

# 比亞迪控股 - A (002594 CH)

## 業績上修，估值仍有上升空間

比亞迪公告 9 月汽車銷量 4.2 萬輛，同比增長 3.6%，其中新能源乘用車 2.0 萬輛，同比增長 42.5%，環比增長 32.8%。公司上調三季報業績預告，1Q-3Q20 歸母淨利潤預計為人民幣 34 億-36 億元。考慮到比亞迪全新產品週期，我們對公司 4 季度銷量充滿信心，並且對公司 2021 年業務快速發展維持樂觀展望。因此我們上調 2020 年盈利 7% 至人民幣 42 億元。重申買入評級，目標價提升至人民幣 155.7 元。

- 受益於整體中國新能源汽車市場復蘇，比亞迪 9 月新能源汽車實現快速增長。比亞迪 9 月實現銷量 4.2 萬輛，同比增長 3.6%。新能源實現 2.0 萬輛，同比增長 45.3%。其中新能源乘用車 1.9 萬輛，同比增長 43%，新能源商用車實現 1,278 輛，同比增長 32.8%。我們認為漢的交付符合預期，9 月交付量達到 5,612 輛，預計 4 季度有望持續放量。燃油車方面，9 月實現銷量至 2.2 萬輛，同比下滑 17.6%。
- 4 季度新能源乘用車銷量有望實現同比翻倍。受補貼跨年影響，四季度為傳統 to B 端搶裝季度。受疫情影響，部分 to B 需求延後至 2H20，我們預計 4 季度 to B 端搶裝有望超預期。在 to C 端，8 月以來唐 DM、宋 Plus 新車型陸續上市，預計 4 季度將會推出刀片電池版唐 EV、e2、e3 以及元 EV 換裝等車型。我們預計隨著刀片電池產能逐步釋放，其新能源汽車銷量將進一步增長。我們預計比亞迪 4 季度新能源乘用車將實現 6.7 萬輛，同比增長 102%。
- 比亞迪電子增速有望超市場預期。蘋果業務方面，iPad / Watch 組裝元件步入正軌。我們認為，比亞迪電子已在 2H20E 的最新 iPad 機型中獲得 20-30% 的份額分配，到 2021 年它將在所有 iPad 產品中達到 30-40% 的份額。隨著蘋果將加速供應商多元化，我們預計比亞迪電子將擴展到 iPad 金屬外殼，並在 2021 年在 iPhone / 手錶陶瓷產品中獲得份額。手機 EMS 方面，小米將在 2021 年抵消華為的影響。為減輕華為禁令帶來的下行風險，我們預計比亞迪將擴大小米的 EMS 能力，將 FY21E 的份額分配至 40%（而 FY20E 為 10-20%）。此外，在三星/小米 2021 年樂觀前景的支持下，鑒於 5G 的迅速採用，我們預計玻璃/陶瓷外殼的需求強勁。
- 公司上修三季度業績指引。公司將前三季度的業績預測由此前的 28-30 億上修至 34-36 億，預示同比增長 116-129%。其中 3 季度單季淨利潤為 17.38-19.38 億，同比增長 1352%-1519%。主要由於汽車行業復蘇及手機新業務導入超預期。我們略微下調全年收入預測 3% 至人民幣 1,570 億，以反映比亞迪電子的營收調整。但同時我們調高利潤預測 7% 至人民幣 42 億，以反映汽車及手機業務盈利能力的提升。公司計畫於 10 月 29 日發佈三季報。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業額 (百萬人民幣)	130,055	127,739	156,971	200,439	269,092
同比增長 (%)	22.79%	-1.78%	22.88%	27.69%	34.25%
淨利潤 (百萬人民幣)	2,780	1,614	4,218	5,244	10,243
每股收益 (人民幣)	0.93	0.50	1.45	1.83	3.66
每股收益變動 (%)	-34%	-47%	192%	26%	100%
市場每股盈利預測 (人民幣)	N/A	N/A	0.97	1.12	1.47
市盈率(x)	126.67	237.32	81.41	64.64	32.26
市帳率(x)	5.83	5.67	5.24	4.80	4.10
股息率 (%)	0.17%	0.05%	0.13%	0.16%	0.32%
權益收益率 (%)	5.05%	2.88%	7.14%	8.17%	14.08%
負債比率(x)	64%	79%	88%	80%	75%

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

### 買入(維持)

目標價	RMB155.7
(此前目標價)	RMB113.1)
潛在升幅	+19.3%
當前股價	RMB130.5

### 中國新能源汽車行業

#### 白毅陽

(852) 3900 0835  
jackbai@cmbi.com.hk

#### 蕭小川

(852) 3900 0849  
robinxiao@cmbi.com.hk

#### 公司資料

市值(百萬人民幣)	343,248
3 月平均流通量(百萬人民幣)	3,009
52 周內股價高/低(人民幣)	132.3/42.3
總股本(百萬)	915(H)
	1,813(A)

資料來源：彭博

#### 股東結構

王傳福	18.83%
呂向陽	8.77%
Bershire Hathaway Energy	8.25%

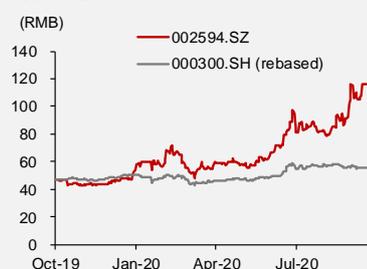
資料來源：公司公告

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	41.1%	36.5%
3-月	35.2%	35.2%
6-月	125.3%	79.3%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

- **新能源汽車板塊估值持續增長；目標價上調 37.6%至人民幣 155.7 元。**比亞迪的股價自我們上一次更新後上漲了超過 37%。基於目前的股價情況，我們認為目前估值反應了 2.5 倍的 21 年新能源汽車市銷率，體現了市場對於公司新能源汽車板塊的價值重估。基於公司新能源汽車旗艦“漢”車款的熱銷，及對比新能源汽車同業的銷量情況，我們認為新能源汽車板塊的價值重估尚未完成。我們將對該業務板塊的 2021 年市銷率倍數從 2.0 倍上調至 4.0 倍（仍遠低於中國造車新勢力平均 7.1x 倍市銷率水準），對應板塊估值上調 89.1%。我們的分部估值加總目標價據此上調 37.6%至每股人民幣 155.7 元。維持買入評級。

## 財務分析

### 利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	130,055	127,739	156,971	201,032	269,702
銷售成本	(108,725)	(106,924)	(130,325)	(168,109)	(223,511)
毛利	21,330	20,814	26,647	32,923	46,192
稅金及附加	(2,146)	(1,561)	(1,884)	(2,412)	(3,236)
銷售費用	(4,729)	(4,346)	(5,180)	(6,835)	(9,440)
研發費用	(3,760)	(4,141)	(4,521)	(5,770)	(7,687)
管理費用	(4,989)	(5,629)	(6,279)	(7,639)	(8,900)
財務費用	(2,997)	(3,014)	(3,659)	(4,234)	(4,144)
減值損失	(1,020)	(636)	(791)	(1,005)	(1,350)
其他收入	2,328	1,724	2,259	3,068	3,879
投資收益	248	(809)	(549)	(302)	(270)
公允價值變動收益	(5)	10	(56)	4	(38)
資產處置收益	(19)	(100)	(76)	(93)	(170)
營業利潤/(虧損)	4,241	2,312	5,911	7,704	14,836
營業外收入	230	226	471	402	485
營業外支出	(86)	(107)	(118)	(151)	(214)
利潤總額	4,385	2,431	6,264	7,955	15,107
所得稅費用	(829)	(312)	(924)	(1,263)	(2,085)
淨利潤	3,556	2,119	5,340	6,692	13,022
少數股東損益	776	504	1,121	1,405	2,735
歸母淨利潤	2,780	1,614	4,218	5,287	10,287

### 現金流量表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前利潤	2,780	1,614	4,218	5,287	10,287
折舊和攤銷	9,995	9,933	10,035	12,193	14,571
營運資金變動	(291)	3,233	3,975	6,361	1,213
其它	(543)	6,427	-	-	-
經營活動所得現金流	12,523	14,741	11,203	12,382	25,730
資本開支	(6,076)	(12,040)	(12,992)	(13,608)	(14,961)
聯營公司	(496)	(499)	(406)	(447)	(491)
其它	(7,659)	(8,342)	(4,151)	(5,136)	(6,470)
投資活動所得現金淨額	(14,231)	(20,881)	(17,549)	(19,191)	(21,923)
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	5,076	10,535	14,025	13,392	5,066
支付股息	(557)	(164)	(422)	(529)	(1,029)
其它	(603)	(3,761)	6,853	6,244	9,910
融資活動所得現金淨額	3,917	6,610	9,021	7,566	(1,010)
現金增加淨額	2,209	470	2,675	758	2,797
年初現金及現金等價物	9,903	13,052	12,650	15,325	16,083
其他	941	(872)	0	0	-
年末現金及現金等價物	13,052	12,650	15,325	16,083	18,879
受限現金	-	-	-	-	-

### 資產負債表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	79,361	88,675	101,789	115,591	131,074
固定資產	43,679	49,443	58,001	66,220	74,742
無形資產和商譽	11,314	12,650	14,840	16,943	19,123
合資及聯營公司投資	3,561	4,060	4,466	4,913	5,404
其它非流動資產	20,807	22,521	24,483	27,515	31,805
流動資產	115,211	106,967	127,560	155,224	189,161
現金及現金等價物	13,052	12,650	15,325	16,083	18,879
應收賬款	49,284	43,934	52,324	64,849	77,058
存貨	26,330	25,572	31,632	40,026	49,669
其它流動資產	26,545	24,811	28,279	34,267	43,555
流動負債	116,569	108,029	132,377	164,992	197,882
銀行貸款	37,789	40,332	50,763	62,832	65,795
應付帳款	46,283	36,168	43,442	54,229	69,847
其他應付款	13,568	11,217	13,684	17,651	23,469
其它流動負債	18,930	20,311	24,488	30,280	38,772
非流動負債	17,308	25,011	29,589	32,063	35,984
銀行貸款	13,924	21,916	25,511	26,834	28,937
遞延所得稅或有負債	66	103	74	101	167
其它	3,317	2,992	4,004	5,128	6,880
所有者權益	60,694	62,601	67,383	73,760	86,370
少數股東權益	5,496	5,839	5,986	6,704	7,761
歸母所有者權益	55,198	56,762	61,397	67,056	78,608

### 主要比率

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合(%)					
汽車	58%	50%	40%	41%	44%
消費電子	32%	42%	52%	50%	43%
二次充電電池	7%	8%	8%	7%	6%
其他	2%	0%	0%	0%	0%
動力電池	0%	0%	0%	1%	6%
IGBT	0%	0%	0%	0%	0%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	16%	16%	17%	16%	17%
稅前利率	3%	2%	4%	4%	6%
淨利潤率	3%	2%	3%	3%	5%
有效稅率	19%	13%	15%	16%	14%
資產負債比率					
流動比率(x)	0.99	0.99	0.96	0.94	0.96
速動比率(x)	0.59	0.59	0.56	0.53	0.52
現金比率(x)	0.11	0.12	0.12	0.10	0.10
平均應收款周轉天數	138	126	122	118	104
債務/股本比率(%)	221%	213%	240%	267%	271%
淨負債/股東權益比率	64%	79%	88%	80%	75%
回報率(%)					
資本回報率	5%	3%	7%	8%	14%
資產回報率	4%	3%	5%	5%	7%
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.93	0.50	1.45	1.84	3.67
每股股息(人民幣)	0.20	0.06	0.15	0.19	0.38
每股金資產(人民幣)	20.23	20.81	22.51	24.58	28.81

資料來源:公司及招銀國際證券預測

注:\*所有數位均基於A股財務報表

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

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之分析員，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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊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。

#### 對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構為制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。