



2017年08月30日

买入(首次评级)

当前价: 48.42 元
目标价: 60.00 元

汽车及零部件行业研究组

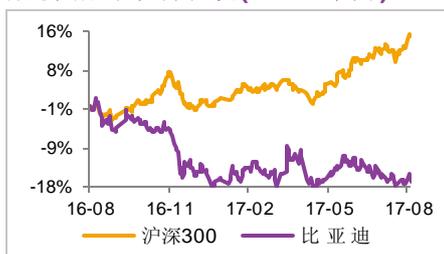
分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 徐昊

电话: 010-64408637
邮箱: xuhao@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1034.7	1207.7	1425.1	1661.9
(+/-)	29%	17%	18%	17%
归母净利润	50.52	54.52	69.46	93.50
(+/-)	79%	13%	35%	34%
EPS(元)	1.88	2.00	2.55	3.43
P/E	26	24	19	14

资料来源: 联讯证券研究院

比亚迪(002594.SZ)

【联讯汽车中报点评】比亚迪：上半年新能源汽车业务受阻，下半年有望恢复性增长

投资要点

◇ 事件：比亚迪公布 2017 年半年度报告

公司公布了 2017 年半年度报告，上半年实现营业收入 450.38 亿元，同比增长 0.20%，归属于上市公司股东的净利润为 17.23 亿元，同比下降 23.75%，基本每股收益为 0.59 元。

点评：

◇ 新能源汽车行业龙头，政策调整影响销量

2017 年上半年国内汽车市场增长速度放缓，总产销量分别为 1352.6 万辆及 1335.4 万辆，同比增长 4.6%和 3.8%，但新能源汽车仍然保持了较高增长水平，今年上半年共售出约 16 万辆，同比增长 31%。公司作为国内新能源汽车的领军企业之一，上半年的市场份额约为 19.5%，旗下的比亚迪 e5、宋等车型持续热销，截止 7 月，比亚迪宋 DM 已经连续三月登顶插电混动汽车销量榜首，并在 7 月以 5069 辆的成绩夺得国内新能源汽车月销量第一名，也刷新了插电混车型的单月销量记录。此外公司的电动公交产品已经在深圳、长沙、武汉等多省市投入运营，整体情况得到肯定。报告期内由于新能源汽车补贴退坡，“三万公里”制度使得补贴收到的周期拉长，政策处于调整期，公司总销量有所下滑，但新能源汽车业务收入仍实现了同比增长，为 157.69 亿元，同比增长 1.97%，占总营收的比例增至 35.01%。未来随着地方补贴政策的不断落实，以及双积分制度的实施，新能源汽车预计将重返高增长时代。

◇ 积极拓展公交领域和海外市场，寻找业绩新增长点

报告期内公司以公交产品突破国际市场，陆续收到全球各地订单，海外市场拓展工作进展顺利，公司国际化程度不断提升。6 月公司与欧洲国际公交运营商 RATP 在伦敦签署谅解备忘录，RATP 计划向比亚迪采购 36 台纯电动大巴，这将使得比亚迪在伦敦运营的电动大巴超过 100 台。7 月公司获得美国洛杉矶大都会交通局的 60 台纯电动大巴订单，金额为 4496 万美元。此外公司还与得澳洲悉尼机场、布里斯班国际机场和以色列海法达成电动巴士订单，将业务拓展至欧洲、北美、澳洲等多地区。

公司在公共交通领域也大力布局，进入轨道交通产业，自主研发并于去年发布的“云轨”产品结合了公司汽车、IT 和新能源多方面的技术优势，上半年陆续接获多个城市的订单，汕头、广安、银川等地的云轨线路已陆续开始建设，年内将正式开始商业化运营。未来国内各城市的轨道交通发展将迎来高峰期，公司有望以此打造新的业务增长点。

◇ 手机部件及组装业务稳定增长，电池业务完善产业链布局

报告期内公司手机部件及组装业务实现营收 182.35 亿元，同比增长 10.09%，占总营收的比例达到 40.49%，成为支撑业绩增长的主要力量。公司能够为客



户提供从整机设计、部件生产到组装的“一站式”服务，涵盖多种消费类电子产品，主要客户包括三星、苹果、华为等多家大型企业。受益于金属部件在智能电子设备中的渗透率提高，金属机壳占总收入的 33%左右，公司将凭借长期积累的经验获得更大的增长。

公司的电池及光伏业务受到光伏产业的市场竞争加剧，光伏新增装机量增速减缓等影响，上半年营收为 36.13 亿元，同比下降 13.43%。在二次充电电池业务上，公司目前拥有 14GWh 产能，主要生产三元锂电池及磷酸铁锂电池，今年年底将达到 16GWh，青海 10GWh 的产能目前也在建设中。比亚迪在动力电池到新能源汽车上形成了完整的产业链布局，从而有效的降低成本。5 月，比亚迪宣布将具有核心技术的动力电池模块向市场供货，标志其业务走向开放，未来将满足更多的外部需求。

◇ 盈利预测和估值

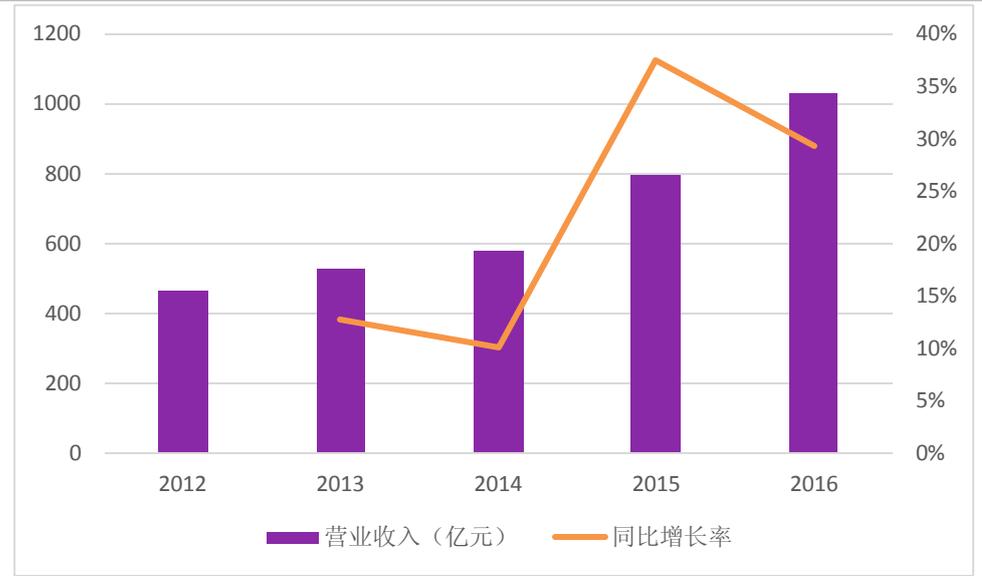
上半年比亚迪受行业宏观因素影响盈利能力有所下降，未来在新能源汽车和动力电池的全产业链布局下公司业绩有望回暖，积极进入海外市场和公共交通领域也将带来新的增长动力，我们预测 2017，2018，2019 年营业收入分别为 1207.7 亿元、1425.1 亿元、1661.9 亿元，归母净利润为 54.52 亿元、69.46 亿元、93.50 亿元，EPS 分别为 2.00 元、2.55 元、3.43 元，当前公司股价为 48.42 元，对应 2017 年、2018 年和 2019 年的 PE 为 24 倍、19 倍、14 倍。综合考虑，给予公司 30 倍 PE，目标价 60 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◇ 风险提示

汽车市场整体放缓，新车推广不及预期。

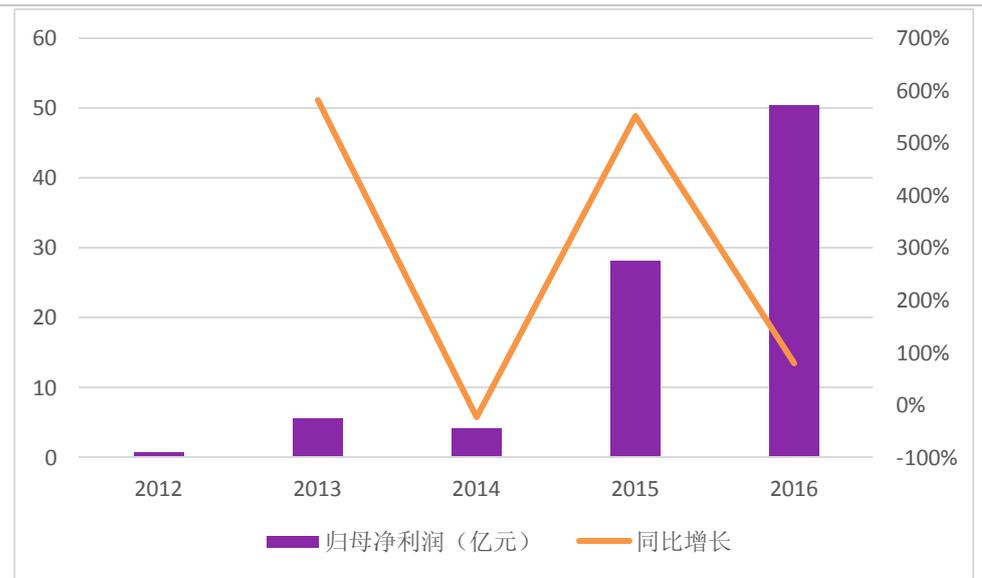


图表 1：公司近五年营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券研究院

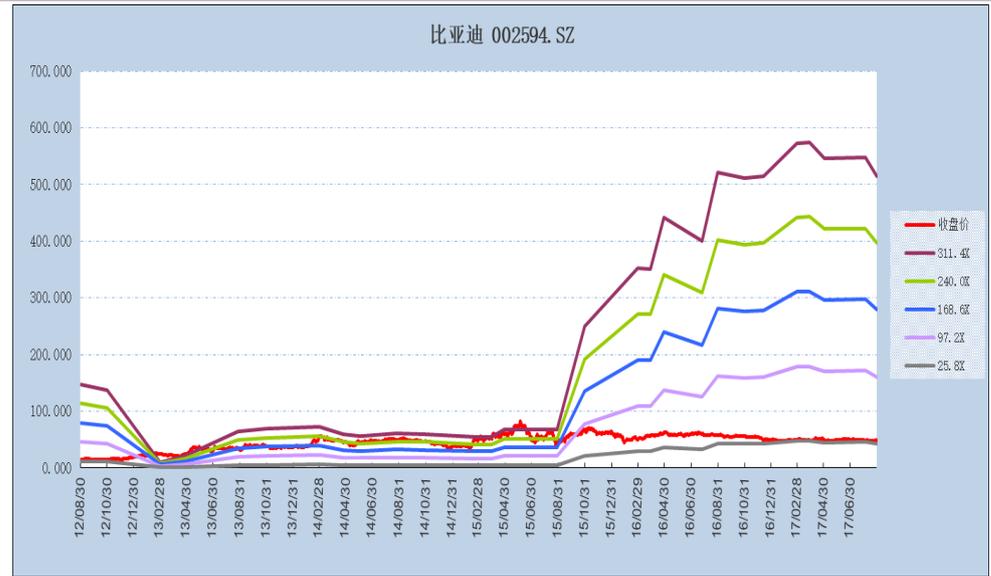
图表 2：公司近五年归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券研究院

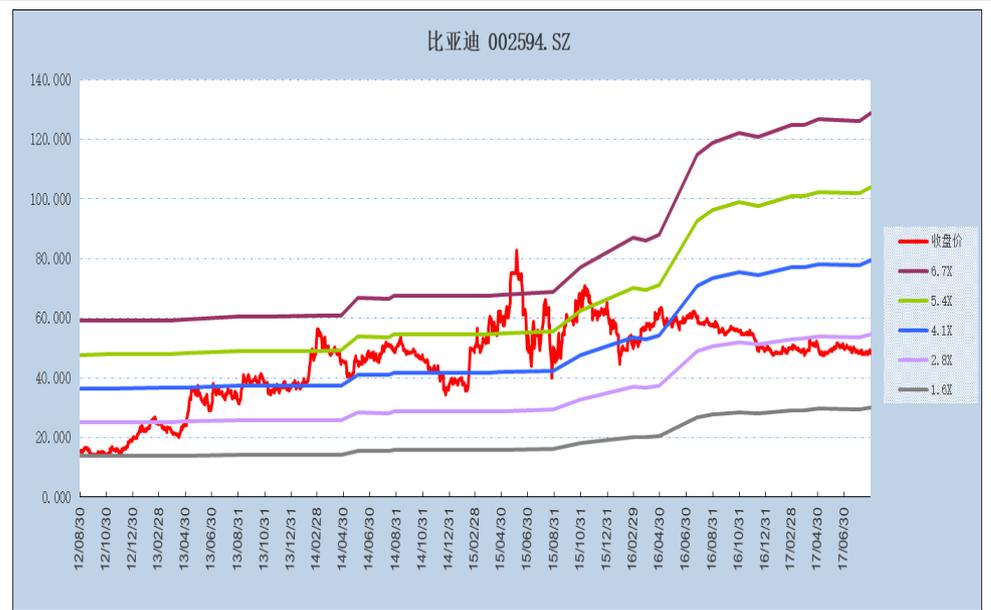


图表 3: P/E Band 图



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表 4: P/B Band 图



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券



附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	78,240	117,360	134,964	161,957	经营活动现金流	-1,846	-3,322	-4,651	2,325
现金	7,694	15,313	26,844	48,662	净利润	5,480	6,088	7,645	10,098
应收账款	41,768	48,753	57,528	67,087	折旧摊销	7,028	7,730	8,503	8,929
其它应收款	563	657	776	905	财务费用	1,222	2,183	2,576	3,004
预付账款	206	343	829	967	投资损失	726	316	679	835
存货	17,378	20,708	24,435	28,495	营运资金变动	11,621	-7,871	-7,458	-3,081
其他	10,631	31,586	24,551	15,841	其它	-27,922	-11,769	-16,596	-17,459
非流动资产	66,831	80,197	96,236	105,860	投资活动现金流	-13,443	-14,115	-17,643	-19,408
长期投资	2,245	2,709	2,980	3,129	资本支出	13,054	15,664	18,797	20,677
固定资产	37,483	46,854	56,225	67,470	长期投资	356	464	271	149
无形资产	8,946	9,533	10,148	11,099	其他	-26,852	-30,244	-36,712	-40,234
其他	18,156	21,101	26,883	24,162	筹资活动现金流	16,270	25,056	33,826	38,900
资产总计	145,071	197,557	231,200	267,817	短期借款	5,066	21,258	18,507	19,432
流动负债	78,318	125,308	150,370	180,444	长期借款	-1,898	970	1,745	1,891
短期借款	25,010	46,268	64,775	84,207	其他	13,102	2,828	13,573	17,576
应付账款	19,501	27,802	34,753	43,441	现金净增加额	982	7,619	11,531	21,817
其他	33,807	51,238	50,842	52,796					
非流动负债	11,344	11,911	12,507	12,507	主要财务比率				
长期借款	4,848	5,818	7,563	9,453	成长能力				
其他	6,496	6,093	4,944	3,053	营业收入	29%	17%	18%	17%
负债合计	89,661	137,219	162,876	192,950	营业利润	88%	14%	30%	33%
少数股东权益	4,153	4,984	5,981	7,177	归属母公司净利润	79%	8%	27%	35%
归属母公司股东权益	51,256	55,354	62,343	67,689	获利能力				
负债和股东权益	145,071	197,557	231,200	267,817	毛利率	20%	20%	21%	22%
					净利率	5%	5%	5%	6%
					ROE	12%	11%	12%	14%
					ROIC				
					偿债能力				
					资产负债率	62%	69%	70%	72%
					净负债比率				
					流动比率	100%	94%	90%	90%
					速动比率	78%	77%	74%	74%
					营运能力				
					总资产周转率	0.79	0.70	0.66	0.67
					应收账款周转率	3.27	2.67	2.68	2.67
					应付账款周转率	4.33	4.07	3.61	3.34
					每股指标(元)				
					每股收益	1.88	2.00	2.55	3.43
					每股经营现金	-0.68	-1.22	-1.70	0.85
					每股净资产	20.31	22.12	25.04	27.44
					估值比率				
					P/E	26.43	24.23	19.02	14.13
					P/B	2.45	2.19	1.93	1.76
					EV/EBITDA	14.36	17.46	15.47	13.39

利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	103,470	120,773	142,512	166,191
营业成本	82,401	96,197	113,055	130,395
营业税金及附加	1,512	1,765	2,082	2,428
营业费用	4,196	4,898	5,202	6,066
管理费用	6,843	7,987	9,425	10,990
财务费用	1,222	2,183	2,576	3,004
资产减值损失	566	622	685	753
公允价值变动收益	-18	9	18	-9
投资净收益	-726	-316	-679	-835
营业利润	5,986	6,815	8,827	11,711
营业外收入	844	788	698	814
营业外支出	262	306	361	421
利润总额	6,568	7,297	9,163	12,104
所得税	1,088	1,209	1,518	2,006
净利润	5,480	6,088	7,645	10,098
少数股东损益	428	636	699	748
归属母公司净利润	5,052	5,452	6,946	9,350
EBITDA	15,151	14,545	17,330	20,640
EPS（元）	1.88	2.00	2.55	3.43

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王凤华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com