

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示概不就因本公告全部或任何部分內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



比亞迪股份有限公司  
**BYD COMPANY LIMITED**

(在中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)

(股份代號：1211)

網站：<http://www.byd.com>

海外監管公告

以下為比亞迪股份有限公司於深圳證券交易所網站所刊發之「比亞迪股份有限公司2017年面向合格投資者公開發行公司債券（第一期）、2018年面向合格投資者公開發行公司債券（第一期、第二期）、2019年面向合格投資者公開發行公司債券（第一期）跟蹤評級報告（2019）」。

承董事會命

比亞迪股份有限公司

主席

王傳福

中國·深圳，二零一九年五月二十七日

於本公告刊發日期，本公司董事會包括執行董事王傳福先生，非執行董事呂向陽先生及夏佐全先生，以及獨立非執行董事王子冬先生、鄒飛先生及張然女士。



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪280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其子公司已发行的“比亚迪股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“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）”、“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（第二期）（品种一）”、“比亚迪股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）”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；维持上述债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年五月二十七日

# 比亚迪股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）、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、第二期）、比亚迪股份有限公司 2019 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（2019）

|        |  |      |    |
|--------|--|------|----|
| 发行主体   | 比亚迪股份有限公司  |      |    |
| 债券名称   | 1、比亚迪股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）<br>2、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）<br>3、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（第二期）（品种一）<br>4、比亚迪股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一） |      |    |
| 债券简称   | 17 亚迪 01、18 亚迪 01、18 亚迪 02、19 亚迪 01  |      |    |
| 债券代码   | 112530.SZ、112674.SZ、112748.SZ、112854.SZ  |      |    |
| 发行规模   | 17 亚迪 01：人民币 15 亿元<br>18 亚迪 01：人民币 30 亿元<br>18 亚迪 02：人民币 16 亿元<br>19 亚迪 01：人民币 25 亿元   |      |    |
| 存续期限   | 17 亚迪 01：3+2 年<br>（2017/6/15~2022/6/15）<br>18 亚迪 01：3+2 年<br>（2018/4/12~2023/4/12）<br>18 亚迪 02：2+2 年<br>（2018/8/22~2022/8/22）<br>19 亚迪 01：3+2 年<br>（2019/2/22~2024/2/22）       |      |    |
| 上次评级时间 | 17 亚迪 01：2018/5/25<br>18 亚迪 01：2018/5/25<br>18 亚迪 02：2018/7/15<br>19 亚迪 01：2019/2/13   |      |    |
| 上次评级结果 | 债项级别 AAA<br>主体级别 AAA   | 评级展望 | 稳定 |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 AAA<br>主体级别 AAA   | 评级展望 | 稳定 |

## 基本观点

2018 年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<sup>1</sup>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”）也关注到新能源汽车行业市场竞争加大、新能源补贴退坡，公司盈利能力有所下滑，非经营性损益对利润影响较大，债务规模较大且以短期债务为主，应收账款规模较大及资本支出压力较大等因素对公司经营及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 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“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）”、“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（第二期）（品种一）”、“比亚迪股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）”信用级别 AAA。

## 正 面

- 新能源汽车行业龙头地位显著。2018 年，公司新能源汽车销量为 24.78 万辆，近年来一直保持着国内新能源汽车销量 20%以上的市场份额，连续三年蝉联新能源汽车总销量全球第一的位置，品牌影响力强，行业龙头地位显著。
- 突出的技术研发团队和强大的科技创新能力。2018 年比亚迪研发投入 85.36 亿元，占营业总收入的比重为 6.56%。公司历来重视新产品和新技术的研发工作，拥有一支实力突出的研发团队，构建了多领域的研究体系以及强大的专利储备，令其在电池、电机和电控等领域拥有

<sup>1</sup> 销量数据引自公司公告的销量快报，下同。

### 概况数据

| 比亚迪            | 2016     | 2017     | 2018     | 2019.3   |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 所有者权益（亿元）      | 554.09   | 599.57   | 606.94   | 621.46   |
| 总资产（亿元）        | 1,450.71 | 1,780.99 | 1,945.71 | 1,988.26 |
| 总债务（亿元）        | 580.09   | 735.84   | 858.42   | 944.57   |
| 营业总收入（亿元）      | 1,034.70 | 1,059.15 | 1,300.55 | 303.04   |
| 营业毛利率（%）       | 20.36    | 19.01    | 16.40    | 19.05    |
| EBITDA（亿元）     | 153.96   | 150.56   | 169.31   | 41.55    |
| 所有者权益收益率（%）    | 9.89     | 8.20     | 5.86     | 5.72     |
| 资产负债率（%）       | 61.81    | 66.33    | 68.81    | 68.74    |
| 总债务/EBITDA（X）  | 3.77     | 4.89     | 5.07     | 5.68     |
| EBITDA 利息倍数（X） | 8.00     | 6.21     | 5.05     | 4.83     |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。  
2、将“其他流动负债”中的“银行间短期融资券”计入短期债务，将“租赁负债”计入长期债务。  
3、2019 年一季度公司所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

### 分析师

王 维 [wwang@ccxr.com.cn](mailto:wwang@ccxr.com.cn)

梁绍宁 [shnliang@ccxr.com.cn](mailto:shnliang@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2019 年 5 月 27 日

全球领先的技术实力。

- 各业务产业链协同效应明显。公司的汽车业务、二次充电电池业务、手机部件及组装业务发展稳定，收入保持增长；凭借在新能源业务领域建立的技术和成本优势，公司研发的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得到进一步提升。

### 关 注

- 行业竞争加大。2018 年以来，国内汽车行业整体销量下滑，受新能源汽车补贴持续退坡、国内其他整车企业加大新能源汽车投入和特斯拉上海工厂开工建设等因素影响，未来新能源汽车行业竞争强度将大幅提高。
- 公司盈利能力有所下滑。受新能源汽车补贴退坡，电池成本增加以及期间费用规模上升的影响，公司经营性业务利润及净利润有所下滑。2018 年公司经营性业务利润为 20.07 亿元和 35.56 亿元，同比分别下滑 43.41% 和 27.67%。
- 资产减值损失、其他收益等非经常性损益对利润的影响较大。2018 年，公司资产减值损失（含信用减值损失）为 10.18 亿元，其他收益 23.28 亿元（主要系政府补助），非经常性损益对公司利润影响较大。
- 债务规模增长较快，债务期限结构有待改善。截至 2018 年末，公司总债务为 858.42 亿元，同期，短期债务为 719.18 亿元。另截至 2019 年 3 月末，公司债务进一步上升至 944.57 亿元，短期债务为 760.19 亿元，面临一定的即期偿债压力。
- 应收账款规模大，对现金流表现带来不利影响。随着公司汽车业务销售增加，部分新能源汽车的应收账款账龄较长且新能源汽车应收补贴款回款较慢，2018 年末公司应收账款净额为 492.84 亿元（不包括合同资产 63.00 亿元），占用其运营资金。
- 面临一定资本支出压力。公司电池和汽车项目在建厂区等工程规模较大。截至 2019 年 3 月

末，公司主要的在建工程计划总投资为 148.22 亿元，预计未来公司尚需投入工程建设金额约 81.13 亿元，加之城市轨道交通项目的持续推进，公司将面临一定的资本支出压力。

## 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 and 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](http://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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 募集资金使用情况

1、公司于 2017 年 7 月 14 日在深圳证券交易所平台挂牌交易发行比亚迪股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期），简称 17 亚迪 01；发行规模 15 亿元，债券期限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；本期公司面向合格投资者公开发行公司债券募集资金 15 亿元，扣除发行费用后所募集的资金全部用于补充公司流动资金。

2、公司于 2018 年 6 月 4 日在深圳证券交易所平台挂牌交易发行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），简称 18 亚迪 01；发行规模 30 亿元，债券期限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；本期公司面向合格投资者公开发行公司债券募集资金 30 亿元，扣除发行费用后所募集的资金拟全部用于补充流动资金。

3、公司于 2018 年 9 月 25 日在深圳证券交易所平台挂牌交易发行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（第二期）（品种一），简称 18 亚迪 02，发行规模 16 亿元，债券期限为 4 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；本期公司面向合格投资者公开发行公司债券募集资金 16 亿元，扣除发行费用后所募集的资金拟全部用于补充流动资金。

4、公司于 2019 年 3 月 13 日在深圳证券交易所平台挂牌交易发行比亚迪股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一），简称 19 亚迪 01，发行规模 25 亿元，债券期限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；本期公司面向合格投资者公开发行公司债券募集资金 25 亿元，扣除发行费用后所募集的资金拟全部用于补充流动资金。

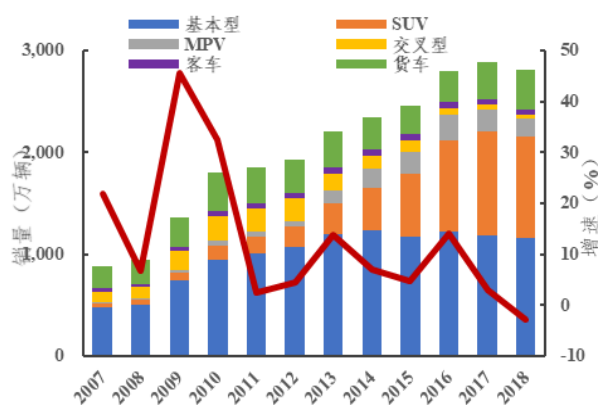
截至报告出具日，上述债项募集资金已使用完毕，符合法规和募集说明书的要求。

## 行业分析

**受乘用车市场需求下滑影响，2018 年国内汽车行业产销同比负增长，自主品牌乘用车竞争力下降**

随着我国经济发展进入“新常态”，国内汽车行业整体增速放缓。根据中国汽车工业协会数据，2018 年国内汽车产销量分别为 2,780.92 万辆和 2,808.06 万辆，同比分别下滑 4.16% 和 2.76%，增速较去年分别下降 7.35 个百分点和 5.79 个百分点，为 28 年来首次负增长。

图 1：2007~2018 年全国汽车销量及同比增速

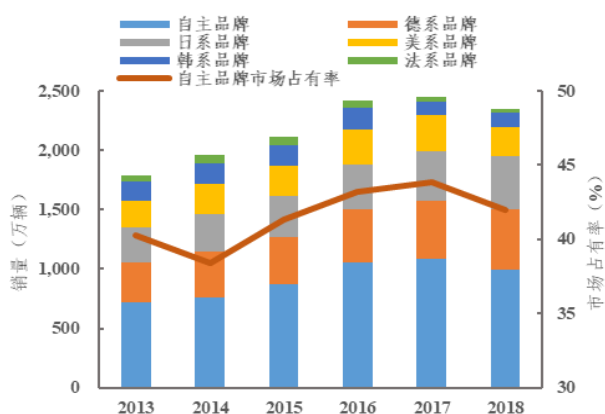


资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

乘用车方面，2018 年全国乘用车产销量分别完成 2,352.9 万辆和 2,371.0 万辆，同比分别下降 5.15% 和 4.08%。分车型看，基本型乘用车（轿车）销售 1,152.78 万辆，同比下降 2.7%；运动型多用途乘用车（SUV）销售 999.47 万辆，同比下降 2.52%；多功能乘用车（MPV）销售 173.46 万辆，同比下降 16.22%；交叉型乘用车销售 45.26 万辆，同比下降 17.26%。整体看，随着国内宏观经济趋于疲弱、车辆购置税减免政策的退出、环保标准趋严以及消费需求的降低，2018 年的乘用车销量增速降至低位。

2018 年，自主品牌、德系、日系、美系、韩系和法系乘用车的销量分别为 998.0 万辆、508.1 万辆、444.6 万辆、247.8 万辆、118.1 万辆和 30.7 万辆，市场占有率分别为 42.1%、21.7%、18.5%、10.7%、4.8% 和 1.5%。由于 2018 年 SUV 车型增速大幅放缓，令自主品牌市场占有率较上年回落 1.8 个百分点，部分自主品牌生产企业销量承压。

图 2：2013~2018 年中国乘用车市场分国别销售情况



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

商用车方面，货车产销量分别为 379.1 万辆和 388.6 万辆，同比分别增长 2.9% 和 6.9%。分车型看，2018 年重型货车产销量分别为 111.2 万辆和 114.8 万辆，同比分别下降 3.2% 和增长 2.8%；中型货车产销量分别为 17.3 万辆和 17.7 万辆，同比分别下降 26.3% 和 22.7%；轻型货车产销量分别为 187.8 万辆和 189.5 万辆，同比分别增长 8.0% 和 10.2%；微型货车产销量分别为 62.8 万辆和 66.6 万辆，同比分别增长 12.0% 和 17.1%。除占比较小的中型货车产销量下滑外，其余车型皆为正增长态势。

另一方面，2018 年全国客车产销量分别为 48.9 万辆和 48.5 万辆，同比分别下滑 7.0% 和 8.0%。分车型看，大型客车产销量分别为 7.8 万辆和 7.7 万辆，同比分别下滑 16.2% 和 18.2%；中型客车产销量分别为 7.5 万辆和 7.4 万辆，同比分别下降 11.9% 和 13.3%；轻型客车产销量为 33.6 万辆和 33.5 万辆，同比分别下滑 3.4% 和 3.9%。各客车车型销量受新能源补贴退坡对其影响程度不同而呈现差异。

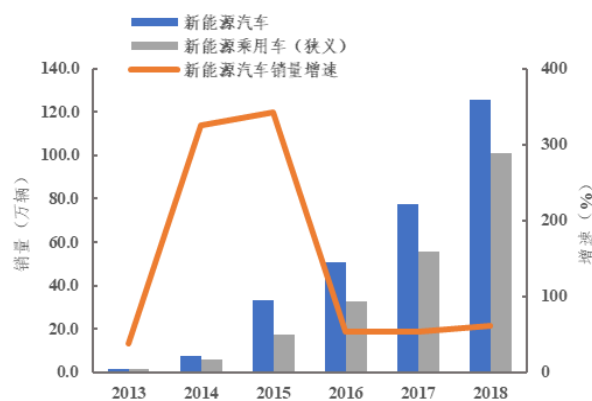
总体来说，随着我国经济发展进入“新常态”，汽车产业已由快速增长阶段向平稳重质阶段过渡，增量红利逐步消失，细分车型将会成为行业的主要增长动力。未来产业格局将面临更多不确定性，竞争压力将会增大。

**2018 年新能源乘用车产销量继续保持高速增长；此外，新能源补贴政策持续退坡，地方补贴取消，新能源汽车行业将迎来更激烈的市场化竞争**

新能源汽车方面，根据工信部 2017 年 4 月联

合国家发改委和科技部印发的《汽车产业中长期发展规划》（工信部联装〔2017〕53 号），国家将继续加大新能源汽车推广应用力度，逐步提高公共服务领域新能源汽车使用比例，扩大私人领域新能源汽车应用规模。根据规划目标，到 2020 年，我国新能源汽车年产销将达到 200 万辆。2018 年，新能源汽车产销分别完成 127 万辆和 125.6 万辆，同比分别增长 59.9% 和 61.7%。其中，纯电动汽车产销分别完成 98.6 万辆和 98.4 万辆，同比分别增长 47.9% 和 50.8%；插电式混合动力汽车产销分别为 28.3 万辆和 27.1 万辆，同比分别增长 122% 和 118%；燃料电池汽车产销均完成 1,527 辆。

图 3：2013~2018 年我国新能源乘用车销售情况



资料来源：工业和信息化部，中诚信证评整理

根据 2018 年 2 月工信部新出台的《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2018〕18 号），新能源客车补贴总金额从整车最高不超过 30 万元调整为不超过 18 万元，非快充纯电动客车的最低系统能量密度从 85Wh/kg 提高到 115Wh/kg，同时下调补贴调整系数，新政策下，能量密度在 115Wh/kg 以上的补贴调整系数由 1.2 调降至 1（115~135Wh/kg）和 1.1（135Wh/kg 以上）；快充类纯电动客车方面，快充倍率为 15C 以上的补贴调整系数由 1.4 降至 1.1。此外，对于新能源汽车申请财政补贴的运营里程调整为 2 万公里，车辆销售上牌后将按申请拨付一部分补贴资金，达到运营里程要求后全部拨付。2019 年 3 月 26 日，财政部等四部委联合发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2019〕139 号），新能源补贴在 2018 年基础上平

均退坡幅度约在 50% 以上，并对能耗要求、快充倍率等提出更高要求。此外，新政策明确地方补贴的退出，改为补贴充电基础设施。2019 年 3 月 26 日至 6 月 25 日为过渡期，过渡期内，符合 2018 年技术指标要求但不符合 2019 年技术指标要求的销售上牌车辆，按照 2018 年标准的 0.1 倍补贴；符合 2019 年技术指标要求的销售上牌车辆按 2018 年对应标准的 0.6 倍补贴。

总体来说，2018 年新能源汽车产销保持高速增长态势，然而随着补贴退坡、补贴技术门槛提高和监管趋严，将使得新能源汽车制造企业毛利率下滑，新能源汽车行业市场化竞争压力将进一步加大。

## 业务运营

公司营业收入主要来自汽车及相关产品业务、手机部件及组装业务和二次充电电池及光伏业务。2018 年，公司营业收入为 1,300.55 亿元，同比增加 22.79%。从各业务占比来看，汽车及相关产品营业收入占比为 58.44%，同比增加 4.98 个百分点，是公司最主要的收入来源；手机部件及组装业务占比为 32.47%；二次充电电池及光伏业务占总收入比重较低，为 6.88%。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 303.04 亿元，同比增长 22.50%。从各业务占比来看，汽车及相关产品营业收入占比达到 58.05%，手机部件及组装业务和二次充电电池及光伏业务占比分别为 34.47% 和 6.19%。

表 1：2016~2019.Q1 公司营业收入构成

单位：亿元、%

| 业务板块      | 2016     |        | 2017     |        | 2018     |        | 2019.Q1 |        |
|-----------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|---------|--------|
|           | 营业收入     | 收入占比   | 营业收入     | 收入占比   | 营业收入     | 收入占比   | 营业收入    | 收入占比   |
| 二次充电电池及光伏 | 73.44    | 7.10   | 87.67    | 8.28   | 89.50    | 6.88   | 18.75   | 6.19   |
| 手机部件及组装等  | 390.94   | 37.78  | 404.73   | 38.21  | 422.30   | 32.47  | 104.45  | 34.47  |
| 汽车及相关产品*  | 570.10   | 55.10  | 566.24   | 53.46  | 760.07   | 58.44  | 175.92  | 58.05  |
| 其他        | 0.22     | 0.02   | 0.51     | 0.05   | 28.68    | 2.21   | 3.92    | 1.29   |
| 合计        | 1,034.70 | 100.00 | 1,059.15 | 100.00 | 1,300.55 | 100.00 | 303.04  | 100.00 |

\*注：目前公司动力电池仅供自身生产新能源汽车使用，故该业务营收最终计入对外销售的汽车及相关产品收入，但对该业务的分析于二次充电电池及光伏业务中

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

## 2018 年公司传统燃油车占整车销量比重持续下降，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以及销售占比继续保持增长，带动汽车及相关产品板块收入大幅提升

汽车业务方面，公司采取高度垂直整合的生产模式，在整车制造、模具研发、车型开发和三电技术等方面都达到了国内领先水平，产业格局日渐完善，行业龙头地位显著。2018 年，公司汽车及相关产品业务板块实现营业收入 760.07 亿元，同比增长 34.24%，占营业收入的比例为 58.44%，占比较上年提高 4.98 个百分点。2019 年 1~3 月，汽车及相关产品业务实现营业收入 175.92 亿元。

公司乘用车产品涵盖各种高、中、低端系列燃油轿车、双模电动汽车及纯电动汽车等，2018 年 5

月至 9 月，公司相继推出元 EV360、全新一代“唐 DM”、全新一代“宋”及“秦 Pro”等车型，均赢得较好的市场反响。此外，公司生产的纯电动大巴已在北京、广州、深圳、天津、杭州、南京、长沙、西安等主要一二线城市大规模投入运营，有效推动城市公交电动化进展；在海外市场，公司也陆续接获来自法国、智利、匈牙利、丹麦、德国、加拿大等全球各地的订单。目前，比亚迪推出的纯电动大巴已在全球 6 大洲、50 多个国家和地区的 300 多个城市运营。专用车辆方面，比亚迪于 2015 年发布了新能源车“7+4”战略推动新能源汽车的全方位拓展，2018 年，首批比亚迪 T10Z T 纯电动智能泥头车在深圳开启规模化示范运营，标志着公司在高技术门坎的纯电动重型自卸车领域再次抢占产业发展制高点。作为“7+4”战略的重要组成部分，比亚

迪叉车于 2018 年加速渗透至各个细分市场，目前比亚迪纯电动叉车已成功打入德国、美国、巴西、日本等多个海外市场，并于 2018 年发布与亚洲工程巨头 ST Engineering 联合研发的无人驾驶纯电动叉车，进一步推进新能源汽车在专用车领域的应用。

产能方面，公司汽车生产基地主要分布于西安、深圳、长沙、南京和杭州，其中，乘用车生产主要位于西安、长沙和深圳三大整车制造基地，商用车生产基地位于深圳、长沙、南京和杭州等地。具体来看，乘用车生产方面，西安工业园主要生产 F3 在内的 3 系车、速锐、宋、e5 等传统燃油汽车以及插电式混合动力汽车秦、全新一代宋 DM 和纯电动车秦 EV、E5 等，截至 2018 年末形成了 30 万辆/年的整车产能；深圳产业园主要生产 S6、S7、唐和全新一代唐等中高端车型以及纯电动车 E6，截至 2018 年末形成了 10 万辆/年的整车产能；长沙工业园主要生产 F0、G6、元、宋 Max 等传统燃油车以及纯电动车元 EV，截至 2018 年末形成了 20 万辆/年的整车产能。商用车生产方面，截至 2018 年末，深圳、长沙、南京和杭州四大生产基地产能分

别为 17,000 辆/年、3,000 辆/年、3,000 辆/年和 3,000 辆/年。此外，比亚迪与天津、杭州、南京、大连、青岛、承德、汕尾等多地政府签署战略合作框架协议，由公司投资在当地建设新能源客车组装生产基地。专用车辆方面，公司近年来于包头、长沙和韶关等地建设电动矿用自卸车、电动卡车和电动叉车等专用车辆生产基地，以实现新能源汽车对专用车辆市场的拓展。

从主要基地的产能利用情况来看，2018 年全年，公司乘用车生产基地西安、长沙和深圳分别生产 25.09 万辆、18.38 万辆和 6.98 万辆，三地的产能利用率分别为 83.63%、91.80% 和 69.80%。同期公司商用车生产基地深圳、长沙、南京和杭州分别生产商用车 10,863 辆、1,206 辆、1,766 辆和 1,052 辆，产能利用率分别为 63.90%、40.20%、58.86% 和 30.06%；除上述四地外，其他地区共生产商用车 5,772 辆，产能利用率为 54.97%。公司的新能源商用车产品主要为纯电动客车及专用车，其市场需求与国家新能源补贴政策推出的时间点密切相关，存在明显的淡季与旺季，使得公司商用车年度产能利用率处于较低水平。

表 2：2018 年公司汽车制造基地生产情况

| 车型  | 生产基地    | 设计产能   | 产量     | 产能利用率 (%) |
|-----|---------|--------|--------|-----------|
| 商用车 | 深圳 (辆)  | 17,000 | 10,863 | 63.90     |
|     | 长沙 (辆)  | 3,000  | 1,206  | 40.20     |
|     | 南京 (辆)  | 3,000  | 1,766  | 58.86     |
|     | 杭州 (辆)  | 3,000  | 1,052  | 30.06     |
|     | 其他 (辆)  | 10,500 | 5,772  | 54.97     |
|     | 合计      | 36,500 | 20,659 | 56.60     |
| 乘用车 | 西安 (万辆) | 30.00  | 25.09  | 83.63     |
|     | 长沙 (万辆) | 20.00  | 18.38  | 91.90     |
|     | 深圳 (万辆) | 10.00  | 6.98   | 69.80     |
|     | 合计      | 60.00  | 50.35  | 83.91     |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司乘用车的国内销售由公司国内汽车销售事业部负责，并通过汽车代理销售商完成整车向最终消费者的销售；出口业务由汽车出口贸易事业部负责。目前公司乘用车以国内销售为主，截至 2018 年末，公司共有经销商 592 家，其中保有经销商 559 家，建设中经销商 33 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。公司单独设立专用车营销部，专用车（包括纯电动客车和专用车辆）主要以直接与终端客户签订购销合同的形式销售，客户主要为各地的政府和公交公司。截至 2018 年末，公司商用车专业化销售及售后管理团队共有约 768 人，其中销售人员 260 人（含销售支持人员 47 人），售后管理人员 509 人。

2018 年公司汽车销量为 52.07 万辆。其中，传统燃油汽车销量为 27.29 万辆，同比增长 11.15%，销量占比为 52.41%，较上年减少 16.45 个百分点。近年来公司传统燃油汽车销量占比呈逐年下降趋势，但公司在深耕新能源汽车的同时，也在继续推进传统燃油车的业务发展，“宋 MAX”作为首款应用“Dragon Face”家族设计的车型，凭借其较高的颜值和性能继续成为国内最畅销的 MPV 车型之一，全年实现销量约 10 万辆；公司还于 2018 年相继发布全新一代“宋”及“秦 Pro”的燃油版，成为燃油汽车业务新的增长点。2019 年第一季度，公司汽车销量为 11.75 万辆。其中，传统燃油汽车销量为 4.44 万辆，占比为 37.77%。

新能源汽车方面，2018 年公司共计销售新能源汽车 24.78 万辆，同比增长 123.24%，推动了新能源汽车业务整体收入的增长，同期，新能源汽车业务收入为 524.22 亿元，同比增长 34.20%，受补贴退坡影响，新能源汽车业务收入增速低于同期销量增速。公司自 2014 年以来一直保持着国内新能源汽车销量 20% 以上的市场份额，处于行业龙头地位。自 2015 年 5 月起，公司新能源汽车销量持续保持领先，连续保持总销量全球第一的位置。

表 3：2018 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  |
| 2018 年 3,138 台纯电动客车招标项目 | 2018.07 | 37.08 |
| 2018 年 1,672 台纯电动客车招标项目 | 2018.07 | 18.14 |

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

客车市场方面，公司发挥自身整车制造和三电技术，着力推进公交电动化的发展战略，在新能源客车领域继续保持较快的增长趋势。2018 年公司于广州等市场赢得大量订单，并已经在天津、杭州、南京、长沙、西安等主要城市大规模投入运营；海外市场方面，公司陆续获得来自法国、智利、匈牙利、丹麦、德国和加拿大等全球各地的订单，有力的拓展了公司新能源客车的市场范围。

公司新能源客车和专用车销售中涉及国家和地方补贴的，主要由公司根据政府通知文件申报后，按相关拨付文件予以结算。根据财建〔2018〕

18 号文规定，新能源汽车运营里程达到 2 万公里后可按申报获得全部补贴。一般情况下，商用车达到 2 万公里运营里程需要约 2 年的运营周期。根据公司 2019 年 5 月 22 日《关于收到国家新能源汽车推广补贴的公告》，公司已收到 2016 年度及 2017 年度国补资金 34.58 亿元。后续，补贴款将在满足申报条件后陆续发放。

## 2018 年公司二次充电电池及光伏业务营业收入实现整体小幅增长，产能进一步扩大；531 光伏新政令公司太阳能电池出货量较往年有较大幅度下滑

二次充电电池及光伏业务是公司传统优势项目，经过多年发展，公司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。2018 年，公司的二次充电电池及光伏业务实现营业收入 89.50 亿元，同比增长 2.09%。此外，2019 年 1~3 月，二次充电电池及光伏业务实现营业收入 18.75 亿元。

### 动力电池

目前公司所生产的动力电池供自有新能源汽车、储能电站和云轨等产品使用，坑梓和惠州工业园是公司生产动力电池的主要厂区，近年来随着公司新能源汽车销量的增长，公司动力电池产能持续扩大。2018 年末，公司动力电池产能为 22GWh，较上年末增加 12GWh，2019 年 3 月末，公司动力电池产能达 30GWh。随着公司动力电池产能的逐步释放，公司未来将重新调整经营战略，在满足自用的基础上实现对外销售。

公司规划 2020 年总产能将达到 50GWh，未来随着公司产能建设的推进及落实，公司动力电池产能将得到进一步扩大。

### 锂离子电池

公司的锂离子电池产品均实行以销定产的生产模式，根据下游消费电子厂商的订单组织采购与生产，同时适当增加订单外生产，以应对客户的突发性订货需求。目前锂离子电池由深圳和上海两个产区负责。近年来华为和三星等公司主要客户手机出货量增长较快，使得公司锂离子电池业务营业收入

入保持一定增长。2018 年及 2019 年 1~3 月，公司锂离子电池业务实现业务收入分别为 48.41 亿元和 11.06 亿元。

### 光伏和储能电站业务

公司光伏业务主要系太阳能电池片及组件生产，近年来该业务拓展较快并开始拓展海外市场。然而，受国内 2018 年 5 月 31 日发布新的光伏政策下调光伏补贴的影响，2018 年及 2019 年一季度，公司太阳能电池出货量较往年有较大幅度下滑。2018 年公司太阳能电池出货量为 916MW，同比下滑 39.66%；2019 年 1~3 月，太阳能电池出货量为 155MW。此外，公司对 2018 年光伏产业各类资产进行了全面检查和减值测试，认为公司光伏产业在固定资产中部分资产存在一定的减值迹象，主要是由于黑硅制绒技术和金刚线切片技术陆续取代了之前的链式制绒和砂浆切片工艺，根据减值测试结果，2018 年末对上述固定资产计提减值损失 4.59 亿元。

公司光伏业务受国家补贴政策及光伏组件价格的影响较大，但由于光伏业务占总收入比重较小，对整体业务盈利情况造成的影响较有限。

### 得益于合作品牌的手机出货量增加，2018 年公司手机部件及组装业务收入稳步增长

比亚迪手机部件及组装业务的主要运营主体系香港上市公司比亚迪电子，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。

公司凭借在金属部件领域积累的长期经验、领先技术及成熟工艺，吸引了大量国内外手机领导品牌厂商合作，手机部件及组装业务收入规模增长较快。2018 年，得益于合作品牌手机出货量增长，公司手机部件及组装业务实现收入 422.30 亿元，同比增长 4.34%。2019 年 1~3 月公司手机部件及组装业务实现收入 104.45 亿元。

产能方面，公司手机部件加工组装基地主要位于深圳、惠州、西安和上海等地。其中，西安工厂具有年产 3,000 万件高端手机配件及表面处理能

力；位于上海松江的 IT 产业区主要从事镁铝合金产品的制造和 IT 零部件的生产开发。2018 年公司手机部件及组装业务中手机外壳产能利用率为 75%，受产能释放影响，同比下滑 15 个百分点；整机组装产能利用率为 85%，与上年持平，整体产能利用率仍较高。

### 公司主要在建工程主要分布于全国五大工业园，未来随着在建工程陆续完工和投产，将提高公司研发实力与产能规模，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厂区等工程规模较大。截至 2019 年 3 月末，公司主要的在建工程主要分布于全国 5 大工业基地，其中华南工业园的总投资额达 79.94 亿元，主要针对电池业务和汽车业务等项目。公司对目前的主要在建扩建工程项目计划总投资为 148.22 亿元，已投资金额约 67.09 亿元，预计未来尚需投入工程建设金额约 81.13 亿元，一定规模的在建扩建工程将对公司未来主营业务的产能及收入规模起推动作用，但同时公司亦面临一定的资本支出压力。

表 4：截至 2019 年 3 月末公司主要在建扩建工程情况

单位：亿元、%

| 项目名称  | 总投资    | 累计投入占比 | 已投金额  | 尚需投入  | 资金来源 |
|-------|--------|--------|-------|-------|------|
| 华南工业园 | 79.94  | 44     | 35.17 | 44.77 | 贷款   |
| 华中工业园 | 8.38   | 52     | 4.36  | 4.02  | 自有资金 |
| 西北工业园 | 36.65  | 49     | 17.96 | 18.69 | 贷款   |
| 华东工业园 | 2.26   | 47     | 1.06  | 1.20  | 自有资金 |
| 东北工业园 | 0.79   | 83     | 0.66  | 0.13  | 自有资金 |
| 其他    | 20.20  | 39     | 7.88  | 12.32 | 自有资金 |
| 合计    | 148.22 | -      | 67.09 | 81.13 | -    |

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

整体来看，公司在新能源汽车和二次充电电池业务中具有很强的技术竞争优势和市场地位，公司各业务协同优势较为明显，新能源汽车、手机部件及组装业务和二次充电电池业务收入保持增长趋势。但同时，新能源补贴持续退坡、在建在研项目产生的期间费用对公司利润空间产生的影响以及

公司未来面临的资本支出压力仍需关注。

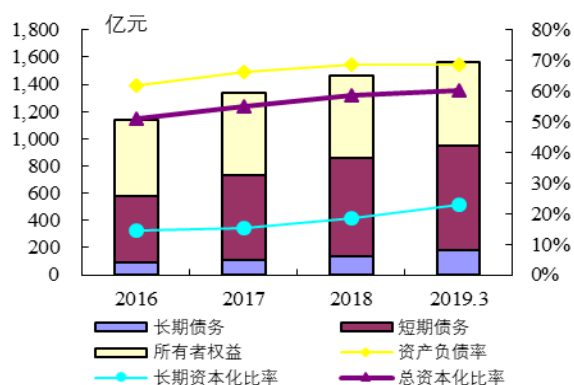
## 财务分析

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2016~2018年财务报告以及公司提供的未经审计的2019年一季度财务报告。所有财务数据均为合并报表口径。中诚信证评在分析时将“其他流动负债”中的“银行间短期融资券”计入短期债务，将“租赁负债”计入长期债务。

## 资本结构

近年公司各项业务快速发展，公司资产负债规模迅速提升。截至2018年末，公司总资产为1,945.71亿元，同比增长9.25%；同期末，公司总负债为1,338.77亿元，同比增加13.32%。自有资本方面，受益于留存收益的累积，公司所有者权益规模持续增加。截至2018年末，公司所有者权益（含少数股东权益）为606.94亿元，同比增加1.23%。截至2019年3月末，公司总资产为1,988.26亿元，总负债为1,366.80亿元，所有者权益（含少数股东权益）为621.46亿元，较2018年末分别增长2.19%、2.09%和2.39%。

图4：2016~2019.3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

近年来随着公司业务规模持续扩大以及融资需求的增加，公司负债规模保持较高的增长幅度，整体财务杠杆比率呈上升趋势。截至2018年末，公司资产负债率为68.81%，总资本化比率为58.58%，较上年末分别增加2.47个百分点和3.48个百分点。随着公司在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，财务杠杆比率或将有所上行。

从公司资产构成情况来看，近年来公司流动资产占比持续上升。截至2018年末，公司流动资产为1,152.11亿元，占总资产的比重为59.21%，主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成。截至2018年末，上述四项占公司流动资产的比重分别为11.33%、42.78%、22.85%和14.01%。其中货币资金为130.52亿元，较上年末增加31.80%，大部分为银行存款，其中受限部分包括14.33亿元作为银行承兑汇票出票保证金和4.68亿元作为信用保证金、投标保证金及其他受限性质。应收账款规模为492.84亿元，同比减少5.01%；公司1年以内应收账款账面余额为418.46亿元，占期末应收账款比重为83.00%。公司按信用风险评估预期信用损失，新能源业务所占账面余额为399.87亿元，累计计提坏账准备4.18亿元；非新能源业务所占账面余额为99.84亿元，累计计提坏账准备3.25亿元。此外，公司按单项评估预期信用损失的应收账款账面余额为4.46亿元，累计计提坏账准备3.91亿元。截至2018年末，公司累计为应收账款计提坏账准备11.34亿元；另截至2018年末，公司为账面价值132.41亿元的应收账款以无追索权的方式与金融机构订立保理协议；近三年公司应收账款周转率分别为3.27次、2.26次和2.57次，2017年以来，受补贴发放周期拉长影响，周转率有所下降；公司应收账款规模较大，且大部分为新能源补贴款，虽补贴款回收风险较为可控，但仍需关注其对公司运营资金占用的影响。公司存货账面价值为263.30亿元，较上期末增加32.49%，主要系公司汽车业务规模增长较快使得期末库存商品规模增加所致；公司的存货主要由在产品 and 库存商品构成，占存货账面价值的比重分别为44.62%和32.14%，公司累计为存货计提减值准备5.27亿元。其他流动资产161.44亿元，主要包括职工福利房成本39.51亿元、待抵扣增值税44.07亿元和应收票据77.73亿元<sup>2</sup>。截至

<sup>2</sup> 公司在日常资金管理中将部分银行承兑汇票背书或贴现，管理上述应收票据的业务模式既以收取合同现金流量为目标又以出售为目标，因此公司在2018年1月1日之后将该等应收票据重分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益金融资产，报列为其他流动资产。

2019年3月末，公司流动资产为1,159.86亿元，占总资产的比重为58.34%，其中货币资金、应收账款、存货和其他流动资产分别为139.23亿元、454.71亿元、287.14亿元和139.59亿元，较2018年末分别增加6.67%、-7.74%、9.05%和-13.54%。

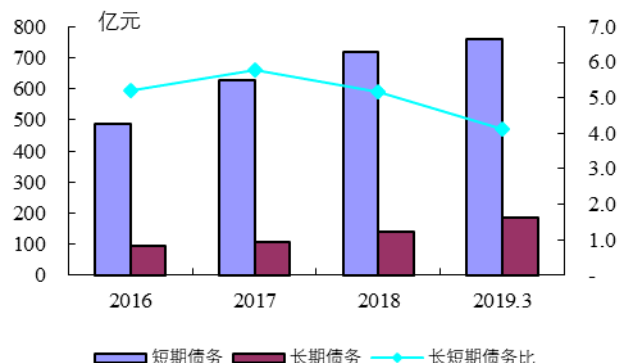
非流动资产方面，截至2018年末，公司非流动资产为793.61亿元，占总资产的比重为40.79%，且主要由长期应收款、固定资产、在建工程、无形资产和开发支出构成。截至2018年末上述五项占公司非流动资产的比重分别为2.69%、55.04%、12.20%、14.26%和6.79%。其中长期应收款21.34亿元，系公司通过分期收款销售商品产生的应收货款，同比增加103.29%，系公司新增分期收款销售所致，公司累计为上述资产计提坏账准备0.35亿元；固定资产436.79亿元，大部分为机器设备、房屋及建筑物；在建工程96.84亿元（含工程物资40.45亿元），同比增加25.18%，主要系公司华南工业园和西北工业园项目增加的部分；无形资产113.14亿元，主要包括土地使用权64.26亿元和工业产权及专有技术45.80亿元；开发支出53.85亿元，主要系公司满足资本化条件并处于研发和试制阶段的汽车及其他相关产品项目。截至2019年3月末，公司非流动资产为828.40亿元，占总资产的比重为41.66%，其中固定资产、在建工程、无形资产和开发支出分别为439.63亿元、111.07亿元、119.49亿元和51.89亿元，较2018年末分别增加0.65%、14.69%、5.61%和-3.63%。

从负债结构看，公司负债主要以流动负债为主，截至2018年末，公司流动负债为1,165.69亿元，占总负债的比重为87.07%，主要由短期借款、应付票据及应付账款和其他应付款等三项构成，以上三项占当期末公司流动负债的比重分别为32.42%、39.70%和7.06%。其中短期借款377.89亿元，较上期末增加5.63%，全部为信用借款；应付票据及应付账款462.83亿元，同比增加14.92%，主要系公司对上游的账期占用所致，其中应付票据211.41亿元，应付账款251.42亿元；其他应付款82.31亿元，主要包括设备及维修备件款27.86亿元、福利房15.84亿元及其他应付项27.49亿元。截至2019年3月末，公

司流动负债为1,138.87亿元，占总负债的比重为83.32%，其中短期借款、应付票据及应付账款和其他应付款分别为435.27亿元、419.30亿元和80.57亿元，较2018年末分别增加15.19%、-9.41%和-2.12%，公司短期借款进一步增加。

截至2018年末，公司非流动负债为173.08亿元，占总负债的比重为12.93%，长期借款和应付债券是公司非流动负债的最大组成，占当期非流动负债的比重分别为39.56%和40.89%。其中长期借款68.48亿元，同比增加7.51%，大部分为银行信用借款；应付债券70.77亿元，同比增加57.50%，扣除划分至一年内到期的非流动负债部分外，主要系公司于2018年发行的46亿元公司债券及10亿元绿色债券增加的部分。截至2019年3月末，公司非流动负债为227.93亿元，占总负债的比重为16.68%，其中长期借款83.21亿元，较2018年末增加21.52%；应付债券95.69亿元，较年初增加35.21%，主要是新增发行公司债券所致。

图5：2016~2019.3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

从债务规模来看，2018年，公司有息债务规模继续上升。截至2018年末，公司总债务为858.42亿元，同比增加16.66%，长短期债务比（短期债务/长期债务）为5.16倍，较上年度降低0.61倍，但仍以短期债务为主。截至2019年3月末，得益于公司发行债券，长短期债务比为4.12倍，债务期限结构有所优化，但仍面临一定的即期偿债压力。

总的来看，随着业务的规模扩大，2018年公司总资产及负债规模增加明显，受益于留存收益的积累，自有资本实力亦持续增强。但中诚信证评也关注到公司应收账款规模较大，对运营资金的占用较

多，同时，公司融资需求不断增加，有息债务增长较快，债务期限结构有待进一步优化。

## 盈利能力

得益于公司各业务板块的稳定经营，近年来公司营业收入保持增长趋势。2018 年，公司实现营业收入 1,300.55 亿元。同期，主要得益于公司新能源汽车销量增加，公司营业收入较上年增长 22.79%。分板块看，2018 年公司汽车及相关产品业务收入为 760.07 亿元，同比增加 34.23%，占总收入的比重为 58.44%；手机部件及组装业务收入为 422.30 亿元，同比增加 4.34%，占总收入的比重为 32.47%；二次充电电池及光伏业务收入为 89.50 亿元，同比增加 2.09%，占总收入的比重为 6.88%，其他业务收入 28.68 亿元，同比增加 5,576.94%，占总收入的比重为 2.21%，主要系公司销售福利房形成的收入。2019 年第一季度，公司实现营业收入 303.04 亿元，较上年同期增加 22.50%。

从营业毛利率水平来看，2018 年，公司的营业毛利率下滑 2.61 个百分点至 16.40%。分业务板块看，公司汽车及相关产品业务方面，受市场竞争和补贴退坡因素的综合影响，板块毛利率较上年下滑 4.53 个百分点至 19.78%；二次充电电池及光伏业务方面，2018 年主要受光伏新政策及光伏组件价格下跌影响，毛利率下滑 2.75 个百分点至 9.46%；手机部件及组装业务的毛利率为 12.59%，受金属部件市场竞争激烈的影响，该板块毛利率较上年同期下滑 0.50 个百分点。

表 5：2016~2018 年公司各板块业务毛利分析

| 项目           | 单位：%  |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|
|              | 2016  | 2017  | 2018  |
| 毛利率          | 20.36 | 19.01 | 16.40 |
| 其中：二次充电电池及光伏 | 14.52 | 12.21 | 9.46  |
| 手机部件及组装      | 9.98  | 13.09 | 12.59 |
| 汽车及相关产品      | 28.24 | 24.31 | 19.78 |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2018 年公司期间费用为 164.76 亿元，占营业收入比重为 12.67%。具体来看，随着公司业务规模持续扩张，公司销售费用中广告展览费和职工薪酬增长较快，2018 年公司销售费用

为 47.29 亿元。同期，公司管理费用（含研发费用）为 87.50 亿元，主要为公司加大研发投入，令职工薪酬和相关研发费用增长。2018 年，公司研发投入为 85.36 亿元，其中资本化的研发费用 35.47 亿元，主要用于新能源汽车及零部件的研发投入。同时，公司财务费用增长较快，2018 年为 29.97 亿元，同比增加 29.50%，主要受汇率变动及利息支出增加影响所致。此外，2019 年一季度，公司期间费用为 45.55 亿元，期间费用占营业总收入的比重为 15.03%，公司费用控制能力有待提升。

表 6：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

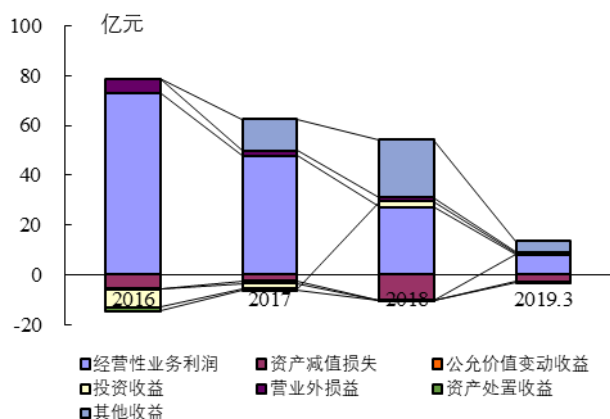
| 项目     | 单位：亿元、%  |          |          |         |
|--------|----------|----------|----------|---------|
|        | 2016     | 2017     | 2018     | 2019.Q1 |
| 销售费用   | 41.96    | 49.25    | 47.29    | 10.63   |
| 管理费用*  | 68.43    | 67.86    | 87.50    | 23.38   |
| 财务费用   | 12.22    | 23.14    | 29.97    | 11.54   |
| 三费合计   | 122.61   | 140.26   | 164.76   | 45.55   |
| 营业总收入  | 1,034.70 | 1,059.15 | 1,300.55 | 303.04  |
| 三费收入占比 | 11.85    | 13.24    | 12.67    | 15.03   |

\*注：为增加可比性，已将研发费用计入管理费用中。

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，2018 年公司利润总额为 43.86 亿元，主要由经营性业务利润、投资收益、营业外损益和资产减值损失构成。公司 2018 年经营性业务利润为 27.07 亿元，受补贴退坡、期间费用增长等因素影响，同比下滑 43.41%；同期，公司投资收益为 2.48 亿元；其他收益 23.28 亿元，主要系公司收到的与收益相关的各项政府补助；2018 年公司资产减值损失（含信用减值损失）为 10.18 亿元，主要包括存货跌价损失 2.28 亿元、固定资产减值损失 4.59 亿元和坏账损失 3.76 亿元。公司较大规模的资产减值损失对利润产生了一定影响。2018 年，公司实现净利润 35.56 亿元，受市场竞争、新能源补贴退坡以及资产减值损失、期间费用的侵蚀影响，净利润同比下滑 27.67%。2019 年 1~3 月，公司利润总额为 10.60 亿元，其中经营性业务利润、投资收益、营业外损益和资产减值损失分别为 8.12 亿元、0.59 亿元、0.45 亿元和 2.78 亿元。

图 6：2016~2019.Q1 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

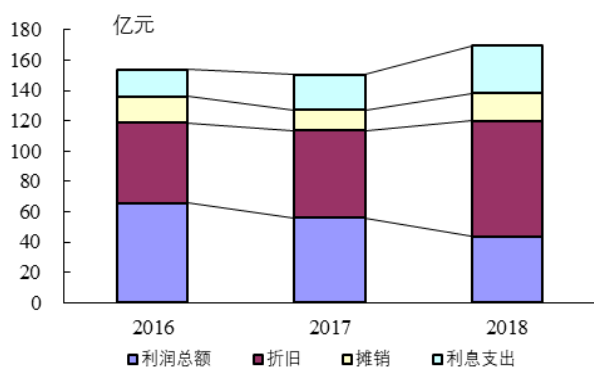
总体来看，2018 年公司各主营业务收入规模保持增长，然而受市场竞争、补贴退坡、成本上升和期间费用增长等因素的影响，利润总额及净利润同比有所下滑，经营性业务利润逐年下降且非经常性损益对利润影响较大，盈利能力减弱，需对其后续盈利表现加以关注。

## 偿债能力

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成。2018 年，公司 EBITDA 为 169.29 亿元，较上年增加 12.44%，主要系当期固定资产折旧及利息支出增加所致。

从现金流来看，2018 年，公司经营性净现金流为 125.23 亿元，得益于汽车销量增长较快，销售商品、提供劳务收到的现金增加，经营活动净现金流同比增加 90.35%。2019 年一季度，公司经营活动净现金流为 4.08 亿元。

图 7：2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债指标看，2018 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数指标分别为 5.07 倍和 5.05 倍。

同期，公司经营活动净现金利息保障倍数为 3.74 倍，经营活动净现金/总债务为 0.15 倍，经营活动净现金对债务本息的保障能力有所增强。2019 年一季度，经营净现金流/总债务为 0.02 倍。综合来看，公司总债务规模逐年增加，但其经营所得及经营活动净现金对债务本息仍能形成较好覆盖。

表 7：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

| 项目             | 2016   | 2017   | 2018   | 2019.Q1 |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 总债务（亿元）        | 580.09 | 735.84 | 858.42 | 944.57  |
| EBITDA（亿元）     | 153.96 | 150.56 | 169.29 | 41.55   |
| 经营活动净现金流（亿元）   | -18.46 | 63.68  | 125.23 | 4.08    |
| 经营净现金流/总债务（X）  | -0.03  | 0.09   | 0.15   | 0.02    |
| 经营净现金流/利息支出（X） | -0.96  | 2.63   | 3.74   | 0.47    |
| 总债务/EBITDA（X）  | 3.77   | 4.89   | 5.07   | 5.68    |
| EBITDA 利息倍数（X） | 8.00   | 6.21   | 5.05   | 4.83    |
| 资产负债率（%）       | 61.81  | 66.33  | 68.81  | 68.74   |
| 总资本化比率（%）      | 51.15  | 55.10  | 58.58  | 60.32   |

注：2019 年一季度公司经营净现金流/总债务、总债务/EBITDA 指标经年化处理

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2019 年 3 月末，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 43.74 亿元，其中对深圳腾势汽车有限公司担保余额 6.15 亿元，对比亚迪汽车金融有限公司担保余额 37.40 亿元，对储能电站（湖北）有限公司担保余额 0.19 亿元。公司对提供担保的事项已经按照相关法律法规、公司章程的规定履行了股东大会的审批程序，符合有关规定，目前无逾期担保事项。

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 2019 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 2,571.6 亿元，未使用授信余额 1,649.0 亿元，加之作为 A+H 股上市公司，股权融资渠道顺畅，公司备用流动性充裕。

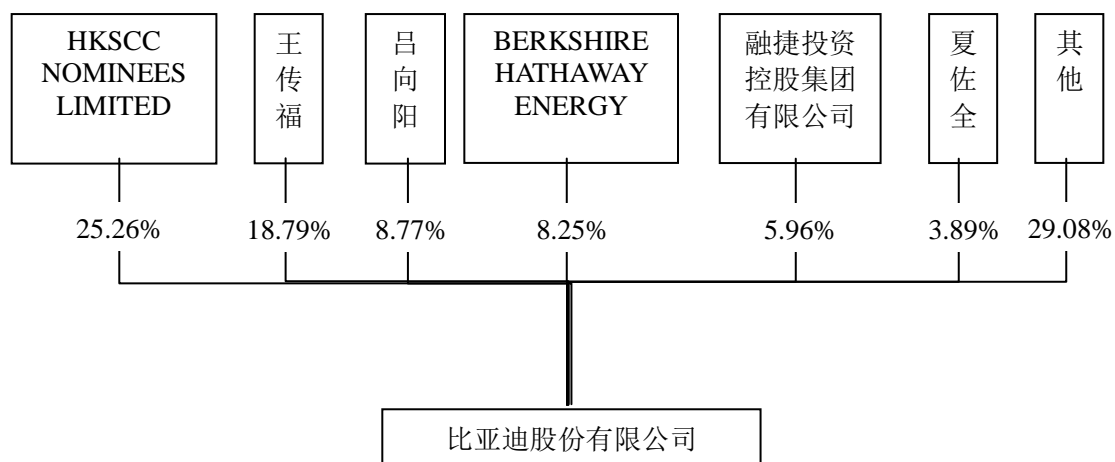
总体来看，公司债务规模增长较快，且以短期债务为主，债务期限结构有待优化。受政府补贴退坡和成本上升等因素影响，公司盈利能力出现下滑。但考虑到公司在新能源汽车和电池领域显著的竞争优势，产业链协同效益的发挥，加之其经营活动净现金流状况良好，备用流动性充足，其偿债风

险可控。

## 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 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“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）”、“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（第二期）（品种一）”、“比亚迪股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）”信用级别 **AAA**。

附一：比亚迪股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 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。

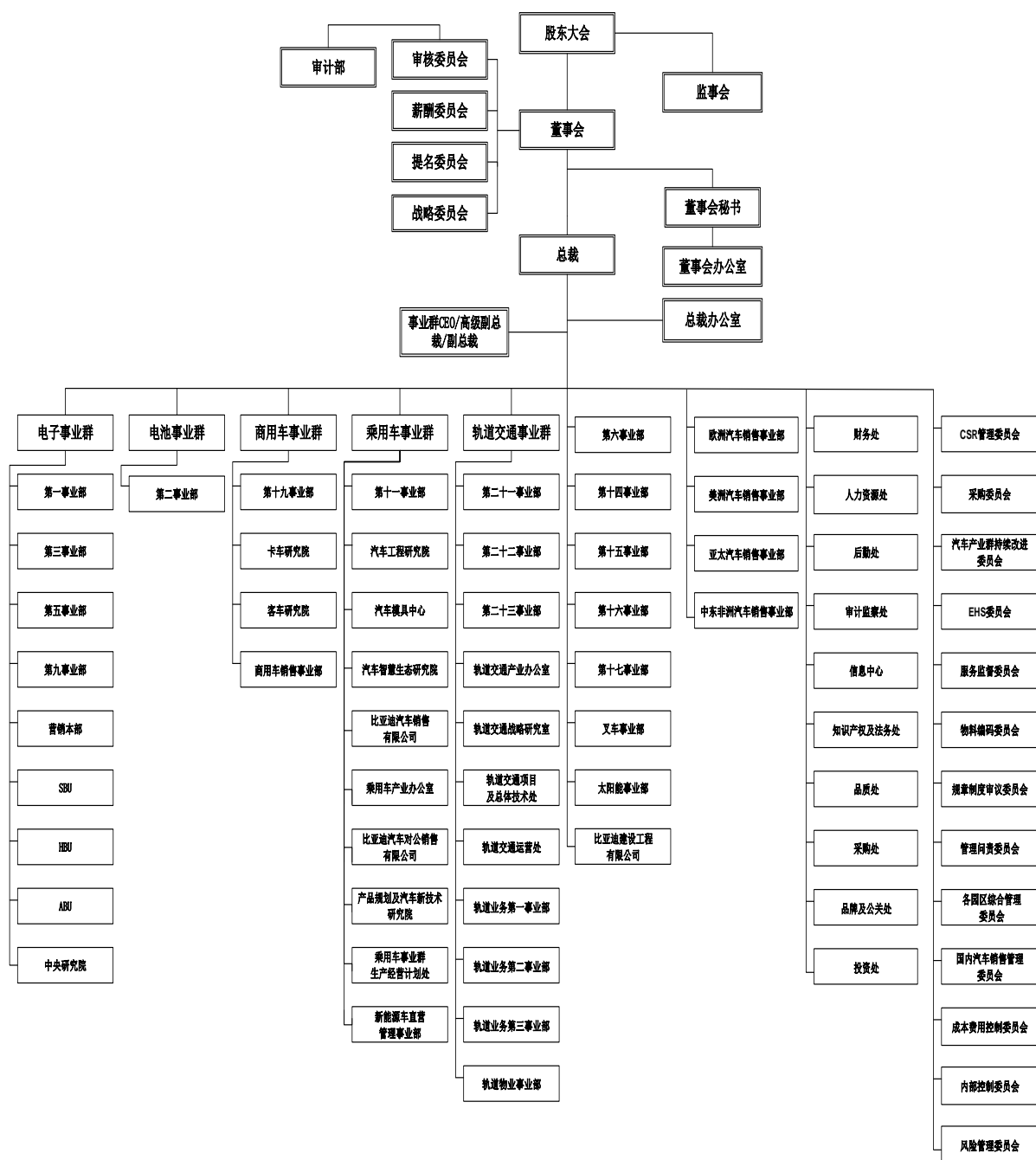
2、王传福持有的 18.79% 股权不包括其持有的 1,000,000 股 H 股和通过易方达资产比亚迪增持 1 号资产管理计划持有的 3,727,700 股 A 股股份。

3、夏佐全持有的 3.96% 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：公司提供，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 2019 年 3 月 31 日）

比亚迪股份有限公司组织结构图（2019/03/31）



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）      | 2016          | 2017          | 2018          | 2019.3        |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 769,366.60    | 990,269.00    | 1,305,209.50  | 1,392,257.20  |
| 应收账款净额           | 4,176,800.20  | 5,188,068.10  | 4,928,353.40  | 4,547,137.30  |
| 存货净额             | 1,737,843.90  | 1,987,280.40  | 2,633,034.50  | 2,871,413.80  |
| 流动资产             | 7,824,008.10  | 10,268,439.20 | 11,521,057.50 | 11,598,608.20 |
| 长期投资             | 546,999.60    | 725,037.10    | 526,535.80    | 624,946.70    |
| 固定资产合计           | 4,644,015.60  | 5,104,743.10  | 5,345,246.90  | 5,516,870.50  |
| 总资产              | 14,507,077.80 | 17,809,943.00 | 19,457,107.70 | 19,882,568.90 |
| 短期债务             | 4,867,056.60  | 6,272,200.10  | 7,191,774.10  | 7,601,893.90  |
| 长期债务             | 933,852.00    | 1,086,234.60  | 1,392,438.00  | 1,843,793.60  |
| 总债务（短期债务+长期债务）   | 5,800,908.60  | 7,358,434.70  | 8,584,212.10  | 9,445,687.50  |
| 总负债              | 8,966,141.50  | 11,814,194.30 | 13,387,709.80 | 13,668,007.50 |
| 所有者权益（含少数股东权益）   | 5,540,936.30  | 5,995,748.70  | 6,069,397.90  | 6,214,561.40  |
| 营业总收入            | 10,346,999.70 | 10,591,470.20 | 13,005,470.70 | 3,030,411.10  |
| 三费前利润            | 1,955,738.00  | 1,880,974.30  | 1,918,373.50  | 536,688.50    |
| 投资收益             | -72,602.70    | -20,605.30    | 24,841.20     | 5,925.80      |
| 净利润              | 548,001.20    | 491,693.60    | 355,619.30    | 88,849.70     |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 1,539,558.80  | 1,505,590.60  | 1,692,904.60  | 415,474.40    |
| 经营活动产生现金净流量      | -184,557.10   | 657,882.50    | 1,252,290.90  | 40,788.40     |
| 投资活动产生现金净流量      | -1,344,264.20 | -1,617,502.20 | -1,423,076.00 | -565,488.50   |
| 筹资活动产生现金净流量      | 1,627,021.70  | 1,116,782.40  | 391,651.10    | 668,073.10    |
| 现金及现金等价物净增加额     | 107,906.30    | 157,736.00    | 221,510.30    | 142,748.10    |
| 财务指标             | 2016          | 2017          | 2018          | 2019.3        |
| 营业毛利率（%）         | 20.36         | 19.01         | 16.40         | 19.05         |
| 所有者权益收益率（%）      | 9.89          | 8.20          | 5.86          | 5.72          |
| EBITDA/营业总收入（%）  | 15.48         | 14.22         | 13.02         | 13.71         |
| 速动比率（X）          | 0.78          | 0.79          | 0.76          | 0.77          |
| 经营活动净现金/总债务（X）   | -0.03         | 0.09          | 0.15          | 0.02          |
| 经营活动净现金/短期债务（X）  | -0.04         | 0.10          | 0.17          | 0.02          |
| 经营活动净现金/利息支出（X）  | -0.72         | 2.71          | 3.74          | 0.47          |
| EBITDA 利息倍数（X）   | 6.28          | 6.21          | 5.05          | 4.83          |
| 总债务/EBITDA（X）    | 3.62          | 4.89          | 5.07          | 5.68          |
| 资产负债率（%）         | 61.81         | 66.33         | 68.81         | 68.74         |
| 总资本化比率（%）        | 51.15         | 55.10         | 58.58         | 60.32         |
| 长期资本化比率（%）       | 14.42         | 15.34         | 18.66         | 22.88         |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、2019 年 1~3 月公司所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务和总债务/EBITDA 指标经年化处理。3、将“其他流动负债”中的“银行间短期融资券”计入短期债务，将“租赁负债”计入长期债务。

**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

### 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，CCC 级（含）以下等级外，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

| 内容 | 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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义                           |
|------|------------------------------|
| AAA  | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA   | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低  |
| A    | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低  |
| BBB  | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般   |
| BB   | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险  |
| B    | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高    |
| CCC  | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高     |
| CC   | 基本不能保证偿还债券                   |
| C    | 不能偿还债券                       |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

| 等级         | 含义                        |
|------------|---------------------------|
| <b>A-1</b> | 为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。 |
| <b>A-2</b> | 还本付息能力较强，安全性较高。           |
| <b>A-3</b> | 还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。  |
| <b>B</b>   | 还本付息能力较低，有一定的违约风险。        |
| <b>C</b>   | 还本付息能力很低，违约风险较高。          |
| <b>D</b>   | 不能按期还本付息。                 |

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。