



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



尹欣驰  
汽车分析师  
S1010519040002

核心观点

公司新能源汽车 9 月销量 1.37 万辆，同比-51.0%，环比-18.2%，主要系行业受补贴退坡影响景气较低。短期看，四季度环比有望改善；中长期看，公司是行业龙头，具备“爆款新能源汽车”能力，有望享受未来行业增长红利；短期销量承压并不影响供应链长期价值及全球竞争力，继续推荐，维持“买入”评级。

■ **事件**:10月10日,公司发布9月汽车销量快报,汽车销售4.1万辆,同比-15.0%,环比+13.1%,其中新能源汽车1.37万辆,同比-51.0%,环比-18.2%,燃油车2.70万辆,同比+35.2%,环比+40.2%。对此,我们点评如下:

■ **新能源汽车月销 1.37 万辆，同比大幅-51.0%，略低于预期。**9月公司汽车销售4.1万辆,同比-15.0%,环比+13.1%,其中新能源汽车1.37万辆,同比-51.0%,环比-18.2%。公司1-9月新能源汽车累计销售19.3万辆,同比+34%。从行业看,9月我国新能源汽车产量7.6万辆,同比下降31%,可以看出,公司销量继续承压与行业受补贴退坡影响、景气较低有关。燃油车方面,销量继续回升,9月销量2.70万辆,同比+35.2%,环比+40.2%,为年内首次单月销量超过去年同期,主要是宋Pro燃油版上市后销量明显提升,1-9月累计销售14.3万辆,同比-31%。

■ **电动乘用车继续承压，后续有望改善。**分类型看,公司9月新能源乘用车1.30万辆,同比-47.8%,环比-19.0%。其中纯电0.74万辆,同比-39.3%,同比大幅下滑系对公销售e5单月较低,且元EV、秦EV等对私受补贴退坡影响大;插混0.57万辆,同比-55.9%,系去年同期新车周期高基数所致。9月新能源商用车销售633辆,上半年累计销售6,701辆,同比-17.1%,主要系电动客车行业低景气。动力电池方面,9月公司电池装机0.797GWh,环比+5.1%,1-9月累计装机10.6GWh,国内依旧排名第二。整体看,虽然行业进入“金九银十”,但补贴退坡对电动乘用车影响持续,预计10月起销售有望改善,公司全年电动乘用车预计实现同比约10%增长。

■ **宋pro车型继续爬坡，e网新车型贡献开始体现。**公司2018年下半年推出王朝系列新能源车型,市场反应热烈,经历一年的布局,已经形成了唐、宋、元、秦等全谱系电动车型(包括插电式和纯电动)。7、8月,宋切换至新款宋pro,目前8、9月宋DM分别销售约1900/2300辆,产品力持续验证;前期主力车型秦切换至新款秦,短期月销受一定影响,8、9月秦DM销售约1200/1000辆,秦EV销售约1500/400辆。此外,公司今年推出e系列电动车,目前S2月销量已经稳定在1000-2000辆水平,四季度e3新车型交付有望拉动销量企稳改善。

■ **供应链开放扩展新空间，电动领域全球竞争力依然强劲。**公司持续推进中性化战略,动力电池业务已与长安汽车签署合作协议,今年6月进入海外巨头丰田的供应链,后续有望配套奥迪;此外,与丰田的合作进一步扩展至共同开发电动车型,公司电动车技术与集成能力持续得到验证;智能化方面,比亚迪近期与华为签订战略合作协议,强强联合共同推动汽车创新发展和数字化转型。我们认为,公司短期电动销量承压并不影响供应链的巨大价值。

■ **风险因素**:公司新能源汽车产销不及预期;新能源汽车政策波动;云轨推进不及预期。

比亚迪	002594
评级	买入(维持)
当前价	49.00元
总股本	2,728百万股
流通股本	1,141百万股
52周最高/最低价	62.4/42.82元
近1月绝对涨幅	-5.00%
近12月绝对涨幅	4.42%

■ **投资建议：**维持公司 2019/20/21 年 EPS 预测 1.03/1.18/1.55 元，当前 A 股价格 49.00 元，对应 2019/20/21 年 48/42/32 倍 PE；H 股价格 38.1 港元，对应 19/20/21 年 34/29/22 倍 PE。虽然公司受行业补贴退坡扰动销量、盈利短期承压，中长期看，公司作为电动车龙头，具备“爆款新能源汽车”能力，有望享受新能源汽车未来增长红利；且供应链开放迈向新的台阶，价值有望显现，继续推荐，维持公司（A+H 股）“买入”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	105,915	130,055	138,758	159,446	176,555
营业收入增长率	2%	23%	7%	15%	11%
净利润(百万元)	4,066	2,780	2,803	3,222	4,225
净利润增长率	-20%	-32%	1%	15%	31%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.40	0.93	1.03	1.18	1.55
毛利率%	19.0%	16.4%	16.2%	15.6%	16.3%
净资产收益率 ROE%	7.4%	5.0%	4.9%	5.3%	6.6%
每股净资产 (元)	20.2	20.2	21.1	22.1	23.5
PE (A 股)	35	53	48	42	32
PB (A 股)	2.4	2.4	2.3	2.2	2.1
PE (H 股)	25	37	34	29	22
PB (H 股)	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 10 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.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；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal 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员）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、35及36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) 071/10/2018。

**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。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条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的内容。

## 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 2019 版权所有。保留一切权利。