

002594.SZ

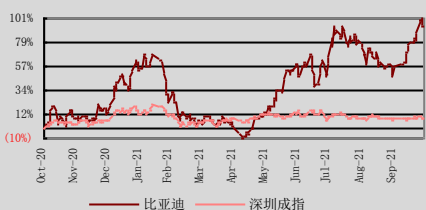
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 311.31

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	50.6	31.9	21.0	96.6
相对深证成指	53.1	29.3	21.5	89.7

发行股数(百万)	2,861
流通股(%)	40
总市值(人民币 百万)	890,702
3个月日均交易额(人民币 百万)	7,891
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
HKSCC NOMINEES LIMITED	29

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 10 月 29 日收市价为标准

相关研究报告

《比亚迪: 业绩符合预期, 技术优势助力销量及盈利增长》20210330

《比亚迪: DMi 性能突出售价亲民, 有望加速替代燃油车》20210112

《比亚迪: Q3 业绩高速增长, 市场复苏新能源汽车前景看好》20201030

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车整车

证券分析师: 朱朋
(8621)20328314
peng.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

比亚迪

新能源销量高速增长, 2022 年业绩有望爆发

公司发布 2021 年三季报, 前三季度共实现营业收入 1451.9 亿元, 同比增长 38.2%; 归母净利润 24.4 亿元, 同比下降 28.4%; 每股收益 0.85 元。21Q3 国内汽车销量受芯片短缺影响下滑 11.8%, 公司新能源车供不应求, 推动销量逆势增长 86.7%, 实现归母净利润 12.7 亿元 (-27.5%), 业绩符合预期。在刀片电池、DMi、E3.0 等领先技术支持下, 2022 年公司新能源车销量有望突破 120 万辆并推动业绩爆发。此外公司半导体等业务分拆上市进展顺利, 利好价值重估。我们预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.56 元、2.89 元和 3.86 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

■ **Q3 销量高速增长, 业绩符合预期。**2021 年前三季度疫情影响减弱, 国内乘用车销量增长 11.0%, 公司销量达到 45.3 万辆 (+68.3%), 大幅跑赢行业, 推动收入 1451.9 亿元 (+38.2%) 快速增长。前三季度毛利率 13.0%, 同比下降 7.8pct, 预计主要是产品结构变化所致。收入大幅提升, 销售、管理、研发费用率分别下降 0.4pct、0.3pct 和 1.1pct, 财务费用下降 2.0pct (预计主要是有息借款减少所致), 四项费用率下降 3.8pct。归母净利润 24.4 亿元 (-28.4%), 下降预计主要是比亚迪电子利润率下滑等所致。受芯片短缺影响, Q3 国内乘用车销量下降 11.8%, 公司销量 20.6 万辆 (+86.7%), 其中新能源车 18.3 万辆 (+264.1%), 推动收入逆势增长 22.0%; 毛利率和四项费用率分别下降 9.0pct、3.9pct, 扣非归母净利润 5.2 亿元 (-67.2%), 预计主要是比亚迪电子等利润贡献减少所致。

■ **技术优势逐步兑现, 新品周期助力销量及业绩提升。**公司在新能源领域耕耘多年, 铸就了强大的技术优势。刀片电池具有安全性好、体积密度高等优点, 2021 年全面应用到公司新能源车, 推动销量高速增长。DMi 是以电为主的混动技术, 具备快、省、静、顺、绿等多重优势, 亏电油耗低至 3.8L/百公里, 加上 PHEV 技术的替代, 购置税减免、新能源汽车牌照等优惠政策, 有望加速对燃油车型的替代。秦 Plus、宋 Plus、唐等 DMi 车型陆续上市, 产品供不应求, 部分车型提车周期高达 5-6 个月, 电池产能提升将推动销量增长。公司发布纯电专属平台 E3.0, 构建了全新等身的车身结构、电子电气架构和车用操作系统, 兼具智能、高效、安全等众多优势, 后续将发布海狮等车型。在刀片电池、DMi、E3.0 等领先技术支持下, 2021 年公司新能源车销量有望达到 60 万辆, 2022 年有望突破 120 万辆, 产能利用率大幅提升有望带来业绩爆发。此外公司新能源车销量占比高, 未来有望获得可观的积分。

■ **半导体业务分拆上市进展顺利, 利好价值重估。**在新能源及智能化趋势推动下, 汽车半导体国内市场空间将快速增长至数百亿元。比亚迪半导体拥有包含芯片设计、晶圆制造、封装测试和下游应用在内的一体化经营全产业链, 是国内自主可控的车规级 IGBT 领导厂商, 未来前景广阔。公司 2020 年启动半导体分拆工作, 目前上市申请已获得深交所受理以及港交所批准。此外公司在动力电池 (前三季度装机量 23.4GWh, 同比+230.8%)、电机电控等领域技术领先, 外部客户开拓顺利, 未来成熟后也将分拆上市, 利好公司估值提升。

估值

■ 受芯片短缺及材料涨价等影响, 我们调整了盈利预测, 预计 2021-2023 年每股收益分别为 1.56 元、2.89 元和 3.86 元, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 1) 销量不及预期; 2) 新能源等毛利率下滑; 3) 原材料短缺或涨价。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	127,739	156,598	222,369	289,079	352,677
变动(%)	(2)	23	42	30	22
净利润(人民币 百万)	1,614	4,234	4,455	8,266	11,038
全面摊薄每股收益(人民币)	0.564	1.480	1.557	2.889	3.858
变动(%)	(41.9)	162.3	5.2	85.5	33.5
先前预测每股收益(人民币)			2.032	2.729	3.754
调整幅度(%)			(23)	6	3
全面摊薄市盈率(倍)	551.7	210.4	199.9	107.8	80.7
价格/每股现金流量(倍)	60.4	19.6	59.4	82.6	28.9
每股现金流量(人民币)	5.15	15.87	5.24	3.77	10.77
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.4	36.9	42.3	31.4	25.6
每股股息(人民币)	0.057	0.148	0.156	0.289	0.386
股息率(%)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2021 年前三季度业绩摘要

(人民币, 亿元)	2021Q1-3	2020Q1-3	同比变动(%)
营业总收入	1451.9	1050.2	38.2
营业利润	38.7	58.0	(33.3)
净利润	33.0	49.0	(32.8)
归属于上市公司股东的净利润	24.4	34.1	(28.4)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	8.9	24.9	(64.4)
营业成本	1263.5	832.3	51.8
毛利润	188.4	217.9	(13.5)
销售费用	42.6	35.3	20.7
管理费用	37.8	31.0	22.0
研发费用	52.3	48.9	7.0
财务费用	13.7	30.6	(55.1)
资产+信用减值损失	(3.5)	(8.7)	(60.0)
销售费用率(%)	2.9	3.4	
管理费用率(%)	2.6	3.0	
研发费用率(%)	3.6	4.7	
财务费用率(%)	0.9	2.9	
毛利率(%)	13.0	20.7	
净利率(%)	2.3	4.7	

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 2021 年第三季度业绩摘要

(人民币, 亿元)	2021Q3	2020Q3	同比变动(%)
营业收入	543.1	445.2	22.0
营业利润	16.5	28.5	(42.1)
净利润	14.9	25.2	(41.0)
归属于上市公司股东的净利润	12.7	17.5	(27.5)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	5.2	15.8	(67.2)
营业成本	470.7	345.8	36.1
毛利润	72.4	99.3	(27.1)
销售费用	16.1	15.2	5.5
管理费用	13.8	10.8	27.4
研发费用	22.4	23.7	(5.4)
财务费用	4.2	13.9	(70.2)
资产+信用减值损失	(0.7)	(2.1)	(64.1)
销售费用率(%)	3.0	3.4	
管理费用率(%)	2.5	2.4	
研发费用率(%)	4.1	5.3	
财务费用率(%)	0.8	3.1	
毛利率(%)	13.3	22.3	
净利率(%)	2.7	5.7	

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 3. 2021 年汽车销量

	2021Q1 销量 (辆)	同比(%)	2021Q2 销量 (辆)	同比(%)	2021Q3 销量 (辆)	同比(%)	2021Q1-3 销量 (辆)	同比(%)
新能源车	54,751	146.7	99,828	159.4	183,000	264.1	337,579	204.3
-乘用车	53,380	148.0	96,831	169.5	180,587	289.1	330,798	218.5
-纯电动	38,599	113.1	54,841	94.8	91,684	185.7	185,124	136.3
-插混	14,781	333.2	41,990	440.0	88,903	520.6	145,674	471.0
-商用车	1,371	104.6	2,997	17.2	2,413	(37.3)	6,781	(4.2)
-客车	822	31.1	1,796	(20.3)	1,216	(61.9)	3,834	(36.9)
-其他	549	1176.7	1,201	295.1	1,197	81.6	2,947	192.9
传统燃油车	49,394	26.4	42,716	(27.4)	23,055	(61.6)	115,165	(27.1)
-轿车	13,593	75.3	10,972	33.8	4,792	(53.9)	29,357	11.4
-SUV	31,607	12.3	29,225	(37.7)	16,576	(60.4)	77,408	(33.8)
-MPV	4,194	31.4	2,519	(32.5)	1,687	(78.6)	8,400	(43.2)
合计	104,145	70.0	142,544	46.4	206,055	86.7	452,744	68.3

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	127,739	156,598	222,369	289,079	352,677
销售成本	(108,485)	(128,406)	(194,12)	(248,89)	(302,59)
经营费用	1,256	(3,618)	(7,390)	(12,100)	(16,410)
息税折旧前利润	20,510	24,574	20,851	28,082	33,670
折旧及摊销	(9,584)	(12,318)	(12,790)	(13,845)	(14,884)
经营利润(息税前利润)	10,926	12,256	8,061	14,237	18,787
净利息收入/(费用)	(3,014)	(3,763)	(2,034)	(1,949)	(1,804)
其他收益/(损失)	(680)	1,154	1,962	1,978	1,932
税前利润	2,431	6,883	6,989	12,966	17,314
所得税	(312)	(869)	(1,048)	(1,945)	(2,597)
少数股东权益	(504)	(1,780)	(1,485)	(2,755)	(3,679)
净利润	1,614	4,234	4,455	8,266	11,038
核心净利润	1,614	4,234	4,455	8,266	11,038
每股收益(人民币)	0.564	1.480	1.557	2.889	3.858
核心每股收益(人民币)	0.564	1.480	1.557	2.889	3.858
每股股息(人民币)	0.057	0.148	0.156	0.289	0.386
收入增长(%)	(2)	23	42	30	22
息税前利润增长(%)	9	12	(34)	77	32
息税折旧前利润增长(%)	6	20	(15)	35	20
每股收益增长(%)	(42)	162	5	86	34
核心每股收益增长(%)	(42)	162	5	86	34

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	12,650	14,445	43,818	45,026	64,425
应收帐款	45,495	42,259	62,748	81,791	98,380
库存	25,572	31,396	56,785	57,429	79,483
其他流动资产	23,250	23,505	24,472	24,145	24,555
流动资产总计	106,967	111,605	187,823	208,392	266,843
固定资产	60,118	60,696	57,680	53,959	49,550
无形资产	18,398	16,690	15,416	13,792	11,817
其他长期资产	9,961	11,893	11,911	12,556	13,120
长期资产总计	88,478	89,279	85,007	80,307	74,487
总资产	195,642	201,017	272,442	287,790	339,900
应付帐款	36,168	51,908	89,395	90,998	124,802
短期债务	40,332	16,401	20,000	20,000	20,000
其他流动负债	31,528	38,122	40,756	43,214	47,659
流动负债总计	108,029	106,431	150,150	154,212	192,461
长期借款	21,916	23,626	23,387	24,164	23,895
其他长期负债	3,095	6,507	4,328	4,643	5,159
股本	2,728	2,728	2,861	2,861	2,861
储备	49,686	53,604	82,650	90,090	100,024
股东权益	52,414	56,332	85,511	92,951	102,885
少数股东权益	5,839	7,580	9,065	11,820	15,499
总负债及权益	195,642	201,017	272,442	287,790	339,900
每股帐面价值(人民币)	18.32	19.69	29.89	32.49	35.96
每股有形资产(人民币)	12.47	14.53	24.50	27.67	31.83
每股净负债/(现金)(人民币)	14.53	6.12	(3.17)	(3.50)	(10.28)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	2,431	6,883	6,989	12,966	17,314
折旧与摊销	9,584	12,318	12,790	13,845	14,884
净利息费用	3,014	3,763	2,034	1,949	1,804
运营资本变动	(1,915)	28,065	22,512	(15,838)	20,776
税金	(4,608)	(1,854)	(2,048)	(3,245)	(4,197)
其他经营现金流	1,435	(6,546)	(28,285)	(197)	(21,364)
经营活动产生的现金流	14,741	45,393	14,992	10,781	30,817
购买固定资产净值	1,700	(1,708)	8,500	8,500	8,500
投资减少/增加	(1,308)	(1,678)	0	0	0
其他投资现金流	(21,273)	(11,058)	(17,430)	(16,650)	(17,090)
投资活动产生的现金流	(20,881)	(14,444)	(8,930)	(8,150)	(8,590)
净增权益	(164)	(423)	(446)	(827)	(1,104)
净增债务	8,909	(18,469)	1,401	832	348
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(2,134)	(10,042)	22,302	(1,530)	(2,294)
融资活动产生的现金流	6,610	(28,907)	23,310	(1,422)	(2,828)
现金变动	470	2,041	29,373	1,209	19,399
期初现金	13,052	12,650	14,445	43,818	45,026
公司自由现金流	(6,140)	30,948	6,062	2,631	22,227
权益自由现金流	5,782	16,242	9,497	5,412	24,379

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.1	15.7	9.4	9.7	9.5
息税前利润率(%)	8.6	7.8	3.6	4.9	5.3
税前利润率(%)	5.7	6.2	3.6	4.9	5.4
净利率(%)	5.0	4.5	2.5	3.3	3.6
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.0	1.3	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	3.6	3.3	4.0	7.3	10.4
净权益负债率(%)	85.1	40.0	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0
估值					
市盈率(倍)	551.7	210.4	199.9	107.8	80.7
核心业务市盈率(倍)	551.7	210.4	199.9	107.8	80.7
市净率(倍)	17.0	15.8	10.4	9.6	8.7
价格/现金流(倍)	60.4	19.6	59.4	82.6	28.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.4	36.9	42.3	31.4	25.6
周转率					
存货周转天数	87.3	81.0	82.9	83.7	82.6
应收帐款周转天数	136.9	102.3	86.2	91.3	93.2
应付帐款周转天数	117.8	102.6	116.0	113.9	111.7
回报率					
股息支付率(%)	2.6	6.1	8.2	8.6	8.7
净资产收益率(%)	12.3	12.9	7.7	10.7	12.9
资产收益率(%)	5.4	5.6	3.0	4.4	5.2
已运用资本收益率(%)	0.4	0.9	0.9	1.4	1.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371