

强烈推荐-A (维持)

比亚迪 002594.SZ

当前股价: 56.89 元

2018 年 12 月 09 日

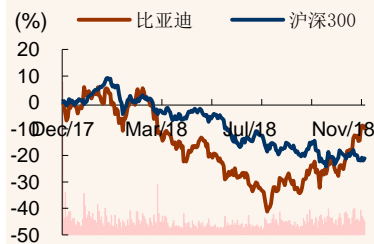
随风而起

基础数据

| | |
|------------|--------|
| 上证综指 | 2606 |
| 总股本(万股) | 272814 |
| 已上市流通股(万股) | 114180 |
| 总市值(亿元) | 1555 |
| 流通市值(亿元) | 651 |
| 每股净资产(MRQ) | 20.0 |
| ROE(TTM) | 5.1 |
| 资产负债率 | 68.8% |
| 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 | 23 | 16 | -9 |
| 相对表现 | 22 | 33 | 12 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《比亚迪(002594)—Q3 业绩符合预期, 强势新品周期带来业绩改善》2018-10-30
- 2、《比亚迪(002594)—9 月销量超预期, 新能源新车型保持强势》2018-10-10
- 3、《比亚迪(002594)—Q2 业绩承压, 三四季度或有超额收益机会》2018-08-31

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

研究助理

马良旭
maliangxu@cmschina.com.cn

研究助理

李懿洋
liyiyang@cmschina.com.cn

公司作为国内新能源汽车龙头企业, 2018 年下半年迎来强势产品周期, 带动业绩环比大幅增长, 我们认为凭借明确的先发优势和长久的技术积淀, 公司新车型销量有望保持高增速, 带动业绩持续提升, 继续强烈推荐。

- 公司新能源乘用车强势产品周期来袭, 19 年将是产品“大年”。18 年下半年拥有“Dragon Face”造型的新车型元 EV、唐 DM 等上市后陆续成为爆款, 销量持续超预期, 1-11 月累计销量 19 万 (同比+104%), 而唐凭借高颜值+高性能在非限购城市售卖比例超过 50%, 充分体现消费者自发需求。我们认为公司目前优势在于: 产品布局最全面, 先发优势明显; 全新产品竞争力持续提升。随着动力电池产能瓶颈缓解+后续车型上量, 19 年将是公司产品“大年”。
- 补贴政策倾向公司擅长的高续航车型, 同时产品深度受益双积分, 成本降低有效对冲补贴下降影响。根据目前网传 19 年补贴意见稿, 对续航 300-400km 和 >400km 车型补贴标准降幅为 24% 和 20%, 对应公司单车毛利下降约 1 万元。而公司能够有效对冲补贴退坡带来负面影响: 电池+其他成本下降带来单车 5-7k 元成本降幅, 产能利用率提升带来单车的折旧与摊销下降 1.5-2k 元, 双积分售卖也能提供部分增量, 从而有效对冲补贴退坡影响。
- 三电技术全面领先, 深度布局智能电动。公司目前是国内前二动力电池企业, 现有产能广东 16Gwh, 青海预计年底达产 10Gwh, 2020 年总产能规划达 60Gwh。同时, 公司 18 年 7 月与长安签署战略合作协议拉开电池外供序幕, 目前公司正在接触国际厂商, 一旦得到认可有望打开外供新空间; 公司电机电控技术也处于行业领先, “542”科技重新定义汽车标准, IGBT 技术得到国际认证; 公司深度布局智能驾驶, 打造 Dilink 系统革新未来出行方式。
- 投资建议: 我们认为公司目前优势在于: 产品布局全面, 先发优势明显; 新产品得到消费者认可, 竞争力持续提升。随着动力电池产能瓶颈解决和新车型继续上量, 19 年将是公司销售“大年”, 预计 18-20 年净利润 30/41/51 亿, EPS 分别为 1.10/1.51/1.86 元, 继续强烈推荐。
- 风险提示: 新能源汽车销量不及预期, 政策落地效果不及预期。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万元) | 103470 | 105915 | 128214 | 171877 | 213309 |
| 同比增长 | 29.3% | 2.4% | 21.1% | 34.1% | 24.1% |
| 营业利润(百万元) | 5986 | 5411 | 4042 | 5539 | 6777 |
| 同比增长 | 88% | -10% | -25% | 37% | 22% |
| 净利润(百万元) | 5052 | 4066 | 3011 | 4114 | 5082 |
| 同比增长 | 79% | -20% | -26% | 37% | 24% |
| 每股收益(元) | 1.85 | 1.49 | 1.10 | 1.51 | 1.86 |
| PE | 30.7 | 38.2 | 51.5 | 37.7 | 30.5 |
| PB | 3.0 | 2.8 | 2.7 | 2.5 | 2.4 |

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 一、公司简介：“四大战略”筑造新能源行业引领者 | 5 |
| 二、政策端：补贴政策倾向高续航明显，双积分深度受益 | 9 |
| 三、新能源乘用车：新品周期来袭，“龙脸”造型惹青睐 | 11 |
| （一）新品周期来袭，“Dragon Face”惹青睐 | 11 |
| （二）唐 DM、元 EV 率先上量，积土成山非斯须之作 | 13 |
| 1、旗舰车型唐二代主打高颜值+高性能，成为 18 年爆款车型 | 13 |
| 2、元 EV 主打性价比，持续供不应求，19 年有望继续上量 | 16 |
| （三）王朝系列加速完成换代，19 年将是产销“大年” | 19 |
| 四、三电技术全面领先，深度布局智能电动 | 22 |
| （一）动力电池产能加速，电池加速外供打开新空间 | 22 |
| （二）电机电控技术国内领先，IGBT 打破国外高端技术垄断 | 23 |
| （三）Dilink 平台革新未来出行方式，深度布局智能驾驶 | 25 |
| 五、多项业务边际改善，协同打开成长空间 | 26 |
| （一）客车受益市占率提升，泥头车提供业绩新增量 | 26 |
| （二）云轨业务重启，预计 19 年将贡献业绩增量 | 27 |
| （三）手机业务稳定增长，3D 玻璃打开向上空间 | 28 |
| 投资建议与风险提示 | 30 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1 比亚迪发展历程 | 5 |
| 图 2 比亚迪股权结构图（截至 2018 年中报） | 6 |
| 图 3 比亚迪“7+4”战略 | 7 |
| 图 4 公司季度净利润及同比增速 | 8 |
| 图 5 公司季度毛利率、净利率、ROE 变化 | 8 |
| 图 6 公司研发支出和研发支出占比年度变化 | 8 |
| 图 7 公司研发人数与研发支出资本化金额占比 | 8 |
| 图 8: 2017 年和 2018 年 1-6 月主要车企新能源积分占比情况 | 10 |
| 图 9 宋 MAX 外观 | 11 |
| 图 10 宋 MAX 内饰 | 11 |

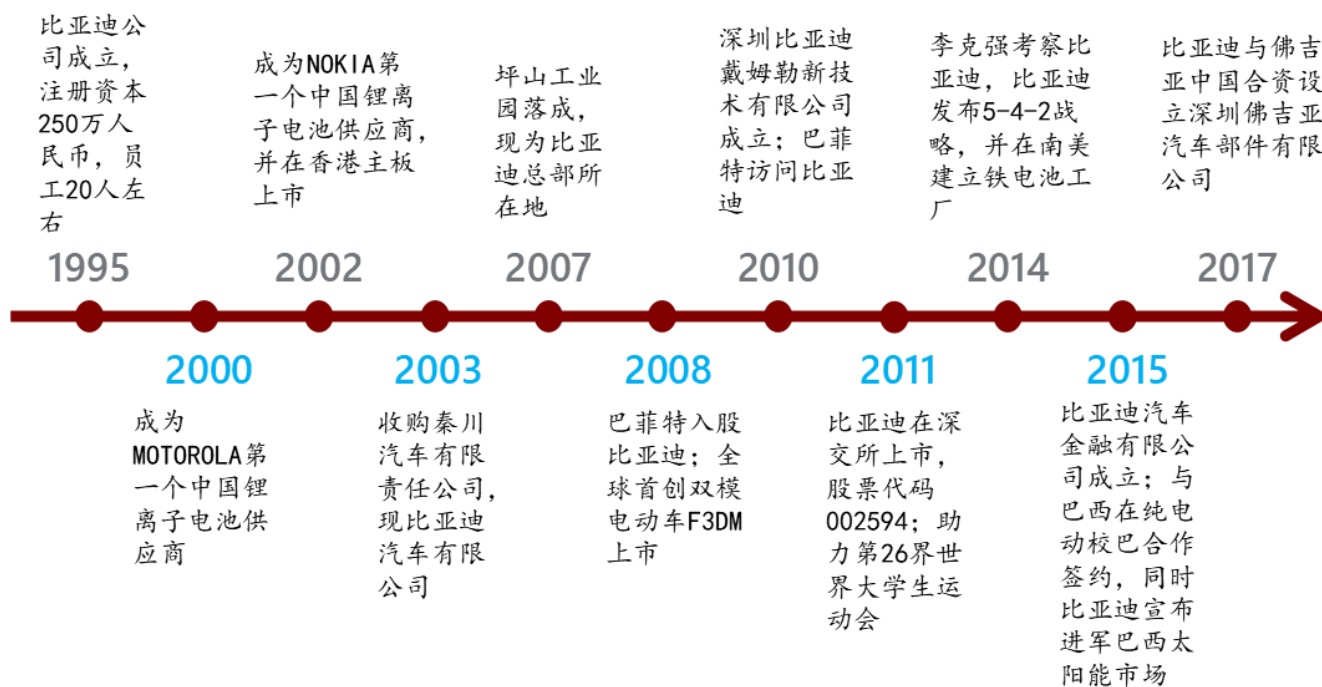
| | |
|--|----|
| 图 11 公司 2017-2018 燃油乘用车月度销量情况 | 11 |
| 图 12 宋 MAX 上市以来与宝骏 730 销量对比 | 11 |
| 图 13 公司 2018 年新能源汽车销量情况 | 12 |
| 图 14 公司新能源汽车市占率情况 | 12 |
| 图 15 公司新能源汽车车型演变过程 | 13 |
| 图 16 唐二代“Dragon Face”前脸 | 14 |
| 图 17 唐二代贯穿式尾灯 | 14 |
| 图 18 即将上市唐 EV 前脸 | 14 |
| 图 19 公司动力学性能领域定位 | 14 |
| 图 20 唐燃油版与传祺 GS8、WEY VV7 月度销量对比 | 15 |
| 图 21 元 EV 外观正面 | 17 |
| 图 22 元 EV 外观背面 | 17 |
| 图 23 比亚迪动力电池发展历程 | 22 |
| 图 24 比亚迪 542 技术标准 | 24 |
| 图 25 比亚迪车用 IGBT 模块 | 24 |
| 图 26 双向逆变充放电式电机控制器 | 24 |
| 图 27 比亚迪 DiLink 系统 | 25 |
| 图 28 Di 开放共开放 341 个传感器和 66 项控制权 | 25 |
| 图 29 比亚迪新能源客车月度销量 | 26 |
| 图 30 前三家龙头市占率不断提升 | 26 |
| 图 31 深圳市泥头车电动化示范运营启动仪式 | 27 |
| 图 32 比亚迪首批 500 台 T10ZT 电动泥头车交付 | 27 |
| 图 33 银川云轨外观 | 28 |
| 图 34 银川云轨内部布局 | 28 |
| 图 35 比亚迪电子分业务营收及同比增速 | 29 |
| 图 36 iphone 手机壳升级历史 | 29 |
| 表 1: “创新比亚迪”四大战略 | 6 |
| 表 2: 整车厂&电池厂产能情况 | 7 |
| 表 3: 2017-2018 纯电动新能源乘用车国家补贴情况一览(包含 19 年网传版本, 单位: 万) | 9 |

| | |
|--|----|
| 表 4: 纯电动乘用车动力电池能量密度调整系数 (包含 19 年网传版本) | 9 |
| 表 5: 比亚迪在售车型 2018 正式国补地补情况 | 9 |
| 表 6: 新能源客车补贴变化 | 10 |
| 表 7: 宋 MAX 与宝骏 730 配置对比 | 12 |
| 表 8: 唐二代燃油版、WEY VV7、传祺 GS8 参数对比 | 14 |
| 表 9: 唐二代与主要竞品性能参数对比 | 15 |
| 表 10: 2018 主要插电混动车型销量 (按 10 月销量排序) | 16 |
| 表 11: 2018 年新能源汽车插电混动车型分性质上牌数情况 | 16 |
| 表 12: 元 EV 和同级别竞品参数对比 | 17 |
| 表 13: 元 EV 相比同价位燃油车全生命周期经济性更强。 | 18 |
| 表 14: 2018 纯电动车型分城市比例情况 | 18 |
| 表 15: 秦 pro DM 和主要竞品参数对比 | 19 |
| 表 16: 全新宋 DM 和竞品参数对比 | 20 |
| 表 17: 公司 2018-2019 年分车型销量预测 | 20 |
| 表 18: 19 年即将上市电动车车型参数整理 | 21 |
| 表 19: 目前主流车企与电池厂合作情况 | 22 |
| 表 20: 2018 年 1-9 月电池企业供应关系 | 23 |
| 表 21: 非快充类纯电动客车 2017 年、2018 年与 2019 年 (网传版) 国补对比 | 26 |
| 表 22: 公司云轨目前拿到的国外订单 | 28 |
| 表 23: 简式盈利预测模型 | 30 |
| 附: 财务预测表 | 32 |

一、公司简介：“四大战略”筑造新能源行业引领者

23 年用技术创新引领行业，可持续发展战略布局筑梦未来。比亚迪成立于 1995 年 2 月，起步于二次充电电池制造业务，2002 年成为 NOKIA 第一个中国锂离子电池供应商，同年 7 月在香港主板上市，公司 2003 年以 2.7 亿元收购入西安秦川 77% 权益（一年后增持至 92%），正式进军电动汽车领域。公司在 2008 年获沃伦·巴菲特入股，同年推出全球第一款不依赖专业充电站的双模电动车 F3DM，2011 年于 A 股上市。公司 2014 年发布“542”战略，为后续新能源车设定性能目标。2016 年推出云轨，公司掌握核心专利技术，为公司未来长期可持续发展奠定基础。2017 年建成北美最大中国独资大巴工厂。2018 年下半年，公司推出全新一代搭载“Dragon Face”造型王朝车系，一经上市便得到消费者认可，新能源乘用车销量逐月创新高。公司经过 23 年发展，已成长为高技术、高品质的国内领先自主品牌，目前主营业务有汽车、手机部件及组装、二次充电电池及光伏、城市轨道交通等，在新能源领域更以先进技术和高市场份额成为行业领军者。

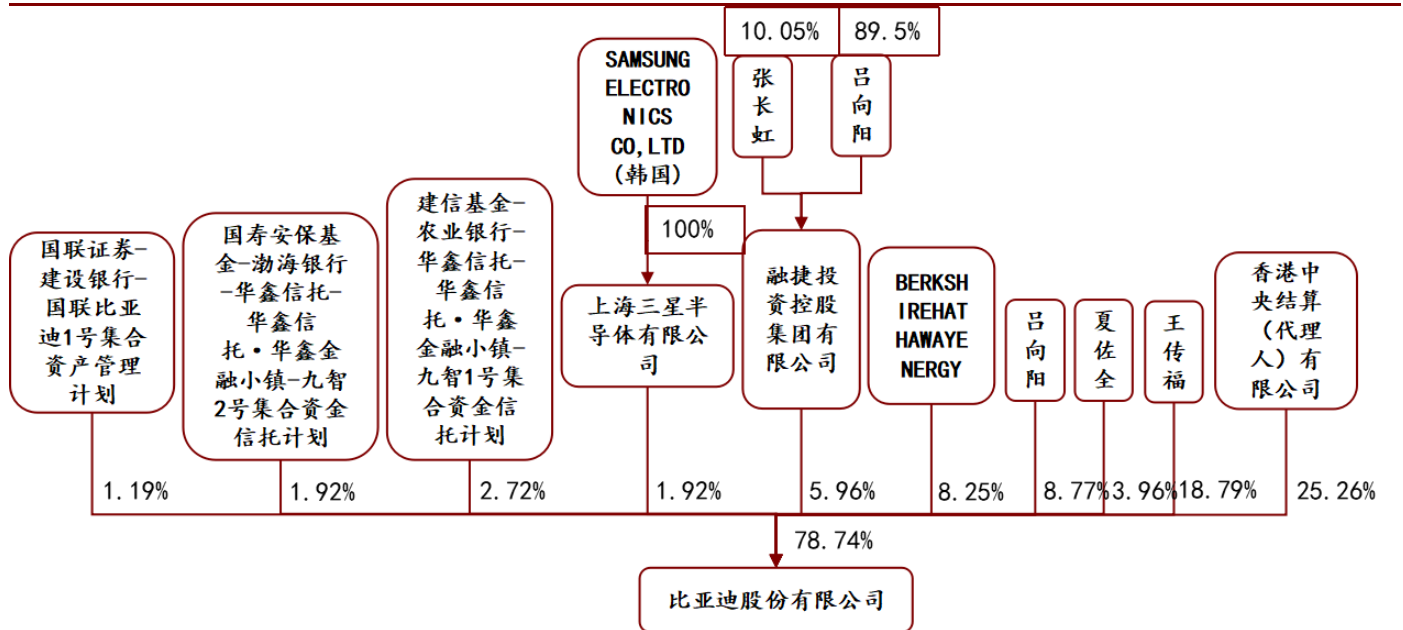
图 1 比亚迪发展历程



资料来源：公开资料，招商证券

公司实际控制人为王传福先生。截至 2018 年 6 月，比亚迪实际控制人王传福先生持比亚迪股份 18.79%，同时也是比亚迪电子(0285.HK)实际控制人（持股 12.36%）。公司副董事长吕向阳先生持比亚迪股份 8.77%。

图 2 比亚迪股权结构图（截至 2018 年中报）



资料来源：公司公告，招商证券

四大战略铸造新能源行业引领者。 比亚迪坚持以“技术为王，创新为本”作为发展理念，公司提出“创新比亚迪”的汽车创新、轨道交通创新、电池创新、电子创新四大战略布局，提出太阳能电站、储能电站、电动车、轨道交通的四大梦想，致力于改变传统的能源消耗方式，改善环境，实现人类的可持续发展的目标。四大创新分别为：

- (1) **汽车创新：** 打造新能源汽车电池、电机、电控三大核心技术。比亚迪 2018 年底电池产能将达 26GW，打造 542 系列高性能车型，推出的 DM II 双模技术领跑全球。
- (2) **轨道交通创新：** 公司历时 5 年自主研发，于 2016 年推出具有无人驾驶功能和信号系统的云轨，为解决城市交通拥堵和可持续发展奠定技术基础。
- (3) **电池创新：** 比亚迪动力电池布局全产业链，公司具有强大的产品研发能力、先进的设备研发及测试能力。储能备用电源独立带载，可多机并联带载，通过核级认证。率先使用新能源创新硅胶双玻组件，面向国内外累计出货 300MW。
- (4) **电子创新：** 研发 3D 玻璃、功能性陶瓷，使用 PHM 等专利技术，为电子产品提供专业和领先的工艺与方案。

表 1：“创新比亚迪”四大战略

| 汽车创新 | 轨道交通创新 | 电池创新 | 电子创新 |
|----------------|---------------|---------------|--------|
| 电池、电机、电控三大核心技术 | 打造跨座式单轨“云轨” | 动力电池与整车厂无缝合作 | PMH 技术 |
| 542 高性能车型系列 | 使用无人驾驶技术 | 通过核级认证的储能备用电源 | 3D 玻璃 |
| BYD DM II 双模技术 | 具有自主知识产权的列控系统 | 新能源创新硅胶双玻组件 | 功能性陶瓷 |
| 双向逆变充放电技术 | 采用单轴的转向架 | | |
| 五星安全基因 | 搭载再生制动系统 | | |

资料来源：公司官网，招商证券

图 3 比亚迪“7+4”战略



资料来源：公司官网，招商证券

乘用车总产能 80 万，动力电池加速扩张。从产能布局来看，目前比亚迪深圳坪山整车厂产能 30 万，主要生产唐系列、e6 车型，长沙整车厂产能 20 万，主要生产新一代元、元 EV、宋 MAX 和 K9 客车，西安整车厂产能 30 万，主要生产秦、宋和 e5 车型。公司整车厂总产能达 80 万。动力电池产能你方面，深圳+惠州总产能 16GWh，而青海新建产能 24GWh 已经在 18 下半年投产，预计年底达到 10GWh，19 年底接近满产，重庆工厂设计 20GWh 产能预计 2020 年建成，届时公司电池总产能有望达到 60GWh。

表 2: 整车厂&电池厂产能情况

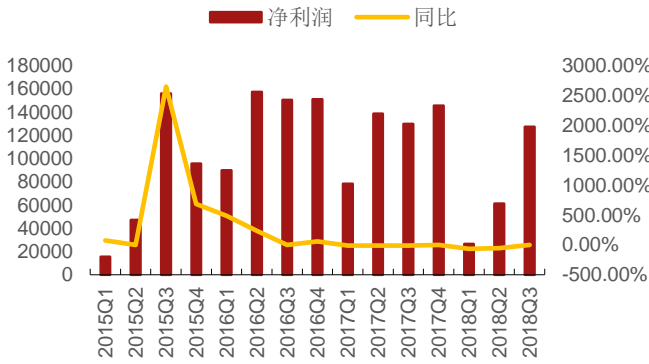
| 项目 | 位置 | 深圳坪山 | 长沙 | 西安 |
|------|----------|-------|------------------|---------------|
| 整车 | 产能 (万) | 30 | 20 | 30 |
| | 主要生产车型 | 唐、e6 | 新一代元 EV、宋 MAX、K9 | 秦、宋、e5 |
| | 位置 | 深圳+惠州 | 青海 (2019 年底达产) | 重庆 (2020 年投产) |
| 动力电池 | 产能 (GWh) | 16 | 24 | 20 |
| | 三元 | 6 | 24 | 20 |
| | 磷酸铁锂 | 10 | 0 | 0 |

资料来源：公开资料，招商证券

过去三年公司利润波动主要源于补贴政策影响，公司 2018 下半年盈利已大幅改善，新产品周期有望带动盈利提升。过去三年公司主要利润波动源于补贴政策影响，18 年上半年由于补贴在 17 年基础上退坡 30%、纯电动车型电池铁锂切换三元导致成本提升、费用等因素，业绩下滑较大，但 18 年下半年补贴政策+销量提升双重利好带来公司业绩改善，公司新能源乘用车续航均在 300km 以上，补贴政策相比 17 年不降反升，随着新车型的快速放量，业绩环比大幅改善；长期来看，虽然补贴持续退坡将带来业绩压力，但公司为双积分政策最受益厂家，有望将先发优势转变为实际业绩增量。

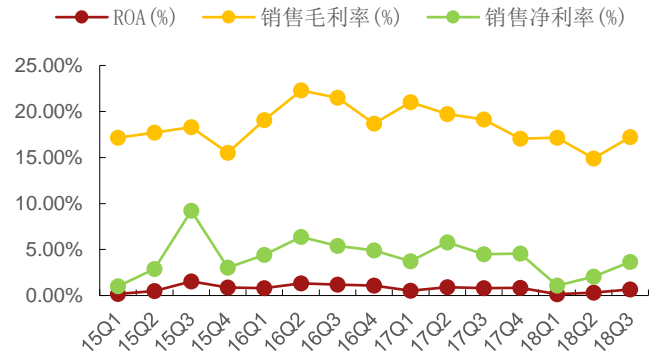
产能利用率方面，销量提升带动公司产能利用率大幅提升，公司乘用车 80 万总产能，17 年总销量 35 万，18 年销量有望达到 50 万辆，19 年随着进入新品周期，新车型有望继续放量，带动产能利用率进一步提升，从而带动盈利提升。研发投入方面，公司始终保持 10% 左右的研究人员比例，平均研发投入资本化率在 40% 以上，研发投入逐年递增。

图 4 公司季度净利润及同比增速



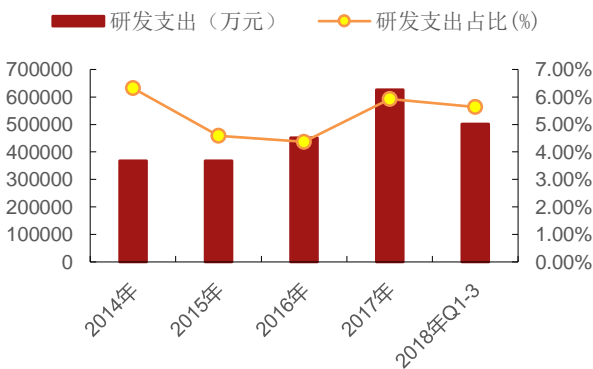
资料来源：wind，招商证券

图 5 公司季度毛利率、净利率、ROE 变化



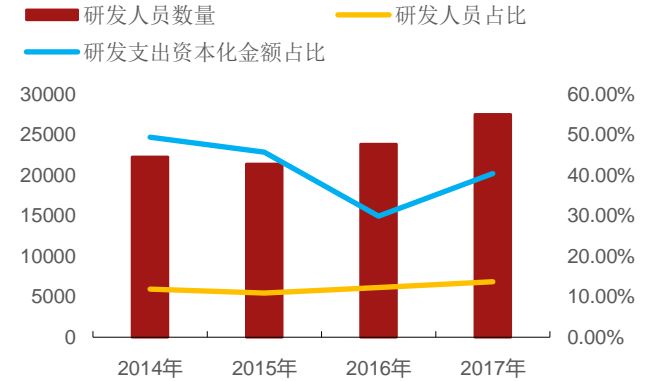
资料来源：wind，招商证券

图 6 公司研发支出和研发支出占比年度变化



资料来源：公司公告，招商证券

图 7 公司研发人数与研发支出资本化金额占比



资料来源：公司公告，招商证券

二、政策端：补贴政策倾向高续航明显，双积分深度受益

补贴退坡倾向高续航车型，19年网传补贴退坡幅度利好公司车型。18年补贴新政中，乘用车退坡焦点在低续航里程和低能量密度的车型，对于长续航车型（≥300km），新政策下补贴不降反升。公司18年所有乘用车（除e6、腾势外）均改用三元523锂离子电池，能量密度大幅提升，大部分车型达到140Wh/kg，可以享受1.1倍调整系数，18年下半年实际补贴高于17年，带动业绩提升。而从最新网传19年补贴政策看，续航300-400km和>400km补贴标准从4.5和5万分别降低为3.4和4万，对应退坡幅度为24%和20%，若最终政策按照该网传版本，补贴退坡幅度基本在预期之内，随着19年公司新车型继续上量，预计电池成本降低+其他成本降低+产能利用率提升带来成本降低三者可以有效对冲掉大部分补贴退坡影响。

表3：2017-2018纯电动新能源乘用车国家补贴情况一览（包含19年网传版本，单位：万）

| 车辆类型 | 纯电行驶里程标准 | 17年 | 过渡期 | 18年 | 19E1 | 过渡期 | 18年 | 19年E1 |
|--------|---------------|-----|------|-----|------|------|------|-------|
| | | | | | | 退坡幅度 | 退坡幅度 | 退坡幅度 |
| 纯电动乘用车 | 100km≤R<150km | 2 | 1.4 | 0 | 0 | 30% | 100% | 0 |
| | 150km≤R<200km | 3.6 | 2.52 | 1.5 | 0 | 30% | 58% | 100% |
| | 200km≤R<250km | 3.6 | 2.52 | 2.4 | 1.5 | 30% | 33% | 38% |
| | 250km≤R<300km | 4.4 | 3.08 | 3.4 | 2.4 | 30% | 23% | 29% |
| | 300km≤R<400km | 4.4 | 3.08 | 4.5 | 3.4 | 30% | -2% | 24% |
| | R≥400km | 4.4 | 3.08 | 5 | 4 | 30% | -14% | 20% |

资料来源：工信部，招商证券 备注：乘用车数值为基准值

表4：纯电动乘用车动力电池能量密度调整系数（包含19年网传版本）

| 能量密度 | 17年 | 18年 | 19年E1 |
|---------------------|-----|-----|-------|
| 90Wh/kg≤w<105Wh/kg | 1 | 0 | 0 |
| 105Wh/kg≤w<120Wh/kg | 1 | 0.6 | 0 |
| 120Wh/kg≤w<140Wh/kg | 1.1 | 1 | 0.6 |
| 140Wh/kg≤w<160Wh/kg | 1.1 | 1.1 | 1 |
| 160Wh/kg≤w<180Wh/kg | 1.1 | 1.2 | 1.1 |
| w>180Wh/kg | 1.1 | 1.2 | 1.2 |

资料来源：工信部，招商证券

表5：比亚迪在售车型2018正式国补地补情况

| 车型 | 级别 | 续航里程(km) | 电池类型 | 国家补贴(万元) | 地方补贴上限(万元) |
|----------|---------|----------|------|----------|------------|
| e6 | MPV | 400 | 磷酸铁锂 | 5 | 2.5 |
| e5 450 | 紧凑型车 | 400 | 三元锂 | 6 | 3 |
| 秦 EV | 紧凑型车 | 420 | 三元锂 | | 0 |
| 秦 pro DM | 紧凑型车 | 80 | 三元锂 | 2.2 | 1.1 |
| 宋 EV500 | 紧凑型 SUV | 400 | 三元锂 | 6 | 3 |
| 宋 DM | 紧凑型 SUV | 80 | 三元锂 | 2.2 | 1.1 |
| 唐 DM | 中型 SUV | 100 | 三元锂 | | 0 |
| 元 EV | 小型 SUV | 305 | 三元锂 | 4.95 | 2.475 |
| 腾势 500 | 中型车 | 451 | 磷酸铁锂 | 5 | 2.5 |

资料来源：工信部，招商证券

敬请阅读末页的重要说明

客车预计继续退坡，利润承压。18年新能源客车补贴较17年退坡30%以上，预计19年大概率延续退坡态势，同时对能量密度、快充倍率、节能水平的要求均大幅提升，补贴退坡较明显。公司在售商用车均为纯电动车型，大巴的补贴推动效应将大幅降低。客车业绩承压，但实际边际效应递减。

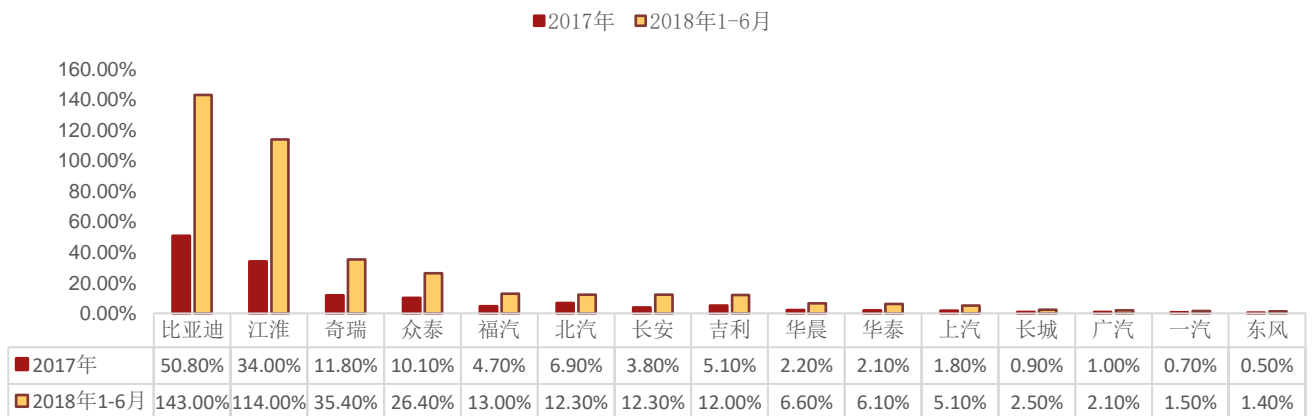
表 6: 新能源客车补贴变化

| 车辆类型 | 中央财政补贴标准 (元/kWh) | | 中央财政补贴调整系数 | | | | | | |
|-----------------|---------------------|----------------|-----------------|-----------|-----|-----|--|-----|-----|
| | 17年 | 18年 | 专有指标 | | 17年 | 18年 | 共同指标 | 17年 | 18年 |
| 非快充类纯电动客车 | 1800 | 1200 (-33%) | 系统 | 85~95(含) | 0.8 | 0 | 0.21~ 0.24(含) | 1 | 0 |
| | | | 能量密度 (Wh/kg) | 95~115(含) | 1 | 0 | | | |
| | | | 115~135(含) | 1.2 | 1 | | | | |
| 快充类纯电动客车 | 3000 | 2100 (-30%) | 快充倍率 | 135以上 | 1.2 | 1.1 | 单位 载质量 能量 消耗量 (Wh/ km·kg) | 1 | 1 |
| | | | 3C~5C(含) | 0.8 | 0.8 | | | | |
| | | | 5C~15C(含) | 1 | 1 | | | | |
| 插电式混合动力(含增程式)客车 | 3000 | 1500 (-50%) | 节油率 | 15C以上 | 1.4 | 1.1 | 0.15~ 0.21(含) | 1 | 1 |
| | | | 40%~45%(含) | 0.8 | 0 | | | | |
| | | | 45%~60%(含) | 1 | 0 | | | | |
| | | | 60%~65%(含) | 1.2 | 0.8 | | | | |
| 70%以上 | 1.2 | 1 | 0.15 以下 | 1 | 1.1 | | | | |

资料来源：四部委，招商证券

NEV积分最富裕，长期受益双积分政策。双积分政策于18年4月1日正式实施。富余NEV积分可抵偿CAFC积分，而CAFC富余部分无法抵偿NEV积分，所以NEV积分更加重要。公司NEV积分极具优势，且CAFC积分为正，未来发展没有政策阻力，可以通过出售富余积分的方式获取额外收益。

图 8: 2017年和2018年1-6月主要车企新能源积分占比情况



资料来源：乘联会，招商证券

三、新能源乘用车：新品周期来袭，“龙脸”造型惹青睐

(一) 新品周期来袭，“Dragon Face”惹青睐

“Dragon Face”始于宋 MAX 爆款，引领强势新品周期。比亚迪的新品周期始于宋 MAX，由前奥迪设计总监、Q7 设计师，现任比亚迪总设计师沃尔夫冈·艾格亲自操刀首款搭载“Dragon Face”的宋 MAX 在 2017 年 9 月上市，该车采用了全新的“中国龙”的设计理念，包括：龙眼（大灯）、龙须（线条）、龙嘴（格栅）三大元素，和以往的比亚迪车型相比有了脱胎换骨的变化。未来，这种“Dragon Face”前脸设计将应用于比亚迪更多新车型，整车外形低矮修长，作为一辆 MPV，在保证宽敞车内空间的同时，外观也与“面包车”划清了界限。宋 MAX 一经上市便卖出爆款，月度销量一度突破 1.5 万，在手订单一度达到 7.5 万台，同时在 18 下半年行业销量下滑的背景下，依然强势维持单月 1 万一台的销量。

图 9 宋 MAX 外观



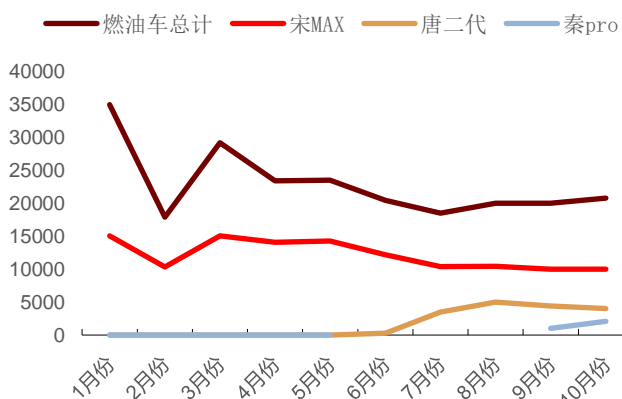
资料来源：公司官网，招商证券

图 10 宋 MAX 内饰



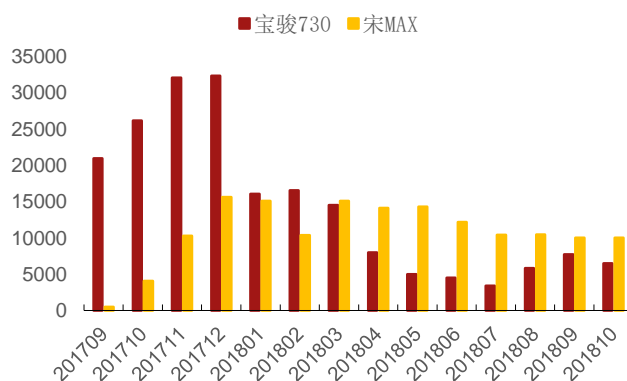
资料来源：公司官网，招商证券

图 11 公司 2017-2018 燃油乘用车月度销量情况



资料来源：乘联会，招商证券

图 12 宋 MAX 上市以来与宝骏 730 销量对比



资料来源：乘联会，招商证券

宋 MAX 已经撼动宝骏 730 在同级别 MPV 中的领先地位。动力方面，宋 MAX 搭载一台 1.5T 发动机，最大输出功率为 113kW，峰值扭矩为 240Nm。传动系统匹配 6 速双离合变速箱，同时提供 6 速手动变速箱，略优于宝骏 730。外观方面，“Dragon Face”前脸以及相对低矮的车身，极具竞争力。配置方面，在标配 ESP 的同时，提供远程启动、自动空调等配置，与宝骏 730 各有千秋。宋 MAX 上市以来，对宝骏 730 的销量已

构成了威胁，在 18 下半年行业销量增速下滑的背景下，宋 MAX 依然强势维持单月 1 万一台的销量，已经撼动了宝骏 730 在同级别 MPV 的地位。

表 7: 宋 MAX 与宝骏 730 配置对比

| | 比亚迪宋 MAX | 上汽通用五菱宝骏 730 |
|-----------|----------------------------------|----------------------------------|
| 售价 (万) | 8.99 | 8.98 |
| 车身尺寸 (mm) | 4680*1810*1680 | 4780*1820*1755 |
| 轴距 (mm) | 2785 | 2750 |
| 发动机 | 1.5T | 1.5T |
| 最大功率 (KW) | 113 | 110 |
| 最大扭矩 (Nm) | 240 | 230 |
| 变速器 | 6MT | 6MT |
| 其他配置 | ESP、无钥匙启动、远程启动、自动空调、后排出风口、日间行车灯等 | ESP、胎压监测、定速巡航、电动天窗、电动调节座椅、后视镜加热等 |

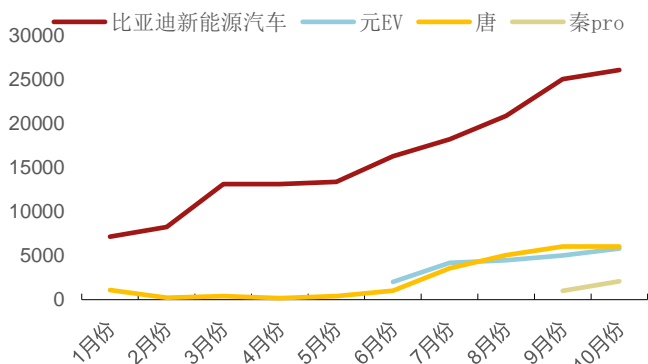
资料来源: 新浪汽车, 招商证券

18H2 新品周期来袭，新能源乘用车销量连续创新高。继宋 MAX 取得成功以来，过渡期后陆续推出了旗舰车型“唐二代”插混、元 EV，同时在 9 月推出秦 pro、宋 DM，未来唐 EV 上市，到年底全系新能源车型将完全换代为“Dragon Face”家族设计。18 下半年以来，随着唐二代 PHEV、元 EV 的迅速上量，公司月度新能源汽车销量连续创新高，从 7 月 1.8 万台到 10 月 2.6 万台，其中唐二代 PHEV 月销量超 6000 台，而元 EV 月销量接近 6000 台，两款车已经成为新能源汽车中的爆款车型，拉动公司行业市占率进一步提升，18 年新能源汽车销量有望达到 22 万台，未来随着新车型陆续上量，公司销量大概率引领行业，19 年新能源汽车销量目标 40 万台。

我们认为公司短期竞争力在于:

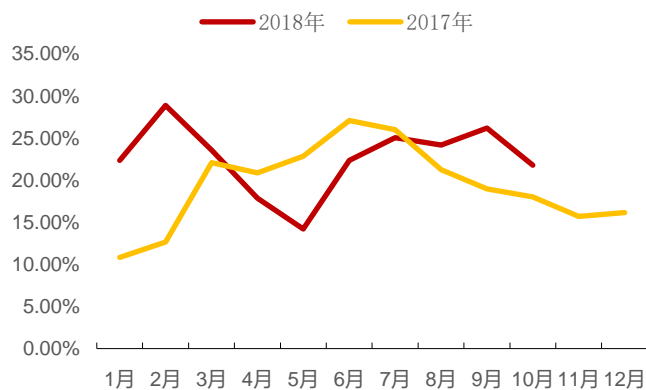
- a) 公司目前全市场产品布局最全面，产品覆盖各类市场需求，包括个人、出租、网约车、城市公交等场景，具有较强先发优势;
- b) 全新换代的产品已焕然一新，有望重塑消费者对比亚迪品牌认知，带动产品竞争力提升。

图 13 公司 2018 年新能源汽车销量情况



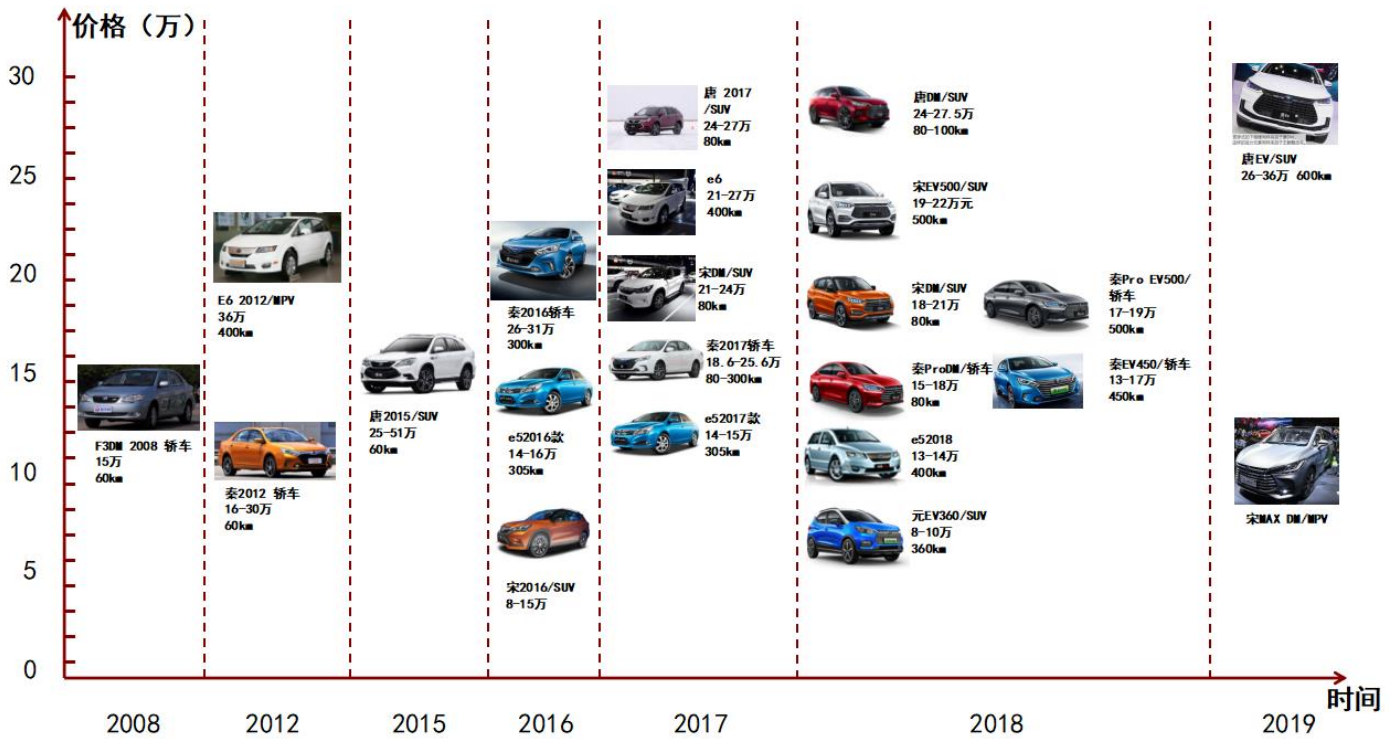
资料来源: 乘联会, 招商证券

图 14 公司新能源汽车市占率情况



资料来源: 乘联会, 招商证券

图 15 公司新能源汽车车型演变过程



资料来源：公开资料，招商证券

（二）唐 DM、元 EV 率先上量，积土成山非斯须之作

1、旗舰车型唐二代主打高颜值+高性能，成为 18 年爆款车型

旗舰车型唐二代具备“Dragon Face”前脸与澎湃动力，已经成为 18 年爆款中型 SUV。唐二代 DM 于 3 月 6 日正式发布，6 月上市售卖，采用了王朝概念车的设计，搭载全新的 Dragon Face 设计语言，是继爆款车宋 MAX 后的全品牌第二款使用该设计语言的车型。前奥迪设计师沃尔夫冈·艾格表示，将把“Dragon Face”打造为家族外观，提高品牌辨识度。尾部一体成型的 LED“双联”尾灯，两侧对称式的蜿蜒设计，营造出动人心魄的识别效果。

从外形到内饰，配置全面升级。车身尺寸上，比亚迪唐二代的长宽高分别是 4870/1940/1720mm，轴距 2820mm，相比唐一代空间更加宽敞，顶配车型使用 22 寸超大轮毂，霸气十足。动力方面，燃油车型搭载 2.0T 发动机，插电混动车型前后电机最大功率从唐一代的 110KW/110KW 升级到 110KW/180KW，百公里加速从唐一代的 4.9s 升级到 4.5s。配置方面，全系标配 12.8 寸全触控中控大屏、全景天窗、220V 插座等配置，相比唐一代也有不小的升级。

图 16 唐二代“Dragon Face”前脸



资料来源：易车网，招商证券

图 17 唐二代贯穿式尾灯



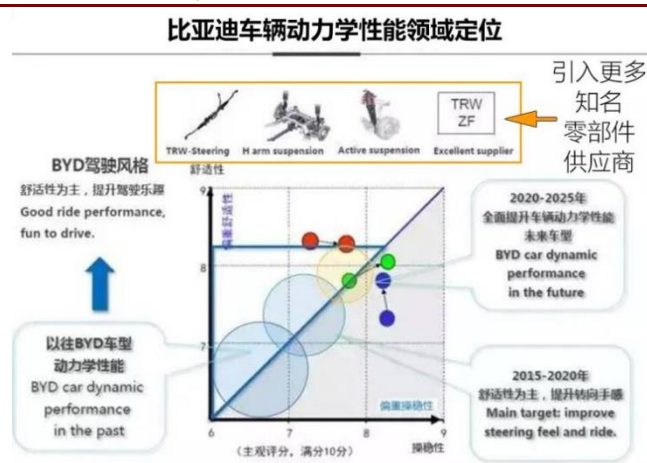
资料来源：易车网，招商证券

图 18 即将上市唐 EV 前脸



资料来源：汽车之家，招商证券

图 19 公司动力学性能领域定位



资料来源：汽车之家，招商证券

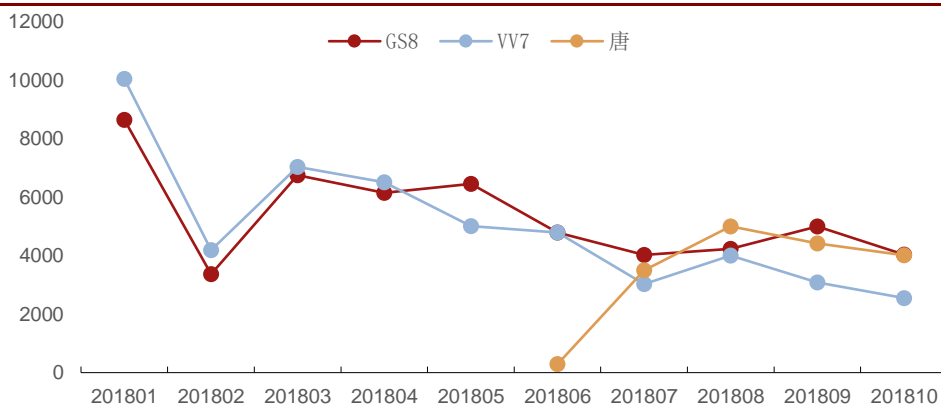
唐二代燃油版对标自主 7 座 SUV，正面挑战 WEY VV7 和传祺 GS8。燃油版车型定价 13-17 万，对标国内自主品牌的主流 7 座 SUV 长城 WEY VV7、广汽传祺 GS8 等。随着三四季度行业整体销量走弱，自主品牌中型 SUV 销量也随之下滑，但唐二代燃油版销量仍然保持相对稳定。

表 8：唐二代燃油版、WEY VV7、传祺 GS8 参数对比

| | 唐二代（燃油版） | WEY VV7 | 传祺 GS8 |
|----------|----------------|----------------|----------------|
| 车身尺寸（mm） | 4870*1940*1720 | 4749*1931*1655 | 4810*1910*1770 |
| 轴距（mm） | 2820 | 2950 | 2800 |
| 发动机/功率 | 2.0T/205 马力 | 2.0T/234 马力 | 2.0T/201 马力 |
| 变速箱 | 6DCT | 7DCT | 6AT |

资料来源：公开资料，招商证券

图 20 唐燃油版与传祺 GS8、WEY VV7 月度销量对比



资料来源: marklines, 招商证券

唐 DM 成为爆款，唐 EV 定位自主豪华电动车，蓄力高增长。唐二代凭借高颜值+高性能预售订单高达一万以上，上市后迅速上量（定价补贴后 24-31 万），唐 DM 10 月销量达到 6037 台，唐燃油版销量达 4012 台，二者总销量破一万台，从上市截至 11 月 30 号累计订单达 4.8 万台，在手订单超 1 万台，已经成为 18 年下半年爆款车型，唐 DM 在插电混动车型销量中一枝独秀，几无竞争对手。而唐 EV 已经在 11 月广州车展展出，预计年底会上市售卖，唐 EV 定价补贴后 26-36 万元，超出此前市场 33-50 万预期，60km/h 等速续航 600km，搭载两台永磁同步电机，最大功率均为 245 马力，峰值扭矩 330 牛·米，百公里加速 4.4s，性能强劲，预计上市后大概率延续此前强劲的新品周期。

表 9: 唐二代与主要竞品性能参数对比

| | Tesla Model 3 | 上汽 marvel X | 比亚迪唐 DM | 途观 L PHEV | 长城 WEY P8 |
|-----------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 动力类型 | EV | EV | PHEV | PHEV | PHEV |
| 级别 | A | B | B | B | B |
| 工信部续航(km) | 220-310 | 500 | 80-100 (纯电) | 52 (纯电) | 50 (纯电) |
| 补贴后报价(万) | 54-59.5 | 27-31 | 24-33 | 29-30 | 26-28 |
| 车身尺寸 (mm) | 4694*2088*1443 | 4678*1919*1618 | 4870*1950*1725 | 4720*1839*1673 | 4760*1931*1655 |
| 轴距 (mm) | 2875 | 2800 | 2820 | 2791 | 2950 |
| 发动机 / 功率 | | | 151 | 110 | 172 |
| 电动机 / 功率 | 340 | 137 | 290 | 85 | 85 |
| 百公里加速 (s) | 3.74 | 7.26 | 4.3 | 8.1 | 6.5 |
| 智能驾驶系统 | Auto pilot 2.0 | AI PILOT | | | |
| 智能网联系统 | 手机互联+车联 | 斑马系统 3.0 | DiLink 智能网联 | 手机互联+车联网 | 手机互联+车联网 |
| 车载屏幕 | 17.0 英寸 | 19.4 英寸 | 14.6 英寸 | 8 英寸 | 9 英寸 |
| 超声波传感器 | √ | √ | √ | √ | √ |
| 雷达 | √ | √ | √ | √ | √ |
| OTA 空中升级 | √ | √ | √ | | |
| 驶入驶出高速导 | √ | | | | |
| 智能召唤 | √ | | | | |
| 自动紧急制动 | √ | √ | √ | √ | √ |
| 碰撞预警 | √ | √ | √ | √ | √ |
| 自动远光灯 | √ | √ | √ | | |
| 无线充电 | | √ | | | |
| AR 增强现实 | | √ | | | |
| HUD 抬头显示 | | | | | |
| 智能迎宾系统 | | √ | | | |
| 自动找车位功能 | √ | √ | | | |

| | Tesla Model 3 | 上汽 marvel X | 比亚迪唐 DM | 途观 L PHEV | 长城 WEY P8 |
|-----------|---------------|-------------|---------|-----------|-----------|
| 智能泊车系统 | √ | √ | | √ | √ |
| 车道保持系统 | √ | √ | √ | √ | √ |
| 自动变道功能 | √ | √ | √ | | |
| ACC 自适应巡航 | √ | √ | √ | | √ |

资料来源：公开资料，招商证券

表 10: 2018 主要插电混动车型销量 (按 10 月销量排序)

| 车型 | 2018-04 | 2018-05 | 2018-06 | 2018-07 | 2018-08 | 2018-09 | 2018-10 | 6-10 月累计 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 比亚迪唐 | 177 | 411 | 1,005 | 3,551 | 5,043 | 6,019 | 6,037 | 21655 |
| 比亚迪秦 | 4,134 | 4,496 | 4,606 | 4,068 | 4,091 | 3,866 | 3,889 | 20520 |
| 比亚迪宋 DM | 3,088 | 3,268 | 3,012 | 2,408 | 1,916 | 3,014 | 3,160 | 13510 |
| 荣威 ei6 | 3,176 | 2,962 | 4,028 | 3,783 | 4,012 | 3,119 | 3,081 | 18023 |
| 宝马 5 系 | 1,186 | 552 | 835 | 1,235 | 1,676 | 2,216 | 2,164 | 8126 |
| 博瑞 GE | | | 942 | 1,483 | 2,455 | 1,401 | 1,422 | 7703 |
| 传祺 GS4 | 545 | 938 | 1,250 | 1,068 | 1,239 | 732 | 1,222 | 5511 |
| 荣威 ERX5 | 1,883 | 3,030 | 2,724 | 2,242 | 2,060 | 2,273 | 1,196 | 10495 |
| 领克 01 | | | | | 399 | 228 | 989 | 1616 |
| 宝马 X1 | 770 | 668 | 537 | 702 | 799 | 699 | 797 | 3534 |

资料来源：乘联会，招商证券

唐 DM 非限购销售占比超 50%，远超市场平均值，爆款车引领消费崛起。我们认为，唐 DM 的热卖并非偶然，凭借高颜值+高性能的优势，在同级别同价位车型中几无竞争对手，在限购城市具备插电混动上牌优势，但在非限购城市的热卖更能显示消费者的自发需求，根据交强险上牌量数据统计，18 年插电混动车型在非限购城市总销量占比为 28%，而唐 DM 上市后销量的 52% 卖在非限购城市，远超平均值，充分证明消费者购买唐 DM 多为自发需求购买。我们认为唐 DM 的成功在于：产品外观焕然一新设计得到消费者认可，插电混动有效补足消费者里程焦虑的短板，优秀的动力性能和完备的智能驾驶辅助系统，精准定位 25 万左右市场，价格远低于多款市场在售高端电动车，但拥有不逊于其的智能驾驶体验感。

表 11: 2018 年新能源汽车插电混动车型分性质上牌数情况

| | 2018 年 M1-5 | 2018-06 | 2018-07 | 2018-08 | 2018-09 | 2018M1-9 |
|--------|-------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 限购 | 43769 | 14294 | 13528 | 15552 | 14857 | 102000 |
| 二线 | 6475 | 1556 | 1833 | 2246 | 2839 | 14949 |
| 三四五线 | 11112 | 3410 | 3065 | 3577 | 4427 | 25591 |
| 总销量 | 61356 | 19260 | 18426 | 21375 | 22123 | 142540 |
| 限购占比 | 71.3% | 74.2% | 73.4% | 72.8% | 67.2% | 71.6% |
| 二线占比 | 10.6% | 8.1% | 9.9% | 10.5% | 12.8% | 10.5% |
| 三四五线占比 | 18.1% | 17.7% | 16.6% | 16.7% | 20.0% | 18.0% |

资料来源：交强险，招商证券

2、元 EV 主打性价比，持续供不应求，19 年有望继续上量

元 EV 主打性价比，填补 8-10 万电动车空白区间，全生命周期经济性更强。元 EV 定位 A0 级 SUV，带电量 42 kwh，综合工况续航 305km，轴距 2535mm，售价补贴后 8-10 万元，填补 8-10 万电动车空白区间，空间和性价比同价位表现优异，又拥有不俗的颜值+内外饰+同级别较大空间，在同级别电动车型中优势明显。而随着 18 年补贴政策倾向高续航车型，17 年放量的 A00 车型在 18 年下半年均迎来了集中换代升级，升级后价格接近 6-8 万元，而元 EV 相比 A00 车型，空间更大，续航里程更长，外观+内外饰+

操控性优异，价格略贵但也形成了一定替代关系。同时，通过对同级别燃油车的比较，元 EV 相比同级别燃油版 SUV，全生命周期成本便宜 1/3，经济性更强。

图 21 元 EV 外观正面



资料来源：易车网，招商证券

图 22 元 EV 外观背面



资料来源：汽车之家，招商证券

表 12: 元 EV 和同级别竞品参数对比

| 类别 | 比亚迪元 EV | 江淮 iEV7S | 北汽 EX360 | 奇瑞瑞虎 3Xe |
|--------------|--|---|---|---------------------------------|
| 级别 | 小型 SUV | 小型 SUV | 小型 SUV | 小型 SUV |
| 能源类型 | 纯电动 | 纯电动 | 纯电动 | 纯电动 |
| 0-100km/h 加速 | 9.06 | 4.5 (0-50km/h) | / | / |
| 价格 | 官方价格 (万元) | 7.99-9.99 | 17.6 | 18.39-20.29 |
| | 补贴后价格 (万) | 7.99-9.99 | 9.35 | 7.99-9.89 |
| 补贴 | 国家补贴 (万元) | 4.95 | 4.95 | 4.5 |
| | 地方补贴 (万元) | 2.25 | 2.25 | 2.25 |
| 车身参数 | 长*宽*高 (mm) | 4360*1785*1690 | 4135*1750*1560 | 4110*1750*1583 |
| | 轴距 (mm) | 2535 | 2490 | 2519 |
| | 车身结构 | 5 门 5 座 SUV | 5 门 5 座 SUV | 5 门 5 座 SUV |
| 动力性能 | 工信部续航里程 (km) | 305 | 301 | 318 |
| | 百公里耗电量 (kWh) | 13.6 | 16 | 16.4 |
| | 快充时间 (小时) | 0.5 | 1.5 | 0.5 |
| | 慢充时间 (小时) | 7 | 8 | 7.5 |
| | 电池容量 (kWh) | 42 | 39 | 48 |
| | 最大功率 (kW) | 160 | 85 | 80 |
| | 最大扭矩 (N·m) | 310 | 270 | 230 |
| 智能网联系统 | DiLink 智能网联系统 | 手机互联 carlife | 手机互联 carlife | 手机互联 carlife |
| 功能配置 | ESP+8 安全气囊、8 重高压电安全防护、上坡辅助+电子手刹、360°全景影像系统 | PEPS 一键进入、EPS 电动随速助力转向、EPB 电子驻车、360°全景影像、上坡辅助 | ABS 制动防抱死系统、EBD 电子制动力分配系统、EPS 电动助力转向、上坡辅助 | ABS 防抱死、刹车辅助、EBD 制动力分配系统、胎压监测装置 |
| 多媒体配置 | 中控台彩色大屏、8 英寸中控台大屏尺寸、GPS 导航 | 中控台彩色大屏、8 英寸中控台大屏尺寸、GPS 导航 | 中控台彩色大屏、8 英寸中控台大屏尺寸 | 中控台彩色大屏、8 英寸中控台大屏尺寸、手机互联+车联网 |

资料来源：汽车之家，招商证券

敬请阅读末页的重要说明

表 13: 元 EV 相比同价位燃油车全生命周期经济性更强。

| 车型 | 哈弗 H6 | 哈弗 H2 | 元 EV |
|-----------------|----------------|----------------|---------------|
| 级别 | 紧凑型 SUV | 小型 SUV | 小型 SUV |
| 能源类型 | 燃油 | 燃油 | 纯电动 |
| 轴距(mm) | 2680 | 2560 | 2535 |
| 补贴后指导价 (万元) | 10.2-14.2 | 7.49-9.49 | 7.99-9.99 |
| 标配价 (元) | 119000 | 84900 | 85900 |
| 购置税 (元) | 10171 | 7256 | 0 |
| 到手价 (元) | 129171 | 92156 | 85900 |
| 使用年限 (年) | 6 | 6 | 6 |
| 年里程数 (公里/年) | 20000 | 20000 | 20000 |
| 年均保险费 (元) | 5000 | 5000 | 5000 |
| 保险费合计 (元) | 30000 | 25000 | 33000 |
| 年均保养费 | 2279 | 2279 | 6 年/15 万公里电池质 |
| 保养费合计(元) | 13674 | 13674 | 4000 |
| 百公里能耗 | 8L | 6.6L | 13.6 度 |
| 能源单价 | 7.2 元/L (92 号) | 7.2 元/L (92 号) | 0.7 元/度 |
| 年均能源费 (元) | 11520 | 9504 | 1904 |
| 能源费合计 (元) | 69120 | 57024 | 11424 |
| 保值率 | 34.00% | 34% | 20% |
| 残值 (元) | 40460 | 28866 | 17180 |
| 用车总成本(元) | 191334 | 151732 | 117144 |

资料来源: 汽车之家, 招商证券

三四线消费升级+一二线“占牌神器”，短期受限电池产能，19 年销量或继续走高。我们认为元 EV 凭借其高颜值+优异性能+性价比优势，在限购城市凭借便宜+上牌优势成为“占牌神器”，而在非限购优势三四五线城市，能够有效对 17 年热卖的 A00 车型形成替代效应，价格虽略贵但性能更为优异，成为了三四五线城市用户消费升级的选择，同时相比燃油车又拥有全生命周期经济性优势。元 EV 自上市以来销量持续爬坡，10 月销量达到 5803 台，在手订单一度超过一万台，同时公司三季度因新品热卖销量超预期，而动力电池产能受限，限制了订单量，随着四季度青海动力电池新产能的投产，公司 19 年将不受动力电池产能限制，元 EV 销量或持续走高。

从元 EV 上牌区域结构来看，51%在限购城市，18%在二线城市，31%在三四五线城市，在限购城市比例高于 A00/A0 级别均值。我们认为元 EV 在一线城市凭借性价比，能够与 A 级车型形成竞争关系，在三四五线城市性能优于绝大部分 A00-A0 级车型，成为消费者消费升级的选择，随着未来不再受动力电池产能限制，有望继续热卖。

表 14: 2018 纯电动车型分城市比例情况

| 分级别 | 分城市 | 2018 M1-5 | 2018M6-9 | 2018-06 | 2018-07 | 2018-08 | 2018-09 | 2018M1-9 |
|-----|------|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|----------|
| A00 | 限购 | 18.4% | 22.7% | 18.8% | 18.0% | 33.7% | 23.8% | 19.8% |
| | 二线 | 28.2% | 23.8% | 28.0% | 16.8% | 15.6% | 27.2% | 26.7% |
| | 三四五线 | 53.5% | 53.4% | 53.2% | 65.1% | 50.6% | 49.0% | 53.4% |
| A0 | 限购 | 30.6% | 41.0% | 44.8% | 42.2% | 37.1% | 41.1% | 38.6% |
| | 二线 | 27.4% | 14.8% | 13.8% | 15.0% | 16.0% | 14.3% | 17.7% |
| | 三四五线 | 42.0% | 44.2% | 41.4% | 42.8% | 46.9% | 44.6% | 43.7% |
| A | 限购 | 56.0% | 53.3% | 60.3% | 54.0% | 52.7% | 49.4% | 54.1% |
| | 二线 | 30.8% | 27.5% | 21.9% | 29.0% | 26.6% | 30.2% | 28.5% |
| | 三四五线 | 13.2% | 19.2% | 17.8% | 17.0% | 20.8% | 20.4% | 17.4% |
| B | 限购 | 87.7% | 67.8% | 77.1% | 70.8% | 57.5% | 70.9% | 74.1% |
| | 二线 | 3.7% | 9.3% | 14.2% | 2.7% | 9.4% | 8.7% | 7.5% |

| 分级别 | 分城市 | 2018 M1-5 | 2018M6-9 | 2018-06 | 2018-07 | 2018-08 | 2018-09 | 2018M1-9 |
|-----|------|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|----------|
| | 三四五线 | 8.6% | 22.9% | 8.7% | 26.5% | 33.0% | 20.4% | 18.4% |
| C | 限购 | 66.7% | 65.2% | 57.9% | 76.9% | 69.9% | 60.7% | 65.2% |
| | 二线 | 28.6% | 26.3% | 42.1% | 14.2% | 22.7% | 29.8% | 26.3% |
| | 三四五线 | 4.8% | 8.6% | 0.0% | 8.9% | 7.3% | 9.5% | 8.5% |

资料来源：交强险，招商证券

（三）王朝系列加速完成换代，19 年将是产销“大年”

全系换代完毕，后续车型有望继续上量。在唐 DM、元 EV 上市热卖以后，9 月迎来了秦 pro EV500、秦 pro DM、宋 EV500、宋 DM 等车型上市，后续会有唐 EV（年底）、宋 MAX DM（19Q1）接连上市，至此全系车型均搭载“Dragon Face”新造型。其中秦 pro 和宋定位 15-20 万区间 A 级别轿车和 SUV，相比同级别竞品有高颜值+高性能优势，预计后续有望延续销量高增长态势。燃油车方面，虽然行业从三季度开始下滑，但爆款车型宋 MAX 依然维持强势销量，唐二代燃油版也维持较高销量，随着秦 pro、新一代宋上量，有望带动 19 年燃油车增长，同时，17 年公司燃油车均价 7 万元，而新一代唐价格 13-17 万元，秦和宋燃油版价格 8-12 万，有望带动产品结构提升，带动盈利提升。

表 15: 秦 pro DM 和主要竞品参数对比

| 类别 | 比亚迪秦 pro DM | 荣威 ei6 | 帝豪新能源 PHEV | 名爵 6 新能源 |
|---------------|-----------------------------------|------------------------------------|---------------------------------|--|
| 厂商 | 比亚迪 | 上汽集团 | 吉利新能源 | 上汽集团 |
| 级别 | 紧凑型车 | 紧凑型车 | 紧凑型车 | 紧凑型车 |
| 能源类型 | 插电混合 | 插电混合 | 插电混合 | 插电混合 |
| 补贴后价格（万元） | 14.99-20.69 | 16.58-18.68 | 12.98-14.98 | 16.98-18.68 |
| 0-100km/h 加速 | 5.9 | 7.9 | 9.9 | 6.85 |
| 车身长*宽*高（mm） | 4765*1837*1495 | 4671*1835*1460 | 4631*1789*1492 | 4695*1848*1458 |
| 参数 轴距（mm） | 2718 | 2715 | 2650 | 2715 |
| 车身类型 | 4 门 5 座三厢车 | 4 门 5 座三厢车 | 4 门 5 座三厢车 | 5 门 5 座掀背车 |
| 工信部纯电续航里程（km） | 80（纯电） | 53（纯电） | 61（纯电） | 53（纯电） |
| 电动机 快充时间（小时） | 无 | 无 | 3.5 | 无 |
| 慢充时间（小时） | 无 | 3 | 无 | 3 |
| 百公里耗电量 | / | 11 | / | 11 |
| 电池容量（kWh） | / | / | 11.3 | 9.1 |
| 总功率（kW） | 110 | 60 | 114 | / |
| 总扭矩（N·m） | 250 | 316 | 339 | / |
| 发动机 最大功率（kW） | 113 | 92 | 76 | 92 |
| 最大扭矩（N·m） | 240 | 170 | / | 170 |
| 排气量（L） | 1.5 | 1 | 1.5 | 1 |
| 变速箱 | 6 档 双离合 | 2 档 自动 | E-CVT 无级变速 | 2 档 自动 |
| 智能网联系统 | DiLink 智能网联系 | 斑马系统 3.0 | G-Link 吉利手机交 | PILOT |
| 功能配置 | ABS 防抱死、胎压监测装置、全景摄像头、上坡辅助、电动天窗 | ABS 防抱死、胎压监测装置、全景摄像头、上坡辅助、电动天窗 | ABS 防抱死、胎压监测装置、上坡辅助、电动天窗 | ABS 防抱死、胎压监测装置、全景摄像头、上坡辅助、电动天窗 |
| 多媒体配置 | GPS 导航、车联网、10.1 英寸中控台大屏尺寸、中控台彩色大屏 | GPS 导航、手机互联、10.4 英寸中控台大屏尺寸、中控台彩色大屏 | GPS 导航、手机互联、7 英寸中控台大屏尺寸、中控台彩色大屏 | GPS 导航、手机互联+车联网、10.1 英寸中控台大屏尺寸、中控台彩色大屏 |

资料来源：汽车之家，招商证券

表 16: 全新宋 DM 和竞品参数对比

| 类别 | 比亚迪 宋 DM | 传祺 GS4 新能源 | 荣威 eRX5 新能源 | 领克 01 新能源 |
|----------------|---------------------------------|--------------------------|----------------------------------|--------------------------------------|
| 厂商 | 比亚迪 | 广汽新能源 | 上汽集团 | 领克 |
| 级别 | 紧凑型 SUV | 紧凑型 SUV | 紧凑型 SUV | 紧凑型 SUV |
| 能源类型 | 插电混合 | 插电混合 | 插电混合 | 插电混合 |
| 补贴后价格 (万元) | 17.69-20.69 | 16.38-18.38 | 19.59-22.99 | 19.98-22.98 |
| 0-100km/h 加速 | 4.9 | / | 7.8 | / |
| 车身长*宽*高 (mm) | 4600*1870*1700 | 4510*1852*1708 | 4554*1855*1719 | 4512*1857*1673 |
| 参数轴距 (mm) | 2660 | 2650 | 2700 | 2734 |
| 车身类型 | 5 门 5 座 SUV | 5 门 5 座 SUV | 5 门 5 座 SUV | 5 门 5 座 SUV |
| 工信部纯电续航里程 (km) | 80 (纯电) | 58 (纯电) | 60 (纯电) | 51 (纯电) |
| 电动机快充时间 (小时) | 无 | 无 | 无 | 无 |
| 慢充时间 (小时) | 无 | 无 | 3 | 无 |
| 百公里耗电量 | / | / | / | / |
| 电池容量 (kWh) | / | 12 | 12 | 9.4 |
| 总功率 (kW) | 220 | 130 | 56 | 60 |
| 总扭矩 (N·m) | 500 | 300 | 318 | 160 |
| 发动机最大功率 (kW) | 113 | 71 | 124 | 132 |
| 最大扭矩 (N·m) | 240 | 120 | 250 | 265 |
| 排气量 (L) | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 变速箱 | 6 挡双离合 | 电动车单速变速 | 2 挡自动 | 7 挡双离合 |
| 智能网联系统 | DiLink 智能网联系统 | 祺云概念智联系统 | 斑马系统 3.0 | 手机互联+车联网 |
| 功能配置 | 上坡辅助、全景天窗、胎压监测装置、远程启动 | 上坡辅助、电动天窗、胎压监测装置 | 上坡辅助、电动/全景天窗、胎压监测装置 | 上坡辅助、电动/全景天窗、胎压监测装置、远程启动 |
| 多媒体配置 | GPS 导航、车联网、中控台彩色大屏、12.8 英寸中控台大屏 | GPS 导航、中控台彩色大屏、8 英寸中控台大屏 | GPS 导航、手机互联、中控台彩色大屏、10.4 英寸中控台大屏 | GPS 导航、手机互联+车联网、中控台彩色大屏、10.2 英寸中控台大屏 |

资料来源: 汽车之家, 招商证券

车型先发优势明显, 19 年新能源乘用车销量目标 40 万, 将迎产销大年。我们预计 19 年新能源乘用车销量保持 45% 的增速, 而公司销量增速将高于行业, 凭借元 EV、唐 DM 的相继爆款, 后续新车型有望接续高增长, 19 年产销 40 万的销量有望达成。在产品竞争方面, 我们统计了 19 年即将上市新能源新车型情况, 通过与公司现有车型比较, 我们认为 19 年上市车型给公司现有新车型造成的直接竞争有限, 随着行业继续保持高速增长, 公司 19 年将迎来产销大年。

表 17: 公司 2018-2019 年分车型销量预测

| 车型 | 2017 | 2018E | 2019E |
|--------|-------|-------|-------|
| BYD e5 | 23583 | 44000 | 80000 |
| BYD e6 | 10215 | 5500 | 8000 |
| 秦 PHEV | 21113 | 47000 | 50000 |
| 秦 EV | 4836 | 10500 | 15000 |
| 唐 PHEV | 14592 | 37000 | 60000 |
| 唐 EV | 0 | 0 | 24000 |
| 宋 EV | 4013 | 4500 | 15000 |
| 宋 PHEV | 30911 | 38000 | 40000 |
| 元 EV | 0 | 34500 | 90000 |

| 车型 | 2017 | 2018E | 2019E |
|----|--------|--------|--------|
| 总计 | 109263 | 221000 | 382000 |

资料来源：乘联会，招商证券

表 18: 19 年即将上市电动车车型参数整理

| 品牌 | 车型 | 级别 | 技术路线 | NEDC 续航里程 km | 带电量 /kWh | 驱动电机 峰值功率 (kW) | 最高车速 (km/h) | 18H2 国补 | 上市时间 | 类型 |
|------|-----------|-----|------|--------------|----------|----------------|-------------|---------|-----------|----|
| 荣威 | 新款 Ei5 | A 级 | EV | 400 | | | 145 | 5.50 | 2019 年 | 国产 |
| 比亚迪 | 唐 EV600 | B 级 | EV | 500 | | | 180 | 5.00 | 2018 年 12 | 国产 |
| 北汽自主 | Lite R300 | A00 | EV | 300 | 32.0 | | | 4.50 | 2018 年 11 | 国产 |
| 传祺 | 传祺 GA6 | B | EV | 600 | | 130 | 180 | 5.50 | 2019 年 5 | 国产 |
| 江淮 | IEVA60 | C 级 | EV | | | | | | 2018 年 12 | 国产 |
| 欧尚 | 尼欧 II | | EV | 205 | | 30 | | 2.40 | 2018 年底 | 国产 |
| 江铃 | E300 | A00 | EV | 300 | | 50 | 0 | 4.50 | 2019 年 | 国产 |
| 众泰 | Z500EV | 轿 | EV | 330 | | | | 4.50 | 2018 年底 | 国产 |
| 蔚来 | ES6 | 中 | EV | 500 | 70.0 | | 100 | 5.00 | 2019 年 6 | 国产 |
| 电咖 | ME7 | B 级 | EV | 500 | | 170 | | 5.00 | 2019 年 | 国产 |
| 奇点 | 奇点 iS6 | SU | EV | 400 | 74.1 | | | 5.00 | 2019 年后 | 国产 |
| 小鹏 | 小鹏 G3 | A0 | EV | 351 | 47.1 | 145 | 170 | 4.50 | 2018 年 12 | 国产 |
| 零跑 | LP-S01 | 轿 | EV | 360 | | 125 | 300 | 4.50 | 2019 年 | 国产 |
| 汉腾 | 汉腾 X5 | A0 | EV | 252 | | 95 | 140 | 3.40 | 2018 年 11 | 国产 |
| 观致 | 观致 3EV | A 级 | EV | 350 | | 160 | | 4.50 | 2018 年底 | 国产 |
| 大众 | E-Lavida | A 级 | EV | 135 | | 85 | | 0.00 | 2019 年 | 合资 |
| 江淮大众 | SOL E20X | A0 | EV | 300 | | 85 | 130 | 4.50 | 2018 年 12 | 合资 |
| 悦达起亚 | KX3 | A 级 | EV | 300 | | 81 | 150 | 4.50 | 2018 年 11 | 合资 |
| 奥迪 | Q2L BEV | SU | EV | | | 265 | | | 2019 年 | 合资 |
| 日产 | 新聆风 | SU | EV | | | | | | 2019 年 | 进口 |
| 本田 | CLARITY | 轿 | EV | 129 | | | | | 2019 年 4 | 进口 |
| 奥迪 | e-tron | SU | EV | 500 | 95.0 | 370 | 130 | | 2018 年 8 | 进口 |
| 帝豪 | 帝豪 GL | A 级 | PHEV | 66 | | 60 | | 2.20 | 2019 年 | 国产 |
| 奇瑞 | 星途 TX | SU | PHEV | 70 | | | | 2.20 | 2019 年初 | 国产 |
| WEY | P8 GT | 轿 | PHEV | | | 165 | | 2.20 | 2019 年 | 国产 |
| 领克 | 领克 01 | MP | PHEV | | | | | | 2019 年 | 合资 |
| 三菱 | 新款欧蓝 | SU | PHEV | 65 | 13.8 | | 135 | 2.20 | 2019 年 | 合资 |
| 宝马 | 宝马 5 系 | 中 | PHEV | 61 | 13.0 | 185 | 225 | 2.20 | 2018 年 11 | 合资 |
| 宝马 | 宝马 i8 | 跑 | PHEV | 31 | | | 250 | | 2018 年 11 | 进口 |
| JEEP | 牧马人插 | SU | PHEV | | 16.0 | | 0 | | 2020 年 | 进口 |

资料来源：公开资料，招商证券

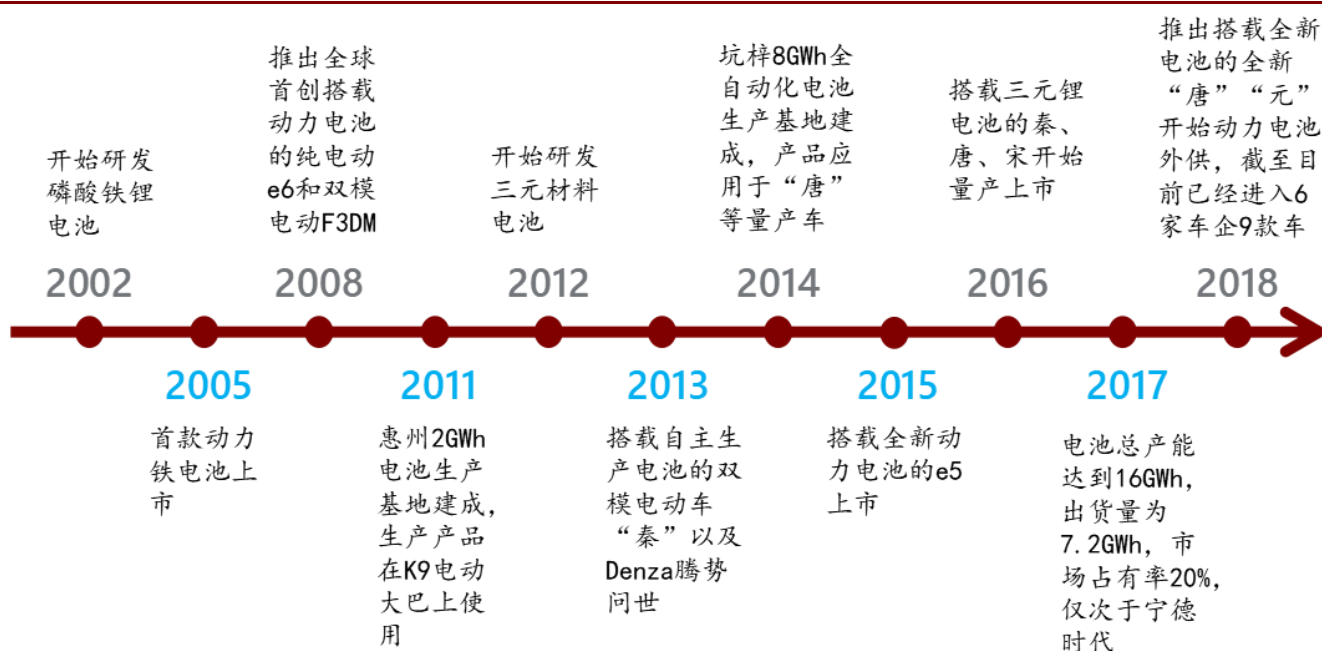
19 年产能利用率或提升明显，带动盈利能力提升。若不考虑补贴退坡影响，公司 18 年预计销量 50 万台左右，其中新能源汽车 22 万台，燃油车 28 万台，而公司目前总产能 80 万台，产能利用率约 63%，未达到自主品牌平均盈亏平衡点，对应产能利用率 70% 左右。而我们预计公司 19 年新能源汽车销量 37.5 万台，燃油车销量 29.4 万台，总销量 67 万台，对应产能利用率达到 83.6%，超过盈亏平衡点，带动产线整体毛利率提升和费用率下降，带动盈利能力提升。我们预估公司 19 年产能利用率带来单车净利润增加为 1500-2000 元。

四、三电技术全面领先，深度布局智能电动

(一) 动力电池产能加速，电池加速外供打开新空间

从手机电池霸主到动力电池龙头。2003 年，公司收购秦川汽车，正式进军汽车行业。2005 年研制出首款比亚迪动力铁电池。2006 年成立惠州比亚迪，为公司新能源汽车供应动力电池。2008 年比亚迪首创将动力电池应用在纯电动乘用车上。2011 年比亚迪电池首次在 K9 大巴实现应用。截止到 2018 年底，比亚迪动力电池总产能为 26GWh（其中广东 16GWh、青海一期产能投放 10GWh），1-9 月总出货量为 6.9GWh，仅次于宁德时代，与宁德时代一起成为国内第一梯队动力电池企业。

图 23 比亚迪动力电池发展历程



资料来源：公开资料，招商证券

2020 年产能将达 60GWh，动力电池外供打开新空间。公司动力电池产能深圳惠州 16GWh(一半三元)，而青海新建产能 24GWh 已经开始投产，预计今年底达到 10GWh，明年大部分达产，同时公司近期公告与重庆璧山区政府再签 20GWh 动力电池项目。从技术端而言，公司乘用车动力电池目前已经全部切换为 NCM523，凭借行业最早的技术积淀和规模效应带来的成本优势，我们认为公司是未来最有可能跟 CATL 掰手腕的中国厂家。同时，公司 7 月与长安签署战略合作协议拉开电池外供序幕，且在接触国际汽车厂商并取得进展，一旦取得实质性进展，得到国际厂商认可，将打开电池外供新空间。

表 19：目前主流车企与电池厂合作情况

| 车企 | 供应商 |
|--------|------------------------------|
| 大众 | LG 化学、三星 SDI、CATL、松下、SKI 等 |
| 宝马 | 三星 SDI、CATL 等 |
| 戴姆勒 | LEJ、松下、Magna、Deutsche、CATL 等 |
| 沃尔沃 | LG 化学、浙江卫远、威睿等 |
| FCA 集团 | LG 化学、三星 SDI 等 |
| PSA 集团 | LEJ、Bollere、CATL 等 |

| 车企 | 供应商 |
|----------|--------------------------|
| 通用 | LG 化学、A123、康奈可等 |
| 福特 | LG 化学、松下、康奈可等 |
| 雷诺-日产-三菱 | AES、松下、LG 化学、LEJ、东芝等 |
| 丰田 | 松下、Primearth、湖南科力远、DENSO |
| 本田 | Blue Energy、东芝、DENSO |
| 现代起亚 | SKI、LG 化学、力神等 |

资料来源：公开资料，招商证券

表 20: 2018 年 1-9 月电池企业供应关系

| 电池企业 | 装机总电量 (GWh) | 电池单体电量 (KWh) | 磷酸铁锂占比 | 三元材料占比 | 磷酸铁锂配套车企 | | | 三元材料配套车企 | | |
|------|-------------|--------------|--------|---------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| | | | | | 车企 1 及占比 | 车企 2 及占比 | 车企 3 及占比 | 车企 1 及占比 | 车企 2 及占比 | 车企 3 及占比 |
| 宁德时代 | 11.8 | 48.8 | 41.36% | 57.90% | 宇通客车 (33.14%) | 厦门金龙 (9.17%) | 湖南中车 (8.87%) | 豪情汽车 (18.78%) | 上海汽车 (17.61%) | 奇瑞汽车 (16.96%) |
| 比亚迪 | 6.9 | 51.1 | 43.36% | 56.64% | 比亚迪 (60.65%) | 广汽比亚迪 (39.34%) | 北京华林 (0.01%) | 比亚迪 (100%) | | |
| 国轩高科 | 1.4 | 30.4 | 83.70% | 5.18% | 江淮汽车 (52.27%) | 北汽新能源 (15.26%) | 广通客车 (5.68%) | 汉腾汽车 (78.09%) | 江南汽车 (21.69%) | 上汽大通 (0.19%) |
| 孚能科技 | 1.3 | 37.6 | 0.00% | 100.00% | | | | 北京汽车 (55.01%) | 常州北汽 (20.86%) | 北汽新能源 (8.13%) |
| 力神 | 1.1 | 47.0 | 10.65% | 64.12% | 宇通客车 (45.39%) | 豪沃汽车 (21.33%) | 陕西汽车 (20.35%) | 江淮汽车 (33.44%) | 长安汽车 (19.65%) | 力帆乘用车 (20.79%) |
| 比克电池 | 0.8 | 28.8 | 0.00% | 89.57% | | | | 江南汽车 (92.19%) | 海马汽车 (18.87%) | |
| 亿纬锂能 | 0.6 | 128.8 | 88.37% | 0.00% | 南京金龙 (88.16%) | 亚星客车 (3.19%) | 宇通客车 (2.64%) | 南京金龙 (33.91%) | 江南汽车 (27.29%) | 郑州日产 (19.32%) |
| 国能电池 | 0.4 | 83.7 | 97.70% | 2.30% | 奇瑞商用车 (14.24%) | 舒驰客车 (14.17%) | 广通汽车 (13.78%) | 力帆 (93.41%) | 徐工汽车 (6.14%) | 无锡日新 (0.45%) |
| 万向 | 0.4 | 11.3 | 17.24% | 82.76% | 万向 (100.00%) | | | 上汽 (83.41%) | 广汽乘用车 (10.07%) | 三菱汽车 (6.00%) |
| 其他 | 4.1 | 35.7 | 17.88% | 63.69% | | | | | | |
| 总计 | 28.8 | 43.2 | 37.86% | 57.45% | 比亚迪 (16.68%) | 宇通客车 (15.55%) | 广汽比亚迪 (10.82%) | 比亚迪 (23.68%) | 奇瑞汽车 (9.49%) | 上海汽车 (8.94%) |

资料来源：GGII，招商证券

(二) 电机电控技术国内领先，IGBT 打破国外高端技术垄断

“542”科技重新定义汽车标准，电机电控技术全面领先。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。公司插电混动车型采用 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。极速电四驱架构核心驱动是用 TI 发动机+前电机驱动前轮，后电机驱动后轮，从而淘汰传动轴，让操控更加灵活。电四驱具有结构优势-前后电机双源动力，动力更强劲，前后轴动力分配更灵活；同时具有模式优势-拥有更多驾驶模式，满足用户不同需求。

图 24 比亚迪 542 技术标准



资料来源：公司官网，招商证券

IGBT 是电驱动系统核心，单车成本约 5000 元。 IGBT 是电驱动系统的核心，作用是交流电和直流电的转换，同时 IGBT 还承担了电压高低转换的功能，外接电源交流电，需要通过 IGBT 转换为直流电给电池充电，同时要把 220V 电压转换成适当电压，而电池放电时，需要通过 IGBT 把直流转换为交流电，同时对交流电机进行变频控制。IGBT 占一辆纯电动车型整车成本的 5-10%，例如一辆特斯拉 Model X 使用 132 个 IGBT 管，由英飞凌公司提供。其中后电机为 96 个，前电机为 36 个，每个单管的价格大约为 4-5 美元，合计大约需 650 美元。

IGBT 技术得到国际认证，打破国外高端产品技术垄断。 我国目前 IGBT 产品 90% 以来国外进口，国际主要生产商为“西门子、英飞凌、仙童、三菱、富士、东芝”等老牌厂家。而国内能够量产高压大功率 IGBT 芯片并用于车辆的企业只有两家：中国中车（用于高铁）和比亚迪。公司在 2008 年以 1.7 亿元收购宁波中纬六英寸生产线，进军汽车电子功率半导体领域，2015 年与上海先进半导体签订战略产业联盟合作协议，共同打造 IGBT 国产化产业链。数据显示，比亚迪 IGBT 模块 V-315 系列是全球首款大批量应用于双模混合动力汽车的 1200V 大功率 IGBT 模块，是全球装车量最多的全桥 IGBT 模块。并于 18 年上半年就车用 IGBT 模块荣获由全球电子技术领域最大媒体集团 AspenCore 颁发的“2018 年度中国 IC 设计公司成就奖之年度最佳功率器件”称号，是中国 IC 产业的最高荣誉，彰显公司在 IGBT 的实力。随着新能源汽车行业高速发展，公司也在考虑开放 IGBT 外供，若能成功外供将为公司提供新的业绩增长点。

图 25 比亚迪车用 IGBT 模块



资料来源：公开资料，招商证券

图 26 双向逆变充放电式电机控制器



资料来源：公开资料，招商证券

（三）Dilink 平台革新未来出行方式，深度布局智能驾驶

公司 2018 年正式推出其新一代智能网联系统 DiLink，并搭载到全系新车型上。DiLink 是一个智能、开放的软硬件平台及生态服务的系统，分为 Di 平台、Di 云、Di 生态、Di 开放四大模块，实现人-车-生活-社会的深度连接。

- a) **Di 平台**：智能硬件平台，包括智能旋转 pad、智能影响、开放的传感器和控制器、智能总线级安全网关等，其中 pad 大屏幕 14.6 英寸全国首创，可以根据 app 智能预判实现 90 度旋转，与主流手机同等级别的 8 核、64 位、主频 2.0GHz 的 CPU，性能跑分超 8 万，是行业平均水平的 5 倍，主频达 650 MHz 的 GPU，是主流车机水平的 3 倍，性能支持“吃鸡手游”；
- b) **Di 云**：是该系统的 AI 云端平台，何时实现对车型进行超远范围控制，如车况检测、数据应用、一键寻车、一键寻桩等功能，只需要手机云服务 APP 就可以实现；
- c) **Di 生态**：核心由手机生态和汽车生态构成，实现手机和汽车 100%兼容，可以将安卓应用市场上的 300 多万应用选装车机，带来更方便多元的用车体验，还包括“Dicall 救援及客户秘书”、“DiBand 智能手环钥匙”等功能；
- d) **Di 开放**：核心包含整车数据和控制层的开放，共开放 341 个传感器和 66 项控制权，提供自动驾驶开发平台，开发者可以获得安全驾驶、行车信息、网联娱乐、舒适便利、底盘操控、健康保障等 6 类数据。公司在智能驾驶领域目前已有百度、阿里、滴滴等合作伙伴，未来伴随平台持续开放，或实现更多合作。

图 27 比亚迪 DiLink 系统



资料来源：公开资料，招商证券

图 28 Di 开放共开放 341 个传感器和 66 项控制权



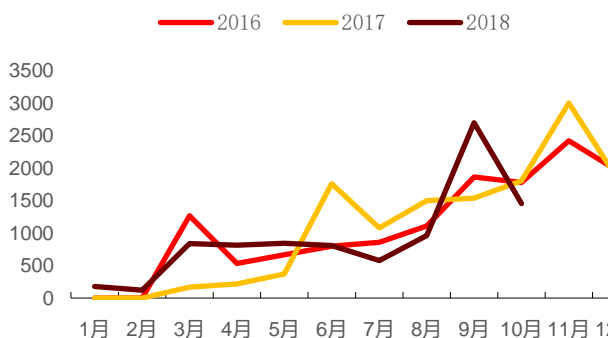
资料来源：公开资料，招商证券

五、多项业务边际改善，协同打开成长空间

(一) 客车受益市占率提升，泥头车提供业绩新增量

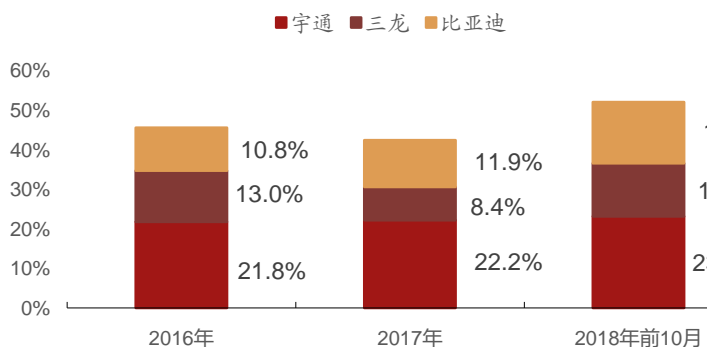
补贴政策影响行业销量，行业集中度进一步提升。18 年补贴政策设置过渡期，过渡期上牌的新能源客车对应 2017 年标准补贴的 0.7 倍补贴。在过渡期截止日前的 4 月和 5 月份客户集中采购，前 5 个月客车新能源客车销售 2.7 万台（同比+213%），其中新能源公交车近 2.5 万台（同比+304%）。过渡期内的冲量，也在一定程度上透支了后续几个月的需求，因此 6~10 月份新能源客车销量整体同比下降，1-10 月新能源客车累计销量 6.0 万(+5.4%)。公司客车销量也符合此趋势，1-10 月累计销量 9301 辆（同比+10.1%），同比增速高于行业增速，全年销量预计 1.5 万台。从行业集中度来看，前三家企业集中度进一步提升，公司新能源客车市占率从 17 年 11.9% 提升至 15.5%，市占率有明显提升。未来补贴的技术要求标准更高，公司新能源客车行业市占率有望进一步提高。

图 29 比亚迪新能源客车月度销量



资料来源：中客网，招商证券

图 30 前三家龙头市占率不断提升



资料来源：中客网，招商证券

网传 19 年新能源补贴标准，利好公司高配置车型。近期网上流传了 2019 年新能源车的国家补贴标准，其中非快充类纯电动客车每度电补贴由原来的 1200 元下降为 800 元，降幅为 33.3%，而单车的补贴上限不变。按照网传标准，如果单车带电量较多，则单车补贴金额下降相对较小。以 10 米的纯电动为例，如果带电量为 200kWh，则 18 年单车标准补贴是 18 万元，按照网传 19 年补贴标准单车补贴为 16 万元，同比下滑 11.1%；如果带电量超过 225 度电，则 19 年单车补贴也可拿到 18 万元，与 18 年持平。我们认为，此补贴政策将有利于高配置、带电量相对多的车型，另外，增加带电量、提高配置也有助于提高终端售价，有利于稳定单车盈利。而公司车型主力车型配置较高，有望受益新的补贴政策。

表 21: 非快充类纯电动客车 2017 年、2018 年与 2019 年（网传版）国补对比

| | 单位电量 补贴政策 | 国家财政补贴调整系数 | | | 国家财政补贴上限（万元） | | |
|--------|--------------|----------------|--------|--------|--------------|-------|------|
| | | | | | 6-8m | 8-10m | >10m |
| 2017 年 | 1800 元/kwh | 系统能量密度 (Wh/kg) | | | 9 | 20 | 30 |
| | | 85-95 | 95-115 | 115 以上 | | | |
| | | 0.8 | 1 | 1.2 | | | |
| 2018 年 | 1200 元/kwh | 系统能量密度 (Wh/kg) | | | 5.5 | 12 | 18 |
| | | 115-135 (含) | | 135 以上 | | | |

| | | | | | |
|--------------|-----------|-----------------------|---------|-----|----|
| | | 1 | 1.1 | | |
| | | 单位载质量能量消耗量 (Wh/km·kg) | | | |
| | | 0.15~0.21 (含) | 0.15 以下 | | |
| | | 1 | 1.1 | | |
| 2019 年 (网传版) | 800 元/kwh | ----- | | 5.5 | 12 |

资料来源：工信部，电车汇，招商证券

深圳市泥头车电动化试点开启，首批交付 500 台电动泥头车。深圳市于去年 12 月出台《全封闭式智能重型自卸车技术规范》标准化指导性技术文件，在全国范围内首次提出大力推进泥头车电动化。4 月，市政府办公厅印发《2018 年“深圳蓝”可持续行动计划》的通知，将综合实施城区物流电动化、柴油车改造、绿色港航、绿色施工、绿色生活等十大工程，坚决打赢污染防治攻坚战，保持“深圳蓝”靓丽城市名片。而公司研发的 T10ZT 型号电动泥头车凭借优异性能成为首批试点车型，并于 5 月 8 号签约 500 台订单并成功交付。

公司电动泥头车节能环保优势凸显，深圳存量需求 1.4 万台，将成为新增盈利点。公司 T10ZT 整车尺寸 9610*2550*3110mm，最大爬坡度 50%，搭载磷酸铁锂电池，单车带电量 435kWh，1.5h 可以充满电，满载续航里程 280 公里以上，全面满足城市渣土车运输需求。通过经济性对比，一台泥头车每年运营公里 5 万公里，燃油版百公里油耗 50L，而电动版百公里油耗 138 度，粗略估算每年因油电差价可节省 8.6 万台。而目前深圳市存量泥头车 1.3 万辆，目前估计公司电动泥头车单价超过 100 万元，毛利率较高，若能顺利拿到后续订单，将能成为新增盈利点。

图 31 深圳市泥头车电动化示范运营启动仪式



资料来源：公开资料，招商证券

图 32 比亚迪首批 500 台 T10ZT 电动泥头车交付



资料来源：公开资料，招商证券

（二）云轨业务重启，预计 19 年将贡献业绩增量

为解决城市交通拥堵问题，比亚迪组建 1,000 多人的研发团队，历时 5 年，累计投入 50 亿元，成功打造跨座式单轨“云轨”。地铁、轻轨造价高昂，而云轨的建造成本只有地铁的 1/5，建造时间是地铁的 1/3，并且不占用路权，受地形限制较小。主要适用于 1、2 线城市的支线和衍生线，以及 3、4 线城市的主干线，未来有望成为万亿级别的市场。目前与公司签订云轨项目的城市有 20 个左右，有 8 条云轨项目正在建设，近两年也陆续拿到国外 5 个订单，其中银川观光云轨已于 17 年 9 月开始运行。虽然 18 年因政策收紧原因（新云轨项目需要申报发改委审批，以前仅为地方政府审批）短暂停工，但四

季度部分城市云轨项目已经开始复工，随着海外项目逐步落地，预计 19 年将贡献业绩增量。

图 33 银川云轨外观



资料来源：深圳特区报，招商证券

图 34 银川云轨内部布局



资料来源：钛媒体，招商证券

表 22: 公司云轨目前拿到的国外订单

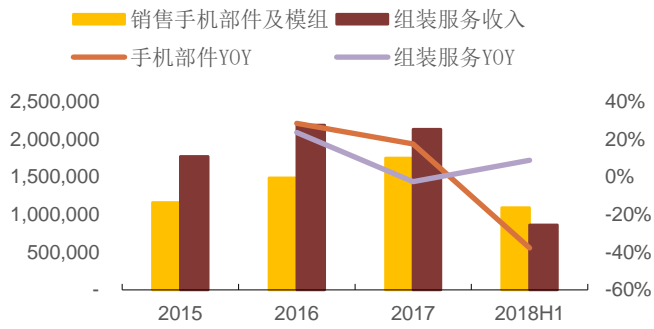
| 时间 | 国家 | 订单详情 |
|-------------|-----|---|
| 2017 年 8 月 | 菲律宾 | 宣布将在伊洛伊洛市修建 20 公里云轨线路，计划于 2019 年完成 |
| 2017 年 10 月 | 埃及 | 与亚历山大市签订云轨合作协议，规划总里程长达 128 公里 |
| 2017 年 12 月 | 摩洛哥 | 签署绿色交通战略合作，云轨将作为全国各大城市治理交通拥堵的首要解决方案，先期建造一条 15 公里的示范线路，后继已规划的云轨线路超过 130 公里，双方还在进一步确认其他路线 |
| 2018 年 5 月 | 巴西 | 中标巴西名城萨尔瓦多的轨道交通项目，将建设跨海云轨，线路总长约 20 公里，6.89 亿美元 |
| 2018 年 5 月 | 菲律宾 | 宣布签署合作协议，将在巴丹省首府巴郎牙市合作修建 7 公里的跨座式单轨运输系统 |

资料来源：公开资料，招商证券

（三）手机业务稳定增长，3D 玻璃打开向上空间

传统业务受益行业集中度提升，金属机壳业务稳健增长，3D 玻璃成为新增盈利点。金属机壳为比亚迪电子的盈利核心。比亚迪电子于 2012 年进入金属机壳市场，2014-2017 年，金属机壳业务分别为比亚迪电子贡献 40 亿、72 亿、110 亿和 147 亿营收，年均复合增长率为 36%。金属机壳占比亚迪电子的营收占比也从 2014 年的 20% 提升至 2017 年的 33%。预计未来随着金属机壳向低端机型渗透，金属机壳需求有望进一步提升，比亚迪电子的金属机壳业务有望继续保持增长。从 2018 前三季度来看，手机出货量 2.9 亿（同比-17%），但公司凭借技术、产能和规模优势，并且深度绑定主流客户如华为、VIVO 等，整体业绩好于手机出货量下滑幅度。同时近两年 3D 玻璃在各品牌旗舰机上的应用率快速增长，公司 3D 玻璃已经成为目前国内四大主流品牌的主力供应商，并顺利进入三星高端旗舰 note9 供应链，公司 3D 玻璃直通率提升到 60%，净利润率达到了 15% 以上，随着 3D 玻璃在国产手机中的放量，有望为 19 年业绩增长提供新动力。

图 35 比亚迪电子分业务营收及同比增速



资料来源: wind, 招商证券

图 36 iPhone 手机壳升级历史



资料来源: 公开资料, 招商证券

投资建议与风险提示

公司新能源乘用车强势产品周期来袭，19 年将是产品“大年”。公司作为国内新能源汽车龙头企业，2018 年 H2 迎来强势产品周期，拥有“Dragon Face”造型的新车型元 EV、唐 DM 等上市后陆续成为爆款，销量持续超预期，1-11 月累计销量 19 万（同比+104%），而唐 DM 凭借高颜值+高性能在非限购城市售卖比例超过 50%，充分体现消费者自发需求。我们认为公司目前优势在于：产品布局最全面，先发优势明显；新产品竞争力持续提升。随着动力电池产能瓶颈缓解+后续车型上量，19 年将是公司产品“大年”。预计公司 2019 年新能源乘用车销量 38 万左右。

补贴政策倾向公司擅长的高续航里程车型，同时产品深度受益双积分，成本降低有效对冲补贴下降影响。根据目前网传 19 年补贴意见稿，对续航 300-400km 和 >400km 车型补贴标准降幅为 24% 和 20%，对应公司单车毛利下降约 1 万元。而公司能够有效对冲补贴退坡带来负面影响：电池+其他成本下降带来单车 5-7k 元成本降幅，产能利用率提升带来单车的折旧与摊销下降 1.5-2k 元，双积分售卖也能提供部分增量，从而有效对冲补贴退坡影响。

三电技术全面领先，深度布局智能电动。公司目前是国内前二动力电池企业，现有产能广东 16Gwh，其中 6Gwh 三元，青海总设计产能 24Gwh，预计 18 年底达产 10Gwh，2019 年无电池产能限制，2020 年总产能规划达 60Gwh。同时，公司 18 年 7 月与长安签署战略合作协议拉开电池外供序幕，目前公司正在接触国际厂商，一旦得到认可有望打开外供新空间；公司电机电控技术也处于行业领先，“542”科技重新定义汽车标准，IGBT 技术得到国际认证；公司深度布局智能驾驶，打造 Dilink 系统革新未来出行方式。

投资建议：我们认为公司目前优势在于：产品布局全面，先发优势明显；新产品得到消费者认可，竞争力持续提升。我们认为随着动力电池产能瓶颈缓解叠加后续新车型持续上量，强势产品周期将持续，19 年将是公司销售“大年”。预计 18-20 年净利润 30/41/51 亿，EPS 分别为 1.10/1.51/1.86 元，继续强烈推荐。

表 23：简式盈利预测模型

| 会计年度 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万元) | 103470 | 105915 | 128214 | 171877 | 213309 |
| 同比增长 | 29.3% | 2.4% | 21.1% | 34.1% | 24.1% |
| 营业利润(百万元) | 5986 | 5411 | 4042 | 5539 | 6777 |
| 同比增长 | 88% | -10% | -25% | 37% | 22% |
| 净利润(百万元) | 5052 | 4066 | 3011 | 4114 | 5082 |
| 同比增长 | 79% | -20% | -26% | 37% | 24% |
| 每股收益(元) | 1.85 | 1.49 | 1.10 | 1.51 | 1.86 |
| P/E(倍) | 30.7 | 38.2 | 51.5 | 37.7 | 30.5 |
| P/B(倍) | 3.0 | 2.8 | 2.7 | 2.5 | 2.4 |

资料来源：招商证券预测

19 年盈利预测关键假设：新能源乘用车补贴退坡平均幅度 20%，新能源乘用车总销量 38.2 万，电池成本下降幅度 5%，其他成本下降幅度 2%，产能利用率提升带来单车折旧与摊销降幅 1500 元；燃油乘用车总销量 28.4 万；新能源商用车总销量 1.6 万台，新能源客车补贴平均降幅 30%，电池成本降幅 5%，其他成本降幅 2%。

风险提示:

1. **政策风险，补贴政策不及预期，双积分政策不及预期。**目前网传 19 年补贴政策意见稿利好新能源乘用车高续航车型，但实际政策落地具有不确定性，同时 NEV 积分目前售卖单价较低，车企规划销量目标如果大部分能达到，则届时负积分企业较少，公司售卖积分带来的收益会随之降低；
2. **新能源乘用车销量不达预期，竞争加剧风险。**新能源汽车行业销量具有较强的政策相关性，若补贴政策不达预期（如技术指标要求提升），会给车企带来产品改进的“空窗期”，导致前几月销量不达预期，同时随着各大车企布局新能源汽车领域，19 年有较多新车型推出，有一定竞争风险；
3. **地方财政收紧，云轨发展不达预期。**云轨业务受地方政策影响较大，不排除地方政策收紧风险导致云轨业务发展受限的可能性；
4. **其他业务扭亏幅度不达预期。**光伏为公司持续亏损业务，扭亏幅度可能不及预期。

附：财务预测表

资产负债表

| 单位: 百万元 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 78240 | 102684 | 117546 | 146310 | 168981 |
| 现金 | 7694 | 9903 | 10000 | 10200 | 10404 |
| 交易性投资 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 应收票据 | 6362 | 6973 | 8441 | 11316 | 14043 |
| 应收款项 | 41768 | 51881 | 57679 | 68730 | 74636 |
| 其它应收款 | 563 | 825 | 999 | 1340 | 1663 |
| 存货 | 17378 | 19873 | 24397 | 33214 | 41527 |
| 其他 | 4474 | 13229 | 16029 | 21509 | 26707 |
| 非流动资产 | 66831 | 75415 | 79229 | 82599 | 81605 |
| 长期股权投资 | 2245 | 3065 | 3065 | 3065 | 3065 |
| 固定资产 | 37483 | 43245 | 47083 | 50374 | 49197 |
| 无形资产 | 8946 | 10098 | 10088 | 10180 | 10372 |
| 其他 | 18156 | 19007 | 18993 | 18981 | 18971 |
| 资产总计 | 145071 | 178099 | 196775 | 228909 | 250585 |
| 流动负债 | 78318 | 104997 | 120440 | 148146 | 164278 |
| 短期借款 | 25010 | 35775 | 45311 | 52041 | 48400 |
| 应付账款 | 19501 | 23320 | 28640 | 38991 | 48749 |
| 预收账款 | 1851 | 4700 | 5773 | 7859 | 9826 |
| 其他 | 31956 | 41202 | 40717 | 49255 | 57303 |
| 长期负债 | 11344 | 13145 | 13145 | 13145 | 13145 |
| 长期借款 | 4848 | 6369 | 6369 | 6369 | 6369 |
| 其他 | 6496 | 6776 | 6776 | 6776 | 6776 |
| 负债合计 | 89661 | 118142 | 133585 | 161291 | 177423 |
| 股本 | 2728 | 2728 | 2728 | 2728 | 2728 |
| 资本公积金 | 29217 | 29630 | 29630 | 29630 | 29630 |
| 留存收益 | 19310 | 22646 | 25248 | 28816 | 33298 |
| 少数股东权益 | 4153 | 4953 | 5583 | 6443 | 7506 |
| 归属于母公司所有者权益 | 51256 | 55004 | 57606 | 61175 | 65656 |
| 负债及权益合计 | 145071 | 178099 | 196775 | 228909 | 250585 |

现金流量表

| 单位: 百万元 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|------------|-------------|-----------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | (1846) | 6368 | 9650 | 7822 | 14262 |
| 净利润 | 5052 | 4066 | 3011 | 4114 | 5082 |
| 折旧摊销 | 7028 | 7092 | 7186 | 7729 | 8204 |
| 财务费用 | 1800 | 2343 | 2600 | 2500 | 2400 |
| 投资收益 | 726 | 206 | 206 | 206 | 206 |
| 营运资金变动 | (16453) | (8028) | (3987) | (7595) | (2698) |
| 其它 | 2 | 688 | 634 | 868 | 1068 |
| 投资活动现金流 | (13443) | (15964) | (11000) | (11100) | (7210) |
| 资本支出 | (13053) | (14777) | (11000) | (11100) | (7210) |
| 其他投资 | (389) | (1188) | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 16270 | 11168 | 1447 | 3478 | (6848) |
| 借款变动 | 4422 | 14538 | 4663 | 6730 | (3641) |
| 普通股增加 | 252 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 14887 | 413 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (1238) | (1364) | (409) | (546) | (600) |
| 其他 | (2053) | (2419) | (2806) | (2706) | (2606) |
| 现金净增加额 | 982 | 1572 | 97 | 200 | 204 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位: 百万元 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 103470 | 105915 | 128214 | 171877 | 213309 |
| 营业成本 | 82401 | 85775 | 105345 | 143419 | 179311 |
| 营业税金及附加 | 1512 | 1329 | 1609 | 2157 | 2678 |
| 营业费用 | 4196 | 4925 | 6026 | 6875 | 8106 |
| 管理费用 | 6843 | 6786 | 8206 | 11000 | 13652 |
| 财务费用 | 1222 | 2314 | 2600 | 2500 | 2400 |
| 资产减值损失 | 566 | 243 | 180 | 180 | 180 |
| 公允价值变动收益 | (18) | (118) | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | (726) | (206) | (206) | (206) | (206) |
| 营业利润 | 5986 | 5411 | 4042 | 5539 | 6777 |
| 营业外收入 | 844 | 279 | 200 | 100 | 100 |
| 营业外支出 | 262 | 69 | 100 | 50 | 50 |
| 利润总额 | 6568 | 5621 | 4142 | 5589 | 6827 |
| 所得税 | 1088 | 704 | 501 | 615 | 683 |
| 净利润 | 5480 | 4917 | 3641 | 4974 | 6145 |
| 少数股东损益 | 428 | 850 | 630 | 860 | 1063 |
| 归属于母公司净利润 | 5052 | 4066 | 3011 | 4114 | 5082 |
| EPS (元) | 1.85 | 1.49 | 1.10 | 1.51 | 1.86 |

主要财务比率

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 29% | 2% | 21% | 34% | 24% |
| 营业利润 | 88% | -10% | -25% | 37% | 22% |
| 净利润 | 79% | -20% | -26% | 37% | 24% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 20.4% | 19.0% | 17.8% | 16.6% | 15.9% |
| 净利率 | 4.9% | 3.8% | 2.3% | 2.4% | 2.4% |
| ROE | 9.9% | 7.4% | 5.2% | 6.7% | 7.7% |
| ROIC | 6.6% | 6.1% | 4.9% | 5.5% | 6.2% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 61.8% | 66.3% | 67.9% | 70.5% | 70.8% |
| 净负债比率 | 26.0% | 29.2% | 28.8% | 27.7% | 23.9% |
| 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 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.9 |
| 存货周转率 | 5.0 | 4.6 | 4.8 | 5.0 | 4.8 |
| 应收帐款周转率 | 3.3 | 2.3 | 2.3 | 2.7 | 3.0 |
| 应付帐款周转率 | 4.3 | 4.0 | 4.1 | 4.2 | 4.1 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.85 | 1.49 | 1.10 | 1.51 | 1.86 |
| 每股经营现金 | -0.68 | 2.33 | 3.54 | 2.87 | 5.23 |
| 每股净资产 | 18.79 | 20.16 | 21.12 | 22.42 | 24.07 |
| 每股股利 | 0.50 | 0.15 | 0.20 | 0.22 | 0.24 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 30.7 | 38.2 | 51.5 | 37.7 | 30.5 |
| PB | 3.0 | 2.8 | 2.7 | 2.5 | 2.4 |
| EV/EBITDA | 4.7 | 4.3 | 4.2 | 3.7 | 3.4 |

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。

杨献宇，同济大学硕士，一年半汽车产业经历，2年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖乘用车、商用车、零部件板块。

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。