

强烈推荐-A (维持)

比亚迪 002594.SZ

当前股价: 53.93 元

2019年07月21日

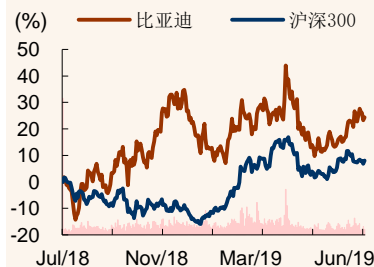
与丰田达成深度合作, 纯电技术获得认可

基础数据

上证综指	2924
总股本 (万股)	272814
已上市流通股 (万股)	114221
总市值 (亿元)	1471
流通市值 (亿元)	616
每股净资产 (MRQ)	20.7
ROE (TTM)	6.1
资产负债率	68.7%
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	10	14	25
相对表现	7	-7	14



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《比亚迪 (002594) —6 月销量略超预期, 看好市占率持续提升》
2019-07-07

2、《比亚迪 (002594) —Q1 业绩高速增长, 看好市占率持续提升》
2019-04-22

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

研究助理

李懿洋
liyiyang@cmschina.com.cn

事件:

7月19日, 公司发布与丰田汽车合作开发电动车及动力电池的公告, 公司19号与丰田汽车签订合同, 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。

评论:

1、与丰田深度合作, 合作内容不仅限于动力电池。此前6月7日丰田方面曾宣布将和CATL及比亚迪开展电池供应及开发合作, 市场预期公司和CATL共同成为丰田动力电池供应商, 而二者与丰田合作进展也进一步落地。我们认为, 此次丰田与比亚迪公告的合作内容超出市场预期, 二者合作不仅限于动力电池领域, 还将共同开发轿车及低底盘SUV的纯电动车型。我们认为, 此次合作证明了比亚迪技术得到丰田汽车的认可, 公司作为全球新能源汽车龙头企业的技术实力得到了证明, 同时未来二者共同开发的纯电动车型将使用丰田品牌, 这意味着丰田充分认可了公司纯电动汽车的技术, 这也有助于比亚迪品牌价值逐步提升。

2、丰田与比亚迪合作是双赢选择, 有利于技术互相促进。丰田此前宣布加速电动化进程, 至2025年, 丰田新能源汽车销量将提升至550万辆以上 (包括EV、PHEV、FCV), 比此前计划提前5年左右, 到2030年HV+PHEV销量450万, EV+FCV销量100万。丰田汽车作为全球化汽车巨头, 已在燃油车、混合动力、燃料电池车领域拥有深厚技术积淀及良好口碑, 而此次在纯电动车领域发力, 选择了与比亚迪合作是双赢选择, 比亚迪作为最早布局纯电动领域的车企拥有成熟稳定的三电技术, 能够快速帮丰田补足纯电领域的“短板”, 而丰田凭借优秀的产品力和口碑, 近年来增长势头迅猛, 若深度合作有利于技术互相促进。

3、短期利于销量和市占率提升, 长期利好品牌和技术协同进步。公司19年1-6月新能源乘用车销量14.1万, 同比+97.5%, 市占率达到24.5%, 相比18年提升2pct。从下半年来看, 随着燃油车国五库存清理完毕, 国六车型价格基本回到折扣前水平, 对新能源汽车造成的影响恢复, 需求有望重新回暖, 从行业销量来看, 3季度是行业需求淡季, 我们判断行业7-8月有可能环比6月略微下滑, 从9月开始有望环比持续提升, 维持全年新能源乘用车140万台的判断。而对于公司而言, 随着全新宋pro上市, e1、S2的产销量迅速爬坡热销, 公司下半年销量有望好于行业, 市占率有望持续提升, 而与丰田深度合作证明了公司电动车领域的技术实力, 有利于改善消费者的品牌认知度, 长期利于构建品牌良好口碑。

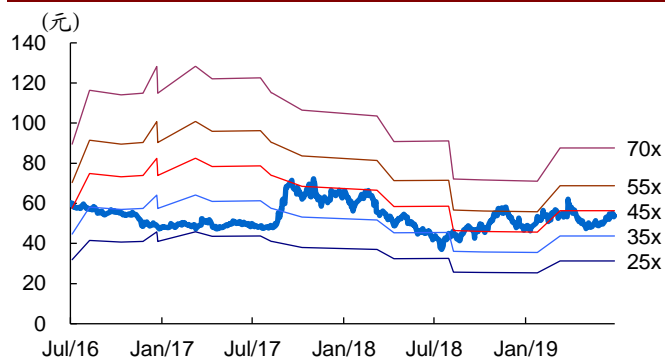
风险提示: 成本降低不达预期, 新能源车销量不及预期。

投资策略与风险提示

我们认为当前市场对新能源汽车行业过于悲观，从行业销量来看，二季度受燃油车促销压力较大，预计 Q3 价格体系将恢复，我们目前判断过渡期后行业普遍涨价可能性较低，行业 7 月销量大概率下滑，但 Q3 销量仍能平滑向上，全年新能源乘用车销量实现 140 万是大概率事件。对于公司而言，随着全新宋 pro 上市，e1、S2 的产销量迅速爬坡热销，其他车型销量保持稳定，公司下半年销量有望好于行业，市占率有望持续提升，而与丰田深度合作证明了公司电动车领域的技术实力，有利于改善消费者的品牌认知度，长期利于构建品牌良好口碑。维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：成本降低不达预期，新能源车销量不及预期。

图 1: 比亚迪历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2: 比亚迪历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	102684	115211	122199	144445	177953
现金	9903	13052	0	0	0
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	6973	0	0	0	0
应收款项	51881	49284	60340	66301	81550
其它应收款	825	1010	1172	1472	1811
存货	19873	26330	31052	39452	48809
其他	13229	25534	29634	37219	45783
非流动资产	75415	79361	80568	77482	74859
长期股权投资	3065	3561	3561	3561	3561
固定资产	43245	43679	46051	44010	42325
无形资产	10098	11314	10182	9164	8248
其他	19007	20807	20774	20747	20726
资产总计	178099	194571	202766	221926	252812
流动负债	104997	116569	119518	132114	155054
短期借款	35775	37789	32775	26822	29104
应付账款	23320	25142	29661	37685	46622
预收账款	4700	2	3	3	4
其他	41202	53636	57079	67603	79325
长期负债	13145	17308	17308	17308	17308
长期借款	6369	6848	6848	6848	6848
其他	6776	10461	10461	10461	10461
负债合计	118142	133877	136826	149422	172363
股本	2728	2728	2728	2728	2728
资本公积金	29630	28129	28129	28129	28129
留存收益	22646	24341	28562	33824	40179
少数股东权益	4953	5496	6522	7823	9412
归属于母公司所有者权益	55004	55198	59419	64681	71037
负债及权益合计	178099	194571	202766	221926	252812

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	6368	12523	6175	13328	4834
净利润	4066	2780	3675	4662	5695
折旧摊销	7092	9425	8792	9087	8623
财务费用	2343	3481	2500	2200	2000
投资收益	206	(248)	(224)	(224)	(224)
营运资金变动	(8028)	(3805)	(9600)	(3702)	(12857)
其它	688	891	1032	1306	1598
投资活动现金流	(15964)	(14231)	(10000)	(6000)	(6000)
资本支出	(14777)	(17842)	(10000)	(6000)	(6000)
其他投资	(1188)	3612	0	0	0
筹资活动现金流	11168	3917	(9227)	(7328)	1166
借款变动	14538	4371	(7497)	(5952)	2281
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	413	(1501)	0	0	0
股利分配	(1364)	(409)	546	600	660
其他	(2419)	1456	(2276)	(1976)	(1776)
现金净增加额	1572	2209	(13052)	0	0

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	105915	130055	150901	189495	233079
营业成本	85775	108725	128266	162966	201613
营业税金及附加	1329	2146	2490	3126	3845
营业费用	4925	4729	5282	6443	7925
管理费用	6786	3760	6338	7390	8857
财务费用	2314	2997	2500	2200	2000
资产减值损失	243	1018	1018	1018	1018
公允价值变动收益	(118)	(24)	(24)	(24)	(24)
投资收益	(206)	248	248	248	248
营业利润	5411	4242	5232	6576	8045
营业外收入	279	230	100	100	100
营业外支出	69	86	50	50	50
利润总额	5621	4386	5282	6626	8095
所得税	704	829	581	663	809
净利润	4917	3556	4701	5963	7285
少数股东损益	850	776	1026	1301	1590
归属于母公司净利润	4066	2780	3675	4662	5695
EPS (元)	1.49	1.02	1.35	1.71	2.09

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	2%	23%	16%	26%	23%
营业利润	-10%	-22%	23%	26%	22%
净利润	-20%	-32%	32%	27%	22%
获利能力					
毛利率	19.0%	16.4%	15.0%	14.0%	13.5%
净利率	3.8%	2.1%	2.4%	2.5%	2.4%
ROE	7.4%	5.0%	6.2%	7.2%	8.0%
ROIC	6.1%	5.1%	6.2%	7.1%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	66.3%	68.8%	67.5%	67.3%	68.2%
净负债比率	29.2%	26.8%	22.0%	17.4%	16.2%
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.9	0.9
存货周转率	4.6	4.7	4.5	4.6	4.6
应收帐款周转率	2.3	2.6	2.8	3.0	3.2
应付帐款周转率	4.0	4.5	4.7	4.8	4.8
每股资料 (元)					
每股收益	1.49	1.02	1.35	1.71	2.09
每股经营现金	2.33	4.59	2.26	4.89	1.77
每股净资产	20.16	20.23	21.78	23.71	26.04
每股股利	0.15	-0.20	-0.22	-0.24	-0.27
估值比率					
PE	36.2	52.9	40.0	31.6	25.8
PB	2.7	2.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	4.1	3.8	3.4	3.1	3.0

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。