

强烈推荐-A (维持)

比亚迪 002594.SZ

当前股价: 59.97 元

2020年03月31日

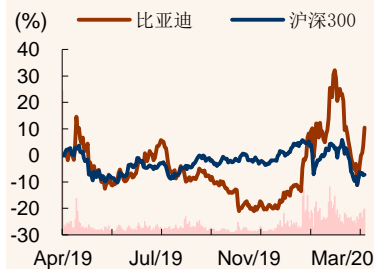
业绩快报符合预期, 看好盈利持续改善

基础数据

上证综指	2750
总股本(万股)	272814
已上市流通股(万股)	114066
总市值(亿元)	1636
流通市值(亿元)	684
每股净资产(MRQ)	20.8
ROE(TTM)	5.0
资产负债率	68.5%
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	-20	16	7
相对表现	-13	19	12



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《比亚迪(002594)——与丰田合资公司正式成立, 电动化合作终落地》2020-03-26

2、《比亚迪(002594)——多重因素边际向好, 拐点临近》2020-01-12

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

李懿洋

liyiyang@cmschina.com.cn
S1090519070006

事件:

公司发布 2019 年度业绩快报, 报告期内实现营收 1277 亿 (同比-1.8%), 实现归母净利润 16.1 亿 (同比-42.0%), 其中 19Q4 实现归母净利润 0.4 亿元, 符合此前三季报业绩预告范围。

评论:

1、业绩分析: 公司 19Q4 实现归母净利润 0.4 亿元, 符合此前三季报业绩预告范围, 公司业绩下滑主要因 19 年下半年补贴大幅退坡所致, 我们维持 19 年 H2 是公司盈利底部的判断。从补贴政策来看, 2020 年有望温和退坡, 我们认为三电系统+其它零部件降本速度将高于补贴退坡幅度, 同时公司也在积极推进新技术落地, 如“刀片”磷酸铁锂和电机电控系统优化, 若能够如期落地, 将带来成本进一步下降, 我们认为公司盈利有望持续改善。

2、补贴政策+免征购置税政策延长两年, 直接利好公司盈利恢复和销量回暖。

3月31日, 国务院常务会议确定, 新能源汽车购置补贴和免购置税政策将延长 2 年, 这对行业和公司极大利好, 有利于提振新能源汽车行业发展的信心。我们认为, 此次补贴延长有利于给予车企多两年的降本缓冲期, 有利于缓解盈利压力, 同时补贴和免征购置税政策的延续有利于车企推出更具性价比的车型, 结合三电系统成本下降, 有利于提前带动新能源车与燃油车平价, 带动真实需求放量。而公司作为行业龙头, 有望充分受益此政策, 盈利有望改善, 同时, 公司凭借自身技术和成本优势, 在车型定价上将有更大空间, 新能源车销量有望改善。

3. 坚定看好公司未来发展, 推荐核心逻辑如下:

a、政策端: 补贴政策延续两年直接利好公司盈利改善; 此外, 19-20 年双积分政策面临集中考核期, 我们此前计算过市场双积分平衡点对应行业复合增速 35%, 但 19 年销量同比下滑, 若 20 年行业无法放量届时市场双积分为负, 积分价格有望大幅上涨, 对公司也是直接利好;

b、技术创新: CTP 新技术推动短板补足, 磷酸铁锂优点有望放大。过去几年磷酸铁锂电池在乘用车份额较低主要受到补贴政策的压制。根据高工锂电数据, 2019 年磷酸铁锂在新能源乘用车上的装机量仅 1.7GWh, 份额仅为 4.1%。比亚迪专门针对磷酸铁锂电池开发“刀片”状单体和 CTP 方案, 同时宣布新的磷酸铁锂 CTP 电池包系统质量能量密度将达到 160Wh/kg, 提升了 10%以上, 接近三元 622 电池包的水平, 且单位成本下降 30%。我们认为在此基础上, 磷酸铁锂的性价比将凸显, 相比三元安全性好、一致性好、循环寿命长等优势有望放大。

风险提示: 合作进度不达预期, 新能源车销量不及预期。

c、降本与市场空间：磷酸铁锂 CTP+电机电控方案降成本，有望率先带动电动车与燃油车接近平价，占领中低端车市场。若磷酸铁锂 CTP 技术落地顺利，我们认为磷酸铁锂的性价比优势将凸显出来，尤其在 450km 以下的中低续航车型。我们认为特斯拉的成功有望率先带动高端电动车放量，但未来新能源汽车市场不仅在 20 万以上的区间，对于乘用车市场，中型和中大型车销量占比约 25%左右，而紧凑型及以下车型销量占比 75%左右，在新能源汽车从 4%到 20%渗透过程中，仅依赖高价车渗透从而达到 500 万台销量目标是不够的，而磷酸铁锂 CTP 方案的落地，在大幅补足铁锂短板的前提下，有望率先实现中低价位车型接近与燃油车平价。随着降成本方案如期落地，我们估算相比 19 年磷酸铁锂 CTP+电机电控方案降本幅度或超过单车 2 万元，公司在三电系统上将建立较强的成本优势。

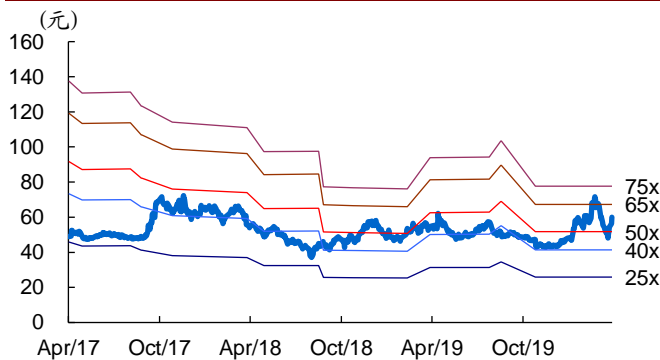
d、业务分拆，对外开放：掌握三电核心技术，分拆有望带动价值重估。公司在积极有序推进优质板块分拆上市，IGBT、动力电池等板块有望在未来 2-3 年分拆后陆续上市，带来价值重估空间；公司 IGBT 技术得到国际认证，有望打破国外高端产品技术垄断；同时，公司积极推动动力电池等核心零部件对外开放，如与丰田深度合作、与海外整车厂接触合作，是对技术实力的证明。

投资策略与风险提示

我们看好公司长期发展，在电动车领域及核心三电技术方面具备核心竞争力。我们认为 19 年下半年是公司盈利底部，未来盈利有望逐步改善。维持“强烈推荐-A”评级。

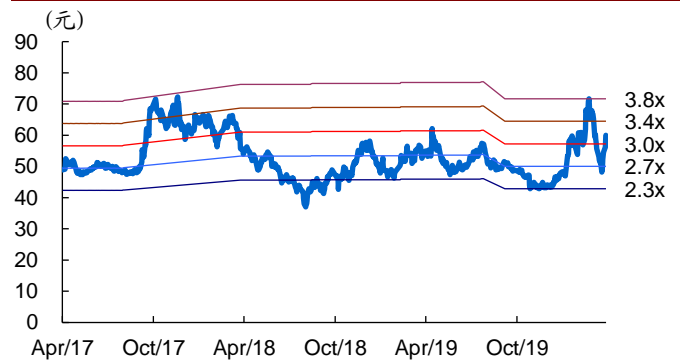
风险提示：合作进度不达预期，新能源车销量不及预期。

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	105193	116112	132276
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	44685	49600	57040
其它应收款	825	1010	992	1101	1267
存货	19873	26330	25899	28862	33073
其他	13229	25534	25075	27835	32008
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	185761	193594	207135
流动负债	104997	116569	99696	104597	113422
短期借款	35775	37789	24332	22688	22215
应付账款	23320	25142	24739	27569	31592
预收账款	4700	2	2	3	3
其他	41202	53636	50624	54336	59612
长期负债	13145	17308	23308	23308	23308
长期借款	6369	6848	12848	12848	12848
其他	6776	10461	10461	10461	10461
负债合计	118142	133877	123005	127905	136730
股本	2728	2728	2728	2728	2728
资本公积金	29630	28129	28129	28129	28129
留存收益	22646	24341	25953	28246	31933
少数股东权益	4953	5496	5946	6586	7615
归属于母公司所有者权益	55004	55198	56811	59103	62791
负债及权益合计	178099	194571	185761	193594	207135

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	6368	12523	18254	10038	8672
净利润	4066	2780	1613	2292	3687
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)	4576	(4207)	(6696)
其它	688	891	449	642	1033
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	(12764)	(3867)	(2497)
借款变动	14538	4371	(9940)	(1643)	(473)
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)	0	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

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	105915	130055	127714	141762	163027
营业成本	85775	108725	106981	119222	136616
营业税金及附加	1329	2146	2107	2339	2690
营业费用	4925	4729	4853	5245	5706
管理费用	6786	3760	2536	3272	4400
研发费用		4989	5127	5234	5382
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	2268	3208	5191
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	2318	3258	5241
所得税	704	829	255	326	524
净利润	4917	3556	2063	2932	4717
少数股东损益	850	776	450	640	1029
归属于母公司净利润	4066	2780	1613	2292	3687

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	2%	23%	-2%	11%	15%
营业利润	-10%	-22%	-47%	41%	62%
净利润	-20%	-32%	-42%	42%	61%
获利能力					
毛利率	19.0%	16.4%	16.2%	15.9%	16.2%
净利率	3.8%	2.1%	1.3%	1.6%	2.3%
ROE	7.4%	5.0%	2.8%	3.9%	5.9%
ROIC	6.1%	5.1%	4.0%	4.6%	5.9%
偿债能力					
资产负债率	66.3%	68.8%	66.2%	66.1%	66.0%
净负债比率	29.2%	26.8%	22.7%	20.9%	19.3%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	4.6	4.7	4.1	4.4	4.4
应收帐款周转率	2.3	2.6	2.7	3.0	3.1
应付帐款周转率	4.0	4.5	4.3	4.6	4.6
每股资料 (元)					
EPS	1.49	1.02	0.59	0.84	1.35
每股经营现金	2.33	4.59	6.69	3.68	3.18
每股净资产	20.16	20.23	20.82	21.66	23.02
每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	40.2	58.8	101.5	71.4	44.4
PB	3.0	3.0	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	5.2	4.7	5.2	4.9	4.4

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。

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。