

比亚迪控股 - A (002594 CH)

受益于磷酸铁锂表现出色

比亚迪发布了优秀的 12 月汽车销售数据。新能源汽车销量达 2.9 万辆，其中旗舰车型汉出货量超 1.2 万辆。2020 全年新能源汽车销售占比达 44%。展望 2021 年，我们仍然能看见多项刺激比亚迪业务发展的催化剂，包括 1) 新的 DM 乘用车型发布将继续推升车辆销售；2) 与滴滴合作车型的推出将引领电召车辆更新周期；3) 动力电池产能扩张将支持更多的电动汽车销售；以及 4) 半导体业务的分拆上市将释放业务价值。我们将比亚迪的目标价上调 31% 至 293.2 元人民币。重申买入评级。

- **新能源乘用车 12 月销售加速。**比亚迪发布了 2020 年 12 月销量公告。汽车销量 5.6 万辆，同比+30%/环比+4%。12 月新能源汽车实现 2.9 万辆，同比增长 120%（其中乘用车 2.8 万辆，同比+157%，商用车 1,247 辆，同比-48%）。汉销量继续爬坡，12 月共交付 1.2 万辆，环比增长 19.6%。全年累计销量 42.7 万辆，同比-7%，大致符合我们预期。
- **中国新能源汽车销售将在 2021 年加快。**展望 2021 年，我们判断中国新能源汽车销量将继续提升。由于 1) 主机厂新能源车型投放力度加大，2) C 端消费者认知度提升，3) B 端网约车首轮更新潮来临以及 4) 磷酸铁锂车型逐步推出，我们预计新能源汽车渗透率有望超出此前预期。具体而言，我们预计 2021 年新能源汽车渗透率有望达到 7%，对应销量为 192 万辆，同比增长 57%（新能源乘用车 166 万，新能源商用车 26 万）。
- **2021 年公司新能源汽车销量料同比增长 99%。**2020 年比亚迪受疫情及新车发布较晚影响，新能源汽车渗透率有所下滑至 15%。自 2021 年开始，公司将启动新车换标，并投放秦 Plus（基于最新超级混动 DM-i 平台），宋 Pro DM 等新车型，将提振新能源汽车销量，驱动新能源汽车方面将继续保持强势复苏态势。在 to B 端，我们预计比亚迪与滴滴的合作车型 D1 有望在网约车换购周期中抢得先机，我们预计 2021 年滴滴有望实现 6 万辆。由于其在新能源汽车方面将继续保持强势复苏态势，我们预计比亚迪在新能源乘用车市场占有率有望继续提升至 20%，对应销量 36.4 万辆，同比增长 99%。我们认为比亚迪将把业务重点逐步转向新能源汽车方面，因此燃油车 2021 年增速将较为保守，预计销量达到 24.4 万辆，同比增长 3%。
- **2020 年盈利将达人民币 53 亿。**基于公司的汽车销量和销售组合，我们对公司 2020 年全年的盈利测算上调 1% 至人民币 53 亿元。同时，我们对 2021 年新能源乘用车销量预测自 30 万辆上调至 36.4 万辆。基于上述展望调整，我们将 2021 年全年盈利预测上调 11% 至人民币 77 亿元。

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	157,047	215,856	273,037
同比增长 (%)	22.79%	-1.78%	22.94%	37.45%	26.49%
净利润 (百万人民币)	2,780	1,614	5,256	7,659	10,719
每股收益 (人民币)	0.93	0.50	1.83	2.71	3.83
每股收益变动 (%)	-34%	-47%	268%	48%	41%
市场每股盈利预测 (人民币)	N/A	N/A	1.61	1.97	2.56
市盈率(x)	226.21	423.83	115.16	77.75	54.99
市帐率(x)	10.42	10.13	9.18	8.09	6.94
股息率 (%)	0.10%	0.03%	0.09%	0.13%	0.19%
权益收益率 (%)	5.05%	2.88%	8.80%	11.46%	13.93%
负债比率 (x)	64%	79%	86%	79%	72%

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	RMB293.2
(此前目标价)	RMB223.8)
潜在升幅	+24.8%
当前股价	RMB234.86

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)	425,853
3 个月流通量 (百万人民币)	8,068
52 周内股价高/低 (人民币)	245.0/47.37
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%

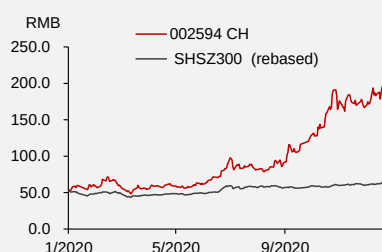
资料来源：公司公告

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	40.6%	26.4%
3-月	95.1%	67.9%
6-月	163.9%	130.5%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

- **强劲的磷酸铁锂电池需求将驱动电池业务估值提升。**动力电池方面。我们看到磷酸铁锂装机量占比逐步提升。主要原因来自于两方面，1) 特斯拉降价所引起的行业性降本需求。由于特斯拉国产化所带来降本影响，国内厂商面临持续降本压力，未来磷酸铁锂装机量有望持续高增长。与此同时，传统磷酸铁锂电池相比于三元电池仍然在续航里程方面存在短板。而刀片电池利用高体积密度的优势，在降本同时能够一定程度上弥补短板，因此有望成为磷酸铁锂细分中的首选。目前比亚迪刀片电池仍处于产能爬坡期，我们相信以上需求逻辑将支撑其扩张后的出货量增长。我们因此调高对比亚迪动力电池板块的估值倍数，以反映更加乐观的出货预期。我们采用 2025E 35x PE（对比此前 2025E 25x PE），对应电池板块估值水平为 1,893 亿人民币。
- **半导体业务将在 2021 年分拆上市。**2020 年 12 月 31 日，比亚迪发布公告称，拟筹划控股子公司比亚迪半导体分拆上市。比亚迪半导体主要产品为 IGBT 模块及第三代半导体产品（SiC）。目前比亚迪正在规划自建 SiC 产线，预计 2021 年建成。此外，2023 年比亚迪 SiC 将全面替代 IGBT，以提高整车续航里程 10% 左右。我们看好比亚迪在车规级半导体领域的技术积累。第三代半导体（氮化镓和碳化硅）具备宽禁带的特征，非常适合高压器件应用。其中氮化镓电子饱和速度高，适合做微波器件，应用于手机射频前端放大器、5G 基站及微波雷达。而比亚迪专注的 SiC 领域主要应用领域仍在新能源汽车电控及充电桩领域。同时伴随 5G 基站建设进入加速器，小基站（微基站）需求逐步释放。设备供应商未来将采用基于碳化硅衬底的氮化镓（GaN-on-SiC）的设计作为供电模块，能够实现更高的功率密度（避免 LDMOS 所需要的大量热管理硬件，从而减小基站尺寸），以满足其基站的高频率、高功率需求。我们认为比亚迪分拆以后有望实现进一步独立运营，从而扩充产品矩阵以适应不同下游需求，打开估值空间。
- **计划 H 股增发。**比亚迪 2020 年 12 月初向中国证监会申请新增发行 H 股。根据两地市场规则，我们认为 H 股增发时效较高。目前较为高涨的市场情绪下，两地股票价格趋同，我们预料 H 股增发折价幅度及盈利摊薄影响相对有限，同时高效募资有助于公司动力电池扩产提速以满足目前市场快速扩张的刀片电池需求，进一步夯实动力电池外供逻辑兑现，有望释放板块估值。
- **估值上修，维持买入评级。**根据我们的估值模型，比亚迪目前市值对应约 6.6 倍的新能源汽车市销率，及 30 倍 2025E 动力电池板块预测市盈率，公司目前两个板块的估值水平远低于新能源汽车及电动汽车同业。根据我们调整后新能源汽车销量预测以及新能源汽车渗透率维持长期快速上升预期，我们将新能源汽车市销率估值上修至 9 倍，动力电池板块 2025 年预测市盈率上修至 35 倍。综合以上，我们分别给予汽车板块、动力电池及半导体业务估值为人民币 6,567 亿/1,893 亿/160 亿。基于 15% 的控股公司估值折扣，我们推导公司总估值水平为 8,000 亿，对应港股股价为 300 港元（A 股股价为人民币 293.2 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	157,047	215,856	273,037
销售成本	(108,725)	(106,924)	(128,875)	(177,902)	(226,001)
毛利	21,330	20,814	28,172	37,953	47,036
税金及附加	(2,146)	(1,561)	(1,885)	(2,590)	(3,276)
销售费用	(4,729)	(4,346)	(5,183)	(7,339)	(9,556)
研发费用	(3,760)	(4,141)	(4,523)	(6,195)	(7,782)
管理费用	(4,989)	(5,629)	(6,282)	(8,203)	(9,010)
财务费用	(2,997)	(3,014)	(3,635)	(4,167)	(4,020)
减值损失	(1,020)	(636)	(792)	(1,079)	(1,367)
其他收入	2,328	1,724	2,261	3,295	3,927
投资收益	248	(809)	(550)	(324)	(273)
公允价值变动收益	(5)	10	(56)	4	(39)
资产处置收益	(19)	(100)	(76)	(100)	(172)
营业利润/(亏损)	4,241	2,312	7,452	11,255	15,467
营业外收入	230	226	471	432	491
营业外支出	(86)	(107)	(118)	(162)	(217)
利润总额	4,385	2,431	7,806	11,525	15,741
所得税费用	(829)	(312)	(1,152)	(1,830)	(2,173)
净利润	3,556	2,119	6,654	9,695	13,569
少数股东损益	776	504	1,397	2,036	2,849
归母净利润	2,780	1,614	5,256	7,659	10,719

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	5,256	7,659	10,719
折旧和摊销	9,995	9,933	10,035	12,193	14,571
营运资金变动	(291)	3,233	4,511	9,250	(1,677)
其它	(543)	6,427	-	-	-
经营活动所得现金流	12,523	14,741	11,933	12,432	29,139
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)	(4,539)	(5,933)	(5,483)
投资活动所得现金净额	(14,231)	(20,881)	(17,937)	(19,988)	(20,936)
股份发行	-	-	-	-	-
净借贷	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
融资活动所得现金净额	3,917	6,610	8,687	9,493	(6,359)
现金增加净额	2,209	470	2,682	1,936	1,844
年初现金及现金等价物	9,903	13,052	12,650	15,332	17,268
其他	941	(872)	0	0	0
年末现金及现金等价物	13,052	12,650	15,332	17,268	19,113
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	102,177	116,777	131,273
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	24,870	28,701	32,004
流动资产	115,211	106,967	127,246	165,524	191,351
现金及现金等价物	13,052	12,650	15,332	17,268	19,113
应收账款	49,284	43,934	52,349	69,631	78,010
存货	26,330	25,572	31,280	42,358	50,222
其它流动资产	26,545	24,811	28,284	36,267	44,006
流动负债	116,569	108,029	131,064	171,667	195,488
银行贷款	37,789	40,332	50,307	63,819	61,979
应付账款	46,283	36,168	42,958	57,388	70,625
其他应付款	13,568	11,217	13,532	18,680	23,730
其它流动负债	18,930	20,311	24,266	31,781	39,153
非流动负债	17,308	25,011	29,609	32,486	36,076
银行贷款	13,924	21,916	25,511	26,834	28,937
递延所得税或有负债	66	103	92	146	174
其它	3,317	2,992	4,006	5,506	6,965
所有者权益	60,694	62,601	68,750	78,147	91,061
少数股东权益	5,496	5,839	6,107	7,103	8,183
归母所有者权益	55,198	56,762	62,643	71,044	82,878

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%	45%	46%
消费电子	32%	42%	52%	47%	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%	0%	5%
IGBT	0%	0%	0%	0%	0%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	16%	16%	18%	18%	17%
税前利率	3%	2%	5%	5%	6%
净利润率	3%	2%	4%	4%	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	0.97	0.96	0.98
速动比率 (x)	0.59	0.59	0.57	0.55	0.53
现金比率 (x)	0.11	0.12	0.12	0.10	0.10
平均应收账款周转天数	138	126	122	118	104
债务/股本比率 (%)	221%	213%	234%	261%	254%
净负债/股东权益比率	64%	79%	86%	79%	72%
回报率 (%)					
资本回报率	5%	3%	9%	11%	14%
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	1.83	2.71	3.83
每股股息 (人民币)	0.20	0.06	0.19	0.28	0.39
每股金资产 (人民币)	20.23	20.81	22.96	26.04	30.38

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責任。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。