

比亚迪控股 - H (1211 HK)

年内动力电池外供有望超预期

比亚迪上半年完成新能源汽车销量占比反转，渗透率达到 63%。展望下半年，我们认为 1) DM-i 车型（秦 Plus，宋 Plus，唐 DM-i）交付量将伴随功率型刀片电池改线完成及产能释放而持续增加；2) 动力电池外供年内将创历史新高；3) 硬科技行业取代消费、互联网成为资本市场热点，比亚迪半导体上市有望超预期等利好因素继续支撑公司估值抬升。因此我们重申公司买入评级，上调目标价至 315 港元。

- **比亚迪公布上半年销量数据。**2021 年上半年实现总销量 24.7 万辆，同比增长 56%。新能源车型方面，乘用车方面销售 15.0 万辆，同比增长 161%（其中纯电动车型 9.3 万辆、插电式混动 5.7 辆）以及新能源商用车 0.4 万辆，同比增长 35%。旗舰车型汉上半年持续热销，出货量达到 5.2 万辆（其中汉 EV3.9 万辆、汉 DM1.4 万辆），仍处于中国新能源行业领先地位。同时，DM-i 在 4 月上市交付以来市场反馈优异。目前 DM-i 积压订单较多，交货周期达 3-4 个月，反映出 DM-i 车型终端需求火热。
- **海豚车型有望年内上市。**作为 e 平台 3.0 打造的首款车型，海豚定位紧凑级车型，达到 A 级车型轴距，同时搭载刀片电池。海豚定位主打年轻化，目标消费者为是年轻人群。海豚车型上市标志 1) 比亚迪 e3.0 平台将逐步成熟，后续公司将推出 eB、eC 高级别车型平台。同时海洋系列车型将利用 e 网销售，逐步带动 e 网高端化。同时 e3.0 完成 ECU 向 DCU 集成，有望带动比亚迪汽车智能化水平稳步上台阶。
- **电池外供陆续落地。**比亚迪上半年外供电池装机总量约 0.3GWh，配套企业包括长安汽车、中国一汽、金康汽车等。我们预计随着电池产能爬坡，比亚迪全年外供装机总量有望超过 2GWh，对应锂电池销售收入约 16 亿人民币。比亚迪 7 月分别与多氟多、天际股份、延安康康三家企业签订六氟磷酸锂供货协议，自 2021 年 7 月起至 2022 年 12 月共采购不少于 2.1 万吨六氟磷酸锂（约 156GWh）。我们认为相关采购协议验证公司电池扩产外供逻辑，预计公司 2022 年起电池外供有望大规模放量。
- **上调销量预测维持买入评级。**考虑到 1) 全年中国新能源汽车销量超出此前市场预期；2) 三季度末缺芯逐步缓解；3) 伴随着功率型刀片电池产能爬坡，下半年 DM-i 交付量将大幅度增加等因素，我们上调比亚迪新能源汽车全年销量预期至 38.8 万辆，同比增长 139%。虽然上半年以来喜马拉雅资本李录以及比亚迪董监高夏佐全、吕向阳、李珂等均完成股份减持，但我们认为 1) 比亚迪半导体有望下半年登陆创业板，车规级半导体迎来国产替代机遇；2) 动力电池逐步打开外供，增厚利润同时带动电池业务估值抬升等利好，将带动估值中枢中长期内继续抬升。因此我们维持公司买入评级，上调目标价至 315 港元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
营业额(百万人民币)	127,739	156,598	200,833	270,896	334,014
同比增长(%)	-1.78%	22.59%	28.25%	34.89%	23.30%
净利润(百万人民币)	1,614	4,234	6,919	8,928	9,759
每股收益(人民币)	0.50	1.47	2.36	3.06	3.35
市场每股盈利预测(人民币)	不适用	不适用	1.71	2.39	3.06
市盈率(x)	398.93	134.70	84.02	64.76	59.15
市帐率(x)	9.53	9.98	8.77	7.61	6.66
股息率(%)	0.03%	0.07%	0.12%	0.16%	0.17%
权益收益率(%)	2.88%	7.45%	11.38%	12.82%	12.21%
负债比率(x)	79.2	39.7	42.9	41.3	44.1

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\$315.0
(此前目标价)	HK\$282)
潜在升幅	+31.8%
当前股价	HK\$239.0

中国新能源汽车行业

白毅阳, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	796,112
3 月平均流通量(百万港元)	2,328.33
52 周内股价高/低(港元)	278.15/68.74
总股本(百万)	1,048(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%

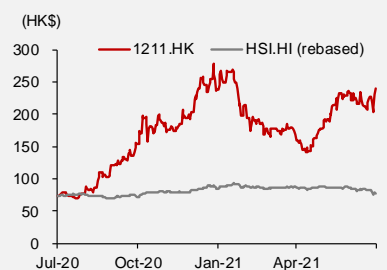
资料来源：公司公告

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.9%	14.3%
3-月	49.2%	65.1%
6-月	0.8%	9.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

盈利预测

图 1: 盈利预测

人民币 (百万)	新预测		原预测		变化 (%)	
	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%
净利润	6,919	8,928	7,337	10,310	-6%	-13%
每股盈利 (人民币)	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
净利润率	3.45%	3.30%	3.79%	4.20%	0.5 ppt	0.3 ppt

资料来源: 公司及招银国际证券预测

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	127,739	156,598	202,475	292,578	364,418
销售成本	(106,924)	(126,251)	(166,471)	(238,632)	(298,349)
毛利	20,814	30,346	36,004	53,946	66,069
税金及附加	(1,561)	(2,154)	(2,733)	(3,921)	(4,883)
销售费用	(4,346)	(5,056)	(6,884)	(9,655)	(12,026)
研发费用	(4,141)	(4,321)	(5,467)	(7,607)	(9,475)
管理费用	(5,629)	(7,465)	(9,111)	(12,581)	(15,670)
财务费用	(3,014)	(3,763)	(2,409)	(3,657)	(4,177)
减值损失	(636)	(1,858)	(1,012)	(2,131)	(2,934)
其他收入	1,724	1,695	2,849	3,744	4,579
投资收益	(809)	(273)	(304)	(293)	(364)
公允价值变动收益	10	(51)	4	(37)	(56)
资产处置收益	(100)	(14)	(94)	(128)	(101)
营业利润/(亏损)	2,312	7,086	10,843	17,682	20,962
营业外收入	226	282	405	527	656
营业外支出	(107)	(485)	(152)	(576)	(701)
利润总额	2,431	6,883	11,096	17,632	20,917
所得税费用	(312)	(869)	(1,420)	(2,257)	(2,677)
净利润	2,119	6,014	9,676	15,375	18,239
少数股东损益	504	1,780	2,612	4,151	4,925
归母净利润	1,614	4,234	7,063	11,224	13,315

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息税前利润	1,614	4,234	7,063	11,224	13,315
折旧和摊销	9,933	12,493	11,279	13,478	15,972
营运资金变动	3,233	(19,432)	324	6,509	7,879
其它	6,427	9,234	-	-	-
经营活动所得现金流	14,741	45,393	19,438	20,450	24,085
资本开支	(12,040)	(11,101)	(12,588)	(13,839)	(16,399)
联营公司	(499)	(1,405)	(547)	(601)	(661)
其它	(8,342)	(1,938)	(3,304)	(5,371)	(4,870)
投资活动所得现金净额	(20,881)	(14,444)	(16,438)	(19,811)	(21,930)
股份发行	-	-	19,125	-	-
净借贷	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
融资活动所得现金净额	6,610	(28,907)	23,056	8,742	(1,929)
现金增加净额	470	2,041	26,056	9,381	225
年初现金及现金等价物	13,052	12,650	14,445	40,501	49,882
其他	(872)	(246)	-	-	-
年末现金及现金等价物	12,650	14,445	40,501	49,882	50,107
受限现金	1,614	4,234	7,063	11,224	13,315

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	88,675	89,412	100,790	114,644	129,516
固定资产	49,443	54,585	62,112	69,995	79,335
无形资产和商誉	12,650	11,804	13,432	15,137	17,157
合资及联营公司投资	4,060	5,466	6,012	6,613	7,275
其它非流动资产	22,521	17,558	19,233	22,900	25,749
流动资产	106,967	111,605	165,790	229,182	276,514
现金及现金等价物	12,650	14,445	40,501	49,882	50,107
应收账款	43,934	41,216	53,283	83,594	107,182
存货	25,572	31,396	39,636	53,029	66,300
其它流动资产	24,811	24,547	32,370	42,677	52,925
流动负债	108,029	106,431	166,429	224,730	265,787
银行贷款	40,332	16,401	48,594	59,393	61,222
应付账款	36,168	51,908	66,588	95,453	119,340
其他应付款	11,217	15,974	17,479	25,056	31,327
其它流动负债	20,311	22,148	33,767	44,828	53,898
非流动负债	25,011	30,133	27,998	32,107	37,254
银行贷款	21,916	23,626	22,720	24,464	27,565
递延所得税或有负债	103	393	114	181	214
其它	2,992	6,114	5,165	7,463	9,475
所有者权益	62,601	64,454	72,153	86,989	102,989
少数股东权益	5,839	7,580	7,261	9,499	10,808
归母所有者权益	56,762	56,874	64,892	77,490	92,181

主要比率

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合(%)					
汽车	50%	54%	51%	52%	52%
消费电子	42%	38%	41%	34%	34%
二次充电电池	8%	8%	7%	5%	5%
其他	0%	0%	0%	0%	0%
动力电池	0%	0%	1%	7%	8%
IGBT	0%	0%	0%	0%	0%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	16%	19%	18%	18%	18%
税前利率	2%	4%	5%	6%	6%
净利润率	2%	4%	5%	5%	5%
有效税率	13%	13%	13%	13%	13%
资产负债比率					
流动比率(x)	0.99	1.05	1.00	1.02	1.04
速动比率(x)	0.59	0.57	0.60	0.62	0.61
现金比率(x)	0.12	0.14	0.24	0.22	0.19
平均应收款周转天数	126	96	96	104	107
债务/股本比率(%)	213%	212%	269%	295%	294%
净负债/股东权益比率	79%	40%	43%	39%	38%
回报率(%)					
资本回报率	3%	7%	12%	16%	16%
资产回报率	3%	5%	6%	7%	7%
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.50	1.47	2.41	3.87	4.60
每股股息(人民币)	0.06	0.15	0.25	0.39	0.47
每股净资产(人民币)	20.81	19.88	22.68	27.08	32.22

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个月的潜在涨幅在-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)39000888

传真: (852)39000800

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国投资者

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。接收本報告的美國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撰写的报告。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 (+6563504400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。