

中国新能源汽车行业

上半年渗透率超预期，下半年更值得期待

中国新能源汽车上半年销售渗透率超过 12%，超出市场预期。随着新能源车型日益增加，我们认为市场呈现出显著的“供给创造需求”特点。车型方面，若扣除 A00 级车型销量贡献，我们观察到主流车型渗透率提升约 3 个百分点，显示终端消费者对新能源汽车的接受程度显著提升。我们将 2021 年全年新能源汽车销量预测自 192 万辆上调 28.1% 至 246 万辆，并预计插混车型下半年将起势，同时新势力企业将随芯片供应边际改善实现销量快速增长。面对近期市场波动，对比其它行业，我们认为新能源汽车已经完成了政策规范期，成为市场上稀有的高增长高确定性资产，因此我们预计资金将持续流向这类头部资产。我们重申新能源汽车行业“优于大市”评级。基于目前市场估值水平，以及未来 3-6 个月的新能源汽车环比交付增速预期，我们偏好比亚迪和理想汽车，其中比亚迪为我们的行业首选。我们对于覆盖范围内的新能源汽车企业偏好次序为：比亚迪>理想汽车>蔚来汽车>小鹏汽车。

- **坚定板块配置价值。**2021 年上半年，尽管全球疫情仍未完全缓解，全球新能源汽车消费市场保持了快速增长。GGII 数据显示，2021 年 1-5 月全球新能源汽车销售量达到 178 万辆，同比增长 156%。中国市场继续保持全球最大新能源汽车单一国家市场，德国、美国紧随其后。我们认为中国新能源汽车行业仍然保持先发优势，有望实现弯道超车，并将优势延伸至智能化及自动驾驶领域（参见《[招银国际 20210719：自动驾驶行业发展超预期，关注产业链机遇](#)》）。目前市场对新能源汽车板块，特别是锂电板块，估值分歧较大。多头主要认为上半年新能源汽车渗透率超预期，抬升中长期板块盈利预测。空头主要认为估值过高，需要时间来消化。从板块配置来看，我们坚定认为新能源汽车板块仍然有很强的配置价值。
- **“供给创造需求”带动渗透率提升。**我们看到上半年共上市 26 款新车型（上半年累计销量>500 辆），其中包括国产 Model Y，秦 Plus，广汽 Aion Y，大众 ID.4 CROZZ/X 等重磅车型。由于车企将新能源车型竞争视作关乎生存的战场，因此今年上半年以来车企主动加大投放新能源车型，希望完成跑马圈地取得领先优势。展望下半年，车企将继续投放新能源车型，包括东风岚图 FREE，北京奔驰 EQA，小鹏汽车 P5，比亚迪海豚等，支撑渗透率提升。
- **A00 级销量提升带动上半年渗透率超预期。**上半年中国全口径新能源汽车渗透率快速攀升至 12%。我们估算上半年 A00 级车型贡献渗透率提升约 3.1 个百分点，同时非 A00 级主流新能源车型贡献渗透率提升约 3.0 个百分点。在上半年新能源交付量排名前 10 中，A00 车型占据 4 席（五菱宏光 mini EV 18.3 万辆/欧拉黑猫 3.2 万辆/奇瑞小蚂蚁 3.1 万辆/奔驰 E-Star 2.9 万辆）。若扣除 A00 车型，我们认为数据将真实还原终端消费者对新能源汽车接受程度。相比 A00 车型，我们认为新能源乘用车销量排名前 10 的 A 级以上车型（Model 3/Y、比亚迪汉、理想 ONE、Aion S、比亚迪秦 Plus）更加能够反映出新能源车企极强的产品竞争力，主机厂商值得市场持续关注。
- **我们上调 2021 年新能源汽车销量预测至 246 万辆，同比增长 80%。**我们认为新能源汽车，特别是部分混动车型已经突破成本限制，带动销量提升。我们同时认为“供给创造需求”将带来较好的需求粘性，渗透率将呈持续增长态势，预计到 2025 年渗透率将超出 20% 的政府目标。我们相应上调 2025 年新能源乘用车销量预测至 700 万辆，对应渗透率约 24%。
- **新能源插混或将在下半年起势。**回顾过往三年，中国新能源汽车市场以纯电汽车销售为主，插混车型销售占比持续下滑并处于 15-20% 区间。进入 2021 年，随着中国的 OEM 陆续推出极具竞争力的插混车型，我们认为插混车型在新能源汽车中的销售比重有望获得快速提升。具体而言，我们认为插混车型具备多方面优势，1) 日常城市里程具备纯电体验，使用成本近似于纯电；2) 长途里程具备燃油混动支持，没有里程焦虑；3) 购置成本端，由于配备较纯电车更小的电池包，购置成本贴进于燃油车；4) 插混车较传统燃油车有更多智能化配备；以及 5) 在部分限牌城市仍然具备牌照及购置税优惠。目前，

优于大市
(维持)

中国新能源汽车业

白毅阳, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

相关报告

1. “中国自动驾驶行业 - 行业发展超预期，关注产业链机遇” - 2021 年 7 月 19 日
2. “中国新能源汽车行业 - 造车新势力：引领汽车电动化浪潮” - 2021 年 4 月 30 日

请登录 2021 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

插电混车型市场售价已趋近于燃油车，将率先实现平价。随着比亚迪 DM-i 系列车型陆续交付，长城 DHT 和长安 IDD 各自混动车型的陆续推出，我们认为插电混车型有望在 2021 年开始加速实现对燃油车替代，并扩大在新能源汽车市场的份额。

- **主要新能源汽车销量表现出色。**我们所跟踪的几家主要新能源汽车企业销售表现出色，同比均实现了大幅增长。2021 年上半年：特斯拉中国区销售凭借 Model Y 交付放量领先中国新能源整车销售，Model 3 和 Model Y 合共交付 161,743 台，同比增长 277.5%；比亚迪全系纯电及混动交付 150,132 台，同比增长 160.5%；蔚来汽车实现交付 41,956 量，同比增长 196.1%；小鹏及理想分别交付 30,154/30,738 台，同比分别增长 217.4%/582.5%。
- **芯片供应仍受制约，下半年将呈边际改善。**上半年芯片短缺已对整车企业带来明显影响，部分新能源汽车企业也因芯片制约造成了短时停产。展望下半年，我们认为芯片供应将仍为影响新能源汽车交付量的主要风险。根据中国 OEM 以及 Tier 1 厂商的 6-9 个月的订单周期推导，我们预料 MCU 供应最早将于 3 季度中期开始呈边际供应改善态势。我们预计供应紧张局面彻底缓解需到 2022 年下半年，待新的半导体产能全面释放。
- **关注新股机会。**小鹏汽车已实现美股、港股双重上市。理想汽车近期也已经通过港交所聆讯，预料会在三季度内完成港股上市。预料蔚来汽车也将在年内完成回港上市。我们认为回港上市原因主要在于 1) 中美对资本及数据安全监管环境的变化；2) 业务快速扩张下的融资需求；3) 创造品牌效应。我们认为头部企业港股上市将进一步夯实资本优势，有助于加快自动驾驶及车型研发，同时因标的稀缺性将吸引南下资金关注。对于待上市企业，我们认为在威马汽车等车企科创板上市受挫后，新势力们在科创板上市的前景比较模糊，或将港股上市或者 SPAC 等方式，打通资本市场融资渠道。
- **市场波动带来机遇，首选比亚迪、理想汽车。**结合上半年新能源汽车行业较强的基本面，以及芯片供应自 3 季度开始或将呈边际改善趋势，我们近期观察到新能源汽车行业估值水平自 5 月中旬开始呈持续反弹态势。目前以市销率判断，特斯拉、蔚来、及小鹏均处于 12-13 倍 2021 年市销率附近，理想汽车市销率为 7.9 倍。基于招银国际估值模型，比亚迪目前估值水平，对应其新能源汽车部分市销率约 4.7 倍。基于目前市场估值水平，以及未来 3-6 个月的新能源汽车环比交付增速预期，我们偏好比亚迪和理想汽车，其中比亚迪为我们的行业首选。我们对于覆盖范围内的新能源汽车企业偏好次序为：比亚迪>理想汽车>蔚来汽车>小鹏汽车。

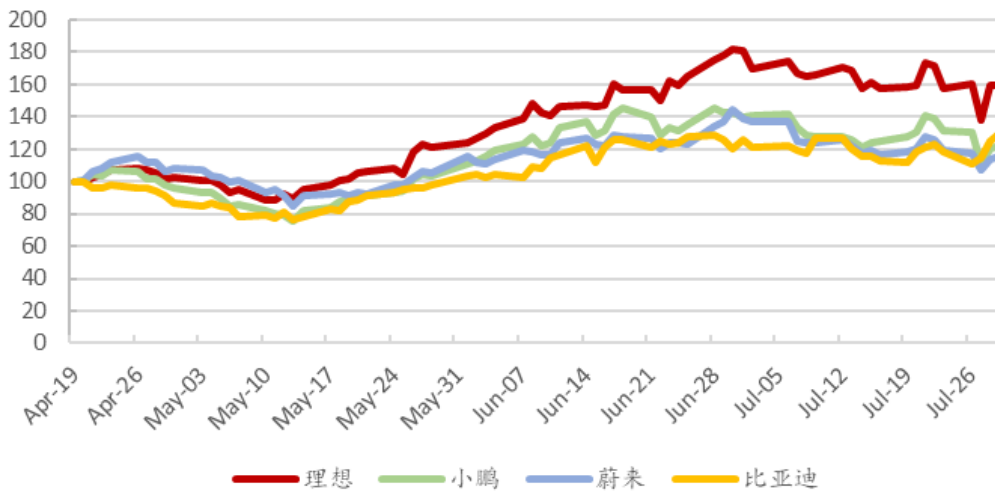
图 1: 新能源汽车行业估值表

公司	股票代码	股价 (当地货币)	市值 (百万美元)	评级	目标价 (当地货币)	2021年 营业收入预测 (百万美元)	2021年 P/S倍数	2022年 营业收入预测 (百万美元)	2022年 P/S倍数
特斯拉	TSLA US	687.2	680,338	未评级	不适用	49,949	13.6	68,242	10.0
蔚来汽车	NIO US	44.7	73,209	买入	52.6	5,853	12.5	8,259	8.9
小鹏汽车	XPEV US	40.5	34,527	买入	50.7	2,793	12.4	4,310	8.0
小鹏汽车-H	9868 HK	149.2	32,703	买入	196.0	2,793	12.4	4,310	8.0
理想汽车	LI US	33.4	30,206	买入	53.4	3,827	7.9	4,525	6.7
比亚迪*	1211 HK	239.0	101,729	买入	315.0	11,303	5.6	20,476	3.1
比亚迪*	002594 CH	264.7	101,729	买入	307.6	11,303	5.6	20,476	3.1

资料来源：彭博，招银国际证券

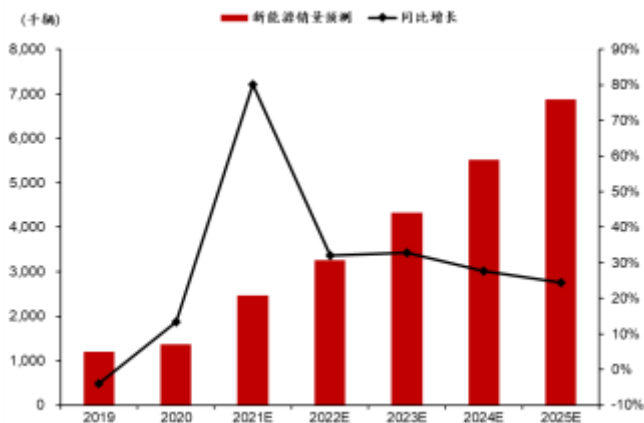
注：*比亚迪数据根据招银国际估值模型，仅反映新能源汽车板块估值水平，其新能源汽车收入分部市值及 2021/22 年收入预测根据招银国际测算所得。

图 2: 板块股价 (自我们首发至今) 表现



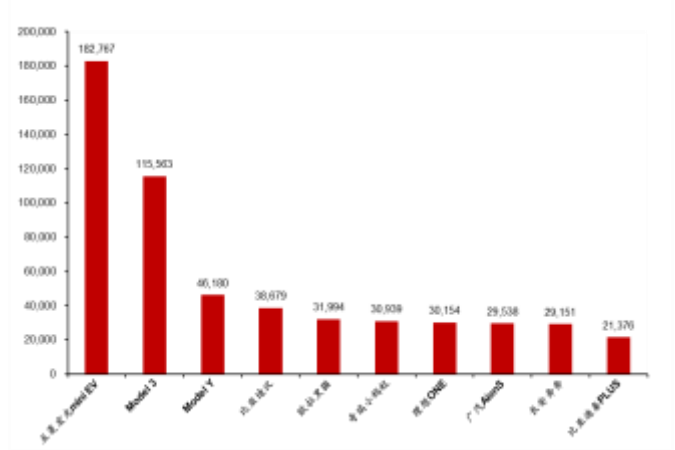
资料来源: 彭博, 招银国际证券

图 3: 中国新能源汽车销量预测



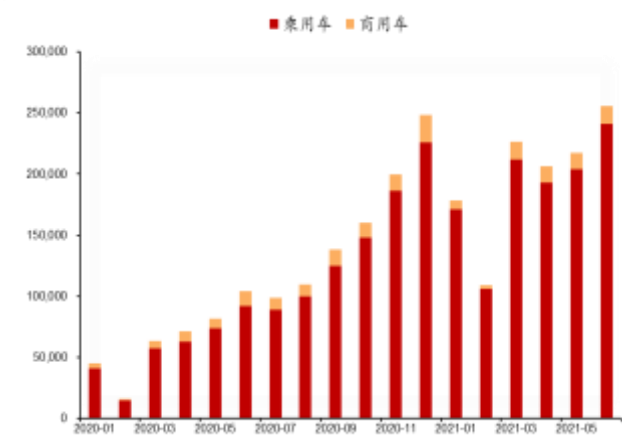
资料来源: 高工锂电, 招银国际证券预测

图 4: 上半年中国新能源汽车销量排名



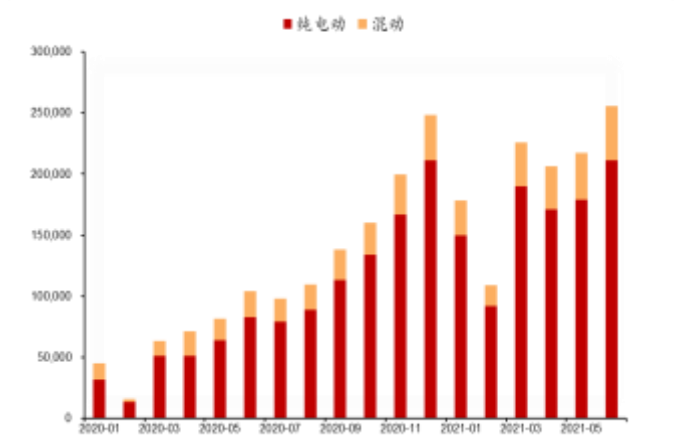
资料来源: 高工锂电, 招银国际证券

图 5: 中国新能源汽车销量: 按车辆类型



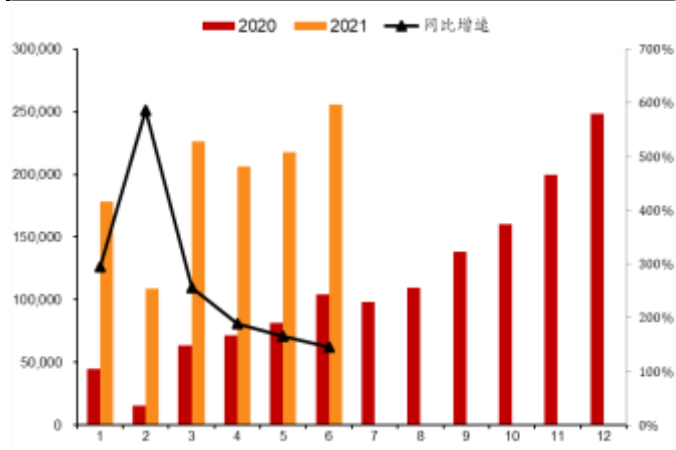
资料来源: 高工锂电, 招银国际证券

图 6: 中国新能源汽车销量: 按动力类型



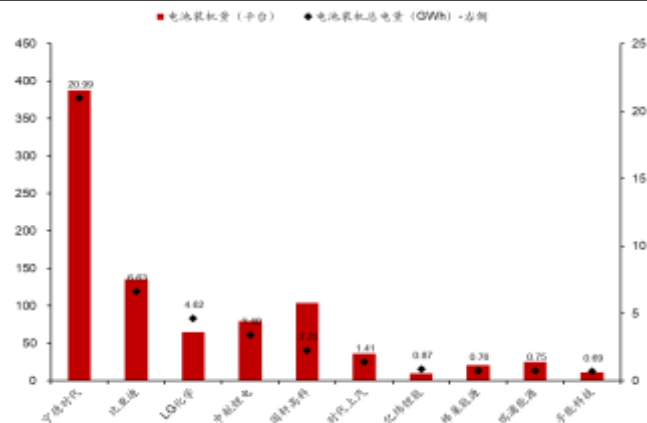
资料来源: 高工锂电, 招银国际证券

图 7: 中国新能源汽车月度销量



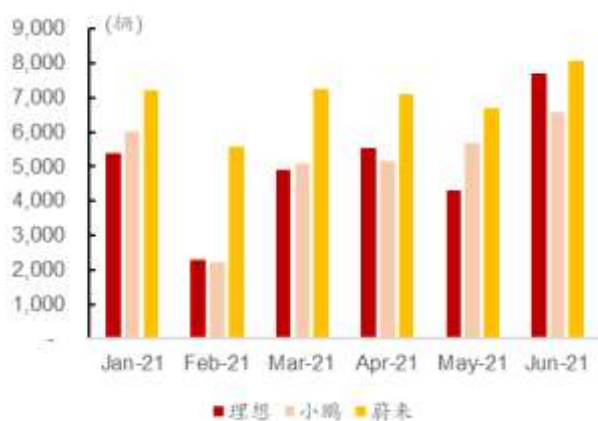
资料来源: 高工锂电, 招银国际证券

图 8: 中国动力电池企业装机量排名



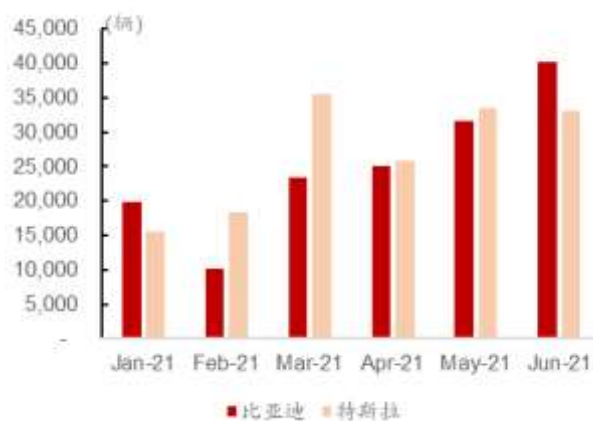
资料来源: 高工锂电, 招银国际证券

图 9: 新势力月交付量水平趋近



资料来源: 公司资料, 招银国际证券

图 10: 比亚迪与特斯拉月销售量水平



资料来源: 公司资料, 招银国际证券
注: 特斯拉中国 4-6 月销售数据中含出口量

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于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。

招銀国际证券证券投资评级

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	: 招銀国际证券并未给予投资评级

招銀国际证券证券行业投资评级

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

招銀国际证券证券有限公司

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

招銀国际证券证券有限公司(“招銀证券”)为招銀国际证券金融有限公司之全资附属公司(招銀国际证券金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

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。招銀国际证券证券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。招銀国际证券证券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策。

本报告包含的任何信息由招銀国际证券证券编写，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作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策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。招銀国际证券证券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，未经招銀国际证券证券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

招銀国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀国际证券不受美国就有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个人。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士。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。