

公司報告

比亞迪股份 (1211 HK)

業績好於預期，增長動力強勁

- 上半年業績強勁，超市場預期，估計二季度汽車業務盈利能力大幅改善
- 銷量增長、結構改善、原材料價格回落等因素推動下半年業績釋放
- 維持買入評級和目標價387港元

上半年業績超預期，二季度汽車盈利大幅改善

事件：公司發布業績預告(鏈接)，上半年淨利潤 28 億-36 億元(人民幣，下同)，同比增長 138.6%-206.8%，扣非淨利潤 25 億-33 億元，同比增長 578.1%-795.1%。**點評：**1) 業績好於市場預期，略高於我們的預期。二季度業績環比提升明顯，淨利潤 20 億-28 億元，同比增長 112.7%-198.2%，環比增長 146.4%-245.3%，扣非淨利潤 20 億-28 億元，同比增長 341%-518.7%，環比增長 286.4%-442.1%。2) 增長動力主要是新能源汽車銷量增長強勁，規模效益提升，一定程度上對沖原材料漲價壓力。上半年新能源乘用車 64 萬輛，同比+324.8%；二季度 35 萬輛，環比增長 24.1%，其中純電 18 萬，環比 25.9%，插混 17 萬，環比 22.3%。3) 上半年手機部件及組裝業務面臨逆風，消費電子需求疲弱，但得益於成本控制及產品結構調整，二季度盈利能力有所恢復。4) 一季度，比亞迪電子利潤 1.8 億元，貢獻 1.2 億元，則汽車業務的扣非單車淨利潤超 1.3 千元。二季度，假設比亞迪電子利潤 2.5 億元，貢獻 1.6 億元，則粗略估計汽車業務的扣非單車淨利潤約 5.1-7.4 千元，中位數 6.3 千元，單車盈利能力在原材料漲價的背景強勁提升。

多因素推動下半年業績強勁增長

下半年業績增長的有利因素：**1) 銷量：**公司新能源乘用車銷量持續走強，6月達到13萬輛，目前在手訂單充沛，且新增訂單強勁，預計下半年銷量持續爆發；銷量增長的規模效益已在二季度獲驗證，預計下半年隨銷量爆發繼續提升。**2) 結構：**公司車型結構向好，推動單車收入和毛利率改善。二季度漢家銷量占比17.8%，環比+5.9ppt，我們估算二季度乘用車平均售價環比+3.5%。隨着公司漢DMi、海豹等高售價車型放量，下半年銷量結構向好。**3) 漲價訂單：**公司1月對部分產品漲價1千-7千元，3月漲價約3千-6千元，提價的正面影響因素在二季度已部分釋放，三季度開始有望全面釋放。**4) 原材料：**預期下半年原材料(電池材料、鋁、鋼)價格回落。

維持買入評級及目標價387港元

維持買入評級，按分部加總估值法(見圖9)維持目標價387港元，相當於2.8x 2022E P/S。我們將在公司公布中報後重審公司基本面和盈利預測。**風險因素：**行業景氣度低於預期。

財務數據

(人民幣百萬元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
營業額	153,469	211,300	341,828	495,760	592,251
同比增長	26.0%	37.7%	61.8%	45.0%	19.5%
淨利潤	4,234	3,045	6,939	8,452	10,203
同比增長	162.3%	-28.1%	127.9%	21.8%	20.7%
每股盈利(人民幣元)	1.47	1.06	2.43	2.96	3.57
每股股息(人民幣元)	0.15	0.11	0.24	0.29	0.35
市盈率(倍)	164.1	227.6	99.2	81.5	67.5
市淨率(倍)	11.6	7.2	6.8	6.3	5.8
ROE	7.4%	3.2%	6.8%	7.7%	8.6%

資料來源：公司資料、招商證券(香港)預測；截至2022年7月14日收盤價

梁勇活

+86 755 8290 4571

liangy6@cmschina.com.cn

楊岱東

+86 755 8323 5354

yangdd2@cmschina.com.cn

最新變動

上半年業績預告點評

買入

前次評級	買入
股價	283.0港元
12個月目標價 (上漲/下跌空間)	387.0港元(+37%)
前次目標價	387.0港元

股價表現



資料來源：彭博

%	1m	6m	12m
1211 HK	1.2	11.5	38.5
恒生指數	(2.0)	(16.2)	(27.1)

行業：汽車汽配

恒生指數	20,751
國企指數	7,126

重要數據

52周股價區間(港元)	165 - 333
港股市值(百萬港元)	1,045,462
日均成交量(百萬股)	6.00
每股淨資產(港幣)	40.67

主要股東

王傳福	17.64%
呂向陽	8.22%
總股數(百萬股)	2,854
自由流通量	74.14%

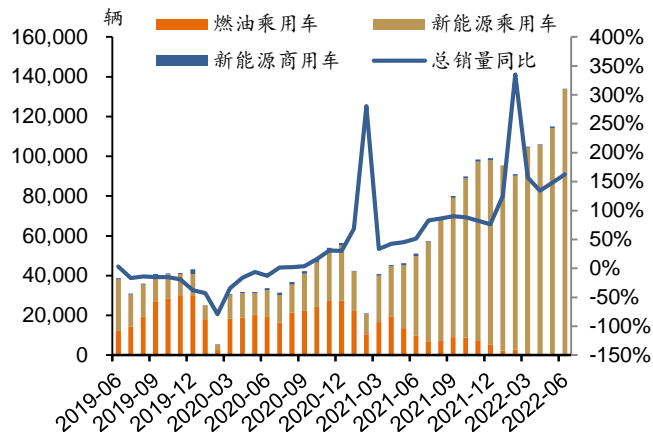
資料來源：彭博

相關報告

1. 汽車汽配 - 賺錢階段已過，焦點重回需求端和業績檢驗(推薦)(2022/7/12)

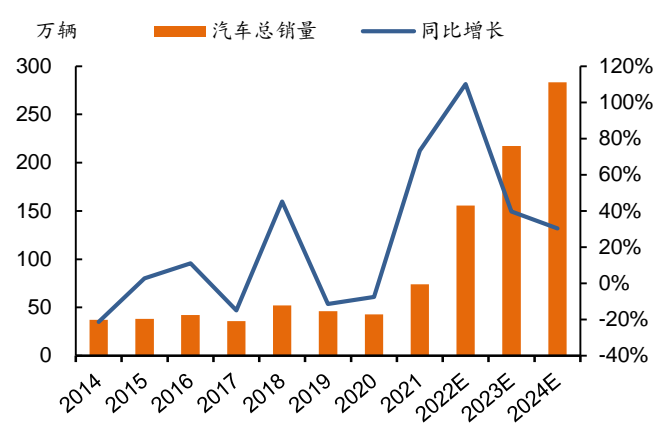
重点图表

图1: 比亚迪月销量及同比增速



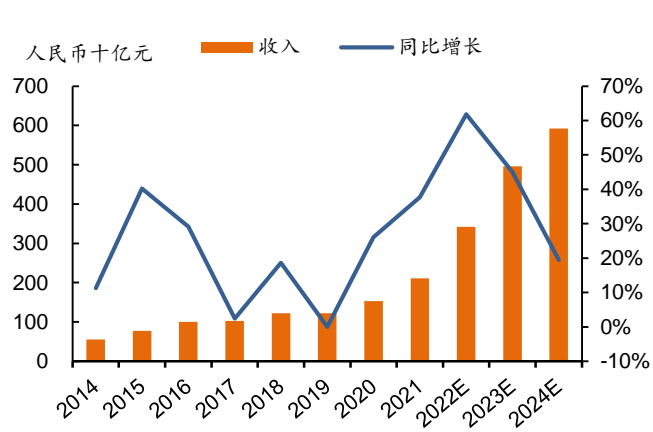
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 公司汽车年度销量预测(乘用车+商用车)



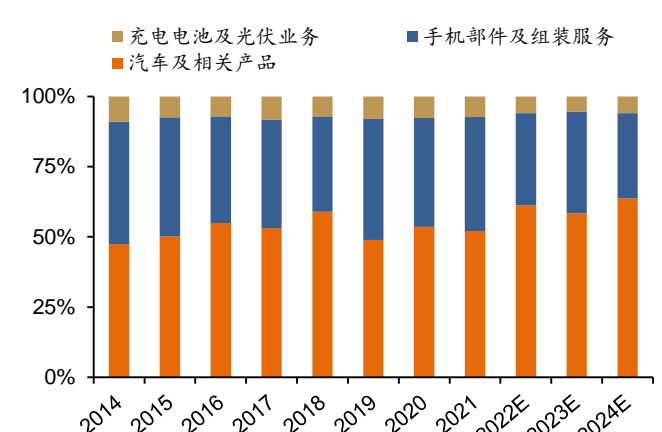
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图3: 公司收入预测



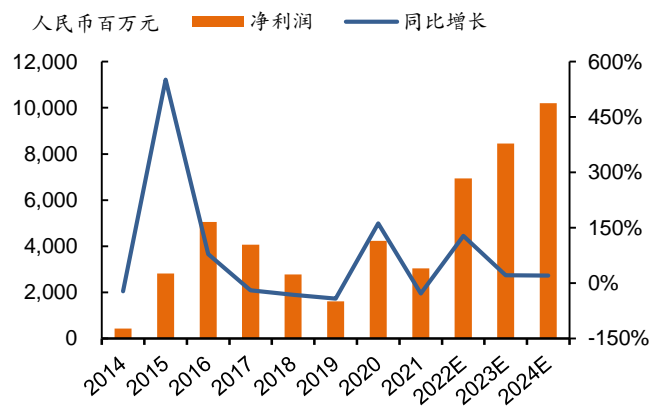
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图4: 公司收入结构预测



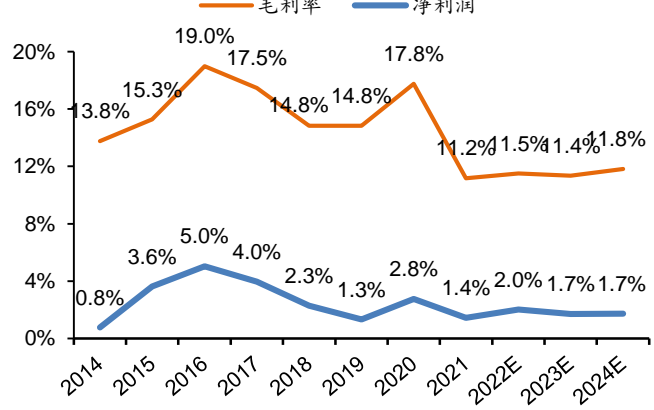
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图5: 公司净利润预测



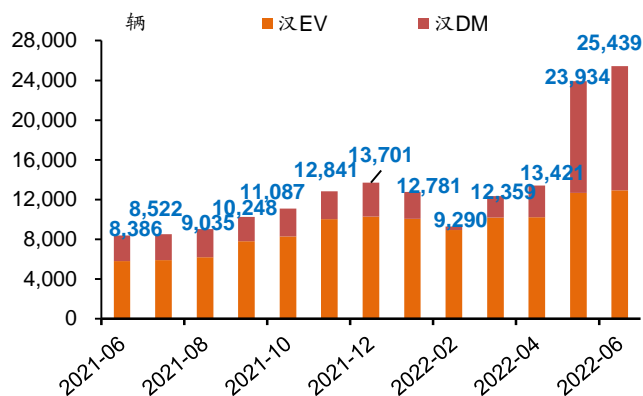
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图6: 公司毛利率及净利润率预测



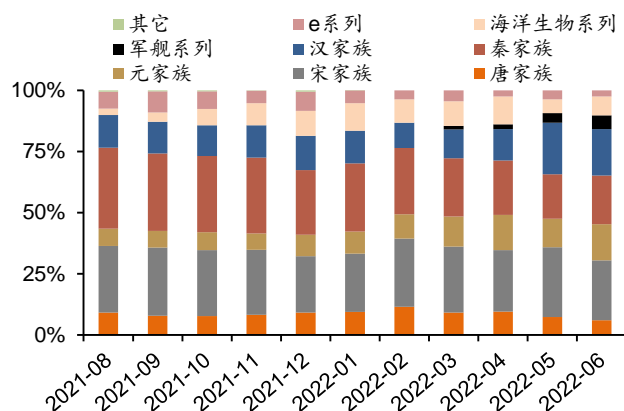
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图7: 比亚迪汉销量



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图8: 比亚迪分系列车型结构



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图9: 比亚迪最新分部加总估值

业务板块	估值方法	估值倍数	2022E 估值 (人民币百万元)	占比
新能源乘用车	P/S	x2.5 FY22E P/S	474,102	50%
新能源商用车	P/S	x1.3 FY22E P/S	21,215	2%
燃油车	P/S	x0.5 FY22E P/S	1,493	0%
手机部件及组装服务	P/E	x9.0 FY22E P/E	24,082	3%
二次充电电池及光伏业务	P/S	x1.0 FY22E P/S	20,267	2%
动力电池	内含价值	n.a	323,760	34%
比亚迪半导体	内含价值	n.a	77,793	8%
云轨	内含价值	n.a	0	0%
整体价值 (人民币百万元)			942,712	
股数 (百万股)			2,854	
每股价值 (人民币)			330	
汇率 (港元/人民币)			1.1729	
每股价值 (港元)			387	

注: 云轨业务的政策不确定性大, 保守起见, 我们给予该项业务估值为零; 资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

2022年7月15日(星期五)

行业估值比较

公司	彭博 代码	招商证券 评级	股价 (港元)	招商证券 目标价 (港元)	上涨 空间	市值 (百万美元)	市盈率(x)		市净率(x)		市销率(x)		ROE (%)		股息收益率(%)		净负债率(%)
							2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	
汽车制造商																	
长城汽车	2333 HK	买入	13.2	24.0	82%	36,036	11.9	9.8	1.5	1.3	1.2	0.9	12.4	13.1	0.8	1.0	-22.6
吉利汽车	175 HK	买入	16.6	23.0	39%	21,191	19.4	15.2	1.9	1.7	1.0	0.8	9.7	11.4	1.8	2.3	-38.1
广汽集团	2238 HK	未评级	7.6	n.a	n.a	20,123	6.9	5.8	0.7	0.6	1.5	1.3	10.3	11.3	4.1	4.7	0.8
东风集团	489 HK	未评级	5.7	n.a	n.a	6,289	3.5	3.3	0.3	0.3	0.4	0.3	8.1	7.9	10.1	12.2	-3.6
中国重汽	3808 HK	未评级	9.7	n.a	n.a	3,422	5.5	4.8	0.6	0.6	0.3	0.2	10.2	11.0	6.8	7.9	8.2
平均							9.4	7.8	1.0	0.9	0.8	0.7	10.1	10.9	4.7	5.6	-11.1
新能源汽车制造商																	
比亚迪股份	1211 HK	买入	283.0	387.0	37%	126,268	99.2	81.5	6.8	6.3	2.1	1.4	6.8	7.7	0.1	0.1	-16.9
理想汽车	2015 HK	买入	150.8	213.0	41%	39,699	n.a	289.7	6.5	6.4	5.0	2.7	-1.5	2.2	0.0	0.0	-53.2
小鹏汽车	9868 HK	买入	118.1	167.0	41%	25,898	n.a	n.a	5.0	5.9	4.6	2.4	-20.3	-16.2	0.0	0.0	-83.5
蔚来汽车	9866 HK	未评级	165.5	n.a	n.a	35,220	n.a	n.a	6.9	7.4	3.9	2.2	-19.7	-7.6	5.2	5.6	-84.8
平均							99.2	185.6	6.3	6.5	3.9	2.2	-8.7	-3.4	1.3	1.4	-59.6
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	买入	53.3	92.0	73%	16,372	11.5	9.8	2.3	2.0	0.5	0.5	20.4	20.0	1.7	2.0	23.0
和谐汽车	3836 HK	中性	3.0	审视中	n.a	599	5.1	4.5	0.5	0.4	0.2	0.2	9.2	9.7	7.6	8.6	12.6
美东汽车	1268 HK	未评级	22.0	n.a	n.a	3,574	14.7	11.1	5.2	4.2	0.7	0.6	36.4	37.6	4.1	5.7	-32.4
永达汽车	3669 HK	未评级	7.3	n.a	n.a	1,823	4.7	4.0	0.8	0.7	0.1	0.1	17.5	18.4	7.2	8.7	17.8
宝信汽车	1293 HK	未评级	0.5	n.a	n.a	195	2.0	1.8	0.1	0.1	0.0	0.0	7.4	7.5	0.0	0.0	52.0
平均							7.6	6.2	1.8	1.5	0.3	0.3	18.2	18.6	4.1	5.0	14.6
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	买入	12.2	17.0	40%	15,420	8.9	8.0	1.1	1.0	0.5	0.5	12.8	12.9	4.4	4.9	-70.5
福耀玻璃	3606 HK	买入	39.3	50.0	27%	15,337	21.0	17.9	3.1	2.9	3.8	3.3	14.9	16.2	3.0	3.0	-14.2
敏实集团	425 HK	买入	21.6	28.0	30%	3,197	12.1	10.4	1.2	1.1	1.2	1.0	10.4	11.2	3.3	3.8	79.1
京东方精电	710 HK	买入	16.1	17.0	6%	1,511	23.4	16.9	3.4	3.0	1.2	0.9	14.6	17.6	1.4	2.0	-74.8
耐世特	1316 HK	未评级	5.7	n.a	n.a	1,835	12.0	7.9	0.9	0.8	0.5	0.4	7.5	10.5	1.7	2.6	-12.1
平均							15.5	12.2	2.0	1.8	1.4	1.2	12.0	13.7	2.8	3.3	-18.5
整体平均							16.4	29.6	2.6	2.5	1.5	1.0	8.8	10.7	3.3	3.9	-16.5

收盘价截至2022年7月14日, 未评级公司基于市场共识, 资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	111,605	166,110	202,216	223,028	239,081
现金及现金等价物	13,738	49,820	81,386	84,153	93,955
存货	31,396	43,355	42,345	48,344	52,227
应收账款及应收票据	39,308	35,593	34,183	39,661	41,458
预付款项及其它应收款项	14,774	17,237	24,197	30,764	31,336
其他流动资产	12,388	20,106	20,106	20,106	20,106
非流动资产	89,412	129,670	152,984	198,838	244,245
物业、工厂及设备	58,202	75,545	110,751	152,522	193,266
预付土地租赁款项	7,528	11,233	11,233	11,233	11,233
无形资产	10,108	10,050	11,833	15,168	18,871
长期预付款	2,670	18,379	4,839	5,713	6,789
于合营/联营公司之权益	5,466	7,905	7,769	7,643	7,528
其他非流动资产	5,439	6,558	6,558	6,558	6,558
资产合计	201,017	295,780	355,200	421,866	483,326
流动负债	106,431	171,304	220,531	274,982	321,888
应付账款及应付票据	49,792	79,044	121,389	166,894	202,170
短期借款	27,645	22,939	29,821	38,767	50,398
拨备	1,939	2,356	2,356	2,356	2,356
其他流动负债	27,056	66,965	66,965	66,965	66,965
非流动负债	30,133	20,232	22,390	24,980	28,087
长期借款	23,626	10,790	12,948	15,538	18,645
递延收入	2,269	4,481	4,481	4,481	4,481
其他非流动负债	4,238	4,961	4,961	4,961	4,961
负债合计	136,563	191,536	242,920	299,961	349,975
股本	2,728	2,911	2,911	2,911	2,911
储备	53,052	92,159	98,798	106,567	115,939
永续债	1,095	0	0	0	0
股东应占权益	56,874	95,070	101,709	109,479	118,850
少数股东权益	7,580	9,175	10,570	12,426	14,501
总权益	64,454	104,244	112,279	121,904	133,351
负债及权益合计	201,017	295,780	355,200	421,866	483,326

现金流量表

人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	45,393	65,467	61,966	60,041	71,589
税前盈利	6,883	6,427	9,276	11,467	13,655
财务费用净额	2,909	1,276	623	559	953
联营/合营企业应占溢利	187	145	136	126	116
折旧摊销	12,188	13,665	14,832	20,951	28,545
营运资金变动	21,386	44,160	37,805	27,460	29,025
已付税费	-449	-254	-941	-1,159	-1,377
其它经营活动现金流	2,290	48	236	636	671
投资活动现金流	-14,444	-45,404	-37,885	-66,535	-73,672
资本支出	-7,287	-12,660	-51,820	-66,057	-72,992
非流动预付款增加	-4,248	-21,410	13,539	-874	-1,076
共同控制实体注资	-1,527	-2,673	0	0	0
其它投资活动现金流	-1,383	-8,660	396	396	396
筹资活动现金流	-28,907	16,063	7,485	9,262	11,885
发行新股	0	36,372	0	0	0
净借款	-19,291	-13,006	9,040	11,536	14,738
已付利息	-3,245	-1,948	-1,255	-1,591	-2,021
已付股息	-164	-423	-300	-683	-832
其它筹资活动现金流	-6,208	-4,931	0	0	0
现金净增加额	2,041	36,125	31,566	2,767	9,802
汇兑损益	23	-44	0	0	0
期末现金及现金等价物	13,738	49,820	81,386	84,153	93,955

利润表

人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	153,469	211,300	341,828	495,760	592,251
营业成本	-126,226	-187,667	-302,461	-439,488	-522,266
毛利	27,244	23,633	39,366	56,271	69,985
销售费用	-5,056	-6,082	-9,913	-14,377	-18,360
管理费用	-4,396	-5,742	-9,229	-13,386	-16,583
研发费用	-7,465	-6,082	-9,913	-14,377	-17,768
其他收入	1,332	3,287	2,519	2,419	2,419
营业利润	11,659	9,014	12,830	16,551	19,694
财务费用	-3,124	-1,908	-3,418	-4,958	-5,923
应占合营公司溢利	-199	-211	-207	-203	-199
应占联营公司溢利	12	66	71	77	83
营业外收入	-1,466	-533	0	0	0
税前利润	6,883	6,427	9,276	11,467	13,655
应交所得税	-869	-551	-941	-1,159	-1,377
本年利润	6,014	3,967	8,335	10,308	12,278
少数股东损益	-1,780	-922	-1,396	-1,856	-2,075
股东应占利润	4,234	3,045	6,939	8,452	10,203
每股收益(元)	1.47	1.06	2.43	2.96	3.57

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业收入	26.0%	37.7%	61.8%	45.0%	19.5%
营业利润	58.9%	-22.7%	42.3%	29.0%	19.0%
净利润	162.3%	-28.1%	127.9%	21.8%	20.7%
获利能力					
毛利润率	17.8%	11.2%	11.5%	11.4%	11.8%
营业利润率	7.6%	4.3%	3.8%	3.3%	3.3%
净利率	2.8%	1.4%	2.0%	1.7%	1.7%
ROE	7.4%	3.2%	6.8%	7.7%	8.6%
ROA	2.1%	1.0%	2.0%	2.0%	2.1%
偿债能力					
资产负债率	67.9%	64.8%	68.4%	71.1%	72.4%
净负债比例	66.0%	-16.9%	-38.0%	-27.3%	-21.0%
流动比率	1.05	0.97	0.92	0.81	0.74
速动比率	0.75	0.72	0.72	0.64	0.58
营运能力					
资产周转天数	472	429	348	286	279
存货周转天数	82	73	52	38	35
应收账款周转天数	94	65	37	27	25
应付账款周转天数	123	125	121	120	129
每股资料(人民币元)					
每股收益	1.47	1.06	2.43	2.96	3.57
每股现金流	16.64	22.94	21.71	21.04	25.08
每股净资产	20.85	33.31	35.63	38.36	41.64
每股派息	0.15	0.11	0.24	0.29	0.35
估值比率(倍)					
市盈率	164.1	227.6	99.2	81.5	67.5
市净率	11.6	7.2	6.8	6.3	5.8

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分

发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828