

2019年08月19日

电力设备

## 补贴后周期，政策如何托底销量

■政策支持力度不减，中长期定调“加速发展”：7月世界新能源车大会，习主席定调中国新能源车行业进入“加速发展新阶段”。随着产业链的逐步成熟、市场化需求的启动，补贴政策的退出已是必然。中长期看，政策支持力度不会削弱，只是更多的从顶层设计角度对产业发展做出指导与托底。当前，2021-2023年双积分制修正意见稿已经出台，指引车企车型与战略规划，根据积分要求，2021-2023年销量下限预计在236、261、289万辆。此外，2021-2035年长期发展规划也在编制中，根据过往经验，产业规划的制定贴近市场现状，能够很好的激励产业链共同完成阶段性的目标，是指引行业有序发展的重要政策手段。

■B/C端双管齐下，短期政策助力“冲量”：短期来看，刺激政策陆续出台，有望直接拉动下游需求。公共领域方面，出租车、网约车、快递用车等均为政策重点鼓励电动化领域，其中营运载客车辆新增及替换空间超230万辆、快递用车替换空间超千万辆。今年以来，北京、深圳的等多地市下发促进公共领域用车油改电政策，同时随着网约车平台竞争的白热化，近两年将成为车型重要投放期，有望在短期累积新能源汽车高需求。在私人领域方面，广深两地相继放开牌照指标，同时随着合资/外资车型的上市，更多层次需求将被激发。

■目标有望实现，拆解全年160万辆产销：1) 营运载客车辆（出租+网约车）市场空间超过500万辆，预计带动52万辆的年需求量；2) C端私人消费考虑限购政策的放松，以及进入下半年旺季带来的增长，预计全年需求量可达90万辆；3) 专用车考虑电动三轮车带来的替换增量，预计年需求量9万辆以上；4) 客车每年贡献稳定需求量，约11.3万辆。合计来看，全年新能源车销量有望达162万辆，考虑后续各省市推广政策的出台，超过全年160万辆规划目标。

■投资建议：预计8月行业基本面见底，9月销量环比复苏，全年产销维持160万辆（YOY+28%），电池装机预计75GWh（YOY+35%）。重点推荐：1) 电池环节：参与全球配套的电芯龙头宁德时代，建议关注亿纬锂能、欣旺达；2) 材料环节：盈利改善的负极龙头璞泰来和结构件龙头科达利、格局向好的隔膜环节恩捷股份、星源材质、中材科技等，建议关注旭升股份、宏发股份和三花智控；3) 锂电设备与基础设施：2019/20年全球电池企业集中扩产，重点推荐锂电设备龙头先导智能；发展充电桩列入顶层设计，重点推荐日充电量突破650万度、地补政策持续扶持的特锐德。

■风险提示：短期政策力度不及预期，下游需求不及预期等

## 行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A  
维持评级

首选股票	目标价	评级
300750 宁德时代	90.00	买入-A
603659 璞泰来	70.00	买入-A
002812 恩捷股份	65.00	买入-A
300568 星源材质	37.50	买入-A
002850 科达利	30.00	买入-A
300001 特锐德	24.00	买入-A

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.73	-10.19	-29.78
绝对收益	-6.29	-8.50	-14.89

邓永康

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050005  
dengyk@essence.com.cn

吴用

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518070003  
wuyong1@essence.com.cn

彭广春

报告联系人

penggc@essence.com.cn

丁肖逸

报告联系人

dingxy@essence.com.cn

### 相关报告

新能源车销量见底，光伏风电稳步向好  
2019-08-18

装机量符合预期，单晶有望触底反弹  
2019-08-11

公共领域电动化加速，风光维持高景气  
2019-08-04

电动车迎底部拐点，风光 H1 发展平稳  
2019-07-28

风光 Q2 基金持仓上行，电动车长短期政策组合催化  
2019-07-22

## 内容目录

<b>1. 补贴渐退但支持力度不减，中长期定调“加速发展”</b>	<b>5</b>
1.1. 政策定调：行业进入加速发展的新阶段	5
1.2. 定海神针：双积分制延续，考核要求趋严	6
1.3. 长效机制：2021-2035 产业发展规划编制中	9
1.3.1. 《规划（2012-2020 年）》带来了从 0-1 的高速发展	9
1.3.2. 新规划为中长期高质量发展保驾护航	11
<b>2. B/C 端双管齐下，短期意在“冲量达标”</b>	<b>13</b>
2.1. To B 端：公共领域用车电动化加速	13
2.1.1. 出租车—深圳模式料将被复制	13
2.1.2. 网约车—新运力投放以新能源车为主	16
2.1.3. 专用车—存在巨大的替换潜力	17
2.2. To C 端：限购放开激发私人需求	19
2.2.1. 政策释放消费刺激信号	19
2.2.2. 车型决定最终需求	20
<b>3. 不可能完成的任务？——“160 万辆”产销拆解</b>	<b>23</b>
3.1. 乘用车：C 端 90 万辆+B 端 52 万辆	24
3.2. 专用车：全年销量预期 9 万辆	26
3.3. 客车：城市公交为主，有望与 18 年持平	27
<b>4. 投资建议</b>	<b>29</b>
4.1. 投资建议	29
4.2. 重点公司分析	30
4.2.1. 宁德时代：最具全球竞争力的中国动力电池龙头	30
4.2.2. 璞泰来：石墨化自供，成本优势凸显	31
4.2.3. 恩捷股份：隔膜全球龙头，海外扩展加速	32
4.2.4. 星源材质：盈利能力环比提升，客户持续拓展	33
4.2.5. 科达利：结构件龙头，盈利能力大幅改善	34
4.2.6. 特锐德：跨过盈亏平衡点，充电运营景气向上	35
<b>5. 风险因素</b>	<b>36</b>

## 图表目录

图 1：2013-2019H1 中国新能源车销量（万辆）	5
图 2：全球乘用车销量预测（分动力类型，单位：万辆）	6
图 3：中国新能源汽车渗透率（万辆）	6
图 4：全球新能源乘用车渗透率（万辆）	6
图 5：2019 年第 7 批推广目录 EV 乘用车续航里程分布	7
图 6：2019 年各批次推广目录 EV 乘用车续航里程分布	7
图 7：2012-2018 年目标完成情况（万辆）	10
图 8：2012-2018 累计销量情况（万辆）	10
图 9：第六批免征购置税目录中纯电动乘用车续航里程分布（2015 年 11 月）	10
图 10：中国纯电动汽车市场化路线图展望	11
图 11：2014-2018 年新能源公交车渗透率（万辆）	13
图 12：公共领域将率先实现电动化	13
图 13：深圳市出租车电动化进程	13

图 14: 北京市出租车更新为纯电动车资金奖励政策.....	15
图 15: 全国分省市公共充电桩与出租车保有量比例 (TOP10) .....	15
图 16: 我国专用载货汽车保有量 (万辆) .....	18
图 17: 2009-2016 年中国电动三轮车销量及增速.....	19
图 18: 我国乘用车销量同比增速 (%) .....	19
图 19: 广深地区 2019-2020 年中小客车配额指标增加 (万个) .....	20
图 20: 我国新能源乘用车销售结构 (按城市) .....	21
图 21: 我国新能源乘用车销售结构 (按车型) .....	21
图 22: 2019 年月度销量数据 (万辆) .....	23
图 23: 分产品类型 2019 年月度销量情况 (万辆) .....	23
图 24: 2019 年 160 万辆销量拆分 (万辆) .....	24
图 25: 2017-2019H1 非营运车辆上牌数 (万辆) .....	24
图 26: 2018-2019 年分牌照类型乘用车销量 (万辆) .....	25
图 27: 我国出租车保有量 (万辆) .....	25
图 28: 我国主要省市出租车保有量 (万辆) .....	25
图 29: 主要国家/地区人均营运车次 (辆/万人) .....	26
图 30: 我国新能源专用车上牌数量 (万辆) .....	26
图 31: 我国历年客车上牌量 (万辆) .....	27
图 32: 2019 年新能源汽车月度产量预测.....	28
表 1: 2035 年全球汽车产业基本实现电动化转型.....	5
表 2: 新能源车车型积分比例.....	6
表 3: 新能源乘用车车型积分计算方法.....	7
表 4: 不同续航里程纯电动乘用车型的积分变化.....	7
表 5: 可拿到 1.2 倍电耗调整系数的电耗要求.....	8
表 6: 新能源车及节能车型核算数量优惠倍数.....	8
表 7: 双积分的作用在于设定下限.....	9
表 8: 两版规划政策的不同.....	11
表 9: 电动乘用车充电方式预测.....	12
表 10: 深圳市关于新能源车推广应用政策.....	14
表 11: 深圳市关于出租车纯电动化的奖励措施.....	14
表 12: 各地市出租车电动化推广进程.....	16
表 13: 车企抢滩网约车市场.....	16
表 14: 部分城市要求网约车强制/优先采用新能源车型.....	17
表 15: 部分城市要求网约车强制/优先采用新能源车型.....	17
表 16: 新能源物流车在多地享有路权优惠 (不完全统计) .....	18
表 17: 限购城市保有量情况.....	20
表 18: 2018 年乘用车销量 ToP 10.....	21
表 19: 2019 年新上市合资车型.....	21
表 20: 国内自主品牌也纷纷瞄准主流需求领域.....	22
表 21: 新能源客车需求以城市公交为主.....	27
表 22: 160 万辆产销目标完成可能性测算.....	28
表 23: 重点推荐标的盈利预测与估值.....	29
表 24: 宁德时代盈利预测及估值.....	30
表 25: 璞泰来盈利预测及估值.....	31

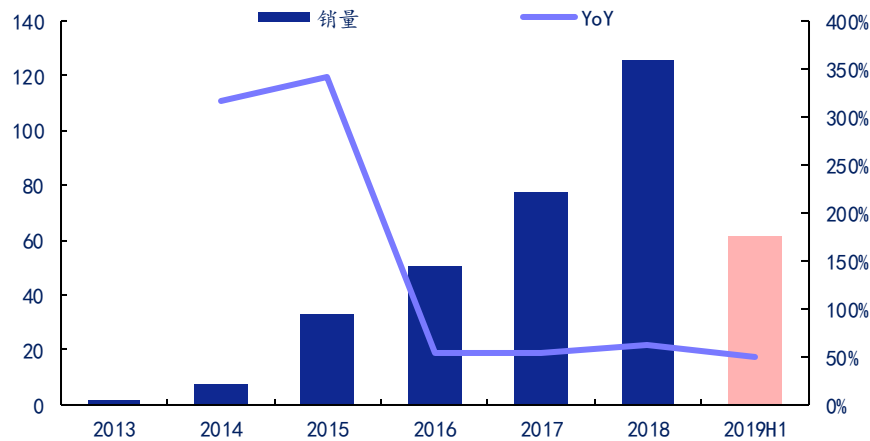
表 26: 恩捷股份盈利预测及估值.....	32
表 27: 星源材质盈利预测及估值.....	33
表 28: 科达利盈利预测及估值.....	34
表 29: 特锐德盈利预测及估值.....	35

## 1. 补贴渐退但支持力度不减，中长期定调“加速发展”

### 1.1. 政策定调：行业进入加速发展的新阶段

**中长期定调：新能源车进入加速发展阶段。**在 2019 年 7 月初的首届世界新能源汽车大会（WNEVC），习近平主席发表贺信，提出“新能源汽车正进入加速发展的新阶段”。回顾上一次领导讲话是在 2014 年 5 月 24 日，习主席在上汽集团考察时强调“发展新能源汽车是迈向汽车强国的必由之路”。2014 年亦是我国新能源汽车发展元年，当年实现年销量 7.5 万辆，同比增长 317%；14-18 年，4 年销量复合增速 102%。

图 1：2013-2019H1 中国新能源车销量（万辆）



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

到 2035 年，全球汽车产业基本实现电动化转型。在 7 月初的 WNEVC 大会上，除“加速发展”的中长期定调之外，在销量目标方面达成了以下共识：**力争到 2035 年全球新能源汽车的市场份额达到 50%，全球汽车产业基本实现电动化转型。**

表 1：2035 年全球汽车产业基本实现电动化转型

#### 2035 年是初步进入成熟阶段的重要节点

**2035 年将基本上全面实现汽车动力电气化。**各种新能源汽车技术全面成熟，新能源汽车市占率超过 50%，加上各种常规混合动力，基本占领全部市场（扣除轻度混合动力，占 90%以上）。新能源汽车保有量超过 1 亿辆。

**2035 年将基本上全面实现能源低碳化。**可再生能源技术全面成熟，尤其是效率大于 30% 的光伏技术大规模推广，新能源发电成本低于煤电，新能源发电量占总发电量比例 50%左右。

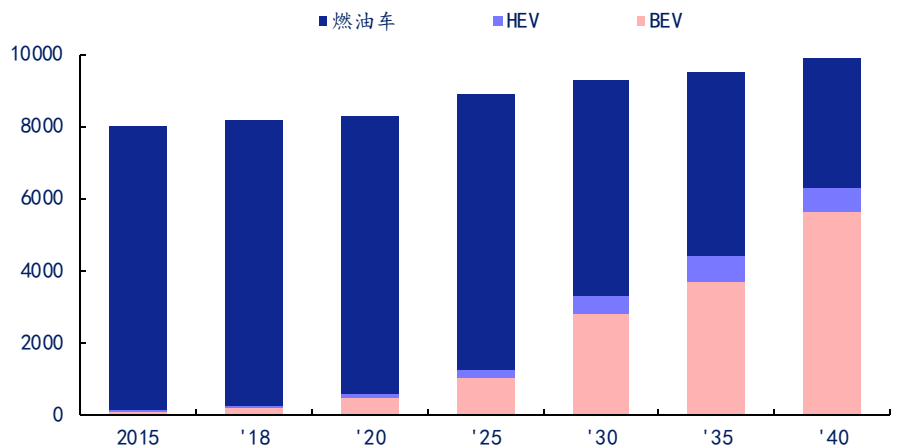
**2035 年将基本上全面实现整车智能化。**驾驶智能化、制造智能化（工业 4.0）、能源智能化技术全面成熟，带有不同等级自动驾驶功能的汽车将基本占据全部市场。

资料来源：WNEVC，安信证券研究中心

根据 JATO Dynamics 统计数据，2018 年全球乘用车销量约 8,178 万辆，新能源乘用车销量为 184 万辆，渗透率约 2.7%。BNEF 预测，到 2035 年全球乘用车销量将达到 9,500 万辆；按照新能源 50% 的渗透率测算，当年新能源乘用车销量或将达到 4,800 万辆。这意味着，2018-2035 年间全球新能源乘用车销量 CAGR 将达到 21%。



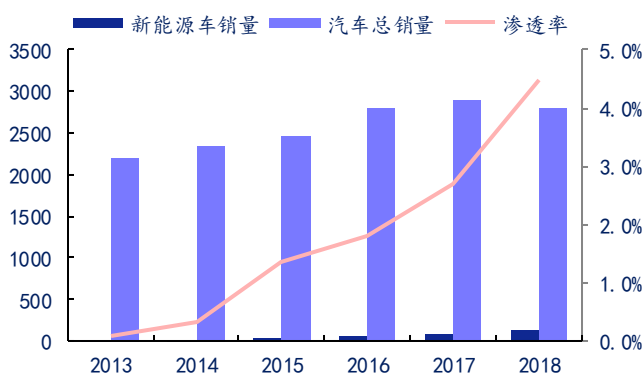
图 2：全球乘用车销量预测（分动力类型，单位：万辆）



资料来源：BNEF，安信证券研究中心

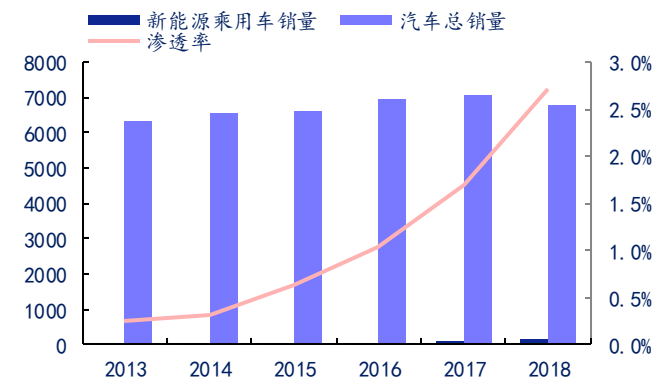
综合考虑当前的低渗透率（国内 4.5%、全球 2.7%）、汽车工业技术发展趋势及产业政策导向等内外部因素的高确定性，我们认为，新能源汽车是未来 20-30 年里为数不多的能够保持长期 20%增长的高成长行业。

图 3：中国新能源汽车渗透率（万辆）



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

图 4：全球新能源汽车渗透率（万辆）



资料来源：GGII，国际汽车制造商协会，安信证券研究中心

## 1.2. 定海神针：双积分制延续，考核要求趋严

7月9日，工信部发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》修正案（征求意见稿），根据现行政策的实施效果，做出相应的规则修改，并制定了 2021-2023 年的积分考核标准。总体而言，这一政策的出台表明政府在补贴逐渐退出后持续支持新能源汽车的导向，政府的角色在减弱但不会消失。

此次积分制存在以下几大重点变化：

### 1、更新 2021-2023 年积分比例要求

2021-2023 年，新能源汽车积分比例要求分别为 14%、16%、18%。2024 年及以后年度另行公布。

表 2：新能源车车型积分比例

年份	新能源汽车积分比例
2019	10%
2020	12%
2021	14%
2022	16%

2023	18%
2024 及以后	另行公布

资料来源：工信部，安信证券研究中心

## 2、车型积分计算方法趋严，强化能耗指标

纯电动乘用车方面，现行管理方法按照续航里程的积分计算公式为  $0.012 \times R + 0.8$ ，修正版减半，同时积分上限由 5.0 降低至 3.4。

表 3：新能源乘用车车型积分计算方法

车辆类型	现行积分算法	修正案积分算法
纯电动乘用车	$0.012 \times R + 0.8$	$0.006 \times R + 0.4$
插混乘用车	2	1.6
燃料电池乘用车	$0.16 \times P$	$0.08 \times P$

资料来源：工信部，安信证券研究中心

按续航里程划分区间来看，现行方案 350km 以上车型均可拿到 5 分/辆的上限积分，但经过修正后 350-500km 区间纯电动车型的积分实现差异化，而 500km 以上车型统一适用 3.4 分/辆的上限值。我们认为，这是对车型不断升级后，更加符合实际情况的合理修正。

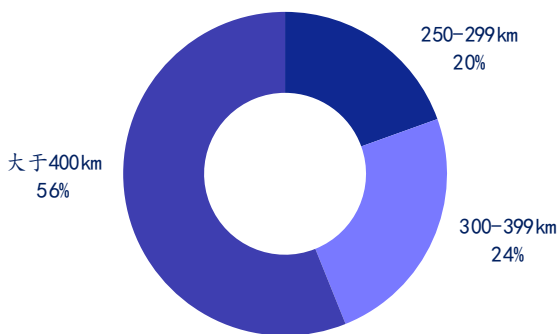
表 4：不同续航里程纯电动乘用车型的积分变化

续航里程区间	现行积分	修正案积分	降幅
150km 以下	$0.012 \times R + 0.8$ (上限为 2.6 分)	统一为 1.0 分	>50%
150-350km	$0.012 \times R + 0.8$ (2.6-5.0 分)	$0.006 \times R + 0.4$ (1.3-2.5 分)	50%
350-500km	统一为上限 5.0 分	$0.006 \times R + 0.4$ (2.5-3.4 分)	32-50%
500km 以上	统一为上限 5.0 分	统一为上限 3.4 分	32%

资料来源：工信部，安信证券研究中心

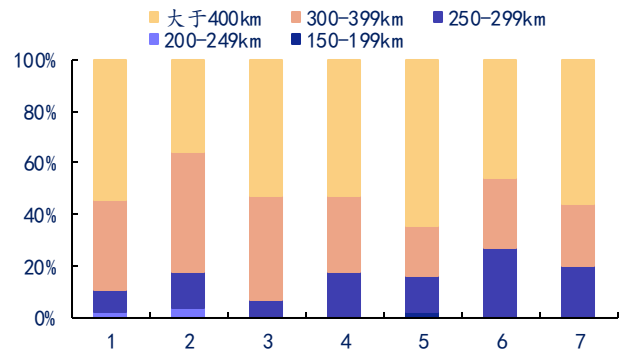
根据 19 年第 7 批推广目录数据显示，续航里程在 300km 以上车型占比达到 80%，其中 400km 以上车型占比提升明显，达到 56%，较第 6 批次提升 10pcts。预计至 2021 年，大部分车型续航里程超过 500km 难度不大。因此该方案将 500km 作为一个分界线，也体现了不盲目追求过高续航里程、更加注重整体性能提升的意志。

图 5：2019 年第 7 批推广目录 EV 乘用车续航里程分布



资料来源：工信部，安信证券研究中心

图 6：2019 年各批次推广目录 EV 乘用车续航里程分布



资料来源：工信部，安信证券研究中心

结合电耗系数指标，本次修正案亦有重要调整：现行管理办法的电耗调整系数分为三档：0.5 倍、1 倍、1.2 倍；修正案调整为两档：0.5 倍、1-1.5 倍。

尽管上限由 1.2 倍上升至 1.5 倍，但是核算标准趋严。举例，按照现行方法， $m \leq 1000$  时， $Y \leq 0.0098 \times m + 0.35$  可拿到 1.2 倍系数；修正版中， $Y \leq 0.0093 \times m + 0.33$  才可拿到 1.2 倍及以上系数。

**表 5：可拿到 1.2 倍电耗调整系数的电耗要求**

整备质量 (m, kg)	现行办法 (Y, kW·h/100km)	修正案 (Y, kW·h/100km)
m ≤ 1000	Y = 0.0098m + 0.35	Y ≤ 0.0093m + 0.33
1000 < m ≤ 1600	Y = 0.0084m + 1.75	Y ≤ 0.0065m + 3.18
m > 1600	Y = 0.0035m + 9.59	Y ≤ 0.0032m + 8.57

资料来源：工信部，安信证券研究中心

### 3、低油耗乘用车企、纯新能源车企更有优惠

1) 结转优惠：现行办法中规定“新能源车正积分不得结转，但 2019 年度产生的新能源车正积分可以等额结转一年”。而在修正案中，2019 年结转规定不变，满足一定条件的车企“**2020 年存在的新能源车正积分，每结转一次，结转比例为 50%；2021 年及以后，满足要求的企业可每年按 50%比例向后结转**”。需满足的条件二选一：1) 企业传统能源乘用车平均燃料消耗量实际值与企业平均燃料消耗量达标值的比值不高于 123%；2) 只生产或者进口新能源汽车的企业。

2) 核算数量优惠：本次文件新提出“低油耗乘用车”定义，具体指“综合工况燃料消耗量不超过《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》中对应的车型燃料消耗量目标值与该核算年度的企业平均燃料消耗量要求之积（计算结果按四舍五入原则保留一位小数）的传统能源乘用车”。

在核算企业新能源车积分达标值时，低油耗乘用车可按照数量的 0.2 倍计算：

$$\text{目标值} = \left( \sum_{i=1}^N LV_i * 0.2 + \sum_{i=1}^N V_i * 1 \right) \times \text{当年积分比例要求}$$

其中，i——乘用车车型序号；

LV<sub>i</sub>——第 i 个低油耗传统车型的生产或进口量

V<sub>i</sub>——第 i 个非低油耗传统车型的生产或进口量

在核算企业平均燃料消耗量时，新能源汽车和低排放汽车可按照大于 1 倍的数量参与计算：

$$\text{CAFC} = \frac{\sum_{i=1}^N FC_i \times V_i}{\sum_{i=1}^N V_i \times W_i}$$

其中，i——乘用车车型序号；

FC<sub>i</sub>——第 i 个车型的燃料消耗量

V<sub>i</sub>——第 i 个车型的生产或进口量

W<sub>i</sub>——第 i 个车型对应的倍数

**表 6：新能源车及节能车型核算数量优惠倍数**

年份	倍数	节能车型
2016	5	3.5
2017	5	3.5
2018	3	2.5
2019	3	2.5
2020	2	1.5
2021	2	1.4
2022	1.8	1.3
2023	1.6	1.2

资料来源：工信部，安信证券研究中心（节能车型指燃料消耗量不大于 3.20L/100km）



#### 4、小规模企业在 2021-2023 年继续享有优惠

此次征求意见稿更新了 2021-2023 年小规模企业核算优惠，即对“核算年度生产量 2000 辆以下并且生产、研发和运营保持独立的境内乘用车生产企业，进口量 2000 辆以下的获境外乘用车生产企业授权的进口乘用车供应企业”，2021 年度至 2023 年度平均燃料消耗量较上一年度下降达到 4% 以上的，其达标值在《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》规定的企业平均燃料消耗量要求基础上放宽 60%；下降 2% 以上不满 4% 的，其达标值放宽 30%。

积分制鼓励低油耗和电动化，为电动车的发展设定下限同时保持技术中立。总体而言，积分制从燃料消耗量、电耗、续航里程对个指标对传统车、新能源车做出要求，体现政策鼓励低油耗、电动化；同时，积分制政策保持了对新能源车技术中立的态度，给予市场更多空间去选择适合自身技术路线的新能源发展路线。

简单假设 2020-2023 年间中国乘用车销量&进口量每年保持 4% 的增长，按照 2021-2023 年 14%、16%、18% 的积分比例，市场需要的新能源车正积分分别在 339、404、472 万分左右。燃油车负积分方面，2016-2018 年分别为 143、169 和 295 万分。考虑到燃油车正积分结转、考核标准趋严、新能源车占比上升等因素，我们假设 21-23 年负积分约 250 万分、单车新能源积分为 2.5 分，那么所需要的新能源车数量分别为 236、261 和 289 万辆。

表 7：双积分的作用在于设定下限

	2018	19E	20E	21E	22E	23E
销量（万辆）	2,272	2,252	2,332	2,425	2,522	2,623
新能源积分比例	8%	10%	12%	14%	16%	18%
新能源正积分（万分）	182	224	280	339	404	472
燃油车负积分（万分）	295	250	250	250	250	250
合计（万分）	477	474	530	589	654	722
单车平均积分（分/辆）	3.6	4.4		2.5	2.5	2.5
新能源车需求量（万辆）				236	261	289

资料来源：中汽协，乘联会，安信证券研究中心

从政策制定的目标来看，积分制的作用更多的在于对每年的产销量设定下限，而上限则取决于市场化的结果。

### 1.3. 长效机制：2021-2035 产业发展规划编制中

2019 年 2 月，工信部正式启动《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》的编制工作，延续对 2012 年国务院发布的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》。

2012 年的规划对新能源车发展起到了至关重要的作用。2012 年我国新能源车产销分别为 1.25 万辆和 1.28 万辆，到 2018 年产销分别达到 127 万辆和 125.6 万辆，到 2020 年则有望突破 200 万辆。我国新能源汽车产业实现从无到有、从有到大的飞速发展，《规划（2012~2020）》以及后续出台配套的一系列政策发挥了重要作用。根据中汽中心研究结果，在过去 10 年我国新能源汽车产业发展中，政策因素的影响作用占比高达 54%。

#### 1.3.1. 《规划（2012-2020 年）》带来了从 0-1 的高速发展

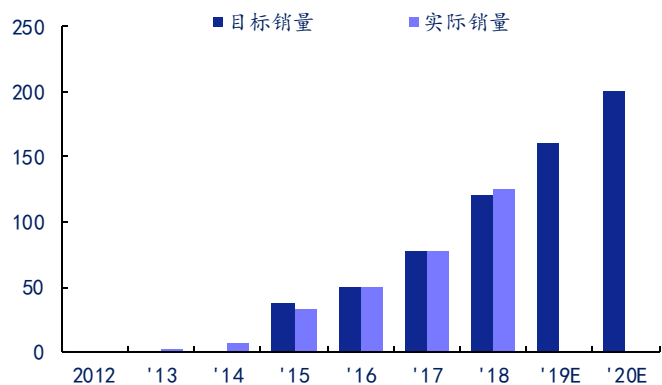
回顾上一阶段，《规划（2012-2020 年）》确定了以纯电驱动为新能源汽车发展和汽车工业转型的主要战略取向，重点推进纯电动汽车和插电式混合动力汽车产业化的方向。规划发布以来，新能源汽车实现从 0 到 1 的快速发展，阶段性目标也实现了较高的完成率：

1) 规划设定了 2015 年新能源汽车累计产销 50 万辆，2020 年累计产销量超过 500 万辆的目标。截至 2015 年底，我国累计实现新能源汽车产量、销量分别为 44.9 万辆、43.6 万辆，

完成率约 90%。

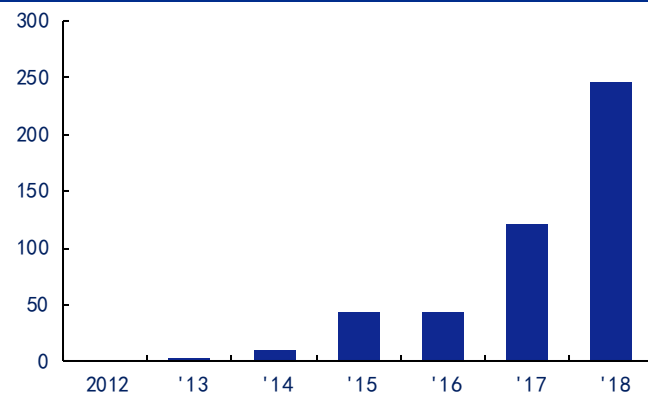
截至 2018 年，我国累计产销量分别达 303.1 万辆、297.6 万辆，距离 2020 年 500 万辆目标有 200 万辆的差距，完成压力不大。因此，2012 年至今，我国的新能源车产销率基本按照规划指引在达成，且在后程发力明显，有望大幅超过 2020 年的累计产销目标。

图 7：2012-2018 年目标完成情况（万辆）



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

图 8：2012-2018 累计销量情况（万辆）

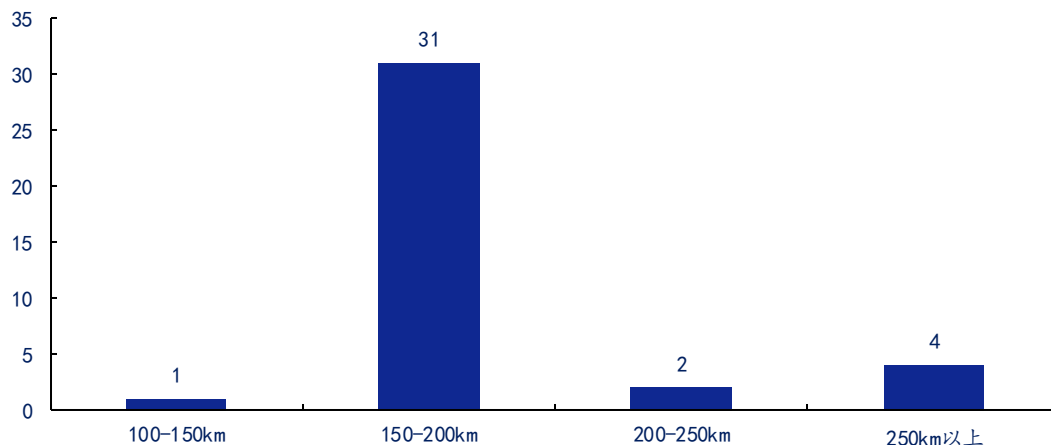


资料来源：中汽协，安信证券研究中心

2) 规划提出，到 2015 年纯电动乘用车、插电式混动乘用车最高车速不低于 100km/h，纯电驱动模式下综合工况续航里程分别不低于 150km 和 50km；动力电池模块比能量达到 150Wh/kg 以上，成本降至 2 元/Wh 以下，循环使用寿命稳定达到 2000 次或 10 年以上。到 2020 年，动力电池模块比能量达到 300Wh/kg 以上，成本降至 1.5 元/Wh 以下。

从 2015 年 11 月发布的第 6 批免征购置税新能源汽车车型目录来看，38 款入选纯电动乘用车型，有 37 款续航里程均超过 150km，最高达到 300km；9 款插电式混动乘用车纯电模式下的续航里程均超过 50km，最高达到 70km。

图 9：第六批免征购置税目录中纯电动乘用车续航里程分布（2015 年 11 月）



资料来源：工信部，安信证券研究中心（注：区间含下限不含上限）

2017 年 4 月，工信部、发改委、科技部等三部委发布《汽车中长期发展规划》，对新能源汽车发展做出进一步指引，提出：

- 1) 到 2020 年，新能源车产销达到 200 万辆；动力电池单体比能量达到 300Wh/kg 以上，力争实现 350Wh/Kg；系统比能量力争达到 260Wh/kg；成本降至 1 元/瓦以下。
- 2) 到 2025 年，新能源车占汽车产销 20%以上，动力电池系统比能量达到 350Wh/kg。

可以看到，这一版规划在前一版基础上，针对现行情况做了部分修正，但大方向不变。其中“2020 年生产能力达 200 万辆”修正为了“产销达到 200 万辆”，表明对我国新能源汽车消

费市场发展的信心与持续推进。

此外，动力电池在比能量和成本方面的规划目标亦有所调整。其中比能量要求由“2020 年模块比能量 300Wh/kg”修正为“单体比能量 300Wh/kg”，相对有所放松；成本则从“2020 年模块成本降至 1.5 元/瓦之下”修正为“2020 年系统成本降至 1 元/瓦以下”，要求大幅提升。

表 8：两版规划政策的不同

	《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020 年)》	《汽车中长期发展规划》
产销	2020 年生产能力达到 200 万辆	2020 年产销达 200 万辆
比能量	2020 年动力电池模块比能量达到 300Wh/kg 以上	2020 年动力电池单体比能量达到 300Wh/kg 以上，力争达到 350Wh/kg； 2020 年动力电池系统比能量力争达到 260Wh/kg
成本	2020 年模块成本降至 1.5 元/瓦以下	2020 年系统成本降至 1 元/瓦以下

资料来源：国务院，工信部，发改委，科技部，安信证券研究中心

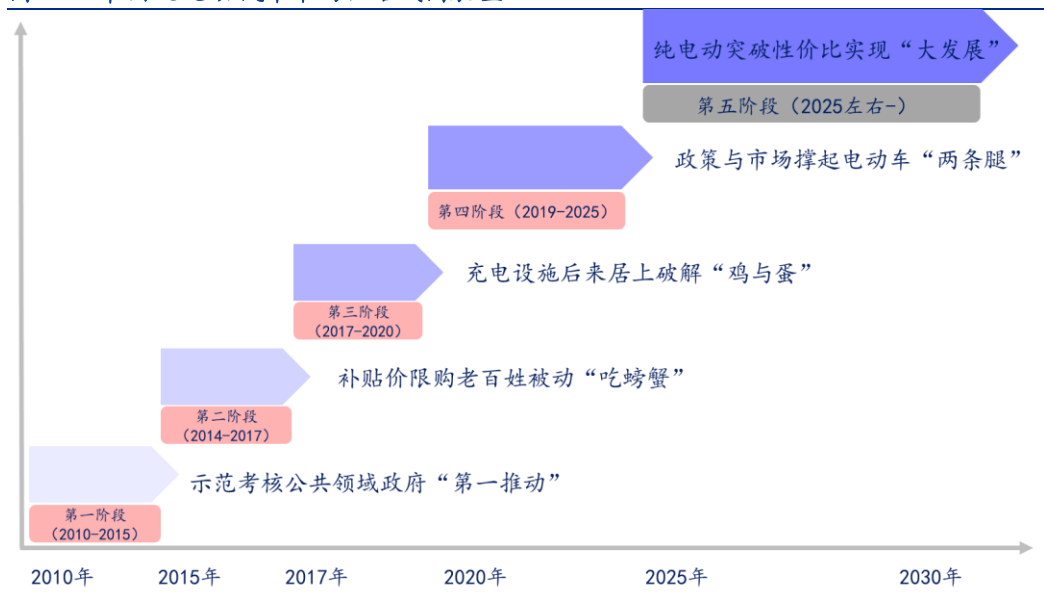
### 1.3.2. 新规划为中长期高质量发展保驾护航

在 2019 年 7 月的 WNEVC 大会上，工信部部长辛国斌再次强调发展规划的重要性和编制进度，明确指出《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》是面向新时代而制定的，是要以新能源汽车高质量发展为主线，探索新能源汽车与能源、交通、信息通信等深度融合发展的新模式。

中国电动汽车百人会执行副理事长欧阳明高也提出了其面向 2035 年的新能源汽车技术路线展望，重要内容包括：

- 1) **动力电池需求**：交通工具的全面电动化（包括汽车、船舶等）、储能市场的大规模爆发会使得动力电池的需求超过预期。乐观预计 2027 年全球动力电池产量将达到 1 万亿 Wh；中国锂电池万亿 Wh 需求量有望比原计划的 2030 年提前 2-3 年实现；
- 2) **纯电动汽车市场化路线**：2019-2025 年，政策与市场双向驱动电动车发展；2025 年将是技术和性价比等全方位突破的关键转折点，电池价格有望降至 100 美元/kWh（人民币 650 元/kWh）以下；2035 年起，电动汽车将进入智能化新时代；

图 10：中国纯电动汽车市场化路线图展望



资料来源：WNEVC 大会，安信证券研究中心

- 3) **技术路线**: 纯电型插电式混合动力车在长途行驶中具备广阔前景; 燃料电池汽车更适合商用车, 尤其是在长途大型高速重载方面对柴油机的替代;
- 4) **充电方式**: 慢充为主、结合基于储能的快充补电解决充电瓶颈问题。

**表 9: 电动乘用车充电方式预测**

关键指标	未来 2-3 年	未来 3-5 年	未来 5-10 年
充电时间	白天快充: 30 分钟(40%SOC), 夜间慢充: 5-8 小时	白天快充: 30 分钟 (60%SOC), 夜间慢充: 5-8 小时	白天快充: 15 分钟(75%SOC), 夜间慢充: 5-8 小时
快充场景	城市公共快充站、高速路快充站、出租车专营场站	城市公共快充站(功率平衡控制)、高速路快充站、出租车专营场站	城市公共快充站、高速路快充站、出租车专营场站
充电模式	夜间慢充为主, 日间快充补电为辅	夜间慢充为主, 日间快充补电为辅, 长途快充	夜间慢充为主, 停车即充, 电能交互交易, 长途超级快充

资料来源: 安信证券研究中心

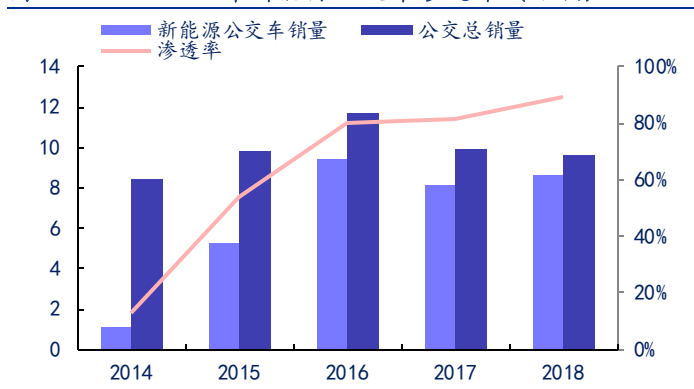
2012-2020 年是新能源汽车行业的起步期和高速发展期, 政策在其中起到了极为关键的作用。随着补贴的退出, 从 2021 年开始市场化的作用将凸显, 行业将呈现“政策与市场并行驱动”的现象。随着 2021-2035 年规划的拟定与后续发布, 我们有理由相信, 新能源汽车行业的发展将步入高质量发展的新阶段。

## 2. B/C 端双管齐下，短期意在“冲量达标”

### 2.1. To B 端：公共领域用车电动化加速

To B 端车辆包括出租车、网约车、公交车、公务车、物流车等，是政策能够直接达到推广驱动环节。其中公交车在前期补贴政策和地方政府的推动下，新能源渗透率从 2014 年的 13.1% 提升至 2018 年的 89.6%。当前运营类车辆（出租车、网约车）、载货车辆将成为接力公交车的又一大存量替换市场。

图 11：2014-2018 年新能源公交车渗透率（万辆）



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

图 12：公共领域将率先实现电动化



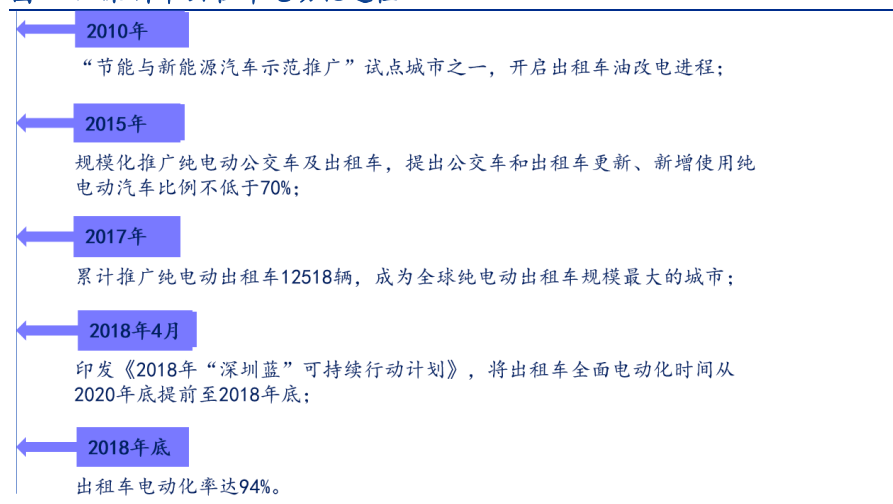
资料来源：WNEVC，安信证券研究中心

#### 2.1.1. 出租车—深圳模式料将被复制

运营端历来是政策可以直接奏效、快速推动的环节。太原是最早实现出租车全面电动化的城市，2016 年，太原仅用时 10 个月，就将全市 8292 辆出租车全部更换为纯电动汽车。之所以能够在短时间内实现完全的替换，主要在于太原市政策采取多项支持措施降低出租车的更换成本。其中，在车辆购置方面，按国家、省、市 1:1:2 的补贴比例实施补贴；在用价格方面，太原市执行大工业电价（峰时 0.7640 元/度、平时 0.5292 元/度、谷时 0.3109 元/度）。

深圳推广力度最强，2018 年已实现出租车全面电动化。作为我国“节能与新能源汽车示范推广”13 个试点城市之一，深圳早在 2010 年起便开始了“油改电”进程。历时 8 年，于 2018 年底基本实现出租车全面电动化，累计推广新能源车超过 12 万辆。这一成果的背后离不开地方政府的大力支持，推广引导、指标奖励、财政奖励等多种组合拳提升运营企业油改电积极性。

图 13：深圳市出租车电动化进程



资料来源：深圳市政府网站，CNEV，安信证券研究中心



“深圳现象”能否复制？——总结深圳的成功经验，主要几点在于：

**1) 顶层设计完善，及时发布推广政策。**深圳于 2009 年、2015-2018 年关键时点陆续印发新能源汽车推广和财政支持政策，并针对出租车专门制定发布了《关于 2017—2020 年度纯电动巡游出租汽车推广应用工作有关事项的通知》等，规划阶段性推广目标，逐步推进当地出租车油改电的进程。其中，18 年 4 月发布的政策将全面电动化时间从 2020 年提前至 2018 年，仅 8 个月时间，深圳市新增及替换了约 0.8 万辆出租车，渗透率从 65% 提升至 99%。

表 10：深圳市关于新能源车推广应用政策

时间	政策文件	推广目标
2009 年	《深圳市新能源产业振兴发展规划（2009-2015）》	到 2015 年，新能源汽车年生产能力 20 万辆，应用累计 10 万辆。
2015 年	《深圳市新能源汽车推广应用若干政策措施》	公交车和出租车更新、新增使用纯电动汽车比例不低于 70%。
2017 年	《关于 2017—2020 年度纯电动巡游出租汽车推广应用工作有关事项的通知》	力争至 2020 年全面实现我市巡游出租汽车纯电动化
2018 年	《2018 年“深圳蓝”可持续行动计划》	2018 年底前基本实现巡游出租车纯电动化

资料来源：深圳市政府官网，安信证券研究中心

**2) 奖励措施到位，直击重点。**深圳市政府给予出租车的纯电动化多种奖励手段，包括经营权指标奖励、运营范围奖励、经营年限奖励、推广应用/购置/使用补贴等。并且针对满足一定条件的提前更新、规模更新、全部更新的出租车辆，给予更高的经营权指标奖励。一方面，购买及使用环节的补贴、经营年限的延长有效降低运营企业的成本；另一方面，经营指标的奖励有利于提升车企积极性，打破运力固化的格局，营造更优的市场竞争环境。

表 11：深圳市关于出租车纯电动化的奖励措施

奖励类型	奖励内容
<b>适用出租车</b>	
到期更新奖励	给予经营企业申请更新的燃油出租汽车车辆数 10% 的纯电动巡游出租车经营权指标奖励；
新增投放奖励	可投放车辆数按照经营权指标 1:1 比例计算，同时给予投放车辆数 10% 的纯电动巡游出租汽车经营权指标奖励；
提前更新奖励	分别提前 1 年、2 年、3 年、4 年更新为纯电动巡游出租车的，以申请更新的燃油出租车辆为计算基数，给予经营者 15%、20%、25%、30% 的纯电动巡游出租汽车经营权指标；
规模更新奖励	一次性投放成纯电动出租车且规模分别达到 300-499 辆、500-999 辆、1000-1499 辆、1500 辆以上的，以申请更新的燃油出租车辆为计算基数，分别给予经营者 5%、8%、10%、15% 的纯电动巡游出租车经营权指标规模更新奖励；
全部更新奖励	按不同条件分别给予 10%、15% 的纯电动出租汽车经营权指标奖励；
服务质量奖励	每年度新增 500 个纯电动出租车经营权指标，对考评位居行业前五的经营企业予以奖励；
收费优惠	奖励的纯电动巡游出租汽车经营权免收有偿使用费，期限为 5 年
经营年限优惠	新增奖励的纯电动出租车指标经营期限为 5+5 年。
<b>适用新能源乘用车</b>	
购置环节补贴	1:1 配套地方补贴
使用环节补贴	纯电动乘用车：R≥250 每辆 2 万元；150≤R<250 每辆 1.5 万元；R<150 每辆 1 万元。 插电式混合动力（含增程式）乘用车：纯电 R≥50 每辆 1 万元。
推广应用补贴	对具有出租车营运牌照（或持授权书）的燃油出租车更新为纯电动出租车的，另外给予推广应用补贴 5.58 万元。补贴标准将根据纯电动出租车购车价格的下降进行等额下调。

资料来源：深圳市政府官网，安信证券研究中心

**3) 配套设施同步发展。**出租车运营企业、司机不愿意将燃油车替换为纯电动车的主要原因之一在于纯电动的车续航里程，以及充电问题。深圳市政府在明确 2018 年出租车全面电动化目标后，快速协同制定了当年全市新增 6100 个快速充电桩的建设任务及分工，并自主开发 APP 定期更新充电桩分布信息。截至 2019 年初，深圳市共建成供巡游车使用的快速充电桩 1.26 万个，车桩比达 1:2。

**打赢蓝天保卫战，北京发布出租车电动化奖励政策。**2017 年，环保部曾印发《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》要求，提出北京市新增出租车应全部更换为出租车。

地方层面，北京市于 2018 年 9 月发布《北京市打赢蓝天保卫战三年行动计划》，提出 2020 年新能源车 40 万辆保有量目标，但并未对出租车进行相关指引。直到 2019 年 7 月，北京市政府正式发布《关于对出租汽车更新为纯电动车资金奖励政策的通知》，对 2020 年以前将符合要求的出租车更新为纯电动汽车的经营企业给予上限为 7.38 万元的奖励，出租车电动化步伐加快。

图 14：北京市出租车更新为纯电动车资金奖励政策

奖励标准	奖励范围
比照纯电动出租汽车生产环节电池采购价格，每辆车奖励上限为7.38万元，低于奖励上限的按实际电池采购价格确定。	由以下车辆更新的纯电动出租汽车： 1、本市2018-2020年到期报废的巡游出租汽车； 2、使用车辆奖励指标购置的纯电动巡游出租汽车； 3、经市政府批准更新的其他巡游出租汽车。
车辆技术条件	
1、车辆续航里程原则上不低于300km，具备充换电兼容技术，以快速更换电池为主； 2、提供车辆电池8年或60万公里质保（以先到为准），且质保期内电池满电电量不低于80%； 3、车辆电池与充换电站技术相匹配； 4、符合北京市出租汽车地方标准要求。	

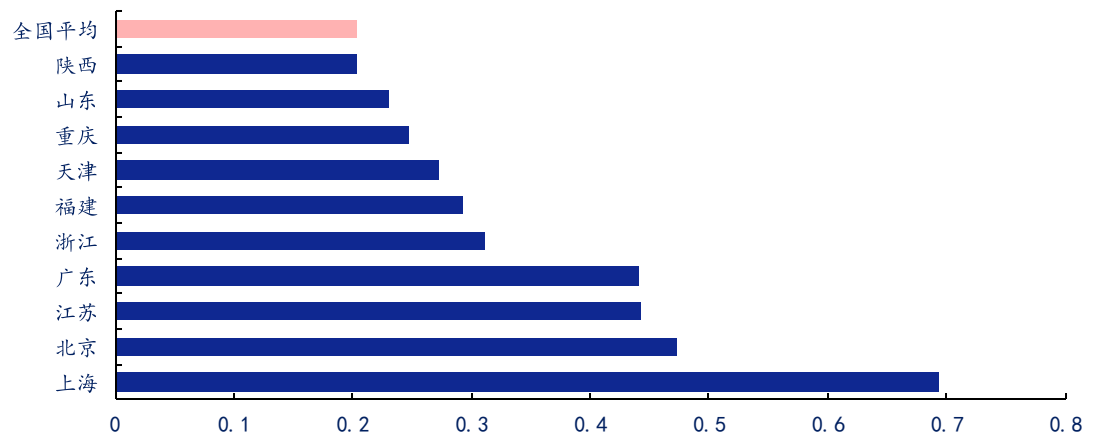
资料来源：北京市财政局，安信证券研究中心

从补贴力度来看，北京给予的补贴强度与深圳基本相当。对比深圳于 17 年发布的推广应用通知，不考虑国补与地补，深圳给予运营企业的使用环节补贴和推广应用补贴合计上限为 7.58 万元，两市差异不大，都给予了较强的补贴力度。不同之处在于，深圳对于提前更新的出租车辆给予了明确的更高的奖励，北京市的奖励范围则为“2018-2020 年到期报废的巡游出租汽车”、“使用车辆奖励指标购置的纯电动巡游出租汽车”，但同时也留了一个模糊窗口“经市政府批准更新的其他巡游出租汽车”。

从电池技术来看，北京的政策充分考虑了出租车的运营需求。换电更多地考虑了北京市提出了更新的出租车辆“具备充换电兼容技术，以快速更换电池为主”的要求，一方面更符合北京的地情（面积大、单程里程高，仅靠充电可能花费不少时间），另一方面也增加了司机的自主选择性，提升其对对纯电动车的接受度。

从使用便利来看，北京仍需要加强充电基础设施建设。北京市在 18 年 10 月出台了《关于实施 2018-2019 年度北京市电动汽车社会公用充电设施考核奖励实施细则》的通知，截至 2018 年底，全市公共充电桩数量为 3.2 万个，以北京市 6.8 万辆的出租车计算，车桩比约 1:2.3。这一比例略低于深圳，但在全国 31 个省市中排名第二。

图 15：全国分省市公共充电桩与出租车保有量比例（TOP10）



资料来源：中国充电联盟，安信证券研究中心

深圳与北京的示范效应正在全国范围加速。除北京外，多个地市也都于近两年发布了相关出租车油改电推广方案。18年5月23日，广州市交委发布《关于加快新能源出租车推广应用的通知》，规定从18年起广州市各出租车企业更新或新增的巡游出租车中，纯电动汽车比例不低于80%，且逐年提升5个百分点，至2022年底全面实现新能源化；6月27日，南宁首批300辆纯电动出租车正式投放使用；9月，上海出租车市场首次引入纯电动车型等等。

**表 12：各地市出租车电动化推广进程**

省市	进程
太原市	2016年，将全市8292辆出租车全部更换为电动车，成为全球第一个出租车全部电动化的城市。在太原的示范下，阳泉、武乡、左权等地也将出租车切换成电动车。
深圳市	2018年底，出租车基本实现全面电动化。
广州市	2018年5月，发布《关于加快新能源出租车推广应用工作的通知》，规定18年起更新或新增的巡游出租车中，纯电动汽车比例不低于80%，且逐年提高5个百分点，2022年底基本实现全面电动化。
上海市	2018年6月，强生出租宣布将推出50辆高档的荣威光之翼纯电动车、50辆荣威E5纯电动车，为进博会提供服务保障。
南宁市	2018年6月，首批300辆纯电动出租车正式投放使用。
上海市	2018年9月，强生、大众约200辆纯电动出租车将陆续出现在上海街头，这也是上海出租车市场首次引入纯电动车型。
银川市	2019年4月，首批50辆绿色牌照的充电式纯电动出租汽车正式上线运营。计划到2020年，将大部分出租车和全部公交车更换为纯电动汽车。
北京市	2019年7月，发布《关于对出租汽车更新为纯电动车资金奖励政策的通知》，对2020年以前将符合要求出租车更新为纯电动汽车的经营企业给予上限为7.38万元的奖励。
重庆市	2019年8月，重庆市主城区新能源巡游出租车示范运营启动仪式举办，200辆纯电动新能源车在主城区作为巡游出租汽车于8月1日投入试运营。

资料来源：各省市政府官网，节能与新能源车网，安信证券研究中心

### 2.1.2. 网约车—新运力投放以新能源车为主

网约车快速发展，电动车型大量投入市场。除出租车外，网约车的出现极大的解决了出租车运力不足的问题，近年来取得了快速发展，成为运营车的一大主力。2017年，滴滴平台上运营的网约车共145万辆，其中新能源车26万辆，占比18%；2018年，网约车运营数量增加至187万辆，新能源渗透率持续提升。根据其规划，滴滴将在2020年投放100万辆电动车。

此外，车企也开始抢滩布局网约车，包括首汽约车、曹操专车、T3出行、享道出行等在内的车企网约车平台在2018年下半年起陆续投放新车，其中新能源车型为绝对主力。

**表 13：车企抢滩网约车市场**

时间	车企	平台
2015年9月	北汽	首汽约车成立
2015年10月	吉利汽车	曹操专车上线
2018年10月	戴姆勒、吉利	成立合资公司，提供高端专车出行服务
2018年12月	宝马	即时出行上线
2018年12月	上汽集团	享道出行上线
2019年5月	东风汽车	东风出行上线，快车投放运营2083台、专车60台、出租车650台、租车300台。19年投放目标1万台。
2019年7月	一汽、东风、重庆长安	T3出行正式开始对外服务，计划19年进入南京、重庆、武汉、广州、杭州、天津六大城市，20年覆盖绝大多数省会城市。

资料来源：行业新闻，安信证券研究中心

对于车企和以滴滴为代表的网约车平台而言，选择新能源车型既有政策推动的因素，也是出于自身战略的必然性选择：

政策方面，截至2018年12月，全国有234个城市出台了网约车细则，覆盖率70.5%。多数厂商鼓励使用新能源汽车，以深圳、惠州、佛山、昆明为代表的城市强制要求使用新能

源车。

**表 14：部分城市要求网约车强制/优先采用新能源车型**

城市	政策文件	内容
深圳	《深圳市网络预约出租汽车经营服务管理暂行办法》	于 2018 年 7 月 31 日起新增网约车全部纯电动化。
惠州	《惠州市网络预约出租汽车经营服务管理实施细则(试行)》修订稿	拟从事网约车经营的车辆应当为“车辆轴距不小于 2650 毫米的新能源汽车。”
佛山	《佛山网络预约出租汽车经营服务暂行办法》修订稿	从 2018 年 11 月 1 日起，所有申请从事经营网约车的个人或单位，必须要使用新能源车辆。
昆明	-	从 2019 年 1 月 1 日开始，昆明新增网约车必须是纯电动汽车，而燃油车、混动汽车将不予发放车辆营运证。
济南	-	出租车及网约车优先使用新能源汽车
郴州	《郴州市网络预约出租汽车经营服务管理实施细则(暂行)》	网约车平台公司应优先使用新能源车辆，投入运营车辆中新能源车辆不少于 30%

资料来源：地方政府官网，行业新闻，安信证券研究中心

此外，当前各城市对于网约车的合规化要求明显收紧，旧运力的退出将加大以新能源车型为代表的新运力投放。2018 年以来，网约车监管政策明显收紧，18 年 9 月，交通运输部发布《关于进一步加强网络预约出租汽车和私人小客车合乘安全管理的紧急通知》，将在 2018 年 12 月 31 日前全面清退不符合条件的车辆和驾驶员，并基本实现网约车公司、车辆和驾驶员合规化。根据交通部数据，截至 2018 年底，全国大约拥有 3,210 万辆网约车（包括全职和兼职），其中只有 17 万台车、34 万人取得了网约车驾驶员资格证和网约车运营证，合规率仅有 0.5%。

**表 15：部分城市要求网约车强制/优先采用新能源车型**

合规对象	合规要求
车辆	取得《网络预约出租汽车运输证》
司机	取得《网络预约出租汽车驾驶员证》、《驾驶证》、驾龄 3 年以上
平台	取得《网络预约出租汽车经营许可证》

资料来源：交通部，安信证券研究中心

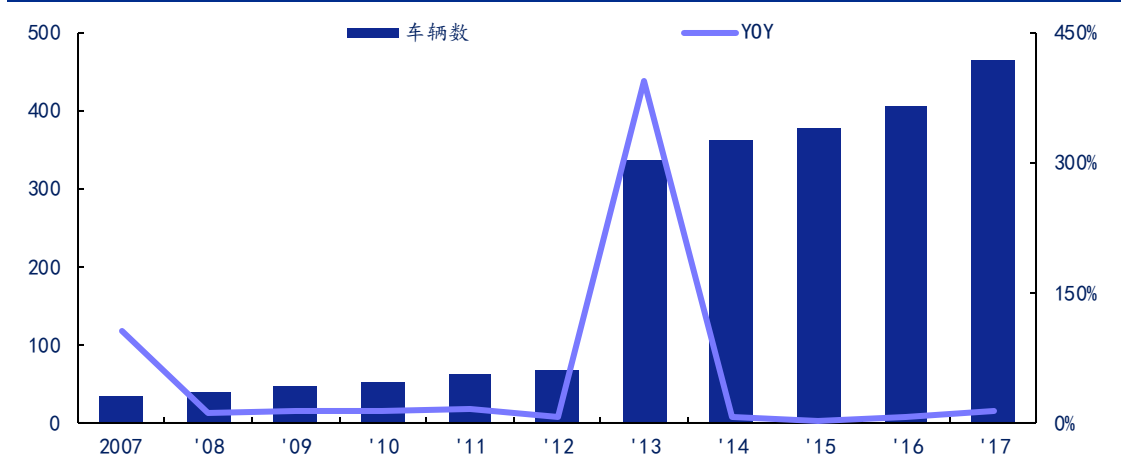
从战略选择角度看，新能源车对燃油车的替代已成确定性趋势，车企通过网约车平台投放自有品牌，一方面是为了抢占新能源车广阔市场，另一方面也在无形中形成推广作用，促进自身品牌的销售。对于滴滴等第三方平台而言，电动化、智能化、共享化与大数据的结合，或许才是其最终的版图构想，因此发展新能源运力在战略层面亦是其必然的选择。

### 2.1.3. 专用车—存在巨大的替换潜力

从市场空间看，专用车的替代空间远超营运用车，随着车型的升级，未来的替换潜力也最强。截至 2017 年，我国仅专用载货汽车保有量就有 466 万辆，近年来保持稳定增长。



图 16: 我国专用载货汽车保有量 (万辆)



资料来源: 中国汽车市场年鉴, 安信证券研究中心

政策方面, 新能源物流车通常享有路权优惠。2019年7月, 北京市召开人大常委会, 会议提出: 计划在19年10月底前, 制定出台“快递、外卖等行业使用车辆管理办法”, 用合法规范的新能源汽车逐步替换现有的快递电动三轮车, 并建立外卖车辆运营管理黑名单。该政策如果实施, 将是政策效用更为直接的强制性政策。根据测算, 当前北京共有5.7万辆快递三轮车, 若全部替换为新能源汽车, 未来2-3年或可贡献2万辆的年均增量。

表 16: 新能源物流车在多地享有路权优惠 (不完全统计)

省市	通行车型	通行时段	通行区域	政策通过时间	其他优惠政策
上海	纯电动货车	不受限制	除去有“禁止货运车通行”标志的道路	2016年4月	对于购买新能源汽车用于营运, 涉及行业许可管理的, 优先发放相关专用营运额度。
深圳	纯电动轻/微型厢式货车、纯电动轻/微型封闭式货车	除工作日7时30分至21时	除去深南大道(深南/沿河立交至香梅路段)		纯电动物流车路边停车位停车首小时免费
天津	纯电动轻/微型厢式货车、纯电动轻/微型封闭式货车	不受限制	不受限制	2016年1月	
重庆	总质量不超过2.5吨(轻型)的新能源货车(含专用车)	在主城区范围内给予通行便利		2016年12月	
北京	邮政快递、电子商务末端物流	积极研究差异化停车费、电动物流车优先配置通行证		2014年6月	

资料来源: 交通运输部, 安信证券研究中心

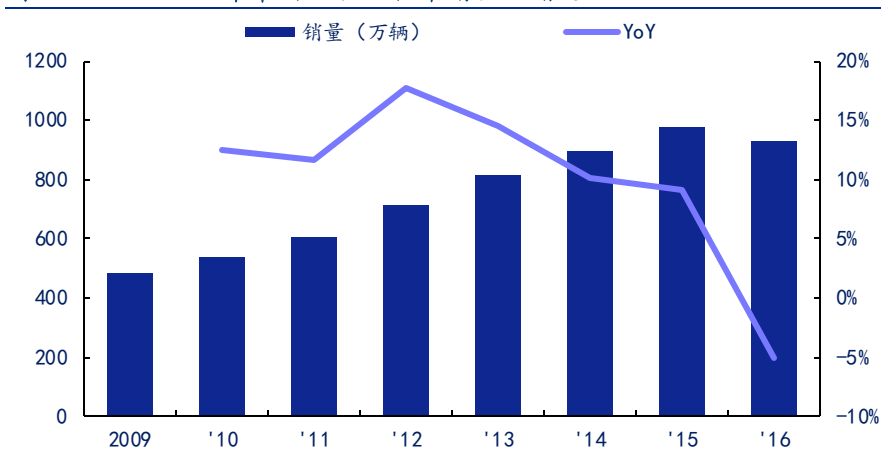
实际上在2019年3月, 深圳就发布了《深圳市特殊行业电动三轮车过渡期管理方案》, 给予快递、环卫行业电动三轮车两年过渡期。过渡期后, 所有快递配送、环卫作业电动三轮车将被取缔, 转为采用“2+4”模式(两轮电动自行车+四轮新能源微型货车)实施末端配送和环卫作业。

广州管理部门也有此意向。在2019年4月, 广州邮政管理局与公安局联合召开邮政快递专用电动三轮车规范化管理全市推广启动大会, 提出在对电动三轮车规范管理的基础上, 鼓励企业同步于加快物流运输模式的升级, 更新使用大运量的新能源运输车, 逐步减少对电动三轮车的依赖。

从全国范围看, 根据国家统计局数据, 2016年我国电动三轮车社会保有量达5000-6000万辆, 当前年销量在800-900万辆左右。因此如果将电动三轮车全部替换为两轮或四轮新能源车, 未来市场空间极大。



图 17：2009-2016 年中国电动三轮车销量及增速



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

## 2.2. To C 端：限购放开激发私人需求

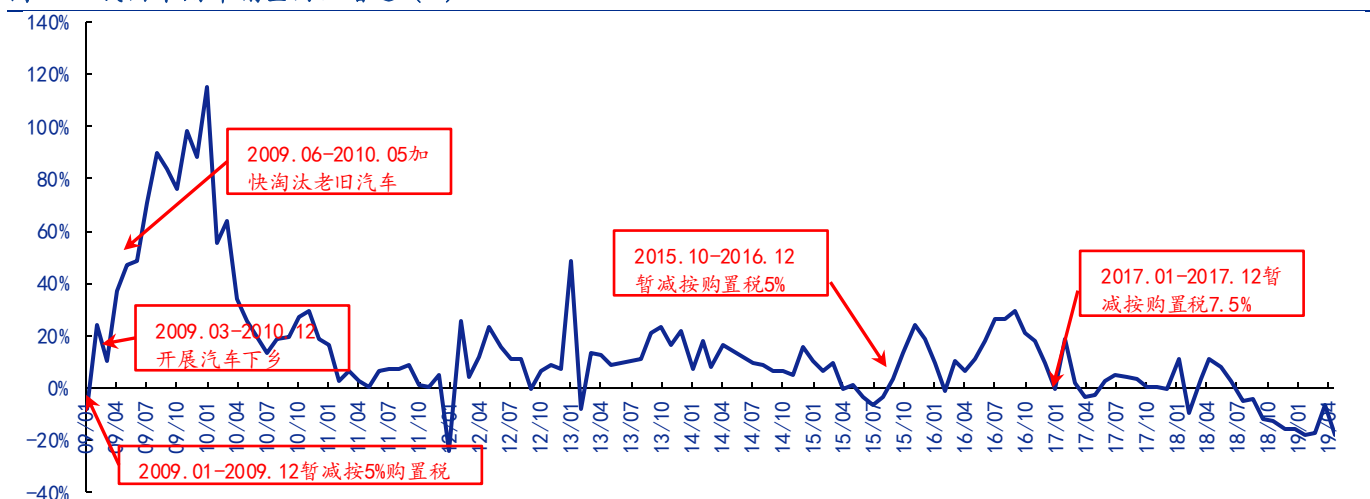
### 2.2.1. 政策释放消费刺激信号

2019 年 6 月，发改委、生态环境部、商务部印发《推动重点消费品升级 畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）》，着力提出要增强新能源汽车的推广力度，重点内容包括：

- 1) 加快发展使用便利的新能源汽车。鼓励企业研制充换电结合、电池配置灵活、续航里程长短兼顾的新能源汽车产品。
- 2) 坚决破除乘用车消费障碍。已实施限购的地方政府应加快由限制购买转向引导使用。
- 3) 大力推动新能源汽车消费使用。鼓励地方对无车家庭购置首辆家用新能源汽车给予支持。
- 4) 加快更新城市公共领域用车。加快推进城市建成区新增和更新的公交、环卫、邮政、出租、通勤、轻型物流配送车辆使用新能源或清洁能源汽车，2020 年底前大气污染防治重点区域使用比例达到 80%。鼓励地方加大新能源汽车运营支持力度，降低使用成本。

历次汽车消费提振效果显著。2009 年以来，国家为了扩大内需，促进消费提振经济，先后多次出台促进汽车消费方面的政策，包括减征购置税、汽车下乡、老旧汽车报废补贴、节气汽车购置补贴等多重手段。我们复盘了国内乘用车近 10 年的销量同比增速，发现历史上每次政策的颁布，均会显著提升乘用车的增长速度。

图 18：我国乘用车销量同比增速 (%)



资料来源：中汽协，财政部，安信证券研究中心

限牌政策在很大程度上制约了整车终端的销量。出于控制汽车保有量、减轻道路交通压力的目的，北上广等多个一二线城市出台了各自限购限牌政策。上海从 1994 年开始执行车牌拍卖的变相限购方式，是国内首个执行乘用车限牌的城市。2011 年起，北京、贵阳、广州、石家庄、天津、杭州、深圳、海南等地陆继开始执行限牌政策，严格控制新增传统燃油车的上牌数，对新能源汽车只有北京进行限号额度的限制。

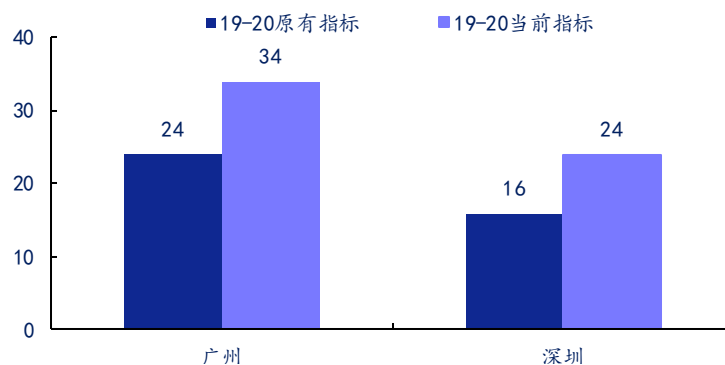
表 17: 限购城市保有量情况

主要城市	民用汽车保有量(万辆)	千人保有量(辆/千人)	GDP(亿元)	常住人口(万人)
北京	575	267	30,320	2,154
上海	393	162	32,680	2,424
天津	299	192	18,810	1,560
广州	318	213	22,859	1,490
深圳	349	324	24,222	1,077
杭州	239	244	12,603	981
海南	108	116	4,832	934

资料来源：各政府网站，和讯网，国家统计局，安信证券研究中心

广州、深圳两地在今年 6 月份首先实施限购松绑。其中，广州从 2019 年 6 月至 2020 年 12 月，将增加中小客车增量指标 10 万个（原定每年配置额度为 12 万个）；深圳自 2019 年 6 月起，在原定每年 8 万个配额指标的基础上，2019、2020 年每年新增 4 万个，并平均分配到每月。

图 19: 广深地区 2019-2020 年中小客车配额指标增加(万个)



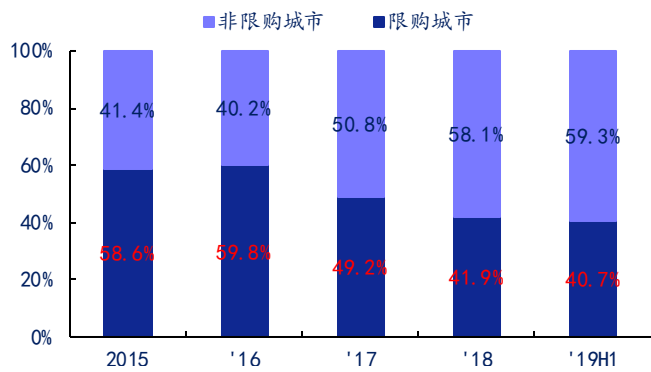
资料来源：政府官网，安信证券研究中心

新能源限购政策全面取消，主要变化在于北京市场。目前全国只有北京市对新能源汽车采取明确的限购政策且只有纯电动车才能拿到新能源车号牌。2018 年北京共有汽车保有量 602 万辆，新增需求 33.1 万辆，只提供 4 万燃油车+6 万新能源汽车的新增上牌指标。截止 2019 年 2 月，新能源车有效个人指标申请编码 44.36 万个，中签后需排队至 2027 年。

### 2.2.2. 车型决定最终需求

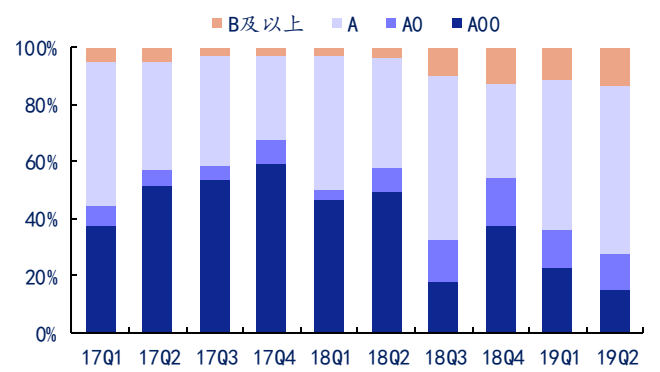
牌照推动力弱化，需求逐步市场化。2019H1 北京、上海等主要的六大限购城市购买乘用车辆占比为 40.67%，下降趋势明显；同时，非限购市场需求持续增加。牌照政策对产销的推动力逐渐弱化，转向市场需求驱动为主。同时，我们也能看到新能源乘用车销量结构优化趋势明显，消费者最为关注的 A 级以上车型占比从 2017 年的 36.5% 已经提升到 Q2 的 72%。

图 20: 我国新能源乘用车销售结构 (按城市)



资料来源: GGII, 安信证券研究中心

图 21: 我国新能源乘用车销售结构 (按车型)



资料来源: GGII, 安信证券研究中心

对于消费端而言, 限购政策的放开实际上是为消费者增加了一项选择权, 政策的实施效果、是否选择购买很大程度上取决于消费者对品牌、对新能源车型的接受度。本质上看, 汽车作为耐用消费品, 消费者是愿意为品牌、为品质性能、为个人偏好等提供价格溢价的。“平价”对于新能源车行业来说, 是一个伪命题。

从燃油车的发展来看, 消费者对外资/合资品牌认可度高。从2018年我国乘用车销售情况看, 销售量排名前10的车企中有7家为中外合资车企。而按车型来看, 销量排名前10的车型中合资品牌占据9席, 大众朗逸以50.4万辆排名第一。显而易见, 我国消费者对于外资、合资品牌车型通常具备较高的认可度。

表 18: 2018 年乘用车销量 TOP 10

乘用车			轿车		
品牌	销量 (万辆)	占比	车型	销量 (万辆)	占比
上汽大众	206.5	8.88%	朗逸	50.4	4.45%
一汽大众	203.7	8.76%	轩逸	48.1	4.25%
上汽通用	197.0	8.47%	卡罗拉	37.6	3.32%
吉利汽车	150.1	6.46%	捷达	32.8	2.89%
上汽通用五菱	135.6	5.83%	速腾	31.0	2.74%
东风日产	130.1	5.59%	桑塔纳	27.6	2.44%
长城汽车	91.5	3.94%	英朗	26.2	2.31%
长安汽车	85.9	3.70%	科沃兹	25.2	2.23%
北京现代	79.0	3.40%	帝豪	24.7	2.18%
广汽本田	75.2	3.23%	宝来	24.6	2.17%
合计	1,354.5	58.26%	合计	328.2	28.99%

资料来源: 乘联会, 安信证券研究中心

新品出现有望激发消费者的新一轮需求。2019年是合资车型上市的元年, 根据各车厂发布的车型推出计划, 初步统计广汽丰田、一汽大众、上汽大众、一汽丰田等多家知名合资车企均有新车型推出, 囊括 PHEV/EV、SUV/轿车、A0/A/B 级等, 满足不同层次需求。

表 19: 2019 年新上市合资车型

车企	车型	(拟) 上市时间	动力类型	级别+类型
广汽丰田	雷凌 PHEV	2019年3月	PHEV	A-轿车
	宝来 EV	2019H2	EV	A-轿车
	高尔夫纯电	2019Q3	EV	A-轿车
一汽大众	迈腾 PHEV	2019H2	PHEV	B-轿车
	探岳 PHEV	2019H2	PHEV	B-SUV
	奥迪 Q2L 纯电	2019H2	EV	A0-SUV
上汽大众	朗逸纯电	2019年8月	EV	A-轿车
上汽通用	VELITE 6	2019年4月	EV	A-轿车

一汽丰田	卡罗拉双擎 E+	2019 年 8 月	PHEV	A-轿车
------	----------	------------	------	------

资料来源：各公司网站，安信证券研究中心

**国内自主品牌也纷纷瞄准主流需求领域。**现在大多数客户的需求已经从 A00 级紧凑型过渡到中级以上的车型，车型空间增大逐渐受到追捧。再考虑消费者对于续航、外观设计、品质、定价等多因素的考虑，我们认为 2019 年下半年的车市中，中级及以上、定价在 10-20 万元之间、续航里程 300 公里以上的车型有望涌现出爆款车型。国内自主品牌的企业，也在不断升级车型或推出新平台，瞄准这一主力消费区域。

**表 20：国内自主品牌也纷纷瞄准主流需求领域**

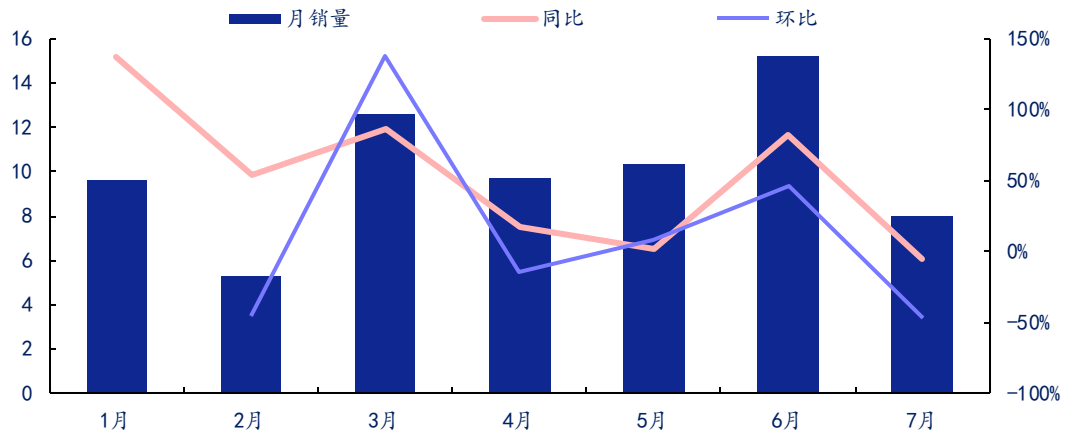
车企	车型	预计上市时间	动力	级别+类型
比亚迪	唐 EV600	2018 年底	EV	B-SUV
	宋 MAX DM	2019 年	PHEV	MPV
	宋 (换代)	2019 年	EV/PHEV	A-SUV
吉利	GE11	2019 年	EV	A-轿车
	帝豪 GS PHEV	2019 年	PHEV	A-SUV
	VF11	2019 年	EV/PHEV	MPV
	嘉际 PHEV	2019 年	PHEV	MPV
上汽乘用车	荣威分时租赁	2019 年	EV	A-SUV
	新款 eRX5	2019 年 Q1	PHEV	A-SUV
	名爵 HS 插电	2019 年	PHEV	A-SUV
广汽传祺	Aion S	2019 年 5 月	EV	A-轿车
	大五座纯电 SUV	2019 年 H2	EV	C-SUV

资料来源：各车厂网站，安信证券研究中心

### 3. 不可能完成的任务? —— “160 万辆” 产销拆解

回顾上半年, 根据中汽协数据, 我国共实现新能源车销量 61.7 万辆, 同比增长 49.6%。其中乘用车 56.3 万辆、商用车 5.4 万辆。分月份来看, 出于抢装, 3、6 月份是销量高点, 分别达 12.6 万辆和 15.2 万辆。

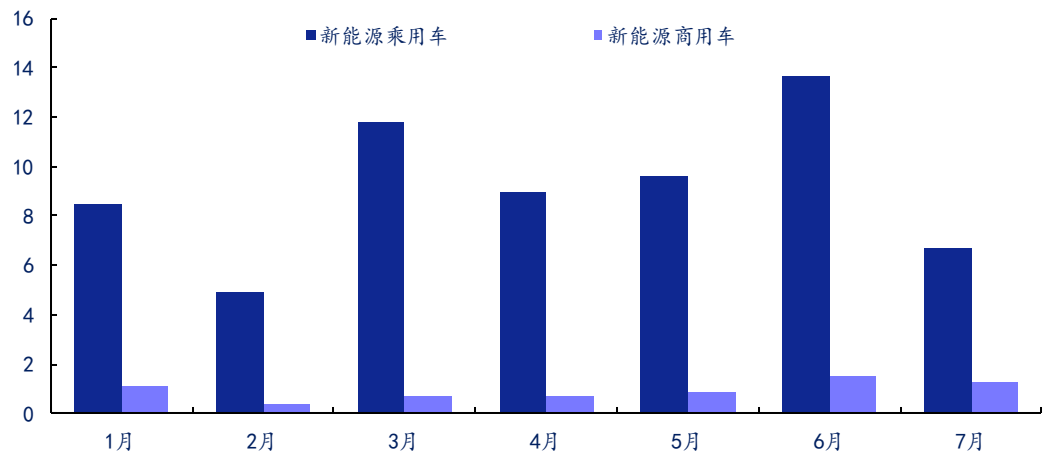
图 22: 2019 年月度销量数据 (万辆)



资料来源: 中汽协, 安信证券研究中心

若要达成全年 160 万辆产销目标, 下半年销量需要达到 98.3 万辆, 同比增速 16.5%。根据中汽协最新数据, 7 月新能源车销量为 8 万辆 (YoY -4.7%), 其中乘用车 6.7 万辆, 同比减 9.4%、环比减 51.4%; 商用车 1.3 万辆, 同比增 29.6%, 环比减 11.3%。商用车中, 客车因补贴过渡期延长一个月导致抢装, 贡献了主要销量。

图 23: 分产品类型 2019 年月度销量情况 (万辆)

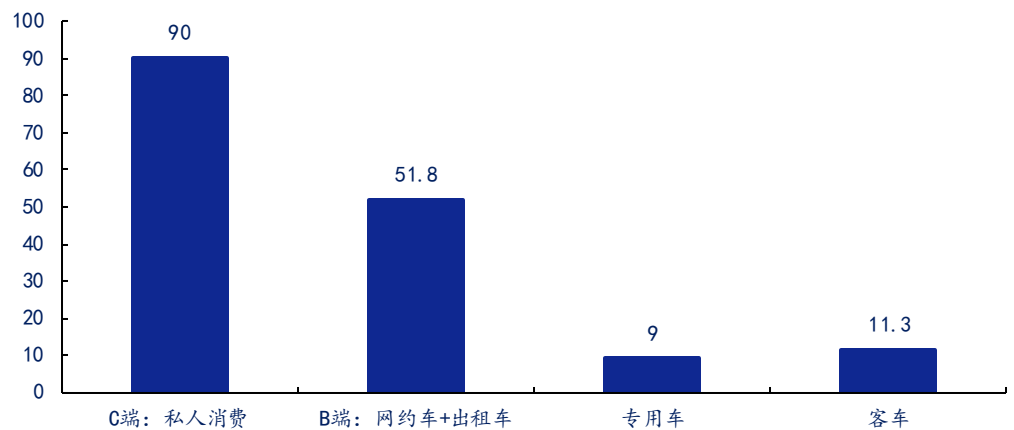


资料来源: 中汽协, 安信证券研究中心

根据产业链 8 月排产情况, 预计终端销量环比可恢复 10-20%。取中间值, 按照乘用车和专用车环比增 15%、客车恢复至 5 月 0.3 万辆水平测算, 8 月产销预计在 9.6 万辆。因此, 9-12 月份的销量目标在 80.7 万辆, 同比增速 23.7%。这意味着, 最后 4 个月的单月销量要达到 20 万辆, 听起来像是不可能完成的任务, 但通过下文中我们的拆解, 这一目标是完全可以完成的。



图 24：2019 年 160 万辆销量拆分（万辆）



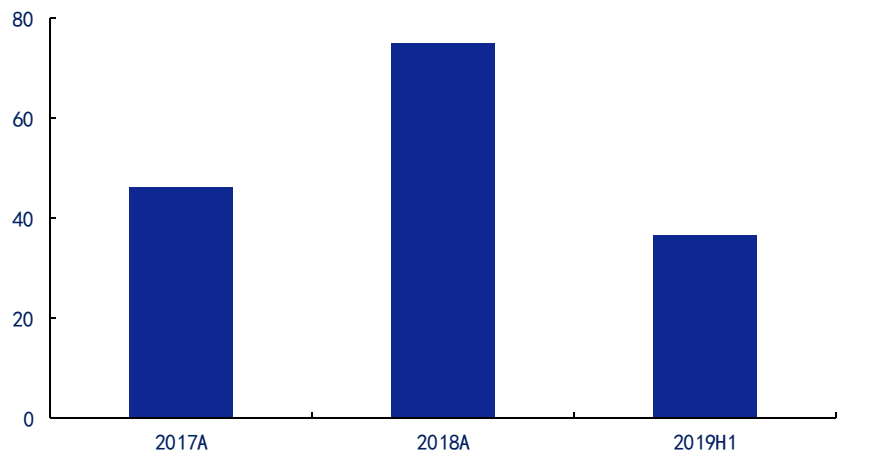
资料来源：GGII，安信证券研究中心测算

### 3.1. 乘用车：C 端 90 万辆+B 端 52 万辆

**C 端全年需求量有望达 90 万辆。**首先参照 18 下半年表现，2018H2 乘用车 65.4 万辆的上险量中，运营牌照车辆有 14.7 万辆，占比 22%；不考虑跑运营的私人牌照，C 端消费需求量为 50.8 万辆。

2019 上半年，非营运车辆的上牌数为 36.8 万辆，同比增长 50%。下半年为车市传统消费旺季，销量一般高于上半年。同时考虑到上半年存在“国五”换“国六”的挤出效应，新能源车 C 端私人消费仍然实现 50% 增长，全年给予 20%-30% 的同比增速是合理的。在这样的假设下，不考虑政策施加的外力，全年基础 C 端销量有 81-85 万辆。

图 25：2017-2019H1 非营运车辆上牌数（万辆）

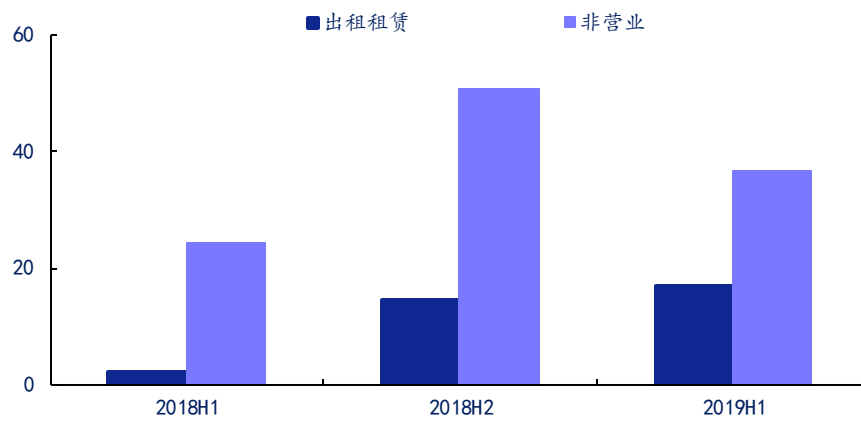


资料来源：GGII，安信证券研究中心

在此基础上，限购城市的 C 端需求考虑政策变化，由于今年下半年广深两地牌照指标的放松，预计可带来 3-5 万辆的新能源乘用车增量。**因此预计 C 端全年需求量有望达 90 万辆。**

**B 端需求有望达到 52 万辆。**从 B 端运营需求量来看，19 上半年运营类车辆的上牌数达到 17 万辆，接近 18 年全年水平。在测算下半年空间时，首先对出租车的替换空间、网约车的增量空间做一个预测。

图 26: 2018-2019 年分牌照类型乘用车销量 (万辆)

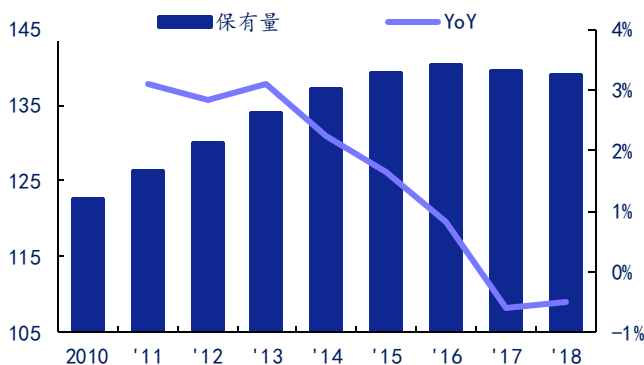


资料来源: GGII, 安信证券研究中心

1) **出租车:** 根据交通部数据, 18 年全国出租车保有量为 138.9 万辆, 新能源车渗透率不足 10%。2019 年下半年, 确定性的增量来自于给予出租车油改电鼓励优惠的地区。以北京为例, 当前北京市共有出租车 6.8 万辆, 其中新能源车约 5000 辆, 占比 7.4%。若剩余的 6.3 万辆车在 2-3 年内替换完成, 那么每年的新能源车需求量在 2-3 万辆。

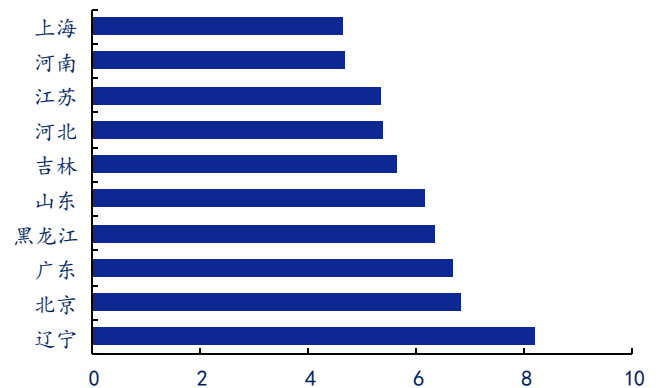
剩余省市 (除北京、深圳外) 共有出租车保有量 130 万辆 (燃油车超过 120 万辆), 假设在未来 5 年内完成替换 (出租车使用年限大概在 5 年), 那么年均替换量约 23.4 万辆。

图 27: 我国出租车保有量 (万辆)



资料来源: 交通运输部, 安信证券研究中心

图 28: 我国主要省市出租车保有量 (万辆)

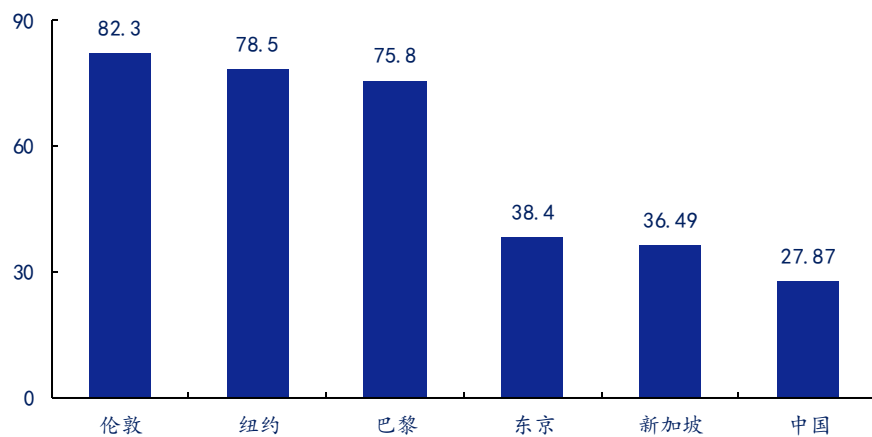


资料来源: 交通运输部, 安信证券研究中心

2) **网约车:** 由于网约车的保有量难以找到权威统计数据, 因此本文测算如下: 深圳市拥有出租车 2.2 万辆、合规网约车 4 万辆。考虑到深圳的合规化运营最为规范, 因此可以认为网约车的数量为出租车数量的 1.8 倍。全国范围, 2018 年出租车数量为 139 万辆, 对应网约车数量预计在 250 万辆。加上 139 万辆出租车, 合计营运车辆 389 万辆。

参照国外主要国家/城市的人均营运车次, 亚洲城市包括新加坡、东京的人均营运车次分别为 36.5 和 38.4; 欧美发达城市包括纽约、伦敦、巴黎的人均营运车次分别达到了 78.5、82.3 和 75.8。中国当前的人均营运车次为 27.9 (出租车+网约车), 保守按照亚洲地区 37 人次的平均值预计, 合理运力在 516 万辆左右, 即还有约 127 万辆的增量空间。

图 29：主要国家/地区人均营运车次（辆/万人）



资料来源：新浪财经，安信证券研究中心测算

18 年以来，我国网约车市场涌现出多家平台，市场竞争愈加激烈。因此从战略上讲，各平台将加速投放车型以尽早抢占市场。不考虑存量市场的替代，按照 127 万辆增量网约车在 5 年内完成投放的假设，每年预计将投放 25.4 万辆。

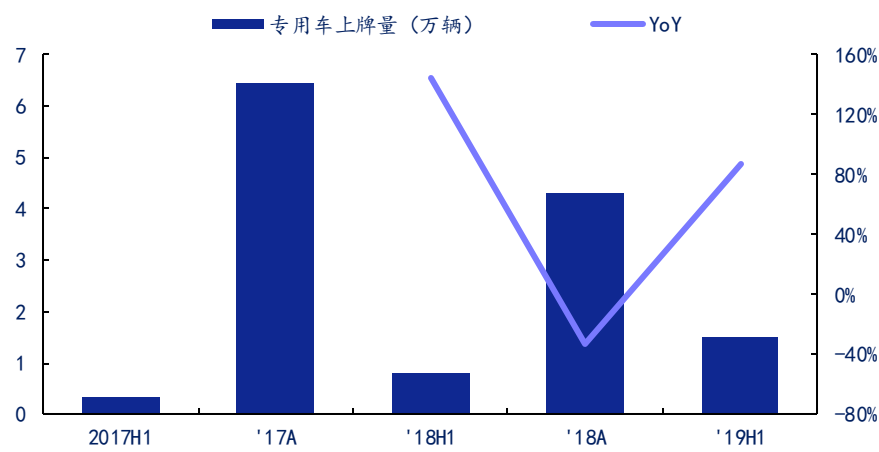
通过以上测算，出租车和网约车合计 19 年约有 51.8 万辆的增量空间；扣除上半年 17 万辆的新上牌车，下半年 B 端营运车依然有 34.8 万辆的空间。

**总计来看，乘用车全年需求量有望达 142 万辆。**

### 3.2. 专用车：全年销量预期 9 万辆

根据合格证数据，2019 年 1-6 月我国专用车共实现产销 1.5 万辆，同比增长 87%。从历史数据看，专用车在下半年通常会有大幅度的增加，因此全年预计应有约 6 万辆的规模。

图 30：我国新能源专用车上牌数量（万辆）



资料来源：GGII，安信证券研究中心

在此基础上考虑增量：

若北京在今年出台快递用三轮车的电动化政策，年需求增量在 2 万辆；深圳当前拥有电动三轮车约 1.6 万台，政策给予两年过渡期进行替换。假设按照 1:1 的比例替换成两轮车和四轮车，那么对于新能源四轮车的需求增量约 0.8 万台。不考虑其余省市可能后续出台的政策，全年专用车需求量预计在 9 万辆以上。

### 3.3. 客车：城市公交为主，有望与 18 年持平

我国新能源客车需求以城市公交为主。近几年，城市公交替代柴油车的需求持续大增，为具有零排放、适合中低速特点的新能源客车发展带来了巨大的市场机会。2017 年，城市公交在我国新能源客车销售中的占比从 67% 上升到 94%，长途公路客运和非营运的占比大幅下滑。从 2018 年度和 2019 年上半年的上牌情况来看的，城市公交仍是新能源客车的主力需求。因补贴的性价比下降，非公交以外的市场拓展短期仍有较大压力。

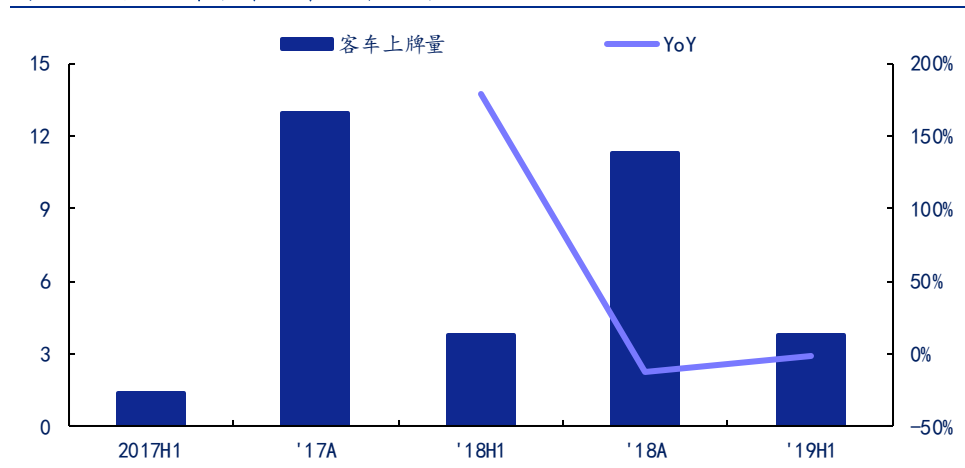
表 21：新能源客车需求以城市公交为主

车型	应用	2016	2017	2018	19H1
大客	城市公交	61%	97%	93%	90%
	非营运	30%	3%	5%	5%
	公路客运	7%	0%	2%	4%
中客	城市公交	91%	97%	94%	94%
	非营运	3%	1%	3%	4%
	公路客运	6%	2%	2%	2%
轻客	城市公交	21%	35%	83%	66%
	非营运	64%	53%	8%	15%
	公路客运	5%	5%	9%	18%
整体	城市公交	67%	94%	93%	90%
	非营运	27%	5%	4%	5%
	公路客运	6%	1%	2%	4%

资料来源：乘联会，安信证券研究中心

根据国家统计局年鉴，到 2017 年末我国在运城市公交车总量为 58.34 万辆，每万人拥有公交车量为 4.2 辆左右。按住建部标准，中小城市每万人拥有 7 标台，特大城市住建部建议标准是 11 标台。从人均拥有量来看，城市公交车仍有较大的缺口，再考虑存量替代和更新需求，未来较长时间内城市公交领域的新能源客车需求仍能保持稳定。2019 上半年，新能源客车上牌数为 3.8 万辆，同比略降 0.8%。考虑新能源客户的主要应用场景，我们预计全年销量与 18 年持平，那么贡献销量约 11.3 万辆。

图 31：我国历年客车上牌量（万辆）



资料来源：GGII，安信证券研究中心

综上分析来看，在考虑当前已经出台的地方推广政策下，全年的新能源汽车销量有望达到 162 万辆，超过全年 160 万辆的目标。若考虑后续各省市可能出台的消费刺激性政策，产销有望进一步推高。

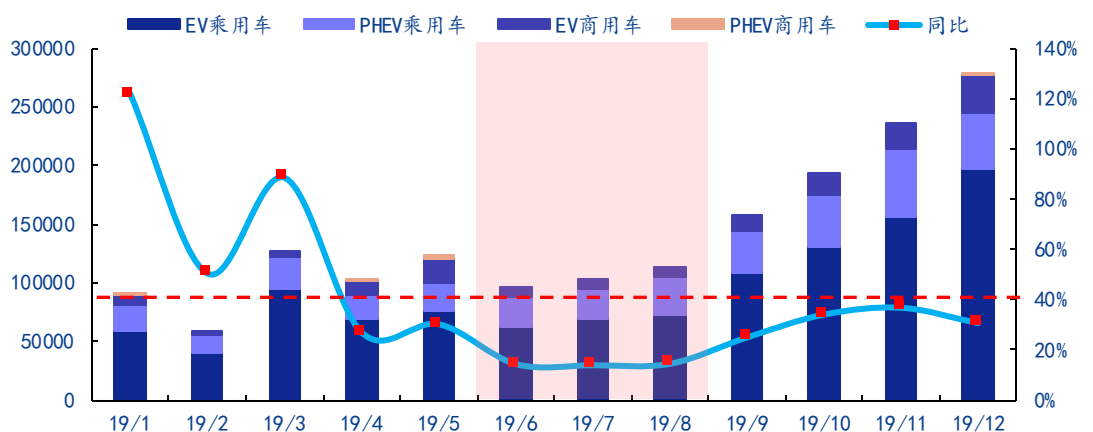
表 22: 160 万辆产销目标完成可能性测算

类型	应用	2018A	19H1	19H2	2019E	YoY
乘用车	C 端: 私人消费	75.25	36.79	53.21	90.00	20%
	B 端: 网约车+出租车	17.03	16.95	30.00	51.80	49%
	其他*	17.74	3.76	-		
	小计	110.02	57.50	83.21	141.80	29%
专用车		4.30	1.50	7.50	9.00	109%
客车		11.29	3.60	7.70	11.30	0%
合计		125.61	62.60	98.41	162.10	29%

资料来源: GGII, 安信证券研究中心测算 \*备注: 销售与上险有时间差, 但拉长着数据基本一致, 其他部分为差异修正。

从节奏上来判断, 我们认为 8 月行业基本面见底, 9 月销量环比复苏。从产销数据来看, 2019 年 1 月份和 3 月份抢装行情明显, 2 月份由于春节假期同比增速有所放缓。6 月份仍存在一定程度的抢装以及“国五”换“国六”的消费透支影响, 我们认为 2019 年 7-8 月仍是行业的短暂低迷期。随着燃油车促销结束、新车型推出及 Q4 传统新能源车销售旺季到来, 面临着补贴退出进入倒计时, 整车企业冲量打品牌抢份额的意愿强烈, 我们认为 9 月份新能源车产销将开始大幅上行。

图 32: 2019 年新能源汽车月度产量预测



资料来源: 工信部, 中汽协, 安信证券研究中心测算



## 4. 投资建议

### 4.1. 投资建议

**19H1 产销仍保持快速增长，但并未出现强劲的抢装效应。**回顾 2019 年上半年，我国共实现新能源车销量 61.7 万辆，同比增长 49.6%。其中乘用车 56.3 万辆，同比增长 61.3%；商用车 5.3 万辆，较去年同期略微下滑。从产销来看，并未出现 2018 年上半年政策调整过渡期同样力度的抢装，主要是受到汽车整体需求乏力及“国五”换“国六”降价促销等因素的影响。

**中长期定调“加速发展”，短中长期政策高度支持。**进入 7 月份以来，政策层面给予新能源车市场高度支持。长期来看，《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》已于 2019 年 2 月正式启动并将在年底前出台，为未来 15 年的发展明确长效机制。中期来看，2021-2023 年的积分考核标准进一步明确，保持技术中立的同时提高积分考核要求，为 2021 年补贴正式退出后的行业发展明确底线。短期来看，B/C 端双管齐下，意在“冲量达标”确保 2019/2020 年发展目标如期完成。

**通过分析测算，我们认为全年 160 万产销目标是可以完成的。**结合 7 月以来的政策组合拳导向、车企下半年车型投放及消费者需求洞悉，我们对下半年 B/C 端乘用车、专用车、客车的需求空间进行了逐项分析测算。我们认为，2019 年全年乘用车有望达到 142 万辆销量，专用车/客车合计有望达到 20 万辆销量，全年 160 万辆产销是完全可以实现的。从节奏上来看，我们预计 8 月行业基本面见底，9 月销量环比复苏，全年产销维持 160 万辆（YOY+28%），电池装机预计 75GWh（YOY+35%）。

**我们维持新能源车行业“领先大市-A”投资评级。从投资角度，我们重点推荐三大投资主线：**

**主线一：参与全球配套的动力电池环节。**聚焦优质产能供不应求、参与全球配套的电芯龙头宁德时代，建议关注亿纬锂能、欣旺达；

**主线二：盈利改善格局向好的材料环节。**盈利改善的负极龙头璞泰来和结构件龙头科达利，格局向好的隔膜环节恩捷股份、星源材质、中材科技等；建议关注：旭升股份、宏发股份和三花智控。

**主线三：锂电设备与基础设施环节。**2019/20 年全球电池企业集中扩产，重点推荐锂电设备龙头先导智能；发展充电桩列入顶层设计，重点推荐日充电量突破 650 万度、地补政策持续扶持的特锐德。

表 23：重点推荐标的盈利预测与估值

代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE			PB	评级
				18A	19E	20E	18A	19E	19E		
300750.SZ	宁德时代	73.22	1,607	1.54	2.17	2.47	48	34	30	4.7	买入
603659.SH	璞泰来	53.12	231	1.37	1.74	2.57	39	31	21	8.1	买入
002812.SZ	恩捷股份	30.09	242	1.09	1.77	2.24	28	17	13	6.3	买入
300568.SZ	星源材质	28.46	66	1.16	1.50	2.05	25	19	14	4.2	买入
002850.SZ	科达利	25.04	53	0.39	0.95	1.21	64	26	21	2.3	买入
300001.SZ	特锐德	16.90	169	0.18	0.46	0.63	94	37	27	5.4	买入

资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：股价为 2019 年 8 月 16 日收盘价

## 4.2. 重点公司分析

### 4.2.1. 宁德时代：最具全球竞争力的中国动力电池龙头

**产品出货全球第一，产能规模优势明显：**公司动力电池系统 18 年实现销售 21.31GWh，同比增长 79.83%；19H1 装机规模 13.64GWh，国内市场份额进一步提升至 45.4%。此外，随着公司锂电正极材料项目的投产，未来锂电材料业务占比将会进一步提升。产能方面，公司现有产能约 32GWh，叠加时代上汽 19 年投产的 8-9GWh 产能，今年全部产能将达 45-46GWh。

**自产正极材料，控制改善成本：**宁德邦普拟投资建设正极材料产业园，总投资不超过 91.3 亿元，建成后将拥有 10 万吨 NCM 正极材料产能以及 10 万吨前驱体产能。正极材料作为锂电池的核心关键材料，此项目未来能够更好地保证公司正极材料的稳定供应，叠加公司 19 年底率先实现 NCM811 的量产，公司电芯成本将有大幅改善，预计 2020 年 NCM811 产品成本将低于 0.6 元/Wh，缓解补贴退坡带来的价格下行压力，提升产品竞争力，显著增强公司的盈利能力。

**战略合资合作，深度绑定客户：**公司已与上汽、吉利、东风、广汽、一汽等国内主流整车企业成立合资公司，深度绑定客户、增强粘性，未来有望进一步扩大公司的市场份额。此外，公司定位于国际一流锂电企业，积极开拓海外市场，相继在德国、法国、日本、美国设立子公司，加强在当地市场的供应能力。其中，德国的超级工厂预计于 2021 年投产，2022 年后将形成 14GWh 的产能，届时将为宝马、大众、戴姆勒、捷豹路虎、PSA 等全球知名车企配套。

**投资建议：**我们预计公司 2019 年-2021 年的归母净利润分别为 44.3/53.7/70.5 亿元，对应 EPS 分别为 2.17、2.47、2.97。维持公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 90.00 元。

风险提示：政策不及预期，新能源车销量不及预期。

表 24：宁德时代盈利预测及估值

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	19,996.9	29,611.3	44,323.0	53,657.6	70,546.2
净利润	3,878.0	3,387.0	4,760.9	5,432.6	6,529.4
每股收益(元)	1.77	1.54	2.17	2.47	2.97
每股净资产(元)	11.25	15.01	17.69	20.83	23.80
<b>盈利和估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
市盈率(倍)	41.8	47.5	33.7	29.6	24.7
市净率(倍)	6.5	4.9	4.1	3.5	3.1
净利润率	19.4%	11.4%	10.7%	10.1%	9.3%
净资产收益率	15.7%	10.3%	12.3%	11.9%	12.5%
ROIC	29.9%	24.7%	60.2%	23.0%	22.4%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

#### 4.2.2. 璞泰来：石墨化自供，成本优势凸显

**负极材料位列第三，自供石墨化提升盈利能力：**GGII 显示 18 年公司负极材料总出货量为 32500 吨（约 70% 为 3C 市场，占据 3C 市场的 40-50% 份额），行业排名第三，市场占有率近 16.93%，领先中高端消费类市场。18 年龙头负极产品供不应求，公司产能利用率接近 140%，19-20 年预计新增 5 万吨产能填补供需缺口。从节奏看，19 上半年行业供需缺口依然存在，价格稳定，下半年负极产能释放，Q3 石墨化开始投产，石墨化产能释放将有效降低成本 15-20%（7000 元/吨），产能释放人造石墨价格下降空间预计在 12.5% 左右，预计自供石墨化单吨盈利有望提升 2000 元/吨。

**锂电设备是增长最为确定环节：**电池行业呈现高集中度、高增长趋势，CATL 和比亚迪两大厂商 19、20 年合计每年新增 33、45GWh 产能，对应约 224 亿元产线投资。公司立足技术壁垒最高的涂布机产品，是 ATL、CATL 核心供应商。消费龙头 ATL 采购额逐年稳定增长；CATL 的大幅扩产、海外厂商的本土化供应趋势，将为设备业务带来成长性增长。

**隔膜涂覆技术领先，深度绑定 CATL：**隔膜涂覆方面，相关子公司东莞卓高成功开发了在 PP/PE 隔膜上进行 Alpha 氧化铝纳米陶瓷涂层的技术，目前可以批量、稳定完成基材 5 微米的隔膜涂覆工艺，涂层最小厚度可达 0.5 微米，技术水平国内领先；另外，公司在 PVDF 点涂工艺、油性涂覆隔离膜、粘接剂等领域率先技术突破，打破国外技术垄断，可有效降低成本提升安全性。

**投资建议：**我们预计公司 2019 年-2021 年的营收同比增速分别为 45.9%、43.4%、29.1%，归母净利润同比增速分别为 27.1%、47.9%、31.9%，EPS 分别为 1.74、2.57、3.39。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价 70.00 元。

表 25：璞泰来盈利预测及估值

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	2,249.4	3,311.0	4,832.1	6,931.5	8,947.2
净利润	450.9	594.3	755.6	1,117.9	1,474.4
每股收益(元)	1.04	1.37	1.74	2.57	3.39
每股净资产(元)	5.63	6.69	8.53	11.10	14.49
<b>盈利和估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
市盈率(倍)	51.1	38.8	30.5	20.7	15.7
市净率(倍)	9.4	7.9	6.2	4.8	3.7
净利润率	20.0%	17.9%	15.6%	16.1%	16.5%
净资产收益率	18.4%	20.4%	20.4%	23.2%	23.4%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	60.4%	39.4%	30.3%	40.5%	38.1%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

#### 4.2.3. 恩捷股份：隔膜全球龙头，海外扩展加速

**海外业务占比提升，进入全球动力供应链：**上海恩捷当前拥有超过 13 亿平的母卷产能，是 CATL 的最大供应商。18 年公司对 LG 隔膜销售 1.53 亿元人民币，占总营收的 11.5%。公司 5 月份与 LG 化学签订 5 年隔膜购销合同，合同总金额 6.17 亿美元，预计对应出货量在 10 亿平以上。根据公司出货规划，19 年海外出货占比预计提升至 25%，其中 LG 将贡献较大比重。公司此前公告，与海外客户的合作开发产品将用于现代及大众车型。当前国内隔膜产品能够应用于海外电动车领域的公司不超过两家，这一大额订单的签订也为公司技术水平提供背书。公司当前已计划在海外选址建厂，未来有望就近供应于海外电池厂商，打开全球市场空间。

**海外产品价格和利润率更具优势，提升公司盈利能力：**海外电池厂商对于产品的性能要求高，价格条件也好于国内。19 年公司国内部分产品价格有所调整，但整体占比不大，同时随着海外客户占比的提升，以及规模效应下成本的进一步优化，公司盈利能力有望维持在高水平。

**产能扩张迅速，提升规模供货能力：**公司在国内是 CATL 的主供商，在国外的供货客户包括 LG、三星、美国 A123 等等。当前国内外主流电池企业的扩产规模很大，对于供应商原材料的稳定供应能力要求也在提升。公司当前也在积极扩张产能，19 年珠海二期、无锡、江西部分产能将会陆续投产，预计全年新增 20 条产线，实现翻倍增长。明后年随着剩余产线的投产以及海外产线的开建，产能产量有望匹配下游需求实现高速增长。

**投资建议：**上海恩捷是公司控股子公司，持股比例为 90.08%，于 18 年 8 月起完成并表。随着公司隔膜业务的逐步扩张，其在公司的业务贡献占比也将持续提升。我们预计公司 19-21 年的收入增速分别为 37.8%、25.3%、19.1%，净利润增速分别为 61.9%、26.6%、23.7%，EPS 分别为 1.77、2.24、2.77；维持买入-A 的投资评级，目标价 65.00 元。

表 26：恩捷股份盈利预测及估值

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,220.3	2,457.5	3,386.8	4,244.3	5,053.2
净利润	155.9	518.4	839.3	1,062.8	1,314.8
每股收益(元)	0.33	1.09	1.77	2.24	2.77
每股净资产(元)	3.49	8.08	11.32	13.98	16.75

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	91.2	27.6	17.0	13.4	10.8
市净率(倍)	8.62	3.72	2.66	2.15	1.80
净利润率	12.8%	21.1%	24.8%	25.0%	26.0%
净资产收益率	9.4%	13.5%	15.6%	16.0%	16.6%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	16.8%	59.0%	17.1%	12.7%	12.9%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

#### 4.2.4. 星源材质：盈利能力环比提升，客户持续拓展

**湿法产能释放，合肥星源扭亏转盈：**19 上半年，国轩高科逐步扩大采购规模，合肥星源基地进入批量供货阶段，经营效益和盈利能力显著提高。上半年合肥星源共实现营收 0.72 亿元，较 18 年同期增长了 266.01%，实现净利润 2.11 万元，较上年同期的亏损 1683 万元增长了 100.13%。根据 4 月公司与国轩签订的《采购框架合同》，全年国轩的采购量预计在 1 亿平，预计下半年出货量较上半年翻倍，并且规模效应下随着成本的进一步降低，盈利能力将进一步提升。

**屡获大单，国内外客户合作走强：**通过稳健的经营和发展，公司在国内外树立了良好的品牌形象。国外方面，在与 LG 化学保持长期供货关系的同时，积极推进与日本村田、松下、三星、日产的合作。国内客户方面，公司报告期内分别与国轩（19 年约 1 亿平）、孚能（19 年 4000 万平）、比克签订供货合同，同时根据关联交易披露，对亿纬锂能、力神 19 年最高交易金额分别约 7000 万元、8600 万元。同时公司 7 月与欣旺达签订 4 年 10 亿平米大单，客户拓展顺利。

**重视中高端海外市场，利润水平有保障：**公司海外业务占比高，19 上半年海外实现营收 1.29 亿元，占比 37%。海外客户不受补贴政策影响，价格敏感度不及国内厂商，因此通常具备更高的价格和盈利水平。上半年公司海外地区销售毛利率 62.12%，同比提升 1.02%，远高于国内地区的 36.94%。单季度来看，根据 GGII 锂电数据测算，Q2 均价同比、环比均有 10% 以上的提升，主要原因可能在于 LG 1 季度订单的后移。因此，海外市场依然是公司盈利的重要支撑。

**积极扩张产能，资本市场融资推进：**公司常州星源年产 3.6 亿平湿法项目建设接近尾声，预计年底完工，全部进入投产状态；江苏星源超级涂覆工厂项目总周期 36 月，一期 4 亿平干法产能、6 亿平涂覆产能已陆续完工，下半年将逐步释放产能。公司 18 年通过发行可转债募得 4.7 亿元资金；报告期内非公开发行申请已获得证监会审核审核通过，下半年将积极推进，预计发行不超过 3840 万股新股，为产能布局提供资金保障、减轻财务费用压力。

**投资建议：**给予公司买入-A 的投资评级和目标价 37.50 元。我们预计公司 2019/20/21 年归母净利润增速 29.9%/36.6%/23.3%，不考虑非公开发行，EPS 分别为 1.50/2.05/2.53 元。给予公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 37.50 元。

表 27：星源材质盈利预测及估值

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	521.3	583.5	958.9	1,798.1	2,472.7
净利润	106.8	222.2	288.5	394.1	485.8
每股收益(元)	0.56	1.16	1.50	2.05	2.53
每股净资产(元)	6.60	7.96	11.31	13.51	15.60

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	50.8	24.5	19.0	13.9	11.2
市净率(倍)	4.3	3.6	2.5	2.1	1.8
净利润率	20.5%	38.1%	30.1%	21.9%	19.6%
净资产收益率	8.4%	14.5%	13.3%	15.2%	16.2%
股息收益率	1.2%	0.8%	1.0%	1.4%	1.8%
ROIC	18.2%	10.6%	10.9%	10.7%	11.5%

资料来源：Wind，安信证券研究中心



#### 4.2.5. 科达利：结构件龙头，盈利能力大幅改善

**全球锂电池结构件龙头。**公司是国内最早开始研究动力锂电池精密结构件的企业之一，主要产品均拥有自主知识产权，掌握安全防爆、防渗漏、超长拉伸等核心技术；拥有强大的模具开发技术，自主开发了众多型号的模具。公司长期以来与 CATL、LG、松下、比亚迪、中航锂电、亿纬锂能等主流电池厂商保持稳定的合作关系，同时加深了与中兴高能、欣旺达、佛吉亚汽车等客户的合作，市场地位进一步增强。

**盈利能力大幅改善，产能利用率回升。**19H1 公司实现营收 11.73 亿元，同比增长 46.67%；实现归母净利润 0.80 亿元，同比增长 259.17%；扣非归母净利润 0.75 亿元，同比增长 527.95%。19H1 公司主要产品锂电池结构件实现营收 10.5 亿元，同比增长 67.3%，营收占比进一步上升至 89%；实现毛利率 24.78%，同比增加 10.09pcts。从单季数据看，19Q1 和 Q2 营收同比分别有 24%和 68%的增长，毛利率方面更是在 Q2 出现大幅提升，从 Q1 的 18.97% 上升至 28.01%，主要原因在于订单增长带来的产能利用率的提升。

**生产基地建设加快，完善产能布局。**公司坚持为大客户就近配套生产基地，通过有效提高服务质量和响应速度，深化客户合作。19H1 公司完成了江苏生产基地项目二期及大连生产基地项目二期的主体建设，产能有所提升。同时，公司积极推进福建动力锂电池精密结构件项目的前期筹备工作，有望进一步扩大公司新能源动力锂电池结构件的有效产能，降低研发、生产成本，提升经营业绩。

**强化技术研发，提升核心竞争力。**公司持续加大研发投入，针对产品安全防爆、安全断电保护等关键技术方面进行了技术创新。2019 上半年公司研发投入 0.23 亿，同比提高 98%，期内获授权专利 8 项，受理专利 5 项，其中发明专利 1 项，实用新型专利 12 项。

**投资建议：**维持公司买入-A 的投资评级和目标价 30 元。我们预计公司 2019/20/21 年归母净利润增速 136.8%/23.5%/28.9%，EPS 分别为 0.93/1.15/1.48 元。维持公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 30 元。

表 28：科达利盈利预测及估值

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,451.7	2,000.3	2,681.8	3,665.6	5,046.6
净利润	166.0	82.3	194.8	240.6	310.1
每股收益(元)	0.79	0.39	0.93	1.15	1.48
每股净资产(元)	10.74	10.93	11.17	12.09	13.27
<b>盈利和估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
市盈率(倍)	31.5	64.2	26.9	21.8	16.9
市净率(倍)	2.3	2.3	2.2	2.1	1.9
净利润率	11.4%	4.1%	7.3%	6.6%	6.1%
净资产收益率	7.4%	3.6%	8.3%	9.5%	11.1%
股息收益率	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	1.2%
ROIC	19.2%	5.2%	10.0%	9.2%	11.3%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

#### 4.2.6. 特锐德：跨过盈亏平衡点，充电运营景气向上

**立足智能制造，打造充电生态网与新能源微网两翼发展格局。**基于在户外箱式电力设备的技术积累和创新延伸，公司成功开拓了新能源汽车充电网和新能源微网两个全新业务板块；发挥传统箱变业务的创新优势，以智能制造业务为创新根基，实现充电生态网和新能源微网双翼齐飞。公司致力于打造中国最大汽车充电网生态公司，搭建世界最大智能充电网技术架构，引领新能源汽车充电行业的发展；结合传统变配电、新能源发电、新能源车充电、储能打造高效、节能的新能源微网。

**需求缺口巨大，加快公共充电设施建设，市场空间广阔。**根据 EVCIPA 数据，2019 年电动公交车、电动班车对直流充电基础设施需求比预计约为 5:1，电动物流车、电动环卫车对直流充电基础设施需求预计约为 7:1，车桩比缺口巨大，亟需加快基础设施建设进度。设备环节 2015-2020 年市场空间规模达 660 亿元；充电运营环节 2020 年市场空间预计达 121-373 亿元，2019 年 4 月各运营商充电桩保有量 CR3 近 75.5%，其中特锐德占比近 33%，可以预见未来几年运营环节百亿级的市场规模将主要被前 5 名左右运营商所瓜分，营收端确定性较强。

**跨过盈亏平衡点，充电运营景气向上。**根据 EVCIPA 数据，按照全国直流快充桩和交流慢充桩平均 4:6 的比例加权计算，得到单桩平均功率为 28.2kw，平均成本为 5 万元。假设充电服务费处于 0.6-1.4 元/kWh，折旧年限为 5-10 年，经测算：整个行业达到盈亏平衡点时的平均利用率为 1.7%-7.5%。根据 EVCIPA 数据，特锐德 6 月份日均充电量为 550 万 kWh，平均单桩日充电量为 57.72kWh，充电桩平均利用率达 8.53%，远高于全国 5% 的平均水平，成功跨过盈亏平衡利用率范围，且盈利能力随着夏天用电峰期的来临将会得到进一步增强。

**投资建议：**我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 20.56%、23.86%、29.79%，净利润增速分别为 157.43%、36.54%、53.25%。给予公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 24.00 元。

**表 29：特锐德盈利预测及估值**

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	5,105.0	5,903.6	7,117.3	8,815.6	11,441.4
净利润	278.3	179.0	460.8	629.2	964.3
每股收益 (元)	0.28	0.18	0.46	0.63	0.97
每股净资产 (元)	2.98	3.13	3.65	4.27	5.22

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	60.6	93.9	36.7	26.8	17.4
市净率(倍)	5.7	5.4	4.7	4.0	3.3
净利润率	5.5%	3.0%	6.5%	7.1%	8.4%
净资产收益率	9.4%	5.7%	12.6%	14.8%	18.5%
股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
ROIC	11.0%	10.7%	14.7%	18.3%	20.7%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 5. 风险因素

- 1、政策推广力度或节奏不及预期。**短期来看，不论是 B 端还是 C 端都还有待于各地方政府配套政策落地，若政策执行的力度不足或进度较慢，则可能会影响 2019 的产销完成。
- 2、新能源车终端销量不及预期。**非限购城市销量受到近期燃油车促销影响较大，需要持续观察燃油车促销结束后新能源车产业链排产及终端销售改善情况。
- 3、行业竞争加剧，产业链价格大幅下降。**受补贴大幅下降及需求下滑影响，6 月份过渡期后产业链的整体产能利用率均有所下行。加之电池白名单取消后，日韩企业也在为进入中国市场积极准备。未来若行业竞争加剧，产业链价格仍大幅下降的可能，产业链企业的盈利也将受到影响。

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

邓永康、吴用声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034