

比亚迪 (002594)

公司研究/点评报告

DM-i 经济节能，实现燃油车平价替代

—比亚迪 DM-i 平台暨新车发布会事件点评

点评报告/汽车行业

2021年01月12日

一、事件概述

2021年1月11日，比亚迪发布 DM-i 超级混合动力平台，新车型开始预售。

二、分析与判断

➢ DM-i 主打超低油耗，以电为主，颠覆传统混动技术

DM-i 作为比亚迪第四代插电式混合动力系统，是公司未来三年的核心技术平台。相较于主打动力的 DM-p，DM-i 主打超低油耗，以大功率电机驱动为主，发动机为辅的混动技术，在不充电情况下百公里油耗仅为 3.8L。三大核心零部件包括双电机 EHS 电混系统、高效发动机和功率型刀片电池。其中，高度集成化的 EHS 电混系统的体积和重量均减小 30%，可实现 16000rpm 的超高转速，峰值功率可达 160kw。1.5L 阿特金森循环发动机最高热效率为 43% 左右，为全球最高。

➢ 功率型刀片电池问世，兼顾安全性与续航里程

比亚迪成功开发了 DM-i 超级混动专用的功率型刀片电池，采用串联式电芯设计，即一节刀片电池由多节卷绕电芯串联而成，整个电池包仅有 10-20 节电芯，结构简化带来了 30% 以上的零部件减少，体积效率提升至 65%。续航里程方面，根据不同车型，电池包电量为 8.3-21.5 度，纯电里程可达 50-120 公里。热管理性能方面，该款刀片电池为全球首款搭载脉冲自加热技术的动力电池，可控制电池高频充放电，达到电池的自加热效果，加热效率提升 10%，且具有更高的安全性能。充电方面，刀片电池具有交流或直流快充功能，满足不同场景的充电需求，其中，直流快充 30min 充电 80%。随着功率型刀片电池的安全性及续航里程进一步提升，内部使用率持续上升，其优越的性能将为公司动力电池业务及汽车业务带来新增长。

➢ 平价与高性能双管齐下，插混乘用车市占率有望提升

搭载 DM-i 的比亚迪全系王朝插混乘用车将陆续于 2021 年 3 月正式上市。其中，**秦 Plus DM-i** 亏电油耗仅为 3.8L/100km，百公里加速度约 7.3s，比传统燃油车快 2-3s，最高综合续航里程可达 1245km，价格区间为 15.38-17.58 万元。该车型在动力性能和使用体验等方面均优于同级别燃油车，可实现燃油车的平价替代。**宋 Plus DM-i** 是全球首款宽体超混 SUV，搭载了 EHS 电混系统，百公里油耗 4.4L 和 4.5L，综合续航可达 1200km。**唐 DM-i** 作为中大型智能超混 SUV，主打经济舒适，采用高达 63% 的高强度钢安全车身和 DiPilot 智能驾驶辅助系统，亏电油耗仅 5.3L/100km 和 5.5L/100km，最高续航里程达 1050km。随着二胎家庭增多，7 座 SUV 更能适应大家庭便利出行需求，未来或成为较强的车市主力，比亚迪唐 DM-i 销量也有望深度受益。新上市车型平价与高性能双管齐下，定位分明，满足不同客户群体需求，预计公司插混汽车将实现销量的快速增长，有望抢占燃油车市场份额，进一步推动国内燃油车到 PHEV 再到 EV 的过渡过程。

三、投资建议

功率型刀片电池兼顾安全性与续航里程，公司电池业务及汽车业务有望迎来新增长；搭载 DM-i 新车型平价与高性能双管齐下，公司插混市场份额有望继续攀升。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.47、1.89、2.37 元，对应当前股价 PE 为 160、124、99 倍，目前公司企业价值/收入为 5.1 倍，优于行业平均值 20.9 倍，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

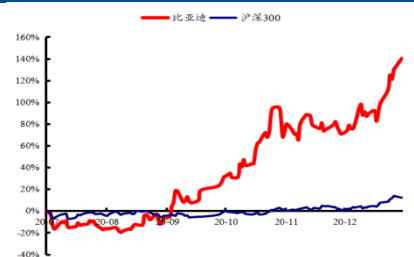
行业复苏不及预期，新车型销量不及预期，技术研发不及预期。

推荐 维持评级

当前价格： 234.86

交易数据 **2021-01-11**

近 12 个月最高/最低(元)	245.00
总股本(百万股)	2728.14
流通股本(百万股)	1145.67
流通股比例(%)	41.99%
总市值(亿元)	6216.11
流通市值(亿元)	2690.71

该股与沪深 300 走势比较


资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：邓健全

执业证号：S0100519110001

电话：13613012393

邮箱：dengjianquan@mszq.com

研究助理：王静妹

执业证号：S0100118070030

电话：15951965200

邮箱：wangjingshu@mszq.com

研究助理：庄延

执业证号：S0100119030014

电话：18940393165

邮箱：zhuangyan@mszq.com

相关研究

1、比亚迪 (002594)：搭载刀片电池，迎新一轮投放周期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	127,739	143,505	169,236	192,040
增长率 (%)	-1.8%	12.3%	17.9%	13.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,614	4,014	5,168	6,472
增长率 (%)	-41.9%	148.6%	28.8%	25.2%
每股收益 (元)	0.59	1.47	1.89	2.37
PE (现价)	396.87	159.63	123.97	99.00
PB	2.29	8.72	8.04	7.32

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	127,739	143,505	169,236	192,040
营业成本	106,924	119,079	139,642	158,038
营业税金及附加	1,561	1,937	2,369	2,689
销售费用	4,346	5,310	6,177	6,913
管理费用	4,141	4,736	5,923	6,721
研发费用	5,629	6,027	7,616	8,642
EBIT	5,137	6,416	7,509	9,036
财务费用	3,014	2,017	2,017	2,017
资产减值损失	-159	-152	-101	-118
投资收益	-809	-500	-320	-210
营业利润	2,312	5,778	7,486	9,375
营业外收支	119	267	355	407
利润总额	2,431	6,045	7,841	9,782
所得税	312	896	1,164	1,418
净利润	2,119	5,150	6,678	8,364
归属于母公司净利润	1,614	4,014	5,168	6,472
EBITDA	14,978	13,828	15,000	16,502

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	12,650	13,294	13,744	14,084
应收账款及票据	43,934	54,521	62,239	70,641
预付款项	363	400	471	532
存货	25,572	28,450	33,450	37,813
其他流动资产	24,448	24,464	25,903	27,243
流动资产合计	106,967	121,129	135,807	150,314
长期股权投资	4,060	4,550	5,040	5,530
固定资产	49,443	53,431	58,011	62,394
无形资产	12,650	13,947	15,256	16,561
非流动资产合计	88,675	96,298	104,613	112,877
资产合计	195,642	217,427	240,420	263,191
短期借款	40,332	40,332	40,332	40,332
应付账款及票据	36,168	41,098	47,875	54,303
其他流动负债	31,528	33,054	36,292	39,012
流动负债合计	108,029	114,485	124,500	133,647
长期借款	11,948	19,378	22,828	25,138
其他长期负债	13,063	15,813	18,663	21,613
非流动负债合计	25,011	35,191	41,491	46,751
负债合计	133,040	149,676	165,991	180,399
股本	2,728	2,728	2,728	2,728
少数股东权益	5,839	6,975	8,484	10,376
股东权益合计	62,601	67,751	74,429	82,793
负债和股东权益合计	195,642	217,427	240,420	263,191

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-1.8%	12.3%	17.9%	13.5%
EBIT 增长率	-9.9%	24.9%	17.0%	20.3%
净利润增长率	-41.9%	148.6%	28.8%	25.2%
盈利能力				
毛利率	16.3%	17.0%	17.5%	17.7%
净利率	1.7%	3.6%	3.9%	4.4%
总资产收益率 ROA	0.8%	1.8%	2.1%	2.5%
净资产收益率 ROE	2.8%	6.6%	7.8%	8.9%
偿债能力				
流动比率	0.99	1.06	1.09	1.12
速动比率	0.69	0.74	0.75	0.76
现金比率	0.12	0.12	0.11	0.11
资产负债率	68.0%	68.8%	69.0%	68.5%
经营效率				
应收账款周转天数	125.54	138.67	134.23	134.26
存货周转天数	87.29	87.20	87.43	87.33
总资产周转率	0.65	0.66	0.70	0.73
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	1.47	1.89	2.37
每股净资产	20.81	22.28	24.17	26.54
每股经营现金流	5.40	2.91	4.44	4.71
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	396.87	159.63	123.97	99.00
PB	2.29	8.72	8.04	7.32
EV/EBITDA	12.62	43.28	40.29	36.92
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	2,119	5,150	6,678	8,364
折旧和摊销	9,840	7,412	7,492	7,465
营运资金变动	-1,631	-7,097	-4,233	-5,031
经营活动现金流	14,741	7,942	12,112	12,847
资本开支	-20,214	-13,841	-14,460	-14,197
投资	-736	-1,190	-1,220	-1,390
投资活动现金流	-20,881	-15,496	-15,965	-15,762
股权募资	2	0	0	0
债务募资	58,478	7,430	3,450	2,310
筹资活动现金流	6,610	8,197	4,304	3,255
现金净流量	523	644	451	340

分析师与研究助理简介

邓健全，4年证券研究经验，曾任职于长城证券、安信证券，2019年加入民生证券，任汽车行业首席分析师。

王静姝，武汉大学经济学学士，南京大学金融硕士，2018年7月加入民生证券。

庄延，研究助理，伊利诺伊理工大学金融硕士，2019年入职民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。