

汽车

比亚迪 (002594.SZ)

维持评级

报告原因：半年报点评

受益补贴过渡期与车型全面更新，营收持续高增长

增持

2019年8月22日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年8月22日

收盘价(元):	62.18
年内最高/最低(元):	46.42
流通A股/总股本(亿):	11.41/27.28
流通A股市值(亿):	573
总市值(亿):	1370

基础数据：2019年8月22日

基本每股收益	0.49
每股净资产(元):	19.17
净资产收益率(%):	2.60

分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：

张 湃：0351-8686775

李召麒：010-83496307

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

比亚迪发布2019年上半年业绩报告，报告期内，公司营业收入621.84亿元，同比增长14.84%；归属于上市公司股东净利润为14.55亿元，同比增长203.61%。

事件点评

营业收入稳定增长，利润大幅度增加。在2019年上半年车市整体不好的情况下，公司仍保持了较为稳定的营收增长，同比增长14.84%。营业利润17.89亿元，同比增长82.45%，受益于销售费用与财务费用的下降，利润增速较为明显。细分来看，销售毛利率与净利率整体较为稳定，销售费用有所下降，管理费用保持不变，整体利润提升来自于汽车销量的增加。

产销大幅拉升，新能源汽车表现亮眼。根据近半年公司产销数据，公司继续保持了较高幅度销售增幅。一方面受益于车型的全面更新，另一方面，前六个月与后六个月的新能源补贴金额有一定差别，存在一定的抢装情况。市场占有率方面，公司仍保持40%左右的市场份额，远高于竞争对手。

车型全面更新，促进销量提升。今年推出或更新了比亚迪e1、比亚迪唐燃油六座版、唐DM六座版、唐EV、秦Pro、新款宋MAX、宋MAX DM、元EV535等车型，新车发布周期会带动销量的提升。细分来看，唐DM、元EV、秦EV、宋EV销量增幅较大，其中宋MAX、元EV、E5、唐DM贡献了主要的销量。分车型看，SUV车型销量增速较快，轿车与MPV销量有所下降。

手机产业利润下降，拖累整体盈利。2019年上半年，公司手机业务收入233.23亿元，比去年同期增长了3.45%，但成本增加了6.81%，毛利12.73亿元，毛利减少15.73%，整体毛利率下降2.76%，拖累了整体盈利。

投资建议：比亚迪作为新能源汽车行业龙头，乘用车国内市占率第一，新能源客车市场占有率第二，龙头优势明显。同时，公司具有垂直产业链优势，掌握电池、电机电控、充电设施以及整车技术，新能源整车覆盖乘用车各车型以及新能源客车，产品齐全，性能优异，成本优势明显。在技术方面，比亚迪也获得了多项重大突破，特别是在电机电控领域，比亚迪发布了





<http://www.i618.com.cn>

IGBT4.0 技术，领先于市场主流产品，成为国内电控邻域的绝对龙头。公司在技术与视察过占有率方面保持行业领先地位。

由于 2019 年上半年补贴高于下半年，上半年销量仍能保持较高增速，利润同比增加较多，考虑到下半年补贴的下滑与去年同期较高的销量，下半年利润增速或有所下滑，下半年销量增幅或有所回落。全年累计来看仍能有较高的销量增幅。

在此基础上，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.25、1.63、1.63，对应公司 2019 年 8 月 22 日收盘价 50.21 元，公司 2019-2021 年 PE 分别为 40.07、30.84、30.78，维持公司“增持”评级。

存在风险：行业政策大幅调整；整体车市销量下滑。

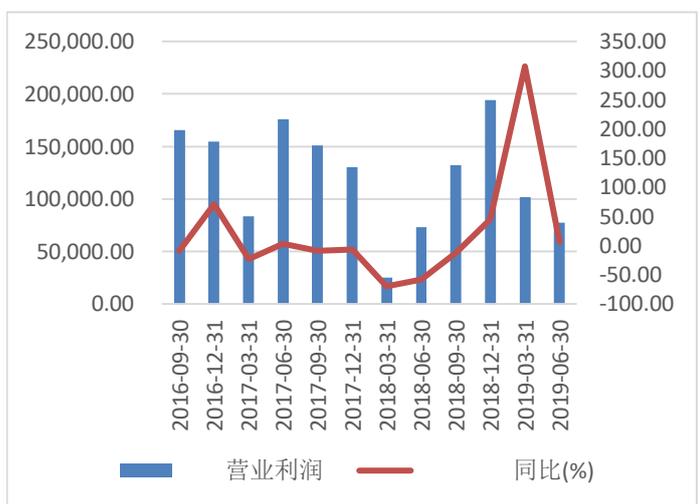
1、事件描述

8月21日晚，比亚迪发布2019年上半年业绩报告，报告期内，公司营业收入621.84亿元，同比增长14.84%；归属于上市公司股东净利润为14.55亿元，同比增长203.61%。

2、营业收入稳定增长，同比利润大幅度增加

在2019年上半年车市整体不好的情况下，公司仍保持了较为稳定的营收增长，同比增长14.84%。营业利润17.89亿元，同比增长82.45%，受益于销售费用与财务费用的下降，利润增速较为明显。细分来看，销售毛利率与净利率整体较为稳定，销售费用有所下降，管理费用保持不变，整体利润提升来自于汽车销量的增加。

图1：营业利润（万元），同比（%）



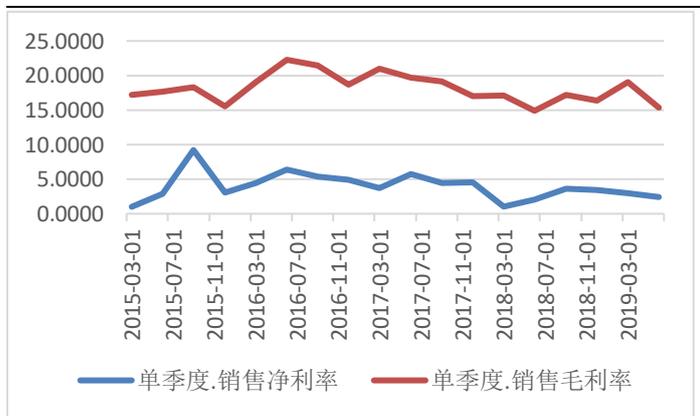
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图2：营业总收入（万元），同比（%）



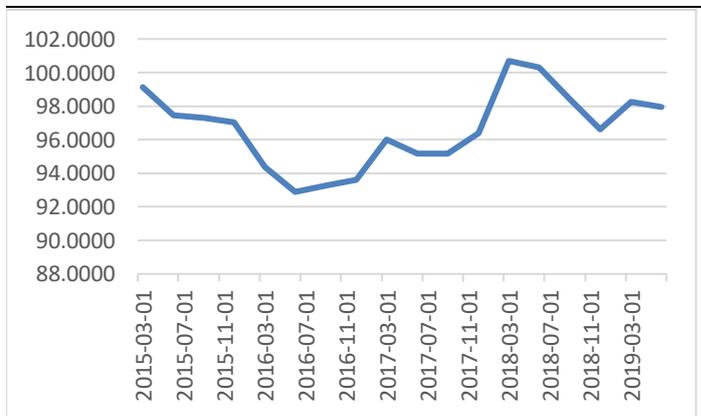
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图3：销售净利率/毛利率（%）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图4：单季度营业总成本/营业总收入（%）



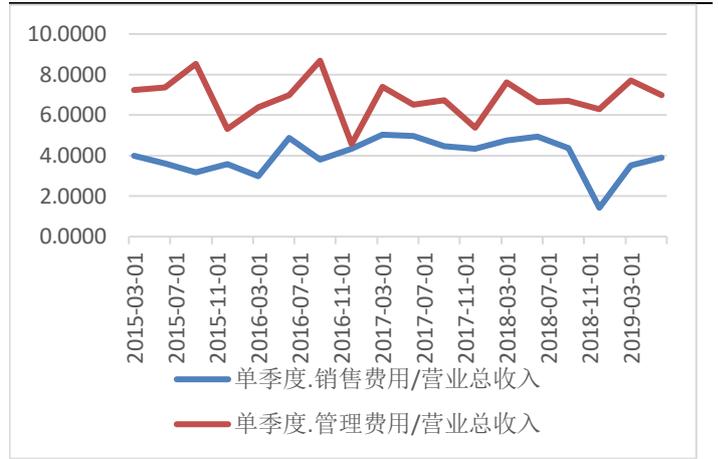
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 5：营业收入同比增长率（%）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 6：销售费用、管理费用（%）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

3.产销大幅拉升，新能源汽车表现亮眼

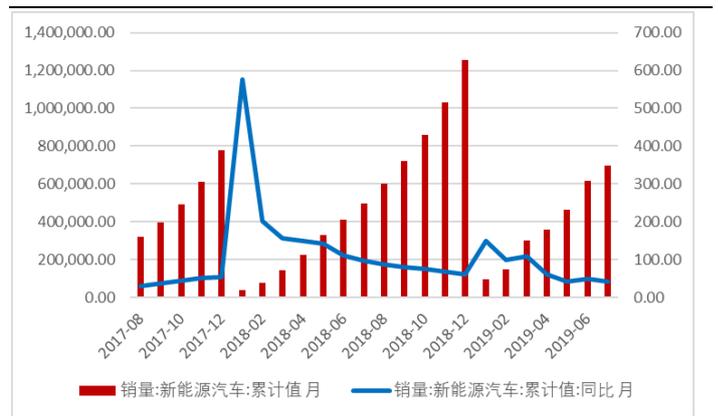
根据近半年公司产销数据，公司继续保持了较高幅度销售增幅。一方面受益于车型的全面更新，另一方面，前六个月与后六个月的新能源补贴金额有一定差别，存在一定的抢装情况。市场占有率方面，公司仍保持 40%左右的市场份额，远高于竞争对手。

图 7：新能源汽车销量情况（辆，%）



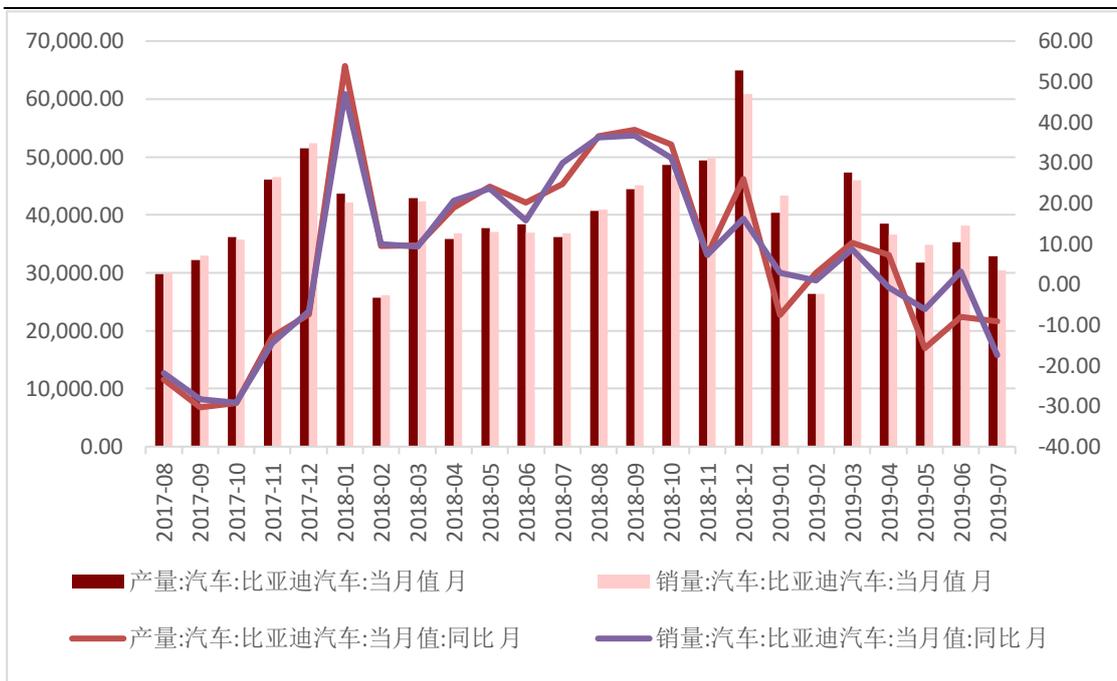
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 8：新能源汽车累计销量情况（辆，%）



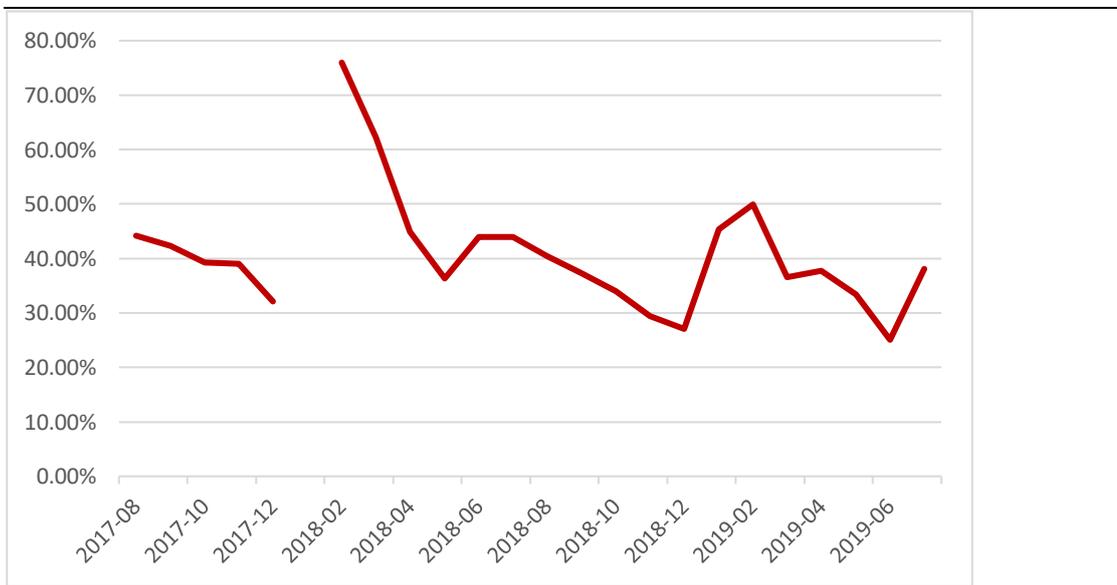
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 9：比亚迪车销量情况（辆，%）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 10：比亚迪新能源市场占有率



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

4.车型全面更新，促进销量提升

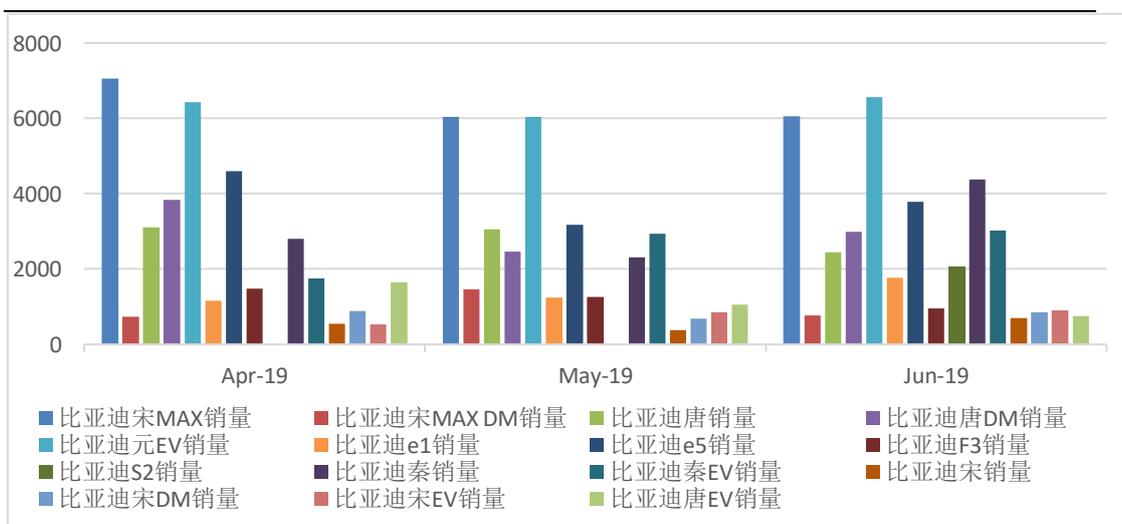
分车型看，SUV 车型销量增速较快，轿车与 MPV 销量有所下降。今年推出或更新了比亚迪 e1、比亚迪唐燃油六座版、唐 DM 六座版、唐 EV、秦 Pro、新款宋 MAX、宋 MAX DM、元 EV535 等车型，新车发布周期会带动销量的提升。细分来看，唐 DM、元 EV、秦 EV、宋 EV 销量增幅较大，其中宋 MAX、元 EV、E5、唐 DM 贡献了主要的销量。

图 11：比亚迪细分车型销量



数据来源：搜狐汽车，山西证券研究所

图 12：比亚迪细分销量



数据来源：搜狐汽车，山西证券研究所

表 1：比亚迪细分车型销量

项目	Jun-19	May-19	Apr-19	2019-6 同比	2019-6 环比	1-6 月累计
比亚迪宋 MAX 销量	6053	6037	7059	---	0.27%	2.67 万
比亚迪宋 MAX DM 销量	775	1464	735	---	-47.06%	0.30 万
比亚迪唐销量	2442	3057	3102	---	-20.12%	1.24 万
比亚迪唐 DM 销量	2996	2458	3833	198.11%	21.89%	2.42 万
比亚迪元 EV 销量	6566	6044	6428	225.37%	8.64%	4.35 万
比亚迪 e1 销量	1762	1249	1157	---	41.07%	0.42 万
比亚迪 e5 销量	3793	3173	4602	-6.28%	19.54%	2.61 万
比亚迪 F3 销量	954	1253	1482	-79.47%	-23.86%	1.07 万
比亚迪 S2 销量	2061	0	0	---	---	0.21 万
比亚迪秦销量	4381	2317	2803	-4.88%	89.08%	1.98 万
比亚迪秦 EV 销量	3016	2936	1753	205.57%	2.72%	1.07 万
比亚迪宋销量	696	383	546	-73.47%	81.72%	0.60 万
比亚迪宋 DM 销量	852	685	887	---	24.38%	0.35 万
比亚迪宋 EV 销量	907	849	525	151.94%	6.83%	0.42 万
比亚迪唐 EV 销量	759	1061	1651	---	-28.46%	0.51 万

数据来源：搜狐汽车，山西证券研究所

图 13：比亚迪汽车销量占比

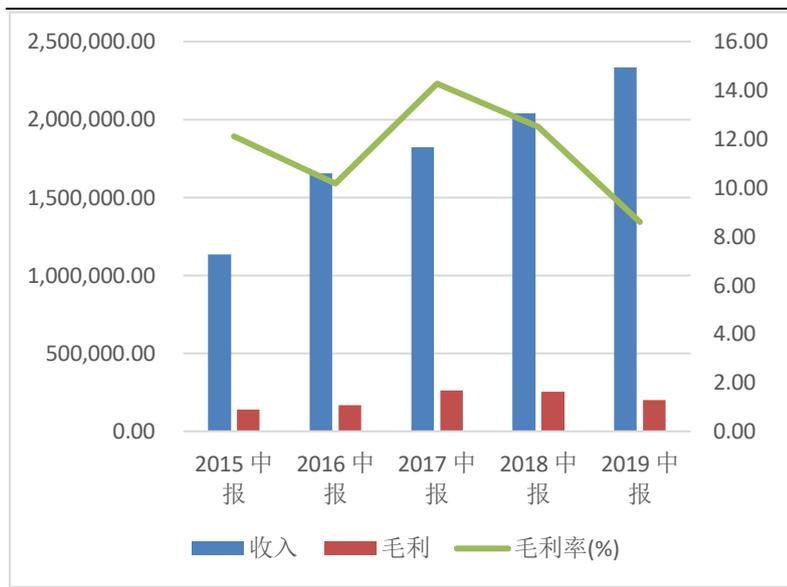


数据来源：搜狐汽车，山西证券研究所

5.手机产业利润下降，拖累整体盈利

2019年上半年，公司手机业务收入233.23亿元，比去年同期增长了3.45%，但成本增加了6.81%，毛利12.73亿元，毛利减少15.73%，整体毛利率下降2.76%，拖累了整体盈利。

图 14：比亚迪手机业务营收



数据来源：搜狐汽车，山西证券研究所

6.盈利预测及投资建议

比亚迪作为新能源汽车行业龙头，乘用车国内市占率第一，新能源客车市场占有率第二，龙头优势明显。同时，公司具有垂直产业链优势，掌握电池、电机电控、充电设施以及整车技术，新能源整车覆盖乘用车各车型以及新能源客车，产品齐全，性能优异，成本优势明显。在技术方面，比亚迪也获得了多项重大突破，特别是在电机电控邻域，比亚迪发布了 IGBT4.0 技术，领先于市场主流产品，成为国内电控邻域的绝对龙头。公司在技术与视察市场占有率方面保持行业领先地位。

由于2019年上半年补贴高于下半年，上半年销量仍能保持较高增速，利润同比增加较多，考虑到下半年补贴的下滑与去年同期较高的销量，下半年利润增速或有所下滑，下半年销量增幅或有所回落。全年累计来看仍能有较高的销量增幅。

在此基础上，预计公司2019-2021年EPS分别为1.25、1.63、1.63，对应公司2019年8月22日收盘价50.21元，公司2019-2021年PE分别为40.07、30.84、30.78，维持公司“增持”评级。



表 2：重要财务数据（百万元）

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	130054.7	152853.3	178838.4	209777.4
收入同比(%)	22.8%	17.5%	17.0%	17.3%
归属母公司净利润	2780.2	3418.4	4441.8	4449.8
净利润同比(%)	-31.6%	23.0%	29.9%	0.2%
每股收益(元)	1.02	1.25	1.63	1.63
P/E	49.27	40.07	30.84	30.78
P/B	2.48	2.40	2.26	2.15

数据来源：wind，山西证券研究所

5.存在风险

- 1) 行业政策大幅调整；
- 2) 整体车市销量下滑；

注：对应 2019 年 8 月 22 日市场数据

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	115,210.6	153,333.3	213,259.8	276,374.0	营业收入	130054.7	152853.3	178838.4	209777.4
现金	13,052.1	0.0	851.4	16,282.1	营业成本	108725.3	130689.6	152906.8	179359.7
应收账款	50,293.9	65,903.1	78,420.3	87,852.3	营业税金及附加	2145.6	2476.2	2718.3	3188.6
其他应收款	1,010.4	1,070.3	1,345.2	1,558.8	销售费用	4729.5	6328.1	7403.9	8684.8
预付账款	358.8	477.9	676.6	539.4	管理费用	3760.4	5946.0	5168.4	6062.6
存货	26,857.5	30,588.6	36,611.3	43,076.9	财务费用	2997.1	2777.1	4328.8	6137.0
其他流动资产	23,637.9	55,293.5	95,355.0	127,064.5	资产减值损失	686.4	-12.9	184.3	193.1
非流动资产	79,360.5	81,818.0	83,112.8	84,519.2	公允价值变动收益	-5.5	34.1	14.4	-21.0
长期投资	3,560.9	2,956.8	3,194.2	3,237.3	投资净收益	248.4	-227.9	-61.8	-13.8
固定资产	44,288.4	47,325.2	59,614.4	57,899.3	营业利润	4241.8	4455.4	6080.4	6116.9
无形资产	11,313.8	10,105.5	9,245.3	8,454.9	营业外收入	229.9	451.1	451.1	451.1
其他非流动资产	20,197.4	21,430.5	11,058.9	14,927.8	营业外支出	86.1	139.1	139.1	139.1
资产总计	194,571.1	235,151.3	296,372.6	360,893.3	利润总额	4385.6	4767.4	6392.4	6429.0
流动负债	116,569.0	154,969.1	209,572.7	267,673.8	所得税	829.4	715.1	958.9	964.3
短期借款	37,789.0	60,777.4	96,194.6	137,991.0	净利润	3556.2	4052.3	5433.6	5464.6
应付账款	25,142.1	32,227.1	38,211.6	43,509.0	少数股东损益	776.0	633.8	991.8	1014.9
其他流动负债	53,637.9	61,964.6	75,166.5	86,173.9	归属母公司净利润	2780.2	3418.4	4441.8	4449.8
非流动负债	17,308.1	17,090.3	19,132.8	21,376.6	EBITDA	19649.1	11186.7	15345.2	17302.0
长期借款	6,847.6	6,847.6	6,847.6	6,847.6	EPS (元)	1.0	1.3	1.6	1.6
其他非流动负债	10,460.5	10,242.7	12,285.2	14,529.0					
负债合计	133,877.1	172,059.4	228,705.5	289,050.4	主要财务比率				
少数股东权益	5,495.7	6,129.5	7,121.3	8,136.2	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	2,728.1	2,728.1	2,728.1	2,728.1	成长能力				
资本公积	24,524.4	26,994.7	26,743.0	26,087.4	营业收入	22.79%	17.53%	17.00%	17.30%
留存收益	24,340.6	27,239.5	31,074.6	34,891.1	营业利润	-21.60%	5.04%	36.47%	0.60%
归属母公司股东权益	55,198.3	56,962.4	60,545.8	63,706.6	归属于母公司净利润	-31.63%	22.96%	29.94%	0.18%
负债和股东权益	194,571.1	235,151.3	296,372.6	360,893.3	获利能力				
					毛利率(%)	16.40%	14.50%	14.50%	14.50%
					净利率(%)	2.14%	2.24%	2.48%	2.12%
					ROE(%)	5.86%	6.42%	8.03%	7.61%
					ROIC(%)	6.57%	6.42%	6.71%	6.11%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	68.81%	73.17%	77.17%	80.09%
					净负债比率(%)	80.04%	118.37%	132.72%	132.44%
					流动比率	0.99	0.99	1.02	1.03
					速动比率	0.76	0.79	0.84	0.87
					营运能力				
					总资产周转率	0.70	0.71	0.67	0.64
					应收账款周转率	2.57	2.68	2.52	2.57
					应付账款周转率	5.37	5.33	5.08	5.13
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.02	1.25	1.63	1.63
					每股经营现金流(最新摊薄)	4.59	-9.57	-8.71	-5.07
					每股净资产(最新摊薄)	20.23	20.88	22.19	23.35
					估值比率				
					P/E	49.3	40.1	30.8	30.8
					P/B	2.5	2.4	2.3	2.2
					EV/EBITDA	9.35	19.30	16.37	16.03

数据来源：wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

