

中信证券研究部


宋韶灵
 首席新能源汽车分析师
 S1010518090002



陈俊斌
 首席制造产业分析师
 S1010512070001



联系人：董雨翀

核心观点

公司近期发生了两方面重要变化：(1) “汉”月销量爬坡进度超预期，有望成为“爆款”，科技属性和品牌力大幅改善，电动造车业务可对标造车新势力进行价值重估；(2) 所控股的比亚迪电子基本面持续向好。我们上调目标价至 139 元/159 港元（原目标价为 94.9 元/103.5 港元），继续重点推荐，维持“买入”评级。

■ **事件**：近日公司基本面持续向好，市场反应明显，对此我们点评如下：

■ **比亚迪“汉”销量持续超预期，品牌力明显提升**。根据中汽协数据，7、8 月“汉”销售 1205、2400 辆，产销爬坡进展超市场预期，消除了此前市场对于公司刀片电池产能瓶颈的担忧。当前“汉”在手订单充裕，预计 9 月“汉”EV、DM 销售分别有望超过 4000、2000 辆，趋势继续向好。我们判断“汉”车型将成为新的“爆款”电动车，驱动公司品牌力大幅提升。

■ **比亚迪与特斯拉、造车新势力相比具备差异化优势，劣势也正跟进补足**。比亚迪具备特斯拉、造车新势力短期难以达到的稳定制造能力，并且自供核心三电部件，全面掌握电动化硬件制造技术。此外，比亚迪也兼顾 PHEV 插混技术路线。劣势方面，此前比亚迪品牌力、渠道管理能力相对偏弱，但目前正大力度拓展 Mall 店营销，着力补齐短板。车型角度，“汉”相比竞品定位更偏向居家消费者，在终端与竞品实现一定差异化竞争。

■ **“汉”驱动品牌力和科技属性提升，对标造车新势力带来价值重估**。比亚迪电动乘用车车型众多，销售结构中，单车价格较低，随着汉和宋 plus 的推出，有望推升公司车型升级，与造车新势力等一起进入 20 万元以上的竞争领域，随着汉的热销，有望带来品牌力的提升。当前比亚迪电动造车业务产销量底盘扎实，品牌端明确改善，后续电子电气架构、智能化方面也有潜在突破可能性。参照美股造车新势力估值水平，我们将公司电动乘用车业务价值判断由此前约 460 亿元上调至约 1500 亿元；同时比亚迪电子对大客户份额提升趋势明确，比亚迪控股直接受益。

■ **风险因素**：技术路线更迭；公司新能源汽车产销不及预期；新能源汽车政策波动。

■ **投资建议**：我们维持公司 2020/2021/2022 年归母净利润预测 52/53/60 亿元，当前 A 股价格 103.6 元，对应 2020/21/22 年 55/54/48 倍 PE；H 股价格 105.4 港元，对应 2020/21/22 年 47/46/41 倍 PE。公司 2020 年起供应链中性化战略稳步推进，比亚迪半导体、动力电池等先进电动零部件业务有望逐步兑现内在价值。近期“汉”月销量超预期，品牌力明显提升，电动乘用车业务迎来价值重估；比亚迪电子基本面持续向好。我们将对公司价值判断上调至 3790 亿元（原预测为 2590 亿元），继续重点推荐，维持公司（A+H 股）“买入”评级。

比亚迪	002594
评级	买入（维持）
当前价	103.6 元
目标价	139 元
总股本	2,728 百万股
流通股本	1,146 百万股
52 周最高/最低价	105.4/42.83 元
近 1 月绝对涨幅	15.57%
近 12 月绝对涨幅	35.38%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	1,301	1,277	1,599	2,014	2,342
营业收入增长率	23%	-2%	25%	26%	16%
净利润(亿元)	27.8	16.1	52.3	53.2	60.4
净利润增长率	-32%	-42%	224%	2%	14%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.93	0.5	1.92	1.95	2.21
毛利率%	16.40%	16.30%	18.00%	16.10%	15.60%
净资产收益率 ROE%	5.00%	2.80%	8.50%	8.00%	8.40%
每股净资产 (元)	20.23	20.81	22.66	24.42	26.38
PE (A 股)	113	211	55	54	48
PB (A 股)	5.2	5.1	4.7	4.3	4.0
PE (H 股)	97	181	47	46	41
PB (H 股)	4.5	4.4	4.0	3.7	3.4

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 9 月 16 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。