

# 比亚迪 (002594) 点评报告

## 新能源汽车持续发力，“云轨”将再续辉煌

买入（维持）

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

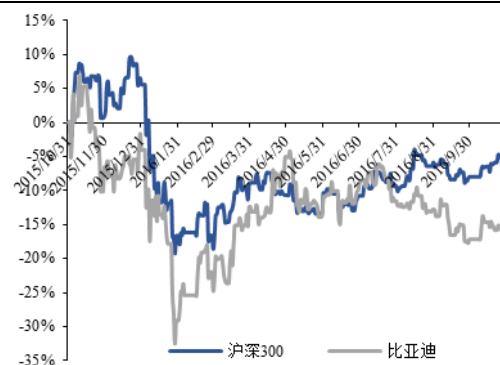
[zengdh@dwzq.com.cn](mailto:zengdh@dwzq.com.cn)

021-60199798

### 投资要点：

- 2016 年前三季度实现归母净利润 36.64 亿元，同比增长 86.82%，符合预期。公司发布三季度业绩公告，2016 年前三季度实现营业收入 727.98 亿元，同比增长 50.12%，归属母公司净利润 36.64 亿元，同比大幅增长 86.82%，EPS 为 1.34 元。其中，第 3 季度实现营业收入 278.48 亿元，同比增长 64.67%，环比增长 12.91%；归属母公司净利润 14.04 亿元，同比下降 6.04%，环比下降 0.32%，EPS 为 0.51 元。公司此半年报预告 1-9 月净利润在 35.80-37.40 亿，同比增长 82.51%-90.67%，三季报业绩接近中值，符合预期。公司同时预计 2016 年全年实现归属上市股东净利润 50-52 亿，同比增长 77.09%-84.17%。
- 手机部件及组装、二次充电电池持续向好；新能源汽车高歌猛进助推靓丽业绩：1) 随着金属部件业务的持续成长，第 3 季度手机部件及组装业务将获得良好发展。公司通过垂直整合的一站式经营模式，为国内外手机制造商提供整机设计、部件生产和组装服务，产品线丰富、成本控制能力较好。2) 二次充电电池受益于公司电动车产销两旺，动力电池产量高达 5.4GWh，极大提升了二次充电电池的业绩。3) 新能源乘用车领域：比亚迪唐/秦/e5/e6 销量在各自细分领域名列前茅，1-9 月份销量共计约 6.8 万辆居市场第一，其中纯电动销量约 2.3 万辆，插电式 4.5 万辆。4) 公共交通领域：纯电动公交产品已在深圳、长沙、武汉、南京、杭州等国内众多城市投入运营，运营情况良好。5) 海外市场：公司新能源汽车已在日本、美国、英国、德国、荷兰、澳大利亚等逾 48 个国家及地区、超过 200 个城市成功投入运营。6) 展望 2016Q4，新能源汽车补贴政策落地后，预计集团新能源汽车将继续热销、保持良好的发展势头；SUV 车型将推动集团传统汽车销量的稳步增长；手机部件及组装业务方面，金属部件业务持续增长；受国内外市场需求低迷及产品价格下降影响，预计 2016Q4 太阳能业务仍面临较大经营压力。
- 先发布局万亿级市场，“云轨”有望接力电动车成第四极。公司 5 年前开始研发“云轨”，累计投入 50 亿元，“云轨”具有占地面积小、爬坡能力强、转弯半径小、噪音低等优点。比亚迪“云轨”凭借投资仅为地铁的 1/4，建设周期仅为地铁的 1/3 等优势，以及铁电池、无人驾驶、能量回馈等先进技术，将以极强的综合实力面向一个万亿级市场（全国 300 个城市，平均每个城市 100 亿元计算，约有 3 万亿市场潜力），具有非常巨大的发展前景。目前，比亚迪已与全国 20 余个城市达成初步协议，其中，汕头市成为首个签约城市，已签订 30 公里“云轨”建设协议，“云轨”已成比亚迪第四大业务板块，将有望带来新的业绩增长。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	56.26
一年最低/最高价	65.50/45.01
市净率（倍）	3.12
流通市值（百万）	47280.24

### 基础数据

每股净资产（元）	14.22
资本负债率（%）	68.14%
总股本（万元股）	2,728.14
流通 A 股（百万股）	840.39

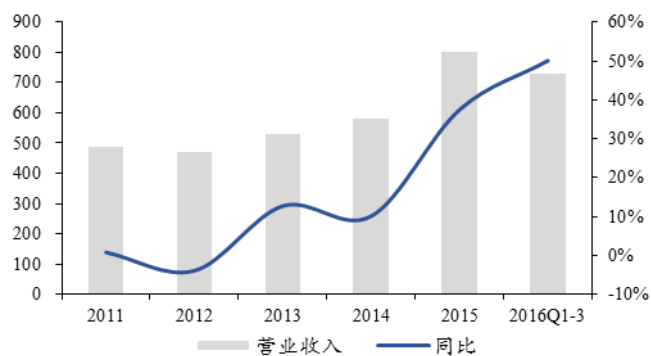
### 相关研究

1. 新能源汽车高举高打，助推近 4 倍业绩增长（2016-08-29）
2. 大单纷至沓来，电动大巴与物流车助力业绩腾飞（2016-07-08）

- **毛利率上升 3.34%，净利率上升 0.99%：**2016 年前三季度综合毛利率 21.08%，同比增长 3.34 个百分点，净利率 5.03%，同比上升 0.99 个百分点。报告期内，公司毛利率和净利率都得到一定提升，主要是公司汽车业务与手机部件及组装业务收入同比大幅增长且营收增幅大于营业成本。
- **销售费用率增长 0.35%，管理费用率下降 0.24%，财务费用率下降 0.77%。**2016 前三季度销售费用 28.64 亿，同比大幅提升 64.74%，销售费用率 3.93%，同比增长 0.35 个百分点；第 3 季度销售费用 10.60 亿，同比增长 97.26%，环比下降 11.81%，费用率为 3.81%，同比增长 0.63 个百分点，环比下降 1.07 个百分点，主要是报告期内广告费和售后服务费增加所致。前三季度管理费用 54.41 亿元，同比增长 45.39%，管理费用率 7.47%，同比下降 0.24 个百分点；第 3 季度管理费用 24.19 亿，同比增长 67.98%，环比增长 40.29%，管理费用率 8.68%，同比增长 0.17 个百分点，环比增长 1.70 个百分点，主要是折旧与摊销、职工薪酬增加所致。前三季度财务费用 9.90 亿，同比下降 4.36%，财务费用率 1.36，同比下降 0.77 个百分点。第 3 季度财务费用 3.33 亿，同比下降 18.12%。环比下降 10.26%，财务费用率 1.20%，同比下降 1.21 个百分点，环比下降 0.31 个百分点。
- **存货增加 12.97%，应收账款增长 57.93%，经营活动现金流净额增长 83.58%。**2016 年前三季度公司存货 177.93 亿元，较期初增长 12.97%，前三季度存货周转天数 78.82 天，同比加快 9.89 天，存货变现能力增强。前三季度应收账款 339.85 亿，较年初增长 57.93%，主要是汽车业务与手机部件及组装业务收入增加所致。预收账款 15.89 亿元，较年初下降 34.83%，主要系部分预收项目已发货所致。前三季度经营活动产生的现金流量净流出 28.29 亿，较上年同期增长 83.58%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。
- **2019 年规划动力电池产能 34GWh，为新能源汽车产能提供坚实保障：**2015 年公司已经建成 10GWh 的动力电池产能，预计 2016 年底公司将具备 16GWh 的产能，其中三元电池产能 4~6GWh（预期 2017 年中投产），公司规划 2017/2018/2019 年底产能分别为 20/26/34GWh，同时公司计划到 2020 年将电池成本降到 1 元/wh 以下，巨大的成本优势不仅为公司自身新能源车销量高增长提供坚实保障，而且也为公司业绩稳定增长奠定基础。
- **拓展上游锂电池业务，保证动力电池产能原料供应：**10 月 24 日公告称，公司拟与青海盐湖工业股份有限公司、深圳市卓域成投资有限公司共同投资设立青海盐湖比亚迪资源开发有限公司，注册资本人民币 5 亿元，其中公司和青海盐湖工业股份有限公司各出资 2.45 亿元（持股 49%），合资公司专门从事盐湖资源综合利用产品的开发与加工、销售。合资公司设立后，将启动 3 万吨碳酸锂项目建设。公司生产动力锂电池的主要原料之一为是碳酸锂，公司与上游企业加强深度合作和交流，有利于公司实现新能源产业战略规划布局。

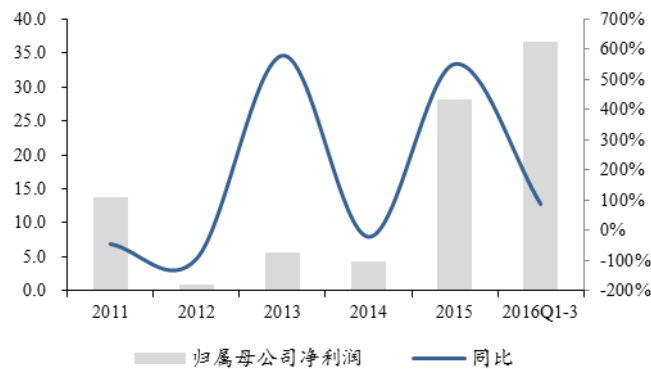
- **增发与中标大订单护航业绩高增长：**1) 公司顺利增发 144.73 亿加码动力电池及新能源车业务，增发底价 57.40 元，其中，上海三星半导体公司获配 5226.48 万股，利于双方在多项领域合作，形成强强联合。2) 中标公交类超大标的：4 月份，公司中标深圳东部公交 3024 辆纯电动客车，7 月份公司中标深圳西部公交 2719 辆纯电动客车，同月中标深圳巴士集团 2606 辆公交车项目。
- **投资建议：**鉴于公司成功转型，动力电池优势显著，顺利完成增发，“云轨”产业顺利拓展，我们坚定看好公司长期发展，预测 2016/2017/2018 年 EPS 为 1.83/2.42/2.89 元，对应 PE 分别为 31/23/19 倍，目标价位为 72.6 元，对应 2017 年 PE 为 30 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期；电动车销量不达预期；动力电池扩产不达预期；“云轨”拓展不达预期

图表 1: 2016Q1-3 收入 727.98 亿元, 同比增长 50.12%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 2: 2016Q1-3 盈利 36.64 亿元, 同比增长 86.82%



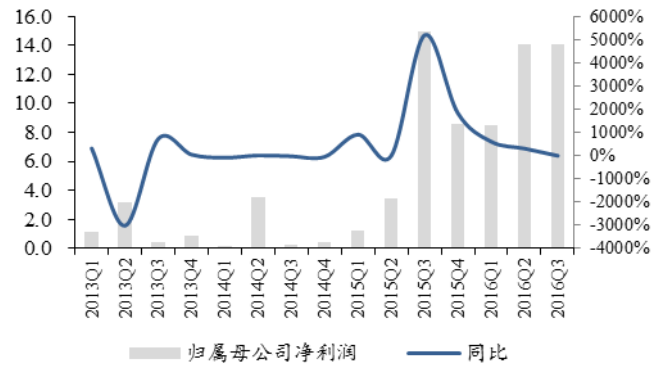
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 3: 2016Q3 收入 278.48 亿元, 同比增长 64.67%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

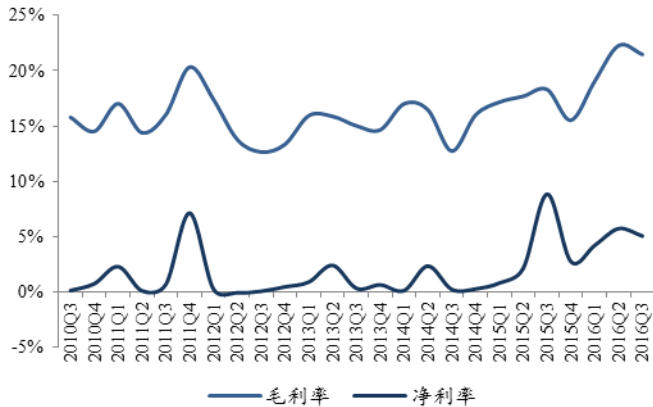
图表 4: 2016Q3 盈利 14.04 亿元, 同比下降 6.04%



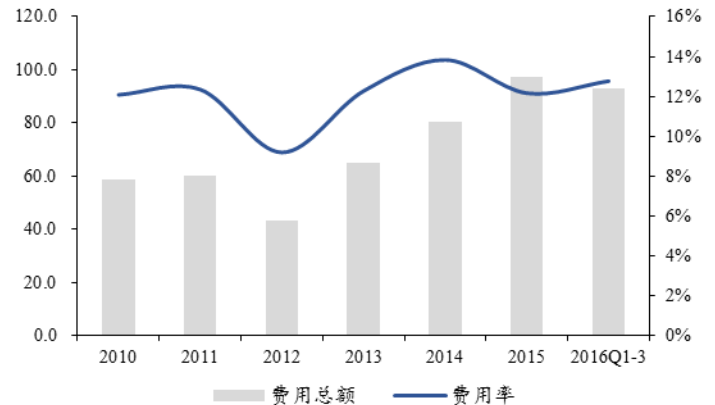
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 5: 2016Q1-3 毛利率为 21.08%、净利率为 5.03%

图表 6: 2016Q1-3 费用率为 12.77%, 同比下降 0.67%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 比亚迪运营情况

比亚迪	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流 (亿元)
2010	4.49%	6.82%	0.76%	12.08%	19.14%	5.21%	50.28	35.16	31.39
2011	3.69%	7.08%	1.58%	12.34%	17.18%	2.84%	58.46	40.12	59.85
2012	3.23%	6.80%	-0.83%	9.19%	14.30%	0.17%	62.49	45.13	55.55
2013	3.81%	6.27%	2.19%	12.27%	15.36%	1.05%	62.62	47.49	24.36
2014	3.83%	7.61%	2.39%	13.83%	15.55%	0.74%	66.66	66.31	0.38
2015	3.58%	6.77%	1.81%	12.16%	16.87%	3.53%	69.63	79.35	38.42
2016Q1-3	3.93%	7.47%	1.36%	12.77%	21.08%	5.03%	78.82	102.93	(28.29)
2015Q1-3	3.58%	7.72%	2.14%	13.44%	17.74%	4.04%	88.71	83.16	(15.41)
同比	0.35%	-0.24%	-0.77%	-0.67%	3.34%	0.99%	(9.89)	19.77	-12.88

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 8: 比亚迪分季度经营情况

比亚迪	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	同比	环比
营业收入	152.83	163.00	169.11	315.15	202.85	246.64	278.48	64.67%	12.91%
毛利率	17.16%	17.69%	18.31%	15.52%	19.06%	22.28%	21.48%	17.31%	-3.58%
毛利润	26.23	28.84	30.97	48.92	38.66	54.95	59.83	93.19%	8.86%
期间费用率	13.86%	12.35%	14.10%	10.19%	10.78%	13.37%	13.69%	-2.91%	2.39%
销售费用	6.11	5.90	5.37	11.30	6.02	12.02	10.60	97.26%	-11.81%
管理费用	11.05	11.98	14.40	16.73	12.98	17.24	24.19	67.98%	40.29%
财务费用	4.03	2.26	4.07	4.10	2.86	3.71	3.33	-18.12%	-10.26%
期间费用	21.19	20.14	23.84	32.13	21.87	32.97	38.11	59.88%	15.61%
资产减值损失	0.36	1.26	0.31	3.59	2.32	1.35	-0.14		
营业利润	1.07	3.55	18.10	9.04	10.84	17.03	16.55	-8.53%	-2.82%
营业外收入	1.07	2.83	1.43	1.72	0.96	1.79	2.96	107.69%	65.37%
利润总额	2.04	6.27	19.15	10.49	11.49	18.61	18.41	-3.85%	-1.04%
所得税	0.51	1.56	3.57	0.94	2.51	2.89	3.39	-5.06%	17.13%

归属于母公司净利润	1.21	3.46	14.95	8.62	8.51	14.09	14.04	-6.04%	-0.32%
净利率	0.79%	2.12%	8.84%	2.74%	4.19%	5.71%	5.04%	-42.94%	-11.72%
存货	108.36	132.51	162.34	157.51	164.90	160.44	177.93	9.60%	10.90%
股本	24.76	24.76	24.76	24.76	24.76	24.76	27.28		
EPS	0.05	0.14	0.60	0.35	0.34	0.57	0.51	-14.72%	-9.54%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 9: 比亚迪三大财务预测表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017	2018
<b>营业总收入</b>	<b>52,863</b>	<b>58,196</b>	<b>80,009</b>	<b>114,886</b>	<b>153,434</b>	<b>197,742</b>	货币资金	5,379	4,453	6,596	25,938	35,833	34,541
增长率	12.83%	10.1%	37.5%	43.6%	33.6%	28.9%	应收账款	13,652	23,667	28,827	42,508	50,248	68,961
营业成本	-44,746	-49,144	-66,514	-91,972	-124,200	-162,483	存货	8,221	9,978	15,751	17,638	23,819	31,161
% 销售收入	84.6%	84.4%	83.1%	80.1%	80.9%	82.2%	其他流动资产	2,614	2,634	3,237	3,484	3,542	3,777
毛利	8,118	9,052	13,495	22,914	29,235	35,259	流动资产	29,865	40,733	54,412	89,568	113,443	138,440
% 销售收入	15.4%	15.6%	16.9%	19.9%	19.1%	17.8%	% 总资产	38.2%	43.3%	47.1%	70.4%	81.3%	91.3%
营业税金及附加	-1,204	-957	-1,267	-1,843	-2,451	-3,164	长期投资	1,128	1,764	5,026	5,026	5,026	5,026
% 销售收入	2.3%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	固定资产	35,611	38,750	41,856	40,197	36,932	33,730
营业费用	-2,012	-2,229	-2,868	-4,710	-5,984	-7,316	% 总资产	45.6%	41.2%	36.2%	31.6%	26.5%	22.2%
% 销售收入	3.8%	3.8%	3.6%	4.1%	3.9%	3.7%	无形资产	9,724	10,922	11,932	11,348	11,100	10,734
管理费用	-3,315	-4,430	-5,415	-9,019	-11,277	-13,941	非流动资产	48,150	53,276	61,074	58,831	55,319	51,750
% 销售收入	6.3%	7.6%	6.8%	7.9%	7.4%	7.1%	% 总资产	61.6%	56.6%	52.9%	46.2%	39.7%	34.1%
息税前利润 (EBIT)	1,588	1,436	3,945	7,342	9,522	10,839	<b>资产总计</b>	<b>78,173</b>	<b>94,162</b>	<b>115,486</b>	<b>127,235</b>	<b>139,503</b>	<b>151,704</b>
% 销售收入	3.0%	2.5%	4.9%	6.4%	6.2%	5.5%	短期借款	16,172	19,173	26,413	23,357	17,282	10,020
财务费用	-1,160	-1,389	-1,446	-1,831	-1,589	-1,227	应付款项	24,808	31,207	35,790	49,755	66,516	84,032
% 销售收入	2.2%	2.4%	1.8%	1.6%	1.0%	0.6%	其他流动负债	2,364	2,643	3,907	4,862	6,238	7,732
资产减值损失	-272	-294	-552	-985	-1,017	-1,118	流动负债	43,344	53,022	66,110	77,974	90,037	101,784
公允价值变动收益	0	0	18	0	0	0	长期贷款	2,685	7,988	6,746	7,746	8,746	9,746
投资收益	-48	68	1,210	1,635	1,000	1,000	其他长期负债	7,129	4,104	6,600	6,600	6,600	6,600
% 税前利润	—	7.8%	31.9%	23.6%	11.4%	9.6%	<b>负债</b>	<b>53,158</b>	<b>65,114</b>	<b>79,457</b>	<b>92,320</b>	<b>105,383</b>	<b>118,130</b>
营业利润	107	-179	3,176	6,162	7,916	9,494	<b>普通股股东权益</b>	<b>21,867</b>	<b>25,519</b>	<b>28,275</b>	<b>47,647</b>	<b>54,242</b>	<b>62,139</b>
营业利润率	0.2%	-0.3%	4.0%	5.4%	5.2%	4.8%	少数股东权益	3,147	3,529	3,735	4,414	5,117	5,902
营业外收支	725	1,053	619	764	878	966	<b>负债股东权益合计</b>	<b>78,173</b>	<b>94,162</b>	<b>115,486</b>	<b>127,235</b>	<b>139,503</b>	<b>151,704</b>
税前利润	832	874	3,795	6,925	8,794	10,460	<b>比率分析</b>						
利润率	1.6%	1.5%	4.7%	6.0%	5.7%	5.3%	每股指标	2013	2014	2015	2016E	2017	2018
所得税	-56	-134	-657	-1,247	-1,495	-1,778	每股收益(元)	0.235	0.175	1.140	1.833	2.418	2.895
所得税率	6.8%	15.3%	17.3%	18.0%	17.0%	17.0%	每股净资产(元)	9.289	10.307	11.420	17.465	19.882	22.777
净利润	776	740	3,138	5,679	7,299	8,682	每股经营现金净流(元)	1.035	0.015	1.552	3.576	6.394	2.673
少数股东损益	223	306	315	679	704	784	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>553</b>	<b>434</b>	<b>2,823</b>	<b>5,000</b>	<b>6,595</b>	<b>7,897</b>	<b>回报率</b>						
净利率	1.0%	0.7%	3.5%	4.4%	4.3%	4.0%	净资产收益率	2.53%	1.70%	9.99%	10.49%	12.16%	12.71%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	0.71%	0.46%	2.53%	3.46%	4.00%	4.24%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	3.42%	2.29%	5.57%	10.52%	15.95%	16.89%
净利润	776	740	3,138	5,679	7,299	8,682	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	679	704	784	营业总收入增长率	12.83%	10.09%	37.48%	43.59%	33.55%	28.88%
非现金支出	3,899	4,609	5,968	6,497	7,239	7,676	EBIT增长率	77.45%	-9.58%	174.81%	86.12%	29.69%	13.83%
非经营收益	951	1,043	444	-550	-236	-667	净利润增长率	579.63%	-21.61%	551.28%	77.10%	31.90%	19.74%
营运资金变动	-3,190	-6,353	-5,709	-1,870	3,141	-8,399	总资产增长率	13.77%	20.45%	18.38%	28.50%	13.72%	12.70%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,436</b>	<b>38</b>	<b>3,842</b>	<b>10,435</b>	<b>18,147</b>	<b>8,076</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	5,492	7,781	10,482	2,505	1,831	2,023	应收账款周转天数	48.2	67.2	81.1	70.0	70.0	70.0
投资	-197	-347	-544	0	0	0	存货周转天数	63.5	67.6	70.6	70.0	70.0	70.0
其他	37	166	420	1,635	1,000	1,000	应付账款周转天数	77.3	76.4	82.1	77.0	79.4	78.4
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-5,651</b>	<b>-7,962</b>	<b>-10,606</b>	<b>-870</b>	<b>-831</b>	<b>-1,023</b>	固定资产周转天数	186.1	182.4	142.3	102.1	73.5	53.3
股权募资	0	3,442	0	14,371	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	6,232	5,314	7,274	-2,056	-5,074	-6,262	净负债/股东权益	77.74%	88.47%	96.93%	18.50%	-8.99%	-15.15%
其他	-1,792	-1,454	1,681	-1,859	-1,642	-1,299	EBIT利息保障倍数	1.4	1.0	2.7	4.0	6.0	8.8
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>4,440</b>	<b>7,302</b>	<b>8,954</b>	<b>10,455</b>	<b>-6,717</b>	<b>-7,561</b>	资产负债率	68.00%	69.15%	71.28%	63.94%	63.97%	63.45%
<b>现金净流量</b>	<b>1,224</b>	<b>-621</b>	<b>2,190</b>	<b>20,020</b>	<b>10,599</b>	<b>-508</b>							

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

