

股票

中国

业绩覆盖

公司报告

## 6-12 个月评级 (下调至中性)

前评级: 买入

|                |   |
|----------------|---|
| 最新股价           | 242.20 港币                               |
| 12 个月目标价       | 176.10 港币                               |
|                | 前目标价: 427.8 港币                          |
| 股票代码           | <b>RIC:</b> 1211.HK <b>BBG:</b> 1211 HK |
| 目标涨跌幅          | -27.3%                                  |
| 市值             | 8,600 亿港元                               |
| 企业价值           | 8,631 亿港元                               |
| 已发行股数 (百万股)    | 2,911                                   |
| H 股股数 (百万股)    | 1,098 (37.7%)                           |
| 预测市盈率 (12/22E) | 30.1                                    |
| 52 周价格幅度       | 165.0 - 333.0 港币                        |

## 主要财务数据

| (人民币)    | 12/21   | 12/22E  | 12/23E  |
|----------|---------|---------|---------|
| 收入(百万元)  | 211,300 | 367,279 | 607,932 |
| 增长       | 37.7%   | 73.8%   | 65.5%   |
| 每股盈利(元)  | 1.2     | 5.1     | 9.3     |
| 增长(%)    | -28.1   | 392.2   | 80.3    |
| 资产回报率(%) | 1.0     | 4.4     | 5.3     |
| 权益回报率(%) | 3.2     | 38.8    | 64.4    |
| 股息殖利率(%) | 0.1     | 0.3     | 0.6     |
| 市盈率(倍)   | 148.3   | 30.1    | 16.7    |
| 市账率(倍)   | 11.7    | 10.8    | 2.1     |

恒大证券研究中心:

高级分析师

纪承祚

Marco KEI

852 3550 6864

marco.kei@gisf.hk

## 比亚迪股份(1211.HK)

1H22 营收不符预期, 下调评级至中性;  
 利润率明显改善, 维持行业龙头看法

## 业绩覆盖:

比亚迪股份公布了 1H22 业绩: 总营收为 1,506.1 亿元人民币, +65.7% 同比, 24.5%/ 9.3% 低于我们/ 彭博市场预测; 归属于母公司持有人收益为 36 亿元人民币, 54.3% 低于 / 67.4% 高于我们/ 彭博市场预测。受惠于爆款车型如 DM-i 系列及元 PLUS、汉 EV、海豚等, 公司新能源乘用车反哺商用车, 整体汽车交付量增长维持强势(1H22 同比+165.3%; 1H21 同比+55.5%)。不过, 低于预期的营收表现反映了公司商用车交付量下跌(1H22 同比-26.9%), 6 月整体商用车销量同比-77.6%, 及我们高估对公司 DM-i 及汉 EV 车型销情。同时, 高于市场预期的净利润源于公司 1H22 的毛利率获得修复, 达到 13.51% (1H21 为 12.76%), 反映了公司今年第 2 季度的业绩复苏, 2Q22 毛利率在 14.4%, 季度环比+2 个百分点, 毛利率回升受公司汽车销售增加及规模效应控住成本; 公司第 2 季度运营利润率在 5.1%, 季度环比+1.5 个百分点; 第 2 季度营收额季度环比+25.4%, 季度同比+74%, 增速较上季加快 11 个百分点。

## 业绩会议要点:

- **新能源车市占率再度提高:** 1H22 公司新能源汽车市占率達 24.7% 同比上升超 7.5 個百分點。七月, 公司 BEV 及 PHEV 車型銷量快速攀升, 市佔率近 29%。
- **海外市场参与, 10 月亮相欧洲市场:** 八月, 公司宣布正式進入日本乘用車市場, 並亮相 BYD-ATT03、BYD-SEAL、BYD-DOLPHIN 三款車型, 计划 2023 年陆续发售。同时, 公司透过經銷商进入到荷蘭、瑞典、德國、泰國、哥斯達黎加等市場。及将会于 10 月參加全球五大車展之一的巴黎車展。
- **开拓中高端市场, ASP 可望提升:** 全新「騰勢」品牌的首款車型 - 騰勢 D9 于今年 5 月開啟預售, 預售價格區間為 33.5 萬元-46.0 萬元, 助公司產品價格帶向上拓展, 我們預料布局有望提高公司未來 ASP 水平, 擴大收益。

- **管理层指出公司混动体系成功建成技术门槛:**公司自 2008 年起至今深耕 PHEV 混动技术,尤其是混动体系的完善需求各个方面:电池,电机,半导体、零部件、IGBT 的配合。DM-i 的成本投入与技术水平门槛高,更享有先发优势,奠定公司的地位。
- **CTB 技术赋能海豚(能量体 → 结构体):**CTB 技术使刀片電池與車身結合更緊密,電池車身一體化設計使整車扭轉剛度突破 40,000N·m/度,使海豚的剛度能够挑战百万级别奔驰 S 级的扭轉剛度。
- **公司 e 平台 3.0 进入收成期:**平台打造的海豚自去年上市至今持续热销,平台下另一款纯车款电「海豹」今年五月预售当日即收获>20k 订单;今年二月上市的元 PLUS 销量增长快速,1H22 销量约 75k 台。
- **管理层指出,涨价后订单不跌反升:**同时,整个行业原材料价格上升,无可避免是行业及公司自身经营的挑战。公司指出依靠自身品牌、规模效应等优势能使公司消化行业情况。同时公司会加大研发力度及品牌宣传,面对未来市场竞争。
- **优化资源配置,集中于高销量车型(月销>10k 台):**管理层指出,公司未来将集中资源投入月销万台以上的车型,月销低于万台的车型逐步退出,降低对公司整体资源消耗。**管理层预料海豚及元 Plus 随产能扩大中国月销在 50k 或以上,而在欧洲及东南亚月销目标 15k 起。而汉及唐也能稳定在 35k 台月销起。**
- **估值与投资建议:**公司业务布局广,包括汽车、电池与汽车零部件等,并具备众多技术优势和储备包括行业领先的 LFP 电池技术与 CTB 技术。加上多年深耕混动技术体系,千亿级别的成本投入与技术门槛优势明显,所以我们维持比亚迪股份为中国新能源汽车行业龙头看法。估值方面,公司业绩低于预期,我们调整对整体业务预测,预料公司 2022 年全年汽车销量在 1,848,062 台;电池对外销售装机量为 13.05 Gwh。维持分类加总发(SOTP)及市销率对公司估值。同时,我们采用贴现现金模型(DCF)进行估值比对。两者估值结果相近,得出公司 H 股股价为 HK\$176.1/股。估值反映了我们对公司未来销售量增速逐步放缓的预期。**故我们调整公司目标价到 HK\$176.1**

(前目标价: HK\$427.8), 评级下调至“中性”。

### 比亚迪分板块业绩预估:

| 人民币千元       | 1Q22A      | 2Q22A      | 3Q22E      | 4Q22E      |
|-------------|------------|------------|------------|------------|
| 汽车业务收入      | 43,730,539 | 51,732,368 | 61,308,631 | 79,568,844 |
| 电池业务收入      | 7,159,461  | 7,788,196  | 8,567,015  | 9,423,717  |
| 光伏业务收入      | 184,650    | 184,650    | 184,650    | 184,650    |
| 手机部件及组装业务收入 | 20,107,491 | 21,863,322 | 24,614,830 | 26,590,300 |

### SOTP 估值:

| (rmb'000)          | 2022E              | 市销率估值倍数(倍) | 对标公司                                      |
|--------------------|--------------------|------------|---|
| 新能源汽车业务            | 212,706,344        | 0.9        | 吉利汽车(0175.HK)、长城汽车(2333.HK)、广汽集团(2338.HK) |
| 电池与光伏              | 47,210,814         | 7.5        | 天齐锂业(9696.HK)、赣锋锂业(1772.HK)               |
| 手机部件及组装业务          | 46,587,972         | 0.5        | 比亚迪电子(0285.HK)                            |
| 净负债                | 141,716,078        | -          | -   |
| 非运营负债              | 16,676,217         | -          | -   |
| 非运营资产              | 20,080,094         | -          | -   |
| <b>估值:</b>         | <b>451,625,085</b> |            |   |
| 汇率(每人民币兑港元)        | 1.14               |            |   |
| 已发行股份              | 2,911,142,855      |            |   |
| <b>每股股价(H股,港币)</b> | <b>176.1</b>       |            |   |

### DCF 估值:

|             | 2022E             | 2023E              | 2024E             | 2025E              | 2026E              | 2027E              | 2028E              | 2029E              | 2030E              | 2031E              |
|-------------|-------------------|--------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 息税前利润       | 23,616,228        | 44,295,205         | 59,957,575        | 77,517,332         | 92,685,720         | 104,753,812        | 115,432,040        | 119,456,918        | 100,349,259        | 208,620,943        |
| 税款          | -4,748,812        | -10,235,604        | -14,568,788       | -19,165,592        | -23,530,619        | -27,107,243        | -30,346,232        | -31,972,313        | -27,927,153        | -55,998,220        |
| <b>息前利润</b> | <b>18,867,416</b> | <b>34,059,601</b>  | <b>45,388,787</b> | <b>58,351,740</b>  | <b>69,155,101</b>  | <b>77,646,569</b>  | <b>85,085,808</b>  | <b>87,484,604</b>  | <b>72,422,107</b>  | <b>152,622,723</b> |
| 折旧与摊销       | 17,976,647        | 8,042,989          | 8,627,423         | 9,170,063          | 9,019,915          | 9,164,430          | 9,775,757          | 10,433,776         | 10,901,010         | 11,496,385         |
| 净营运资金前      | 53,640,681        | 104,309,109        | 10,261,062        | 44,706,645         | 64,058,570         | 69,650,003         | 83,347,455         | 99,944,450         | 63,076,680         | 69,182,864         |
| 后期变动数       |                   |                    |                   |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| 资本开支        | -53,417,194       | -3,336,000         | -3,336,000        | -3,336,000         | -3,336,000         | -3,336,000         | -3,336,000         | -3,336,000         | -3,336,000         | -3,336,000         |
| 自由现金流       | <b>37,067,550</b> | <b>143,075,699</b> | <b>60,941,273</b> | <b>108,892,448</b> | <b>138,897,586</b> | <b>153,125,001</b> | <b>174,873,021</b> | <b>194,526,831</b> | <b>143,063,797</b> | <b>229,965,973</b> |
| 永续增长率(%)    |                   |                    |                   | 8.0                |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| WACC(%)     |                   |                    |                   | 18.70              |                    |                    |                    |                    |                    |                    |

## 公司财务数据:

| 损益表*       | 2019     | 2020     | 2021     | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入         | 121,778  | 153,469  | 211,300  | 367,279  | 607,932  | 651,905  |
| 销售成本       | -103,702 | -126,226 | -187,667 | -310,058 | -505,177 | -526,939 |
| 毛利         | 18,076   | 27,244   | 23,633   | 57,221   | 102,754  | 124,966  |
| 销售成本、综合开销及 |          |          |          |          |          |          |
| 行政管理费用     | -11,824  | -9,451   | -8,578   | -19,786  | -33,479  | -35,901  |
| 研发开销       | -5,629   | -7,465   | -7,991   | -13,018  | -24,515  | -26,289  |
| 税息折舊及攤銷前利潤 |          |          |          |          |          |          |
| EBITDA     | 12,927   | 15,549   | 19,392   | 41,593   | 52,338   | 68,585   |
| 折旧         | -8,518   | -9,604   | -11,348  | -14,907  | -4,686   | -4,962   |
| 摊销         | -1,322   | -2,915   | -2,760   | -3,070   | -3,357   | -3,665   |
| 息税前利润 EBIT | 9,528    | 11,650   | 5,284    | 23,616   | 44,295   | 59,958   |
| 净利息(支出)/收入 | -3,087   | -3,030   | -1,316   | 661      | 1,231    | 2,361    |
| 联合合营公司收入   | -423     | -187     | -145     | -443     | -712     | -1,259   |
| 其他收入       | 3,683    | 3,388    | 5,273    | 5,628    | 8,085    | 8,382    |
| 税前利润 EBT   | 6,441    | 8,620    | 3,967    | 24,277   | 45,526   | 62,319   |
| 所得税        | -312     | -869     | -551     | -4,749   | -10,236  | -14,569  |
| 税后净利润      | 6,129    | 7,751    | 3,417    | 19,529   | 35,291   | 47,750   |
| 少数股东权益     | 504      | 1,780    | 922      | 4,539    | 8,269    | 11,237   |
| 净利润        | 2,119    | 4,234    | 3,045    | 14,990   | 27,022   | 36,513   |
| 股息         | 254      | 426      | 302      | 1,485    | 2,677    | 3,617    |

| 资产负债表*      | 2019           | 2020           | 2021           | 2022E          | 2023E          | 2024E          |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 固定资产        | 62,634         | 65,824         | 86,866         | 87,037         | 85,422         | 83,532         |
| 其他非流动资产     | 26,041         | 23,588         | 42,804         | 62,946         | 159,099        | 363,299        |
| 现金/短期投资     | 12,684         | 14,445         | 50,489         | 37,661         | 68,371         | 69,736         |
| 其他流动资产      | 94,282         | 97,160         | 115,621        | 156,734        | 199,354        | 202,146        |
| <b>总资产:</b> | <b>195,642</b> | <b>201,017</b> | <b>295,780</b> | <b>344,378</b> | <b>512,246</b> | <b>718,712</b> |
| 长期贷款        | 21,916         | 23,626         | 10,790         | 10,790         | 10,790         | 10,790         |
| 其他非流动负债     | 3,095          | 6,507          | 9,442          | 14,106         | 14,465         | 14,875         |
| 短期贷款        | 54,062         | 27,645         | 22,939         | 22,939         | 22,939         | 8,744          |
| 其他流动负债      | 53,967         | 78,786         | 148,365        | 254,180        | 418,063        | 448,237        |
| <b>总负债:</b> | <b>133,040</b> | <b>136,563</b> | <b>191,536</b> | <b>302,015</b> | <b>466,257</b> | <b>482,645</b> |

|          |         |         |         |         |         |         |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 母公司拥有人权益 | 56,762  | 56,874  | 95,070  | 38,635  | 41,941  | 215,291 |
| 少数股东权益   | 5,839   | 7,580   | 9,175   | 3,728   | 4,047   | 20,776  |
| 权益及负债务   | 195,642 | 201,017 | 295,780 | 344,378 | 512,246 | 718,712 |

| 现金流报表*         | 2019           | 2020           | 2021A          | 2022E          | 2023E         | 2024E         |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>运营净现金流:</b> | <b>14,829</b>  | <b>45,627</b>  | <b>65,089</b>  | <b>74,355</b>  | <b>50,008</b> | <b>31,754</b> |
| 除税前利润          | 2,431          | 6,883          | 4,518          | 19,529         | 35,578        | 48,345        |
| 税款             | -445           | -449           | -254           | -4,749         | -10,236       | -14,569       |
| 折旧与摊销          | 9,838          | 12,516         | 14,106         | 17,977         | 8,043         | 8,627         |
| 补回对合营及联营企业     |                |                |                |                |               |               |
| 投资亏损           | -667           | 1,426          | -3,204         | -889           | -2,046        | -1,468        |
| 非现金项目          | -1,307         | 21,386         | 44,160         | 33,119         | 3,571         | -29,002       |
| 其他             | 4,979          | 3,866          | 5,764          | 9,368          | 15,097        | 19,820        |
| <b>投资净现金流:</b> | <b>-20,881</b> | <b>-14,444</b> | <b>-45,404</b> | <b>-59,335</b> | <b>-8,307</b> | <b>-9,029</b> |
| 资本开支           | -20,627        | -11,774        | -37,344        | -55,554        | -3,469        | -3,469        |
| 投资             | -1,021         | -3,027         | -8,318         | -4,122         | -5,156        | -5,865        |
| 来自出售资产的资金      | 766            | 357            | 1,049          | 604            | 670           | 774           |
| 其他             | 0              | 0              | -791           | -264           | -351          | -469          |
| <b>融资净现金流:</b> | <b>6,610</b>   | <b>-28,907</b> | <b>16,063</b>  | <b>-25,509</b> | <b>-2,392</b> | <b>-9,898</b> |
| 派息             | -557           | -164           | -423           | -302           | -1,485        | -2,677        |
| 新股/公司债永续债发行所得  |                |                |                |                |               |               |
| 款项             | 6,499          | 2,000          | 36,372         | 0              | 0             | 0             |
| 借贷(银行、超短期融资)   | 72,478         | 40,634         | 32,872         | 0              | 0             | 0             |
| 还贷             | -65,599        | -64,925        | -45,879        | -15,860        | 0             | 0             |
| 利息支出           | -3,440         | -3,245         | -1,948         | -1,630         | -465          | -750          |
| 其他             | -2,771         | -3,208         | -4,931         | -7,717         | -443          | -6,471        |

\*以上报表以人民币百万元表示

| 比率分析          | 2019        | 2020        | 2021        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|---------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 毛利率           | 14.8%       | 17.8%       | 11.2%       | 15.6%        | 16.9%        | 19.2%        |
| EBITDA 利润率    | 10.6%       | 10.1%       | 9.2%        | 11.3%        | 8.6%         | 10.5%        |
| EBIT 利润率      | 7.8%        | 7.6%        | 2.5%        | 6.4%         | 7.3%         | 9.2%         |
| 净利率           | 1.7%        | 2.8%        | 1.4%        | 4.1%         | 4.4%         | 5.6%         |
| 股权回报率         | 3.7%        | 7.4%        | 3.2%        | 38.8%        | 64.4%        | 17.0%        |
| 资产回报率         | 1.1%        | 2.1%        | 1.0%        | 4.4%         | 5.3%         | 5.1%         |
| SG&A / 收入     | 9.7%        | 6.2%        | 4.1%        | 5.4%         | 5.5%         | 5.5%         |
| 净负债 / 权益      | 2.14        | 2.16        | 1.49        | 6.86         | 9.50         | 1.92         |
| 净负债/ EBITDA   | 9.39        | 7.90        | 7.31        | 6.37         | 7.62         | 6.03         |
| 收入/ 资产 (X)    | 0.62        | 0.76        | 0.71        | 1.07         | 1.19         | 0.91         |
| 资产 / 权益 (X)   | 3.45        | 3.53        | 3.11        | 8.91         | 12.21        | 3.34         |
| 税率            | 4.8%        | 10.1%       | 13.9%       | 19.6%        | 22.5%        | 23.4%        |
| 收入年增长率        |             | 26.0%       | 37.7%       | 73.8%        | 65.5%        | 7.2%         |
| EBITDA 年增长率   |             | 20.3%       | 24.7%       | 114.5%       | 25.8%        | 31.0%        |
| EPS 年增长率      |             | 99.8%       | -28.1%      | 392.2%       | 80.3%        | 35.1%        |
| <b>估值</b>     | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| P/E (X)       | 213.1       | 106.7       | 148.3       | 30.1         | 16.7         | 12.4         |
| P/BV (X)      | 7.9         | 4.8         | 11.7        | 10.8         | 2.1          | 1.8          |
| EV/EBITDA (X) | 45.9        | 38.2        | 30.6        | 14.3         | 11.3         | 8.6          |
| 股息殖利率         | 0.1%        | 0.1%        | 0.1%        | 0.3%         | 0.6%         | 0.8%         |

## 免责声明

### 分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：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标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报于投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

### 估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

### 免责声明

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### 披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

### 公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### 行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号中国恒大中心20楼2004-6室

网址：[www.gisf.hk](http://www.gisf.hk)

联络电话：+85235506888

传真：+85235506999