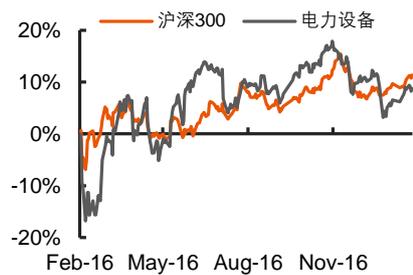


## 电力设备行业专题报告

## 回顾与展望，新能源汽车从 16 到 17

## 强于大市（维持）

行情走势图



## 相关研究报告

《行业快评\*电力设备\*《国家电网公司2016 社会责任报告》公布，关注配网、充电桩、特高压》 2017-02-22

《行业动态跟踪报告\*电力设备\*第 293 批机动车新产品申请公示，三元重回客车领域》 2017-02-15

《行业动态跟踪报告\*电力设备\*业绩整体向好，特高压、新能源汽车亮眼》 2017-02-13

《行业动态跟踪报告\*电力设备\*在正确的道路上前行，新能源汽车补贴新政出台》 2017-01-03

## 证券分析师

**朱栋** 投资咨询资格编号  
S1060516080002  
021-20661645  
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

## 研究助理

**张龔** 一般从业资格编号  
S1060116090035  
021-20661645  
ZHANGYAN641@PINGAN.COM.CN

**皮秀** 一般从业资格编号  
S1060115060018  
010-56800184  
PIXIU809@PINGAN.COM.CN

- **展望 17 年，首月产销遇冷难掩生机勃勃。**2017 年 1 月我国新能源汽车生产 6889 台，相比 16 年同期下降 69.1%；实现销售 5682 台，同比下降 74.4%。首月遇冷的主要因素在于传统淡季一季度与春节假期叠加，补贴新政下产业链议价仍在持续，以及地方补贴政策和准入的不确定性。预计 2 月底第二批推荐目录和地方政策细节的出台，将为行业注入动力；而国家层面政策的确定性将引领产业重回快车道；三月产销有望现阳春。
- **回顾 16 年产业监管历程，顶层设计逐渐完善是主基调。**2016 年是在“曲折的道路”上砥砺前行的一年；这一年国家部委层面完成了新能源汽车产业链监督架构的顶层设计，为后续行业的顺利发展铺平前路；监管层以“壮士断腕”的精神完成了“骗补清查”，以暂缓行业短期发展换取净化行业环境，布局长远；监管方式从纯行政命令向技术导向方式过渡，实现对不同技术路线的兼容并包。2016 年是监管逐步完善的一年，也是行业完成自身整备再度出发的蓄力之年。
- **16 年产业链向龙头集中稳步推进，17 年关注新变化。** 通观 16 年全年，整车、核心零部件向龙头集中趋势明显；乘用车领域北汽、众泰、吉利、比亚迪、上汽，客车领域宇通客车、南京金龙，专用车领域东风汽车，供应链方面宁德时代、国轩高科、深圳比克、沃特玛等电池企业和大洋电机、越博动力、大郡动力等电机企业强强联合，在各自领域实现市场份额的稳步提升。17 年市场资源向龙头集中将成为常态，技术路线方面三元替代加速、锰酸锂异军突起值得关注。
- **投资建议：**1 月底 17 年首批新能源汽车推荐目录出台预示推荐目录更新重回常态化，预计 2 月末将迎来第二期推荐目录。政策确定性下，新能源汽车产业链将重回快车道。建议关注具备规模优势、大客户优势，三元转型稳步推进有望通过材料体系自备维持高毛利水平的锂电行业龙头国轩高科；建议关注通过特色软包技术路线实现电池能量密度提高，成功切入乘用车领域众泰供应链的鹏辉能源；建议关注受益三元替代加速的正极材料供应商当升科技、杉杉股份；驱控领域龙头效应集聚的大洋电机、方正电机，以及整车推进常态化后，受益充电桩配套投资的中恒电气、和顺电气、通合科技等。
- **风险提示：**新能源汽车推广不及预期、宏观经济不达预期。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS				P/E				评级
		2017-02-23	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E		
当升科技	300073	50.99	0.07	0.55	0.92	1.45	728.4	92.7	55.4	35.2	推荐	
国轩高科	002074	30.95	0.67	1.25	1.65	2.36	46.2	24.8	18.8	13.1	强烈推荐	
鹏辉能源	300438	33.75	0.35	0.56	0.82	1.15	96.4	60.3	41.2	29.3	推荐	
中恒电气	002364	19.25	0.25	0.49	0.74	1.00	77.0	39.3	26.0	19.3	强烈推荐	
和顺电气	300141	24.04	0.14	0.54	0.87	1.17	171.7	44.5	27.6	20.5	推荐	
大洋电机	002249	8.15	0.14	0.24	0.34	0.45	58.2	34.0	24.0	18.1	强烈推荐	

# 正文目录

<b>一、回顾 2016：道阻且长，行则将至</b> .....	<b>5</b>
1.1 新能源汽车全年产销增长超过 50%，动力锂电出货 30.5GWh.....	6
1.2 乘用车：限牌城市仍为需求主力，产业链龙头集中现雏形.....	10
1.3 纯电客车：电池与车门当户对，强强联合.....	14
1.4 专用车：东风汽车稳居龙头，沃特玛产业联盟配套一枝独秀.....	17
<b>二、展望 2017：春寒料峭，难掩勃勃生机</b> .....	<b>19</b>
2.1 新能源汽车产销首月遇冷.....	19
2.2 产品结构自适应，乘用车/客车领域补贴敏感度低的车型成为 1 月主力.....	20
2.3 专用车龙头东风一马当先，电池路线选择三分天下.....	23
<b>三、投资建议</b> .....	<b>25</b>
<b>四、风险提示</b> .....	<b>25</b>

## 图表目录

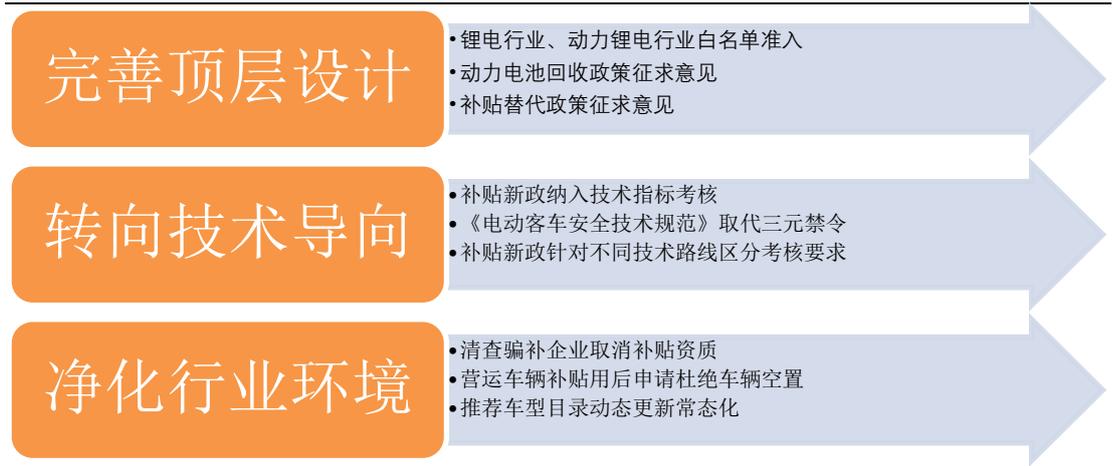
图表 1	2016 年监管层完善顶层设计，净化行业环境，转向技术导向 .....	5
图表 2	工信部多部门协作实现对锂电产业链、动力锂电准入、回收利用全周期监管 .....	5
图表 3	工信部装备工业司对动力锂电池进行白名单管理 .....	6
图表 4	纯电车型销量占比达到 80%.....	6
图表 5	16 年比亚迪以 10 万台销量名列乘用车第一，北汽同比增速最快达到 170% .....	7
图表 6	2016 年新能源汽车销售累计同比增速 53%，呈现“年底翘尾” .....	7
图表 7	推荐目录年末出台导致商用车 12 月集中放量，拉动整车销售年底“翘尾” .....	8
图表 8	16 年国内动力电池出货 30.5GWh，同比增长近 80% .....	8
图表 9	2016 年国内动力锂电企业出货量统计，比亚迪、宁德时代实现市场份额占比近半 ..	9
图表 10	2015 年国内动力锂电企业出货量统计 .....	9
图表 11	2016 年国内动力电池前九出货量统计 .....	9
图表 12	16 年乘用车用动力电池占比提高至 28% .....	10
图表 13	15 年动力电池下游分布中，乘用车占比 23%.....	10
图表 14	2016 年新能源乘用车销售累计同比增长 77% .....	10
图表 15	新能源乘用车挂牌量领先的地区多为限牌城市所在地（2016） .....	11
图表 16	除上海、广东插电乘用车占比过半外，其他城市均以纯电乘用车为主 .....	11
图表 17	纯电乘用车月度产量较为平均，未出现明显集中放量.....	12
图表 18	累计产量达到万台级别的纯电乘用车信息.....	12
图表 19	纯电乘用车前四家整车企业产量占比达 70% .....	12
图表 20	纯电动乘用车配套电池企业前三名配套量占比 42%，前十名配套量占比 73%.....	13
图表 21	明确电池类型的整车中，三元路线占比为磷酸铁锂 2 倍.....	13
图表 22	排除整车企业自产电机，大洋电机、方正电机配套量居前 .....	14
图表 23	插电乘用车月度产量维持 5000 台水平 .....	14
图表 24	比亚迪、上汽插电领域双雄争霸 .....	14
图表 25	纯电客车年末集中放量，11/12 月产量占全年产量一半 .....	15
图表 26	8-12 米车型为 2016 年纯电客车主流，产量占比接近 80%.....	15
图表 27	传统客车领域领先企业在纯电客车领域排名依旧靠前，宇通、中通、金龙名列前四	16
图表 28	宁德时代以 3.3 万台配套量独占鳌头，沃特玛、国轩高科配套量领先.....	16
图表 29	整车龙头企业多电机自配，独立电机企业二线求存 .....	17
图表 30	受制于推荐目录 12 月发布，专用车生产 11/12 月集中放量 .....	17
图表 31	电池路线选择方面磷酸铁锂与三元平分秋色 .....	18
图表 32	电池供应体系中沃特玛以 1.7 万台配套名列榜首，占全部配套量的近 30% .....	18
图表 33	电机供应体系南京越博名列首位，民富沃能排名第三，均为沃特玛联盟成员 .....	19

图表 34 除传统淡季、春节因素外，补贴下调后产业链博弈以及地方政策不确定性成为主要因素	20
图表 35 乘联会数据显示，历年一季度均为新能源乘用车产销低点	20
图表 36 节新网数据显示纯电乘用车型占 1 月新能源汽车产量 3/4	21
图表 37 微型车在纯电乘用车产量中占比达到 87%	21
图表 38 1 月产量居前的乘用车均为微型车	21
图表 39 纯电乘用车在乘用车中占比达到 85%	22
图表 40 低电量乘用车成为乘用车产量主流	22
图表 41 插电混动乘用车领域上汽、比亚迪领先地位稳固	22
图表 42 1 月份插电客车产量超过纯电客车，占比达 86%	23
图表 43 物流车龙头东风集团旗下车厂贡献 1 月份产量 40%	24
图表 44 专用车领域电池三元、锰酸锂、磷酸铁锂三分天下	24
图表 45 星恒电源以 94 台配套量位列电池配套首位，全部为锰酸锂电池系统	24
图表 46 主要公司盈利预测与评级	25

## 一、回顾 2016：道阻且长，行则将至

对新能源汽车行业来说，2016 年是在“曲折的道路”上砥砺前行的一年；这一年国家部委层面完成了新能源汽车产业链监督架构的顶层设计，为后续行业的顺利发展铺平前路；监管层以“壮士断腕”的精神完成了“骗补清查”，以暂缓行业短期发展换取净化行业环境，布局长远；监管方式从纯行政命令向技术导向方式过渡，实现对不同技术路线的兼容并包。2016 年是监管逐步完善的一年，也是行业完成自身整备再度出发的蓄力之年。

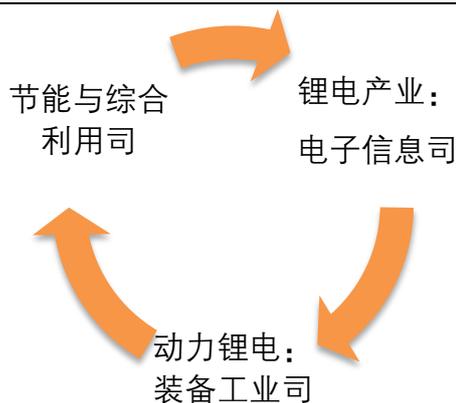
图表1 2016 年监管层完善顶层设计，净化行业环境，转向技术导向



资料来源：工信部、平安证券研究所

工信部节能与综合利用司、装备工业司、电子信息司分工协作实现对锂电全生命周期监管，以装备工业司为主体对动力锂电池企业实行白名单管理，以电子信息司为主体实现锂电产业链管理，以节能与综合利用司为主体实现对动力锂电报废回收的车后市场管理。产业链顶层设计的逐步完善，将引导产业资源向具备先进技术、规模优势的龙头企业集中，实现行业做大做强，直面日韩企业竞争。

图表2 工信部多部门协作实现对锂电产业链、动力锂电准入、回收利用全周期监管



资料来源：工信部、平安证券研究所

工信部将通过政策更新年度化、目录增删常态化的手段，实现产业政策的及时调整，以及对企业动态跟踪、动态监管。《新能源汽车推广应用车型推荐目录》的年度更替成为监管层变更监管方式的成功案例，预计未来动力电池规范条件及电池白名单的更新都将照例执行。

图表3 工信部装备工业司对动力锂电池进行白名单管理

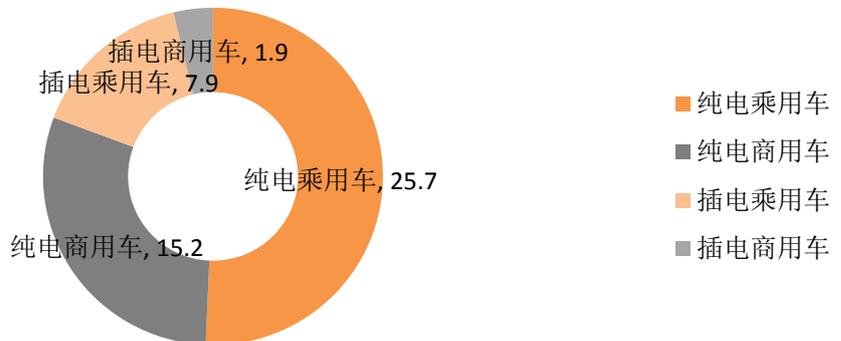


资料来源:工信部、平安证券研究所

### 1.1 新能源汽车全年产销增长超过 50%，动力锂电出货 30.5GWh

根据中汽协数据统计，2016 年我国实现新能源汽车生产 51.7 万辆，同比增长 51.7%；实现销售 50.7 万辆，同比增长 53%。其中纯电动乘用车生产 41.7 万辆，同比增长 63.9%；实现销售 40.9 万辆，同比增长 65.1%，占总销量比例达到 80%。插电乘用车生产 9.9 万辆，同比增长 15.7%；实现销售 9.8 万辆，同比增长 17.1%。纯电乘用车产销增速显著超过插电混动车型。

图表4 纯电车型销量占比达到 80%

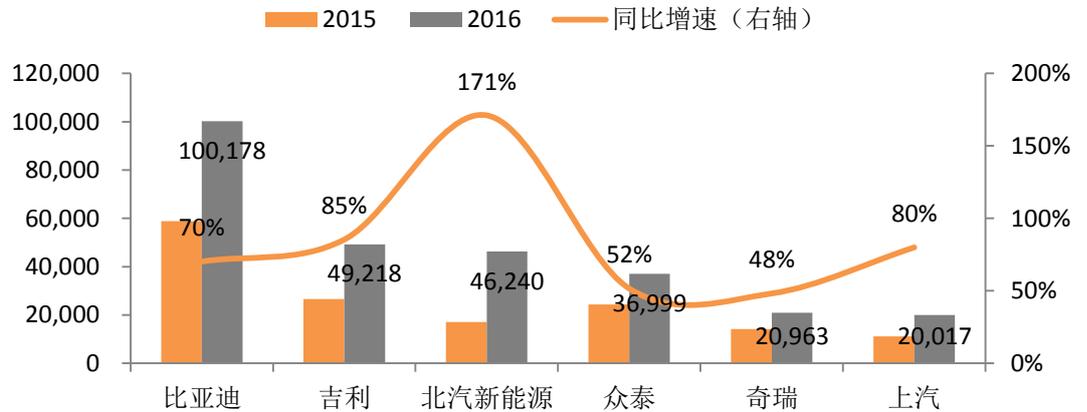


资料来源:中汽协、平安证券研究所

#### 整车：乘用车比亚迪一骑绝尘，商用车四季度放量拉动产销年底翘尾

16 年主流新能源乘用车企销量中，比亚迪以超过 10 万台销量排名第一，市场份额达到 30.5%；北汽新能源销售 4.62 万台，同比增速 171%为主流车企中 fastest。前六名年销量均超过 2 万台，合计市场份额占比 83.2%，与 15 年 86.1%水平基本持平。

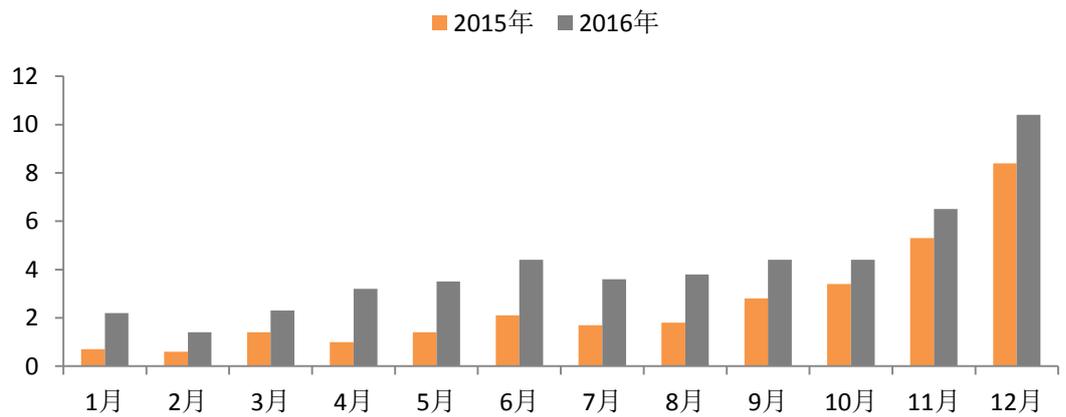
图表5 16年比亚迪以10万台销量名列乘用车第一，北汽同比增速最快达到170%



资料来源:全国乘用车市场信息联席会、第一电动、平安证券研究所

受新能源汽车推广应用目录年底集中出台影响，以及17年补贴政策退坡的“抢装行情”，16年新能源汽车销售呈现明显的“翘尾”。

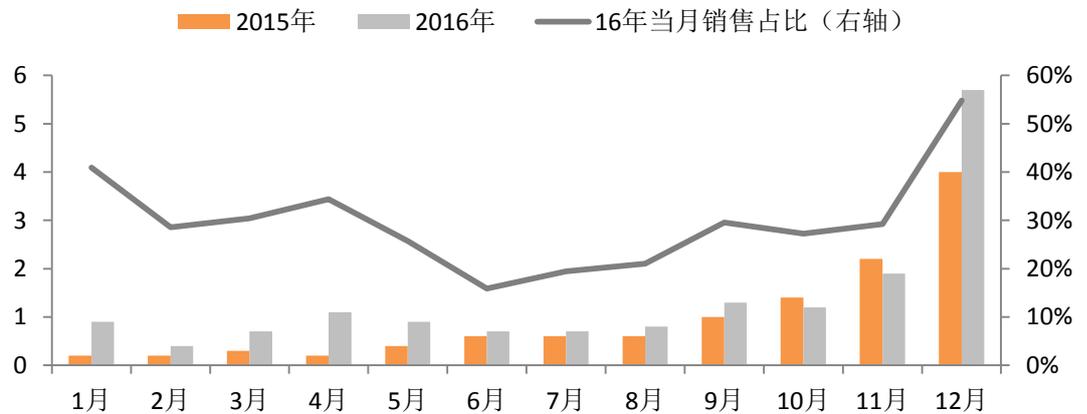
图表6 2016年新能源汽车销售累计同比增速53%，呈现“年底翘尾”



资料来源:中汽协、平安证券研究所

其中新能源专用车因为无缘前三批推广目录，因此在12月新目录出台后集中产销，成为拉动年底放量的主要车型。12月纯电商用车单月实现销售5.2万辆，占新能源汽车当月总销量近50%。

图表7 推荐目录年末出台导致商用车 12 月集中放量，拉动整车销售年底“翘尾”

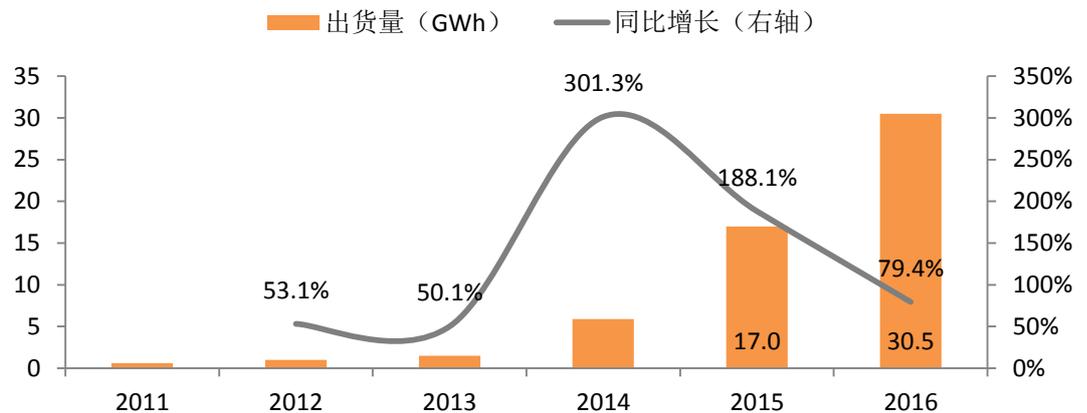


资料来源:中汽协、平安证券研究所

电池：市场份额持续集中，前两名合计占比近半

国内动力锂电企业 2016 年累计出货 30.5GWh，同比增长 79.4%；动力锂电企业行业集中度继续提高，前十大企业累计出货量占比超过 78%。

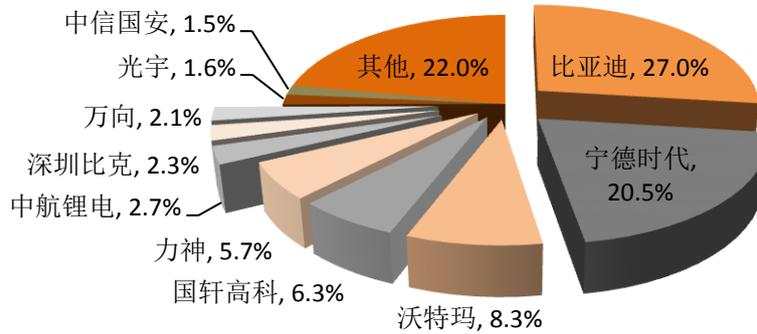
图表8 16 年国内动力电池出货 30.5GWh，同比增长近 80%



资料来源:EVTank、平安证券研究所

2016 年统计数据显示，国内动力锂电行业梯队分化较 15 年更为明显；超一线企业比亚迪、宁德时代实现市场份额再度提高，合计出货量占比 47.5%，较 15 年提升近 10%，出货量均超过 6GWh；一线企业沃特玛、国轩高科、力神地位稳定，合计出货占比 20.3%，与 15 年基本相同，出货量在 2GWh 水平。

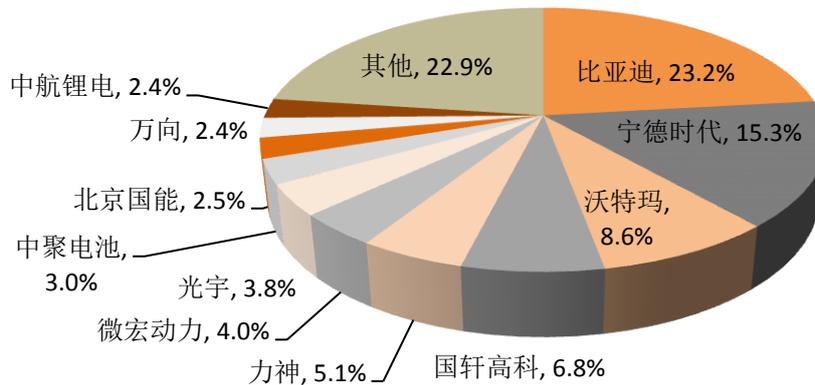
图表9 2016年国内动力锂电企业出货量统计，比亚迪、宁德时代实现市场份额占比近半



资料来源:EVTank、平安证券研究所

其他动力电池企业市场份额变化较大，16年中航锂电、深圳比克、万向、光宇、中信国安出货量在500MWh水平。

图表10 2015年国内动力锂电企业出货量统计



资料来源:高工锂电、平安证券研究所

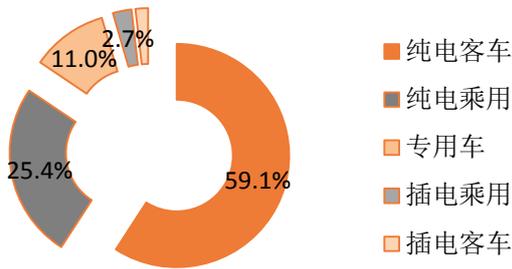
图表11 2016年国内动力电池前九出货量统计

电池企业	出货量 (MWh)	电池企业	出货量 (MWh)	电池企业	出货量 (MWh)
比亚迪	8229.76	国轩高科	1928.12	深圳比克	698.24
宁德时代	6261.81	力神	1742.73	万向	646.22
沃特玛	2533.64	中航锂电	828.77	光宇	482.65

资料来源:EVTank、平安证券研究所

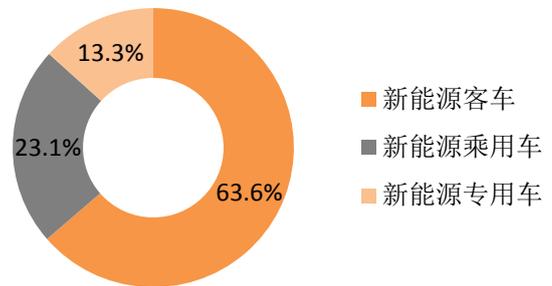
分下游统计，随着新能源乘用车销量继续保持快速增长，16年乘用车搭载电池量达到28.1%，相比15年提高5个百分点；单车搭载电池量高的客车仍然是动力电池下游第一客户，搭载量仍接近60%。

图表12 16年乘用车用动力电池占比提高至28%



资料来源:EVTank、平安证券研究所

图表13 15年动力电池下游分布中,乘用车占比23%

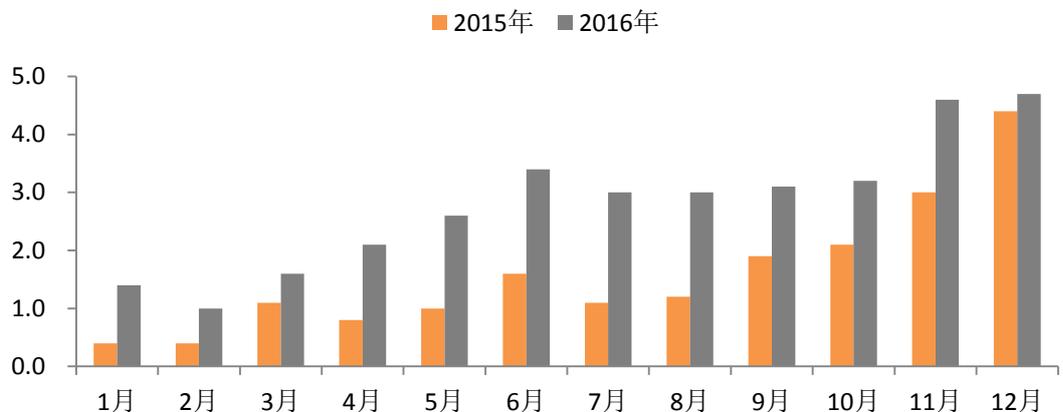


资料来源:高工锂电、平安证券研究所

## 1.2 乘用车：限牌城市仍为需求主力，产业链龙头集中现雏形

根据中汽协数据统计,2016年我国实现新能源乘用车生产34.4万台,其中纯电动乘用车26.3万台,同比增长73.1%;插电混动乘用车8.1万台,同比增长29.9%。实现新能源乘用车销售33.6万台,其中纯电动乘用车销售25.7万台,同比增长75.1%;插电混动乘用车7.9万台,同比增长30.9%。

图表14 2016年新能源乘用车销售累计同比增长77%



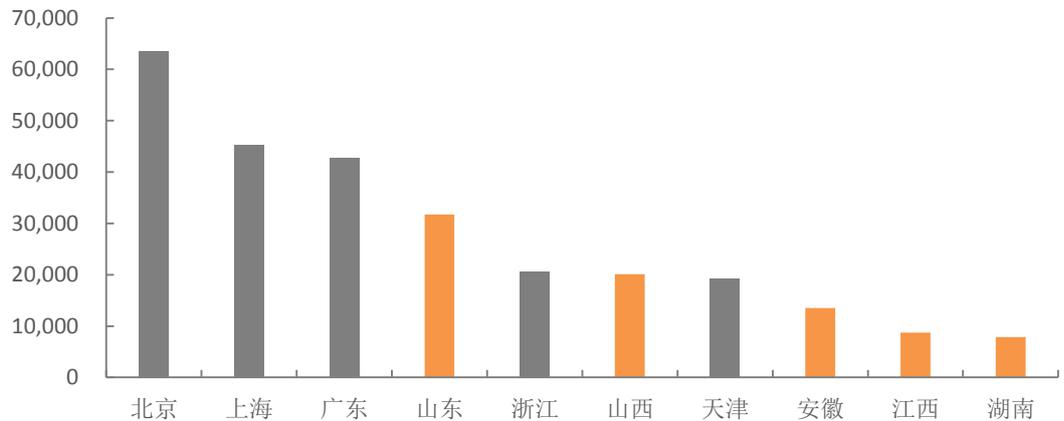
资料来源:中汽协、平安证券研究所

### 限购城市新能源乘用车销售占比83%，除上海、广东外均以纯电为主

由于乘联会销售数据以整车企业批发量计算，而交强险数据反映实际终端购车并上路行驶数量，因此交强险统计量较销量数据低，主要差距在于渠道库存和交付后未上牌行驶的车辆。

根据中汽中心车辆交强险统计数，全国新能源乘用车挂牌量为23万辆，新能源乘用车销量居前的地区多为限牌城市所在地。我国目前共有8个限牌城市，分别为北京、上海、广州、深圳、石家庄、贵阳、天津、杭州；其所在地区中北京、上海、广东、浙江、天津均进入销售前七名，以上五省市累计挂牌量19.12万台，占全国新能源乘用车挂牌总量的83%。

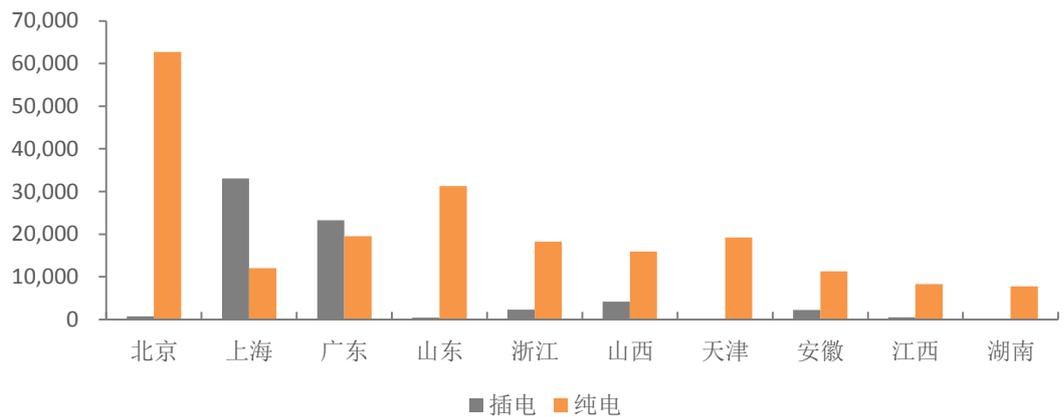
图表15 新能源乘用车挂牌量领先的地区多为限牌城市所在地（2016）



资料来源:中汽中心、平安证券研究所

在交强险挂牌量居前的十大省市中，仅有上海、广东两地插电乘用车占据销售优势，其他均以纯电乘用车销售为主，尤其北京、天津、山东等地插电乘用车销售占比不足 1%。

图表16 除上海、广东插电乘用车占比过半外，其他城市均以纯电乘用车为主

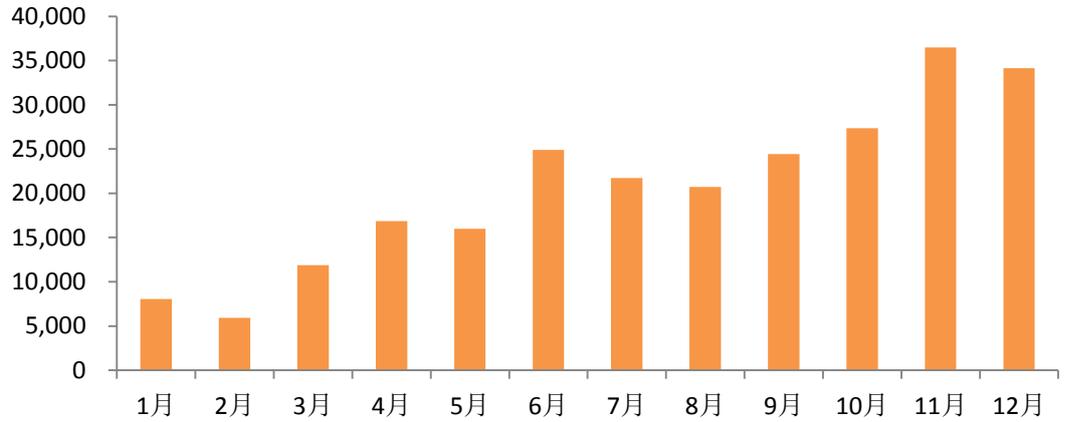


资料来源:中汽中心、平安证券研究所

#### 乘用车全产业链向龙头集中趋势显现

根据节能与新能源汽车网月度产量数据口径统计，2016 年我国实现纯电乘用车生产 24.85 万辆，月度产量分布相对较为平均。

图表17 纯电乘用车月度产量较为平均，未出现明显集中放量



资料来源: 节能与新能源汽车网、平安证券研究所

其中单车型产量过万的车型共有三款，分别为北汽 EU220/EU260、奇瑞 eQ、众泰 E200。

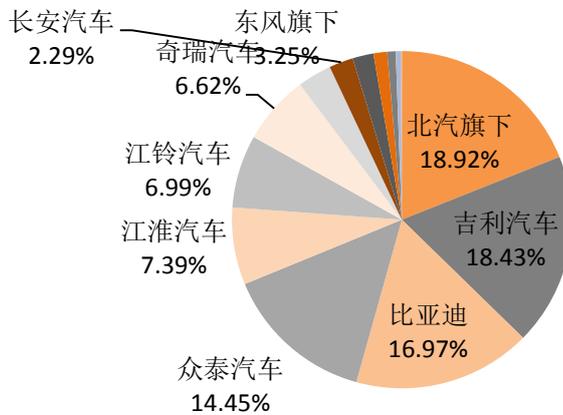
图表18 累计产量达到万台级别的纯电乘用车信息

品牌	批次	车型	名称	累计产量	电池	电机
北京牌	285	BJ7000C5E1-BEV	EU220/260	14,628	宁德时代	北京新能源
奇瑞牌	277	SQR7000BEVJ00	eQ	12,438	万向	上海电驱动
众泰牌	284	JNJ7000EVK1	E200	10,576	深圳比克	杭州杰能
吉利美日牌	286	MR7002BEV03	帝豪 EV	9,291	宁德时代	精进电动

资料来源: 节能与新能源汽车网、商用车网、工信部、平安证券研究所

整车企业北汽、吉利、比亚迪、众泰四家名列纯电乘用车年度产量前四名，合计产量达 17 万辆，市场份额占比接近 70%，整车层面行业集中趋势明显。

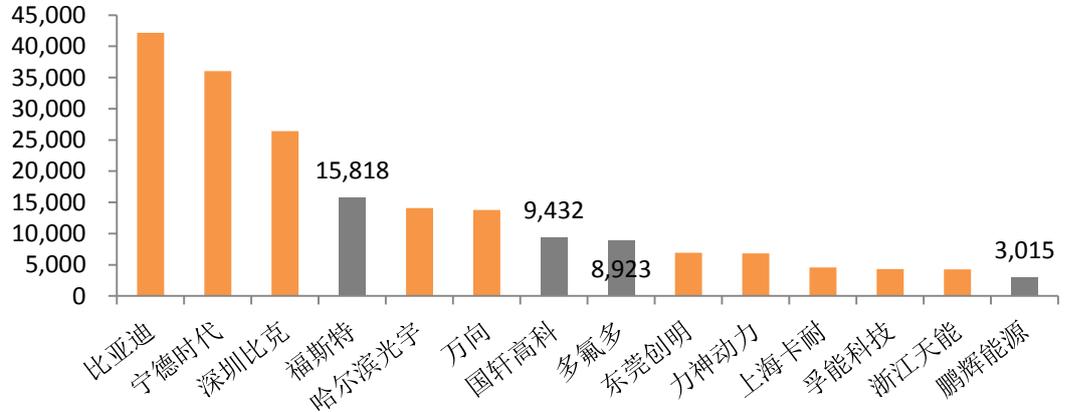
图表19 纯电乘用车前四家整车企业产量占比达 70%



资料来源: 节能与新能源汽车网、平安证券研究所

纯电乘用车上游电池供应商前三名比亚迪、宁德时代、深圳比克领先地位明显,配套量占比达到 42%;上市电池企业中福斯特、国轩高科、多氟多、鹏辉能源配套量居前。

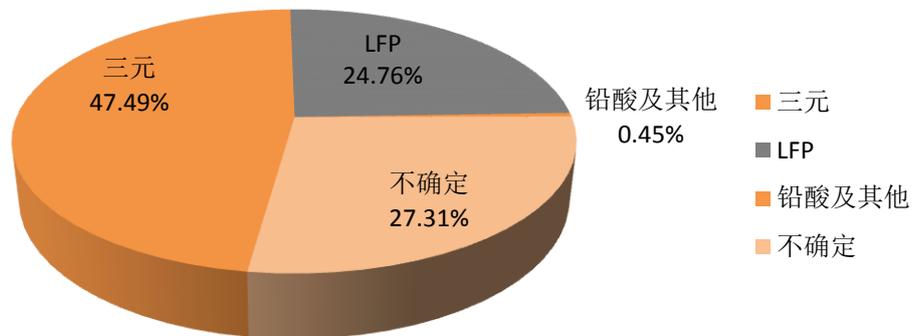
图表20 纯电动乘用车配套电池企业前三名配套量占比 42%，前十名配套量占比 73%



资料来源:节能与新能源汽车网、工信部、商用车网、平安证券研究所

在电池系统选择方面,由于乘用车对续航里程、电池重量、电池体积均比较敏感,因此三元电池凭借高能量密度优势领先磷酸铁锂;在明确电池类型的 18 万台纯电动乘用车中,三元电池配套近 12 万辆,为磷酸铁锂配套车量的 2 倍。

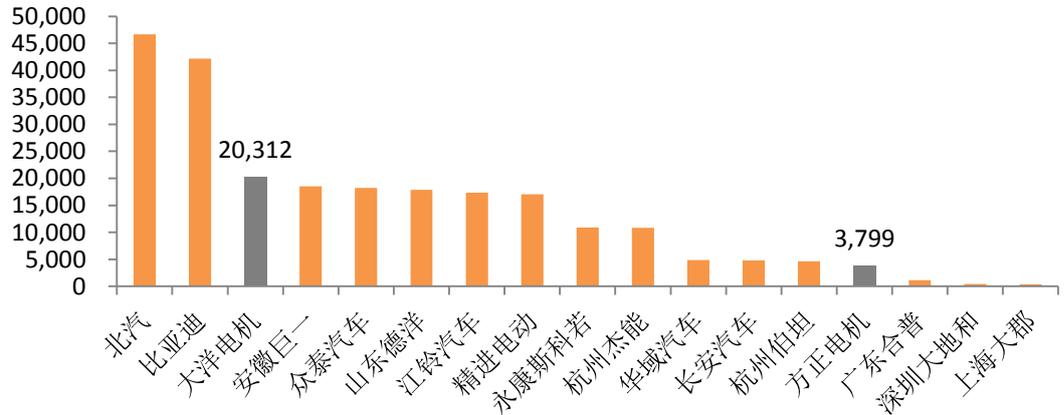
图表21 明确电池类型的整车中,三元路线占比为磷酸铁锂 2 倍



资料来源:节能与新能源汽车网、工信部、商用车网、平安证券研究所

电机供应链呈现整车掌控局面,北汽、比亚迪、江淮(安徽巨一)、众泰、江铃等车企自供或合资自产电机比例较高,占比约为 60%。剔除该部分后,大洋电机(上海电驱动)以 20312 台配套量排名首位,方正电机(杭州德沃仕)以 3799 台配套量名列前十。

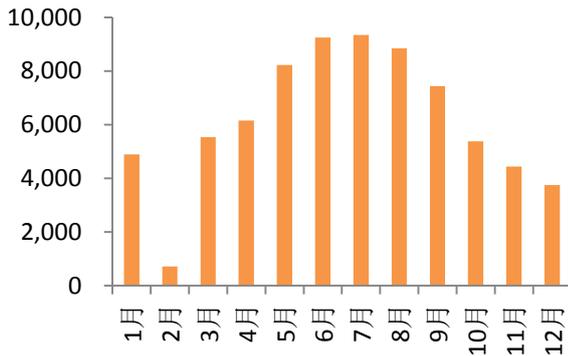
图表22 排除整车企业自产电机，大洋电机、方正电机配套量居前



资料来源:节能与新能源汽车网、工信部、商用车网、平安证券研究所

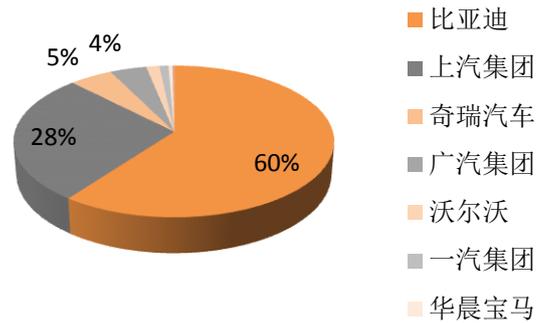
插电混动技术路线国内少有车企设计研发，目前已经形成比亚迪、上汽双雄争霸的竞争格局。

图表23 插电乘用车月度产量维持 5000 台水平



资料来源:节能与新能源汽车网、平安证券研究所

图表24 比亚迪、上汽插电领域双雄争霸

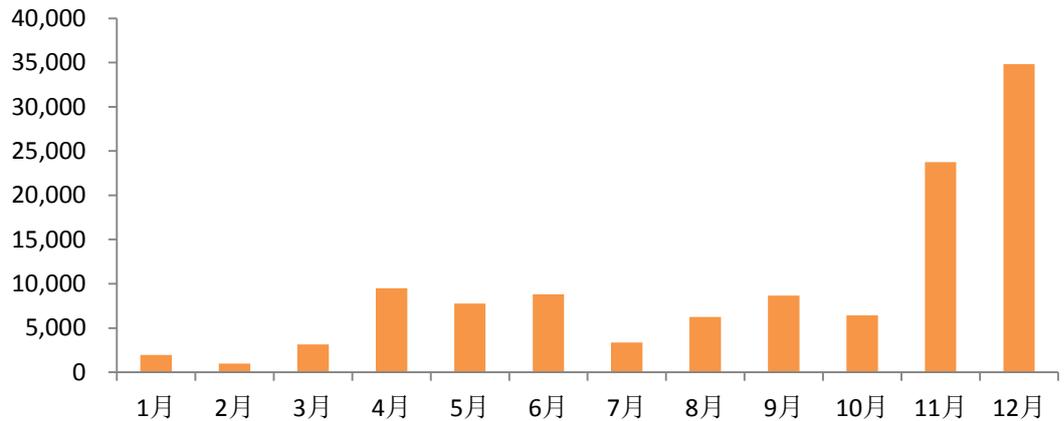


资料来源:节能与新能源汽车网、平安证券研究所

### 1.3 纯电客车：电池与车门当户对，强强联合

与乘用车领域全年排产较为平均，年末产量略有上扬不同，商用车领域呈现明显的年末集中生产（申领合格证）情况。以纯电客车为例，节新网口径 2016 年全年产量约为 11.54 万台，其中 11/12 月两月集中生产 5.9 万台，占比超过全年总产量的 50%。

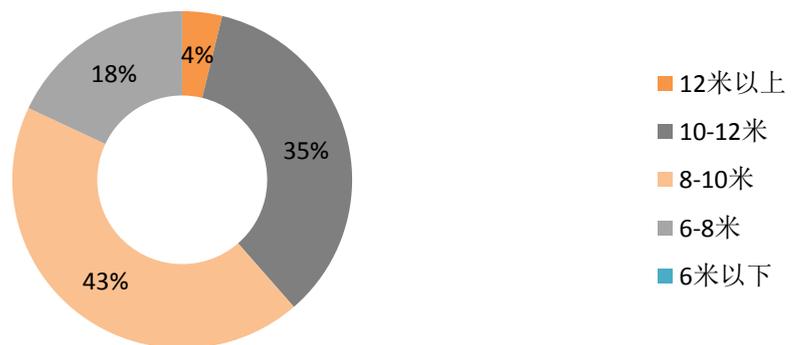
图表25 纯电客车年末集中放量，11/12月产量占全年产量一半



资料来源:节能与新能源汽车网、平安证券研究所

2016年生产的纯电客车中，以8-10米、10-12米车长的车型为主，其中8-10米车型生产5万台，占比约为43%；10-12米车型生产4万台，占比约为35%；两者合计占比接近80%。

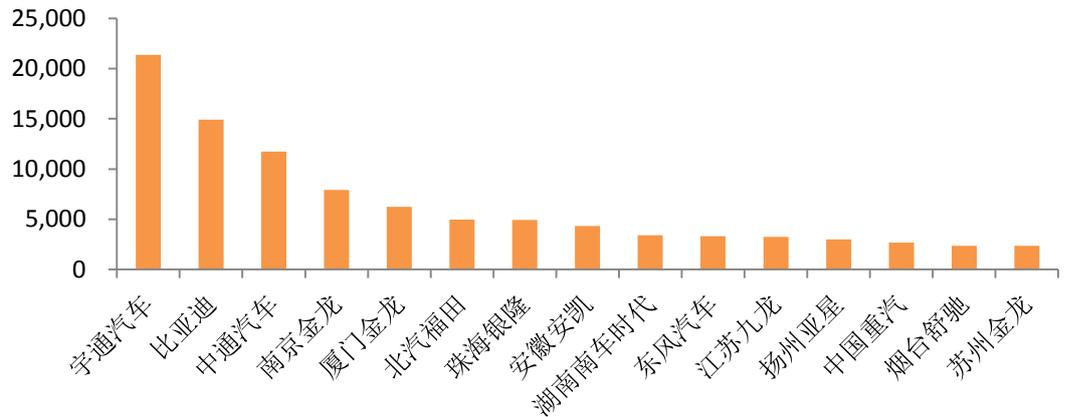
图表26 8-12米车型为2016年纯电客车主流，产量占比接近80%



资料来源:节能与新能源汽车网、工信部、商车网、平安证券研究所

整车企业中，比亚迪与传统客车领先者宇通、中通、金龙同台竞技不落下风，以年产量1.5万台排名第二，仅次于传统客车龙头宇通客车；其他客车领域的传统强者中通、金龙等在纯电客车领域依旧能够名列前茅。

图表27 传统客车领域领先企业在纯电客车领域排名依旧靠前，宇通、中通、金龙名列前四

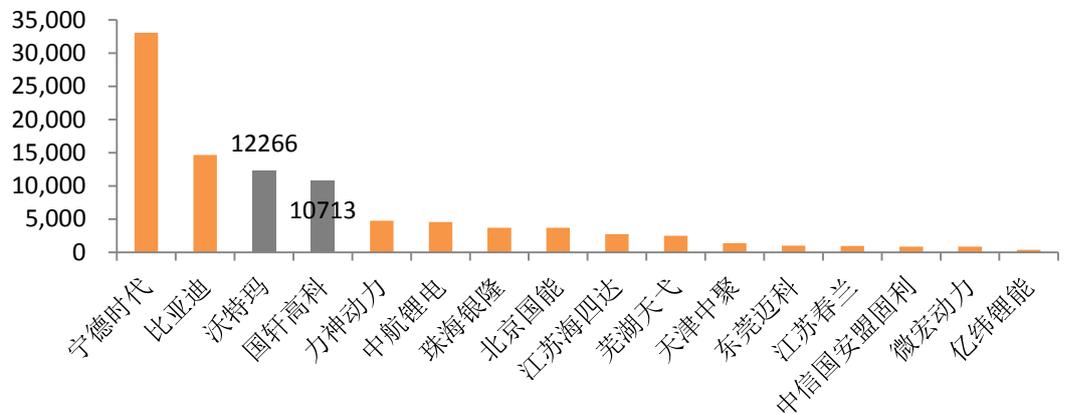


资料来源:节能与新能源汽车网、平安证券研究所

电池领域龙头宁德时代以 3.3 万台配套量独占鳌头，不但基本实现了对宇通客车的独家供货，而且在厦门金龙、南京金龙、南车时代、北汽福田等整车企业均实现布局。客车龙头宇通客车与电池龙头宁德时代的强强联合一方面保证了行业领先者的产品质量，另一方面通过扩大规模优势实现成本的快速下降，形成双赢格局。

沃特玛与国轩高科配套南京金龙、金龙联合、江苏九龙、中国重汽、安徽安凯等车企，配套量均超过 1 万台，行业内名列三四。

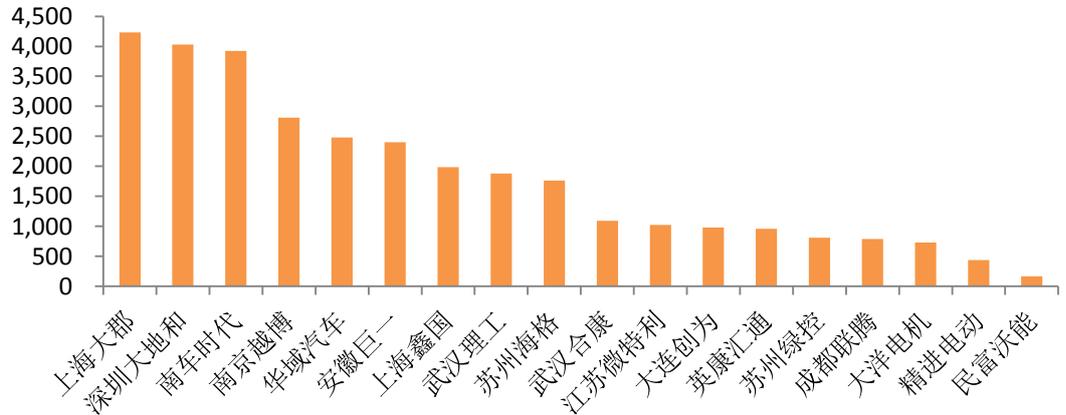
图表28 宁德时代以 3.3 万台配套量独占鳌头，沃特玛、国轩高科配套量领先



资料来源:节能与新能源汽车网、工信部、商车网、平安证券研究所

与乘用车领域类似，客车领域也存在整车企业电机内部配套为主现象；剔除内部配套后上海大郡动力、深圳大地和以超出 4000 台配套名列前二。

图表29 整车龙头企业多电机自配，独立电机企业二线求存

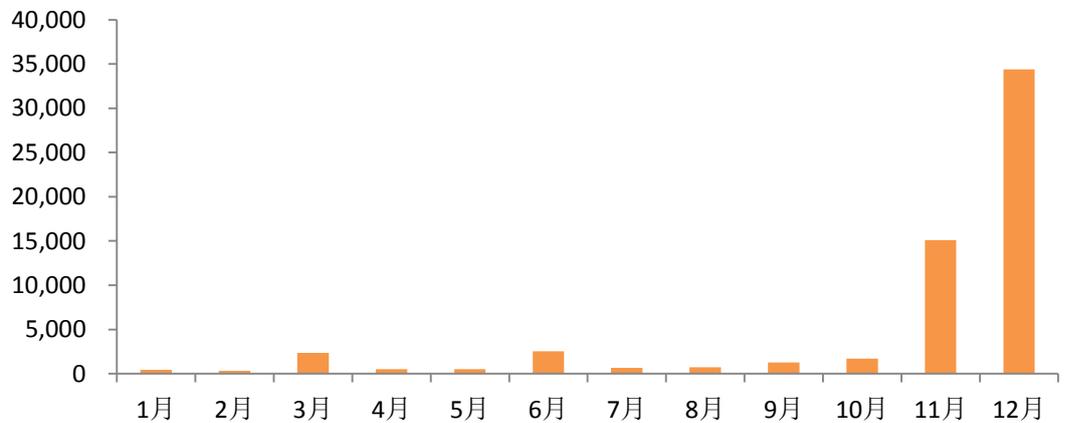


资料来源:节能与新能源汽车网、商车网、工信部、平安证券研究所

#### 1.4 专用车：东风汽车稳居龙头，沃特玛产业联盟配套一枝独秀

2016 年新能源专用车领域面对长达 11 个月的推广政策空窗期，第四批新能源汽车推广应用车型目录中首次出现专用车型，因此专用车在 11/12 月迎来集中产量释放。节新网统计 2016 年全年共生产新能源专用车 6.1 万台，其中 11 月生产新能源专用车 1.5 万台，12 月生产 3.4 万台，两个月占据全年产量的 80%以上。

图表30 受制于推荐目录 12 月发布，专用车生产 11/12 月集中放量

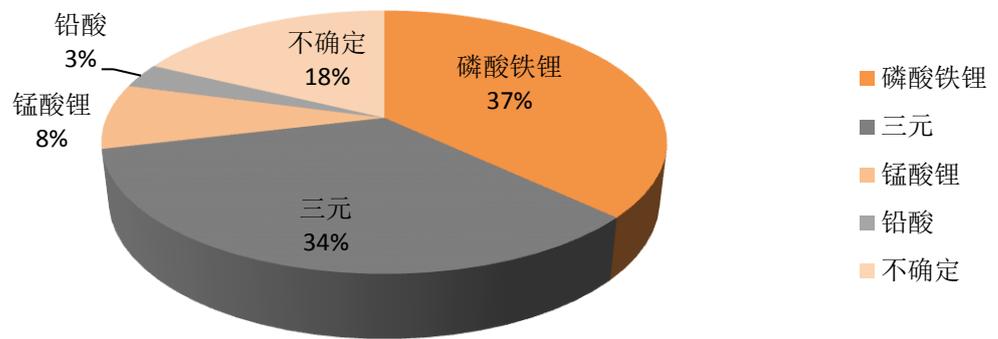


资料来源:节能与新能源汽车网、平安证券研究所

东风集团旗下车企以 1.6 万台产量名列专用车整车企业首位，占全部产量比重超过 26%；大运汽车以 5700 台产量名列第二，北汽集团以 5200 台产量名列第三。

与产业判断新能源专用车将以能量密度高、售价更低的三元电池为主要能量系统不同，2016 年生产的新能源专用车中，明确电池类型的共 4.8 万台，其中三元电池配套 2 万台，磷酸铁锂配套 2.2 万台，实际配套比例基本相当。

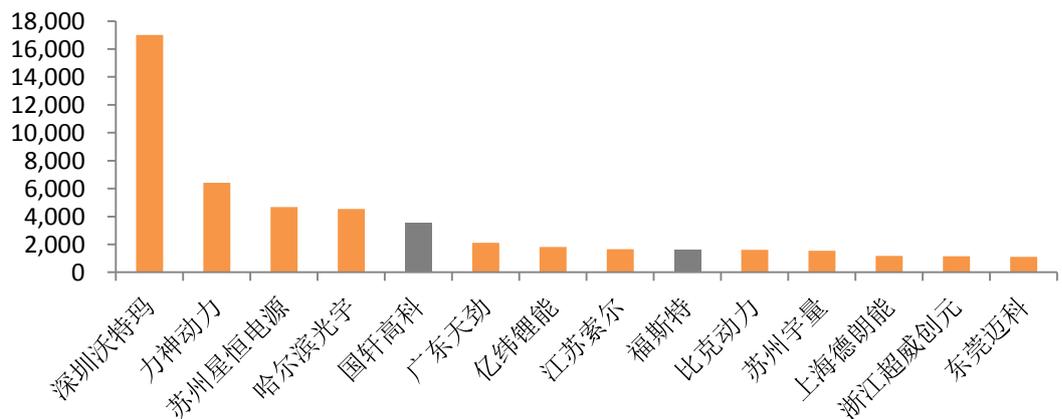
图表31 电池路线选择方面磷酸铁锂与三元平分秋色



资料来源:节能与新能源汽车网、工信部、商车网、平安证券研究所

新能源专用车的电池配套呈现高度集中的特征，沃特玛以 1.7 万台配套量名列首位，接近全部产量的 30%，是第二到四名的总和。前五名配套量占据全部产量的 60%以上，上市公司中国轩高科以 3600 台配套量名列第五。

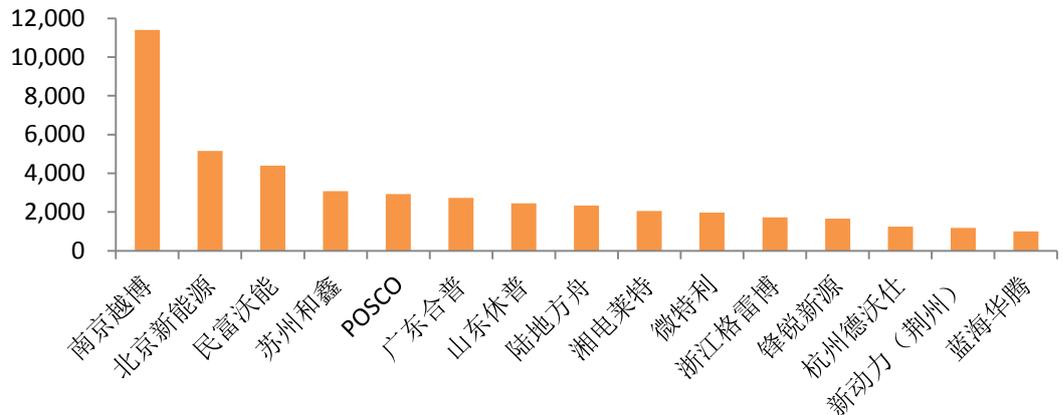
图表32 电池供应体系中沃特玛以 1.7 万台配套名列榜首，占全部配套量的近 30%



资料来源:节能与新能源汽车网、工信部、商车网、平安证券研究所

电机配套体系中，南京越博以 1.1 万台配套量名列首位，民富沃能以 4400 台名列第三，两家企业均为沃特玛新能源汽车产业创新联盟的核心成员。

图表33 电机供应体系南京越博名列首位，民富沃能排名第三，均为沃特玛联盟成员



资料来源:节能与新能源汽车网、工信部、商车网、平安证券研究所

沃特玛产业联盟与专用车领先者东风汽车、大运汽车实现强强联合，掌握新能源专用车领域 30% 以上的产品配套。目前沃特玛联盟已经在上游原材料（有色）、核心零部件（电池、电机）、整车制造、车辆运营、金融服务等方面形成完整产业链集合，有望实现联盟内企业协同发展的多赢局面。

回首 2016 年，新能源汽车产业尽管历经骗补核查、目录真空期等政策阴霾，但最终实现了产业链的渐次升级，三元电池替代稳步推进，整车、电池、电机等核心零部件领域正在实现行业集中度的提高，沃特玛联盟的出现也为产业链发展新的商业模式提供新的借鉴。随着补贴新政和 17 年首批推荐目录的出台，新能源汽车产业链将在政策确定性中迎来长足发展。

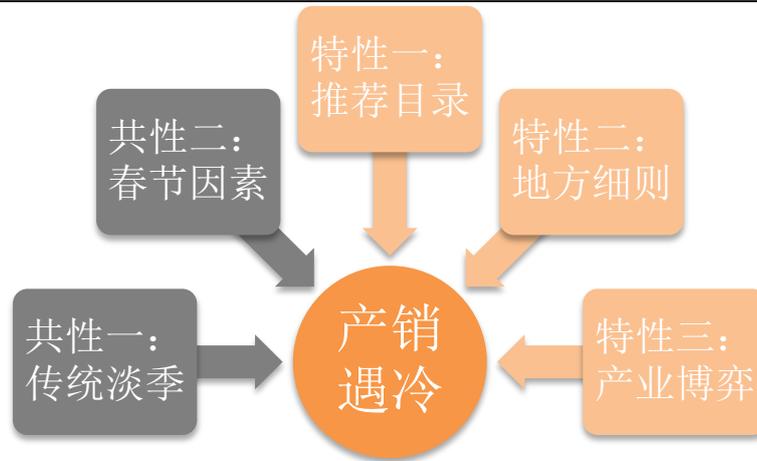
## 二、 展望 2017：春寒料峭，难掩勃勃生机

### 2.1 新能源汽车产销首月遇冷

相比 2016 年初的“动荡”，17 年的新能源汽车行业可以用“大局已定”来描述，一方面财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委在 16 年 12 月 29 日发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，国家补贴的调整落下帷幕；另一方面继废止 16 年五批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》后，1 月 23 日工信部发布 2017 年第一批推广应用目录，推广目录更新重回常态化。

但是由于传统淡季叠加春节因素，以及产业链对补贴下调的消化仍在持续等因素，17 年 1 月我国新能源汽车产销相对遇冷。首先新推荐车型目录在 1 月下旬发布，留给整车企业的时间并不多；其次即使进入国家推荐目录，是否能够获得北京、上海等一线城市的地区准入，也存在一定未知性；第三则是国补政策中对地补上限的强制要求，使得 16 年地方补贴政策也不再具备可执行性。除此之外，补贴下调后产业链内博弈仍在持续，终端售价难以确认叠加上游成本尚不可控，整车产销放缓成为必然。

图表34 除传统淡季、春节因素外，补贴下调后产业链博弈以及地方政策不确定性成为主要因素

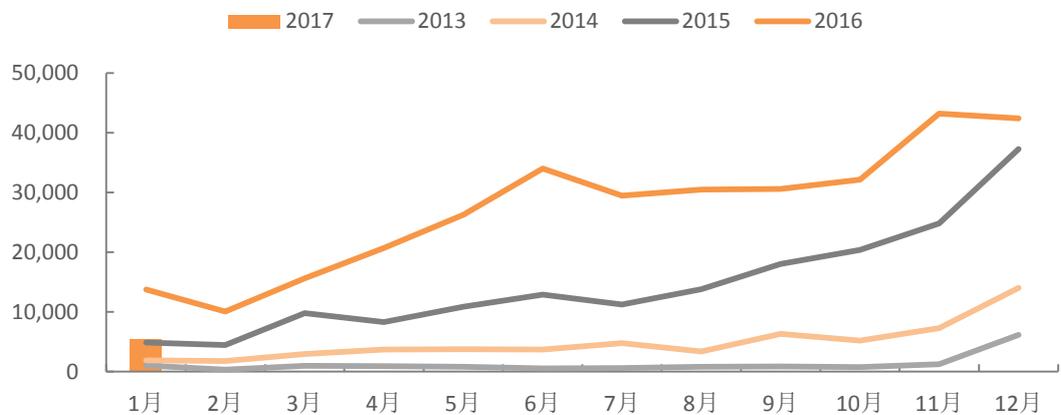


资料来源:平安证券研究所

根据中国汽车工业协会数据,2017年1月我国新能源汽车生产6889台,相比16年同期下降69.1%;实现销售5682台,同比下降74.4%。

全国乘用车市场信息联席会数据显示,1月份我国新能源乘用车销量为5423辆,同比下降61%;其中纯电乘用车实现销售3463辆,同比下降55%,插电混动乘用车实现销售1960辆,同比下降67%。

图表35 乘联会数据显示,历年一季度均为新能源乘用车产销低点

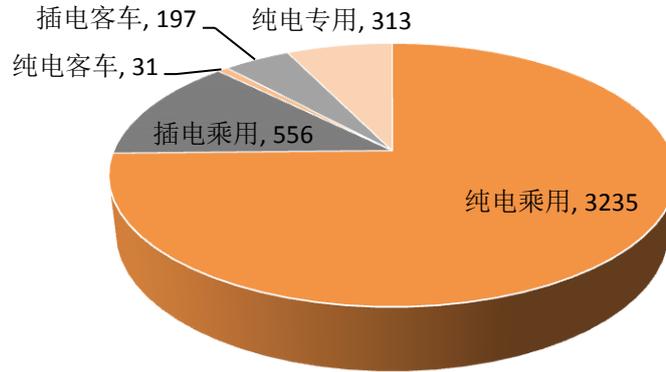


资料来源:全国乘用车市场信息联席会、平安证券研究所

## 2.2 产品结构自适应,乘用车/客车领域补贴敏感度低的车型成为1月主力

根据节能与新能源汽车网口径统计,1月份新能源汽车产量合计4332台,新能源乘用车生产3791台,新能源客车生产228台,新能源专用车生产313台;其中纯电动乘用车生产3235台,占比接近3/4。

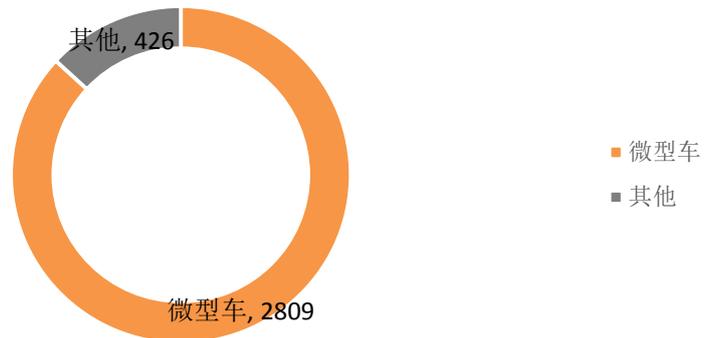
图表36 节新网数据显示纯电乘用车型占1月新能源汽车产量3/4



资料来源:节能与新能源汽车网、平安证券研究所

在地方补贴政策尚未落地、产业链价格博弈仍在持续的阶段,1月新能源汽车生产中以补贴变动小、单车装载电量低的车型成为主力。

图表37 微型车在纯电乘用车产量中占比达到87%



资料来源:节能与新能源汽车网、平安证券研究所

乘用车领域尽管纯电乘用车占比达到85%,但是产量居前的六款车型均为续航里程在150-180km、单车搭载电量在10-30kWh的微型车。

图表38 1月产量居前的乘用车均为微型车

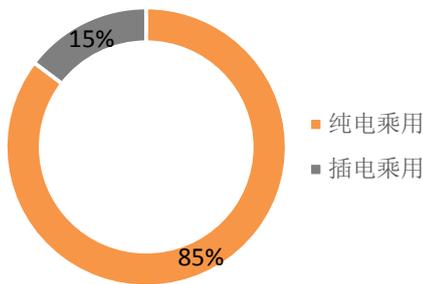
整车企业	品牌	型号	产品名称	续航里程 (工况法)	电池供应商	电机供应商
北汽新能源	北京牌	BJ7001BPH1-BEV	EC180	156km	孚能科技	北京新能源
上汽通用五菱	宝骏牌	LZW7000EVA	宝骏 E100	155km	上海卡耐	方正电机
湖南江南汽车	众泰牌	JNJ7000EVK1	众泰 E200	160km	深圳比克	杰能动力
重庆长安汽车	长安牌	SC7001ADBEV	奔奔 EV	180km	重庆长安	重庆长安

整车企业	品牌	型号	产品名称	续航里程 (工况法)	电池供应商	电机供应商
江铃控股	江铃牌	JX7005BEV	江铃 E100	152km	孚能科技	江铃集团

资料来源: 节能与新能源汽车网、平安证券研究所

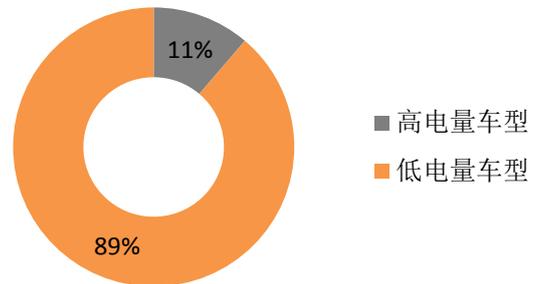
根据节新网数据统计, 1月微型电动车产量合计 2809 台, 在纯电乘用车产量中占比达到 87%; 插电混动乘用车产量 556 台; 因此微型纯电乘用车和插电混动乘用车为代表的低电量车型成为新能源乘用车的主力。

图表39 纯电乘用车在乘用车中占比达到 85%



资料来源: 节能与新能源汽车网、平安证券研究所

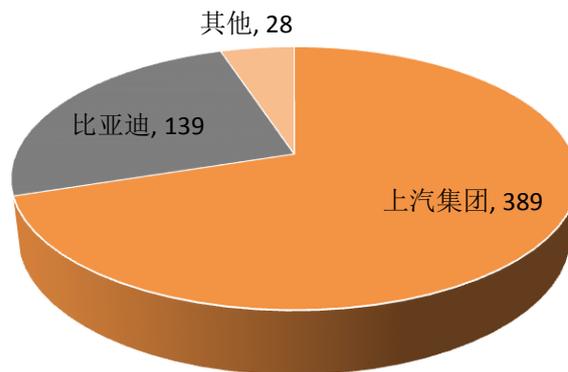
图表40 低电量乘用车成为乘用车产量主流



资料来源: 节能与新能源汽车网、平安证券研究所

插电乘用车领域上汽、比亚迪领先地位稳固, 合计产量 528 台, 占插电乘用车总产量的 95%; 其中上汽集团以 389 台的产量独占 70% 份额。

图表41 插电混动乘用车领域上汽、比亚迪领先地位稳固

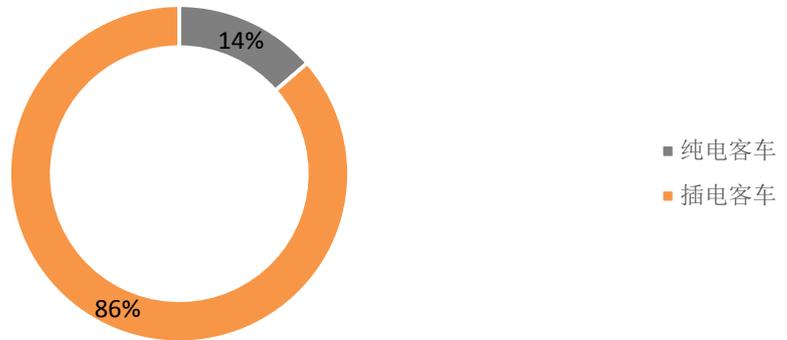


资料来源: 节能与新能源汽车网、平安证券研究所

新能源客车领域也存在相同现象, 节新网口径 1月新能源客车合计产量 229 台, 其中纯电客车仅 31 台, 插电客车 197 台, 占比达到 86%; 该现象与之前纯电客车占据绝对领先的局面大相径庭。我们认为, 一方面是补贴新政下新能源客车补贴大幅下调, 非快充纯电客车国家补贴幅度下调接近 40%, 再计入地方补贴限额为国补 50% 影响, 产品终端售价面临重新定价; 另一方面要满足国补政策中续航里程超过 200 公里的技术要求, 主流 8-11 米客车车型对应电池单车搭载量需要达到 120-200kWh。

假设磷酸铁锂电池组定价区间为  $1900 \pm 200$  元/kwh,单车电池量 160kWh 计算,其装车成本为 27.2-33.6 万元,变动区间超过 6 万元,对电池价格变化敏感。

**图表42 1 月份插电客车产量超过纯电客车, 占比达 86%**



资料来源:节能与新能源汽车网、平安证券研究所

因此在上游成本尚无明确的情况下,搭载锰酸锂电池系统的插电客车成为新能源客车企业的优先选择。1 月份生产的 197 台插电客车全部搭载中信国安盟固利生产的锰酸锂电池系统,锰酸锂路线低价、高倍率、中等能量密度的优势得到体现;其中 196 台由客车龙头宇通生产。

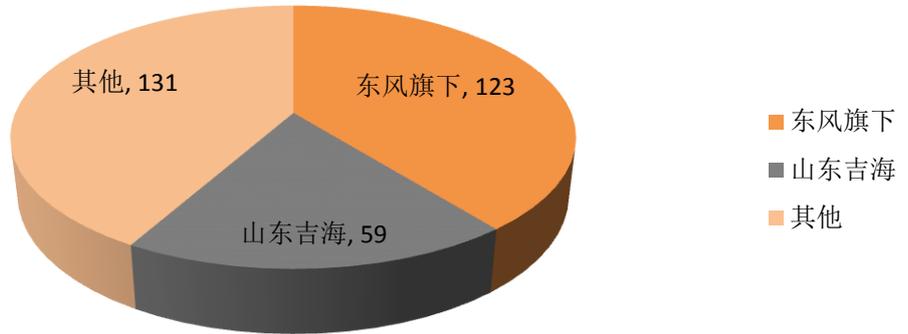
### 2.3 专用车龙头东风一马当先, 电池路线选择三分天下

专用车领域历经 2016 年长达 8 个月的推荐车型目录空白期后,终于在 12 月的第四批、第五批目录中得以准入,专用车成为新能源汽车领域重要部分的地位得到确认。2017 年首批目录中新能源专用车得以首发出场,17 年专用车领域政策的确定性获得延续。2017 年 1 月份,新能源专用车型合计生产 313 台。

尽管 16 年补贴政策不确定性较大,但是专用车行业龙头在新能源物流车领域的研发、配套、申请工作并未止步;16 年东风集团旗下车厂申报 286-291 批机动车新产品目录的新能源物流车型数量达到 77 款,专用车领域第一名,约等于第二名新楚风、第三名大运汽车申请量的加和。

在 2017 年首批新能源汽车推广目录中,东风汽车以 12 款车型入选,占据专用车名单的 1/3,龙头地位体现;1 月份东风集团旗下车企共生产新能源专用车 123 台,占比近 40%。

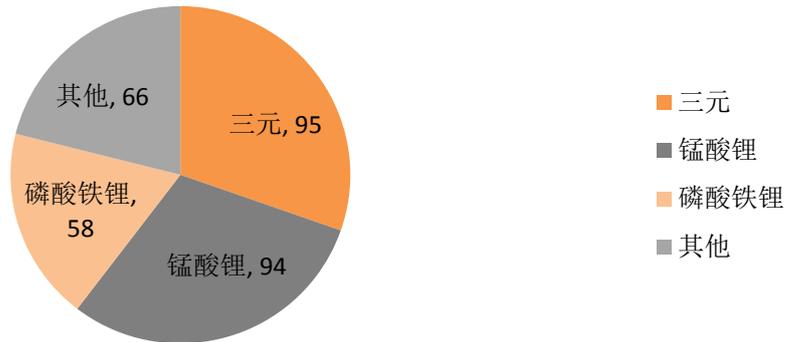
图表43 物流车龙头东风集团旗下车厂贡献1月份产量40%



资料来源: 节能与新能源汽车网、平安证券研究所

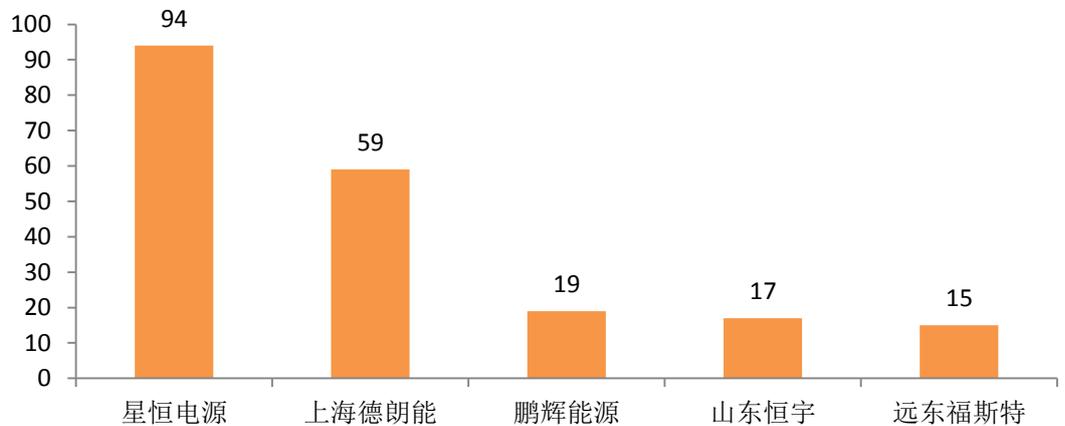
补贴新政提出电池系统能量密度要求后, 锰酸锂技术路线崭露头角; 1 月份专用车明确电池种类的配套中锰酸锂达到 94 款, 与三元配套相当; 磷酸铁锂配套 58 款。

图表44 专用车领域电池三元、锰酸锂、磷酸铁锂三分天下



资料来源: 节能与新能源汽车网、平安证券研究所

图表45 星恒电源以 94 台配套量位列电池配套首位, 全部为锰酸锂电池系统



资料来源: 节能与新能源汽车网、平安证券研究所

2017年首批车型推荐目录中以16年老款车型居多，随着293批新产品公告的申请公示，预计2月末新能源汽车产业链将迎来第二批推荐目录，整车企业在补贴新政下的选择将得到体现。

### 三、投资建议

17年补贴新政年初落地，监管层对企业技术路线选择更具包容性，电池能量密度技术指标的提出和补贴下调使得锰酸锂技术路线崭露头角，三元电池替代磷酸铁锂有望加速。1月底17年首批新能源汽车推荐目录出台预示推荐目录更新重回常态化，预计2月末将迎来第二期推荐目录。政策确定性下，新能源汽车产业链将重回快车道。建议关注具备规模优势、大客户优势，三元转型稳步推进有望通过材料体系自备维持高毛利水平的锂电行业龙头国轩高科；建议关注通过特色软包技术路线实现电池能量密度提高，成功切入乘用车领域众泰供应链的鹏辉能源；建议关注受益三元替代加速的正极材料供应商当升科技、杉杉股份；驱控领域龙头效应集聚的大洋电机、方正电机；以及整车推进常态化后，受益充电桩配套投资的中恒电气、和顺电气、通合科技等。

图表46 主要公司盈利预测与评级

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E				评级
		2017-02-23	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E	
当升科技	300073	50.99	0.07	0.55	0.92	1.45	728.4	92.7	55.4	35.2	推荐
国轩高科	002074	30.95	0.67	1.25	1.65	2.36	46.2	24.8	18.8	13.1	强烈推荐
鹏辉能源	300438	33.75	0.35	0.56	0.82	1.15	96.4	60.3	41.2	29.3	推荐
中恒电气	002364	19.25	0.25	0.49	0.74	1.00	77.0	39.3	26.0	19.3	强烈推荐
和顺电气	300141	24.04	0.14	0.54	0.87	1.17	171.7	44.5	27.6	20.5	推荐
大洋电机	002249	8.15	0.14	0.24	0.34	0.45	58.2	34.0	24.0	18.1	强烈推荐

资料来源:平安证券研究所

### 四、风险提示

宏观经济不及预期、新能源汽车产销不及预期。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033