

比亚迪控股 - H (1211 HK)

“汉”实现耀眼月度交付

我们认为比亚迪 8 月汽车销售数据喜忧参半。燃油车和新能源客车销量持续表现优异，同时新上市的车型“汉”8 月实现了单月 4 千辆交付，表现亮眼。但整体新能源汽车销售恢复慢于预期，仍同比降 8.6%。我们对 8 月份销售数据并不担心，预计随着新车型的推出以及刀片电池产能释放，新能源汽车销量将持续走强。基于对较为保守的新能源汽车销量预测，我们将 2020 年盈利预测轻微下调 5%。但我们仍然对公司 2021 年展望维持乐观，盈利及估值大致不变。重申买入评级，目标价维持 100.9 港元不变。

- **新能源汽车销售恢复慢于我们预期。** 比亚迪 8 月份实现新能源汽车销售 15,283 辆（环比+1.2%/同比-8.6%），反映出其 8 月销售缓慢复苏，步伐落后于我们预期。尽管如此，我们仍旧在 8 月销售快报中观察到下列积极信号，包括 1) 比亚迪官微发布“汉”车型交付达到 4 千台；2) 新能源客车销售维持强劲，出货达 1,051 台，同比增长 114%；以及 3) 混动车销售 4,595 台（同比下降 9.8%/环比提升 37.6%），显示混动车型销量触底反弹。
- **新能源汽车展望维持乐观。** 对于 8 月新能源销量慢于预期，我们并不担忧，主要基于我们认为 1) 受公司新车型集中在下半年投放，部分市场需求有所延后；2) 汉系列车型热销体现了消费者对于公司主打安全理念的认可，而刀片电池目前仍处于产能爬坡状态；以及 3) 网约车型（e5）受疫情及经济因素影响有明显下滑。基于 1-8 月的销售数据更新，我们将 20 年比亚迪新能源汽车销量展望保守下调至 18.3 万台，对应同比下跌 20.4%。展望 2021 年，受益于公司新车型发布以及混动平台 DM4.0 推出，以及刀片电池产能持续释放，我们对公司新能源汽车销售展望维持乐观。我们预测公司 2021 年新能源汽车销量将达 30 万台，同时增长 64.4%。
- **燃油车销量维持强劲。** 8 月份燃油车销量 21,499 台，同比上涨 11.5%。燃油车销量表现优异主要受轿车及 SUV 销量所驱动，其中轿车销售 4,284 量（同比增长 92.7%）及 SUV 销售 13,813 台（同比增长 6.7%）。我们认为宋 Pro 的持续热销对燃油车板块带来持续贡献。随着 2021 款唐（8 月份推出）以及宋 Plus（预计 9 月份推出）等新车型的推出，我们预期燃油车销售保持强劲势头。我们将 2020 年燃油车销量预测上调至 25 万台，部分抵消了新能源汽车销量下滑所带来的影响。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额(百万人民币) | 130,055 | 127,739 | 161,455 | 207,824 | 277,832 |
| 同比增长(%) | 22.79% | -1.78% | 26.40% | 28.72% | 33.69% |
| 净利润(百万人民币) | 2,780 | 1,614 | 3,950 | 4,638 | 9,659 |
| 每股收益(人民币) | 0.93 | 0.50 | 1.35 | 1.60 | 3.44 |
| 每股收益变动(%) | -34% | -47% | 172% | 19% | 115% |
| 市场每股盈利预测(人民币) | 不适用 | 不适用 | 0.97 | 1.12 | 1.47 |
| 市盈率(x) | 101.71 | 190.57 | 70.14 | 59.10 | 27.52 |
| 市帐率(x) | 4.68 | 4.55 | 4.23 | 3.92 | 3.36 |
| 股息率(%) | 0.22% | 0.06% | 0.15% | 0.18% | 0.37% |
| 权益收益率(%) | 5.05% | 2.88% | 6.70% | 7.30% | 13.53% |
| 负债比率(x) | 64% | 79% | 90% | 83% | 78% |

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入(维持)

| | |
|---------|------------|
| 目标价 | HK\$100.9 |
| (此前目标价) | HK\$100.9) |
| 潜在升幅 | +38.3% |
| 当前股价 | HK\$85.0 |

中国汽车行业

白毅阳

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

中国新能源行业

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|----------------|----------|
| 市值(百万港元) | 272,454 |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 764.01 |
| 52 周内股价高/低(港元) | 90/33.46 |
| 总股本(百万) | 915(H) |
| | 1,813(A) |

资料来源：彭博

股东结构

| | |
|--------------------------|--------|
| 王传福 | 18.83% |
| 吕向阳 | 8.77% |
| Bershire Hathaway Energy | 8.25% |

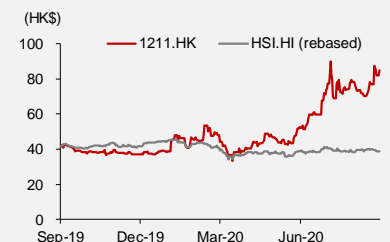
资料来源：公司公告

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 8.5% | 8.2% |
| 3-月 | 64.4% | 65.6% |
| 6-月 | 76.7% | 87.9% |

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：万得

审计师：安永

- **2021年展望及目标价维持不变；维持买入评级。**基于 1) 公司新能源汽车需求受新车型发布有所延后导致销售节奏慢于预期；2) 燃油车市场份额提升；以及 3) 新能源客车销售优于预期等综合考虑，我们将 2020 年盈利预测轻微下调 5%。受益于 DM4.0 车型将在 21 年 1 季度集中推出、刀片电池产能释放以及新能源汽车销售整体回暖所驱动，我们对比亚迪 2021 年汽车销售依然保有信心。我们对 2021 年盈利预测维持人民币 46 亿元，盈利展望及估值维持不变。重申买入评级，目标价 100.9 港元。

财务分析

利润表

| 年结:12月31日(百万人民币) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 销售收入 | 130,055 | 127,739 | 161,455 | 207,824 | 277,832 |
| 销售成本 | (108,725) | (106,924) | (134,675) | (175,086) | (231,622) |
| 毛利 | 21,330 | 20,814 | 26,780 | 32,738 | 46,210 |
| 税金及附加 | (2,146) | (1,561) | (1,937) | (2,494) | (3,334) |
| 销售费用 | (4,729) | (4,346) | (5,328) | (7,066) | (9,724) |
| 研发费用 | (3,760) | (4,141) | (4,650) | (5,965) | (7,918) |
| 管理费用 | (4,989) | (5,629) | (6,458) | (7,897) | (9,168) |
| 财务费用 | (2,997) | (3,014) | (3,714) | (4,325) | (4,273) |
| 减值损失 | (1,020) | (636) | (814) | (1,039) | (1,391) |
| 其他收入 | 2,328 | 1,724 | 2,324 | 3,172 | 3,996 |
| 投资收益 | 248 | (809) | (565) | (312) | (278) |
| 公允价值变动收益 | (5) | 10 | (58) | 4 | (39) |
| 资产处置收益 | (19) | (100) | (78) | (96) | (175) |
| 营业利润/(亏损) | 4,241 | 2,312 | 5,502 | 6,719 | 13,905 |
| 营业外收入 | 230 | 226 | 484 | 416 | 500 |
| 营业外支出 | (86) | (107) | (121) | (156) | (221) |
| 利润总额 | 4,385 | 2,431 | 5,865 | 6,979 | 14,184 |
| 所得税费用 | (829) | (312) | (866) | (1,108) | (1,958) |
| 净利润 | 3,556 | 2,119 | 4,999 | 5,871 | 12,226 |
| 少数股东损益 | 776 | 504 | 1,050 | 1,233 | 2,568 |
| 归母净利润 | 2,780 | 1,614 | 3,950 | 4,638 | 9,659 |

现金流量表

| 年结:12月31日(百万人民币) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 息税前利润 | 2,780 | 1,614 | 3,950 | 4,638 | 9,659 |
| 折旧和摊销 | 9,995 | 9,933 | 10,035 | 12,193 | 14,571 |
| 营运资金变动 | (291) | 3,233 | 4,561 | 6,499 | 1,090 |
| 其它 | (543) | 6,427 | - | - | - |
| 经营活动所得现金流 | 12,523 | 14,741 | 10,290 | 11,440 | 25,097 |
| 资本开支 | (6,076) | (12,040) | (12,992) | (13,608) | (14,961) |
| 联营公司 | (496) | (499) | (406) | (447) | (491) |
| 其它 | (7,659) | (8,342) | (4,118) | (5,007) | (6,537) |
| 投资活动所得现金净额 | (14,231) | (20,881) | (17,516) | (19,062) | (21,990) |
| 股份发行 | - | - | - | - | - |
| 净借贷 | 5,076 | 10,535 | 15,260 | 14,284 | 5,755 |
| 支付股息 | (557) | (164) | (395) | (464) | (966) |
| 其它 | (603) | (3,761) | 6,987 | 6,087 | 9,661 |
| 融资活动所得现金净额 | 3,917 | 6,610 | 10,339 | 8,485 | (285) |
| 现金增加净额 | 2,209 | 470 | 3,113 | 863 | 2,822 |
| 年初现金及现金等价物 | 9,903 | 13,052 | 12,650 | 15,763 | 16,626 |
| 其他 | 941 | (872) | - | - | - |
| 年末现金及现金等价物 | 13,052 | 12,650 | 15,763 | 16,626 | 19,448 |
| 受限现金 | - | - | - | - | - |

资产负债表

| 年结:12月31日(百万人民币) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 非流动资产 | 79,361 | 88,675 | 101,756 | 115,429 | 130,979 |
| 固定资产 | 43,679 | 49,443 | 58,001 | 66,220 | 74,742 |
| 无形资产和商誉 | 11,314 | 12,650 | 14,840 | 16,943 | 19,123 |
| 合资及联营公司投资 | 3,561 | 4,060 | 4,466 | 4,913 | 5,404 |
| 其它非流动资产 | 20,807 | 22,521 | 24,450 | 27,354 | 31,711 |
| 流动资产 | 115,211 | 106,967 | 131,157 | 160,545 | 194,961 |
| 现金及现金等价物 | 13,052 | 12,650 | 15,763 | 16,626 | 19,448 |
| 应收账款 | 49,284 | 43,934 | 53,818 | 67,040 | 79,380 |
| 存货 | 26,330 | 25,572 | 32,688 | 41,687 | 51,472 |
| 其它流动资产 | 26,545 | 24,811 | 28,888 | 35,191 | 44,661 |
| 流动负债 | 116,569 | 108,029 | 136,186 | 171,172 | 205,328 |
| 银行贷款 | 37,789 | 40,332 | 51,998 | 64,959 | 68,611 |
| 应付账款 | 46,283 | 36,168 | 44,892 | 56,479 | 72,382 |
| 其他应付款 | 13,568 | 11,217 | 14,141 | 18,384 | 24,320 |
| 其它流动负债 | 18,930 | 20,311 | 25,155 | 31,349 | 40,015 |
| 非流动负债 | 17,308 | 25,011 | 29,699 | 32,224 | 36,181 |
| 银行贷款 | 13,924 | 21,916 | 25,511 | 26,834 | 28,937 |
| 或有负债 | 66 | 103 | 69 | 89 | 157 |
| 递延所得税 | - | - | - | - | - |
| 其它 | 3,317 | 2,992 | 4,118 | 5,301 | 7,087 |
| 所有者权益 | 60,694 | 62,601 | 67,029 | 72,578 | 84,432 |
| 少数股东权益 | 5,496 | 5,839 | 5,954 | 6,597 | 7,587 |
| 归母所有者权益 | 55,198 | 56,762 | 61,074 | 65,981 | 76,844 |

主要比率

| 年结:12月31日(百万人民币) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售组合(%) | | | | | |
| 汽车 | 58% | 50% | 38% | 39% | 43% |
| 消费电子 | 32% | 42% | 53% | 52% | 45% |
| 二次充电电池 | 7% | 8% | 8% | 7% | 6% |
| 其他 | 2% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 动力电池 | 0% | 0% | 0% | 1% | 5% |
| IGBT | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 合计 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 盈利能力比率 | | | | | |
| 毛利率 | 16% | 16% | 17% | 16% | 17% |
| 税前利率 | 3% | 2% | 4% | 3% | 5% |
| 净利润率 | 3% | 2% | 3% | 3% | 4% |
| 有效税率 | 19% | 13% | 15% | 16% | 14% |
| 资产负债比率 | | | | | |
| 流动比率(x) | 0.99 | 0.99 | 0.96 | 0.94 | 0.95 |
| 速动比率(x) | 0.59 | 0.59 | 0.56 | 0.53 | 0.52 |
| 现金比率(x) | 0.11 | 0.12 | 0.12 | 0.10 | 0.09 |
| 平均应收款周转天数 | 138 | 126 | 122 | 118 | 104 |
| 债务/股本比率(%) | 221% | 213% | 247% | 280% | 286% |
| 净负债/股东权益比率 | 64% | 79% | 90% | 83% | 78% |
| 回报率(%) | | | | | |
| 资本回报率 | 5% | 3% | 7% | 7% | 14% |
| 资产回报率 | 4% | 3% | 4% | 4% | 6% |
| 每股数据(人民币) | | | | | |
| 每股盈利(人民币) | 0.93 | 0.50 | 1.35 | 1.60 | 3.44 |
| 每股股息(人民币) | 0.20 | 0.06 | 0.14 | 0.17 | 0.35 |
| 每股净资产(人民币) | 20.23 | 20.81 | 22.39 | 24.19 | 28.17 |

资料来源:公司及招银国际证券预测

注:*所有数字均基于A股财务报表

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責任。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商投资者

招銀國際證券不在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容的分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。接收本報告的美商收件人如想根據本報告中提供的信息進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

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编制的报告。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。