

比亞迪控股 - H (1211 HK)

“漢”實現耀眼月度交付

我們認為比亞迪 8 月汽車銷售資料喜憂參半。燃油車和新能源客車銷量持續表現優異，同時新上市的車型“漢”8 月實現了單月 4 千輛交付，表現亮眼。但整體新能源汽車銷售恢復慢於預期，仍同比降 8.6%。我們對 8 月份銷售資料並不擔心，預計隨着新車型的推出以及刀片電池產能釋放，新能源汽車銷量將持續走強。基於對較為保守的新能源汽車銷量預測，我們將 2020 年盈利預測輕微下調 5%。但我們仍然對公司 2021 年展望維持樂觀，盈利及估值大致不變。重申買入評級，目標價維持 100.9 港元不變。

- **新能源汽車銷售恢復慢於我們預期。**比亞迪 8 月份實現新能源汽車銷售 15,283 輛（環比+1.2%/同比-8.6%），反映出其 8 月銷售緩慢復蘇，步伐落後於我們預期。儘管如此，我們仍舊在 8 月銷售快報中觀察到下列積極信號，包括 1) 比亞迪官微發佈“漢”車型交付達到 4 千台；2) 新能源客車銷售維持強勁，出貨達 1,051 台，同比增長 114%；以及 3) 混動車銷售 4,595 台（同比下降 9.8%/環比提升 37.6%），顯示混動車型銷量觸底反彈。
- **新能源汽車展望維持樂觀。**對於 8 月新能源銷量慢於預期，我們並不擔憂，主要基於我們認為 1) 受公司新車型集中在下半年投放，部分市場需求有所延後；2) 漢系列車型熱銷體現了消費者對於公司主打安全理念的認可，而刀片電池目前仍處於產能爬坡狀態；以及 3) 網約車型（e5）受疫情及經濟因素影響有明顯下滑。基於 1-8 月的銷售資料更新，我們將 20 年比亞迪新能源汽車銷量展望保守下調至 18.3 萬台，對應同比下跌 20.4%。展望 2021 年，受益於公司新車型發佈以及混動平臺 DM4.0 推出，以及刀片電池產能持續釋放，我們對公司新能源汽車銷售展望維持樂觀。我們預測公司 2021 年新能源汽車銷量將達 30 萬台，同時增長 64.4%。
- **燃油車銷量維持強勁。**8 月份燃油車銷量 21,499 台，同比上漲 11.5%。燃油車銷量表現優異主要受轎車及 SUV 銷量所驅動，其中轎車銷售 4,284 量（同比增長 92.7%）及 SUV 銷售 13,813 台（同比增長 6.7%）。我們認為宋 Pro 的持續熱銷對燃油車板塊帶來持續貢獻。隨着 2021 款唐（8 月份推出）以及宋 Plus（預計 9 月份推出）等新車型的推出，我們預期燃油車銷售保持強勁勢頭。我們將 2020 年燃油車銷量預測上調至 25 萬台，部分抵消了新能源汽車銷量下滑所帶來的影響。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業額 (百萬人民幣)	130,055	127,739	161,455	207,824	277,832
同比增長 (%)	22.79%	-1.78%	26.40%	28.72%	33.69%
淨利潤 (百萬人民幣)	2,780	1,614	3,950	4,638	9,659
每股收益 (人民幣)	0.93	0.50	1.35	1.60	3.44
每股收益變動 (%)	-34%	-47%	172%	19%	115%
市場每股盈利預測 (人民幣)	不適用	不適用	0.97	1.12	1.47
市盈率(x)	101.71	190.57	70.14	59.10	27.52
市帳率(x)	4.68	4.55	4.23	3.92	3.36
股息率 (%)	0.22%	0.06%	0.15%	0.18%	0.37%
權益收益率 (%)	5.05%	2.88%	6.70%	7.30%	13.53%
負債比率(x)	64%	79%	90%	83%	78%

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\$100.9
(此前目標價)	HK\$100.9)
潛在升幅	+38.3%
當前股價	HK\$85.0

中國汽車行業

白毅陽

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

中國新能源行業

蕭小川

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

公司資料

市值(百萬港元)	272,454
3 月平均流通量(百萬港元)	764.01
52 周內股價高/低(港元)	90/33.46
總股本(百萬)	915(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	8.5%	8.2%
3-月	64.4%	65.6%
6-月	76.7%	87.9%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：萬得

審計師：安永

- **2021年展望及目標價維持不變；維持買入評級。**基於 1) 公司新能源汽車需求受新車型發佈有所延後導致銷售節奏慢於預期；2) 燃油車市場份額提升；以及 3) 新能源客車銷售優於預期等綜合考慮，我們將 2020 年盈利預測輕微下調 5%。受益於 DM4.0 車型將在 21 年 1 季度集中推出、刀片電池產能釋放以及新能源汽車銷售整體回暖所驅動，我們對比亞迪 2021 年汽車銷售依然保有信心。我們對 2021 年盈利預測維持人民幣 46 億元，盈利展望及估值維持不變。重申買入評級，目標價 100.9 港元。

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	130,055	127,739	161,455	207,824	277,832
銷售成本	(108,725)	(106,924)	(134,675)	(175,086)	(231,622)
毛利	21,330	20,814	26,780	32,738	46,210
稅金及附加	(2,146)	(1,561)	(1,937)	(2,494)	(3,334)
銷售費用	(4,729)	(4,346)	(5,328)	(7,066)	(9,724)
研發費用	(3,760)	(4,141)	(4,650)	(5,965)	(7,918)
管理費用	(4,989)	(5,629)	(6,458)	(7,897)	(9,168)
財務費用	(2,997)	(3,014)	(3,714)	(4,325)	(4,273)
減值損失	(1,020)	(636)	(814)	(1,039)	(1,391)
其他收入	2,328	1,724	2,324	3,172	3,996
投資收益	248	(809)	(565)	(312)	(278)
公允價值變動收益	(5)	10	(58)	4	(39)
資產處置收益	(19)	(100)	(78)	(96)	(175)
營業利潤/(虧損)	4,241	2,312	5,502	6,719	13,905
營業外收入	230	226	484	416	500
營業外支出	(86)	(107)	(121)	(156)	(221)
利潤總額	4,385	2,431	5,865	6,979	14,184
所得稅費用	(829)	(312)	(866)	(1,108)	(1,958)
淨利潤	3,556	2,119	4,999	5,871	12,226
少數股東損益	776	504	1,050	1,233	2,568
歸母淨利潤	2,780	1,614	3,950	4,638	9,659

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前利潤	2,780	1,614	3,950	4,638	9,659
折舊和攤銷	9,995	9,933	10,035	12,193	14,571
營運資金變動	(291)	3,233	4,561	6,499	1,090
其它	(543)	6,427	-	-	-
經營活動所得現金流	12,523	14,741	10,290	11,440	25,097
資本開支	(6,076)	(12,040)	(12,992)	(13,608)	(14,961)
聯營公司	(496)	(499)	(406)	(447)	(491)
其它	(7,659)	(8,342)	(4,118)	(5,007)	(6,537)
投資活動所得現金淨額	(14,231)	(20,881)	(17,516)	(19,062)	(21,990)
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	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
融資活動所得現金淨額	3,917	6,610	10,339	8,485	(285)
現金增加淨額	2,209	470	3,113	863	2,822
年初現金及現金等價物	9,903	13,052	12,650	15,763	16,626
其他	941	(872)	-	-	-
年末現金及現金等價物	13,052	12,650	15,763	16,626	19,448
受限現金	-	-	-	-	-

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	79,361	88,675	101,756	115,429	130,979
固定資產	43,679	49,443	58,001	66,220	74,742
無形資產和商譽	11,314	12,650	14,840	16,943	19,123
合資及聯營公司投資	3,561	4,060	4,466	4,913	5,404
其它非流動資產	20,807	22,521	24,450	27,354	31,711
流動資產	115,211	106,967	131,157	160,545	194,961
現金及現金等價物	13,052	12,650	15,763	16,626	19,448
應收賬款	49,284	43,934	53,818	67,040	79,380
存貨	26,330	25,572	32,688	41,687	51,472
其它流動資產	26,545	24,811	28,888	35,191	44,661
流動負債	116,569	108,029	136,186	171,172	205,328
銀行貸款	37,789	40,332	51,998	64,959	68,611
應付帳款	46,283	36,168	44,892	56,479	72,382
其他應付款	13,568	11,217	14,141	18,384	24,320
其它流動負債	18,930	20,311	25,155	31,349	40,015
非流動負債	17,308	25,011	29,699	32,224	36,181
銀行貸款	13,924	21,916	25,511	26,834	28,937
或有負債	66	103	69	89	157
遞延所得稅	-	-	-	-	-
其它	3,317	2,992	4,118	5,301	7,087
所有者權益	60,694	62,601	67,029	72,578	84,432
少數股東權益	5,496	5,839	5,954	6,597	7,587
歸母所有者權益	55,198	56,762	61,074	65,981	76,844

主要比率

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合(%)					
汽車	58%	50%	38%	39%	43%
消費電子	32%	42%	53%	52%	45%
二次充電電池	7%	8%	8%	7%	6%
其他	2%	0%	0%	0%	0%
動力電池	0%	0%	0%	1%	5%
IGBT	0%	0%	0%	0%	0%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	16%	16%	17%	16%	17%
稅前利率	3%	2%	4%	3%	5%
淨利潤率	3%	2%	3%	3%	4%
有效稅率	19%	13%	15%	16%	14%
資產負債比率					
流動比率(x)	0.99	0.99	0.96	0.94	0.95
速動比率(x)	0.59	0.59	0.56	0.53	0.52
現金比率(x)	0.11	0.12	0.12	0.10	0.09
平均應收款周轉天數	138	126	122	118	104
債務/股本比率(%)	221%	213%	247%	280%	286%
淨負債/股東權益比率	64%	79%	90%	83%	78%
回報率(%)					
資本回報率	5%	3%	7%	7%	14%
資產回報率	4%	3%	4%	4%	6%
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.93	0.50	1.35	1.60	3.44
每股股息(人民幣)	0.20	0.06	0.14	0.17	0.35
每股金資產(人民幣)	20.23	20.81	22.39	24.19	28.17

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) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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為制的報告。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(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。