

比亚迪控股 - A (002594 CH)

半导体业务分拆上市有序推进

比亚迪半导体业务分拆上市有序推进，成为短期股价上涨催化剂。货币政策转向预期引发近期股价回调，但我们仍旧看好公司中长期上涨动力，基于 1) 比亚迪新能源汽车龙头地位有望随 DM-i 系列产能释放获得巩固；2) 电池外供年内有望落地；3) 缺芯背景下，比亚迪半导体上市估值有望超预期。我们重申公司买入评级，目标价人民币 275.6 元。

■ **比亚迪公布 4 月销量数据。**4 月实现总销量 45,234 辆，同比增长 42%/环比增长 40.4%。新能源车型方面，乘用车方面销售 25,662 辆，同比增长 97.48%，其中包括纯电动车型 16,114 辆、插电式混合动力 8,920 辆，以及新能源商用车 628 辆。4 月出货量为 8,177 辆，与中国其他电动车制造商相比，汉销量仍处于领先地位。

■ **DM-i 系列有望成为爆款。**以唐 DM-i 为例，其采用了骁云-插混专用 1.5L 涡轮增压高效发动机、EHS 电混系统以及专用功率型刀片电池。发动机热效率达到 43%，同时油耗仅为 5.3L/100km，综合续航达到 1,050km。我们认为 DM-i 在售价及使用经济性方面获得大幅度提升。根据目前订货-交付周期，我们认为比亚迪 DM-i 系列已获得消费者认可，将随着刀片电池产能释放有望成为爆款。

■ **比亚迪半导体创业板上市有序推进。**5 月 11 日晚，比亚迪发布了关于分拆其半导体业务至创业板上市的预案。比亚迪股份直接持有比亚迪半导体 72.30% 股权，为比亚迪半导体的控股股东。比亚迪半导体主营业务为功率半导体、智能控制 IC、智能传感器及光电半导体的研发、生产及销售，主要产品涵盖 IGBT、SiC MOSFET、MCU、电池保护 IC、AC-DC IC、CMOS 图像传感器、嵌入式指纹识别、电磁及压力传感器、LED 光源、LED 照明、LED 显示等。我们认为在半导体逆全球化以及车规级半导体缺芯的背景下，比亚迪半导体在基本面及估值方面有望超出此前市场预期。

■ **股价回调提供了良好的买入机会。**我们认为此前股价回调主要来自于 1) 全球复苏背景下，市场逐步形成再通胀预期以及美联储货币政策正常化的担忧；2) 1Q20 业绩略低于市场预期。新能源汽车销量方面，1) 刀片电池产能释放；及 2) DM-i 系列（秦 PLUS DM-i、唐 DM-i、宋 Plus DM-i）等新车型逐步放量，均有助带动新能源销量高速增长。展望未来，我们预计比亚迪汽车销售月度环比改善，同时贷通盈利季度环比改善。我们维持公司买入评级，目标价人民币 275.6 元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
营业额 (百万人民币)	130,055	127,739	156,598	193,400	245,620
同比增长 (%)	22.79%	-1.78%	22.59%	23.50%	27.00%
净利润 (百万人民币)	2,780	1,614	4,234	7,337	10,310
每股收益 (人民币)	0.93	0.50	1.47	2.51	3.55
每股收益变动 (%)	-34%	-47%	196%	70%	41%
市场每股盈利预测 (人民币)	N/A	N/A	1.05	1.20	1.65
市盈率(x)	164.79	308.75	104.25	61.24	43.29
市帐率(x)	7.59	7.38	7.72	6.74	5.73
股息率 (%)	0.17%	0.05%	0.12%	0.21%	0.30%
权益收益率 (%)	5.05%	2.88%	7.45%	12.02%	14.53%
负债比率(x)	64%	79%	40%	42%	38%

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入(维持)

目标价	RMB275.6
(此前目标价)	RMB275.6)
潜在升幅	+79.5%
当前股价	RMB153.5

中国新能源汽车行业

白毅阳, CFA
(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)	387,673
3 月平均流通量(百万人民币)	5,804.09
52 周内股价高/低 (人民币)	273.37/55.27
总股本 (百万)	1,048(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	-10.2%	-12.5%
3-月	-42.5%	-34.6%
6-月	-12.7%	-17.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
销售收入	130,055	127,739	156,598	193,400	245,620
销售成本	(108,725)	(106,924)	(126,251)	(157,995)	(198,528)
毛利	21,330	20,814	30,346	35,405	47,092
税金及附加	(2,146)	(1,561)	(2,154)	(2,611)	(3,291)
销售费用	(4,729)	(4,346)	(5,056)	(6,576)	(8,105)
研发费用	(3,760)	(4,141)	(4,321)	(5,222)	(6,386)
管理费用	(4,989)	(5,629)	(7,465)	(8,703)	(10,562)
财务费用	(2,997)	(3,014)	(3,763)	(2,388)	(3,480)
减值损失	(1,020)	(636)	(1,858)	(967)	(1,789)
其他收入	2,328	1,724	1,695	2,722	3,143
投资收益	248	(809)	(273)	(290)	(246)
公允价值变动收益	(5)	10	(51)	4	(31)
资产处置收益	(19)	(100)	(14)	(90)	(107)
营业利润/(亏损)	4,241	2,312	7,086	11,284	16,238
营业外收入	230	226	282	387	442
营业外支出	(86)	(107)	(485)	(145)	(484)
利润总额	4,385	2,431	6,883	11,526	16,197
所得税费用	(829)	(312)	(869)	(1,475)	(2,073)
净利润	3,556	2,119	6,014	10,050	14,124
少数股东损益	776	504	1,780	2,714	3,813
归母净利润	2,780	1,614	4,234	7,337	10,310

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
息税前利润	2,780	1,614	4,234	7,337	10,310
折旧和摊销	9,995	9,933	12,493	11,279	13,478
营运资金变动	(291)	3,233	(19,432)	283	4,624
其它	(543)	6,427	9,234	-	-
经营活动所得现金流	12,523	14,741	45,393	19,808	21,238
资本开支	(6,076)	(12,040)	(11,101)	(12,588)	(13,839)
联营公司	(496)	(499)	(1,405)	(547)	(601)
其它	(7,659)	(8,342)	(1,938)	(3,261)	(4,397)
投资活动所得现金净额	(14,231)	(20,881)	(14,444)	(16,395)	(18,837)
股份发行	-	-	-	19,125	-
净借贷	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
融资活动所得现金净额	3,917	6,610	(28,907)	20,688	241
现金增加净额	2,209	470	2,041	24,100	2,642
年初现金及现金等价物	9,903	13,052	12,650	14,445	38,545
其他	941	(872)	(246)	-	-
年末现金及现金等价物	13,052	12,650	14,445	38,545	41,187
受限现金	2,780	1,614	4,234	7,337	10,310

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
非流动资产	79,361	88,675	89,412	100,747	113,628
固定资产	43,679	49,443	54,585	62,112	69,995
无形资产和商誉	11,314	12,650	11,804	13,432	15,137
合资及联营公司投资	3,561	4,060	5,466	6,012	6,613
其它非流动资产	20,807	22,521	17,558	19,191	21,883
流动资产	115,211	106,967	111,605	158,213	192,162
现金及现金等价物	13,052	12,650	14,445	38,545	41,187
应收账款	49,284	43,934	41,216	50,895	70,177
存货	26,330	25,572	31,396	37,618	44,117
其它流动资产	26,545	24,811	24,547	31,156	36,680
流动负债	116,569	108,029	106,431	158,671	188,798
银行贷款	37,789	40,332	16,401	46,416	49,861
应付账款	46,283	36,168	51,908	63,198	79,411
其他应付款	13,568	11,217	15,974	16,589	20,845
其它流动负债	18,930	20,311	22,148	32,468	38,681
非流动负债	17,308	25,011	30,133	27,771	30,895
银行贷款	13,924	21,916	23,626	22,720	24,464
递延所得税	66	103	393	118	166
或有负债	-	-	-	-	-
其它	3,317	2,992	6,114	4,933	6,265
所有者权益	60,694	62,601	64,454	72,518	86,096
少数股东权益	5,496	5,839	7,580	7,298	9,402
归母所有者权益	55,198	56,762	56,874	65,220	76,694

主要比率

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
销售组合(%)					
汽车	58%	50%	54%	53%	52%
消费电子	32%	42%	38%	39%	35%
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%	0%	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%	19%	18%	19%
税前利率	3%	2%	4%	6%	7%
净利润率	3%	2%	4%	5%	6%
有效税率	19%	13%	13%	13%	13%
资产负债比率					
流动比率(x)	0.99	0.99	1.05	1.00	1.02
速动比率(x)	0.59	0.59	0.57	0.60	0.62
现金比率(x)	0.11	0.12	0.14	0.24	0.22
平均应收账款周转天数	138	126	96	96	104
债务/股本比率(%)	221%	213%	212%	257%	255%
净负债/股东权益比率	64%	79%	40%	42%	38%
回报率(%)					
资本回报率	5%	3%	7%	12%	15%
资产回报率	4%	3%	5%	6%	7%
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.93	0.50	1.47	2.51	3.55
每股股息(人民币)	0.20	0.06	0.15	0.26	0.36
每股金资产(人民币)	20.23	20.81	19.88	22.80	26.81

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的分析员，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风险。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，请与我们联系。

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商投资者

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士。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撰写的报告。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。