



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪179号

比亚迪股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“比亚迪股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年五月二十五日

比亚迪股份有限公司 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2018）

发行主体	比亚迪股份有限公司		
债券名称	比亚迪股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）		
债券简称	18 亚迪 01		
债券代码	112674.SZ		
发行规模	人民币 30 亿元		
存续期限	3+2 年（2018/4/12~2023/4/12）		
上次评级时间	2018/3/22		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

比亚迪	2015	2016	2017
所有者权益合计（亿元）	360.29	554.09	599.57
总资产（亿元）	1,154.86	1,450.71	1,780.99
总债务（亿元）	505.40	580.09	735.84
营业总收入（亿元）	800.09	1,034.70	1,059.15
营业毛利率（%）	16.87	20.36	19.01
EBITDA（亿元）	107.29	153.96	150.56
所有者权益收益率（%）	8.71	9.89	8.20
资产负债率（%）	68.80	61.81	66.33
总债务/EBITDA（X）	4.71	3.77	4.89
EBITDA 利息倍数（X）	6.08	8.00	6.21

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

分析师

蒋 鹏 jiang@ccxr.com.cn

刘汝博 liuru@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 5 月 25 日

基本观点

2017 年新能源汽车行业保持稳定发展，比亚迪股份有限公司（以下简称“比亚迪”或“公司”）继续保持新能源汽车行业龙头地位，销量及收入规模稳步提升、各业务产业链协同效应进一步提升，整体具备很强的竞争实力。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到新能源相关政策的实施及动力电池原材料价格上涨短期内对企业利润空间产生一定影响、公司债务规模增长较快，期限结构有待改善等因素或将对公司经营及本期债券整体信用状况产生影响。

综上，中诚信证评维持比亚迪主体信用级别 AAA，评级展望稳定；维持“比亚迪股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别 AAA。

正 面

- 新能源汽车行业保持稳定发展。受益于国家优惠政策扶持及环保要求的实施，新能源汽车行业发展良好，产销量增长较快，2017 年新能源汽车产销规模较上年同期，增幅均超过 50%，未来仍有较好的发展空间。
- 公司继续保持新能源汽车行业龙头地位，销量及收入规模均稳步提升。2017 年公司新能源汽车销量超过 11 万辆、同比增长超过 15%，继续保持行业领先地位，品牌影响力进一步增强；同期公司新能源汽车实现业务收入规模较上年同期增长 12.83%，占营业收入比例进一步提升至 36.88%。
- 公司各业务产业链协同效应进一步提升。2017 年公司动力电池业务持续增长，产能进一步扩大，继续保持行业领先地位；手机部件及组装业务发展稳定；首条拥有自主知识产权的商业运营云轨线路建成交付，公司各产业间技术资源协同效应亦得到进一步提升。

关 注

- 新能源相关政策的实施及动力电池原材料价格上涨短期内对企业利润产生一定影响。2017年新能源汽车补贴的持续退坡，补贴监管加强以及双积分制度高标准考核的实施在短期内对新能源车企盈利空间影响较大；同时锂、钴等原材料的价格上涨使得动力电池生产成本有所承压，短期内对企业利润有所影响。2017年比亚迪经营性业务利润及利润总额同比分别下滑 34.43%和 14.42%。
- 债务规模增长较快，债务期限结构有待改善。截至 2017 年末，公司总债务规模持续上升，短期债务增长较快，长短期债务比（短期债务/长期债务）进一步上升至 5.77 倍；同期末，公司主要在建扩建工程合计约 14 个，未来资本支出将继续加大，公司以短期债务为主的债务期限结构有待改善。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

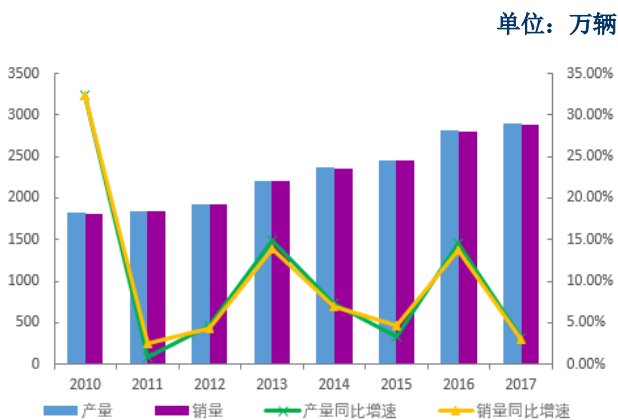
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

2017年汽车行业产销量保持增长，但受购置税优惠幅度下降等因素的影响，增速同比下滑明显，行业集中度保持高位。

2017年，受购置税优惠幅度减少等因素影响，我国汽车行业产销增速明显下滑，全年汽车产销规模分别完成2,901.5万辆和2,887.9万辆，同比分别增长3.2%和3.0%，增速较上年分别下滑11.3个百分点和10.7个百分点。

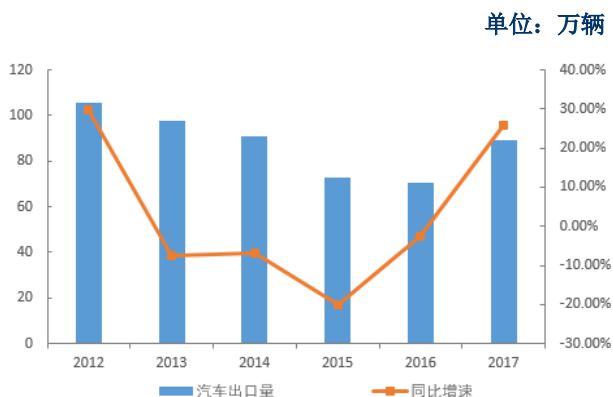
图1：2010~2017年中国汽车销量及增速情况



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

出口方面，受主要出口市场经济回暖、“一带一路”倡议不断深化以及自主品牌企业“走出去”的实施等因素影响，2017年我国汽车出口逐步回暖，从而扭转出口连续四年下降的态势。我国虽已位居世界第一大汽车产销国，全球产销量占比超过20%，但汽车出口尚处于起步阶段。近几年来，我国汽车出口在全球汽车出口占比仍低于10%，出口量占全国总销量的比重不足7%，发展潜力犹在。

图2：2012~2017年我国汽车出口量及增速



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

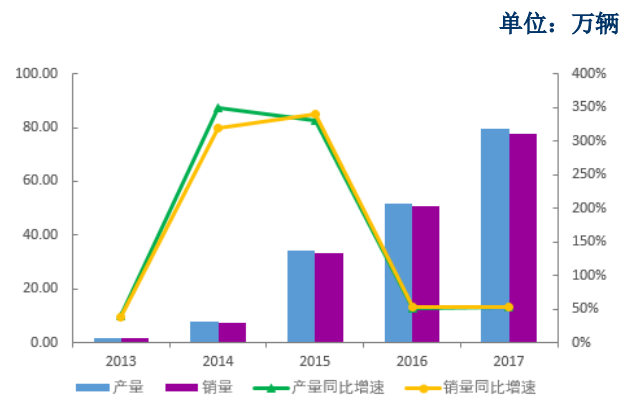
经营效益方面，根据工信部统计数据，2017年

全国汽车工业重点企业累计实现主营业务收入40,074.1亿元，同比增长9.9%，累计实现利税总额6,349.9亿元，同比增长6.5%，行业整体经营效益不断增强，但增速较上年有所放缓，分别下滑5.8个百分点和1.8个百分点。而产业集中度方面，2017年我国汽车销量排名前十位的企业集团销量合计为2,556.24万辆，同比增长3.2%，高于行业增速0.2个百分点，占汽车销售总量的88.5%，高于上年0.2个百分点，行业集中度仍维持高位。

2017年新能源汽车产销量保持高速增长态势，新能源乘用车市场行业集中度保持高位。与此同时，新能源汽车补贴退坡、双积分制度高标准考核的实施，短期内对新能源车企业利润空间产生影响，未来具有规模效应、强成本控制能力和先发技术优势的企业或将保持长期竞争优势。

受益于国家优惠政策扶持及环保要求，新能源汽车行业保持稳定发展，跟踪期内新能源汽车产销量持续增长，2017年我国新能源汽车生产79.40万辆，销售77.70万辆，比上年同期分别增长53.58%和53.25%。其中，新能源汽车市场分化趋势明显，新能源乘用车为市场主流，2017年新能源乘用车销量占比为75%，远高于新能源商用车销售占比。同时，新能源乘用车市场增速加快，2017年新能源乘用车销量增速为72%，较上年增速提高十个百分点。

图3：2013~2017年我国新能源汽车供销情况



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

从国产新能源乘用车行业竞争格局来看，近年比亚迪凭借其丰富的产品线和领先的技术，市场占有率一直处于行业领先地位；随着品牌综合实力和

产品质量的提升，北汽新能源汽车销售实现快速增长，位居行业第二位。行业集中度方面，2017年两家企业在新能源乘用车市场份额合计占比为39.21%，较上年有所降低；从行业前五的市场份额来看，新能源乘用车行业的市场集中度有所下降，市场竞争激烈。比亚迪凭借新能源乘用车总销量第一，稳居市场龙头宝座。上汽集团亦在插电式混合动力车市场表现不俗，2017年北汽集团凭借EC系列的良好产品优势，再次稳居纯电动乘用车销售榜首位，2017年知豆获得纯电动车型销量第二位的良好成绩。总体来看，新能源汽车行业集中度仍保持高位但总体有所下降，市场竞争异常激烈，电动化、轻量化、共享化和智能化等细分领域或将成为企业未来发展的一片蓝海。

表 1：2016~2017 年新能源乘用车销售及市场集中度情况

单位：辆、%

车企	2016		2017	
	销售量	市场份额	销售量	市场份额
比亚迪	102,465	32.85	113,669	20.43
北汽	46,420	14.88	104,520	18.78
上汽	20,017	6.42	44,236	7.95
知豆	20,292	6.51	42,484	7.64
众泰	36,999	11.86	36,979	6.65
奇瑞	20,963	6.72	34,166	6.14
江铃	15,608	5.00	30,015	5.39
江淮	18,369	5.89	28,248	5.08
长安	4,952	1.59	29,063	5.22
吉利	17,181	5.51	24,866	4.47
其他	8,658	2.78	68,162	12.25
合计	311,924	100.00	556,408	100.00

资料来源：乘联会，中诚信证评整理

新能源汽车行业发展初期对政策支持有一定依赖性，但未来补贴导向将让位于市场导向和创新导向，新能源汽车补贴退坡已成不可避免的趋势。2016年底出台的《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（本节或简称“通知”）提出，2017~2020年除燃料电池汽车外其他车型补助标准适当退坡，其中2017~2018年补助标准在2016年基础上下降20%，2019~2020年补助标准在2016年基础上下降40%，而地方财政补贴不得超过中央财政每车补贴的50%。上述补贴政策的调整短期内或对新能源车企利润空间影响较大，从长远角度看

有利于行业增加创新力，并促进市场良好竞争和有序发展。

国家在调整新能源汽车补贴政策的同时，针对新能源汽车推广过程中出现的“骗补”问题，在制度上加强监管。2016年1月初四部委在《关于开展新能源汽车推广应用核查工作的通知》中提出，将对新能源汽车推广应用实施情况及财政资金使用管理情况进行专项核查。2016年12月底四部委发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，指出从落实推广应用主体责任、建立国家新能源汽车监管平台、建立惩罚机制等方式来完善补贴政策。未来政府部门将会进一步加大对新能源汽车补贴管理的力度，以促使企业在提高核心技术水平等方面多下功夫，进而保障新能源汽车行业可持续发展。

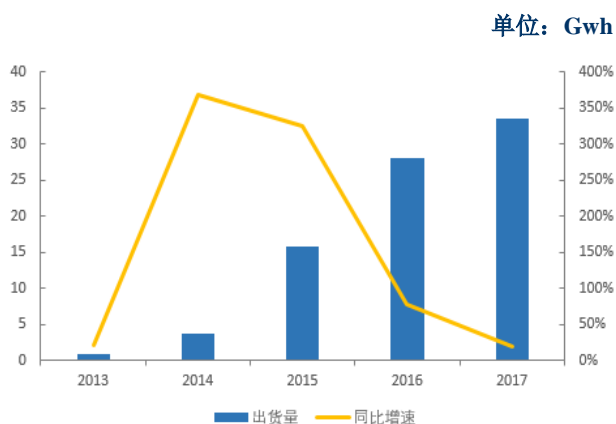
2017年9月27日，《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》正式颁布，并于2018年4月1日起正式实施。双积分制意味着新能源汽车将从单一补贴激励向市场主导的转变，将倒逼企业严格实施排放管理、提高新能源汽车占比、革新现有技术水平，长期来看将持续推动新能源汽车行业快速、健康发展。未来降成本、技术进步和市场化竞争将是新能源汽车行业发展的关键，具有规模效应、强成本控制能力和先发技术优势的企业将在未来发展中掌握主动，形成长期竞争优势。

2017年新能源汽车销量增长带动动力电池行业的持续发展，吸引国内企业进入扩产周期；同时，受上游原材料价格波动影响，动力电池生产企业盈利能力或将受到一定影响。

2017年新能源汽车市场整体保持增长趋势，带动了锂电池行业的继续快速发展。2017年我国锂电池正极材料产量21吨，同比增长31.25%；从动力电池出货量来看，2017年我国动力电池出货量为33.55GWh，与去年相比增长19.82%。从产品类型具体来看，2017年新能源乘用车、商用车及纯电动专用车分别实现出货量14.40Gwh、12.96Gwh和6.19Gwh，同比分别增长60%、-18%和100%，占比则由2016年32%、57%和11%变化为43%、39%

和 18%。

图 4：2013~2017 年我国动力电池出货量情况



资料来源：锂电网，中诚信证评整理

从产能来看，动力电池市场的较大发展机遇吸引了大量社会资本的进入，多家动力电池企业开启扩产计划，并进入了扩产周期。2017 年国内动力电池累计装机 33.55GWh，同比增长 21%。整体来看，我国动力电池企业的合计产能已超过需求，且鉴于行业具有一定的技术壁垒，各厂商生产的电池在安全、质量和性能方面差距较大，未来行业或出现结构性产能过剩的情况。

原材料价格方面，由于锂电池技术的替代方案较少，所以电池行业发展受锂、镍、钴等关键原材料供应影响较大。随着上游供给紧缩以及下游的需求猛增，2017 年锂和钴价格开始大幅上涨，截至 2017 年末，钴锭（99.3%，俄罗斯）市场均价为 36 美元/磅，较 2015 年末和 2016 年末分别上涨 156.23%和 265.45%；碳酸锂均价自 2016 年 6 月达到 16.30 万元/吨的高位后逐渐下降至次低位 12.45 万元/吨，但自 2017 年 5 月始，碳酸锂均价逐步回升，截至 2017 年末碳酸锂均价为 16.40 万元/吨，较 2015 年末上涨 290.48%。因此，在上游供应量有限而下游需求不断增加的情况下，预计未来电池原材料成本的上升可能将对动力电池生产企业的盈利能力造成一定的影响。

业务运营

受行业环境及市场竞争加剧等因素影响，2017 年公司传统燃油车销量下降明显，使得汽车及相关产品业务收入小幅下滑；而得益于较强的研发技术及市场竞争优势，公司新能源汽车销量继续保持增长，产品线不断丰富完善，市场地位持续领先；客车行业市场占有率亦持续提升。

2017 年公司汽车及相关产品业务实现营业收入 566.24 亿元，同比小幅下降 0.68%，同期公司汽车总销量为 35.65 万辆，同比下滑 15.84%，其中传统燃油车占公司汽车总销量比重为 68.86%，较上年下降 8.03 个百分点，公司新能源汽车 2017 年销量良好，销售占比由 2016 年的 22.73% 上升至 31.14%，销售收入占公司总营业收入的比重亦较上年提升 3.42 个百分点。

2017 年公司继续推进传统燃油车业务。2017 年 9 月，公司采用 dragon face 全新造型的首款车型宋 Max 发布上市，月销量快速过万并持续攀升，成为公司燃油汽车业务新的增长点。但受新车型上市时间较晚，以及老车型产品周期的影响，2017 年公司燃油汽车实现销量约 24.55 万辆，同比下降 24.62%；传统燃油汽车销量占汽车总销量的比重为 68.86%，占比较上年降低 8.03 个百分点，呈持续下降趋势。

新能源汽车方面，2017 年公司新能源汽车营业收入 390.60 亿元，同比增长 12.83%，占营业收入的比重进一步提升至 36.88%。2017 年公司新能源汽车合计销售 11.10 万辆，较上年增长 15.26%，销量连续第三年保持全球第一。从具体车型来看，新能源乘用车方面，2017 年上半年公司推出宋车型的插电式混合动力版本宋 DM，市场反响较好，同时，公司推出了纯电动版本宋 EV300，公司新能源汽车产品线得到进一步丰富。同时，秦、唐、e5 等车型的改款升级版本也相继推出。受益于此，公司 2017 年新能源汽车销量实现了稳步增长。

纯电动客车市场方面，2017 年公司纯电动客车销售表现良好，市场占有率同比增长 3.16 个百分点至 14.73%。公司纯电动大巴已在深圳、广州、天津、

大连、长沙、武汉、西安、南京、杭州、汕头等全国众多城市投入运营，整体运营情况良好，品牌影响力进一步增强。2017 年公司相继中标深圳市公交公司客车采购项目。海外市场方面，公司于 2017 年陆续获得来自英国伦敦、美国洛杉矶、澳洲悉尼机场、意大利诺瓦拉、日本冲绳等全球各地的订单，有力的拓展了公司新能源客车的市场范围。

表 2：2017 年公司新能源客车主要中标情况

单位：亿元

项目	时间	中标金额
深圳市东部公共交通 2017 年 822 辆纯电动公交客车解决方案采购项目	2017.09	-
深圳市西部公共汽车有限公司 2017 年 432 辆新能源营运车辆采购项目	2017.09	5.61

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

销售模式方面，公司乘用车以国内销售为主，截至 2017 年末，公司共有经销商 512 家，其中保有经销商 472 家，建设中经销商 40 家。商用车销售方面，公司按地区将全国市场划分为 10 个大区，主要包括北方、华东、华南、华中、西北、西南和深圳等，并单独设立专用车营销部。

产能利用方面，公司的主要生产基地位于西安、深圳和长沙。2017 年公司西安、深圳和长沙分别生产 28.83 万辆、5.84 万辆和 7.10 万辆，同期产能利用率分别为 96%、53% 和 34%。其中，除长沙基地外，西安及深圳基地产量均较去年有所减少；2017 年西安基地产能利用率有所提升，深圳及长沙基地产能利用率偏低。

表 3：2017 年公司主要制造基地生产情况

单位：万辆/年、万辆

生产基地	车型	设计产能	产量	产能利用率
西安	F3 在内的 3 系车、速锐、宋、宋 DM、宋 EV、秦（包括 EV）、E5、G5 等	30	28.83	96%
深圳	S6、S7、唐、E6 等	11	5.84	53%
长沙	F0、M6、G6、元、宋 MAX 以及新能源客车 K9 等	20.6	7.10	34%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年公司二次充电电池及光伏业务营业收入实现稳步增长，产能进一步扩大，同时公司积极研发新型电池产品，提升产品竞争力。

2017 年公司二次充电电池及光伏业务实现营业收入 87.67 亿元，同比增长 19.37%，占营业收入比重由 2016 年的 7.10% 提升至 8.28%。其中，二次充电电池具有一定竞争优势，公司持续保持在全球二次充电电池制造商中的领先地位。

公司生产的二次充电电池产品按用途主要分为动力电池和锂离子电池。其中，动力电池包括三元电池和磷酸铁锂电池，主要应用于新能源汽车，储能电站和云轨等方面；而锂离子电池主要应用于手机、数码相机、电动工具、电动玩具等各种便携式电子设备。2017 年公司锂离子电池业务实现收入为 38.39 亿元，同比增长 57%；公司动力电池主要生产厂区为坑梓工业园和惠州工业园，动力电池产能较去年继续提升，达到 16GWh，较上年增长 33.33%。光伏业务方面，2017 年公司的太阳能电池出货量为 1,518MW，较上年增长 42.00%，光伏业务增长较快。此外，公司增加研发投入，积极研发储能电池和太阳能电池产品等新型电池产品，应用于储能电站及光伏电站等领域，以提高公司电池产品的整体竞争力。

2017 年公司手机部件及组装业务发展稳定。同年 9 月，公司“云轨”产品建成交付，有望成为公司新的盈利增长点。

公司作为目前全球最具综合竞争力的手机部件及组装服务供货商之一，主要通过垂直整合的一站式经营模式，为国内外手机制造商及其他移动智能终端厂商提供整机设计、部件生产和整机组装服务，其手机部件及组装业务一直保持持续增长。

2017 年公司金属部件渗透率持续提升，金属部件业务有所增长。跟踪期内，公司保持与国内外手机领导品牌商的紧密合作，并积极拓展新客户。随着无线充电的逐步应用和 5G 通讯的发展，金属中框结合玻璃机壳正成为智能手机发展的新趋势，2017 年公司积极发展玻璃机壳业务，获得了国内外领先手机厂商的订单并实现量产出货。2017 年公司实现手机部件及组装业务营业收入 404.73 亿元，同

比增长 3.53%，毛利率水平由 2016 年的 9.98% 增长至 2017 年的 13.09%。

在城市轨道交通领域，自 2016 年公司发布跨座式单轨“云轨”以来，相关业务已取得良好进展，并已陆续接获国内外多个城市的订单。首条拥有自主知识产权的商业运营云轨线路也于 2017 年 9 月建成交付，标志着公司“云轨”业务正式步入商业化运营阶段。云轨是通过单根轨道来支撑、稳定和导向，车体骑跨在轨道梁上的跨座式单轨，具有中小运量、造价低、修建快和所需空间小等多重优势，未来随着二三线城市交通拥堵问题的日益突出，该业务有着较大的发展空间，或成为公司新的盈利增长点。

截至 2017 年末公司主要的在建扩建工程合计约 14 个，未来随着在建工程的逐步完工和投产，为公司主营业务产能扩充及经营业绩的提升奠定基础，但同时公司亦面临一定的资本支出压力。

随着公司各项业务规模的扩大，公司电池和汽车项目在建扩建厂区等工程规模较大。截至 2017 年末，公司主要的在建扩建工程 14 个，计划总投资为 184.08 亿元，已投资金额 102.05 亿元，预计未来公司尚需投入工程建设金额 82.03 亿元，一定规模的在建扩建工程能够保证公司主营业务的产能及收入规模未来或有一定程度的提升，但同时公司亦面临一定的资本支出压力。

表 4：截至 2017 年末公司主要在建扩建工程情况

单位：亿元

项目名称	总投资	工程进度	已投资金额	尚需投入	资金来源
坪山工业园	56.60	建设中	23.77	32.83	借款及自筹
惠州工业园	25.62	建设中	16.40	9.22	自筹资金
西安工厂工程	22.99	基本完工	20.93	2.06	借款及自筹
商洛工业园	9.88	建设中	5.63	4.25	自筹资金
汕尾工业园	11.76	建设中	6.12	5.64	自筹资金
宝龙工业园	5.43	建设中	4.24	1.19	借款及自筹
青海工业园	5.46	建设中	1.75	3.71	自筹资金
长沙工业园	18.72	建设中	7.49	11.23	借款及自筹
海外地区工程	2.51	基本完工	2.23	0.28	自筹资金
包头工业园	2.26	基本完工	1.85	0.41	自筹资金
坑梓工业园	2.48	建设中	1.88	0.60	借款及自筹
太原工业园	3.10	建设中	1.58	1.52	自筹资金
上海工厂工程	0.86	基本完工	0.79	0.07	自筹资金
其他	16.42	建设中	7.39	9.03	自筹资金
合计	184.08	-	102.05	82.03	-

注：以上工程总投资不包括前期竣工转固定资产部分
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年财务报告。所有财务数据均为合并报表口径。

资本结构

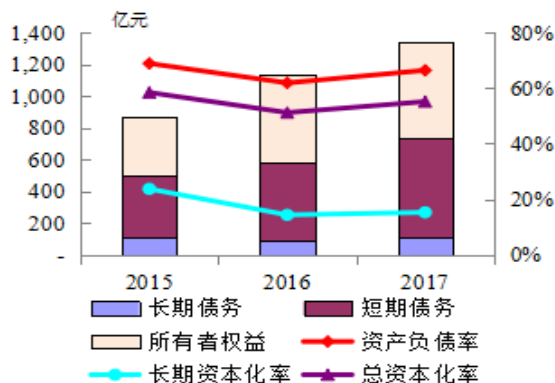
随着各项业务规模的扩大，公司资产和负债规模迅速提升。截至 2017 年末，公司资产和负债规模分别为 1,780.99 亿元和 1,181.42 亿元，较上年末分别增长 22.77% 和 31.76%；同年，受益于利润累积的增加，公司所有者权益同比增长 8.21% 至 599.57 亿元。

资产构成方面，近年来公司总资产中流动资产比重不断上升。截至 2017 年末公司流动资产占比为 57.66%，主要系由应收账款、存货、货币资金等构成。其中，年末公司应收账款 518.81 亿元，同比增长 24.21%，主要系公司业务销售规模增长带动应收账款增加所致，账龄方面，2017 年末公司 1 年以内

应收账款账面价值为377.96亿元¹，占期末应收账款比重为72.85%，需关注公司应收账款对其运营资金占用的影响；截至2017年末，公司存货为198.72亿元，同比增长14.35%，主要系在产品及库存商品；同期，货币资金99.03亿元，同比增长28.71%，主要系银行存款。同期，公司非流动资产主要由固定资产、无形资产等组成，其中，年末公司固定资产432.45亿元，同比增长15.37%，主要是汽车项目与手机投入增加以及在建工程转入固定资产增加所致；公司年末无形资产100.98亿元，主要系由公司工业园土地使用权及专利权构成。

受公司业务规模扩大及融资需求的增加，公司财务杠杆比率有所上升。截至2017年末，公司资产负债率和总资本化率分别为66.33%和55.10%，较上年末分别上涨4.52个和3.95个百分点。未来随着公司在建扩建工业园区的投入以及云轨项目的持续推进，公司将面临一定的资本支出压力，财务杠杆比率或继续上行。

图 5：2015~2017 年末公司资本结构分析

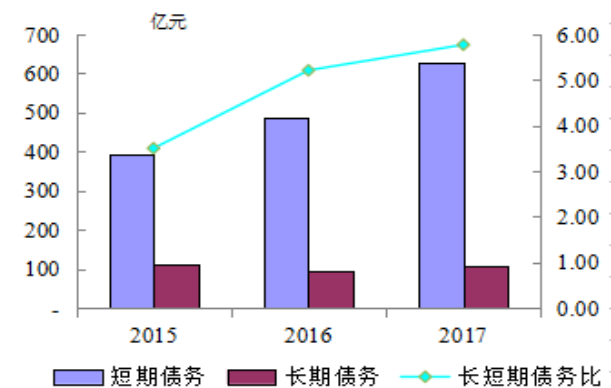


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务方面，随着公司融资需求的增长，公司有息债务规模增长明显，截至2017年末，公司总债务余额735.84亿元，同比增长26.85%，其中短期债务为627.22亿元，同比增长28.87%。从债务期限结构来看，公司有息债务主要以短期债务为主，长短期债务比（短期债务/长期债务）由2016年末的5.21倍上升为2017年末5.77倍，公司短期债务占比持续提升。未来随着汽车等业务板块产能的继续扩张及投入，以及轨道交通项目的推进，公司资本支出将继续加大，公司债务期限结构有待改善。

¹ 账面价值已扣除单独计提坏账准备部分

图 6：2015~2017 年末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总的来看，跟踪期内公司业务规模继续扩大，总资产及负债规模增加，受益于留存收益的不断累积，公司自有实力有所增强。但公司应收账款规模较大，需关注应收账款对其运营资金占用的影响；同时，公司融资需求不断增加，有息债务增长较快，债务期限结构有待优化。

盈利能力

公司2017年实现营业收入1,059.15亿元，同比小幅上升2.36%。分业务板块来看，汽车业务方面，虽然新能源车销量继续增长，但传统燃油乘用车销量下滑明显，引致汽车整体板块业务收入小幅下降0.68%至566.24亿元。电池业务方面，传统锂离子电池的市场需求比较稳定，随着公司国际市场的开拓，光伏业务收入规模有所增长。2017年公司二次充电电池及光伏业务完成收入87.67亿元，同比增长19.37%。手机业务方面，受整体市场需求放缓、市场竞争加剧的影响，手机部件及组装业务增长较小，2017年实现营业收入404.73亿元，同比增长3.53%。

表 5：2016~2017 年公司各业务收入占比和毛利率情况

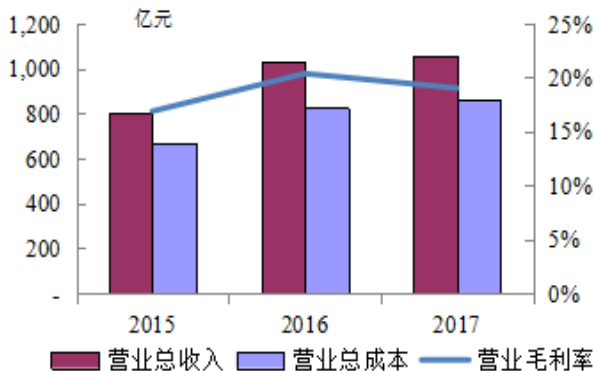
单位：%

业务类型	2016 年		2017 年	
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
汽车及相关产品	55.10	28.24	53.46	24.31
手机部件及组装	37.78	9.98	38.21	13.09
二次充电电池及光伏	7.10	14.52	8.28	12.21
其他	0.02	9.74	0.05	14.38
合计	100.00	20.36	100.00	19.01

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从营业毛利率水平来看，受市场竞争和补贴退坡因素的影响，公司汽车及相关产品业务毛利率降至24.31%；同期手机部件及组装毛利率较上年上升明显，主要系毛利空间相对较高的金属部件业务毛收入占比较上年有所提升所致。综上，2017年公司营业毛利率由上年的20.36%小幅下滑至19.01%。

图 7：2015~2017 年公司盈利能力分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2017年公司期间费用共计140.26亿元，三费占营业收入比重为13.24%，较2016年上升了1.39个百分点。具体来看，近年来公司业务规模持续扩张，销售费用增长较快，2017年公司销售费用为49.25亿元，较上年增长17.37%。同时，公司融资需求不断上升，受汇率变动及利息支出增加影响，公司财务费用增长明显，由2016年的12.22亿元增长至23.14亿元，同比增长达到89.36%。2017年公司管理费用为67.86亿元，较上年有所下降。总的来看，公司期间费用有所增长，对公司利润形成了一定侵蚀，期间费用管理能力有待提高。

表 6：2015~2017 年公司期间费用分析

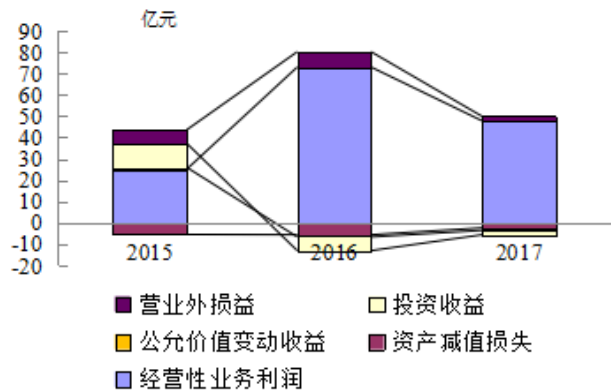
项目	单位：亿元		
	2015	2016	2017
销售费用	28.68	41.96	49.25
管理费用	54.15	68.43	67.86
财务费用	14.46	12.22	23.14
三费合计	97.29	122.61	140.26
营业总收入	800.09	1,034.70	1,059.15
三费收入占比	12.16%	11.85%	13.24%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额构成方面，公司利润总额主要由经营性利润和营业外损益构成。受补贴退坡、期间费用增长等因素影响，公司2017年全年实现经营性业务

利润²47.84亿元，同比减少34.43%，主营业务盈利能力有所减弱。同期公司2017年共计计提资产减值损失2.43亿元，其中，计提存货跌价损失2.32亿元。投资收益方面，同期公司投资净亏损2.06亿元，主要系长期股权投资确认的投资收益亏损和处理子公司收益亏损。营业外损益方面，同期，公司营业外损益2.10亿元，大幅减少70.79%，其中，政府补助0.27亿元，大幅减少96.16%，主要系因为2017年会计政策变更，将2017年部分期限内新增的政府补助列至“其他收益”中所致；由于公司经营性业务利润的下滑、政府补贴的减少以及资产减值和投资收益亏损的侵蚀作用，2017年公司实现利润总额56.21亿元，同比下降14.42%；同年净资产收益率8.20%，较上年下降1.69个百分点。

图 8：2015~2017 年公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受公司业务毛利率下滑和期间费用增长的影响，公司经营性业务利润有所下滑，公司整体盈利能力有所减弱。

偿债能力

近年来随着公司各项业务规模持续扩张，公司资本支出加大，公司债务规模呈现逐年上升的态势。截至2017年末，公司的总债务规模为735.84亿元，较上年末增长了26.85%，长短期债务比亦上升为5.77倍。

获现能力方面，2017年公司EBITDA为150.56亿元，较上年减少3.40亿元。从偿债指标看，2017年公司EBITDA利息倍数和总债务/EBITDA指标分别为6.21倍和4.89倍，较上年分别降低1.79倍和增加

² 经营性业务利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

1.12倍，公司经营所得对其债务本息的保障能力有所下降，但整体仍能形成较好覆盖。

现金流方面，受2017年3月四部委开展2016年度新能源汽车补助清算工作的影响，公司新能源汽车补贴资金回笼速度有所提升，经营活动产生的现金流量净额大幅上升，经营活动现金流净额为63.68亿元，同比增长445.04%，经营净现金流/总债务、经营净现金流/利息支出分别为0.09倍和2.63倍。

表 7：2015~2017 年偿债能力分析

项目	2015	2016	2017
总债务（亿元）	505.40	580.09	735.84
EBITDA（亿元）	107.29	153.96	150.56
经营活动净现金流（亿元）	38.42	-18.46	63.68
经营净现金流/总债务（X）	0.08	-0.03	0.09
经营净现金流/利息支出（X）	2.18	-0.96	2.63
总债务/EBITDA（X）	4.71	3.77	4.89
EBITDA 利息倍数（X）	6.08	8.00	6.21
资产负债率（%）	68.80	61.81	66.33
总资本化比率（%）	58.38	51.15	55.10

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至2017年末，公司及其子公司实际对外担保（不包括对子公司的担保）余额为35.93亿元，其中对深圳腾势新能源汽车有限公司7.35亿元，比亚迪汽车金融有限公司28.58亿元。

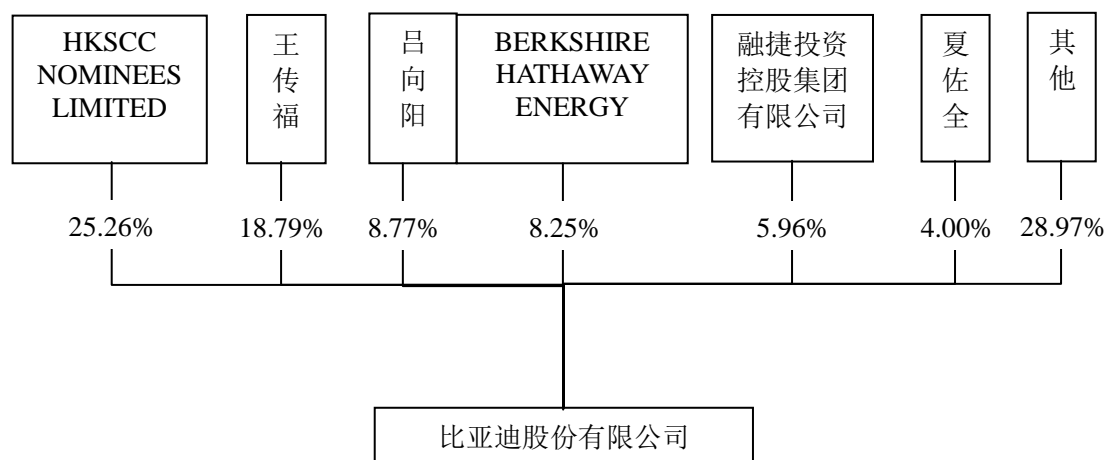
公司与银行等金融机构保持着良好的合作关系，融资渠道较为畅通。截至2017年末，公司共获得银行授信总额2,073.40亿元，未使用授信余额1,297.90亿元，备用流动性较为充足。

总体来看，跟踪期内公司债务规模增长较快，同时受补贴退坡和市场竞争激烈等因素影响，公司盈利能力同比有所下滑。但考虑到公司在新能源汽车和电池领域显著的竞争优势，产业链协同效益的发挥，加之其备用流动性充足，公司整体仍具备极强的偿债能力。

结 论

综上，中诚信证评维持比亚迪主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“比亚迪股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为AAA。

附一：比亚迪股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



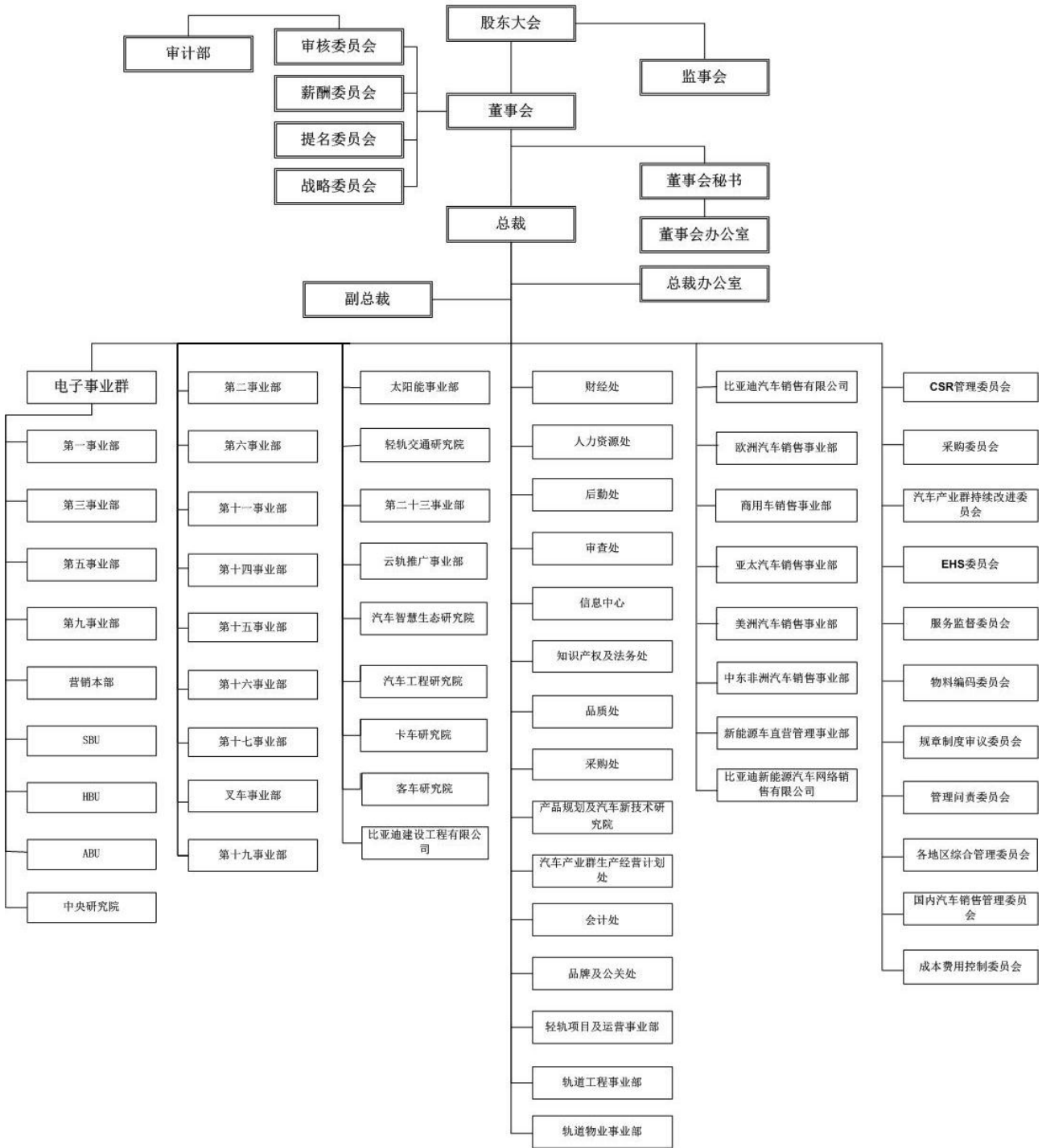
注：1、HKSCC NOMINEES LIMITED 持有的 25.26% 股权包括王传福持有的 1,000,000 股 H 股和夏佐全及其控股的海外公司 SIGN INVESTMENTS LIMITED 分别持有的 195,000 股 H 股和 305,000 股 H 股。

2、王传福持有的 18.79% 股权不包括其持有的 1,000,000 股 H 股和通过易方达资产比亚迪增持 1 号资产管理计划持有的 3,727,700 股 A 股股份。

3、夏佐全持有的 4.00% 股权不包括夏佐全及其控股的海外公司 SIGN INVESTMENTS LIMITED 分别持有的 195,000 股 H 股和 305,000 股 H 股。

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

附二：比亚迪股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：比亚迪股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	659,642.60	769,366.60	990,269.00
应收账款净额	2,151,909.30	4,176,800.20	5,188,068.10
存货净额	1,575,055.00	1,737,843.90	1,987,280.40
流动资产	5,441,166.60	7,824,008.10	10,268,439.20
长期投资	496,007.20	546,999.60	725,037.10
固定资产合计	4,185,609.70	4,644,015.60	5,104,743.10
总资产	11,548,575.50	14,507,077.80	17,809,943.00
短期债务	3,930,993.60	4,867,056.60	6,272,200.10
长期债务	1,122,990.10	933,852.00	1,086,234.60
总债务（短期债务+长期债务）	5,053,983.70	5,800,908.60	7,358,434.70
总负债	7,945,651.40	8,966,141.50	11,814,194.30
所有者权益（含少数股东权益）	3,602,924.10	5,540,936.30	5,995,748.70
营业总收入	8,000,896.80	10,346,999.70	10,591,470.20
三费前利润	1,222,808.30	1,955,738.00	1,880,974.30
投资收益	121,037.00	-72,602.70	-20,605.30
净利润	313,819.60	548,001.20	491,693.60
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,072,860.60	1,539,558.80	1,505,590.60
经营活动产生现金净流量	384,209.40	-184,557.10	636,788.70
投资活动产生现金净流量	-1,060,644.00	-1,344,264.20	-1,596,408.40
筹资活动产生现金净流量	874,978.50	1,627,021.70	1,116,782.40
现金及现金等价物净增加额	219,006.50	107,906.30	157,736.00
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	16.87	20.36	19.01
所有者权益收益率（%）	8.71	9.89	8.20
EBITDA/营业总收入（%）	13.41	14.88	14.22
速动比率（X）	0.58	0.78	0.79
经营活动净现金/总债务（X）	0.08	-0.03	0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	0.10	-0.04	0.10
经营活动净现金/利息支出（X）	2.18	-0.96	2.63
EBITDA 利息倍数（X）	6.08	8.00	6.21
总债务/EBITDA（X）	4.71	3.77	4.89
资产负债率（%）	68.80	61.81	66.33
总资本化比率（%）	58.38	51.15	55.10
长期资本化比率（%）	23.76	14.42	15.34

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。