

比亚迪(002594)

H1 业绩靓丽，H2 将承压

——比亚迪 2019 中报点评

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

报告导读

2019H1 营收同比+14.8%，Q2 同比+8.4%；2019H1 净利 14.5 亿，同比+203%，Q2 同比+87%，符合预期。Q3 预计净利 1-3 亿（同期 10.5 亿）。

投资要点

□ 新能源乘用车高增长是 2019H1 业绩靓丽的主因

综合毛利率 17.14%，同比+1.22pct，净利率 2.34%，同比+1.45pct，期间费用率 13.38%，同比-1.07pct。得益于：2019 上半年新能源乘用车行业实现批发销量约 64 万辆，同比增长 55%，其中比亚迪实现 14 万辆，同比增长 97.5%，增速快于行业，符合我们预期。Q2 业绩增速放缓且毛利率环比下降 3.7pct，原因在于：3/26-6/25 执行 2019 过渡期补贴，环比 1/1-3/25 执行 2018 过渡期后补贴下降幅度约 40%。展望未来：6/26-12/31 执行 2019 过渡期后补贴，环比过渡期补贴平均降幅 20%，加上前期透支效应及去年高基数，2019H2 公司的新能源乘用车销量增速有望放缓，且毛利率将大概率持续承压。手机业务收入同比增长 14.35%，但由于毛利率同比下降 3.81pct，金属部件业务受竞争加剧有所下滑盈利承压，3D 玻璃及陶瓷等业务均有增长成为新的亮点。分部财务显示二次充电及光伏 2019H1 利润总额 2.3 亿，其中光伏依然亏损较大。

□ 新能源补贴回笼节奏影响公司现金流能否持续改善

2019Q1 现金流改善但 2019Q2 又开始承压。Q1 由于部分新能源汽车补贴资金到位，带来应收账款的下降，经营性现金流为主正数，现金收入比率改善。但 Q2 由于新销售新能源车补贴滞后性导致 Q2 现金流指标均不同幅度承压。资本开支整体依然维持高位，固定资产/在建工程进一步增加，有息负债进一步上升。

□ “守得云开见月明”，长期依然看好比亚迪的竞争力

中短期补贴持续退坡对新能源汽车产业链带来的巨大压力，比亚迪身处其中难以避免，能否持续降本且推出爆款车型为长期关键点。基于新能源销量增速放缓及补贴退坡影响，下调 2019-2021 年公司归母净利润至 27.95/30.59/40.37 亿元（原 34.3/37.4/42.2 亿元），EPS 为 1.02/1.12/1.48 元，对应 PE 为 50.39X/46.03X/34.88X。维持“增持”评级。

风险提示：新能源乘用车需求低于预期；新能源汽车补贴退坡幅度大于预期

财务摘要

(亿元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	1301	1399	1685	1875
(+/-)	22.79%	7.60%	20.38%	11.30%
净利润	28	28	31	40
(+/-)	-31.63%	0.53%	9.46%	31.96%
每股收益(元)	1.02	1.02	1.12	1.48
P/E	50.65	50.39	46.03	34.88

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥ 51.62

单季度业绩

元/股

2Q/2019

0.28

1Q/2019

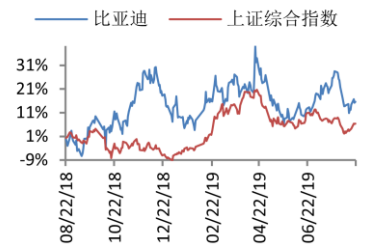
0.33

4Q/2018

0.52

3Q/2018

0.47



公司简介

相关报告

- 1 《20190807 比亚迪跟踪报告：7 月新能源承压，传统车企稳》2019.08.07
- 2 《20190721 比亚迪跟踪报告：牵手丰田，电池外供走出实质性一步》2019.07.21
- 3 《比亚迪覆盖报告：新能源梦，砥砺前行》2019.05.15
- 4 《比亚迪：帝国基业》2016.06.22
- 5 《比亚迪：16 年将是业绩兑现时期，“买入”》2016.03.28

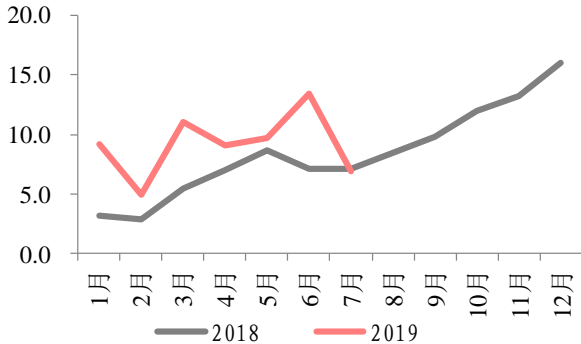
报告撰写人：黄细里

数据支持人：黄细里

## 1. 新能源乘用车高增长是 2019H1 业绩靓丽的主因

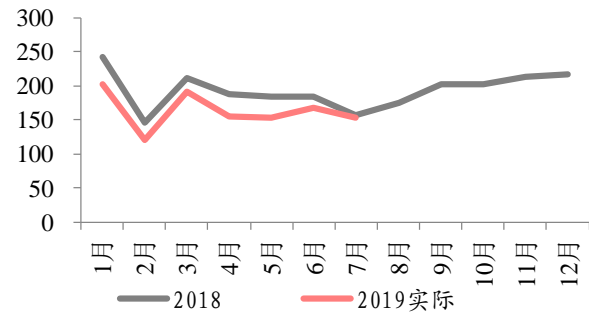
2019 上半年新能源乘用车行业实现批发销量约 64 万辆，同比增长 55%，其中比亚迪实现 14 万辆，同比增长 97.5%，增速快于行业。2019 上半年狭义乘用车实现批发销量 992 万辆，同比下滑 14%，其中比亚迪实现 8.2 万辆，同比下滑 45%，增速慢于行业。

图 1：2019H1 新能源乘用车批发 64 万辆，同比增长 55%



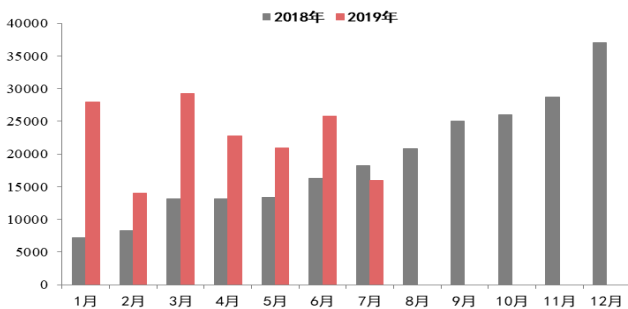
资料来源：乘联会，浙商证券研究所

图 2：2019H1 狭义乘用车批发 992 万辆，同比下滑 14%



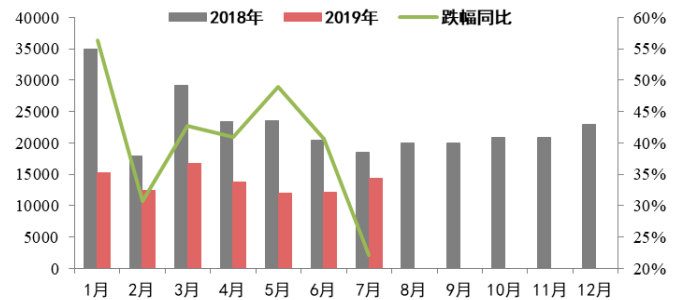
资料来源：乘联会，浙商证券研究所

图 3：2019H1 比亚迪新能源乘用车同比增长 97.5%



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 4：2019H1 比亚迪传统乘用车同比下滑 45%

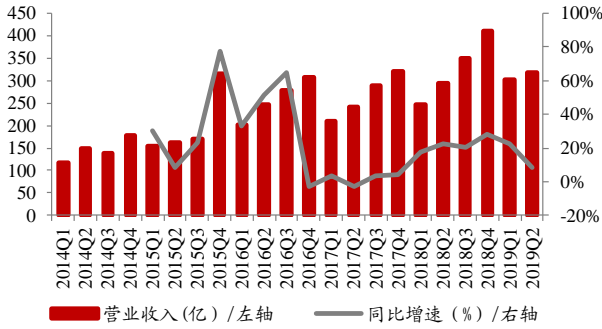


资料来源：wind，浙商证券研究所

在此背景下，比亚迪 2019H1 取得靓丽业绩，核心数据如下：营收同比增长 14.8%，归母净利润实现 14.5 亿元，扣非后 7.4 亿元，综合毛利率 17.14%，同比增加 1.22pct，净利率 2.34%，同比增加 1.45pct，期间费用率 13.38%，同比下降 1.07pct。Q2 业绩增速放缓且毛利率环比下降 3.7pct，原因在于：3/26-6/25 执行 2019 过渡期补贴，环比 1/1-3/25 执行 2018 过渡期后补贴下降幅度约 40%。展望未来：6/26-12/31 执行 2019 过渡期后补贴，环比过渡期补贴平均降幅 20%，加上前期透支效应及去年高基数，2019H2 公司的新能源乘用车销量增速有望放缓，且毛利率将大概率持续承压。手机业务收入同比增长 14.35%，但由于毛利率同比下降 3.81pct，金属部件业务受竞争加剧有所下滑盈利承压，3D 玻璃及陶瓷等业务均有增长成为新的亮点。分部财务显示二次充电及光伏 2019H1 利润总额 2.3 亿，其中光伏依然亏损较大。

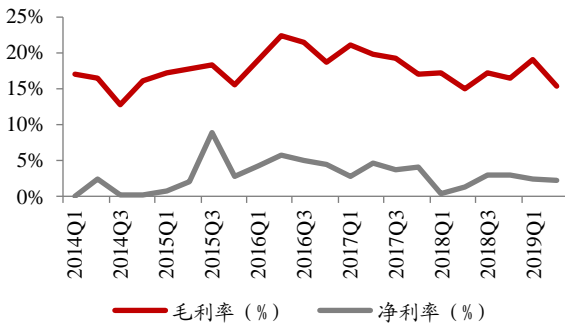
图 5：2019H1 比亚迪营收同比增长 14.8%

图 6：2019H1 比亚迪归母净利润 14.5 亿元，扣非后 7.4 亿元

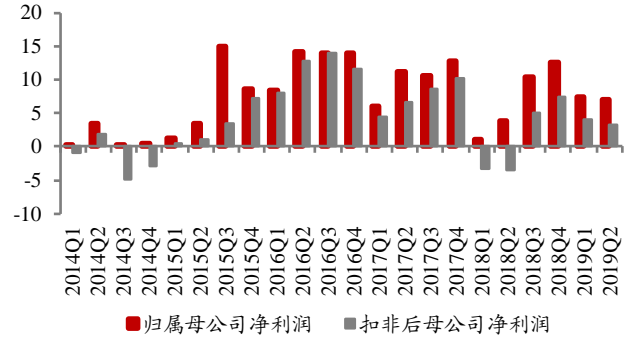


资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 7: 2019Q2 比亚迪毛利率下降，净利率维持稳定

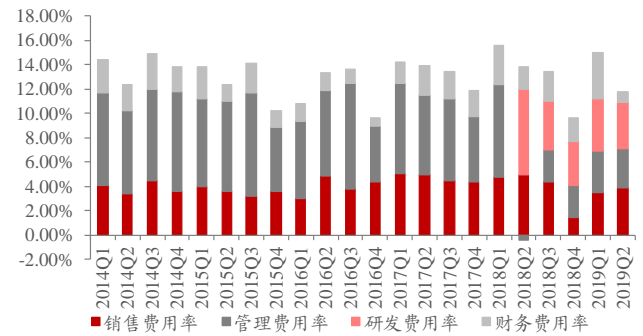


资料来源: wind, 浙商证券研究所



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 8: 2019Q2 财务费用率下降

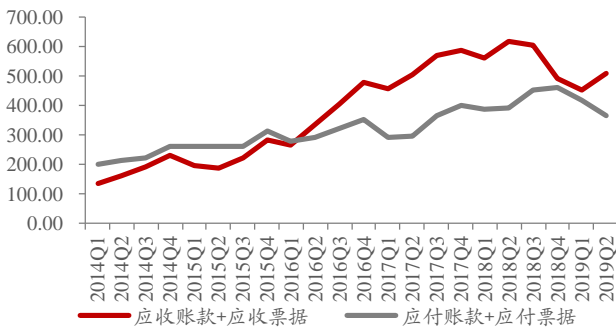


资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 2. 新能源补贴回笼节奏影响公司现金流能否持续改善

2019Q1 现金流改善但 2019Q2 又开始承压。Q1 由于部分新能源汽车补贴资金到位，带来应收账款的下降，经营性现金流为主正数，现金收入比率改善。但 Q2 由于新销售新能源车补贴滞后性导致 Q2 现金流指标均不同程度承压。资本开支整体依然维持高位，固定资产/在建工程进一步增加，有息负债进一步上升。

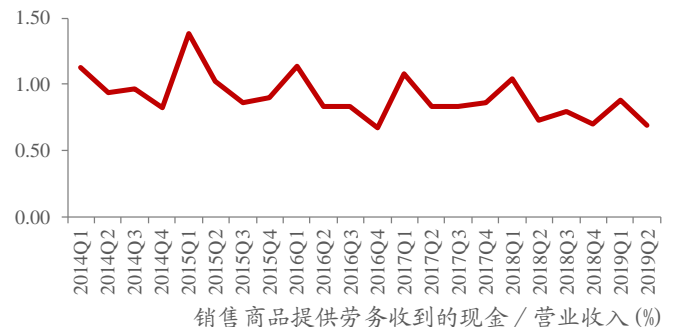
图 9: 2019Q2 比亚迪应收项开始增加



资料来源: wind, 浙商证券研究所

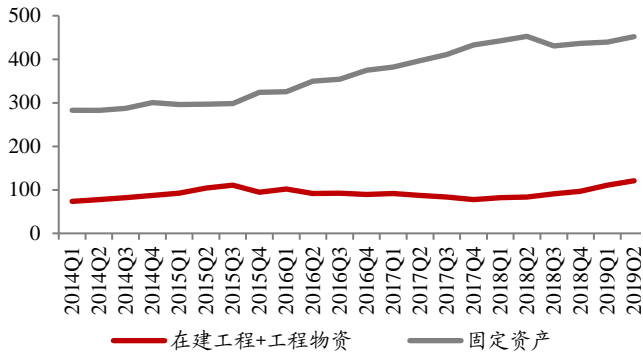
图 11: 2019H1 在建工程及固定资产继续上升

图 10: 2019Q1 现金收入比上升，2019Q2 下降

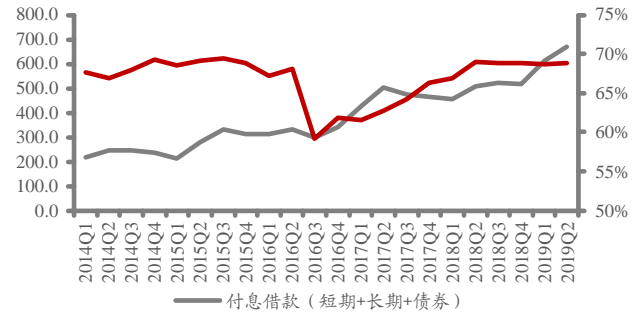


资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 12: 2019H1 有息负债进一步上升



资料来源: wind, 浙商证券研究所



资料来源: wind, 浙商证券研究所

### 3. 投资建议

中短期补贴持续退坡对新能源汽车产业链带来的巨大压力, 比亚迪身处其中难以避免, 能否持续降本且推出爆款车型为长期关键点。基于新能源销量增速放缓及补贴退坡影响, 下调 2019-2021 年公司归母净利润 27.95/30.59/40.37 亿元 (原 34.3/37.4/42.2 亿元), EPS 为 1.02/1.12/1.48 元, 对应 PE 为 50.39X/46.03X/34.88X。维持“增持”评级。

### 4. 风险提示

新能源乘用车需求低于预期; 新能源汽车补贴退坡幅度大于预期。

**表附录：三大报表预测值**

资产负债表					利润表				
单位: 亿元	2018A	2019E	2020E	2021E	单位: 亿元	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1152	1186	1354	1453	<b>营业总收入</b>	1301	1399	1685	1875
现金	131	120	110	100	营业成本	1087	1191	1451	1626
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	21	19	20	25
应收账款	493	527	631	698	营业费用	47	50	59	62
其它应收款	10	10	13	14	管理费用	38	38	39	30
预付账款	4	6	9	8	研发费用	50	52	62	66
存货	263	272	339	382	财务费用	30	31	31	30
其他	252	252	252	252	资产减值损失	10	3	4	5
<b>非流动资产</b>	794	885	899	898	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	25	22	16	投资净收益	2	3	3	3
长期投资	36	36	36	36	其他经营收益	23	20	20	20
固定资产	437	489	502	499	<b>营业利润</b>	42	38	41	55
无形资产	113	83	53	23	营业外收支	1	2	2	2
在建工程	56	70	66	64	利润总额	44	40	43	57
其他	152	182	220	261	所得税	8	6	7	9
<b>资产总计</b>	1946	2071	2252	2352	净利润	36	34	37	48
<b>流动负债</b>	1166	1283	1422	1468	少数股东损益	8	6	6	8
短期借款	378	462	418	388	<b>归属母公司净利润</b>	28	28	31	40
应付款项	463	525	646	711	EBITDA	159	168	189	216
预收账款	0	29	37	27	<b>EPS (最新摊薄)</b>	1.02	1.02	1.12	1.48
其他	325	266	322	343	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	173	148	152	158		2018A	2019E	2020E	2021E
长期借款	68	68	68	68	<b>成长能力</b>				
其他	105	79	84	89	营业收入	22.79%	7.60%	20.38%	11.30%
<b>负债合计</b>	1339	1430	1574	1626	营业利润	-21.60%	-9.71%	8.01%	33.48%
少数股东权益	55	61	67	75	归属母公司净利润	-31.63%	0.53%	9.46%	31.96%
归属母公司股东权	552	580	611	651	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	1946	2071	2252	2352	毛利率	16.40%	14.92%	13.90%	13.30%
					净利率	2.73%	2.44%	2.19%	2.56%
					ROE	4.61%	4.48%	4.64%	5.75%
					ROIC	4.76%	5.17%	5.47%	6.23%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	68.81%	69.05%	69.90%	69.13%
					净负债比率	38.93%	43.00%	36.35%	33.09%
					流动比率	0.99	0.92	0.95	0.99
					速动比率	0.76	0.71	0.71	0.73
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.70	0.70	0.78	0.81
					应收帐款周转率	2.57	2.74	2.88	2.78
					应付帐款周转率	4.49	4.37	4.42	4.30
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.02	1.02	1.12	1.48
					每股经营现金	4.59	4.97	6.69	6.22
					每股净资产	20.23	21.26	22.38	23.86
					<b>估值比率</b>				
					P/E	50.65	50.39	46.03	34.88
					P/B	2.55	2.43	2.31	2.16
					EV/EBITDA	835.67	11.79	10.40	9.02

现金流量表				
单位: 亿元	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	125	136	183	170
净利润	36	34	37	48
折旧摊销	94	94	111	126
财务费用	30	31	31	30
投资损失	(2)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	93	(16)	68	8
其它	(125)	(6)	(62)	(39)
<b>投资活动现金流</b>	(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
<b>筹资活动现金流</b>	39	44	(71)	(60)
短期借款	20	84	(44)	(30)
长期借款	5	0	0	0
其他	14	(40)	(26)	(30)
<b>现金净增加额</b>	22	(11)	(10)	(10)

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“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>