信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

新能源车是否会出现年度休整?

2021 年 12 月 21 日

樊继拓
执业编号：S1500521060001
联系电话：13585643916
邮　　箱：fanjituo@cindasc.com

找报告，上“数据瑆河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

证券研究报告

策略研究

策略点评报告

樊继拓　策略首席分析师
执业编号：S1500521060001
联系电话：+86 13585643916
邮　箱：fanjituo@cindasc.com

李畅　研究助理
联系电话：+86 18817552575
邮　箱：lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

新能源车是否会出现年度休整？

2021 年 12 月 21 日

核心结论：类比 2009-2013 年智能手机渗透率不断加速提升的阶段，电子行业的超额收益在大幅提升 2 年后，2011 年出现大幅回撤。主要原因是随着价格中枢的抬升，产能阶段性集中投放，导致行业毛利率下降。新能源车行业在连续 2 年量价抬升、利润大幅增长之后，未来 1 年也存在产能阶段性释放的压力，可能会导致供需错配大幅缓解，导致超额收益出现年度回撤。另一个不确定性因素是高估值。当然，从长期的维度来看，新能源车渗透率不断提升的过程远没有结束，休整过后（类似 2011 年的电子），还会有新一轮上涨（类比 2012-2013 年的电子）。

- **新能源是近 2 年市场主要的选股逻辑，产业层面的高景气是主要推力。**新能源车等行业的需求逻辑仍然是完美的，但供需错配不会是每年的常态。最近 2 年以来，随着全产业链的价格上涨，部分产业链 2022 年会释放出较多产能，再加上宏观总需求的波动，可能出现 1 年左右的休整。

- **这一逻辑可以类比 2009-2013 年智能手机渗透率不断加速提升的阶段。**电子行业的超额收益在 2009-2010 大幅提升了 2 年后，在 2011 年出现了大幅回撤。主要原因是，当渗透率开始加速的初段，大部分企业没有预料到，所以产能储备不足，收入增速远大于产能增速。随后的 2 年中，大部分企业会针对未来的渗透率，快速调整产能建设。到 2011 年，虽然手机渗透率提升，电子行业收入增速依然有 20%以上，但是产能阶段性集中投放，导致行业毛利率下降。进而导致即使在行业需求快速提升阶段，也出现了超额收益的阶段性休整。

- **新能源行业在超额收益持续抬升 2 年后，也可能面临类似 2011 年电子行业年度级别的休整。**新能源车需求端的逻辑仍然顺畅。但是从产能端来看，在 2020 年新能源车渗透率刚开始加速的初段，行业的产能投放仍在下行。而 2021 年新能源行业的资本开支大幅提升，资本开支的提升也带动了在建工程和固定资产同比增速出现回升。2022 年新能源行业可能面临着类似电子行业 2011 年的产能集中投放，营收增速虽然仍然不低，但已经见顶回落，产能增速有超过收入增速的可能性。新能源 ROE 在 2020-2021 年持续的回升，对应着资本开支在 2020 年中触底反弹，并于 2021 年大幅增长。新能源行业的毛利率从 2020 年 Q3 开始走平。如果明年面临产能集中投放，毛利率也有可能出现下降。

- **风险因素：**宏观经济下行超预期。

找报告，上“数据瑆河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

目 录

一、产能释放过快可能会导致成长性行业出现休整（类比 2011 年电子）.....4
二、新能源车产业链也可能会面临供给冲击.....6
风险因素.....8

图 目 录

图 1：电子超额收益在 2009-2010 年大幅提升后 2011 年出现大幅回撤（单位：倍）.4
图 2：智能手机 2010-2013 年渗透率不断提升（单位：%）.....4
图 3：但 2011 年电子行业毛利率却有所下降（单位：%）.....4
图 4：智能手机渗透率提升伴随着产能周期波动（单位：%）.....5
图 5：2011-2012 年上半年电子行业产能增速比收入增速快（单位：%）.....5
图 6：2022 年新能源行业可能面临产能集中投放的压力（单位：%）.....6
图 7：随着产能增速的回升可能超过营收增速（单位：%）.....6
图 8：随着产能增速的回升可能超过营收增速（单位：%）.....7
图 9：电力设备与市场估值差已经达到 2010 年以来最高（单位：倍）.....7

找报告，上“数据瑆河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

一、产能释放过快可能会导致成长性行业出现休整（类比 2011 年电子）

新能源是近 2 年市场主要的选股逻辑，产业层面的高景气是主要推力。我们在 12 月 1 日发布的 2022 年年度策略《V 型大震荡》中提到，新能源车等行业的需求逻辑仍然是完美的，但供需错配不会是每年的常态。最近 2 年以来，随着全产业链的价格上涨，部分产业链 2022 年会释放出较多产能，再加上宏观总需求的波动，可能出现 1 年左右的休整。

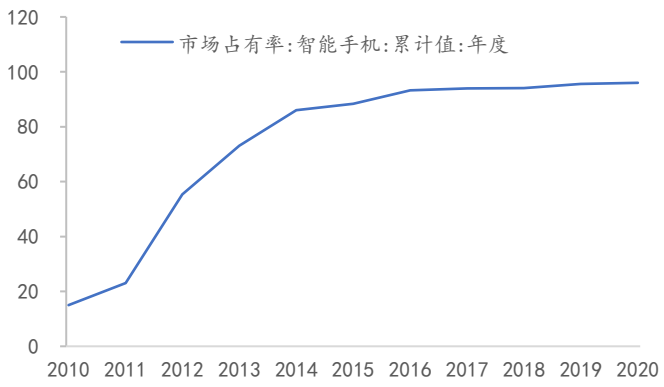
这一逻辑可以类比 2009-2013 年智能手机渗透率不断加速提升的阶段。电子行业的超额收益在 2009-2010 大幅提升了 2 年后，在 2011 年出现了大幅回撤，回撤幅度超过 24%。

图 1：电子超额收益在 2009-2010 年大幅提升后 2011 年出现大幅回撤（单位：倍）

资料来源：万得，信达证券研发中心

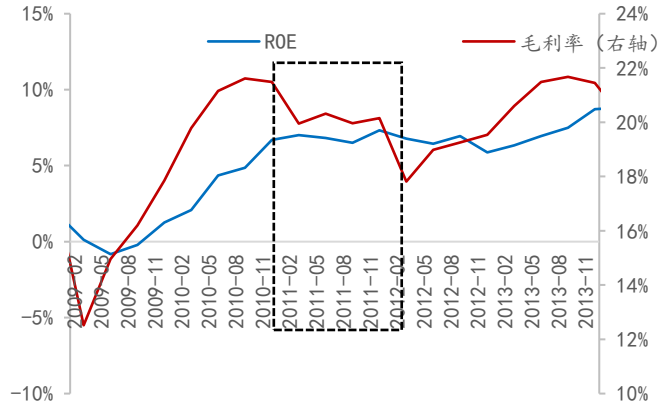
从 ROE 和毛利率来看，2009-2010 年，电子行业利润大幅改善，2011 年毛利率大幅下降，直到 2012 年底再次回升。

图 2：智能手机 2010-2013 年渗透率不断提升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：但 2011 年电子行业毛利率却有所下降（单位：%）

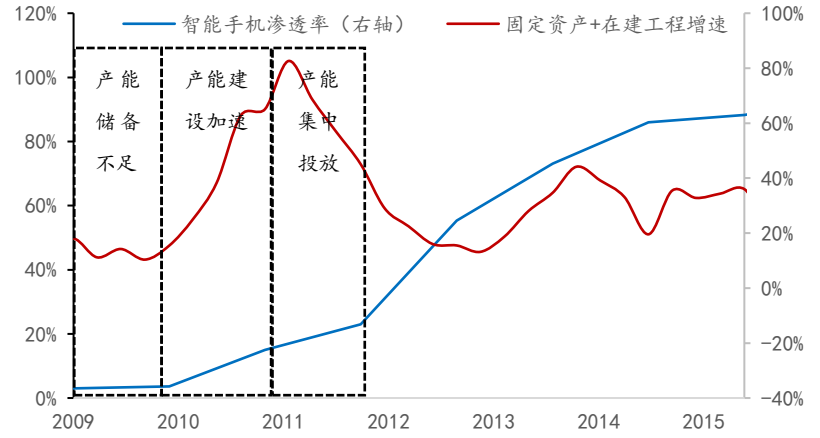


资料来源：万得，信达证券研发中心

我们认为这背后的主要原因是供给端的产能投放导致供需格局阶段性变差。当渗透率开始加速的初段，大部分企业没有预料到，所以产能储备不足，收入增速远大于产能增速。随后的 2 年中，大部分企业会针对未来的渗透率，快速调整产能建设。

找报告，上"数据瑆河"
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

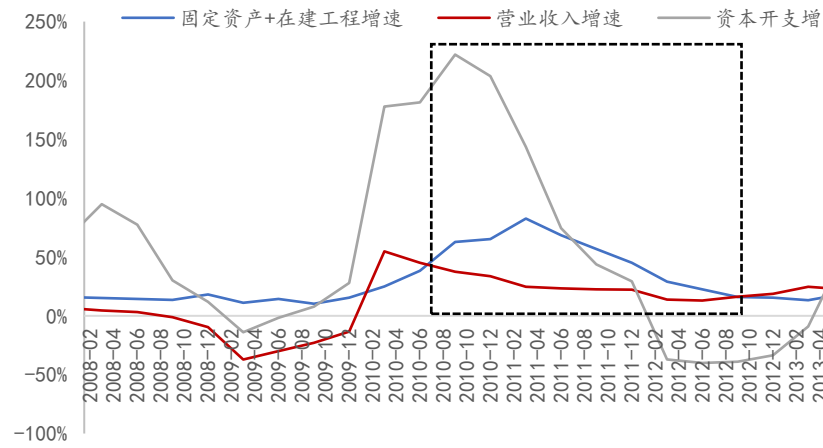
图 4：智能手机渗透率提升伴随着产能周期波动（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

到 2011 年，虽然手机渗透率提升，电子行业收入增速依然有 20%以上，但是产能阶段性集中投放，导致行业毛利率下降。进而导致即使在行业需求快速提升阶段，也出现了超额收益的阶段性休整。

图 5：2011-2012 年上半年电子行业产能增速比收入增速快（单位：%）



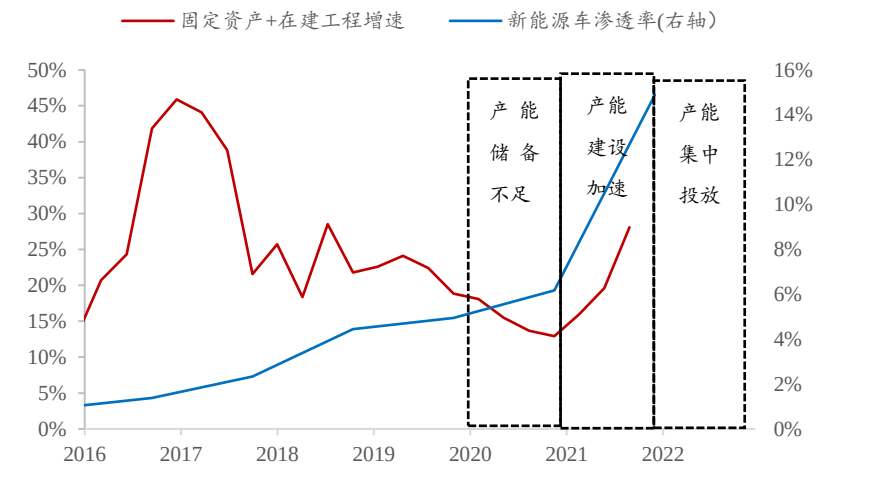
资料来源：万得，信达证券研发中心

找报告，上“数据瑆河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

二、新能源车产业链也可能会面临供给冲击

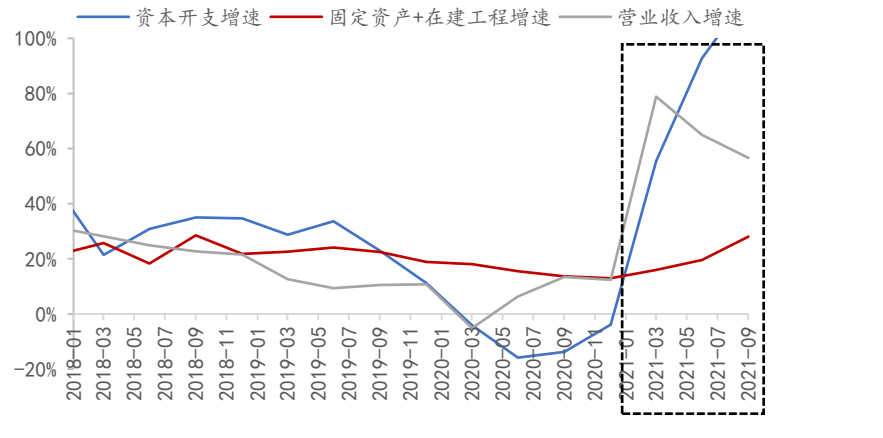
我们认为新能源行业在超额收益持续抬升 2 年后，也可能面临类似 2011 年电子行业年度级别的休整。新能源乘用车渗透率在 2021 年进入快速提升阶段，截至 11 月累计渗透率已经接近 15%。在“碳中和”政策发展目标下，新能源车需求端的逻辑仍然顺畅。但是从产能端来看，在 2020 年新能源车渗透率刚开始加速的初段，行业的产能投放仍在下行。而 2021 年新能源行业的资本开支大幅提升，资本开支的提升也带动了在建工程和固定资产同比增速出现回升。2021 年新能源行业的供需格局尚好，虽然产能增速大幅提升，但营收增速也伴随着渗透率的快速提升得到了较大幅度的提高，收入增速仍大于产能增速。但是 2022 年新能源行业可能面临着类似电子行业 2011 年的产能集中投放，营收增速虽然仍不低，但已经见顶回落，产能增速有超过收入增速的可能性。

图 6：2022 年新能源行业可能面临产能集中投放的压力（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：随着产能增速的回升可能超过营收增速（单位：%）

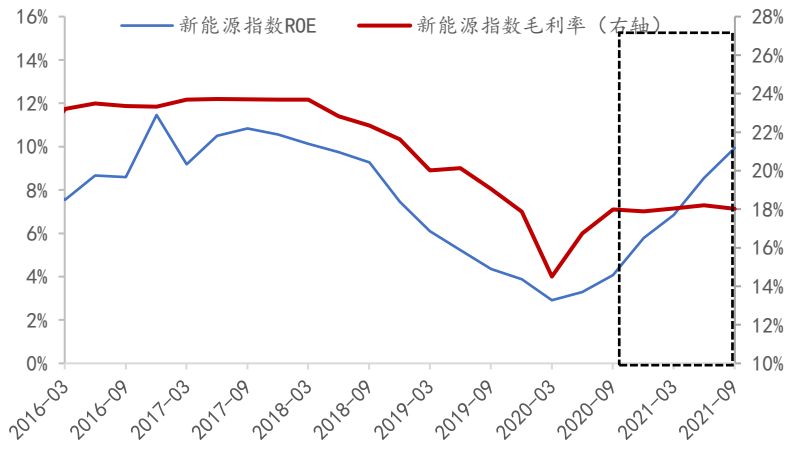


资料来源：万得，信达证券研发中心

从电子行业 2011 年的情况来看，连续 2 年的利润爆发式增长会带来大量产能建设与投放，进而导致行业毛利率下滑。新能源行业也可能出现类似的情况。新能源行业 ROE 在 2020-2021 年持续的回升，对应着资本开支在 2020 年中触底反弹，并于 2021 年大幅增长。新能源行业的毛利率从 2020 年 Q3 开始走平。如果明年面临产能集中投放，毛利率也有可能出现下降。

找报告，上“数据瑆河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图 8：随着产能增速的回升可能超过营收增速（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

总体而言，新能源行业在连续 2 年价格抬升、利润大幅增长之后，存在产能阶段性释放的压力，导致供需错配大幅缓解，出现至少年度的价格或毛利率下降。另外一个逻辑是，类比 TMT 行业在 2015 年底出现超额收益的回撤，即使产能释放还没有真正影响到利润，过高的估值也可能导致赛道机会提前于基本面变差而终结。目前电力设备行业的 PE（TTM）估值为 55x，处于 2010 年以来的 93.8%分位水平，PB（LF）估值为 6.2x，处于 2010 年以来 99%的分位水平，与市场的估值差已经达到 2010 年以来最高，可能成为赛道机会阶段性休整的催化剂。不过，从长期维度看，新能源车渗透率提升的过程远没有结束，存在长期支撑利润的逻辑。在年度级别的休整末段，是比较完美的再次买入机会。

图 9：电力设备与市场估值差已经达到 2010 年以来最高（单位：倍）

资料来源：万得，信达证券研发中心

找报告，上“数据瑆河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

风险因素

宏观经济下行超预期。

找报告，上“数据瑆河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，8 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。 2018-2021 年代表观点：2018 年 6 月《全面对比 2011 年熊市》，2019 年 3 月《3 月震荡，4 月决断》，2019 年 8 月《战略性看多 A 股》，2020 年 6 月《增量资金已是趋势》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，2 年宏观策略研究经验，2021 年 6 月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com

找报告，上“数据瑆河”
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）；时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

找报告，上"数据瑆河"
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新