

2020 年 05 月 26 日

行业研究

评级:推荐 (维持)

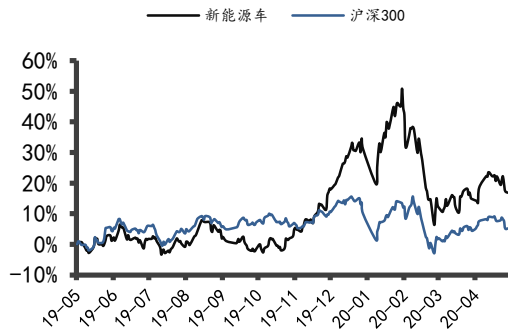
研究所

证券分析师: 谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
证券分析师: 尹斌 S0350518110001
yibn@ghzq.com.cn
联系人: 赵彬凯 S0350120030003
zhaobk@ghzq.com.cn

欧洲销量短期承压, 电动化率持续提速

——新能源车销量分析系列 (一)

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
新能源车	1.5	-10.2	15.6
沪深 300	2.0	-6.1	7.8

相关报告

《钴行业系列跟踪报告 (一): 原料紧张带动钴盐涨价, 硫酸偏紧推升矿商成本》——2020-05-24

《锂行业跟踪系列报告 (一): Livent 收入和利润环比下降, 资本开支削减近半》——2020-05-18

《电气设备行业周报: 特斯拉续领电动车, 大尺寸推动光伏平价渐近》——2020-05-17

《新能源车行业点评: 新能源车产销环比改善, 全年趋势预期向好》——2020-05-12

《电气设备行业周报: 新能源车行业边际改善, 光伏中长期需求向好》——2020-05-11

投资要点:

- **受疫情冲击欧洲车市需求下滑。**在疫情影响下, 欧洲多国出台相应禁令, 抗疫期间欧盟汽车整体销量显著下滑。据 ACEA 数据显示, 4 月份欧洲乘用车市场新车销量 27.1 万辆/yoy-76.3%, 其中传统五大汽车强国均出现大幅下滑, 德国、法国、意大利、英国、西班牙的销量分别为 12.1、2.1、0.43、0.43、0.42 万辆; 对应同比降幅分别为 61.1%、88.8%、97.6%、97.3%和 96.5%; 环比降幅分别为-43.8%、-66.5%、-84.9%、-98.3%、-88.9%。总体而言, 受疫情影响, 欧洲车市短期承压; 我们认为, 随着疫情逐步缓解, 欧洲各国将实现恢复性增长。
- **新能源渗透率持续提升, 德国引领行业。**4 月份主流市场的新能源车销量渗透率维持正增长, 其中德、法、英、意、西班牙和挪威新能源车销量分别为 2.1 万辆、1645 辆、1517 辆、526 辆、162 辆和 5754 辆, 其渗透率分别为 10.6%、35.1%、12.2%、3.9%和 77.5%, 对应同比为+10.6、+3.9、+28.8、+11.2、+0.8 和+16.3pct, 环比分别为-0.6、-8、+21.9、+7.6、-0.8 和-4.8pct, 德国纯电动车+插混销量同比增长 32%, 超市场预期, 继续引领行业。在政策护航叠加各大车企加码, 欧洲新能源汽车产业化持续推进, 我们认为, 欧洲新能源汽车或将持续超预期。
- **严苛减排政策倒逼欧盟电动化提速。**2020 年欧盟将碳排放目标下调至 95g/km, 政策驱动下排放成本快速提升, 车企明显增加新能源车推广力度。近期欧盟委员会计划将再推绿色经济复苏计划, 考虑对零排放汽车免征增值税, 并计划未来 2 年投入 200 亿欧元采购电动车; 投资 400~600 亿欧元布局零排放动力总成; 2025 年前将新建 200 万个充电桩。一方面免征增值税, 将进一步提升新能源车经济性, 从而刺激终端需求; 另一方面, 加大充电桩基础设施建设有助于增强电动车驾乘体验, 减少里程焦虑。我们认为, 欧洲是近年来电动化提速最快的市场, 未来有望大力助推产业链需求。
- **欧洲传统车企巨头转型加码, 产业链迎契机。**短期来看, 我们预计海外 2020Q2 电动车产销量仍将受到疫情的影响。随着疫情的缓解, 产业链修复回归正常, 欧洲电动化在疫情过后将重归快车道, 新能源车渗透率将持续提高。长期来看, 在特斯拉引领全球电动化的背景下, 欧洲传统车企巨头倍感压力, 持续加码电动车产业。例如, 大众、宝马、奥迪、保时捷等成立了相应的电动车战略平台, 开启

了新一轮产业升级，进入全球竞争的新时代。我们认为，处于特斯拉、大众以及 LG 化学、宁德时代等独角兽产业链的细分龙头将具备长时间、高增速、大空间的产业成长逻辑。

- **维持新能源车行业“推荐”评级：**疫情导致新能源车需求回调，产业链短期承压，目前板块整体回调，悲观预期已有充分反应。在全球供给共振驱动需求持续增长的大趋势下，我们维持新能源汽车行业“推荐”评级。

我们预计 Q2 欧洲乘用车交付量仍将受影响，但新能源车产业整体向好，渗透率有望持续提升。随着疫情逐步缓解，Q3 市场有望复苏，将形成国内与海外需求共振，叠加政策利好频出，预期新能源车产销数据环比将持续改善，龙头有望迎来业绩估值戴维斯双击，当下回调是头部企业布局与加仓的机会。建议布局供应链各环节细分龙头：**宁德时代**（动力电池）、**恩捷股份**（湿法隔膜）、**璞泰来**（负极）、**亿纬锂能**（动力电池）、**拓普集团**（轻量化）、**三花智控**（热管理）、**新宙邦**（电解液）、**科达利**（电池结构件）、**赣锋锂业**（氢氧化锂）、**先导智能**（锂电设备）、**当升科技**（正极材料）等。同时建议关注其他细分龙头：**比亚迪**、**天赐材料**、**华友钴业**、**星源材质**、**寒锐钴业**、**多氟多**、**杉杉股份**、**嘉元科技**、**天奈科技**、**德方纳米**等。

- **风险提示：**疫情进一步恶化；政策波动风险；下游需求低于预期；产品价格低于预期；大盘系统性风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司	股票	2020-05-26		EPS			PE			投资
代码	名称	股价	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	评级	
002050.SZ	三花智控	22.33	0.52	0.55	0.68	33.72	39.03	32.01	未评级	
002407.SZ	多氟多	10.72	-0.61	0.31	0.41	-21.54	34.05	25.80	未评级	
002460.SZ	赣锋锂业	48.75	0.28	0.57	0.92	125.73	86.62	52.97	未评级	
002594.SZ	比亚迪	58.3	0.59	0.76	1.17	98.81	76.71	49.83	增持	
002709.SZ	天赐材料	27.22	0.28	0.56	0.85	97.21	48.61	32.02	增持	
002812.SZ	恩捷股份	58.69	1.06	1.36	1.8	55.37	43.15	32.61	买入	
002850.SZ	科达利	55.26	1.13	1.65	2.29	48.9	33.49	24.13	买入	
300014.SZ	亿纬锂能	63.05	1.57	1.95	2.66	40.16	32.33	23.7	买入	
300037.SZ	新宙邦	40.05	0.86	1.19	1.52	46.57	33.66	26.35	买入	
300073.SZ	当升科技	25.8	-0.48	0.75	1.11	-53.75	34.4	23.24	买入	
300450.SZ	先导智能	41.49	0.87	1.26	1.65	51.74	30.67	23.49	未评级	
300568.SZ	星源材质	32.81	1.27	1.6	1.91	25.83	20.51	17.18	买入	
300618.SZ	寒锐钴业	48.45	0.05	1.17	2.17	1,597.48	44.22	23.94	未评级	
300750.SZ	宁德时代	150.03	1.98	2.27	3.25	75.77	66.09	46.16	买入	
300769.SZ	德方纳米	91.17	2.56	3.40	5.06	48.61	46.19	31.06	未评级	
600884.SH	杉杉股份	11.05	0.43	0.54	0.65	25.7	20.46	17.0	买入	
601689.SH	拓普集团	23.23	0.49	0.61	0.72	47.41	38.08	32.26	增持	
603659.SH	璞泰来	83.88	1.5	1.89	2.53	55.92	44.38	33.15	增持	
603799.SH	华友钴业	32.42	0.11	0.74	1.16	294.73	43.81	27.95	买入	
688116.SH	天奈科技	38.23	0.58	0.72	0.93	68.13	58.18	45.00	未评级	
688388.SH	嘉元科技	52.96	1.43	1.84	2.28	37.03	28.78	23.23	买入	

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：未评级公司盈利预测取自万得一致预期）

内容目录

1、 欧洲 4 月乘用车销量大幅回调，需求承压	6
2、 电动化率提速，德国引领行业.....	8
3、 Q3 或将迎中长期向上拐点.....	19
3.1、 Q2 需求继续承压，Q3 实现恢复性增长.....	19
3.2、 政策倒逼欧盟电动化提速.....	20
3.3、 车企巨头持续加码，电动化有序推进.....	20
4、 行业评级及投资策略	23
5、 风险提示	24

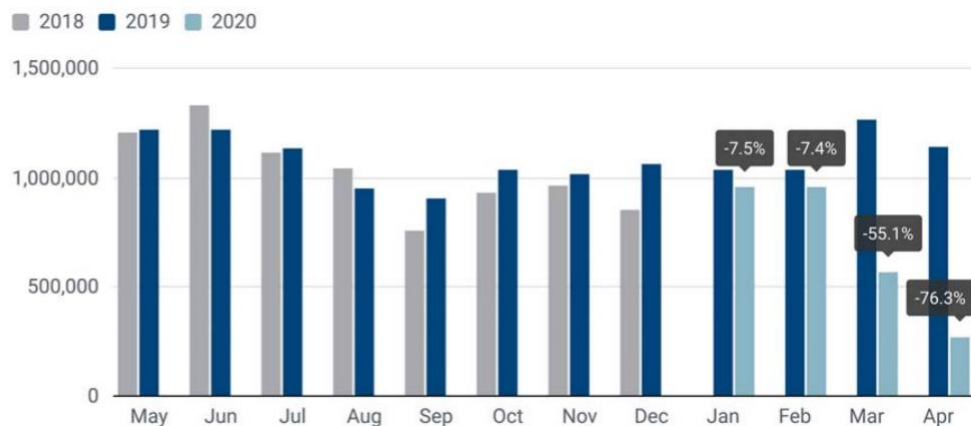
图表目录

图 1: 欧洲单月乘用车注册量/辆	6
图 2: 历年 4 月欧洲汽车注册量/辆	6
图 3: 4 月德国乘用车销量/辆	8
图 4: 1~4 月德国乘用车销量/辆	8
图 5: 德国新能源车销量 (辆) 及渗透率	9
图 6: 德国新能源车销量/辆 (分车企, 已披露数据主要为纯电动)	9
图 7: 4 月法国乘用车销量/辆	10
图 8: 1~4 月法国乘用车销量/辆	10
图 9: 法国新能源车销量 (辆) 及渗透率	10
图 10: 法国 4 月新能源车销量 (分车企)	11
图 11: 4 月英国乘用车销量/辆	11
图 12: 1~4 月英国乘用车销量/辆	12
图 13: 英国新能源车销量 (辆) 及渗透率	12
图 14: 英国新能源车销量 (分车企)	13
图 15: 4 月意大利乘用车销量/辆	13
图 16: 1~4 月意大利乘用车销量/辆	14
图 17: 意大利新能源车销量 (辆) 及渗透率	14
图 18: 意大利 4 月新能源车销量 (分车企)	15
图 19: 4 月西班牙乘用车销量/辆	15
图 20: 1~4 月西班牙乘用车销量/辆	16
图 21: 西班牙新能源车销量 (辆) 及渗透率	16
图 22: 西班牙 4 月新能源车销量 (分车企)	17
图 23: 4 月挪威乘用车销量	17
图 24: 1~4 月挪威乘用车销量/辆	17
图 25: 挪威新能源车销量 (辆) 及渗透率	18
图 26: 挪威 4 月新能源车销量 (分车企)	18
图 27: 全球龙头车企产量预测	19
图 28: 欧洲乘用车单位排放目标	20
图 29: 欧洲商用车单位排放目标	20
表 1: 欧洲市场新增乘用车登记数量/辆	7
表 2: 主流车企下一代电动开发平台	21
表 3: 大众旗下品牌电动化车型投放规划	21
表 4: LG 波兰工厂产线分布	22
表 5: 欧洲主要汽车市场概况	22

1、欧洲 4 月乘用车销量大幅回调，需求承压

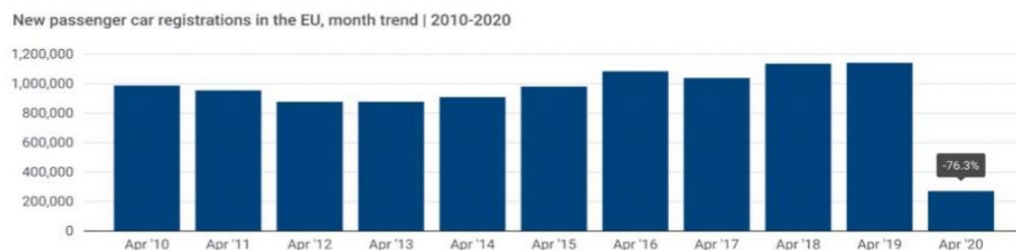
从总体来看，疫情对欧洲汽车 4 月整体销售造成较大冲击。4 月份是欧洲实施疫情封锁令的第一个完整月，欧盟成员国（含英国）整体出现大幅下滑，新车需求出现了有记录（1990 年）以来最大月度降幅。根据欧洲汽车制造商协会（ACEA）发布的数据，4 月份欧洲乘用车市场新车销量 27.1 万辆，同比下滑 76.3%。

图 1：欧洲单月乘用车注册量/辆



资料来源：ACEA、国海证券研究所

图 2：历年 4 月欧洲乘用车注册量/辆



资料来源：ACEA、国海证券研究所

欧洲传统的汽车大国——德、法、英、意、西班牙五国的汽车产销量常年位居欧洲前五位（剔除俄罗斯市场），2019 年，合计销量占欧洲总体的 70%。从四月销售数据来看，欧洲所有国家的汽车市场销量均出现两位数跌幅，其中意大利、英国、西班牙和爱尔兰位居降幅前四，分别为 97.6%、97.3%、96.5%和 96.1%，销量长期位居欧洲前两位的德法两国也受到很大影响，其中德国的销量跌幅稍低为 61.1%，法国汽车销量则出现 88.8%的收缩。总体而言，欧洲主流市场需求受到冲击较大，导致欧洲车市 4 月整体承压。

表 1：欧洲市场新增乘用车登记数量/辆

欧盟（除马耳他）+欧洲自由贸易联盟+英国						
国家	2020 年 4 月	2019 年 4 月	同比增减%	2020 年 1-4 月	2019 年 1-4 月	同比增减%
奥地利	11220	31951	- 64.9	65900	112806	- 41.6
比利时	5296	53498	- 90.1	132712	209363	- 36.6
保加利亚	824	3008	- 72.6	6751	11427	- 40.9
克罗地亚	1077	8650	- 87.5	11078	20823	- 46.8
塞浦路斯	234	1475	- 84.1	3175	4275	- 25.7
捷克共和国	10679	22921	- 53.4	60873	82537	- 26.2
丹麦	10199	16178	- 37.0	59057	82444	- 28.4
爱沙尼亚	824	2534	- 67.5	6471	8708	- 25.7
芬兰	5981	9748	- 38.6	34252	38850	- 11.8
法国	20997	188195	- 88.8	385676	741530	- 48.0
德国	120840	310715	- 61.1	822202	1190807	- 31.0
希腊	2434	12303	- 80.2	23824	38592	- 38.3
匈牙利	6170	12418	- 50.3	38841	46756	- 16.9
爱尔兰	344	8904	- 96.1	50328	73030	- 31.1
意大利	4279	174924	- 97.6	351611	712991	- 50.7
拉脱维亚	683	1644	- 58.5	4553	6105	- 25.4
立陶宛	1378	4436	- 68.9	12106	14636	- 17.3
卢森堡	1192	5642	- 78.9	13104	20509	- 36.1
荷兰	15373	32701	- 53.0	118458	148152	- 20.0
波兰	15239	46379	- 67.1	122875	186188	- 34.0
葡萄牙	2749	21121	- 87.0	48031	80566	- 40.4
罗马尼亚	4321	8691	- 50.3	32300	44527	- 27.5
斯洛伐克	3424	8894	- 61.5	22390	32791	- 31.7
斯洛文尼亚	1846	6446	- 71.4	16354	26708	- 38.8
西班牙	4163	119417	- 96.5	222866	436307	- 48.9
瑞典	18916	30253	- 37.5	85057	104133	- 18.3
欧盟	270682	1143046	- 76.3	2750845	4475561	- 38.5
2004 年欧盟扩大前的 14 国	223983	1015550	- 77.9	2413078	3990080	- 39.5
2004 年后加入欧盟的 12 国	46699	127496	- 63.4	337767	485481	- 30.4
冰岛	372	1196	- 68.9	2853	3917	- 27.2
挪威	7425	11255	- 34.0	39783	49740	- 20.0
瑞士	9382	28620	- 67.2	64834	100685	- 35.6
欧洲自由贸易联盟	17179	41071	- 58.2	107470	154342	- 30.4
英国	4321	161064	- 97.3	487878	862100	- 43.4
合计 (欧盟+欧洲自由贸易联盟+英国)	292182	1345181	- 78.3	3346193	5492003	- 39.1
西欧 (2004 年欧盟扩大前的 14 国+ 欧洲自由贸易联盟+英国)	245483	1217685	- 79.8	3008426	5006522	- 39.9

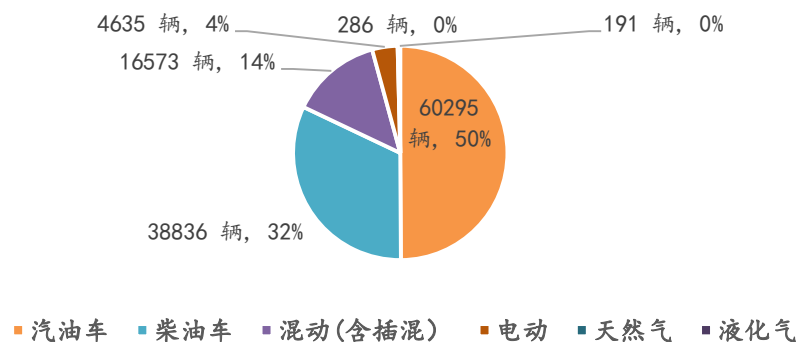
资料来源：ACEA、国海证券研究所

2、电动化率提速，德国引领行业

从核心市场来看，欧洲电动化依旧在稳定推进，欧洲传统汽车龙头五国德、法、英、意、西班牙和电动化排头兵挪威新能源车渗透率保持稳定提升，在整体需求承压的情况下，新能源车销量降幅远优于汽车市场。2020 年欧盟将碳排放目标下调至 95g/km，政策驱动下，车企明显增加新能源车推广力度，尽管受到疫情短期影响，部分车市短期环比出现下滑，但总体电动化的大势显然基调已定。

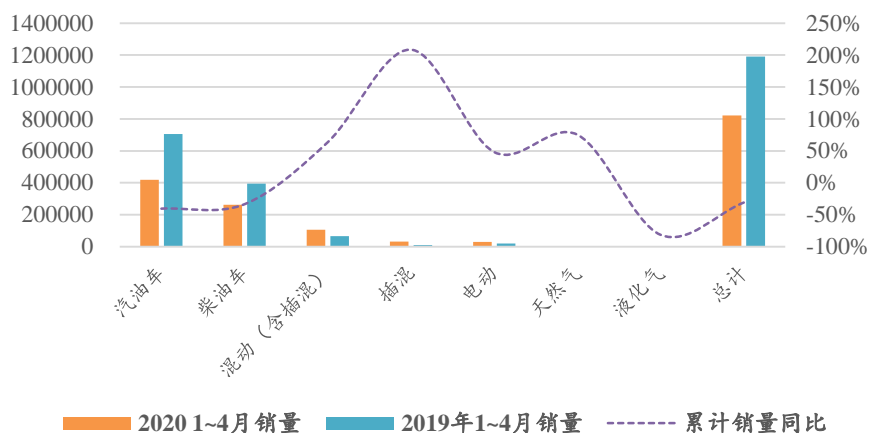
德国：插混销量逆势攀升，新能源车整体向上超市场预期。从 KBA 统计数据来看，4 月德国市场销售纯电动车 4635 辆，同比小幅下降 3%，插混 5618 辆，逆势同比增长 87.1%。4 月德国汽车注册量为 12.08 万辆，同比下降 61%，但新能源车销量为 2.1 万辆，渗透率达到 17.55%，同比增长 10.6pct，环比下降 0.6pct，其中 EV 渗透率达到 3.8%，同比增长 2.3pct，2020 年 1~4 月新能源车单月渗透率持续保持在 15%以上。目前来看，受益于复工复产的推进，德国汽车工业受疫情影响远小于欧洲其他国家，同时新能源车推广力度空前，纯电动、插混渗透率都已位于历史高位接下来有望持续突破。

图 3：4 月德国乘用车销量/辆



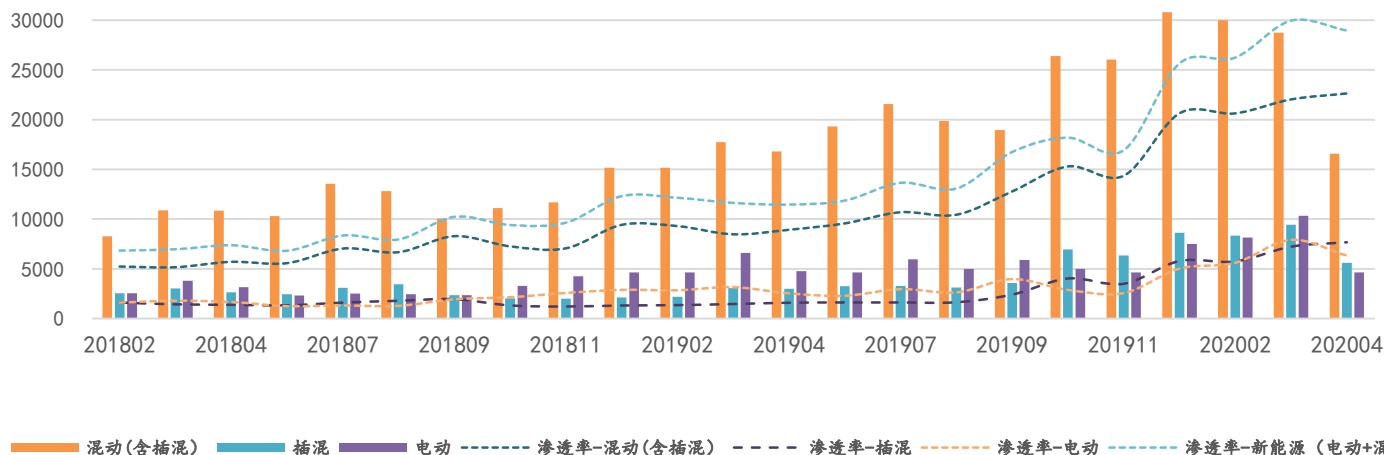
资料来源：KBA、国海证券研究所

图 4：1~4 月德国乘用车销量/辆



资料来源：KBA、国海证券研究所

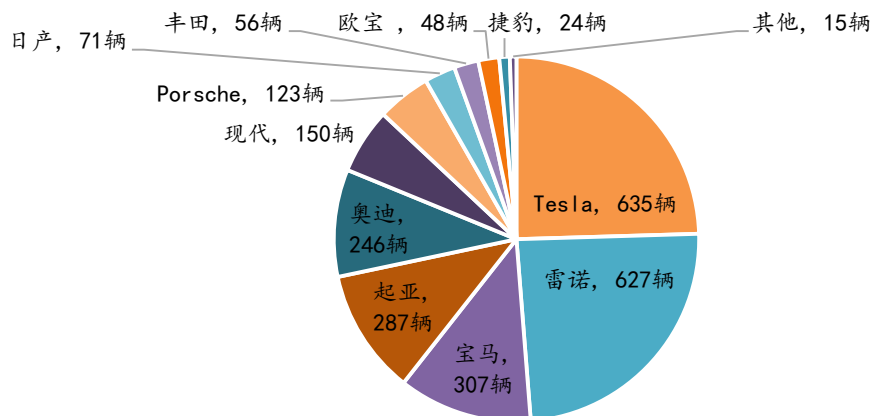
图 5：德国新能源车销量（辆）及渗透率



资料来源：KBA、国海证券研究所

4 月德国新能源车销售主要来源于混动车，目前多家混动车爆款车型如丰田卡罗拉、RAV4 暂未公布销量。按照车企已披露数据来看，德国 4 月实现特斯拉销量 635 辆，同比增长 10.4%，环比下降 72%，雷诺销量 627 辆，同比下降 33.22%，环比下降 33.7%，分列销量排行榜第一、第二位置。目前多款混动车暂未进入统计口径，从市场总量来分析，德国纯电动销量优于汽车整体销量水平，但相对弱于混动市场/插混市场。

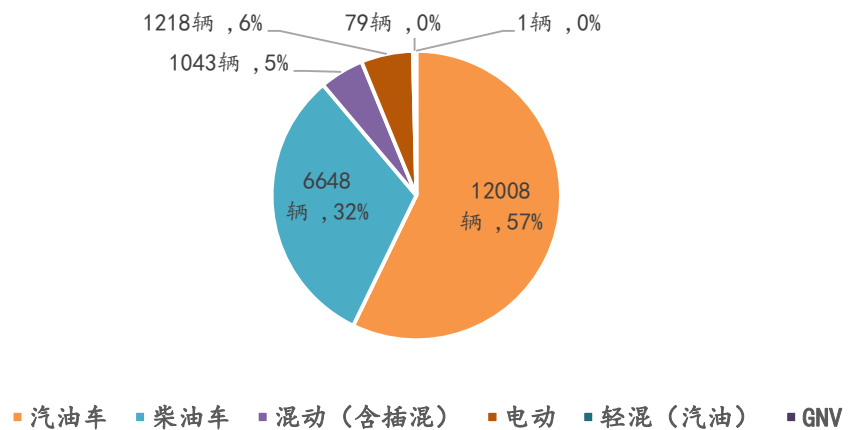
图 6：德国新能源车销量/辆（分车企，已披露数据主要为纯电动）



资料来源：Marklines、国海证券研究所

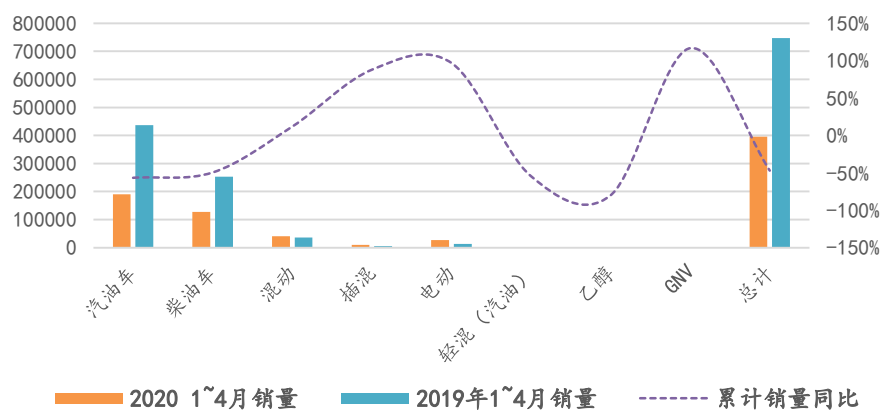
法国：新能源车需求短期承压，渗透率稳步提升。疫情爆发后，法国政府发布“禁足令”，导致 4 月整体消费需求大幅下滑。依据 CCFA 数据来看，4 月份汽车新注册量为 2.1 万，同比下降 89%，环比下降 66%，新能源车销量为 1645 辆，同比下降 64%，渗透率为 7.84%，同比增长 5.4pct；EV 销量 1218 辆，同比下降 62%，占比为 5.8%，同比增长 4.1pct；PHEV 销量 427 辆，同比下降 67%，占比为 2.03%，同比增长 1.3pct。目前来看，虽然新能源车出货短期承压，同比注册量大幅下滑，但其降幅远低于车市整体，新能源车渗透率稳定提升。

图 7：4 月法国乘用车销量/辆



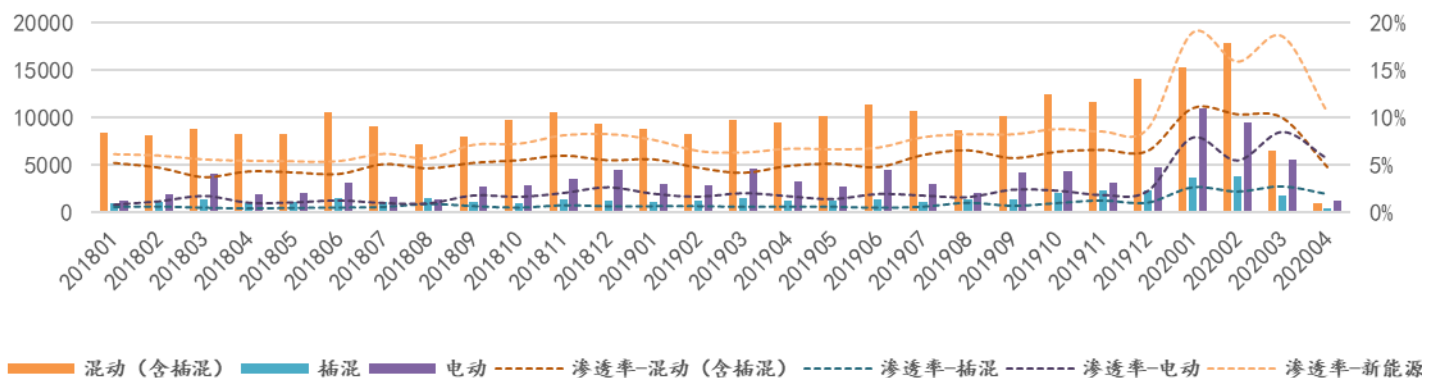
资料来源：CCFA、国海证券研究所

图 8：1~4 月法国乘用车销量/辆



资料来源：CCFA、国海证券研究所

图 9：法国新能源车销量（辆）及渗透率

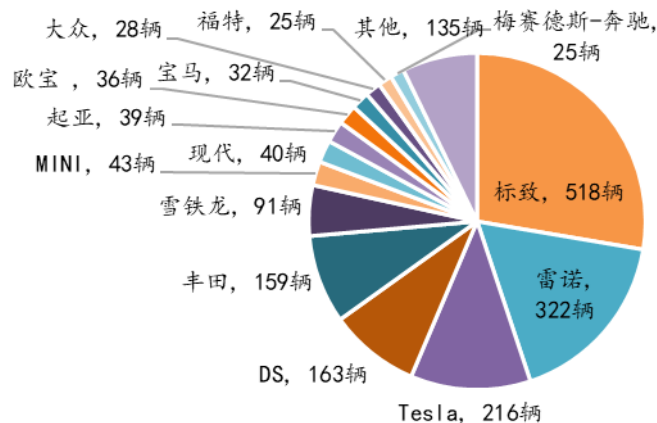


资料来源：CCFA、国海证券研究所

从车企口径来看，标致实现新能源车销量 518 辆，同比增长 502%，环比下降 55%，雷诺实现销量 322 辆，同比下降 82%，环比下降 83%，特斯拉实现销量 216 辆，

同比下降 29.3%，环比下降 86.3%，分列前三甲。法国本地车企在本土市场依旧保持竞争优势，特别是标致凭借自身爆款车型 208 持续开拓本土新能源市场，带来巨大增量。法国实施良好的新能源汽车补贴政策：对于 CO2 排放量低于 20g/km 的电动车，单车 6000 欧元补贴；若将燃油车废弃并更换纯电动车，新车补贴 2500 欧元；购买二手车补贴 1000 欧元。对于纯电动车型，最高可享受 8500 欧元单车补贴。强补贴政策下，电动车走势 > 混动车走势 > 汽车走势，未来电动化率预期将加速提升。

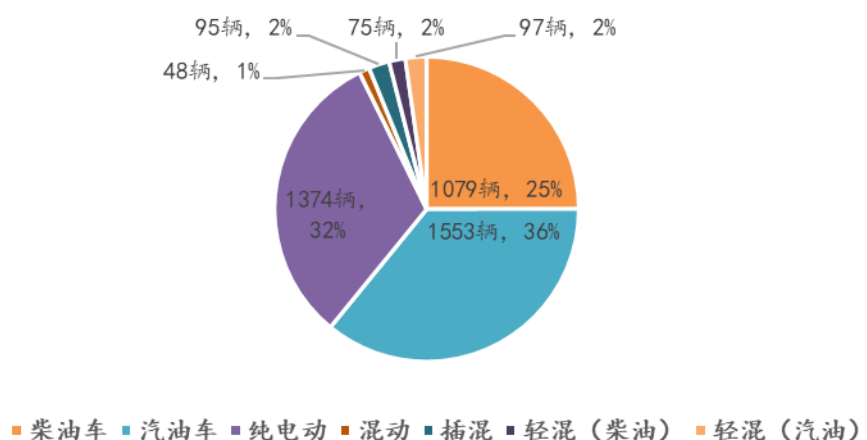
图 10：法国 4 月新能源车销量（分车企）



资料来源：Marklines、国海证券研究所

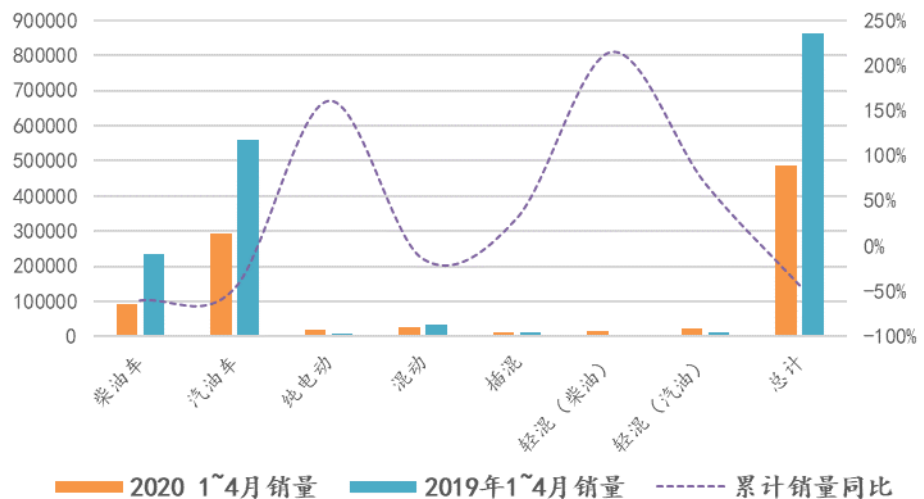
英国：汽车市场整体需求大幅下滑，新能源车表现较优。依据 SMMT 数据，英国 4 月汽车共计注册为 4321 辆，同比下滑 97.32%，整体乘用车市场降幅明显，除纯电动车以外，其余各类车型的销量降幅均接近 100%。新能源车销量为 1517 辆，新能源车渗透率 35.11%，同比提升 28.78pct，环比提升 26.73pct。其中纯电车型销量 1374 辆，同比减少 9.7%，环比下降 88.25%，占比 31.8%，同比提升 30.9pct；混动车（不含插混）销量 48 辆，同比减少 99.3%，环比下降 99.7%，占比 1.1%，同比下降 3.1pct，插混销量 95 辆，同比减少 95.1%，环比下降 98.61%，占比 2.2%，同比提升 1pct。

图 11：4 月英国乘用车销量/辆



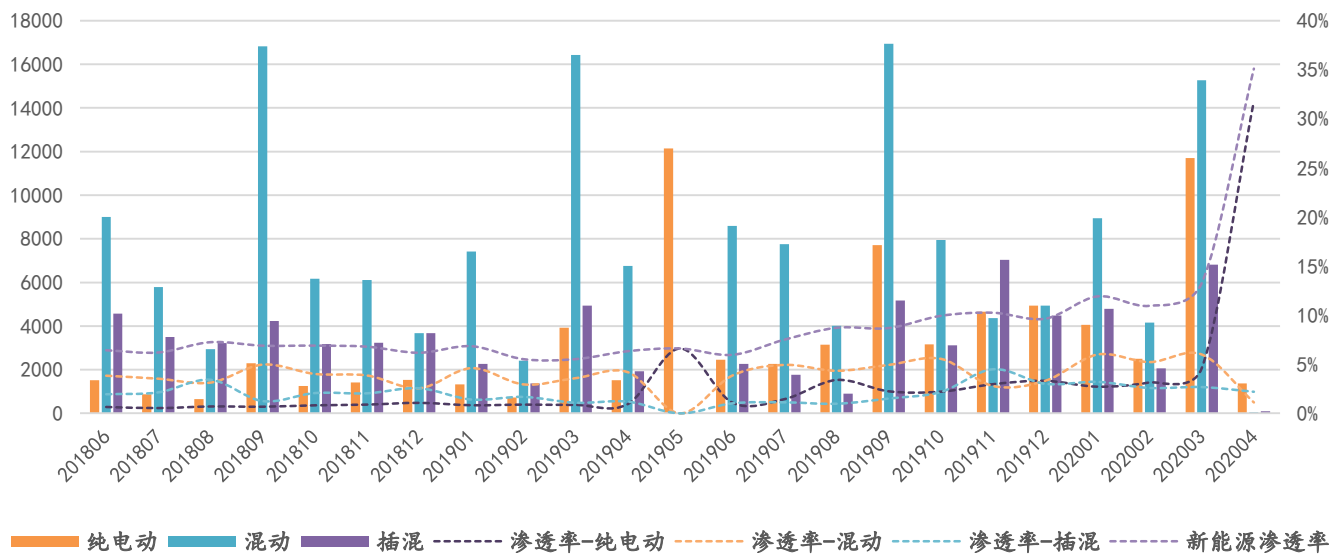
资料来源：SMMT、国海证券研究所

图 12: 1~4 月英国乘用车销量/辆



资料来源: SMMT、国海证券研究所

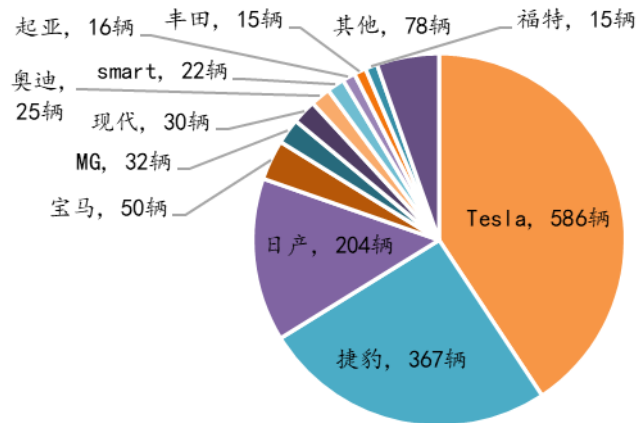
图 13: 英国新能源车销量 (辆) 及渗透率



资料来源: SMMT、国海证券研究所

分车企来看, 特斯拉 4 月实现销售 586 辆, 同比增长 340.6%, 环比下降 88.7%; 捷豹实现销售 367 辆, 同比增长 9.9%, 环比下滑 43.2%; 日产实现销售 204 辆, 同比下滑 8.9%, 环比下滑 86.9%。在爆款车型 Model 3 的推动下, Model 3 在 4 月销量 451 辆, 占特斯拉总量比率超过 75%, 2020 年特斯拉在英国步履不停, 渗透率持续提升; 本土车型捷豹 I-Pace 在英国也有一定优势, 4 月单车型销量 367 台, 仅次于特斯拉 Model 3; 除此之外日产 leaf 和 NV200 表现较优。目前, 英国确认将新能源车的补贴政策延长至 2023 年, 尽管单补贴有一定幅度退坡, 但电动化大势已定。疫情下半场, 新能源车的市场占有率有望逐步提升。

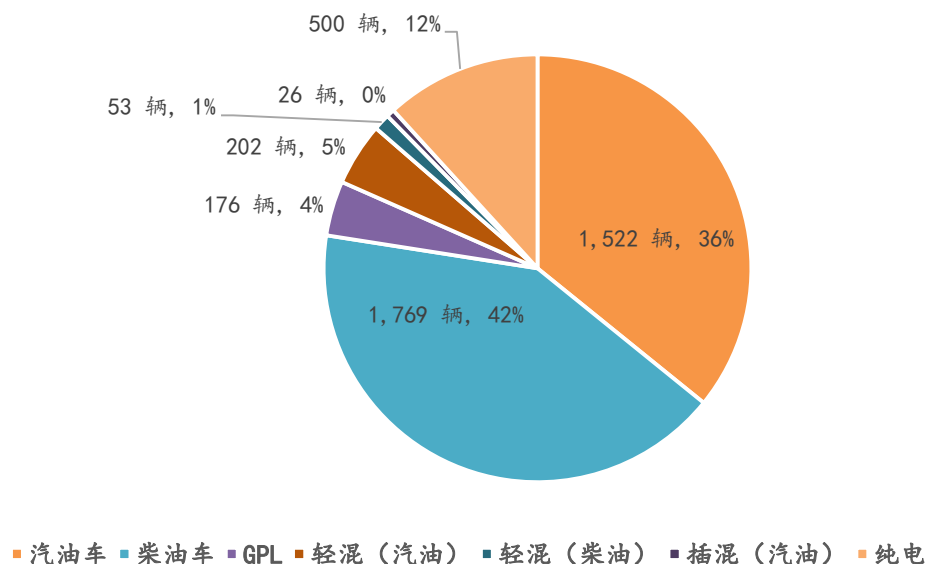
图 14: 英国新能源车销量（分车企）



资料来源: Marklines、国海证券研究所

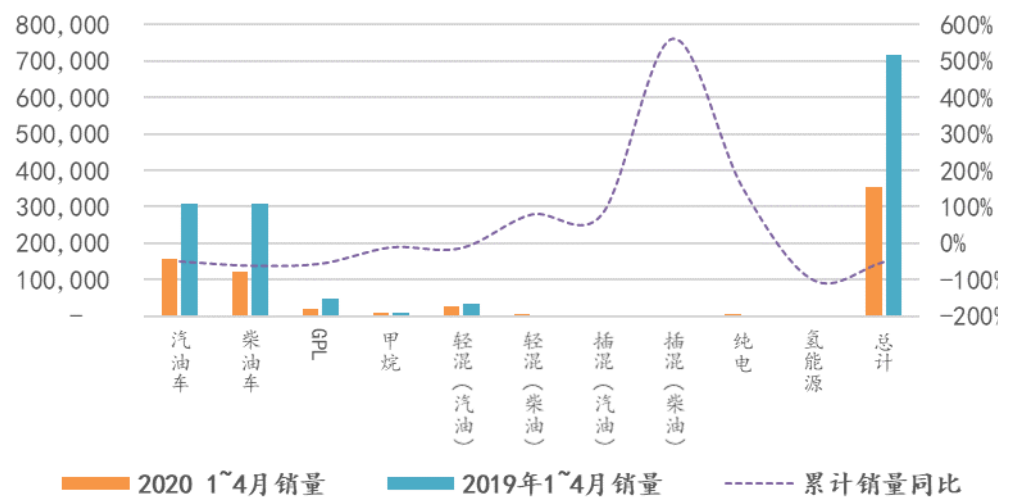
意大利: 近两月销量骤降, 新能源车占比仍维持向好态势。从 UNRAE 统计数据来看, 4 月意大利市场销售纯电动车 500 辆, 同比下降 58.1%, 插混 26 辆, 同比下降 95.1%。4 月意大利汽车注册量为 4325 辆, 同比下降 97.5%, 新能源车销量为 526 辆, 渗透率达到 12.2%, 同比增长 11.2pct, 环比增长 7.6pct, 其中 EV 渗透率达到 11.6%, 同比增长 10.9pct。目前来看, 意大利汽车市场受疫情影响大, 汽车市场遭遇寒冬, 但自 2018 年 1 月至今长期看来, 新能源车渗透率不断提升, 特别是 EV 渗透率同比环比均不断提高。

图 15: 4 月意大利乘用车销量/辆



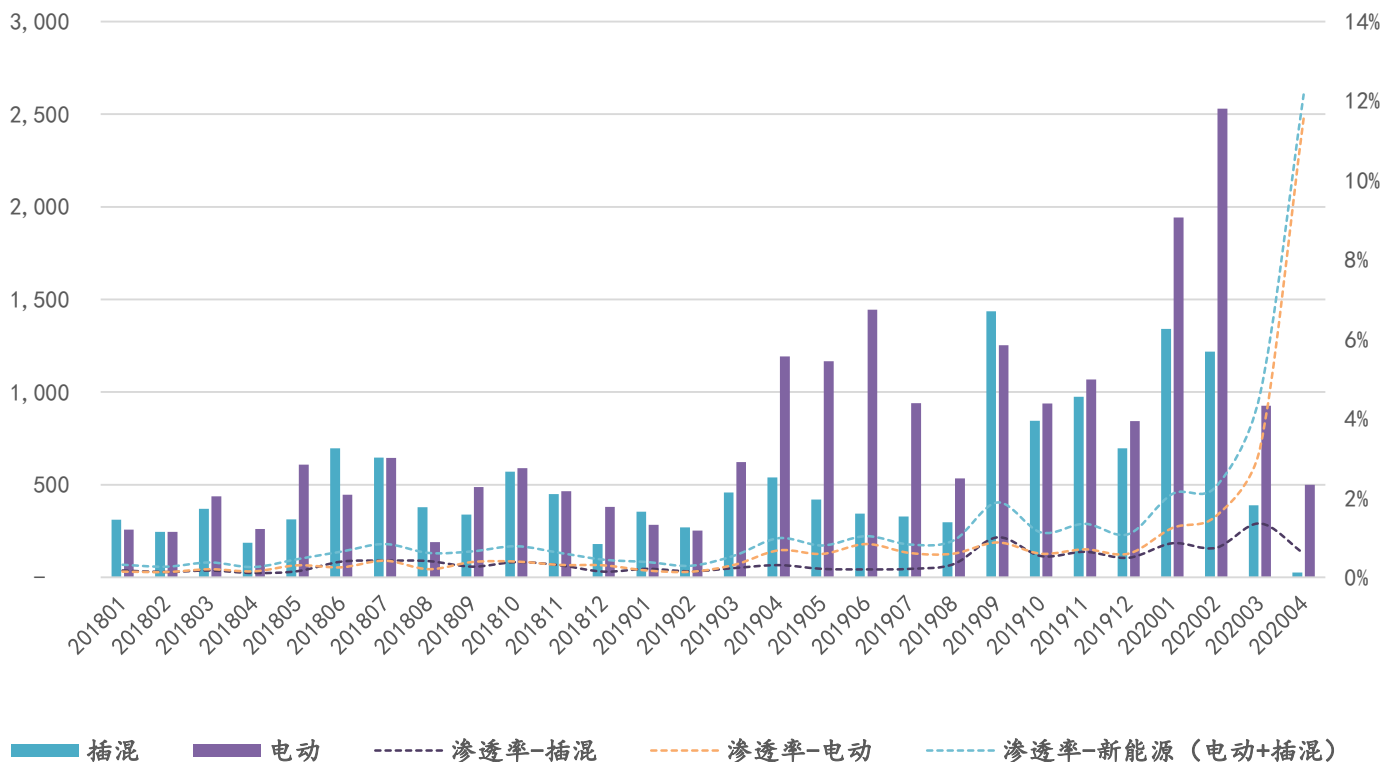
资料来源: UNRAE、国海证券研究所

图 16: 1~4 月意大利乘用车销量/辆



资料来源: UNRAE、国海证券研究所

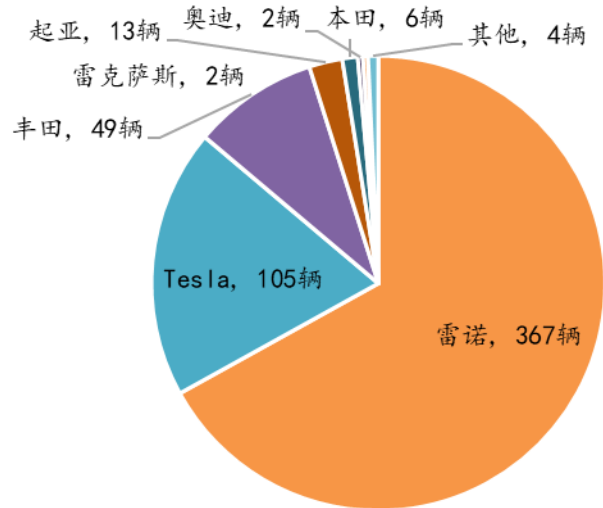
图 17: 意大利新能源车销量 (辆) 及渗透率



资料来源: UNRAE、国海证券研究所

在意大利市场,雷诺实现新能源车销量 367 辆,占意大利 4 月新能源车销量的 2/3,同比下降 7.8%,环比增长 567.3%,特斯拉实现销量 105 辆,同比下降 49.8%,环比下降 75.4%,丰田实现销量 49 辆,同比下降 99.2%,环比下降 94.7%,分列前三甲。意大利新能源车销售情况受疫情影响大,但随着意大利对新能源汽车补贴政策的加强下,新能源车的市场将逐步活跃。

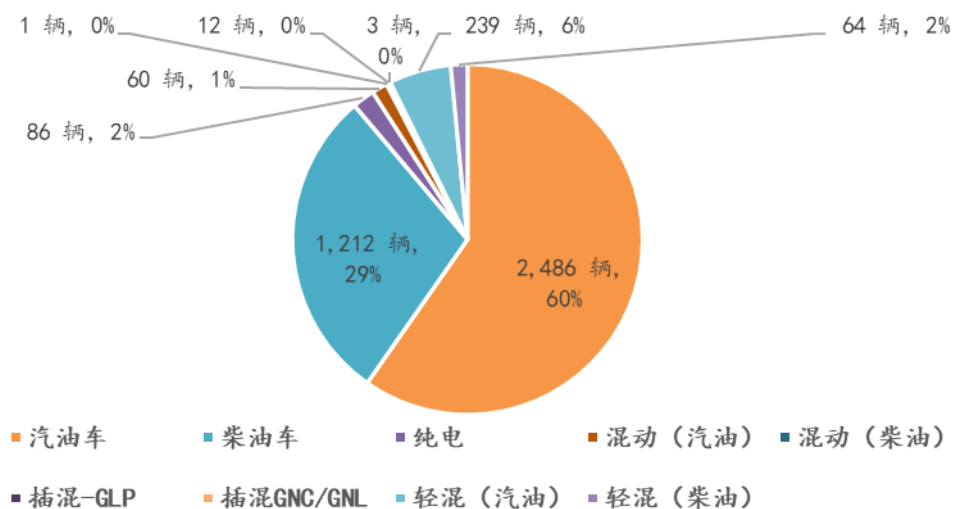
图 18: 意大利 4 月新能源车销量 (分车企)



资料来源: Marklines、国海证券研究所

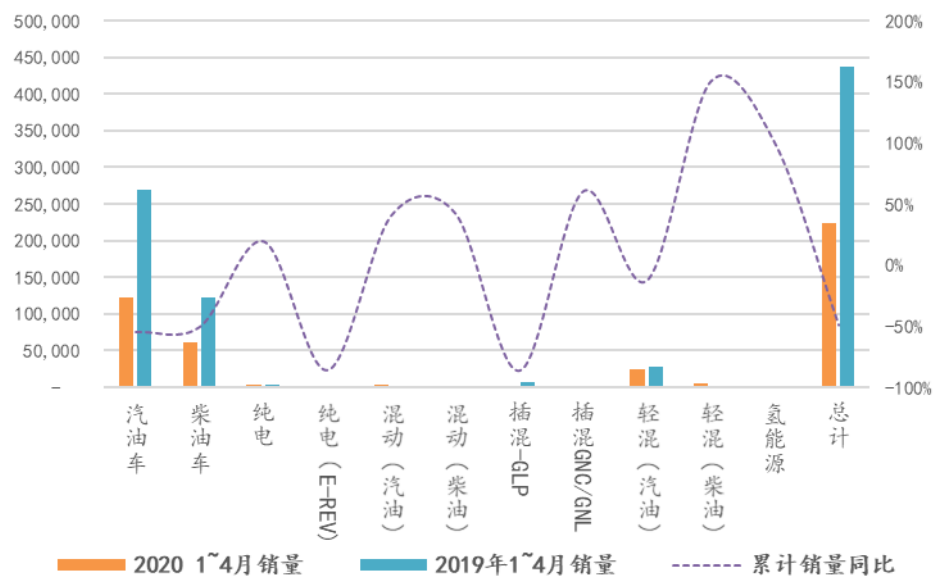
西班牙: 受疫情影响整体销量锐减, EV 渗透率同比环比均不断提高。从 ANFAC 统计数据来看, 4 月西班牙市场销售纯电动车 86 辆, 同比下降 86.2%, 混动 61 辆, 同比下降 90.8%, 插混 15 辆, 同比下降 99%。4 月西班牙汽车注册量为 4163 辆, 同比下降 96.5%, 新能源车销量为 162 辆, 渗透率达到 3.9%, 同比增长 0.8pct, 环比下降 0.8pct, 其中 EV 渗透率达到 2.1%, 同比增长 1.6pct, 2020 年 1~4 月新能源车单月渗透率一直处于低位。目前来看, 西班牙汽车市场受疫情影响较大, 销量锐减, 虽然新能源车市场占比较低, 但新能源车渗透率不断提升, 特别是 EV 渗透率同比环比均不断提高, 加之新能源车推广力度空前, 电动化浪潮将很快到来。

图 19: 4 月西班牙乘用车销量/辆



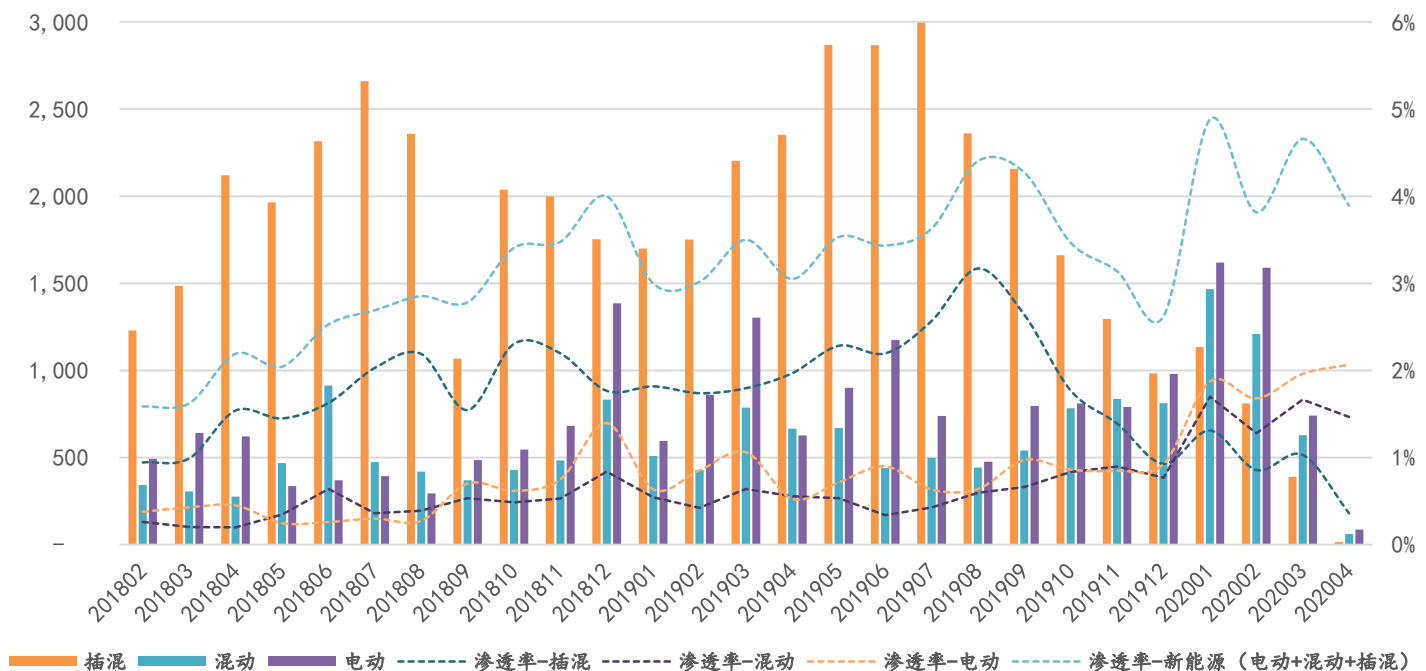
资料来源: ANFAC、国海证券研究所

图 20: 1~4 月西班牙乘用车销量/辆



资料来源: ANFAC、国海证券研究所

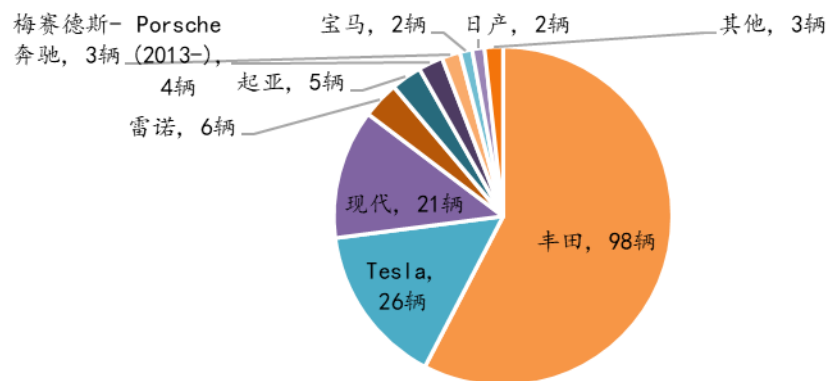
图 21: 西班牙新能源车销量 (辆) 及渗透率



资料来源: ANFAC、国海证券研究所

从车企口径来看,丰田实现新能源车销量 98 辆,同比下降 97.6%,环比下降 61%,特斯拉实现销量 26 辆,同比下降 65.8%,环比下降 90%,现代实现销量 21 辆,同比下降 99.6%,环比下降 80%,分列前三甲。欧洲车企在西班牙新能源车市场中处于劣势地位。

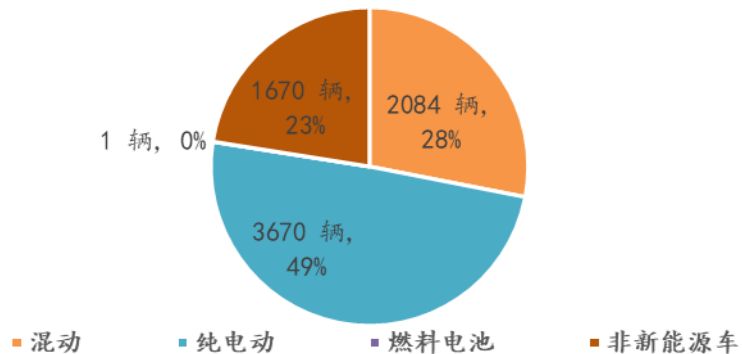
图 22: 西班牙 4 月新能源车销量 (分车企)



资料来源: Marklines、国海证券研究所

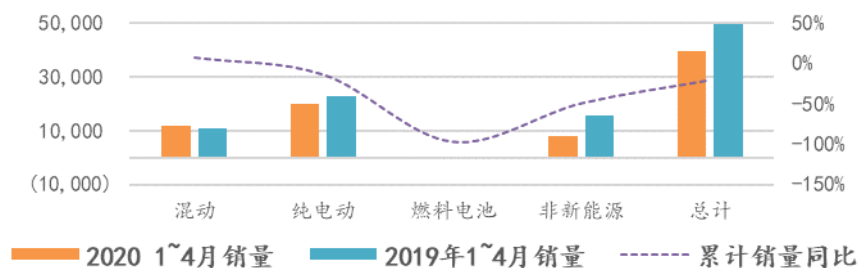
挪威: 新能源车市场推进良好, 市场占比已超 75%。从 OFV 统计数据来看, 4 月挪威市场销售纯电动车 3670 辆, 同比下降 17.6%, 插混 2084 辆, 同比下降 14.2%。4 月挪威汽车注册量为 7425 辆, 同比下降 34%, 但新能源车销量为 5754 辆, 渗透率达到 77.5%, 同比增长 16.3pct, 环比下降 4.8pct, 其中 EV 渗透率达到 49.4%, 同比增长 9.8pct, 2020 年 1~4 月新能源车单月渗透率持续保持在 75% 以上。目前来看, 新能源车已成为挪威汽车市场的主流产品, 自 2018 年 1 月起渗透率已突破 50% 且持续走高。虽然销量受到疫情影响同比下降不少, 但随着新能源车的技术突破及复工复产的推进, 挪威新能源车的市场占比将进一步提高。

图 23: 4 月挪威乘用车销量



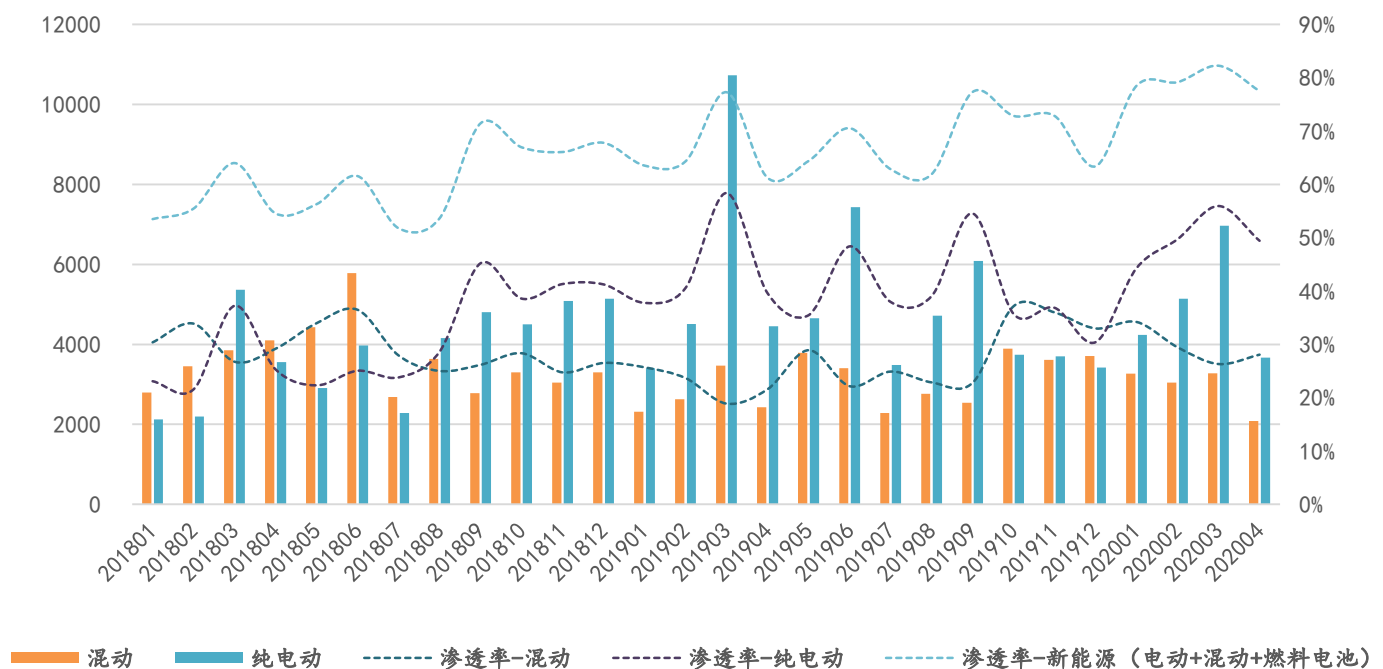
资料来源: OFV、国海证券研究所

图 24: 1~4 月挪威乘用车销量/辆



资料来源: OFV、国海证券研究所

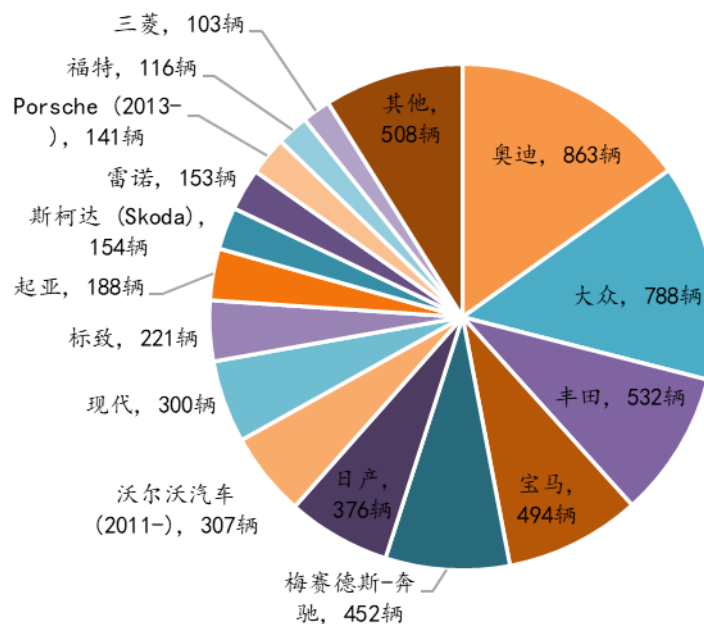
图 25: 挪威新能源车销量 (辆) 及渗透率



资料来源: OFV、国海证券研究所

挪威新能源市场上, 奥迪实现新能源车销量 863 辆, 同比增长 128.9%, 环比下降 49.7%, 大众实现销量 788 辆, 同比下降 25.5%, 环比下降 20.6%, 丰田实现销量 532 辆, 同比下降 44.6%, 环比下降 32.1%, 分列前三甲。挪威新能源车销售情况受疫情较小, 新能源车市场渗透率高, 15 家车企的 4 月新能源车销量突破 100 辆, 纯电车型占比较高, 新能源车市场整体向好。

图 26: 挪威 4 月新能源车销量 (分车企)



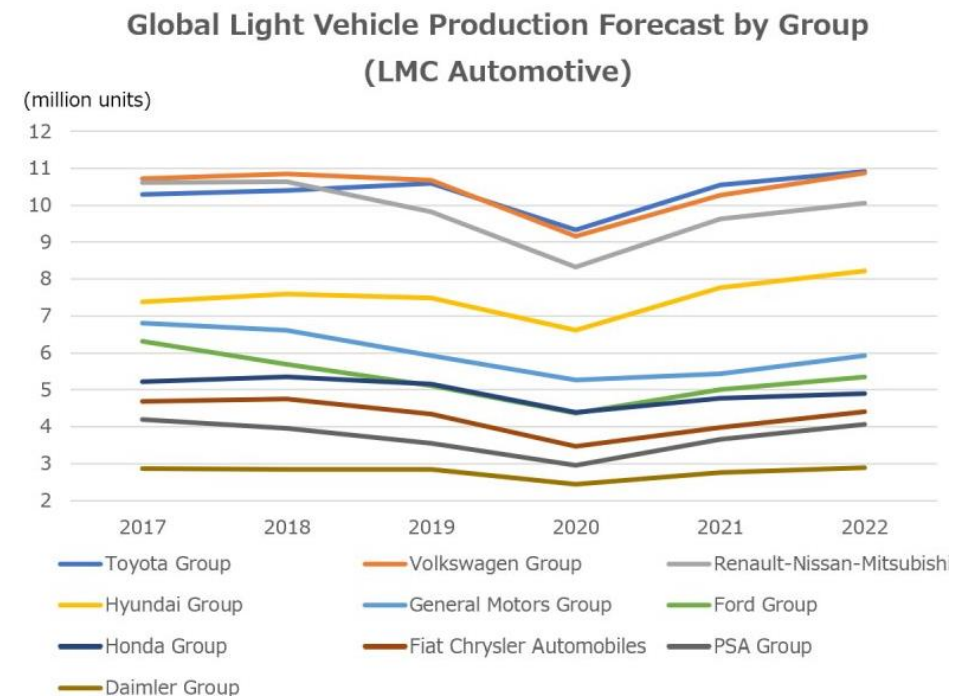
资料来源: Marklines、国海证券研究所

3、Q3 或将迎中长期向上拐点

3.1、Q2 需求继续承压，Q3 实现恢复性增长

短期来看，欧洲龙头车企受疫情影响较大，预计 Q2 产能利用率处于相对较低水平，爬坡较慢。随着 Q3 疫情逐渐缓解或实现恢复性增长。

图 27：全球龙头车企产量预测



资料来源：Marklines、国海证券研究所

大众集团的全球产量中，中国与欧盟占到 85%，两地区受到新冠肺炎的影响尤其巨大。第 2 季度方面，中国地区疫情好转，但预计 4 月~5 月欧洲工厂将比 3 月停产更长时间；另外，北美工厂也很可能实施同样的措施，因此第 2 季度大众全球产量将迎来下滑的峰值。预计在第 4 季度前大众集团产量无法恢复到正常状态。

雷诺-日产-三菱联盟为应对疫情扩散，雷诺-日产-三菱联盟全球工厂停产，因此今年的全球产量预计将骤降。联盟的生产基地大规模地分布在中国、西班牙和法国，而这些地区正是目前受到疫情影响最严重的国家。由于 4 月~5 月工厂停产时间将比 3 月更长，预计第 2 季度将进一步下滑。

FCA 集团在意大利于 3 月第二周成为欧洲首个发布封锁令的国家后立刻关闭了旗下所有工厂。公司原先计划 4 月 6 日恢复意大利工厂的生产，但目前看来很可能会推迟。美国工厂方面，特朗普政府发布的居家令，FCA 集团的本地工厂也随即停产。

PSA 集团为防止新冠肺炎疫情扩散，采取关闭工厂的措施。集团在法国和西班牙

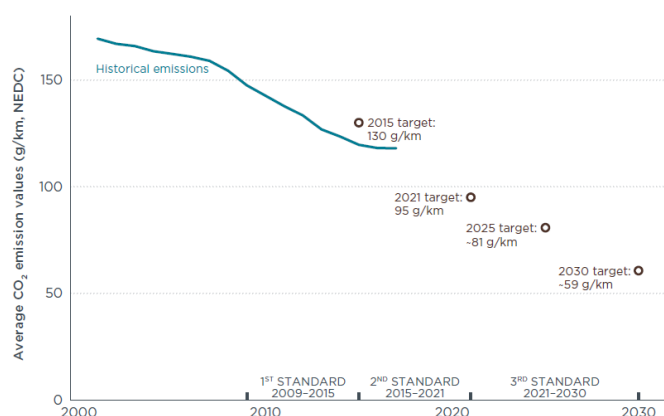
牙的产量很大，而这两个国家在欧洲受到疫情的影响也很大，4月及5月工厂停产时间将比3月更长，预计集团的Q2全球产量第2季度下滑幅度将比Q1更大。由于疫情的影响所引致的混乱还将持续，因此预计Q3情况会出现一些改观。

戴姆勒集团由于新冠肺炎疫情防控对策的实施以及关闭工厂的措施，戴姆勒集团的全球产量也将受到沉重打击。中国和欧盟占到戴姆勒集团全球产量的81%，这两个地区受到疫情的影响尤其严重，由于4月和5月欧洲工厂停产时间将比3月更长，并且北美也将采取相同的措施，预计第2季度产量将进一步下降。由于疫情引致的混乱还将持续（包括新车需求减少、零部件供应短缺等）。

3.2、政策倒逼欧盟电动化提速

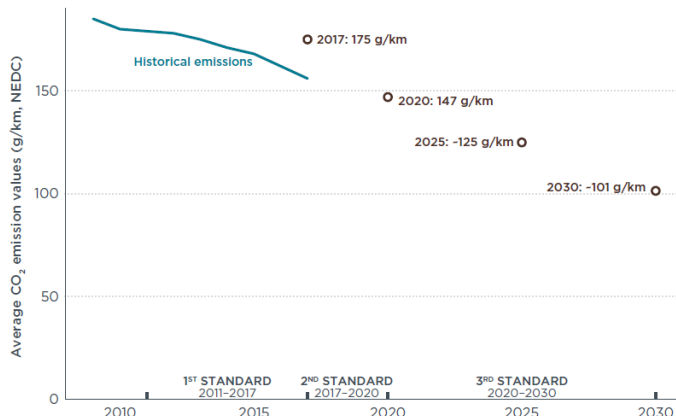
欧盟在2019年发布最新版碳排法案，并开始在2020年1月1日起正式实施，要求欧盟范围内新增乘用车CO₂平均排放量须降至95g/km，到2025年标准降至约81g/km，到2030年降至约59g/km；新增轻型商用车须降至147g/km，到2025年标准降至约125g/km，到2030年降至约101g/km，对于超出的部分，每g/km要缴纳95欧元的罚款。欧盟政策之下，各国亦陆续出台新能源车激励政策，对碳排法案做出积极响应。

图 28：欧洲乘用车单位排放目标



资料来源：ICCT、国海证券研究所

图 29：欧洲商用车单位排放目标



资料来源：ICCT、国海证券研究所

不仅如此，近期彭博社报道，欧盟委员会将再推绿色经济复苏计划，考虑对零排放汽车免征增值税，并计划未来2年投入200亿欧元采购电动车；投资400~600亿欧元布局零排放动力总成；2025年前将新建200万个充电桩。一方面免征增值税，将进一步提升新能源车经济性，从而刺激终端需求；另一方面，加大充电桩基础设施建设有助于增强电动车驾乘体验，减少里程焦虑。政策持续加码的前提下，欧洲电动化进程预期提速。

3.3、车企巨头持续加码，电动化有序推进

海外车企巨头强势打造平台化战略：“平台化”概念目前已经广泛的应用在车企设计生产汽车的过程中。汽车平台可以尽量使用相同生产线，降低生产制造成本。

基于同一平台也可以提高新车型开发效率，缩短研发周期。电动汽车平台是指从电动汽车的自身产品特点出发，构建的电动汽车设计方法、制造设备、生产工艺以及电池、电机、电控等核心零部件及质量控制的一整套体系。

表 2：主流车企下一代电动开发平台

车企	平台	车型	上市时间
大众	MEB	紧凑型两厢车、SUV、MPV 等	2020 年
BMW	CLAR/FARR	两厢车、SUV 等	2019 年
奔驰	EVA	两厢车、SUV 等	2019 年
奥迪-保时捷	PPE	轿车、SUV 等	2022 年
雷诺-日产-三菱联盟		紧凑型两厢车、SUV 等	2020 年

资料来源：各大车企官网、国海证券研究所

就车企而言，以大众为例，其推出全新电动汽车 MEB 平台，电动化是大众汽车集团未来最核心的战略基石之一。MEB 平台项目将为满足未来中国和欧洲的油耗法规要求，在同一平台上至少投放 10 款车型，2020~2018 年目标销量 640 万辆，产能划分是中国 65%，波兰 35%。MEB 平台已经落户一汽-大众佛山工厂。基于 MEB 平台可以衍生出纯电动紧凑型两厢车、SUV 和 MPV 等车型。其中首款纯电汽车 I.D. 在 2019 年 11 月量产，预计 2020 年进行销售。除大众 MEB 外，奔驰 EVA、宝马 FAAR/CLAR、雷诺-日产-三菱联盟相继投放上市对行业利好催化。

表 3：大众旗下品牌电动化车型投放规划

2019	2020	2025 年
大众（Volkswagen）		
e-tron	IS.3	EV 销售占比超过 20%
Taycan	EL-BORN	
Q2L e-tron	Audi Q4 e-tron	
e TGE	e-Tharu	
e-Boca	ID.CROZZ	
e-Lavida	e-Mii	
Moia Shuttle	e-Citigo	
--	Taycan Sport Turismo	
奥迪(Audi)		
--	Audi Q4 e-tron	12 款电动车型在售
斯柯达（Skoda）		
--	E-CITIGO	--
西雅特(Seat)		
--	EL-BORN	--

资料来源：大众官网、国海证券研究所

为配套各大车企电池需求，LG 在 2016 年开始建设波兰电池工厂。目前有两个工厂总共 7 条产线（工厂 1 中有 3 条生产线，工厂 2 中有 4 条生产线）工厂本身的投资为 4000 亿韩元，波兰政府提供了一笔补贴。其下游囊括雷诺、捷豹路虎、奥迪、保时捷和戴姆勒、大众 MEB 平台、保时捷、PSA，除宝马外，几乎囊括了所有欧洲主要的整车厂。

表 4: LG 波兰工厂产线分布

工厂线	产线	配套电池下游
第一工厂	1 号线	雷诺和捷豹路虎 355 电芯
	2 号线	奥迪、保时捷、戴姆勒的 390 电芯
	3 号线	通用型产品
	4 号线	大众集团的 MEB 产品
第二工厂	5 号线	戴姆勒的电芯线
	6 号线	保时捷的电芯线
	7 号线	PSA 集团

资料来源: Astroys、国海证券研究所

长期来看,欧洲新能源车市场上升势头良好,新冠疫情自三月开始对欧洲车市产生短期扰动,考虑到各国疫情严重程度不同、厂商复工时间的不确定性,我们预计 Q2 产销量整体将受到较大影响。近日路透社报导,欧盟正准备筹划绿色振兴计划:考虑对零排放汽车免征增值税;未来 2 年投入 200 亿欧元采购电动车;投资 400~600 亿欧元布局零排放动力总成;2025 年前将新建 200 万个充电桩。政策引导下,长期电动化趋势仍然不变,疫情并不会延后欧洲碳排法案的执行进度,新能源车渗透率将持续提高,欧洲电动化在疫情过后将重归快车道。

表 5: 欧洲主要汽车市场概况

	2020 年 4 月						2020 年 1~4 月					
	新能源车销量	汽车销量	汽车销量同比	新能源车销量同比	新能源车渗透率	渗透率同比	新能源车销量	汽车销量	汽车销量同比	新能源车销量同比	新能源车渗透率	渗透率同比
德国	21208	120840	-61.11%	-1.73%	17.55%	+10.6pct	136723	822282	-30.94%	59.83%	16.63%	+9.4pct
法国	2261	21424	-88.69%	17.83%	10.55%	+3.86pct	67758	395526	-47.04%	135.22%	17.13%	+10.4pct
英国	1517	4321	-97.32%	14.88%	35.11%	+28.78pct	61797	487878	-43.41%	121.09%	12.67%	+6.75pct
意大利	526	4325	-97.50%	-69.65%	12.16%	+11.2pct	8873	352905	-50.67%	123.33%	2.51%	+1.95pct
西班牙	162	4163	-96.50%	-95.55%	3.90%	+0.8pct	9748	222960	-48.90%	81.92%	2.38%	-0.18pct
挪威	5754	7425	-34.00%	-16.41%	77.50%	+16.28pct	31694	39783	-20.00%	-6.60%	79.67%	+11.45pct

注:新能源车销量统计口径涵盖纯电动+混动,不涵盖轻混(德国依据纯电动+插电混动口径计算,可实现 32%新能源销量同比增长)

资料来源:KBA、CCFA、SMMT、UNRAE、ANFAC、OFV、国海证券研究所

4、行业评级及投资策略

维持新能源车行业“推荐”评级：疫情导致新能源车需求回调，产业链短期承压，目前板块整体回调，悲观预期已有充分反应。在全球供给共振驱动需求持续增长的大趋势下，我们维持新能源汽车行业“推荐”评级。

我们预计 Q2 欧洲乘用车交付量仍将受影响，但新能源车产业整体向好，渗透率有望持续提升。随着疫情逐步缓解，Q3 市场有望复苏，将形成国内与海外需求共振，叠加政策利好频出，预期新能源车产销数据环比将持续改善，龙头有望迎来业绩估值戴维斯双击，当下回调是头部企业布局与加仓的机会。建议布局供应链各环节细分龙头：**宁德时代**（动力电池）、**恩捷股份**（湿法隔膜）、**璞泰来**（负极）、**亿纬锂能**（动力电池）、**拓普集团**（轻量化）、**三花智控**（热管理）、**新宙邦**（电解液）、**科达利**（电池结构件）、**赣锋锂业**（氢氧化锂）、**先导智能**（锂电设备）、**当升科技**（正极材料）等。同时建议关注其他细分龙头：**比亚迪**、**天赐材料**、**华友钴业**、**星源材质**、**寒锐钴业**、**多氟多**、**杉杉股份**、**嘉元科技**、**天奈科技**、**德方纳米**等。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2020-05-26 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
002050.SZ	三花智控	22.33	0.52	0.55	0.68	33.72	39.03	32.01	未评级
002407.SZ	多氟多	10.72	-0.61	0.31	0.41	-21.54	34.05	25.80	未评级
002460.SZ	赣锋锂业	48.75	0.28	0.57	0.92	125.73	86.62	52.97	未评级
002594.SZ	比亚迪	58.3	0.59	0.76	1.17	98.81	76.71	49.83	增持
002709.SZ	天赐材料	27.22	0.28	0.56	0.85	97.21	48.61	32.02	增持
002812.SZ	恩捷股份	58.69	1.06	1.36	1.8	55.37	43.15	32.61	买入
002850.SZ	科达利	55.26	1.13	1.65	2.29	48.9	33.49	24.13	买入
300014.SZ	亿纬锂能	63.05	1.57	1.95	2.66	40.16	32.33	23.7	买入
300037.SZ	新宙邦	40.05	0.86	1.19	1.52	46.57	33.66	26.35	买入
300073.SZ	当升科技	25.8	-0.48	0.75	1.11	-53.75	34.4	23.24	买入
300450.SZ	先导智能	41.49	0.87	1.26	1.65	51.74	30.67	23.49	未评级
300568.SZ	星源材质	32.81	1.27	1.6	1.91	25.83	20.51	17.18	买入
300618.SZ	寒锐钴业	48.45	0.05	1.17	2.17	1,597.48	44.22	23.94	未评级
300750.SZ	宁德时代	150.03	1.98	2.27	3.25	75.77	66.09	46.16	买入
300769.SZ	德方纳米	91.17	2.56	3.40	5.06	48.61	46.19	31.06	未评级
600884.SH	杉杉股份	11.05	0.43	0.54	0.65	25.7	20.46	17.0	买入
601689.SH	拓普集团	23.23	0.49	0.61	0.72	47.41	38.08	32.26	增持
603659.SH	璞泰来	83.88	1.5	1.89	2.53	55.92	44.38	33.15	增持
603799.SH	华友钴业	32.42	0.11	0.74	1.16	294.73	43.81	27.95	买入
688116.SH	天奈科技	38.23	0.58	0.72	0.93	68.13	58.18	45.00	未评级
688388.SH	嘉元科技	52.96	1.43	1.84	2.28	37.03	28.78	23.23	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：未评级公司盈利预测取自万得一致预期）

5、风险提示

- 1) 疫情进一步恶化;
- 2) 政策波动风险;
- 3) 下游需求低于预期;
- 4) 产品价格低于预期;
- 5) 大盘系统性风险。

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，10 年行业研究经验，研究所副所长(主持工作)、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

尹斌，中科院物理化学博士，4 年比亚迪动力电池实业经验，3 年证券从业经验，2018 年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015 年新财富第 2 名、2016 年新财富第 3 名核心成员。

傅鸿浩，中国科学院硕士，4 年电力设备与新能源行业研究经验，曾任职于安信证券，国海证券。

张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

赵彬凯，香港科技大学经济学硕士，中山大学管理科学学士，2020 年加入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩、尹斌，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融

产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。