

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

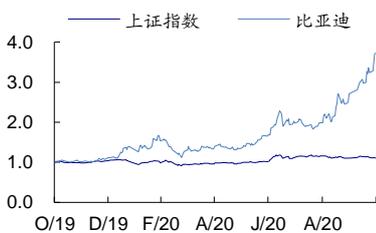
汽车

比亚迪(002594)
增持

2020 三季度报点评

(维持评级)

2020 年 11 月 02 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)	2,728/2,061
总市值/流通(百万元)	435,985/183,089
上证综指/深圳成指	3,225/13,237
12个月最高/最低(元)	170.30/42.30

相关研究报告:

《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

《比亚迪-002594-2020半年报点评：新品周期开启，业绩超预期》——2020-08-31

《比亚迪-002594-公司快评：高端车型汉上市，品牌力持续向上》——2020-07-14

《比亚迪-002594-2019半年报点评：中报符合预期，新品投放保障持续增长》——2019-08-22

《比亚迪-002594-锐意进取、“王朝”降临》——2019-05-15

证券分析师：梁超

电话：0755-22940097

E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001

证券分析师：何俊艺

电话：

E-MAIL: hejunyi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519080001

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

新品周期持续向上，关注边际变化

● 20Q3 实现归母净利润 17.51 亿，业绩符合市场预期

公司前三季度实现营收 1050.23 亿 (+11.94%)，实现归母净利润 34.14 亿 (+116.83%)，实现扣非归母净利润 24.93 亿 (+324.50%)。单三季度来看，公司实现营收 445.20 亿(+40.72%)，实现归母净利润 17.51 亿(+1362.66%)。公司此前发布 20Q3 业绩预告，预计前三季度实现归母净利润 34-36 亿，公司业绩符合市场预期。

● 高端车型占比提升带来毛利率改善显著

公司前三季度毛利率为 20.75%，同比上升 4.71pct；单三季度毛利率为 22.32%，同比上升 8.46pct，环比提升 1.79pct，公司毛利率呈现连续 4 个季度持续环比改善。我们预计主要由于：第一，比亚迪汉与唐等高端产品持续爬坡，产品结构中销量占比持续提升。第二，比亚迪电子对母公司的收入贡献约 44.5%，比亚迪电子毛利率显著改善，同比提升 7.7pct。

● 多业务持续向好，指引全年利润 42-46 亿

公司预计全年实现归母净利润 42-46 亿，同比增长 160.15%-184.93%，20Q4 单季度利润 7.86-11.86 亿。主要由于四季度预计汽车行业持续向好，目前全新旗舰车型“汉”和改款旗舰车型“唐”在手订单充裕，燃油车宋 Pro 和宋 Plus 预计持续保持大幅度增长。此外，手机部件及组装业务持续受益客户市场份额持续提升。

● 风险提示

汽车行业复苏进度低于预期，新能源汽车行业的政策不确定性。

● 投资逻辑：新周期持续向上，维持“增持”评级

后期看公司有望持续迎来量利齐升，主要受益刀片电池新产能投放以及后期 DM4.0 系列车型上市。我们预计公司 20/21/22 年归母净利润分别为 42.29/56.13/66.45 亿元（原：31.90/41.06/52.50 亿元，由于公司全年指引超过我们预期，我们上调汽车业务的营收增速以及毛利率，主要由于新能源旗舰车型汉等销量持续爬坡超预期，同时单车盈利能力较好带来产品结构改善。此外，手机组装机部件以及二次充电电池业务的毛利率超出此前我们预期），EPS 分别为 1.55/2.06/2.44 元（原：1.17/1.51/1.92 元），维持“增持”评级。

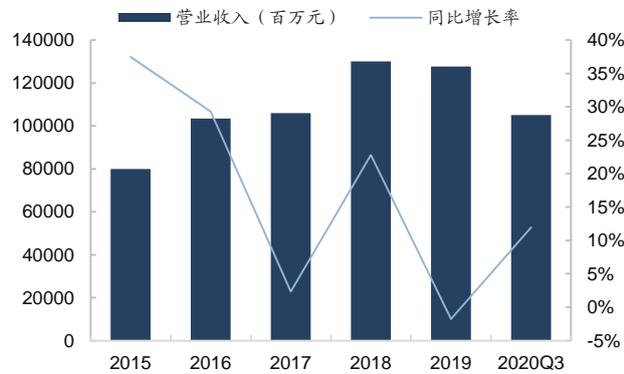
盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	127,739	144,142	172,883	195,218
(+/-%)	-1.8%	12.8%	19.9%	12.9%
净利润(百万元)	1614	4229	5613	6645
(+/-%)	-41.9%	161.9%	32.7%	18.4%
摊薄每股收益(元)	0.59	1.55	2.06	2.44
EBIT Margin	8.4%	6.4%	6.2%	6.5%
净资产收益率(ROE)	2.8%	7.3%	9.5%	10.9%
市盈率(PE)	270.1	103.1	77.7	65.5
EV/EBITDA	28.0	39.7	34.0	30.0
市净率(PB)	7.68	7.54	7.36	7.16

资料来源：国信证券经济研究所预测

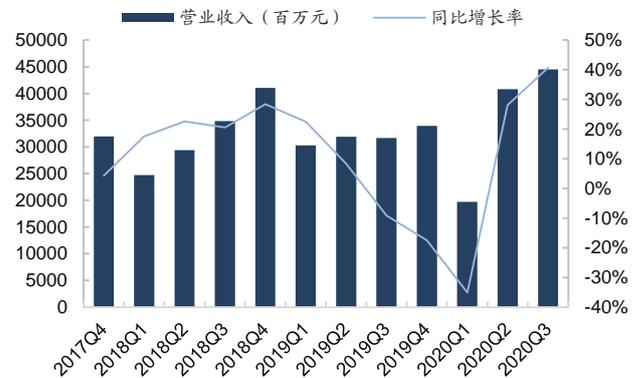
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司营业收入及增速



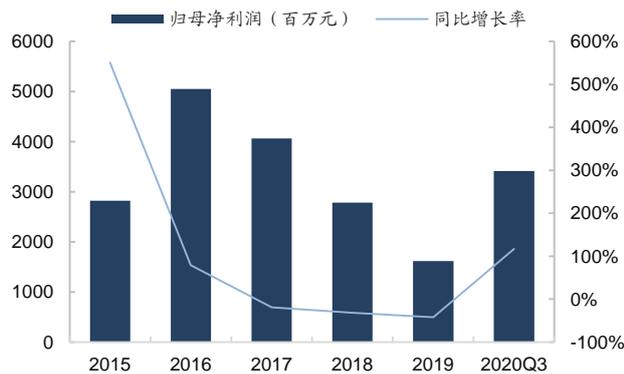
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营业收入及增速



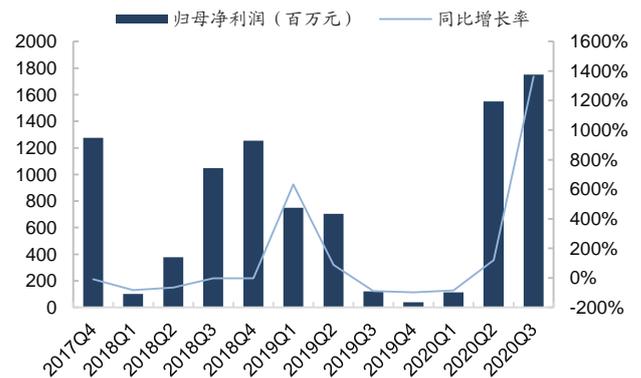
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司净利润及增速



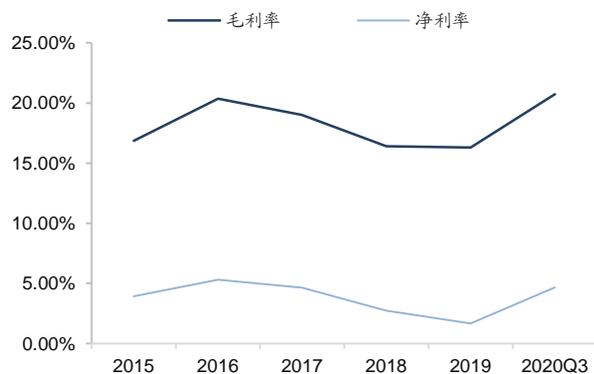
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度净利润及增速



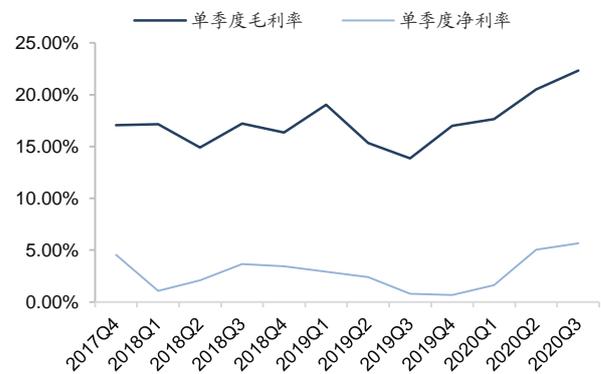
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

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

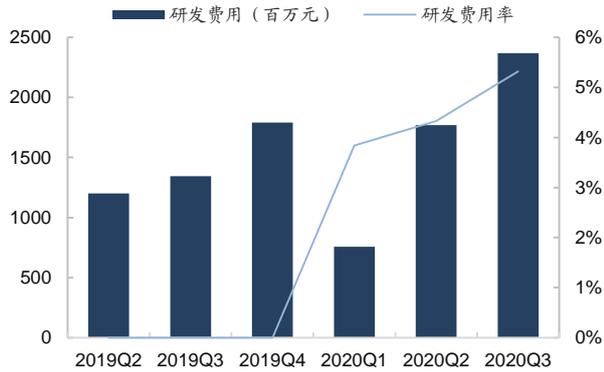
图 6: 公司单季度毛利率和净利率



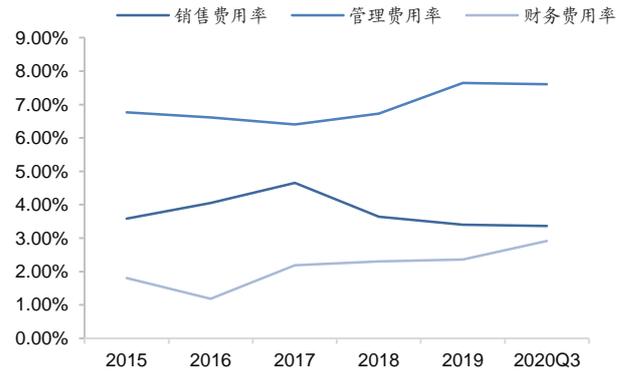
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 研发费用及费用率

图 8: 三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值对标分析

公司作为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，在大趋势下具备较大发展机遇。后期随着全球电动化的步伐加速，5G、人工智能等技术的应用，智能产品的升级，以及光伏行业平价上网时代的逐步到来，公司有望打开全新成长空间。

后期看公司有望持续迎来量利齐升，主要受益刀片电池新产能投放以及后期DM4.0系列车型上市。我们预计公司20/21/22年归母净利润分别为42.29/56.13/66.45亿元（原：31.90/41.06/52.50亿元，由于公司全年指引超过我们预期，我们上调汽车业务的营收增速以及毛利率，主要由于新能源旗舰车型汉等销量持续爬坡超预期，同时单车盈利能力较好带来产品结构改善。此外，手机组装机部件以及二次充电电池业务的毛利率超出此前我们预期），EPS分别为1.55/2.06/2.44元（原：1.17/1.51/1.92元），维持“增持”评级。

表 1：可比公司估值对标

公司	代码	市值	股价	每股盈利			市盈率			评级
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
比亚迪	002594.SZ	4360	159.81	1.55	2.06	2.44	103.09	77.67	65.61	增持
长城汽车	601633.SH	2177	23.72	0.53	0.84	1.02	44.75	28.24	23.25	买入
宇通客车	600066.SH	354	16.00	0.40	0.86	1.16	40.00	18.60	13.79	未评级
宁德时代	300750.SZ	5758	247.17	2.28	2.99	3.86	108.41	82.67	64.03	增持
平均值							74.06	51.79	41.67	

资料来源：wind、国信证券经济研究所预测

营收及毛利拆分：

表 2：分业务营收毛利拆分

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
整体营收	800.1	1034.7	1059.2	1300.6	1277.4	1441.4	1728.8	1952.2
整体营收 YoY		29.32%	2.36%	22.79%	-1.78%	12.84%	19.94%	12.92%
整体毛利	135.0	210.7	201.4	213.3	208.1	281.5	331.6	376.4
综合毛利率	16.87%	20.36%	19.01%	16.40%	16.29%	19.53%	19.18%	19.28%
汽车								
营收	406.6	570.1	566.2	760.1	632.7	727.6	873.1	1004.0
营收 YoY		40.23%	-0.68%	34.23%	-16.76%	15.00%	20.00%	15.00%
毛利	96.7	161.0	137.6	150.4	138.5	176.1	205.2	235.9

毛利率	23.79%	28.24%	24.31%	19.78%	21.88%	24.20%	23.50%	23.50%
手机部件及组装								
营收	332.6	390.9	404.7	422.3	533.8	587.2	704.6	775.1
营收 YoY		17.53%	3.53%	4.34%	26.40%	10.00%	20.00%	10.00%
毛利	29.6	39.0	53.0	53.2	49.9	82.2	98.6	108.5
毛利率	8.91%	9.98%	13.09%	12.59%	9.35%	14.00%	14.00%	14.00%
二次充电电池								
营收	60.8	73.4	87.7	89.5	105.1	120.8	145.0	166.7
营收 YoY		20.79%	19.38%	2.09%	17.39%	15.00%	20.00%	15.00%
毛利	8.6	10.7	10.7	8.5	19.6	23.0	27.5	31.7
毛利率	14.11%	14.52%	12.20%	9.46%	18.63%	19.00%	19.00%	19.00%
其他主营业务								
营收	0.1	0.2	0.5	28.7	5.9	5.9	6.2	6.3
营收 YoY		100.00%	131.82%	5523.53%	-79.53%	0.00%	5.00%	3.00%
毛利	0.01	0.02	0.07	1.29	0.18	0.2	0.2	0.3
毛利率	9.09%	9.09%	13.73%	4.50%	3.07%	4.00%	4.00%	4.00%

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)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	12650	46129	25157	14103	营业收入	127739	144142	172883	195218
应收账款	45495	55287	66311	74878	营业成本	106924	115996	139722	157579
存货净额	25572	27033	32574	36757	营业税金及附加	1561	1802	2161	2440
其他流动资产	22155	14414	17288	19522	销售费用	4346	5045	5878	6442
流动资产合计	106967	144364	142831	146759	管理费用	4141	12037	14337	16123
固定资产	60118	68097	73009	77232	财务费用	3014	2831	2248	2627
无形资产及其他	12650	12145	11640	11135	投资收益	(809)	250	250	250
投资性房地产	11846	11846	11846	11846	资产减值及公允价值变动	169	(300)	(300)	(200)
长期股权投资	4060	4460	4860	5260	其他收入	(4800)	0	0	0
资产总计	195642	240913	244187	252233	营业利润	2312	6382	8487	10056
短期借款及交易性金融负债	49080	45000	40000	48712	营业外净收支	119	50	50	50
应付款项	36168	55295	66629	75184	利润总额	2431	6432	8537	10106
其他流动负债	22781	51481	46445	34903	所得税费用	312	868	1152	1364
流动负债合计	108029	151776	153075	158799	少数股东损益	504	1334	1771	2097
长期借款及应付债券	21916	21916	21916	21916	归属于母公司净利润	1614	4229	5613	6645
其他长期负债	3095	3295	3495	3695					
长期负债合计	25011	25211	25411	25611					
负债合计	133040	176987	178486	184410					
少数股东权益	5839	6106	6478	6939					
股东权益	56762	57820	59223	60884					
负债和股东权益总计	195642	240913	244187	252233					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1614	4229	5613	6645
资产减值准备	(527)	49	15	14
折旧摊销	9584	6178	7279	8069
公允价值变动损失	(169)	300	300	200
财务费用	3014	2831	2248	2627
营运资本变动	(7681)	44563	(12925)	(17757)
其它	(339)	218	357	448
经营活动现金流	2481	55537	639	(2382)
资本开支	(14504)	(14001)	(12001)	(12001)
其它投资现金流	1636	(405)	0	0
投资活动现金流	(13367)	(14806)	(12401)	(12401)
权益性融资	2	0	0	0
负债净变化	5100	0	0	0
支付股利、利息	(4389)	(3172)	(4210)	(4984)
其它融资现金流	9059	(4080)	(5000)	8712
融资活动现金流	10484	(7252)	(9210)	3728
现金净变动	(402)	33479	(20972)	(11055)
货币资金的期初余额	13052	12650	46129	25157
货币资金的期末余额	12650	46129	25157	14103
企业自由现金流	(3218)	44752	(8318)	(10761)
权益自由现金流	10942	38223	(15263)	(4322)

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.59	1.55	2.06	2.44
每股红利	1.61	1.16	1.54	1.83
每股净资产	20.81	21.19	21.71	22.32
ROIC	9%	8%	10%	9%
ROE	3%	7%	9%	11%
毛利率	16%	20%	19%	19%
EBIT Margin	8%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	16%	11%	10%	11%
收入增长	-2%	13%	20%	13%
净利润增长率	-42%	162%	33%	18%
资产负债率	71%	76%	76%	76%
息率	1.0%	0.7%	1.0%	1.1%
P/E	270.1	103.1	77.7	65.6
P/B	7.7	7.5	7.4	7.2
EV/EBITDA	28.0	39.7	34.0	30.0

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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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