

股票

中国

业绩覆盖

公司报告

12个月评级

(上调至
强烈推荐)

前评级: 中性

最新股价	165.7 港币
12个月目标价	494.2 港币
	前目标价: 176.1 港币
股票代码	RIC: 1211.HK BBG: 1211 HK
目标涨跌幅	+198.2%
目前市值	6,527.1 亿港元
目前企业价值	6,431.9 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)	30.0
52周价格幅度	161.7 - 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	446,547	884,971
增长(%)	+37.7	+111.3	+98.2
每股盈利(元)	1.16	11.1	32.8
增长(%)	-28.1	+964.0	+194.6
资产回报率(%)	1.0	7.4	13.0
权益回报率(%)	3.2	44.0	127.2
股息殖利率(%)	0.0%	0.3%	1.0%
市盈率(倍)	318.9	30.0	10.2
市账率(倍)	13.2	12.9	4.7

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)

3Q22 营收超预期, 毛利率大幅改善;
海外销售取胜于策略, 给予「强烈推荐」评级

业绩覆盖:

比亚迪股份公布了 3Q22 业绩: 总营收为 1,170.8 亿元人民币, 同比/环比 +115.6%/+39.7%, 较我们预测高 19.3%。公司第三季度毛利率大幅改善, 录得 19.0%, 高于我们预期的 17.3%, 季度毛利率环比+4.6pct., 是目前同年间按季度增速最快的季度; 归属于母公司拥有人收益为 57.2 亿元人民币, 同比/环比 +350.3%/+105.1%。季度净利率为 4.9%, 按季+1.6 pct., 按年 +2.6 pct., 主要受惠于毛利率的回升带动。22 年第三季度, 公司车型交付持续强势, 如秦 PLUS DM 及宋 PLUS DM 系列、汉 DM 逐步追上汉 EV 交付贡献、元 PLUS、海豚及海豹等, 公司新能源乘用车交付持续上升。另外加上公司于 6-7 月交付客车回复按年录得高增长, 拉动整体汽车交付量增长维持强势(3Q22 同比+161.4%; 3Q21 同比+86.7%), 销售表现提振季度业绩。

估值与投资建议:

- **提高对公司未来毛利率预期:** 我们相信 3Q22 毛利率的上升是受惠于比亚迪产品结构的改善与规模效应的变现。比亚迪 3 季度启动交付混动车型 DM 系列中的 DM-p。拉动了 DM 系列的强势交付。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。我们预料 DM 系列的热销将会拉升公司的毛利率水平, 调升公司 2022E/2023E/2024E 的毛利率预期至 21.5%/27.9%/27.5%。
- **憧憬海外市场策略量价双提升, 料 2030 全球交付近千万台:** 3Q22 海外市场共贡献了公司 16,854 台新能源乘用车的交付量, 交付量持续按月上升。另外于早前 10 月的全球五大车展之一的巴黎车展, 比亚迪 ATTO 3 (海外版元 PLUS) 公开亮相, 车款于德国的预售价格为 3.8 万欧元(约 27.5 万元人民币)。预料车型将会开与 1Q23 完成欧洲多国的交付, 包括德国、法国、英国、丹麦、挪威、瑞典、荷兰、比

利时等。我们认为 ATTO 3 车型在比亚迪进军欧洲市场的计划极具战略价值。以 e 平台 3.0 为后盾，包含具有高安全性和耐用性刀片电池，并支持 800V 快速充电。在欧洲市场流行的 SUV 同行中，该车型的定价较低，加上目前 SUV 是欧洲新能源汽车市场的受欢迎品类，我们看好 ATTO3 在当地的销售前景。同时，比亚迪进入海外市场采用因地制宜策略，无论是车型及定价，甚至是销售渠道布局，均布局得当。公司早前宣布与地区市场经销商合作，包括欧洲的 Hedin Mobility 及巴西的 Saga，我们对这个策略感到乐观，相信比亚迪能够利用经销商的渠道提升汽车销量。加上公司在欧洲的车型定价较中国境内的高，包括汉、唐及 ATTO3(元 PLUS)，因为公司目标在海外建立较高端的品牌形象，我们预料这举措能打破公司在中国市场定位 ASP 的局限，利用全球市场提升公司整体 ASP。我们预料 2025E 比亚迪在海外销售的车型 ASP 为 390,000 元人民币，较同年中国市场的 180,000 元人民币（预估）高 117%。我们预料比亚迪于 2030 年全年海外交付量达 120 万台，于中国市场年交付达 790 万台，合计 2030 年全球交付达 900 万台。

- 上调评级至「强烈推荐」，H 股目标价为 HK\$494.2/股：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。加上公司海外销售前景乐观，预料能够为公司未来业绩及估值提供相当的支持。估值方面，由于公司业绩好于预期及海外销售前景明朗，我们调整对整体业务预测，预料公司 2022 年全年汽车销量在 199 万台。估值采用贴现现金模型(DCF)进行估值，得出公司 H 股股价为 HK\$494.2/股(前目标价：HK\$176.10/股)，相当于 2022E /2023E /2024E 预测市盈率 30.0X /10.2X /7.9X，估值反映了我们对公司全球销售乐观，上调评级至「强烈推荐」。

DCF 估值:

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
息税前利润	53,286,497	161,573,242	207,335,999	236,413,141	266,875,636	292,707,266	320,493,979	347,060,382	388,721,061	566,488,344
税款	-11,735,074	-39,379,295	-51,797,232	-60,137,685	-69,273,653	-77,459,194	-86,309,236	-94,875,884	-107,178,221	-154,504,451
息前利润	41,551,424	122,193,947	155,538,767	176,275,456	197,601,984	215,248,072	234,184,743	252,184,498	281,542,841	411,983,893
折旧与摊销	17,976,647	8,871,408	11,167,909	13,422,615	14,200,339	15,209,426	16,294,642	18,923,185	23,490,278	27,339,421
淨營運資金前	77,254,540	157,254,657	129,743,990	66,080,745	69,939,185	94,706,387	107,471,685	138,709,735	198,935,833	255,011,383
後期變動數										
資本开支	-64,370,944	-20,343,750	-22,227,188	-12,155,063	-12,762,816	-13,400,956	-30,989,712	-63,319,519	-47,832,620	-13,768,038
自由现金流	72,411,667	267,976,261	274,223,479	243,623,754	268,978,692	311,762,929	326,961,358	346,497,899	456,136,331	680,566,659
永续增长率 (%)				8.0						
WACC (%)				18.20						
每股股价 (H 股, 港币)				494.2						

公司财务数据:

损益表*	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	121,778	153,469	211,300	446,547	884,971	1,184,769
销售成本	-103,702	-126,226	-187,667	-350,708	-637,865	-858,818
毛利	18,076	27,244	23,633	95,839	247,106	325,951
销售成本、综合开销及 行政管理费用	-11,824	-9,451	-8,578	-25,076	-48,736	-65,246
研发开销	-5,629	-7,465	-7,991	-16,939	-35,687	-47,777
利息折舊及攤銷前利潤	12,927	15,549	19,392	71,263	170,445	218,504
EBITDA						
折旧	-8,518	-9,604	-11,348	-14,907	-5,514	-7,503
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	53,286	161,573	207,336
净利息(支出)/收入	-3,087	-3,030	-1,316	661	2,253	5,622
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	6,750	11,180	13,967
税前利润 EBT	6,441	8,620	3,967	53,948	163,826	212,958
所得税	-312	-869	-551	-11,735	-39,379	-51,797
税后净利润	6,129	7,751	3,417	42,213	124,447	161,160
少数股东权益	504	1,780	922	9,811	28,991	37,596
净利润	2,119	4,234	3,045	32,402	95,456	123,565
股息	254	426	302	3,210	9,456	12,240

资产负债表*	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
固定资产	62,634	65,824	86,866	132,254	146,675	159,108
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	59,882	139,267	218,906
其他流动资产	94,282	97,160	115,621	181,310	291,214	330,045
总资产:	195,642	201,017	295,780	436,392	736,255	1,071,358
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	307,892	605,783	809,303
总负债:	133,040	136,563	191,536	355,727	653,978	843,711
母公司拥有人权益	56,762	56,874	95,070	73,566	75,036	207,611
少数股东权益	5,839	7,580	9,175	7,099	7,241	20,035
权益及负债务	195,642	201,017	295,780	436,392	736,255	1,071,358

现金流量表*	2019	2020	2021A	2022E	2023E	2024E
运营净现金流:	14,829	45,627	65,089	114,954	146,218	170,421
除税前利润	2,431	6,883	4,518	42,213	124,734	161,756
税款	-445	-449	-254	-11,735	-39,379	-51,797
折旧与摊销	9,838	12,516	14,106	17,977	8,871	11,168
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	51,034	9,797	-6,287
其他	4,979	3,866	5,764	16,355	44,241	57,048
投资净现金流:	-20,881	-14,444	-45,404	-70,727	-25,995	-28,676
资本开支	-20,627	-11,774	-37,344	-66,946	-21,158	-23,116
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
融资净现金流:	6,610	-28,907	16,063	-25,509	-4,117	-16,676
派息	-557	-164	-423	-302	-3,210	-9,456
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%	21.5%	27.9%	27.5%
EBITDA 利润率	10.6%	10.1%	9.2%	16.0%	19.3%	18.4%
EBIT 利润率	7.8%	7.6%	2.5%	11.9%	18.3%	17.5%
净利率	1.7%	2.8%	1.4%	7.3%	10.8%	10.4%
股权回报率	3.7%	7.4%	3.2%	44.0%	127.2%	59.5%
资产回报率	1.1%	2.1%	1.0%	7.4%	13.0%	11.5%
SG&A / 收入	9.7%	6.2%	4.1%	5.6%	5.5%	5.5%
净负债 / 权益	2.14	2.16	1.49	4.03	6.87	3.01
净负债/ EBITDA	9.39	7.90	7.31	4.16	3.02	2.86
收入/ 资产 (X)	0.62	0.76	0.71	1.02	1.20	1.11
资产 / 权益 (X)	3.45	3.53	3.11	5.93	9.81	5.16
税率	4.8%	10.1%	13.9%	21.8%	24.0%	24.3%
收入年增长率		26.0%	37.7%	111.3%	98.2%	33.9%
EBITDA 年增长率		20.3%	24.7%	267.5%	139.2%	28.2%
EPS 年增长率		99.8%	-28.1%	964.0%	194.6%	29.4%
估值	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E (X)	458.3	229.3	318.9	30.0	10.2	7.9
P/BV (X)	17.1	10.2	13.2	12.9	4.7	3.2
EV/EBITDA (X)	113.8	94.6	75.9	20.6	8.6	6.7
股息殖利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	1.0%	1.3%

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，需在允许的范围范围内使用，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

联络电话：+85235506888

传真：+85235506999