

2020年销量预判获验, 2021年欧洲新能源汽车需求或超200万辆

——新能源汽车系列报告 20

2021年02月03日

看好/维持

电力设备与新能源 行业报告

我们曾在2020年5月的欧洲新能源汽车市场系列研究《无惧疫情, 欧洲新能源汽车销量翻倍仍可期》(20200522)等报告中率先提出: 欧洲2020年新能源汽车销量有望超彼时市场预期, 将成为全球最大新能源汽车消费市场, 销量达到130万辆左右, 渗透率10.42%, 且不排除全年销量超130万辆的可能性。上述观点及相关预测数据已经获得验证, EV sales 数据显示, 2020年欧洲新能源汽车销量增长142.4%至136.71万辆, 渗透率11.41%。

展望2021年, 我们保守预计欧洲市场新能源汽车销量或超200万辆, 同比增长46%左右, 渗透率16%左右。我们再次强调, 欧洲新能源汽车市场的首要硬约束是交通减排法案。按照欧盟法案相关规定, 2021年欧盟地区整车厂所销售的新能源汽车渗透率合计需要达到15.42%方可避免罚款。我们保守假设2021年欧盟地区乘用车销量与2020年持平在1200万辆左右, 剔除英国统计口径影响后, 欧盟2021年乘用车销量约为1025万辆, 对应上述渗透率, 欧盟新能源汽车销量至少158万辆, 我们预计2021年英国、挪威、瑞士新能源汽车销量分别达到26.25、11.20、3.75万辆。由此, 2021年欧洲合计销量保守将达到199.22万辆。

交通减排法案决定销量下限, 但2021年欧洲新能源汽车销量仍有超预期增长可能。我们认为, 欧洲新能源汽车市场有超预期发展的可能性, 理由如下: (1) 乘用车总销量回暖速度可能超预期, 2020年12月欧洲乘用车单月销量已经恢复至往年同期水平, 2021年总销量可能恢复至1400-1500万辆水平; (2) 渗透率提升可能超预期, 2020年12月欧洲新能源汽车渗透率已经达到23.15%, 历史数据表明欧洲市场新能源汽车渗透率逐月提升, 在车企增加优质供给、消费者消费观念转变等因素的推动下, 2021年欧洲新能源汽车渗透率可能超过15.42%。乐观的情况下, 欧洲2021年新能源汽车销量可能达到230-250万辆水平。

相关标的: 建议关注欧洲既有产业链投资机会、新增产业链投资机会、结构性机会三条投资主线; 标的方面, 建议关注进入欧洲新能源汽车产业链、具有竞争力及良好商业模式的相关标的, 如宁德时代、星源材质、恩捷股份、璞泰来、孚能科技、卧龙电驱等。

风险提示: COVID-19 疫情全球扩散情况及对社会经济活动的影响或偏离预期; 行业政策或出现重大变化; 新能源汽车市场发展或不及预期; 技术进步或不及预期; 上市公司相关业务发展或低预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			评级
	19A	20E	21E	19A	20E	21E	
宁德时代	1.96	1.73	2.03	187.88	212.98	180.77	强烈推荐
恩捷股份	0.96	1.20	1.79	143.65	114.44	76.75	推荐
星源材质	0.30	0.31	0.41	84.68	83.10	62.03	推荐

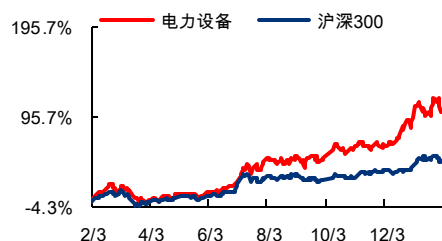
资料来源: Wind, 东兴证券研究所 (对于2021.2.2收盘价)

行业基本资料

占比%

股票家数	185	4.45%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	28229.6	3.17%
流通市值(亿元)	22950.72	3.49%
行业平均市盈率	39.63	/
市场平均市盈率	23.89	/

行业指数走势图



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师: 郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519070001

研究助理: 张阳

010-66554016

zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

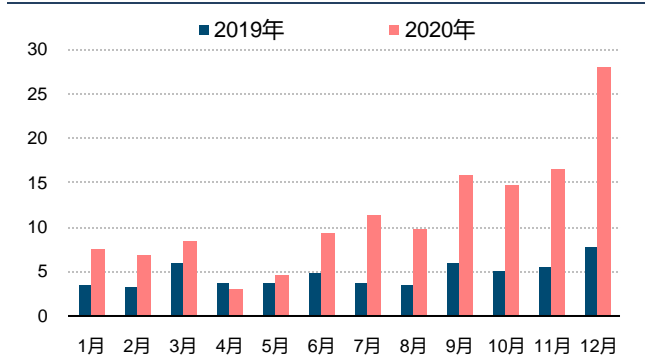
执业证书编号:

S1480119070043

1. 欧洲新能源汽车销量高速增长，此前预判获验

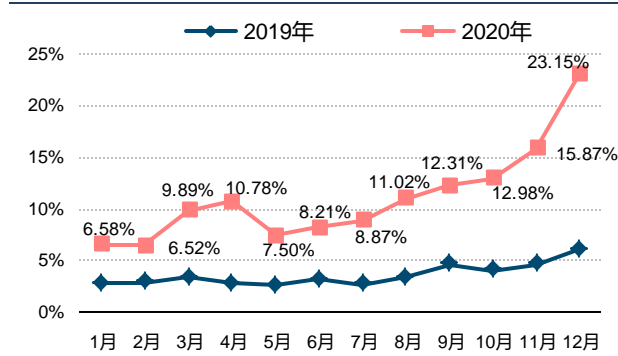
2020年欧洲新能源汽车市场高歌猛进，增长142.4%至136.71万辆，渗透率达到11.41%，我们于2020年欧洲新能源汽车市场系列研究《无惧疫情，欧洲新能源汽车销量翻倍仍可期》（20200522）等报告中提出的“130万辆左右销量、10.42%渗透率”预判已经得到验证。12月单月，欧洲新能源汽车销量达到28.12万辆，同比增长超250%。渗透率达到23.15%的历史高点。2019-2020年欧洲新能源汽车（cars）月度销量如图1所示，渗透率如图2所示。

图1：欧洲新能源汽车月度销量（2019.1~2020.12，万辆）



资料来源：EV sales, inside evs, 东兴证券研究所

图2：欧洲新能源汽车销量渗透率（2019.1~2020.12）



资料来源：EV sales, inside evs, ACEA, 东兴证券研究所

2. 保守预计欧洲2021年新能源汽车销量近200万辆

我们认为，欧洲新能源汽车市场现阶段主要由交通碳排放法规驱动，消费刺激政策“锦上添花”，市场高景气度有望维持。我们假设，欧盟市场2021年新售轿车中，零排放车、低排放车分别占比x、y，普通燃油轿车、低排放轿车平均排放量分别为120g/km、30g/km。根据《欧洲议会和理事会第(EU)2019/631号条例》要求，被考核的车企本年排放量需不高于95g/km方可避免罚款，本年销售1辆零排放或低排放车可算作1.67辆，我们用如下方程式表达：

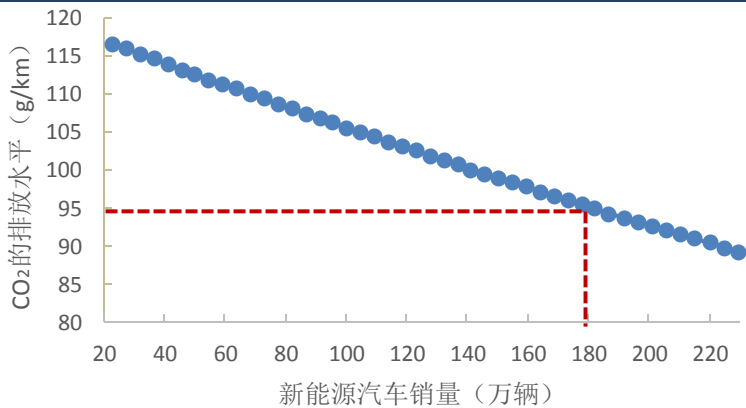
$$\frac{120 * (1 - x - y) + 40 * y * 1.67 + 0 * x * 1.67}{(1 - x - y) + (x + y) * 1.67} \leq 95$$

基于对欧洲市场的研究与理解，我们认为x:y取值6:4较为合理。通过试算，我们发现，如要避免罚金，2021年欧盟新增零排放和低排放轿车（基本对应新能源汽车）的合计渗透率将达到15.42%左右。考虑疫情后复苏预期，我们预计，2021年欧盟地区（不含英国）小轿车销量有望恢复到1,025万辆，15.42%渗透率对应158万辆新能源汽车销量；加上英国、挪威等非欧盟国家的贡献，我们预计，2021年欧洲全境新能源汽车销量有望达到199万辆。相关测算与敏感性分析见于表1、图3。

表1：2021 年欧盟新能源汽车销量渗透率测算与敏感性分析

x+y	x	y	调整系数	低排放车平均碳排放量 (g/km)	排放水平测算值 (g/km)
14.58%	8.75%	5.83%	1.67	35	96.48
15.00%	9.00%	6.00%	1.67	35	95.87
15.42%	9.25%	6.17%	1.67	35	95.26
15.83%	9.50%	6.33%	1.67	35	94.66
16.25%	9.75%	6.50%	1.67	35	94.06

资料来源：东兴证券研究所测算

 图3：2021 年欧盟地区 CO₂ 的排放水平对新能源汽车销量的敏感性分析结果


资料来源：欧委会、东兴证券研究所测算

为探寻新能源汽车推广不达预期对应的罚款影响，我们对体量类似大众的规模车企作了合理假设下的情景分析，见于表 2。若 2021 年在欧盟地区销售 350 万辆新车，BEV（纯电动车）和 PHEV（插电式混合动力车）占比分别为 6%和 4%，则当年需缴纳 29 亿欧元的罚金。我们判断，即使消费刺激政策退出，各车企基于实际经营考虑，在达到满意销量的同时将积极避免高额罚款，加大新能源汽车供给为其良策。

表2：车企在交通碳排放法规下面临的罚款情况

销量	2020	2021E	2022E
*假设车企在欧盟小轿车销量（万辆）	300	350	350
假设燃油小轿车平均 CO ₂ 排放水平（g/km）	120	120	120
假设 BEV 渗透率	4%	6%	8%
假设 PHEV 渗透率	2%	4%	5%
新能源汽车销量（万辆）	18	35	45.5
PHEV 平均 CO ₂ 排放水平（g/km）	40	40	40

集团平均 CO ₂ 排放水平 (g/km)	107.92	103.72	102.66
CO ₂ 排放水平标准线 (g/km)	95	95	95
超出标准线幅度 (g/km)	12.92	8.72	7.66
超标罚款力度 (欧元/辆,g/km)		95	
罚款金额 (亿欧元)	36.83	29.00	25.46

* 假设 2020 年受疫情冲击较大，2021 年、2022 年销量逐步恢复

资料来源：ACEA、东兴证券研究所预测

因此，我们认为，欧洲市场首要硬约束是交通减排新规。加之欧洲市场活跃车企的新能源车型产业化储备深厚，公众环保意识普遍较强，我们判断欧洲市场景气度有望持续。

前述《欧洲议会和理事会第 (EU) 2019/631 号条例》要求欧盟 2025 年交通 CO₂ 排放水平较 2021 年降低 15%。我们据此研究判断，欧盟市场 2025 年新能源汽车销量有望达到 410 万辆左右，渗透率 32.28% 左右；欧洲全境市场 2025 年新能源汽车销量将达到 550 万辆左右，相关测算如表 5 所示，重要假设包括：1) BEV 与 PHEV 销量比例为 7:3；2) 普通燃油车平均 CO₂ 排放水平为 115g/km，低排放车平均 CO₂ 排放水平为 30g/km；3) 欧盟汽车销量 1,270 万辆左右。

表3：欧洲新能源汽车销量及预测值（2019-2025）

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
欧盟排放标准 (g/km)	120 左右	95	95	95	90.25	85.50	80.75
调整系数	-	2.00	1.67	1.33	1.00	1.00	1.00
新能源销量 (万辆)	46.69	114.58	158.02	200.65	276.00	353.79	410.00
新能源渗透率	3.04%	10.42%	15.42%	18.24%	23.19%	27.86%	32.28%
英国销量 (万辆)	算在欧盟内	算在欧盟内	26.25	38.00	63.00	92.00	115.00
挪威销量 (万辆)	7.96	10.01	11.20	12.60	13.30	14.00	14.00
瑞士销量 (万辆)	1.75	1.99	3.75	5.60	7.50	9.00	10.50
欧洲销量 (万辆)	56.4	126.58	199.22	256.85	359.80	468.79	549.50
年增速	-	124.43%	57.39%	28.93%	40.08%	30.29%	17.22%

资料来源：EV sales、欧委会、ACEA、东兴证券研究所预测

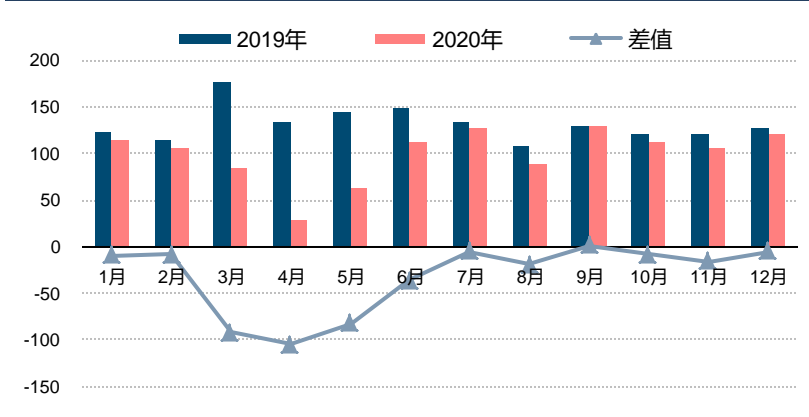
3. 2021 年销量仍有超预期的可能性

我们得出欧洲 2021 年销量约 200 万辆的结论的前提是：(1) 2021 年欧洲乘用车销量恢复至 1200 万辆左右；(2) 欧盟新能源汽车渗透率为交通碳排放法案推算出的 15.42%。这两个前提较为保守，安全边际较高，在消费端政策刺激、车企增加优质供给、消费者消费观念转变等因素的推动下，这两点都存在超预期可能。

一、乘用车总需求回暖程度可能超预期

ACEA 数据显示，2020 年 12 月欧洲乘用车单月销量已经恢复至往年同期水平。按照 2020 年 Q4 欧洲乘用车市场的实际情况看，销售总量已经恢复至往年水平，如图 4 所示。对应全年乘用车销量大约 1400-1500 万辆，2021 年欧洲乘用车总销量可能恢复至这一水平，可能会比我们预期的 1200 万辆高出 16% 左右。

图4：2019 年及 2020 年欧洲乘用车销量及月度差值



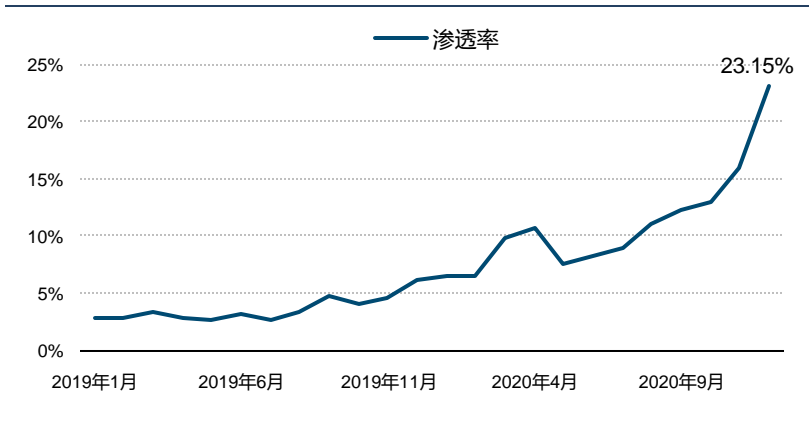
资料来源：ACEA、东兴证券研究所

二、渗透率提升可能超预期

我们认为，当前阶段，欧盟的交通碳减排法案是欧洲新能源汽车市场发展的首要硬约束，决定了市场新能源汽车销量渗透率的下限，而上限是由政策、车型供给、消费观念等众多因素综合决定的。

以 2020 年 Q4 欧洲新能源汽车市场的渗透率情况看，月度渗透率最高值已经达到 23.15%，且历史数据表明，欧洲新能源汽车销量渗透率逐月提升，如图 5 所示，2021 年欧洲新能源汽车渗透率可能超过我们此前的推论 15.42%。

图5：欧洲新能源汽车渗透率（2019.1-2020.12）



资料来源：ACEA、EV sales, inside evs, 东兴证券研究所

我们预计，乐观的情况下，欧洲 2021 年新能源汽车销量或将达到 230-250 万辆水平。

4. 关注三条投资主线

一、既有产业链投资机会

欧洲一些主流车企过去几年已完成“车型-电池-材料-矿产”和“车型-零配件”两条供应链的相关资源配置，车企及核心供应商已就未来市场需求制定了相应的采购和订单规划，如推进顺利，将惠及相关供货企业。

二、新增产业链投资机会

欧洲新能源汽车市场总体处于成长期，本土产业链快速成长中，欧洲本土动力电池企业 Northvolt 的发展前景较为可观。据 Northvolt 官网和德国联邦经济与能源部消息，目前 Northvolt 规划在瑞典和德国建设 36GWh 的动力电池工厂，并规划 2020 年新建一个电池材料回收试点基地，计划在 2030 年通过回收解决 50% 的电池材料需求，同时公司已经拿到宝马等企业的订单，到 2030 年总订单合计超 130 亿美元。看好其供应商发展前景。

三、结构性机会

欧洲 PHEV 市场发展较快，传动系统领域相关供货企业有望受益。

建议关注宁德时代、恩捷股份、璞泰来、孚能科技、卧龙电驱、星源材质等公司。此外，三花智控 2019 年 12 月 13 日公告，子公司三花汽零被确定为宝马汽车两大主流平台 CLAR/FAAR-WE 的供货商。此类公司相关业务亦有望受益欧洲市场的快速发展。

5. 风险提示

COVID-19 疫情全球扩散情况及对社会经济活动的影响或偏离预期；行业政策或出现重大变化；新能源汽车市场发展或不及预期；技术进步或不及预期；上市公司相关业务发展或低预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：半固态电池对锂电产业有什么影响？	2021-01-12
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：中欧投资协议谈判完成，新能源车补贴退坡温和	2021-01-10
行业深度报告	电力设备与新能源行业报告：全球市场迎快速增长，把握产业发展三大趋势	2021-01-07
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：碳减排受到高度重视，风电并网持续加速	2020-12-22
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：碳减排受到高度重视，风电并网持续加速	2020-12-21
行业深度报告	电力设备与新能源行业报告：如何看待锂电隔膜行业及头部企业发展趋势？	2020-12-16
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：中欧新能源汽车销量喜人，官方拟推碳交易新政	2020-11-18
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：国常会通过新能源汽车规划，促电网企业剥离竞争性业务	2020-10-12
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：特斯拉造电池更重要的意义在于对产业的推动作用	2020-09-28
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：燃料电池汽车推广或将提速，核电新项目助力海南发展	2020-09-17
公司普通报告	福莱特：长坡厚雪，无惧波动	2020-04-24
公司深度报告	明阳智能（601615）：践行大风机战略，供应链管理卓越	2020-12-17
公司深度报告	金风科技（002202）：低谷已过，有望迎来业绩拐点	2020-04-07
公司深度报告	爱奇艺（IQ.O）：中国奈飞，盈利不难	2020-07-21
公司深度报告	特锐德（300001）：大浪淘沙，沉者为金	2020-05-15
公司普通报告	中环股份（002129）：半导体持续突破，光伏大硅片引领行业进步	2020-03-30
公司深度报告	中环股份（002129）：半导体硅片国产化龙头，12 英寸即将放量	2020-03-15
公司普通报告	湘电股份（600416）：轻装上阵 重现生机	2020-02-23
公司普通报告	东方电缆（603606）：屡次中标高难度工程，积累宝贵经验	2020-11-18
公司普通报告	可转债募投项目有望提前完工	2020-07-31
公司普通报告	日月股份（603218）：大兆瓦风电铸件交付与核废料罐研发进展顺利	2020-09-11
公司深度报告	日月股份：风电铸件强者，向“两海”市场谋发展	2020-08-06
公司普通报告	天顺风能（002531）：海上风电设备产能与风电场项目建设顺利	2020-10-30
公司普通报告	紧抓行业机遇，风塔与叶片顺势扩产	2020-07-30

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，2020 年 12 月起担任制造组组长。此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

研究助理简介

张阳

北京科技大学材料科学与工程专业学士，中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券，从事电力设备与新能源行业研究，主要负责新能源汽车产业链方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526