



2017年10月30日

## 买入(维持评级)

当前价: 62.53 元  
目标价: 70.00 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

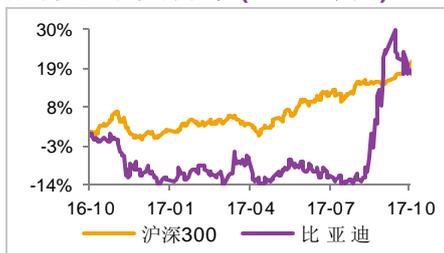
研究助理: 徐昊

电话: 010-66235635  
邮箱: xuhao@lxsec.com

联系人: 高通

邮箱: gaotong@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	31	25	18

资料来源: 联讯证券研究院

## 比亚迪(002594.SZ)

# 【联讯汽车季报点评】比亚迪：新车型上市表现抢眼，云轨业务前途光明

### 投资要点

◇ 事件：比亚迪公布 2017 年第三季度报告

公司公布了 2017 年第三季度报告，前三季度实现营业收入 739.32 亿元，同比增长 1.56%，归属于上市公司股东的净利润为 27.91 亿元，同比下降 23.82%，基本每股收益为 0.96 元。

点评：

◇ 归母公司净利润下降，投资收益有所改善

2017 前三季度归属于上市公司股东的净利润为 27.91 亿元，同比下降 23.82%；其他流动负债较上期增长 120.77%，主要是由于本期增加合营公司，未实现利润中应予抵消的相应份额超过长期股权投资账面价值的部分确认为递延收益所致；今年的财务费用 16.27 亿元，同比上期增长 64.34%，是由于利息支出增加及汇率变动影响所致；年初至本报告期末的投资收益减少了 1.20 亿，同比减少 60.90%，考虑到上期处置子公司产生的投资亏损，今年有所改善；经营活动产生的现金流量净额 6.96 亿元，较上期增长 124.60%，主要是是购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。

◇ 成本优势缓冲补贴退坡影响，新车型上市表现抢眼

随着地方补贴政策的不断落实和双积分制度的实施，以及新能源汽车推广目录的陆续发布，在第三季度，比亚迪新能源汽车的销量逐渐放量，报告期内新能源汽车销量突破 3 万辆，相当于上半年的销量总和。尽管补贴退坡给市场上的新能源汽车不少的压力，但是比亚迪在成本方面具有较大优势，依靠促销力度销量成绩靓丽。比亚迪在逐步减少对政策发展的依赖，我们看好第四季度新能源汽车的表现。9 月，比亚迪发布宋 MAX，售价 7.99 万-11.99 万元，上市不久便表现抢眼，有望在第四季度带动 SUV 整体销量。此外，比亚迪旗下宋 DM、唐等车型持续热销。截至 9 月，在插电混动汽车市场，比亚迪秦、唐、宋车型占据了 66% 的细分市场份额。

◇ 云轨项目正式运行，寻找业绩新增长点

9 月 1 日，公司在银川的云轨项目正式通车并交付运营，全长 6 公里左右，建设工期仅 130 天，建造成本只有地铁的 1/5，建造时间是地铁的 1/3，适合大型城市的支线和中小型城市的主干线。同期建造的广安、汕头有望在年底完成通车，公司还接获超过 10 个城市的意向订单，预计未来将陆续开工建设。随着国内各地云轨的建设完工，预计第四季度集团云轨业务将带来较大的收入和利润贡献。比亚迪表示，云轨业务将成为公司未来的业务发展重心，国内各城市轨道交通将迎来高峰发展，公司也有望在未来打造新的业务增长点。此外，云轨在海外市场也表现良好，三季度期间，比亚迪已与菲律宾伊洛伊洛市、埃及亚历山大市签订合作协议，将完成海外的单轨建设。



#### ◇ 手机部件及组装业务发展稳定，电池业务逐步对外销售

手机部件及组装业务方面，金属部件业务继续保持良好的发展势头，为集团带来良好的利润贡献。在电池业务，比亚迪表示，目前公司所有的 PHEV 乘用车都已使用三元电池，未来公司的规划可能除公共交通领域还会继续使用磷酸铁锂电池外，其他的新车型都会使用三元电池。目前，比亚迪动力电池在满足内部需求的同时利用产能富余对外销售，在工信部发布的第七批新能源汽车推荐目录上，北京华林特装车有限公司配套比亚迪动力电池上榜，在一定程度上提升公司盈利。

#### ◇ 比亚迪汽车均价逐年上升，趋向高端产品市场

比亚迪近五年来的汽车均价呈逐步上升的趋势。这是由于比亚迪逐渐向高端市场迈进。比亚迪在新能源汽车方面一直处于国内领先地位，很早就与戴姆勒联手研发新型电动车，并且还一起推出新品牌的传统车型。比亚迪的科技表现也十分亮眼，其首创的 DM 双模混动技术、遥控驾驶、全时电四驱、双向逆变充放电等技术让比亚迪坐稳新能源汽车行业领导地位，例如主打车型比亚迪唐动力强劲、高效节能，电池续航技术也是在国际上领先。

#### ◇ 盈利预测和估值

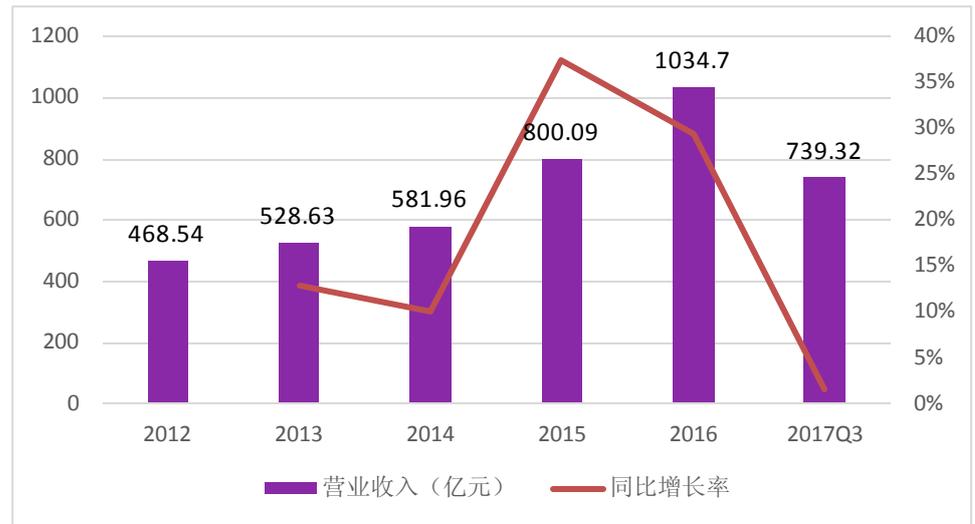
我们预测 2017，2018，2019 年营业收入分别为 1207.7 亿元、1425.1 亿元、1661.9 亿元，归母净利润为 54.52 亿元、69.46 亿元、93.50 亿元，EPS 分别为 2.00 元、2.55 元、3.43 元，当前公司股价为 62.53 元，对应 2017 年、2018 年和 2019 年的 PE 为 31 倍、25 倍、18 倍。综合考虑，给予公司 35 倍 PE，上调目标价至 70 元，维持“买入”评级。

#### ◇ 风险提示

汽车市场整体放缓，新车推广不及预期。

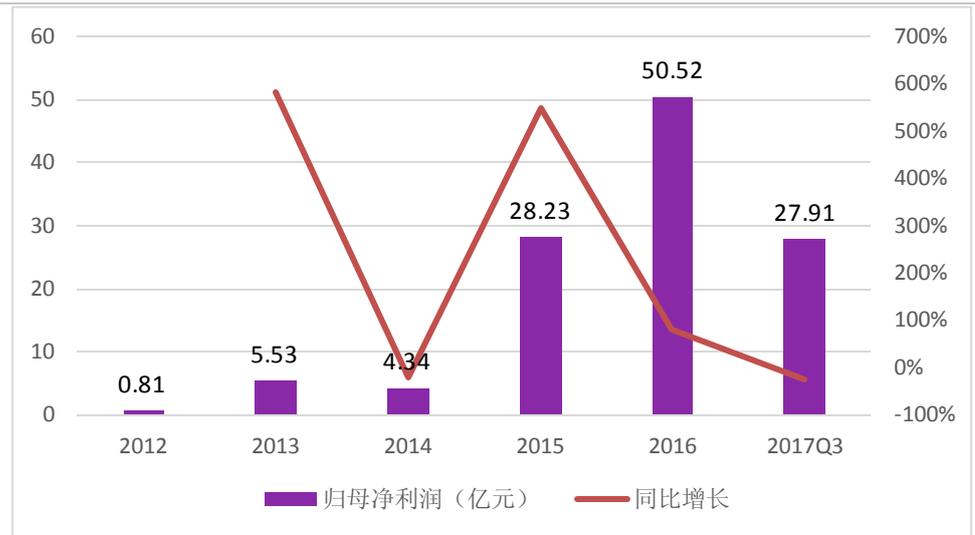


图表 1：公司近五年营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券研究院

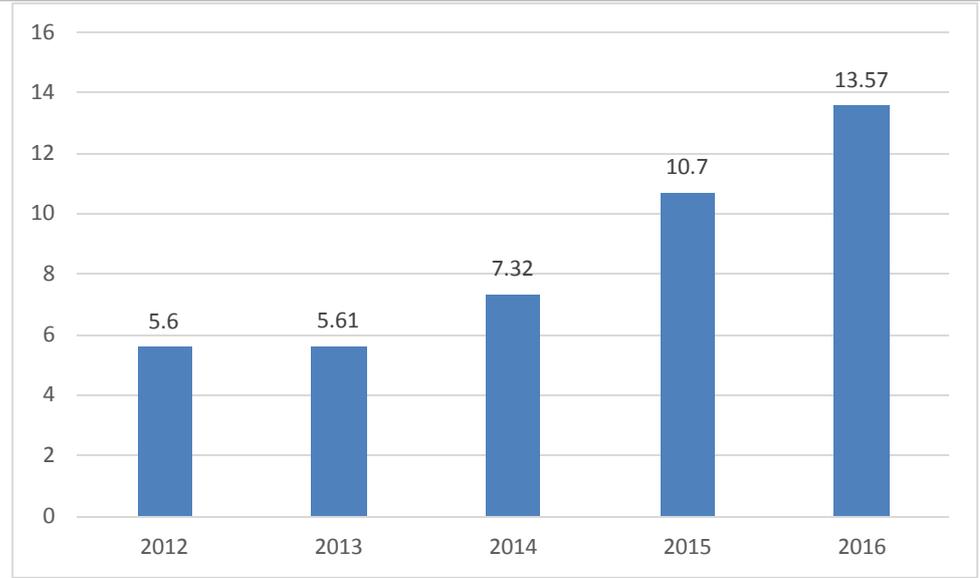
图表 2：公司近五年归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券研究院

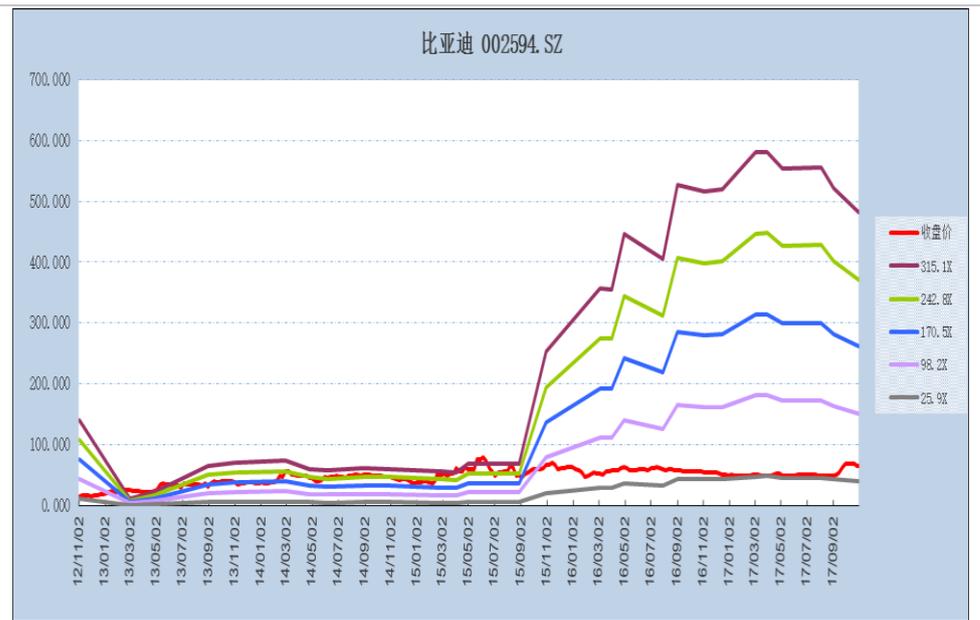


图表 5：公司近五年汽车均价（单位：万元）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

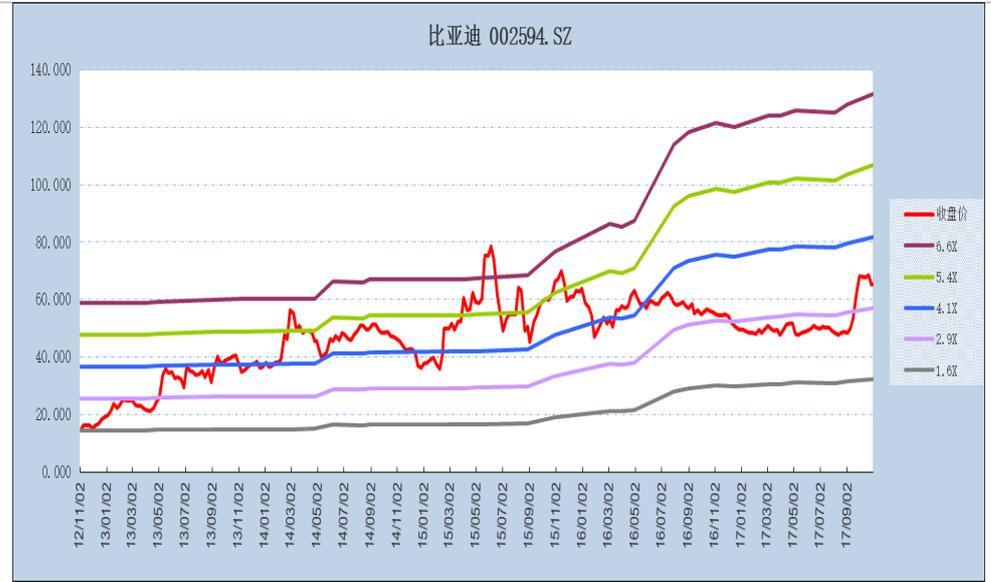
图表 3：P/E Band 图



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	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	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	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
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%
<b>利润表</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	ROE	12%	11%	12%	14%
营业收入	103,470	120,773	142,512	166,191	ROIC				
营业成本	82,401	96,197	113,055	130,395	偿债能力				
营业税金及附加	1,512	1,765	2,082	2,428	资产负债率	62%	69%	70%	72%
营业费用	4,196	4,898	5,202	6,066	净负债比率				
管理费用	6,843	7,987	9,425	10,990	流动比率	100%	94%	90%	90%
财务费用	1,222	2,183	2,576	3,004	速动比率	78%	77%	74%	74%
资产减值损失	566	622	685	753	营运能力				
公允价值变动收益	-18	9	18	-9	总资产周转率	0.79	0.70	0.66	0.67
投资净收益	-726	-316	-679	-835	应收账款周转率	3.27	2.67	2.68	2.67
营业利润	5,986	6,815	8,827	11,711	应付账款周转率	4.33	4.07	3.61	3.34
营业外收入	844	788	698	814	每股指标(元)				
营业外支出	262	306	361	421	每股收益	1.88	2.00	2.55	3.43
利润总额	6,568	7,297	9,163	12,104	每股经营现金	-0.68	-1.22	-1.70	0.85
所得税	1,088	1,209	1,518	2,006	每股净资产	20.31	22.12	25.04	27.44
净利润	5,480	6,088	7,645	10,098	估值比率				
少数股东损益	428	636	699	748	P/E	26.43	31.29	24.56	18.24
归属母公司净利润	5,052	5,452	6,946	9,350	P/B	2.45	2.83	2.50	2.28
EBITDA	15,151	14,545	17,330	20,640	EV/EBITDA	14.36	20.11	17.69	15.26
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	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@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](http://www.lxsec.com)