

比亞迪控股 - H (1211 HK)

年內動力電池外供有望超預期

比亞迪上半年完成新能源汽車銷量佔比反轉，滲透率達到 63%。展望下半年，我們認為 1) DM-i 車型（秦 Plus，宋 Plus，唐 DM-i）交付量將伴隨功率型刀片電池改線完成及產能釋放而持續增加；2) 動力電池外供年內將創歷史新高；3) 硬科技行業取代消費、互聯網成為資本市場熱點，比亞迪半導體上市有望超預期等利好因素繼續支撐公司估值抬升。因此我們重申公司買入評級，上調目標價至 315 港元。

- **比亞迪公佈上半年銷量資料。**2021 年上半年實現總銷量 24.7 萬輛，同比增長 56%。新能源車型方面，乘用車方面銷售 15.0 萬輛，同比增長 161%（其中純電動車型 9.3 萬輛、插電式混動 5.7 輛）以及新能源商用車 0.4 萬輛，同比增長 35%。旗艦車型漢上半年持續熱銷，出貨量達到 5.2 萬輛（其中漢 EV3.9 萬輛、漢 DM1.4 萬輛），仍處於中國新能源行業領先地位。同時，DM-i 在 4 月上市交付以來市場回饋優異。目前 DM-i 積壓訂單較多，交貨週期達 3-4 個月，反映出 DM-i 車型終端需求火熱。
- **海豚車型有望年內上市。**作為 e 平臺 3.0 打造的首款車型，海豚定位緊湊級車型，達到 A 級車型軸距，同時搭載刀片電池。海豚定位主打年輕化，目標消費者為是年輕人群。海豚車型上市標誌 1) 比亞迪 e3.0 平臺將逐步成熟，後續公司將推出 eB、eC 高級別車型平臺。同時海洋系列車型將利用 e 網銷售，逐步帶動 e 網高端化。同時 e3.0 完成 ECU 向 DCU 集成，有望帶動比亞迪汽車智慧化水準穩步上臺階。
- **電池外供陸續落地。**比亞迪上半年外供電池裝機總量約 0.3GWh，配套企業包括長安汽車、中國一汽、金康汽車等。我們預計隨著電池產能爬坡，比亞迪全年外供裝機總量有望超過 2GWh，對應鋰電池銷售收入約 16 億人民幣。比亞迪 7 月分別與多氟多、天際股份、延安康康三家企業簽訂六氟磷酸鋰供貨協議，自 2021 年 7 月起至 2022 年 12 月共採購不少於 2.1 萬噸六氟磷酸鋰（約 156GWh）。我們認為相關採購協議驗證公司電池擴產外供邏輯，預計公司 2022 年起電池外供有望大規模放量。
- **上調銷量預測維持買入評級。**考慮到 1) 全年中國新能源汽車銷量超出此前市場預期；2) 三季度末缺芯逐步緩解；3) 伴隨著功率型刀片電池產能爬坡，下半年 DM-i 交付量將大幅度增加等因素，我們上調比亞迪新能源汽車全年銷量預期至 38.8 萬輛，同比增長 139%。雖然上半年以來喜馬拉雅資本李錄以及比亞迪董監高夏佐全、呂向陽、李珂等均完成股份減持，但我們認為 1) 比亞迪半導體有望下半年登陸創業板，車規級半導體迎來國產替代機遇；2) 動力電池逐步打開外供，增厚利潤同時帶動電池業務估值抬升等利好，將帶動估值中樞中長期內繼續抬升。因此我們維持公司買入評級，上調目標價至 315 港元。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
營業額(百萬人民幣)	127,739	156,598	200,833	270,896	334,014
同比增長(%)	-1.78%	22.59%	28.25%	34.89%	23.30%
淨利潤(百萬人民幣)	1,614	4,234	6,919	8,928	9,759
每股收益(人民幣)	0.50	1.47	2.36	3.06	3.35
市場每股盈利預測(人民幣)	不適用	不適用	1.71	2.39	3.06
市盈率(x)	398.93	134.70	84.02	64.76	59.15
市帳率(x)	9.53	9.98	8.77	7.61	6.66
股息率(%)	0.03%	0.07%	0.12%	0.16%	0.17%
權益收益率(%)	2.88%	7.45%	11.38%	12.82%	12.21%
負債比率(x)	79.2	39.7	42.9	41.3	44.1

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入(維持)

目標價	HK\$315.0
(此前目標價)	HK\$282)
潛在升幅	+31.8%
當前股價	HK\$239.0

中國新能源汽車行業

白毅陽, CFA

(852) 3900 0835
jackbai@cmbi.com.hk

蕭小川

(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	796,112
3 月平均流通量(百萬港元)	2,328.33
52 周內股價高/低(港元)	278.15/68.74
總股本(百萬)	1,048(H)
	1,813(A)

資料來源：彭博

股東結構

王傳福	18.83%
呂向陽	8.77%
Bershire Hathaway Energy	8.25%

資料來源：公司公告

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	2.9%	14.3%
3-月	49.2%	65.1%
6-月	0.8%	9.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

盈利預測

圖 1: 盈利預測

人民幣 (百萬)	新預測		原預測		變化 (%)	
	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
收入	200,833	270,896	193,400	245,620	4%	10%
毛利	35,594	47,875	35,405	47,092	1%	2%
淨利潤	6,919	8,928	7,337	10,310	-6%	-13%
每股盈利 (人民幣)	2.36	3.06	2.51	3.55	-6%	-14%
毛利率	17.72%	17.67%	18.31%	19.17%	-0.6 ppt	2.0 ppt
淨利潤率	3.45%	3.30%	3.79%	4.20%	0.5 ppt	0.3 ppt

資料來源：公司及招銀國際證券預測

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	127,739	156,598	202,475	292,578	364,418
銷售成本	(106,924)	(126,251)	(166,471)	(238,632)	(298,349)
毛利	20,814	30,346	36,004	53,946	66,069
稅金及附加	(1,561)	(2,154)	(2,733)	(3,921)	(4,883)
銷售費用	(4,346)	(5,056)	(6,884)	(9,655)	(12,026)
研發費用	(4,141)	(4,321)	(5,467)	(7,607)	(9,475)
管理費用	(5,629)	(7,465)	(9,111)	(12,581)	(15,670)
財務費用	(3,014)	(3,763)	(2,409)	(3,657)	(4,177)
減值損失	(636)	(1,858)	(1,012)	(2,131)	(2,934)
其他收入	1,724	1,695	2,849	3,744	4,579
投資收益	(809)	(273)	(304)	(293)	(364)
公允價值變動收益	10	(51)	4	(37)	(56)
資產處置收益	(100)	(14)	(94)	(128)	(101)
營業利潤/(虧損)	2,312	7,086	10,843	17,682	20,962
營業外收入	226	282	405	527	656
營業外支出	(107)	(485)	(152)	(576)	(701)
利潤總額	2,431	6,883	11,096	17,632	20,917
所得稅費用	(312)	(869)	(1,420)	(2,257)	(2,677)
淨利潤	2,119	6,014	9,676	15,375	18,239
少數股東損益	504	1,780	2,612	4,151	4,925
歸母淨利潤	1,614	4,234	7,063	11,224	13,315

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前利潤	1,614	4,234	7,063	11,224	13,315
折舊和攤銷	9,933	12,493	11,279	13,478	15,972
營運資金變動	3,233	(19,432)	324	6,509	7,879
其它	6,427	9,234	-	-	-
經營活動所得現金流	14,741	45,393	19,438	20,450	24,085
資本開支	(12,040)	(11,101)	(12,588)	(13,839)	(16,399)
聯營公司	(499)	(1,405)	(547)	(601)	(661)
其它	(8,342)	(1,938)	(3,304)	(5,371)	(4,870)
投資活動所得現金淨額	(20,881)	(14,444)	(16,438)	(19,811)	(21,930)
股份發行	-	-	19,125	-	-
淨借貸	10,535	(22,222)	31,287	12,543	4,931
支付股息	(164)	(423)	(706)	(1,122)	(1,331)
其它	(3,761)	(6,262)	(20,418)	12,369	13,409
融資活動所得現金淨額	6,610	(28,907)	23,056	8,742	(1,929)
現金增加淨額	470	2,041	26,056	9,381	225
年初現金及現金等價物	13,052	12,650	14,445	40,501	49,882
其他	(872)	(246)	-	-	-
年末現金及現金等價物	12,650	14,445	40,501	49,882	50,107
受限現金	1,614	4,234	7,063	11,224	13,315

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	88,675	89,412	100,790	114,644	129,516
固定資產	49,443	54,585	62,112	69,995	79,335
無形資產和商譽	12,650	11,804	13,432	15,137	17,157
合資及聯營公司投資	4,060	5,466	6,012	6,613	7,275
其它非流動資產	22,521	17,558	19,233	22,900	25,749
流動資產	106,967	111,605	165,790	229,182	276,514
現金及現金等價物	12,650	14,445	40,501	49,882	50,107
應收賬款	43,934	41,216	53,283	83,594	107,182
存貨	25,572	31,396	39,636	53,029	66,300
其它流動資產	24,811	24,547	32,370	42,677	52,925
流動負債	108,029	106,431	166,429	224,730	265,787
銀行貸款	40,332	16,401	48,594	59,393	61,222
應付帳款	36,168	51,908	66,588	95,453	119,340
其他應付款	11,217	15,974	17,479	25,056	31,327
其它流動負債	20,311	22,148	33,767	44,828	53,898
非流動負債	25,011	30,133	27,998	32,107	37,254
銀行貸款	21,916	23,626	22,720	24,464	27,565
遞延所得稅	103	393	114	181	214
或有負債	-	-	-	-	-
其它	2,992	6,114	5,165	7,463	9,475
所有者權益	62,601	64,454	72,153	86,989	102,989
少數股東權益	5,839	7,580	7,261	9,499	10,808
歸母所有者權益	56,762	56,874	64,892	77,490	92,181

主要比率

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
汽車	50%	54%	51%	52%	52%
消費電子	42%	38%	41%	34%	34%
二次充電電池	8%	8%	7%	5%	5%
其他	0%	0%	0%	0%	0%
動力電池	0%	0%	1%	7%	8%
IGBT	0%	0%	0%	0%	0%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	16%	19%	18%	18%	18%
稅前利率	2%	4%	5%	6%	6%
淨利潤率	2%	4%	5%	5%	5%
有效稅率	13%	13%	13%	13%	13%
資產負債比率					
流動比率(x)	0.99	1.05	1.00	1.02	1.04
速動比率(x)	0.59	0.57	0.60	0.62	0.61
現金比率(x)	0.12	0.14	0.24	0.22	0.19
平均應收款周轉天數	126	96	96	104	107
債務/股本比率(%)	213%	212%	269%	295%	294%
淨負債/股東權益比率	79%	40%	43%	39%	38%
回報率(%)					
資本回報率	3%	7%	12%	16%	16%
資產回報率	3%	5%	6%	7%	7%
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.50	1.47	2.41	3.87	4.60
每股股息(人民幣)	0.06	0.15	0.25	0.39	0.47
每股金資產(人民幣)	20.81	19.88	22.68	27.08	32.22

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

注: *所有數位均基於A股財務報表

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	:股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	:股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	:股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	:招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市:行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市:行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市:行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址:香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話:(852)39000888

傳真:(852)39000800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是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之分析員，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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+6563504400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。