

2020年12月06日

# 新旗舰“汉”销量破万 供给创造需求

## 比亚迪(002594)

### 事件概述

公司发布11月销量快报:11月汽车销售5.39万辆,环比+13.0%,同比+30.6%。新能源汽车销售2.67万辆,其中,新能源乘用车销售2.56万辆,环比+15.9%,同比+139.4%;新能源商用车销售1,137辆,环比-3.0%,同比+108.6%。燃油车销售2.73万辆,环比+11.2%,同比-9.4%。

### 分析判断:

#### 销量增幅高于行业 新旗舰车型引领增长

据中汽协预计,国内11月汽车行业销量预估完成273.3万辆,环比+6.2%,同比+11.1%。公司11月完成新车销量5.39万辆,环比+13.0%,同比+30.6%,远超行业平均水平。

新旗舰“汉”11月销售破万,达到10,105台,环比+33.9%,7月上市以来已累计销售28,467台。预计随刀片电池产能提升,“汉”的月销量有望持续突破。在新旗舰车型带动下,公司1-11月销售新车累计37.1万辆,同比-11.4%,较1-10月累计同比降幅收窄4.6pct。其中,新能源乘用车累计销售15.1万辆,同比-27.4%,较1-10月同比降幅收窄9.0pct;新能源商用车1-11月累计销售9,388辆,同比+20.8%,较1-10月同比增幅扩大6.6pct;燃油车1-10月累计销售21.0万辆,同比+4.0%,较1-10月同比增幅下降2.3pct。

#### 融资加码正向开发 供给质变助推新品周期

公司拟增发H股融资,拟发行数量不超过2019年度股东大会召开日已发行H股股份总数的20%,所得净募集资金拟将用于补充营运资金、偿还带息债务、研发投入以及一般企业用途。当前公司正向开发车型市场表现良好,新旗舰“汉”以刀片电池、SiC功率模块、DiLink3.0智能网联系统、DiPilot智能驾驶辅助系统等科技配置赢得市场,此外:1)唐家族11月销售3,972辆,1-11月累计销售32,054辆,其中新唐DM以DM-p专业插混平台赋能;2)宋家族11月销售24,647辆,创年内月销新高,1-11月累计销售180,716辆;3)秦家族11月销售7,885辆,1-11月累计销售75,550辆;4)元(EV)11月销售1,260辆,1-11月累计销售15,012辆;5)e家族11月销售3,258辆,1-11月累计销售21,434辆。融资将加速正向研发成果落地,助推公司新品大周期持续向好。预计今年新车销售将超过42万辆,明年有望接近50万辆。

#### 供应链业务对外开放 打开广阔成长空间

公司正向开发技术积累深厚:1)拥有纯电e平台及混动

### 评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	
最新收盘价:	171.86
股票代码:	002594
52周最高价/最低价:	198.85/43.19
总市值(亿)	4,688.59
自由流通市值(亿)	1,968.94
自由流通股数(百万)	1,145.67



分析师: 崔琰  
邮箱: cuiyan@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080006

联系人: 吴迪  
邮箱: wudi3@hx168.com.cn

### 相关研究

- 比亚迪(002594.SZ)2020年10月销量点评: 新旗舰引领增长  
2020.11.06
- 比亚迪(002594.SZ)季报点评: 业绩向上龙头启航 新品周期势不可挡  
2020.10.30
- 比亚迪(002594)业绩预告点评: 业绩预告上调 新能源龙头启航  
2020.10.13

DM 系统方案；2) 新能源汽车电池、电机、电控及 IGBT、MCU 半导体等核心零部件领域逐步实现自主可控；3) 与丰田成立合资公司，印证技术能力得到海外巨头认可。随着弗迪系五家公司的成立，以及比亚迪半导体成功引入战投，公司零部件市场化已经迈入新阶段，核心部件及平台方案外供条件已成熟。预计公司供应链业务的对外开放将逐步取得客户认可，全面对外合作的实现将帮助公司业绩打开更为广阔的成长空间。

### 投资建议

维持盈利预测和评级不变。预计公司 2020-2022 年的归母净利润依次为 51.21/60.82/73.93 亿元，对应的 EPS 依次为 1.88/2.23/2.71 元，当前股价对应的 PE 为 92/77/63 倍。弗迪系公司的独立运营、比亚迪半导体成功引入战投、动力电池外供客户持续拓展等，将使公司整车业务延伸至核心零部件及系统方案供应，拓展业务空间，持续获得价值增量。维持增持评级。

### 风险提示

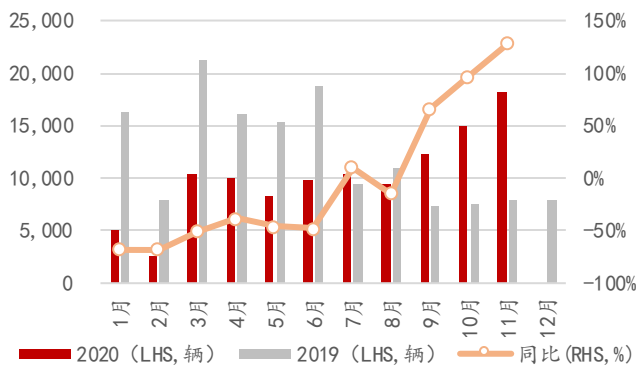
新能源汽车行业景气度回升不及预期，市场竞争加剧导致新车型销量不及预期，市占率提升不及预期等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	130,055	127,739	154,679	175,853	199,013
YoY (%)	22.8	-1.8	21.1	13.7	13.2
归母净利润(百万元)	2,780	1,614	5,121	6,082	7,393
YoY (%)	-31.6	-41.9	217.2	18.8	21.6
毛利率 (%)	16.4	16.3	19.7	19.8	19.9
每股收益 (元)	1.02	0.59	1.88	2.23	2.71
ROE (%)	5.0	2.8	8.2	8.9	9.8
市盈率	168.64	290.41	91.55	77.09	63.42

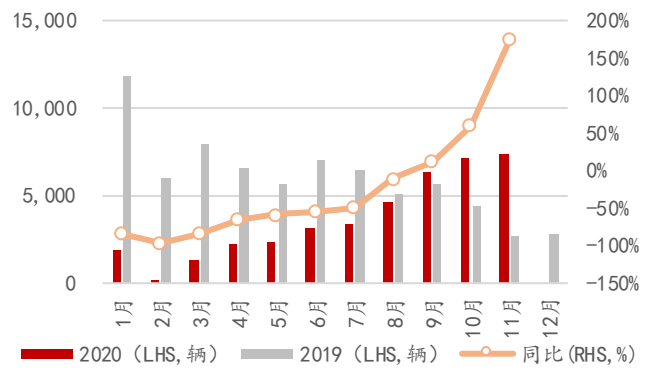
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 公司纯电乘用车月度批发销量及同比 (辆; %)



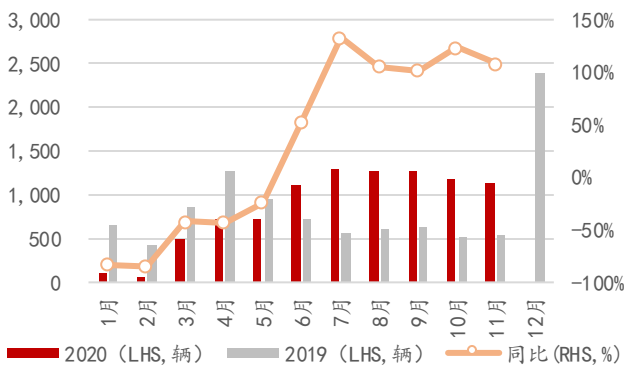
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 2 公司插电乘用车月度批发销量及同比 (辆; %)



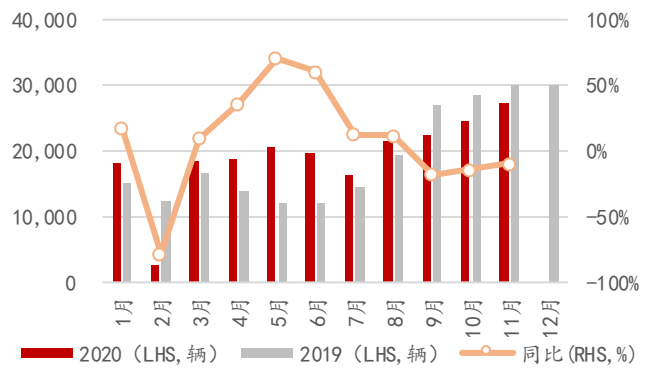
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 3 公司商用车月度批发销量及同比 (辆; %)



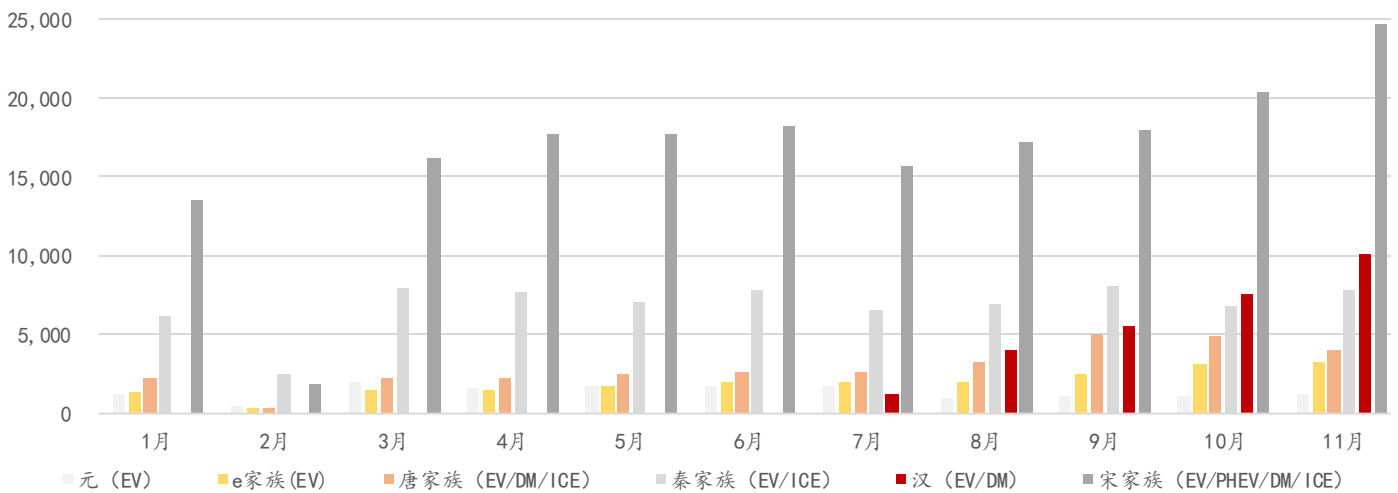
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 4 公司燃油车月度批发销量及同比 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 5 公司重点车型 2020 年月度批发销量 (辆)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	127,739	154,679	175,853	199,013	净利润	2,119	7,342	8,720	10,600
YoY (%)	-1.8	21.1	13.7	13.2	折旧和摊销	9,840	5,853	6,253	6,653
营业成本	106,924	124,216	141,089	159,316	营运资金变动	-1,631	-7,078	-4,835	-5,313
营业税金及附加	1,561	1,890	2,148	2,431	经营活动现金流	14,741	10,278	14,448	16,407
销售费用	4,346	5,444	6,183	6,990	资本开支	-20,214	-11,364	-11,381	-11,399
管理费用	4,141	5,259	5,979	6,766	投资	-736	0	0	0
财务费用	3,014	2,594	2,672	2,693	投资活动现金流	-20,881	-12,343	-12,494	-12,659
资产减值损失	-159	-237	-236	-228	股权募资	2	0	0	0
投资收益	-809	-979	-1,113	-1,260	债务募资	58,478	0	0	0
营业利润	2,312	8,994	10,674	12,811	筹资活动现金流	6,610	-3,159	-3,303	-3,443
营业外收支	119	-40	-40	-40	现金净流量	523	-5,224	-1,349	306
利润总额	2,431	8,954	10,634	12,771	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	312	1,612	1,914	2,171	<b>成长能力</b>				
净利润	2,119	7,342	8,720	10,600	营业收入增长率	-1.8%	21.1%	13.7%	13.2%
归属于母公司净利润	1,614	5,121	6,082	7,393	净利润增长率	-41.9%	217.2%	18.8%	21.6%
YoY (%)	-41.9	217.2	18.8	21.6	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.59	1.88	2.23	2.71	毛利率	16.3%	19.7%	19.8%	19.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	1.7%	4.7%	5.0%	5.3%
货币资金	12,650	7,426	6,077	6,383	总资产收益率 ROA	0.8%	2.4%	2.7%	3.0%
预付款项	363	421	479	541	净资产收益率 ROE	2.8%	8.2%	8.9%	9.8%
存货	25,572	29,707	33,742	38,101	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	68,382	79,451	88,150	97,665	流动比率	0.99	1.00	1.03	1.07
流动资产合计	106,967	117,005	128,448	142,690	速动比率	0.69	0.67	0.68	0.70
长期股权投资	4,060	4,060	4,060	4,060	现金比率	0.12	0.06	0.05	0.05
固定资产	49,443	53,547	57,300	60,703	资产负债率	68.0%	66.8%	65.5%	63.9%
无形资产	12,650	13,490	14,329	15,168	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	88,675	94,609	100,193	105,426	总资产周转率	0.65	0.73	0.77	0.80
资产合计	195,642	211,614	228,641	248,116	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	40,332	40,332	40,332	40,332	每股收益	0.59	1.88	2.23	2.71
应付账款及票据	36,168	42,017	47,725	53,890	每股净资产	20.81	22.76	25.03	27.75
其他流动负债	31,528	34,101	36,587	39,274	每股经营现金流	5.40	3.77	5.30	6.01
流动负债合计	108,029	116,451	124,644	133,496	每股股利	0.00	0.14	0.19	0.24
长期借款	11,948	11,948	11,948	11,948	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	13,063	13,063	13,063	13,063	PE	290.41	91.55	77.09	63.42
非流动负债合计	25,011	25,011	25,011	25,011	PB	2.29	7.38	6.71	6.06
负债合计	133,040	141,462	149,655	158,507					
股本	2,728	2,728	2,728	2,728					
少数股东权益	5,839	8,060	10,698	13,904					
股东权益合计	62,601	70,152	78,986	89,608					
负债和股东权益合计	195,642	211,614	228,641	248,116					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。