

收入逆势超预期，电池龙头优势突出  
买入（维持）

2019年11月10日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	130,055	132,521	157,720	184,979
同比（%）	22.8%	1.9%	19.0%	17.3%
归母净利润（百万元）	2,780	1,671	2,507	3,606
同比（%）	-31.6%	-39.9%	50.0%	43.9%
每股收益（元/股）	1.02	0.61	0.92	1.32
P/E（倍）	44.04	73.27	48.85	33.95

股价走势



投资要点

- **事件：**丰田与比亚迪各出资 50% 成立纯电动车的研发公司，将于 2020 年成立，主要开展纯电车及所用平台、零件的设计、研发等相关业务。
- **对于丰田：有效借鉴比亚迪纯电经验，推开中国纯电市场大门：**丰田加紧建设纯电动平台 e-TNGA，预计 2020 年后推出。比亚迪 e 平台成功推广，在成本控制、规模化生产、平台研制上有更充分的经验和优势，有望帮助丰田在纯电赛道上实现弯道超车。
- **丰田以普混为主，插混车型少销量弱。**2019 年 1-9 月，丰田全球电动车累计销量 112.7 万辆（含普混），同比增长 9%。其中，PHEV 销 3.7 万辆，占比 3.3%，同比增长 19%；HEV 销 109 万辆，占比 96.7%，同比增长 9%。PHEV 主要有三款车，普锐斯、卡罗拉、雷凌 PHEV 版，其中卡罗拉 PHEV 和雷凌 PHEV 于 2019 年在国内推出，而丰田拥有 HEV 产品超过 30 款。纯电车型均通过合资品牌推出，目前仅有广汽丰田 iA5、一汽丰田 RAV4。
- **丰田 20 年推出纯电车型，纯电平台将落地：**2020 年起，丰田将推出全新纯电动平台和六款面向全球市场的 BEV 车型，新平台可搭载 50kWh 至 100kWh 电池组；大约至 2025 年，丰田将实现产品线的全面电动化。新计划首先将从中国市场的 C-HR BEV 和奕泽 BEV 开始，这两款均为油改电车型。1) C-HR 纯电版本：2020 年中国上市，定位小型 SUV，其余参数尚未公布，预计续航里程 400km 左右。该车型将由广汽丰田生产，产能 4.4 万辆。该车型燃油版本售价 14 万+，在国内销量 5000-6000 辆/月。2) 奕泽纯电版本：外形基本与 C-HR 类似，2020 年将在一汽丰田投产，该车型燃油版本售价 14 万+，在国内销量 4000-5000 辆/月。
- **对于比亚迪：接受国际级要求检验，零部件供应走向全球：**比亚迪 18 年发布 BNA 架构，对平台化生产有一定经验积累，包括对 e 平台的研制、电池技术、IGBT 及其他核心技术的垂直整合。丰田正加紧建设 e-TNGA 纯电平台，计划 20 年后推出，此时与比亚迪携手合作研发，将帮助比亚迪融入更多丰田的品控和安全标准，比亚迪的国际品牌价值将进一步提升。比亚迪于 1995 年起步于电池事业，掌握电池、IGBT、电机、电控等电动车的核心技术，现已成为能够提供包括电动车以及动力电池在内的新能源整体解决方案的企业。公司近年聚焦关键零部件，加强核心领域的成本控制和技术研发，陆续开放零部件的供应体系。“三电”和其他优势零部件进入丰田供应，是公司打开国际供应第一步。
- **盈利预测与投资评级：**2019-21 年预计归母净利 16.7/25.1/36.1 亿，同比增长 -40%/50%/44%，EPS 为 0.61/0.92/1.32 元，对应 PE 为 73x/49x/34x。
- **风险提示：**宏观经济下行、降价幅度超预期、销量低于预期

市场数据

收盘价(元)	44.88
一年最低/最高价	42.30/62.18
市净率(倍)	2.15
流通 A 股市值(百万元)	51192.89

基础数据

每股净资产(元)	20.83
资产负债率(%)	68.48
总股本(百万股)	2728.14
流通 A 股(百万股)	1140.66

相关研究

- 1、《比亚迪 (002594) 中报点评：电动车龙头地位稳固，短期受政策扰动大》2019-08-28
- 2、《比亚迪 (002594) 年报点评：业绩符合预期，电动车将延续高速增长态势》2019-04-04
- 3、《比亚迪 (002594) 事件点评：比亚迪 7 月销量环比稳步增长，预期三季度迎业绩拐点》2018-08-13

**事件:**丰田与比亚迪各出资 50% 成立纯电动车的研发公司, 将于 2020 年正式成立, 主要将开展纯电动车及该车辆所用平台、零件的设计、研发等相关业务。

### 1. 对于丰田: 有效借鉴比亚迪纯电经验, 推开中国纯电市场大门。

比亚迪 e 平台获认可, 有望帮助丰田纯电弯道超车。丰田加紧建设纯电动平台 e-TNGA, 预计 2020 年后推出。比亚迪 e 平台成功推广, 在成本控制、规模化生产、平台研制上有更充分的经验和优势, 有望帮助丰田在纯电赛道上实现弯道超车。

丰田以普混为主, 插混车型少销量弱。2019 年 1-9 月, 丰田全球电动车累计销量 112.7 万辆(含普混), 同比增长 9%。其中, PHEV 销 3.7 万辆, 占比 3.3%, 同比增长 19%; HEV 销 109 万辆, 占比 96.7%, 同比增长 9%。PHEV 主要有三款车型, 普锐斯、卡罗拉、雷凌 PHEV 版, 其中卡罗拉 PHEV 和雷凌 PHEV 于 2019 年在国内推出, 而丰田拥有 HEV 产品超过 30 款。纯电车型均通过合资品牌推出, 目前仅有广汽丰田 iA5、一汽丰田 RAV4。

图表 1: 丰田分车型销量情况 (单位: 万辆)

	2,017	2,018	2019年1-9月合计	同比
<b>PHEV销量-合计</b>	<b>4.87</b>	<b>4.10</b>	<b>3.71</b>	<b>19%</b>
Prius	4.83	4.10	2.42	-22%
花冠/卡罗拉 (Corolla/New Corolla)			0.69	
雷凌 (Levin)			0.60	
<b>HEV销量-合计</b>	<b>126.69</b>	<b>133.59</b>	<b>109.01</b>	<b>9%</b>
Prius	21.63	17.02	13.95	4%
RAV4	8.85	9.14	12.89	81%
Corolla	3.54	4.68	11.35	239%
C-HR	16.65	15.48	9.81	-18%
Aqua (Prius C)	13.47	12.94	8.34	-16%
Vitz (Yaris)	11.25	12.95	8.20	-16%
Camry	4.66	5.68	4.60	10%
Sienta	3.68	3.88	3.90	47%
花冠/卡罗拉 (Corolla/New Corolla)	5.94	8.19	3.85	-37%

数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

丰田 20 年推出纯电车型, 纯电平台将落地。2020 年起, 丰田将推出全新纯电动平台和包括跨界车、SUV 等六款面向全球市场的 BEV 车型, 新平台可搭载 50kWh 至 100kWh 电池组; 大约至 2025 年, 丰田将实现产品线的全面电动化。新计划首先将从中国市场的 C-HR BEV 和奕泽 BEV 开始, 这两款均为油改电车型。1) C-HR 纯电版本: 2020 年中国上市, 定位小型 SUV, 其余参数尚未公布, 预计续航里程 400km 左右。该

车型将由广汽丰田生产，产能 4.4 万辆。该车型燃油版本售价 14 万+，在国内销量 5000-6000 辆/月。2) 奕泽纯电版本：外形基本与 C-HR 类似，2020 年将在一汽丰田投产，该车型燃油版本售价 14 万+，在国内销量 4000-5000 辆/月。

图表 2: C-HR 和奕泽车型图



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

**借力比亚迪打开中国电动车市场。**分区域来看，丰田 HEV 主要销往日本、美国、中国，销量分别为 49 万、17.7 万、10.9 万，占比分别达到 45%、16%、10%；PHEV 更集中于美国、中国，销量分别达到 1.5 万、1.3 万，占比分别达到 42%、35%。而 19 年 1-9 月比亚迪乘用车在国内销量为 18.8 万辆，国内市场份额一直稳定在 25+%。比亚迪将帮助丰田化解技术路线的风险，同时敲开中国市场大门，助力丰田实现 2025 年百万销量目标。

图表 3: 丰田分国家销量情况 (万辆)

	2,017	2,018	2019年1-9月合计	同比	占比
<b>HEV销量-合计</b>	126.7	133.6	109.0	9%	
日本	63.1	60.3	49.1	9%	45%
美国	20.3	18.4	17.8	26%	16%
中国	10.4	14.9	10.9	-1%	10%
英国	4.9	6.0	5.1	4%	5%
法国	5.3	6.6	4.7	0%	4%
荷兰	1.1	1.2	1.3	29%	1%
瑞典	1.2	1.4	1.4	34%	1%
挪威	0.2	1.5	1.2	2%	
<b>PHEV销量-合计</b>	4.9	4.1	3.7	19%	
美国	2.1	2.8	1.5		42%
日本	2.7	1.2	0.8		21%
中国	0.0	0.0	1.3		35%
挪威	0.0	0.0	0.0		0%
瑞典	0.0	0.0	0.0		1%

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

2. 对于比亚迪：接受国际级要求检验，零部件供应走向全球

携手研究纯电平台，接受国际高标准检验，提升品牌价值。比亚迪 18 年发布 BNA 架构，对平台化生产有一定经验积累，包括对 e 平台的研制、电池技术、IGBT 及其他核心技术的垂直整合。丰田正加紧建设 e-TNGA 纯电平台，计划 20 年后推出，此时与比亚迪携手合作研发，将帮助比亚迪融入更多丰田的品控和安全标准，比亚迪的国际品牌价值将进一步提升。

图表 5：比亚迪 BNA 架构

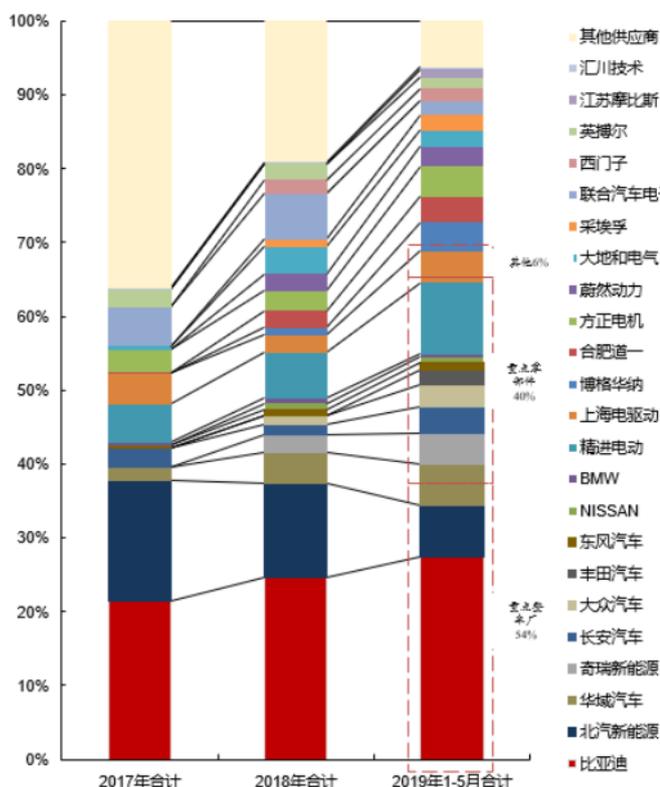
平台	功能
智造平台	可以实现从设计开发到生产制造过程中的设计方法、设备基础、生产工艺、制造流程以及汽车核心零部件及质量控制的一整套体系，能够有效降低车型开发成本，提高开发效率，缩短车型的研发周期，降低车型的生产成本。
智联平台	公司 DiLink 智能网联系统更具硬件优势，软件系统的兼容性和可延展性也更加突出。基于安卓系统开发让 DiLink 拥有强大的智能体验，用户可以根据不同的需求来下载海量应用来丰富智能化的用车场景，此外比亚迪推出了“D++开放生态”，将整车 341 个传感器、66 项控制权完整的面向了广大的开发者群体，为用户的智能出行与用车体验打造更多的选择。
自动驾驶平台	公司将为各类开发自动驾驶技术的公司提供线控车辆，开放控制权限，并进行针对性的优化，从而降低自动驾驶研发难度，缩短研发时间。在 BNA 架构下，未来公司的智能汽车也可以像手机一样，通过安装不同的 APP 来实现自身功能升级，从而更方便的整合全球自动驾驶技术。
新能源平台	拥有全面革新的第三代 DM 技术、“542”黑科技、自主研发和量产的 IGBT 芯片、全新垂直整合核心技术的“e 平台”，以及最新的三元锂电池。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

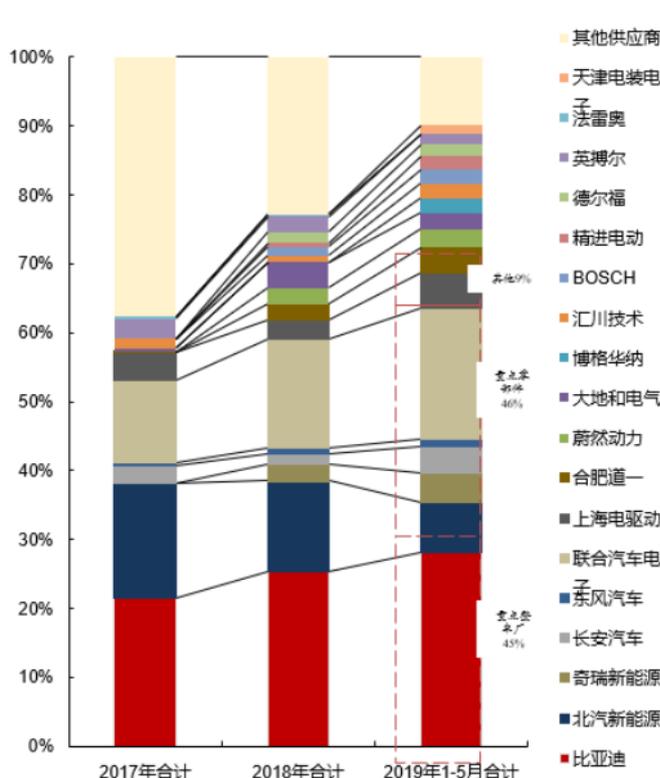
优势零部件供应有望走向国际市场。目前丰田动力电池主要由松下供应方形，与 CATL 开始合作开发电池，与比亚迪的合作侧重于汽车技术等方面。比亚迪于 1995 年起步于电池事业，掌握电池、IGBT、电机、电控等电动车的核心技术，现已成为能够提供包括电动车以及动力电池在内的新能源整体解决方案的企业。公司近年聚焦关键零部件，加强核心领域的成本控制和技术研发，陆续开放零部件的供应体系。19 年上半年比亚迪在国内乘用车电机、电控中的市场份额分别约为 23%、24%，呈逐年提升趋势。“三电”和其他优势零部件进入丰田供应，是公司打开国际供应第一步。

图表 6：国内乘用车电机电控供应格局

• 乘用车电机市场份额



• 乘用车电控市场份额



数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

王朝系列+e 系列联合作战，比亚迪新能源车产品布局齐全。乘联会口径 19 年 1-9 月比亚迪乘用车在国内销量为 18.8 万辆，同比增长 37%，市场份额 26%。比亚迪已有唐 DM/EV、元 EV、秦 EV/DM 等王朝系列畅销车型，19 年新增 e 网及相关车型，产品序列更加完善。王朝和 e 网两者针对的目标市场不同，有望形成较好的互补，共同推动公司新能源销量持续增长。与丰田的合作是公司加强国际品牌的重要一步，未来有望提升海外销量。展望 2025 年国内新能源乘用车销量预计可达到 700 万辆，海外预计 750 万辆，比亚迪份额分别 15%、5%，对应年销量近 150 万辆。

图表 8：比亚迪车型布局

分类	分类	纯电		插混	
		轿车	SUV	MPV	客车
乘用车	轿车	秦EV、e1、e3、e5		秦DM	
	SUV	元EV、宋EV、唐EV、e2、S3、S5		宋DM、唐DM	
	MPV	e6		宋MAX DM	
商用车	客车	K8,K9			
	专用车	物流车、泥头车等			

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**盈利预测与投资建议：**2019-21 年预计归母净利 16.7/25.1/36.1 亿，同比增长 -40%/50%/44%，EPS 为 0.61/0.92/1.32 元，对应 PE 为 73x/49x/34x。

**风险提示：**宏观经济下行、降价幅度超预期、销量低于预期

## 比亚迪三大财务预测表

资产负债表					利润表 (百万元)				
(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>115,211</b>	<b>111,706</b>	<b>129,066</b>	<b>148,355</b>	<b>营业收入</b>	<b>130,055</b>	<b>132,521</b>	<b>157,720</b>	<b>184,979</b>
现金	13,052	22,228	13,798	32,722	减: 营业成本	108,725	111,217	132,246	154,678
应收账款	49,284	33,542	51,712	48,277	营业税金及附加	2,146	2,186	2,602	3,052
存货	26,330	20,932	35,267	30,465	营业费用	4,729	4,638	5,520	6,474
其他流动资产	26,545	35,004	28,290	36,892	销售费用	3,760	9,939	11,198	13,134
<b>非流动资产</b>	<b>79,361</b>	<b>75,724</b>	<b>76,050</b>	<b>74,323</b>	财务费用	2,997	2,887	2,828	2,709
长期股权投资	3,561	3,775	3,984	4,306	资产减值损失	686	660	710	789
固定资产	43,679	41,022	42,027	41,117	加: 投资净收益	248	132	-138	9
无形资产	9,684	8,164	7,368	6,483	其他收益	-5	-31	-43	-49
其他非流动资产	16,698	16,529	16,276	15,977	<b>营业利润</b>	<b>4,242</b>	<b>2,094</b>	<b>3,435</b>	<b>5,103</b>
<b>资产总计</b>	<b>194,571</b>	<b>187,430</b>	<b>205,116</b>	<b>222,678</b>	加: 营业外净收支	144	389	331	268
<b>流动负债</b>	<b>116,569</b>	<b>111,656</b>	<b>129,334</b>	<b>145,981</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,386</b>	<b>2,483</b>	<b>3,766</b>	<b>5,372</b>
短期借款	37,789	37,789	37,789	37,789	减: 所得税费用	829	405	606	857
应付账款	25,142	15,300	32,789	39,155	少数股东损益	776	406	654	909
其他流动负债	53,638	58,567	58,756	69,038	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,780</b>	<b>1,671</b>	<b>2,507</b>	<b>3,606</b>
<b>非流动负债</b>	<b>17,308</b>	<b>13,559</b>	<b>10,764</b>	<b>7,610</b>	EBIT	7,203	4,641	5,806	7,156
长期借款	13,924	10,175	7,380	4,226	EBITDA	16,628	11,554	13,413	15,645
其他非流动负债	3,384	3,384	3,384	3,384					
<b>负债合计</b>	<b>133,877</b>	<b>125,215</b>	<b>140,097</b>	<b>153,591</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	5,496	5,902	6,556	7,464	每股收益(元)	1.02	0.61	0.92	1.32
归属母公司股东权益	55,198	56,313	58,463	61,623	每股净资产(元)	18.80	19.21	20.00	21.16
<b>负债和股东权益</b>	<b>194,571</b>	<b>187,430</b>	<b>205,116</b>	<b>222,678</b>	发行在外股份(百万股)	2728	2728	2728	2728
					ROIC (%)	5.0%	3.5%	4.4%	5.5%
					ROE (%)	5.9%	3.3%	4.9%	6.5%
					毛利率 (%)	16.4%	16.1%	16.2%	16.4%
					销售净利率 (%)	2.1%	1.3%	1.6%	1.9%
					资产负债率 (%)	68.8%	66.8%	68.3%	69.0%
					收入增长率 (%)	22.8%	1.9%	19.0%	17.3%
					净利润增长率 (%)	-31.6%	-39.9%	50.0%	43.9%
					P/E	44.04	73.27	48.85	33.95
					P/B	2.39	2.34	2.24	2.12
					EV/EBITDA	10.67	13.86	12.41	9.29

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

