

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、二期）、比亚迪股份有限公 司 2019 年面向合格投资者公开发行人公司债券（第 一、二期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：王 鹏 pwang@ccxi.com.cn

项目组成员：田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 19 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0980 号

比亚迪股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“18 亚迪 01”、“18 亚迪 02”、“19 亚迪 01”和“19 亚迪 03”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十九日

评级观点：中诚信国际维持比亚迪股份有限公司（以下简称“比亚迪”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 亚迪 01”、“18 亚迪 02”、“19 亚迪 01”和“19 亚迪 03”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司所处新能源汽车行业前景向好、行业龙头地位显著、产业链协同效应明显及融资渠道畅通等优势；同时，中诚信国际也关注汽车市场景气度下滑，新能源汽车市场竞争加剧、公司盈利能力下滑、债务规模上升较快、债务结构有待优化以及应收账款对公司经营资金产生一定占用等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

比亚迪（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	1,780.99	1,945.71	1,956.42	1,913.63
所有者权益合计（亿元）	599.57	606.94	626.01	627.61
总负债（亿元）	1,181.42	1,338.77	1,330.40	1,286.03
总债务（亿元）	735.84	858.42	904.28	909.82
营业总收入（亿元）	1,059.15	1,300.55	1,277.39	196.79
净利润（亿元）	49.17	35.56	21.19	3.22
EBIT（亿元）	79.63	75.04	59.19	--
EBITDA（亿元）	150.56	169.29	157.59	--
经营活动净现金流（亿元）	63.68	125.23	147.41	49.49
营业毛利率(%)	19.01	16.40	16.29	17.66
总资产收益率(%)	4.93	4.03	3.03	--
资产负债率(%)	66.33	68.81	68.00	67.20
总资本化比率(%)	55.10	58.58	59.09	59.18
总债务/EBITDA(X)	4.89	5.07	5.74	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.21	5.05	4.29	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **新能源汽车行业前景向好。**新能源汽车产业已上升为国家战略，并已成为各国汽车产业发展的战略方向。受益于国家优惠政策及环保要求的实施，近年来新能源汽车产销量增长较快，未来随着新能源汽车产品类型的丰富、技术的提升及配套设施的不断完善，其市场前景向好。

■ **行业龙头地位显著。**公司在新能源汽车领域拥有全产业链布局及核心技术优势，且产品线不断丰富完善，近年来公司新能源汽车销量占国内 20% 以上的份额；2019 年公司新能源汽车销量继续保持总销量全球第一的位置，行业龙头地位稳固。

■ **产业链协同效应明显。**公司汽车业务、二次充电电池业务、手机部件及组装业务发展稳定。凭借在新能源业务领域建立的技术和成本优势，公司各产业间技术资源协同效应应进一步提升。

同行业比较

2019 年部分整车制造企业主要指标对比表					
公司名称	2019 年汽车总销量 (万辆)	资产总额（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）
长城汽车	106.03	1,130.96	543.99	51.90	962.11
吉利控股	136.40	3,956.88	1,204.26	69.57	3,308.18
北汽新能源	15.06	589.37	166.58	71.74	235.89
比亚迪	46.14	1,956.42	626.01	68.00	1,277.39

注：“长城汽车”为“长城汽车股份有限公司”简称；“吉利控股”为“浙江吉利控股集团有限公司”简称；“北汽新能源”为“北京新能源汽车股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

■ **融资渠道畅通。**公司作为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通，同时公司还通过债务融资工具进行较大规模的融资。此外，公司间接融资能力很强，截至 2020 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 3,480.20 亿元，其中未使用授信额度为 2,427.50 亿元。

关注

■ **汽车市场景气度下滑，新能源汽车市场竞争加剧。**2019 年以来汽车行业景气度持续低迷。新能源补贴退坡力度加大，合资车企加大新能源车型投放造成新能源汽车行业竞争进一步加剧。我国中长期汽车市场仍拥有增长潜力，但短期内受宏观经济增速放缓、物价上涨过快、居民杠杆水平高企叠加疫情因素影响，汽车市场复苏压力仍在一定时间内存在。

■ **盈利能力下滑，对债务本息覆盖水平有所下降。**2019 年以来受汽车行业景气度下滑、新能源汽车市场竞争加剧及期间费用上升影响，公司营业收入及净利润均有所下降，EBITDA 对债务本息覆盖水平有所下降。

■ **债务规模上升较快，债务结构有待优化。**2019 年以来，公司债务规模进一步上升且以短期债务为主，截至 2020 年 3 月末，公司短期债务占总债务比重为 72.45%，债务结构有待优化。

■ **应收账款规模较大，对公司经营资金造成一定占用。**随着公司汽车销售规模的增加，部分新能源车的应收账款账龄较长且回款周期较慢，对公司经营资金造成一定占用。

评级展望

中诚信国际认为，比亚迪股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**汽车行业景气度不及预期；公司产品销量大幅下滑，对公司经营业绩造成重大影响；债务规模持续攀升，面临较大的流动性压力。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
18 亚迪 01	AAA	AAA	30.00	30.00	2018/4/12~2023/4/12（3+2）
18 亚迪 02	AAA	AAA	16.00	16.00	2018/8/22~2022/8/22（2+2）
19 亚迪 01	AAA	AAA	25.00	25.00	2019/2/22~2024/2/22（3+2）
19 亚迪 03	AAA	AAA	25.00	25.00	2019/8/9~2024/8/9（3+2）

注：“18 亚迪 01”、“19 亚迪 01”和“19 亚迪 03”附第三年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；“18 亚迪 02”附第二年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

截至 2020 年 3 月末，公司债券使用情况如下：

表 1：公司募集资金使用情况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	已用金额	资金用途	用途是否变更
18 亚迪 01	30.00	30.00	扣除发行费用后补充流动资金	否
18 亚迪 02	16.00	16.00	扣除发行费用后补充流动资金	否
19 亚迪 01	25.00	25.00	扣除发行费用后补充流动资金	否
19 亚迪 03	25.00	25.00	扣除发行费用后补充流动资金	否

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的

内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺

激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来，我国汽车行业景气度持续低迷，新冠肺炎疫情加大了宏观经济短期下行压力，加之物价上涨过快及居民杠杆水平高企等因素影响，汽车市场需求复苏压力犹存

汽车行业是我国国民经济的重要支柱产业之一。自 2009 年成为世界汽车第一产销大国后，我国已连续 10 年蝉联世界第一。

从短期来看，我国汽车行业周期性较强，同时受政策影响显著，产、销量增速波动剧烈。2019 年，我国汽车产销量分别为 2,572.1 万辆和 2,576.9 万辆，同比分别下降 7.5% 和 8.2%，产销量降幅比上年分别扩大 3.3 个百分点和 5.4 个百分点。受乘用车进入传统销售旺季、终端优惠力度较大、商用车市场需求有所改善及基数下降等因素影响，2019 年下半年以来我国汽车市场产销降幅有所收窄，消费信心缓慢修复。

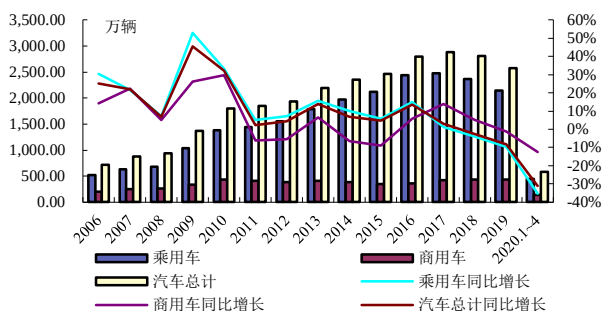
2019 年以来，乘用车市场表现依然较弱，全年我国乘用车产销量分别为 2,136 万辆和 2,144 万辆，

同比分别下降 9.2% 和 9.6%。受益于下半年基数较低及进入传统销售旺季等因素影响，乘用车销售环比有所改善。2019 年，商用车市场分别实现产销量 436.0 万辆和 432.4 万辆，受前期基数较高及相关部门治理轻卡“大吨小标”问题等因素影响，同比分别上升 1.9% 和下降 1.1%；其中，卡车产销量分别为 388.8 万辆和 385.0 万辆，产销量同比分别增长 2.6% 和下降 0.9%；客车销量 47.4 万辆，同比下降 2.3%。

新能源汽车方面，2019 年，新能源汽车销量达 120.6 万辆，同比下降 4.0%。其中纯电动汽车和插电式混合动力汽车销量分别为 97.2 万辆和 23.2 万辆，较上年同期分别增长 1.2% 和下降 14.5%。受补贴退坡及排放标准切换等因素影响，自 2019 年 7 月起，新能源汽车市场月销量持续下降，新能源汽车市场进入调整期。短期来看，政策扶持减弱造成的景气度下行或将持续；此外，合资车企加大新能源车型投放造成行业竞争进一步加剧。2020 年 4 月，财政部、工信部、科技部、发改委四部委联合发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底，新能源补贴政策实施期限延长及退坡节奏放缓有助于缓解新能源车企的经营压力。

2020 年以来，新冠肺炎疫情进一步加大了车市复苏的不确定性。在新冠肺炎疫情疫情影响下，车企的经营和资金压力有所增大。2020 年 4 月，随着国内疫情防控形势持续好转，汽车行业产销也逐步恢复到正常水平。当月产销环比继续保持较快增长，同比也结束下降趋势，呈小幅增长。其中，商用车同比增长较为明显，产销量创月度历史新高；乘用车市场尚未完全启动，产销量仍低于上年同期水平。2020 年 1~4 月，汽车产销 559.6 万辆和 576.1 万辆，同比下降 33.4% 和 31.1%，降幅与 1~3 月相比，收窄 11.8 个百分点和 11.3 个百分点。

图1：近年来中国汽车销量及增速情况（单位：万辆，%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为：2019年以来受购置税优惠政策全面退出、前期销量透支、房地产挤出效应及经济增长放缓等因素影响，汽车行业景气度持续低迷。在新冠肺炎疫情疫情影响下，汽车市场调整周期将被拉长。我国中长期汽车市场仍拥有增长潜力，但短期内受宏观经济增速放缓、物价上涨过快、居民杠杆水平高企叠加疫情因素影响，汽车市场复苏压力仍然在一定时间内存在。

2019年以来，受汽车行业景气度下降影响，公司汽车产量及产能利用率同比有所下降

公司汽车产品由新能源汽车及燃油汽车构成，燃油汽车全部为乘用车产品；新能源汽车包含乘用车及商用车产品，其中商用车以新能源客车产品为主。2019年，公司汽车及相关产品业务板块实现营业收入 632.66 亿元，同比下降 16.76%，占营业收入的比例为 49.53%，占比较上年下降 8.91 个百分点。2020 年 1~3 月，受新冠肺炎疫情影响，汽车及相关产品业务实现营业收入 83.78 亿元，较上年同

期下降 52.38%。

具体来看，公司乘用车生产基地主要位于西安、长沙和深圳三大整车制造基地，具体来看，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 2019 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 2019 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 2019 年末形成了 20 万辆/年的整车产能。商用车生产基地位于深圳、长沙、南京和杭州等地；截至 2019 年末已合计形成 3.65 万辆/年的整车产能。

2019 年，受汽车行业景气度下降及新能源补贴大幅退坡影响，公司乘用车合计产量 44.42 万辆，较上年同比下降 11.78%；商用车合计产量 1.02 万辆，较上年同比下降 50.85%。

从主要基地的产能利用情况来看，2019 年，公司乘用车生产基地西安、长沙和深圳分别生产 21.67 万辆、12.94 万辆和 9.81 万辆，三地的产能利用率分别为 72%、65%和 98%。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。2019 年受新能源补贴政策大幅退坡影响，公司商用车年度产能利用率有所下降。

表 2：2019 年公司汽车制造基地生产情况（万辆，%）

车型	生产基地	设计产能	产量	产能利用率
乘用车	西安	30	21.67	72
	长沙	20	12.94	65
	深圳	10	9.81	98
合计		60	44.42	74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年公司汽车销量整体有所下降，但受益于较强的市场竞争力，新能源汽车销量占比继续提升

2019 年公司汽车销量为 46.14 万辆。其中，传统燃油汽车销量为 23.19 万辆，同比下降 15.02%，

销量占比为 50.26%，较上年减少 1.88 个百分点，销量占比延续下降态势。公司当年推出宋的全新产品宋 Pro，自上市以来成为燃油车车型新增长点。但受燃油车行业的整体需求下降及公司老车型退出市场的影响，公司燃油车销量整体仍呈下降态势。

新能源汽车方面，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，2019 年公司新能源汽车销量继续保持总销量全球第一的位置，行业龙头地位稳固。2019 年公司共计销售新能源汽车 22.95 万辆，同比下降 7.39%，主要受新能源补贴退坡及切换国六标准造成传统燃油车降价促销侵占新能源市场份额影响。公司在新能源汽车领域拥有多款产品并不断升级换代，2019 年，公司元 EV 和唐 DM 分别位列中国新能源汽车销量前五名，其中，唐 DM 在中高端新能源汽车市场占比较高。客车市场方面，2019 年受新能源补贴退坡影响，公司客车订单量有所下降，全年实现销量 0.63 万辆，较上年同比下降 50.22%。

受新冠肺炎疫情影响，公司汽车销量受到较大冲击。2020 年第一季度，公司汽车销量为 6.13 万辆，同比下降 47.89%。其中，传统燃油汽车销量为 3.91 万辆，同比下降 11.99%；新能源汽车实现销量 2.22 万辆，同比下降 69.67%。

表 3：公司整车销售情况（万辆）

项目	2018	2019	2020.1~3
新能源汽车	24.78	22.95	2.22
-乘用车	22.72	21.94	2.15
-纯电动	10.33	14.72	1.81
-插电式混合动力	12.39	7.22	0.34
-商用车	2.07	1.02	0.07
-客车	1.27	0.63	0.06
-其他	0.80	0.38	--
燃油汽车	27.29	23.19	3.91
-轿车	5.92	4.76	0.78
-SUV	7.26	12.13	2.81
-MPV	14.11	6.30	0.32
合计	52.07	46.14	6.13

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售渠道方面，公司乘用车的国内销售由公司国内汽车销售事业部负责，并通过直营和代理的模式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 2019 年末，公司共有经销商 702 家，其中保有经销商 642 家，建设中经销商 60 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。

2019 年受传统电池业务市场份额稳步提升及光伏市场行情回暖影响，公司二次充电电池及光伏业务营业规模实现小幅增长

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，公司二次充电电池在全球二次充电电池制造商中保持领先地位。2019 年，公司的二次充电电池及光伏业务实现营业收入 105.06 亿元，同比增长 17.38%。

动力电池方面，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，近年来公司动力电池产能持续扩大，截至 2019 年末，随着西安工厂的投产以及青海工厂的产能提升，公司动力电池产能为 40GWh，较上年末增加 18GWh。公司规划 2020 年末总产能将达到 65GWh，主要为重庆工厂的投产带动产能规模上升。随着公司动力电池产能建设的推进，公司动力电池产能将进一步扩大，未来将在满足自用的基础上实现对外销售。

锂离子电池方面，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，目前锂离子电池由深圳和上海两个厂区负责。2019 年以来受华为和三星等公司主要客户手机出货量增长较快影响，公司锂电业务营业收入保持持续增长态势。2019 年及 2020 年 1~3 月，公司锂离子电池业务分别实现业务收入 51.03 亿元和 11.73 亿元，分别较上年同期上升 5.41% 和 6.06%。

光伏和储能电站业务方面，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。2019 年光伏市场行情有所回暖，公司太阳能电池出货量为 1,390MW，较上年大幅上升 51.75%；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，对公司整体业务盈利情况造成的影响较为有限。

2019 年受益于合作品牌的手机出货量增加，公司手机部件及组装业务收入稳步增长，但金属部件业务毛利率水平下滑带动该板块盈利水平同比下降

公司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（国际）有限公司，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，主要客户包括华为、三星、苹果、小米、vivo 和联想等。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。

近年来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，加强与三星、华为、小米等客户合作力度，手机部件及组装业务收入规模增长较快。2019 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 533.80 亿元，同比增长 26.40%。其中 3D 玻璃、陶瓷以及组装业务同比大幅增长，但受行业整体需求波动影响，金属部件业务收入及盈利有所下滑，带动该板块盈利水平同比下降。

产能方面，2019 年公司长沙基地顺利投产，未来拟在中山、西安建设新基地。海外方面，2019 年公司在欧洲新增两个生产基地已经投产。2019 年公司手机部件及组装业务中手机外壳合计产能利用率为 87%，受新投产基地产能释放影响，同比上升 12 个百分点；整机组装产能利用率为 80%，较上年同比下降 5 个百分点，主要为公司扩大整机组装产能，部分新增产能当期产能利用率较低导致。

公司在建项目投资规模较大，未来仍将面临一定的资本支出压力

公司目前在建项目主要为围绕汽车主业开展的汽车项目及部分电池项目，新建项目投资规模较大。截至 2020 年 3 月末，公司主要的在建工程主要分布于全国 5 个工业园，其中华南工业园的总投

资额达 40.48 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 103.33 亿元，预计未来尚需投入工程建设金额约 39.01 亿元，在建扩建工程将对公司未来主营业务的产能及收入起推动作用，但同时公司亦面临一定的资本支出压力。

表 4：公司主要在建项目情况（亿元，%）

项目名称	总投资	累计投入占比	已投金额	资金来源
华南工业园	40.48	72	26.55	借款及自筹
华中工业园	5.83	57	3.33	借款及自筹
西北工业园	43.12	59	25.59	借款及自筹
华东工业园	2.34	60	1.38	自筹
东北工业园	0.39	39	0.15	自筹
其他	11.18	80	7.32	自筹
合计	103.33	--	64.32	--

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，中诚信国际整理

财务分析

以下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 2017 年~2019 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。为计算有息债务，中诚信国际将“其他流动负债”纳入短期债务核算；将“租赁负债”纳入长期债务核算。

受汽车市场景气度持续低迷、手机部件及组装业务毛利率下降及期间费用上升影响，2019 年公司经营性业务盈利能力有所下滑，同期计提减值及投资亏损亦对利润总额形成较大侵蚀；同时疫情对公司盈利影响有待关注

2019 年，受汽车行业景气度持续低迷及新能源补贴退坡影响，公司汽车销量同比有所下降，受此影响，公司汽车及相关产品业务收入同比下降，导致公司整体营收规模减少。公司手机部件及组装业务 2019 年受金属部件业务毛利率下滑影响，板块毛利率有所下降；公司汽车及相关产品业务 2019 年毛利率受产品结构调整影响有所上升；二次充电电池及光伏毛利率水平受当期光伏行业景气度回暖影响有所上升，整体来看，2019 年公司整体毛利率

水平小幅下降。

表 5：近年来公司营业总收入及毛利率情况（亿元，%）

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
二次充电 电池及光 伏	87.67	89.50	105.06	22.72
手机部件 及组装等	404.73	422.30	533.80	89.24
汽车及相 关产品	566.24	760.07	632.66	83.78
其他	0.51	28.68	5.87	1.05
营业总收入	1,059.15	1,300.55	1,277.39	196.79
项目	2017	2018	2019	2020.1~3
二次充电 电池及光 伏	12.21	9.46	18.63	21.61
手机部件 及组装等	13.09	12.59	9.35	15.98
汽车及相 关产品	24.31	19.78	21.88	18.57
其他	14.38	4.49	3.09	1.95
营业毛利 率	19.01	16.40	16.29	17.66

资料来源：公司提供

期间费用方面，2019 年公司销售费用受售后服务费减少影响，当期规模有所下降；公司研发费用上升增加带动公司管理费用规模上升。受公司债务规模增加影响，利息支出进一步增加，财务费用呈持续上升态势。2019 年，公司期间费用及期间费用率均进一步上升。

利润方面，2019 年，受汽车销量下滑、手机部件及组装业务毛利率下滑及期间费用上升影响，公司经营性业务利润同比有所下滑。同期，受公司合联营企业权益法核算出现投资损失以及当期以摊余成本计量的金融资产确认损失影响，投资收益规模同比大幅下降。资产减值损失及信用减值损失主要包括应收账款及存货减值损失，亦对利润总额构成侵蚀。受公司 2019 年盈利水平下降影响，公司 EBITDA 利润率和总资产收益水平同比有所下降。

从 2020 年一季度的经营情况来看，在疫情影响下公司汽车销量大幅下滑，公司营业总收入同比下降 35.06%，同时期间费用率水平有所上升，当期利润总额及经营性业务利润均同比大幅下降，需关

注疫情对公司全年盈利水平带来的影响。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	49.25	47.29	43.46	6.85
管理费用	67.86	87.50	97.70	16.98
财务费用	23.14	29.97	30.14	9.55
期间费用合计	140.26	164.76	171.30	33.38
期间费用率(%)	13.24	12.67	13.41	16.96
经营性业务利润	60.33	50.36	38.47	4.36
资产减值损失合计	2.43	10.18	6.36	0.20
投资收益	-2.06	2.48	-8.09	-0.95
利润总额	56.21	43.86	24.31	3.82
EBITDA 利润率(%)	14.22	13.02	12.17	--
总资产收益率(%)	4.93	4.03	3.03	--

注：管理费用包含研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

近年来公司债务规模增长较快，且以短期债务为主，债务结构有待优化；此外，公司应收账款规模较大，对经营资金存在一定占用

随着各项业务的开展，2019 年末公司总资产规模较年初进一步上升。受新能源补贴存在账期影响，公司应收账款规模较大，且 2019 年规模进一步上升，对公司经营资金存在一定占用。随着公司在建项目的陆续投产，固定资产规模同比有所上升。

从负债结构看，公司负债以流动负债为主，2019 年末，流动负债占总负债的比重为 81.20%。受公司 2019 年银行借款及发行债券规模进一步上升影响，当期长短期借款及应付债券规模均有所上升。2019 年，公司应付账款及应付票据受到期票据兑付影响，规模有所下降。

公司所有者权益中资本公积及未分配利润占比较高，2019 年受公司发行永续债及未分配利润的累积影响，所有者权益规模较年初进一步上升。

财务杠杆方面，受公司研发投入的增加、在建项目的推进以及多项业务的开展影响，2019 年以来公司总债务规模进一步上升，且持续处于较高水平。公司债务以短期债务为主，债务结构有待优化。

2020 年以来，新冠疫情对公司经营造成影响，公司经营性资产与负债均有所下降，公司资产负债

率亦有所下降。受公司当期销售回款规模下降影响，公司债务规模进一步上升，同期末公司总资本化比率较年初小幅上升。

表 7：近年来公司主要资产及负债情况（亿元，%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	99.03	130.52	126.50	126.41
应收账款净额	518.81	492.84	439.34	395.42
固定资产	432.45	436.79	494.43	487.99
无形资产	100.98	113.14	126.50	126.51
短期借款	357.75	377.89	403.32	384.67
应付票据	169.54	211.41	136.48	136.65
应付账款	233.20	251.42	225.21	179.91
长期借款	63.69	68.48	119.48	145.34
应付债券	44.93	70.77	99.69	99.70
资本公积	244.74	245.24	245.31	245.31
未分配利润	192.36	204.98	210.56	210.86
资产负债率	66.33	68.81	68.00	67.20
总资本化比率	55.10	58.58	59.09	59.18

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受公司债务水平上升且盈利水平弱化影响，EBITDA 对债务本息覆盖水平有所下降

经营活动现金流方面，2019 年，受销售商品、提供劳务收到的现金增加及支付各项税费减少影响，公司经营活动现金流净流入规模有所上升；受公司在建项目的推动，公司投资活动现金流呈持续流出态势；受公司债务规模上升影响，当期筹资活动现金流净流入规模有所加大。

从偿债能力指标来看，2019 年公司盈利水平有所下滑，EBITDA 同比有所下降，对短期债务、总债务及利息支出的覆盖水平有所下降。2019 年公司经营活动现金流入规模有所上升，其对债务本息覆盖能力有所增加。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.3
总债务	735.84	858.42	904.28	909.82
短期债务	627.22	719.18	679.63	659.19
EBITDA	150.56	169.29	157.59	--
经营活动净现金流	63.68	125.23	147.41	49.49
投资活动净现金流	-159.64	-142.31	-208.81	-44.90
筹资活动净现金流	111.68	39.17	66.10	-5.26

经营净现金流/总债务	0.09	0.15	0.16	0.22*
经营活动净现金流/利息支出	2.63	3.74	4.01	--
留存现金流/总债务	18.74	18.90	17.31	--
总债务/EBITDA	4.89	5.07	5.74	--
EBITDA/短期债务	0.24	0.24	0.23	--
EBITDA 利息保障倍数	6.21	5.05	4.29	--
现金及其等价物/总债务	0.23	0.15	0.14	0.14

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的融资渠道为公司偿债能力提供了保障；公司受限资产规模较小，对外担保风险可控

公司融资渠道多元化，整体融资能力很强。作为 A 股上市公司，公司直接融资渠道畅通，可以通过增发、配售股票等方式进行股权融资，同时公司还通过债务融资工具进行较大规模的融资。此外，公司间接融资能力很强，截至 2020 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 3,480.20 亿元，其中未使用授信额度为 2,427.50 亿元。良好的银企关系为公司经营性资金需求和债务本息支付提供了有力的保障。

截至 2020 年 3 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 17.61 亿元，占总资产比重较小，主要为保证金以及作为银行借款抵押物的固定资产和应收票据，其中受限货币资金为 10.42 亿元。

截至 2019 年末，公司尚未了结的未决诉讼或仲裁事项共 7 项，主要系合同纠纷案件，除此之外，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。同期末，公司对外担保余额为 37.00 亿元，主要为对公司关联方的担保，公司对其提供担保的事项已经按照相关法规、公司章程的规定履行了股东大会的审批程序，目前无逾期担保事项。

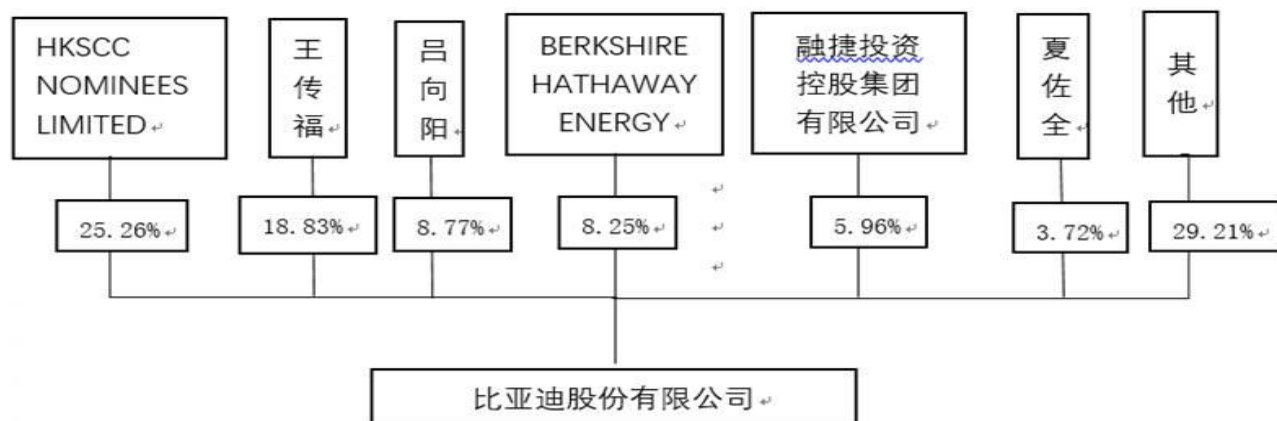
过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017 年~2020 年 3 月 31 日，

公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

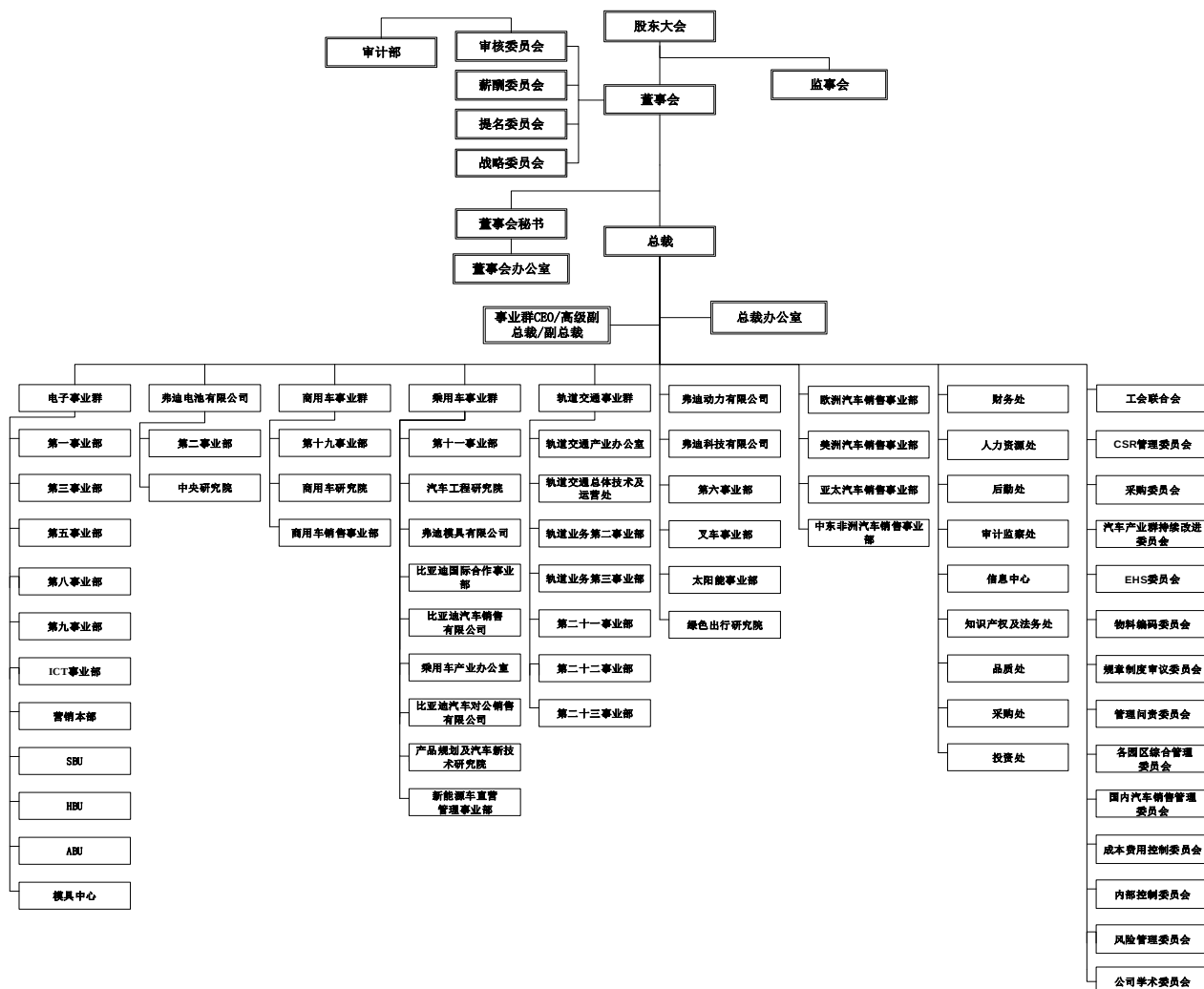
评级结论

综上所述，中诚信国际维持比亚迪股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 亚迪 01”、“18 亚迪 02”、“19 亚迪 01”和“19 亚迪 03”的信用等级为 **AAA**。

附一：比亚迪股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



比亚迪股份有限公司组织结构图



资料来源：公司提供

附二：比亚迪股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	990,269.00	1,305,209.50	1,265,008.30	1,264,141.60
应收账款净额	5,188,068.10	4,928,353.40	4,393,379.50	3,954,197.60
其他应收款	82,549.90	101,037.80	156,119.40	110,980.00
存货净额	1,987,280.40	2,633,034.50	3,255,818.30	3,192,612.10
长期投资	725,037.10	526,535.80	602,908.70	683,117.10
固定资产	4,324,481.50	4,367,863.00	4,944,336.00	4,879,859.10
在建工程	451,285.60	968,377.30	1,067,484.70	1,155,002.60
无形资产	1,009,817.80	1,131,382.90	1,265,030.80	1,265,100.00
总资产	17,809,943.00	19,457,107.70	19,564,159.30	19,136,327.40
其他应付款	795,244.30	863,057.70	682,069.90	606,426.60
短期债务	6,272,200.10	7,191,774.10	6,796,284.30	6,591,928.80
长期债务	1,086,234.60	1,392,438.00	2,246,516.70	2,506,233.40
总债务	7,358,434.70	8,584,212.10	9,042,801.00	9,098,162.20
净债务	6,368,165.70	7,279,002.60	7,777,792.70	7,834,020.60
总负债	11,814,194.30	13,387,709.80	13,304,017.30	12,860,251.10
费用化利息支出	234,277.00	311,875.10	348,740.70	--
资本化利息支出	8,210.10	23,300.90	18,563.10	--
所有者权益合计	5,995,748.70	6,069,397.90	6,260,142.00	6,276,076.30
营业总收入	10,591,470.20	13,005,470.70	12,773,852.30	1,967,854.20
经营性业务利润	603,250.60	503,584.00	384,701.90	43,579.30
投资收益	-20,605.30	24,841.20	-80,869.50	-9,453.70
净利润	491,693.60	355,619.30	211,885.70	32,196.80
EBIT	796,341.10	750,439.10	591,853.80	--
EBITDA	1,505,590.60	1,692,904.60	1,575,866.70	--
经营活动产生现金净流量	636,788.70	1,252,290.90	1,474,100.70	494,868.30
投资活动产生现金净流量	-1,596,408.40	-1,423,076.00	-2,088,144.60	-448,966.70
筹资活动产生现金净流量	1,116,782.40	391,651.10	661,034.50	-52,641.60
资本支出	1,477,656.10	1,784,239.00	2,062,716.00	393,086.10
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	19.01	16.40	16.29	17.66
期间费用率(%)	13.24	12.67	13.41	16.96
EBITDA 利润率(%)	14.22	13.02	12.34	--
总资产收益率(%)	4.93	4.03	3.03	--
净资产收益率(%)	8.52	5.89	3.44	2.05*
流动比率(X)	0.98	0.99	0.99	1.01
速动比率(X)	0.79	0.76	0.69	0.69
存货周转率(X)	4.61	4.71	3.28	2.01*
应收账款周转率(X)	2.26	2.57	2.74	1.89*
资产负债率(%)	66.33	68.81	68.00	67.20
总资本化比率(%)	55.10	58.58	59.09	59.18
短期债务/总债务(%)	85.24	83.78	75.16	72.45
经营活动净现金流/总债务(X)	0.09	0.15	0.16	0.22*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.10	0.17	0.22	0.30*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.63	3.74	4.01	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	4.30	9.79	11.45	--
总债务/EBITDA(X)	4.89	5.07	5.74	--
EBITDA/短期债务(X)	0.24	0.24	0.23	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.21	5.05	4.29	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.28	2.24	1.61	--

注：1、2020 年一季报未经审计；2、财务数据均使用财务报告期末数；3、中诚信国际分析时将公司中诚信国际将“其他流动负债”纳入短期债务核算；将“租赁负债”纳入长期债务核算；4、带*指标已经年化处理；5、存货净额为存货和合同资产合计数；由于缺乏相关数据，2020 年 1~3 月部分指标无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物） =货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务 =长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务 =长期债务+短期债务
	净债务 =总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率 =营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率 =营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数 =应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率 =（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率 =（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润 =营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余） =利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率 =EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率 =净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率 =EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率 =EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利） =经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF =经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流 =经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	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
	利息支出 =费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 =EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数 =EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。