

推荐 (维持)

动力电池与电气系统列报告之 (四十九)

2020 年 05 月 06 日

特斯拉的中国中游供应链将逐渐体现出业务弹性

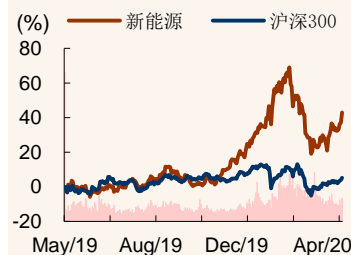
上证指数 2878

行业规模

	占比%
股票家数 (只)	44 1.2
总市值 (亿元)	9232 1.6
流通市值 (亿元)	6545 1.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	16.5	40.6	35.8
相对表现	10.3	40.0	35.8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《特斯拉自制电池, 将在电池材料和制备工艺上加快创新—动力电池与电气系统系列报告之 (四十八)》
2020-05-05

2、《新能源汽车国补政策落地, 中游产业有望逐步复苏—动力电池与电气系统系列报告之 (四十七)》
2020-04-26

3、《新能源车充电设施纳入新基建, 建设可能加快—动力电池与电气系统系列报告之 (四十六)》
2020-04-26

021-68407937

youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

刘珺涵

liujunhan@cmschina.com.cn
S1090519040004

特斯拉 Q1 销量高增长超出市场预期, 并凭借持续提升的毛利率连续三个季度实现盈利。5 月 1 日公司宣布国产标准续航升级版 Model 3 降价, 降价后的补贴后价格约 27.2 万元。特斯拉 Model3 等车型的电池与电池材料体系、电气配套与热系统大多数都已导入中国供应商, 预计其供应链的国产化比例会继续提升, 而降价后 Model 3 更具竞争力, 并且上海工厂的 ModelY 有望明年上市, 其中国中游供应链的企业, 可能逐渐体现出业务弹性。

□ **特斯拉连续三个季度盈利, 国产 Model 3 降价后更有竞争力。** Q1 实现营收约 59.9 亿美元 (31.8%YoY), 净利润约 0.16 亿美元, 连续 3 个实现盈利, 持续盈利主要系 1) 整体汽车销售约 8.8 万辆 (40.4%YoY); 2) 汽车业务毛利率提升至 25.5%带动整体毛利率提升至 20.6%; 3) 费用控制能力持续强化。受益于中国和北美市场的强劲表现, 公司全球新能源汽车市占率稳定在 20% 左右。此外, 今年 5 月 1 日特斯拉宣布国产标准续航升级版 Model 3 降价 3.2 万元至 29.18 万元, 补贴后 27.16 万元。虽受疫情影响 Q1 单车折旧等成本提升, 但公司单车营业成本仍下降 800 美元, 主要系电池等材料成本下降, 过往几个季度, 公司产能爬坡后规模效应带来的成本下降效果显著, 预计未来随着产能爬坡成本仍将持续下降。

□ **特斯拉供应链的国产化比例将继续提升, 其中国中游将逐步体现出业务弹性。** 特斯拉 Model3 等车型的电池与电池材料、电气配套与热管理系统大多数都已导入中国供应商, 由于中国供应链的本土化优势、成本优势、供应链安全与稳定性等显著优势, 预计特斯拉供应链的国产化比例会继续提升。目前直接或间接进入特斯拉供应链体系的相关企业主要有: 宁德时代、宏发股份、天赐材料、科达利、三花智控、恩捷股份、璞泰来等, 宁德时代供应链中的嘉元科技、湘潭电化、德方纳米等主要公司也有望间接供应特斯拉。而降价后 Model 3 更具竞争力, 此外, 其上海工厂的 ModelY 有望在明年上市, 其中国中游供应链的企业将逐渐体现出业务弹性。

□ **投资建议:** 电芯推荐: 宁德时代、亿纬锂能; 材料环节推荐与关注: 天赐材料、新宙邦 (化工联合)、嘉元科技 (有色联合)、德方纳米 (汽车联合)、科达利 (汽车)、恩捷股份、当升科技 (化工联合)、星源材质 (化工联合)、杉杉股份、湘潭电化 (化工联合); 电气系统环节推荐: 宏发股份、三花智控 (家电联合)。

□ **风险提示:** 新能源汽车政策和销量低于预期, 中游产品盈利能力持续下降。

重点公司主要财务指标 (部分为市场一致预期)

	股价	19EPS	20EPS	21EPS	20PE	21PE	PB	评级
宁德时代	145.79	2.07	2.46	3.16	59.3	46.1	7.3	强烈推荐-A
亿纬锂能	69.62	1.57	2.14	2.87	32.5	24.3	7.1	强烈推荐-A
天赐材料	26.92	0.03	0.95	1.19	28.3	22.6	4.5	强烈推荐-A
新宙邦	42.40	0.86	1.21	1.52	35.0	27.9	4.5	强烈推荐-A
嘉元科技	61.91	1.43	1.80	2.69	34.4	23.0	5.0	强烈推荐-A
宏发股份	32.52	0.95	1.20	1.47	27.1	22.1	4.2	强烈推荐-A
科达利	59.42	1.13	1.45	2.10	40.9	28.3	4.5	未有评级
恩捷股份	55.54	1.06	1.33	1.78	41.8	31.2	8.1	强烈推荐-A
当升科技	25.16	-0.48	0.75	0.97	33.5	25.9	3.3	强烈推荐-A
三花智控	21.63	0.51	0.56	0.67	38.6	32.3	5.6	强烈推荐-A
星源材质	30.00	0.59	0.87	1.25	34.5	24.0	2.9	审慎推荐-A
杉杉股份	11.10	0.24	0.32	0.43	34.7	25.8	1.1	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1、特斯拉连续 3 个季度盈利	3
2、特斯拉的中国中游供应链公司，将逐步体现出业务弹性	6
3、结论与建议	8
风险提示	8
相关报告	8

图表目录

图 1：特斯拉销量情况	4
图 2：特斯拉车型占比	4
图 3：特斯拉全球销量及市占率	4
图 4：特斯拉美国销量及市占率	4
图 5：新能源行业历史 PEBand	10
图 6：新能源行业历史 PBBand	10
证券研究报告 行业点评报告	1
表 1：业绩摘要	3
表 2：负债情况	3
表 3：现金流情况	3
表 4：业务拆分	4
表 5：单车指标	5
表 6：宁德时代和 LGC 供应链梳理	6
表 7：特斯拉供应链价值量测算	7
表 8：产能扩张情况	7
表 9：国产 Model 3 定价	7

1、特斯拉连续 3 个季度盈利

20Q1 盈利 1600 万美元。特斯拉 Q1 实现营收约 59.9 亿美元，同比增长 31.8%，净利润约 0.16 亿美元，去年同期亏损 7 亿美元，连续 3 个季度实现盈利。20Q1 持续盈利主要系：

- 1) 中国区销量快速增长，同时电池等材料成本下降，带动单车营业成本下滑；
- 2) 费用控制能力持续强化，SG&A、研发费用下滑。

受疫情影响，Q1 存货增加至 44.9 亿美元，同比增长 14.1%，其中车辆库存约增加了 1.4 万辆。因此，公司现金流受到影响，Q1 经营性现金流净额约-4.4 亿美元。由于公司在手现金、库存、应收账款的增长，资产负债率下滑至 71.4%。同时，在手现金 80.8 亿美元，同比增长 267.6%，短债+长债约 138.8 亿美元，同比增长 19.8%。

表 1：业绩摘要

百万美元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	YoY (%)
总收入	4541.5	6349.7	6303.0	7384.0	5985.0	31.8
总成本	3975.7	5428.6	5112.0	5993.0	4751.0	19.5
毛利	565.7	921.0	1191.0	1391.0	1234.0	118.1
R&D	340.2	323.9	334.0	345.0	324.0	-4.8
SG&A	703.9	647.3	596.0	699.0	627.0	-10.9
利息收入	8.8	10.4	15.0	10.0	10.0	14.1
利息支出	-157.5	-172.0	-185.0	-170.0	-169.0	
归属普通股股东净利润	-702.1	-408.3	143.0	105.0	16.0	
						百分点变化
毛利率	12.5	14.5	18.9	18.8	20.6	8.2
研发费用率	7.5	5.1	5.3	4.7	5.4	-2.1
SG&A 费用率	15.5	10.2	9.5	9.5	10.5	-5.0
利息净支出占比营收	-3.3	-2.5	-2.7	-2.2	-2.7	0.6
净利率	-15.5	-6.4	2.3	1.4	0.3	15.7

资料来源：公司公告，招商证券

表 2：负债情况

百万美元	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1	YoY (%)
在手现金	3,393.2	3,367.9	3,685.6	6,268.0	2,198.2	8,080.0	267.6
短期借贷及长期借贷	984.2	796.6	2,567.7	1,785.0	1,796.0	3,217.0	79.1
当期到期部分							
长期借贷	5,879.1	9,418.3	9,403.7	11,634.0	9,788.0	10,666.0	9.0
资产负债率	73.9	80.3	78.8	76.4	79.1	71.4	-7.8

资料来源：公司公告，招商证券

表 3：现金流情况

百万美元	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1	YoY (%)
经营性现金流净额	-123.8	-60.7	2,097.8	2,405.0	-639.6	-440.0	
资本性支出	1,280.8	3,414.8	2,100.7	1,326.6	279.9	455.0	62.5
自由现金流 (non-GAAP)	-1,405.0	-3,476.0	-3.0	1,078.0	-920.0	-895.0	
债务净增加	1,737.0	3,390.4	77.1	466.3	-677.2	287.0	

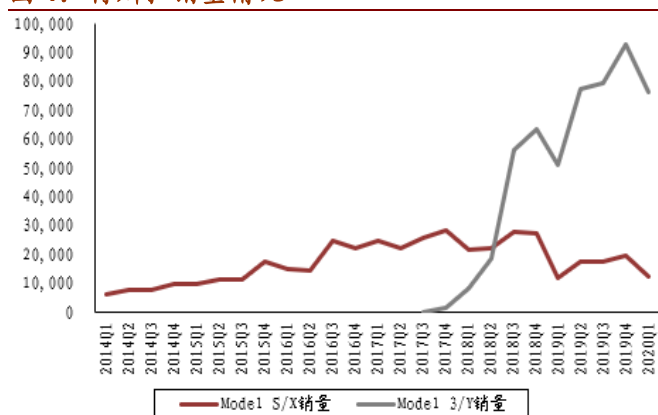
资料来源：公司公告，招商证券

汽车业务强劲增长。整体汽车业务收入 51.3 亿美元（38%YoY），其中汽车销售业务收入 48.9 亿美元（39%YoY）。

中国和北美需求旺盛。Q1 特斯拉中国 Model3 销量大幅增长，达 1.32 万辆。北美地区整体销售超过 6 万辆，同比增长 20%以上，其中 Model 3 销售 5 万辆左右。欧洲地区主要国家整体销售近 2 万辆，同比下滑约 15%，其中 Model 3 超过 1.6 万辆。中国和北美需求旺盛，主要集中在 Model 3，欧洲则受到去年底集中交付影响，需求有所下滑。受益于 Model 3 在全球强劲的销售，公司全球新能源汽车市占率稳定在 20%左右。

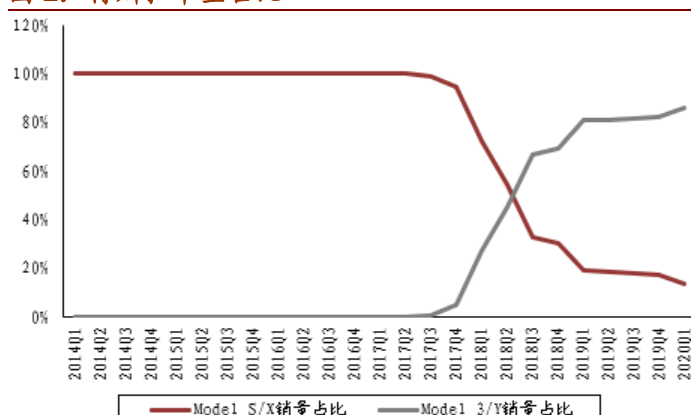
Model Y 开始销售。Q1 Model Y 在弗雷蒙特工厂开始量产，Q1 在美国和加拿大销售 1009 辆。同时公司披露 Model Y 已经开始盈利，并预计上海工厂的 Model Y 明年将正式上市。预计 Model Y 将接力 Model 3 继续强化公司的爆发力。

图 1：特斯拉销量情况



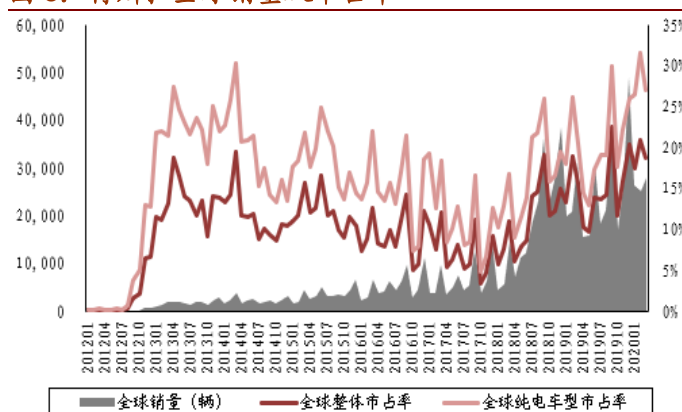
资料来源：公司公告，招商证券

图 2：特斯拉车型占比



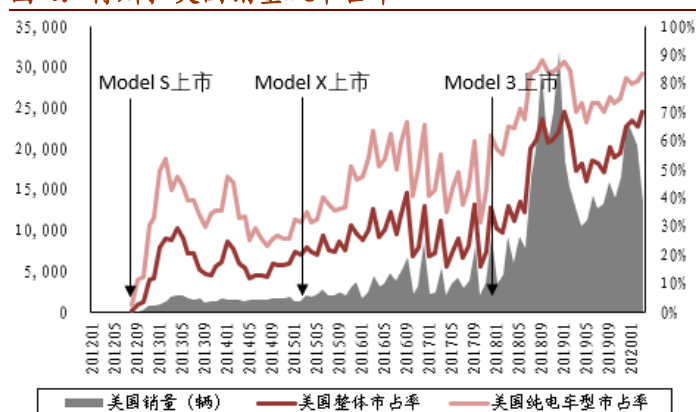
资料来源：公司公告，招商证券

图 3：特斯拉全球销量及市占率



资料来源：Marklines，招商证券

图 4：特斯拉美国销量及市占率



资料来源：Marklines，招商证券

表 4：业务拆分

单位：百万美元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业收入	3,723.9	5,376.4	5,353.0	6,368.0	5,132.0
YoY (%)	36%	60%	-12%	1%	38%
汽车业务					
其中：汽车销售	3,508.7	5,168.0	5,132.0	6,143.0	4,893.0
YoY (%)	37%	66%	-13%	1%	39%
其中：汽车租赁	215.1	208.4	221.0	225.0	239.0

	YoY (%)	24%	-13%	0%	-10%	11%
	营业成本	2,973.3	4,360.0	4,131.0	4,934.0	3,821.0
	YoY (%)	35%	64%	-9%	3%	29%
	其中: 汽车销售	2,856.2	4,254.0	4,014.0	4,815.0	3,699.0
	YoY (%)	37%	68%	-9%	3%	30%
	其中: 汽车租赁	117.1	106.0	117.0	119.0	122.0
	YoY (%)	12%	-23%	-2%	-7%	4%
	毛利润	750.6	1,016.4	1,222.0	1,434.0	1,311.0
	YoY (%)	39%	47%	-22%	-7%	75%
	其中: 汽车销售	652.5	914.0	1,118.0	1,328.0	1,194.0
	YoY (%)	39%	55%	-24%	-6%	83%
	其中: 汽车租赁	98.0	102.4	104.0	106.0	117.0
	YoY (%)	42%	-1%	3%	-13%	19%
	毛利率	20.2%	18.9%	22.8%	22.5%	25.5%
	其中: 汽车销售	18.6%	17.7%	21.8%	21.6%	24.4%
	其中: 汽车租赁	45.6%	49.1%	47.1%	47.1%	49.0%
能源业务	营业收入	324.7	368.2	402.0	436.0	293.0
	YoY (%)	-21%	-2%	1%	17%	-10%
	营业成本	316.9	326.0	314.0	385.0	282.0
	YoY (%)	-16%	-1%	-5%	17%	-11%
	毛利率	2.4%	11.5%	21.9%	11.7%	3.8%
服务及其他	营业收入	492.9	605.1	548.0	580.0	560.0
	YoY (%)	87%	124%	68%	9%	14%
	营业成本	685.5	743.0	667.0	674.0	648.0
	YoY (%)	80%	92%	50%	1%	-5%
	毛利率	-39%	-23%	-22%	-16%	-16%
整体	营业收入	4,541.5	6,349.7	6,303.0	7,384.0	5,985.0
	YoY (%)	33%	59%	-8%	2%	32%
	营业成本	3,975.7	5,428.6	5,112.0	5,993.0	4,751.0
	YoY (%)	35%	60%	-4%	4%	20%
	毛利率	12.5%	14.5%	18.9%	18.8%	20.6%

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 5: 单车指标

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
汽车交付量 (辆)	29,997	40,768	83,775	90,966	63,019	95,356	97,186	112,095	88,496
YoY (%)	20	85	221	205	110	134	16	23	40
单车收入 (万美元)	9.12	8.24	7.28	6.95	5.91	5.64	5.51	5.68	5.80
YoY (%)	0	-21	-19	-23	-35	-32	-24	-18	-2
单车营业成本 (万美元)	7.32	6.54	5.40	5.26	4.72	4.57	4.25	4.40	4.32
YoY (%)	10	-13	-27	-28	-36	-30	-21	-16	-8
单车毛利润 (万美元)	1.80	1.70	1.88	1.69	1.19	1.07	1.26	1.28	1.48
YoY	-28	-42	14	-1	-34	-37	-33	-24	24
单车折旧与摊销 (万美元)	1.52	1.19	0.60	0.55	0.81	0.61	0.55	0.51	0.62
YoY (%)	-7	-33	-61	-65	-47	-49	-9	-6	-22
单车研发 (万美元)	1.22	0.95	0.42	0.39	0.54	0.34	0.34	0.31	0.37
YoY (%)	-5	-44	-67	-67	-56	-64	-18	-21	-32
单车 SG&A (万美元)	2.29	1.84	0.87	0.73	1.12	0.68	0.61	0.62	0.71

敬请阅读末页的重要说明

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
YoY (%)	-5	-25	-65	-68	-51	-63	-30	-15	-37
单车净利润 (万美元)	-2.37	-1.76	0.37	0.15	-1.11	-0.43	0.15	0.09	0.02

资料来源：公司公告，招商证券

2、特斯拉的中国中游供应链公司，将逐步体现出业务弹性

特斯拉供应链的国产化比例将继续提升。特斯拉 Model3 等车型的电池与电池材料、电气配套与热管理系统大多数都已导入中国供应商，由于中国供应链的本土化优势、成本优势、供应链安全与稳定性等显著优势，预计特斯拉供应链的国产化比例会继续提升。

在电池及电池材料领域，目前直接或间接进入国产特斯拉供应体系的主要是宁德时代和 LGC 南京的供应链。根据行业供给格局与公开信息，其中同时在 2 家电池企业配套特斯拉的供应链中的企业可能包括天赐材料、科达利、恩捷股份、璞泰来、新宙邦、星源材质，铜箔领域的嘉元科技、诺德股份也均在宁德时代的供应链中。此外，考虑到宁德时代可能会配套磷酸铁锂电池，湘潭电化、德方纳米也有可能间接配套特斯拉。在电气系统与热管理领域，宏发股份、三花智控也均打入特斯拉供应链。

据特斯拉此前披露，计划在今年 Q3 将零部件国产化率提升至 70%，未来在特斯拉上海基地庞大的电池需求下，综合供应链安全、成本等方面考虑，特斯拉可能会持续加大具备全球竞争力的中国中游企业在其供应链中的份额。

降价后更具冲击力。5 月 1 日国内标准续航升级版 Model 3 降价 3.2 万元（折约 0.45 万美元）至 29.18 万元，补贴后售价 27.16 万元，同时若考虑上海、深圳等地的地方补助，价格更具冲击力。一方面，当前公司毛利率水平较高，盈利能力强；另一方面，随着公司产能爬坡，规模效应将迅速展现，19Q4 公司单车营业成本、研发费用、SG&A 分别较 Q1 下降 0.32、0.23、0.5 万美元，预计随着上海 Model 3 产能爬升、国产电池和材料的大规模应用，以及欧美疫情缓解后产销复苏，公司成本下降能够覆盖降价。

此外，未来 Model 3 标准续航版若采用铁锂电池，市场打击面将进步扩大。

其中国中游将逐步体现出业务弹性。据特斯拉披露，当前上海工厂 Model 3 产能约 3000 辆/周，2020 年中旬将达 4000 辆/周。同时，主要用于生产 Model Y 的二期厂房正在建设，预计国产 Model Y 明年上市。未来上海产能将达 50 万辆，电池需求将超过 30GWh。

而降价后 Model 3 更具竞争力，此外，其上海工厂的 Model Y 有望在明年上市，其中国中游供应链的企业将逐渐体现出业务弹性。

表 6：宁德时代和 LGC 供应链梳理

	宁德时代	LGC
正极材料	三元：容百科技、振华新材、厦门钨业、长远锂科、格林美（前驱体） 磷酸铁锂：湘潭电化、德方纳米	L&F、优美科、日亚化学、自产；当升科技（储能用正极为主）、华友钴业（前驱体）
负极材料	凯金能源、杉杉股份、江西紫宸	日立化成、三菱化学、浦项化学；贝特瑞、江西紫宸、杉杉股份
隔膜	恩捷股份、湖南中锂、星源材质、璞泰来（卓高供涂覆）	东丽、旭化成、SK、W-scope；恩捷股份、星源材质

	宁德时代	LGC
电解液	天赐材料、江苏国泰、新宙邦	三菱化学、巴斯夫、中央硝子； 江苏国泰、新宙邦、天赐材料

资料来源：公开信息，公司信息，招商证券

表 7：特斯拉供应链价值量测算

	单位用量 (kg、平米/KWh)	单价 (元/kg、平米)	60KWh 电量 对应价值量 (元)	10 万辆销量 时价值量 (亿元)	20 万辆销量 时价值量 (亿元)	50 万辆销量 时价值量 (亿元)
正极 (NCA)	1.35	200	16,200	16.2	32.4	81.0
负极	1.00	60	3,600	3.6	7.2	18.0
电解液	0.80	55-65	2,640-3,120	2.6-3.1	5.3-6.2	13.2-15.6
隔膜	8.00	10	4,800	4.8	9.6	24.0
铜箔	0.70	90	3,780	3.8	7.6	18.9
结构件	一节 21700 电池壳体和盖板，各 0.5 元， Model 3 有 3000-4000 节电池		3,000-4,000	3-4	6-8	15-20

资料来源：中国化学与物理电源行业协会，GGII，招商证券

表 8：产能扩张情况

国家	工厂	车型	现有产能 (万辆)	备注
美国	弗雷蒙特工厂	Model S/X	9	在 2020 年中 Model 3/Y 的产能将扩张至 50 万辆
		Model 3/Y	40	
	Semi Roadster Cybertruck			
中国	上海工厂	Model 3 Model Y	20	一期产能规划 25 万辆，二期已经开始建设，全部建成后合计产能达 50 万辆
德国	柏林工厂	Model 3 Model Y		分三个阶段建设，每个阶段各 25 万辆产能，合计 75 万辆产能

资料来源：公司公告，招商证券

表 9：国产 Model 3 定价

补贴前售价		
万元	2020 年 4 月 30 日前	2020 年 4 月 30 日前后
Model3 标准续航升级版	323,800	291,800
Model3 长续航版	366,550	366,550
2020 年 4 月 24 日前		
万元	2019 年标准补贴	补贴后价格
Model3 标准续航升级版	24,750	299,050
Model3 长续航版	27,500	339,050
2020 年 4 月 24 日-4 月 30 日		
万元	2020 年过渡期内标准补贴	补贴后价格
Model3 标准续航升级版	20,250	303,550
Model3 长续航版	22,500	344,050
2020 年 5 月 1 日后		
万元	2020 年过渡期内标准补贴	补贴后价格
Model3 标准续航升级版	20,250	271,550
Model3 长续航版	22,500	344,050

资料来源：公司官网，招商证券

3、结论与建议

疫情不改海外电动化长期趋势，中国供应链的全球化趋势会加快。全球新能源终端渗透率目前近 2%，正在向 10% 以上的渗透率快速爬升。受疫情影响，预计海外电动车供给和需求端均将受到一定冲击，但冲击过后全球汽车电动化不会改变。而在这个过程中，全球供应链重心在向中国集中，中国企业的竞争力将持续显现。

中游产业下半年将开始回暖。由于过渡期内补贴标准设置，抢装不会太明显，同时明年仍有退坡，预计国内在下半年较快回归。海外市场，需求潜力较大，后续随着疫情可控，有望较快恢复。目前是新年能源中游压力最大的时期，但是全球政策面保持积极，随着疫情得到控制，后续有望快速恢复。

电芯：继续推荐宁德时代、亿纬锂能；

材料推荐与关注：天赐材料、新宙邦（化工联合）、嘉元科技（有色联合）、德方纳米（汽车联合）、科达利（汽车）、恩捷股份、当升科技（化工联合）、星源材质（化工联合）、杉杉股份、湘潭电化（化工联合）。

电气系统环节：宏发股份、三花智控（家电联合）。

风险提示

- 1) 新能源汽车政策低于预期：**如果相关产业政策发生重大不利变化，将会对公司的销售规模和盈利能力产生重大不利影响，因此存在一定的政策风险。
- 2) 新能源汽车销量低于预期：**产业政策变化、配套设施建设和推广、客户认可度等因素波动，都可能导致新能源汽车市场需求出现较大波动。
- 3) 产品价格持续下降：**新能源汽车市场在快速发展的同时，市场竞争也日趋激烈，如果未来市场需求不及预期，市场可能出现结构性、阶段性的产能过剩，将面临一定的市场竞争加剧的风险。

相关报告

系列报告(四十八)：特斯拉自制电池，将在电池材料和制备工艺上加快创新

系列报告(四十七)：新能源汽车国补政策落地，中游产业有望逐步复苏

系列报告(四十六)：新能源车充电设施纳入新基建，建设可能加快

系统系列(四十五)：干法电极与超级电容能在新能源车上应用吗？

系列报告(四十四)：媒体披露特斯拉或采用无钴电池，铁锂电池行业受关注

系列报告(四十三)：铜箔轻薄化已成趋势，工艺将拉开企业间差距（招商有色联合）

系列报告(四十二)：特斯拉 2019 年业绩超预期，2020 年开启 Model Y 新品周期

系列报告(四十一)：新技术应用带动铁锂电池性能提升，车用渗透有望提高

- 系列报告(四十): Model Y 启动国产化, 特斯拉未来发展将更具爆发力
- 系列报告(三十九): 特斯拉为代表的优质供给, 拉开行业新一轮发展序幕
- 系列报告(三十八): 全国财政工作会议再提新能源汽车, 财政支持力度有望加强
- 系列报告(三十七): 下游应用领域持续拓展, 磷酸铁锂产业将良性发展
- 系列报告(三十六): 美国电动化政策有望加码, 全球电动化持续推进
- 系列报告(三十五): 中国新能源车长期规划出台, 全球电动化再获强支持
- 系列报告(三十四): 德系车企启动新一轮电动化进程, 中国中游将显著受益
- 系列报告(三十三): 德国新能源汽车补贴升级, 全球电动化正在加速
- 系列报告(三十二): 特斯拉上海工厂投产, 拉开新一轮发展序幕
- 系列报告(三十一): 法兰克福车展开幕, 海外车企电动化正在加速
- 系列报告(三十): 新能源汽车终端需求草根摸底(第五季)
- 系列报告(二十九): 燃料电池: 还在商业化初期, 每一年都是产业元年
- 系列报告(二十八): 新能源汽车补贴政策对产业链影响再分析
- 系列报告(二十七): 电动自行车新国标与认证实施在即, 行业将有巨变
- 系列报告(二十六): 海外车企将在近几年拉开新一轮快速增长, 中国中游将深度参与全球供应
- 系列报告(二十五): 新能源车 1 月产销大增, 中游 Q1 有望保持较高景气
- 系列报告(二十四): 孚能科技开始全球产能扩张, 动力软包电池发展加速
- 系列报告(二十三): 新能源汽车补贴政策对中游盈利影响分析
- 系列报告(二十二): 第 8 批推荐目录发布, 高能量密度保持与燃料电池车型增
- 系列报告(二十一): 上半年锂电池数据分析: 动力电池库存已降到合理水平
- 系列报告(二十): 2018 年第 7 批推荐目录发布, 高能量密度趋势不改
- 系列报告(十九): 从去库存向备库存转变, 中游库存拐点正在来临
- 系列报告(十八): 第 6 批目录发布, 高能量密度车型持续推出
- 系列报告(十七): 新能源汽车国补力度可承受, 长期看好板块投资机会
- 系列报告(十六): 第 4、5 批推荐目录发布, 行业将平稳过渡
- 系列报告(十五): 动力软包正在回归主流, 铝塑膜大范围国产化替代启动
- 系列报告(十四): 2017 年以来 15 批目录回顾
- 系列报告(十三): 双积分近期或落地, 六大电气系统机会将贯穿未来几年 [v](#)
- 系列报告(十二): 第 8 批推荐目录发布, 电池技术趋势延续, 专用车型放量
- 系列报告(十一): 第 7 批推荐目录发布, 技术路线、技术进步趋势延续
- 系列报告(十): 需求强劲, 电解液及其上游产业已经触底并即将恢复

系列报告(九): 材料价格暴涨, 负极材料涨价在即

系列报告(八): 第6批新能源推荐目录发布, 技术路线、技术进步趋势更明确

系列报告(七): 北汽与戴姆勒签署新框架协议, 北汽供应链大放异彩

系列报告(六): 积分制政策超预期, 继续推荐正极与钴、电气配件产业

系列报告(五): 第5批推荐目录发布, 技术路线与行业集中度趋势延续

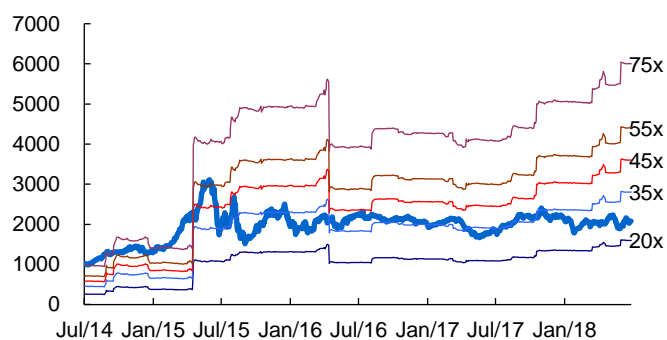
系列报告(四): 电池行业格局正在调整和形成, 技术进步可能是主导要素

系列报告(三): 硅碳负极材料正在走向产业化

系列报告(二): 动力电池产业链以价换量, 关注企业经营效率提升

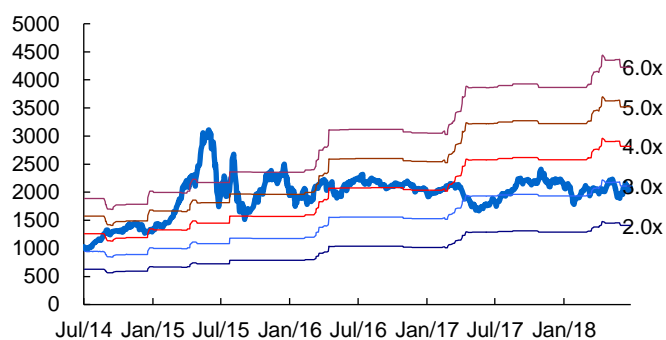
系列报告(一): 新能源汽车动力电池市场 2017 年展望-市场驱动、产业分化和新的技术进步

图 5: 新能源行业历史PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 新能源行业历史PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

普绍增：上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

刘晓飞：南开大学硕士，2015 年加入招商证券，覆盖光伏产业。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、新能源汽车产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。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、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。