

小鵬汽車 (XPEV US)

上半年銷量超預期，P5 及 G3i 助推下半年銷量

小鵬汽車上半年交付 30,738 輛，優於我們預期。展望 2021 年下半年，隨著改款 SUV G3i 以及新款轎車 P5 陸續上市，我們預期下半年交付量將實現較為顯著的環比增長。我們將公司 2021-23 年交付量上調 31.5%-38.8% 以體現公司較為強勁的銷量增長趨勢。此外，公司 7 月初於港股上市募集資金超過 140 億港元，夯實公司的財務資源，有助於公司加快自動駕駛及新車型研發進度，進一步鞏固領先優勢。基於我們的銷量預測及估值模型調整，我們將公司的每股目標價上調 30% 至每股 50.7 美元。我們認為交付量的增長仍將是短期股價催化劑。我們的目標價對應 2021/22 年市銷率分別為 15.6/10.1 倍。維持買入評級。

- **上半年銷售電動汽車 30,738 輛，優於預期。**上半年銷量同比增長 459%，並已超過去年全年交付水準。其中二季度交付 17,398 輛，顯著高於公司一季報給與 1.55-1.6 萬輛交付指引。在經歷 2-3 月份季節性交付下降過後，P7 銷量呈穩定爬坡狀態，而 G3 系列銷量維持穩定。上半年的銷售節奏及表現顯著優於我們此前對於全年 5.89 萬輛預測。展望下半年，隨著中期改款 G3i 以及新車型 P5 將分別在 9 月/10 月份開始交付，我們預計下半年的交付表現將優於上半年。我們將小鵬汽車 21-23 年的交付量預測上調 38.8%/37.6%/31.5% 至 8.2/12.6/19.7 萬輛。
- **新的 P5 車型及中期改款 G3i 將助推下半年銷量。**小鵬近期相繼公佈了改款 SUV G3i 以及 P5 系列定價。改款 G3i 採用了家族化前臉，統一了小鵬全系車的前臉設計，並在智慧語音交互方面有顯著升級。G3i 定價人民幣 15-18.6 萬，續航 460-520 公里，於小鵬自有的肇慶工廠生產，計畫於 9 月份開始交付。新發佈 P5 轎車基於 G3 同平臺，續航 460-600 公里，其中頂配版本配備 2 顆雷射雷達，能夠實現 Xpilot 3.5 級城市道路自動輔助駕駛功能。P5 定價人民幣 16-23 萬，計畫於 10 月底開始交付。我們認為小鵬 G3i 及 P5 定價低於國產特斯拉 Model 3 一檔，意圖搶佔主流市場空間，並且較為進取的定價區間有助於刺激下半年銷量表現。
- **港股上市夯實財務優勢。**小鵬汽車於 7 月 7 日成功登陸香港聯交所主機板。港股雙重上市僅帶來 5% 的盈利稀釋，並募集超過 140 億港元資金，在去年通過美股募集資金約 15 億美元基礎上進一步夯實了自身的財務優勢。我們認為公司下一步有望借力於充盈的資金儲備加快自動駕駛及新車型的研發，銷售管道佈局，以通過領先的自動駕駛技術搶佔新能源汽車市場空間。
- **銷售放量將是股價上行催化劑。**隨銷量預期調整，我們將小鵬汽車 2021-23 年收入預測分別上調 31.8%-38.2%。基於我們對新能源汽車行業市場估值動態理解，我們認為汽車交付放量增長將成為公司股價的主要驅動因素。基於我們的估值模型調整，我們將小鵬汽車的每股目標價上調 30% 至每股 50.7 美元。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入 (百萬元人民幣)	2,321	5,844	17,961	27,716	44,783
同比增長 (%)	23,815.3	151.8	207.3	54.3	61.6
淨收入 (百萬元人民幣)	(4,654)	(4,890)	(4,467)	(3,520)	(1,410)
每股盈利 (元人民幣)	(27)	(13)	(5)	(4)	(2)
每股盈利變動 (%)	不適用	-51.3	-57.9	-25.2	-60.3
市場預測每股盈利 (元)	不適用	不適用	-5.4	0.02	2.64
市盈率 (倍)	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
市銷率 (倍)	96.8	38.5	12.5	8.1	5.0
股息率 (%)	0	0	0	0	0
權益收益率 (%)	na	-35%	-12%	-9%	-4%
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	US\$50.7
(此前目標價)	US\$43.1)
潛在升幅	+25.1%
當前股價	US\$40.5

中國新能源汽車行業

白毅陽, CFA

(852) 3900 0835
jackbai@cmbi.com.hk

蕭小川

(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬美元)	20,623
3 月平均流通量 (百萬美元)	665.0
52 周內股價高/低 (美元)	74.49/15.00
總股本 (百萬) - 美股	1,197
總股本 (百萬) - H 股	97

資料來源：彭博

股東結構

何小鹏	25.0%
Simplicity & Respect entities	22.3
Alibaba	12.3%

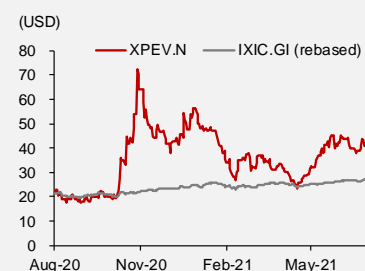
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-7.2%	-8.1%
3-月	35.5%	28.9%
6-月	-17.7%	-24.9%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道中天

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

敬請參閱尾頁之免責聲明

請到彭博 (搜索代碼: RESP CMBR <GO>) 或 <http://www.cmbi.com.hk> 下載更多招銀國際證券研究報告
本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告。

圖 1：盈利預測調整

	原 預 測			新 預 測			變 化 -%		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
汽車銷售量	58,920	91,634	149,916	81,809	126,087	197,175	38.8%	37.6%	31.5%
銷售均价（千人民幣，不含稅）	208	208	212	207	207	213	-0.5%	-0.5%	0.2%
收入（百萬元人民幣）	13,000	20,251	33,976	17,961	27,716	44,783	38.2%	36.9%	31.8%
淨利潤（百萬元人民幣）	-3,844	-3,239	-1,857	-4,467	-3,520	-1,410	N/A	N/A	N/A
每股盈利（人民幣）	-4.73	-3.81	-2.16	-5.46	-4.08	-1.62	N/A	N/A	N/A

資料來源：招銀國際證券預測

財務分析

利潤表

年結: 12/31 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	2,321	5,844	17,961	27,716	44,783
汽車銷售	2,171	5,547	16,966	26,058	41,906
其它銷售	150	298	995	1,659	2,877
銷售成本	(2,879)	(5,578)	(16,022)	(24,290)	(37,751)
毛利	(558)	266	1,939	3,426	7,033
其它收入	(2,070)	(1,726)	(3,020)	(3,322)	(3,655)
其它(虧損)/盈利淨額	(1,165)	(2,921)	(4,438)	(4,788)	(5,990)
銷售及營銷開支	12	87	-	-	-
息稅前收益	(3,781)	(4,294)	(5,520)	(4,684)	(2,612)
利息收入	89	133	736	764	647
利息開支	(32)	(22)	(62)	(77)	(92)
公允價值收益	27	1,362	200	200	200
其它損益	4	90	180	277	448
稅前利潤	(11,288)	(5,298)	(7,185)	(3,956)	(1,452)
所得稅	(0)	(1)	-	-	-
非控股價值增加	(961)	(2,158)	-	-	-
淨利潤	(4,654)	(4,890)	(4,467)	(3,520)	(1,410)

現金流量表

年結: 12/31 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前收益	(3,636)	(2,620)	(3,793)	(2,834)	(856)
折舊和攤銷	138	256	293	319	344
運營資金變動	1,706	(213)	1,765	(2,792)	(5,306)
稅務開支	(0)	(0)	0	0	0
其它	(1,771)	(1,380)	(733)	(749)	(617)
經營活動所得現金淨額	(3,563)	(3,958)	(2,468)	(6,056)	(6,433)
資本開支	(685)	(2,738)	(174)	(136)	(110)
其它	1,425	(1,000)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	740	(3,737)	(174)	(136)	(110)
股份發行	2,725	37,181	11,640	-	-
淨借貸	970	(352)	500	500	500
股息	-	-	-	-	-
其它	(102)	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	3,594	36,829	12,140	500	500
現金增加淨額	771	29,134	9,498	(5,692)	(6,044)
年初現金及現金等價物	1,632	2,408	31,542	41,039	35,348
受限制現金	461	2,332	2,565	2,822	3,104
匯兌	5	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,947	29,209	38,474	32,526	26,200

資產負債表

年結: 12/31 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	4,291	5,028	5,356	5,738	6,104
物業、廠房及設備	3,230	3,082	3,322	3,537	3,727
使用權資產	440	461	466	470	475
應收金融租賃	110	397	581	814	1,058
其它非流動資產	511	1,087	987	916	844
流動資產	4,961	39,679	54,551	53,061	52,290
現金及現金等價物	1,947	29,209	38,474	32,526	26,200
應收賬款	539	1,129	2,694	3,603	5,374
存貨	454	1,343	2,874	4,435	5,374
短期投資	408	2,821	2,821	2,821	2,821
其它流動資產	1,613	5,177	7,688	9,676	12,522
流動負債	3,298	7,837	14,997	16,502	16,273
短期負債	420	128	232	282	332
貿易應付款	954	5,112	11,478	12,542	11,943
長期負債即期部分	60	45	70	85	100
應計和其它負債	1,756	2,256	2,595	2,854	2,997
其它	108	296	623	739	903
非流動負債	3,091	2,440	3,308	4,214	5,448
借貸	1,690	1,645	2,017	2,452	2,887
租賃負債	361	353	372	390	410
其它	1,039	442	919	1,372	2,151
淨資產淨額	2,863	34,430	41,603	38,083	36,673
夾層權益	-	-	-	-	-
股東權益/赤字	-	-	-	-	-

主要比率

年結: 12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
汽車銷售	94%	95%	94%	94%	94%
其它	6%	5%	6%	6%	6%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率(%)					
毛利率	-24%	5%	11%	12%	16%
稅前利率	-486%	-91%	-40%	-14%	-3%
淨利潤率	-200%	-84%	-25%	-13%	-3%
有效稅率	0%	0%	0%	0%	0%
資產負債比率					
流動比率(x)	1.5	5.1	3.6	3.2	3.2
速動比率(x)	1.0	4.7	3.2	2.6	2.4
現金比率(x)	0.7	4.1	2.8	2.2	1.9
平均應收周轉天數	296	794	756	722	473
平均存貨周轉天數	158	235	192	220	190
平均應付周轉天數	88	87	66	65	58
債務/股本比率(%)	74%	5%	5%	7%	9%
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
股本回報率	na	-35%	-12%	-9%	-4%
資產回報率	-54%	-18%	-7%	-5%	-1%
每股數據					
每股盈利(人民幣)	(26.6)	(13.0)	(5.5)	(4.1)	(1.6)
每股股息(人民幣)	-	-	-	-	-
每股帳面價值(人民幣)	4.71	44.27	48.51	43.96	41.92

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀國際證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (招銀國際證券G) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。招銀國際證券G是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。招銀國際證券G可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則招銀國際證券G僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫招銀國際證券G，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。