把握技术方向，享受行业机遇

——汽车行业 2020 年中期策略报告

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

❖ **疫情影响淡化，汽车行业弱复苏。**上半年，汽车行业陆续受到春节假期提前、国内新冠疫情爆、疫情全球扩散带来的停产停工的影响，一季度国内市场受到波及较大，二季度海外疫情扩散对零部件企业有一定冲击，总体来看乘用车终端销量虽然在前五月大幅下滑 27.55%，但在 5 月已经恢复正增长，复苏态势明显；新能源汽车与政策周期挂钩，并由于去年同期的高基数，目前还处于复苏初期，前五月新能源乘用车、商用车以及动力电池销量分别下滑了 45.78%、23.66%、45.34%。

❖ **政策端持续发力，行业景气度待回升。**2 月中央政治局常委会议中定调积极稳定汽车等传统大宗消费，鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌配额，带动汽车及相关产品消费。深圳、广州、杭州、海南、贵阳等地均陆续出台出台了相关放松限购政策，并逐步放开号牌，同时对购车换车给与不同程度补贴；4 月，新能源汽车补贴新政发布，补贴时限延长两年，同时补贴退坡力度和节奏也有所平缓，原则上 2020-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%；6 月双积分政策落地，2021~2023 年新能源车分比例调升至的 14%、16%、18%，补贴与积分政策的带来的鼓励与惩罚制度将保障产业的长期稳定发展。

❖ **看点一：紧跟技术变革，把握发展机遇。**乘用车应用加速，磷酸铁锂行业迎来放量增长。磷酸铁锂电池在过去三年增效降本显著，通过压实密度提升、电芯单体结构优化、CTP 的 pack 技术发展，系统能量密度较 2016 年提升 40%以上，同时叠加成本优势，已经开始慢慢渗透进入乘用车市场。另考虑到储能和小型动力的需求，2020~2022 年，磷酸铁锂材料的需求增量分别达到 5.3/9.9/14.6 万吨，对应行业增速为 59.6%、69.7%、60.6%；高镍车型放量，国际化节奏提速。受益于高镍车型（BMW X1、Aions、ES6、几何 A）的终端放量，宁德时代高镍动力电池出货比例大幅提升，考虑到资源的稀缺性，海外车企也纷纷加快高镍的应用，我们认为未来高镍占比有望持续提升。

❖ **看点二：欧洲政策加码，产业链有望迎来利润估值双升。**欧盟提案将电动车纳入绿色经济复苏计划，同时德国、法国等显著加大了购车环节补贴，一季度欧盟新能源车呈现翻倍增长，二季度虽受疫情影响，大趋势并未改变。中游关键环节有望充分享受海外市场拓张的红利。

❖ **投资建议**

我们认为技术的变革将成为行业的主旋律，并可以得到适当溢价，同时叠加欧洲政策加码，中游企业出口预期增强。相关企业有：宁德时代、比亚迪、德方纳米、容百科技、当升科技、杉杉股份、鹏辉能源等。

风险提示：政策风险、重大安全事故风险、疫情影响扩散。

证券研究报告

所属部门	制造业团队
报告类别	行业深度
所属行业	制造/汽车
行业评级	增持评级
报告时间	2020/06/28

分析师

黄博

证书编号： S1100519090001

021-68595119

huangbo@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、汽车板块表现中庸，新能源产业链亮眼 4
二、终端销量弱复苏 6
2.1.乘用车销量回暖，疫情影响逐渐散去 6
2.2.补贴新政落地，新能源汽车销量有望回暖 9
三、行业看点一：紧跟技术变革，把握发展机遇 11
3.1 磷酸铁锂复苏，乘用车应用提速 11
3.2 高镍车型放量，国际化节奏提速 14
四、行业看点二：海外政策强催化，国内 B 端 C 端待复苏 17
4.1 欧洲新能源汽车销量强劲，政策推动行业快速发展 17
4.2 国内 B 端消费向好，特斯拉平价化利好 C 端 18
五、投资与建议 23
风险提示 23

图表目录

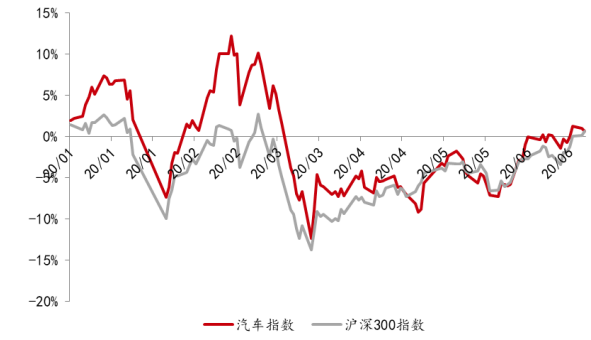
图 1：汽车行业行情 4
图 2：汽车行业表现 4
图 3：汽车细分行业表现 5
图 4：新能源汽车行情 5
图 5：乘用车销量 6
图 6：经销商库存系数 6
图 11：历年客车销量及增长率（右轴） 8
图 12：新能源乘用车销量及增长率（右轴） 9
图 17：比亚迪“刀片电池技术” 11
图 18：宁德时代 CTP 技术 12
图 19：MAXWELL 干电极技术 12
图 20：磷酸铁锂电池和三元电池系统价格走势 13
图 21：磷酸铁锂正极材料价格走势 14
图 22：高镍车型销量 15
图 23：2019 年宁德时代 8 系三元电池装机量（MWH） 16
图 24：容百科技 8 系三元材料销售占比 16
图 25：2018 年 8 系三元材料市场份额 16
图 26：欧洲新能源汽车销量情况 17
图 27：2020 年 MODEL 3 月度销量情况 22
图 28：MODEL 3 价格走势 22

表格 1. 汽车行业个股涨跌幅 4
表格 2. 新能源汽车个股涨跌幅 5
表格 3. 欧洲新能源汽车补贴政策 18
表格 4. 巡游出租车相关统计 19
表格 5. 地方出租车电动化政策汇总 19
表格 6. 2020 年新能源乘用车补贴标准 20
表格 7. 国内各地新能源汽车补贴政策 21
表格 8. 相应标的盈利与估值 23

一、汽车板块表现中庸，新能源产业链亮眼

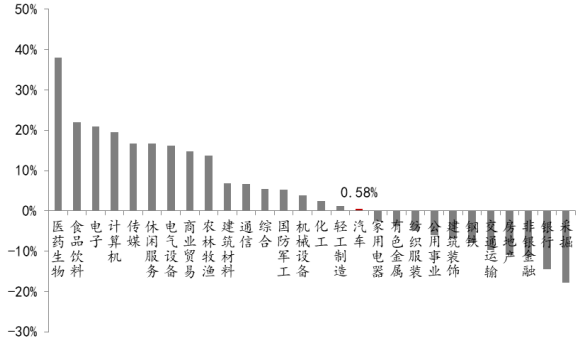
汽车板块表现中庸，行情乏善可陈。总体来看，截至 6 月 23 日收盘，沪深 300 指数年内涨幅达到 0.62%，汽车行业指数同期涨幅为 0.58%，低于沪深 300 指数 0.04pct，在 28 个子行业中排名 17。随着国内疫情影响逐渐褪去，二季度以来国内汽车消费逐渐回暖，5 月我国汽车产销分别达到 218.7 万辆和 219.4 万辆，环比增长 4.0%和 5.9%，同比增长 18.2%和 14.5%，增速高于上月 15.9%和 10.1%，预计下半年疫情影响将逐渐散去，汽车产销将进一步延续 5 月份走势，回归正常水平。

图 1： 汽车行业行情



数据来源：wind，川财证券研究所，（截止 2020.6.23）

图 2： 汽车行业表现



数据来源：wind，川财证券研究所，（截止 2020.6.23）

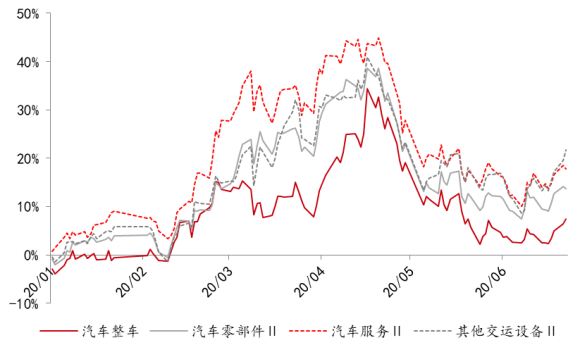
从细分子行业来看，汽车整车、汽车零部件、汽车服务、其他交运设备截至 6 月 23 日收盘分别上涨 7.38%、13.73%、17.86%、21.73%，其中汽车服务和其他交运设备表现较好。

表格 1. 汽车行业个股涨跌幅

排名	公司	年初至今涨幅	排名	公司	年初至今跌幅
1	艾可蓝	181.47%	1	德尔股份	-43.41%
2	奥特佳	122.47%	2	*ST 众泰	-39.25%
3	云内动力	118.43%	3	八菱科技	-38.46%
4	模塑科技	95.17%	4	万通智控	-36.77%
5	德赛西威	85.90%	5	通达电气	-29.63%
6	江淮汽车	77.69%	6	ST 天雁	-29.45%
7	金杯汽车	65.15%	7	圣龙股份	-28.62%
8	华菱星马	64.10%	8	*ST 夏利	-27.47%
9	力帆股份	59.42%	9	小康股份	-27.46%
10	春风动力	58.68%	10	金固股份	-26.51%

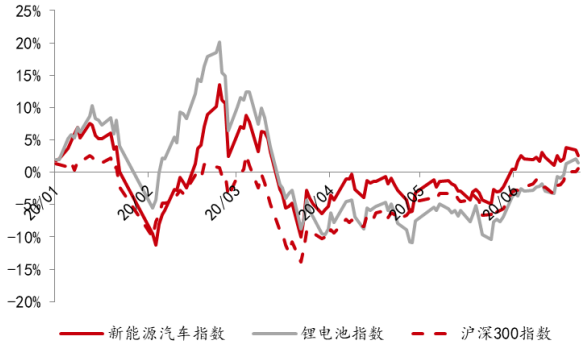
资料来源：wind，川财证券研究所，（截止 2020.6.23）

图 3： 汽车细分行业表现



数据来源：wind，川财证券研究所，（截止 2020.6.23）

图 4： 新能源汽车行情



数据来源：wind，川财证券研究所，（截止 2020.6.23）

新能源车产业链受到持续追捧。随着国内复工复产的稳步推进，市场需求增加，行业回暖，锂电池和新能源汽车行业逐渐向好发展。截止到 6 月 23 日，新能源汽车和锂电池指数年初至今分别上涨 2.6%和 1.45%，由于新能源汽车指数中包括了相对更多的整车企业，表现强于锂电池指数。其中，国家和地方政策齐加码，国家层面平缓退坡力度，地方层面免征购置税、2020 年补贴政策等出台均促进了新能源汽车的发展。此外 2020 年 4 月特斯拉下调 Model S/X 售价刺激市场购买需求， 6 月特斯拉美股股创历史新高超越丰田成为全球市值最大的车企，作为新能源汽车的领头企业，特斯拉带动了全球新能源汽车的发展，从而导致新能源汽车指数高于锂电池指数。

表格 2. 新能源汽车个股涨跌幅

排名	公司	年初至今涨幅	排名	公司	年初至今跌幅
1	国轩高科	92.89%	1	天际股份	-28.66%
2	亿纬锂能	73.05%	2	寒锐钴业	-20.96%
3	三花智控	65.83%	3	欣锐科技	-19.54%
4	天赐材料	63.03%	4	多氟多	-16.77%
5	赣锋锂业	62.48%	5	科恒股份	-15.92%
6	德方纳米	58.46%	6	鹏辉能源	-12.89%
7	伯特利	57.79%	7	英可瑞	-10.55%
8	拓普集团	57.30%	8	宇通客车	-8.36%
9	贝特瑞	56.84%	9	大洋电机	-7.89%
10	宁德时代	53.76%	10	天齐锂业	-7.82%

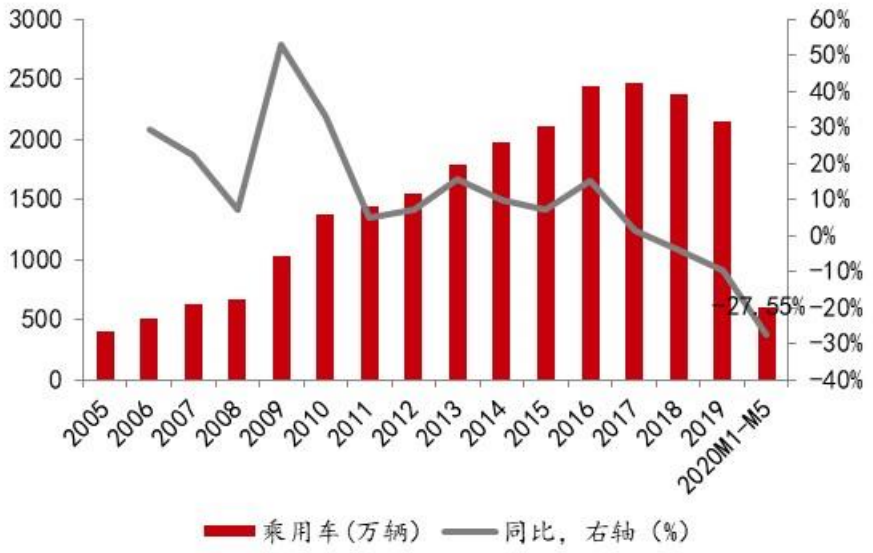
资料来源：wind，川财证券研究所，（截止 2020.6.23）

二、终端销量弱复苏

2.1. 乘用车销量回暖，疫情影响逐渐散去

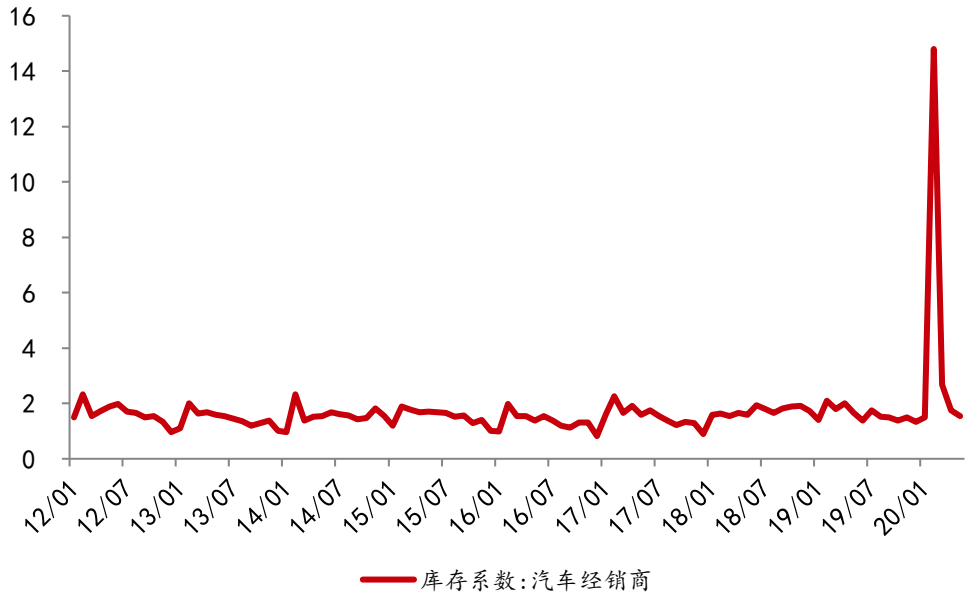
乘用车销量回暖，库存压力释放。年初以来，受疫情影响，乘用车的销售受阻，前 2 月乘用车销量同比下滑 43.51%，但随着疫情缓和，5 月份乘用车销量回到去年同期水平，前 5 月乘用车销量同比下滑放缓至 27.55%。库存系数在 2 月份激增至平常十倍水平，主要原因是受疫情影响，2 月经销商关门歇业，消费者采取居家隔离形式，难以到店消费，导致销量大幅下降，然而随着疫情之后营业恢复，同时驾车出行拉动终端销售，5 月经销商库存指数下降至 1.55 的正常水平，预计在疫情不大规模二次爆发的情况下，库存指数将维持正常水平。

图 5： 乘用车销量



资料来源：中汽协，川财证券研究所

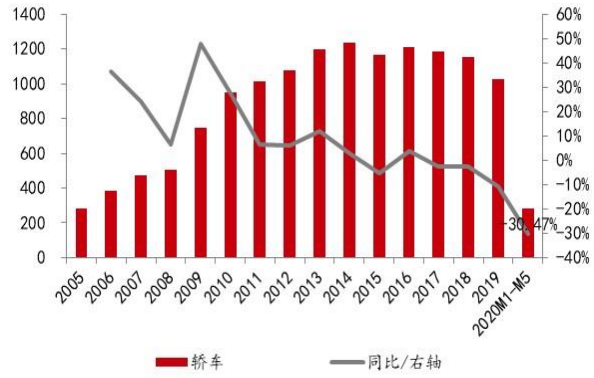
图 6： 经销商库存系数



资料来源：中汽协，川财证券研究所

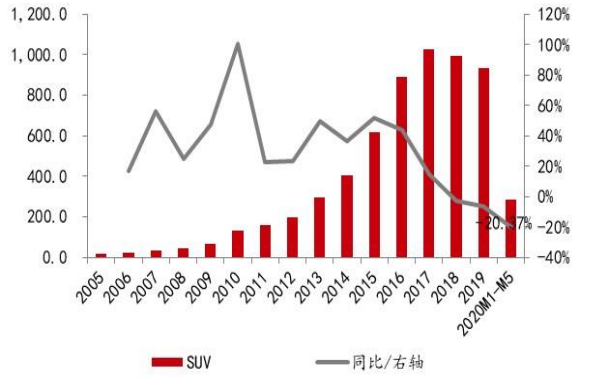
乘用车整体表现不佳，SUV 相对坚挺。截止 5 月，轿车、SUV、MPV、交叉型乘用车的销售增速分别为-30.47%、-20.37%、-51.44%、-27.49%。2020Q1 受疫情影响所有车型销量均出现较大下滑，4、5 月份销量回暖，但与去年相比依旧有不小的差距。其中，SUV 的表现在各类车型中相对坚挺，市场份额依然保持了多年来的提升态势，而 MPV 的下滑趋势依旧存在，其原因是 7 座 SUV 不断出现爆款，挤压了一定需求，同时 MPV 对经济环境较为敏感。

图 7： 轿车销量及增速（右轴）



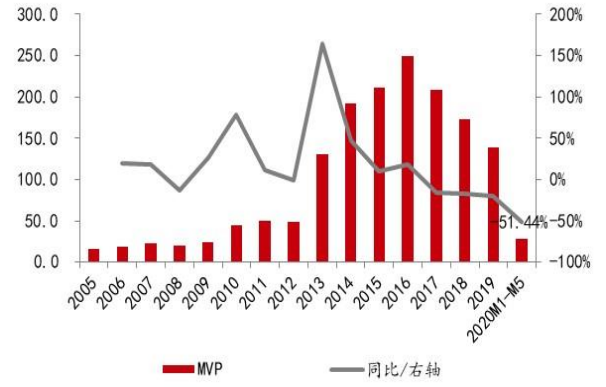
资料来源：中汽协，川财证券研究所，单位：万辆

图 8： SUV 销量及增速（右轴）



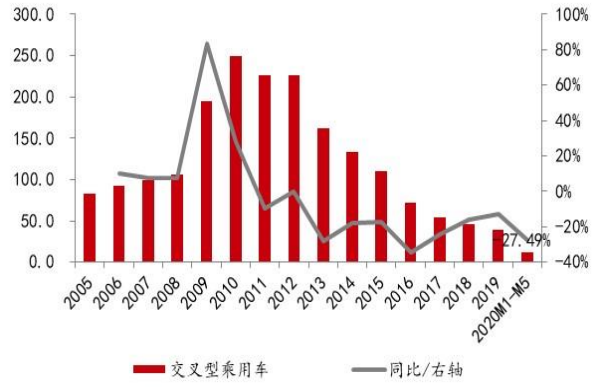
资料来源：中汽协，川财证券研究所，单位：万辆

图 9： MPV 销量及增速（右轴）



资料来源：中汽协，川财证券研究所，单位：万辆

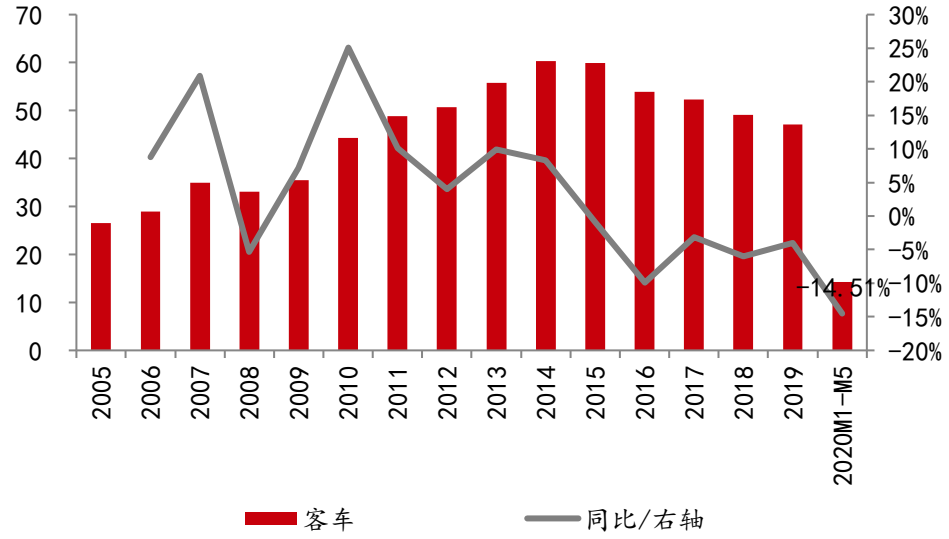
图 10： 交叉型乘用车销量及增速（右轴）



资料来源：中汽协，川财证券研究所，单位：万辆

客车销量回暖，疫情影响逐渐减弱。由于私家车保有量持续提升和铁路交通的丰富，座位客车和公交客车双双自 2017 年以来呈现负增长趋势，而新能源客车的补贴政策在近 5 年也是核心因素，2017 年以后补贴显著退坡，因此前期的冲量对后续的需求存在透支的影响。叠加疫情影响，2020 年前 5 月客车销量同比下滑 14.51%。未来，重点城市有望放开牌照，推进公交电动化，在一定程度上将提振终端市场。

图 11： 历年客车销量及增长率（右轴）



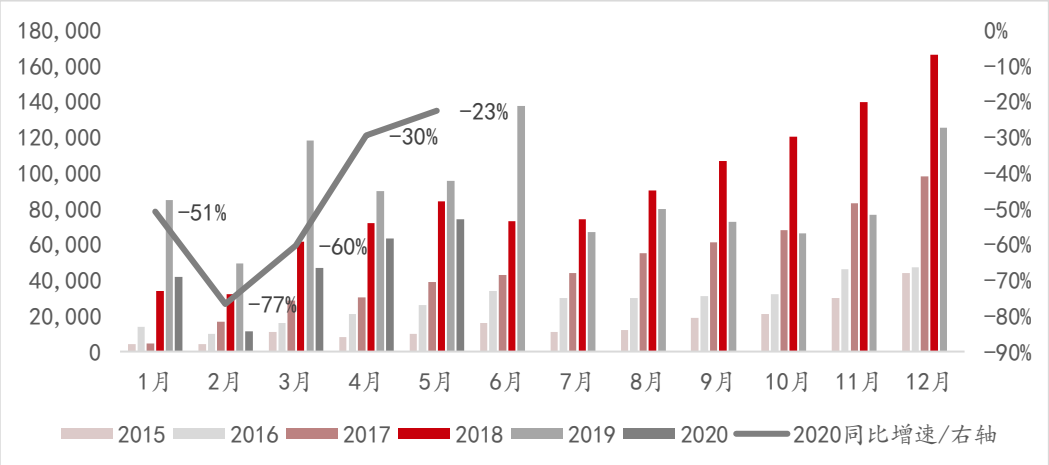
资料来源：中汽协，川财证券研究所，单位：万辆

2.2. 补贴新政落地，新能源汽车销量有望回暖

补贴新政落地，对冲疫情影响。4 月 23 日，财政部等四部委联合发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，进一步明确了未来两年新能源汽车推广应用财政补贴政策的时间与覆盖范围。本次新政将原计划于今年年底到期的新能源汽车购置补贴政策延长 2 年；同时补贴退坡力度和节奏也有所平缓，原则上 2020-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%。2019 年 1-5 月新能源汽车完成销量 28.9 万辆，同比下降 38.7%。在多重不利因素叠加影响之下，新能源汽车行业受到冲击，产业链压力骤增，此时延长补贴支持政策、平缓补贴退坡力度，有利于拉动汽车消费、对冲疫情影响。

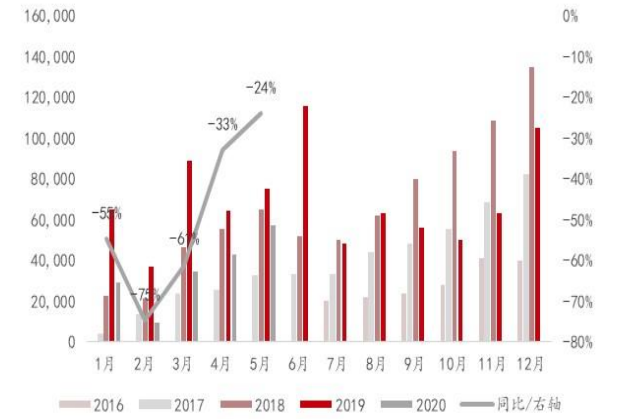
Model 3 降价，提振新能源汽车销量。5 月 1 日，特斯拉 Model 3 标准续航升级版价格由 30.355 万元下调至 27.155 万元。本次特斯拉降价是为了迎合 4 月 23 日的补贴新政中对新能源汽车价格的要求，根据乘联会数据，5 月特斯拉 Model 3 实现销量 11095 辆，遥遥领先同类型其他车企，Model 3 也持续占据着新能源乘用车销量冠军的宝座，行业领跑者特斯拉价格降低也有望促使行业其他车企降价以扩大销量。随着特斯拉相关零部件的国产替代，特斯拉售价将有望进一步降低，新能源汽车价格和成本优势将更加凸显，新能源汽车销量将会逐渐回暖。

图 12： 新能源乘用车销量及增长率（右轴）



资料来源：中汽协，川财证券研究所,单位：辆

图 13： 纯电乘用车销量及增长率（右轴）



资料来源：中汽协，川财证券研究所，单位：辆

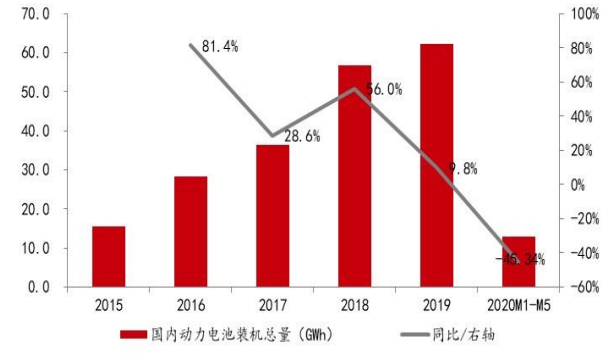
图 14： 插电乘用车销量及增长率（右轴）



资料来源：中汽协，川财证券研究所，单位：辆

动力电池受政策影响，销量下滑近 5 成。截至 5 月，新能源乘用车、新能源商用车、动力电池销量同比分别下滑 45.78%、23.66%、45.34%。整车销售的大幅下滑，其原因是受补贴和疫情影响，乘用车进行结构调整，平均续航里程显著提升，A00 的份额显著下滑，向 A 级车企倾斜。总体来看动力电池景气度依旧强于整车，2019 年动力电池销量同比增长 9.8%，新能源汽车销量同比下滑 4%。大众入股国轩高科，促使其电池采购将能快速满足，成本大幅下降。其余车企电池采购成本难以大幅度下降，而整车销量依旧依赖车型的性能提升，打开市场的真实需求。

图 15： 国内动力电池装机量及增速（右轴）



资料来源：GGII，川财证券研究所

图 16： 月度动力电池装机量（Gwh）



资料来源：GGII，川财证券研究所

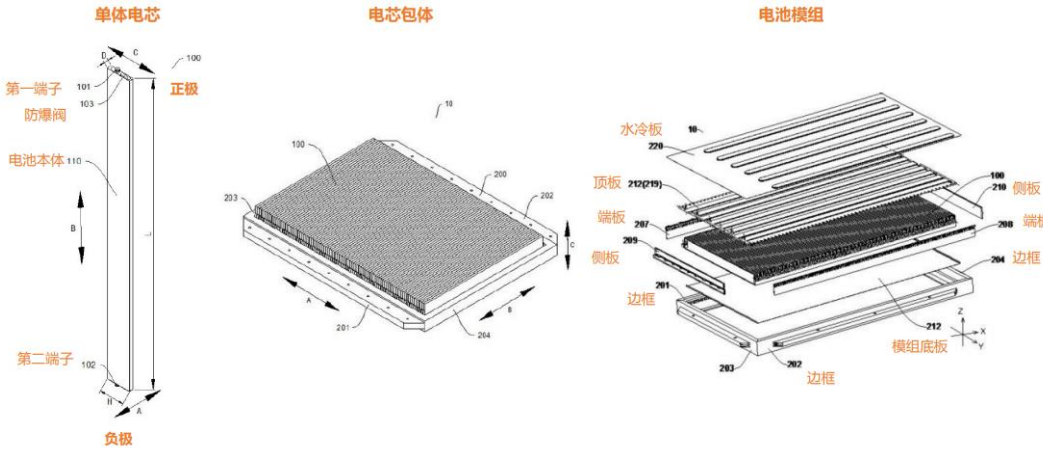
三、行业看点一：紧跟技术变革，把握发展机遇

3.1 磷酸铁锂复苏，乘用车应用提速

能量密度决定乘用车应用潜力，铁锂改善明显。2017 年之前，我国电动商用车市场发展迅速，铁锂电池获得规模化应用。然而 2017 年之后随着能量密度与补贴系数挂钩，95~120wh/kg 为系数 1 之上才能有补贴的溢价，当时铁锂企业受到巨大冲击，圆柱形厂商较难提升，只能在 100wh/kg 附近徘徊，而方形铝壳电池要达到 120wh/kg 依然较为艰难。商用车使用铁锂尚可，作为对空间要求极高的乘用车，三元呈现非常强的挤出效应。然而经过多年的提升，现阶段铁锂电池已经完全能够满足乘用车的使用，pack 能量密度能够接近甚至超过 160wh/kg，比亚迪汉已经给出答案，整车续航超过 550km，让铁锂电池重返乘用车企的视野，其能量密度的提升主要来自三方面：

电池单体结构改善，提升电芯能量密度。在磷酸铁锂电池发展初期，10~20Ah 的电池单体是市场主流，之后企业逐步将电芯单体扩大，节约辅材的消耗，既能降低成本，也能提升能量密度，单体容量很多超过 200Ah。另一方面，近期比亚迪的刀片电池是基于电池结构的优化的实例。刀片电池即长电芯方案（主要指方形铝壳），是一种通过增大电芯的长度（最大长度与电池包宽度相当），将电芯扁长化设计，来进一步改进电池包集成效率的技术。比亚迪刀片电池“体积比能量密度”比传统铁锂电池提升了 50%，成本能下降 20%-30%，放电倍率将大幅提升，寿命长达 8 年 120 万公里。随之而来的就是搭载同样重量和体积的电池，可以拥有更长的续航，同时也保留了磷酸铁锂电池寿命长，安全性高的特点。

图 17： 比亚迪“刀片电池技术”



资料来源：国家知识产权局，川财证券研究所

CTP（cell to pack）系统集成技术，提升 pack 效率。2019 年 9 月，在法兰克福国际车展上，宁德时代推出了全新的 CTP 高集成动力电池开发平台，即电芯直接集成到电池包。由于省去了电池模组组装的环节，相对于传统的电池包，CTP 电池包体积利用率提高了 15%~20%，电池包零部件数量减少 40%，生产效率提升了 50%，将大幅降低动力电池的制造成本。CTP 电池包能量密度较传统电池包将提升了 10%~15%。由于 CTP 是平台化技术，对电芯一致性的要求相对较高，现阶段各大电池企业都已经开始向该方向进军，而磷酸铁锂电池也将受益于该技术，提升 pack 效率。

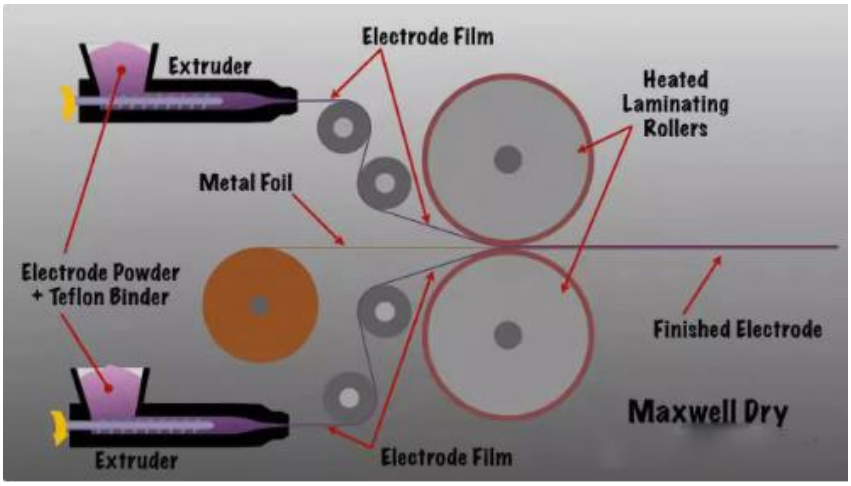
图 18： 宁德时代 CTP 技术



资料来源：汽车之家，川财证券研究所

压实密度提升明显，受益于未来干电极技术。压实密度是面密度与材料厚度的比值，其在锂电池的制作过程中对锂电池性能有较大的影响，一般来说，压实密度越大，电池的能量密度就越高。压实密度主要受材料真密度、材料形貌、材料粒度分布和极片工艺影响，提高压实密度的主要方法是优化形貌、优化粒度分布和极片工艺的提升。目前磷酸铁锂压实密度的还有很大的提升空间，磷酸铁锂纳米化有效的提高了其压实密度，磷酸铁锂压实密度相比 2016 年已提升了约 15%。 另外，特斯拉收购 Maxwell 的干电极技术或接近商用化，届时涂布的固含量相较传统湿法涂布将大大提升至理论固含量，我们预计能量密度还将有 15%左右的增长空间。

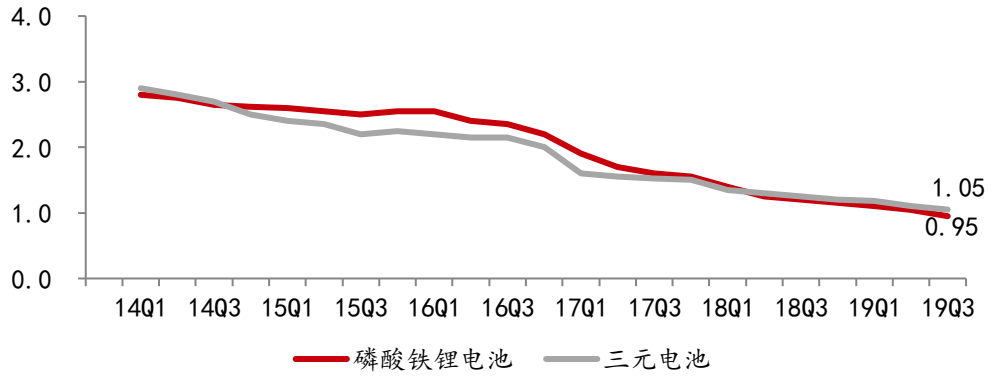
图 19： Maxwell 干电极技术



资料来源：电子发烧友，川财证券研究所

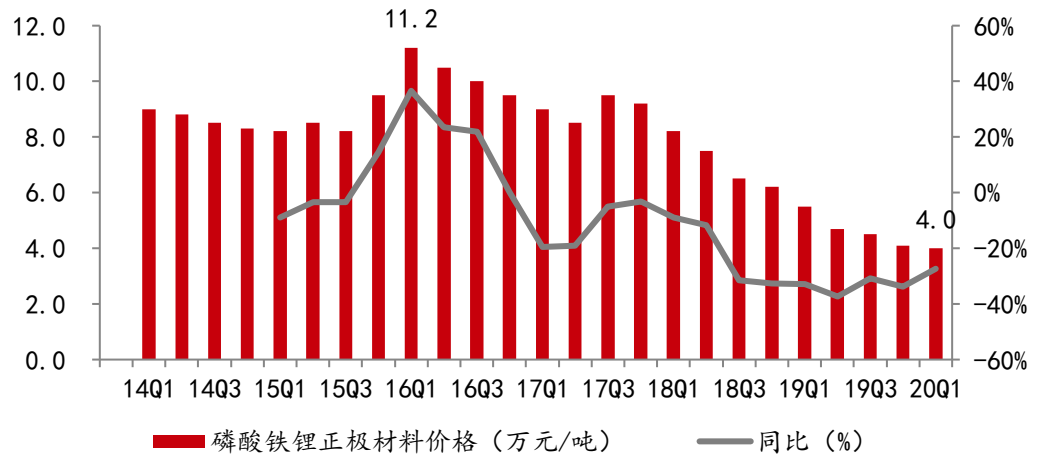
成本下降，磷酸铁锂重获青睐。磷酸铁锂正极材料的成本构成中直接材料约占75%左右，制造费用占20%左右，因此其成本下降主要来源于原材料价格下降。上游原材料碳酸锂等价格自2016年来价格大幅下降，且磷酸铁锂正极材料供给过剩，导致磷酸铁锂正极材料自16Q1最高的11.2万元/吨下降至20Q1的4.0万元/吨，降幅达64.3%。随着全国新能源汽车补贴下滑，深圳市更是取消补贴，电动汽车平价化对电池的成本要求极高，导致车企不得不选择更廉价的电池，磷酸铁锂电池价格比目前广泛使用的三元电池价格低10%以上，且上游原材料供给充足预计会继续带来成本下降，叠加磷酸铁锂电池的安全性、可靠性以及在能量密度上的突破，未来磷酸铁锂电池有巨大的发展潜力。

图20： 磷酸铁锂电池和三元电池系统价格走势



资料来源：高工锂电，川财证券研究所，单位：元/wh

图 21： 磷酸铁锂正极材料价格走势



资料来源：高工锂电，川财证券研究所

3.2 高镍车型放量，国际化节奏提速

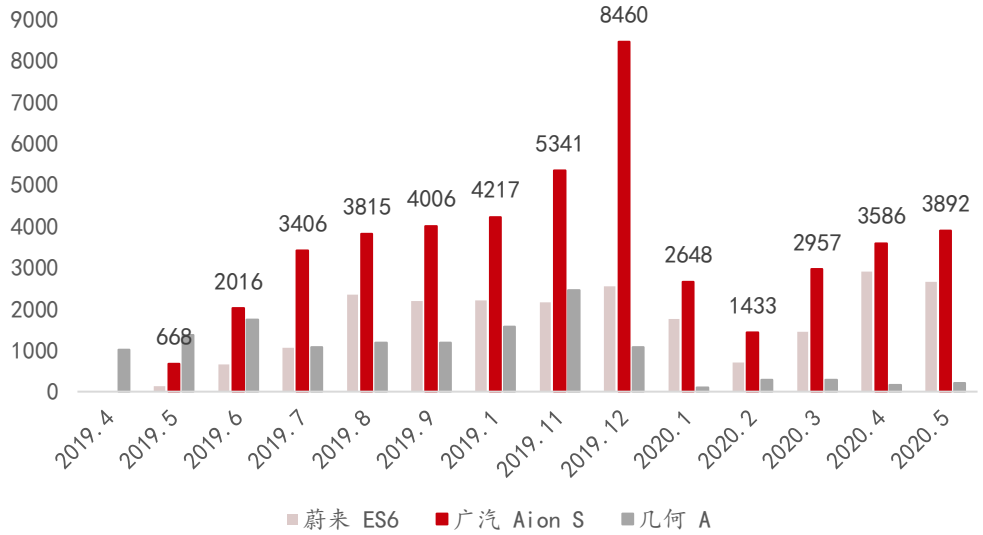
续航里程是高端车型必然的追求。去年 8 月底，广汽 Aion LX 在京预售，新车 NEDC 续航里程达到 650km，创造了当时新能源乘用车续航的最高记录；随后威马也宣布启动全新 7 系纯电动轿车项目，规划 NEDC 续航里程超 700km；宝马计划推出运动版 i5s，电池容量达到 115kWh，WLTP 工况下续航里程将突破 700km，另外 iX3 搭载 74kWh 的电池系统，同样选择的是 811 高镍电池，其基本的目标是对于钴元素降低的迫切需求。

宁德时代引领高镍浪潮。宁德时代作为我国市占率超过 50%的电池企业，产品力已经获得国际国内客户的一致认可，并引领过往的每一次电池路线的切换，从铁锂到三元，从三元 111 过渡到高镍，不断改善安全和循环性能，优化能量密度、高低温等性能。2019 年公司已经正式推出量产 811 三元电池，并已经成功配套广汽 Aion、吉利几何 A、蔚来 ES6、小鹏 G3 400、启辰 D60 EV、爱驰 EU5 等国内车型，同时包括宝马 X1 在内的海外品牌。

按照规划宁德时代 811 电芯能量密度提升分两代，第一代 NCM 811 电池采用石墨负极，规划到 2019 年能量密度达到 250-280Wh/kg；第二代电池采用石墨与少量硅混合制成的负极，规划到 2020 年能量密度达 300-350Wh/kg。

除此之外，海外电池的主流企业 LG、SKI、SDI 都有量产高镍电池的计划，我们预计未来一年将是与德系车企的密切合作期，相应车型有望接连面市。

图 22： 高镍车型销量



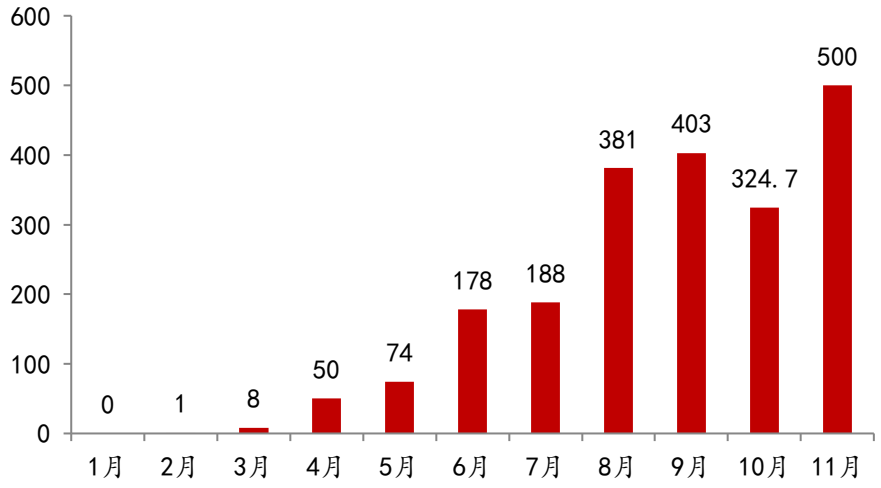
备注：蔚来 ES6 上市时间 2018.12.15；广汽 Aion S 上市时间 2019.4.27；几何 A 上市时间 2019.4.11

资料来源：乘联会，车主之家

高镍趋势来临，受益终端车型放量。蔚来 ES6 是搭载高镍电池的国内车型，销量节节攀升；广汽 Aion S 在去年 5 月份正式上市以后，销量逐步从数百辆攀升至年末的单月 8460 辆，逐步获得消费者认可，成为爆款车型。虽然在今年前两月，各类车型的销量均受到冲击，但是近两月各车型销量均恢复正常水平，我们预测在疫情影响逐步消失，同时配合政策的支持之后，2020 年高镍电池以及材料将依旧呈现高增速。

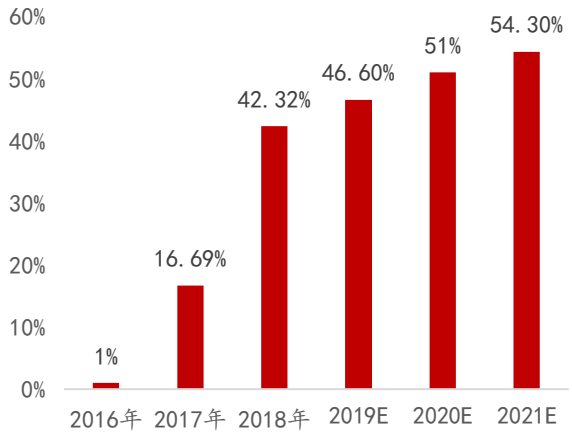
大众入股国轩，高镍三元势头强劲。5 月 29 日，国轩高科发布公告称，拟向大众中国定向发行 30%股份（占发行前总股本），募集资金超过 60 亿，发行价格 19.01 元/股；大众将以人民币现金全额认购，锁定期 3 年；募集资金主要投向项目：16Gwh 高比能量电池（募集 54 亿）、3 万吨高镍（10 亿）；补充流动资金 9.62 亿元。大众入股国轩高科，彰显以大众为首的欧洲车企看好全球电动车市场需求，目前市场上的主流电池还是三元电池，但磷酸铁锂电池单体结构不断改善，带来电芯能量密度的提升，CTP 系统集成技术提升 pack 效率，使得磷酸铁锂电池重回乘用车领域。技术路径看，根据国轩的增发预案，可以确定中国市场的大众会配套高镍三元电池，这也跟欧洲路径一致。这样相当于对“高镍三元是行业发展趋势”的又一次背书，高镍三元电池将会迎来新的增长点。

图 23： 2019 年宁德时代 8 系三元电池装机量（MWH）



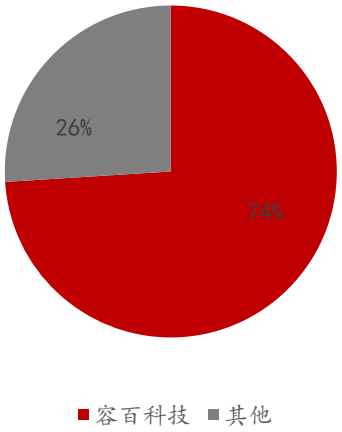
资料来源：鑫椤资讯，川财证券研究所

图 24： 容百科技 8 系三元材料销售占比



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 25： 2018 年 8 系三元材料市场份额



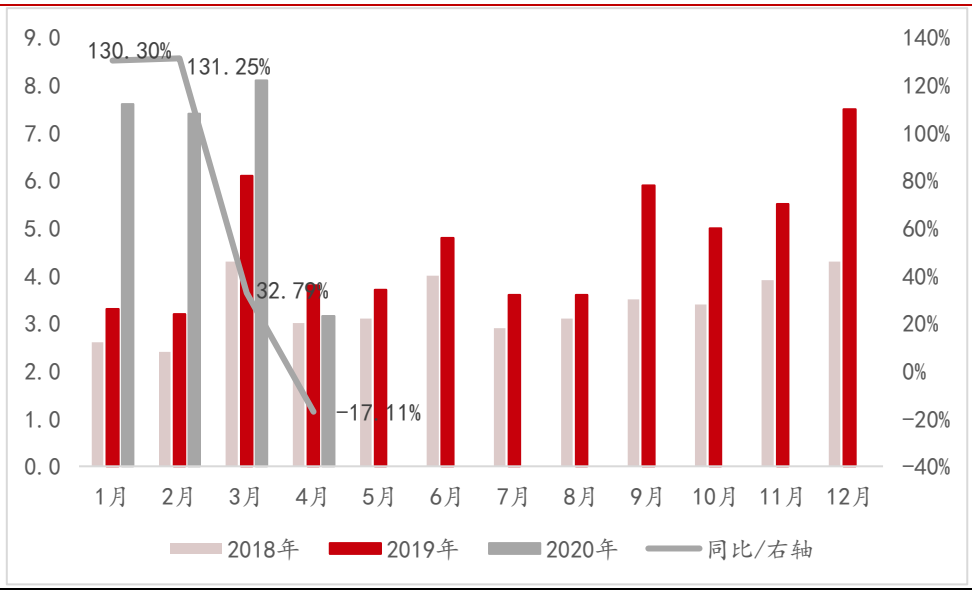
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

四、行业看点二：海外政策强催化，国内 B 端 C 端待复苏

4.1 欧洲新能源汽车销量强劲，政策推动行业快速发展

欧洲 2020Q1 新能源汽车销量高速增长，受疫情影响二季度有所回落。2020 年欧盟进入 CO_2 排放新规考察期，各国政府也纷纷加大新能源汽车支持力度。2020 年 Q1 欧洲地区新能源汽车销量增速迅猛，1 月、2 月、3 月分别完成销量 7.6 万辆、7.4 万辆、8.1 万辆，同比增速分别为 130.30%、313.25%、32.79%。进入二季度，受欧洲疫情扩散影响，4 月份新能源汽车销量受阻，欧洲汽车销量下滑 17%，但表现依然好于乘用车。5 月，从部分国家数据来看，疫情影响减弱，德国、法国、英国、挪威、葡萄牙、瑞典六国 2020 年 5 月新能源汽车注册量 3.2 万，同比上升 22%，环比上升 38%。预计 6 月欧洲各国新能源汽车将进一步回暖，下半年恢复高增长。

图 26： 欧洲新能源汽车销量情况



资料来源：Markelines，川财证券研究所

欧洲政策利好不断，全年高增长可期。5 月 19 日，欧盟提案将电动车纳入绿色经济复苏计划，具体包括：1)在未来 2 年推动 200 亿欧元的清洁能源汽车采购计划；2)建立 400~600 亿欧元的清洁能源汽车投资基金；3)2025 年之前新建 200 万个公共充电桩；4)对零排放汽车免征增值税。除欧盟之外，德国和法国也纷纷加大新能源汽车支持力度。5 月 26 日法国宣布出资 80 亿欧元重振汽车产业，购买电动汽车的个人可获 7000 欧元补贴，购买电动汽车的公司可获 5000 欧元补贴，而购买混合动力可充电汽车的补贴为 2000 欧元。德国于 6 月

初通过 1300 亿欧元经济复苏计划，主要包括：1)售价在 4 万欧元以内的纯电动汽车补贴在原有基础上增加 3000 欧，即 9000 欧元，提升 50%； 2)增值税下降 3 个百分点，由 19%下降至至 16%；3)500 亿欧元用于电动车、氢能、智能化等技术方向。在欧盟和各国政策支持之下，新冠疫情对新能源汽车的冲击有望降至最低，欧盟进入 CO_2 排放新规考察期，政策端将推动欧洲 B 端需求大幅增加，预计下半年欧洲新能源汽车销量将继续快速增长，渗透率显著提升。

表格 3. 欧洲新能源汽车补贴政策

国家/地区	时间	政策主要内容
欧盟	2020 年 5 月 19 日	1)在未来 2 年推动 200 亿欧元的清洁能源汽车采购计划；2)建立 400~600 亿欧元的清洁能源汽车投资基金；3)2025 年之前新建 200 万个公共充电桩；4)对零排放汽车免征增值税。
法国	2020 年 5 月 26 日	出资 80 亿欧元重振汽车产业，购买电动汽车的个人可获 7000 欧元补贴，购买电动汽车的公司可获 5000 欧元补贴,而购买混合动力可充电汽车的补贴为 2000 欧元。
德国	2020 年 5 月 31 日	德国经济部提议发放总额 50 亿欧元的汽车购置补贴。单价低于 77350 欧元的电池驱动汽车或燃油驱动汽车均可享受购车补贴，补贴期限截止到今年年底。购置新车可获得 2500 欧元补贴，节油型车辆额外再获 500 欧元补贴；针对电动汽车，在现有补贴政策之外，纯电动汽车单车购置可获 1500 欧元补贴，混合动力电动汽车可获 750 欧元补贴。
	2020 年 6 月 3 日	1)售价在 4 万欧元以内的纯电动汽车补贴在原有基础上增加 3000 欧，即 9000 欧元，提升 50%； 2)增值税下降 3 个百分点，由 19%下降至至 16%；3)500 亿欧元用于电动车、氢能、智能化等技术方向。

资料来源：公开资料整理，川财证券研究所

4.2 国内 B 端消费向好，特斯拉平价化利好 C 端

疫情致使新能源汽车产销大幅回落，B 端需求有望带动增长。2020 年 1 月-5 月国内新能源汽车完成销量 28.9 万辆，同比下滑近 40%，今年国内电动汽车产销的压力和动力与去年相比结构上发生了变化，由于疫情的影响，网约车会承受较大压力，而环卫、物流、公务、出租等 B 端需求会显著提升电动汽车采购量，从而对今年经济压力带来的影响起到对冲作用。

表格 4. 巡游出租车相关统计

年份	营运车辆数（万辆）	新能源车辆数（万辆）	出租汽车企业（户）	个体经营业户	客运量（亿人次）	经营里程（亿公里）
2014	137.0	0.4	8428.0	126292.0	406.1	1618.1
2015	139.3	0.7	8541.0	123705.0	396.7	1602.4
2016	140.4	1.9	8554.0	125055.0	377.4	1552.5
2017	139.6	2.7	8557.0	125207.0	365.4	1590.9
2018	138.9	4.6	8636.0	131776.0	351.7	1506.9

资料来源：川财证券研究所

2017 年 3 月 5 日李克强总理在中华人民共和国第十二届全国人民代表大会第五次会议上中提出蓝天保卫战的概念，2018 年 7 月 3 日国务院公开发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》。随后各省市陆续出台了符合当地情况的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，其中针对公共公共交通设施，多数地区规定 2020 年底前新能源汽车使用比例达到 80%。今年为各地政策推行的收官之年，受疫情影响，第一季度推进缓慢，后三季度有望加速发展，于年底之前完成既定目标。

除了国家和省级的政策以外，各地方陆续出台响应蓝天保卫战的措施，其中部分市区自 2019 年以来已经实行新增网约车全部使用新能源汽车的方案，不少地区目标本年底实现出租车全电动化。2019 年新能源车销售录得行业发展以来的首次负增长，且近期疫情影响扩散，汽车产销受到较大影响。此前国家陆续出台的一系列刺激消费的方针政策将有力推动新能源行业发展，从而带动电动化的进一步普及，因此下半年运营车辆预计将会加速电动化进程。

表格 5. 地方出租车电动化政策汇总

城市	政策方案
沈阳	新增网约车必须采用电动车
昆明	2019 年起新增网约车必须采用纯电动车辆
佛山	2019 年 1 月起新增网约车采用新能源汽车
深圳	2019 年 7 月开始新增网约车必须为纯电动车辆，出租车已完成 65%电动化替换
郑州	2019 年 10 月起郑州新增网约车、出租车均使用纯电动车辆
广州	2020 年起新增网约车采用新能源汽车
大连	2020 年起新上牌网约车全部使用新能源汽车，2025 年全市网约车采用新能源
太原	2020 年网约车全部更换为新能源车辆
成都	2020 年出租车全部实现电动化，对符合标准的企业和个体给予补贴

北京	2020 年替换 2 万辆燃油出租车为纯电动车，对符合纯电动出租汽车更新要求的经营者给予一次性政府资金奖励
南京	优先选用新能源车作为网约车
上海	2020 年出租车电动化率达到 80%
陕西	2017 至 2019 年期间，出租车需全部被更换为新能源汽车
安徽	2018 年起，一类新增巡游出租车 100%使用新能源汽车，二类不低于 50%，三类不低于 30%
辽宁	2018 年起，出租车新能源汽车占比达到 90%，力争 2020 全部更新为新能源汽车

资料来源：川财证券研究所

政策加码，刺激 C 端消费增加。疫情爆发以来，欧盟及部分欧洲国家均出台了较为强劲的政策以支持新能源汽车发展。我国也于 4 月 23 日颁布了新能源汽车补贴新政，本次补贴新政将原计划于今年年底到期的新能源汽车购置补贴政策延长 2 年；同时补贴退坡力度和节奏也有所平缓，原则上 2020-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%。虽然国内补贴力度相较于欧洲较弱，但是在原有预期上已有较大提升。我国作为汽车消费大国，新能源汽车销量也占据全球很大比例，预计在当前企业端补贴下滑的情况下，后期将会增加对消费端的补贴，以刺激新能源汽车消费，提高新能源汽车渗透率，实现节能减排和建设绿色城市的目标。

表格 6. 2020 年新能源乘用车补贴标准

车辆类型	纯电动续驶里程 R（工况法、公里）		
纯电动乘用车	300≤R<400	R≥400	R≥50
	1.62	2.25	/
插电混合动力乘用车（含增程式）	/		0.85
1.纯电动乘用车单车补贴金额=min（里程补贴标准，车辆带电量*500 元）*电池系统能量密度调整系数*车辆能耗调整系数。 2.对于非私人购买或用于运营的新能源乘用车，按照相应补贴金额的 0.7 倍给予补贴。 3.补贴前售价应在 30 万元以下。			

资料来源：《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，川财证券研究所，单位：万元

“双积分”政策趋严，倒逼车企产销新能源汽车。6 月 22 日，工信部、财政部、商务部等 5 部委发布关于修改《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》的决定，在年初征求意见稿的基础上进行几点修正，并规定自 21 年 1 月 1 日起执行。本次修改后，2021 年度、2022 年度、2023 年度的新能源汽车积分比例要求分别为 14%、16%、18%。本次政策规定，对于纯电

动乘用车，单车积分核算公式为：0.0056×R+0.4，其中 R 为续航里程；而对于插电式乘用车，单车积分为 1.6 分。本次新政对于单车可获得积分量再次下降，有利于倒逼车企制造、销售新能源汽车。

地方消费端补贴加码，新能源汽车销量有望回暖。今年以来，各地也纷纷加大对新能源汽车的补助。深圳市对消费者购买纯电动或 PHEV 高级车给予 2 万元补助，对于购买纯电动经济车补助 1 万元。武汉、海南分别给予 1 万元的新能源汽车购置补贴。上海和天津针对新能源汽车充电分别给予 5000 元和 2000 元的充电费用补助。国家购置税补贴叠加地方政府补贴将进一步降低消费者的成本，有望推动新能源汽车销量回暖。

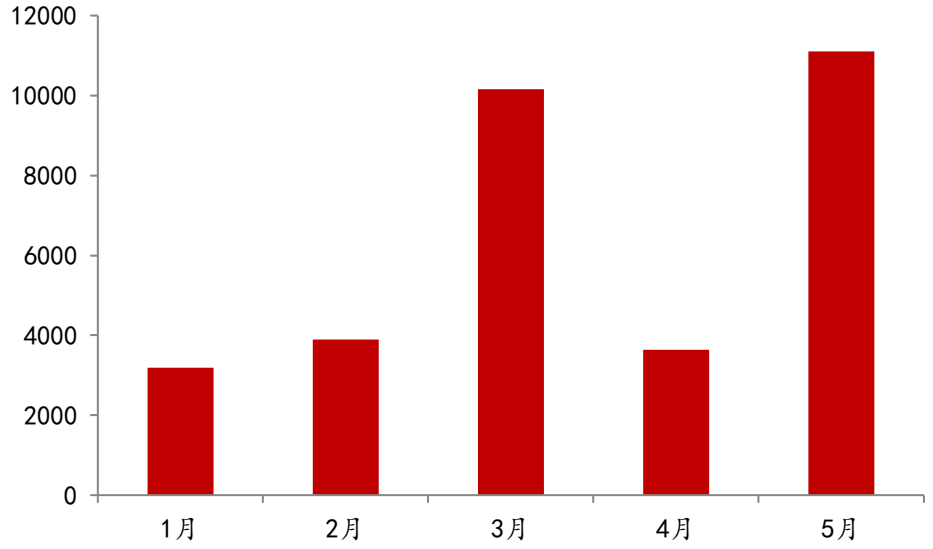
表格 7. 国内各地新能源汽车补贴政策

地区	新能源汽车补贴政策	补贴金额（万）
湖北省武汉市	本市生产、销售、上牌，每辆补贴 1 万元	1
海南省	省内上牌，每车综合奖励人民币 1 万元	1
上海市	购新能源车，给予 5000 元补助	0.5（充电费用补贴）
广东省深圳市	纯电或 PHEV 高级车，补 2 万；纯电经济车，补 1 万	1-2
广东省农村居民	购买新能源车补贴 1 万	1
广东省广州市	每车 1 万元综合补贴；非插混车，每辆 6000 元	0.6-1
天津市	本市居住人员或注册单位	0.2（充电费用补贴）
浙江省宁波市	本市生产、销售的新能源汽车	0.5

资料来源：公开资料整理，川财证券研究所

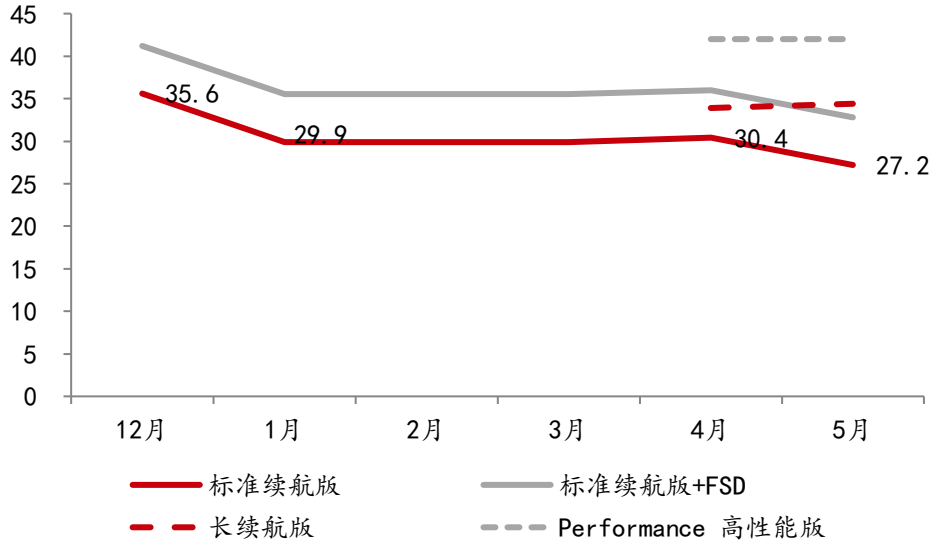
Model 3 平价化，带动销量快速增加。5 月 1 日，特斯拉 Model 3 标准续航升级版价格由 30.355 万元下调至 27.155 万元。3 月以来，特斯拉上海临港工厂复工复产状况良好，单月产量保持 1 万辆/月以上的水平。需求端，特斯拉在中国需求旺盛，3 月 Model 3 销量达到 10160 辆，虽然 4 月曾经历销量大跌，仅完成 3635 辆的销量，但是在 5 月降价后，Model 3 重夺新能源汽车销量冠军，5 月单月实现销量 11095 辆。特斯拉降价使得新能源汽车在成本端的优势越发明显，行业领跑者特斯拉价格降低也将促使行业其他车企降价以扩大销量。

图 27： 2020 年 Model 3 月度销量情况



资料来源：乘联会，公开资料整理，川财证券研究所

图 28： Model 3 价格走势



资料来源：公司官网，汽车之家，川财证券研究所，单位：万元

五、投资与建议

我们认为汽车行业处于低谷期，终端销量受多种因素影响受损严重，新能源车近期还受制于原油价格的压制。然而我们认为电动化是明确的趋势，海外传统车企一开始转向并大力扩展，我国具备成本与技术的先发优势，中游产业链将最为受益。同时电池技术技术的变革将成为行业的主旋律，根据过往经验通常可以得到适当溢价，因此建议关注有磷酸铁锂和高镍三元产能的电池及材料企业，如：宁德时代、比亚迪、德方纳米、容百科技、当升科技、杉杉股份等，同时随着上汽通用五菱等的廉价车型推出，其更加贴合基础消费市场，未来有望迎来放量，受益标的可关注鹏辉能源。

表格 8. 相应标的盈利与估值

公司名称	股价	EPS			P/E		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
宁德时代	171.50	1.23	2.26	3.30	139.5	76.1	52.0
比亚迪	71.70	0.91	1.22	1.61	78.7	58.8	44.7
德方纳米	99.57	3.11	5.44	7.93	32.0	18.3	12.6
当升科技	33.18	0.82	0.97	1.25	40.5	34.2	26.5
容百科技	36.43	0.81	1.18	1.48	45.0	30.9	24.6
杉杉股份	11.11	0.33	0.42	0.49	33.7	26.5	22.7
鹏辉能源	17.13	1.68	2.11	2.52	10.2	8.1	6.8

资料来源：Wind，川财证券研究所，截止 20200624

风险提示

政策波动风险

乘用车企业平均燃料消耗量与新能源积分并行管理办法已经完成公示，其正式出台时间以及标准调整将一定程度影响产业发展。

重大安全事故风险

锂电池具有一定的潜在安全隐患，存在燃烧甚至爆炸风险。如若重大安全事故发生，造成大面积人员伤亡，产业发展会受到一定影响。

疫情影响持续扩散

疫情进一步深化，长时间影响国际国内生产与消费。

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857