特斯拉 20Q2 财报再超预期，产能加速扩张持续高增长

增持（维持）

2020 年 07 月 23 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

投资要点

- **特斯拉连续 4 季度实现盈利，好于预期，满足了标普 500 准入门槛。**特斯拉 20Q2 营收 60.36 亿美元，与去年同期的 63.50 亿美元相比下滑 5%，环比微增 1%，好于市场预期 51.5 亿美元。GAAP 准则下净利润为 1.04 亿美元，去年同期净亏损为 4.08 亿美元，连续第 4 个季度实现盈利，环比增长 550%；非 GAAP 准则下净利润 4.51 亿美元，去年同期亏损 1.98 亿，环比增长 99%。4.28 亿的积分收入和 4800 万美元的 FSD 递延收入一定程度上抵消了工厂关停的成本和 CEO 薪酬激励带来的 1.01 亿美元股权激励费用，实现了利润的同环比增长。

- **自由现金流改善，在手现金 86.15 亿美元，同增 74%：**20Q2 经营性现金流 9.6 亿美元，Q1 为-4.4 亿，大幅改善，去年同期为 8.6 亿美元，同比+12%；资本开支为 5.46 亿美元，同比+118%，环比+20%，投资主要用于上海和弗里蒙特工厂 Model Y 产线建设。20Q2 自由现金流 4.18 亿美元，同比-32%，其中美国佛罗里达工厂关停近半个季度带来较大成本。受特斯拉 Q1 筹资 23 亿和 Q2 自由现金流环比转正拉动，在手现金及等价物增加至 86.15 亿美元，同比+74%，环比+7%。特斯拉宣布将在美国得克萨斯州奥斯汀修建下一个超级工厂，今年将在三大洲同时开展三个超级工厂的建设，资金需求较大，但目前在手现金足以满足产能扩张的需求。

- **特斯拉 20Q2 交付 9.07 万辆，同比-5%，大超预期：**Q2 全球交付 9.07 万辆，同比-4.9%，环比+2.5%，好于此前 7-8 万辆预期，其中，Model 3/Y 二季度销 8.01 万辆，同比+3.1%，环比+5.1%；Model X/S 合计销 1.06 万辆，同比-40.2%，环比-13.1%。Q2 产量 8.23 万辆，同比-5.5%，环比-19.9%，消化库存 0.84 万辆。1H20 特斯拉产销 18.5 万/17.9 万辆，同比增 13%。受疫情影响汽车租赁销量微降，20 年 Q2 销 4716 辆，同比-23.2%，环比-22.7%。

- **中国市场表现较亮眼，6 月欧美强势冲量。**根据 Marklines 数据，4-5 月特斯拉全球销量 3.6 万辆，我们推测 6 月全球销量 5.4 万辆，同环比大增。中国市场共 20Q2 销量 2.97 万辆，环比提升 78%；海外 4-5 月交付 2.1 万辆，预计 6 月交付 3.8 万辆，Q2 交付 6 万辆左右。其中，美国 4-5 月交付受疫情影响较大，仅交付 1.4 万辆，同比下降 35%，预计 6 月为季度末交付冲量高峰，20Q2 美国市场预期超过 3.5 万辆；欧洲 4-5 月交付 5500 辆，预计 Q2 欧洲贡献销量 1.5-2 万辆。

- **投资建议**

特斯拉交付量及业绩持续超预期，继续强推欧洲电动车及特斯产业链，中游首推**宁德、璞泰来、科达利、新宙邦、恩捷、当升**，关注亿纬、比亚迪、天奈、天赐、星源等；核心零部件**宏发、汇川、三花**；上游资源**华友**、天齐，关注赣锋。

- **风险提示**

政策支持及销量不及预期

行业走势



相关研究

1、《电气设备新能源行业周报：电动车新车型密集上市，光伏中报普遍超预期》2020-07-19

2、《电气设备行业点评：宝马与 Northvolt 签订 20 欧元订单，全球电动化势不可挡》2020-07-17

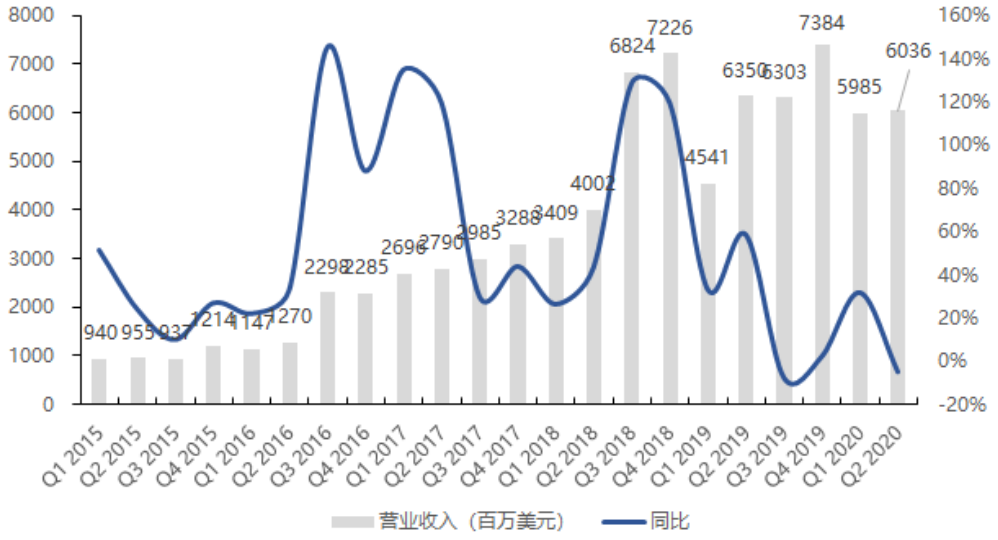
3、《电气设备行业点评：新能源汽车下乡，助力 A00 级销量恢复》2020-07-16

请务必阅读正文之后的免责声明部分

一、经营情况：

特斯拉连续 4 季度实现盈利，好于预期，满足了标普 500 准入门槛。特斯拉 20Q2 营收 60.36 亿美元，与去年同期的 63.50 亿美元相比下滑 5%，环比微增 1%，好于市场预期 51.5 亿美元。GAAP 准则下净利润为 1.04 亿美元，去年同期净亏损为 4.08 亿美元，连续第 4 个季度实现盈利，环比增长 550%；非 GAAP 准则下净利润 4.51 亿美元，去年同期亏损 1.98 亿，环比增长 99%。4.28 亿的积分收入和 4800 万美元的 FSD 递延收入一定程度上抵消了工厂关停的成本和 CEO 薪酬激励带来的 1.01 亿美元股权激励费用，实现了利润的同环比增长。

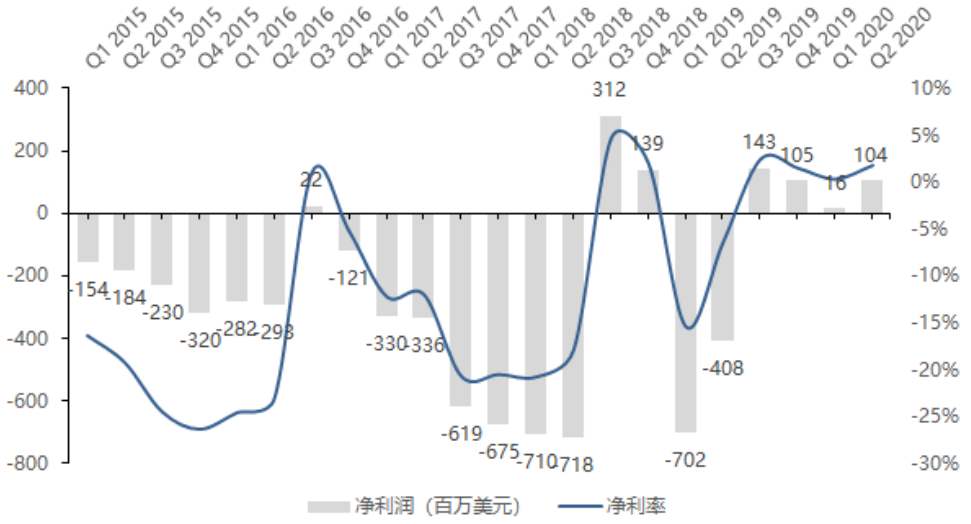
图 1：特斯拉季度营收情况（百万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

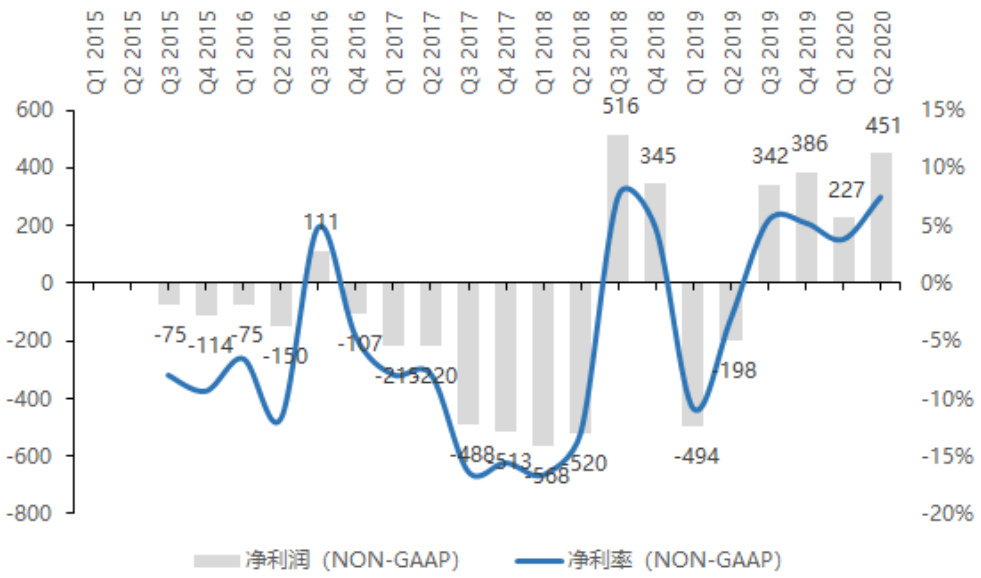
图 2：特斯拉季度净利润和净利率（百万美元）

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：特斯拉季度 Non-GAAP 净利润和净利率（百万美元）



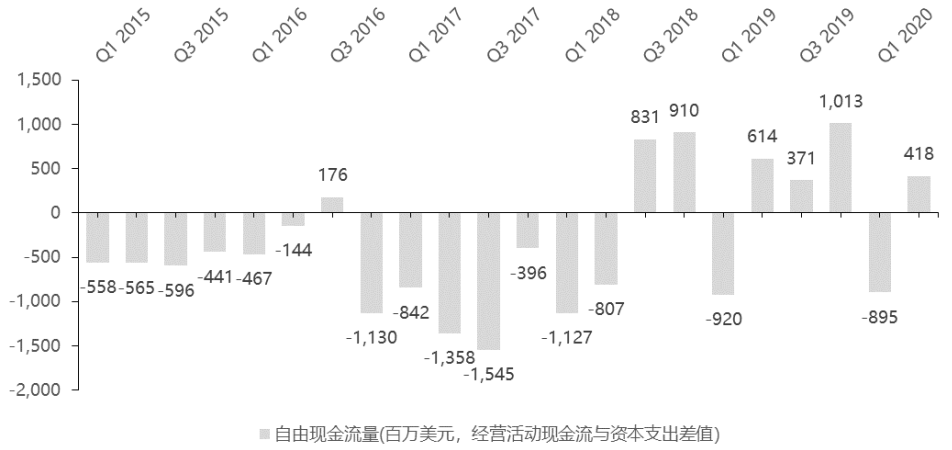
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

自由现金流改善，在手现金 86.15 亿美元，同增 74%：20Q2 经营性现金流 9.6 亿美元，Q1 为-4.4 亿，大幅改善，去年同期为 8.6 亿美元，同比+12%；资本开支为 5.46 亿美元，同比+118%，环比+20%，投资主要用于上海和弗里蒙特工厂 Model Y 产线建设。20Q2 自由现金流 4.18 亿美元，同比-32%，其中美国佛罗里达工厂关停近半个季度带来较大成本。受特斯拉 Q1 筹资 23 亿和 Q2 自由现金流环比转正拉动，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

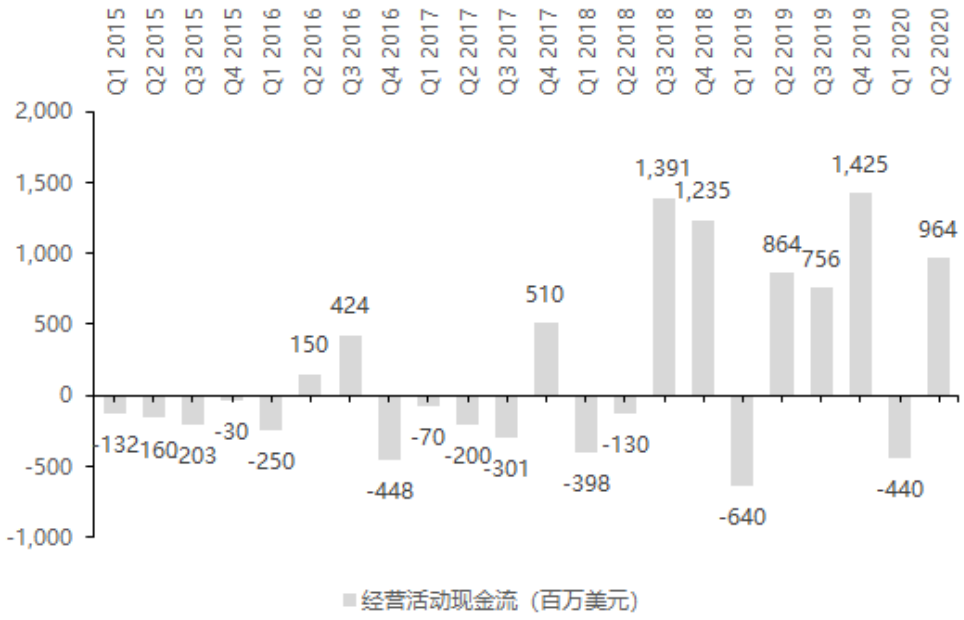
在手现金及等价物增加至 86.15 亿美元，同比+74%，环比+7%。特斯拉宣布将在美国得克萨斯州奥斯汀修建下一个超级工厂，今年将在三大洲同时开展三个超级工厂的建设，资金需求较大，但目前在手现金足以满足产能扩张的需求。

图 4：单季度自由现金流情况（百万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

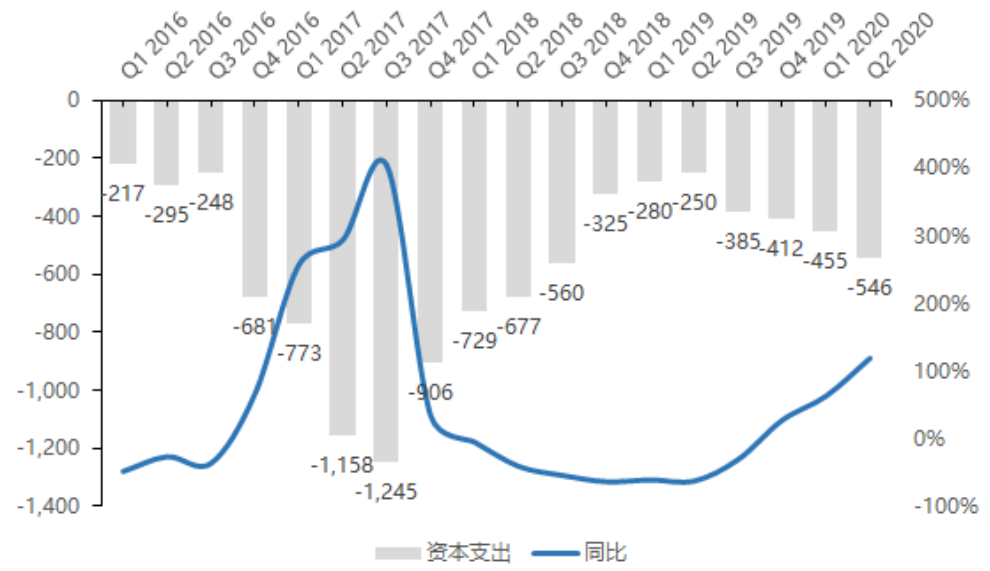
图 5：单季度经营现金流（百万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：单季度资本开支情况（百万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

积分收入抵消单车售价降低影响，汽车业务收入环比微增：汽车业务 20Q2 收入 51.8 亿美元，其中汽车销售 49.1 亿美元，同比-5%，环比微增，受车型降价影响，毛利率 24.4%，**扣除积分收入影响后，毛利率 17.2%，同比持平，环比微降 1.3pct；**汽车租赁 2.7 亿美元，同比+28%，环比+12%。储能业务收入 3.7 亿美元，同比-8%，环比+28%；毛利率 5.7%，同比下滑 5.9pct，环比提升 1.9pct。服务相关业务收入（售后车辆服务等业务）4.87 亿美元，同比-20%，环比-13%；毛利率-14.6%，同比改善明显，提升 8.4pct，环比增加 1.1pct。

图 7：19-20Q2 特斯拉分业务收入和毛利率情况

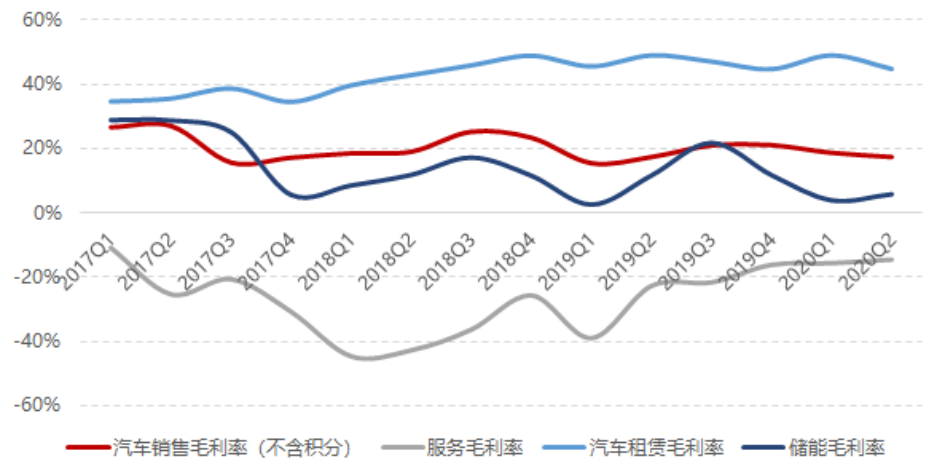
请务必阅读正文之后的免责声明部分

		2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
汽车销售	**收入（亿美元）**	**35.1**	**51.7**	**51.3**	**61.4**	**48.9**	**49.1**
	-同比	37%	66%	-13%	1%	39%	-5%
	-环比	-42%	47%	-1%	20%	-20%	0%
	收入占比	77%	81%	81%	83%	82%	81%
	成本（亿美元）	28.6	42.5	40.1	48.2	37.0	37.1
	毛利（亿美元）	6.5	9.1	11.2	13.3	11.9	12.0
	毛利率	**18.60%**	**17.69%**	**21.78%**	**21.62%**	**24.40%**	**24.37%**
	汽车监管积分收入（亿美元）	2.16	1.11	1.34	1.33	3.54	4.28
	收入-不含积分（亿美元）	**32.9**	**50.6**	**50.0**	**60.1**	**45.4**	**44.8**
	-同比	29%	62%	-15%	1%	38%	-11%
	毛利-不含积分（亿美元）	4.4	8.0	9.8	12.0	8.4	7.7
	毛利率-不含积分	**15.30%**	**17.20%**	**20.80%**	**20.90%**	**18.51%**	**17.15%**
	产量合计（万辆）	**7.7**	**8.7**	**9.6**	**10.5**	**10.3**	**8.2**
	销量合计（万辆）	**6.3**	**9.5**	**9.7**	**11.2**	**8.9**	**9.1**
	均价（万美元/辆）	5.6	5.4	5.3	5.5	5.5	5.4
	平均毛利（万美元/辆）	**1.0**	**1.0**	**1.2**	**1.2**	**1.3**	**1.3**
	平均成本（万美元/辆）	4.5	4.5	4.1	4.3	4.2	4.1
	均价（万美元/辆）-不含积分	5.2	5.3	5.2	5.4	5.1	**4.9**
	平均毛利（万美元/辆）-不含积分	**0.7**	**0.8**	**1.0**	**1.1**	**0.9**	**0.8**
服务及其他收入	**收入（亿美元）**	**4.90**	**6.10**	**5.50**	**5.80**	**5.60**	**4.87**
	-同比	88%	126%	67%	9%	14%	-20%
	收入占比	11%	10%	9%	8%	9%	8%
	成本（亿美元）	6.8	7.5	6.7	6.7	6.5	5.6
	毛利率	-39.1%	-22.8%	-21.7%	-16.2%	-15.7%	-14.6%
汽车租赁	**收入（亿美元）**	**2.2**	**2.1**	**2.2**	**2.3**	**2.4**	**2.7**
	-同比	-22%	0%	0%	19%	-9%	28%
	收入占比	5%	3%	3%	3%	4%	4%
	成本（亿美元）	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2	1.5
	毛利率	45.6%	49.0%	47.1%	44.7%	49.0%	44.8%
储能	**收入（亿美元）**	**3.2**	**3.7**	**4.0**	**4.4**	**2.9**	**3.7**
	-同比	-14%	16%	8%	10%	-34%	-8%
	收入占比	7%	6%	6%	6%	5%	6%
	成本（亿美元）	3.1	3.3	3.1	3.9	2.8	3.5
	毛利率	2.4%	11.6%	21.9%	11.7%	3.8%	5.7%
合计	**收入（亿美元）**	**45.4**	**63.6**	**63.0**	**73.9**	**59.8**	**60.4**
	-同比	34%	59%	-8%	2%	32%	-5%
	成本（亿美元）	40	54	51	60	47	48
	毛利率	12.53%	14.48%	18.88%	18.76%	20.63%	21.11%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：特斯拉分业务毛利率情况

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

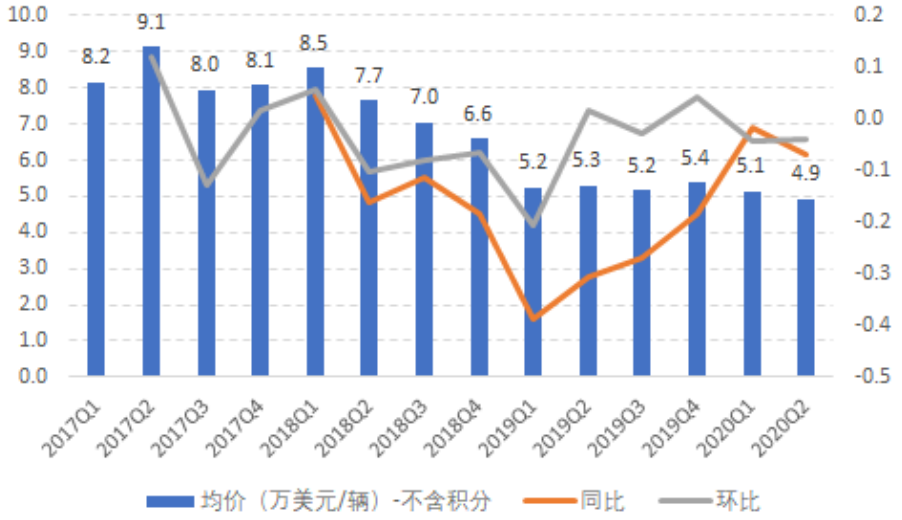
软件服务递延收入后续将贡献较大利润。20 年 Q2 公司确认了 4800 万美元的 FSD 递延收入，一定程度上抵消了工厂关停带来的负面影响。公司 3 月推出针对交通信号灯和停车标志的新软件更新，年底前将推出 4 项功能，包括 FSD 完全自动驾驶可能年底开始付费推送。2020 年 7 月 1 号，FSD 再次价格上涨至 8000 美元，根据递延收入模式，其中一半的 FSD 营收计入财报，另一半作为递延收入，随着时间的推移和功能的发布计入到当季财报中，截至 20 年 Q2 递延收入接近 12 亿美元，后续弹性较大。

二、售价、成本及费用情况

20Q2 单车售价略有下滑，国产 M3 价格降至 27.16 万。20Q2 单车售价 4.9 万美元/辆，同环比-7%/-4%，主要因为报告期内国产 Model 3 价格下调，若扣除租赁汽车销量影响，20 年 Q2 单车售价为 5.2 万美元，同环比-8%/-6%。7 月 23 日国内新补贴政策正式执行，此前国产 M3 再次下调价格，标准续航版售价由 29.99 万元降至 29.12 万元，若选配后价格仍低于 30 万，则可以享受补贴 2.025 万元，基础款到手价 27.16 万元；国产长续航版 M3 不再享受补贴，但特斯拉在 5 月将价格下调至 34.41 万元，以降价的方式承担无补贴后的差价，确保消费者到手价格保持不变。

图 9：特斯拉单车均价略有下滑（万美元/辆）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

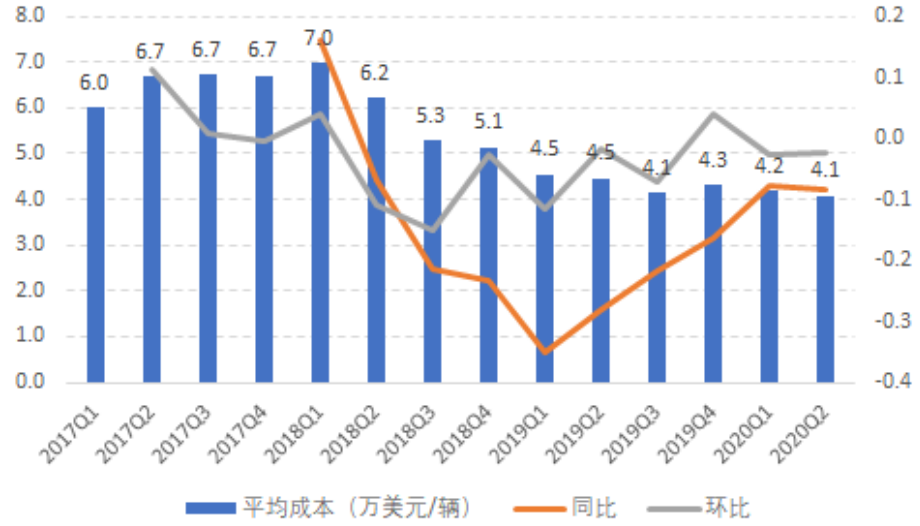


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

20Q2 单车成本继续下降，高交付量+高积分收入带来毛利率改善。Q2 上海工厂产能爬坡顺利，产销量超预期，在国产化比例提高和规模优势下，Q2 单车成本继续下降至 4.1 万美元/辆，同环比-8%/-2%，高交付量+高积分收入带来的增量，弥补了单车售价的下滑，同比来看，汽车成本降幅超过了价格降幅，毛利率同比改善。Q2 单车毛利率为 24.37%，同比大幅提升 6.69pct，环比持稳，若扣除积分收入，单车毛利率为 17.15%，同比+1.27pct，环比-1.35pct。Q2 单车净利润为 0.1 万美元/辆，净利率为 1.72%，同比增加 8.15pct，环比增加 1.46pct，主要得益于成本和费用的改善以及积分收入的增长。

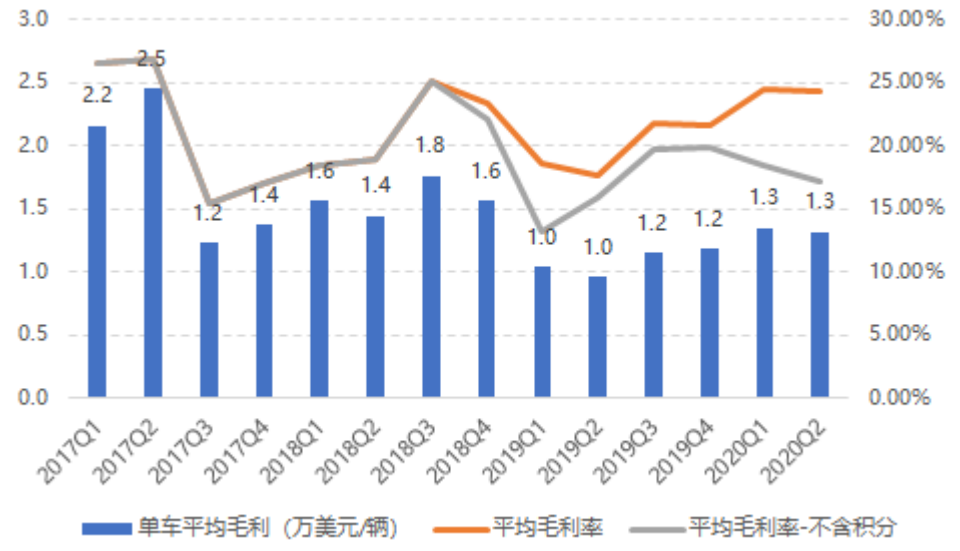
图 10：特斯拉单车成本持续下降（万美元/辆）

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

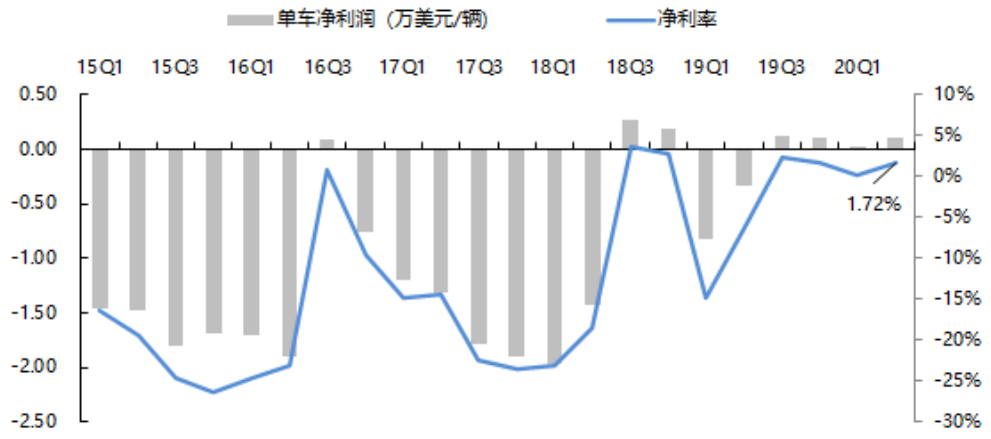
图 11：特斯拉单车毛利同比明显改善（万美元/辆）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12：特斯拉单车净利提升（万美元/辆）

请务必阅读正文之后的免责声明部分



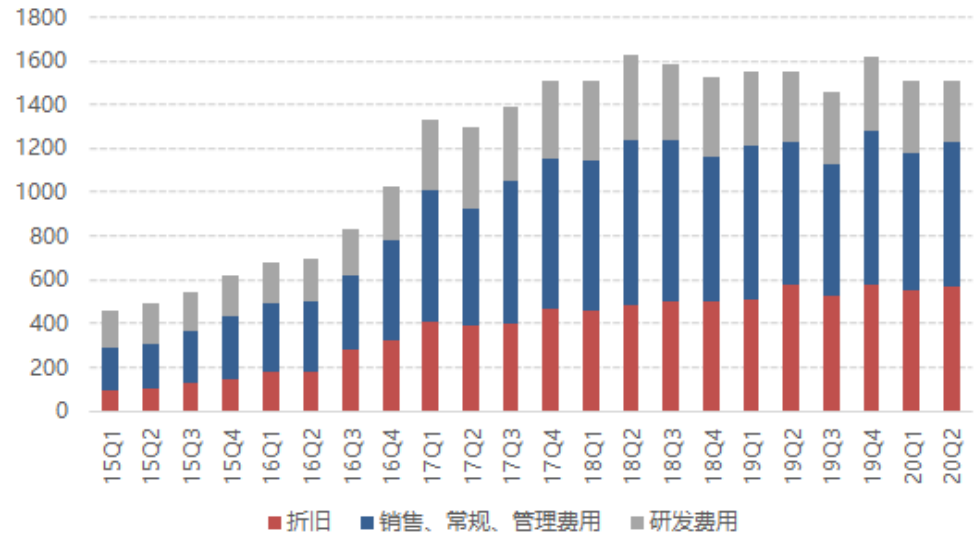
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

20Q2 研发费用率明显下降，单车指标仍有下降空间。因疫情影响工厂停工，研发支出明显下降，20Q2 研发费用 2.79 亿美元，同比降 14%，环比降 14%，研发费用率 4.6%，同比降 0.5pct，环比降 0.8pct。疫情后工厂复工强化安全管理，销售、管理等常规费用合计 6.61 亿美元，同比增 2%，环比增 5%，费用率 11%，同比增 0.8pct，环比增 0.5pct。折旧费用 5.67 亿美元，同比降 2%，环比增 3%。另外，因市值达到阶段性目标，公司支出 1.01 亿美元的股权激励费用作为 CEO 里程奖项。

单车指标来看，20Q2 单车折旧 0.62 万美元/辆，同比增 2.8%，环比增 0.6%；单车研发 0.31 万美元/辆，同比降 9.6%，环比降 17%；单车销售、管理等费用 0.73 万美元/辆，同比增 7.1%，环比增 2.6%。单车折旧、单车费用较去年同期下降明显，后续下降空间主要来自中国工厂摊薄成本以及全球销量的进一步突破。

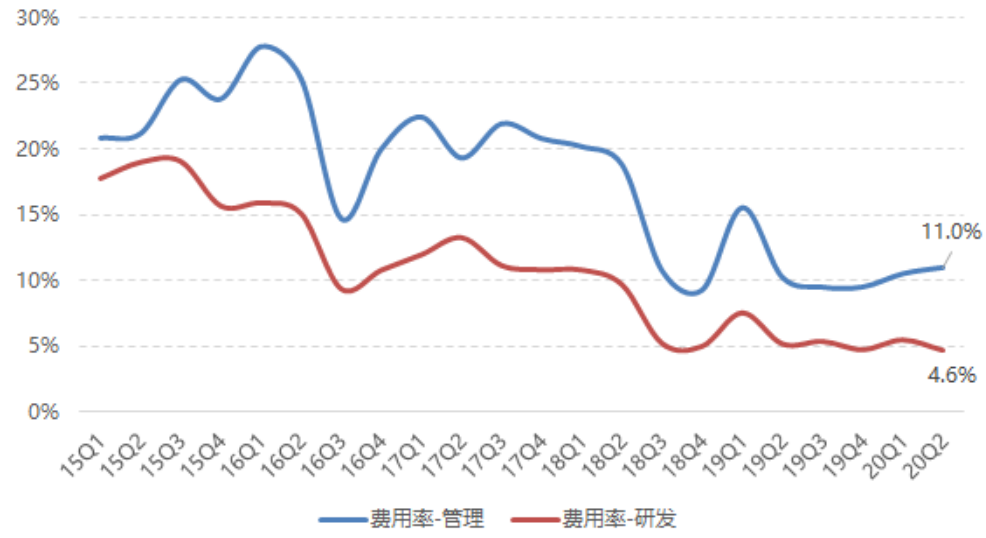
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 13：特斯拉折旧及费用情况（百万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

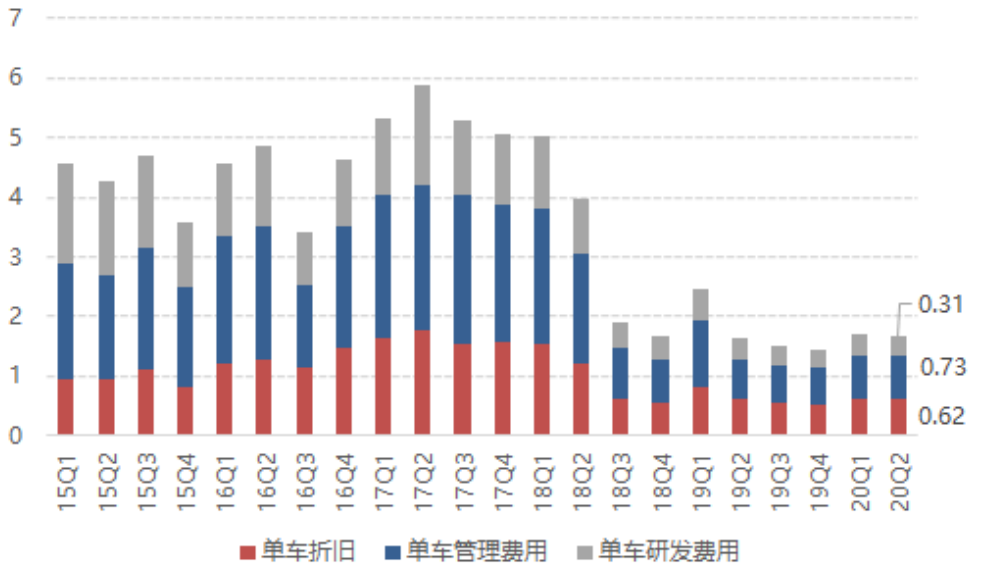
图 14：特斯拉管理费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 15：15-20Q2 特斯拉单车指标进入下行通道（万美元/辆）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

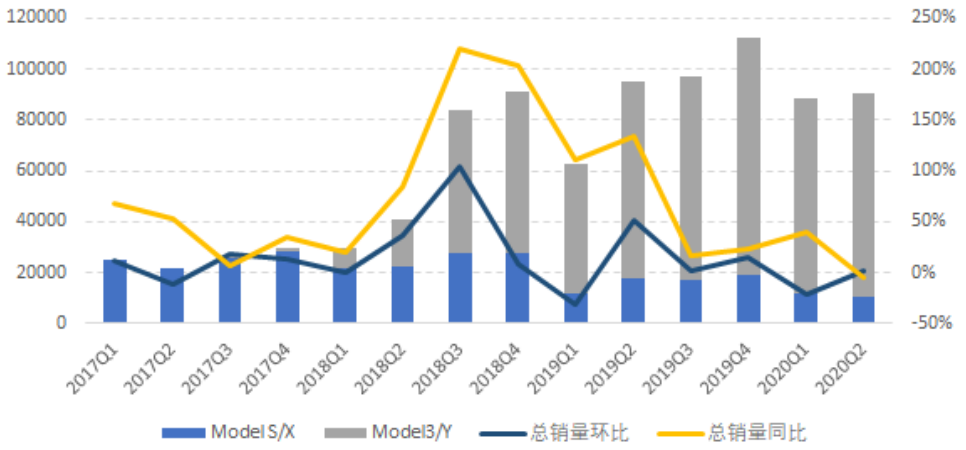


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三、产销情况

特斯拉 20Q2 交付 9.07 万辆，同比-5%，大超预期：Q2 全球交付 9.07 万辆，同比-4.9%，环比+2.5%，好于此前 7-8 万辆预期，其中，Model 3/Y 二季度销 8.01 万辆，同比+3.1%，环比+5.1%；Model X/S 合计销 1.06 万辆，同比-40.2%，环比-13.1%。Q2 产量 8.23 万辆，同比-5.5%，环比-19.9%，消化库存 0.84 万辆。1H20 特斯拉产销 18.5 万/17.9 万辆，同比增 13%。受疫情影响汽车租赁销量微降，20 年 Q2 销 4716 辆，同比-23.2%，环比-22.7%。

图 16：特斯拉分季度销量（辆）



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

图 17：19-20Q2 特斯拉分季度销量（辆）

销量：辆	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
Model3/Y	50928	77634	79600	92550	76200	80050
-环比	*-19.6%*	*52.4%*	*2.5%*	*16.3%*	*-17.7%*	*5.1%*
-同比	*522.6%*	*321.0%*	*42.0%*	*46.1%*	*49.6%*	*3.1%*
Model S/X	12091	17722	17400	19450	12200	10600
-环比	*-56.2%*	*46.6%*	*-1.8%*	*11.8%*	*-37.3%*	*-13.1%*
-同比	*-44.5%*	*-20.5%*	*-37.2%*	*-29.5%*	*0.9%*	*-40.2%*
销量总计	63019	95356	97000	112000	88400	90650
总销量环比	-30.5%	51.3%	1.7%	15.5%	-21.1%	2.5%
总销量同比	110.2%	134.1%	16.2%	23.5%	40.3%	-4.9%

产量：辆	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
Model3/Y	62975	72531	79837	86958	87282	75964
-环比	*2.6%*	*15.2%*	*10.1%*	*8.9%*	*0.4%*	*-13.0%*
-同比	*544.8%*	*153.8%*	*50.0%*	*41.6%*	*38.6%*	*4.7%*
Model S/X	14163	14517	16318	17933	15390	6326
-环比	*-43.7%*	*2.5%*	*12.4%*	*9.9%*	*-14.2%*	*-58.9%*
-同比	*-42.7%*	*-41.4%*	*-39.3%*	*-28.7%*	*8.7%*	*-56.4%*
产量总计	77138	87048	96155	104891	102672	82272
总产量环比	*-10.9%*	*12.8%*	*10.5%*	*9.1%*	*-2.1%*	*-19.9%*
总产量同比	*123.6%*	*63.2%*	*20.0%*	*21.2%*	*33.1%*	*-5.5%*

库存：辆	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
Model3/Y	12,047	-5,103	237	-5,592	11,082	-4,086
-环比	*-713.1%*	*-142.4%*	*-104.6%*	*-2459.5%*	*-298.2%*	*-136.9%*
-同比	*659.6%*	*-150.3%*	*-108.4%*	*184.6%*	*-8.0%*	*-19.9%*
Model S/X	2,072	-3,205	-1,082	-1,517	3,190	-4,274
-环比	*-184.7%*	*-254.7%*	*-66.2%*	*40.2%*	*-310.3%*	*-234.0%*
-同比	*-29.2%*	*-230.2%*	*34.1%*	*-38.0%*	*54.0%*	*33.4%*
库存总计	**14,119**	**-8,308**	**-845**	**-7,109**	**14,272**	**-8,360**
库存累计	**28,174**	**19,866**	**19,021**	**11,912**	**26,184**	**17,824**
总库存环比	*100.5%*	*-29.5%*	*-4.3%*	*-37.4%*	*119.8%*	*-31.9%*
总库存同比	*196.6%*	*-10.1%*	*3.0%*	*-15.2%*	*-7.1%*	*-10.3%*

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中国市场表现较亮眼，6 月欧美强势冲量。根据 Marklines 数据，4-5 月特斯拉全球销量 3.6 万辆，我们推测 6 月全球销量 5.4 万辆，同环比大增。中国市场共 20Q2 销量 2.97 万辆，环比提升 78%；海外 4-5 月交付 2.1 万辆，预计 6 月交付 3.8 万辆，Q2 交付 6 万辆左右。其中，美国 4-5 月交付受疫情影响较大，仅交付 1.4 万辆，同比下降 35%，预计 6 月为季度末交付冲量高峰，20Q2 美国市场预期超过 3.5 万辆；欧洲 4-5 月交付 5500 辆，预计 Q2 欧洲贡献销量 1.5-2 万辆。（Marklines 销量数据与官网交付量确认周期有一定出入，仅供参考）

图 18：20 年 Q2 特斯拉分国家销量预测（辆，marklines 口径）

	20Q2预计	20年4-5月					
		Model3	ModelS	ModelX	ModelY	4-5月合计	同比
美国	3.5-4万	11,300	1,450	1,100	500	14,350	-35%
中国	2.97万	14,730				14,730	174%
加拿大	0.5万	1,589	67	71	6	1,733	
欧洲	1.5-2万	5,556	883	669	15	5,504	-36%
合计	9.1万	35,300	2,719	2,114	521	48,591	

数据来源：Marklines，乘联会，东吴证券研究所

20Q2 消耗部分库存，但库存仍处于较高水平，为下半年冲量做准备。Q1 期末库存 2.6 万辆接近历史高点，20Q2 消化库存 8,360 辆，期末累计库存 1.78 万辆，但疫情影响物流，库存水平仍处于较高水平，为 Q3、Q4 冲量做储备。

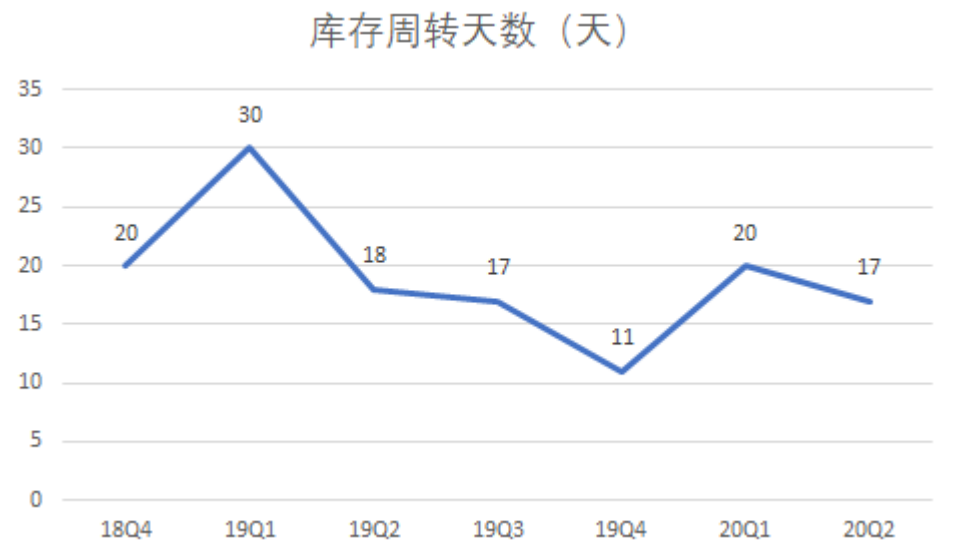
图 19：特斯拉库存情况（辆）

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 20：特斯拉库存周转天数（天）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Model Y：美国产能爬坡好于预期，上海/柏林预计 21 年开始交付；美国新工厂落定德州。上半年因为疫情的影响 ModelY 仅调试 4 个月，但是已经完成产能爬坡达到设计产能，预计年产能 10 万辆左右。达到 Model3 当年 9 个月爬坡后的同样水平。目前美国工厂 Model 3/Y 合计产能 40 万辆，新增生产设备正在安装，计划年底年产能从 40 万辆提升至 50 万辆。另上海和柏林工厂 Model Y 均在建设中，公司预计均在 2021 年实现首批交付。美国新工厂确定落地德克萨斯州，主要生产 Model Y、Cybertruck 和 Semi，有助于打开美国东部市场。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 21：特斯拉产能规划（万辆）

工厂	车型	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20年底
加州工厂	ModelS/X	9	9	9	9	9
	Model 3/Y	35	40	40	40	50
上海工厂	Model 3	15	15	20	20	30
	Model Y				建设中	
柏林工厂	Model 3				规划中	
	Model Y				建设中	
美国新工厂	Model Y				规划中	
	Cybertruck				规划中	
合计产能	ModelS/X	9	9	9	9	9
	Model 3/Y	50	55	60	60	80
	合计	59	64	69	69	89

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

20 年销量目标 50 万辆，车型+产能增量持续推进：公司表示 20 年销量目标保持 50 万辆，但是存在一定完成难度。同时国产 Model Y，欧洲 Model Y，美国 Semi 均预期在 2021 年开始交付，另上海、美国加州工厂年底产能预计分别达到 30、50 万辆/年。我们预计 21/25 年特斯拉全球销量分别达到 90/300 万辆。

图 21：2019-2025 年特斯拉销量预测（万辆）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
销量合计（万辆）	36.7	50.0	90.1	144.1	190.9	243.5	301.2
-同比	13%	36%	80%	60%	32%	28%	24%
美国	17.9	19.8	27.9	51.5	64.2	87.5	106.5
中国	*4.5*	*15.7*	*30.9*	*41.1*	*51.3*	*58.6*	*72.4*
欧洲	*11.1*	*9.8*	*21.6*	*32.4*	*43.9*	*52.5*	*62.6*
其他	*3.2*	*4.7*	*9.6*	*19.1*	*31.4*	*44.9*	*59.7*
Model3	**30.1**	**39.0**	**45.3**	**57.2**	**67.3**	**79.3**	**91.1**
美国		13	14	17	21	25	27
中国		*15*	*15*	18	22	26	31
欧洲		*7*	*10*	*13*	14	16	17
其他		*4*	*6*	*9*	*11*	*13*	*16*
Modelsx	**6.7**	**7.0**	**9.1**	**10.9**	**11.5**	**12.0**	**13.2**
Modely		**4**	**35**	**69**	**94**	**118**	**152**
美国		4	10	25	30	40	50
中国			*15*	*22*	29	31	40
欧洲			*8*	*15*	25	32	40
其他			*2*	*7*	11	15	22
Cyber truck				**5**	**15**	**30**	**40**
Semi			**1**	**2**	**3**	**4**	**5**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

投资建议：特斯拉交付量及业绩持续超预期，继续强推欧洲电动车及特斯产业链，中游首推**宁德、璞泰来、科达利、新宙邦、恩捷、当升**，关注亿纬、比亚迪、天奈、天赐、星源等；核心零部件**宏发、汇川、三花**；上游资源**华友**、天齐，关注赣锋。

风险提示：政策支持及销量不及预期

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn

