

电动车排产销量超市场预期，龙头Q1业绩靓丽

--电动车2021年3月电动车月报

首席证券分析师：曾朵红

执业证书编号：S0600516080001

联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199798

2021年4月16日

- ◆ **国内外销量全面超预期，全年高增长确定。** 1) **国内**3月销22.6万辆，同环比+239%/+106%，超预期，Q1累计销51.5万辆，同+280%，Q2新车型MY、ID4、比亚迪dmi可贡献增量，预计为55-60万辆，全年有望达240-250万辆，同比+80%。2) **欧洲**主流10国3月注册量19.7万辆，同环比+164%/99%，远超此前预期，Q1预计38-40万辆，全年200万辆+，同增57%。3) **美国**电动车3月销量5万辆，同环比+161%/+28%，Q1销量12.5万辆，同比+48.5%，超预期，我们上修全年预期至55万辆+，同比+70%，若后续政策落地，叠加新车型投放周期，未来5年复合增速有望超过55%。4) 我们预计**全球21年销量500万+，同比+70%**，全年高增确定。
- ◆ **特斯拉Q1交付环比进一步提升，全年预计翻番至100万辆。** 特斯拉Q1产量18万辆，同比+76%，环比持平；销量18.5万辆，同比+109%，环比+2%；期末累计库存1.8万辆，同比-30%，环比-20%。从月度销量看，季末冲量明显，1-3月分别销量4.3万辆、4.7万辆、9万辆+。分区域看，美国Q1销7万辆，环比微增；中国1-2月累计3.4万辆，3月销量3.5万辆，合计6.9万辆，环比增10%+；欧洲1-2月销0.7万辆，预计Q1销4万辆，环比增15-20%；其他地区销售1-2万辆。我们预计Q2上海工厂MY产能再爬坡，Q3欧洲工厂投产，预计全年销量达到100万辆，同比翻番。
- ◆ **美国电动车政策支持开始逐步兑现。** 3月31日，拜登宣布在电动车领域拟投资1740亿美元，推动电动车产业链国产化，给与电动车销售税收优惠（新增未定），推动公用领域电动化，加大充电桩基础设施建设。美国电动车销量连续3年约30万辆，无增长，渗透率仅2%，若恢复7500美元/辆的税收减免，叠加新车型投放周期，未来5年复合增速有望超过55%（此前市场预期增速30%+），到2025年销量超过300万辆，渗透率达到15%。
- ◆ **产业链涨价趋势趋缓，定价模式逐步明朗，终端需求增长可持续。** 资源涨价幅度趋缓，钴镍已回调，镍价格下跌至12.3万/吨，金属钴回落至36.6万/吨，而电池级碳酸锂价格持续上涨至8.95万/吨，六氟价格上涨至22万/吨，其他中游材料价格坚挺，我们测算若价格完全传导，则电池原材料成本将上涨15%以上，电池厂通过产能利用率提升、规模化、合格率提升以及CTP技术应用，预计可消化一部分。目前两轮车、储能、消费类电池已涨价，后续动力类电池价格或将进行调整，我们预计动力电池成本压力可部分向终端传导，涨价幅度或为3%左右，对车企单车成本影响1-2k元，整体可控。
- ◆ **投资建议：继续强烈推荐三条主线：**一是特斯拉及欧洲电动车供应商（**宁德时代、亿纬锂能、天赐材料、恩捷股份、容百科技、新宙邦、璞泰来、科达利、当升科技、三花智控、宏发股份、汇川技术、欣旺达**）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（**天赐材料、华友钴业**，关注**赣锋锂业、天齐锂业、多氟多、天际股份**）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（**比亚迪、诺德股份、星源材质**，关注**德方纳米、嘉元科技、天奈科技、国轩高科、孚能科技、中科电气**）。
- ◆ **风险提示：**价格竞争超市场预期，原材料价格不稳定，影响利润空间，投资增速下滑及疫情影响。

政策

- ◆ 工信部发布免征车辆购置税的新能源汽车车型目录，包括特斯拉MODEL3、比亚迪秦PLUS等车型
- ◆ 拜登宣布电动车领域拟投资1740亿美元，给与电动车销售税优惠，推动电动车产业链国际化。
- ◆ 英国电动车补贴退坡500欧元，特斯拉model3不再享受补贴

2021年3月销量

- ◆ 欧洲3月主流十国电动车注册量19.7万辆，同比+164%，环比+99%
- ◆ 中汽协：3月电动车销量22.6万辆，同环比+239%/106%
- ◆ 2月我国动力电池装车量4.31GWh，同环比+618%/-35%
- ◆ 比亚迪3月新能源汽车销量39985辆，同比+240%，环比+286%，汉销量1.03万辆，环比上涨105.3%
- ◆ 蔚来3月销量7257辆，同比+373%，环比+30%
- ◆ 小鹏汽车3月销量5102辆，同比+384%，环比+130%
- ◆ 理想3月销量4900辆，同比+239%，环比+113%

车企动态

- ◆ 上汽大众ID.4 X将于3月25日正式交付
- ◆ 韩媒：现代2022年使用比亚迪刀片电池
- ◆ 宝马新战略：2030年纯电动车占全球销量50%
- ◆ 蔚来用户累计换电超200万次，二代换电站将二季度上线
- ◆ 特斯拉回应Model Y涨价8000元：生产制造成本上涨所致
- ◆ 由于半导体短缺，蔚来汽车决定从3月29日起暂停“江淮蔚来”合肥制造工厂的汽车生产活动5个工作日。

- ◆ 沃尔沃汽车发布全球可持续发展战略目标：2025年实现全面电气化，届时纯电车型占比将达50%
- ◆ 零部件短缺，福特工厂停产
- ◆ 小米造车有望4月立项

电池企业动态

- ◆ LG和SK在美达成和解，18亿美元解恩怨
- ◆ 大众汽车“电池日”：采用标准化电芯设计，成本至少降低30%
- ◆ Northvolt获大众140亿美元电池订单
- ◆ 国轩高科拟建动力电池产业链项目，总投资120亿元
- ◆ 宁德时代入股富临精工子公司，加码磷酸铁锂布局
- ◆ LG计划2023年为特斯拉生产4680新电池
- ◆ 德方纳米与亿纬锂能设立合资公司生产磷酸铁锂
- ◆ 孚能科技：客户召回汽车公司将承担召回相关费用

2021年4月5-9日产业链价格

- ◆ 锂盐原材料价格上涨，电池级碳酸锂报价8.95万，周环比+2.4%，工业级碳酸锂报价8.45，周环比+1.2%，国产氢氧化锂报价7.8万，周环比+3.3%
- ◆ 本周DMC碳酸二甲酯报价0.7万，周环比+7.7%
- ◆ 镍报价12.77万，周环比+4.0%，钴报价36.6万/吨，周环比+2.2%
- ◆ 前驱体（622型）报价11.5万，周环比-0.9%，正极（622型）报价17.65万，周环比-1.1%



- 1. 销量：3月下游需求爆发，销量大超预期

- 2. 排产：4月排产进一步提升，排产逐季向上

- 3. 价格：上游金属价格波动，定价机制逐步明朗

- 4. 行业重点新闻及龙头公司信息跟踪

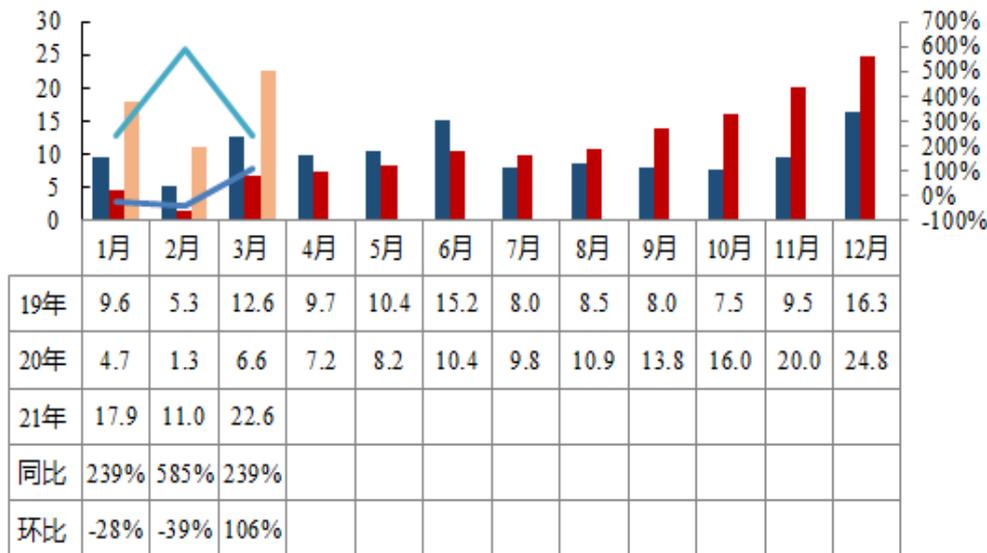
- 5. 投资建议与风险提示

1、销量：3月下游需求爆发，国内外销量大超预期

国内：3月销量超市场预期，同比大增242%

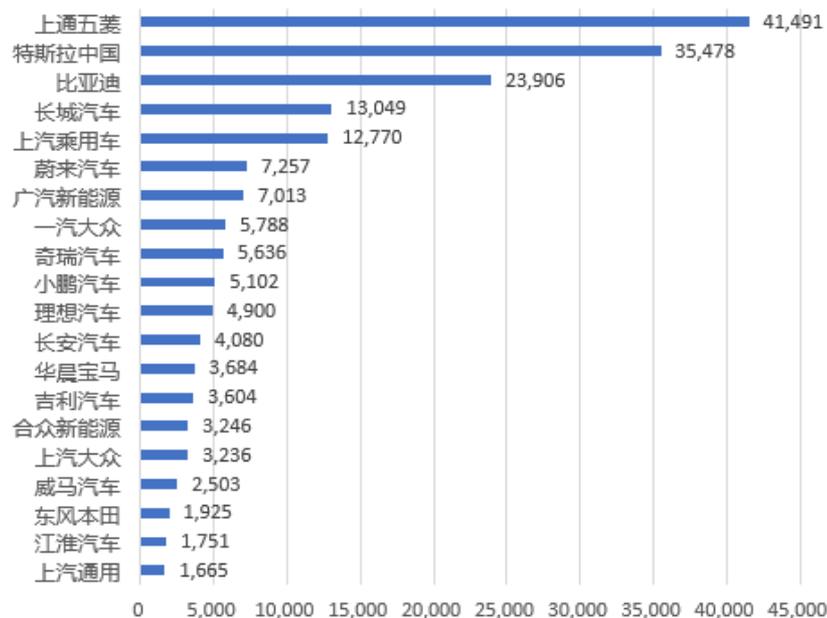
- ◆ **2021年3月电动车销量超预期，环比翻番以上。**根据中汽协数据，国内3月电动车销量22.6万辆，同环比+239%/+106%，大超预期。新能源乘用车纯电销17.6万辆，同比增长264.8%；混动车型销3.6万辆，同比增长192.4%。2021年Q1景气度超预期，累计销51.5万辆，同比增长280%。
- ◆ **ToC端需求仍强劲，部分车企环比实现正增长。**其中，比亚迪2021年3月新能源汽车销量23906辆，同比+96%，环比133%，汉销量0.79万辆，环比+94%；五菱宏光MINI2021年3月销量3.97万辆，环比+97%，市占率18.72%。

图 国内电动车月度销量（万辆）



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

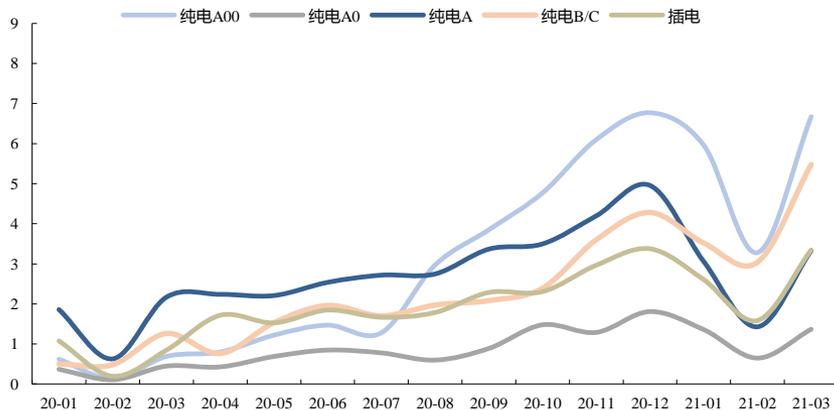
图 2021年3月国内电动车累计销量排名（辆）



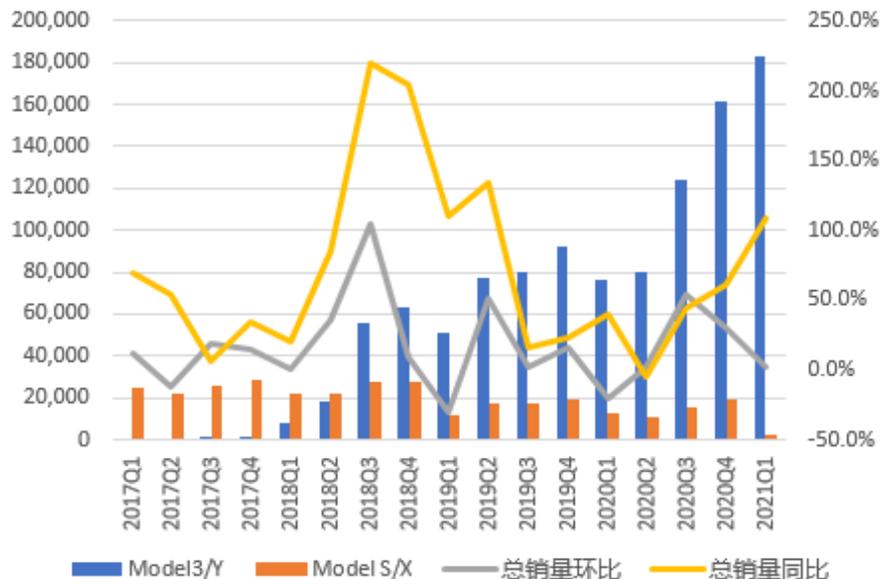
数据来源：中汽协，东吴证券研究所

◆ **A00级车与高端车需求强劲。**2021年3月纯电车型中，A00级销6.67万，环比+103.4%，占比39.6%，其中宏光MINI销3.9万辆，环比+97%，市占率18.72%，贡献主要增量；A0级1.37万辆（同环比+204%/110.8%，占比8%），A级3.33万辆（同环比+53.5%/+132.9%，占比19.8%）；B/C级达5.48万辆，环比+80.3%，占比32.5%，其中主要系特斯拉Model3、Model Y、比亚迪汉、蔚来ES6、EC6等高端车型需求强劲。Model Y销1.0万辆左右，环比大增119.2%。分车企看，上通五菱4.1万辆（同环比+2565%/+99%），特斯拉3.5万辆（同环比+249%/+94%），比亚迪2.4万辆（同环比+96%/+133%），蔚来销0.7万辆，同环比373%/+30%。

图表：分车型2020年1月-2021年3月销量（辆）



图表：特斯拉车型季度销量（左/辆）&环比（右/%）

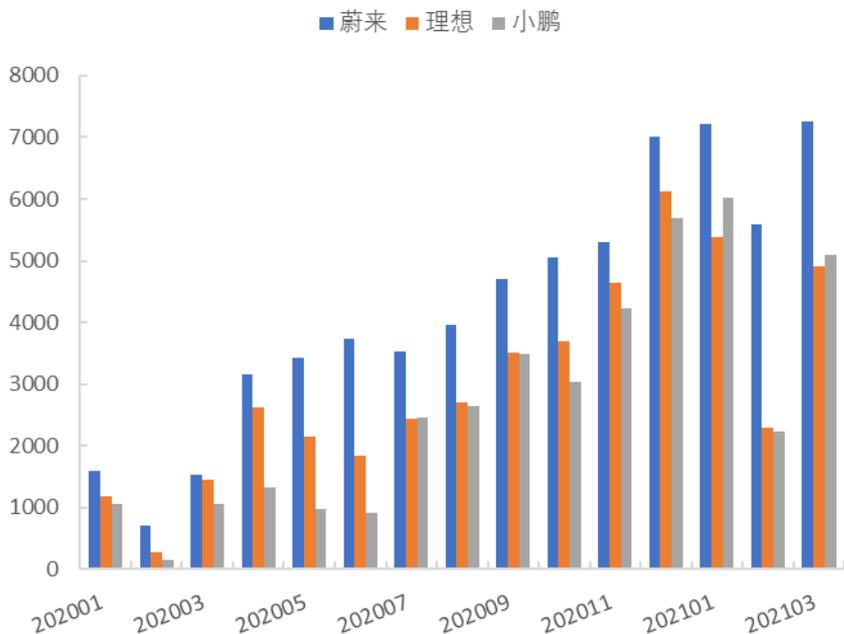


数据来源：乘联会，东吴证券研究所

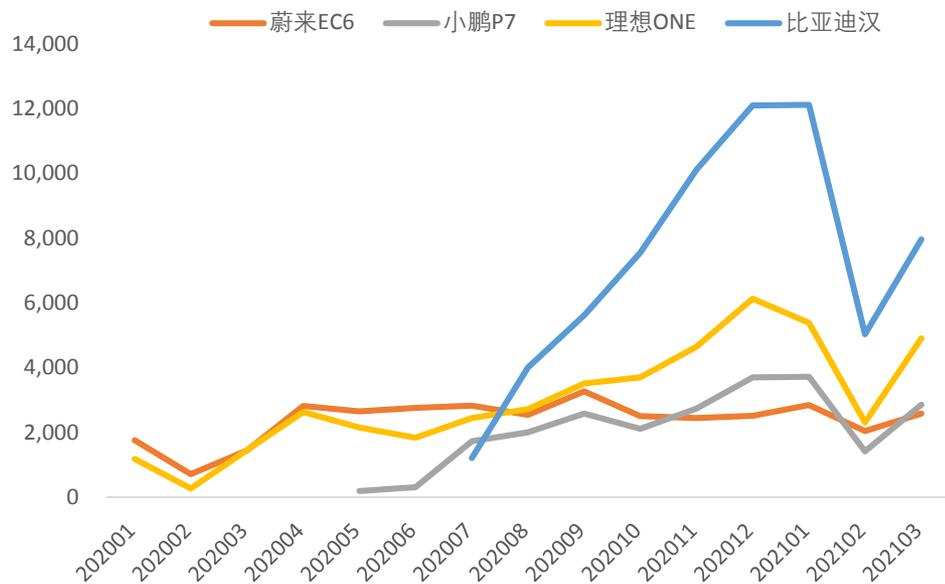
数据来源：乘联会，东吴证券研究所

◆ **3月新势力销量超预期。**蔚来3月交付7257台（指引0.67w），季度交付突破2万台，同增423%；小鹏3月交付5100辆（指引0.43w），Q1交付1.33万，同增487%；理想汽车3月交付4900辆（指引0.28-0.38w），同增238.6%，Q1交付1.26万辆，其中蔚来创新高，小鹏和理想较1月下滑10-15%，均超预期。2021年3月销量22.6w辆，Q1合计销量51.5w辆；Q2行业芯片、电池产能偏紧，但新车型MY、ID4、比亚迪DMi均可贡献增量，我们预计销量较Q1环比提升，为55-60万辆；1H销量将达到100-110万辆，全年销量有望达到240-250万辆，同比+80%。

图：蔚来、理想、小鹏月度销量（辆）



图：主要车型月度销量（辆）



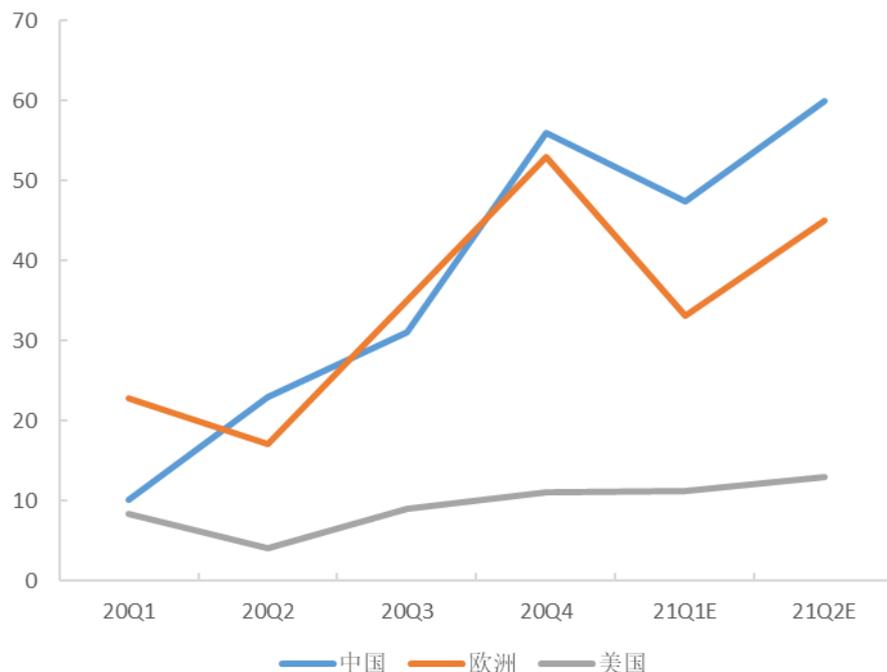
2季度销量：延续3月销量水平，Q2环比增10-20%

- ◆ **受芯片紧张影响，部分车企停产电动车**：蔚来停产5天，现代停产7天，丰田停产7天，头部电池企业仍满产。
- ◆ **新车型上量，对冲停产影响**：国内MY产能爬坡，产能有望爬坡至2万辆；比亚迪DMI车型开始上量，3月上市，4月排产6000辆，6月排产1.2万辆；id4 3月上市，Q2开始交付。欧洲大众id4、戴姆勒EQA/EQB、特斯拉等拉动增长
- ◆ **预计Q2国内电动车销55-60万辆，欧洲40-45万辆，美国13万辆**：国内预计Q2单月销量18-20万辆，Q2销量55-60万辆，同环比+161%/+26%；欧洲Q2月均销量13-15万辆，Q2销量40-45万辆，同环比+165%/+36%；美国Q2月均销量4万辆，Q2销量13万辆，同环比+225%/+16%。

表：2021Q1车企停产

车企	涉及工厂	停产时间	原因	涉及车型
斯巴鲁	日本群馬县工厂	1月15-16日	缺汽车芯片	XV
大众	沃尔夫斯堡工厂	1月4-18日	缺汽车芯片	Golf, Tarraco, 途观
戴姆勒	德国不莱梅工厂	2月初关闭几天	缺汽车芯片	GLC
沃尔沃	中国工厂	3月部分时间停产	缺汽车芯片	XC40等
蔚来	中国安徽合肥江淮工厂	3月29日-4月2日	缺汽车芯片	-
丰田	巴西圣保罗州工厂	3月29日-4月5日	缺汽车芯片	卡罗拉
现代	韩国蔚山第一工厂	4月7-14日	缺汽车芯片	Kona, Ioniq5

图：2020-21电动车季度销量（万辆）



3月国内销量下游需求爆发，销量大超预期

- **3月销量22.6万辆，环比+106%+**。其中新势力销量超过1月水平，其中蔚来销量7257辆，环比+30%，小鹏销量5102辆，环比+130%，理想销量4900辆，环比+113%。此外，Model Y订单旺盛，供给紧张，交付日期延长至21年Q2，大众ID.4开始交付，比亚迪汉排产恢复，均贡献新增量。
- **Q1销量大超市场预期，上调全年销量预期**：Q1销量51.5万辆，同比大幅提升308%，全年销量我们预期上修至240万辆以上，同比+70%以上。

表 我们对国内电动车销量预测（万辆）

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2019年	销量	9.6	5.3	12.6	9.7	10.4	15.2	8.0	8.5	8.0	8.0	10.5	14.5	120.3
	同比	150%	54%	86%	18%	2%	81%	-4%	-16%	-34%	-42%	-38%	-36%	-3%
2020年 (中性)	销量	4.7	1.3	6.6	7.2	8.2	10.4	9.8	10.9	13.8	16.0	20.0	24.8	133.7
	同比	-51%	-76%	-48%	-26%	-21%	-32%	23%	28%	73%	100%	90%	71%	11%
2021年 (乐观)	销量				21.5	22.5	23.7	22.5	22.5	21.4	23.5	24.7	27.1	260.8
	同比				198%	175%	128%	129%	106%	55%	47%	23%	9%	95%
2021年 (中性)	销量	17.9	11.0	22.6	20.3	21.4	22.4	20.2	20.2	21.2	21.6	22.7	25.0	246.5
	同比 (实际)	281%	753%	245%	183%	160%	116%	106%	85%	54%	35%	13%	1%	84%
2021年 (悲观)	销量				18.8	19.7	20.1	19.1	19.1	20.0	21.0	22.1	23.2	234.6
	同比				161%	140%	93%	95%	75%	45%	32%	10%	-6%	76%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2019年	销量	27.5	35.3	24.5	33.0	120.3
2020年	销量	12.6	25.8	34.5	60.8	133.7
	同比	-54%	-27%	41%	84%	11%
2021年 (乐观)	销量		67.7	66.3	75.3	260.8
	同比		162%	92%	24%	95%
2021年 (中性)	销量	51.5	64.1	61.6	69.3	246.5
	同比 (实际)	310%	149%	78%	14%	84%
2021年 (悲观)	销量		58.5	58.2	66.3	234.6
	同比		127%	69%	9%	76%

数据来源：中汽协，东吴证券研究所

3月国内销量下游需求爆发，Q1销量大超预期

表 我们对国内电动车销量预测（万辆）

	企业						年度				
		20-9月	20-10月	20-11月	20-12月	21-1月	19年	20年	同比	21年	同比
自主品牌	比亚迪	1.9	2.2	2.6	2.8	2.0	22.1	18.3	-17%	34.8	90%
	北汽新能源	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	15.1	2.8	-82%	3.3	20%
	上汽乘用车	0.7	1.3	1.1	1.8	1.4	7.6	7.7	1%	12.3	60%
	吉利汽车	0.3	0.4	0.5	0.5	0.3	7.0	3.0	-57%	4.2	40%
	奇瑞汽车	0.4	0.5	0.8	0.9	0.7	4.7	4.4	-7%	4.8	10%
	广汽新能源	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	4.4	6.0	36%	9.0	50%
	长城汽车	0.7	0.8	1.2	1.1	1.0	4.0	5.4	37%	13.0	140%
	江淮汽车	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	3.6	0.5	-85%	0.6	10%
	长安汽车	0.1	0.1	0.2	0.5	0.3	2.8	1.8	-35%	2.6	40%
	上通五菱	2.4	3.0	3.6	4.1	3.8	6.0	16.6	176%	43.1	160%
合资车	上汽大众	0.5	0.2	0.4	0.5	0.1	3.9	3.1	-21%	7.8	150%
	华晨宝马	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	3.2	2.7	-15%	4.1	50%
	东风日产	0.3	0.1	0.1	0.2	0.0	1.3	1.2	-11%	1.3	10%
	广汽丰田	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	1.0	1.2	25%	1.5	20%
	一汽丰田	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.9	0.8	-9%	0.9	10%
	一汽大众	0.4	0.2	0.4	0.3	0.3	0.4	3.3	692%	8.3	150%
独资	上汽通用	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	1.8	426%	2.1	20%
	特斯拉中国	1.1	1.2	2.2	2.4	1.5	0.1	13.8	14778%	33.1	140%
新造车势力	蔚来汽车	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7	2.1	4.4	109%	10.1	130%
	小鹏汽车	0.3	0.3	0.5	0.6	0.6	1.7	2.6	59%	6.1	130%
	威马汽车	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	1.6	2.2	44%	3.1	40%
	合众新能源	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	1.0	1.6	64%	1.9	15%
	云度汽车	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4	74%	0.5	15%
	哪吒汽车	0.2	0.2	0.1	0.3	0.2	1.0	1.5	51%	2.4	60%
	零跑汽车	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.0	1.1		1.7	60%
	理想汽车	0.4	0.4	0.5	0.6	0.5		3.1		5.9	90%
乘用车合计		13	14	18	21	17	107.2	117.1	9%	224.8	92%
-自主品牌		5	7	8	9	7	86.9	70.0	-19%	131.2	87%
-合资品牌		4	4	5	6	5	12.6	16.3	29%	28.8	76%
-新造车势力		2	2	2	3	3	7.6	17.0	125%	31.7	86%
-特斯拉		1	1	2	2	2	0.1	13.8	14778%	33.1	140%
客车		0.6	0.5	0.7	1.6	0.2	8.1	6.1	-25%	7.4	22%
专用车		0.7	0.7	0.8	1.7	0.6	7.3	7.1	-3%	10.0	41%
合计		13.8	15.5	19.4	24.3	17.4	120.6	131.5	9%	242.2	84%

数据来源：中汽协，东吴证券研究所

表 2021-2022年主要新车型汇总

车企	品牌	车型	上市时间	定位	类型
大众	上汽大众	国产ID.4 X	2021年	A级SUV	EV
	大众(进口)	ID.6 X	2021年初	D级SUV	EV
	上汽大众奥迪	Q4 e-tron	2021年夏季	C级SUV	EV
	上汽大众奥迪	Sportback e-tron	2021年夏季	C级轿跑SUV	EV
	一汽-大众	国产ID.4 CROZZ	2021年	A级SUV	EV
	一汽-大众	ID.5	2021年	B级轿车	EV
特斯拉	特斯拉	国产Model Y	2021年1月(已上市)	B级SUV	EV
宝马	华晨宝马	2系	2021年	轿车	PHEV
	宝马(进口)	i4	2021年	B级轿车	EV
	宝马(进口)	iNext	2021年	C级SUV	EV
	宝马(进口)	i1	2021年	轿车	EV
	宝马(进口)	i5	2021年	C级SUV	PHEV
		MINI	MINI Cooper SE	2021年(已上市)	B级轿车
	宝马	X8	2021年	B级SUV	PHEV
戴姆勒	北京奔驰	A-Class(三厢/两厢)	2021年	A级轿车	PHEV
	北京奔驰	C-Class(三厢)	2021年	B级轿车	PHEV
	北京奔驰	EQB	2021年	A级SUV	EV
	奔驰	C-Class(三厢)	2021(已发布)		PHEV
雷诺	雷诺	Arkana	2021年	A级跨界SUV	PHEV
	达契亚	Spring	2021年	A0级SUV	EV
现代	现代	Ioniq 5	2021年秋季	B级跨界SUV	EV
PSA	东风雪铁龙	C5	2021年	B级SUV	PHEV
通用	GMC	HUMMER EV	2021年秋季	皮卡	EV
丰田	一汽丰田	奕泽IZOA双擎	2021年上半年	A0级SUV	PHEV
	一汽丰田	RAV4荣放双擎E+	2021年上半年	A0级SUV	PHEV
	广汽丰田	威兰达高性能版	2021年上半年	A0级SUV	PHEV
福特	福特	Mach-E	2021年	B级SUV	EV
	福特	F150	2021年	皮卡	PHEV
比亚迪	比亚迪	宋plus	2021年3月	A+级SUV	PHEV
	比亚迪	唐Plus	2021年3月	A+级SUV	PHEV
	比亚迪	秦Plus	2021年3月	B级轿车	PHEV
上汽	上汽荣威	Marvel R	2021年3月	B级SUV	EV
	名爵	E-motion	2021年	电动跑车	EV
吉利	领克	ZERO	2021年下半年		EV
	沃尔沃(进口)	XC90	2021年	C级SUV	EV
长城	欧拉好猫		2021年(已上市)	A0级SUV	EV
小鹏	小鹏	鹏翼P7	2021年(已上市)	B级轿跑	EV

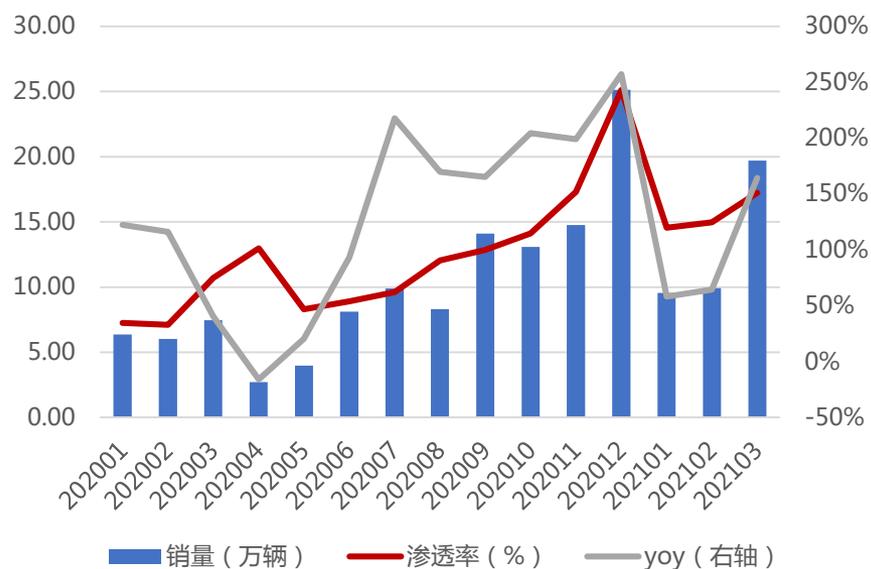
欧洲: 3月销量高增长, 全年维持200万辆预期

- ◆ **欧洲主流10国3月注册量达19.7万辆**，同环比+164%/99%，远超此前13-15万预期，Q1预计38-40万辆，全年销量预计200万辆+，同增57%。
- ◆ **德国3月电动车注册6.6万辆**，同比+232%，环比+64%，其中纯电注册3万辆，插混注册3.6万辆，电动车渗透率22.5%，同环比+1.8/+13.3pct。**英国3月电动车注册3.9万辆**，同比+112%，环比+492%，电动车渗透率13.9%，同环比+0.9/+6.6pct。此外**挪威**（1.3万辆，同环比+39%/54%，渗透率85%，其中纯电0.9万辆）、**荷兰**（0.5万辆，同环比-4%/63%，渗透率20%，其中纯电0.2万辆）环比大幅提升

图表：欧洲月度销量（左/辆）&同环比（右/%）



图表：欧洲主流10国电动车渗透率（万辆，%）



欧洲：大众欧洲月销量第一，Model 3最畅销车型

- ◆ **2021年2月大众集团位居欧洲地区销量第一，市占率23%**。分车企来看，大众集团在欧洲地区保持强劲势头，2月销量2.1万辆，同比+51%，环比+3%，市占率23%。ID3持续发力，销量3701辆，环比+27%，分车型销量位列欧洲第三。其余三款车型up!、Audi e-tron和Golf位列欧洲分车型销量前十。
- ◆ **Model 3欧洲销量环比高增，位列欧洲分车型销量第一**。Model 3 2月销量5345辆，环比+261%，同比+56%，实现环比翻倍增长，2021年2月累计销量同比+40%。ZOE和ID3为欧洲2月第二和第三畅销车型，ZOE 2月销量3893辆，环比+8%；ID3销量3701辆，环比+27%。

图表：欧洲2月电动车销量（分车型/分车企，辆）

欧洲分车企		202102			2021年2月累计		
	销量	环比	同比	市占率	销量	同比	市占率
大众集团	20,980	3%	51%	23%	41376	49%	23%
Stellantis	13,482	5%		15%	26331		15%
宝马集团	9,964	-15%	4%	11%	21702	14%	12%
戴姆勒集团	9,947	-10%	41%	11%	21040	58%	12%
雷诺-日产联盟	9,099	12%	-5%	10%	17215	-26%	9%
现代-起亚汽车集团	8,142	-3%	-20%	9%	16526	-10%	9%
吉利控股集团(Geely)	8,082	7%	47%	9%	15653	49%	9%
Tesla	5,520	231%	40%	6%	7190	20%	4%
福特集团	1,908	-5%	504%	2%	3927	698%	2%
丰田集团	1,903	63%	3125%	2%	3073	1976%	2%

欧洲分车型	车企	202102	环比	同比	2020年2月累计	2021年2月累计	同比
Model 3	Tesla	5345	261%	56%	4886	6824	40%
ZOE	雷诺-日产联盟	3893	8%	-40%	16257	7486	-54%
ID.3	大众集团	3701	27%		0	6608	
NIRO	现代-起亚汽车集团	3055	-10%	11%	4848	6444	33%
XC40 (Volvo Cars (2011-))	吉利控股集团(Geely)	2581	3%	324%	872	5093	484%
Peugeot 208	PSA	2501	7%	-30%	7336	4830	-34%
up!	大众集团	2445	42%	93%	2163	4170	93%
Audi e-tron	大众集团	2364	-9%	-4%	4677	4950	6%
Golf	大众集团	2259	1%	-45%	7824	4503	-42%
Kona	现代-起亚汽车集团	2178	7%	3%	4089	4216	3%

2021年欧洲继续高增，且上半年增长提速

- ◆ **2021年欧洲预期销量200万辆，同比+58%**，主要基于：1) 碳排放考核趋严；2) 补贴政策力度持续；3) 传统车企纯电平台新车型大量落地。欧盟在现行最严碳排放政策上欲进一步提高标准，30年电动化率有望超50%。
- ◆ **季度看，2021上半年高增速持续**：2020年Q1/Q2销量23万/17万辆，基数较低，我们预计2021年上半年将延续今年下半年高增速，因此对于国内环节龙头，海外订单增速可持续，明年上半年对业绩拉动明显。

表 我们对欧洲电动车销量预测（万辆）

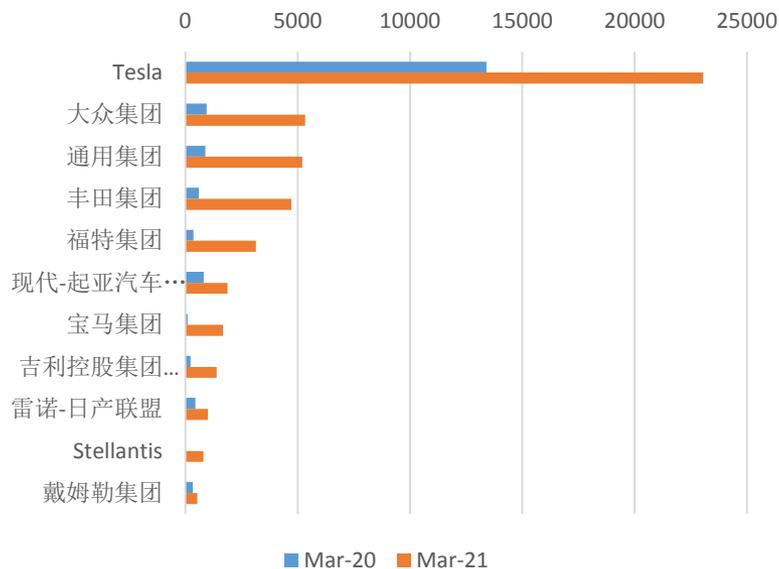
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2018年	销量	2.2	2.1	4.0	2.6	2.7	3.6	2.5	2.7	3.1	3.1	3.5	4.0	36.3
2019年	销量	3.1	3.1	5.8	3.6	3.6	4.6	3.4	3.5	5.7	4.9	5.3	7.4	54.0
	同比	39%	46%	46%	37%	32%	28%	34%	27%	81%	59%	52%	86%	49%
2020年	销量	7.5	7.3	8.0	3.0	4.8	9.2	10.9	8.9	14.9	14.1	14.5	24.1	127.1
	同比	141%	137%	37%	-17%	36%	100%	220%	157%	161%	187%	171%	225%	135%
2021年 (乐观)	销量			20.0	15.0	16.5	24.0	16.9	17.0	22.3	19.0	22.0	29.2	220.1
	同比			151%	402%	241%	162%	56%	92%	50%	35%	52%	21%	73%
2021年 (中性)	销量	8.9	9.3	20.0	14.3	15.7	20.0	16.1	16.2	20.3	17.0	19.0	26.5	203.3
	同比	18% (实际)	27% (实际)	151%	378%	225%	118%	48%	83%	36%	21%	31%	10%	60%
2021年 (悲观)	销量			20.0	13.0	14.3	18.6	14.0	14.7	17.6	16.8	18.4	22.1	187.7
	同比			151%	335%	195%	103%	29%	66%	19%	19%	27%	-8%	48%

	万辆	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2019年	销量	12	12	13	18	54
2020年	销量	23	17	35	53	127
	同比	90%	45%	176%	198%	135%
2021年 (乐观)	销量		56	56	70	218
	同比		227%	62%	33%	72%
2021年 (中性)	销量	36	50	53	63	201
	同比	59% (预计)	194%	52%	19%	58%
2021年 (悲观)	销量		46	46	57	186
	同比		170%	34%	9%	46%

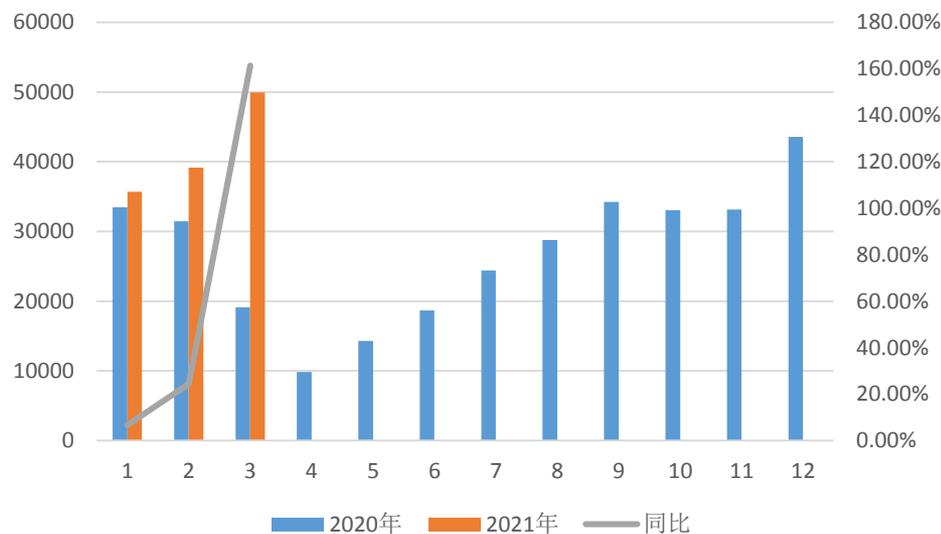
美国3月电动车销4.99万辆，同比增长161.3%

- **美国电动车2021年3月销4.99万辆，同环比+161.3%/+27.6%**，Q1销量12.5万辆，同比+48.5%，全年销量有望超55万辆。其中特斯拉销2.3万辆，位列第一，同比增长72%，环比增长7%，占比46.1%，同比下降24pct。
- **分车型看，Tesla Model 3和Model Y为主力，通用Chevrolet Bolt大幅增长**：特斯拉Model Y销1.4万辆，环比增长43.8%，位列第一，Model 3销8100辆，同环比-22.9%/+62%，位列第二。**通用Chevrolet Bolt**（销5204辆，环比增长145.0%），**丰田Prius**（销3610辆，环比增长140.1%），**大众 Audi e-tron**（销2877辆，环比增长207.7%），贡献主要增量。
- 全年销量我们预期50万辆，后续政策存在超预期的可能

图表：2020年3月及2021年3月美国电动车销量（分车企，辆）

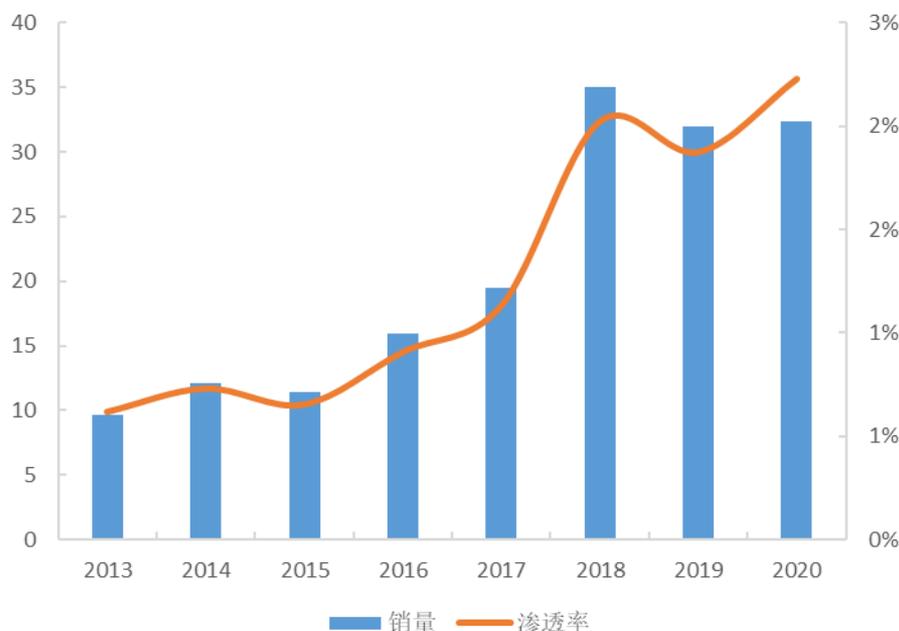


图表：美国市场电动车20-21年销量（万辆，%）

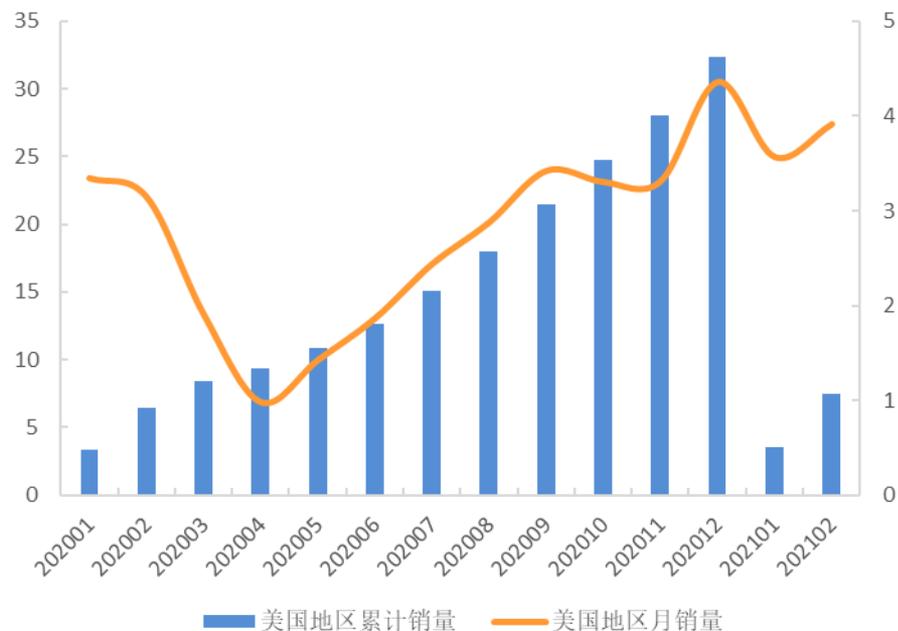


- ◆ **美国电动车政策或超预期，成为全球重要的增长点。**3月31日，拜登宣布约2万亿美元大规模基建和经济复苏计划，以改善美国基建并刺激就业，重点投向基建绿能电动车等领域。其中电动车领域，拟投资1740亿美元，1) 推动从**原材料到零部件的国产化**，并帮助美国企业制造电池和电动车，2) 对美国生产的电动车提供销售回扣和**税收优惠**；3) 为地方政府和个人部门提供赠款和激励，目标在**2030年前建设50万台充电站网络**；4) 更换5万台柴油运输车辆，推动**20%校车电动化**，未来目标**公共汽车100%电动化**；5) 通过联邦采购，包括美国邮政局在内的**65万辆联邦车队电动化**。
- ◆ **政策刺激下，预期2025年美国动力电池销量300万+，复合增长率55%。**美国电动车销量连续3年30万辆左右，无增长，渗透率仅2%，若恢复7500美元/辆的税收减免，叠加新车型投放周期，未来5年复合增速有望超过55%（此前市场预期增速30%+），到2025年销量超过300万辆，渗透率达到15%。对应动力电池需求从20gwh增加至180gwh。

图：美国电动车年度销量及渗透率（万辆）



图：美国电动车月度销量（万辆）



特斯拉Q1销量环比增加，全年预期100万辆

- ◆ **特斯拉Q1交付环比进一步提升，全年预计翻番至100万辆。** 特斯拉Q1产量18万辆，同比+76%，环比持平；销量18.5万辆，同比+109%，环比+2%；期末累计库存1.8万辆，同比-30%，环比-20%。从月度销量看，季末冲量明显，1-3月分别销量4.3万辆、4.7万辆、9万辆+。分区域看，美国Q1销7万辆，环比微增；中国1-2月累计3.4万辆，3月销量3.5万辆，合计6.9万辆，环比增10%+；欧洲1-2月销0.7万辆，预计Q1销4万辆，环比增15-20%；其他地区销售1-2万辆。我们预计Q2上海工厂MY产能再爬坡，Q3欧洲工厂投产，预计全年销量达到100万辆，同比翻番。

表：特斯拉季度交付量（辆）

销量：辆	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
Model3/Y	50,928	77,634	79,600	92,550	76,200	80,050	124,100	161,650	182,780
-环比	-19.6%	52.4%	2.5%	16.3%	-17.7%	5.1%	55.0%	30.3%	13.1%
-同比	522.6%	321.0%	42.0%	46.1%	49.6%	3.1%	55.9%	74.7%	139.9%
Model S/X	12,091	17,722	17,400	19,450	12,200	10,600	15,200	18,920	2,020
-环比	-56.2%	46.6%	-1.8%	11.8%	-37.3%	-13.1%	43.4%	24.5%	-89.3%
-同比	-44.5%	-20.5%	-37.2%	-29.5%	0.9%	-40.2%	-12.6%	-2.7%	-83.4%
销量总计	63,019	95,356	97,000	112,000	88,400	90,650	139,300	180,570	184,800
总销量环比	-30.5%	51.3%	1.7%	15.5%	-21.1%	2.5%	53.7%	29.6%	2.3%
总销量同比	110.2%	134.1%	16.2%	23.5%	40.3%	-4.9%	43.6%	61.2%	109.0%

产量：辆	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
Model3/Y	62,975	72,531	79,837	86,958	87,282	75,964	128,044	163,660	180,338
-环比	2.6%	15.2%	10.1%	8.9%	0.4%	-13.0%	68.6%	27.8%	10.2%
-同比	544.8%	153.8%	50.0%	41.6%	38.6%	4.7%	60.4%	88.2%	106.6%
Model S/X	14,163	14,517	16,318	17,933	15,390	6,326	16,992	16,097	0
-环比	-43.7%	2.5%	12.4%	9.9%	-14.2%	-58.9%	168.6%	-5.3%	-100.0%
-同比	-42.7%	-41.4%	-39.3%	-28.7%	8.7%	-56.4%	4.1%	-10.2%	-100.0%
产量总计	77,138	87,048	96,155	104,891	102,672	82,272	145,036	179,757	180,338
总产量环比	-10.9%	12.8%	10.5%	9.1%	-2.1%	-19.9%	76.3%	23.9%	0.3%
总产量同比	123.6%	63.2%	20.0%	21.2%	33.1%	-5.5%	50.8%	71.4%	75.6%

库存：辆	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
Model3/Y	12,047	-5,103	237	-5,592	11,082	-4,086	3,944	2,010	-2,442
-环比	-713%	-142%	-105%	-2459%	-298%	-137%	-197%	-49.0%	-221.5%
-同比	660%	-150%	-108%	185%	-8%	-20%	1564%	135.9%	122.0%
Model S/X	2,072	-3,205	-1,082	-1,517	3,190	-4,274	1,792	-2,823	-2,020
-环比	-185%	-255%	-66%	40%	-310%	-234%	-142%	-257.5%	-28.4%
-同比	-29%	-230%	34%	-38%	54%	33%	-266%	-86.1%	163.3%
库存总计	14,119	-8,308	-845	-7,109	14,272	-8,360	5,736	-813	-4,462
库存累计	28,174	19,866	19,021	11,912	26,184	17,824	23,560	22,747	18,285
总库存环比	100.5%	-29.5%	-4.3%	-37.4%	119.8%	-31.9%	32.2%	-3.5%	-19.6%
总库存同比	196.6%	-10.1%	3.0%	-15.2%	-7.1%	-10.3%	23.9%	91.0%	-30.2%

动力电池产业链2021年需求增长80%以上

表 动力电池产业链需求测算

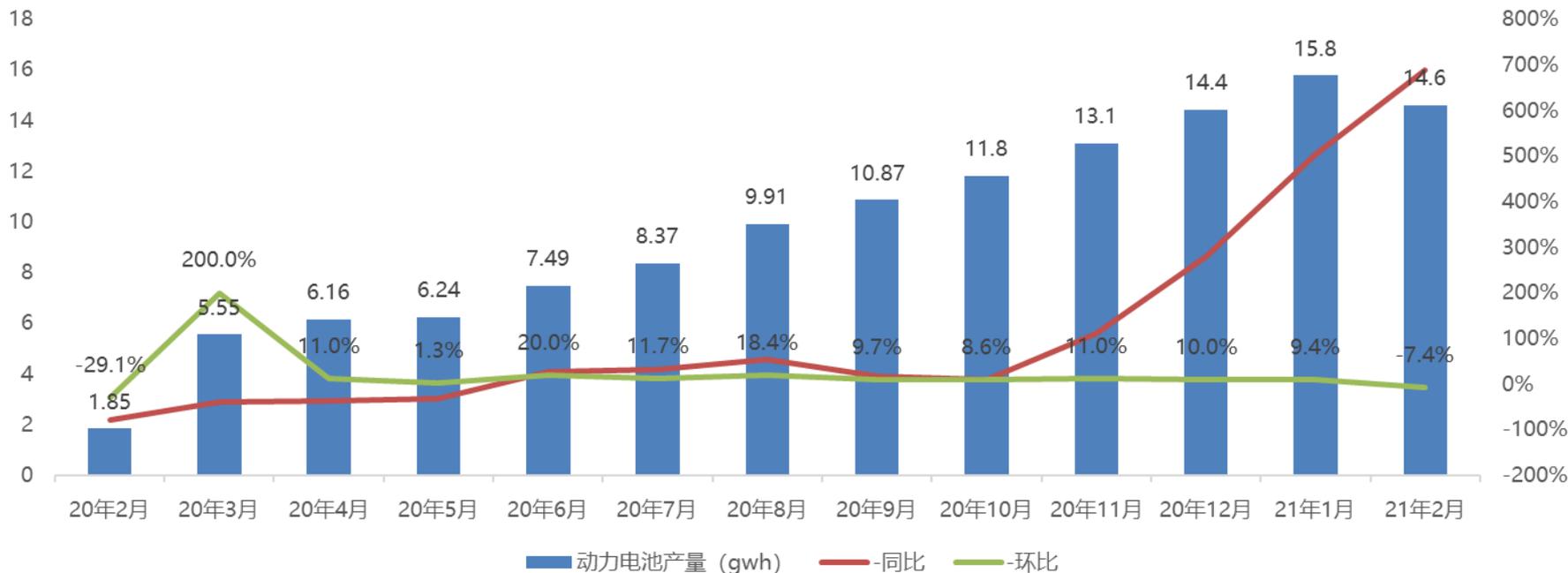
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2030E
海外：新能源乘用车销量（万辆）	88	103	170	268	359	477	638	912	2,514
-增速	54%	16%	66%	58%	34%	33%	34%	43%	19%
-欧洲	36	54	127	200	250	300	360	504	1,056
-美国	35	32	32	50	85	145	231	347	935
-其他国家	17	17	11	18	24	32	47	61	524
国内：新能源车销量合计（万辆）	122	119	134	242	306	389	495	652	1,600
-增速	51%	-2%	12%	81%	27%	27%	27%	32%	19%
国内：新能源乘用车销量（万辆）	101	104	121	226	287	366	467	620	1,540
国内：新能源专用车销量（万辆）	11	7	7	9	12	17	21	26	53
国内：新能源客车销量（万辆）	10	8	6	6	6	6	6	6	7
全球：新能源车销量合计（万辆）	210	222	304	510	665	866	1,133	1,564	4,114
-增速	52%	6%	37%	68%	30%	30%	31%	38%	19%
国内动力类电池（gwh）	57.0	62.5	64.8	116.1	150.8	200.2	266.3	367.7	1006.4
海外动力类类电池（gwh）	33.8	46.3	69.1	125.5	182.3	264.7	385.2	600.2	1907.4
全球动力类电池（gwh）	90.8	108.8	133.9	241.5	333.2	465.0	651.5	967.9	2913.8
-增速	72%	20%	23%	80%	38%	40%	40%	49%	21%
国内消费类电池（gwh）	40.0	47.0	61.1	76.4	84.0	92.4	101.7	111.8	180.1
海外消费类电池（gwh）	35.6	41.0	47.0	51.7	56.9	62.6	68.8	75.7	121.9
国内储能电池（gwh）	1.4	5.0	13.0	22.1	30.9	43.3	60.6	84.9	177.5
海外储能电池（gwh）	10.0	12.0	15.0	22.5	28.1	35.2	43.9	54.9	120.1
全球锂电池合计（gwh）	177.8	213.8	270.0	414.2	533.1	698.4	926.5	1295.2	3513.4
-增速	42%	20%	26%	53%	29%	31%	33%	40%	20%
全球三元正极需求（万吨）	17.3	22.4	28.6	45.0	59.5	79.8	108.2	154.8	446.2
全球钴酸锂正极需求（万吨）	9.6	10.2	11.1	12.2	12.3	12.8	13.2	13.7	19.9
全球磷酸铁锂正极需求（万吨）	6.0	5.8	7.9	14.5	18.3	23.3	29.2	39.2	61.5
全球正极材料需求合计（万吨）	32.9	38.4	47.6	71.7	90.1	115.9	150.7	207.6	527.7
全球人造石墨需求（万吨）	10.6	12.6	15.5	23.0	28.1	35.0	45.8	63.3	138.4
全球天然石墨需求（万吨）	4.6	4.9	5.1	5.7	5.4	5.4	6.6	8.4	20.2
全球硅碳负极需求（万吨）	1.3	2.0	3.6	7.7	12.4	18.7	25.7	37.0	126.1
全球石墨材料需求合计（万吨）	16.5	19.6	24.3	36.4	45.9	59.1	78.1	108.7	284.7
全球电解液需求合计（万吨）	20.9	24.2	29.9	45.3	56.8	72.3	93.2	127.5	313.8
全球湿法隔膜需求（亿平）	22.7	26.7	32.6	50.4	65.5	87.0	116.3	166.2	445.9
全球干法隔膜需求（亿平）	9.2	10.6	13.5	20.4	24.9	30.2	36.3	44.7	97.9
全球隔膜需求合计（亿平）	31.9	37.3	46.1	70.8	90.4	117.3	152.6	210.9	543.8
全球六氟磷酸锂需求（万吨）	2.61	3.02	3.74	5.66	7.10	9.04	11.65	15.94	39.23
全球锂电池碳酸锂需求（万吨）	22.26	24.03	27.25	33.88	37.79	41.96	46.03	55.41	104.13
全球锂电池氢氧化锂需求（万吨）	1.43	2.60	3.52	6.72	10.88	17.91	29.11	43.87	136.71
全球碳酸锂/氢氧化锂合计（万吨）	23.52	26.31	30.33	39.78	47.33	57.67	71.56	93.89	224.05
全球锂电池金属钴需求（万吨）	12.18	13.20	14.60	17.07	18.68	20.85	23.53	27.86	57.66

2、排产：4月排产进一步提升，排产逐季向上

4月产业链排产向上，Q1环比持平微增，超预期

- ◆ **2021年2月电池产量再创新高**：根据物理化学协会统计，2月国内电池产量14.6gwh，同比上升689.2%，环比下降7.4%。
- ◆ **2021年Q1排产超预期，4月持续向上**：Q1排产环比增长，4月排产平均较3月高5%，同比增1-2倍，Q2整体排产环比增20%左右，年中新产能释放后，Q3有望再上台阶，趋势持续向上。

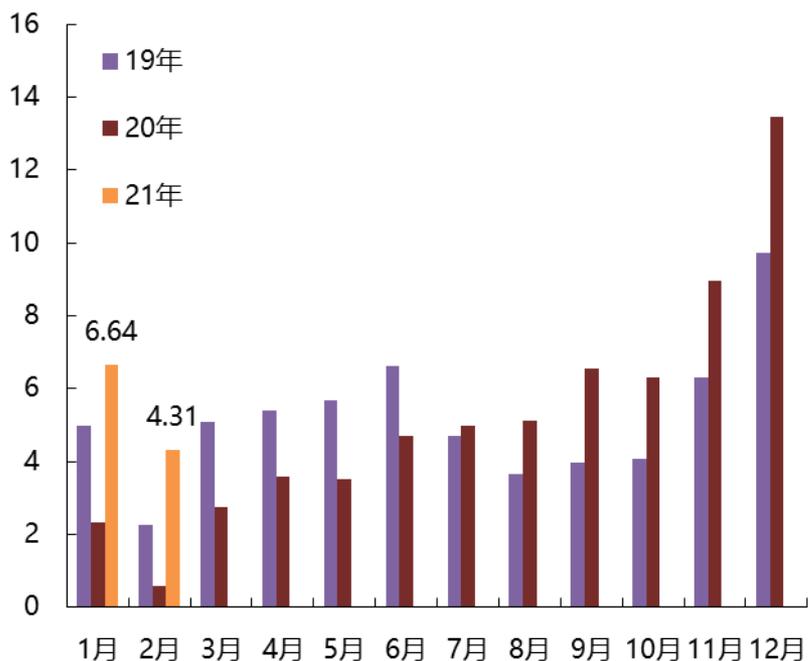
图表：国内动力电池月度产量（左/gwh）及同环比（右/%）



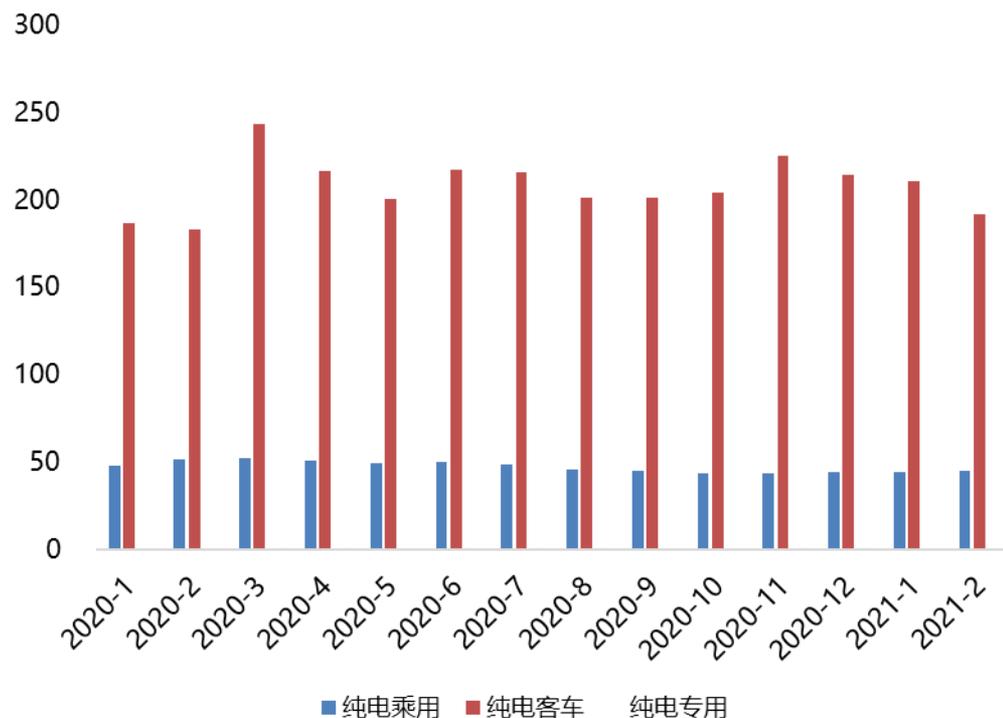
电池：2月装机电量同比大增618%，单车带电量微增

- **2月装机电量同比大增618%**：21年2月装机电量4.31gwh，同比大增618%，环比下滑35%，主要由于客车产量减少。
- **A00级占比提升，纯电乘用车单车带电量微增**：2021年2月乘用车单车带电量44.79kwh，同比下滑13%，环比微幅增长0.1%；客车单车带电量192.36kwh，同比上升5%，环比下滑8.8%；专用车单车带电量80.09kwh，同比上升63%，环比上升2.2%。

图表：国内电动车月度装机电量 (gwh)



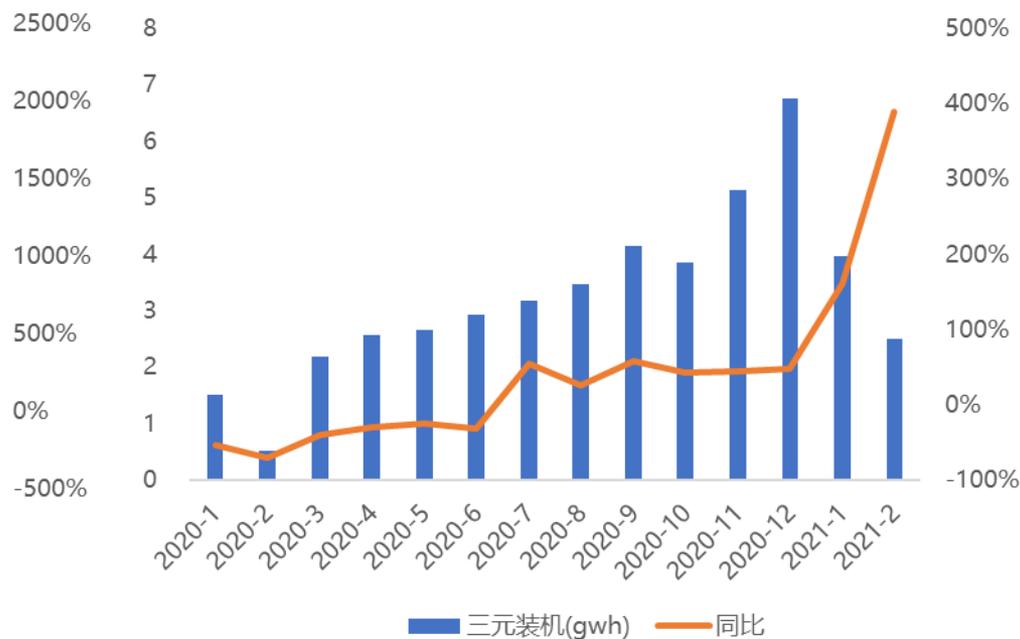
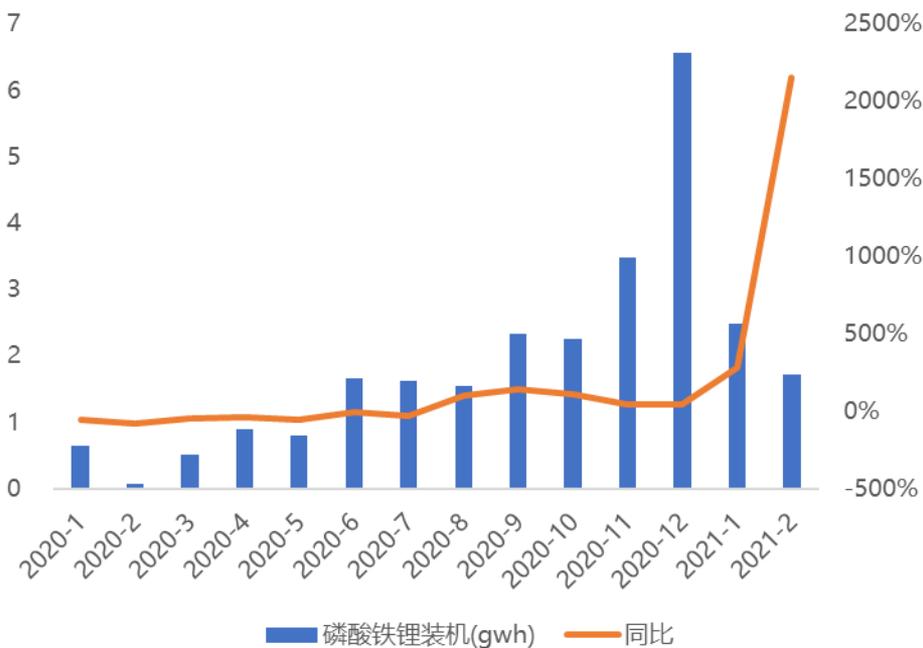
图表：国内电动车月度单车带电量 (kwh)



电池结构：乘用车铁锂装机占比进一步提升

- **2021年2月铁锂装机占比提升至40%，同比提升27pct**：2月磷酸铁锂装机1.72gwh，同比大增2150%，环比下滑31%，占比40%，同比上升27pct，环比下滑3pct。2月三元装机电量2.51gwh，同比大增389%，环比下滑37%，占比58%，同比下滑28pct，环比下滑2pct；
- **乘用车铁锂电池占比环比进一步提升至34%**：2021年2月乘用车中三元占比65%，同比下滑3pct，环比下滑33pct，铁锂占比34%，同比上升32pct，环比上升4pct；2021年2月客车中铁锂占比95%，同环比保持不变；2021年2月专用车中铁锂占比91%，同比上升17pct，环比下滑2pct，三元占比8%，同比下滑17pct，环比上升2pct。

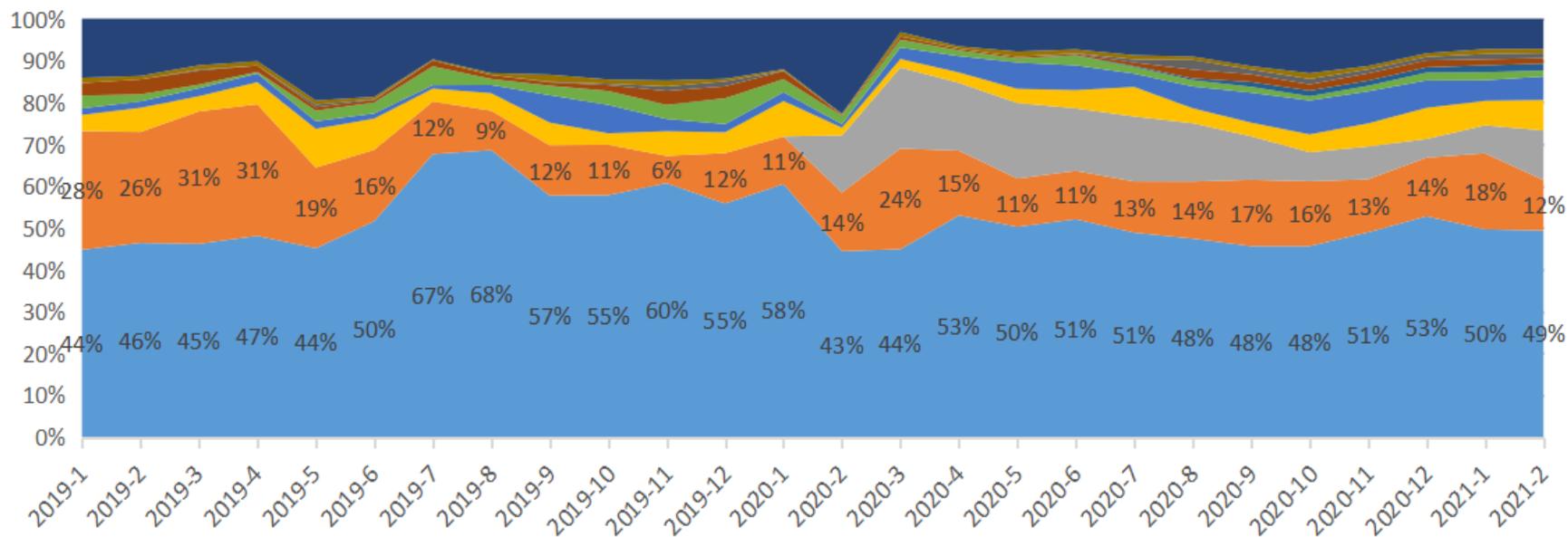
图表：国内电动车铁锂月度装机（左/gwh）&同比（右/%） 图表：国内电动车三元月度装机（左/gwh）&同比（右/%）



电池格局：宁德时代、比亚迪、LG稳定TOP3

- **龙头份额稳定，宁德占据半壁江山，比亚迪、LG位居第二、第三。**2021年2月CATL装机量2.13gwh，份额为49%，同比上升6pct，环比下滑1pct，但龙头地位稳固；比亚迪2月装机0.52gwh，占比12%，同比下滑2pct，环比下滑6pct；LG化学2月装机0.51gwh，占比12%，环比上升5pct。

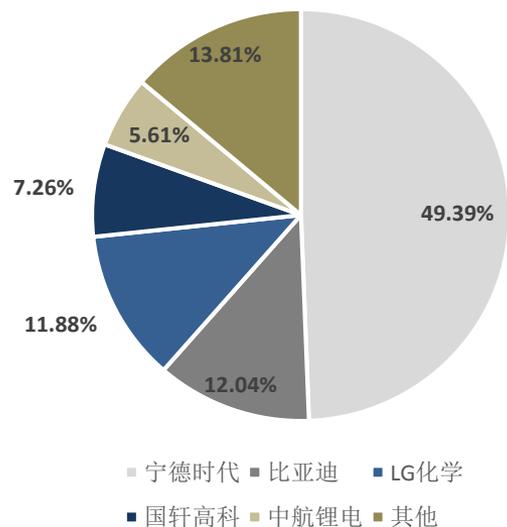
图表：国内电池格局



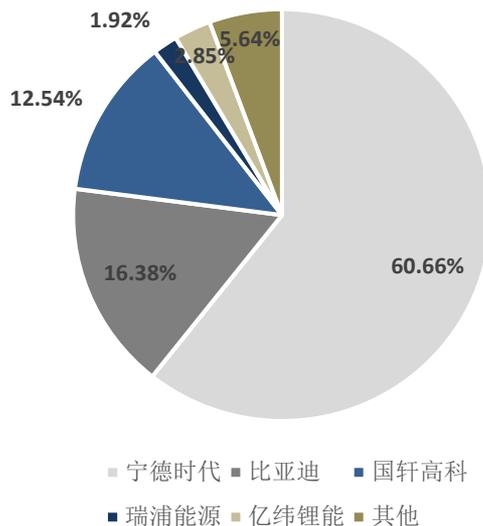
■ 宁德时代 ■ 比亚迪 ■ LG化学 ■ 国轩高科 ■ 中航锂电 ■ 亿纬锂能 ■ 蜂巢能源 ■ 孚能科技 ■ 星恒电源 ■ 天津捷威 ■ 其他

➤ **宁德在三元及铁锂电池领域占据绝对领先地位。**2021年1月宁德装机电量2.13gwh，同比大增723%，环比下滑35.4%，国内市占率达到49.4%。2020年市占率保持在50%上下，遥遥领先于比亚迪、LG化学、中航锂电、国轩高科等国内外企业。其中，两大电池类型，三元和磷酸铁锂，分别达到市占率42%和55%。

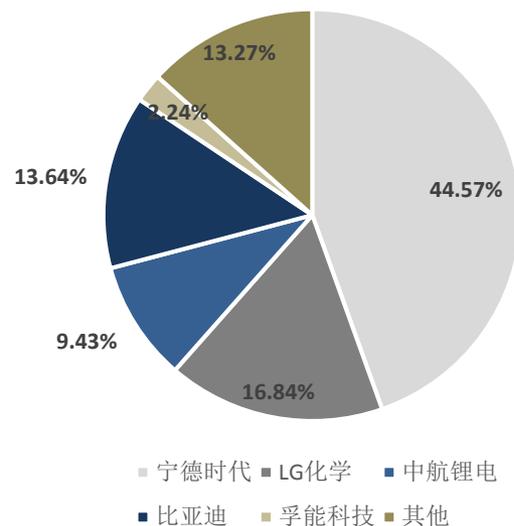
图表：2021年2月电池企业装机占比



图表：2021年2月电池企业铁锂装机

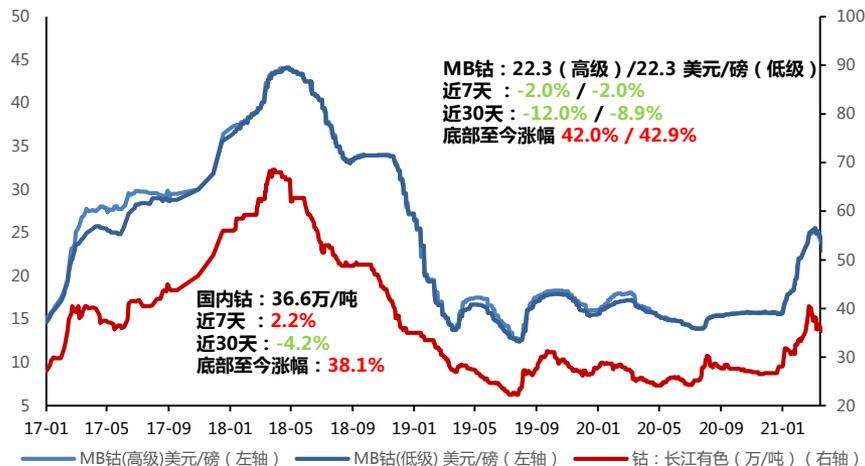


图表：2021年2月电池企业三元装机

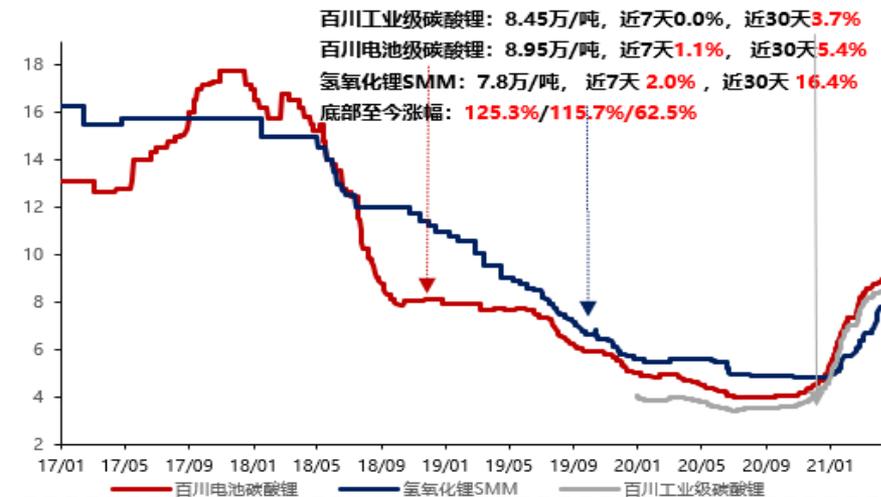


3、价格：上游金属价格波动，动力电池涨价在即

图：金属钴价格涨至36.6万/吨



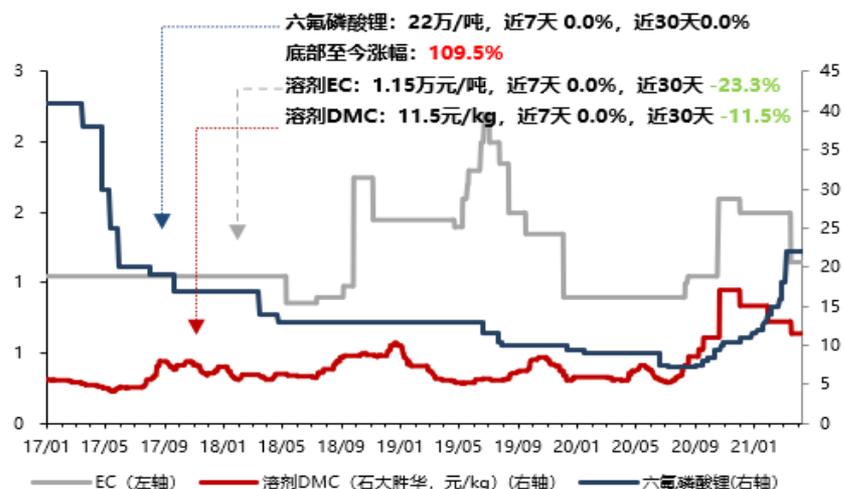
图：碳酸锂价格突破8.95万/吨



图：正极材料价格平稳



图：六氟磷酸锂价格平稳22万/吨



- 上游价格涨价幅度趋缓，高景气度下成本压力或部分向终端传导。我们测算若价格完全传导，则电池原材料成本将上涨15%以上，电池厂通过产能利用率提升、规模化、合格率提升以及CTP技术应用，我们预计可消化一部分，其余需向终端传导。目前两轮车、储能、消费类电池已涨价，而动力类电池价格谈判已开启，或将于3月下旬正式提价。2021年年初三元pack 1元/wh以内，铁锂0.8元/wh以内，后续价格有望调涨3-5%。

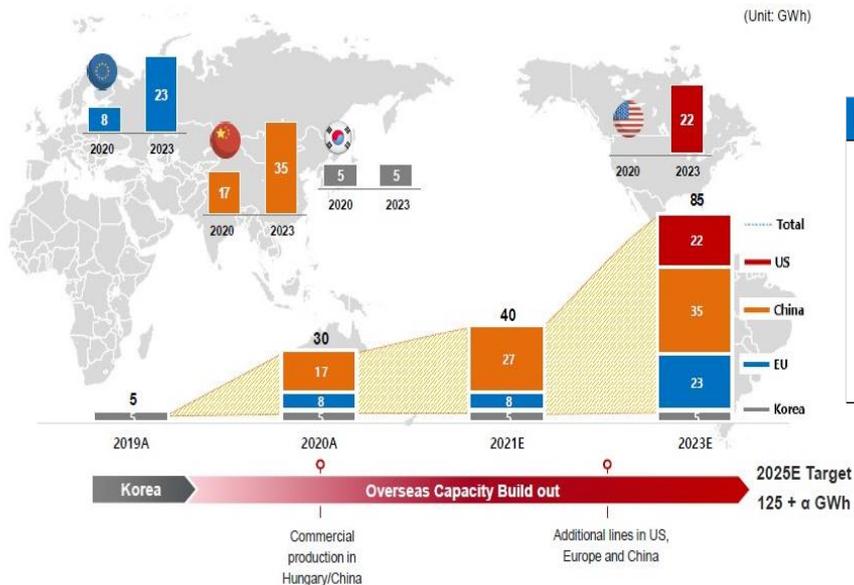
表 动力电池成本测算对比

三元	2020 : NCM532					2021 : NCM532				
	单位用量 (/gwh)	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位成本 占比	单位用量 (/gwh)	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位成本 占比
电芯原材料成本										
正极材料	1710	t	11.9	0.18	44%	1710	t	14.6	0.22	46%
正极导电剂 (AB)	29	t	18.0	0.00	1%	29	t	18.0	0.00	1%
正极黏贴剂 (PVDF)	36	t	15.0	0.00	1%	36	t	15.0	0.00	1%
分散剂 (NMP)	7	t	2.0	0.00	0%	7	t	2.0	0.00	0%
正极集流体 (铝箔)	700	t	1.8	0.01	3%	700	t	1.8	0.01	2%
负极活性物质 (石墨)	970	t	4.0	0.03	8%	970	t	3.9	0.03	7%
负极粘结剂1(SBR)	39	t	20.0	0.01	2%	39	t	20.0	0.01	1%
负极粘结剂2 (CMC)	39	t	4.9	0.00	0%	39	t	4.9	0.00	0%
负极集流体 (铜箔)	700	t	8.0	0.05	12%	700	t	10.5	0.07	14%
电解液	1010	t	4.0	0.04	9%	1010	t	5.02	0.04	9%
隔膜 (湿法涂覆)	1800	万m2	2.0	0.03	8%	1800	万m2	2.0	0.03	7%
壳体&辊压膜及其他	1	套	0.1	0.05	13%	1	套	0.1	0.05	11%
电芯材料成本合计(元/wh)			0.41		100%			0.48		100%
其中, 钴锂成本占比										
钴 (从金属含量口径)	212	t	26.0	0.06	13%	212	t	35.00	0.07	16%
碳酸锂 (正极+电解液含量)	710	t	5.0	0.04	9%	710	t	9.00	0.06	13%
六氟磷酸铁锂	121.2	t	8.00	0.01	2%	121.2	t	20.00	0.02	4%
镍	520	t	11.2	0.06	14%	520	t	12.00	0.06	13%
BMS及高压线束、箱体			0.11		16%			0.09		14%
折旧(元/wh)			0.07		11%			0.05		8%
电费、人工费等(元/wh)			0.06		9%			0.05		7%
成本合计(元/wh)			0.65		100%			0.67		100%
合格率			94%					95.5%		
成本合计 (wh/元, 不含税)			0.69					0.71		
价格 (wh/元, 含税)			1.05					1.05		
毛利率			26%					24%		

4、行业重点新闻及龙头公司信息跟踪

- ◆ **LG 和SKI两大韩国电动汽车电池制造商，就贸易冲突在美国达成和解。** 2021年4月12日，LG和SK围绕SK侵犯其商业秘密诉讼案达成和解。SK同意向LG支付2万亿韩元（折合18亿美元），2020-2021年每年向后者支付5000亿韩元（折合4.5亿美元），外加至少6年技术使用权费用。两家公司同意放弃在美国和韩国的所有诉讼，10年内不再对对方提起诉讼。
- ◆ **SK美国市场将不受影响，预计将维持高增：**从SK规划看，美国基地产能占总产能30%，欧洲及中国也为重要市场，SK前几年激进布局去年进入收获期，出货量8.5Gwh，同增284%，我们预计2021年SK会维持80%以上增长。

图：SK产能规划（gwh）



电池企业	持股	基地	规划产能	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SKI	独资	中国常州	7.5		7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
		中国盐城	27			9	18	27	27
		韩国瑞山工厂	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
		匈牙利工厂	17		8.5	8.5	8.5	17	17
		美国工厂	20				4	9.8	20
		合计	76.2	4.7	20.7	29.7	42.7	66	76.2

- ◆ **未来格局及宁德发展方向**：曾毓群认为，全球化的环境时代，未来十年汽车厂不会剩下10家，跟手机一样垄断，其中会有70%企业来自中国。CATL给是车企搭台子打基础，但也并不会只做动力电池，未来向着储能环节进军，进而替代掉火力发电等传统的电能。
- ◆ **三元与铁锂技术路线之争**：三元和铁锂CATL全产业链都做。未来随着充电基础设施完善，电动车续航里程将不在需要长续航，因为铁锂的价格便宜，未来磷酸铁锂电池的占比会越来越高，但三元电池在高端汽车也必然会配备。
- ◆ **固态电池产业化**：固态电池要真正成为商业化，未来非常困难的。预计3-5年电动车里的电池都不会是全固态电池。

图：宁德产能规划 (gwh)

持股	基地	规划产能	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
独资	宁德东桥	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
	宁德湖东M区	7	7	7	7	7	7	7	7	7	
	宁德湖东N区	18	18	18	18	18	18	18	18	18	
	宁德湖东N区	12			8	12	12	12	13	14	
	宁德湖西一期	11	11	11	11	11	11	11	11	11	
	宁德湖西二期	14	6	14	14	14	14	14	14	14	
	宁德湖西三期	12			8	12	12	12	12	12	
	宁德湖西四期 (定增项目)	16			12	18	18	18	18	18	
	溧阳一期	4		4	4	4	4	4	4	4	
	溧阳二期	6			6	6	6	6	6	6	
	溧阳三期	24			6	24	24	24	24	24	
	溧阳四期	40					8	16	17	18	
	青海时代	15		2	5	15	15	15	15	15	
	德国图林根一二期	100				4	14	30	50	70	
	四川时代一二期	33				10	30	33	33	33	
	四川时代三三期	33					10	30	33	33	
	四川时代五六期	40						10	30	33	
	宁德福鼎基地	60						6	20	30	60
	宁德车里湾基地	32					8	16	20	30	32
	广东肇庆一期	40							20	30	40
合计		518	42	56	99	163	225	300	365	422	
合资	时代上汽	71		8	18	28	36	36	36	36	
	时代广汽	10				5	10	10	10	10	
	时代东风	10				5	10	10	10	10	
	时代吉利	27					5	5	5	5	
	时代一汽	15					10	15	15	15	
	时代一汽二期	17							10	17	
合计		114	0	8	18	38	71	76	86	93	
合计		632	42	64	117	201	296	376	451	515	

英国补贴温和退坡，长期电动化趋势不改

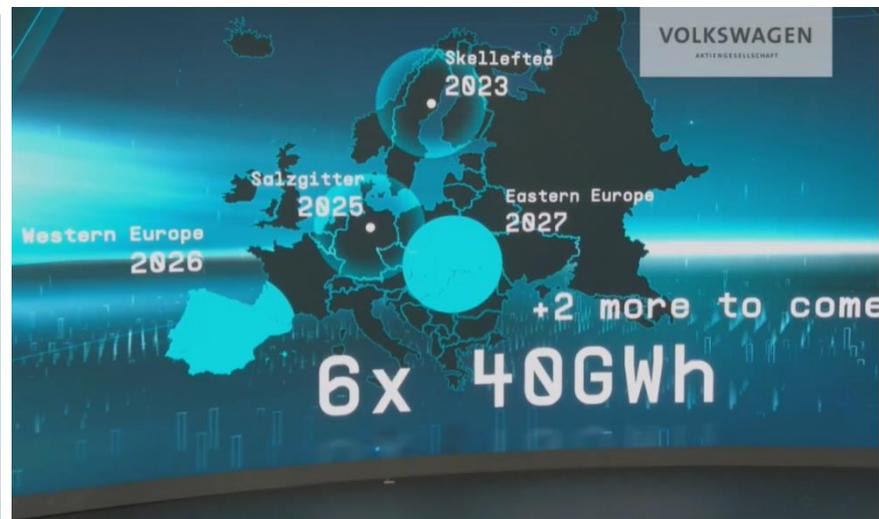
- ◆ **英国补贴退坡500英镑，补贴延续至2023年不变。**我们预计英国补贴持续至23年不变，500磅占车价的2%左右，整体车企可消化。前十大车型中本次补贴退坡仅会影响Model 3（售4w），我们预计特斯拉欧洲建厂后Model 3有进一步下降空间，价格或下探至3.5万以内，以享受补贴。
- ◆ **英国长期电动化趋势不变。**本次退坡中税收优惠政策，包括优惠公司汽车税率（节省近2000英镑/年）将保持不变，英国计划将禁售燃油车的时间表提前至2032年，2050年达到碳中和，长期电动化趋势明确。
- ◆ **法国在7月份有补贴退坡计划，整体退坡幅度预计在1000欧元左右，回落至疫情前水平，其他欧洲国家补贴预计维持。**

表：主流欧洲国家补贴变化

国家	政策类别	实施时间	车辆类型	要求	2020年	2021年	
					补贴金额（万欧元）	预计补贴金额（万欧元）	变动幅度
德国	直接补贴	2020年下半年-21年	BEV	<4万欧	0.9	0.9	不变
				4-6.5万欧	0.75	0.75	
			PHEV	<4万欧	0.675	0.675	
				4-6.5万欧	0.5625	0.5625	
法国	直接补贴	20年6月-21年6月	个人BEV	<4.5万欧	0.7	0.6	下降 (7月开始)
				4.5-6万欧	0.3	0.2	
			企业BEV	<4.5万欧	0.5	0.4	
				4.5-6万欧	0.3	0.2	
	企业PHEV	<5万欧	0.2	0.1			
		置换补贴	20年6月起补20万辆	BEV/PHEV	0.5		
燃油车	0.3						
荷兰	直接补贴	20年6月-25年	个人新BEV	1.2-4.5万欧	0.4	0.4	不变
			个人二手BEV		0.2	0.2	
意大利	直接补贴	20年8-12月	BEV	<6.1万欧	0.6	0.4	下降
			PHEV		0.35	0.15	
	置换补贴	20年8-12月	BEV	<6.1万欧	0.4	0.2	
			PHEV	<6.1万欧	0.3	0.1	
英国	直接补贴	2020年3月-2021年3月	EV	<5万英镑	车价的35%，最高0.3	最高0.25（车价最高3.5万英镑）	下降 (3月开始)
			其余补贴不变			不变	

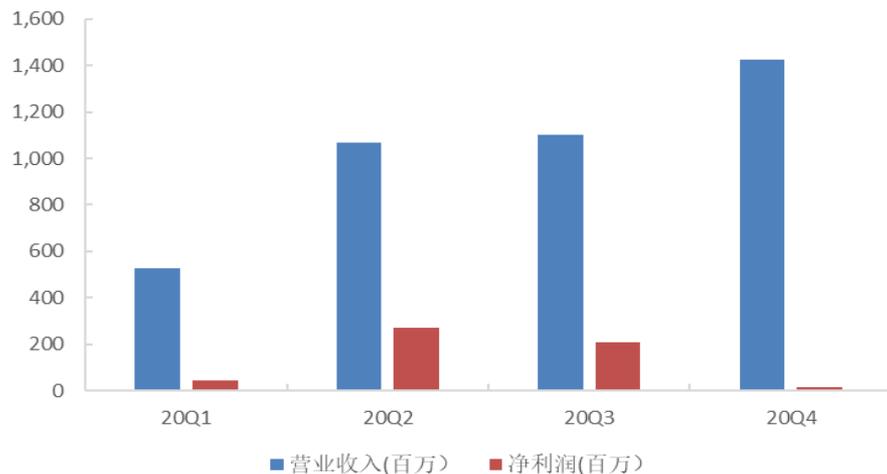
- ◆ **采用标准化电芯设计，成本至少降低30%**。大众汽车将从2023年开始到2030年**四种标准化电池（三元锂、磷酸铁锂、高锰、未来的固态电池）**可以涵盖集团80%的车型应用，达到规模效应，其余20%车型需要专用电池设计。在量产车型中，电芯成本将降低30%，入门级产品电芯成本降低50%。电池生产采取全生命周期管理思路，打造生产-回收闭环，第一座电池回收站已进入测试模式；采用新的工艺，使厂房面积减少50%，投资减少30%。
- ◆ **大规模产能布局**：纯电动车型在集团中占比在2030年将达到60%，需要在欧洲投入240GWh产能，将开设6家超大型工厂，每一家产能40GWh。大众集团将采取独资或者合资形式完成此计划。
- ◆ **战略规划明确，希望在未来全球电池生产中占有领先地位**。预计中国电动乘用车销量从2020年110万辆增至2025年475万辆。到2025年大众MEB平台在中国将有15款车型。MEB在江淮大众2023年SOP，在一汽奥迪2024年SOP。ID.4 作为第一款纯电动SUV，希望在今年卖15万台/年，在全生命周期200万辆。

图：大众未来电池规划



- ◆ **2020年归母净利润5.33亿元，同比增长3165%，受年末减值计提影响，业绩略低于预期。** 2020年天赐材料营收41.19亿元，同比增长49.53%；归母净利润5.33亿元，同比增长3165.2%，扣非净利润5.28亿元，同比增长4432.3%，此前公司预告全年归母净利润6.5-7.5亿，低于业绩预告下限，主要系Q4计提1.32亿元资产减值损失所致，若加回，公司业绩达6.65亿元，符合预期。
- ◆ **21年Q1预告2.5-3.0亿元，同比增502.35%-622.82%，超市场预期。** 公司预告21Q1归母净利润为2.5亿-3亿元，同增502.35%-622.82%，环增1624%-1969%，扣非归母净利润2.5亿-3.0亿元，同增510.36%-632.52%，环增1894%-2292%，公司下游需求旺盛，销量增长明显，同时产品原材料自产率提升，毛利率大幅提升。
- ◆ **21Q1电解液满产满销，一体化增厚利润，公司业绩亮眼。** 公司21年Q1满产满销，我们预计出货2.5万吨左右，环比基本持平。公司自产液态六氟，成本比固体平均低15-20%，目前1.2万吨折固六氟产能可基本实现完全配套（对应约12万吨电解液），我们预计Q1公司电解液单吨净利提升至0.8-0.9万，出货2.5万吨左右，贡献利润2.2亿元，环比增长80%。由于六氟3月报价达到20万/吨，我们预计Q2对公司的业绩弹性将更加明显，单吨利润有望进一步提升。
- ◆ **风险提示：销量及政策不及预期**

图：天赐分季度营业收入&净利润情况



图表：天赐季度毛利率（左）&净利率（右）

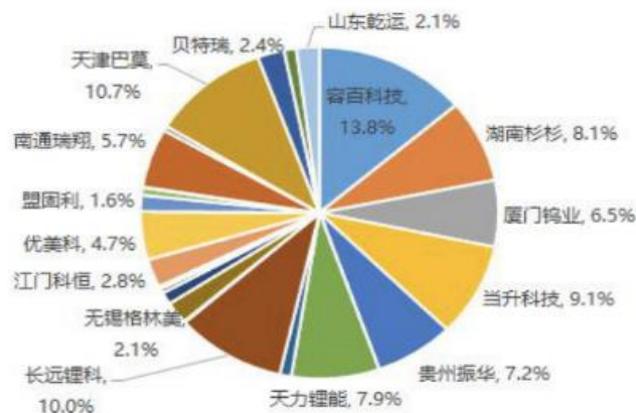


- ◆ **Q1业绩高增，符合我们预期**：公司预告21Q1净利润0.9-1.2亿元，同比增长257%-376%，环比-9%~+21%；扣非归母净利润0.7-1亿元，同比增长178%-297%，环比增长-2%~+40%，符合预期。其中Q1股权激励费用影响1500万左右，若加回，扣非净利润中枢为1亿。**Q1出货量环比微降，但前驱体扭亏，单吨利润如期上升**：21年第一季度基本满产，我们预计Q1公司出货量8500吨，同比增长近80%，环比略降6%，主要受春节和邦普前驱体供应紧张影响。单吨利润方面，加回股权激励费用，Q1单吨利润达到1.1万元/吨以上，环比Q4提升10%，主要受益于前驱体自供比例提升。
- ◆ **扩产提速+大客户放量，未来2年持续高增**：公司目前产能4万吨，6月新增2万吨，Q3新增2万吨，年底规划达到12万。预计今年公司出货6万吨左右，同比实现130%+；22年出货有望超10万吨，连续翻番。公司深度绑定宁德时代，21H1开始供SK，且海外大客户紧密接触中，海外占比22年将大幅提升，公司25年目标30万吨，远期市占率目标30%。客户方面，公司深度绑定宁德时代，是宁德时代高镍三元的主供应商，同时海外客户拓展顺利，21年和22年订单将逐步落地。
- ◆ **一体化加强，盈利能力将进一步提升**：21Q1单吨净利润1.1万元/吨以上（不考虑股权激励费用），后续新产能投产后有望进一步降低成本，同时前驱体自供比例也将从年初10%提升到30%，全年单吨利润有望达到1.2万/吨；未来随着客户结构的改变，并加强一体化布局，单吨利润可维持且有进一步上升的空间。
- ◆ **风险提示**：销量及政策不及预期

表：容百科技季度经营情况

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)			1,114.2	579.2	652.3
-同比			-3.05%	-48.35%	-21.13%
毛利率			11.43%	10.03%	12.89%
归母净利润(百万)	90-120	99.9	59.2	29.1	25.2
-同比	256.75-375.66%	239.30%	33.59%	-65.83%	-15.31%
净利率			5.22%	4.82%	3.80%
扣非归母净利润(百万)	70-100	71.4	40.93	23.46	25.20
-同比	177.73-296.76%	180.93%	-2.32%	-68.87%	-7.94%
扣非归母净利率			3.67%	4.05%	3.86%

图：20年正极厂商市占率（%）

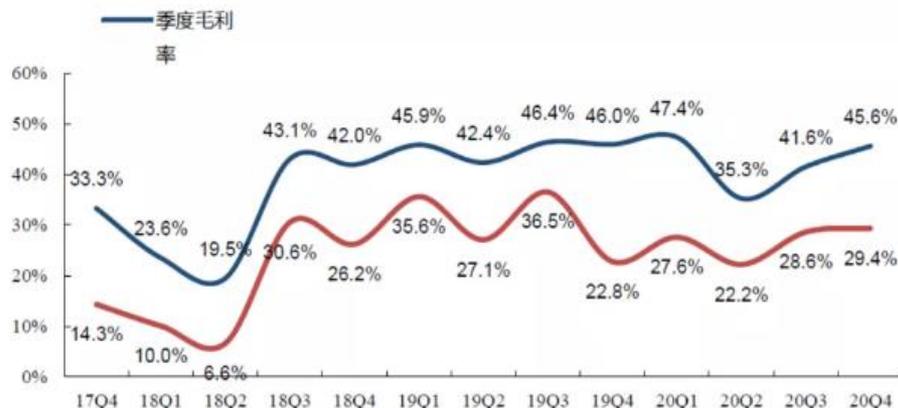


- ◆ **2020年归母净利润11.16亿元，同比增长31.3%，符合市场预期。**2020年公司营收42.83亿元，同比增长35.6%；归母净利润11.16亿元，同比增长31.3%，毛利率42.63%，同比下滑2.6pct；净利率27.45%，同比下滑2.16pct。20Q4公司实现归母净利4.72亿元，同比增长116.51%，环比增长46.57%，净利率29.36%，同增6.57pct，环增0.75pct。公司计提0.71亿元资产减值损失（主要为捷力和纽米并表后转入的存货跌价准备）和0.34亿元的信用减值损失，加回后公司净利率将达34%。
- ◆ **Q1预告3.9-4.5亿元，同比增182%-226%，并发布回购计划。**公司预告21Q1归母净利润为3.9亿-4.5亿元，同增182%-225.54%，环降17%-5%，扣非归母净利润3.7亿-4.3亿元，同增251.25%-308.22%，我们预计其中管理及研发费用的确认影响部分归母净利，且Q1由于国内市场需求旺盛，单平净利有所回落。同时公司计划使用2-4亿元，以不超过180元/股的价格回购公司股票，用于实施股权激励或员工持股计划。
- ◆ **下游需求旺盛+扩产提速，21年公司隔膜业务量利齐升。**20年年底产能达到33亿平方米，规模全球第一，21年公司将在无锡、通瑞、重庆、匈牙利、名扬5大基地进一步扩大产能。我们预计Q1出货5-5.5亿平，同比增长250%+，环比提升10%，单平净利预计在0.8-0.9元/平，相比Q4基本持平。我们预计公司21年出货23-25亿平，同比翻番，其中海外客户有望达到5亿平，消费类产品5亿平，其余为国内动力类产品。
- ◆ **风险提示：**销量及政策不及预期

表：恩捷股份季度经营情况

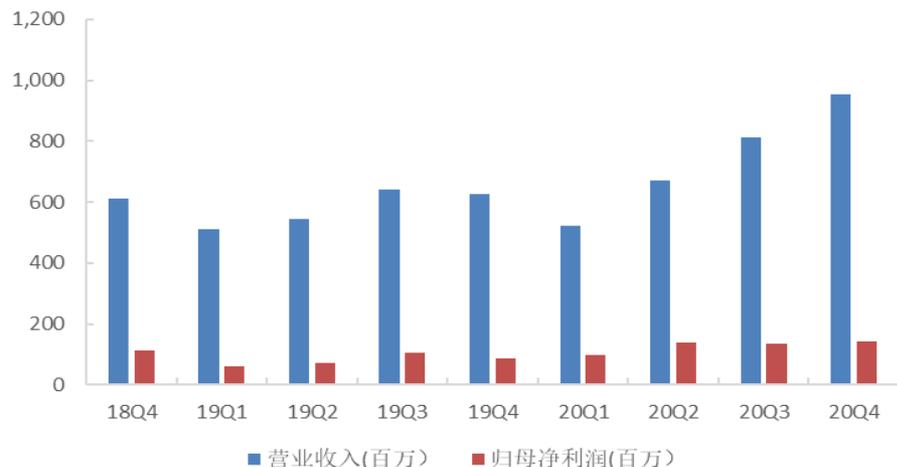
	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)		1,701.7	1,140.7	887.8	552.9
-同比		61.58%	56.63%	22.99%	-15.76%
毛利率		45.64%	41.57%	35.28%	47.38%
归母净利润(百万)	390-450	472.1	322.1	183.2	138.2
-同比	182.13%-225.54%	116.51%	32.63%	3.70%	-34.89%
净利率		29.36%	28.61%	22.21%	27.60%
扣非归母净利润(百)	370-430	430.95	292.07	162.15	105.34
-同比	251.25%-308.22%	116.10%	26.66%	13.17%	-41.32%
扣非归母净利率		25.32%	25.60%	18.26%	19.05%

图：小鹏季度毛利率(%)

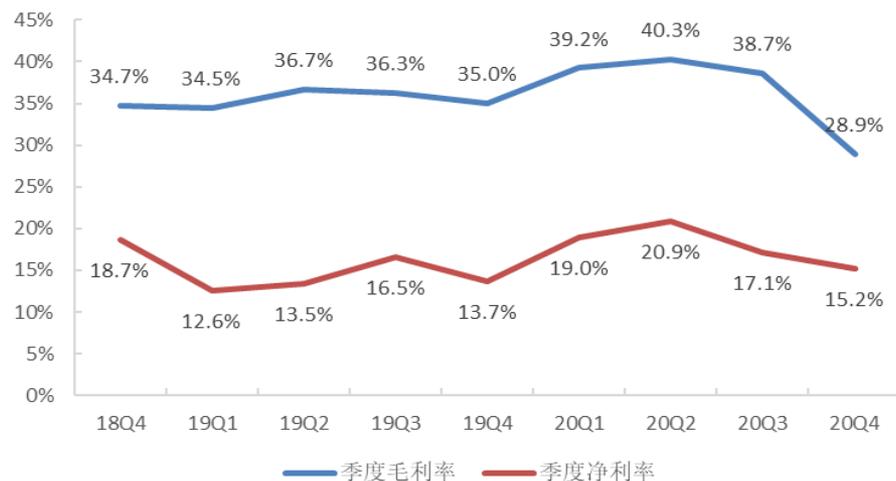


- ◆ **2020年新宙邦归母净利润5.18亿元，同比增长59.3%，符合预期。**2020年新宙邦营收29.61亿元，同比增长27.4%；归母净利润5.18亿元，同比增长59.3%；扣非净利润4.81亿元，同比增长57.3%，主要为0.26亿元的政府补助。盈利能力方面，20年毛利率为36%，同比+0.37pct，受部分销售费用调入营业成本影响；净利率为17.69%，同比+3.52pct。
- ◆ **21Q1归母净利润1.4-1.6亿元，同比增45%-65%，超市场预期。**新宙邦预告21Q1归母净利润为1.4-1.6亿元，同比增加45%-65%，环比 -2.78%~+11.11%，扣非归母净利润1.2-1.4亿元，同增25.94%~46.94%，环增-12.41%~2.19%，其中主要为0.2亿元的单项计提应收账款减值准备冲回。我们预计公司Q1计提0.3-0.4亿元的股权激励费用，若加回，则扣非归母净利润中值达1.7亿元左右，超市场预期。
- ◆ **溶剂项目落地，21年公司增长加速。**我们预计Q1电解液出货量1.5万吨左右，同比翻番，由于价格顺利传导，我们预计贡献0.5亿左右利润；21年公司电解液出货量有望超7万吨，增长80%。21年Q2公司5万吨溶剂项目投产，溶剂自供比例提升至70%左右，使得电解液单吨成本下降1000元左右，且原材料涨价顺利传导，我们预计公司电解液单吨盈利有望提升至0.4万元/吨左右，预计为公司贡献3亿+利润，同比翻番以上
- ◆ **风险提示：**销量及政策不及预期

图：新宙邦分季度营业收入&净利润情况



图表：新宙邦季度毛利率（左）&净利率（右）

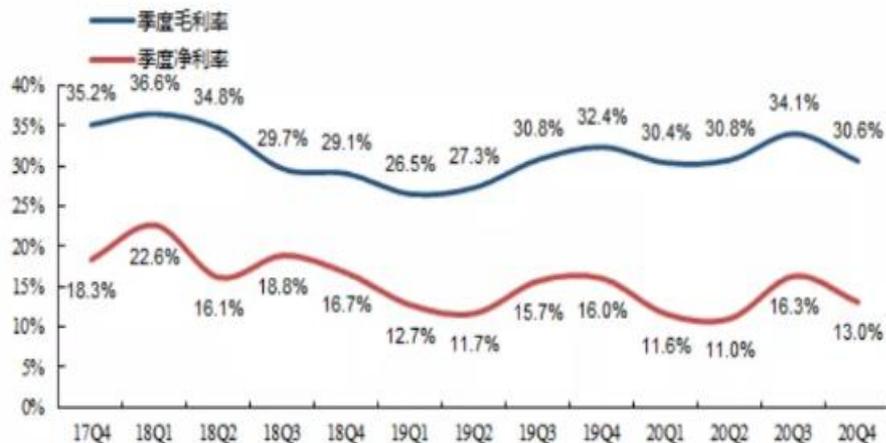


- ◆ **2020年归母净利润6.68亿元，同比提升2.54%，略低于市场预期。** 2020年公司营收52.81亿元，同比上升10.05%；归母净利润6.68亿元，同比上升，略低于市场预期；扣非净利润6.24亿元，同比上升2.98%。盈利能力方面，2020年毛利率为31.58%，同比增加2.10pct；净利率为13.77%，同比减少0.38pct。
- ◆ **21年Q1公司归母净利润3.35亿元，同增260.21%，盈利水平大幅提升，超市场预期。** 2021年Q1公司实现营收17.39亿元，同比增长112.43%，环比下降10.08%；归母净利润3.35亿元，同比增长260.21%，环比增长32.94%，扣非归母净利润3.13亿元，同比增长277.66%，环比增长28.28%。盈利能力方面，Q1毛利率为37.77%，同比增长7.36pct，环比增长7.13pct；净利率19.27%，同比增长7.7pct，环比增长4.95pct。
- ◆ **海外动力客户开始放量，负极全年出货持续增长。** 我们预计全年公司负极累计出货6.3万吨，同比增37.6%，从结构看，公司动力负极占比显著提升，全年动力负极占比提升至50%以上，受LG需求拉动，我们预计lg出货量占比达到30%左右，21年有望达到3-4万吨，同比接近翻番。此外，三星Q3开始逐渐起量，我们预计21年销量有望达到1万吨左右，同比翻番。同时随着公司产能释放，公司也加大对宁德时代的供应，我们预计21年有望销售近1万吨。叠加消费客户需求的平稳增长，我们预计21年公司负极销量达到10万吨左右，同比增长50%+。
- ◆ **风险提示：**销量及政策不及预期

表：璞泰来季度经营情况

	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4
营业收入(百万)	1,934.0	1,459.0	1,068.9	818.7	1,297.1
-同比	49.11%	10.19%	-6.92%	-20.43%	27.22%
毛利率	30.63%	34.08%	30.78%	30.41%	32.39%
归母净利润(百万)	252.3	218.6	103.8	92.9	192.6
-同比	30.97%	12.33%	-22.99%	-27.99%	16.67%
净利率	13.05%	16.28%	11.02%	11.57%	15.97%
扣非归母净利润(百万)	243.70	204.63	92.55	82.81	184.91
-同比	31.80%	13.02%	-26.49%	-27.22%	15.95%
扣非归母净利率	12.60%	14.02%	8.66%	10.11%	14.26%

图：璞泰来季度毛利率（左/%）&净利率（右/%）

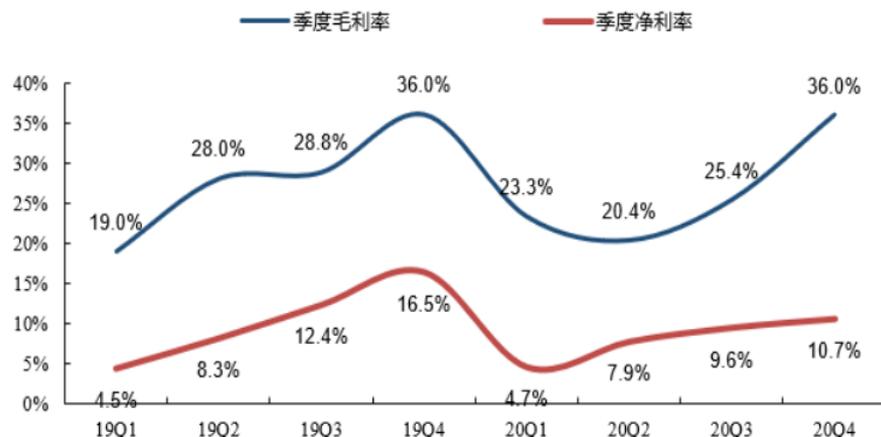


- ◆ **2020年归母净利润1.79亿元，同比下降24.7%，符合市场预期。** 2020年公司营收19.85亿元，同比下降11%；2020年归母净利润1.79亿元，同比下降24.7%，扣非净利润1.62亿元，同比下滑27.7%，非经常损益中主要为0.2亿元的政府补贴，符合市场预期。盈利能力方面，毛利率28.16%，同比增加0.03pct，净利率为8.93%，同比下降1.45pct，下半年盈利能力提升明显。
- ◆ **21年Q1归母净利润0.82-0.89亿元，同比增长437.63%-483.53%，符合市场预期。** 公司预告21Q1归母净利润为0.82-0.89亿元，同比增长437.63%-483.53%，环比增长2.1%-10.8%，行业明显回归景气，下游需求旺盛，公司业绩环比进一步增长。海外动力客户开始放量，负极全年出货持续增长。
- ◆ **股权激励拟行权600万股，覆盖范围广，目标易实现。** 根据2021年4月13日公告，公司计划向激励对象授予600万份股票期权，占公司股本的2.58%；三次行权期分别为21年营收不低于35亿元、21-22年累计营收不低于75亿元、21-23年累计营收不低于120亿元，此次股权激励为上市以来首次，业绩目标较低易实现，以激励为员工为主，绑定核心员工，保障长期稳定发展。
- ◆ **风险提示：销量及政策不及预期**

表：科达利季度经营情况

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)		764.5	533.3	390.9	296.4
-同比		44.22%	1.16%	-43.21%	-38.79%
毛利率		35.95%	25.41%	20.36%	23.31%
归母净利润(百万)	82-89	80.3	51.6	31.5	15.3
-同比	437.63%-483.53%	-11.55%	-22.21%	-45.25%	-32.66%
归母净利率		10.50%	9.68%	8.06%	5.16%
扣非归母净利润(百万)		71.18	49.88	28.11	12.58
-同比		-18.06%	-19.26%	-50.56%	-30.93%
扣非归母净利率		9.31%	9.35%	7.19%	4.24%

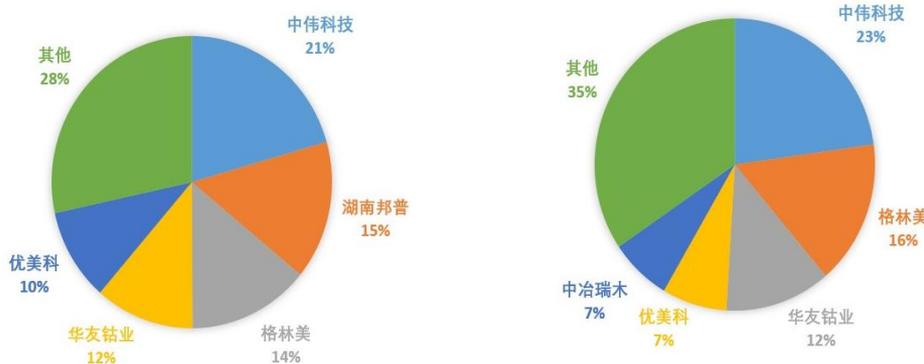
图：科达利季度毛利率（左/%）&净利率（右/%）



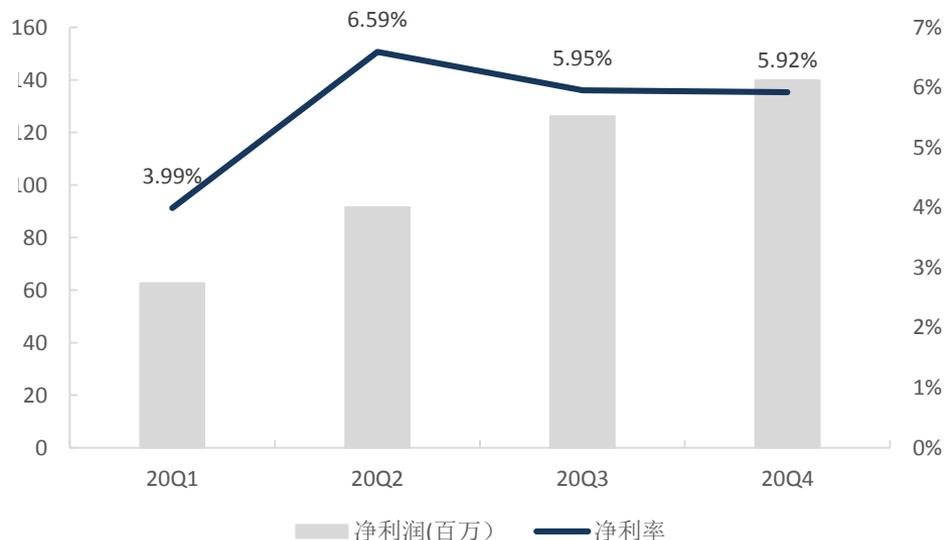
中伟股份：需求爆发叠加单吨盈利提升，Q1超预期

- ◆ **2020年归母净利润4.20亿，同比+133.65%，处于业绩预告上限，符合预期。** 2020年中伟科技营收74.40亿元，同比增长40.07%；归母净利润4.20亿元，同比增长133.65%，此前预告归母净利3.9-4.3亿元，处于业绩预告上限，符合预期；盈利能力方面，2020年净利率为5.65%，同比增长2.26pct，主要受益于公司产品结构改善、产能利用率提升以及上游原材料价格上涨，公司净利率明显提升。
- ◆ **2021年Q1销量大超预期，年中产能释放，销量再上一台阶。** 目前公司三元前驱体产能约为11万吨，四氧化三钴产能约为2.5万吨，合计13.5万吨产能，单季度产能3.4万吨，而公司Q1实际三元前驱体出货量预计为3.00万吨-3.15万吨，四氧化三钴出货量预计为0.55万吨-0.65万吨，合计出货3.6-3.7万吨，环比增长10%左右，产能利用率达到110%+。Q1公司销量大超预期，主要受益于行业高景气度，且公司份额进一步提升23%。年中公司将新增5-6万吨三元前驱体产能，下半年单季度产能将超5万/吨，我们预计公司全年出货量有望达到17-18万吨，同比翻番，其中三元前驱体15万吨，四氧化三钴2-3万吨。此外公司在广西基地15万吨前驱体及7万吨循环回收产能，预计将从明年开始陆续投产，支撑公司后续高增长。
- ◆ **风险提示：销量及政策不及预期**

图：我国三元前驱体市占率（左/2020年）右(2021年)



图表：中伟季度净利润（左/百万）&净利率（右/%）

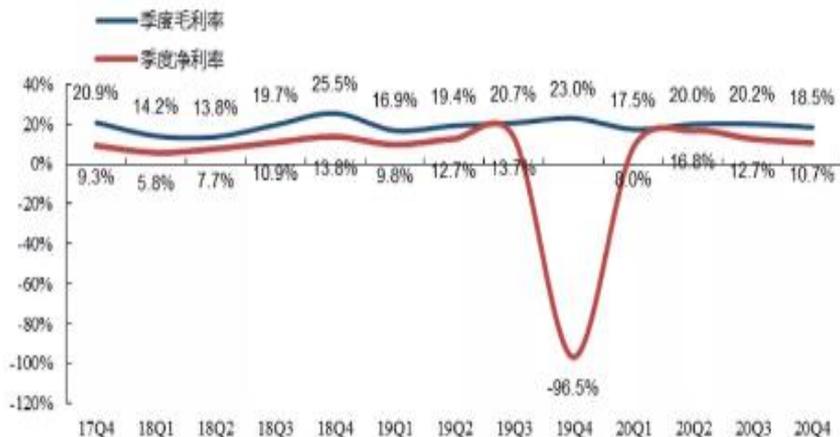


- ◆ **2021年Q1归母净利1.2-1.5亿，同比261%-351%，略超市场预期。** 2020年公司营收31.83亿元，同比增长39.36%；归母净利润3.85亿元，同比增长284.12%，超预告上限，好于预期；扣非净利润2.44亿元，同比增长189.89%；2020年毛利率为19.21%，同比下滑0.47pct；净利率为12.21%，扭亏为盈。公司发布业绩预告，2021年Q1公司锂电正极材料新产能释放，销量大幅增长，预计归母净利润为1.2-1.5亿元，较上年同期增长260.66%-350.83%。
- ◆ **海外客户贡献明显增量，锂电材料业绩高增。** 20年公司锂电材料收入30.14亿，同比上升38.45%，毛利率17.6%，同比-0.88pct。分产品看，多元材料贡献主要增量，20年多元材料收入24.68亿，同比上升45.96%，毛利率18.11%，同比增长0.76pct，其中下半年营收16.4亿元，环比+98%，主要受益于国内外需求爆发。钴酸锂收入稳健增长，20年5.34亿，同比上升17.05%，毛利率14.32%，同比下滑4.7pct。
- ◆ **21年产品结构改善+原材料涨价盈利有望提升。** 21Q1公司排产环比基本持平，预计出货8500吨左右，同比增长160%+，环比微降10%；且21Q1原材料价格跳涨，带动正极材料价格提升，我们预计公司将部分受益于低价库存，单吨盈利维持1.3-1.5万/吨。全年看，公司产品结构优化，高镍产品已供应某国际大客户，月出口百吨以上，下半年将大规模放量，我们预计公司高镍产品占比将持续提升至20%以上，整体量利齐升，高增可期。
- ◆ **风险提示：销量及政策不及预期**

表：当升科技季度经营情况

	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4
营业收入(百万)	1,155.3	937.6	674.5	415.8	444.1
-同比	160.14%	87.41%	-1.66%	-36.40%	-44.65%
毛利率	18.53%	20.19%	20.05%	17.54%	23.04%
归母净利润(百万)	120.3	118.5	113.2	32.9	-428.7
-同比	128.06%	72.83%	30.08%	-48.66%	-486.82%
净利率	10.66%	12.67%	16.83%	8.00%	-96.54%
扣非归母净利润(百万)	16.63	113.45	67.90	45.58	-467.09
-同比	103.56%	62.37%	-11.35%	-8.25%	-529.89%
扣非归母净利率	1.44%	12.10%	10.07%	10.96%	-105.18%

图：当升科技季度毛利率（左/%）&净利率（右/%）



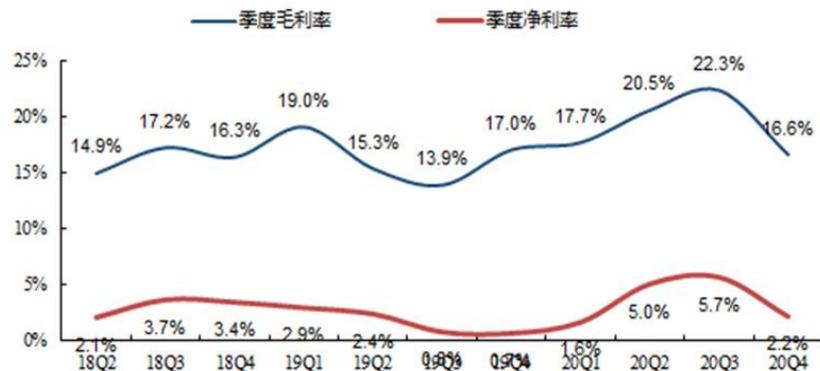
比亚迪：业绩符合市场预期，新车型周期开启

- ◆ **2020年归母净利润42.34亿元，同比增长162.3%，符合市场预期。**2020年公司营收1565.98亿元，同比增长22.6%，电动车业务贡献主要增长；归母净利润42.34亿元，同比增长162.3%；扣非净利润29.54亿元，同比增长1181.5%；2020年毛利率为19.38%，同比增加3.08pct；净利率为3.84%，同比增加2.18pct。
- ◆ **21Q1归母净利润2-3亿元，同比增长77.56%-166.34%，略低于市场预期。**21Q1业绩预告归母净利润2-3亿元，同比增长77.56%-166.34%，环比下滑63.45%-75.63%，略低于市场预期，主要系受上游原材料价格波动影响，汽车业务盈利仍有待提高，手机部件及组装业务业绩平稳发展所致。
- ◆ **燃油车全年逆势增长，新能源汽车小幅下滑。**燃油车全年销量23万辆，同比增长4%，新能源汽车全年销量16万辆，同比下滑12%。其中纯电动乘用车销量11万辆，同比下滑20%，插混销量5万辆，同比增长11%。
- ◆ **手机业务规模持续扩大，二次电池、光伏业务稳定增长。**2020年手机业务营收600.43亿元，同比增12.5%，毛利率11.2%，同比提升1.85pct，业务增长受益于北美市场份额进一步增长，玻璃及陶瓷产品出货量增长迅猛。二次充电电池及光伏业务实现全年营收120.88亿元，同比增长15.1%，毛利率20.2%，同比提升1.53pct，其中传统电池业务稳定增长，光伏业务营收实现平稳增长。
- ◆ **风险提示：销量及政策不及预期**

表：比亚迪季度经营情况

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)		51,575.1	44,519.6	40,824.4	19,678.5
-同比		52.06%	40.72%	28.06%	-35.06%
毛利率		16.59%	22.32%	20.53%	17.66%
归母净利润(百万)	200-300	820.7	1751.1	1549.8	112.6
-同比	77.56%-166.34%	1943.87%	1362.66%	119.88%	-84.98%
归母净利率		1.59%	3.93%	3.80%	0.57%
扣非归母净利润(百万)		460.78	1,576.92	1,387.93	-471.70
-同比		转正	转正	322.63%	-214.50%
扣非归母净利率		0.89%	3.54%	3.40%	-2.40%

图：比亚迪季度毛利率（左/%）&净利率（右/%）

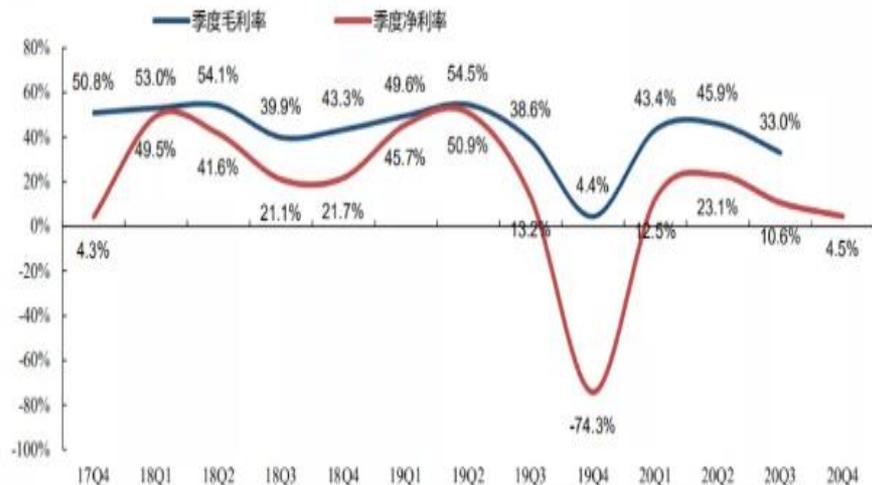


- ◆ **公司Q1归母净利润0.6-0.65亿元，同比增长276.44%-307.81%**：根据公司业绩快报，2020 公司营收 9.72 亿元，同比增长 62.14%，归母净利润 1.19 亿元，同比下降12.74%；扣非净利润 0.94 亿元，同比增长 106.97%，公司预告 2021年Q1归母净利润0.6-0.65亿元，同比增长276.44%-307.81%，符合预期。公司发布业绩预增公告，21Q1归母净利润0.6-0.65亿元，同比增长276.44%-307.81%，环比270.37%~301.23%，扣非归母净利润0.55-0.6亿元，同比增长396.55%-441.85%，环比256.08%~288.56%。
- ◆ **2021年Q1出货量环比微增，单平利润大幅提升**：我们预计21年Q1公司隔膜实现2.6-2.7亿平出货，同比增长300%左右，环比微增。产品拆分来看，公司湿法隔膜受益于宁德时代大规模采购，干法受益于比亚迪刀片电池采购，我们预计公司出货量中湿法隔膜占比60%以上，干法接近40%。从盈利水平看，Q1公司实现满产满销，若不考虑股权激励费用影响，Q1扣非净利润中值在6700万左右，单平利润达0.26元/平，环比增长10%左右，主要受益于公司客户结构改善及产能利用率提升。Q2起LG湿法隔膜开始放量，全年预计贡献1亿平左右增量，客户结构进一步优化。我们预计随着产品结构优化，单平利润有望进一步提升，全年单平净利上修至0.3元/平左右，全年预计贡献3亿元左右利润。
- ◆ **风险提示**：销量及政策不及预期

表：星源材质季度经营情况

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)		361.6	269.9	216.2	124.7
-同比		328.54%	66.11%	13.18%	-22.95%
毛利率			32.99%	45.94%	43.37%
归母净利润(百万)	60-65	16.2	31.2	55.4	15.9
-同比	276.44%-307.81%	-127.29%	30.73%	-41.97%	-79.08%
净利率			10.62%	23.05%	12.53%
扣非归母净利润(百万)	54.8-59.8	15.39	25.02	42.91	11.04
-同比	396.55%-441.85%	-124.26%	33.96%	-19.42%	-70.26%
扣非归母净利率		4.26%	9.27%	19.85%	8.85%

图：星源材质季度毛利率（左/%）&净利率（右/%）

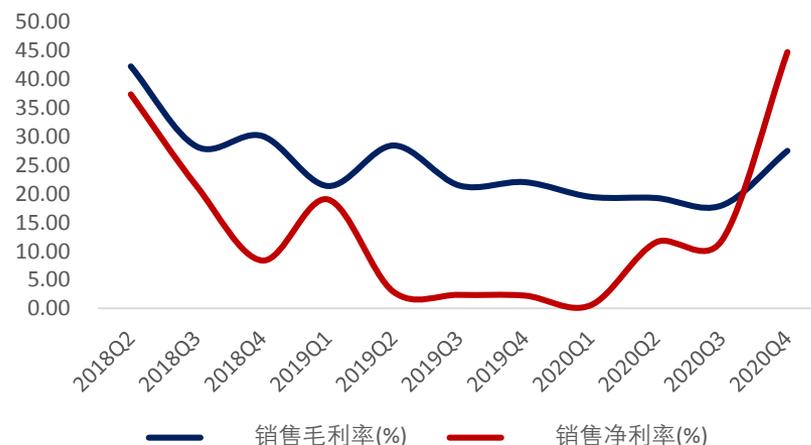


- ◆ **公司归母净利润10.25亿元，同比+186.2%，符合预期。**公司2020全年实现营收55.24亿元，同比+3.41%；归母净利润10.25亿元，同比+186.2%；扣非归母净利润4.02亿元，同比-42.08%；20年毛利率，净利率；21年Q1归属于上市公司股东的净利润45,000万元-51,000万元，比上年同期增长5,709.38%-6,483.96%。扣除非经常性损益后的净利润25,000万元-31,000万元，比上年同期增长247.91% - 331.40%。
- ◆ **股权激励绑定公司核心团队。**根据公告，公司拟向激励对象授予股份0.16亿股，约占公司总股本1.16%，本激励计划授予的股票期权的行权价格为**96.28元/股**（现价的99%）。行权条件以2020年扣非后归母净利润为基数，**2021-2024年扣非后归母净利润增长分别不低于380%/520%/620%/730%**。
- ◆ **上下游协同并进，将进入产能密集期。**根据公司公告，公司未来产能增量一是来自马洪三期 5 万吨氢氧化锂项目，马洪三期将于 2021 年逐步进行产能爬坡并达产，届时公司氢氧化锂产能将达到 8.1 万吨/年；二是 C-O 盐湖 4 万吨/年电池级碳酸锂项目 2022 年上半年有望试车投产，力争在一年磨合后达产；三是旗下 Sonora 黏土矿一期产能投产后有望新增氢氧化锂产能 2 万吨/年，进一步扩产空间广阔。
- ◆ **风险提示：销量及政策不及预期**

表：赣锋锂业季度经营情况

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业总收入 (万)		163,102.1	150,604.3	130,808.0	107,884.1
同比(%)		44.18%	8.50%	-12.36%	-18.88%
毛利率		27.50%	17.96%	19.26%	19.47%
归属母公司股东的净利润 (万)	45,000-51,000	69417.6	17399.8	14873.9	-96.9
同比(%)	5,709.38%-6,483.96%	2301.52%	421.32%	245.42%	7185.83%
净利率		44.71%	11.82%	11.52%	0.52%
扣非后归属母公司股东的净利润 (万)	25,000-31,000	13561.0	9,280.55	10,194.40	-51.98
同比(%)	247.91%-331.40	22.67%	-54.45%	-55.78%	

图：赣锋锂业季度毛利率（左/%）&净利率（右/%）



5、投资建议与风险提示

◆ **投资建议**：龙头估值回落至30-45x，历史中值以下，相对于今年近翻番、明年普遍40-50%业绩增速，明显低估，Q1业绩超预期，催化剂众多，继续强烈推荐三条主线：一是特斯拉及欧洲电动车供应商（**宁德时代、亿纬锂能、天赐材料、恩捷股份、容百科技、新宙邦、璞泰来、科达利、当升科技、三花智控、宏发股份、汇川技术、欣旺达**）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（**天赐材料、华友钴业**，关注**赣锋锂业、天齐锂业、多氟多、天际股份**）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（**比亚迪、诺德股份、星源材质**，关注**德方纳米、嘉元科技、天奈科技、国轩高科、孚能科技、中科电气**）。

表 相关公司估值表（截至2021年4月16日股价）

名称	归母净利润 (亿元)			EPS			PE			评级
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
宁德时代	52.02	97.01	136.82	2.23	4.16	5.87	149	80	57	买入
亿纬锂能	16.81	35.41	50.78	0.89	1.87	2.69	81	38	27	买入
欣旺达	8.02	12.29	16.00	0.51	0.78	1.02	42	28	21	买入
比亚迪	42.34	50.78	76.14	1.48	1.77	2.66	112	93	62	买入
天齐锂业	-18.01	3.35	7.93	-1.22	0.23	0.54	-31	169	71	未评级
华友钴业	11.65	26.70	32.84	0.96	2.20	2.71	73	32	26	买入
赣锋锂业	10.25	17.61	24.76	0.76	1.30	1.83	126	73	52	未评级
中伟股份	4.20	10.39	15.54	0.74	1.82	2.73	111	45	30	买入
新宙邦	5.18	7.57	10.93	1.26	1.84	2.66	61	42	29	买入
天赐材料	5.33	14.08	18.62	0.98	2.58	3.41	90	34	26	买入
星源材质	1.19	2.96	4.01	0.26	0.66	0.89	113	45	34	买入
恩捷股份	11.16	22.02	31.32	1.26	2.48	3.53	90	46	32	买入
当升科技	3.85	6.62	8.58	0.83	1.38	1.89	59	35	26	买入
容百科技	2.13	5.98	10.52	0.48	1.34	2.35	119	42	24	买入
璞泰来	6.68	14.64	19.61	1.35	2.95	3.95	80	37	27	买入
科达利	1.79	4.44	6.27	0.77	1.91	2.69	87	35	25	买入
德方纳米	0.05	1.72	2.93	0.06	1.92	3.27	2188	67	39	未评级
嘉元科技	1.86	4.45	6.05	0.81	1.93	2.62	103	43	32	未评级
天奈科技	1.07	2.23	3.56	0.46	0.96	1.54	124	60	37	未评级

注：欣旺达、璞泰来、恩捷股份、当升科技、天赐材料、新宙邦、科达利、比亚迪、华友钴业、赣锋锂业、容百科技为2020年报实际数据

数据来源：Wind，东吴证券研究所；天齐锂业、赣锋锂业、德方纳米、嘉元科技、天奈科技为Wind一致预期

- **价格竞争超市场预期**：近几年新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。
- **原材料价格不稳定，影响利润空间**：原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。
- **投资增速下滑**：各板块投资开始逐渐放缓，对行业发展和核心技术的突破有直接影响。
- **疫情影响**：疫情影响海外需求不稳定因素。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园