

# 汽车

证券研究报告  
2018年11月30日

## 燃油淘汰赛 电动快车道

### 投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 作者

**邓学** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518010001  
dengxue@tfzq.com

**张程航** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070005  
zhangchenghang@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 1 《汽车-行业研究周报:乘联会预计12月乘用车-10% Model3 公布在华售价——汽车行业周报 (2018.11.19-2018.11.25)》 2018-11-25
- 2 《行业专题研究:【天风汽车邓学团队】汽车行业数据库 - 2018年10月刊》 2018-11-22
- 3 《汽车-行业研究周报:汽车经销商库存承压加剧 发改委否认购置税减半——汽车行业周报 (2018.11.12-2018.11.18)》 2018-11-18

汽车,作为影响经济、能源、环境、科技的下一个重要载体,2018年加速进化。

我们预测:

- ① 中国乘用车需求增长放缓,去库存周期预计到2019年中;
- ② 未来八年,中国燃油车需求从2400万辆下行至1700万辆,而新能源车将从56万增长至1,100万辆;
- ③ 电动汽车普及,正在摆脱补贴和牌照的依赖,来自技术成熟、成本下降、品质提升、消费风潮,非限购城市上牌占比大幅提升;
- ④ 燃油供应链进入淘汰赛,电动供应链进入快车道,战略选择决定未来;
- ⑤ 两个投资选择:一是转型完毕车企,新能源品牌、产品和技术完备的整车厂;二是技术升级推动的,巨大增量市场的,新兴核心零部件。
- ⑥ 2018年电动汽车“高端紧缺,低端过剩”导致行业盈利加速流向龙头公司。(具体见报告《“补贴”结束,“高端”开启——新一轮三年十倍》)。

### 投资建议:

技术进化确立,消费风潮跟进,类似上一轮SUV周期,本轮电动化景气持续周期和盈利弹性有望超预期,带来两大市场投资机遇:一、电动化领先车企,重点关注比亚迪、特斯拉(海外组覆盖)、吉利汽车、上汽集团,建议关注蔚来汽车。二、电动化新兴核心零部件公司,重点关注旭升股份、宁德时代(电新)、三花智控(家电)、中鼎股份、精锻科技。

**风险提示:**非限购城市新能源汽车销量低预期、新能源车成本下降速度低于预期、元器件及原材料价格不及预期、测算偏差等,文中测算基于一定前提假设,仅供参考。



## 内容目录

1. 电动蓝海 vs 燃油见顶 .....	4
1.1. 电动化渗透加速 .....	4
1.2. 燃油车销量见顶 .....	7
2. 高端紧缺，放大盈利 .....	9
2.1. 高端化加速 .....	9
2.2. 高端供给不足 .....	12
2.3. 蓝海市场，盈利放大 .....	14
3. 关键部件量价齐升 .....	16
4. 投资建议 .....	18
5. 风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1：2018 年中国新能源乘用车季度批发销量增速持续超预期（%） .....	4
图 2：2018 年海外新能源乘用车季度销量增速（%） .....	4
图 3：新能源乘用车月度批发销量渗透率（%） .....	5
图 4：2015-2018 剔除北京、上海、广东后国内新能源乘用车各级别占比（交强险注册量，不含 A00 级） .....	5
图 5：2015-2018 北京、上海、广东、其它省份新能源乘用车占比（交强险注册量） .....	6
图 6：新能源和传统燃油车月度批发销量增速（%） .....	6
图 7：中国燃油与新能源乘用车市场测算（2014-2025 年） .....	7
图 8：全球燃油与新能源乘用车市场测算（2014-2025 年） .....	7
图 9：全球新能源汽车产销预测（2015-2025）（万辆，%） .....	8
图 10：A00 级与 A0 级及以上车型近两年季度销量增速（%） .....	9
图 11：新能源车各级别销量占比（%） .....	9
图 12：A0 级 BEV 标杆车型-比亚迪元 EV-月度销量（辆） .....	10
图 13：A 级 BEV 标杆车型-吉利帝豪 EV-月度销量（辆） .....	10
图 14：A 级 PHEV 标杆车型-比亚迪秦 PHEV-月度销量（辆） .....	10
图 15：B 级 PHEV 标杆车型-比亚迪唐 PHEV-月度销量（辆） .....	10
图 16：C 级 BEV 标杆车型-蔚来 ES8-月度销量（辆） .....	10
图 17：C 级 PHEV 标杆车型-宝马 5 系 PHEV-月度销量（辆） .....	10
图 18：A00 级与 A0 级及以上车型年度销量增速预期（%） .....	11
图 19：A00 级与 A0 级及以上车型年度销量占比预期（%） .....	11
图 20：市场份额：众泰+力帆+江淮（中低端车企）VS 荣威+吉利+比亚迪（中高端车企） .....	12
图 21：销量增速：众泰+力帆+江淮（中低端车企）VS 荣威+吉利+比亚迪（中高端车企） .....	12
图 22：主流在售 A0 及以上级别新能源车型价格及销量分布（万元、万辆） .....	13
图 23：比亚迪新能源乘用车销量增速与归母净利润增速（%） .....	15
图 24：特斯拉、通用汽车季度净利（亿美元） .....	15

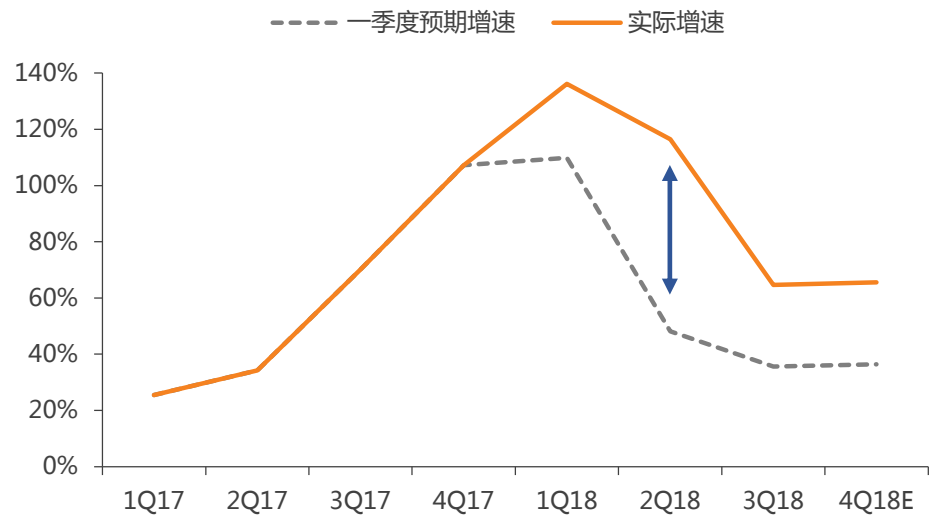
图 25: 电动智能网联汽车零部件价值量拆解 .....	16
图 26: 电动智能网联汽车相关上市零部件公司.....	16
表 1: 主流在售 A0 及以上级别新能源车型价格及销量分布 (万元、辆) .....	13
表 2: 中高端新能源车利润明显高于同级别燃油车 .....	14
表 3: 国内新能源汽车产业链核心公司.....	17
表 4: 新能源汽车产业链上市公司盈利预测与估值 (截至 2018 年 11 月 28 日收盘) .....	18

## 1. 电动蓝海 vs 燃油见顶

### 1.1. 电动化渗透加速

**2018 年新能源乘用车市场大超预期。**年初时我们预计今年中国新能源乘用车销量大致在 81 万辆左右，同比增长 45%，市场预期也在 70 万-80 万辆水平。但实际每月销量都超出预期，1-3 季度实际增速和预期增速差值分别达到 26 个、68 个、29 个百分点，尤其下半年，市场销售的动能并没有减弱。根据前 10 月 73 万的累计销量我们预计 2018 全年销量 101 万辆，较年初预期多出整整 20 万辆，同比增速 82%，较年初预期高出 37 个百分点。与此同时，在美国特斯拉 Model 3 产能爬坡、欧洲车企持续电动化转型的推动下，今年海外市场新能源汽车市场也保持着 40%+ 的高增速，3 季度更攀升至 66%。

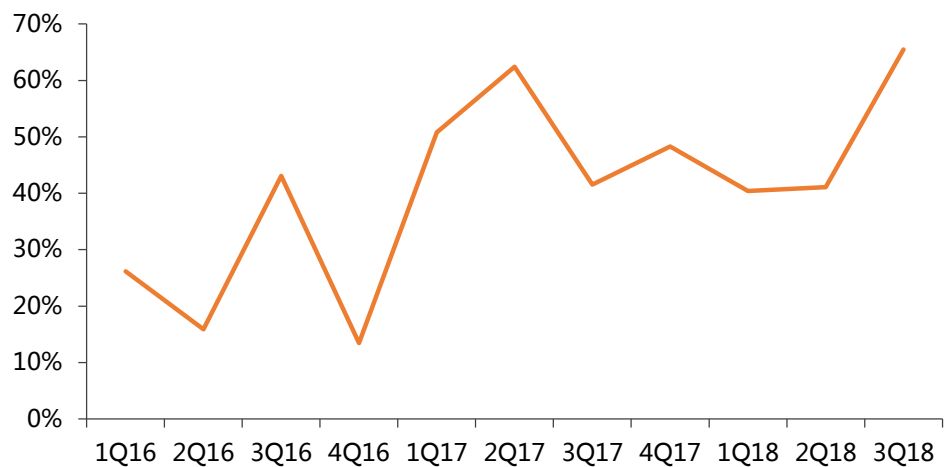
图 1：2018 年中国新能源乘用车季度批发销量增速持续超预期（%）



资料来源：乘联会、天风证券研究所

注：一季度预期的具体预测时间为 2 月 25 日；4Q18 仍为预期值。

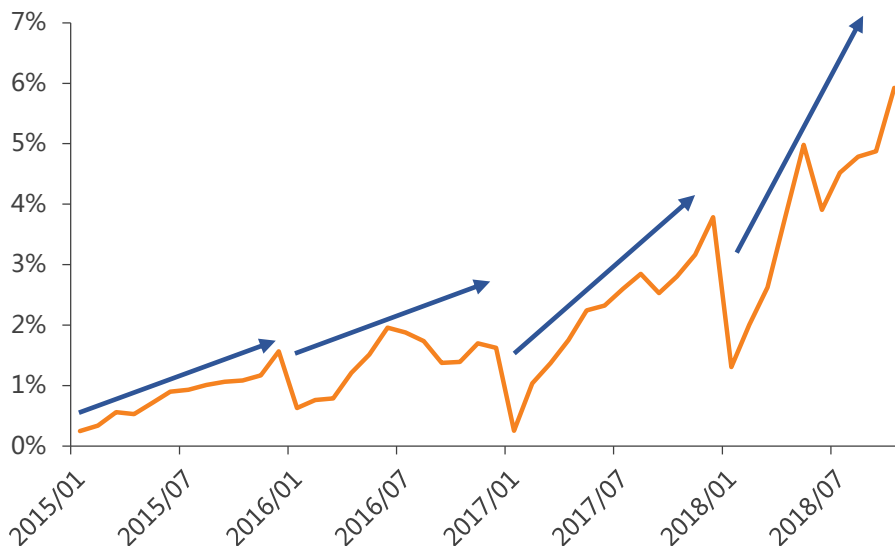
图 2：2018 年海外新能源乘用车季度销量增速（%）



资料来源：乘联会、EV Sales、天风证券研究所

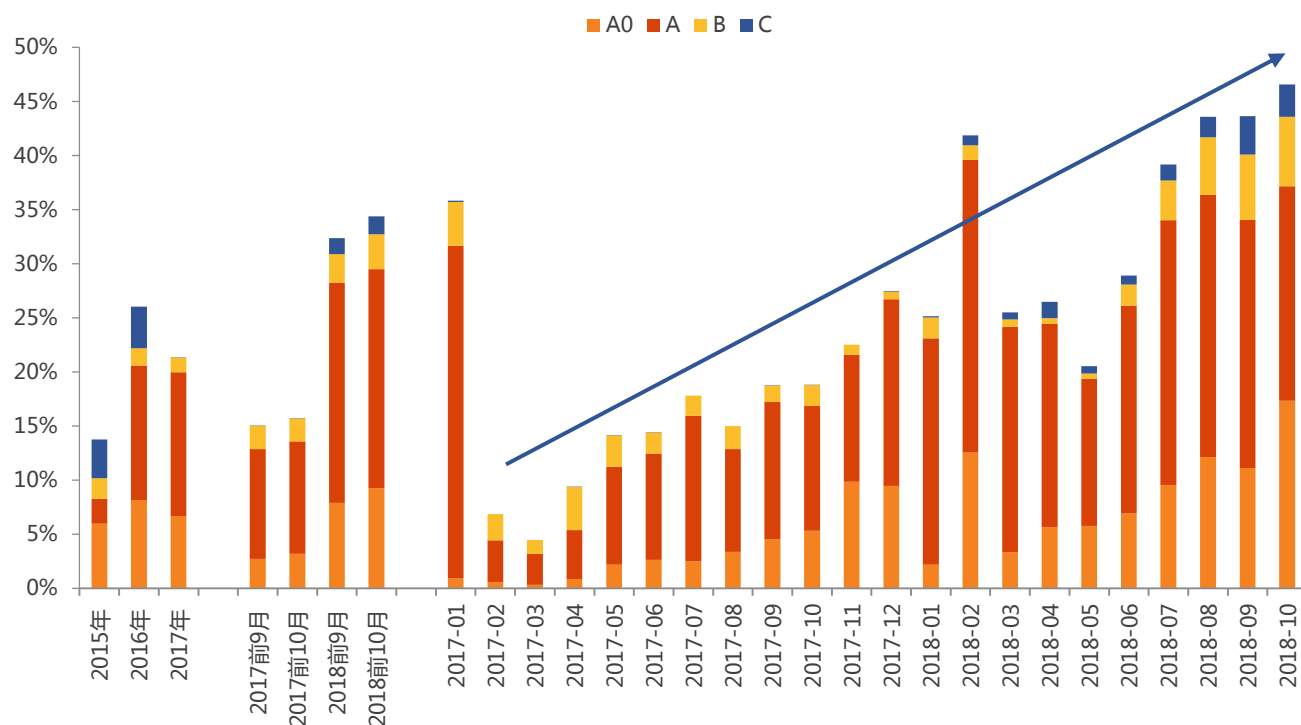
**现象背后是产业趋势推动新能源车渗透加速。**到今年 10 月，新能源乘用车的渗透率（在所有狭义乘用车中）已经越过 5% 达到 6%，同比提升 3 个百分点。且今年以来，新能源车渗透率提升趋势非常陡峭，核心在于行业持续受益于技术提升、产品理念完善和政策扶持，今年大量上市的新车显著拉动了市场需求，非限购地区需求启动尤其明显。从今年前 10 月的交强险数据来看，非北上广地区 A0 及以上车型的注册占比从去年同期的 16% 提升到了 33%（可以近似看做非限购地区的私人中高端需求），7 月以来更明显，到 10 月已经大幅扩张到了 47%。再考虑非北上广地区市场大（2017 年交强险注册量占全国 85%，共 1,968 万辆），新能源车消费启动晚（2018 年前 10 月累计渗透率仅 2.3%，北上广地区已达到 7.1%），我们认为未来销量增长势头将非常强劲。

图 3：新能源乘用车月度批发销量渗透率（%）



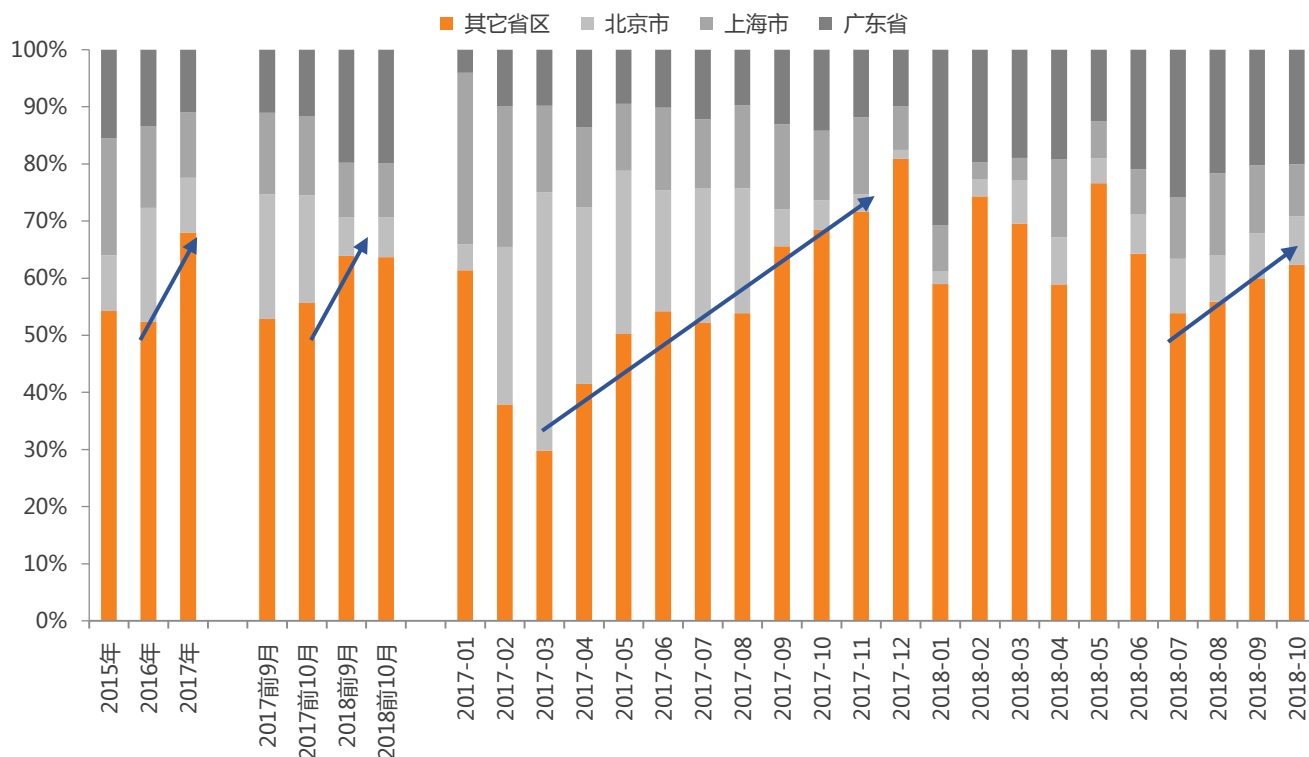
资料来源：乘联会、天风证券研究所

图 4：2015-2018 剔除北京、上海、广东后国内新能源乘用车各级别占比（交强险注册量，不含 A00 级）



资料来源：银保监会、天风证券研究所

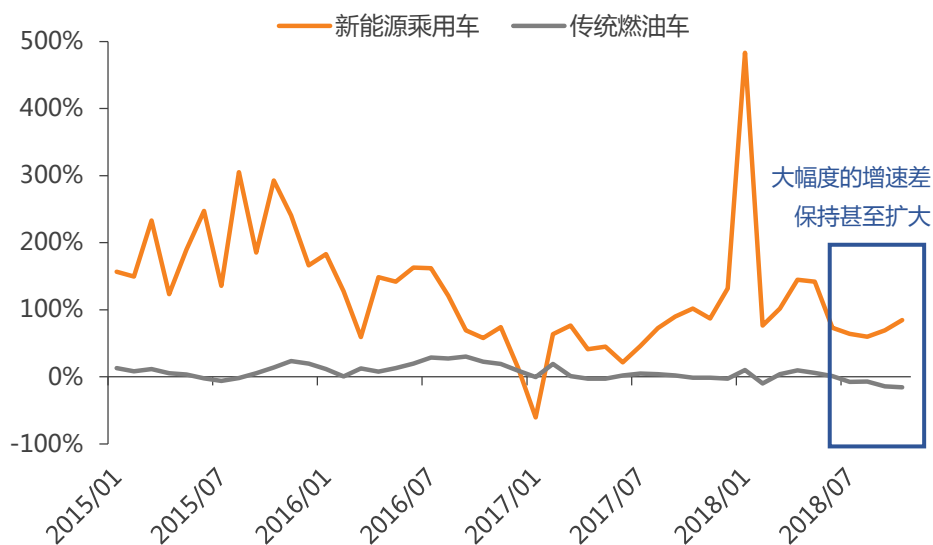
图 5：2015-2018 北京、上海、广东、其它省份新能源乘用车占比（交强险注册量）



资料来源：银保监会、天风证券研究所

**独立走势，更与燃油车销售低迷形成鲜明对比。**与新能源乘用车全年 82%的销量增速预期相对应的，是所有狭义乘用车 -3%左右的增速预期，剔除新能源车之后，传统燃油车增速可能只有-5%。新能源车的销售情况并没有受到车市低迷影响，反而对市场形成正向拉动。

图 6：新能源和传统燃油车月度批发销量增速 (%)

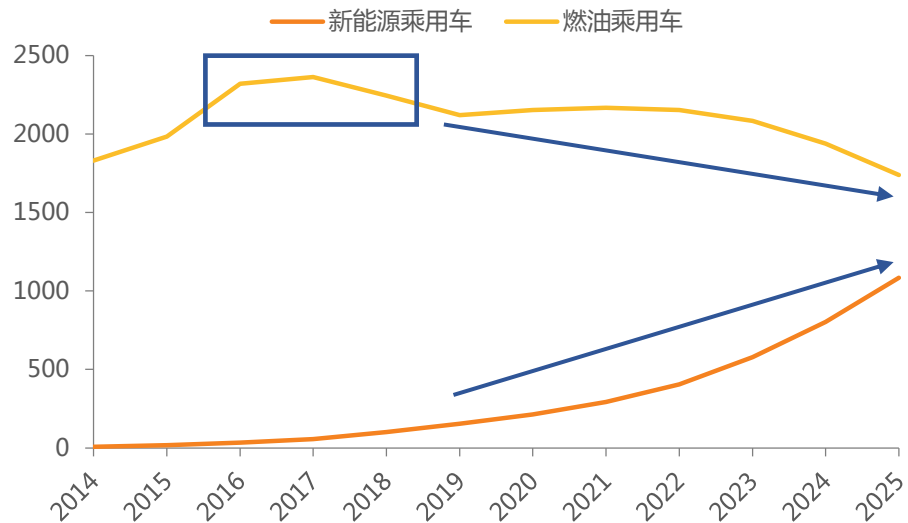


资料来源：乘联会、天风证券研究所

## 1.2. 燃油车销量见顶

**未来 5-10 年新能源车蓝海，燃油车消费大概率见顶。**无论是中国还是全球，乘用车消费都已经进入缓慢增长的平台期，在总量有限的情况下，新能源车的强势崛起将严重挤压传统燃油车市场。我们预计到 2025 年中国新能源乘用车销量将达到 1,084 万辆，2017-2025 年增长 1848%，8 年 CAGR 45%，假设乘用车（燃油+新能源）8 年 CAGR 为 2%，那么 2025 年燃油车销量将下降 26%到 1,739 万辆，为 2017 年的 3/4 不到，2017 年即为燃油车销量的历史顶点。全球范围亦然，假设未来 8 年乘用车销量 CAGR 为 0%，那么 2016 年大概率为燃油车的销量顶部。

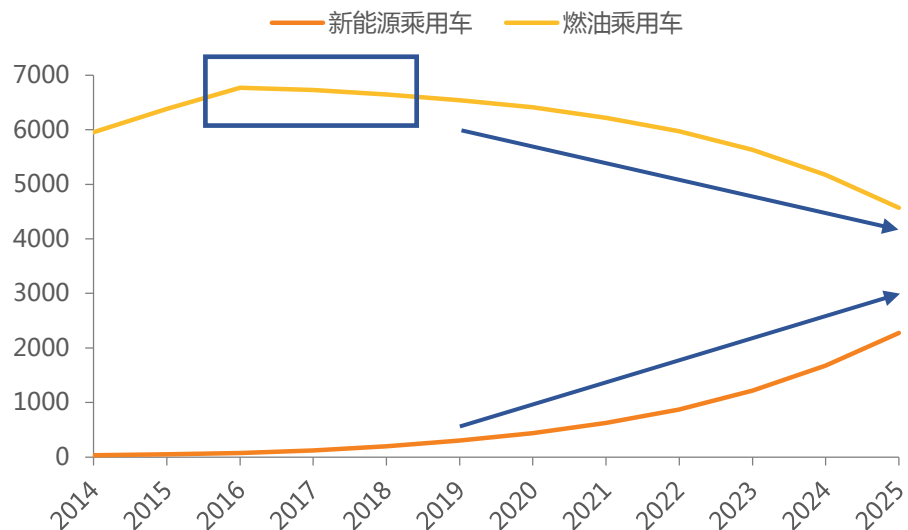
图 7：中国燃油与新能源乘用车市场测算（2014-2025 年）



资料来源：乘联会、天风证券研究所

注：18-19 年预计乘用车市场表现较弱，对燃油车影响更显著。

图 8：全球燃油与新能源乘用车市场测算（2014-2025 年）

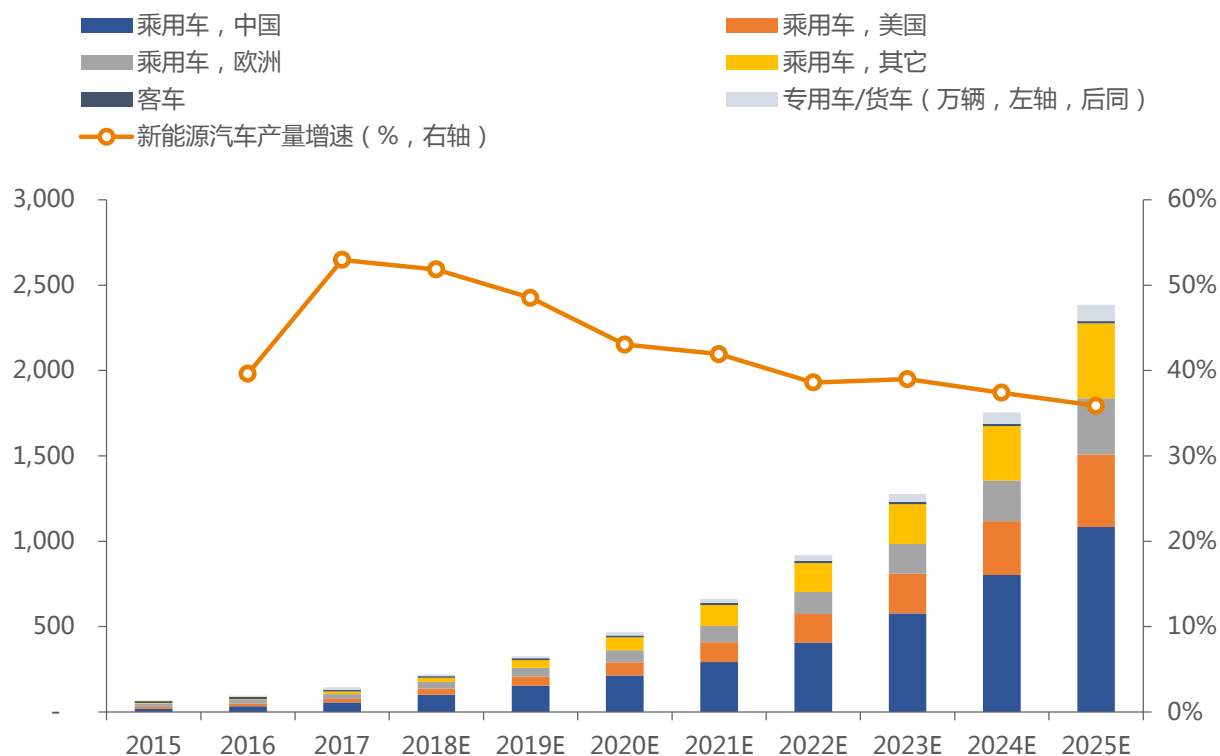


资料来源：乘联会、天风证券研究所

**传统车企面临潜在严重冲击，汽车巨头已经开始收缩燃油战线。**在燃油车市场大概率见顶的趋势下，车企面临新旧产能的切换。近期我们已经可以看到通用为腾挪资源转型电动化宣布将关闭 8 家工厂（2018 年 11 月，中新社），福特计划 2019 年 2 季度在全球范围内裁员以期彻底重组（2018 年 10 月，Automotive News Europe），以作为对传统车消费低迷、

全面电动化的积极响应。类似的，我们也能看到在中国，发改委已经开始严限燃油车产能扩增（2018年5月17日《汽车产业投资管理规定(征求意见稿)》），而丰田（2018年8月，来源日经）和大众（2018年10月，盖世汽车）还在车市低迷的大背景下逆势宣布投建新能源汽车产能，分别24万和30万（MEB工厂）。在当下，新能源产能布局早的车企有望享受领先优势，而不远的未来，布局不足的车企可能面临严重的盈利冲击，甚至退出风险。

图9：全球新能源汽车产销预测（2015-2025）（万辆，%）



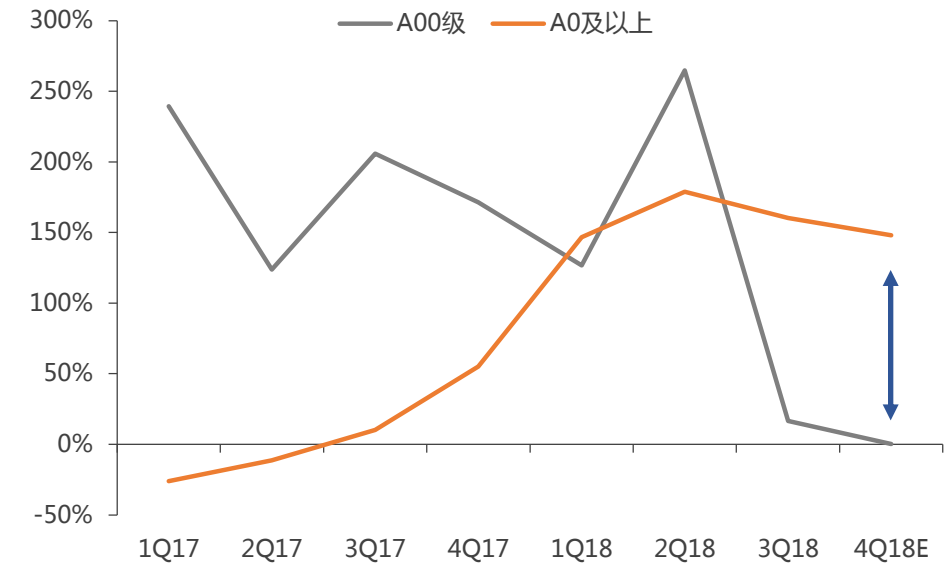
资料来源：乘联会、EV Sales、节新网、天风证券研究所

## 2. 高端紧缺，放大盈利

### 2.1. 高端化加速

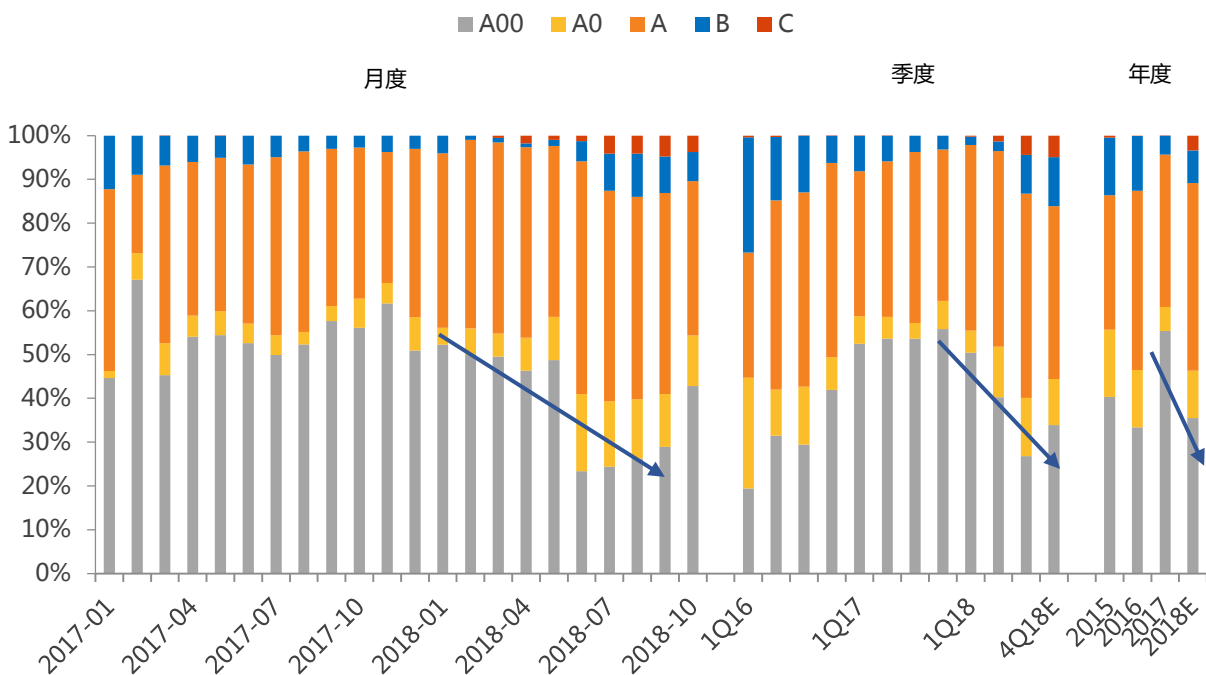
**新能源车高端化今年全面启动。**A00 级车型 2017 年销量骤增，随补贴政策调整，指向中高端车型，产业 2017 年开始去低端化，进入高端化通道，车企加大了对中高端车型的投放量，并在市场上取得积极反响，前 10 月 A0 级以上车型销量累计增长 160%，占比提升 16 个百分点，而 A00 级小车增速只有 34%，占比相应快速回落。

图 10：A00 级与 A0 级及以上车型近两年季度销量增速 (%)



资料来源：乘联会、天风证券研究所

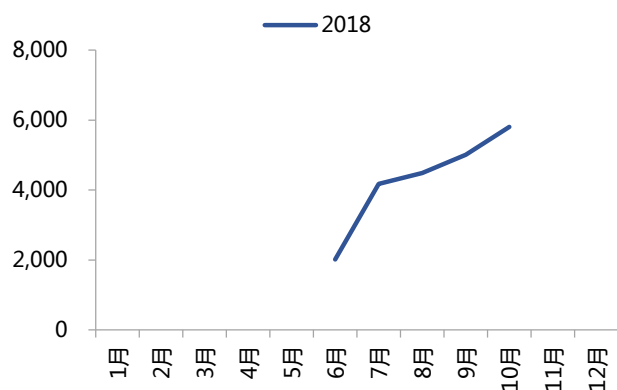
图 11：新能源车各级别销量占比 (%)



资料来源：乘联会、天风证券研究所

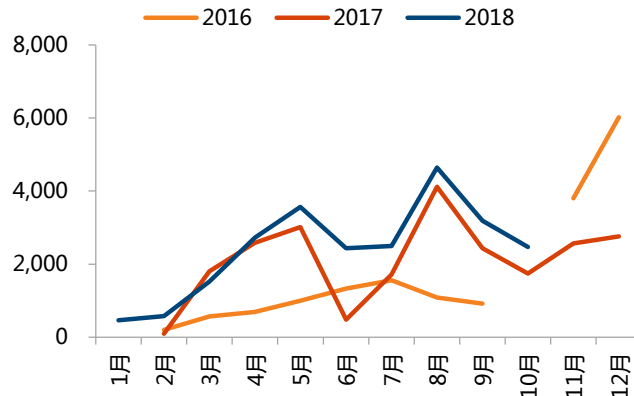
微观层面，中高端级别车型销量也不断突破上限。我们以销量为标准选出了各级别的标杆车型，今年在 A0 级 BEV 和 C 级 BEV 方面出现了全新车型——比亚迪元 EV360 和蔚来 ES8，到目前月销分别达到了 5,803 和 2,060 辆的量级，其它级别的标杆车型销量也都突破了前期上限，比如 A 级 BEV 吉利帝豪 EV 在 8 月销量接近 5,000 辆，A 级 PHEV 比亚迪秦 6 月接近 5,000 辆，B 级 PHEV 比亚迪唐 9、10 月都超过了 6,000 辆，C 级 PHEV 宝马 5 系销量超过 2,000 辆，表现都强于 2017 年的水平。

图 12：A0 级 BEV 标杆车型-比亚迪元 EV-月度销量（辆）



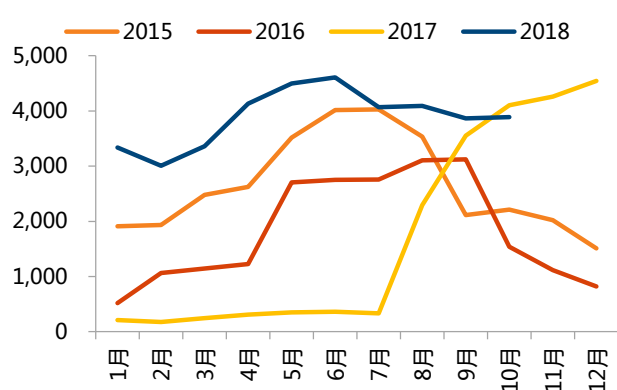
资料来源：乘联会、天风证券研究所

图 13：A 级 BEV 标杆车型-吉利帝豪 EV-月度销量（辆）



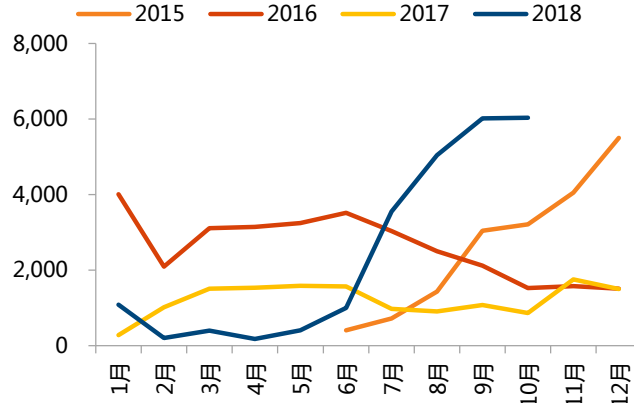
资料来源：乘联会、天风证券研究所

图 14：A 级 PHEV 标杆车型-比亚迪秦 PHEV-月度销量（辆）



资料来源：乘联会、天风证券研究所

图 15：B 级 PHEV 标杆车型-比亚迪唐 PHEV-月度销量（辆）



资料来源：乘联会、天风证券研究所

图 16：C 级 BEV 标杆车型-蔚来 ES8-月度销量（辆）

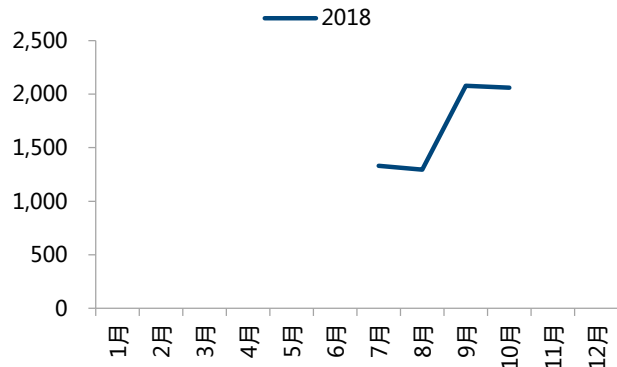
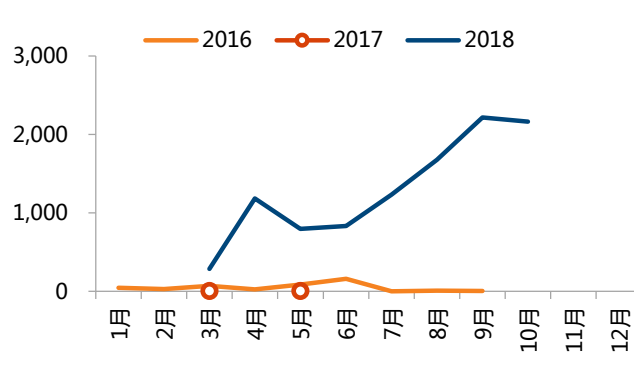


图 17：C 级 PHEV 标杆车型-宝马 5 系 PHEV-月度销量（辆）

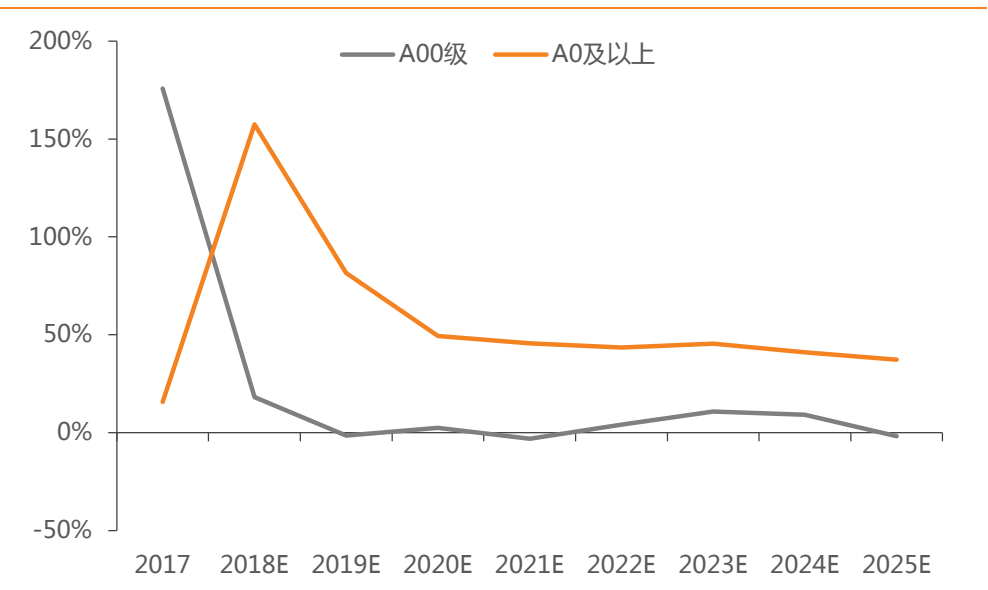


资料来源：乘联会、天风证券研究所

资料来源：乘联会、天风证券研究所

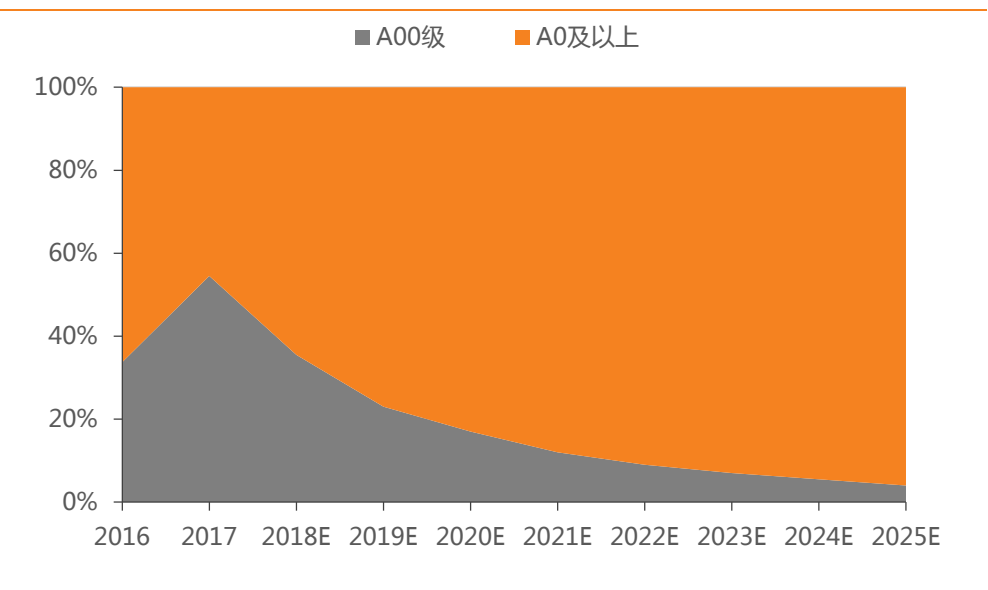
**中高端新能源车的未来就是新能源车的未来。**未来新能源车的发展将延续今年以来的高端化趋势，级别层面来看 A0 级以上车型逐渐替代燃油车中占主流的小型、紧凑型乃至中大型车 (A0-C 级)，A00 级车型在分时租赁、内部厂区等特定情境中保持小众需求。预计 A0 及以上车型销量占比将从 2017 年的 45% 一路上升至 2025 年的 96%，8 年销量 CAGR 达到 59%，成为驱动新能源车发展的核心主力。而这样的升级过程中，中低端车企面临的压力也将上升，从今年的数据来看，以众泰、力帆、江铃为代表的中低端车企份额下降 5 个百分点为 8%，增速仅 27%，而以上汽、比亚迪、吉利为代表的中高端车企份额扩增 6 个百分点至 39%，增速达到 113%。

图 18：A00 级与 A0 级及以上车型年度销量增速预期 (%)



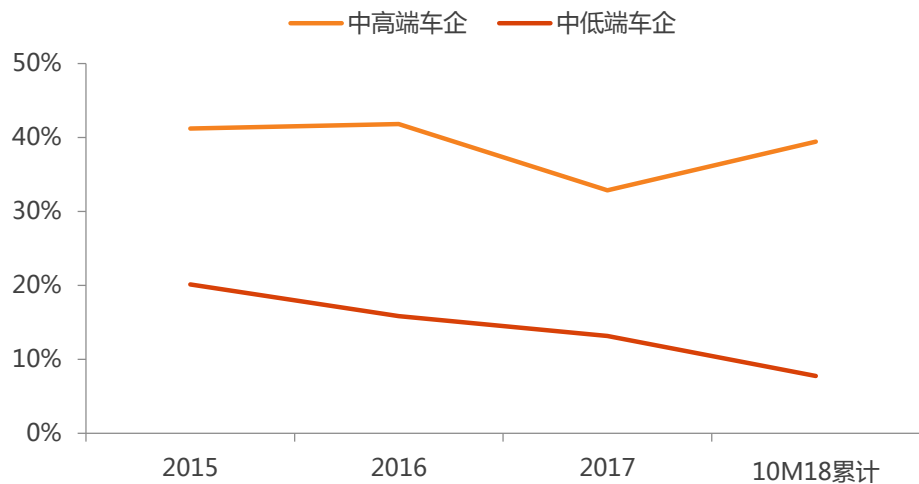
资料来源：乘联会、天风证券研究所

图 19：A00 级与 A0 级及以上车型年度销量占比预期 (%)



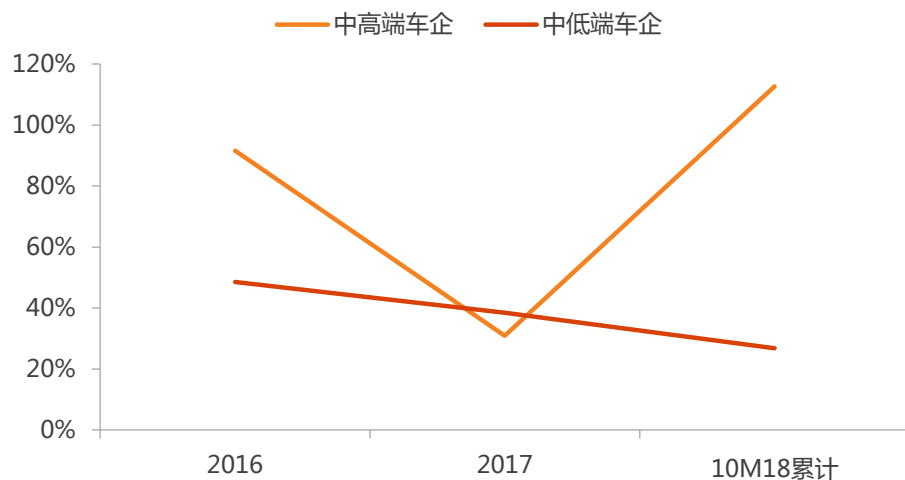
资料来源：乘联会、天风证券研究所

图 20：市场份额：众泰+力帆+江淮（中低端车企）VS 荣威+吉利+比亚迪（中高端车企）



资料来源：乘联会、天风证券研究所

图 21：销量增速：众泰+力帆+江淮（中低端车企）VS 荣威+吉利+比亚迪（中高端车企）

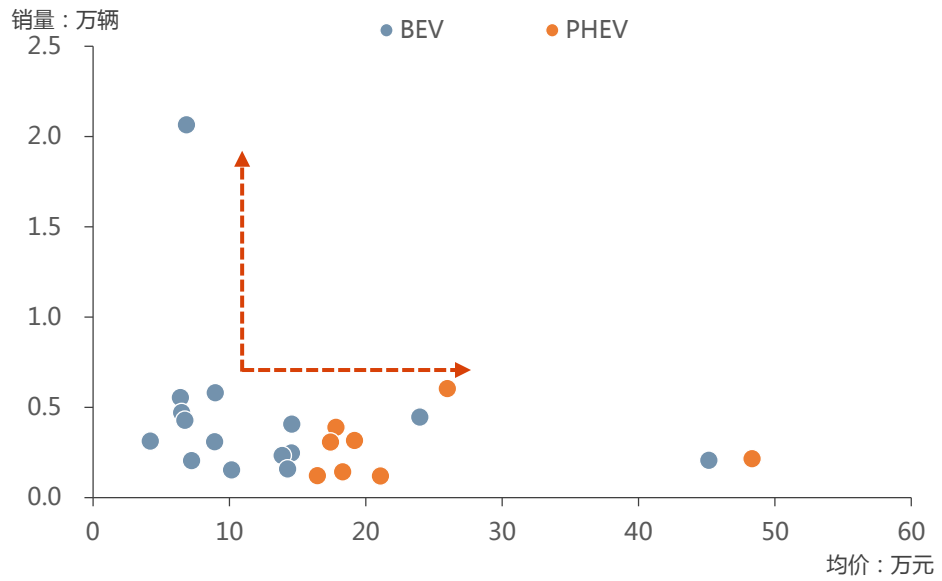


资料来源：乘联会、天风证券研究所

## 2.2. 高端供给不足

**需求释放大背景下，优质高端车仍然供给不足。**截至今年 11 月，优质新能源中高端车型依旧稀缺。我们选择了 10 月销量 1,000 辆以上的车型按终端定价均价（补贴后消费者到手价，最高和最低简单平均）绘制了下图，可以看到，主力新能源车仍集中在左侧，即价格偏低，销量中枢靠下。比亚迪唐 PHEV 之所以能在 25 万元左右甚至更高的售价取得月销 6,000+ 辆的成绩，我们认为主要是在当前需求面临释放的时点，在这样一个空白的价位，推出了一款满足市场需求的产品，因此销量迅速突破 6,000 辆，成为有史以来最走量的非 A00 级新能源车。从传统油车角度来看，稳定销售的主力车型无论任何价位，月销量均可达 1 万辆以上，A 级车（紧凑型）往往可以达到 2 万辆以上。这一点类似于 2010s 的 SUV，市场处于空白，空间很大，未来能够有效填补该市场空白的车企将受益于这一轮高端新能源车需求释放红利。

图 22：主流在售 A0 及以上级别新能源车型价格及销量分布（万元、万辆）



资料来源：乘联会、汽车之家、天风证券研究所

注：均价取消费者终端售价（考虑补贴后）最高和最低价平均值，销量为 10 月销量。

表 1：主流在售 A0 及以上级别新能源车型价格及销量分布（万元、辆）

	燃料	到手价下限	到手价上限	均价	10 月销量
北汽 EC 系列	BEV	7	7	7	20,648
比亚迪元 EV	BEV	8	10	9	5,803
奇瑞 eQ 电动车	BEV	6	7	6	5,547
江铃 E200	BEV	6	7	7	4,704
比亚迪 e5	BEV	21	27	24	4,460
江淮 IEV6E	BEV	7	7	7	4,283
北汽 EU 系列	BEV	13	16	15	4,075
北汽 EX360	BEV	8	10	9	3,091
吉利帝豪 EV	BEV	14	16	15	2,471
上汽荣威 Ei5	BEV	13	14	14	2,337
长安奔奔	BEV	10	11	10	1,543
蔚来 ES8	BEV	40	50	45	2,060
宝骏 E100	BEV	4	5	4	3,126
广汽传祺 GE3	BEV	13	16	14	1,592
众泰 E200	BEV	6	8	7	2,050
比亚迪唐 PHEV	PHEV	24	28	26	6,037
比亚迪秦 PHEV	PHEV	15	21	18	3,889
比亚迪宋 DM	PHEV	18	21	19	3,160
上汽荣威 ei6	PHEV	17	18	17	3,081
华晨宝马 5 系 PHEV	PHEV	48	49	48	2,164
上汽荣威 eRX5	PHEV	20	23	21	1,196
广汽传祺 GS4PHEV	PHEV	16	17	16	1,222
吉利博瑞 PHEV	PHEV	17	20	18	1,422

资料来源：乘联会、汽车之家、天风证券研究所

### 2.3. 蓝海市场，盈利放大

高端电动车已逐渐形成高定价优势。从产品属性角度出发，消费者已逐渐倾向于将新能源燃料看成是同一款车的不同配置，车企顺应电动智能的趋势，对旗下新能源车定价远高于本厂同级别可比车型，顺便配置进一步推升定价，甚至达到豪华燃油车水平，这在某种程度上无意间加速了当前国内自主车企产品价格带的向上突破。我们选取了比亚迪唐 PHEV、吉利博瑞 PHEV、上汽荣威 Marvel X 做一个粗略计算，可以看到在不考虑增值税、渠道利润等因素的情况下，新能源版本车型定价远高于可比油车，比亚迪唐更达到了 13 万元，但从成本角度，最大的电池成本也远不及这个售价差值，即便考虑其它电动车特有的零部件成本增加，更高的定价实现成本的覆盖并盈利也完全绰绰有余，比如剔除电池成本后，比亚迪唐 PHEV、吉利博瑞 PHEV、上汽荣威 Marvel X 仍有 10.5 万、2.8 万、5.5 万元的新增定价用于成本追加。

表 2：中高端新能源车利润明显高于同级别燃油车

车企 车型	比亚迪		吉利		上汽		
	唐 PHEV	唐燃油	博瑞 PHEV	博瑞 MHEV	荣威 Marvel X	荣威 RX8	
燃料	PHEV	燃油	PHEV	燃油	BEV	燃油	
终端售价 (万元)	下限	24	13	17	14	27	17
	上限	28	17	20	18	31	25
补贴 (万元)		2.2	-	2.2	-	6.1	-
实际指导价 (万元)	下限	26	13	19	14	33	17
	上限	30	17	22	18	37	25
实际指导价差 (万元) (新能源-燃油)	下限		13.2		4.2		11.8
	上限		<b>13.2</b>		<b>4.2</b>		<b>11.8</b>
电量 (kWh)		22.8		11.3		52.5	
电池成本 (万元)		<b>2.7</b>		<b>1.4</b>		<b>6.3</b>	
近 3 月月均销量 (辆)		5,700	4,480	1,759	2,605	预售中	1,228

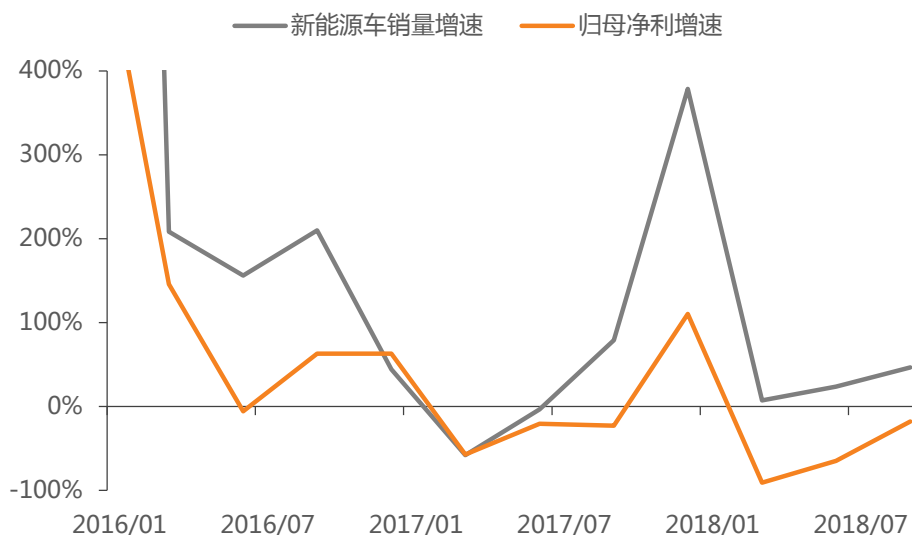
资料来源：汽车之家、车企官网、乘联会、天风证券研究所

注：

- 1、电池成本统一按 1.2 元/Wh 估算；
- 2、补贴不考虑地补，考虑地补则更高；
- 3、实际指导价是可以直接反推出厂价的价格（扣除税、渠道利润、其它过程费用等）。

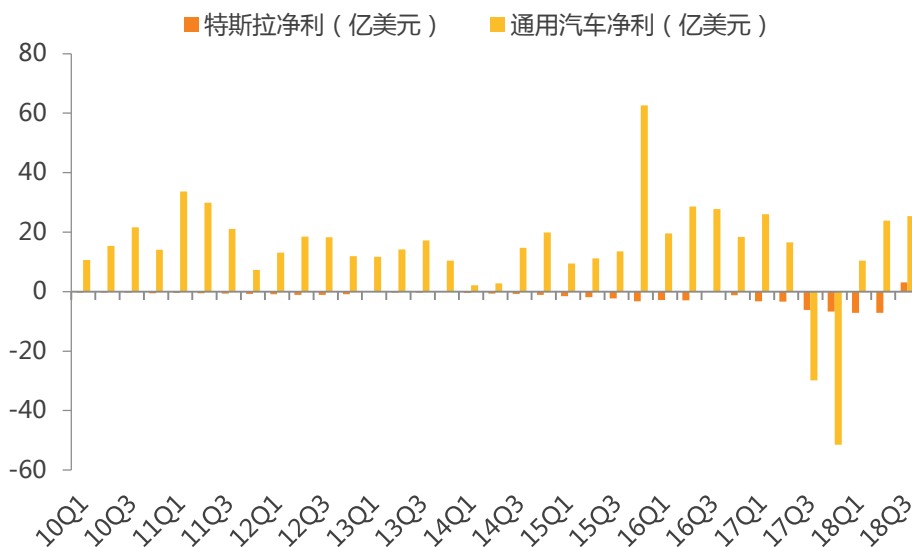
未来规模效益将增强车企盈利能力。众所周知车企盈利高度依赖于产能利用率，由于过去新能源单车型产量过小（多在 2 千辆/月、合计不足 2.5 万/年的水平以下），无法和传统油车动辄万辆的水平相比，对一般在 6 万、12 万甚至以上的设计产能而言，产能利用率严重不足，影响盈利能力。一方面可以看到，过去比亚迪净利增速基本与其新能源乘用车销量增速同走势，另一方面也可以看到，特斯拉在 Model 3 产能爬坡以前持续亏损，而之逐渐达到 9 月 2 万余辆水平后，3 季度特斯拉开始盈利。随新能源单车月度销量逐渐从之前的 1 千到 3 千到 5 千甚至 1 万以上后，规模效益的提升将显著拔高车企盈利能力。

图 23：比亚迪新能源乘用车销量增速与归母净利增速（%）



资料来源：比亚迪公告、天风证券研究所

图 24：特斯拉、通用汽车季度净利（亿美元）



资料来源：特斯拉公告、通用汽车公告、天风证券研究所

### 3. 关键部件量价齐升

电动汽车高端产业链将进入量价齐升的长期通道。相较传统燃油车，电动汽车新增电池系统、电驱系统、充电模块等系统，锂钴资源需求加大，热管理、轻量化、汽车电子等领域的成本占比均不同程度的提升。随新能源车品质提升，相关零部件的质量、数量（单车配套量）也将持续提升，伴随电动车未来快速放量，高端供应链迎来量价齐升，而与之对应的则是燃油汽车供应链逐渐进入过剩状态。

图 25：电动智能网联汽车零部件价值量拆解

整车/100%						
<b>转向系统</b> 0.8%	<b>电池系统</b> 21.4%	<b>制动系统</b> 1.5%	<b>电驱动系统</b> 11.7%	<b>车轮、悬架</b> 3.8%	<b>电子系统</b> 13.1%	<b>车身及附件</b> 12.1%
控制器	<b>BMS</b> 2.9%	基础制动0.5%	<b>电机控制器0.8%</b>	轮胎	<b>车身电子4.2%</b>	白车身5.1%
	<b>热管理系统</b> 2.8%	主、轮缸	IGBT		照明	<b>铝合金</b> 3.5%
		制动盘			空调	碳纤维
助力电机	<b>电池单体</b> 13.9%	电控制动1.0%	<b>驱动电机</b> 1.8%	减震	<b>环境感知</b> 2.6%	内饰3.6%
扭矩传感器	正极3.1%	ESP	定子0.6%		<b>摄像头</b> 3.0%	外饰2.2%
	负极1.0%	电控助力	转子0.4%		毫米波雷达	<b>高压模块</b> 4.5%
	隔膜1.4%		绕组0.5%		超声波传感器	
	电解液0.8%		轴承0.4%		<b>车载信息系统</b> 4.0%	

资料来源：彭博、公司公告、天风证券研究所估计

注：价值量不完全展示

图 26：电动智能网联汽车相关上市零部件公司

整车/100%						
<b>三花智控、银轮股份、中鼎股份、奥特佳、松芝股份</b>		<b>制动系统</b> 1.5%	<b>电驱动系统</b> 11.7%	<b>车轮、悬架</b> 3.8%	<b>电子系统</b> 13.1%	<b>车身及附件</b> 12.1%
控制器	2.9%	基础制动0.5%	<b>电机控制器</b> 0.8%	轮胎	<b>车身电子4.2%</b>	白车身5.1%
	<b>热管理系统</b> 2.8%	主、轮缸	IGBT		照明	<b>铝合金</b> 3.5%
		制动盘			空调	碳纤维
助力电机	<b>电池单体</b> 13.9%	电控制动1.0%	<b>驱动电机</b> 1.8%	减震	<b>环境感知</b> 2.6%	内饰3.6%
扭矩传感器	正极3.1%	ESP	定子0.6%		<b>摄像头</b> 3.0%	外饰2.2%
	负极1.0%	电控助力	转子0.4%		毫米波雷达	<b>高压模块</b> 4.5%
	隔膜1.4%		绕组0.5%		超声波传感器	
	电解液0.8%		轴承0.4%		<b>车载信息系统</b> 4.0%	

**旭升股份、敏实集团、科达利、爱柯迪**

**电池：宁德时代、国轩高科**  
**材料：杉杉股份、璞泰来、星源材质**  
**上游：天气锂业、华友钴业**

**舜宇光学、欧菲科技**

**欣锐科技、宏发股份、法拉电子、得润电子**

资料来源：彭博、公司公告、天风证券研究所估计

注：价值量不完全展示

表 3：国内新能源汽车产业链核心公司

上市公司	主要产品	单车价值 估计（元）	2025 年市场 空间（亿元）	集中度	市场地位	PE TTM （倍）	18 PE （倍）
宁德时代	锂电池	50,000	10,000	高	全球领先	47	49
旭升股份	铝合金高端压铸	3,500	700	高	全球领先	42	36
三花智控	冷却总成	5,000	1,000	高	全球领先	22	20
中鼎股份	密封、降噪、冷却胶管	2,000	400	低	全球领先	11	11
舜宇光学	摄像头	2,500	500	高	全球领先	25	24
恩捷股份	动力隔膜	3,000	600	高	全球领先	64	44
天齐锂业	锂	3,000	600	高	全球领先	15	15
华友钴业	钴	1,000	200	高	国内领先	10	11
杉杉股份	电池材料	22,000	4,400	低	国内领先	12	17
璞泰来	负极材料、涂布	2,250	450	低	国内领先	38	36
大洋电机	电机	3,000	600	低	国内领先	25	18
汇川技术	动力总成系统	10,000	2,000	低	国内领先	30	28
宏发股份	新能源继电器	1,800	360	高	全球领先	24	23
欣锐科技	车载充电机	4,200	840	低	国内领先	46	40
银轮股份	冷却模块	2,000	400	低	国内领先	16	15
耐世特	电动转向	2,000	400	高	全球领先	10	10

资料来源：Wind、天风证券研究所估计

注：

- 1、2025 年市场空间按全球 2000 万辆新能源车预估；
- 2、PE 截至 2018 年 11 月 28 日收盘，18PE 取 Wind 一致预期。

## 4. 投资建议

技术进化已经确立，消费风潮跟进，类似上一轮 SUV 消费需求拉动，长城汽车、长安汽车、吉利汽车等享受蓝海短缺，景气持续时间和盈利弹性幅度都将大超预期。中国电动汽车渗透率预计从 2018 年的 4% 提升至 2025 年的 38%，将创造两大市场投资机遇：

一是，电动汽车产品、品牌和技术领先的整车企业，业绩弹性巨大，需要紧密跟踪相关公司的销量和新品周期，把握核心技术领先性、销量增长空间和品牌上升力度，重点关注**比亚迪、特斯拉**（海外组覆盖）、**吉利汽车、上汽集团**，建议关注**蔚来汽车**。

二是，新能源汽车的核心增量部件，将创造新兴零部件龙头的成长机遇。包括动力电池、大型铝合金零部件、热管理系统、等增量部件需求暴增，并且创造了明显的零部件市场，随着产品成熟和市场格局的稳定，未来投资新兴零部件龙头，将是未来重要的投资机遇，重点关注**旭升股份、宁德时代**（电新）、**三花智控**（家电）、**中鼎股份、精锻科技**。

表 4：新能源汽车产业链上市公司盈利预测与估值（截至 2018 年 11 月 28 日收盘）

			EPS (元/股)			当前 PE (倍)		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
整车	<b>比亚迪</b>	<b>002594.SZ</b>	<b>1.40</b>	<b>1.11</b>	<b>1.49</b>	<b>41</b>	<b>52</b>	<b>39</b>
	<b>吉利汽车*</b>	<b>0175.HK</b>	<b>1.35</b>	<b>1.72</b>	<b>2.41</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>6</b>
	<b>上汽集团*</b>	<b>600104.SH</b>	<b>2.95</b>	<b>3.11</b>	<b>3.41</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>7</b>
	北汽蓝谷	600733.SH	0.04	0.05	0.15	247	193	63
	江淮汽车	600418.SH	0.23	0.14	0.19	23	37	28
	众泰汽车	000980.SZ	0.71	0.58	0.65	7	8	8
	小康股份	601127.SH	0.81	0.25	0.74	21	66	23
	宇通客车	600066.SH	1.41	1.28	1.45	8	9	8
	金龙汽车*	600686.SH	0.79	0.28	0.94	10	28	8
	中通客车	000957.SZ	0.32	-	-	16	-	-
	安凯客车	000868.SZ	-0.33	-	-	-	-	-
亚星客车	600213.SH	0.19	-	-	35	-	-	
零部件	<b>旭升股份*</b>	<b>603305.SH</b>	<b>0.55</b>	<b>0.87</b>	<b>1.18</b>	<b>54</b>	<b>35</b>	<b>26</b>
	<b>三花智控</b>	<b>002050.SZ</b>	<b>0.60</b>	<b>0.66</b>	<b>0.79</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>17</b>
	<b>宁德时代</b>	<b>300750.SZ</b>	-	<b>1.60</b>	<b>2.01</b>	-	<b>49</b>	<b>39</b>
	<b>中鼎股份*</b>	<b>000887.SZ</b>	<b>0.91</b>	<b>0.97</b>	<b>1.13</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>10</b>
	<b>精锻科技*</b>	<b>300258.SZ</b>	<b>0.62</b>	<b>0.74</b>	<b>0.90</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>14</b>
	银轮股份*	002126.SZ	0.39	0.45	0.53	19	16	14
	宏发股份	600885.SH	1.29	0.97	1.18	17	23	19
	奥特佳	002239.SZ	0.12	0.16	0.13	19	14	17
	松芝股份	002454.SZ	0.87	-	-	5	-	-
	万向钱潮	000559.SZ	0.32	0.29	0.32	18	20	18
	汇川技术	300124.SZ	0.65	0.74	0.91	31	28	22
动力电池	亿纬锂能	300014.SZ	0.47	0.59	0.76	30	24	19
	国轩高科	002074.SZ	0.93	0.77	0.87	13	16	14
	欣旺达	300207.SZ	0.42	0.50	0.71	20	17	12
	猛狮科技	002684.SZ	-0.24	-	-	-29	-	-
	坚瑞沃能	300116.SZ	-1.51	-	-	-1	-	-
电池材料	杉杉股份	600884.SH	0.80	0.93	1.02	20	17	15
	当升科技	300073.SZ	0.68	0.66	0.91	40	41	30
	江苏国泰	002091.SZ	0.50	0.60	0.57	11	9	10
	新宙邦	300037.SZ	0.75	0.83	1.07	33	30	23

	多氟多	002407.SZ	0.41	0.44	0.51	31	29	24
	天赐材料	002709.SZ	0.92	1.66	1.32	25	14	17
	科达利	002850.SZ	1.24	0.46	0.89	14	36	19
	诺德股份	600110.SH	0.17	-	-	27	-	-
	恩捷股份	002812.SZ	1.16	1.15	1.75	-	44	29
	厦门钨业	600549.SH	0.57	0.46	0.62	23	29	21
	长园集团	600525.SH	0.85	1.25	0.90	8	5	7
	石大胜华	603026.SH	0.92	1.39	1.70	20	13	11
	沧州明珠	002108.SZ	0.50	0.29	0.35	9	15	12
原材料	天齐锂业	002466.SZ	1.92	1.95	2.26	16	15	13
	赣锋锂业	002460.SZ	1.98	1.29	1.46	12	19	17
	华友钴业	603799.SH	3.20	3.04	3.29	10	11	10
	洛阳钼业	603993.SH	-	0.26	0.30		15	13
	寒锐钴业	300618.SZ	3.91	5.03	6.13	19	15	12
	盐湖股份	000792.SZ	-1.49	-0.30	0.14			59
	西藏矿业	000762.SZ	0.07	-	-	118	-	-
	和顺电气	300141.SZ	0.02	-	-	330	-	-
充电桩	特锐德	300001.SZ	0.28	0.33	0.45	58	50	36
	奥特迅	002227.SZ	0.07	-	-	157	-	-
	易事特	300376.SZ	0.31	-	-	15	-	-
	先导智能	300450.SZ	1.29	0.95	1.33	21	29	21
设备	赢合科技	300457.SZ	0.72	0.84	1.16	39	34	24
	科恒股份	300340.SZ	1.04	0.55	0.84	13	25	16
	璞泰来	603659.SH	1.19	1.37	1.78	41	36	28
	金银河	300619.SZ	0.66	-	-	39	-	-
	今天国际	300532.SZ	0.61	0.50	0.71	17	21	15
	诺力股份	603611.SH	0.86	0.82	1.06	15	16	12
	天奇股份	002009.SZ	0.23	0.53	0.78	34	15	10

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：\*为天风证券研究所汽车组预期，其余为万得一致预期。

## 5. 风险提示

非限购城市新能源汽车销量低预期、新能源车成本下降速度低于预期、元器件及原材料价格不及预期、测算偏差等，文中测算基于一定前提假设，仅供参考。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com