

新能源高景气，传统车迎拐点

行业评级：看好

2021年08月10日

姓名	王敬
邮箱	wangjing02@stocke.com.cn
电话	18217687585
证书编号	S1230520080009

投资要点

■ 电动车+储能，坚定看好新能源

当前新能源车基本面向好，国内凭借优质供给、欧洲通过补贴实现新能源车销量高增长；美国拜登政府上任后，重启新能源车政策，相关政策预计年内陆续落地，预计未来销量可期，同时，美国储能业务订单数量有望超过新能源车。我们认为国内新能源车行业处于全球领先水平，成本、产业链配套能力优势明显，有望受益于新能源全球化供应的大趋势，未来5年复合增速有望达到35%以上；短期估值较高，但1-2年内高增长将消化估值，坚定看好新能源板块。

■ 芯片和原材料，景气度底部反转

汽车板块年初至5月中旬为止回调5%左右，主要是由于芯片供应不足、原材料价格上涨两方面因素压制板块市场情绪。从各车企排产计划可以看出5-6月芯片供应仍存在一定的缺口，根据台积电公告，预计21H2芯片供应问题将得到缓解；原材料价格逐渐趋稳，板块产销和盈利能力有望恢复，板块景气度向好。

■ 长期持有新能源，超配传统车

近期新能源车板块在美国新能源政策的刺激下启动一波行情，短期估值承压，但长期看好板块机会，建议逢低加仓，重点关注宁德时代、恩捷股份、天赐材料、星源材质、诺德股份等。

汽车芯片预期改善，市场博弈21H2行业底部改善行情，我们认为21H1行业库存处于较低水平，预计下半年芯片供应充足后将会主动加库存，产销有望超预期，建议超配。重点推荐吉利汽车、长城汽车、拓普集团、新泉股份、精锻科技等，建议关注比亚迪、星宇股份、福耀玻璃、文灿股份。

■ 风险提示

汽车销量不及预期；芯片供应不及预期；原材料价格大幅上涨。

目录

CONTENTS

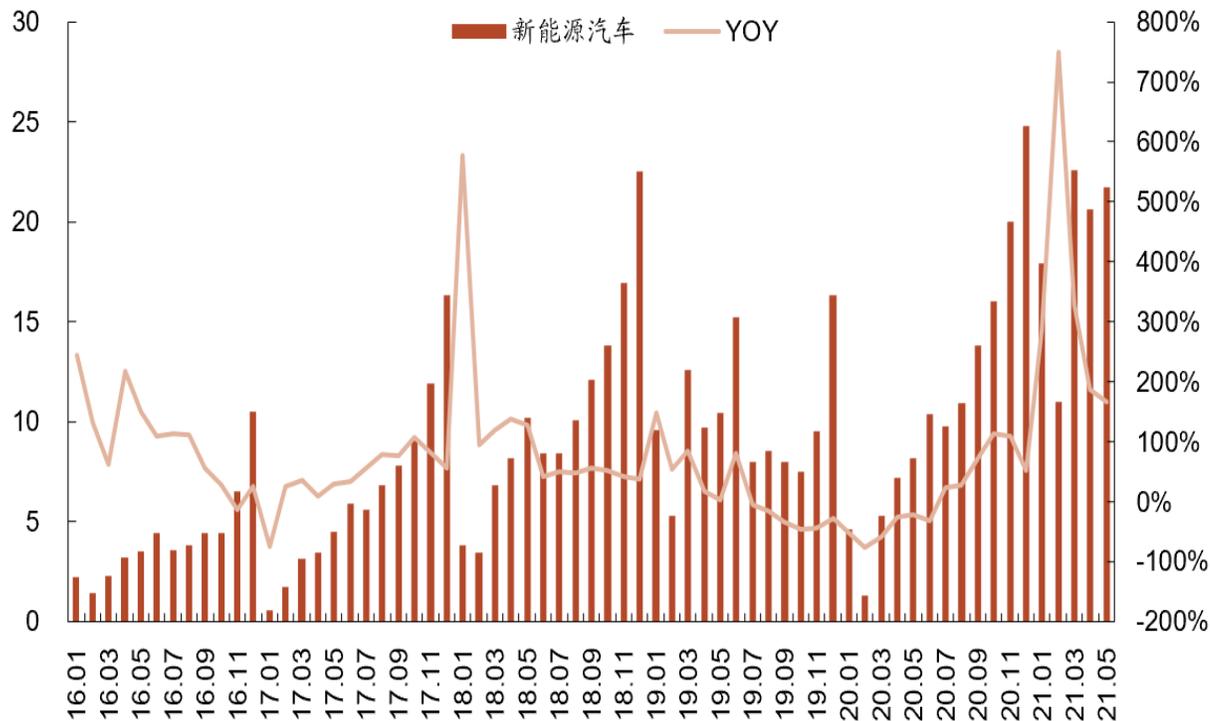
1. 新能源车，加速渗透
2. 预期改善，底部反转
3. 新能源车投资策略
4. 风险提示

01

新能源车，加速渗透

国内新能源车进入补贴后时代。2015-2019年国内新能源车行业主要驱动力是补贴政策和To B端需求，19年7月补贴退坡后，新能源车销量出现下滑，同期新能源板块估值经历了近半年的调整。20H2疫情缓解后，伴随着特斯拉Model 3国产后不断降价，国内各车企推出高性价比车型，下游需求释放，新能源车销量恢复高增长，20年全年销量达到132万辆，同比增长9.7%，21年1-5月销量93.8万辆，同比增长252.9%。

图1: 2019年一线到五线城市乘用车销量增速



资料来源：浙商证券研究所整理

图2: 2019.11乘用车销量分析



资料来源：浙商证券研究所整理

图3: 2019.12乘用车销量分析



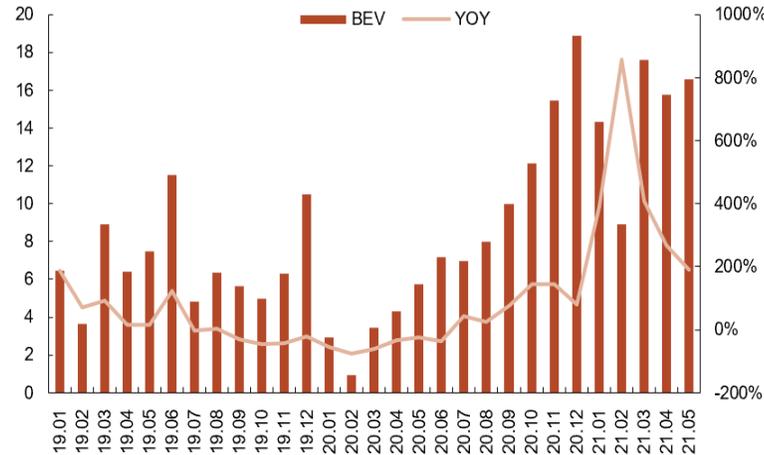
资料来源：浙商证券研究所整理

□ 在新能源车中，乘用车销量占比90%-95%，因此我们主要研究新能源乘用车行业发展趋势。

2020年下半年新能源乘用车销量增速转正，并持续维持高增长，21年1-5月销量达到88.7万辆，同比增274%；

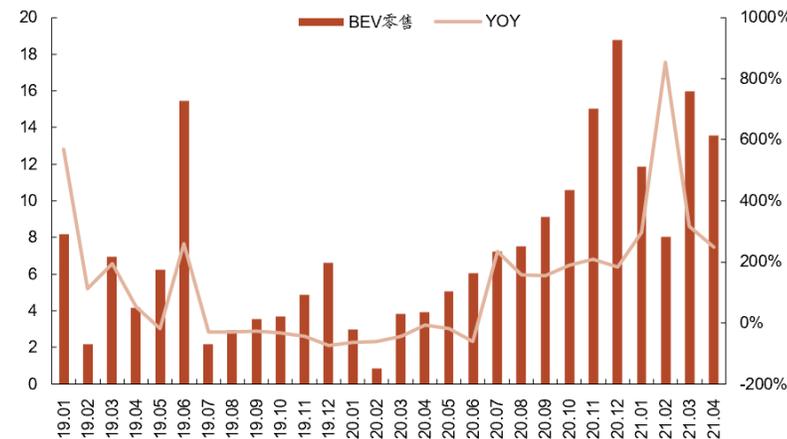
□ 从结构上来看，BEV、PHEV销量分别为73.2/15.4万辆，增速分别为322%/142%，可以看出纯电动车在优质供给的驱动下，销量和增速均优于插电混动：

图4：2019-2021年5月BEV批发销量及增速(万辆)



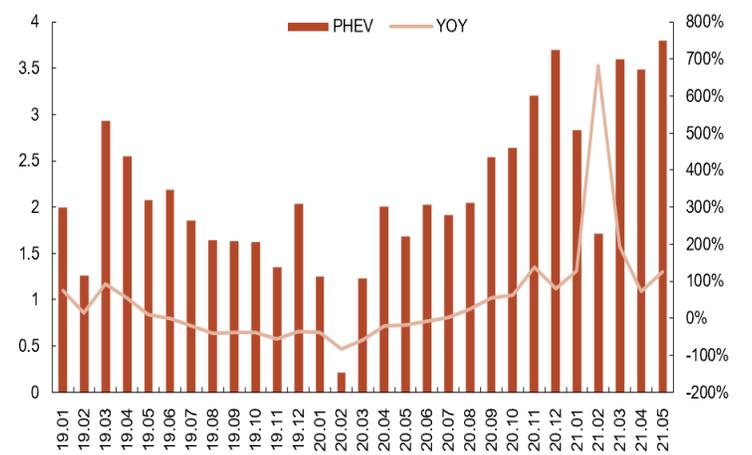
资料来源：wind，浙商证券研究所

图6：2019-2021年5月BEV零售销量及增速(万辆)



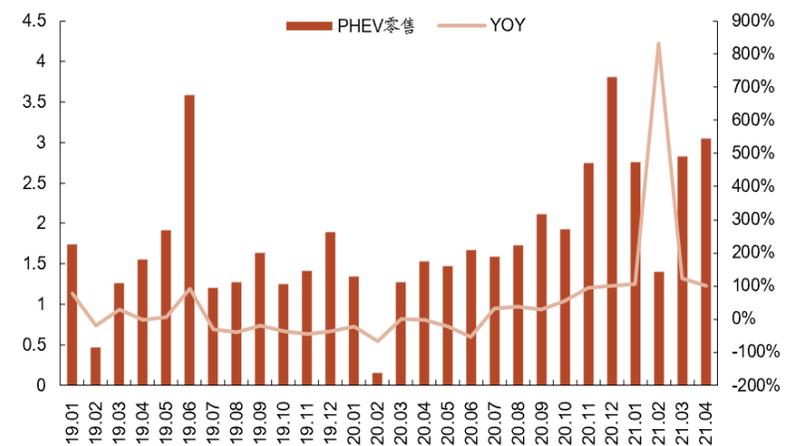
资料来源：浙商证券研究所整理

图5：2019-2021年5月PHEV批发销量及增速(万辆)



资料来源：wind，浙商证券研究所

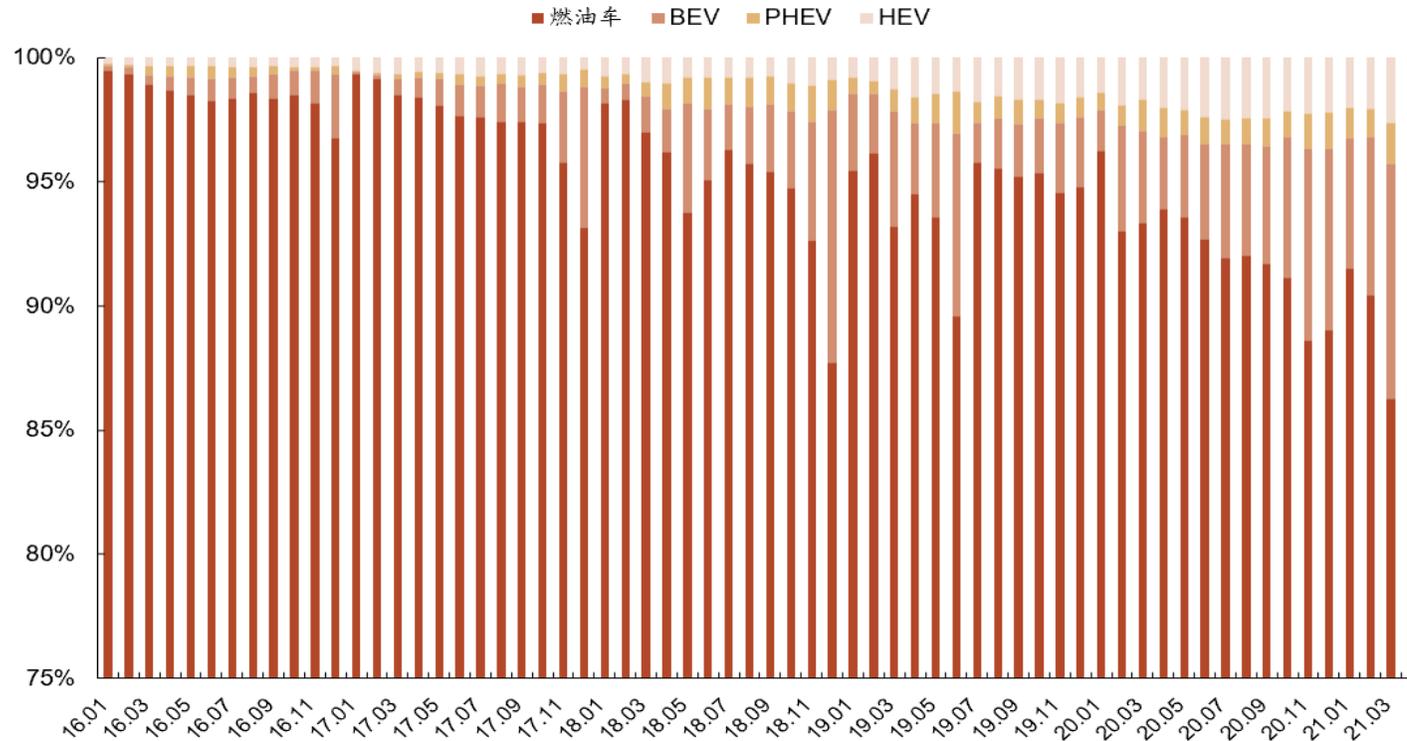
图7：2019-2021年4月PHEV零售销量及增速(万辆)



资料来源：浙商证券研究所整理

□ **BEV+PHEV渗透率超过10%**。2015年国内新能源车进入起步阶段，新能源乘用车渗透率1%左右，此后在补贴政策的刺激下，新能源车渗透率逐年提升，至2018年达到4.3%，19年受补贴退坡的影响，新能源车渗透率下降至4.2%。2020年虽然补贴已经退坡，但国内电动车市场优质供给创造需求，高性价比车型上市，消费者对新能源车接受度大大提高，销量快速增长，20年全年新能源车渗透率达到提高1.69 pct达到5.88%。2021年1-5月新能源车渗透率进一步提高至9.2%，3-5月渗透率分别为11.1%/10.5%/10.9%，其中电动车渗透率分别为9.5%/8.6%/9.1%。新兴技术渗透率在5%-50%为快速增长的区间，我们认为国内新能源车市场已经摆脱补贴，步入健康的快速发展阶段，未来3-5年渗透率将会快速提升。

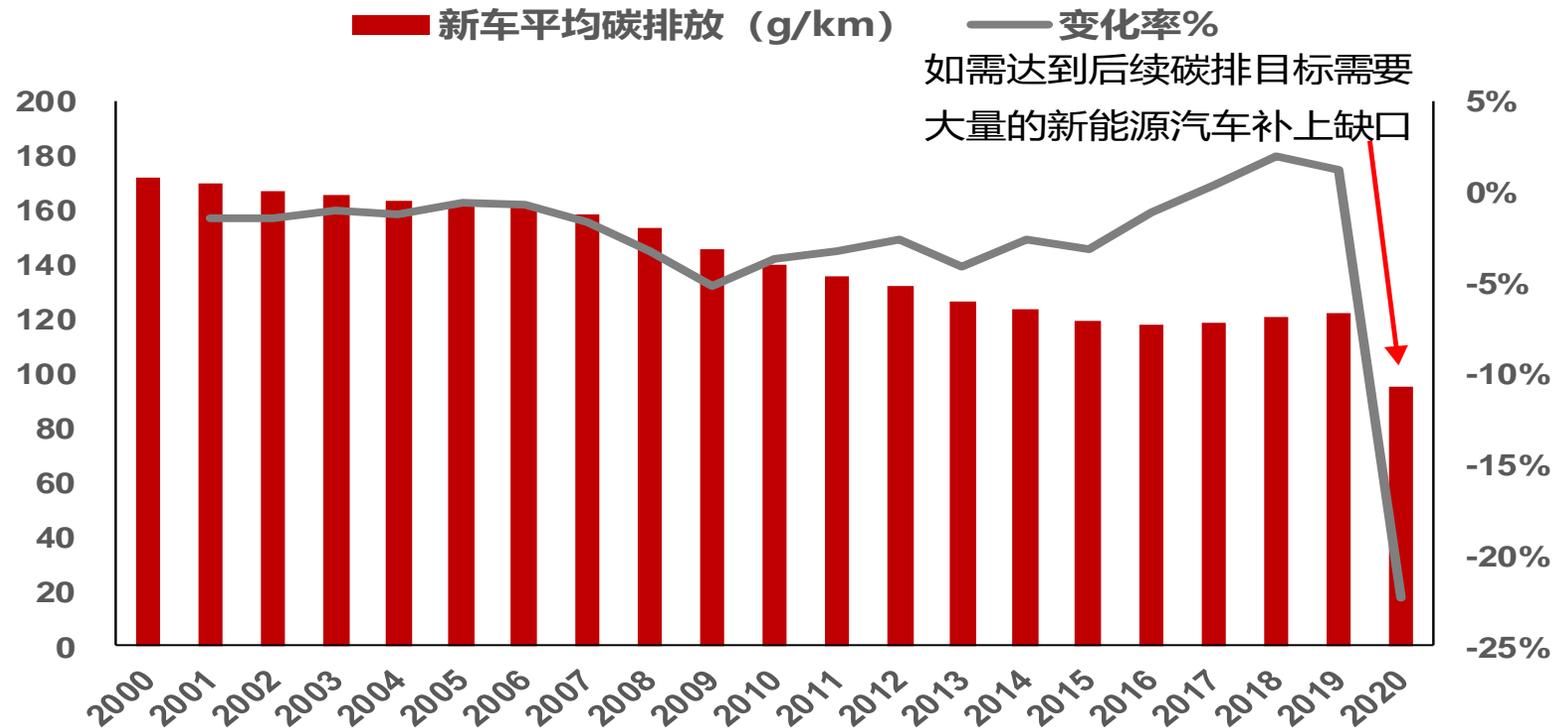
图8: 2016-2021年不同燃料类型乘用车销量占比



资料来源：浙商证券研究所整理

□ 欧洲排放标准不断提高，促使车企加大新能源车投入。欧盟在汽车排放上有一套成体系的系统，即EURO X标准，从上世纪九十年代开始实施的EURO 1排放标准到2014年实施的EURO 6标准，每一代标准都在不断提升对汽车各类排放物的限制（包括氮氧化物等有害气体）。随着标准不断提升（预计2021年将出台EURO 7标准）结合WLTP自去年起开始替代NEDC测试循环，使得车企为了达到碳排放的要求加强新能源车的投入和供给。

图9：欧盟（包括英国）年度新注册乘用车平均每公里碳排放标准



资料来源： EUC，浙商证券研究所

□ 欧洲各国纷纷出台新能源车补贴政策。德国新能源车的补贴政府与汽车制造商1:1，但2020年7月1日起，政府加大对新能源汽车的补贴力度，新的政府与厂商补贴贡献比为2:1，相对于原先的补贴量提升50%；20年5月法国政府宣布出资80亿欧元提高了电动车的购车补贴，由6000欧元涨到7000欧元；2021年3月英国补贴政策进行调整，补贴上限由此前的3000英镑下调至2500英镑。

表1:英国新能源车补贴政策

补贴类型	有效日期	补贴内容/限制	补贴额 (英镑)
针对乘用车	2020年3月-2021年3月	整车碳排放低于 50 g/km；零排放续航里程至少达到 112 公里；单车售价不超过 5 万英镑。	补贴单车售价的 35%，最高限额为 3000 英镑。
	2021年3月18日开始实行	整车碳排放低于 50 g/km；零排放续航里程至少达到 112 公里；单车售价不超过 3.5 万英镑。	补贴单车售价的 35%，最高限额为 2500 英镑。
针对商用车	小型货车没有变化	整车质量不高于 2.5 吨；整车碳排放低于 50 g/km；零排放续航里程至少达到 96 公里。	补贴单车售价的 35%，最高限额为 3000 英镑。
	大型货车此次没有变化	整车质量介于 2.5-3.5 吨；整车碳排放低于 50 g/km；零排放续航里程至少达到 96 公里。	补贴单车售价的 35%，最高限额为 6000 英镑。
针对卡车	卡车此次没有变化	整车质量介于 3.5-12 吨之间；整车碳排放相对于同类型欧 6 排放标准的卡车要低至少 50%；零排放续航里程至少达到 96 公里。	补贴单车售价的 20%，最高限额为 1.6 万英镑，仅限 250 辆名额；超过 250 辆申请后，最高限额下调至 6000 英镑。
针对出租车	此次无变化	必须为专职出租车；整车碳排放低于 50 g/km；零排放续航里程至少达到 112 公里。	补贴单车售价的 20%，最高限额为 7500 英镑。
针对公司用车的 BIK 税率	2020年4月6日后注册的车辆	纯电动汽车 BIK 税率下调为 0%。	对比传统燃油车税率普遍在 20% 以上，单位排放越高税率越高。
	2021年	纯电动汽车 BIK 税率调整为 1%。	
汽车消费税	2022年-2024年	纯电动汽车 BIK 税率维持在 2%。	
	2020Q1-2025Q1	纯电动汽车免税 (0%)。	-
充电桩		户用充电桩安装费用减免。	最高可减免 350 英镑。

表2:法国新能源车补贴政策

政策类别	有限时间	补贴类型	补贴内容/限制	补贴额
直接补贴	2020年6月-2021年6月底	私人车	车价<4.5万欧元，二氧化碳排放低于 20g/km	7000 欧元
			车价 4.5 万欧元-6 万欧元	3000 欧元
		公务车	车价<4.5万欧元，二氧化碳排放低于 20g/km	5000 欧元
			车价 4.5 万欧元-6 万欧元	3000 欧元
置换补贴		氢燃料电池巴士	车价超过 6 万欧元	3000 欧元
		私人车	二氧化碳排放低于 50g/km，车价低于 6 万欧元的新车或	5000 欧元
		公务车	者二手车	2500 欧元

表3:德国新能源车补贴政策

车型	限制条件	2020年新增补贴 (欧元)
纯电动汽车	在 2020 年 6 月 3 日之后注册，最低 CO2 排放量为 50g/km，最低续航为 40km，购买价格低于 40000 欧元	9000
	在 2020 年 6 月 3 日之后注册，最低 CO2 排放量为 50g/km，最低续航为 40km，购买价格为 40000-65000 欧元	7500
充电混合动力汽车	在 2020 年 6 月 3 日之后注册，最低 CO2 排放量为 50g/km，最低续航为 40km，购买价格低于 40000 欧元	6750
	在 2020 年 6 月 3 日之后注册，最低 CO2 排放量为 50g/km，最低续航为 40km，购买价格为 40000-65000 欧元	5625
二手纯电动汽车	在 2016 年 5 月 18 日注册并且行驶里程少于 15000 公里	5000
二手充电混合动力汽车	在 2016 年 5 月 18 日注册并且行驶里程少于 15000 公里	3750

资料来源：政府官网，浙商证券研究所

□ 欧洲各国纷纷出台新能源车补贴政策。西班牙购买新能源乘用车最高补贴5500欧元，对中小型企业及大型企业的补贴力度小于个人，上限分别为4000欧元和3000欧元；意大利2021年新能源车补贴力度加大，对销量增长促进效果明显；瑞典政府通过降低新能源汽车的购置价格作为推动新能源汽车销售的主要措施。

表4：西班牙新能源车补贴政策

补贴类型	汽车类型	补贴要求	补贴额 (欧元)
针对个人	乘用车	续航 30-90km	1900
		续航大于 90km	4000
	巴士	不超过 5 吨	8000
	客车	不超过 5 吨	15000
	货车	不超过 3.5 吨, 续航大于 30km	4400
		3.5-12 吨	8000
针对中小企业	乘用车	续航 30-90km	1670
		续航大于 90km	2920
	巴士	不超过 5 吨	6000
	客车	不超过 5 吨	15000
	货车	不超过 3.5 吨, 续航大于 30km	3630
		续航 3.5-12km	6000
针对大企业	乘用车	大于 12 吨	15000
		续航 30-90km	1600
	续航大于 90km	2190	
	巴士	不超过 5 吨	5000
	客车	不超过 5 吨	15000
	货车	不超过 3.5 吨, 续航大于 30km	2900
续航 3.5-12km		5000	
		大于 12 吨	15000

表5：意大利新能源车补贴政策

车型	二氧化碳排放量	原有的补贴 (欧元)	2021 年新增额外补贴 (欧元)
M1	小于等于 20g/km	4000-6000	1000-2000
	大于 20g/km, 小于等 60g/km	1500-2500	1000-2000
L	小于等于 60g/km	3000-4000	-

表6：瑞典新能源车补贴政策

日期	类型	车型	购车补贴	备注
	乘用车	BEV	60000 瑞典克朗	补贴不超过新车价格
		PHEV 排放 ≤ 70g/km	10000 瑞典克朗	25%
20 年开始	公交车、轻型卡车	纯电公交车	不超过公交车购买价格 20%	补贴不得高于电动公交车与相应柴油公交车的差价
		插电混动公交车	纯电公交车一半补贴	
购天然气汽车、轻型卡车和巴士将获得 1 万瑞典克朗的奖金				

□ 欧洲各国纷纷出台新能源车补贴政策。挪威在2021年之后优惠政策将根据市场情况调整。其中最重要的增值税豁免政策延期到2022年底；荷兰对新能源车补贴最高4000欧元，2022年后逐年退坡，但幅度较小；丹麦主要通过减免注册水以及停车费的形式来促进新能源车销量。

表7：挪威新能源车补贴政策

政策内容	政策时间	相关内容
购置税及增值税减免	1990-	免除购置/进口税
	2001-	免除 25% 增值税
	1996-	免除每年道路税
	1997-2017	免除公路及轮渡收费
费用减免	2018-	最高 50% 轮渡收费
	2019	最高 50% 公路收费
	1999-2017	免除市政停车场收费
	2018-	最高 50% 市政停车场收费，适用于本地电动汽车
道路权限拓宽	现行	奥斯陆、费特列斯达、贝鲁姆、特隆赫姆等纯电动汽车免费停车
	2005-	可使用公共汽车车道
	2016	新政允许将通行权局限于携带 1 名或多名乘客的电动车
企业购车税减免	2000-2018	减免 50% 企业购车税
	2018-	企业购车税减免降低至 40%
其他	2015	租赁时免除 25% 增值税
	2018	对由燃油转为 0 排放的货车提供财政补贴
	2019	允许持 B 类驾照的司机驾驶 C1 类的电动货车（最多 4250kg 的轻卡）

表8：丹麦新能源车补贴政策

政策	内容
注册税优惠	2015 之前，纯电动汽车免征注册税
	2020 年，征收注册税 20%
	2021 年，征收注册税 65%
	2022 年，征收注册税 90%
	2023 年，征收注册税 100%
其他优惠	2017 年开始，免除电动汽车每年 5000 丹麦克朗的停车费

表9：荷兰新能源车补贴政策

年度	购买或租赁电动车补贴金额		国家购买或租赁电动车 补贴金额补贴上限	
	新车（欧元）	二手车（欧元）	新车（欧元）	二手车（欧元）
2020	4,000	2,000	10,000,000	7,200,000
2021	4,000	2,000	14,400,000	13,500,000
2022	3,700	2,000		
2023	3,350	2,000		
2024	2,950	2,000		尚未披露
2025	2,550			

□ 欧洲新能源车销量保持高增长。欧洲主要国家在补贴政策的刺激下，2020年新能源车销量126.2万辆，增速136%；2021年1-4月销量54.3万辆，增速115%，其中1-2月销量增速较低，我们认为与疫情有关，3-4月销量恢复高增长，4月单月销量达到13.8万辆，5月欧洲九国新能源车销量15万辆左右。

图10：2014-2021.4欧洲新能源车销量及增速(万辆)

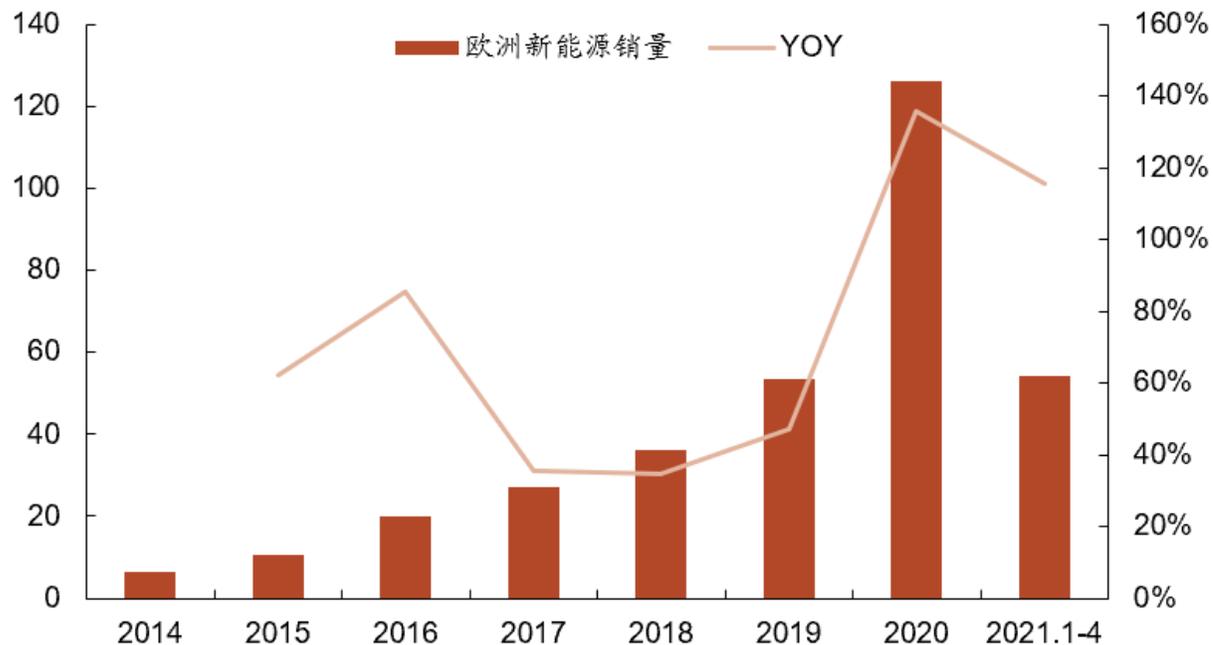
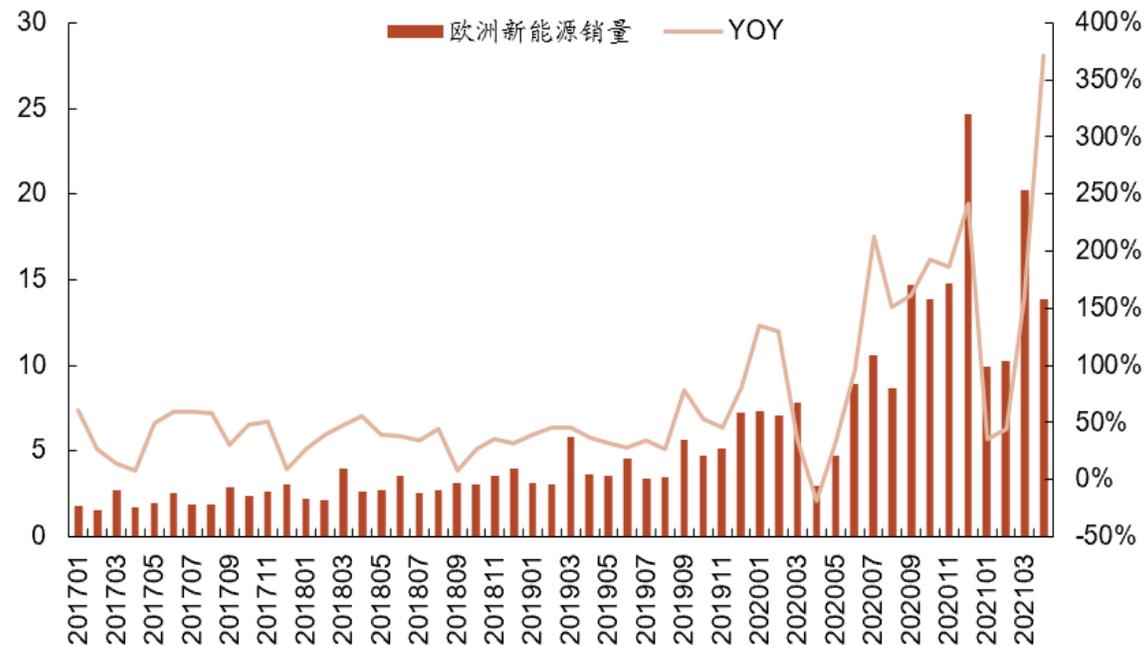


图11：2014-2021.4欧洲新能源车月度销量及增速(万辆)



□ 欧洲BEV和PHEV销量相当。2020年欧洲BEV/PHEV销量分别为71.3/54.8万辆，21年1-4月分别为26.2/28.1万辆，增速分别为84%、156%。与国内BEV销量占多数相反，欧洲BEV和PHEV销量占比相近，一方面与补贴政策相关，另一方面与欧洲混动技术相对成熟有关。

□ 预计21-22年欧洲新能源销量分别为200/280万辆。根据各国政府的公告，21-22年欧洲多数国家的新能源补贴政策将维持或小幅退坡；同时，大众推出ID3、ID4、ID6等，特斯拉Model 3、Model Y，以及Model 2将陆续在欧洲工厂投产，目前欧洲新能源车市场与中国16-18年相似，处于补贴促进消费阶段，我们认为未来两年欧洲新能源车销量将保持高增长，预计21年欧洲新能源车销量有望达到200万辆，22年有望达到280-300万辆。

图12: 欧洲年度BEV销量及增速(万辆)

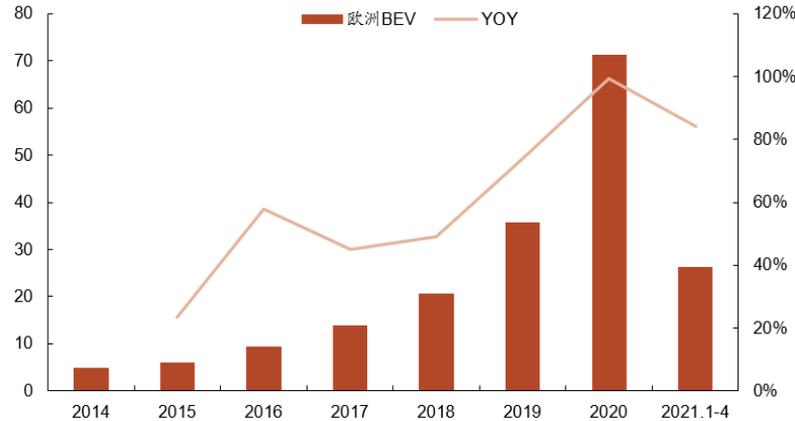


图13: 欧洲年度PHEV销量及增速(万辆)

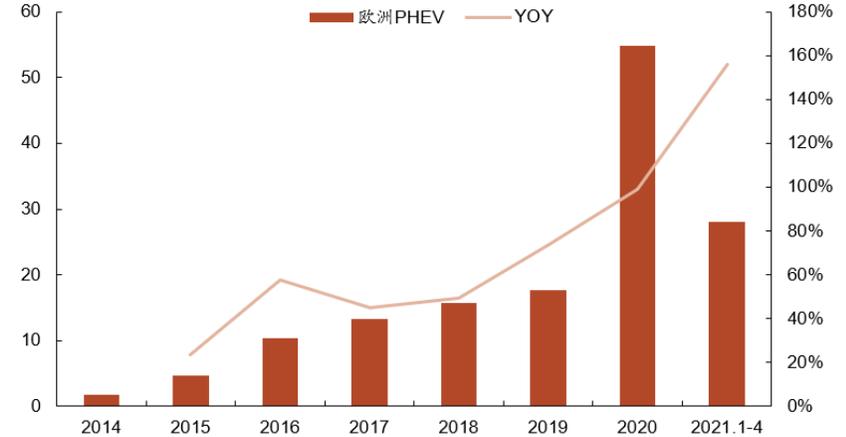


图14: 欧洲月度BEV销量及增速(万辆)

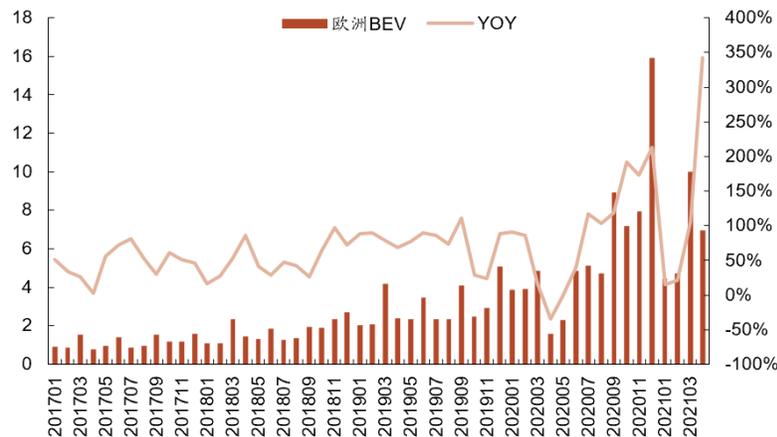
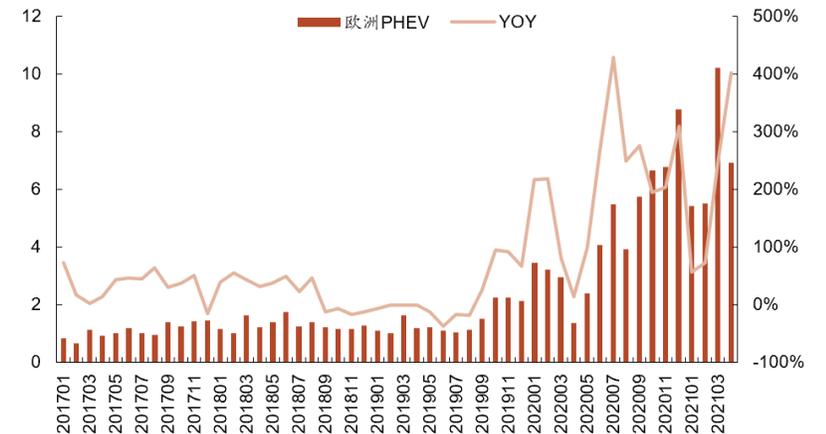


图15: 欧洲月度PHEV销量及增速(万辆)



□ 欧洲当前以小型车为主，未来将向上突破。当前欧洲新能源车的驱动力主要是补贴，因此电动车销量结构与国内2016-2018年类似，主要以A00、A0、A级轿车，以及小型、紧凑型SUV为主，上述车型价格相对较低，补贴后性价比高。但从长远看，若补贴退坡后，欧洲电动车销量结构将发生变化，预计主流A级、B级车销量占比将提高。

图16：2014-2021.4欧洲不同级别BEV销量分布

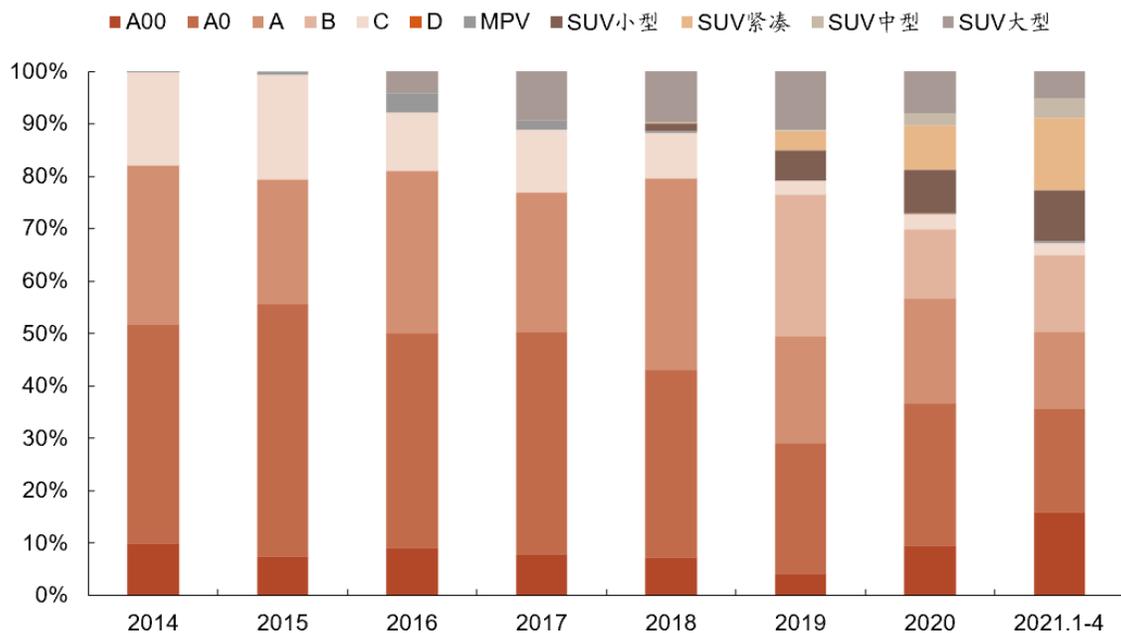
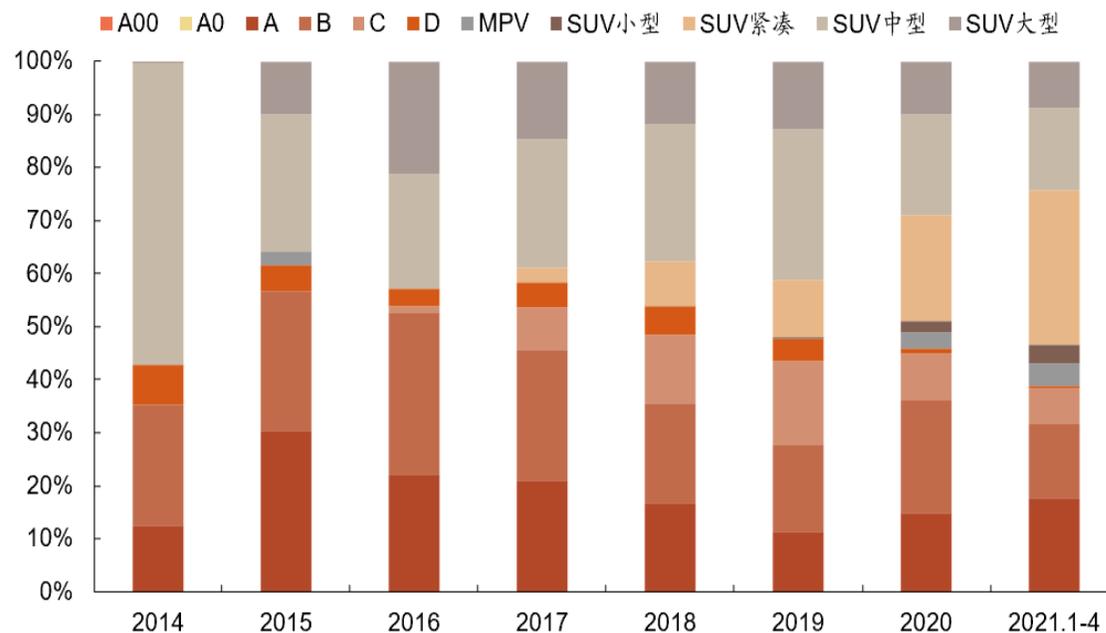


图17：2014-2021.4欧洲不同级别BEV销量分布



- 美国新能源车经历了两年的调整。2019年特朗普上任后取消了奥巴马在任时的新能源车税收补贴政策，导致2019-2020年美国新能源车销量分别32/33万辆，YOY分别为-10%/3.7%，均低于2018年的35.6万辆。
- 美国新能源车政策逐渐出台，销量增速提升。美国此前新能源车渗透率较低，仅1.5%左右，拜登总统上任后启动新能源新政，提出鼓励新能源汽车的系列政策：计划1000亿美元作为消费者补贴，100亿美元作为零排放中型和重型车辆税收抵免，150亿美元用做50万充电设施建设，于2030年前全部建成，450亿促进校车、公共交通电动化。

图18: 美国年度新能源车销量及增速(万辆)



图19: 美国月度新能源车销量及增速(万辆)



□ 美国新能源车中特斯拉占比较高。2020年美国新能源车销量中，特斯拉占比超过60%，主要是Model 3和Model Y销量的增长。PHEV销量占比仅为21.6%。

□ 21年销量重回高增长。2021年美国新能源车政策逐渐落地，销量重回高增长，1-5月BEV/PHEV销量分别为17.3/5.1万辆，YOY分别为94%/55%，全年销量有望超过70万辆。

□ 传统车企陆续发力新能源。美国传统车企在整车刺激下也纷纷发力新能源，通用计划到2025年共推出30款新能源车，其中三分之二在美国；福特已经规划了3款新能源车；丰田、本田也宣布加码美国电动车。我们认为新势力特斯拉、Rivian，以及传统车企优质供给将驱动美国新能源车销量高速增长。

图20美国年度BEV销量及增速(万辆)

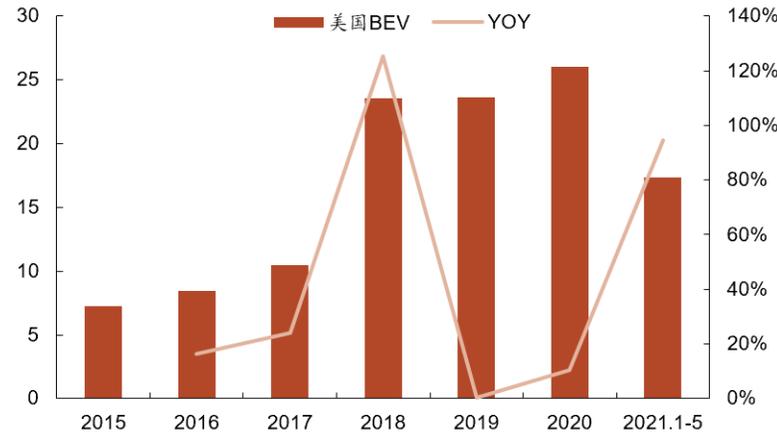


图21：美国年度PHEV销量及增速(万辆)

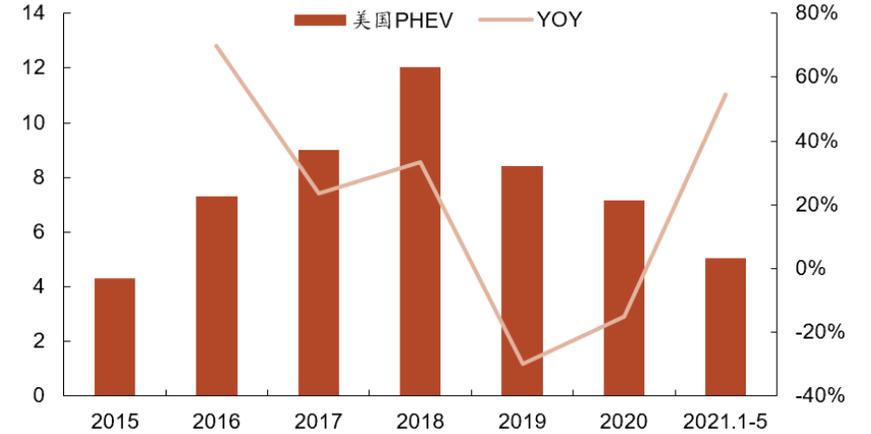


图22：美国月度BEV销量及增速(万辆)

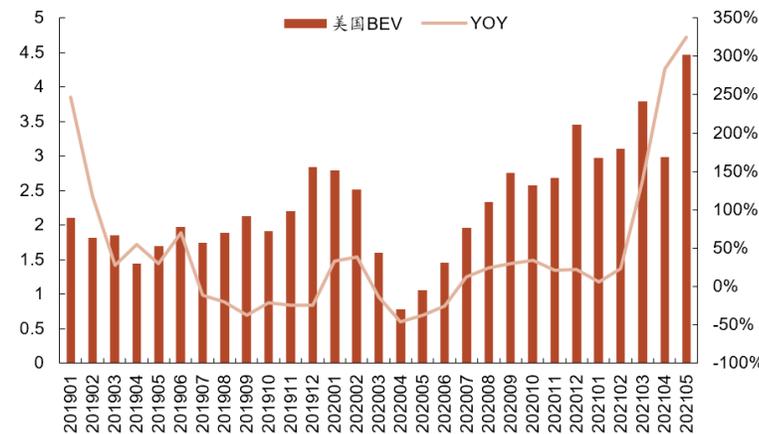
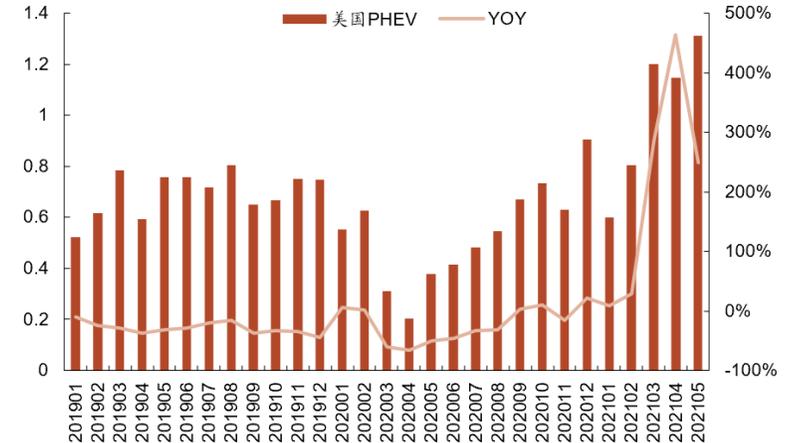


图23：美国月度PHEV销量及增速(万辆)



□ 美国政策逐步落地，未来销量可期。拜登政府上台之后，拟出台一系列强有力的新能源汽车补贴政策刺激美国电动车发展。2021年美国新能源车市场有望复制2020年欧洲整车出台后的销量走势，21-25年销量有望维持高增长。我们认为未来3-5年，中国、欧洲和美国三大汽车消费市场中，新能源车渗透率将快速提升，带动全球新能源车产业链发展。

表10：美国新能源车政策梳理

总统时期	任职时间	政策导向	具体政策
克林顿	1993-2001	单一地靠政府政策拉动	克林顿政府时期投入 15 亿美元用于新能源汽车研究开发，通用、福特和戴姆勒-克赖斯勒 1999 年投入的项目开发资金达 9.8 亿美元
小布什	2001-2009	激励企业和个人，激活新能源汽车市场	布什政府时期仅在 2004 年到 2008 年计划将对氢燃料电池汽车的研究经费投入高达 12 亿元，在《2007 能源促进和投资法案》中，美国将由石油企业征收的 290 亿美元支持新能源企业
奥巴马	2009-2017	注重新能源汽车配套产业与刺激消费者购买的补贴政策，为规模化奠定基础。	2009 年制定 EVProject，政府出资 10 亿美元通过以旧换新的补贴政策推进新能源汽车市场，截止 2013 年底，全国充电装置达 10096 套；DOE 计划 2015 年政府将投入 4 亿元支持基础设施建设
特朗普	2017-2020	政策补贴逐步减少，退出《巴黎协定》	2019 年之前享受 100%福利，2019 年降为 75%，此后逐年递减，到 2022 年完全取消此项福利。对于 2008 年 11 月 31 号之后售出的新能源汽车，根据电池容量，4Wh~16kWh 减免 2500 美元~7500 美元不等的税收
拜登	2021-	鼓励新能源车	2021 年 3 月，美国达成 10 万个公共充电桩的里程碑； 乔拜登总统提议为电动汽车和充电站拨款 1,740 亿美元，其中包括 1,000 亿美元用于消费者回扣； 2021 年 4 月 22 日，白宫提出了发展电动汽车充电基础设施的计划，计划拨款 419 亿美元

□ **燃油车主要以8-24万元车型为主。**国内新能源车行业发展处于全球领先的水平，因此研究国内发展历史对海外新能源产业发展具有一定的借鉴意义。从燃油车销量结构可以看出，0-4万、4-8万元车型销量占比逐渐降低，8-24万元乘用车销量占比高达74%。近6年，整体行业发展趋势是低端（0-8万）销量占比由19%下降至6%；中档（8-28万）由74%提高至79%；高档（28万以上）由8%提高至15%。

□ **新能源车销量分布分散，不同价格爆款频出。**国内新能源车渗透率已经超过10%，但可以看出销量分别较为分散，低端到高端车型销量占比尚未有明显分化，爆款车型的上市将拉动对应级别车型销量。

图24：国内不同价位燃油车销量占比

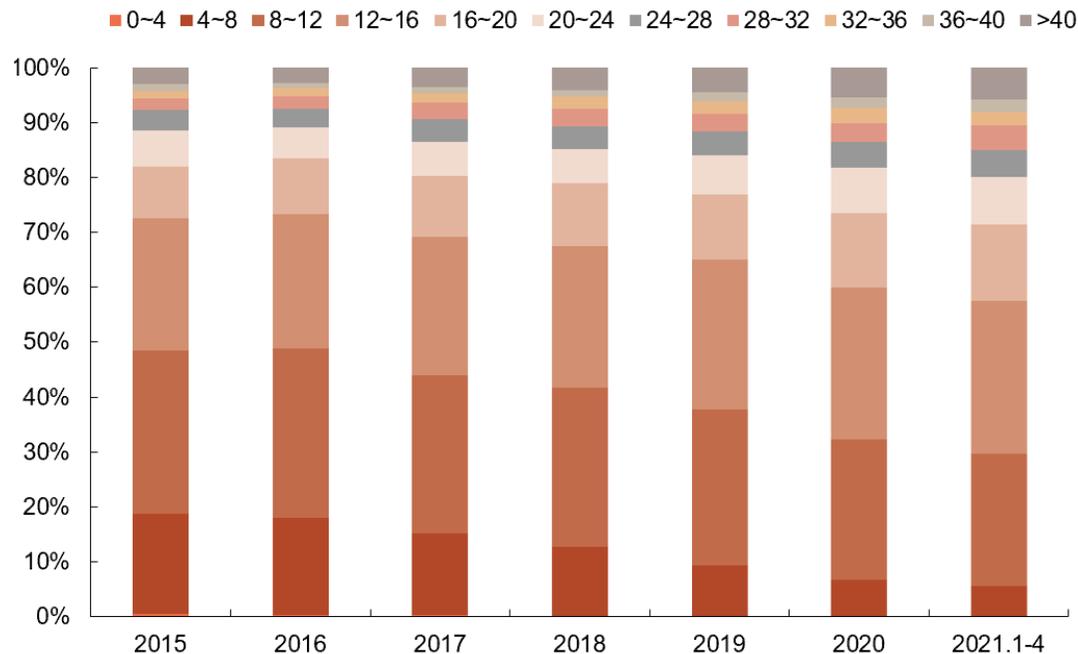
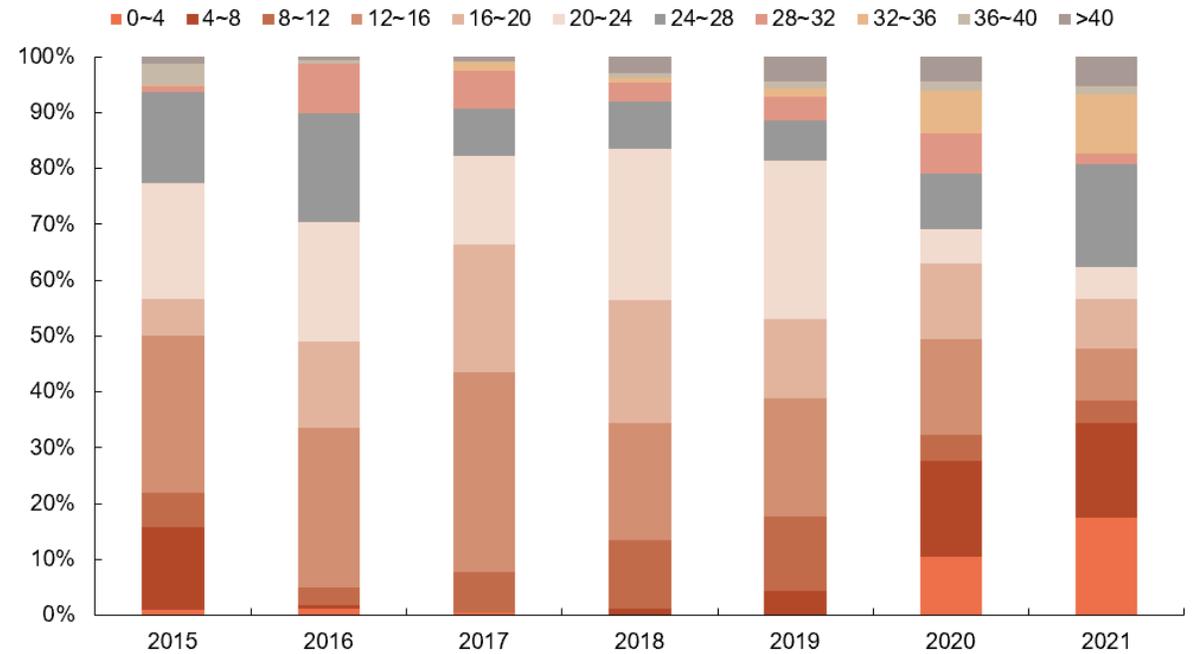


图25：国内不同价位新能源车销量占比



资料来源：浙商证券研究所整理

- **BEV百花齐放，未来价格带有望上移。**国内纯电动车渗透率已经接近10%，0-4万主要以宏光Mini为主；4-8万以欧拉、奔奔、宝骏等车型为主；24-28万元Model 3、比亚迪汉；32-36万主要是因为Model Y，蔚来ES6销量较高。未来电动车的发展趋势，如果仅从硬件考虑，我们认为会向燃油车的趋势，但随着智能驾驶渗透率的提升，未来有望复制智能手机普及后价格上涨的逻辑。
- **PHEV将会成为下一个增长点。**此前国内新能源车以BEV为主，PHEV销量主要集中在16-28万元价格区间。未来随着比亚迪、吉利等推出的高性价比、低油耗的混动车型上市，我们认为PHEV的渗透率有望提升。

图26：国内不同价位BEV销量占比

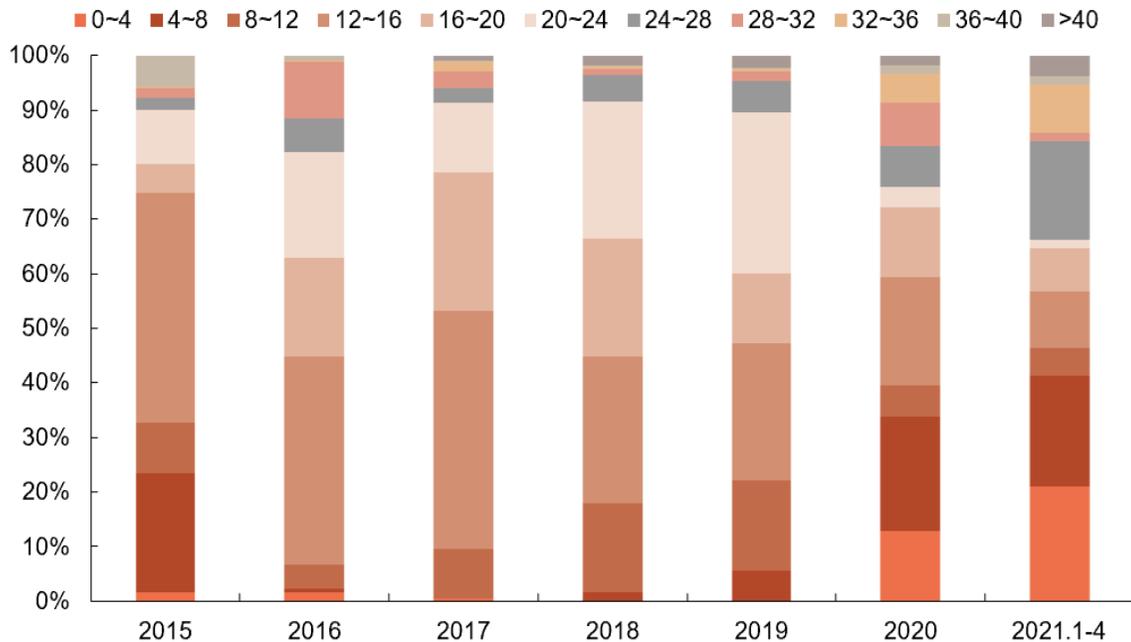
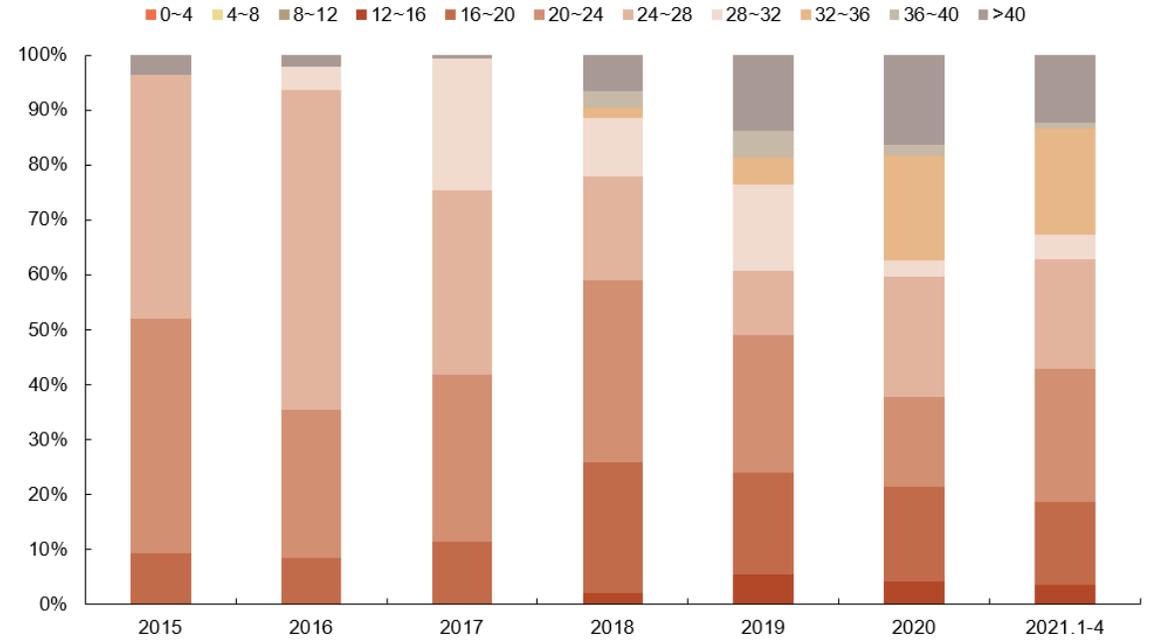


图27：国内不同价位PHEV销量占比



资料来源：浙商证券研究所整理

- 燃油车A、B级车销量占比87%。**国内燃油车A级、B级销量占比合计超过87%，其中A级车65%左右；C级车销量占比约4.2%，整体趋势向上渗透，说明国内乘用车消费升级的趋势；A00和A0级市占率降低，未来有望逐渐退出市场。
- 新能源车A00、A、B级为主。**21年1-4月，国内新能源车销量结构中，A00、A和B级分别占比33.9%/26.1%/34.1%，而A0和C级车占比相对较低。我们认为未来趋势将是A、B级为主，C级渗透率有望提高，而A00和A0级市占率或将下降。行业整体以升级趋势为主旋律。

图28：国内不同级别燃油车销量占比

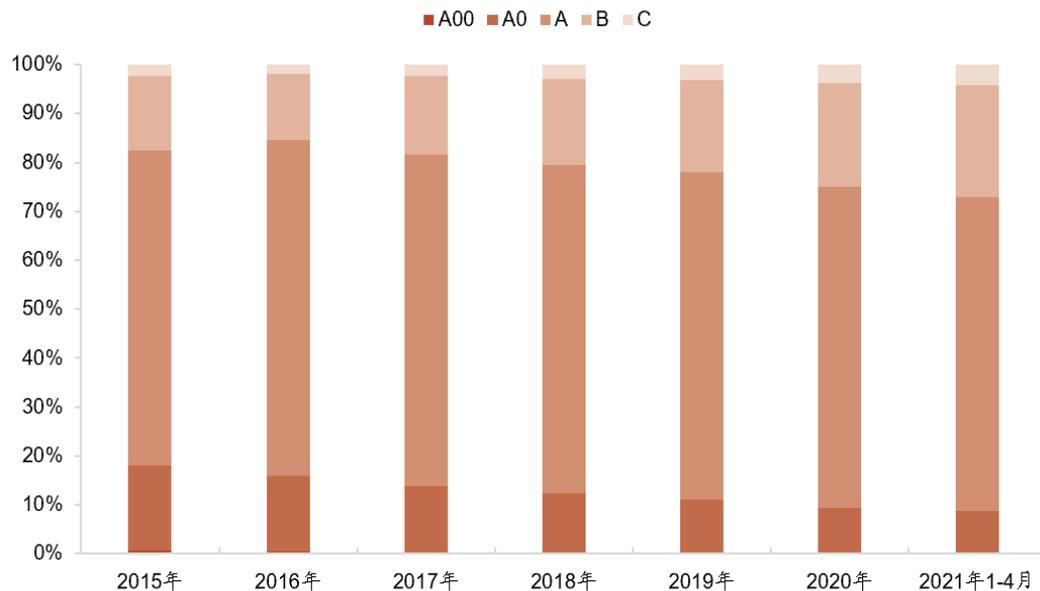
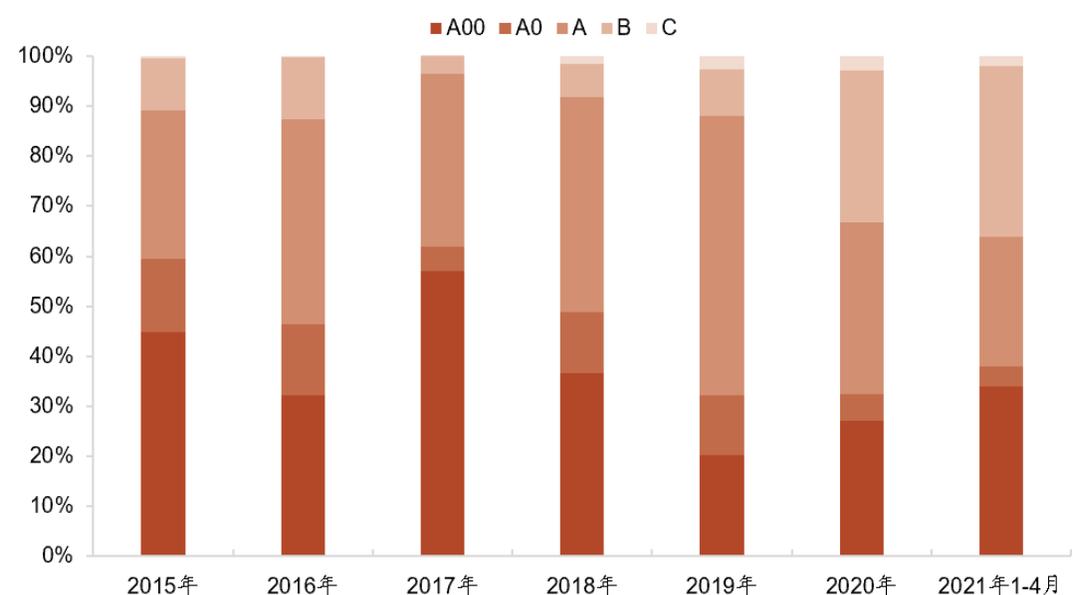


图29：国内不同级别新能源车销量占比



□ BEV分布分散，PHEV以A、B级为主。国内BEV市场目前百花齐放，五菱宏光、长城汽车等推出定位中低端、性价比较高的廉价电动车；其他自主品牌集中在A级电动车，而特斯拉、造车新势力主打B级和C级电动车。PHEV由于具备发动机、变速箱和电驱系统，成本较高，因此主要以A-C级车为主，未来随着成本的下降，低使用成本优势凸显，市占率有望得到提升。

图30：国内不同级别BEV销量占比

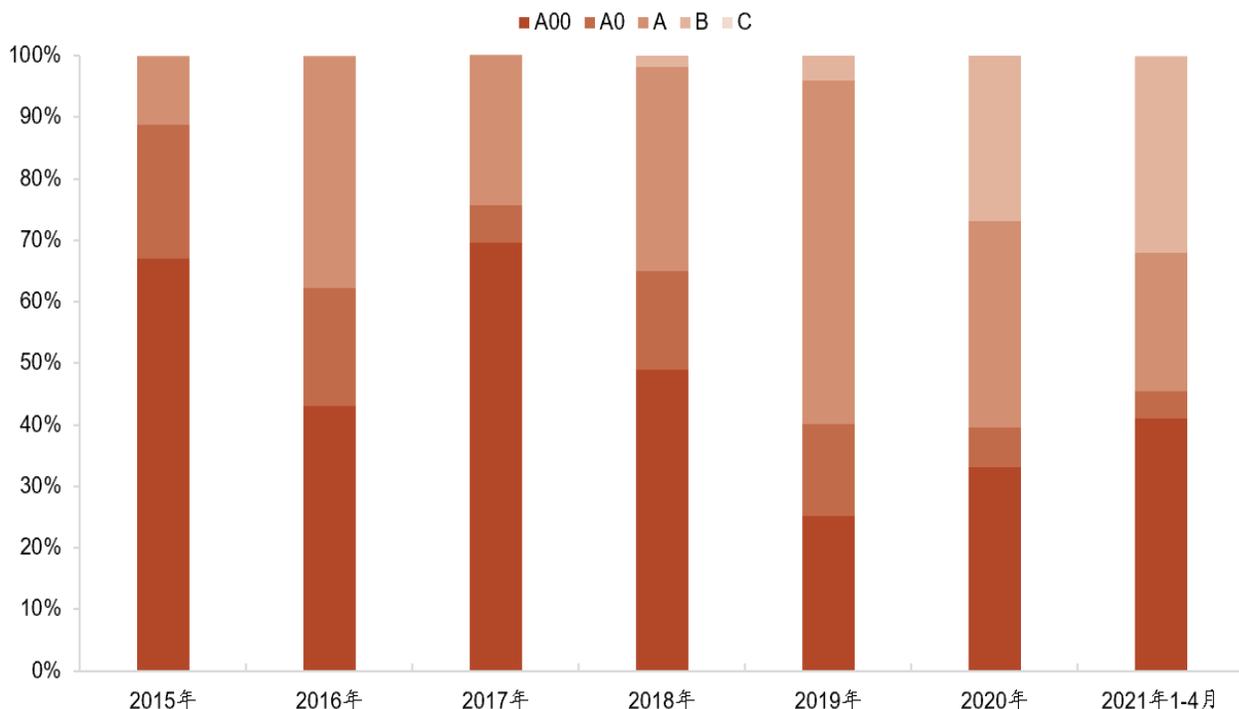
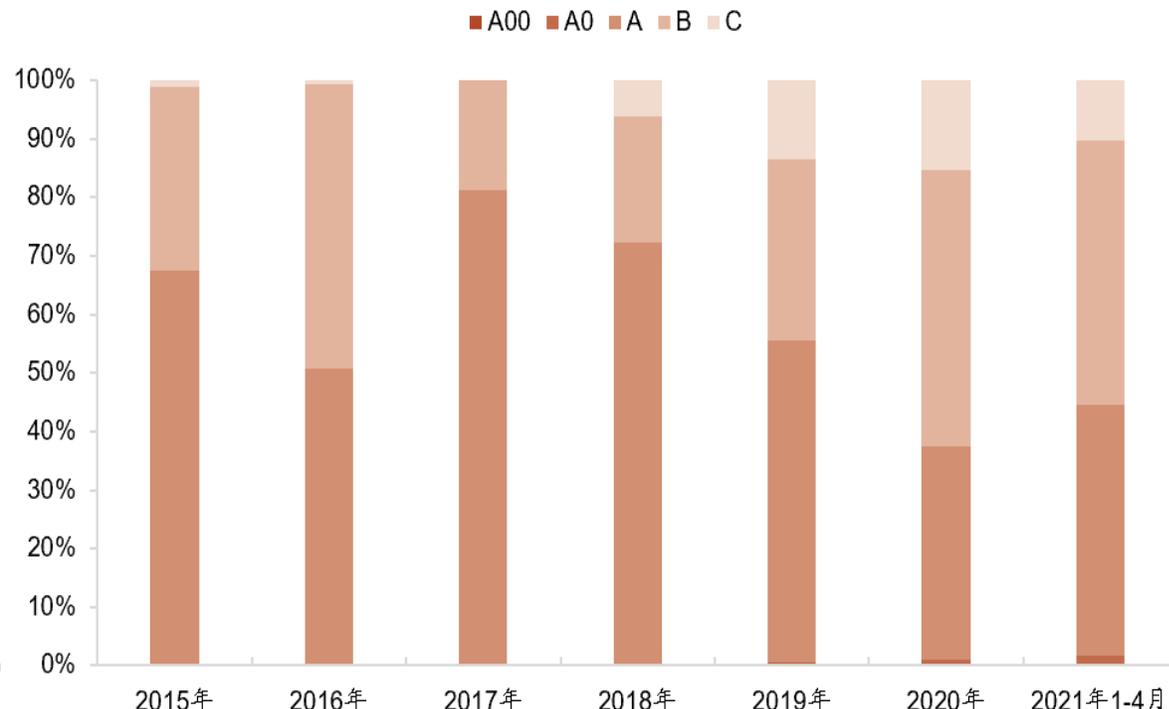
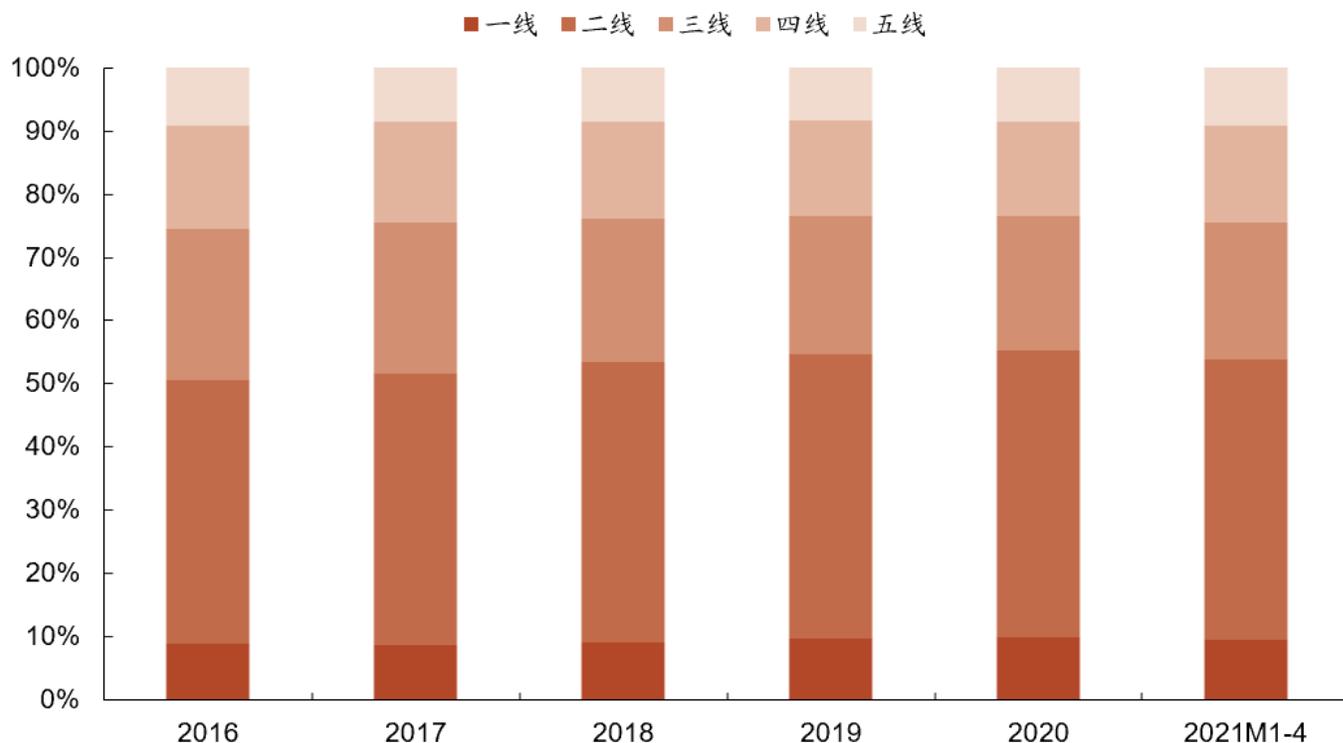


图31：国内不同级别PHEV销量占比



□ 乘用车主要集中在二线-四线城市。国内狭义乘用车销量主要集中在二三四线城市，一线城市主要受车牌限制，占比约为9%-10%；21年1-4月二三四线城市占比分别为44.3%/21.7%/15.2%；五线城市占比9.2%。目前一线城市和二线城市趋于饱和，未来乘用车消费主要增量将来自于三四五线城市，因此本轮行业复苏的持续性有望超市场预期。

图32：一线-五线城市狭义乘用车销量占比



□ 电动车以一二线城市为主，三四五线接受度提升。我们从各城市电动车销量结构来看，21年1-4月一线-五线城市BEV销量占比分别为24.1%/43.5%/19%9.1%/4.2%，可以看出电动车主要销量城市在一二线，2016年一二线城市销量占比70.6%，近年来随着供给端改善，电动车性价比提升，一线城市销量占比下滑，二线提升，21年1-4月一二线占比为67.6%，同时，可以看出21.1-4月较2016年三四五线城市销量占比提高3 pct，其中三线城市增长幅度最大。我们认为国内电动车接受度大大提高，未来3-5年国内电动车渗透率将快速提高。

图33：一线-五线城市电动车销量占比

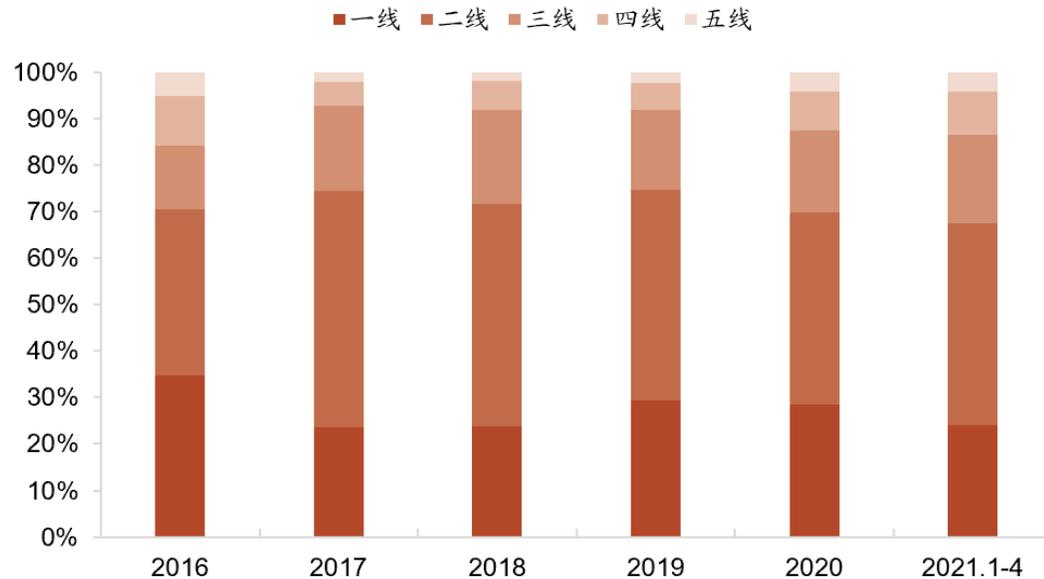
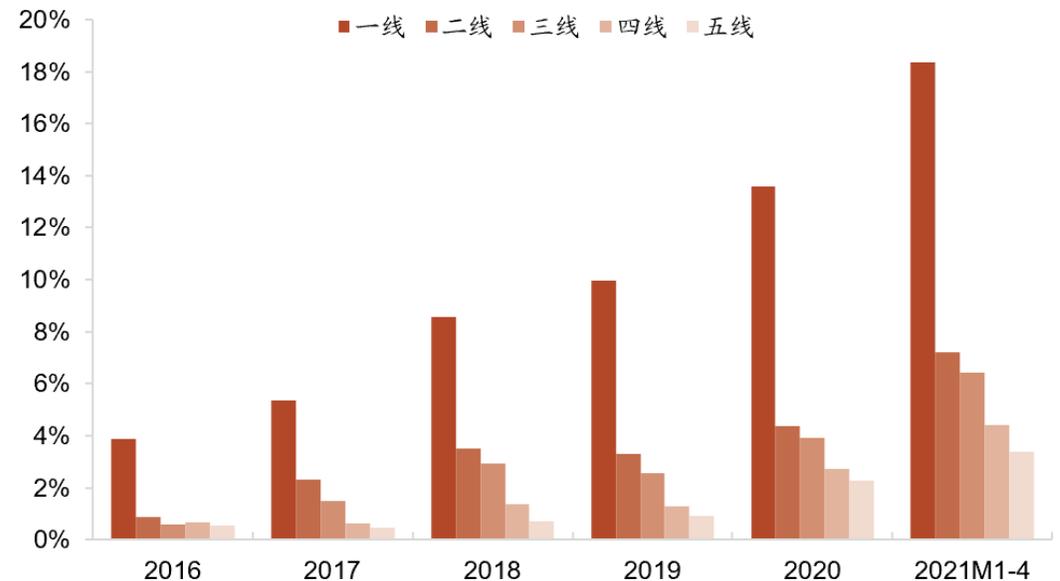


图34：一线-五线城市电动车渗透率



□ 新能源车行业目前基本面向好，短期估值处于中位偏高，但我们认为21H2-22年电动车+储能业务高增长将快速消化高估值，资本市场优质赛道延续，要容忍高估值，我们长期看好新能源车产业链，因此建议回调就是加仓机会！

□ 基本面：15-19年国内新能源车的增长主要依靠补贴，19年补贴退坡后，销量承压，2020年随着特斯拉国产后不断降价，供给端改善，高性价比车型驱动需求释放，销量高增长。我们预计21年国内销量240-250万辆，欧洲200万辆左右，美国有望达到70万辆以上。展望2022年，国内销量有望达到350万辆以上，欧洲部分国家补贴退坡后短期扰动，但长期趋势不变；美国政策落地，预计将促进电动车高增长。

□ 动力电池：由于下游需求旺盛，动力电池短期处于供不应求状态，21年1-4月中游电池厂排产和装机量增速150%以上。从目前国内、欧洲以及美国等车企需求来看，预计21H2-22年动力电池供需仍处于紧张的状态，产业链整体向好。

图35：国内新能源车销量(万辆)

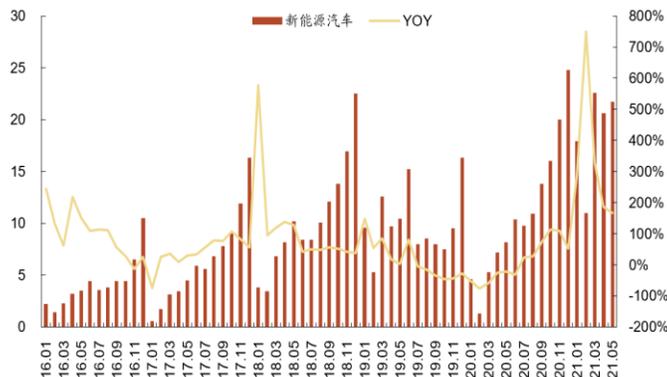


图36：国内新能源车销量预测(万辆)



图37：国内动力电池产量(MWh)

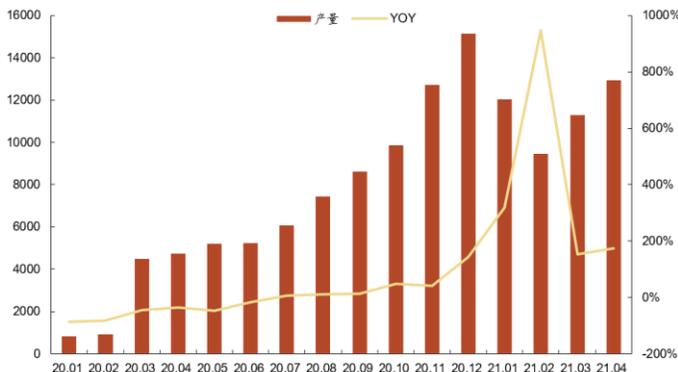
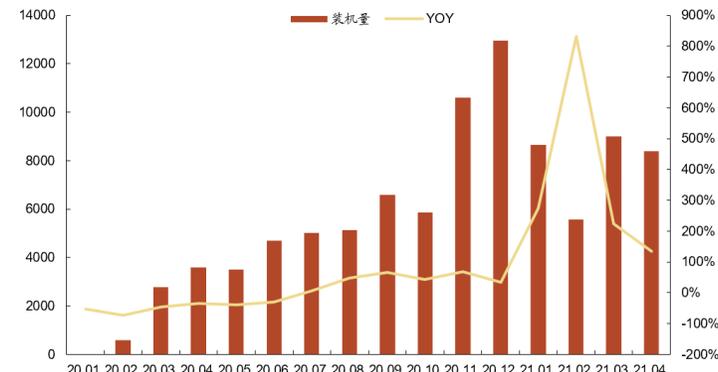


图38：国内动力电池装机量(MWh)

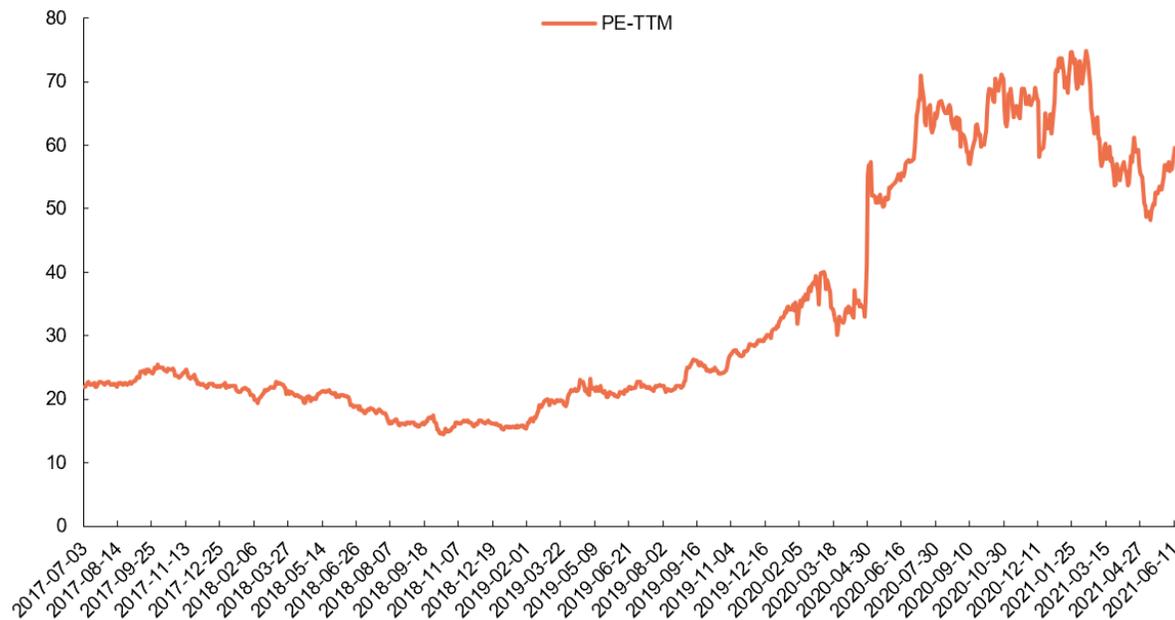


□ 我们复盘新能源车板块行情发现，重大行情往往伴随着补贴政策、销量的超预期，国内新能源车行业已经进入供给创造需求的阶段，而欧洲和美国主要依靠相关的政策刺激，近期板块大涨的驱动因素是美国新能源车整车落地的预期。

□ 新能源车板块估值目前处于中位偏上，细分领域龙头陆续创新高。短期维度，预计2020年下半年美国新能源车整车将逐渐细化，我们认为板块将逐渐反应，基于此考虑，建议继续持有！

□ 展望2022年，欧洲部分国家补贴若退坡，存在销量不达预期的风险，但我们认为欧洲将经历国内19-20年由政策刺激向供给驱动的阶段，销量结构也将由A00+A0向A+B级车转变，整体走向健康发展阶段。若出现板块回调，建议加仓。

图39：新能源车板块PE



□ 国内+欧洲高增长，美国电动车+储能蓄势待发

目前国内和欧洲电动车销量均保持高增长，市场预期相对充分，但美国具体补贴细则是否会超预期，储能业务订单有望超预期将会成为板块重要的催化剂。综合考虑，预计未来3-5年新能源车板块将是复合增速最高的子领域，持续看好产业链投资机会。

□ 化学体系和结构的变化

2020年动力电池行业发生比较大的变化，其一，三元由811退回6系或5系，主要原因是811电池产气的问题无法解决，或者说基于现有技术解决产气问题会导致经济性大大下降，因此除了一些二三线电池厂还将811作为卖点，一线电池厂宁德在客户的要求下，逐渐将8系切换回6/5系；其二，特斯拉和比亚迪将磷酸铁锂电池成功地应用在旗下400-550续航车型上，由于下游车型的分化，400-500续航主打经济实惠，600-700续航定位高端，动力电池也呈现出磷酸铁锂+三元并驾齐驱的局面，从月度数据看，磷酸铁锂市场份额已经达到40%以上。主流车企都已经在考虑磷酸铁锂+CTP或磷酸铁锂+CTV，包括大众、特斯拉Model Y/2、戴姆勒等，我们预计21H2可以看到磷酸铁锂+CTV车型增多。

□ 国内动力电池产业链将受益

根据产业调研，欧洲车企订单由LG向国内宁德、比亚迪等转移；美国由于发展较晚，产业链尚不完善，在化学体系不发生较大变化的情况下，电池厂产能是否充足、成本、响应速度等将变成重要的竞争力，国内动力电池产业链的配套能力、成本控制能力毋庸置疑，因此我们预计21-22年宁德、比亚迪等海外市场份额有望获得较大的提升。国内电池产业链将受益于出口和储能订单放量，产量和业绩有望超预期。

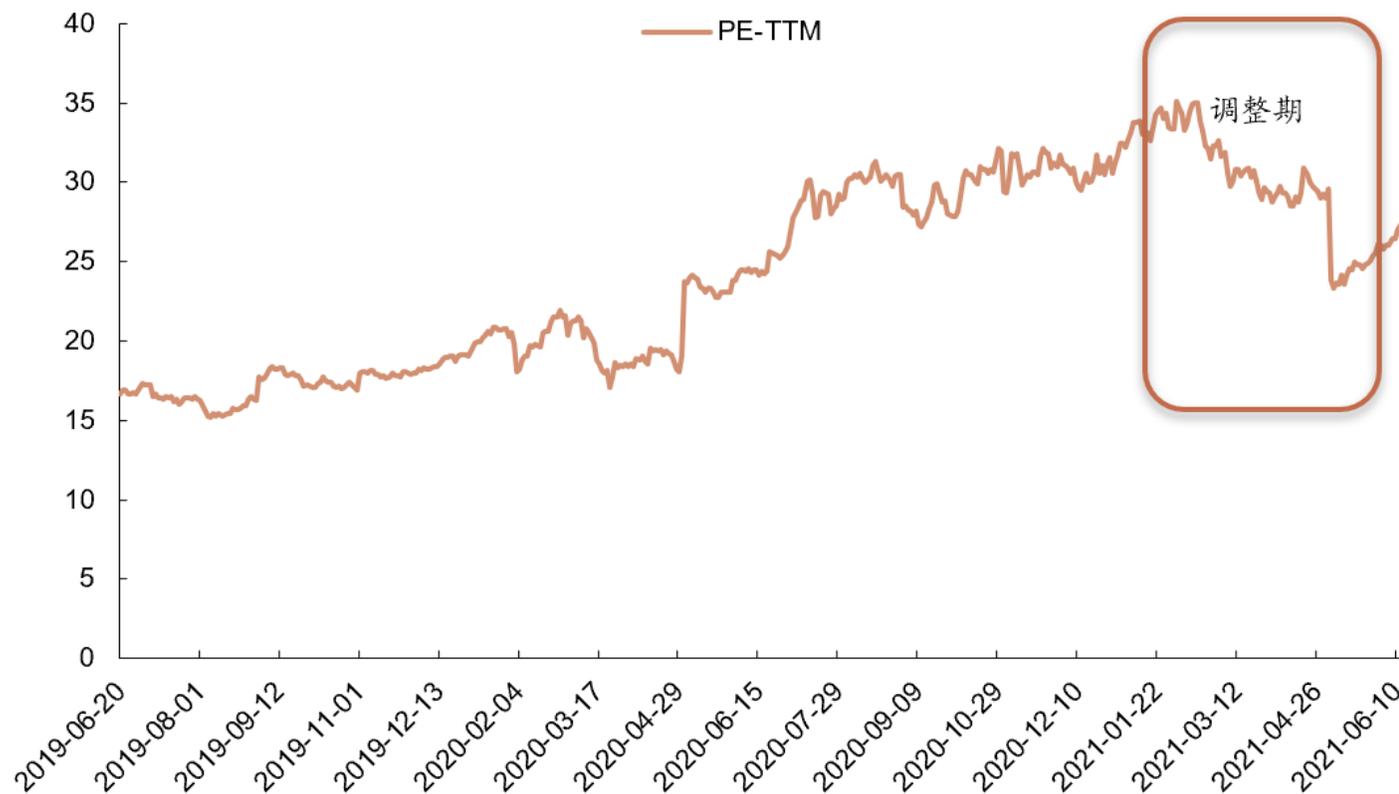
02

预期改善，底部反转

□ 21年初至今汽车板块经历近半年的调整

2020年11月汽车行业曝出芯片供应问题，导致部分整车厂阶段性停产，行业负面因素压制板块估值，年初至5月中旬申万汽车指数下跌5%，跑输沪深300指数 3.1 pct，整车和零部件龙头长城、吉利、福耀、星宇等均出现一定程度的回调，资本市场对汽车板块情绪较为悲观。

图40: 申万汽车PE-TTM



资料来源: wind, 浙商证券研究所

零售稳定增长，批发销量下滑

零售：由于20年2-4月疫情影响，21年增速与2019年同期相比进行计算。21年1-5月乘用车终端零售销量832万辆，较19年同期增长3%，保持稳定增长；与20年1-5月相比增长41%，可以看出下游需求较好。

批发：从批发角度看，21年2-3月较19年同期下滑5.2%/7.2%，4月同比增长8.2%，20年5月疫情影响消退，21年5月行业芯片供应问题环比4月恶化，批发较20年5月下滑1.7%；根据调研，6月芯片供给与5月持平，因此预计6月批发销量承压。

图41: 狭义乘用车零售销量及增速(万辆)

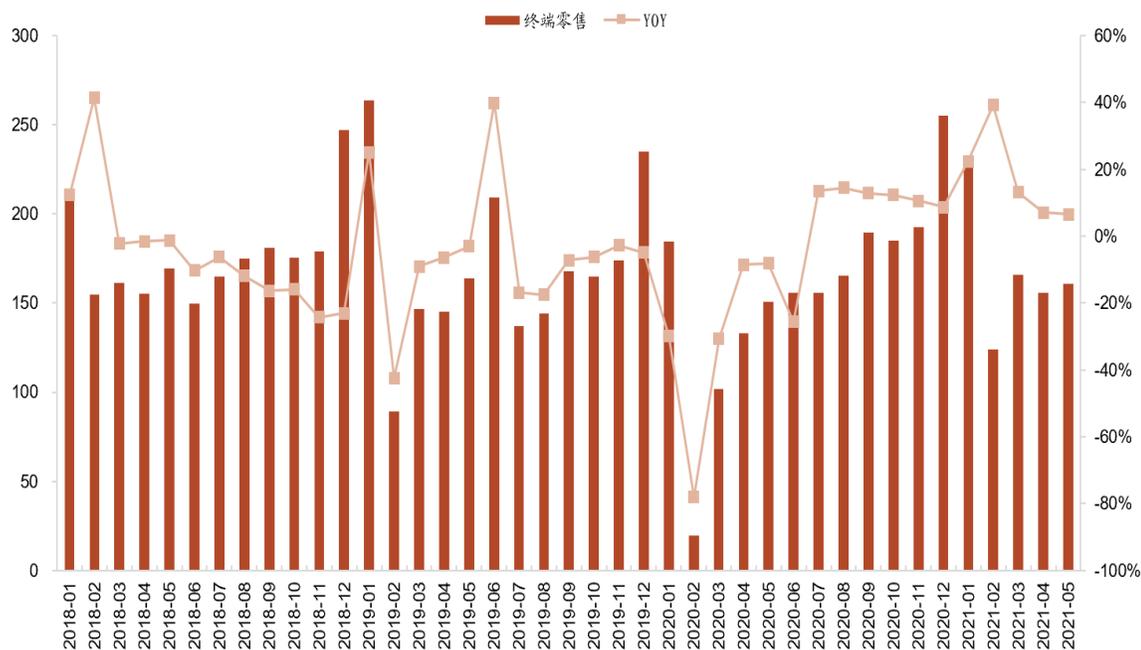
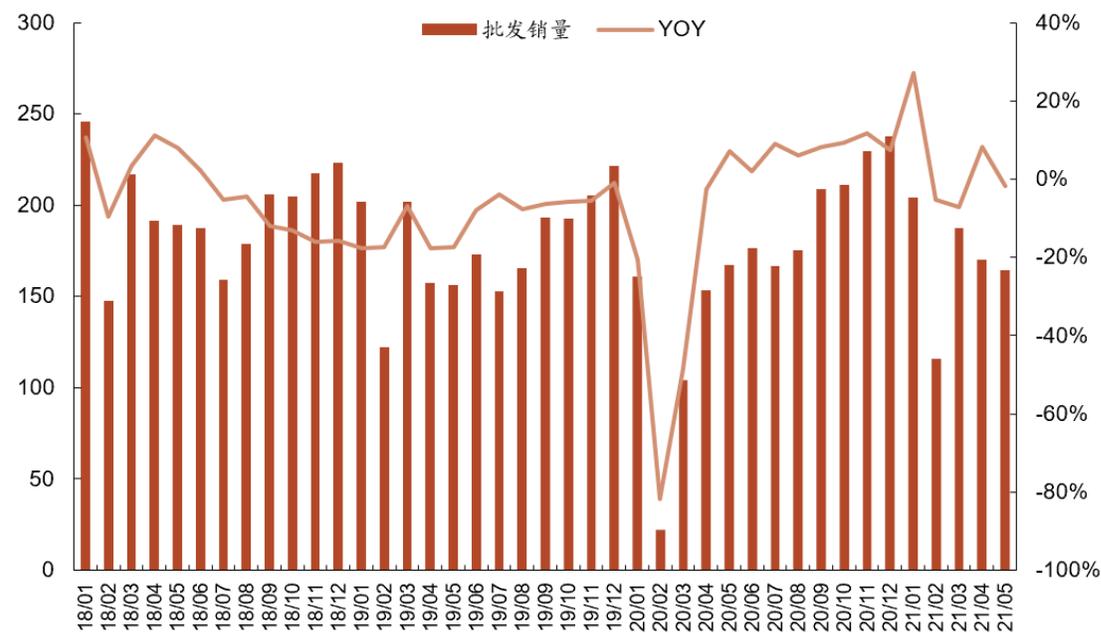


图42: 乘用车批发销量及增速



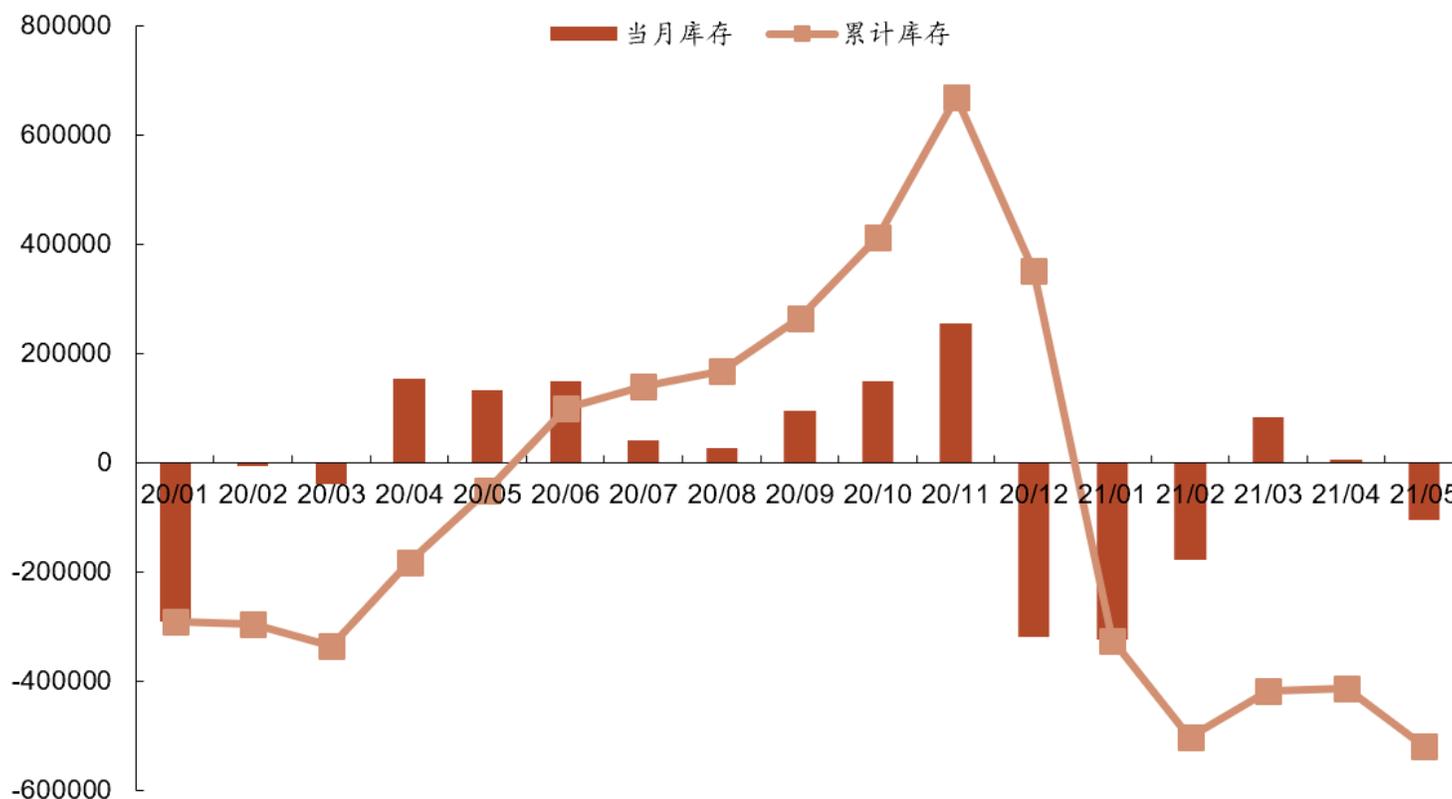
备注：21年2-4月销量增速同比19年2-4月

资料来源：乘联会，浙商证券研究所整理 29

□ 行业库存处于低位

2021年1月开始，终端零售销量保持稳定增长，但是产量受芯片限制，导致行业被动去库存；1-5月累计库存降低51.8万辆，其中5月当月库存下降10.6万辆。根据汽车流通协会公布的数据，21年5月经销商库存系数为1.51，同比下降2.6%，环比下降3.8%，库存水平接近警戒线，预计6月库存将进一步下降。

图43: 乘用车行业库存

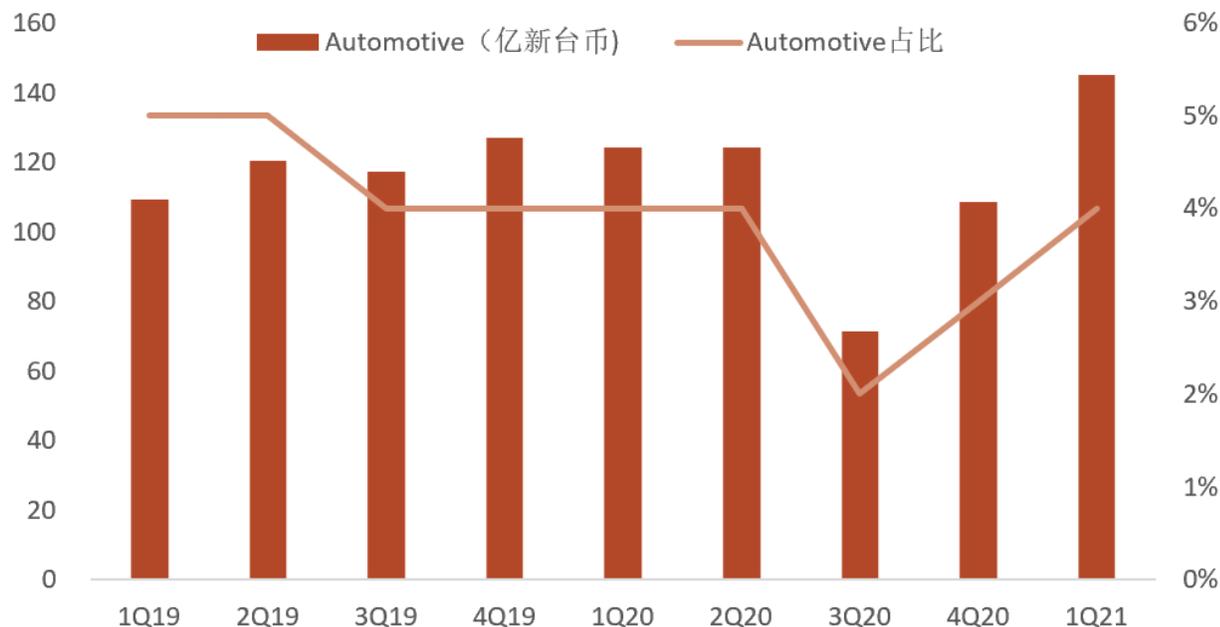


资料来源：浙商证券研究所整理

□ 台积电产能提升，下半年芯片供应改善

2017-2018年台积电汽车业务收入占比稳定在5%左右，由于行业需求暂时下滑，整车厂减少汽车芯片订单，2019-2020年汽车业务营收分别下滑7.3%/7.4%，占比分别为4%/3%，部分原汽车芯片产线转至消费电子等业务，随着2020年下半年汽车行业复苏，各车企纷纷增加汽车芯片采购数量，导致芯片供应不足问题爆发。但我们认为芯片供应问题将在3季度缓解，从台积电数据看，21Q1汽车业务营收较20/19年同期分别增长16.7%/32.6%，占应收比例提升至4%；近期台积电在美国半导体视频峰会上再度表态支持汽车产业，今年车用MCU产量将同比增长60%，目前已经采取相关措施，包括重新调整其它行业客户的产能，以优先满足车用芯片的需求。

图44: 狭义乘用车零售销量及增速(万辆)



□ 压制板块情绪的两大因素逐渐改善

前期行业缺芯+原材料价格大幅上涨影响汽车板块市场情绪，5月下旬我们基于对整车厂排产和汽车芯片厂家调研，5-6月行业虽然缺芯，但芯片供应问题预期在21Q3得到解决。同时，近期铝、钢材和化工原材料价格趋稳，并有下跌趋势。

□ 5月下旬提出超配汽车板块

基于对板块基本面和市场的分析，5月28日发布《悲观时刻已过，把握配置时点》的专题报告，提出板块进入配置时点，建议超配汽车，截止6月18日，申万汽车指数上涨8.3%。此后连续三周重要强调把握汽车板块新一轮景气度改善的行情。

03

汽车行业投资策略

□ 基本面向好，电车+储能双驱动

国内新能源车行业已经渡过了依靠补贴的阶段，目前处于供给改善驱动需求增长的时期，BEV+PHEV渗透率已经接近11%，BEV渗透率10%左右，预计未来几年渗透率将加速提升；同时，在碳中和的大背景下，储能业务也有望进入快速增长期。

□ 估值较高，但预计1-2年可消化

当前新能源车板块的PE-TTM 60倍左右，位于历史中位偏上。市场部分投资者认为估值较高，难以说服自己建仓或重仓。我们认为未来1-2年，新能源车销量复合增速有望维持在50%以上，高增长将快速消化高估值。资本市场的反应总是领先于行业基本面，因此我们坚定看好新能源车产业链，建议逢低加仓，且建议重仓。

□ 美国或成板块行情最大催化因素

国内新能源市场处于全球领先水平，不管是总量还是行业结构；欧洲1-2年内销量维持高增长，但补贴退坡后，可能会经历短期的调整；而美国汽车庞大的汽车消费市场，电动车渗透率仅为2%，随着拜登政府上任，新能源补贴政策将在年内逐步落地，电动车销量有望实现翻倍式增长。同时，美国储能业务对动力电池的订单已经超过电动车。

□ 看好动力电池+上游

新能源车相较燃油车，单车价值量变大的主要是动力电池和热管理，目前热管理的预期比较充分，技术路线和竞争格局存在不确定性。看好动力电池和上游原材料，重点关注宁德时代、恩捷股份、天赐材料、诺德股份等。

□ 电动智能化时代，如何看国内乘用车行业未来竞争格局？

- ◆ 新能源时代，自主和合资站在同一起跑线。在燃油车时代，外资和合资企业在发动机、变速箱等方面技术领先，产品性能优于国内自主品牌，享受较高的溢价。进入电动车时代，合资和自主车企在动力电池、电机等技术上处于同一水平；
- ◆ 电动智能化领域，自主品牌较为领先。车企的竞争力体现在车辆续航、辅助/智能驾驶、人机交互等驾驶体验上，车辆更新迭代速度、产品OTA升级、智能驾驶算法成熟度和硬件预装显得更为重要。而自主品牌企业在响应速度、智能驾驶开发、车型开发周期等方面优于合资车企，同时，对国内乘用车消费偏好等方面理解更深，推出新车型更受消费者喜爱。

□ 合资品牌在电动车布局已经落后于自主品牌

目前美系上汽通用、长安福特，韩系北京现代、起亚，法系等二线合资在新能源汽车的布局已经全面落后；日系主要以混动为主；仅有德系大众推出MEB平台电动车。我们认为合资企业在电动化的布局已经落后于自主品牌，而在智能化应用落地方面，自主品牌有一定的优势。

□ 未来自主品牌有望超越合资品牌，体现时间价值

我们认为头部自主或造车新势力在电动车时代竞争中有望胜出，二线合资和二线自主品牌将被淘汰，部分一线合资的份额也有可能被自主抢占。自主品牌有望成长为具备国际竞争力的企业，长期成长空间打开，体现出时间价值。

重点推荐吉利汽车、长城汽车，建议关注比亚迪、长安汽车。

- **零部件布局方向：**国内汽车行业正在面临巨大的变革，我们认为在此过程中一定会有零部件企业受益，成长为国际巨头。我们建议从产业发展趋势逻辑寻找长期投资机会，同时，关注受芯片和海外疫情影响估值较低的标的。
- ◆ **产品升级：**星宇股份(LED渗透率已经较高，合资车企车型矩阵式大灯即将放量，单车价值进一步提升)，福耀玻璃(天幕玻璃普及，单车价值由700提高至1700元以上)；
 - ◆ **客户拓展：**拓普集团(特斯拉产业链核心供应商，未来有望获得更多新能源车企订单)，新泉股份(合资客户拓展顺利，一汽大众、上汽大众、特斯拉等)；
 - ◆ **智能化：**智能驾驶处于应用落地的时点，未来将会诞生巨大的投资机会，建议关注德赛西威、科博达，以及即将上市的禾赛科技、地平线、黑芝麻等；
 - ◆ **低估值：**前期受芯片和海外疫情影响受损的标的，在芯片预期改善和海外疫情缓解的背景下，前期受损，未来受益，看好精锻科技、爱柯迪、岱美股份和克来机电。

风险提示

- 乘用车下游需求不及预期
- 芯片供应数量不及预期
- 原材料价格大幅上涨

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>