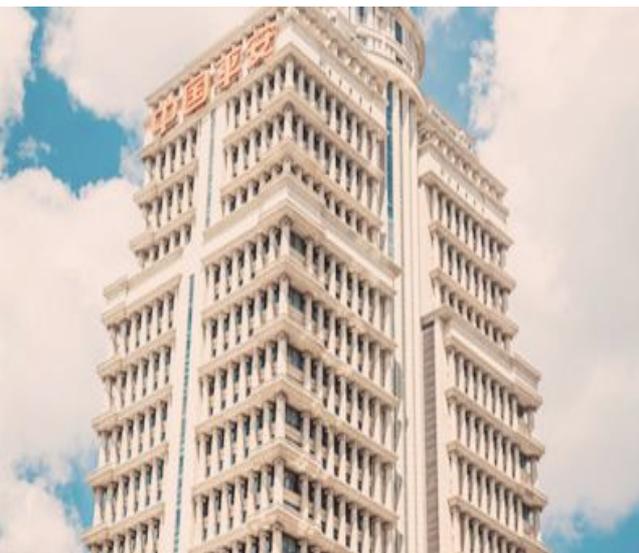


# 电动车产业链全景图—乘用车篇

2019年11月19日



平安证券股份有限公司

## 证券分析师

王德安 投资咨询资格编号 S1060511010006

朱栋 投资咨询资格编号 S1060516080002

邮箱 ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

曹群海 投资咨询资格编号 S1060518100001

平安证券

中国平安 PINGAN

金融·科技



## 要点总结

- 1. 2014年之后，国内新能源乘用车行业进入高速发展期。**受到购车补贴、购置税减免、牌照优惠、运营端推广等一系列政策的鼓励和扶持，2018年国内新能源乘用车突破100万辆，同比增长82%，占比全球一半市场份额，国内渗透率接近4%，且在非限购城市的渗透率逐年增加。18年国内纯电占比在80%左右，其中A0级以下小型车占比较大，A级车份额提升较快。预计2025年国内新能源汽车年销量达到700万辆，纯电占比77%。
- 2. 政策是影响新能源乘用车销量的重要因素。**2019年补贴政策退坡幅度平均超过50%，新版双积分政策中新能源单车积分上限下降30%左右。政策力度的下滑加速车企产品的提质和市场化进程，具有研发实力的头部车企有望受益；而政策由补贴向双积分切换利好HEV车型，日系合资车企有望受益。
- 3. 新能源车企业财务端普遍承压，产品策略各有不同。**财务方面，目前典型的新能源汽车厂商普遍存在盈利能力不足、现金流短缺、资产质量较差的问题；产品方面，比亚迪/蔚来/特斯拉从中高端车型向低价车型延伸，北汽低端车型销量占比下降，逐步向中端市场转型。
- 4. 合资车企从2018下半年开始逐步发力新能源车型，2019年上市加速。**纯电车型多集中在A级车，而插电车型多集中在B级以上，在续航里程等参数上并不占优势。2020年后基于新平台全新打造的新能源车将是销量主力。预计国内市场合资新能源汽车的市占率将从2018年的4%提升至2025年的44%，到2025年国内合资车企销量前三预计依次为大众、特斯拉和通用。
- 5. 投资建议：**我们认为新能源汽车板块的中长线布局窗口已然开启，行业的驱动力正在多维度向好，新能源汽车to C端的起量即将到来。整车厂层面，建议关注有望实现份额提升的头部企业，对应长城汽车、上汽集团、广汽集团、比亚迪。零部件层面，建议关注特斯拉供应链和海外供应链企业，对应拓普集团、中鼎股份、宁德时代、当升科技、容百科技、杉杉股份、璞泰来、新宙邦、恩捷股份、星源材质。



## 要点总结

6. **风险提示：**1) 新能源汽车销量不及预期，A0/A/B级别较大车型购买力不足，主机厂为了保证产量和销量，或将出现价格战，经销商终端优惠力度加大，盈利能力下滑，主机厂毛利率下降，将影响三四季度的盈利能力。2) 原材料涨价影响：如果上游原材料价格快速上涨，将影响主机厂和零部件企业盈利能力，而零部件企业由于相对弱势的话语权，或将承担原材料价格上涨带来的盈利压力。3) 新能源汽车零部件成本下降缓慢：如果三电尤其是电池成本下降幅度不及预期，外加补贴政策退坡幅度大、产品力不足等原因将导致新能源汽车整体销量下滑。

# 新能源汽车产业链分解

## 新能源汽车产业链

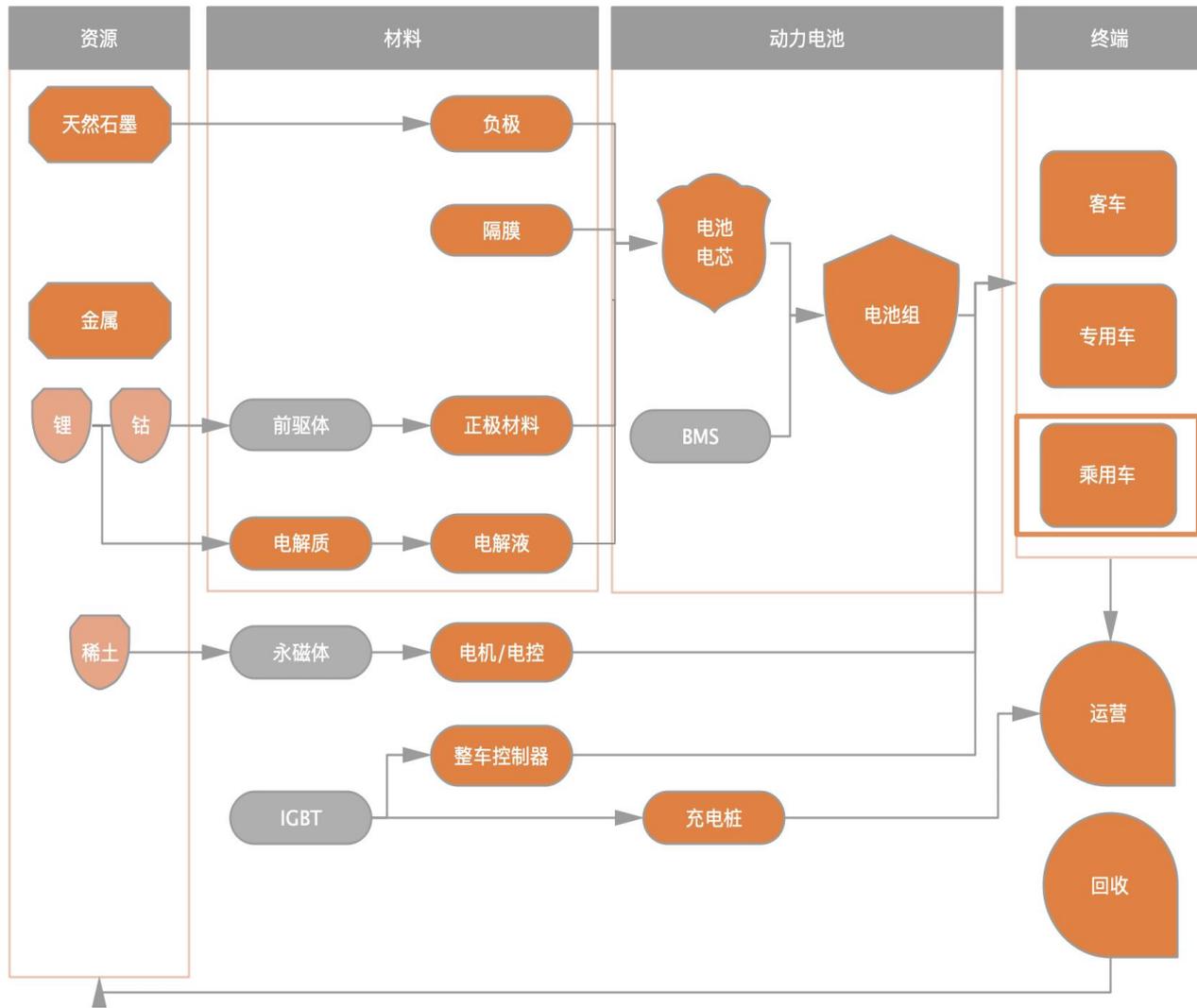
新能源汽车产业链根据生产环节和生命周期，可分为四大部分：

**上游-资源：**主要由金属资源锂矿（天齐锂业）、钴矿（华友钴业）、稀土矿产类等企业组成。

**中游-三电：**主要由电池材料（杉杉股份、恩捷股份）、电池（宁德时代）、电机（方正电机）、电控（汇川技术）等环节组成。

**下游-整车生产与销售：**主要由主机厂（比亚迪、北汽新能源）、批发零售体系组成。本文主要对乘用车环节进行分析。

**后市场-汽车充电、运营、报废回收：**主要由充电桩制造与运营（特锐德）、整车运营（曹操专车）、电池回收（格林美）等企业构成。





# 新能源汽车产业链公司名单一览

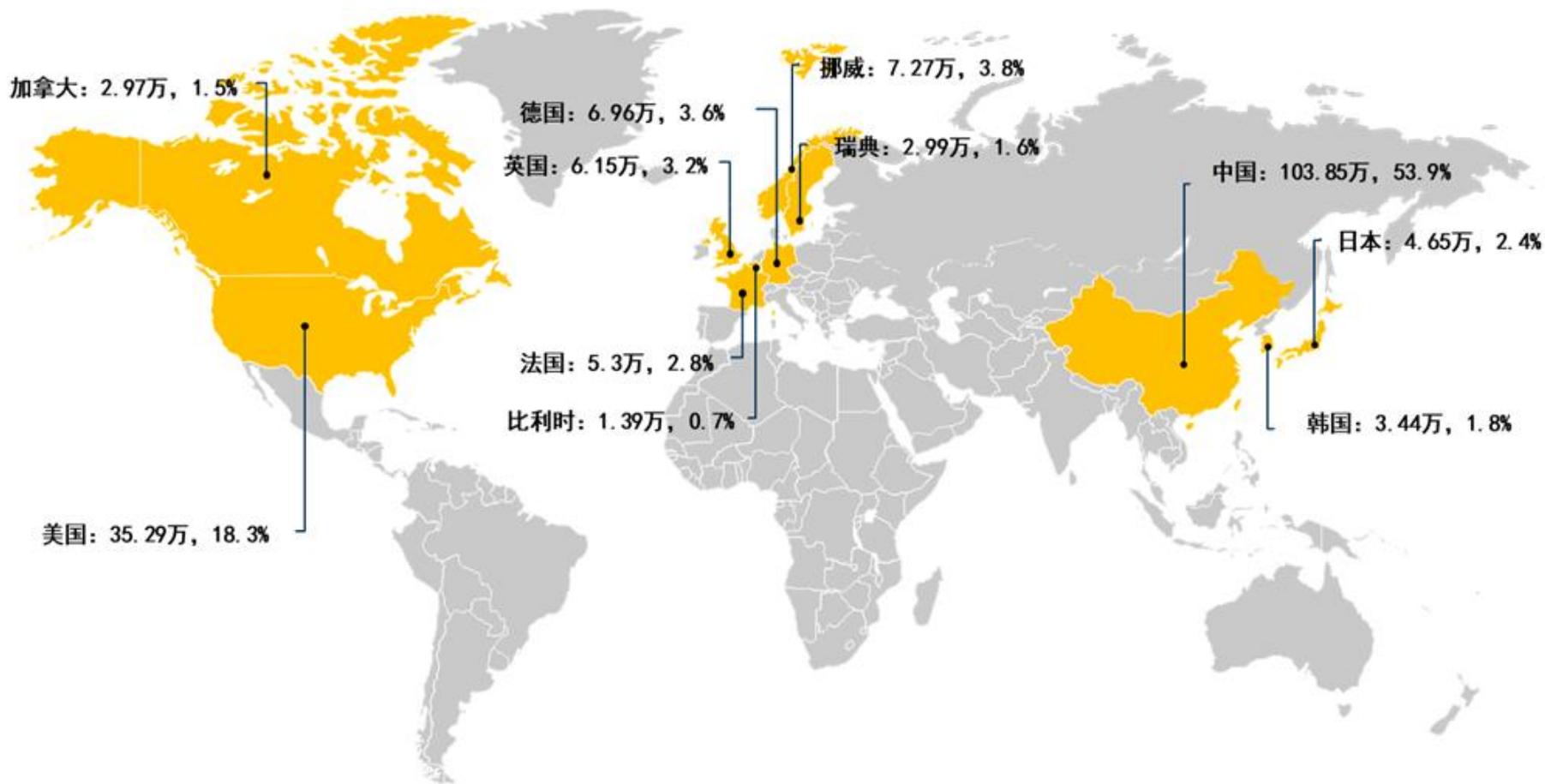
● 新能源汽车产业链公司名单一览





# 全球新能源乘用车销量分布

## 2018年全球新能源乘用车销量分布



# 目录 CONTENTS



🎯 市场概况篇

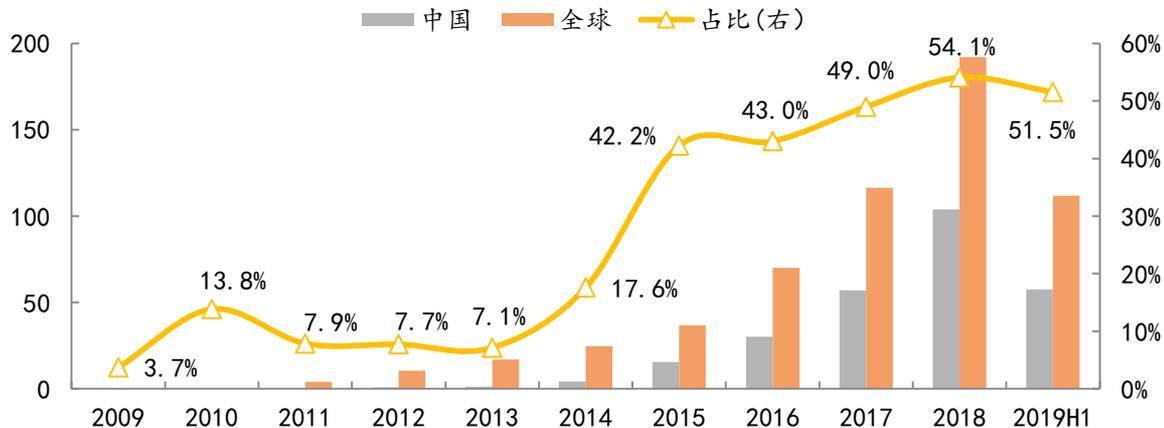
🎯 公司分析篇

🎯 产品比较篇

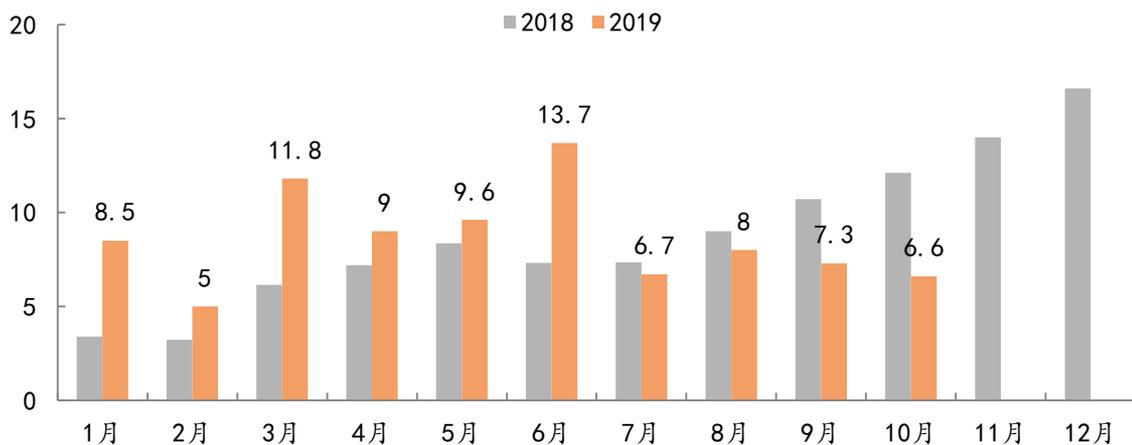
🎯 行业预测篇

# 新能源乘用车销量规模

NEV年度销量及中国占比 单位：万辆（左轴）



NEV月度销量 单位：万辆



## 行业判断

### NEV（新能源乘用车）年度情况：

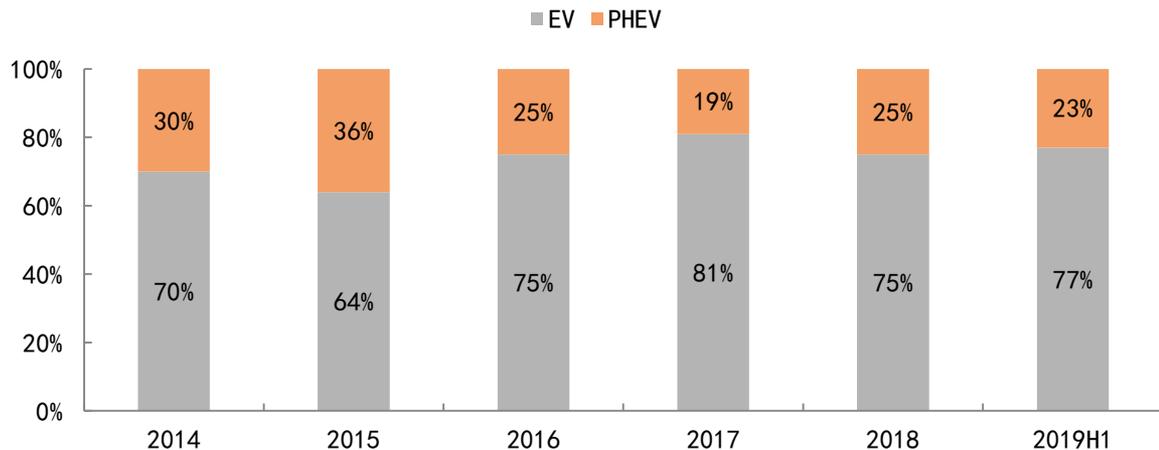
全球新能源乘用车快速增长，2017年突破100万辆，2018年近200万辆，渗透率约为2%。2014年之后，中国新能源乘用车行业进入高速发展期，2017年突破50万辆，2018年突破100万辆，占比已达到全球的一半，国内渗透率约为4%。

### 2019年NEV月度情况：

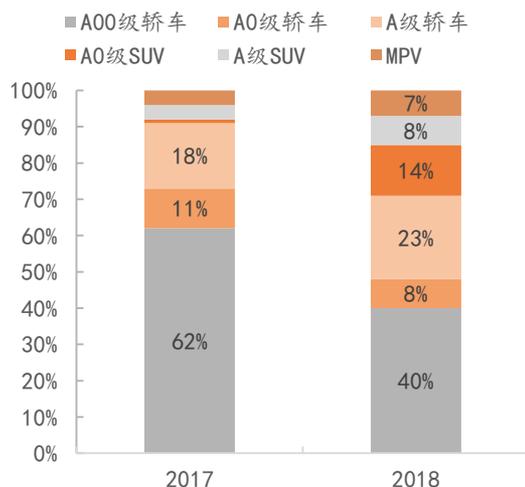
国内新能源乘用车市场受政策和传统季节性因素影响，单月销量波动较大，年末会出现集中销售的情况。2019年6月补贴过渡期结束后销量环比大幅下滑，主要因为上半年集中销售透支下半年整体需求。当前国内新能源汽车市场整体处于弱势调整的状态。

# 新能源乘用车销量结构

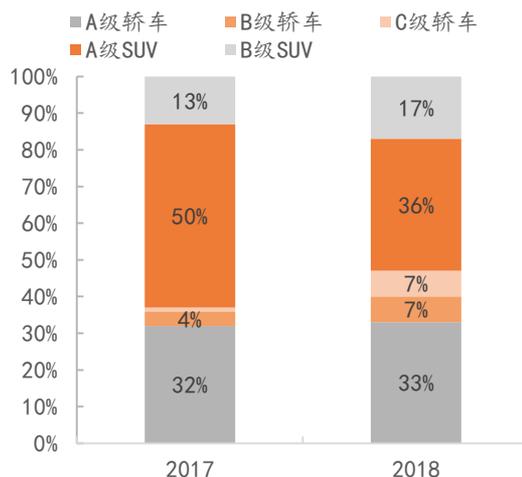
## 国内NEV分动力类型产品结构



## 国内BEV分车身产品结构



## 国内PHEV分车身产品结构



## 行业判断

### NEV动力类型结构:

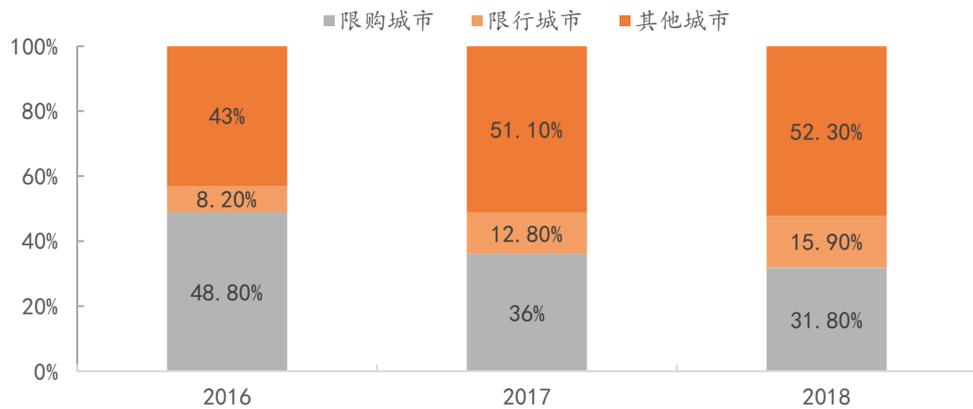
国内新能源乘用车长期以纯电为主，插电车型受到政策、价格等因素的影响占比维持在20%左右。在纯电车型因为续航、配套设施、安全性等方面尚存不足的情况下，插混车型将在一定时期内保持对私人消费的吸引力。

### NEV车身类型结构:

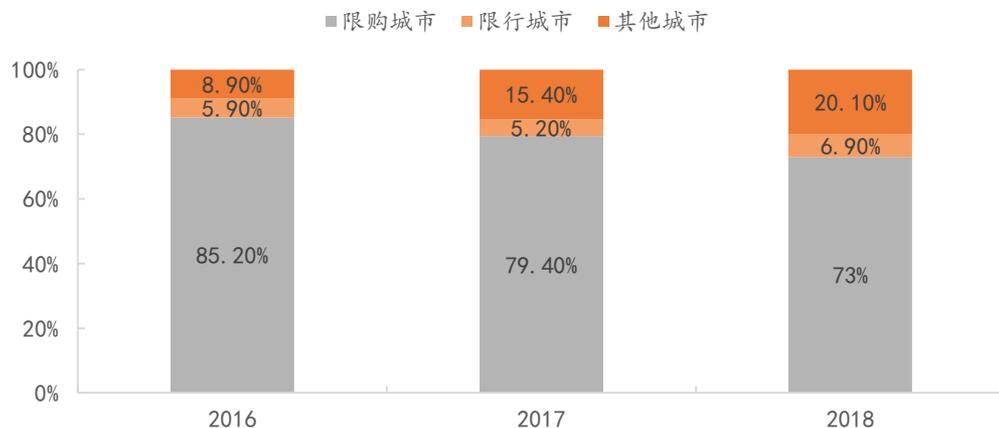
由于当前新能源乘用车体量较小，车身细分市场容易受到单一车型销量的影响，比如2018年元EV和唐DM的热销带动了A0级SUV和B级SUV市场份额的提升。总体来看，由于政策的指引和私人消费的升级，新能源乘用车向着更大车身、更高续航的方向发展。

# 新能源乘用车销量结构

## 国内BEV分城市销量结构



## 国内PHEV分城市销量结构



## 行业判断

### NEV城市销售结构:

从限购城市的占比来看，纯电车型在非限购城市的占比更高，主要由于纯电车型中占比较大的小微型车销往二三线非限购限行地区，这些地区有大量的代步需求，且对价格的敏感性较高。插电车型在限购城市的占比更高，主要需求来自于一线限购城市的新能源牌照。从占比变化的情况来看，新能源乘用车在非限购城市的渗透率逐年增加，新能源车的需求已经从限购城市向其他城市逐步扩散。未来限购的需求占比将会进一步削减，电动车需求的市场化程度将进一步加深。

# 新能源乘用车产业集群

## 国内新能源乘用车产业集群

天津产业集群	北京北汽、天津比亚迪（客车为主）	产业链较为完整，存在一家独大的市场特征
长三角产业集群	上海上汽集团、江苏北汽（镇江）、浙江吉利、知豆、康迪	企业配套齐全，产业完善度较高，产业链较完整
泛珠三角产业集群	广州广汽、北汽（广州）、深圳比亚迪、福建东南汽车、福建宁德时代	整车市场与电池市场均出现一家独大的垄断态势；标志性企业有完整产业链体系
西南产业集群	重庆及周边、长安、力帆	产业链完善程度一般
中部产业集群	安徽奇瑞、江淮、湖北东风汽车	产业链较为完善，整车市场分布较为集中
微型低速电动车产业集群	河南、河北、山东地区产业集群-御捷	新能源乘用车产业发展不均衡；低速车规模较大，体系完善

## 行业判断

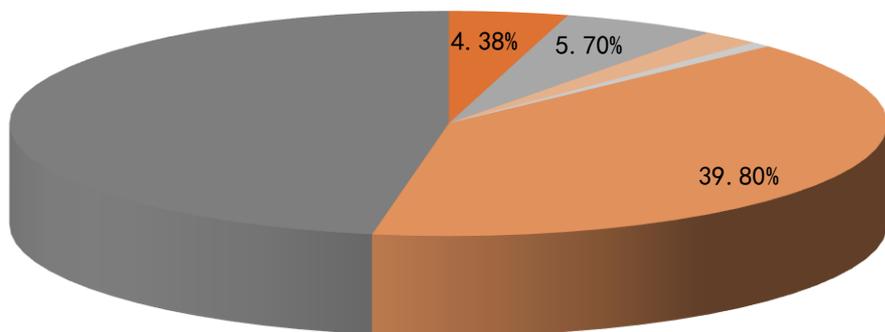
### 新能源乘用车产业集群：

汽车产业集群是行业发展的必然趋势，多级供应商在一定区域内形成完备的配套体系会促进产业链融合。国内的新能源乘用车产业集群主要包括天津、长三角、泛珠三角、西南、中部等产业集群。产业集群的中心是优质的OEM车企，比亚迪、上汽、北汽当前均为其所在产业集群的核心企业，也是国内新能源乘用车产销规模前三名的车企。

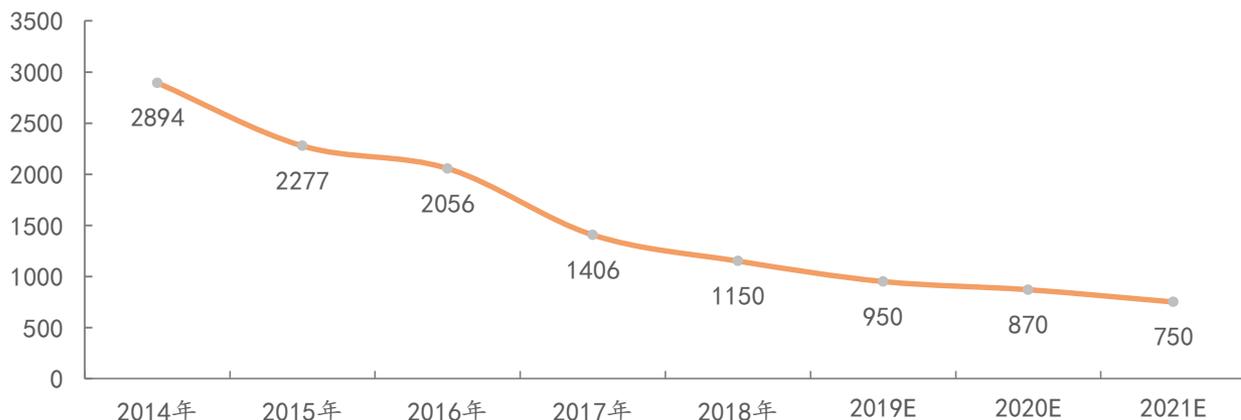
# 新能源乘用车成本结构

## 新能源乘用车成本占比

■ 电机 ■ 电控 ■ 减速器 ■ 空调 ■ 电池及BMS ■ 与燃油车相同部件



## 动力电池售价变动 (元/kwh)



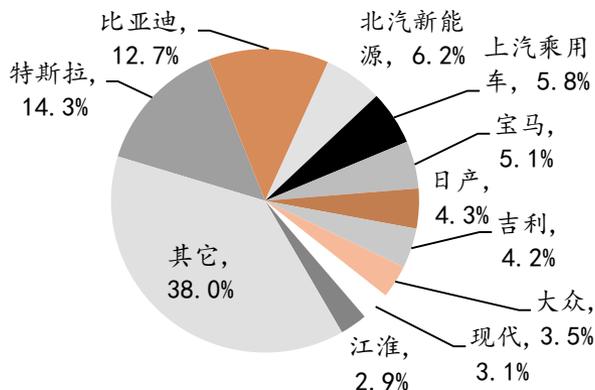
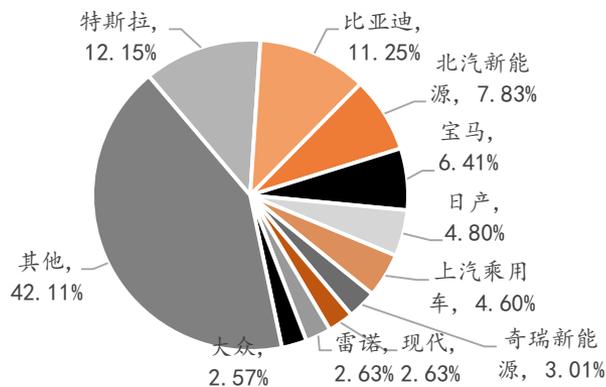
## 行业判断

### 新能源乘用车成本：

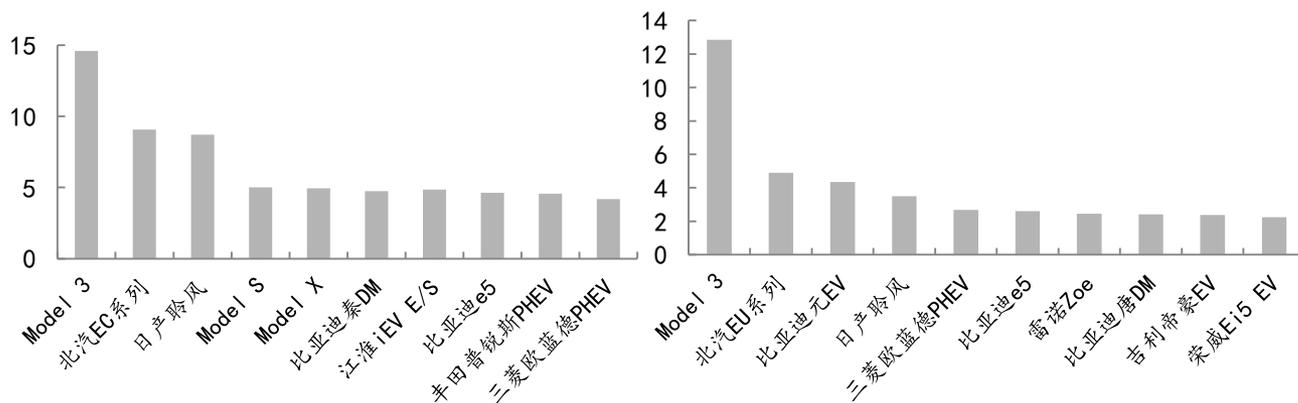
典型的纯电动乘用车中，电池成本约占40%，电机电控成本合计占比10%。电池是新能源汽车中占比最大的材料成本，也是当前新能源汽车售价普遍高于同级别燃油车型的重要原因之一。动力电池的技术进步和规模化生产将带动电池价格不断下降，成为新能源汽车实现油电平价，刺激市场化需求的关键环节之一。预计动力电池成组后均价未来三年年均下降10-15%，2021年达到700-750元/kwh，新能源汽车的竞争力将进一步凸显。

# 新能源车企竞争格局

2018年和2019年H1全球NEV厂家市场份额



2018年和2019H1全球NEV车型销量排名 单位：万辆



资料来源: EVsales、平安证券研究所

## 行业判断

### 全球NEV车企竞争格局:

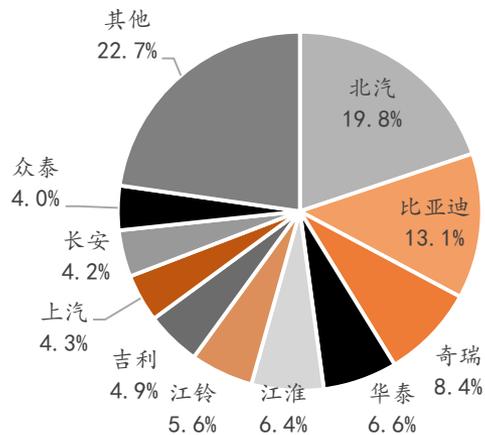
2019年上半年全球新能源乘用车市场集中度进一步提升,前十大车企市场份额达到62%。其中,头部企业特斯拉和比亚迪占比提高,其它中国车企如上汽、吉利、江淮等销量占比进步明显。

### 全球NEV车型竞争格局:

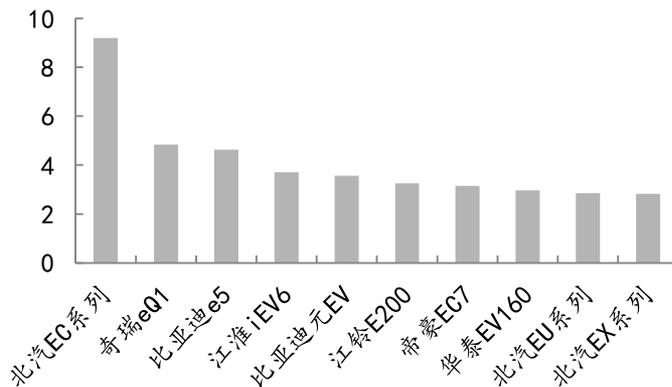
2019年上半年Model 3保持较高的交付量,期间销量超过12万辆,市占率超过11%,遥遥领先于其它车型。北汽新能源经历产品升级,EU系列替代了EC系列原有销量。此外,畅销车型日产聆风、比亚迪e5、三菱欧蓝德PHEV等依然保持着良好的竞争力。

## 新能源车企竞争格局

2018年国内BEV厂家市场份额



2018年国内BEV车型销量排名 单位：万辆

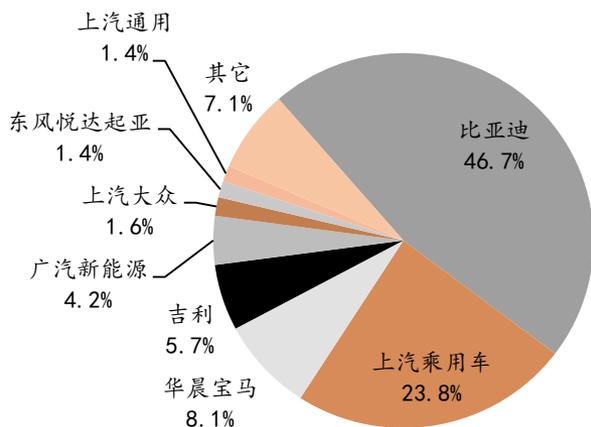


### 行业判断

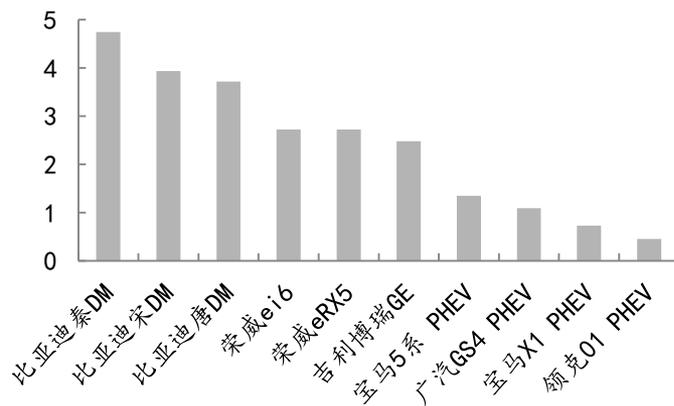
#### 2018国内BEV市场格局：

2018年国内纯电市场销量前十企业市占率达到77%，北汽新能源、比亚迪和奇瑞排名前三，合资车型占比极低。上榜的畅销产品中大多数都是A0级以下或者主打运营市场的车型，说明纯电动车型大多用于代步需求和公共运营，私人市场空间巨大。

2018国内PHEV厂家市场份额



2018年国内PHEV车型销量排名 单位：万辆



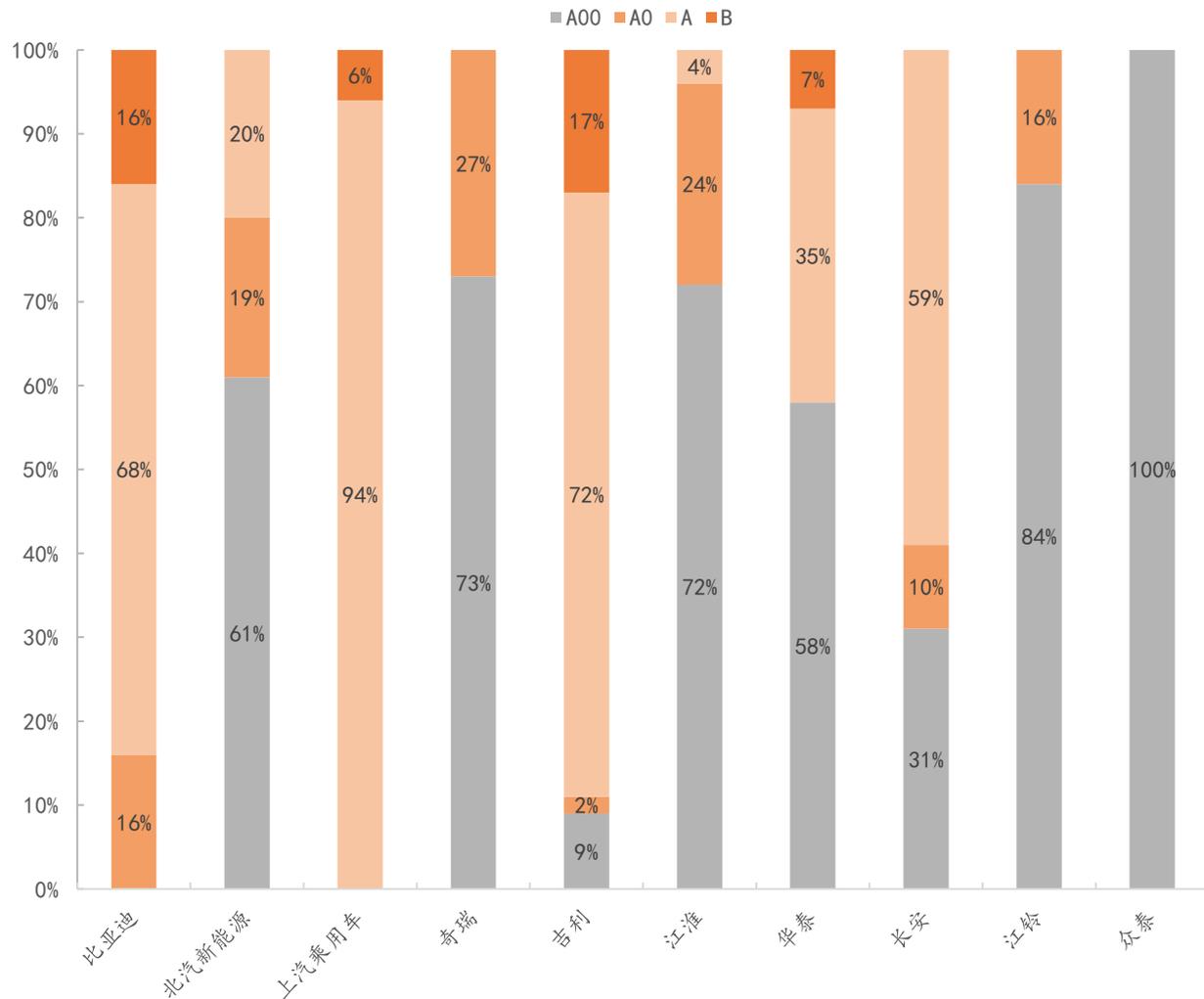
#### 2018国内PHEV市场格局：

2018年国内插电市场集中度高，比亚迪和上汽乘用车两家企业的合计占比已经达到70%，旗下产品占据销量排名前五的位置。随着合资车企开始在插混市场发力，销量占比开始提升，将会给自主品牌带来极大的竞争压力。



# 新能源车企竞争格局

2018年国内车企新能源产品结构：



## 行业判断

### 国内车企新能源产品结构：

2018年比亚迪、上汽、吉利、长安等车企产品结构相对均衡，其中比亚迪、上汽、吉利等车企的产品系列中不存在A00级车型或者占比较少。除了政策退坡对低端车型的冲击之外，随着续航里程和电池能量密度等参数的提高，车型高端化是必然趋势，据我们测算A0级纯电动车初始购买成本将在2021年与传统燃油车一致，A级/B级车因带电量更高，将分别于2022、2023年达到平价水平。产品力的提升与成本的降低会释放消费者真实购买欲望，微型化份额将持续收缩。提前布局A0、A、B级别车型的厂商将受益。

资料来源：中汽协、盖世汽车、平安证券研究所

# 新能源车企的合作

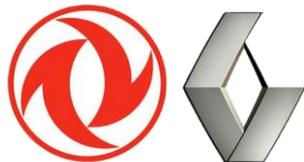
## 主流车企在电动化领域的合作



成立合资公司比亚迪戴姆勒新技术有限公司，各占一半股权，开发针对中国市场的电动车；  
合作车型：腾势等



成立合资企业江淮大众汽车有限公司，共同生产新能源汽车，拓展全球市场；合作车型：思皓等



成立易捷特新能源汽车有限公司，东风、雷诺、日产持股比例50%、25%、25%，年产能12万；合作车型：雷诺e诺等



成立合资公司光束汽车公司，投资总额51亿人民币，长城和宝马各占50%，产品定位面向全球市场；合作车型：mini等



成立合资公司，吉利和戴姆勒各占50%，戴姆勒设计、吉利研发，2022年投放市场；合作车型：smart等



双方就联合开发电动车达成合作，将共同开发轿车和低底盘SUV的纯电动车型，车型使用丰田品牌，计划于2025年前投放中国市场；双方亦将共同开发上述车型等所需的动力电池；成立研发合资公司（50:50）



大众将向福特旗下自动驾驶子公司Argo AI投资26亿美元，同时将在三年内从福特手中购买价值5亿美元的Argo AI股票；福特汽车将使用大众的模块化电动平台MEB，为其为欧洲客户设计制造纯电动汽车

## 行业判断

### 车企在电动化领域的合作：

随着全球汽车市场电动化进程的不断深入，各家车企在相互竞争的同时，也有相互绑定、通力合作的需要，目的是为了共同开发新的电动化技术、降低研发成本以及实现规模化降本。特别是外资车企和中国自主品牌之间专门针对电动化产品成立多家新的合资企业。未来强强联合或是车企的可持续发展之路。

# 新能源车企战略规划

## 海外主流车企新能源战略规划

车企	全新平台	在华生产或短期计划车型	全球规划	中国规划
大众	MEB、PPE	途观L PHEV、帕萨特PHEV、朗逸纯电、宝来纯电、高尔夫纯电、迈腾GTE、探岳GTE	<b>2025年</b> : 累计200-300万电动车 <b>2028年</b> : 累计2200万电动车, 累计70款纯电车	<b>2025年</b> : 累计30款电动车, 累计150万销量 <b>2028年</b> : 累计1100万以上电动车
特斯拉	S/X、3/Y	Model 3、Model Y		独资建厂, 初期产能15万辆, 后期50万辆
通用	BEV2、BEV3	凯迪拉克CT6、Velite6、雪佛兰MENLO、Velite5	<b>2020年</b> : 4款全新电动车型	<b>2020年</b> : 年销10万辆电动车
丰田	e-TNGA	卡罗拉双擎E+、雷凌双擎E+、CH-R EV、奕泽EV	<b>2025年</b> : HEV+PHEV450万; BEV+FCEV100万	<b>2025年</b> : 与比亚迪共同开发轿车和低底盘SUV实现销售
现代		伊兰特EV、昂希诺EV、菲斯塔EV、索纳塔PHEV、领动PHEV	<b>2025年</b> : 累计16款电动车, 年销量56万辆	<b>2025年</b> : 联合起亚在华推出44款新能源车

## 自主车企新能源战略规划及战略调整

车企	全新平台	车型销量规划	战略调整
比亚迪	e	<b>2021年</b> 80万年销量, 每年推出10款以上车型	1) 最初在私人领域主打PHEV, 出租市场主打BEV; 2) 针对私人消费领域的BEV产品线逐渐丰富, 发布“7+4”“542”战略; 3) <b>2019年</b> 发布e系列车型, 加大对纯电车型布局
北汽新能源	BE21、BE22、BE11	截至 <b>2021年</b> 其将基于3大平台推出6款新车, <b>2019年</b> 销量目标22万辆	
广汽乘用车	GEP、AF	<b>2020年</b> 新能源汽车销量10万辆	1) <b>2015年</b> 提出“135新能源战略”, 以插电、纯电作为重点发展方向, 兼顾HEV; <b>2018年</b> 提出“五新”战略, 发布纯电车型Aion S、第二代纯电平台GEP、三合一集成式去系统
长城汽车	ME、Pi4、Hi4	<b>2025年</b> 销量目标100万辆, 小型车纯电动, 中大型车燃油+混动, 大型车燃油+氢燃料	1) 最初无明晰电动化规划; 2) <b>2017年底</b> 发布插混P8, 并计划推出插混Pi4平台、混动Hi4平台、纯电EV四驱平台; 3) <b>2018年</b> 发布纯电小车欧拉, 使用ME平台, 并针对不同车型大小提出使用不同燃料类型
吉利汽车	FE、PMA、CMA	<b>2020年</b> 销量目标180万辆(含HEV)	1) <b>2015年</b> “蓝色吉利行动”, 实现到2020年新能源汽车销量占吉利整体销量90%以上; 2) <b>2019年</b> 纯电品牌“几何A”上市, 与戴姆勒合作国产smart

## 行业判断

### 车企在电动化领域的战略规划:

海外主流车企在电动化道路上有许多相同点: 1) 有清晰的电动化战略目标, 包括销量目标、车型款数等; 2) 重视中国市场, 体现在在华推出车型相对较早、有单独针对中国市场的规划、重视与中国企业和政府的合作等方面; 3) 有专属的电动化平台。

相比较而言, 国内车企一般只规划未来3年的销量, 缺乏长远的战略规划。2020年后, 随着外资车型在华大规模布局和投放车型, 自主品牌的竞争压力明显上升, 未来五年内合资车型(含特斯拉)在华市占率或将超过30%。



# 影响行业销量的重要因素——政策

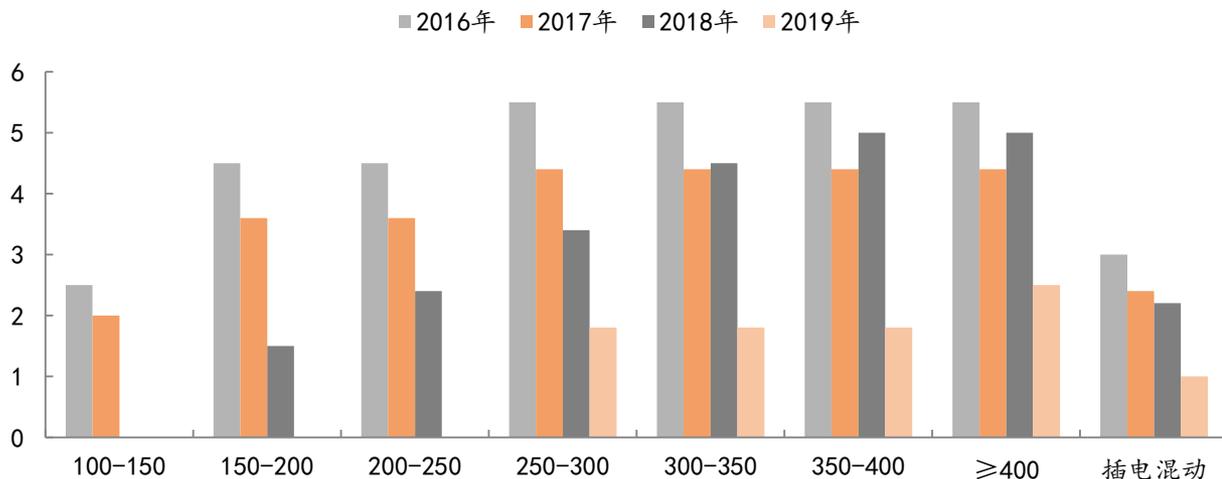
## 新能源汽车主要政策时间轴





## 重要政策之一：国家补贴

### 历年新能源乘用车国家里程补贴标准变化 单位：万元



### 纯电动乘用车动力电池能量密度、整体能耗要求变化

能量密度区间	105-120Wh/kg	120-125Wh/kg	125-140Wh/kg	140-160Wh/kg	≥160Wh/kg
2018年调整系数	0.6	1	1	1.1	1.2
2019年调整系数	0	0	0.8	0.9	1

整车能耗区间 (高于门槛)	0-5%	5-10%	10-20%	20-25%	25-35%	35%及以上
2018年调整系数	0.5	1			1.1	
2019年调整系数	0		0.8		1	1.1

### 插电乘用车整体能耗要求变化

能耗比值区间	60-65%	55-60%	<55%
2018年调整系数	0.5		1
2019年调整系数	0	0.5	1

### 政策解读

#### 新能源乘用车补贴标准退坡：

2016年之后国补呈现逐年加速退坡的趋势，2018年过渡期后对高续航纯电车型的补贴有所增加，2019年补贴政策退坡幅度平均超过50%。在电池系统能量密度调整系数、车辆能耗调整系数方面也提出更高的要求，加速了低能量密度和高耗能车型的淘汰进程。

#### 补贴金额计算方法：

纯电动乘用车的补贴金额需要依据国家里程补贴标准、车辆带电量、电池系统能量密度调整系数、车辆能耗调整系数进行计算。2019年6月过渡期后地补取消，仅需考虑国补计算数值。

# 重要政策之二：双积分

## CAFC积分与NEV积分政策归纳

对象：乘用车企，进口车经销商，小规模企业在满足燃料消耗量降低幅度的情况下，达标值条件放宽

低油耗车型按0.5辆计，实际油耗 ≤ 目标油耗 × 企业平均燃料消耗量要求

对象：乘用车企，进口车经销商，但只对年产3万辆的传统车企进行积分比例考核

$(\text{平均燃料消耗量目标值} \times \text{企业平均燃料消耗量要求} - \text{实际值}) \times \text{对应车辆数}$

$\text{NEV单车积分} \times \text{对应车辆数} - \text{传统车年产量} \times \text{NEV积分比例}$

2016-2025年，消耗量要求为134%、128%、120%、110%、100%、123%、120%、115%、108%、100%

2019-2023年，比例要求为10%、12%、14%、16%、18%

平均燃料消耗量 (CAFC) 积分

新能源汽车 (NEV) 积分

正

负

正

负

转让给关联企业

结转给本企业

必须当年抵平

自用

交易

结转给本企业

必须当年抵平

受转企业当年使用，不能再转

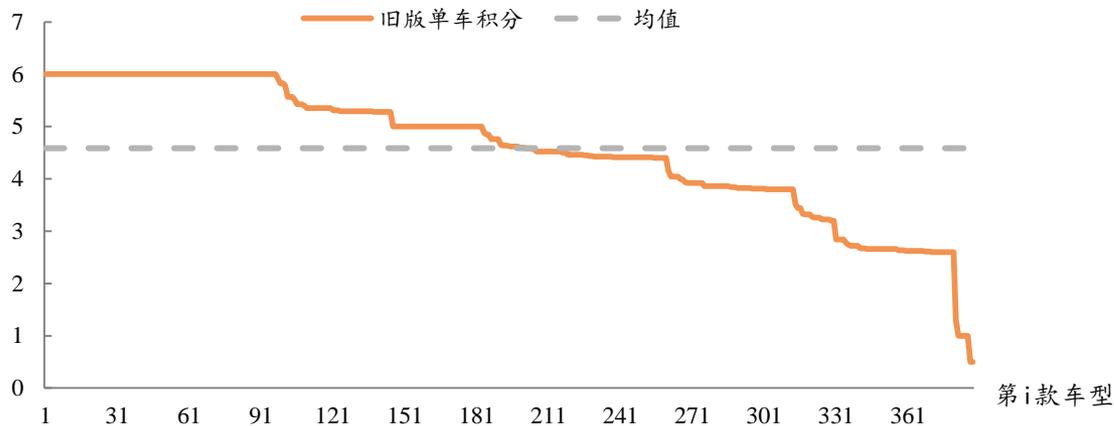
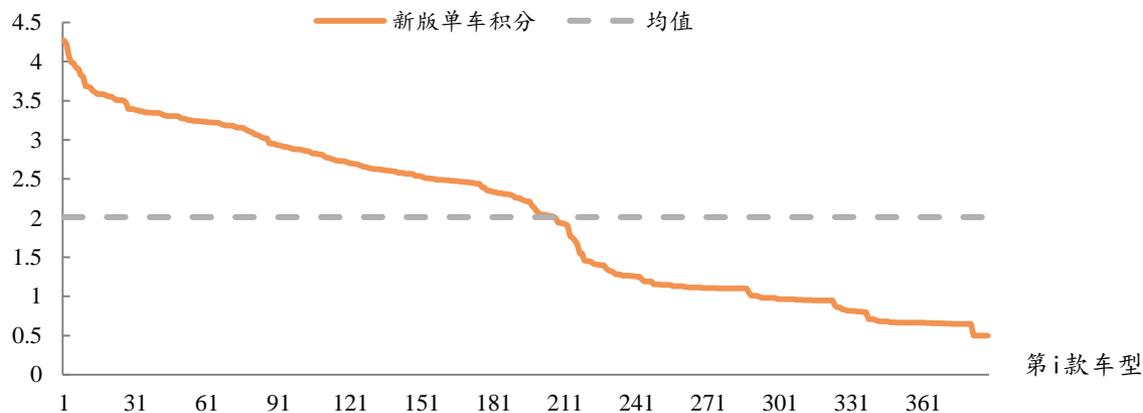
结转值2018年以前80%，2019年后90%

购买的NEV积分当年使用，不能再售

2019年100%无条件结转；2020年50%无条件结转；2021年积分在满足一定条件下可结转50%

# 重要政策之二：双积分

● 新能源单车积分在新旧两版政策下的变化 单位：分



## 政策解读

### NEV单车标准积分下降：

根据对比新旧新能源积分政策，单车积分上限由6分下降到5.1分。而经过对2019年市场上在售的388款纯电车型积分测算并从高到低排序，最高单车积分由6分下降到4.25分（不考虑测试工况更改带来的参数变化）。该批车型在新旧两版测算下的平均积分为2.01/4.59，分别对应各自版本积分上限的40%和77%分位处，梯度设置更加合理。

### 双积分修改利于头部车企：

在新版双积分政策下，各车型积分分化将更加明显，兼顾高续航和低电耗的车型将会获得更高的积分。研发投入大、技术实力强的头部厂商将会受益。

# 政策切换的影响

## 低油耗车型一览

车型	车企	燃料类型	整备质量 (kg)	百公里油耗 (NEDC, L/100km)
卡罗拉双擎	一汽丰田	油电混合	1395-1410	4.2
亚洲龙双擎	一汽丰田	油电混合	1665-1725	4.3
凯美瑞双擎	广汽丰田	油电混合	1650-1695	4.1
雷凌双擎	广汽丰田	油电混合	1410-1430	4.1-4.2
Inspire	东风本田	油电混合	1574-1633	4.2-4.4
CR-V	东风本田	油电混合	1642-1659	5
思铂睿	东风本田	油电混合	1647-1649	4.2
奥德赛	广汽本田	油电混合	1822-1956	5.7-5.8
雅阁	广汽本田	油电混合	1548-1623	4.2-4.4
君越	上汽通用	油电混合	1610	4.7
讴歌CDX	广汽讴歌	油电混合	1608-1648	5

## 补贴政策切换双积分政策的影响

补贴	双积分1.0	双积分2.0	政策切换
<ul style="list-style-type: none"> <li>EV: 享受高额补贴, 2019年单车国补标准最高2.5万元</li> <li>HEV: 无补贴</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>EV: NEV单车标准积分最高5分, 单车总积分最高6分</li> <li>HEV: 等同于1辆燃油车</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>EV: NEV单车标准分最高3.4分, 单车总积分最高4.25分</li> <li>HEV: 等同于0.5辆燃油车</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>EV: 需要生产更多数量来弥补单车积分下降, 但补贴退坡导致需求端销量下滑</li> <li>HEV: 具有NEV积分目标折扣, 需求不受影响, 产量提升</li> </ul>



## 政策解读

### 政策切换的影响:

补贴政策与双积分政策对于燃料类型的优惠倾向有明显区别。在补贴政策下, 普通油电混合车型(HEV)视同于燃油车, 不享受国家和地方政策补贴; 而在双积分2.0政策中, HEV享受NEV积分目标折扣。在补贴即将退出、EV市场需求下滑、EV单车积分遭到削减的情况下, 生产更多的HEV车型或将成为车企的选择。目前在售的车型中, 符合低油耗标准的车型大部分为日系丰田和本田的油电混合车型, 而一般的48V弱混要满足低油耗标准尚有一定难度。未来EV销量增速会有所放缓, HEV车型销量有望提升, 利好混动技术成熟的日系车企。

# 目录 CONTENTS



🎯 市场概况篇

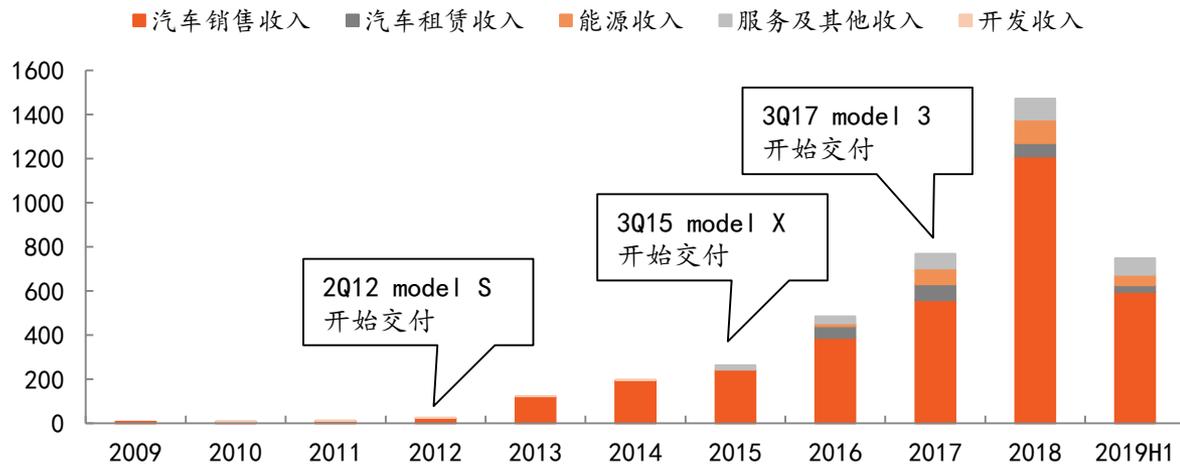
🎯 公司分析篇

🎯 产品比较篇

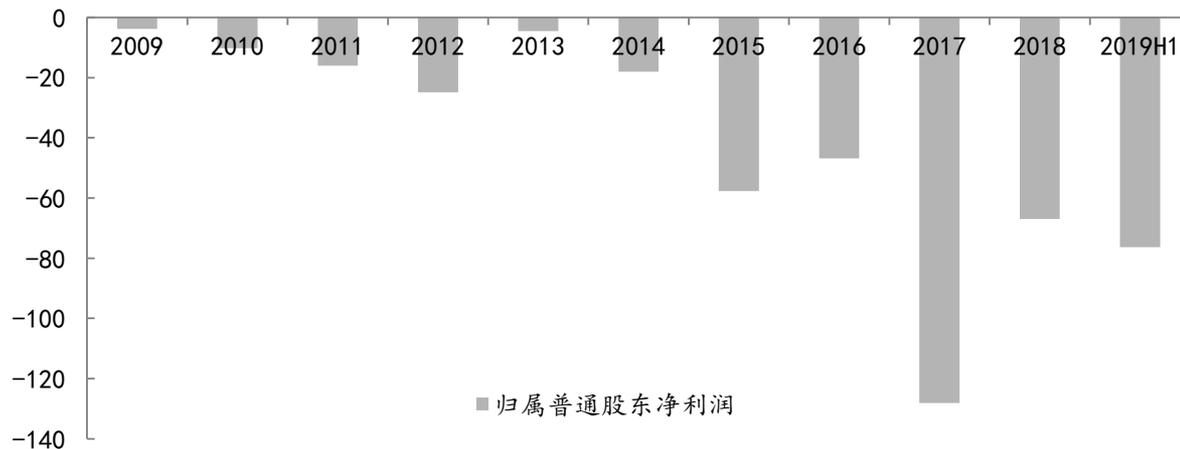
🎯 行业预测篇

# 公司分析——特斯拉

特斯拉营业收入及分拆 单位：亿元人民币



特斯拉归属普通股股东净利润 单位：亿元人民币



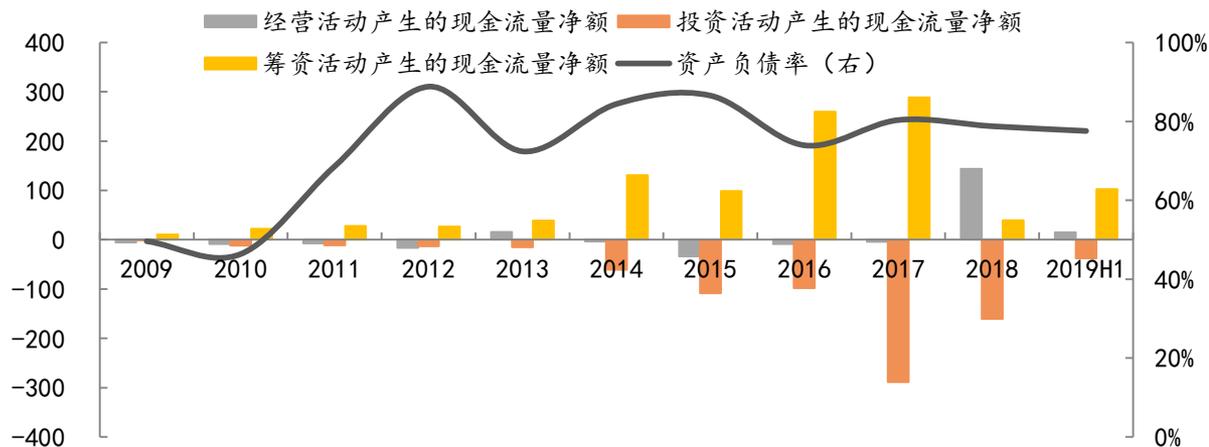
## 财务分析

### 特斯拉营收及利润：

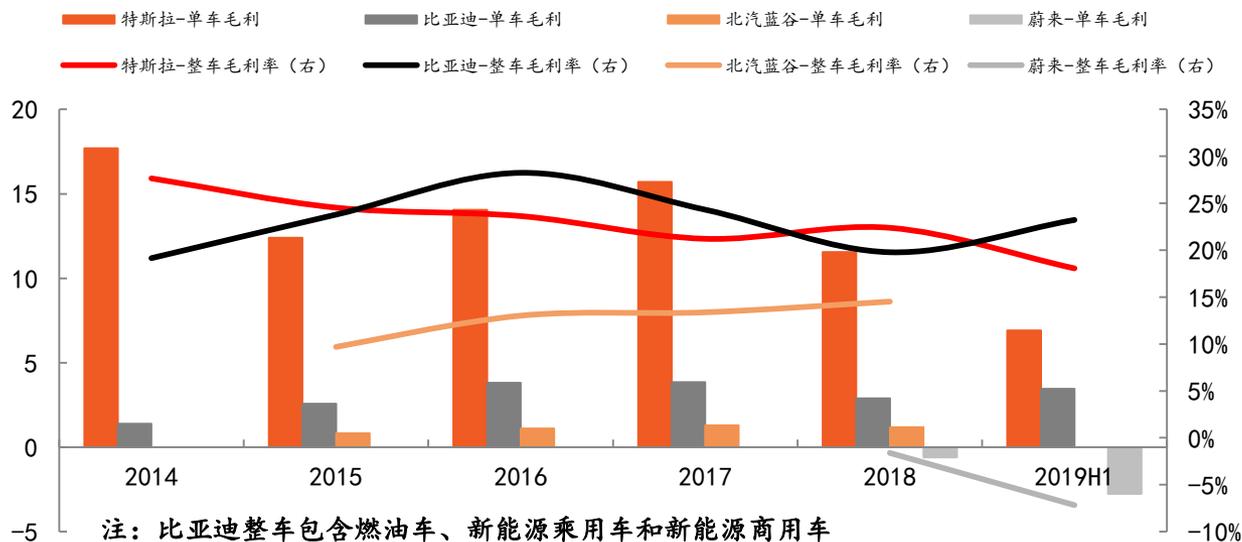
特斯拉旗下业务包括汽车销售、汽车租赁、能源收入、服务收入等。从2012年第二款纯电车型model S交付以来，公司汽车业务实现飞速发展。2017年平民车型model 3帮助特斯拉打开销量，产品畅销全球，公司营收实现翻倍增长。另一方面，公司在超级电池工厂、自动化生产线、超级充电桩网络、太阳能业务、全球汽车生产工厂、全球销售网点等方面投资较为激进，再加上新车产能不足，导致长期处于亏损状态。随着季度交付总量创出新高，公司在3Q19实现19年以来的首次盈利，归属普通股净利润达10亿元。

# 公司分析——特斯拉

◎ 特斯拉现金流 单位：亿元人民币



◎ 单车毛利与整车毛利率对比 单位：万元人民币



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 财务分析

### 特斯拉现金流：

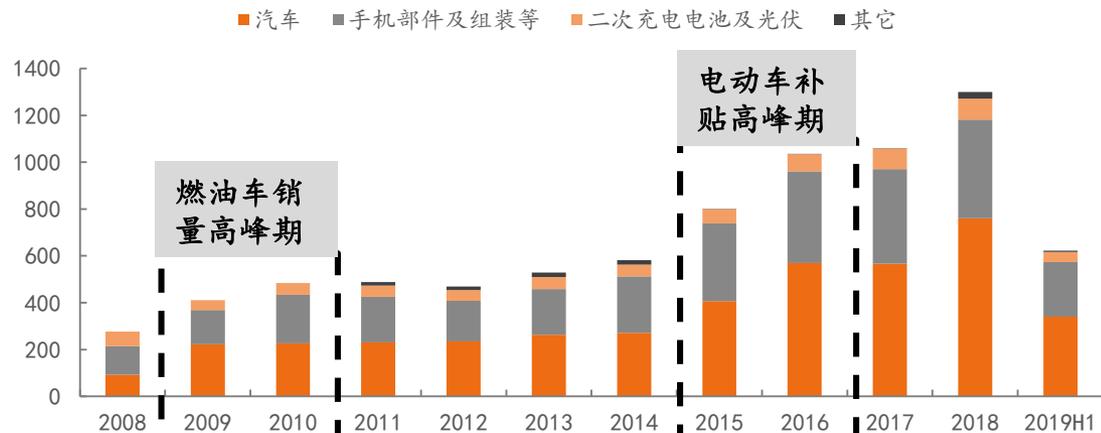
特斯拉在上市的8年里投资持续扩大。而公司的经营现金流受困于新发布车型的产量爬坡也经常为负值，因此公司经营及发展依赖大额融资，资产负债率长期维持在80%且伴随新车上市呈现周期性波动。

### 特斯拉单车盈利：

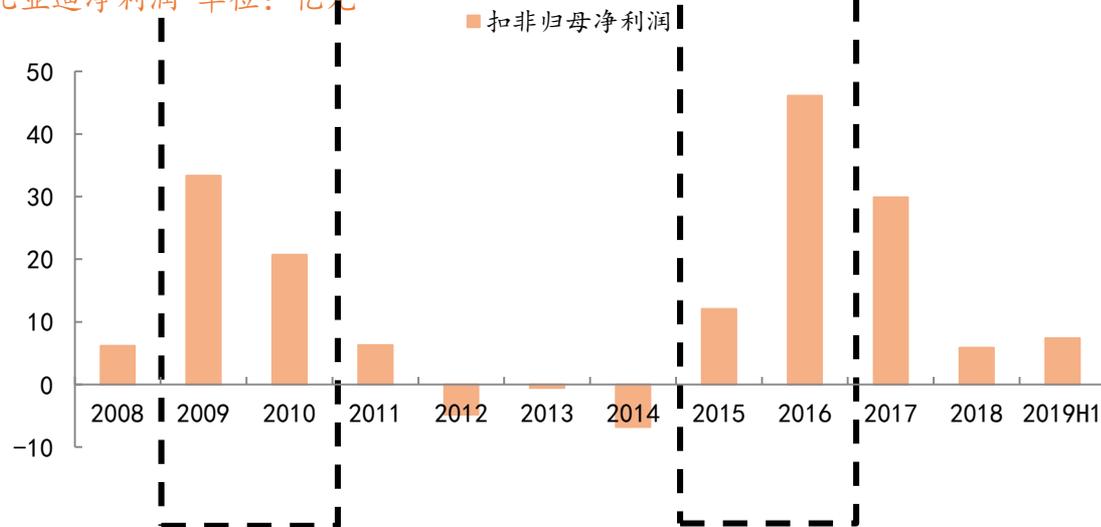
特斯拉单车毛利最高，主要因为产品定位于豪华车，单价较高。2017年随着model 3上市，单车毛利逐年下降。毛利率方面，特斯拉与比亚迪处于同一水平；北汽较低，主要因为前期低端纯电车型占比较大，且部分合作车型并未计入生产环节的利润。蔚来尚未实现营收与成本的平衡。

# 公司分析——比亚迪

比亚迪营业收入及拆分 单位：亿元



比亚迪净利润 单位：亿元



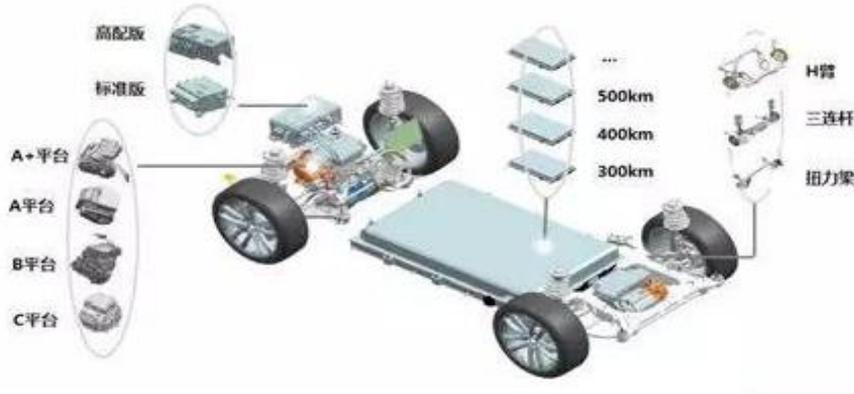
## 财务分析

### 比亚迪营收及利润：

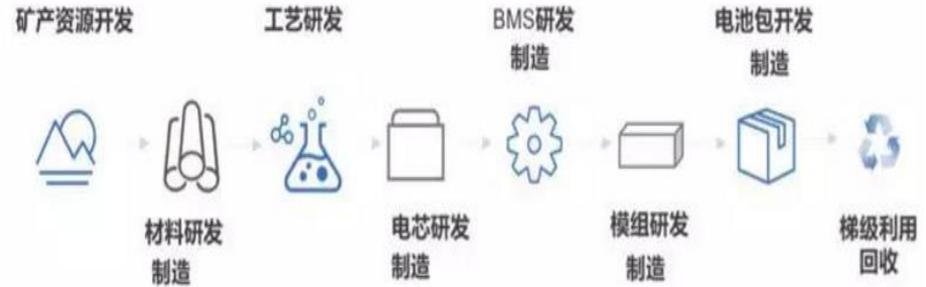
比亚迪旗下业务主要包括汽车、手机零部件和二次电池及光伏三大板块，其中汽车业务与公司业绩关联度较大。2008年以来，公司业绩在核心汽车业务的带动下经历了两轮营收爬坡期叠加利润冲量期。2009-2010年，燃油车型F3畅销，公司营收增长，利润快速释放；2014年之后伴随新能源周期的到来，电动车销量爆发式增长+政策高额补贴使公司业绩出现第二轮营收爬坡+利润冲量；2016年之后，电动车补贴退坡，新能源市场量增价跌，公司业绩进入增收不增利的阶段，当前政策影响依旧在延续。

## 公司分析——比亚迪

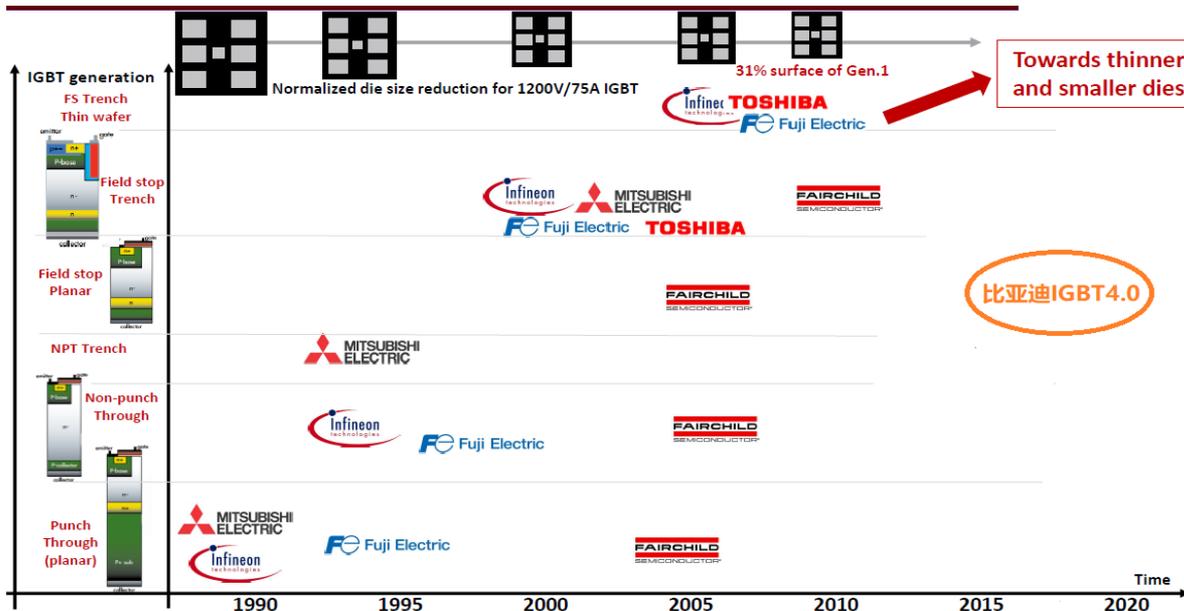
### 比亚迪e平台架构



### 比亚迪二次电池业务



### 比亚迪IGBT技术水平



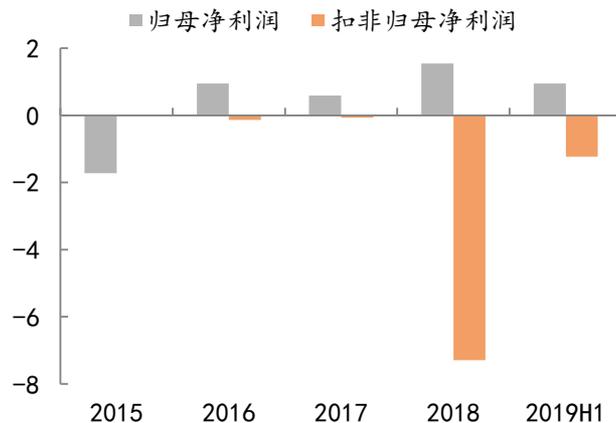
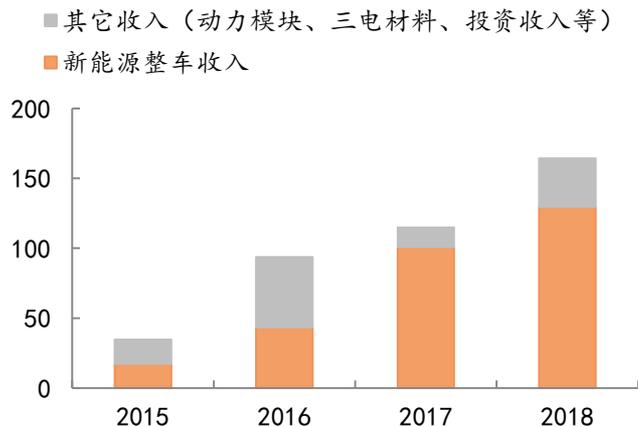
## 公司分析

### 比亚迪竞争力分析:

比亚迪以电池业务起家，后涉足整车制造业务，在锂离子电池、新能源汽车等领域有长期的研发历史和技术储备，是国内新能源产品体系最全、产品发布和迭代速度最快的新能源车企之一。在电池领域，公司涉足矿产资源开发、电池生产到回收利用的全产业链环节；在电控领域，公司自主研发的关键零部件IGBT4.0整体技术水平介于国际上4-5代之间；在整车制造方面，公司推出e平台实现整车平台化、模块化、标准化生产，降低研发成本。

# 公司分析——北汽蓝谷

北汽蓝谷营业收入及净利润 单位：亿元

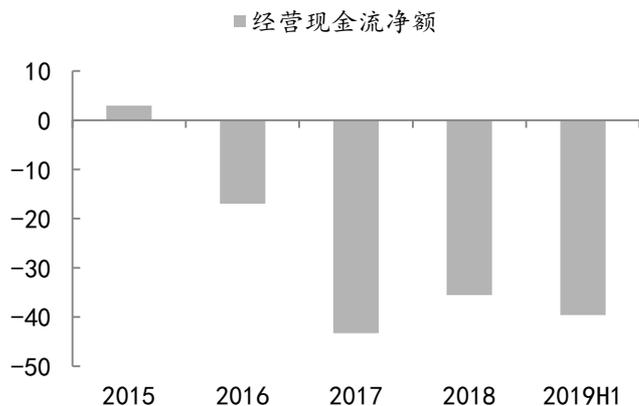


## 财务分析

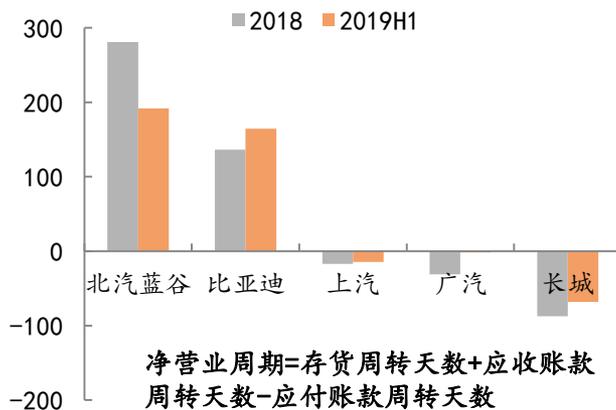
### 北汽蓝谷盈利情况：

北汽蓝谷旗下业务主要为新能源整车，营收占比超80%。随着新能源汽车市场的扩大，公司整车业务占比逐年提升。公司利润对政府补贴的依赖较大，2016年以来公司扣非后归母净利润尚未转正。

北汽蓝谷现金流 单位：亿元



净营业周期对比 单位：天



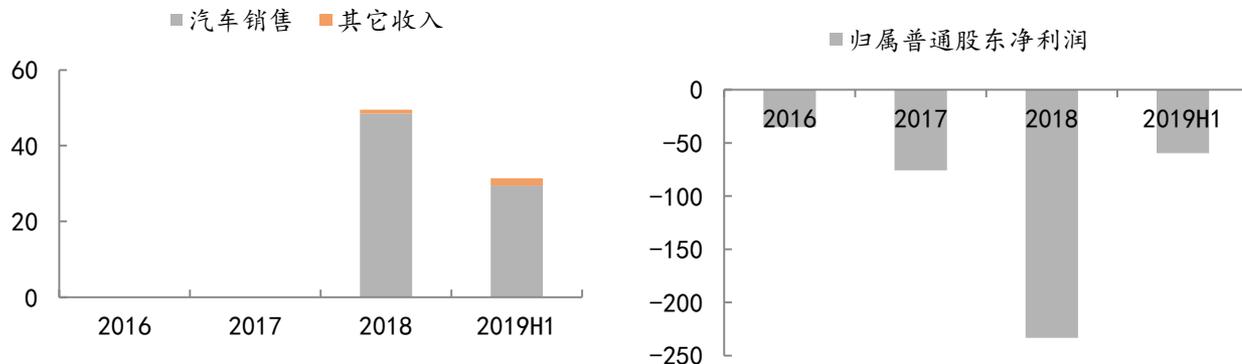
### 北汽蓝谷营运能力：

2016年以来北汽蓝谷经营性现金流量净额持续为负，营收规模的扩大未形成现金的积累。国内新能源车企业的资产质量普遍较低，净营业周期多在100天以上，主要由于激进的销售策略以及补贴清算较慢导致应收账款高企。传统成熟车企的该项指标一般为负，体现出较好的营运能力。

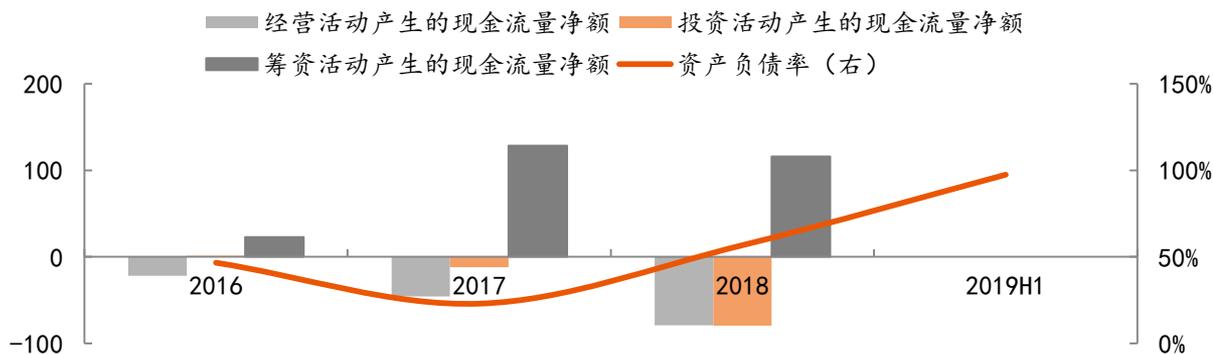


## 公司分析——蔚来

◎ 蔚来营业收入及净利润 单位：亿元



◎ 蔚来现金流 单位：亿元



### 财务分析

#### 蔚来盈利情况：

蔚来从18年开始实现整车的销售收入，在尚不具备规模效应的情况下，随着营收规模的扩大，亏损有增加的趋势。前期的投资和研发销售支出也会对盈利造成负面影响。

#### 蔚来现金流：

按照非美国通用会计准则的计算，到2019年6月，蔚来总共亏损220亿元人民币，其中100亿元用于研发投入，其它支出包括购买设备、员工扩张、建体验店和充换电设施等。IPO上市有利于缓解资金压力，获得更多的融资来源。后续公司的发展依赖于推出更有竞争力的产品和更加优质的配套服务。

# 目录 CONTENTS



🎯 市场概况篇

🎯 公司分析篇

🎯 产品比较篇

🎯 行业预测篇

# 公司产品分析——新车上市

## ● 特斯拉Model 3国产化带来供应链机遇

**拓普集团**：NVH零部件、底盘零部件  
**宏发股份**：高压继电器  
**均胜电子**：人车交互系统、安全气囊  
**宁波华翔**：内饰件  
**天汽模**：车身模具  
**三花智控**：空调零部件

### 其他零部件

**中科三环**：永磁体  
**置信电机**：铜转子  
**东睦股份**：终端壳体

### 电机



**当升科技**：正极材料  
**璞泰来**：负极材料  
**新宙邦**：电解液  
**恩捷股份**  
**星源材质**：隔膜  
**先导智能**：设备  
**赣锋锂业**：锂盐

**均胜电子**：传感器原件  
**三花智控**：热管理组件  
**东睦股份**：逆变器壳体  
**沪电股份**：PCB板  
**科达利**：结构件

### 动力总成

**旭升股份**：变速箱铝合金零部件

### 电驱动模块

## 产品分析

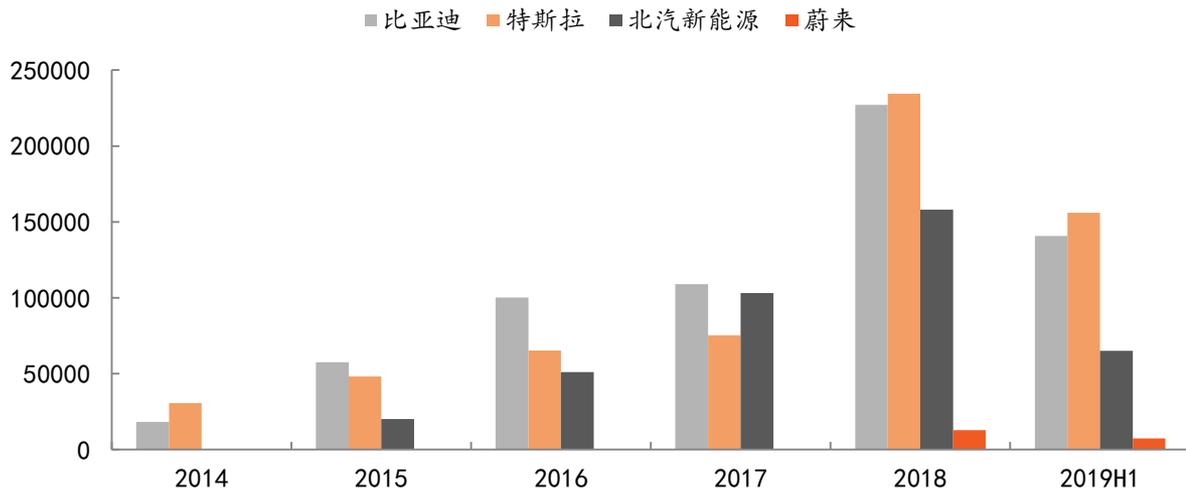
### 特斯拉Model 3国产化：

特斯拉于19年初在上海临港地区独资建设集研发、生产、销售于一体的超级工厂，主要生产Model 3/Y等车型，目前已进入试生产阶段，预计年底开始正式生产，基础版价格35.58万元。特斯拉国产化将首先带给已经进入特斯拉供应链的国内供应商新的增量，如中科三环、三花智控、旭升股份、均胜电子等。其次，国产化的Model 3有望吸纳更多新的直接或间接供应商。据悉，LG化学南京工厂将成为特斯拉新的电池供应商，当升科技、璞泰来、新宙邦、恩捷股份、星源材质等电池材料企业有望借助LG化学进入特斯拉的供应体系。

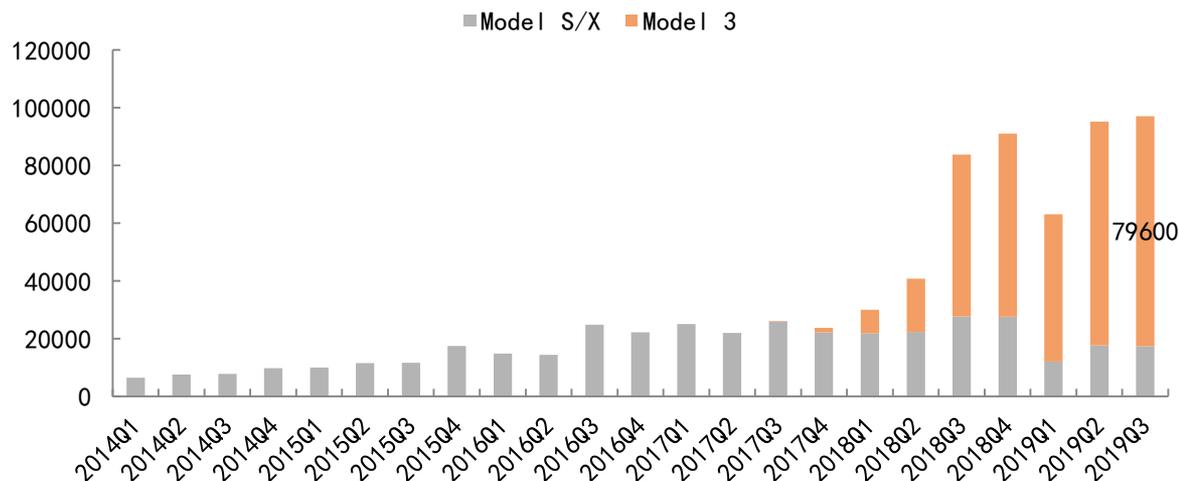


# 公司产品分析——比亚迪/北汽/蔚来/特斯拉

◎ 四家新能源车企业年度销量 单位：辆



◎ 特斯拉季度汽车交付量 单位：辆



资料来源：中汽协、公司公告、平安证券研究所

## 产品分析

### 车企销量对比：

2014年之后，受益于国内新能源汽车的快速发展，比亚迪曾连续三年成为全球新能源乘用车年度销量冠军，北汽新能源销量也一度反超特斯拉。2018年，随着Model 3开始大批量交付，特斯拉销量大幅提升，并一直保持领先优势。蔚来进入新能源市场较晚，整体销售规模较小。

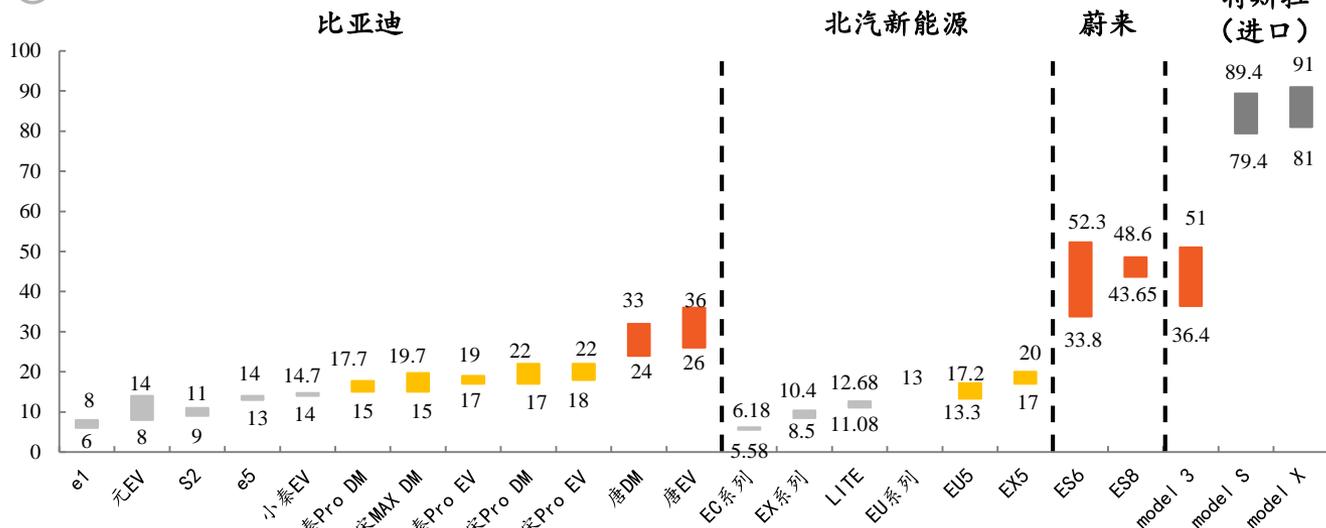
### 特斯拉季度交付变化：

Model 3于2017年三季度开始交付，并在2018年迅速放量，且不断突破产能瓶颈，助推公司整体销量。2019年三季度Model 3单季交付接近8万辆，创下新的历史记录。



## 公司产品分析——比亚迪/北汽/蔚来/特斯拉

四家车企主要新能源产品价格区间 单位：万元人民币

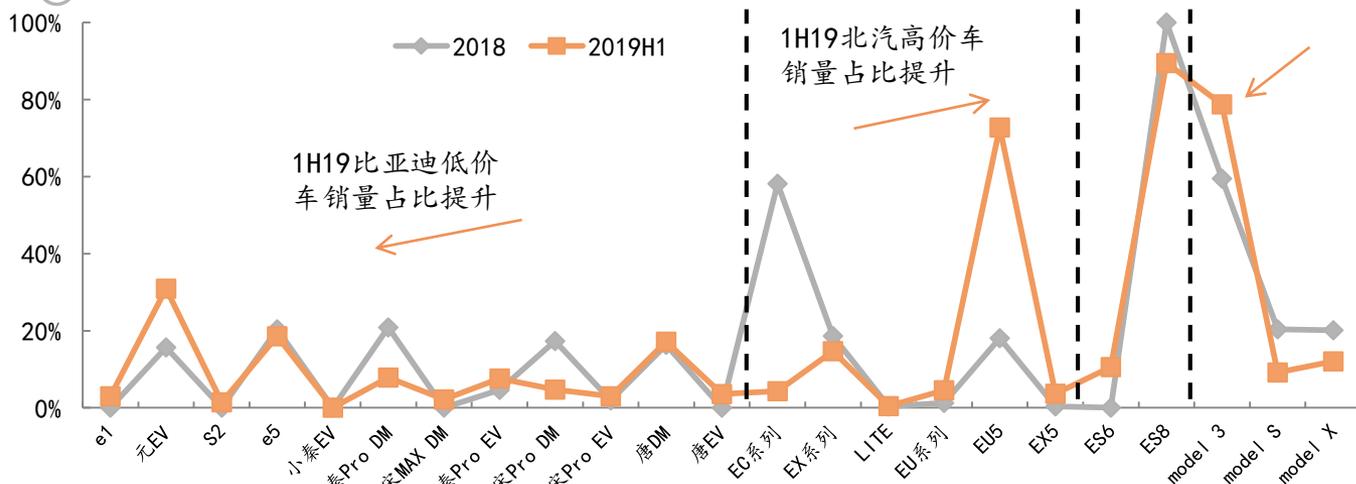


### 产品分析

#### 产品价格区间:

四家车企中，比亚迪产品门类最齐全，覆盖A00-B级、纯电-插电-燃油、轿车-SUV-MPV、5-40万价格区间。北汽以中低端纯电车型为主，全系价格低于20万元。蔚来旗下为高端纯电车型，特斯拉产品定位高端和豪华车系。

四家车企主要新能源产品销量占比变化



#### 销量占比变化:

对比2018年全年和2019年上半年各车型销量占比变化，可以看出比亚迪、蔚来和特斯拉三家车企产品价格下沉。其中比亚迪在19年上半年推出一系列低价新车型，低端产品销量提升，中端产品占比下降，高端产品保持稳定。北汽新能源销量朝高价车型倾斜，中端产品占比大幅提升。

资料来源：汽车之家、中汽协、平安证券研究所



# 公司产品分析——比亚迪/北汽/蔚来/特斯拉

## 30万以上纯电车型对比

	Model 3 (进口高性能全驱型)	Model 3 (国产)	ES6 (性能版)	唐EV (四驱智联创领型)
生产厂商	特斯拉	特斯拉	蔚来	比亚迪
价格 (万元)	50.99	32.8	42.3	30.99
上市时间	2019.3	2019年年底	2018.12	2019.3
长度 (mm)	4694	4694	4850	4870
续航里程 (km)	595	460	510	500
最高车速 (km/h)	261	225	200	-
最大功率 (kW)	340	175	400	360
最大扭矩 (Nm)	639	375	725	660
带电量 (kWh)	75	60	84	82.8
百公里加速 (s)	3.4	5.6	4.7	4.6
百公里电耗 (kWh)	12.6	-	18.1	17.9

## 不同车企中端车型对比

	秦Pro EV	EU5	几何A	Aion S
生产厂商	比亚迪	北汽新能源	吉利汽车	广汽乘用车
价格 (万元)	14.99-19.99	13.29-17.19	15-19	13.98-20.58
上市时间	2019.5换代	2019.9换代	2019.4	2019.8
长度 (mm)	4765	4650	4736	4768
续航里程 (km)	401-520	416-501	410-500	410-510
最高车速 (km/h)	-	155	150	130-156
最大功率 (kW)	100-135	160	120	135
最大扭矩 (Nm)	180-280	300	250	300
带电量 (kWh)	53.1-69.5	53.66-60.2	51.9-61.9	49.4-58.8
百公里电耗 (kWh)	13.5-13.8	13.3	13.5	12.9-13.1

## 产品分析

### 高端车型对比:

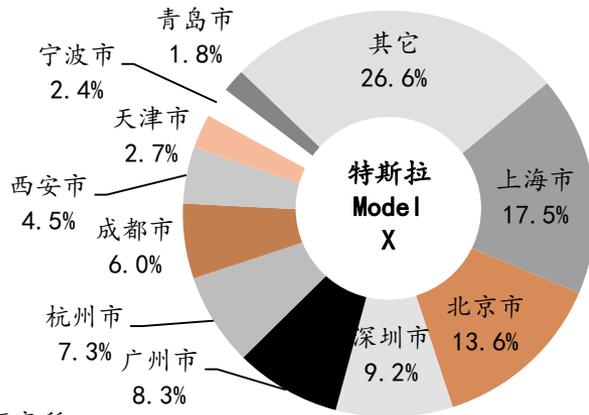
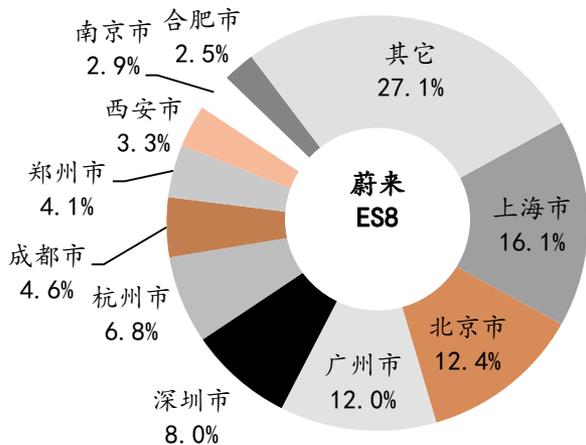
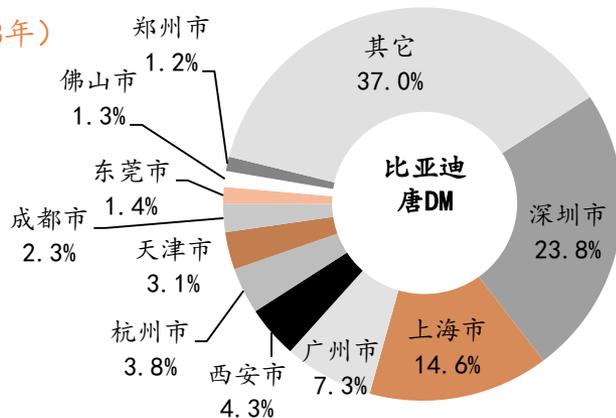
Model 3、ES6和唐EV都属于30万以上的B级高端纯电车型。Model 3海外高配置车型在续航、动力性能和耗电量等方面已经做到行业顶尖水平；相比较而言，国产基础配置版本与同价位自主车企高端车型相比并没有明显优势。

### 中端车型对比:

当前国内自主车企纯电车型集中在15-20万元中端价格区间。从各家车企推出的A级车型来看，北汽EU5在价格、动力性能上具有较强竞争力，广汽Aion S耗电量处于行业较低水平。在续航、配置、智能驾驶等方面各家车企主打产品并没有明显差异。

## 公司产品分析——比亚迪/北汽/蔚来/特斯拉

◎ B级SUV产品及交强险销量分布（2018年）

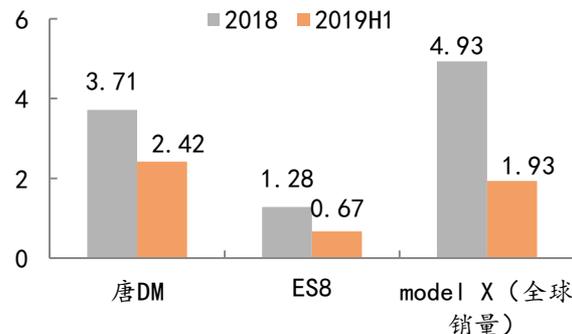


### 产品分析

#### B级SUV销量分布：

比亚迪唐DM、蔚来ES8和特斯拉Model X都是定位于B级SUV的高端或豪华车型，三者销量分布上有一定相似性。ES8和Model X的销量结构高度相似，前十大城市占比均超过70%，且都集中销往北上广深杭等一线限购城市。唐DM的销售结构更加分散，前十大城市的占比更低。

◎ 批发销量 单位：万辆



资料来源：中汽协、公司公告、交强险、平安证券研究所



## 公司产品分析——比亚迪/北汽/蔚来/特斯拉

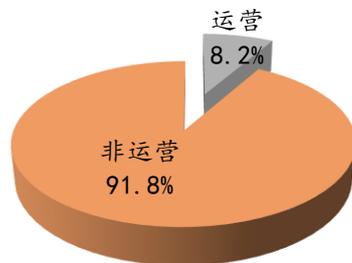
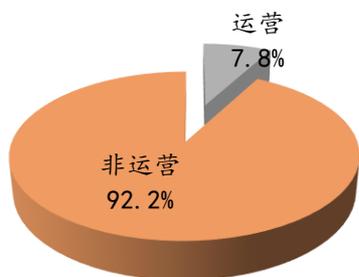
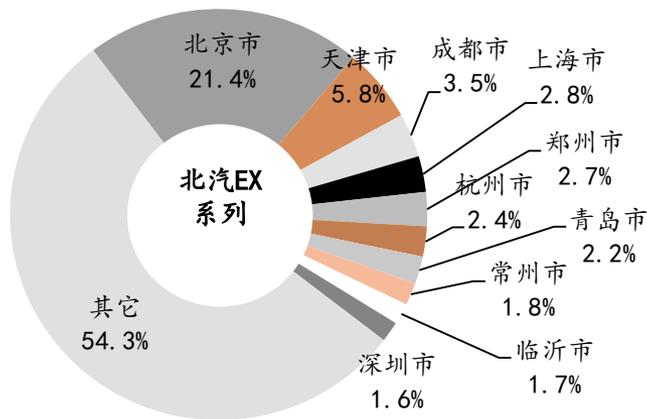
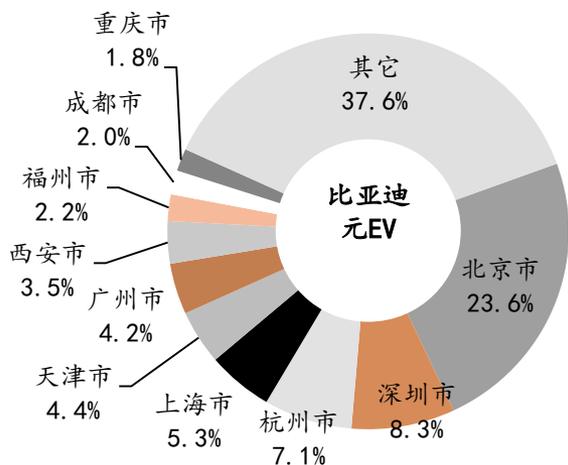
◎ A0级SUV产品、交强险销量分布以及销售用途 (2018年)

### 产品分析

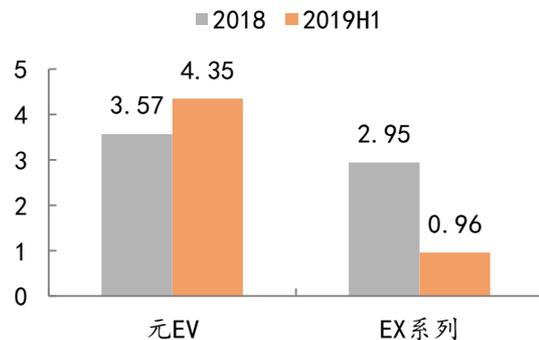


#### A0级SUV销量分布：

两款A0级SUV在限购城市和非限购城市的销量占比皆相对均衡，北汽EX系列在销量前十大城市中的占比更低，在二三线城市的销量占比更高。此外，两款车各自都有8%左右的销量份额用于运营市场。总体来看，A0级SUV车型的市场化程度相对较高。



◎ 批发销量 单位：万辆



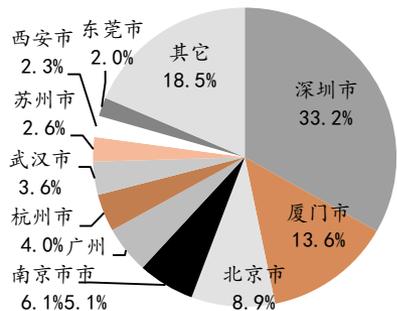


## 公司产品分析——比亚迪/北汽/蔚来/特斯拉

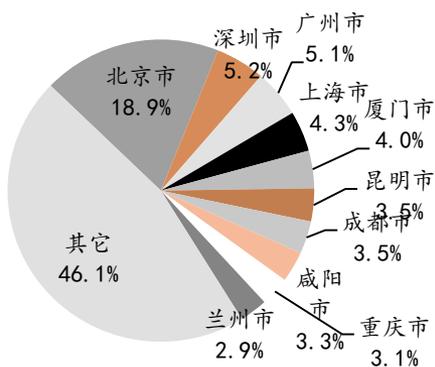
◎ A级/A00级轿车产品、交强险销量分布以及销售用途（2018年）



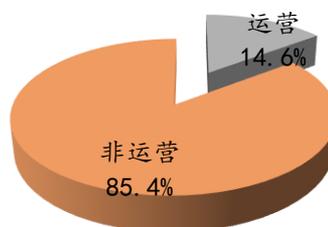
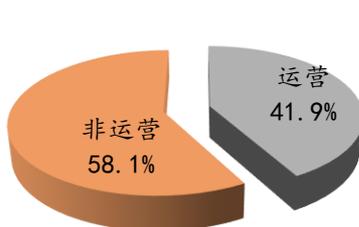
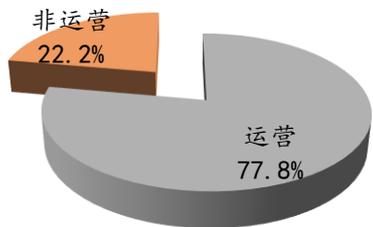
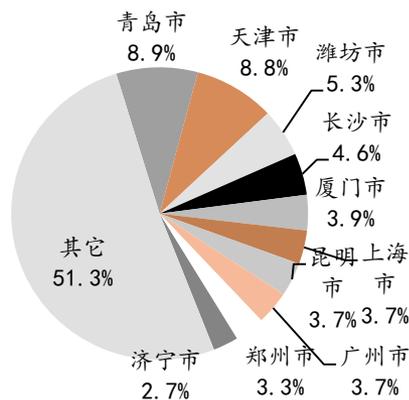
比亚迪e5 (A)



北汽EU系列 (A)



北汽EC系列 (A00)

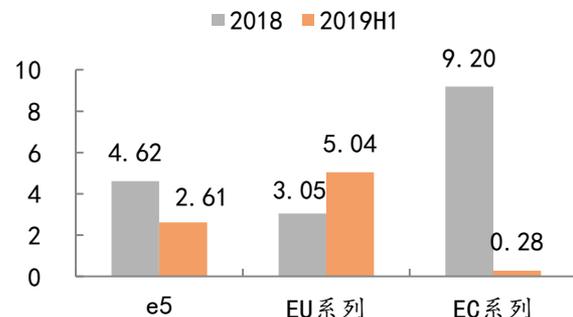


### 产品分析

A级/A00级轿车销量分布：

E5是比亚迪推出的一款专门针对出租运营市场的A级纯电车型，销量受当地政府政策的影响较大，因此集中度较高，前十大城市销量占比超过80%，运营用途销售占比超过75%。北汽EU5兼具私家与运营用途，且市场集中度较低。北汽EC系列销量前十大城市中多为二线非限购城市，市场集中度很低，市场化程度最高。

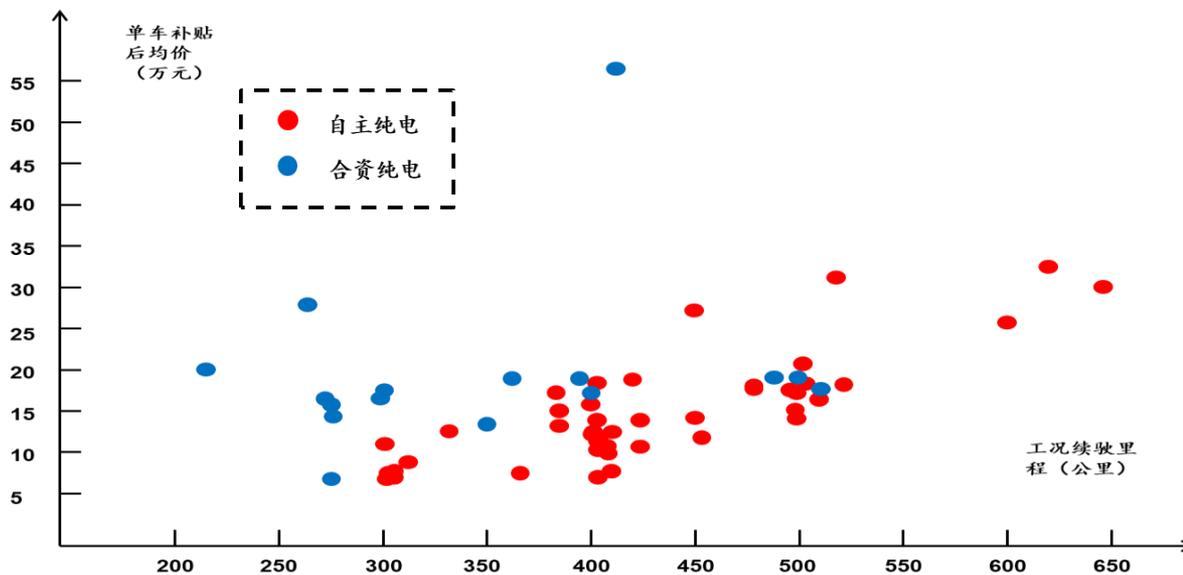
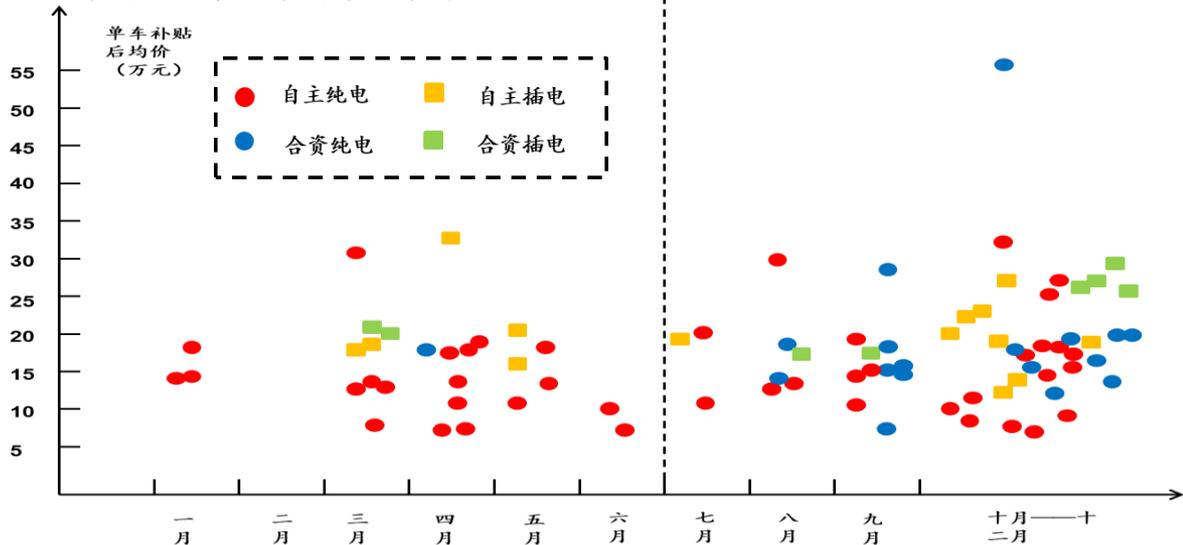
◎ 批发销量 单位：万辆





# 公司产品分析——新车上市

2019年新能源乘用车新车上市时间、续航里程以及价格



## 产品分析

### 2019年车企上市新能源乘用车：

上半年主要车企推出新车型28款，其中自主25款，合资3款；下半年推出56款，其中自主33款，合资23款。下半年新车型的推出速度明显快于上半年，且合资车企在下半年发力，尤以大众品牌为盛。合资车型的插混车价格普遍高于国产插混车，但性能指标差异不大，主要因为合资车型燃油车口碑较好带来插混车较高的溢价能力。除个别高端车型外，合资车型的纯电车与自主品牌相比价格相差不大，没有明显的溢价。但考虑到合资车型纯电车续航普遍低于300公里，实际上合资车型性价比处于劣势。



# 公司产品分析——新车上市

## 2019年合资车企上市代表性新能源车

厂商	名称	车型	种类
上汽大众	朗逸 EV 版	紧凑型轿车	纯电
	途岳 PHEV	紧凑型 SUV	插电
	斯柯达明锐 EV	紧凑型轿车	纯电
	途观 L EV	紧凑型 SUV	纯电
上汽通用	Velite 6	紧凑型轿车	插电
	英朗插电混动版	紧凑型轿车	插电
	Avista	轿跑	纯电
	K226	紧凑型 SUV	插电
一汽大众	高尔夫 EV	紧凑型轿车	纯电
	宝来 EV	紧凑型轿车	纯电
	探岳 PHEV	紧凑型 SUV	插电
广汽丰田	雷凌 PHEV	紧凑型轿车	插电
广汽本田	凌派	紧凑型轿车	插电
	世锐	紧凑型 SUV	插电
一汽奥迪	e-tron	中型 SUV	纯电
北京奔驰	EQC	中型 SUV	纯电

## 产品分析

### 2019年合资车企上市新能源车：

合资车企从2018下半年开始逐步发力新能源车型，以每年投放2款新车的速度进入市场，纯电车型多集中在A级车，而插电车型多集中在B级以上，非常符合目前的消费趋势和补贴政策。合资车企虽然占据品牌优势，但是由于其保守的安全标准，基于传统燃油车平台改装，车辆的性能受到限制，采用的电池能量密度较低，续航里程、加速性能、百公里油耗等参数上并不占优势，仍然是在为应对政策法规而推出新能源车，以满足CAFC积分和新能源积分要求，2020年后基于新平台全新打造的新能源车才是销量主力。



## 公司产品分析——新车上市

### 2019年自主车企上市代表性新能源车

厂商	名称	车型	种类
上汽集团	名爵 ZS EV	小型 SUV	纯电
	名爵 HS PHEV	紧凑型 SUV	插电
广汽乘用车	AION S	紧凑型轿车	纯电
	-	紧凑型SUV	纯电
吉利汽车	缤越 PHEV	小型 SUV	插电
	领克03	紧凑型轿车	插电
	帝豪 GL EV	紧凑型轿车	纯电
比亚迪	宋 MAX DM	紧凑型 MPV	插电
	宋 EV Pro	紧凑型 SUV	纯电
长城汽车	欧拉 R1	紧凑型 SUV	纯电
	欧拉 R2	紧凑型 SUV	纯电

### 产品分析

#### 2019年自主车企上市新能源车：

合资车企在2018-2020年新能源车型布局较弱，给予了自主品牌销量爆发的机会。行业角度来看，新能源车型占总销量比例约4%。单个产品角度来看，新能源车型销量一般为传统车型的5—20%。新能源产品较多的车企其销量比例也较高，比如上汽、吉利等。自主品牌中比亚迪、吉利汽车、上汽集团等新能源发力较快，2019年推出众多新品，份额有望保持甚至提升，补贴虽逐步退坡，但是利好具备技术优势的企业，看好优质自主新能源车企崛起。

# 目录 CONTENTS

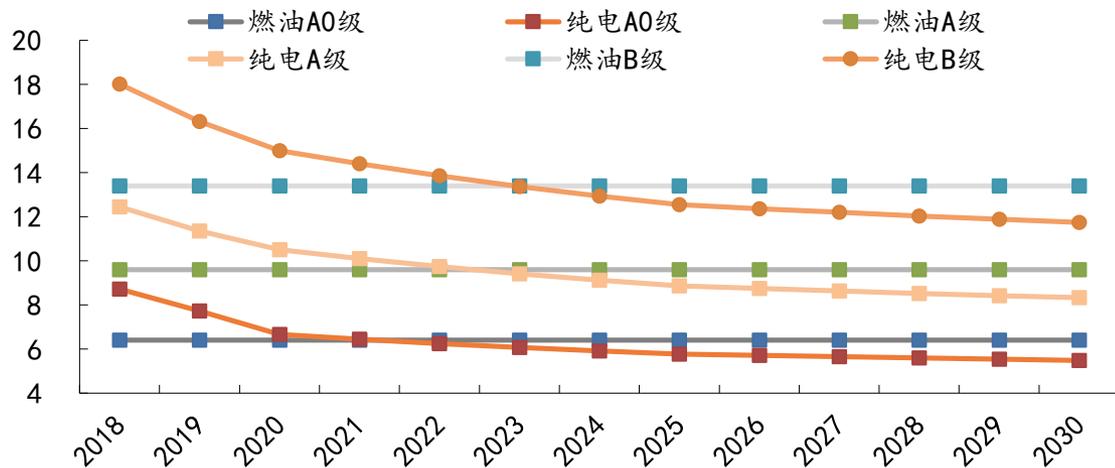


- 🎯 市场概况篇
- 🎯 公司分析篇
- 🎯 产品比较篇
- 🎯 行业预测篇

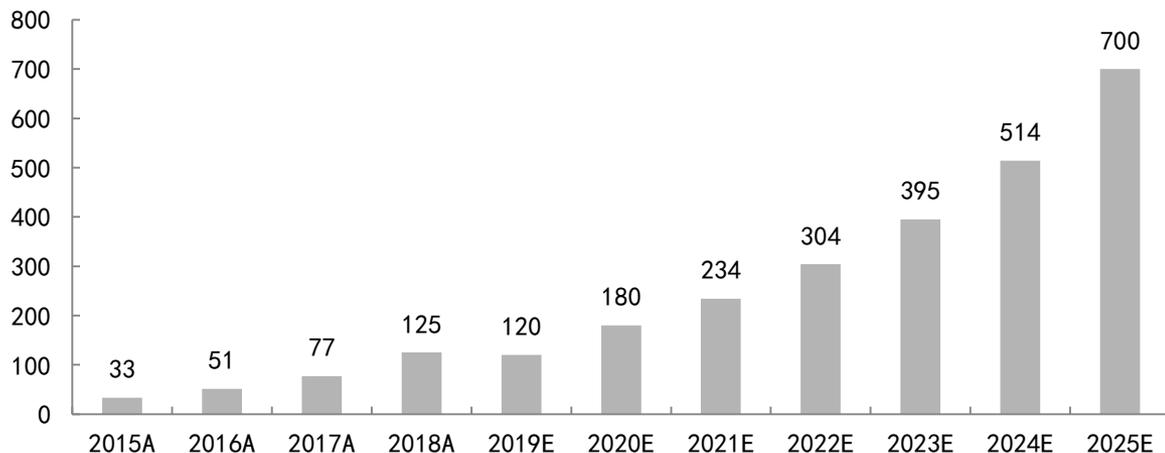


# 行业发展判断

国内新能源汽车2021年后逐步实现平价 单位：万元



2025年国内新能源汽车销量规模达到700万辆 单位：万辆



资料来源：中汽协、平安证券研究所

## 行业判断

### 国内新能源汽车成本：

纯电车初始购买成本（只对BOM原材料成本做对比）具备竞争力的时间节点预计在2021年后，预计电池包2021年价格将在700-750元/kwh左右，A0级车初始购买成本在2021年即可达到与传统燃油车一致（考虑购置税节省）。

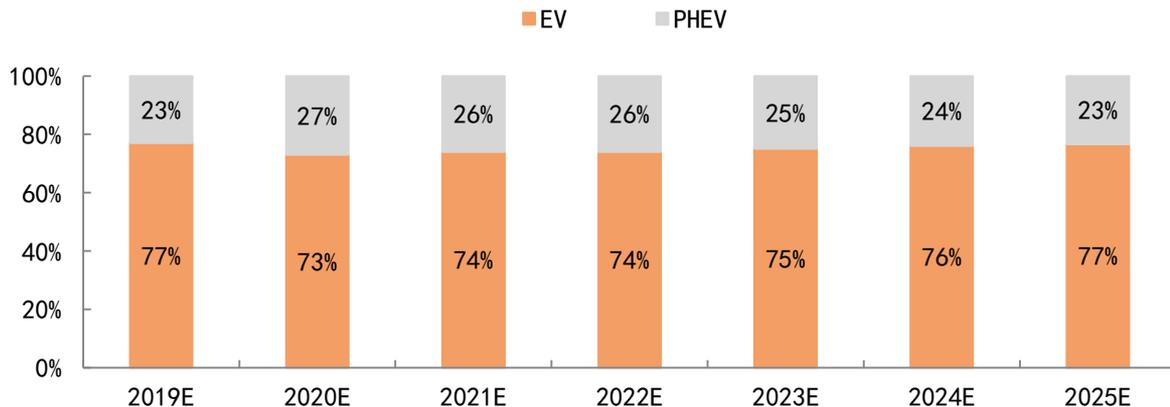
### 国内新能源汽车规模：

2021年之后随着纯电车成本与燃油车实现平价，预计届时纯电动车辆将迅速走进普通消费者家庭，进入快速普及期。预计2025年国内新能源汽车将实现700万辆销量规模，2020-2025年复合增长率31.2%。

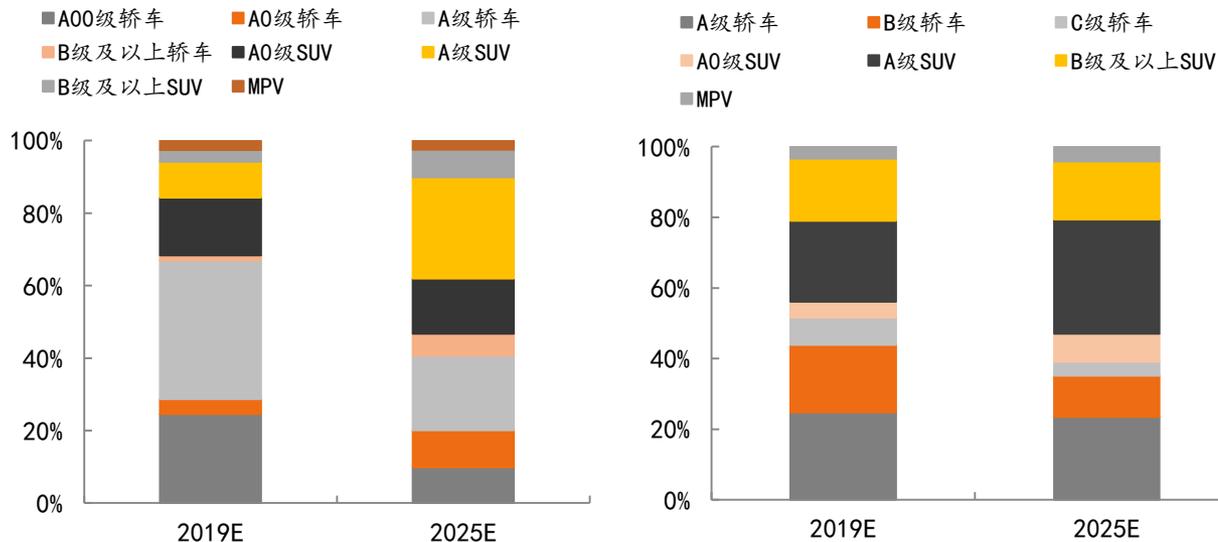


# 行业发展判断

## 国内新能源汽车分燃料类型市场结构预测



## 国内新能源汽车分级别市场结构（左图：纯电，右图：插电）预测



## 行业判断

### 分燃料类型市场结构预测:

插电车型短期内有一定的私人市场需求，但本身制造成本较高（2套驱动系统，2套传感器系统）、技术复杂，且成本下降幅度难度较大。预计随着纯电车型成本下降和基础设施的完善2021年后插电份额将会逐步下滑。

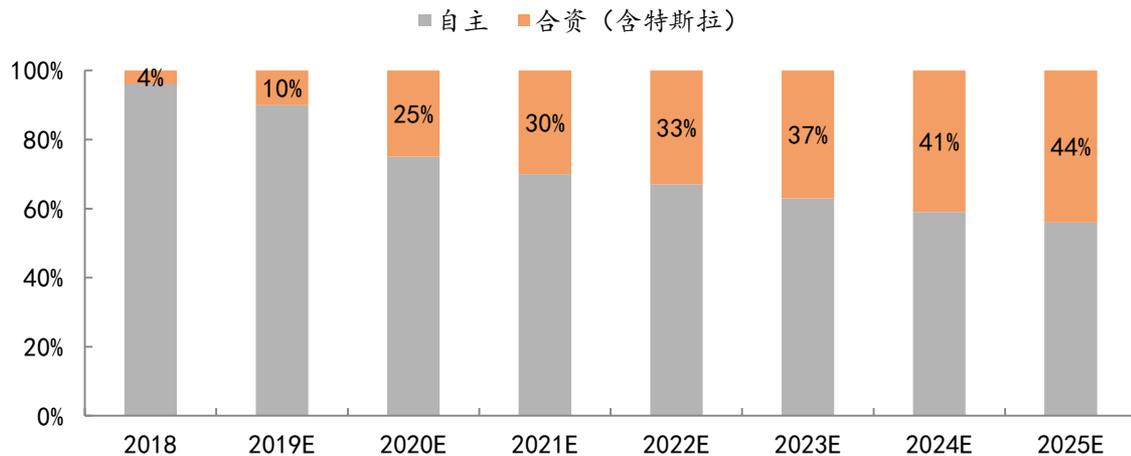
### 分级别市场结构:

无论是EV还是PHEV，从车身体级别的角度判断，随着国内消费市场整体对SUV车型的偏好以及国内外整车厂SUV车型的投放增多，未来5年内SUV的占比会超过轿车，同时车身也会向更大的方向发展。

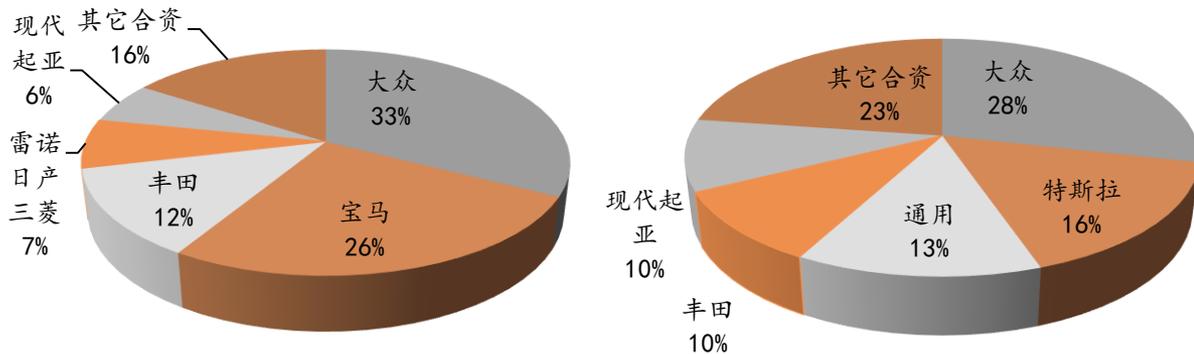


# 行业发展判断

## 国内新能源汽车自主/合资销量占比趋势变化预测



## 2019年（左）和2025年（右）国内合资新能源汽车市场销量格局预测



## 行业判断

### 合资车型占比提升：

2020年后将迎来全球新一轮新能源产品投放周期，全球各大主流车企纷纷投入新平台和新车型的研发和生产。预计国内市场合资新能源汽车的市占率将从2018年的4%提升至2025年的44%。在众多合资品牌中，根据各家车企的战略规划、在中国市场的长久布局以及品牌力，我们预计到2025年国内合资车企销量前三依次为大众、特斯拉和通用，其中大众当年中国市场的销量将接近90万辆的水平。以丰田为代表的日系车企采取了多样化的新能源路线，在EV和PHEV市场的销量会相对落后。



## 投资建议

1. 19年补贴大幅退坡及汽车整体销量的不振，对新能源汽车板块形成较大压制，下半年以来无论是实体经营层面还是投融资市场都是寒意渐浓。站在当前时点，我们认为新能源汽车板块的中长线布局窗口已然开启，虽然短期产销下滑压力尤在，但是行业的驱动力正在多维度向好，从行业发展的两个主要参与方——政府和车企来看，补贴政策退坡的边际影响已大幅减小，国家地方促销费稳增长的意愿日增，车企尤其是合资车企新一代平台车型的密集加推，代表着传统车企在特斯拉带动影响下，已全面加码电动化进程，随着更具品牌力和吸引力车型的推出，新能源汽车to C端的起量将真正到来。
2. 整车厂层面，随着合资车企加速在华布局，国内新能源乘用车市场竞争加剧；双积分政策引导企业向兼具高续航和低能耗的产品转型，市场进入主动提质阶段。具有高研发投入、强大研发实力和资金壁垒的头部企业有望实现市场份额的提升。建议关注长城汽车、上汽集团、广汽集团、比亚迪。
3. 零部件层面，特斯拉国产化将为已经进入特斯拉供应链的国内企业带来新的市场增量，具备技术优势的汽车零部件企业有望借此契机成为特斯拉供应商，同时传统汽车巨头的发力有望激发更多的市场需求。建议关注特斯拉供应链和海外供应链企业，对应拓普集团、中鼎股份、宁德时代、当升科技、容百科技、杉杉股份、璞泰来、新宙邦、恩捷股份、星源材质。



# 投资建议

公司名称	股票价格	EPS			PE			投资评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
宁德时代	72.87	1.54	1.89	2.12	47.3	38.6	34.4	强烈推荐
当升科技	19.47	0.72	0.93	1.16	27.0	20.9	16.8	强烈推荐
杉杉股份	10.62	0.99	0.83	0.96	10.7	12.8	11.1	强烈推荐
中鼎股份	8.05	0.91	0.55	0.64	8.8	14.6	12.6	推荐
上汽集团	22.82	3.08	2.48	2.6	7.4	9.2	8.8	推荐
长城汽车	9.55	0.57	0.55	0.94	16.8	17.4	10.2	推荐
广汽集团	11.13	1.07	0.81	1.11	10.4	13.7	10.0	推荐
拓普集团	13.21	1.04	0.46	0.56	12.7	28.7	23.6	推荐
璞泰来	58.62	1.37	1.85	2.07	42.8	31.7	28.3	推荐
新宙邦	27.33	0.84	1.02	1.19	32.5	26.8	23.0	推荐

注：股票价格对应11月18日收盘价



## 风险提示

---

1. 新能源汽车销量不及预期，A0/A/B级别较大车型购买力不足，主机厂为了保证产量和销量，或将出现价格战，经销商终端优惠力度加大，盈利能力下滑，主机厂毛利率下降，将影响三四季度的盈利能力；
2. 原材料涨价影响：如果上游原材料价格快速上涨，将影响主机厂和零部件企业盈利能力，而零部件企业由于相对弱势的话语权，或将承担原材料价格上涨带来的盈利压力；
3. 新能源汽车零部件成本下降缓慢：如果三电尤其是电池成本下降幅度不及预期，外加补贴政策退坡幅度大、产品力不足等原因将导致新能源汽车整体销量下滑。

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2019版权所有。保留一切权利。