



仅供机构投资者使用  
证券研究报告/行业深度研究报告  
行业评级：推荐

# 质变撬动需求 拥抱黄金时代

## 新能源汽车2020

---

汽车行业首席分析师 崔琰

SAC NO : S1120519080006

2019年12月16日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

# 政策驱动转向供给驱动

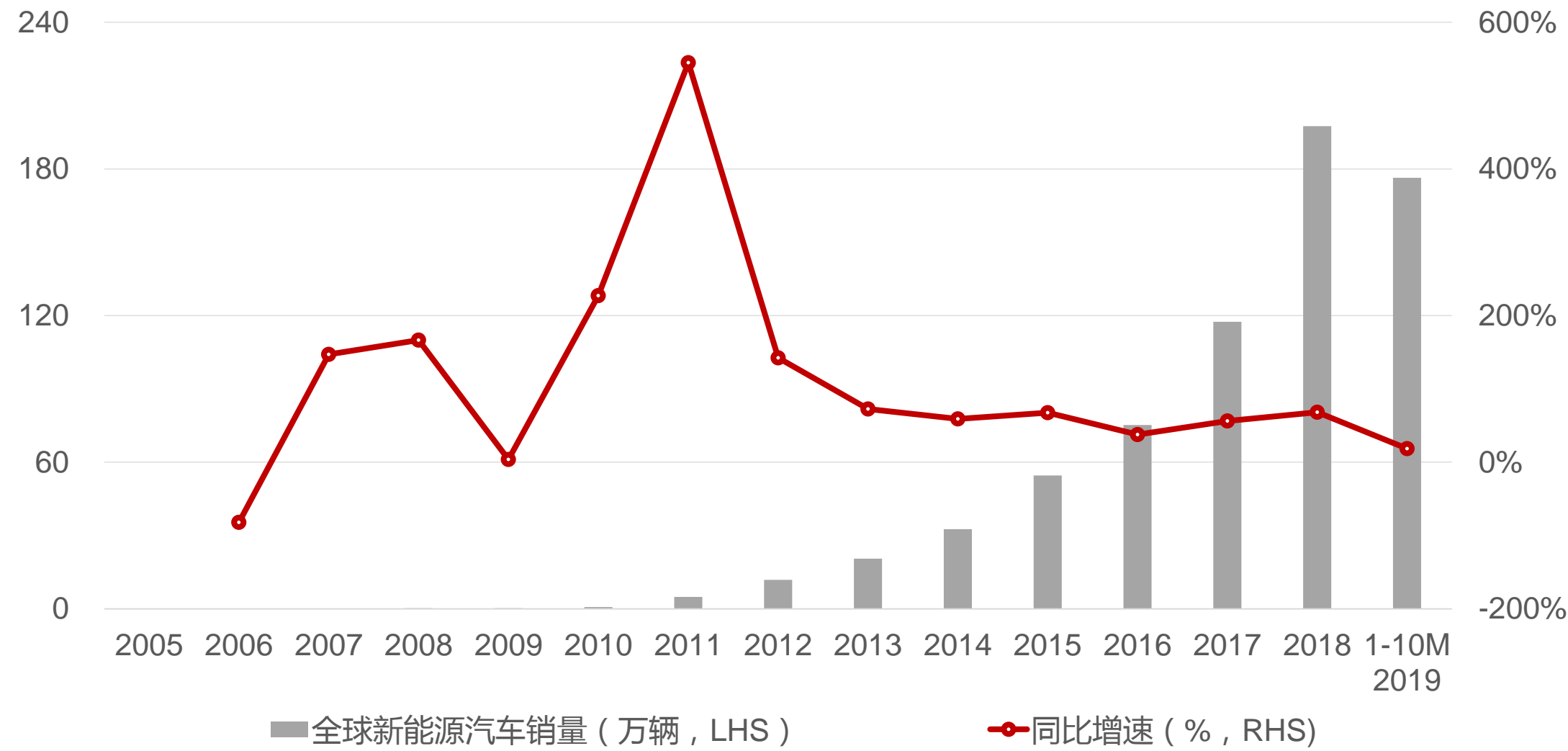
销量：增速放缓 爆款=增量

政策：从胡萝卜到大棒



# H 销量 | 趋势：全球销量增速放缓 中国政策变化为主因

图：全球新能源汽车销量及同比增速（万辆；%）



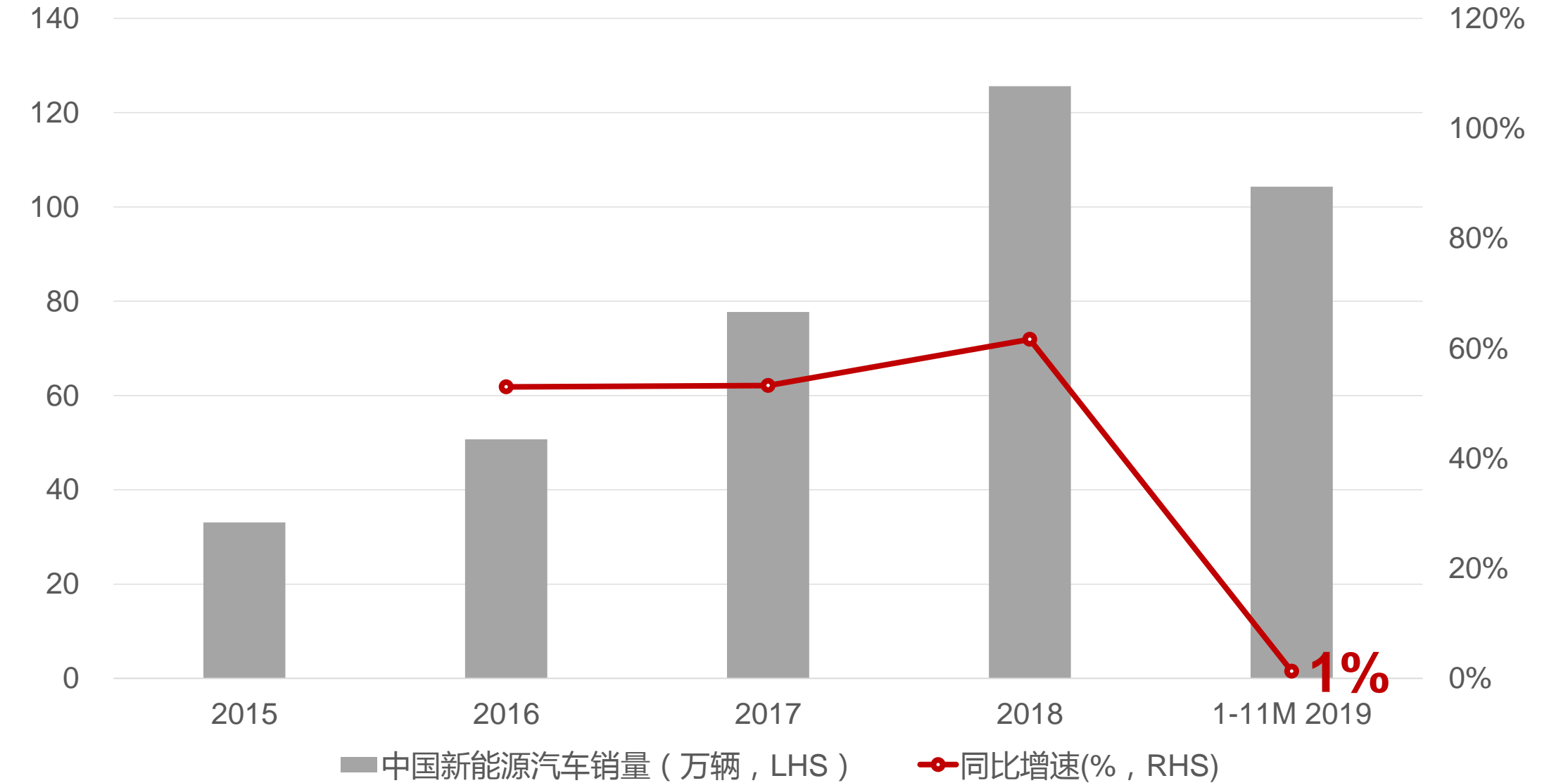
资料来源：IEA, EV Sales, 华西证券研究所

## 全球：增速放缓 中国主因

2016-2018：销量75/117/198万辆，同比+38%/+56%/+68%

2019前10月：销量176万辆，同比+18%，增速放缓

图：中国新能源汽车销量及同比增速（万辆；%）



资料来源：乘联会, 华西证券研究所

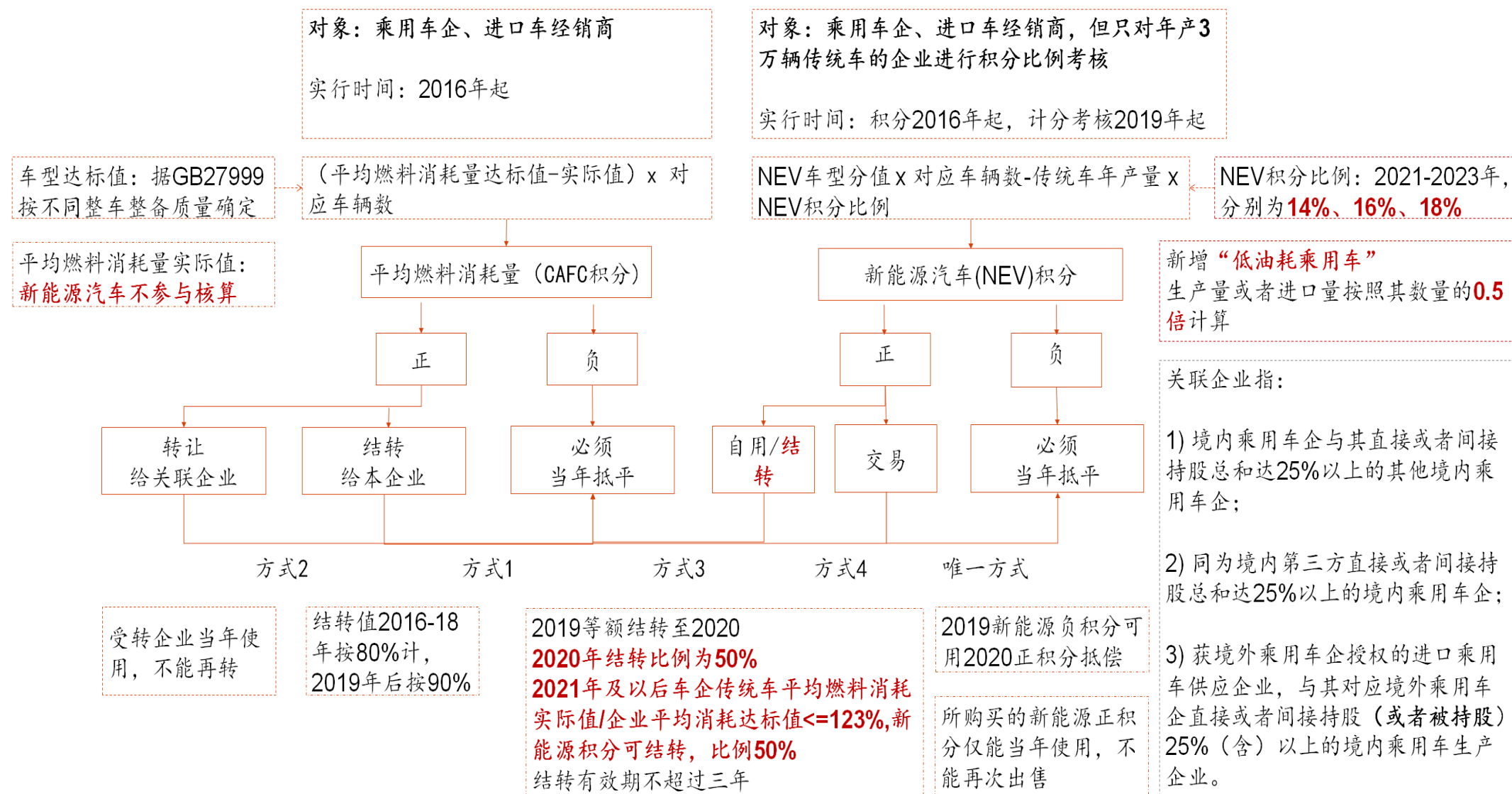
## 中国：补贴退坡 销量承压

2016-2018：销量51/78/126万辆，同比+53%/+53%/+62%

2019前11月：销量104万辆，同比+1%

9-11月：销量降幅扩大，同比-34%/-46%/-44%

图：2019版双积分修订征求意见稿运行机制



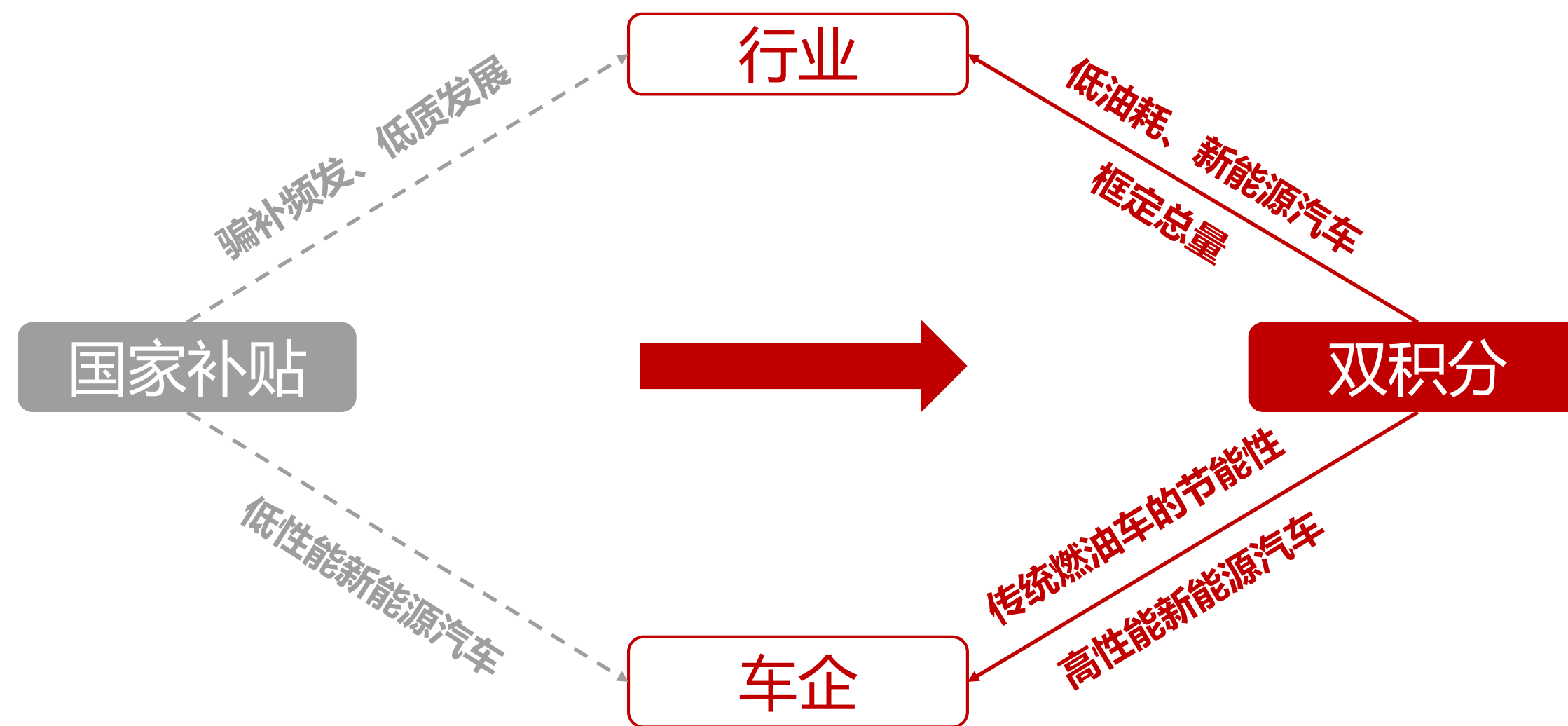
资料来源：工信部，华西证券研究所

## 双积分修订突出节能增效

2019版双积分修订主要变化：

- ✓ 新能源汽车不参与企业CAFC实际值的核算
- ✓ 新增低油耗车型
- ✓ 单车积分下降：BEV/FCEV整体减半，PHEV 2降至1.6分

图：补贴转向双积分



资料来源：工信部，华西证券研究所

## 双积分接力补贴

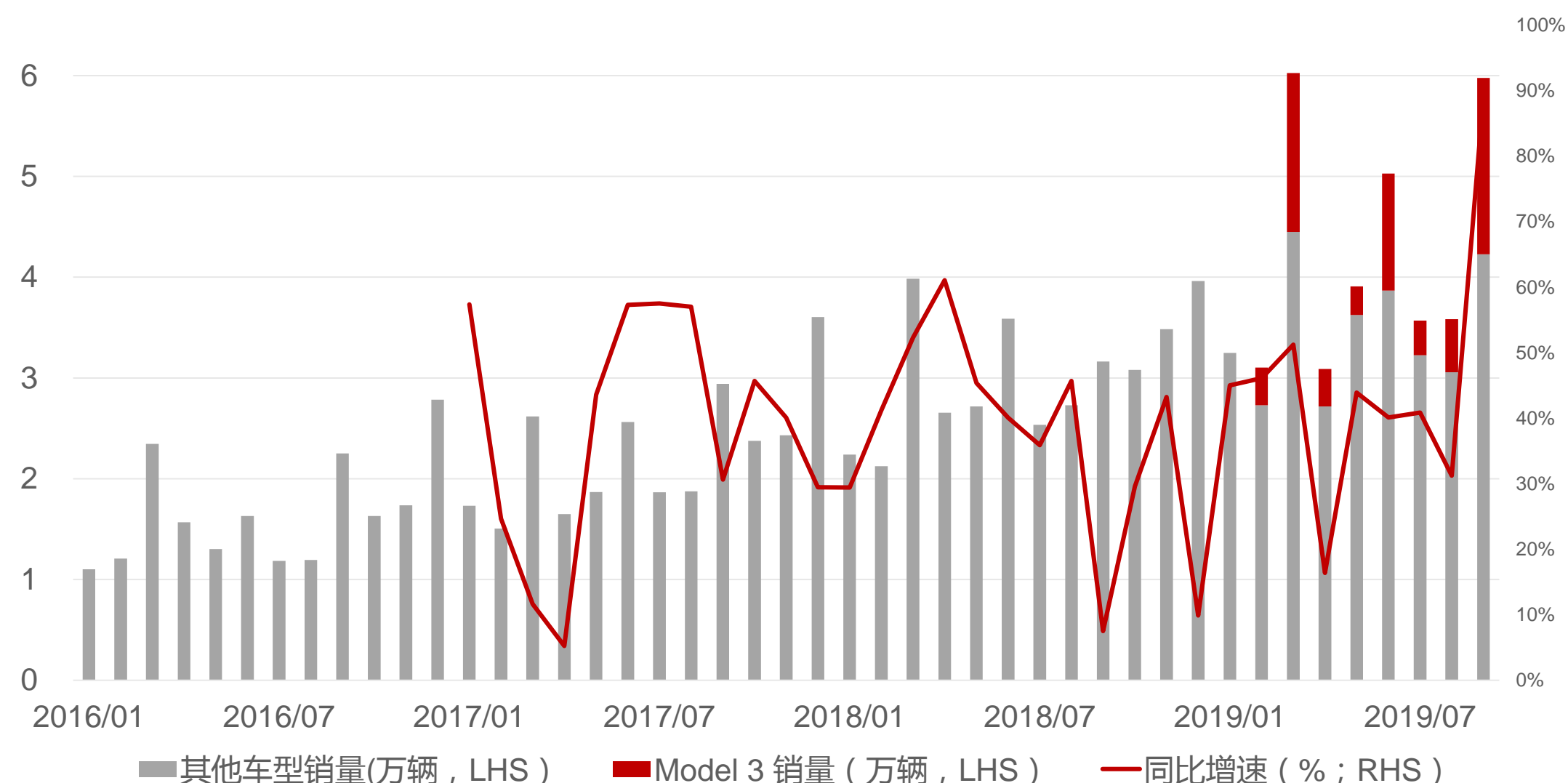
补贴加速退坡，双积分接力，影响如下：

- ✓ 对行业：促进行业向低油耗、新能源汽车转型，框定总量
- ✓ 对车企：1) 提升传统燃油车的节能性；2) 加大对高性能新能源汽车的投入



# H 销量 | 欧美：短期销量提振 爆款车Model 3是核心增量

图：欧洲新能源汽车销量及同比增速（万辆；%）



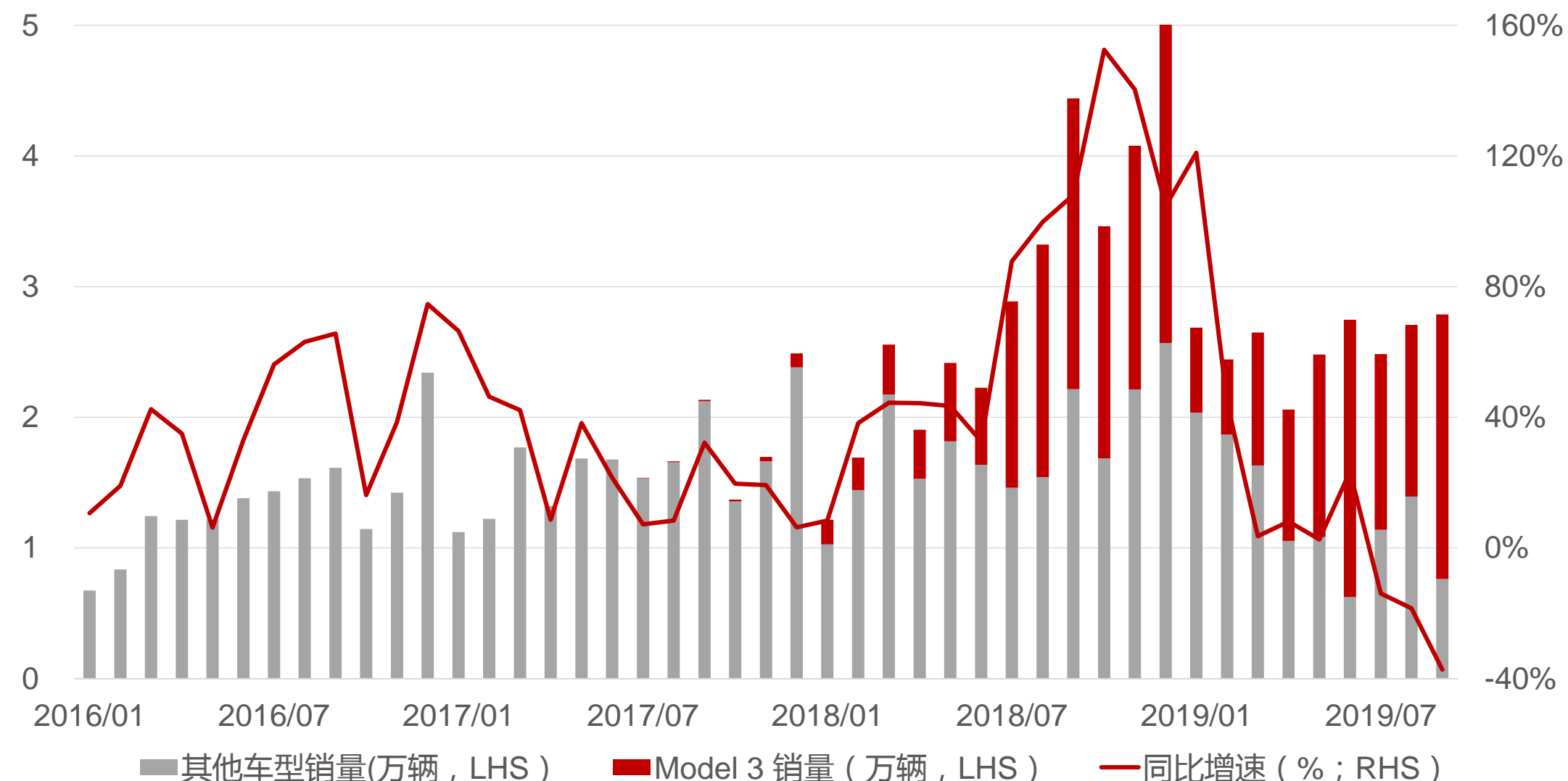
资料来源：Marklines，华西证券研究所

## 欧洲：增速回升 主因Model 3交付

2017-2019前9月：销量27/36/38万辆，同比+36%/+34%/+46%  
 增速显著提升主因：特斯拉Model 3大规模交付

Model 3：2019年2月交付，2-10月累计6.6万辆，夺得销量冠军（市占率15%）

图：美国新能源汽车销量及同比增速（万辆；%）



资料来源：Marklines，华西证券研究所

## 美国：特斯拉占比近50%

2017-2019前9月：销量20/35/23万辆，同比+23%/+79%/+2%

Model 3：2018/2019年前9月美国销量14/11万辆，绝对龙头，市占率39%/47%

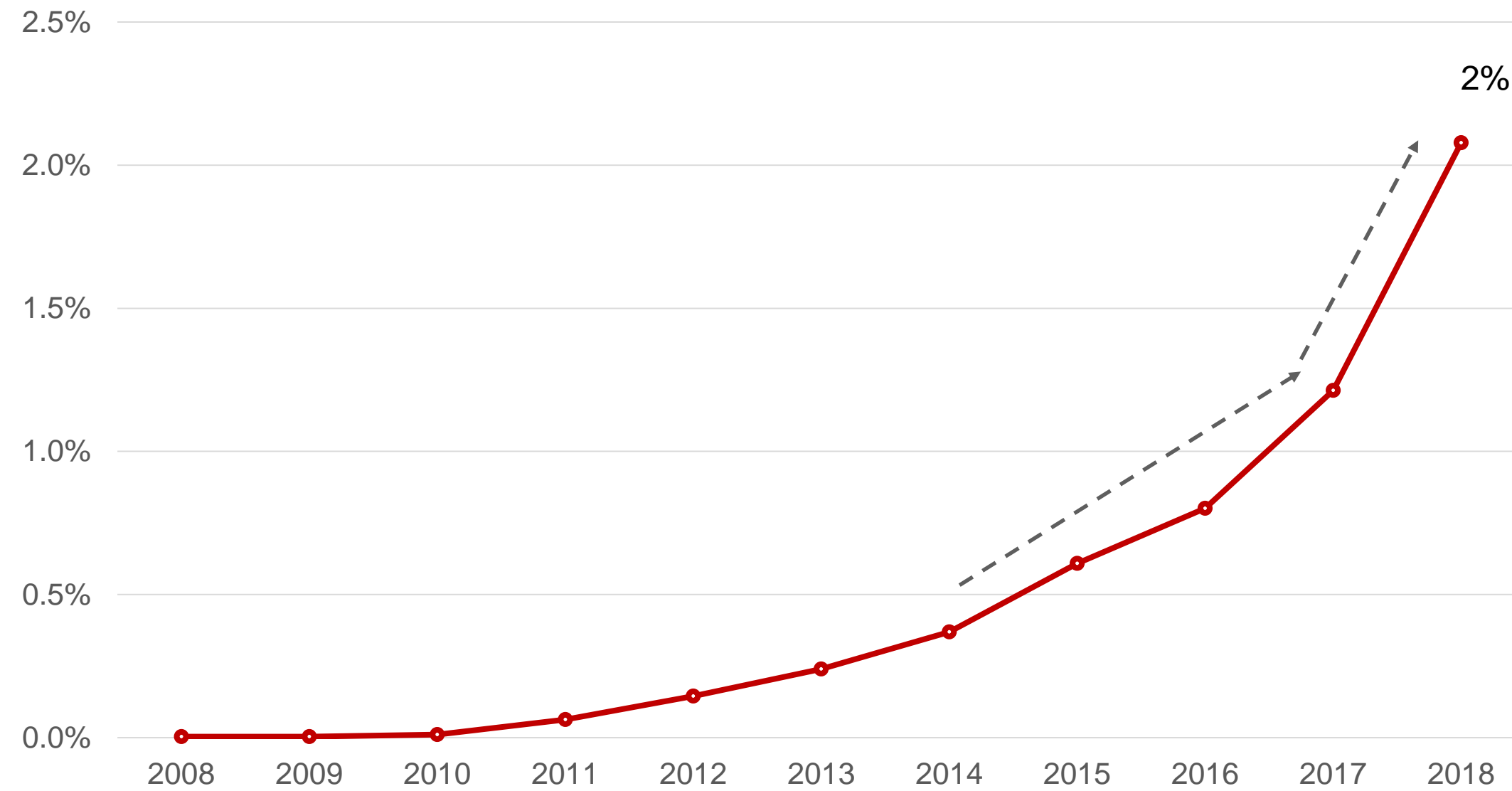
## 2020：供给端巨变

生命周期曲线：导入期到成长期  
专用平台兑现  
特斯拉国产



# H 供给 | 阶段：渗透加速提升 拐点即将到来

图：全球新能源汽车渗透率（%）

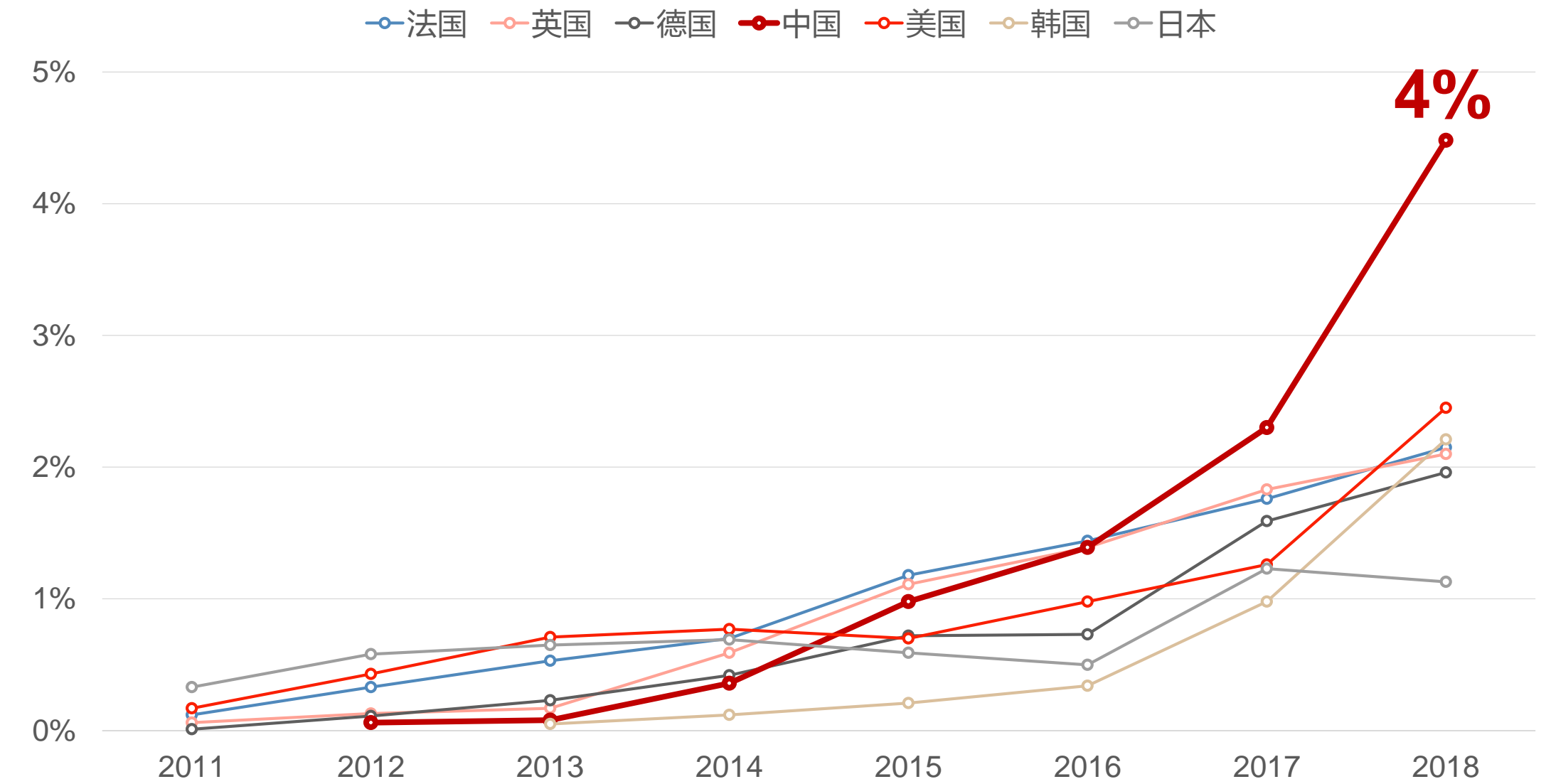


资料来源：IEA，华西证券研究所

## 全球加速渗透 上升空间广阔

2016-2018：全球新能源汽车渗透率0.8%/1.2%/2.1%

图：主要国家新能源汽车渗透率（%）



资料来源：IEA，Marklines，华西证券研究所

## 中国渗透加快

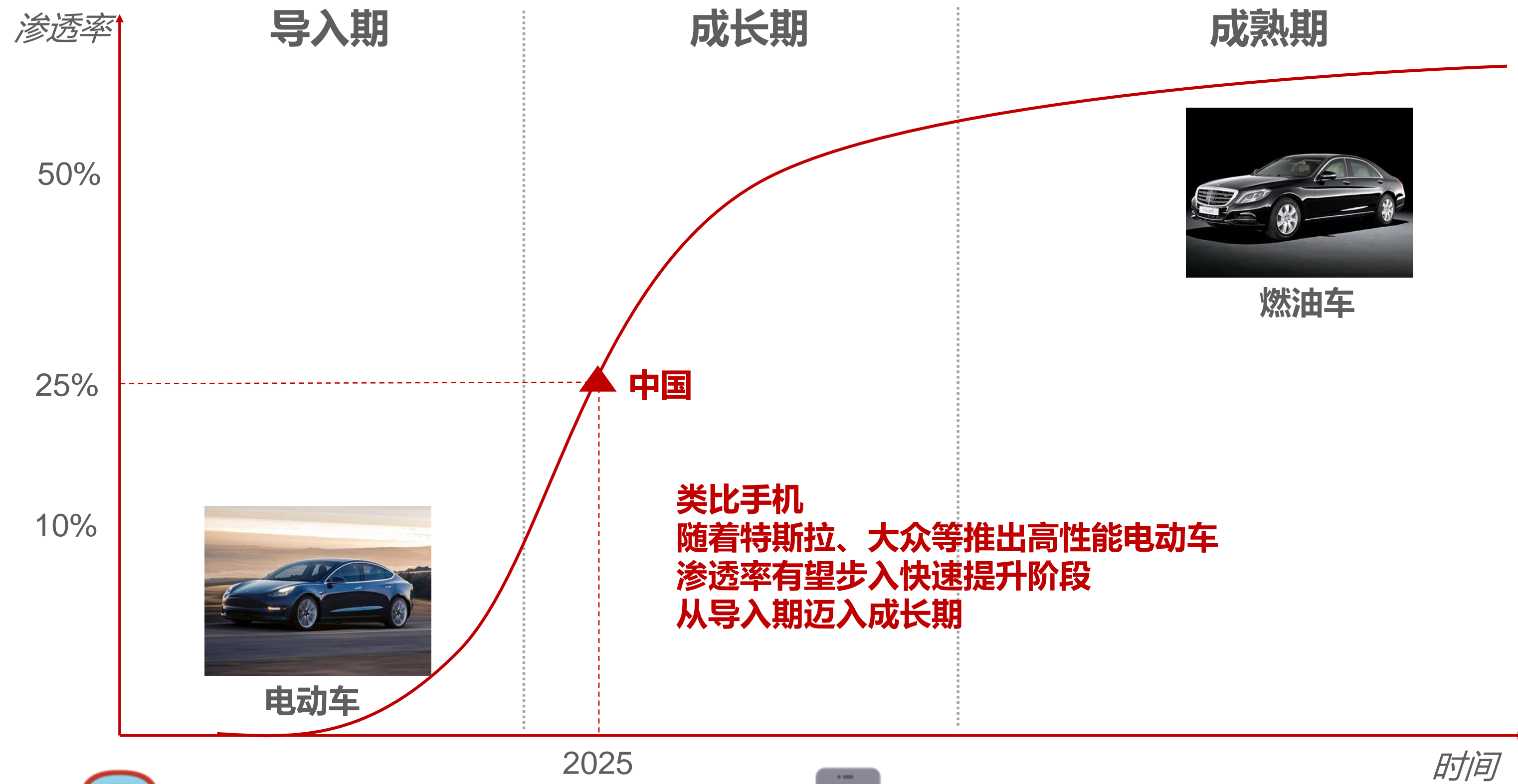
2016-2018：中国新能源汽车渗透率1.4%/2.3%/4.5%

北欧国家新能源汽车渗透率全球领先

2018：挪威、瑞典、荷兰、芬兰渗透率分别为46.4%、7.9%、6.6%、4.7%

# H 供给 | 阶段：参考智能手机 导入期到成长期拐点

图：产品生命周期曲线



相似的重要属性，相似的变革演进之路



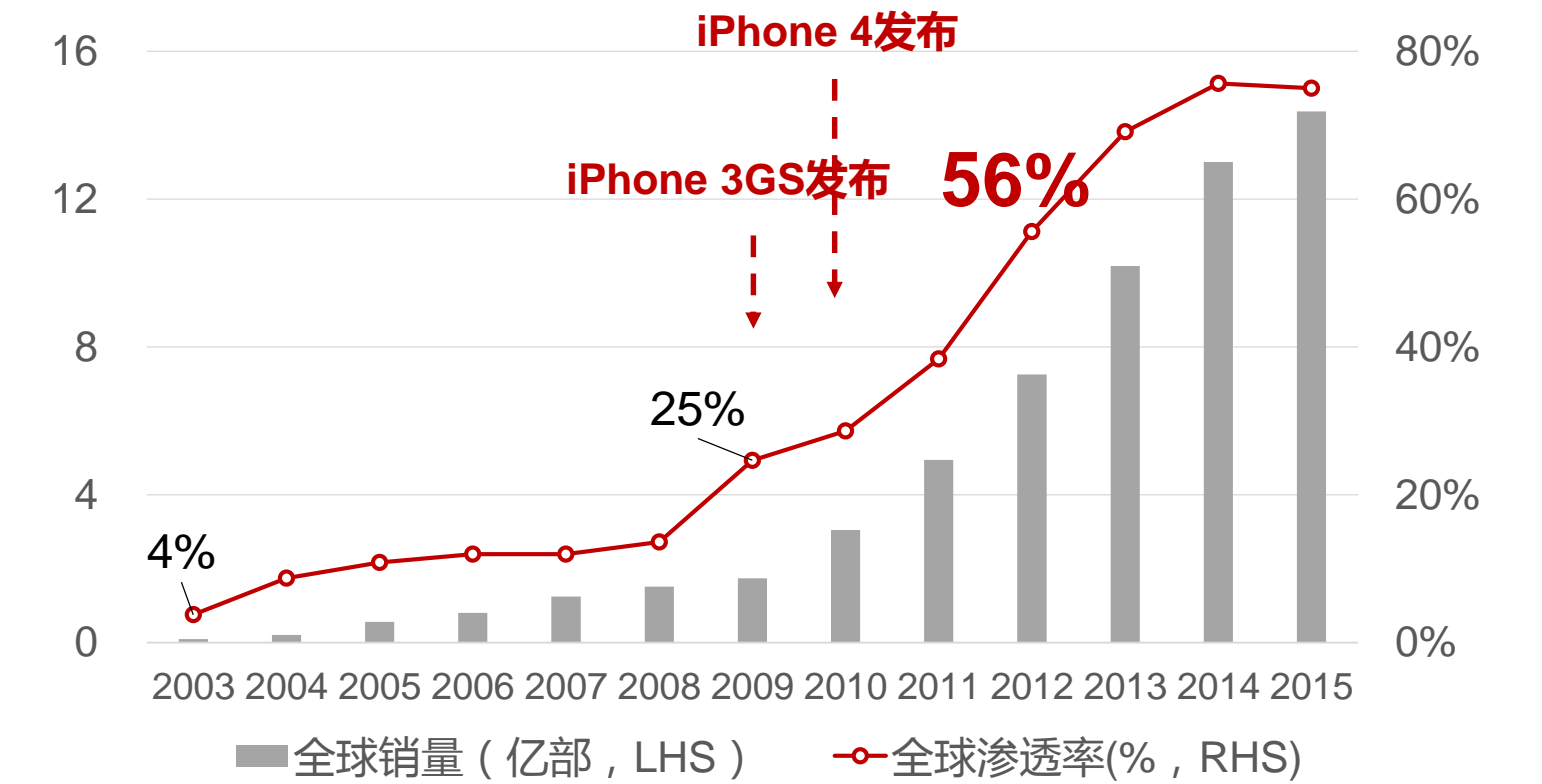
产品普及的驱动力都是居民收入提高

都具有较完备的工业体系和大量人才

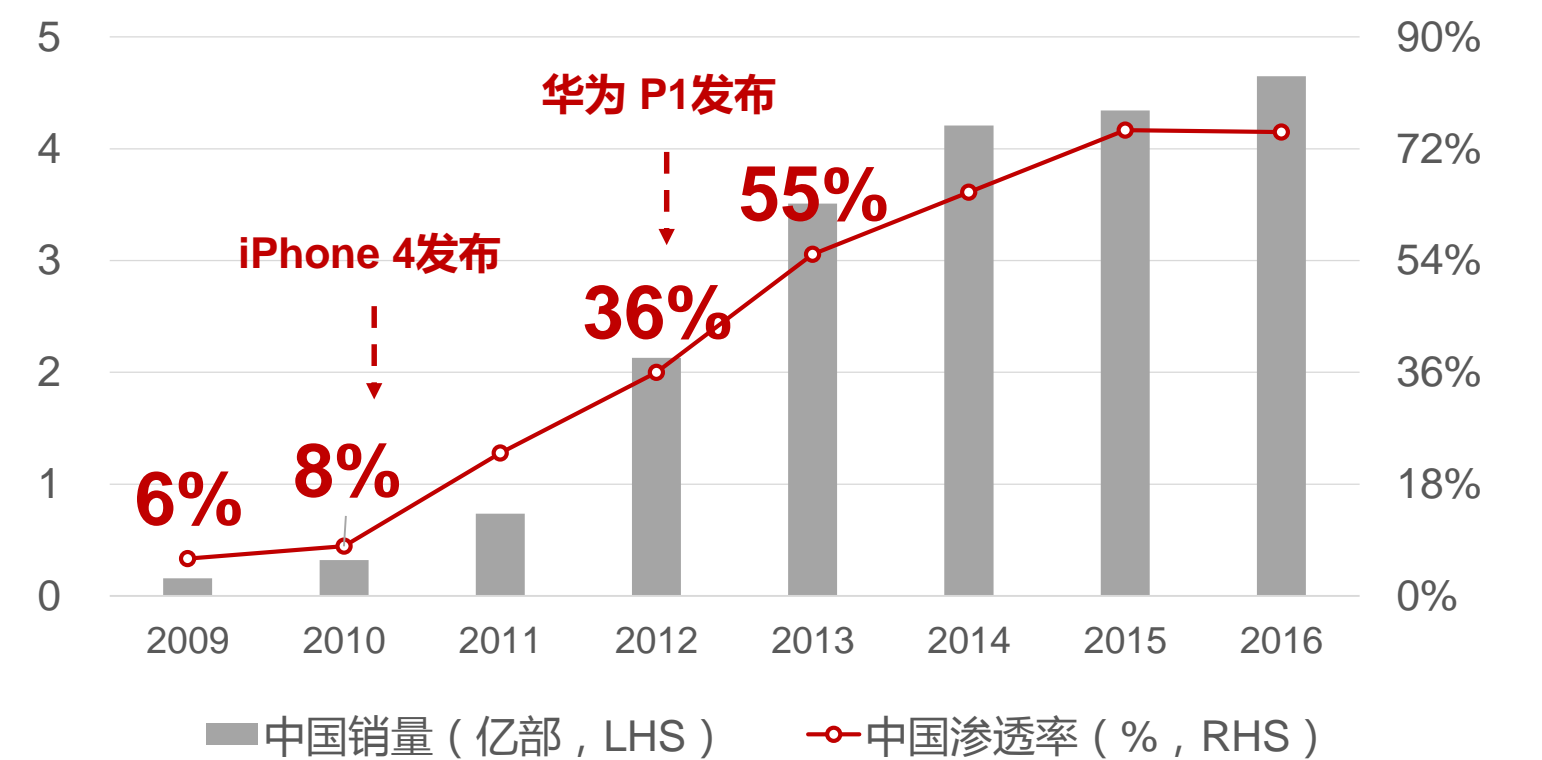
产品逐渐由可选消费变为必选消费

新技术不断产生 自主不断替代

图：全球智能手机销量及渗透率（亿部；%）



图：中国智能手机销量及渗透率（亿部；%）

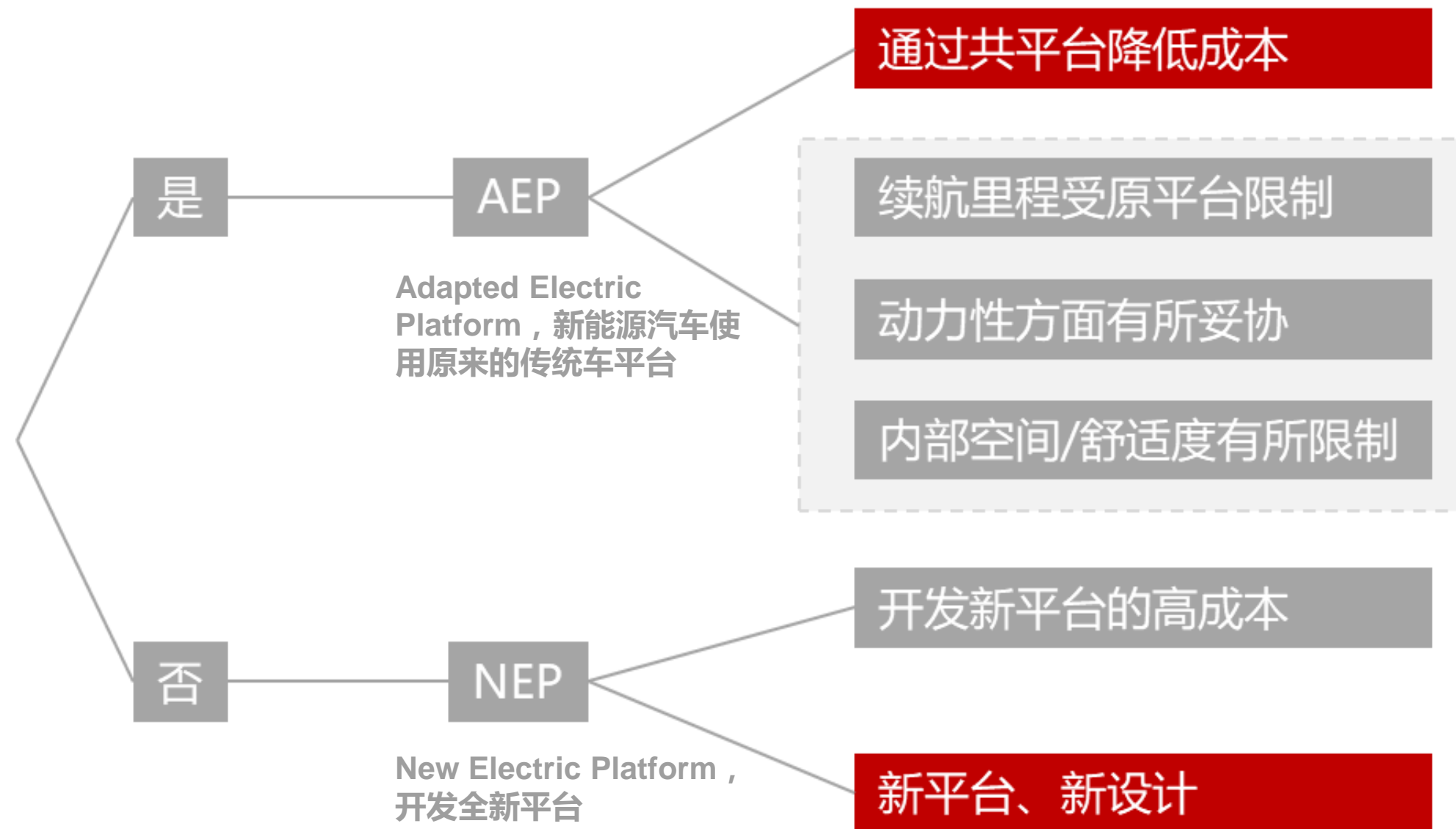


资料来源：华西证券研究所



# H 供给 | 变量：核心关注点 专用平台带动品质颠覆性提升

图：传统平台开发电动车vs电动平台开发电动车



资料来源：飞灵汽车，华西证券研究所

## 专用电动平台优势：

- ✓ 乘坐、储物空间更充裕
- ✓ 续航里程更长
- ✓ 动力性能更好
- ✓ 放量后生产成本更低

图：大众MQB的e-Golf vs MEB的BUDD-e



大众MQB平台：e-Golf底盘布局



大众MEB平台：BUDD-e底盘布局

资料来源：大众官网，华西证券研究所

## 大众MEB平台：

- ✓ 预计到2028年，基于此平台打造1,500万辆电动汽车
- ✓ 目前打造的车型包括：ID.家族、奥迪 Q4 e-tron、Cupra Tavascan概念车、新款福特EV
- ✓ 向第三方开放，更好实现降本

# H 供给 | 变量：标志性事件 全球专用平台进入兑现阶段

表：海外车企/联盟3.0时代新能源专用平台及车型规划

车企/联盟	电动专用平台	已发布车型	类型	上市时间	中国市场电动产能扩建计划
大众	MEB纯电动平台	ID.3	纯电轿车	预计2020	上汽大众新能源工厂落成，专为MEB打造，2021年规划产能30万辆；一汽大众将在佛山工厂生产MEB平台车型，目前已规划6款车型
戴姆勒	EVA纯电动平台	EQC	纯电SUV	2019Q4	国产EQC已上市
丰田	e-TNGA混动平台				
宝马	LifeDrive纯电动平台	i3, i8	i3纯电轿车 i8混动跑车	i3 2013 i8 2014	大东工厂投资17.6亿元，新增4万辆BEV产能
雷诺日产三菱联盟	Leaf纯电动平台		纯电SUV	预计2021	

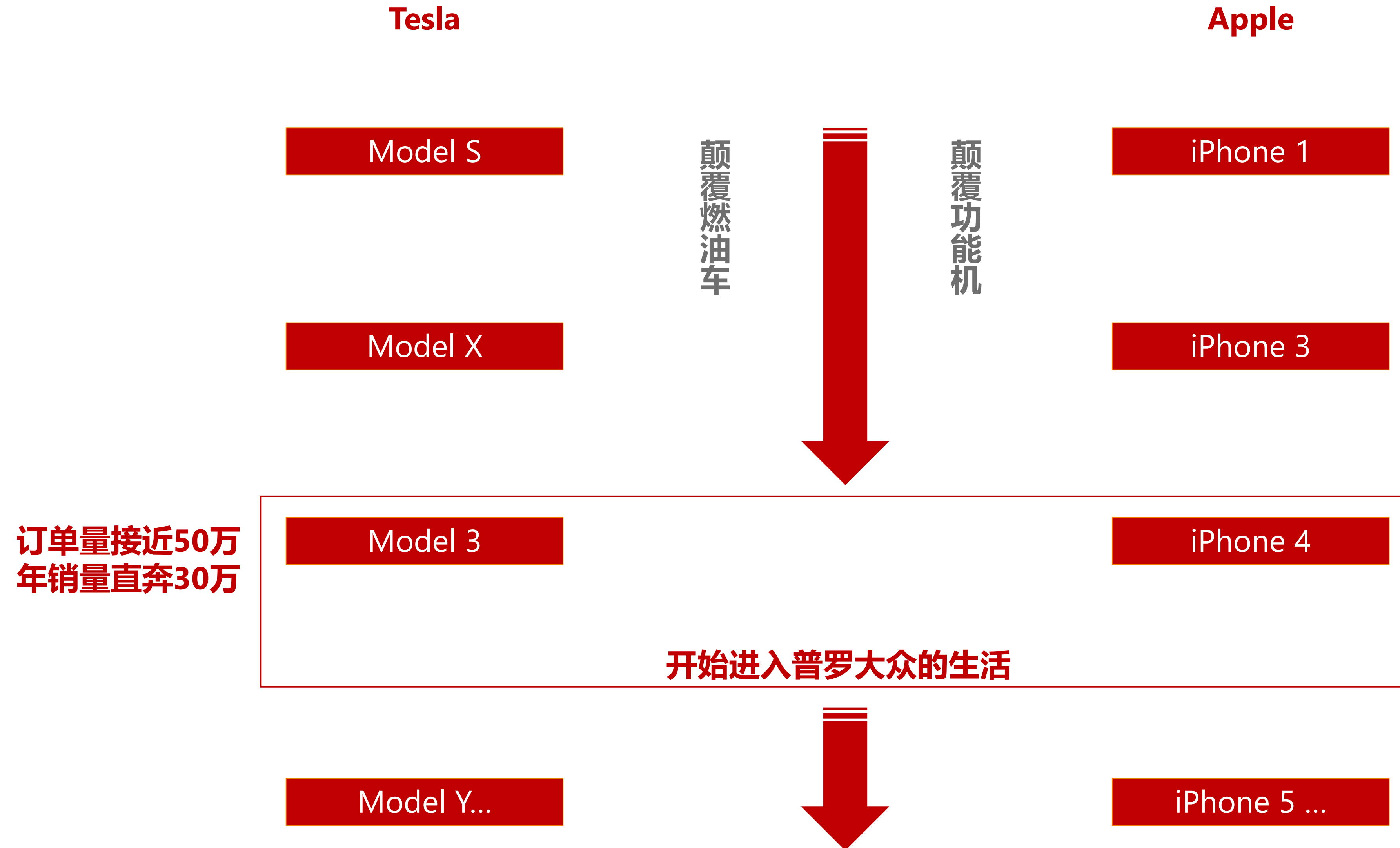
资料来源：各车企官网及财报，华西证券研究所

表：自主品牌3.0时代新能源专用平台及车型规划

车企	新能源专用平台	发布车型	类型	上市时间
上汽	纯电动平台	Marvel X	SUV	2018Q4
吉利	PMA纯电动平台	-	轿车、SUV	预计2020年
比亚迪	e纯电动平台	e1 e2	微型轿车 跨界车	2018H2 2019H1
广汽	GEP 2.0纯电动平台	Aion S Aion LX	轿车 SUV	2019H1 2019Q4
长城	ME纯电动平台	欧拉iQ 欧拉R1	小型SUV 微型轿车	2018Q4 2019Q1

资料来源：各车企官网及公告，第一电动网，华西证券研究所

# H 供给 | 变量：核心关注点 特斯拉Model 3具有类iPhone 4的示范效应



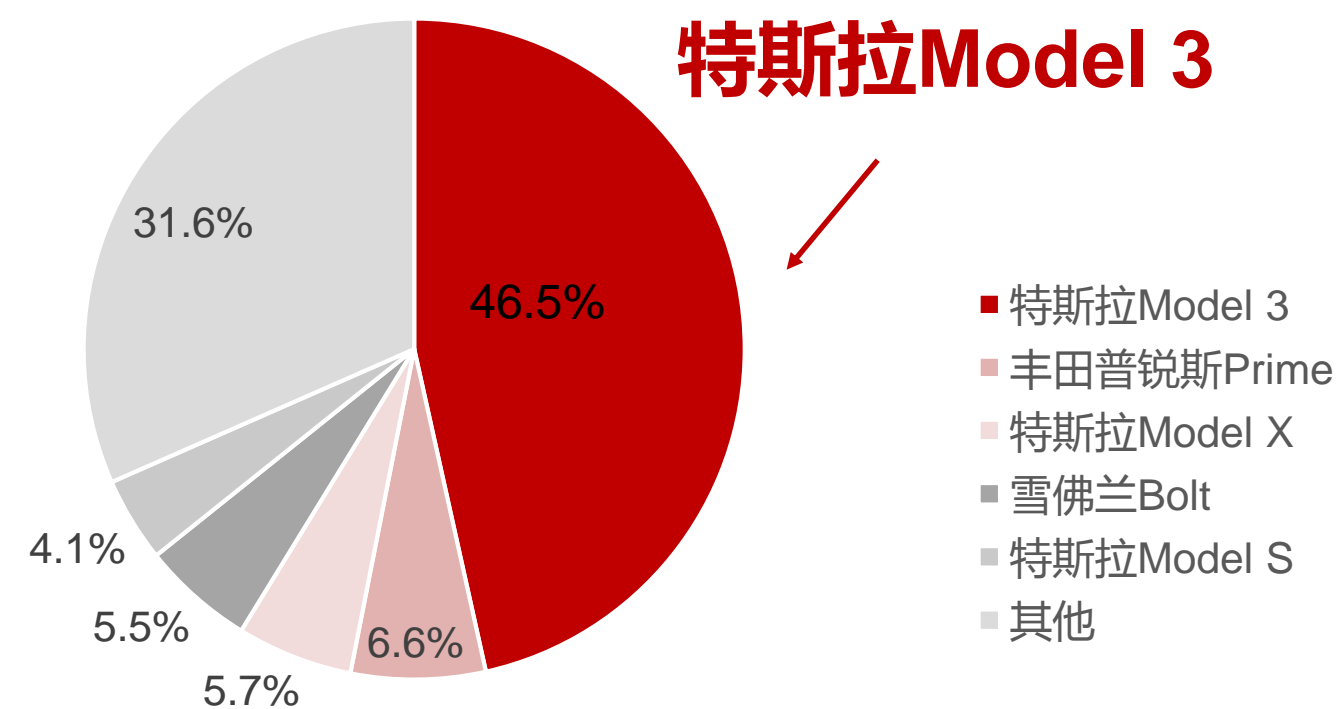
资料来源：华西证券研究所

# H 供给 | 变量：标志性事件 特斯拉Model 3国产化启航

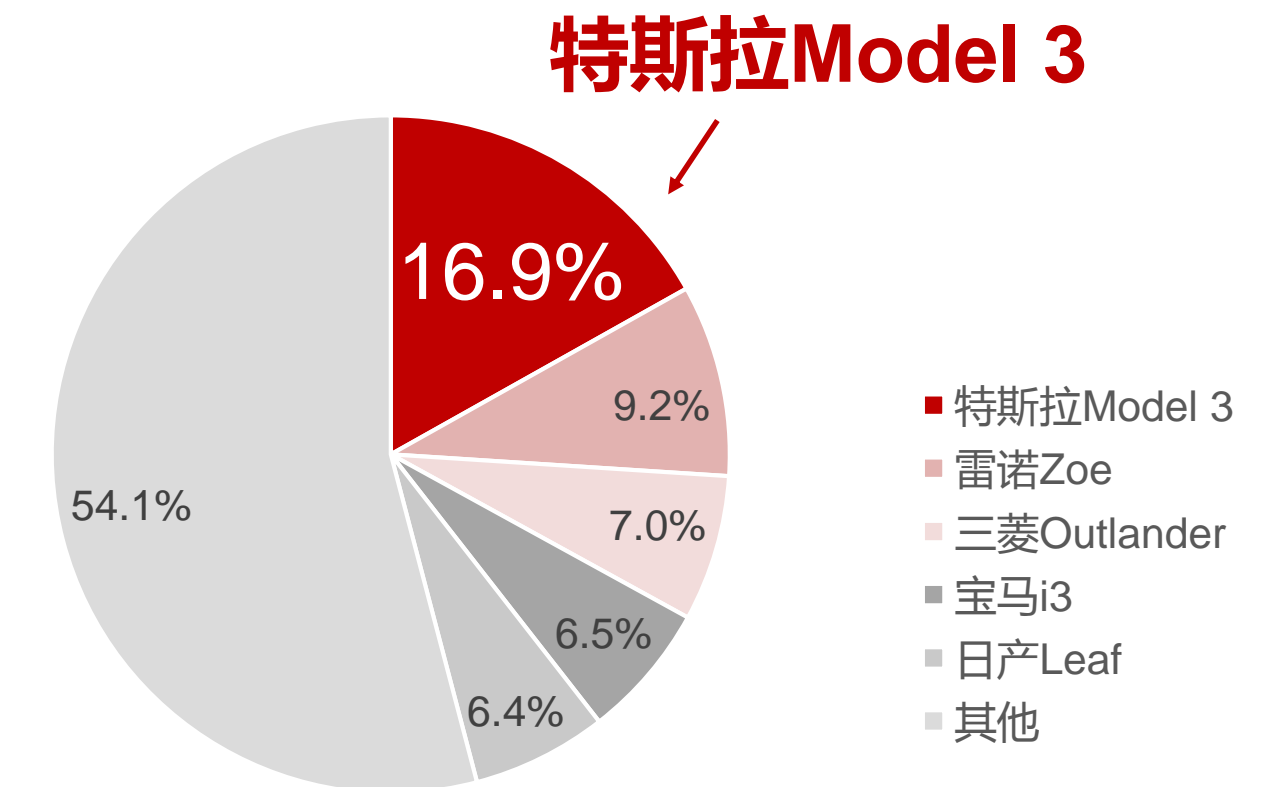
图：特斯拉国产化进度



图：2019Q1-Q3美国新能源汽车各车型份额（%）



图：2019Q1-Q3欧洲新能源汽车各车型份额（%）



资料来源：特斯拉官网，EV Sales，华西证券研究所



# 总量向上+结构优化

规模：供给爆款车带来增量

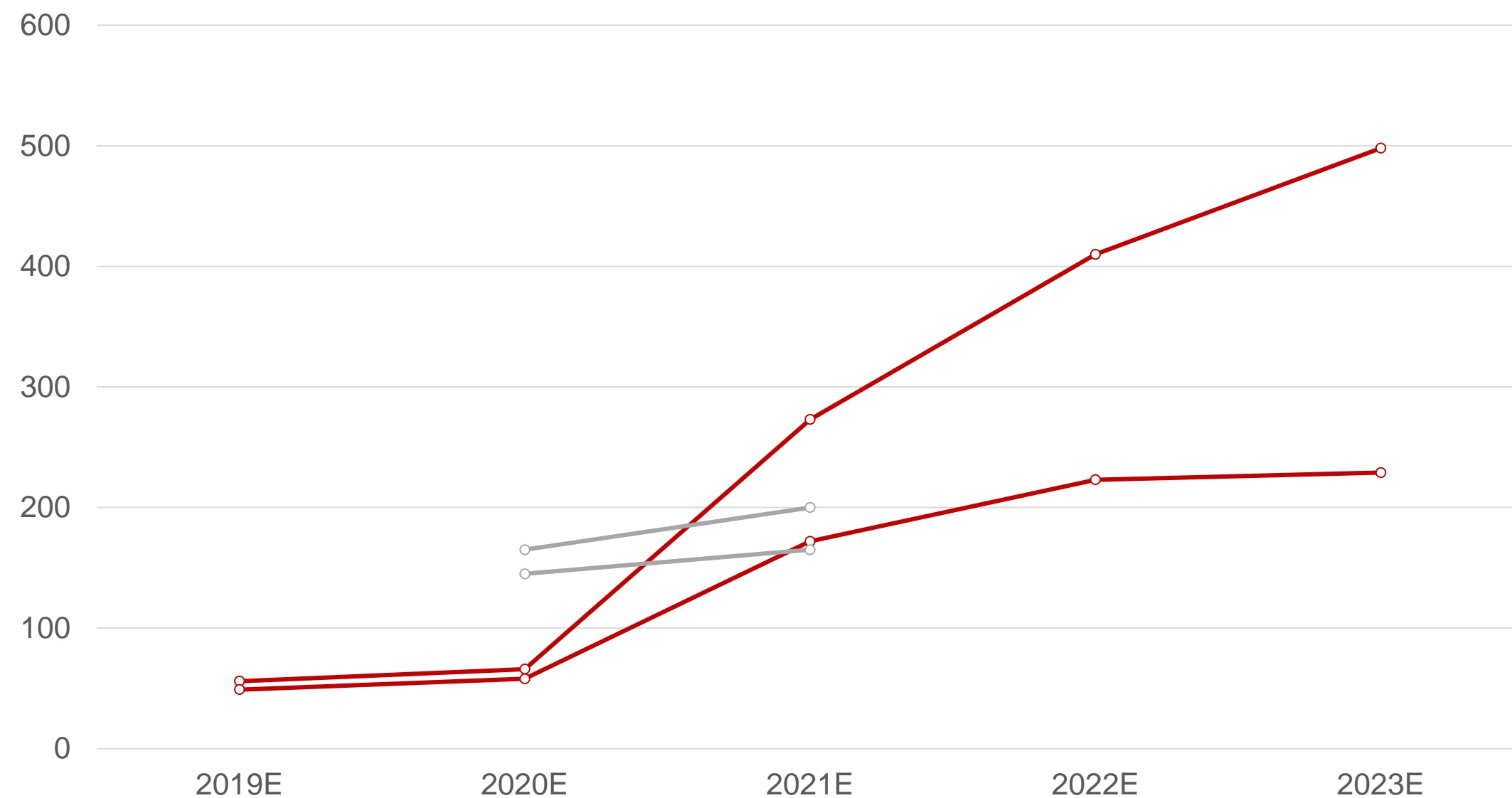
结构：A级+BEV

格局：中游稳固 下游未定



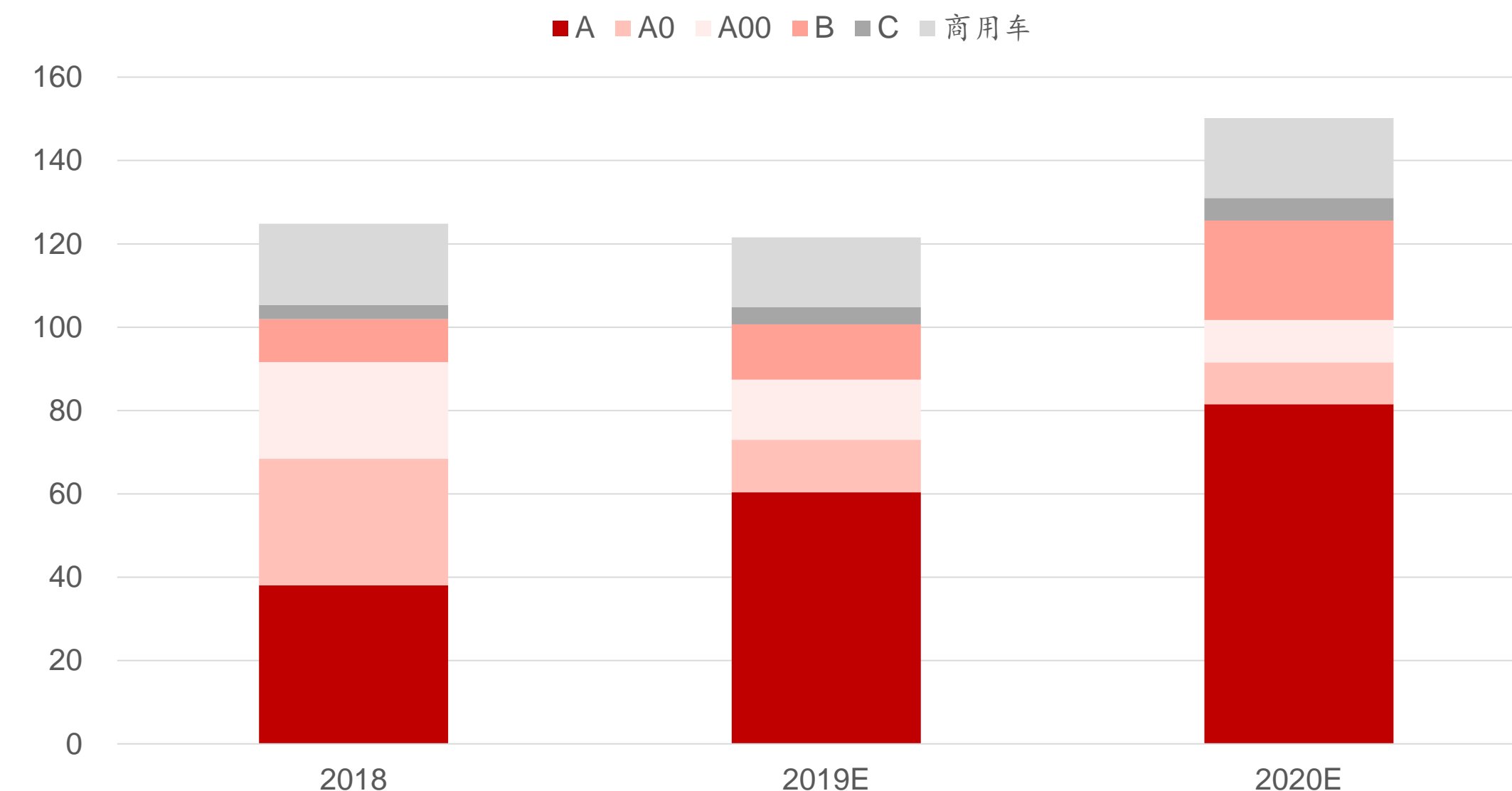
# H 总量 | 预测：预计2020年中国销量突破150万辆 A级车贡献主要增量

图：政策/供给因素对应新能源汽车销量测算（万辆）



资料来源：IEA，华西证券研究所

图：中国新能源汽车分级别销量预测（万辆）



资料来源：IEA，Marklines，华西证券研究所

## 预计2020、2021年中国销量150、200万辆

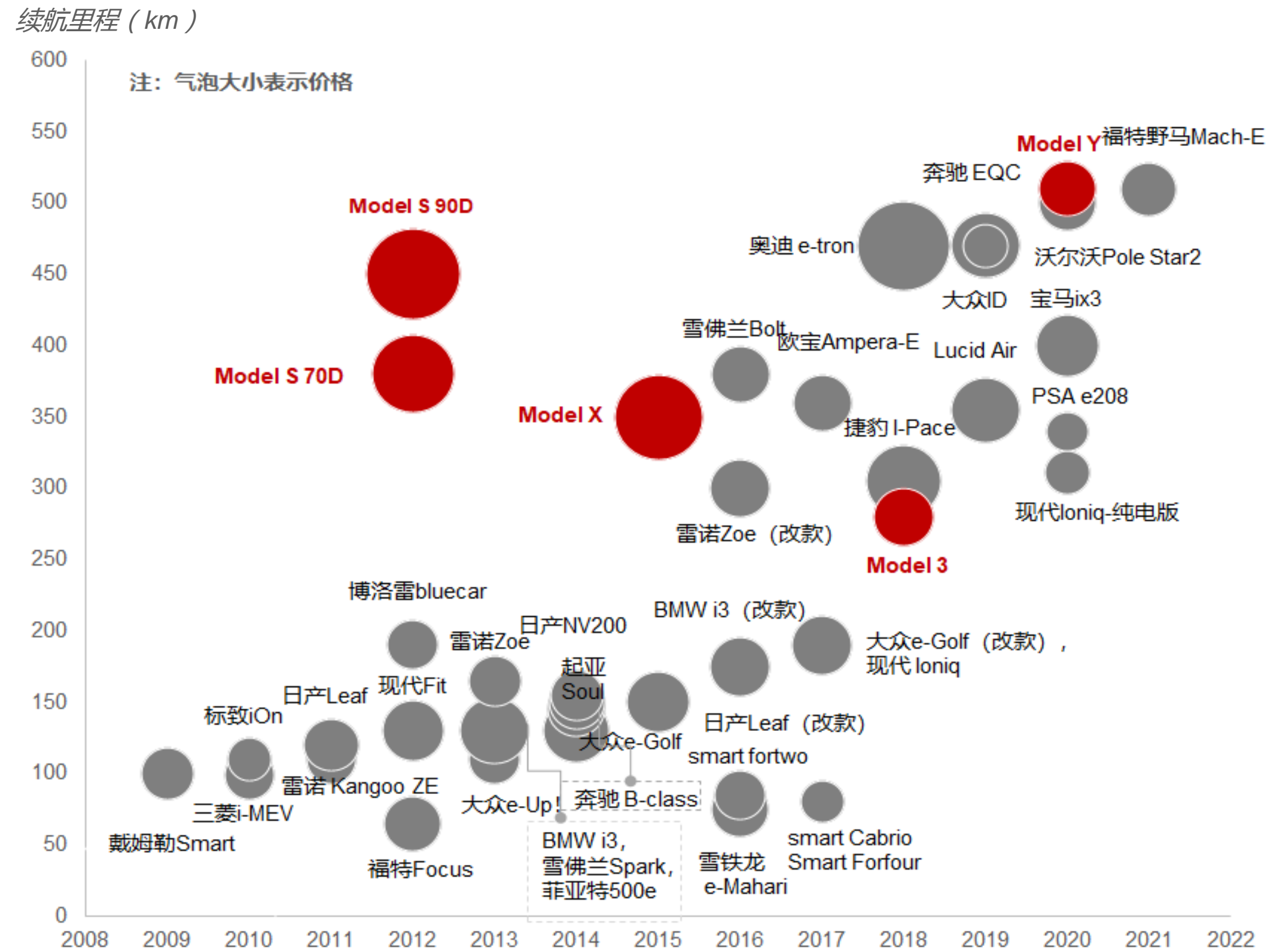
- ✓ 历史结转的CAFC正积分未耗尽，政策端对2020年销量缺乏有效约束
- ✓ 供给端驱动，2020年销量有望突破150万辆
- ✓ 政策端和供给端共同驱动，2021年销量有望突破200万辆

## A级车贡献主要增量

- ✓ 营运需求释放
- ✓ 补贴加速退坡冲击低级别车型
- ✓ 顺应C端消费升级的趋势

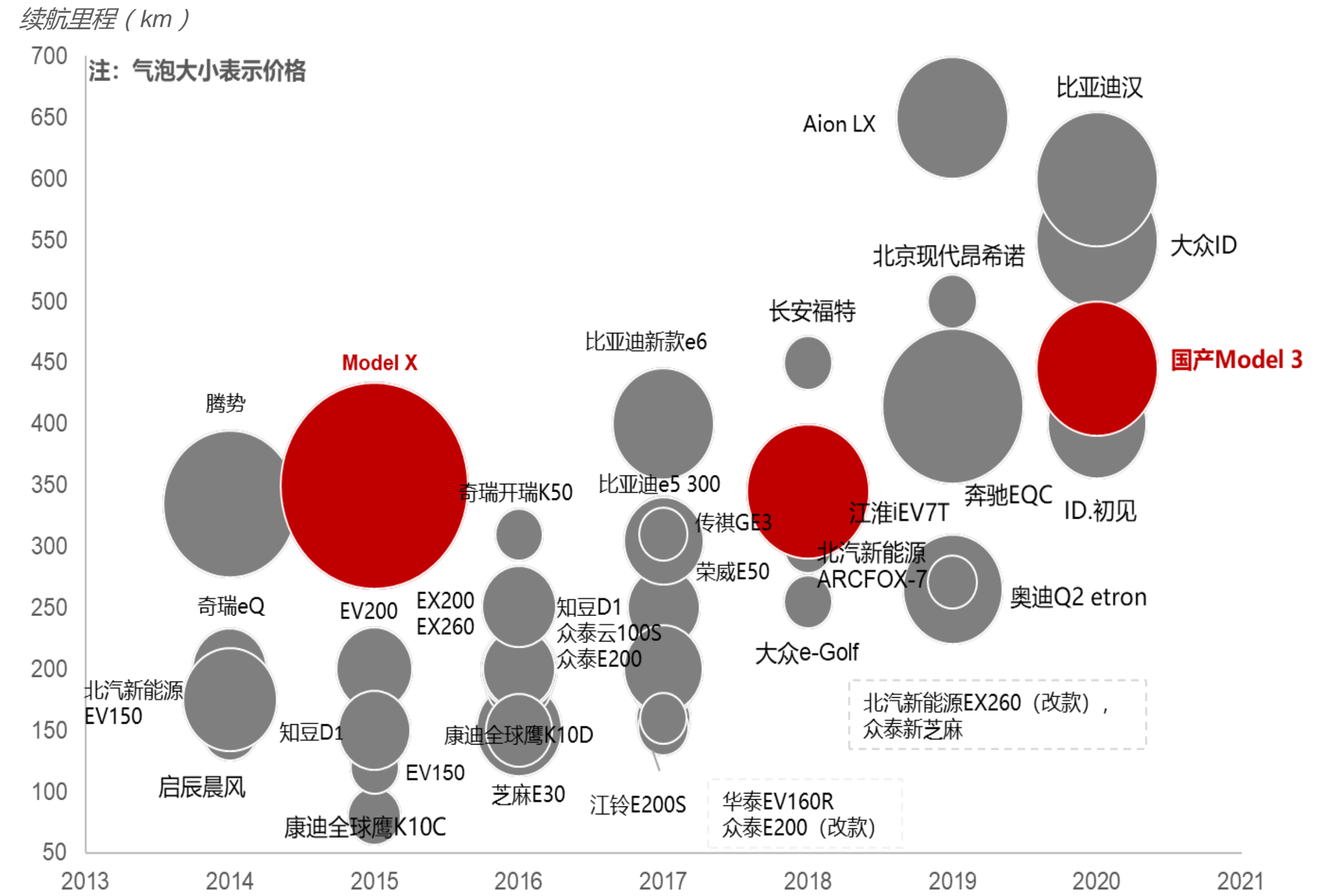
# 结构 | 趋势：结构演变 看好BEV份额提升

图：国外历年纯电动新车型投放情况



资料来源：第一电动网等，华西证券研究所

图：中国历年纯电动新车型投放情况



资料来源：第一电动网等，华西证券研究所

续航里程逐年提升



价格整体趋势向下

市场竞争力提升

续航里程逐年提升



价格整体趋势向上

趋向良性竞争



# H 竞争 | 趋势：竞争格局 下游龙头未定 中游龙头稳固

表：新能源汽车主要车企市占率

	2015	2016	2017	2018	1-10M 2019
比亚迪	26%	27%	17%	21%	24%
北汽	8%	15%	18%	14%	10%
吉利	22%	15%	14%	7%	8%
江淮	5%	7%	8%	10%	6%
上汽	5%	7%	8%	10%	6%
长城	0%	0%	1%	1%	6%
特斯拉	1%	3%	2%	1%	5%
奇瑞	7%	6%	5%	6%	5%
长安	1%	2%	5%	4%	5%
东风	2%	2%	2%	4%	3%
蔚来	0%	0%	0%	1%	2%
广汽	1%	1%	1%	2%	2%
江铃	2%	5%	6%	5%	2%
众泰	11%	11%	6%	3%	0%
其他	11%	1%	10%	14%	16%

资料来源：合格证，中汽协，银保监会，华西证券研究所

## 下游龙头未定

- ✓ 双积分驱动下，全球主流车企参与竞争
- ✓ 短期市场集中度下降，CR5从2015年的74%下降到2019年1-10月的54%
- ✓ 未来核心关注专用平台及正向开发的爆款车

表：主流整车厂动力电池配套关系

	宁德时代	LG化学	三星SDI	SKI	松下
特斯拉	√	√			√√√
大众	√	√	√√√	√	√√√
宝马	√	√	√√√		
戴姆勒	√	√√√	√	√	√
通用		√√√			
福特		√		√	√√√
FCA		√√√			
PSA		√√√			
捷豹路虎		√√√			
现代起亚		√√√		√√√	

资料来源：Marklines，华西证券研究所  
注：√√√=核心配套，√=少量配套/即将配套

## 中游龙头稳固

以动力电池为例：

- ✓ 宁德时代、LG化学等头部供应商成为主流车企的普遍选择
- ✓ 产业链整体向头部集中，强者恒强



# 投资建议

布局爆款车产业链+增量零部件龙头



# H 投资建议 | 布局爆款车产业链+增量零部件龙头

图：特斯拉产业链



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：大众MEB产业链



资料来源：大众官网，华西证券研究所

下游龙头未定，看好专用平台催生更多爆款，关注特斯拉+大众MEB产业链：**华域汽车、拓普集团、三花智控\*、精锻科技**

中游格局稳定，关注单车配套价值量显著提升的三个子领域的龙头标的：

- ✓ 动力电池：**宁德时代及宁德时代、LG化学产业链（受益标的有璞泰来、恩捷股份）**
- ✓ 热管理系统：**三花智控\***
- ✓ 轻量化：**爱柯迪、受益标的有旭升股份**

（注：三花智控和华西家电组联合覆盖，宁德时代与华西电新组联合覆盖）

表：新能源汽车产业链重点上市公司梳理

上游	中游	下游
锂电设备 先导智能、赢合科技、北方华创、大族激光、正业科技、融捷股份	电池 宁德时代、比亚迪、国轩高科、亿纬锂能、欣旺达、孚能科技	乘用车 上汽集团、比亚迪、广汽集团、吉利汽车、长安汽车、长城汽车、江淮汽车
正极材料 杉杉股份、容百科技、当升科技、厦门钨业、格林美、华友钴业、贝特瑞	BMS 均胜电子、欣旺达、德赛电池、东方精工	客车 宇通客车、金龙汽车、中通客车、比亚迪
负极材料 贝特瑞、璞泰来、杉杉股份、中科电气、凯金能源	电机 正海磁材、大洋电机、江特电机、长鹰信质	专用车 江淮汽车、比亚迪、江铃汽车、福田汽车
隔膜 恩捷股份、星源材质、沧州明珠、胜利精密	电控 蓝海华腾、万向钱潮、汇川技术	充电设备 特锐德、上汽集团、杉杉股份、万马股份、国电南瑞、易事特、科陆电子
电解液 天赐材料、新宙邦、江苏国泰、杉杉股份、多氟多、长园集团	热管理 银轮股份、三花智控、松芝股份、奥特佳	租赁运营 上汽集团、吉利汽车
金属材料 天齐锂业、赣锋锂业、雅化集团、江特电机、西藏矿业、藏格控股、华友钴业、寒锐钴业、洛阳钼业、格林美、盛屯矿业、融捷股份	轻量化 广东鸿图、爱柯迪、旭升股份、文灿股份、春兴精工	
磁材 三环集团、正海磁材、宁波韵升、金力永磁、银河磁体、横店东磁	汽车电子 宏发股份、均胜电子、法拉电子、德赛西威、中航光电、立讯精密、得润电子、安洁科技	

资料来源：华西证券研究所



# 风险提示





## 风险提示

- ✓积分、碳排放等法规未能严格实施导致车企新能源新车型投放进度不达预期；
- ✓供给端巨变影响不及预期；
- ✓新能源汽车新车型销量不及预期；
- ✓中美贸易摩擦持续升级；
- ✓原材料成本上升；
- ✓竞争加剧等。

## 分析师与团队简介

崔琰/首席分析师

经济学硕士，9年证券从业研究经验，曾任天风证券、国金证券、民生证券汽车行业首席分析师等，获2017年汽车行业最佳分析师新财富入围，水晶球第三名，金翼奖第四名，WIND第一名；2016年水晶球第一名，2014年新财富入围。专注于汽车四化（电动化、智能化、共享化、电商化）研究，在行业变革中深挖投资机会。

周沐/刘静远/郑青青

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。



**THANK YOU**

