



新能源汽车 1 月刊：中国新能源汽车 12 月销量同比增速回落，渗透率快速提升

2021 年

1 月刊

沈岱

科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

杨子超

助理分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

2021 年 1 月 18 日

相关报告：

《[新能源汽车投资手册：站在黄金十年的起点，买还是不买？](#)》

(2020 年 12 月 14 日)

- 中国乘用车 12 月销量同比增速减缓，新能源汽车渗透率持续提升：** 2020 年 12 月，中国乘用车月度销量同比增速为 7.3%，较 9 月至 11 月的同比 8.2%-11.7% 的增速放缓。这也带动中国新能源在 12 月的同比增速较 10 月、11 月三位数增速滑落。但是，中国新能源乘用车的渗透率达到了 9.5%，较 11 月的 8.1% 有较为明显的提升。展望 2021 年 1 季度，由于 2020 年 1 季度疫情影响导致的低基数，我们认为今年 1 季度中国乘用车的同比增速有望较 12 月提升，2 季度开始同比增速将开始逐季回落。如果 2020 年 12 月新能源汽车渗透率继续保持，那中国 2021 年的新能源汽车渗透率有望超过我们首次覆盖报告中 8.9% 的预测。另外，受到中国 12 月新能源汽车同比增速下滑的影响，全球 12 月的新能源汽车销量同比增速有可能从 11 月的高点下滑。
- 造车新势力 12 月销量表现优异，但也存在一些分化：** 其中，蔚来的 12 月销量表现更加亮眼。随着蔚来工厂的产能的进一步释放，蔚来 12 月的环比和同比增速都有较 11 月提升。而小鹏和比亚迪的新能源汽车 12 月销量的环比和同比增速都较 11 月下滑。1 月和 2 月由于是相对 12 月的单季，我们认为新势力的月度销量有可能环比下降，但是由于 2020 年低基数的原因，同比增速将比较高。此外，我们也留意到，造车新势力在 2020 年新交付的车型，包括蔚来的 ES8、EC6、小鹏的 P7、理想的理想 One 都取得较为优异的销量表现。我们也期待这强劲表现在 2021 年延续。同时，我们认为造车新势力的月度销量有两点值得关注：1) 月度新能源汽车增速的持续性，2) 饱和产能下的月度销量。因为这两个方面都与车企当下的高估值密切关联。目前，蔚来和小鹏的饱和产能对应月销量大约为 1.25 万辆，理想约为 0.8 万辆。以 12 月的销量来看，三家造车新势力还有较大提升空间。
- 整体估值处于高位，警惕估值下行风险：** 从市场整体来看，MSCI 世界汽车指数与中国汽车整车指数的市销率都较 11 月末的高点再次上升，因此我们认为极高的估值带来的下行风险也相应增加。从新能源汽车企业来看，估值表现也有不同。蔚来、特斯拉和比亚迪的产能释放带动的月销量增加较为明显，因此这两家公司的市销率都有突破 11 月估值的高点。而理想和小鹏的估值基本与 11 月底的估值接近。我们再次重申对蔚来、小鹏、理想、特斯拉以及比亚迪的 12 个月的“卖出”评级。我们认为新能源汽车企业的新能源汽车月度销量同比和环比增速的下滑，或者月度销量触及饱和产能时，可能会触发市场对估值的回调。

目录

新能源汽车企月度销量	4
蔚来 (NIO.US) 汽车月度销量	4
小鹏 (XPEV.US) 汽车月度销量	4
理想 (LI.US) 汽车月度销量	5
特斯拉 (TSLA.US) 汽车季度销量	5
比亚迪 (1211.HK、002594.CH) 汽车月度销量	6
汽车行业月度销量	7
中国汽车月度销量	7
中国汽车行业周期	8
中国新能源汽车月度销量	9
中国新能源汽车渗透率和拆分	10
全球新能源汽车月度出货量	11
汽车行业估值	12
中国汽车整车指数估值	12
中国汽车估值周期	12
MSCI 世界汽车指数估值	13
蔚来 (NIO.US) 和小鹏 (XPEV.US) 市销率	14
理想 (LI.US) 和特斯拉 (TSLA.US) 市销率	14
比亚迪 (1211.HK、002594.CH) 估值	15

12月新能源汽车销量小结

新能源汽车销量再创新高：2020年12月，中国新能源汽车销量达到24.8万辆，环比增长22%，同比增长50%，渗透率达到8.8%，再创历史新高。2020年中国新能源汽车全年销量为136.7万辆，同比增长10.9%，渗透率为5.4%，还存在很大的上升空间。

造车新势力表现亮眼，多家车企12月交付量创新高：

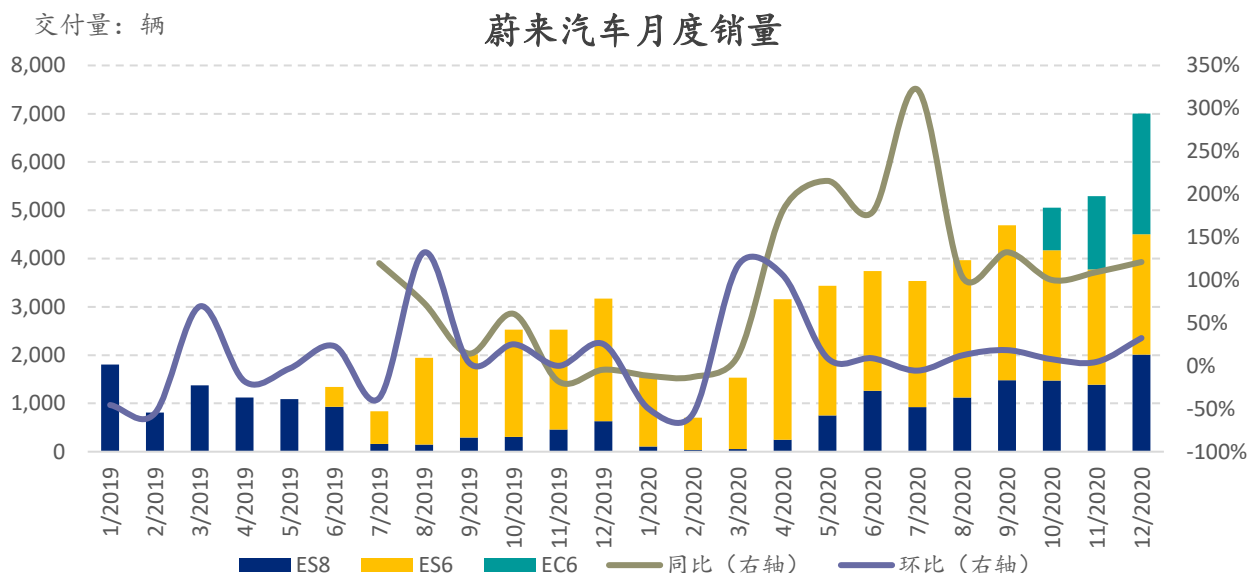
- **蔚来：**2020年12月，蔚来汽车交付量为7007台，同比增长121%，环比增长32%，增长主要来自于ES8和新车型EC6亮眼的市场表现。2020年全年交付量达到4.37万台，同比增速113%，总销量在中国造车新势力中位居第一。
- **小鹏：**2020年12月，小鹏汽车交付量为5700台，同比增长326%，环比增长35%，主要驱动为P7销量的快速增长。2020年全年交付量达到2.70万台，同比增速112%，其中交付仅7个月的P7交付量为15062台，占全年交付量的56%，成为目前小鹏的主力车型。
- **理想：**2020年12月，理想汽车交付量为6126台，由于19年同期的底基数（首月交付973台），20年12月同比增长530%，而环比则增长32%。2020年全年交付量达到3.26万台，Li ONE成为2020年中国造车新势力中最为畅销的车型。
- **特斯拉：**2020年4季度，特斯拉全球交付量达到18.06万台，同比增长61%，环比增长29%，全年交付量49.96万，电动车龙头地位难以撼动。据乘联会数据，特斯拉Model 3在中国的前11月累计销量已达到11.37万，有望成为全年中国新能源汽车市场中的最畅销车型。同时，国产Model Y也即将开始交付，值得关注。
- **比亚迪：**2020年12月，比亚迪汽车总交付量为56322台，其中新能源乘用车为27594台，同比增长157%，环比增长8%。受2020年上半年新能源汽车市场需求疲弱的影响，比亚迪全年新能源乘用车交付量为17.91万台，同比下跌18.5%。

整体估值处于高位，警惕估值下行风险：MSCI世界汽车指数P/S估值再创新高，远期P/S提高至0.84，将近历史均值+5倍标准差水平。申万汽车整车指数P/S达到1.17，超过均值+2倍标准差。估值持续高攀，需警惕估值回调风险。

新能源汽车企月度销量

蔚来 (NIO.US) 汽车月度销量

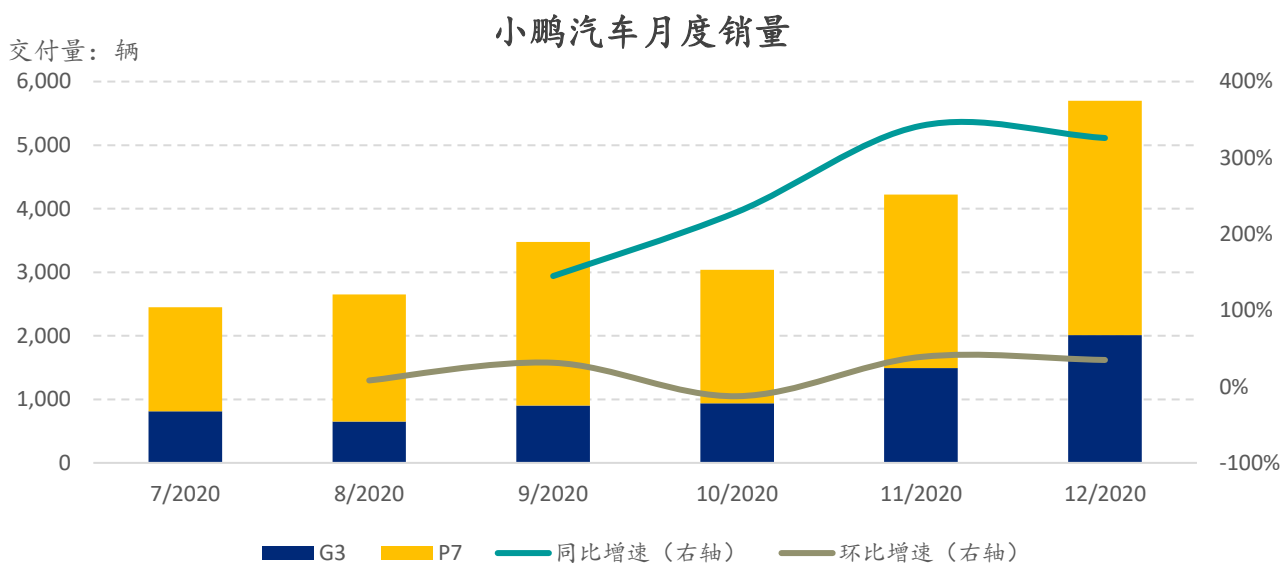
图表 1: 蔚来汽车月度销量: 12月环比增加 32%, 同比增加 121%



资料来源: 公司公告、浦银国际

小鹏 (XPEV.US) 汽车月度销量

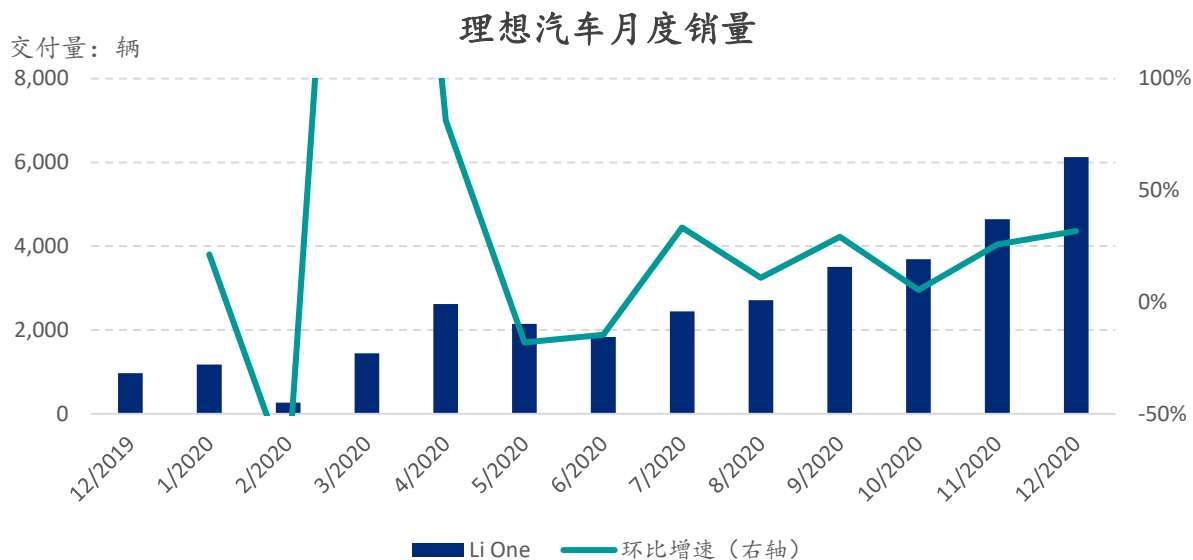
图表 2: 小鹏汽车车月度销量: 12月环比增加 35%, 同比增加 326%



资料来源: 公司公告、浦银国际

● 理想 (LI.US) 汽车月度销量

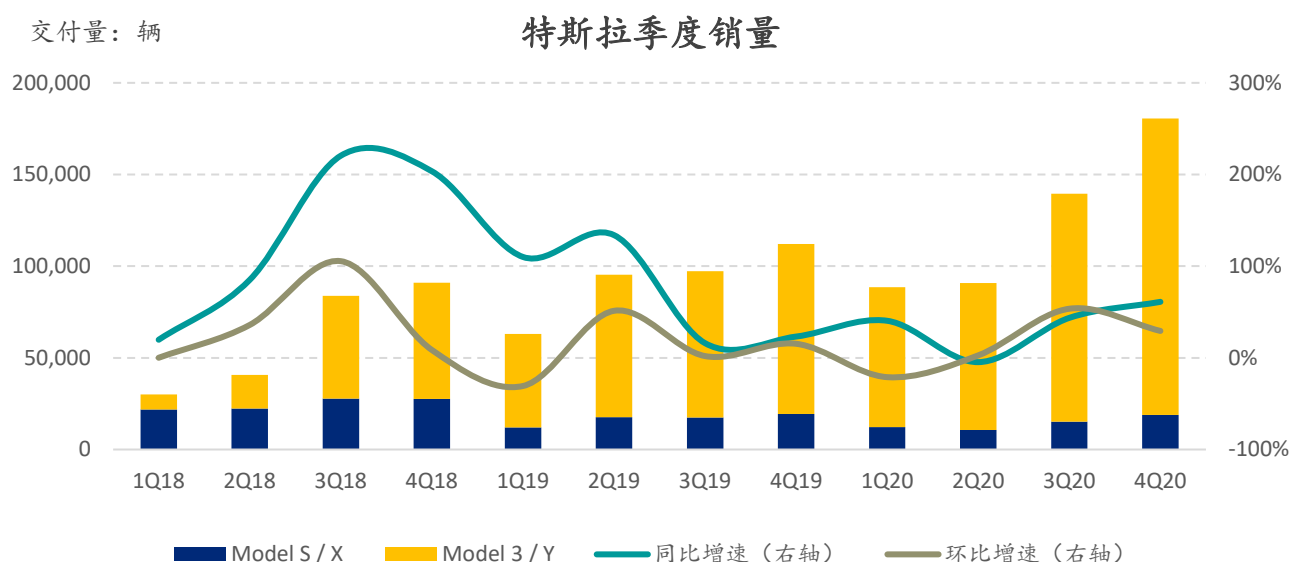
图表 3: 理想汽车月度销量: 12 月环比增加 32%, 同比增加 530%



资料来源: 公司公告、浦银国际

● 特斯拉 (TSLA.US) 汽车季度销量

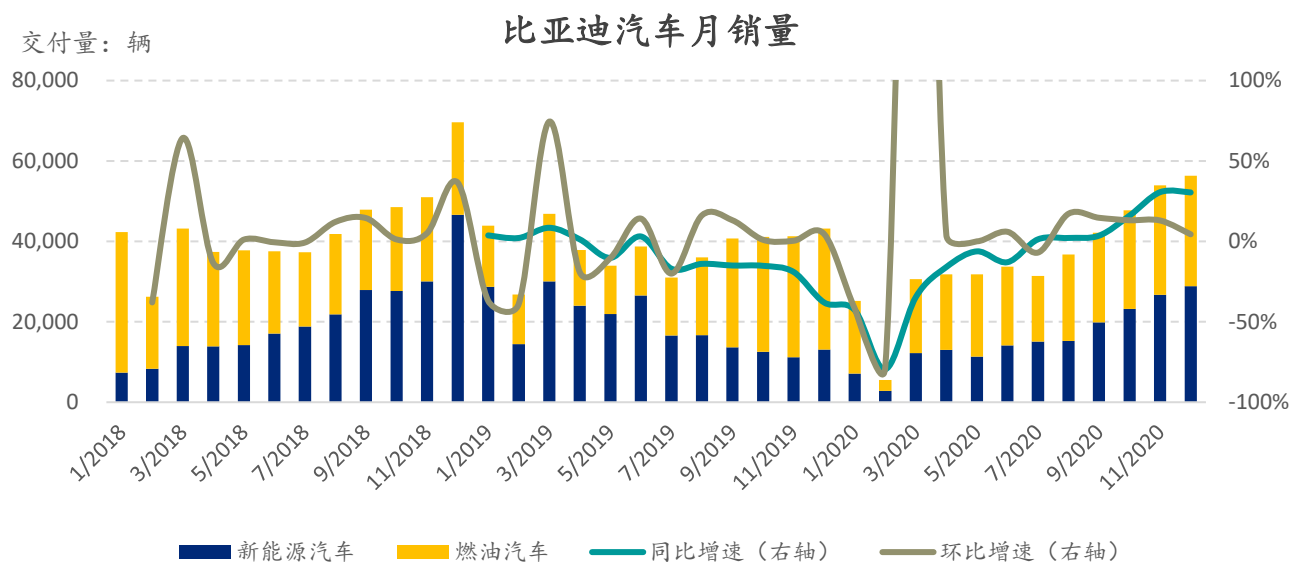
图表 4: 特斯拉汽车季度销量: 4 季度环比增加 29%, 同比增加 61%



资料来源: 公司公告、浦银国际

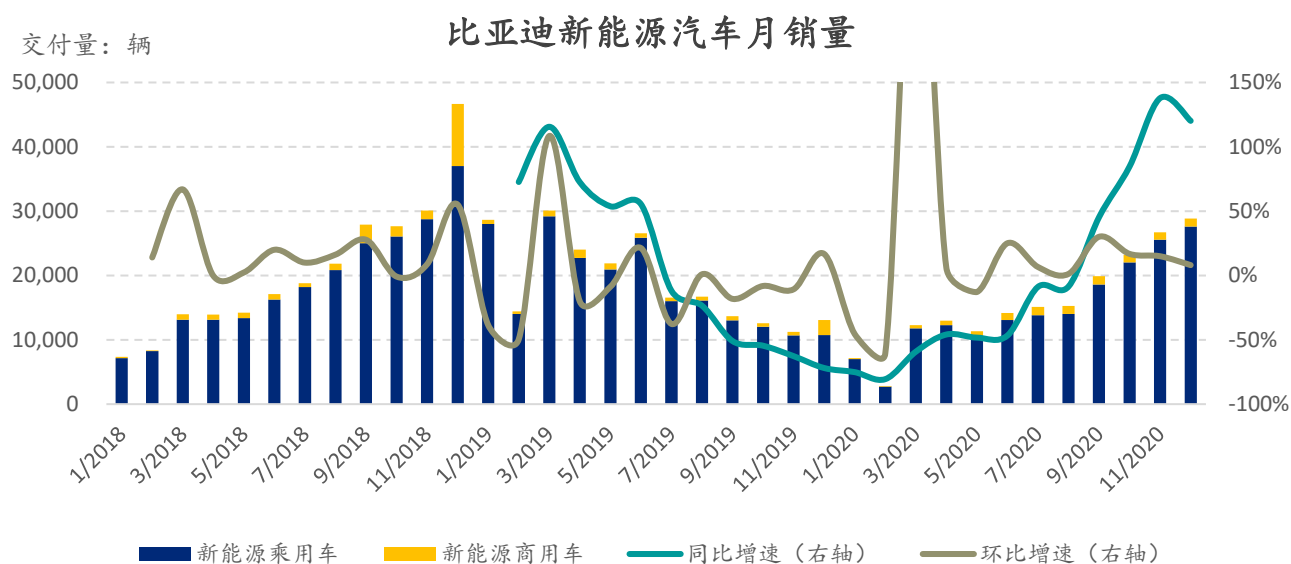
● 比亚迪 (1211.HK、002594.CH) 汽车月度销量

图表 5: 比亚迪汽车月度销量: 12月环比增加4%, 同比增加30%



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 6: 比亚迪新能源汽车月度销量: 12月环比增加8%, 同比增加120%

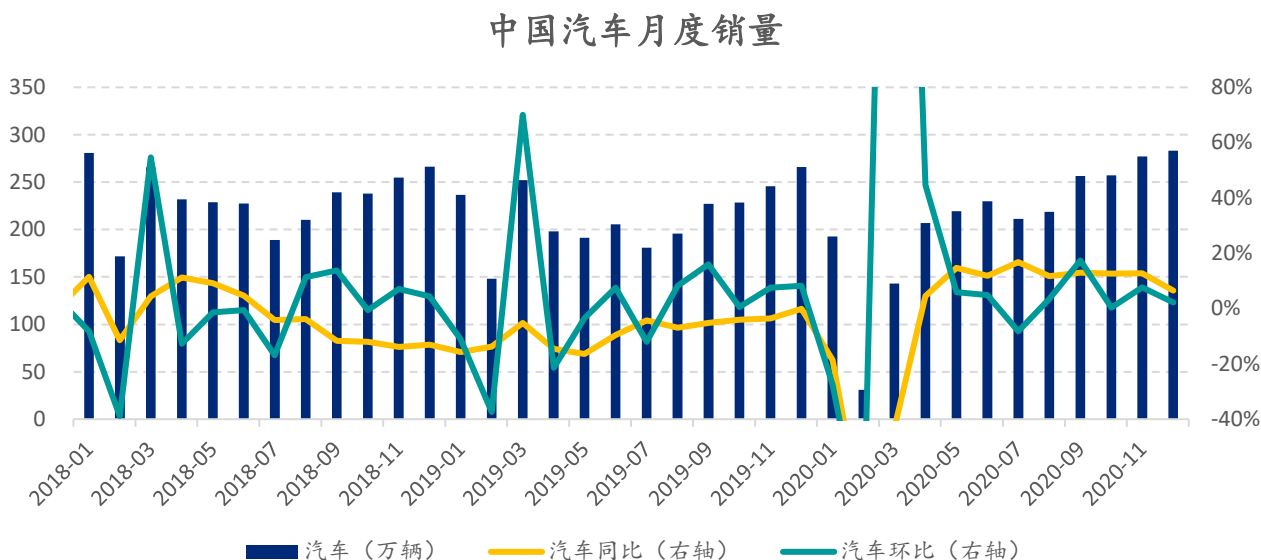


资料来源: 公司公告、浦银国际

汽车行业月度销量

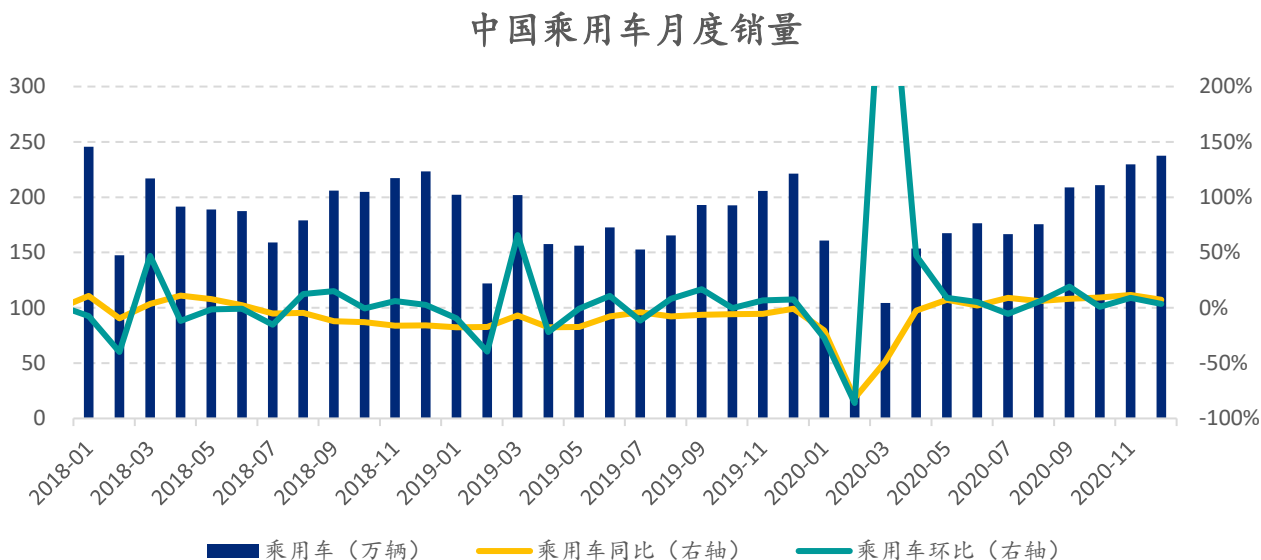
● 中国汽车月度销量

图表 7: 中国汽车月度销量: 12 月环比增加 2%, 同比增加 6%



资料来源: 中汽协、Wind、CEIC、浦银国际

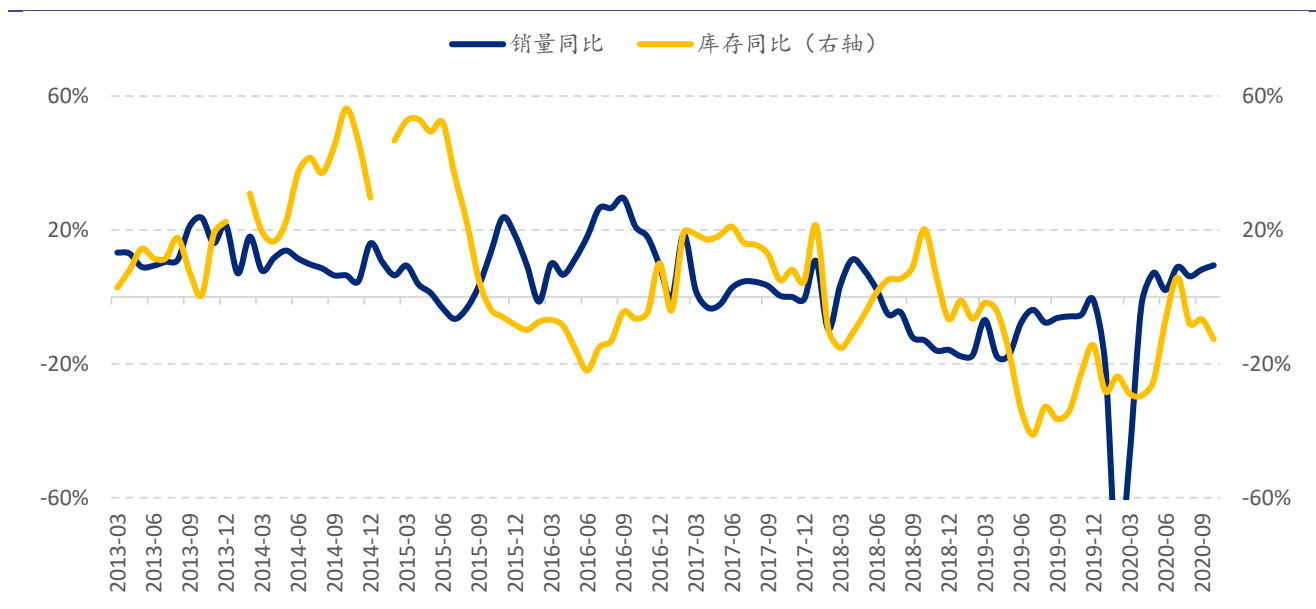
图表 8: 中国乘用车月度销量: 12 月环比增加 3%, 同比增加 7%



资料来源: 中汽协、Wind、CEIC、浦银国际

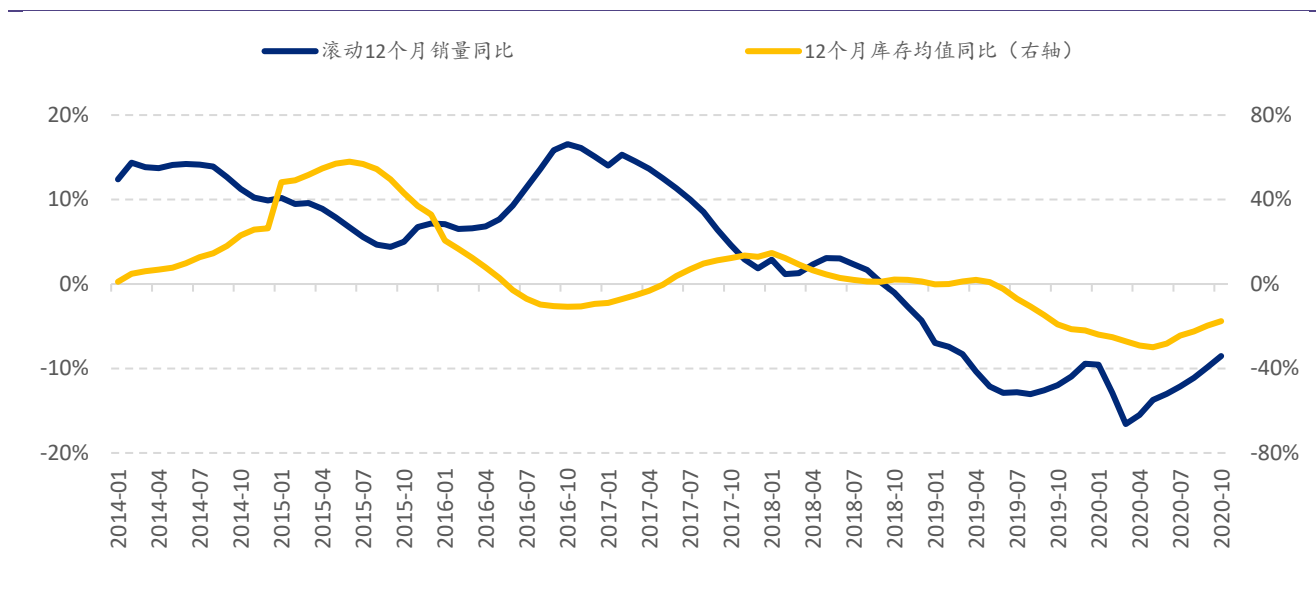
● 中国汽车行业周期

图表 9: 中国乘用车销量同比 vs 库存同比



资料来源: Wind、浦银国际

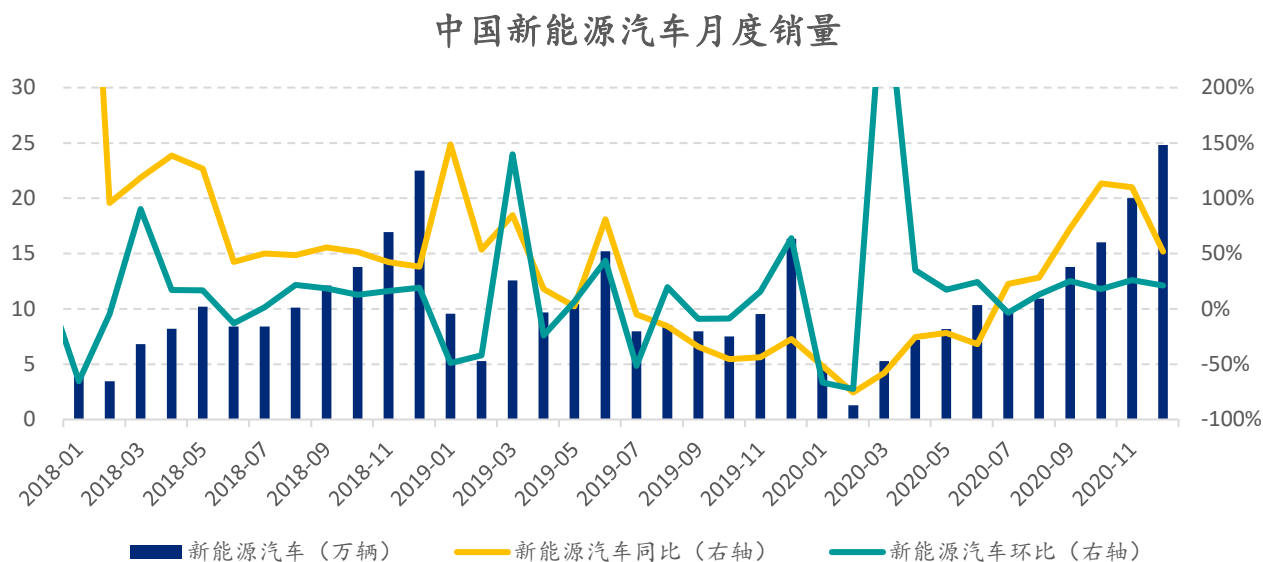
图表 10: 中国乘用车滚动 12 月销量同比 vs 12 个月库存均值同比



资料来源: Wind、浦银国际

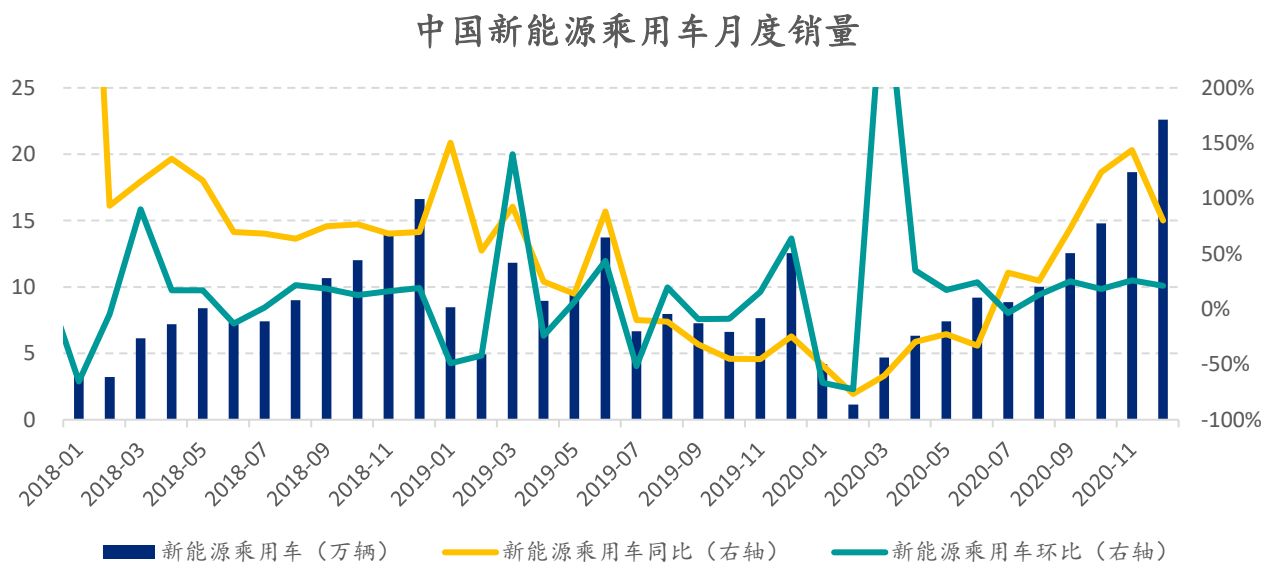
● 中国新能源汽车月度销量

图表 11: 中国新能源汽车月度销量: 12月环比增加 22%, 同比增加 50%



资料来源: 中汽协、Wind、CEIC、浦银国际

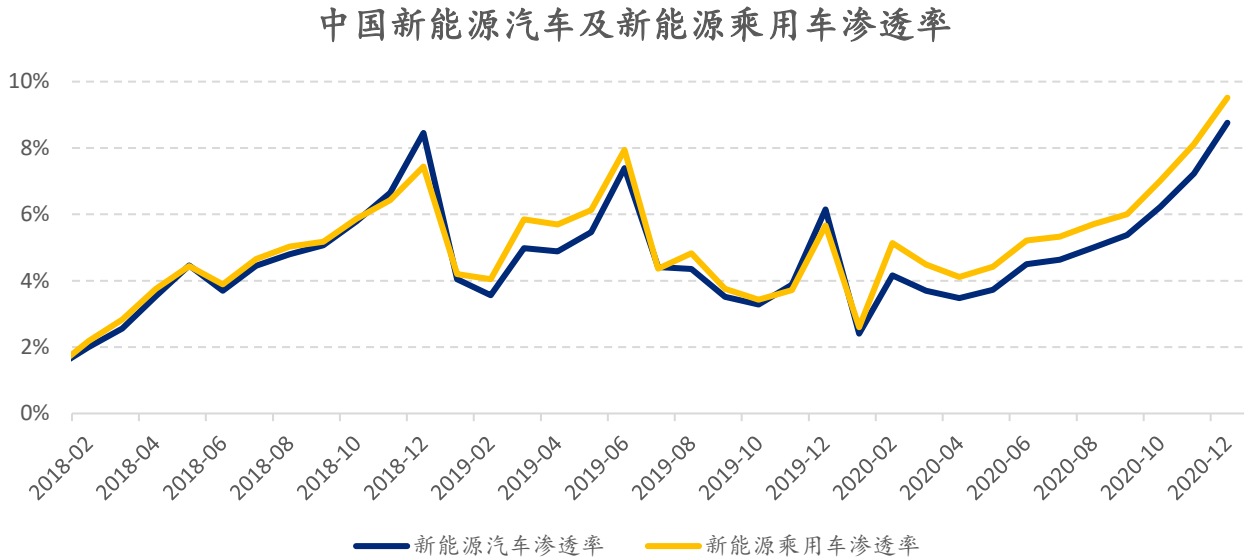
图表 12: 中国新能源乘用车月度销量: 12月环比增加 21%, 同比增加 80%



资料来源: 中汽协、Wind、CEIC、浦银国际

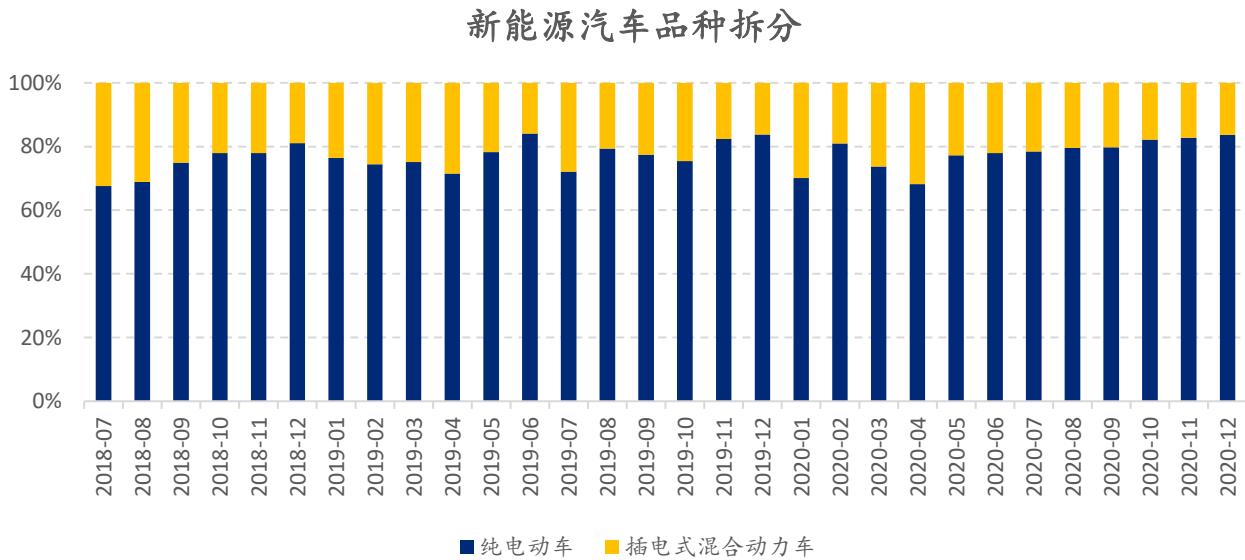
● 中国新能源汽车渗透率和拆分

图表 13: 中国新能源汽车及新能源乘用车渗透率: 新能源汽车渗透率 8.8%, 新能源乘用车渗透率 9.5%



资料来源: 中汽协、Wind、CEIC、浦银国际

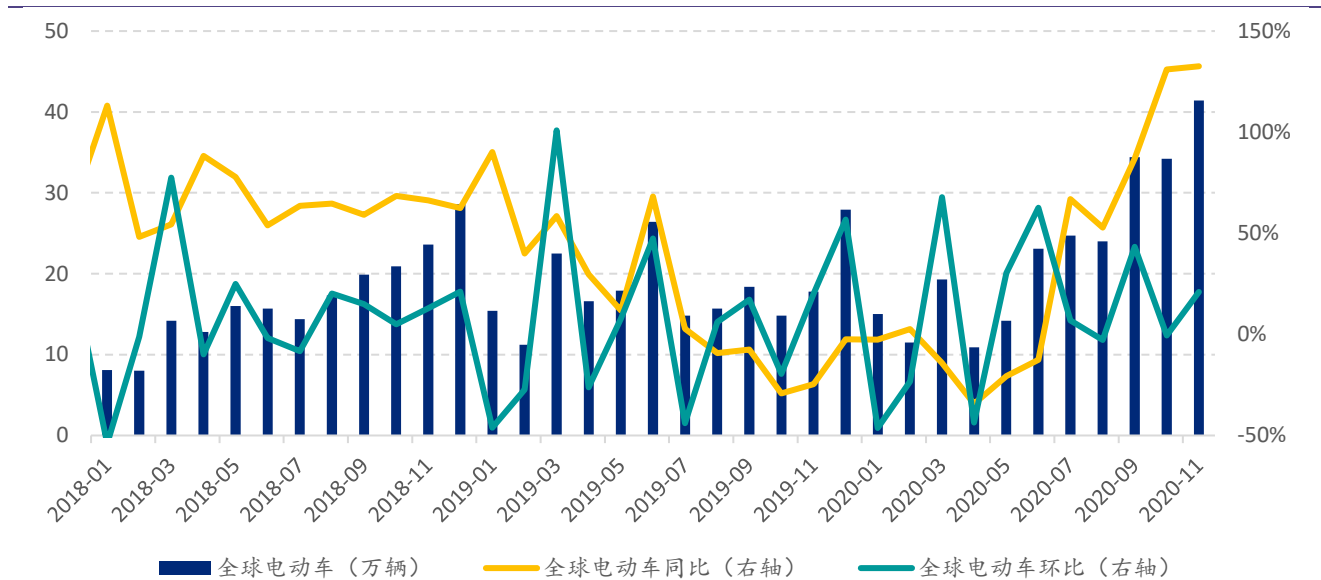
图表 14: 中国新能源汽车品种拆分: 纯电动车占比 84%, 插电式混合动力汽车占比 16%



资料来源: 中汽协、Wind、CEIC、浦银国际

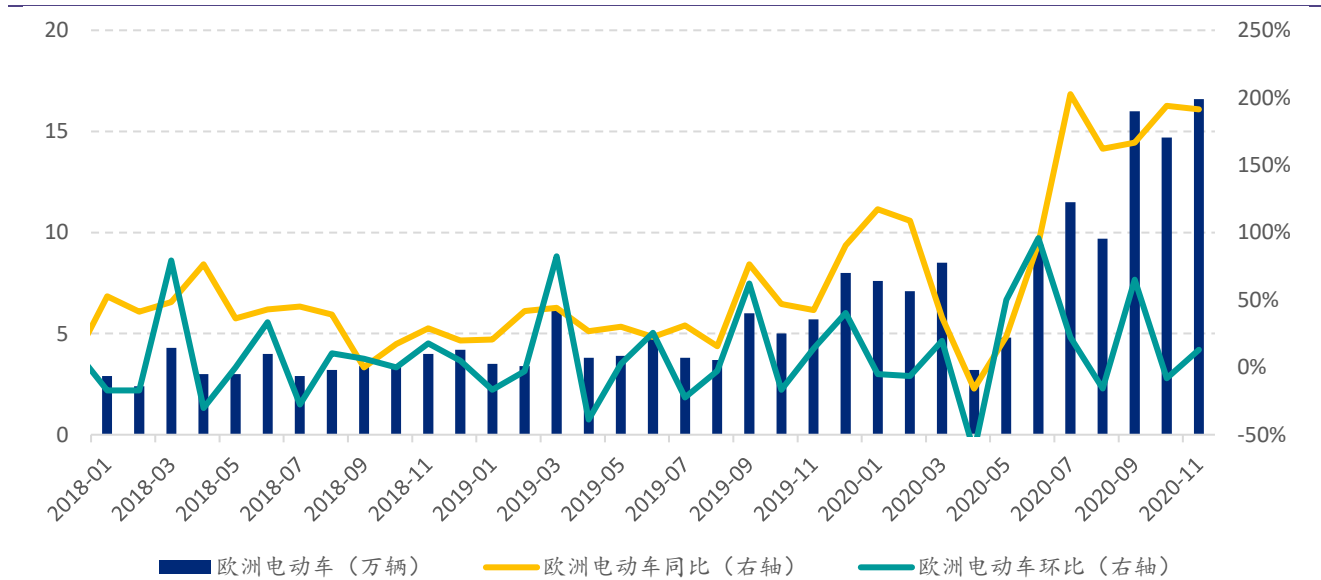
● 全球新能源汽车月度出货量

图表 15: 全球新能源汽车月度销量: 2020 年 11 月环比增加 21%, 同比增加 133%



资料来源: INSIDEEVs、浦银国际

图表 16: 欧洲新能源汽车月度销量: 2020 年 11 月环比增加 13%, 同比增加 198%

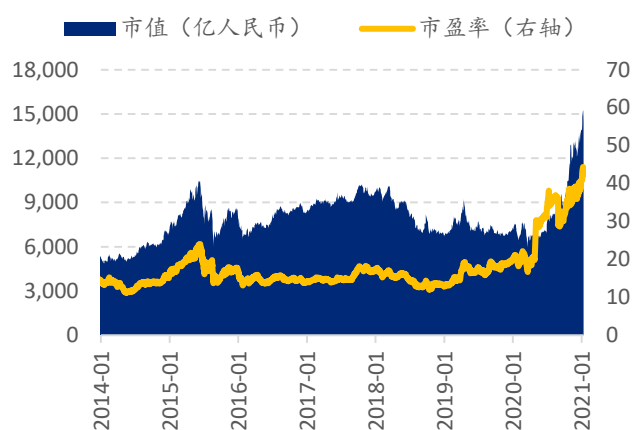


资料来源: INSIDEEVs、浦银国际

汽车行业估值

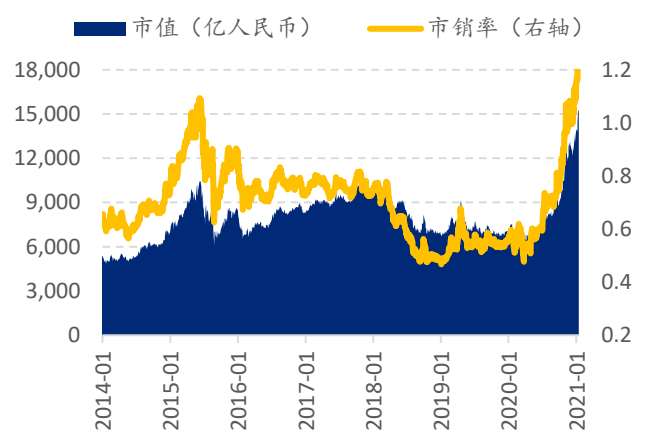
● 中国汽车整车指数估值

图表 17: 中国申万汽车整车指数市盈率: 当前 44.2x, 较 11 月月末上升 6.1x



注: 市盈率是过去 12 个月 (TTM) 动态市盈率
资料来源: Wind、浦银国际

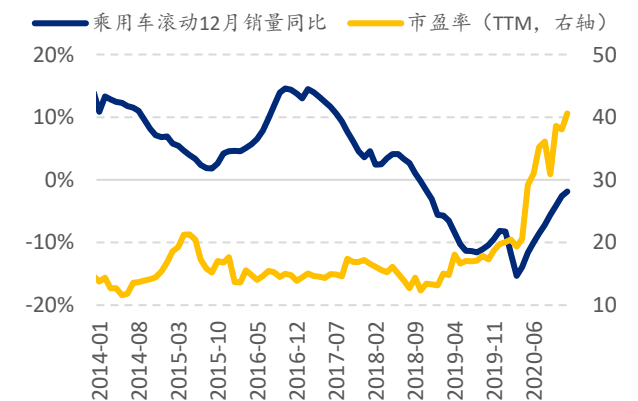
图表 18: 中国申万汽车整车指数市销率: 当前 1.2x, 较 11 月月末上升 0.1x



注: 市销率是过去 12 个月 (TTM) 动态市销率
资料来源: Wind、浦银国际

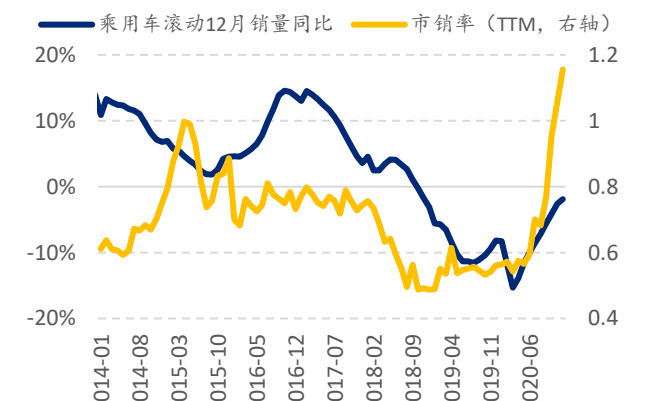
● 中国汽车估值周期

图表 19: 中国乘用车滚动 12 月销量同比 vs 市盈率



注: 市盈率是过去 12 个月 (TTM) 动态市盈率
资料来源: Wind、浦银国际

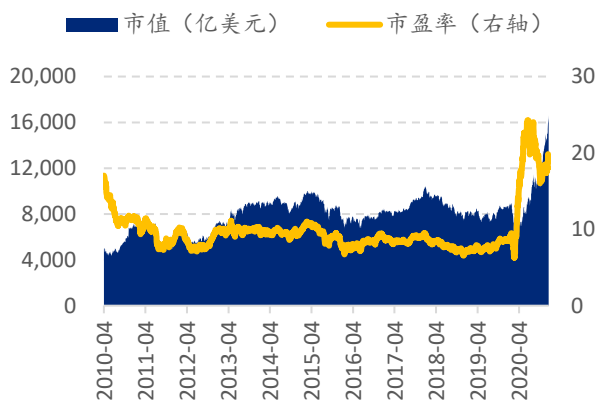
图表 20: 中国乘用车滚动 12 月销量同比 vs 市销率



注: 市销率是过去 12 个月 (TTM) 动态市销率
资料来源: Wind、浦银国际

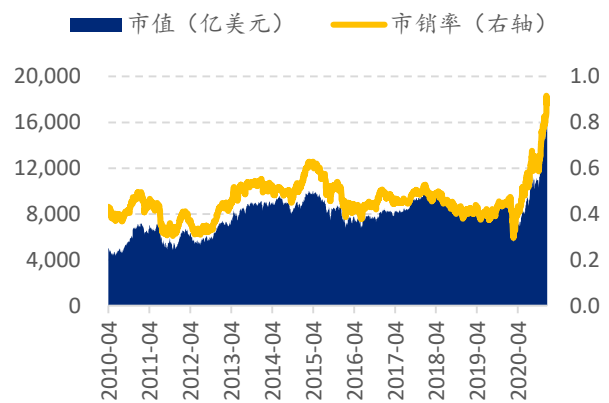
● MSCI 世界汽车指数估值

图表 21: MSCI 世界汽车指数市盈率: 当前 19.5x, 较 11 月月末上升 1.8x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 22: MSCI 世界汽车指数市销率: 当前 0.9x, 较 11 月月末上升 0.2x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

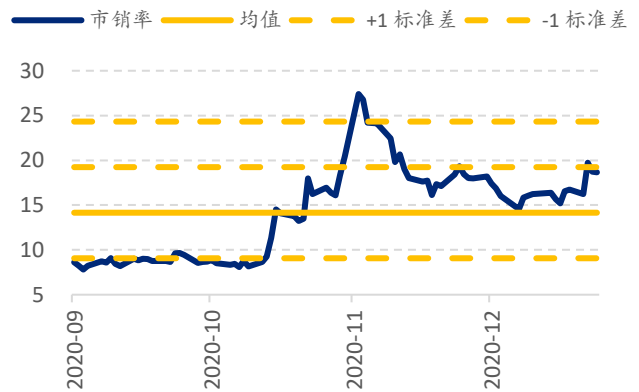
蔚来 (NIO.US) 和小鹏 (XPEV.US) 市销率

图表 23: 蔚来汽车市销率: 当前 19.6x vs 历史均值 4.1x vs 历史均值以上 1 个标准差 8.3x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 24: 小鹏汽车市销率: 当前 18.7x vs 历史均值 14.2x vs 历史均值以上 1 个标准差 19.2x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

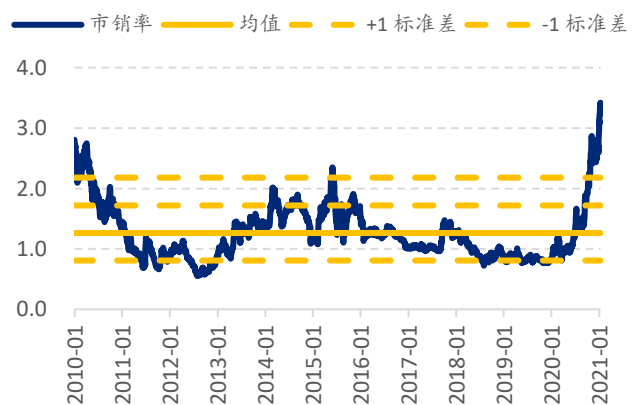
理想 (LI.US) 和特斯拉 (TSLA.US) 市销率

图表 25: 理想汽车市销率: 当前 10.5x vs 历史均值 8.5x vs 历史均值以上 1 个标准差 10.4x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 26: 特斯拉市销率: 当前 17.1x vs 历史均值 4.9x vs 历史均值以上 1 个标准差 8.3x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

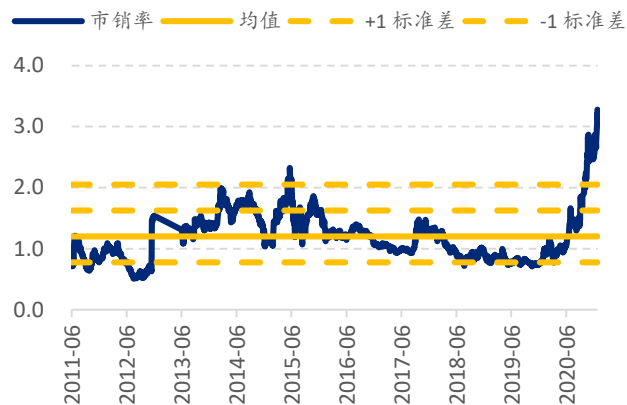
● 比亚迪 (1211.HK、002594.CH) 估值

图表 27: 比亚迪港股市销率: 当前 3.2x vs 历史均值 1.3x vs 历史均值以上 1 个标准差 1.7x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 28: 比亚迪 A 股市盈率: 当前 3.3x vs 历史均值 1.2x vs 历史均值以上 1 个标准差 1.6x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼