

“补贴”结束，“高端”开启 ——电动车新一轮三年十倍

汽车与汽车零部件

分析师 邓学

SAC执业证书编号：S1110518010001

联系人 张程航、娄周鑫

2018-7-20



风险提示：非限购城市新能源汽车销量低预期、新能源车成本下降速度低于预期、元器件及原材料价格不及预期、测算偏差等，文中测算基于一定前提假设，仅供参考。

投资建议：电动车新一轮三年十倍

- **补贴周期结束，高端周期开启，三年十倍扩张。** 低端供应链陷入红海竞争，将长期低迷，新一轮“高端”周期在2018年正式启动，高端产业链进入三年十倍的发展期！
- **电动汽车高端产业链将长期供不应求，龙头公司进入业绩加速期。** 全球车企正构建电动汽车核心供应链，驱动电机、动力电池、热管理、智能座舱、轻量化、高压模块、充电模块等增量器件高端市场未来三年增长达900%+。
- **以史为鉴，高端周期开启，有望迎来“戴维斯”双击。** 补贴周期，个股实现业绩（3倍）和PE估值（15倍到40倍）的“戴维斯双击”。高端周期，核心龙头在周期起步时“盈利占比低、业绩弹性大、估值预期低”，周期高点“盈利占比高、业绩弹性小、估值预期高”。未来三年核心龙头将进入业绩（增长1-3倍）和估值（15倍到30倍）的“戴维斯双击”。
- 看好高端链条核心龙头公司，先论产业地位，再论业绩弹性，后论产品赛道。推荐【**旭升股份、三花智控**（家电覆盖）、**银轮股份、中鼎股份、宏发股份**（电新）、**汇川技术**（电新）、**宁德时代**（电新）、**璞泰来**（电新、机械）、**当升科技**（电新）、**杉杉股份**（电新）、**天齐锂业**（有色）、**华友钴业**（有色）】，建议关注【**欣锐科技、耐世特**】。

天风证券
TF SECURITIES



1. 推倒重来？！补贴周期结束，高端周期开启



2. 高端产业链业绩加速在即



3. 新能源汽车的“戴维斯双击”



4. 投资建议



1. 推倒重来？！补贴周期结束，高端周期开启



2. 高端产业链业绩加速在即



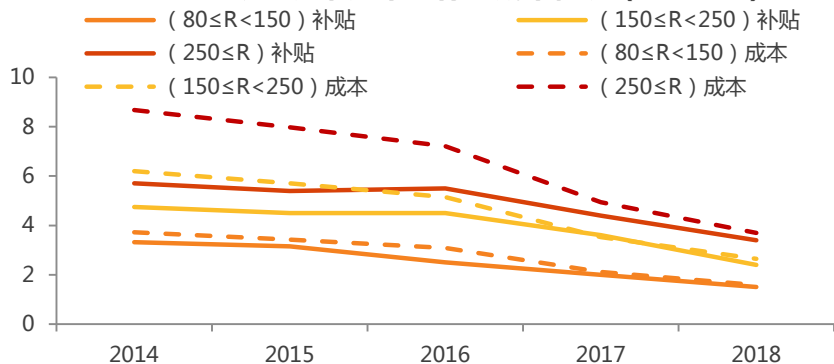
3. 新能源汽车的“戴维斯双击”



4. 投资建议

上一轮景气周期：高额补贴

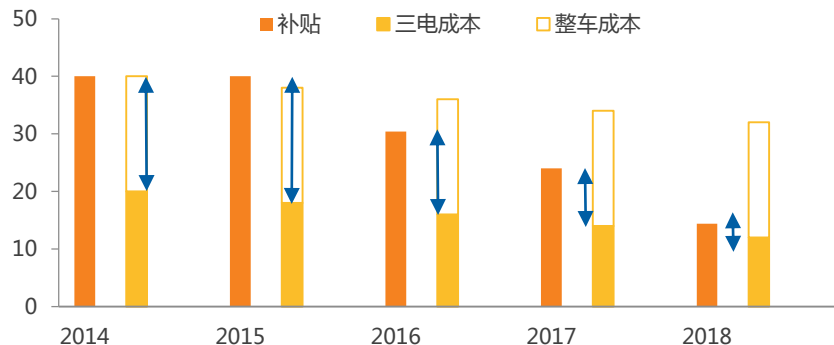
图：2014-2018新能源乘用车国补与成本情况（万元/辆）



资料来源：财政部，天风证券研究所

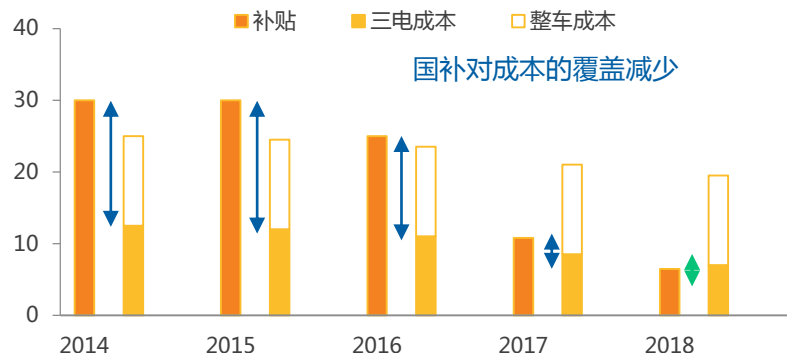
备注：图表仅反映行业大致情况；R为工况续航里程，单位为km

图：2014-2018新能源中型客车国补与成本情况（万元/辆）



资料来源：财政部，天风证券研究所

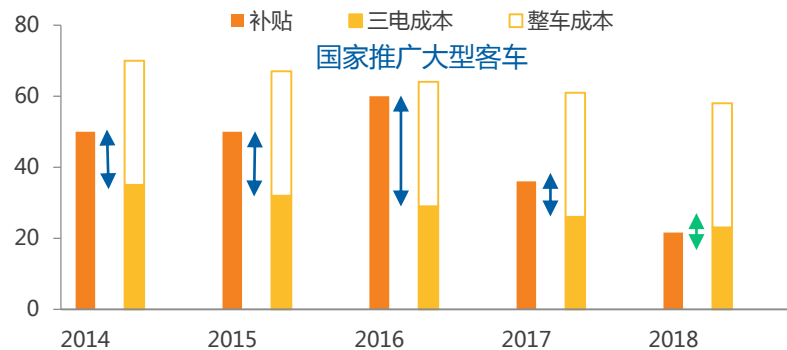
图：2014-2018新能源轻型客车国补与成本情况（万元/辆）



资料来源：财政部，天风证券研究所

备注：图表仅反映行业大致情况，2016-2018年补贴额取标准上限，下同

图：2014-2018新能源大型客车国补与成本情况（万元/辆）



资料来源：财政部，天风证券研究所

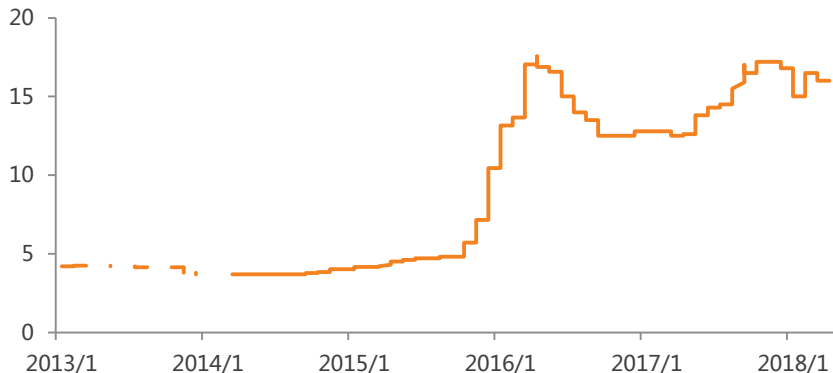
中游短缺是核心矛盾

表：2014-2019锂资源供需测算（万吨）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
全球供给	16	16.4	20.2	24.3	29.2	38.3
全球需求	15.5	17.7	20.6	23.9	29.2	35.1
新能源汽车	1.2	2.5	3.6	5.8	10.2	15.1
油电混动汽车	0.9	1	1	1	1	1
3C	2.4	2.6	2.8	3.1	3.4	3.8
电动工具及其他电池	0.5	0.6	0.7	0.8	1	1.2
玻璃陶瓷及其他需求	10.4	11	11.6	12	12	12
供给-需求	0.5	-1.3	-0.4	0.4	-0.1	3.2

资料来源：刚果（金）央行，Darton，公司公告，天风证券研究所

图：2013-2018电池级碳酸锂价格（万元/吨）



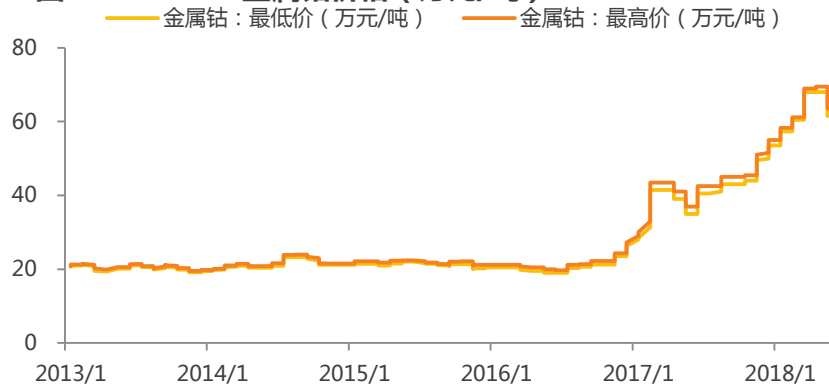
资料来源：Wind，天风证券研究所

表：2015-2020钴资源供需测算（万吨）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
全球供给	12.1	11	12.3	13.3	15.2	17.9
全球需求	11	11.3	12.7	13.9	15.6	18.3
3C用钴	5.4	5.6	6.1	6.5	7	8.3
动力电池用钴	0.3	0.4	1.1	1.5	2.4	3.5
高温合金	1.4	1.4	1.6	1.7	1.9	2.1
硬质合金	0.7	0.8	0.8	0.9	1	1
其他	3.3	3.1	3.1	3.2	3.3	3.3
供给-需求	1.03	-0.25	-0.36	-0.6	-0.35	-0.38

资料来源：刚果（金）央行，Darton，公司公告，天风证券研究所

图：2013-2018金属钴价格（万元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

下一轮景气周期：高端消费——双积分推动

- 双积分政策接力补贴，推动全球车企的电动化转型：国际，大众、日产雷诺、特斯拉、通用为一线阵营，福特、宝马、丰田为二线阵营。国内，上汽自主、北汽新能源、吉利、比亚迪具备先发优势。
- 积分方案目标2020年200万辆乘用车，预计实际**146万-194万辆**：届时3-4分的平均NEV单车积分更可能实现,对应5.1%-6.8%的新能源汽车渗透率。2019年和2020年合计预计265万-360万辆。

表：双积分并行考核要求下，行业NEV生产/进口销量及渗透率

	销量 (万辆)		渗透率 (%)		
	2019	2020	2019	2020	
当年乘用车预计销量 (万辆)	2680	2840			
NEV积分比例	10%	12%			
NEV积分目标总额 (分) (按比例计算)	268	341			
须抵偿的CAFC负积分 (工信部预估)	147	242			
合计须产生的NEV积分	415	583			
NEV单车积分平均值 (动态值)	2	208	291	7.7%	10.3%
	2.5	166	233	6.2%	8.2%
	3	138	194	5.2%	6.8%
	3.5	119	167	4.4%	5.9%
	4	104	146	3.9%	5.1%
	4.5	92	130	3.4%	4.6%
	5	83	117	3.1%	4.1%
	5.5	75	106	2.8%	3.7%
	6	69	97	2.6%	3.4%

来源：工信部等，天风证券研究所

下一轮景气周期：高端消费——补贴政策推动

- 新能源汽车扶持政策直接推动高端车型上市、低端车型向高端升级。
- 2018年，乘用车补贴额度按续航里程、电池能量密度等指标进一步分化，高端乘用车补贴不退反增。

表：新能源纯电动乘用车补贴方案变化情况（万元/辆）

续航里程（km）	2017	2018正式版	变化幅度
$100 \leq R < 150$	2.0	无	/
$150 \leq R < 200$	3.6	1.5	-2.1
$200 \leq R < 250$	3.6	2.4	-1.2
$250 \leq R < 300$	4.4	3.4	-1.0
$300 \leq R < 400$	4.4	4.5	+0.1
$R \geq 400$	4.4	5.0	+0.6

来源：财政部等，天风证券研究所



海外车企全面转型电动化

表：全球主流整车新能源战略规划

品牌	销量目标	新车规划	中国战略
大众	2025年总销量20~25%	2020年新能源车型20款，2025年30款纯电动,2030年全线车型有电动版	2020年40万辆，2025年150万辆
奔驰	2025年总销量15~25%	发布EQ子品牌，2025年前10款，首款18年投产	大部分车型将国产
宝马	2018年销量15万，2025年总销量15~25%	发布BMW i子品牌，2020年之前，所有车系具备电动选项	已推出6款新车，并发布之诺品牌，已推出2款新车
福特	2020年总销量10~25%	2020年前推出13款	2020年前推出国产蒙迪欧Energi和纯电小型SUV，未来全系引入中国
通用	2025年销量50万	2020年至少10款，2020年新电动车平台，至少11款。	2020年前推出10款以上车型，涵盖雪佛兰、别克、凯迪拉克、宝骏品牌
本田	2030年总销量2/3	2018年北美推出一款插电混车型，然后推出主要车型的插电式版本，并增加车型数量	2020年混动车占比50%，并推出PHEV车型，2025年推出20款以上
丰田	2050年HEV、PHEV占总销量70%，FCV、EV占30%	2016年推出Prius PHEV，2020年量产EV车型，2025年10款以上纯电动，所有车型均有电动版本	2018年国产卡罗拉、雷凌PHEV，合资自主推EV
日产	2020年EV占总销量20%	优先EV，目标大众市场，日产LEAF、雷诺Zoe，2025年一半车型新能源	以启辰为重心，推出多款廉价EV车型
现代	2020年销量30万	2020年之前推出26款（12款HEV、6款PHEV、2款EV、2款FCV），2025年前38款	2020年，销量占比10%，推9款车型
PSA	2020年销量10万（估计），2023年总销量80%	2020年前，推7款PHEV和4款EV，2023年增27款，2025年全面电动化	2020年前推出5款车型，2款EV
奥迪	2025：新能源销量占比达25%。	2018-2020：7款引入中国，其中BEV：Q2、Q5、Q6、e-tron Sportback量产版及一款小型SUV；PHEV：A8、Q4； 2020：量产智能网联汽车； 2023：一汽合资车型增至12款； 2025：25款车型，其中12款电动。	2018：启用70亿欧元研发新能源和自动驾驶。

来源：第一电动网，天风证券研究所

天风证券
TF SECURITIES

全新A0、A级车大规模上市，推动销量结构走向中高端

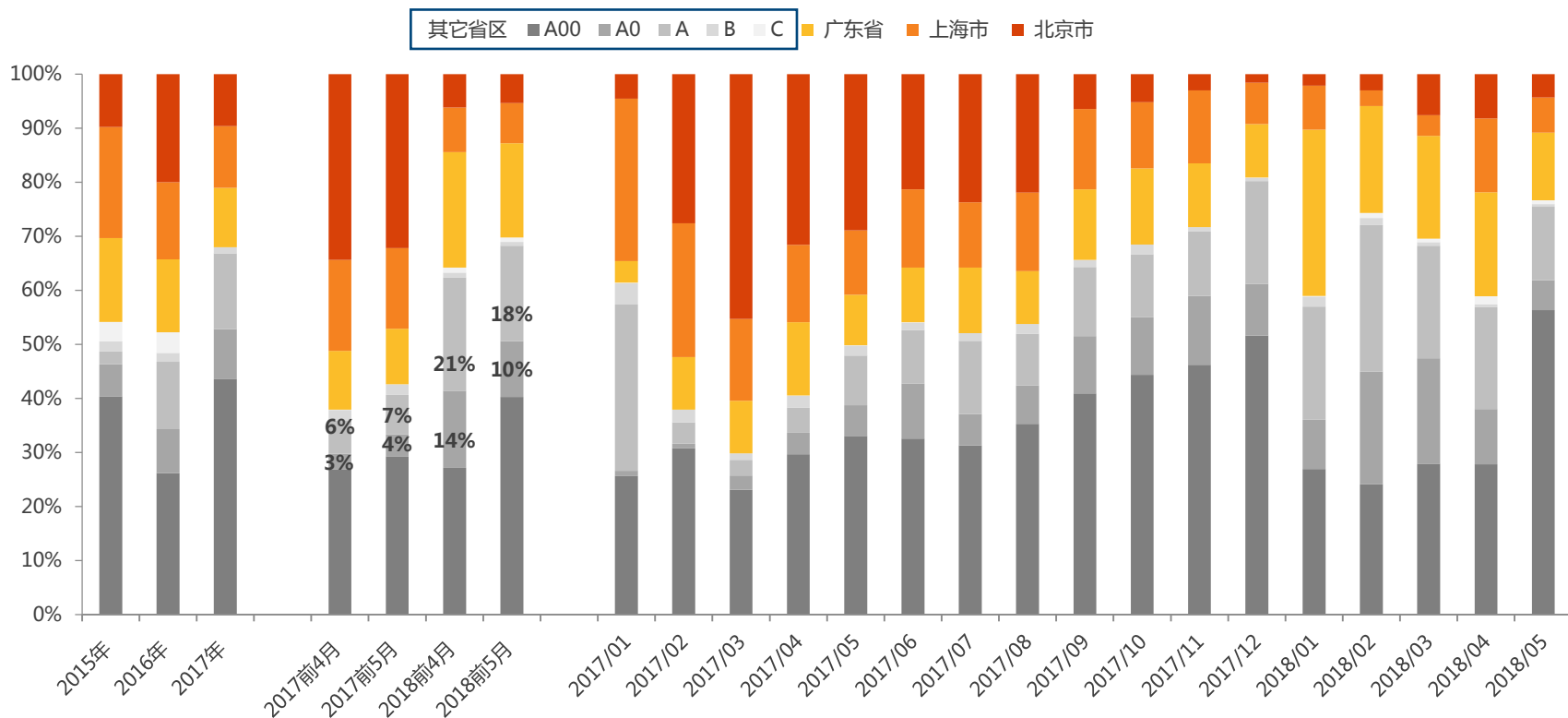
品牌	车型	燃料类型	上市时间	种类	级别	续航 (km)
北汽新能源	EU5	BEV	北京车展期间	CAR	A	416
北汽新能源	EX360	BEV	2018/3/26	SUV	A	318
北汽新能源	ET400	BEV	2018/7/1	SUV	A	350
北汽新能源	EC3	BEV	2018年第三季度	SUV	A0	261
比亚迪	秦EV450	BEV	2018/3/31	CAR	A	400
比亚迪	e5450	BEV	2018/3/31	CAR	A	400
比亚迪	腾势500	BEV	2018/3/26	CAR	B	451
比亚迪	元EV360	BEV	2018/4/25	SUV	A0	305
比亚迪	宋EV400	BEV	2018/3/31	SUV	A	360
比亚迪	唐DM	PHEV	2018/6/26	SUV	B	80/100
比亚迪	唐EV500	BEV	2018/12/1	SUV	C	500
东风日产	聆风	BEV	2018年	CAR	A	400
东风日产	轩逸EV	BEV	2018下半年	CAR	A	338
广汽三菱	祺智	PHEV	2018/3/10	SUV	A	58
广汽菲克	Jeep大指挥官	PHEV	2019年	SUV	B	
广汽丰田	ix4EV	BEV	2018年年中	SUV	A	
广汽丰田	雷凌	PHEV		CAR	A	50
华晨宝马	宝马530Le	PHEV	2018/3/30	CAR	C	61
吉利	帝豪EV450	BEV	2018/3/29	CAR	B	400
吉利	帝豪Gse	BEV	2018/6/9	SUV	A	353
吉利	博瑞	PHEV	2018/5/28	CAR	B	58
吉利	领克01PHEV	PHEV	2018/6/28	SUV	B	51
上汽通用	别克VELITE6	PHEV	2018年6月底	CAR	A	700
上汽乘用车	荣威Ei5	BEV	2018/3/21	SUV	A	301
上汽乘用车	名爵6	PHEV	2018/4/17	CAR	A	53
上汽乘用车	荣威ei5	BEV	2018/3/21	MPV	A	301
上汽乘用车	荣威MarvelX	BEV	2018年	SUV	B	403
江淮	iEVA50	BEV	2018/4/25	CAR	A	400
江淮	iEV7S	BEV	2018/3/12	SUV	A0	280
江淮	江淮全新iEV6	BEV	2018/6/26	SUV	A00	310
江淮	iEVA50	BEV		CAR	A	400
一汽丰田	卡罗拉	PHEV		CAR	A	
一汽新特	DEV1	BEV	2018年	CAR	A0	350

品牌	车型	燃料类型	上市时间	种类	级别	续航 (km)
江铃	E400	BEV	2018/5/4	SUV	A	252
开瑞	K50EV	BEV	2018/5/19	MPV	A	256
力帆	330EV	BEV	2018/1/1	CAR	A0	180
力帆	650EV	BEV	2018/6/6	CAR	A	305
奇点	iS6	BEV	2018年底	SUV	B	400
奇瑞	eQ1/小蚂蚁300	BEV	2018/3/20	CAR	A00	251
奇瑞	瑞虎3xe400	BEV	2018/3/28	SUV	A0	351
奇瑞	捷途x70	BEV		SUV	B	
奇瑞	捷途x70s	BEV		SUV	B	
起亚	Stonic	BEV	2018年	SUV	A	322
前途汽车	K50	BEV	2018年	跑车	A	300
华泰	圣达菲7XEV520	BEV		SUV	A	400
华泰	圣达菲5NEV480	BEV		SUV	A	380
汉腾	X7PHEV	PHEV	2018/6/6	SUV	A	52
汉腾	X5EV	BEV	2018第三季度	SUV	A	252
汉腾	汉腾mpv	BEV		MPV	B	400
威马	EX5	BEV	2018/4/20	SUV	A	450
威马	EX6	BEV	2019年	SUV	B	600
蔚来	ES8 (6座版)	BEV	2019年上半年底	SUV	C	355
拜腾	拜腾Concept	BEV		SUV	B	400/520
东南汽车	DX3	BEV	2018/4/10	SUV	A0	310
云度	云度π3	BEV	2018/3/28	SUV	A0	251
云度	π7	BEV	2019年	SUV	A	400
长安	新奔奔EV260	BEV	2018/2/26	CAR	A00	251
长安	长安CS15EV	BEV	2017/10/19	SUV	A	300
长安	逸动EV460	BEV	2018年四季度	CAR	A	405
长安	CS75	PHEV	2018/6/1	SUV	A	60
长安福特	蒙迪欧Energi	PHEV	2018/3/27	CAR	B	52
长城	C30EV	BEV	2018/4/11	CAR	A	270
长城	WEYP8	PHEV	2018/4/25	SUV	C	50
长城	欧拉R1	BEV	2018年底	CAR	A00	
众泰	芝麻eZ	BEV	2018/4/18	CAR	A00	210
众泰	T300EV	BEV	2018/4/25	SUV	A0	250

资料来源：第一电动、盖世汽车、公司官网、天风证券研究所

非限牌地区需求撬动：北上广占比下降，其它省区A0级以上需求释放

图：2015-2018年度北京、上海、广东以及其它省份新能源汽车交强险注册量占比

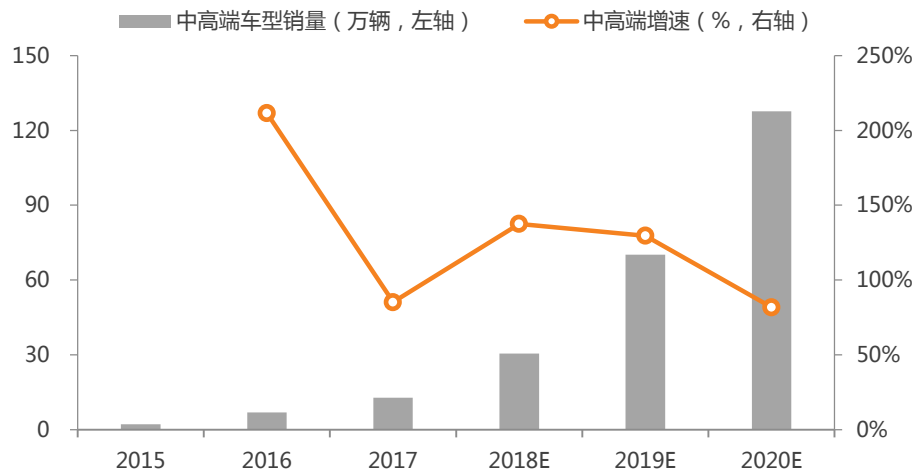


数据来源：保监会、天风证券研究所

中高端需求：未来3年成就10倍市场

- 2015年-2018年前5月，中高端车型占比新能源车分别为22%、30%、26%、29%。
- 主流人群需求将打开，未来三年，中高端车型占比新能源车将达**36%**，**59%**，**75%**，中高端车型销量将从13万辆不到增长到**128万辆**甚至更高，带动高端供应链3年扩张到2017年的**10倍**。

图：2015-2020年中高端车型销量及占比（万辆，%）



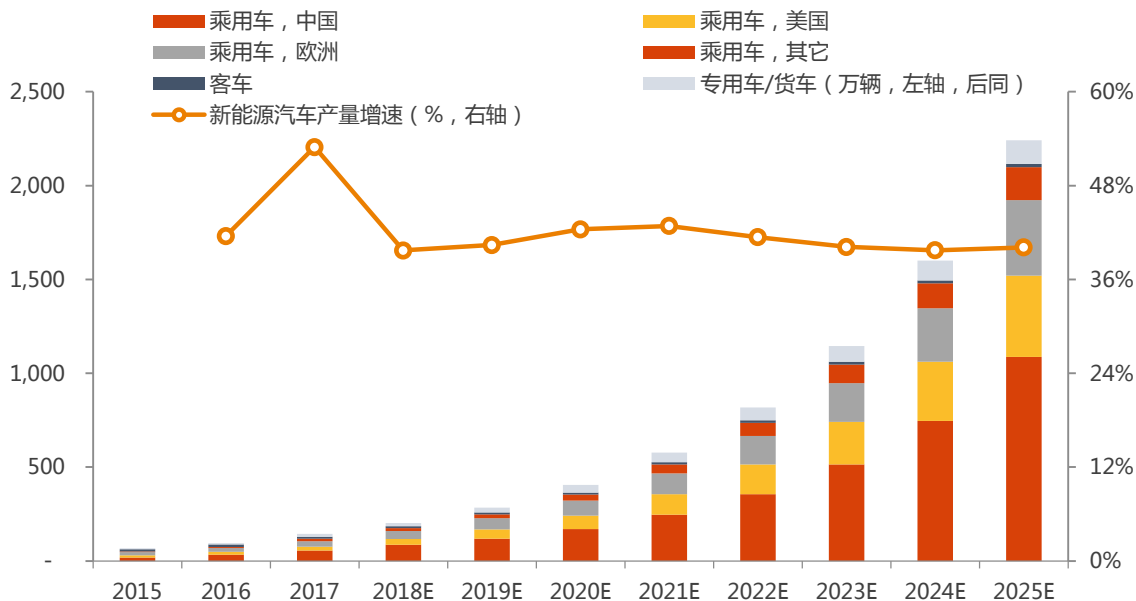
数据来源：乘联会，天风证券研究所



全球高增长持续至2025年

- 预计2025年全球新能源乘用车销量达到**2098万辆**，渗透率**23%**，八年增长**17倍**，CAGR 43%。
- 预计所有新能源车销量达到**2241万辆**，增长**14倍**，CAGR41%。

图：全球新能源汽车产销预期（万辆、%）



资料来源：乘联会、EV Sales、天风证券研究所





1. 推倒重来？！补贴周期结束，高端周期开启



2. 高端产业链业绩加速在即



3. 新能源汽车的“戴维斯双击”



4. 投资建议

七大板块新机遇，颠覆重置？

- **传统燃油汽车**：车身附件、动力系统、传动系统、电子系统成本占比超**80%**。
- **动力和传动系统成本占比近40%**；与智能网联、HMI相关的**音频处理、导航系统**等成本占比仅为**2.4%**。

图：传统燃油汽车零部件成本占比

整车/100%

动力系统 38.5%	动力系统 38.5%	冷却系统 5.1%	制动系统 3.1%	悬架、车轮 5.4%	电子系统 15.4%	车身及附件 29.8%
变速器 9.6%	发动机 18.3%	空调	机械零件	悬挂 3.4%	音频和远程信息 处理2.4%	车身玻璃 1.0%
轮轴、传动轴及 组件5.9%	燃油系统 2.6%	压缩机	制动钳	减震器	导航系统	车体结构17.1%
离合器	排气装置 2.1%	冷凝器	制动盘	控制臂		
		发动机冷却	电动元件	车轮和轮胎 2.0%	电子电气13.1%	被动安全2.5%
		风扇	执行器		线束	内饰 9.2%
		散热器	传感器		仪表盘附件	
					内外照明	

资料来源：天风证券研究所估计

七大板块新机遇，颠覆重置？

- **新能源汽车**：三电系统成本占比约1/3；充电（高压）模块、车载信息系统、铝合金轻量化、车身电子及摄像头等成本占比均高于3%。

图：新能源汽车零部件成本占比

整车/100%

转向系统 0.8%	电池系统 21.4%	制动系统 1.5%	电驱动系统 11.7%	车轮、悬架 3.8%	电子系统 13.1%	车身及附件 12.1%
控制器	BMS 2.9%	基础制动0.5%	电机控制器0.8%	轮胎	车身电子4.2%	白车身5.1%
	热管理系统 2.8%	主、轮缸	IGBT		照明	铝合金 3.5%
		制动盘			空调	碳纤维
助力电机	电池单体 13.9%	电控制动 1.0%	驱动电机 1.8%	减震	环境感知 2.6%	内饰 3.6%
扭矩传感器	正极 3.1%	ESP	定子 0.6%		摄像头 3.0%	外饰 2.2%
	负极 1.0%	电控助力	转子 0.4%		毫米波雷达	高压模块 4.5%
	隔膜 1.4%		绕组 0.5%		超声波传感器	
	电解液 0.8%		轴承 0.4%		车载信息系统 4.0%	

资料来源：天风证券研究所



七大板块新机遇，颠覆重置？

整车/100%						
控制器	热管理系统 2.8%	制动系统 1.5%	电驱动系统 11.7%	车轮、悬架 3.8%	电子系统 13.3%	车身及附件 10.6%
助力电机	电池单体 13.9%	基础制动0.5%	电机控制器 0.8%	轮胎	车身电子4.2%	白车身5.1%
扭矩传感器	正极 3.1%	主、轮缸	IGBT	减震	照明	铝合金 3.5%
	电液助力 0.8%	制动盘	驱动电机 1.8%	环境感知 2.6%	空调	碳纤维
		电控制动 1.0%	定子 0.6%	摄像头 3.0%	毫米波雷达 4.0%	内饰 3.6%
		ESP	转子 0.4%	高压模块 4.5%		外饰 2.2%
		电控助力	绕组 0.5%			
			轴承 0.4%			

三花智控、银轮股份、中鼎股份、奥特佳、松芝股份

旭升股份、敏实集团、科达利、爱柯迪

电池：宁德时代、国轩高科
材料：杉杉股份、璞泰来、星源材质
上游：天气锂业、华友钴业

舜宇光学、欧菲科技

欣锐科技、宏发股份、法拉电子、得润电子

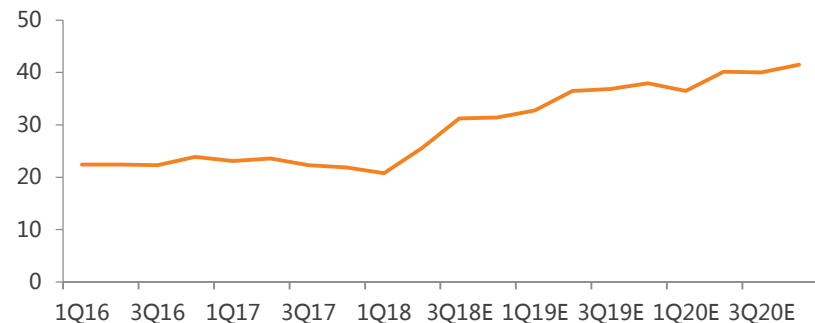
资料来源：天风证券研究所



锂钴资源：高端车型推动需求加速

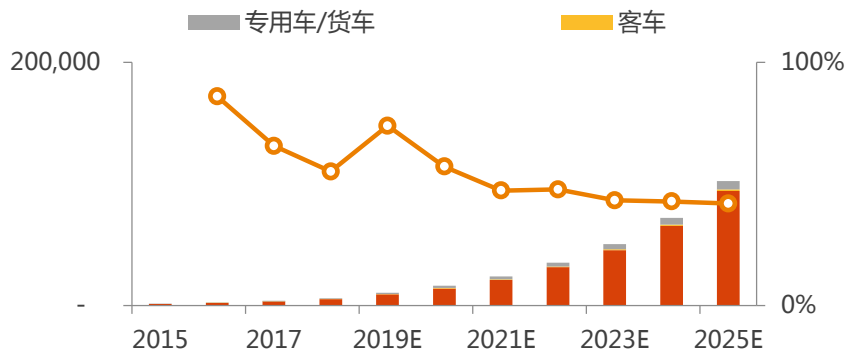
- 新能源乘用车中高端化推升平均单车带电量：预计从4Q17的22KWh左右提升到1H18的**31KWh**左右。
- 锂钴需求预计将保持高速增长，未来8年CAGR在40%和50%以上：预计三元电池需求从2017年到2025年增长**26倍**、8年CAGR 51%（到**1,022GWh**），碳酸锂增长**18倍**、CAGR 44%（到**80万吨**），钴**26倍**、CAGR 51%（到**26万吨**）。

图：中国新能源乘用车平均单车带电量（KWh）



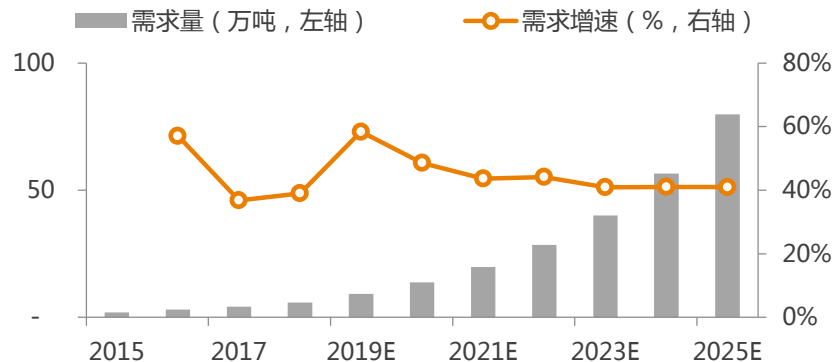
资料来源：乘联会、EV Sales、天风证券研究所

图：全球新能源汽车对三元电池的需求量及增速预测(万KWh、%)



资料来源：乘联会、EV Sales、天风证券研究所

图：全球新能源汽车对碳酸锂的需求量及增速预测（万吨、%）



资料来源：乘联会、EV Sales、天风证券研究所

电机电控：行业进入加速整合阶段

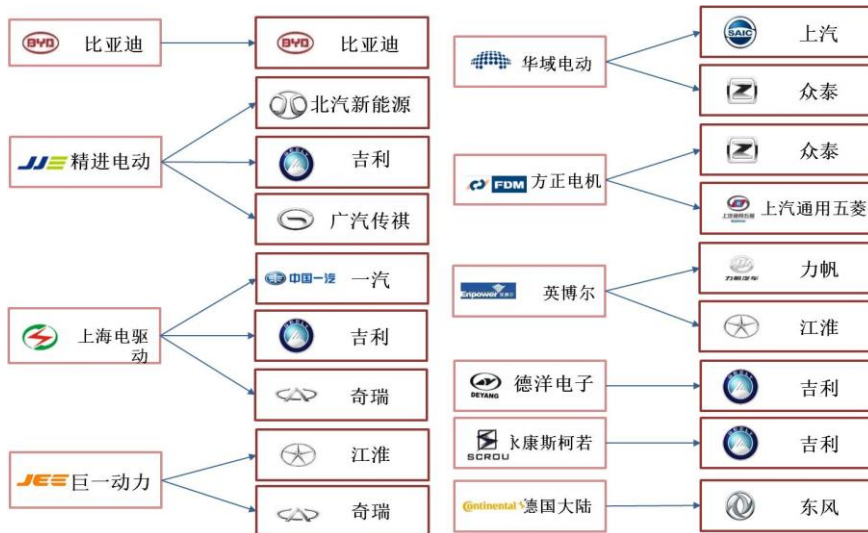
- 驱动电机系统：龙头车企动力系统一体化趋势化明显。宝马、大众、丰田、日产、本田、比亚迪等均为内部供应。
- 未来龙头公司自供的概率将加大，而独立第三方多属于股份绑定和牢固的历史关系。

- 中国供应格局相对分散，仍处于洗牌重整阶段。汇川技术、大洋电机等陆续崭露头角，未来有望获一席之地。

图：全球新能源汽车动力电机的供应假设



图：中国新能源汽车动力电机的供应关系



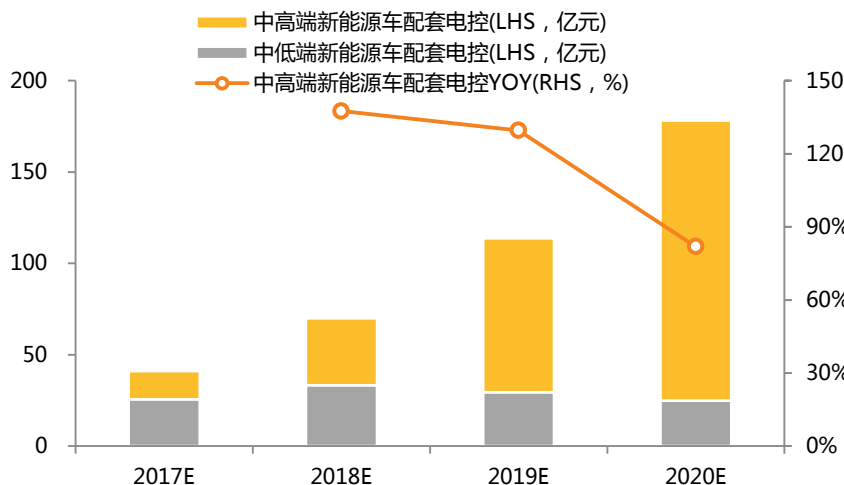
资料来源：工信部车型目录，各整车官网，天风证券研究所

资料来源：工信部车型目录，各整车官网，天风证券研究所

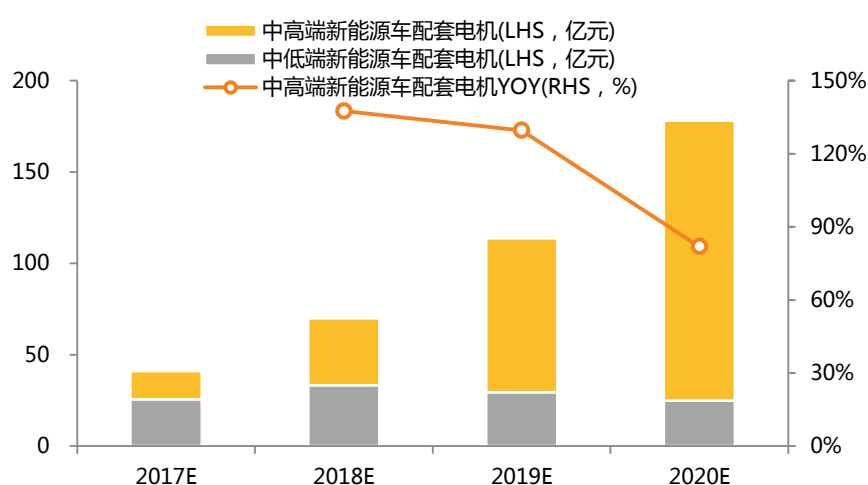
电机电控：行业进入加速整合阶段

- 预计2020年中高端电机、电控市场规模均达**128万台**，按电机、电控单车价值各12,000元测算，则2020年电机、电控中高端市场将均达**63.8亿元**，三年市场增长1081%，CAGR114.9%。

图：2017-2020年国内新能源乘用车电机市场空间（亿元，%） 图：2017-2020年国内新能源乘用车电控市场空间（亿元，%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

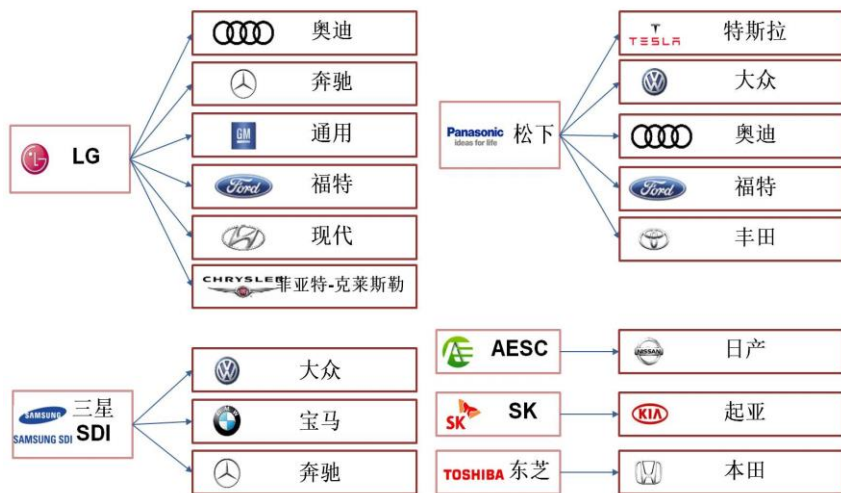


资料来源：中汽协，天风证券研究所

动力电池：“3+1”格局渐成

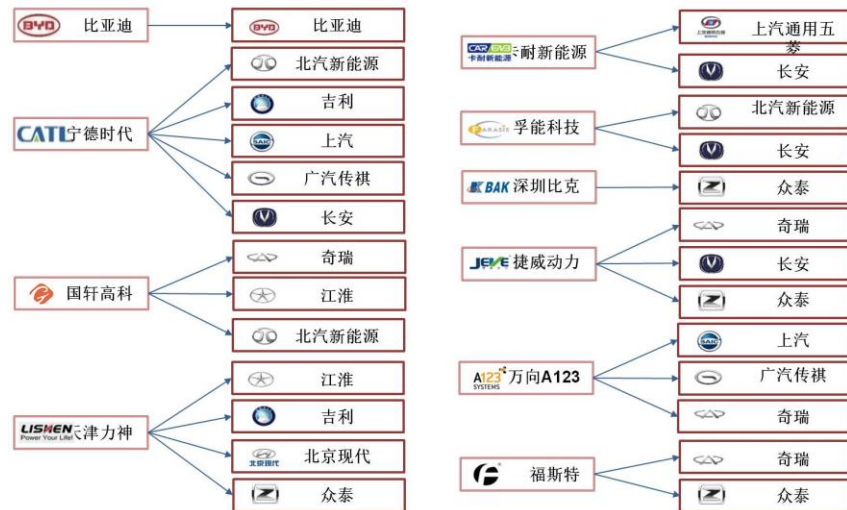
- 动力电池系统全球“3+1”格局趋于清晰，主要为松下、LG、三星和宁德时代。
- 行业前五合计占据超过58%的市场份额；其中，宁德时代26.1%、比亚迪15.5%。

图：全球新能源汽车动力电机的供应关系



资料来源：工信部车型目录，各整车官网，天风证券研究所

图：中国新能源汽车动力电机的供应关系

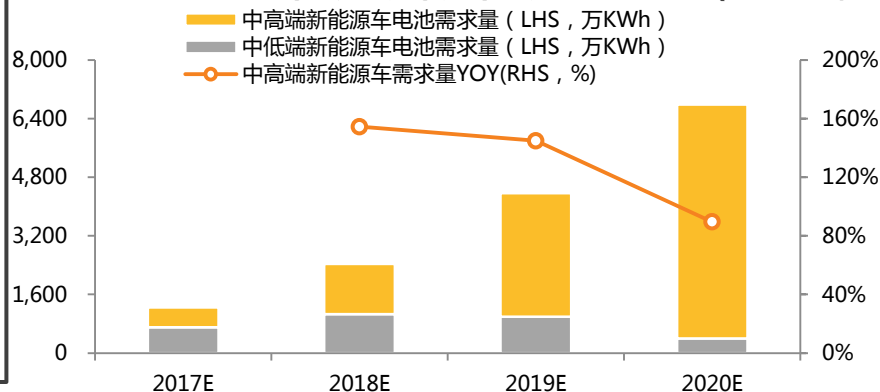


资料来源：工信部车型目录，各整车官网，天风证券研究所

动力电池：初展峥嵘，带动上游产业链

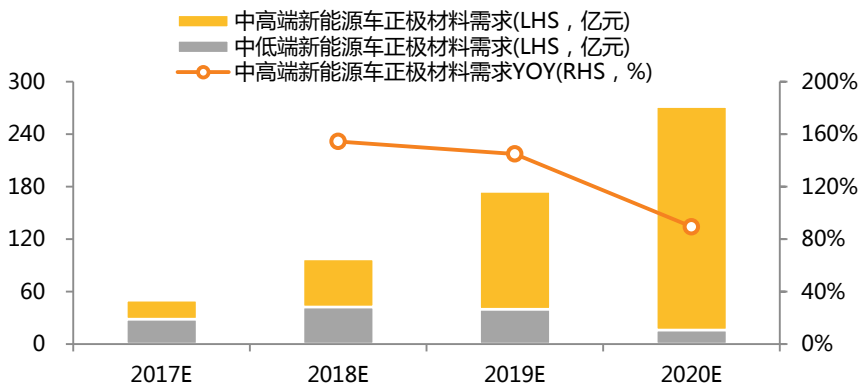
- **动力电池**：2020年中高端新能源汽车电池需求达**64GWh**，三年增长**1080.9%**，CAGR**127.7%**。
- **正极材料**：按单车价值400元/kWh测算，2020年中高端市场达**255.3亿元**，三年增长**1080.9%**。
- **负极材料**：按单车价值45元/kWh测算，2020年中高端市场达**28.7亿元**，三年增长**1080.9%**。

图：2017-2020年国内新能源乘用车动力电池需求量（万KWh，%）



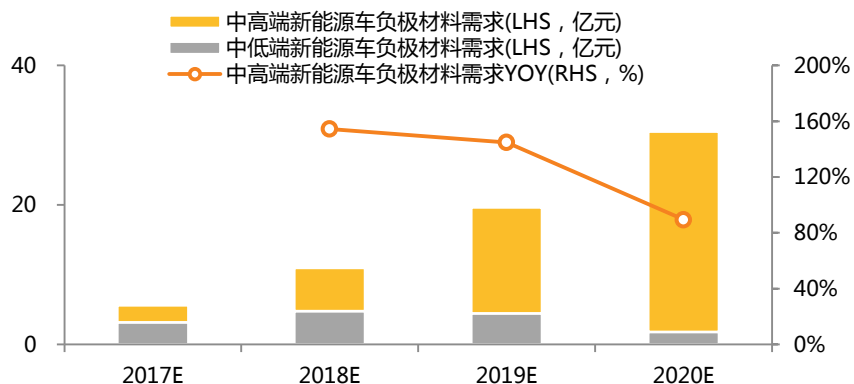
资料来源：中汽协，鑫椏咨询，天风证券研究所

图：2017-2020年新能源乘用车电池正极材料需求（GWh，%）



资料来源：中汽协，鑫椏咨询，天风证券研究所

图：2017-2020年新能源乘用车电池负极材料需求（GWh，%）

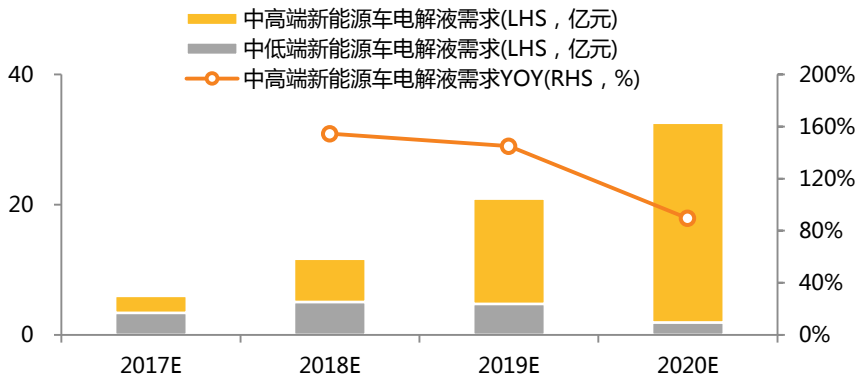


资料来源：中汽协，鑫椏咨询，天风证券研究所

动力电池：初展峥嵘，带动上游产业链

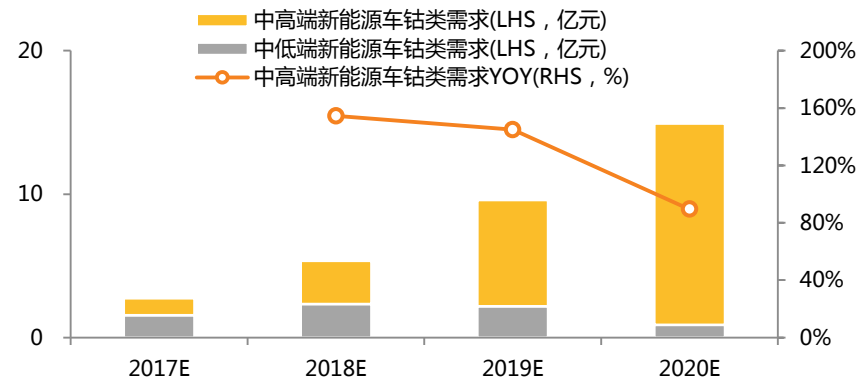
- 电解液：按单车价值48元/kWh测算，2020年中高端市场达**30.6亿元**，三年增长**1080.9%**。
- 碳酸锂：按单车价值58元/kWh测算，2020年中高端市场达**37.0亿元**，三年增长**1080.9%**。
- 钴金属：按单车价值22元/kWh测算，2020年中高端市场达**14.0亿元**，三年增长**1080.9%**。

图：2017-2020年国内新能源乘用车电解液需求（亿元，%）



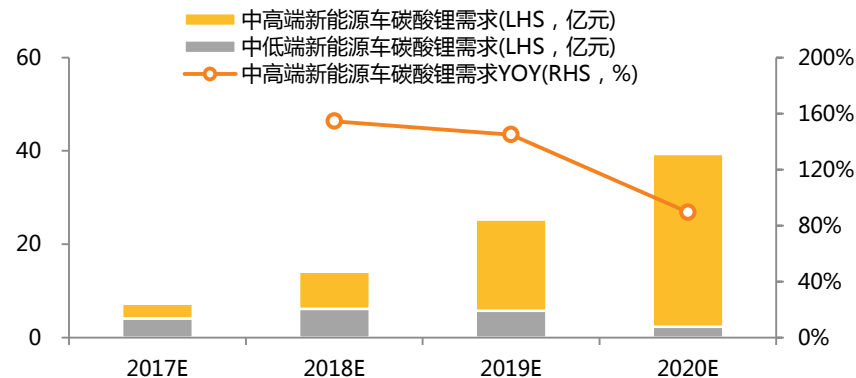
资料来源：中汽协，鑫椤咨询，天风证券研究所

图：2017-2020年新能源乘用车电池碳酸锂需求（亿元，%）



资料来源：中汽协，鑫椤咨询，天风证券研究所

图：2017-2020年新能源乘用车电池钴金属需求（亿元，%）

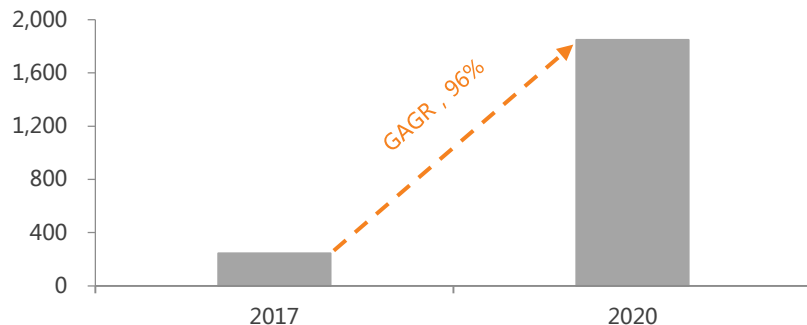


资料来源：中汽协，鑫椤咨询，天风证券研究所

充电设备：从零到一，蓝海新机遇

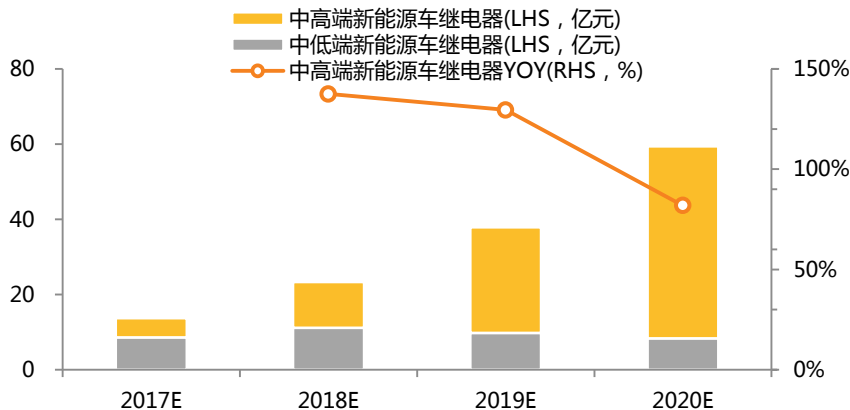
- 车载充电机：按单车价值3,000元测算，2020年中高端市场达**38.3亿元**，三年增长**891.9%**。
- 充电桩：按慢充1万元、快充10万测算，以及7:3建造比例测算，2020年市场规模约**1,800亿元**，三年增长**657.0%**，CAGR**96.2%**。
- 高压继电器：按单车价值4,000元测算，2020年中高端市场将达**51.1亿元**，三年增长**891.9%**。

图：2017-2020年国内充电桩行业需求规模测算（亿元）



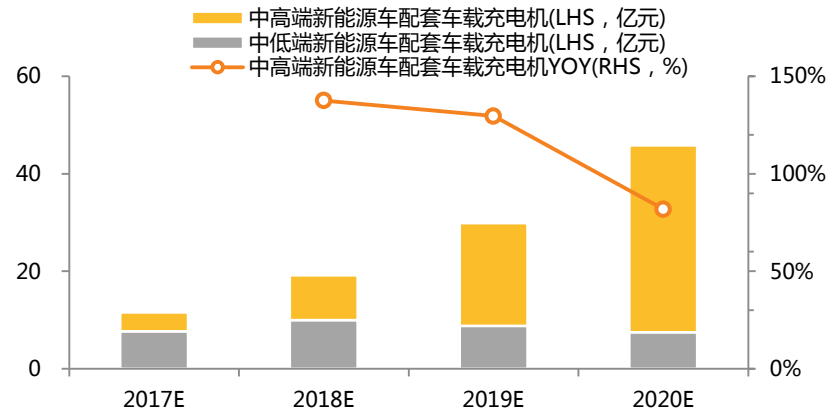
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图：2017-2020年国内新能源乘用车车载继电器市场规模预测（亿元，%）



资料来源：中汽协，中国电子信息产业年鉴，天风证券研究所

图：2017-2020年国内新能源乘用车车载充电机市场规模（亿元，%）

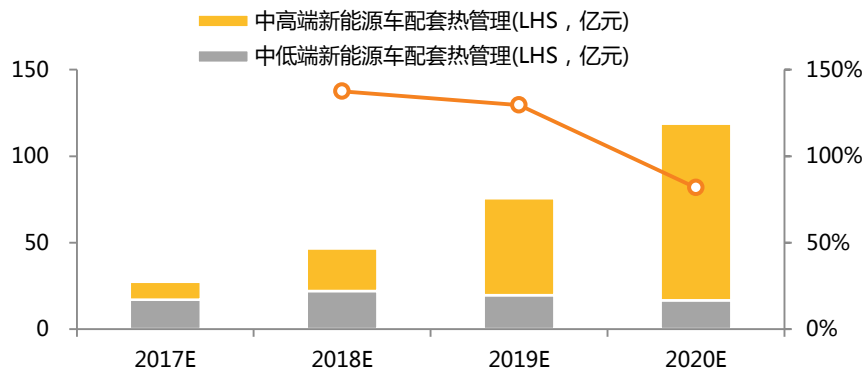


资料来源：中汽协，欣锐科技招股说明书，天风证券研究所

热管理+轻量化：趋势已现，推动需求高增长

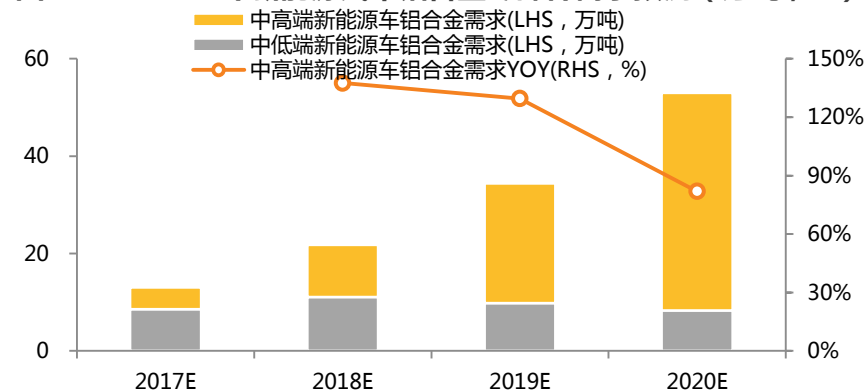
- **热管理系统**：按单车价值8,000元测算，2020年中高端市场达**102.1亿元**，三年增长**891.9%**。
- **铝合金轻量化**：新能源汽车单车用铝量接近300kg。按单车用量350kg测算，2020年中高端市场将达**44.7万吨**，三年增长**891.9%**。

图：2017-2020年新能源乘用车热管理市场规模（亿元，%）



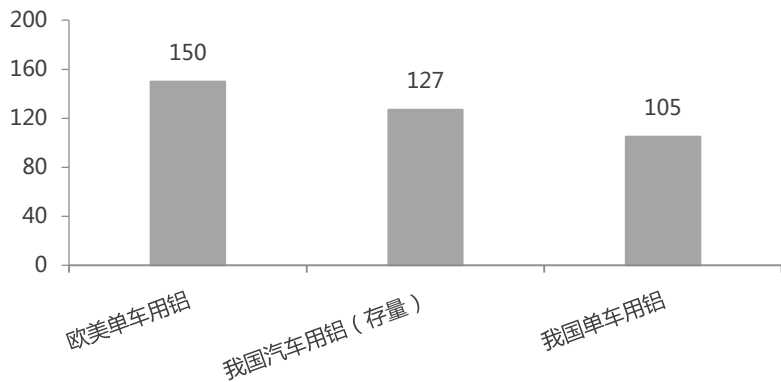
资料来源：中汽协，天风证券研究所

图：2017-2020年新能源汽车铝合金零部件需求预测（万吨，%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

图：欧美及我国单车用铝量对比（Kg/辆）

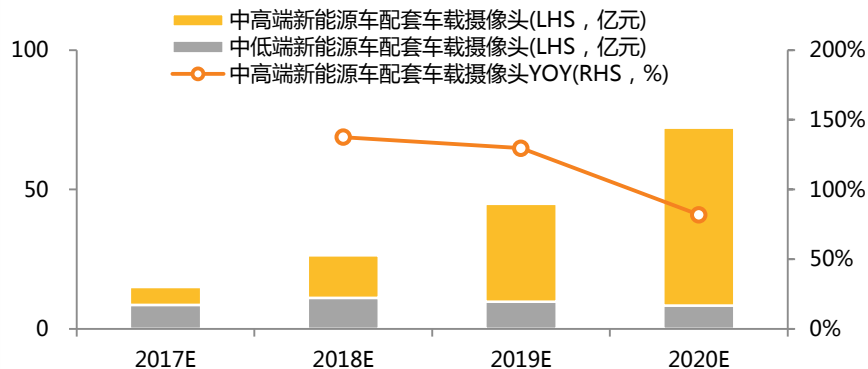


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

智能网联“刚需”，助推车载电子新高峰

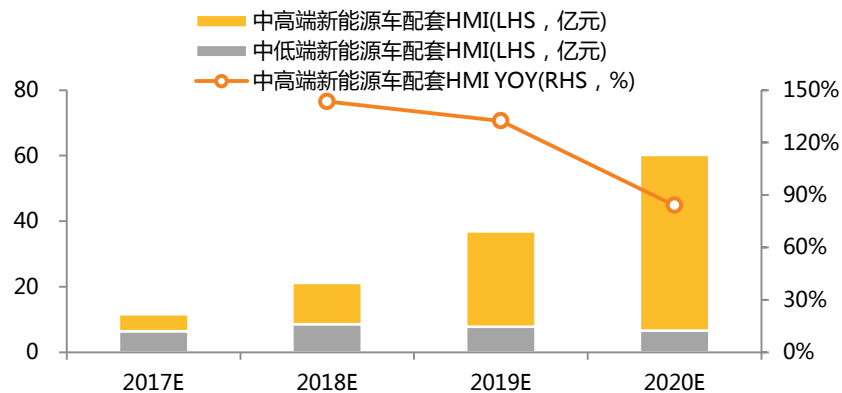
- HMI：按单车价值4,200元测算，2020年中高端市场将达**53.6亿元**，三年增长**941.5%**。
- 车载摄像头：按单车价值5,000元测算，2020年中高端市场将达**63.8亿元**，三年**891.9%**。
- 毫米波雷达：按单车价值2,500元测算，2020年中高端市场将达**31.9亿元**，三年**CAGR891.9%**。

图：2017-2020年车载摄像头市场空间预测（亿元，%）



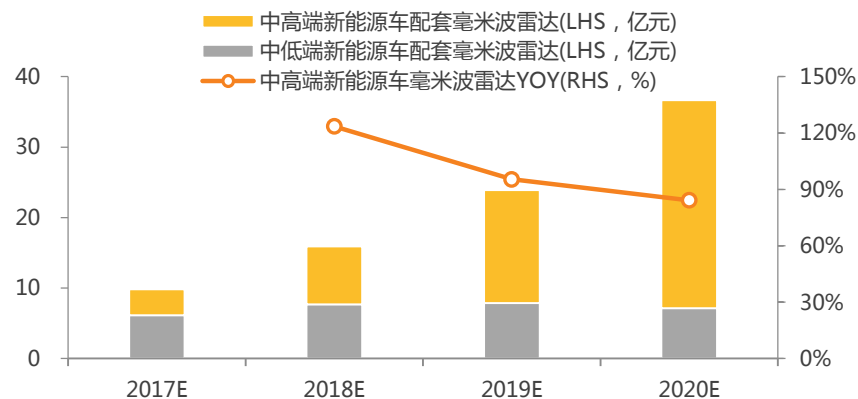
资料来源：中汽协，天风证券研究所

图：2017-2020年车载电子HMI市场空间预测（亿元，%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

图：2017-2020年毫米波雷达市场空间预测（亿元，%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所



1. 推倒重来？！补贴周期结束，高端周期开启



2. 高端产业链业绩加速在即



3. 新能源汽车的“戴维斯双击”

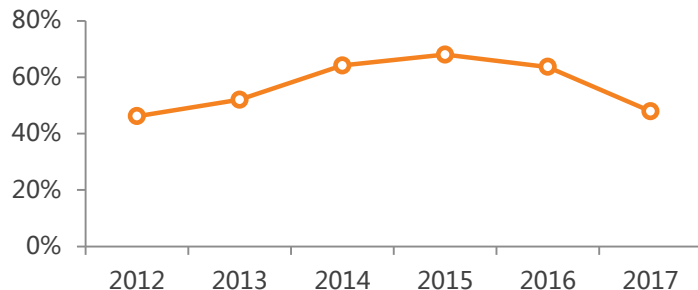


4. 投资建议

补贴周期：量价齐升的利润暴增

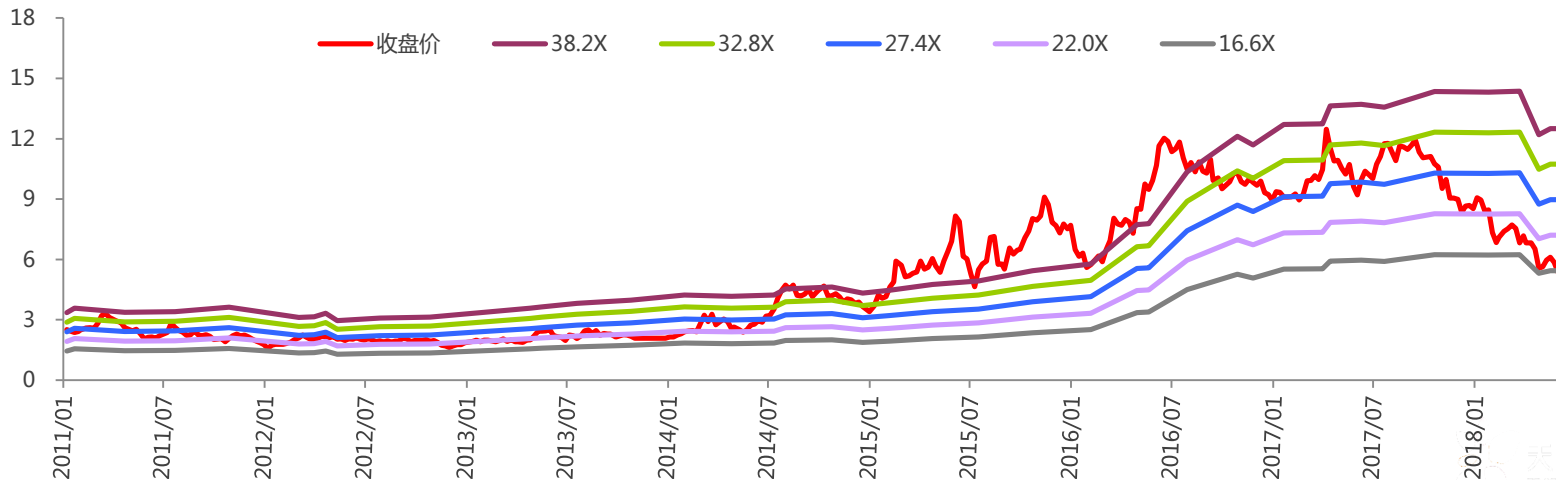
- 2014年下游放量带动中游上游环节量价迅速上升。以隔膜为例，沧州明珠2015年锂电池隔膜营收快速增长**139%**，毛利率向上攀升至**65%**，同比提升12个百分点，加速贡献了利润。
- 供不应求的量价齐升，叠加新能源汽车的强成长性，带来了产业链标的的系统性估值提升。

图：沧州明珠锂电池隔膜毛利率（%）



数据来源：公司公告，天风证券研究所

图：沧州明珠PE TTM-Band



数据来源：wind，天风证券研究所

补贴周期：估值提升，三年五倍收益实现

- 估值系统性提升、利润快速增长，驱动投资实现5倍收益。
- 利润涨幅可观：标杆公司利润普遍大幅增长，最高如多氟多增长**2821%**，最低如新宙邦增长104%。
- 股价涨幅更为显著：区间最大涨幅多数在**500%以上**，最高如多氟多达到了**935%**，最低如新宙邦也实现了309%的涨幅。

图：旧周期标杆标的股价涨幅及归母净利润增幅（2014-2016）

上市公司	新能源汽车产业链环节	区间股价最大涨幅	归母净利润增幅
赣锋锂业	金属材料	623%	526%
天齐锂业	金属材料	599%	由亏损1.3亿元到盈利15.1亿元
华友钴业	金属材料	751%	-44%
多氟多	电解液	935%	2821%
新宙邦	电解液	309%	104%
当升科技	正极材料	672%	923%
沧州明珠	隔膜	506%	226%
中通客车	整车	479%	461%

数据来源：wind，天风证券研究所

注：股价涨幅计算区间为2014/01/02至2016/12/31期间的股价涨幅，利润增幅为2013年至2016年的归母净利润增幅



高端周期：业绩高增长

- 假设国内全部配套128万辆A0级及以上新能源汽车，且暂不考虑产能限制；并假设2020年各公司净利润率与2017年相似。未来三年：
- 将有**6家**公司的净利润增幅**超100%**，分别为天齐锂业、旭升股份、华友钴业、璞泰来、银轮股份、欣锐科技。
- 将有**5家**净利润增幅位于**50%-100%**，分别为汇川技术、宏发股份、三花智控、杉杉股份、中鼎股份。

表：国内新能源汽车产业链核心公司业绩弹性预测

上市公司	主要产品	单车价值量 (元)	已配套客户	潜在配套客户	市场地位	营收 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
						2017	2020E	增幅	2017	2020E	增幅
宁德时代	锂电池	40,000	宇通、上汽、宝马等	远景汽配、奇达动力等	国际领先	200.0	514.2	157%	38.8	55.7	44%
天齐锂业	锂产品	2,884	当升材料、国安盟固利	北大先行、杉杉股份等	国内领先	54.7	148.2	171%	21.5	68.6	220%
华友钴业	钴产品	1,118	北大先行、北京当升等	杉杉股份、宁辰新能源、泰丰先行等	国内领先	96.5	288.8	199%	19.0	52.7	178%
杉杉股份	正负极材料、电解液	22,000	CATL、BYD、国轩高科等		国内领先	82.7	182.9	121%	9.0	15.6	74%

数据来源：公司公告，天风证券研究所



高端周期：业绩高增长

表：国内新能源汽车产业链核心公司业绩弹性预测（接上）

上市公司	主要产品	单车价值量（元）	已配套客户	潜在配套客户	市场地位	营收（亿元）			归母净利润（亿元）		
						2017	2020E	增幅	2017	2020E	增幅
璞泰来	负极材料、涂布	2,250	宁德时代、中航锂电比亚迪等	瑞发新材、捷力新能源、珠海光宇等	国内领先	22.5	51.3	128%	4.5	10.3	128%
汇川技术	动力总成系统	10,000	宇通、海马、东风、众泰等	佳明机器、明科电子等	国内领先	47.8	104.3	118%	10.6	20.9	98%
宏发股份	新能源继电器	4,000	一汽、吉利、比亚迪、通用等		国际领先	60.2	102.2	70%	6.8	12.8	86%
欣锐科技	车载充电机	4,200	北汽新能源、长安、汇川技术等	大郡动力、远景汽配等	国内领先	4.9	13.1	168%	0.9	1.8	100%
三花智控	膨胀阀、电子水泵、冷却板	1,500	特斯拉、沃尔沃、蔚来等		国内领先	95.8	159.1	66%	12.4	22.2	79%
中鼎股份	密封及降噪橡胶件、冷却胶管	2,000	戴姆勒、通用、宝马等	蔚来、宁德时代、比亚迪等	国内领先	117.7	182.5	55%	11.3	18.3	62%
银轮股份	电池深冷器、电机电控冷却器	2,000	卡特彼勒、通用等	GDI、锡柴、云内动力等	国内领先	43.2	76.1	76%	3.1	6.4	105%
旭升股份	铝合金压铸	2,500	特斯拉、麦格纳、采埃孚	宁德时代、长城、江淮	国内领先	7.4	23.7	221%	2.2	6.6	196%
耐世特	EPS(REPS/C EPS/SPEPS)	2,000	宝马、福特、通用等	长安、重庆比速、塔塔汽车等	国际领先	254.1	318.83	25%	23.0	30.06	31%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

高端周期：戴维斯双击下的三年收益

- 业绩高速增长，推动估值中枢向上：优质的产业链中游公司估值中枢有望从15X提升至30X：
- 低估值源自低业务占比：2017年中高端新能源车产销量占总量的1/4。
- 3年10倍行业高增长：中高端新能源车三年CAGR有望达115%，2020年市场成长为2017年的10倍。
- 新能源业务占比快速提升助力增长：产业链核心公司三年业绩预计增幅多数在100%以上。

表：国内新能源汽车产业链核心公司估值水平预期

上市公司	PE	
	2018E	2020E
宁德时代	49	60
天齐锂业	18	30
华友钴业	16	30
杉杉股份	21	40
璞泰来	33	50
汇川技术	42	60
宏发股份	18	40
欣锐科技	81	80
三花智控	23	40
中鼎股份	13	25
银轮股份	17	30
旭升股份	29	50
耐世特	10	20

资料来源：Wind、天风证券研究所



1. 推倒重来？！补贴周期结束，高端周期开启



2. 高端产业链业绩加速在即



3. 新能源汽车的“戴维斯双击”



4. 投资建议

投资建议：电动车新一轮三年十倍

- **补贴周期结束，高端周期开启，三年十倍扩张。** 低端供应链陷入红海竞争，将长期低迷，新一轮“高端”周期在2018年正式启动，高端产业链进入三年十倍的发展期！
- **电动汽车高端产业链将长期供不应求，龙头公司进入业绩加速期。** 全球车企正构建电动汽车核心供应链，驱动电机、动力电池、热管理、智能座舱、轻量化、高压模块、充电模块等增量器件高端市场未来三年增长达900%+。
- **以史为鉴，高端周期开启，有望迎来“戴维斯”双击。** 补贴周期，个股实现业绩（3倍）和PE估值（15倍到40倍）的“戴维斯双击”。高端周期，核心龙头在周期起步时“盈利占比低、业绩弹性大、估值预期低”，周期高点“盈利占比高、业绩弹性小、估值预期高”。未来三年核心龙头将进入业绩（增长1-3倍）和估值（15倍到30倍）的“戴维斯双击”。
- 看好高端链条核心龙头公司，先论产业地位，再论业绩弹性，后论产品赛道。推荐【**旭升股份、三花智控**（家电覆盖）、**银轮股份、中鼎股份、宏发股份**（电新）、**汇川技术**（电新）、**宁德时代**（电新）、**璞泰来**（电新、机械）、**当升科技**（电新）、**杉杉股份**（电新）、**天齐锂业**（有色）、**华友钴业**（有色）】，建议关注【**欣锐科技、耐世特**】。

天风证券
TF SECURITIES

尾页声明

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、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。

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
		强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
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	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

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。