

中国汽车行业

分析师路演反馈：爱之深，忧之切？

优于大市（维持）

上周我们与关注汽车行业的机构投资者进行了20多场交流。我们注意到目前资本市场对汽车行业“又爱又恨”：投资者一方面对今年新能源汽车销量的预期很高，另一方面又非常担心市场需求会受到宏观的压制和其他不确定因素影响；一方面认为目前新能源相关标的估值不便宜，另一方面又很青睐新能源板块的增长确定性。我们认为目前市场在标的选择上的分歧不大，更关心的是参与的时点和对行业边际变化的观察。我们认为今年整车厂和零部件可能比经销商更具吸引力的观点也受到投资者的认同。在行业百年一遇的变局中我们更看好引领者而不是跟随者的观点以及对企业文化的思考也对投资者有所启发，对于谁是引领者的问题，大家在不同的时间和市场维度下有不同的见解，也同意现在下结论为时过早。

- **我们的销量预测太保守？** 综合考虑宏观环境、行业库存、上游供给、出口潜力等因素，我们预测2022年中国乘用车批发销量同比增长7.5%，其中新能源乘用车批发销量有望接近500万台。大部分投资者认为我们的预测比较保守，相较之下，市场普遍预期2022年乘用车批发销量同比增长10%，新能源车销量将近600万台。我们认为我们对新能源乘用车的同比增长50%的预测并不是悲观，因为我们认为拐点已至，只是从爆发到市场成熟到底是以怎么样的增速分几年达到的区别而已。在去年大超预期导致市场普遍乐观的惯性下，我们更关注电池、芯片和经济等大家有可能暂时忽略的因素。也有投资者认为如果一致预期不停上修到600万台以上，今年新能源车销量低于预期的概率可能会超过高于预期的概率。
- **2022年PHEV能卖多少？** 交流中我们发现我们和投资者对新能源汽车销量预测的差异主要在于对今年整体PHEV市场尤其是对PHEV龙头**比亚迪**（1211 HK/002594 CH，持有/持有）DM-i车型的销量预期。我们认为对于一年内翻番还是三倍增长这样的短期大区间增长的预测差异以及对公司销量目标完成的信心不同实属正常。
- **1月份的终端市场需求偏弱？** 最近整车厂股价的回调部分反映了投资者对1月份销量尤其是新能源销量的担心。根据乘联会的周度数据，1月前两周乘用车零售销量同比增长2%，环比增长15%；批发销量同比下滑2%，环比下滑9%，大致符合季节性和春节时段的特征。根据我们的渠道调研，1月份受到疫情频发、春节临近、补贴退坡等事件的影响，部分经销商的新增订单环比上月有所下滑，但仍处于正常的范围内，不然用2021年12月新能源车销量50万台线性外推至2022年全年600万台的预测都会显得过于保守。
- **整车厂、零部件、经销商怎么选？** 随着行业缺芯缓解，今年经销商的新车毛利面临下行压力，而直营的新能源车销量高速增长和更多传统车企开始尝试直营模式会使投资者对经销商的估值时不时出现担忧。我们认为今年整车厂和零部件整体更具吸引力，而经销商可能更适合波段交易，头部经销商的业绩仍有可能超出预期，尤其是整体管理能力更强的经销商。在整车厂中，相比一些转型较慢的传统车企，我们更加推荐头部造车新势力。同时，新老势力的角力短期内不会见分晓而导致整车厂的股价波动较大，一些投资者尤其是长线基金会倾向于上游零部件公司。**电动智能化**出现的新业务和软硬件解耦的**国产替代**是零部件投资应该关注的两条主线，我们建议关注国产芯片、域控制器、激光雷达、摄像头、线控底盘等相关产品供应商。我们认为汽车AI芯片的格局还存在变数，而芯片的选择决定了与其绑定的域控制器和软件服务厂商的走势。

中国汽车行业

史迹，CFA

(852) 3761 8728
shiji@cmbi.com.hk

窦文静，CFA

(852) 6939 4751
douwenjing@cmbi.com.hk

近期报告

“China Auto Sector - Survival of the fittest: Pioneers in the NEV era” - 2022年1月13日

- **芯片的供应紧张能在今年彻底消除吗？** 考虑到汽车供应链的复杂性，我们认为芯片供应的问题不是一朝一夕能够解决的，而经过去年全行业缺芯的困境后，我们相信车企在芯片保供方面已经做了更加充分的准备。但考虑到芯片厂在扩成熟制程产能方面并不积极，我们预计芯片供给紧张平衡的状态可能会持续到今年下半年。根据我们的渠道调研，不少芯片处于少量有货但是价格高企的状态，国际一级供应商大厂也已经跟整车厂沟通了今年的交付量预估，今年销量目标比较激进的整车厂已经提前去开拓新的国产供应商。
- **电池涨价和补贴退坡会推升新能源车的终端价格吗？** 中国的汽车市场由于长年的产能过剩是一个充分竞争的市场，一般原材料和零部件的涨价很难直接传导到终端价格，大部分整车厂会通过相对温和的方式，例如推出新车型等方式应对潜在的电池价格上涨。过去几年，主机厂大多选择自行消化补贴退坡的影响。去年的缺芯导致终端折扣收窄似乎让整车厂尝到了定价权的甜头，今年大部分新能源车企业已经涨价或者有涨价的打算，让消费者承担补贴退坡的影响，这也从侧面反映了目前供给的紧张。以我们的经验，一旦库存增加，终端折扣上升速度会非常快。
- **中国出口市场展望和新能源车在海外的竞争力？** 2021年自主品牌在中国市场的批发销量（包括出口）同比上升25%，市占率提升6.5个百分点，其中30%是由自主品牌的出口销量翻番贡献的，不过自主品牌的新能源车出口占其总出口量不足10%。我们对自主品牌出口持乐观但不激进的态度，一方面去年可能有其他市场缺芯更严重的帮助，另一方面我们认为自主品牌的新能源车在海外市场具有竞争力，只是打入不同品牌偏好和消费习惯的市场需要时间，如同当年日韩品牌进入美国市场的历史一样，仍然任重道远。
- **现阶段的智能化配置真的会影响消费决策吗？还是资本市场的自嗨？** 诚然，当前的量产车距离真正的“自动驾驶”还很远。基于我们收集到3.4万条汽车论坛在线评论，消费者现阶段在购买新能源车时优先考虑的因素依然是续航里程、补能便利性以及性价比等方面，但是对智能化配置的关注已经日渐提升。如果投资者认同智能化是新能源车最重要的价值增量和产品粘性来源，那么资本市场的布局肯定要提前于消费者市场的反应。
- **“蔚小理”在自动驾驶技术上的差距到底有多大？小鹏汽车（XPEV US/9868 HK，买入/买入）是最早也最坚持在自动驾驶领域自研的中国车企，我们估计其在自动驾驶领域的技术实力和数据积累领先其他车企大概一年的时间。考虑到过去汽车行业的硬件制造特征，我们认为软件能力的提升和智能化转型对于传统车企的难度可能会大于一部分投资者的预期。另一方面，也有投资者认为，如果把小鹏、蔚来（NIO US，买入）和理想（LI US/2015 HK，买入/买入）与特斯拉（TSLA US，未评级）放在一起比较，那么蔚小理之间在自动驾驶领域的差异甚至可以忽略不计，即使目前小鹏在三家中暂时领先，理想凭借车型标配辅助驾驶功能，有望在短时间内收集到更多的数据进行迭代，从而实现反超。我们认为这种说法在目前很难被证伪，比如还有技术团队能力和技术路线选择等因素。今年对三家新势力的智能驾驶功能迭代来说，是非常有意思的一年：1Q22上市的蔚来ET7从Mobileye切换到英伟达（NVDA US，未评级）的芯片自研重写算法，小鹏P5作为第一个搭载激光雷达的量产车型在今年推出融合激光雷达数据的XPilot 3.5，理想也会在3Q22推出搭载英伟达Orin芯片的X01车型来改进现款Li ONE的辅助驾驶功能。所以我们所说的小鹏智能驾驶大概领先一年的论断会在今年年底进行重新排序，差距是拉大还是缩小我们也拭目以待。**
- **整车厂的推荐标的？** 在行业巨变中，我们认为引领者比跟随者更具投资价值。三家造车新势力都为消费者提供了新的价值增量，小鹏是更好的智能化技术（我们认为的最重要的竞争力），蔚来是更优的服务体验和品牌影响力，理想是更符合用户需求的产品。在传统车企中，我们看好长城汽车（2333HK/601633 CH，买入/买入），因为其在智能化转型中更坚决、进展更快。在与投资者的交流中我们发现，目前市场的一致预期选股似乎也是小鹏和长城，这反而让我们有些担心是否市场预期会过高。不少投资者不能理解最近长城股价的疲软，我们猜测这可能是有些投资者对汽车周期规律的一种本能止盈行为（长城本轮产品周期始于2H20），有点类似吉利汽车（175 HK，持有）在2018年初的股价反应。不过我们比公司销量目标低于10%的保守预测仍然估算出比卖方一致预期高12%的FY22净利润，让我们觉得最近股价的下跌可能是布局的机会。我们认为今年投资者对长城的销量和业绩表现的容忍度会比去年低，但是长城母公司孵化的蜂巢能源、毫末智行和未势能源可能会为上市公司带来一些催化剂。大部分投资者认同我们对比亚迪是新能源市场的Beta的定位，市场情绪对股价的影响超过公司的基本面。我们认为随着市场竞争的加剧，投资者对比亚迪的基本面容忍度也会慢慢降低。投资者对广汽集团（2238 HK/601238 CH，买入/买入）的关注不多，主要的关注点是埃安现在在进行战投融资的高估值要求能否兑现以及何时反映在广汽集团的股价上。

估值表

公司名称	股票代码	评级	市值	股价	目标价	上涨/下跌	市盈率(x)	市销率(x)		股本回报率(%)
			(百万美元)	(当地货币)	(当地货币)	幅度	FY22E	FY21E	FY22E	FY22E
小鹏汽车	XPEV US	买入	38,203	44.61	80	79%	N/A	11.6	5.1	(7.3)
小鹏汽车	9868 HK	买入	38,779	176.40	312	77%	N/A	11.7	5.1	(7.3)
蔚来汽车	NIO US	买入	46,333	29.13	45	54%	N/A	8.2	4.7	(9.7)
理想汽车	LI US	买入	30,128	29.17	48	65%	N/A	7.2	3.6	(2.0)
理想汽车	2015 HK	买入	31,074	117.20	187	60%	N/A	7.4	3.7	(2.0)
长城汽车	2333 HK	买入	29,813	25.15	36	43%	14.8	1.4	0.9	16.1
长城汽车	601633 CH	买入	64,651	44.44	59	33%	32.2	3.1	1.9	16.1
广汽集团	2238 HK	买入	10,902	8.19	11	28%	7.7	0.9	0.8	9.5
广汽集团	601238 CH	买入	24,209	14.82	18	24%	17.0	2.0	1.8	9.5
比亚迪	1211 HK	持有	97,597	261.20	270	3%	82.6	3.1	2.3	7.6
比亚迪	002594 CH	持有	115,130	251.07	270	8%	97.5	3.6	2.8	7.6
吉利汽车	175 HK	持有	24,721	19.22	21	9%	17.9	1.6	1.3	12.0

资料来源：公司数据，招银国际证券预测

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。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告期内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

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	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

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

招银国际证券有限公司

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

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)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

本报告期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。招银国际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定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，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或不时自行及/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业务相关业务联系。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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银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。