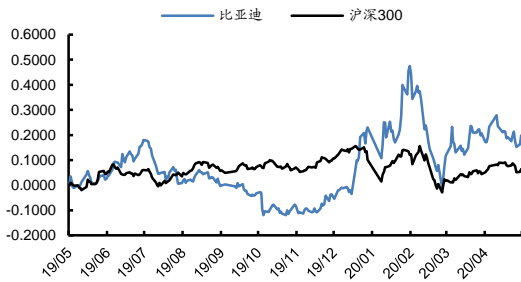


研究所
 证券分析师：谭倩 S0350512090002
 0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
 证券分析师：尹斌 S0350518110001
 yinb@ghzq.com.cn
 联系人：赵彬凯 S0350120030003
 zhaobk@ghzq.com.cn

半导体引入战投，拉开市场化序幕 ——比亚迪（002594）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
比亚迪	-0.7	-18.7	20.4
沪深300	1.3	-5.2	6.5

市场数据 2020-05-26

当前价格（元）	58.30
52周价格区间（元）	42.30 - 75.80
总市值（百万）	159050.73
流通市值（百万）	119901.30
总股本（万股）	272814.29
流通股（万股）	205662.60
日均成交额（百万）	796.25
近一月换手（%）	12.84

相关报告

《比亚迪（002594）点评：业绩符合预期，战略升级打开成长空间》——2020-04-23

《比亚迪（002594）中报点评：H1业绩高速增长，H2竞争加剧期待突围》——2019-08-22

《比亚迪（002594）销量快报点评：7月销量探底，下半年持续增长可期》——2019-08-08

《比亚迪（002594）一季报点评：业绩符合预期，新品助力持续增长》——2019-04-30

《比亚迪（002594）业绩点评：年报符合预期，电动车势头强劲》——2019-03-31

事件：

公司公告披露旗下比亚迪半导体有限公司成功引入战略投资者，由红杉资本、中金资本以及国投创新领衔投资，Himalaya Capital等多家国内外知名投资机构参与认购，完成A轮融资19亿元，投后估值近百亿元。

投资要点：

■ **IGBT龙头成功引战，估值近百亿彰显实力。**比亚迪半导体经过十余年的研发积累和新能源汽车的规模化应用，已成长为中国最大的IDM车规级IGBT厂商，并开创了新能源汽车IGBT国产替代的先河，累计装车量稳居国内厂商第一，产品覆盖乘用车领域与商用车领域。公司成功打破了国际垄断，同时也是全球首家将SiC模块应用于汽车主电控的半导体厂商，行业地位和产业优势突出，未来有望将依托在车规级半导体领域的深厚积累及应用优势，逐步实现其他车规级核心半导体（如车规级MCU、CIS、LED等）的国产替代，进一步强化公司核心竞争力。此轮投资按照投前估值75亿元，融资共计19亿元，取得比亚迪半导体共计20.21%股权，投后估值近百亿元。未来借力战投的丰富资源将进一步打开比亚迪半导体的成长空间。

■ **实力战投抢筹，拉开市场化序幕。**比亚迪半导体A轮融资投资方涵盖红杉资本、中金资本、国投创新、Himalaya Capital等多家国内外知名投资机构，其中国投创新和Himalaya Capital现为比亚迪股份的股东。比亚迪完成引战融资的全过程仅用时42天，一方面展现了比亚迪极为高效的执行力；另一方面，表明比亚迪在资本市场强大的资源积累以及深厚的机构投资者基础。此次融资拉开比亚迪子公司独立市场化序幕，未来有望迎来其他业务板块（如动力电池）的独立市场化，进一步激发公司成长空间。

■ **未来动力电池有望独立，打开成长空间。**比亚迪作为国内电动车龙头，长期深耕新能源车产业链，掌握动力电池和电动车IGBT核心技术。长期以来产品主要用于自给，但外供比例较低。近年来随着技术的不断成熟，公司计划逐步独立各业务线，逐步推进市场化进程。公司除将半导体业务分拆外，还计划独立电池业务，计划3年左右实现分拆。一方面在比亚迪的现有体量下，动力电池业务独立可带来更多的灵活性，经营效率有望大幅提升；另一方面，业务独立意味着自负盈亏，驱动由内供转为外销为主，实现市场化竞争。基于公司多年的

技术沉淀，其核心技术有望转化产品利润有望释放业绩弹性。

- **强强联合，海外市场有望突破。**比亚迪继与戴姆勒合作之后，再次联手丰田设立合资公司 (BTET)，帮助丰田研发电动车，通过技术输出，将有效提升产品研发能力及品质控制能力，巩固电动汽车的核心技术。比亚迪刀片电池打造行业安全标杆，将体积能量密度提升 50% 以上，具备长续航、长寿命性能，将搭载于全新科技车型——比亚迪汉，NEDC 达到 605 公里。就动力电池而言，目前公司已与全球知名电动车厂商都有接触或合作，未来有望通过刀片电池的独特优势打开国际市场。
- **上调公司至“买入”评级：**预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 20.6、32、45.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.76、1.17、1.67 元，公司作为新能源车龙头，技术积淀深厚，随着半导体业务加速推进上市，进一步强化其核心竞争力，上调公司至“买入”评级。
- **风险提示：**补贴政策风险；刀片电池应用不及预期；和丰田合作进度不及预期；海外疫情扩散导致需求下滑；引入战投效果不及预期。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	127739	142517	174585	191298
增长率(%)	-2%	12%	23%	10%
归母净利润（百万元）	1614	2061	3196	4568
增长率(%)	-42%	28%	55%	43%
摊薄每股收益（元）	0.59	0.76	1.17	1.67
ROE(%)	2.58%	3.46%	5.10%	6.81%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：比亚迪盈利预测表

证券代码:	002594.SZ				股价:	58.30	投资评级:	买入	日期:	2020-05-26		
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值				2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					每股指标							
ROE	3%	3%	5%	7%	EPS	0.59	0.76	1.17	1.67			
毛利率	16%	16%	16%	16%	BVPS	20.81	19.51	20.32	21.47			
期间费率	15%	14%	14%	13%	估值							
销售净利率	1%	1%	2%	2%	P/E	98.52	77.15	49.77	34.82			
成长能力					P/B	2.80	2.99	2.87	2.72			
收入增长率	-2%	12%	23%	10%	P/S	1.25	1.12	0.91	0.83			
利润增长率	-42%	28%	55%	43%								
营运能力					利润表 (百万元)				2019	2020E	2021E	2022E
总资产周转率	0.65	0.69	0.78	0.80	营业收入	127739	142517	174585	191298			
应收账款周转率	2.81	2.92	3.04	3.04	营业成本	106924	120288	145806	159817			
存货周转率	4.18	4.44	3.68	3.68	营业税金及附加	1561	1995	2392	2774			
偿债能力					销售费用	4346	5273	6460	6313			
资产负债率	68%	71%	72%	72%	管理费用	9770	9549	12570	13123			
流动比	0.99	1.00	1.05	1.10	财务费用	3014	2749	2807	2716			
速动比	0.75	0.77	0.75	0.80	其他费用/(-收入)	(640)	340	100	100			
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润	2312	3003	4650	6655			
现金及现金等价物	12650	19640	16167	20772	营业外净收支	119	0	0	0			
应收款项	45495	48806	57397	62891	利润总额	2431	3003	4650	6655			
存货净额	25572	27570	40315	44230	所得税费用	312	360	553	799			
其他流动资产	23250	26748	30774	33616	净利润	2119	2643	4097	5857			
流动资产合计	106967	121669	143557	160414	少数股东损益	504	581	901	1288			
固定资产	49443	45299	42469	39722	归属于母公司净利润	1614	2061	3196	4568			
在建工程	5721	6021	6521	7021	现金流量表 (百万元)				2019	2020E	2021E	2022E
无形资产及其他	12650	12650	11405	10160	经营活动现金流	14741	13969	871	9252			
长期股权投资	4060	4060	4060	4060	净利润	2119	2643	4097	5857			
资产总计	195642	206500	224813	238178	少数股东权益	504	581	901	1288			
短期借款	40332	40832	40632	40632	折旧摊销	9584	6209	5795	5387			
应付款项	36168	43039	50129	54998	公允价值变动	10	0	0	0			
预收帐款	2	2	3	3	营运资金变动	2524	(22150)	(40801)	(21222)			
其他流动负债	31526	37998	46346	50448	投资活动现金流	(20881)	3844	2330	2247			
流动负债合计	108029	121871	137111	146081	资本支出	(5847)	3844	2330	2247			
长期借款及应付债券	21916	21916	21916	21916	长期投资	(499)	0	0	0			
其他长期负债	3095	3095	3095	3095	其他	(14535)	0	0	0			
长期负债合计	25011	25011	25011	25011	筹资活动现金流	13131	(5104)	(1191)	(1416)			
负债合计	133040	146883	162122	171093	债务融资	10535	500	(200)	0			
股本	2728	2728	2728	2728	权益融资	2	0	0	0			
股东权益	62601	59617	62691	67085	其它	2593	(5604)	(991)	(1416)			
负债和股东权益总计	195642	206500	224813	238178	现金净增加额	6990	12709	2010	10082			

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，10年行业研究经验，研究所副所长(主持工作)、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

尹斌，中科院物理化学博士，4 年比亚迪动力电池实业经验，3 年证券从业经验，2018 年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015 年新财富第 2 名、2016 年新财富第 3 名核心成员。

傅鸿浩，中国科学院硕士，4 年电力设备与新能源行业研究经验，曾任职于安信证券，国海证券。

张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

赵彬凯，香港科技大学经济学硕士，中山大学管理科学学士，2020 年加入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩、尹斌，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联

机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。