

# 比亞迪控股 - A (002594 CH)

## 受益於磷酸鐵鋰表現出色

比亞迪發佈了優秀的12月汽車銷售資料。新能源汽車銷量達2.9萬量，其中旗艦車型漢出貨量超1.2萬輛。2020全年新能源汽車銷售佔比達44%。展望2021年，我們仍然能看見多項刺激比亞迪業務發展的催化劑，包括1) 新的DM乘用車型發佈將繼續推升車輛銷售；2) 與滴滴合作車款的推出將引領電召車輛更新週期；3) 動力電池產能擴張將支持更多的電動汽車銷售；以及4) 半導體業務的分拆上市將釋放業務價值。我們將比亞迪的目標價上調31%至293.2元人民幣。重申買入評級。

- **新能源乘用車12月銷售加速。**比亞迪發佈了2020年12月銷量公告。汽車銷量5.6萬輛，同比+30%/環比+4%。12月新能源汽車實現2.9萬輛，同比增長120%（其中乘用車2.8萬輛，同比+157%，商用車1,247輛，同比+48%）。漢銷量繼續爬坡，12月共交付1.2萬輛，環比增長19.6%。全年累計銷量42.7萬輛，同比-7%，大致符合我們預期。
- **中國新能源汽車銷售將在2021年加快。**展望2021年，我們判斷中國新能源汽車銷量將繼續提升。由於1) 主機廠新能源車型投放力度加大，2) C端消費者認知度提升，3) B端網約車首輪更新潮來臨以及4) 磷酸鐵鋰車型逐步推出，我們預計新能源汽車滲透率有望超出此前預期。具體而言，我們預計2021年新能源汽車滲透率有望達到7%，對應銷量為192萬輛，同比增長57%（新能源乘用車166萬，新能源商用車26萬）。
- **2021年公司新能源汽車銷量料同比增長99%。**2020年比亞迪受疫情及新車發佈較晚影響，新能源汽車滲透率有所下滑至15%。自2021年開始，公司將啟動新車換標，並投放秦Plus（基於最新超級混動DM-i平臺），宋Pro DM等新車型，將提振新能源汽車銷量，驅動新能源汽車方面將繼續保持強勢復蘇態勢。在to B端，我們預計比亞迪與滴滴的合作車型D1有望在網約車換購週期中搶得先機，我們預計2021年滴滴有望實現6萬輛。由於其在新能源汽車方面將繼續保持強勢復蘇態勢，我們預計比亞迪在新能源乘用車市場佔有率有望繼續提升至20%，對應銷量36.4萬輛，同比增長99%。我們認為比亞迪將把業務重點逐步轉向新能源汽車方面，因此燃油車2021年增速將較為保守，預計銷量達到24.4萬輛，同比增長3%。
- **2020年盈利將達人民幣53億。**基於公司的汽車銷量和銷售組合，我們對公司2020年全年的盈利測算上調1%至人民幣53億元。同時，我們對2021年新能源乘用車銷量預測自30萬量上調至36.4萬量。基於上述展望調整，我們將2021年全年盈利預測上調11%至人民幣77億元。

### 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	157,047	215,856	273,037
同比增長(%)	22.79%	-1.78%	22.94%	37.45%	26.49%
淨利潤(百萬人民幣)	2,780	1,614	5,256	7,659	10,719
每股收益(人民幣)	0.93	0.50	1.83	2.71	3.83
每股收益變動(%)	-34%	-47%	268%	48%	41%
市場每股盈利預測(人民幣)	N/A	N/A	1.61	1.97	2.56
市盈率(x)	226.21	423.83	115.16	77.75	54.99
市帳率(x)	10.42	10.13	9.18	8.09	6.94
股息率(%)	0.10%	0.03%	0.09%	0.13%	0.19%
權益收益率(%)	5.05%	2.88%	8.80%	11.46%	13.93%
負債比率(x)	64%	79%	86%	79%	72%

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

### 買入(維持)

目標價	RMB293.2
(此前目標價)	RMB223.8)
潛在升幅	+24.8%
當前股價	RMB234.86

### 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)	425,853
3個月流通量(百萬人民幣)	8,068
52周內股價高/低(人民幣)	245.0/47.37
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%

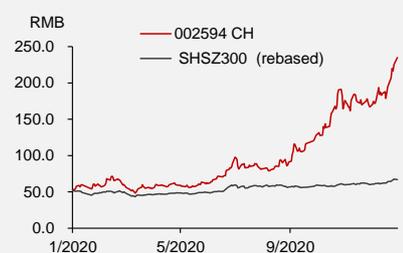
資料來源：公司公告

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	40.6%	26.4%
3-月	95.1%	67.9%
6-月	163.9%	130.5%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

- **強勁的磷酸鐵鋰電池需求將驅動電池業務估值提升。**動力電池方面。我們看到磷酸鐵鋰裝機量佔比逐步提升。主要原因來自於兩方面，1) 特斯拉降價所引起的行業性降本需求。由於特斯拉國產化所帶來降本影響，國內廠商面臨持續降本壓力，未來磷酸鐵鋰裝機量有望持續高增長。與此同時，傳統磷酸鐵鋰電池相比於三元電池仍然在續航里程方面存在短板。而刀片電池利用高體積密度的優勢，在降本同時能夠一定程度上彌補短板，因此有望成為磷酸鐵鋰細分中的首選。目前比亞迪刀片電池仍處於產能爬坡期，我們相信以上需求邏輯將支撐其擴張後的出貨量增長。我們因此調高對比亞迪動力電池板塊的估值倍數，以反映更加樂觀的出貨預期。我們採用 2025E 35x PE（對比此前 2025E 25x PE），對應電池板塊估值水準為 1,893 億人民幣。
- **半導體業務將在 2021 年分拆上市。**2020 年 12 月 31 日，比亞迪發佈公告稱，擬籌畫控股子公司比亞迪半導體分拆上市。比亞迪半導體主要產品為 IGBT 模組及第三代半導體產品（SiC）。目前比亞迪正在規劃自建 SiC 產線，預計 2021 年建成。此外，2023 年比亞迪 SiC 將全面替代 IGBT，以提高整車續航里程 10% 左右。我們看好比亞迪在車規級半導體領域的技術積累。第三代半導體（氮化鎵和碳化矽）具備寬禁帶的特徵，非常適合高壓器件應用。其中氮化鎵電子飽和速度高，適合做微波器件，應用於手機射頻前端放大器、5G 基站及微波雷達。而比亞迪專注的 SiC 領域主要應用領域仍在新能源汽車電控及充電樁領域。同時伴隨 5G 基站建設進入加速器，小基站（微基站）需求逐步釋放。設備供應商未來將採用基於碳化矽襯底的氮化鎵（GaN-on-SiC）的設計作為供電模組，能夠實現更高的功率密度（避免 LDMOS 所需要的大量熱管理硬體，從而減小基站尺寸），以滿足其基站的高頻率、高功率需求。我們認為比亞迪分拆以後有望實現進一步獨立運營，從而擴充產品矩陣以適配不同下游需求，打開估值空間。
- **計畫 H 股增發。**比亞迪 2020 年 12 月初向中國證監會申請新增發行 H 股。根據兩地市場規則，我們認為 H 股增發時效較高。目前較為高漲的市場情緒下，兩地股票價格趨同，我們預料 H 股增發折價幅度及盈利攤薄影響相對有限，同時高效募資有助於公司動力電池擴產提速以滿足目前市場快速擴張的刀片電池需求，進一步夯實動力電池外供邏輯兌現，有望釋放板塊估值。
- **估值上修，維持買入評級。**根據我們的估值模型，比亞迪目前市值對應約 6.6 倍的新能源汽車市銷率，及 30 倍 2025E 動力電池板塊預測市盈率，公司目前兩個板塊的估值水準遠低於新能源汽車及電動汽車同業。根據我們調整後的新能源汽車銷量預測以及新能源汽車滲透率維持長期快速上升預期，我們將新能源汽車市銷率估值上修至 9 倍，動力電池板塊 2025 年預測市盈率上修至 35 倍。綜合以上，我們分別給予汽車板塊、動力電池及半導體業務估值為人民幣 6,567 億/1,893 億/160 億。基於 15% 的控股公司估值折扣，我們推導公司總估值水準為 8,000 億，對應港股股價為 300 港元（A 股股價為人民幣 293.2 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	157,047	215,856	273,037
銷售成本	(108,725)	(106,924)	(128,875)	(177,902)	(226,001)
毛利	21,330	20,814	28,172	37,953	47,036
稅金及附加	(2,146)	(1,561)	(1,885)	(2,590)	(3,276)
銷售費用	(4,729)	(4,346)	(5,183)	(7,339)	(9,556)
研發費用	(3,760)	(4,141)	(4,523)	(6,195)	(7,782)
管理費用	(4,989)	(5,629)	(6,282)	(8,203)	(9,010)
財務費用	(2,997)	(3,014)	(3,635)	(4,167)	(4,020)
減值損失	(1,020)	(636)	(792)	(1,079)	(1,367)
其他收入	2,328	1,724	2,261	3,295	3,927
投資收益	248	(809)	(550)	(324)	(273)
公允價值變動收益	(5)	10	(56)	4	(39)
資產處置收益	(19)	(100)	(76)	(100)	(172)
營業利潤/(虧損)	4,241	2,312	7,452	11,255	15,467
營業外收入	230	226	471	432	491
營業外支出	(86)	(107)	(118)	(162)	(217)
利潤總額	4,385	2,431	7,806	11,525	15,741
所得稅費用	(829)	(312)	(1,152)	(1,830)	(2,173)
淨利潤	3,556	2,119	6,654	9,695	13,569
少數股東損益	776	504	1,397	2,036	2,849
歸母淨利潤	2,780	1,614	5,256	7,659	10,719

### 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	5,256	7,659	10,719
折舊和攤銷	9,995	9,933	10,035	12,193	14,571
營運資金變動	(291)	3,233	4,511	9,250	(1,677)
其它	(543)	6,427	-	-	-
經營活動所得現金流	12,523	14,741	11,933	12,432	29,139
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)	(4,539)	(5,933)	(5,483)
投資活動所得現金淨額	(14,231)	(20,881)	(17,937)	(19,988)	(20,936)
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	5,076	10,535	13,569	14,835	264
支付股息	(557)	(164)	(526)	(766)	(1,072)
其它	(603)	(3,761)	7,222	8,010	9,831
融資活動所得現金淨額	3,917	6,610	8,687	9,493	(6,359)
現金增加淨額	2,209	470	2,682	1,936	1,844
年初現金及現金等價物	9,903	13,052	12,650	15,332	17,268
其他	941	(872)	0	0	0
年末現金及現金等價物	13,052	12,650	15,332	17,268	19,113
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	102,177	116,777	131,273
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	24,870	28,701	32,004
流動資產	115,211	106,967	127,246	165,524	191,351
現金及現金等價物	13,052	12,650	15,332	17,268	19,113
應收賬款	49,284	43,934	52,349	69,631	78,010
存貨	26,330	25,572	31,280	42,358	50,222
其它流動資產	26,545	24,811	28,284	36,267	44,006
流動負債	116,569	108,029	131,064	171,667	195,488
銀行貸款	37,789	40,332	50,307	63,819	61,979
應付帳款	46,283	36,168	42,958	57,388	70,625
其他應付款	13,568	11,217	13,532	18,680	23,730
其它流動負債	18,930	20,311	24,266	31,781	39,153
非流動負債	17,308	25,011	29,609	32,486	36,076
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	92	146	174
其它	3,317	2,992	4,006	5,506	6,965
所有者權益	60,694	62,601	68,750	78,147	91,061
少數股東權益	5,496	5,839	6,107	7,103	8,183
歸母所有者權益	55,198	56,762	62,643	71,044	82,878

### 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%	45%	46%
消費電子	32%	42%	52%	47%	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%	0%	5%
IGBT	0%	0%	0%	0%	0%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	16%	16%	18%	18%	17%
稅前利率	3%	2%	5%	5%	6%
淨利潤率	3%	2%	4%	4%	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	0.97	0.96	0.98
速動比率(x)	0.59	0.59	0.57	0.55	0.53
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%	234%	261%	254%
淨負債/股東權益比率	64%	79%	86%	79%	72%
回報率(%)					
資本回報率	5%	3%	9%	11%	14%
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	1.83	2.71	3.83
每股股息(人民幣)	0.20	0.06	0.19	0.28	0.39
每股金資產(人民幣)	20.23	20.81	22.96	26.04	30.38

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。