

新能源汽车行业：全球市场迎快速增长，把握产业发展三大趋势

——新能源汽车行业系列报告18（深度）

2021年01月07日

看好/维持

电力设备与行业报告

分析师	郑丹丹 电话：021-25102903 邮箱：zhengdd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070001
研究助理	张阳 电话：010-66554016 邮箱：zhangyang_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070043

投资摘要：

碳中和从供能与用能端着手，新能源汽车是用能端电能替代的重要形式。新能源汽车实现了交通出行领域电能对化石燃料的替换，在电能绿色清洁的前提下即可实现出行领域的零碳排放，发展新能源汽车对于控制碳排放具有十分重要的意义。

中国市场与欧洲、美国市场成为三大增长极，预计2021、2025年全球销量分别达到470万辆、1500万辆（渗透率16.7%）。中国市场已经进入2C市场主导的新阶段，产品力取代补贴力度成为主导新能源汽车市场销量的主要因素；欧洲市场主要的驱动力是交通碳排放法案，消费侧刺激政策起到“锦上添花”的作用，长期成长可期；对于美国市场而言，我们预计Joe Biden先生就任总统后，美国或将于消费侧刺激、基础投资、供给侧推动等领域推出相关政策，加之知名车企的产业化储备，该市场有望迎来快速增长。我们预计2021年中国大陆、欧洲、美国三大市场新能源汽车销量分别有望达到212.45万辆、199.22万辆、40.35万辆，全球合计约470万辆，同比增长近60%，对应动力电池需求近240GWh。同时预计，2025年全球新能源汽车销量达1500万辆，渗透率达到16.7%，对应动力电池需求超825GWh。

供给端丰富度提升，新能源汽车渗透有望加速，行业竞争加剧。一方面，产品丰富度正在极大提升，符合消费者真实需求的产品或将加速新能源汽车在低线城市的渗透。另一方面，行业竞争加剧，新赛道属性或将给予国内品牌更多发展机会。

降成本压力驱动锂电产业链延伸与渗透。作为新能源汽车核心零部件，动力电池的发展是推动新能源汽车产品力提升的重要途径。我们认为，当前阶段，降成本仍是锂电产业最重要的任务。分产业链环节看，**1）动力电池环节**或将面临整车厂压力，而上游材料潜在降本空间有限的背景下，将会是产业链降成本的主体，我们判断电池企业将从一体化布局、生产提效、技术创新三大方向推进；**2）隔膜环节**产能已经开始出清，我们认为背后的推动力是成本竞争，未来行业格局有望进一步优化，同时，部分二线企业经营水平已有较为显著提升。**3）负极环节**上游原材料与石墨化加工价格已经处于下降通道，同时部分头部企业积极布局一体化，行业将迎来产品成本大幅下降之年。**4）三元正极材料**面临来自上下游的竞争压力，定位高端产品、锁定高端客户、拓展多种市场的企业有望获得竞争优势，**磷酸铁锂**正极材料短期需求迎边际改善，但长期供给仍过剩。

围绕产业发展三大趋势，布局优质标的。1) 海外市场快速发展可期，建议关注全球化布局企业，比如进入戴姆勒和TOGG供应链的孚能科技；2) 在战略思维、产业链安全、话语权等多因素驱动下，海外锂电产业链本土化势在必行，关注高壁垒行业优质企业，建议关注恩捷股份、星源材质；3) 降成本逻辑驱动产业链发展，关注具备成本优势企业，建议关注一体化布局企业宁德时代、璞泰来。

风险提示：全球新能源汽车市场发展或低于预期；市场竞争格局走向或偏离预期；相关上市公司主业经营或逊于预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				评级
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
宁德时代	1.96	1.73	2.03	2.28	207.78	235.55	199.92	178.40	强烈推荐
孚能科技	0.12	-0.45	0.10	0.29	379.50	-103.66	482.60	159.70	推荐
恩捷股份	0.96	1.20	1.79	2.43	412.20	135.30	90.73	67.08	推荐
星源材质	0.30	0.31	0.41	0.51	104.28	102.34	76.40	62.02	推荐
璞泰来	1.31	1.46	2.06	2.90	101.02	91.07	64.47	45.68	推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所（截至2021.1.6收盘价）

目 录

1. 从“碳中和”与“电能替代”角度看新能源汽车发展	4
2. 终端产品需求持续高速增长将带来产业链蓬勃发展	5
2.1 中国市场将进入 2C 主导新时代	6
2.2 交通减排新规为欧洲市场首要硬约束	8
2.3 美国市场或将成为全球重要增长点	10
3. 整车供给丰富度提升，竞争加剧	12
4. 锂电产业链：降本驱动产业链延伸与渗透	14
4.1 动力电池：整车厂压力已至，肩负产业链降本重任	14
4.2 隔膜：行业产能已开始出清，竞争格局将持续优化	16
4.3 负极：原材料价格与石墨化加工费下降促成本大幅下降	18
4.4 正极：三元正极面临来自上下游的竞争，磷酸铁锂需求边际改善	19
5. 围绕产业发展三条主线，继续布局优质企业	21
5.1 海外需求持续高增长，关注全球化布局的企业	21
5.2 海外锂电产业链的本土化势在必行，关注高壁垒行业优质企业	21
5.3 降成本逻辑主导产业链发展，关注具备成本优势企业	21
6. 风险提示	22
相关报告汇总	23

插图目录

图 1：当前生产生活中用能与供能情况	4
图 2：“碳中和”视角下生产生活中用能与供能情况	4
图 3：全球新能源汽车销量及渗透率	6
图 4：新能源汽车发展将经历三个阶段	6
图 5：2019 年上半年国内新能源汽车销量大致结构	7
图 6：2020 年上半年国内新能源汽车销量大致结构	7
图 7：2021 年欧盟地区 CO ₂ 的排放水平对新能源汽车销量的敏感性分析结果	9
图 8：2019 年全球新能源汽车市场销量 Top 20	12
图 9：2020 年 1-10 月全球新能源汽车市场销量 Top 20	12
图 10：2020 年 1-9 月国内新能源汽车销量分布	13
图 11：2020 年 10 月宏光 Mini EV 销量分布	13
图 12：方形三元动力电池大致成本结构	15
图 13：四大锂电材料行业毛利率*变化趋势（2016-2020）	15
图 14：2019 年上海恩捷成本中直接材料占比 4 成	17
图 15：2016 年 1-6 月星源材质隔膜成本结构	17
图 16：上海恩捷隔膜成本	17
图 17：星源材质干法隔膜与湿法隔膜成本	17
图 18：2020 年国内油系针状焦供应量大幅增长	18

图 19: 国内针状焦产能趋势	18
图 20: 国产和进口油系、煤系针状焦价格均大幅下降	18
图 21: 山东兴丰石墨化加工售价 (万元/吨)	18
图 22: 2020 年 Q1 璞泰来负极材料成本结构	19
图 23: 宁德时代在锂盐、前驱体、正极材料领域的布局	19
图 24: 华友钴业与 LG 化学建立前驱体与正极材料合资公司	19
图 25: 2020 年下半年磷酸铁锂需求边际改善	20
图 26: 磷酸铁锂售价 (万元/吨)	20
图 27: 磷酸铁锂正极材料两家头部企业成本对比	20

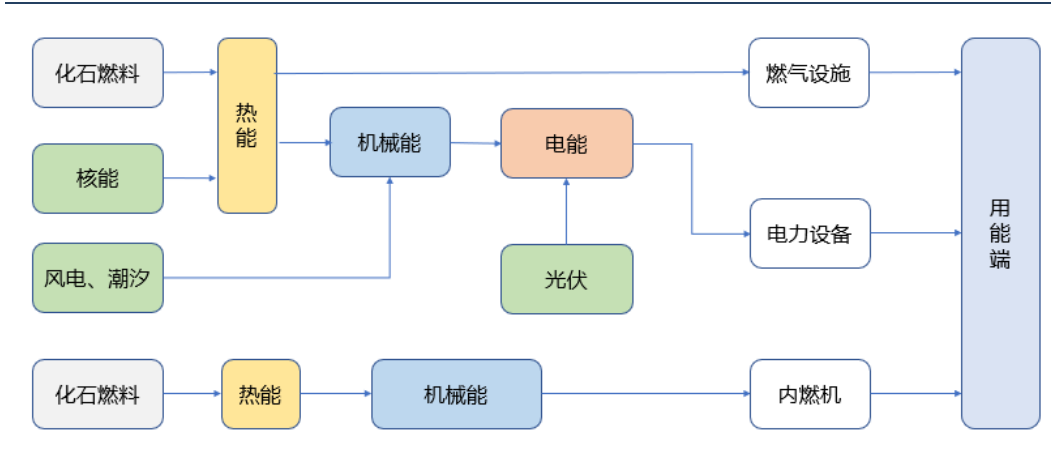
表格目录

表 1: 2021 年国家补贴对 (非公共领域) 纯电动乘用车售价的影响 (截至 2021.1.6)	6
表 2: 中国大陆新能源汽车产量预测 (2020~2025)	7
表 3: 2021 年欧盟新能源汽车销量渗透率测算与敏感性分析	8
表 4: 车企在交通碳排放法规下面临的罚款情况	9
表 5: 欧洲新能源汽车销量及预测值 (2019-2025)	10
表 6: 拜登在新能源汽车领域的政策主张	10
表 7: 美国新能源汽车销量预测 (2020-2025)	11
表 8: 全球新能源汽车销量预测值及对应的锂电材料需求量测算 (2020-2025)	11
表 9: 不同品牌在全球新能源汽车市场销量表现	14
表 10: 整车企业在电池领域的深度布局	15
表 11: 锂电隔膜企业运行情况 (截至 2021.1.6)	16
表 12: 星源材质湿法产线投资额情况	17

1. 从“碳中和”与“电能替代”角度看新能源汽车发展

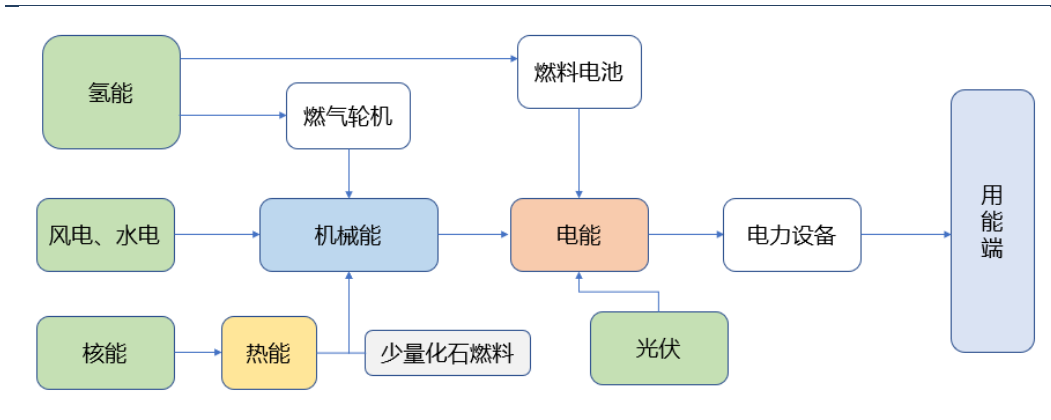
随着环境问题愈发受到重视，“碳中和”已经成为众多国家和地区的政策目标之一。使用绿色电能替代化石燃料是实现“碳中和”的有效途径，已经被众多国家采用。主要思路是以电能替代热能、机械能，包括用能端和供能端的措施，在用能端使用电力设备替换热机与燃气设施做功，在供能端使用清洁能源发电替换化石燃料供能。当前及未来“碳中和”视角下生产生活中的用能与供能情况分别如图1、图2所示。

图1：当前生产生活中用能与供能情况



资料来源：东兴证券研究所

图2：“碳中和”视角下生产生活中用能与供能情况



资料来源：东兴证券研究所

新能源汽车是用能端电能替代的重要形式。新能源汽车实现了交通出行领域电能对化石燃料的替换，只需要保证电力来源的清洁，即可实现出行领域的零碳排放。因此从“碳中和”的角度看，发展新能源汽车对于控制碳排放具有十分重要的意义，电动化将会成为各国家在交通领域长期支持的方向。

在中国，官方推出一系列支持新能源汽车发展的政策。国务院办公厅 2020 年 11 月 2 日发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》提出，到 2025 年，新能源汽车销量达到汽车总销量的 20% 左右。财政部、工信部、科技部和发改委 2020 年 4 月 23 日联合发布的《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》提出，新能源汽车国家补贴延续至 2022 年底。

财政部、工信部、科技部和发改委 2020 年 12 月 31 日联合发布了《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，为 2021 年新能源汽车补贴相关工作定调。该政策文件推出时间较往年提前数月，且未设过渡期，要点如下。

其一，补贴退坡温和。文件提出：2021 年，新能源汽车补贴标准在 2020 年基础上退坡 20%；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，补贴标准在 2020 年基础上退坡 10%；地方可继续对新能源公交车给予购置补贴。

其二，重视新能源车产品质量监管。文件提出：落实新能源汽车生产企业产品质量主体责任，鼓励企业积极开展缺陷调查及主动召回；生产企业安全管理体系不到位造成重大事故被主管部门行政处罚的，明知产品存在质量问题而不主动召回、造成重大事故的，或者被主管部门责令召回的，视程度予以暂停或取消推荐车型目录、暂缓或取消财政补贴等措施。

其三，重视行业整体产能质量管理。文件提出：加强汽车投资项目和生产准入管理，严控增量、优化存量；加大僵尸企业退出力度，鼓励优势企业兼并重组、做大做强；不断提高产能利用率和产业集中度；新能源乘用车、商用车企业单次申报购置补贴清算车辆数量应分别达到 1 万辆、1000 辆。

我们认为，该政策文件一方面延续了官方对新能源汽车行业的支持态度；另一方面针对近年来出现的产能投资过热、车辆自燃等现象，对行业给予了积极引导，颇具务实性。

在海外，多个国家和地区（尤其实力经济体）对新能源汽车行业发展亦持支持态度。

综合欧洲环境署（EEA）官网信息，欧盟自 2020 年以来，依照《欧洲议会和理事会第（EU）2019/631 号条例》执行 95g/km 交通碳排放要求，对照欧盟 2019 年新车 CO₂ 排放均值 122.4g/km，新标准彰显欧盟官方在交通领域进一步加大“控排”力度的决心。综合德国联邦经济事务与能源部（BMWi）官网、法国生态转型部（Ministère de la transition écologique）官网等来源信息，德国、法国等欧盟国家近年来对新能源汽车购置给予了一定补贴支持。

据 MSN 新闻网站转载路透社报道（2020.12.1，记者 David Shepardson），美国拟任总统 Joe Biden 将推广电动车（EV）置于高优先级（top priority），倡议增建 55 万座 EV 充电站，并支持用于 EV 购置和 EV 制造工厂改造的税收抵免（tax credits）新政策。

我们综合判断，新能源汽车将成为全球主流实力经济体长期支持的产业，发展前景广阔。

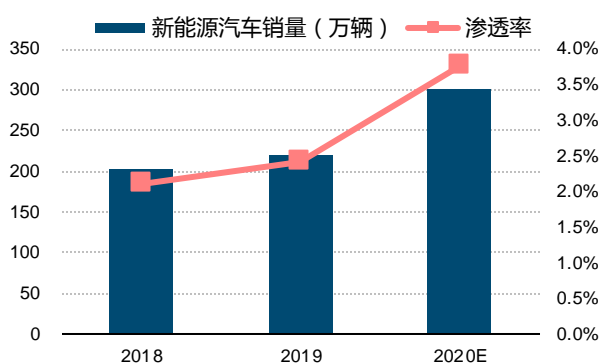
2. 终端产品需求持续高速增长将带来产业链蓬勃发展

全球视角下，新能源汽车行业总体处于成长期较早阶段。在政策的推动和优质供给的引领下，新能源汽车需求将持续呈现出高速增长的态势，带动上游产业不断发展。Wind 数据显示，2019 年全球汽车销量 9129.67 万辆；据 EV sales 统计，2019 年全球新能源汽车销量 220.98 万辆。我们据此测算，2019 年全球

新增新能源汽车渗透率仅 2.42%。我们预计，2020 年全球新能源汽车销量有望达到 300 万辆左右，渗透率超 3.5%，如图 3 所示，未来仍有广阔发展空间。

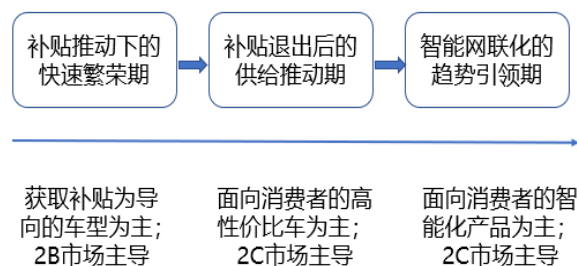
前文已述，中国、欧盟、美国等全球重要经济体纷纷大力支持新能源汽车发展。我们认为，新能源汽车处于快速发展的“黄金时代”，中国、欧洲、美国三大市场或引领全球新能源汽车需求持续高速增长。具体来看：中国市场已经走过高额补贴推动的阶段，逐渐走向优质供给主导的 2C 阶段；欧洲市场正处于碳排放法案强约束与疫情后新一轮补贴政策强刺激共同作用的快速增长阶段；表态支持新能源汽车推广的 Joe Biden 先生如顺利就任总统，美国市场有望进入新一轮快速发展阶段。

图3：全球新能源汽车销量及渗透率



资料来源：Wind, EV sales, 东兴证券研究所预测

图4：新能源汽车发展将经历三个阶段



资料来源：东兴证券研究所

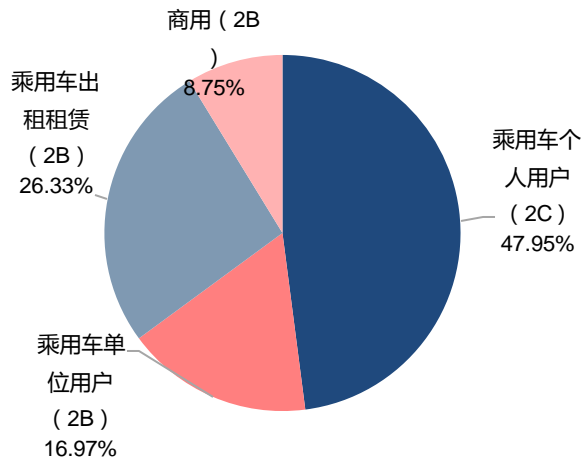
2.1 中国市场将进入 2C 主导新时代

中国市场补贴影响渐弱，从 2B 主导走向 2C 主导。2020 年新能源汽车补贴政策门槛进一步提升，2021 年补贴进一步退坡。对于 400km 续航以上的纯电动车而言，补贴对于整车售价的影响已普遍降至 10% 以下，如表 1 所示。我们认为，补贴对于消费者购置新能源汽车决策的影响力正逐渐减小，市场已经进入比拼产品力和综合性价比的新阶段，C 端市场发展空间很大。电车资源网数据显示，2020 上半年国内新能源汽车销量中个人用户比例已达 64.86%，同比提高 16.9 个百分点，如图 3、图 4 所示。

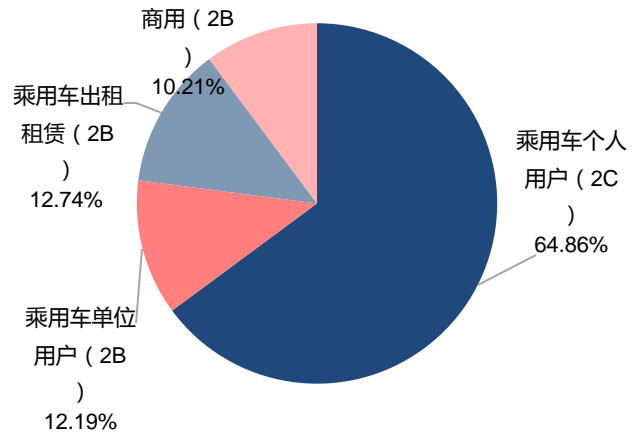
表1：2021 年国家补贴对（非公共领域）纯电动乘用车售价的影响（截至 2021.1.6）

对比项	高续航类车型	中等续航类车型	低续航类车型
续航里程 (km)	≥400	300 (含) ~400 (不含)	<300
国家补贴力度 (万元 / 辆)	1.8	1.3	0
代表车型	特斯拉 Model 3 标准续航版	2020 版比亚迪元 EV	五菱宏光 MiniEV
补贴后售价 (万元/辆)	24.99	10.58~10.98	2.88~3.88
国家补贴/补贴前售价	6.72%	10.94%-10.59%	0%

资料来源：工信部官网、各公司官网，东兴证券研究所

图5：2019年上半年国内新能源汽车销量大致结构


资料来源：电车资源网，东兴证券研究所测算

图6：2020年上半年国内新能源汽车销量大致结构


资料来源：电车资源网，东兴证券研究所测算

结合各大车企发布的新车入市计划，我们预计，未来3年，中国大陆新能源汽车市场的车型供给将大为丰富，市场2C属性将进一步强化，车企对消费者需求的挖掘亦将更加多维；外资品牌、合资品牌、传统自主品牌和本土造车“新势力”品牌之间的竞争将加剧，不同区域、不同消费购买力细分市场的热销车型将出现一定分化。同时预计，特斯拉Model 3和Model Y，比亚迪·汉、五菱宏光MiniEV等自主品牌车型，以及大众ID.4等合资车型，有望占据纯电动乘用车热销榜单前列，2021年中国大陆新能源汽车产量将达到212.45万辆，2020~2025年产量预测如表2所示。

表2：中国大陆新能源汽车产量预测（2020~2025）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
纯电动乘用车（万辆）	85.20	160.70	218.00	291.70	361.00	442.00
同比增速	-2.9%	88.6%	35.7%	33.8%	23.8%	22.4%
中国自主品牌	65.00	90.0	115.0	138.0	162.0	190.0
外资、合资品牌	20.2	70.7	103.0	153.7	199.0	252.0
纯电动客车（万辆）	8.50	9.1	9.5	9.8	10.0	10.1
同比增速	6.3%	6.50%	5.00%	3.50%	2.00%	0.50%
纯电动专用车（含物流车）	5.00	6.3	7.7	9.3	11.1	13.1
同比增速	-24.2%	25.0%	22.5%	21.0%	19.5%	18.0%
PHEV乘用车	29.50	38.10	47.70	57.10	69.70	86.50
同比增速	37.9%	29.2%	25.2%	19.7%	22.1%	24.1%
PHEV商用车	0.50	0.50	0.51	0.51	0.51	0.51
同比增速	0.0%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%

产量合计（万辆）	128.7	214.6	283.4	368.4	452.3	552.2
产量同比增速	3.6%	66.7%	32.0%	30.0%	22.8%	22.1%
产销率	98%	99%	100%	100%	100%	100%
销量合计（万辆）	127.4	212.45	283.4	368.4	452.3	552.2
销量同比增速	5.64%	66.76%	33.40%	30.0%	22.8%	22.1%

资料来源：中国汽车工业协会、东兴证券研究所预测

2.2 交通减排新规为欧洲市场首要硬约束

欧洲市场在交通碳排放法规的限制与消费刺激政策中高歌猛进。欧盟自 2020 年伊始便对车企实行 95 g/km 的 CO₂ 平均排放水平考核新规，疫情发生之后部分国家又出台了财政政策刺激消费。从已有统计数据看，2020 年欧洲新能源汽车销量增速领跑全球主要经济体。

我们认为，欧洲新能源汽车市场现阶段主要由交通碳排放法规驱动，消费刺激政策可谓“锦上添花”，市场高景气度有望维持。我们假设，欧盟市场 2021 年新售轿车中，零排放车、低排放车分别占比 x、y，普通燃油轿车、低排放轿车平均排放量分别为 120g/km、30g/km。根据《欧洲议会和理事会第 (EU) 2019/631 号条例》要求，被考核的车企本年排放量需不高于 95g/km 方可避免罚款，本年销售 1 辆零排放或低排放车可算作 1.67 辆，我们用如下方程式表达：

$$\frac{120 * (1 - x - y) + 40 * y * 1.67 + 0 * x * 1.67}{(1 - x - y) + (x + y) * 1.67} \leq 95$$

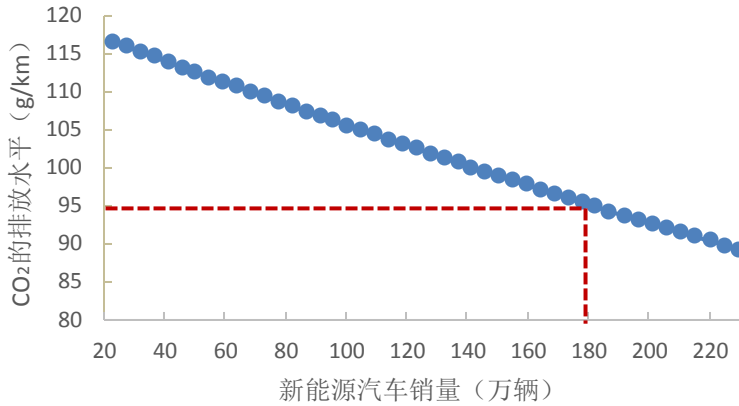
基于对欧洲市场的研究与理解，我们认为 x:y 取值 6:4 较为合理。通过试算，我们发现，如要避免罚金，2021 年欧盟新增零排放和低排放轿车（基本对应新能源汽车）的合计渗透率将达到 15.42% 左右。考虑疫情后复苏预期，我们预计，2021 年欧盟地区（不含英国）小轿车销量有望恢复到 1,025 万辆，15.42% 渗透率对应 158 万辆新能源汽车销量；加上英国、挪威等非欧盟国家的贡献，我们预计，2021 年欧洲全境新能源汽车销量有望达到 199 万辆。相关测算与敏感性分析见于表 3、图 7。

表3：2021 年欧盟新能源汽车销量渗透率测算与敏感性分析

x+y	x	y	调整系数	低排放车平均碳排放量 (g/km)	排放水平测算值 (g/km)
14.58%	8.75%	5.83%	1.67	35	96.48
15.00%	9.00%	6.00%	1.67	35	95.87
15.42%	9.25%	6.17%	1.67	35	95.26
15.83%	9.50%	6.33%	1.67	35	94.66
16.25%	9.75%	6.50%	1.67	35	94.06

资料来源：东兴证券研究所测算

图7：2021年欧盟地区CO₂的排放水平对新能源汽车销量的敏感性分析结果



资料来源：欧委会、东兴证券研究所测算

为探寻新能源汽车推广不达预期对应的罚款影响，我们对体量类似大众的规模车企作了合理假设下的情景分析，见于表3。若2021年在欧盟地区销售300万辆新车，BEV（纯电动车）和PHEV（插电式混合动力车）占比分别为6%和4%，则当年需缴纳24.86亿欧元的罚金。我们判断，即使消费刺激政策退出，各车企基于实际经营考虑，在达到满意销量的同时将积极避免高额罚款，加大新能源汽车供给为其良策。

表4：车企在交通碳排放法规下面临的罚款情况

销量	2020	2021E	2022E
*假设车企在欧盟小轿车销量（万辆）	300	350	350
假设燃油小轿车平均CO ₂ 排放水平（g/km）	120	120	120
假设BEV渗透率	4%	6%	8%
假设PHEV渗透率	2%	4%	5%
新能源汽车销量（万辆）	18	35	45.5
PHEV平均CO ₂ 排放水平（g/km）	40	40	40
集团平均CO₂排放水平（g/km）	107.92	103.72	102.66
CO ₂ 排放水平标准线（g/km）	95	95	95
超出标准线幅度（g/km）	12.92	8.72	7.66
超标罚款力度（欧元/辆,g/km）		95	
罚款金额（亿欧元）	36.83	29.00	25.46

* 假设2020年受疫情冲击较大，2021年、2022年销量逐步恢复

资料来源：ACEA、东兴证券研究所预测

因此，我们认为，欧洲市场首要硬约束是交通减排新规，而非消费刺激政策。加之欧洲市场活跃车企的新能源车型产业化储备深厚，公众环保意识普遍较强，我们判断欧洲市场景气度有望持续。

前述《欧洲议会和理事会第 (EU) 2019/631 号条例》要求欧盟 2025 年交通 CO₂ 排放水平较 2021 年降低 15%。我们据此研究判断，欧盟市场 2025 年新能源汽车销量有望达到 410 万辆左右，渗透率 32.28% 左右；欧洲全境市场 2025 年新能源汽车销量将达到 550 万辆左右，相关测算如表 5 所示，重要假设包括：1) BEV 与 PHEV 销量比例为 7:3；2) 普通燃油车平均 CO₂ 排放水平为 115g/km，低排放车平均 CO₂ 排放水平为 30g/km；3) 欧盟汽车销量 1,270 万辆左右。

表5：欧洲新能源汽车销量及预测值（2019-2025）

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
欧盟排放标准 (g/km)	120 左右	95	95	95	90.25	85.50	80.75
调整系数	-	2.00	1.67	1.33	1.00	1.00	1.00
欧盟 新能源汽车销量 (万辆)	46.69	114.58	158.02	200.65	276.00	353.79	410.00
新能源汽车渗透率	3.04%	10.42%	15.42%	18.24%	23.19%	27.86%	32.28%
英国销量 (万辆)	算在欧盟内	算在欧盟内	26.25	38.00	63.00	92.00	115.00
挪威销量 (万辆)	7.96	10.01	11.20	12.60	13.30	14.00	14.00
瑞士销量 (万辆)	1.75	1.99	3.75	5.60	7.50	9.00	10.50
欧洲销量 (万辆)	56.4	126.58	199.22	256.85	359.80	468.79	549.50
年增速	-	124.43%	57.39%	28.93%	40.08%	30.29%	17.22%

资料来源：EV sales、欧委会、ACEA、东兴证券研究所预测

2.3 美国市场或将成为全球重要增长点

美国新能源汽车市场渗透率仍然较低。根据 EV sales 和 Wind 统计数据，2019 年美国市场新能源汽车销量 32.5 万辆，美国市场汽车总销量 1748.00 万辆，渗透率约 1.86%，而 2018 年渗透率为 1.98%。由此可见，美国新能源汽车市场仍有较大发展空间。

Joe Biden 先生在竞选期间对发展新能源汽车给予了支持态度，如表 6 所示。我们预计，其就任总统后，美国或将于消费侧刺激、基础投资、供给侧推动等领域推出相关政策。加之知名车企的产业化储备，美国市场有望迎来快速增长。加之大众、通用、丰田等知名车企的电动化战略将美国视作重要市场并有一定产业化储备，而根植美国的特斯拉在过去几年发挥了新能源汽车消费理念培育的作用，从而判断美国市场有望迎来快速增长。我们预计，2021 年美国新能源汽车销量有望达到 40 万辆左右（实际情况与该预测或存在较大差距），如表 7 所示。

我们认为，欧洲、中国、美国将成为引领全球新能源汽车销量持续增长的三极。到 2025 年全球合计销量将达到 1500 万辆左右，如果全球汽车销量维持在 9000 万辆左右，全球新车销售中新能源汽车渗透率将达到 16.70% 左右，带来动力电池需求约 826.7GWh，对应正极材料、负极材料、隔膜、电解液需求分别达到 143.43 吨、111.61 万吨、124.01 亿平方米、90.94 万吨。测算过程如表 8 所示。

表6：拜登在新能源汽车领域的政策主张

着力点	具体倡议
-----	------

消费侧刺激	直接政府采购。每年以联邦采购名义支出 5000 亿美元购买清洁能源和新能源汽车，政府将为联邦、各州、各部落、邮政系统等采购新能源汽车，并加快这些领域 300 万辆的存量汽车升级 鼓励消费者购买。为消费者将旧车、低效车置换成美国制造的新能源汽车提供折扣
基础投资	底层科技研究支持，未来 10 年投资 4000 亿美元，支持研究创新，加大低成本储能、核反应以及碳捕捉与存储技术的研究力度 基础设施投资，建设 50 万个充电桩 开展电动汽车基础设施培训计划（EVITP），培训更多产业工人
供给侧推动	拜登政府将与各州各组织展开谈判，设置燃油经济指标

资料来源：joebiden.com、东兴证券研究所

表7：美国新能源汽车销量预测（2020-2025）

		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
商用车（中 型和重型卡 车）	商用车总销量（万辆）	38.5	38	38	38	38	38
	新能源汽车渗透率假设	0.5%	10%	20%	30%	40%	50%
	新能源商用车销量（万辆）	0.19	3.80	7.60	11.40	15.20	19.00
轻型车（乘 用车+轻卡）	轻型车总销量（万辆）	1371.5	1462	1562	1662	1662	1662
	新能源渗透率假设	1.90%	2.50%	5%	10%	15%	20%
	新能源轻型车销量（万辆）	26.06	36.55	78.10	166.20	249.30	332.40
合计	新车销量（万辆）	1410	1500	1600	1700	1700	1700
	新能源渗透率	1.86%	2.69%	5.36%	10.45%	15.56%	20.67%
	新能源汽车销量（万辆）	26.25	40.35	85.70	177.60	264.50	351.40
	增速	-19.23%	53.71%	112.39%	107.23%	48.93%	32.85%

资料来源：NADA、东兴证券研究所预测（新能源汽车仅计算 BEV 和 PHEV，美国市场销量占比较大的 HEV 不算在内）

表8：全球新能源汽车销量预测值及对应的锂电材料需求量测算（2020-2025）

销量	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国新能源汽车销量（万辆）	127.4	212.45	283.4	368.4	452.3	552.2
欧洲新能源汽车销量（万辆）	126.58	199.22	256.85	359.80	468.79	549.50
美国新能源汽车销量（万辆）	26.25	40.35	85.70	177.60	264.50	351.40
其他地区销量（万辆）	15.3	18.0	21.5	25	37.5	50
全球新能源汽车销量（万辆）	295.53	470.02	647.45	930.80	1223.09	1503.10
同比增速	33.73%	59.04%	37.75%	43.76%	31.40%	22.89%
单车电池装机量（kWh/辆）	50	51	52	53	54	55

动力电池需求量 (GWh)	147.77	239.71	336.67	493.32	660.47	826.71
同比增速	-	62.22%	40.45%	46.53%	33.88%	25.17%
三元电池占比	88.09%	90%	90%	90%	90%	90%
磷酸铁锂电池占比	11.91%	10%	10%	10%	10%	10%
单位容量电池三元正极材料需求量 (吨/GWh)	1650	1650	1650	1650	1650	1650
单位容量电池磷酸铁锂正极材料需求量 (吨/GWh)	2500	2500	2500	2500	2500	2500
对应三元正极材料需求量 (万吨)	21.48	35.60	50.00	73.26	98.08	122.77
同比增速	-	65.75%	40.45%	46.53%	33.88%	25.17%
对应磷酸铁锂正极材料需求量 (万吨)	4.40	5.99	8.42	12.33	16.51	20.67
同比增速	-	36.17%	40.45%	46.53%	33.88%	25.17%
单位容量电池负极材料需求量 (吨/GWh)	1350	1350	1350	1350	1350	1350
对应负极材料需求量 (万吨)	19.95	32.36	45.45	66.60	89.16	111.61
同比增速	-	62.22%	40.45%	46.53%	33.88%	25.17%
单位容量电池隔膜需求量 (万 m ² /GWh)	1500	1500	1500	1500	1500	1500
对应隔膜需求量 (亿平方米)	22.16	35.96	50.50	74.00	99.07	124.01
同比增速	-	62.22%	40.45%	46.53%	33.88%	25.17%
单位容量电池电解液需求量 (吨/GWh)	1100	1100	1100	1100	1100	1100
对应电解液需求量 (万吨)	16.25	26.37	37.03	54.27	72.65	90.94
同比增速	-	62.22%	40.45%	46.53%	33.88%	25.17%

资料来源：恩捷股份、璞泰来公告，当升科技、丰元股份于投资者互动平台答问，东兴证券研究所预测

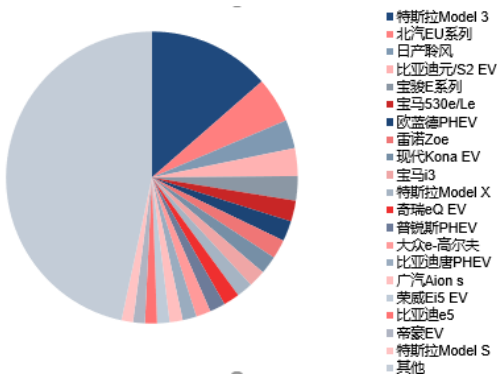
3. 整车供给丰富度提升，竞争加剧

产品丰富度提升，新能源汽车渗透率或加速提升。国内市场补贴对新能源汽车消费决策的影响正在逐渐降低，而欧盟地区坚持执行交通碳排放法案和美国市场重新重视燃油经济性指标，均是从供给侧给予汽车制造商一定压力。我们认为，这些因素将促使汽车制造商推出更具竞争力产品，供给丰富度将进一步增加。高性价比产品的推出，将有助于提高终端消费者对新能源汽车的接受度，推动全球新能源汽车渗透率快速提高。

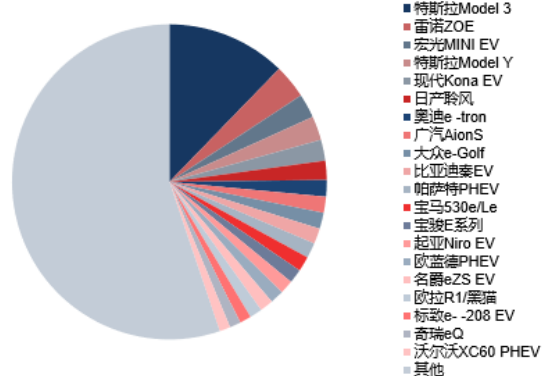
全球市场看，销量前 20 名车型合计份额从 2019 年的 53% 降至 2020 年前 10 个月的 45%，可见消费者有了更多样的选择。此外，不依赖补贴的五菱宏光 Mini EV、长城欧拉/黑猫等深挖消费者差异化需求的产品逐渐受到认可，在下半年新入市的背景下，均已进入 2020 年前 10 个月全球销量排名前 20 名榜单。

图8：2019 年全球新能源汽车市场销量 Top 20

图9：2020 年 1-10 月全球新能源汽车市场销量 Top 20



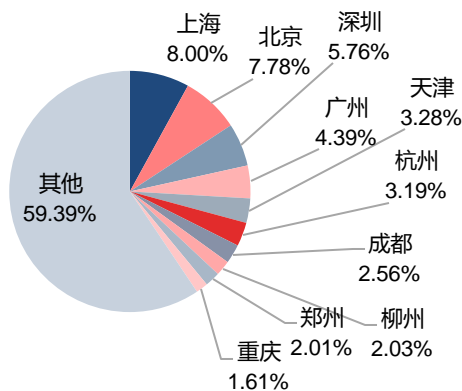
资料来源：EV sales, 汽车纵横 AutoReview, 东兴证券研究所



资料来源：EV sales, 汽车纵横 AutoReview, 东兴证券研究所

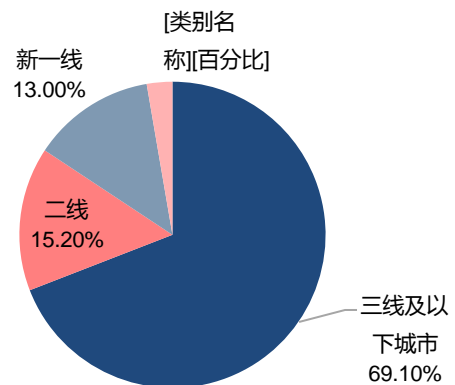
五菱宏光 Mini EV 等热销车型加速新能源汽车向低线城市渗透。河南商报援引乘联会数据显示，2020年1-9月国内新能源汽车销量排名前十的城市分别是上海、北京、深圳、广州、天津、杭州、成都、柳州、郑州、重庆，以一线与部分二线城市为主。而五菱宏光 Mini EV 主要销量城市则为三线及以下城市。多样化的产品供给加速了新能源汽车向低线城市渗透过程，新能源汽车将受到更多购车用户的认可。

图10：2020年1-9月国内新能源汽车销量分布



资料来源：河南商报, 乘联会, 东兴证券研究所

图11：2020年10月宏光 Mini EV 销量分布



资料来源：创业邦, 东兴证券研究所

新能源汽车赛道竞争激烈程度正在加剧。我们认为，整车从内燃机时代进入电动化时代，赋予了新进入者和燃油车时代落后者难得的追赶传统领先汽车品牌的机会。在传统燃油车主导时代，经过多年发展，品牌壁垒已相当坚固，一个全新的燃油车品牌在同等定位情况下很难与现有品牌竞争。但在新能源汽车时代，消费者对汽车领域的新进入者的接受态度相对较好，同样售价 30 万元以上的传统欧洲豪华品牌车型与刚刚进入汽车领域的众多造车“新势力”车型可以同时成为消费者的考虑对象。在新能源汽车这一新领域，竞争正在加剧，在获得消费者认可这一方面，部分造车“新势力”佼佼者具备与一些老牌车企正面竞争的入场券，如表 9 所示。

表9：不同品牌在全球新能源汽车市场销量表现

分类	品牌	新能源代表车型	2020年1-10月品牌销量(万辆)	2020年10月品牌销量(万辆)
传统头部车企	宝马	530e/Le、i3、iX3	11.6963	1.5692
	大众	e-Golf、ID.家族	13.8290	2.5144
	日产	聆风、轩逸	4.711	0.4859
	现代	Kona EV	7.2969	0.9198
	奔驰	EQC	8.9624	2.0976
	奥迪	e-tron	7.9430	1.2149
	新势力与后起者	特斯拉	Model 3、Model Y	35.2792
比亚迪		汉、唐、秦王朝系列	12.6243	2.2067
蔚来		ES8、ES6、EC6	3.1553	0.5055
小鹏		G3、P7	1.7117	0.3040
理想		理想 ONE	2.1852	0.3692

资料来源：EV sales，汽车纵横 AutoReview，各公司官网，东兴证券研究所预测

我们认为，具备产品竞争力、对消费者需求和商业模式有深刻理解的整车企业有望于激烈竞争中获得更快发展壮大的机会。

就中国大陆 2021 年新能源整车市场而言，我们的预判主要有：1) 特斯拉将借本地增产进一步推动中国市场销量增长；2) 大众等传统合资车企将借新能源产能释放享受前期品牌效应的红利；3) 首批成功 IPO 的本土“新势力”车企融资能力增强，将进一步提高产能，加大新车型投放；4) 传统自主品牌阵营将出现一定分化，比亚迪、长城等注重新品研发、平台化运营管理的车企有望借产品力提升，进一步增强市场竞争力；5) 纯电动仍将成为参与中国市场的主流车企新能源车型之首选。

4. 锂电产业链：降本驱动竞争格局变化与产业链延伸

动力电池作为影响新能源汽车续航里程、寿命、成本等多项关键因素的重要零部件，其产业链是新能源汽车行业的重要构成部分，也是资本市场关注的重点领域。

我们认为，“降本增效”仍是主导当前锂电产业链发展的核心因素。一方面，产业链各环节追求低成本，助推新能源汽车性价比早日赶超燃油车。另一方面，产业链各环节追求产品性能的提升，创新不断涌现。这两大因素影响下，部分细分行业的竞争格局、技术路线以及部分企业的商业模式正在发生变化。

4.1 动力电池：整车厂压力已至，肩负产业链降本重任

整车企业逐渐加大在动力电池领域的布局。整车企业布局主要从两方面推进，一方面，车企与全球优质电池企业寻求股权合作的机会，如大众对国轩高科的持股；另一方面，头部新能源车企已经宣布自产电池计划，特斯拉在电池日活动上宣布自产 4680（底面直径 46mm、高度 80mm）电池。我们认为，整车企业有意加强在“动力电池降成本的速度”这一问题上的话语权，如果不能推动第三方电池企业进一步快速降成本，如特斯拉之类有技术储备的企业将进入动力电池制造环节，推动成本快速下降。对于动力电池企业而言，来自整车厂的压力已经到来。

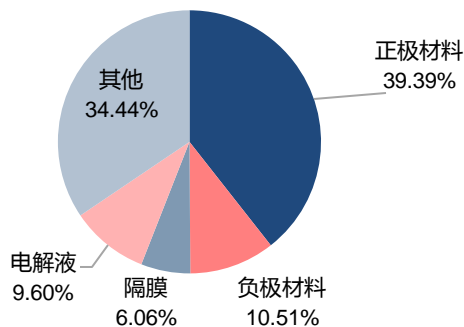
表10：整车企业在电池领域的深度布局

车企	在电池领域的布局
大众	持有国轩高科、Northvolt 股权，与 Northvolt 合资建厂
特斯拉	计划自产 4680 电池
吉利科技	与孚能科技签署《战略合作协议》，拟合资建厂，吉利科技承诺其 80% 及以上需求从孚能科技或合资公司采购，双方互以对方为优先采购或供应对象（同等前提下）。

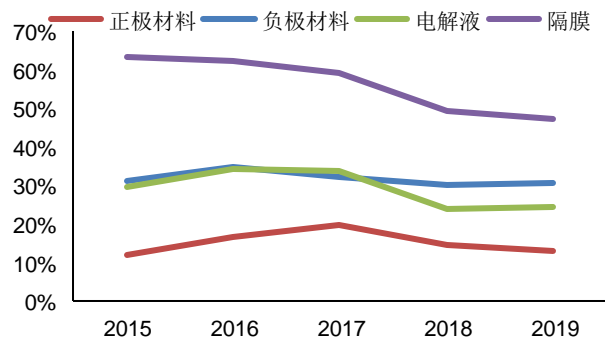
资料来源：相关车企官网，国轩高科、孚能科技公告，东兴证券研究所

通过压低原材料供应商利润空间降成本的方法或难再奏效。过去多年以来，锂电产业降成本主要依赖四大锂电材料环节降价与压缩盈利空间，让利给动力电池企业。我们认为，这种方法正在逐渐丧失可行性。我们测算，三元方形动力电池成本中约 40% 是正极材料，其余三大材料各占成本的 10% 左右，如图 12 所示。

根据我们的统计测算，四大材料环节毛利率近年来大多处于下降趋势，如图 13 所示。尤其成本占比最高的正极材料环节，2019 年整体加权平均毛利率已经降至 13% 左右，我们判断进一步压缩的空间极为有限。负极材料、电解液和隔膜环节平均毛利率虽优于正极材料环节，但其成本占比相对较低，且部分环节市场集中度较高，优质企业具有一定议价能力。因此我们认为，依靠价格谈判的传统降本方法的可行性正在降低。

图12：方形三元动力电池大致成本结构


资料来源：中国化学与物理电源行业协会，恩捷股份等公司公告，东兴证券研究所测算

图13：四大锂电材料行业毛利率*变化趋势（2016-2020）


* 统计样本来自以下披露数据：1) 当升科技、容百科技、杉杉股份、厦门钨业、德方纳米、贝特瑞、长远锂科之正极材料相关业务；2) 杉杉股份、璞泰来、贝特瑞、翔丰华、中科电气、凯金能源之负极材料相关业务；3) 恩捷股份、星源材质、金冠股份、璞泰来、沧州明珠、纽米科技、双杰电气之隔膜相关业务；4) 天赐材料、新宙邦、杉杉股份之电解液相关业务。采用基于各样本收入和毛利率的加权平均算法，故部分样本在部分年度无披露之现象对结果影响有限。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

动力电池企业自身肩负产业降本重任，一体化布局、生产提效、技术创新三大措施应对。在整车厂竞争压力倒逼与传统方法可行性降低的背景下，动力电池制造环节必然成为产业链降成本的主体。我们认为，动力电池企业有三大措施应对这种局面。

首先，一体化布局降成本。对于动力电池企业而言，在经过充分论证的前提下，改“外部采购”为“自行生产”，有望将材料供应商的利润转化为自身的成本下降。该方式存在一定试错风险，但成功者亦可获得额外红利，如保障供应链安全、助力新产品研发。LG、国轩高科、宁德时代、比亚迪、SKI等国内外知名动力电池制造商对于上游环节有不同程度和不同方式（自产、合资、合作）的一体化布局。

其次，生产提效降低成本。通过采购与应用优质设备、优化工艺流程等方式，提高生产效率，可以有效降低单位制造费用。

最后，技术创新降成本。主要包括：在电芯生产领域，提升四大材料使用效率或开展材料体系革新；在PACK组装层面，对成组技术进行创新。比亚迪推出的刀片电池即为一例。

4.2 隔膜：行业产能已开始出清，竞争格局将持续优化

隔膜作为锂电产业毛利率最高的环节，在锂电成本中占比较低，且行业进入壁垒和经营壁垒都很高，叠加行业长时间降价带来的激烈竞争，部分产能正在出清，行业逐渐形成了寡头竞争格局。我们认为，未来行业格局将进一步优化。

鉴于技术路线选择合适、生产工艺先进、销售策略得当等多方面因素，头部隔膜企业在成本、客户等方面较市场居后者领先较多。经过多年技术经验积累，部分二线隔膜企业生产经营水平逐渐提高，但亦有一些企业在激烈竞争中经营难以为继，甚至退出市场，或出售资产给头部企业，如表 11 所示。

表11：锂电隔膜企业运行情况（截至 2021.1.6）

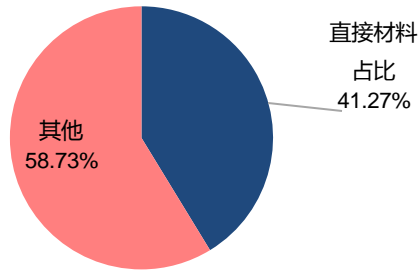
隔膜企业	特征	具体情况
恩捷股份	经营良好	湿法隔膜全球龙头地位稳固
星源材质	经营良好	湿法隔取得较大进展，进入欧洲本土动力电池企业供应链
中材科技	经营良好	收购湖南中锂后实力增强，宁德时代需求占比 70%
苏州捷力	被收购	已被恩捷股份收购
纽米科技	被收购	已被恩捷股份收购
沧州明珠	负毛利率	2019 年隔膜业务毛利率进一步下滑至-51.80%
金冠股份	阶段性停产	2019 年阶段性停产，毛利率 26.6%，下滑 25.44 pct
双杰电气	已停产	天津东皋膜已于 2020 年 1 月 17 日停产

资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

我们认为，成本竞争是推动行业格局演变的动力。在隔膜产品价格较为接近且持续下降的背景下，成本控制能力成为决定企业能否实现预期盈利的关键。分析隔膜企业成本结构发现，直接材料占比仅约 4 成，制

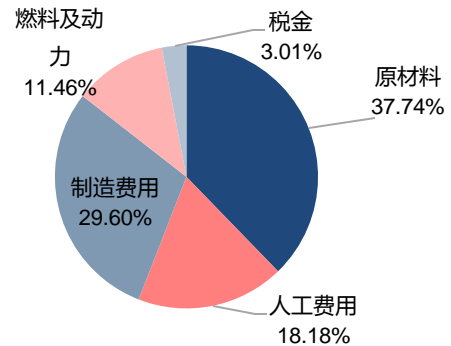
造费用占比约 3 成，如图 14、图 15 所示。头部企业在良品率、产能利用率、单线产能这三个关键因素上取得领先，制造费用低于落后企业。我们认为，优胜劣汰的过程仍将持续 1-2 年时间，更多企业将退出市场。

图 14：2019 年上海恩捷成本中直接材料占比 4 成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所测算

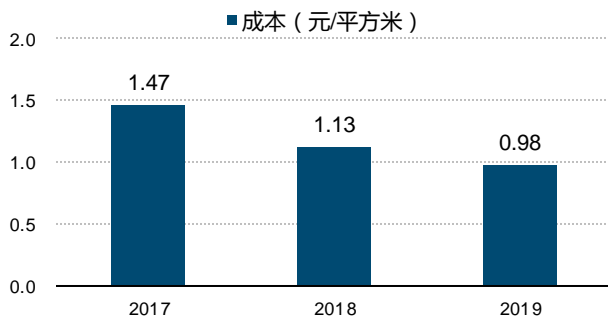
图 15：2016 年 1-6 月星源材质隔膜成本结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

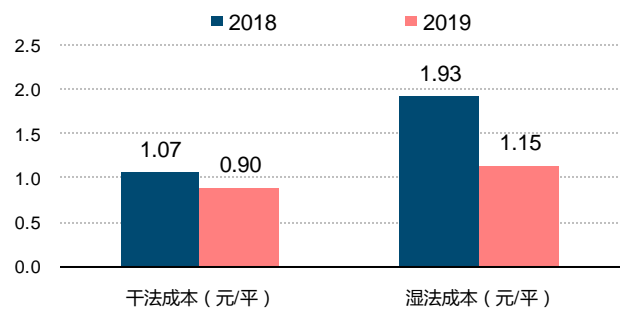
部分二线企业迎头赶上，经营水平逐渐提升。经过 4~5 年的发展，第二梯队隔膜企业的生产工艺日趋成熟。以原主营干法隔膜的星源材质为例，其湿法隔膜单线产出大幅提升，湿法隔膜成本逐渐下降，缩小与一线企业的差距（如图 16、图 17 所示），盈利能力回升。我们认为，这类二线后进企业发展前景向好。

图 16：上海恩捷隔膜成本



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 17：星源材质干法隔膜与湿法隔膜成本



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 12：星源材质湿法产线投资额情况

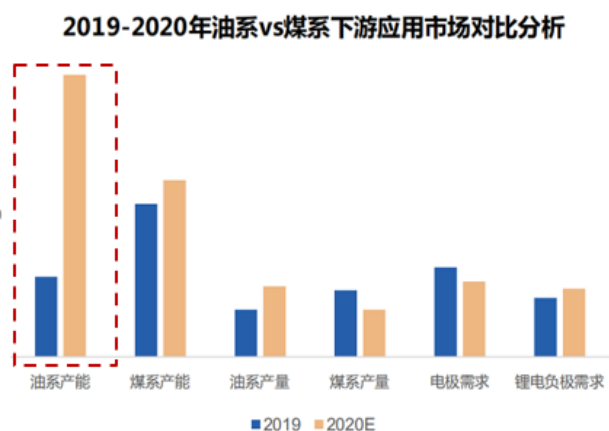
对比项	常州 3.6 亿平湿法产线	年产 2 亿平方米湿法隔膜项目	瑞典湿法隔膜生产线及涂覆生产线
设计产能	3.6 亿平方米	2 亿平方米	7 亿平方米湿法基膜+4.2 亿平方米涂覆膜
投资预算	19.96 亿元	5.00 亿元	19.72 亿元
单位产能投资	5.54 元/平方米	2.5 元/平方米	湿法基膜约 2 元/平方米，涂覆膜约 1.36 元/平方米

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.3 负极：原材料价格与石墨化加工费下降促成本大幅下降

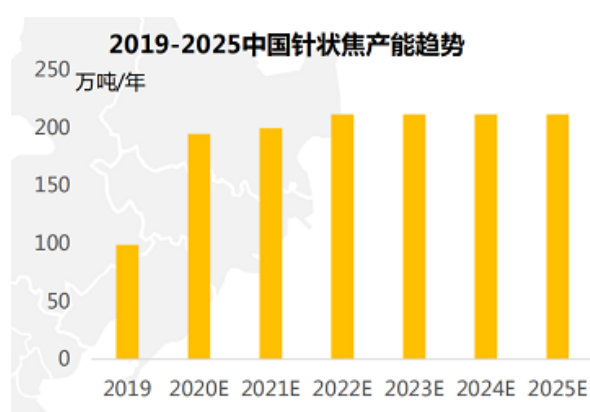
原材料针状焦产能激增，价格进入下行通道。鑫椽资讯数据显示，2019年国内针状焦需求60万吨左右，进口量超20万吨，进口油系针状焦价格4500-4600美元/吨，同期国产油系针状焦售价1.8万元/吨左右。受益于下游石墨电极和负极材料的需求拉动，2020年进入国产针状焦产能释放高潮。鑫椽资讯预计2020年底国内针状焦新增产能达到95.8万吨，尤其是油系针状焦产能增幅巨大。在这一背景下，2020年以来进口油系针状焦价格已经下降近70%。

图18：2020年国内油系针状焦供应量大幅增长



资料来源：鑫椽资讯，东兴证券研究所引用

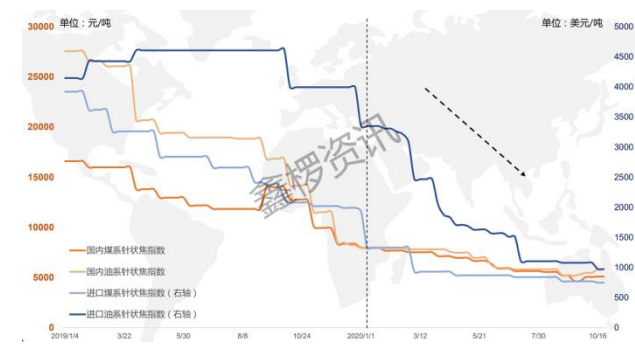
图19：国内针状焦产能趋势



资料来源：鑫椽资讯，东兴证券研究所引用

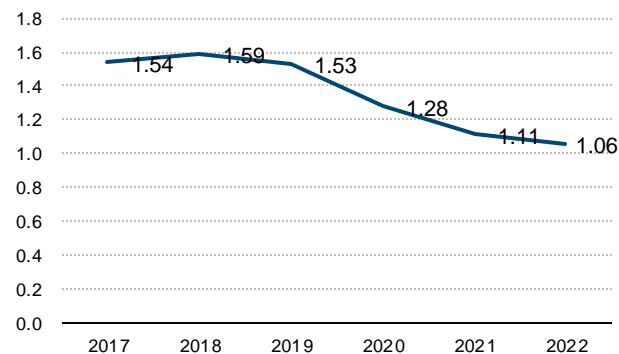
石墨化加工价格同样进入下行通道。据贝特瑞公告引用鑫椽资讯数据，2018年国内石墨化产能38.1万吨，后市规划产能33.6万吨。而2019年国内负极材料出货量仅26.5万吨，石墨化产能供应显著增加，石墨化加工价格进入下行通道。璞泰来公告数据显示，山东兴丰（不包括内蒙兴丰产能）石墨化加工价格也于2019年开始下降，公司公告预计2020、2021年进一步降至1.28万元/吨、1.11万元/吨。

图20：国产和进口油系、煤系针状焦价格均大幅下降



资料来源：鑫椽资讯，东兴证券研究所引用

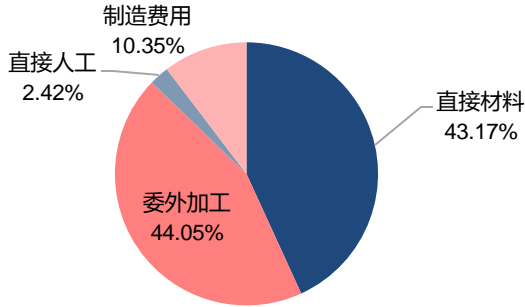
图21：山东兴丰石墨化加工售价（万元/吨）



资料来源：璞泰来公告，东兴证券研究所

原材料与加工费用大幅下降推动负极材料成本下降。璞泰来公告数据显示，2020 年一季度负极材料成本中直接材料和委外加工合计占比 87.23%。我们预计，国内焦类原材料和石墨化产能释放导致的降价将推动负极材料成本下降。

图22：2020 年 Q1 璞泰来负极材料成本结构

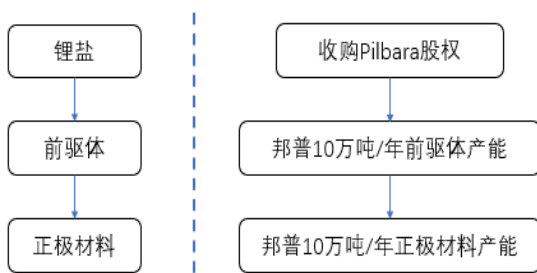


资料来源：璞泰来公告，东兴证券研究所

4.4 正极：三元正极面临来自上下游的竞争，磷酸铁锂需求边际改善

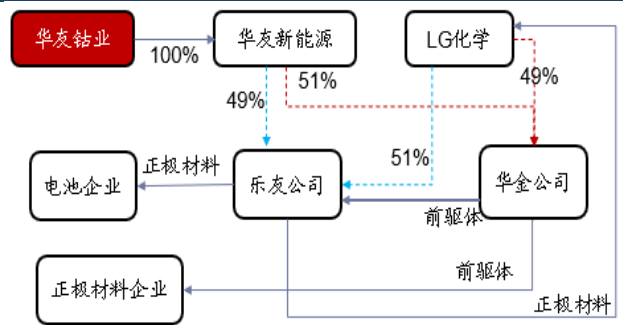
三元正极行业正面临来自上游矿产资源企业与下游动力电池企业的双重挤压。正极材料作为动力电池最大的成本占比项，易成为动力电池厂商降成本重要着力点。一方面，下游动力电池企业自建前驱体与正极材料产能，如宁德时代的布局，如图 23 所示；另一方面，上游矿产资源企业切入三元正极材料与前驱体行业，如华友钴业与 LG 化学的合资，如图 24 所示。上游矿产企业的产能具备成本优势，而下游电池企业的产能具备客户优势，相关环节打通则进一步挤压三元正极材料第三方企业的生存空间。

图23：宁德时代在锂盐、前驱体、正极材料领域的布局



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图24：华友钴业与 LG 化学建立前驱体与正极材料合资公司



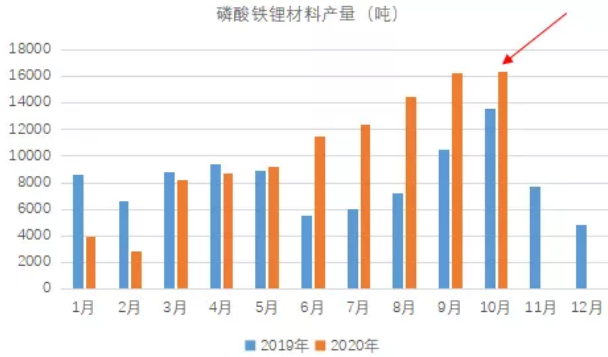
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们认为，第三方供应商的未来在于差异化定位，主要体现在产品质量、目标客户、下游应用市场的差异化，定位高端产品、锁定高端客户、拓展多种市场的企业有望获得竞争优势。

短期磷酸铁锂需求出现边际改善，但长期仍有供给仍过剩的风险。2020 年下半年以来，磷酸铁锂电池以其高性价比获得部分车型青睐，此外，部分装配铁锂电池的车型热销，使得磷酸铁锂材料需求回暖，如图

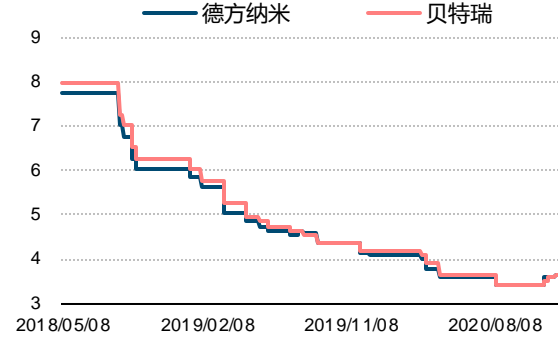
25 所示。鑫椽资讯相关信息表明，2020 年 10 月德方纳米、湖北万润、湖南裕能、贝特瑞等均已处于满产状态。同时，在上游原材料碳酸锂涨价等因素的推动下，磷酸铁锂材料的价格也出现小幅上涨，如图 26 所示。

图25：2020 年下半年磷酸铁锂需求边际改善



资料来源：鑫椽资讯，东兴证券研究所

图26：磷酸铁锂售价（万元/吨）

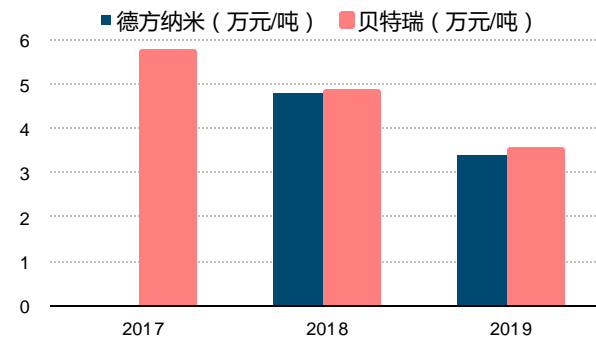


资料来源：Wind，东兴证券研究所

但长期看，磷酸铁锂仍存在供给过剩的风险，企业或较难在成本方面建立差异化竞争优势。鑫椽资讯数据显示，截至 2020 年 7 月，抛开落后老旧产能不计，国内可利用的磷酸铁锂正极材料产能仍高达 22.2 万吨/年，而高工锂电数据显示，2020 年前三季度中国磷酸铁锂正极材料出货量 7.6 万吨，同比增长 23%，行业平均产能利用率并不高。同时，部分企业仍计划扩产。湖南裕能官网显示，该公司 2020 年底拥有 5 万吨磷酸铁锂产能，遂宁基地建成后产能将达到 17 万吨。我们研究判断，头部企业德方纳米 2019 年底产能约 2.55 万吨，预计曲靖基地各项目完全建成后产能将达到 10.5 万吨。综合多方面信息，我们认为未来磷酸铁锂正极材料供给仍较为充足。此外，行业内企业也较难做出差异化。从头部企业德方纳米和贝特瑞的披露来看，这两家液相法与固相法的代表企业在成本方面未拉开显著差距，2018 年和 2019 年其成本差距均在 5% 以内，如图 27 所示。贝特瑞 2020 年 12 月 26 日公告，拟将磷酸铁锂相关资产和业务出售给龙蟠科技或其下属公司。

展望未来 2~3 年，我们预计，磷酸铁锂企业盈利水平将维持在合理水平，行业大概率将延续较为分散的竞争格局。

图27：磷酸铁锂正极材料两家头部企业成本对比



资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

5. 围绕产业发展三大趋势，继续布局优质企业

在全球需求高速增长、部分环节竞争格局与商业模式发生改变的背景下，我们判断，全球新能源汽车产业有三大发展趋势，是未来投资的重要方向。

5.1 海外需求持续高增长，关注全球化布局的企业

海外市场已经成为全球新能源汽车消费主力。EV sales 数据显示，2020 年 1-10 月全球新能源汽车销量 212.66 万辆，中汽协数据显示，同期中国新能源汽车销量 90.1 万辆，全球占比 42.36%，而 2019 年这一比例为 54.57%。如果美国市场出现超预期增长，海外需求比例将进一步提升。

我们认为，海外市场高增长有望持续，出口比例高、全球化布局的企业更有望受益。建议关注进入戴姆勒和土耳其 TOGG 公司供应链的孚能科技。

5.2 海外锂电产业链的本土化势在必行，关注高壁垒行业优质企业

我们认为，出于技术掌握与供应链安全考虑，海外市场锂电供应体系的本土化势在必行。

全球看，锂电供应链主要集中在中日韩地区，欧洲与美国锂电需求对外依赖严重。欧洲传统车企宝马、奔驰等使用 LG 化学、宁德时代、三星等电池企业产品，美国通用汽车使用 LG 化学的电池，特斯拉使用松下下的电池。同时，全球四大锂电材料的主要供应商也是中日韩企业。

电动化是汽车行业发展大趋势，新能源汽车产业也是未来多年各国家和地区重点产业之一，发展本土供应链可以避免被限制，在全球产业链分工中掌握更多主动性。从整车企业角度讲，发展本土供应链体系，有助于掌握动力电池核心技术、加强供应链稳定性与采购议价能力。

海外市场锂电产业链本土化的过程中，我们认为主要的投资机会存在于技术壁垒和经验积累要求较高的环节，新进入者短期内难以或无法提供合格产品或服务，未来能持续保持竞争优势的国内企业有望长期受益海外锂电产业发展。

建议关注隔膜行业龙头恩捷股份，以及进入欧洲动力电池商 Northvolt 供应链且在欧洲建厂的星源材质。

5.3 降成本逻辑主导产业链发展，关注具备成本优势企业

降成本是目前产业最主要的任务之一，我们认为能够通过自身技术进步和商业模式改变而建立起成本优势的企业，有望通过助推下游客户更快降成本，在全球需求高速增长的新阶段获得认可，具备良好发展前景。

建议关注电池环节与负极材料环节稳步推进纵向一体化战略的宁德时代与璞泰来。

6. 风险提示

中国等市场的新能源汽车推广规模与进度或低于预期；多因素或致市场竞争格局走向偏离预期；相关上市公司主业发展与成本管控收效或逊于预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：碳减排受到高度重视，风电并网持续加速	2020-12-22
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：碳减排受到高度重视，风电并网持续加速	2020-12-21
行业深度报告	电力设备与新能源行业报告：如何看待锂电隔膜行业及头部企业发展趋势？	2020-12-16
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：中欧新能源汽车销量喜人，官方拟推碳交易新政	2020-11-18
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：国常会通过新能源汽车规划，促电网企业剥离竞争性业务	2020-10-12
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：特斯拉造电池更重要的意义在于对产业的推动作用	2020-09-28
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：燃料电池汽车推广或将提速，核电新项目助力海南发展	2020-09-17
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：新政放宽新能源车企准入要求，光伏产业链涨价	2020-08-26
行业普通报告	7月欧洲新能源汽车销量增速或超200%，全年130万销量可期	2020-08-07
行业普通报告	新能源汽车行业系列报告14：Northvolt获宝马订单，中国供应商有望受益	2020-07-22
公司普通报告	福莱特：长坡厚雪，无惧波动	2020-04-24
公司深度报告	明阳智能（601615）：践行大风机战略，供应链管理卓越	2020-12-17
公司深度报告	金风科技（002202）：低谷已过，有望迎来业绩拐点	2020-04-07
公司深度报告	爱奇艺（IQ.O）：中国奈飞，盈利不难	2020-07-21
公司深度报告	特锐德（300001）：大浪淘沙，沉者为金	2020-05-15
公司普通报告	中环股份（002129）：半导体持续突破，光伏大硅片引领行业进步	2020-03-30
公司深度报告	中环股份（002129）：半导体硅片国产化龙头，12英寸即将放量	2020-03-15
公司报告	卧龙电驱（600580）：19年预盈幅度略低预期，长期看好与ZF的合作	2020-01-21
公司普通报告	湘电股份（600416）：轻装上阵 重现生机	2020-02-23
公司普通报告	东方电缆（603606）：屡次中标高难度工程，积累宝贵经验	2020-11-18
公司普通报告	可转债募投项目有望提前完工	2020-07-31
公司普通报告	日月股份（603218）：大兆瓦风电铸件交付与核废料罐研发进展顺利	2020-09-11
公司深度报告	日月股份：风电铸件强者，向“两海”市场谋发展	2020-08-06
公司普通报告	天顺风能（002531）：海上风电设备产能与风电场项目建设顺利	2020-10-30
公司普通报告	紧抓行业机遇，风塔与叶片顺势扩产	2020-07-30

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，2020 年 12 月起担任制造组组长。此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

研究助理简介

张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券，从事电力设备与新能源行业研究，主要负责新能源汽车产业链方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526