

比亚迪(002594)

点评报告

行业公司研究——汽车行业——

证券研究报告

# 比亚迪“汉”订单饱满，助力销量回暖

——比亚迪更新点评

✍️ : 刘文婷 执业证书编号: S12305200500003  
☎️ : 021-80108525  
✉️ : liuwenting@stocke.com.cn

## 报告导读

从2020年5月19日预售开启至6月9日，比亚迪汉预售量超过1.5万辆。7月12日比亚迪汉正式上市，包括四款车型：三款EV纯电和一款DM插混，上市5天新增订单过万，累计订单超3万辆，成为时下最畅销的新能源车型之一。

## 投资要点

### □ 全方位提升，助力汉品牌热销

汉EV三个版本，豪华型、尊贵型和旗舰型指导价分别为22.98万、25.58万和27.95万，大幅拉低了中大型新能源车型的入门门槛。受益于安全性、动力性、智能互联等方面的全方位提升以及极具竞争优势的售价，使得汉成为时下新能源汽车爆款车型。

### □ 刀片电池应用，提高单车盈利水平

相比于传统磷酸铁锂电池，刀片电池在能量密度、使用寿命以及安全性等方面均有显著提升，能量密度甚至基本达到三元锂电池同等水平，补齐了这一长期以来存在的劣势。刀片电池成本较传统磷酸铁锂电池降低13%，较三元锂电池降低28%，采用刀片电池后，比亚迪汉单车成本降低0.77万元，大幅提高了单车盈利水平。

### □ 开启品牌向上道路，汉全年销量有望达到8万辆

作为比亚迪旗下首款中大型轿车，汉的发布标志着比亚迪正式开启品牌向上道路。下半年，受汉以及预计将于9月发布的全新纯电动A级SUV宋Plus EV带动，比亚迪新能源汽车销量有望迎来强势反弹，乐观预计2020年全年比亚迪汉能够实现8万销量，贡献营收100亿元。

### □ 盈利预测及投资建议

受益于“汉”车型的持续热销及刀片电池推广应用，我们预计2020、2021年、2022年公司归母净利润分别为24亿、37亿、51亿，对应当前股价PE分别为98倍、64倍、46倍。

### □ 风险提示

比亚迪汉销量不及预期；刀片电池推广不及预期；电池和整车盈利不达预期。

## 评级

上次评级

当前价格

## 买入

买入

¥87.17

## 单季度业绩

1Q/2020

4Q/2019

3Q/2019

2Q/2019

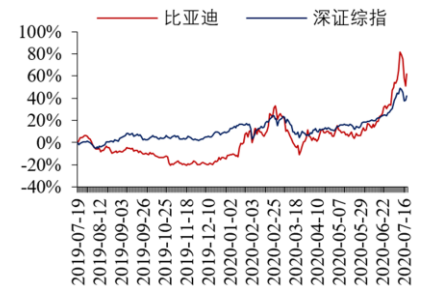
元/股

0.04

0.01

0.04

0.26



## 公司简介

比亚迪是一家主要从事新能源汽车、传统燃油汽车生产及销售，同时同步发展手机部件及组装业务、二次充电电池及光伏业务的高新技术公司。业务布局涵盖电子、汽车、新能源和轨道交通等领域。

## 相关报告

报告撰写人：刘文婷

数据支持人：刘文婷

**财务摘要**

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	127738.52	133431.78	152769.47	172633.33
(+/-)	-1.78%	4.46%	14.49%	13.00%
净利润	1614.45	2424.65	3698.63	5125.02
(+/-)	-41.93%	50.18%	52.54%	38.57%
每股收益 (元)	0.59	0.89	1.36	1.88
P/E	147.30	98.08	64.30	46.40

## 正文目录

1. 全方位提升，助力汉品牌热销 .....	4
2. 刀片电池应用，提高单车盈利水平 .....	5
2.1. 全新电池结构设计，各方面性能全面提升 .....	5
2.2. 电池成本下降，提高单车盈利水平 .....	6
3. 开启品牌向上道路，全年销量有望达到 8 万辆 .....	7
4. 盈利预测及投资建议 .....	8

## 图表目录

图 1: 刀片电池“无模组”设计理念示意图 .....	5
图 2: 刀片电池与传统磷酸铁锂电池对比 .....	6
图 3: 刀片电池与三元锂电池对比 .....	6
图 4: 三种动力电池针刺试验对照 .....	6
图 5: 不同类型电池单价对比 (元/Wh) .....	6
图 6: 2020H1 比亚迪新能源汽车分类别销量及同比 .....	7
表 1: 比亚迪汉主要竞品车型低配版本对比 .....	4
表 2: 全球百公里刹车距离排行榜 Top5 .....	4
表附录: 三大报表预测值 .....	9

## 1. 全方位提升，助力汉品牌热销

**全方位提升，助力汉销量持续走俏。**从 2020 年 5 月 19 日预售开启至 6 月 9 日，比亚迪汉预售量超过 1.5 万辆。7 月 12 日比亚迪汉正式上市，包括四款车型：三款 EV 纯电和一款 DM 插混，上市 5 天新增订单过万，累计订单超 3 万辆，成为时下最畅销的新能源车型之一。对比来看，我们认为有以下因素促使汉销量持续走俏：

**(1) 价格亲民：将中大型新能源车型售价拉低至 23-28 万元区间。**汉 EV 三个版本，豪华型、尊贵型和旗舰型指导价分别为 22.98 万、25.58 万和 27.95 万，较预售价格分别降低 1.02 万、0.42 万和 0.05 万，大幅拉低了中大型新能源车型的入门门槛。同时相比于主要竞品车型特斯拉 Model 3 和小鹏 P7，在续航里程、车身尺寸等方面优势显著，性价比极高。

**表 1：比亚迪汉主要竞品车型低配版本对比**

车型			
	比亚迪汉 EV 2020 款 超长续航版本豪华型	特斯拉 Model 3 2020 款标准续航后驱升级版	小鹏 P7 2020 款 后驱长续航智行版
级别	C 级轿车	B 级轿车	B 级轿车
上市时间	2020.7	2020.6	2020.4
售价 (万元)	22.98	27.15	22.99
NEDC 续航里程 (Km)	605	445	586
电池电量 (Kwh)	76.9	52	70.8
电池类型	磷酸铁锂刀片电池	三元锂电池	三元锂电池
长*宽*高	4980*1910*1495	4694*1850*1443	4880*1896*1450
轴距	2920	2875	2998
驱动形式	前驱	后驱	后驱
百公里加速 (s)	7.9	5.6	6.7

资料来源：汽车之家、浙商证券研究所

**(2) 安全可靠：电池安全、行车制动全方位防护。**汉 EV 是比亚迪首款搭载最新开发的新一代磷酸铁锂电池——刀片电池的车型，相比于传统磷酸铁锂电池，在能量密度、安全性等方面均有显著提升，电池包成组能量密度甚至比肩三元锂电池。尤其随着近两年来电动车“自燃”事故的不断增多，电池安全性成为消费者在购买纯电动汽车时的主要考虑因素。汉 EV 百公里制动距离仅 32.8 米，创造全球新能源车最短百公里制动距离纪录，比肩保时捷 911、路特斯 Evora 等高性能跑车。同时全系标配 11 个安全气囊、6 个摄像头以及高效净化车内空间的超生化模式，构筑起全维安全防护体系。

**表 2：全球百公里刹车距离排行榜 Top5**

排名	车型	测试日期	刹车距离 (米)
1	保时捷 911 2019 款 Carrera 4S 3.0T	2020 年 07 月 04 日	31.47
2	路特斯 Evora 2018 款 GT410 Sport70 周年限量版	2019 年 01 月 06 日	32.19
3	保时捷 718 2016 款 Boxster 2.0T	2016 年 09 月 05 日	32.74

4	保时捷 718 2016 款 Cayman 2.0T	2017 年 05 月 08 日	33.02
5	保时捷 911 2019 款 Carrera S 3.0T	2020 年 02 月 23 日	33.1

资料来源：汽车之家，浙商证券研究所

**(3) 超强性能：加速性能媲美特斯拉。**得益于 0.233Cd 的风阻系数，汉 EV 四驱高性能版百公里加速低至 3.9s，略低于 Model 3 高性能全轮驱动版的 3.4s，但考虑到两者 10 万元以上的价差，仍可称之为优异。刀片电池可以在车辆急加速时提供稳定的 800 安培电流输出。电机控制系统采用高性能、高集成碳化硅 MOSFET 控制模块，较传统电机控制模块过流能力提高 58%。

**(4) 智能互联：搭载华为 HiCar 和 5G 技术。**比亚迪汉配备 DiPilot 智能驾驶辅助系统和 Dilink 3.0 智能网联系统，是全球首款搭载华为 HiCar 和 5G 技术的量产车型。通过智能手机绑定车辆钥匙，即可在主驾驶一侧的外后视镜上解锁车辆。

受益于安全性、动力性、智能互联等方面的全方位提升以及极具竞争优势的售价，使得汉成为时下新能源汽车爆款车型。

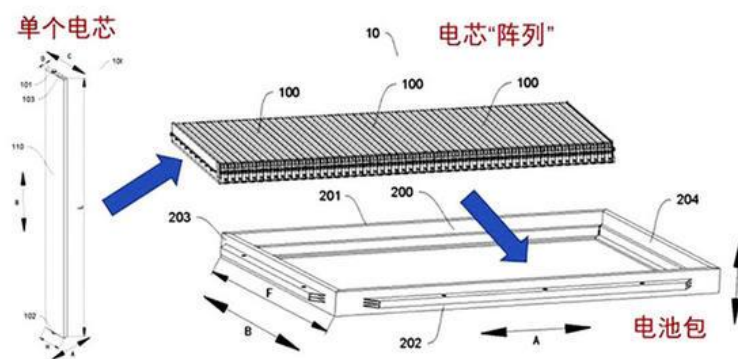
## 2. 刀片电池应用，提高单车盈利水平

### 2.1. 全新电池结构设计，各方面性能全面提升

**全新刀片电池“无模组”结构设计，性能全面提升。**刀片电池是比亚迪最新开发的新一代磷酸铁锂电池，其省略了传统电池的模组装配步骤，直接将长度大于 0.6 米的扁平、窄小电芯布置在电池包内，因形似“刀片”而得名。相比于传统磷酸铁锂电池，刀片电池各方面性能更为优异，主要包括：

**(1) 长续航：电池包空间利用率提升 20%。**刀片电池“无模组”的设计理念大幅提升了电池包空间利用率，达到 60%（相比之下，传统电池包的空间利用率只有 40%，其中电芯组成电池模组的过程中空间利用率为 80%，电池模组组装成电池包的过程中空间利用率为 50%）。空间利用率的提升大幅提高了电池包成组能量密度，达到 145Wh/kg，同 NCM523 三元锂电池持平，略低于 NCM811 三元锂电池，这也是为什么比亚迪汉可以达到 605Km 续航的原因。

图 1：刀片电池“无模组”设计理念示意图



资料来源：第一电动，浙商证券研究所

(2) **长寿命：里程寿命超 120 万公里。**刀片电池具有长寿命的显著优势，使用寿命长达 8 年 120 万公里，能够循环充放电 3000 次，完全囊括了汽车整个使用周期，显著优于传统电池。

图 2：刀片电池与传统磷酸铁锂电池对比

	铁锂电池	刀片电池
安全性	在被穿刺后无明火，有烟，表面温度达到了 200°C~400°C	在穿透后无明火，无烟，电池表面的温度仅有 30°C~60°C 左右
体积利用率	40%	60%
单体能量密度 (Wh/kg)	170Wh/kg	170Wh/kg
成组能量密度 (Wh/kg)	135Wh/kg	145Wh/kg
代表车型	宇通客车	比亚迪·汉

资料来源：鑫椤资讯，浙商证券研究所

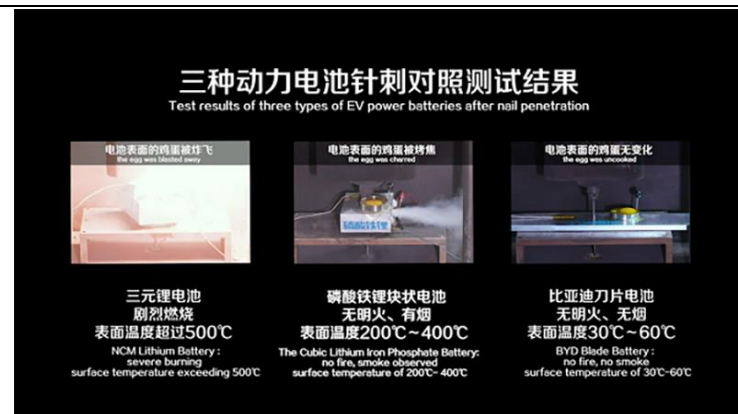
图 3：刀片电池与三元锂电池对比

	刀片电池	三元锂电池	
安全性	在穿透后无明火，无烟，电池表面的温度仅有 30°C~60°C 左右	表面温度迅速超过 500°C，并发生极端的热失控——剧烈燃烧现象	
体积利用率	60%	40%	40%
单体能量密度 (Wh/kg)	170Wh/kg	NCM523: 200~210Wh/kg	NCMB11: 255Wh/kg
成组能量密度 (Wh/kg)	145Wh/kg	NCM523: 140~145Wh/kg	NCMB11: 153Wh/kg
代表车型	比亚迪·汉	北汽EU300	Model 3

资料来源：鑫椤资讯，浙商证券研究所

(3) **高安全性：当下最安全的动力电池。**刀片电池具有更大的散热面积，可以将更多的热量从内部传导到外部，保证电池温度处于合理区间。另据比亚迪方面发布的一则视频显示，在同样条件下，对三元锂、传统磷酸铁锂以及刀片三种电池进行针刺试验，结果表明刀片电池在安全性方面明显优于另外两种电池。

图 4：三种动力电池针刺试验对照



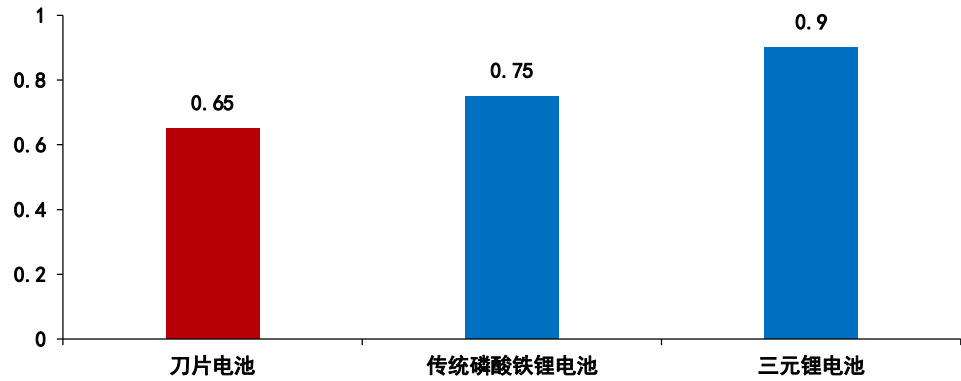
资料来源：比亚迪官网，浙商证券研究所

相比于传统磷酸铁锂电池，刀片电池在能量密度、使用寿命以及安全性等方面均有显著提升，能量密度甚至基本达到三元锂电池同等水平，补齐了这一长期以来存在的劣势。

## 2.2. 电池成本下降，提高单车盈利水平

刀片电池成本较传统磷酸铁锂电池降低 13%，较三元锂电池降低 28%。“无模组”的设计理念取消了传统电池中的模组和梁，降低了结构成本。据测算，传统磷酸铁锂和三元锂电池成本分别在 0.75 元/Wh 和 0.9 元/Wh，刀片电池单价则大约为 0.65 元/Wh，相比上述两种电池分别降低 13% 和 28%。

图 5：不同类型电池单价对比 (元/Wh)



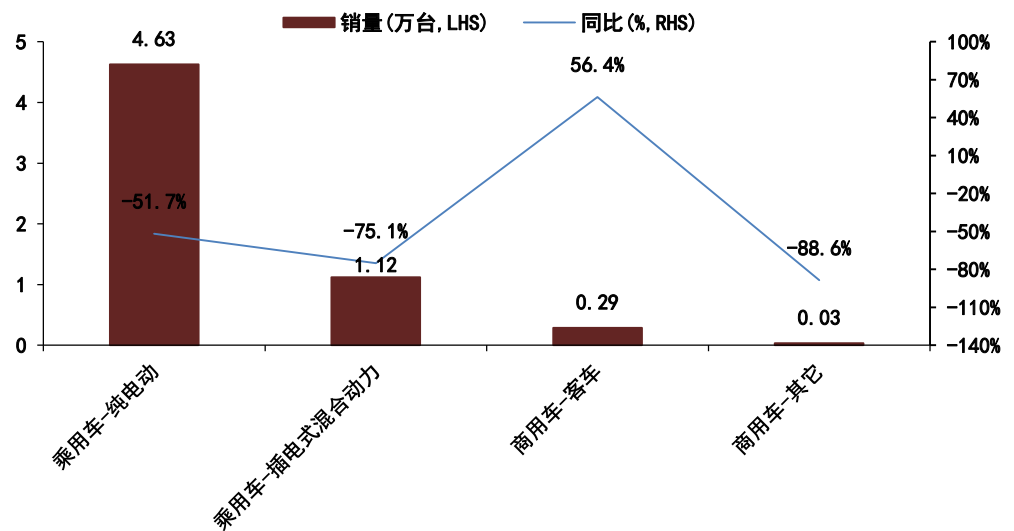
资料来源：鑫椏资讯，浙商证券研究所

单车成本降低 0.77 万元，大幅提高单车盈利水平。以比亚迪汉 76.9 Kwh 的电池电量来计算，单车电池成本约为 5 万元，如使用传统磷酸铁锂电池成本则在 5.77 万元，也即刀片电池的应用降低了 0.77 万元，降本效果显著，大幅提高了单车盈利水平。

### 3. 开启品牌向上道路，全年销量有望达到 8 万辆

汉的发布标志着比亚迪正式开启品牌向上道路。汉的发布是比亚迪首次涉足中大型轿车领域，从目前的市场表现来看，消费者是认可的，对于比亚迪提升品牌形象有积极意义，同时也为未来推出更多高端车型奠定了基础。

图 6：2020H1 比亚迪新能源汽车分类别销量及同比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

比亚迪汉全年销量有望达到 8 万辆，贡献营收 100 亿元。2020 年上半年，受疫情及经济形势下行影响，国内新能源汽车市场整体低迷。比亚迪上半年实现新能源汽车累计销量 6.07 万辆，同比下降 58.34%，低于行业整体的-37.4%，其中新能源乘用车累计销量 5.74 万辆，同比下降 59.19%。下半年，受汉以及预计将于 9 月发布的全新纯电动 A 级 SUV 宋 Plus EV 带动，比亚迪新能源汽车销量有望迎来强势回暖，乐观预计 2020 年全年比亚迪能够实现 8 万销量，贡献营收 100 亿元，占 2019 年全年营收的 7.8%。

#### 4. 盈利预测及投资建议

受益于“汉”车型的持续热销及刀片电池推广应用，我们预计 2020、2021 年、2022 年公司归母净利润分别为 24 亿、37 亿、51 亿，对应当前股价 PE 分别为 98 倍、64 倍、46 倍。



**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	106967	116507	124427	134309
现金	12650	11868	12523	12347
交易性金融资产	34	12	16	21
应收账款	43934	56205	56953	63887
其它应收款	1561	1236	1490	1797
预付账款	363	615	514	612
存货	25572	26436	30210	33741
其他	22853	20136	22721	21903
<b>非流动资产</b>	88675	92620	97204	102450
金融资产类	0	1395	465	620
长期投资	4060	3562	3728	3783
固定资产	49443	51398	52337	53821
无形资产	12650	12345	11999	11735
在建工程	5721	4885	4333	3733
其他	16800	19034	24342	28758
<b>资产总计</b>	195642	209127	221631	236759
<b>流动负债</b>	108029	121296	127837	135990
短期借款	40332	42917	44245	46349
应付款项	36168	45732	49375	53738
预收账款	2	1975	756	1137
其他	31526	30671	33462	34766
<b>非流动负债</b>	25011	22048	23156	23405
长期借款	11948	11948	11948	11948
其他	13063	10100	11208	11457
<b>负债合计</b>	133040	143343	150993	159395
少数股东权益	5839	6597	7752	9353
归属母公司股东权	56762	59187	62886	68011
<b>负债和股东权益</b>	195642	209127	221631	236759
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	14741	13371	11268	10779
净利润	2119	3182	4854	6726
折旧摊销	9626	4818	5179	5406
财务费用	3014	3405	3407	3483
投资损失	809	(200)	(200)	(200)
营运资金变动	(6203)	1150	1167	(1811)
其它	5376	1016	(3140)	(2826)
<b>投资活动现金流</b>	(20881)	(10331)	(9083)	(10209)
资本支出	(6756)	(8446)	(8284)	(9177)
长期投资	(506)	(885)	758	(211)
其他	(13620)	(1001)	(1557)	(822)
<b>筹资活动现金流</b>	6610	(3821)	(1530)	(746)
短期借款	2543	2585	1328	2104
长期借款	5100	0	0	0
其他	(1033)	(6406)	(2858)	(2849)
<b>现金净增加额</b>	470	(782)	655	(176)

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	127739	133432	152769	172633
营业成本	106924	111229	126052	141277
营业税金及附加	1561	1835	2163	2309
营业费用	4346	4670	5347	6042
管理费用	4141	4003	4583	5179
研发费用	5629	5880	6732	7608
财务费用	3014	3405	3407	3483
资产减值损失	636	672	909	918
公允价值变动损益	10	10	10	10
投资净收益	(809)	200	200	200
其他经营收益	1624	1667	1840	1710
<b>营业利润</b>	2312	3614	5626	7736
营业外收支	119	119	119	119
<b>利润总额</b>	2431	3733	5745	7855
所得税	312	551	891	1129
<b>净利润</b>	2119	3182	4854	6726
少数股东损益	504	758	1156	1601
<b>归属母公司净利润</b>	1614	2425	3699	5125
<b>EBITDA</b>	14601	12119	14544	16971
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.59	0.89	1.36	1.88
<b>主要财务比率</b>				
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-1.78%	4.46%	14.49%	13.00%
营业利润	-45.49%	56.31%	55.66%	37.50%
归属母公司净利润	-41.93%	50.18%	52.54%	38.57%
<b>获利能力</b>				
毛利率	16.29%	16.64%	17.49%	18.16%
净利率	1.66%	2.38%	3.18%	3.90%
ROE	2.62%	3.78%	5.42%	6.93%
ROIC	3.59%	4.96%	6.07%	7.19%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	68.00%	68.54%	68.13%	67.32%
净负债比率	45.87%	44.35%	42.72%	41.96%
流动比率	0.99	0.96	0.97	0.99
速动比率	0.75	0.74	0.74	0.74
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.65	0.66	0.71	0.75
应收帐款周转率	2.74	2.73	2.74	2.83
应付帐款周转率	4.49	4.54	4.58	4.68
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.59	0.89	1.36	1.88
每股经营现金	5.40	4.90	4.13	3.95
每股净资产	20.81	21.69	23.05	24.93
<b>估值比率</b>				
P/E	147.30	98.08	64.30	46.40
P/B	4.19	4.02	3.78	3.50
EV/EBITDA	12.02	24.66	20.67	17.95

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>