

超级混动首发 王朝家族亮剑

比亚迪 (002594)

事件概述

公司于深圳正式发布了以经济性取向为主的 DM-i 混动平台，同时发布了搭载该平台技术的三款车型：秦 Plus DM-i（售价 10.78-14.78 万元）、宋 Plus DM-i（售价 15.38-17.58 万元）和唐 DM-i（售价 19.78-22.48 万元）。

分析判断：

► 正向开发技术迭代 混动助力供给质变

公司第一代混动技术 DM1.0 于 08 年首次搭载 F3DM 车型，后经历 DM2.0（13 年发布）、DM3.0（18 年发布），到 DM4.0 时已经发展为追求极致动力性的 DM-p（20 年发布）和追求极致经济性的 DM-i 两套方案。DM-i 平台主要构成为骁云 1.5L/T 发动机+EHS（Electric Hybrid System）电混系统+专用磷酸铁锂刀片电池。其主要技术优势及特征为：

1) 骁云发动机为插混专用，具有 15.5 超高压压缩比，采用阿特金森循环，配备 EGR 废弃再循环系统，热效率达 43%，亏电油耗在 4L/100km 以内；

2) EHS 电混系统由双电机+双电控+单档减速器+直驱离合器构成，分为 EHS132/145/160 三套，分别可支持最大功率为 160/173/254kW 的动力输出；

3) 专用磷酸铁锂刀片电池可搭从 8.3kWh 至 21.5kWh 的不同电池组，支持 50km 至 120km 的纯电续航。

DM-i 混动平台综合了公司在发动机、电机电控、动力电池方面的研发积累，是从量变到质变的产物。公司对正向开发的坚持终将转变为产品力的跃变，催动供给质变。

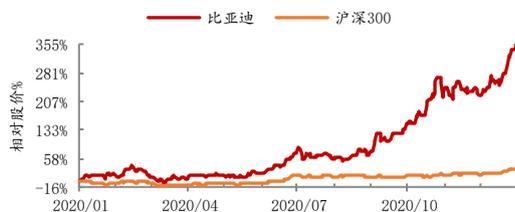
► 政策指引补贴助力 爆款车型开启混动元年

三款 DM-i 混动车型同时发布：1) 秦 Plus DM-i，轿车，补贴后（预计 0.85 万元，下同）售价 10.8 万起；2) 唐 DM-i，中大型 SUV，补贴后售价 19.8 万起；3) 宋 Plus DM-i，宽体 SUV，补贴后售价 15.4 万起。三款车型的百公里油耗、零百加速及续航里程均有出色表现，其中，秦 Plus DM-i 百公里亏电油耗低至 3.8L，零百加速快至 7.3 秒，综合续航里程最长达 1,245km，而其起步售价已与同级燃油车无异。相比之下，卡罗拉混动版价格为 13.6 万起步，零百加速 11.2s，工信部综合油耗 4.0L——秦 Plus DM-i 优势明显，或成爆款。

节能与新能源汽车技术路线图给出的 2025、2030、2035 年发展目标：1) 我国汽车销量中新能源汽车占比分别为 20%、40%、50%；2) 混动新车占传统能源乘用车的比例分别为 50%、75%、100%。可见混动作为燃油车电动化的重要组成部分，同时也是“碳达峰、碳中和”的重要实现路径，将长期存在。20

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	234.86
股票代码：	002594
52 周最高价/最低价：	245.0/47.39
总市值(亿)	6,407.32
自由流通市值(亿)	2,690.71
自由流通股数(百万)	1,145.67



分析师：崔琰
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080006

联系人：吴迪
邮箱：wudi3@hx168.com.cn

相关研究

1. 比亚迪 (002594.SZ) 2020 年 12 月销量点评：销量再创新高 新能源引领增长
2021.01.06
2. 比亚迪 (002594.SZ) 2020 年 11 月销量点评：新旗舰“汉”销量破万 供给创造需求
2020.12.07
3. 比亚迪 (002594.SZ) 2020 年 10 月销量点评：新旗舰引领增长
2020.11.06

年 1-11 月国内混合动力乘用车型 (PHEV+HEV) 累计销量为 41.7 万辆, 占传统燃油车比重不足 2%。随混动技术平台的成熟, 叠加双积分+单车油耗限值政策助力, 21 年或成自主品牌混动发展元年, 公司将长期受益混合动力的发展。

► 零部件市场化加码 助力电动化行稳致远

公司在纯电、混动的系统平台以及核心零部件领域均具有独立的解决方案, 正向开发技术积累深厚: 1) 发展至第三代 (33111 平台) 的纯电动 e 平台; 2) 第四代混动 DM4.0; 3) 磷酸铁锂刀片电池; 4) SiC 第三代半导体。同丰田成立合资公司也标志海外巨头对公司技术实力的认可。在此基础上, 公司对零部件业务进行市场化改造 (如弗迪系公司的成立, 半导体业务的分拆上市等), 或将促进核心技术的良性发展, 并打开增量营收空间: 1) 刀片电池产能有序扩张: 除重庆外, 长沙、贵阳工厂将在今年逐步建成投产。在满足自身整车业务的前提下, 外供机会也将持续打开; 2) 半导体业务分拆上市, 有利于市场拓展。32 位车规级 MCU 率先国产化, 功率半导体以 IGBT 和 SiC 为核心, 逐步实现全产业链整合。公司在半导体领域的领先将随着市场拓展在业绩端逐步体现; 3) 纯电及混动平台日臻成熟, 存在平台外供, 分摊固定投入, 优化成本, 拓展额外营收的机会。

投资建议

公司纯电、混动系统及核心零部件自主可控, 深厚技术积累有利于正向开发打造爆款车型, 驱动新品周期, 贡献核心增量。此外, 预计弗迪系的独立运营、半导体业务分拆上市、动力电池外供等零部件市场化的布局或将拓展业务空间, 贡献新增量。预计公司 2020-2022 年的归母净利润依次为 51.21/60.82/73.93 亿元, 对应的 EPS 依次为 1.88/2.23/2.71 元, 当前股价对应的 PE 为 125/105/87 倍。维持增持评级。

风险提示

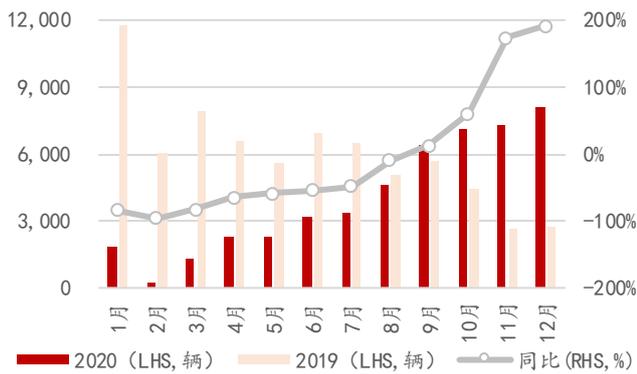
新能源汽车行业景气度回升不及预期, 市场竞争加剧导致新车型销量不及预期, 市占率提升不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	130,055	127,739	154,679	175,853	199,013
YoY (%)	22.8	-1.8	21.1	13.7	13.2
归母净利润(百万元)	2,780	1,614	5,121	6,082	7,393
YoY (%)	-31.6	-41.9	217.2	18.8	21.6
毛利率 (%)	16.4	16.3	19.7	19.8	19.9
每股收益 (元)	1.02	0.59	1.88	2.23	2.71
ROE (%)	5.0	2.8	8.2	8.9	9.8
市盈率	230.46	396.87	125.11	105.35	86.66

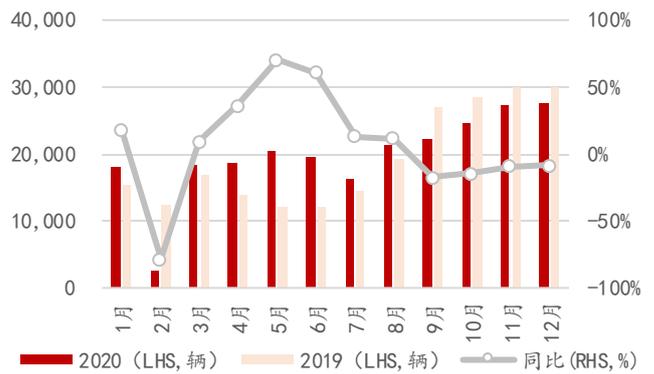
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图1 公司插电混动月销量及同比增速 (辆; %)



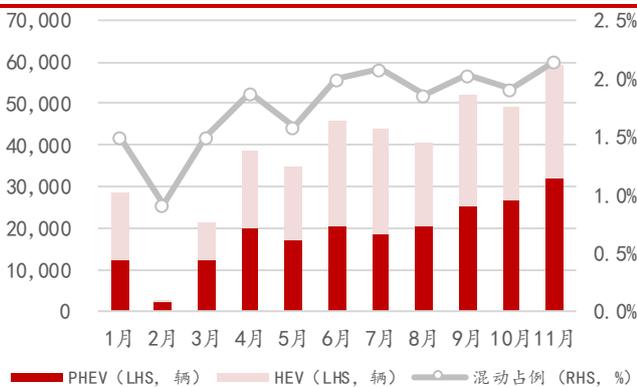
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图2 公司燃油车月销量及同比增速 (辆; %)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图3 20年国内混动车型销量及占比 (辆; %)



资料来源：Marklines，华西证券研究所

图4 节能与新能源汽车技术路线图相关目标



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图5 公司新发布车型及配置信息

DM-i 超级混动		
快	省	静
<p>秦PLUS DM-i 燃油轿车颠覆者 上市时间：3月初 补贴后预售价</p> <p>120KM 旗舰型 147,800元 120KM 尊贵型 133,800元 55KM 旗舰型 123,800元 55KM 尊贵型 107,800元</p> <p>3.8L/百公里 亏电油耗 (全系) 7.3秒零百加速 (EHS145, 120KM版) 1245km 综合续航里程 (120KM版)</p>	<p>唐DM-i 中大型旗舰智能超混SUV 上市时间：3月下旬 补贴后预售价</p> <p>112KM 尊荣型 224,800元 112KM 尊贵型 207,800元 52KM 豪华型 197,800元</p> <p>5.3L/百公里 亏电油耗 (52KM版) 8.5秒零百加速 (EHS160, 112KM版) 1050km 综合续航里程 (112KM版)</p>	<p>宋PLUS DM-i 全球首款宽体超混SUV 上市时间：3月中旬 补贴后预售价</p> <p>110KM 旗舰 PLUS 175,800元 110KM 旗舰型 165,800元 51KM 尊荣型 162,800元 51KM 尊贵型 153,800元</p> <p>4.4L/百公里 亏电油耗 (51KM版) 7.9秒零百加速 (EHS145, 110KM版) 1200km 综合续航里程 (110KM版)</p>

资料来源：比亚迪官网，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	127,739	154,679	175,853	199,013	净利润	2,119	7,342	8,720	10,600
YoY(%)	-1.8	21.1	13.7	13.2	折旧和摊销	9,840	5,853	6,253	6,653
营业成本	106,924	124,216	141,089	159,316	营运资金变动	-1,631	-7,078	-4,835	-5,313
营业税金及附加	1,561	1,890	2,148	2,431	经营活动现金流	14,741	10,278	14,448	16,407
销售费用	4,346	5,444	6,183	6,990	资本开支	-20,214	-11,364	-11,381	-11,399
管理费用	4,141	5,259	5,979	6,766	投资	-736	0	0	0
财务费用	3,014	2,594	2,672	2,693	投资活动现金流	-20,881	-12,343	-12,494	-12,659
资产减值损失	-159	-237	-236	-228	股权募资	2	0	0	0
投资收益	-809	-979	-1,113	-1,260	债务募资	58,478	0	0	0
营业利润	2,312	8,994	10,674	12,811	筹资活动现金流	6,610	-3,159	-3,303	-3,443
营业外收支	119	-40	-40	-40	现金净流量	523	-5,224	-1,349	306
利润总额	2,431	8,954	10,634	12,771	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	312	1,612	1,914	2,171	成长能力				
净利润	2,119	7,342	8,720	10,600	营业收入增长率	-1.8%	21.1%	13.7%	13.2%
归属于母公司净利润	1,614	5,121	6,082	7,393	净利润增长率	-41.9%	217.2%	18.8%	21.6%
YoY(%)	-41.9	217.2	18.8	21.6	盈利能力				
每股收益	0.59	1.88	2.23	2.71	毛利率	16.3%	19.7%	19.8%	19.9%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	1.7%	4.7%	5.0%	5.3%
货币资金	12,650	7,426	6,077	6,383	总资产收益率 ROA	0.8%	2.4%	2.7%	3.0%
预付款项	363	421	479	541	净资产收益率 ROE	2.8%	8.2%	8.9%	9.8%
存货	25,572	29,707	33,742	38,101	偿债能力				
其他流动资产	68,382	79,451	88,150	97,665	流动比率	0.99	1.00	1.03	1.07
流动资产合计	106,967	117,005	128,448	142,690	速动比率	0.69	0.67	0.68	0.70
长期股权投资	4,060	4,060	4,060	4,060	现金比率	0.12	0.06	0.05	0.05
固定资产	49,443	53,547	57,300	60,703	资产负债率	68.0%	66.8%	65.5%	63.9%
无形资产	12,650	13,490	14,329	15,168	经营效率				
非流动资产合计	88,675	94,609	100,193	105,426	总资产周转率	0.65	0.73	0.77	0.80
资产合计	195,642	211,614	228,641	248,116	每股指标 (元)				
短期借款	40,332	40,332	40,332	40,332	每股收益	0.59	1.88	2.23	2.71
应付账款及票据	36,168	42,017	47,725	53,890	每股净资产	20.81	22.76	25.03	27.75
其他流动负债	31,528	34,101	36,587	39,274	每股经营现金流	5.40	3.77	5.30	6.01
流动负债合计	108,029	116,451	124,644	133,496	每股股利	0.00	0.14	0.19	0.24
长期借款	11,948	11,948	11,948	11,948	估值分析				
其他长期负债	13,063	13,063	13,063	13,063	PE	396.87	125.11	105.35	86.66
非流动负债合计	25,011	25,011	25,011	25,011	PB	2.29	7.38	6.71	6.06
负债合计	133,040	141,462	149,655	158,507					
股本	2,728	2,728	2,728	2,728					
少数股东权益	5,839	8,060	10,698	13,904					
股东权益合计	62,601	70,152	78,986	89,608					
负债和股东权益合计	195,642	211,614	228,641	248,116					

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。