

投资评级：增持(维持评级)

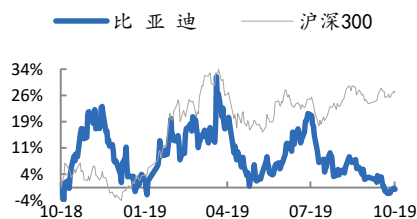
 当前价格(元): 43.96
合理价格区间(元): 50~53

证券分析师
韩伟琪

 资格编号: S0120518020002
电话: 021-68761616-6160
邮箱: hanwq@tebon.com.cn

联系人
申屠旺

 电话: 021-68761616-6416
邮箱: shentuw@tebon.com.cn

市场表现


指标	1M	2M	3M
沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-2.9	-4.0	-17.6
相对涨幅 (%)	-4.4	-7.1	-19.1

资料来源: 德邦研究所

相关研究

Q4 预计盈利承压, 不改龙头地位

比亚迪(002594)

投资要点:

- 事件:** 公司发布三季报, 1-9月累计营业收入938.22亿元, 同比增长5.44%; 归母净利润15.74亿元, 同比增长3.09%; 扣非净利润为5.87亿元, 同比增长455.83%。其中, Q3净利润1.197亿元, 同比下降88.58%。公司预计2019年全年实现归母净利润15.84亿元-17.74亿元, 同比下滑36.2%-42.3%。

新能源汽车销量下滑, 补贴退坡影响盈利。 公司Q3新能源汽车销量46,967辆, 同比下降31.47%, Q3是补贴退坡后的第一个季度, 车市整体的低迷和补贴退坡影响的叠加, 使得公司新能源车销量承压。公司仅在新车型上有一定程度的提价, 用承担补贴差额的方式来保住市场份额, 利润空间进一步压缩。商用车方面, 电动客车销量同比下降较大, 主要由于行业景气度降低和补贴退坡的影响。

毛利率有所下滑, 期间费用率稳定。 公司Q3毛利率13.86%, 环比-1.48%, 同比-3.35%。毛利率下滑主要由于汽车业务的毛利率下降所致。Q3期间费用率12.6%, 同比-0.9%, 其中销售费率3.3%, 同比-1.1%, 管理费率3.4%, 同比+0.8%, 研发费用率4.2%, 同比+0.2%, 财务费率1.6%, 同比-0.9%。

新能源车型逐步完善, 长期看好新能源发展空间。 短期来看, 汽车行业持续低迷, 公司难以独善其身, 盈利承压。长期来看, 公司在新能源汽车行业深耕多年, 掌握了核心的三电和整车技术, 电动车技术获得国际巨头丰田的认可。e网体系+王朝系列相结合, 车型进一步完善, 爆款车型可期。电池外供也将为公司带来新的盈利贡献点。

龙头地位不改, 维持“增持”评级。 短期整体车市低迷, 2019年新能源补贴政策执行较晚, 四季度爆发新一轮抢装概率较低, 目前新能源车还未具备显著的经济性, 补贴退坡带来的影响难以用降本来抵消, 公司盈利承压。长期来看, 新能源汽车由政策导向转为市场导向, 转型阶段有利于尾部企业的出清, 而龙头企业比亚迪将剩者为王。预计公司2019-2021年的EPS分别为0.60、0.68、0.82元, 对应PE分别为73.4、64.5、53.4倍, 目前行业处于周期底部, 盈利波动较大, 公司资产优质, 给予20年2.5倍PB, 对应目标价53元, 维持“增持”评级。

风险提示。 新能源车销量不及预期, 电池对外拓展不及预期。

股票数据

总股本(百万)	2,728.14
流通A股(百万)	1,813.14
52周内股价区间(元)	62.4-45.7
总市值(百万)	128,631.94
总资产(百万)	198,225.58
每股净资产(元)	19.22

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	105915	130055	130559	153871	173295
(+/-) YoY (%)	2.4%	22.8%	0.4%	17.9%	12.6%
净利润(百万元)	4066	2780	1634	1861	2248
(+/-) YoY (%)	-19.5%	-31.6%	-41.2%	13.9%	20.8%
全面摊薄EPS(元)	1.49	1.02	0.60	0.68	0.82
毛利率(%)	19.0%	16.4%	15.5%	15.6%	15.7%
净资产收益率(%)	7.4%	5.0%	2.9%	3.2%	3.8%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业收入	130055	130559	153871	173295
每股收益	1.02	0.60	0.68	0.82	营业成本	108725	110332	129902	146115
每股净资产	20.23	20.73	21.20	21.62	毛利率%	16.4%	15.5%	15.6%	15.7%
每股经营现金流	4.47	4.57	5.35	6.30	营业税金及附加	2146	2154	2539	2859
每股股利	0.20	0.20	0.22	0.40	营业税金率%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
价值评估 (倍)					营业费用	4729	5092	6001	6672
P/E	50.05	73.41	64.45	53.36	营业费用率%	3.6%	3.9%	3.9%	3.9%
P/B	2.52	2.12	2.07	2.03	管理费用	3760	4374	5078	5545
P/S	0.92	0.92	0.78	0.69	管理费用率%	2.9%	3.4%	3.3%	3.2%
EV/EBITDA	12.25	12.43	11.16	10.03	研发费用	4989	5092	6155	7105
股息率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.9%	研发费用率%	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%
盈利能力指标 (%)					EBIT	5704	3515	4196	4998
毛利率	16.4%	15.5%	15.6%	15.7%	财务费用	2997	2989	3514	3874
净利润率	2.1%	1.3%	1.2%	1.3%	财务费用率%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%
净资产收益率	5.0%	2.9%	3.2%	3.8%	资产减值损失	686	300	350	400
资产回报率	1.4%	0.8%	0.8%	0.9%	投资收益	248	250	250	250
投资回报率	4.3%	2.4%	2.6%	3.0%	营业利润	4242	2389	2595	3088
盈利增长 (%)					营业外收支	144	180	200	200
营业收入增长率	22.8%	0.4%	17.9%	12.6%	利润总额	4386	2569	2795	3288
EBIT 增长率	-19.6%	-38.4%	19.4%	19.1%	EBITDA	15129	14108	16502	18932
净利润增长率	-31.6%	-41.2%	13.9%	20.8%	所得税	829	488	531	625
偿债能力指标					有效所得税率%	18.9%	19.0%	19.0%	19.0%
资产负债率%	68.8%	69.6%	71.9%	73.2%	少数股东损益	776	447	403	415
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	归属母公司所有者净利润	2780	1634	1861	2248
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8					
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.1	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	13052	16000	17500	18300
应收帐款周转天数	151.7	150.0	150.0	150.0	应收款项	49284	53654	63235	71217
存货周转天数	77.6	82.0	80.0	78.0	存货	26330	24787	28472	31225
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	其它流动资产	26545	23093	23495	24646
固定资产周转率	3.0	2.9	3.1	3.3	流动资产合计	115211	117534	132701	145387
					长期股权投资	3561	4111	4661	5211
					固定资产	43679	46870	51587	53923
					在建工程	9684	11684	11184	10184
					无形资产	11314	12230	12957	13487
					非流动资产合计	79361	88008	95682	100278
					资产总计	194571	205542	228382	245665
					短期借款	37789	41202	47779	46600
					应付账款	46283	43831	51605	58046
					预收账款	2	653	769	866
					其它流动负债	32495	31663	33572	39324
					流动负债合计	116569	117348	133725	144836
					长期借款	6848	13148	14948	16548
					其它长期负债	10461	12537	15537	18537
					非流动负债合计	17308	25684	30484	35084
					负债总计	133877	143033	164209	179920
					实收资本	2728	2728	2728	2728
					普通股股东权益	55198	56566	57827	58983
					少数股东权益	5496	5943	6346	6762
					负债和所有者权益合计	194571	205542	228382	245665

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 30 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	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。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。