



探究海外锂电巨头供应链机会 ——电动车全球供应链体系专题1

中泰证券 电新设备新能源

分析师：苏晨，S0740519050003，suchen@r.qlzq.com.cn

分析师：邹玲玲，S0740517040001，zoull@r.qlzq.com.cn

中泰证券研究所
专业 | 领先 | 深度 | 诚信

2019年11月

目录

一、需求：超严碳排放法规，欧洲电动车爆发

二、透析全球海外锂电巨头供应链特征

三、中游锂电材料海外供应链弹性测算

四、投资建议

需求：欧洲严苛排放法规，海外电动车增长确定性高

■ 欧洲2020年1月1日起正式实施超严碳排放新法规

1) 2021年乘用车CO2排放量减少到**95g/km**，轻型商用车为147g/km；

2) 2020年汽车制造商95%最低排放的新车要求达到2021标准；

3) 2025/2030年起分别较2021年降低15%/37.5%；2030年轻型商用车较2021年降低31%。

➢ **WLTP测试标准下，达标难度提高**：比NEDC达标难度平均提高20%惩罚措施严格；

➢ **超排罚款标准趋严**：2019年起按照此前最高档标准的**95欧元/g**进行罚款；

(具体欧洲排放法规政策解读，参考深度《欧洲电动车研究专题》)



■ 2018年实际排放水平下，车企均面临巨额罚款：

➢ 欧美车系：大众\PSA，需缴91.86\53.91亿欧；

➢ 豪华品牌：戴姆勒\宝马，需缴30.4\33.5亿欧。

■ 满足欧洲碳排放法规下，欧洲电动车销量20/21年分别为**97万/143万**，**YOY+130%/49%**

年份 车企 (万辆)	2020		2021		2021年 同比
	电动车	占交付比例	电动车	占交付比例	
大众	22.34	6.1%	33.61	9.2%	50%
PSA	14.22	5.8%	21.05	8.6%	48%
雷诺	9.68	6.0%	13.74	8.5%	42%
宝马	7.65	7.5%	10.98	10.8%	44%
现代起亚	8.51	8.4%	11.61	11.5%	36%
福特	4.84	4.9%	7.78	7.8%	61%
FCA (含TSLA)	9.12	9.5%	12.74	13.3%	40%
戴姆勒	8.44	9.0%	11.95	12.7%	42%
丰田	1.77	2.4%	5	6.8%	182%
日产	4.91	7.8%	6.34	10.1%	29%
沃尔沃	2.12	6.7%	3.06	9.6%	44%
其他	3		6		100%
欧盟合计	96.6	6.7%	143.86	10.1%	49%

全球电动车需求：欧洲市场明年爆发增长

20/21年整车需求：

20/21年全球销量分别为**352万/498万辆**；

- 1) 国内：20/21年分别为184万/244万辆；
- 2) 欧洲或跳涨：20/21年分别为97万/143万；

20/21年动力电池需求：

全球电池装机分别为**176/216Gwh**

- 1) 国内动力电池装机约96/109Gwh
- 2) 海外动力电池装机约80/107Gwh



全球电动车产业链需求测算				
电动车需求 (万辆)		2019E	2020E	2021E
中国	合计	125	184	244
	乘用车	113	170	226
	商用车	12	14	19
海外	合计	102	182	253
	欧洲	42	97	143
	美国	45	60	78
	其他	15	25	32
总计		207	352	498
动力电池需求 (GWh)		2019E	2020E	2021E
国内	三元	44	67	70
	LFP	20	29	39
	合计	63	96	109
海外	三元	45	80	107
总计		109	176	216
对应电池材料需求		2019E	2020E	2021E
原材料需求 /万吨 /亿平米	三元正极	17	28	33
	LFP正极	4	6	8
	负极	11	16	20
	隔膜	22	34	41
	电解液	14	22	26
	六氟磷酸锂	2	3	3
	铜箔	8	12	15
	碳酸锂	9	13	16
	钴金属	2	3	3

说明：国内电池包含了更新替代需求，其中20/21分别为9/15Gwh

供给：2020年外资车企将加速推50余款新车型

■ 2020年前后，根据目前已知的目前主机厂新车型规划统计，欧洲市场将会有54款+新车型上市；正向电动平台车型9款，其余车型为燃油/电共用平台。

分类	品牌	车型	级别	车辆类型	动力类型	平台
豪华品牌	奔驰	GLE 350e	C	SUV	PHEV	MHA
		S560eL	D	轿车	PHEV	MRA
		E300eL	C	轿车	PHEV	MRA
		C300e/C300de	B	轿车	PHEV	MRA
		A250e	A	轿车	PHEV	MFA
		GLC350e	B	SUV	PHEV	MRA
		C级EV	B	轿车	EV	MEA
		EQS	D	轿车	EV	MEA
		EQA	A0	SUV	EV	MEA
	宝马	3系PHEV	B	轿车	PHEV	CLAR
		X3PHEV	B	SUV	PHEV	CLAR
		iNEXT	B	SUV	EV	全新第五代架构
	奥迪	A6 e-tron	C	轿车	PHEV	MLB EVO
		A8 e-tron	D	轿车	PHEV	MLB EVO
		A7 e-tron	C	轿车	PHEV	MLB EVO
		Q2L e-tron	A	SUV	EV	MLB EVO
		e-tron GT	跑车	轿车	EV	MLB EVO
	沃尔沃	XC40 recharge	A	SUV	EV	CMA
		S60LPHEV	B	轿车	PHEV	SPA
		Polestar1	跑车	轿车	EV	SPA
		Polestar2	A	轿车	EV	CMA
特斯拉	MY	A	SUV	EV	M3同平台	
PSA	DS7	A	SUV	PHEV	EMP2	
	DS3	A0	SUV	EV	CMP	

分类	品牌	车型	级别	车辆类型	动力类型	平台
普通品牌	大众	PASSAT PHEV	B	轿车	PHEV	MQB
		ID.CROZZ	A	SUV	EV	MEB
		ID.3	B0	轿车	EV	MEB
		ID.ROOMZZ (MEB)	B	SUV	EV	MEB
	斯柯达	速派PHEV	B	轿车	PHEV	MQB
		VISION iV (MEB)	B	轿车	EV	MEB
	通用	别克enspire	B	SUV	EV	eMotion
		ESCAPE PHEV	A	SUV	PHEV	
	福特	Ford Mach E	B	SUV	EV	C2平台
		翼虎PHEV	A	SUV	PHEV	C2平台
		探险者PHEV	C	SUV	PHEV	C2平台
		Proace (PSAOEM)		厢货车	EV	
	丰田	ProaceCity (PSA OEM)		MPV	EV	
		C-HR EV	A0	SUV	EV	
	本田	HONDA e	A00	轿车	PHEV	
		Peugeot 2008 BEV	A0	SUV	EV	CMP
	PSA	Peugeot 508 PHEV	B	轿车	PHEV	EMP2
		Peugeot 208 BEV	A0	轿车	EV	CMP
		Peugeot 3008 PHEV	A	SUV	PHEV	EMP2
	日产	Imx	A	SUV	EV	
		zoe e	A0	轿车	EV	
		K-ZE	A0	SUV	EV	
	雷诺	K5	B	轿车	PHEV	
		K3	A	轿车	PHEV	
		KX3	A0	SUV	EV	
		SP2C PHEV	A0	SUV	PHEV	
	起亚	Genesis essentia		跑车	EV	
菲斯瑞EV		A0	轿车	EV		
领动PHEV		A	轿车	PHEV		
伊兰特EV		A	轿车	EV		
现代						

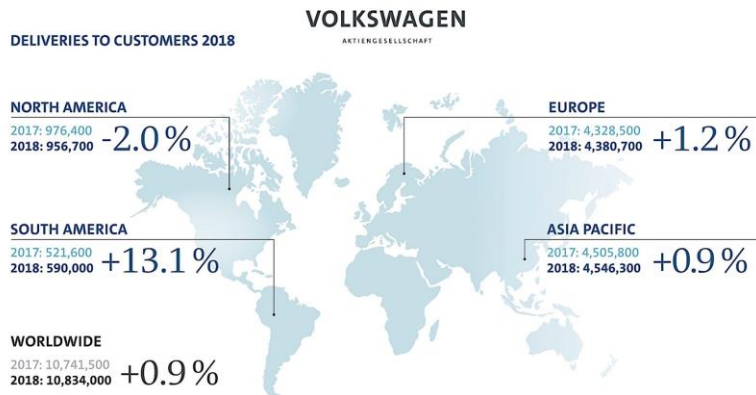
供给：大众MEB平台

- 大众MEB平台，年产规模预计达**400万台**：为全球最大量产规模纯电平台
- 大众电动化新战略规划：
 - 电动化率：2020年电动化率**4%**，2025年**超20%**；
 - 未来5年：大众EV销量CAGR+97%。预计19年10万，20年约40万，2025年约300万，2029年之前交付2600万EV（MEB2000万+PPE600万），600万PHEV（MQB&MLB）；
 - 产能总规划：2022年全球共8座MEB工厂，目前有4个MEB平台量产或在建；
- 大众全球销量特征：全球1083万辆，其中欧洲占40.4%，亚洲占42.0%，北美占8.8%，南美占5.4%；

图表：大众MEB生产基地量产规划

平台	上汽大众	一汽大众	德国大众	美国大众
生产基地	上海	佛山	德国茨维考	田纳西州
产能规划	30万	30万	30万	
开工时间	2018.10.19	2018		
投产时间	2019.11样车下线	2020量产	2019	

图表：大众全球销量区域分布

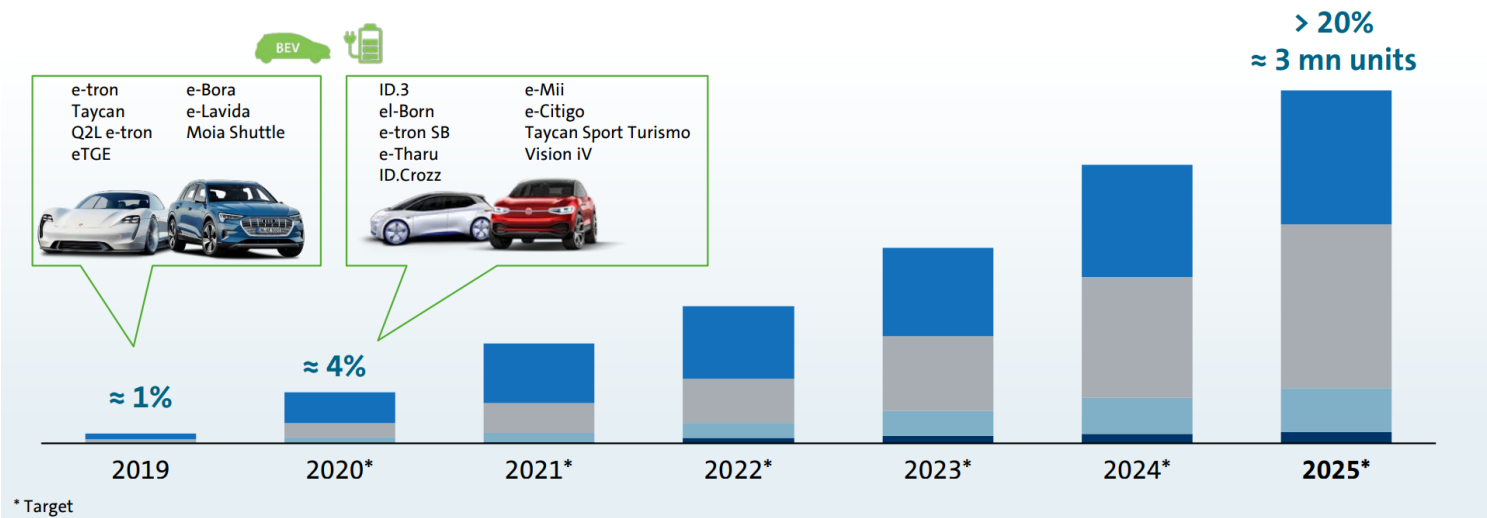


大众：分区域规划，2025年电动化率>20%

VOLKSWAGEN
AKTIENGESELLSCHAFT

Significant increase in BEV deliveries will support CO₂ compliance

Volkswagen Group – BEV volume by regions (BEV share of total Group Deliveries in %)



供给：特斯拉Model 3爆款

- 特斯拉Model 3爆款力量，当前销量受制于产能：9月欧洲市场销量1.67万，环比+254%；
- 特斯拉国产化后，成本下降具降价空间，激发需求：2019.9特斯拉上海工厂第一辆车下线，周产能3000/辆，1期年产能15万辆。随着其产能释放，交付能力将进一步提升；
- T拟推电动皮卡Cybertruck，皮卡市场电动化开启：美国皮卡市场超280万，集中度高，空间广阔

图表：特斯拉销量预测，20/21预计达59/103万

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Model 3	0.2	14.6	30.2	50	55
Model S/X	10.1	9.9	6.4	6	6
Model Y				4	36
Roadster					1
Cybertruck					3
Semi					2
合计	10.3	24.5	36.6	59	103

图表：Model 3 区域销量结构（2019年1-9月）/辆

地区	2019年1-9月	累计占比	9月单月
北美	109494	57%	14350
中国	18996	10%	3594
欧洲	63070	33%	16754
合计	191560	100%	34698

图表：特斯拉车型及产能扩张

时间	主要内容
2019年2月	马斯克发布推特，2019年年底达到年化产能50万辆（约10000辆/周）的目标
2019年2月	马斯克与ARK Invest的谈话报告透露，预计公司于2021年和2023年分别达到110万和300万的总产量。
2019年9月	公司正准备增加5条生产线用于生产Model Y
2019年10月	公司计划在2020年生产数量有限的Semi卡车。 Cybertruck 预计2020年末上市，Roadster还在开发中。
19Q3季报	预计2020年暑期开始生产Y，秋季开始交付（设备已开始安装，目前进度超前）

目录

一、需求：超严碳排放法规，欧洲电动车爆发

二、透析全球海外锂电巨头供应链特征

三、中游锂电材料海外供应链弹性测算

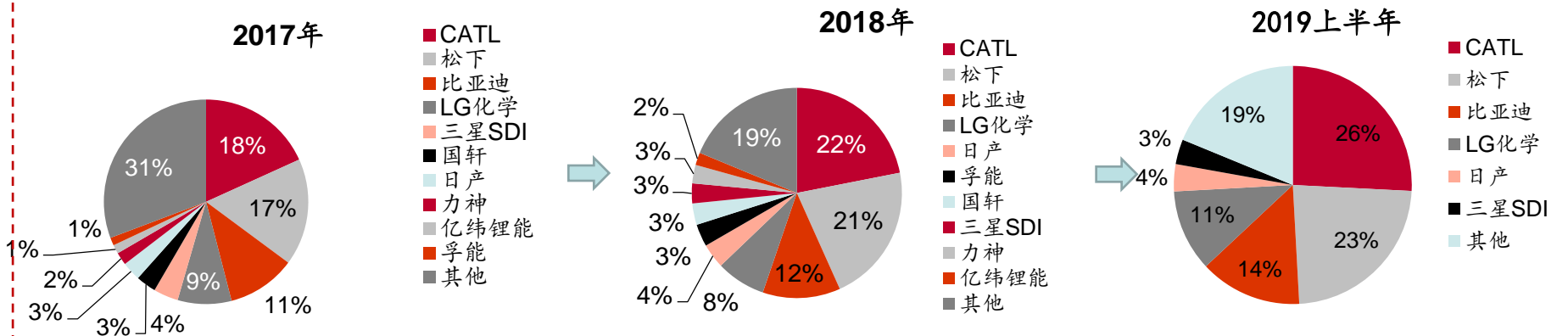
四、投资建议

全球动力电池：龙头集中度提升

■ 全球锂电龙头集中度提升：CR5为78%

- 全球龙头持续集中：2019H1，CATL/松下/比亚迪电池装机分别占比26%/23%/14%；CR5提升至78%（2018年67%）
- 国内CATL独占鳌头，19年份额提升：2019前三季度提升至51.2%（2018年40%）；

图表：全球动力电池竞争格局，龙头持续集中



国内锂电池竞争格局

- 2019年整车产销预计与去年持平，但电池龙头CATL份额持续提升
- 国内动力电池一超多强，CATL前Q3装机24.22Gwh，份额大幅升至51.7% (+9.1个PCT)

2018年装机				2019年1-10月装机			
序号	企业	电池装机	市占率	序号	电池厂	电池装机	市占率
1	CATL	23.45	42.6%	1	CATL	24.22	51.7%
2	比亚迪	11.33	20.6%	2	比亚迪	9.37	20.0%
3	国轩高科	3.07	5.6%	3	国轩高科	2.44	5.2%
4	力神	2.02	3.7%	4	力神	1.29	2.7%
5	孚能	1.89	3.4%	5	中航锂电	1.14	2.4%
6	比克	1.76	3.2%	6	亿纬锂能	1.01	2.2%
7	亿纬锂能	1.29	2.3%	7	孚能科技	0.73	1.6%
8	北京国能	0.80	1.4%	8	鹏辉	0.60	1.3%
9	中航锂电	0.72	1.3%	9	卡耐	0.57	1.2%
10	卡耐新能源	0.64	1.2%	10	比克	0.56	1.2%
11	广州鹏辉	0.62	1.1%	11	欣旺达	0.48	1.0%
12	万向A123	0.60	1.1%	12	多氟多	0.44	0.9%
13	桑顿新能源	0.54	1.0%	13	河南锂动	0.37	0.8%
14	哈光宇	0.54	1.0%	14	联动天翼	0.33	0.7%
15	福斯特	0.47	0.8%	15	珠海银隆	0.30	0.6%
	其他	5.37	9.7%		其他	3.03	6.5%
	合计	55.09	100.0%		合计	46.86	100%

来源：真锂研究，中泰证券研究所

全球锂电龙头产能大扩张

- **动力电池新增产能集中在头部厂商：**随着2020年国际车企电动车型放量推出市场，动力电池高端产能仍显不足，全球锂电池巨头CATL、松下、LG化学、三星SDI、SKI等纷纷开启新一轮大规模全球产能布局。
- **国内厂商2019-2021年有望分别新增68/91/120GWh；**
- **日韩龙头2020-2021拟全球扩建65/102/93Gwh；**

图表：海外锂电龙头产能扩张 (Gwh)

电池厂商	2018	2019	2020	2021
松下	33	51	82	117
LG	32	70	100	130
三星	10.8	14	27	40
SKI	4.7	7.2	25.2	40.2
日产		2.5	5	5
Northvolt		1	8	8
合计	81	146	247	340
当年新增	31	65	102	93

图表：国内主要锂电厂商产能扩张 (Gwh)

序号	电池厂商	2017年	2018年	2019年E	2020年E	2021年E
1.1	CATL (独资)	17	30	49	68	94
1.2	CATL (仅合资)			10	14	42
2	比亚迪	16	26	40	60	72
3	孚能科技	2	2	9	22	41
4	亿纬锂能	5	9	14	20	20
5	欣旺达		2	4	6	6
6	中航锂电	5	5	5	11	21
7	恒大 (卡耐)	6	6	6	10	18
8	力神	10	12	19	27	30
9	国轩	6	6	10	15	20
10	蜂巢能源			1	5	13
产能合计		67	98	166	257	377
当年新增产能 (Gwh)			32	68	91	120

■ LGC、CATL国际车企配套领先

- **LGC:** 除了日系和TSLA， 其是几乎所有主流车企的核心供应商， 海外市场份额约40%+;
- **CATL:** 国内市场绝对领先， 并涉足大部分国际车企;
- 电池厂配套外资车企数量排序：
 - LG (13家)**
 - CATL (11家)**
 - 三星SDI (9家)
 - 松下(7家)
 - SKI (6家)
 - 比亚迪 (2家)
 - 孚能 (1家)

图表：主流车企-电池配套关系

电池车企	CATL	松下	LG	三星	SKI	BYD
特斯拉		△	△			
大众全球	△	△	△	△	△	
宝马	△			△		
奥迪		△	△	△		
福特		△	△		△	△
通用			△			
克莱斯勒			△	△		
雷诺	△		△	△		
PSA	△		△			
戴姆勒奔驰	△		△	△	△	
丰田	△	△				△
马自达						
日产	△	△				
本田	△	△				
沃尔沃	△		△	△		
法拉利					△	
捷豹路虎	△		△	△		
现代&起亚	△		△		△	
三菱					△	
Lucid Motors			△	△		
上汽	△		△			
广汽	△					
一汽	△					
吉利	△		△			
比亚迪						△
北汽	△				△	
长城	△					
东风	△		△			
国内客户数	23	0	6	0	1	1
海外客户数	11	7	13	9	6	2
合计	34+	7	19+	9	7	3

LG化学供应链：弹性最大

■ LGC供应链特征分析：

- 供应链体系开放
- 降本压力、中国产能投产加速本土化供应
- 供应商层面：负极、隔膜弹性最大

图表：LGC 供应链特征

电池出货量	供应链特征
上游资源端	向资源端延伸，多样化
正极材料	部分自供，与华友合资布局三元前驱体；并与海外优美科合作；
负极材料	实现本土化供应，国内贝特瑞、璞泰来、杉杉等实现供应；海外以日历化成等为主；
隔膜	湿法隔膜以旭化成、东丽等为主，并已引入中国供应商，包括恩捷、捷力等；
电解液	海外动力类以三菱化学等为主，新宙邦、国泰、天赐渗透率逐步提升；

■ 2020年LGC电池增速快——供应链弹性最大：

- 下游客户：涵盖国际一线车企超13家，居首。大众MEB主供、特斯拉、PSA等2020年放量；
- LGC产能规划大：19/20年计划70、100Gwh
- LGC出货量翻倍以上：预计19年13-16Gwh；2020年约40Gwh，翻倍以上增速；

■ LGC国内核心供应商：恩捷股份、璞泰来、新宙邦等；

LG化学电池装机量 (Gwh)			
	2019E	2020E	YOY
中国	0.007	6.8	
欧洲	10.5	29.1	177%
美国	1.1	1.8	67%
其他	2.0	2.5	22%
合计	14	40	195%
对应锂电材料需求			
	2019E	2020E	YOY
三元正极	2.3	6.8	195%
负极	1.5	4.4	195%
隔膜	2.3	6.8	195%
电解液	1.8	5.2	195%

松下供应链：供应体系较封闭

■ 松下供应链特征分析：

- 总体以日资体系内为主，相对封闭；
- 供应链：负极、隔膜国内加速渗透

■ 受益Tesla放量，松下出货量领先

- 下游客户：18/19年独家供应特斯拉加速放量；配套车企包括：特斯拉、大众、丰田、本田、日产、奥迪等，整体客户布局落后于LG化学；
- 松下出货量：18年装机20.75Gwh，预计19年/20年装机约26-28Gwh；
- 松下国内核心供应商：恩捷股份、贝特瑞、新宙邦等；

图表：松下供应链特征

电池出货量	供应链特征
上游资源端	依托住友金属；
正极材料	以住友为主，国内芳源环保供应NCA三元前驱体
负极材料	以日立化成、贝特瑞为主，其中 贝特瑞 主供（松下-特斯拉）
隔膜	基膜以日本东丽、旭化成为主； 涂覆隔膜-住友涂覆； 目前正逐步转向中国隔膜供应商， 上海恩捷规模供应 ；
电解液	动力此前以三菱化学为主（三菱官宣日本产能扩至1.6万吨，中国计划2万吨；）；

三星SDI供应链：动力以日韩为主，国内待发力

■ 三星SDI供应链特征：

- 较开放，最早一批引进中国本土材料供应商
- 近2年着重储能、3C消费、电动工具市场等；
- 动力电池稳步推进，不如LG积极

■ 三星以宝马为主，动力近2年推进速度放缓

- 下游客户：整体客户布局落后于LG化学；主要客户以宝马、奥迪、雷诺、捷豹路虎、沃尔沃等；
- 出货量：
18年装机2.97Gwh，预计19年装机约4Gwh
- 国内核心供应商：供货以消费类产品为主，包括**璞泰来、恩捷股份、新宙邦、贝特瑞等**；

图表：三星SDI供应链

电池出货量	供应链特征
上游资源端	以三星物产接触钴矿资源，锂资源端与国内赣锋等合作
正极材料	以韩国ECOPRO、优美科为主，国内通过ECOPRO扶持格林美等，动力及储能用正极国内以当升等为主，并持续开发国内供应商。
负极材料	璞泰来（3C人造石墨）、贝特瑞、杉杉等；
隔膜	海外主要以东丽、旭化成为主；国内以恩捷、苏州捷力、星源等；目前采购国内供应商以高端超薄3C湿法隔膜，储能用干法隔膜为主。动力用相对较少；
电解液	国内以新宙邦为主，海外以三菱、韩国旭成、soulbrain中央玻璃为主；

SKI供应链：后起之秀，相对封闭，尚待起量

■ SKI供应链特征：

- 扩产计划庞大，国内与亿纬锂能合作建厂（总体约（9Gwh+新增20-25Gwh））；
- 尚待起量：19年量少，2020年逐步放量
- 供应链体系相对封闭：部分环节自建产能（如隔膜、铜箔）

■ SKI中国产能扩张激进，明年逐步放量

- 下游客户：以奔驰、大众MEB、现代为主；
- 出货量：18年装机低于1Gwh，2019年预计2-3Gwh；
- 国内核心供应商：动力出货量刚起步放量，国内供货相对较少，**当升科技**为其国内重要战略合作伙伴

图表：SKI供应链特征

电池出货量	供应链特征
上游资源端	与澳Mines Ltd签钴采购协议、碳酸锂资源端（天齐锂业供货）
正极材料	国内与当升战略合作；
负极材料	国内负极材料整体供应较小；
隔膜	计划常州扩产
电解液	以日韩体系韩国旭成、三菱化学为主；国内供货目前较少

目录

一、需求：超严碳排放法规，欧洲电动车爆发

二、透析全球海外锂电巨头供应链特征

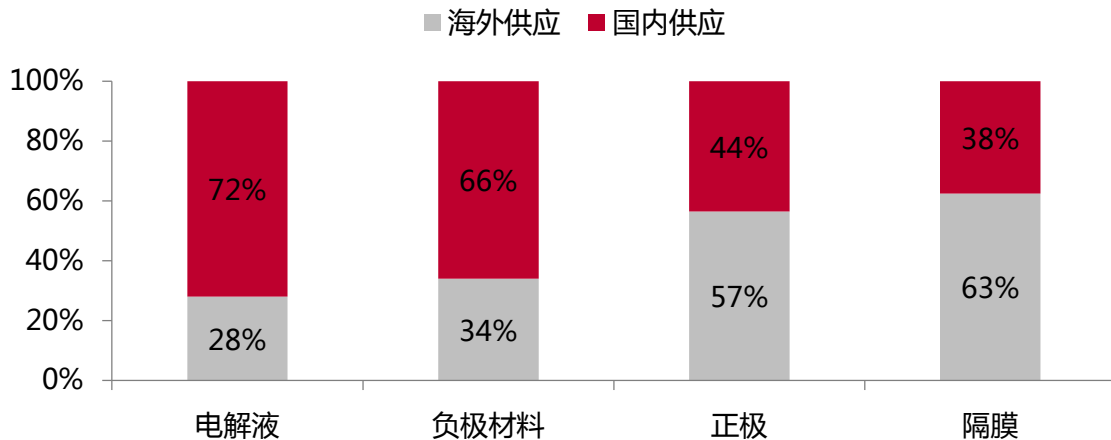
三、中游锂电材料海外供应链弹性测算

四、投资建议

全球锂电池材料国内厂商供货渗透率

- 负极、电解液：中国厂商占据主导，占据全球66%-72%份额；
- 隔膜：国内渗透率有望提升。中国厂商占比低于40%：特别是高端湿法隔膜海外渗透率较低，目前一方面实现国产替代，另一方面加速海外渗透。
- 正极材料：国内厂商占比低于50%

图表：全球锂电池材料国内厂商供货占比



资料来源：日本B3，GGII，中泰证券研究所

■ 湿法隔膜格局优化，龙头马太效应凸显。

- 呈现一超多强，“恩捷+捷力”份额超52%：据GGII，2019前三季度市占率大幅升至**约40%**（环比18年提升3.2%），收购捷力后上海恩捷。
- 低端过剩，高端偏紧：国内具备大规模批量供应锂电巨头能力的厂商屈指可数，产业链毛利率仍处于高位，未来价格与供需相关，龙头具备议价权。
- 国内隔膜厂商海外供应占比仍较低，未来有望凭借规模+成本优势+产品品质，海外渗透率望提升。

图表：湿法隔膜——恩捷占据绝对份额近40%

隔膜	毛利率				产能利用率		2019年前三季度市场集中度			2018市场集中度			2017市场集中度		
	2019H1	2018H2	2018H1	2017	2019Q3	2018年	集中度	CR5企业	市占率	集中度	CR5企业	市占率	集中度	CR5企业	市占率
湿法	43.0%	48.3%	48.9%	57.3%	38%	35%	CR3:60.54% CR5: 70.35%	上海恩捷	39.24%	CR3:55.2% CR5:64.3%	上海恩捷	36.0%	CR3:62.8% CR5:74.9%	上海恩捷	25.6%
								苏州捷力	12.94%		苏州捷力	11.5%		苏州捷力	20.5%
								星源材质	8.36%		中锂	7.7%		中锂	16.7%
								河北金力	7.27%		沧州明珠	4.9%		重庆纽米	6.3%
								长园中锂	2.54%		鸿图	4.2%		金辉高科	5.8%
干法					30%	30%	CR3:55.73% CR5: 71%	星源材质	30.96%	CR3:51.6% CR5:72.8%	星源材质	22.5%	CR3:41.1% CR5:54.1%	星源材质	20.2%
								中兴新材	13.42%		中兴新材	16.3%		沧州明珠	11.6%
								惠强能源	11.35%		惠强能源	12.8%		河南义腾	9.3%
								中科科技	8.46%		沧州明珠	12.4%		中科科技	9.0%
								沧州明珠	6.81%		中科科技	8.8%		重庆纽米	4.0%

来源：GGII，中泰证券研究所

负极材料：中国厂商占主导

- “三大四小”竞争格局稳定：以贝特瑞、杉杉、江西紫宸三大负极材料厂商为主；
- 海外负极产能扩产不足
- 海外锂电巨头以国内负极材料为主：国内贝特瑞-松下核心供应商：璞泰来LG化学等核心供应商，未来海外供应链本土供应商技术、成本、产能优势显著

图表：负极呈现“三大四小”格局，人造石墨以杉杉、紫宸（璞泰来）为主；天然石墨贝特瑞占比72%

负极材料	毛利率				产能利用率		2019年前三季度市场集中度			2018市场集中度			2017市场集中度		
	2019H1	2018H2	2018H1	2017	2019Q3	2018年	集中度	CR5企业	市占率	集中度	CR5企业	市占率	集中度	CR5企业	
人造石墨	27.7%	33.0%	29.2%	32.7%	45%	44%	CR3:66.04% CR5:78.40%	上海杉杉	23.84%	CR3:61% CR5:76%	江西紫宸	24.4%	CR3:60% CR5:70%	江西紫宸	28%
								江西紫宸	23.32%		东莞凯金	18.9%		上海杉杉	23%
								东莞凯金	18.88%		上海杉杉	17.9%		深圳斯诺	10%
								翔丰华	6.44%		贝特瑞	9.0%		贝特瑞	7%
								贝特瑞	5.92%		长沙星城	6.2%		翔丰华	3%
天然石墨							CR3:81.98% CR5:88.54%	贝特瑞	72.06%	CR3:79% CR5:91%	贝特瑞	57.1%	CR3:75% CR5:86%	贝特瑞	52%
								江西正拓	5.59%		上海杉杉	15.2%		上海杉杉	15%
								上海杉杉	4.33%		长沙星城	7.0%		江西正拓	7%
								长沙星城	3.53%		江西正拓	5.8%		翔丰华	6%
								翔丰华	3.03%		翔丰华	5.6%		长沙星城	5%

来源：GGII，中泰证券研究所

■ 电解液、三元正极：投资逻辑“以量为主”

- 电解液：竞争格局较为稳定，新宙邦、天赐、江苏国泰海外实现供货
- 三元正极材料：正处于战国时代，竞争格局逐步形成，国内以当升科技动力材料率先供应日韩锂电龙头

图表：正极材料、电解液（动力）竞争格局

细分子行业		毛利率				产能利用率		2019年前三季度市场集中度			2018市场集中度			2017市场集中度		
		2019H1	2018H2	2018H1	2017	2019Q3	2018年	集中度	CR5企业	市占率	集中度	CR5企业	市占率	集中度	CR5企业	
正极材料	LFP	21.0%	19.4%	20.5%	22.7%	20%	14%	CR3:61.65% CR5: 70.01%	德方纳米	32.39%	CR3:43.3% CR5:55.8%	德方纳米	24.0%	CR3:40.3% CR5:50.0%	贝特瑞	16.9%
									贝特瑞	20.90%		贵州安达	9.9%		湖南升华	14.7%
									北大先行	8.36%		北大先行	9.4%		北大先行	8.7%
									贵州安达	5.85%		贝特瑞	9.1%		斯特兰	5.0%
									万润	2.51%		天津斯特拉	3.4%		德方纳米	4.7%
	NCM					34%	36%	CR3:36.45% CR5: 54.06%	容百锂电	12.73%	CR3:30.5% CR5:47.1%	长远锂科	10.3%	CR3:33.5% CR5:49.4%	容百锂电	12.9%
									长远锂科	12.41%		容百锂电	10.2%		长远锂科	11.0%
									振华新材料	11.31%		当升科技	9.9%		湖南杉杉	9.6%
									容百锂电	10.47%		振华新材料	8.8%		当升科技	8.8%
									长远锂科	7.14%		湖南杉杉	7.8%		厦门钨业	7.1%
电解液（动力）	27.0%	26.4%	24.8%	36.2%	45%	26%	CR3:58.49% CR5: 74.03%	天赐材料	30.27%	CR3:60.3% CR5:69.4%	天赐材料	28.8%	CR3:49.5% CR5:64.2%	天赐材料	28.2%	
								新宙邦	18.01%		新宙邦	18.4%		江苏国泰	15.0%	
								江苏国泰	10.21%		江苏国泰	13.1%		新宙邦	14.3%	
								东莞杉杉	9.15%		汕头金光	4.8%		珠海赛纬	6.7%	
								珠海赛纬	6.39%		东莞杉杉	4.3%		香河昆仑	6.6%	

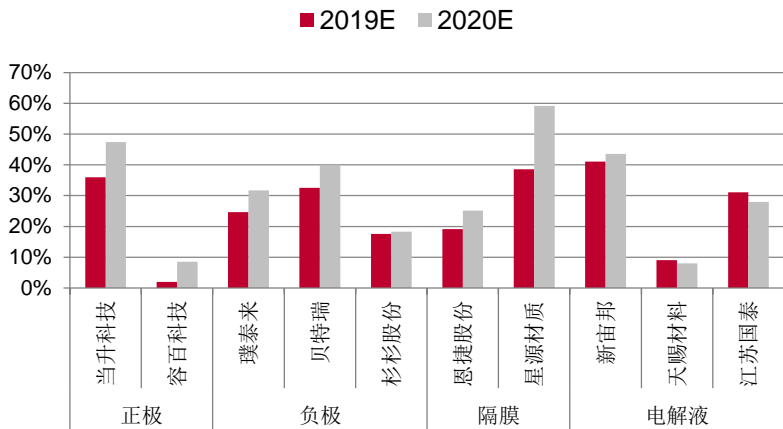
■ 通过对海外锂电龙头LGC、松下、三星SDI、SKI供应链特征分析：

➢ 首推LGC化学供应链，弹性最大，锂电材料环节排序：隔膜、负极、电解液、正极；

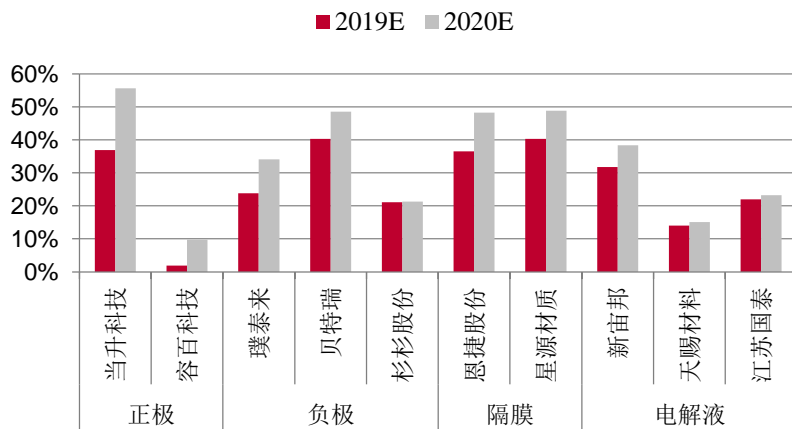
■ 其一，负极材料特别是人造石墨产能集中在国内，国内厂商产品性能、成本、价格相较于日韩企业优势明显，占据主导份额，国内璞泰来动力预计占LG化学40%-50%份额，贝特瑞占松下约50%份额；

■ 其二，湿法隔膜竞争集中在国内龙头、海外旭化成和东丽，国内隔膜厂商在规模、成本上优势显著，渗透率有望逐步提升；目前国内恩捷股份已成功进入松下、LG化学、三星供应链体系，并占据较高份额；

图表：海外出货量/自身材料总出货量比重



图表：海外出货收入/材料总收入



特别说明：上述海外出货量仅为向LG化学、松下、三星SDI、SKI等锂电池公司供货，为预测值，与实际情况存在偏差；

来源：公司公告，中泰证券研究所预测

■ 海外供应链，生产计划性强，盈利更稳定。2019Q3行业产销疲软，部分龙头企业减产情况下，龙头公司特别是实现海外供应公司业绩逆势实现环比增长。

图表：锂电池及材料龙头个股盈利汇总（截止2019Q3）

环节	公司	2018年				2019年前三季度		2019年Q3		
		收入	同比	扣非净利润	同比	扣非净利润	同比	扣非净利润	同比	季度环比
三元正极	当升科技	32.8	52%	3.0	109%	2.0	0%	0.7	-22%	-9%
	容百科技	30.4	62%	2.0	121%	1.4	0%	0.4	0%	-44%
负极	璞泰来	33.1	47%	4.9	16%	4.2	26%	1.8	58%	44%
	贝特瑞	40.1	35%	4.1	40%	3.9	55%	1.7	18%	66%
	杉杉股份	88.5	7%	3.0	-31%	2.1	-45%	0.5	-37%	-58%
隔膜	恩捷股份	24.6	16%	3.2	126%	5.5	253%	2.3	87%	61%
	星源材质	5.8	12%	1.1	9%	1.1	27%	0.2	996%	-65%
电解液	新宙邦	21.6	19%	3.0	11%	2.3	22%	1.0	20%	56%
	天赐材料	20.8	1%	0.1	-97%	0.9	341%	0.4	254%	51%
	江苏国泰	368.0	7%	7.1	2%	6.7	26%	2.7	-21%	26%
锂电池	宁德时代	296.1	48%	31.3	32%	29.6	49%	11.5	-11%	27%

来源：WIND，中泰证券研究所

- **国内2020年需求展望：**国内销量展望乐观，增量来自于豪华、合资品牌电动车型数量爆发，以及一线自主等销量的增长。
- **海外需求展望：**欧洲在严苛的碳排放法规下，车企面临巨额罚款，如大众、PSA等，加速电动化战略。我们预计欧洲市场20/21年分别达到97万/143万，带动海外电动车高速增长。其中以大众MEB平台、特斯拉为首的将明确高速增长，重点推荐特斯拉、大众MEB平台、LG供应链。
- **从海外锂电龙头LGC、松下、三星SDI、SKI供应链特征分析，同时叠加海外放量，我们认为未来2年海外供应链弹性更大，首推LGC供应链。从锂电材料环节看，隔膜、负极海外盈利更高，国内凭借成本、规模、技术优势份额提升，重点推荐恩捷股份、璞泰来；电解液、正极材料“以量驱动”，电解液新宙邦海外布局稳健；单一SKI供应链当升科技战略合作弹性高；基于全球锂电巨头供应链特征，从竞争格局、海外盈利弹性角度，重点推荐锂电龙头核心供应商：恩捷股份、璞泰来、新宙邦、当升科技等。同时重点推荐大众MEB零部件供应商宁德时代、三花智控、宏发股份等。**

■ 新能源汽车政策不及预期，政策执行不及预期

各国新能源汽车补贴政策有提前退坡的可能性，补贴退坡的幅度存在不确定性，或者降低补贴幅度超出预期的风险；中国双积分制度、欧洲碳排放法规执行不及预期，导致行业电动车需求不及预期风险；

■ 全球新能源汽车销量不及预期

新能源汽车销售受到宏观经济环节、行业支持政策、消费者购买意愿等的影响，存在不确定性；

■ 竞争加剧导致产品价格大幅下降风险

电池产业链部分环节存在产能过剩引起竞争加剧，导致产品价格大幅下降风险。

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。