

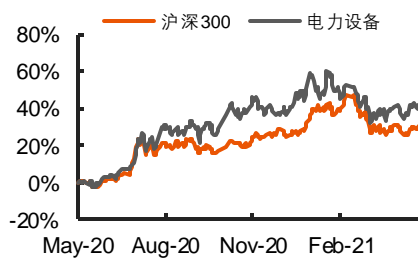
## 行业动态跟踪报告

## 20年业绩回顾&amp;21年行业动态前瞻：电动车篇

## 强于大市（维持）

## 投资要点

## 行情走势图



## 相关研究报告

《行业点评\*电力设备\*施耐德发布1Q21业绩,中国区能效管理业务两位数增长》 2021-04-27  
 《行业点评\*电力设备\*纲领性政策发布,新型储能走向前台》 2021-04-22

## 证券分析师

**朱栋** 投资咨询资格编号  
 S1060516080002  
 021-20661645  
 zhudong615@pingan.com.cn

**皮秀** 投资咨询资格编号  
 S1060517070004  
 010-56800184  
 pixiu809@pingan.com.cn

**王霖** 投资咨询资格编号  
 S1060520120002  
 wanglin272@pingan.com.cn

## 研究助理

**王子越** 一般从业资格编号  
 S1060120090038  
 wangziyue395@pingan.com.cn



■ **电池板块业绩回顾:** 20年龙头业绩稳健,21年一季度恢复高增长。2020年国内动力电池实现装机 63.6GWh, 同比增长 2.3%; 21年一季度装机量 23.2GWh, 同比增长超 3 倍。从营收角度看, 国轩高科 2020 年实现电池组销量近 9GWh, 同比增长近 70%, 主要由于在储能和小动力市场增长较快; 宁德时代表现稳健, 2020 年实现动力电池销量 44.5 GWh, 同比增长 10.43%, 市场份额维持在 50% 以上。2020 年动力电池价格降幅近 7%, 考虑到供需紧张和原料成本的上涨, 预计 21 年降价幅度将更加有限。从盈利能力看, 2020 年宁德时代动力电池业务的毛利率下滑 1.89pct 至 26.56%, 国轩高科动力锂电池业务毛利率下降 8.65pct 至 24.72%; 孚能科技毛利率下滑较大, 主要由于新工厂完工带来的折旧费用大幅上升。总体而言, 在产业链持续降本的需求下, 电池企业毛利率仍旧处于震荡下滑的态势。从现金流情况看, 头部企业的经营性现金流情况持续领先, 反映出资源集中度和产业话语权的富集。2021 年一季度延续了 20 年下半年以来的高景气度, 电动车在私人消费领域持续放量, 叠加 20 年疫情带来的低基数影响, 电池企业普遍实现翻倍以上增长。海外企业 2020 年和 1Q21 在营收端都实现了较快的增长。三星 SDI 2020 年锂电池营收增长 13%, 1Q21 增长 33%; LG 化学 2020 年锂电池业务增长 48%, 1Q21 增长 88%。

■ **电池材料板块业绩回顾: 正极、电解液高增, 负极平淡、隔膜分化。从业绩表现看,** 正极材料龙头业绩强势复苏, 20 年盈利重回高增长; 负极行业竞争加剧, 上市公司普遍处于量增价跌的状态, 营收和利润表现较为平淡; 隔膜表现分化, 恩捷营收利润双增长, 星源材质增收利降; 电解液企业业绩表现亮眼, 除了主业稳定增长外, 医药类化工业务在疫情中的需求放量也是重要原因。从量价表现看, 正极/负极/隔膜/电解液出货分别增长 27%、35%、36%、38%; 正极价格下降 5%-10%, 负极下降 7%-15%, 隔膜下降 7%-15%, 电解液价格触底回升。从行业格局看, 三元正极、负极、湿法隔膜和电解液 CR5 占比分别为 52%、78%、93%、74%, 正极、负极集中度下滑, 电解液提升, 隔膜通过行业整合集中度大幅提升。从盈利水平看, 隔膜企业的毛利率较高, 但处于持续下滑的状态; 负极材料毛利率为 25%-40%, 紫宸和杉杉石墨化产能释放带动石墨化自给率提升, 毛利率改善; 电解液毛利率 14%-30%, 天赐和新宙邦维持 25% 以上毛利率, 东莞杉杉毛利率较低为 14%, 与 19 年相比维持稳定; 正极企业 20 年毛利率继续调整, 整体水平依然维持在 20% 以下。得益于对下游优质客户的进一步聚焦, 一线电池材料企业经营性现金流普遍实现了正增长, 营收质量进一步改善。

■ **新能源汽车趋势展望: 电动车开启全球共振。** 2021 年一季度, 全球新能源汽车继续呈现出爆发式增长的态势, Q1 中国、欧洲和美国电动车

销量已分别超过 50/40/10 万辆的规模，渗透率达到 8%/15%/4%。国内高端和低端车销量继续提升的同时，10-20 万元的中端私人消费市场或将成为下一个被挖掘的细分领域，比亚迪 DMi 系列兼顾低油耗和接近同级燃油车的低价格，有望成为下半年的爆款车型之一；特斯拉计划于 2022 年推出 20 万元以下的低价车型，有望迎来新一波的销量热潮。在优质供给的推动下，国内电动车在各细分领域有望迎来全面渗透。**海外市场方面**，在碳排放政策的持续加码下，欧洲主要国家电动车销量继续实现大幅增长，预计 21 年全年电动车销量 180-200 万辆；美国市场则有望迎来政策回暖，拜登政府对新能源汽车发展采取积极支持的态度，美国有望成为继中国和欧洲之后下一个电动车增量市场。

- **投资建议：**建议把握龙头、二线、涨价三条主线：1) 龙头企业具备规模、技术以及客户配套的优势，成长确定性强，继续强烈推荐**宁德时代、当升科技、杉杉股份**，推荐**璞泰来、新宙邦**，关注中伟股份、**恩捷股份、天赐材料**；2) 二线企业基数较低，具备较强的业绩弹性，强烈推荐**鹏辉能源**，建议关注**欣旺达、中科电气、星源材质**；3) 多个细分领域处于涨价周期，企业有望实现量利齐升，如碳酸锂环节、磷酸铁锂正极环节、电解液产业链等，推荐**新宙邦**，关注**德方纳米、天赐材料**。
- **风险提示：**1) **政策出台不及预期的风险：**目前全球电动车的发展受政策的影响仍然较大，若后续刺激政策不达预期或者政策持续性不强，将对电动车的推广产生负面影响。2) **竞争激烈导致价格超预期下降的风险：**补贴持续退坡以及新增产能的不断投放，致使产业链各环节面临降价压力，近年来投资的不断涌入所形成的新增产能，将在未来一段时期加速洗牌。3) **技术路线快速变化的风险：**电池技术路线的快速转换可能带来固定资产大量减值的风险，预期回报率较不稳定。

图表1 电动车板块主要上市公司盈利预测及投资评级

股票名称	股票代码	股票价格		EPS		P/E		评级	
		2021-05-07	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E		2022E
宁德时代	300750	367.28	2.40	4.03	5.56	153.2	91.1	66.1	强烈推荐
当升科技	300073	45.73	0.85	1.37	1.94	53.9	33.5	23.5	强烈推荐
杉杉股份	600884	16.54	0.08	1.09	1.48	195.1	15.1	11.2	强烈推荐
鹏辉能源	300438	16.91	0.13	0.81	1.09	133.3	20.9	15.5	强烈推荐
璞泰来	603659	77.84	0.96	1.95	2.48	81.0	40.0	31.4	推荐
新宙邦	300037	71.61	1.26	1.76	2.43	56.8	40.7	29.5	推荐
中伟股份	300919	96.51	0.74	1.68	2.47	130.8	57.5	39.0	未评级
恩捷股份	002812	129.73	1.26	2.18	3.05	103.3	59.4	42.6	未评级
星源材质	300568	28.58	0.27	0.60	0.84	105.8	47.7	34.0	未评级

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

# 正文目录

<b>一、 动力电池板块重点公司业绩综述</b>	<b>5</b>
1.1 财报分析：20年龙头业绩稳健	5
1.2 1Q21景气度维持，全年高增长无忧	7
<b>二、 电池材料板块重点公司业绩综述</b>	<b>8</b>
2.1 正极：三元龙头强势复苏，盈利重回高增长	9
2.2 负极：均价下调明显，行业竞争加剧	11
2.3 隔膜：行业整合开启，集中度大幅提升	12
2.4 电解液：价格触底反弹，龙头市占率显著提升	14
<b>三、 趋势展望：电动车开启全球共振</b>	<b>15</b>
<b>四、 投资建议</b>	<b>17</b>
<b>五、 风险提示</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图表 1	电动车板块主要上市公司盈利预测及投资评级.....	2
图表 2	锂电池板块重点公司 2020 年及 1Q21 业绩表现.....	5
图表 3	2019 年国内动力电池装机份额.....	5
图表 4	2020 年国内动力电池装机份额.....	5
图表 5	2020 年国内动力电池单价降幅近 7% 单位：元/Wh.....	6
图表 6	动力电池业务毛利率变化.....	6
图表 7	宁德时代经营性现金流净额持续领先 单位：亿元.....	7
图表 8	企业应收账款变化情况 单位：亿元.....	7
图表 9	1Q21 国内动力电池装机量增长 309% 单位：GWh.....	8
图表 10	海外主流电池企业 2020 及 1Q21 业绩表现.....	8
图表 11	锂电材料板块重点公司 2020 年及 1Q21 业绩表现.....	9
图表 12	20 年国内正极材料出货增长 27% 单位：万吨.....	10
图表 13	20 年三元材料价格继续下行 单位：万元/吨.....	10
图表 14	2020 年国内三元材料市场格局.....	10
图表 15	正极材料企业销量变化 单位：万吨.....	10
图表 16	正极业务毛利率变化情况.....	11
图表 17	正极企业经营性现金流净额趋增 单位：亿元.....	11
图表 18	2020 年负极材料出货增长 35% 单位：万吨.....	11
图表 19	2020 年负极材料价格延续跌势 单位：万元/吨.....	11
图表 20	2020 年国内负极材料企业格局.....	12
图表 21	负极材料企业销量变化 单位：万吨.....	12
图表 22	负极材料企业毛利率变化情况.....	12
图表 23	负极企业经营现金流净额趋增 单位：亿元.....	12
图表 24	2020 年隔膜出货增长 36% 单位：亿平.....	13
图表 25	2020 年隔膜价格延续跌势 单位：元/平米.....	13
图表 26	2020 年国内湿法隔膜企业格局.....	13
图表 27	隔膜企业销量变化 单位：亿平.....	13
图表 28	隔膜企业毛利率变化情况.....	14
图表 29	隔膜企业经营现金流净额分化 单位：亿元.....	14
图表 30	2020 年国内电解液出货增长 39% 单位：万吨.....	14
图表 31	20 年 Q3 电解液价格触底反弹 单位：万元/吨.....	14
图表 32	电解液企业毛利率变化情况.....	15
图表 33	2020 年国内电解液企业格局.....	15
图表 34	2020 年国内新能源汽车销量排名 单位：万辆.....	16
图表 35	比亚迪秦 PLUS DM-i.....	16
图表 36	特斯拉低价新车型.....	16
图表 37	欧洲电动车月度销量 单位：辆.....	17
图表 38	美国电动车销量 单位：万辆.....	17
图表 39	2020 年美国 EV 市场销售结构.....	17

## 一、动力电池板块重点公司业绩综述

### 1.1 财报分析：20年龙头业绩稳健

20年国内动力电池市场继续分化表现，龙头电池企业在市场份额、产品迭代/定价、客户粘性等方面继续维持较大的领先优势，但从第二名之后企业排名和市场份额都发生了较大变化。我们选取具备代表性的5家上市公司作对比分析，分别是宁德时代、国轩高科、孚能科技、亿纬锂能和鹏辉能源。从下游分布看，宁德、国轩和孚能以车用市场为主，而亿纬和鹏辉消费类业务占比较多。

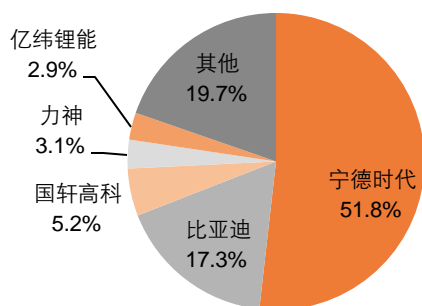
图表2 锂电池板块重点公司2020年及1Q21业绩表现

证券名称	营业收入（亿元）				归属母公司股东的净利润（亿元）			
	2020	1Q21	2020 增速	1Q21 增速	2020	1Q21	2020 增速	1Q21 增速
宁德时代	503.2	191.7	9.9%	112.2%	55.8	19.5	22.4%	163.4%
国轩高科	67.2	12.9	35.6%	77.1%	1.5	0.5	192.0%	42.5%
孚能科技	11.2	3.7	-54.3%	198.9%	-3.3	-1.8	-352.2%	-79.1%
亿纬锂能	81.6	29.6	27.3%	126.0%	16.5	6.5	8.5%	156.2%
鹏辉能源	36.4	10.6	10.1%	138.8%	0.5	0.5	-68.4%	171.2%

资料来源：Wind、平安证券研究所

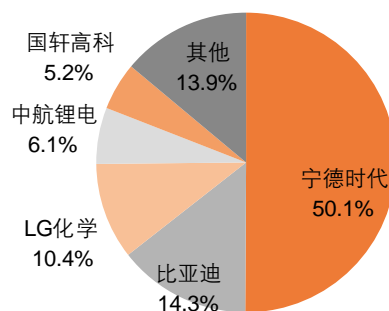
2020年国内动力电池实现装机63.6GWh，同比增长2.3%，CR5占比提升5.8pct；21年一季度延续高景气态势，装机量达到23.2GWh，同比增长308.7%。从营收角度看，国轩高科的营收增速表现亮眼，2020年实现电池组销量近9GWh，同比增长近70%，主要由于在储能和小动力市场增长较快；动力电池实现装机3.2GWh，国内市占率达5.2%，与19年基本持平；宁德时代表现稳健，2020年实现动力电池销量44.45GWh，同比增长10.43%，海外出货增长较快；公司实现装机31.5GWh，同比下降2.5%，市场份额维持在50%以上。2020年，我们测算宁德动力电池价格降幅近7%，较19年大幅减缓；考虑到供需紧张和原料成本的上涨，预计21年降价幅度将更加有限。

图表3 2019年国内动力电池装机份额



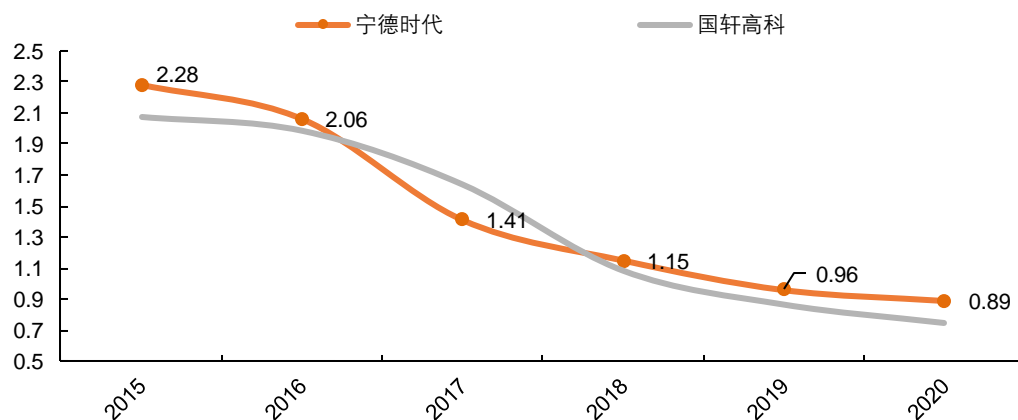
资料来源：高工锂电，平安证券研究所

图表4 2020年国内动力电池装机份额



资料来源：高工锂电，平安证券研究所

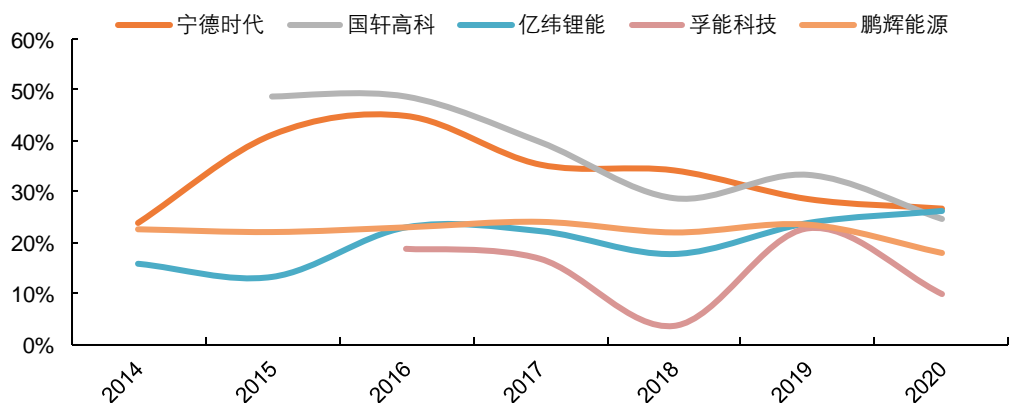
图表5 2020年国内动力电池单价降幅近7% 单位：元/Wh



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

从盈利能力看，2020年宁德时代动力电池业务的毛利率下滑1.89pct至26.56%，其直接材料占营业成本比重下降3.18pct至78.17%；国轩高科动力锂电池业务毛利率下降8.65pct至24.72%；孚能科技毛利率下滑较大，主要由于新工厂完工带来的折旧费用大幅上升。总体而言，在产业链持续降本的需求下，电池企业毛利率仍旧处于震荡下滑的态势。

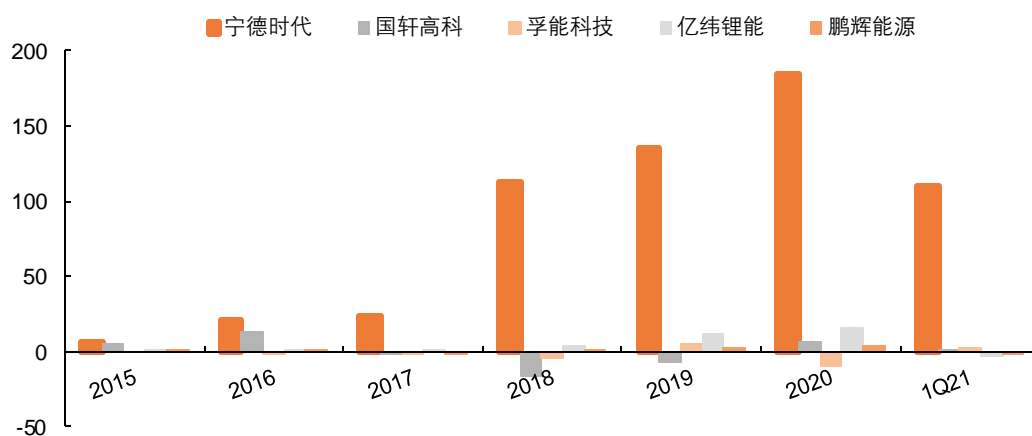
图表6 动力电池业务毛利率变化



注：亿纬、鹏辉对应锂离子电池业务  
资料来源：公司公告、平安证券研究所

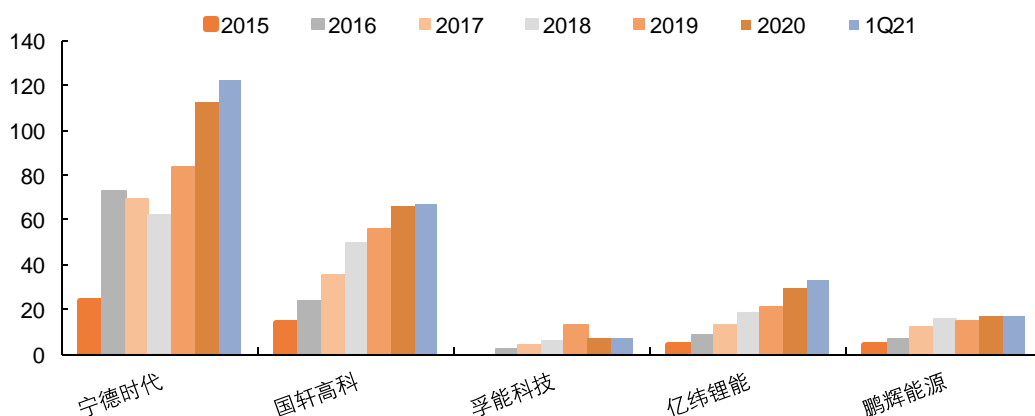
从现金流情况看，头部企业的经营性现金流情况持续领先，反映出资源集中度和产业话语权的富集，中小企业面临较大的生存压力，后续企业现金流的重要性将更加凸显。

图表7 宁德时代经营性现金流净额持续领先 单位：亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表8 企业应收账款变化情况 单位：亿元

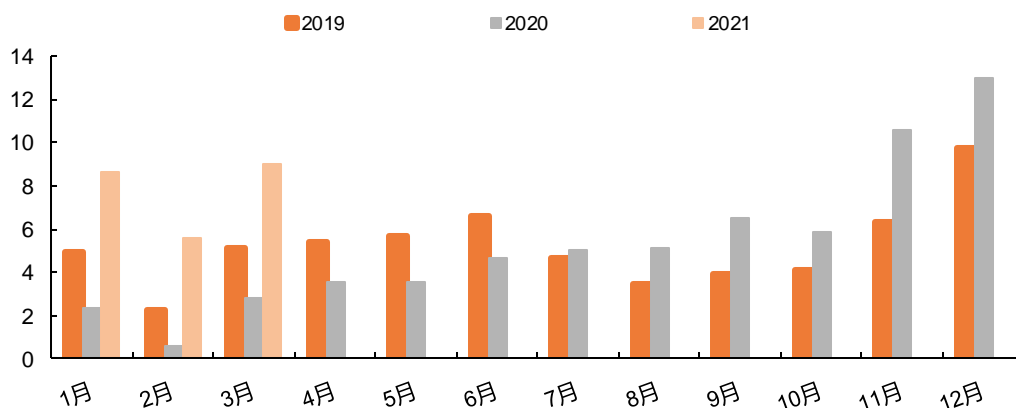


资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 1.2 1Q21 景气度维持，全年高增长无忧

**1Q21 业绩翻倍增长。**21 年一季度行业延续了 20 年下半年以来的高景气度，电动车在私人消费领域持续放量，叠加 20 年疫情带来的低基数影响，电池企业普遍实现翻倍以上增长。21 年在优质供给的推动下，行业有望维持高增长。

图表9 1Q21 国内动力电池装机量增长 309% 单位: GWh



资料来源:公司公告、平安证券研究所

海外电池企业营收快速增长, 盈利能力改善。受到欧洲市场的提振, 韩系电池企业 2020 年和 1Q21 在营收端都实现了较快的增长:

- 三星 SDI 2020 年锂电池业务总体营收 513 亿元人民币, 同比增长 13%; 营业利润 14 亿元人民币, 同比增长超 3 倍。1Q21 锂电池营收 140 亿元人民币, 同比增长 33%, 营业利润 3 亿元人民币。
- LG 化学 2020 年锂电池业务营收 728 亿元人民币, 同比增长 48%。1Q21 锂电池营收 250 亿元人民币, 同比增长 88%; 营业利润 20 亿元人民币, 同比大幅扭亏。

图表10 海外主流电池企业 2020 及 1Q21 业绩表现

海外企业	业务部门	营业收入 (亿元人民币)				营业利润 (亿元人民币)		
		2020	同比	1Q21	同比	2019	2020	1Q21
三星 SDI	锂电池	513	13%	140	33%	3	14	3
LG 化学	锂电池	728	48%	250	88%	-27	-10	20
松下	动力电池	271	-6%	-	-	-	-	-
SKI	动力电池	95	133%	-	-	-18	-25	-
TDK	消费电池等	420	14%	117	58%	76	86	16

注: 汇率按照人民币: 日元=1:16、人民币: 韩元=1:170

资料来源: 公司财报、平安证券研究所

## 二、 电池材料板块重点公司业绩综述



锂电材料企业表现分化。电池材料环节，我们选取 15 家代表性企业来分析对应市场的发展和格局变化。总体来看，当升、容百等正极龙头材料企业 20 年业绩增长较快，主要由于 19 年利润基数较低；负极材料企业表现一般，整体呈现个位数增长；电解液龙头营收利润高增长，隔膜表现有所分化。

图表 11 锂电材料板块重点公司 2020 年及 1Q21 业绩表现

证券名称	营业收入（亿元）				归属母公司股东的净利润（亿元）			
	2020	1Q21	2020 增速	1Q21 增速	2020	1Q21	2020 增速	1Q21 增速
当升科技	31.8	12.6	39.4%	203.9%	3.8	1.5	284.1%	353.5%
容百科技	37.9	13.9	-9.4%	113.7%	2.1	1.2	143.7%	374.0%
杉杉股份	82.2	40.0	-5.3%	227.2%	1.4	3.0	-48.9%	461.2%
长远锂科	20.1	-	-27.3%	-	1.1	-	-46.8%	-
厦钨新能	79.9	-	14.5%	-	2.5	-	66.9%	-
德方纳米	9.4	5.1	-10.6%	224.1%	-0.3	0.5	-128.4%	678.6%
中伟股份	74.4	36.9	40.1%	135.2%	4.2	2.1	133.6%	237.6%
璞泰来	52.8	17.4	10.0%	112.4%	6.7	3.3	2.5%	260.2%
贝特瑞	44.5	18.5	1.4%	167.1%	4.9	2.6	-25.8%	97.2%
中科电气	9.7	3.3	4.8%	97.3%	1.6	0.7	8.3%	160.7%
翔丰华	4.2	1.6	-35.6%	179.0%	0.5	0.2	-26.3%	455.9%
新宙邦	29.6	11.4	27.4%	118.6%	5.2	1.6	59.3%	57.5%
天赐材料	41.2	15.6	49.5%	197.5%	5.3	2.9	3165.2%	591.1%
恩捷股份	42.8	14.4	35.6%	161.0%	11.2	4.3	31.3%	212.6%
星源材质	9.7	4.2	61.2%	238.5%	1.2	0.6	-11.0%	287.9%

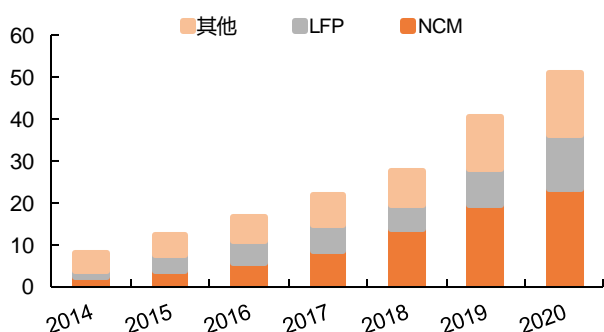
资料来源：Wind、平安证券研究所

## 2.1 正极：三元龙头强势复苏，盈利重回高增长

19 年当升和容百都由于比克拖欠货款而计提了大额的应收账款减值，导致利润基数较低，20 年业绩强势复苏，盈利重回高增长。其中当升科技 20 年归母净利润 3.8 亿元。同比增长 284%；容百科技 20 年归母净利润 2.1 亿元，同比增长 144%。厦钨新能 20 年归母净利润 2.5 亿元，同比增长 67%；中伟股份受益于海外大客户的放量以及前驱体环节较好的行业格局，归母净利润实现 134% 的高增长。磷酸铁锂则表现较弱，德方纳米营收利润双双下滑，21 年在铁锂需求旺盛的背景下，业绩有望大幅改善。

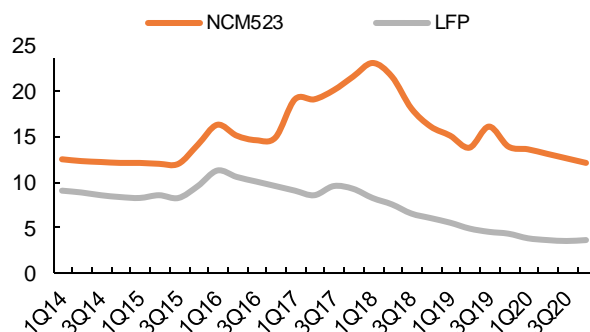
2020 年国内正极材料出货 51 万吨，同比增长 27%，其中 NCM 三元材料占比 46%，磷酸铁锂占比 25%，铁锂占比较 19 年小幅上升，预计 21 年将继续提升。价格方面，根据高工锂电数据，NCM523 从 20 年一季度均价 13.5 万元下跌到四季度的 12 万元；磷酸铁锂则从 3.8 万元下跌到 3.6 万元，跌幅趋缓。

图表12 20年国内正极材料出货增长27% 单位：万吨



资料来源: 高工锂电, 平安证券研究所

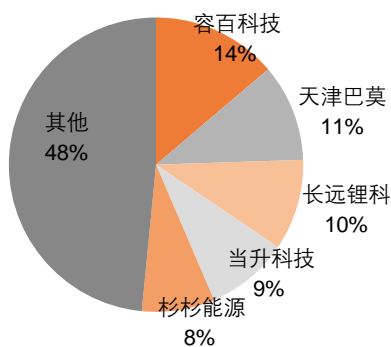
图表13 20年三元材料价格继续下行 单位：万元/吨



资料来源: 高工锂电, 平安证券研究所

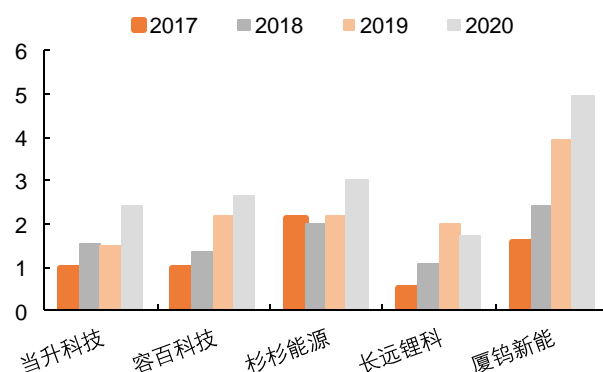
从市场格局看,三元正极材料的市场集中度仍低,20年国内三元材料CR5占比52%,较19年小幅下滑,产品同质化程度较高的常规型产品竞争日趋激烈,倒逼企业加快高镍化单晶化等新系列产品开发,同时加大对头部电池企业尤其是海外市场的拓展。从出货量看,2020年当升科技/容百科技/杉杉股份的正极材料销量达2.4/2.6/3吨,同比分别增长58%/20%/38%。

图表14 2020年国内三元材料市场格局



资料来源: 高工锂电, 平安证券研究所

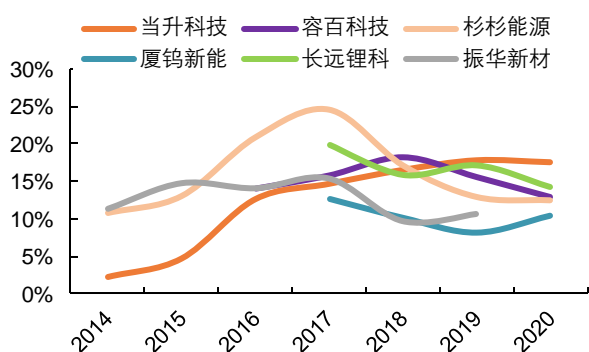
图表15 正极材料企业销量变化 单位：万吨



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

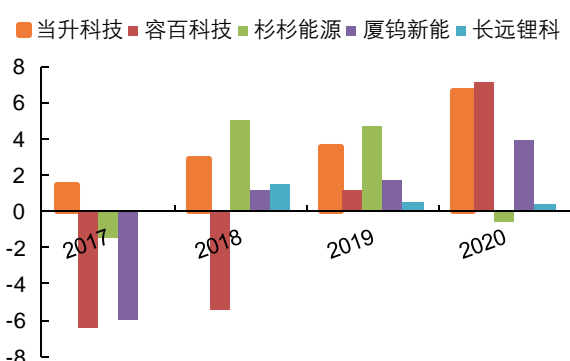
从盈利能力看,20年在原材料价格继续调整的带动下,正极企业的毛利率普遍下滑,其中当升科技下降0.34pct至17.44%,容百科技减少2.72pct至12.80%,杉杉能源减少0.46pct至12.38%,德方纳米大幅减少10.92pct至10.18%;21年在量价齐升的背景下,正极企业毛利率有望大幅改善。得益于对下游优质客户的进一步聚焦,一线正极企业的经营性现金流情况持续改善。

图表16 正极业务毛利率变化情况



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表17 正极企业经营性现金流净额趋增 单位: 亿元



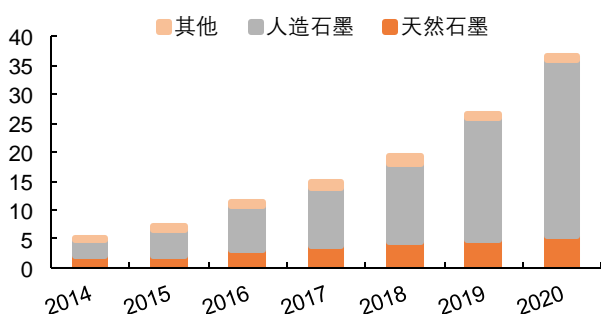
资料来源:wind, 平安证券研究所

## 2.2 负极：均价下调明显，行业竞争加剧

从 20 年业绩表现来看,负极上市公司普遍处于量增价跌的状态,营收和利润表现较为平淡,小动力、磷酸铁锂等中低端产品的出货占比进一步提升,对各家企业的产品均价造成一定拖累。璞泰来 20 年实现营收 53 亿元,同比增长 10%;归母净利润 6.7 亿元。同比增长 2.5%;报告期内公司负极客户继续向动力类倾斜,导致产品均价下降约 14%。贝特瑞 20 年营收 44.5 亿元,同比增长 1.4%;归母净利润 4.9 亿元,同比下降 25.8%,负极均价下跌 15.7%。杉杉科技 20 年营收 25.18 亿元,同比微跌 1%;归母净利润 1.75 亿元,同比增长 18.8%,负极均价下跌 20.5%。二线企业方面,中科电气营收增长 4.8%,负极均价下跌 22.2%;翔丰华营收下降 35.6%,负极均价下跌 29%,主要由于天然石墨出货大幅增长。

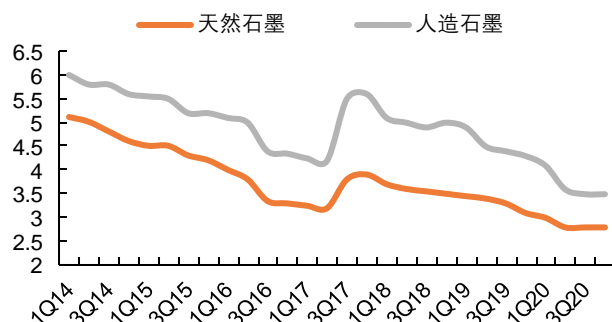
2020 年国内负极材料出货 36.5 万吨,同比增长 35%,其中人造石墨占比 84%,同比提升 5pct。价格方面,根据高工锂电数据,人造石墨价格从 20 年一季度均价 4.1 万元下跌到四季度的 3.5 万元,跌幅约 15%;天然石墨从一季度的 3 万元下跌到四季度的 2.8 万元,跌幅约 7%。

图表18 2020 年负极材料出货增长 35% 单位: 万吨



资料来源:高工锂电, 平安证券研究所

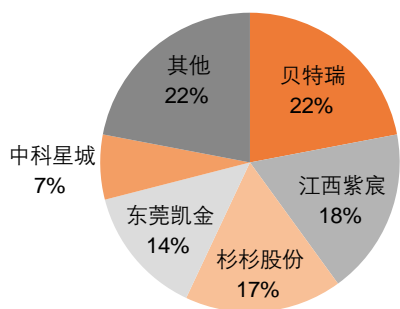
图表19 2020 年负极材料价格延续跌势 单位: 万元/吨



资料来源:高工锂电, 平安证券研究所

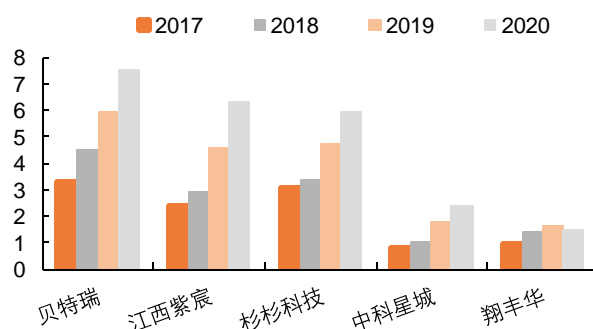
从市场格局看，20年CR5占比78%，较19年下降2pct。贝特瑞、杉杉、紫宸三家传统头部企业之间竞争较为激烈，市场份额未拉开明显差距；东莞凯金近年来出货量快速提升，主要受益于宁德时代动力电池装机量的增长，已开始跻身一线负极厂商的行列；中科星城出货量增长明显，有望从二线企业里率先突围。2020年贝特瑞/江西紫宸/杉杉/中科星城/翔丰华的负极材料销量分别达7.5/6.3/5.9/2.4/1.5万吨，同比分别增长28%/38%/24%/35%/-11%。

图表20 2020年国内负极材料企业格局



资料来源: 高工锂电, 平安证券研究所

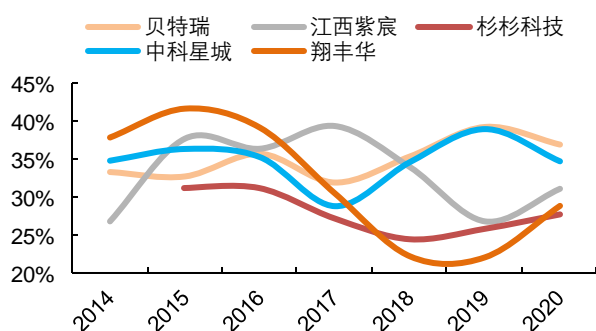
图表21 负极材料企业销量变化 单位: 万吨



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

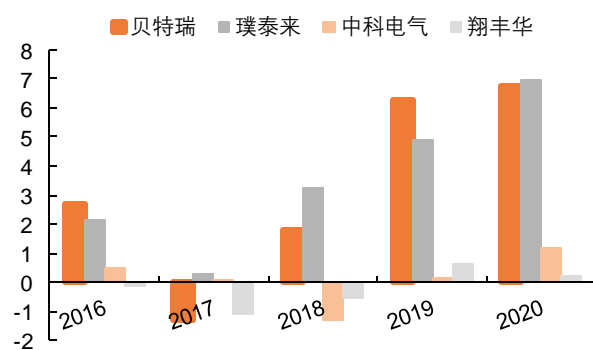
从盈利能力看，负极上市公司毛利率介于25%-40%之间，各家企业毛利率呈现收敛的趋势。20年紫宸负极毛利率提升4.1pct至31%，杉杉负极毛利率增加1.9pct至27.7%，主要系两家企业的石墨化产能释放带动石墨化自给率提升；中科星城减少4.3pct至34.7%，贝特瑞减少2.3pct至36.8%。21年焦类和石墨化价格或将处于高位，企业毛利率将继续承压，提升石墨化自供率有望获得额外的降本空间。20年负极龙头现金流继续增加，经营持续向好。

图表22 负极材料企业毛利率变化情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表23 负极企业经营现金流净额趋增 单位: 亿元



资料来源: wind, 平安证券研究所

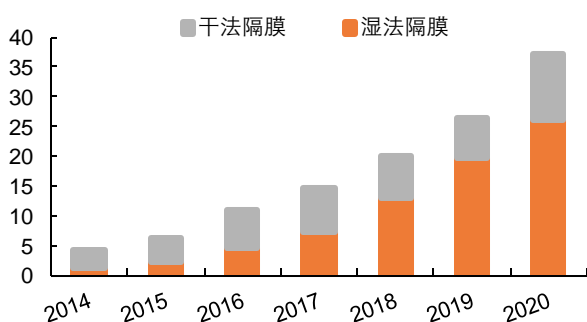
### 2.3 隔膜：行业整合开启，集中度大幅提升

恩捷股份20年实现营业收入42.8亿元，同比增长35.6%；归母净利润11.2亿元，同比增长31.3%。星源材质20年实现营业收入9.7亿元，同比增长61.2%；归母净利润1.2亿元，同比下降11%。星

源材质在产品切换方面较为成功，湿法隔膜出货量大幅提升，20年整体营收和销量增速超越恩捷股份，但在盈利能力方面与后者尚存在一定差距。

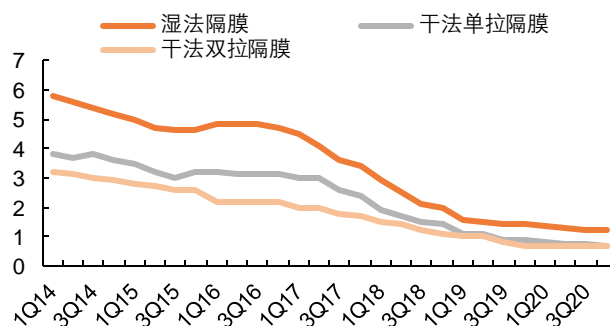
2020年国内隔膜出货37.2亿平，同比增长36%，其中湿法隔膜占比70.4%，较19年下降约2pct，主要由于磷酸铁锂电池出货占比提升。价格方面，根据高工锂电数据，湿法隔膜价格从20年一季度均价1.4元/平米下跌到四季度的1.2元/平米，跌幅14.3%；干法单拉隔膜从一季度的0.8元/平米下跌到四季度的0.7元/平米，跌幅约12%；干法双拉隔膜从一季度的0.7元/平米下跌到四季度的0.65元/平米，跌幅约7%。与湿法隔膜相比，干法隔膜价格跌幅更加平缓。

图表24 2020年隔膜出货增长36% 单位：亿平



资料来源: 高工锂电, 平安证券研究所

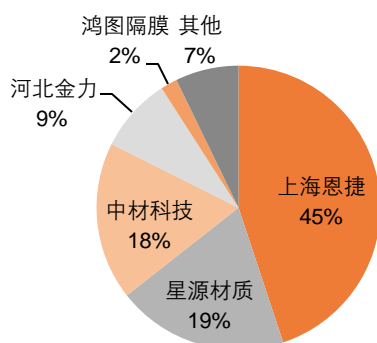
图表25 2020年隔膜价格延续跌势 单位：元/平米



资料来源: 高工锂电, 平安证券研究所

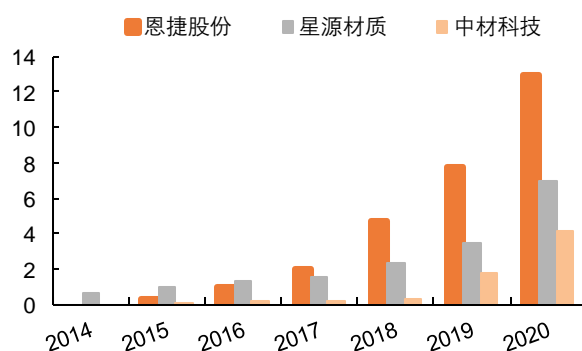
从市场格局看，隔膜市场集中度高且大幅提升。20年国内湿法隔膜CR5占比93%，同比增加14pct；其中恩捷股份占比45%，星源材质和中材科技发力追赶。行业开启整合，恩捷股份通过收购苏州捷力和重庆纽米，龙头效应进一步夯实。20年恩捷股份隔膜销量13亿平，同比增长超过55%；星源材质隔膜销量7亿平，同比增长超过100%；中材科技隔膜销量4.2亿平，公司受益于宁德时代在隔膜领域开始实行多供应商策略。

图表26 2020年国内湿法隔膜企业格局



资料来源: 高工锂电, 平安证券研究所

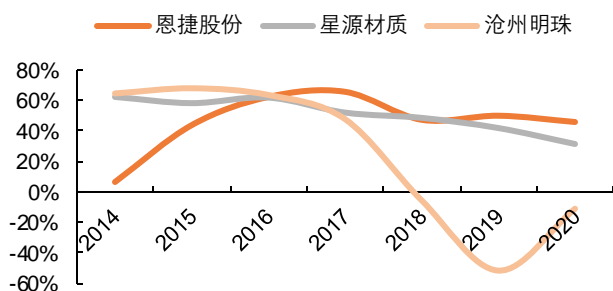
图表27 隔膜企业销量变化 单位：亿平



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

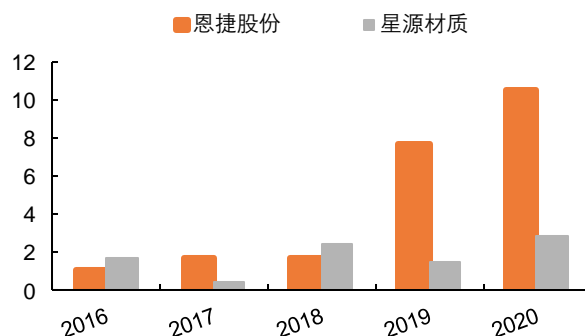
从盈利能力看，隔膜企业的毛利率普遍较高，在四大材料企业中排名靠前，但都处于下降的过程中。星源材质 20 年隔膜毛利率下滑 10.5pct 至 31.3%，恩捷股份 20 年膜类产品毛利率减少 4.1pct 至 45.4%。20 年主要隔膜企业现金流表现良好，星源材质经营性现金流实现翻倍增长。

图表28 隔膜企业毛利率变化情况



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表29 隔膜企业经营现金流净额分化 单位:亿元



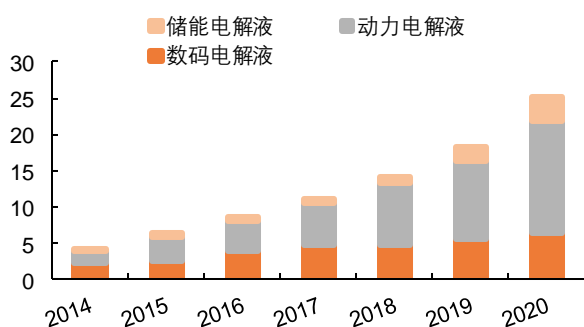
资料来源:wind, 平安证券研究所

## 2.4 电解液：价格触底反弹，龙头市占率显著提升

从业绩表现来看，天赐材料 20 年实现营业收入 41.2 亿元，同比增长 49.5%；归母净利润 5.3 亿元，同比增长 32 倍，19 年存货减值计提导致业绩基数较低。新宙邦 20 年实现营业收入 29.6 亿元，同比增长 27.4%；归母净利润 5.2 亿元，同比增长 59.3%。20 年电解液龙头业绩表现亮眼，除了电解液主业的稳定表现外，医药类化工业务在疫情中的需求放量也是重要原因；业务的多元化帮助两家公司企业在突发事件中更好地抵御风险。

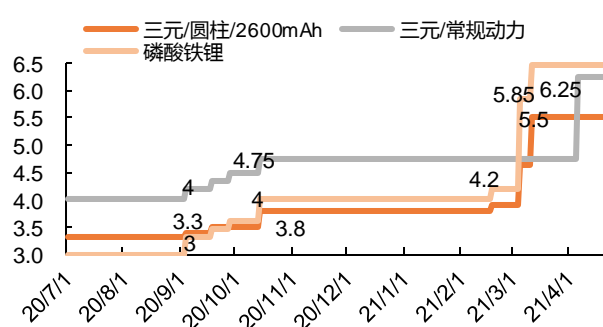
2020 年国内电解液出货 25.2 万吨，同比增长 38.5%，其中动力电池电解液占比 62%，数码电解液占比 25%。价格方面，电解液价格从 20 年四季度开始跟随六氟、溶剂等上游原材料价格上涨超过 50%。21 年以来，六氟、添加剂产能持续紧缺，支撑价格继续上涨，将带动电解液价格维持强势。

图表30 2020 年国内电解液出货增长 39% 单位:万吨



资料来源:高工锂电, 平安证券研究所

图表31 20 年 Q3 电解液价格触底反弹 单位:万元/吨

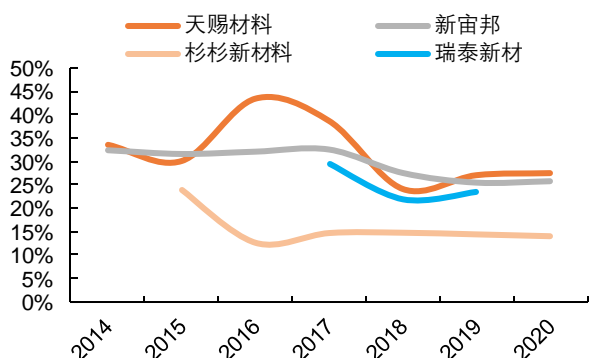


资料来源:高工锂电, 平安证券研究所

从市场格局看，20 年电解液市场 CR5 占比超过 74%，整体稳中有升；CR3 占比 62%，同比增加 7pct，主要来自于天赐的市场份额提升，而新宙邦和国泰华荣份额保持稳定。天赐 20 年电解液销量 7.3 万吨，同比增长 52%，杉杉 20 年电解液销量 2 万吨，同比下降 4.8%，龙头的市场地位进一步增强。

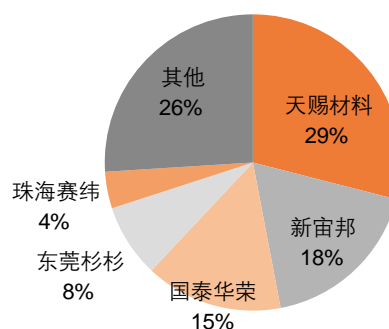
从盈利能力看，龙头毛利率小幅提升，20 年天赐材料锂电材料业务毛利率 27.6%，同比增加 0.45pct；新宙邦电解液业务毛利率 25.76%，同比增加 0.29pct；杉杉毛利率 14%，同比减少 0.4pct。随着锂盐价格的持续上涨，21 年拥有六氟产能的电解液厂家有望提升毛利率水平，获得更大的利润空间。

图表32 电解液企业毛利率变化情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表33 2020 年国内电解液企业格局



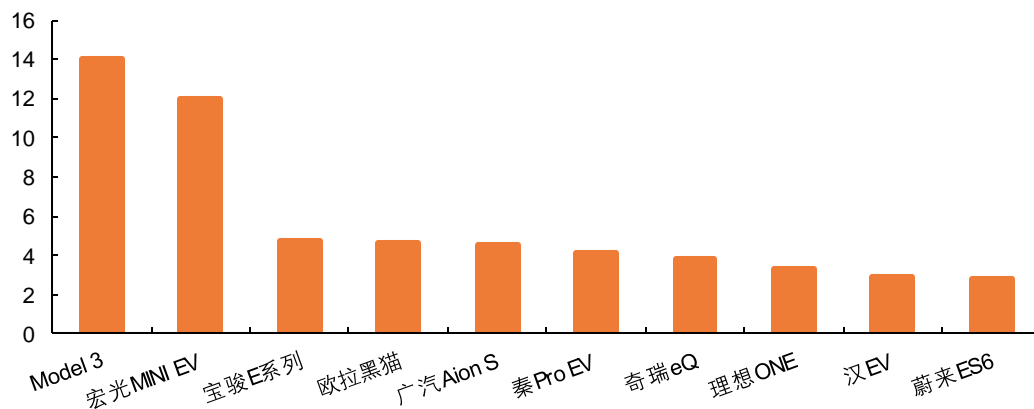
资料来源: 高工锂电, 平安证券研究所

### 三、趋势展望：电动车开启全球共振

2021 年一季度，全球新能源汽车继续呈现出爆发式增长的态势，Q1 中国、欧洲和美国电动车销量已分别超过 50/40/10 万辆的规模，渗透率达到 8%/15%/4%。我们认为在私人需求的高涨下，中欧电动车市场有望维持高景气度，国内中端私人消费市场即将迎来爆发；美国市场则有望迎来政策回暖，电动车销量或将重回高增长。

- **从中国市场来看**，国内高端和低端车销量继续提升，特斯拉在新车型 Model Y 的加持下，月度销量已突破 3 万辆，比亚迪汉突破 1 万辆，蔚来、理想、小鹏则分别维持在 5000-8000 的月度销量水平。吉利、上汽、东风、长安福特等自主和合资车企也纷纷推出自己的高端电动车型，供给端有望迎来新一波的放量。低价车型方面，五菱宏光 MINI 月销近 4 万辆，欧拉黑猫、奇瑞 eQ 等也处于销量榜前列。从 21 年下半年开始，10-20 万元的中端私人消费市场或将成为下一个被挖掘的细分领域，比亚迪 DMi 系列兼顾低油耗和接近同级燃油车的低价格，有望对部分燃油车实现替代，成为下半年的爆款车型之一；特斯拉计划于 2022 年推出 20 万元以下的低价车型，有望迎来新一波的销量热潮。我们认为在优质供给的推动下，国内电动车在各细分领域有望迎来全面渗透。

图表34 2020年国内新能源汽车销量排名 单位：万辆



资料来源：EV Sales，平安证券研究所

图表35 比亚迪秦 PLUS DM-i



资料来源：比亚迪、平安证券研究所

图表36 特斯拉低价新车型

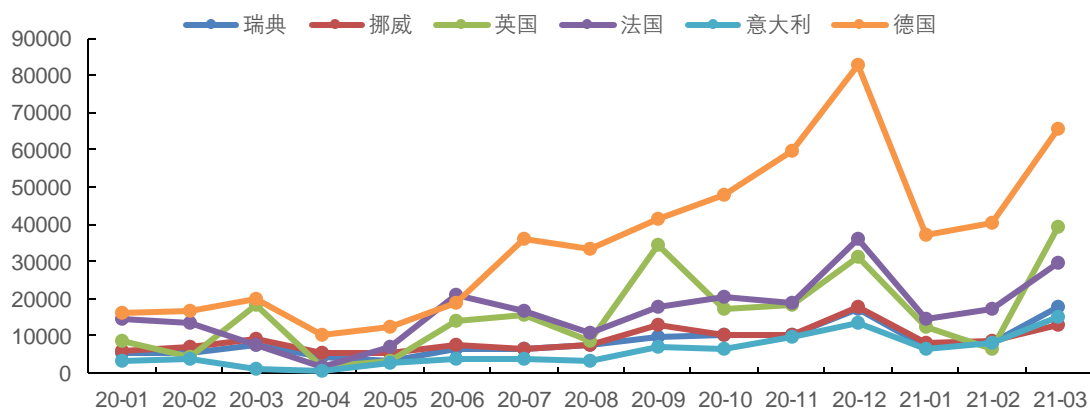


资料来源：特斯拉、平安证券研究所

- **从欧洲市场来看**，在碳排放政策的持续加码下，主要国家电动车销量继续实现大幅增长。21年一季度德国电动车销量突破 14 万辆，渗透率 22%；英国和法国电动车达到 6 万辆左右规模，渗透率接近 14%。欧洲各大车企在碳排放政策的压力下加大电动化转型力度，同时特斯拉上海工厂的出口缓解了欧洲市场的产能问题。预计 21 年欧洲电动车销量达到 180-200 万辆。



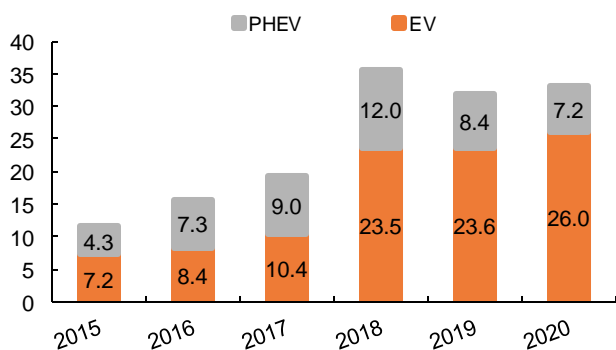
图表37 欧洲电动车月度销量 单位：辆



资料来源：各国汽车销量网站，平安证券研究所

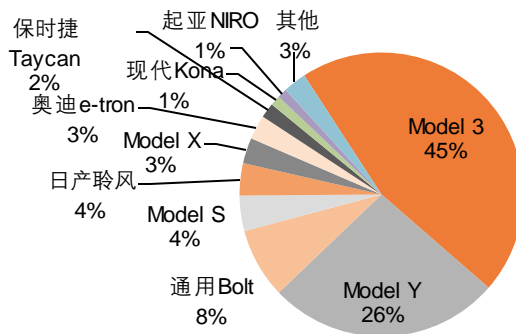
- 从美国市场来看，拜登政府对新能源汽车发展采取积极支持的态度，预计拜登将积极推行清洁能源革命计划，大幅提高美国新能源汽车渗透率。拜登竞选时提出的具体措施包括：1) 每年投入约 5000 亿美元实现 100% 清洁能源和零排放车辆计划，包括直接将联邦车队全部改为电动等；2) 进一步提高燃油排放新标准，确保实现 100% 新销售轻型/中型车辆零排放，并恢复全额电动汽车税收抵免；3) 2030 年前完成超 50 万个新公共充电网点，同时恢复全额电动汽车税收抵免。拜登参选前规划目标是 2026 年渗透率到 25%，对应电车年销量到 400 万辆，增长空间巨大，美国有望成为继中国和欧洲之后下一个电动车增量市场。

图表38 美国电动车销量 单位：万辆



资料来源：Marklines，平安证券研究所

图表39 2020年美国EV市场销售结构



资料来源：Marklines，平安证券研究所

## 四、投资建议

2021 年一季度，全球新能源汽车继续呈现出爆发式增长的气势，Q1 中国、欧洲和美国电动车销量已分别超过 50/40/10 万辆的规模，渗透率达到 8%/15%/4%。国内高端和低端车销量继续提升的同

时，10-20万元的中端私人消费市场或将成为下一个被挖掘的细分领域，比亚迪 DMi 系列兼顾低油耗和接近同级燃油车的低价格，有望成为下半年的爆款车型之一；特斯拉计划于 2022 年推出 20 万元以下的低价车型，有望迎来新一波的销量热潮。在优质供给的推动下，国内电动车在各细分领域有望迎来全面渗透。海外市场方面，在碳排放政策的持续加码下，欧洲主要国家电动车销量继续实现大幅增长；美国市场则有望迎来政策回暖，成为继中国和欧洲之后下一个电动车增量市场。

我们建议把握龙头、二线、涨价三条主线：1) 龙头企业具备规模、技术以及客户配套的优势，成长确定性强，继续强烈推荐宁德时代、当升科技、杉杉股份，推荐璞泰来、新宙邦，关注中伟股份、恩捷股份、天赐材料；2) 二线企业基数较低，具备较强的业绩弹性，强烈推荐鹏辉能源，建议关注欣旺达、中科电气、星源材质；3) 多个细分领域处于涨价周期，企业有望实现量利齐升，如碳酸锂环节、磷酸铁锂正极环节、电解液产业链等，推荐新宙邦，关注德方纳米、天赐材料。

## 五、风险提示

- 1) 政策出台不及预期的风险：**目前全球电动车的发展受政策的影响仍然较大，若后续刺激政策不达预期或者政策持续性不强，将对电动车的推广产生负面影响。
- 2) 竞争激烈导致价格超预期下降的风险：**补贴持续退坡以及新增产能的不断投放，致使产业链各环节面临降价压力，近年来投资的不断涌入所形成的新增产能，将在未来一段时期加速洗牌。
- 3) 技术路线快速变化的风险：**电池技术路线的快速转换可能带来固定资产大量减值的风险，预期回报率较不稳定。正极材料和电池环节的技术迭代速度较快，如果不持续投入研发，有可能被后续企业弯道超车。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

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

### 行业投资评级：

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

### 公司声明及风险提示：

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

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

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

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

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

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

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

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

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

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

#### 上海

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

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033