

产业利润聚拢中游，龙头资金扩充显著

---2019-2020Q1 新能源汽车总结

推荐 (维持)

2020年05月06日

重点公司

重点公司	评级
宁德时代	审慎增持
科达利	审慎增持
恩捷股份	审慎增持
璞泰来	审慎增持

相关报告

《20200506【兴证电新 新能源发电 19 年及 20Q1 财报总结】格局愈发清晰，马太效应强化》2020-05-06

《国产特斯拉降价提速，终端需求预期边际向好》2020-05-04

《储能为何如此重要（一）——从国家电网与宁德时代的合作说开去》2020-04-29

分析师：

朱玥

zhuyuej@xyzq.com.cn

S0190517060001

研究助理：

曾英捷

zengyingjie@xyzq.com.cn

投资要点

- **电动汽车板块观点：**基本面国内外共振向上，催化剂充足，买入。
- **回顾过去：**2019-2020Q1 欧洲新能源汽车产销领衔高增，中美同比下滑。板块 2019 年营收达 5764 亿元，同增 6.2%；2020Q1 受公卫事件影响，营收规模下降 25.3%至 943 亿元。受补贴退坡以及公共卫生影响，板块盈利同比下滑 33%、65%。且利润进一步向中游环节集中，电池环节占板块利润 35%、56%，优势凸显。分子板块看：营收增速前五为：2019 年营收增速排在前五的为电池、负极、充电桩、锂电设备、电机电控；营业利润增速为正的三个子板块为：2019 年仅电池、电机电控、充电桩实现利润正增长；毛利率前五的分别为：锂电设备>隔膜>其他零部件>电机电控>负极；归母净利率前五的分别为：隔膜>其他零部件>负极>电池>锂电设备。隔膜环节具备较强的技术壁垒，重资产，行业马太效应较强，盈利能力最强。从营运能力看：需求下滑，营业周期增加。从资金角度看：以宁德时代为代表得龙头企业上下游资金占用能力愈发强大，且陆续计划非公开发行股票，资金储备充裕助力扩产。
- **展望未来：**短期看：国内 4 月、5 月下游市场需求料将逐步回暖，环比情况持续向好，但弹性力度预计偏弱，Q2 同比依旧为负，7 月有望实现同比转正；欧洲 Q2 销量受疫情影响显现，7 月料将重回高增长；全年看：国内国家补贴政策落地，地方政策陆续出台，助力行业平稳发展。特斯拉成美国市场主导，法规驱动欧洲市场放量；长远看：各国政策驱动，车企纷纷转型，消费者出于经济性逐步提升电动车接受程度，汽车电动化大势已定，聚焦特斯拉产业链，重视大众新能源车产业链。
- **投资建议：**短期看，市场对 4-5 月份产销数据较为平淡预期充分，6 月份有望回归正常水平，7 月份同比转正，环比趋势向好。同时行业预期利好事件有望持续落地，基本面好转叠加事件驱动板块逐步上涨。长远来看，汽车电动化趋势不可逆，行业未来空间巨大，产业链中游各环节格局基本确定，龙头企业共享行业高速发展红利，业绩有保障。建议在当前行业数据最为悲观的时刻积极布局新能源汽车，买入。聚焦确定性大的特斯拉-LG 化学-宁德时代产业链，重视大众新能源汽车产业链，推荐宁德时代、科达利、璞泰来、恩捷股份等。

风险提示：新能源汽车政策不达预期风险；新能源汽车产销不达预期风险；新能源汽车产业链价格降幅超预期风险；上游原材料价格大幅涨价风险；中游产业链技术新技术迭代超预期。



目 录

一、综述	- 4 -
二、回顾过去：欧洲市场领衔高增长，产业利润向中游聚集	- 5 -
三、展望未来：短期扰动，长期无忧	- 16 -
四、投资建议	- 26 -
五、风险提示	- 28 -
图 1、2016~2020Q1 板块营收情况	- 4 -
图 2、2016~2020Q1 板块营业利润情况	- 4 -
图 3、2015 年至今国内电动汽车销量	- 5 -
图 4、2017 年至今国内新能源乘用车销量	- 5 -
图 5、2019 年欧洲新能源汽车销量高增	- 6 -
图 6、欧洲碳排放法规要求 (g/km)	- 6 -
图 7、欧洲主要国家新能源汽车销量 (辆)	- 6 -
图 8、2019-2020Q1 美国新能源汽车销量微降	- 7 -
图 9、2019 年 Tesla 美国销量下滑	- 7 -
图 10、2019 年 Tesla 联邦补贴开始退坡	- 8 -
图 11、2019 年 Tesla 美国补贴前售价维持在 3.5 万美元左右	- 8 -
图 12、2020Q1 美国新能源汽车销量小幅增长 4.5%	- 8 -
图 13、2019 年板块营业收入规模增加，2020Q1 降低	- 10 -
图 14、2019 年、2020Q1 板块营业利润降低	- 10 -
图 15、2019 年、2020Q1 板块毛利率、净利率下滑	- 10 -
图 16、国内新能源汽车销量 (万辆)	- 17 -
图 17、2020 年中国新能源汽车销量预测	- 17 -
图 18、2020Q1 全球新能源乘用车销量 (万辆)	- 17 -
图 19、2020Q1 五大区域新能源乘用车销量增速	- 17 -
图 20、欧洲新能源乘用车销量 (万辆)	- 18 -
图 21、2020 年欧洲新能源车销量及预测 (万辆)	- 18 -
图 22、国内新能源车汽车销量测算	- 20 -
图 23、特斯拉市场占有率大幅提升 (万辆)	- 20 -
图 24、特斯拉汽车业务消费者订金变化	- 20 -
图 25、海外各地区碳排放法规要求	- 21 -
图 26、欧洲碳排放法规要求 (g/km)	- 21 -
图 27、中国、欧洲、美国新能源汽车渗透率	- 23 -
图 28、特斯拉未来重要时间轴	- 24 -
图 29、特斯拉国内核心供应商	- 24 -
图 30、大众新能源汽车重要时间节点	- 25 -
图 31、MEB 平台核心零部件供应商展示	- 25 -
图 32、复盘新能源汽车板块行情	- 26 -
图 33、特斯拉产业链测算	- 27 -
图 34、特斯拉产业链测算	- 28 -
表 1、2019 年各子板块营收增速、营业利润增速、毛利率、净利率排名前五板块	- 4 -
表 2、分析测算样本	- 9 -
表 3、2016 年至今各板块营业收入情况	- 11 -
表 4、2016 年至今各板块营业利润情况	- 12 -
表 5、2016 年至今各板块毛利率情况	- 13 -
表 6、2016 年至今各板块净利率情况	- 13 -

表 7、2016 年至今各板块存货周转天数情况	- 14 -
表 8、2016 年至今各板块应收款周转天数情况	- 14 -
表 9、2016 年至今各板块占用资金情况（亿）	- 15 -
表 10、2016 年至今各板块占用资金情况	- 16 -
表 11、2020 年来各地提振新能源车消费相关政策.....	- 18 -
表 12、海外主流车企电动化规划	- 22 -
表 13、经济型与豪华型成本测算@德国（左上）、法国（右上）、英国（左下）、挪威（右下）	- 22 -

报告正文

一、综述

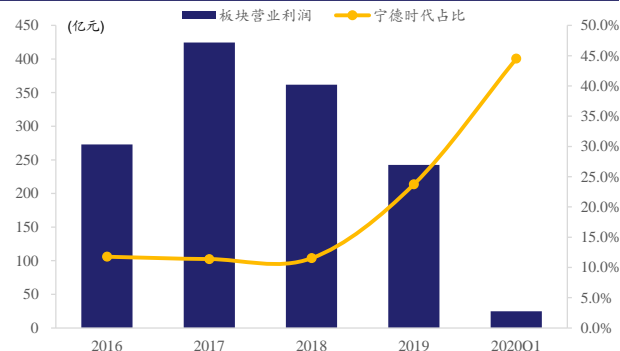
新能源汽车：2019-2020Q1 欧洲新能源汽车产销领衔高增，中美同比下滑。板块2019 年营收达 5764 亿元，同增 6.2%；2020Q1 受公卫事件影响，营收规模下降 25.3%至 943 亿元。受补贴退坡以及公共卫生影响，2019 年和 2020Q1 板块盈利同比下滑 33%、65%，且利润进一步向中游环节集中，电池环节占板块利润 35%、56%，其中，宁德时代占板块利润 24%、44%，优势凸显。

图 1、2016-2020Q1 板块营收情况



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理
注：板块标的系兴证电新选取创建，标的覆盖整车、电池、正极、负极、电解液、隔膜、充电桩、锂钴资源、汽零等其他零部件、电机电控、锂电设备等环节核心企业。

图 2、2016-2020Q1 板块营业利润情况



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

分子板块看：营收增速前五为：2019 年营收增速排在前五的为电池、负极、充电桩、锂电设备、电机电控；营业利润增速为正的三个子板块为：2019 年仅电池、电机电控、充电桩实现利润正增长；毛利率前五的分别为：锂电设备>隔膜>其他零部件>电机电控>负极；归母净利率前五的分别为：隔膜>其他零部件>负极>电池>锂电设备。隔膜环节具备较强的技术壁垒，重资产，行业马太效应较强，盈利能力最强。从营运能力看：需求下滑，营业周期增加。从资金角度看：以宁德时代为代表得龙头企业上下游资金占用能力较强，且陆续计划非公开发行股票，资金储备充裕助力扩产。

表 1、2019 年各子板块营收增速、营业利润增速、毛利率、净利率排名前五板块

营收增速		营业利润增速		毛利率		净利率	
电池	38.2%	电机电控	207.1%	锂电设备	37.1%	隔膜	18.1%
负极	11.9%	充电桩	46.2%	隔膜	32.0%	其他部件	10.5%
充电桩	11.1%	电池	30.0%	其他部件	29.4%	负极	10.1%
锂电设备	10.0%	隔膜	7.7%	电机电控	27.1%	电池	8.8%
电机电控	8.5%	其他部件	-9.2%	负极	26.3%	锂电设备	6.6%

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

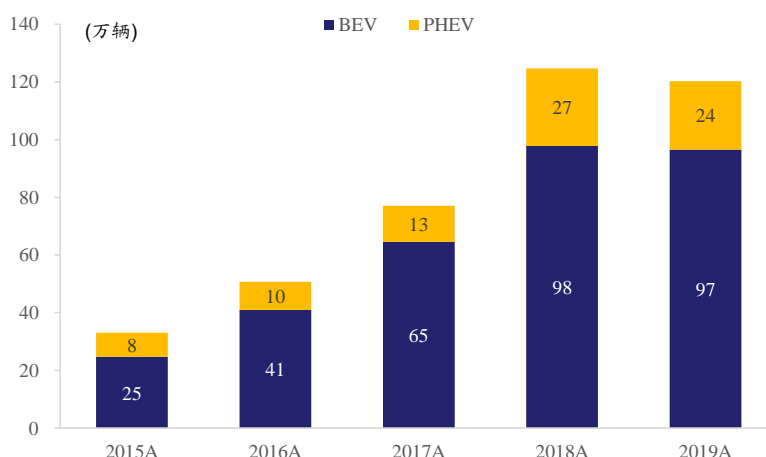
二、回顾过去：欧洲市场领衔高增长，产业利润向中游聚集

1.1 产销回顾：2019 年中国同比下滑，欧洲保持高增，美国略有下降

● 2019 年补贴退坡，国内新能源汽车需求下滑

- **国补退坡，全年电动汽车销量负增长。**据中汽协，2019 年国内新能源汽车销量 121 万辆，同比减 4 万辆/下滑 3.6%，主要受国内新能源车补贴退坡幅度较大的影响。

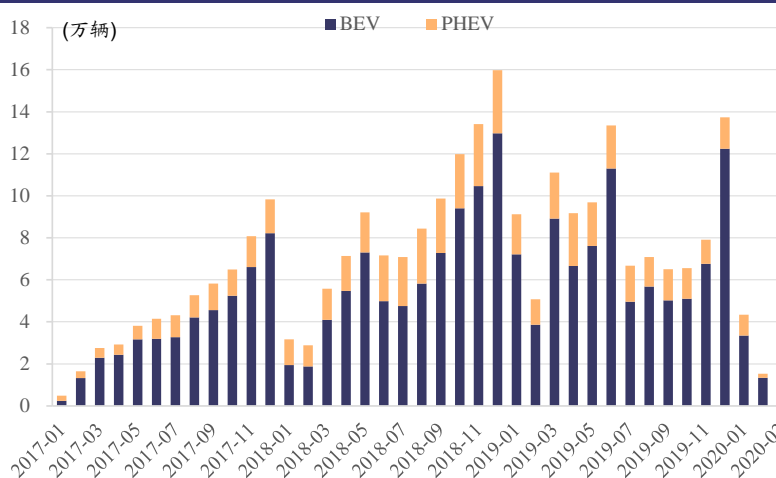
图 3、2015 年至今国内电动汽车销量



资料来源：中汽协、兴业证券经济与金融研究院整理

- **补贴退坡后，单月销量同比成下滑趋势。**分月度同比来看，2019 年 3~6 月，过渡期抢装增长较快，2019 年 7 月~2019 年 12 月，补贴退坡后，单月销量同比均呈现下滑趋势。2020 年 1 月~2020 年 3 月，受公共卫生事件影响，销量同比继续下滑。

图 4、2017 年至今国内新能源乘用车销量

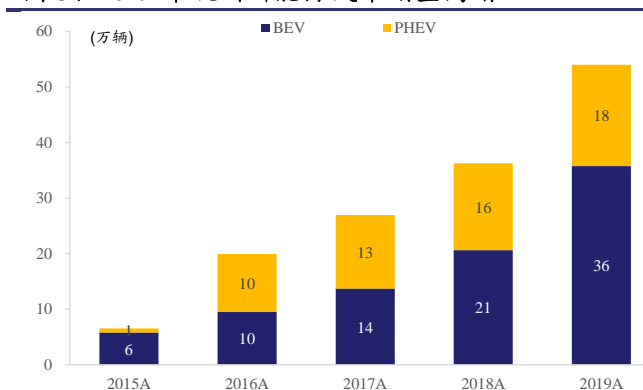


资料来源：乘联会、兴业证券经济与金融研究院整理

● **海外：2019 年欧洲高增长，美国微降**

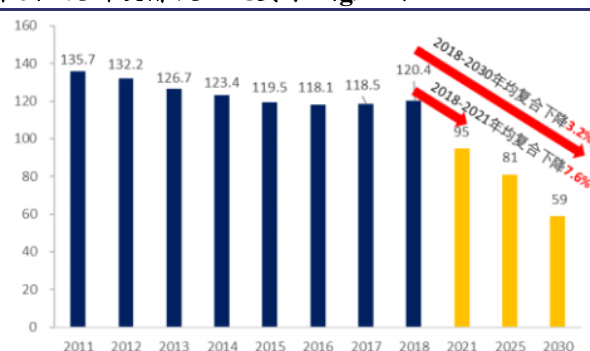
- **欧洲政策利好频出，2019 全年销量高增长。**据 marklines，2019 欧洲新能源汽车销量 54 万辆，同比增长 49%。具体来看，纯电动销量 36 万辆，同增 73%；插混销量 18 万辆，同增 16%。我们认为欧洲销量高增原因主要包括：1）欧洲碳排放政策考核压力增大，2020~2021 年，碳排放量考核目标降至 95g/km。而据 EAA，2018 年欧洲车企平均排放量 120g/km。距离目标值差距较大，车企加速布局。2）德国、法国、荷兰等补贴、税收政策利好频出，支持新能源车发展。

图 5、2019 年欧洲新能源汽车销量高增



资料来源：marklines、Inside EVs、兴业证券经济与金融研究院

图 6、欧洲碳排放法规要求 (g/km)



资料来源：marklines、兴业证券经济与金融研究院整理

- **2020Q1 欧洲销量高增，公共卫生事件影响主要体现在 Q2。**2020 年起，欧洲碳排放标准提升至 95g/km，各车企全面发力电动化，据 marklines，2020Q1 法国、德国、英国、挪威、葡萄牙、瑞典等主要欧洲国家销量同比均呈现大幅增长。三月下旬以来，受公共卫生事件影响，各国采取封城、禁行等措施，预计 Q2 欧洲销量将受到一定影响。

图 7、欧洲主要国家新能源汽车销量（辆）

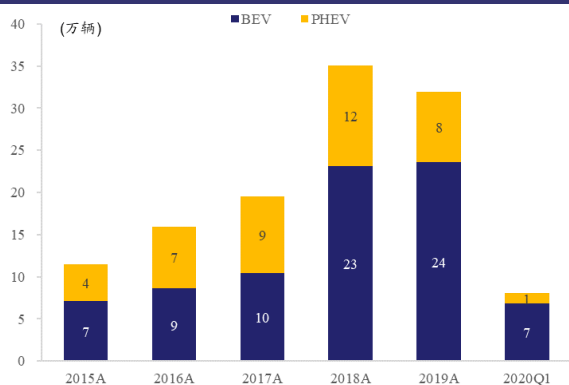
	Jan-19	Feb-19	Mar-19	Jan-20	Feb-20	Mar-20	3月环比	3月同比	Q1同比
法国									
BEV	3059	2879	3060	10952	9451	5511	-42%	80%	188.0%
PHEV	1147	1277	1509	3734	3885	1804	-54%	20%	139.6%
BEV+PHEV	4206	4156	4569	14686	13336	7315	-45%	60%	173.3%
电动车渗透率	2.9%	2.5%	3.1%	10.9%	8.9%	11.7%			
德国									
BEV	4648	4637	6616	7492	8154	10329	27%	56%	63.4%
PHEV	2119	2202	3061	8639	8354	9426	13%	208%	257.9%
BEV+PHEV	6767	6839	9677	16131	16508	19755	20%	104%	125.0%
电动车渗透率	2.5%	2.5%	2.8%	6.5%	6.9%	9.2%			
英国									
BEV	1334	731	3932	4054	2508	11694	366%	197%	204.4%
PHEV	2268	1373	4941	4788	2058	6818	231%	38%	59.2%
BEV+PHEV	3602	2104	8873	8842	4566	18512	305%	109%	118.9%
电动车渗透率	2.4%	1.3%	6.0%	7.2%	3.0%	32.0%			
挪威									
BEV	3401	4508	10728	4236	5145	6966	35%	-35%	-12.3%
PHEV	1298	1416	2036	1919	1910	2392	25%	17%	31.0%
BEV+PHEV	4699	5924	12764	6155	7055	9358	33%	-27%	-3.5%
电动车渗透率	52.2%	53.3%	69.5%	64.4%	68.2%	75.2%			
葡萄牙									
BEV	683	548	952	891	829	993	20%	4%	24.3%
PHEV	306	317	334	721	753	627	-17%	88%	119.5%
BEV+PHEV	989	865	1286	1612	1582	1620	2%	26%	53.3%
电动车渗透率	5.4%	3.9%	4.5%	9.2%	6.9%	13.1%			
瑞典									
BEV	1084	896	2112	1228	1411	3005	113%	42%	37.9%
PHEV	1567	1892	2288	3935	4029	4798	19%	110%	122.1%
BEV+PHEV	2651	2788	4400	5163	5440	7803	43%	77%	87.1%
电动车渗透率	12.9%	12.0%	14.5%	30.7%	25.1%	28.2%			

资料来源：marklines、兴业证券经济与金融研究院整理

- **2019年美国BEV微增，PHEV销量下滑。**据 marklines，2019 年美国新能源汽车销量 32 万辆，同比降 9%。具体来看，纯电动销量 24 万辆，同增 2%，插电混销量 8 万辆，同减 30%。我们认为美国 2019 年新能源车销量下滑原因主要包括：1) Tesla 累计销量超过 20 万辆，联邦补贴退坡，全年售价基本未变，Tesla 在美销量略有下滑。2) 政策支持力度有限，PHEV 销量疲软。

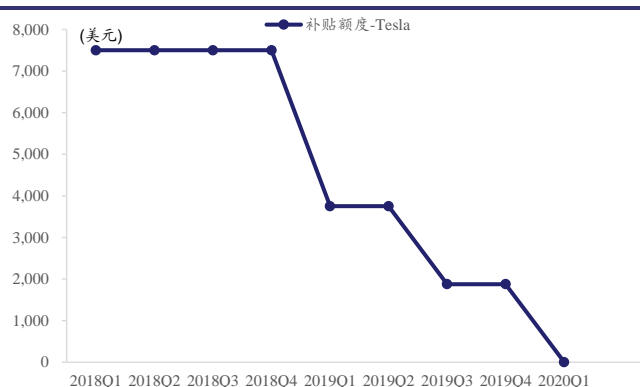
图 8、2019-2020Q1 美国新能源汽车销量微降

图 9、2019 年 Tesla 美国销量下滑

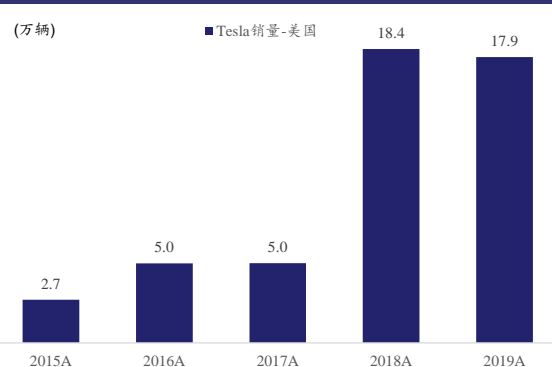


资料来源: marklines、兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2019 年 Tesla 联邦补贴开始退坡

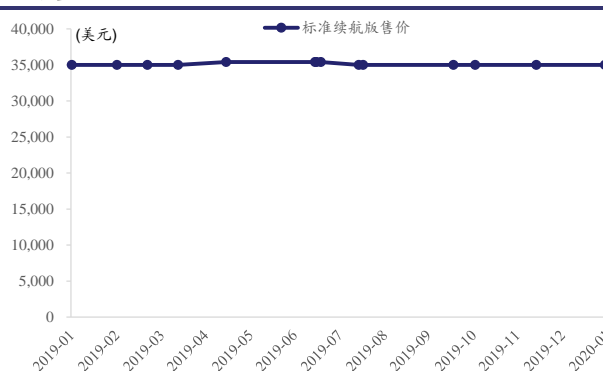


资料来源: marklines、Inside EVs、兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

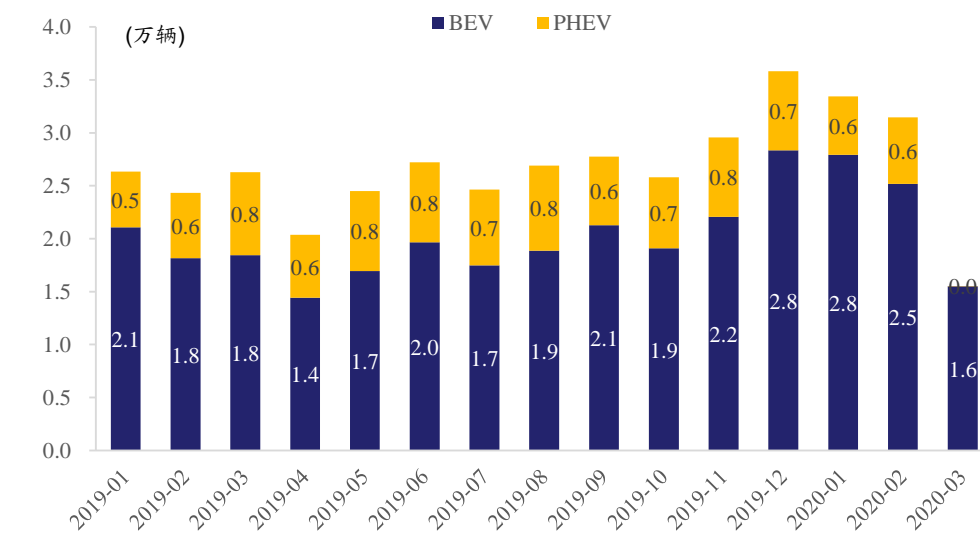
图 11、2019 年 Tesla 美国补贴前售价维持在 3.5 万美元左右



资料来源: 公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

- **2020Q1 美国新能源汽车销量 8 万辆，同增 4.5%。**其中 BEV 销量 6.9 万辆，同增 19.0%，PHEV 销量 1.18 万辆，同减 3.9%。3 月受公卫事件影响，销量同比下滑 41%。受疫情影响，我们预计 Q2 新能源汽车销量将受到一定冲击。

图 12、2020Q1 美国新能源汽车销量小幅增长 4.5%



资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

1.2 选取分析样本：选取全产业链 11 个环节核心企业

我们选取了整车、电池、正极、负极、电解液、隔膜、充电桩、锂钴资源、锂钴资源、汽零等其他零部件、电机电控、锂电设备等环节核心企业作为兴证电动车分析样本，对板块整体经营情况进行复盘。

表 2、分析测算样本

整车	电池	正极	负极	电解液	隔膜	充电桩	其他部件	锂钴资源	电机电控	锂电设备
江淮汽车	宁德时代	当升科技	贝特瑞	天赐材料	恩捷股份	特锐德	宏发股份	寒锐钴业	麦格米特	赢合科技
比亚迪	国轩高科	杉杉股份	杉杉股份	新宙邦	星源材质	易事特	三花智控	赣锋锂业	英博尔	杭可科技
宇通客车	鹏辉能源	科恒股份	璞泰来	江苏国泰	沧州明珠	奥特迅	拓普集团	天齐锂业	大洋电机	星云股份
金龙汽车	亿纬锂能	厦门钨业	中科电气	石大胜华		万马股份	科达利		方正电机	百利科技
中通客车	欣旺达	格林美				中恒电气	新纶科技			
北汽蓝谷		德方纳米				思源电气				
		道氏技术								
		容百科技								

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

1.3 经营回顾：产业链利润向中游集中，行业龙头资金储备充裕

2019-2020Q1 产业经营核心要点如下：

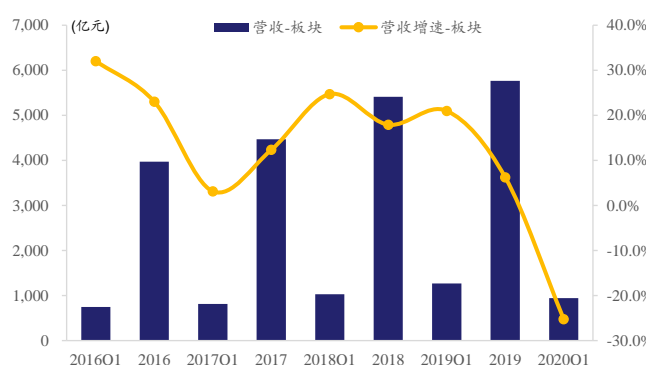
- 产业链利润持续向中游转移，盈利能力分化，中游部分环节相对稳定；
- 产业链周转能力略有下滑，经营周期提升；
- 电池环节资金占用能力持续增强，行业资金储备充裕。

1.3.1 板块总体经营情况：板块盈利能力下滑，电池、隔膜等中游环节保持稳定

- 补贴退坡后，2019~2020Q1 板块整体盈利能力下滑。从营收规模上看，板块 2019 年营收规模达 5764 亿元，同增 6.2%；2020Q1 受公卫事件影响，营收规

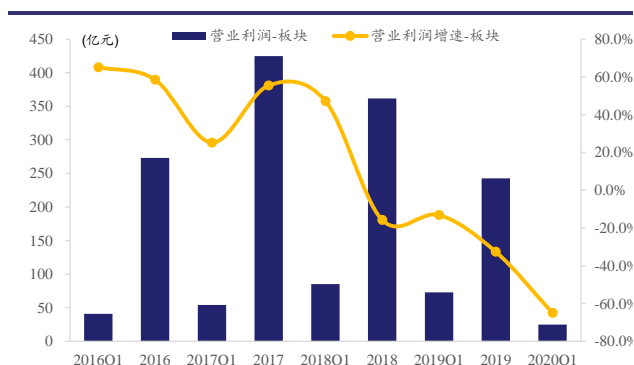
模下降 25.3%至 943 亿元。从营业利润上看, 2019、2020Q1 板块营业利润分别为 243 亿元、25 亿元, 同比下滑 32.6%、65.0%。从盈利能力上, 2019、2020Q1 板块毛利率分别为 19.6%、18.8%。净利率分别为 3.5%、2.0%, 同比均小幅下滑。我们认为 2019 年板块盈利能力下滑主要受补贴退坡幅度较大的影响, 2020Q1 主要受公共卫生事件影响, 导致需求下滑、开工率较低, 影响盈利能力。

图 13、2019 年板块营业收入规模增加, 2020Q1 降低



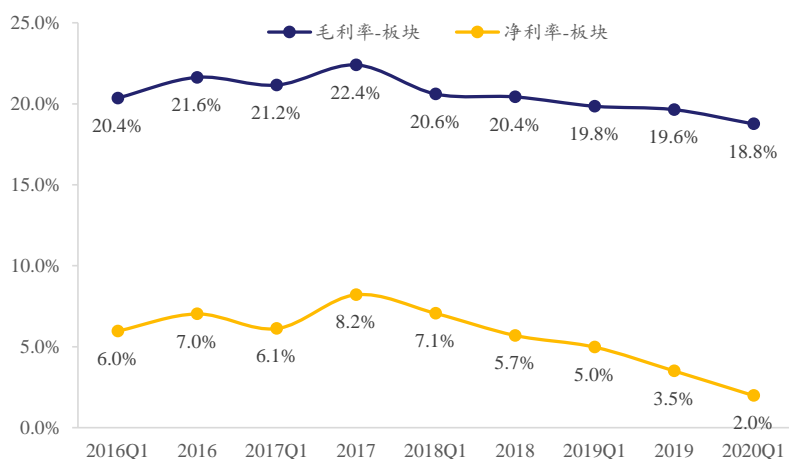
资料来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、2019 年、2020Q1 板块营业利润降低



资料来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、2019 年、2020Q1 板块毛利率、净利率下滑



资料来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

1.3.2 子板块经营复盘：盈利能力分化，议价能力电池环节较优

► 盈利能力：隔膜盈利能力较强，利润集中在中游环节

- 从营收体量来看: 2019、2020Q1 营收规模排在前五的为, 整车>电池>正极>电解液>锂钴资源, 据 GGII, 电池占整车成本约 1/3, 而正极占电池成本约 30%~40%, 基本与营收规模排序符合。
- 从营收增速来看: 2019 年营收增速排在前五的为电池、负极、充电桩、

锂电设备、电极电控。电池环节营收增速达 38% (剔除宁德时代后电池环节营收增速 23%)，主要是行业格局进一步集中，龙头 CATL 贡献较大增量(2019 年 CATL 国内市占率由提升 10pcts 至 51%，销售量由 2018 年 21GWh 提升至 41GWh，公司营收同比增长 54%)。2019 年全年仅正极板块营收规模出现负增长，我们认为主要是锂、钴等原材料价下降因素所致。2020Q1 全行业出现不同程度的营收下滑。锂电设备、电机电控、锂钴资源、电池、负极等下滑低于 10%，相对较小，主要与下游扩产、补库，海外份额占比较高有关。

表 3、2016 年至今各板块营业收入情况

营业收入 (亿元)	2016Q1	2016	2017Q1	2017	2018Q1	2018	2019Q1	2019	2020Q1
板块	748	3968	813	4467	1026	5411	1267	5764	943
yoy	32%	23%	3%	12%	25%	18%	21%	6%	-25%
整车	479	2229	418	2139	469	2527	572	2537	363
yoy	31%	16%	-1%	-4%	12%	12%	18%	0%	-37%
电池	51	313	56	440	94	620	181	857	167
yoy	78%	83%	11%	40%	66%	41%	93%	38%	-8%
正极	43	262	64	419	111	554	118	528	90
yoy	23%	27%	50%	60%	61%	32%	6%	-5%	-24%
负极	15	95	25	139	31	168	43	188	22
yoy	19%	26%	28%	47%	23%	21%	37%	12%	-32%
隔膜	8	44	11	53	10	64	14	68	10
yoy	22%	18%	25%	19%	-5%	3%	14%	6%	-28%
电解液	32	369	91	431	97	464	105	490	79
yoy	47%	12%	32%	17%	7%	8%	8%	6%	-24%
电机电控	24	131	32	167	38	189	43	205	39
yoy	24%	35%	30%	28%	19%	13%	14%	8%	-8%
锂电设备	4	33	6	54	13	86	18	94	18
yoy	102%	91%	78%	63%	97%	58%	25%	10%	-4%
锂钴资源	26	124	37	210	69	285	76	308	70
yoy	51%	51%	42%	69%	88%	36%	10%	8%	-8%
充电桩	36	234	39	256	47	254	50	283	38
yoy	37%	25%	8%	9%	21%	0%	7%	11%	-24%
其他部件	40	189	51	242	66	289	68	293	59
yoy	8%	21%	25%	22%	23%	19%	3%	1%	-14%

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理、测算

- **从营业利润来看：**2019 年营业利润前五为电池>整车>其他零部件>负极>正极；2020Q1 营业利润前五为电池>其他零部件>电解液>正极>锂电设备。2017-2020Q1 年电池环节占板块利润占比分别为 17.1%、18%、34.9%、55.8%，而 2017-2020Q1 宁德时代占板块利润 11%、12%、24%、44%，占比提升明显，体现产业利润向电池环节转移，我们认为主要是以宁德时代为代表的电池龙头企业上下游议价能力强所致，而优质产能是保持

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

电池龙头企业议价能力的关键。受公卫事件影响，整车环节 2020Q1 面临较大压力。而零部件环节受益于车企补库、海外供应，营业利润下滑较小。

- **从营业利润增速来看：**2019 年仅电池、电机电控、充电桩实现利润正增长。主要与龙头企业海外供应，国内充电桩规模逐步增加有关。电机电控实现较大幅度增长，主要因为 2018 年样本大洋电机计提上海电驱动 21 亿商誉减值，导致全年亏损 25 亿，2019 年公司营业利润 1.15 亿，同比高增。2020Q1 电机电控环节利润同比正增长 33%，主要与电机电控基数较小+海外供应起量有关。

表 4、2016 年至今各板块营业利润情况

营业利润 (亿元)	2016Q1	2016	2017Q1	2017	2018Q1	2018	2019Q1	2019	2020Q1
板块	41	273	54	425	85	362	73	243	25
yoy	65%	58%	25%	55%	47%	-16%	-13%	-33%	-63%
整车	12	70	13	103	7	56	15	47	-11
yoy	99%	-1%	6%	49%	-48%	-46%	178%	-13%	-176%
电池	5	53	3	72	10	65	20	85	14
yoy	215%	131%	-32%	37%	203%	-10%	97%	30%	-29%
正极	2	14	5	41	8	47	4	19	4
yoy	-61%	227%	189%	188%	35%	15%	-48%	-60%	-12%
负极	1	11	3	22	5	30	4	21	1
yoy	-84%	-5%	98%	101%	55%	37%	-3%	-31%	-83%
隔膜	2	10	2	10	2	13	3	14	2
yoy	194%	73%	9%	4%	-33%	-14%	23%	8%	-36%
电解液	3	23	5	24	13	34	7	26	4
yoy	134%	86%	22%	4%	149%	40%	-45%	-22%	-34%
电机电控	3	18	2	20	3	-14	2	15	3
yoy	20%	33%	-11%	15%	6%	-168%	-42%	207%	33%
锂电设备	1	6	1	13	3	19	4	7	3
yoy	218%	95%	91%	98%	134%	48%	19%	-60%	-26%
锂钴资源	6	30	12	80	27	77	5	-39	-1
yoy	321%	714%	110%	174%	121%	-4%	-79%	-151%	-119%
充电桩	2	14	0	14	1	11	2	17	-1
yoy	14%	14%	-71%	-2%	59%	-18%	89%	46%	-142%
其他部件	6	28	7	38	9	40	7	36	6
yoy	23%	44%	26%	25%	9%	5%	-15%	-9%	-18%

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理、测算

- **从毛利率来看：**2019 年全年毛利率前五的分别为，锂电设备>隔膜>其他零部件>电机电控>负极，2020Q1 毛利率前五的子板块与 2019 年相同。具体来看，2019 年/2020Q1 隔膜板块中恩捷股份、星源材质、沧州明珠毛利率分别为 45.2%/47.4%、41.8%/43.3%、16.1%/12.1%，龙头恩捷、星源材质盈利能力较强。

表 5、2016 年至今各板块毛利率情况

毛利率	2016Q1	2016	2017Q1	2017	2018Q1	2018	2019Q1	2019	2020Q1
锂电设备	40.8%	38.6%	38.2%	40.2%	39.5%	37.7%	42.9%	37.1%	38.2%
隔膜	39.7%	35.0%	32.5%	30.0%	25.6%	29.3%	33.1%	32.0%	35.8%
其他部件	32.3%	32.3%	31.9%	32.1%	30.3%	29.4%	27.7%	29.4%	29.4%
电机电控	30.9%	31.7%	27.6%	29.0%	27.4%	27.1%	25.8%	27.1%	29.0%
负极	29.0%	28.1%	29.1%	28.3%	28.9%	26.3%	25.5%	26.3%	24.1%
电池	31.3%	35.0%	26.1%	28.6%	24.4%	25.6%	25.0%	25.1%	21.8%
充电桩	26.1%	22.6%	22.3%	22.0%	21.6%	22.6%	22.9%	24.6%	21.8%
锂钴资源	33.0%	38.2%	43.0%	46.0%	48.1%	40.0%	21.9%	20.5%	20.3%
板块	20.4%	21.6%	21.2%	22.4%	20.6%	20.4%	19.8%	19.6%	18.8%
正极	21.3%	19.9%	24.3%	21.8%	19.7%	19.3%	17.1%	18.2%	18.1%
整车	16.5%	17.9%	17.2%	18.3%	15.2%	15.5%	16.5%	15.4%	12.8%
电解液	19.0%	14.4%	12.8%	13.4%	10.2%	14.0%	14.0%	14.2%	16.3%

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理、测算

- **从净利率来看：**2019 年全年归母净利率前五的分别为，隔膜>其他零部件>负极>电池>锂电设备，2020Q1 归母净利率前五的子板块为隔膜>锂电设备>其他零部件>电池>电机电控。具体来看，2019 年/2020Q1 隔膜板块中恩捷股份、星源材质、沧州明珠归母净利率分别为 29.6%/27.6%、21.7%/12.6%、5.2%/9.1%。隔膜技术壁垒最高，市场集中度较高，盈利能力最强，龙头企业恩捷股份享受行业超额利润。电池、负极、锂电设备、其他零部件等盈利能力保持相对稳定。锂钴资源盈利能力下滑明显，主要受锂钴资源价格下滑影响。

表 6、2016 年至今各板块净利率情况

归母净利率	2016Q1	2016	2017Q1	2017	2018Q1	2018	2019Q1	2019	2020Q1
隔膜	21.7%	18.2%	18.2%	15.0%	16.2%	18.5%	24.5%	18.1%	19.9%
其他部件	12.4%	13.6%	12.5%	13.6%	11.4%	11.7%	9.2%	10.5%	8.4%
负极	5.5%	11.0%	9.9%	13.4%	12.6%	15.0%	8.8%	10.1%	1.2%
电池	13.8%	15.5%	6.8%	14.3%	9.3%	9.5%	9.4%	8.8%	6.6%
锂电设备	20.9%	20.0%	21.9%	20.5%	20.9%	17.9%	20.3%	6.6%	15.7%
电机电控	11.2%	14.3%	9.3%	11.4%	8.2%	-7.0%	3.9%	6.5%	5.9%
充电桩	5.1%	6.2%	2.3%	5.5%	2.0%	4.9%	2.6%	5.5%	-1.7%
电解液	7.2%	5.1%	4.4%	4.5%	10.1%	5.7%	5.3%	4.2%	4.6%
板块	6.0%	7.0%	6.1%	8.2%	7.1%	5.7%	5.0%	3.5%	2.0%
正极	5.3%	5.0%	7.2%	7.9%	5.9%	7.0%	2.8%	3.2%	2.8%
整车	3.8%	4.2%	3.1%	4.4%	1.4%	1.9%	2.3%	1.8%	-2.6%
锂钴资源	16.1%	19.2%	25.5%	30.6%	32.8%	22.0%	6.3%	-16.2%	-2.6%

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理、测算

- **从营运能力看：需求下滑，营业周期增加**
 - **从存货周转天数来看：**2019 年存货周转天数排名前五的环节分别为电解液、整车、其他部件、锂钴资源、充电桩。2019 年仅充电桩、负极环节

存货周转天数降低，我们认为配套设施需求逐渐起量；人造石墨石墨化降本后，需求逐步提升有关。板块平均存货周转天数由 2018 年的 76 天提升至 84 天。补贴退坡，下游需求下滑，行业存货周转变慢。

表 7、2016 年至今各板块存货周转天数情况

存货周转天数（天）	2016Q1	2016	2017Q1	2017	2018Q1	2018	2019Q1	2019
电解液	36	19	29	24	30	29	44	38
整车	52	46	63	52	66	52	70	63
其他部件	106	92	94	95	101	95	100	99
锂钴资源	180	162	153	166	191	173	136	126
充电桩	107	62	97	65	100	73	91	66
板块	74	61	81	71	94	76	92	84
电池	80	63	89	75	119	91	99	102
电机电控	129	106	120	102	133	110	134	120
正极	218	155	185	132	165	126	154	129
隔膜	80	59	74	52	78	63	111	89
负极	116	105	134	122	202	142	155	133
锂电设备	476	296	472	341	411	278	346	257

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

- **从应收账款周转天数来看：**2019 年应收账款周转天数排名前五的环节分别为锂钴资源、电解液、正极、其他部件、电池。2019 年应收账款周转天数同比减少的环节有锂钴资源、电解液、电池、电机电控、充电桩等。行业平均应收账款周转天数由 111 天微增至 113 天。2019 年开始国家开始预拨付补贴额度，环节行业资金压力，各企业维持较高的应收账款周转，保障资金利用效率，减小坏账风险。

表 8、2016 年至今各板块应收款周转天数情况

应收账款周转天数（天）	2016Q1	2016	2017Q1	2017	2018Q1	2018	2019Q1	2019
锂钴资源	30	28	32	30	37	33	33	31
电解液	50	32	48	45	53	51	78	49
正极	104	75	88	69	82	67	86	72
其他部件	91	86	94	81	85	81	97	87
电池	112	113	136	125	157	105	102	88
电机电控	94	87	106	95	118	107	130	105
板块	100	94	134	115	140	111	137	113
负极	163	107	122	103	149	112	122	109
锂电设备	226	129	211	137	190	119	171	143
整车	96	101	161	142	179	139	168	146
隔膜	126	96	119	91	133	107	154	135
充电桩	224	163	280	180	267	195	263	182

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

- **从资金角度看：电传环节占用产业链资金能力较强。**
 - 占用产业链资金 = (预收+应付) - (应收+预付)，资金占用能力（比例）

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

=占用产业链资金/子板块营业收入。2019 年占用产业链资金为正的子板块包括电池、锂钴资源、电解液、电机电控、锂电设备。2019 年资金占用能力/比例前五位的子板块为电池、锂电设备、电机电控、锂钴资源、电解液。我们认为资金占用能力部分体现了产业链各环节壁垒与议价能力。电池环节（主要为龙头宁德时代）系电动车产业链议价能力最强的一环，公司优质产能较为稀缺，随着消费者对新能源汽车品质的提升，对于动力电池优质产能需求持续提升，这将以宁德时代为代表的龙头企业议价能力持续提升。锂钴资源具备较强的资本与资源壁垒，电机电控具备较高的技术壁垒。

表 9、2016 年至今各板块占用资金情况（亿）

占用资金=（预收+应付-应收-预付）	2016Q1	2016	2017Q1	2017	2018Q1	2018	2019Q1	2019
电池	2	12	8	24	-20	105	131	197
占用比例	4%	4%	14%	6%	-21%	17%	73%	23%
板块	133	4	-125	-246	-316	-96	-108	177
占用比例	18%	0%	-15%	-6%	-31%	-2%	-9%	3%
锂钴资源	-10	-14	-17	-29	-37	-11	-1	27
占用比例	-3%	-1%	-4%	-1%	-5%	-4%	-2%	9%
电解液	-10	-1	-6	-8	-6	3	2	21
占用比例	-3%	0%	-6%	-2%	-7%	1%	2%	4%
电机电控	-2	-11	-9	-21	-21	-19	-14	21
占用比例	-7%	-9%	-2%	-1%	-5%	-1%	-3%	10%
锂电设备	5	12	9	19	9	15	3	17
占用比例	12%	36%	14%	36%	7%	17%	17%	18%
负极	-15	-12	-14	-11	-11	-12	-17	-2
占用比例	-9%	-1%	-5%	-8%	-3%	-7%	-3%	-1%
正极	-29	-27	-33	-52	-43	-49	-53	-3
占用比例	-6%	-1%	-5%	-1%	-3%	-9%	-4%	-1%
隔膜	-8	-14	-16	-16	-16	-25	-19	-16
占用比例	-9%	-3%	-1%	-3%	-1%	-3%	-1%	-2%
其他部件	-24	-28	-36	-32	-42	-36	-41	-20
占用比例	-5%	-1%	-7%	-1%	-6%	-1%	-6%	-7%
整车	241	95	8	-80	-77	-34	-63	-33
占用比例	50%	4%	2%	-4%	-1%	-1%	-1%	-1%
充电桩	-30	-19	-35	-47	-57	-39	-48	-39
占用比例	-8%	-8%	-9%	-1%	-1%	-1%	-9%	-1%

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

- **货币资金：**整体看，板块在手货币资金较多，积极准备扩产。分板块来看，2020Q1 在手货币资金前五位的板块为电池>整车>正极>电解液>锂钴资源，各环节龙头企业货币资金较为充裕，在定增新规实施后，以宁

德时代（拟定增 200 亿）、恩捷股份（拟定增 50 亿）、璞泰来（拟定增 50 亿）、科达利（拟定增 13.8 亿）为代表的龙头企业陆续计划非公开增发，预计未来行业扩产所需货币资金无需太多担忧。

表 10、2016 年至今各板块占用资金情况

货币资金（亿元）	2016Q1	2016	2017Q1	2017	2018Q1	2018	2019Q1	2019	2020Q1
板块	525	754	729	961	910	1204	1201	1361	1375
整车	290	359	360	305	299	397	365	423	400
电池	34	70	45	217	186	359	396	431	469
正极	74	60	49	64	82	107	115	114	118
负极	38	33	21	41	32	53	45	47	44
隔膜	2	20	17	14	16	9	11	17	30
电解液	12	45	75	59	60	53	53	58	74
电机电控	34	35	39	47	44	26	29	35	33
锂电设备	6	10	9	19	17	32	23	51	50
锂钴资源	18	36	39	101	99	86	87	93	69
充电桩	26	66	45	58	46	56	45	60	54
其他部件	29	44	48	54	44	52	54	55	58

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理、测算

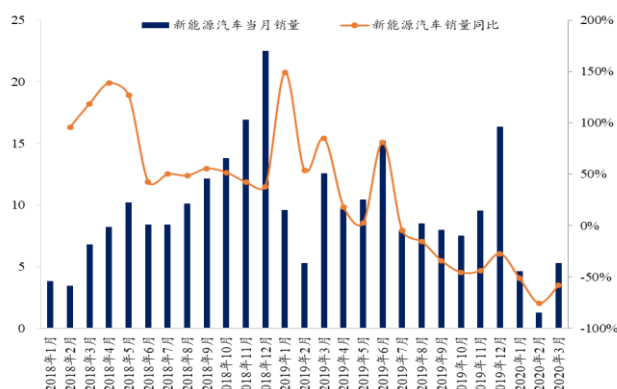
三、展望未来：短期扰动，长期无忧

3.1、2020Q2 展望：环比逐步回升，同比拐点预计在 7 月

国内：预计 Q2 需求爬坡，但同比仍为负，7 月或现拐点。根据中汽协数据，2020 年 Q1 中国新能源汽车累计销量为 11.4 万辆，同比下降 59.1%。2020 年第一季度新能源汽车销量大幅下滑主要受到公共卫生事件的影响，对下游市场需求有较大冲击，叠加去年同期抢装导致的高基数影响。随着国内疫情在 3 月初得到有效控制，3 月单月环比数据大幅改善，新能源汽车销量达 5.3 万辆，环比增长 309.6%，同比下降 57.9%。整体来看，疫情得到有效控制后，下游市场需求确有反弹，但力度相对较弱。

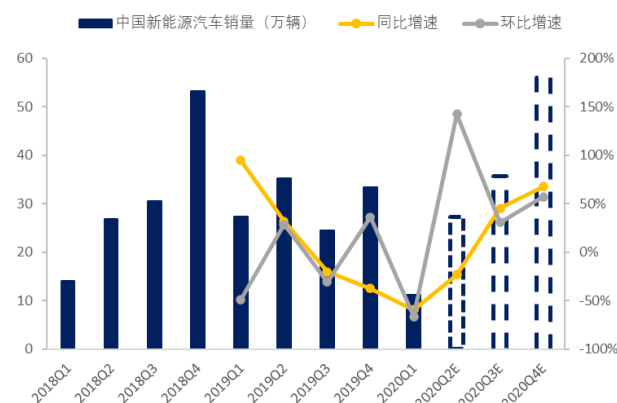
我们认为，4 月、5 月下游市场需求料将逐步回暖，环比情况持续向好，但弹性力度预计偏弱，Q2 同比依旧为负，7 月有望实现同比转正。预计 2020 年 Q2、Q3、Q4 中国新能源汽车销量为 27.2 万辆、35.6 万辆、56.0 万辆，同比增速为-23%、45%、68%。

图 16、国内新能源汽车销量（万辆）



资料来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

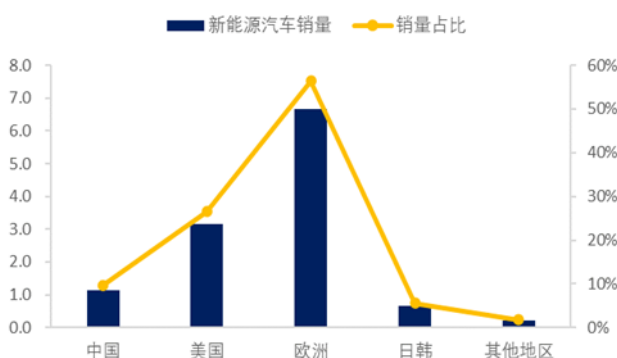
图 17、2020 年中国新能源汽车销量预测



资料来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理、预测

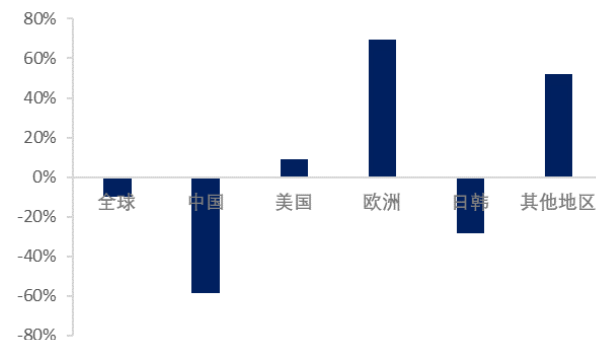
海外：欧洲 Q2 销量受疫情影响显现，7 月料将重回高增长。根据 Marklines 数据，2020 年 Q1 欧洲新能源汽车销量达 21.0 万辆，同比 69.7%，占全球销量的 50%，系全球增速最快、占比最高的地区。美国市场方面，2020Q1 新能源汽车销量达 8.4 万辆，同比小幅增长 9.2%，占全球销量的 20%，是继欧洲、中国以后第三大市场。**整体来看，2020 年是欧洲新能源汽车的大年，疫情因素对下游市场需求存在短期扰动，但高增长趋势不改，全年销量预计 80 万辆左右。**

图 18、2020Q1 全球新能源乘用车销量（万辆）



资料来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

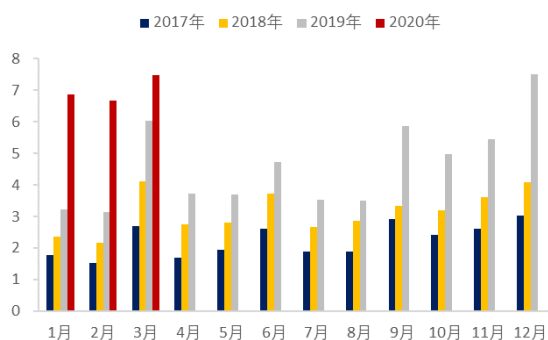
图 19、2020Q1 五大区域新能源乘用车销量增速



资料来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

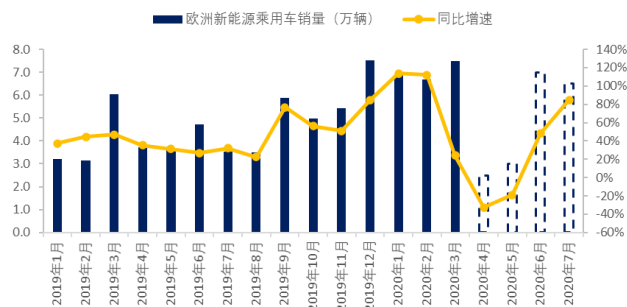
我们认为，随着欧洲疫情影响在 3 月开始发酵，各国纷纷采取了强力管控措施，对下游市场需求有明显冲击，我们预计 4-5 月份同比为负增长，6 月有望实现转正，7 月料将重回高增长趋势。主要是由于欧洲疫情因素在 4 月下旬得到一定缓解和控制，部分车企逐步复工，预计疫情过后需求回暖叠加特斯拉季末冲量的影响，6 月欧洲新能源汽车销量有望实现同比转正。预计 4-7 月欧洲新能源乘用车销量达 2.5、3.0、7.6、6.5 万辆，同比增速为 -33%/-19%/48%/85%。

图 20、欧洲新能源乘用车销量（万辆）



资料来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、2020 年欧洲新能源车销量及预测（万辆）



资料来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、2020 全年展望：中国稳增长，海外放量

➤ 国内：政策持续护航，全年稳步增长

国家补贴落地，略超市场预期：财政部等多部委发布 2020 年国补文件。新能源汽车补贴政策实施期限延长至 2022 年底。原则上 2020 -2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%。补贴有序退坡，利于行业稳步过渡。

地方政策配套紧密，提振终端新能源车需求：2020 年来多地出台政策，据各地政府网站，第一电动网等，包括北京、上海、广州、深圳、浙江、江苏、海南等多个省市出台相关配套政策，对新能源车购置、充电桩建设等提供实质性的支持。

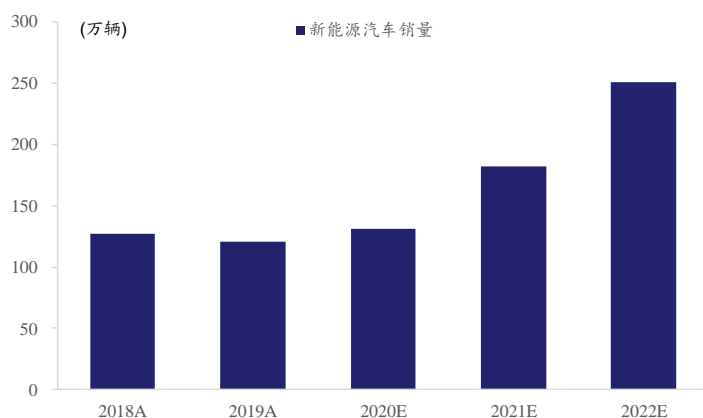
表 11、2020 年来各地提振新能源车消费相关政策

城市	日期	指导文件	细则
佛山	2020/1/29	《佛山市人民政府办公室关于印发佛山出尽汽车市场消费升级若干措施（试行）的通知》	加快推进柴油货车污染治理，制定并完善限行方案，分阶段实施国三及以下排放标准柴油货车限行，进一步促进汽车市场消费升级。鼓励消费者购买新车，每辆给予2000元补助。
深圳	2020/2/24	《深圳市2019-2020年新能源汽车推广应用财政补贴实施细则》	2019年补贴退坡后，对市公共交通主管部门批准新增或更新的 纯电动公交车 ， 地方购置补贴继续发放
广州	2020/2/26	《关于坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战努力实现全年经济社会发展目标任务的若干措施》	提出要加快推进落实去年尚未用完的中小客车指标额度工作，对二手车置换、 购买新能源汽车进行补贴 ，提振汽车消费。
广州	2020/3/3	《广州市坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战努力实现全年经济社会发展目标任务的若干措施》	2020年3月至12月底在使用环节 对个人消费者购买新能源汽车给予每车1万元综合性补贴 。
广州	2020/2/24	《广州市新能源汽车推广应用财政补贴奖励办法》	新能源公交车购车按照中央财政同期补贴标准的50%给予地方配套购置补贴 （包括省和市补贴）。地方配套购置补贴对象是公交企业。
海南	2020/3/6	关于做好电动汽车充电基础设施建设运营补贴工作	从明年开始至2025年，充电基础设施建设运营补贴每年申报一次 。为确保补贴资金纳入省财政年度预算，每年2月底前各市县充电基础设施建设主管部门要出具审核意见。
北京	2020/3/1	《北京市电动汽车社会公用充电设施安全生产管理办法（试行）》	明确规定将定期组织第三方专业机构对本市行政区域内的 社会公用充电场站和运营企业进行安全生产抽查，并建立充换电设施安全预警提示制度 ，
南昌	2020/3/25	《南昌市战疫情促消费若干措施》	对疫情期间在南昌市范围内购买新车（含乘用车和商用车），按1000元/辆标准给予购车人补贴。
浙江	2020/3/27	《浙江省促进汽车消费的若干意见（2020—2022年）》	到2020年底前，城市建成区公交、环卫、邮政快递、机场领域车辆使用 新能源或清洁能源汽车比例达80%以上 。到2022年底前，城市建成区公交车辆除应急保障车外全部使用 新能源或清洁能源汽车 。各地根据实际继续对 新能源公交车和燃料电池汽车 给予购置补贴；完善新能源汽车充电设施配套；降低新能源汽车运行成本
宁波	2020/3/29	《关于推进工业达产扩能稳增长的若干意见》	9月30日之前，鼓励本地乘用车生产企业对消费者进行让利销售，消费者购买本地生产、销售的乘用车，并在本地挂牌的，给予每辆车一次性让利5000元，每家企业让利销售6000辆。宁波将对本地汽车生产企业在今年首发投产并列入国家《车辆生产企业与产品》公告目录的新车型，累计产量突破1万辆后，产量每超过10%给予50万元补助，每家企业补助最高不超过500万元。
上海	2020/3/27	《2020年度上海市鼓励购买和使用新能源汽车实施办法相关操作流程的通知》	新政策加快了新能源汽车购车资格审核流程 ：审核周期将由10-15个工作日缩短为5-7个工作日。 新政策也将简化充电设施审核流程 ，审核周期由10-15个工作日缩短至5-8个工作日。
上海	2020/4/2	《上海市促进电动汽车充（换）电设施互联互通有序发展暂行办法》	支持智能有序充电政策，支持在居民区建设智能充电桩，发布 充电补贴办法 ，给与0.2-0.8元/KWh补贴不等
烟台	2020/3/27		4月1日起，凡在指定经销商购买上汽通用东岳基地本地地产车型，并在烟台市内上牌，给予市民每辆车一次性购车补贴2000元，总补贴金额100万元。
山西	2020/4/8	《关于实施汽车消费专项奖励的通知》	7米以上的客车、载重4.5吨以上的中重卡车及同级别牵引车等商用车型，每辆奖励8000元；轿车、SUV及MPV等乘用车型，每辆奖励6000元；3.5米以下微型客车及其他商用车，每辆奖励4000元。其中，乘用车消费奖励对象必须为自然人消费者。
上海	2020/4/10	《本市贯彻〈国务院关于进一步做好利用外资工作的意见〉若干措施》	加快推进 新能源汽车领域开放
海南	2020/4/9	《海南省清洁能源汽车推广2020年行动计划》	2020年内计划在海南省推广1万辆 新能源汽车
江苏	2020/4/14	《关于积极应对疫情影响促进消费回补和潜力释放的若干举措》	继续落实好现行新能源汽车推广应用财政补助政策和基础设施建设奖补政策， 重点支持新能源公交车、燃料电池汽车推广应用和新能源充电设施建设运营 。按照国家政策要求，将原定2020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。
广东	2020/4/15	《广东省关于促进农村消费的若干措施》	鼓励汽车整车企业对广东省农村居民让利，在企业让利基础上，省级财政对本省农村居民新购买 新能源车或燃油车 的，在新能源车使用环节或燃油车购车资金上给予补贴。
上海	2020/4/23		对于新能源汽车消费者给与 5000元充电补助

资料来源：Wind、公开新闻、兴业证券经济与金融研究院整理

预计2020年国内电动车销量有望稳中有增。我们维持2020年国内新能源车销量目标131、182、251万辆。受公共卫生时间影响，2020年销量较年初略有下调，预计主要增量来自于Tesla（+10万），合资车（+5~10万），网约车销量预计略有下滑。

图 22、国内新能源车汽车销量测算

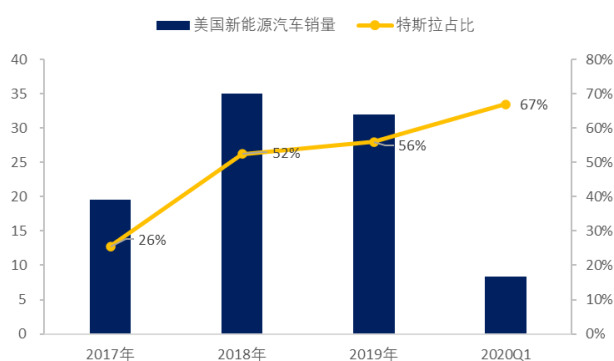


资料来源：中汽协、兴业证券经济与金融研究院整理

海外：特斯拉成美国市场主导，法规驱动欧洲市场放量

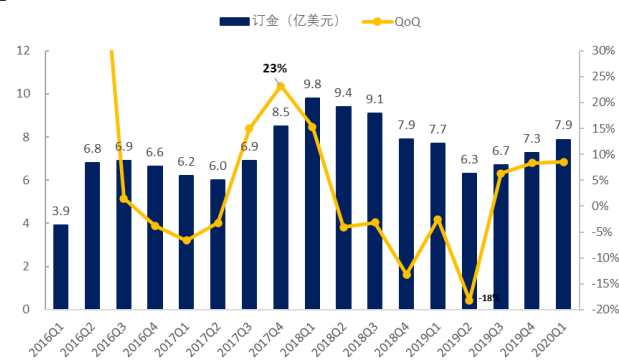
美国市场：特斯拉主导终端需求，市占率大幅提升。Model Y 需求火爆，成今年主要增量。根据 Marklines 数据显示，2020 年 Q1 特斯拉美国销量占美国新能源汽车市场的 67%，自 2018 年美国工厂 Model 3 产能快速爬坡后，2018 年-2020 年 Q1 特斯拉市场占有率大幅提升，成为美国新能源车市场的中坚力量，起主导作用。从特斯拉刚刚发布的 2020Q1 季报的订金数据来看，公司实现消费者订金 7.9 亿美元，环比增加 9%，主要受国产特斯拉投产后，中国消费者对 Model 3 的需求较为强劲，叠加美国市场对 Model Y 的积极订购影响。我们可以预期 Model Y 将在未来的美国 crossover 车型中占据相当大的份额，市场前景广阔。综合来看，我们认为，2020 年美国新能源汽车销量有望达 40-45 万辆，同比增加 25%-41%，Model Y 将成核心增量。

图 23、特斯拉市场占有率大幅提升 (万辆)



资料来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、特斯拉汽车业务消费者订金变化



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

欧洲市场：碳排放法规趋严，车企受约束较大。欧洲市场：法规驱动供给，政策提振需求，疫情过后预计高增长再现。欧洲要求 2020、2021 年二氧化碳排放要求低于 95g/km，2030 年要求低于 59g/km。2018 年-2030 年年均下降 3.2%，其中

2018-2021 年年均下降 7.6%。然而 2017-2018 年欧洲碳排放实际值还处于分别同比提高了 0.3%和 1.6%，主要是 SUV 销量占比提升。在惩罚措施方面，若排放量不达标，罚款额度将大幅提升至 95 欧元/分。**整体来看，短期内碳排放法规对欧洲车企约束较大。**德国加大购车补贴，极力推广新能源，法国具备完备的新能源汽车优惠政策，纯电动车补贴受益明显。

从 2020Q1 欧洲汽车销量前六大国家来看，法国、德国、英国、挪威、葡萄牙、瑞典 Q1 新能源汽车注册量（EV+PHEV）同比均高增，3 月份各国受公共卫生事件影响注册量增速略有放缓。**我们认为，4 月、5 月欧洲新能源车销量仍承压，待疫情好转各国复工后，需求回暖叠加新车型投放，全年向上高增长趋势不变。预计全年欧洲地区新能源车销量约 85 万辆左右，同比增长 40%-50%。**

3.3、长期展望：全球开启电动浪潮，趋势坚定，方向明确

● 政策：诸国法规驱动供给，政策助力电动运行

中国：积分政策托底，长期规划护航。近年来，我国出台了一系列新能源汽车行业法律法规和政策，确立了新能源汽车产业作为战略性新兴产业的地位，推动了新能源汽车及动力电池产业总体规模的持续增长。随着补贴政策逐步退坡和退出，双积分办法将形成促进新能源汽车产业持续发展的市场化的长效发展机制。

2019 年 7 月 9 日，工信部发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，敦促车企大力发展新能源汽车。

2019 年 10 月，《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》征求意见稿有望近期定稿，预计 2025 年新能源汽车占当年汽车总销量 20%，预计规模达到 500-600 万辆，动力电池需求量 660-770GWh，长期产销目标复合预期，行业电动化大势明确。

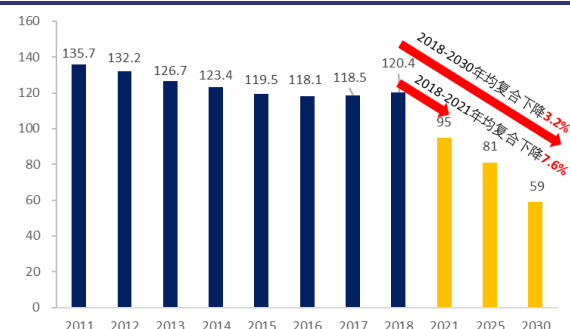
海外：碳排法规趋严，欧洲压力最大。三个地区中，欧洲要求最为严格，2021 年二氧化碳排放要求低于 95g/km，2030 年要求低于 59g/km。2018 年-2030 年年均下降 3.2%，但 2018-2021 年年均下降 7.6%。然而 2017-2018 年欧洲碳排放实际值还处于分别同比提高了 0.3%和 1.6%，主要是 SUV 销量占比提升。因此，欧洲车企压力最大。

图 25、海外各地区碳排放法规要求

地区	2020年/2021年		2025年		2030年	
	原始值	国标值	原始值	国标值	原始值	国标值
欧洲	95g/km	4.1L/100km	81g/km	3.5L/100km	59g/km	2.5L/100km
美国	44.8mpg	6L/100km	56.2mpg	4.8L/100km		
日本	105g/km	4.9L/100km				

资料来源：EEA，公开信息，兴业证券经济与金融研究院整

图 26、欧洲碳排放法规要求（g/km）



资料来源：EEA，兴业证券经济与金融研究院整理

理

● **供给：主流车企转型电动车，行业电动化趋势不可逆**

坚定电动化路线，新车型供给提升明显：随着海外车企电动化布局的不断加速，新车型供给急剧提升，研发投入巨大。以传统燃油车龙头 BBA 为例，将在 2020 年上市多款新电动车型。其中，以大众 MEB 平台为基础的 ID.Family 颇受市场关注。新能源汽车市场供给侧将实现大幅改善，巨大的行业空间也成为传统主流车企和以特斯拉为代表的电车新势力的兵家必争之地。此外，新能源销量体量较大的车企将新车重点投放在欧洲以及中国市场。

表 12、海外主流车企电动化规划

集团	欧洲市占率		北美市占率		日韩市占率		集团全球电动化规划			电动化规划星级指数	新车重点投放市场
	燃油车	新能源车	燃油车	新能源车	燃油车	新能源车	车型规划	产销规划	研发投入		
大众	21%	10%	4%	3%	2%	0%	未来十年合计70款	2025年，每年生产200-300万辆电动汽车，占总销量的20%-25%	910亿美元	★★★	欧洲、中国
特斯拉	0%	20%	0%	55%	0%	0%	2020年4款（不含皮卡）	2020年销售目标为至少50万辆	/	★★★	北美、中国、欧洲
雷诺-日产	16%	20%	9%	5%	10%	33%	2022年12款	2025年140万	/	★★	欧洲、日韩
现代-起亚	7%	12%	8%	3%	18%	38%	2025年44款，其中23款EV	现代：2020年新能源汽车销量达30万台	/	★★	欧洲、日韩
宝马	5%	15%	2%	4%	2%	1%	2025年25款，50%是EV	预计2025年超过70万，新能源车销量占公司总销量的15-25%		★★	欧洲、中国
戴姆勒	6%	5%	3%	2%	3%	3%	2022年130款EV以及混动	到2022年，所有车型都提供电动款，到2020年Smart品牌则全部纯电动化，预计2025年超过60万		★★	欧洲、中国
福特	7%	0%	14%	3%	0%	0%	2024年17款	2020年新能源车（含HV）销量占总销量的10-25%	115亿美元	★★	北美、欧洲
丰田	5%	0%	13%	6%	33%	12%	2020年10款	2030年新能源车（含HV）年总销量达到550万辆，其中EV/FCV合计100万辆	/	★★	日韩、北美
PSA	15%	1%	0%	0%	0%	0%	2021年15款；2025年40款	/	/	★	欧洲
通用	1%	0%	16%	9%	0%	4%	2023年20款	2026年全球纯电动汽车销量规划为100万辆	70亿美元	★	北美、中国
FCA	6%	0%	12%	2%	0%	0%	2022年6款	/	100亿美元	★	北美、欧洲

资料来源：marklines，公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

● **需求：经济性驱动增长，消费者接受度提升**

多数国家已实现平民车型购置端平价。我们对平民车 e-folf 和豪华车 Tesla Model3 在德国、法国、英国、挪威、荷兰的购置成本和全生命周期使用成本分别进行测算：1）两款车型在这五个国家均已实现全生命周期使用平价；2）两款车型在德国、法国、挪威均已实现购置端平价，Tesla Model3 在荷兰实现购置端平价。

表 13、经济型与豪华型成本测算@德国（左上）、法国（右上）、英国（左下）、挪威（右下）

单位：万欧	购置成本	使用成本	总成本	单位：万欧	购置成本	使用成本	总成本
Golf	2.81	1.56	4.37	Golf	3.22	1.5	4.72
e-Golf	2.59	0.95	3.54	e-Golf	2.8	0.55	3.35
奔驰C220	4.3	1.27	5.57	奔驰C220	4.94	1.18	6.12
Tesla Model3	4.11	0.98	5.09	Tesla Model3	4.66	0.72	5.38

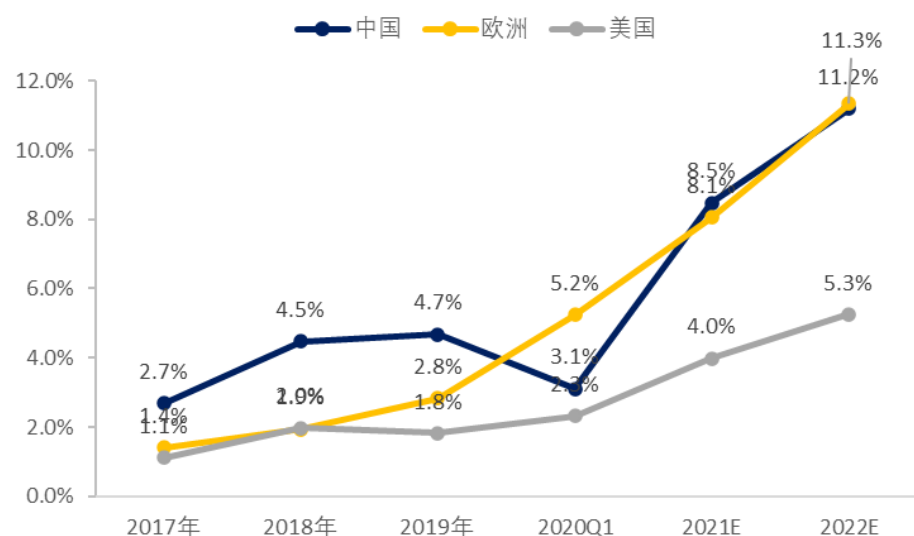
单位：万欧	购置成本	使用成本	总成本	单位：万欧	购置成本	使用成本	总成本
Golf	2.55	1.48	4.03	Golf	3.41	1.6	5.01
e-Golf	3.07	0.73	3.8	e-Golf	3.33	0.34	3.67
奔驰C220	3.93	1.33	5.26	奔驰C220	4.7	1.48	6.18
Tesla Model3	3.93	0.72	4.65	Tesla Model3	3.8	0.48	4.28

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理、测算

新能源汽车渗透率稳步提升，消费者接受度提升。根据 Marklines 数据测算，全球三大新能源汽车市场渗透率均逐步提升。截止至 2020Q1，欧洲新能源汽车渗透率达%，增长较快且居第一位；中国新能源汽车渗透率达%，居第二位；美国新能源汽车渗透率为%。我们认为，在法规趋严、政策加持、供给优化、平价已至，四大因素合力促进的前提下，新能源汽车市场有望持续实现快速发展，预计到 2022 年，中国、欧洲新能源汽车市场渗透率均突破 11%。

图 27、中国、欧洲、美国新能源汽车渗透率



资料来源：中汽协，Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

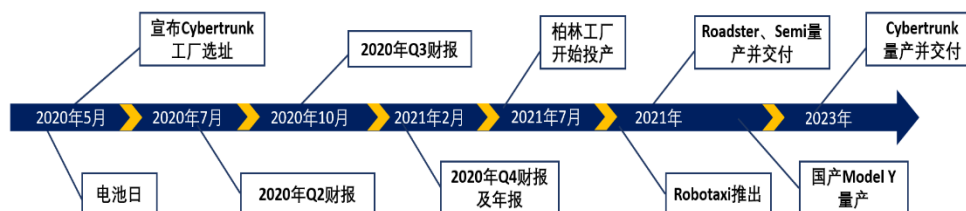
3.4、聚焦特斯拉产业链，重视大众新能源车产业链

● 特斯拉作为新造车势力，产业布局早，车型全方位覆盖，竞争力强大

特斯拉早在 2004 年就进入电动车赛道，目前在轿车、SUV、卡车、跑车领域均有布局，轿车包括 Model 3、Model S, SUV 包括 Model X、Model Y, 卡车包括皮卡 Cybertruck、半挂式卡车 Semi, 跑车包括 Roadster。其中, Cybertruck 预计于 2023 年量产并交付, Semi、Roadster 预计于 2021 年量产并交付, Model Y 在刚刚过去的 2020Q1 实现交付。

特斯拉相关事件或称行业重大催化剂：2020 年 5 月，特斯拉将举办电池日；最早 2020 年 5 月，宣布 Cybertruck 工厂选址；2020 年 7 月发布 2020Q2 财报；2020 年 10 月发布 2020Q3 财报；2021 年 2 月发布 2020Q4 财报及年报；2021 年 7 月预计柏林工厂投产；2021 年预计推出 Robotaxi，量产并交付 Roadster、Semi、国产特斯拉；2023 年预计量产并交付 Cybertruck。**特斯拉相关事件或称行业重大催化剂。**

图 28、特斯拉未来重要时间轴



资料来源：公司公告、公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

国产特斯拉零件国产化率高，降低成本、提高毛利率，同时给未来降价带来空间。国产特斯拉热管理供应商为三花智控，底盘、车身、内饰供应商为拓普集团，高压继电器供应商为宏发股份，正极材料供应商为天津巴莫，负极材料供应商为POSCO、璞泰来，隔膜供应商为恩捷股份，电解液供应商为天赐材料，电芯结构件供应商为科达利，铝合金结构件供应商为旭升股份，电池供应商为宁德时代。在使用国产零件后，国产特斯拉的制造成本已于美国工厂制造成本相当，并且随着未来零件国产化率的进一步提升，成本还有继续下行的空间。

图 29、特斯拉国内核心供应商



资料来源：公司公告、公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

● 大众多样化发展，产品覆盖范围广

在策略规划上，共享 MEB 平台，自建充电设施，自建操作系统，投资锂电厂商，储备固态电池技术，大众规划了多条路线以合力向电动化转型。

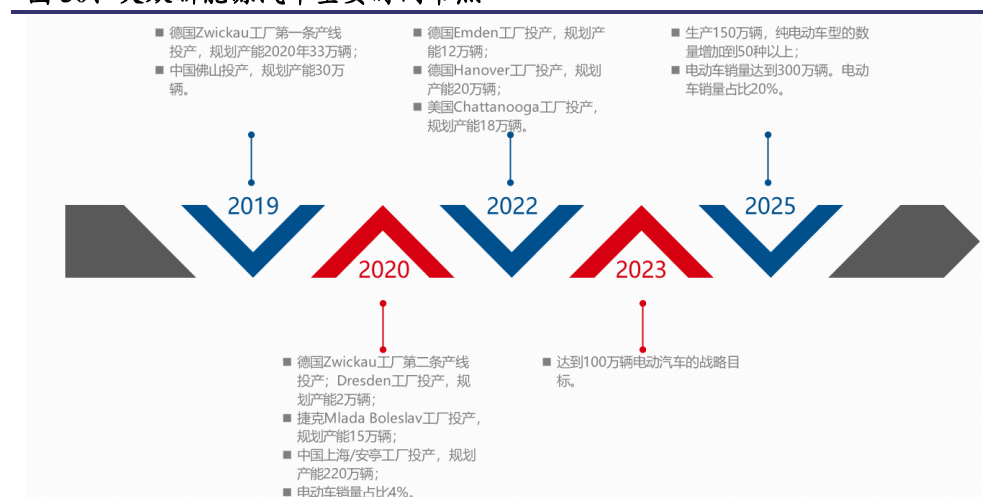
在车型建设上，公司规划到 2029 年，向市场推出多达 75 款纯电动车型以及 60 款混合动力车型，其中，在欧洲优先推出 ID.3 以及 ID. Crozz，满足欧洲小车以及 SUV 的需求；在中国和北美优先生产纯电 SUV 车型，以满足 SUV 畅销市场；车型覆盖面积广。

在市场覆盖上，西亚特、斯柯达、大众、奥迪、保时捷都将推出电动车，覆盖低端、中端、高端、豪华、奢华市场，市场覆盖面积广，且竞争力较强。

整体看来，大众多方发力，车型、产品丰富，规模效应明显，竞争力较强。

大众相关事件或称行业重大催化剂：2022 年之前布局工厂，之后稳步扩大产能和市场份额。大众集团在德国、捷克、中国和美国共设有 8 个电动车工厂，均于 2019-2022 年间开始投产。到 2023 年底，将达到 100 万辆电动汽车的战略目标；到 2025 年，大众品牌将生产 150 万辆，纯电动车型的种类从目前的 6 种增加到 50 种以上。规划电动车销量占比在 2020 年达到 4%，2025 年达到 20%。电动车产销到 2050 年都会有大幅提升。

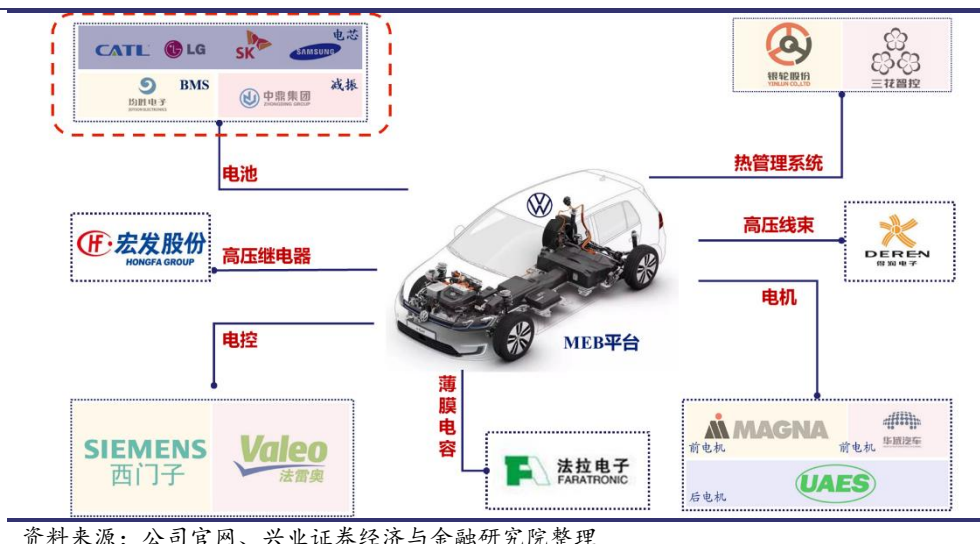
图 30、大众新能源汽车重要时间节点



资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

大众多方选择供应商，追求电池能量密度与成本双赢。电池供应商为宁德时代、LG、SKI、三星（电芯）、均胜电子（BMS）、中鼎集团（减振）。热管理系统供应商为银轮股份和三花智控。高压继电器由宏发股份供应。高压线束由得润电子供应。电控供应商为西门子和法雷奥。薄膜电容由法拉电子供应。电机供应商为 MAGNA（前电机）、华域汽车（前电机）、UAES（后电机）。与多家厂商的合作使得公司可以多方选择最优产品，提高电池的能量密度，解决续航里程焦虑，同时控制成本。

图 31、MEB 平台核心零部件供应商展示



四、投资建议

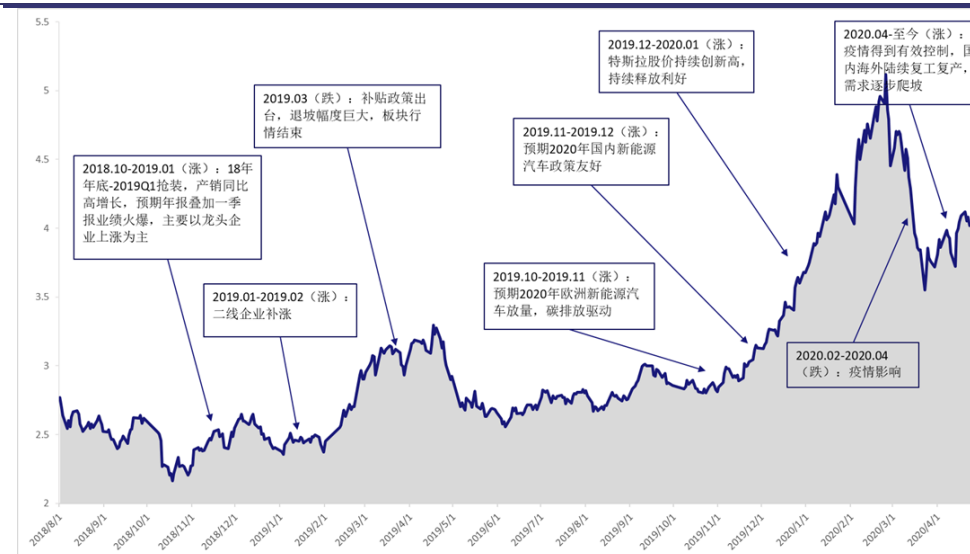
3.1、核心观点：Q1 业绩底已过，催化剂充足，买入

短期看，市场对 4-5 月份产销数据较为平淡预期充分，6 月份有望回归正常水平，7 月份同比转正，环比趋势向好。同时行业预期利好事件有望持续落地，基本面好转叠加事件驱动板块逐步上涨。**长远来看**，汽车电动化趋势不可逆，行业未来空间巨大，产业链中游各环节格局基本确定，龙头企业共享行业高速发展红利，业绩有保障。**Q1 业绩底明确，买入。**

3.2、复盘 2019 年-2020 年 Q1 板块走势：以史为鉴，把握行业催化剂

板块波动较大，聚焦行业催化剂。纵观 2019 年以来板块行情来看，其特点是波动较大，但“核心资产”投资回报尚佳。不难发现，每一轮上涨行情多受“催化剂”的影响，主要包括基本面支撑、终端需求预期向好、重要事件驱动等。**整体来看，新能源汽车行业中“核心资产”投资回报较优，把握行业催化剂，寻找行情启动点。我们认为，展望板块未来可重点关注基本面拐点、需求预期向好、事件驱动这三方面“催化剂”因素，把握板块催化剂，静待花开。**

图 32、复盘新能源汽车板块行情



资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理
备注：上图采用行业自选标的后，自定义新能源汽车指数

3.3、选股逻辑：选择强势赛道，甄选优质标的

行业格局初定，优选高确定性产业链中龙头标的。我们认为，新能源汽车产业由导入向成长切换，其特点是：产业趋势清晰，政策持续友好扶持，强势领跑产品出现，相关竞品蓄势待发，产业链完备，格局初步形成。但需要注意的是：产业发展仍具备不稳定性，自主车型放量困难，自发消费需求仍然偏弱，产业链百花齐发局面仍待时日。

由前文总结可知，产业链利润向中游聚拢，2019-2020Q1 电池环节占板块利润 35%、56%，龙头电池企业议价能力强，优先选择电池环节，推荐宁德时代供应链。同时特斯拉产销确定性高，大众下半年重磅车型开始批量生产，事件驱动性强，推荐特斯拉产业链、LG 化学产业链、大众 MEB 供应链。

具体标的选择上，我们认为应着重布局盈利能力较强、现金流/资金占用能力较好、技术/成本壁垒较深、客户结构较好的龙头标的。

● 特斯拉-LG 化学-宁德时代产业链

全球电动车霸主——特斯拉：作为全球新能源汽车霸主地位的特斯拉是该行业产业链中最为强势的赛道，而切入特斯拉供应链的国内核心零部件供应商将受益于特斯拉终端需求的放量。我们认为，2020 年是国产特斯拉实现放量增长的重要年份，持续看多国产特斯拉放量及其供应链快速国产化，推荐特斯拉-LG 化学-宁德时代产业链。重点推荐宁德时代、科达利、璞泰来、恩捷股份、三花智控（汽车组覆盖）、拓普集团（汽车组覆盖）等。

图 33、特斯拉产业链测算

供应产品	标的	单车价值量 (元)	市场份额	2019年利润 (亿)	收入 (亿)			毛利率	业绩弹性 (亿)		
					10万辆新增收入	15万辆新增收入	25万辆新增收入		10万辆新增利润弹性	15万辆新增利润弹性	25万辆新增利润弹性
热管理	三花智控	2000	100%	14.2	2.00	3.00	5.00	20%	2.82%	4.23%	7.04%
底盘、车身、内饰等	拓普集团	6000	100%	4.56	6.00	9.00	15.00	10%	13.16%	19.74%	32.89%
高压继电器	宏发股份	500	50%	7.04	0.25	0.38	0.63	15%	0.53%	0.80%	1.33%
正极材料	天津巴莫	19200	30%	非上市公司	5.76	8.64	14.40	8%	非上市公司		
负极材料	POSCO	3600	70%	非上市公司	2.52	3.78	6.30	12%	非上市公司		
负极材料	璞泰来	3600	15%	6.5	0.54	0.81	1.35	12%	1.00%	1.50%	2.49%
隔膜	恩捷股份	4000	50%	8.5	2.00	3.00	5.00	40%	9.41%	14.12%	23.53%
电解液	天赐材料	2900	30%	0.16	0.87	1.31	2.18	10%	54.38%	81.56%	135.94%
电芯结构件	科达利	2000	70%	2.37	1.40	2.10	3.50	9%	5.32%	7.97%	13.29%
铝合金结构件	旭升股份	1500	100%	2.06	1.50	2.25	3.75	15%	10.92%	16.38%	27.31%
电池	宁德时代	42000	20%	45.6	8.40	12.60	21.00	10%	1.84%	2.76%	4.61%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理、预测

● 大众 MEB 产业链

传统车企转型电动车的领航员——大众汽车：作为传统主流车企中布局电动车市场最为突出的大众汽车亦是该行业产业链中较为强势的赛道，而切入大众 MEB 平台供应链的国内核心零部件供应商将受益于大众新能源汽车终端需求的放量。我们认为，传统车企电动化过程中，大众汽车是领航员。海外 ID.3、国内 ID.4 预计今年开始实现批量生产，后续产品陆续导入，且产销规划庞大，这将带动大众新能源汽车产业链需求提升，着重推荐宁德时代和宏发股份，同时推荐锂电材料各环节龙头企业。

图 34、特斯拉产业链测算

项目	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	20-25年复合增速
纯电动 (万辆)	7	33.5	68	107	146	182	239	48%
插电混动 (万辆)	5	18	24	30	36	40	44	20%
新能源合计 (万辆)	12	51.5	92	137	182	222	283	41%
动力电池需求量(GWh)	3	20	44	70	98	122	160	52%
正极材料需求量(万吨)	0.6	3.8	8.2	12.8	17.4	21.4	27.4	49%
负极材料需求量(万吨)	0.4	2.5	5.4	8.4	11.5	14.1	18.0	49%
电解液需求量(万吨)	0.4	2.4	5.2	8.1	11.0	13.5	17.3	49%
隔膜需求量(亿平米)	0.4	2.6	5.6	8.8	11.9	14.6	18.8	49%

公司	项目	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
宁德时代	出货量 (GWh)	5	14	26	33	42	55
	盈利 (亿元)	3	9	15	18	22	29
	占19年全年利润比例	7%	20%	34%	41%	51%	66%
当升科技	出货量 (万吨)	0.1	0.6	1.3	1.6	1.9	2.4
	盈利 (亿元)	0.2	0.8	1.7	1.9	2.2	2.6
	占19年全年利润比例	5%	24%	53%	59%	65%	80%
璞泰来	出货量 (万吨)	0.5	1.4	2.1	2.5	3.0	3.8
	盈利 (亿元)	0.5	1.2	1.7	2.0	2.4	3.0
	占19年全年利润比例	7%	16%	23%	27%	32%	42%
天赐材料	出货量 (万吨)	0.6	1.6	2.6	3.2	3.8	4.8
	盈利 (亿元)	0.2	0.5	0.8	0.9	1.1	1.5
	占19年全年利润比例	12%	30%	49%	59%	71%	91%
恩捷股份	出货量 (亿平米)	0.7	1.8	2.9	3.7	4.2	5.4
	盈利 (亿元)	0.6	1.6	2.5	3.2	3.2	3.7
	占19年全年利润比例	8%	19%	29%	37%	38%	44%
科达利	出货价值量 (亿)	3.4	9.2	15.5	18.6	22.0	27.8
	盈利 (亿元)	0.3	0.8	1.3	1.6	1.8	2.2
	占19年全年利润比例	13%	34%	56%	65%	75%	93%
宏发股份	出货量 (万只)	83.0	131.2	179.2	227.5	260.4	305.8
	盈利 (亿元)	0.6	0.9	1.3	1.6	1.9	2.2
	占19年全年利润比例	8%	13%	18%	22%	26%	30%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理、预测

五、风险提示

新能源汽车政策不达预期风险；新能源汽车产销不达预期风险；新能源汽车产业

链价格降幅超预期风险；上游原材料价格大幅涨价风险；中游产业链技术新技术迭代超预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn