

2021年12月05日

比亚迪 (002594.SZ)

11月销量表现优异，新车定价策略微变

■事件：比亚迪发布11月份销量数据：11月份共销售汽车9.83万台，同比增长82.30%。

■销量表现优异，汉EV首次破万。公司11月份共销售新能源乘用车9.01万台，环比增长12.65%，表现优异。具体来看，1)11月汉销量达12841台，其中汉EV销量10021台，首次破万，创历史新高，环比增长20.92%；2)11月纯电动乘用车合计销量4.61万台，环比增加4905台，其中，海豚环比增加2791台（11月销量达8809台），秦Plus EV环比增加1689台，且其销量亦首次破万，表现亮眼；3)11月插电混动乘用车合计销量4.4万台，环比增加5213台，根据澎湃新闻新闻，公司dmi车型在手订单达到20万台，预计随着产能的逐步释放，产销量有望持续攀升。（以上数据来源：公司公告）。

■新车型定价策略微变，2022年有望量利齐升。11月30日，比亚迪宋Pro dmi开启预售，这是比亚迪备受瞩目的新车型之一，也是最早上工信部公告的3款dmi车型之一。宋Pro dmi的预售价为13.58-16.28万元，车型定价略高于预期。我们认为，在目前累计订单较多、且交付周期较长的背景下，这一预售价有望带来量利齐升的效果。除此以外，根据工信部公告，比亚迪未来仍有多款dmi车型将上市：驱逐舰05、汉dmi、宋max dmi等，若延续这一定价策略，那么2022年公司整体盈利有望超预期。

■未来几年的比亚迪非常值得期待。根据我们的预测，公司2022年汽车销量有望达145万辆，其中新能源乘用车128万辆，单车利润仍有较大提升空间（dmi新增投入较小，单车折旧&摊销大幅下降，单车费用亦大幅下降）。另外，随着越来越多的车企加入混动行列，尤其是长续航PHEV，我们对2023年PHEV（含EREV）的政策比此前更为乐观。因此，2023年之后的比亚迪依然非常值得期待——纯电加速对燃油车的替代、混动持续增长。另外，根据天眼查，2021Q3，公司相继注册了安徽无为、江苏盐城、山东济南以及浙江绍兴等四家电池子（孙）公司，公司动力电池产能有望加速扩张，未来刀片电池外供亦有望超预期。

■投资建议：维持“买入-A”评级。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为44.2、112.8以及136.3亿元，对应当前市值，PE分别为202.4、79.2以及65.5倍，维持“买入-A”评级，6个月目标价360元/股。

■风险提示：补贴大幅退坡；新品推进力度不及预期

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	127,738.5	156,597.7	210,467.3	330,012.7	402,615.5
净利润	1,614.5	4,234.3	4,415.2	11,277.9	13,633.9
每股收益(元)	0.55	1.45	1.52	3.87	4.68
每股净资产(元)	19.50	19.54	20.78	24.26	28.48
盈利和估值					
市盈率(倍)	553.4	211.0	202.4	79.2	65.5
市净率(倍)	15.7	15.7	14.8	12.6	10.8
净利润率	1.3%	2.7%	2.1%	3.4%	3.4%
净资产收益率	2.8%	7.4%	7.3%	16.0%	16.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%
ROIC	4.7%	8.3%	7.8%	12.1%	15.1%

数据来源：Wind资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

乘用车

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：360元
股价(2021-12-03) 306.90元

交易数据

总市值(百万元)	893,429.74
流通市值(百万元)	354,487.37
总股本(百万股)	2,911.14
流通股本(百万股)	1,155.06
12个月价格区间	143.95/325.00元

股价表现



资料来源：Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.41	15.96	73.2
绝对收益	-5.57	20.77	78.67

徐慧雄

分析师

SAC执业证书编号：S1450520040002
xuhx@essence.com.cn

相关报告

- 比亚迪：10月份销量表现优异，海豚引领公司进入全新时代/徐慧雄 2021-11-04
- 比亚迪：三季报业绩符合预期，现金流亮眼/徐慧雄 2021-10-29
- 比亚迪：9月销量表现亮眼，汉再次破万/徐慧雄 2021-10-07
- 比亚迪：8月销量超预期，纯电、混动均表现亮眼/徐慧雄 2021-09-05
- 比亚迪：中报业绩符合预期，汽车业务表现优异/徐慧雄 2021-08-29

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	127,738.5	156,597.7	210,467.3	330,012.7	402,615.5	成长性					
减:营业成本	106,924.3	126,251.4	182,054.2	276,616.7	336,184.0	营业收入增长率	-1.8%	22.6%	34.4%	56.8%	22.0%
营业税费	1,560.6	2,154.4	2,525.6	3,960.2	4,831.4	营业利润增长率	-45.5%	206.4%	-2.3%	139.5%	20.9%
销售费用	4,345.9	5,055.6	5,893.1	9,438.4	12,078.5	净利润增长率	-41.9%	162.3%	4.3%	155.4%	20.9%
管理费用	4,141.0	4,321.5	5,366.9	8,679.3	11,273.2	EBITDA 增长率	-4.0%	72.2%	-9.1%	52.3%	15.8%
研发费用	5,629.4	7,464.9	7,576.8	12,309.5	15,299.4	EBIT 增长率	-14.5%	165.3%	-27.6%	116.6%	21.1%
财务费用	3,014.0	3,762.6	1,712.3	2,123.6	2,599.3	NOPLAT 增长率	-20.9%	104.2%	-22.5%	116.6%	21.1%
资产减值损失	-159.0	-906.5	300.0	300.0	300.0	投资资本增长率	15.6%	-17.7%	40.0%	-3.1%	11.6%
加:公允价值变动收益	9.7	-51.3	-37.6	-	-	净资产增长率	3.1%	3.0%	7.9%	18.7%	19.0%
投资和汇兑收益	-808.7	-272.8	1,925.1	-	-	利润率					
营业利润	2,312.3	7,085.8	6,925.9	16,585.1	20,049.8	毛利率	16.3%	19.4%	13.5%	16.2%	16.5%
加:营业外净收支	118.8	-203.2	-	-	-	营业利润率	1.8%	4.5%	3.3%	5.0%	5.0%
利润总额	2,431.1	6,882.6	6,925.9	16,585.1	20,049.8	净利润率	1.3%	2.7%	2.1%	3.4%	3.4%
减:所得税	312.3	868.6	1,038.9	2,487.8	3,007.5	EBITDA/营业收入	11.0%	15.5%	10.5%	10.2%	9.7%
净利润	1,614.5	4,234.3	4,415.2	11,277.9	13,633.9	EBIT/营业收入	3.5%	7.6%	4.1%	5.7%	5.6%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	131	120	92	55	41
						流动营业资本周转天数	88	59	64	65	66
						流动资产周转天数	313	251	266	248	248
						应收帐款周转天数	135	101	130	130	130
						存货周转天数	73	65	69	67	67
						总资产周转天数	550	456	414	335	312
						投资资本周转天数	299	239	192	141	120
						投资回报率					
						ROE	2.8%	7.4%	7.3%	16.0%	16.4%
						ROA	1.1%	3.0%	2.1%	4.3%	4.6%
						ROIC	4.7%	8.3%	7.8%	12.1%	15.1%
						费用率					
						销售费用率	3.4%	3.2%	2.8%	2.9%	3.0%
						管理费用率	3.2%	2.8%	2.6%	2.6%	2.8%
						研发费用率	4.4%	4.8%	3.6%	3.7%	3.8%
						财务费用率	2.4%	2.4%	0.8%	0.6%	0.6%
						四费/营业收入	13.4%	13.2%	9.8%	9.9%	10.2%
						偿债能力					
						资产负债率	68.0%	67.9%	75.4%	75.1%	73.2%
						负债权益比	212.5%	211.9%	306.3%	301.1%	273.3%
						流动比率	0.99	1.05	1.18	1.19	1.29
						速动比率	0.75	0.75	0.89	0.85	0.96
						利息保障倍数	1.49	3.17	5.04	8.81	8.71
						分红指标					
						DPS(元)	0.06	0.15	0.15	0.39	0.47
						分红比率	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%
						现金流量表					
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.55	1.45	1.52	3.87	4.68
						BVPS(元)	19.50	19.54	20.78	24.26	28.48
						PE(X)	553.4	211.0	202.4	79.2	65.5
						PB(X)	15.7	15.7	14.8	12.6	10.8
						P/FCF	-453.2	186.3	678.4	98.7	180.8
						P/S	7.0	5.7	4.2	2.7	2.2
						EV/EBITDA	13.3	23.4	43.7	28.3	24.5
						CAGR(%)	88.1%	41.5%	18.3%	88.1%	41.5%
						PEG	6.3	5.1	11.1	0.9	1.6
						ROIC/WACC	0.5	0.8	0.8	1.2	1.5
						REP	3.5	7.4	9.5	6.3	4.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034