



## 個股研究

8/3/2017

### 比亞迪(1211.HK)

#### 補貼退減無阻新能源汽車業長遠發展；首予「增持」評級

**看好新能源汽車業長遠發展**—儘管補貼額度將逐步下降，惟政策把新能源汽車及電池等補貼門檻提高，不但可引導行業提升技術水平，同時減少技術不足的車企騙取補貼的情況，促進行業健康發展。因此，我們仍看好內地新能源汽車行業長遠發展。

**汽車產品結構改善，帶動毛利率擴張**—我們預期集團的新能源汽車銷量佔比將會持續擴大，推動毛利率上揚。

**「插電式混合動力+純電動」戰略具優勢**—集團的新能源汽車產品以插電式混能車的車型及銷量相對較多。在充電樁配套未達完善的情況下，相比一些較集中於發展純電動車的汽車製造商，集團有較大的發展優勢。

**佈局動力電池上游材料，加強成本控制**—我們相信集團透過投資上游鋰資源業務，將產業鏈垂直整合，可望對沖原材料價格波動的風險，並降低鋰電池的生產成本。

**估值**—我們首次給予比亞迪「增持」評級，及目標價 51.10 元。此目標價是以分類加總估值法(Sum-of-the-Parts Valuation)將集團三個業務((1)汽車、(2)手機部件及組裝服務、(3)二次充電電池及光伏)的估值加起來所得出。以 2017 年 3 月 8 日收市價每股 45.40 元計算，潛在升幅為 12.6%。

**投資策略**—比亞迪的股價於去年底回落至 40 元水平後築底回升，近日約於 45 元附近整固。基於我們長遠看好內地新能源汽車業的發展，以及比亞迪自身的優勢，我們相信當內地的充電樁配套逐步建成，加上電池技術愈趨成熟，比亞迪將可錄得強勁的盈利增長，投資者宜候低吸納。

#### 主要財務指標

| 截至 12 月 31 日止年度 | 2015 年     | 2016 年 E    | 2017 年 E    | 2018 年 E    |
|-----------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 收入(千元人民幣)       | 77,611,985 | 100,614,618 | 120,737,541 | 144,885,050 |
| 毛利(千元人民幣)       | 11,859,244 | 19,602,831  | 24,147,508  | 28,977,010  |
| 股東應佔溢利(百萬元人民幣)  | 3,138,196  | 5,093,813   | 6,721,008   | 8,128,975   |
| 每股盈利(元人民幣)      | 1.12       | 1.87        | 2.46        | 2.98        |
| 每股股息(元人民幣)      | ---        | 0.37        | 0.74        | 0.89        |
| 營業額年增長率         | 40.2%      | 29.6%       | 20.0%       | 20.0%       |
| 邊際利潤率           | 15.3%      | 19.5%       | 20.0%       | 20.0%       |
| 市盈率(倍)          | 43.87      | 24.32       | 18.43       | 15.24       |
| 市賬率(倍)          | 3.44       | 2.24        | 2.05        | 1.86        |
| 股東權益回報率         | 7.8%       | 9.2%        | 11.1%       | 12.2%       |
| 派息比率            | 0.0%       | 19.7%       | 30.0%       | 30.0%       |

資料來源：彭博及致富資料研究組

#### 增持(首予評級)

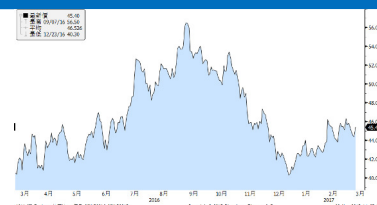
目標價 51.10 元

上日收市價 45.40 元

#### 公司簡介

集團主要從事二次充電電池及光伏業務、手機部件及組裝業務，以及包括傳統燃油汽車及新能源汽車在內的汽車業務。

#### 過去一年股價走勢



| 表現(%)   | 1 個月 | 半年    | 1 年  |
|---------|------|-------|------|
| 1211.HK | -0.5 | -18.9 | 12.1 |
| 恆指      | 1.1  | -1.3  | 18.9 |

資料來源：彭博

#### 主要公司數據

|                                         |                  |
|-----------------------------------------|------------------|
| 52 周股價範圍                                | 39.9 元 - 57.25 元 |
| 市值                                      | 1429.6 億         |
| 已發行股數                                   | 27.28 億          |
| 自由流通股數佔比                                | 75.41%           |
| 每股帳面淨值<br>(按 1 元人民幣兌 1.125 港<br>元的匯率兌換) | 20.90 元          |

資料來源：彭博

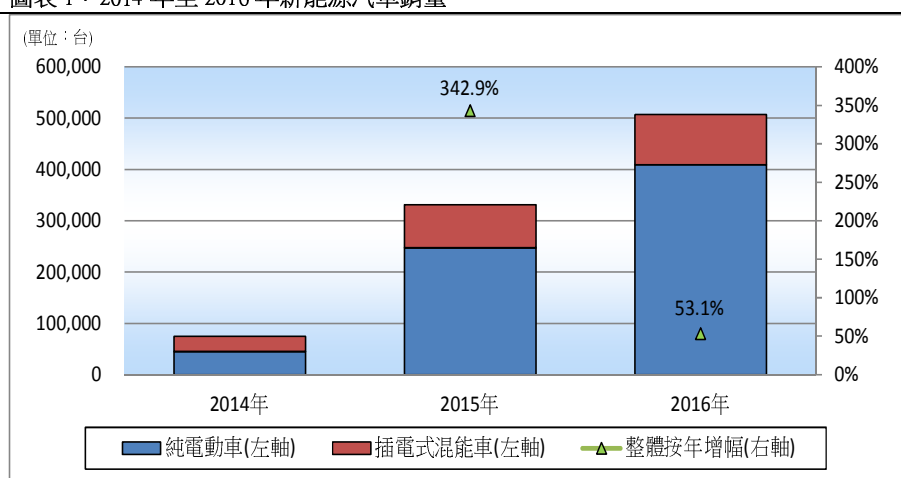
Isaac Liu  
+852 2500 9248  
isaac\_liu@chiefgroup.com.hk



## 新能源汽車業政策分析

自 2015 年起，國內新能源汽車銷量進入高增長時期。根據工信部引述中汽協數據(圖表 1)，2015 年的新能源汽車銷量按年增長近 3.5 倍至約 33 萬輛；2016 年，儘管在高基數因素影響下增速顯著回落，但新能源汽車銷量仍錄得逾五成增長，遠高於整體(包括傳統燃油汽車及新能源汽車)的增速(約 13.7%)。快速增長背後的原因，除了因為新能源汽車技術逐漸成熟，中央以及地方政府的政策亦功不可沒。當中，新能源汽車補貼政策將購車成本降低，令車價(補貼後)貼近傳統燃油汽車，直接增加新能源汽車之需求。同時，國內一些城市實施限購限行政策亦間接地加強了消費者購買新能源汽車的誘因。

圖表 1：2014 年至 2016 年新能源汽車銷量



資料來源：工信部、中汽協、WIND 及致富資料研究組

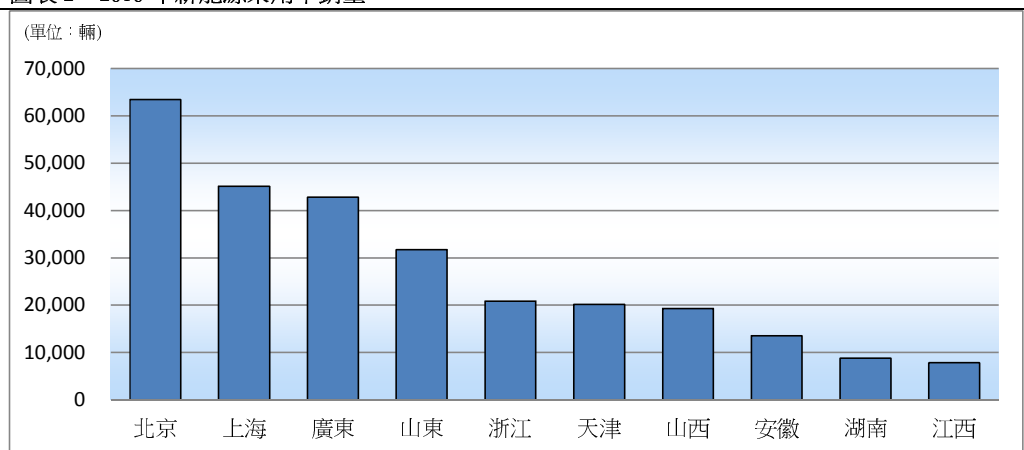
現時，北京、上海、廣州及深圳等七個城市正實行限購措施。該措施表面上雖令上述城市的整體汽車保有量增速大幅減慢，然而卻推動了新能源汽車市場的發展。市政府普遍以「搖號」的方式分派購車配額，但新能源汽車一般設有獨立搖號機制，因此在目前購買新能源汽車的消費者仍然相對較少的情況下，中籤率較燃油汽車為高。

以北京為例，根據當地政府發布的《北京市小客車數量調控暫行規定》，2014 年至 2017 年四年間，北京增量小客車指標額度為 60 萬個，當中 17 萬個劃給新能源小客車。這四年間，燃油車每年的配額分別為 13 萬、12 萬、9 萬及 9 萬；而新能源車則按 2 萬、3 萬、6 萬及 6 萬遞進式分配。年內每逢雙數月會搖號一次，一年共六次。以去年 6 月的搖號結果計算，燃油車的中籤率為 0.14%，即 725 名申請者中有一名可獲得配額；另一邊廂，15,074 名新能源車配額申請者則可全數獲發配額。由此可見，新能源車的中籤機會遠高於燃油車，相信有不少本來打算購買燃油車的消費者因而考慮選購新能源車。



根據乘聯會的數據(見圖表 2)，去年新能源乘用車銷量最高的十個省市中有五個省市是屬於限購城市，包括北京、上海、廣州(廣東)、杭州(浙江)及天津。這五個城市合計的新能源乘用車銷量佔期內全國的銷量逾五成。

圖表 2：2016 年新能源乘用車銷量



資料來源：乘聯會及致富資料研究組

限行政策方面，各地普遍的做法是以車牌的最後一個號碼決定該車可在哪些日子可於城內指定地方行駛。但當中一些城市，如北京及杭州等，則將新能源車列為不受措施所限的車種之一，這樣亦變相提升了新能源車的吸引力。在中央整治空氣污染問題的方向不變下，預料限購限行政策難以放寬，新能源車行業相信可繼續受惠於政策傾斜。

至於補貼政策，中央政府正逐步作出調整。去年 12 月 29 日，內地財政部、工信部、科技部及發改委四個部委聯合公布《關於調整新能源汽車推廣應用財政補貼政策的通知》(下稱《通知》)。《通知》的內容主要包括三個方面，調整推廣應用補貼政策、落實推廣應用主體責任及建立懲罰騙補機制。當中，補貼政策作出了多項重要調整，包括(1)從新增純電動車百公里耗電量要求、調高純電動車續航力要求、引入動力電池標準及提高安全要求等多方面，提高《新能源汽車推廣應用推薦車型目錄》(下稱《目錄》)的門檻；(2)下調國家新能源汽車補貼標準(見圖表 3)，地方政府補貼亦不得高於國家補貼的 50%。上述措施於今年 1 月 1 日起實施。

圖表 3：2016 年及 2017 年國家新能源汽車補貼

| 車型         | 純電動續航力 R(公里)       | 補貼(萬元人民幣/輛) |        |
|------------|--------------------|-------------|--------|
|            |                    | 2016 年      | 2017 年 |
| 純電乘用車      | $100 \leq R < 150$ | 2.5         | 2.0    |
|            | $150 \leq R < 250$ | 4.5         | 3.6    |
|            | $R \geq 250$       | 5.5         | 4.4    |
| 插電式混合動力乘用車 | $R \geq 50$        | 3.0         | 2.4    |

資料來源：工信部及致富資料研究組



在新政策實施前，地方政府普遍按國家與地方補貼 1:1 的比例對推廣應用新能源車發放補貼，換言之，地方政府的補貼額度與圖表 3 中的 2016 年國家補貼一樣。就插電式混能乘用車(PHEV)而言，於 2016 年，購買一輛續航力高於 50 公里的 PHEV，國家與地方的補貼合共 6[3(國家)+3(地方)]萬元人民幣；今年起，購買同一輛 PHEV，假設地方政府的補貼為國家的一半，總補貼將下降至 3.6[2.4(國家)+1.2(地方)]萬元人民幣，即減少 2.4 萬元人民幣或 40%。以同樣方法計算，純電乘用車(EV)補貼的降幅為 2 萬元人民幣至 4.4 萬元人民幣(視乎續航力)或 40%。對消費者而言，購買一輛價值約 20 萬元人民幣的 PHEV，去年和今年補貼後的價格分別為 14 萬元人民幣及 16.4 萬元人民幣，價格即上調約 17%(假設該汽售價不變)。

當然，補貼額度下調難免影響消費者的購車意欲，從而對新能源車廠的銷量造成壓力。但由於現時在限購限行城市，抽中燃油車車牌的機會微乎其微，消費者欲購車，購買新能源車仍是較折衷的方法。再者，長遠而言，儘管補貼額度將逐步下降，惟政策把新能源汽車及電池等補貼門檻提高，不但可引導行業提升技術水平，同時減少技術不足的車企騙取補貼的情況，促進行業健康發展。因此，我們仍看好內地新能源汽車行業長遠發展。



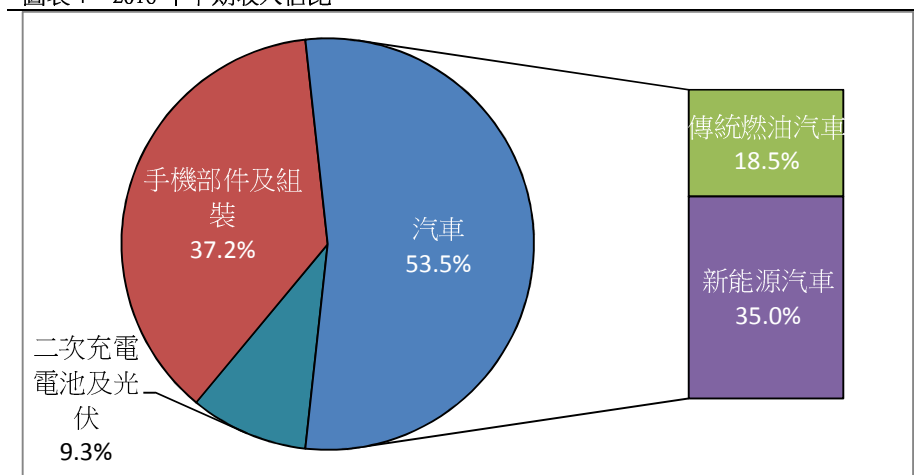
## 比亞迪業務簡介

比亞迪創立於 1995 年，主要從事(1)二次充電電池及光伏、(2)手機部件及組裝服務、(3)汽車(包括傳統燃油汽車及新能源汽車)。集團生產的二次充電電池包括鋰離子電池及鎳電池，可廣泛應用於手機及數碼相機等電子產品，其主要客戶包括三星、微軟及華為等手機廠商。此外，集團亦積極研發動力電池<sup>1</sup>及太陽能電池等產品，應用於新能源汽車及光伏電站等領域。手機部件及組裝服務方面，集團為客戶提供從整機設計、部件生產到整機組裝的垂直整合的一站式服務，主要客戶包括三星、蘋果及華為等智能移動終端廠商。

集團於 2003 年透過收購秦川汽車有限公司，開始涉足傳統燃油汽車生產，其後分別於 2006 年及 2008 年成功研發了首部純電動車及插電式混能車(即是使用燃油及電池驅動的汽車，而車內的充電電池除了可由車內的引擎所驅動的發電機充電外，也可以如純電動車般使用外部電源充電)，為集團新能源汽車業務揭開序幕。過去十多年，集團利用其在電池技術上的優勢，於新能源汽車領域進行積極研究，並於內地新能源汽車市場建立了一定領導地位。

截至 2016 年 6 月 30 日止六個月，集團的汽車業務收入佔總收入約 53.5%，當中傳統燃油汽車及新能源汽車業務的收入分別佔總收入約 18.5%及 35.0%(見圖表 4)，可見新能源汽車業務經過多年發展後，已成為集團最主要的收入來源之一。

圖表 4：2016 年中期收入佔比



資料來源：公司業績及致富資料研究組

<sup>1</sup> 動力電池指為電動汽車提供驅動動力的電池



集團旗下的新能源車可分為純電動車及插電式混能車兩種驅動模式。2016 年中期，集團售出約 4.9 萬輛新能源汽車，當中約有 2.2 萬輛純電動車及 2.7 萬輛插電式混能車。集團的新能源車型主要包括以中國朝代命名的運動型多用途車(SUV)(唐及元)、轎車(秦)，以及公共巴士(K9)等；傳統車方面則以乘用車為主，亦有轎車、SUV 及多功能休旅車(MPV)三種車供消費者選擇(見圖表 5 - 10)。

圖表 5：唐(插電式混能中型 SUV)



資料來源：集團網站

圖表 6：宋(燃油緊湊型 SUV)



資料來源：集團網站

圖表 7：元(插電式混能小型 SUV)



資料來源：集團網站

圖表 8：秦 EV300(純電動轎車)



資料來源：集團網站

圖表 9：K9(純電動巴士)



資料來源：集團網站

圖表 10：F3(燃油轎車)



資料來源：集團網站

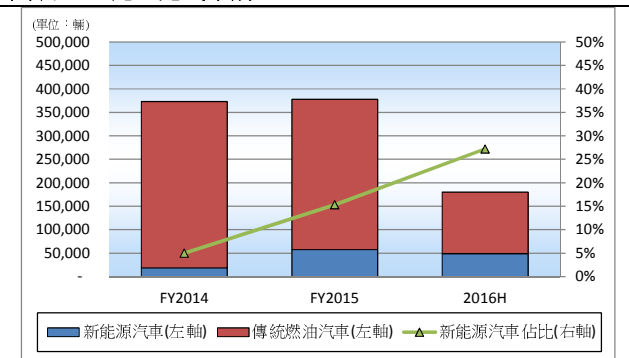
## 主要股價推動因素

### 汽車產品結構改善，帶動毛利率擴張

近年新能源汽車逐漸被市場接受，比亞迪因應市況陸續推出多款插電式混能及純電動汽車，以完善整個汽車業務的產品佈局。從圖表 11 可見，集團新能源汽車銷量自 2014 年起錄得強勁增長。集團 2015 年的新能源汽車銷量按年上升逾兩倍至約 5.8 萬輛，新能源汽車銷量佔總汽車銷量的比率亦由 2014 年的約 5% 增加至 2015 年約 15%；截至 2016 年中期，比率進一步上升至近三成。同時，集團的汽車業務收入亦從過往由傳統燃油汽車主導變為現時由新能源車收入佔多數。從圖表 12 所見，新能源車的收入佔比拾級而上，由 2014 年約佔不足三成，到 2016 年中期上升至逾六成半。隨著新能源汽車業務收入佔比增加，集團的毛利率出現顯著的改善。集團 2016 年中期報告指出，期內的毛利率由 2015 年同期的 15.0% 擴張至 19.5% (見圖表 13)。

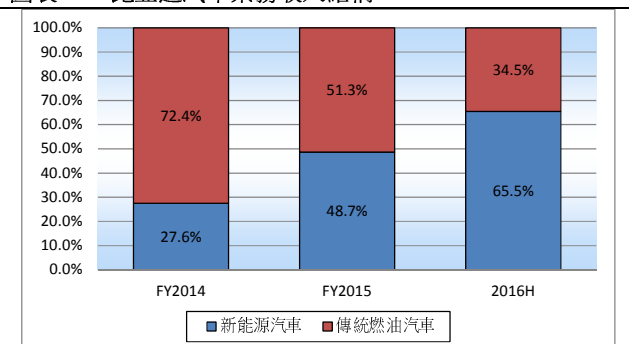
集團未來的發展方向將繼續側重於新能源汽車業務，集團計劃於 2017 年推出的車型包括「秦」及「唐」的升級版「秦 100」<sup>2</sup> 及「唐 100」<sup>2</sup>，以及插電式混能版的「宋」和純電版的「元」等多款新能源汽車。新車款當中明顯以 SUV 車型較多，相信集團這樣的產品佈局是希望可受惠於 SUV 車型近年於內地的需求持續上升。再者，集團表示部分今年上市的新能源汽車將會配置三元電池<sup>3</sup> (2017 年前上市的车型全部使用磷酸鐵鋰電池)。使用能量密度較高的三元電池有助提高汽車的續航里程，從而令其更具實用性。故此，我們預期集團的新能源汽車銷量佔比會繼續擴大，推動毛利率進一步上揚，提升集團營利空間。

圖表 11：比亞迪汽車銷量



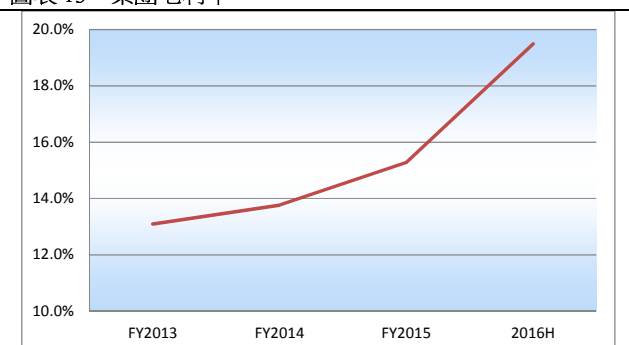
資料來源：公司業績及致富資料研究組

圖表 12：比亞迪汽車業務收入結構



資料來源：公司業績及致富資料研究組

圖表 13：集團毛利率



資料來源：公司業績及致富資料研究組

<sup>2</sup> 「100」指純電動模式下續航里程將提升至 100 公里

<sup>3</sup> 三元電池指使用鎳鈷錳酸鋰 (Li(NiCoMn)O<sub>2</sub>) 作正極材料的鋰電池。一般而言，三元電池的能量密度較磷酸鐵鋰電池為高 (假設電池重量相同，三元電池的續行里程會較高)，惟電池的穩定性則相對較低。

## 「插電式混合動力+純電動」戰略具優勢

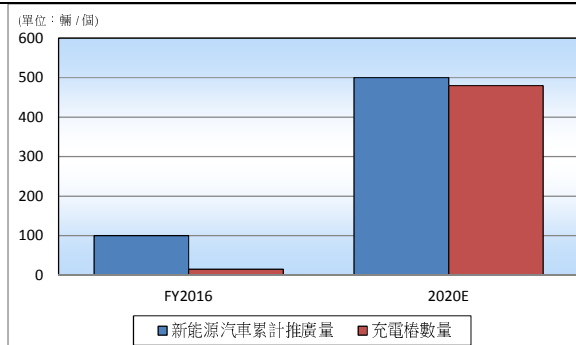
本報告的政策分析部份提到近年內地新能源汽車銷量大增，然而，若相比內地汽車的總銷量，新能源汽車仍僅佔少數(根據工信部數據，以 2016 年銷量計，約佔 2%；工信部部長苗圩預期，到 2025 年，該比例將達到 20% 以上)。新能源汽車暫時未能大幅提高其市場佔比，甚至取代傳統汽車，其中一個十分關鍵的因素相信是充電樁配套不足。

根據苗圩在中國電動汽車百人會論壇上的講話，截至 2016 年底，國內的新能源汽車的累計推廣量約為 100 萬輛，而充電樁數量約有 15 萬個(見圖表 15)，新能源汽車與充電樁比例約為 6.7 : 1。根據中國《電動汽車充電基礎設施發展指南(2015-2020)》的規劃，到 2020 年，全國需建設 480 萬個充電樁，以滿足屆時國內約 500 萬輛電動車的充電需求，即新能源汽車與充電樁比例達至約 1 : 1。由此可見，目前國內充電樁的數量仍遠低於目標水平，不難想像新能源汽車的駕駛者正面對「充電難」的問題。

如上文所說，現時比亞迪的新能源汽車產品結構由插電式混能車及純電動車組成。當中，插電式混能車的車型及銷量均相對較多。基於插電式混能車可使用燃油及電池驅動的特性，其對充電樁的需求相對較有彈性(即使電池用盡，仍可以電油作動力來源)。因此，與一些較集中於發展純電動車的汽車製造商相比，比亞迪在充電樁配套未達完善的情況下，顯然有較大的發展潛力。

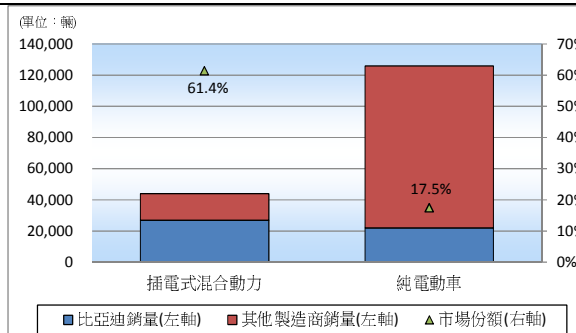
目前，國內如比亞迪般積極研發插電式混能車的汽車製造商寥寥可數(相關產品選擇較多的有上汽(600104.SH)旗下的榮威)。事實上，比亞迪於插電式混能車領域確有明顯的優勢。根據集團年報及工信部引述中汽協的數據(見圖表 15)，截至 2016 年 6 月底止六個月，按銷量計算，集團在國內插電式混能車領域的市場份額高達六成，其領導地位不言而喻。相信「插電式混能車+純電動車」的戰略可有效地令集團平穩地過渡國內充電樁供不應求的時間，並在新能源汽車市場中突圍而出。

圖表 14：中國新能源汽車推廣量及充電樁數量



資料來源：苗圩在中國電動汽車百人會論壇上的講話及致富資料研究組

圖表 15： 新能源汽車銷量及佔比



資料來源：工信部、公司業績及致富資料研究組

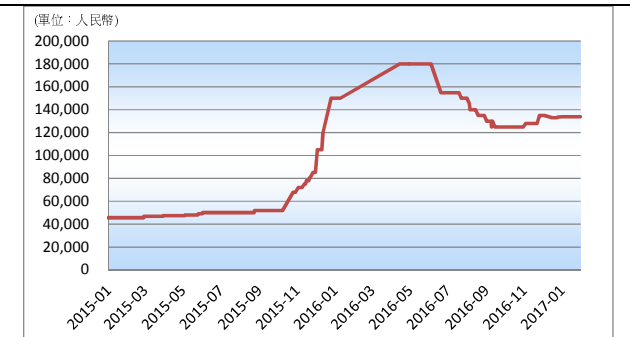
## 佈局動力電池上游材料，加強成本控制

比亞迪於去年 10 月底公布，與青海鹽湖工業集團股份有限公司及深圳市卓域成投資有限公司共同成立一家名為青海鹽湖比亞迪資源開發的新公司。集團將出資 2.45 億元人民幣，佔 49.0% 股權。合資公司主要從事鹽湖資源的開發、生產及銷售，產品包括碳酸鋰及氫氧化鋰。

我們相信成立合資公司對集團而言極具戰略意義。碳酸鋰和氫氧化鋰是生產磷酸鐵鋰電池及三元電池時所需要的正極材料，而正極材料的成本一般佔電池總成本約三成，因此對集團的成本控制有著重要的影響力。由於近年新能源汽車銷量快速增長，正極材料的價格亦顯著上漲。以碳酸鋰為例，跟據 WIND 的數據，其價格自 2015 年底開始急速上升(見圖表 16)，由大約每噸 5 萬元人民幣飆升逾兩倍至去年第二季約每噸 18 萬元人民幣的高位，目前則回落至約每噸 13 萬元人民幣。因此，集團透過投資上游鋰資源業務，將產業鏈垂直整合，可望對沖原材料價格波動的風險，並降低鋰電池的生產成本。

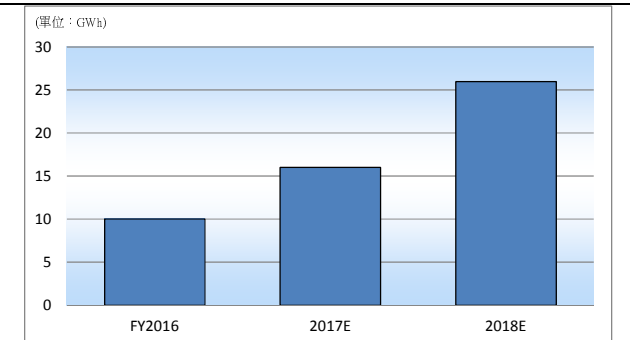
此外，集團去年透露正在擴大其動力電池產能(見圖表 17)，我們預期此舉可達至規模經濟效應，減低電池生產成本。目前，集團在惠州及坑梓兩個動力電池生產基地共有 10GWh 的產能，同時正於坑梓基地擴建 6GWh 的產能，預期將於今年中達至最高產能。直到 2018 年，集團於青海的新電池生產基地亦相繼落成，電池產能將進一步提高 10GWh 至 26GWh。相信上述因素均有助集團持續降低其動力電池的製造成本，進一步增強其市場競爭力。

圖表 16：碳酸鋰價格



資料來源：WIND 及致富資料研究組

圖表 17：動力電池產能



資料來源：公司投資者關係活動紀錄表及致富資料研究組



## 潛在下行風險

### 補貼政策退減

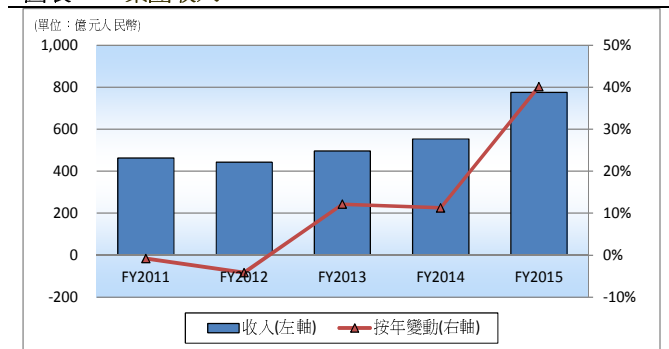
根據上文提到的《關於調整新能源汽車推廣應用財政補貼政策的通知》，國內的新能源汽車補貼將逐步減少，到 2019 年至 2020 年，國家及地方政府的補貼將在現行的標準上減少 20%。若中央提前縮減補貼，或補貼的下降幅度較預期大，或會對集團的新能源汽車分部的業績造成負面影響。

### 新能源汽車競爭加劇

集團汽車業務集中發展新能源汽車，當中插電式混能車尤見優勢。惟未來將有不少國內外車廠開始於國內推出更多插電式混能車(如豐田將於 2018 年在中國推出 Corolla 插電式混能車款)，市場競爭或會轉趨激烈，或對集團的新能源汽車銷量或毛利率造成負面影響。

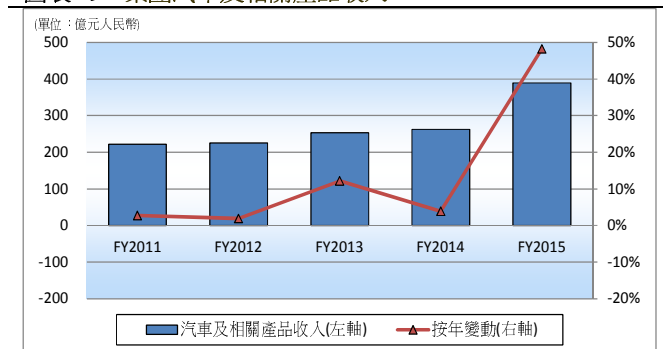
## 重要數據

圖表 18：集團收入



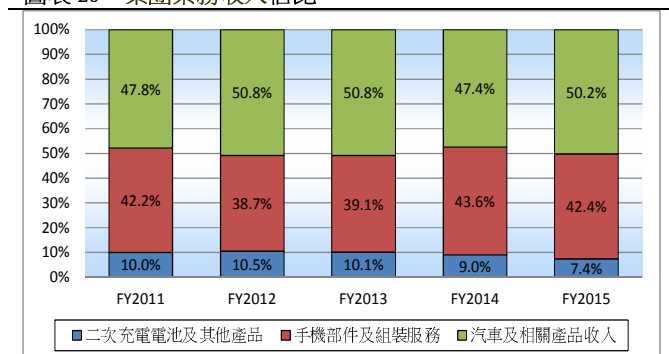
資料來源：公司業績及致富資料研究組

圖表 19：集團汽車及相關產品收入



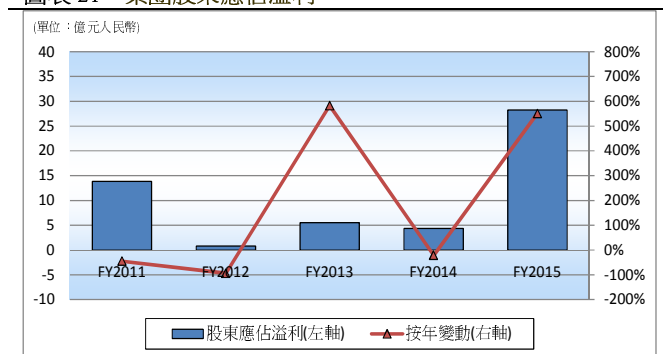
資料來源：公司業績及致富資料研究組

圖表 20：集團業務收入佔比



資料來源：公司業績及致富資料研究組

圖表 21：集團股東應佔溢利



資料來源：公司業績及致富資料研究組



## 損益表

| 截至 12 月 31 日止年度<br>(千元人民幣) | 2015 年       | 2016 年 E     | 2017 年 E     | 2018 年 E      |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 收入                         | 77,611,985   | 100,614,618  | 120,737,541  | 144,885,050   |
| 銷貨成本                       | (65,752,741) | (81,011,787) | (96,590,033) | (115,908,040) |
| 毛利                         | 11,859,244   | 19,602,831   | 24,147,508   | 28,977,010    |
| 其他收入及收益                    | 1,991,326    | 881,972      | 1,058,366    | 1,270,039     |
| 政府補助及補貼                    | 581,177      | 423,478      | 546,448      | 655,737       |
| 銷售及分銷成本                    | (2,867,992)  | (4,225,814)  | (5,070,977)  | (6,085,172)   |
| 研發與開發成本                    | (1,998,499)  | (3,018,439)  | (3,622,126)  | (4,346,551)   |
| 行政開支                       | (3,428,963)  | (4,302,516)  | (5,163,019)  | (6,195,623)   |
| 其他開支                       | (581,505)    | (610,179)    | (732,214)    | (878,657)     |
| 融資成本                       | (1,517,003)  | (1,852,123)  | (2,222,548)  | (2,667,057)   |
| 合營及聯營公司                    | (242,799)    | (242,799)    | (242,799)    | (242,799)     |
| 除稅前淨利                      | 3,794,986    | 6,656,412    | 8,698,639    | 10,486,927    |
| 所得稅開支                      | (656,790)    | (1,152,011)  | (1,505,455)  | (1,814,950)   |
| 利潤                         | 3,138,196    | 5,504,401    | 7,193,185    | 8,671,977     |
| 非控股權益                      | 314,755      | 410,588      | 472,176      | 543,003       |
| 每股基本盈利(元人民幣)               | 1.12         | 1.87         | 2.46         | 2.98          |
| 每股股息(元人民幣)                 | ---          | 0.37         | 0.74         | 0.89          |

## 財務比率

| 截至 12 月 31 日止年度 | 2015 年 | 2016 年 E | 2017 年 E | 2018 年 E |
|-----------------|--------|----------|----------|----------|
| 邊際利潤率           | 15.3%  | 19.5%    | 20.0%    | 20.0%    |
| 資產周轉率           | 67.2%  | 69.4%    | 72.0%    | 74.1%    |
| 流動比率(倍)         | 0.82   | 0.97     | 0.94     | 0.92     |
| 長期債項/股東權益       | 31.2%  | 22.7%    | 25.0%    | 27.1%    |
| 總債項/股東權益        | 104.5% | 77.3%    | 84.8%    | 92.3%    |
| 總債項/資本運用        | 51.1%  | 43.6%    | 45.9%    | 48.0%    |
| 利息備付率(倍)        | 3.50   | 4.59     | 4.91     | 4.93     |
| 股東權益回報率         | 7.8%   | 9.2%     | 11.1%    | 12.2%    |
| 總資產回報率          | 2.4%   | 3.5%     | 4.0%     | 4.2%     |
| 派息比率            | 0.0%   | 19.7%    | 30.0%    | 30.0%    |

## 資產負債金表

| 截至 12 月 31 日止年度<br>(千元人民幣) | 2015 年      | 2016 年 E    | 2017 年 E      | 2018 年 E      |
|----------------------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| 現金、銀行存款及現金等價物              | 6,279,531   | 10,480,211  | 10,213,101    | 9,289,027     |
| 應收賬款                       | 26,678,639  | 34,585,652  | 41,502,782    | 49,803,338    |
| 存貨                         | 15,750,550  | 19,442,829  | 23,181,608    | 27,817,930    |
| 其他                         | 5,810,422   | 7,532,514   | 9,039,017     | 10,846,821    |
| 流動資產                       | 54,519,142  | 72,041,206  | 83,936,508    | 97,757,115    |
| 固定資產淨值                     | 38,126,333  | 43,264,286  | 48,295,016.54 | 55,056,318.86 |
| 其他長期資產                     | 22,840,280  | 29,609,680  | 35,531,616    | 42,637,939    |
| 非流動資產                      | 60,966,613  | 72,873,966  | 83,826,633    | 97,694,258    |
| 總資產                        | 115,485,755 | 144,915,171 | 167,763,140   | 195,451,374   |
| 短期債                        | 26,412,860  | 30,184,385  | 36,221,262.41 | 43,465,514.89 |
| 應付賬款                       | 30,655,830  | 32,404,715  | 38,636,013    | 46,363,216    |
| 其他流動負債                     | 9,041,434   | 11,721,133  | 14,065,360    | 16,878,432    |
| 流動負債                       | 66,110,124  | 74,310,233  | 88,922,636    | 106,707,163   |
| 長期債                        | 11,229,901  | 12,576,827  | 15,092,193    | 18,110,631    |
| 其他非流動負債                    | 2,116,489   | 2,716,595   | 3,259,914     | 3,911,896     |
| 非流動負債                      | 13,346,390  | 15,293,422  | 18,352,106    | 22,022,528    |
| 總負債                        | 79,456,514  | 89,603,655  | 107,274,742   | 128,729,690   |
| 總權益                        | 36,029,241  | 55,311,516  | 60,488,398    | 66,721,683    |

## 現金流

| 截至 12 月 31 日止年度<br>(千元人民幣) | 2015 年       | 2016 年 E     | 2017 年 E     | 2018 年 E     |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 利潤                         | 3,138,196    | 5,504,401    | 7,193,185    | 8,671,977    |
| 折舊                         | 5,416,617    | 7,325,156    | 8,240,337    | 9,301,620    |
| 其他調整                       | 1,517,003    | 1,852,123    | 2,222,548    | 2,667,057    |
| 淨營運資本                      | (5,647,060)  | (8,892,800)  | (3,586,887)  | (4,204,407)  |
| 經營業務現金流                    | 4,424,756    | 5,788,880    | 14,069,182   | 16,436,248   |
| 資本開支                       | (7,163,528)  | (12,463,108) | (13,271,068) | (16,062,923) |
| 其他                         | (5,248,481)  | (6,769,400)  | (5,921,936)  | (7,106,323)  |
| 投資業務現金流                    | (12,412,009) | (19,232,508) | (19,193,004) | (23,169,246) |
| 股息                         | ---          | (1,001,228)  | (2,016,303)  | (2,438,692)  |
| 股份                         | ---          | 14,779,102   | ---          | ---          |
| 負債                         | 10,690,827   | 5,118,452    | 8,552,243    | 10,262,691   |
| 其他                         | (513,509)    | (1,252,017)  | (1,679,229)  | (2,015,074)  |
| 融資業務現金流                    | 10,177,318   | 17,644,308   | 4,856,711    | 5,808,924    |
| 現金(減少)/增加                  | 2,190,065    | 4,200,680    | (267,110)    | (924,074)    |



## 估值

我們給予比亞迪的目標價是以分類加總估值法(Sum-of-the-Parts Valuation)將集團三個業務((1)汽車、(2)手機部件及組裝服務、(3)二次充電電池及光伏)的估值加起來所得出。汽車業務方面，比較國內外的新能源汽車企業的預測市盈率後，我們估算比亞迪汽車業務的預測市盈率為 20 倍；考慮到國內其他手機設備商(如通達集團(698.HK)等)的預測市盈率，以及市場給予比亞迪電子(285.HK)的預測市盈率，我們相信 13 倍為手機部件及組裝服務業務的合理預測市盈率；至於二次充電電池及光伏業務，同樣考慮到國內同業(如光宇國際(1043.HK)等)的預測市盈率，我們估算該業務的預測市盈率為 10 倍。

| 業務            | 2017 年預估每股盈利<br>【人民幣】 | 2017 年預測市盈率 | 每股合理值<br>【人民幣】 |
|---------------|-----------------------|-------------|----------------|
| 汽車            | 1.97                  | 20x         | 39.40          |
| 手機部件及<br>組裝服務 | 0.37                  | 13x         | 4.81           |
| 二次充電電池及光伏     | 0.12                  | 10x         | 1.20           |
| 總每股合理值        |                       |             | 45.42 元人民幣     |
|               |                       |             | 51.10 港元       |

基於上述的預測，比亞迪的估值為 51.1 元(按 1 元人民幣兌 1.125 港元的滙率兌換)，與 2017 年 3 月 8 日收市價(45.40 元)相比約有 12.6%的潛在升幅。



## 評級釋義

| 評級 | 說明                          |
|----|-----------------------------|
| 買入 | 目標價較現價有超過 30%的潛在升幅          |
| 增持 | 目標價較現價有介乎 10.1%至 29.9%的潛在升幅 |
| 中性 | 目標價正處於現價正負 10%變幅的區間之內       |
| 減持 | 目標價較現價有介乎 10.1%至 29.9%的潛在跌幅 |
| 沽出 | 目標價較現價有超過 30%的潛在跌幅          |



## 免責聲明

本報告由致富證券有限公司(“致富證券”)提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富證券及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富證券在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富證券擁有此報告內容之版權，在未獲致富集團許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中提及的公司或與此等公司相同集團的成員公司之證券存有權益。