

燃油车持续转正，新能源车短期承压



核心观点

- 燃油车连续两个月实现正增长。**10月公司整体销量4.11万辆，环比增长1%，同比下滑15.2%，主要仍受新能源车销量下滑影响；1-10月累计销量37.69万辆，累计同比下滑5.8%。10月新能源汽车销量1.26万辆，同比下滑54.6%；传统燃油汽车销量2.86万辆，同比增长37.1%，销量持续两个月正增长。
- 新能源车销量持续下滑，新车型e3和全新秦EV正式上市。**比亚迪10月新能源汽车销量1.26万辆，同比下滑54.6%，下滑幅度扩大3.6个百分点；1-10月累计销量20.52万辆，累计同比增长19.9%。从具体车型上来看，10月新能源乘用车销量1.2万辆，销量同比下滑53.8%；新能源商用车销量525辆，销量同比下滑67.2%。纯电动乘用车销量7,588辆，同比下滑41.5%；插电式混合动力乘用车销量4,454辆，同比下滑66%。10月底，e网旗下新车型e3正式上市，共推出3款车型，补贴后售价10.38-11.98万元；11月5日，全新一代秦EV车型正式上市，指导价为12.99-13.99万元。新车型上市有望为公司增加新的销量增长点。
- 燃油车销量持续增长，有望促进公司盈利改善。**比亚迪10月传统燃油汽车销量2.86万辆，环比增长5.6%，同比增长37.1%，增速环比增加2个百分点；1-10月累计销量17.17万辆，累计同比下滑25%。从具体车型上来看，10月轿车销量4,453辆，同比增长24.3%；SUV销量1.75万辆，同比大幅增长141.9%，7月份以来持续高速增长；MPV销量6,618辆，同比下滑33.9%，下滑幅度继续收窄2.3个百分点。11月5日，比亚迪全新一代秦燃油版正式上市，售价在6.49-8.19万元。燃油车销量持续好转，随着行业整体企稳，预计销量将进一步提升，促进公司盈利改善。

财务预测与投资建议：预测2019-2021年EPS为0.61、1.05、1.29元，可比公司为新能源汽车、动力电池等相关公司，可比公司2020年PE平均估值46倍，目标价48.3元，维持增持评级。

风险提示：新能源车、传统车销量低于预期风险、新能源车补贴退坡幅度超预期风险、政府补贴等低于预期、手机部件业务低于预期的风险。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	105,915	130,055	135,068	154,588	172,357
同比增长(%)	2.4%	22.8%	3.9%	14.5%	11.5%
营业利润(百万元)	5,411	4,242	2,787	3,914	4,607
同比增长(%)	-9.6%	-21.6%	-34.3%	40.4%	17.7%
归属母公司净利润(百万元)	4,066	2,780	1,670	2,862	3,525
同比增长(%)	-19.5%	-31.6%	-39.9%	71.4%	23.2%
每股收益(元)	1.49	1.02	0.61	1.05	1.29
毛利率(%)	19.0%	16.4%	15.6%	15.8%	15.6%
净利率(%)	3.8%	2.1%	1.2%	1.9%	2.0%
净资产收益率(%)	7.7%	5.0%	3.0%	5.0%	5.8%
市盈率	29.7	43.5	72.4	42.2	34.3
市净率	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2019年11月06日)	44.31元
目标价格	48.3元
52周最高价/最低价	62.4/42.85元
总股本/流通A股(万股)	272,814/114,066
A股市值(百万元)	120,884
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2019年11月07日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.8	-9.16	-13.74	-6.97
相对表现	1.61	13.63	23.33	29.84
沪深300	2.41	4.47	9.59	22.87



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴
021-63325888*6097
jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

相关报告

- 补贴退坡导致盈利下滑明显： 2019-11-03
- 新能源车销量拖累整体销量增长： 2019-10-21
- 补贴退坡短期影响新能源车销量，燃油车销 2019-09-08

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	9,903	13,052	10,805	12,367	49,636	营业收入	105,915	130,055	135,068	154,588	172,357
应收账款	51,881	49,284	52,677	54,106	55,154	营业成本	85,775	108,725	114,016	130,224	145,455
预付账款	849	359	1,486	1,700	1,896	营业税金及附加	1,329	2,146	1,962	2,398	2,258
存货	19,873	26,330	29,644	32,556	36,364	营业费用	4,925	4,729	5,133	5,411	6,205
其他	20,179	26,186	33,784	37,120	37,869	管理费用	6,786	8,750	10,400	10,821	12,065
流动资产合计	102,684	115,211	128,396	137,850	180,919	财务费用	2,314	2,997	3,135	4,100	4,274
长期股权投资	3,065	3,561	3,561	3,561	3,561	资产减值损失	243	1,018	183	416	215
固定资产	43,245	43,679	48,155	71,917	80,793	公允价值变动收益	(118)	(5)	(62)	(34)	(48)
在建工程	4,513	5,639	10,016	31,900	19,671	投资净收益	(206)	248	300	420	460
无形资产	10,098	11,314	9,698	8,081	6,465	其他	1,193	2,310	2,310	2,310	2,310
其他	14,494	15,168	7,555	7,634	7,614	营业利润	5,411	4,242	2,787	3,914	4,607
非流动资产合计	75,415	79,361	78,985	123,093	118,105	营业外收入	279	230	100	200	150
资产总计	178,099	194,571	207,381	260,942	299,024	营业外支出	69	86	50	50	50
短期借款	35,775	37,789	52,880	90,630	37,034	利润总额	5,621	4,386	2,837	4,064	4,707
应付账款	23,320	25,142	22,803	26,045	29,091	所得税	704	829	426	610	706
其他	45,902	53,638	59,790	65,134	154,684	净利润	4,917	3,556	2,412	3,455	4,001
流动负债合计	104,997	116,569	135,473	181,809	220,809	少数股东损益	850	776	742	593	476
长期借款	6,369	6,848	4,858	8,797	4,163	归属于母公司净利润	4,066	2,780	1,670	2,862	3,525
应付债券	4,493	7,077	4,500	4,500	4,500	每股收益(元)	1.49	1.02	0.61	1.05	1.29
其他	2,283	3,384	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	13,145	17,308	9,358	13,297	8,663						
负债合计	118,142	133,877	144,831	195,106	229,472						
少数股东权益	4,953	5,496	6,237	6,830	7,307	成长能力					
股本	2,728	2,728	2,728	2,728	2,728	营业收入	2.4%	22.8%	3.9%	14.5%	11.5%
资本公积	24,474	24,524	24,524	24,524	24,524	营业利润	-9.6%	-21.6%	-34.3%	40.4%	17.7%
留存收益	22,646	24,341	25,454	28,149	31,388	归属于母公司净利润	-19.5%	-31.6%	-39.9%	71.4%	23.2%
其他	5,156	3,605	3,605	3,605	3,605	获利能力					
股东权益合计	59,957	60,694	62,549	65,837	69,552	毛利率	19.0%	16.4%	15.6%	15.8%	15.6%
负债和股东权益总计	178,099	194,571	207,381	260,942	299,024	净利率	3.8%	2.1%	1.2%	1.9%	2.0%
现金流量表						ROE	7.7%	5.0%	3.0%	5.0%	5.8%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROIC	6.3%	5.0%	4.0%	4.4%	5.0%
净利润	4,917	3,556	2,412	3,455	4,001	偿债能力					
折旧摊销	6,234	7,019	7,140	9,473	12,336	资产负债率	66.3%	68.8%	69.8%	74.8%	76.7%
财务费用	2,314	2,997	3,135	4,100	4,274	净负债率	77.7%	76.0%	96.1%	151.3%	6.4%
投资损失	206	(248)	(300)	(420)	(460)	流动比率	0.98	0.99	0.95	0.76	0.82
营运资金变动	(7,779)	5,663	(13,569)	1,484	86,223	速动比率	0.78	0.76	0.72	0.58	0.65
其它	475	(6,464)	573	449	263	营运能力					
经营活动现金流	6,368	12,523	(609)	18,542	106,638	应收账款周转率	2.2	2.5	2.6	2.8	3.1
资本支出	(10,658)	(9,334)	(14,393)	(53,784)	(7,443)	存货周转率	4.5	4.6	4.0	4.1	4.1
长期投资	(1,851)	3,671	0	0	0	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
其他	(3,455)	(8,568)	4,835	(74)	592	每股指标(元)					
投资活动现金流	(15,964)	(14,231)	(9,559)	(53,857)	(6,851)	每股收益	1.49	1.02	0.61	1.05	1.29
债权融资	3,460	886	(3,478)	3,395	(4,362)	每股经营现金流	2.33	4.59	-0.22	6.80	39.09
股权融资	2	50	0	0	0	每股净资产	20.16	20.23	20.64	21.63	22.82
其他	7,706	2,980	11,399	33,483	(58,156)	估值比率					
筹资活动现金流	11,168	3,917	7,921	36,877	(62,518)	市盈率	29.7	43.5	72.4	42.2	34.3
汇率变动影响	6	6	0	0	0	市净率	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9
现金净增加额	1,577	2,215	(2,247)	1,562	37,269	EV/EBITDA	9.8	9.6	10.4	7.8	6.4
						EV/EBIT	17.7	18.8	23.0	17.0	15.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

