



投资策略研究

【粤开新能源汽车深度】2021 年中期策略及下半年展望：智能电动，拾级而上

2021 年 06 月 29 日

投资要点

回顾

市场端，今年以来汽车行业实现上涨 8.1%，位列 28 个申万一级行业当中第 7 位，跑赢沪深 300 超过 10 个百分点。自 2020 年下半年开始，汽车行业尤其是新能源汽车行业迎来了明显的向上拐点，一方面受益于供给端政策的红利；另一方面受益于需求端快速回升，短期板块景气度维持高位。

业绩端，2021Q1 新能源汽车板块共计实现营收 1211.88 亿元，同比增长 98.97%；共计实现归母净利润 72.30 亿元，同比大增 251.12%。从营业收入以及归母净利润的变化趋势可以看出，行业在政策共振+供需两端持续催化的背景下，整个行业的基本面保持了高速增长和持续修复的态势，营收、利润的双增长成为板块的主旋律。

趋势

目前在全球新能源汽车市场已经形成了较为稳固的中、美、欧三足鼎立的格局，在三者政策大力支持+排放政策日益趋紧的背景下，我们判断全球新能源市场将迎来共振。

“双碳”目标下，行业将迎来强确定性的高速发展期。新能源汽车产业溢出效应明显，带动了投资、就业和税收快速增长，改善我国内需消费的疲软的颓势，成为中国经济增长新动力、新引擎。

未来，随着补贴政策的逐步退出，顶层规划+新版双积分政策有望接棒补贴政策，大力推进新能源汽车产业发展。新能源汽车行业导向将由政策驱动向市场驱动过渡，促进整个产业链实现长期的供需良性循环。新能源汽车渗透率逐步提升，行业将迎来快速发展，相较于目前几倍的成长空间。

展望

(一) 景气周期上行，未来行业保持高增

整体来看，未来 10-15 年将是新能源汽车行业发展的黄金期，未来 5 年复合增速在 26%-39% 左右，拉长周期，未来 10-15 年，复合增速也将保持在 20% 左右的水平。并且随着新能源汽车向高端化、智能化发展，市场空间将进一步拓展。我们认为后续汽车行业的投资机会将由估值驱动转向盈利驱动。展望 2021 年下半年，我们预计汽车行业将步入成长期，后期正增长将是汽车行业的主旋律，投资者有望在充分享受业绩增长驱动股价提升而带来的投资收益。

(二) 芯片供应年底有望缓解，车企或通过内部平衡调节

短期来看，由于 MCU 半导体供应链从订购到交付到主机厂通常有 3-4 个月的时间，根据目前交货时间预计，我们认为下半年 MCU 为主的车载芯片的紧缺仍将持续，产能有望在三季度缓解，四季度将能到供应恢复的程度。

分析师：陈梦洁

执业编号：S0300520100001

电话：010-83755578

邮箱：chenmengjie@y kzq.com

近期报告

《【粤开周期】2021 钢铁、煤炭、有色中期策略：寻找结构性投资机会》2021-06-28

《【粤开非银深度】2021 年中期策略及下半年展望：转型升级，静待花开》2021-06-24

《【粤开消费深度】2021 年中期策略：立足需求主线，布局消费下半场》2021-06-23

《【粤开 TMT】2021 年中期策略及下半年展望：景气演绎，多点开花》2021-06-22

《【粤开医药深度】粤开医药中期策略：长坡厚雪，后发先至》2021-06-21



国内车企也在芯片领域加速布局，大致可以分成战略投资、自研和联合研发三种模式。另外，通过主要车企披露的产销数据来看，车企已在内部不同车型之间平衡调节芯片供应，预计将优先保障高端线以及高毛利率产品，从而最大程度的锁定利润。下半年随着全球经济持续复苏+芯片供应缓解+车企内部平衡调节等因素缓解，行业规模重拾升势，悲观预期有望修复。

（三）智能网联化浪潮来临，产业链格局将重塑

国内智能网联车产业发展模式和方向已较为清晰，开启万亿蓝海市场。智能网联新能源车一直被视为我国汽车产业转型升级，实现产业由大到强的突破口之一。未来，智能网联汽车的竞争趋于白热化，跨界战略合作有利于缩短整车开发周期，加快产品落地的进度。随着智能网联化浪潮来临，整个汽车产业链格局也将重塑：

（1）**新兴网状生态链下，核心地位由整车企业向两端转移。**即核心软硬件提供商和运营服务商，打破原先由主机厂和 Tier1 的构筑的价值壁垒。前者由技术创新驱动，后者由不断迭代的用户使用数据驱动。

（2）**ODM 或将成汽车产业新的生产模式。**主要基于以下原因：一方面，传统汽车制造企业的产能过剩，造车的生产资质门槛降低。另一方面，智能网联汽车的竞争趋于白热化，留给新势力和车企布局的时间窗口正在缩短。ODM 或将是机会成本较低、初始资本投入较低、实现企业智能网联技术稳定发展的可行之路。

投资建议

（一）上游涨价资源品

一方面，部分细分上游资源品种（例如锂）价格持续上行，另一方面，锂资源新增供给有限，下游新能源汽车需求旺盛，锂供需格局明显改善，锂盐价格高景气进入上行周期，旺盛需求下锂资源有望再迎新周期。因此，细分主线的营收端与利润端都有望迎来确定性高速增长，量价双升下有望迎来戴维斯双击。

（二）动力电池强者恒强

中游动力电池方面，龙头强者恒强。随着我国动力电池积累的成本与技术的先发优势，中游动力电池龙头及部分细分材料环节有望逐步扩大国内外市场份额，随着市占率的提升也将带来营收端与利润端都的双升，看好国内动力电池龙头宁德时代，以及进入动力电池三巨头的供应链体系公司。

（三）迎来拐点的自主品牌

我们认为随着下半年全球经济持续复苏+芯片供应缓解，行业规模重拾升势，悲观预期有望修复，底部配置具有不错的性价比。整车厂规模效应提升后，业绩端和盈利端弹性大但在日益激烈的竞争中也存在较大的不确定性。因此，新时代、新格局，汽车产业将迎来格局重塑，建议优先关注重视自主研发并脱颖而出的自主品牌和转型力度大、速度快的标的。

风险提示

国内经济恢复不及预期；汽车销量不及预期；上游原材料价格大幅波动。



目 录

一、上半年回顾：市场表现概览.....	5
(一) 上半年新能源汽车市场表现.....	5
(二) 一季度新能源汽车业绩表现.....	6
(三) 上半年新能源汽车行业资金流向.....	7
二、政策大力支持，行业迎来全球共振.....	8
(一) 中、美、欧三足鼎立，全球新能源迎来共振.....	8
(二) “30-60”双碳目标，行业迎来黄金发展期.....	11
(三) 国内“十四五”规划+双积分下，车企电动化进程加速.....	11
三、下半年展望：景气周期上行，未来行业保持高增.....	13
(一) 景气周期上行，未来行业保持高增.....	13
(二) 芯片供应年底有望缓解，车企或通过内部平衡调节.....	17
(三) 智能网联化浪潮来临，产业链格局将重塑.....	18
四、投资建议.....	19
(一) 上游涨价资源品.....	19
(二) 动力电池强者恒强.....	19
(三) 迎来拐点的自主品牌.....	20
五、风险提示.....	20

图表目录

图表 1：今年以来汽车行业市场表现，%.....	5
图表 2：2020 年以来中证新能源汽车指数涨跌幅，%.....	6
图表 3：新能源汽车板块市盈率走势图.....	6
图表 4：新能源汽车板块市销率走势图.....	6
图表 5：新能源汽车板块营收趋势及预测.....	7
图表 6：新能源汽车板块归母净利润趋势及预测.....	7
图表 7：新能源汽车板块毛利率分析.....	7
图表 8：新能源汽车板块资金流向分析.....	错误!未定义书签。
图表 9：欧洲燃油车禁售计划.....	8
图表 10：全球各整车企业新能源汽车战略.....	9
图表 11：近期新能源汽车相关政策梳理.....	10
图表 12：非化石能源消费占总能源消费量比重预测.....	11
图表 13：国内新能源汽车总量指标.....	12
图表 14：全球各整车企业新能源汽车战略.....	12
图表 15：汽车行业周期划分.....	13
图表 16：2021 年 1-5 月汽车产量、零售、批发情况.....	13
图表 17：2021 年 1-5 月新能源市场情况.....	13
图表 18：图表 56：新能源市场细分销量及占比情况，万辆.....	14
图表 19：2021-2035 年国内汽车（乘用车）销量预测.....	15
图表 20：2022-2035 年新能源汽车预测（乐观）.....	15
图表 21：2022-2035 年新能源汽车预测（中性）.....	16
图表 22：2022-2035 年新能源汽车预测（悲观）.....	16
图表 23：国内车企在芯片领域布局情况.....	17



图表 24：各国智能网联汽车发展国家战略	18
图表 25：微笑曲线变化.....	19
图表 26：近期锂价走势，元/吨.....	20
图表 27：重点公司盈利预测表.....	20



一、上半年回顾：市场表现概览

市场端，自 2020 年下半年开始，汽车行业尤其是新能源汽车行业迎来了明显的向上拐点，一方面受益于供给端政策的红利，海内外需求共振+我国要争取 2060 年前实现碳中和+国内新版双积分政策+“十四五”新能源顶层规划，使得行业摆脱了 2019 年以来行业补贴大幅退坡以及疫情带来的低迷影响；另一方面受益于需求端快速回升，新能源汽车产销数据两旺的趋势不断得到确认，同比实现两位数甚至三位数的高速增长，短期板块景气度维持高位。

业绩端，2021Q1 新能源汽车板块共计实现营收 1211.88 亿元，同比增长 98.97%；共计实现归母净利润 72.30 亿元，同比大增 251.12%。从营业收入以及归母净利润的变化趋势可以看出，行业在政策共振+供需两端持续催化的背景下，整个行业的基本面保持了高速增长和持续修复的态势，营收、利润的双增长成为板块的主旋律。

(一) 上半年新能源汽车市场表现

1、板块涨跌幅

截至 2021 年 6 月 21 日，今年以来汽车行业实现上涨 8.1%，位列 28 个申万一级行业当中第 7 位，跑赢沪深 300 超过 10 个百分点。

图表1：今年以来汽车行业市场表现，%

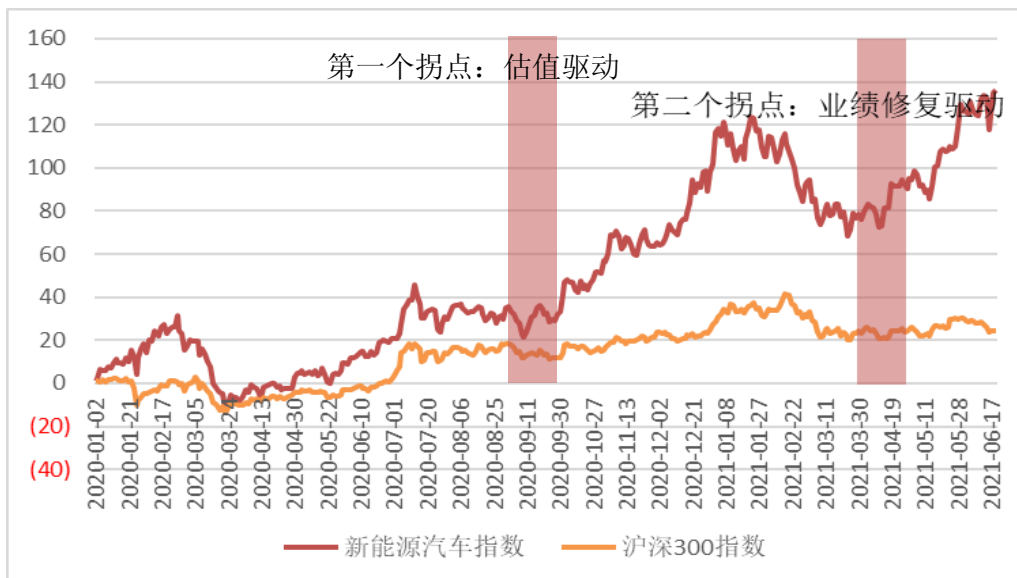
	钢铁	采掘	综合	化工	电气设备	医药生物	汽车
今年以来涨跌幅，%	24.14	19.42	17.61	15.56	10.69	9.50	8.11
	有色金属	纺织服装	电子	银行	交通运输	轻工制造	公用事业
今年以来涨跌幅，%	8.10	5.59	5.58	5.47	5.17	4.33	4.23
	机械设备	建筑装饰	建筑材料	休闲服务	食品饮料	计算机	商业贸易
今年以来涨跌幅，%	3.89	2.62	1.78	0.68	0.38	-0.30	-3.07
	通信	房地产	国防军工	传媒	农林牧渔	家用电器	非银金融
今年以来涨跌幅，%	-3.76	-3.82	-7.56	-8.16	-12.93	-13.53	-16.64

资料来源：wind、粤开证券研究院

整体来看，自 2020 年下半年开始，汽车行业尤其是新能源汽车行业迎来了明显的向上拐点，一方面受益于供给端政策的红利，海内外需求共振+我国要争取 2060 年前实现碳中和+国内新版双积分政策+“十四五”新能源顶层规划，使得行业摆脱了 2019 年以来行业补贴大幅退坡以及疫情带来的低迷影响；另一方面受益于需求端快速回升，新能源汽车产销数据两旺的趋势不断得到确认，同比实现两位数甚至三位数的高速增长，短期板块景气度维持高位。



图表2：2020年以来中证新能源汽车指数涨跌幅，%

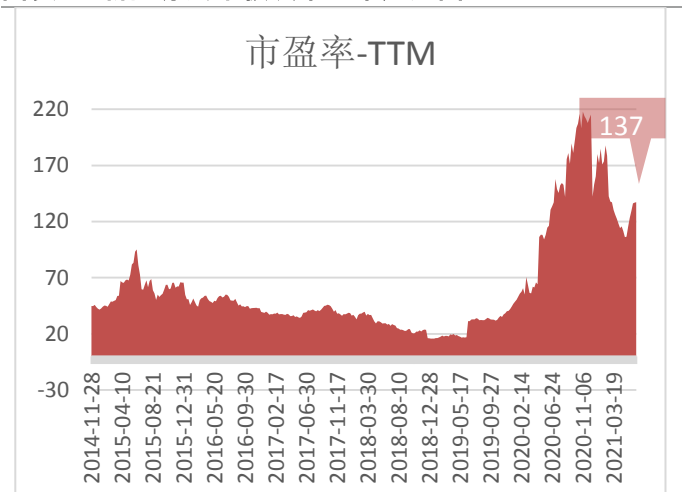


资料来源：wind、粤开证券研究院

2、板块估值

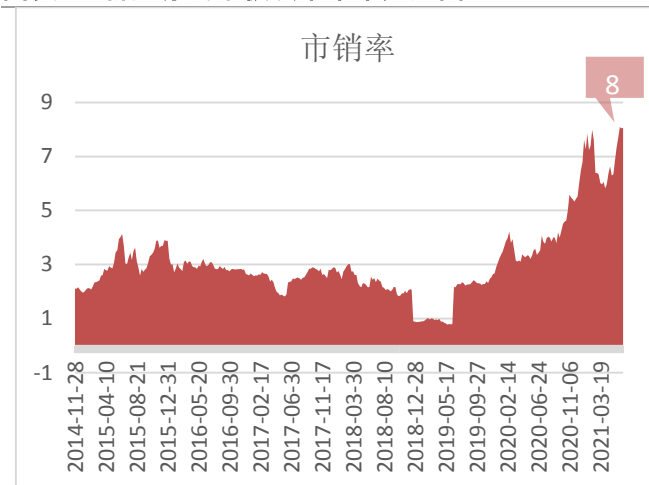
新能源汽车板的估值处于历史高位，市盈率和市销率分别为137倍和8倍，对应近10年的89.6%和99.7%，预计未来行业走势将由估值驱动向业绩驱动转变，未来几年新能源汽车行业将是新兴产业中增速最快的行业之一，以行业的高速成长来消化估值。

图表3：新能源汽车板块市盈率走势图



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表4：新能源汽车板块市销率走势图



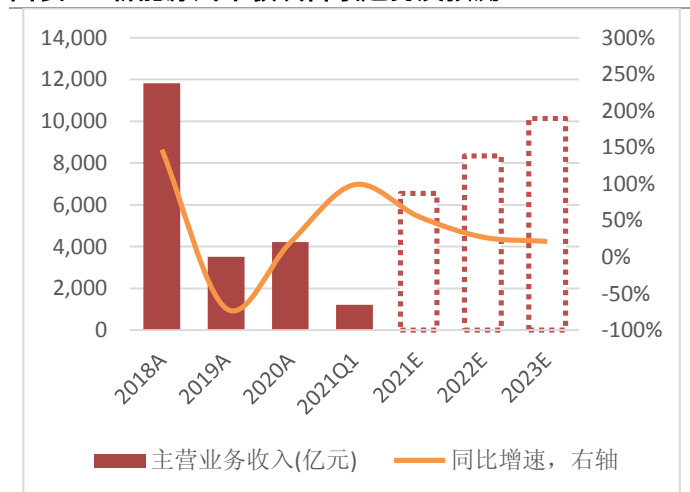
资料来源：wind、粤开证券研究院

(二) 一季度新能源汽车业绩表现

2021Q1 新能源汽车板块共计实现营收 1211.88 亿元，同比增长 98.97%；共计实现归母净利润 72.30 亿元，同比大增 251.12%。从营业收入以及归母净利润的变化趋势可以看出，2020 年下半年以来，行业摆脱了前两年的低谷，在政策共振+供需两端持续催化的背景下，整个行业的基本面保持了高速增长和持续修复的态势，营收、利润的双增长成为板块的主旋律。

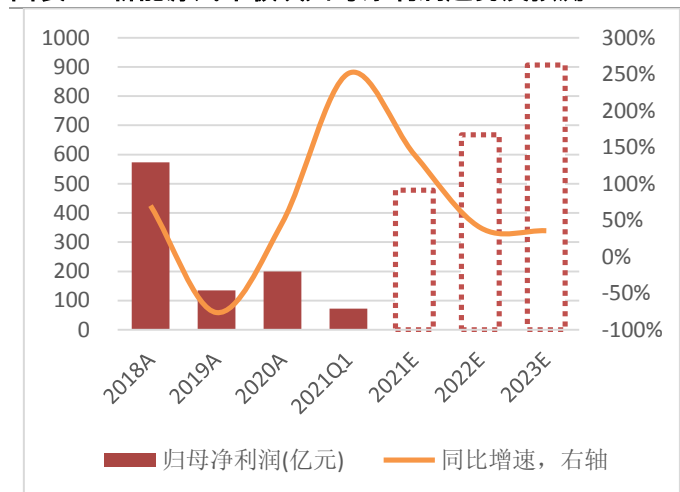


图表5：新能源汽车板块营收趋势及预测



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表6：新能源汽车板块归母净利润趋势及预测

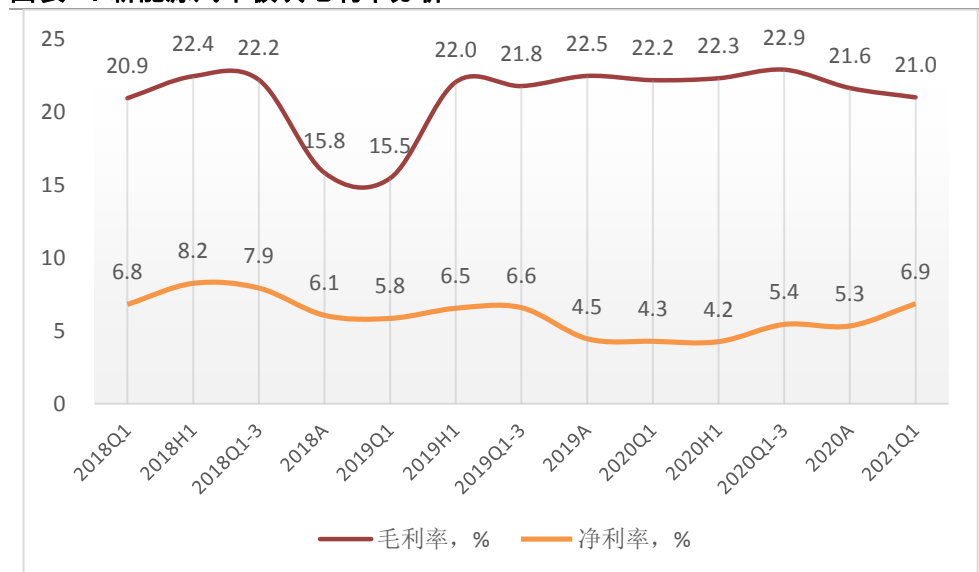


资料来源：wind、粤开证券研究院

注：2021-2023 年营业收入与归母净利润预测为万得一致预期值

2021Q1 新能源汽车板块整体盈利能力稳步回升，净利率升至 6.9%，同比增长 60.2%；毛利率小幅下滑至 21%，同比下降 5.3%。与收入端保持高速增长不同，利润端受到了原材料价格大幅上行、产能扩张计划等多重因素的影响，出现了一定的扰动。

图表7：新能源汽车板块毛利率分析



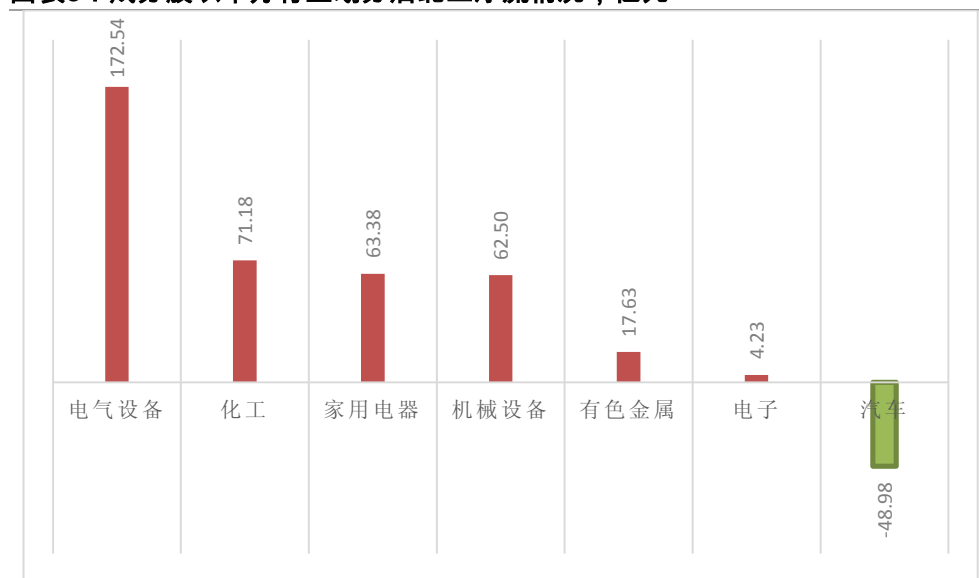
资料来源：wind、粤开证券研究院

(三) 上半年新能源汽车行业资金流向

截至 6 月 21 日，根据中证新能源汽车成分股统计，整个板块共计 41 只个股累计流入 342 亿元。以成分股的申万行业分类，中证新能源汽车成分股中，上半年电气设备、化工、家用电器、机械设备板块流入幅度居前，最大净流入 173 亿元，有色金属净流出 49 亿元。



图表8：成分股以申万行业划分后北上净流情况，亿元



资料来源：wind、粤开证券研究院

二、政策大力支持，行业迎来全球共振

(一) 中、美、欧三足鼎立，全球新能源迎来共振

目前在全球新能源汽车市场已经形成了较为稳固的中、美、欧三足鼎立的格局，在三者政策大力支持+排放政策日益趋紧的背景下，我们判断全球新能源市场将迎来共振。

欧洲政策：欧洲收紧汽车排量标准，新登记上市汽车的二氧化碳排放量由此前的130g/Km压缩到95kg/Km，而对于2025年和2030年的这一指标则为80.8g/km和59.4g/km。此外，欧洲各国针对新能源汽车也推出了一系列税收优惠政策，对于纯电动汽车，德国、法国2020年每辆车的补贴金额为6000欧元；英国为3360欧元；意大利4000欧元；西班牙5500欧元；荷兰补4000欧元；瑞典5460欧元。

过去我国新能源汽车市场在政策补贴的驱动下迎来了蓬勃发展，新能源汽车渗透率显著高于全球，未来随着欧洲燃油车禁售政策的收紧，欧洲市场有望发力奋起赶追。

图表9：欧洲燃油车禁售计划

国家/地区	政策提出时间	禁售时间	禁售范围
德国	2016年	2030年	内燃机车
英国	2020年	2035年	汽油、柴油车
荷兰	2016年	2030年	汽油、柴油乘用车
挪威	2016年	2025年	汽油、柴油车
巴黎、马德里、雅典、墨西哥	2016年	2025年	柴油车
法国	2017年	2040年	汽油、柴油车
爱尔兰	2018年	2030年	汽油、柴油车
罗马	2018年	2024年	柴油车

资料来源：wind、粤开证券研究院



美国政策：拜登政府重视新能源汽车的发展，上任的第一天，拜登签署一系列行政命令，宣布美国重返《巴黎协定》，提出到 2030 年前全国建立 50 万座电动车充电桩，政府采购 300 万台电动车。5 月 18 日，拜登推出总投资规模达 1740 亿美元的电动车刺激计划。5 月 27 日，美国通过了《美国清洁能源法案》，提出新能源汽车补贴变更细则，大幅提高了补贴上限。虽然电动车最大的车企特斯拉位于美国，但是美国其他车企品牌对电动车的热情并不高，相对于中国和欧洲大力支持新能源汽车的发展，美国此前的布局和发展较慢，拜登政府上台后，有望凭借密集的政策落地、大规模的财政支持以及行业龙头优势带动行业快速发展。

图表10：全球各整车企业新能源汽车战略

企业	新能源汽车战略
戴姆勒	2020 年前，发布超过 50 款新能源车型，其中超过 10 款为纯电动汽车；2022 年前，为所有车型提供电动版本；2025 年左右，实现奔驰纯电动汽车销量占到总销量的 15-25%
大众	2025 年前，在中国推出 30 款新能源汽车，产品占比至少 35%，2025 年销量达到 150 万辆；2029 年前，为全球市场带来共计 75 款纯电动产品，累计销量将达到 2,600 万辆，其中基于 MEB 平台的纯电动销量将达到 2,000 万辆，PPE 平台的高端电动车车型将达到 600 万辆
通用	2020 年和 2023 年之前在中国市场推出 10 款和 20 款新能源汽车产品；2020 年与 2025 年在中国新能源汽车销量将分别达到 15 万辆和 50 万辆。
宝马	2025 年前，推出 25 款电动车和插电式混合动力汽车，将其全球电动车和插电式混合动力车的销量比例提升到 15-25%。
福特	2020 年，全球新能源车销量将占总销量的 10-25%，并将推出 13 款电动汽车产品；2025 年前，在中国市场销售的产品中 70% 为混合动力、插电式混合动力与纯电动汽车。
日产	在日本和欧洲销售的电动汽车，到 2022 年，将占该地区总销量的 40%，到 2025 年达到 50%；在美国销售的电动汽车，到 2025 年，将占该地区总销量的 20-30%；在中国销售的电动汽车，到 2025 年，将占该地区总销量的 35-40%。计划推出 8 款纯电动产品，并加速旗下豪华品牌英菲尼迪的电动化进程，2025 年，英菲尼迪旗下的电动汽车将会占到其总销量的 50%。
丰田	2020 年，全球混合动力车型销量达 150 万辆，累计销量达 1,500 万辆；2050 年，混合动力和插电式混合动力汽车占总销量的七成，燃料电池和纯电动汽车销量占三成。
本田	2030 年，混合动力车、插电式混合动力车、纯电动车和燃料电池车的销量占 2/3 以上。
北汽	2020 年，达到年产销量 50 万辆，形成 80 万辆以上的生产能力。坚持纯电驱动的技术路线。计划到 2025 年实现全线自主品牌产品电动化。
上汽	2020 年，目标年销量将达到 60 万辆，其中自主品牌新能源汽车销量达 20 万辆。技术路线覆盖 BEV、PHEV 等

资料来源：《中国传统燃油汽车退出时间表研究》、粤开证券研究院

中国政策：双碳目标+新能源“十四五”规划+双积分政策是我国新能源汽车行业保持高速发展的支撑，我们将在下文详细展开。



图表11：近期新能源汽车相关政策梳理

序号	日期	部门	文件	主要内容
1	2020年11月	国务院常务会议	《新能源汽车产业发展规划》	<p>明确了将从技术创新、制度设计、基础设施等领域支持新能源汽车产业加快发展步伐。会议强调了四大关键点：</p> <p>2025年NEV新车销量占比25%、到2025年，新能源乘用车新车平均电耗降至11.0kWh/100km、智能网联汽车新车销量占比达到30%。2021年起，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域公共领域新增或更新用车全部使用新能源汽车。电动化、网联化、智能化、共享化正在成为汽车产业的发展潮流和趋势。</p> <p>在提高技术创新能力方面，《规划》要求，要深化“三纵三横”研发布局，以纯电动汽车、插电式混合动力(含增程式)汽车、燃料电池汽车为“三纵”，布局整车技术创新链，强化整车集成技术创新；以动力电池与管理系统、驱动电机与电力电子、网联化与智能化技术为“三横”，提升产业基础能力，构建关键零部件技术供给体系。</p>
2	2020年5月		《政府工作报告》	促进汽车消费，大力解决停车难问题。
3	2020年5月	生态环境部、工信部等四部	《关于调整轻型汽车国六排放标准实施有关要求的公告》	落实近期稳定和扩大汽车消费政策。
4	2020年4月	国家发展改革委、科技部等11部	《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》	就国六排放标准调整，新能源汽车购置、加快淘汰报废老旧柴油货车等内容作出具体规定。
5	2020年3月	国务院常务会议		研究确定促进汽车消费政策：一是将年底到期的新能源汽车购置补贴和免征车辆购置税政策延长2年；二是中央财政采取以奖代补方式，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车；三是对二手车经销企业销售旧车，从5月1日至2023年底减按销售额0.5%征收增值税。
6	2019年12月	工信部	《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》(征求意见稿)	新能源汽车新车销量占比将达到25%左右，智能网联汽车新车销量占比将达到30%，高度自动驾驶智能网联汽车将实现限定区域和特定场景商业化应用。
7	2016年11月	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	到2020年，新能源汽车实现当年产销200万辆以上，累计产销超过500万辆，整体技术水平保持与国际同步，形成一批具有国际竞争力的新能源汽车整车和关键零部件企业。
8	2020年10月	工业和信息化部委托，中国汽车工程学会牵头	节能与新能源汽车技术路线图2.0	提出“我国2025/2030/2035年三个时间点的年产销分别为3200万辆、3800万辆、4000万辆”以及“2035年实现节能汽车与新能源汽车各占一半”的目标。由此测算，2020-2025年，我国新能源汽车销量年均增速接近40%；到2035年我国新能源汽车销量为2000万辆。

资料来源：wind、粤开证券研究院



(二) “30·60”双碳目标，行业迎来黄金发展期

我国目前已经是全球碳排放的第一大国，此前高层领导曾在联合国大会讲话提出了“中国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”的目标。能源的供给结构和消费模式亟待转型，新能源汽车发展道路任重而道远。

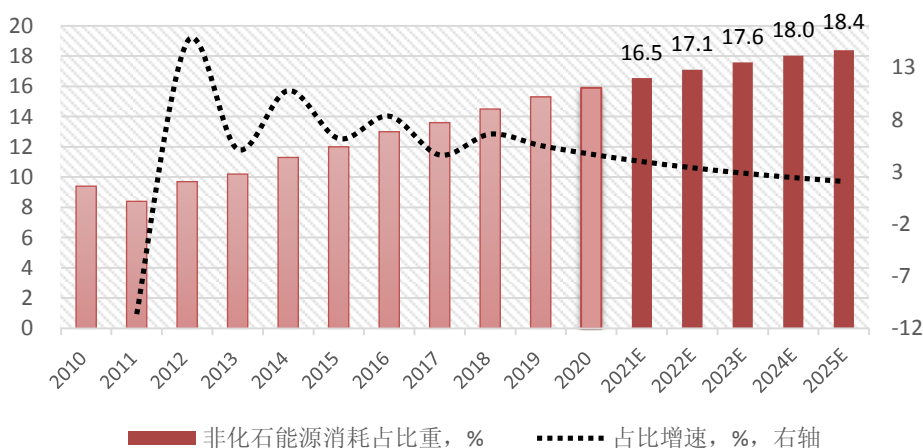
我国碳排放主要集中于电力与交运行业，由于我国的一次能源消费仍以化石能源占主导，因此电力行业的碳排放要高于交通运输行业，要达成“30·60”双碳目标，一方面需要对电力行业进行变革，另一方面，对交通运输行业排放标准收紧。

2019 年，中国成品油表观消费量为 3.1 亿吨，汽油表观消费量为 1.25 亿吨，占成品油消费量的三分之一，而我国车用汽油每年消耗相当于 2018 年交通运输部门的总能源消费量的 45%，发展新能源汽车，是中国从汽车大国迈向汽车强国的必由之路。

此外，新能源汽车产业溢出效应明显，带动了投资、就业和税收快速增长，作为占据限额以上消费大头的汽车的增长也能大力拉动我国消费的增长，改善我国内需消费的疲软的颓势，成为中国经济增长新动力、新引擎。

因此，在双碳背景下，行业将迎来强确定性的高速发展期。

图表12：非化石能源消费占总能源消费量比重预测



资料来源：wind、粤开证券研究院

(三) 国内“十四五”规划+双积分下，车企电动化进程加速

从总量来看，我国从顶层方案设计大力推进新能源汽车发展战略，出台了全方位多项政策激励措施，包括《新能源汽车产业发展规划（2021 - 2035 年）》、《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》、《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》、《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》等。

在 2020 年 11 月落地的《新能源汽车产业发展规划（2021 - 2035 年）》，是新能源汽车产业的下一个十五年发展的总体部署及纲领性文件，明确提出了到 2025 年，中国新能源汽车产销量占比要达到 20%，在 2017 年出台的《汽车产业中长期规划》中提到，新能源汽车的保有量要达到 2000 万台等产销量、保有量、占比等客观量化指标。


图表13：国内新能源汽车总量指标

时间	政策名称	指标	2025	2035
2020	《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》	NEV 新车销量占比	20%	
2020	《节能与新能源汽车技术路线图(2.0版)》	节能汽车与新能源汽车销量占比		50%
2017	《汽车产业中长期规划》	NEV 产销量 NEV 产销占比 NEV 保有量	700 万 超过 20% 2000 万	
2015	《中国制造 2025》	自主品牌 NEV 产销量 自主品牌 NEV 市场份额	300 万 80%	

资料来源：公开资料、粤开证券研究院

从双积分政策来看，可以刺激车企中对新能源汽车的投入。所谓双积分指的是每个汽车厂商都需要生产新能源汽车。无法生产新能源汽车的车企或者无法生产足够比例的车企可以向新能源积分富足的车企购买积分来达到政府要求。新版双积分政策中明确了2021年、2022年和2023年新能源积分比例要求为14%、16%和18%。工信部也指出，按照这一比例，中国新能源汽车产销占比在2025年将达到汽车总量的20%。

图表14：全球各整车企业新能源汽车战略

发布时间	实施时间	双积分政策调整方向
2020年6月22日	2021年1月1日	<p>明确2021年、2022年和2023年新能源汽车积分比例要求——14%、16%、18%。</p> <p>调整新能源乘用车车型积分计算方法。</p> <p>更新小规模企业油耗积分核算优惠措施，降低该类企业负担。</p> <p>新增引导传统乘用车节能的措施，对生产/供应低油耗车型的企业在核算新能源汽车积分达标时给予核算优惠。</p> <p>对企业传统能源乘用车平均燃料消耗量达到一定水平的，允许其新能源汽车正积分按照50%比例向后结转，有效期三年。</p> <p>丰富了关联企业的认定条件。允许同一外方母公司旗下的合资企业间、国内汽车企业与其持股的境外生产企业所对应的授权进口供应企业间转让平均燃料消耗量积分。</p>

资料来源：公开资料、粤开证券研究院

未来，随着补贴政策的逐步退出，顶层规划+新版双积分政策有望接棒补贴政策，大力推进新能源汽车产业发展。新能源汽车行业导向将由政策驱动向市场驱动过渡，促进整个产业链实现长期的供需良性循环。新能源汽车渗透率逐步提升，行业将迎来快速发展，相较于目前几倍的成长空间。我们认为，即便在新能源补贴逐步退出后，行业的长期发展趋势不会改变，看好新能源行业未来广阔发展空间。

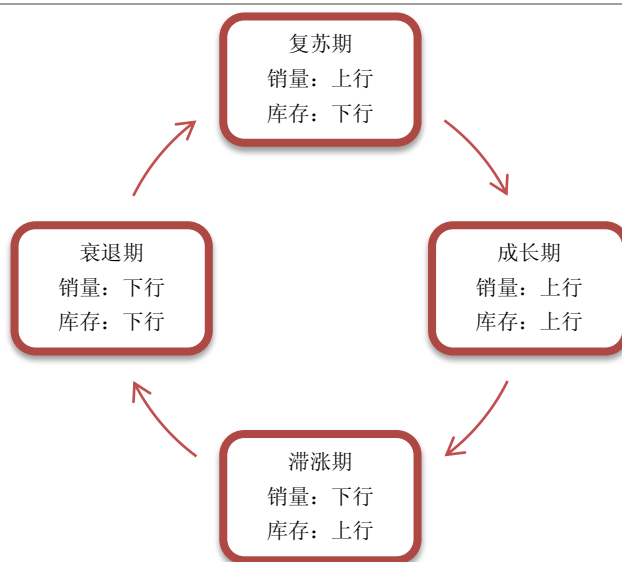


三、下半年展望：景气周期上行，未来行业保持高增

(一) 景气周期上行，未来行业保持高增

汽车行业属于周期性行业，销量增速会受到宏观经济基本面和中观市场供需情况以及国家政策面等多重因素的影响而产生周期性波动。整体来看，可以通过解析销量与库存两个指标，来判断当前我国汽车行业所处周期。

图表15：汽车行业周期划分



资料来源：粤开证券研究院

从数据来看，今年 1-5 月，狭义乘用车累计产量 804 万辆，同比增长 40.58%，累计零售 833 万辆，同比增长 37.57%，累计批发 827 万辆，同比增长 38.74%。

图表16：2021 年 1-5 月汽车产量、零售、批发情况

	1-5 月	去年同期	同比	5 月	4 月	3 月	2 月	1 月
产量(万辆)	804.00	571.90	40.58%	156.60	165.50	182.40	113.30	186.20
零售(万辆)	832.70	605.30	37.57%	162.60	160.70	175.40	118.00	216.00
批发(万辆)	827.30	596.30	38.74%	161.00	165.70	184.00	113.80	202.80

资料来源：乘联会、粤开证券研究院

今年 1-5 月，新能源乘用车累计销量 78.5 万辆，同比激增 239.83%，主要受到同比低基数效应以及行业周期景气上行的驱动。具体来看，插电混动累计销量 13.19 万辆，纯电动累计销量 65.31 万辆。

图表17：2021 年 1-5 月新能源市场情况

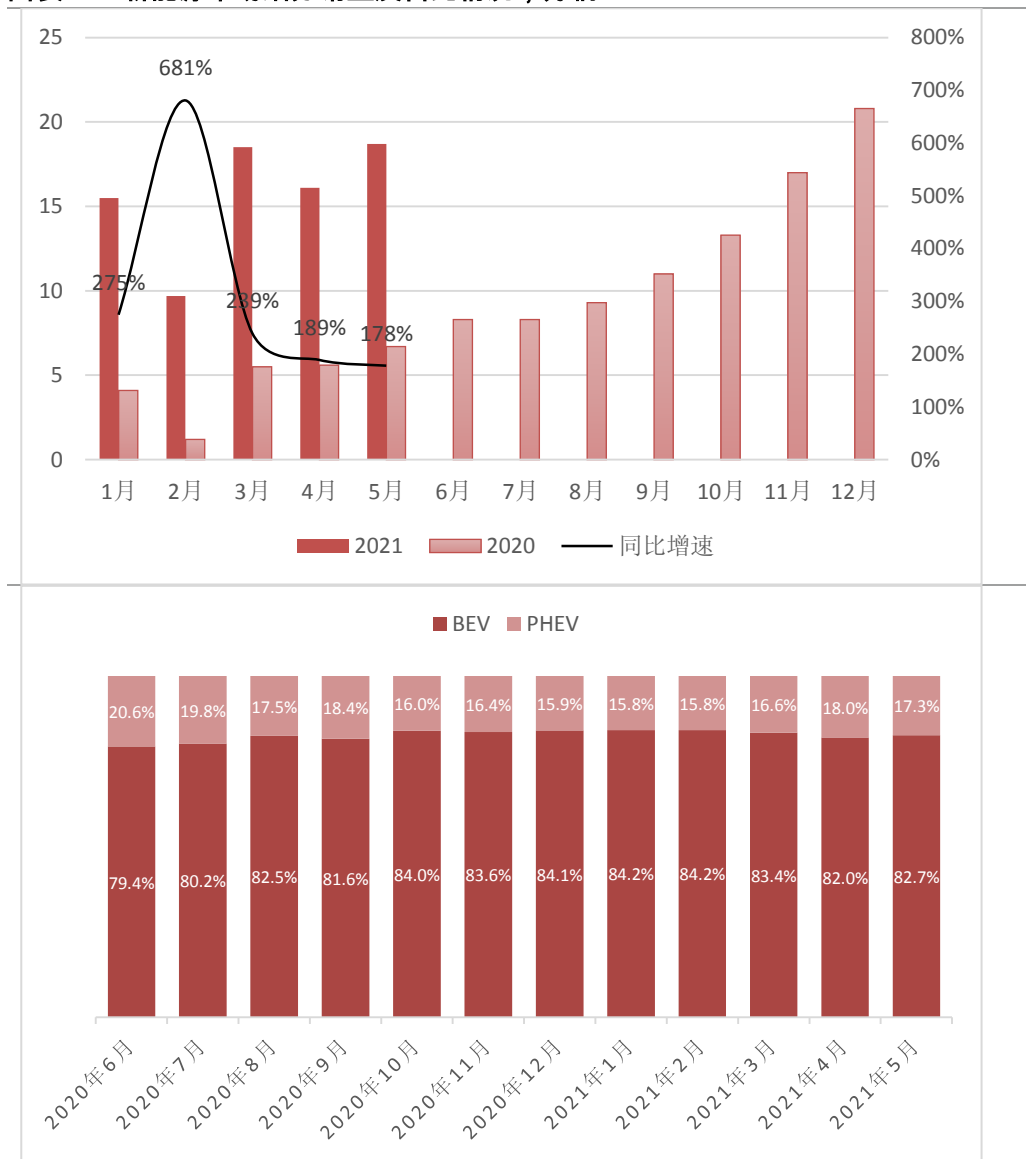
	1-5 月	同期	同比	5 月	4 月	3 月	2 月	1 月
NEV 合计	78.50	23.1	239.83%	18.70	16.10	18.50	9.70	15.50
BEV	65.31	-	-	15.46	13.20	15.43	8.17	13.05
PHEV	13.19	-	-	3.24	2.90	3.07	1.53	2.45

资料来源：乘联会、粤开证券研究院



根据中汽协的预测，今年国内汽车市场整体增幅由之前的 4%左右，调整到 6.5%。其中，乘用车可能会有 10%左右增长，而商用车则由原来的-10%，调整为-8%。整个新能源车将超过 200 万台，增长 46%。

图表18：新能源市场细分销量及占比情况，万辆

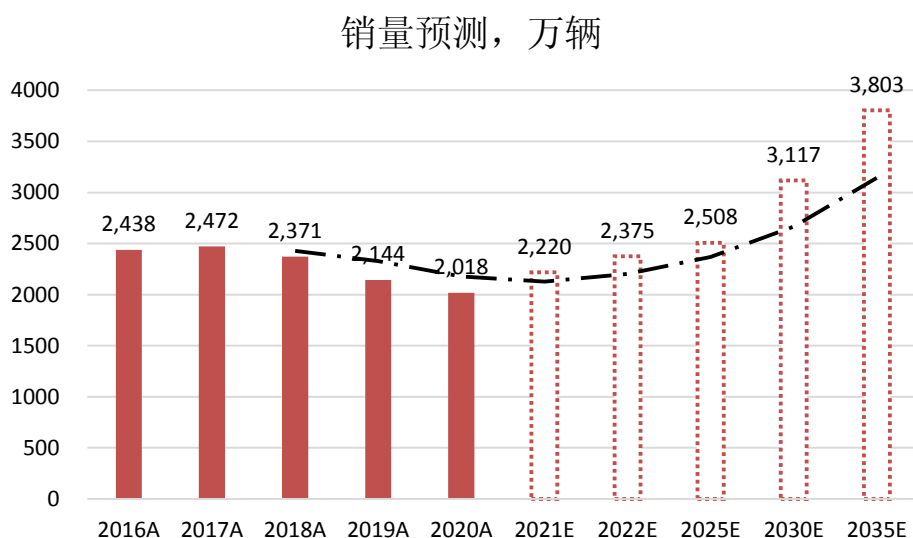


资料来源：乘联会、粤开证券研究院

尽管汽车行业会呈周期性变化，但整体来看，未来 15 年汽车销量的中枢会随着我国经济实力的提升逐步上行。因此我们预测 2021 年和 2022 年，乘用车销量同比增速分别为 10%和 7%，并在 2025 年突破前期高点，在 2030 年突破 3000 万辆。



图表19：2021-2035 年国内汽车（乘用车）销量预测

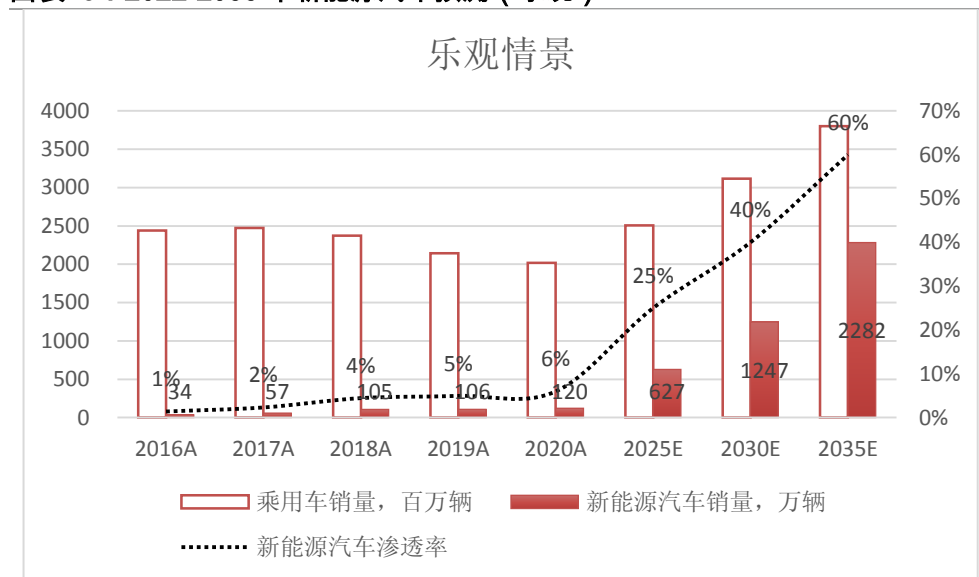


资料来源：中汽协、粤开证券研究院

未来十年或将迎来新能源汽车的黄金发展期，成长将是新能源汽车行业的主旋律，而渗透率方面，我们分别做中性、乐观以及悲观情况下的预测。我们基于以下几点假设，对未来我国新能源市场空间预测：

乐观情况下，按照 2025 年新能源汽车新车销量占比将达到 25%、2030 年渗透率达 40%、2035 年达 60%的比例计算，那么预计 2025/2030/2035 年新能源汽车销量需要达到 600/1200/2300 万辆左右的水平。因此，预计未来 5 年，新能源汽车销量的年均复合增速接近 40%，CAGR 为 39%，未来 15 年，年均复合增速也将保持 22%以上。

图表20：2022-2035 年新能源汽车预测（乐观）

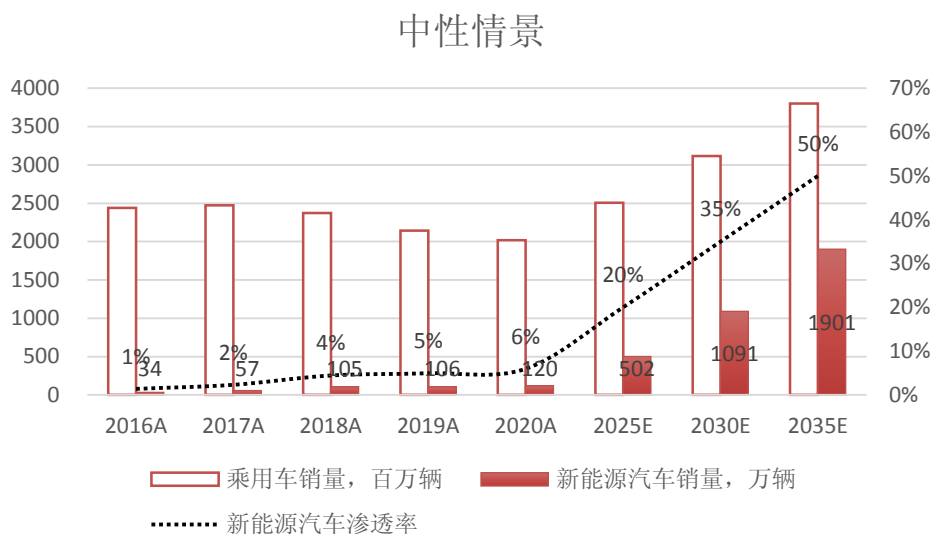


资料来源：粤开证券研究院

中性情况下，按照 2025 年新能源汽车新车销量占比将达到 20%、2030 年渗透率达 35%、2035 年达 50%的比例计算，那么预计 2025/2030/2035 年新能源汽车销量需要达到 500/1100/1900 万辆左右的水平。因此，预计未来 5 年，新能源汽车销量的年均复合增速为 33%，未来 15 年，年均复合增速也将保持 20%以上。



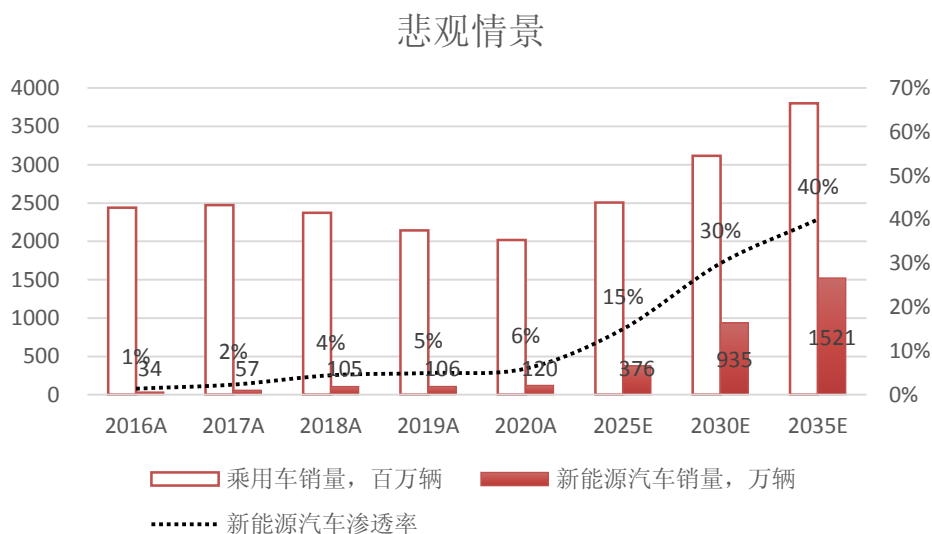
图表21：2022-2035 年新能源汽车预测（中性）



资料来源：粤开证券研究院

悲观情况下，按照 2025 年新能源汽车新车销量占比将达到 15%、2030 年渗透率达 30%、2035 年达 40%的比例计算，那么预计 2025/2030/2035 年新能源汽车销量需要达到 400/900/1500 万辆左右的水平。因此，预计未来 5 年，新能源汽车销量的年均复合增速为 26%，未来 15 年，年均复合增速也将保持 18%以上。

图表22：2022-2035 年新能源汽车预测（悲观）



资料来源：粤开证券研究院

因此，整体来看，我们认为未来 10-15 年将是新能源汽车行业发展的黄金期，未来 5 年复合增速在 26%-39%左右，拉长周期，未来 10-15 年，复合增速也将保持在 20%左右的水平。并且随着新能源汽车向高端化、智能化发展，市场空间将进一步拓展。

我们认为后续汽车行业的投资机会将由估值驱动转向盈利驱动。展望 2021 年下半年，我们预计汽车行业将步入成长期，后期正增长将是汽车行业的主旋律，投资者有望在充分享受业绩增长驱动股价提升而带来的投资收益。



(二) 芯片供应年底有望缓解，车企或通过内部平衡调节

受疫情及突发事件干扰，全球芯片产能受限，而全球芯片工厂产能转向消费电子领域则进一步挤占了全球汽车芯片产能。以台积电为例，汽车 MCU 芯片约只占台积电 3% 左右的产能，因此在需求扩张+产能紧张时，汽车芯片供需缺口持续扩大。

从车企动态来看，芯片短缺已经对国内外车企造成了一定的影响，例如蔚来曾因芯片短缺停产 5 天，一汽大众奥迪 4 月拟减产 30%，长城的重庆永川、徐水两大生产基地生产受影响，国外大众、沃尔沃、通用等多个跨国车企表示因半导体供应紧张而暂缓部分工厂的生产计划。受到芯片涨价的影响，车企的盈利预期也大幅降低，福特预计 2021 年利润降低 25 亿美元，通用预计 2021 年利润将减少 20 亿美元等。

根据 Alik Partners 调查预测，预计 2021 年全球汽车生产终端规模将达 390 万辆，预计 2021 年全球汽车制造商销售额将减少约 1100 亿美元。虽然芯片短缺导致车企成本端承压，但是一般对于将成本转嫁消费者较为谨慎，目前仅特斯拉上调了产品售价。

短期来看，由于 MCU 半导体供应链从订购到交付到主机厂通常有 3-4 个月的时间，根据目前交货时间预计，我们认为下半年以 MCU 为主的车载芯片的紧缺仍将持续，MCU 产能有望在三季度缓解，四季度将能到供应恢复的程度。

从目前全球主要半导体芯片竞争格局来看，自主芯片只占到全球市场的 2%-5% 左右的水平，自主芯片市场规模仅约 70-150 亿元，且主要集中在低附加值领域。经过此次芯片供应紧张，国内车企痛定思痛，也在芯片领域加速布局，大致可以分成战略投资、自研和联合研发三种模式。

图表23：国内车企在芯片领域布局情况



资料来源：CAM、CONFIDENTIAL、粤开证券研究院

另外，通过主要车企披露的产销数据来看，车企已在内部不同车型之间平衡调节芯片供应，预计将优先保障高端线以及高毛利率产品，从而最大程度的锁定利润。

从历史上汽车行业的市场表现来看，股价表现主要受到产销规模预期的影响，而缺芯带来的产销下滑已经在前 4 个月充分释放，随着下半年全球经济持续复苏+芯片供应缓解+车企内部平衡调节等因素缓解，行业规模重拾升势，悲观预期有望修复。



（三）智能网联化浪潮来临，产业链格局将重塑

国内智能网联车产业发展模式和方向已较为清晰，万亿市场加速展开。智能网联新能源车一直被视为我国汽车产业转型升级，实现产业由大到强的突破口之一。根据 IDC 预测，2035 年全球智能驾驶汽车产业规模将突破 1.2 万亿美元，中国智能驾驶汽车产业规模将超过 2000 亿美元。工信部则更加乐观，表示智能网联汽车将迎来持续 20 年的高速发展，到 2035 年将占全球 25% 的新车市场，如果按照前面的全球市场规模测算，那么我国的行业市场空间将有 3000 亿美元，开启万亿蓝海市场。

未来十年将迎来快速发展的黄金期，智能网联化已上升成为多个国家的国家发展战略，各国均有较为清晰的时间线：

美国发布最新的《自动驾驶汽车综合计划》提出三大发展原则、三大实施战略和五大场景应用探索；欧盟《通往自动化出行之路：欧盟未来出行战略》明确自动驾驶发展路径，2022 年所有新车具备通信功能，2030 年普及高度自动驾驶；我国《智能汽车创新发展战略》和《智能网联汽车技术路线图》指出，2025 年将实现有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产，实现高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用，智能汽车新车装配率将达到 80%。

图表24：各国智能网联汽车发展国家战略

	政策	主要内容
美国	《自动驾驶汽车综合计划》	1、三大发展原则：安全优先、促进创新和促进协同。2、三大实施战略：推进协作与数据开放、监管体系优化与前瞻性探索。3、五类场景应用探索：低速配送车、有条件自动驾驶乘用车、高度自动驾驶乘用车、高度自动驾驶卡车、低速客运班车。
日本	《SIP 自动驾驶系统研究开发计划》	制定四个方向共计 32 个研究课题，推进基础技术以及协同式系统相关领域的开发与实用化。
欧盟	《通往自动化出行之路：欧盟未来出行战略》	明确自动驾驶发展路径，2022 年所有新车具备通信功能，2030 年普及高度自动驾驶。
中国	《智能汽车创新发展战略》	到 2025 年，中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、基础设施、法规标准、产品监督和网络安全体系将基本形成，能够实现有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产，实现高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用。到 2035 年，实现中国标准智能汽车体系全面建成的目标。

资料来源：公开资料整理、粤开证券研究院

“双碳”目标下，各国政策都大力支持新能源汽车，未来“智能网联+新能源车”有望成为汽车产业的下一个爆发点。一方面，新能源汽车十四五规划明确以新能源汽车为智能网联技术率先应用的载体；另一方面，市场对汽车的智能网联功能存在较为强劲的需求且智能网联与电驱动结合，兼具技术适配和环保。

BATH 等互联网公司纷纷入局智能网联汽车，“软件定义汽车”或将成为未来汽车产业的趋势。以百度为例，2021 年百度与吉利合资成立“集度汽车”，新公司将独立于母公司体系，保持自主运营，借助百度在人工智能、Apollo 自动驾驶、小度车载、百度地图等核心技术，基于吉利汽车最新研发的纯电动架构——SEA 浩瀚智能进化体验架构，重塑智能汽车产品形态。

另外，华为与北汽签订了合作协议，共同成立了专门研究智能网联电动汽车相关技术的 1873 戴维森创新实验室。北汽极狐阿尔法 S 正式上市，华为 HI 版搭载 3 颗 96 线

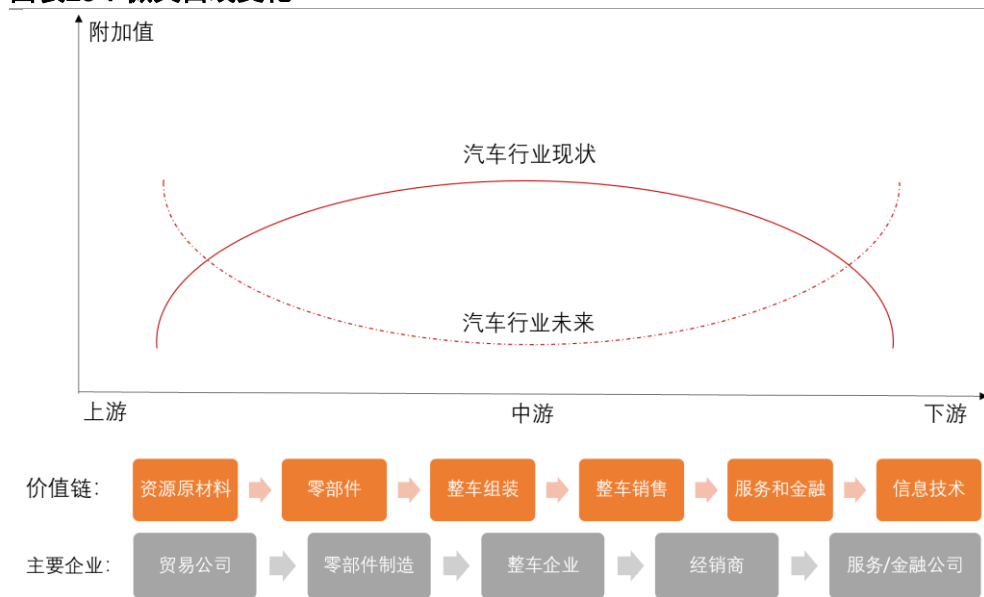


车规级激光雷达、6 个毫米波雷达、12 个摄像头、13 个超声波雷达和搭载了 352Tops 算力的华为芯片和鸿蒙 OS 智能互联系统。

未来，智能网联汽车的竞争趋于白热化，跨界战略合作有利于缩短整车开发周期，加快产品落地的进度。随着智能网联化浪潮来临，整个汽车产业链格局也将重塑：

(1) 新兴网状生态链下，核心地位由整车企业向两端转移，即核心软硬件提供商和运营服务商，打破原先由主机厂和 Tier1 的构筑的价值壁垒。前者由技术创新驱动，后者由不断迭代的用户使用数据驱动。

图表25：微笑曲线变化



(2) ODM 或将成汽车产业新的生产模式。主要基于以下原因：一方面，传统汽车制造企业的产能过剩，造车的生产资质门槛降低。另一方面，智能网联汽车的竞争趋于白热化，留给新势力和车企布局的时间窗口正在缩短。ODM 或将是机会成本较低、初始资本投入较低、实现企业智能网联技术稳定发展的可行之路。

四、投资建议

因此，在配置上建议从产业链细分行业所处周期出发，关注三条主线：

(一) 上游涨价资源品

一方面，部分细分上游资源品品种（例如锂）价格持续上行，另一方面，锂资源新增供给有限，下游新能源汽车需求旺盛，锂供需格局明显改善，锂盐价格高景气进入上行周期，旺盛需求下锂资源有望再迎新周期。因此，细分主线的营收端与利润端都有望迎来确定性高速增长，量价双升下有望迎来戴维斯双击。

(二) 动力电池强者恒强

中游动力电池方面，龙头强者恒强。随着我国动力电池积累的成本与技术的先发优势，中游动力电池龙头及部分细分材料环节有望逐步扩大国内外市场份额，随着市占率的提升也将带来营收端与利润端都的双升，看好国内动力电池龙头宁德时代，以及进入

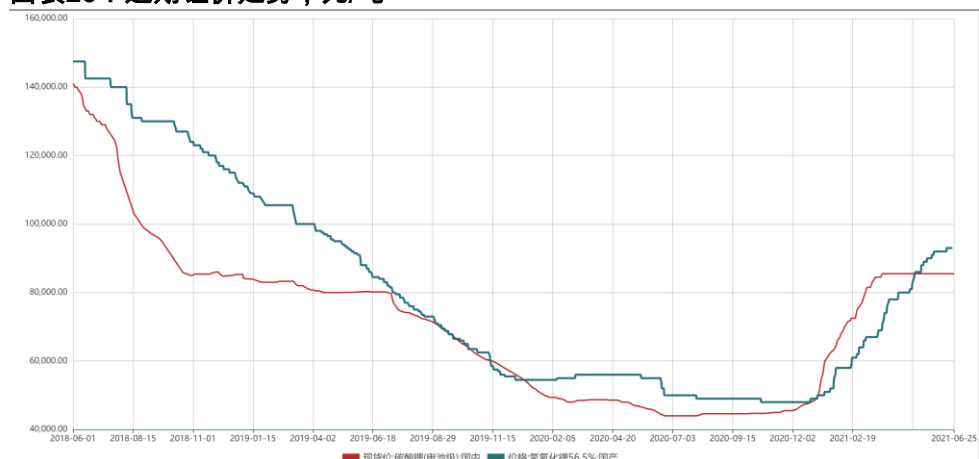


动力电池三巨头的供应链体系公司。

(三) 迎来拐点的自主品牌

我们认为随着下半年全球经济持续复苏+芯片供应缓解，行业规模重拾升势，悲观预期有望修复，底部配置具有不错的性价比。整车厂规模效应提升后，业绩端和盈利端弹性大但在日益激烈的竞争中也存在较大的不确定性。因此，新时代、新格局，汽车产业将迎来格局重塑，建议优先关注重视自主研发并脱颖而出的自主品牌和转型力度大、速度快的标的。

图表26：近期锂价走势，元/吨



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表27：重点公司盈利预测表

证券代码	证券简称	收盘价 元	市值 亿元	EPS, 元				PE			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300750.SZ	宁德时代	476.23	11091.43	2.49	4.26	6.25	8.70	146.49	111.79	76.21	54.73
300014.SZ	亿纬锂能	105.98	2001.39	0.89	1.69	2.40	3.29	93.18	282.09	198.02	144.78
002050.SZ	三花智控	23.50	844.03	0.41	0.54	0.65	0.76	60.56	878.33	734.36	629.52
002460.SZ	赣锋锂业	124.95	1711.73	0.79	1.44	2.00	2.47	132.34	331.57	238.17	193.14
300450.SZ	先导智能	57.25	831.11	0.87	0.99	1.39	1.79	99.29	483.14	343.67	266.65

资料来源：wind 一致预测、粤开证券研究院

五、风险提示

国内经济恢复不及预期；汽车销量不及预期；上游原材料价格大幅波动。



分析师简介

陈梦洁，硕士研究生，2016 年加入粤开证券，现任首席策略分析师，证书编号：S0300520100001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com