

证券研究报告—动态报告

汽车

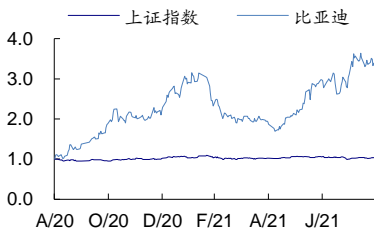
汽车整车

比亚迪(002594)
增持

2021 中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,861/2,203
总市值/流通(百万元)	824,438/330,218
上证综指/深圳成指	3,522/14,437
12个月最高/最低(元)	317.30/83.02

相关研究报告:

《比亚迪-002594-深度复盘: 比亚迪乘用车的布局演变与战术分析》——2021-06-07
 《比亚迪-002594-2020 年报点评: 业绩符合预期, 2021 有望迎来产品强势周期》——2021-04-01
 《比亚迪-002594-重大事件快评: 1 月新能源车销量同比+183%, 比亚迪汉持续热销》——2021-02-10
 《比亚迪-002594-2020 三季报点评: 新品周期持续向上, 关注边际变化》——2020-11-02
 《比亚迪-002594-2020 年 8 月产销点评: “汉”引领复苏, 8 月销量同比增长 2.15%》——2020-09-09

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814
 E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

营收高速增长, 优先扩充体量

● 营收同比+50%, 新能源市占率持续攀升

公司 2021 年中报业绩略超预期, 实现营收 909 亿元, 同比+50%; 归母净利润 12 亿元, 同比-29%; 归母扣非净利润 4 亿元, 同比-60%。单 Q2 营收 499 亿元, 同比+22%, 环比+22%; 归母净利润 9 亿元, 同比-40%, 环比+295%; 扣非归母净利润 5 亿元, 相较 Q1 由负转正。公司上半年汽车销量为 25 万辆, 同比+57%; 新能源汽车销量为 15 万辆, 同比+153%。6 月新能源汽车销量占比达 81%, 市占率达 18%。

● 四费管控成效显著, 原材料成本上涨挤压盈利

报告期内, 公司合计四费率为 9.92%, 较去年同期下降 3.65pct。其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.92%/2.65%/3.30%/1.05%, 分别同比-0.39/-0.69/-0.87/-1.70pct。公司毛利率为 12.76%, 同比-6.84pct; 净利率 1.99%, 同比-1.95pct。2021H1 没有口罩收入, 原材料价格上涨, 刀片电池扩产, 公司盈利必然承压。我们认为, 现阶段新能源乘用车行业激烈洗牌, 淡化利润, 扩充体量, 是生存壮大的根本。

● 短期看好产品强势周期, 长期看好供应链垂直整合

短期来看, 比亚迪汉于 2020 年 7 月上市, 连续数月销量破万, 稳态销量 8000+, 中性测算 2021 年销量有望达到 10 万辆。秦、唐、宋三款 DMI 车型上市, 3 月产能爬坡提速, 6 月开始放量, 全年合计销量有望达到 19 万辆。长期来看, 刀片电池+DMP/DMI/E3.0 平台+爆款车型(汉/DMI 车型/海洋家族)的产业链垂直整合模式已初步成形, 叠加供应链市场化持续推进, 刀片电池加速外供, 有望迎来高速增长期。

● 业绩符合预期, 维持“增持”评级

考虑 2021 年原材料价格持续上涨, 刀片电池大幅扩产, 对公司的短期盈利构成一定影响, 我们小幅下调公司的盈利预测, 21-23 年 EPS 为 1.56/2.09/2.89 (原为 1.73/2.15/3.07), 对应 PE 为 184/138/100x, 维持“增持”评级。

● 风险提示

车市销量不及预期; 旗舰车型产能不足。

盈利预测和财务指标

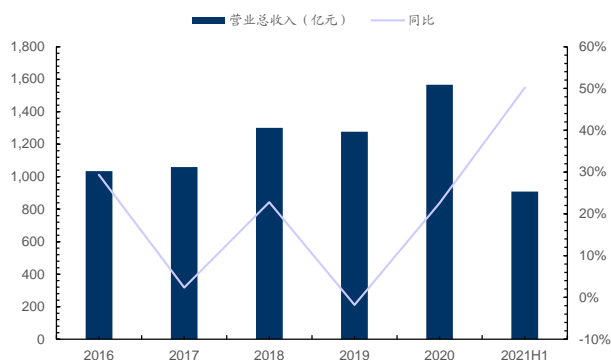
	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	156,598	202,750	228,077	266,405
(+/-%)	22.6%	29.5%	12.5%	16.8%
净利润(百万元)	4234	4262	5709	7872
(+/-%)	162.3%	0.7%	33.9%	37.9%
摊薄每股收益(元)	1.55	1.56	2.09	2.89
EBIT Margin	12.0%	5.3%	5.9%	6.6%
净资产收益率(ROE)	7.4%	7.3%	9.5%	12.6%
市盈率(PE)	185.7	184.4	137.7	99.9
EV/EBITDA	29.6	56.7	47.5	39.8
市净率(PB)	13.82	13.52	13.13	12.63

资料来源: 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

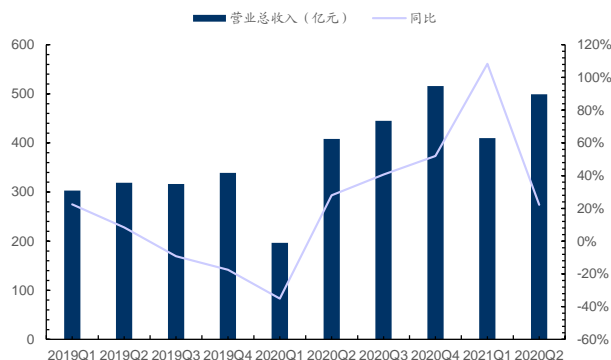
营收同比+50%，新能源市占率持续攀升：公司 2021 年中报业绩略超预期，实现营收 909 亿元，同比+50%；归母净利润 12 亿元，同比-29%；归母扣非净利润 4 亿元，同比-60%。单 Q2 营收 499 亿元，同比+22%，环比+22%；归母净利润 9 亿元，同比-40%，环比+295%；扣非归母净利润 4.50 亿元，相较 Q1 由负转正。公司上半年汽车销量为 25 万辆，同比+57%；新能源汽车销量为 15 万辆，同比+153%。6 月新能源汽车销量占比达 81%，市占率达 18%。

图 1：公司营业收入及增速



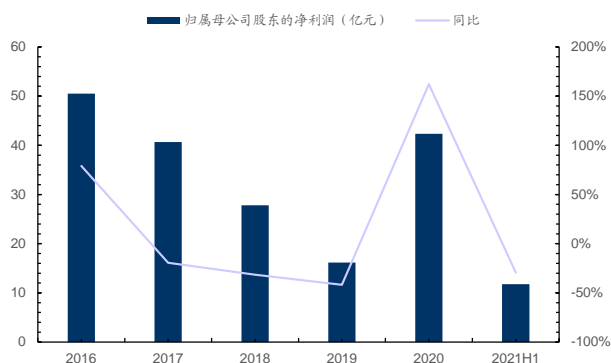
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速



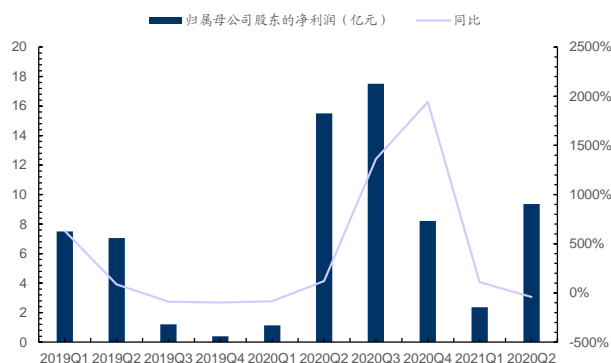
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司净利润及增速



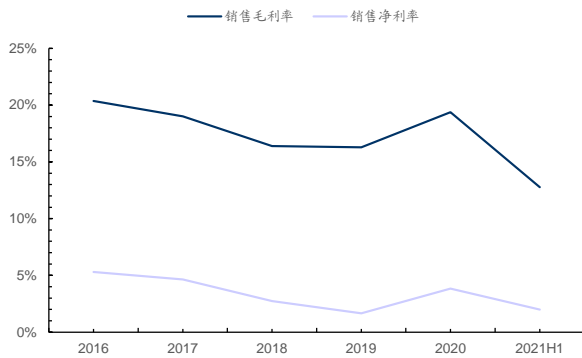
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度净利润及增速

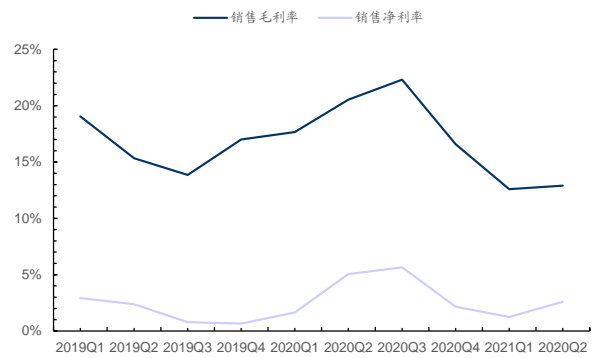


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

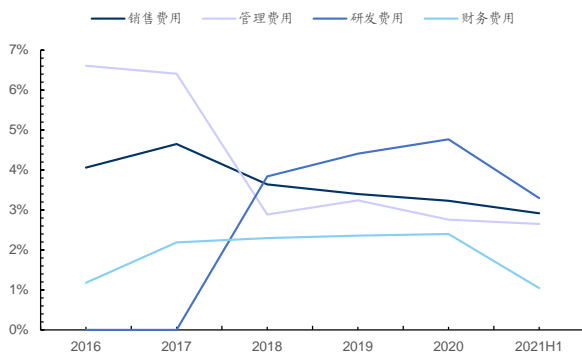
四费管控成效显著，原材料成本上涨挤压盈利：报告期内，公司合计四费率为 9.92%，较去年同期下降 3.65pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.92%/2.65%/3.30%/1.05%，分别同比-0.39/-0.69/-0.87/-1.70pct。公司毛利率为 12.76%，同比-6.84pct；净利率 1.99%，同比-1.95pct。2021H1 没有口罩收入，原材料价格上涨，刀片电池扩产，公司盈利必然承压。我们认为，现阶段新能源乘用车行业激烈洗牌，淡化利润，扩充体量，是生存壮大的根本。

图 5：公司毛利率和净利率


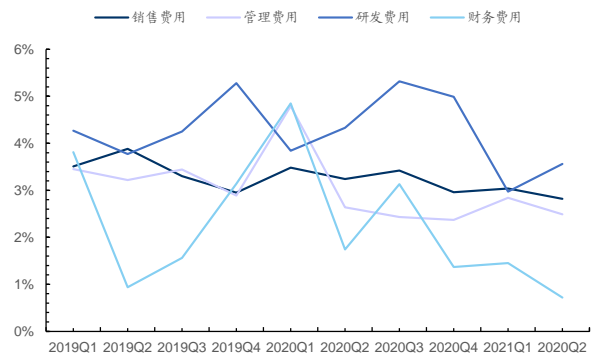
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率和净利率


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：四费率变化情况


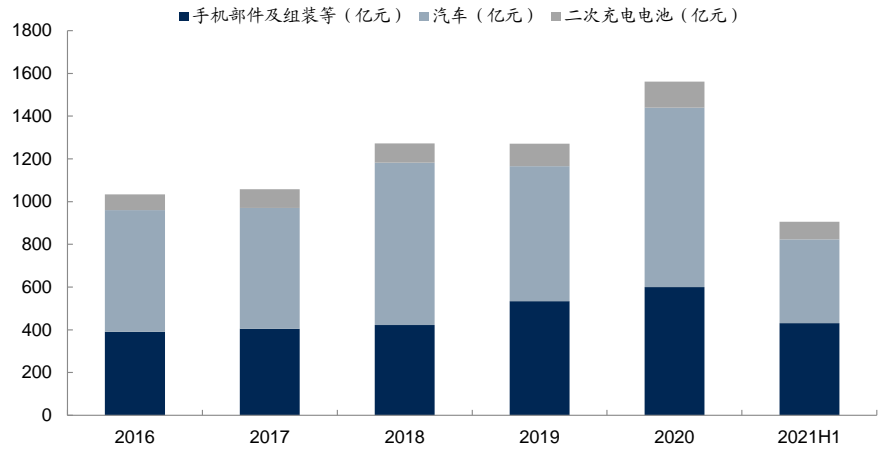
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：单季度四费率变化情况


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

业务齐头并进，体量高速增长：2021 年上半年，公司汽车/电子/电池业务的营收分别为 392/431/83 亿元，占比分别为 43%/47%/9%，营收同比 +22%/+84%/+73%。汽车业务，DMI 产能爬坡 3 月开始提速，6 月开始真正放量，DMI 迭代燃油车的逻辑不断验证，预计 2021 全年汽车销量可达 58 万辆。电池业务，内供拉升规模，外供扩展客户，现阶段主要客户为红旗/福特/滴滴 D1，叠加储能电池供应，明年有望持续保持高速增长。电子业务，营收大幅增长主要来源于北美大客户的订单。

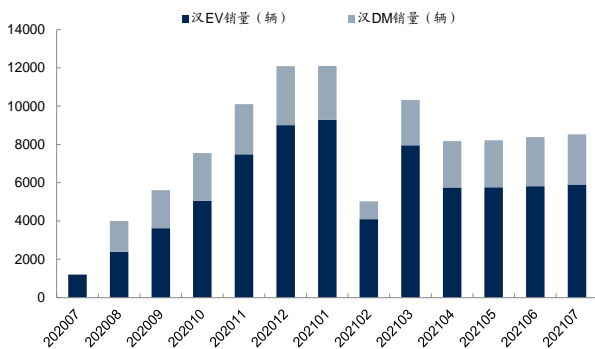
图 7: 2016-2021H1 比亚迪主营业务构成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

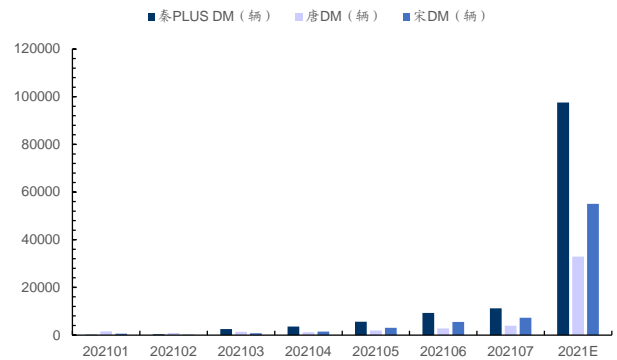
比亚迪汉持续热销, DMI 产能快速爬坡: 比亚迪汉自 2020 年 7 月上市以来, 连续数月销量破万, 稳态销量在 8500 辆以上, 热度不减, 预计 2021 全年销量有望达到 10 万辆。DMI 车型对燃油车的替换是比亚迪汽车销量高速增长的主线, 秦 PLUS DM 产能爬坡自 3 月开始提速, 6 月开始真正放量, 7 月已经实现销量破万, 预计全年销量有望超过 9.7 万辆; 唐 DM 的平均售价在 20 万元以上, 7 月销量已接近 4000 辆, 预计全年销量有望超过 3.2 万辆; 宋 DM 的均价大约 15 万元, 7 月销量为 7264 辆, 预计全年销量有望超过 5.5 万辆。3 款车型全年合计销量有望超过 18 万辆。

图 8: 比亚迪汉单月销量



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

图 9: DMI 车型单月销量



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

海豚上市, 首款搭载 E3.0 平台的海洋家族车型: 8 月 29 日, “纯电新物种” 比亚迪海豚在成都车展萌动上市, 四款车型的售价区间为 9.38 万元-12.18 万元。

图 10: 比亚迪海豚售价区间



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

海豚搭载 DiLink3.0 智能网联系统, 拥有性能强大的硬件平台和成熟的内容生态。12.8 英寸自适应旋转悬浮 Pad 以灵活的显示模式, 为用户带来一流的视觉观感; 比亚迪海豚是海洋车系的首款车型, 同时也是首款采用“海洋美学”设计理念的车型, 首款基于 e 平台 3.0 打造的车型, 更是首款使用比亚迪全新 LOGO 的量产车。全场景数字钥匙解决方案, 可通过云端、蓝牙和手机 NFC 车钥匙进行操作, VTOL 放电黑科技更为生活情趣注入无限快乐能量。

图 11: 比亚迪海豚内饰



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 12: 比亚迪海豚内饰



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

业绩符合预期, 维持“增持”评级

考虑 2021 年原材料价格持续上涨, 刀片电池大幅扩产, 对公司的短期盈利构成一定影响, 我们温和下调公司的盈利预测, 21-23 年 EPS 为 1.56/2.09/2.89 (原为 1.73/2.15/3.07), 对应 PE 为 184/138/100x, 维持“增持”评级。

表 1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
601633.SH	长城汽车	买入	62.97	5,795	0.58	0.97	1.54	109	65	41
600066.SH	宇通客车	买入	12.60	285	0.23	0.54	0.93	55	23	14
300750.SZ	宁德时代	增持	507.50	11,820	2.40	4.89	7.63	211	104	67
	平均				1.07	2.13	3.37	125	64	40
002594.SZ	比亚迪	增持	288.15	8,244	1.55	1.56	2.09	186	184	138

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	14445	9723	10000	11000	营业收入	156598	202750	228077	266405
应收款项	42259	55548	62487	72988	营业成本	126251	170736	190577	220919
存货净额	31396	43484	48416	56223	营业税金及附加	2154	2636	2965	3463
其他流动资产	22254	60825	68423	79922	销售费用	5056	5920	6842	7992
流动资产合计	111605	175580	195326	226132	管理费用	4321	12637	14157	16456
固定资产	60696	73980	81202	82638	财务费用	3763	3500	4000	4500
无形资产及其他	11804	11332	10860	10388	投资收益	(273)	(200)	(200)	(200)
投资性房地产	11446	11446	11446	11446	资产减值及公允价值变动	855	(150)	(150)	(150)
长期股权投资	5466	5866	6266	6666	其他收入	(8549)	0	0	0
资产总计	201017	278203	305099	337270	营业利润	7086	6971	9186	12724
短期借款及交易性金融负债	27813	91294	104991	117113	营业外净收支	(203)	0	150	150
应付款项	51908	64081	71349	82855	利润总额	6883	6971	9336	12874
其他流动负债	26709	25922	28916	33599	所得税费用	869	906	1214	1674
流动负债合计	106431	181297	205256	233567	少数股东损益	1780	1802	2414	3329
长期借款及应付债券	23626	23626	23626	23626	归属于母公司净利润	4234	4262	5709	7872
其他长期负债	6507	7007	7507	8007					
长期负债合计	30133	30633	31133	31633	现金流量表 (百万元)				
负债合计	136563	211930	236389	265199	净利润	4234	4262	5709	7872
少数股东权益	7580	8120	8845	9843	资产减值准备	748	264	104	45
股东权益	56874	58153	59865	62227	折旧摊销	12318	6775	7996	8840
负债和股东权益总计	201017	278203	305099	337270	公允价值变动损失	(855)	150	150	150
					财务费用	3763	3500	4000	4500
					营运资本变动	21541	(51798)	(8603)	(13073)
					其它	(517)	277	621	953
					经营活动现金流	37468	(40071)	5976	4788
					资本开支	(11426)	(20000)	(15000)	(10000)
					其它投资现金流	(156)	(4749)	0	0
					投资活动现金流	(12987)	(25149)	(15400)	(10400)
					权益性融资	2800	0	0	0
					负债净变化	2798	0	0	0
					支付股利、利息	(3686)	(2983)	(3996)	(5510)
					其它融资现金流	(23709)	63481	13697	12122
					融资活动现金流	(22686)	60498	9701	6612
					现金净变动	1795	(4722)	277	1000
					货币资金的期初余额	12650	14445	9723	10000
					货币资金的期末余额	14445	9723	10000	11000
					企业自由现金流	38873	(55609)	(3830)	1057
					权益自由现金流	17962	4286	4532	7286

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032