

2020年08月30日

公司研究

评级：买入（维持）

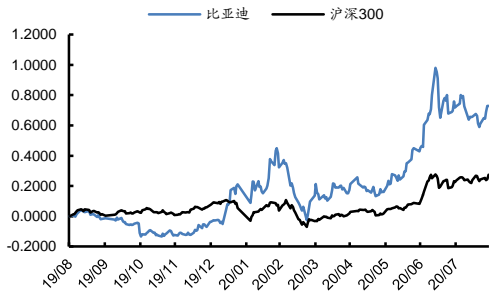
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
证券分析师：尹斌 S0350518110001
yinb@ghzq.com.cn
联系人：赵彬凯 S0350120030003
zhaobk@ghzq.com.cn

Q2 业绩环比向上，未来成长可期

——比亚迪（002594）中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
比亚迪	-1.7	48.8	74.0
沪深 300	4.0	25.3	27.5

市场数据 2020-08-28

当前价格（元）	85.39
52 周价格区间（元）	42.30 - 97.91
总市值（百万）	232956.12
流通市值（百万）	175960.40
总股本（万股）	272814.29
流通股（万股）	206066.75
日均成交额（百万）	1211.84
近一月换手（%）	22.35

相关报告

《比亚迪（002594）事件点评：半导体引入战投，拉开市场化序幕》——2020-05-27

《比亚迪（002594）点评：业绩符合预期，战略升级打开成长空间》——2020-04-23

《比亚迪（002594）中报点评：H1 业绩高速增长，H2 竞争加剧期待突围》——2019-08-22

《比亚迪（002594）销量快报点评：7 月销量探底，下半年持续增长可期》——2019-08-08

《比亚迪（002594）一季报点评：业绩符合预期，新品助力持续增长》——2019-04-30

事件：

公司发布中报：2020H1 实现营收 605 亿元，同比下降 2.7%；实现归母净利润 16.62 亿元，同比增长 14.3%；实现扣非归母净利润 9.2 亿元，同比增长 23.8%。同时，公司预告 1-9 月份利润预计 28-30 亿，同比增长 78%-91%，符合预期。

投资要点：

■ **业绩环比向上逐步改善，Q2 单季利润创新高。**2020Q2 实现营收 408 亿元 (YoY+28.1%, QoQ+107%)，归母净利润 15.5 亿元 (YoY+120%, QoQ+1372%)，扣非归母净利润 13.9 亿元 (YoY+322%, QoQ 扭亏)。Q2 业绩环比 Q1 大幅改善，且当季利润达到历史最高值，公司综合盈利能力稳定向上。从 2020H1 来看，公司各业务在疫情之下总体营收规模同比保持稳定，销售毛利率向上带动业绩增长：

汽车业务 2020H1 实现营收 321 亿元，同比-5.6%，毛利 76.8 亿元，同比-2.7%，毛利率 23.9%，同比+0.7pct。受新冠疫情及中美贸易摩擦影响，全球汽车工业需求受挫，根据中汽协数据，2020H1 全国汽车销量 1025.7 万辆，同比下降 17%，新能源汽车销量 39.3 万辆，同比下降 37.4%。在全行业需求下滑的情况下，公司上半年整车销售 15.9 万辆，同比-30.5%，新能源车销量 6 万辆，同比下滑 58%。传统燃油车逆势增长，销量近 10 万辆，主要受益于全新车型「宋 Pro」的热销，带动整体营收规模维持在相对稳定的水平。下半年随着新能源车行业需求环比逐步回暖，公司旗下爆款车型汉 EV/DM 有望带动汽车业务向上改善，同时刀片电池产能有序投放，将为比亚迪新能源车成本与竞争优势，公司汽车业务将会得到较大改善。

手机部件及组装业务 2020H1 实现营收 234 亿元，同比基本持平，毛利 31.9 亿元，同比+59%，毛利率 13.6%，同比+5pct。整体盈利能力的提升来源于：1) 大客户份额提升；2) 高端智能手机及平板电脑整机出货量增加，玻璃及陶瓷产品出货量同比翻倍；3) 新型智能产品业务板块导入新客户，助力未来业务增长；4) 医疗防护产品业务凭借成熟的 OEM 经验在极短的时间内完成跨界产品的产线布局并快速实现量产。未来依托于领先的研发实力、多元的产品组合以及优质的客户资源，公司手机业务正进入新一轮高速增长周期。

二次电池及光伏业务 2020H1 实现营收 47.9 亿元，同比+7.6%。其中手机、电动工具及其他便携式电子设备等旗下传统电池业务实现稳定增长；光伏业务在后疫情阶段，受益于海外订单的交付，销售收入实现快速增长，且受益于原材料价格的下降，亏损大幅改善。

- **整体费用水平控制良好，销售回款能力有序改善。** 2020H1 公司三费和研发支出合计 82.1 亿元，费用率 17.7%，同比+0.35pct，其中销售费用率 3.3%，同比-0.4pct；管理费用率 7.5%，同比+0.17pct；研发支出占比 4.2%，同比+0.16pct；财务费用率 2.75%，同比+0.41pct。综合来看，公司费用水平控制良好，持续保持高研发投入，未来在科技创新将持续保持活力，打造高技术壁垒。经营活动现金净流入 155.4 亿元，同比转正，投资活动现金净流出 69.1 亿元，筹资活动现金净流出 75.6 亿元。公司销售回款能力大幅改善，现金流质量有序提升。
- **业务聚焦与技术优势凸显，未来成长可期。** 半导体引战助推业务聚焦：公司作为国内电动车龙头，长期深耕新能源车产业链，掌握动力电池和电动车 IGBT 核心技术，目前比亚迪半导体已经完成两轮战投引入，逐步走向市场化。未来有望逐步剥离其核心业务，其中动力电池分拆将是公司最大看点。一方面在公司现有体量下，业务独立可带来更多的灵活性，经营效率有望大幅提升；另一方面，业务独立意味着自负盈亏，驱动由内供转为外销为主，实现市场化竞争。**技术优势凸显：**公司近期所展示的刀片电池+SiC/IGBT+新款车型“汉”是基于公司多年的技术沉淀，未来将会有更多核心技术助推公司发展，同时其核心技术有望转化利润释放业绩弹性。
- **维持公司“买入”评级：**公司在各主营业务稳中向好的基础上，基于强大的生产研发能力已在短时间内成为全球最大的口罩生产商，口罩销售带来正面业绩贡献，预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 41.4、49.8、67.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.52、1.83、2.48 元，从中长期来看，公司作为新能源车龙头，技术积淀深厚，刀片电池加持下，多款新车型有望打开公司成长空间，随着半导体业务加速推进上市，其核心竞争力将进一步强化，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**补贴政策风险；刀片电池应用不及预期；海外疫情扩散导致需求下滑；引入战投效果不及预期。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	127739	142517	174585	197039
增长率(%)	-2%	12%	23%	13%
归母净利润（百万元）	1614	4139	4980	6775
增长率(%)	-42%	156%	20%	36%
摊薄每股收益（元）	0.59	1.52	1.83	2.48
ROE(%)	2.58%	7.31%	8.11%	9.97%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：宁德时代盈利预测表

证券代码:	002594.SZ				股价:	85.39	投资评级:	买入	日期:	2020-08-28
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E	
盈利能力					每股指标					
ROE	3%	7%	8%	10%	EPS	0.59	1.52	1.83	2.48	
毛利率	16%	18%	18%	18%	BVPS	20.81	18.20	19.46	21.17	
期间费率	15%	14%	14%	13%	估值					
销售净利率	1%	3%	3%	3%	P/E	144.29	56.28	46.78	34.39	
成长能力					P/B	4.10	4.69	4.39	4.03	
收入增长率	-2%	12%	23%	13%	P/S	1.82	1.63	1.33	1.18	
利润增长率	-42%	156%	20%	36%						
营运能力					利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	
总资产周转率	0.65	0.71	0.79	0.82	营业收入	127739	142517	174585	197039	
应收账款周转率	2.81	2.92	3.04	3.04	营业成本	106924	117177	143165	161653	
存货周转率	4.18	4.44	3.68	3.68	营业税金及附加	1561	1995	2392	2857	
偿债能力					销售费用	4346	5273	6460	6502	
资产负债率	68%	72%	72%	72%	管理费用	9770	9549	12570	13517	
流动比	0.99	0.97	1.04	1.10	财务费用	3014	2833	2851	2740	
速动比	0.75	0.75	0.75	0.80	其他费用/(-收入)	(640)	340	100	100	
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润	2312	6030	7247	9870	
现金及现金等价物	12650	15377	13969	19561	营业外净收支	119	0	0	0	
应收款项	45495	48806	57397	64779	利润总额	2431	6030	7247	9870	
存货净额	25572	26868	39596	44752	所得税费用	312	724	862	1184	
其他流动资产	23250	26748	30774	34592	净利润	2119	5306	6385	8685	
流动资产合计	106967	116705	140641	162588	少数股东损益	504	1167	1405	1911	
固定资产	49443	45299	42469	39722	归属于母公司净利润	1614	4139	4980	6775	
在建工程	5721	6021	6521	7021	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	
无形资产及其他	12650	12650	11405	10160	经营活动现金流	14741	15963	4011	11567	
长期股权投资	4060	4060	4060	4060	净利润	2119	5306	6385	8685	
资产总计	195642	201535	221897	240352	少数股东权益	504	1167	1405	1911	
短期借款	40332	40832	40632	40632	折旧摊销	9584	6209	5795	5387	
应付款项	36168	41944	49236	55647	公允价值变动	10	0	0	0	
预收帐款	2	2	3	3	营运资金变动	2524	(19491)	(41116)	(28294)	
其他流动负债	31526	37136	45615	51142	投资活动现金流	(20881)	3844	2330	2247	
流动负债合计	108029	119914	135486	147424	资本支出	(5847)	3844	2330	2247	
长期借款及应付债券	21916	21916	21916	21916	长期投资	(499)	0	0	0	
其他长期负债	3095	3095	3095	3095	其他	(14535)	0	0	0	
长期负债合计	25011	25011	25011	25011	筹资活动现金流	8867	(10751)	(1744)	(2100)	
负债合计	133040	144925	160497	172436	债务融资	10535	500	(200)	0	
股本	2728	2728	2728	2728	权益融资	2	0	0	0	
股东权益	62601	56610	61400	67917	其它	(1670)	(11251)	(1544)	(2100)	
负债和股东权益总计	195642	201535	221897	240352	现金净增加额	2727	9056	4597	11714	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，10年行业研究经验，研究所副所长(主持工作)、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

尹斌，中科院物理化学博士，4 年比亚迪动力电池实业经验，3 年证券从业经验，2018 年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015 年新财富第 2 名、2016 年新财富第 3 名核心成员。

傅鸿浩，中国科学院硕士，4 年电力设备与新能源行业研究经验，曾任职于安信证券，国海证券。

张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

赵彬凯，香港科技大学经济学硕士，中山大学管理科学学士，2020 年加入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩、尹斌，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联

机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。