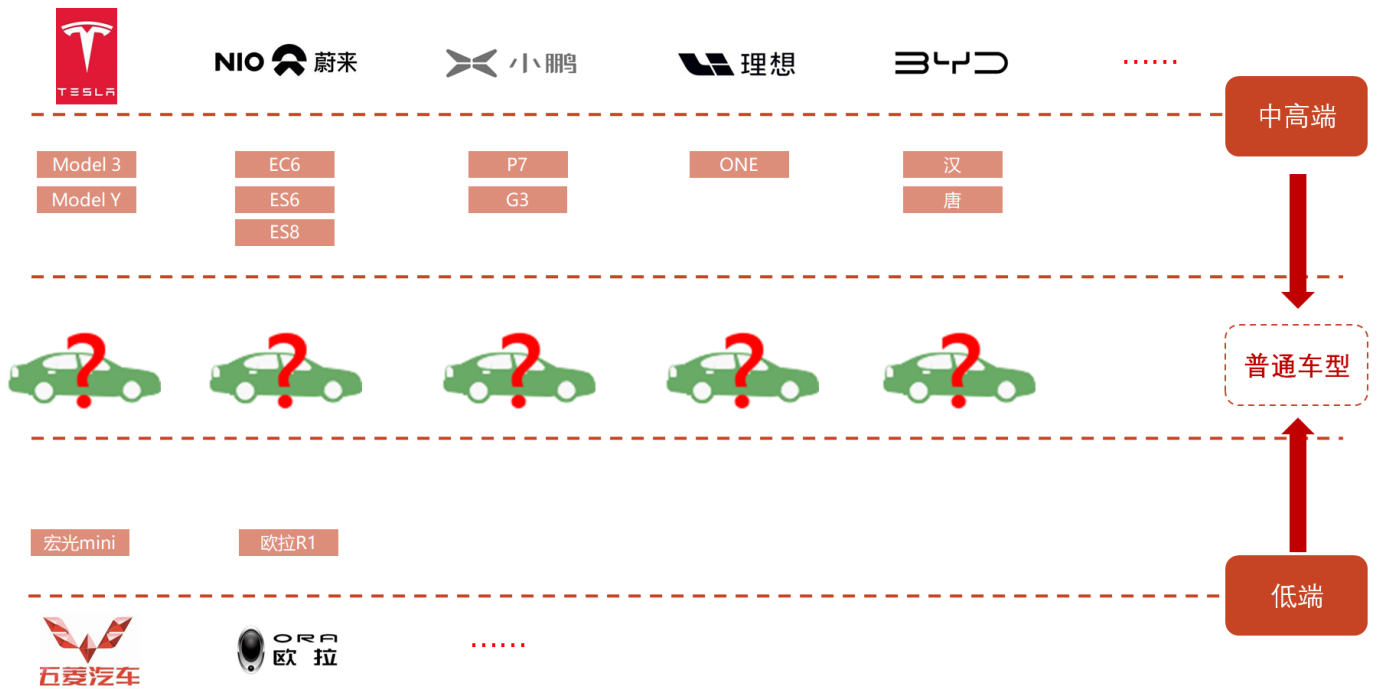
3.1.2、长期：锂电产业链充分受益于汽车电动化浪潮

特斯拉将国产 Model Y 长续航版/Performance 高性能版的定价调整至 33.99/36.99 万元，尽管短期可能对对标车型造成压力，但长期看，该车型将进一步推动汽车电动化的进程，成为电动汽车历史上重要的里程碑事件。Model 3 的成功以及 Model Y 即将到来的成功，让我们看到中高端车型的电动化势不可挡，在入门级豪华车这个细分市场，电动车将对 BBA 等相关燃油车型进行全面替代。

我们认为新能源乘用车的发展路径可能是：（1）前期由中高端车型带动，这些爆款车型会培育出用户的消费习惯；（2）低端市场的 A00 车型因为极致性价比等因素也受到相关细分人群的欢迎；（3）随着电池成本下降、充电桩逐步普及、保值率提升，面对更广泛用户群的十万级别车型将会迅速普及，新能源汽车渗透率将会大幅提升。

动力电池是智能电动车的核心零部件，随着汽车电动化/智能化的演进，锂电池行业将迎来最好的时代。中国拥有全球最完善、最具竞争力的锂电产业链，国内锂电行业相关上市公司将充分受益汽车电动化的浪潮。

图 7：国内新能源汽车发展路径猜想



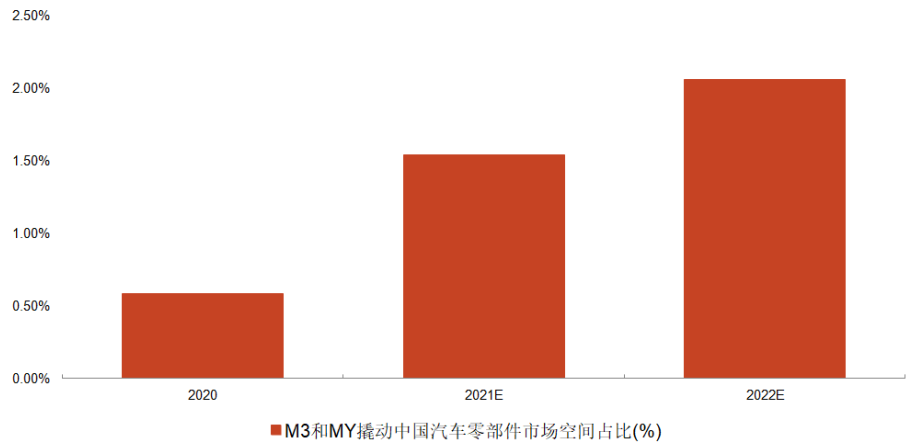
资料来源：光大证券研究所绘制

4、传统汽车供应链：短期影响有限，长期推动供应链电动化、轻量化、智能化

国产 Model Y 售价处于 30-40W 区间，有望成为该细分领域爆款车型，预计 2021 年该车型撬动中国汽车供应链市场空间约为 0.9%。随着 Model 3 和 Model Y 国产

车型的产能爬坡和进一步放量,预计 2020-2022 年上述两款车型撬动国内汽车零部件市场规模占比为 0.6%、1.5%和 2.0%。预计对零部件行业业绩弹性影响有限。

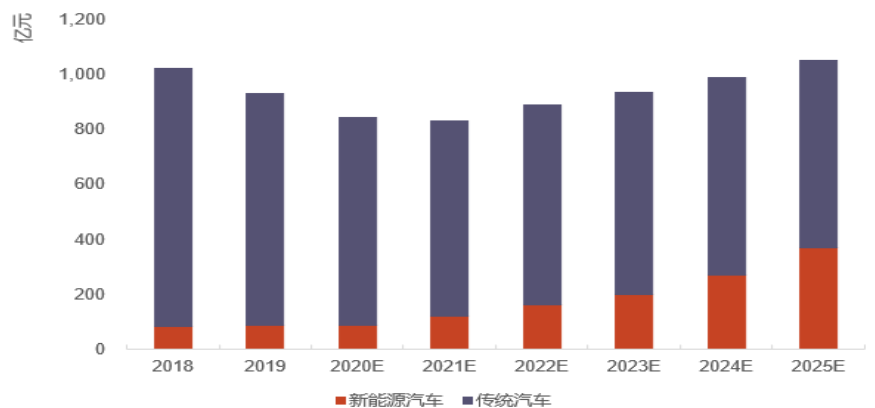
图 8: Model3 和 Model Y 国产化撬动中国汽车零部件市场空间占比 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所测算

Model 3 和 Model Y 虽然短期对国内供应链市场空间影响有限,但随着 Model 3 的热销和 Model Y 国产后的爬坡,预计“鲑鱼效应”会加速国内汽车供应链电动化、轻量化及智能化进程。特斯拉作为全球新能源汽车行业龙头,对传统汽车在供应链的影响除了“三电”领域,主要在热管理系统、车身轻量化领域以及汽车电子方向。

图 9: 国内乘用车热管理市场规模



资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

我们预计电动化、轻量化、智能化三条赛道上主要的供应链公司 2020-2022 年业绩均有较大增长,剔除其中外延并购对业绩的影响,以及行业龙头三花智控以及华域汽车外,其余公司 2020-2022 年复合业绩增速为 25%-43%。对应 2022 年估值水平大约 14X-34X。

图 10：电动化、轻量化、智能化主流公司业绩及 PE（总市值：亿元，利润预测：亿元）

	代码	公司	总市值	2020年预测利润	2021年预测利润	2022年预测利润	PE-2020	PE-2021	PE-2022
电动化	002050.SZ	三花智控	885.4	15.0	18.0	20.3	59.0	49.3	43.7
	002126.SZ	银轮股份	109.1	3.8	4.8	5.9	28.7	23.0	18.5
	000887.SZ	中鼎股份	143.0	4.7	7.3	9.0	30.5	19.7	15.8
轻量化	601689.SH	拓普集团	405.4	5.9	9.3	11.9	68.9	43.6	34.0
	603305.SH	旭升股份	139.9	3.1	4.3	5.5	44.9	32.9	25.4
	603348.SH	文灿股份	68.9	1.0	3.3	4.9	69.2	20.9	14.2
	002085.SZ	万丰奥威	143.5	6.0	8.6	10.5	24.0	16.8	13.7
智能化	000887.SZ	中鼎股份	143.0	4.7	7.3	9.0	30.5	19.7	15.8
	600699.SH	均胜电子	346.9	1.9	12.4	16.3	182.8	28.0	21.3
	600741.SH	华域汽车	908.6	60.2	68.6	73.0	15.1	13.3	12.4
	000887.SZ	中鼎股份	143.0	4.7	7.3	9.0	30.5	19.7	15.8

资料来源：Wind，三花智控、银轮股份、中鼎股份及华域汽车为光大证券研究所测算，其余公司为 WIND 一致预期，数据截止 2020 年 12 月 31 日

零部件方面：

1) 建议关注受益于新能源汽车的热管理和轻量化行业的优质个股。热管理方面，关注三花智控、中鼎股份、银轮股份等；轻量化方面，关注爱柯迪、文灿股份等。

2) 建议关注新能源汽车头龙整车企业的核心供应商：华域汽车、福耀玻璃、拓普集团、均胜电子、精锻科技等。

汽车电子方面：

1) 建议关注受益于新能源汽车的半导体行业的优质个股：斯达半导 (IGBT)、闻泰科技 (MOSFET)、韦尔股份 (汽车 CIS)、晶晨股份 (车载显示屏 SoC)、北京君正 (车载 SRAM 和车载 DRAM) 等。

2) 建议关注新能源汽车核心供应商：宏发股份 (继电器)、长信科技 (车载中控大屏)、得润电子 (OBC/连接器/线束)、蓝思科技 (中控屏和结构件)、鹏鼎控股 (FPC)、联创电子 (车载光学模组和镜头)、安洁科技 (功能件和结构件) 等。

5、 锂钴上游原料：新能源汽车高景气推动 锂钴价格上涨，国内锂钴龙头企业直接受益

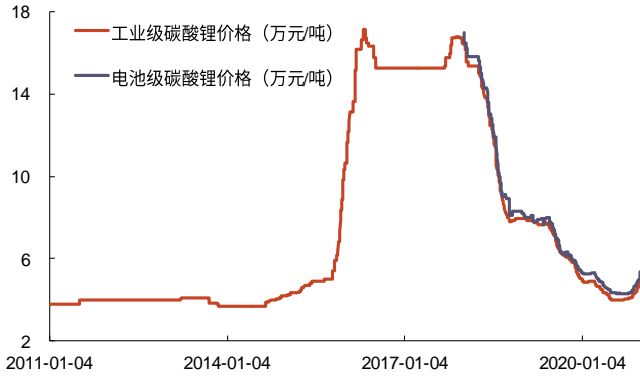
特斯拉 Model Y 车型的竞品主要是以 BBA 为代表的燃油车，其大幅降价将有利于电动车对燃油车的进一步替代，对整个新能源产业链构成利好、提振钴锂的需求。我们判断此次事件对于原料端不管是基本面还是情绪面都形成利好，钴锂价格有望延续上涨格局。

5.1、 碳酸锂价格已呈现回升趋势

受新能源汽车产销大幅增长，12 月碳酸锂价格大幅回升，拐点显现。2020 年 12 月 31 日工业级碳酸锂价格为 5.08 万元/吨，较 11 月 30 日价格 4.40 万元/吨上涨 15.45%，但是在上涨的同时，碳酸锂工厂库存仍然维持在 2019 年 3 月 30 日的低位；2020 年 12 月 31 日电池级碳酸锂价格为 5.27 万元/吨，较 11 月 30 日价格 4.67 万元/吨上涨 12.85%；2020 年 12 月 31 日单水氢氧化锂价格为 4.85 万元/吨，

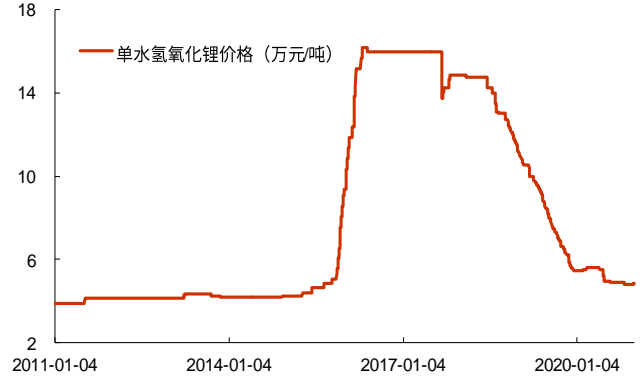
较 11 月 30 日价格 4.80 万元/吨上涨 1.04%。我们预计后续随着高镍化电池的不断生产和使用，氢氧化锂价格有望跟随碳酸锂价格环比上行。

图 11: 碳酸锂价格持续回升



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截止 2020 年 12 月 31 日

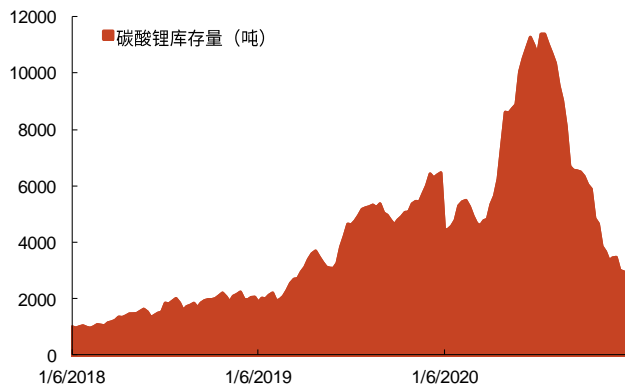
图 12: 氢氧化锂价格趋于平稳



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截止 2020 年 12 月 31 日

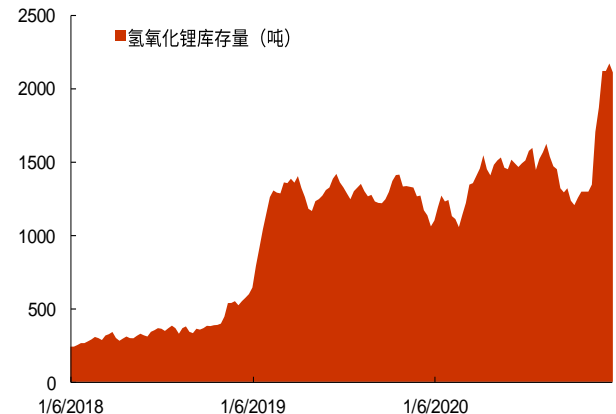
2020 年 12 月 26 日碳酸锂库存为 2905 吨, 较 11 月 28 日 3470 吨, 下降 16.28%; 2020 年 12 月 26 日氢氧化锂库存为 2110 吨, 较 11 月 28 日 1870 吨上升 12.83%。碳酸锂库存处于年初低位, 氢氧化锂库存处于历史高位。

图 13: 碳酸锂工厂库存处于历史低位



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2020 年 12 月 26 日

图 14: 氢氧化锂工厂库存处于历史高位

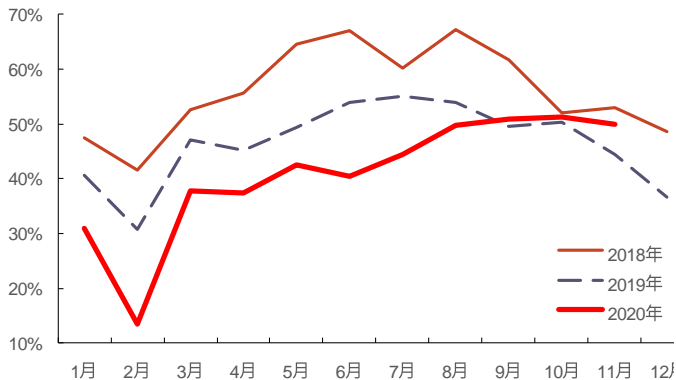


资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2020 年 12 月 26 日

2020 年 11 月碳酸锂开工率为 49.88%, 环比下降 1.35 个百分点, 但仍处近三年开工率高点; 同时, 与以往不同的是, 2020 年的开工率高点出现于四季度, 预示着下游需求在四季度旺盛。

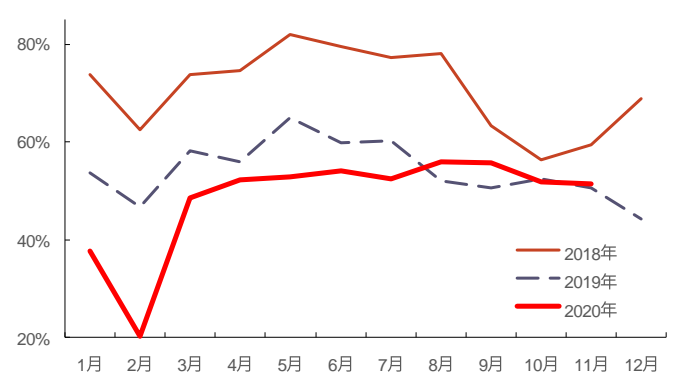
2020 年 11 月氢氧化锂开工率为 51.42%, 环比下降 0.45 个百分点, 整体开工率较为疲弱。

图 15: 碳酸锂开工率



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截止 2020 年 11 月

图 16: 氢氧化锂开工率



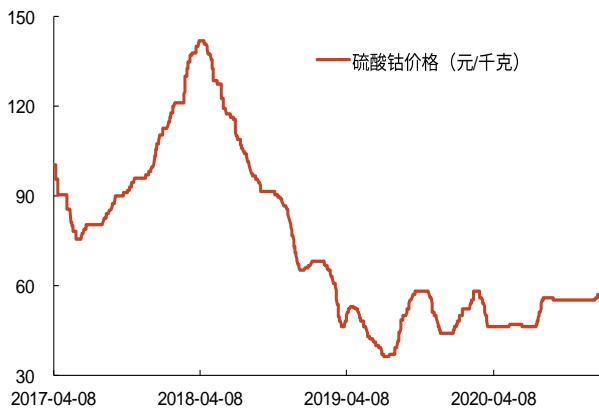
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截止 2020 年 11 月

5.2、 硫酸钴、四氧化三钴价格蓄势待发

2020 年 12 月 31 日硫酸钴价格为 58 元/千克, 较 11 月 30 日价格 55 元/千克, 上涨 5.45%; 2020 年 12 月 31 日四氧化三钴价格为 213 元/千克, 较 11 月 30 日价格 209 元/千克, 上涨 1.91%。

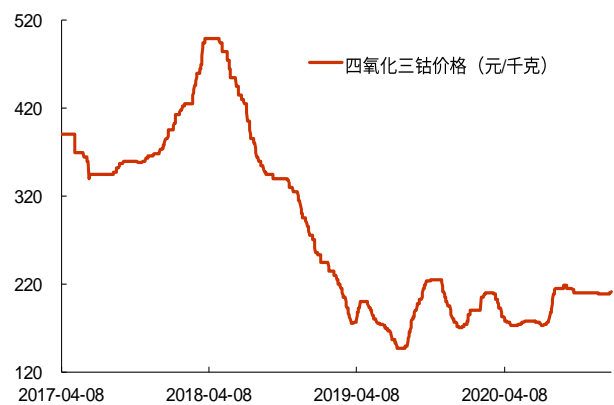
我们结合 (1) 随着新能源汽车下游的持续复苏, (2) 收储预期落地、(3) 南非疫情加剧导致短期供给短缺, 三因素判断, 硫酸钴、四氧化三钴价格蓄势待发。

图 17: 硫酸钴价格蓄势待发



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2020 年 12 月 31 日

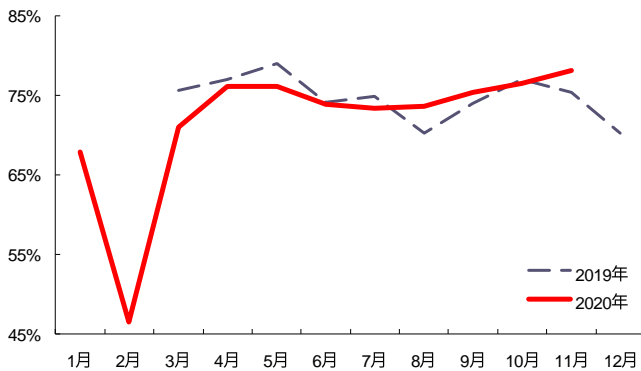
图 18: 四氧化三钴价格蓄势待发



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2020 年 12 月 31 日

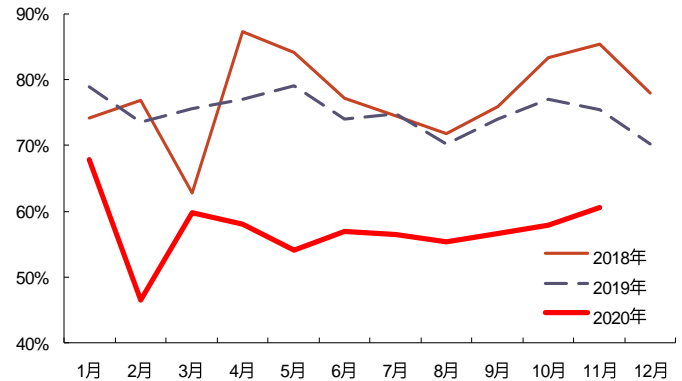
2020 年 11 月硫酸钴开工率为 78.16%, 环比上升 1.71 个百分点, 整体处于近两年高位; 四氧化三钴开工率为 60.62%, 环比上升 2.78 个百分点, 处于近三年低位。

图 19: 硫酸钴开工率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 20: 四氧化三钴开工率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

5.3、 锂钴行业受益标的梳理

特斯拉国内锂原料核心供应商主要为赣锋锂业和雅化集团:

赣锋锂业: 2018年9月21日, 特斯拉与中国最大的锂电池生产商(赣锋锂业)达成了合作协议。赣锋锂业表示将向此汽车制造商提供其总产能五分之一的锂产品, 即用于电动汽车电池用金属, 该协议从2018年到2020年履行, 并可选择延长三年。

雅化集团: 2020年12月29日, 雅化集团下属全资子公司雅安锂业与特斯拉公司签订合同, 从2021年起至2025年, 特斯拉将向雅安锂业采购价值总计6.3亿美元~8.8亿美元的电池级氢氧化锂产品。

特斯拉国内钴原料间接供应商主要为华友钴业。

特斯拉钴核心直接供应商为国外的嘉能可公司; 但特斯拉汽车电池未来主要由LG提供, 而LG的部分钴原料由国内华友钴业提供。特斯拉国内钴原料间接供应商主要为华友钴业。

嘉能可: 2020年6月17日, 电动汽车制造商特斯拉已与瑞士钴供应商嘉能可(Glencore)达成协议, 每年将从后者采购6000吨钴, 用于锂离子电池生产。

华友钴业: 2018年4月11日, 华友钴业公告称, 拟通过旗下全资子公司华友新能源与LG化学共同出资1.59亿美元和4.76亿美元设立两家合资公司(投资额合计逾40亿元)。两家公司分别暂定名为华金新能源材料(衢州)有限公司(以下简称华金新能源)和乐友新能源材料(无锡)有限公司(以下简称乐友新能源)。

从市值弹性角度看, 假设商品价格涨价1% (锂参考碳酸锂当量, 钴参考电钴当量)、原材料价格维持不变, 所得税按25%, 增加的利润给予30倍PE, 弹性即为增加的市值/当期市值。

锂价格弹性测算由高到低排名: 天齐锂业、盛新锂能、雅化集团、赣锋锂业、藏格控股, 建议关注天齐锂业。

表 3：锂业公司价格弹性测算（截至 20 年 12 月 31 日）

锂	碳酸锂产量 (吨)	碳酸锂均价 (元/吨)	总市值 (亿元)	碳酸锂价格 上涨 1%弹性
天齐锂业	38147	47124	560	0.72%
赣锋锂业	38574	47124	1350	0.30%
雅化集团	11725	47124	190	0.65%
盛新锂能	11816	47124	185	0.68%
*ST 藏格	1828	47124	149	0.13%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

钴价格弹性测算由高到低排名：洛阳钼业、华友钴业，建议关注洛阳钼业。

表 4：钴业公司价格弹性测算（截至 20 年 12 月 31 日）

钴	钴精矿产量含钴 (吨)	电钴均价 (元/吨)	总市值 (亿元)	钴价格上涨 1%弹性
华友钴业	5000	275000	905	0.5%
洛阳钼业	18000	275000	1350	1.1%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

6、重点公司梳理

● 特斯拉 (TSLA.O)， “买入” 评级

我们判断,1) 公司核心经营状况持续改善(3Q20 剔除汽车积分收入后的 Non-GAAP 归母净利润约 4.8 亿美元 vs. 2Q20 约 0.2 亿美元)，2) 维持看好销量规模扩大与毛利率长期爬坡趋势、以及 OTA/FSD 等驱动长期业绩/估值溢价的观点，3) 当前市值仍包括空头回补、以及纳入 S&P500 指数对应的被动资金流入等交易型因素。鉴于公司基本面仍有望持续向好，我们维持“买入”评级，建议长期积极关注。

风险提示：交付量/毛利率爬坡不及预期；成本控制不及预期；扩产与新工厂投产对盈利的短期拖累；FSD/电池等新技术推进不及预期；海外市场风险。

● 宁德时代 (300750.SZ)， “买入” 评级

公司愿景清晰，业务聚焦三大市场，一是以可再生能源和储能为中心的固定式化石能源替代；二是以动力电池为核心的移动式化石能源替代；三是以电动化+智能化为核心的应用场景。电动汽车+储能+其他市场的电池渗透空间巨大，锂电全球龙头有望在相当长时间里维持高速增长。维持公司 2020/21/22 年净利润预测为 51.0/69.2/88.7 亿元，当前股价对应 PE 为 160/118/92 倍。公司作为全球动力电池龙头，储能业务拐点临近，未来增长确定性较高，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复风险；政策变化风险；技术路线变更风险；原材料供应紧张的风险等。

● 恩捷股份 (002812.SZ)

公司是全球领先的锂电隔膜企业。2020Q4 公司达到满产状态，预计生产 4.5 亿平隔膜，2020 年全年出货 12 亿平，2021 年预计出货 20 亿平，其中宁德时代是最大的客户，海外客户包括 LG、松下、三星等。恩捷股份将充分受益于电动车全球化浪潮，建议积极关注。

风险提示：疫情反复风险；政策变化风险；技术路线变更风险；原材料供应紧张的风险等。

● **璞泰来 (603659.SH)**

公司是锂电行业领先的综合型企业，业务覆盖负极材料、隔膜及锂电设备等领域。2020年公司负极材料销量预计销售6万吨，21年预计出货9万吨；销量结构方面，下游消费锂电和动力锂电各占一半。目前第一大客户是LG，第四大客户是宁德时代。璞泰来也将充分受益于锂电行业的高速增长，建议积极关注。

风险提示：疫情反复风险；政策变化风险；技术路线变更风险；原材料供应紧张的风险等。

● **中鼎股份 (000887.SZ)**，“买入”评级

公司加速在热管理、空气悬架、轻量化和电池密封等领域布局，将深度受益于新能源汽车渗透率的提升。较传统汽车，预计公司配套新能源汽车单车价值量有望提升1600~1900元至0.4~0.5万元（增量来自电池密封、减震产品，热管理管路用量提升，若考虑空气悬架和轻量化产品则单车价值量将超1万元）。目前公司获得众多头部OEM认可和配套（已获得宁德时代、大众、通用、特斯拉、蔚来、理想和吉利等客户定点）。

我们认为，短期随着疫情影响减弱及疫苗研制取得进展，海外复工率提升，公司业绩有望触底回暖。中长期，公司全力布局新能源汽车与智能底盘领域，推进海外公司国产项目落地，加强成本与资本管控。上述举措有助于公司打开市场空间、改善利润率，业绩在经历“深蹲”后有望实现触底回升。维持2020~2022年归母净利润4.7、7.3、9.0亿元（对应EPS 0.38、0.59、0.74元）的预测，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动；国产项目、新品拓展不及预期；汇率风险等。

● **三花智控 (002050.SZ)**，“增持”评级

自从特斯拉Model 3上市以来，产能的快速放量和较高的单车货值使得特斯拉订单成为公司新能源车业务最重要的收入增量。Model Y热管理系统在Model 3的基础上引进热泵系统，系统复杂度再次提升，并创新采用Octovalve等原创零部件，单车货值进一步提升。公司作为特斯拉热管理系统核心供应商，单车配套价值量从Model 3到Model Y实现翻倍增长。随着Model Y在北美上市以及2021年国产版量产，特斯拉放量将拉动公司业绩提升。

公司凭借在热管理领域长期的研发和制造能力积淀，订单获取能力较强，预计公司在未来的2~3年保持快速增长。维持2020~2022年归母净利润15.0、18.0、20.3亿元（对应EPS 0.42、0.50、0.56元）的盈利预测，维持“增持”评级。

风险提示：人民币汇率大幅升值；未联动定价的原材料价格大幅上升。

● **银轮股份 (002126.SZ)**，“增持”评级

我们判断：1) 受益重卡/工程机械排放升级，具备领先竞争优势的尾气处理业务成为公司短中期业绩的支撑点；2) 公司加速布局的新能源乘用车热管理领域将成为中长期业绩驱动力。我们认为布局新能源汽车热管理有望为公司带来两大突破：

产品升级：从部件到系统，从冷却系统到热泵系统。目前公司产品拓展至高低温水箱、Chiller、电池冷却板、电机冷却器、电控冷却器、前端冷却模块、PTC加热器、

电子风扇、电子水泵、电子阀、热泵空调系统等，有望紧跟行业趋势，提升配套价值量。

客户升级：配套宁德时代和特斯拉等新能源汽车头部厂商，抢占优质客户。随着 Model Y 2021 年国产版量产，特斯拉放量有望拉动公司业绩提升。

维持公司 2020~2022 年归母净利润 3.8、4.8、5.9 亿元（对应 EPS 为 0.48、0.60、0.74 元）的盈利预测，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动；新品拓展不及预期；汇率风险等。

● 华域汽车 (600741.SH)， “增持” 评级

公司汽车零部件产品种类齐全，多个品类国内市场份额领先。作为国内零部件龙头，已经获得特斯拉国产 Model3 座椅、保险杠、电池盒及车身分拼总成件，侧围、后盖模具等业务配套。我们测算公司为国产 Model3 配套单车价值量或达 1 万元，处于行业前列。我们认为公司作为国产特斯拉核心供应商，且考虑到 Model Y 与 Model 3 较高的零部件共用率，公司的内外饰、底盘车身等产品在 Model Y 上或维持良好配套关系，有望受益国产 Model Y 放量。

同时，特斯拉 Model Y 国产/售价超预期将产生强“鲑鱼效应”，促进国内新能源汽车产业整体加速发展。除特斯拉外，公司也是大众 MEB、通用 BEV3、上汽乘用车等头部新能源整车企业的核心供应商，深度受益汽车电动化趋势。

维持公司 2020~2022 年归母净利润 60、69、73 亿元的盈利预测（对应 EPS 为 1.91、2.17、2.32 元），维持“增持”评级。

风险提示：二次疫情等风险致行业需求复苏不及预期；配套新车型销量不及预期；海外市场拓展不及预期；汇率风险。

● 天齐锂业 (002466.SZ)， “增持” 评级

锂矿龙头充分受益锂价上涨，引入战投缓解债务压力

- 1) 下游需求向好，锂价出现拐点；
- 2) 公司拥有全球最优质矿山，产品充分受益价格上涨；
- 3) 公司引入战投，债务有望缓解。

风险提示：资产减值，锂行业需求恶化，引入外资能否最终落地尚存不确定性。

表 5：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
		19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
TSLA.O	特斯拉	0.04	2.19	3.35	17,347.7	321.7	210.7	94.4	45.2	36.3	买入	维持
300750.SZ	宁德时代	2.07	2.19	2.97	170	160	118	20.3	13.2	11.8	买入	维持
002812.SZ	恩捷股份	1.06	1.18	1.73	134	120	82	8.2	5.3	4.8		无
603659.SH	璞泰来	1.5	1.48	2.12	75	76	53	14.3	13.0	10.7		无
002466.SZ	天齐锂业	-4.05	-1.00	0.02	-	-	36	6.6	8.4	8.4	增持	维持
000887.SZ	中鼎股份	0.49	0.38	0.59	24	31	20	1.6	1.6	1.5	买入	维持
002050.SZ	三花智控	0.51	0.42	0.50	48	59	49	7.3	8.5	7.6	增持	维持
002126.SZ	银轮股份	0.40	0.48	0.60	34	29	23	2.9	2.7	2.5	增持	维持
600741.SH	华域汽车	2.05	1.91	2.17	14	15	13	1.8	1.7	1.6	增持	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020-12-31（恩捷股份、璞泰来 20、21 年 EPS 为 wind 一致预期）

注：1) 特斯拉 EPS 为美元，为 Non-GAAP 数据；2) 1 美元=6.6 人民币

7、风险提示

- 1、新能源汽车销量不及预期的风险。新能源汽车产业链受益主要的推动因素是新能源汽车销量的大幅提升，若新能源汽车销售因技术成熟度等原因不及预期，会对新能源汽车发展的进程带来短期的风险。
- 2、新能源汽车也是一种充分竞争的消费品，随着产业的发展，我们预期会有越来越多的企业加入进来，竞争会显著加剧，这可能会对新能源汽车产业链特别是整车厂带来较大的竞争加剧的风险。
- 3、电池是新能源汽车发展的核心元件，随着技术的进步，当前的电池技术可能面临被新技术挤压或替代的可能性，这对电池相关产业链带来风险。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳