

买入

综合能力打造平台型企业，多赛道拓展利润空间

比亚迪电子 (0285.HK)

2020-08-31 星期一

投资要点

目标价: **39 港元**
 现价: 29.45 港元
 预计升幅: 33.9%

➤ 公司 2020 年 H1 收入逆势增长，营收和利润创历史新高

公司上半年实现营收人民币 313.86 亿元，同比增长 34.8%；毛利 41 亿，同比增长 164.3%；毛利率 13.06%，同比增加 6.4 个百分点；归母净利润 24.73 亿元，同比增长 329.8%。

重要数据

日期	2020-08-28
收盘价 (港元)	29.45
总股本 (百万股)	2,253
总市值 (百万港元)	66,400
净资产 (百万元)	19,296
总资产 (百万元)	34,655
52 周高低 (港元)	34.05/7.55
每股净资产 (元)	8.41

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 手机：业务结构向高价值方向调整，客户结构有效抵御行业波动

公司上半年手机及笔电业务收入为 185 亿元，同比下降 7%。其中：组装业务收入 99 亿元，同比下降 16.5%；零部件业务 86 亿元，同比增长 6.9%。从业务结构来看，公司的重心逐步向高价值量、高毛利率的零部件转移。根据彭博数据，今年上半年全球手机（含智能手机和功能机）总出货量为 6.95 亿部，同比下降 18.1%。其中：苹果逆势增长 5.2%，小米下降 3.5%，华为下降 11.1%，增速均高于行业增速。

在当前国际博弈背景下，公司的客户结构有望有效抵御行业波动风险。

➤ 北美大客户业务进入高速成长期，多业务领域增长潜力巨大

北美大客户方面，公司 2020 年 Pad 预计出货量为数百万台，并开始布局海外产能，未来有望成为 Pad 产品线的龙头供应商。公司不仅提供组装业务，还能导入金属和玻璃结构件；公司成为可穿戴新产品玻璃前盖的主要供应商，将于 2021 年年中量产；公司持续拓展北美大客户的更多核心产品业务。公司在智能家居、无人机、电子雾化器以及物联网等多个领域的产品也存在巨大增长空间。

主要股东

Golden Link Worldwide Limited (65.76%)
 Gold Dragonfly Limited (6.08%)

相关报告

比亚迪电子 (0285.HK) 跟踪报告：大客户战略显现成效，口罩业务锦上添花
 -20200512
 比亚迪电子 (0285.HK) 深度报告：客户关系与产能并进，组装与结构件协同
 -20191205

➤ 维持“买入”评级，上调目标价至 39 港元：

我们上调公司 2020~2021 年业务收入预测至 869 亿(+64%)、1185 亿(+36%) 和 1630 亿元(+38%)，净利润 54.7 亿(+243%)、49.1 (-10%) 亿和 71.8 亿元(+47%)，按照 2021 年 16 倍 PE 估值，公司合理价格为 39 港元/股。维持“买入”评级，股价有 33.9% 潜在上涨空间。

百万元人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	41,047	53,028	86,913	118,536	163,036
同比增长 (%)	5.86%	29.19%	63.90%	36.38%	37.54%
核心归母净利润	2,189	1,598	5,472	4,905	7,184
同比增长 (%)	-15.3%	-27.0%	242.5%	-10.4%	46.5%
核心归母净利率	5.3%	3.0%	6.3%	4.1%	4.4%
核心每股盈利	0.97	0.71	2.43	2.18	3.19
CORE PE@29.45HKD	26.85	36.68	10.72	11.96	8.17

数据来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

研究部

姓名: 杨森
 SFC: BJO644
 电话: 0755-21519190
 Email: yangsen@gyzq.com.hk

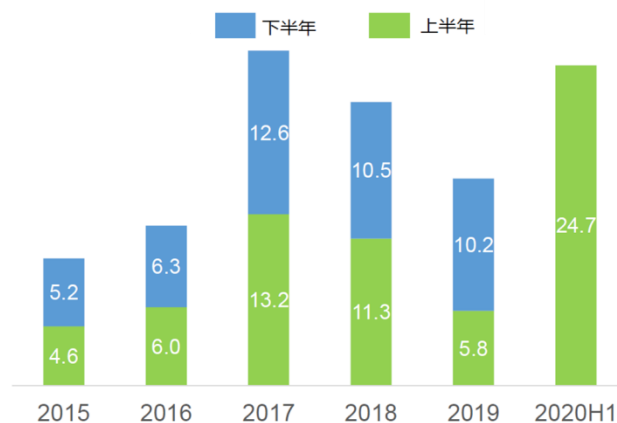
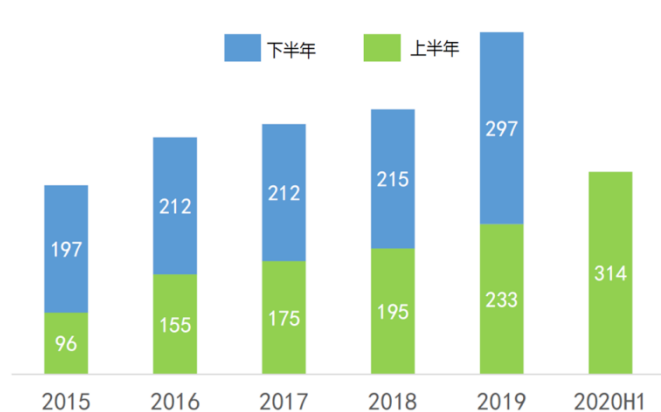
报告正文

公司 2020 年 H1 收入逆势增长，营收和利润创历史新高

公司上半年实现营收人民币 313.86 亿元，同比增长 34.8%；毛利 41 亿，同比增长 164.3%；毛利率 13.06%，同比增加 6.4 个百分点；归母净利润 24.73 亿元，同比增长 329.8%。

图 1：公司历年营业收入（亿元人民币）

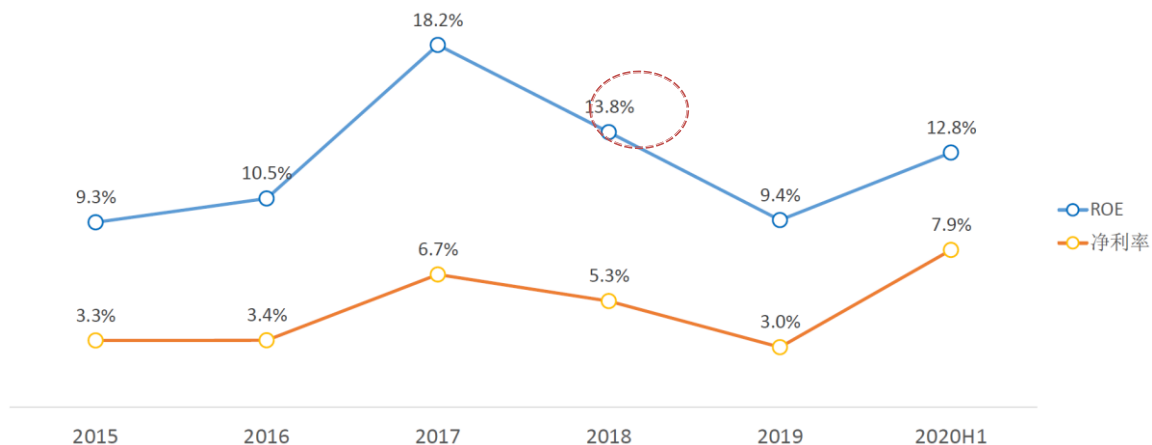
图 2：公司历年净利润（亿元人民币）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：公司历年 ROE 与净利率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

手机：业务结构向高价值方向调整，客户结构有效抵御行业波动

公司上半年手机及笔电业务收入为 185 亿元，同比下降 7%。其中：组装业务收入 99 亿元，同比下降 16.5%；零部件业务 86 亿元，同比增长 6.9%。从业务结构来看，公司的重心逐步向高价值量、高毛利率的零部件转移。

根据彭博数据，今年上半年全球手机（含智能手机和功能机）总出货量为 6.95 亿部，同比下降 18.1%。其中：苹果逆势增长 5.2%，小米下降 3.5%，华为下降 11.1%，

增速均高于行业增速。

在当前国际博弈背景下，公司的客户结构有望有效抵御行业波动风险。

表 1：全球手机厂商各季度手机（含智能机和功能机）出货量

手机厂商	2020年2季度	2020年1季度	2019年2季度	2019年1季度	2020年H1出货量同比增速
Samsung	56,454,538	64,016,007	83,180,822	78,513,109	-25.5%
Huawei	55,754,446	48,968,910	58,726,957	59,091,007	-11.1%
Apple	37,551,239	36,728,983	33,787,287	36,834,919	5.2%
Transsion	32,800,717	33,618,930	31,555,473	30,492,555	7.0%
Xiaomi	28,454,938	29,477,130	32,256,025	27,805,790	-3.5%
OPPO	23,948,850	22,784,567	29,528,100	23,070,826	-11.2%
vivo	23,653,308	24,832,325	28,353,182	23,176,761	-5.9%
HMD	11,640,558	14,957,855	17,376,508	18,290,632	-25.4%
Lenovo	8,031,032	5,951,118	9,558,293	9,793,617	-27.7%
Reliance Industries	1,002,712	5,032,634	11,346,253	10,192,158	-72.0%
Others	58,010,599	71,454,047	96,612,619	99,647,632	-34.0%
总计	337,302,937	357,822,506	432,281,519	416,909,006	-18.1%

资料来源：彭博、国元证券经纪（香港）整理

北美大客户产能大幅扩充，业务进入高速成长期

公司 2020 年 Pad 预计出货量为数百万台，并开始布局海外产能，未来有望成为 Pad 产品线的龙头供应商。公司不仅提供组装业务，还能够导入金属和玻璃结构件；

公司成为可穿戴新产品玻璃前盖的主要供应商，将于 2021 年年中量产；

公司持续拓展北美大客户的更多核心产品业务。

多业务领域增长潜力巨大，新型智能产品业务前景广阔

- 扫地机器人等智能家居产品出货量显著提升；
- 无人机的出货量和业务规模大幅提升，未来可期；
- 电子雾化器业务布局多年，和国际行业巨头合作，业务已经进入高速增长期；
- 物联网、商用设备、工业控制和游戏硬件等其他智能产品领域的增长潜力也非常巨大。

综合能力打造综合性平台，业务进入爆发期

我们认为公司依托卓越的技术研发能力、生产管理能力和客户关系能力，逐步成为高端制造领域平台型公司，产品矩阵越来越多样化，价值含量越来越高，在多个长赛道进行了有效布局，有力保障了未来 3 至 5 年公司收入和利润的高速增长。

上调目标价至 39 港元/股，维持“买入”评级

我们上调公司 2020~2021 年业务收入预测至 869 亿（+64%）、1185 亿（+36%）和

1630 亿元(+38%)，净利润 54.7 亿(+243%)、49.1(-10%) 亿和 71.8 亿元(+47%)，按照 2021 年 16 倍 PE 估值，公司合理价格为 39 港元/股。维持“买入”评级，股价有 33.9%潜在上涨空间。

表 2：公司盈利预测

百万元人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	41,047	53,028	86,913	118,536	163,036
同比增长(%)	5.86%	29.19%	63.90%	36.38%	37.54%
毛利率	2,189	1,598	5,472	4,905	7,184
核心归母净利润	-15.3%	-27.0%	242.5%	-10.4%	46.5%
同比增长(%)	5.3%	3.0%	6.3%	4.1%	4.4%
核心归母净利润率	0.97	0.71	2.43	2.18	3.19
核心每股盈利	26.85	36.68	10.72	11.96	8.17
CORE PE@29.45HKD	41,047	53,028	86,913	118,536	163,036

数据来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

表 3：收入和毛利率按业务预测

收入（亿元人民币）		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
口罩业务					200.00	25.00	10.00
手机及PC	手机组装	122.40	105.00	201.35	200.00	300.00	330.00
	笔电组装	81.60	70.00	67.12	45.00	35.00	30.00
	pad组装+iPod				120.00	400.00	700.00
	金属	130.00	130.00	113.10	114.23	159.92	215.90
	玻璃+陶瓷	3.00	15.00	30.00	60.00	102.00	142.80
	塑胶	20.00	34.00	43.35	30.00	30.00	30.00
新型智能产品		25.50	43.40	60.25	85.56	115.50	150.15
汽车智能系统		4.80	11.90	15.94	14.35	17.93	21.52
总计		387.30	409.30	531.11	869.13	1185.36	1630.36
毛利率		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
口罩业务					20.0%	20.0%	20.0%
手机及PC	手机组装（万）	1.5%	1.3%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
	笔电组装	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
	pad组装				3.0%	4.5%	5.0%
	金属	26.0%	21.0%	17.5%	20.0%	21.0%	22.0%
	玻璃+陶瓷	17.0%	17.0%	16.0%	20.0%	21.0%	22.0%
	塑胶	12.5%	12.0%	11.0%	9.0%	8.0%	7.0%
新型智能产品		9.0%	9.0%	9.0%	9.5%	11.0%	11.5%
智能汽车		13.0%	13.0%	13.0%	11.0%	11.5%	12.0%
总体毛利率		11.0%	10.1%	7.4%	10.7%	8.3%	8.7%

数据来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

损益表 (百万人民币)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	41,047	53,028	86,913	118,536	163,036
销售成本	-36,875	-49,071	-77,583	-108,683	-148,890
毛利	4,172	3,957	9,330	9,852	14,146
其他收入及收益	558	562	920	1,255	1,727
政府补助及补贴	287	237	262	275	268
研究及开发费用	-1,589	-2,088	-3,042	-4,149	-5,706
销售及分销开支	-229	-257	-304	-415	-571
行政开支	-536	-619	-782	-1,067	-1,467
其他开支	-28	-28	-28	-28	-28
金融资产减值亏损, 净值	-57	-16	-16	-16	-16
融资成本	-43	-31	-51	-70	-96
除税前溢利	2,536	1,696	6,290	5,638	8,258
所得税开支	-347	-99	-818	-733	-1,073
净利润(含少数股东权益)	2,189	1,598	5,472	4,905	7,184

资产负债表 (百万人民币)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
非流动资产合计	8,962	10,945	10,123	11,092	12,404
物业, 厂房及设备	7,634	8,617	8,896	9,910	11,200
预付土地租赁款项	381	-	191	95	143
预付款项, 应收款项及其他资产	399	567	483	525	504
无形资产	14	11	11	11	11
贷款予最终控股公司	399	399	399	399	399
递延税项资产	128	159	144	151	148
其他非流动金融资产	7	8	8	8	8
可供出售投资	-	-	-	-	-
流动资产合计	17,089	17,082	24,975	32,232	41,883
存货	4,768	5,401	9,643	13,174	18,277
应收账款及应收票据	7,209	9,567	11,816	16,115	22,165
预付款项及其它应收账款及其他资产	368	382	539	755	1,034
应收账款-融资	-	45	45	45	45
应收关联方款项-流动资产	3	0	2	1	1
已抵押银行存款-流动资产	-	20	10	15	13
现金及现金等价物	4,741	1,651	2,905	2,111	333
衍生金融资产	-	16	16	16	16
流动负债合计	10,062	10,399	16,378	22,786	31,131
应付账款及应付票据	7,892	7,340	11,605	16,256	22,270
应交税费	30	108	280	226	350
递延收入	16	-	66	32	66
租赁-流动负债	-	254	127	190	159
衍生金融负债	-	17	9	13	11
非流动负债合计	164	639	720	777	834
股东权益合计(含少数股东权益)	15,825	16,989	18,000	19,761	22,322
股本	4,052	4,052	4,053	4,054	4,055

基本假设与主要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	5.9%	29.2%	63.9%	36.4%	37.5%
其他收入及收益/营业收入	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
所得税开支/除税前净利	13.7%	5.8%	13.0%	13.0%	13.0%
研究及开发费用/营业收入	3.9%	3.9%	3.5%	3.5%	3.5%
销售及分销开支/营业收入	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
行政开支/营业收入	1.3%	1.2%	0.9%	0.9%	0.9%
融资成本/营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
应收账款及应收票据/营业收入	17.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
预付款项及其它应收账款/营业收入	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
存货/营业成本	12.9%	11.0%	12.4%	12.1%	12.3%
应付账款及应付票据/营业成本	21.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
流动负债递延收入/除税前溢利	0.6%	0.0%	1.0%	0.6%	0.8%

现金流量表 (百万人民币)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
除税前溢利	2,536	1,696	6,290	5,638	8,258
融资成本	-43	-31	-51	-70	-96
利息收入	-51	-54	-108	-147	-202
政府补助及补贴	-80	-10	-45	-27	-36
出售物业, 厂房及设备之亏损	14	17	16	16	16
折旧	1,918	2,051	1,835	1,794	1,814
无形资产摊销	8	7	8	8	8
确认预付土地租赁款项	7	217	112	112	112
应收贸易账款减值	71	20	46	46	46
存货减值	42	25	34	34	34
营运资本变动前之现金流量	4,496	3,998	8,127	7,394	9,944
经营活动之现金	5,104	402	6,345	4,493	5,049
经营活动产生的现金流量净额	4,781	379	5,580	3,812	4,028
购买物业, 厂房及设备	-2,317	-2,745	-2,899	-3,188	-3,507
预付土地租赁款项增加	-149	-106	-128	-117	-122
出售/(增加)其他无形资产	3	-4	-1	-2	-1
已抵押存款(增加)/减少	0	-20	-10	-15	-13
出售物业, 厂房及设备所得款	40	23	77	88	83
获得政府补助	124	-	124	124	124
购买可供出售投资	-	-	-	-	-
已抵押存款(增加)/减少	0	-	-	-	-
出售金融产品所得款项	26	-	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	-561	-623	-1,489	-1,494	-2,368
现金及现金等价物净增加额	1,928	-3,097	1,256	-793	-1,777
期初现金及现金等价物余额	2,822	4,741	1,651	2,905	2,111
汇率变动对现金的影响	-9	6	-1	-1	-1
期末现金及现金等价物余额	4,741	1,651	2,905	2,111	333

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313