

强烈推荐-A (维持)

比亚迪 002594.SZ

当前股价: 51.62 元

2019年08月22日

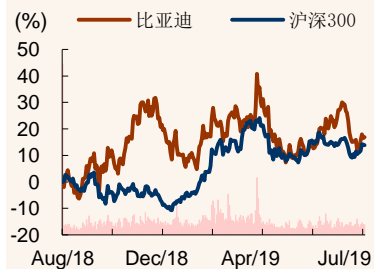
Q3业绩承压, 新能源车业务盈利触底

基础数据

上证综指	2880
总股本(万股)	272814
已上市流通股(万股)	114066
总市值(亿元)	1408
流通市值(亿元)	589
每股净资产(MRQ)	20.8
ROE(TTM)	6.6
资产负债率	68.9%
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	-3	-1	15
相对表现	-2	-11	1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《比亚迪(002594)一7月销量受淡季影响, 预计下半年环比走强》
2019-08-07

2、《比亚迪(002594)一与丰田达成深度合作, 纯电技术获得认可》
2019-07-24

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

李懿洋

liyiyang@cmschina.com.cn
S1090519070006

事件: 公司公布 2019 年中报, 报告期内公司实现营收 621.8 亿(同比+14.8%), 归母净利润 14.5 亿(同比+203.6%)。其中 19Q2 实现归母净利润 7.05 亿。同时公司预告 19 年 Q3 归母净利润 1-3 亿, 三季度利润承压。

1、中报详解:

a. 收入方面: 汽车板块实现营收 339.8 亿(同比+16.3%), 主要源于新能源乘用车产销高增速; 手机部件及组装业务实现营收 233.2 亿(同比+14.4%), 收入增长保持稳定, 二次充电电池及光伏实现收入 44.5 亿(同比-1.6%), 受行业竞争加剧影响, 仍有一定幅度亏损;

b. 利润拆分: 公司 19Q2 实现归母净利润 7.05 亿, 同比增长 87.1%, 环比略降 6.0%, 符合一季报预告区间, 但公司 Q3 业绩预告为 1-3 亿, 业绩承压;

c. 毛利率方面, 公司整体 19Q2 毛利率 15.3%, 环比下滑 3.7pct, 受汽车过渡期补贴退坡和电子业务竞争加剧所致; 19H1 汽车板块整体毛利率 23.2%, 同比提升 4.47pct, 手机部件及组装业务毛利率 8.59%, 同比下滑 3.92pct, 受行业竞争加剧影响较大;

d. 三费率方面, Q2 销售费用率 3.9%, 同比降低 1pct, 环比提升 0.4pct; 管理费用率 3.2%, 环比降低 0.2pct; 研发费用率 3.8%, 环比降低 0.5pct; 财务费用率 0.9%, 环比大幅降低 2.9pct;

e. 投资收益方面, 19H1 投资收益-2.7 亿, 其中 Q2 单季度-3.3 亿, 主因以摊余成本计量的金融资产终止确认收益项目;

2、19 年下半年是长期盈利底部, 当前时点看行业: 量大于盈利。

我们认为公司 Q3 业绩降幅较大主要原因为过渡期后补贴大幅退坡, 但从远期来看 19 年 H2 将是下游盈利底部, 目前纯电车型单车最高补贴 2.5 万, 插混车 1 万, 随着 2020 年以后补贴完全退出, 车企单车需要消化成本平均每年不到 1 万, 而这完全可以通过动力电池降成本、其他零部件年降、规模效应和产能利用率提升等方式消化, 19 年 H2 新能源乘用车毛利率触底后有望开始环比提升, 而对于企业来讲, 盈利回升的关键在于量和规模的保障。公司作为行业龙头, 目前是产品线布局最为全面的企业, 同时推出王朝系列和 e 系列分别竞争高端和中低端市场, 有望抓住竞争加剧、产能出清的契机, 从而不断提升市占率和产品竞争力。

风险提示: 新能源汽车销量不达预期, 商用车、云轨业务发展不达预期

3、销量端：行业下半年承压，预计公司全年销量 30 万以上，市占率有望继续提升。

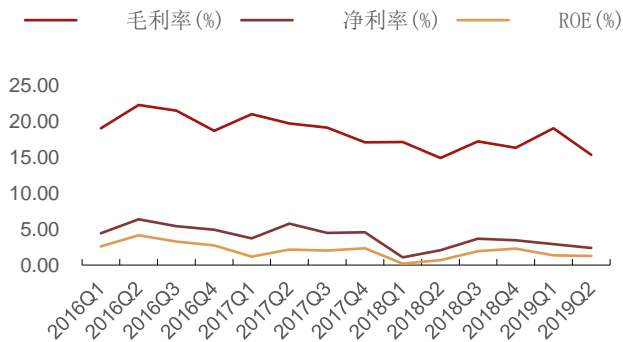
根据合格证数据,7月行业新能源乘用车产量 5.9 万,同比下滑 14.2%,环比下滑 47.5%,我们认为,7月销量受过渡期 6 月抢装透支、行业进入淡季等因素的影响,环比下滑较大,与去年同期类似,不必过度担忧。而从全年维度去看,公司新能源乘用车 1-7 月累计销量 15.7 万台,过渡期后终端基本不涨价,随着全新一代宋、e1、S2 逐渐上量,加上即将推出的 e2、e3 等车型,同时动力电池产能限制解除,公司产销 9 月有望开始加速冲量,预计公司全年有望达到 30 万台以上,而根据中汽协全年 130 万台预期,公司 19 年市占率有望达到 25%以上,相比 18 年 22.5%或提升明显。

4、长期来看：双积分政策保障行业远期增速底线，产品力提升方能拉动真实需求。

此前中汽协下调 19 年销量目标(新能源汽车 160 万降至 150 万),叠加抢装透支和行业淡季,市场对今年下半年量和盈利的预期已经处于较低位置。而我们认为从远期来看,政策端要实现 2025 年产销 500 万台的目标,双积分新政出台细化 21-23 年目标,对应行业销量 20-23 年约为 170 万、230 万、300 万、280 万,未来几年行业仍要保持近 30%的复合增速,这是支撑行业估值体系的基础。从产品端来看,随着去年下半年自主唐 DM 和元 EV 等车型的爆款带动,车企已经从单纯依赖高补贴盈利转移到注重产品力上,着力提升智驾体验感、解决充电时间里程焦虑等问题,未来随着国内外新品布局节奏加快,有望随着几款爆款车出现拉动需求,行业有望迎来真实需求拉动的快速增长期。而公司作为行业龙头,产品布局全面,去年王朝系列唐 DM 和元 EV 已经成功卖出“爆款”,虽然短期由于车市压力销量有所下滑,我们认为公司凭借爆款车基因和王朝系列 +E 系列的全面布局,有望继续保持销量高增长。

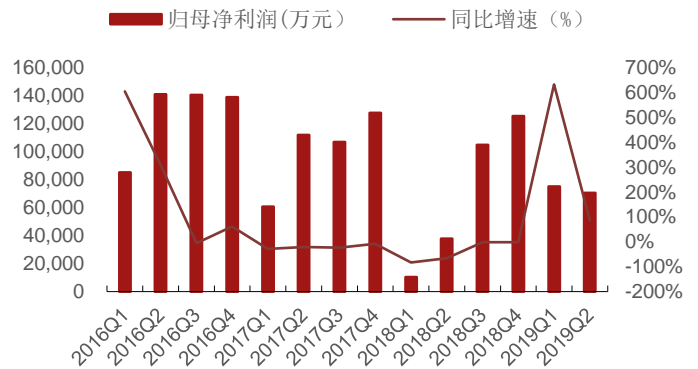
5、对外合作：具备三电核心技术优势，与丰田建立深度合作，未来将充分享受电动化、智能化大趋势带来的红利。此前 6 月 7 日丰田方面曾宣布将和 CATL 及比亚迪开展电池供应及开发合作,市场预期公司和 CATL 共同成为丰田动力电池供应商,而二者与丰田合作进展也进一步落地。我们认为,丰田与比亚迪公告的合作内容超出市场预期,二者合作不仅限于动力电池领域,还将共同开发轿车及低底盘 SUV 的纯电动车型。我们认为,此次合作证明了比亚迪技术得到丰田汽车的认可,公司作为全球新能源汽车龙头企业的技术实力得到了证明,同时未来二者共同开发的纯电动车型将使用丰田品牌,这意味着丰田充分认可了公司纯电动汽车的技术,这也有助于比亚迪品牌价值逐步提升。

图 1 公司毛利率、净利率、ROE 情况



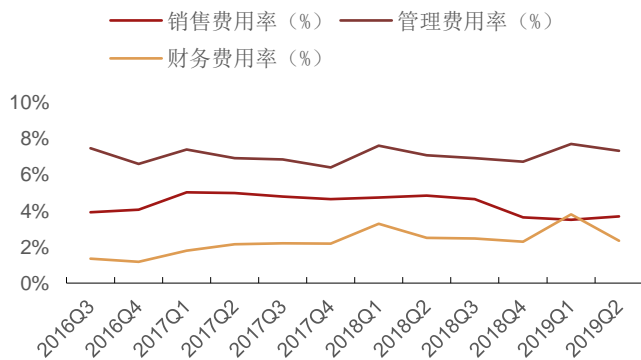
资料来源：公司公告 招商证券

图 2 季度净利润及同比增速



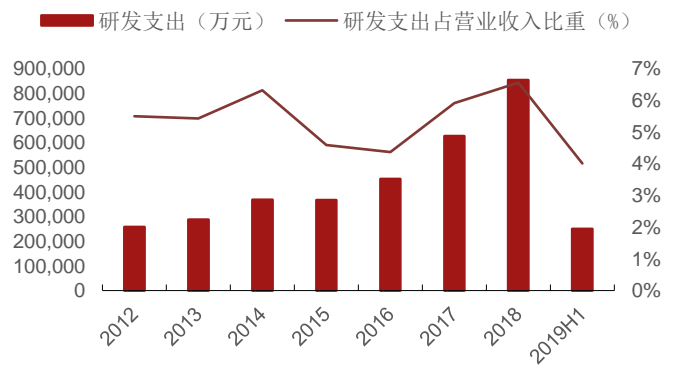
资料来源：公司公告 招商证券

图 1 季度三费率变化



资料来源：公司公告 招商证券

图 2 公司研发支出和研发支出占比年度变化



资料来源：公司公告 招商证券

6、盈利预测与评级

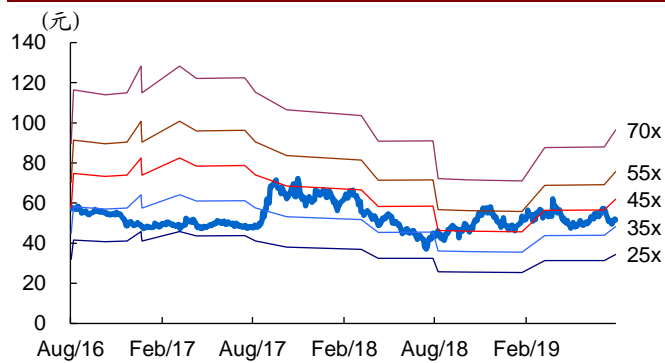
我们认为 19 年下半年是长期盈利底部，当前时点看行业：量大于盈利。看好公司市占率持续提升，同时电池外供有望落地提供催化机会。净利润预测为 2019-2021 分别为：28/36/45 亿，维持“强烈推荐-A”评级。

表 1：简式盈利预测模型

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	105915	130055	150901	189495	233079
同比增长	2.4%	22.8%	16.0%	25.6%	23.0%
营业利润(百万元)	5411	4242	3929	5001	6398
同比增长	-10%	-22%	-7%	27%	28%
净利润(百万元)	4066	2780	2769	3554	4537
同比增长	-20%	-32%	0%	28%	28%
每股收益(元)	1.49	1.02	1.01	1.30	1.66
P/E(倍)	34.6	50.7	50.9	39.6	31.0
P/B(倍)	2.6	2.6	2.4	2.3	2.1

资料来源：招商证券

图 9：比亚迪历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 10：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	123198	153158	186840
现金	9903	13052	8542	8713	8887
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	52798	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	203766	230639	261699
流动负债	104997	116569	121677	144004	169261
短期借款	35775	37789	34934	38712	43310
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	138985	161312	186569
股本	2728	2728	2728	2728	2728
资本公积金	29630	28129	28129	28129	28129
留存收益	22646	24341	27655	31209	35746
少数股东权益	4953	5496	6268	7260	8527
归属于母公司所有者权益	55004	55198	58513	62067	66603
负债及权益合计	178099	194571	203766	230639	261699

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	6368	12523	13106	4616	3601
净利润	4066	2780	2769	3554	4537
折旧摊销	7092	9425	8792	9087	8623
财务费用	2343	3481	2500	2200	2000
投资收益	206	(248)	324	24	24
营运资金变动	(8028)	(3805)	(2055)	(11247)	(12857)
其它	688	891	776	999	1274
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	(7616)	1555	2574
借款变动	14538	4371	(5338)	3779	4598
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	0	0
其他	(2419)	1456	(2824)	(2224)	(2024)
现金净增加额	1572	2209	(4510)	171	174

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	5583	6822	8158
管理费用	6786	3760	6791	8338	10022
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	(300)	0	0
营业利润	5411	4242	3929	5001	6398
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	3979	5051	6448
所得税	704	829	438	505	645
净利润	4917	3556	3542	4546	5803
少数股东损益	850	776	773	992	1266
归属于母公司净利润	4066	2780	2769	3554	4537
EPS (元)	1.49	1.02	1.01	1.30	1.66

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%	-7%	27%	28%
净利润	-20%	-32%	0%	28%	28%
获利能力					
毛利率	19.0%	16.4%	15.0%	14.0%	13.5%
净利率	3.8%	2.1%	1.8%	1.9%	1.9%
ROE	7.4%	5.0%	4.7%	5.7%	6.8%
ROIC	6.1%	5.1%	5.1%	5.4%	5.8%
偿债能力					
资产负债率	66.3%	68.8%	68.2%	69.9%	71.3%
净负债比率	29.2%	26.8%	23.0%	21.9%	21.1%
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	0.8	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	3.0	3.2	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	1.01	1.30	1.66
每股经营现金	2.33	4.59	4.80	1.69	1.32
每股净资产	20.16	20.23	21.45	22.75	24.41
每股股利	0.15	-0.20	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	34.6	50.7	50.9	39.6	31.0
PB	2.6	2.6	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	3.0	2.7	2.7	2.5	2.4

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。

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。