

新能源汽车行业上演速度与激情 传统汽车制造商躬身入局迎挑战

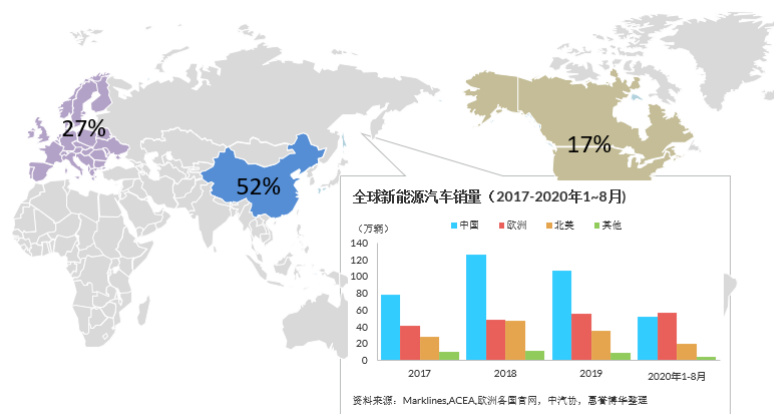
2020 年尽管受 COVID-19 疫情冲击，中国新能源汽车市场依旧表现强劲。惠誉博华预计，中国新能源汽车渗透率正进入快速提升阶段，在谨慎情景下，不考虑未来可能出台更多消费侧刺激措施等影响，2025 年销量有望至少达到 550 万辆。长期而言，培育具有“破坏性创新”能力的新能源汽车板块战略或成为传统汽车制造商新能源汽车业务取得成功的重要保障，但相关投资的持续增加将对主流汽车制造商中短期盈利能力及营运现金流形成较大压力。

惠誉博华

全球新能源汽车销售逐步回暖，欧洲市场表现令人惊艳

从年销售量来看，中国、欧洲及北美是世界最重要的新能源汽车市场。2019 年，上述三个市场集中销售了全球 90% 以上的新能源汽车。2017-2019 年，中国新能源汽车销量占全球份额稳定在 50% 上下，体量位居全球第一。2020 年，虽然 COVID-19 对各国新能源汽车销量造成了一定冲击，但是在各种补贴政策向好和陆续出台的燃油车禁售时间、逐步收紧的碳排放政策环境下，新能源汽车销量仍有不俗表现。

图 1：2017-2020 年 1~8 月全球新能源汽车¹销量*



分析师

周纹羽

+86 (10) 5663 3872
wenyu.zhou@fitchbohua.com

唐大千

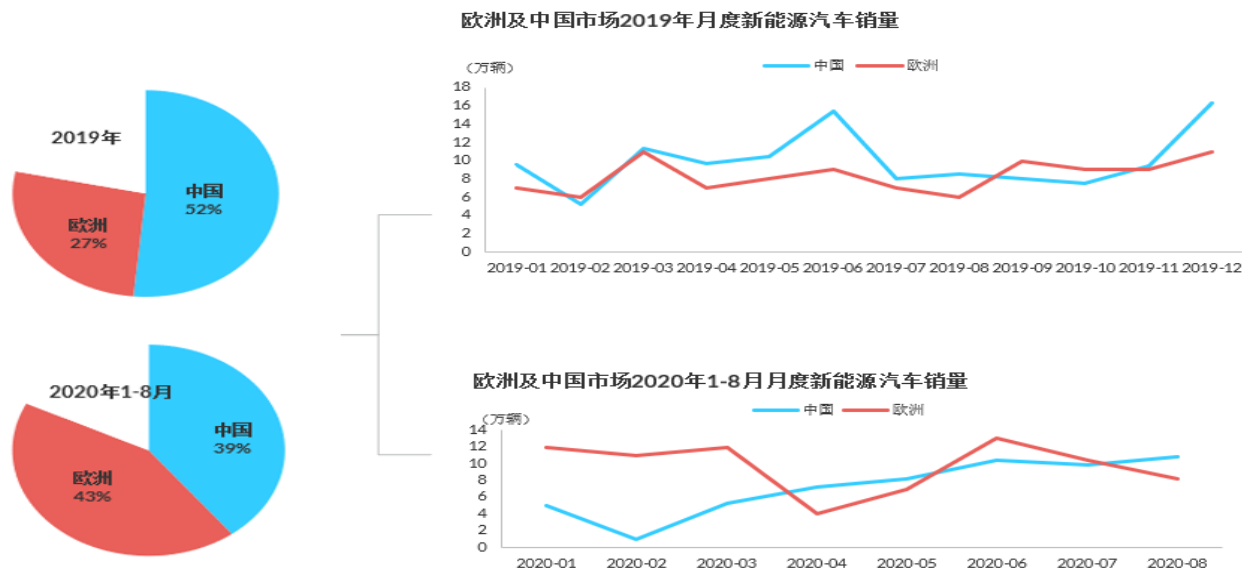
+86 (10) 5663 3873
darius.tang@fitchbohua.com

*注：地图所示比例为 2019 年数据

分地区看，中国与欧洲 2020 年 1~8 月销量全球占比分别为 39% 及 43%。2019 年下半年至 2020 年上半年，欧洲各国密集出台了一系列新能源汽车的支持政策，如德国设立 500 亿欧元基金，增加新能源汽车补贴，法国发布 80 亿欧元汽车产业援助计划，欧盟拟免除零排放汽车增值税等，以对冲 COVID-19 对经济的影响。同时，日趋严苛的碳排放政策和燃油车禁售时间表，倒逼车企加码新能源汽车，2020 年上半年欧洲新能源汽车销量表现亮眼。下半年利好刺激叠加大众等老牌车企陆续推出新车型，欧洲新能源汽车销量有望成为全球新能源汽车市场的重要支撑。

¹ 除特别说明，本文中新能源汽车统计包括纯电动汽车（BEV）及插电式混合动力汽车（PHEV）。

图 2：欧洲及中国市场 2019-2020 年 1-8 月月度新能源汽车销量



资料来源：Marklines，欧洲国家各官网，中汽协，惠誉博华整理

中国 2020 年上半年明确补贴政策延长，并放缓补贴退坡力度，短期将对冲 COVID-19 疫情影响，提振国内市场需求。长期来看，“双积分”政策的趋严、补贴退坡以及碳中和 (carbon neutral) 目标将促使中国新能源汽车产业由政策性驱动转向产品与需求主导的充分市场竞争时代，行业正迈入市场渗透率高速增长阶段。

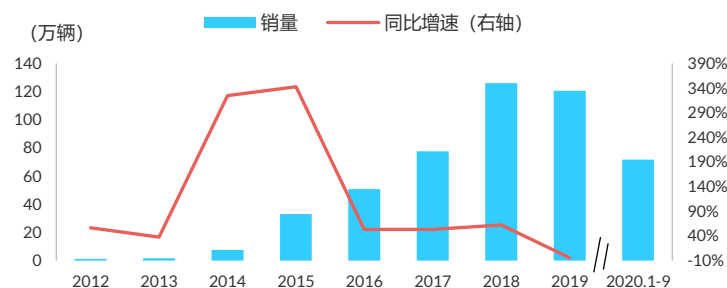
政策面：“双积分”接力补贴退坡，加快中国新能源汽车行业向市场驱动转型

中国新能源汽车市场对补贴依赖逐步减弱

2001 年启动电动汽车“863”计划至今，中国新能源汽车行业发展大体可分为三个阶段。第一阶段为 2001-2008 年的技术验证与战略发展期间；第二阶段为 2009-2015 年的“十城千辆”；第三阶段为 2016 至今的快速发展期间。

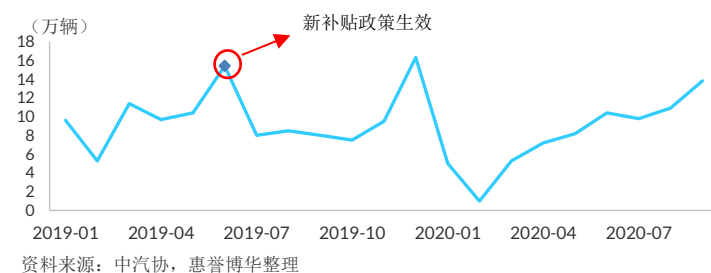
自 2014 年起，中国新能源汽车市场逐步呈现爆发式增长，2018 年年销量达到 126 万辆，而 2019 年年销量为 120.6 万辆，相比 2018 年下降 4.3%，也是自 2011 年以来年度销量首度出现负增长。驱动过去十年新能源汽车快速发展的一项关键因素是巨额的政府补贴支持，据统计，2010-2019 年中央及地方政府发放新能源汽车相关补贴近 3,000 亿元。而根据补贴标准，2019 年新能源汽车补贴退坡 40%，补贴退坡过渡时间为 3 月 26 日至 6 月 25 日，叠加经济整体下行拖累，2019 年 7 月开始新能源汽车销量开始大幅下降，7-11 月月度销量均低于 10 万辆。但经过 4 个月的调整，2019 年 12 月再度创全年销量新高，彰显国内新能源汽车市场正逐步摆脱过度依赖补贴政策，向市场驱动转型。

图 3：2012-2019 年及 2020 年 1-9 月中国新能源汽车销量及同比增速



资料来源：中汽协，惠誉博华整理

图 4：2019-2020 年 9 月中国新能源汽车月度销量



资料来源：中汽协，惠誉博华整理

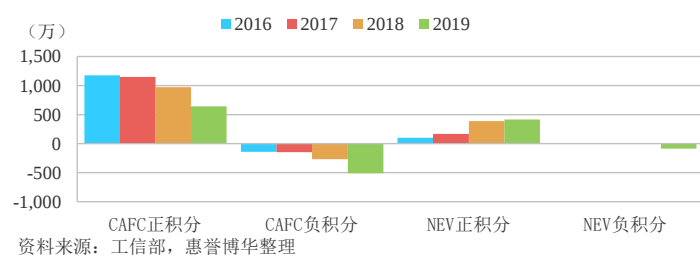
2020 年国内补贴退坡放缓，短期提振新能源汽车市场需求

2020 年 4 月，财政部、工业和信息化部、科技部、发展改革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，将原计划于 2020 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放缓，原则上 2020-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%。补贴政策的延长短期内有望促进新能源汽车消费，并对冲疫情带来的销量下滑影响。

“双积分”政策约束助力新能源汽车发展

2017 年 9 月 27 日，工信部等五部委正式联合发布“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”（以下简称“双积分”政策），该政策对企业的油耗积分和新能源积分实行并行管理。对于境内乘用车企业（含境内乘用车生产企业、进口乘用车供应企业），其年度企业平均燃料消耗量（CAFC）积分和新能源汽车（NEV）积分两项指标均不能为负，否则将有相应处罚。NEV 正积分只能通过自产或交易获得；CAFC 可以采用市场化的机制抵偿负积分，如既可以使用往年结转或从关联企业受让的 CAFC 正积分抵偿，也可以用自身或外购的 NEV 积分抵偿。若企业新能源积分不足，其燃油车销量也将会受到限制，从而使得公司整体业绩受到影响。

图 5：中国 2016-2019 年 CAFC 及 NEV 积分



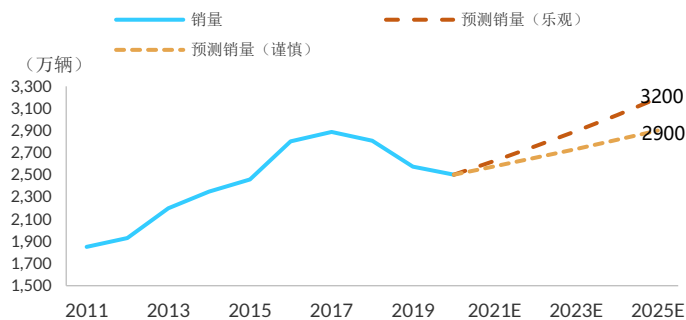
自 2016 年以来，CAFC 正积分始终大于负积分，但正负积分差额逐年缩小。NEV 积分方面，正积分富裕，因 2019 年“双积分”政策对所有乘用车企业第一次实施新能源汽车积分比例为 10% 的要求，首度出现负积分。未来因企业平均燃料消耗量指标逐年严格，获取 CAFC 正积分的难度将逐年提高，相关企业为避免在未来交易中处于被动状态，基本都开始大举介入、主动发展新能源汽车业务。

新能源汽车市场渗透率正进入快速提升期，产业规划将促行业未来五年高速增长

中国汽车行业自 2018 年开始结束 20 多年的高速增长阶段，进入调整周期，借鉴发达国家如德国、日本、美国汽车市场 3-7 年的调整周期，叠加疫情影响，预计 2021 年将结束下行周期，进入中低

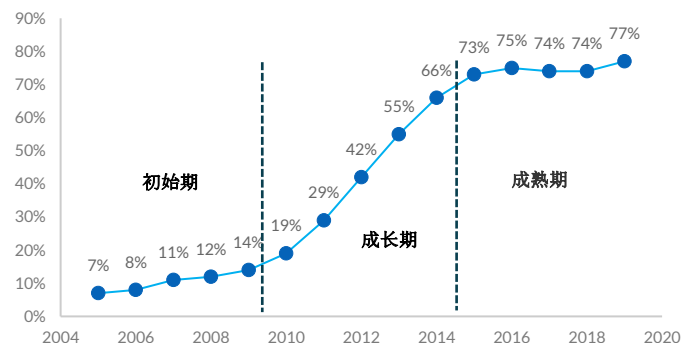
速增长周期。惠誉博华预测 2021-2025 年汽车销量在乐观情景下维持每年 5% 的增长，谨慎情景下以每年 3% 左右的速度增长。

图 6：中国汽车整车市场销量趋势



2019 年末新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）征求意见稿披露，2025 年新能源汽车新车销量占比达到 25% 左右。中国新能源汽车市场渗透率 2019 年为 4.68%，处于行业初期，在“双积分”约束、“碳中和”（carbon neutral）目标等长期有利政策支持下，随着主流汽车制造商大举发力新能源汽车研发与生产、本土造车新势力崛起、外资特斯拉强势进入，行业正迈入市场渗透率高速增长阶段。

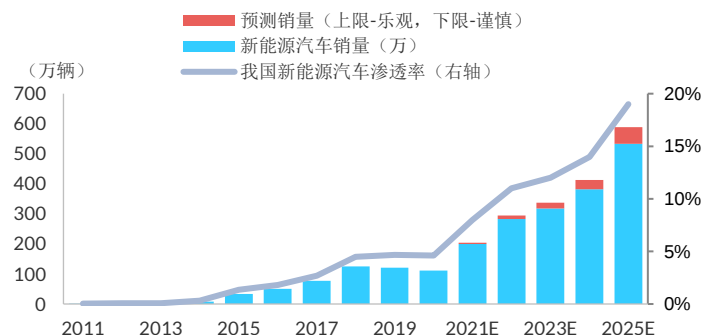
图 7：全球智能手机市场渗透率



新能源汽车兼具耐用消费品与智能化色彩浓厚的特征，预计其也将经历与智能手机类似的“S”型发展曲线，但因其更换频率较智能手机低，渗透率变化速度将慢于智能手机，且中长期内与传统汽车共存。鉴于此，惠誉博华预计，在谨慎情景下，2025 年中国新能源汽车销量有望至少达到 550 万辆，年复合增长率 28%，渗透率接近 20%。

为实现新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）征求意见稿披露的 2025 年新能源汽车占比 25% 的市场目标，未来需要更多颇具力度的消费侧刺激政策及产品技术进步以促进需求超预期上升，此外，相关基础设施如充电桩、换电站建设等亦亟待快马加鞭。

图 8：中国新能源汽车销量趋势



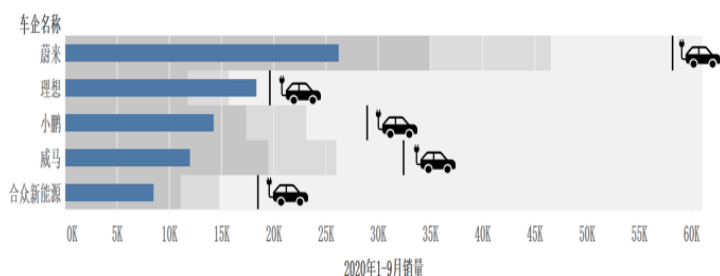
资料来源：中汽协，惠誉博华

中国新能源汽车行业千帆竞发，外企特斯拉入局领跑市场，本土造车新势力异军突起，传统汽车厂商大举介入

自 2017 年以来，比亚迪连续三年排名中国新能源汽车销量第一，2017 年-2019 年排名前十的国内新能源热销车几乎均为本土企业，但随着国外品牌电动车逐步投放中国国内市场或在中国直接投资设厂，2020 年以来国内新能源汽车竞争格局有了新的变化：乘用车方面，特斯拉中国 2020 年 1-9 月累计国内销量达 8.05 万辆，仅次于比亚迪；同时，本土造车新势力异军突起，以蔚来为首的头部企业交付量超越市场预期。

在政策补贴和特斯拉成功范例的驱动下，中国自 2014 年起先后上百家造车新势力涌入新能源汽车市场，但截至 2020 年 9 月，绝大多数车企已黯然退出，仅少数头部企业如蔚来、小鹏、理想、威马等累计销量过万，但多数仍未开始实现盈亏平衡。

图 9：中国本土造车新势力前五大车企 2020 年 1-9 月销量及历史累计销量排名

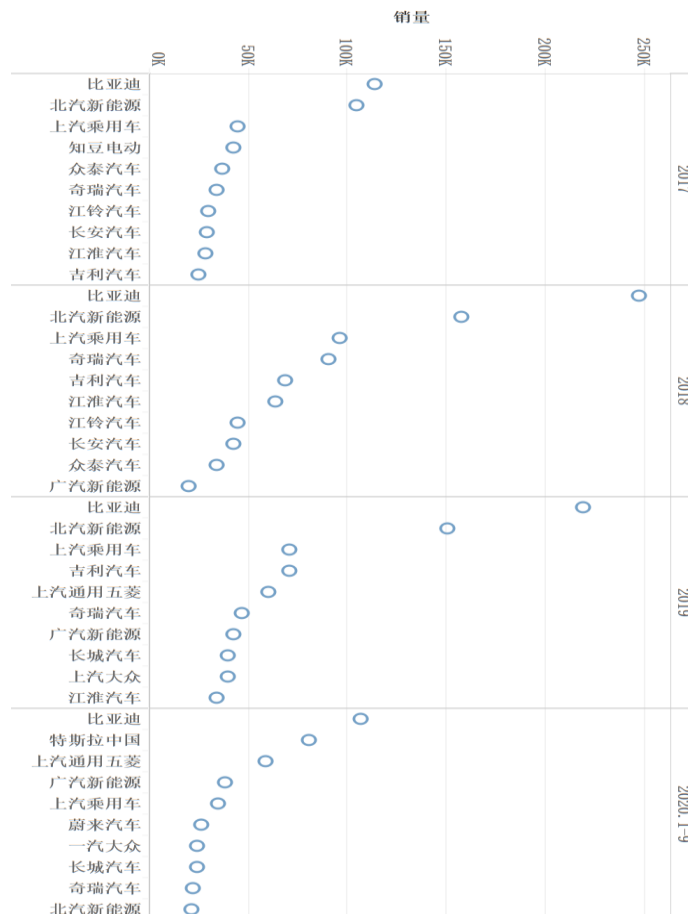


*注：蓝色部分为各车企 2020 年 1-9 月销量，黑色竖线为截至 2020 年 9 月各车企历史累计销量。深灰色填充部分为 60% 累计销量，浅灰为 80% 累计销量。

资料来源：交强险（银保监会），各公司公告，惠誉博华整理

² 价值网络是一种大环境，企业在这个大环境下确定消费者需求，征求消费者意见，从而使利润最大化。随着企业在某个特定的网络内逐渐积累了经验，它们可能会形成符合该价值网独特点要求的能力、组织结构和文化。不同的价值网在产量、实现批量生

图 10：2017-2020 年 1-9 月中国新能源纯电动汽车销量前十名（按车企）



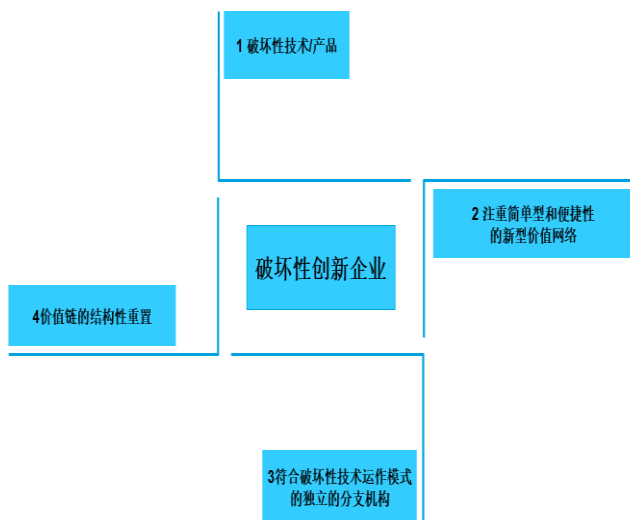
资料来源：Marklines，乘联会，各公司公告，惠誉博华整理

长期而言，积极培育具有“破坏性创新”能力的新能源汽车板块或成为传统汽车制造商新能源汽车业务取得成功的重要保障

根据克里斯坦森 (C. M. Christensen) 教授的破坏性创新 (Disruptive Innovation) 理论，破坏性创新可以被看作是企业利用新的价值网络²破坏原有价值网络的一种创新活动。新能源汽车，尤其是纯电动汽车新的价值网络与传统燃油汽车旧的价值网络有诸多不同，如对环境的影响，政策的倾向等等，可将其视为一种“破坏性创新”。新能源汽车不仅仅是一项破坏性技术，而且还涉及大量的结构性重置——不仅是产品本身需要进行重新配置，而且整个价值链都需要进行重新配置。

产的速率、产品开发周期的长短，以及对目标消费者和消费者需求的预测等方面可能存在很大的差异。

图 11：破坏性创新企业必要条件



资料来源：克里斯坦森《创新者的窘境》，惠誉博华整理

从图 8 可以看出，2014 年以前，中国新能源汽车销量不过是燃油汽车的冰山一角，之后异军突起，呈现出爆发式增长，期间传统燃油汽车增速明显放缓甚至下滑。市场渗透率方面，燃油汽车由 2012 年的 99% 以上降至 2019 年的 95% 左右。新能源汽车崛起正在上演。

在特斯拉之前，汽车市场基本没有专注于只生产纯电动汽车的汽车品牌商。特斯拉通过成功的破坏性创新战略开启了一个全新的汽车市场，针对技术、设计及驾驶体验进行创新，在传统汽车行业价值网络迥然不同的新能源汽车价值网络内建立了显著的领先优势。

面对新能源汽车“破坏性创新”带来的冲击，中国部分大型传统汽车制造商并未观望徘徊，而是迅速切入、大举发力。部分传统汽车制造商投资设立独立的新能源汽车子公司，在组织架构上借鉴特斯拉和其他新势力车企，譬如，东风集团成立了岚图汽车科技公司，广汽和北汽亦各自独立运营新能源汽车板块。

对于已经或打算设立独立分支机构的传统汽车制造商，其未来仍需保证新能源汽车板块顺利得到所需要的资源，并不受干扰地创建适合应对新挑战的流程和价值观，方能有助于独立分支机构形成符合破坏性创新技术的运作模式，成功锻造符合新能源汽车业务价值网络独特要求的能力、组织结构和文化。惠誉博华认为，在竞争激烈的中国新能源汽车市场，长期而言，积极培育具有“破坏性创新”能力的新能源汽车板块或将成为传统汽车制造商新能源汽车业务取得成功的重要保障。

另一方面，在行业破坏浪潮开始之时，最成功的企业往往是拥有专有性产品结构的一体化公司，因为此时产品的性能还不够好，企业必须投入最好的产品来进行竞争。在这个过程中，有专利性和交互式产品架构的企业往往能取得竞争优势。新能源汽车整车行业特斯拉、比亚迪在国外/中国市场初期之所以能够一马当先，关键原因就是两者均为拥有电池技术等核心产品的一体化公司。毋庸置疑，新能源汽车行业发展距离成熟阶段还有较长时间，因此拥有专有性产品结构的一体化公司或将继续保持竞争优势，直至行业成熟、普遍实施模块化生产。

新能源汽车研发投资及产能扩张将对主流汽车制造商中短期盈利能力及营运现金流形成压力

惠誉博华选取 10 家代表性主流汽车制造商³进行财务分析。盈利能力方面，2019 年，样本企业营业收入规模 25,734.17 亿元，营业收入总体增速为 -1.47%；营业利润规模 1,505.17 亿元，毛利率中位数从 2016 年的 20.16% 降至 2019 年的 15.45%，销售净利率亦呈逐年下降趋势。其原因主要为汽车市场自 2018 年以来进入下行周期，加之宏观经济不景气，“国五”与“国六”车型切换加剧供需矛盾，整车企业近年来经营压力陡增。从样本营运现金流（FFO）收入比分布情况来看，虽然 2019 年 FFO 收入比中位数及最大值较 2018 年有所下降，但是整体分布收窄。

图 12：样本主机厂商营业收入及同比增速

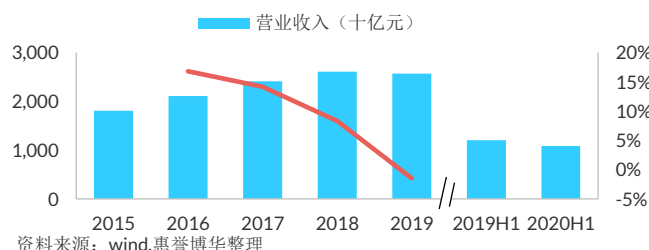
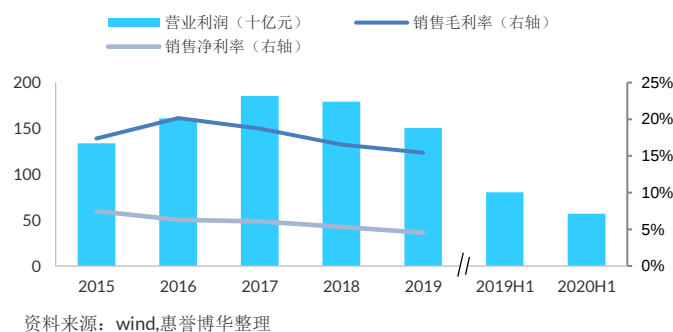


图 13：样本主机厂商营业利润、销售毛利率与净利率



³ 十家样本企业分别为：上汽集团、一汽集团、东风汽车集团、北汽集团、广汽集团、长安汽车、吉利集团、长城汽车、比亚迪、江淮汽车，上述样本合计 2019 年市场份额达 85% 左右。

图 14：样本企业营运现金流收入比分布情况*

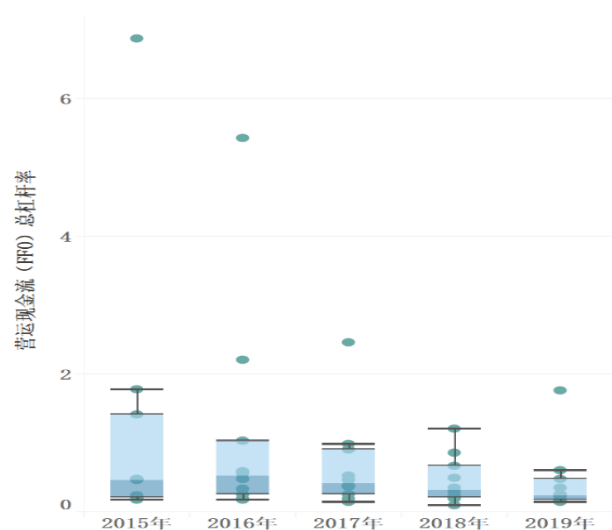


*注：图 14 中横线由上自下分别代表去掉异常值后的最大值、较大四分位数、中位数、较小四分位数、最小值。圆点为各样本值。图 15 及图 16 同此注释。

资料来源：wind，惠誉博华整理

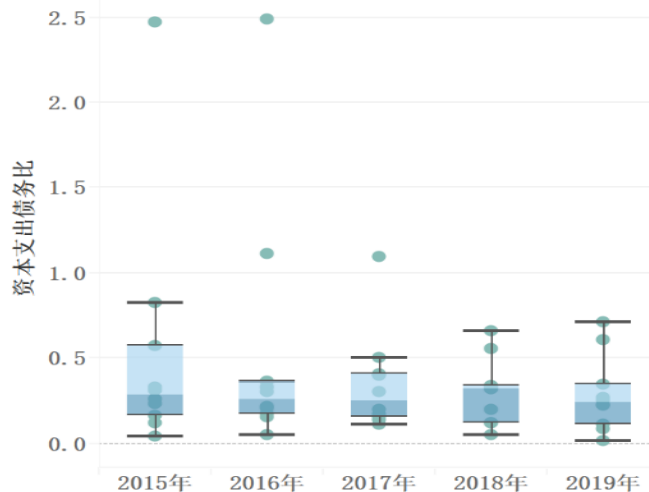
财务结构方面，虽然样本企业整体盈利能力有所下降，但是 FFO 总杠杆率中位数逐年下降，分布亦有所收窄，样本企业杠杆率整体有所改善，但资本支出债务比有逐年扩大的趋势。

图 15：样本企业 FFO 总杠杆率分布情况



资料来源：wind，惠誉博华整理

图 16：样本企业资本支出债务比分布情况



资料来源：wind，惠誉博华整理

鉴于补贴退坡、激烈竞争以及低基数，即使销量增长，新能源汽车在中期内不太可能成为主流汽车制造商的利润贡献者。但另一方面，结合当前本土造车新势力的现状来看，由于新势力品牌建立过程需要核心技术累积，目前其研发支出相对于收入规模均十分庞大，可以说尚处于“烧钱”阶段。同样，传统汽车制造商进行新能源汽车相关的研发投入和产能扩张，包括对消费者的补贴、研发投资等，也将面临着庞大的资本支出，这将在中短期内进一步侵蚀传统汽车制造商的盈利能力及营运现金流，对其信用水平造成一定压力。

表 1：本土新势力与部分中国上市车企现状对比

品牌	蔚来汽车	小鹏汽车	理想汽车	比亚迪	上汽集团
成立时间	2014 年 11 月	2014 年 8 月	2015 年 6 月	1995.02	1984.04
市值（截至 2020 年 10 月 28 日，亿人民币）	2,262	921	1,051	4,136	2,538
收入合计（2019 年，亿元）	78.25	23.21	2.84	1,277.39	8,433.24
净利润（2019 年，亿元）	-112.96	-36.92	-24.39	21.19	352.89
研发费用（2019 年，亿元）	44.29	20.70	11.69	56.29	133.94
经营活动产生的现金流量净额（2019 年，亿元）	-87.22	-35.63	-17.94	147.41	462.72
资本性支出（2019 年，亿元）	17.07	19.08	9.53	206.27	269.35

资料来源：wind，公司官网，惠誉博华整理

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价值的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。