

## 比亚迪电子 (285 HK)

### 调研纪要：汽车电子/物联网成为新增长动力

- ❖ **要点：**我们今周参加了比亚迪电子在深圳和惠州举办的反向路演，管理层对未来业务表达乐观展望：1) 主要客户的 3D 玻璃/陶瓷机壳新订单及良率持续提升；以及 2) 具备 ADAS / V2X 功能的车载信息娱乐系统的产品组合不断丰富。
- ❖ **5G 技术推动 3D 玻璃/塑料外壳的广泛采用。**管理层相信，5G 技术将在 2019 年加速推动 3D 玻璃和陶瓷替代金属外壳。公司表示已取得国内主要客户 (HOVX) 将于 2019 年一季度发布的旗舰机型订单，有望在 2019 年实现 3D 玻璃外壳的收入和产能同时双倍增长，而总产能 (包括汕头和惠州工厂在内) 也将达到 800k/日。此外，管理层预计，金属外壳 (占收入 35%，目前中框/后盖分别占比 70%/30%) 将在 2019 年保持稳定增长；塑料外壳 (占收入 8%) 将在智能家居产品和类金属外壳等高端产品的推动下，在 2019 年实现出货量的双倍增长。
- ❖ **车载电子向 ADAS / V2X 方向推进。**顺应车载电子产品安卓化/大屏化/轻量化的发展趋势，公司计划在 2019 年推出两个产品，以扩充 DiLink 产品组合：1) DI2L (计划于 2019 年 6 月推出) 可连接多达六个摄像头，并适用于多种尺寸的车型；2) DI2H (计划于 2019 年 12 月推出) 可连接多达 10 个摄像头 (多出的 4 个摄像头主要用于 ADAS 道路数据采集)，并同时控制多个驾驶舱内屏幕。公司表示有望在超过 80% 的比亚迪汽车上配备 DiLink 系统，主要覆盖零售价超过 10 万人民币轿车及 SUV，以后更有望应用在大巴上。同时，受惠于与高通的紧密合作，公司拥有其 5G 芯片的优先授权，我们相信这有望加速公司研发 5G 相关车载产品的进展。此外，公司正在积极布局物联网产品，包括智能家居、可穿戴设备和游戏等领域。管理层预计 2019 年车载电子/物联网业务或将在 2019 年实现收入翻倍，占总收入 15% 以上。
- ❖ **高自动化水平明显改善生产效率。**我们看到公司自 2016 年以来一直致力提升生产自动化的程度，并在 2018 年取得数项突破：1) 约 80% 的 CNC 实现自动化生产，使得良率提高 2%，并节省 85% 人力；2) 自主研发的第四代 3D 玻璃热弯机，可同时加工四件产品，有效提高人机比，缩短节拍时间，以及节省能耗。公司计划在 2019 年投放 1 亿元人民币资本支出，用于进一步加强生产自动化 (MES) 和监控信息化 (WMS)，从而提高生产效率。
- ❖ **新业务稳步增长；对 2019 年增长前景维持乐观。**尽管智能手机销量放缓导致市场情绪消极，但公司股价自 2018 年 8 月公布上半年业绩后已上涨 35%。我们对其新型智能产品 (物联网、智能家居等) 和车用智能产品 (车载信息娱乐系统、ADAS 等) 成为新增长动力表示乐观。公司目前股价对应 2019 年预计市盈率为 8 倍，而过去四年公司的市盈率介于 7-20 倍之间。接下来的催化剂包括具备的 3D 玻璃旗舰机型在 2019 年一季度陆续发布，以及比亚迪汽车上装配的新版 DiLink。

#### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A
营业收入 (百万元人民币)	19,832	29,286	36,734	38,774
净利润 (百万元人民币)	902	908	1,237	2,585
每股盈利 (人民币)	0.4	0.4	0.6	1.2
每股盈利变动 (%)	-	0%	38%	109%
市盈率 (倍)	30.7	30.7	22.3	10.7
市帐率 (倍)	2.9	2.6	2.4	1.9
权益收益率 (%)	0.2	-	1.1	1.9
净资产负债率 (%)	9.3	8.6	10.5	18.2

资料来源：公司及招银国际证券

#### 未评级

当前股价 HK\$10.80

#### 伍力恒

电话：(852) 3900 0881

邮件：[alexng@cmbi.com.hk](mailto:alexng@cmbi.com.hk)

#### 张雅涵

电话：(852) 3761 8780

邮件：[iriszhang@cmbi.com.hk](mailto:iriszhang@cmbi.com.hk)

#### 电子科技制造业

市值(百万港元)	24,335
3月平均流通量(百万港元)	90.98
52周内股价高/低(港元)	20.7/7.74
总股本(百万)	2,253.2

资料来源：彭博

#### 股东结构

Golden Link Worldwide Ltd	65.76%
Gold Dragonfly Ltd	6.08%
Vanguard Group Inc	1.2%

资料来源：彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	26.3%	17.4%
3-月	30.9%	38.0%
6-月	-13.3%	-0.2%

资料来源：彭博

#### 股价表现



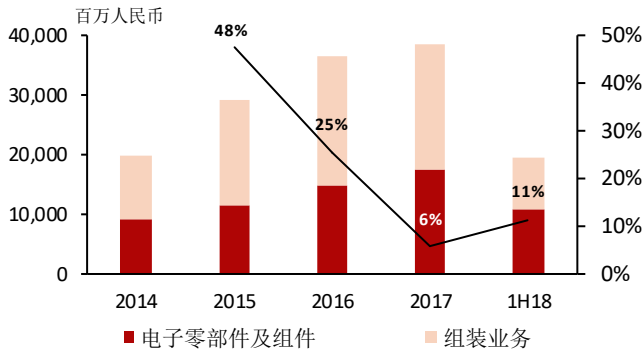
资料来源：彭博

#### 核数师：安永

公司网站：

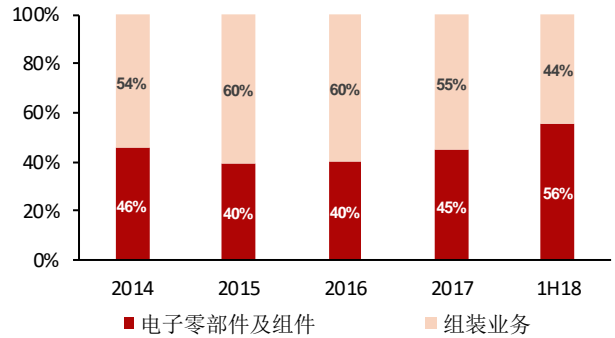
<http://www.byd-electronic.com.cn>

图 1: 比亚迪电子收入趋势 (2015-1H18)



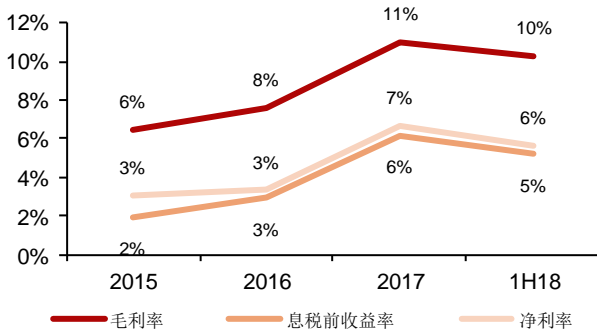
资料来源：公司及招银国际证券

图 2: 比亚迪电子收入结构 (2015-1H18)



资料来源：公司及招银国际证券

图 3: 利润率持续改善 (2015-1H18)



资料来源：公司及招银国际证券

图 4: 3D 玻璃外壳产能规划

▶ Huizhou 3D glass factory MP in Mar. 2017, 300Kpcs/day  
 ▶ Shantou 3D glass factory MP in Jun. 2018, 500Kpcs/day capacity is planned.  
 ▶ 5+ flagship 3G glass products will be launched in Q4 2018.

资料来源：公司及招银国际证券

图 5: 车载信息娱乐系统- DiLink

- 12.8/14.6 inch big screen
- Self-adaptive rotation
- Compatible with Android ecosystem
- 90K+ Aintutu score
- Hardware security design
- Integration of infotainment & T-box
- OTA available
- 360 HD Camera
- In-car camera
- E-CALL/B-CALL

Equipped in all BYD 2018 new car models

资料来源：公司及招银国际证券

图 6: 车载信息娱乐系统产品进展历程

▶ Since 2014, BYDE have been engaged with BYD Auto Group to offer the total solutions of Android infotainment systems and networking and telematics systems.

2015/10/12: 宋DM/EV  
 2017/2/27: 唐100/秦100  
 2017/6/3: 唐80  
 2017/7/24: 秦80  
 2017/9/25: 宋MAX  
 2018/6: 唐2018  
 2018/2019...: All New Model

资料来源：公司及招银国际证券

图 7: 损益表

百万人民币	FY15	1H16	2H16	FY16	1H17	2H17	FY17	1H18
收益	29,286	15,484	21,250	36,734	17,526	21,249	38,774	19,511
...同比增长 (%)	47.7%	62%	7.7%	25.4%	13.2%	0.0%	5.6%	11.3%
生产成本	(27,382)	(14,248)	(19,686)	(33,934)	(15,412)	(19,098)	(34,510)	(17,504)
毛利	1,904	1,237	1,563	2,800	2,114	2,150	4,264	2,007
毛利率 (%)	6.5%	8.0%	7.4%	7.6%	12.1%	10.1%	11%	10.3%
...同比增长 (%)	-9.6%	28.1%	66.7%	47.1%	70.9%	37.5%	52.3%	-5.1%
销售成本	(606)	(317)	(430)	(747)	(322)	(341)	(663)	(367)
...占比 (%)	-2.1%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-1.8%	-1.6%	-1.7%	-1.9%
研发成本	(722)	(381)	(597)	(979)	(455)	(746)	(1,201)	(623)
...占比 (%)	-2.5%	-2.5%	-2.8%	-2.7%	-2.6%	-3.5%	-3.1%	-3.2%
息税前收益	576	538	536	1,074	1,337	1,063	2,400	1,017
息税前收益率 (%)	2.0%	3.5%	2.5%	2.9%	7.6%	5.0%	6.2%	5.2%
...同比增长 (%)	-32.0%	49.3%	149.3%	86.7%	148.5%	98.2%	123.4%	-24.0%
净利润	908	604	633	1,237	1,322	1,263	2,585	1,105
净利率 (%)	3.1%	3.9%	3.0%	3.4%	7.5%	5.9%	6.7%	5.7%
...同比增长 (%)	0.7%	32.4%	39.9%	36.2%	119.0%	99.6%	109.0%	-16.5%

资料来源: 公司及招银国际证券

图 8: 同业估值

公司名称	股份代码	市值 (美元百万)	股价 (LC)	平均成交额 (美元百万)	市盈率 (倍)		市帐率 (倍)		股本回报率 (%)	
					FY18E	FY18E	FY18E	FY18E	FY18E	FY19E
比亚迪电子	285 HK	3,111	10.80	11.9	9.0	8.0	1.3	1.2	15.1	14.8
通达集团	698 HK	684	0.85	2.2	4.6	3.9	0.8	0.7	18.0	18.7
巨腾国际	3336 HK	273	1.86	0.4	-	7.4	0.3	0.3	(0.3)	4.0
瑞声科技	2018 HK	8,548	54.90	61.4	14.0	12.2	2.9	2.5	22.7	22.2
东江集团	2283 HK	443	4.16	0.2	9.0	7.5	3.0	2.4	36.9	36.3
长盈精密	300115 CH	1,060	8.09	10.4	23.8	15.1	1.6	1.4	6.6	9.8
蓝思科技	300433 CH	4,379	7.71	18.1	12.9	10.4	1.6	1.5	12.7	13.8
劲胜智能	300083 CH	565	2.74	11.8	5.1	4.0	-	-	-	-
鸿准	2354 TT	2,816	61.30	6.1	9.0	8.6	0.6	0.6	6.9	6.9
铠盛	5264 TT	576	42.20	3.3	-	17.6	0.5	0.5	(5.8)	2.7
可成科技	2474 TT	6,317	252.50	58.2	6.3	6.8	1.3	1.1	21.5	18.3
平均值					10.4	9.2	1.4	1.2	13.4	14.7

资料来源: 彭博及招银国际证券

## 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

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 及 46 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作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上责任。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)2000年英国不时修订之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国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。