

2019年11月07日

与丰田深化合作 电动化引领者

比亚迪 (002594)

事件概述

公司发布公告：2019年11月7日，公司与丰田就成立纯电动车的研发公司签订合资协议。新公司将于2020年在中国正式成立，丰田与比亚迪各出资50%。新公司将开展纯电动车及该车辆所用平台、零件的设计、研发等相关业务。该公司将由双方从事相关业务的人员组建。

分析判断：

► 与丰田深化合作 技术协同尤为可期

今年7月公司与丰田联合开发电动车达成合作，将共同开发轿车和低底盘SUV的纯电动车型，车型使用丰田品牌，计划于2025年前投放中国市场；双方亦将共同开发上述车型等所需的动力电池。如今又进一步加深合作，合资成立纯电动研发公司，技术协同尤为可期。

- 1) 对于比亚迪而言，一方面能够学习丰田在传统燃油及混合动力具备的核心技术及品质的管控，利于其布局中高端车型，实现品牌向上；另一方面能够巩固其在动力电池市场的竞争地位。
- 2) 对于丰田而言，一方面能够吸收比亚迪在电池、IGBT、电机、电控等具备的电动汽车核心技术，加速电动化应对双积分，另一方面电池供应来源的多元化有利于降本并保障稳定性。

► 10月新能源汽车持续下滑 燃油车保持增长

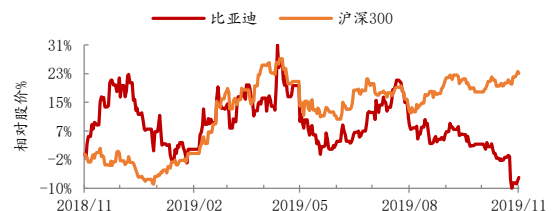
公司10月整体销量达4.1万辆，同比下降15.2%，主因补贴退坡致新能源汽车销量大幅下滑的影响。其中：

- 1) 新能源汽车：10月销量达1.2万辆，同比下降54.6%，环比下降8.1%；1-10月累计销量达20.5万辆，同比增长19.9%。公司新能源汽车目前仍处于承压状态，但随着新车型的不断上市，我们预计2020年公司新能源汽车销量有望回升。

今年以来公司上市新车包括比亚迪e1 EV、S2 EV、宋Pro/宋Pro DM/宋Pro EV、e2 EV、e3 EV等，其中：宋Pro于2019年6月上市，7-9月交强险注册量分别达2,886/7,233/9,366辆，上量迅速展现较强竞争力；e2于2019年8月上市，9月交强险注册量迅速增长到1,301

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	52.44
最新收盘价：	44.68
股票代码：	002594
52周最高价/最低价：	62.4/42.85
总市值(亿)	1,208.84
自由流通市值(亿)	505.43
自由流通股数(百万)	1,140.66



分析师：崔琪

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系电话：15800865715

联系人：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：18817337510

相关研究

1. 比亚迪 (002594) 2019H1 中报点评：上半年业绩高增 静待新车型放量 2019.08.22
2. 比亚迪 (002594) 2019 年三季度点评：业绩短期承压 静待新车型放量 2019.10.30

辆，预计后续将逐渐爬坡；e3 于 10 月底上市，定位纯电动 A 级车，补贴后售价为 10.38 万元-11.98 万元；全新秦 EV 于 11 月 7 日上市，基于自主研发的全新 e 平台打造，NEDC 续航 421km，补贴后售价 12.99 万元-13.99 万元。

- 2) 燃油车：10 月销量达 2.9 万辆，同比增长 37.1%，环比增长 5.6%；1-10 月累计销量达 17.2 万辆，同比下降 25.0%。其中，轿车销量 0.4 万辆，同比增长 24.3%，SUV 销量达 1.7 万辆，同比增长 141.9%，MPV 销量达 0.7 万辆，同比下降 33.9%。

► 电动化引领者 长期关注市占率提升

近年来公司日益聚焦新能源汽车业务，随着研发的不断投入，公司在动力电池和 IGBT 等已实现新能源汽车产业链技术自主可控，且具备完善的产品线，涵盖纯电和混动两种技术路线，从中低端到中高端，从 A00 级到 B 级，满足多种消费需求。补贴退坡导致公司业绩短期承压，但长期看促进新能源汽车行业的优胜劣汰，公司有望凭借新能源汽车产业技术自主可控的优势和全系产品线获得更多的市场份额。

投资建议

我们认为公司新能源汽车销量随着新车型的投放及放量有望回升，未来有望凭借核心部件的自主可控技术优势和完善产品线获得更多市场份额，维持盈利预测：预计 2019-2021 年营收增速 +5.2%/+13.0%/+13.7%，归母净利润增速为 -1.9%/+37.9%/+19.6%，EPS 为 1.00 元/1.38 元/1.65 元，对应当前 PE 52 倍/37 倍/31 倍。参考公司历史 PE 区间中枢 35-40 倍，鉴于公司今年以来推出多款新车型，维持公司 2020 年 38 倍 PE 估值，目标价 52.44 不变，维持“增持”评级。

风险提示

新能源汽车行业销量不及预期，新车型销量不及预期，市占率提升不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	105914.70	130054.71	136850.09	154679.25	175853.05
YoY (%)	2.36%	22.79%	5.23%	13.03%	13.69%
归母净利润(百万元)	4066.48	2780.19	2727.66	3761.78	4497.49
YoY (%)	-19.51%	-31.63%	-1.89%	37.91%	19.56%
毛利率 (%)	19.01%	16.40%	17.68%	17.76%	18.10%
每股收益 (元)	1.49	1.02	1.00	1.38	1.65
ROE (%)	7.39%	5.04%	4.69%	6.07%	6.77%
市盈率	34.63	50.65	51.63	37.44	31.31

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	130054.71	136850.09	154679.25	175853.05	净利润	3556.19	3489.00	4811.76	5752.82
YoY (%)	22.79%	5.23%	13.03%	13.69%	折旧和摊销	9424.66	9400.14	10191.61	11007.54
营业成本	108725.34	112659.47	127213.35	144031.63	营运资金变动	-4512.86	-8478.40	-2911.03	-4838.11
营业税金及附加	2145.63	2034.70	2324.12	2676.20	经营活动现金流	12522.91	9428.92	16934.22	16527.06
销售费用	4729.48	4926.60	5491.11	7034.12	资本开支	-13906.32	-6882.78	-7784.88	-7885.06
管理费用	3760.41	4716.78	5104.42	5803.15	投资	-372.48	0.00	0.00	0.00
财务费用	2997.10	4304.07	4148.07	3886.67	投资活动现金流	-14230.76	-7156.11	-8058.21	-8158.39
资产减值损失	686.42	468.24	468.24	468.24	股权募资	10.84	0.00	0.00	0.00
投资收益	248.41	-273.33	-273.33	-273.33	债务募资	-4592.22	-3360.54	-1406.34	-3335.07
营业利润	4241.76	4029.14	5624.69	6779.66	筹资活动现金流	3916.51	-4979.91	-5632.00	-7323.66
营业外收支	143.88	143.88	143.88	143.88	现金净流量	2208.66	-2707.10	3244.01	1045.01
利润总额	4385.64	4173.02	5768.57	6923.54	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	829.45	684.02	956.81	1170.72	成长能力 (%)				
净利润	3556.19	3489.00	4811.76	5752.82	营业收入增长率	22.79%	5.23%	13.03%	13.69%
归属于母公司净利润	2780.19	2727.66	3761.78	4497.49	净利润增长率	-31.63%	-1.89%	37.91%	19.56%
YoY (%)	-31.63%	-1.89%	37.91%	19.56%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.02	1.00	1.38	1.65	毛利率	16.40%	17.68%	17.76%	18.10%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率率	2.73%	2.55%	3.11%	3.27%
货币资金	13052.10	10345.00	13589.01	14634.01	总资产收益率 ROA	1.43%	1.37%	1.79%	2.02%
预付款项	358.82	619.49	606.29	721.63	净资产收益率 ROE	5.04%	4.69%	6.07%	6.77%
存货	26330.35	24112.76	27161.79	30777.62	偿债能力 (%)				
其他流动资产	75469.31	87415.35	94818.62	105792.82	流动比率	0.99	1.07	1.13	1.19
流动资产合计	115210.58	122492.60	136175.70	151926.08	速动比率	0.76	0.85	0.90	0.95
长期股权投资	3560.88	3560.88	3560.88	3560.88	现金比率	0.11	0.09	0.11	0.11
固定资产	43678.63	41095.57	37727.46	34061.00	资产负债率	68.81%	67.60%	67.00%	66.23%
无形资产	11313.83	11853.43	12291.99	12463.04	经营效率 (%)				
非流动资产合计	79360.50	76500.26	73750.64	70285.28	总资产周转率	0.70	0.70	0.76	0.81
资产合计	194571.08	198992.85	209926.34	222211.36	每股指标 (元)				
短期借款	37788.98	34428.43	33022.09	29687.03	每股收益	1.02	1.00	1.38	1.65
应付账款及票据	46282.89	46427.15	51829.03	58905.96	每股净资产	20.23	21.34	22.72	24.37
其他流动负债	32497.11	33863.56	35989.77	38780.10	每股经营现金流	4.59	3.46	6.21	6.06
流动负债合计	116568.98	114719.15	120840.89	127373.08	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	6847.60	6847.60	6847.60	6847.60	估值分析				
其他长期负债	10460.52	12952.37	12952.37	12952.37	PE	50.65	51.63	37.44	31.31
非流动负债合计	17308.12	19799.98	19799.98	19799.98	PB	2.52	2.42	2.27	2.12
负债合计	133877.10	134519.13	140640.86	147173.06					
股本	2728.14	2728.14	2728.14	2728.14					
少数股东权益	5495.69	6257.03	7307.00	8562.33					
股东权益合计	60693.98	64473.72	69285.48	75038.30					
负债和股东权益合计	194571.08	198992.85	209926.34	222211.36					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华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。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。