

2021年01月06日

销量再创新高 新能源引领增长

比亚迪(002594)

事件概述

公司发布销量快报：12月整车销售5.6万辆，同比+30.4%，环比+4.4%。新能源汽车销售2.88万辆，同比+120.2%，环比+8.1%。其中，新能源乘用车销售2.76万辆，同比+157.5%，环比+8.0%；新能源商用车销售1,247辆，同比-47.6%，环比+9.7%。燃油汽车销售2.75万辆，同比-8.6%，环比+0.8%。

分析判断：

► 新能源乘用车带动增长 新旗舰车型引领

公司整车销量增势延续：1) 12月销售5.6万辆，同比+30.4%，环比+4.4%；2) 1-12月累计销售42.7万辆，累计同比-7.5%，相较1-11月（累计销售37.1万辆，累计同比-11.4%），同比降幅收窄3.9pct。其中，新能源乘用车是带动公司整车销量同、环比双增的直接驱动力——12月销售2.76万辆，同比+157.5%，环比+8.0%。

预计汉EV/DM、唐DM、秦EV以及e2贡献新能源乘用车销量7成以上：1) 新旗舰汉受益正向开发，供给质变使其上市即成爆款，11月销量达10,105辆，12月有望继续破万；2) 唐DM及秦EV基于成熟的混动和纯电平台，产品力及口碑均已深厚积累，9-11月销量均维持在3,000辆以上，其中秦EV在11月销量过4,000辆，稳步增长；3) e2一定程度受益于网约车需求，在9-11月销量保持在2,000辆以上。

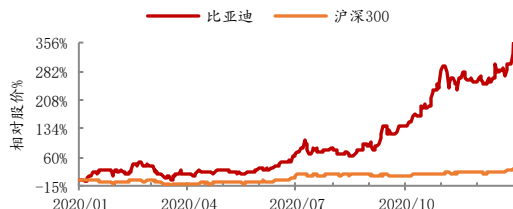
► 正向开发促供给质变 新品周期延续

公司在正向开发中持续积累沉淀核心技术，并逐渐转化EV及DM新车型产品端的优势：1) 新旗舰汉具有百公里加速最快3.9s（三电技术积累+超低风阻设计）、续航里程最高600公里（超安全+高系统能量密度的刀片电池）、DiPilot智能驾驶辅助等一系列特性，使其在20-30万价格区间建立竞争优势，销量从7月刚上市时的1,200辆增长至11月的10,105辆，预计12月销量将继续过万；2) 混动平台DM-p（注重动力性）及DM-i（注重燃油经济性）已成熟，将在满足双积分及单车油耗限值法规的同时，广泛覆盖C端需求。12月初工信部第二十二批拟发布新能源汽车车型目录中已现秦Plus、宋Pro、宋Max，预计将搭载DM-i平台，并有机会在新能源汽补贴的加持下做到与传统燃油车平价。

预计公司21年整车销售增量将主要来自：1) 新旗舰汉、D1及e9等EV车型在纯电平台及智能化技术赋能下形成差异化竞争力；2) DM-i平台混动车型同传统燃油车价格接近甚至持平后可能的快速增长。

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： | 219.9 |
| 股票代码： | 002594 |
| 52周最高价/最低价： | 221.23/46.61 |
| 总市值(亿) | 5,999.19 |
| 自由流通市值(亿) | 2,519.32 |
| 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

1. 比亚迪(002594.SZ) 2020年11月销量点评：新旗舰“汉”销量破万 供给创造需求
2020.12.07
2. 比亚迪(002594.SZ) 2020年10月销量点评：新旗舰引领增长
2020.11.06
3. 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

▶ 零部件市场化 打开广阔成长空间

公司在纯电、混动的系统平台以及核心零部件领域均具有独立的解决方案，正向开发技术积累深厚。同丰田成立合资公司也标志着公司技术能力得到海外巨头的认可。在此基础上，公司对零部件业务进行市场化改造（如弗迪系公司的成立，半导体业务的分拆上市等），将有机会打开更广阔的营收增长空间：1) 刀片电池产能有序扩张：除重庆外，长沙、贵阳工厂将在今年逐步建成投产。在满足自身整车业务的前提下，外供机会也将持续打开；2) 半导体业务分拆上市，有利于市场拓展。32 位车规级 MCU 率先国产化，功率半导体以 IGBT 和 SiC 为核心，逐步实现全产业链整合。公司在半导体领域的领先将随着市场拓展在业绩端逐步体现；3) 公司纯电及混动平台持续迭代日臻成熟，存在平台外供，分摊固定投入，优化成本，拓展额外营收的机会。

投资建议

公司对系统平台及核心零部件的掌握有利于新车型的正向开发，将驱动新品周期，贡献核心增量。此外，预计弗迪系的独立运营、半导体业务分拆上市、动力电池外供等零部件市场化的布局或将拓展业务空间，贡献新增量。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 117/99/81 倍。维持增持评级。

风险提示

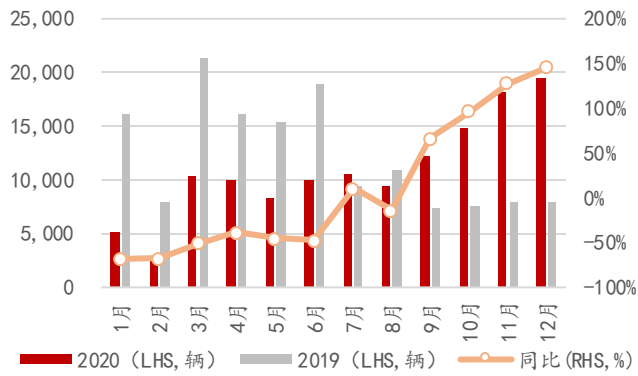
新能源汽车行业景气度回升不及预期，市场竞争加剧导致新车型销量不及预期，市占率提升不及预期等。

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 | 215.78 | 371.59 | 117.14 | 98.64 | 81.14 |

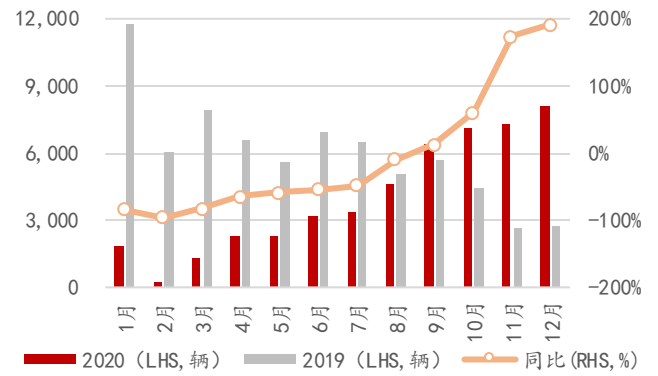
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 公司纯电动乘用车月销量及同比增速 (辆; %)



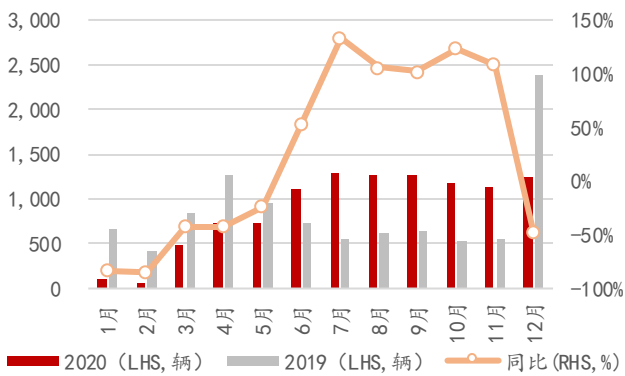
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 2 公司插电混动乘用车月销量及同比增速



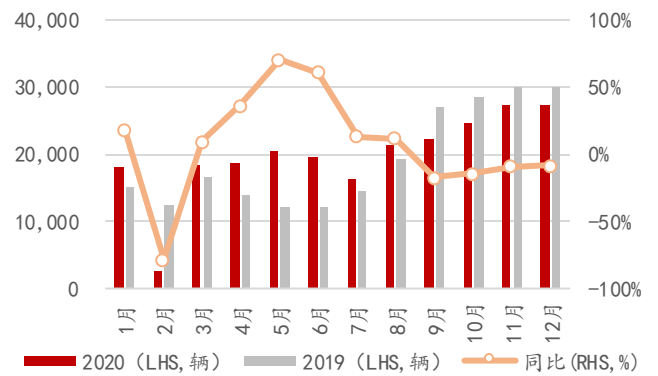
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 3 公司新能源商用车月销量及同比增速 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 4 公司燃油车月销量及同比增速 (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 | 主要财务指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 所得税 | 312 | 1,612 | 1,914 | 2,171 | 成长能力 | | | | |
| 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 | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 0.59 | 1.88 | 2.23 | 2.71 | 毛利率 | 16.3% | 19.7% | 19.8% | 19.9% |
| 资产负债表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 净利率率 | 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 | 偿债能力 | | | | |
| 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 | 经营效率 | | | | |
| 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 | 每股指标 (元) | | | | |
| 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 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 13,063 | 13,063 | 13,063 | 13,063 | PE | 371.59 | 117.14 | 98.64 | 81.14 |
| 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: Wind, 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。