点评报告

行业公司研究—汽车整车行业—

证券研究报告

**比亚迪(002594)** 报告日期：2019 年 7 月 21 日

# 牵手丰田，电池外供走出实质性一步

## ——比亚迪跟踪报告

：黄细里 执业证书编号：S1230518050001
：021-80106011
：huangxili@stocke.com.cn

### 报告导读

比亚迪与丰田强强联合，优势互补，合作共赢推动纯电动发展。

### 投资要点

❑ **事件要点**

**7 月 19 日比亚迪与丰田签订合约**，将共同开发轿车和低底盘 SUV 的纯电动车，以及上述产品所需的动力电池。车型使用丰田品牌，2025 年前投放中国市场。

❑ **强强联合，合作共赢推动纯电动发展**

**降低碳排放及减少石油依赖度是全球汽车产业长期发展的两大命题，多种技术路线的布局成为主流车企的选择**。“传统燃油+混合动力+燃料电池”三个领域内**丰田**的技术和品牌在全球均具有深厚的影响力，2019 年 7 月于东京发布“纯电动战略”，旨在加快追赶纯电动发展。1995 年起步于电池，现已全面掌握“电池+IGBT+电机+电控”的**比亚迪**在纯电动技术具有先发优势，且借助中国市场已经连续五年全球新能源销量第一。此次双方在纯电动领域的合作，无疑是强强联合，优势互补，合作共赢推动纯电动发展。

❑ **动力电池外供之路，走出实质性一步**

**此次合作对比亚迪而言**最大的意义在于：动力电池外供战略下走出了实质性一步，多年积淀的技术实力获得了重大认可，**增强市场对其的信心。对行业而言：**应对需求低增长且技术大变革，全球车企正掀起新一轮整合，比亚迪与丰田的合作，或将进一步助推该趋势的加强，强强联合或是未来车企可持续发展之路。

❑ **新能源乘用车赛道优选比亚迪**

新能源是未来十年乘用车消费主流趋势，拥有核心竞争力的比亚迪有望持续受益。**短期补贴下滑带来的阵痛难免，此次与丰田合作有望提振市场信心**。基于分业务假设下，预计 2019-2021 年公司归母净利润为 34.3/37.4/42.2 亿元，EPS 为 1.26/1.37/1.55 元，对应 PE 为 42.95X/39.34X/34.87X。**维持“增持”评级**。

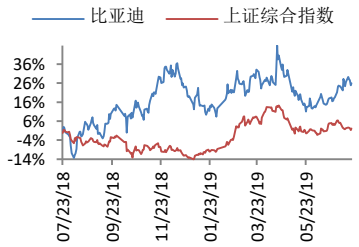
**风险提示：**双方合作进展推进的速度和效果低于预期

**财务摘要**

| （亿元） | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| 主营收入 | 1301 | 1610 | 2054 | 2402 |
| (+/-) | 22.79% | 23.80% | 27.60% | 16.90% |
| 净利润 | 28 | 34 | 37 | 42 |
| (+/-) | -31.63% | 23.22% | 9.16% | 12.83% |
| 每股收益（元） | 1.02 | 1.26 | 1.37 | 1.55 |
| P/E | 52.92 | 42.95 | 39.34 | 34.87 |

| 评级 | 增持 |
|---|---|
| 上次评级 | 增持 |
| 当前价格 | ￥53.93 |

| 单季度业绩 | 元/股 |
|---|---|
| 1Q/2019 | 0.33 |
| 4Q/2018 | 0.52 |
| 3Q/2018 | 0.47 |
| 2Q/2018 | 0.22 |




**公司简介**

**相关报告**

1《20190514 比亚迪覆盖报告：新能源梦，砥砺前行》

报告撰写人：黄细里
数据支持人：黄细里

## 1. 公告要点

比亚迪股份有限公司（下称“比亚迪”或“公司”）与丰田汽车公司（下称丰田）于 2019 年 7 月 19 日签订合约，双方就联合开发电动车达成合作，将共同开发轿车和低底盘 SUV 的纯电动车型，车型使用丰田品牌，计划于 2025 年前投放中国市场；双方亦将共同开发上述车型等所需的动力电池。

本次合作旨在通过结合双方在电动车和电池领域的技术优势和研发经验，超越竞争关系的束缚，寻求共同发展，共同开发纯电动车型，共同促进纯电动车型的普及和行业发展，为消费者提供更具吸引力的纯电动车产品。

## 2. 公告点评

**强强联合，合作共赢推动纯电动发展。**降低碳排放及减少石油依赖度是全球汽车产业长期发展的两大命题，多种技术路线的布局成为主流车企的选择。“传统燃油+混合动力+燃料电池”三个领域内丰田的技术和品牌在全球均具有深厚的影响力，2019 年 7 月于东京发布“纯电动战略”，旨在加快追赶纯电动发展。1995 年起步于电池，现已全面掌握“电池+IGBT+电机+电控”的比亚迪在纯电动技术具有先发优势，且借助中国市场已经连续五年全球新能源销量第一。此次双方在纯电动领域的合作，无疑是强强联合，优势互补，合作共赢推动纯电动发展。

**动力电池外供之路，走出实质性一步。**此合作对比亚迪而言最大的意义在于：动力电池外供战略下走出了实质性一步，多年积淀的技术实力获得了重大认可，增强市场对其的信心。对行业而言：应对需求低增长且技术大变革，全球车企正掀起新一轮整合，比亚迪与丰田的合作，或将进一步助推该趋势的加强，强强联合或是未来车企可持续发展之路。

## 3. 投资建议

**新能源乘用车赛道优选比亚迪。**新能源是未来十年乘用车消费主流趋势，拥有核心竞争力的比亚迪有望持续受益。短期补贴下滑带来的阵痛难免，此次与丰田合作有望提振市场信心。基于分业务假设下，预计 2019-2021 年公司归母净利润为 34.3/37.4/42.2 亿元，EPS 为 1.26/1.37/1.55 元，对应 PE 为 42.95X/39.34X/34.87X。维持“增持”评级。

## 4. 风险提示

双方合作进展推进的速度和效果低于预期。

# 表附录：三大报表预测值

| 资产负债表 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 单位：亿元 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| **流动资产** | **1152** | **1308** | **1570** | **1766** |
| 现金 | 131 | 120 | 110 | 100 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账项 | 493 | 606 | 769 | 895 |
| 其它应收款 | 10 | 11 | 15 | 18 |
| 预付账款 | 4 | 7 | 11 | 10 |
| 存货 | 263 | 311 | 413 | 491 |
| 其他 | 252 | 252 | 252 | 252 |
| **非流动资产** | **794** | **885** | **899** | **898** |
| 金额资产类 | 0 | 25 | 22 | 16 |
| 长期投资 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| 固定资产 | 437 | 489 | 502 | 499 |
| 无形资产 | 113 | 83 | 53 | 23 |
| 在建工程 | 56 | 70 | 66 | 64 |
| 其他 | 152 | 183 | 220 | 262 |
| **资产总计** | **1946** | **2193** | **2469** | **2664** |
| **流动负债** | **1166** | **1396** | **1623** | **1763** |
| 短期借款 | 378 | 477 | 436 | 423 |
| 应付款项 | 463 | 602 | 786 | 915 |
| 预收账款 | 0 | 33 | 45 | 34 |
| 其他 | 325 | 284 | 357 | 391 |
| **非流动负债** | **173** | **148** | **152** | **158** |
| 长期借款 | 68 | 68 | 68 | 68 |
| 其他 | 105 | 79 | 84 | 89 |
| **负债合计** | **1339** | **1544** | **1776** | **1920** |
| 少数股东权益 | 55 | 62 | 70 | 78 |
| 归属母公司股东权 | 552 | 586 | 624 | 666 |
| **负债和股东权益** | **1946** | **2193** | **2469** | **2664** |

| 现金流量表 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 单位：亿元 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| **经营活动现金流** | **125** | **121** | **180** | **154** |
| 净利润 | 36 | 42 | 45 | 50 |
| 折旧摊销 | 94 | 94 | 111 | 126 |
| 财务费用 | 30 | 32 | 32 | 31 |
| 投资损失 | -2 | -3 | -3 | -3 |
| 营运资金变动 | 93 | 1 | 90 | 23 |
| 其它 | -125 | -45 | -95 | -73 |
| **投资活动现金流** | **-142** | **-190** | **-122** | **-119** |
| 资本支出 | -24 | -169 | -127 | -129 |
| 长期投资 | 37 | -24 | 2 | 7 |
| 其他 | -155 | 3 | 3 | 3 |
| **筹资活动现金流** | **39** | **59** | **-68** | **-45** |
| 短期借款 | 20 | 100 | -41 | -13 |
| 长期借款 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 14 | -41 | -27 | -31 |
| **现金净增加额** | **22** | **-11** | **-10** | **-10** |

| 利润表 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 单位：亿元 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| **营业总收入** | **1301** | **1610** | **2054** | **2402** |
| 营业成本 | 1087 | 1364 | 1765 | 2091 |
| 营业税金及附加 | 21 | 24 | 29 | 36 |
| 营业费用 | 47 | 58 | 72 | 79 |
| 管理费用 | 38 | 43 | 47 | 38 |
| 研发费用 | 50 | 60 | 76 | 84 |
| 财务费用 | 30 | 32 | 32 | 31 |
| 资产减值损失 | 10 | 4 | 5 | 6 |
| 公允价值变动损益 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| 其他经营收益 | 23 | 20 | 20 | 20 |
| **营业利润** | **42** | **48** | **52** | **58** |
| 营业外收支 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 44 | 50 | 54 | 60 |
| 所得税 | 8 | 8 | 8 | 10 |
| 净利润 | 36 | 42 | 45 | 50 |
| 少数股东损益 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| **归属母公司净利润** | **28** | **34** | **37** | **42** |
| **EBITDA** | **159** | **178** | **200** | **220** |
| **EPS（最新摊薄）** | **1.02** | **1.26** | **1.37** | **1.55** |

| 主要财务比率 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | 22.79% | 23.80% | 27.60% | 16.90% |
| 营业利润 | -21.60% | 13.01% | 7.47% | 13.46% |
| 归属母公司净利润 | -31.63% | 23.22% | 9.16% | 12.83% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 16.40% | 15.26% | 14.10% | 12.92% |
| 净利率 | 2.73% | 2.59% | 2.19% | 2.09% |
| ROE | 4.61% | 5.46% | 5.57% | 5.87% |
| ROIC | 4.76% | 5.70% | 6.03% | 6.21% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率 | 68.81% | 70.41% | 71.91% | 72.08% |
| 净负债比率 | 38.93% | 40.81% | 33.26% | 29.84% |
| 流动比率 | 0.99 | 0.94 | 0.97 | 1.00 |
| 速动比率 | 0.76 | 0.71 | 0.71 | 0.72 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.70 | 0.78 | 0.88 | 0.94 |
| 应收帐款周转率 | 2.57 | 2.92 | 2.96 | 2.84 |
| 应付帐款周转率 | 4.49 | 4.64 | 4.54 | 4.41 |
| **每股指标(元)** | | | | |
| 每股收益 | 1.02 | 1.26 | 1.37 | 1.55 |
| 每股经营现金 | 4.59 | 4.42 | 6.61 | 5.65 |
| 每股净资产 | 20.23 | 21.49 | 22.86 | 24.41 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 52.92 | 42.95 | 39.34 | 34.87 |
| P/B | 2.67 | 2.51 | 2.36 | 2.21 |
| EV/EBITDA | 835.67 | 11.57 | 10.24 | 9.30 |

资料来源：wind、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

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层
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