

## 公司报告

招商证券(香港)有限公司  
证券研究部

## 比亚迪股份 (1211 HK)

## 半导体分拆开启价值重估, DM-i和纯电平台迎重大突破

- 12月新能源车销量同比增长120%, 汉销量再创新高, 订单需求强劲
- 半导体分拆上市, 与动力电池业务先后催化公司价值释放
- 超级混动和纯电动平台再迎重大突破, 维持买入评级及目标价340港元

## 新能源车强劲增长, 汉销量再创新高

公司12月汽车销量5.6万辆, 同比/环比增长30%/4%, 单月销量再创2019年以来最高。20年销量为42.7万辆, 同比减少7%, 其中四个季度分别同比-48%/-12%/+2%/+26%。1) 新能源车: 12月同比增长120%至2.9万辆, 环比增长8%, 占比升至全年最高的51%。20年销售19万辆, 同比减少17%, 四个季度分别同比-70%/-47%/+7%/+113%, 四季度开启翻倍增长。a) 新能源乘用车: 12月/全年销售2.8万/17.9万辆, 同比+158%/-18%, 四季度同比增长125%。汉12月销量再创新高至1.2万辆, 占公司新能源乘用车销量的44%, 其中汉EV超9千辆; 月新增订单约1万辆。b) 新能源商用车: 12月销售1.2千辆, 20年下半年稳定在1.2千辆左右, 全年1.1万辆, 同比增长5%。2) 燃油车: 12月/全年销售2.7万/23.7万辆, 同比-9%/+2%。

## 半导体分拆上市拉开价值重估序幕

公司近日发布公告, 拟筹划将控股72.3%的比亚迪半导体分拆上市。点评: 1) 地位: 比亚迪半导体是国内车规级半导体龙头。功率半导体是电动车电驱效率的关键, 市场长期被国外厂商垄断, 比亚迪半导体市占率18%排名第二, 是国产替代主力; 旗下IGBT已达到第5代, SiC模块已达第3代并批量装配汉, 第4代也正在开发中, 并计划2021年自建SiC产线。2) 影响: 半导体属资金密集型行业, 分拆上市有利于拓宽融资渠道, 助力研发和产能投入; 有利于拓展上下游, 加速产品外供(目前外供率约40%), 抢抓国产替代机遇。3) 估值: 2020年上半年融资后估值102亿元人民币。可比公司斯达半导(603290 SH, 未评级)以工业级半导体为主, 当前市值428亿元人民币, 比亚迪车规级半导体在赛道属性、技术门槛、市场空间及单品价值等方面远优于斯达, 估值释放空间巨大。4) 动力电池: 行业磷酸铁锂电池市占率大幅回升, 公司刀片电池竞争优势突出, 预计今明两年电池业务开始大规模外供, 未来分拆上市后将引发新一轮估值释放。

## 关注超级混动和纯电动平台两大突破

1) 超级混动: 继汉在纯电高端车市场成功突破后, 公司将于本月上旬发布超级混动DM-i平台, 颠覆性实现油电平价, 是公司新能源车领域第二次重大突破。首款车型秦PLUS将启动预售, 宋Pro、宋Max等也将推出DM-i平台车型, 替代燃油车的进程有望加速。2) 全新纯电动平台: 预计二季度发布, 驱动/充电模块的集成能力大幅提高, 驾驶性能、智能化方面融入大量的创新技术。维持公司买入评级, 按分部加总估值法(见图13), 维持公司目标价340.0港元(3.8x FY21E P/S)。

## 财务数据

(人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业额	121,791	121,778	145,974	207,007	255,656
同比增长	18.6%	0.0%	19.9%	41.8%	23.5%
净利润	2,780	1,614	4,938	6,462	8,124
同比增长	-31.6%	-41.9%	205.9%	30.8%	25.7%
每股盈利(人民币元)	0.93	0.50	1.81	2.37	2.98
每股股息(人民币元)	0.20	0.06	0.18	0.24	0.30
市盈率(x)	206.6	384.3	106.1	81.1	64.5
市销率(x)	4.3	4.3	3.9	2.8	2.1
ROE	5.0%	2.8%	8.0%	9.6%	10.8%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测; 截至2021年1月5日收盘价

梁勇活

+86 755 8290 4571

liangy6@cmschina.com.cn

杨岱东

+86 755 8323 5354

yangdd2@cmschina.com.cn

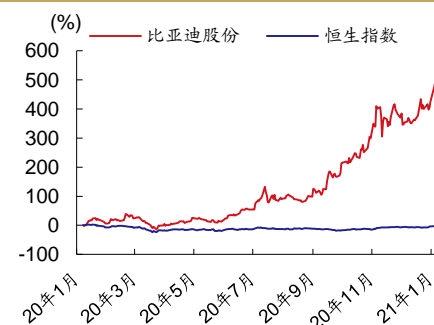
## 最新变动

20年12月销量强劲增长; 半导体拟分拆上市

## 买入

前次评级	买入
股价	229.6港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	340.0港元(+48%)
前次目标价	340.0港元

## 股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
1211 HK	32.8	283.9	484.1
恒生指数	3.0	9.0	(2.8)

行业: 汽车汽配

恒生指数	27,650
国企指数	10,774

## 重要数据

52周股价区间(港元)	33.5-235.0
港股市值(百万港元)	626,382
日均成交量(百万股)	10.87
每股净资产(人民币)	22.56

## 主要股东

王传福	18.83%
吕向阳	8.77%
BERKSHIRE HATHAWAY INC.	8.25%
总股数(百万股)	2,728
自由流通量	64.15%

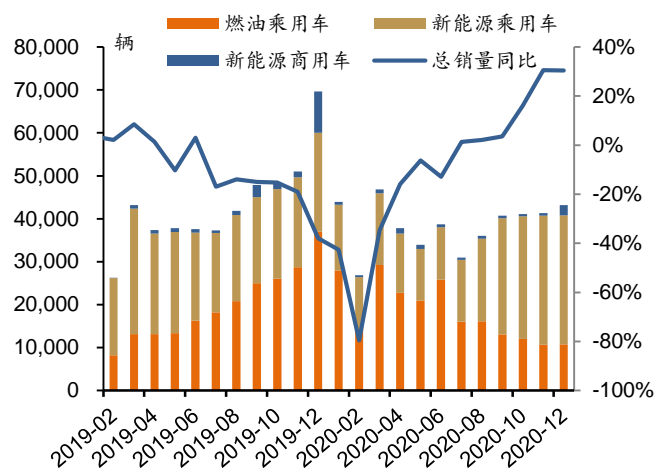
资料来源: 贝格数据

## 相关报告

1. 比亚迪股份(1211 HK) - 解决新能源车安全和价格两大痛点, 销量爆发势如破竹(2020/12/4)
2. 比亚迪股份(1211 HK) - 开门造车拉开序幕, 垂直整合优势凸显(2020/11/17)
3. 比亚迪股份(1211 HK) - 首次覆盖: 新能源车重回高速增长, 全产业链价值释放(2020/11/6)

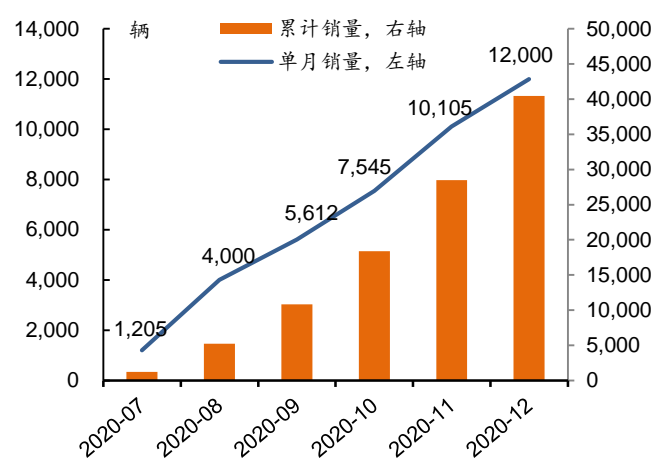
## 重点图表

图1: 比亚迪月销量及同比增速



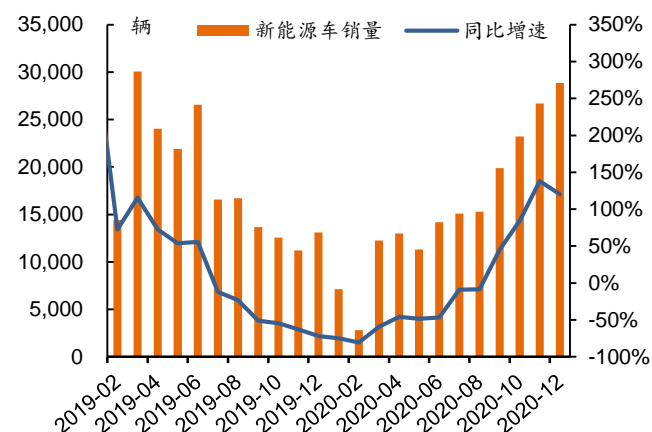
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图2: 比亚迪汉月销量爬坡



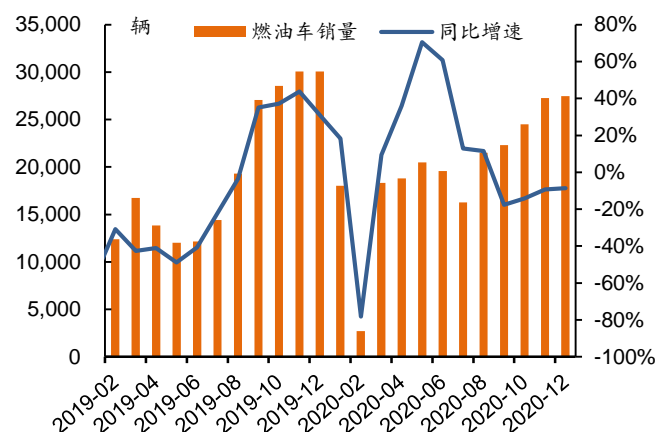
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图3: 比亚迪新能源车 (含商用) 月销量及同比增速



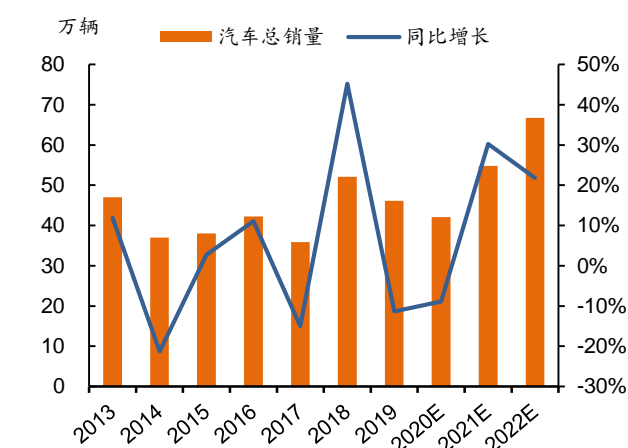
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图4: 比亚迪燃油车月销量及同比增速



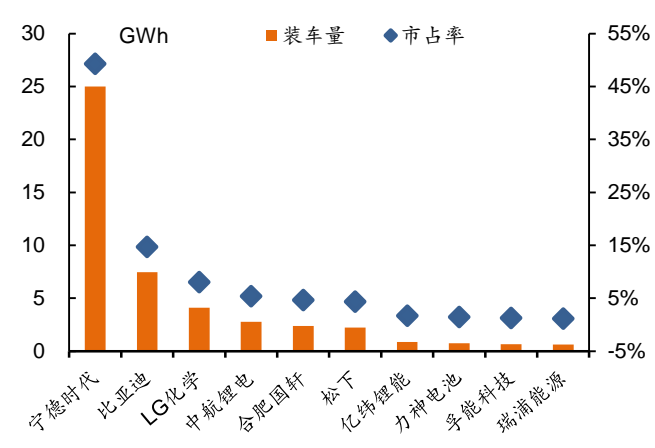
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图5: 公司汽车年度销量预测 (乘用+商用)



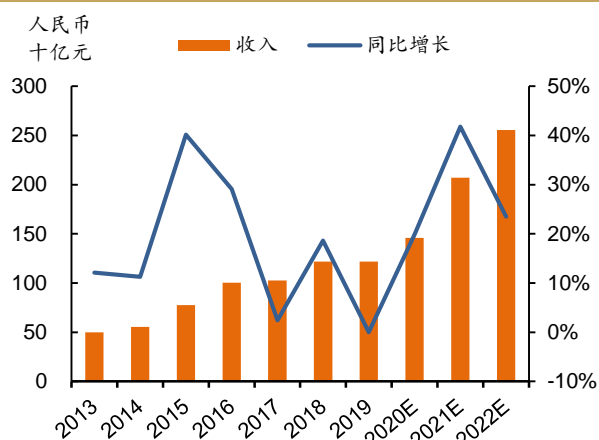
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图6: 2020年1-11月中国动力电池装车量排名及市占率



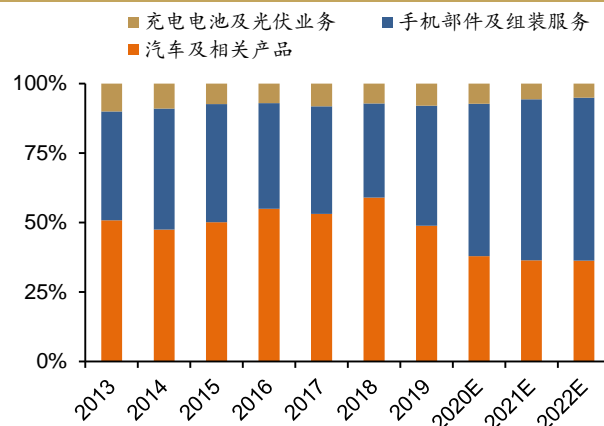
资料来源: 动力电池产业创新联盟, 招商证券 (香港)

图7: 公司收入预测



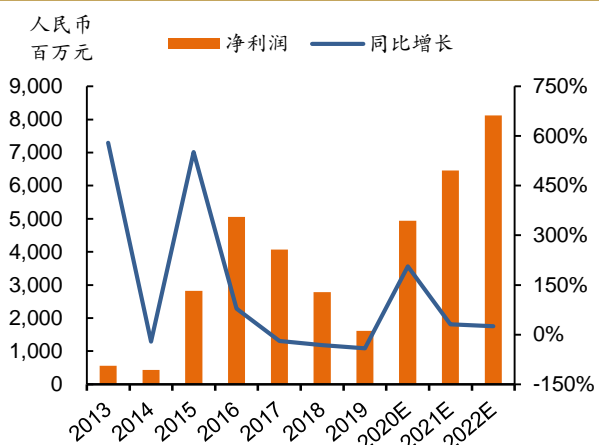
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图8: 公司收入结构预测



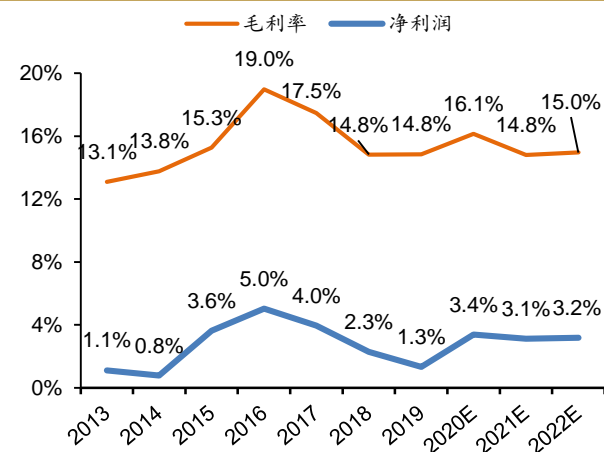
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图9: 公司净利润预测



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图10: 公司毛利率及净利润率预测



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 11: 2019 年中国新能源汽车功率模块市场份额

序号	企业名称	配套量 (万套)	市场份额	注册地
1	英飞凌科技	62.8	58.2%	德国
2	比亚迪半导体	19.4	18.0%	中国
3	三菱电机	5.6	5.2%	日本
4	赛米控	3.3	3.0%	德国
5	斯达股份	1.7	1.6%	中国
6	电装	1.7	1.6%	日本
7	法雷奥	1.4	1.3%	德国
8	德尔福	1.0	0.9%	美国
9	中车时代电气	0.8	0.8%	中国
10	东芝	0.3	0.3%	日本
其他		9.8	9.1%	n.a

资料来源: NE时代, 招商证券 (香港)

图 12: 比亚迪半导体股权结构

序号	股东名称	股份数量 (股)	持股比例
1	比亚迪股份有限公司	325,356,668.00	72.30%
2	深圳市红杉瀚辰股权投资合伙企业 (有限合伙)	13,235,292.00	2.94%
3	先进制造产业投资基金 (有限合伙)	11,029,410.00	2.45%
4	深圳红杉智辰投资合伙企业 (有限合伙)	8,823,528.00	1.96%
5	Himalaya Capital Investors, L. P.	8,823,528.00	1.96%
6	厦门瀚尔清芽投资合伙企业 (有限合伙)	8,823,528.00	1.96%
7	湖北小米长江产业基金合伙企业 (有限合伙)	7,731,616.00	1.72%
8	启鹭 (厦门) 股权投资合伙企业 (有限合伙)	6,617,646.00	1.47%
9	深圳中航凯晟汽车半导体投资合伙企业 (有限合伙)	6,617,646.00	1.47%
10	深圳市鑫迪芯投资合伙企业 (有限合伙)	6,617,646.00	1.47%
11	爱思开 (中国) 企业管理有限公司	6,617,646.00	1.47%
12	中电中金 (厦门) 智能产业股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	3,970,588.00	0.88%
13	中金浦成投资有限公司	2,205,882.00	0.49%
14	中金启辰 (苏州) 新兴产业股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	2,205,882.00	0.49%
15	深圳市伊敦传媒投资基金合伙企业 (有限合伙)	2,205,882.00	0.49%
16	湖北省联想长江科技产业基金合伙企业 (有限合伙)	2,205,882.00	0.49%
17	珠海镭丰投资管理中心 (有限合伙)	2,205,882.00	0.49%
18	招银成长叁号投资 (深圳) 合伙企业 (有限合伙)	1,985,292.00	0.44%
19	中金传化 (宁波) 产业股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	1,323,531.00	0.29%
20	联通中金创新产业股权投资基金 (深圳) 合伙企业 (有限合伙)	1,323,531.00	0.29%
21	珠海横琴安创领鑫股权投资合伙企业 (有限合伙)	1,323,531.00	0.29%
22	新余华腾投资管理有限公司	1,102,941.00	0.25%
23	苏州聚源铸芯创业投资合伙企业 (有限合伙)	882,351.00	0.20%
24	深圳安鹏创投基金企业 (有限合伙)	882,351.00	0.20%
25	珠海尚顺华金汽车产业股权投资基金 (有限合伙)	882,351.00	0.20%
26	深圳华强实业股份有限公司	882,351.00	0.20%
27	上海元昊投资管理有限公司	882,351.00	0.20%
28	张家港博华创业投资合伙企业 (有限合伙)	882,351.00	0.20%
29	广州佳诚九号创业投资合伙企业 (有限合伙)	882,351.00	0.20%
30	深圳市松禾创业投资有限公司	882,351.00	0.20%
31	深圳市创新投资集团有限公司	882,351.00	0.20%
32	平潭华业成长投资合伙企业 (有限合伙)	882,351.00	0.20%
33	深圳市惠友豪创科技投资合伙企业 (有限合伙)	882,351.00	0.20%
34	深圳市共同家园管理有限公司	882,351.00	0.20%
35	深圳市碧桂园创新投资有限公司	882,351.00	0.20%
36	中小企业发展基金 (深圳南山有限合伙)	882,351.00	0.20%
37	深圳市远致华信新兴产业股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	882,351.00	0.20%
38	深圳市伯翰视芯半导体合伙企业 (有限合伙)	882,351.00	0.20%
39	Starlight Link Investment Company Limited	882,351.00	0.20%
40	深圳市英创盈投资有限公司	661,765.00	0.15%
41	深圳市天河星供应链有限公司	441,175.00	0.10%
42	深圳市建信远致智能制造股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	441,175.00	0.10%
43	珠海火晴石网络科技有限公司	441,175.00	0.10%
44	上海正海聚亿投资管理中心 (有限合伙)	441,175.00	0.10%
45	深圳市招银共赢股权投资合伙企业 (有限合伙)	220,590.00	0.05%
合计		450,000,000.00	100.00%

资料来源: 公司公告、招商证券 (香港)

图 13: 分部加总估值

业务板块	估值方法	估值倍数	2021E 估值 (人民币百万元)	占比
新能源乘用车	P/S	6.0x FY21E P/S	254,922	32%
新能源商用车	P/S	4.0x FY21E P/S	58,388	7%
燃油车	P/S	1.4x FY21E P/S	45,927	6%
手机部件及组装服务	P/E	16x FY21E P/E	57,869	7%
二次充电电池及光伏业务	P/S	1.0x FY21E P/S	11,759	1%
动力电池	内含价值	n.a	312,732	39%
比亚迪半导体	内含价值	n.a	51,971	7%
云轨*	内含价值	n.a	0	0%
<b>整体价值 (人民币百万元)</b>			<b>793,567</b>	
股数 (百万股)			2,728	
每股价值 (人民币)			291	
汇率 (港元/人民币)			1.1682	
<b>每股价值 (港元)</b>			<b>340</b>	

\*注: 云轨业务的政策不确定性大。保守起见, 我们给予该项业务估值为零; 资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测



2021 年 1 月 6 日 (星期三)

## 行业估值比较

	彭博	货币	招商证券	股价	招商证券	上涨	市值	市盈率(x)		市净率(x)		市销率(x)		PEG(x)	
公司	代码		评级		目标价	空间	(百万美元)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
汽车制造商															
特斯拉	TSLA US	美元	未评级	735.1	n.a	n.a	696,811	326.8	189.8	41.9	33.8	22.4	15.0	-1.0	2.6
蔚来汽车	NIO US	美元	未评级	53.2	n.a	n.a	83,675	n.a	n.a	51.7	74.2	33.8	16.8	n.a	n.a
小鹏汽车	XPEV US	美元	未评级	42.3	n.a	n.a	33,444	n.a	n.a	9.5	13.7	39.6	16.0	n.a	n.a
理想汽车	LI US	美元	未评级	31.0	n.a	n.a	27,816	n.a	n.a	10.2	9.5	20.4	10.0	n.a	-263.7
平均								326.8	189.8	28.3	32.8	29.1	14.5	-1.0	-130.5
比亚迪股份	1211 HK	港元	买入	229.6	340.0	48%	88,852	106.1	81.1	8.5	7.8	3.9	2.8	0.4	4.4
港股整车公司															
长城汽车	2333 HK	港元	买入	25.2	审视中	n.a	46,092	41.1	23.6	3.4	3.1	3.1	2.5	9.3	0.3
吉利汽车	175 HK	港元	买入	26.4	30.0	14%	33,363	26.7	18.9	3.2	3.3	2.2	1.9	-3.7	0.5
华晨中国	1114 HK	港元	买入	6.5	10.0	53%	4,249	3.9	3.5	0.7	0.6	9.0	8.6	1.1	0.3
广汽集团	2238 HK	港元	未评级	8.3	n.a	n.a	17,019	10.5	8.1	0.8	0.8	1.9	1.7	1.6	0.3
东风集团	489 HK	港元	未评级	8.7	n.a	n.a	9,712	6.6	5.2	0.5	0.4	0.6	0.6	-0.3	0.2
平均								17.8	11.8	1.7	1.6	2.0	1.6	1.6	0.3
半导体公司															
斯达半导	603290 CH	人民币	未评级	267.5	n.a	n.a	6,629	225.6	156.6	38.7	32.0	44.7	33.3	20.4	3.6
动力电池公司															
宁德时代	300750 CH	人民币	未评级	402.0	n.a	n.a	145,046	180.3	127.2	16.5	14.7	19.0	13.8	14.1	3.0
科技硬件公司															
立讯精密	002475 CH	人民币	未评级	56.3	n.a	n.a	60,960	54.9	38.8	14.3	10.7	4.3	3.2	0.9	0.9
歌尔股份	002241 CH	人民币	未评级	38.5	n.a	n.a	19,341	44.8	32.1	6.6	5.6	2.4	1.7	0.4	0.8
舜宇光学	2382 HK	港元	买入*	181.1	160.0	-12%	25,620	38.0	29.4	10.4	8.0	3.9	3.2	2.5	1.0
比亚迪电子	285 HK	港元	未评级	42.0	n.a	n.a	12,191	14.2	15.7	3.6	3.0	1.0	0.8	0.1	-1.7
瑞声科技	2018 HK	港元	买入*	45.2	65.0	44%	7,037	32.1	18.5	2.3	2.1	2.6	2.2	-1.0	0.3
平均								36.8	26.9	7.4	5.9	2.8	2.2	0.6	0.3
整体平均								79.4	53.5	13.1	13.1	12.6	7.9	3.2	1.2
不含港股整车公司平均								113.6	76.6	17.8	17.9	16.5	9.9	4.1	1.7

资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测, 收盘价截至2021年1月5日, 未评级公司基于市场共识;

\*注: 所有市销率平均均不含华晨中国; \*\*舜宇光学和瑞声科技由招商证券(香港)硬件科技团队覆盖

## 财务预测表

## 资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>115,359</b>	<b>106,967</b>	<b>112,273</b>	<b>122,972</b>	<b>142,644</b>
现金及现金等价物	11,151	11,674	14,037	20,978	30,125
存货	26,330	25,572	26,929	29,984	34,784
应收账款及应收票据	44,240	40,135	43,792	41,401	46,018
预付款项及其它应收款项	13,437	13,088	11,017	14,110	15,218
其他流动资产	20,201	16,498	16,498	16,498	16,498
<b>非流动资产</b>	<b>79,212</b>	<b>88,675</b>	<b>99,709</b>	<b>115,912</b>	<b>138,087</b>
物业、工厂及设备	49,485	55,296	63,455	77,489	94,965
预付土地租赁款项	6,277	7,241	7,241	7,241	7,241
无形资产	10,272	11,888	13,882	17,094	21,066
长期预付款	4,233	5,303	6,260	5,291	6,087
于合营/联营公司之权益	3,561	4,060	3,984	3,910	3,839
其他非流动资产	5,383	4,887	4,887	4,887	4,887
<b>资产合计</b>	<b>194,571</b>	<b>195,642</b>	<b>211,982</b>	<b>238,883</b>	<b>280,730</b>
<b>流动负债</b>	<b>116,569</b>	<b>108,029</b>	<b>115,620</b>	<b>129,852</b>	<b>156,043</b>
应付账款及应付票据	45,222	35,341	37,525	39,864	44,646
短期借款	50,768	54,062	59,468	71,362	92,770
拨备	1,855	1,824	1,824	1,824	1,824
其他流动负债	18,724	16,802	16,802	16,802	16,802
<b>非流动负债</b>	<b>17,308</b>	<b>25,011</b>	<b>27,203</b>	<b>32,025</b>	<b>37,810</b>
长期借款	13,924	21,916	24,108	28,930	34,716
递延收入	1,922	2,232	2,232	2,232	2,232
其他非流动负债	1,462	863	863	863	863
<b>负债合计</b>	<b>133,877</b>	<b>133,040</b>	<b>142,822</b>	<b>161,876</b>	<b>193,853</b>
股本	2,728	2,728	2,728	2,728	2,728
储备	48,574	49,640	54,414	60,375	67,844
永续债	3,896	4,395	4,395	4,395	4,395
<b>股东应占权益</b>	<b>55,198</b>	<b>56,762</b>	<b>61,537</b>	<b>67,498</b>	<b>74,967</b>
少数股东权益	5,496	5,839	7,623	9,509	11,910
<b>总权益</b>	<b>60,694</b>	<b>62,601</b>	<b>69,160</b>	<b>77,007</b>	<b>86,877</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>194,571</b>	<b>195,642</b>	<b>211,982</b>	<b>238,883</b>	<b>280,730</b>

## 现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>12,523</b>	<b>14,741</b>	<b>20,486</b>	<b>23,460</b>	<b>24,934</b>
税前盈利	4,386	2,431	7,557	9,383	11,827
财务费用净额	3,293	3,134	3,900	4,270	5,054
联营/合营企业应占溢利	225	423	76	74	71
折旧摊销	9,282	9,469	10,633	12,233	14,957
营运资金变动	(4,482)	(1,307)	(760)	(1,418)	(5,743)
已付税费	(806)	(445)	(835)	(1,035)	(1,302)
其它经营活动现金流	626	1,037	(86)	(46)	70
<b>投资活动现金流</b>	<b>(14,231)</b>	<b>(20,881)</b>	<b>(21,462)</b>	<b>(28,228)</b>	<b>(36,920)</b>
资本支出	(14,250)	(12,434)	(20,787)	(29,478)	(36,406)
非流动预付款增加	(3,013)	(7,396)	(957)	968	(796)
共同控制实体注资	(789)	(918)	0	0	0
其它投资活动现金流	3,821	(133)	282	282	282
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,917</b>	<b>6,610</b>	<b>3,338</b>	<b>11,709</b>	<b>21,133</b>
发行新股	0	0	0	0	0
净借款	1,531	7,179	7,598	16,715	27,194
已付利息	(3,295)	(3,440)	(4,096)	(4,505)	(5,406)
已付股息	(385)	(557)	(164)	(501)	(655)
其它筹资活动现金流	6,065	3,428	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>2,209</b>	<b>470</b>	<b>2,363</b>	<b>6,941</b>	<b>9,147</b>
汇兑损益	6	53	0	0	0
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>11,151</b>	<b>11,674</b>	<b>14,037</b>	<b>20,978</b>	<b>30,125</b>

## 利润表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>121,791</b>	<b>121,778</b>	<b>145,974</b>	<b>207,007</b>	<b>255,656</b>
营业成本	(103,724)	(103,702)	(122,407)	(176,374)	(217,402)
<b>毛利</b>	<b>18,067</b>	<b>18,076</b>	<b>23,567</b>	<b>30,633</b>	<b>38,254</b>
销售费用	(4,729)	(4,346)	(5,109)	(6,624)	(7,670)
管理费用	(3,826)	(4,232)	(5,109)	(6,210)	(7,670)
研发费用	(4,989)	(5,629)	(5,839)	(7,245)	(8,948)
其他收入	3,875	3,469	3,043	3,043	3,043
<b>营业利润</b>	<b>8,396</b>	<b>7,337</b>	<b>10,553</b>	<b>13,597</b>	<b>17,011</b>
财务费用	(3,481)	(3,487)	(2,919)	(4,140)	(5,113)
应占合营公司溢利	(278)	(435)	(90)	(88)	(86)
应占联营公司溢利	53	13	14	15	16
营业外收入	(305)	(996)	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>4,386</b>	<b>2,431</b>	<b>7,557</b>	<b>9,383</b>	<b>11,827</b>
应交所得税	(829)	(312)	(835)	(1,035)	(1,302)
<b>本年利润</b>	<b>3,556</b>	<b>2,119</b>	<b>6,722</b>	<b>8,348</b>	<b>10,525</b>
少数股东损益	(776)	(504)	(1,784)	(1,887)	(2,401)
<b>股东应占利润</b>	<b>2,780</b>	<b>1,614</b>	<b>4,938</b>	<b>6,462</b>	<b>8,124</b>
<b>每股收益 (元)</b>	<b>0.93</b>	<b>0.50</b>	<b>1.81</b>	<b>2.37</b>	<b>2.98</b>

## 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	18.6%	0.0%	19.9%	41.8%	23.5%
营业利润	2.5%	-12.6%	43.8%	28.8%	25.1%
净利润	-31.6%	-41.9%	205.9%	30.8%	25.7%
<b>获利能力</b>					
毛利润率	14.8%	14.8%	16.1%	14.8%	15.0%
营业利润率	6.9%	6.0%	7.2%	6.6%	6.7%
净利率	2.3%	1.3%	3.4%	3.1%	3.2%
ROE	5.0%	2.8%	8.0%	9.6%	10.8%
ROA	1.4%	0.8%	2.3%	2.7%	2.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	68.8%	68.0%	67.4%	67.8%	69.1%
净负债比例	97.0%	113.3%	113.0%	117.5%	129.9%
流动比率	0.99	0.99	0.97	0.95	0.91
速动比率	0.76	0.75	0.74	0.72	0.69
<b>营运能力</b>					
资产周转天数	558	585	510	397	371
存货周转天数	81	91	78	59	54
应收账款周转天数	146	126	105	75	62
应付账款周转天数	149	142	109	80	71
<b>每股资料 (人民币元)</b>					
每股盈利	0.93	0.50	1.81	2.37	2.98
每股现金流	4.59	5.40	7.51	8.60	9.14
每股净资产	20.23	20.81	22.56	24.74	27.48
每股派息	0.20	0.06	0.18	0.24	0.30
<b>估值比率</b>					
P/E	206.6	384.3	106.1	81.1	64.5
P/B	9.5	9.2	8.5	7.8	7.0

资料来源: 公司报表、招商证券 (香港)

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

### 监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到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。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分



发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员进行开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828