

强烈推荐-A (维持)

比亚迪 002594.SZ

当前股价: 79.35 元

2020年07月05日

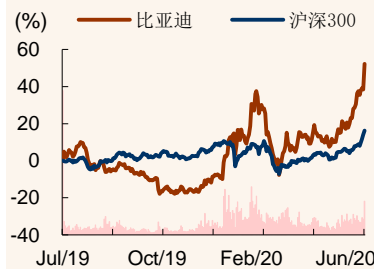
新车型汉订单饱满, 降本进度有望超预期

基础数据

上证综指	3153
总股本(万股)	272814
已上市流通股(万股)	114163
总市值(亿元)	2165
流通市值(亿元)	906
每股净资产(MRQ)	20.8
ROE(TTM)	1.7
资产负债率	67.2%
主要股东	王传福
主要股东持股比例	24.24%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	30	65	50
相对表现	19	58	36



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《比亚迪(002594)——比亚迪半导体引进战投, 打开业务分拆新篇章》2020-05-26

2、《比亚迪(002594)——Q2业绩预告亮眼, 看好下半年销量提升》2020-04-22

汪刘胜

0755-25310137  
wangls@cmschina.com.cn  
S1090511040037

李懿洋

liyiyang@cmschina.com.cn  
S1090519070006

**事件:** 公司近期发布新车型汉, 并将于近期交付, 根据公开资料, 汉的线上线下载订单已经突破2万台, 终端订单饱满。同时由于疫情冲击边际趋于平缓, 我们判断公司下半年各项业务有望环比改善。维持“强烈推荐-A”评级。

点评:

1、比亚迪汉即将交付, 终端订单饱满

比亚迪汉已启动预售, 共推出4款车型, 3款纯电动1款插电混动, 预售区间价格为23-28万, 即将于近期交付。汉作为新一代重磅产品, 采用四门轿跑式设计, Dragon Face 家族语言具备较强辨识度, 同时沿用贯穿式尾灯设计, 造型具有较强辨识度。动力系统方面, 纯电四驱版采用前后双电机形式, 总功率363千瓦, 最大扭矩680牛米, 官方百公里加速3.9s, 搭载最新磷酸铁锂“刀片电池”, 安全优势凸显, 最大续航可达605km。目前汉线上线下累计订单已经突破2万台, 随着电池和车的产能爬坡, 预计汉可达月销3000台以上的水平, 且有望超预期。

2、降本超预期之一: 磷酸铁锂“刀片电池”量产爬坡顺利

公司专门针对磷酸铁锂电池开发“刀片”状单体和CTP方案, 同时宣布新的磷酸铁锂CTP电池包系统质量能量密度未来将达到160Wh/kg, 提升了10%以上, 接近三元622电池包的水平, 目前汉搭载刀片电池能量密度140Wh/kg, 未来仍有提升空间, 且单位成本下降30%, 带来成本大幅降低。我们认为在此基础上, 磷酸铁锂的性价比将凸显, 相比三元安全性好、一致性好、循环寿命长等优势有望放大。公司刀片电池设计总产能达10Gwh, 目前部分产能投产并且爬坡顺利, 我们估算未来全系切换磷酸铁锂CTP带来的动力电池降本幅度超过单车1万元。

3、降本超预期之二: DM4.0系统即将发布, 系统成本有望进一步降低

公司的“542”标准为: 0-100公里/小时, 加速时间5秒以内是性能标准, 极速电四驱是操控的安全标准, 百公里油耗小于2升是油耗标准。公司DM3.0系统采用2.0TI发动机+6HDT45变速箱、前置110kw电机、后置110kw电机的动力配置, 用四驱+运动+HEV模式实现百公里加速5s以内的最强性能, 用四驱+经济+EV模式实现百公里油耗低于2L。而公司目前已经在研发DM4.0系统, 并大概率在下半年落地, DM4.0系统将在现有系统基础上进一步降低油耗和成本, 若落地以后插混车型单车成本有望降低2万以上。

**风险提示:** 新能源汽车销量不达预期, 降本措施、新技术落地不达预期

#### 4. 成本优势凸显，明年有望迎来产销大年

公司明年将完成主要王朝系列车型换代，随着磷酸铁锂刀片电池投产顺利、DM4.0 系统即将落地，未来公司将有望把全系车型进行新技术切换，其中纯电搭载刀片电池、插混搭载 DM4.0 方案，带动成本进一步降低，公司将在电动车市场占据绝对成本优势，有望迎来产销大年。我们认为，特斯拉的成功率先带动了高端电动车放量，但未来新能源汽车市场不仅在 25 万以上的区间，对于乘用车市场，中型和中大型车销量占比约 25% 左右，而紧凑型及以下车型销量占比 75% 左右，在新能源汽车从 4% 到 20% 渗透过程中，仅依赖高价车渗透从而达到 500 万台销量目标是不够的，而磷酸铁锂 CTP 方案以及未来 DM4.0 方案的落地，将大幅降低电动车成本，有望率先实现中低价位车型接近与燃油车平价。

#### 5. 业务分拆持续落地，新能源车龙头有望迎来价值重估

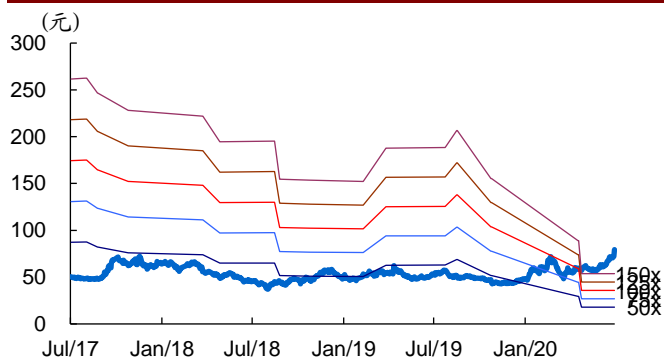
目前半导体业务已经引入战投，后续上市有序推进，同时动力电池板块有望在未来 2-3 年分拆后陆续上市，带来价值重估空间；公司 IGBT 技术得到国际认证，有望打破国外高端产品技术垄断；同时，公司积极推动动力电池等核心零部件对外开放，如与丰田深度合作、与海外整车厂接触合作，是对技术实力的证明。

#### 投资策略与风险提示

我们看好公司长期发展，在电动车领域及核心三电技术方面具备核心竞争力。新汉的线上线下载订单已经突破 2 万台，终端订单饱满，销量有望超预期，同时降本措施落地有望超预期，带动公司明年迎来产销大年。维持“强烈推荐-A”评级。

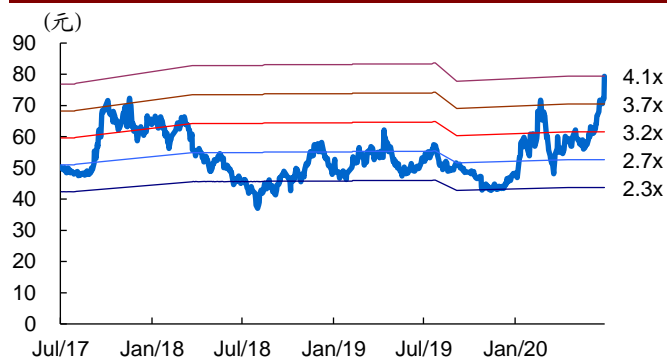
**风险提示：新能源汽车销量不达预期，降本措施、新技术落地不达预期。**

图 9: 比亚迪历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 10: 比亚迪历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	115211	106967	132142	150336	168427
现金	13052	12650	14563	17476	18448
交易性投资	0	34	34	34	34
应收票据	49284	43934	54917	62056	70124
应收款项	0	7009	8737	9873	11156
其它应收款	1010	0	0	0	0
存货	26330	25572	31685	35804	40312
其他	25534	17767	22205	25092	28352
<b>非流动资产</b>	79361	88675	91991	94588	96605
长期股权投资	3561	4060	4060	4060	4060
固定资产	43679	49443	54705	59050	62639
无形资产	16764	19195	17275	15548	13993
其他	15357	15977	15951	15930	15913
<b>资产总计</b>	<b>194571</b>	<b>195642</b>	<b>224133</b>	<b>244923</b>	<b>265032</b>
<b>流动负债</b>	116569	108029	132177	148505	162936
短期借款	37789	40332	61800	70439	76453
应付账款	46283	36168	44829	50657	57035
预收账款	3471	4504	5583	6308	7103
其他	29026	27024	19965	21101	22344
<b>长期负债</b>	17308	25011	25011	25011	25011
长期借款	6848	11948	11948	11948	11948
其他	10461	13063	13063	13063	13063
<b>负债合计</b>	<b>133877</b>	<b>133040</b>	<b>157188</b>	<b>173517</b>	<b>187947</b>
股本	2728	2728	2728	2728	2728
资本公积金	28420	28925	28925	28925	28925
留存收益	24050	25109	28379	31534	35562
少数股东权益	5496	5839	6912	8220	9870
归属于母公司所有者权益	55198	56762	60033	63187	67215
<b>负债及权益合计</b>	<b>194571</b>	<b>195642</b>	<b>224133</b>	<b>244923</b>	<b>265032</b>

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	12523	14741	5304	11196	12063
净利润	2780	1614	3434	4185	5283
折旧摊销	9425	9626	10554	11273	11853
财务费用	3481	3487	2901	2845	2803
投资收益	(248)	290	(825)	(825)	(825)
营运资金变动	(3802)	(691)	(11842)	(7596)	(8708)
其它	888	414	1081	1314	1657
<b>投资活动现金流</b>	(14231)	(20881)	(13047)	(13047)	(13047)
资本支出	(17842)	(20627)	(13872)	(13872)	(13872)
其他投资	3612	(254)	825	825	825
<b>筹资活动现金流</b>	3917	6610	9656	4764	1956
借款变动	3020	7110	12721	8639	6014
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	50	505	0	0	0
股利分配	(385)	(557)	(164)	(1030)	(1255)
其他	1231	(448)	(2901)	(2845)	(2803)
<b>现金净增加额</b>	<b>2209</b>	<b>470</b>	<b>1913</b>	<b>2913</b>	<b>972</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	130055	127739	159673	180431	203887
营业成本	108725	106924	132529	149757	168614
营业税金及附加	2146	1561	1951	2204	2491
营业费用	4729	4346	5432	5954	6728
管理费用	3760	4141	5176	5849	6610
研发费用	4989	5629	7037	7951	8985
财务费用	2997	3014	2901	2845	2803
资产减值损失	1019	(636)	200	200	200
公允价值变动	(5)	10	10	10	10
<b>其他收益</b>					
投资收益	2558	815	815	815	815
营业利润	4242	2312	5272	6494	8280
<b>营业外收入</b>	230	226	226	226	226
营业外支出	86	107	107	107	107
<b>利润总额</b>	4386	2431	5391	6613	8399
所得税	829	312	884	1120	1466
<b>少数股东损益</b>	776	504	1073	1308	1651
<b>归属于母公司净</b>	<b>2780</b>	<b>1614</b>	<b>3434</b>	<b>4185</b>	<b>5283</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	23%	-2%	25%	13%	13%
营业利润	-22%	-45%	128%	23%	28%
净利润	-32%	-42%	113%	22%	26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.4%	16.3%	17.0%	17.0%	17.3%
净利率	2.1%	1.3%	2.2%	2.3%	2.6%
ROE	5.0%	2.8%	5.7%	6.6%	7.9%
ROIC	3.5%	3.5%	4.7%	4.9%	5.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	68.8%	68.0%	70.1%	70.8%	70.9%
净负债比率	26.8%	31.2%	32.9%	33.6%	33.4%
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	4.7	4.1	4.6	4.4	4.4
应收帐款周转率	2.6	2.5	2.8	2.7	2.7
应付帐款周转率	2.5	2.6	3.3	3.1	3.1
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	1.02	0.59	1.26	1.53	1.94
每股经营现金	4.59	5.40	1.94	4.10	4.42
每股净资产	20.23	20.81	22.00	23.16	24.64
每股股利	0.20	0.06	0.38	0.46	0.58
<b>估值比率</b>					
PE	77.9	134.1	63.0	51.7	41.0
PB	3.9	3.8	3.6	3.4	3.2
EV/EBITDA	20.3	22.4	16.1	14.6	13.1

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与Starmine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

寸思敏，上海财经大学硕士，3年证券行业研究经验。2016年加入招商证券，重点覆盖传统整车、零部件、后市场板块。

李懿洋，清华大学硕士，2年证券行业研究经验。2017年加入招商证券，重点覆盖新能源、智能汽车板块。

马良旭，清华大学博士，3年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖商用车、新能源、智能汽车板块。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。