

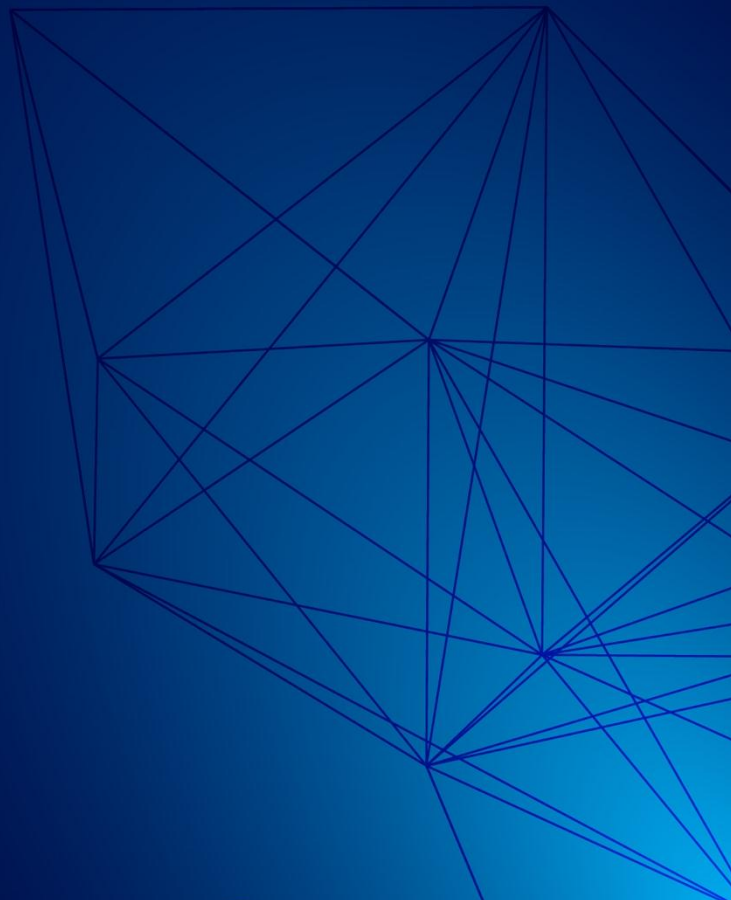


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2020年第32期 总第79期



PHBS HFRI

北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院
院长：海闻
执行院长：巴曙松
秘书长：本力
编辑：蔡悦盈（执行） 曹明明 方培豪 朱伟豪

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写HFRI）成立于2008年12月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于促进金融学术研究、金融市场运行、金融机构监管、金融政策决策之间的交流互动；立足粤港澳大湾区，以全球视野，构建开放的金融专业交流平台，使金融教学与金融研究相互带动，通过编辑出版专业刊物、发布专业研究报告、举办专业讲座、组织前沿学术会议等多种形式，为区域金融发展和国家金融决策提供积极的智力支持，努力将北京大学汇丰金融研究院打造成为聚焦市场前沿的金融专业智库。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

从高净值客户对 ESG 投资的关注谈中美环保投资

【对话主持】

巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

【特邀嘉宾】

刘艳华（清华大学经济管理学院业界导师）

一、全球高净值人群对 ESG 投资的关注度不断提高

根据凯捷集团 2020 世界财富报告，在严峻的疫情环境下，全球高净值人群意识到环境和社会风险的影响，对环境、社会和治理（ESG）等可持续投资领域更加关注。据统计，27%的高净值人群、40%的超高净值人士、49%的年轻超高净值人士对可持续投资感兴趣。预计高净值人群 2020 年底将 41%的投资组合配置到可持续投资产品上，2021 年底这一配置比例将提升至 46%。

高净值人士关注可持续投资的原因，主要在于高回报、低风险。据统计，39%的高净值人士认为可持续投资可以提供更高的回报；33%的高净值人士认为可持续投资更可靠，投机性小。

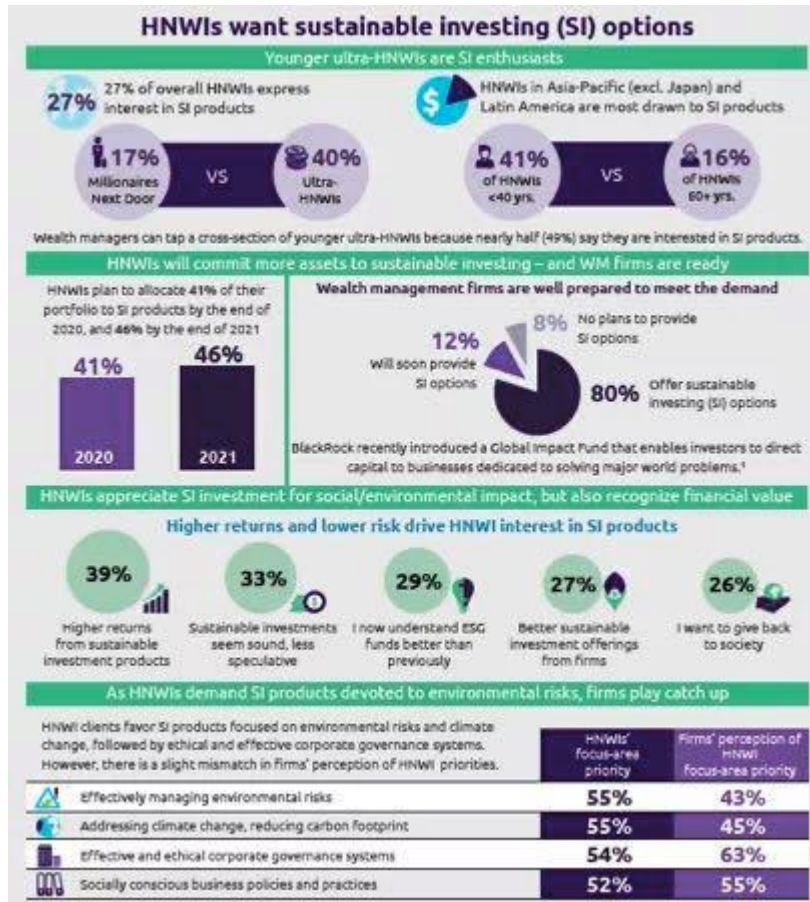


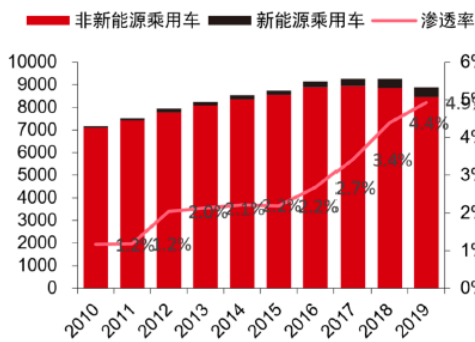
图 1：高净值人群关注可持续投资的原因分析

环保及相关产业在全球范围都引起了高度重视，处于快速发展期，这在中美两国尤为明显。美国 IShare 有 ESG 专项 ETF 投资产品，中国国内也对环保产业逐步加大政策支持力度。2020 年 7 月 15 日，国家绿色发展基金股份有限公司在上海揭牌运营，首期募资规模 885 亿元，中央财政出资 100 亿元。国家绿色发展基金是由中华人民共和国财政部、中华人民共和国生态环境部、上海市共同发起设立，基金将重点投资污染治理、生态修复和国土空间绿化、能源资源节约利用、绿色交通和清洁能源等领域。本次分享重点关注新能源汽车和固废处理两个 ESG 相关环保科技行业的现状和投资机会。

二、新能源汽车行业的现状与投资机会

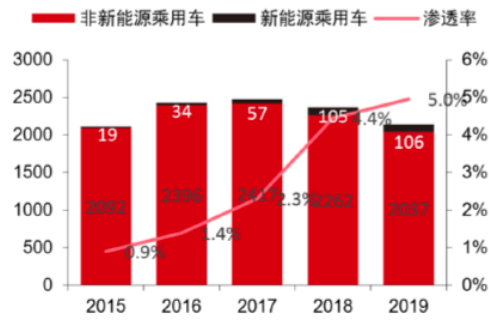
2019 年，新能源汽车在中国乃至全球的渗透率都仅在 5% 左右。回顾智能手机的发展历程，随着 2010 年以 iPhone4 为代表的智能手机推出，全球智能手机的渗透率快速从 10% 快速提升至 70% 以上。汽车的电动化、智能化正经历相似的进程。随着特斯拉 Model 3、Model Y 等爆款产品的推出，理想、蔚来、小鹏等新势力产品的上市，以及大众 MEB、奔驰 E 等全球车企的转型，预计智能电动汽车的渗透率将进入一个加速提升期。

图 10：全球新能源乘用车销量和渗透率（万辆，%）



资料来源：OICA, 中信证券研究部

图 9：中国新能源乘用车销量和渗透率（万辆，%）



资料来源：中汽协, 中信证券研究部

图 2：全球新能源汽车市场空间：渗透率依然很低

从全球新能源汽车市场的结构和趋势看，2019 年，中国、欧洲和北美地区的电动车（纯电+插电混动）销量分别达 106.7 万辆、55.9 万辆以及 35.6 万辆。2017-2019 年，中国电车销量占全球份额稳定在 50% 左右，体量位居第一。2020 年 Q1 疫情阴霾之下，欧洲电车发展依旧不改迅猛之势，总体销量达 38.2 万辆，占据全球新能源车市场的 43.5%，2020 年 H1 欧洲电车销量跃居全球第一。欧洲电车销售势

头迅猛的主要动力就是政府补贴，以德国为例：2020年5月起，新车单车补贴由6000欧元增加至9000欧元，而传统燃油车1500欧元补贴取消，凸显出德国政府大力支持新能源汽车行业的决心与信心，显著刺激电动车的需求。法国新车单车补贴也由4500欧元增加至7000欧元。

国家	德国	法国	英国	荷兰	瑞典	西班牙
2019年	价格低于40000欧元，纯电动车、插电式混合动力车最高单车补贴分别为6000欧元、4500欧元；价格高于40000、低于60000，补贴金额提升25%，高于60000欧元不予补贴。	CO2小于20g/km.购置成本的27%，最高6000欧元 二手激励：对购买二手或新BEV、PHEV提供最高5000欧元的奖励	(2019年10月前) BEV、PHEV汽车：价格的35% (最高4500英镑) BEV卡车：价格的20% (最高8000英镑) (2019年10月后) BEV、PHEV：价格的35% (最高3500英镑)	无	(自2018年7月1日) 碳排放0g: 60000 SEK (€5690) 碳排放30g: 35010 SEK (€3320) 碳排放60g: 10020 SEK (€950)	(自2019年2月起) 标价低于48400欧元： 零排放范围<31.9公里: 2300欧元 零排放范围<71.9公里: 3600欧元 零排放范围>72公里: 6500欧元
2020年	纯电动车、插电式混合动力车最高单车补贴分别提升至9000欧元、6750欧元；提高电动车免税价格上限至4万欧元 有效期：至2021年底	推出80亿欧元汽车刺激计划：纯电动车单车补贴将从6000欧元提升至12000欧元（其中旧车报废5000欧元，新车购买7000欧元）；插电式混合动力车补贴2000欧元；燃油车给予3000欧元补助 有效期：2020年6月1日至2020年12月31日	纯电动车单车补贴从3500英镑下降至3000英镑 有效期：从2020年4月起 最新消息：燃油车置换电动车最高享受7000英镑的补贴 有效期：从2020年7月6日起	购买或租赁电动车（价格上限为4.5万欧元）最高可获得单车4000欧元补贴，二手电动车给予2000欧元，超过4.5万欧元无补贴。 有效期：从2020年7月起	碳排放为0g的补贴5690欧元 小于30g补贴3320欧元，小于60g补贴950欧元，政策延续至今保持不变 有效期：从2018年7月起	零排放范围大于72公里获补贴6500欧元，小于71.9公里大于32公里补贴3600欧元，小于31.9公里补贴2300欧元 有效期：自2019年2月起

表 1：欧洲各国新能源汽车补贴政策细则

具体到标杆企业，首先要提的自然还是特斯拉。在华尔街众多投行和对冲基金的看空做空中，特斯拉股价已经突破2000美元，最新市值4125亿美元，2020年到现在涨幅为414.43%，相比较2010年6月29日17美元的发行价涨幅为12920%(129倍)。市值超过2个丰田、8个法拉利、9个通用、14个福特。



图 3：特斯拉在做空声中创造股价奇迹，长期主义的胜利

投资者从中获利最典型、最丰厚的是英国基金公司 Baillie Gifford，于 2013 年买入特斯拉后长期持有，目前持有特斯拉 7.49% 的股权，持仓浮盈超过 200 亿美元（折合约人民币 1400 亿元）。

特斯拉的股价奇迹除了市场因素，最重要的还是公司基本面。特斯拉在北美的基本盘巩固，产品驱动整个北美市场。特斯拉是美国首家电车累计销量达 20 万辆的制造商，并在 2018 年 Q4 首次触发补贴退坡机制，从 2020 年 1 月起在美国销售的 Tesla 电车将不再获得补贴。追踪特斯拉在美季度销量，我们可以发现 2019 年 Q1-Q2 特斯拉在补贴降为一半的前提下，销量同比增长超过 100%；Q3-Q4 补贴降为 1875 美元的前提下，Q3 同比降低 25.85%，Q4 逆势微增 6.8%。这说明特斯拉的销售火爆和补贴关系不大，更多来自于产品力和品牌。

特斯拉在中国市场的需求更是巨大。下面引用了理想汽车创始人李想分享的数据，在 2020 年 6 月北京、上海、深圳全口径的汽车销售统计中（不区分新能源与否），特斯拉遥遥领先。在欧洲市场，特

斯拉于 2019 年以 11.1 万辆的年销量取代宝马，坐上销售第一宝座。

北京市2020年6月销量排名			上海市2020年6月销量排名			深圳市2020年6月销量排名		
排名	车型	2020年6月销量	排名	车型	2020年6月销量	排名	车型	2020年6月销量
1	特斯拉Model 3	1876	1	特斯拉Model 3	3171	1	特斯拉Model 3	1717
2	奔驰GLC级	910	2	科沃兹	1274	2	卡罗拉	813
3	别克GL8	903	3	迈锐宝XL	1108	3	轩逸	777
4	奥迪A6L	869	4	荣威e6	1089	4	比亚迪宋	750
5	奔驰E级	783	5	奔驰GLC级	996	5	雅阁	626
6	轩逸	715	6	途观L	984	6	奔驰GLC级	606
7	迈腾	680	7	别克GL8	894	7	奔驰E级	602
8	探岳	622	8	奔驰C级	889	8	比亚迪秦	568
9	宝马X3	617	9	宝马3系	855	9	凯美瑞	550
10	奥迪Q5L	571	10	君威	845	10	宝马5系	509
11	宝马3系	564	11	昂科威	803	11	悦翔	502
12	奔驰C级	559	12	轩逸	750	12	雷凌	434
13	卡罗拉	554	13	朗逸	745	13	丰田RAV4	430
14	雅阁	549	14	宝马X3	713	14	宝马3系	427
15	宝马5系	534	15	英朗GT	680	15	传祺AIONS	412
16	奇骏	497	16	奔驰E级	678	16	奔驰C级	405
17	帕萨特	494	17	速岳	675	17	本田CR-V	386
18	速腾	471	18	荣威RX5 MAX	667	18	皓影	381
19	途观L	469	19	宝马5系	660	19	奥迪A6L	370
20	丰田RAV4	467	20	帕萨特	652	20	缤智	346

表 2：特斯拉在中国市场的需求巨大

现在看中国新能源汽车行业的标杆，蔚来、理想、小鹏作为造车新势力的代表，受益于市场的爆发和特斯拉的鲑鱼效应，已经度过了至暗时刻，根据平安证券研究所的数据，新能源车季度交付量的增速都很可观。

蔚来 2020 年的股票收益是 397.31%。2020 年二季度蔚来单季交付量首次突破 1 万辆大关(交付量为 10331 辆，上年同期为 3553 辆)；第二季度毛利率为 8.4%，上年同期为-33.4%，成功实现转正。在新车型方面，蔚来 EC6 即将上市，对标特斯拉 Model Y。2020 年 2 月 25 日（当天股价 4.4 美元，相比较发行价 6.26 美元跌幅 30%），蔚来宣布与合肥市签署了战略合作框架协议，蔚来将在合肥打造中国总部，将得到合肥市政府超过 100 亿元的项目投资金额。

相比于 11.5 美元的发行价，理想汽车股价涨幅 53.04%。公司首款产品理想 ONE，通过增程式电动方案实现综合续航 800 公里，可

以缓解电动车普及过程中充电基础设施不足和续驶里程有限的焦虑，提升客户体验，亦有效降低制造成本。理想汽车定价在 30-35 万的 6/7 座 SUV 成功避开来自特斯拉的正面竞争，在大型家用城市 SUV 市场正面抢夺汉兰达等汽油车型庞大的市场空间。李想为第一大股东，持股占总股本 25.1%；王兴旗下的 Inspired Elite Investments Limited 和 Zijin Global Inc. 为第二和第三大股东，持股比例分别为 14.5% 和 8.9%。

小鹏相比较 15 美元的发行价涨幅 51.93%。小鹏 G3 从 2018 年四季度开始交付并贡献营收，小鹏 P7 从 2020 年二季度开始交付。根据招股书信息，2018/2019/2020H1 公司营业收入分别为 0.1/23.21/10.03 亿元，对应新车交付量分别为 29/12728/5499 辆。从目前的财务情况来看，公司仍旧处于亏损状态中；随着 P7 的大规模交付，公司的盈利能力有望得到改善。小鹏在三家新势力中总体处于中等位置，在赛道选择、市场空间、交付规模上好于理想汽车，在盈利能力方面好于蔚来。

三、固废处理行业的现状与投资机会

自从金融危机之后，尤其是 2013 年后，美国住房部门开始强劲复苏，单户住宅数量开始稳步攀升，垃圾产生量逐年增加，垃圾处理价格也逐年攀升。经济的稳健也给这个行业的景气提供了客观条件。

过去十年，每年固态垃圾处理的价格指数增幅大约为 3% 多一点，跑赢了通胀。加上 2% 的量增和各大企业不断的并购，客观促进了行

业的整合及龙头的高速发展。

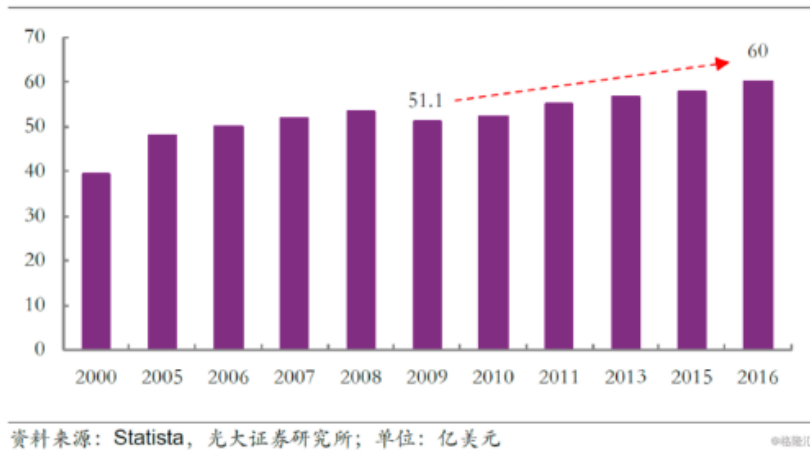


图 4: 美国固废行业营业收入在金融危机后持续增长

美国废物回收处理行业呈现出来的行业特征是：成本领先、规模经济的行业龙头长期收益可观。当客户体验要求相对较低时，能够提供更低服务价格者便可以胜出。能够提供更低的服务价格，往往意味着更加具有规模经济的优势。规模经济最大的优势是局部区域性垄断，而废物回收处理，恰恰提供了这样的一个行业契机。垃圾收集与填埋是一个很好的赛道，而其中的佼佼者股价更是一骑绝尘。

获取堆填许可证是一件壁垒很高的事。美国的堆填由各州的环境组织树立最低要求，而这些要求都不得低于美国环境保护署（EPA）的要求。获得一张许可证通常需要 5-7 年，并可能花费几百万美金，还需要严格的选址、工程和环境研究，并保证当地的环境和安全隐患都被充分考虑并解决。

美国废物管理公司（Waste Management, Inc., 简称 WM）成立于 1968 年，公司现已发展成为北美地区最大的综合环境解决方案供应

商，拥有行业规模最大的回收设施网络、转运站及堆填区，为美国和加拿大地区超过 2100 万的居民、商业和工业客户提供垃圾收集、转运、处理以及资源循环利用服务。

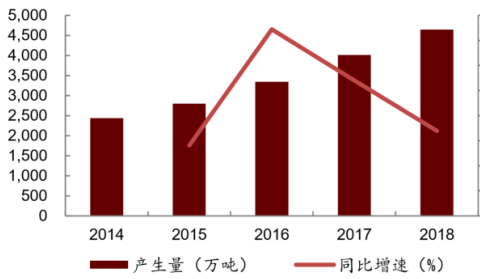


图 5：美国废物官离公司股价走势

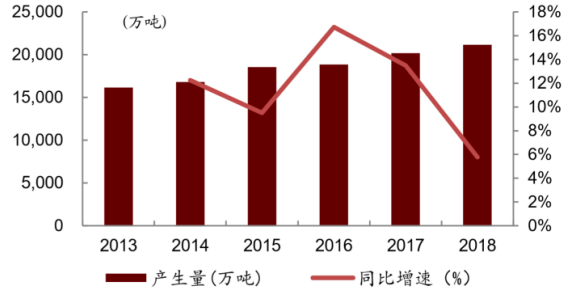
Waste Connections 简称 WCN, 2013 年以来股价涨幅为 317.49%。公司除了在进入壁垒和规模优势之外，在经营上还有独到之处。WCN 一直以来都喜欢所谓“经营特许权”市场（Franchise Market），这类市场中，客户与 WCN 签订长期排他(Long-term Exclusive)服务合约，且在签约期间不会重新招标。

美国的固废行业及其行业标杆处于快速发展的阶段，而国内的固废行业也有着非常好的发展机遇。首要行业的发展动力是巨大并快速增长的市场需求。根据《2019 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，中国危废、生活垃圾处置提升空间很大，受政策趋严的影响，危废处置需求快速提升。《年报》显示，2018 年大、中城市工业危废产生 4643 万吨，同比增长 17%，2015-2018 复合增长 18.3%。

图表 1: 危废产生量快速提升



图表 2: 生活垃圾产生量持续增长



资料来源:《2019 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》,中金公司研究部

资料来源:《2019 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》,中金公司研究部

图 6: 国内市场需求驱动固废行业快速发展

2020 年 3 月 3 日,中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于构建现代环境治理体系的指导意见》。《意见》中提出:要健全环境治理市场体系,其中包括构建规范开放的市场,强化环保产业支撑,创新环境治理模式和健全价格收费机制。这在市场开放、技术装备和管理运营方面都将有力地推动固废处理行业的发展。此外,垃圾分类的推广对于行业的推动效应也是明显的。

四、问答环节

Q1: 请问中国的这三家新能源汽车当中,您最看好哪一家呢?

A1: 个人观点,蔚来作为中国新能源汽车龙头,由合肥市政府和更多机构资金,增长更稳健些。蔚来的交付量领先也有一定的先发优势,在现有的车主中口碑优异。但是也很看好小鹏汽车。小鹏在三家新势力中总体处于中等位置,在赛道选择、市场空间、交付规模上好于理想汽车,在盈利能力方面好于蔚来。

Q2: 在技术上对其他两家,蔚来汽车的优势在哪里呢?另外,它跟特斯拉比,又有多少距离呢?

A2: 我个人粗浅的理解，相比其他两家，蔚来汽车的技术优势还没有体现出来。但是最近蔚来有和多家机构合作进行新能源汽车电池方面的研究。对于技术我作为外行研究得不深入，能想到的一点是，蔚来在换电领域的布局较为领先，对消费者来说，换电可以降低购车成本，提升用户体验，有助于解决电动车保值率较低的问题。在技术上，蔚来和特斯拉比，应该还是有很大距离的。

Q3: 对于环保行业看好但是个股投资方面专业要求太高，您比较熟悉美国的情况，不知这方面的行业基金发行情况怎么样？

A3: 美国有 ESG/环保领域的基金及 ETF。也期待中国会很快推出环保领域的基金或 ETF，期待会有更多的 ESG 相关的理财产品推出。2020 年疫情以来，美国的 NASDAQ，中国的消费、科技、医药板块中的相关标的都给投资者带来稳健的高收益。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第三百三十三期（2020年8月30日）内容整理而成，特邀嘉宾为清华大学经济管理学院业界导师刘艳华。

刘艳华博士，清华大学经济管理学院业界导师，前香港中文大学深圳校区兼职教授/业界导师，美国海投全球顾问，清华香港同学会理事及哥伦比亚大学深圳校友会联席会长。刘艳华博士拥有十几年纽约华尔街金融工作经验，先后在花旗、大摩和美银美林从事风险管理和资产管理，2008年金融危机期间曾负责摩根士丹利资管公司超千亿美元私募投资的风险管理；2015年应平安海外招聘回国，曾任平安证券香港公司副总及平安证券总部防范风险管理总经理。

【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和郑子龙博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

