

中國新能源汽車行業

缺芯低點已過，四季度產銷兩旺可期

近期中國新能源汽車市場發展驗證了我們此前報告預測。比亞迪方面 9 月交付再創新高，其中在 DM-i 新車帶動下其插混車型實現交付量 33,716 輛，同比增長 428%。海豚車型首月交付達到 3,000 輛，有望成為跑量爆款車型。蔚來、小鵬 8 月交付收到晶片影響，9 月環比恢復。而理想在 8 月交付創歷史新高後，9 月受到缺芯衝擊。我們認為整體晶片問題將在 10 月起顯著改善，各家新能源車企生產將逐步恢復正常水準。同時，4 季度作為傳統新能源產銷旺季，疊加此前積壓訂單交付，將帶動新能源車企業業績提升。新車型方面，小鵬 P5/G3i、比亞迪海豚等車型將貢獻新的增量。因此我們重申新能源汽車行業“優於大市”評級。基於目前市場估值水準，以及未來 3-6 個月的新能源汽車環比交付增速預期，我們維持對比亞迪和理想汽車的板塊偏好，其中比亞迪為我們的行業首選。我們對於覆蓋範圍內的新能源汽車企業偏好次序為：比亞迪>理想汽車>蔚來汽車>小鵬汽車。

- **新能源汽車股份 8 月份以來震盪下行。**受再一波汽車晶片供應鏈擾動影響，8 月份以來，中國新能源汽車主要股份股價表現呈震盪下行趨勢，而對比特斯拉股價則隨交付量增長呈逐步上升趨勢。市場主要擔憂晶片供應擾動新能源車企交付，恰逢部分車企 8 月交付情況不甚理想。我們認為利空因素已反應於股價之中。
- **馬來西亞晶片供應將呈環比改善。**自 8 月 31 日達到頂峰後，馬來西亞疫情持續回落。由於全面封鎖對經濟帶來的負面影響，馬來西亞央行將其 2021 年經濟增速預測由 6%-7.5% 下調至 3.0%-4.0%。疫情受控疊加經濟增長需求使得馬來西亞於 9 月起逐步解封。央行預計經濟重新開放將支持 4Q21 經濟的逐步復蘇。我們認為 ESP 晶片短缺問題將在 10 月起逐步緩解，生產情況觸底回升。
- **9 月交付量超市場預期。**儘管受到缺芯影響，蔚來汽車與小鵬汽車交付量突破萬輛，分別實現 10,628、10,168 輛。理想汽車由於其毫米波雷達供應商所採用的專用晶片受馬來西亞新冠疫情的影響嚴重減產，其交付量環比下降至 7,094 輛。比亞迪 9 月新能源銷量繼續突破單月新高，達到 71,099 輛，同比增長 258%。根據我們的管道調研回饋，目前造車新勢力交付週期延長至 1.5-2.0 個月，反映出終端市場需求旺盛。隨著晶片供應情況改善，我們預計交付水準有望於 4 季度維持持續增長態勢。
- **強者恒強。**工信部於近期表示新能源汽車企業數量太多，處於小而散的狀況，並鼓勵企業兼併重組做大做強，進一步提高產業集中度。同時，內地 IPO 市場融資視窗收緊，我們預計未來將有少數二線新勢力有望轉身選擇港股、美股等境外市場，但整體融資視窗正逐步關閉。因此目前造車新勢力已經打通境外融資管道，目前在手現金處於 300 億人民幣以上水準，具備先發優勢，有望持續處於行業領先地位。
- **短期供應擾動估值，建議逢低佈局。**我們認為馬來西亞疫情造成的晶片短缺使得近期板塊市場估值承壓。我們認為短期交付量擾動主要受益於供給側限制，而非需求側影響。我們認為供給側緩解將在滿足正常訂單交付的同時，加快交付此前積壓的訂單需求。目前以市銷率判斷，特斯拉、蔚來、及小鵬均處於 10-15 倍 2021 年市銷率附近，理想汽車市銷率為 7 倍。基於招銀國際估值模型，比亞迪目前估值水準，對應其新能源汽車部分市銷率約 3.8 倍。基於目前市場估值水準，以及未來 3-6 個月的新能源汽車環比交付增速預期，我們偏好比亞迪和理想汽車，其中比亞迪為我們的行業首選。我們對於覆蓋範圍內的新能源汽車企業偏好次序為：比亞迪>理想汽車>蔚來汽車>小鵬汽車。
- **風險因素：**晶片供應持續緊張；限電影響供應量出貨。

優於大市
(維持)

中國新能源汽車業

白毅陽, CFA

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

蕭小川

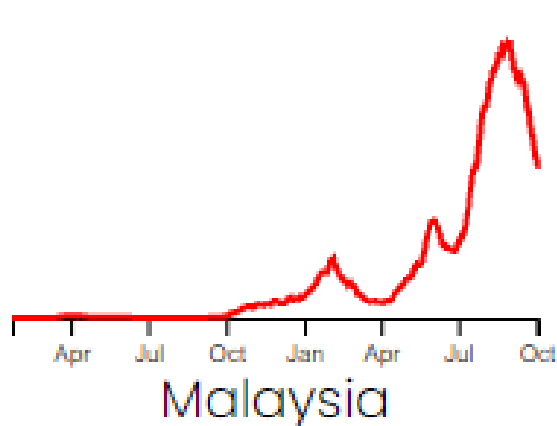
(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

相關報告

1. “中國新能源汽車行業 - 上半年滲透率超预期，下半年更值得期待” - 2021 年 8 月 2 日
2. “中國自動駕駛行業 - 行業發展超预期，關注產業鏈機遇” - 2021 年 7 月 19 日
3. “中國新能源汽車行業 - 連車新勢力：引領汽車電動化浪潮” - 2021 年 4 月 30 日

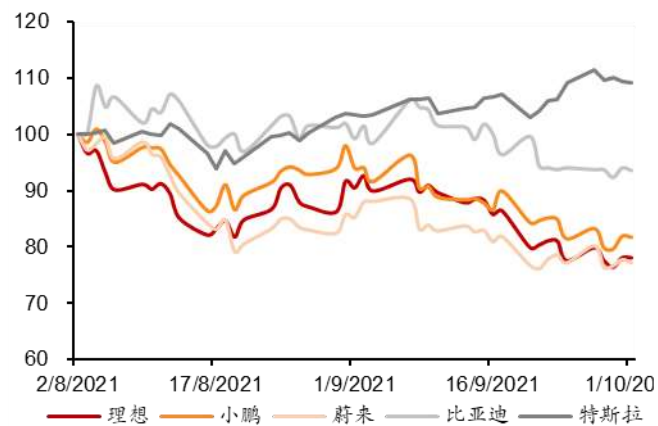
焦點圖表

圖 1: 馬來西亞新增確診數 8 月底後顯著, 疫情受控亦同步帶來晶片封測產能逐步攀升。



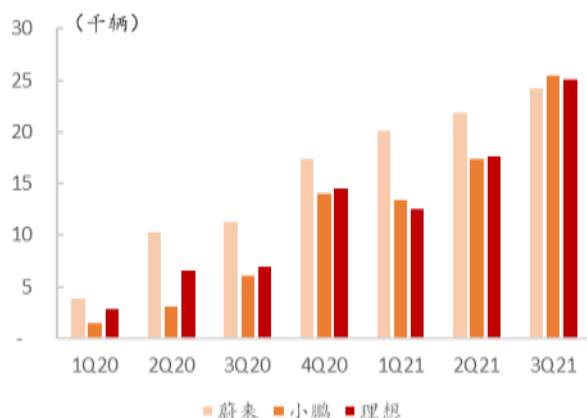
資料來源: endcoronavirus.org, 招銀國際證券

圖 2: 受馬來西亞疫情導致晶片供應斷檔預期影響, 新能源車企股價表現自 8 月份起震盪下行, 反觀特斯拉一枝獨秀。



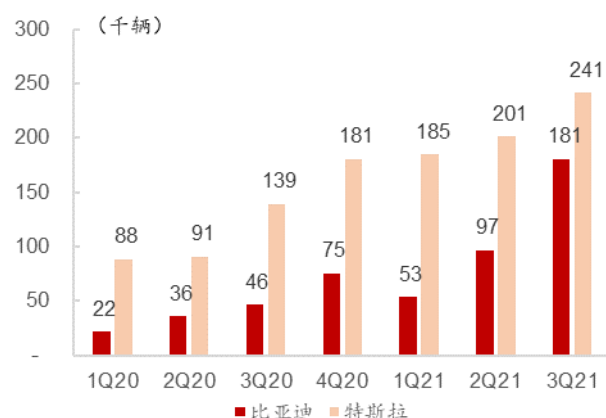
資料來源: 彭博, 招銀國際證券

圖 3: 新勢力季度交付表現並駕齊驅



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 4: 比亞迪季度交付水準向特斯拉靠攏



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 5: 新能源汽車行業估值表

公司	股票代碼	股價 (當地貨幣)	市值 (百萬美元)	評級	目標價 (當地貨幣)	2021年 營業收入預測 (百萬美元)	2021年 P/S倍數	2022年 營業收入預測 (百萬美元)	2022年 P/S倍數
特斯拉	TSLA US	775.2	782,911	未評級	不適用	50,590	15.4	69,170	11.2
蔚来汽車	NIO US	35.4	54,855	買入	52.6	5,853	10.3	10,125	6.2
小鹏汽車	XPEV US	35.5	29,189	買入	50.7	3,342	10.5	4,891	6.0
小鹏汽車-H	9868 HK	136.6	30,021	買入	196.0	3,342	10.4	4,891	5.9
理想汽車	LI US	26.3	26,421	買入	53.4	3,827	7.1	4,525	4.4
理想汽車-H	2015 HK	101.0	26,792	買入	203.7	3,827	6.9	4,525	4.0
比亞迪*	1211 HK	241.8	102,736	買入	405.0	16,502	3.8	24,886	2.5
比亞迪*	002594 CH	249.5	102,736	買入	395.8	16,502	3.8	24,886	2.5

資料來源: 彭博, 招銀國際證券

注: *比亞迪資料根據招銀國際估值模型, 僅反映新能源汽車板塊估值水準, 其新能源汽車收入分部市值及 2021/22 年收入預測根據招銀國際測算所得。

比亞迪：純電、插混兩翼齊飛

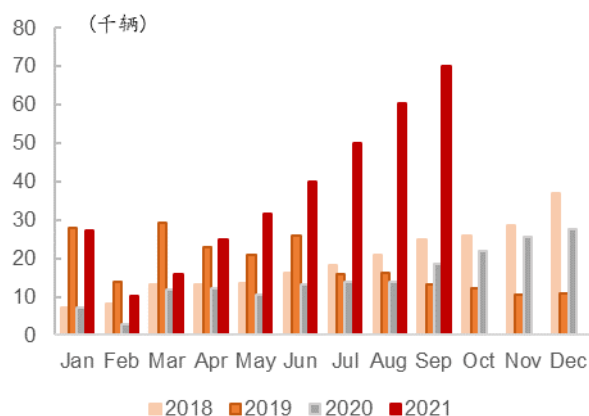
- 比亞迪 9 月汽車銷售總量 80,114 台，其中新能源乘用車交付 70,022 台，再創新能源交付量新高。比亞迪新能源乘用車銷售自今年 5 月份開始實現穩步爬坡，近幾個月維持月增一萬態勢。在新能源乘用車結構上，純電與插混車型兩翼齊飛，9 月份 DM 車型和純電車型分別銷售 33,716 輛及 36,306 輛，其中新上市的海豚車型首月交付 3,000 台，有望成為跑量爆款車型。1-9 月，比亞迪完成新能源汽車交付 33.75 萬輛，同比增長 204.3%。我們維持對於公司全年新能源汽車交付 57 萬輛預期，重申對公司買入評級，目標價維持 H 股港幣 405 元，A 股人民幣 395.8 元。

比亞迪-H 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業額(百萬人民幣)	127,739	156,598	224,413	292,785	356,006
同比增長(%)	-1.78%	22.59%	43.31%	30.47%	21.59%
淨利潤(百萬人民幣)	1,614	4,234	4,871	7,494	11,616
每股收益(人民幣)	0.50	1.47	1.64	2.56	4.00
同比增長(%)	-47%	196%	12%	56%	56%
市場每股盈利預測(人民幣)	N/A	0.97	1.12	1.47	2.47
市盈率(x)	403.60	136.28	131.90	84.69	54.21
市帳率(x)	9.65	10.10	9.97	8.79	7.42
股息率(%)	0.03%	0.07%	0.08%	0.12%	0.19%
權益收益率(%)	2.88%	7.45%	8.18%	11.28%	15.06%
負債比率(x)	79.2	39.7	43.9	46.5	48.3

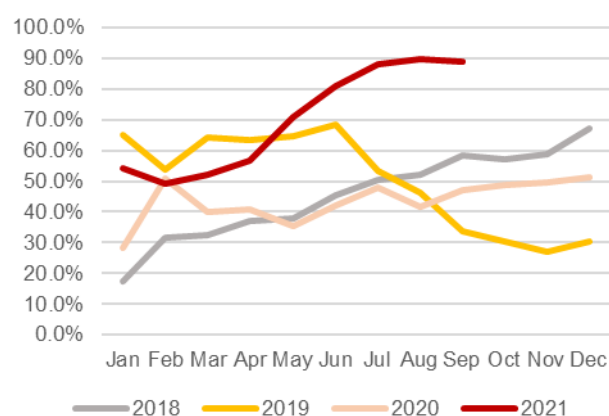
資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

圖 6：比亞迪自 5 月開始新能源汽車月銷量穩定爬坡



資料來源：公司資料，招銀國際證券

圖 7：新能源汽車銷售比重已接近 90%



資料來源：公司資料，招銀國際證券

理想汽車：9 月交付量受制於毫米波晶片供應擾動。

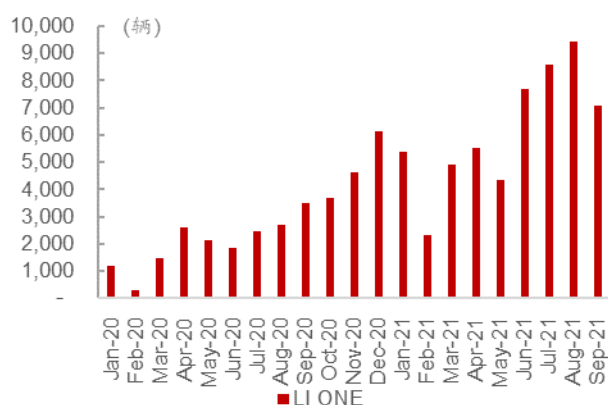
- 理想汽車由於其毫米波雷達供應商所採用的專用晶片受馬來西亞新冠疫情的影響嚴重減產，其 9 月份交付量環比下滑 24.8% 至 7094 輛。公司三季度共計交付 25,116 輛，高於 9 月 20 號修正後季度交付指引的 24,500 量，並仍達成 2 季度報中所公佈的三季度交付指引（2.5-2.6 萬輛）。1-9 月公司共計實現單車交付 55,270 輛，同比增長 204.4%。基於公司目前較好的單車銷量表現，以及較高的研發和銷售效率，在造車新勢力中我們仍舊維持對於理想汽車的偏好。結合公司訂單情況及對於 4 季度晶片供應緊張環比改善預期，我們維持對於公司全年交付量 8.48 萬輛預測。維持美股（LI US）買入評級，目標價 53.40 美元不變；首次覆蓋理想汽車港股（2015 HK），給與買入評級，目標價 207 港元。

理想汽車美股 ADS 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
營業額 (百萬人民幣)	284	9,457	24,609	29,095	54,361
同比增長 (%)	N/A	3,225	160	18	87
淨利潤 (百萬人民幣)	(3,261)	(792)	(885)	(1,527)	(2,187)
每股收益 (人民幣)	N/A	(1.82)	(0.98)	(1.67)	(2.37)
市場每股盈利預測 (人民幣)	不適用	不適用	(0.49)	0.45	1.89
市盈率 (x)	NA	NA	NA	NA	NA
市帳率 (x)	537.15	16.15	6.21	5.25	2.81
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	(71.2)	(2.7)	(3.0)	(5.3)	(8.1)
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

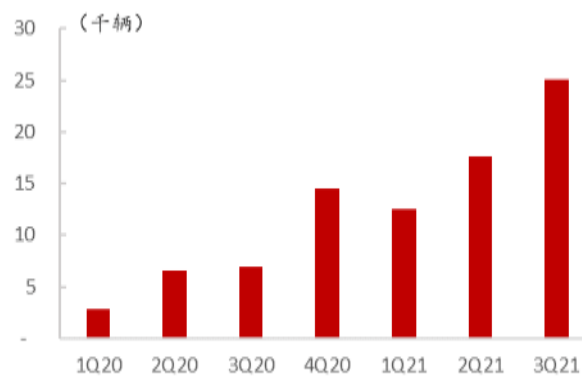
資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

圖 8: 理想汽車 9 月份交付量受晶片供應影響小幅下滑



資料來源：公司資料，招銀國際證券

圖 9: 理想汽車季度交付呈持續爬坡狀態



資料來源：公司資料，招銀國際證券

蔚來汽車：9月交付過萬，奠定下一步發展里程碑

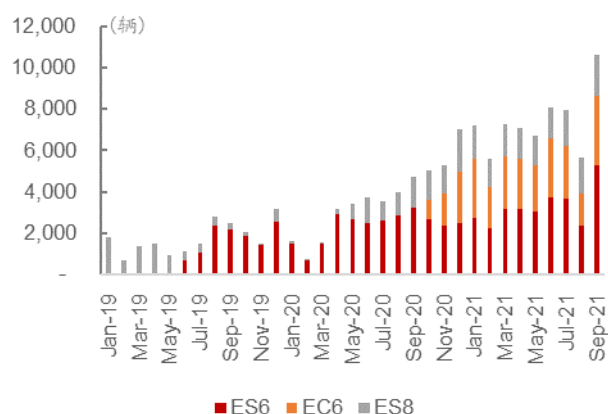
- 蔚來汽車9月份交付10,628輛，創下歷史新高。公司此前受晶片供應及國內核心供應商突遭疫情影響帶來供應擾動，7-8月交付量環比連續下滑。9月份銷售顯示生產和供應情況顯著好轉，其中ES6和EC6兩款車型交付量環比大幅攀升，分別實現5,260及3,390輛。根據我們近期與公司交流，公司新車訂單儲備充足，晶片供應改善背景下仍有能力實現交付量攀升。1-9月公司共計交付66,195輛，同比增長151%。我們維持全年交付量9.9萬輛不變，目標價維持53.4美元。

蔚來汽車 - 美股ADS財務資料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
營業額(百萬人民幣)	7,825	16,258	37,636	65,104	85,272
同比增長(%)	58	108	131	73	31
淨利潤(百萬人民幣)	(11,413)	(5,611)	(8,753)	(2,648)	788
每股收益(人民幣)	(11.08)	(4.74)	(5.46)	(1.61)	0.47
市場每股盈利預測(人民幣)	不適用	不適用	(3.53)	(0.86)	1.36
市盈率(x)	NA	NA	NA	NA	724
市帳率(x)	71.9	34.6	14.9	8.6	6.6
股息率(%)	-	-	-	-	-
權益收益率(%)	(171)	(10)	(8)	(3)	1
淨負債比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

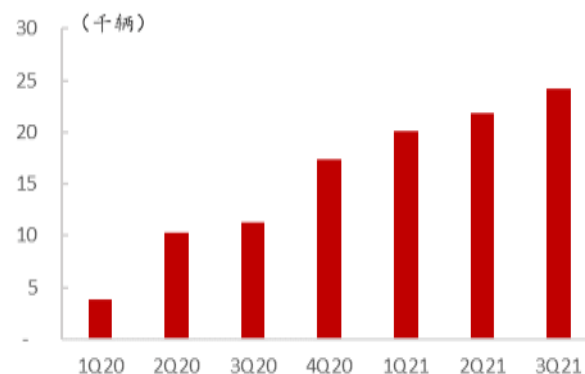
資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

圖 10: 蔚來汽車9月份交付破萬，創歷史新高



資料來源：公司資料，招銀國際證券

圖 11: 蔚來季度交付表現穩定提升，3季度環比增長10.7%



資料來源：公司資料，招銀國際證券

小鹏汽車：9月交付過萬，期待P5交付表現

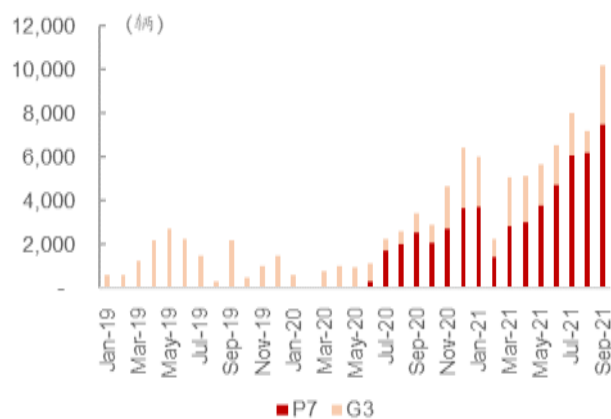
- 小鹏汽車9月份交付10,168輛，創下歷史新高並顯著超出我們預期。交付結構上，9月份P7銷售7,512量，環比增長21.8%；G3啟動改款交付，實現交付量2,656，環比增長153.2%。公司3季度交付25,422輛，顯著超出公司三季度交付指引（2.15-2.25萬輛）。展望4季度，在小鹏汽車是新勢力之中唯一有新車交付的車企，新車型P5將在10月份開始交付，我們認為公司的4季度交付表現值得期待。結合三季度的交付表現，我們將小鹏汽車2021年全年交付輛預測上調14.4%至9.7萬輛，2022/23年交付預測亦分別上調11.0%及7.8%至14.2萬及21.4萬輛。我們對小鹏汽車美股（XPEV US）目標價自50.7美元略微上調至52.5美元；對小鹏汽車港股（9868 HK）目標價自196港元上調至203港元。維持買入評級。

小鹏汽車 - 美股ADS財務資料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
營業額(百萬人民幣)	2,321	5,844	21,489	31,446	48,726
同比增長(%)	23,815.3	151.8	267.7	46.3	55.0
淨利潤(百萬人民幣)	-4,654	-4,890	-6,421	-5,286	-3,270
每股收益(人民幣)	(26.63)	(12.97)	(7.85)	(6.13)	(3.76)
市場每股盈利預測(人民幣)	不適用	不適用	(5.33)	(3.43)	(0.88)
市盈率(x)	NA	NA	NA	NA	NA
市帳率(x)	96.6	38.4	10.4	7.1	4.6
股息率(%)	0	0	0	0	0
權益收益率(%)	na	-35%	-17%	-14%	-10%
淨負債比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

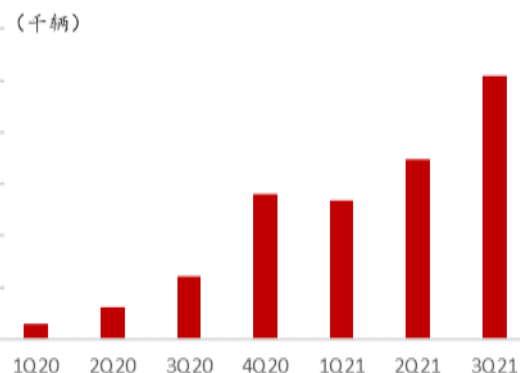
資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

圖 12: 小鹏汽車9月份交付量顯著超出預期



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 13: 小鹏汽車21年3季度環比交付增長46.1%



資料來源：公司資料，招銀國際證券

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

招銀國際證券證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際證券金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際證券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(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG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。CMBISG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CMBISG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CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。