

# 諾亞研究

2020年12月22日

主題 | 新能源汽車面臨三大挑戰

夏春 | 諾亞控股首席經濟學家

## 核心觀點

今年特斯拉帶動了其他新能源汽車集體上漲，中概股中的蔚來、理想和小鵬在今年十一月底齊創新高。

臨近聖誕，全球股市波動稍顯平緩。美股上週五收市偏軟，週一港股、亞太地區股市普遍受挫。英國與美國上週開始進行疫苗接種計劃，但是疫情似乎並未得到控制。英國更是發現傳播率較現有高 70% 的新冠變種毒株，令確診人數激增。12月20日單日新增確診病例 35,928 宗，是疫情爆發以來最高。

英國衛生大臣夏國賢周日表示，因新型冠狀病毒變種毒株「失控」，因此須火速頒佈最嚴格級別措施。倫敦封城之後，全球多個國家已經禁止了英國航班的進入。

疫情加劇也不僅限於歐美，韓國近日也出現疫情反撲，12月19日錄得疫情以來單日最高新增確診病例 1095 例。

昨天也是特斯拉被正式納入到標普 500 指數的日子。我們在之前的文章說明過，12月初，標普 500 指數宣佈將當時市值已經是美國第六大的公司特斯拉納入指數，隨後特斯拉股價持續上漲，在上週五收盤價創下新高 695 美元。不過昨天，英國因為新冠變種病毒而封城，特斯拉也隨大盤而下跌。

在去年底，特斯拉的股價依然停留在多年沒什麼變化的水準，而蔚來汽車則面臨著重重困難，但出人意料的時，由於特斯拉上海生產基地的落成解決了產能問題，以及新冠疫情帶來的利好，今年特斯拉帶動了其他新能源汽車集體上漲，中概股中的蔚來、理想和小鵬在今年十一月底齊創新高。蔚來最高收盤價為 55.38 美元，是首日掛牌價的 9 倍多，是年初最低收盤價 1.32 美元的 42 倍。其市值更是以 728 億美元超越傳統老牌汽車公司通用（587 億美元）和寶馬（466 億美元）。

在十一月的文章中我們提到，相對於傳統能源，我們更看好新能源行業的長期投資機會，認為可持續能源在中長期是大勢所趨。而這不僅會在實體產業中反映，金融市場中也相信會出現更多的趨勢轉變。為此，我們總結了影響新能源汽車行業的幾個大環境。

首先是雙管齊下的政府補貼政策和燃油汽車購買管控。政府補貼主要涉及兩個方面，一是對購買方的補貼；二是對生產新能源汽車的企業或上游產業的補貼。

2008 年以來，美國、德國、日本、中國等國家對新能源汽車的購買方和銷售企業實行稅收抵免、對燃料和電池研發部門提供支援。但是這類政策通常是階段性的，從而影響了行業的週期性發展。補貼政策協助了新能源汽車的市場推廣，在吸引、培養並積累了一定的用戶群體後逐步離場；之後市場形成競爭並自我調整；在經歷了十多年的發展，市場普遍認為新能源汽車的黃金時代已經到來。

其次是國家層面的政策性方針。世界幾大經濟體，美國、歐盟和中國都正主導著環保和可持續發展的方針，中長期內為行業發展提供了正面的導向。特別是拜登當選後的能源政策，可以說是美國史上最激進的，動用至少兩萬億美元的龐大財政資源，以實現美國在 2050 年前成為零碳排經濟體的長期目標。這與歐盟在「綠色新政」計劃中的期限也一致。

十二月中，習近平主席在氣候雄心峰會最新發言，為中國降低碳排放設定新目標。到 2030 年，中國單位國內生產總值二氧化碳排放將比 2005 年下降 65% 以上，非化石能源占一次能源消費比重將達到 25% 左右。

第三是全球性的共同目標。除了大國的政策之外，國際性組織也不斷提供指引。國際貨幣基金組織 (IMF) 在今年十月份的經濟展望中提到，在面對全球氣候變化的挑戰中，從碳排放著手以減少溫室氣體排放是長遠之計。更進一步地，新能源汽車的上游產業鏈屬於能源開發板塊，而能源板塊的「去碳化」也同時放大了汽車產業轉型至電動車所帶來的好處。

但是今年情況特殊，為何新能源汽車板塊的表現仍能名列前茅呢？Black and Parry (2020) 研究指出，在當前的經濟條件下看來，實現緩和全球暖化目標所需要減少的碳排放量並沒有因經濟衝擊而發生實質性的變動。其中原因之一是，新冠疫情的爆發在一定程度上導致了人們出行方式上的改變，例如人們在溝通上更傾向於使用通訊 APP、出行方式上更加依賴於個人交通工具等，這表明在短期甚至中長期內雖然會減少人們通勤的需要，但同時也減少對公共交通運輸工具的使用。這也說明疫情衝擊使公共部門減少的新能源汽車購買量轉移到了居民購買上，導致經濟衝擊下，這個板塊仍能優於傳統能源板塊，在實體經濟和金融市場上站住了腳。

但是，這些支持性政策以及疫情為新能源汽車帶來的應該已經充分反映到他們的股價上。目前市場普遍認為新能源汽車的估值過高，後續股價走勢面臨較大的回檔壓力。除此以外，我們認為，新能源汽車的發展還面臨三大挑戰：

首先是新能源汽車行業未來將迎來新的競爭對手，蘋果預計在明年九月發表 Apple Car，比原先預期的提早至少兩年，其原型車已經在美國加州上路測試。而華為也將成為新能源汽車的參與者。

其次，市場在大力推廣電動汽車時，很容易忽略其對經濟體產生的負的外部性。

電動車在運作時固然比燃油車的碳排放量少，但是人們很容易忽視電動車使用的儲存電源也是由其他資源發電產生的，它們的發電過程也免不了對環境產生污染。傳統汽車製造商豐田 CEO 豐田章男在本月中表示，電動車的盲目推崇者並沒有考慮到發電造成的碳排放以及電動車轉型中的隱形成本，比如可能造成傳統汽車行業大規模失業（特別是無人駕駛技術成熟和普及之後）、夏天電力需求高峰期可能出現電力短缺等；同時也擔心成本會轉嫁到售價上，最終由普通消費者承擔。

除此之外，研究 (Xing, Leard, and Li, 2019) 指出，電動汽車和傳統燃油汽車互相替代時，二者之間的碳排放差額也是考察電動車是否能給環境帶來正面影響的一個重要因素。學者們在研究中發現，美國聯邦政府鼓勵購買電動車所執行的稅收減免政策，確實是增加了電動車的銷量，但是遺憾的是，銷量的提升大部分是替代了一些高效率的燃油車，而高效率燃油車所產生的碳排放與電動車並沒有很顯著的差別。一旦越來越多新使用者認識到這點，可能會對電動車的銷量帶來衝擊。

總之，電動車在今年的大逆襲下，迎來市場更多的質疑聲音並不奇怪。短期內我們需要留意英國封城之後股票市場面臨的衝擊，長期內我們需要關注新的競爭對手加入電動車行業帶來的挑戰。

---

免責聲明: 本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。