

证券研究报告

2020年05月11日

行业报告 | 行业深度研究

电气设备

复盘SUV和智能手机，如何看当前时点电动车估值与基本面

作者：

分析师 邹润芳 SAC执业证书编号：S1110517010004



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

摘要

电动车渗透率加速提升背景下，电动车板块的估值如何演绎？——预计电动车行业同样遵从“S型曲线”规律，目前仍处于初始期（渗透率低于5%），高估值或是近几年常态，当行业进入成长期后，渗透率有望加速，规模化甚至带来净利率提升。

□ 以史为鉴：复盘SUV与智能手机渗透率与板块代表公司估值与股价走势关系，可以总结为：

- 1) 初始期：SUV与智能手机在行业初始阶段，渗透率均缓慢提升，板块公司估值处于上升态势，业绩释放。
- 2) 成长期 I：当产品发展至较成熟时（临界点均为15%左右），行业渗透率开始加速提升，此时行业内公司“量升”成为主逻辑，规模化提升甚至带来利润率上升，板块估值继续保持高位，业绩持续释放。
- 3) 成长期 II：当行业渗透率提升至一定高点后（SUV超过30%，智能手机超过50%），渗透率提升速度开始放缓，但盈利能力保持高位，估值会通过业绩增长消化。
- 4) 成熟期：渗透率提升停滞，行业会经历去库存、价格战等行业阵痛，板块公司盈利能力下降，业绩下滑，估值下跌。

后疫情时代，如何看电动车销量？——预计自下半年起，全球电动车市场将步入发展快车道，预计2020-21年销量265/385万辆，同比增长23%/45%

- 国内4月电动车环比销量修复明显，短期看，随着Tesla Model Y、比亚迪汉、小鹏P7等新车型陆续推出，预计下半年起同比增速将超50%。长期看，国家政策与地方政策已转暖，国补与购置税减免延续至2022年，高增长或将延续。
- 海外疫情日增已趋于平稳，复工已成为主旋律。欧洲新一轮车型投放周期叠加强有力的政策支持背景下，预计欧洲电动车需求只会延迟，不会因疫情影响而消失，预计21年销量130万辆，同比增长63%。美国市场主要受Tesla新车型驱动（Tesla市占率60%），SUV与皮卡在美国占比超50%，预计Model Y与Cybertruck陆续投产后，将有效拉动电动车市场增长，预计2021年美国销量60万辆，同比增长45%。

投资建议：上半年由于疫情影响，板块业绩承压，预计全年估值阶段性提升，但目前全球疫情趋于平稳，站在电动车板块的拐点期，短期因素的估值波动可以忽略，随着明年业绩释放，板块估值空间较大，建议保持关注。具体两条主线：1) Tesla产业链【拓普集团】（汽车组覆盖）、【三花智控】（家电组覆盖）、【宏发股份】、【科达利】、【恩捷股份】、【天赐材料】等。2) 海外供应链：【璞泰来】、【恩捷股份】、【当升科技】。同时建议关注有现金牛业务支撑的二线电池厂【亿纬锂能】、【欣旺达】（电子组覆盖）。

□ **风险提示：**电动车销量不及预期，电池价格下降过快，特斯拉更改供应商，疫情反复影响消费需求。

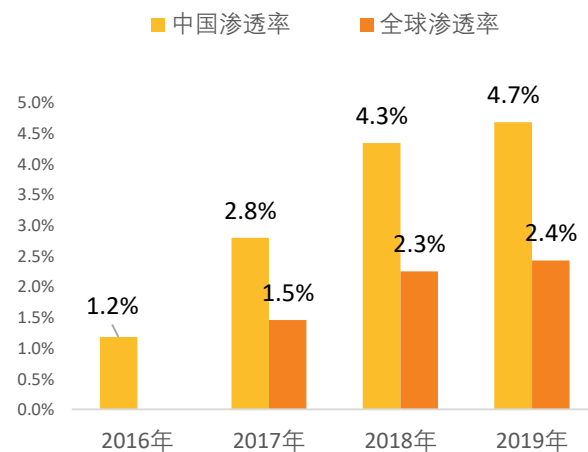
渗透率加速阶段，如何理解电动车板块的估值？

- 复盘suv和智能手机加速渗透阶段，估值、股价与业绩的演绎
- 当前电动车板块仍处于行业初期，高估值或将是常态

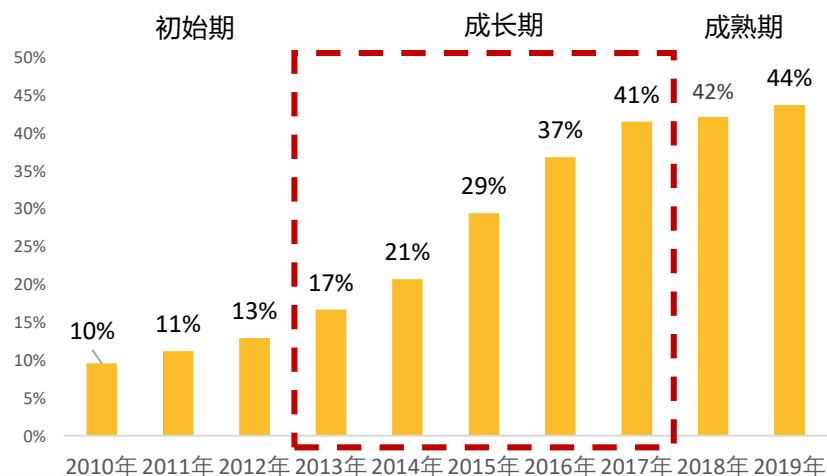
以史为鉴：复盘SUV与智能手机行业渗透率，均符合“S型曲线”

- 电动车兼具大宗消费品与智能化产品属性，因此选取SUV与智能手机渗透率的历史变化进行复盘，二者均符合“S型曲线”，分为三个阶段：初始期、成长期、成熟期。
- 初始期：SUV与智能手机在约15%的渗透率前，每年渗透率提升均较为缓慢，SUV年渗透率提升只有1%-2%，智能手机渗透率每年提升1%-3%，这一阶段为行业初始期（目前电动车也处于此阶段）。
- 成长期：渗透率突破15%后，SUV与智能手机发展加速，迎来5-6年的黄金发展期。
- 成熟期：SUV渗透率超过40%，智能手机超过70%后，渗透率开始放缓甚至停滞。
- 在各阶段，龙头公司表现如何？我们选取SUV的【长城汽车】（无典型零部件代表，吉利在港股，最终选长城），以及智能手机行业的典型零部件公司【歌尔股份】。

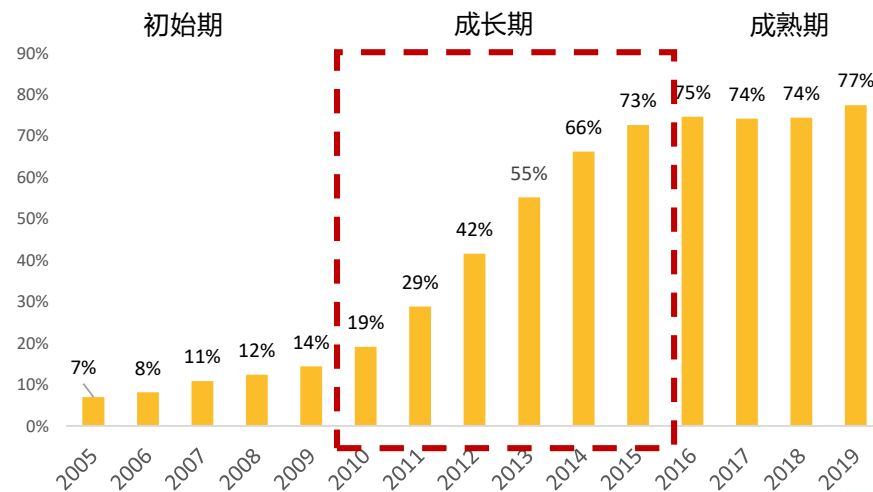
图：电动车渗透率



图：我国SUV渗透率



图：全球智能手机渗透率



SUV：长城汽车股价、PE、扣非利润增速与我国SUV渗透率关系图



资料来源：wind，中汽协，天风证券研究所

智能手机：歌尔股份股价、PE、扣非利润增速与全球智能手机渗透率关系图

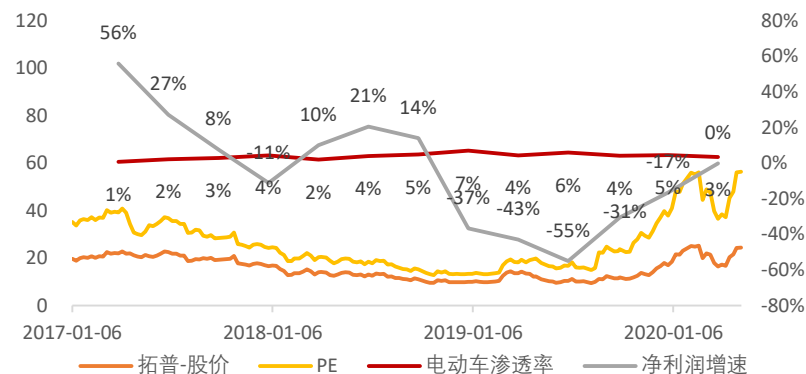


资料来源：wind，IDC，天风证券研究所

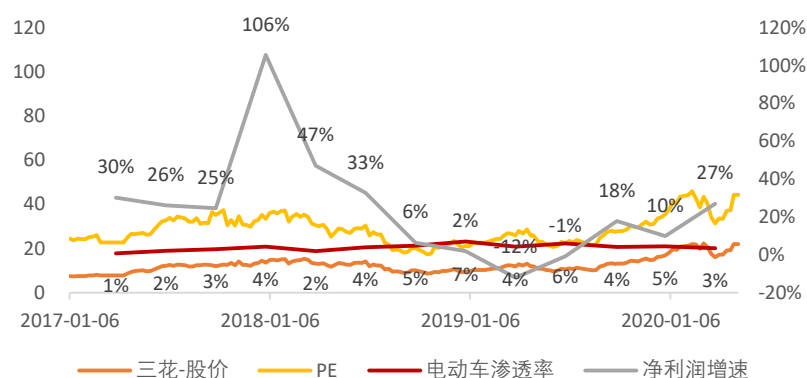
回顾电动车行业：目前仍处于行业初始期，动力电池板块高PE或是常态

- 以Tesla板块代表性公司——拓普集团、三花智控，海外动力电池板块代表性公司——璞泰来、恩捷股份为例。
- 可以看出动力电池板块目前还处于行业第一阶段初始期：业绩释放+渗透率缓慢提升+PE快速提升+股价上涨。
- 目前电动车渗透率仍不足5%，而SUV与智能手机在渗透率15%之前均处于初始期，因此动力电池板块高PE或将是近几年常态。

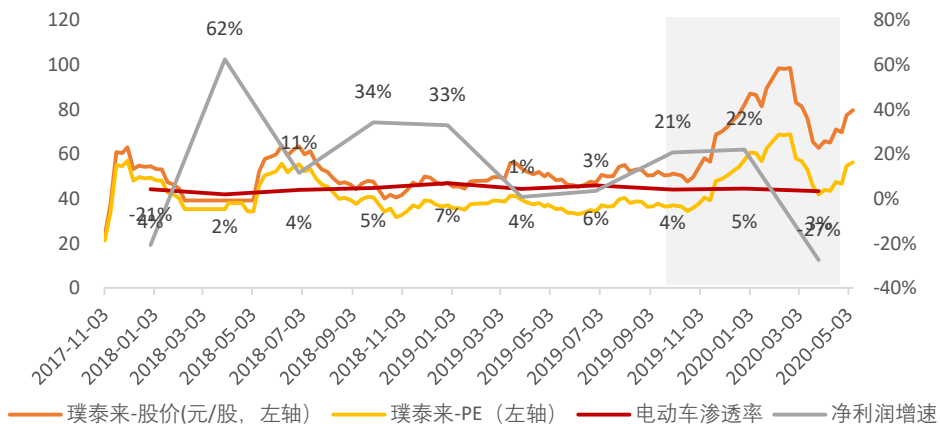
图：拓普集团股价、PE、利润YoY与电动车渗透率关系图



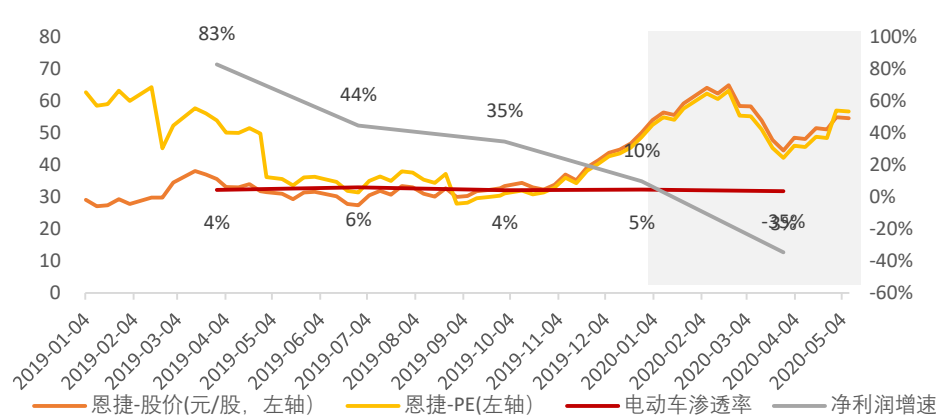
图：三花智控股价、PE、利润YoY与电动车渗透率关系图



图：璞泰来股价、PE、利润YoY与电动车渗透率关系图



图：恩捷股份股价、PE、利润YoY与电动车渗透率关系图



总结：电动车预计也将经历“S曲线”，板块公司估值预计在初始期与成长期 I 处于上升态势

相同点：

- 初始期：SUV与智能手机在行业初始阶段，渗透率均缓慢提升，板块公司估值与股价均处于上升态势，业绩释放。
- 成长期 I：当行业产品发展至较为成熟时（二者渗透率临界点均为15%左右），行业渗透率开始加速提升，此时行业内公司“量升”成为主逻辑，规模化提升甚至带来利润率上升，板块估值继续保持高位，业绩持续释放，股价处于上升态势。
- 成长期 II：当行业渗透率提升至一定高点后（SUV超过30%，智能手机超过50%），渗透率提升速度开始放缓，板块公司股价滞涨，但盈利能力保持高位，估值会通过业绩增长消化。
- 成熟期：渗透率提升停滞，行业整体会经历去库存、价格战等行业阵痛，板块公司盈利能力下降，业绩下滑，估值下杀，股价下跌。

不同点：

- 智能手机相较于传统手机为产品本质变化，同时自身的消费频次更高，而SUV与轿车产品差异性远不如智能手机与传统手机，且为大宗消费品，更换频次较低，因此二者渗透率表现为：智能手机渗透率提升速度更快，天花板更高。

总结：1) 电动车行业预计也会经历“S型曲线”发展，板块内公司的股价、估值、业绩预计也遵从相应行业规律。2) 电动车相较于智能手机的劣势在于更换频次较低，但相较传统汽车，产品本质发生变化，特别是后续的智能车，且与传统汽车的完全市场化不同，电动车还拥有政策催化，因此渗透率变化预计慢于智能手机，但快于SUV，天花板也高于SUV。

表：各公司净利率

公司	初始期				成长期					成熟期				
歌尔股份	2006年 17.7%	2007年 13.0%	2008年 13.4%	2009年 9.7%	2010年 11.2%	2011年 13.6%	2012年 12.7%	2013年 13.2%	2014年 13.3%	2015年 9.1%	2016年 8.3%	2017年 8.3%	2018年 3.6%	2019年 3.6%
长城汽车	2009年 9%	2010年 13%	2011年 12%	2012年 14%	2013年 15%	2014年 13%	2015年 11%	2016年 11%		2017年 5%	2018年 5%	2019年 5%		

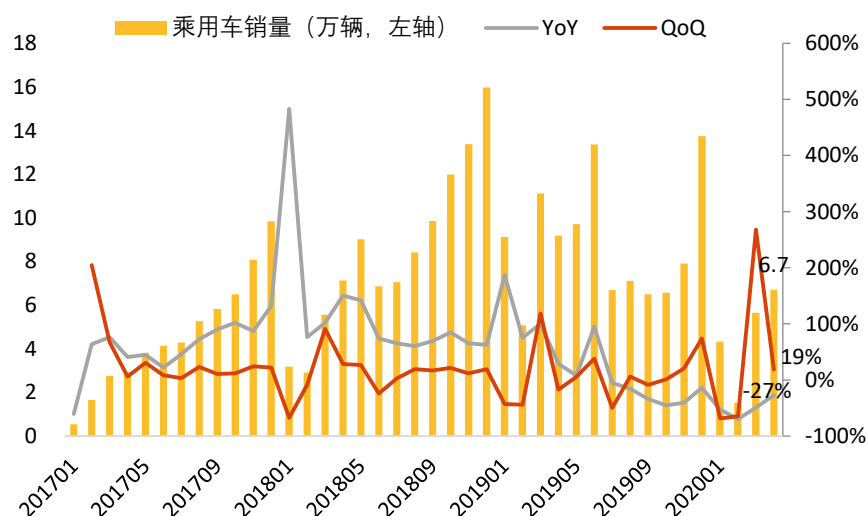
当前时间点，电动车销量究竟如何？

- 中国：已开始复苏，下半年预计同环比高增长
- 欧洲：海外疫情趋于稳定，电动车需求预计延迟但不会消失
- 美国：随着Model Y与Cybertruck陆续量产，预计进一步打开电动车市场

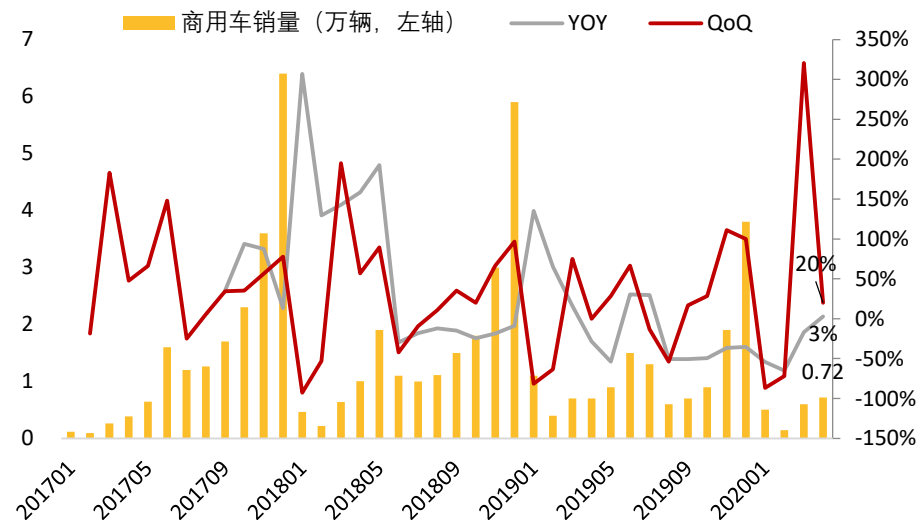
中国：4月电动车销量已开始复苏

- 日常活动正常化背景下，国内4月电动车销量已开始复苏。
- 4月新能源乘用车销量约6.7万辆，同比减少27%，下降幅度已开始缩减，环比增长19%，环比继续增长。
- 4月商用车0.72万辆，同比增长3%，环比增长20%。

图：国内新能源乘用车月度销量



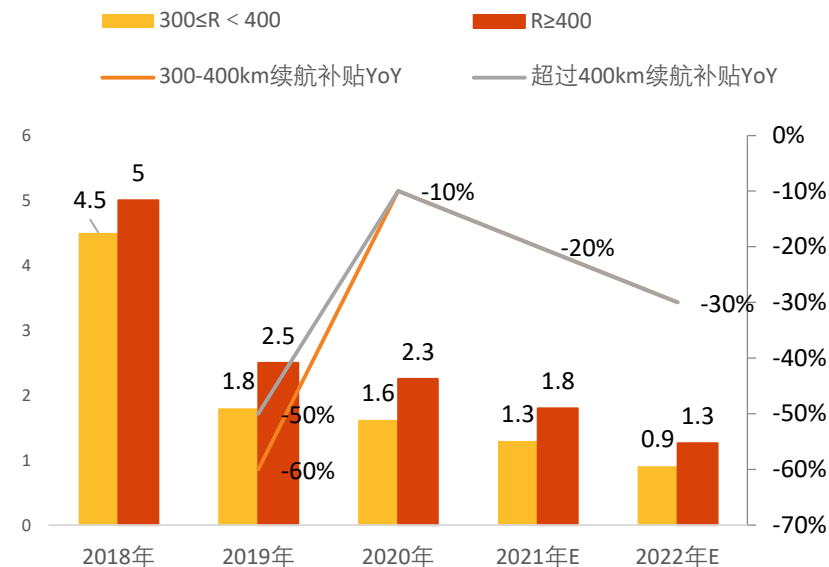
图：国内新能源商用车月度销量



中国：疫情背景下，地方电动车政策转暖

- 国补与购置税减免延长2年至2022年，2020年国补退坡10%，较2019年退坡幅度大幅减少。
- 2020年B端补贴不退坡，B端扶持力度加强。
- 疫情背景下，地方补贴重启。深圳、广州、长沙、上海等城市已陆续出台，其中深圳补贴力度最大，BEV单车补贴高达2万元。

图：国内新能源乘用车单车补贴（万元）



表：地方补贴政策梳理

地区	政策文件	实施时间	车型	金额	备注
深圳市	《关于应对新冠肺炎疫情影响促进深圳市新能源汽车推广应用的若干措施（征求意见稿）》	2020待定	BEV	2万	所新购的新能源小汽车须为在深圳市注册登记的汽车销售企业购买的新车，且机动车销售发票中销货单位须为深圳市注册登记企业。
			PHEV	1万	
广州市	《广州市促进汽车生产消费若干措施的通知》	2020. 12. 31前	新能源车	1万	对个人消费者购买的车型不清楚是否有限制、是否局限于乘用车
长沙市	促进汽车消费政策	2020. 3. 11-2020. 6. 30	新能源车	裸车价3%且不超过3000元	消费者在指定经销商购买上汽大众长沙工厂、长沙比亚迪、广汽三菱、广汽菲克、湖南猎豹等车企生产的车辆，并在长沙上牌
上海市	市发展改革委副主任裘文进同志出席市政府专题新闻发布会问答实录	2020. 3月起	新能源车	充电费用补助5000元	

中国：双积分保底2020年燃料积分缺口预计约230万，乘用车保底107万辆

表：国内各车企双积分

车企	燃料积分（万分）								
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年E	燃料积分结转至19年	燃料积分结转至20年	2019年末累计积分	2020年末累计积分E
北汽	135	110	84	15	-20	207	199	222	179
上汽	149	190	55	-69	-150	241	156	173	6
一汽	117	90	34	-24	-100	145	109	121	9
比亚迪	175	152	219	165	180	362	474	527	654
广汽	63	7	-16	20	-10	24	39	44	29
吉利	143	153	96	10	-30	248	232	258	202
东风	39	22	-17	-48	-100	20	0	-27	-100
长安	12	59	43	-18	-80	79	55	61	-25
长城	-23	-13	5	10	-20	4	13	14	-7
华晨	27	28	38	16	-30	62	70	78	40
奇瑞	64	64	69	-3	-50	129	113	126	63
江淮	45	50	62	50	20	105	139	155	159
进口	-14	1	-15	-53	-100	0	0	-52	-100
特斯拉				32	100		29	32	129
其他	100.2	156.1	31.3	24.6	0.0				
合计	1032	1069	688	129	-390				
YoY		4%	-36%	-81%	-402%				
燃料积分缺口								-80	-232

□ 2020年起，燃料积分缺口快速扩大至230万。2019年国内车企燃料积分合计129万分，同比下降81%，预计2020年燃料积分-390万分，考虑往年积分结转，预计燃料积分缺口约232万分。

□ 双积分政策下，2020年新能源乘用车预计保底107万辆。根据燃料积分缺口以及新能源积分达标要求，预计2020年至少需要107万辆新能源乘用车才能满足标准。

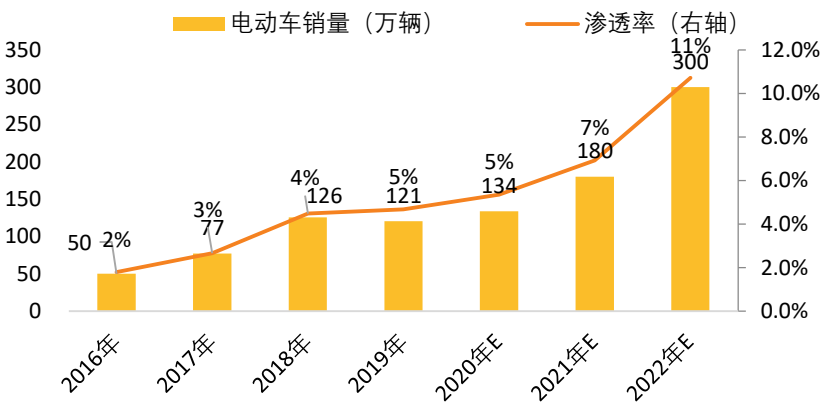
表：双积分对新能源乘用车影响测算

项目	单位	2018年	2019年	2020年中性预测	2021年中性预测
2016年工信部测算燃料积分缺口	万分	84	147	242	
测算燃料积分缺口	万分		80	232	400
传统乘用车销量	万辆	2315	2093	2000	2300
新能源积分考核比例			10%	12%	14%
新能源积分达标值	万分		209	240	322
合计需要新能源积分	万分		289	472	722
当年实际新能源积分	万分		522	472	722
结转至下一年积分	万分		327	327	327
单车积分	分/辆		5.1	4.4	4.4
对应新能源乘用车	万辆	100	102	107	164
新能源乘用车合计		100	102	107	164
YoY			2%	5%	53%

中国：自Q3起，新能源汽车同环比均有望高速增长

- 随着补贴政策与双积分政策加码，预计2020年下半年起，国内新能源乘用车销量同环比有望高速增长。
- 预计全年新能源汽车销量约134万辆，2021年起新能源汽车渗透率将快速提升。

图：新能源汽车年度销量与渗透率预测表



表：2020年国内新能源汽车销量预测

乘用车（万辆）	1月	2月	3月	4月	5月E	6月E	7月E	8月E	9月E	10月E	11月E	12月E	Q1	Q2E	Q3E	Q4E	合计
19年	9.12	5.08	11.11	9.18	9.70	13.37	6.68	7.11	6.50	6.57	7.91	13.74	25.3	32.2	20.3	28.2	106.07
20年	4.33	1.53	5.64	6.74	8.00	9.66	10.67	11.75	12.40	12.94	13.94	18.93	11.5	24.4	34.8	45.8	117
YoY	-52%	-70%	-49%	-27%	-18%	-28%	60%	65%	91%	97%	76%	38%	-55%	-24%	72%	62%	10%
Tesla	0.3	0.4	1.0	1.2	1.35	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8	1.8	2	1.67	4.15	5.00	5.60	16.42
比亚迪-汉						0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.0	0.1	0.5	0.7	1.30
小鹏-P7						0.05	0.05	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	0.1	0.3	0.4	0.7
蔚来-es6	0.19	0.06	0.14	0.29	0.35	0.35	0.4	0.4	0.4	0.45	0.45	0.5	0.4	1.0	1.2	1.4	4.0
上汽-新车型							0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.0	0.0	0.8	1.0	1.8
其他车型	3.89	1.08	4.48	5.25	6.3	7.6	8.3	9.1	9.6	10.1	11.1	15.5	9.4	19.1	27.1	36.7	92.3
其他车型QoQ		-72%	314%	17%	20%	20%	10%	10%	5%	5%	10%	40%					
商用车（万辆）	1月	2月	3月	4月	5月E	6月E	7月E	8月E	9月E	10月E	11月E	12月E	Q1	Q2E	Q3E	Q4E	合计
19年	1.1	0.4	0.7	0.7	0.9	1.5	1.3	0.6	0.7	0.9	1.9	3.8	2.2	3.1	2.6	6.6	14.50
20年	0.5	0.1	0.6	0.7	0.9	1.1	1.4	1.5	1.7	1.7	2.3	4.6	1.2	2.7	4.5	8.5	17
YoY	-54%	-64%	-14%	4%	-3%	-24%	5%	151%	136%	84%	20%	20%	-43%	-11%	74%	29%	17%
合计（万辆）	1月	2月	3月	4月	5月E	6月E	7月E	8月E	9月E	10月E	11月E	12月E	Q1	Q2E	Q3E	Q4E	合计
19年	10.2	5.5	11.8	9.9	10.6	14.9	8.0	7.7	7.2	7.5	9.8	17.5	27.5	35.3	22.9	34.8	120.6
20年	4.8	1.7	6.2	7.5	8.9	10.8	12.0	13.3	14.1	14.6	16.2	23.5	12.8	27.1	39.3	54.3	134
YoY	-53%	-69%	-47%	-24%	-16%	-27%	51%	72%	95%	95%	65%	34%	-54%	-23%	72%	56%	11%

欧洲：碳排压力下，原预计欧洲2020年销量将达94万辆，受疫情影响全年预期下调至80万辆

2020年欧洲重要车企电动车销量预测										
单位：万辆	大众集团	PSA集团	雷诺-日产	FCA	福特	宝马	戴姆勒	现代起亚	丰田	2020合计
202N碳排目标(g/km)	96	91	93	91	95	101	103	94	94	95
乘用车总销量(欧洲市场)	368	187	224	104	103	104	101	97	72	1360
扣减比例	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
扣减车辆数	18	9	11	5	5	5	5	5	4	
扣减后乘用车辆数	350	178	213	99	98	99	96	92	68	
17柴油车碳排(g/km)	118	118	118	118	118	118	118	118	118	
17年柴油车销量	169	75	101	44	45	62	62	34	6	
17年柴油车占比	46%	40%	45%	42%	44%	60%	61%	35%	8%	
17年汽油车碳排(g/km)	123	123	123	123	123	123	123	123	123	
17年汽油车销量(20年需扣减5%乘用车总销量)	173	101	101	49	50	31	31	50	26	
17年汽油车占比	52%	59%	50%	52%	54%	35%	36%	57%	41%	
17年传统车的碳排	121	121	121	121	121	120	120	121	122	
燃油车碳排下降幅度（假设）	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
202N年超级积分数量乘数	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	
202N年燃油车平均碳排	115	115	114	115	115	114	114	115	116	
EV碳排(g/km)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
EV销量	20.6	15.2	12.8	7.6	5.7	3.1	2.0	5.3	4.1	76.3
EV占电动车总销量比重（假设）	90%	90%	70%	80%	80%	90%	80%	70%	70%	
PHEV碳排(g/km)	49	49	49	49	49	49	49	49	49	
PHEV销量	2.3	1.7	5.5	1.9	1.4	0.3	0.5	2.3	1.8	17.6
PHEV占电动车销量比重（假设）	10%	10%	30%	20%	20%	10%	20%	30%	30%	
HEV碳排(g/km)	90	90	90	90	90	90	90	90	90	
HEV销量（根据HEV专题1测算给定）	0.0	0.0	18.0	0.0	6.0	0.0	1.0	6.0	65.0	96.0
HEV渗透率	0%	0%	8%	0%	6%	0%	1%	6%	90%	
202N年EV+PHEV总销量	22.9	16.8	18.3	9.5	7.1	3.5	2.4	7.6	5.9	94.0
202N电动车（EV+PHEV）渗透率	6%	9%	8%	9%	7%	3%	2%	8%	8%	7%
202N年燃油车总销量	345.1	170.2	205.7	94.5	95.9	100.5	98.6	89.4	66.1	1266.0

资料来源：欧盟委员会，carsalesbase，天风证券研究所，注：1.预测中未包含本田等销量较少的车企；2.预测假设车企没有罚款情况

欧洲：主要国家年初销量迅猛增长，但疫情打断增长势头，4月主要国家同比下降50%以上

【天风电新】欧洲电动车4月份销量前瞻																
欧洲主要国家		单月销量统计												累计销量统计		
单位：万辆	车型	2020年 4月	2019年 4月	YOY	2020年 3月	2019年 3月	YOY	2020年 2月	2019年 2月	YOY	2020年 1月	2019年 1月	YOY	2020年 1-4月	2019年 1-4月	YOY
德国	电动车小计	1.03	0.78	31.9%	1.98	0.97	104.1%	1.65	0.68	141.4%	1.61	0.68	138.1%	6.26	3.11	101.7%
	BEV	0.46	0.48	-2.8%	1.03	0.66	56.1%	0.82	0.46	76.0%	0.75	0.47	61.0%	3.06	2.07	48.1%
	PHEV	0.56	0.30	87.1%	0.94	0.31	207.9%	0.84	0.22	279.0%	0.86	0.21	307.0%	3.20	1.04	208.3%
法国	电动车小计	0.16	0.45	-63.7%	0.73	0.61	19.2%	1.33	0.41	221.8%	1.46	0.47	211.5%	3.69	1.95	89.3%
	BEV	0.12	0.32	-62.2%	0.55	0.46	19.4%	0.95	0.29	228.3%	1.10	0.30	259.7%	2.71	1.38	97.2%
	PHEV	0.04	0.13	-67.4%	0.18	0.15	18.5%	0.39	0.13	207.1%	0.37	0.11	226.0%	0.99	0.52	87.9%
英国	电动车小计	0.15	0.34	-57.3%	1.85	0.89	108.6%	0.46	0.21	117.0%	0.87	0.36	145.9%	3.33	1.80	185.2%
	BEV	0.14	0.15	-9.7%	1.17	0.39	197.4%	0.25	0.07	243.1%	0.41	0.13	204.0%	1.96	0.75	161.1%
	PHEV	0.01	0.19	-95.1%	0.68	0.49	38.0%	0.21	0.14	49.9%	0.47	0.22	111.0%	1.37	1.05	30.6%
挪威	电动车小计	0.52	0.56	-7.7%	0.94	1.28	-26.7%	0.71	0.59	19.1%	0.54	0.43	25.6%	2.70	2.86	-5.6%
	BEV	0.37	0.45	-17.7%	0.70	1.07	-35.1%	0.51	0.45	14.1%	0.45	0.36	25.5%	2.03	2.33	-12.9%
	PHEV	0.15	0.11	31.2%	0.24	0.20	17.5%	0.19	0.14	34.9%	0.09	0.07	25.8%	0.67	0.53	26.2%
意大利	电动车小计	0.05	0.17	-69.6%	0.13	0.11	18.4%	0.37	0.05	604.8%	0.33	0.06	415.1%	0.88	0.40	119.9%
	BEV	0.05	0.12	-58.1%	0.09	0.06	48.9%	0.25	0.03	900.0%	0.19	0.03	587.0%	0.59	0.24	150.9%
	PHEV	0.00	0.05	-95.2%	0.04	0.05	-20.5%	0.12	0.03	353.2%	0.13	0.04	278.0%	0.30	0.17	80.1%

欧洲：海外疫情已趋于稳定，欧洲电动车需求预计延迟但不会消失

- 4月起，海外每日新增新冠肺炎确诊人数在6-10万人区间震荡，疫情高峰期或已过去。
- 欧洲新一轮车型投放周期叠加强有力的政策支持，预计欧洲电动车需求只会延迟，不会因疫情影响而消失。
- 原预测2020年欧洲电动车销量94万辆，现预测下调至80万辆，2021年预计130万辆，渗透率预计分别为5%与7.6%。

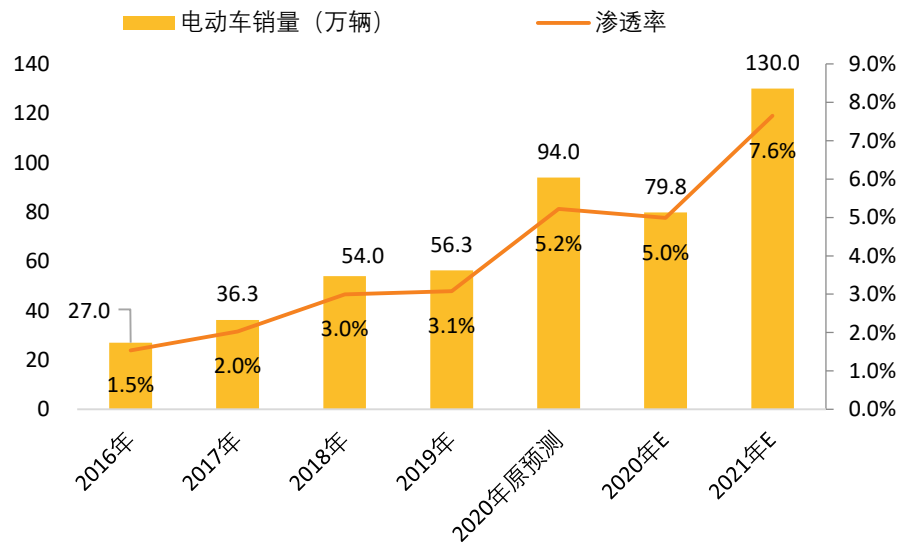
图：欧洲主要车企新推出电动车车型

车企	2019-2020年发布车型
大众集团	大众 I.D. 3、I.D. Crozz II、Cross Coupe GTE、e-up!
	奥迪 e-tron 55 quattro、Q4 e-tron、e-tron Sportback、Q5 e-tron、Q5 55TFSI e、A7 55TFSI e、A8L 60TFSI e
	保时捷 Taycan (Turbo/Turbo S)、Taycan (4s/4s plus)、Taycan Cross Turismo、Cayenne E-Hybrid Coupé
	斯柯达 Citigo-e iV、Vision IV
戴姆勒	EQC、Concept EQA、奔驰 A250 e、奔驰 B250 e、奔驰 GLE 350 de、梅赛德斯-奔驰 EQV、smart EQ
宝马	iX3、MINI Electric、i8 Ultimate Sophisto、全新 X5 xDrive45e
PSA	E208、E2008、欧宝 Corsa-e、欧宝 Grandland X
雷诺	新款雷诺Zoe (R110/135 Z.E. 40)
沃尔沃	Polestar 2

图：海外新冠疫情日新增数据



图：欧洲电动车销量



美国：CAFE积分政策力度较宽松，但也保证16%的年复合增速

- 根据CAFE计算公式，我们构建电动车产量测算模型，主要假设：1) 2020–2026年美国轻型卡车、乘用车年销量稳定在850万辆、750万辆。2) 假设PHEV年增速10%。3) 轻型卡车与乘用车的实际CAFE在2020–2026年年提升1%。3) 由于特斯拉销量占美国BEV比例超80%，因此可将特斯拉的CAFE看作整体的CAFE（2020–2026年为NHTSA预测），假设PHEV的FE为70。4) 2020–2026年实际CAFE与目标值一致。
- 测算2020年电动车产量为45万辆，2026年电动车至少需要108万辆，6年CAGR为16%。美国CAFE 积分政策相较于欧洲碳排政策较宽松，因此对应电动车的增速较低。

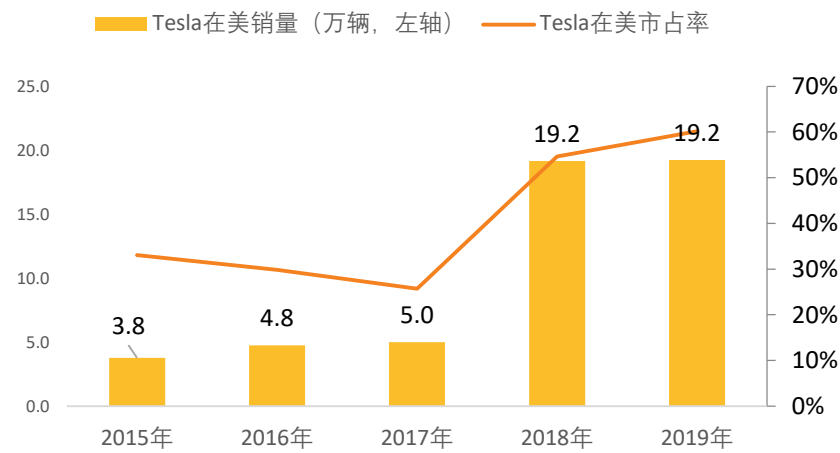
表：CAFE 积分模型测算

单位：万辆			2017年	2018年	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E
产量 (万辆)	燃油车	轻型卡车	803	838	850	850	850	850	850	850	850	850
		乘用车	890	776	750	750	750	750	750	750	750	750
	电动车	PHEV	9.1	11.9	8.4	9.2	10.1	11.1	12.2	13.5	14.8	16.3
		BEV	10.4	23.1	23.6	35.7	41.4	51.3	60.9	70.0	83.3	91.6
		合计	19.5	35.1	32.0	44.9	51.5	62.5	73.1	83.5	98.1	107.9
		YoY		80%	-9%	41%	15%	21%	17%	14%	17%	10%
目标CAFE (MPG)	轻型卡车		29.4	30	30.5	31.1	31.6	32.1	32.6	33.1	33.6	34.1
	乘用车		39	40.4	41.9	43.6	44.2	44.9	45.6	46.3	47	47.7
	平均		33.8	34.8	35.7	36.8	37.3	37.9	38.5	39.1	39.8	40.4
实际CAFE (MPG)	燃油车	轻型卡车	28.6	29.3	30.5	31.1	31.4	31.7	32.0	32.4	32.7	33.0
		乘用车	39.4	40.5	41.9	43.6	44.0	44.5	44.9	45.4	45.8	46.3
	电动车	PHEV (电动车部分)	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70
		BEV (Tesla)	87	91	102	107	107	107	107	107	107	107
		平均	33.2	34.6	35.8	36.8	37.3	37.9	38.5	39.1	39.8	40.4
新能源激励后的CAFE (MPG)	PHEV		73	74	77	80	80	81	82	83	83	84
	BEV		580	604	678	712	712	714	715	715	715	715

美国：电动车销量其实取决于Tesla，Model Y与Cybertruck陆续量产后，对美国市场保持乐观

- Tesla在美国电动车销量占比已达60%，因此美国电动车销量取决于Tesla新车型的投放。
- 美国偏爱大排量车型，SUV与皮卡占比超50%，市场空间巨大，因此2020年Tesla量产的SUV Model Y与2021年量产的皮卡Cybertruck有望进一步打开电动车市场。

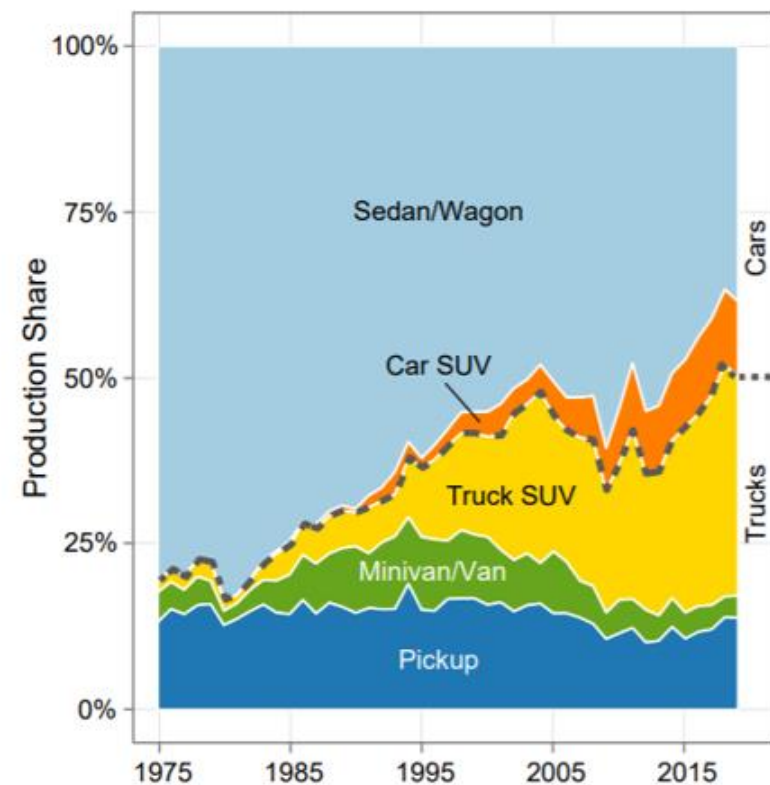
图：Tesla在美电动车市占率



表：特斯拉产能表

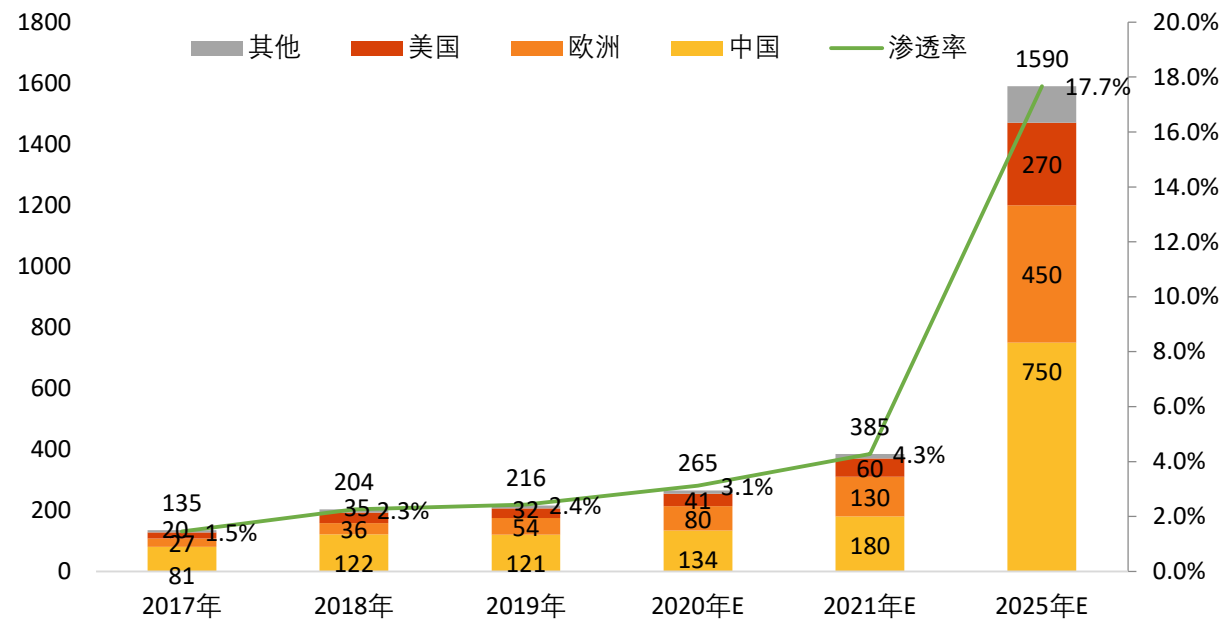
工厂 (万辆)	车型	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2E
Fremont工厂	Model S&X	9	9	9	9
	Model 3	35			
	Model 3&Y	35	40	40	50
	Cybertruck皮卡	建设中, 预计2021年下半年量产			
上海工厂	Model 3	15	15	20	20
	Model Y	建设中, 预计2020年Q4投产			

图：美国各车型占比



总结：预计下半年疫情缓解后，全球将进入电动化浪潮，渗透率或进入快速提升阶段

图：全球电动车销量预测（万辆）



表：全球电动车月度销量数据表（万辆）

年份	国家	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
19年	中国	10.2	5.5	11.8	9.9	10.6	14.9	8.0	7.7	7.2	7.5	9.8	17.5	120.6
	美国	2.6	2.4	2.6	2.0	2.5	2.7	2.5	2.7	2.8	2.6	3.0	3.6	32.0
	欧洲	3.1	3.1	5.8	3.6	3.6	4.6	3.4	3.5	5.7	4.9	5.3	7.4	54.0
	其他	0.6	0.6	1.0	0.7	1.0	1.0	1.0	0.8	1.0	0.6	0.7	0.6	9.6
	合计	16.6	11.6	21.3	16.2	17.6	23.2	14.8	14.7	16.7	15.6	18.8	29.2	216.1
20年	中国	4.8	1.7	6.2	7.5									
	美国	3.3	3.1											
	欧洲	7.1	6.6											
	其他	0.6	0.9											
	合计	15.1	11.7											
YoY	中国	-53%	-69%	-47%	-24%									
	美国	27%	29%											
	欧洲	126%	113%											
	其他	-11%	48%											
	合计	-9%	1%											

资料来源：Marklines，ACEA，中汽协，天风证券研究所

投资建议：疫情缓解后，电动车板块负面因素已基本消失，建议保持关注

- 上半年由于疫情影响，板块业绩承压，预计全年估值阶段性提升，但目前全球疫情趋于平稳，站在电动车板块的拐点期，短期因素的估值波动可以忽略，随着明年业绩释放，板块估值空间较大，建议保持关注。
- 动力电池板块投资建议：两条主线：1）Tesla产业链【拓普集团】（汽车组覆盖）、【三花智控】（家电组覆盖）、【宏发股份】、【科达利】、【恩捷股份】、【天赐材料】等。2）海外供应链：【璞泰来】、【恩捷股份】、【当升科技】。同时建议有现金牛业务支撑的二线电池厂【亿纬锂能】、【欣旺达】（电子组覆盖）。

【天风电新】电动车核心标的估值

板块	个股	个股代码	市值（亿）	归母净利润（亿元）				PE				备注
				2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E	
正极	当升科技	300073.SZ	109.7	3.2	-2.1	3.5	5.0	35	-52	31	22	
负极	璞泰来	603659.SH	351.2	5.9	6.5	9.1	12.8	59	54	39	27	
湿法隔膜	恩捷股份	002812.SZ	447.8	5.2	8.5	11.9	14.4	86	53	38	31	wind一致预期
电解液	天赐材料	002709.SZ	149.7	4.6	0.2	4.0	6.1	33	917	37	24	
铜箔	嘉元科技	688388.SH	136.2	1.8	3.3	4.1	5.3	77	41	33	26	
	亿纬锂能	300014.SZ	655.9	5.7	15.2	20.6	27.5	115	43	32	24	
	欣旺达	300207.SZ	249.6	7.0	7.5	9.5	13.6	36	33	26	18	wind一致预期
汽零	科达利	002850.SZ	121.4	0.8	2.4	2.9	4.9	148	51	43	25	
	宏发股份	600885.SH	240.0	7.0	7.0	8.8	10.5	34	34	27	23	
	三花智控	002050.SZ	608.9	12.9	14.2	14.3	17.8	47	43	43	34	wind一致预期
	拓普集团	601689.SH	257.4	7.5	4.6	6.5	9.0	34	56	40	28	wind一致预期

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS