

比亞迪控股 - A (002594 CH)

業績擾動短期股價，長期向好趨勢未改

比亞迪發佈 2021 年中期業績。2021 年上半年公司實現營業總收入 909 億元人民幣，同比增長 50%。實現歸母淨利潤 12 億元人民幣，同比下滑 29%，大致符合市場預期。公司 DMi 車型上市後已經成為爆款，海洋系列年內上市將進一步帶動銷量提升。我們仍然看好公司新產品銷量提升、電池外供、半導體分拆等催化劑落地，因此重申公司買入評級，上調目標價至 395.8 元人民幣。

■ **口罩業務及原材料成本上漲拖累公司上半年毛利率。**公司上半年汽車業務/手機部件及組裝業務分別實現收入 392 億/431 億元人民幣，同比增長 22%/84%。由於口罩業務盈利下降成本上漲影響，上半年汽車業務/手機部件及組裝業務毛利率分別為 19.5%/7.0%，同比下滑 4.4/6.6 個百分點。公司各項費用率持續改善，上半年總運營費用率同比及環比分別下降 3.6/0.7 個百分點至 11.1%。展望下半年，我們認為毛利率仍然將受到口罩業務影響，但將隨 1) 原材料供需逐步平衡及 2) 新能源汽車銷量提升帶來的規模效率有望驅動毛利率環比回升 2 個百分點至 14.8%。

■ **銷量指引大幅超出市場預期。**公司 2021 年銷量指引為新能源汽車銷量達到 60 萬輛/燃油車銷量超過 10 萬輛，超出我們此前 56 萬輛銷量預測（39 萬新能源汽車+17 萬傳統燃油車）。考慮到 1) 汽車缺芯限制燃油車生產以及 2) 消費者對混動認知度提升等利好因素，我們認為新能源車，特別是混動車型正在加速替代傳統燃油車需求，預期新能源汽車滲透率年內有望將達 20%。目前比亞迪 DM-i 系列在手未交付訂單超過 16 萬，消費者需求熱烈，公司預計到年底累積訂單超 20 萬。管理層對 2022 年新能源持非常樂觀展望，預計 2022 年目標新能源汽車銷量將達到 150 萬輛。基於公司 DM-i 車型熱銷及海洋系列跑量車型銷量帶動，我們上調比亞迪 2021/22 年全年汽車銷量預測分別至 73 萬/100 萬輛，同比分別增長 86%/36%。

■ **車型規劃加速，電池擴產保證供應。**目前海洋系列首款車型海豚已經上市，四款車型的售價區間為 9.38 萬元-12.18 萬元。公司計畫 2022 年上半年繼續推出海洋系列產品，包括海豹、海獅等，同樣具備長軸距、安全、美學等特徵。公司高端品牌計畫於 2023 年 1 季度會開始量產和銷售，引領中國新能源汽車領域國潮及高端化突破。公司基於新能源汽車需求，逐月加大電池產能，產能規劃明年超過 100GWh，同時將逐步解決上游產業鏈安全問題，保證交付量逐步爬坡。

■ **上調銷量預測維持買入評級。**根據上半邊盈利及業務表現，我們相應下調公司 2021 年盈利預測 30%至 49 億元人民幣。儘管盈利有所下調，我們認為目前市場已對全年業績預期充分。展望下半年，預期新能源汽車銷售放量將有助於改善毛利率，同時電池外供逐步落地有望進一步刺激新能源汽車和動力電池業務板塊價值重估。基於上述幾點，我們認為回檔即是買入時機。因此我們維持公司買入評級，根據分部估值法上調目標價至 395.8 元人民幣。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業額(百萬人民幣)	127,739	156,598	224,413	292,785	356,006
同比增長(%)	-1.78%	22.59%	43.31%	30.47%	21.59%
淨利潤(百萬人民幣)	1,614	4,234	4,871	7,494	11,616
每股收益(人民幣)	0.50	1.47	1.64	2.56	4.00
同比增長(%)	-47%	196%	12%	56%	56%
市場每股盈利預測(人民幣)	不適用	1.05	1.20	1.65	2.65
市盈率(x)	567.05	191.47	171.42	110.06	70.45
市帳率(x)	13.55	14.18	12.96	11.43	9.65
股息率(%)	0.03%	0.07%	0.08%	0.12%	0.19%
權益收益率(%)	2.88%	7.45%	8.18%	11.28%	15.06%
負債比率(x)	7923%	3969%	4387%	4647%	4831%

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

敬請參閱尾頁之免責聲明

請到彭博 (搜索代碼: RESP CMBR <GO>) 或 <http://www.cmbi.com.hk> 下載更多招銀國際證券研究報告

買入(維持)

目標價	RMB395.8
(此前目標價)	RMB307.6)
潛在升幅	+40.4%
當前股價	RMB282.0

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(百萬人民幣)	709,865
3 月平均流通量(百萬人民幣)	9,712.61
52 周內股價高/低(人民幣)	317.3/84.81
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%

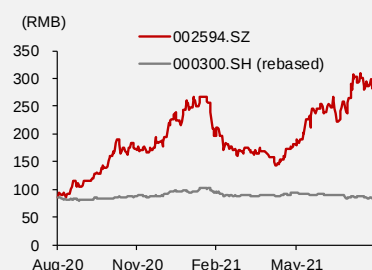
資料來源：公司公告

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.6%	6.5%
3-月	55.3%	71.7%
6-月	43.0%	58.6%

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	224,413	292,785	200,833	270,896	12%	8%
毛利	31,403	45,508	35,594	47,875	-12%	-5%
淨利潤	4,871	7,494	6,919	8,928	-30%	-16%
每股盈利 (人民幣)	1.64	2.56	2.36	3.06	-30%	-16%
毛利率	13.99%	15.54%	17.72%	17.67%	-3.7 ppt	-2.1 ppt
淨利潤率	2.17%	2.56%	3.45%	3.30%	-1.3 ppt	-0.7 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	224,413	292,785	356,006
銷售成本	(106,924)	(126,251)	(193,009)	(247,277)	(296,232)
毛利	20,814	30,346	31,403	45,508	59,774
稅金及附加	(1,561)	(2,154)	(3,030)	(3,923)	(4,770)
銷售費用	(4,346)	(5,056)	(6,620)	(9,076)	(11,036)
研發費用	(4,141)	(4,321)	(4,937)	(6,734)	(8,544)
管理費用	(5,629)	(7,465)	(9,201)	(12,297)	(14,952)
財務費用	(3,014)	(3,763)	(1,646)	(2,902)	(3,313)
減值損失	(636)	(1,858)	(1,122)	(2,132)	(2,866)
其他收入	1,724	1,695	3,158	3,747	4,473
投資收益	(809)	(273)	(337)	(293)	(356)
公允價值變動收益	10	(51)	4	(37)	(55)
資產處置收益	(100)	(14)	(22)	(29)	(36)
營業利潤/(虧損)	2,312	7,086	7,651	11,831	18,319
營業外收入	226	282	449	527	641
營業外支出	(107)	(485)	(449)	(586)	(712)
利潤總額	2,431	6,883	7,651	11,773	18,248
所得稅費用	(312)	(869)	(979)	(1,507)	(2,336)
淨利潤	2,119	6,014	6,672	10,266	15,912
少數股東損益	504	1,780	1,801	2,772	4,296
歸母淨利潤	1,614	4,234	4,871	7,494	11,616

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	4,871	7,494	11,616
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)	(2,097)	5,275	8,901
其它	6,427	9,234	-	-	-
經營活動所得現金流	14,741	45,393	19,226	17,204	21,022
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)	(2,883)	(4,519)	(5,435)
投資活動所得現金淨額	(20,881)	(14,444)	(16,018)	(18,960)	(22,495)
股份發行	-	-	19,125	-	-
淨借貸	10,535	(22,222)	36,552	7,320	3,475
支付股息	(164)	(423)	(487)	(749)	(1,162)
其它	(3,761)	(6,262)	(20,102)	9,477	11,782
融資活動所得現金淨額	6,610	(28,907)	28,553	2,613	(3,360)
現金增加淨額	470	2,041	31,762	858	(4,833)
年初現金及現金等價物	13,052	12,650	14,445	46,207	47,065
其他	(872)	(246)	-	-	-
年末現金及現金等價物	12,650	14,445	46,207	47,065	42,232
受限現金	1,614	4,234	4,871	7,494	11,616

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	100,369	113,372	128,809
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	18,813	21,628	25,042
流動資產	106,967	111,605	186,544	228,400	264,612
現金及現金等價物	12,650	14,445	46,207	47,065	42,232
應收賬款	43,934	41,216	59,056	83,653	104,708
存貨	25,572	31,396	45,955	54,950	65,829
其它流動資產	24,811	24,547	35,327	42,732	51,843
流動負債	108,029	106,431	189,164	230,463	262,981
銀行貸款	40,332	16,401	53,859	59,435	59,809
應付帳款	36,168	51,908	77,204	98,911	118,493
其他應付款	11,217	15,974	20,266	25,964	31,104
其它流動負債	20,311	22,148	37,835	46,153	53,574
非流動負債	25,011	30,133	28,523	32,052	37,008
銀行貸款	21,916	23,626	22,720	24,464	27,565
遞延所得稅	103	393	78	121	187
或有負債	-	-	-	-	-
其它	2,992	6,114	5,724	7,468	9,256
所有者權益	62,601	64,454	69,227	79,257	93,432
少數股東權益	5,839	7,580	6,967	8,655	9,805
歸母所有者權益	56,762	56,874	62,260	70,602	83,627

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%	49%	56%	60%	60%
消費電子	42%	42%	37%	34%	35%
二次充電電池	8%	9%	6%	5%	5%
其他	0%	0%	0%	0%	0%
動力電池	0%	0%	0%	0%	0%
IGBT	0%	0%	0%	0%	0%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	16%	19%	14%	16%	17%
稅前利率	2%	4%	3%	4%	5%
淨利潤率	2%	4%	3%	4%	4%
有效稅率	13%	13%	13%	13%	13%
資產負債比率					
流動比率(x)	0.99	1.05	0.99	0.99	1.01
速動比率(x)	0.59	0.57	0.58	0.59	0.58
現金比率(x)	0.12	0.14	0.24	0.20	0.16
平均應收款周轉天數	126	96	96	104	107
債務/股本比率(%)	213%	212%	314%	331%	321%
淨負債/股東權益比率	79%	40%	44%	46%	48%
回報率(%)					
資本回報率	3%	7%	8%	11%	15%
資產回報率	3%	5%	4%	5%	6%
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.50	1.47	1.64	2.56	4.00
每股股息(人民幣)	0.06	0.15	0.17	0.26	0.41
每股金資產(人民幣)	20.81	19.88	21.76	24.68	29.23

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。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。