

比亞迪電子 (285 HK)

調研紀要：汽車電子／物聯網成為新增長動力

- ❖ **要點：**我們今周參加了比亞迪電子在深圳和惠州舉辦的反向路演，管理層對未來業務表達樂觀展望：1) 主要客戶的 3D 玻璃／陶瓷機殼新訂單及良率持續提升；以及 2) 具備 ADAS / V2X 功能的車載資訊娛樂系統的產品組合不斷豐富。
- ❖ **5G 技術推動 3D 玻璃／塑膠外殼的廣泛採用。**管理層相信，5G 技術將在 2019 年加速推動 3D 玻璃和陶瓷替代金屬外殼。公司表示已取得國內主要客戶 (HOVX) 將於 2019 年一季度發佈的旗艦機型訂單，有望在 2019 年實現 3D 玻璃外殼的收入和產能同時雙倍增長，而總產能 (包括汕頭和惠州工廠在內) 也將達到 800k/日。此外，管理層預計，金屬外殼 (占收入 35%，目前中框／後蓋分別占比 70%/30%) 將在 2019 年保持穩定增長；塑膠外殼 (占收入 8%) 將在智慧家居產品和類金屬外殼等高端產品的推動下，在 2019 年實現出貨量的雙倍增長。
- ❖ **車載電子向 ADAS / V2X 方向推進。**順應車載電子產品安卓化/大屏化/輕量化的發展趨勢，公司計畫在 2019 年推出兩個產品，以擴充 DiLink 產品組合：1) DI2L (計畫於 2019 年 6 月推出) 可連接多達六個攝像頭，並適用於多種尺寸的車型；2) DI2H (計畫於 2019 年 12 月推出) 可連接多達 10 個攝像頭 (多出的 4 個攝像頭主要用於 ADAS 道路資料獲取)，並同時控制多個駕駛艙內螢幕。公司表示有望在超過 80% 的比亞迪汽車上配備 DiLink 系統，主要覆蓋零售價超過 10 萬人民幣轎車及 SUV，以後更有望應用在大巴上。同時，受惠于與高通的緊密合作，公司擁有其 5G 晶片的優先授權，我們相信這有望加速公司研發 5G 相關車載產品的進展。此外，公司正在積極佈局物聯網產品，包括智慧家居、可穿戴設備和遊戲等領域。管理層預計 2019 年車載電子／物聯網業務或將在 2019 年實現收入翻倍，占總收入 15% 以上。
- ❖ **高自動化水準明顯改善生產效率。**我們看到公司自 2016 年以來一直致力提升生產自動化的程度，並在 2018 年取得數項突破：1) 約 80% 的 CNC 實現自動化生產，使得良率提高 2%，並節省 85% 人力；2) 自主研發的第四代 3D 玻璃熱彎機，可同時加工四件產品，有效提高人機比，縮短節拍時間，以及節省能耗。公司計畫在 2019 年投放 1 億元人民幣資本支出，用於進一步加強生產自動化 (MES) 和監控資訊化 (WMS)，從而提高生產效率。
- ❖ **新業務穩步增長；對 2019 年增長前景維持樂觀。**儘管智慧手機銷量放緩導致市場情緒消極，但公司股價自 2018 年 8 月公佈上半年業績後已上漲 35%。我們對其新型智慧產品 (物聯網、智慧家居等) 和車用智慧產品 (車載資訊娛樂系統、ADAS 等) 成為新增長動力表示樂觀。公司目前股價對應 2019 年預計市盈率為 8 倍，而過去四年公司的市盈率介於 7-20 倍之間。接下來的催化劑包括具備的 3D 玻璃旗艦機型在 2019 年一季度陸續發佈，以及比亞迪汽車上裝配的新版 DiLink。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A
營業收入 (百萬元人民幣)	19,832	29,286	36,734	38,774
淨利潤 (百萬元人民幣)	902	908	1,237	2,585
每股盈利 (人民幣)	0.4	0.4	0.6	1.2
每股盈利變動 (%)	-	0%	38%	109%
市盈率 (倍)	30.7	30.7	22.3	10.7
市帳率 (倍)	2.9	2.6	2.4	1.9
權益收益率 (%)	0.2	-	1.1	1.9
淨資產負債率 (%)	9.3	8.6	10.5	18.2

資料來源：公司及招銀國際證券

未評級

當前股價 HK\$10.80

伍力恒

電話：(852) 3900 0881

郵件：alexng@cmbi.com.hk

張雅涵

電話：(852) 3761 8780

郵件：iriszhang@cmbi.com.hk

電子科技製造業

市值 (百萬元港元)	24,335
3 月平均流通量 (百萬元港元)	90.98
52 周內股價高/低 (港元)	20.7/7.74
總股本 (百萬)	2,253.2

資料來源：彭博

股東結構

Golden Link Worldwide Ltd	65.76%
Gold Dragonfly Ltd	6.08%
Vanguard Group Inc	1.2%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	26.3%	17.4%
3-月	30.9%	38.0%
6-月	-13.3%	-0.2%

資料來源：彭博

股價表現



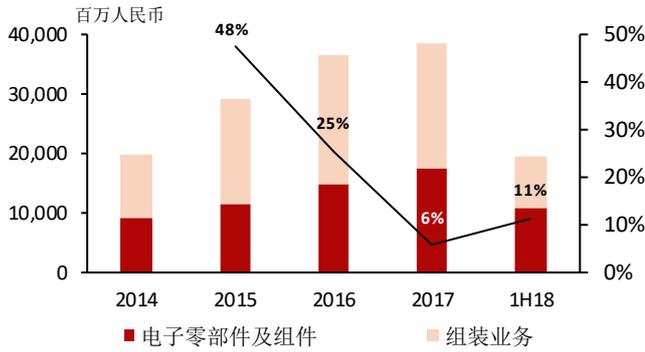
資料來源：彭博

核數師：安永

公司網站：

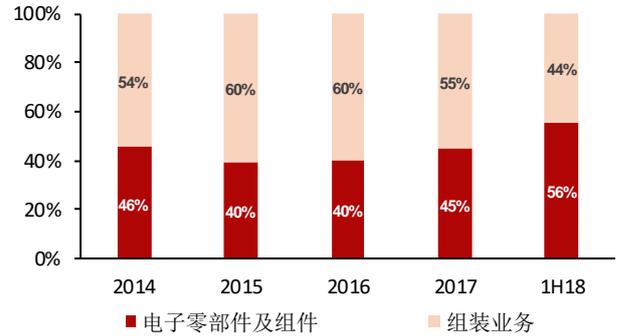
<http://www.byd-electronic.com.cn>

圖 1: 比亞迪電子收入趨勢 (2015-1H18)



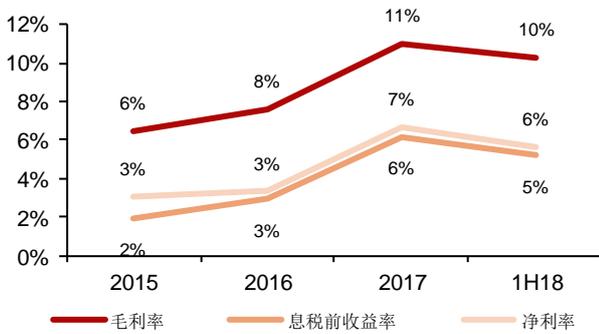
資料來源：公司及招銀國際證券

圖 2: 比亞迪電子收入結構 (2015-1H18)



資料來源：公司及招銀國際證券

圖 3: 利潤率持續改善 (2015-1H18)



資料來源：公司及招銀國際證券

圖 4: 3D 玻璃外殼產能規劃

- Huizhou 3D glass factory MP in Mar. 2017, 300Kpcs/day
- Shantou 3D glass factory MP in Jun. 2018, 500Kpcs/day capacity is planned.
- 5+ flagship 3G glass products will be launched in Q4 2018.

資料來源：公司及招銀國際證券

圖 5: 車載資訊娛樂系統- DiLink

- 12.8/14.6 inch big screen
- Self-adaptive rotation
- Compatible with Android ecosystem
- 90K+ Aintutu score
- Hardware security design
- Integration of infotainment & T-box
- OTA available
- 360 HD Camera
- In-car camera
- E-CALL/B-CALL

Equipped in all BYD 2018 new car models

資料來源：公司及招銀國際證券

圖 6: 車載資訊娛樂系統產品進展歷程

➢ Since 2014, BYDE have been engaged with BYD Auto Group to offer the total solutions of Android infotainment systems and networking and telematics systems.

2015/10/12: 宋DM/EV
 2017/2/27: 唐100/秦100
 2017/6/3: 唐80
 2017/7/24: 秦80
 2017/9/25: 宋MAX
 2018/6: 唐2018
 2018/9/25: 唐2018
 2018/10/12: All New Model

資料來源：公司及招銀國際證券

圖 7: 損益表

百萬人萬幣	FY15	1H16	2H16	FY16	1H17	2H17	FY17	1H18
收益	29,286	15,484	21,250	36,734	17,526	21,249	38,774	19,511
...同比增長 (%)	47.7%	62%	7.7%	25.4%	13.2%	0.0%	5.6%	11.3%
生產成本	(27,382)	(14,248)	(19,686)	(33,934)	(15,412)	(19,098)	(34,510)	(17,504)
毛利	1,904	1,237	1,563	2,800	2,114	2,150	4,264	2,007
毛利率 (%)	6.5%	8.0%	7.4%	7.6%	12.1%	10.1%	11%	10.3%
...同比增長 (%)	-9.6%	28.1%	66.7%	47.1%	70.9%	37.5%	52.3%	-5.1%
銷售成本	(606)	(317)	(430)	(747)	(322)	(341)	(663)	(367)
...占比 (%)	-2.1%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-1.8%	-1.6%	-1.7%	-1.9%
研發成本	(722)	(381)	(597)	(979)	(455)	(746)	(1,201)	(623)
...占比 (%)	-2.5%	-2.5%	-2.8%	-2.7%	-2.6%	-3.5%	-3.1%	-3.2%
息稅前收益	576	538	536	1,074	1,337	1,063	2,400	1,017
息稅前收益率 (%)	2.0%	3.5%	2.5%	2.9%	7.6%	5.0%	6.2%	5.2%
...同比增長 (%)	-32.0%	49.3%	149.3%	86.7%	148.5%	98.2%	123.4%	-24.0%
淨利潤	908	604	633	1,237	1,322	1,263	2,585	1,105
淨利率 (%)	3.1%	3.9%	3.0%	3.4%	7.5%	5.9%	6.7%	5.7%
...同比增長 (%)	0.7%	32.4%	39.9%	36.2%	119.0%	99.6%	109.0%	-16.5%

資料來源：公司及招銀國際證券

圖 8: 同業估值

公司名稱	股份代碼	市值 (美元百萬)	股價 (LC)	平均成交額 (美元百萬)	市盈率 (倍)		市帳率 (倍)		股本回報率 (%)	
					FY18E	FY18E	FY18E	FY18E	FY18E	FY19E
比亞迪電子	285 HK	3,111	10.80	11.9	9.0	8.0	1.3	1.2	15.1	14.8
通達集團	698 HK	684	0.85	2.2	4.6	3.9	0.8	0.7	18.0	18.7
巨騰國際	3336 HK	273	1.86	0.4	-	7.4	0.3	0.3	(0.3)	4.0
瑞聲科技	2018 HK	8,548	54.90	61.4	14.0	12.2	2.9	2.5	22.7	22.2
東江集團	2283 HK	443	4.16	0.2	9.0	7.5	3.0	2.4	36.9	36.3
長盈精密	300115 CH	1,060	8.09	10.4	23.8	15.1	1.6	1.4	6.6	9.8
藍思科技	300433 CH	4,379	7.71	18.1	12.9	10.4	1.6	1.5	12.7	13.8
勁勝智能	300083 CH	565	2.74	11.8	5.1	4.0	-	-	-	-
鴻准	2354 TT	2,816	61.30	6.1	9.0	8.6	0.6	0.6	6.9	6.9
鎧盛	5264 TT	576	42.20	3.3	-	17.6	0.5	0.5	(5.8)	2.7
可成科技	2474 TT	6,317	252.50	58.2	6.3	6.8	1.3	1.1	21.5	18.3
平均值					10.4	9.2	1.4	1.2	13.4	14.7

資料來源：彭博及招銀國際證券

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。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 及 46 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责任。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)2000年英國不時修訂之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

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則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士。