

证券研究报告—深度报告

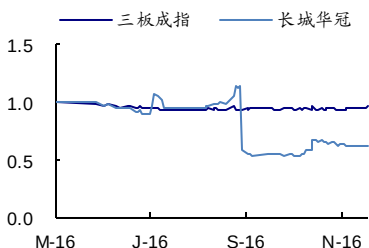
新三板

长城华冠(833581)
买入

(首次评级)

2017年05月26日

一年该股与三板成指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	613/365
总市值/流通(百万元)	5,913/3,516
上证综指/深圳成指	3,108/9,894
12个月最高/最低(元)	18.00/0.00

证券分析师：王念春

电话：0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

证券分析师：梁超

电话：0755-22940097

E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001

联系人：刘馨竹

电话：0755-81981873

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

首次覆盖

三板电动汽车第一股，估值优势显著

● 传承工匠精神，打造新三板电动汽车第一股

公司是我国领先的新能源汽车整车生产企业，由整车设计业务起家，在汽车设计领域深耕 14 年，行业地位领先。公司从 2010 年开始布局新能源电动汽车创新研发，并逐步掌握可充电储能系统(RESS)、整车控制管理系统(VCU)、整车轻量化等核心技术。2014 年 4 月，公司首次在北京国际车展上发布前途“K50”电动跑车，2016 年 10 月，公司获得全国第三张新能源汽车生产牌照，计划将于 2017 年底完成量产准备，2018 年销售。

● 整车业务：“K50”量产在即，前途可期

公司兼具传统车企和互联网造车的优势，整车设计、供应链管理优势明显，同时正向研发、轻资产运营，摆脱整车厂商原有重资产设备包袱。公司将以“K50”为首款产品，以高端化路线切入市场，随后通过设计研发不同车型，打造高中低三个整车平台，提供多项选择。同时以新能源汽车为核心，打造包括电池系统、复合材料铝合金、车用电子、智能控制、互联研发的“1+6”的产业集群。

● 汽车产业革命性变化，新能源汽车前景广阔

全球新能源汽车行业处于高速发展阶段。2011-2016 年电动车销量逐年上升，2016 年电动车销量达到 773,600 辆。中国新能源电动车也由导入期进入成长期，国家能源局数据显示 2016 年新能源汽车产销分别达到 51.7 万辆和 50.7 万辆，同比分别增长 51.7% 和 53%。

● 风险提示

新能源汽车渗透率不及预期；

行业竞争加剧，传统厂商加速新能源汽车布局。

● 新三板电动汽车第一股，给予“买入”评级

公司是我国领先的新能源汽车整车生产企业，通过自主创新研发，已经打造了从电池系统、电控系统等核心零部件至整车生产的全产业链布局，前途“K50”跑车将于年底量产。我们认为公司合理的对标企业是蔚来汽车，从开发进度、管理团队、核心技术等方面分析，公司均不逊于蔚来汽车，百亿市值可期。当前股价仅为 4.47 元，与上一轮定增价倒挂，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	95	119	1,070	3,030	14,080
(+/-%)	66.3%	25.9%	796.9%	183.2%	364.7%
净利润(百万元)	-98	-319.48	-466.89	261.44	1290
(+/-%)	352.7%	--	--	-156.0%	393.5%
摊薄每股收益(元)	-0.32	-0.52	-0.76	0.43	2.10
EBITMargin	-102.5%	-289.7%	-52.0%	9.7%	10.9%
净资产收益率(ROE)	-14.6%	-23.6%	-21.3%	7.6%	24.6%
市盈率(PE)	-26.8	-16.5	-11.3	20.2	4.1
EV/EBITDA	-33.5	-17.3	-11.8	15.9	6.3
市净率(PB)	3.91	3.89	2.41	1.53	1.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司是我国领先的新能源汽车整车生产企业，由整车设计业务起家，在汽车设计领域深耕 14 年，行业地位领先。公司从 2010 年开始布局新能源电动汽车创新研发，并逐步掌握可充电储能系统(RESS)、整车控制管理系统(VCU)、整车轻量化等核心技术。2016 年 10 月，公司获得全国第三张新能源汽车生产牌照。同年，公司正式发布前途“K50”跑车升级版，计划将于 2018 年量产。

我们认为公司合理的对标企业是蔚来汽车，无论从开发进度、管理团队、核心技术等方面分析，公司均不逊于蔚来汽车，百亿市值可期。当前股价仅为 4.56 元，与上一轮定增价倒挂，给予“买入”评级。

核心假设与盈利预测

1. 整车设计：在设计领域，公司凭借 14 年的汽车设计积累，成为全国最顶尖的汽车设计公司之一。公司在国内整车设计领域优势明显，预计未来整车设计业务仍将保持高速增长。
2. 整车生产：公司前途“K50”跑车，计划将于 2018 年销售，19-20 年高中低三个产品线将陆续有若干款新车发布。根据国务院《节能与新能源汽车产业规划（2012~2020 年）》，到 2020 年时产能达 200 万辆。假设公司 2020 年市场份额达到 2-5%，年销量将达到 4-10 万台。
3. 核心零部件业务：公司逐步掌握可充电储能系统 RESS、整车控制管理系统 VCU 等核心技术。预计未来，在核心零部件领域，具备独立研发能力的国内厂商将明显受益于进口替代效应，公司的零部件业务也将受益。

费用：管理费用和销售费用的大幅上升，主要因“K50”在量产准备阶段，公司规模扩大、新增技术投入、市场调研费用、员工薪酬等大幅提高。

与市场预期的差异之处

公司兼具互联网企业与传统车企的优势，一方面在整车设计领域深耕十四年，掌握 BMS、VCU 等核心零部件技术，拥有强大的供应链管理能力和研发能力，还获得新能源汽车生产资质；另一方面，公司没有传统汽车生产线包袱，采取电动车正向设计方案，轻资产运营，优势明显。

公司管理层执行力强，作风踏实，传承工匠精神，精益求精，在新车研发上并不盲目追求各类型参数全球首家，而是致力做到整车重量与续航的平衡。一方面，在量产车推出前，各类型宣传、造势或许不及互联网企业吸引眼球；然而，公司与新兴互联网企业都缺乏整车销售经验，在最终销售，双方都站在同一起跑线上，无需过度担忧。

核心假设或逻辑的主要风险

新能源汽车渗透率不及预期；

行业竞争加剧，传统厂商加速新能源汽车布局。

内容目录

核心假设与盈利预测	2
估值与投资建议	6
相对法估值	6
投资建议	8
传承工匠精神，打造新三板电动汽车第一股	9
顶尖整车设计企业，打造新三板电动汽车第一股	9
整车设计能力卓越，奠定坚实造车基础	12
营业收入持续高增长	15
整车业务：“K50”量产在即，前途可期	17
轻量化设计，追求能耗与续航平衡点	17
苏州工厂基本建成，“K50”量产在即	18
“K50”高端化定位，中低端产品逐步上线	18
技术实力雄厚，打造正向研发体系	19
整车制造为核心，打造“1+6”产业集群	20
传承创新，先发优势显著	21
汽车产业革命性变化，新能源汽车前景广阔	22
新能源汽车发展历经百年，进入全面产业化初期	22
产业链简析：电池包是最关键零部件	23
全球新能源汽车行业高速发展，销量逐年稳健上升	24
中国新能源汽车行业进入成长期，电动车产量稳居全球第一	26
增量补贴转向结构性补贴，关注积分制改革	28
附表一：具有新能源乘用车生产牌照企业一览	29
万向集团：汽车零部件龙头转型新能源汽车	30
知豆汽车：专注城市微行电动车	31
北汽新能源：市场份额全国第一	32
附表二：主要互联网造车企业一览	32
蔚来汽车：全球化布局，中高端定位	33
车和家：打造小而美的电动交通工具	34
智车优行：终端定位，主打智能网联系统	35
乐视超级汽车	35
威马汽车：以“连接”为产品核心	36
风险提示	37
特别提示	37
附表：财务预测与估值	38
国信证券投资评级	39
分析师承诺	39
风险提示	39
证券投资咨询业务的说明	39

图表目录

图 1: 公司具备先发优势, 领先其他纯电动车生产企业 2-3 年时间	7
图 2: 公司发展历程	9
图 3: 公司发展历程	9
图 4: 公司历年融资情况介绍	10
图 5: 公司的股东结构	11
图 6: 公司架构示意图	11
图 7: 公司拥有完整的汽车设计解决方案体系	12
图 8: 公司以往的整车设计开发品牌	12
图 9: 汽车设计-传统车案例(北汽 C60)	13
图 10: 汽车设计-传统车案例(东风日产启辰 R30)	13
图 11: 公司新能源汽车设计开发业务	13
图 12: 升级版前途“K50”亮相上海车展	14
图 13: 升级版前途“K50”亮相上海车展	14
图 14: 工厂鸟瞰图	14
图 15: 工厂侧面图	14
图 16: 可充电储能系统 (RESS)	15
图 17: 整车控制系统 (VCU)	15
图 18: 新材料应用	15
图 19: 人机交互-15.6 寸电容触摸屏幕	15
图 20: 公司历年营业收入及同比增速(万元, %)	15
图 21: 公司历年净利润及同比增速(万元, %)	15
图 22: 2015 年各产品占营业收入比例(%)	16
图 23: 2016 年各产品占营业收入比例(%)	16
图 24: 公司历年销售费用及同比增速(万元, %)	16
图 25: 公司历年管理费用及同比增速(万元, %)	16
图 26: 公司历年毛利率、净利率和总费用率变化(%)	16
图 27: 公司历年三项费用率变化(%)	16
图 28: 前途“K50”与国际顶级供应商合作	17
图 29: 前途“K50”示意图	18
图 30: 公司 2016 年 10 月 10 日获得第三张新能源汽车生产资质	18
图 31: 苏州工厂总装车间示意图	18
图 32: 苏州工厂生产调度中心示意图	18
图 33: 公司新能源汽车的生产规划	19
图 34: 正向研发(a)与逆向研发(b)的流程对比	20
图 35: 传统主机厂电动化改造 VS 公司新能源车的正向设计	20
图 36: 引领产业变革, 促进产业升级	21
图 37: 公司的先发优势显著	21
图 38: 新能源汽车的分类	22
图 39: 新能源汽车的发展	22
图 40: 新能源汽车成本构成	23

图 41: 新能源汽车产业链.....	23
图 42: 我国充电桩建设累计数量 (万个)	24
图 43: 2011-2016 全球混合动力汽车销量 (轻型车)	24
图 44: 2015-2016 各区域混合动力汽车销量 (轻型车)	24
图 45: 2010-2015 年纯电动汽车占总电动汽车市场份额 (%)	25
图 46: 2017 年底前纯电动和插电式混合动力汽车产量预测 (千辆)	25
图 47: 我国新能源汽车发展历程.....	26
图 48: 主要国家电动车发展水平比较.....	27
图 49: 国内外动力电池技术差距.....	27
图 50: 我国新能源汽车推广应用	27
图 51: 2017 调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	28
图 52: 工信部 CAFC 积分计算方法.....	28
图 53: 工信部 NEV 积分计算方法.....	28
图 54: 万向 Karma Revero.....	31
图 55: 知豆 D2S.....	31
图 56: 北汽新能源 EV160.....	32
图 57: 蔚来 ES8.....	34
图 58: 车和家.....	34
图 59: 奇点汽车	35
图 60: 乐视电动车.....	36
图 61: 威马概念车 AG2020.....	37
表 1: 长城华冠与蔚来汽车、北汽新能源的对比.....	6
表 2: 公司与蔚来汽车、北汽新能源各项竞争能力的对比.....	7
表 3: 前途“K50”性能参数介绍.....	17
表 4: 以工信部积分政策计算的近两年标杆企业的新能源积分供需.....	29
表 6: 互联网新进新能源造车企业	33

估值与投资建议

公司是我国领先的新能源汽车整车生产企业，是我国第三家获得新能源汽车生产牌照的企业。通过自主研发，已经打造了新能源乘用车从电池系统、电控系统等核心零部件至整车生产的全产业链布局，即将量产的前途“K50”成为首款中国自主研发具备量产能力的纯电动轻量化高端跑车。公司苏州工厂已经基本建成，开始调试过程，预计“K50”系列车型将于 17 年底完成产线量产准备，18 年销售。

相对法估值

新能源汽车的浪潮使得许多传统整车厂商与互联网企业纷纷进入，目前各大厂商新车型正在快速推进，只有极少数企业的部分纯电动车产品实现量产。公司独特的商业模式介于互联网企业于传统车企中间，一方面拥有类似于传统车企强大的研发设计能力、供应商管理体系、以及自主生产能力；另一方面，类似于互联网企业，采取正向设计模式，轻资产体系，没有传统生产线的巨大包袱。

基于未来收益不确定性较大，我们拟采用相对估值法，参考传统车企背景的厂商北汽新能源以及互联网造车代表企业蔚来汽车进行对比。

表 1: 长城华冠与蔚来汽车、北汽新能源的对比

	长城华冠	蔚来汽车	北汽新能源
定位	为消费者提供“驾趣”感受的全系列电动车品牌	豪华电动车品牌	定位中低端，A00-B 级市场全产品线覆盖
性能	“K50”: 0-100km/h 加速时间 (s) ≥4.6 最高车速 (km/h) ≥200 续航里程 (km) (NEDC 工况法) ≥300 直流快充充电时间 (h) 45min (80%)	ES8: 续航里程 300km, 7 座纯电动 SUV, 座椅采用 2+3+2 布局, 车长超过 5 米, 轴距超过 3 米。由全铝合金车身和底盘打造, 全系标配主动式空气悬挂, 搭载前后双电机, 采用四轮驱动。	EC180: 最高时速 ≥100km/h, 续航里程 156 (km); EU260: 最高时速 ≥140km/h, 续航里程 260 (km); EX260: 最高时速 ≥125km/h, 续航里程 250 (km); EV160: 最高时速 ≥125km/h, 续航里程 150 (km); EH300: 最高时速 ≥140km/h, 续航里程 300 (km)。
厂商特点	传统+互联网轻资产模式	互联网造车厂商	传统造车厂商
生产资质	16 年 10 月获得全国第三张新能源汽车生产牌照	暂未获得生产牌照	具有新能源乘用车生产资质
生产方式	自建苏州工厂, 打造全产业链	采用代工模式, 与传统厂商江淮汽车、长安汽车等合作开发	传统车生产厂商
设计团队	国际化视野的中外融合设计团队, 包括来自美国、法国、日本、韩国的设计师。Daniel Darancou 为设计副总裁, 曾任职于美国通用汽车集团设计经理	联合副总裁-Martin Leach (玛莎拉蒂全球 CEO、福特欧洲总裁、马自达全球董事总经理等	2016 年原红旗品牌首席设计师常冰将正式加盟北汽新能源; 还在意大利都灵组建了设计团队, 进一步丰富海外研发设计资源。
投资者	国民信托、国科控股、华清恒泰、赣锋锂业等	红杉资本、北京愉悦资本、高瓴资本、腾讯产业共赢基金、淡马锡、厚朴、TPG、联想跟投, 及 Golden Brick Capital、Magic Stone Alternative (MSA)	依靠北汽集团
零售价	尚未公布	尚未公布	补贴后价格 5-15 万不等
生产进度	苏州工厂车间封顶, 将于 6 月开始调试, 设计年产能 5 万辆新能源汽车; 预计 17 年底产线完成量产准备	16 年 5 月, 蔚来汽车与江淮汽车签署了合作备忘录, 共同开发新能源汽车产品。 ES8 将于 10 月份开始接受消费者的预定。计划今年年内正式发布, 明年正式开始交付。 ES8: 并将于 2018 年年底或 2019 年年初上市出售	在 2020 年布局北京、株洲、青岛莱西、江苏常州和江西九江 5 大生产基地。2017 年, 由北汽集团控股的北汽嘉庆 (重庆) 投资 30 亿元建设的新工厂已在涪陵开工, 将在两年内建成投产, 总设计产能可达 30 万辆/年。 2016 年, 北汽新能源整车销售 52178 辆, 同比增长 159%, 预计 17 年将销售 17 万辆。预计将达到 110 亿元
累积融资额	股权加债权共计 11 亿元	超过 11 亿美元	2017 年 1 月启动 B 轮融资, 融资规模达到 80 亿, 估值将达 240 亿。
估值 (最近一轮融资后)	40 亿元	部分媒体透露, 估值达 200 亿元	

资料来源: 公司官网、公司公告、网易财经、新浪财经、国信证券经济研究所整理

表 2: 公司与蔚来汽车、北汽新能源各项竞争能力的对比

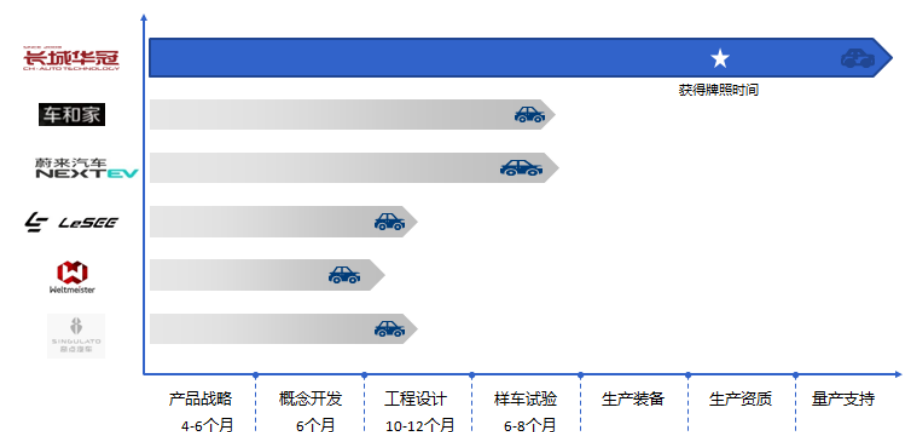
	长城华冠	蔚来汽车	北汽新能源
商业模式	介于传统车企与互联网模式之间	互联网模式定位高端	传统车企模式，定位中低端
生产能力	获得新能源汽车生产资质，自建苏州工厂，年产能达到 5 万台新能源汽车	暂未获得新能源汽车生产牌照；采用代工模式，2016 年 4 月 6 日与江淮汽车达成战略合作，初步确认了江淮代工一期产能 5 万台的计划。代工模式对最终盈利能力造成影响。 2016 年 12 月，与湖北长江产业基金、武汉东湖高新区签署协议，在武汉建设长江蔚来智能化新能源汽车产业园。	2016 年，北汽新能源整车销售 52178 辆，同比增长 159%，预计 17 年将销售 17 万辆。 2017 年，由北汽集团控股的北汽嘉庆（重庆）投资 30 亿元建设的新工厂已在涪陵开工，将在两年内建成投产，总设计产能可达 30 万辆/年。
研发能力	全国最优秀的整车设计团队之一，深耕汽车设计领域 14 年，有完整的汽车造型、工程结构设计、CAE 分析、样车试制到投产服务的能力，研发团队多年配合稳定	在全球拥有多个设计/研发/生产基地，打造国际化经营团队；然而，跨国经营管理难度极大，磨合期较长，成本高	依靠北汽集团的技术优势，研发能力出色；然而北汽集团传统乘用车领域实力强大，或将成为新能源领域的探索的束缚
核心零部件	公司已完成 VCU 第三代产品的研发和批量试制，并完成了 BMS 产品样件研发。通过了 QCT897-2011 测试，具备年产 5 万台控制器（VCU+BMS）的能力	与南京市政府合作投资 30 亿元的电机及电控系统生产基地，于 2016 年 4 月落成，产能达 28 万套。	依靠北汽集团的技术优势，供应链管理出色
市场营销	市场宣传保守稳健，尚未有整车销售经验	互联网风格，营销投入大、宣传力度强；尚未有整车销售经验	拥有多年整车销售经验
融资能力	凭借新三板平台，小步快跑多次融资，保证控股权稳定；最近一轮投后估值仅为 40 亿元	融资能力强，参股东背景强大，最新一轮融资投后估值已接近 200 亿元	凭借北汽集团优势，融资能力较强
开发进度	首款车型开发多年，并于 16 年 10 月获得生产资质；苏州工厂主体基本建成，部分设备开始入驻，6 月启动调试；预计“K50”将于 17 年底完成产线量产准备	公司 14 年 11 月成立，历经近 10 个月的时间相继在德国、英国和美国成立分公司，16 年 11 月发布 EP9，开发周期远短于汽车行业平均开发周期 40 个月。部分媒体称，公司计划于 17 年发布 ES8，18 年交货	多款已经上市，纯电动汽车销量全国第一

资料来源：公司官网、公司公告、网易财经、新浪财经、国信证券经济研究所整理

长城华冠优势：

1. 技术先发优势：公司在整车设计领域有 14 年积累，独立开发了可充电储能系统(RESS)、整车控制管理系统(VCU+)，掌握核心零部件优势及整车轻量化核心技术；拥有正向研发能力及创新技术积累。
2. 成本管理优势：本地化团队，人员理念统一，注重成本控制；具备自主生产资质，避免代工环节侵蚀利润；拥有多年的供应链管理经验和在前途汽车开发过程中多家国际一线顶级供应商共同协作（博世、布雷博、埃驰等）。
3. 管理团队稳定：公司自 2003 年成立，已经形成了稳定、成熟的管理团队；
4. 资金利用效率高：公司历年来股债融资总额仅为 11 亿，就完成了核心零部件开发、整车设计等工作，并获得新能源汽车生产资质、基本建成苏州工厂，开发进度领先其他互联网企业。

图 1: 公司具备先发优势，领先其他纯电动车生产企业 2-3 年时间



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

我们认为，蔚来汽车是相对于公司最合理的对标企业。参照蔚来汽车最新一轮融资投后估值 200 亿元，我们认为，公司虽然国际化布局不及蔚来汽车，但是就开发进度、管理团队成熟度、以及核心技术的掌握程度并不逊色于蔚来汽车，百亿估值可期。

投资建议

公司是我国领先的新能源汽车整车生产企业，是我国第三家获得新能源汽车生产牌照的企业。以自主创新研发为基础，已经完成了新能源乘用车从电池系统、电控系统等核心零部件至整车生产的全产业链布局，即将量产的前途“K50”成为首款中国自主研发具备量产能力的纯电动轻量化高端跑车。公司苏州工厂已经基本建成，开始进入设备安装调试过程，预计“K50”系列车型将于 17 年底实现量产。我们认为公司最合理的对标企业是蔚来汽车，无论从开发进度、管理团队、核心技术等方面分析，公司均不逊色于蔚来汽车，百亿市值可期。当前股价仅为 4.47 元，与上一轮定增价（6.5 元，除权）倒挂，给予“买入”评级。

传承工匠精神，打造新三板电动汽车第一股

顶尖整车设计企业，打造新三板电动汽车第一股

北京长城华冠汽车科技股份有限公司成立于 2003 年 8 月，是我国领先的新能源汽车整车生产企业。公司由整车设计业务起家，在汽车设计领域深耕 14 年，行业地位领先，是全国唯一军方军用车辆整车设计开发合作伙伴、唯一为合资企业整车开发的服务商、唯一欧洲 NCAP 四星安全车型设计公司。

在新能源汽车革命性的浪潮到来时，公司抓住机遇，致力成为中国新能源汽车的引领者。当前，通过自主研发公司已经打造了新能源乘用车从电池系统、电控系统等核心零部件至整车生产的全产业链布局，即将量产的前途“K50”成为首款中国自主研发具备量产能力的纯电动强量化高端跑车。

图 2：公司发展历程

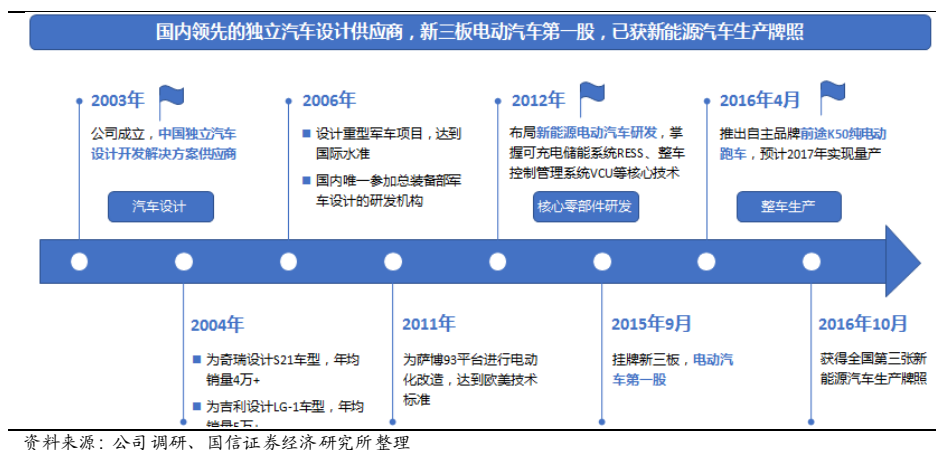
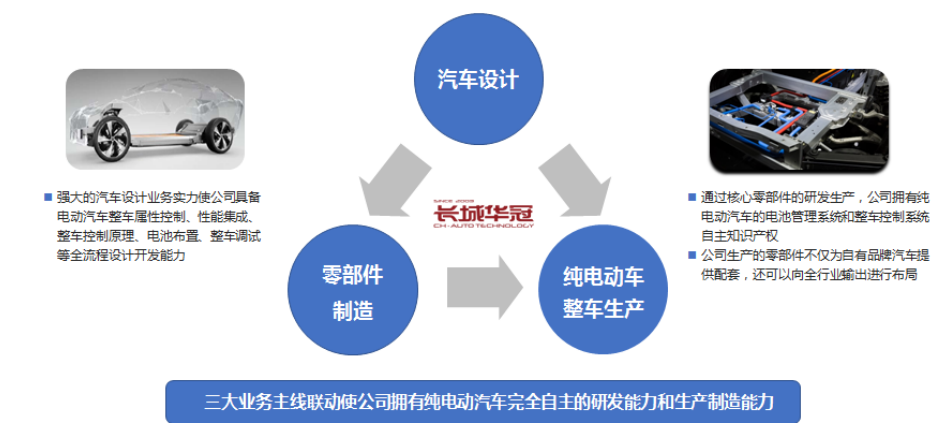
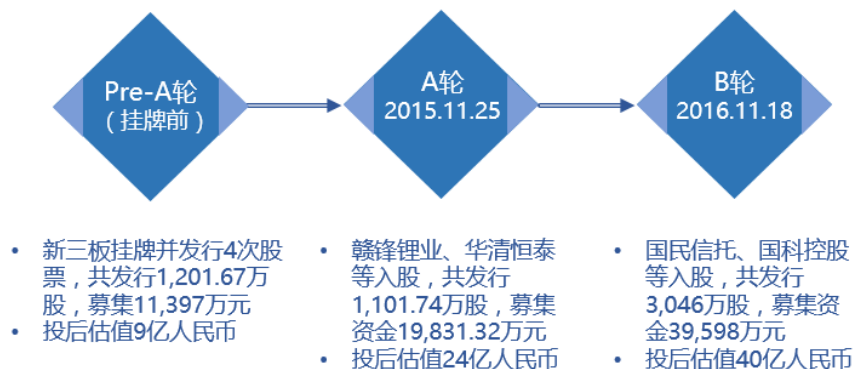


图 3：公司发展历程



公司 2015 年以来共计进行了多次融资。新三板挂牌后，2015 年 11 月进行 A 轮融资，共发行 1,101.74 万股，募集资金 1.98 亿元，投后估值达 24 亿元。2016 年 11 月，公司进行 B 轮融资，共发行 3,046 万股，募集资金 3.96 亿元，投后估值达 40 亿元。

图 4：公司历年融资情况介绍


资料来源：公司调研、公司公告、国信证券经济研究所整理

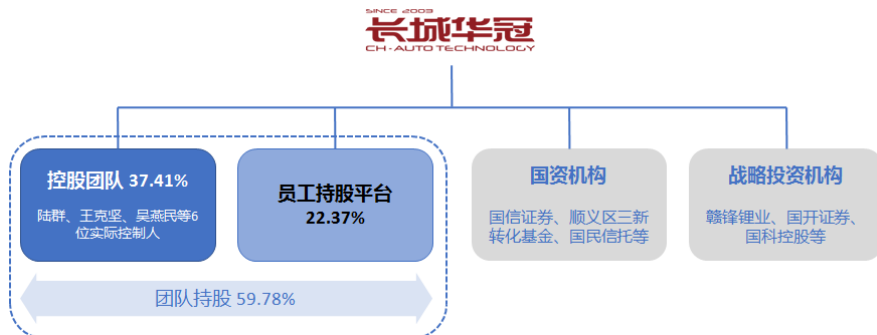
表 1：公司历年融资信息

日期	事件	发行对象	新增股数(万股)	每股价格(元)	总认购金额(万元)	融资目的
2015.4.9	Pre-A轮	北京誉华特投资管理合伙企业、北京誉华捷投资合伙企业、北京誉华通投资合伙企业	366.33	3	1,099	全部用于补充公司的流动资金
2015.4.24	Pre-A轮	国信证券、中投证券、昆山嘉成优选投资中心、深圳晟大投资有限公司、北京融信智通投资中心、北京中海实创投资管理中心、北京盛景佳能投资中心、国泰君安争取、招商证券	662	14	9,268	全部用于补充公司的流动资金
2015.5.27	Pre-A轮	新设员工持股平台背景，华馨投资合伙企业	33.33	1.5	50	全部用于补充公司的流动资金
2015.6.18	Pre-A轮	国开证券	140	7	980	全部用于补充公司的流动资金
2015.11.25	A轮	国开证券、赣锋锂业、三新创业科技成果转化投资基金、华清恒泰、万全智策、郭益一期新三板投资基金、赵悦、瞿蕴理、臧少林、李静、寿燕伟、何小妹	1,101.74	18	19,831.32	补充公司流动资金和主营业务相关的用途
2016.11.18	B轮	国民信托、国科鼎奕、知合资本	3,046	13	39,598	补充流动资金、归还银行贷款、补充缴纳子公司注册资本、新能源电池以及相关领域的项目建设和研发投入

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

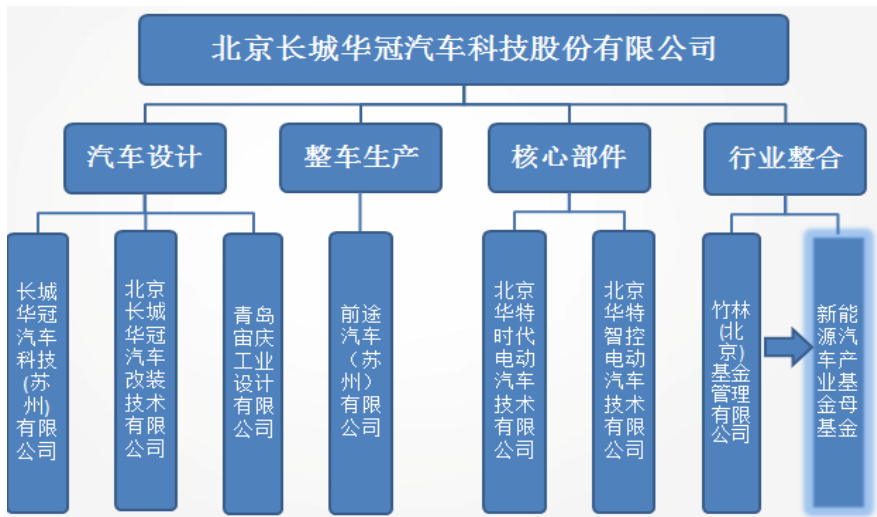
公司现有的股东由团队持股、国资机构和战略投资机构组成，团队持股方面：控股股东、实际控制人为陆群，直接持有本公司 17.40%的股份，是公司董事长和创始人之一。公司创始人股东中陆群、王克坚、吴燕民、姚华、孙百汇为一致行动人，占总持股比例的 37.41%。公司员工持股平台 22.37%，加上控股团队的持股比例，团队持股共计总持股比例的 59.78%。国资机构持股包括做市商内的国资系统证券、基金、信托等，战略投资机构包括 PE 机构、上市公司等。公司股权结构稳健清晰。

图 5: 公司的股东结构



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司架构示意图



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

表 2: 2016 年公司普通股前十名股东情况 (股, %)

股东名称	期末持股数 (万股)	期末持股比例
陆群	5,335.87	19.32%
北京誉华特投资管理合伙企业 (有限合伙)	3,599.11	13.03%
王克坚	3,294.12	11.93%
新疆长城华冠众投股权投资合伙企业 (有限合伙)	2,450	8.87%
北京誉华捷投资合伙企业 (有限合伙)	1,509.26	5.46%
吴燕民	1,137.85	4.12%
重庆泰豪渝晟股权投资基金中心 (有限合伙)	1,050	3.80%
江西赣锋锂业股份有限公司	1,004.80	3.64%
国信证券股份有限公司	945.80	3.42%
北京誉华通投资合伙企业 (有限合伙)	728.37	2.64%
合计	21,055.18	76.23%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司拥有一支高学历、高水平、业内经验丰富的创始人团队，以及一支专业化的技术团队。创始人之一的董事长陆群毕业于清华大学汽车工程专业，并曾任北京吉普产品工程部经理。

制造副总裁吴欢，毕业于清华大学汽车工程专业，曾任上汽集团旗下两家整车厂总经理，到任前就职于上汽集团泰国工厂总经理。

设计副总裁 Daniel Darancou 毕业于美国艺术中心设计学院，曾就职美国通用汽车，担任设计经理。

核心技术团队中，负责电动汽车整车控制系统研发的马乐，清华大学汽车工程专业硕士，曾任职于摩托罗拉中国技术有限公司。

整车设计能力卓越，奠定坚实造车基础

在设计领域，公司凭借 14 年的汽车设计积累，成为全国顶尖的汽车设计公司。有完善的产品定位、概念策划、汽车造型、工程结构设计、CAE 分析、样车试制到投产服务的汽车设计开发能力，并通过 DNV（挪威船级社）的 ISO9001 认证。公司曾为国内各大传统汽车自主品牌及合资品牌提供汽车设计服务，其中包括东风日产、江铃汽车、北京汽车等，是汽车设计行业的标杆企业。

图 7：公司拥有完整的汽车设计解决方案体系



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

图 8：公司以往的整车设计开发品牌



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

图 9: 汽车设计-传统车案例 (北汽 C60)



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 10: 汽车设计-传统车案例 (东风日产启辰 R30)



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

公司立足传统汽车设计业务, 逐步进入新能源汽车设计领域, 已经完成了多个新能源汽车开发项目, 并有足够实力提供电动车开发方面的全流程服务。公司在汽车设计领域多年的积累为公司转型新能源汽车制造企业奠定坚实的基础。

图 11: 公司新能源汽车设计开发业务

Car design Case - new energy car 汽车设计 - 新能源汽车案例	浙江合众全新电动车开发项目 洛阳北方低速电动车项目 郑州日产新能源底盘开发项目 凌云智能两轮车项目 东风客车新能源项目 提供电动车开发方面的全流程服务: 从整车属性控制、性能集成、整车控制原理、电池布置、整车调试等全流程服务。
传统车电动化改造与全新电动车开发  	

资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

整车业务: 生产牌照获批, “K50”将于 18 年销售

公司从 2010 年开始研发纯电动跑车, 布局新能源电动汽车研发, 并逐步掌握可充电储能系统 RESS、整车控制管理系统 VCU 等核心技术。2016 年 10 月, 公司获得全国第三张新能源汽车生产牌照。同年, 公司正式发布前途“K50”跑车升级版, 计划将于 2017 年底完成产线量产准备, 2018 年销售。

配套整车生产, 公司在苏州建造了示范工厂。计划在 2017 年完成厂房建设及产线设备安装测试。苏州工厂总占地面积 350 余亩, 建筑面积 17 余万平方米, 设计年产能 5 万辆纯电动乘用车。

图 12: 升级版前途“K50”亮相上海车展



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 13: 升级版前途“K50”亮相上海车展



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司苏州工厂鸟瞰图



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 15: 公司苏州工厂侧面图



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

核心零部件业务: 打造国内领先的新能源汽车核心零部件供应商

在纯电动汽车核心零部件方面, 公司拥有行业领先的技术和多项专利, 包括可充电储能系统 (RESS)、整车控制管理系统 (VCU)、轻量化设计和人机交互。公司将向全行业输送电动汽车核心零部件, 致力成为新能源汽车整车厂的一级供应商。

目前公司已完成 VCU 第三代产品的研发和批量试制以及 BMS(电池管理系统) 的产品样件研发; 电池及整车控制器也通过了 ACT8972011 测试, 具备年产 5 万台控制器 (VCU+BMS) 的生产能力, 前途“K50”使用公司自主研发的电池管理系统也体现了其具有完备的产品性能和优良设计。

表 3: 前途汽车核心零部件具有显著技术优势

可充电储能系统 (RESS)	包括电池箱、整车控制器和高压包, 可解决锂电池高低温、耐久性、安全性等问题, 针对不同车型提供不同配套产品。
整车控制管理系统 (VCU)	对电驱动系统、RESS、充电系统等进行统筹管理, 可对 RESS 进行温度控制管理与协调驱动控制, 确保车辆在启动和关闭过程中的上、下电安全性和采用数据库精确记录车辆状态及故障原因。
轻量化设计	使用新型材料如用于车身的高强度铝合金型材、用于车身外的碳纤维材料以及用于角窗和后窗玻璃的 PC 工程塑料材质, 最大程度减轻整车重量, 弥补动力电池所增加的重重量。
人机交互	包括操作简单、轻松的智能交互系统、基于云端数据采集的远程互联系统和领先 V2x 科技的车间通讯系统。

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 16: 公司可充电储能系统 (RESS) 示意图



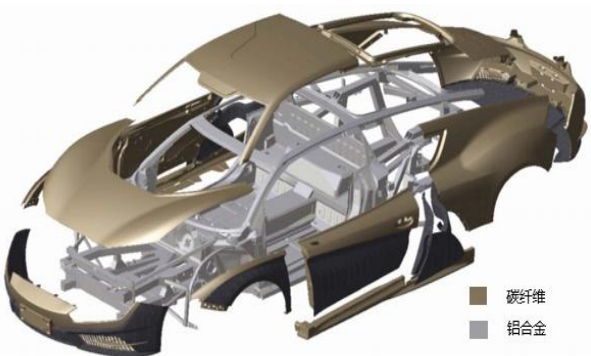
资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

图 17: 公司整车控制系统 (VCU) 示意图



资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

图 18: 新材料的应用在公司车型中非常广泛



资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

图 19: 人机交互-15.6 寸电容触摸屏示意图



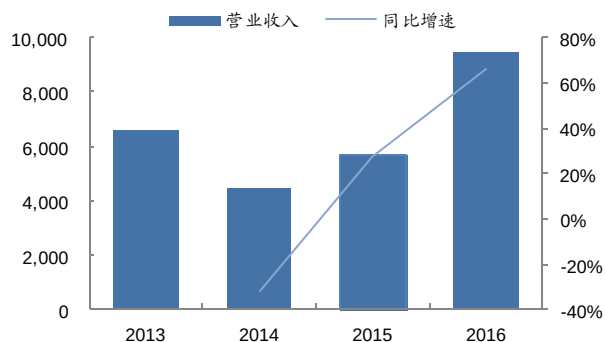
资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

营业收入持续高增长

公司近三年营业收入保持高速增长, 2016 年营收达 9474.97 万元, 同比增长 66.26%。从收入构成来看, 16 年汽车设计业务收入达到 8763.28 万元, 同比增长 54.55%; 模型制作的销售收入达 698.2 万元, 占总营业收入的 7.37%

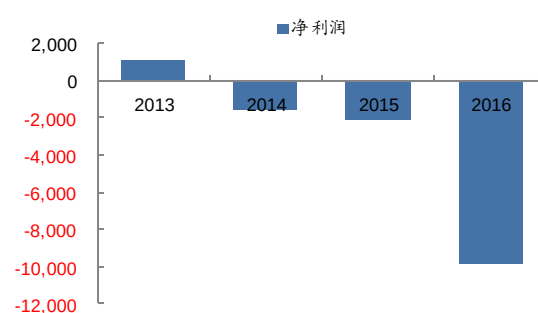
新能源汽车的整车制造需要大量前期投入, 近年来, 公司各项费用激增, 2016 年录得净亏损 9,882.33 万元。

图 20: 公司历年营业收入及同比增速 (万元, %)



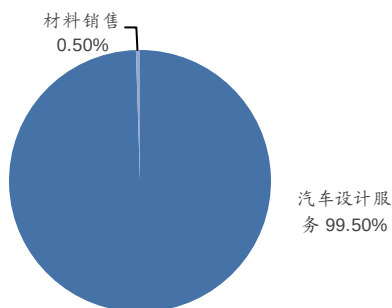
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 21: 公司历年净利润及同比增速 (万元, %)



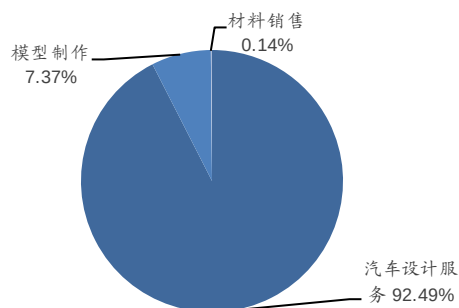
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 22: 2015 年各产品占营业收入比例 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

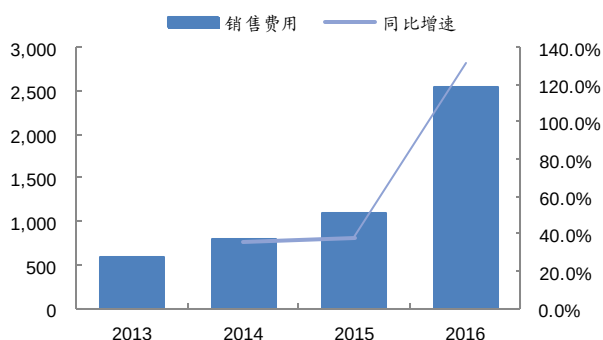
图 23: 2016 年各产品占营业收入比例 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

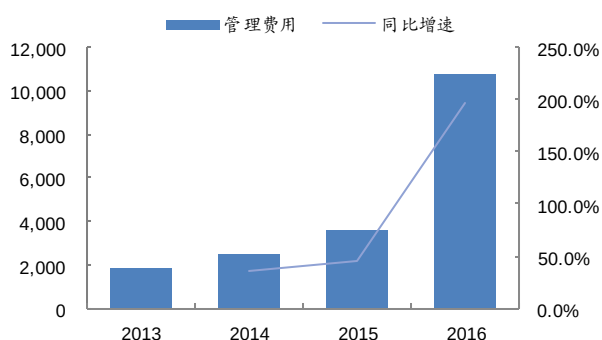
2016 年，公司的管理费用和销售费用分别为 1.07 亿元和 2540.54 万元，同比大幅增加。主要因“K50”在量产准备阶段，公司规模扩大、新增技术投入、市场调研费用、员工薪酬等大幅提高。

图 24: 公司历年销售费用及同比增速 (万元, %)



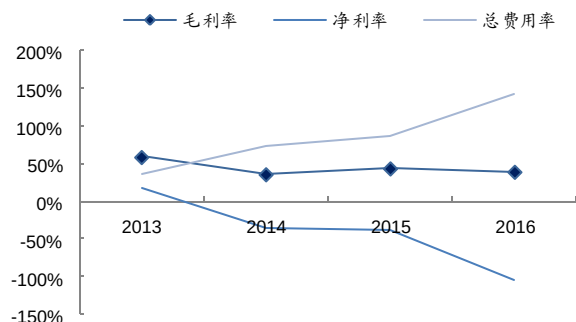
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 25: 公司历年管理费用及同比增速 (万元, %)



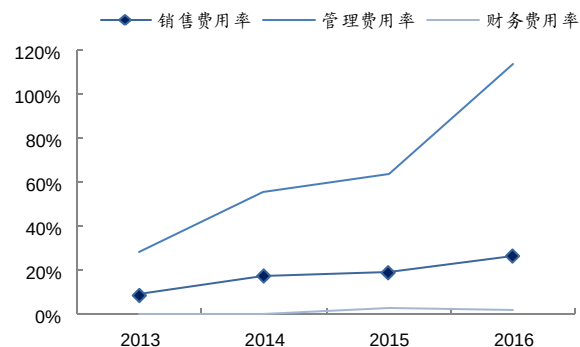
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 26: 公司历年毛利率、净利率和总费用率变化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 27: 公司历年三项费用率变化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

整车业务：“K50”量产在即，前途可期

轻量化设计，追求能耗与续航平衡点

公司已于 2016 年 10 月 10 日获得国家发展改革委颁布的第三张新能源汽车生产资质，是全国首家获得该牌照的非国企、非制造业企业。公司即将量产的首款车型前途“K50”汽车，是我国首款自主研发的、纯电动轻量化高端跑车，具有设计感强、加速时间短、轻量化设计等优点。

产品设计理念上，公司致力于在车身材料和电池用量上找到平衡点。公司董事长陆群表示：“电动车最大的一块成本是在电池上。决定电动车成功与否不在于革命性的电池变化，而在于将车身做轻量化处理，只有把车本身做轻，才有可能最大限度的降低电耗量，降低电池用量，降低整个车的成本。”

表 4：前途“K50”性能参数介绍

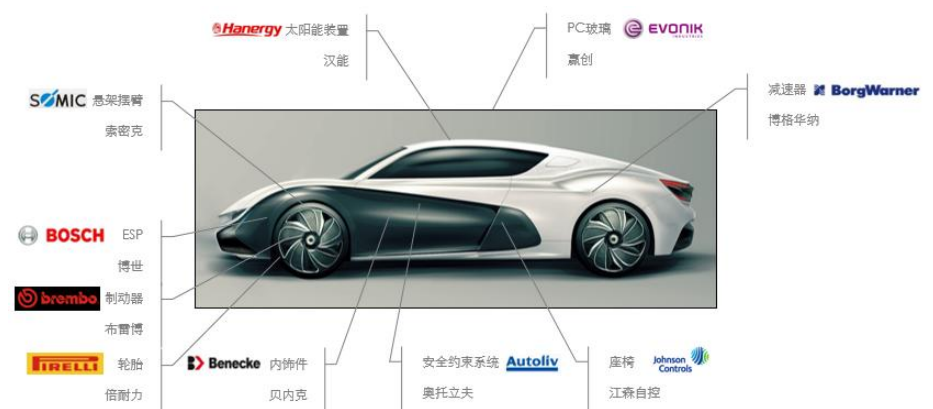
加速时间短	起步 0-100km/h 的加速时间只需 4.6 秒
最高车速快	最高车速超过 200km/h
续航里程长	当前续航里程超过 300km
充电速度快	且支持 45 分钟完成 80% 的直流快充
轻量化设计	铝和碳纤维结合，车身采用全铝合金框架式结构，车身外全覆盖碳纤维面板
可靠性与经济型	自主研发的整车控制系统，对电驱动系统、可充电能源系统（RESS）、充电系统等进行统筹能量管理
安全性	根本上解决低温启动及充电、高温放电、电池使用寿命碰撞安全性等目前电动汽车存在的普遍问题

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

整车质量很大程度上由供应商的水平来决定，公司在过去两三年的产品研发过程中，与国内外一线供应商公司核心供应商密切合作。“K50”汇聚了国内外的顶尖零件材料提供商，LED 大灯来自海拉、轮胎来自倍耐力，制动器则来自为法拉利、兰博基尼等豪华跑车配套的布雷博，悬架系统由索立克提供，铝合金车身则是与亚洲最大的中国忠旺集团合作。

当前前途“K50”已经完成了先期工程发布及多批次样车试制，并且顺利完成了电磁兼容试验、顶压试验、碰撞安全试验和耐久可靠性试验等整车验证工作，同时通过了企业准入审核。

图 28：前途“K50”与国际顶级供应商合作



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

图 29: 前途“K50”示意图



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 30: 公司 2016 年 10 月 10 日获得第三张新能源汽车生产资质

国家发展和改革委员会文件

发改产业〔2016〕1974 号

国家发展改革委关于前途汽车(苏州)有限公司 年产 5 万辆新能源乘用车项目核准的批复

江苏省发展改革委:

你委《关于转报(由前途汽车(苏州)有限公司实施的)北京长城华冠汽车科技股份有限公司年产 5 万辆新能源乘用车项目核准的请示》(苏发改工业发〔2016〕612 号)及有关材料收悉。经研究,现就该项目核准事项批复如下:

一、为加快发展新能源汽车产业,支持社会资本和具有技术创新能力的企业参与新能源汽车发展,按照《汽车产业政策》、《新建纯电动乘用车企业管理规定》相关规定,同意前途汽车(苏州)有限公司年产 5 万辆新能源乘用车项目。

资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

苏州工厂基本建成,“K50”量产在即

前途汽车苏州工厂项目,总占地面积 350 余亩,建筑面积 17 余万平方米,设计年产能 5 万辆纯电动乘用车。目前工厂主体已经封顶,部分设备已经进场安装,将于 6 月进入生产调试期。规划新建的生产车间包括车身成型车间、总装车间、RESS 车间,试制研发中心等。

图 31: 苏州工厂总装车间示意图



资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

图 32: 苏州工厂生产调度中心示意图



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

“K50”高端化定位,中低端产品逐步上线

公司将以“K50”为首款产品,以高端化路线切入市场,逐步覆盖售价在几万到十几万元的产品细分市场。目前前途“K50”正在进入量产前的多轮测试车试生产阶段,预计 2018 年将全面进入市场销售阶段。另外,公司第二、三、四款新车型也在研发进行中,预计 2019 年开始陆续销售,通过打造高中低三个整车平台,提供多项选择。

公司将分区域进行五大整车厂建设,覆盖华北、华东、华中、西南和华南区域,实现全国性的整车生产和部件配套的战略布局。

图 33: 公司新能源汽车的生产规划



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

技术实力雄厚，打造正向研发体系

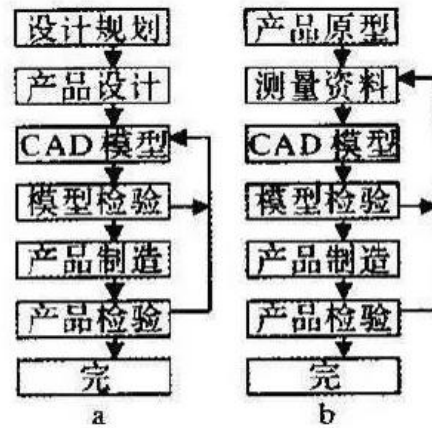
公司拥有国内顶尖的技术团队，团队拥有 30 年汽车行业经验积累，包括 14 年汽车设计、6 年电动车核心技术研发经验。截至 16 年底，公司已拥有 280 项专利，其中发明 109 项、实用新型 153 项、外观设计 18 项，并且掌握内部空间验证模型造型技术、CAN 总线技术、CAE 仿真分析技术、NVH 技术和项目管理技术等核心技术。

公司团队拥有 30 年汽车行业经验积累，技术人员在汽车研发领域均有超过 20 年的从业经验，其中 70% 是高级工程师，为稳定核心人才，公司于 2016 年 4 月 22 日通过股权激励计划授予公司高层管理人员和核心人才 800 万份股票期权以及 478.6 万股限制股票。

公司采用正向研发方案进行新能源汽车开发，在产品的安全、性能和价格方面，相比传统整车厂商对传统车型进行电动化改造都有优势。所谓正向开发，就是先设定汽车达到的性能目标，通过汽车设计、动力系统、整车生产的全流程的开发。虽然研发难度更大、开发周期更长，但是最终车型相对传统汽车改装车型有非常明显的优势。

整车制造投入产出期较长，一般企业整车生产都需要 36 个月以上的时间，历经多轮环节的设计和测试，严格把控生产质量。而公司已经具备一套集成化的管理系统和矩阵式的管理结构，并已经通过 DNV（挪威船级社）的 ISO9001 认证，同时在近期将升级为国际汽车工作组的 IATF16949 认证。严格科学的管理体系为公司平衡好成本和质量打下了坚实的基础。

图 34: 正向研发 (a) 与逆向研发 (b) 的流程对比



资料来源: 盖世汽车网、国信证券经济研究所整理

图 35: 传统主机厂电动化改造 VS 公司新能源车的正向设计

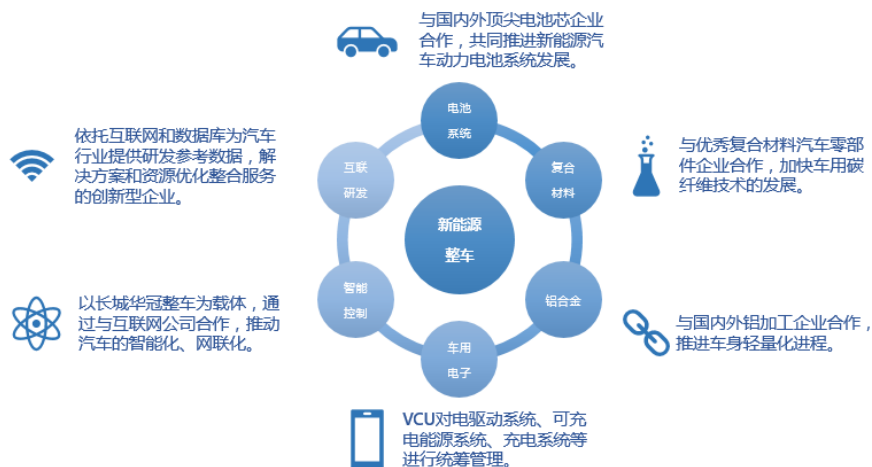


资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

整车制造为核心, 打造“1+6”产业集群

公司将以新能源整车制造为核心, 带动核心零部件新材料、新部件、新工艺项目的落地, 进行上下游产业链的资源整合, 促进新能源汽车产业更好的商业化。并战略性的实施由汽车制造商向出行服务商的转变, 促进交通智能化、城市智能化, 以期带动新能源汽车周边产业的发展, 如: 新能源汽车测试和维修、销售和租赁、新能源汽车主题公园、充电设施基础建设、电动汽车赛车场等产业。

图 36: 引领产业变革, 促进产业升级



资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

传承创新, 先发优势显著

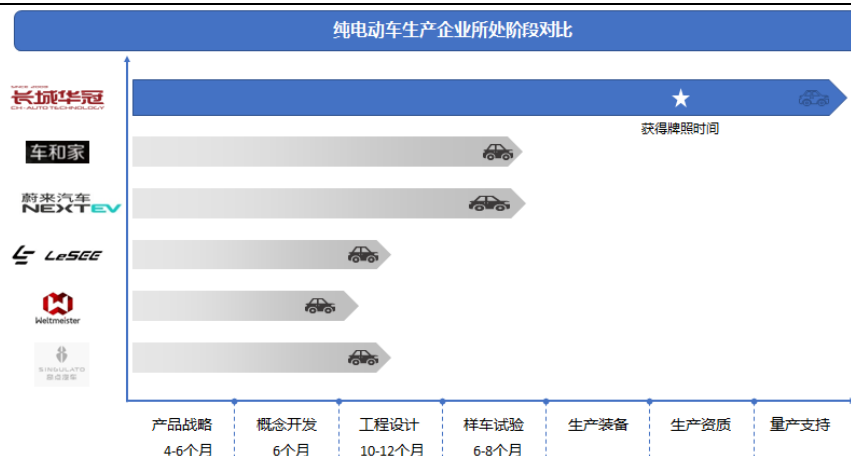
在新能源整车制造方面, 公司兼具互联网造车和传统车企的优势, 集众家长。

- 公司在汽车设计领域深耕 14 年, 提供从策划、设计至政策性能开发、策略开发与供应链管理、试制试验、投产服务的完整解决方案, 全面积累整车各个环节的相关经验。这是其他互联网基因造车企业远不具备的优势;
- 同时, 公司没有传统车企的生产线包袱, 与互联网造车企业一样属于轻资产运营模式。不同于传统整车厂商, 公司采取从零开始的正向设计方式, 不需要像传统造车企业一样进行生产线更新替代, 也不需要通过减少传统能源汽车业务来为新能源汽车制造腾出空间, 产业包袱大大减轻。

此外, 公司的先发优势、生产牌照壁垒使得公司领先其他互联网企业。

- 先发优势: 越来越多的企业加入到造车大潮之中, 公司开发进度领先其它纯电动生产企业 2-3 年时间, “K50”将于明年实现量产, 具有先发优势。
- 牌照壁垒: 新能源汽车生产牌照成为部分互联网造车企业最大壁垒, 只能采取与拥有生产资质的整车厂商合作开发的模式, 然而会对整体盈利能力造成影响。

图 37: 公司的先发优势显著



资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

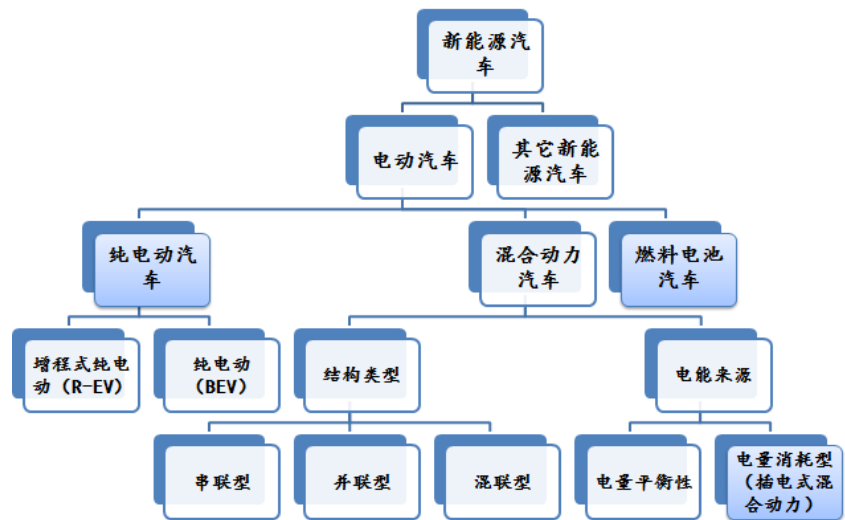
汽车产业革命性变化，新能源汽车前景广阔

新能源汽车发展历经百年，进入全面产业化初期

新能源汽车，是指采用非常规的车用燃料作为动力来源（或使用常规的车用燃料、采用新型车载动力装置），综合车辆的动力控制和驱动方面的先进技术，形成的技术原理先进、具有新技术、新结构的汽车。

新能源汽车有四大类型：混合动力电动汽车(HEV)、纯电动汽车(BEV，包括太阳能汽车)、燃料电池电动汽车(FCEV)、其他新能源（如超级电容器、飞轮等高效储能器）汽车等。在中国，新能源汽车专指纯电动汽车（BEV）、插电式混合动力汽车（PHEV）和燃料电池汽车。

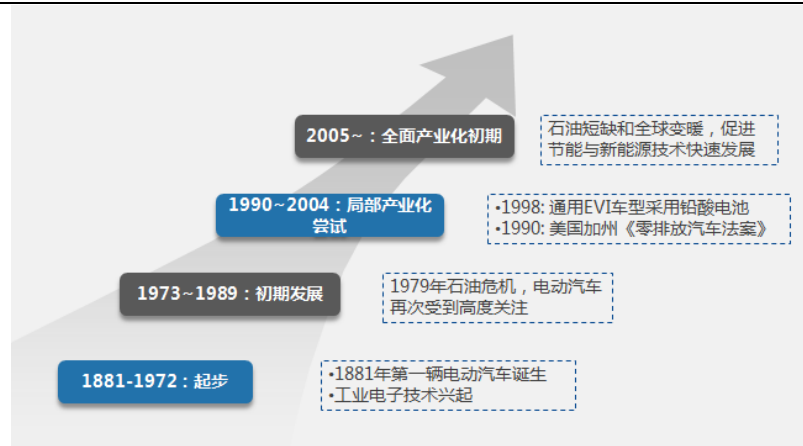
图 38: 新能源汽车的分类



资料来源：东风汽车、国信证券经济研究所整理

电动汽车作为新能源汽车的一个重要子分类,其发展最早可以追溯到 1881 年,经过近百年发展,新能源汽车已经进入产业化推进阶段,且随着该领域技术的不断升级,将在汽车舞台上扮演越来越重要的角色。

图 39: 新能源汽车的发展



资料来源：中汽协、东风汽车、国信证券经济研究所整理

产业链简析：电池包是最关键零部件

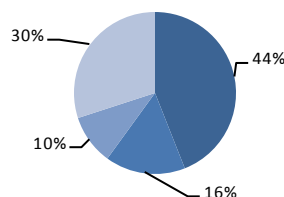
当前,新能源汽车主要有三大核心技术:整车控制器(VCU)、电机控制器(MCU)以及电池包和电池管理系统(BMS)。

- **整车控制器**是实现整车控制决策的核心电子控制单元,具有整车系统故障诊断保护与存储功能,一般仅新能源汽车配备、传统燃油车无需该装置。
- **电机控制器**是新能源汽车特有的核心功率电子单元,通过接收整车控制器的车辆行驶控制指令,控制电动机输出指定的扭矩和转速,驱动车辆行驶。实现把动力电池的直流电能转换为所需的高压交流电、并驱动电机本体输出机械能。
- **电池包**是新能源汽车核心能量源,为整车提供驱动电能,电池管理系统是电池包最关键的零部件。

从成本构成来看,动力电池在整车成本中所占的比例最高,直接影响着整车的性能,因此国外政府机构和企业等都非常重视动力电池的发展。如日本于2007年启动“发展新一代汽车和燃料计划”,目标在2030年后将动力电池的质量能密度提高到日前的7倍,成本降低到目前的1/40。日本企业AESC计划投资1000亿日元,三洋计划投资800亿日元;美国企业如JCS计划投资2.2亿美元,A123计划投资6亿美元,以扩大锂离子动力电池生产规模。

图 40: 新能源汽车成本构成

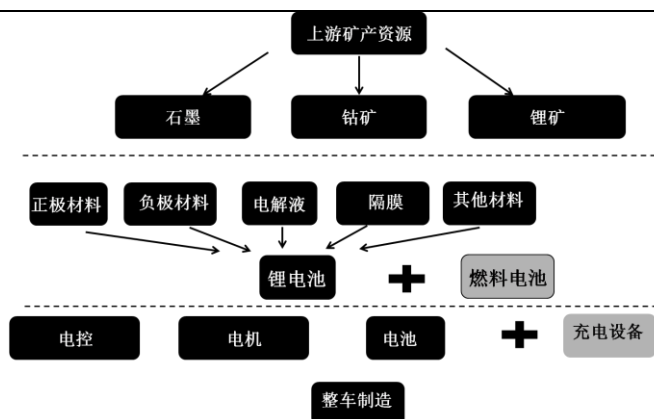
■动力系统 ■驱动系统 ■电控系统 ■整车其它零部件



资料来源: Argonne National Laboratory、国信证券经济研究所整理

从产业链看,新能源汽车行业的上游主要制造电池所需的矿产资源、正负极材料、电解液、隔膜和其它材料,中游是新能源电池、电机、充电设备等配件制造厂商,下游则是整车制造商。

图 41: 新能源汽车产业链



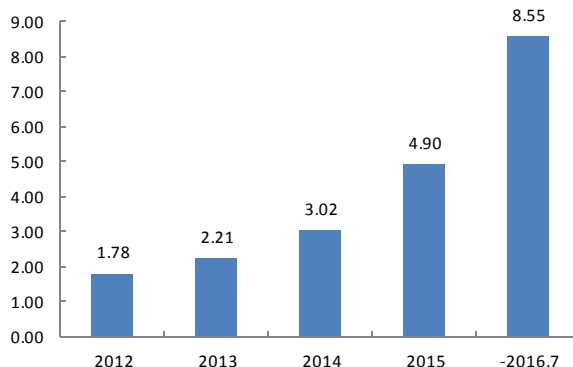
资料来源: 国信证券经济研究所整理

在产业链上游，锂作为制造新能源汽车电池的主要材料，。因为而电池又是新能源汽车最关键的零部件。我国锂原料的主要企业为天齐锂业、多氟多、坚瑞沃能、当升科技等。

中游核心技术层面，我国新能源汽车的整车控制和电池技术均与国外仍然存在一定差距，部分核心零部件依然主要依靠进口；电池续航能力也相对较弱，在前沿技术和先进系统的开发方面储备不足。然而，部分企业也开始独立研发VCU和BMS系统，国内厂商自主研发能力也逐步提升，诸如北京长城华冠汽车科技股份有限公司，自主研发了电池包和生产、整车控制管理系统及电池管理系统，研发成果获得多项国家专利。

虽然现有充电桩数目可以有效支撑新能源车发展（以 2016 中国电动车销量计算，车桩比大约为 1:4.1），但公共充电设施建设地点与消费者充电集中区错位、充电设施之间互联互通性低导致一些已建成的公共充电设施利用率较低。

图 42: 我国充电桩建设累计数量（万个）



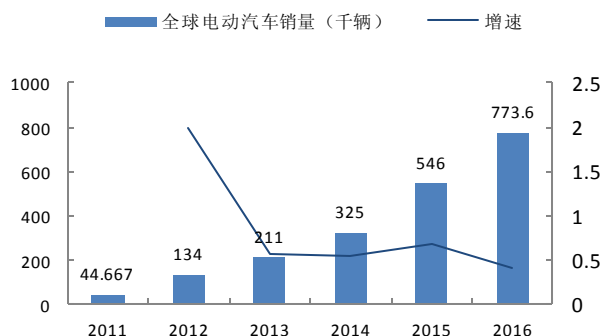
资料来源：发改委，国信证券经济研究所整理

下游整车制造厂商起步时主要依靠国家政策补贴，目前已经逐步有厂商实现补贴政策外的盈利。

全球新能源汽车行业高速发展，销量逐年稳健上升

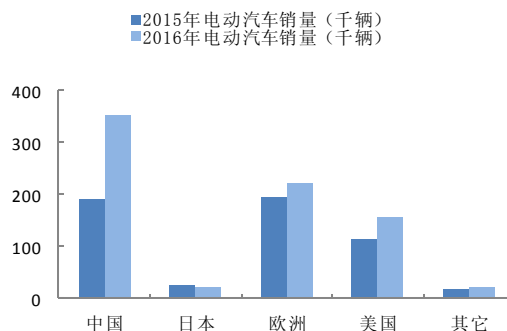
全球新能源汽车行业处于高速发展阶段。根据全球电动车销量数据库 EV Volumes 数据，2011-2016 年电动车销量逐年上升，2016 年电动车销量达到 773,600 辆。

图 43: 2011-2016 全球混合动力汽车销量（轻型车）



资料来源：EV Volumes，国信证券经济研究所整理

图 44: 2015-2016 各区域混合动力汽车销量（轻型车）

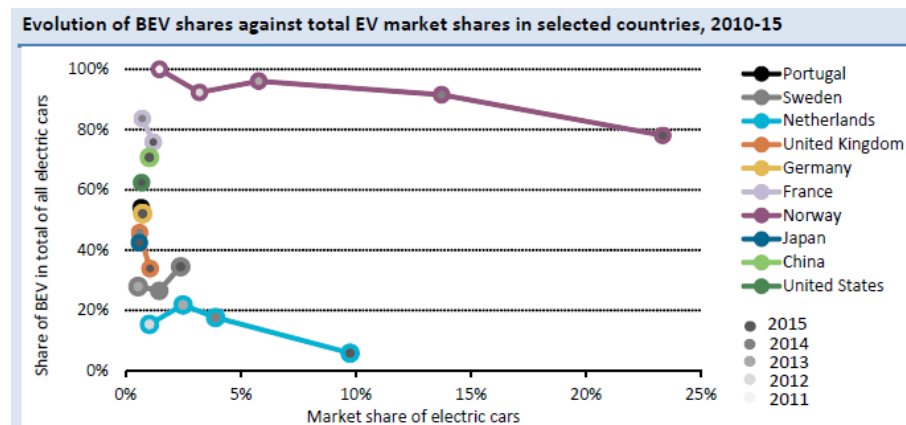


资料来源：EV Volumes，国信证券经济研究所整理

各国纯电动汽车和插电式混合动力汽车的渗透率差异较大，挪威是纯电动汽车

(BEV) 市场份额最大的市场；瑞士作为 2015 年电动汽车市场份额第二大国家，插电式混合动力汽车 (PHEV) 所占市场份额远超纯电动汽车的市场份额。

图 45: 2010-2015 年纯电动汽车占总电动汽车市场份额 (%)



资料来源: International Energy Agency, 国信证券经济研究所整理

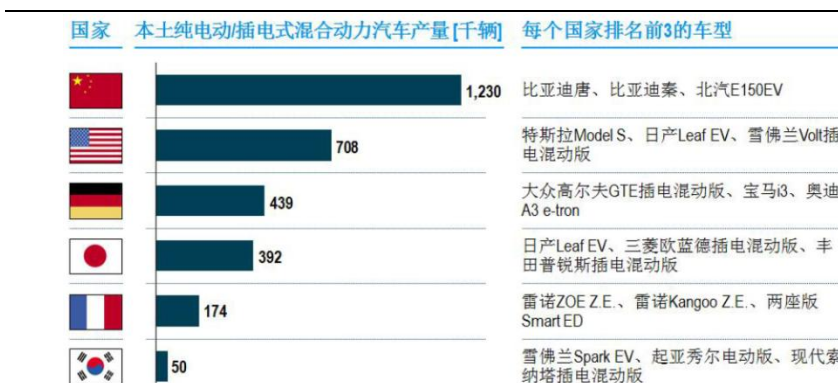
具体到新能源汽车厂商，需求端层面，2017 年第一季度电动车全球销量前 10 大企业，中国企业占据半壁江山。供给侧端，产量排名位列前 3 的车型分别是比亚迪唐、比亚迪秦和北汽 E150EV。

表 3: 2017 年一季度全球电动车销量 (辆)

企业名称	第一季度销量	国家
雷诺-日产	26,248	日法合资
特斯拉	20,142	美国
北汽新能源	10,903	中国
众泰	6,368	中国
知豆	5,824	中国
宝马	3,662	德国
雪佛兰	3,432	美国
现代	2,569	韩国
吉利	1,903	中国
江淮	1,627	中国

资料来源: JATO Dynamics, 国信证券经济研究所整理

图 46: 2017 年底前纯电动和插电式混合动力汽车产量预测 (千辆)



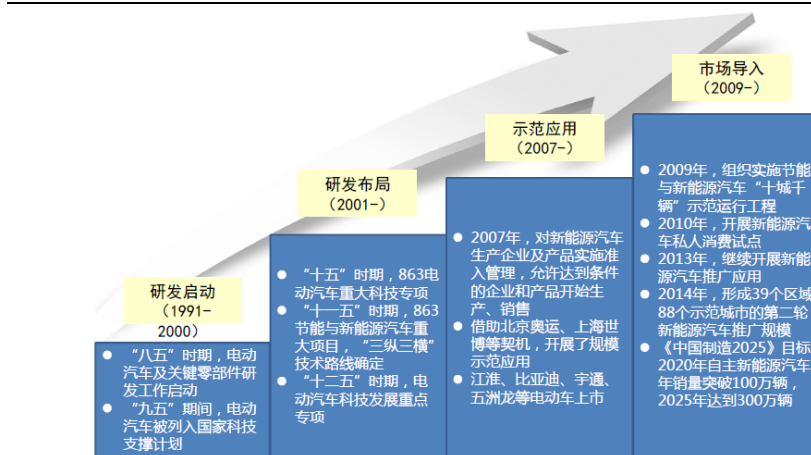
注释: 意大利的纯电动/插电式混合动力汽车产量预计较低

资料来源: 罗兰贝格, 国信证券经济研究所整理

中国新能源汽车行业进入成长期，电动车产量稳居全球第一

国务院办公厅 7 月 9 日印发了《节能与新能源汽车产业发展规划（2012~2020 年）》，规划中称，到 2012 年时纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量力争达到 50 万辆，到 2020 年时产能达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆。

图 47：我国新能源汽车发展历程



资料来源：中华人民共和国国家发展和改革委员会，国信证券经济研究所整理

经历了近 30 年的发展，中国新能源电动车数量达到了一定规模，由导入期进入成长期。国家能源局数据显示，2016 年新能源汽车产销分别达到 51.7 万辆和 50.7 万辆，同比分别增长 51.7% 和 53%。麦肯锡研究报告中也称，全球 87 万辆电动车产量中，中国电动车占比为 43%，远超第二名德国（23%）和第三名美国（17%）。

除电动车产销量占据优势外，2016 年中国电动车核心零部件的市场份额也有所提升：中国蓄电池产量占全球总量的 25%，全球超过 90% 的锂电池都在本土生产。在电机细分市场中，中国则满足了全球电动车需求总量的 37%。

新能源汽车在中国的高速发展，离不开政策的大力支持。

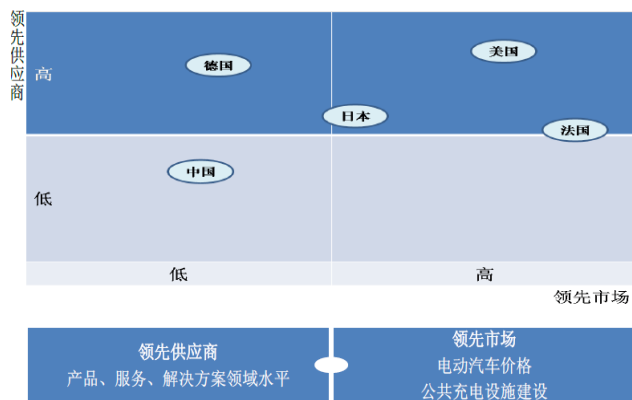
表 4：我国新能源汽车国家层面主要支持政策

宏观政策	财税支持	技术研发	管理体系
《汽车产业调整与振兴规划》	《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策》	《2014-2015 年节能减排科技专项行动方案》	《新建纯电动乘用车生产企业投资项目和生产准入管理规定》
《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》	《关于“十三五”新能源汽车充电设施奖励政策及加强新能源汽车推广应用的通知》	《产业关键共性技术发展指南（2015 年）》	《电动汽车动力蓄电池回收利用技术政策（2015 年版）》
《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》	《关于免税新能源汽车车辆购置税的公告》	《国家重点研发计划新能源汽车重点专项实施方案》	《汽车动力蓄电池行业规范条件》
《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020 年）》	《关于节约能源、使用新能源车船优惠政策的公告》	《关于实施增强制造业核心竞争力重大工程包的通知》	《关于开展节能与新能源汽车推广应用安全隐患排查治理工作的通知》
《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》	《关于电动汽车用电价格政策有关问题的通知》	《关于实施制造业升级改造工程包的通知》	《关于开展电动汽车充电基础设施安全专项检查的通知》
《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》			《新建纯电动乘用车企业管理规定》
《中国制造 2025》			《电动汽车远程服务与管理系统技术规范》
《节能与新能源汽车技术路线图》			

资料来源：中华人民共和国国家发展和改革委员会，国信证券经济研究所整理

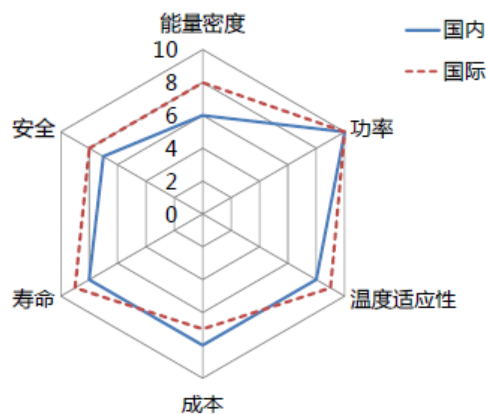
然而，中国新能源汽车在发展过程中也存在一些问题，技术创新能力的不足，导致中国制造的电动车多针对的是中低端消费群体，低端产能过剩，而高端市场份额较小。另外，中国整车厂虽然计划在未来几年推出诸多新车型，但仍主要定位于技术含量较低的领域。

图 48：主要国家电动车发展水平比较



资料来源：NPE、国信证券经济研究所整理

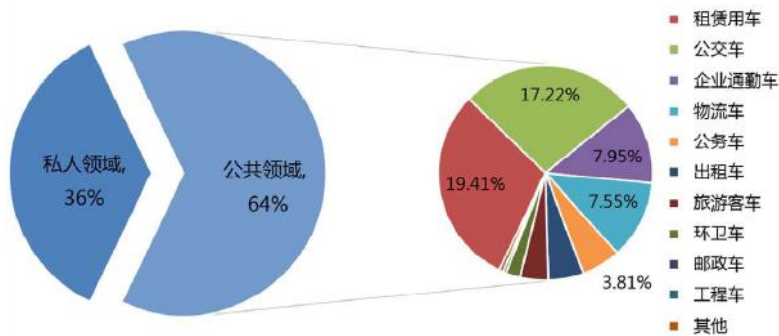
图 49：国内外动力电池技术差距



资料来源：发改委、国信证券经济研究所整理

在应用层面，中国新能源汽车多为公用，其中公交车和租赁用车是主要应用领域，中国的充电基础设施技术开发也一直以公共服务用车为重点；原因包括公交车集中管理方便、运营经验成熟、推广受益面广；而租赁市场尚未成熟，租赁是消费者体验、接受新能源汽车的有效方式。对于终端消费者来说，当前购买新能源汽车还是偏向选择传统汽车，渗透率有待提升。

图 50：我国新能源汽车推广应用



资料来源：发改委、国信证券经济研究所整理

当前，新能源乘用车行业主要还是依靠补贴驱动，国家级、省级购车补贴带来的价格优势，以及部分一线城市的车牌控制，对终端消费者选购决定造成巨大影响。然而，近年来新能源汽车补贴逐步退坡，政府对电动汽车的补贴逐步收紧，监管逐渐收严。

图 51: 2017 调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知



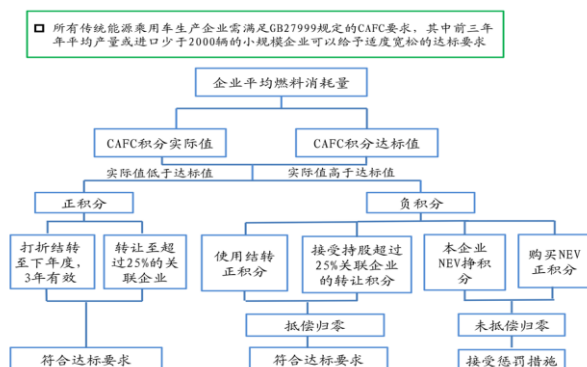
资料来源：发改委，国信证券经济研究所整理

增量补贴转向结构性补贴，关注积分制改革

2017 年在补贴退坡与积分激励的大背景下，新能源企业将面临更严格、更细化的技术要求和更高的准入门槛，而补贴将向技术更先进、市场认可度高的产品倾斜。行业洗牌加剧，掌握核心研发实力的新能源龙头企业将受益。

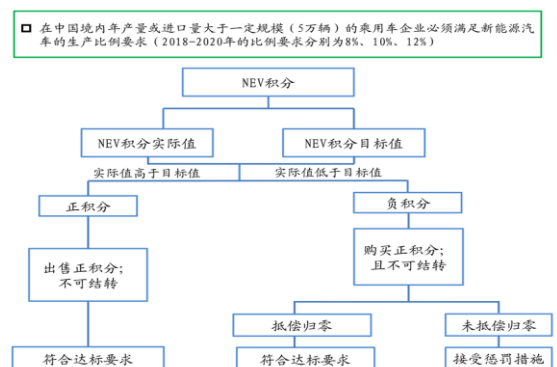
积分制取代新能源退坡。长期来看，新能源补贴退坡是大趋势。我们认为未来的补贴政策将从增量补贴转向结构性补贴，即从以往的财政拨款转向内部存量转移支付。2016 年下半年发改委与工信部分别发布《新能源汽车碳配额管理办法（征求意见稿）》（即 NEV 碳配额管理）、《企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理暂行办法（征求意见稿）》（即 CAFC 与 NEV 积分并行管理），拟接档未来新能源补贴退坡。两部门政策内容略有区别，发改委倾向于单独计算新能源汽车积分，工信部倾向于将新能源汽车积分与传统燃油积分合并计算并制定相互转换的规则。目前发改委碳配额管理办法细则尚未出台，工信部的积分转换比例尚有可商榷之处，但两部门利用积分制激励 2020 年百公里油耗从 6.9 升降至 5 升的大目标是一致的。

图 52: 工信部 CAFC 积分计算方法



资料来源：第一电动网、国信证券经济研究所整理

图 53: 工信部 NEV 积分计算方法



资料来源：第一电动网、国信证券经济研究所整理

当前新能源乘用车积分缺口较大。下面我们以外信部的积分并行管理为例，以 2018 年 8% 的新能源积分目标为基准，分别计算了近两年来比亚迪、上汽、长安在积分政策下的需求与供给额度，这三家企业分别是新能源车企、传统合资、传统自主车企的代表。计算发现，目前条件下新能源汽车产量远未达标最低要求，

以当前汽车行业新能源乘用车产量来看,给予每车 3 分的平均积分值,要达到 2018 年目标值 8%的新能源积分占比要求,仍有 79.57 万分的积分缺口,给予传统乘用车 5%的年复合增速,2018 年要新增 30 万辆新能源乘用车(约为 2016 年的一倍),才能满足行业 NEV 积分供给为正的最低要求,这还不包括油耗未达标企业对 CAFC 燃油积分的抵扣。

表 5: 以工信部积分政策计算的近两年标杆企业的新能源积分供需

单位(万积分)	2015 年			2016 年 1-10 月		
	实际值	目标值	缺口	实际值	目标值	缺口
比亚迪	10.36			24.47		
上汽	2.49	46.63	44.14	3.48	41.06	37.59
长安	0.42	20.86	20.44	1.35	18.31	16.96
行业	61.92	159.24	97.32	71.37	150.94	79.57

资料来源:各车企官网、盖世汽车网、wind,国信证券经济研究所整理

积分制改革下的两种解决路径:未来新能源乘用车增长之路任重道远,我们认为,针对严苛积分政策的解决之路有二,其一是大举生产新能源乘用车,这是绝大多数小型传统车企与新能源龙头企业的首选;其二是通过轻量化、油混等手段减少传统乘用车油耗,这是大型传统车企的倾向选择。总体而言,2017 年是行业洗牌年,新能源与传统车企均蓄力生产达标车型,为 2018 年积分政策做准备,积分政策有助于激励本土新能源品牌的研发动力,筛选出花费重金和时间布局研发的企业,改观新能源行业骗补乱象。

附表一: 具有新能源乘用车生产牌照企业一览

随着我国新能源汽车产业进入高速成长期,越来越多的企业投奔新能源造车大潮中。为规范市场,2015 年 6 月 2 日,发改委联合工信部发布《新建纯电动乘用车企业管理规定》,并于同年 7 月 10 日开始实施。2016 年 8 月 12 日,工信部公布经修订后的管理规定,放宽了部分申请条件。

截止到目前为止,已有 14 家厂商获得该资质,获准生产纯电动乘用车。长城华冠是第三位拿到牌照的企业。在这 14 家车企中,大部分都拥有传统整车背景,如北汽、江铃、奇瑞等。

表 5: 14 家获准生产纯电动乘用车企

名称	获得牌照时间	代表车型	车型参数	公司优势
北汽新能源	2016/3/16	“蜂鸟计划”代表车型 ARCFOX	ARCFOX-7 超级跑车基于 Formula E 专业电动方程式赛车底盘打造, 车身和底盘均采用轻量化碳纤维材质, 并搭载全时四轮驱动技术, 不到 3 秒可从静止加速到 100 公里/小时	国内首家股份制新能源汽车公司, 拥有北汽集团的强大背书。在美国硅谷、德国亚琛、美国底特律、西班牙巴塞罗那、德国德累斯顿拥有 5 家海外研发中心。
五龙电动	2016/5/17	长江纯电动小型 SUV“逸酷”	动力强劲: 最高车速 136km/h, 续航里程 200 公里和 20% 的爬坡能力; 灵活充电: 多种充电方式	构建了集电动汽车+锂电池+储能技术及核心零部件研发生产的全产业链模式。
长城华冠	2016/10/10	前途	三大核心技术: 整车控制管理系统 (VCU)、可再充电能量储存系统 (RESS) 和整车轻量化技术。	母公司长城华冠从汽车设计起步, 逐步进入造车领域。
奇瑞新能源	2016/10/27	纯电动乘用车项目	A 级以上产品重点发展插电式混合动力, A0、A00 产品以“纯电动+增程”为主要发展方向。	拥有健全的体系、一定的用户基础, 对于产品属性的界定也有着清晰的理解。
江苏敏安电动汽车	2016/11/15	敏安 SUV 等	城市工况最高车速: 140km/h, 续航里程 200km, 最大爬坡度 25%。	有外资背景的造车团队, 已经在港股上市。完全自主研发的电池管理系统, 用全铝车身技术, 开发了第一台全铝车身的电动汽车。
万向集团	2016/12/15	Karma 汽车	获得多项国际大奖, 2015 年 11 月与宝马公司结成重要合作伙伴。	主要从事豪华新能源汽车的研发和生产。收购了 A123 系统公司 (美国最大的动力电池制造商) 除政府及军工业务以外的所有资产, 横跨国内外的零部件厂商。
江铃新能源	2016/12/25	江铃 E200	最高车速 100km/h, 续航里程 152km, 最大爬坡度 20%	掌握了国内领先的整车系统集成与匹配、整车控制系统、电驱动系统三大关键核心技术, 并建立了南昌市新能源汽车运行监控系统。公司有自己的纯电动运输车。
重庆金康新能源	2017/1/10	—	—	小康计划在美国密歇根州的 Washtenaw 郡的建立工程技术研发中心, 开发“高性能创新电动汽车”, 试图拓展美国新能源汽车市场。
国能新能源	2017/1/25	NEVS 9-3 纯电动车	将投产	有外资背景的合资企业, 汽车技术主要来源于收购。
云度新能源	2017/1/26	—	—	汇集了一大批国内外平均造车经验十几年的汽车人才
知豆汽车	2017/3/1	D2、D2S	—	城市微型电动车, 专注于解决城市大交通最后一公里出行需要, 获得了欧盟 E-MARK、CE 认证, 已顺利进入意大利、法国、西班牙、卢森堡、瑞士、土耳其、斯洛文尼亚等欧美国家, 得到了国际市场的广泛认可
河南速达	2017/3/31	—	—	低速电动车
浙江合众	2017/3/2	—(有一款车型对外展示)	—	—
陆地方舟	2017/5/11	乘用车、物流车车型最多, 乘用车目前前有 2 款	—	—

资料来源: 网易财经、新浪财经、发改委、工信部、公司官网、国信证券经济研究所整理

部分企业依靠多种途径, 走出了一条差异化路线。

万向集团: 汽车零部件龙头转型新能源汽车

发展历程: 主要从事汽车零部件制造, 创始于 1969 年, 目前已经成为营收超千亿、利润过百亿的跨国企业集团, 并成为国务院 120 家试点企业集团之一。万向集团与一汽、二汽、上汽、广汽等建立了稳定的合作关系, 主导产品市场占有率 65% 以上; 并在美、英、德等 10 个国家拥有近 30 家公司, 40 多家工厂, 海外员工超过 16000 人, 是通用、大众、福特、克莱斯勒等国际主流汽车厂配套合作伙伴, 主导产品市场占有率 12%。

1999 年, 万向开始布局清洁能源, 大力发展电池、电动汽车、天然气发电、风力发电等产业, 累计投入数十亿元。近年来, 万向与多家拥有国际先进技术的美国清洁能源企业开展合作, 与上汽合作生产新能源客车, Karma 汽车与宝马公司达成重要合作伙伴关系。公司未来目标是建成一家国际化、高科技的清洁能源公司。

创始人: 鲁冠球, 现任万向集团党委书记、董事局主席。获得优秀共产党员、全国劳动模范、五一劳动奖章、全国优秀企业家等荣誉, 当选中共十三大、十四大代表和九届、十届、十一届全国人大代表。

产品定位: 万向集团旗下的 Karma 属于环保型豪华汽车, 是宝马汽车的重要伙

伴。Karma 结合宝马技术资源，在未来将推出一系列高品质的、拥有最前沿技术的混合动力和纯电动豪华汽车。

图 54: 万向 Karma Revero



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

知豆汽车：专注城市微行电动车

发展历程：知豆电动汽车有限公司是由吉利控股集团、新大洋机电集团、金沙江资本共同成立的合资公司。凭借 3 项欧盟专利、6 项国内发明专利、100 多项实用新型和外观专利，知豆汽车获得了欧盟 E-MARK、CE 认证，已顺利进入意大利、法国、西班牙、卢森堡、瑞士、土耳其、斯洛文尼亚等欧美国家，得到了国际市场的认可。

当前，知豆在正向研发道路上正在和各知名企业、高校产生密切合作。通过和意大利 Greengo、EDI、SCE 等科研团队合作，知豆吸收了世界级的技术理念；和全球电池技术领先的波士顿合作，共同研发适合知豆微行的专业电池；与科大讯飞合作，开发独具特色的知豆语音系统，将智能语音系统和微型汽车结合。另外，知豆与北京理工大学、江苏大学等高校合作，加大了知豆的人才储备。

团队：创始人鲍文光，前菲亚特副总裁、现知豆总设计师巴齐，清华大学教授陈全世、美国伊利诺大学教授廖建文等学科带头人。

产品定位：城市微行纯电动车，致力于满足“最后一公里”需要。

投融资情况：以金沙江创投领衔的投资资本注入。曾被吉利、众泰收购。

图 55: 知豆 D2S



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

北汽新能源：市场份额全国第一

发展历程：2014年3月21日，国内首家股份制新能源汽车公司“北京新能源汽车股份有限公司”（以下简称“北汽新能源公司”）在北京大兴挂牌成立。新设立的北汽新能源公司注册资本20亿元人民币，是由北汽集团联合北京工业发展投资管理有限公司、北京国有资本经营管理中心和北京电子控股有限责任公司等单位共同出资组建，北汽集团以60%的股权成为控股股东。

现在北汽新能源以EU260、EX200、EV160为主力车型抢占三个不同市场。至2016年12月，入门级“国民车”EC180即将推出，旨在在没有地方补贴的区域也能获得更好销量。至ARCFOX-1电动汽车上市时，在没有竞争对手的前提下，探索一条全新的电动汽车发展路线。

十三五期间，北汽新能源提出“5615”发展目标，其中“5”指年产销达到50万辆（其中全新平台30万辆）；“6”是指年营业收入达到600亿元；“1”是指企业实现上市，市值达到1000亿元；“5”是指实施五大战略，包括品质增长、创新发展、服务转型、互联网+、开放合作。

产品定位：北汽新能源专注市场细分后的产品规划。EC系列针对A00级市场、EV系列针对A0级市场、EX系列针对SUV市场、EU系列针对A级市场、EH系列针对B级市场。

融资状况：2016年A轮融资30亿元；2017年B轮融资80亿；计划2018年上市。

图 56：北汽新能源 EV160



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

附表二：主要互联网造车企业一览

自从国家提出“互联网+”的概念后，汽车和互联网就有了紧密的合作，一些互联网企业、资本纷纷涌入智能电动汽车整车制造领域，当前互联网行业造车的新秀已有14家。

表 6：互联网新进新能源造车企业

企业名称	产品定位	投资情况
车和家新能源汽车	电动 SEV，充电方便，满足短途出行；电动 SUV，满足城市出行；混动 SUV，最大里程大于 600km，满足长途出行。	2016 年 5 月 3 日，获利欧股份有限公司 7.8 亿元注资，
风翔汽车	电动超级跑车	不详
格力电器	“纯电动汽车也属于‘家用电器’领域”，纯电动客车、电动专用车等	不详
汉腾汽车	打造符合三线以下城市用户需求的车型，将利用本地化低成本优势，完成传统汽车、新能源汽车的同步布局。	不详
和谐富腾	高端品牌 30 万左右纯电动车，主打“互联网+智能电动汽车”概念	不详
奇点汽车（智车优行）	价格适中，大众家庭均有购买力的电动车。通过用户参与打造中国第一辆真正意义的“智能电动汽车”。	共融资 7 亿美元，其中一部分资金来自安徽省铜陵市政府。奇点汽车已与铜陵市政府达成战略合作关系。 2016 年 8 月 17 日，新华联集团出资 5000 万美元战略投资乐视汽车，2016 年 9 月 19 日晚，贾跃亭宣布，乐视超级汽车 10.8 亿美元首轮融资已完成，投资方包括国家电网旗下英大资本、深圳市政府投资平台深创投、联想控股、民生信托、新华联以及宏兆基金等机构。
乐视超级汽车	超高端 D 级互联网无人电动汽车	2015 年 6 月，获红杉资本中国基金、北京愉悦资本、高瓴资本和腾讯产业共赢基金 5 亿美元的 A 轮融资。有消息称，2016 年 6 月，蔚来汽车 B 轮融资已经完成，由淡马锡、TPG、联想集团等在内的国内外投资者，对其进行了数亿美元投资。
前途汽车	轻量化高性能双座电动跑车	A 轮融资 10 亿美元。
泰克鲁斯腾风	燃气轮机增程式电动超跑	2016 年 3 月，完成 A 轮融资，融资金额近 5000 万美元，同时获得了来自投资方 6000 万美元无息贷款，现金储备超 1 亿美元。
蔚来汽车	高性能智能电动汽车、电动超跑以及 60 万元左右不昂贵的智能互联电动汽车	不详
威马汽车	主流电动互联汽车，目标是要打造真正改变大众出行生态和出行体验的主流产品，而不是仅仅为少数高消费人群提供新奇的玩具。	
小鹏汽车	紧凑型纯电动时尚、跨界互联网 SUV	
游侠汽车	酷炫时尚科技互联网纯电动轿跑	

资料来源：网易财经、新浪财经、发改委、工信部、公司官网、国信证券经济研究所整理

在这 14 家企业中，我们选取几家代表性企业进行简析。

蔚来汽车：全球化布局，中高端定位

发展历程：成立于 2014 年，公司由顶尖互联网企业和企业家共同发起设立，包括互联网企业腾讯、易车创始人李斌、汽车之家创始人李想、京东创始人刘强东，知名投资机构高瓴资本、红杉资本和愉悦资本，目前已在美国圣何塞、德国慕尼黑、中国上海、北京、香港和英国伦敦设立了研发、设计及商务机构。

蔚来汽车与南京市政府合作投资 30 亿元的电机及电控系统生产基地，于 2016 年 4 月落成，产能达 28 万套。16 年的 5 月份，蔚来汽车与江淮汽车签署了合作备忘录，共同开发新能源汽车产品。

核心团队：李斌（创始人、董事长，易车公司创始人）、马丁·里奇博士（已故，联合总裁，曾任玛莎拉蒂全球 CEO、福特欧洲区总裁、马自达全球董事总经理）、伍丝丽（首席发展官、北美公司 CEO，曾任思科全球首席技术与发展官、摩托罗拉首席技术官）、秦力洪（联合创始人、联合总裁，曾任奇瑞汽车销售有限公司副总经理、龙湖地产有限公司执行董事兼首席市场官）、郑显聪（联合创始人、执行副总裁，曾任玛涅蒂马瑞利中国区总裁和菲亚特(中国)董事长兼总裁，菲亚特克莱斯勒亚太地区副总裁和菲亚特金融公司董事长）、

产品定位：高性能智能电动汽车、电动超跑以及 60 万元左右不昂贵的智能互联电动汽车。

融资状况：1) 2015.6.17 A 轮：获得了腾讯产业共赢基金、顺为基金、京东商城、高瓴资本、易车网的投资。金额未透露；

2) 2015.9.17 B 轮：红杉资本中国基金、北京愉悦资本、高瓴资本和腾讯产业共赢基金联合投资蔚来汽车 5 亿美元；

3) 2016.6.30 获得了淡马锡、TPG、厚朴、联想集团的投资，金额未透露；

4) 2017.3.15 C 轮：蔚来汽车完成 6 亿美元融资，由腾讯和百度领

投，多家机构跟投完成。投资蔚来汽车也是百度资本成立以来投资的首个项目，这轮投资方还包括：华平、IDG、厚朴、联想、高瓴、兴业、GIC、TPG、信中利、中金、今日资本、海通国际等知名投资机构。部分媒体报道，此轮投后估值在 200 亿元左右。

图 57: 蔚来 ES8



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

车和家：打造小而美的电动交通工具

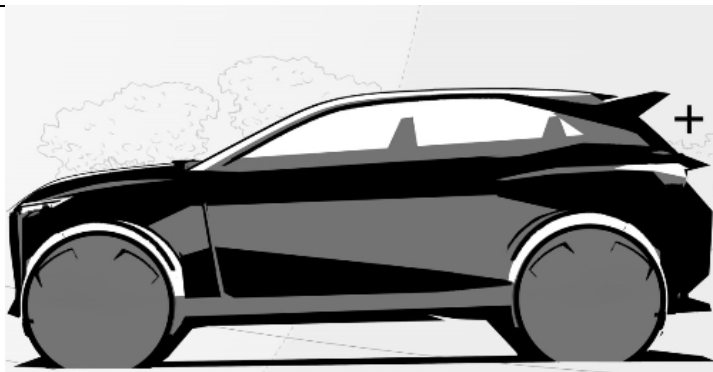
发展历程：注册于 2015 年 4 月 10 日，公司要打造小而美的电动交通工具，市面上尚无可参考的企业。车和家智能汽车制造基地在江苏省常州市武进国家高新技术产业开发区正式奠基并开工建设，制造基地占地面积达到 50 万平方米，设计产能达到 30 万辆，工厂将分为一期和二期进行建设。完全建成后，车和家整体投资将达到 50 亿元人民币，一期预计在 2017 年年底竣工投产，并将实现 20 万辆的年生产能力。

核心团队：李想（创始人、CEO，曾创立泡泡网、汽车之家）、沈亚楠（联合创始人、总裁，曾任职于埃森哲、联想、摩托罗拉）、马东辉（联合创始人、总工程师，曾任职于简式设计、阿尔特、三一重工）、李铁（联合创始人、CFO，曾任职于普华永道、泡泡网、汽车之家）。

产品定位：电动 SEV，充电方便，满足短途出行；电动 SUV，满足城市出行；混动 SUV，最大里程大于 600km，满足长途出行。

融资状况：2016 年 5 月 3 日，车和家获利欧股份有限公司 7.8 亿元注资，投后估值 29.8 亿元。

图 58: 车和家



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

智车优行：终端定位，主打智能网联系统

发展历程：智车优行是一家创新型互联网公司，成立于 2014 年底。公司业务范围涵盖了新能源汽车、智能汽车系统、基于大数据与云计算的车联网服务和解决方案、创新技术产品的投资等。目前智车优行已与国内一家整车厂达成合作量产协议，将在 2017 年年底实现一款跨界 SUV 以代工形式的小批量量产，电力驱动和智能网联系统将是主打。

核心团队：沈海寅（创始人，前 360 副总裁）、刘海明（车载系统负责人，前乐视 TV 产品规划高级总监）、王宇（汽车工程负责人，前罗斯德汽车工业设计公司总经理）、杜宝南（汽车造型负责人，前标致雪铁龙首席设计师）、陆伟（市场运营负责人，前完美世界日本副总）。

产品定位：价格适中，大众家庭均有购买力的电动车。采用集成创新模式（即“小米模式”），目前合作伙伴已经达到 42 家。

融资状况：2016 年 11 月，奇点汽车宣布成功融资 6 亿美元，其中一部分资金来自安徽省铜陵市政府，部分媒体称投后估值达 60 亿元。

图 59：奇点汽车



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

乐视超级汽车

发展历程：2014 年底，贾跃亭宣布乐视“SEE 计划”，即打造超级汽车以及垂直整合的互联网智能交通生态系统和生活方式。超级汽车的品牌名称正式定名为“LeSEE”。乐视目前已与阿斯顿马丁以及美国硅谷的智能互联网电动车公司 Faraday Future 达成战略合作，还与北汽、广汽集团、博世等有合作事宜。

同时，定位 D 级互联网无人电动汽车的乐视超级汽车 LeSEE 首款概念车也已亮相。2016 年 8 月 10 日，乐视宣布 LeSEE 超级汽车工厂正式落户浙江省德清县莫干山。该工厂一期项目投资 60 亿元，年产能 20 万辆整车；二期计划于 2017 年投产，二期项目计划于 2018 年投产，二期项目计划于 2019 年投产，二期项目计划于 2020 年投产，二期项目计划于 2021 年投产，二期项目计划于 2022 年投产，二期项目计划于 2023 年投产，二期项目计划于 2024 年投产，二期项目计划于 2025 年投产，二期项目计划于 2026 年投产，二期项目计划于 2027 年投产，二期项目计划于 2028 年投产，二期项目计划于 2029 年投产，二期项目计划于 2030 年投产。

核心团队：贾跃亭（乐视控股集团创始人、董事长、CEO）、丁磊（乐视超级汽车联合创始人，乐视超级汽车全球副董事长，执行董事，中国及亚太区副董事长、CEO 兼总裁，并同时兼任乐视控股高级副总裁，原上汽集团副总裁）、张海亮（乐视超级汽车（中国）总裁兼 COO，原上汽集团副总裁）、倪凯（乐视超级汽车智能驾驶副总裁，原百度无人驾驶负责人）。

产品定位：超高端 D 级互联网无人电动汽车。

投资情况：2016 年 8 月 17 日，新华联集团出资 5000 万美元战略投资乐视汽车；2016 年 9 月 19 日晚，贾跃亭宣布，乐视超级汽车 10.8 亿美元首轮融资已

完成，投资方包括国家电网旗下英大资本、深圳市政府投资平台深创投、联想控股、民生信托、新华联以及宏兆基金等机构。据媒体报道，按照绝对估值法，以永续增长率 2%、股权融资成本 16.7%、债权融资成本 5.2%测算，基于乐视汽车的销量规划，乐视汽车为其 A 轮估值 100 亿美元左右；若以相对估值法，以 FF2018 年的预测销售数据和特斯拉的数据为参考，乐视汽车为其 A 轮估值 60 亿-80 亿美元。

图 60: 乐视电动车



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

威马汽车：以“连接”为产品核心

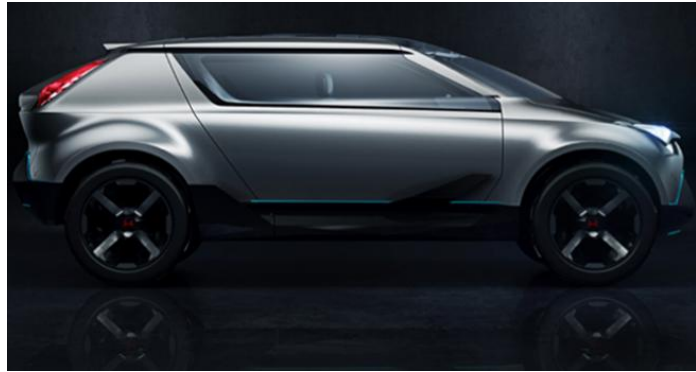
发展历程：威马汽车成立于 2015 年 12 月，是国内新兴的新能源汽车企业及出行方案提供商，产品核心是“连接”，主要包含三个要素：第一、人和车的连接。第二、车和云端的连接。第三、车和车的连接。16 年底，威马新能源汽车智能产业园在温州奠基，该智能产业集智能制造、智慧物流、零部件柔性化配置、自动驾驶试验四大功能。自去年起，零部件配套工厂和自动驾驶试验区先行开工，未来全部达产后，将拥有年产 20 万台新能源智能汽车的生产能力。

核心团队：沈晖（创始人、董事长兼首席执行官，沈晖长期在欧美企业担任高管职务，曾先后于博格华纳、菲亚特等集团）、杜立刚（联合创始人、执行副董事长）。

产品定位：主流电动互联汽车，目标是要打造真正改变大众出行生态和出行体验的主流产品。

投资情况：2016 年 8 月，威马汽车创始人、CEO 沈晖在接受采访时表示，公司已经完成 10 亿美元的 A 轮融资。

图 61: 威马概念车 AG2020



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

风险提示

新能源汽车渗透率不及预期；
行业竞争加剧，传统厂商加速新能源汽车布局。

特别提示

国信证券股份有限公司是长城华冠的主办券商，以及做市商。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	468	814	652	831	营业收入	95	119	1070	3030
应收款项	38	36	293	789	营业成本	58	74	813	2379
存货净额	22	12	157	471	营业税金及附加	1	1	8	21
其他流动资产	29	6	54	152	销售费用	25	111	268	182
流动资产合计	558	868	1156	2242	管理费用	107	279	538	155
固定资产	218	547	1336	2077	财务费用	2	(16)	(9)	(7)
无形资产及其他	87	84	80	77	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	198	198	198	198	资产减值及公允价值变动	(1)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1062	1698	2770	4595	营业利润	(100)	(332)	(550)	298
短期借款及交易性金融负债	77	83	92	222	营业外净收支	1	11	11	11
应付款项	68	14	188	566	利润总额	(99)	(321)	(539)	309
其他流动负债	48	22	78	131	所得税费用	(0)	0	(70)	46
流动负债合计	192	119	359	919	少数股东损益	(0)	(1)	(2)	1
长期借款及应付债券	158	158	158	158	归属于母公司净利润	(98)	(319)	(467)	261
其他长期负债	25	55	56	58					
长期负债合计	183	213	214	215	现金流量表（百万元）				
负债合计	375	331	573	1135		2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	13	11	9	10	净利润	(98)	(319)	(467)	261
股东权益	675	1355	2188	3450	资产减值准备	2	11	15	18
负债和股东权益总计	1062	1698	2770	4595	折旧摊销	7	22	60	110
					公允价值变动损失	1	3	3	3
					财务费用	2	(16)	(9)	(7)
					营运资本变动	(230)	(3)	(202)	(458)
					其它	(2)	(12)	(17)	(17)
					经营活动现金流	(321)	(299)	(608)	(83)
					资本开支	(197)	(362)	(863)	(868)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(197)	(362)	(863)	(868)
					权益性融资	425	1000	1300	1000
					负债净变化	158	0	0	0
					支付股利、利息	(2)	0	0	0
					其它融资现金流	24	6	9	130
					融资活动现金流	760	1006	1309	1130
					现金净变动	243	346	(162)	179
					货币资金的期初余额	226	468	814	652
					货币资金的期末余额	468	814	652	831
					企业自由现金流	(517)	(688)	(1489)	(967)
					权益自由现金流	(335)	(666)	(1472)	(831)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王 玮 13726685252	吴 国 15800476582	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	梁 佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许 婧 18600319171	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
边祎维 13726685252	倪 婧 18616741177	刘紫微 13828854899	夏 雪 18682071096
王艺汀 13726685252	林 若 13726685252	简 洁 13726685252	吴翰文 13726685252
詹 云 13901062999	张南威 13726685252	欧子炜 18150530525	
陈雪庆 18150530525	周 鑫 13726685252		
杨云崧 18150530525	张欣慰 13726685252		

赵海英
13810917275
zhaohy@guosen.com.cn