

中國新能源汽車行業

上半年滲透率超預期，下半年更值得期待

中國新能源汽車上半年銷售滲透率超過 12%，超出市場預期。隨著新能源車型日益增加，我們認為市場呈現出顯著的“供給創造需求”特點。車型方面，若扣除 A00 級車型銷量貢獻，我們觀察到主流車型滲透率提升約 3 個百分點，顯示終端消費者對新能源汽車的接受程度顯著提升。我們將 2021 年全年新能源汽車銷量預測自 192 萬輛上調 28.1% 至 246 萬輛，並預計插混車型下半年將起勢，同時新勢力企業將隨芯片供應邊際改善實現銷量快速增長。面對近期市場波動，對比其它行業，我們認為新能源汽車已經完成了政策規範期，成為市場上少有的高增長高確定性資產，因此我們預計資金將持續流向這類頭部資產。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。

- **堅定板塊配置價值。**2021 年上半年，儘管全球疫情仍未完全緩解，全球新能源汽車消費市場保持了快速增長。GGII 資料顯示，2021 年 1-5 月全球新能源汽車銷售量達到 178 萬輛，同比增長 156%。中國市場繼續保持全球最大新能源汽車單一國家市場，德國、美國緊隨其後。我們認為中國新能源汽車行業仍然保持先發優勢，有望實現彎道超車，並將優勢延伸至智慧化及自動駕駛領域（參見《[招銀國際 20210719：自動駕駛行業發展超預期，關注產業鏈機遇](#)》）。目前市場對新能源汽車板塊，特別是鋰電板塊，估值分歧較大。多頭主要認為上半年新能源汽車滲透率超預期，抬升中長期板塊盈利預測。空頭主要認為估值過高，需要時間來消化。從板塊配置來看，我們堅定認為新能源汽車板塊仍然有很強的配置價值。
- **“供給創造需求”帶動滲透率提升。**我們看到上半年共上市 26 款新車型（上半年累計銷量>500 輛），其中包括國產 Model Y，秦 Plus，廣汽 Aion Y，大眾 ID.4 CROZZ/X 等重磅車型。由於車企將新能源車型競爭視作關乎生存的戰場，因此今年上半年以來車企主動加大投放新能源車型，希望完成跑馬圈地取得領先優勢。展望下半年，車企將繼續投放新能源車型，包括東風嵐圖 FREE，北京賓士 EQA，小鵬汽車 P5，比亞迪海豚等，支撐滲透率提升。
- **A00 級銷量提升帶動上半年滲透率超預期。**上半年中國全口徑新能源汽車滲透率快速攀升至 12%。我們估算上半年 A00 級車型貢獻滲透率提升約 3.1 個百分點，同時非 A00 級主流新能源車型貢獻滲透率提升約 3.0 個百分點。在上半年新能源交付量排名前 10 中，A00 車型佔據 4 席（五菱宏光 mini EV 18.3 萬輛/歐拉黑貓 3.2 萬輛/奇瑞小鵬 3.1 萬輛/奔奔 E-Star 2.9 萬輛）。若扣除 A00 車型，我們認為資料將真實還原終端消費者對新能源汽車接受程度。相比 A00 車型，我們認為新能源乘用車銷量排名前 10 的 A 級以上車型（Model 3/Y、比亞迪漢、理想 ONE、Aion S、比亞迪秦 Plus）更加能夠反映出新能源車企極強的產品競爭力，主機廠商值得市場持續關注。
- **我們上調 2021 年新能源汽車銷量預測至 246 萬輛，同比增長 80%。**我們認為新能源汽車，特別是部分混動車型已經突破成本限制，帶動銷量提升。我們同時認為“供給創造需求”將帶來較好的需求粘性，滲透率將呈持續增長態勢，預料到 2025 年滲透率將超出 20% 的政府目標。我們相應上調 2025 年新能源乘用車銷量預測至 700 萬輛，對應滲透率約 24%。
- **新能源插混或將在下半年起勢。**回顧過往三年，中國新能源汽車市場以純電汽車銷售為主，插混車型銷售佔比持續下滑並處於 15-20% 區間。進入 2021 年，隨著中國的 OEM 陸續推出極具競爭力的插混車型，我們認為插混車型在新能源汽車中的銷售比重有望獲得快速提升。具體而言，我們認為插混車型具備多方面優勢，1) 日常城市里程具備純電體驗，使用成本近似於純電；2) 長途里程具備燃油混動支持，沒有里程焦慮；3) 購置成本端，由於配備較純電車更小的電池包，購置成本貼近於燃油車；4) 插混車較傳統燃油車有更多智能化配備；以及 5) 在部分限牌城市仍然具備牌照及購置稅優惠。目前，

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. “中國自動駕駛行業－行業發展超預期，關注產業鏈機遇”－2021 年 7 月 19 日
2. “中國新能源汽車行業－造車新勢力：引領汽車電動化浪潮”－2021 年 4 月 30 日

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>

插混車型市場售價已趨近於燃油車，將率先實現平價。隨著比亞迪 DM-i 系列車型陸續交付，長城 DHT 和長安 IDD 各自混動車型的陸續推出，我們認為插混車型有望在 2021 年開始加速實現對燃油車替代，並擴大在新能源汽車市場的份額。

- **主要新能源汽車銷量表現出色。**我們所跟蹤的幾家主要新能源車企銷售表現出色，同比均實現了大幅增長。2021 年上半年：特斯拉中國區銷售憑藉 Model Y 交付放量領先中國新能源整車銷售，Model 3 和 Model Y 合共交付 161,743 台，同比增長 277.5%；比亞迪全系統電及混動交付 150,132 台，同比增長 160.5%；蔚來汽車實現交付 41,956 量，同比增長 196.1%；小鵬及理想分別交付 30,154/30,738 台，同比分別增長 217.4%/582.5%。
- **芯片供應仍受制約，下半年將呈邊際改善。**上半年芯片短缺已對整車企業帶來明顯影響，部分新能源車企也因芯片制約造成了短時停產。展望下半年，我們認為芯片供應將仍為影響新能源車企交付量的主要風險。根據中國 OEM 以及 Tier 1 廠商的 6-9 個月的訂單週期推導，我們預料 MCU 供應最早將於 3 季度中期開始呈邊際供應改善態勢。我們預計供應緊張局面徹底緩解需到 2022 年下半年，待新的半導體產能全面釋放。
- **關注新股機會。**小鵬汽車已實現美股、港股雙重上市。理想汽車近期也已經通過港交所聆訊，預料會在三季度內完成港股上市。預料蔚來汽車也將在年內完成回港上市。我們認為回港上市原因主要在於 1) 中美對資本及資料安全監管環境的變化；2) 業務快速擴張下的融資需求；3) 創造品牌效應。我們認為頭部企業港股上市將進一步夯實資本優勢，有助於加快自動駕駛及車型研發，同時因標的稀缺性將吸引南下資金關注。對於待上市企業，我們認為在威馬汽車等車企科创板上市受挫後，新勢力們在科创板上市的前景比較模糊，或將港股上市或者 SPAC 等方式，打通資本市場融資管道。
- **市場波動帶來機遇，首選比亞迪、理想汽車。**結合上半年新能源汽車行業較強的基本面，以及芯片供應自 3 季度開始或將呈邊際改善趨勢，我們近期觀察到新能源汽車行業估值水準自 5 月中旬開始呈持續反彈態勢。目前以市銷率判斷，特斯拉、蔚來、及小鵬均處於 13-14 倍 2021 年市銷率附近，理想汽車市銷率為 9.6 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 4.7 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。

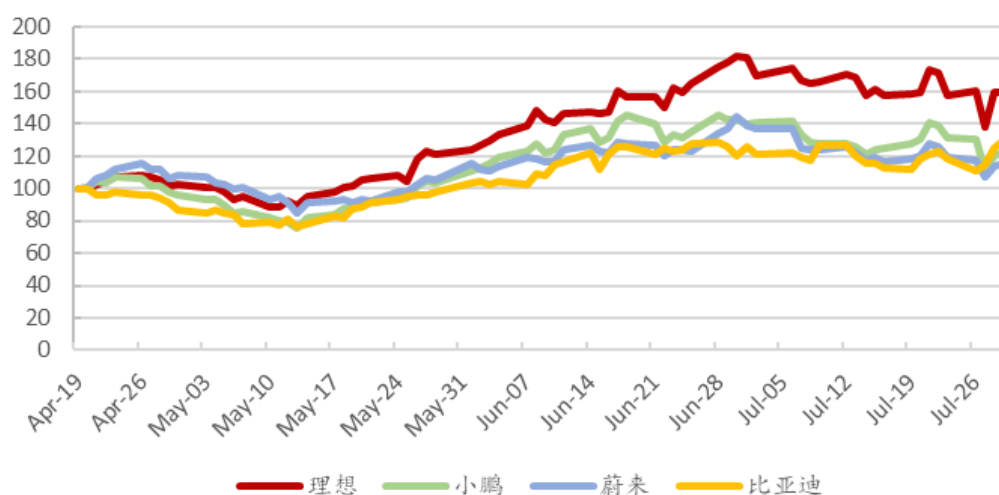
圖 1: 新能源汽車行業估值表

公司	股票代碼	股價	市值	評級	目標價	2021年 營業收入預測	2021年	2022年 營業收入預測	2022年
		(當地貨幣)	(百萬美元)		(當地貨幣)	(百萬美元)	P/S倍數	(百萬美元)	P/S倍數
特斯拉	TSLA US	687.2	680,338	未評級	不適用	49,949	13.6	68,242	10.0
蔚來汽車	NIO US	44.7	73,209	買入	52.6	5,436	13.5	8,934	8.2
小鵬汽車	XPEV US	40.5	34,527	買入	50.7	2,362	14.6	4,329	8.0
小鵬汽車-H	9868 HK	149.2	32,703	買入	196.0	2,362	14.6	4,329	8.0
理想汽車	LI US	33.4	30,206	買入	53.4	3,137	9.6	5,452	5.5
比亞迪*	1211 HK	239.0	101,729	買入	315.0	11,303	5.6	20,476	3.1
比亞迪*	002594 CH	264.7	101,729	買入	307.6	11,303	5.6	20,476	3.1

資料來源：彭博，招銀國際證券

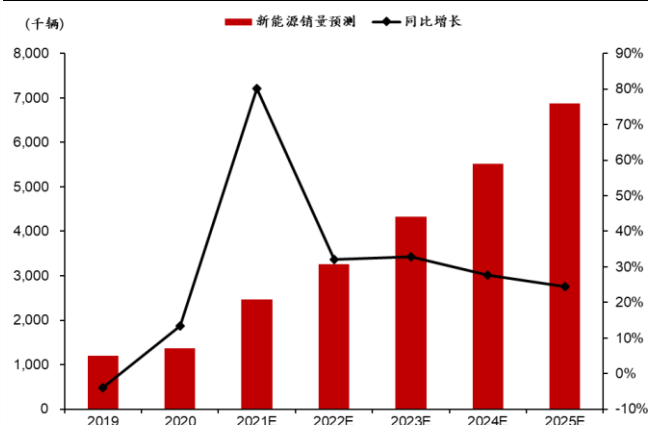
注：*特斯拉、蔚來、小鵬、及理想收入預測基於彭博一致預測，比亞迪資料根據招銀國際估值模型，僅反映新能源汽車板塊估值水準，其市值及 2021/22 年收入預測根據招銀國際測算所得。

圖 2: 板塊股價 (自我們首發至今) 表現



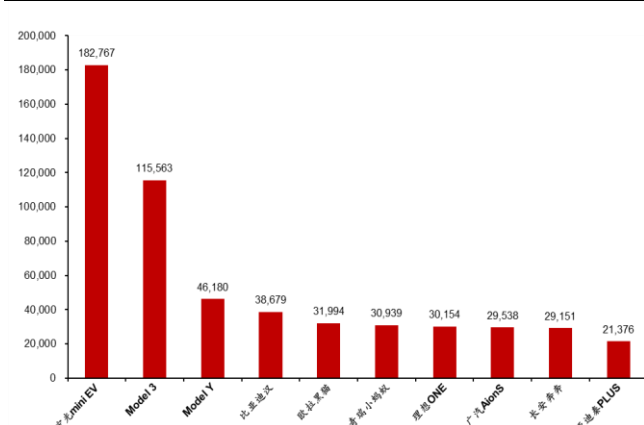
資料來源: 彭博, 招銀國際證券

圖 3: 中國新能源汽車銷量預測



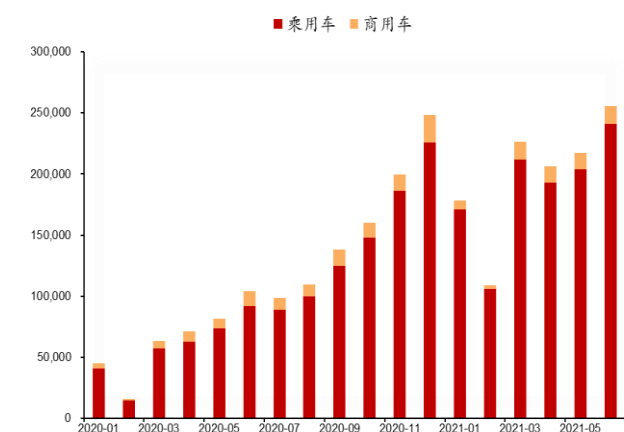
資料來源: 高工鋰電, 招銀國際證券預測

圖 4: 上半年中國新能源汽車銷量排名



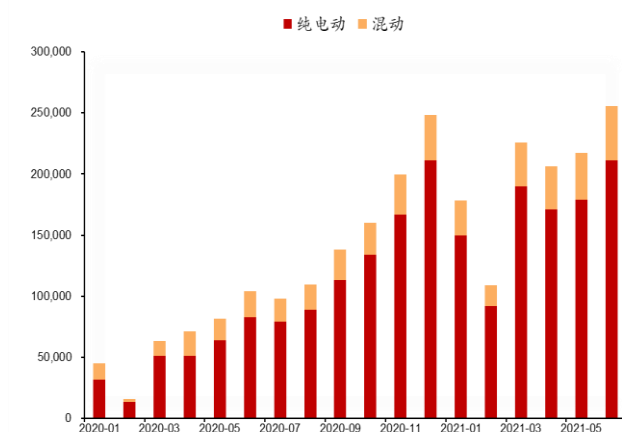
資料來源: 高工鋰電, 招銀國際證券

圖 5: 中國新能源汽車銷量: 按車輛類型



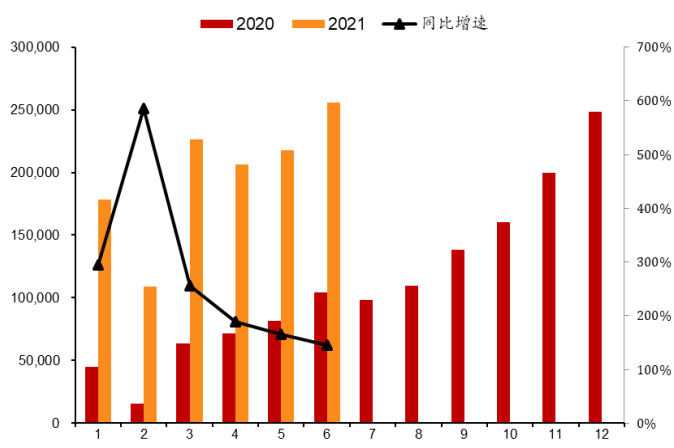
資料來源: 高工鋰電, 招銀國際證券

圖 6: 中國新能源汽車銷量: 按動力類型



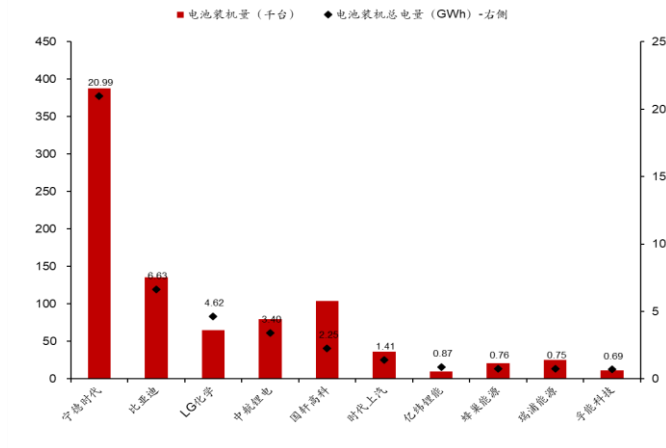
資料來源: 高工鋰電, 招銀國際證券

圖 7: 中國新能源汽車月度銷量



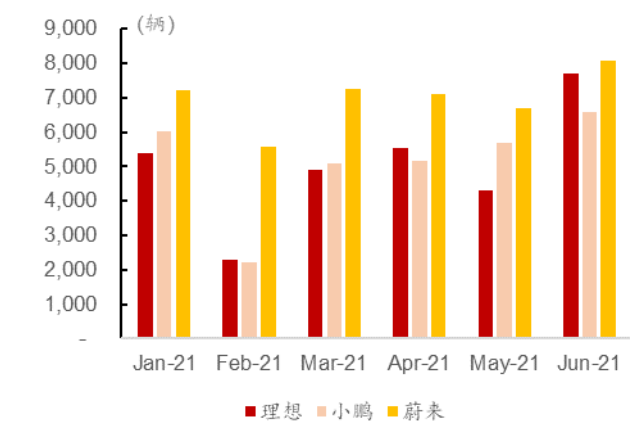
資料來源: 高工鋰電, 招銀國際證券

圖 8: 中國動力電池企業裝機量排名



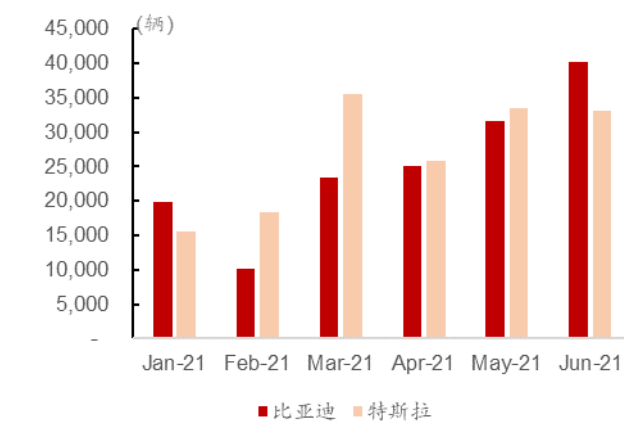
資料來源: 高工鋰電, 招銀國際證券

圖 9: 新勢力月交付量水準趨近



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 10: 比亞迪與特斯拉月銷售量水準



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

注: 特斯拉中國 4-6 月銷售資料中含出口量

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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责任。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。