

汽车

分析师路演反馈：路漫漫其修远兮

上周我们在上海与一些机构投资者交流了对汽车行业和主要公司的最新观点。投资者整体对下半年汽车的需求缺乏信心，更加关注几家头部公司的基本面情况，对业绩确定性的要求更高。即使对于头部车企，投资者也不愿给出更高的估值倍数。相比于长线基金，对冲基金对汽车板块的兴趣更强一些，投资者对新势力的关注高于对传统车企，对 Tier-1 零部件和经销商的预期也更加理性。

- 投资者对下半年宏观经济大幅改善缺乏信心，投资偏好重回业绩确定性较强的龙头公司。本次路演几乎没有投资者提问对今年行业或新能源车的销量预期，这也侧面反映了投资者对整体行业的展望仍然偏悲观。我们认为 4 月底落地的“以旧换新”政策效果目前来看有些低于预期。商务部数据显示，报废更新信息平台累计提交补贴申请近 2 万份，我们测算这仅占 4 月零售的 1.3%，而整车厂和渠道为此提前备货可能会导致行业库存继续攀升。我们注意到投资者普遍对估值偏贵的故事性公司失去兴趣，仅关注细分板块的头部企业，并对盈利能力和业绩成长的确定性十分看重。Long-only 对汽车板块的兴趣偏低，对冲基金更多关注做空的机会，虽然随着波段的周期缩短，操作难度有所增加。
- 国内市场竞争白热化成为共识，行业周期的底部时间或比预期更长。据我们统计，今年中国市场或将推出 200 款以上的新车，远远高于前几年的 130-150 款，其中约八成成为新能源车。密集的产品推出使得新车辨识度降低的同时，产品周期也从过去的 5-7 年缩短至不到 1-2 年，车企销量和盈利的可持续性均大幅下降，长期可见度明显降低。这也导致投资者不再相信长期的增长故事，更加关注企业的短期盈利能力，对车企的偏好也跟着终端竞争态势的变化快速切换。越来越多投资者认同我们之前的观点：行业出清的时间或许比想象得要长，因为传统车企可以依靠燃油车输血、新势力仍具备融资能力、国际车企还能用海外收益反哺国内。
- 对出海的预期开始回归理性。随着国内市场供大于求的现实凸显，业界和投资者对海外蓝海市场的憧憬渐深。长城、吉利和比亚迪今年均有望实现 40-50 万的海外销量，对明年的目标可能是翻倍；新势力也开始加快出海步伐。但是大部分投资者开始逐渐认识到车企对海外的探索不是一蹴而就的。我们通过对全球 60 个国家和地区的汽车市场和消费特征的研究，结合日韩车企出海的历史，估算未来 5 年中国汽车品牌海外销量或可增长到 740 万台左右（去年约为 320 万台，今年有望达到 400 万台），增速或逐步放缓。另一方面，随着美国对中国汽车和供应链的封锁升级，相关的政治风险可能会蔓延到全球的其他地区，无论是整车厂还是零部件厂家，海外建厂或成为中国品牌在海外做大做强的必经之路，海外工厂的管理和盈利能力的提升将成为车企需要应对的新一轮挑战。
- 零部件供应商的选择也更偏向盈利确定性强的头部企业。随着终端价格战的升级，以及供应链的日渐成熟，今年整车厂对供应链的降价诉求也更加强烈。根据我们的渠道调研，今年的平均年降或在 5 个点甚至更多，这也是我们在去年底展望今年时对总体零部件供应商并未持乐观态度的原因。今年以来，投资者对头部电池供应商和福耀玻璃（3606 HK/600660 CH，未评级）的偏爱，也体现了市场对基本面和盈利能力的重视。行业排名 5 名以后的电池企业仍深陷亏损的泥潭，电池技术的升级也转向“小步快跑”，行业黑马在短期出现的概率开始降低。同时，一些规模较小的零部

优于大市
(维持)

中国 汽车 行业

史 迹, CFA
(852) 3761 8728
shiji@cmbi.com.hk

奚文静, CFA
(852) 6939 4751
douwenjing@cmbi.com.hk

覆盖股票列表:

公司名称	股份代码	评级	目标价 (LC)
理想汽车	LI US	买入	26
理想汽车	2015 HK	买入	101
蔚来汽车	NIO US	持有	6.2
小鹏汽车	XPEV US	持有	10
小鹏汽车	9868 HK	持有	39
长城汽车	2333 HK	买入	14
长城汽车	601633 CH	买入	32
比亚迪	1211 HK	买入	262
比亚迪	002594 CH	买入	285
广汽集团	2238 HK	买入	5.5
广汽集团	601238 CH	买入	14
亿和控股	838 HK	买入	1.5
永达汽车	3669 HK	买入	2.7
美东汽车	1268 HK	买入	4

资料来源：彭博，招银国际环球市场

件成长企业的估值也因定点车型今年销量表现弱势而一泻千里。虽然我们认国产零部件替代仍是大趋势，但车企矛盾的心理或使此进程并不能一蹴而就，一方面车企希望采用新技术加强差异化，一方面又希望竞争对手做“小白鼠”而等积累足够数据后再装车。市场对一些配置升级需求，例如激光雷达等渗透率的展望也变得更加保守。

- **汽车经销商的拐点仍未到来。**年初至今，经销商是所有汽车子板块中跌得最多的，豪华品牌终端折扣不断创历史新高，使得经销商的盈利能力承压，宝马、奔驰和奥迪都变成需要高度依赖主机厂返利的品牌。保时捷原本应该是今年最有可能实现盈利改善的品牌，但是目前经销商库存居高不下，折扣扩大，经销商和主机厂正处于激烈博弈中，短期新车毛利率大幅改善的可能性较低。本次路演中，一些投资者对经销商表现出的兴趣超出我们预期，但我们仍认为经销商的拐点还未到来，传统豪华品牌的下一代新能源车型普遍在 2025-26 年上市，明年或许是更好的时间点。

- **蔚小理。**虽然今年以来新势力的股价表现弱于传统车企，蔚小理的股价下跌均超过 40%，而传统车企受益于分红提升或出海主题，股价相对坚挺，但是路演中，投资者对新势力的兴趣和询问度明显高于传统车企。**理想汽车**的询问度最高，股价下跌以后，投资者对做多和做空都有所犹豫，目前投资者对理想今年的业绩表现仍旧在意，不愿轻易将估值基础转至明年，虽然我们从行业内了解到一些其纯电车型的情况，但明年的可见度仍然较低。对今年而言，L6 订单的可持续性对理想至关重要，今年的销量和业绩主要由四款增程车型支撑，6 月销量能否恢复到接近 5 万台对投资者的信心也会有较大的影响，我们目前维持对公司下半年月均 5 万的销量预测。

对于**蔚来汽车**和**小鹏汽车**，投资者基本赞同我们偏空的观点，蔚来因为 5 月 31 日前提供的换电权益（BaaS 模式）以及置换补贴，4-5 月份的订单和交付有较大的改善，但期间的盈利能力可能会进一步恶化，而 6 月以后公司或又将面临销量的弱化。第二品牌乐道目前的声量较低，当前市场环境下想在大众市场杀出重围的难度较大，对 NIO 品牌的销量也会有内部蚕食。投资者对小鹏汽车更倾向于短期博弈，而不愿长期投资。一部分投资者认为不管 Mona 最终是不是像小鹏的其他车型一样高开低走，至少提供了正面催化剂；另一部分投资者对小鹏销量的可持续性缺乏信心，更留意在估值偏高时做空。

- **传统车企。**投资者对合资品牌/国有汽车集团几乎没有兴趣，对头部的几家民营车企跟踪得多一点。**比亚迪**的询问度最高，不同的基金类型对投资方向也存在分歧。5 月 29 日晚比亚迪发布了 DM-i 5.0 技术和新车型秦 L 及海豹 06，定价 9.98 万元起，超出部分投资者的预期，不少投资者也因此上调了对比亚迪今年销量和盈利的预期，但我们认为我们此前的预测已经包含了对这些新车型的预期。比亚迪过去两年较高的盈利质量给今年的盈利提供了弹性，但考虑到现在市场的风险偏好，投资者很难给到 20 倍以上的估值，因此其股价的上行空间或受到限制。

投资者现在把**长城汽车**作为出海的主题标的，对其国内的新车型表现没有太多的预期。对于吉利汽车，现在较少有投资者会紧密跟踪吉利，因为吉利内部的品牌结构和资本操作比较复杂，跟踪起来难度较大。据我们统计，今年以来吉利上市公司的新能源车销量仅次于比亚迪，超越**特斯拉**（TSLA US，未评级）和五菱在中国市场排名第二，但几乎没有投资者注意到这点，极氪的估值也有所承压，我们认为这是值得关注的投资机会。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。