

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车

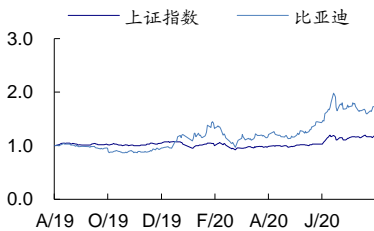
比亚迪(002594)
增持

2020 半年报点评

(维持评级)

2020 年 08 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	2,728/2,061
总市值/流通(百万元)	232,956/97,483
上证综指/深圳成指	3,404/13,851
12个月最高/最低(元)	97.91/42.30

相关研究报告:

《比亚迪-002594-公司快评: 高端车型汉上市, 品牌力持续向上》——2020-07-14
 《比亚迪-002594-2019 半年报点评: 中报符合预期, 新品投放保障持续增长》——2019-08-22
 《比亚迪-002594-锐意进取、“王朝”降临》——2019-05-15
 《比亚迪-002594-2018 年报点评: 业绩符合预期, 龙头地位稳固》——2019-03-28
 《比亚迪-002594-转型中的新能源领域先行者》——2011-06-29

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097
 E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515080001

证券分析师: 何俊艺

电话: 0755-81981823
 E-MAIL: hejunyi@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519080001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

新品周期开启, 业绩超预期

● 20H1 扣非归母净利润同比+23.75%, 业绩超预期

公司上半年实现营收 605.03 亿元, 同比下降 2.70%, 归母净利润 16.62 亿元, 同比增加 14.29%, 扣非后归母净利润 9.16 亿元, 同比增长 23.75%。二季度实现营收 408.24 亿元, 同比增长 28.06%, 归母净利润 15.50 亿元, 同比增长 119.88%, 扣非后归母净利润 13.88 亿元, 同比增长 322.63%。整体而言, 公司上半年业绩超出我们预期。

● 刀片电池助力比亚迪“王朝”系列, 新品周期持续

20H1 汽车及相关产品业务营收为 320.72 亿元, 同比减少 5.62%, 营收端显著跑赢汽车销量端主要由于出口业务大幅增加所致。20H1 公司推出新能源纯电动旗舰车型“汉”, 首次搭载了“刀片电池”及高性能碳化硅电机控制模块, 同时外观内饰改善显著, 整体性能及产品力显著提升。下半年新品持续发力, 将推出包括全新车型“宋 Plus”、改款车型“唐”、“e2”、“e3”等车型。此外, 上半年纯电动大巴销量和传统燃油车业务均有所增长。

● 出货量大幅提升, 手机部件及组装业务进入新高增长周期

20H1 手机部件及组装业务营收为 233.80 亿元, 同比增长 0.24%, 主要受益于现有大客户份额持续提升, 高端智能手机及平板电脑整机出货量增加, 玻璃及陶瓷产品出货量同比翻倍。新型智能产品业务板块引入新客户。20H1 公司电池业务和光伏业务的收入约为 47.91 亿元, 同比增长 7.59%。光伏业务上, 虽受海外疫情影响, 但海外订单顺利交付, 销售收入实现快速增长。原材料价格下降, 使得亏损大幅改善。

● 风险提示

汽车行业复苏进度低于预期, 原材料价格的不确定性。

● 投资逻辑: 新周期业绩超预期, 维持“增持”评级

我们预计公司 20/21/22 年归母净利润分别为 31.90/41.06/52.50 亿元(原: 28.26/37.15/47.13 亿元, 上调汽车业务的营收增速以及毛利率, 主要由于新能源车型汉等销量超预期, 同时单车盈利能力较好。同时手机组装机部件以及二次充电电池业务的毛利率超出此前我们预期), EPS 分别为 1.17/1.51/1.92 (原: 0.78/1.67/1.97 元), 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	127,739	138,310	155,833	172,098
(+/-%)	-1.8%	8.3%	12.7%	10.4%
净利润(百万元)	1614	3190	4106	5250
(+/-%)	-41.9%	97.6%	28.7%	27.8%
摊薄每股收益(元)	0.59	1.17	1.51	1.92
EBIT Margin	8.4%	5.6%	5.5%	6.1%
净资产收益率(ROE)	2.8%	5.5%	7.0%	8.8%
市盈率(PE)	144.3	73.0	56.7	44.4
EV/EBITDA	18.0	29.3	25.4	21.7
市净率(PB)	4.10	4.05	3.98	3.89

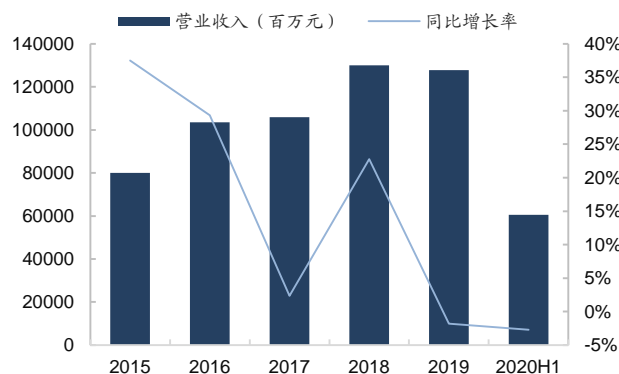
资料来源: 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

经营情况分析：净利润、净利润率双增长，盈利能力进一步提升

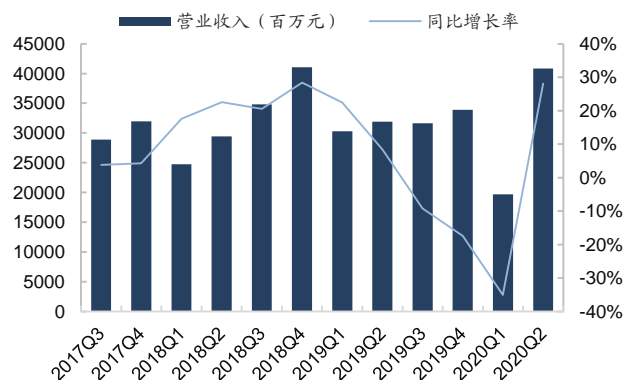
净利润快速增长，业绩超预期；2020H1 公司营收 605.03 亿元，同比减少 2.70%。公司 2020H1 归母净利润 16.62 亿元，同比增长 14.29%，扣非后归母净利润 9.16 亿元，同比增长 23.75%。2020Q2 归母净利润 15.50 亿元，同比增长 119.88%，扣非后归母净利润 13.88 亿元，同比增长 322.63%。整体而言，上半年业绩超出我们预期。

图 1：公司营业收入及增速



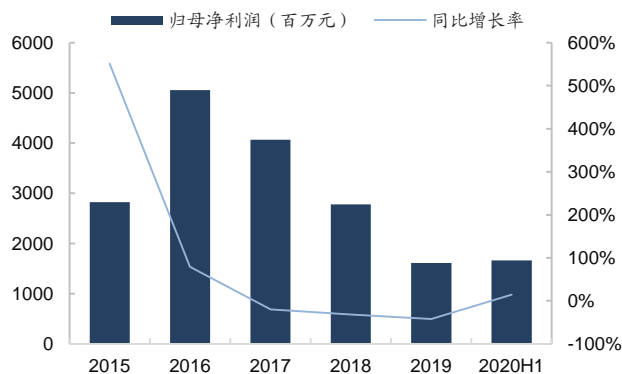
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速



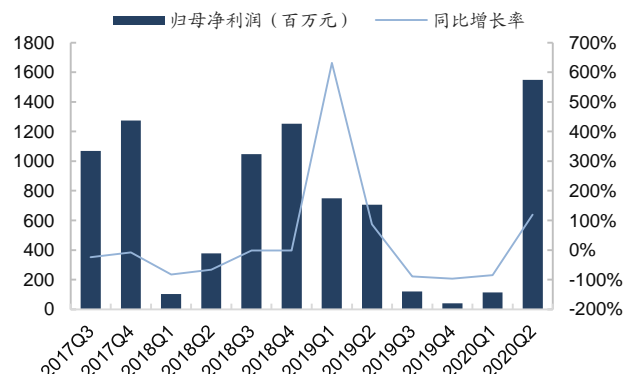
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司净利润及增速



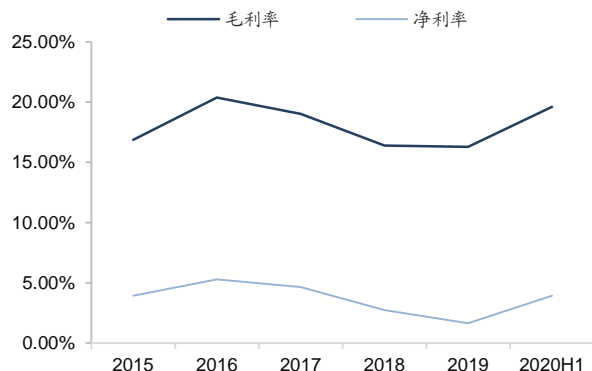
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度净利润及增速

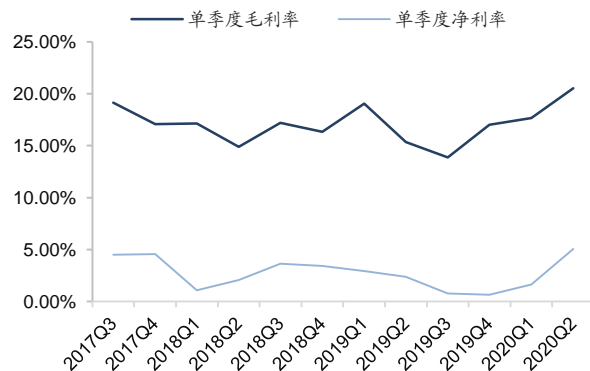


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

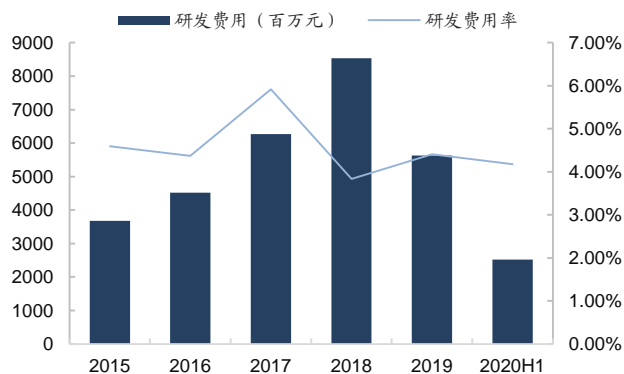
20Q2 销售净利润率同比大幅增长，公司盈利能力增强；公司上半年为毛利率 19.60%，同比增加 2.45pct，净利率 3.94%，同比增加 1.29pct。单二季度来看，公司毛利率为 20.53%，同比增加 16.25pct，净利率为 5.05%，同比增加 207.93pct。报告期内四费比例 13.58%，同比增加 0.20pct，其中销售费用率为 3.31%，同比下降 0.39pct，管理费用率为 3.34%，同比增加 0.01pct，财务费用率为 2.75%，同比增加 0.41pct。

图 5：公司毛利率和净利率


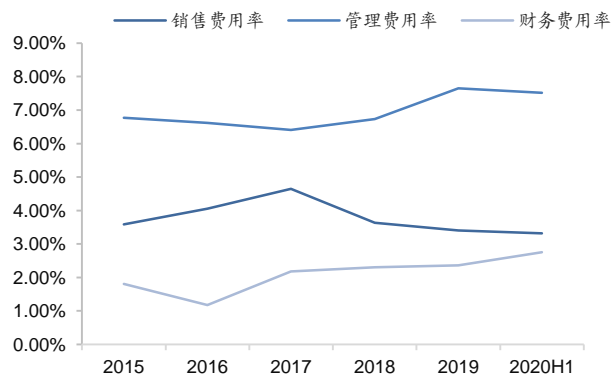
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率和净利率


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：研发费用及费用率


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：三项费用率变化情况


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

业务结构分析：“刀片电池”、DMi 平台助力汽车业务，充电电池及光伏业务同比大幅增长

公司主要经营业务包括新能源汽车及传统燃油车在内的汽车业务、手机部件及组装业务、二次充电电池及光伏业务，并积极拓展城市轨道交通业务。

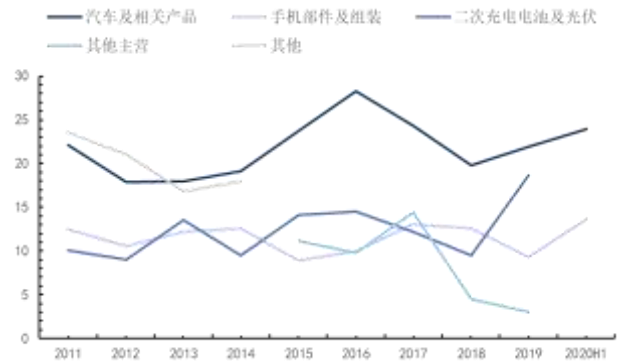
20H1 汽车及相关产品业务的收入为 320.72 亿元，同比减少 5.62%；手机部件及组装业务的收入为 233.80 亿元，同比增长 0.24%；二次充电电池及光伏业务的收入为 47.91 亿元，同比增长 7.59%。三大业务占本集团总收入的比例分别为 53.01%、38.64%和 7.92%。

图 9: 各业务板块占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10: 各业务板块毛利率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

汽车业务

新能源汽车领域: “刀片电池”引领“王朝”系列, 下半年新车型密集上市

2020年3月, 比亚迪发布并量产新一代电池产品“刀片电池”。比亚迪的刀片电池是一种长电芯方案, 在比亚迪原有的电芯尺寸基础上通过对电芯长度增长、厚度减薄的扁长化设计, 最终长度通常大于0.6m, 最长可达到2500mm(10倍于传统平台磷酸铁锂电池电芯)。再通过阵列的方式排布在一起, 就像“刀片”一样插入到电池包里面。由于空间改善和零部件数量减少, 比亚迪刀片电池的优势主要体现在以下几个方面:

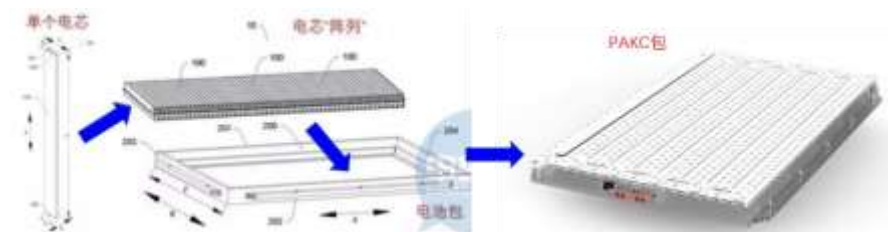
第一, 对于体积比能量密度层面, 比亚迪刀片电池技术可使得普通电池包体积比能量密度从251Wh/L提升至332Wh/L, 显著提升32.27%;

第二, 对于能量比密度层面, 刀片电池提升至180Wh/kg, 相比此前提升大约9%;

第三, 同时由于单体电池本身可承担机械加强作用, 使得电池包的制造工艺简单, 对于物料和人工成本均可下降, 预计整体成本降低30%;

第四, 由于刀片电池表面积更大, 因此散热性也得到显著改善。

图 11: 比亚迪刀片电池结构示意图



资料来源: 比亚迪刀片电池专利, 电车汇, 国信证券经济研究所整理

表 1: 比亚迪不同型号刀片电池电芯

	电芯 1	电芯 2	电芯 3	电芯 4	电芯 5
尺寸 mm	435/118/13.5	905/118/13.5	1280/118/13.5	2000/118/13.5	2500/118/13.5
容量 Ah	95	202	286	448	561
电压 V	3.2				
能量	304	646.4	915.2	1434	1795
能量密度 Wh/L	439	448	449	450	450

资料来源: 比亚迪刀片电池专利, 电车汇, 国信证券经济研究所整理

旗舰纯电动产品“汉”上市, 开启新品周期; 2020 年 6 月, 公司推出智能新能源旗舰车型“汉”, 首次搭载了“刀片电池”及高性能碳化硅电机控制模块, “汉”于 7 月 12 日正式上市, 全系共有 4 款车型, 其中包括了 3 款纯电动 EV 车型(汉 EV) 与 1 款 PHEV 插电混合动力车型(汉 DM)。目前已累计大量在手订单。受新冠肺炎疫情的影响, 公司新能源新车型将集中在下半年推出, 其中包括全新车型“宋 Plus”, 以及改款车型“唐”、“e2”、“e3”等。

图 12: 比亚迪新能源乘用车月销量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 13: 汉 EV 外观 (前)



资料来源: 凤凰网汽车, 国信证券经济研究所整理

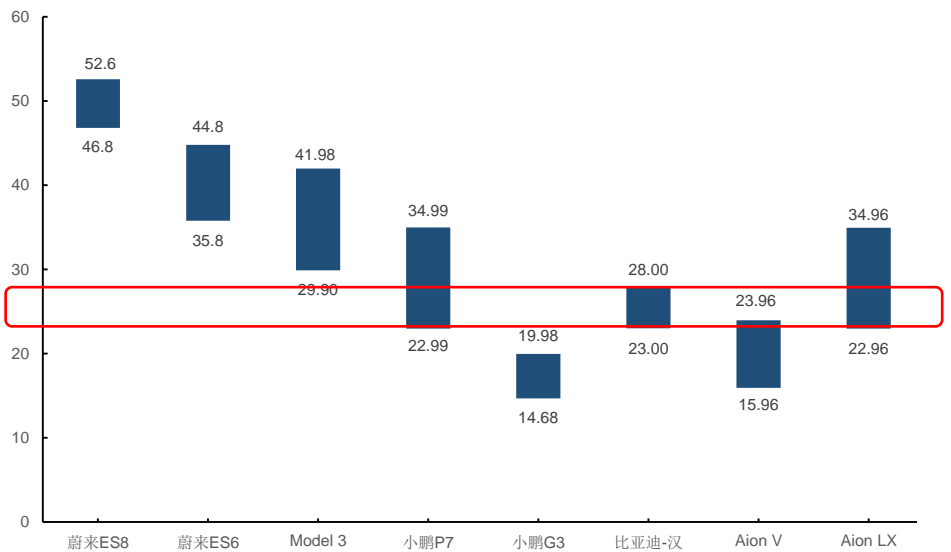
图 14: 汉 EV 外观 (侧)



资料来源: 凤凰网汽车, 国信证券经济研究所整理

比亚迪-汉各版本多方面竞争优势明显，超长续航或将成为特斯拉、小鹏 P7 最强对手；价格具备竞争优势。国内市场上，比亚迪汉官方售价为 23-28 万元，总体处于造车新势力产品价格区间的中部。纯电动车中，汉 EV 超长续航版豪华型、汉 EV 超长续航版尊贵型和汉 EV 四驱高性能版旗舰型的价格分别为 24 万、26 万和 28 万，高于小鹏 G3（14.68 万元）、Aion V（15.96 万元）、小鹏 P7（22.99 万元）的最低售价，低于 Model 3（29.9 万元）和蔚来 ES6（35.8 万元）的最低售价等。相比国产 Model 3 的售价区间为 29.9-41.98 万以及小鹏 P7 四驱高性能版本，该价格区间的汉 EV 有优势。

图 15：比亚迪-汉与国内可比新能源车型补贴后价格区间（单位：万元人民币）



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理（注：价格取补贴后售价，国产 Model 3 高性能版取补贴前价格）

超长续航或将成为小鹏 P7 最强对手；从具体车型来看，汉 EV 有三个版本，NEDC 续航里程区间为 550km-605km，满足大多数消费者的一般需求。国内目前续航里程 600 公里以上的车型有 Model 3 长续航版、广汽 Aion LX 2019 款 80 系列、小鹏 P7 超长续航版和高性能版。续航最长的是小鹏 P7 超长续航智行版，达到 706km，是目前国内续航最长的电动车，领先于 Model 3 长续航后续版的 668km 和汉 EV 超长续航的 605km。但是小鹏 P7 超长续航智行版在安全配置上有所缺失，没有中高端车应该搭载的并线辅助、车道偏离预警系统、车道保持辅助系统、主动安全系统等。所以，汉 EV 主要对标的是 P7 长续航以及超长续航的智享、至尊版本。

小鹏 P7 长续航版（智享）的续航里程为 586km，价格为 24.99 万，在续航里程低于汉 EV 超长续航版豪华型的情况下，价格还贵出将近一万。而小鹏 P7 超长续航版（智享）的续航里程为 670km，高于汉 EV 超长续航版豪华型 65km，价格也贵了 2.69 万元。综合价格和续航里程两方面考虑，汉 EV 将成为小鹏 P7 国内最强对手。

表 2: 比亚迪-汉与小鹏 P7、广汽 AionLX 对比

	比亚迪-汉				小鹏 P7			广汽 Aion LX
	汉 EV 超长续航版豪华型	汉 EV 超长续航版尊贵型	汉 EV 四驱高性能版旗舰型	汉 DM 四驱性能版豪华型	小鹏 P7 长续航版 (智享)	小鹏 P7 超长续航版 (智享、智尊)	小鹏 P7 四驱高性能版	Aion LX80 系列
售价 (万元)	24.0	26.0	28.0	23.0	24.99	26.69	33.99	29.96
续航里程 (km)	605	605	550	81	586	670	562	650

资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

汉 EV 相比国内新能源车型竞争优势明显; 续航里程方面, 汉 EV 超长续航版续航里程为 550-605 公里, 国内竞品中仅小鹏 P7、广汽 AionLX、特斯拉 Model3 等少量车型达到 600 公里以上续航; 百公里加速度方面, 汉 EV 三款车型的提速区间为 3.9-7.9s, 相比特斯拉 Model3 的 3.4-5.6s 略有不足, 与小鹏 P7 的 4.3-6.7s 难分伯仲, 但明显优于 Aion S、MARVEL X 等车型; 自动驾驶方面, 汉 EV 实现了 DiPilot L2 级别自动驾驶系统, 而小鹏 P7 已实现 XPILOT 2.5+/3.0, 国内竞品中蔚来 ES8、ES6、AIONS 等车型普遍搭载 L2 级别自动驾驶系统, Model3 三款车型均为 L2.5/FSD 级别自动驾驶, 汉 EV 具备较强竞争力和路试经验。

表 3: 国产 Model3 系列车型与国内主流新能源车型参数对比

	小鹏 P7 长续航版	小鹏 P7 超长续航版	小鹏 P7 高性能版	Model 3 标准续航升级版	Model 3 长续航版	Model 3 高性能版	汉 EV 超长续航版豪华型	汉 EV 超长续航版尊贵型	汉 EV 四驱高性能版旗舰型
厂商指导价	22.99-25.99	25.49-27.69	33.29-34.99	29.9 (补贴后)	33.9 (补贴后)	41.9 (补贴前)	24.0	26.0	28.0
车身体级	4 门 / 5 座 / 三厢	4 门 / 5 座 / 三厢	4 门 / 5 座 / 三厢	4 门 / 5 座 / 中型 / 三厢	4 门 / 5 座 / 中型 / 三厢	4 门 / 5 座 / 中型 / 三厢	4 门 / 5 座 / 大型车 / 三厢	4 门 / 5 座 / 大型车 / 三厢	4 门 / 5 座 / 大型车 / 三厢
轴距(mm)	2998	2998	2998	2875	2875	2875	2920	2920	2920
车轮尺寸	18	18	19	18	18	19	19	19	19
驱动结构	后置后驱	后置后驱	双电机四驱	后置后驱	后置后驱	双电机四驱 / 电动四驱	电动两驱	电动两驱	电动四驱
电动机总功率 (kW)	196	196	316	202	202	340	163	363	321
电动机总扭矩 (N·m)	390	390	655	375	404	639	330	680	650
电池支持最高续航里程(km)	586	670-706	562	445	668	635	605	605	550
电池能量(kWh)	70.8	80.9	80.9	50	75	75	76.9	76.9	76.9
百公里加速	6.7	6.7	4.3	5.6	5.3	3.4	7.9	7.9	3.9
自动驾驶	XPILOT 2.5+/3.0	XPILOT 2.5+/3.0	XPILOT 2.5+/3.0	L2.5/FSD	L2.5/FSD	L2.5/FSD	L2/DiPilot	L2/DiPilot	L2/DiPilot

资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

燃油车领域: “宋 Pro”助力燃油车逆势上扬, DMi 平价插混技术有望助力产品力显著提升

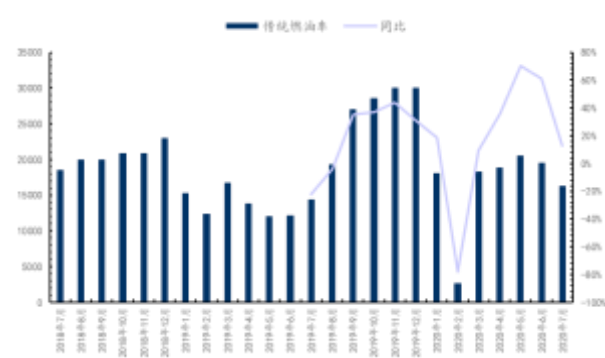
2020H1 传统燃油车业务实现逆势增长, 燃油车销量近 10 万辆。其中, 全新车型“宋 Pro”持续热销, 助力燃油车业务的持续增长。今年下半年, 公司将推出全新一代 1.5T 高功率发动机, 提升产品的整体性能。

图 16: 比亚迪宋 Pro



资料来源: 环球网, 国信证券经济研究所整理

图 17: 比亚迪燃油车月销量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

此外, 比亚迪在今年 4 月的投资者交流会上称, DMi 将成为其未来三年的核心技术平台, DMi 是比亚迪第四代插电式混合动力系统。该平台更加注重经济性, 核心优势是超低油耗, 有望成为燃油车的终结者。DMi 包含 42%燃油效率的阿特金森循环发动机、双模系统和刀片电池等技术方案, 预计在 2021 年比亚迪全系插混车上进行更换; 未来比亚迪的燃油车会全部转化为插混。

在价格方面, 在考虑到 10%的购置税减免和 7-8 千元的新能源补贴的条件下, 搭载比亚迪 DMi 的插电式混合动力车型可在售价上与传统燃油车“持平”。在性能方面, 燃油车原有的内燃机热效率可以提升至 42%, 目前市面上的平均水平大概为 35%左右。在没有充电的情况下, 百公里油耗将会降到 4L 左右, 大幅降低用户的使用成本。在百公里加速上, 搭载比亚迪 DMi 的车型, 将会比燃油车快 2 秒。同时, 比亚迪 DMi 将会搭载该公司全新推出的“刀片电池”。

图 18: 比亚迪 DMi 混合动力系统



资料来源: 易车, 国信证券经济研究所整理

纯电动大巴领域：海外业务顺利交付，上半年销量大幅增长

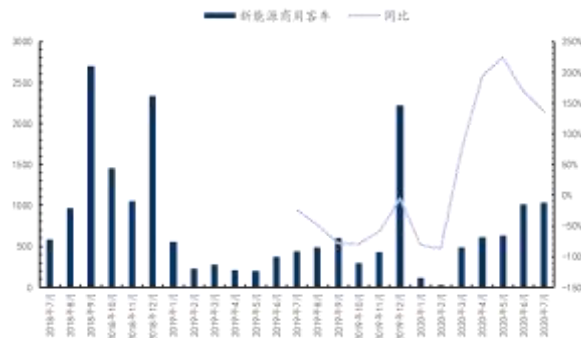
虽然受海外新冠肺炎疫情蔓延影响，2020H1 海外市场业务还是实现了快速增长。公司顺利完成了向西班牙、瑞典、印度、日本等国家订单的交付。国内市场方面，上半年比亚迪继续向中山、西安、杭州、柳州等城市投放纯电动客车，在原有市场的基础上不断寻找和开拓新的市场。上半年度公司纯电动大巴销量同比实现大幅增长。

图 19：比亚迪 K9 电动大巴



资料来源：环球网，国信证券经济研究所整理

图 20：比亚迪新能源商用车月销量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

城市轨道交通领域：“云巴”、“云轨”点燃海内外市场

2020H1，随着国内“云巴”项目建设进度加速，公司位于重庆璧山及深圳坪山两大项目取得了积极进展。同时，“云轨”项目也于上半年先后取得巴西名城萨尔瓦多修建全球首条跨海“云轨”二期合同，以及与巴西圣保罗地铁公司签署的圣保罗市轨道交通 17 号线项目合同。

图 21：比亚迪云巴



资料来源：环球网，国信证券经济研究所整理

图 22：比亚迪云轨



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

半导体领域：引入海内外战投，迈向市场化战略

在报告期内，比亚迪半导体先后引入海内外知名投资机构及产业投资人作为战略投资者，迎来市场化战略的重要里程碑。公司通过 IGBT 芯片设计和制造技术、IGBT 模块封装和测试应用技术的全产业链布局，打破了海外厂商技术垄断。未来，公司将积极推进半导体业务上市相关工作，并将着手培育更多具有市场竞争力的子公司实现市场化运营。

手机部件及组装业务

公司业务涉及智能手机、智能穿戴、计算机、汽车智能系统、物联网、智能家居、游戏硬件、机器人、无人机、通信设备、电子雾化、医疗器械等市场领域。2020H1，尽管受到中美贸易及疫情影响，但受益于现有大客户的份额持续提升，高端智能手机及平板电脑整机出货量增加，玻璃及陶瓷产品出货量同比翻倍。此外，新型智能产品业务板块导入新客户，助力未来业务成长。

2020年下半年随着5G建设持续推进，5G手机的产销量和渗透率将持续提升，5G手机整机出货量持续增长，玻璃产品业务规模迅猛成长，将带动毛利率进一步改善。随着北美大客户的核心产品快速放量，业务规模将显著扩大。同时，穿戴类产品业务快速成长，其中金属、玻璃、陶瓷等产品出货量也将进一步提升。

二次充电电池及光伏业务

公司二次充电电池主要包括锂离子电池和铁电池产品，广泛应用于手机、电动工具及其他便携式电子设备。报告期内，公司旗下传统电池业务实现稳定增长。

光伏业务方面，尽管海外疫情影响了业务的拓展，但海外订单顺利交付，销售收入实现快速增长。此外，原材料价格的下降，使得亏损大幅改善。2020H1公司电池业务和光伏业务的收入约为47.91亿元，同比增长7.59%。

报告期内，比亚迪发布全新电网级储能产品BYD Cube，其占地16.66平方米储能容量2.8MWh，相较于行业内40尺标准集装储能系统单位面积能量密度提升了超90%，率先支持1300V直流电压，匹配不同品牌的高电压换流器。新产品的发布增强整体产品竞争力，有助于比亚迪布局储能未来。

图 23: 全新电网级储能产品 BYD Cube



资料来源：比亚迪，国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值对标分析

公司作为拥有新能源汽车核心技术和领先市场地位的全球新能源汽车领军企业，在大趋势下具备较大发展机遇。后期随着全球电动化的步伐加速，5G、人工智能等技术的应用，智能产品的升级，以及光伏行业平价上网时代的逐步到来，公司有望打开全新成长空间。我们预计公司 20/21/22 年营收分别为 1383.10/1558.33/1720.98 亿元（原：1217.43/1475.64/1702.04 亿，上调主要由于公司汽车业务营收端较好，出口业务增长较多，新产品认可度较高），归母净利润分别为 31.90/41.06/52.50 亿元（原：28.26/37.15/47.13 亿元，上调汽车业务的营收增速以及毛利率，主要由于新能源车型汉等销量超预期，同时单车盈利能力较好。同时手机组装机部件以及二次充电电池业务的毛利率超出此前我们预期），归母净利润同比增速分别为 97.6%/28.7%/27.8%，EPS 分别为 1.17/1.51/1.92（原：0.78/1.67/1.97 元），维持“增持”评级。

表 2：可比公司估值对标

公司	代码	市值	股价	每股盈利			市盈率			评级
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
比亚迪	002594.SZ	2330	85.39	1.17	1.51	1.92	73.02	56.73	44.37	增持
长城汽车	601633.SH	1255	13.68	0.49	0.66	0.78	27.92	20.73	17.54	未评级
宇通客车	600066.SH	321	14.5	0.72	0.92	1.07	20.14	15.76	13.55	未评级
宁德时代	300750.SZ	4852	208.3	2.28	2.99	3.86	91.36	69.67	53.96	增持
平均值							53.11	40.72	32.36	

资料来源：wind、国信证券经济研究所预测

营收及毛利拆分：

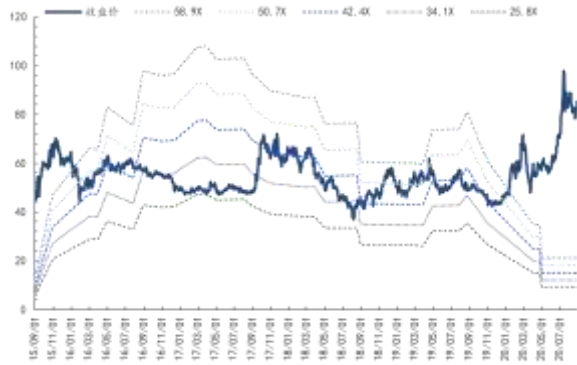
表 3：分业务营收毛利拆分

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
整体营收	800.1	1034.7	1059.2	1300.6	1277.4	1383.1	1558.3	1721.0
整体营收 YoY		29.32%	2.36%	22.79%	-1.78%	8.28%	12.67%	10.44%
整体毛利	135.0	210.7	201.4	213.3	208.1	258.2	287.2	325.8
综合毛利率	16.87%	20.36%	19.01%	16.40%	16.29%	18.67%	18.43%	18.93%
汽车								
营收	406.6	570.1	566.2	760.1	632.7	695.9	779.4	857.4
营收 YoY		40.23%	-0.68%	34.23%	-16.76%	10.00%	12.00%	10.00%
毛利	96.7	161.0	137.6	150.4	138.5	156.6	171.5	197.2
毛利率	23.79%	28.24%	24.31%	19.78%	21.88%	22.50%	22.00%	23.00%
手机部件及组装								
营收	332.6	390.9	404.7	422.3	533.8	560.5	627.7	690.5
营收 YoY		17.53%	3.53%	4.34%	26.40%	5.00%	12.00%	10.00%
毛利	29.6	39.0	53.0	53.2	49.9	78.5	87.9	96.7
毛利率	8.91%	9.98%	13.09%	12.59%	9.35%	14.00%	14.00%	14.00%
二次充电电池								
营收	60.8	73.4	87.7	89.5	105.1	120.8	145.0	166.7
营收 YoY		20.79%	19.38%	2.09%	17.39%	15.00%	20.00%	15.00%
毛利	8.6	10.7	10.7	8.5	19.6	23.0	27.5	31.7
毛利率	14.11%	14.52%	12.20%	9.46%	18.63%	19.00%	19.00%	19.00%
其他主营业务								
营收	0.1	0.2	0.5	28.7	5.9	5.9	6.2	6.3
营收 YoY		100.00%	131.82%	5523.53%	-79.53%	0.00%	5.00%	3.00%
毛利	0.01	0.02	0.07	1.29	0.18	0.2	0.2	0.3

毛利率	9.09%	9.09%	13.73%	4.50%	3.07%	4.00%	4.00%	4.00%
-----	-------	-------	--------	-------	-------	-------	-------	-------

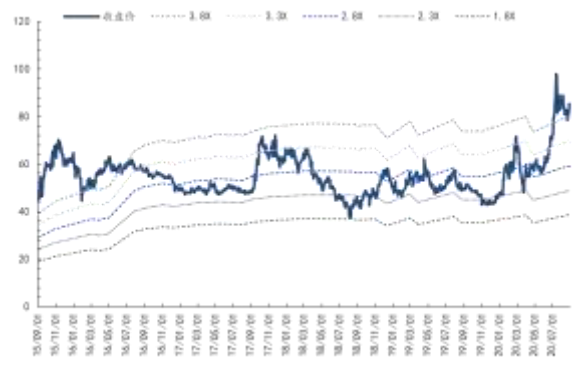
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 21: 公司 PE-BAND



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 22: 公司 PB-BAND



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	12650	46019	24941	14103	营业收入	127739	138310	155833	172098
应收账款	45495	53050	59771	66010	营业成本	106924	112486	127117	139517
存货净额	25572	26169	29484	32332	营业税金及附加	1561	1729	1948	2151
其他流动资产	22155	13831	15583	17210	销售费用	4346	4841	5298	5679
流动资产合计	106967	140570	131280	131155	管理费用	4141	11571	12973	14274
固定资产	60118	68097	73009	77232	财务费用	3014	2832	2251	2592
无形资产及其他	12650	12145	11640	11135	投资收益	(809)	250	250	250
投资性房地产	11846	11846	11846	11846	资产减值及公允价值变动	169	(300)	(300)	(200)
长期股权投资	4060	4460	4860	5260	其他收入	(4800)	0	0	0
资产总计	195642	237119	232636	236629	营业利润	2312	4802	6195	7934
短期借款及交易性金融负债	49080	45000	40000	47597	营业外净收支	119	50	50	50
应付款项	36168	53528	60308	66134	利润总额	2431	4852	6245	7984
其他流动负债	22781	49779	42017	30711	所得税费用	312	655	843	1078
流动负债合计	108029	148307	142325	144442	少数股东损益	504	1007	1296	1657
长期借款及应付债券	21916	21916	21916	21916	归属于母公司净利润	1614	3190	4106	5250
其他长期负债	3095	3295	3495	3695					
长期负债合计	25011	25211	25411	25611					
负债合计	133040	173519	167737	170053					
少数股东权益	5839	6040	6313	6677					
股东权益	56762	57560	58586	59899					
负债和股东权益总计	195642	237119	232636	236629					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1614	3190	4106	5250
资产减值准备	(527)	49	15	14
折旧摊销	9584	6178	7279	8069
公允价值变动损失	(169)	300	300	200
财务费用	3014	2832	2251	2592
营运资本变动	(7681)	44779	(12555)	(15980)
其它	(339)	152	257	351
经营活动现金流	2481	54648	(598)	(2097)
资本开支	(14504)	(14001)	(12001)	(12001)
其它投资现金流	1636	(405)	0	0
投资活动现金流	(13367)	(14806)	(12401)	(12401)
权益性融资	2	0	0	0
负债净变化	5100	0	0	0
支付股利、利息	(4389)	(2393)	(3080)	(3937)
其它融资现金流	9059	(4080)	(5000)	7597
融资活动现金流	10484	(6473)	(8080)	3660
现金净变动	(402)	33369	(21078)	(10839)
货币资金的期初余额	13052	12650	46019	24941
货币资金的期末余额	12650	46019	24941	14103
企业自由现金流	(3218)	43602	(9928)	(10851)
权益自由现金流	10942	37073	(16875)	(5496)

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.59	1.17	1.51	1.92
每股红利	1.61	0.88	1.13	1.44
每股净资产	20.81	21.10	21.48	21.96
ROIC	9%	6%	8%	8%
ROE	3%	6%	7%	9%
毛利率	16%	19%	18%	19%
EBIT Margin	8%	6%	5%	6%
EBITDA Margin	16%	10%	10%	11%
收入增长	-2%	8%	13%	10%
净利润增长率	-42%	98%	29%	28%
资产负债率	71%	76%	75%	75%
息率	1.9%	1.0%	1.3%	1.7%
P/E	144.3	73.0	56.7	44.4
P/B	4.1	4.0	4.0	3.9
EV/EBITDA	18.0	29.3	25.4	21.7

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032