

比亚迪控股 - H (1211 HK)

汽车电池业务成型，中长期估值有望抬升

比亚迪发布2021年三季度业绩。2021年第三季度实现收入543亿元人民币，同比增长22%。三季度归母净利润实现13亿元人民币，同比下滑28%。我们认为公司整体业绩略低于市场预期，主要原因来自于比亚迪电子（包含口罩业务）业绩下滑。展望四季度，我们认为公司新能源汽车及动力电池业务将继续保持高速增长，同时估值空间将进一步被打开。公司计划配售5,000万股H股，每股作价273.5-279.5港元，较今日收市价折让5.8%-7.8%，集资约136.75亿至139.75亿港元，进一步增强公司资金实力。我们重申买入评级，上调目标价至425港元。

- 口罩业务及原材料成本上涨继续拖累公司毛利率。**公司三季度毛利率同比下滑9.0个百分点至13.3%，主要由于口罩业务影响及原材料成本上涨等因素造成，但公司毛利率连续两个季度环比提升。展望未来，我们预计1) 原材料成本影响逐步趋缓；2) 新能源汽车销量提升带来的规模效率提升；3) 口罩业务影响边际消退等因素将继续支撑公司毛利率环比改善。我们下调公司下半年毛利率预测0.4个百分点至14.4%。
- 新能源汽车及动力电池业务保持高速增长。**公司三季度汽车总销量达到21万辆，同比增长87%。其中，新能源汽车实现18万辆，同比增长264%，市场需求火爆。我们测算在剥离比亚迪电子业绩后，公司其余业务业绩在三季度同比上涨160%，超出市场预期。资产负债表方面，我们看到公司短期和中长期发展均有亮点。公司合同负债增加51%至124亿元人民币，反映出公司短期收入潜力。我们看到DMi车型持续热销（秦PLUS DM连续三个月交付过万，宋DM9月交付量过万），在下沉市场中消费者口碑优异。四季度新能源车交付量及电池装机量将继续保持高速增长。同时，公司其他应收款增加187%至266亿元人民币，主要由于电池业务增加，验证我们对其电池业务的预期。中长期来看，公司在建工程增加125%至138亿元人民币，主要由于公司汽车及动力电池业务发展产能扩张，为公司中长期发展打下产能基础。
- 比亚迪将受益于电池路线变化。**根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据，7-9月，磷酸铁锂电池占比逐月提升，9月动力电池产量23.2GWh，其中磷酸铁锂电池产量13.5GWh，占总产量58.3%。自今年5月份开始，磷酸铁锂电池产量反超三元锂电池，7月装车量超越三元锂电池。10月，特斯拉宣布全球标准版Model 3和Model Y将切换到磷酸铁锂电池。我们认为公司刀片电池将显著受益于动力电池结构性变化，有望带动板块基本面和估值共同抬升。
- 维持买入评级。**根据三季度业绩表现，我们相应下调公司2021年盈利预测8%至45亿元人民币，以反映毛利率预测更新。展望四季度，我们认为1) 新能源汽车交付维持高速增长并带动新车毛利率提升；2) 电池外供落地；3) 比亚迪半导体分拆上市有序推进等利好将带动新能源汽车、动力电池、半导体板块价值重估。因此我们维持公司买入评级，根据分部估值法上调目标价至425港元。

财务资料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业额(百万人民币)	127,739	156,598	224,413	292,785	356,006
同比增长(%)	-1.78%	22.59%	43.31%	30.47%	21.59%
净利润(百万人民币)	1,614	4,234	4,485	7,486	11,607
每股收益(人民币)	0.50	1.47	1.51	2.56	4.00
同比增长(%)	-47%	196%	3%	69%	56%
市场每股盈利预测(人民币)	N/A	0.97	1.12	1.47	2.47
市盈率(x)	495.07	167.17	163.00	96.20	61.55
市帐率(x)	11.83	12.38	11.40	10.04	8.47
股息率(%)	0.02%	0.06%	0.06%	0.11%	0.16%
权益收益率(%)	2.88%	7.45%	7.56%	11.34%	15.14%
负债比率(x)	79.2	39.7	44.4	47.4	49.1

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博(搜索代码: RESP CMBR <GO>)或<http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告

买入(维持)

目标价	HK\$425.0
(此前目标价)	HK\$405.0)
潜在升幅	+43.3%
当前股价	HK\$296.6

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)	997,816
3月平均流通量(百万港元)	3,374
52周内股价高/低(港元)	324.6/138.28
总股本(百万)	1,048(H) 1,813(A)

资料来源：彭博

股东结构

王传福	17.95%
吕向阳	8.36%
Bershire Hathaway Energy	7.86%

资料来源：公司公告

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	24.3%	20.8%
3-月	28.4%	33.1%
6-月	75.9%	103.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

- **配股增发加快产能建设。**10月29日计划在港股配售5,000万股，每股作价273.5-279.5港元，较收盘价折让5.8%—7.8%，融资约136.75亿至139.75亿港元。受益于新车销量高速增长及相应动力电池外供需要，公司持续扩张整车及电池产能。8月底公司落户合肥，总投资60亿元，新工厂年产能将达到40万辆。7月长春市政府、中国一汽集团、比亚迪共同签署了新能源动力电池项目投资合作协议，预计投资近百亿元建设电池工厂，以配套一汽红旗等车型。同时，目前弗迪电池正筹建海外第一个电池工厂，工厂筹建是为欧洲汽车客户供应配套及比亚迪海外业务的进一步拓展配套准备。比亚迪2021年底刀片电池总产能将达到75GWh，2022年底产能或将进一步攀升至100GWh。我们认为此次增发主要用途将用于汽车产能及动力电池产能扩张，为中长期业绩发展打下产能基础。

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	224,413	292,785	224,413	292,785	0%	0%
毛利	30,802	45,508	31,403	45,508	-2%	0%
净利润	4,485	7,486	4,871	7,494	-8%	0%
每股盈利 (人民币)	1.51	2.56	1.64	2.56	-8%	0%
毛利率	13.73%	15.54%	13.99%	15.54%	-0.3 ppt	0.0 ppt
净利润率	2.00%	2.56%	2.17%	2.56%	-0.2 ppt	0.0 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	224,413	292,785	356,006
销售成本	(106,924)	(126,251)	(193,610)	(247,277)	(296,232)
毛利	20,814	30,346	30,802	45,508	59,774
税金及附加	(1,561)	(2,154)	(3,030)	(3,923)	(4,770)
销售费用	(4,346)	(5,056)	(6,620)	(9,076)	(11,036)
研发费用	(4,141)	(4,321)	(4,937)	(6,734)	(8,544)
管理费用	(5,629)	(7,465)	(9,201)	(12,297)	(14,952)
财务费用	(3,014)	(3,763)	(1,650)	(2,915)	(3,326)
减值损失	(636)	(1,858)	(1,122)	(2,132)	(2,866)
其他收入	1,724	1,695	3,158	3,747	4,473
投资收益	(809)	(273)	(337)	(293)	(356)
公允价值变动收益	10	(51)	4	(37)	(55)
资产处置收益	(100)	(14)	(22)	(29)	(36)
营业利润/(亏损)	2,312	7,086	7,046	11,818	18,306
营业外收入	226	282	449	527	641
营业外支出	(107)	(485)	(449)	(586)	(712)
利润总额	2,431	6,883	7,046	11,760	18,234
所得税费用	(312)	(869)	(902)	(1,505)	(2,334)
净利润	2,119	6,014	6,144	10,254	15,900
少数股东损益	504	1,780	1,659	2,769	4,293
归母净利润	1,614	4,234	4,485	7,486	11,607

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	4,485	7,486	11,607
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)	(2,348)	5,525	8,901
其它	6,427	9,234	-	-	-
经营活动所得现金流	14,741	45,393	19,014	16,944	21,012
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)	(2,751)	(4,648)	(5,434)
投资活动所得现金净额	(20,881)	(14,444)	(15,886)	(19,088)	(22,495)
股份发行	-	-	19,125	-	-
净借贷	10,535	(22,222)	36,552	7,320	3,475
支付股息	(164)	(423)	(449)	(749)	(1,161)
其它	(3,761)	(6,262)	(19,961)	9,706	11,767
融资活动所得现金净额	6,610	(28,907)	28,214	2,359	(3,344)
现金增加净额	470	2,041	31,342	214	(4,827)
年初现金及现金等价物	13,052	12,650	14,445	46,069	46,581
其他	(872)	(246)	282	297	(13)
年末现金及现金等价物	12,650	14,445	46,069	46,581	41,740
受限现金	1,614	4,234	4,485	7,486	11,607

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	100,238	113,369	128,806
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	18,681	21,625	25,039
流动资产	106,967	111,605	186,551	227,916	264,120
现金及现金等价物	12,650	14,445	46,069	46,581	41,740
应收账款	43,934	41,216	59,056	83,653	104,708
存货	25,572	31,396	46,098	54,950	65,829
其它流动资产	24,811	24,547	35,329	42,732	51,843
流动负债	108,029	106,431	189,559	230,463	262,981
银行贷款	40,332	16,401	53,859	59,435	59,809
应付账款	36,168	51,908	77,444	98,911	118,493
其他应付款	11,217	15,974	20,329	25,964	31,104
其它流动负债	20,311	22,148	37,927	46,153	53,574
非流动负债	25,011	30,133	28,516	32,052	37,008
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	72	120	187
其它	2,992	6,114	5,724	7,468	9,256
所有者权益	62,601	64,454	68,714	78,770	92,937
少数股东权益	5,839	7,580	6,915	8,602	9,753
归母所有者权益	56,762	56,874	61,798	70,168	83,184

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%	49%	56%	60%	60%
消费电子	42%	42%	37%	34%	35%
二次充电电池	8%	9%	6%	5%	5%
其他	0%	0%	0%	0%	0%
动力电池	0%	0%	0%	0%	0%
IGBT	0%	0%	0%	0%	0%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	16%	19%	14%	16%	17%
税前利率	2%	4%	3%	4%	5%
净利润率	2%	4%	3%	4%	4%
有效税率	13%	13%	13%	13%	13%
资产负债比率					
流动比率(x)	0.99	1.05	0.98	0.99	1.00
速动比率(x)	0.59	0.57	0.58	0.59	0.58
现金比率(x)	0.12	0.14	0.24	0.20	0.16
平均应收款周转天数	126	96	96	104	107
债务/股本比率(%)	213%	212%	317%	333%	323%
净负债/股东权益比率	79%	40%	44%	47%	49%
回报率(%)					
资本回报率	3%	7%	8%	11%	15%
资产回报率	3%	5%	4%	5%	6%
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.50	1.47	1.51	2.56	4.00
每股股息(人民币)	0.06	0.15	0.16	0.26	0.41
每股净资产(人民币)	20.81	19.88	21.60	24.52	29.07

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责任。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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

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。