

车展新车型引爆需求，长期高增长可期

--电动车2021年4月专题报告

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5月20日

- ◆ **国内外4月需求强劲，销量或好于预期，全年高增长确定性高。** 1) 中汽协数据，国内电动车4月销量20.6万辆，环比下滑8.7%，符合预期。Q2车型MY、ID4、比亚迪DMi均可贡献增量，预计60万辆+；1H销量将达到110万辆+，全年销量有望达到240-250万辆，同比+80%。2) 欧洲主流10国4月注册量13.8万辆，同环比+409%/-30%，预计4月欧洲整体销量近14万辆，同环比+380%/-35%，全年销量预计200万辆+，同增57%。3) 美国电动车4月销量4.1万辆，同环比+321%/-17%，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530万+，同比+70%，全年高增确定。
- ◆ **车展新车型引爆需求，长期高增长可期。** 近期新车型密集发布，新造车势力、传统车企纷纷发布下一代电动车型。其中，北汽极狐发布阿尔法S，搭载华为HI智能汽车解决方案；福特纯电SUV Mach-E开启预售，售价26.5万起；吉利旗下极氪品牌推首款量产车zeeker,为全球首款搭载7nm车用AI芯片，售价28.1万起，22年10月交付；小鹏P5首次亮相,为全球首款双激光雷达量产车，预计售价20万以内，21年Q4交付。22年为电动车新产品周期，具备竞争力的车型供给大幅增长，除了20万以上豪华车，10-20万价格带车型也将增加，将极大刺激这一市场需求，我们预计22年国内销量仍将维持40%以上增长，有望达到330-350万辆。
- ◆ **Q1龙头公司业绩亮眼，Q2行业需求旺盛，下半年排产有望超预期。** 电动车产业链整体Q1出货量环比预计持平或略微增长，核心公司Q1业绩大幅增长2-3倍，大超预期。5月排产环比进一步向上，环比再增5%，预计年中产能释放后，排产将再上一台阶，下半年景气度望超预期，我们预计环比增长30-50%。21年龙头目标出货量增长100%以上，龙头供不应求，价格坚挺，盈利将提升。同时部分环节具备价格弹性，如4季度以来，电解液环节六氟、磷酸铁锂、铜箔加工费均有上涨，验证高景气度。
- ◆ **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、容百科技、中伟股份、新宙邦、璞泰来、科达利、恩捷股份、当升科技、三花智控、宏发股份、汇川技术**）；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、天奈科技、星源材质、欣旺达、诺德股份**，关注**德方纳米、嘉元科技、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。



- 1. 电动车20年年报&21年一季报总结

- 2. 销量：4月终端需求仍强劲，好于预期

- 3. 排产：5月排产进一步提升，排产逐季向上

- 4. 价格：上游金属涨价趋缓，动力电池涨价在即

- 5. 行业重点新闻及龙头公司信息跟踪

- 6. 投资建议与风险提示

1、电动车20年年报&21年一季报总结

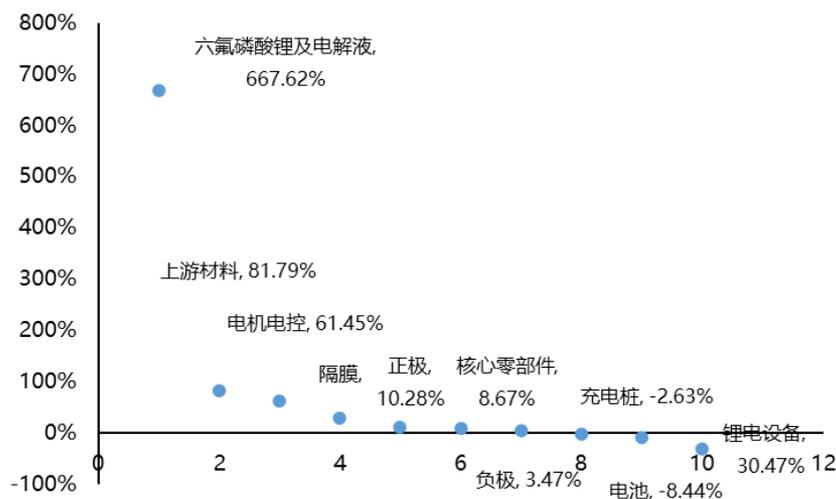
- ◆ **电动车板块整体业绩逆势增长，逐季大幅向上，Q1需求旺盛，高景气度持续**：20年国内和海外电动车分别销136.7/169.2万辆，同比+11%/+77%；21Q1国内和海外分别销51.5/54万辆，同比+280%/+59%，环比微降，超预期。我们所选取的91家企业20年总体营收7237亿元，同比+8%，净利润232亿元，同比+58%。其中Q4净利润36亿元，环比-64%，主要系年末计提减值与费用所致，若剔除科恒股份、合纵科技、北汽蓝谷、方正电机、新纶科技特殊项，则2020年Q4新能源汽车板块净利润118.82亿元，同比增长352.86%，环比下降7.74%；21Q1板块收入2130亿，同比+76%，环比-7.75%，净利润107亿，同比+378%，环比+200%。而具备价格弹性的公司天赐材料、多氟多、嘉元科技、诺德股份等增速领先行业。

图：新能源汽车板块20年及21年Q1收入和净利润情况（单位：亿元）

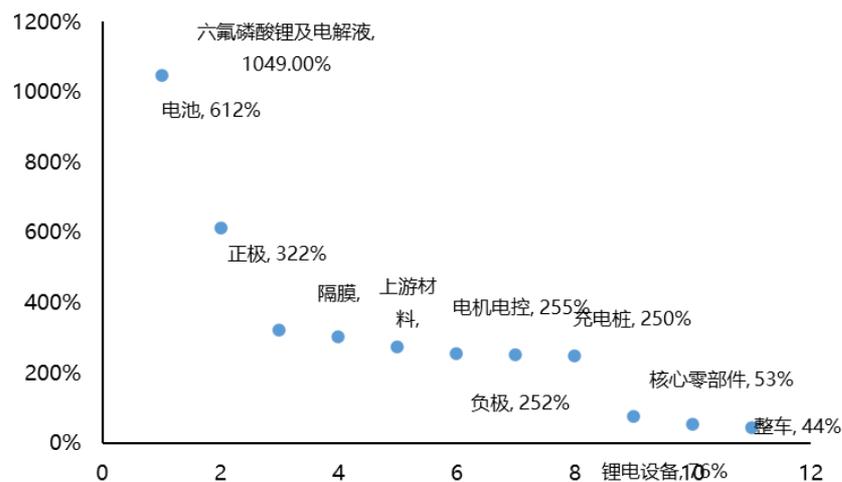
	收入							净利润						
	20Y	同比	20Q4	Q4环比	21Q1	Q1同比	Q1环比	20Y	同比	20Q4	Q4环比	21Q1	Q1同比	Q1环比
新能源汽车板块	7237	8%	2309	16%	2130	76%	-8%	232	58%	36	-64%	107	378%	200%
上游材料	1613	37%	471	2%	546	70%	16%	38	81%	16	60%	23	282%	50%
锂电池中游	2230	5%	752	23%	713	90%	-5%	129	-9%	24	-51%	64	171%	167%
隔膜	239	2%	80	17%	63	91%	-21%	25	28%	9	10%	10	238%	9%
六氟及电解液	165	15%	56	27%	59	107%	6%	13	91%	4	0%	8	385%	90%
电池	1039	13%	367	31%	342	95%	-7%	82	12%	33	28%	28	1014%	-15%
正极	533	-1%	173	23%	188	107%	8%	13	-40%	-2	-122%	14	240%	981%
负极	181	-4%	67	28%	79	173%	19%	10	-10%	2	-48%	7	308%	329%
铜箔	34	-7%	12	26%	14	186%	18%	2	-42%	1	52%	2	469%	92%
核心零部件	371	11%	114	18%	117	63%	2%	39	13%	11	0%	11	74%	4%
电机电控	386	12%	111	6%	106	51%	-5%	29	22%	4	-68%	10	183%	162%
整车	2753	-3%	898	21%	686	74%	-24%	-4	-108%	-19	-223%	-2	100%	90%
充电桩	834	8%	335	66%	138	52%	-59%	65	3%	28	60%	4	177%	-85%
锂电设备	177	19%	56	2%	47	67%	-16%	14	-31%	-3	-139%	6	62%	328%

- ◆ **21Q1子板块业绩均大幅提升，中游环节供需格局大幅改善，业绩最为亮眼，上游紧随其后：20年扣非净利润增速排序**分别为六氟磷酸锂及电解液(667.62%)>上游材料(81.79%，剔除天齐锂业)>电机电控(61.45%)>隔膜(28.62%)>正极(10.28%，剔除杉杉股份)>核心零部件(8.67%)>负极(3.47%，剔除杉杉股份)>充电桩(-2.63%)>电池(-8.44%)>锂电设备(-30.47%)>整车(-4372.04%)。**20Q1扣非净利润增速排序**：六氟磷酸锂及电解液(1049%)>电池(612%)>正极(322%，剔除杉杉股份)>隔膜(303%)>上游材料(275%，剔除天齐锂业)>电机电控(255%)>负极(252%，剔除杉杉股份)>充电桩(250%)>锂电设备(76%)>核心零部件(53%)>整车(44%)。

图：20年各子版块剔除异常值后的扣非净利增速表现



图：21Q1各子版块剔除异常值后的扣非净利增速表现



- ◆ **21Q1板块量利双升，盈利水平大幅提升，正极、电解液、上游等价格弹性环节尤为明显**：20年板块受疫情影响，整体毛利率为18.41%，同比下降0.08pct，其中电解液、隔膜、上游材料等环节逆势上涨；归母净利率3.21%，同比+1.01pct。20年Q4，板块毛利率为17.70%，同比增加0.84pct，环比下降2.72pct；归母净利率1.54%，同比增加3.79pct，环比下降3.47pct。21Q1淡季不淡，毛利率为18.37%，同比增加3.37pct，环比增长0.67pct，归母净利率5.02%，同比增加3.17pct，环比增长3.48pct。

图：新能源汽车板块2020年及2021Q1归母净利率情况

归母净利率	2020	20年同比	20Q4	Q4同比	Q4环比	21Q1	Q1同比	Q1环比
新能源汽车板块	3%	1pct	2%	4pct	-3pct	5%	3pct	3pct
上游材料	2%	5pct	3%	15pct	1pct	4%	3pct	1pct
锂电池中游	6%	2pct	3%	5pct	-5pct	9%	4pct	6pct
隔膜	10%	14pct	11%	41pct	-1pct	15%	10pct	4pct
六氟及电解液	8%	6pct	8%	31pct	-2pct	14%	10pct	6pct
电池	8%	0	9%	4pct	0	8%	3pct	-1pct
正极	3%	0	-1%	3pct	-6pct	7%	5pct	8pct
负极	8%	-2pct	5%	-4pct	-7pct	12%	6pct	8pct
铜箔	6%	0	8%	-21pct	1pct	12%	9pct	5pct
核心零部件	10%	0	10%	0	-2pct	10%	1pct	0
电机电控	8%	1pct	3%	1pct	-8pct	10%	5pct	6pct
整车	0%	-2pct	-2%	-4pct	-4pct	0%	2pct	2pct
充电桩	8%	0	8%	0	0	3%	5pct	-5pct
锂电设备	8%	-6pct	-5%	-13pct	-19pct	14%	0	19pct

- ◆ **20年行业运营能力提升，现金流大幅改善；21Q1行业应对需求持续高增而备货，现金流环比有所下滑**：2020年板块整体应收账款为1818.48亿元，较年初减少3.73%；预收款项281.96亿元，较年初增长35.03%；存货达到1556.94亿元，较年初增长8.77%。现金流方面，2020年板块经营活动净现金流为1007.67亿元，19年同期为625.42亿元，20年Q4为459.53亿元，同比增加22.65%，环比增加54.1%。2021年Q1板块应收账款1823.16亿元，较年初微增0.26%；存货1789.76亿元，较年初增长14.95%，主要系原材料上涨下备货所致，经营活动净现金流为161.58亿元，同比增加238%，环比下降64.84%，主要来自于以宁德时代为代表的电池端大幅改善，其他中游环节承压。

图：新能源汽车板块2020年及2021Q1现金流情况（单位：亿元）

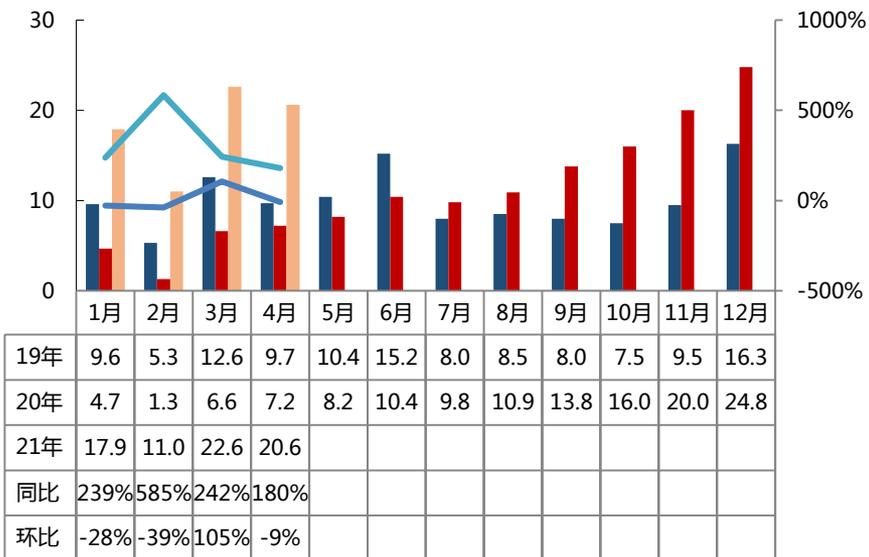
经营活动现金流	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	Q4同比	Q4环比	2021Q1	Q1同比	Q1环比
新能源汽车板块	96	153	298	460	23%	54%	162	238%	-65%
上游材料	61	-5	66	12	-66%	-81%	35	191%	186%
锂电池中游	38	58	73	175	134%	141%	122	94%	-31%
隔膜	-1	7	5	20	59%	310%	5	-335%	-74%
六氟及电解液	2	7	2	11	344%	406%	5	188%	-57%
电池	30	18	53	106	259%	99%	119	81%	12%
正极	0	20	10	17	-47%	61%	-20	142%	-220%
负极	5	2	3	7	-46%	147%	-5	17%	-164%
铜箔	0	0	-3	9	74%	-434%	-3	-1322%	-133%
核心零部件	6	16	11	18	-23%	56%	2	-67%	-88%
电机电控	3	9	8	21	-19%	182%	9	185%	-59%
整车	-12	76	142	240	11%	70%	-6	-86%	-102%
充电桩	-10	-4	17	94	37%	462%	-24	22%	-126%
锂电设备	0	6	1	18	104%	1656%	9	-1080%	-50%

2、销量：4月终端需求仍强劲，好于预期

国内：4月受季节波动影响环比微降，符合预期

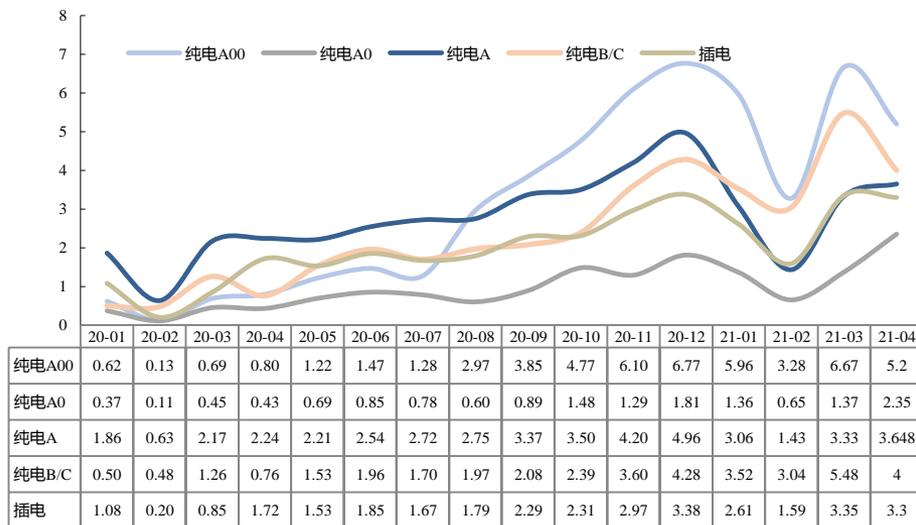
- ◆ **国内电动车4月销量20.6万辆，环比下滑8.7%**，此前4月受补贴政策及疫情影响电动车环比波动较大，按传统车销售周期来看4月均环比下滑10%左右，符合预期。4月新能源车国内零售渗透率10.1%，环比持平微降0.4pct，1-4月渗透率9.0%。我们预计Q2电动车销量60万辆以上，上半年超110万辆，全年维持240-250万辆预期。
- ◆ **高低两端车型强势增长，A级车占比提升**。其中A00级销5.2万辆，环比-22%，占纯电比例为34%，环比下滑6pct，主要系宏光MINI环比下滑26%；A级销3.7万辆，同环比+63%/10%，占纯电动份额24%，环比回升4pct，主要系北汽EU系列、比亚迪秦EV等toB车型表现亮眼；B级电动车销4.0万辆，环比3月下降23%，纯电动份额26%，较上月稍有回落，主要受特斯拉季末冲量后销量环比下滑影响。

图：国内电动车月度销量（万辆）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

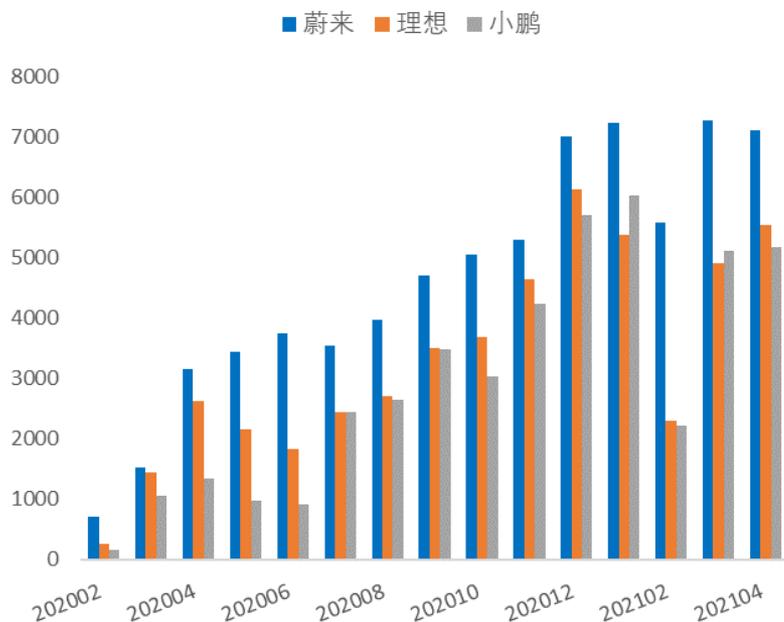
图：分车型2020年1月-2021年3月销量（万辆）



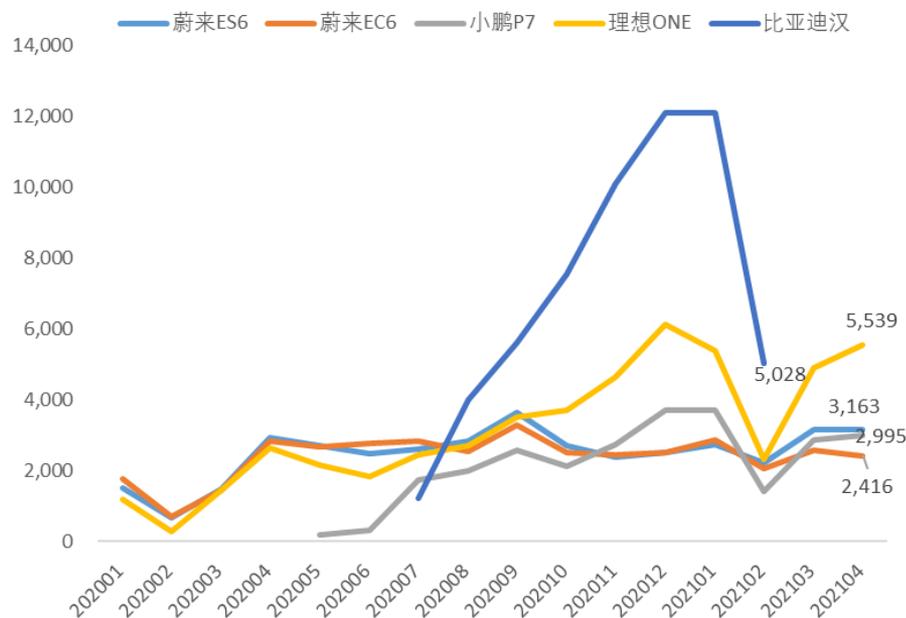
数据来源：乘联会，东吴证券研究所

◆ **车型向多元化发展，特斯拉出口销量亮眼。**上通五菱销3.1万辆，位列第一，环比-26%，特斯拉销1.2万辆（不含出口1.4万辆）环比下滑明显；比亚迪销2.5万辆，同环+100%/6%，其中汉交付0.8万辆，环-21%。蔚来（0.7万，同环+125%/-2%）、理想（0.6万，同环+111%/+13%）、小鹏（0.5万，同环+287%/+1%）等新势力表现亮眼。ID.4销0.16万辆开始起量，环比高增。此外出口呈爆发式增长，其中特斯拉出口1.4万辆，主要为满足欧洲Q2季末交付需求，同时4月Model Y产能整改，一定程度影响国内交付，预计5月销量将恢复。

图：蔚来、理想、小鹏月度销量（辆）



图：主要车型月度销量（辆）



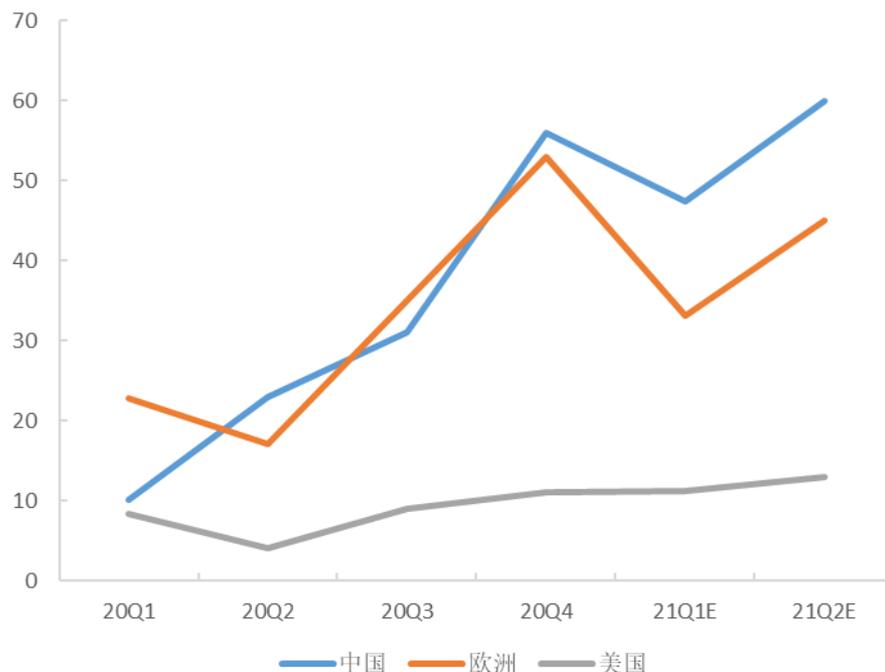
2季度销量：延续3月销量水平，Q2环比增10-20%

- ◆ **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Model Y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60万辆，欧洲45万辆+，美国13万辆**：国内预计Q2单月销量18-20万辆，Q2销量60万辆+，同环比+161%/+26%；欧洲Q2月均销量15万辆以上，Q2销量45万辆+，同环比+150%/+25%；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）



Q1销量大超市场预期，上调全年销量预期

➤ **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310%，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					22.5	23.7	22.5	22.5	21.4	23.5	24.7	27.1	260.8
	同比					175%	128%	129%	106%	55%	47%	23%	9%	95%
2021年 (中性)	销量	17.9	11.0	22.6	20.6	21.4	22.4	20.2	20.2	21.2	21.6	22.7	25.0	246.5
	同比	281% (实际)	753% (实际)	245% (实际)	180% (实际)	160%	116%	106%	85%	54%	35%	13%	1%	84%
2021年 (悲观)	销量					19.7	20.1	19.1	19.1	20.0	21.0	22.1	23.2	234.6
	同比					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	310% (实际)	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

Q1销量大超市场预期，上调全年销量预期

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

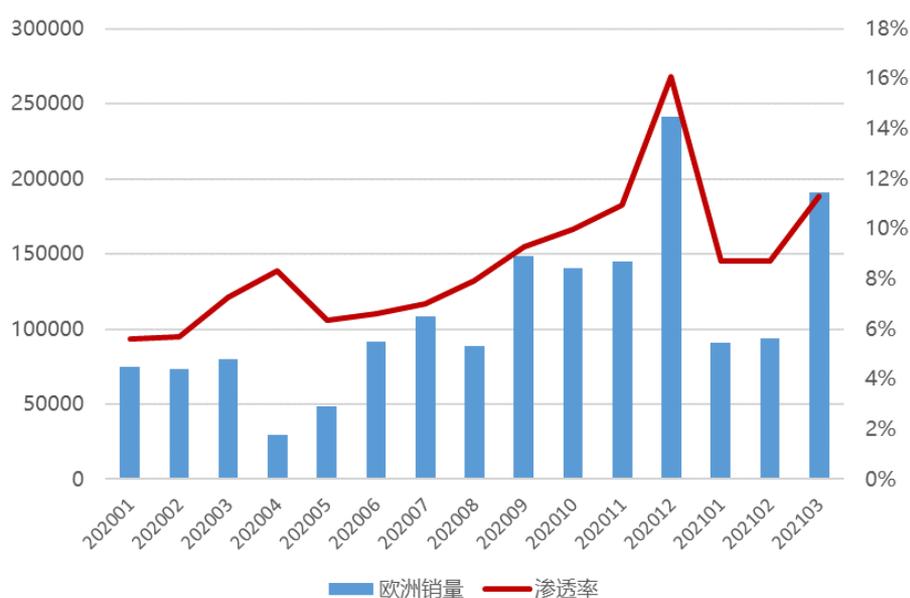
车企	品牌	车型	上市时间	定位	类型
大众	上汽大众	国产ID.4 X	2021年	A级SUV	EV
	大众(进口)	ID.6 X	2021年初	D级SUV	EV
	上汽大众奥迪	Q4 e-tron	2021年夏季	C级SUV	EV
	上汽大众奥迪	Sportback e-tron	2021年夏季	C级轿跑SUV	EV
	一汽-大众	国产ID.4 CROZZ	2021年	A级SUV	EV
	一汽-大众	ID.5	2021年	B级轿车	EV
特斯拉	特斯拉	国产Model Y	2021年1月(已上市)	B级SUV	EV
宝马	华晨宝马	2系	2021年	轿车	PHEV
	宝马(进口)	i4	2021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

- ◆ **欧洲市场销量同环比高增, 恢复力度超预期。** 3月欧洲共销售19.11万辆, 同环比+140%/+103%, 电动车渗透率恢复到11.32%, 同比增4.04pct, 环比增2.61pct; 1-3月共销售37.63万辆, 同比+65%。
 - **德国**3月销售6.35万辆, 同比大增210%, 环比升63%, 占欧洲销量比重33%, 是欧洲市场主要增量来源;
 - **法国**3月销售2.97万辆, 同环比+292%/+66%, 渗透率提升至12.88%; 1-3月共销售6.25万辆, 同比+71%;
 - **英国**3月销售3.99万辆, 同环比+125%/+488%, 渗透率增至11.73%; 1-3月共销售5.90万辆, 同比增51%;
 - **挪威**3月销售1.30万辆, 同环比+39%/+54%, 渗透率69.56%; 1-3月共销售2.98万辆, 同比+32%;
 - **瑞典**3月销售1.75万辆, 同环比+137%/+119%, 渗透率31.16%; 1-3月共销售3.32万辆, 同比+81%。

图表：欧洲月度销量（左/辆）&同环比（右/%）



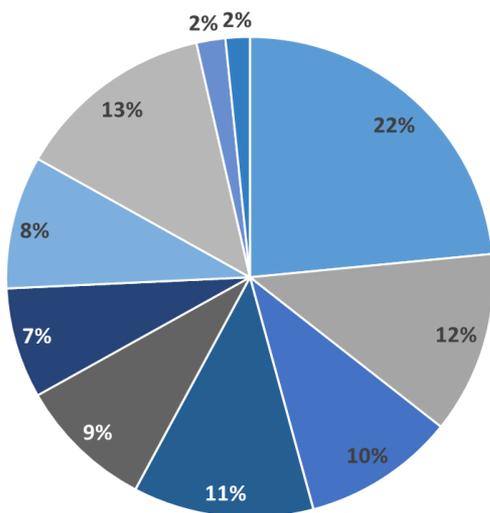
图表：欧洲电动车渗透率



欧洲：3月大众月销量第一，Model 3最畅销车型

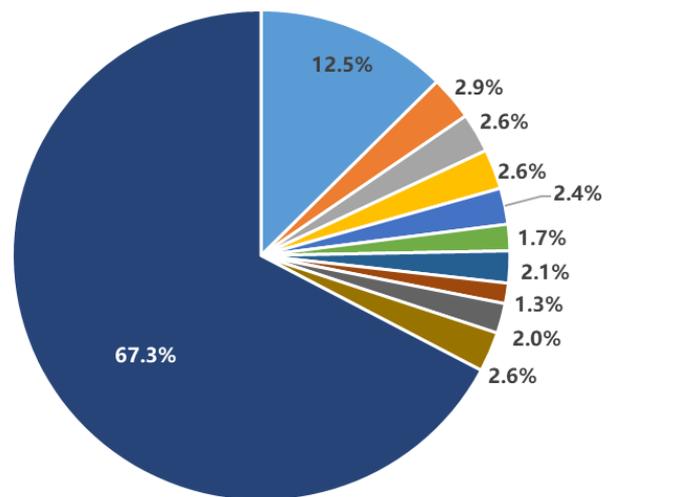
- ◆ **2021年3月大众集团位居欧洲地区销量第一，市占率22%。**分车企来看，大众集团在欧洲地区保持强劲势头，3月销量4.3万辆，同比+168%，环比+101%，市占率22%。ID3持续发力，销量4947辆，环比+34%，分车型销量位列欧洲第三。其余三款车up!、Audi e-tron和Golf位列欧洲分车型销量前十。
- ◆ **Model 3欧洲销量环比高增，位列欧洲分车型销量第一。**Model 3 3月销量23856辆，环比+346%，同比+61%，实现环比三倍增长；2021年3月累计销量同比+56%。ZOE和ID3为欧洲3月第二和第三畅销车型，ZOE 3月销量5517辆，环比+47%；ID3销量4947辆，环比+34%。

图表：欧洲3月电动车销量市占率（分车企）



大众集团 Stellantis 宝马集团 戴姆勒集团 雷诺-日产
吉利 现代-起亚 Tesla 福特集团 丰田集团

图表：欧洲3月电动车销量市占率（分车型）



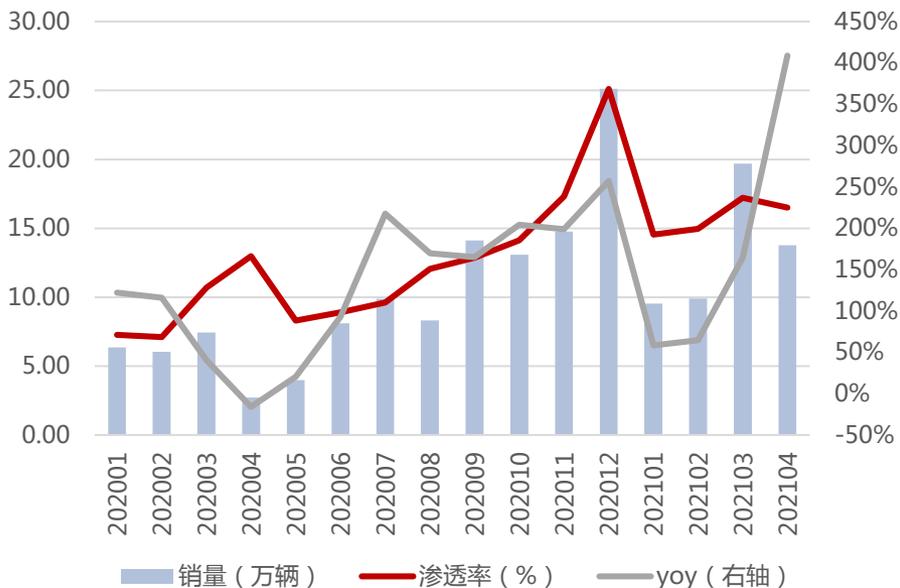
Model 3 ZOE ID.3 NIRO
XC40 Peugeot 208 up! Audi e-tron
Golf Kona 其他

欧洲: 4月销量受季度波动影响, 环比冲量后回落

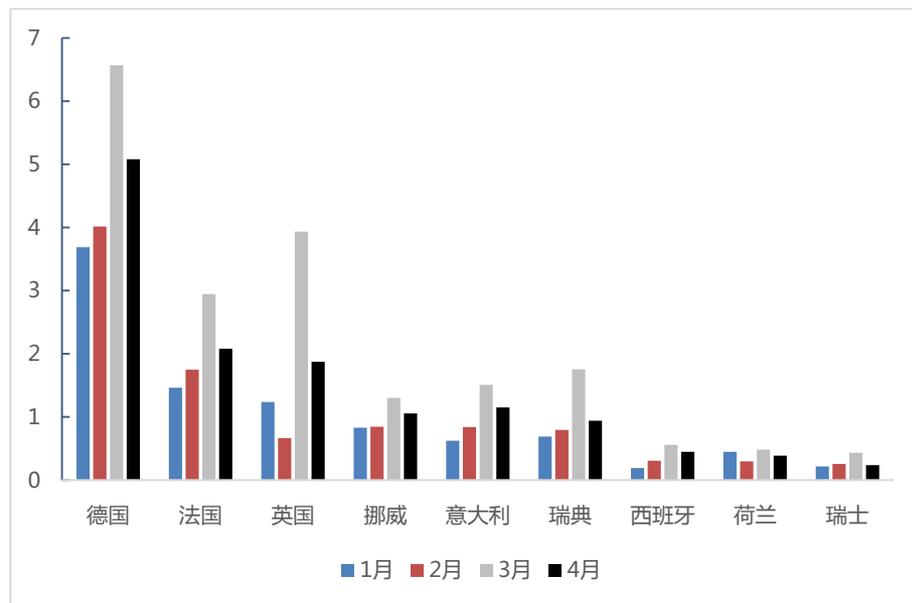
◆ **4月欧洲电动车销量冲量后阶段性平稳, 但同比持续高增长。** 欧洲10国4月注册量13.8万, 环比下滑30%, 相较于此前年份4月35%以上的降幅明显缩窄, 符合预期, 我们预计欧洲整体4月销量近14万辆, 环比-30%, Q2销量50万辆, 环增30%, 全年维持200万辆预期。

- **德国**: 4月电动车注册2.3万辆, 同比+90%, 环比-21%, 电动车渗透率22.1%, 同环比+13.6/-0.3pct。
- **法国**: 4月电动车注册2.1万辆, 同比+1170%, 环比-29%, 电动车渗透率14.8%, 同环比+7/-1.3pct。
- **英国**: 4月电动车注册1.4万辆, 同比+1177%, 环比-52%, 电动车渗透率13.2%, 同环比+20.8/-0.6pct。
- **意大利**: 4月电动车注册1.2万辆, 同比+2091%, 环比-124, 电动车渗透率7.9%, 同环比-4.3/-0.9pct。

图表: 欧洲国家整体电动车销量 (单位: 万辆)



图表: 欧洲主流国家电动车销量 (单位: 万辆)



2021年欧洲继续高增，且上半年增长提速

- ◆ **2021年欧洲预期销量203万辆，同比+60%**，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）

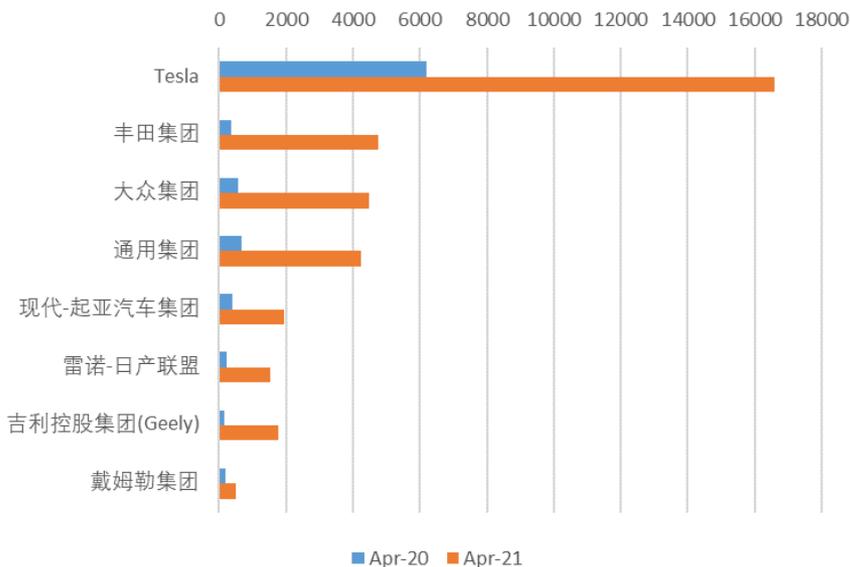
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2018年	销量	2.2	2.1	4.0	2.6	2.7	3.6	2.5	2.7	3.1	3.1	3.5	4.0	36.3
2019年	销量	3.1	3.1	5.8	3.6	3.6	4.6	3.4	3.5	5.7	4.9	5.3	7.4	54.0
	同比	39%	46%	46%	37%	32%	28%	34%	27%	81%	59%	52%	86%	49%
2020年	销量	7.5	7.3	8.0	3.0	4.8	9.2	10.9	8.9	14.9	14.1	14.5	24.1	127.1
	同比	141%	137%	37%	-17%	36%	100%	220%	157%	161%	187%	171%	225%	135%
2021年 (乐观)	销量				15.0	16.5	24.0	16.9	17.0	22.3	19.0	22.0	29.2	220.1
	同比				402%	241%	162%	56%	92%	50%	35%	52%	21%	73%
2021年 (中性)	销量	8.9	9.3	19.1	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)	140% (实际)	378%	225%	118%	48%	83%	36%	21%	31%	10%	60%
2021年 (悲观)	销量				13.0	14.3	18.6	14.0	14.7	17.6	16.8	18.4	22.1	187.7
	同比				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	38	50	53	63	201
	同比	65% (实际)	194%	52%	19%	58%
2021年 (悲观)	销量		46	46	57	186
	同比		170%	34%	9%	46%

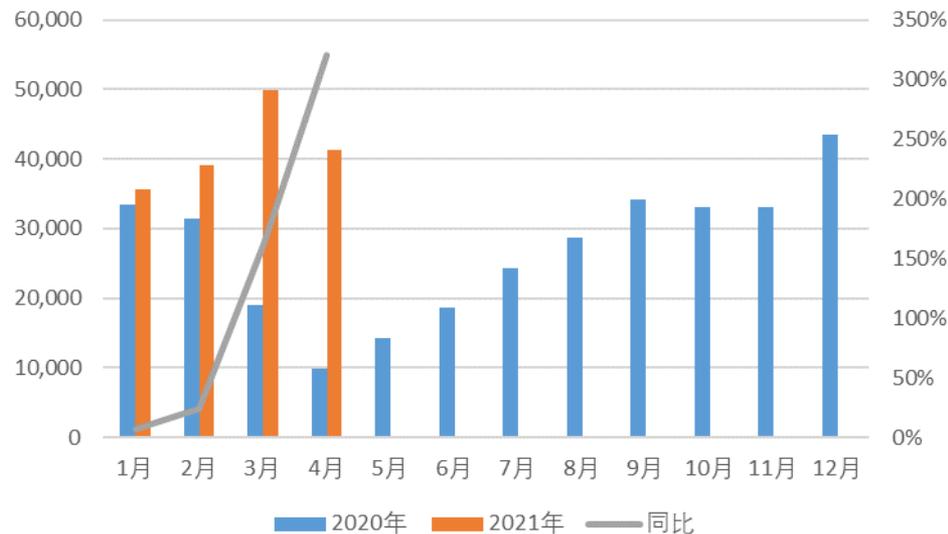
美国4月电动车销4.14万辆，同比增长320.5%

- **美国电动车2021年4月销4.14万辆，同环比+320.5%/-17.2%**，全年销量有望超55万辆。其中特斯拉销1.7万辆，位列第一，同比增长168%，环比降低28%，占比40.1%，同比下降23pct。
- **分车型看，Tesla Model 3和Model Y为主力，通用Chevrolet Bolt大幅增长**：Model 3销9800辆，同环比+100%/+21%，位列第一；特斯拉Model Y销6600辆，环比降低54.3%，位列第二。**通用Chevrolet Bolt**（销4244辆，环比降低18.4%），**丰田Prius**（销3800辆，环比增长5.3%），**福特 Mustang Mach-E**（销1951辆，环比下降26.0%），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4月及2021年4月美国电动车销量（分车企，辆）

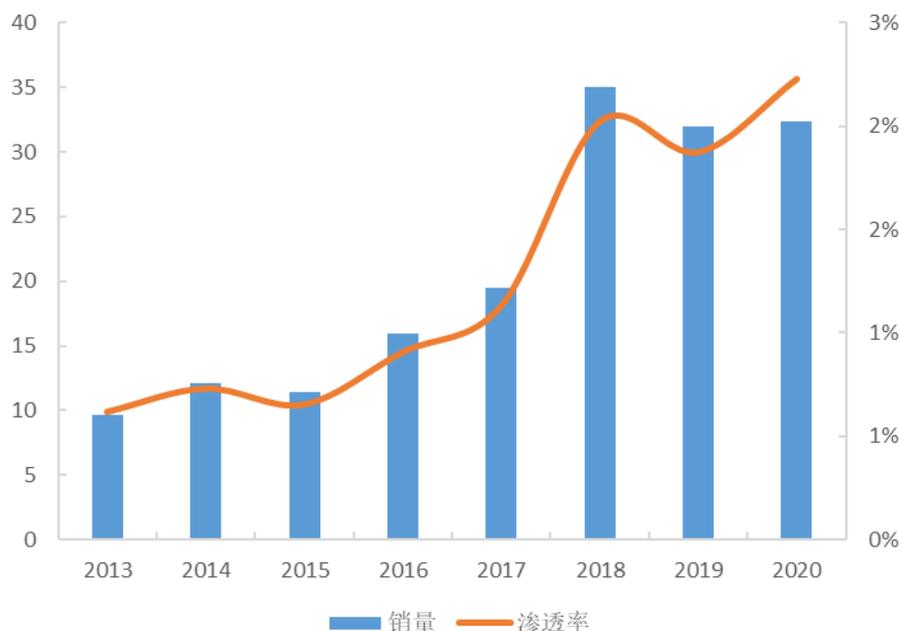


图表：美国市场电动车20-21年销量（万辆，%）

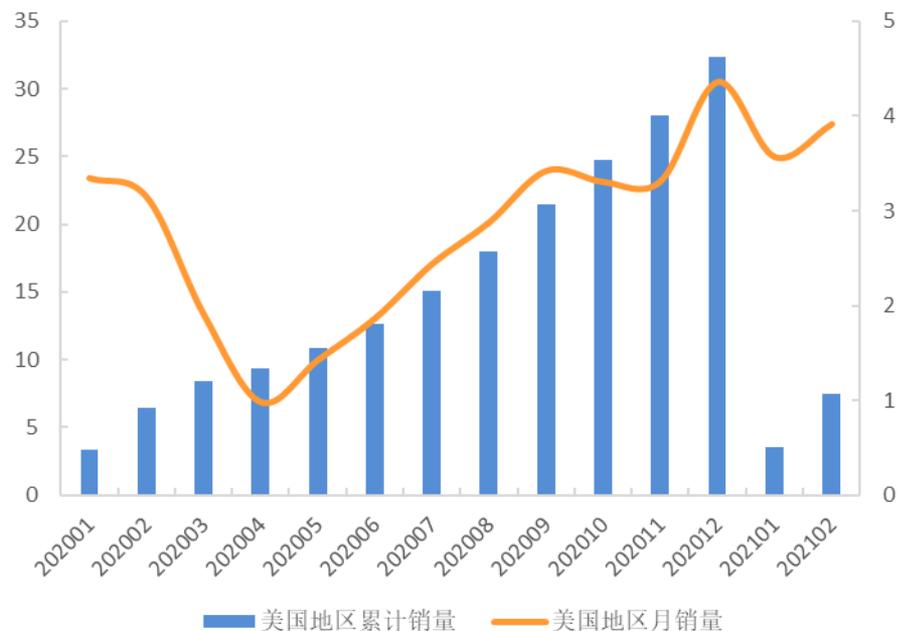


- ◆ **美国电动车政策或超预期，成为全球重要的增长点。**3月31日，拜登宣布约2万亿美元大规模基建和经济复苏计划，以改善美国基建并刺激就业，重点投向基建绿能电动车等领域。其中电动车领域，拟投资1740亿美元，1) 推动从**原材料到零部件的国产化**，并帮助美国企业制造电池和电动车，2) 对美国生产的电动车提供销售回扣和**税收优惠**；3) 为地方政府和个人部门提供赠款和激励，目标在**2030年前建设50万台充电站网络**；4) 更换5万台柴油运输车辆，推动**20%校车电动化**，未来目标**公共汽车100%电动化**；5) 通过联邦采购，包括美国邮政局在内的**65万辆联邦车队电动化**。
- ◆ **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）



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

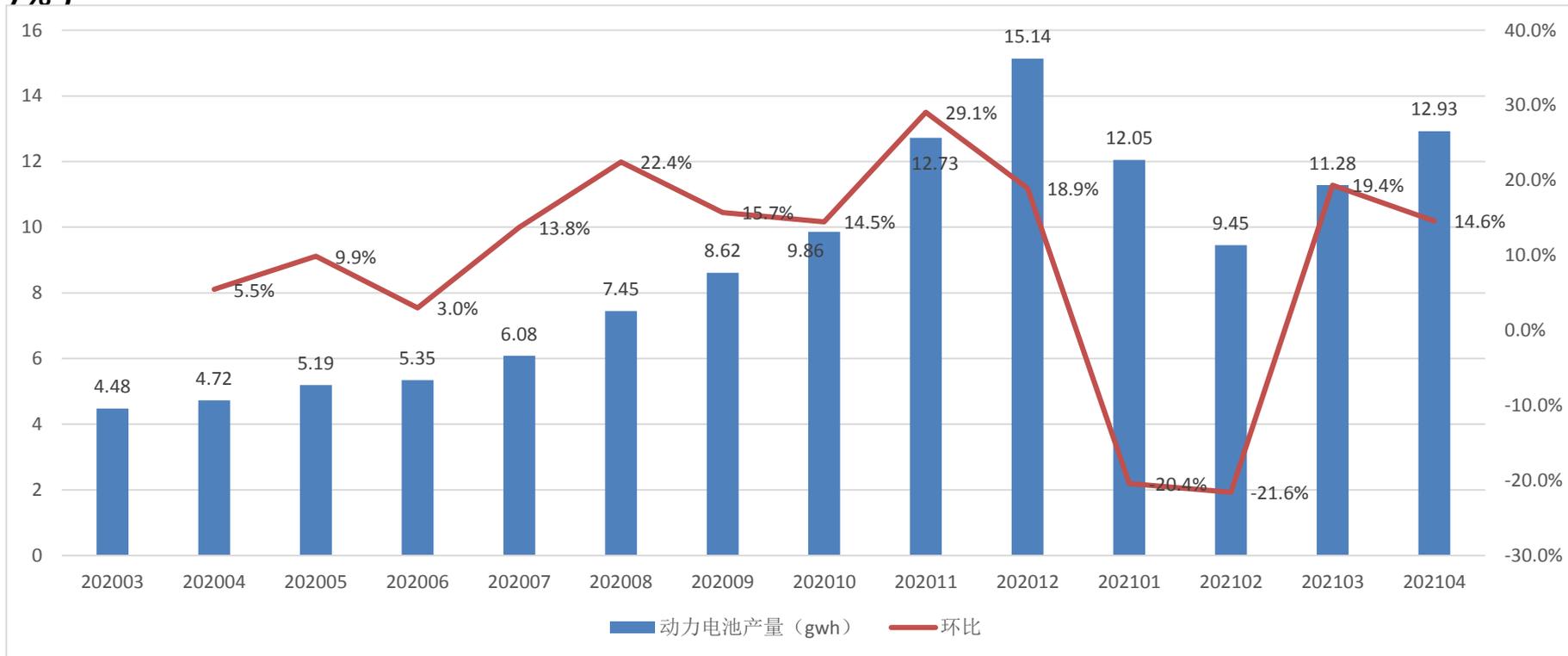
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2030E
海外：新能源乘用车销量（万辆）	88	103	170	268	359	477	638	912	2,514
-增速	54%	16%	66%	58%	34%	33%	34%	43%	19%
-欧洲	36	54	127	200	250	300	360	504	1,056
-美国	35	32	32	50	85	145	231	347	935
-其他国家	17	17	11	18	24	32	47	61	524
国内：新能源车销量合计（万辆）	122	119	134	242	306	389	495	652	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

3、排产：4月排产进一步提升，排产逐季向上

5月产业链排产环比继续向上，Q2预计环比增20%

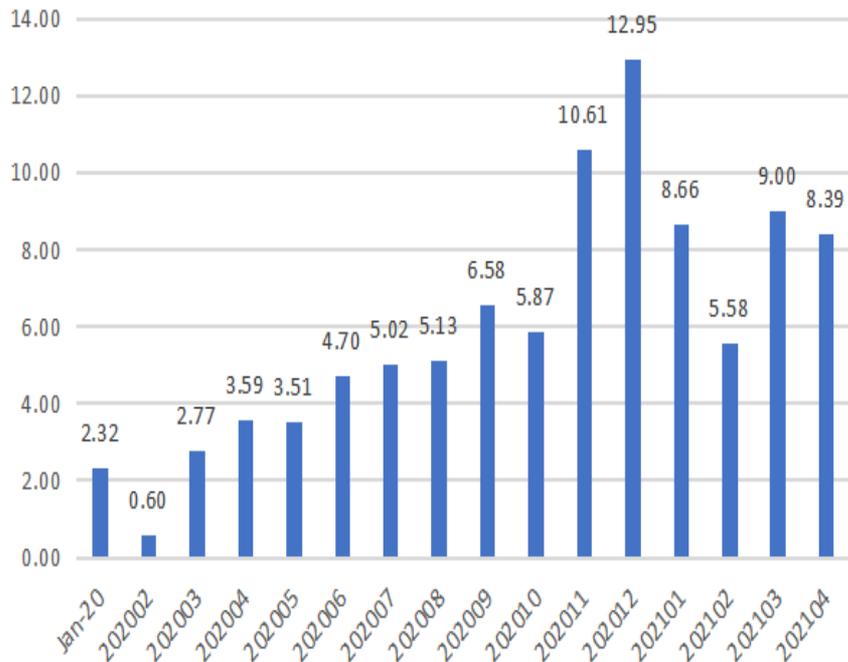
- ◆ **2021年4月电池产量再创新高**：根据合格证数据，4月国内电池产量12.93gwh，同比上升174%，环比上升14.6%。
- ◆ **5月排产持续向上，Q2预期环比增15-20%以上**：5月排产平均较4月高5%，同比增1-2倍，Q2整体排产环比增20%左右，年中新产能释放后，Q3有望再上台阶，趋势持续向上。

图表：国内动力电池月度产量（左/gwh）及同环比（右/%）

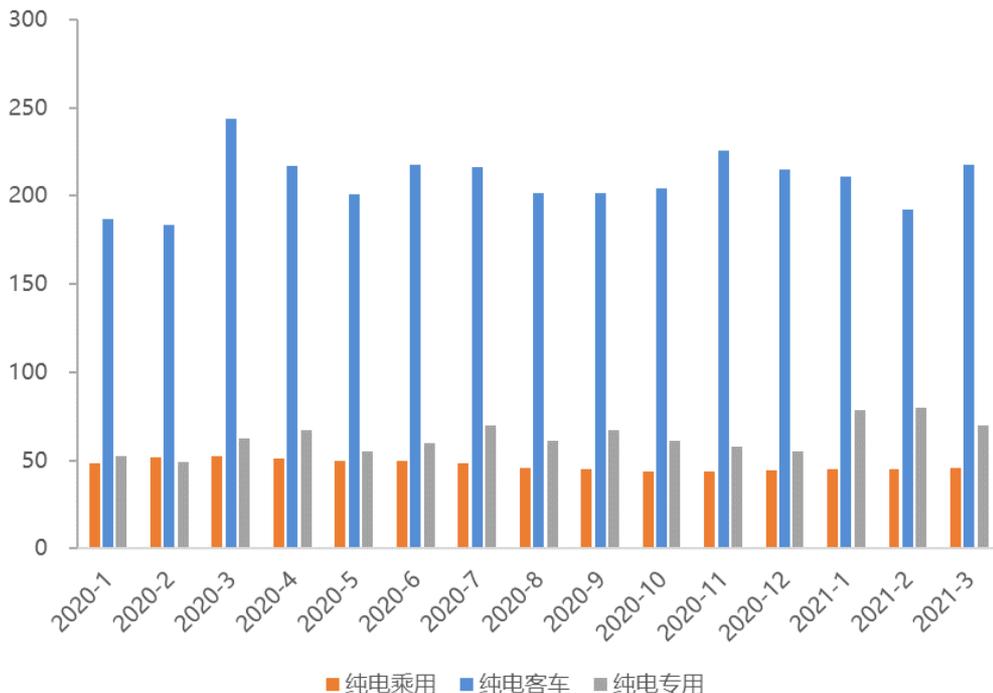


- **4月装机电量同比大增134%**：21年4月装机电量8.39gwh，同比大增134%，环比略降7%。
- **纯电乘用车与纯电客车单车带电量环比提升**：2021年3月乘用车单车带电量45.80kwh，同比下滑12%，环比增长2%；客车单车带电量217.47kwh，同比下降11%，环比提升13%；专用车单车带电量69.52kwh，同比上升12%，环比下降13%。

图表：国内电动车月度装机电量 (gwh)



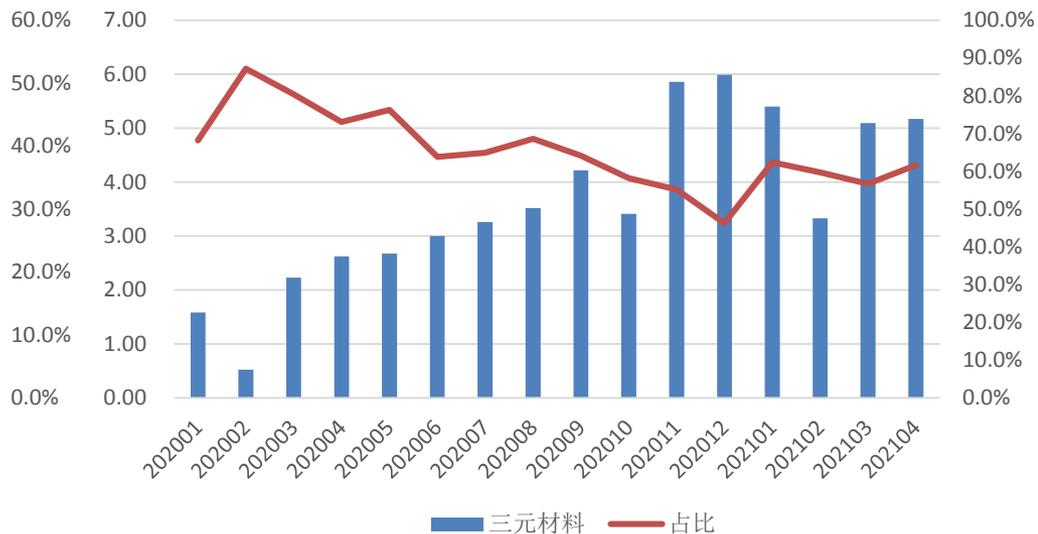
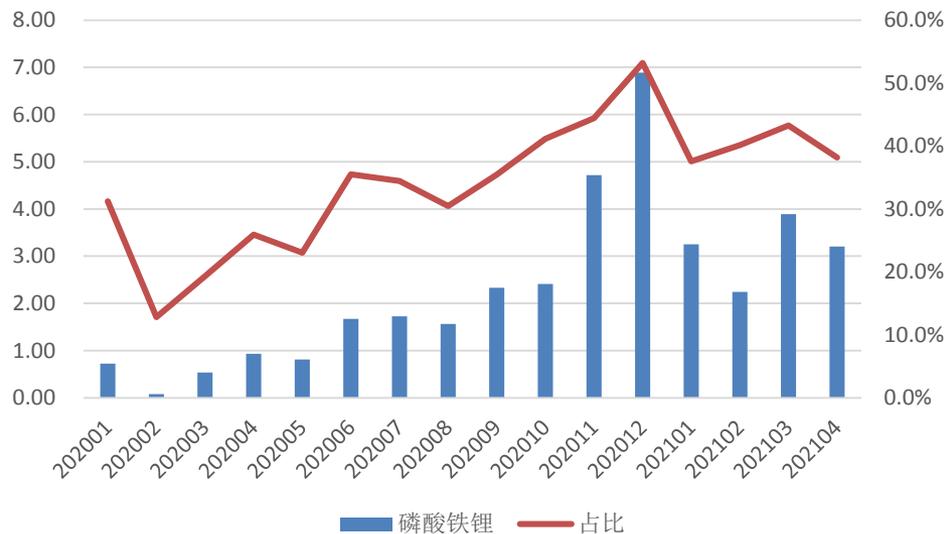
图表：国内电动车月度单车带电量 (kwh)



电池结构：乘用车铁锂装机占比环比略降

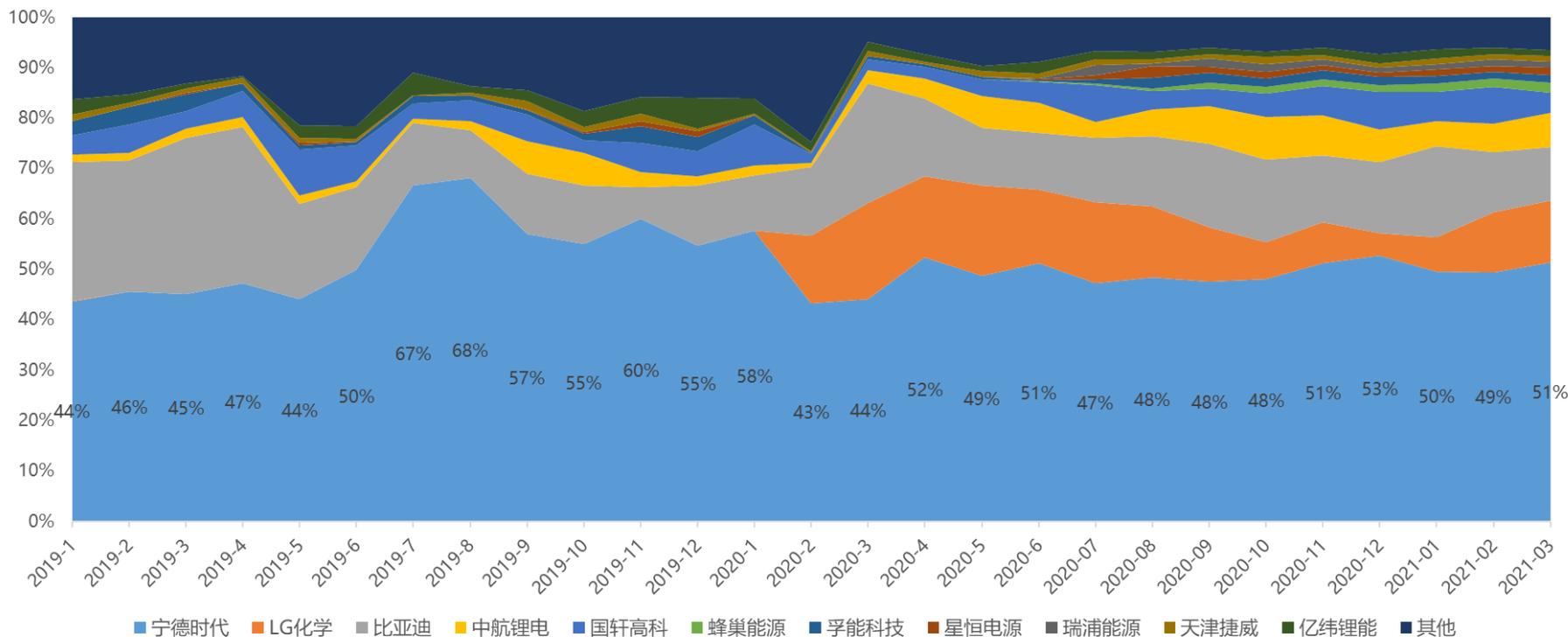
- **2021年4月三元装机占比上升至61.6%，环比提升5pct**：4月磷酸铁锂装机3.21gwh，同比大增244%，环比降低18%，占比38%，同比上升12pct，环比下滑5pct。4月三元装机电量5.17gwh，同比大增97%，环比提升1%，占比62%，同比下滑11pct，环比提升5pct；
- **乘用车铁锂电池占比环比略降至31%**：2021年3月乘用车中三元占比65%，同比下滑31pct，环比维持不变；铁锂占比31%，同比上升30pct，环比下降3pct；2021年3月客车中铁锂占比98%，同比维持不变，环比提升4%；2021年3月专用车中铁锂占比94%，同比上升18pct，环比提升3pct，三元占比6%，同比下滑16pct，环比下降3pct。

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



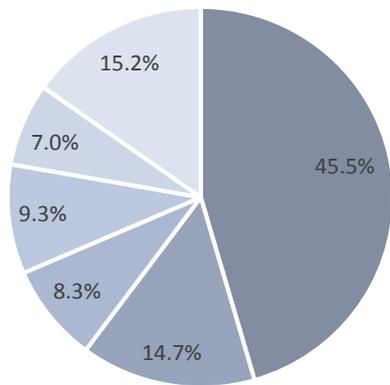
- **龙头份额稳定，宁德占据半壁江山，LG、比亚迪位居第二、第三。**2021年3月CATL装机量4.39gwh，份额为51%，同比上升7pct，环比上升2pct，龙头地位稳固；LG化学3月装机1.05gwh，占比12%，同比下滑7pct，环比上升0.4pct；比亚迪3月装机0.91gwh，占比11%，同比下滑13pct，环比下滑1pct。

图表：国内电池格局（按装机量口径）

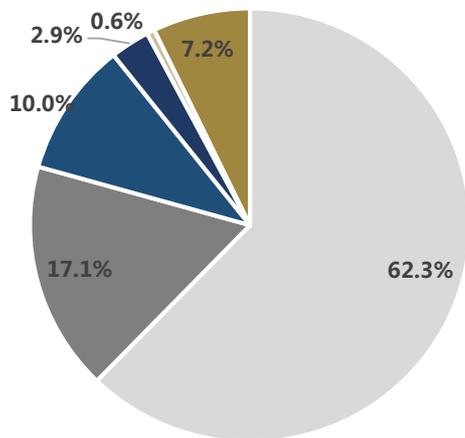


➤ **宁德在三元及铁锂电池领域占据绝对领先地位。**2021年4月宁德装机电量3.82gwh，同比大增102%，环比减少15%，国内市占率为46%。2020年市占率保持在50%上下，遥遥领先于比亚迪、LG化学、中航锂电、国轩高科等国内外企业。3月，两大电池类型三元和磷酸铁锂中，宁德的市占率分别达42%和62%。

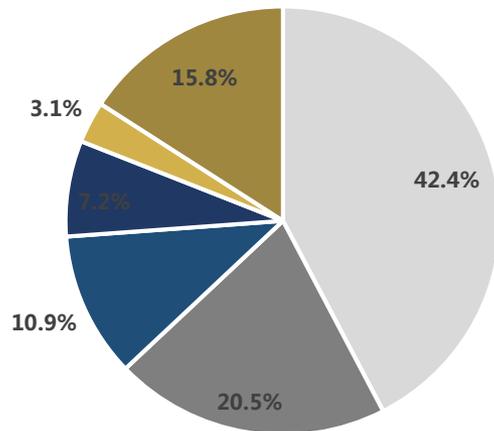
图表：2021年4月电池企业装机占比 图表：2021年3月电池企业铁锂装机占比 图表：2021年3月电池企业三元装机占比



■ 宁德时代 ■ 比亚迪 ■ LG化学
■ 中航锂电 ■ 国轩高科 ■ 其他



■ 宁德时代 ■ 比亚迪 ■ 国轩高科
■ 瑞浦能源 ■ 力神 ■ 其他



■ 宁德时代 ■ LG化学 ■ 中航锂电
■ 比亚迪 ■ 蜂巢能源 ■ 其他

- **3月宁德时代全球装机仍居第一，遥遥领先第二名。** 21年3月全球前七企业装机量占全球总量90.50%，其中宁德时代装机量7.0gwh，占比达31.67%，位居第一；LG化学、松下全球装机量分别为4.8gwh、3.6gwh，占比21.7%、16.3%，位居第二、三名。
- **Q1全球装机量头部集中度高，CR10超90%。** Q1全球装机47gwh，宁德时代15gwh，占比31.7%，位居第一；LG 9.6gwh，占比20.3%；松下7.9gwh，占比16.7%，比亚迪3.6gwh，占比7.6%；三星2.5gwh，占比5.3%；ski 2.4gwh，占比5.1%。

图表：2021年3月全球装机量前十企业及占比（单位:gwh）

Top10	简写	2021.3	占比
1	宁德时代	7.00	31.67%
2	LG化学	4.80	21.72%
3	松下	3.60	16.29%
4	比亚迪	1.80	8.14%
5	三星SDI	1.20	5.43%
6	SKI	1.10	4.98%
7	中航锂电	0.50	2.26%
前七合计		20.00	90.50%
全球总量		22.10	100.00%

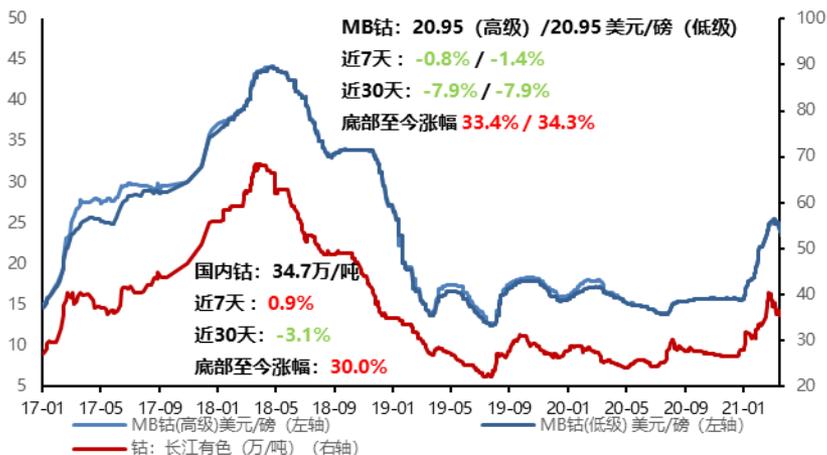
图表：2021年Q1全球装机量前十企业及占比（单位:gwh）

Top10	简写	装机量	占比
1	宁德时代	15.00	31.71%
2	LG化学	9.60	20.30%
3	松下	7.90	16.70%
4	比亚迪	3.60	7.61%
5	三星SDI	2.50	5.29%
6	SKI	2.40	5.07%
7	中航锂电	1.30	2.75%
8	AESC	0.50	1.06%
9	Guoxuan	0.50	1.06%
10	PEVE	0.30	0.63%
前十合计		43.60	92.18%
全球总量		47.30	100.00%

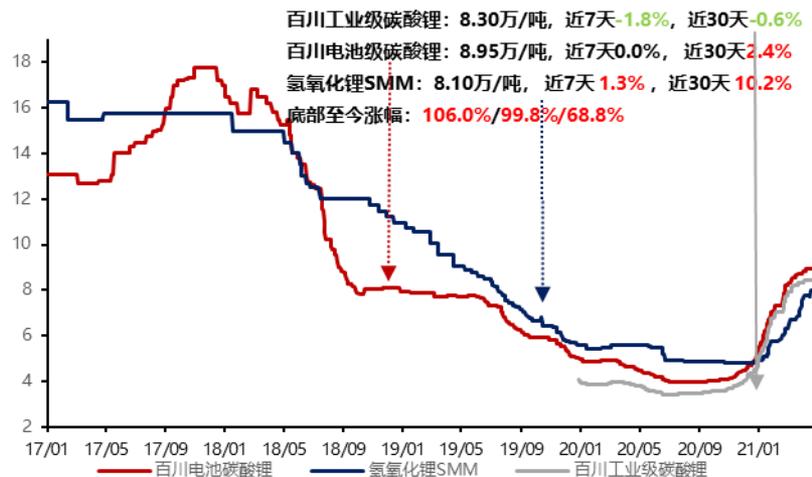
4、价格：上游金属涨价趋缓，动力电池涨价在即

上游资源价格涨幅趋缓，部分出现回调

图：金属钴价格略降至34.7万/吨



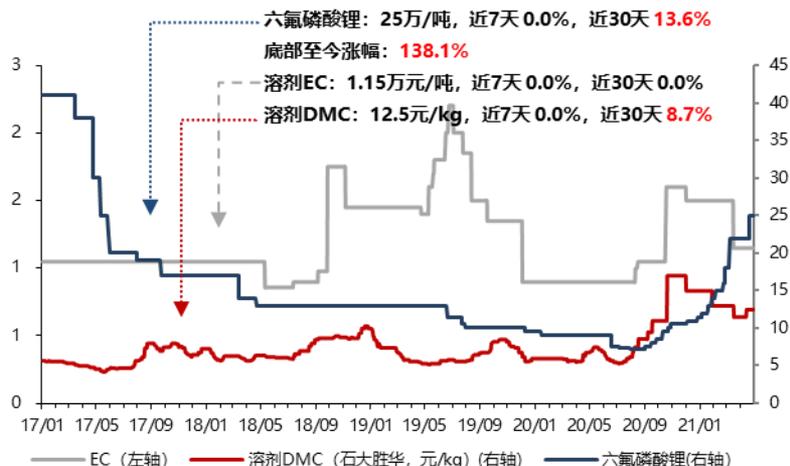
图：碳酸锂价格突破8.95万/吨



图：磷酸铁锂价格上行



图：六氟磷酸锂价格涨至25万/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，2021年年初三元pack1元/wh以内，铁锂0.8元/wh以内，后续价格有望调涨3-5%。

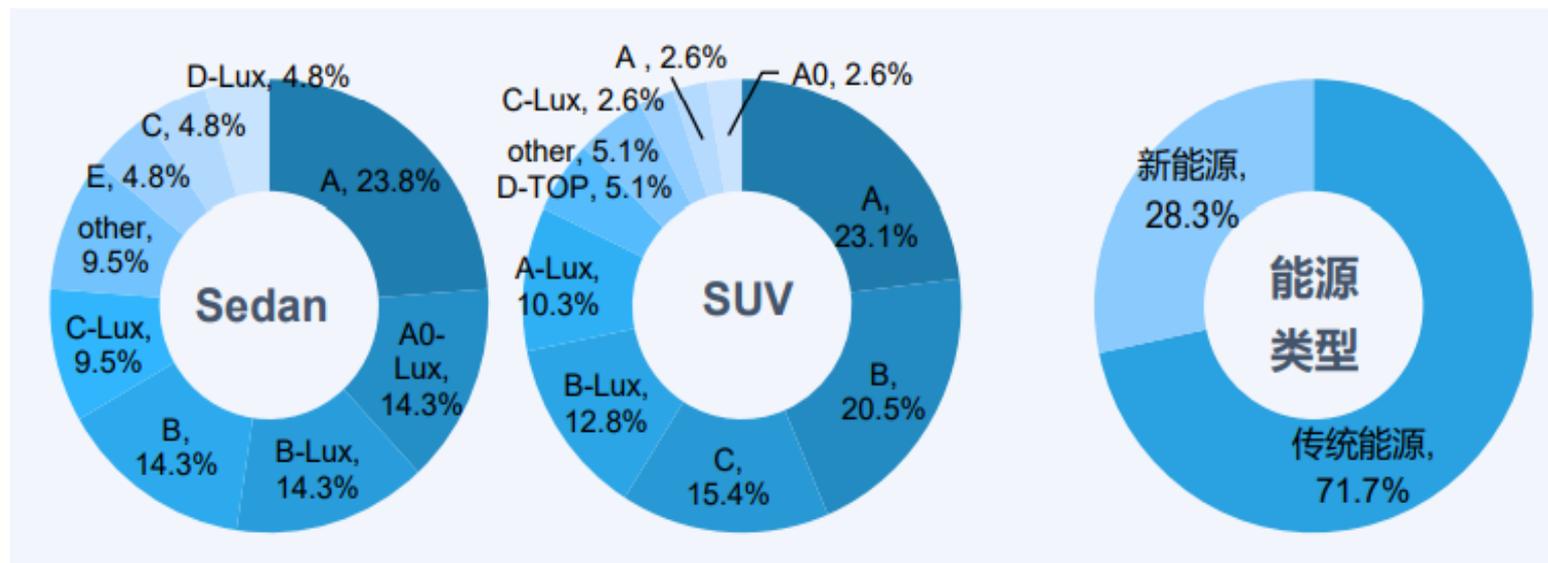
表 动力电池成本测算对比

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%		

5、行业重点新闻及龙头公司信息跟踪

- ◆ **2021年上海国际车展4月21日拉开帷幕，电动车型密集发布。**此次展会吸引了1000家企业积极参展，预参展上市车型共77款，首发车型60款，其中全球首发47款，以新车和大改款为主；首发车型中，欧系和中系占主导；非豪华车占比达60%；首发新车主要为SUV和Sedan；Sedan以A级车为主，SUV以A级和B级为主；能源类型上，新能源车占比28.3%。**新能源重点车型：**四代汉兰达、雷克萨斯LF-Z、极氪001、BMW IX/I4、奔驰EQS/EQA/EQB、奥迪Q2L/Q4 e-tron、大众ID.6X/CROZZ、岚图FREE、极狐阿尔法S、小鹏P5、威马W6、艾尼氪5、智己L7、上汽R汽车等多款新能源车型。

图：上海车展各级别新车首发&动力系统比例



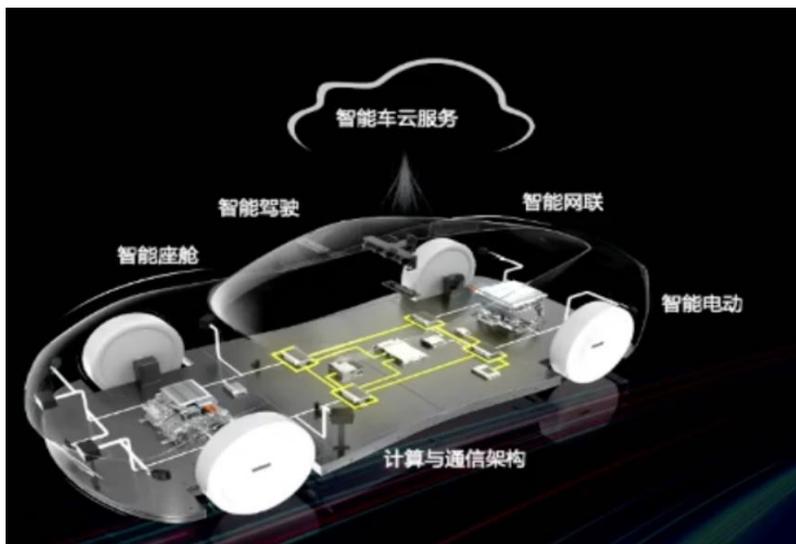
- ◆ **上海车展新车型密集推出，22年为新车型周期，支撑销量持续高增长。** 22年为电动车新产品周期，具备竞争力的车型供给大幅增长，除了20万以上豪华车，10-20万价格带车型也将增加，将极大刺激这一市场需求，我们预计22年国内销量仍将维持40%以上增长，有望达到330-350万辆。

图：上海车展热门车型核心看点

品牌	车型	上市时间	预计价格	续航里程	百公里加速	动力系统（最大功率、峰值扭矩）	电池	智能化/设计亮点
极氪	极氪001	2021年10月	30-50万	526km/606km /712km	3.8秒	400kW（544马力），768Nm		全自动空气悬挂、动态底盘控制系统、感应式自动无框车门、YAMAHA高保真音响
宝马	iX	2021年7月	75000欧元以上	xDrive40>400km；xDrive50>600	xDrive40<6秒，xDrive50<5秒	第五代eDrive电驱系统	快充下10分钟增加120km续航，电池S（10%-80%）40分钟	全新设计语言，标志性的双肾形进气格栅线条更硬朗
宝马	i4 EV	2021年11月	34万	590km	4秒	第五代eDrive电驱技术，顶配车型双电机系统	电池组容量80kWh	脸格栅上方封闭式设计降低风阻，下方镂空设计增加空气动力学效果和进行散热
奔驰	EQS	2021年4月	8万英镑起	770km	4.3秒	EQS 450+：45 kW，568N·m；EQS 580 4MATIC+：385kW，855N·m	200千瓦直流快充在15分钟内可获得约300km续航	首款搭载奔驰MBUX Hyperscreen系统的车型，新车将会向人们展示奔驰更加智能化的座舱、更便捷的人机交互、甚至更人性化的辅助驾驶能力。
大众	ID.6 X	2021年底	30-45万	588km		132kW / 150kW / 225kW三种功率版本		年轻、时尚风格；仪表台和方向盘采用数字化玻璃面板+5.8英寸显示屏，更有科技感
大众	ID.6 Crozz	2021年内	30-40万	565km		150KW，310N·m；四驱版225kW，前后峰值扭矩162/310N·m		
极狐	阿尔法S	2021年4月	25-40万元	525km/603km /708km	两驱形式8.3秒，四驱形式4.3秒	160kW/320kW，260N·m/720N·m	20kW交流慢充（0-100%）7h，直流快充（30-80%）35min	搭载华为的HI解决方案，方案包括计算与通讯架构，智能座舱、智能驾驶、智能网联、智能电动、智能车云服务，以及激光雷达、AR HUD等30个以上的智能化部件。
小鹏	P5	2021年12月	20万以内	450-600km（NEDC）	4.3秒			全球首款量产搭载激光雷达的EV车型；激光雷达、三目摄像头、毫米波雷达，豪华全家桶统统配齐
智己	L7	2021年4月	40.88万元	低配615km，高配近1000km（NEDC）	3.9秒	400kW，700N·m	全系搭载93kWh电池，高配车型配备118kWh电池并采用掺硅补锂技术；一小时可充10.5度	（1）高清摄像头方案，由29个感知硬件构成的感知系统配合英伟达 Xavier芯片、高精度IMU等实现超视距全路况感知；（2）激光雷达方案，芯片采用英伟达Orin X，算力在500-1000 TOPS。
福特	Mustang Mach-E	2021年1月	4.3万美元	600km		480马力		尾部溜背式造型，搭配双色花瓣式铝合金轮圈，年轻化
哪吒	U Pro	2021年5月	10-16万元	400km/500km /610km	<7秒			具备人脸识别功能，搭载L2+级智能辅助驾驶系统，涵盖自适应续航、自动紧急制动等十多项先进功能配置；H-EPT3.0电池恒温管理系统保障安全。

- ◆ **4月18日华为发布HI智能汽车解决方案，五大领域布汽车智能化，帮助车企造好车。**华为从智能驾驶、智能电动、智能座舱、智能车云、智能网联五个领域布局，与全球车企广泛合作，预计未来每年研发投入10亿元，研发人员达到5000人，全球研发中心超过10个。本次发布会发布五大新品：鸿蒙OS智能座舱、集成式智能热管理系统、智能驾驶计算平台 MDC 810、4D成像雷达、华为八爪鱼自动驾驶开放平台。
- ◆ **极狐阿尔法S 率先搭载HI系统，年底将上市。**极狐阿尔法S华为HI版是第一款打HI标识的豪华智能电动轿车，基础版预售价38.89万元，高阶版预售价42.99万元，预计将在年底正式上市。此外，华为将支持广汽集团、长安集团先后打造它们各自的高端智能汽车子品牌，系列化车型将在今年第四季度先后推出。

图：华友HI系统



图：华友智能座舱



- ◆ **互联网巨头进军电动车行业推动景气度进一步提升。**近年华为、阿里、百度、腾讯等互联网与科技巨头纷纷布局电动车行业，在自动驾驶系统、智能座舱、整车设计等领域积极尝试、将电动车纳入长期发展战略，推动行业景气持续向好。

图：互联网企业造车汇总

互联网企业	合作对象	项目	项目细则
阿里巴巴	上汽集团、张江高科	合资成立智己汽车科技有限公司	上汽集团持有54%的股权，张江高科与阿里巴巴分别持有18%股权。目前已推出首款豪华纯电动智能骑车智己L7。
腾讯	吉利汽车、恒大汽车	吉利战略合作，恒大合资公司	吉利与腾讯签署战略合作协议，围绕智能座舱、自动驾驶等领域展开战略合作。恒大汽车与腾讯旗下北京梧桐车联科技有限责任公司协议分别出资60%、40%设立合资公司，共同开发自主知识产权的车载智能操作系统。
百度	吉利汽车	合资成立集度公司	百度和吉利的合资品牌“集度”计划在未来5年投资500亿元用于智能汽车技术，计划3年内量产第一款集度汽车。目前，集度汽车团队规模在100人左右，设计核心团队已搭建完毕，计划2-3年内招聘2500-3000人。
小米	还未正式确定	成立全资子公司	小米集团董事会批准智能电动汽车业务立项，将为此成立一家全资子公司，雷军将兼任该业务首席执行官。资金方面，小米计划首期投入100亿元人民币，未来十年投资100亿美元。
华为	北汽、上汽、广汽、长城等	做汽车智能解决方案提供商	在智能驾驶、智能电动、智能座舱、智能车云、智能网联五大领域布局。目前与北汽、小康合作的车型极狐阿尔法S 华为HI版、赛力斯华为智选SF5已推出。21年在智能汽车研发投资将达10亿美金。
苹果	现代起亚（未正式确定）	未定	2017年获得加州车辆管理局自动驾驶汽车测试许可；2019年收购自动驾驶初创公司 Drive.ai。2021年苹果将向现代的起亚子公司投资36亿美元合作电动汽车，计划在2021年推出，希望每年交付10万辆，最多40万辆。
滴滴	北汽集团	未定	2020年6月，滴滴自动驾驶与北汽集团签署战略合作框架协议，继续在自动驾驶领域深入合作，加速实现L4级自动驾驶落地。双方将共同研发高级别自动驾驶定制车型，专门用于 RoboTaxi（自动驾驶出租车）运营。
oppo	未定	未定	在车联网相关领域布局3000件+专利，自主研发的闪充技术同样可扩展到汽车领域。2020年底曾尽调自动驾驶技术公司纵目科技，据称目前已经进入SPA（投资协议）阶段。参与上汽集团零部件公司零束的SOA架构项目。和理想汽车就手机蓝牙钥匙探讨合作。
360	哪吒汽车、奔驰、比亚迪等	D轮融资入股哪吒汽车	拥有国内第一支汽车安全研究团队360Sky-Go Team，目前已与奔驰、比亚迪开展合作。85%以上的国内汽车厂商采用了360安全技术和服 务，其累计申请专利40项，形成技术标准（含参与）19项。360安全大脑接入100万辆汽车，累计发现、拦截风险10万余次。

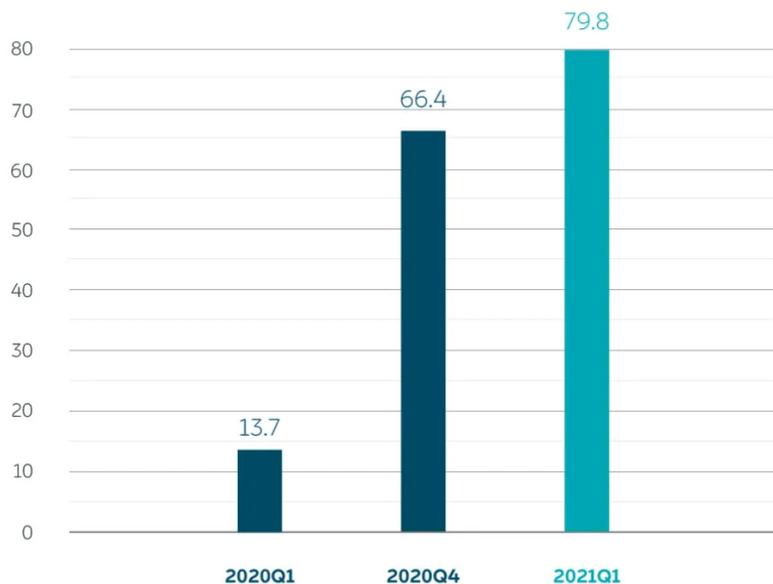
20年油耗负积分大幅扩大，合资车企压力大

◆ **20年部分车企油耗负积分陡增，合资品牌压力最大。** 2018和2019年车企双积分考核能够轻松满足，2020年总体乘用车油耗负积分达到-745万分，国产乘用车油耗负积分达到-666万分。其中近两年一汽大众、上汽通用、上汽大众等合资品牌油耗负积分大幅增长，压力较大。2020年吉利集团（吉利汽车、豪情汽车）负积分出现暴增，其余企业的油耗负积分也大幅扩大。

2018年 油耗负积分前十：			2019年 油耗负积分前十：			2020年 油耗负积分前十：		
	企业名称	油耗积分 (万分)		企业名称	油耗积分 (万分)		企业名称	油耗积分 (万分)
1	上汽通用五菱汽车股份有限公司	-35	1	一汽-大众汽车有限公司	-55	1	浙江吉利汽车有限公司	-139
2	东风汽车有限公司	-26	2	上汽通用汽车有限公司	-52	2	一汽-大众汽车有限公司	-119
3	上汽通用汽车有限公司	-21	3	北京现代汽车有限公司	-34	3	上汽通用汽车有限公司	-92
4	北京现代汽车有限公司	-21	4	北京奔驰汽车有限公司	-23	4	上汽大众汽车有限公司	-69
5	长安福特汽车有限公司	-20	5	东风汽车有限公司	-23	5	重庆长安汽车股份有限公司	-62
6	上汽通用东岳汽车有限公司	-13	6	东风小康汽车有限公司	-20	6	北京奔驰汽车有限公司	-50
7	上汽通用(沈阳)北盛汽车有限公司	-12	7	上汽大众汽车有限公司	-19	7	中国第一汽车集团有限公司	-45
8	广汽菲亚特克莱斯勒汽车有限公司	-12	8	上汽通用五菱汽车股份有限公司	-19	8	奇瑞汽车股份有限公司	-40
9	四川一汽丰田汽车有限公司	-11	9	四川一汽丰田汽车有限公司	-17	9	东风汽车有限公司	-40
10	广汽三菱汽车有限公司	-10	10	广汽三菱汽车有限公司	-17	10	长城汽车股份有限公司	-37

- ◆ **业绩强劲，毛利率超20%，订单需求持续增长。** 蔚来Q1业绩表现强劲，营收79.8亿元，同比增长481.8%，环比增长20.2%。继续保持正向经营活动现金流。蔚来整车销售毛利率21.2%，综合毛利率19.5%，现金储备475.5亿元，经营性亏损2.96亿元，同比下降81.2%，环比下降68.2%。2021年Q1净亏损为4.510亿元人民币，同比下降73.3%，环比下降67.5%。预计21Q2总收入81.5-85亿人民币或12.43-13亿美元之间，同比增长119%-128.7%，环比增长2.1%-6.5%。
- ◆ **Q2预计交付2.1-2.2万辆，环比+5-10%。** Q1蔚来汽车交付ES8、ES6和EC6车型2060辆，同比增长422.7%，环比增长15.6%。Q2预计交付21000至22000辆，比2020年同期增加约103%-113%，比2021年Q1增加约5%-10%。

图：蔚来季度营收情况（单位：亿元）

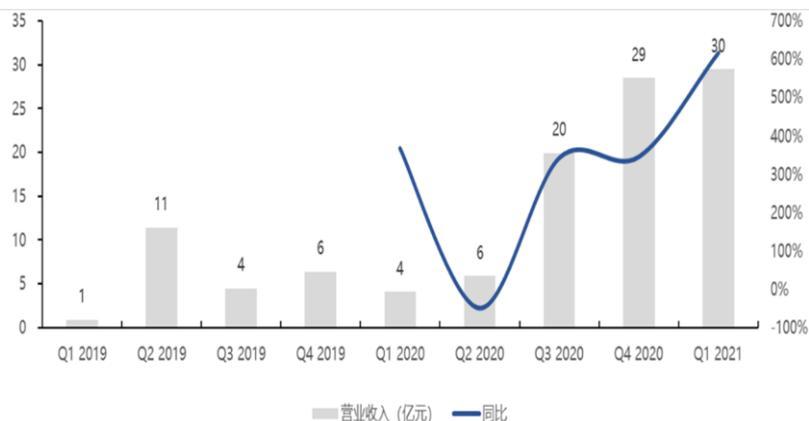


图：蔚来整车销售毛利率情况

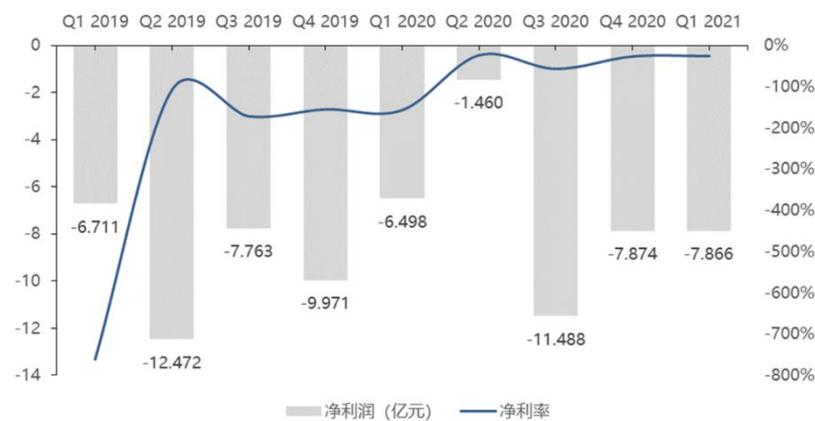


- ◆ **小鹏Q1营收同比大增616%，毛利率大幅提升，净亏损同环比缩窄。**小鹏21Q1营收29.51亿元，同比大幅提升616%；原材料成本降低叠加确认XPILOT收入，导致毛利率大幅拉升至11.2%，环比提升6.6pct，净亏损7.87亿元，相比去年同期亏损缩窄21.05%，环比缩窄0.11%。
- ◆ **首次确认自动驾驶软件XPILOT收入，汽车销售业务毛利率大幅提升。**21年1月推送NGP后，Q1公司汽车销售收入中首次确认了XPILOT软件收入，一季度XPILOT 3.0软件获得总收入约为8000万，占比2.5%，由于XPILOT软件收入在被激活且推送后才被正式确认，故其中约5000万元，占比1.5%，来自去年递延收入，另外约3,000万元，占比约1%，来自21年一季度订单。
- ◆ **Q2预计交付1.55-1.6万辆，环比再提升，Q4起开启新车型周期。**小鹏20Q1交付量创新高，共交付13340辆车，同比增长487.4%，环比增长2.9%，超此前指引，其中G3交付量达5366辆，同比上升136.2%，环比上升20.9%，P7交付量达7974辆，环比小幅下滑6.5%，销量占比59.8%。公司计划于四季度开始交付全部配备激光雷达的新车型P5，目前在手订单量是同期P7的的数倍，提前锁定Q4出货，开启新车型周期。

图：小鹏分季度营收情况（亿元）

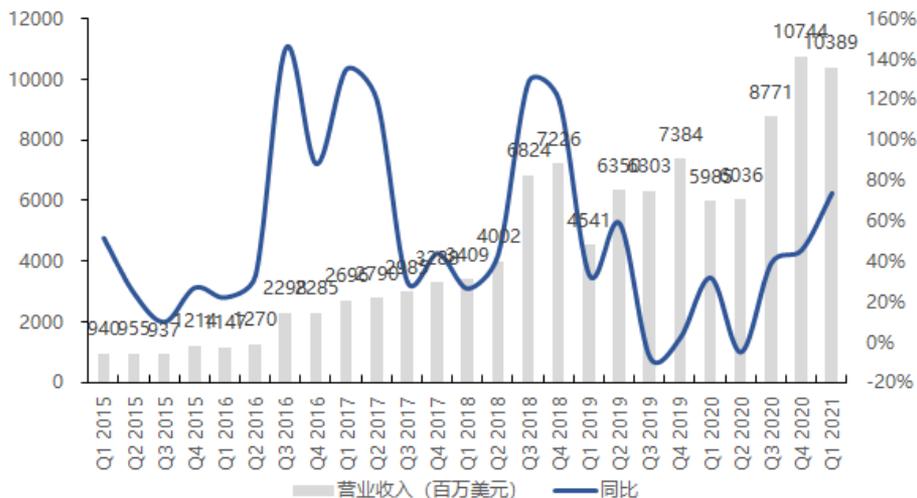


图：小鹏分季度净利润（亿元）与净利率（%）

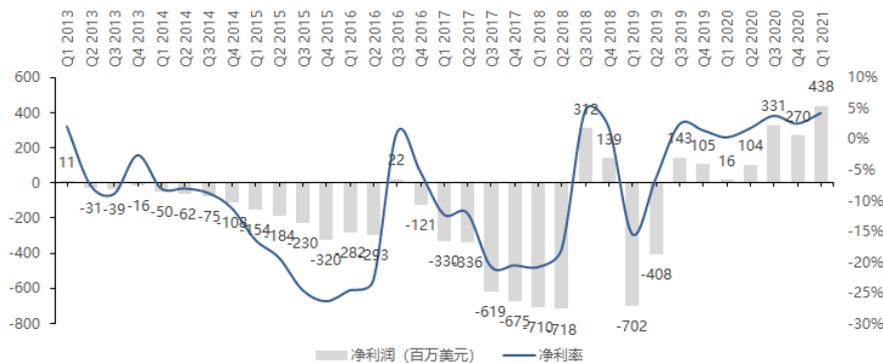


- ◆ **特斯拉Q1盈利水平回升，21年高增长可期。Q1营收微降符合预期，盈利水平回升。** Q1营收103.9亿美元，同环比+74%/-2%，略高于市场102.9亿元的预期。GAAP净利润4.4亿美元，同环比大增2638%/62%；非GAAP净利润10.5亿美元，同环增长363%/17%，其中股权激励费用达6.14亿美元；营业利润率达5.7%，环比+0.3pct。比特币贡献1亿美元盈利，若扣除，非GAAP准则净利持平微增。
- ◆ **Q1汽车交付环比微增，毛利率创新高。** Q1交付18.5万辆，同环比109%/2%，扣除1.4万辆用于租赁，实际交付17.1万辆，Q1汽车销售收入90亿美元，同环比+84%/0%，毛利率28.3%创新高，扣除积分收入影响后（收入5亿，同环比+46%/29%）毛利率达23.9%，同环比+5/4pct，受益于供应链降本。Q1单车价格4.95美金，同环比-10%/-4%，主要系新版MS/X延迟交付，且国产M3占比提升所致，单车毛利1.1万美元，同环比+16%/16%，改善明显。

图：特斯拉季度营收情况（百万美元）



图：特斯拉净利润和净利率（百万美元）



- ◆ **下半年新工厂产能落地在即，新版Model S/X以及Semi即将启动交付。**美国工厂Model 3/Y合计产能实现50万辆，Model S/X产能10万辆，Q1受改款影响MS/X未生产，公司表示新版S交付预计很快启动，新款MX预计Q3开始量产，届时MS/X每周产能恢复至2000辆（年化10万辆）及以上；同时中国工厂年产能达到45万辆，国产Model Y开始交付，产能迅速爬坡，且21年将进一步扩大规模；柏林工厂、德州工厂的设备开始进厂并安装调试，预计21年下半年的生产和交付仍将按计划进行。此外，Semi预计将于21年开始交付。我们预计Q2-Q3随着新版MS/X、上海Model Y的持续爬坡以及相关的成本降低。盈利能力和现金流将不断改善。
- ◆ **国产特斯拉产能快速爬坡，本土化程度提升，国内供应链进一步受益。**根据GGII数据，2021年一季度特斯拉国内电池装机量4.37GWh，其中宁德时代一季度供应Model 3磷酸铁锂电池2.39GWh，占比54.72%，占比进一步提升；LG化学供应Model 3/Y三元电池1.98GWh，占比45.28%，我们预计随着钴产特斯拉产能的快速放量，国内供应链预计进一步受益。

图：特斯拉产能进度

Installed Annual Capacity		Current	Status
California	Model S / Model X	100,000	Production
	Model 3 / Model Y	500,000	Production
Shanghai	Model 3 / Model Y	450,000	Production
Berlin	Model Y	-	Construction
Texas	Model Y	-	Construction
TBD	Cybertruck	-	In development
	Tesla Semi	-	In development
	Roadster	-	In development
	Future Product	-	In development

- ◆ **Q1电池板块营收创新高，季度经营利润转正**：21Q1公司电池板块收入约254亿元（按165：1换算），同比增长88.1%，环比增长2.7%；电池业务单季度营业利润为20.39亿元，环比提升177.68%，单季度营业利润率8.0%，同比提升10.3pct，环比提升18.6pct。21Q1LG电池板块研发费用约7.9亿人民币，同比增长30%，研发费用率为3.1%
- ◆ **LG动力电池市占率全球第二，韩国企业市场份额均有所下滑**。根据SNE数据，Q1全球装机47gwh，宁德时代15gwh，占比31.7%，位居第一；LG 9.6gwh，占比20.3%；松下7.9gwh，占比16.7%，比亚迪3.6gwh，占比7.6%；三星2.5gwh，占比5.3%；ski 2.4gwh，占比5.1%。
- ◆ **LG 21年收入目标维持高增长，预计动力电池增速100%以上**。受益于电动车销量的增长以及海外ESS订单的增加，公司预计21年销售增长将超过50%，对应电池业务收入目标1100亿，其中我们预计动力电池收入750亿，同比增70%，对应出货量有望达到90gwh，同比增100%。公司计划在欧洲、美国工厂再扩产能，计划从20年底的120gwh扩至21年底的155GWh，新增产能中圆柱电池占比高，23年底规划260gwh。

图：LG化学季度收入

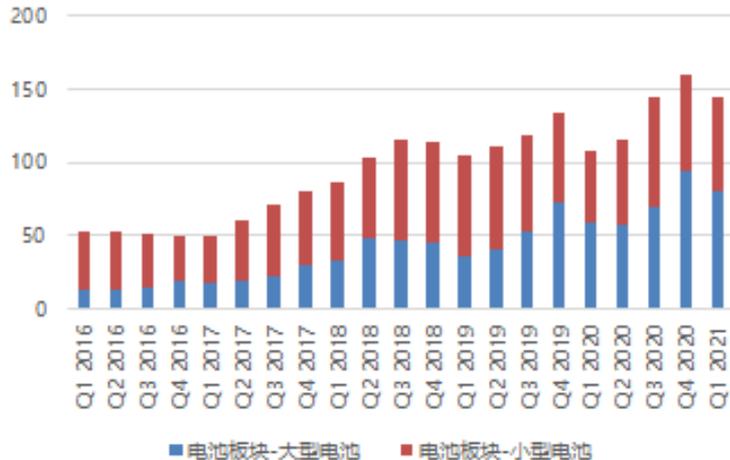


图：LG化学季度利润

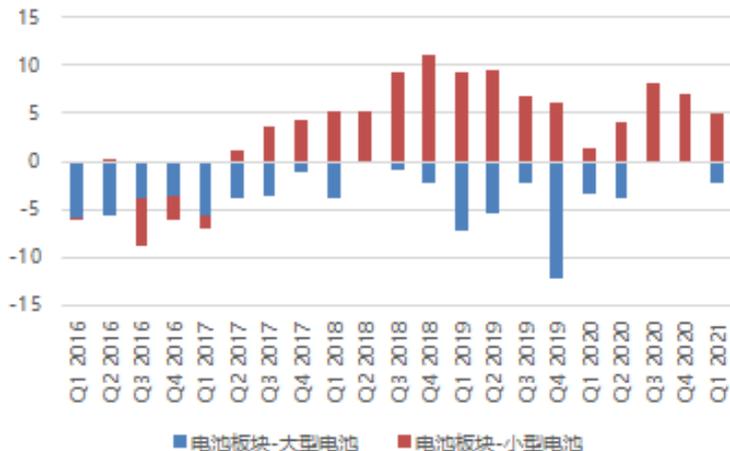


- ◆ **电池业务21年Q1环比略下滑，营业利润同比增加**：三星SDI电池业务21年Q1营收约144.7亿元（按165：1计算），同比+33.1%，环比-9.2%。营业利润约2.8亿元，同比转正，环比下降59.9%，营业利润率2.0%，环比-2.5pct，同比+3.8pct。
- ◆ **大型电池（动力+储能）：21年Q1动力电池淡季不淡，同比大幅增长**。21年Q1大型电池同比增长：21Q1大型电池收入约为80.1亿元，同比上升36.6%，环比降低14.5%；营业利润-2.2亿元，同比提升，营业利润率-2.8%，同比提升3.1pct，环比下滑2.8pct。
- ◆ **二季度小型电池业务将受益于移动电器的爆发、动力电池的需求及智能手机市场复苏**。公司认为，21年Q2销售额会随着季节的变化而增加。圆柱电池的销量有望增加，主要来自微型移动端和真空吸尘器的销量上升，且公司开始为新的电动汽车项目供应。随着中端智能手机需求的复苏，软包电池的销量也有望上升。

图：三星SDI电池营收



图：三星SDI电池营业利润



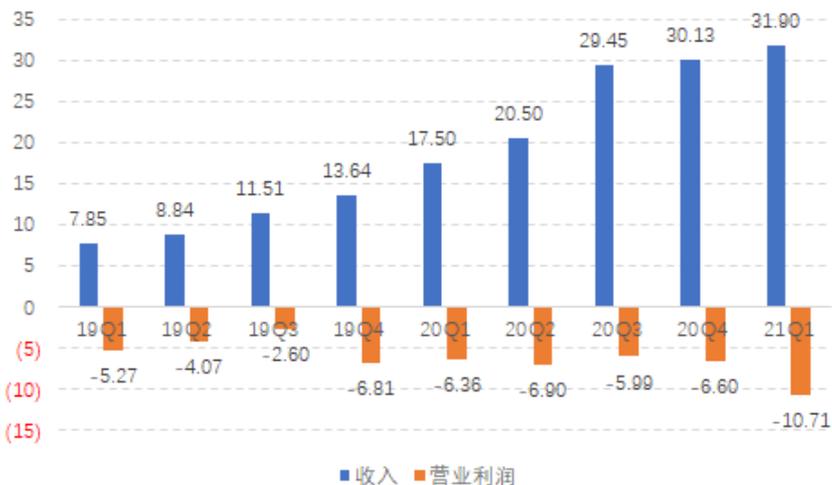
- ◆ **电池汽车与动力电池部门扭亏为盈，Q1营业利润同环比高增长**：公司2021Q1动力电池实现营业收入约71亿元（汇率16：1），同比下滑7.7%，环比微降2.9%，动力电池营收下滑主要受新能源汽车产能下降及生产线升级改造的影响，减少圆柱型电池生产所致。利润方面，汽车动力板块21Q1营业利润约11.4亿元，实现扭亏为盈，同环比实现大涨。
- ◆ **受益于特斯拉发展，动力电池出货平稳增长**。根据SNE数据，21年一季度松下装机8gwh，同比增31%，环比微降6%，全球市占率达17%，次于LG化学和宁德时代，排名第3。公司主要客户为特斯拉和大众，特斯拉21Q1销量17.5万辆（其中中国产model3由LG化学及宁德配套），对应松下配套电池约7.5gwh；大众Audi A3 Q1销量0.4万辆，Golf Q1销量0.8万辆，贡献装机有限。
- ◆ **美国工厂启动扩产，产能规划升级**。产能规划方面，目前北美内华达工厂产能已达到35GWh，且22年预计增加新的生产线，将产能进一步提高到38-39GWh。日本工厂的18650圆柱产线也会进一步扩产，以及预计22财年为46800圆柱电池安装样机生产设备。
- ◆ **客户多元化发展，动力电池迎来收获期**。随着动力电池部门进入高速发展阶段，公司预计22年汽车及动力电池部门实现营收约975亿元，同比增加16%，净利润达到31亿元，同比增加48%，净利润率为3%，增长明显。

图：松下动力电池相关板块营收和利润情况（单位：亿元，汇率16：1）

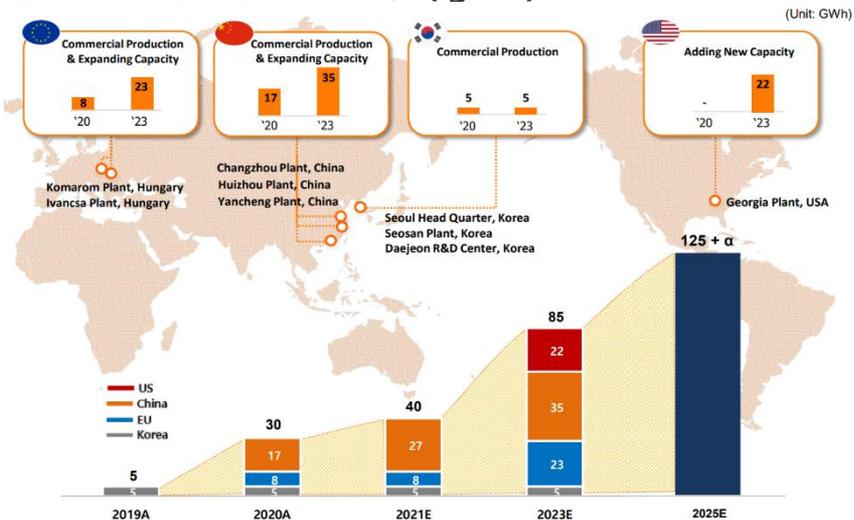
汇率16: 1 单位: 亿元	FY19Q4 19Q1	FY20Q1 19Q2	FY20Q2 19Q3	FY20Q3 19Q4	FY20Q4 20Q1	FY21Q1 20Q2	FY21Q2 20Q3	FY21Q3 20Q4	FY21Q4 21Q1
汽车和动力电池-营收	251.1	235.9	231.1	228.9	230.6	131.8	224.1	244.4	236.9
汽车系统-营收	164.3	149.9	140.6	131.5	136.4	74.4	134.4	152.1	148.4
动力电池-营收	69.3	68.3	72.4	78.6	76.6	47.4	73.9	72.8	70.7
汽车和动力电池-营业利润	-1.8	-6.3	-7.9	-4.1	-10.9	-5.9	3.2	-1.9	11.4

- ◆ **电池收入同环比增长，新产能初始成本高拖累利润。** 21Q1动力电池营业收入约31.9亿（按汇率165：1换算），同比增长82.2%，环比增长5.85%，主要得益于现代Ionic 5的量产。营业利润约-10.71亿元，亏损同比增68.4%，环比扩大62.3%，主要原因为中国盐城工厂新产能扩建、以及美国SK BA工厂和匈牙利SK BM工厂的初始成本增加。
- ◆ **Q1装机量同比提升，21年公司营收目标翻番。** 根据SNE数据，21年一季度SKI装机2.4gwh，同比增118.2%，环比下降27.3%，全球市占率达5.07%，次于三星SDI、比亚迪、松下、LG化学和宁德时代，排第六名，主要客户为现代起亚、大众、戴姆勒等。我们预计公司21年一季度出货超3GWh，公司预计2021全年营业收入将为20年的2倍，约182亿元左右，对应出货量超过16GWh，同比翻番以上。
- ◆ **在手订单充足，产能扩张有序推进。** 截止目前，公司表示电池订单量为600Gwh，约达4849亿元。公司加快产能建设，中国盐城和惠州工厂21年一季度新产能释放，21年底预计实现40gwh产能，美国一号工厂与匈牙利二号工厂计划于22年一季度开始投运，后续美国二号工厂将于23年Q1实现投运，匈牙利第三工厂将于21年Q3开始施工，并于24年Q3开始投运，公司25年产能规划提升至125GWh以上。

图：SKI电池板块2021年Q1营收和利润情况（亿元）



图：SKI电池基地布局和进展（gwh）



5、龙头公司信息跟踪

- ◆ **20年归母净利润55.83亿元，同比+22.43%，Q4盈利能力持续向上，业绩略超预期。** 2020年公司营收503.19亿元，同比增长9.90%；归母净利润55.83亿元，同比增长22.43%，好于市场预期；扣非归母净利润42.65亿元，同比增长8.93%；2020年毛利率为27.76%，同比下降1.3pct；2020年净利率为12.13%，同比上升1.18pct。20Q4公司实现营业收入187.97亿元，同比增加45.35%，环比增长48.09%；归母净利润22.26亿元，同比增长103.14%，环比增长56.84%，扣非归母净利润16.97亿元，同比增长78.53%，环比增长42.54%。盈利能力方面，Q4毛利率为28.36%，同比下降0.64pct，环比增长0.58pct，受会计准则影响，我们预计运费影响毛利润3-4亿元（较19年微增），若加回，则Q4毛利率达30%左右，超预期；净利率11.84%，同比增长3.37pct，环比增长0.66pct；Q4扣非净利率9.03%，同比提升1.68pct，环比下降0.35pct。
- ◆ **分业务看，20年储能、其他业务大幅提升，动力及锂电材料相对平稳。** 20年公司动力电池系统业务实现营业收入394.3亿元，同比增2.2%，占比78.4%，同比降低6pct；锂电材料业务实现营业收入34.3亿元，同比下降20.4%，占比6.8%，同比下降2.6pct；储能业务实现营业收入19.4亿元，同比219%，占比3.9%，同比增加2.5pct；其他业务实现营业收入55.21亿元，同比141%，占比11%，同比提升6pct。

图：宁德时代分季度业绩情况

	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	18,797.0	12,693.0	9,798.7	9,030.8
-同比	45.35%	0.80%	-4.70%	-9.53%
毛利率	28.36%	27.78%	29.05%	25.09%
归母净利润(百万)	2226.5	1419.6	1195.2	742.0
-同比	103.14%	4.24%	13.27%	-29.14%
归母净利率	11.84%	11.18%	12.20%	8.22%
扣非归母净利润(百万)	1,697.28	1,190.78	948.44	428.20
-同比	78.53%	3.91%	5.05%	-53.24%
扣非归母净利率	9.03%	9.38%	9.68%	4.74%

图：宁德时代分业务经营情况

	2020年				2020H2		2020H1	
	营业收入(亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入(亿)	毛利率	营业收入(亿)	毛利率
动力电池	394.25	2.18%	26.56%	-1.94pct	259.47	26.61%	134.78	26.50%
储能系统	19.43	218.52%			13.76		5.67	
锂电材料	34.29	-20.35%			21.94		12.35	
其他业务	55.21	141.20%			19.72		35.49	
分地区								
中国	424.12	-3.14%	26.84%	-2.36pct	258.22	26.83%	165.9	26.87%
海外	79.08	295.40%	32.69%	6.79pct	56.69	34.07%	22.39	29.20%

- ◆ **动力业务逆势持平，龙头超强竞争力。** 20年电池（含储能）产能69，产量52，销量47gwh，同+14.4%；其中动力营收394亿，增2%；销44.5gwh，增10%，预计Q1-4确认7.6/7.6/11.8/17.5gwh，3部分构成：20年公司国内市场装机电量31.5gwh；海外市场收入79亿，预计以动力电池为主，贡献7-8gwh销量；下游车企提前备货及19年发出商品确认等，预计贡献4-5gwh。
- ◆ **电池海外盈利超预期，Q4若剔除运费毛利率大幅提升。** 20年电池均价1元/wh，降7%；毛利率26.6%，降2pct。而海外20年毛利率提升至32.7%，同比提升7pct，其中2H高达34%，超预期。季度看，Q4满产满销，毛利率为28.36%，同环比基本持平，若剔除运费计入成本的影响（预计3-4亿），则Q4毛利率达30%左右。
- ◆ **卓越的现金流及大额递延收益；计提依然较严谨，报表质量一如既往亮眼。** 2020年公司期间费用合计68.42亿元，同比增长10.35%，费用率为13.6%，同比增长0.06pct。其中，20年销售费用22.2亿元，销售费用率4.4%，同比下降0.3pct，其中售后综合费用12.4亿，同比增长5.68%，占锂电池收入比重3%，保持足额计提；管理费用17.7亿元，管理费用率3.5%，同比下降0.49pct；财务费用-7.1亿元，财务费用率-1.4%，同比增0.3pct，主要系人民币升值带来的汇兑损益增加；研发费用35.7亿元，研发费用率7.1%，同比增长0.56pct，研发人员5,592人，占全体员工18.16%。

图：宁德时代2020年费用率

项目	规模（百万）	规模同比（%）	费用率	费用率同比
销售费用	2,216.7	2.79%	4.41%	-0.30pct
管理费用	1,768.1	-3.52%	3.51%	-0.49pct
财务费用	-712.6	-8.83%	-1.42%	0.29pct
研发费用	3,569.4	19.29%	7.09%	0.56pct

图：宁德时代分业务经营情况

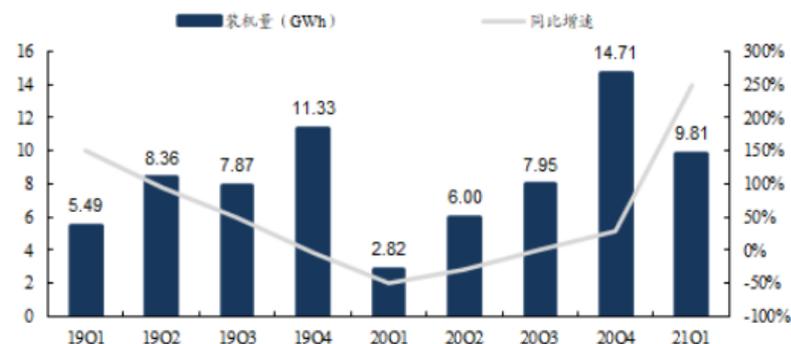


- ◆ **21Q1归母净利19.54亿元，同增163.4%，符合市场预期，减值损失影响环比增速。** 21Q1公司实现营收191.67亿元，同比增加112.24%，环比增长1.97%；归母净利润19.54亿元，同比增长163.38%，环比下滑12.22%，扣非归母净利润16.72亿元，同比增长290.5%，环比下滑1.48%，符合市场预期。盈利能力方面，Q1毛利率为27.28%，同比增长2.19pct，环比下滑1.08pct；净利率10.2%，同比增长1.98pct，环比下滑1.65pct；Q1扣非净利率8.72%，同比提升3.98pct，环比微降0.31pct。公司Q1计提资产减值损失2.56亿，主要为存货跌价准备；计提信用减值损失0.67亿，计提较Q4明显增加。
- ◆ **Q1国内外需求爆发，出货量我们预计创季度新高。** 2021年Q1公司动力电池排产22gwh左右，我们预计确认收入18-19gwh左右，同比增长140%，环比增5%，其中国内动力装机9.8gwh（该数据为上险数，若从合格证口径则为12.2gwh），海外出货2-3gwh左右，车企提前备货增加4-5gwh左右。
- ◆ **Q1动力毛利率我们预计环比略微降低，仍维持较高盈利水平。** 20H2公司动力电池毛利率26.6%，20Q4由于产能利用率提升，若不考虑运费会计准则影响，我们预计动力电池业务毛利率提升至28%以上，我们预计21Q1公司动力电池业务受原材料涨价影响，毛利率环比微降至27%左右，同比提升约2pct。价格方面，我们预计21Q1电池价格稳定，一季度末三元模组价格0.85元/wh，铁锂PACK为0.95元/wh，三元pack价格1.05元/wh；而公司依靠工艺改进（811、大模组、CTP等技术）、材料体系升级、良品率提升、低价库存管理等，对冲部分原材料价格上涨影响，毛利率得以维持。

图：宁德时代分季度业绩拆分

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	19,166.7	18,797.0	12,693.0	9,798.7	9,030.8
-同比	112.24%	45.35%	0.80%	-4.70%	-9.53%
毛利率	27.28%	28.36%	27.78%	29.05%	25.09%
归母净利润(百万)	1954.4	2226.5	1419.6	1195.2	742.0
-同比	163.38%	-103.14%	4.24%	13.27%	-29.14%
归母净利率	10.20%	11.84%	11.18%	12.20%	8.22%
扣非归母净利润(百万)	1,672.09	1,697.28	1,190.78	948.44	428.20
-同比	290.50%	78.53%	3.91%	5.05%	-53.24%
扣非归母净利率	8.72%	9.03%	9.38%	9.68%	4.74%

图：宁德时代分季度装机情况



- ◆ **事件：**1) 宁德时代计划与ATL共同出资设立合资公司，从事家用储能、电动两轮车等领域的“中型电池”研发、生产和销售，其中电芯公司共投资120亿元，宁德控股70%，PACK公司共投资20亿元，宁德控股30%。2) 与ATL就锂离子电池相关技术进行交叉技术许可，有效期10年，ATL每年向公司支付1.5亿美元的费用（折合人民币10亿左右）。
- ◆ **公司与ATL强强联合，明确发力家用储能及两轮车市场，在中型电池方面合作共赢，投资收益值得期待。**家用储能目前以海外市场为主，19年新增装机约3GWh，刚开始爆发，市场潜力巨大。公司20年储能营收19亿，出货2.4gwh左右，21年有望超12gwh，同比+400%，以国内发电侧、海外大电站储能为主；ATL通过子公司东莞新能安开展储能业务，营收20亿左右，已获欧美澳日等地的储能电池出口认证。新国标之下，两轮车市场锂电替换铅酸明显，市场潜在空间可观。CATL目前储能发力是大项目大电芯储能，动力主打大电芯策略，同时具备中小电芯技术能力，家用储能和两轮车则是“中小型电池”，ATL在中小型电池上生产上有优势，两家公司属于强强联合，优势互补，在中型电池方面合作共赢！总共140亿投资或意味着40Gwh远期规划，将来投资收益也值得期待。
- ◆ **ATL每年支付1.5亿美金技术许可，体现CATL技术价值和强大品牌力，也明显增厚利润及现金流。**公司本次与ATL进行本次交叉技术许可，互相获得对方技术专利，同时ATL每年需支付1.5亿美元的费用，10亿人民币，对于公司盈利能力和现金流增厚明显，体现CATL在研发、技术专利和技术能力上的强大实力，体现CATL的品牌影响力。另一方面ATL控股方TDK同意支付如此高的对价，也体现ATL对于CATL的高度认可。
- ◆ **盈利预测和投资建议：**我们维持此前盈利预测，预计公司 21-23年归母净利润为104.8/154.7/231亿元，同比分别88%/48%/49%；对应现价 PE 分别84/57/38倍。公司产能扩张加速，全球动力电池龙头地位稳固，未来高增长确定性高，且利润确认相对保守，我们给予一定的估值溢价，给与21年100倍PE，对应目标价450元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**销量及政策不及预期

- ◆ **Q1公司归母净利6.5亿元，符合市场预期。** 21Q1公司实现营收29.58亿元，同比增加125.98%，环比增长4.8%；归母净利润6.47亿元，同比增长156.22%，环比下滑8.36。盈利能力方面，Q1毛利率为26.94%，同比下滑2.81pct，环比下滑0.73pct；净利率21.87%，同比增长2.58pct，环比下滑3.14pct。
- ◆ **业绩分拆看，Q1动力电池业务略超预期，思摩尔基本符合预期。** 1) 锂原电池：我们预计营收4亿元+，环比微降，同比大增40%，毛利率维持稳定，预计为40%，贡献0.8亿左右净利润。2) 锂离子电池：我们动力电池（含储能）贡献营收17-18亿元，出货量达2GWh以上，环比微增，同比增3倍以上，预计贡献1亿左右净利润（扣除0.8亿少数股东权益）；消费电池预计收入8亿元左右，净利润0.8亿左右。3) 电子烟：思摩尔公告Q1净利11.79亿元，同比+403%，剔除股权激励等费用影响后，Q1思摩尔调整后利润达12.27亿元，同比+287.8%，环比下滑14%，我们测算思摩尔对亿纬投资收益贡献3.8亿元，基本符合预期。
- ◆ **动力电池环比持续向上，21年订单+产能进入释放期，有望达到百亿收入目标。** 我们预计公司Q1动力电池（含储能）收入17-18亿元，环比增长20%+，同比大幅增长302.21%，毛利率预计环比持平，21年公司动力电池出货量有望超过13gwh，收入规模超过100亿。
- ◆ **盈利预测和投资建议：** 预计2021-2023归母净利润33.56/47.59/63.12亿元，同比增长103%/42%/33%，当前市值对应PE为47x/33x/25x。给予21年65倍PE，对应目标价115元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 销量及政策不及预期，原材料成本上涨等

图：亿纬锂能分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	2,957.5	2,822.1	2,163.7	1,867.2	1,308.7
-同比	125.98%	53.84%	5.68%	30.41%	19.20%
毛利率	26.94%	27.67%	32.36%	26.63%	29.75%
归母净利润(百万)	646.8	705.9	582.9	110.8	252.5
-同比	156.22%	94.32%	-11.44%	-63.10%	26.05%
净利率	24.49%	25.32%	27.19%	6.49%	19.65%
扣非归母净利润(百万)	614.50	680.06	575.35	57.17	213.04
-同比	188.45%	90.31%	-10.56%	-80.63%	8.97%
扣非归母净利率	20.78%	24.10%	26.59%	3.06%	16.28%

- ◆ **21年Q1归母净利润4.32亿元，同比增长212.59%，位于业绩预告中值偏上，符合市场预期。** 21Q1公司实现营业收入14.43亿元，同比增加161.05%，环比下降15.19%；归母净利润4.32亿元，同比增长212.59%，环比下降8.48%，此前预告归母净利润3.9-4.5亿元，实际业绩位于业绩预告中值偏上，符合市场预期。盈利能力方面，Q1毛利率为48.51%，同比增长1.13pct，环比增长2.88pct；净利率29.94%，同比增长4.94pct，环比增长2.2pct；Q1扣非净利率28.06%，同比提升9.01pct，环比提升2.73pct。
- ◆ **Q1公司隔膜满产满销，维持高盈利水平。** 我们预计公司Q1隔膜生产5.5亿平，由于收入确认延后，实际确认收入预计为5亿平，对应收入11亿元左右，环比降10%；Q1隔膜利润我们预计为4亿元，单平利润0.8元/平左右，环比持平。Q1公司传统业务预计贡献3亿元+收入，净利润0.3亿元+。
- ◆ **深度布局干法+和帝人强强联合，市场规模有望加速提升。** 20年3月，恩捷收购东航光电70%股权，干法隔膜年产能8000万平，开始进军储能干法市场。2月公告与Celgard合资，规划生产10亿平产能，加速布局干法市场。此外，公司此前宣布与日本帝人合作，进一步签署了由专利统括授权协议、合作开发协议、技术支援协议组成的全方位战略合作协议，帝人将进一步授权涂覆专利数百件，两者强强联合，公司涂覆隔膜领域实力进一步增强。
- ◆ **盈利预测和投资建议：** 预计21-23年归母净利润22/31.3/41.5亿元，同比增长97%/42%/32%，对应PE为52x/37x/28x。给予21年65xPE，对应目标价161元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 电动车销量不及预期

图：恩捷股份分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	1,443.2	1,701.7	1,140.7	887.8	552.9
-同比	161.05%	61.58%	56.63%	22.99%	-15.76%
毛利率	48.51%	45.64%	41.57%	35.28%	47.38%
归母净利润(百万)	432.1	472.1	322.1	183.2	138.2
-同比	212.59%	-116.51%	32.63%	3.70%	-34.89%
归母净利率	29.94%	27.74%	28.24%	20.63%	25.00%
扣非归母净利润(百万)	404.95	430.95	292.07	162.15	105.34
-同比	284.44%	116.10%	26.66%	13.17%	-41.32%
扣非归母净利率	28.06%	25.32%	25.60%	18.26%	19.05%

- ◆ **公司21Q1处于业绩预告上限，符合市场预期。** 21Q1公司实现营收13.94亿元，同比增加113.7%，环比下降3.78%；归母净利润1.2亿元，同比增长373.95%，环比增长20.07%超市场预期。
- ◆ **库存收益叠加前驱体扭亏，Q1单吨净利超预期。** 21Q1公司基本满产，我们预计公司Q1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，我们测算公司单吨扣非净利达1.05万/吨，若加回0.15亿元左右的股权激励费用，Q1单吨利润达到1.2万元/吨以上，环比Q4提升20%。
- ◆ **扩产提速+大客户放量，未来2年持续高增，高镍龙头地位稳固。** 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。我们预计今年公司出货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%。
- ◆ **前驱体产能加速落地，一体化增强公司竞争优势。** 公司20年前驱体亏损预计达0.7-0.8亿元左右，21Q1前驱体环节开始扭亏。我们预计未来随着产能利用率提升与客户结构优化，有望扭亏为盈，贡献盈利。21年前驱体自供比例将从年初10%提升到30%，进一步增强公司成本优势。
- ◆ **盈利预测和投资建议：** 预计2021-2023年归母净利6.02/10.57/15.8亿元，同比增长183%/76%/50%，对应PE为48x/27x/18x。给予21年60xPE，维持目标价81元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 竞争加剧，政策不及预期，原材料成本上涨等

图：容百科技分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	1,394.0	1,448.8	1,114.2	579.2	652.3
-同比	113.70%	32.70%	-3.05%	-48.35%	-21.13%
毛利率	15.90%	13.29%	11.43%	10.03%	12.89%
归母净利润(百万)	119.6	99.6	59.2	29.1	25.2
-同比	373.95%	238.84%	33.59%	-65.83%	-15.31%
归母净利率	8.58%	6.87%	5.31%	5.02%	3.87%
扣非归母净利润(百万)	89.79	70.55	40.93	23.46	25.20
-同比	256.26%	-180.01%	-2.32%	-68.87%	-7.94%
扣非归母净利率	6.44%	4.87%	3.67%	4.05%	3.86%

- ◆ **21年Q1归母净利润2.12亿元，同比增长238%，接近业绩预告中值，符合市场预期。** 2021年Q1公司营收36.9亿元，同比增长135.2%，环比增长56.22%；归母净利润2.12亿元，同比增长237.6%，环比增长51.29%，此前预告归母净利润2-2.3亿元，接近业绩预告中值，符合市场预期。
- ◆ **公司三元前驱体产能扩张加速，绑定国际头部电池企业，龙头地位稳固。** 公司Q1三元前驱体出货3.1万吨，四氧化三钴出货量约0.58万吨，环比增长10%，前驱体产能利用率达110%，持续满产满销。我们预计公司全年出货量有望达到18万吨以上，同比翻番，其中三元前驱体16万吨+，同比+120%。
- ◆ **规模化生产及一体化布局，21年公司单吨盈利提升明显。** 21年Q1随着公司新增产能放量，规模化优势凸显，叠加低价库存带来的收益，单吨利润5400元/吨左右，环比提升10%+。公司单吨盈利高于行业，主要原因：一是优秀的产品结构及客户结构；二是成本管控能力。全年看公司单吨利润有望维持5000元/吨以上。
- ◆ **公司布局上游镍资源，打通硫酸镍加工环节，进一步降低成本。** 公司引入青山控股子公司上海菁茂投资有限公司作为公司IPO的战略投资者并签订战略合作协议，预计2021-2030年总供应公司镍金属当量30-100万吨，此外全资子公司中伟香港新能源计划与RIGQUEZA签署红土镍矿冶炼年产高冰镍含镍金属3万吨项目合资协议，总投资约为2.43亿美元，单吨投资达0.81亿美元，远远低于行业平均水平，成本优势强大。
- ◆ **盈利预测和投资建议：** 预计21-23年归母净利润为10.4/17.0/24.1亿，同比增长147%/64%/42%，对应现价PE分别为55x/33x/24x。给予21年68xPE，对应目标价124元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 政策及销量不及预期，原材料成本上涨等

图：中伟股份分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	3,689.5	2,362.6	2,121.4	1,387.1	1,568.5
-同比	135.23%				
毛利率	13.58%			14.19%	11.67%
归母净利润(百万)	211.5	139.8	126.2	91.5	62.7
-同比	237.63%				
归母净利率	5.73%	5.92%	5.95%	6.59%	3.99%
扣非归母净利润(百万)	196.76	125.41	120.30	64.38	36.83
-同比	434.28%				
扣非归母净利率	5.33%	5.31%	5.67%	4.64%	2.35%

- ◆ **2021年Q1归母净利润1.55亿元，同比增长57.51%，偏业绩预告上限，符合市场预期。** 2021年Q1公司营业收入11.40亿元，同比增长118.63%，环比上升19.30%；归母净利润1.55亿元，同比增长57.51%，环比增长8.04%。此前公司预告1.4-1.6亿元，偏业绩预告上限，符合我们预期。
- ◆ **2021年Q1电解液及氟化工贡献明显增量。** 从业务拆分上看，我们预计氟化工利润0.7亿，同环比增20%左右；电解液贡献0.5亿利润，同比大增160%，环比微增；电容器化学品贡献0.15亿净利润；半导体预计贡献0.05亿。
- ◆ **2021年Q1电解液出货量大幅提升，添加剂价格上涨推动盈利水平恢复。** 我们预计公司2021年Q1电解液出货量1.5万吨左右，同比大增2倍，环比增10%+。我们预计2021年Q1公司电解液毛利率水平恢复至23-25%，单吨盈利超0.3万/吨。年中公司5万吨溶剂项目投产，溶剂自供比例提升至70%左右，达产后，电解液单吨利润有望增厚0.1万/元。我们预计2021年公司电解液出货量有望达到7-8万吨，可为公司贡献3亿利润，同比翻番以上。
- ◆ **加速扩产添加剂，强化电解液一体化优势。** 公司公告孙公司江苏瀚康拟与淮安瀚邦聚能设立合资公司瀚康电子材料（瀚康持股90.8%），由瀚康电子材料投资12亿建设5.9万吨添加剂项目。目前公司孙公司瀚康为国内前三大添加剂厂商，20年实现收入2.5亿营收，0.37亿净利润，此次扩产将支撑瀚康未来几年高成长，同时也进一步强化公司电解液一体化优势。
- ◆ **盈利预测和投资建议：** 预计2021-2023年净利润7.57/10.93/14.81亿，同比增长46%/44%/35%，EPS为1.84/2.66/3.6元，对应PE为44x/31x/23x。给予2021年55倍PE，对应目标价101元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 电动车销量及政策不及预期，氟化工原料价格上涨

图：新宙邦分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	1,139.8	955.5	812.2	672.0	521.3
-同比	118.63%	52.17%	26.84%	23.63%	1.62%
毛利率	31.35%	28.93%	38.67%	40.31%	39.24%
归母净利润(百万)	155.5	144.0	136.1	138.9	98.7
-同比	57.51%	67.89%	29.34%	93.07%	59.04%
归母净利率	13.65%	15.07%	16.76%	20.67%	18.94%
扣非归母净利润(百万)	136.52	136.71	124.28	124.94	95.28
-同比	43.28%	80.50%	19.82%	87.32%	59.38%
扣非归母净利率	11.98%	14.31%	15.30%	18.59%	18.28%

- ◆ **公司Q1归母净利0.88亿元，同比+541%，偏业绩预告上限，符合市场预期。** 2021年Q1公司营业收入8.00亿元，同比增长169.95%，环比上升4.67%；归母净利润0.88亿元，同比增长473.69%，环比上涨8.97%；扣非净利润0.81亿元，同比增长541.42%，环比上涨13.3%。
- ◆ **公司预告1H利润1.9-2.2亿，同比增306%-370%，略超市场预期。** 其中，21Q2归母净利1.03-1.33亿元，同增225%-321%，环增17%-51%。公司预计Q2动力电池精密结构件的销售将继续保持旺盛状态，且盈利能力同比将大幅提升。
- ◆ **Q1营收及利润持续向上，21年重回高增长。** Q1公司满产满销，收入8亿元，环比增长5%，同比大增170%。但Q1公司费用率及减值损失降低，净利率维持10.5%。2021Q2公司产能释放，收入有望10亿+，环比增长25%，公司预告净利润中值1.18亿，我们预计净利率提升至11%左右，盈利水平环比再提升，全年预计营收超40亿元，同比翻番，盈利能力逐季提升。
- ◆ **22年海外客户开始放量，客户结构多样化，长期空间确定。** 公司为国内结构件龙头企业，主要客户为宁德、lg、中航、松下、亿纬等一线电池企业。21年宁德时代需求旺盛，公司凭借产品、产能优势，我们预计在宁德时代的份额逐步恢复至60%以上，公司通过就近配套，深度锁定宁德。此外海外客户22年成长空间确定。公司与Northvolt签订40gwh供货协议，公司预计从22年开始贡献收入。
- ◆ **盈利预测和投资建议：** 预计21-23年净利润为4.7/6.8/9.5亿，同比增长164%/44%/40%，对应PE为36x/25x/18x。给予21年50xPE，对应目标价101.4元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 销量不及预期，原材料成本上涨等

图：科达利分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)		800.2	764.5	533.3	390.9	296.4
-同比		169.95%	44.21%	1.15%	-43.21%	-38.79%
毛利率		25.93%	35.95%	25.41%	20.36%	23.31%
归母净利润(百万)	102.5-132.5	87.5	80.3	51.6	31.5	15.3
-同比	225.4%-320.6%	473.69%	11.55%	-22.21%	-45.25%	-32.66%
归母净利率		10.93%	10.50%	9.67%	8.07%	5.15%
扣非归母净利润(百万)		80.67	71.18	49.88	28.11	12.58
-同比		541.42%	-18.06%	-19.26%	-50.56%	-30.93%
扣非归母净利率		10.08%	9.31%	9.35%	7.19%	4.24%

- ◆ **21年Q1归母净利润2.87亿元，同比增长591.15%，偏业绩预告上限，符合我们预期。** 2021年Q1公司营业收入15.62亿元，同比增长197.5%，环比上升9.71%；归母净利润2.87亿元，同比增长591.1%，环比上涨1878.62%，此前公司预告2.5-3亿元，偏业绩预告上限，符合预期。
- ◆ **公司预告Q2归母净利3.6-4.6亿元，环比增长27%-61%，略超市场预期。** 公司预告21H1归母净利润为6.5亿-7.5亿元，同增108.55%-140.63%，对应Q2归母净利3.63-4.63亿元，同增34%-71%，环比大增27%-61%，略超市场预期。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，六氟涨价弹性明显。
- ◆ **Q1六氟涨价顺利传导，电解液盈利大幅提升，Q2环比持续向上。** 公司Q1电解液满产满销，我们预计出货2.5万吨左右。盈利方面，六氟Q1成交均价13万左右，我们测算对应公司电解液单吨利润0.9-1万/吨，因此我们预计Q1电解液贡献近2.5亿利润。3月六氟近期价格进一步上涨至23万/吨，我们预计Q2公司单吨利润将进一步上涨至1.3万/元+。全年看，六氟行业竞争格局优化，产能扩张集中于头部厂商，下半年预计六氟价格可高位维持，公司电解液盈利水平可维持。
- ◆ **扩产规模全球领先，液体六氟、新型锂盐、添加剂等一体化布局强化竞争优势。** 扩产规模全球领先，液体六氟、新型锂盐、添加剂等一体化布局强化竞争优势。公司已建成宁德、广州、九江三大基地，目前累计产能近15万吨。为满足下游客户需求，公司积极扩产溧阳、福鼎基地及海外捷克子公司产能建设。
- ◆ **盈利预测和投资建议：** 预计2021-2023归母净利润14.1/18.6/28.1亿，同比增长190%/30%/40%，当前市值对应PE为34x/26x/19x。给予21年45倍PE，对应目标价127元，维持“买入”评级。

- ◆ **风险提示：** 销量不及预期，卡波姆价格下滑

图：天赐材料分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)		1,561.7	1,423.5	1,102.8	1,067.8	525.0
-同比		197.47%	80.07%	47.76%	58.47%	-3.48%
毛利率		34.33%	23.04%	37.56%	49.87%	31.59%
归母净利润(百万)	363.1-463.1	286.9	14.5	206.7	270.2	41.5
-同比	34.38-71.39%	591.15%	-119.67%	423.36%	1132.73%	45.08%
归母净利率		18.37%	1.02%	18.74%	25.30%	7.91%
扣非归母净利润(百万)		283.59	12.54	204.97	269.88	40.93
-同比		592.88%	-115.40%	404.69%	901.18%	60.22%
扣非归母净利率		18.16%	0.88%	18.59%	25.28%	7.80%

- ◆ **21年一季度公司归母净利润6.54亿元，同比增长256.5%，符合市场预期。** 21Q1公司实现营收64.24亿元，同比增加45.2%，环比增长1.2%；归母净利润6.54亿元，同比增长256.5%，环比增长36.81%。
- ◆ **合资产能加速落地，三元前驱体持续向上。** 公司2020年底共具备5.5万吨自营三元前驱体产能，我们预计21Q1满产满销，销售前驱体近1.4万吨，同比大增150%左右，环比增长20%左右。受益于产能利用率提升叠加部分库存收益，我们预计三元前驱体单吨毛利环比微增，Q1贡献2-3亿元左右毛利润。
- ◆ **钴、铜进入价格上行周期，成为主要利润来源。** 1) **钴产品**：公司20年年底具备钴产品产能4万吨左右，我们预计Q1生产钴产品0.7万吨左右（含代工），环比微降10%左右。我们预计2021年公司钴产品生产3万吨以上，同比微增，钴价回升带来盈利能力回升。2) **铜产品**：公司20年年底铜产品有效产能10万吨左右，我们预计公司Q1生产铜产品2万吨以上（含代工），同环比下滑10%左右，2021年Q1铜期货官方价维持8000-9000美元/吨。2021全年我们预计铜产品产量10万吨以上，同比微增，全年毛利率维持40%以上，贡献20亿元以上毛利。
- ◆ **公司镍项目即将落地，贡献新业绩增量。** 公司2018年启动与青山集团合作的印尼年产6万吨镍金属量氢氧化镍钴湿法冶炼项目，公司持股57%，已于2020年初开工建设，我们预计2021年底建成试产，贡献新业绩增量；公司投资5.16亿美元建设印尼年产4.5万吨高冰镍项目，公司持股70%，公司预计2022年底建成。公司现有1万吨电池级硫酸镍产能，3万吨产能在建，新建产能我们预计2021年年底投产，2022年实现出货，为公司贡献利润。
- ◆ **盈利预测和投资建议**：预计2021-23年归母净利润26.7/32.8/41亿，同比增长129%/23%/25%，EPS为2.2/2.88/3.59元，对应PE为33x/26x/20x。给予2021年45xPE，对应目标价99元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示**：销量及政策不及预期

图：华友钴业分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	6,424.1	6,348.2	5,786.6	4,627.6	4,424.4
-同比	45.20%	31.43%	17.64%	-1.60%	0.53%
毛利率	21.26%	16.50%	16.50%	15.33%	13.68%
归母净利润(百万)	654.2	478.2	337.0	166.2	183.5
-同比	256.50%	1685.89%	462.26%	711.87%	1385.10%
归母净利率	10.18%	7.53%	5.82%	3.59%	4.15%
扣非归母净利润(百万)	658.81	495.72	333.47	162.59	132.20
-同比	398.35%	1918.08%	293.53%	-381.28%	693.42%
扣非归母净利率	10.26%	7.81%	5.76%	3.51%	2.99%

6、投资建议与风险提示

◆ **投资建议**：4月销量20.6万辆，环比下滑8.7%，符合预期，下半年排产或大幅超预期，继续**重点推荐三条主线**：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、容百科技、中伟股份、新宙邦、璞泰来、科达利、恩捷股份、当升科技、三花智控、宏发股份、汇川技术**）；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、星源材质、欣旺达、诺德股份**，关注**天奈科技、德方纳米、嘉元科技、国轩高科、孚能科技、中科电气**）。

表 相关公司估值表（截至2021年5月20日股价）

	名称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			评级
			2019	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
电池	宁德时代	8,737	45.60	55.83	104.82	154.67	156	83	56	买入
	亿纬锂能	1,945	15.22	16.52	33.56	47.59	118	58	41	买入
	欣旺达	350	7.51	8.02	12.29	16.00	44	28	22	买入
	比亚迪	4,280	16.14	42.34	50.78	76.14	117	97	65	买入
上游资源	天齐锂业	762	-59.83	-18.34	3.90	10.17	-42	195	75	未评级
	华友钴业	1,086	1.20	11.65	26.70	32.84	93	41	33	买入
	赣锋锂业	1,500	3.58	10.25	20.16	28.06	155	79	57	未评级
电解液	新宙邦	327	3.25	5.18	7.57	10.93	63	43	30	买入
	天赐材料	703	0.16	5.33	15.47	20.08	132	45	35	买入
隔膜	星源材质	156	1.36	1.21	3.08	4.36	129	51	36	买入
	恩捷股份	1,310	8.50	11.16	22.02	31.32	117	59	42	买入
正极	中伟股份	689	1.80	4.20	10.39	17.01	164	66	41	买入
	德方纳米	153	1.00	-0.28	2.06	3.32	-540	74	46	买入
	容百科技	340	0.87	2.13	6.02	10.57	160	57	32	买入
	当升科技	222	-2.09	3.85	6.62	8.58	59	36	26	买入
负极	璞泰来	594	6.51	6.68	14.64	19.61	89	41	30	买入
结构件	科达利	163	2.37	1.79	4.72	6.81	91	35	24	买入
铜箔	嘉元科技	160	3.30	1.86	4.59	6.15	86	35	26	未评级
导电剂	天奈科技	176	1.10	1.07	2.43	4.28	164	72	41	买入

- **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