招银国际 CMB INTERNATIONAL
招 商 银 行 全 资 附 属 机 构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

比亚迪控股 - A (002594 CH)

业绩上修，估值仍有上升空间

买入 (维持)

目标价	RMB155.7
（此前目标价	RMB113.1）
潜在升幅	+19.3%
当前股价	RMB130.5

比亚迪公告 9 月汽车销量 4.2 万辆，同比增长 3.6%，其中新能源乘用车 2.0 万辆，同比增长 42.5%，环比增长 32.8%。公司上调三季报业绩预告，1Q-3Q20 归母净利润预计为 人民币 34 亿-36 亿元。考虑到比亚迪全新产品周期，我们对公司 4 季度销量充满信心，并且对公司 2021 年业务快速发展维持乐观展望。因此我们上调 2020 年盈利 7%至人民币 42 亿元。重申买入评级，目标价提升至人民币 155.7 元。

- **受益于整体中国新能源汽车市场复苏，比亚迪 9 月新能源汽车实现快速增长。**比亚迪 9 月实现销量 4.2 万辆，同比增长 3.6%。新能源实现 2.0 万辆，同比增长 45.3%。其中新能源乘用车 1.9 万辆，同比增长 43%，新能源商用车实现 1,278 辆，同比增长 32.8%。我们认为汉的交付符合预期，9 月交付量达到 5,612 辆，预计 4 季度有望持续放量。燃油车方面，9 月实现销量至 2.2 万辆，同比下滑 17.6%。
- **4 季度新能源乘用车销量有望实现同比翻倍。**受补贴跨年影响，四季度为传统 to B 端抢装季度。受疫情影响，部分 to B 需求延后至 2H20，我们预计 4 季度 to B 端抢装有望超预期。在 to C 端，8 月以来唐 DM、宋 Plus 新车型陆续上市，预计 4 季度将会推出刀片电池版唐 EV、e2、e3 以及元 EV 换装等车型。我们预计随着刀片电池产能逐步释放，其新能源汽车销量将进一步增长。我们预计比亚迪 4 季度新能源乘用车将实现 6.7 万辆，同比增长 102%。
- **比亚迪电子增速有望超市场预期。**苹果业务方面，iPad / Watch 组装组件步入正轨。我们认为，比亚迪电子已在 2H20E 的最新 iPad 机型中获得 20-30%的份额分配，到 2021 年它将在所有 iPad 产品中达到 30-40%的份额。随着苹果将加速供应商多元化，我们预计比亚迪电子将扩展到 iPad 金属外壳，并在 2021 年在 iPhone /手表陶瓷产品中获得份额。手机 EMS 方面，小米将在 2021 年抵消华为的影响。为减轻华为禁令带来的下行风险，我们预计比亚迪将扩大小米的 EMS 能力，将 FY21E 的份额分配至 40%（而 FY20E 为 10-20%）。此外，在三星/小米 2021 年乐观前景的支持下，鉴于 5G 的迅速采用，我们预计玻璃/陶瓷外壳的需求强劲。
- **公司上修三季度业绩指引。**公司将前三季度的业绩预测由此前的 28-30 亿上修至 34-36 亿，预示同比增长 116-129%。其中 3 季度单季净利润为 17.38-19.38 亿，同比增长 1352%-1519%。主要由于汽车行业复苏及手机新业务导入超预期。我们略微下调全年收入预测 3%至人民币 1,570 亿，以反映比亚迪电子的营收调整。但同时我们调高利润预测 7%至人民币 42 亿，以反映汽车及手机业务盈利能力的提升。公司计划于 10 月 29 日发布三季报。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业额 (百万人民币)	130,055	127,739	156,971	200,439	269,092
同比增长 (%)	22.79%	-1.78%	22.88%	27.69%	34.25%
净利润 (百万人民币)	2,780	1,614	4,218	5,244	10,243
每股收益 (人民币)	0.93	0.50	1.45	1.83	3.66
每股收益变动 (%)	-34%	-47%	192%	26%	100%
市场每股盈利预测 (人民币)	N/A	N/A	0.97	1.12	1.47
市盈率(x)	126.67	237.32	81.41	64.64	32.26
市帐率 (x)	5.83	5.67	5.24	4.80	4.10
股息率 (%)	0.17%	0.05%	0.13%	0.16%	0.32%
权益收益率 (%)	5.05%	2.88%	7.14%	8.17%	14.08%
负债比率 (x)	64%	79%	88%	80%	75%

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

中国新能源汽车行业

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

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

公司数据

市值(百万人民币)	343,248
3 月平均流通量 (百万人民币)	3,009
52 周内股价高/低 (人民币)	132.3/42.3
总股本 (百万)	915(H)
	1,813(A)

资料来源：彭博

股东结构

王传福	18.83%
吕向阳	8.77%
Bershire Hathaway Energy	8.25%

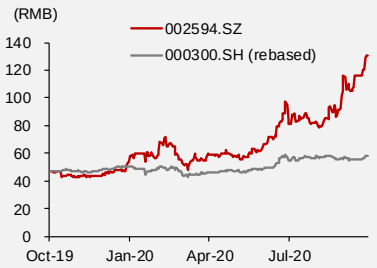
资料来源：公司公告

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	41.1%	36.5%
3-月	35.2%	35.2%
6-月	125.3%	79.3%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

- **新能源汽车板块估值持续增长；目标价上调 37.6%至人民币 155.7 元。**比亚迪的股价自我们上一次更新后上涨了超过 37%。基于目前的股价情况，我们认为目前估值反应了 2.5 倍的 21 年新能源汽车市销率，体现了市场对于公司新能源汽车板块的价值重估。基于公司新能源汽车旗舰“汉”车款的热销，及对比新能源汽车同业的销量情况，我们认为新能源汽车板块的价值重估尚未完成。我们将对该业务板块的 2021 年市销率倍数从 2.0 倍上调至 4.0 倍（仍远低于中国造车新势力平均 7.1x 倍市销率水平），对应板块估值上调 89.1%。我们的分部估值加总目标价据此上调37.6%至每股人民币155.7元。维持买入评级。

财务分析

利润表

年结:12 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	**130,055**	**127,739**	**156,971**	**201,032**	**269,702**
销售成本	(108,725)	(106,924)	(130,325)	(168,109)	(223,511)
毛利	**21,330**	**20,814**	**26,647**	**32,923**	**46,192**
税金及附加	(2,146)	(1,561)	(1,884)	(2,412)	(3,236)
销售费用	(4,729)	(4,346)	(5,180)	(6,835)	(9,440)
研发费用	(3,760)	(4,141)	(4,521)	(5,770)	(7,687)
管理费用	(4,989)	(5,629)	(6,279)	(7,639)	(8,900)
财务费用	(2,997)	(3,014)	(3,659)	(4,234)	(4,144)
减值损失	(1,020)	(636)	(791)	(1,005)	(1,350)
其他收入	2,328	1,724	2,259	3,068	3,879
投资收益	248	(809)	(549)	(302)	(270)
公允价值变动收益	(5)	10	(56)	4	(38)
资产处置收益	(19)	(100)	(76)	(93)	(170)
营业利润/（亏损）	**4,241**	**2,312**	**5,911**	**7,704**	**14,836**
营业外收入	230	226	471	402	485
营业外支出	(86)	(107)	(118)	(151)	(214)
利润总额	**4,385**	**2,431**	**6,264**	**7,955**	**15,107**
所得税费用	(829)	(312)	(924)	(1,263)	(2,085)
净利润	**3,556**	**2,119**	**5,340**	**6,692**	**13,022**
少数股东损益	776	504	1,121	1,405	2,735
归母净利润	**2,780**	**1,614**	**4,218**	**5,287**	**10,287**

现金流量表

年结:12 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息税前利润	**2,780**	**1,614**	**4,218**	**5,287**	**10,287**
折旧和摊销	9,995	9,933	10,035	12,193	14,571
营运资金变动	(291)	3,233	3,975	6,361	1,213
其它	(543)	6,427	-	-	-
经营活动所得现金流	**12,523**	**14,741**	**11,203**	**12,382**	**25,730**
资本开支	(6,076)	(12,040)	(12,992)	(13,608)	(14,961)
联营公司	(496)	(499)	(406)	(447)	(491)
其它	(7,659)	(8,342)	(4,151)	(5,136)	(6,470)
投资活动所得现金净额	**(14,231)**	**(20,881)**	**(17,549)**	**(19,191)**	**(21,923)**
股份发行	-	-	-	-	-
净借贷	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
融资活动所得现金净额	**3,917**	**6,610**	**9,021**	**7,566**	**(1,010)**
现金增加净额	**2,209**	**470**	**2,675**	**758**	**2,797**
年初现金及现金等价物	9,903	13,052	12,650	15,325	16,083
其他	941	(872)	0	0	-
年末现金及现金等价物	**13,052**	**12,650**	**15,325**	**16,083**	**18,879**
受限现金	-	-	-	-	-

资产负债表

年结:12 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	**79,361**	**88,675**	**101,789**	**115,591**	**131,074**
固定资产	43,679	49,443	58,001	66,220	74,742
无形资产和商誉	11,314	12,650	14,840	16,943	19,123
合资及联营公司投资	3,561	4,060	4,466	4,913	5,404
其它非流动资产	20,807	22,521	24,483	27,515	31,805
流动资产	**115,211**	**106,967**	**127,560**	**155,224**	**189,161**
现金及现金等价物	13,052	12,650	15,325	16,083	18,879
应收账款	49,284	43,934	52,324	64,849	77,058
存货	26,330	25,572	31,632	40,026	49,669
其它流动资产	26,545	24,811	28,279	34,267	43,555
流动负债	**116,569**	**108,029**	**132,377**	**164,992**	**197,882**
银行贷款	37,789	40,332	50,763	62,832	65,795
应付账款	46,283	36,168	43,442	54,229	69,847
其他应付款	13,568	11,217	13,684	17,651	23,469
其它流动负债	18,930	20,311	24,488	30,280	38,772
非流动负债	**17,308**	**25,011**	**29,589**	**32,063**	**35,984**
银行贷款	13,924	21,916	25,511	26,834	28,937
递延所得税	66	103	74	101	167
或有负债	-	-	-	-	-
其它	3,317	2,992	4,004	5,128	6,880
所有者权益	**60,694**	**62,601**	**67,383**	**73,760**	**86,370**
少数股东权益	**5,496**	**5,839**	**5,986**	**6,704**	**7,761**
归母所有者权益	**55,198**	**56,762**	**61,397**	**67,056**	**78,608**

主要比率

年结:12 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
汽车	58%	50%	40%	41%	44%
消费电子	32%	42%	52%	50%	43%
二次充电电池	7%	8%	8%	7%	6%
其他	2%	0%	0%	0%	0%
动力电池	0%	0%	0%	1%	6%
IGBT	0%	0%	0%	0%	0%
合计	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
盈利能力比率					
毛利率	16%	16%	17%	16%	17%
税前利率	3%	2%	4%	4%	6%
净利润率	3%	2%	3%	3%	5%
有效税率	19%	13%	15%	16%	14%
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.99	0.99	0.96	0.94	0.96
速动比率 (x)	0.59	0.59	0.56	0.53	0.52
现金比率 (x)	0.11	0.12	0.12	0.10	0.10
平均应收款周转天数	138	126	122	118	104
债务 / 股本比率 (%)	221%	213%	240%	267%	271%
净负债/股东权益比率	64%	79%	88%	80%	75%
回报率 (%)					
资本回报率	5%	3%	7%	8%	14%
资产回报率	4%	3%	5%	5%	7%
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.93	0.50	1.45	1.84	3.67
每股股息 (人民币)	0.20	0.06	0.15	0.19	0.38
每股金资产 (人民币)	20.23	20.81	22.51	24.58	28.81

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之分析员，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 个月的潜在变幅在-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) 3900 0888　　传真: (852) 3900 0800

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，请与我们联络。

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，未在美國金融業監管局（" 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信息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。

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篇制的报告。 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（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。