

投资评级 优于大市 首次覆盖

电动车及动力电池领导者

股票数据

11 月 06 日收盘价 (元)	190.44
52 周股价波动 (元)	42.52-198.85
总股本/流通 A 股 (百万股)	2728/1146
总市值/流通市值 (百万元)	519548/392434

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	63.8	111.6	114.8
相对涨幅 (%)	57.3	109.2	112.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师:张一弛

Tel:(021)23219402

Email:zy9637@htsec.com

证书:S0850516060003

分析师:张磊

Tel:(021)23212001

Email:zli0996@htsec.com

证书:S0850517070006

分析师:曾彪

Tel:(021)23154148

Email:zb10242@htsec.com

证书:S0850517080006

分析师:徐柏乔

Tel:(021)23219171

Email:xbq6583@htsec.com

证书:S0850513090008

投资要点:

- 电动车及动力电池领导者。**比亚迪主营业务为汽车、手机部件及组装、二次充电电池等, 2019 年以上业务收入占比分别为 50%、42%、8%。2019 年公司收入 1277 亿元, 同比-2%, 归母净利润 16 亿元, 同比-42%, 主要源于汽车板块收入的下滑。2019 年, 新能源汽车销量受补贴退坡及部分地区提前切换国六标准影响, 公司汽车业务收入 632.7 亿元, 同比-17%。公司是拥有新能源汽车核心技术和领先市场地位的全球新能源汽车领军企业, 2019 年动力电池出货量名列国内第 2。
- 三季报略超预期, 毛利率持续提升。**比亚迪 2020 年 Q1-3 实现收入 1050 亿元, 同比+12%; 归母净利润 34 亿元, 同比+117%。Q3 单季度实现收入 445.2 亿元, 同比+41%; 归母净利润 17.5 亿元, 同比+1363%。相比公司 2020 年中报预期的前三季度 28-30 亿元的净利润, 略超预期。我们认为, 收入增长主要源于汽车板块的恢复性增长, Q3 公司新能源汽车销量 5 万辆, 同比+7% (H1 同比-58%), 三季度新能源汽车销量止跌回升, 尤其是公司于 6 月推出的“汉”, 首次采用刀片电池及高性能碳化硅电机控制模块, 定位高端, 成为爆款车型。公司前三季度归母净利增速远高于收入增速, 主要源于毛利率的显著提升。2020 年 Q1-3 公司综合毛利率 20.75%, 同比+4.71pct。我们认为, 这可能源于公司利润率较高的商用车及“汉”等车型的显著增长, 结构优化。同时, 2020 年 Q1-3, 公司的销售期间费用率 13.88%, 同比+0.78pct, 基本保持平稳; 公司的研发费用率 4.66%, 同比+0.57pct, 保持了稳定增长, 我们认为, 公司后续的爆款新产品可期。
- 公司预期 2020 年归母净利同比增 160%-185%。**根据公司 2020 年三季报披露, 预计 2020 年归母净利润 42-46 亿元, 同比增长 160%-185%。第四季度预计汽车行业持续向好, 公司全新旗舰车型“汉”和改款旗舰车型“唐”已累计大量在手订单, 预计将推动公司新能源汽车销量强劲增长。我们倒算 2020 年 Q4 的归母净利为 7.86-11.86 亿元, 同比增长 19-29 倍。
- 盈利预测和估值。**我们预计公司 2020-21 年实现归母净利润 45.82、58.43 亿元, 对应 EPS 为 1.68、2.14 元/股。考虑到公司在国内新能源整车的龙头地位, 以及国内第 2 大动力电池生产厂商的竞争优势, 叠加手机部件及组装的增量, 结合可比公司 PE 估值, 给予公司 2020 年 100-120X PE, 合理价值区间为 168-201.6 元, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**(1) 新能源汽车复苏不及预期。(2) 竞争加剧, 影响公司市场份额和毛利率的提升。(3) 新能源汽车补贴政策的不确定性。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	130055	127739	134622	162066	199367
(+/-)YoY(%)	22.8%	-1.8%	5.4%	20.4%	23.0%
净利润(百万元)	2780	1614	4582	5843	7112
(+/-)YoY(%)	-31.6%	-41.9%	183.8%	27.5%	21.7%
全面摊薄 EPS(元)	1.02	0.59	1.68	2.14	2.61
毛利率(%)	16.4%	16.3%	19.3%	19.1%	19.1%
净资产收益率(%)	5.0%	2.8%	7.1%	7.9%	8.4%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 电动车及动力电池领导者	5
2. 三季报略超预期，全年归母净利预计增长 160%以上	6
3. 盈利预测与估值.....	6
4. 风险提示	8
财务报表分析和预测	9

图目录

图 1	比亚迪 2019 年收入结构.....	5
图 2	比亚迪近 5 年营收和归母净利润.....	5
图 3	截至 2020 年 9 月底比亚迪股权结构图.....	6

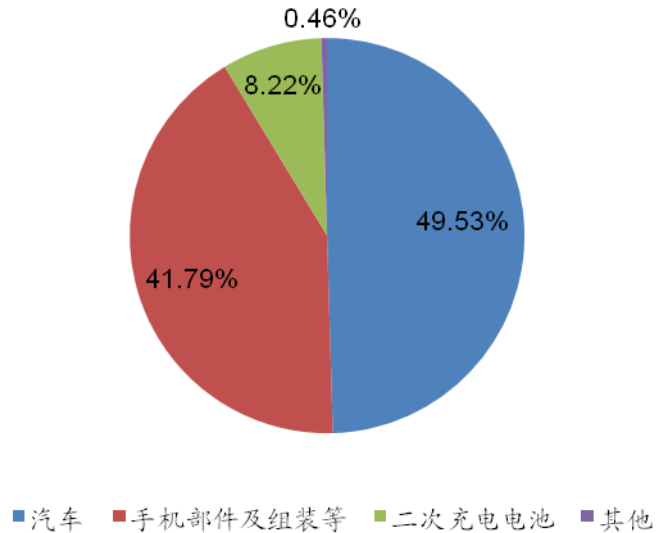
表目录

表 1	比亚迪分产品盈利预测（亿元）	7
表 2	可比公司市盈率（倍）	8

1. 电动车及动力电池领导者

比亚迪主营汽车、手机部件及组装、二次充电电池等，2019 年以上业务收入占比分别为 50%、42%、8%。公司是拥有新能源汽车核心技术和领先市场地位的全球新能源汽车领军企业，2019 年动力电池出货量名列国内第 2。

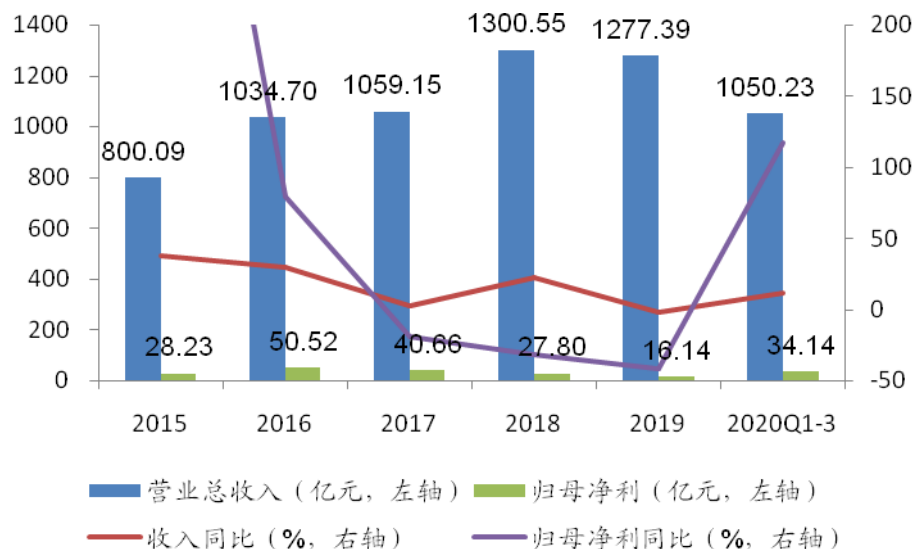
图1 比亚迪 2019 年收入结构



资料来源：Wind，海通证券研究所

2019 年公司收入 1277 亿元，同比-2%，归母净利润 16 亿元，同比-42%，主要源于汽车板块收入的下滑。2019 年，新能源汽车销量受补贴退坡及部分地区提前切换国六标准影响，公司汽车业务收入 632.7 亿元，同比-17%。

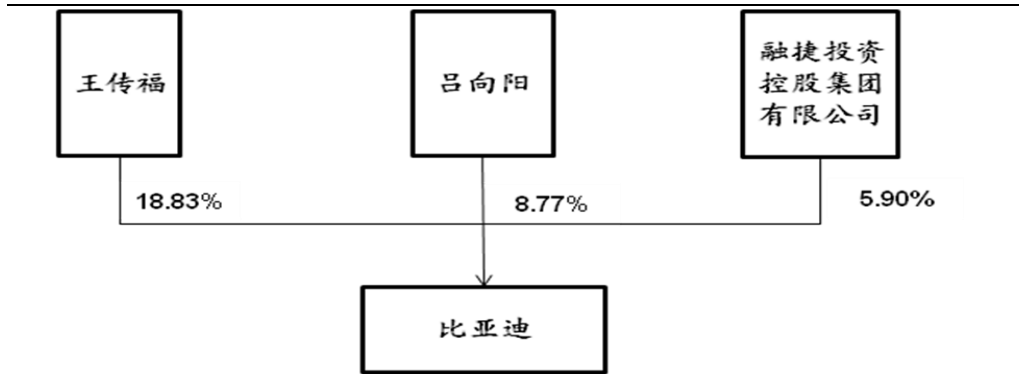
图2 比亚迪近 5 年营收和归母净利润



资料来源：Wind，海通证券研究所

比亚迪控股股东及实际控制人为王传福。截止 2020 年三季度，王传福持有比亚迪 18.83%股份。另一股东吕向阳为王传福之表兄，吕向阳及其配偶张长虹分别持有融捷投资控股集团有限公司 89.5%和 10.5%的股权。吕向阳、融捷投资控股集团有限公司分别持有比亚迪 8.77%、5.9%股份。

图3 截至 2020 年 9 月底比亚迪股权结构图



资料来源：比亚迪 2020 三季报，海通证券研究所

2. 三季报略超预期，全年归母净利预计增长 160%以上

比亚迪 2020 年 Q1-3 实现收入 1050 亿元，同比+12%；归母净利润 34 亿元，同比+117%。Q3 单季度实现收入 445.2 亿元，同比+41%；归母净利润 17.5 亿元，同比+1363%。相比公司 2020 年中报预期的前三季度 28-30 亿元的净利润，略超预期。我们认为，收入增长主要源于汽车板块的恢复性增长，Q3 公司新能源汽车销量 5 万辆，同比+7%（H1 同比-58%），三季度新能源汽车销量止跌回升，尤其是公司于 6 月推出的“汉”，首次采用刀片电池及高性能碳化硅电机控制模块，定位高端，成为爆款车型。公司前三季度归母净利增速远高于收入增速，主要源于毛利率的显著提升。2020 年 Q1-3 公司综合毛利率 20.75%，同比+4.71pct。我们认为，这可能源于公司利润率较高的商用车及“汉”等车型的显著增长，结构优化。同时，2020 年 Q1-3，公司的销售期间费用率 13.88%，同比+0.78pct，基本保持平稳；公司的研发费用率 4.66%，同比+0.57pct，保持了稳定增长，我们认为，公司后续的爆款新产品可期。

根据公司 2020 年三季报披露，预计 2020 年归母净利润 42-46 亿元，同比增长 160%-185%。第四季度预计汽车行业持续向好，公司全新旗舰车型“汉”和改款旗舰车型“唐”已累计大量在手订单，预计将推动公司新能源汽车销量强劲增长。我们倒算 2020 年 Q4 的归母净利为 7.86-11.86 亿元，同比增长 19-29 倍。

3. 盈利预测与估值

分产品盈利假设：

（1）汽车：公司 2020 年中报披露汽车板块收入同比-5.6%，而公司 Q3 汽车销量同比+2%，我们认为，公司在 2020 年 6 月上市的旗舰车型“汉”将持续带动汽车销量，保守估计全年汽车收入增长 5%。随着疫情影响减弱消费复苏，以及电动车的渗透率提升，我们保守估计公司 2021-22 年汽车板块收入分别增长 15%、20%。公司 2020 年中报披露汽车板块毛利率 24%，我们假设 2020-22 年保持此毛利率。

（2）手机部件及组装等：公司 2020 年中报披露该板块收入同比持平，由于下半年疫情影响减弱，我们保守估计 2020 全年该板块收入增长 5%，2021-22 年均增长 25%，即恢复到接近 2019 年的增速水平。公司 2020 年中报披露该板块毛利率 14%，我们假设 2020-22 年保持此毛利率。

（3）二次充电电池：公司 2020 年中报披露该板块收入同比+8%，由于下半年疫情影响减弱，我们保守估计 2020 全年该板块收入增长 10%，随着电动车渗透率提升及公司刀片电池的上市拉动该板块需求，我们保守估计 2021-22 年均增长 30%。我们假设 2020-22 年公司该板块保持 2019 年的毛利率——19%。

(4) 其他业务：我们保守假设该板块收入和毛利率均保持不变。

表 1 比亚迪分产品盈利预测 (亿元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
汽车					
收入	760.07	632.66	664.29	763.94	916.72
YOY (%)	34.23	-16.76	5.00	15.00	20.00
成本	609.72	494.20	504.86	580.59	696.71
毛利	150.35	138.45	159.43	183.34	220.01
毛利率(%)	19.78	21.88	24.00	24.00	24.00
手机部件及组装等					
收入	422.30	533.80	560.49	700.61	875.77
YOY (%)	4.34	26.40	5.00	25.00	25.00
成本	369.12	483.87	482.02	602.53	753.16
毛利	53.18	49.93	78.47	98.09	122.61
毛利率(%)	12.59	9.35	14.00	14.00	14.00
二次充电电池					
收入	89.50	105.06	115.57	150.24	195.31
YOY (%)	2.09	17.39	10.00	30.00	30.00
成本	81.03	85.48	93.61	121.69	158.20
毛利	8.47	19.57	21.96	28.54	37.11
毛利率(%)	9.46	18.63	19.00	19.00	19.00
其他业务					
收入	28.68	5.87	5.87	5.87	5.87
YOY (%)	5,523.53	-79.53	0.00	0.00	0.00
成本	27.39	5.69	5.69	5.69	5.69
毛利	1.29	0.18	0.18	0.18	0.18
毛利率(%)	4.49	3.09	3.09	3.09	3.09
合计					
收入	1,300.55	1,277.39	1346.22	1620.66	1993.67
YOY (%)	22.79	-1.78	5.39	20.39	23.02
成本	1,087.25	1,069.24	1086.18	1310.50	1613.76
毛利	213.29	208.14	260.04	310.16	379.91
毛利率(%)	16.40	16.29	19.32	19.14	19.06

资料来源：比亚迪 2018-19 年度报告，海通证券研究所测算

我们预计公司 2020-21 年实现归母净利润 45.82、58.43 亿元，对应 EPS 为 1.68、2.14 元/股。考虑到公司在国内新能源整车的龙头地位，以及国内第 2 大动力电池生厂商的竞争优势，叠加手机部件及组装的增量，结合可比公司 PE 估值，给予公司 2020 年 100-120X PE，合理价值区间为 168-201.6 元，给予“优于大市”评级。

表 2 可比公司市盈率（倍）

可比公司	PE(TTM)	PE(2020E)	PE(2021E)	PE(2022E)
电动车				
特斯拉	733	415	123	79
手机部件				
歌尔股份	67	56	39	30
蓝思科技	30	32	25	20
动力电池				
宁德时代	138	118	85	66
国轩高科	-82	79	53	40
平均值	174	140	65	47

资料来源：wind 一致预期（2020/11/6），海通证券研究所。

4. 风险提示

（1）新能源汽车复苏不及预期。（2）竞争加剧，影响公司市场份额和毛利率的提升。（3）新能源汽车补贴政策的不确定性。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	127739	134622	162066	199367
每股收益	0.59	1.68	2.14	2.61	营业成本	106924	108618	131050	161376
每股净资产	20.81	23.73	27.16	31.12	毛利率%	16.3%	19.3%	19.1%	19.1%
每股经营现金流	5.40	6.75	4.47	5.68	营业税金及附加	1561	1933	2153	2756
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	1.4%	1.3%	1.4%
价值评估 (倍)					营业费用	4346	4738	5609	6958
P/E	256.18	90.27	70.78	58.15	营业费用率%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
P/B	7.29	6.39	5.58	4.87	管理费用	4141	4364	5254	6463
P/S	3.24	3.07	2.55	2.07	管理费用率%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
EV/EBITDA	12.62	29.10	25.87	23.24	EBIT	5137	8723	10545	12564
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	3014	3075	3270	3556
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.4%	2.3%	2.0%	1.8%
毛利率	16.3%	19.3%	19.1%	19.1%	资产减值损失	-159	-229	-114	-172
净利润率	1.3%	3.4%	3.6%	3.6%	投资收益	-809	-411	-554	-850
净资产收益率	2.8%	7.1%	7.9%	8.4%	营业利润	2312	7057	8896	10891
资产回报率	0.8%	2.2%	2.6%	2.8%	营业外收支	119	0	0	0
投资回报率	3.3%	5.4%	6.1%	6.7%	利润总额	2431	7057	8896	10891
盈利增长 (%)					EBITDA	14978	16014	18017	19945
营业收入增长率	-1.8%	5.4%	20.4%	23.0%	所得税	312	1121	1278	1647
EBIT 增长率	-9.9%	69.8%	20.9%	19.1%	有效所得税率%	12.8%	15.9%	14.4%	15.1%
净利润增长率	-41.9%	183.8%	27.5%	21.7%	少数股东损益	504	1354	1776	2132
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1614	4582	5843	7112
资产负债率	68.0%	64.7%	63.1%	62.2%					
流动比率	0.99	1.12	1.27	1.41	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.69	0.79	0.87	0.95	货币资金	12650	12000	13000	14000
现金比率	0.12	0.12	0.13	0.13	应收账款及应收票据	43934	48658	57159	71187
经营效率指标					存货	25572	26141	31440	38776
应收帐款周转天数	125.54	131.93	128.73	130.33	其它流动资产	24811	24552	26753	28983
存货周转天数	87.29	87.84	87.57	87.70	流动资产合计	106967	111350	128352	152946
总资产周转率	0.65	0.66	0.72	0.79	长期股权投资	4060	4560	5060	5560
固定资产周转率	2.58	2.65	3.10	3.70	固定资产	49443	50867	52282	53927
					在建工程	10675	11275	11775	12275
					无形资产	12650	13926	15233	16524
					非流动资产合计	88675	92588	96696	100881
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	195642	203938	225048	253828
净利润	1614	4582	5843	7112	短期借款	40332	25158	18298	8706
少数股东损益	504	1354	1776	2132	应付票据及应付账款	36168	41489	47193	59878
非现金支出	10476	7521	7586	7553	预收账款	2	2	3	3
非经营收益	3777	3858	4212	4859	其它流动负债	31526	32357	35471	40232
营运资金变动	-1631	1093	-7209	-6174	流动负债合计	108029	99007	100966	108819
经营活动现金流	14741	18409	12208	15483	长期借款	11948	16948	21948	26948
资产	-20214	-7316	-7438	-7371	其它长期负债	13063	16063	19063	22063
投资	-736	-800	-800	-800	非流动负债合计	25011	33011	41011	49011
其他	68	-411	-554	-850	负债总计	133040	132018	141977	157830
投资活动现金流	-20881	-8526	-8791	-9022	实收资本	2728	2728	2728	2728
债权募资	58478	-10174	-1859	-1567	归属于母公司所有者权益	56762	64727	74102	84897
股权募资	2	0	0	0	少数股东权益	5839	7193	8969	11101
其他	-51870	-358	-557	-3893	负债和所有者权益合计	195642	203938	225048	253828
融资活动现金流	6610	-10533	-2417	-5461					
现金净流量	523	-650	1000	1000					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 06 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张一弛 电力设备及新能源行业
张磊 公用事业
曾彪 电力设备及新能源行业
徐柏乔 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 良信股份,许继电气,卧龙电驱,上海电气,公牛集团,宁德时代,信捷电气,恩捷股份,当升科技,南都电源,阳光电源,正泰电器,炬华科技,亿纬锂能,中科电气,汇川技术,雷赛智能,东方电气,璞泰来,嘉元科技,科士达,容百科技,欣旺达,川能动力,明阳智能,孚能科技,天奈科技,国电南瑞,麦格米特,宏发股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。