

中国新能源汽车行业

缺芯低点已过，四季度产销两旺可期

近期中国新能源汽车市场发展验证了我们此前报告预测。比亚迪方面 9 月交付再创新高，其中在 DM-i 新车带动下其插混车型实现交付量 33,716 辆，同比增长 428%。海豚车型首月交付达到 3,000 辆，有望成为跑量爆款车型。蔚来、小鹏 8 月交付收到芯片影响，9 月环比恢复。而理想在 8 月交付创历史新高后，9 月受到缺芯冲击。我们认为整体芯片问题将在 10 月起显著改善，各家新能源车企生产将逐步恢复正常水平。同时，4 季度作为传统新能源产销旺季，叠加此前积压订单交付，将带动新能源车企业业绩环比提升。新车型方面，小鹏 P5/G3i、比亚迪海豚等车型将贡献新的增量。因此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，我们维持对比亚迪和理想汽车的板块偏好，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。

- **新能源汽车股份 8 月份以来震荡下行。**受再一波汽车芯片供应链扰动影响，8 月份以来，中国新能源汽车主要股份股价表现呈震荡下行趋势，而对比特斯拉股价则随交付量增长呈逐步上升趋势。市场主要担忧芯片供应扰动新能源车企交付，恰逢部分车企 8 月交付情况不甚理想。我们认为利空因素已反应于股价之中。
- **马来西亚芯片供应将呈环比改善。**自 8 月 31 日达到顶峰后，马来西亚疫情持续回落。由于全面封锁对经济带来的负面影响，马来西亚央行将其 2021 年经济增速预测由 6%-7.5% 下调至 3.0%-4.0%。疫情受控叠加经济增长需求使得马来西亚于 9 月起逐步解封。央行预计经济重新开放将支持 4Q21 经济的逐步复苏。我们认为 ESP 芯片短缺问题将在 10 月起逐步缓解，生产情况触底回升。
- **9 月交付量超市场预期。**尽管受到缺芯影响，蔚来汽车与小鹏汽车交付量突破万辆，分别实现 10,628、10,168 辆。理想汽车由于其毫米波雷达供应商所采用的专用芯片受马来西亚新冠疫情的影响严重减产，其交付量环比下降至 7,094 辆。比亚迪 9 月新能源销量继续突破单月新高，达到 71,099 辆，同比增长 258%。根据我们的渠道调研反馈，目前造车新势力交付周期延长至 1.5-2.0 个月，反映出终端市场需求旺盛。随着芯片供应情况改善，我们预计交付水平有望于 4 季度维持持续增长态势。
- **强者恒强。**工信部于近期表示新能源汽车企业数量太多，处于小而散的状况，并鼓励企业兼并重组做大做强，进一步提高产业集中度。同时，内地 IPO 市场融资窗口收紧，我们预计未来将有少数二线新势力有望转身选择港股、美股等境外市场，但整体融资窗口正逐步关闭。因此目前造车新势力已经打通境外融资渠道，目前在手现金处于 300 亿人民币以上水平，具备先发优势，有望持续处于行业领先地位。
- **短期供应扰动估值，建议逢低布局。**我们认为马来西亚疫情造成的芯片短缺使得近期板块市场估值承压。我们认为短期交付量扰动主要受益于供给侧限制，而非需求侧影响。我们认为供给侧缓解将在满足正常订单交付的同时，加快交付此前积压的订单需求。目前以市销率判断，特斯拉、蔚来、及小鹏均处于 10-15 倍 2021 年市销率附近，理想汽车市销率为 7 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 3.8 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。
- **风险因素：**芯片供应持续紧张；限电影响供应量出货。

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

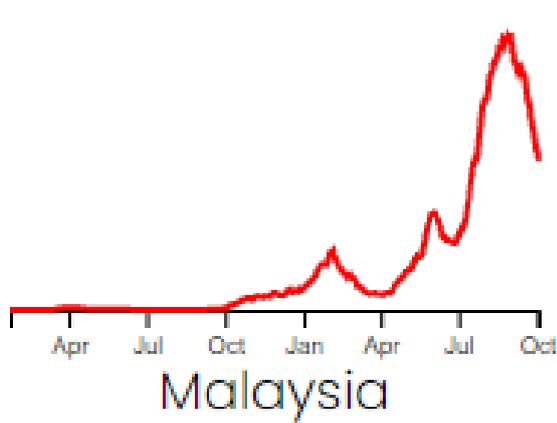
robinxiao@cmbi.com.hk

相关报告

1. “中国新能源汽车行业 - 上半年渗透率超预期，下半年更值得期待” - 2021年8月2日
2. “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
3. “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

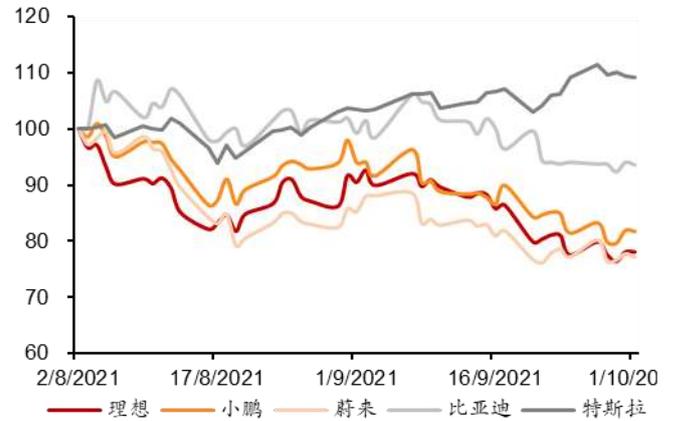
焦点图表

图 1: 马来西亚新增确诊数 8 月底后显著, 疫情受控亦同步带来芯片封测产能逐步攀升。



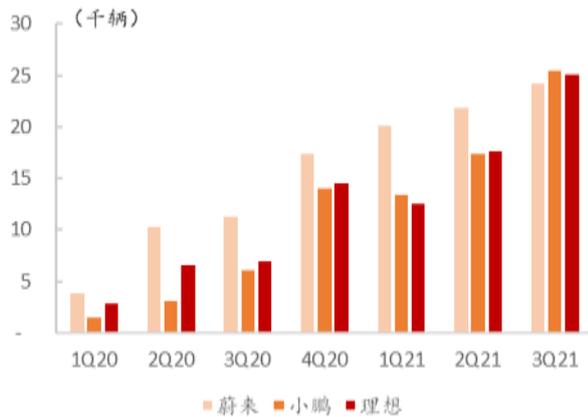
资料来源: endcoronavirus.org, 招银国际证券

图 2: 受马来西亚疫情导致芯片供应断档预期影响, 新能源车企股价表现自 8 月份起震荡下行, 反观特斯拉一枝独秀。



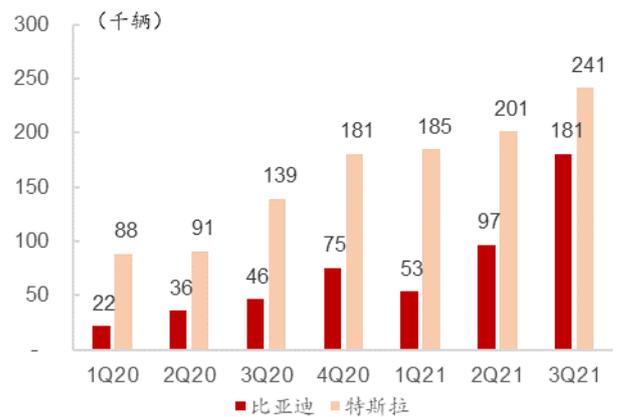
资料来源: 彭博, 招银国际证券

图 3: 新势力季度交付表现并驾齐驱



资料来源: 公司资料, 招银国际证券

图 4: 比亚迪季度交付水平向特斯拉靠拢



资料来源: 公司资料, 招银国际证券

图 5: 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	775.2	782,911	未评级	不适用	50,590	15.4	69,170	11.2
蔚来汽车	NIO US	35.4	54,855	买入	52.6	5,853	10.3	10,125	6.2
小鹏汽车	XPEV US	35.5	29,189	买入	50.7	3,342	10.5	4,891	6.0
小鹏汽车-H	9868 HK	136.6	30,021	买入	196.0	3,342	10.4	4,891	5.9
理想汽车	LI US	26.3	26,421	买入	53.4	3,827	7.1	4,525	4.4
理想汽车-H	2015 HK	101.0	26,792	买入	203.7	3,827	6.9	4,525	4.0
比亚迪*	1211 HK	241.8	102,736	买入	405.0	16,502	3.8	24,886	2.5
比亚迪*	002594 CH	249.5	102,736	买入	395.8	16,502	3.8	24,886	2.5

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。

比亚迪：纯电、插混两翼齐飞

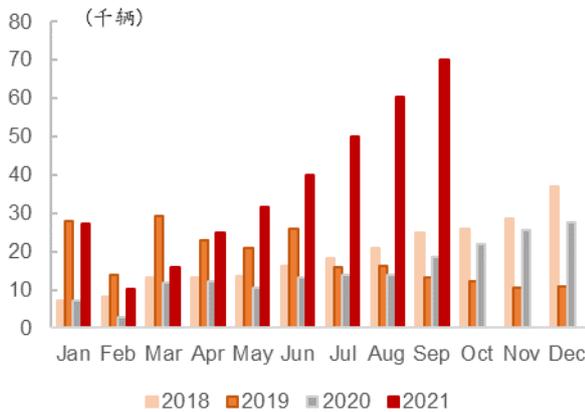
- 比亚迪 9 月汽车销售总量 80,114 台，其中新能源乘用车交付 70,022 台，再创新能源交付量新高。比亚迪新能源乘用车销售自今年 5 月份开始实现稳步爬坡，近几个月维持月增一万态势。在新能源乘用车结构上，纯电与插混车型两翼齐飞，9 月份 DM 车型和纯电车型分别销售 33,716 辆及 36,306 辆，其中新上市的海豚车型首月交付 3,000 台，有望成为跑量爆款车型。1-9 月，比亚迪完成新能源汽车交付 33.75 万辆，同比增长 204.3%。我们维持对于公司全年新能源汽车交付 57 万辆预期，重申对公司买入评级，目标价维持 H 股港币 405 元，A 股人民币 395.8 元。

比亚迪-H 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业额(百万人民币)	127,739	156,598	224,413	292,785	356,006
同比增长(%)	-1.78%	22.59%	43.31%	30.47%	21.59%
净利润(百万人民币)	1,614	4,234	4,871	7,494	11,616
每股收益(人民币)	0.50	1.47	1.64	2.56	4.00
同比增长(%)	-47%	196%	12%	56%	56%
市场每股盈利预测(人民币)	N/A	0.97	1.12	1.47	2.47
市盈率(x)	403.60	136.28	131.90	84.69	54.21
市帐率(x)	9.65	10.10	9.97	8.79	7.42
股息率(%)	0.03%	0.07%	0.08%	0.12%	0.19%
权益收益率(%)	2.88%	7.45%	8.18%	11.28%	15.06%
负债比率(x)	79.2	39.7	43.9	46.5	48.3

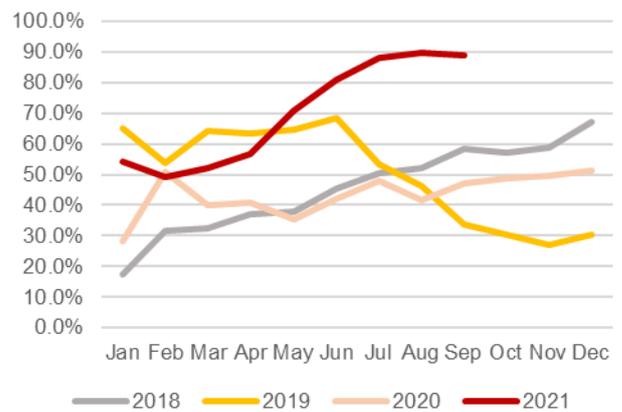
资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

图 6: 比亚迪自 5 月开始新能源汽车月销量稳定爬坡



资料来源：公司资料，招银国际证券

图 7: 新能源汽车销售比重已接近 90%



资料来源：公司资料，招银国际证券

理想汽车：9月交付量受制于毫米波芯片供应扰动。

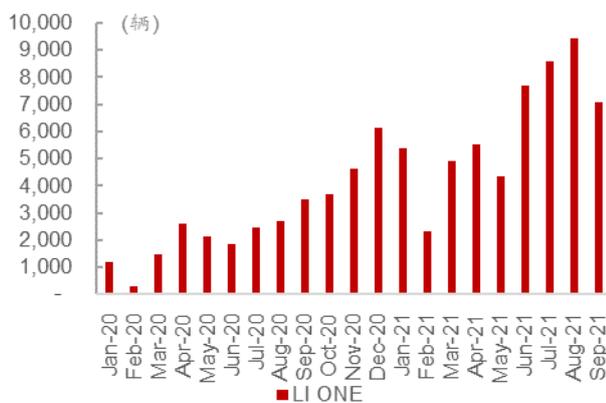
- 理想汽车由于其毫米波雷达供应商所采用的专用芯片受马来西亚新冠疫情的影响严重减产，其9月份交付量环比下滑24.8%至7094辆。公司三季度共计交付25,116辆，高于9月20号修正后季度交付指引的24,500量，并仍达成2季度报中所公布的三季度交付指引（2.5-2.6万辆）。1-9月公司共计实现单车交付55,270辆，同比增长204.4%。基于公司目前较好的单车销量表现，以及较高的研发和销售效率，在造车新势力中我们仍旧维持对于理想汽车的偏好。结合公司订单情况及对于4季度芯片供应紧张环比改善预期，我们维持对于公司全年交付量8.48万辆预测。维持美股（LI US）买入评级，目标价53.40美元不变；首次覆盖理想汽车港股（2015 HK），给与买入评级，目标价207港元。

理想汽车美股 ADS 财务资料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
营业额(百万人民币)	284	9,457	24,609	29,095	54,361
同比增长(%)	N/A	3,225	160	18	87
净利润(百万人民币)	(3,261)	(792)	(885)	(1,527)	(2,187)
每股收益(人民币)	N/A	(1.82)	(0.98)	(1.67)	(2.37)
市场每股盈利预测(人民币)	不适用	不适用	(0.49)	0.45	1.89
市盈率(x)	NA	NA	NA	NA	NA
市帐率(x)	537.15	16.15	6.21	5.25	2.81
股息率(%)	-	-	-	-	-
权益收益率(%)	(71.2)	(2.7)	(3.0)	(5.3)	(8.1)
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

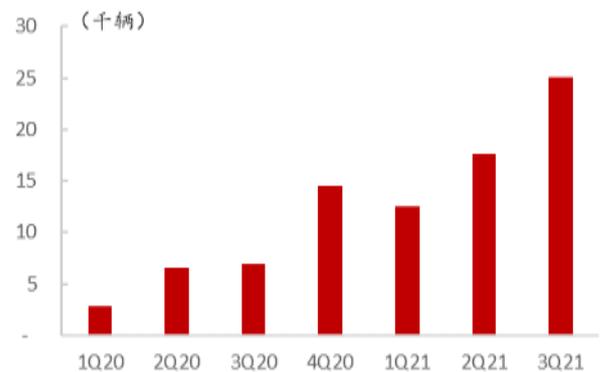
资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

图 8: 理想汽车 9 月份交付量受芯片供应影响小幅下滑



资料来源：公司资料，招银国际证券

图 9: 理想汽车季度交付呈持续爬坡状态



资料来源：公司资料，招银国际证券

蔚来汽车：9月交付过万，奠定下一步发展里程碑

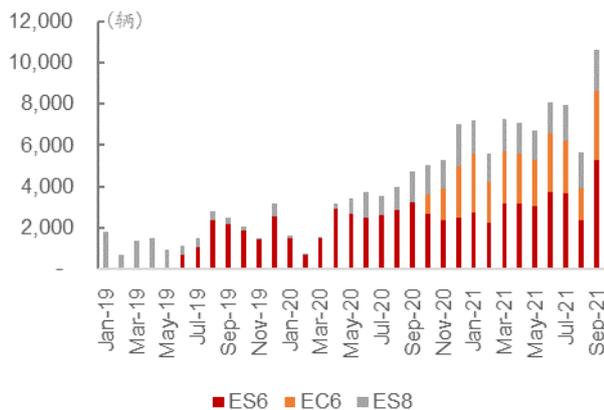
- 蔚来汽车9月份交付10,628辆，创下历史新高。公司此前受芯片供应及国内核心供应商突遭疫情影响带来供应扰动，7-8月交付量环比连续下滑。9月份销售显示生产和供应情况显著好转，其中ES6和EC6两款车型交付量环比大幅攀升，分别实现5,260及3,390辆。根据我们近期与公司交流，公司新车订单储备充足，芯片供应改善背景下仍有能力实现交付量攀升。1-9月公司共计交付66,195辆，同比增长151%。我们维持全年交付量9.9万辆不变，目标价维持53.4美元。

蔚来汽车 - 美股 ADS 财务资料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
营业额(百万人民币)	7,825	16,258	37,636	65,104	85,272
同比增长(%)	58	108	131	73	31
净利润(百万人民币)	(11,413)	(5,611)	(8,753)	(2,648)	788
每股收益(人民币)	(11.08)	(4.74)	(5.46)	(1.61)	0.47
市场每股盈利预测(人民币)	不适用	不适用	(3.53)	(0.86)	1.36
市盈率(x)	NA	NA	NA	NA	724
市帐率(x)	71.9	34.6	14.9	8.6	6.6
股息率(%)	-	-	-	-	-
权益收益率(%)	(171)	(10)	(8)	(3)	1
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

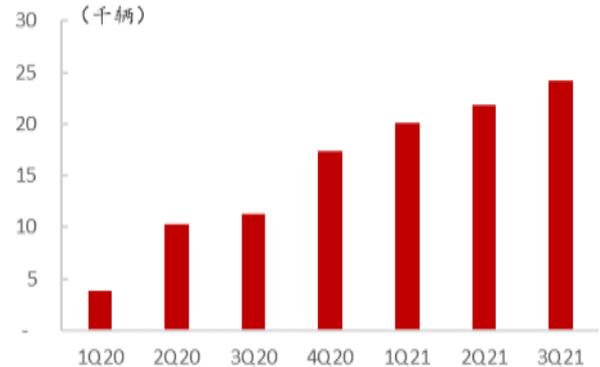
资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

图 10: 蔚来汽车 9 月份交付破万，创历史新高



资料来源：公司资料，招银国际证券

图 11: 蔚来季度交付表现稳定提升，3 季度环比增长 10.7%



资料来源：公司资料，招银国际证券

小鹏汽车：9月交付过万，期待P5交付表现

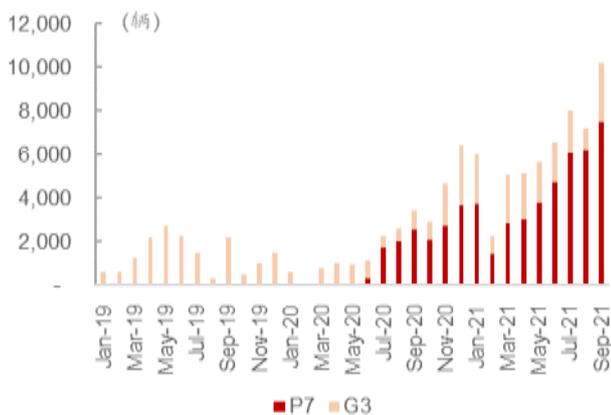
■ 小鹏汽车9月份交付10,168辆，创下历史新高并显著超出我们预期。交付结构上，9月份P7销售7,512量，环比增长21.8%；G3启动改款交付，实现交付量2,656，环比增长153.2%。公司3季度交付25,422辆，显著超出公司三季度交付指引（2.15-2.25万辆）。展望4季度，在小鹏汽车是新势力之中唯一有新车交付的车企，新车型P5将在10月份开始交付，我们认为公司的4季度交付表现值得期待。结合第三季度的交付表现，我们将小鹏汽车2021年全年交付辆预测上调14.4%至9.7万辆，2022/23年交付预测亦分别上调11.0%及7.8%至14.2万及21.4万辆。我们对小鹏汽车美股（XPEV US）目标价自50.7美元略微上调至52.5美元；对小鹏汽车港股（9868 HK）目标价自196港元上调至203港元。维持买入评级。

小鹏汽车 - 美股 ADS 财务资料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
营业额(百万人民币)	2,321	5,844	21,489	31,446	48,726
同比增长(%)	23,815.3	151.8	267.7	46.3	55.0
净利润(百万人民币)	-4,654	-4,890	-6,421	-5,286	-3,270
每股收益(人民币)	(26.63)	(12.97)	(7.85)	(6.13)	(3.76)
市场每股盈利预测(人民币)	不适用	不适用	(5.33)	(3.43)	(0.88)
市盈率(x)	NA	NA	NA	NA	NA
市帐率(x)	96.6	38.4	10.4	7.1	4.6
股息率(%)	0	0	0	0	0
权益收益率(%)	na	-35%	-17%	-14%	-10%
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

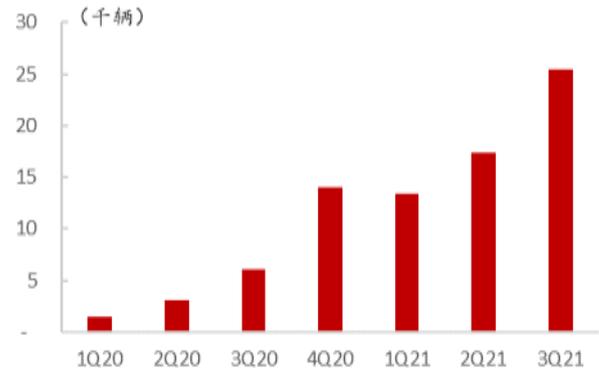
资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

图 12: 小鹏汽车 9 月份交付量显著超出预期



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 13: 小鹏汽车 21 年 3 季度环比交付增长 46.1%



资料来源：公司资料，招银国际证券

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際證券并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

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

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为招銀國際證券金融有限公司之全资附属公司(招銀國際證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。招銀國際證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。招銀國際證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國際證券编写，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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。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。招銀國際證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，未经招銀國際證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

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證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属制的报告。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。