比亞迪控股 - A (002594 CH)

半導體業務分拆上市有序推進

比亞迪半導體業務分拆上市有序推進，成為短期股價上漲催化劑。貨幣政策轉向預期引發近期股價回檔，但我們仍舊看好公司中長期上漲動力，基於 1）比亞迪新能源汽車龍頭地位有望隨 DM-i 系列產能釋放獲得鞏固；2）電池外供年內有望落地；3）缺芯背景下，比亞迪半導體上市估值有望超預期。我們重申公司買入評級，目標價人民幣 275.6 元。

- **比亞迪公佈 4 月銷量資料。**4 月實現總銷量 45,234 輛，同比增長 42%/環比增長 40.4%。新能源車型方面，乘用車方面銷售 25,662 輛，同比增長 97.48%，其中包括純電動車型 16,114 輛、插電式混合動力 8,920 輛，以及新能源商用車 628 輛。漢 4 月出貨量為 8,177 輛，與中國其他電動車製造商相比，漢銷量仍處於領先地位。
- **DM-i 系列有望成為爆款。**以唐 DM-i 為例，其採用了驍雲-插混專用 1.5L 渦輪增壓高效發動機、EHS 電混系統以及專用功率型刀片電池。發動機熱效率達到 43%，同時油耗僅為 5.3L/100km，綜合續航達到 1,050km。我們認為 DM-i 在售價及使用經濟性方面獲得大幅度提升。根據目前訂貨-交付週期，我們認為比亞迪 DM-i 系列已獲得消費者認可，將隨著刀片電池產能釋放有望成為爆款。
- **比亞迪半導體創業板上市有序推進。**5 月 11 日晚，比亞迪發佈了關於分拆其半導體業務至創業板上市的預案。比亞迪股份直接持有比亞迪半導體 72.30%股權，為比亞迪半導體的控股股東。比亞迪半導體主營業務為功率半導體、智慧控制 IC、智慧感測器及光電半導體的研發、生產及銷售，主要產品涵蓋 IGBT、SiC MOSFET、MCU、電池保護 IC、AC-DC IC、CMOS 圖像感測器、嵌入式指紋識別、電磁及壓力感測器、LED 光源、LED 照明、LED 顯示等。我們認為在半導體逆全球化以及車規級半導體缺芯的背景下，比亞迪半導體在基本面及估值方面有望超出此前市場預期。
- **股價回檔提供了良好的買入機會。**我們認為此前股價回檔主要來自於 1）全球復蘇背景下，市場逐步形成再通脹預期以及美聯儲貨幣政策正常化的擔憂；2）1Q20 業績略低於市場預期。新能源汽車銷量方面，1）刀片電池產能釋放；及 2）DM-i 系列（秦 PLUS DM-i、唐 DM-i、宋 Plus DM-i）等新車型逐步放量，均有助帶動新能源銷量高速增長。展望未來，我們預計比亞迪汽車銷售月度環比改善，同時貸通盈利季度環比改善。我們維持公司買入評級，目標價人民幣 275.6 元。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
營業額 (百萬人民幣)	130,055	127,739	156,598	193,400	245,620
同比增長 (%)	22.79%	-1.78%	22.59%	23.50%	27.00%
淨利潤 (百萬人民幣)	2,780	1,614	4,234	7,337	10,310
每股收益 (人民幣)	0.93	0.50	1.47	2.51	3.55
每股收益變動 (%)	-34%	-47%	196%	70%	41%
市場每股盈利預測 (人民幣)	N/A	N/A	1.05	1.20	1.65
市盈率(x)	164.79	308.75	104.25	61.24	43.29
市帳率 (x)	7.59	7.38	7.72	6.74	5.73
股息率 (%)	0.17%	0.05%	0.12%	0.21%	0.30%
權益收益率 (%)	5.05%	2.88%	7.45%	12.02%	14.53%
負債比率 (x)	64%	79%	40%	42%	38%

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	RMB275.6
（此前目標價	RMB275.6）
潛在升幅	+79.5%
當前股價	RMB153.5

中國新能源汽車行業

白毅陽, CFA
(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)	387,673
3 月平均流通量(百萬人民幣)	5,804.09
52 周內股價高/低 (人民幣)	273.37/55.27
總股本 (百萬)	1,048(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%

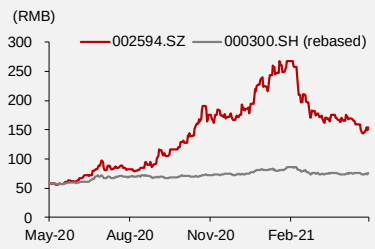
資料來源：公司公告

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-10.2%	-12.5%
3-月	-42.5%	-34.6%
6-月	-12.7%	-17.1%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

財務分析

利潤表

年結:12 月 31 日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
銷售收入	**130,055**	**127,739**	**156,598**	**193,400**	**245,620**
銷售成本	(108,725)	(106,924)	(126,251)	(157,995)	(198,528)
毛利	**21,330**	**20,814**	**30,346**	**35,405**	**47,092**
稅金及附加	(2,146)	(1,561)	(2,154)	(2,611)	(3,291)
銷售費用	(4,729)	(4,346)	(5,056)	(6,576)	(8,105)
研發費用	(3,760)	(4,141)	(4,321)	(5,222)	(6,386)
管理費用	(4,989)	(5,629)	(7,465)	(8,703)	(10,562)
財務費用	(2,997)	(3,014)	(3,763)	(2,388)	(3,480)
減值損失	(1,020)	(636)	(1,858)	(967)	(1,789)
其他收入	2,328	1,724	1,695	2,722	3,143
投資收益	248	(809)	(273)	(290)	(246)
公允價值變動收益	(5)	10	(51)	4	(31)
資產處置收益	(19)	(100)	(14)	(90)	(107)
營業利潤/（虧損）	**4,241**	**2,312**	**7,086**	**11,284**	**16,238**
營業外收入	230	226	282	387	442
營業外支出	(86)	(107)	(485)	(145)	(484)
利潤總額	**4,385**	**2,431**	**6,883**	**11,526**	**16,197**
所得稅費用	(829)	(312)	(869)	(1,475)	(2,073)
淨利潤	**3,556**	**2,119**	**6,014**	**10,050**	**14,124**
少數股東損益	776	504	1,780	2,714	3,813
歸母淨利潤	**2,780**	**1,614**	**4,234**	**7,337**	**10,310**

現金流量表

年結:12 月 31 日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
息稅前利潤	**2,780**	**1,614**	**4,234**	**7,337**	**10,310**
折舊和攤銷	9,995	9,933	12,493	11,279	13,478
營運資金變動	(291)	3,233	(19,432)	283	4,624
其它	(543)	6,427	9,234	-	-
經營活動所得現金流	**12,523**	**14,741**	**45,393**	**19,808**	**21,238**
資本開支	(6,076)	(12,040)	(11,101)	(12,588)	(13,839)
聯營公司	(496)	(499)	(1,405)	(547)	(601)
其它	(7,659)	(8,342)	(1,938)	(3,261)	(4,397)
投資活動所得現金淨額	**(14,231)**	**(20,881)**	**(14,444)**	**(16,395)**	**(18,837)**
股份發行	-	-	-	19,125	-
淨借貸	5,076	10,535	(22,222)	29,109	5,188
支付股息	(557)	(164)	(423)	(734)	(1,031)
其它	(603)	(3,761)	(6,262)	(20,780)	10,136
融資活動所得現金淨額	**3,917**	**6,610**	**(28,907)**	**20,688**	**241**
現金增加淨額	**2,209**	**470**	**2,041**	**24,100**	**2,642**
年初現金及現金等價物	9,903	13,052	12,650	14,445	38,545
其他	941	(872)	(246)	-	-
年末現金及現金等價物	**13,052**	**12,650**	**14,445**	**38,545**	**41,187**
受限現金	**2,780**	**1,614**	**4,234**	**7,337**	**10,310**

資產負債表

年結:12 月 31 日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
非流動資產	**79,361**	**88,675**	**89,412**	**100,747**	**113,628**
固定資產	43,679	49,443	54,585	62,112	69,995
無形資產和商譽	11,314	12,650	11,804	13,432	15,137
合資及聯營公司投資	3,561	4,060	5,466	6,012	6,613
其它非流動資產	20,807	22,521	17,558	19,191	21,883
流動資產	**115,211**	**106,967**	**111,605**	**158,213**	**192,162**
現金及現金等價物	13,052	12,650	14,445	38,545	41,187
應收賬款	49,284	43,934	41,216	50,895	70,177
存貨	26,330	25,572	31,396	37,618	44,117
其它流動資產	26,545	24,811	24,547	31,156	36,680
流動負債	**116,569**	**108,029**	**106,431**	**158,671**	**188,798**
銀行貸款	37,789	40,332	16,401	46,416	49,861
應付帳款	46,283	36,168	51,908	63,198	79,411
其他應付款	13,568	11,217	15,974	16,589	20,845
其它流動負債	18,930	20,311	22,148	32,468	38,681
非流動負債	**17,308**	**25,011**	**30,133**	**27,771**	**30,895**
銀行貸款	13,924	21,916	23,626	22,720	24,464
遞延所得稅	66	103	393	118	166
或有負債	-	-	-	-	-
其它	3,317	2,992	6,114	4,933	6,265
所有者權益	**60,694**	**62,601**	**64,454**	**72,518**	**86,096**
少數股東權益	**5,496**	**5,839**	**7,580**	**7,298**	**9,402**
歸母所有者權益	**55,198**	**56,762**	**56,874**	**65,220**	**76,694**

主要比率

年結:12 月 31 日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
汽車	58%	50%	54%	53%	52%
消費電子	32%	42%	38%	39%	35%
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%	0%	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%	19%	18%	19%
稅前利率	3%	2%	4%	6%	7%
淨利潤率	3%	2%	4%	5%	6%
有效稅率	19%	13%	13%	13%	13%
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.99	0.99	1.05	1.00	1.02
速動比率 (x)	0.59	0.59	0.57	0.60	0.62
現金比率 (x)	0.11	0.12	0.14	0.24	0.22
平均應收款周轉天數	138	126	96	96	104
債務 / 股本比率 (%)	221%	213%	212%	257%	255%
淨負債/股東權益比率	64%	79%	40%	42%	38%
回報率 (%)					
資本回報率	5%	3%	7%	12%	15%
資產回報率	4%	3%	5%	6%	7%
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.93	0.50	1.47	2.51	3.55
每股股息 (人民幣)	0.20	0.06	0.15	0.26	0.36
每股金資產 (人民幣)	20.23	20.81	19.88	22.80	26.81

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。而過去的表現亦不代表未來的表現，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篇制的報告。 如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》（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。