

新能源汽车运营三定律

新能源汽车产业链深度研究之三

欧子辰

S0360515100001

联络手机: +86-13810406260

邮箱: ouzichen@hcyjs.com

不同于你所看到的任何新能源汽车产业研究报告

前言

- 在新能源汽车产业链深度研究之二——运营推广的终极图景中，我们从C端解释了为何新能源汽车运营普遍存在的B端热，C端冷的问题——消费者行为习惯尚未形成。
- 这一次，我们将视野拔高，并总结出新能源汽车运营三定律。
- 我们首先从B端出发，终极图景既已画好，现在做的，就是理清从现状到未来的发展途径与节奏、时间与空间。

SECTION1：新能源汽车运营第一定律

SECTION2：新能源汽车运营第二定律

SECTION3：新能源汽车运营第三定律

SECTION4：三定律总结与投资机会

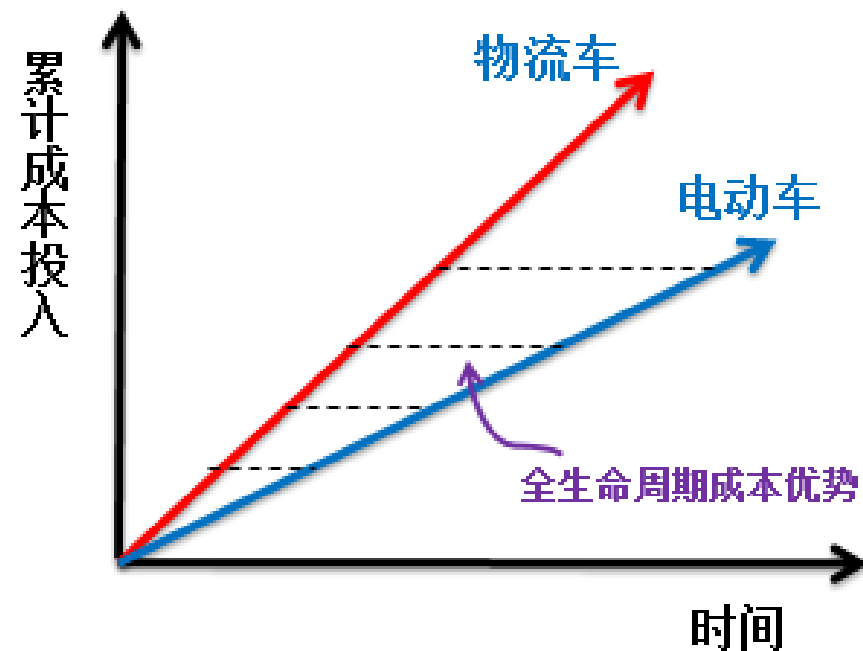
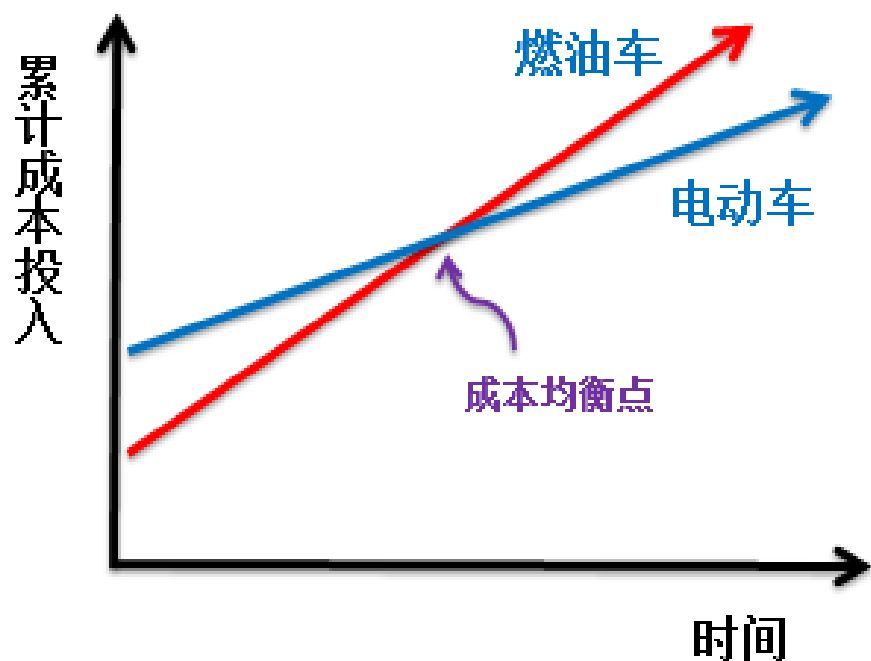
SECTION 1

新能源汽车运营第一定律：推广为运营的第一要务

新能源汽车具有一次性购买成本高，使用成本低的特点，因此，通过运营可以将成本均衡点后的成本优势转化为全生命周期的成本优势。

?

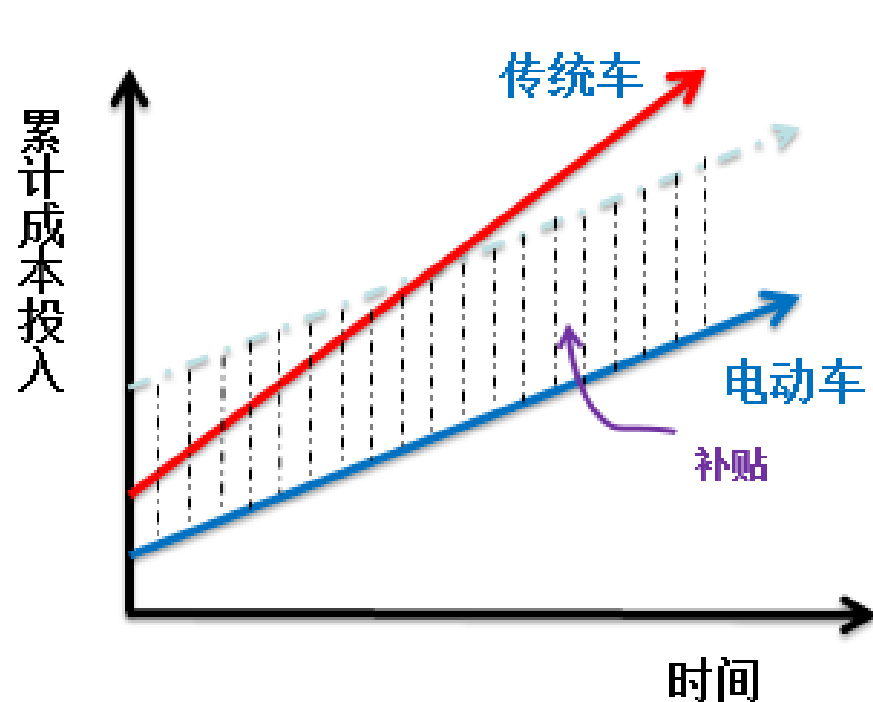
我们以为是这样的：



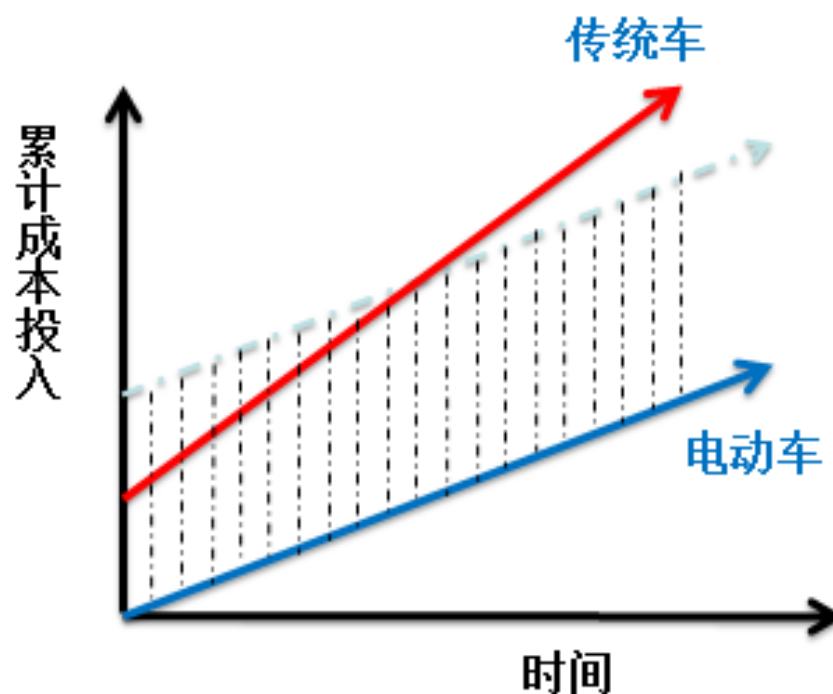
然而由于补贴的存在，新能源汽车通过购买方式的全生命周期成本与对应的传统燃油车相比，

经常是这样的：

甚至是这样的：



(物流车、客车、A00型乘用车等)

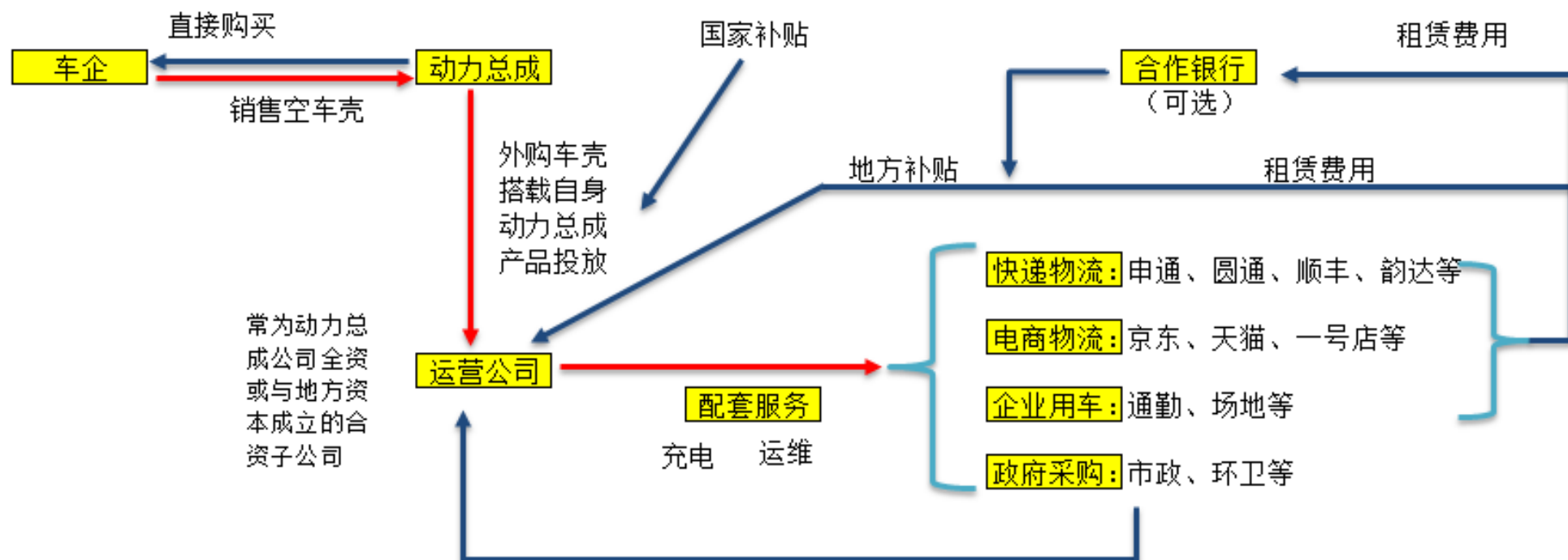


(2015年广受非议的6-8m轻客)

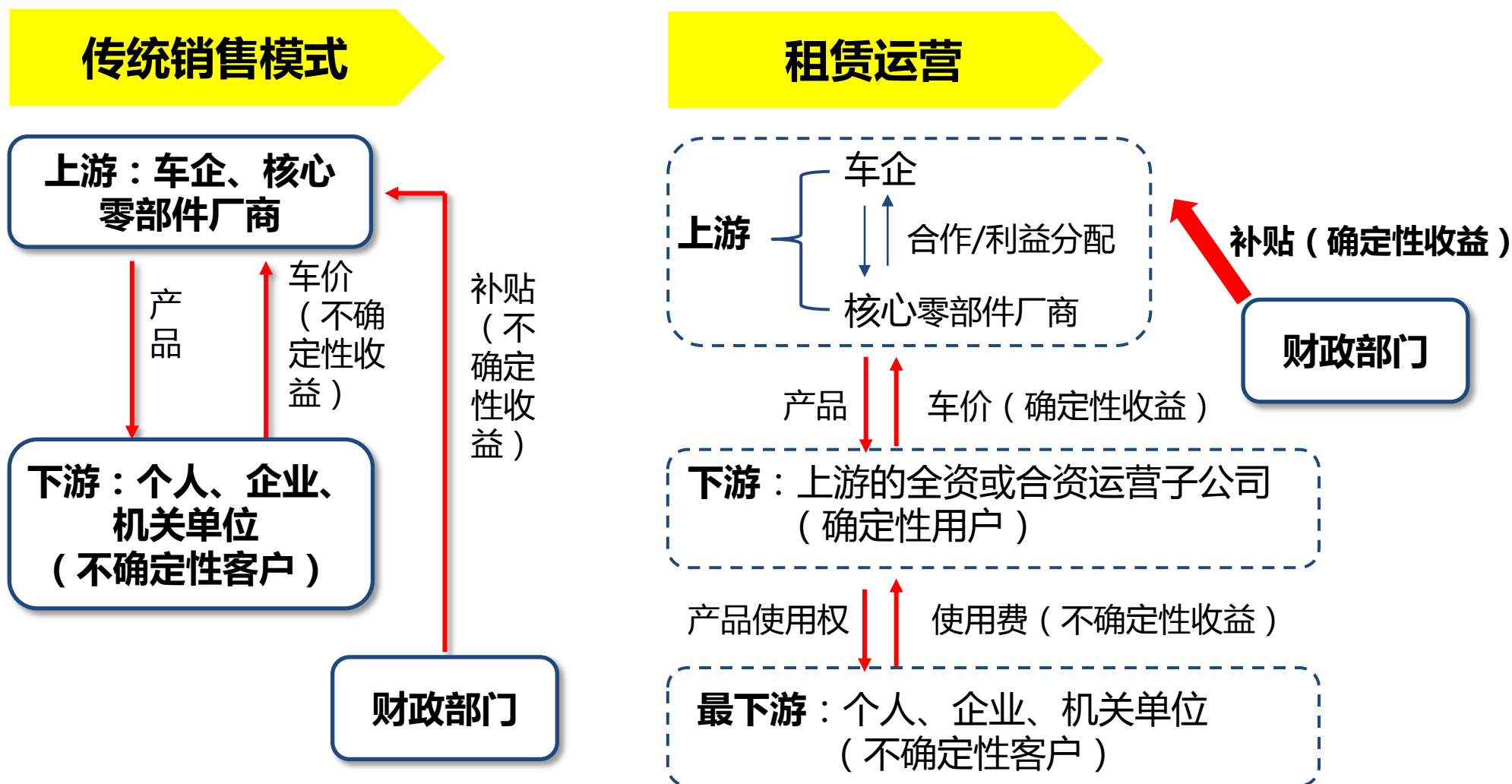
- 可以看出，除少部分车型（包括江淮、北汽等A级乘用车、比亚迪K9等极少数携带大量电池的大客）外，政府补贴足以使得很多车型采用购买模式已经可以享受到全生命周期成本优势。
- 然而：补贴优势越明显的车辆（如初次购买相比传统车价更低的车型），参与运营的热情反而越高。
- 这显然与基于运营全生命周期成本优势理论的常识相背离。

上下游联动的核心在于没有需求（或需求尚未形成）的时候，人为地创造需求。

以轻客、物流车等商用车为例，在之前的报告中，我们总结了上下游联动的常用模式：



我们将视角拉高，更为宏观的看，上下游联动可进一步总结为：



新能源汽车行业爆发初期的特点：

- 行业增速极快
- 产能维持在扩张迅速同时持续不足的状态
- 下游需求的形成依赖大量基础设施建设尚未到位
- 政府补贴力度大但方式方法尚不成熟
- 政府补贴给出了明确的退坡期限

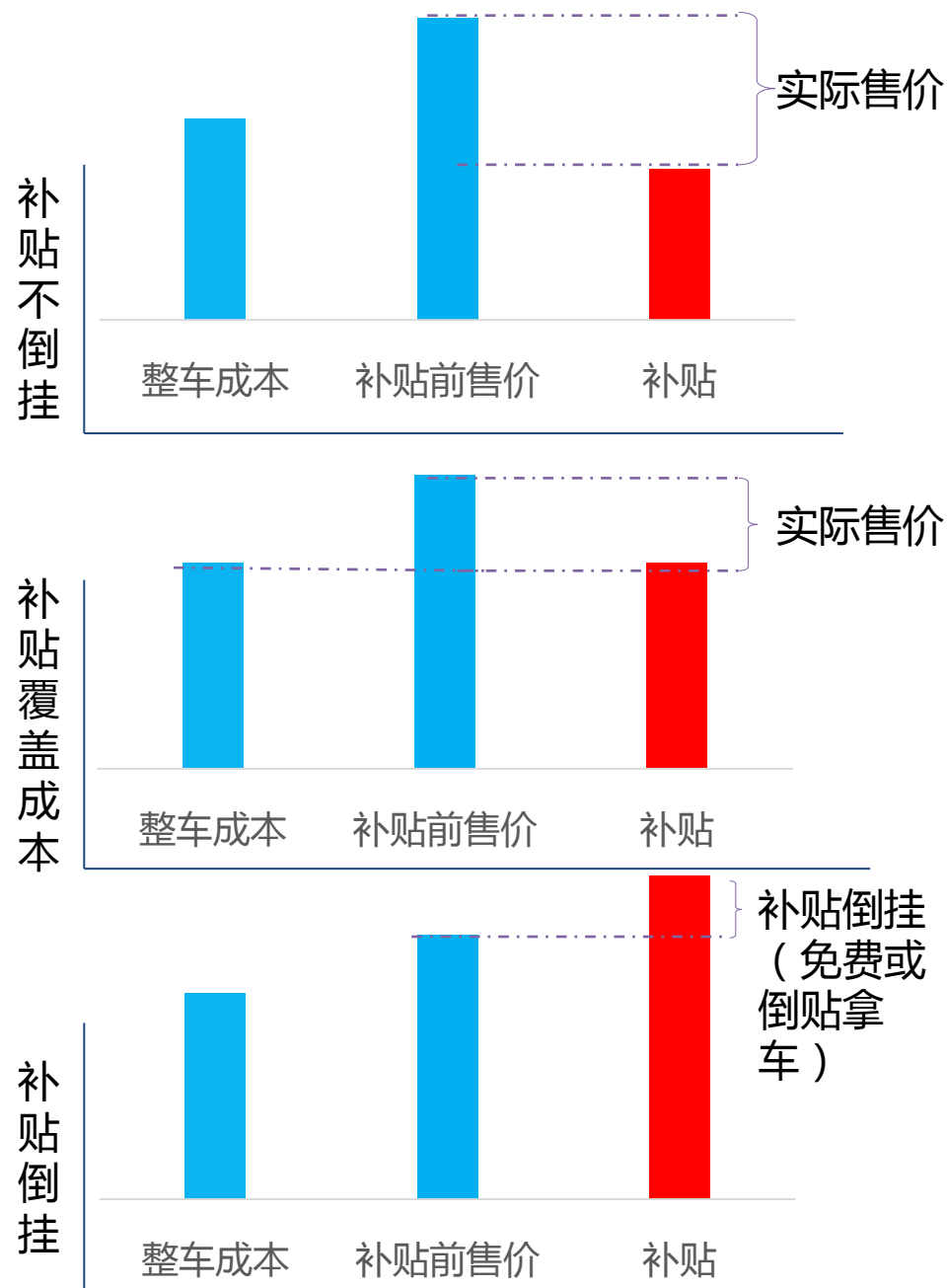
一言蔽之：

必须实现供给驱动

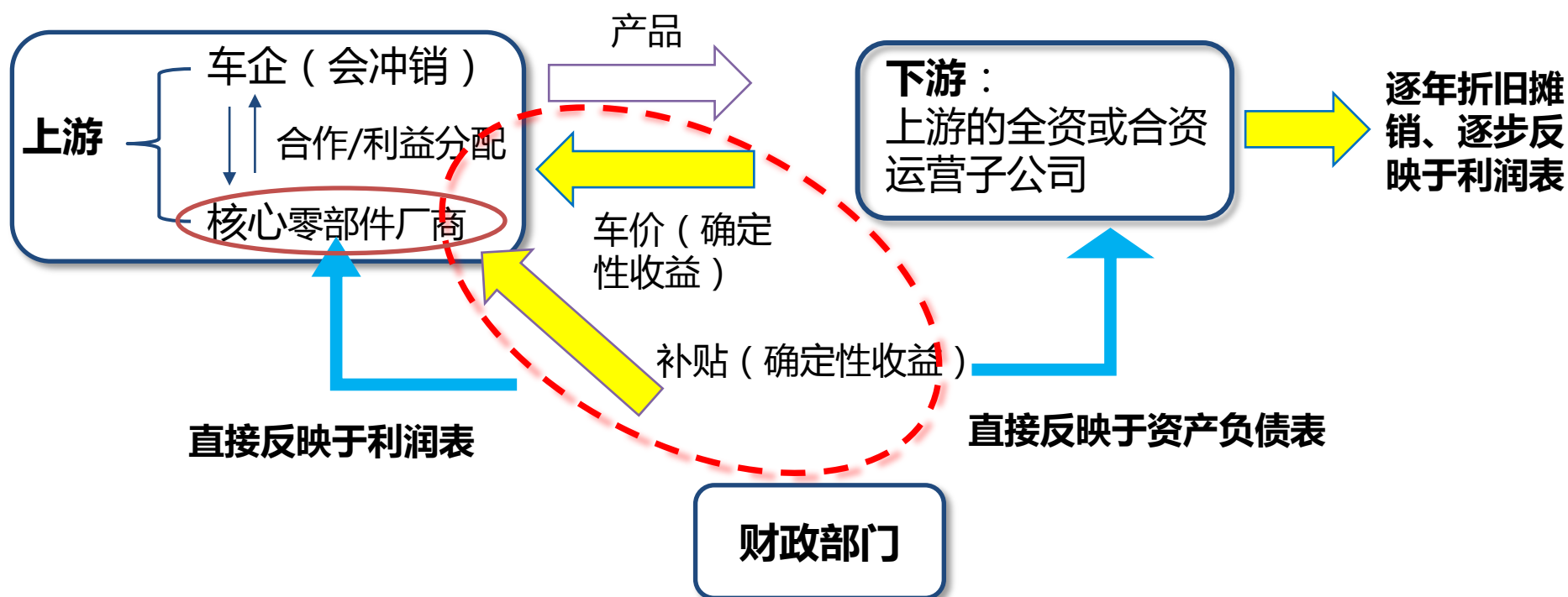
这一背景之下：

- 下游需求尚未成熟，但上游必须保证需求>供给，即**必须维持供给驱动**
- 在产能有限的情况下，确定性收益与非确定性收益之间，**企业个体希望最大化确定性收益**

- 因此，补贴优势越明显的车型，确定性收益占比越大，参与运营的热情就越高
- 除非下游自然需求能够100%保障公司持续满产，否则补贴倒挂车型生产企业势必要通过运营保障持续满产
- 补贴优势量化分析：
 - A、补贴：成本 <1 ，则补贴不倒挂；
 - B、补贴：成本 ≥ 1 ，则cover成本；
 - C、补贴：售价 ≥ 1 ，则补贴倒挂。



进一步的——运营的IS/BS理论：



- IS/BS结构在报表上进一步增强了上下游联动者短期确定性的盈利能力
- 下游不确定性收益被推迟到未来折旧摊销，换来短期上游确定性收益
- 下游收益取决于未来C端市场是否能够支撑短期运营推广带来的折旧摊销

进一步：

假设下游运营为上游全资企业，则：

- A、若实现补贴cover成本（假设补贴=成本），便可无视运营企业折旧摊销，下游运营收入相当于全部贡献利润；
- B、若实现补贴倒挂（假设补贴=售价），在无视运营企业折旧摊销的基础之上，下游运营0收益即可实现正常销售收益。

基于以上分析，我们提出新能源汽车运营第一定律：

推广为运营的第一要务

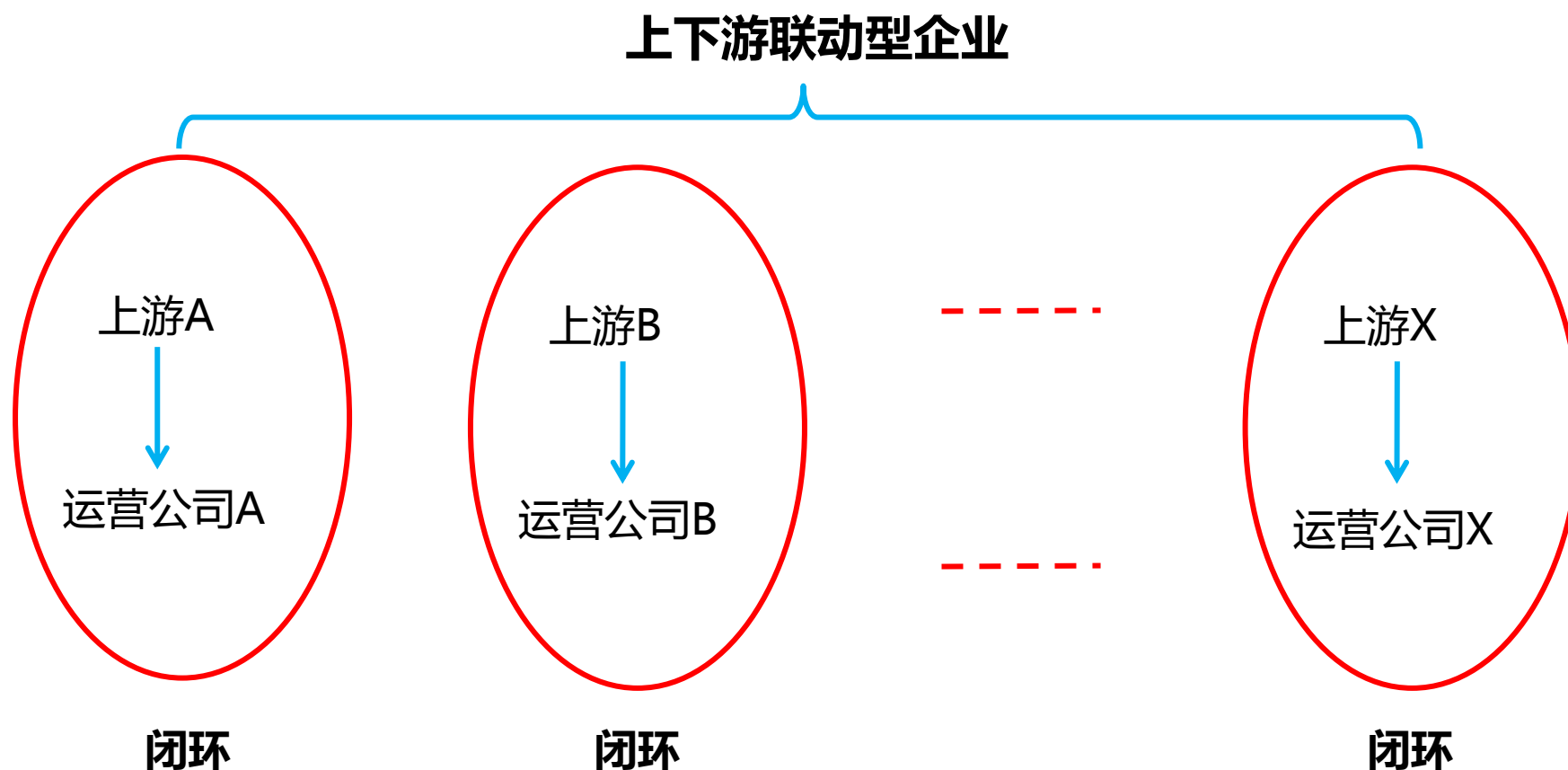
- 现阶段新能源汽车下游自然需求的稳定增长短期内无法跟上供给端的飞速扩张，新能源汽车运营的首要任务是创造需求（有时是伪需求）
- 运营带动上游，对于上下游联动者而言，二者不可分割，共同创造利润；对于单纯的运营企业而言，往往需要上游利益的重新分配（方式众多）
- 运营会加速下游需求的形成，随着下游需求逐步形成，汽车智能化、共享化、电动化趋势逐步形成（相对缓慢的过程），运营的第一要务则不再是为上游服务，创造需求，而转变为盈利为中心。

- 由于2017年补贴进一步退坡，2016年新能源汽车行业从全局看依然将是供给驱动
- 上游产能逐渐放出的基础之上，2016年新能源汽车产销将依然维持高速增长
- 为维持供给驱动，大量车辆将被投入各类运营模式，2016年有望成为新能源汽车运营元年
- 上下游联动的运营模式将依然是主流模式（包括自身与合作）

SECTION 2

新能源汽车运营第二定律：运营延缓行业正常优胜劣汰

- 基于第一定律结论，即使上游部分细分子行业出现扩产过度导致暂时性产能过剩，全局角度看新能源汽车行业将依然是产能受限，供给驱动。
- 运营催生整体需求的过程具备其自身特征：



运营催生的供给驱动特征：上下游联动新能源汽车运营所创造的需求具备独占性，并不会为全行业所共享。

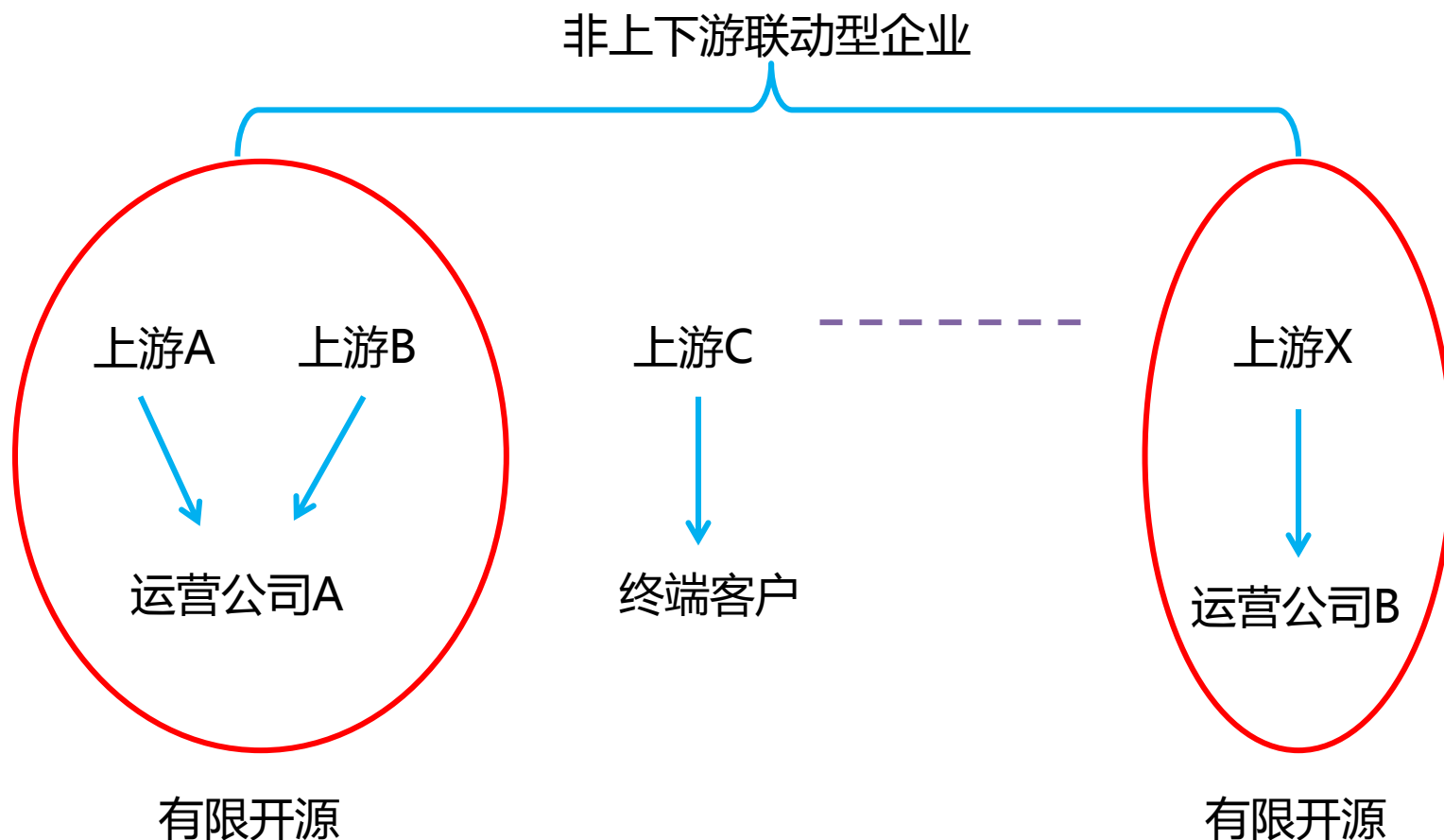
Repeat：在总收益给定的情况下，新能源汽车运营试图最大化确定性收益而最小化不确定性收益。

因此即使对于非上下游联动，试图打造开源运营平台的企业而言，由于其本身赚取的**恰恰是**全行业试图最小化的不确定性收益环节，其发展依然严重依赖与上游厂商的合作。

因此，即使是独立的运营企业，所创造的需求仍然具备一定程度的独占性，并不会为全行业所共享。

Example：畅的科技等

独立、开源的运营平台所创造的需求仍然具备一定程度的独占性，并不会为全行业所共享。



对于上游C公司而言，其产品销量仍受制于当前时点下游真实需求

无须通过五力模型、SWAP分析等林林总总的东西来研究新能源汽车运营行业壁垒，也无需拍脑袋的说什么技术壁垒、规模效应等。

假设新能源汽车运营第一定律：“推广为运营的第一要务”不成立，运营为了实现自身盈利，则有：

$$\text{运营日流水} = \text{车辆规模} \times \text{单车日均运营时长or里程} \times \text{实租or里程价格}$$

Max目标

运营效率

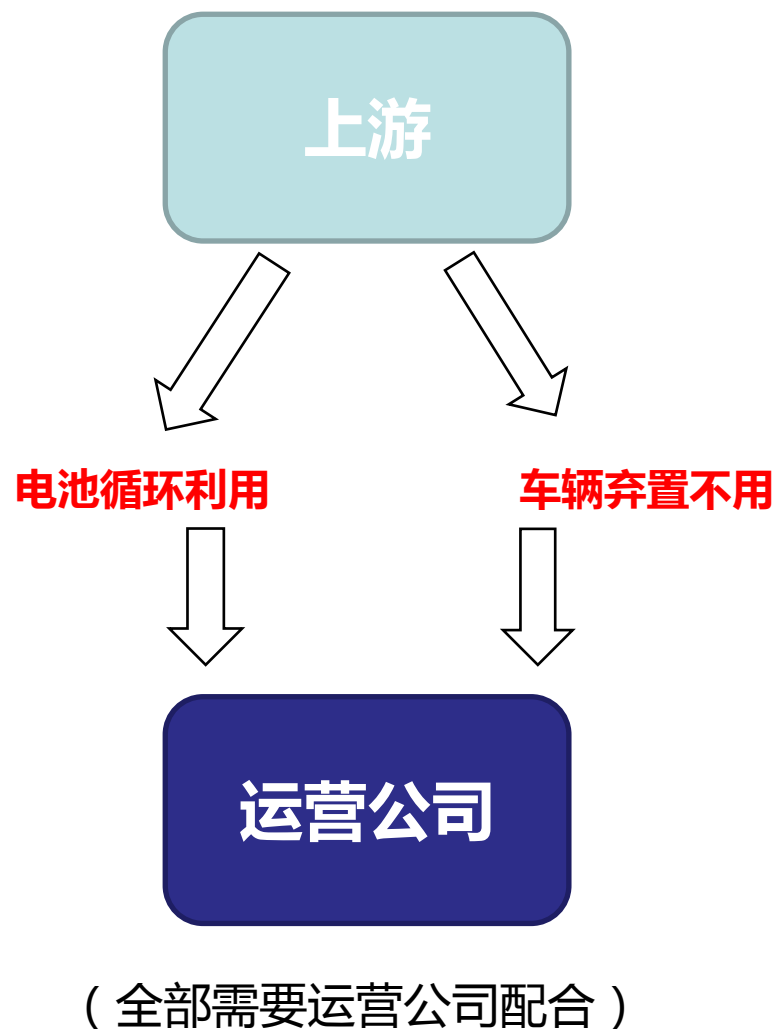
然而，由于新能源汽车运营第一定律成立（至少在现阶段成立），则有：



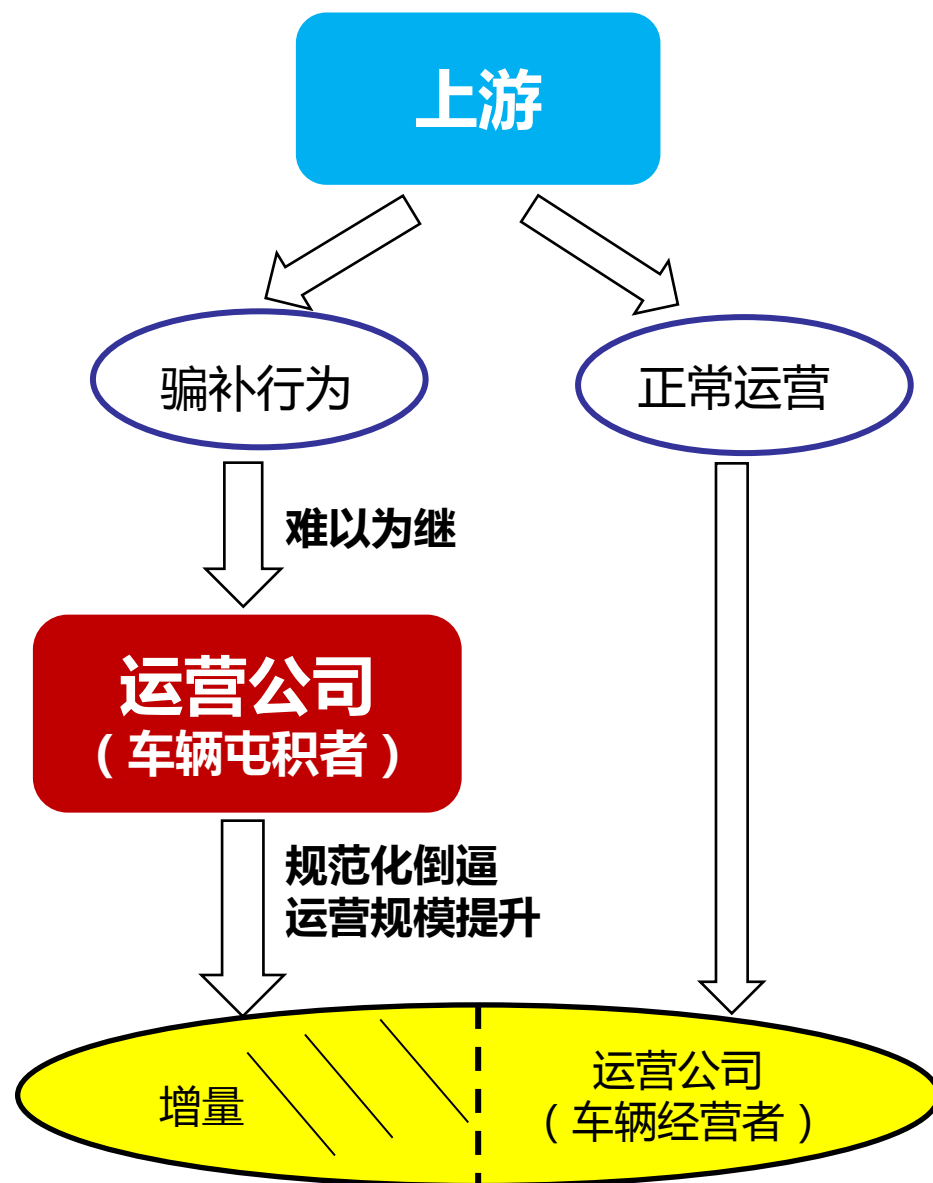
因此，新能源汽车运营行业壁垒：

资金

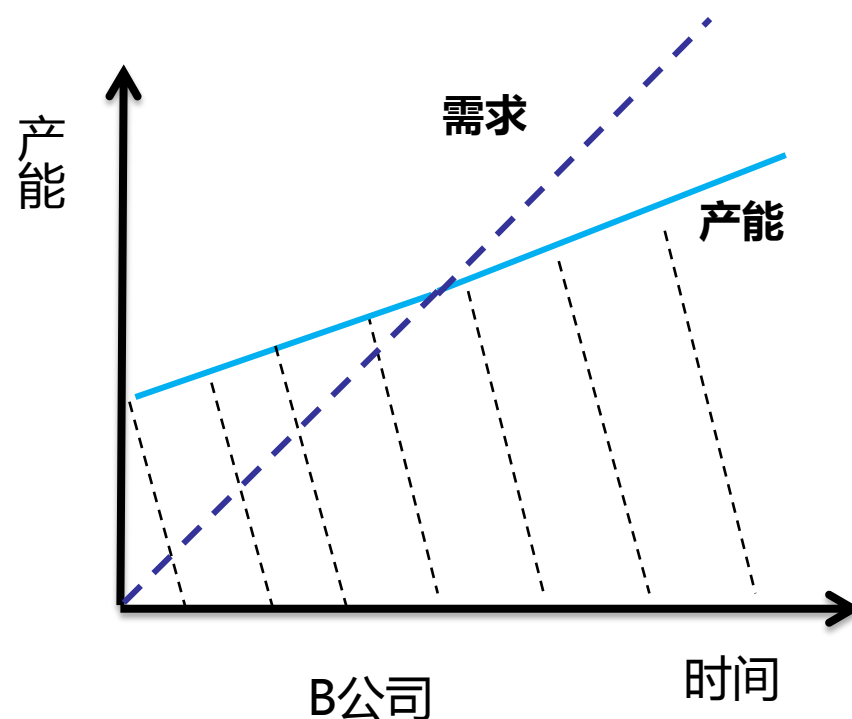
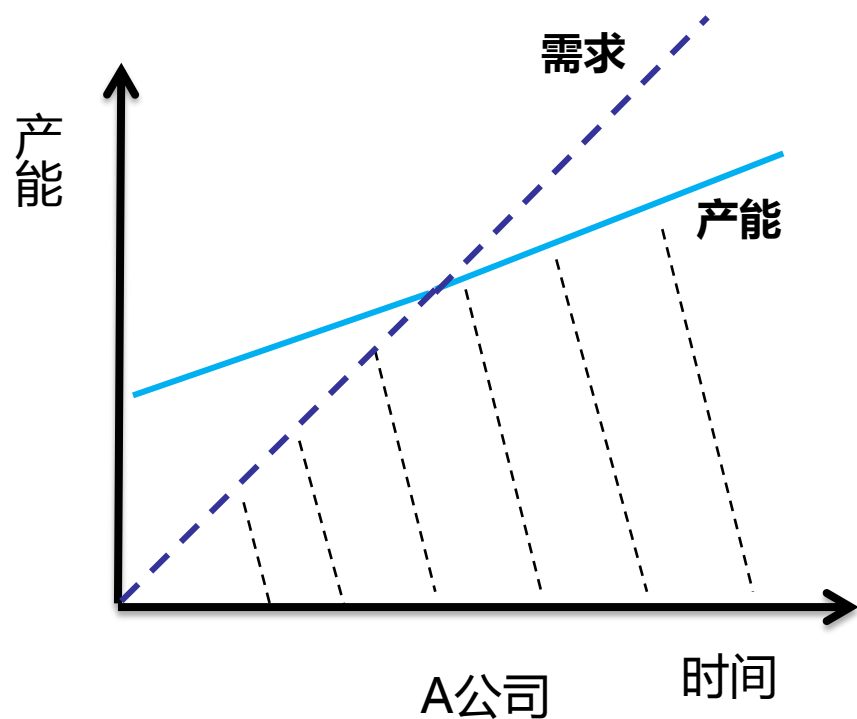
- 1月21日，财政部、科技部、工信部、发改委四部委宣布启动新能源汽车骗补清查工作
- 2月25日国务院召开的常务会议中，确立了进一步支持新能源汽车产业的措施，同时强调坚决打击骗补。
- 上下游联动的运营公司是骗补的核心环节



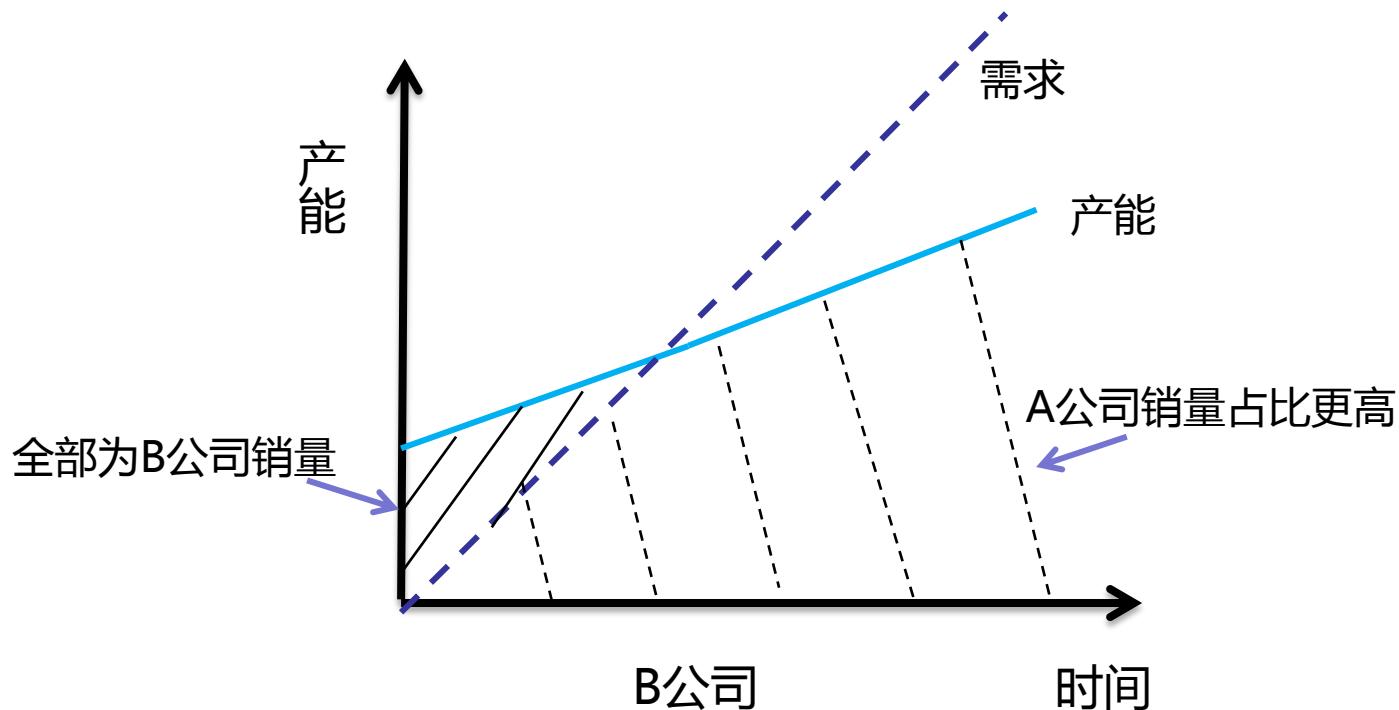
- 可以看出，打击骗补有助于新能源汽车行业规范化发展，但**并没有也无法也无意去**改变“推广是第一要务”的运营目标。
- 清查骗补保障的是销售出去的车辆对于上游的真实拉动与对下游需求的真实带动；
- 清查骗补反而倒逼运营公司规范化与迅速上量——侧面佐证第一定律衍生结论：**2016年有望成为新能源汽车运营元年**



- 做简单假设，新能源汽车上游制造业简化为两家公司：A公司与B公司；
- A公司产品质量、研发实力、营销能力都优于B公司，然而B公司采取运营模式，A公司产品直接销售，则：



- 由于A公司产品质量、研发实力、营销能力都优于B公司，如双方都采取直接销售模式，则A公司市场占比更高，考虑到规模效应，B公司可能遭到淘汰；
- 然而由于B公司采取运营模式，则全行业供需如图所示：



- 则B公司在前期需求尚未形成时积累了大量优势，未来竞争格局未可知

基于以上分析，我们提出新能源汽车运营第二定律：

运营延缓行业正常优胜劣汰

- 事实上，运营延缓行业正常优胜劣汰的例子已不胜枚举
- 短期内，运营淡化了上游技术、规模效应等壁垒
- 长期来看，随着下游需求的逐步形成，上游技术、规模效应等壁垒依旧存在，但运营的延缓效应增加了对未来竞争格局判断的不确定性

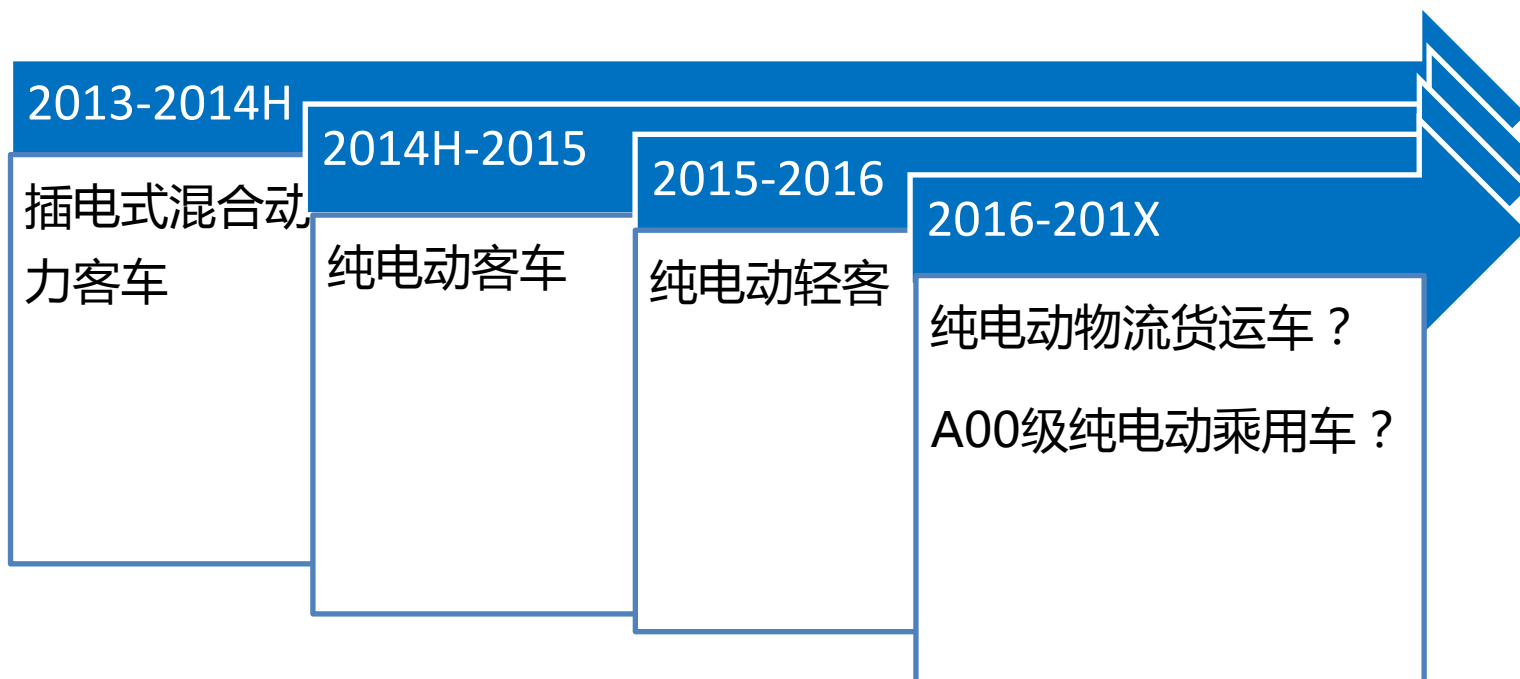
- **不可轻视任何一家小公司，尤其是上市公司**
- **上下游联动布局运营的企业，运营的上量有助于上游在行业中竞争优势的提升**
- **行业竞争格局充满变数，龙头垄断难度加大，黑马随时可能出现**
- **不可轻易否决任何一种商业模式与技术流派：如充换电之争、三元铁锂之争等。运营为各个模式与流派都提供了发展的土壤。**

SECTION 3

新能源汽车运营第三定律：运营的未来是上下游联动的分离

- 新能源汽车运营第一、二定律成立的基础在于政府补贴
- 补贴变化与行业发展高度相关，补贴一旦突变，行业立时巨震

车企的学习之路

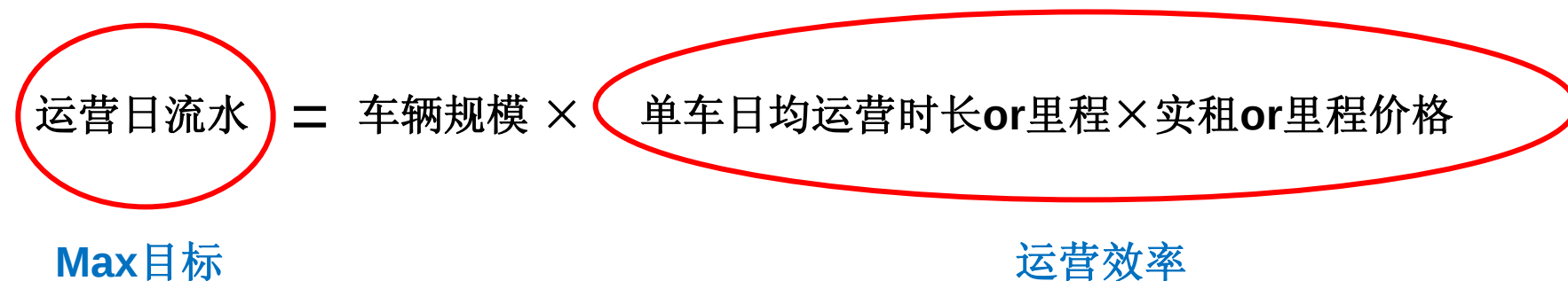


➤ 补贴终将不断退坡，市场化是必由之路

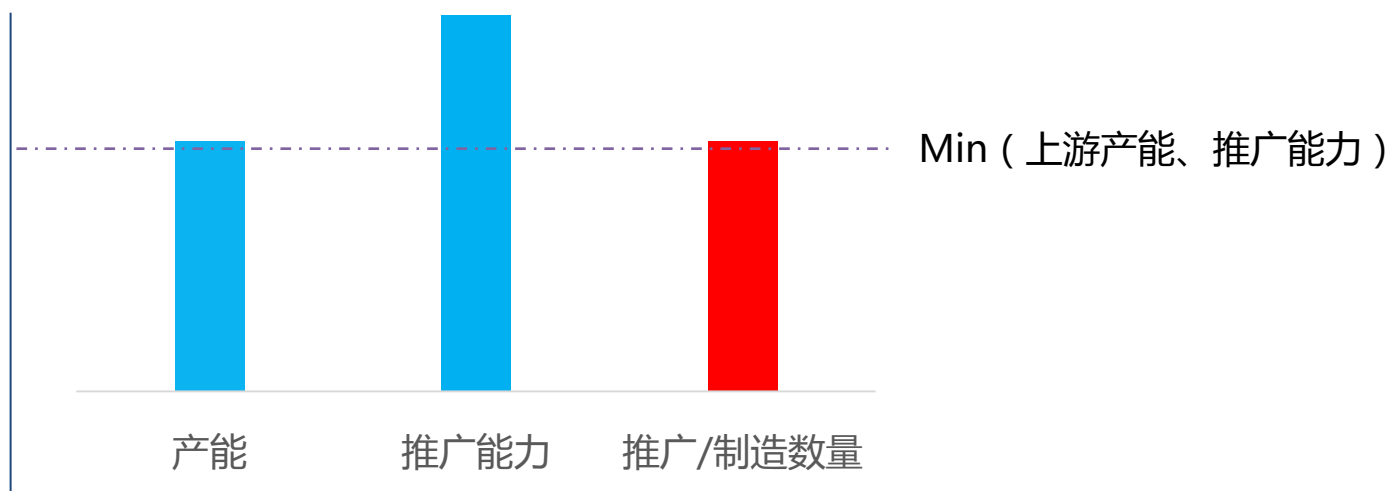
现状：



未来：



- 打击骗补实际上阻止了运营端创造虚假需求的行为，故运营端能够创造需求，但无法无限创造需求。
- 在绝对的上下游联动之下，下游推广数量与上游制造数量相等，在下游运营创造需求能力较强时（如融资租赁子公司大量屯车不用，创造虚假需求），该数量=上游产能。
- 行业规范下虚假需求被抑止，推广/制造数量=Min（上游产能、推广能力）

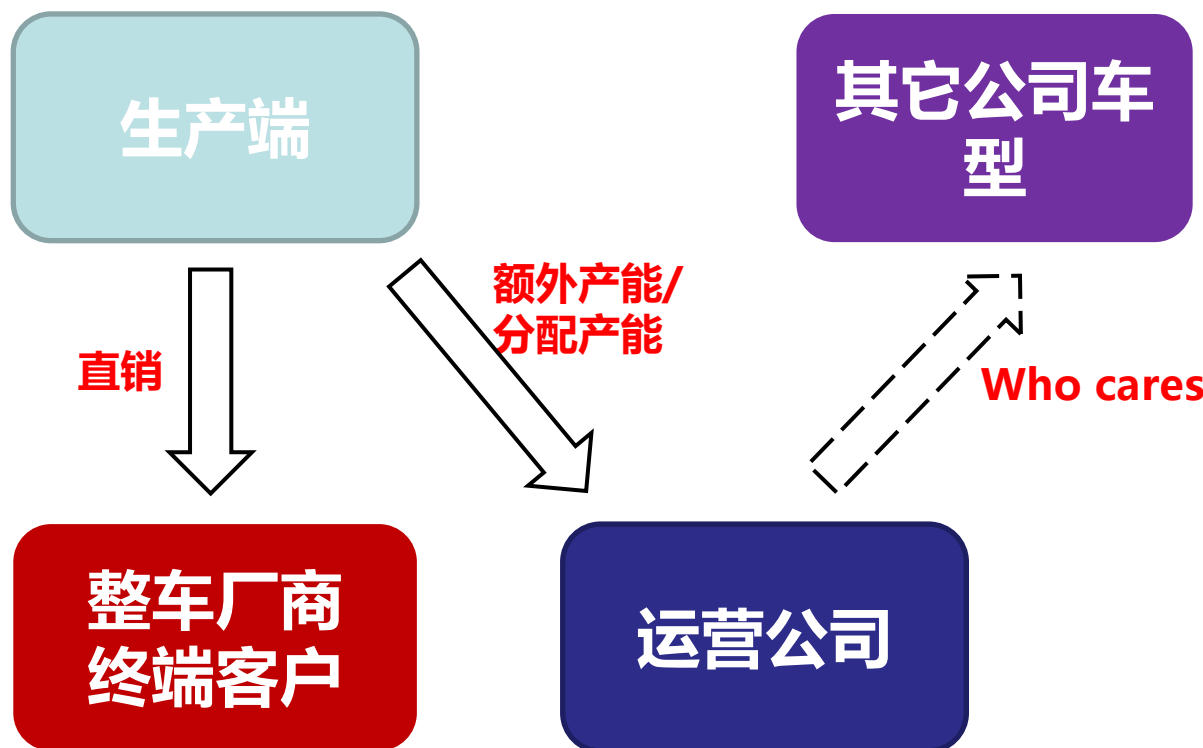


当 $\text{运营日流水} = \text{车辆规模} \times \text{运营效率}$ 时，

Who cares

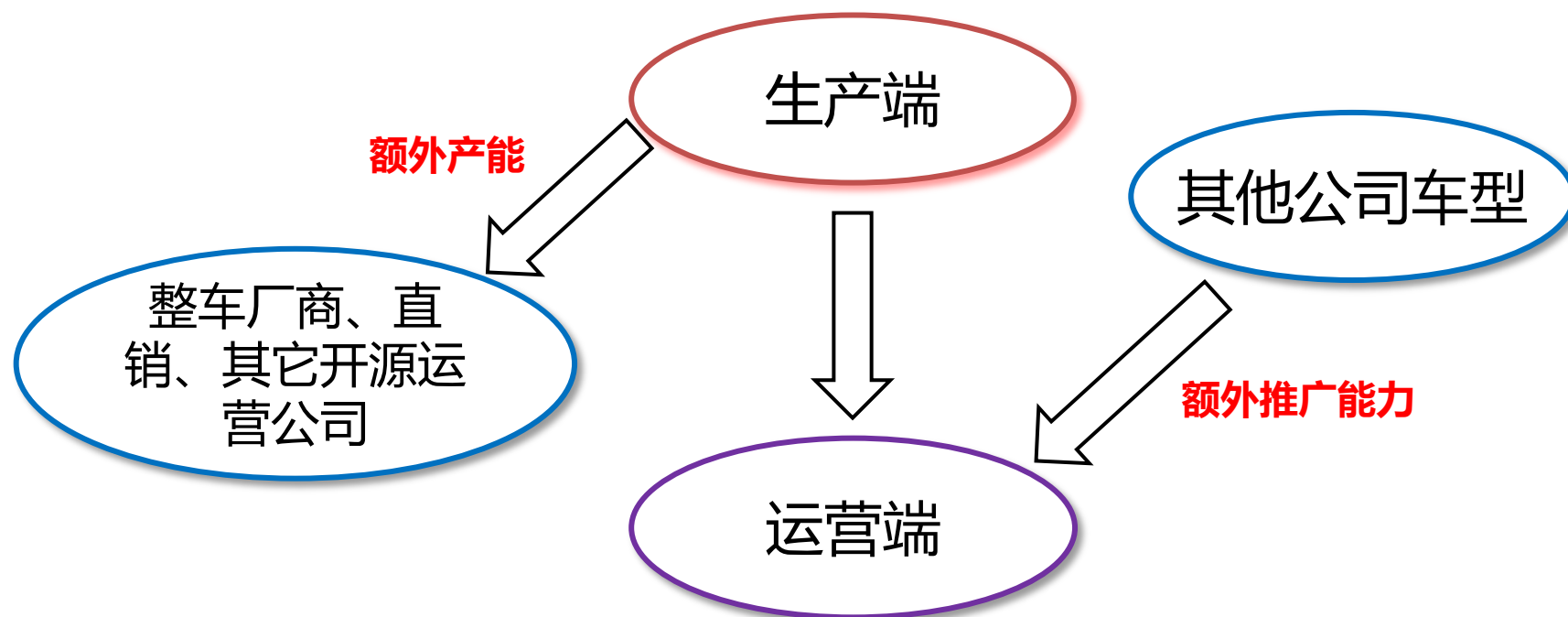
Max目标

Who cares



当 **运营日流水** = 车辆规模 × **单车日均运营时长or里程 × 实租or里程价格** 时，

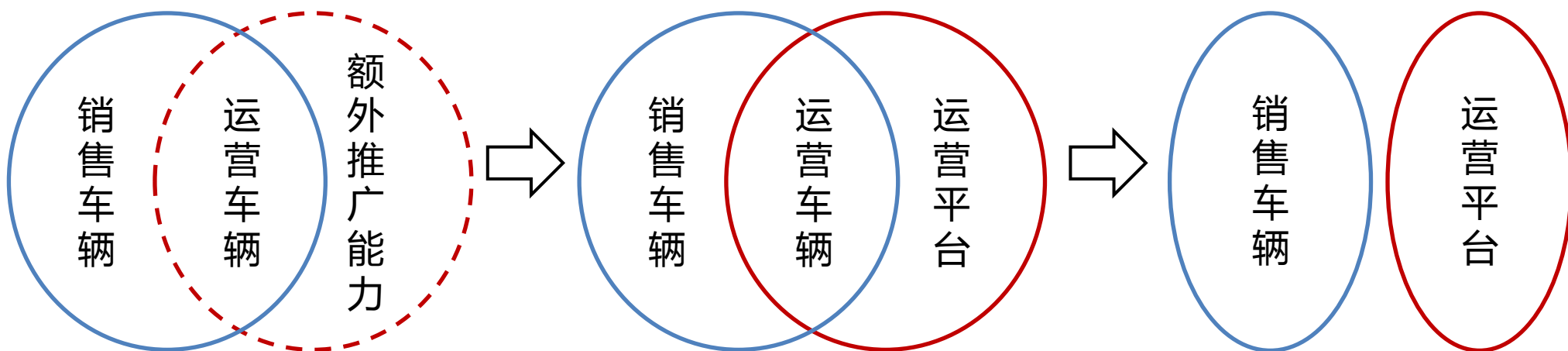
Max目标 **运营效率**



行业很大，但毕竟有限，难以容下过多的“闭环”

基于以上分析，我们提出新能源汽车运营第三定律：

运营的未来是上下游联动的分离



上下游联动分离是第一、第二定律逐步失效的过程

对于上游而言：

- 短期内低质产品可以通过运营消化产能，分离后上下游联动运营所淡化的上游制造业的技术优势、规模效应等壁垒仍会再度凸显。

对于下游而言：

- 推广为中心转变为盈利为中心，下游运营行业壁垒开始出现：资金、商业模式、上游渠道、地方政府关系、互联网平台合作等，致力于运营效率提升。

- 无论是进行上下游联动还是独立运营，2016年可能是运营行业机会最多的一年，之后，行业壁垒将逐步搭建，竞争格局逐步清晰
- 对于下游而言，在行业竞争格局尚不明晰，壁垒基本靠钱的时点，**率先布局的企业有望占得先机**
- **对于上游企业而言，联动下游可带来短期的巨大业绩弹性，但长期投资逻辑依然依赖技术、规模、产品质量等生产端竞争优势。**

SECTION 4

三定律总结与投资机会

新能源汽车运营三定律总结：

推广为运营的第一要务

运营延缓行业正常优胜劣汰

运营的未来是上下游联动的分离

三定律衍生重点结论总结：

- 2016年新能源汽车产销将依然维持供给驱动，高速增长
- 对应的，2016年有望成为新能源汽车运营元年，而上下游联动的运营模式将依然是主流模式
- 运营的上量有助于上游在行业中竞争优势的提升，故不可轻视任何一家小公司，尤其是上市公司，不可轻易否决任何一种商业模式与技术流派
- 2016年可能是运营行业机会最多的一年，之后，行业壁垒将逐步搭建，竞争格局逐步清晰，因此卡位时间窗口，率先布局的企业有望占得先机
- 联动下游可为上游企业带来短期的巨大业绩弹性，但长期投资逻辑依然依赖技术、规模、产品质量等生产端竞争优势。

针对运营领域重点推荐上市公司：

- 新能源乘用车互联网分时租赁平台：合康变频（畅的科技）



- 上下游联动新能源乘用车分时租赁：力帆股份（盼达用车）



- 上下游联动新能源商用车运营平台：科泰电源（捷泰新能源）



同时建议关注布局新能源汽车运营板块的相关上市公司：

纳川股份（塔塔巴士、川流公司）、大洋电机（中国新能源汽车）、杉杉股份（云杉智慧）等

谢谢！

华创证券研究所

欧子辰

汽车行业研究员

S0360515100001

手机: +86-13810406260

Email: ouzichen@hcyjs.com

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。