

## 2018 年新能源乘用车销量总结及 2019 年退补政策变动分析



乘联会：2018 年新能源乘用车销量 101.7 万辆；业内流出多个 2019 年补贴政策调整版本，统一认为降幅至少 50%。

### 核心观点

- **2018 年新能源乘用车销量突破 100 万辆，高端车型放量，整体品质提升。** 全年实现批发销售 101.7 万辆，同比增长 78.1%。纯电 A 级车占比波动上升，年平均市场份额达到 33.3%，较 2017 年提升 8.35 个百分点；纯电动 C 级车销量 1.3 万辆，实现从无到有跨越；插电 A 级月度数据下滑，B+C 级持续提升，新能源乘用车消费结构整体向上移动，高品质车型越来越受青睐。
- **单车带电量有质的提升，续航大幅改善。** 2018 年乘用车平均带电量达到 33KWh，同比增 35.82%，其中，纯电平均带电量超过 40KWh。1-12 月平均销售车型带电量呈现明显的上升趋势。经统计在售新能源车，纯电 A00 级 27.6KWh，A 级车 50.7KWh，C 级车 90KWh。插电带电量为 12.8KWh。预计 2019-2020 年，新能源乘用车单车平均带电量分别提升到 35.57KWh 和 39.12KWh，在售车型高电量已经是趋势。
- **2018 年爆款车型特征明显：性价比、续航和品质。** 2018 年单车销售前 10 占比 44.1%，呈现出三大特点：高性价比、高续航和高品质。预计 2019 年这三大特征仍将持续，高品质和高续航占比将有所提升。2019 年唐 EV 续航超过 500 公里，叠加车型高品质特征，有望成为 2019 年爆款。
- **假设 2019 年国补退坡 50%，地方补贴取消。** 根据互联网详细猜测版本，2019 年国补度电补贴上限下调 200 元，至 1000 元/Wh；纯电动乘用车工况续驶里程补贴整体降低两档，250 公里以下车型不再补贴，400 公里以上补贴仅 2.9 万元；能量密度补贴最低标准提高一档，系数全部下调 0.2；能耗优化系数要求提高；地方补贴取消，转而投入新能源汽车基础设施建设。
- **实际补贴下降超 70%，乘用车升级趋势结构性分化。** 假设取消地补，2019 年单车补贴平均下滑超过 70%，远远超过 50%，整车升级方向将发生分化：**A00 级车锁定 250-300 公里续航区间，通过更换磷酸铁锂电池降低成本；A0 级锁定 300-400 公里，通过提升续航获得高档补贴意愿较弱；A 级车搭载高镍三元提升能量密度系数和能耗系数，加大电量提升续航获得整车溢价；B+ 级车价格基数高，受影响较低，未来升级方向是品质和能耗改善。**

### 投资建议与投资标的

- 补贴退坡引发产业链格局重塑，影响最大的仍是整车和电池环节。在整车终端价格上调有限的情况下，车企将寻求其他方式转移退补缺口。整车企业将面临分化，市场集中度有望提升；同时车型升级方向发生结构性分化；电池环节毛利率承压，高镍三元有望放量，铁锂有望重复复苏；锂电材料环节可降价空间不大，高镍三元优势企业有望获益，建议关注当升科技(300073, 增持)、厦门钨业(600549, 未评级)、宁德时代(300750, 未评级)。

### 风险提示

- 补贴退坡幅度高于预期，销量承压；上游原材料降价不及预期，电池环节业绩承压

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	新能源汽车产业链
报告发布日期	2019 年 01 月 14 日

证券分析师	卢日鑫 021-63325888-6118 lurixin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515100003
	李梦强 021-63325888-4034 limengqiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517100003

联系人	彭海涛 021-63325888-5098 penghaitao@orientsec.com.cn
	陈聪颖 021-63325888-7900 chencongying@orientsec.com.cn
	顾高臣 021-63325888-6119 gugaochen@orientsec.com.cn

### 相关报告

《汽车产业投资管理规定》发布，助推新能源汽车健康发展	2018-12-21
中国产业链走向全球，变中求稳看好中游	2018-12-07

## 目 录

<b>2018 年新能源汽车产销进入百万级别</b> .....	<b>4</b>
12 月新能源乘用车批发销售 16 万辆.....	4
2018 年全年新能源乘用车销量破 100 万辆 .....	5
高端车型放量，整体品质提升 .....	5
单车带电量有质的提升，续航大幅改善 .....	6
2018 年爆款车型特征明显：性价比、续航和品质 .....	7
<b>2019 年退补或超预期</b> .....	<b>8</b>
2019 年国补退坡 50%，取消地方补贴 .....	8
在售车型 2019 年补贴将下降 70% .....	9
从理论售价看 2019 年车型竞争力分化 .....	11
<b>补贴退坡加速产业链格局重塑</b> .....	<b>12</b>
2019 年新能源乘用车销量仍保持高增长 .....	12
整车企业将面临分化，市场集中度有望提升 .....	13
电池环节毛利率承压，铁锂有望重复苏 .....	13
锂电材料环节可降价空间不大，高镍三元优势企业有望获益 .....	13
<b>投资建议</b> .....	<b>14</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>14</b>

## 图表目录

图 1：2018 年我国新能源乘用车月度销量（万辆） .....	4
图 2：12 月纯电乘用车级别分布 .....	5
图 3：12 月插电乘用车级别分布 .....	5
图 4：2018 年纯电动乘用车不同级别占比变动情况 .....	5
图 5：2018 年插电混动乘用车不同级别占比变动情况 .....	6
图 6：2015-2020 年乘用车平均带电量及预测（单位：KWh） .....	6
图 7：2018 年 1-12 月乘用车平均带电量 .....	7
图 8：2017 年新能源乘用车销量 top5 占比 60.05% .....	13
图 9：2018 年新能源乘用车销量 top5 占比 62.95% .....	13
图 10：中游材料盈利情况（隔膜仅统计个别盈利企业，大部分企业亏损） .....	14
表 1：12 月我国新能源乘用车销量结构 .....	4
表 2：在售车型平均带电量 .....	7
表 3：2018 年销量前十的车型统计 .....	8
表 4：2019 年乘用车补贴变化情况假设 .....	9
表 5：在售新能源汽车指标情况统计 .....	9
表 6：在售新能源汽车 2018 和 2019 年补贴变化推演（单位：万元） .....	10
表 7：从理论售价涨幅看各车系两极分化（万元） .....	12

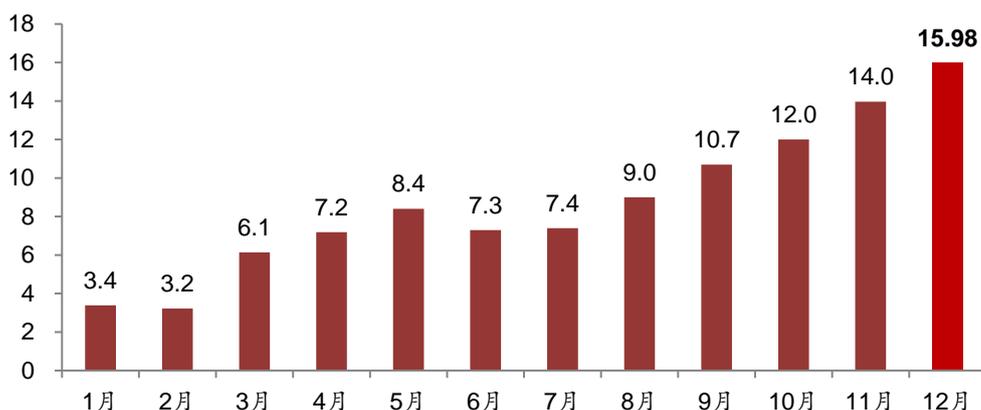
## 2018 年新能源汽车产销进入百万级别

1月14日，中汽协发布2018年新能源汽车产销数据：2018年新能源汽车产销分别完成127万辆和125.6万辆，比上年同期分别增长59.9%和61.7%，超出120万辆预期。

### 12月新能源乘用车批发销售16万辆

根据乘联会发布的新能源乘用车销量数据，12月份新能源乘用车销售15.98万辆，同比增长7成，创历史新高。其中，纯电动乘用车销售12.97万辆，占比81.19%；插电混动乘用车销售3万辆，占比18.78%，较以往月份插电版本销量有所下滑，但整体符合二八比例。

图1：2018年我国新能源乘用车月度销量（万辆）



数据来源：乘联会，东方证券研究所

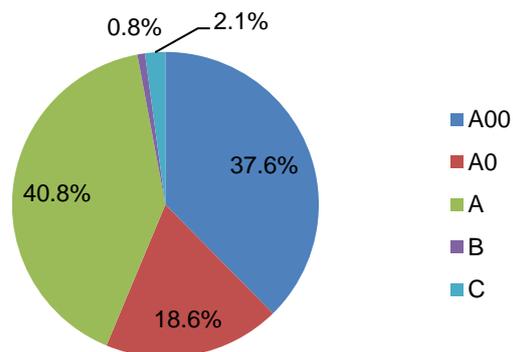
12月纯电动乘用车中，A00级电动车销量4.89万台，环比-5%，同比-2.4%，占纯电动乘用车37.6%份额，占比较2017年12月下降26个百分点。纯电动A级车销量5.29万辆，占比40.8%，2018年内第5次超过A00车型，较去年12月同比增长122.6%，环比增长57.9%，主要是来自私家和出租租赁的拉动。A0级车型销售2.42万辆，占比18.6%。B级车和C级车合计销售3800辆，占比2.9%，B级纯电12月单月超过1000辆。

表1：12月我国新能源乘用车销量结构

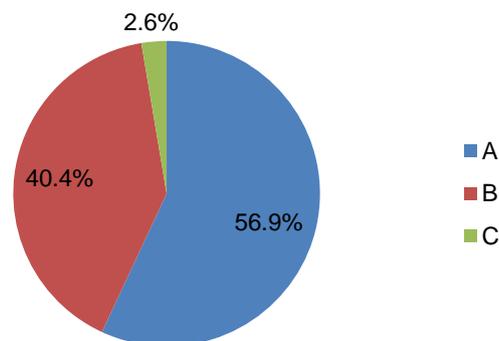
2018年 12月	纯电					插电		
	A00	A0	A	B	C	A	B	C
销量/辆	48819	24195	52919	1035	2769	17087	12135	792
份额	37.6%	18.6%	40.8%	0.8%	2.1%	56.9%	40.4%	2.6%
同比	-2.4%	245.3%	122.6%	-12.4%	100.0%	11.1%	584.8%	100.0%

数据来源：乘联会，东方证券研究所

12月份插电混动乘用车中，A级车销售1.7万辆，占比56.9%，B级车实现销售1.2万辆，占比40.4%，C级车销量792辆，占比2.6%。

**图 2：12 月纯电乘用车级别分布**


数据来源：乘联会，东方证券研究所

**图 3：12 月插电乘用车级别分布**


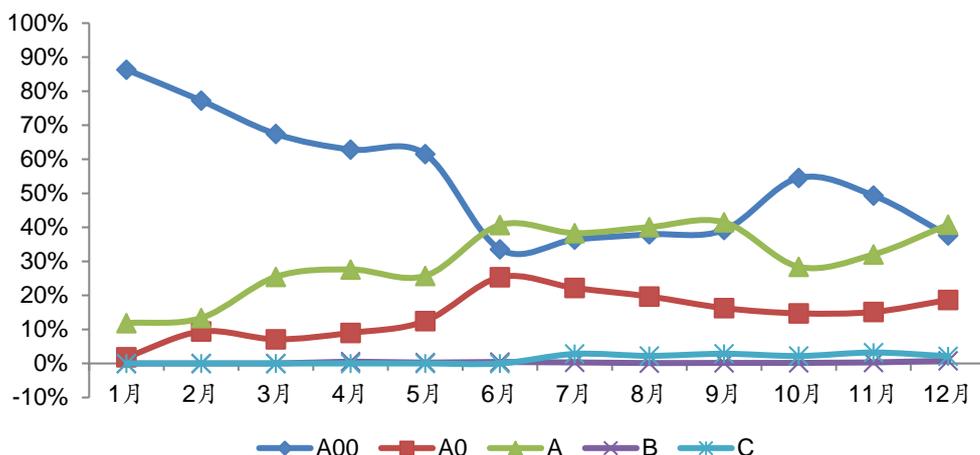
数据来源：乘联会，东方证券研究所

## 2018 年全年新能源乘用车销量破 100 万辆

根据乘联会数据，2018 年新能源乘用车销量突破 100 万辆，达到 101.7 万辆，较去年 57.1 万辆同比增长 78.1%，其中，纯电动销量达到 76.4 万辆，占比 75.11%；插电混动车型销量达到 25.3 万辆，占比 24.89%，相比往年，插电混动车型占比有所提升。

### 高端车型放量，整体品质提升

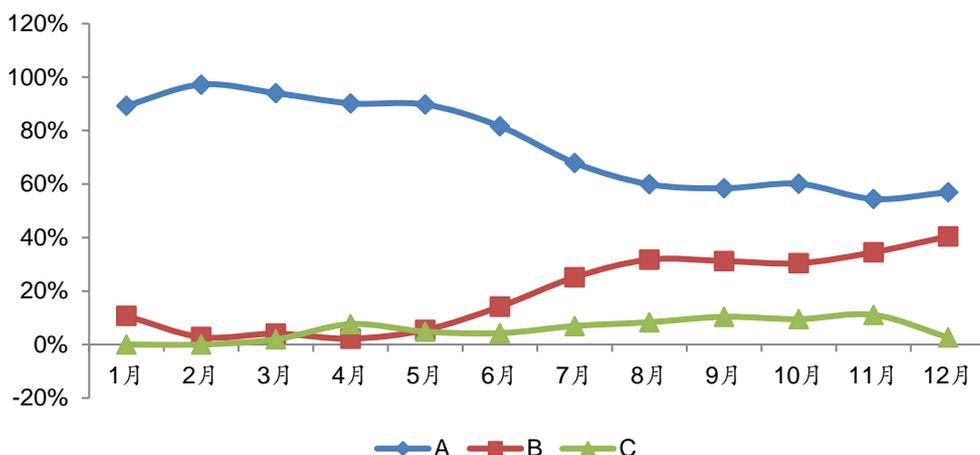
新能源汽车产销量以来，主要是靠 A00 微型车拉升体量，但进入 2018 年，纯电 A 级车月度销量占比呈波动上升趋势，全年有 5 个月份销量超过 A00 车，年平均市场份额达到 33.3%，较 2017 年提升 8.35 个百分点；A0 级车型份额也提升了 7.6 个百分点至 15.63%，而 A00 级别纯电市场份额下降到 49.05%，较 2017 年下降 16.9 个百分点。此外，纯电动 C 级车销量 1.3 万辆，实现了从无到有的跨越，B+C 车型份额 2%。纯电乘用车消费结构向上移动，高品质车型越来越受青睐。

**图 4：2018 年纯电动乘用车不同级别占比变动情况**


数据来源：乘联会，东方证券研究所

插电混动车型高端化趋势更为明显，A级月度数据下滑，B+C级持续提升，全年插电A级车份额下降11.7个百分点，插电B、C级分别提升5.4和6.37个百分点。

图5：2018年插电混动乘用车不同级别占比变动情况

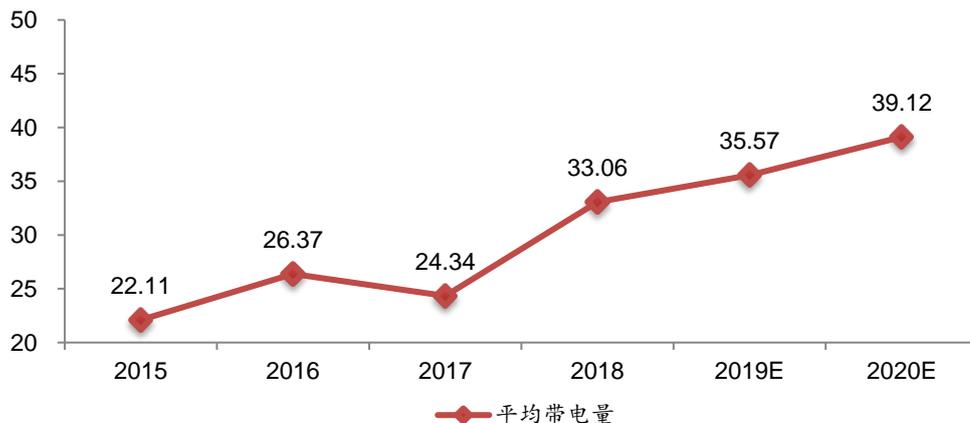


数据来源：乘联会，东方证券研究所

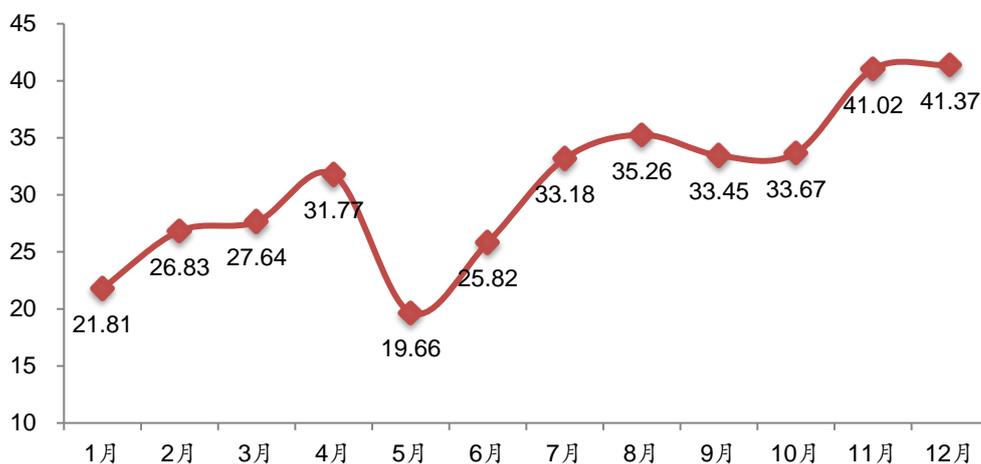
### 单车带电量有质的提升，续航大幅改善

2018年乘用车平均带电量达到33KWh，较2017年提升35.82%，剔除掉插电混动车型，纯电动车平均单车带电量已经超过40KWh，高端纯电动车型带电量达到100KWh。从月度数据来看，1-12月平均销售车型带电量也呈现明显的上升趋势。我们预计2019-2020年，新能源乘用车单车平均带电量分别提升到35.57KWh和39.12KWh。

图6：2015-2020年乘用车平均带电量及预测（单位：KWh）



数据来源：乘联会，化学与物理电源协会，东方证券研究所

**图 7：2018 年 1-12 月乘用车平均带电量**


数据来源：乘联会，化学与物理电源协会，东方证券研究所

我们统计了在售新能源车型的带电量 and 续航情况，按车型最高带电量计算平均值，纯电 A00 级车平均带电量达到 27.6KWh，A 级车为 50.7KWh，C 级车仅有三款，带电量最高 100KWh，平均为 90KWh。插电混动车型平均带电量最高为 12.8KWh。在售车型高电量已经是趋势。

**表 2：在售车型平均带电量**

车型	平均最低带电量 (KWh)	平均最高带电量 (KWh)
纯电 A00	23.46	27.57
纯电 A0	40.97	43.05
纯电 A	48.97	50.71
纯电 B	69.90	69.90
纯电 C	73.33	90.00
插电	12.64	12.82

数据来源：互联网，东方证券研究所

## 2018 年爆款车型特征明显：性价比、续航和品质

根据乘联会披露数据，2018 年销售前 10 的乘用车合计销量达到 44.84 万辆，占新能源乘用车比例 44.1%。其中，北汽 EC 系列销量 9 万辆，成为国内新能源汽车单车销量冠军。而前十中，比亚迪占了 5 款，两款为纯电动车型，三款为插混车型，合计达到 19.5 万辆。

从销量前十的车型来看，爆款车型呈现出三大特点：**性价比高、高续航和高品质**。北汽 EC 系列补贴后售价 6.58-7.18 万元，终端还有一定的优惠，同时，是最节能的车型，百公里电耗仅 8KWh，体现了性价比优势；比亚迪 e5 综合工况里程达到 400 公里，体现了高续航优势；唐 DM 是高品质车型的代表，主打高端，价格区间在 23.99-32.99 万元。**性价比占据了最高的比重**，销量前十中主打性价比的车型有 5 款，均在 10 万以下。

从 2018 年末 2019 年初新上市的车型来看，2019 年这三大特征仍将持续，但高品质和高续航占比将有所提升。唐混动引领了高端潮流，而荣威 ei5，秦 PRO 等将纯电轿车续航拉入 420 公里。2019 年唐 EV 即将上市，续航超过 500 公里，叠加车型高品质特征，有望成为 2019 年爆款。

**表 3：2018 年销量前十的车型统计**

车型	动力类型	销量	价格 (万元)	续航 (Km)
北汽 EC 系列	纯电	90637	6.58-7.18	261
奇瑞 eQ1	纯电	46967	5.91-6.91	301
秦 PRO DM	插电	45054	14.99-20.69	80
比亚迪 e5	纯电	43902	12.99-13.99	400
江淮 IEV	纯电	42024	5.95-6.95	310
江铃 E200	纯电	39883	5.68-5.98	252
宋 DM	插电	37352	17.69-20.69	80
唐 DM	插电	35289	23.99-32.99	100
元 EV	纯电	33915	7.99-9.99	305
荣威 ei6	插电	33347	16.58-18.68	53

数据来源：汽车之家、易车网、乘联会，东方证券研究所

## 2019 年退补或超预期

### 2019 年国补退坡 50%，取消地方补贴

进入 2019 年，新的补贴政策呼之欲出，近期网上流传出多个补贴退坡版本，**一致认为 2019 年补贴比例较 2018 年至少降低 50%**，如此以来，2019 年整个新能源整车市场都将承受价格压力。我们假设 2019 年补贴按电车汇推测版本，梳理新能源乘用车具体变动情况（注：目前具体细则未出台，下面计算仅做参考）。

1. 度电补贴上限由 1200 元/KWh 降到 1000 元/KWh。
2. 纯电动乘用车工况续驶里程补贴整体降低两档，250 公里以下不再补贴，大于 400 公里的补贴有 5 万元降至 2.9 万元，降幅大约 50%。
3. 纯电动乘用车动力电池系统的质量能量密度补贴标准提升到 120Wh/Kg，能量密度分布在 120-140；140-160 和  $\geq 160$  的车型补贴系数降低 0.2，分别降到 0.8、0.9 和 1，即最高仅有 1 倍系数。
4. 百公里电耗优于门槛值 10%-20%的，0.8 倍补贴；优于 20%-35%的，1.0 倍补贴；优于门槛值 35%的，1.1 倍补贴，较 2018 年有提升。
5. 插电混动车型能耗优化要求提高 5%。
6. 地方补贴取消

**表 4：2019 年乘用车补贴变化情况假设**

项目	续航里程/能量密度	补贴标准	
		2018 年	2019 年
度电补贴上限 (元/KWh)	/	1200	1000
单车补贴	100-150	0	0
	150-200	1.5	0
	200-250	2.4	0
	250-300	3.4	1.7
	300-400	4.5	2.3
	≥400	5.0	2.9
	插电混动		
系统能量密度要求 (Wh/Kg)	90-105	/	/
	105-120	0.6	/
	120-140	1.0	0.8
	140-160	1.1	0.9
	≥160	1.2	1
获得 1.1 倍调整系数对应电耗优化比例	/	≥25%	≥35%

数据来源：工信部、电车汇、东方证券研究所

基于上述假设来看，国家续航补贴基准降低约 50%，同时系统能量密度系数权重和百公里电耗系数权重也有所降低，叠加取消地方补贴，**2019 年新能源乘用车补贴整体降幅超过 70%**。车企单纯通过提高带电量获得高补贴已经不再现实，需要从提高能量密度和优化百公里电耗来提升补贴系数。根据该版本，单车最高补贴仅 3.19 万元，最高补贴要求为：续航大于 400 公里（补贴 2.9 万元）、电池系统能量密度大于 160Wh/Kg（1 倍系数）；百公里电耗水平优于门槛值 35%（1.1 倍）。

## 在售车型 2019 年补贴将下降 70%

根据乘联会披露的 2018 年新能源乘用车销量前十以及 2018 年新上市热门车型，我们计算了 13 款在售纯电新能源乘用车补贴退坡前后，车型享受补贴的情况。

根据工信部规定，能耗水平计算按整车整备质量（m）不同，在工况条件下百公里耗电量（Y）应满足以下门槛条件： $m \leq 1000\text{kg}$  时， $Y \leq 0.0126 \times m + 0.45$ ； $1000 < m \leq 1600\text{kg}$  时， $Y \leq 0.0108 \times m + 2.25$ ； $m > 1600\text{kg}$  时， $Y \leq 0.0045 \times m + 12.33$ 。据此，我们计算出这 13 款车型百公里实际能耗和基准门槛能耗，从而计算出优于基准门槛能耗的幅度，并对能耗系数做出相应的调整。

**表 5：在售新能源汽车指标情况统计**

车型	级别	续航(Km)	带电量(KWh)	能量密度(Wh/Kg)	整车整备质量/Kg	百公里电耗	百公里耗电量基准	优于基准值
北汽 EC 系列	A00	261	21	143	1050	8.05	13.59	-40.79%
奇瑞 eQ1	A00	301	38	142	1015	12.62	13.21	-4.45%
比亚迪 e5	A	400	60.48	140.97	1650	15.12	19.76	-23.46%
江淮 IEV	A0	310	41.5	144.96	1320	13.39	16.51	-18.90%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

江铃 E200	A00	252	29.2	140	978	11.59	12.77	-9.28%
元 EV	A0	305	42	146.27	1690	13.77	20.50	-32.83%
秦 PRO	A	420	56.4	160.9	1650	13.43	20.07	-33.09%
荣威 ERX5	A	320	48.3	135	1730	15.09	20.93	-27.90%
北汽 EU5	A	460	59	151	1680	12.83	20.39	-37.11%
威马 EX5	A	460	56.94	140	1966	12.38	23.48	-47.29%
小鹏 G3	A	365	47.6	152	1585	13.04	19.37	-32.67%
蔚来 ES8	C	355	70	135	2460	19.72	28.82	-31.58%
荣威 ei5	A	420	52.5	160	1555	12.5	19.04	-34.36%

注释：表中车辆信息均按最高型号指标统计

数据来源：汽车之家、易车网，公司公告，东方证券研究所

从续航水平来看，统计的 13 款车型中，5 款车最高续航超过 400 公里，2018 年能拿到 5 万元的国家基础补贴，2019 年降到 2.9 万元；6 款车最高续航在 300-400 公里之间，拿到 4.5 万元国补，2019 年降到 2.3 万元；2 款车最高续航在 250-300 公里之间，拿到 3.4 万国补，2019 年降到 1.7 万元。

从能量密度水平来看，9 款车的能量密度在 140-160Wh/Kg，2018 年可以拿到 1.1 倍补贴系数，2019 年降到 0.9；2 款车超过 160Wh/Kg，拿到 1.2 倍补贴，2019 年降到 1；威马 EX5 和荣威 ERX5 能量密度在 120-140 Wh/Kg 左右，仅有 1 倍系数，2019 年降到 0.8。

从百公里能耗优于门槛值幅度来看，有 10 款车型超过 25%，2018 年补贴系数是 1.1；2 款车处于 5%-25%之间，补贴系数为 1；1 款车型不足 5%，补贴系数仅 0.5。2019 年对能耗优化比例标准大幅提高，超过 35%才会有 1.1 倍系数，仅北汽 EC 系列、EU5 和威马 EX5 满足条件，其中江铃 E200 和奇瑞 eQ 能耗优化率不足 10%，补贴系数为 0，将不能获得补贴。

根据表 5 车型具体指标信息，表 6 列示了 13 款车续航补贴金额、能量密度系数、能耗优化比例系数，从而计算享受的国补金额。由于政策对国补金额做了上限限制，即度电补贴为 1200 和 1000 元/KWh，因此需要比较国补金额与度电补贴上限，取其中较小值作为国补最终金额，2018 年地补金额按实际国补金额 50%计算，从而得出实际总补贴金额。可以看出，如果地补也取消，2019 年单车补贴金额将大幅下降，最高下滑超过 100%，平均下滑超过 70%，远远超过按续航基准值 50%的下调幅度，这将给车企带来巨大的压力。因此，我们预计最终补贴退坡方案相对于上述版本会有一些的调整。

**表 6：在售新能源汽车 2018 和 2019 年补贴变化推演（单位：万元）**

车型	补贴对比	能量密度系数	续航补贴	能耗优化系数	国补合计	度电补贴上限	地补	实际总补贴	下降额及幅度
北汽 EC 系	18 年	1.1	3.4	1.1	4.11	2.52	1.26	3.78	2.10
	19 年	0.9	1.7	1.1	1.68	2.1	0	1.683	-55.48%
奇瑞 eQ1	18 年	1.1	4.5	0.5	2.48	4.56	1.24	3.71	3.71
	19 年	0.9	2.3	0	0.00	3.80	0	0.00	-100.00%
比亚迪 e5	18 年	1.1	5	1	5.50	7.26	2.75	8.25	5.64

	19年	0.9	2.9	1	2.61	6.05	0	2.61	-68.36%
江淮 IEV	18年	1.1	4.5	1	4.95	4.98	2.48	7.43	5.77
	19年	0.9	2.3	0.8	1.66	4.15	0	1.66	-77.70%
江铃 E200	18年	1.1	3.4	1	3.40	3.50	1.7	5.10	5.10
	19年	0.9	1.7	0	0	2.92	0	0	-100.00%
元 EV	18年	1	4.5	1.1	4.95	5.04	2.48	7.43	5.36
	19年	0.9	2.3	1	2.07	4.20	0	2.07	-72.12%
秦 PRO	18年	1.2	5	1.1	6.60	6.77	3.3	9.90	7.00
	19年	1	2.9	1	2.90	5.64	0	2.90	-70.71%
荣威 ERX5	18年	1	4.5	1.1	4.95	5.80	2.48	7.43	5.59
	19年	0.8	2.3	1	1.84	4.83	0	1.84	-75.22%
北汽 EU5	18年	1.1	5	1.1	6.05	7.08	3.03	9.08	6.20
	19年	0.9	2.9	1.1	2.87	5.90	0	2.87	-68.36%
威马 EX5	18年	1.1	5	1.1	6.05	6.83	3.03	9.08	6.20
	19年	0.9	2.9	1.1	2.87	5.69	0	2.87	-68.36%
小鹏 G3	18年	1.1	4.5	1.1	5.45	5.71	2.72	8.17	6.10
	19年	0.9	2.3	1	2.07	4.76	0	2.07	-74.66%
蔚来 ES8	18年	1	4.5	1.1	4.95	8.40	2.48	7.43	5.59
	19年	0.8	2.3	1	1.84	7.00	0	1.84	-75.22%
荣威 ei5	18年	1.2	5	1.1	6.60	6.30	3.15	9.45	6.55
	19年	1	2.9	1	2.90	5.25	0	2.90	-69.31%

注释：表中车辆信息均按最高型号指标计算

数据来源：汽车之家、财政部、东方证券研究所

## 从理论售价看 2019 年车型竞争力分化

我们定义“**2019年理论售价 = 无补贴价格 - 2019年预计补贴**”（既假设车企完全通过涨价消化补贴减少金额），对比 2018 年补贴后售价来看，2019 年理论售价均有较大幅度的上涨，A00 车上探到 8-10 万区间；A0 车上探 15 万左右；A 级车普遍超过 20 万，如北汽 EU5 2018 年补贴后售价 16.19 万元，2019 年理论售价超过 22 万。

**结合售价和补贴下降幅度，我们判断 2019 年新能源汽车升级将出现结构性分化：**

**A00 级车锁定 250-300 公里续航区间，通过更换磷酸铁锂电池降低成本。**A00 级车平均补贴下降约 3 万元，通过提升带电量 and 优化能耗，A00 级车续航比超过 250 公里，保证拿到 1.7 万元基础补贴；更换磷酸铁锂电池，整车可降低 6000 元成本，相比其他车型仍具有很高价格优势，我们认为 A00 级车销量不会受到影响。

**A0 级锁定 300-400 公里，通过提升续航获得高档补贴意愿较弱。**A0 级补贴在 2.3 万元左右，降幅 4-5 万元，提升带电量达到 400 公里，电池成本提升 1 万元，但补贴仅增加 6000 元。优化百公里电耗将是未来升级重点。

A级车可直接降价空间有限，通过搭载高镍三元提升能量密度系数和能耗系数；通过加大电量提升续航获得整车溢价。A级车补贴下降5-7万元，理论价格直接进入20万以上，2019年将承受较大销售压力，续航400公里是A级车标配，保证拿到2.9万补贴基准额，另外搭载超160Wh/Kg的高镍三元获得1倍能量密度系数，通过减重优化百公里能耗，获得1.1倍能耗系数；通过提升续航，获得超额溢价。

B+级车价格基数高，受影响较低，未来升级方向是品质和能耗改善。

表7：从理论售价涨幅看各车系两极分化（万元）

车型	无补贴价格	2018年			2019年			理论售价涨幅
		补贴	补贴占比	售价	补贴	补贴占比	理论售价	
北汽EC系列	9.96	3.78	37.95%	6.18	1.683	16.90%	8.28	33.93%
奇瑞eQ1	10.69	3.71	34.72%	6.98	0.00	0.00%	10.69	53.19%
比亚迪e5	22.24	8.25	37.10%	13.99	2.61	11.74%	19.63	40.31%
江淮IEV	14.38	7.43	51.65%	6.95	1.66	11.52%	12.72	83.01%
江铃E200	11.08	5.10	46.03%	5.98	0	0.00%	11.08	85.28%
元EV	17.42	7.43	42.64%	9.99	2.07	11.89%	15.35	53.60%
秦PRO	28.89	9.90	34.27%	18.99	2.90	10.04%	25.99	36.86%
荣威ERX5	30.81	7.43	24.10%	23.38	1.84	5.97%	28.97	23.89%
北汽EU5	25.27	9.08	35.92%	16.19	2.87	11.36%	22.39	38.32%
威马EX5	25.56	9.08	35.51%	16.48	2.87	11.23%	22.68	37.65%
小鹏G3	24.75	8.17	33.00%	16.58	2.07	8.36%	22.68	36.78%
蔚来ES8	46.28	7.43	16.05%	38.85	1.84	3.98%	44.44	14.38%
荣威ei5	25.33	9.45	37.31%	15.88	2.90	11.45%	22.43	41.25%

数据来源：汽车之家、易车网，东方证券研究所

## 补贴退坡加速产业链格局重塑

即使2019年退补卡在50%，车企仍然面临较大的价格压力，在终端价格上调有限的情况下，车企将寻求其他方式转移退补缺口。

我们在2019年策略报告中指出，新能源汽车产业链升级的本质在于不断打破固有关系，从技术、成本端两方面冲击原有体系，并通过竞争力的重构建立新的稳定格局。而补贴退坡是加速行业破局的重要推手，本质上是倒逼企业降低成本，最终使得电动车相比燃油车更具竞争力，达到全生命周期平价或生产者平价，这也是我国新能源汽车产业链走向世界的必要条件。

## 2019年新能源乘用车销量仍保持高增长

市场担心补贴大幅度退坡会压制新能源汽车行业发展，终端销量或不及预期。我们认为2019年补贴下降导致整体的盈利空间下滑，但销量增长趋势不变。

其一，新能源汽车消费习惯已经建立，2018年底新能源汽车保有量已经达到260万辆，终端消费基础逐渐壮大；

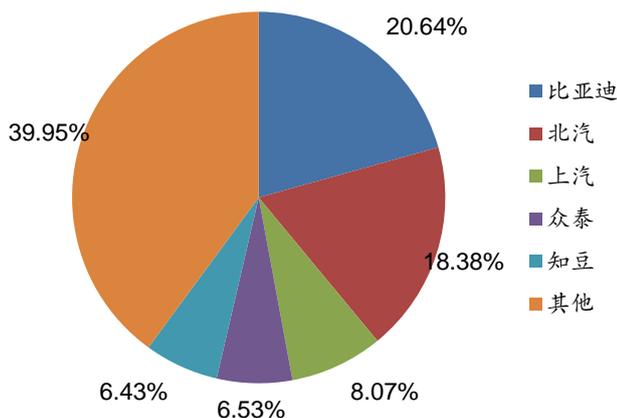
其二，取消财政补贴后，产业政策将发挥重要作用，如双积分 2019 年正式发生效力，引导车企生产更多新能源汽车，大城市限号限行引导消费者更多购买新能源汽车；

其三，海外和合资车企将在 2019-2020 年推出大量新能源车型，补贴退出之后，自主和合资车企将在同一起跑线上公平竞争，更多高性价比车型将推出，**2019 年作为产业链全球化元年，势必呈现内外共振，百家争鸣的形态。**

## 整车企业将面临分化，市场集中度有望提升

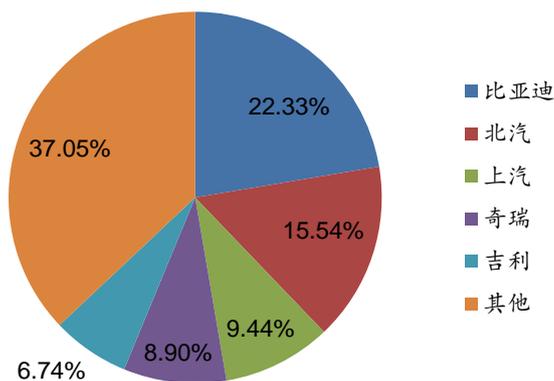
车企端面对最大压力，一方面将向电池、电机和电控三大件厂商转移，降低供应链成本；另一方面，通过替换低成本零部件降低整车成本，此外，还可以通过提升整车品质，获得终端销售溢价。优势车企议价能力强，可以向上游转移更多压力，而小车企则可能退守低端市场，低端产能出清，市场集中度将有所提升。2018 年新能源乘用车销量前五合计占市场份额达到 62.95%，较 2017 年的 60%提升 2.9 个百分点。我们预计 2019 年头部车企的市场份额仍将继续提升。

图 8：2017 年新能源乘用车销量 top5 占比 60.05%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：2018 年新能源乘用车销量 top5 占比 62.95%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 电池环节毛利率承压，铁锂有望重复苏

补贴退坡促使车企向电池环节施压，电池价格有望全面进入 1 元/Wh 时代。当前，头部企业的毛利率在 20%-30%，电池价格被迫降价会使得电池环节，毛利率承受压力。铁锂电池相比三元，在能量密度上有一定的弱势，国轩可量产磷酸铁锂电池系统密度达到 140Wh/Kg，但在价格上具有 10%-15% 的优势，A00 车型由于补贴较低，有可能放弃三元转向铁锂，从而带动铁锂产业链复苏。高端车型将重点优化百公里能耗和能量密度，高镍三元必不可少。

## 锂电材料环节可降价空间不大，高镍三元优势企业有望获益

由于上游原材料价格持续下跌，2018 年正极 523 材料价格从高点 22 万/吨，回落到 15 万/吨，叠加电解液环节的降价，给电池端带来了大约 20% 的降价空间，该部分空间已经在 2018 年有所显现，

同时 2018 年下半年，企业高价库存已经消化完毕，整体毛利率预计在 15%-20% 区间，2019 年降价空间有限，具备高镍三元技术的企业将在 2019 年抓住机会，扩大领先优势。

**图 10：中游材料盈利情况（隔膜仅统计个别盈利企业，大部分企业亏损）**



数据来源：Wind、东方证券研究所

## 投资建议

补贴退坡引发产业链格局重塑，影响最大的是整车和电池环节。在整车终端价格上调有限的情况下，车企将寻求其他方式转移退补缺口。具体表现在：整车企业将面临分化，市场集中度有望提升，同时从车型上看，低端车型由于补贴取消，将改用低成本磷酸铁锂电池，高端车型受补贴影响较小，将积极配套高镍三元，优化能耗比，打造爆款车型，这将导致新能源汽车消费结构将向高端转移，建议关注蔚来汽车；电池环节毛利率承压，在技术方面，高镍三元进程有望加快，铁锂有望复苏，建议关注宁德时代；锂电材料环节可降价空间有限，高镍三元优势企业有望获益，建议关注当升科技、厦门钨业。

## 风险提示

### 1、 补贴退坡幅度高于预期，销量承压

近期补贴退坡猜测版本较多，虽具体补贴方案未定，但统一指向 50% 的退坡幅度，若退坡幅度如上述分析，车企业绩将受到压力，同时车企降本不及预期会影响到新能源汽车的销量。

### 2、 上游原材料降价不及预期，电池环节业绩承压

上游材料降价不及预期，同时车企向上游转嫁成本压力，锂电池价格存在下降超预期的风险。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

