

比亚迪(002594.SZ)/比亚迪股份(01211.HK)

携手丰田强强联合，深化电动化平台技术输出

核心观点：

● 携手丰田推动全球汽车电动化，塑造整车与零部件品牌优势

公司公告于 7 月 19 日与丰田汽车签订合同就联合开发电动车达成协议，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，并将共同开发上述车型等所需的动力电池。公司与丰田联手布局纯电动路线，不仅强化对新能源汽车趋势的信心，也有助于公司利用电动化领先技术塑造在整车与零部件领域的品牌竞争力。

● 零部件集成化推动行业革新，全球共享引领电动化变革

公司发布 e 平台拥有高度集成 33111 体系并宣布开放共享，构建中长期产品竞争力与全球影响力，其中包括动力电池、驱动三合一、高压三合一、DiLink 智能网联系统等。公司经历从封闭到开放的战略转向，第一阶段利用领先技术完成了汽车业务跨越式进步，成为全国乃至全球新能源汽车行业标杆，第二阶段利用技术优势向全球输出技术及标准，降低全行业电动车制造成本，引领电动汽车向全球的推广普及。

● 乘用车多线条布局，产销持续高增长

据公司年报，公司全球新能源车销量蝉联四年冠军，多条线布局有望持续强化市场地位。公司一方面推出唐 EV 及元 EV 535 等车型上探品牌形象，另一方面提出 e 网战略下沉 A00/A0 级经济型市场，同时联手滴滴全面进入运营市场，扩大目标市场容量，形成规模效应与成本优势。

● 投资建议：技术输出推动品牌形成，维持买入评级

公司联合丰田开发纯电动车，技术输出带动品牌上探。预计 2019-2021 年 EPS 为 1.28、1.56 和 1.96 元/股，我们维持此前 A 股合理价值 70.4 元人民币/股，H 股合理价值 66.8 港币/股的结论。

● 风险提示：终端销量不及预期；价格下跌超预期；技术升级低于预期。

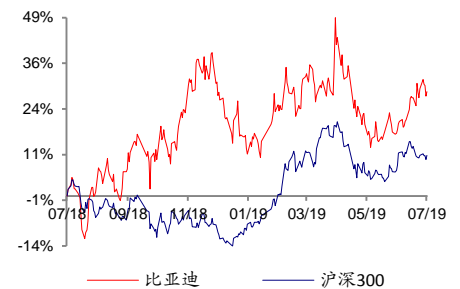
盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	105,915	130,055	163,187	211,571	249,024
增长率(%)	2.4	22.8	25.5	29.6	17.7
EBITDA(百万元)	14,191	15,129	18,324	21,982	25,670
净利润(百万元)	4,066	2,780	3,483	4,244	5,345
增长率(%)	-19.5	-31.6	25.3	21.8	26.0
EPS(元/股)	1.49	1.02	1.28	1.56	1.96
市盈率(P/E)	43.64	50.05	42.24	34.67	27.53
市净率(P/B)	3.23	2.52	2.67	2.48	2.28
EV/EBITDA	15.80	12.25	15.18	12.58	10.42

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	53.93 元/48.05 港元
合理价值	70.4 元/66.8 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2019-07-21

相对市场表现



分析师：陈子坤



SAC 执证号：S0260513080001



010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

分析师：纪成炜



SAC 执证号：S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-60750617



jjchengwei@gf.com.cn

请注意，陈子坤并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

比亚迪(002594.SZ)/比亚迪 2019-04-29

股份(01211.HK):一季度业绩

大增，新能源车放量带动盈利

恢复

比亚迪(002594.SZ)/比亚迪 2019-04-25

股份(01211.HK):引领电动

化，全球新品牌

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	102,684	115,211	128,039	149,601	161,311
货币资金	9,903	13,052	10,000	10,000	10,000
应收及预付	59,702	49,642	63,286	76,265	82,946
存货	19,873	26,330	26,601	32,433	35,333
其他流动资产	13,206	26,186	28,152	30,903	33,032
非流动资产	75,415	79,361	164,148	174,148	182,148
长期股权投资	3,065	3,561	3,561	3,561	3,561
固定资产	43,245	43,679	133,679	141,679	147,679
在建工程	7,736	9,684	11,684	13,684	15,684
无形资产	10,098	11,314	11,314	11,314	11,314
其他长期资产	11,271	11,123	3,911	3,911	3,911
资产总计	178,099	194,571	292,188	323,749	343,459
流动负债	104,997	116,569	212,342	238,531	251,475
短期借款	35,775	37,789	125,753	123,940	115,034
应付及预收	44,974	46,285	65,163	86,482	103,274
其他流动负债	24,248	32,495	21,427	28,109	33,167
非流动负债	13,145	17,308	18,348	18,348	18,348
长期借款	6,369	6,848	7,348	7,348	7,348
应付债券	4,493	7,077	8,000	8,000	8,000
其他非流动负债	2,283	3,384	3,000	3,000	3,000
负债合计	118,142	133,877	230,690	256,879	269,823
股本	2,728	2,728	2,728	2,728	2,728
资本公积	24,474	24,524	24,524	24,524	24,524
留存收益	22,646	24,341	27,824	32,068	37,413
归属母公司股东权益	55,004	55,198	55,077	59,320	64,666
少数股东权益	4,953	5,496	6,422	7,550	8,971
负债和股东权益	178,099	194,571	292,188	323,749	343,459

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	105,915	130,055	163,187	211,571	249,024
营业成本	85,775	108,725	138,708	182,124	214,942
营业税金及附加	1,329	2,146	2,285	2,750	2,988
销售费用	4,925	4,729	4,896	5,501	6,226
管理费用	3,047	3,760	4,080	5,289	6,226
研发费用	3739.49	4989.36	4895.61	5923.99	6972.68
财务费用	2314.40	2997.10	2893.26	3439.04	3439.04
资产减值损失	242.59	686.42	438.15	390.75	399.17
公允价值变动收益	-118.17	-5.47	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-206.05	248.41	200.00	200.00	200.00
营业利润	5410.55	4241.76	5192.34	6352.28	8031.96
营业外收支	210.09	143.88	120.00	120.00	120.00
利润总额	5,621	4,386	5,312	6,472	8,152
所得税	704	829	903	1,100	1,386
净利润	4,917	3,556	4,409	5,372	6,766
少数股东损益	850	776	926	1,128	1,421
归属母公司净利润	4,066	2,780	3,483	4,244	5,345
EBITDA	14190.8	15129.1	18323.7	21982.0	25670.1
EPS (元)	1.49	1.02	1.28	1.56	1.96

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	6,579	12,523	18,061	27,232	34,325
净利润	4,917	3,556	4,409	5,372	6,766
折旧摊销	7,092	9,425	10,000	12,000	14,000
营运资金变动	-8,230	-4,513	-1,027	6,050	9,741
其它	2,799	4,055	4,679	3,810	3,818
投资活动现金流	-16,175	-14,231	-95,856	-21,680	-21,680
资本支出	-14,563	-13,906	-96,495	-21,880	-21,880
投资变动	-1,593	-372	0	0	0
其他	-20	48	639	200	200
筹资活动现金流	11,168	3,917	74,743	-5,552	-12,645
银行借款	9,783	-4,592	88,464	-1,813	-8,906
股权融资	0	11	0	0	0
其他	1,384	8,498	-13,721	-3,739	-3,739
现金净增加额	1,572	2,209	-3,052	0	0
期初现金余额	7,359	8,936	13,052	10,000	10,000
期末现金余额	8,936	11,151	10,000	10,000	10,000

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	2.4	22.8	25.5	29.6	17.7
营业利润增长	-7.5	-21.6	22.4	22.3	26.4
归母净利润增长	-19.5	-31.6	25.3	21.8	26.0
获利能力					
毛利率	19.0	16.4	15.0	13.9	13.7
净利率	4.6	2.7	2.7	2.5	2.7
ROE	7.4	5.0	6.3	7.2	8.3
ROIC	6.1	4.3	3.6	4.2	5.0
偿债能力(%)					
资产负债率	66.3	68.8	79.0	79.3	78.6
净负债比率	31.8	30.4	48.3	43.0	38.0
流动比率	0.98	0.99	0.60	0.63	0.64
速动比率	0.78	0.76	0.47	0.49	0.50
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.70	0.67	0.69	0.75
应收账款周转率	1.98	2.41	2.61	2.81	3.04
存货周转率	4.61	4.71	5.21	5.62	6.08
每股指标(元)					
每股收益	1.49	1.02	1.28	1.56	1.96
每股经营现金流	2.41	4.59	6.62	9.98	12.58
每股净资产	20.16	20.23	20.19	21.74	23.70
估值比率					
P/E	43.64	50.05	42.24	34.67	27.53
P/B	3.23	2.52	2.67	2.48	2.28
EV/EBITDA	15.80	12.25	15.18	12.58	10.42

广发电力设备和新能源小组

- 陈子坤：首席分析师，5年政府相关协会工作经验，8年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心，2013年-2014年新财富有色行业第1名团队主要成员，2015年环保行业第1名团队主要成员，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名。
- 华鹏伟：联席首席分析师，南开大学管理学硕士，5年证券行业研究经验，4年新能源实业工作经验。2015年新财富电力设备与新能源行业第4名团队主要成员，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名。
- 王理廷：CFA，资深分析师，8年证券从业经验，先后任职中投证券研究总部、宝盈基金研究部，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名核心成员。
- 纪成炜：资深分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。
- 张秀俊：资深分析师，清华大学工学硕士，6年国家电网产业公司工作经验，2017年加入广发证券发展研究中心，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。
- 李蒙：北京大学计算机技术硕士，中央财经大学经济学学士，2017年加入广发证券发展研究中心，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。