比亚迪“汉”月销量过万意味着什么？

比亚迪（002594，01211.HK）深度跟踪报告 | 2020.11.9

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

比亚迪	002594
评级	**买入（维持）**
当前价	190.44 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	190.44/42.83 元
近 1 月绝对涨幅	13.34%
近 6 月绝对涨幅	13.04%
近 12 月绝对涨幅	52.02%

核心观点

比亚迪“汉”月销量持续爬坡，若后续单月超 1 万辆，将是 20 万元以上自主品牌唯一月销过万的轿车，带动品牌力明显提升。我们认为“汉”的成功源于比亚迪的成本优势与强大制造能力，且公司品牌不断提升，未来智能网联化可期。参照造车新势力在美股的估值体系，我们认为公司电动造车业务具备“智能车企”前景，将继续深入价值重估，整体悲观/中性/乐观情形下预计公司合理估值 4500/6000/7500 亿元，继续重点推荐，维持“买入”评级。

- **“汉”的成功在于电动性能优秀，且品牌力在提升，未来智能化可期。**2019 年月销超 1 万辆的自主品牌 B/C 级燃油轿车只有吉利博越/缤越、长安 CS75/35、长安逸动，价格均低于 15 万元；“汉”价格超过 20 万元，月销量有望突破 1 万，明显提升了比亚迪品牌力。随着国内电动化供应链成熟，各家车型间的电动性能差异正逐渐缩小，而比亚迪“汉”凭借更为舒适、居家的特点，与 Model 3 共同做大市场并实现差异化竞争。智能化方面，通过与华为合作、入股芯片和算法研发企业华大北斗等布局，我们认为公司未来在分布式汽车电子架构、智能驾驶方面将有所突破。
- **比亚迪具备成本优势与强大的制造能力。1）刀片电池：**刀片电池相比传统方形三元电池降本超过 30%，EV/PHEV 车型约降本 1.5/0.5 万元。根据对相关专利的研究，我们认为比亚迪在刀片电池生产中自制叠片机及一整套 know-how 的积累充分体现了其制造能力。**2）即将发布的第四代插混系统 DM-i 节能方案：**预计主打节能的 DM-i 将采用能效更高的发动机、刀片电池以及更简化的变速箱，相较上一代侧重性能的插混系统成本低约 2 万元，进一步缩小插混车型与燃油车价差。我们认为，比亚迪是与特斯拉一样都是具备制造能力优势、低成本优势的电动车企。
- **借鉴美股特斯拉及造车新势力的估值体系，悲观/中性/乐观情景下预计公司整体价值在 4500/6000/7500 亿元。**我们认为，美股电动车企获得高估值水平，源于市场对“赚软件（累计保有量）的钱”的预期，而不只是“赚硬件（每年产销量）的钱”。以特斯拉于 2012、2018 年实施的两次股权激励考核条款为例，可以使用“市值÷累计销量”、PS，对处于成长不同阶段的电动车企进行估值。当前比亚迪电动乘用车业务适用这种估值体系下，悲观/中性/乐观情景价值合理估值预计在 1800/2500/3500 亿元。对动力电池业务，假定后续拓宽下游客户外供，悲观/中性/乐观情景有望实现宁德时代出货量的 35%/45%/50%，整体价值 1500/2000/2300 亿元。对比亚迪电子，考虑到目前基本持续向好，以目前港股市值为基准，未来估值有提升可能性，悲观/中性/乐观情景下预计可给予 700/1000/1500 亿元估值。相应公司整体悲观/中性/乐观情景下估值为约 4500/6000/7500 亿元。
- **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：**维持 2020-2022 年归母净利润预测 44、57、64 亿元（对应 EPS 预测为 1.62、2.10、2.36 元），当前 A 股价格 190.44 元/股对应 2020/21/22 年 118/91/81 倍 PE；H 股价格 194.0 港元，对应 2020/21/22 年 102/79/70 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。行业电动化、智能化趋势明确，公司在转型与技术变革中反应迅速，“汉”“唐”高端电动车型月销量持续验证，电动造车业务继续价值重估。我们继续重点推荐，维持公司（A+H 股）“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	1,301	1,277	1,666	2,081	2,409
营业收入增长率	23%	-2%	30%	25%	16%
净利润(亿元)	27.8	16.1	44.3	57.2	64.4
净利润增长率	-32%	-42%	224%	2%	14%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.93	0.5	1.62	2.10	2.36
毛利率%	16.4%	16.3%	18.0%	16.1%	15.6%
净资产收益率 ROE%	5.0%	2.8%	8.5%	8.0%	8.4%
每股净资产（元）	20.23	20.81	22.66	24.42	26.38
PE（A 股）	205	381	118	91	81
PB（A 股）	9.4	9.2	8.4	7.8	7.2
PE（H 股）	178	331	102	79	70
PB（H 股）	8.2	7.9	7.3	6.8	6.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2020 年 11 月 6 日收盘价

目录

好销量核心源于产品力，且品牌力、智能化可期 1
电动性能：“汉”不比竞品差，各家差距正在缩小 1
差异化：“汉”定位客群更加居家 2
智能：“汉”智能网联可期 2
“汉”成为爆款自主品牌 B/C 级轿车，提升品牌力 3
比亚迪的成本优势和强大制造能力 4
技术一：“刀片电池” 4
技术二：即将发布的第四代插混系统的 DM-i 节能方案 6
如何量化看比亚迪的电动造车重估值 7
特斯拉及造车新势力的估值体系探讨 7
比亚迪电动乘用车业务的估值探讨 8
比亚迪的分部估值 9
风险因素 11
投资建议 11

插图目录

图 1：部分自主电动车企月销量 3
图 2：LFP“刀片电池”包体积比能量密度提升 30% 4
图 3：比亚迪 LFP 刀片电池包成本将下降 30% 4
图 4：比亚迪新型热压机 4
图 5：比亚迪自主研发热压板（左图 2 位置设备） 4
图 6：比亚迪双气路吸取装置 5
图 7：第四代 DM-i 较第三代我们预计降成本 2 万元，预计降本结构 6
图 8：PHEV 和燃油版比亚迪唐售价差（补贴后） 6
图 9：比亚迪唐搭载的 6 挡 DCT 湿式双离合变速器 6
图 10：比亚迪新的双输入轴变速器专利图示 6
图 11：特斯拉历史 PS 估值水平 8
图 12：比亚迪 A/H 股股价对应市值走势 10

表格目录

表 1：比亚迪与其它车企电动车型对比：电动化性能参数 1
表 2：比亚迪与其它车企电动车型对比：智能化性能参数 2
表 3：2019 年销量 12 万辆以上中国自主品牌 B/C 级轿车 3
表 4：电动车企的电池供应商 5

表 5： 2019 年底、20Q3 末两个时点，特斯拉及造车新势力估值 8
表 6：比亚迪与特斯拉、造车新势力的电动车销量对比 9
表 7：基于 2021 年 PS 的电动车企估值对比 9
表 8：比亚迪在悲观、中性、乐观情形下的分部估值 11
表 9：比亚迪盈利预测表 11

好销量核心源于产品力，且品牌力、智能化可期

电动性能：“汉”不比竞品差，各家差距正在缩小

当前“汉”与特斯拉、造车新势力的高配车型续航里程基本都可以达到 600km 以上，百公里加速达到 5 秒以内，快充 80%电量时间也基本在 1 小时内，**各家的电动性能差距并不大**。“汉”作为主销价格 28 万元，价格带处于 20-30 万元车型，**价格方面具备一定优势**。

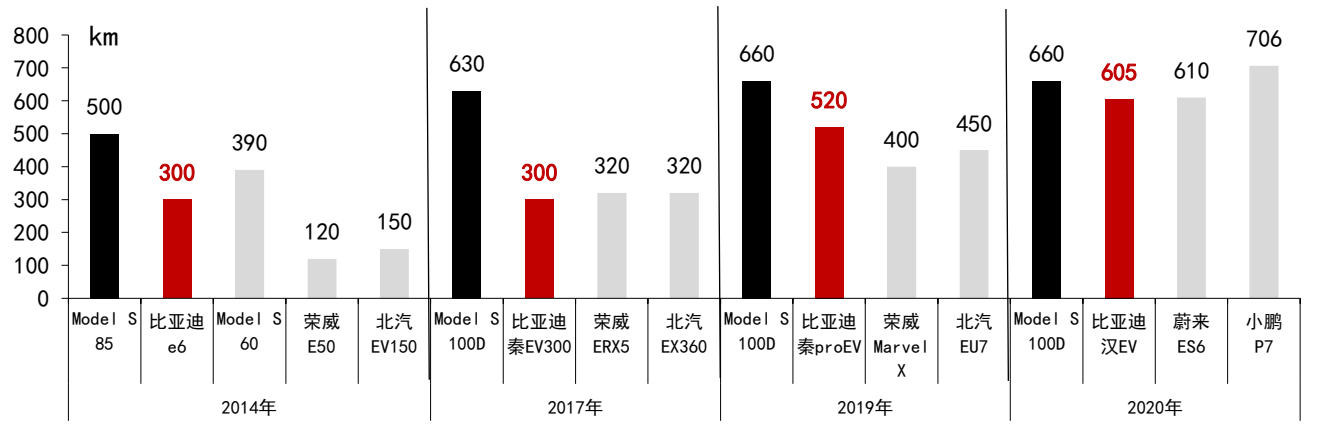
表 1：比亚迪与其它车企电动车型对比：电动化性能参数

品牌	车型	价格范围（万元）	外形	续航里程	电动机功率	百公里加速（s）	电池电量（kWh）	百公里电耗(kWh/100km)	快充 80%时间
比亚迪	汉 EV	22.9-27.9		550-605	163/363	3.9/7.9	77	13-14	0.42
	汉 DM	21.9-23.9		80	320	4.7	15	19	—
	唐 EV	29.9-31.5		505-565	180-380	4.4/8.9	87	15.5-17	0.5
	唐 DM	24.5-29.5		80-100	320/430	4.3-5.1	17-22	21-22	—
特斯拉	MODEL S	73.4-117.5		650-660	487-577	2.5-3.8	100	15-15.4	1
	MODEL 3	24.9-41.9		445-668	202-340	3.5	52-60	12.5	1
	MODEL X	77.3-87.3		550-575	487-577	2.8-4.6	100	17-18	1
蔚来	ES8	45.0-60.2		415-580	400	4.9	70-100	20-21	1.5
	ES6	34.4-50.8		420-610	320	4.7-5.6	70-100	16-17.5	0.8-1
理想	理想 ONE	32.8		180 (可增程)	240	6.5	40	19-22	0.5
小鹏	G3	14.7-19.9		460-520	145	8.6	58-67	13-13.4	0.5-0.6
	P7	22.9-34.9		552-706	196	4.3-6.7	71-81	12.5	0.47-0.52

资料来源：各车企官网，中信证券研究部

以纯电续航为代表指标，2017 年以前，特斯拉凭借超前的电动车制造理念，续航保持在 500km 以上，续航几乎是同时代国内电动车的两倍。随着国内宁德时代、比亚迪的电池制造能力崛起，比亚迪及国内造车新势力续航已经与特斯拉达到相当的水平。

表 2：比亚迪 VS 特斯拉等其他新能源车续航里程



资料来源：各车企官网，中信证券研究部

差异化：“汉”定位客群更加居家

“汉”相比 Model 3 后排空间更大、对后排乘坐者更加友好。结合我们对终端门店的调研，我们认为“汉”购车群体非常年轻化，并且车主家庭购车用的比例较高。

图 1：“汉”后排空间测评

资料来源：网通社

图 2：model3 后排空间测评

资料来源：懂车帝报道

智能：“汉”智能网联可期

表 2：比亚迪与其它车企电动车型对比：智能化性能参数

	特斯拉	比亚迪	蔚来	理想	小鹏	
自动驾驶系统名称	Autopilot	Di-Pilot	NIO Pilot	Li OS	Xpilot 2.5	Xpilot 3.0
代表车型	Model 3	汉	ES 8	理想 ONE	G3	P7
主芯片组	Hardware 3.0（自研）	麒麟 710	Mobileye EyeQ4	Mobileye EyeQ4	Mobileye EyeQ4	Nividia Drive AGX Xaiver
主摄像头	1 个三目摄像头	1 个单目摄像头	1 个 三目摄像头	1 个 单目摄像头	1 个 单目摄像头	1 个前置单目+ 1 个前置三目
其他摄像头	6 个	4 个	4 个	4 个	4 个	10 个
激光雷达	0 个	0 个	0 个	0 个	0 个	0 个
毫米波雷达	1 个	3 个	5 个	1 个	3 个	5 个
超声波雷达	12 个	12 个	12 个	12 个	12 个	12 个
传感器总数	22 个	20 个	24 个	18 个	20 个	31 个
	特斯拉	**比亚迪**	**蔚来**	**理想**	**小鹏**	
摄像头	后置摄像头:豪威科技 OV10635（早期使用的是 OV10630）720pCMOS 传感器 其余 7 个摄像头：Aptina（安森美子公司）	博世	均胜电子	Mobileye 单目摄像头	博世	
毫米波雷达	德国大陆 ARS4-B 雷达传感器	博世	博世	博世	博世	
超声波传感器	法雷奥		博世	博世	博世	
芯片	自研，三星代工	华为	Mobileye	高通、德州仪器、Mobileye eye Q4 视觉芯片	英伟达、高通、Mobileye	
转向	博世、天合		博世、蒂森克虏伯	博世	博世	
制动	博世	比亚迪弗迪科技	博世	博世	博世	

资料来源：各车企官网，Marklines，汽车之家，中信证券研究部

比亚迪在电动乘用车智能化投入相对特斯拉而言较晚，目前在智能驾驶性能方面落后于特斯拉。特斯拉的智能驾驶技术路线“轻感知、重算法”，已于 2020 年 10 月率先推出 L3 级自动驾驶的测试版本。

目前，比亚迪已经在智能方面有所布局。“汉”搭载的“DiLink 3.0 智能网联系统”是在 Android 系统基础上，集成了博世智能驾驶辅助系统、华为 Hicar（NFC 车钥匙）和华为 5G 技术、科大讯飞语音系统等。2020 年 10 月 15 日，比亚迪入股芯片、算法研发公司华大北斗 6.93%股份。**我们预计比亚迪智能化可期。**一方面， 2020 下半年比亚迪在车型汽车电子方面有望向分布式 MCU 控制域架构发展；另一方面，有望在自动驾驶芯片、算法等领域实现自主开发或合作开发。

“汉”成为爆款自主品牌 B/C 级轿车，提升品牌力

月销量 1 万辆以上的自主品牌燃油轿车，价格基本低于 15 万元。2019 年中国自主品牌 B/C 级轿车销量超过 12 万辆/年（平均 1 万辆/月）的车型只有五个，且价格区间在 7-15 万元的较低价格带。而比亚迪“汉”作为定价 22-27 万元的车型，若后续单月销售达到 1 万辆，将明显提升比亚迪品牌力。

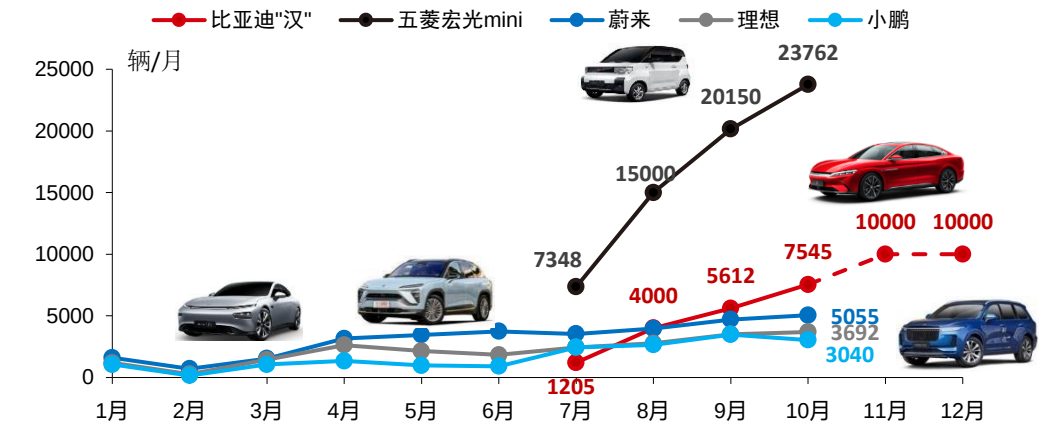
表 3：2019 年销量 12 万辆以上中国自主品牌 B/C 级轿车

品牌车型	2019 年销量（万辆）	价格区间（万元）
吉利博越	23.2	8.9-15.7
长安 CS75	19.3	10.4-11.9
长安 CS35	14.2	6.4-8.8
吉利缤越	13.8	7.9-11.9
长安逸动	12.4	7.3-10.4

资料来源：Marklines，中信证券研究部

比亚迪“汉”（月销量有望过万辆）、蔚来（月销量过 5000 辆）、理想（月销量过 3000 辆）、小鹏（月销量过 3000 辆）等自主品牌销量在下半年快速爬坡。

图 1：部分自主电动车企月销量



资料来源：公司公告，中汽协，中信证券研究部预测

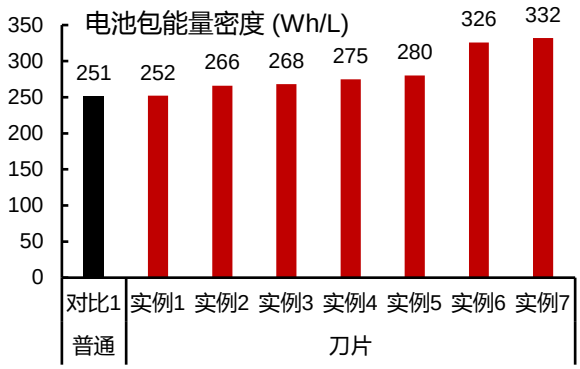
比亚迪的成本优势和强大制造能力

我们认为比亚迪与特斯拉一样都是具备制造能力优势、低成本优势的电动车企。

技术一：“刀片电池”

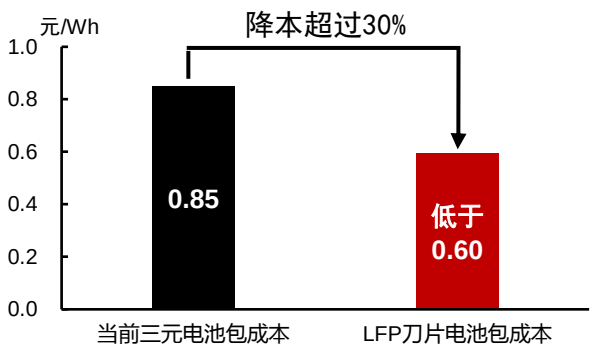
降成本：我们预计将传统三元电池改为使用 LFP 刀片电池后，比亚迪电池包单位成本将由 0.80-0.85 元/Wh 降至低于 0.60 元/Wh。按照 0.25 元/Wh 的降本幅度计算，将为带电量约 60/20kWh 的 EV/PHEV 车型降本约 1.5/0.5 万元。

图 2：LFP“刀片电池”包体积比能量密度提升 30%



资料来源：国家知识产权局，中信证券研究部

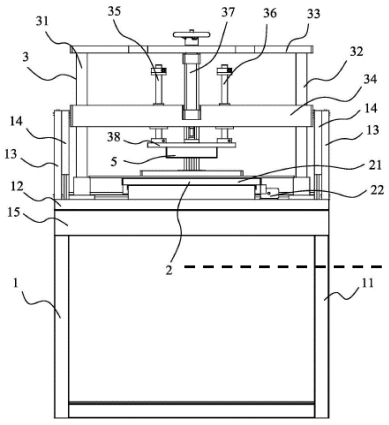
图 3：比亚迪 LFP 刀片电池包成本将下降 30%



资料来源：中信证券研究部预测

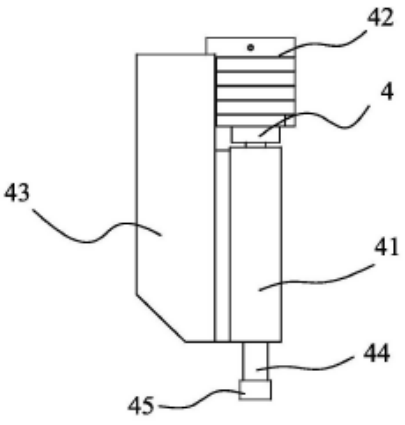
技术优势：（1）比亚迪刀片电池使用了创新的热熔叠片方法。传统的方形电池采用卷绕方式生产，而比亚迪刀片电池采用热熔叠片方式。普通热压叠片机热压头只能从上向下运动，而比亚迪为刀片电池生产，同时开发出可以上下两个方向完成热压的热压叠片技术，适用于刀片电池极片长，难于定位的情况，有助提高产品一致性。

图 4：比亚迪新型热压机



资料来源：比亚迪专利 CN 204914542 U，国家专利局网站

图 5：比亚迪自主研发热压板（左图 2 位置设备）

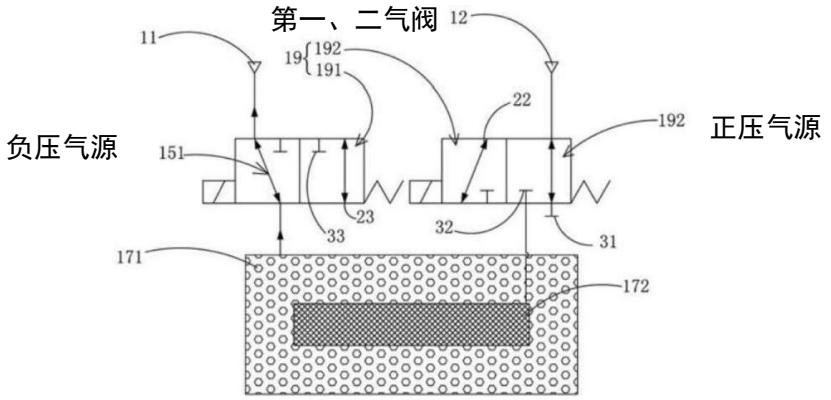


资料来源：比亚迪专利 CN 204914542 U，国家专利局网站

（2）创新的生产过程需要积累大量 know-how。例如：吸取设备精准定位，减少空气中杂质掺入。叠片须精准定位极片、隔膜，传统工艺采用负压吸板，将工件移动到位后正压脱除，而此时会导致负压吸入的污染物在正压时被吹到工件上。由于刀片电池面积较大，比亚迪设计了一款双气路吸取装置，多个阀组件配合实现一路负压吸取、一路正压脱

除工件，降低了污染，也提高了定位准确性。

图 6：比亚迪双气路吸取装置



资料来源：比亚迪专利 CN 211333252 U，中信证券研究部

电池自制：凭借供应链垂直化优势，比亚迪与特斯拉是少数具备自制动力电池能力的车企。

表 4：电动车企的电池供应商

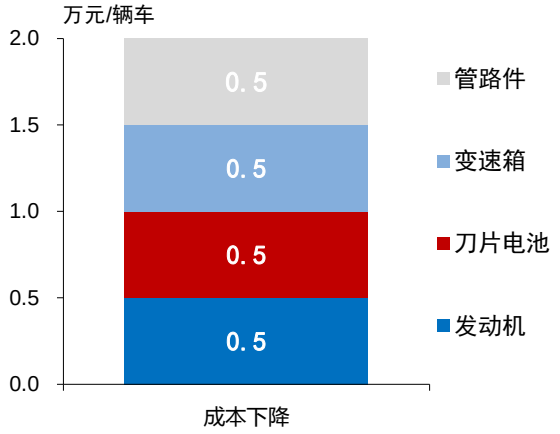
电动车企	主要电池供应商
比亚迪	比亚迪自制
特斯拉	松下
	LG 化学
	宁德时代
	特斯拉自制(计划 2022 年欧洲工厂量产)
蔚来	宁德时代
理想	宁德时代
小鹏	比克
	联动天翼
	宁德时代
	亿纬锂能
大众	三星 SDI
	松下
	宁德时代
	SKI
	LG 化学
	国轩高科
	万向 A123
	持股企业 Northvolt 自制(预计 2022 年起放量)
戴姆勒	松下
	LG 化学
	SKI
	宁德时代
	孚能科技
	亿纬锂能
宝马	三星 SDI
	宁德时代
丰田	松下
	宁德时代
	比亚迪

资料来源：公司公告，GGII，中信证券研究部

技术二：即将发布的第四代插混系统的 DM-i 节能方案

比亚迪即将发布的新一代插混系统，有望进一步降低 PHEV 车型成本，大幅缩小 PHEV 车型与燃油车型价差，带动插混销量回升。

图 7：第四代 DM-i 较第三代我们预计降成本 2 万元，预计降本结构



资料来源：公司调研，中信证券研究部预计

图 8：PHEV 和燃油版比亚迪唐售价差（补贴后）

	PHEV 四驱高性能版	燃油版
外观		
售价（补贴后）	26.7万元	16.6万元
升级前价差	8-10万元	
升级后价差	预计小于5万元	

资料来源：汽车之家，中信证券研究部

（1）新一代的 1.5T 发动机

比亚迪预计推出新一代高燃油效率发动机，以往 2.0 排量降为 1.5T，以往 1.5T 改为 1.5L 自然吸气，相应的成本降幅预计在 0.3-0.5 万元。

（2）插混车型改用刀片电池

插混车型 20kWh 左右带电量，预计降本 0.5 万元。

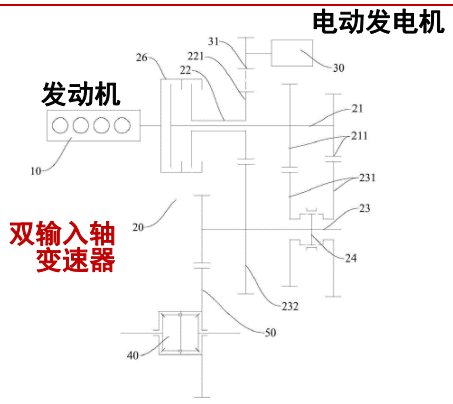
（3）变速箱简化：从“DCT”转变为“双输入轴变速箱”

上一代比亚迪唐插混车型为应对电机、发动机在动力切换和配合输出时的问题，采用 DCT 湿式双离合变速器，保证换挡平顺。但由于 DCT 结构复杂，所以成本较高。

图 9：比亚迪唐搭载的 6 挡 DCT 湿式双离合变速器

资料来源：汽车之家

图 10：比亚迪新的双输入轴变速器专利图示



资料来源：比亚迪专利 CN 210970654 U（2019.10.30），国家专利局网站

比亚迪新 DM-i 使用双输入轴变速器，可分别连接燃油发动机、电动发电机。低速时发动机不介入工作，但留有适当的档位数，在高速时介入动力补充。**由于减少了部分档位，更有利于电动发电机的耦合布置设计，零部件数量、体积、重量均被有效降低，更有利于布置在狭小的空间，**我们预计变速箱可节约 0.5 万元。

（3）管路件优化等

三电合一有望相比上一代更精细化，且线束方面优化，以及轻量化设计，预计可节约 0.5 万元。

如何量化看比亚迪的电动造车重估值

特斯拉及造车新势力的估值体系探讨

特斯拉分别于 2012、2018 年推出过两期 CEO 激励，其中首次激励基于“P÷累计销量”考核，第二次激励基于“PS”、“P/EBITDA”考核。

表 2：特斯拉股权激励考核要求及推算

特斯拉CEO股权激励计划原文								推算					
激励计划	授权日	股票期权（万份）	对CEO考核激励条件					单台市值（万美元/辆）			达成时间	当时市值（亿美元）	单台市值（万美元/辆）
			业绩条件（按季度财报信息）				市值条件（亿美元）（按每日价格）						
2012 CEO表现奖励	2012年8月	527	成功完成Model X alpha原型				72						
			成功完成Model X beta原型				112						
			完成第一辆Model X生产				152						
			总产量达到10万辆				192	19			2015Q4	314	29
			成功完成Model 3 alpha原型				232						
			成功完成Model 3 beta原型				272						
			完成第一辆Model 3生产				312						
			总产量达到20万辆				352	18			2017Q1	454	22
			总产量达到30万辆				392	13			2018Q1	450	14
			连续四个季度内毛利率不低于30%				432						
2018 CEO表现奖励	2018年3月	2026	年化营收（亿美元）	对应单季度营收（亿美元）	年化EBITDA（亿美元）	对应单季度EBITDA（亿美元）	公司市值（亿美元）	对应股价（美元/股）	PS	P/EBITDA（类似PE）	EBITDA率	达成时间	当时市值（亿美元）	PS
			200（已达成）	50	15（已达成）	3.8	1000	544	5.0	67	7.5%	2020/1/22	1027	4.2
			350	88	30	7.5	1500	816	4.3	50	8.6%			
			550	138	45	11.3	2000	1088	3.6	44	8.2%			
			750	188	60	15	2500	1360	3.3	42	8.0%			
			1,000	250	80	20	3000	1632	3.0	38	8.0%			
			1,250	313	100	25	3500	1904	2.8	35	8.0%			
			1,500	375	120	30	4000	2176	2.7	33	8.0%			
			1,750	438	140	35	4500	2448	2.6	32	8.0%			
							5000	2720						
							5500	2992						
							6000	3264						
							6500	3536						

资料来源：公司公告，中信证券研究部

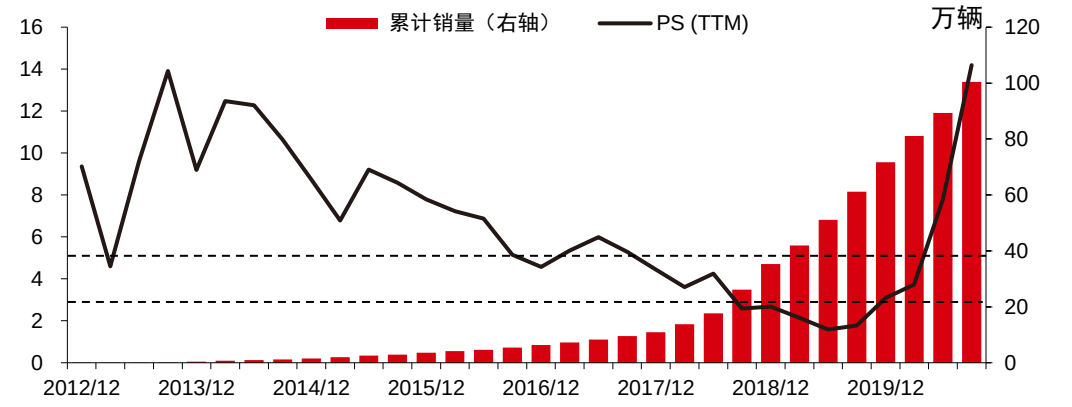
（1）市值÷累计销量：反映单台销量价值，适合公司规模处在初始阶段没有利润兑现状态，但明确了公司是定位赚取电动车**存量保有量**的长远“软件收入”生意模式。

在总产销量达 10/20/30 万辆之前，单台价值为 19/18/13 万美元/辆。

（2）PS：适合公司已经逐步开始有稳定盈利，估值逐步消化的阶段。

在年化收入 200-1000 亿美元的阶段，对应公司 PS 水平在 3.0-5.0 倍。特斯拉股价在 2016-2019 年的大部分时间 PS 估值均处在这个水平。

图 11：特斯拉历史 PS 估值水平



资料来源：公司公告，Bloomberg，中信证券研究部

我们认为，当前市场对美股造车新势力的高估值水平，已经反映了市场对其实现“赚软件（保有量，累计交付）的钱”的预期，因而不再只是按传统车企“赚制造（年产销流量）的钱”的 PE、PB 估值方法。

表 5： 2019 年底、20Q3 末两个时点，特斯拉及造车新势力估值

		累计销量（万辆）	单台市值（万美元/辆）	市值（亿美元）	2020E 收入（亿美元）	2021E 收入（亿美元）	PS (市值/次年收入)
特斯拉	2019 年底	72	11	780	303	426	2.6
	20Q3 末	122	55	6710			15.8
蔚来	2019 年底	3.2	13	42	22	40	1.9
	20Q3 末	5.9	50	290			7.3
理想	2019 年底	0.1	228	29	13	30	2.2
	20Q3 末	2.0	75	147			4.9
小鹏	2019 年底	1.5	27	40	7	20	5.7
	20Q3 末	2.9	50	145			7.3

资料来源：各公司财报，Bloomberg，Wind，中信证券研究部

注：蔚来、小鹏 2020E、2021E 收入采用 wind 一致预测，特斯拉、理想采用中信证券研究部预测

比亚迪电动乘用车业务的估值探讨

第一种方法：市值÷累计销量

参照特斯拉的估值体系，考虑比亚迪电动乘用车业务价值，车型考虑汉、唐、宋 PLUS 几款价格高于 20 万元的电动车型：

情形一：预计到 2021 年累计销售 28 万辆×（若给予 13 万美元/辆估值×75%折价率）×6.6 汇率=1800 亿元；

情形二：预计到 2021 年累计销售 28 万辆×若给予 13 万美元/辆估值×6.6 汇率=2400 亿元；

情形三：预计到 2021 年累计销售 28 万辆×若乐观给予 19 万美元/辆估值×6.6 汇率=3600 亿元。

表 6：比亚迪与特斯拉、造车新势力的电动车销量对比

	2018	2019	20 年 1-8 月	2020E	2021E	到 2021 年底累计销量
特斯拉	25	37	23	50	超过 80	超过 200
比亚迪所有电动车销量	25	23	9	19	32	超过 110
比亚迪(唐+汉+宋 PLUS)	**3.7**	**4.1**	**1.5**	**6**	**13**	**28**
汉 EV			*0.4*	*2*	*4*	*6.4*
汉 DM			*0.2*	*1*	*2.5*	*3.7*
唐 EV		*0.7*	*0.1*	*0.5*	*1*	*2.3*
唐 PHEV	*3.7*	*3.4*	*0.8*	*1.4*	*2*	*11.3*
宋 PLUS				*1.2*	*3.5*	*4.7*
蔚来(ES6+ES8+EC6)	1.3	2	2.1	4	8	17
理想(one 及后续车型)			1.3	超过 2.5	超过 5.0	超过 9
小鹏 P7			0.2	1.5	4	6

资料来源：中汽协，公司公告，中信证券研究部预测

第二种方法：PS 估值

我们按照预计 2021 年比亚迪新能源汽车销量预期，对 20 万元以上高端 2C、其它 2C、2B 三个不同细分市场，分别给予 9 倍、3 倍、1 倍 PS，乐观情况下可以给予整体约 3500 亿元估值。

表 7：基于 2021 年 PS 的电动车企估值对比

	汉、唐、宋 PLUS	新能源 2C	新能源 2B	估值小计
2021E 销量（万辆）	13.0	9.0	10.0	
单价（万元）	24.8	15.9	13.3	
收入（亿元）	322	143	133	
情形一：若给予 PS	9.0	3.0	1.0	
市值（亿元）	2,899	430	133	**3,462**
情形二：若给予 PS	6.0	3.0	1.0	
市值（亿元）	1,933	430	133	**2,496**
情形三：若给予 PS	4.0	3.0	1.0	
市值（亿元）	1,288	430	133	**1,851**

	特斯拉	蔚来	理想	小鹏
2021E 销量（万辆）	超过 80	8.0	6.0	4.0
单价（万元）	35.0	31.0	27.4	20.0
收入（亿元）	约 3000	248	165	80
PS	9.0	14.1	9.1	18.8
市值（亿元）	27,000	3,500	1,500	1,500

资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测

比亚迪的分部估值

整车业务：公司整车业务分为燃油乘用车、电动乘用车、电动商用车（含客车、货车、叉车等），考虑到目前比亚迪动力电池内供，因此当对比亚迪动力电池估值采用市场公允价格进行估值分析时，需要对其整车业务盈利能力给予适当折价。考虑到电动乘用车、电动商用车行业尚未进入稳定盈利状态，因此对公司整车业务采用 PS 估值。

燃油乘用车：对标长城汽车（A+H）、吉利汽车 2021 年 PS 为 2.2(A)/0.9(H)/1.7，保守给予公司 0.8 倍 PS。**电动商用车：**对标宇通客车 2021 年 PS 为 1.4，保守给予公司 1.0 倍 PS。**电动乘用车**：市场对公司品牌力、降本能力充分认可，“汉”月销量持续爬坡验证，

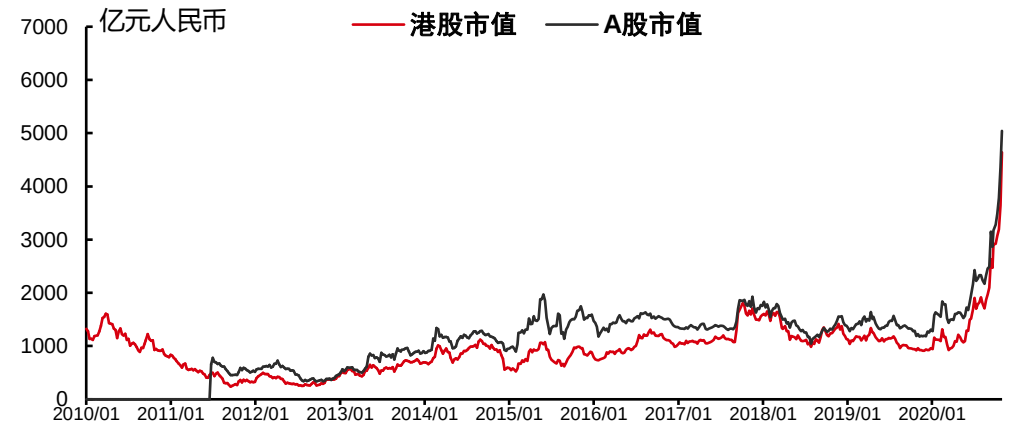
未来智能化可期。我们认为当前市场对于电动乘用车业务将继续重估值，基于前面的详细分析，参照美股可比上市公司，乐观情形下给予 3500 亿元内在价值。

动力电池业务：公司“刀片电池”推出后，凭借低成本、高安全，获消费者认可，且产能持续爬坡，公司电池技术能力再次验证。目前已拓展了国内长安、福特、北汽新能源以及海外丰田、PSA 等客户，预计未来有极大可能进一步拓展外供客户市场。据澎湃新闻报道，2018 年 12 月比亚迪董事长王传福接受彭博社采访时称，将于 2022 年前将公司旗下的汽车电池业务分拆上市。2019 年 12 月 31 日，比亚迪成立“弗迪电池有限公司”等 5 家独立核算的“弗迪”系新公司。我们预计比亚迪动力电池业务后续有望参照半导体业务模式逐步引战上市，假定引战后比亚迪持股比例为 75%。对标龙头宁德时代当前估值水平，从中长期角度判断，预计到 2025 年比亚迪动力电池出货乐观情况下有望达到宁德时代 50%的年出货体量规模，参照宁德时代给予相应估值。

半导体业务：预计 2021 年有望实现盈利约 2.5 亿元。此前公司公告提到，“后续公司将继续推进比亚迪半导体上市工作”，如果后续顺利实现分拆上市，考虑到公司 IGBT 等具备核心竞争力，中长期有望逐步实现国产替代，并参照科创板上市公司斯达半导估值水平，给予 140 倍 PE。

综合看，我们认为业务基本面持续向好，公司的内在价值正迎来重估。在乐观情况下，我们认为公司各业务板块整体内在合理价值在 7500 亿元以上，当前公司 A 股市值 5195 亿元、H 股市值 4525 亿元（人民币），距 7500 亿元合理市值分别有 45%、66%空间。

图 12：比亚迪 A/H 股股价对应市值走势



资料来源：Wind，中信证券研究部　注：（1）港股市值以港股收盘价×公司总股本，A 股市值以 A 股收盘价×公司总股本；（2）港股市值由当日汇率调整回人民币表示

表 8：比亚迪在悲观、中性、乐观情形下的分部估值

		2021E 收入	可比 PS				板块价值(亿元)		
		(亿元)	悲观	中性	乐观		悲观	中性	乐观
1、造车	电动乘用车	461	3.9	5.4	7.6		**1800**	**2500**	**3500**
	燃油乘用车	196	0.8				**157**		
	电动商用车	117	1.0				**118**		
		预计引战后	2025E 出货量与 C 公司之比			C 公司市值	板块价值		
		持股比例	悲观	中性	乐观	(亿元)	悲观	中性	乐观
2、动力电池		75%	0.33	0.45	0.50	6138	**1519**	**2072**	**2302**
		持股比例	比亚迪电子市值(亿元)				板块价值		
			悲观	中性	乐观		悲观	中性	乐观
3、控股比亚迪电子		66%	697	1000	1500		**459**	**658**	**986**
		持股比例	2021E 净利润(亿元)			PE	板块价值		
4、比亚迪半导体		74%	2.5			140	**257**		
5、其他传统零部件（模具、科技、视觉、动力等）							**200**		
6、其它(云轨云巴、光伏等)							**0**		
合计							**4510**	**5961**	**7520**

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测　　注：宁德时代、比亚迪电子收盘价为 2020 年 11 月 5 日

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

维持 2020-2022 年归母净利润预测 44、57、64 亿元（对应 EPS 预测为 1.62、2.10、2.36 元），当前 A 股价格 190.44 元/股对应 2020/21/22 年 118/91/81 倍 PE；H 股价格 194.0 港元，对应 2020/21/22 年 102/79/70 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。行业电动化、智能化趋势明确，公司在转型与技术变革中反应迅速，“汉”“唐”高端电动车型月销量持续验证，电动造车业务继续价值重估。我们继续重点推荐，维持公司（A+H）“买入”评级。

表 9：比亚迪盈利预测表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,301	1,277	1,666	2,081	2,409
营业收入增长率	23%	-2%	30%	25%	16%
净利润(百万元)	27.8	16.1	44.3	57.2	64.4
净利润增长率	-32%	-42%	224%	2%	14%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.93	0.5	1.62	2.1	2.36
毛利率%	16.4%	16.3%	18.0%	16.1%	15.6%
净资产收益率 ROE%	5.0%	2.8%	8.5%	8.0%	8.4%
每股净资产（元）	20.23	20.81	22.66	24.42	26.38

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE（A 股）	205	381	118	91	81
PB（A 股）	9.4	9.2	8.4	7.8	7.2
PE（H 股）	178	331	102	79	70
PB（H 股）	8.2	7.9	7.3	6.8	6.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2020 年 11 月 6 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 Dalamal 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) 受澳大利亚证券和投资委员会监管，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。