



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪171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2015年公司债券（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，维持本次债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年五月二十五日

比亚迪股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	比亚迪股份有限公司		
发行规模	人民币 30 亿元		
存续期限	2015/08/12~2018/08/12		
上次评级时间	2016/05/27		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

概况数据

比亚迪	2014	2015	2016
所有者权益合计（亿元）	288.94	360.29	554.09
总资产（亿元）	940.09	1,154.86	1,450.71
总债务（亿元）	447.65	505.40	580.09
营业总收入（亿元）	581.96	800.09	1,034.70
营业毛利率(%)	15.55	16.87	20.36
EBITDA（亿元）	65.86	107.29	153.96
所有者权益收益率(%)	2.56	8.71	9.89
资产负债率(%)	69.26	68.80	61.81
总债务/EBITDA(X)	6.80	4.71	3.77
EBITDA 利息倍数(X)	3.96	6.08	8.00

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。

基本观点

2016 年新能源汽车行业发展趋势良好，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，销量增长较快、各业务产业链协同效应进一步提升和财务杠杆水平有所降低，盈利能力稳步提升，整体具备很强的竞争实力。同时，中诚信证评也关注到新能源汽车补贴退坡、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以及公司债务期限结构有待优化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 2015 年公司债券（第一期）”信用级别 AAA。

正 面

- 新能源汽车行业发展趋势良好。2016 年汽车行业销量增速实现回升，收入规模快速增长；同期，受政策扶持、环保转型以及充电基础设施建设完善推动新能源汽车产销规模大幅增长，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，销量增长较快。2016 年公司新能源乘用车销量约为 8.6 万辆、同比增速约 65.51%，蝉联全球销量首位；纯电动大巴销量约为 1 万，同比增长约 160%，销量排名提升较快。
- 公司各业务产业链协同效应进一步提升。2016 年公司实现了对上游锂资源的布局，并以整车制造和三电技术等核心技术为支持，推出“云轨”业务，产业间技术资源协同效应持续提升。
- 财务杠杆水平有所降低，盈利能力稳步提升。受益于利润留存及股票增发，2016 年以来公司自有资本实力得以提升，财务杠杆持续下降；加之新能源汽车业务和手机部件业务的快速发展，公司盈利能力稳步上升，获现能力对债务本息保障亦持续强化，整体偿债能力很

分 析 师

解晓峰 xixie@ccxr.com.cn

胡昕宇 xyhu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 5 月 25 日

强。

关 注

- 新能源汽车补贴退坡、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。2016 年新能源汽车补贴政策的退坡或使新能源汽车盈利空间受到挤压；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。
- 债务期限结构有待优化。截至 2016 年末，公司的长短期债务比进一步上升至 5.21 倍，未来随着公司各业务板块产能的扩张和与政府合作项目的持续推进，公司资本支出将继续加大，考虑到汽车、云轨等业务投资回报周期较长，公司债务期限结构有待优化。

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对象构成委托关系外，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）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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。

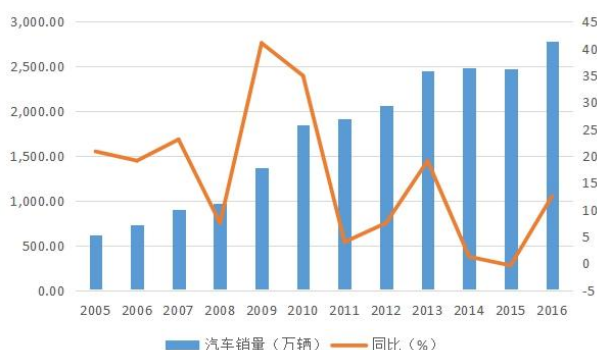
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业关注

得益于供给侧改革战略推进及税费优惠等政策实施,2016 年汽车行业销量增速实现回升,收入规模快速增长,行业集中度维持高位。

2016 年,我国汽车行业加大供给侧改革力度,产品结构调整和更新步伐加快,加之受购置税优惠政策等促进因素影响,全年汽车产销规模分别完成 2,811.88 万辆和 2,802.82 万辆,同比分别增长 14.5% 和 13.7%,连续八年蝉联全球第一。出口方面,2016 我国汽车出口 70.8 万辆,比上年同期下降 2.7%,降幅继续缩小;其中,乘用车出口 47.7 万辆,比上年同期增长 11.5%;商用车出口 23.1 万辆,比上年同期下降 23.1%。

图 1: 2000~2016 年我国汽车年度销量及同比增速



资料来源: 中国汽车工业协会, 中诚信证评整理

经营效益方面,根据工信部统计数据,2016 年我国汽车行业累计实现主营业务收入 83,345.25 亿元,同比增长 13.79%,主要系 2016 年以来车市持续回暖,汽车行业销量增幅超过预期;同期累计实现利润总额 6,886.24 亿元,同比增长 10.66%,行业整体经营效益增强。而产业集中度方面,2016 年我国汽车销量排名前十位的企业集团销量合计为 2,475.99 万辆,同比增长 12.9%,低于行业增速 0.8 个百分点,占汽车销售总量的 88.3%,尽管与上年同期相比下降 0.6 个百分点,但行业集中度仍维持高位。

2016 年新能源汽车产销规模大幅增长,其中新能源乘用车市场产业集中度较高,新能源客车行业资源有待进一步整合;同时新能源汽车补贴政策退坡短期内或对新能源车企利润空间影响较大。

受益于政策扶持和环保转型的大方向,跟踪期内新能源汽车行业前景向好,行业增速较高。2016 年我国新能源汽车产销分别为 51.7 万辆和 50.7 万辆,比上年同期分别增长 51.7%和 53%。其中,纯电动汽车产销分别完成 41.7 万辆和 40.9 万辆,比上年同期分别增长 63.9%和 65.1%;插电式混合动力汽车产销分别完成 9.9 万辆和 9.8 万辆,比上年同期分别增长 15.7%和 17.1%,新能源汽车产销规模大幅增长。

表 1: 2016 年我国新能源汽车销售情况

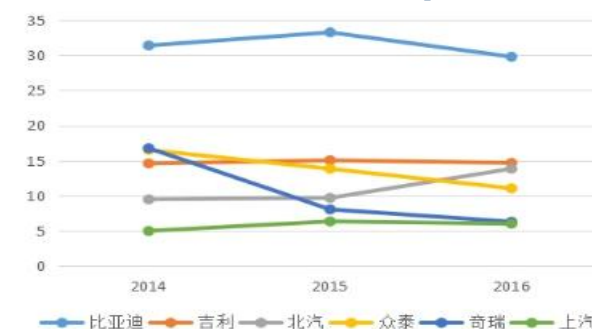
单位: 万辆、%

	2016	同比增长
新能源汽车	50.70	53.00
新能源乘用车	33.60	62.10
纯电动	25.70	75.10
插电式混合动力	7.90	30.90
新能源商用车	17.00	37.70
纯电动	15.20	50.70
插电式混合动力	1.90	-19.30

资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

从国产新能源乘用车行业竞争格局来看,得益于丰富的产品线和领先的技术水平,2016 年比亚迪市场占有率继续处于行业领先地位,国内市场份额仍在 20%以上;2016 年吉利销量位居第二,旗下帝豪 EV 和知豆 D1 销量较好;北汽近年来新能源发展迅速,2016 年销售成绩从 2015 年的第四名跻身前三,旗下纯电动 EU260 更是连续数月拿下月销量冠军。近年众泰销量稳步增长,2016 年众泰的成绩位居车企销量排行榜第四。在奇瑞 eQ 带领下,奇瑞汽车的成绩位居新能源乘用车车企销量榜第五。行业集中度方面,2014~2016 年前五大车企新能源汽车销量合计分别占总销售量的 89%、80%和 76%,行业集中度呈下降趋势,但仍处于高位。

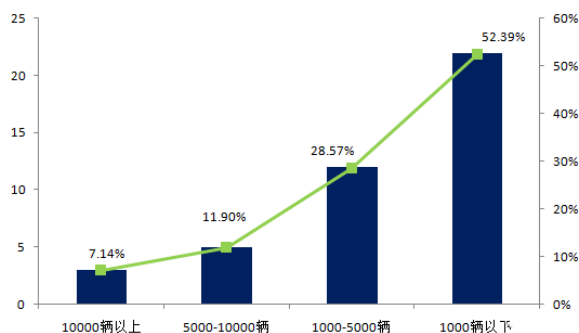
图 2: 近年我国新能源乘用车销量 Top5 市场占有率情况



资料来源: 第一电动网, 中诚信证评整理

新能源客车方面，在我国客车市场整体发展乏力的状态下，2016 年新能源客车逆势增长。2016 年，我国共销售新能源客车 12.9 万辆，同比增长 24.41%。与此同时，新能源客车行业集中度相对较低，主要由于近年来中央和地方政府对新能源客车行业补贴力度较大，各类企业纷纷布局新能源客车业务所致。2016 年，销量不足 1,000 辆的企业共 22 家，占总数的 52.39%。随着市场规模的扩大和补贴力度的退潮，新能源客车行业资源有待进一步整合。

图 3：2016 年我国新能源客车企业销量分布情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

行业政策方面，继国务院发布《国务院办公厅关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》之后，2016 年 1 月财政部等国家部委出台了《关于“十三五”新能源汽车充电基础设施奖励政策及加强新能源汽车推广应用的通知》，对充电基础设施配套较为完善、新能源汽车推广应用规模较大的省（区、市）政府的进行综合奖补；上海、广东、深圳、浙江等省市于 2016 年相继出台充电基础设施建设和管理等方面的具体措施。随着充电基础设施配套的完善，有利于推动新能源汽车市场的持续发展。

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》，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%。上述行业补贴政策的退坡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。

表 2：新能源汽车国家补贴标准

单位：公里、万元

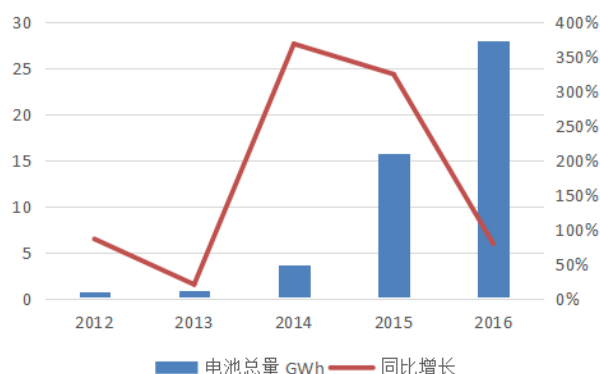
车型类别	里程数	2016	2017	2018	2019	2020
纯电动乘用车	2016~2020 年 (100≤R<150)	2.5	2	2	1.5	1.5
	100≤R<150	4.5	3.6	3.6	2.7	2.7
	R≥250	5.5	4.4	4.4	3.3	3.3
插电式混动乘用车	R≥50	3	2.4	2.4	1.8	1.8
燃料电池乘用车	-	20	20	20	20	20

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2016 年新能源汽车销量较好带动了动力电池继续快速发展，但电池产能结构性过剩、原材料上涨的趋势正在显现。

作为汽车核心零部件的动力电池，其发展紧随新能源汽车整体市场趋势。2016 年我国新能源汽车搭载电池出货总量达 28GWh，与去年相比增长 79%，超过去年全年动力电池出货量近 12GWh，新能源汽车销量大幅增长的带动作用明显。

图 4：2012~2016 年我国动力电池搭载总量和增长情况



注：动力电池出货量为保守统计数据，源于新能源汽车产量与其搭载的电池容量乘积。

资料来源：第一电动网，中诚信证评整理

从产能来看，由于 2015 年国内动力电池产能缺口，市场供不应求，加之受行业高速增长的带动，2016 年多家动力电池企业开启扩产计划。截至 2016 年末，国内动力电池新增动力电池产能同比增加 42GWh，总体产能 60GWh 左右。整体上我国动力电池企业的合计产能超过需求，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。

由于锂电池技术的替代方案较少，所以电池制造成本受锂、镍、钴等关键原材料供应影响较大。

从原材料价格来看，随着上游供给紧缩以及下游的需求猛增，2016 年锂和钴价格开始大幅上涨，截至 2017 年 1 月，国内长江现货市场价格较上年同期上涨 43.03%；而 2016 年底碳酸锂的价格较 2015 年 10 月涨幅超过了 150%。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会压缩电池企业的利润空间。

2016 年公司汽车销量持续提升，其中传统燃油车的贡献度有所下降；而得益于领先的技术优势及市场认可度，当年公司新能源汽车仍保持较高的产销增速，乘用车销量蝉联全球首位，客车行业地位上升较快，龙头地位得以继续巩固。

2016 年公司汽车及相关产品业务营业收入增长较快，同比增长 40.23%达到 570.10 亿元，同期公司汽车销量为 42.36 万辆，同比增长 12.12%，其中传统燃油车仍是公司汽车销量的最主要构成部分，但利润贡献度有所下滑。

2016 年公司继续推进传统燃油车的业务发展，积极把握国内 SUV 市场需求增长的契机，于 2016 年 4 月推出小型 SUV 车型元，进一步丰富公司 SUV 产品线，2016 年公司 SUV 销量为 15.15 万辆，较上年增长 48.97%。得益于此，2016 年公司传统燃油汽车销量为 32.57 万辆，同比增加 1.78%；公司传统燃油汽车业务收入约为 223.92 亿元，较上年增长 15.76%。与此同时，中诚信证评关注到，2016 年公司传统燃油汽车销量占汽车总销量的比重为 76.89%，占比较上年降低 7.81 个百分点，收入规模占营业总收入的比重约 21.64%，同比减少约 2.54 个百分点。

新能源汽车方面，2016 年公司新能源汽车营业收入 346.18 亿元，同比增长 80.27%，占营业收入的比重为 33.46%，超过传统燃油汽车成为公司营业收入的最主要来源。2016 年公司共计销售新能源汽车 9.63 万辆，较上年增长 72.27%，销量蝉联全球第一。具体车型来看，秦（包含混合动力和纯电版秦 EV）2016 年销量回升，而公司 2015 年推出的混动 SUV 车型唐，因具有较好的动力、高效节能、快速反应等优势，销量增长较快，E6 作为比亚迪首款

纯电跨界车，除了面向个人消费者外，在国内外大城市的公共交通市场（出租车）推广情况较好，近年销量持续攀升。

纯电动客车市场方面，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。2016 年公司纯电动大巴销量约为 1 万辆，同比增长约 160%，在国内纯电动客车市场行业排名从第五上升至第二，行业地位继续提升。市场拓展方面，2016 年公司已在美国、日本、英国、巴西、荷兰、澳大利亚等全球逾 50 个国家和地区、超过 200 个城市成功运营，实现了公交电动化全球六大洲的布局。同年公司相继中标深圳市公交公司客车采购项目，中标合同金额合计约 51.30 亿元。

表 3：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 2016 年 3,024 台纯电动公交客车更新解决方案项目	2016.03	18.12
深圳市西部公共汽车有限公司 2016 年 2,919 台新能源车辆采购	2016.07	17.97
深圳巴士集团 3,573 台新能源车辆采购项目	2016.07	15.21
合计		51.30

注：部分项目中标数量及金额或有所调整

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 2016 年末，公司共有经销商 523 家，其中保有经销商 476 家，建设中经销商 47 家。商用车销售方面，公司按地区将全国市场划分为 16 个大区，主要包括北方、华东、华南、华中、西北、西南和深圳等。

产能利用情况来看，公司的主要生产基地位于西安、深圳和长沙。2016 年公司西安、深圳和长沙分别生产 31.7 万辆、12.3 万辆和 5.89 万辆，同期产能利用率分别为 88.1%、84.8%和 37.3%。其中，长沙基地作为公司主要的产能储备和新车型“元”的生产厂区，2016 年产能利用率偏低。此外，比亚迪与多地政府签署战略合作框架协议，由公司投资在天津、杭州、南京、大连、青岛、承德、汕尾等地建设新能源客车组装生产，以达到扩充产能的要求。

表 4：2016 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、秦(包括 EV)、E5 等	36	31.7	88.1%
深圳	S6、S7、唐、E6 等	14.5	12.3	84.8%
长沙	思锐、M6、G6、元以及新能源客车 K9 等	15.8	5.89	37.3%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年公司二次充电电池及光伏业务营业收入稳步提升，其中二次充电电池业务产能不断增长且实现了对核心原材料的战略布局，而光伏业务增长较快但仍有一定亏损，公司通过拓展市场和成本控制以期提升业务盈利能力。

2016 年公司二次充电电池及光伏业务实现营业收入 73.44 亿元，同比增长 20.79%。其中，二次充电电池是公司传统优势业务，经过多年发展，公司已经成为全球领先的二次充电电池制造商之一。

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。产能方面，2016 年公司锂离子电池产能保持稳定，动力电池产能较去年继续提升，达到 12GWh。原材料方面，跟踪期内公司积极布局电池上游原材料行业以提升原材料成本控制能力。2016 年 6 月，公司与青海盐湖工业股份有限公司签署了《盐湖锂资源开发合作框架协议》，在青海设立合资公司从事盐湖锂资源的开发、加工与销售，为公司新能源汽车未来充足的锂资源供应和原材料成本控制提供了坚实保障。

光伏业务方面，2016 年公司的太阳能电池出货量为 1,069MW，较去年增长 22.59%，光伏业务增长较快，但受全球光伏产品价格大幅下降、市场竞争激烈等因素影响，2016 年公司仍计提了一定规模的资产减值损失，使得公司光伏业务仍有一定亏损。为扭转亏损局面，近年来公司积极拓展国际市场新能源项目，2016 年 100%使用比亚迪太阳能组件的

南非 86MW 项目正式竣工，标志着非洲规模最大的本地化单体太阳能电站正式落成。

受益于手机金属部件渗透率的提升以及公司主要下游客户三星、华为等出货量的增加，2016 年公司手机部件及组装业务收入规模保持较高的增长速度。同年 10 月，公司发布“云轨”产品，或成为公司新的盈利增长点。

公司目前主要从事制造手机部件及模组以及手机设计和组装业务，通过高度垂直整合的生产模式，公司能够为客户提供一站式服务，其手机部件及组装业务保持持续较高增长速度。

2016 年国内自主品牌手机厂商的市场占有率及销量不断提升，全球智能手机销量前五的手机品牌中已有 3 家为中国自主品牌，且金属化、轻薄化、大屏化等特点成为智能手机发展潮流。凭借良好的机械性能和外观质感，手机金属外壳及金属中框受到消费者青睐，并逐步由高端机型渗透至中低端机型，而渗透率的快速增长，进一步带动了金属部件的市场需求。

2016 年公司智能手机 EMS 订单数量稳步增加使得其手机设计和组装业务营业收入稳步增长，且随着公司主要客户三星、华为等手机出货量的增长和金属部件的渗透率继续加强，2016 年的公司金属部件业务收入同比大增超过 50%；得益于此，同年公司实现手机部件及组装业务营业收入 390.94 亿元，同比增长 17.53%。

公司以整车制造和三电技术等核心技术为支持，整合技术资源优势，于 2016 年 10 月发布“云轨”业务。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。公司于 2011 年开始进行相关的研发工作，目前已经掌握全产业链核心技术，能独立完成整车、轨道、车站及通讯系统等各项建设，并于 2016 年 10 月发布了“云轨”产品。“云轨”产品目标市场以中、小城市的骨干线和大中城市的加密线、商务区、游览区线路等为主，截至 2016 年末，公司已与 20 余个城市接洽。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。

表 5：比亚迪“云轨”产品部分参数对比

指标	地铁	轻轨	云轨
造价	6~10 亿元/公里	3~5 亿元/公里	1.5~2.5 亿元/公里
敷设方式	地下为主	地上为主	高架为主
工程实施条件	工程量大、拆迁多	工程量较大、拆迁量较大	工程量适中、拆迁少
最高运行速度	80-120km/h	80km/h	km/h
最大坡度	35‰	35‰	100‰
最小转弯半径	350m	300m	45m
建设工期	4~5 年	3~4 年	2 年
运能	2.7~7 万人/小时 单向	1~3 万人/小时 单向	1~3 万人/小时 单向
能耗指标	低	低	很低
对路面交通干扰	无干扰	干扰小	无干扰
视觉景观效果	基本无	一定景观效果	景观效果好
安全性	高	高	高
申报条件	城区人口≥300 万	城区人口≥150 万	城区人口≥150 万

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2016 年末公司主要的在建扩建工程 19 个，未来在建工程的逐步完工和投产，为公司经营业绩的提升奠定基础的同时亦给其带来一定的资本支出压力。

随着公司电池和汽车项目需求的增加，公司在在建扩建厂区等工程规模较大。截至 2016 年末，公司主要的在建扩建工程 19 个，总投资和已投资分别为 203.68 亿元和 104.37 亿元，预计未来公司尚需投入工程建设金额 99.31 亿元，一定规模的在建扩建工程使得公司各业务产能的不断提升的同时亦给其带来一定的资本支出压力。

表 6：截至 2016 年末公司主要在建扩建工程情况

项目名称	总投资	工程进度	已投金额	尚需投入	资金来源
坪山工业园	52.41	建设中	17.30	35.12	金融机构贷款
葵涌工业园	0.31	基本完工	0.25	0.06	其他
宝龙工业园	4.54	基本完工	4.04	0.50	金融机构贷款
惠州工业园	30.15	建设中	20.20	9.95	金融机构贷款

上海工厂工程	0.66	建设中	0.44	0.22	金融机构贷款
西安工厂工程	28.71	建设中	19.23	9.47	金融机构贷款
商洛工业园	7.88	基本完工	6.77	1.10	金融机构贷款
长沙工业园	35.48	建设中	17.03	18.45	金融机构贷款
韶关工业园	4.03	建设中	1.33	2.70	金融机构贷款
南京工业园	8.33	建设中	2.17	6.16	其他
大连工业园	2.61	建设中	1.85	0.76	其他
杭州工业园	1.54	完工	1.54	0.00	金融机构贷款
武汉工业园	3.25	建设中	1.85	1.40	其他
青岛工业园	1.28	基本完工	1.09	0.19	其他
承德工业园	1.84	建设中	0.77	1.07	其他
包头工业园	1.65	建设中	1.30	0.35	其他
汕尾工业园	7.08	建设中	2.83	4.25	其他
坑梓工业园	3.52	建设中	2.64	0.88	金融机构贷款
太原工业园	1.34	建设中	0.31	1.03	其他
其他	7.08	建设中	1.42	5.67	其他
合计	203.68		104.37	99.31	

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2014~2016年财务报告。所有财务数据均为合并报表口径。

资本结构

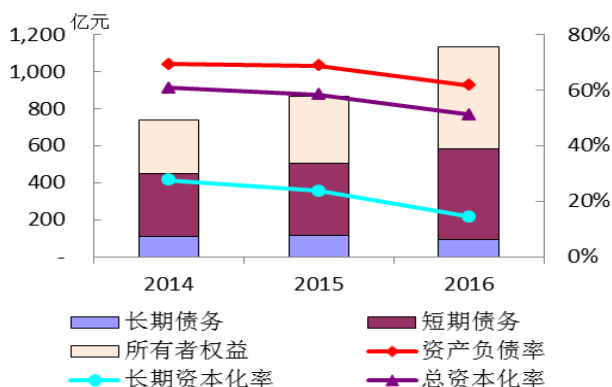
随着业务规模的持续扩大，尤其是新能源汽车业务的快速增长推动了公司资产和负债规模迅速提升。截至2016年末，公司资产和负债规模分别为1,450.71亿元和896.61亿元，较2015年末分别提高了25.62%和12.84%；同年，受益于2016年7月完成的非公开发行股票及利润累积，公司所有者权益增长较快，同比增长53.79%至554.09亿元。

资产构成方面，近年来公司总资产以非流动资产为主，但流动资产比重有所上升。截至2016年末公司流动资产占比为53.93%。其中，年末公司应收账款417.68亿元，较去年增加94.10%，主要系汽车业务销售规模的增加和新能源汽车应收补贴款回款

较慢所致，账龄方面，2016年末公司1年以内应收账款账面价值为354.55亿元¹，占期末应收账款比重为84.89%，需关注公司应收账款规模增长较快对其运营资金占用的影响。同期，公司固定资产374.83亿元，同比增长15.80%，主要是电池和汽车项目投入增加导致购买增加以及在建工程转入固定资产增加所致。

得益于自有资本实力提升，公司财务杠杆比率有所下降。截至2016年末，公司资产负债率和总资本化率分别为61.81%和51.15%，较上年末分别下降了6.99个和7.23个百分点。未来随着动力电池生产项目投入继续增加以及云轨项目的推出，公司将面临一定的资本支出压力，财务杠杆比率或面临上升压力。

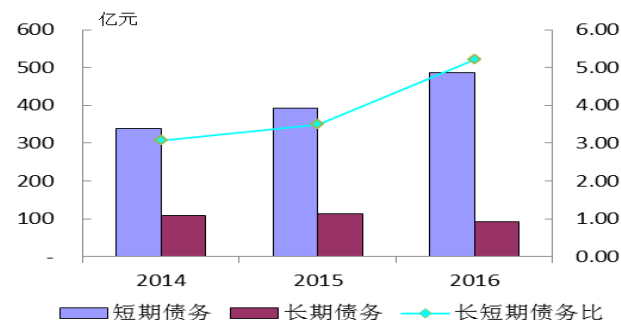
图 5：2014~2016 年末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，公司有息债务主要以短期债务为主。截至2016年末，公司总债务余额580.09亿元，其中短期债务为486.71亿元；而长短期债务比（短期债务/长期债务）由2015年末3.50倍上升为2016年末5.21倍，公司短期债务占比较往年有所提升。未来随着汽车等业务板块产能的持续扩张及轨道交通项目的推出，公司资本支出将继续加大，考虑到汽车和轨道交通等业务投资回收期较长，公司债务期限结构有待优化。

图 6：2014~2016 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

综合来看，受益于公司业务规模的持续扩大，股票增发及留存收益累积，2016年公司资产和自有资本实力提升较快，财务杠杆水平有所降低。但需关注公司应收账款规模较大对其运营资金占用的影响以及短期债务占比较高不利于资金的稳定性。

盈利能力

受益于新能源汽车业务增长以及自身竞争实力强化，公司2016年实现营业收入1,034.70亿元，同比上升29.32%。分业务板块来看，汽车业务方面，受益于唐、秦、E5和E6等中高端新能源车销量增长较快，2016年公司新能源汽车实现销量约为9.6万辆，同比增长约72.27%，带动汽车整体板块业务收入增长40.23%。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。2016年公司二次充电电池及光伏业务完成收入73.44亿元，同比增长20.79%。手机业务方面，受益于公司研发的金属结构件技术的进步和EMS业务客户群的扩大，手机部件及组装业务取得突破，2016年实现营业收入390.94亿元，同比增长17.53%。

表 7：2015~2016 年公司各业务收入占比和毛利率情况

业务类型	单位： %			
	2015 年		2016 年	
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
汽车及相关产品	50.81	23.79	55.10	28.24
手机部件及组装	41.57	8.91	37.78	9.98
二次充电电池及光伏	7.60	14.12	7.10	14.52
其他	0.01	11.15	0.02	9.74
合计	100.00	16.87	100.00	20.36

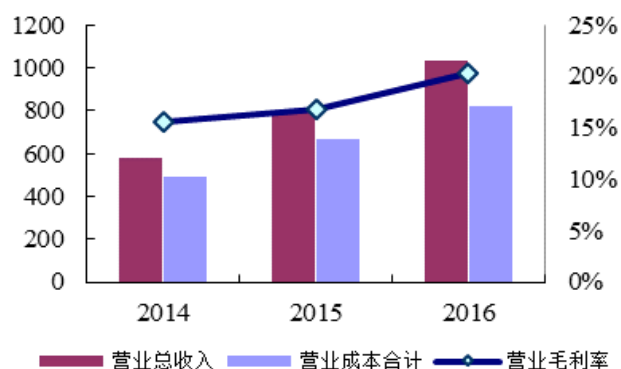
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从营业毛利率水平来看，受益于中高端的新能源汽车销量的增加，公司汽车及相关产品业务毛利

¹ 账面价值已扣除单独计提坏账准备部分

率28.24%，较上年提升4.45个百分点，同期手机部件及组装毛利率较上年上升1.07个百分点，主要系金属部件业务毛利较高且营业收入占比较上年有所提升使得业务整体毛利率有所回升。因此，2016年公司的营业毛利率为20.36%，较上年增加3.49个百分点，初始获利空间继续提升。

图 7： 2014~2016 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，2016年公司期间费用共计122.61亿元，三费占营业收入比重为11.85%，较2015年下降了0.31个百分点，期间费用控制能力继续强化。近年来公司业务规模持续扩张，销售费用增长较快，2016年公司销售费用为41.96亿元，较上年上升46.30%。同时，2016年受汇兑收益影响，公司财务费用呈现下降趋势，由2015年的14.46亿元降至12.22亿元，降幅为15.49%。2016年公司管理费用为68.43亿元，较上年上升26.37%，主要系研发费用和人员工资增加所致。

表 8： 2014~2016 年公司期间费用分析

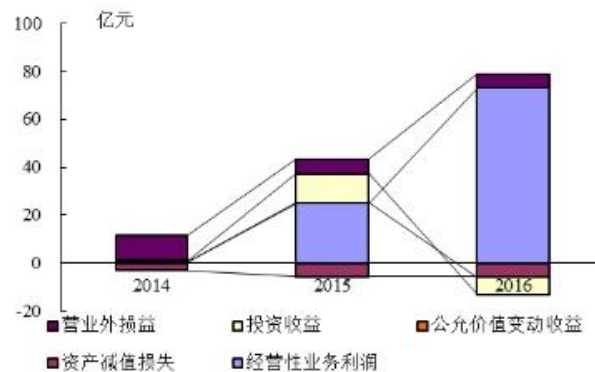
单位：亿元、%			
项目	2014	2015	2016
销售费用	22.29	28.68	41.96
管理费用	44.30	54.15	68.43
财务费用	13.89	14.46	12.22
三费合计	80.48	97.29	122.61
营业总收入	581.96	800.09	1,034.70
三费收入占比	13.83	12.16	11.85

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、资产减值损失、营业外损益和投资收益构成。受营业收入大规模上升影响，公司2016年经营性业务利润为72.96亿元，较上年增加47.97亿元，同比增长191.96%，主营业务盈利能力强化。同期公

司2016年共计提资产减值损失5.66亿元，其中存货跌价损失3.57亿元，对公司利润形成一定侵蚀。营业外损益方面，公司还享受政府在新能源汽车及相关产品研发活动方面的资金支持，2016年公司获得的政府补助为7.11亿元。投资收益方面，同期公司投资净亏损7.26亿元，主要系长期股权投资确认的投资收益亏损较多，对公司利润总额产生一定的侵蚀作用。受益于经营性业务利润的大幅增长，2016年公司实现利润总额65.68亿元，同比上升73.07%；同年净资产收益率9.89%，较上年上升1.18个百分点。

图 8： 2014~2016 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

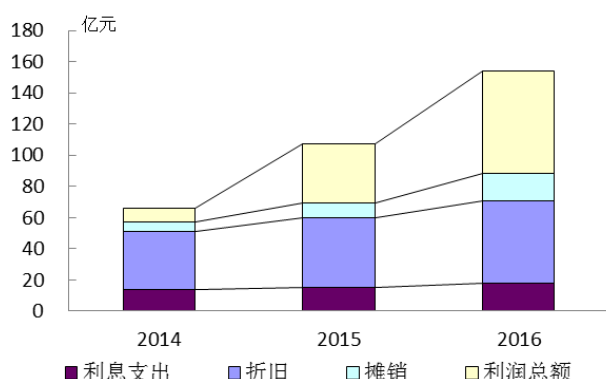
总体来看，随着新能源汽车业务和手机部件业务的快速发展，公司业务收入较上年有所提升，加之公司在营业毛利率和三费管理能力方面有所提升，公司盈利能力稳步上升。

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2016年末，公司的总债务规模为580.09亿元，较上年末增长了14.78%，长短期债务比为5.21倍。

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。2016年公司EBITDA为153.96亿元，同比增长43.50%。从偿债指标看，2016年公司EBITDA利息倍数和总债务/EBITDA指标分别为8.00倍和3.77倍，较上年分别提高1.92倍和降低0.94倍，公司经营所得对其债务本息的偿还提供了很强的保障。

图 9：2014~2016 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，受 2016 年新能源汽车应收补贴款回款缓慢的影响，公司经营活动产生的现金流量净额呈流出态势，为 -18.46 亿元，经营性净现金流对债务保障能力较上年有所减弱。同年，公司投资活动产生现金净流量为 -134.43 亿元，主要系当年公司投资扩产使得购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增多所致。

表 9：2014~2016 年偿债能力分析

项目	2014	2015	2016
总债务（亿元）	447.65	505.40	580.09
EBITDA（亿元）	65.86	107.29	153.96
经营活动净现金流(亿元)	0.38	38.42	-18.46
经营净现金流/总债务（X）	0.00	0.08	-0.03
经营净现金流/利息支出（X）	0.02	2.18	-0.96
总债务/EBITDA（X）	6.80	4.71	3.77
EBITDA 利息倍数（X）	3.96	6.08	8.00
资产负债率（%）	69.26	68.80	61.81
总资本化比率（%）	60.77	58.38	51.15

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2016 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 33.03 亿元，其中对深圳腾势新能源汽车有限公司 7.43 亿元，比亚迪汽车金融有限公司 25.6 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 2016 年末，公司共获得银行授信总额 1,840.7 亿元，未使用授信余额 1,261.3 亿元，备用流动性仍较为充裕。

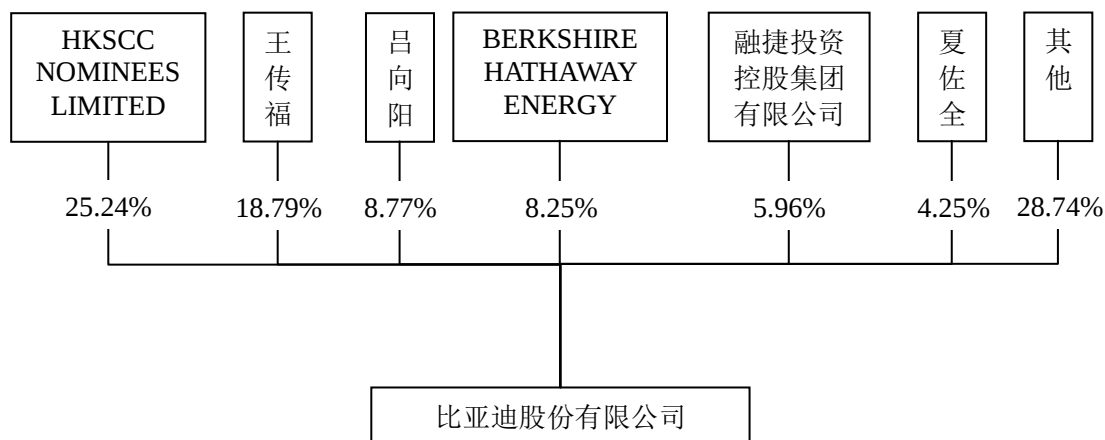
总体来看，跟踪期内公司继续保持新能源汽车

和电池领域很强的研发和制造实力，加之产业链布局日益完善，进一步巩固了公司在新能源汽车的龙头地位，收入规模及盈利能力的持续提升增强了公司整体的偿债能力。但中诚信证评关注到，新能源汽车的补贴退坡和动力电池原材料的价格上涨短期内对公司的利润空间或产生一定影响。

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 2015 年公司债券（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 2016 年 12 月 31 日）



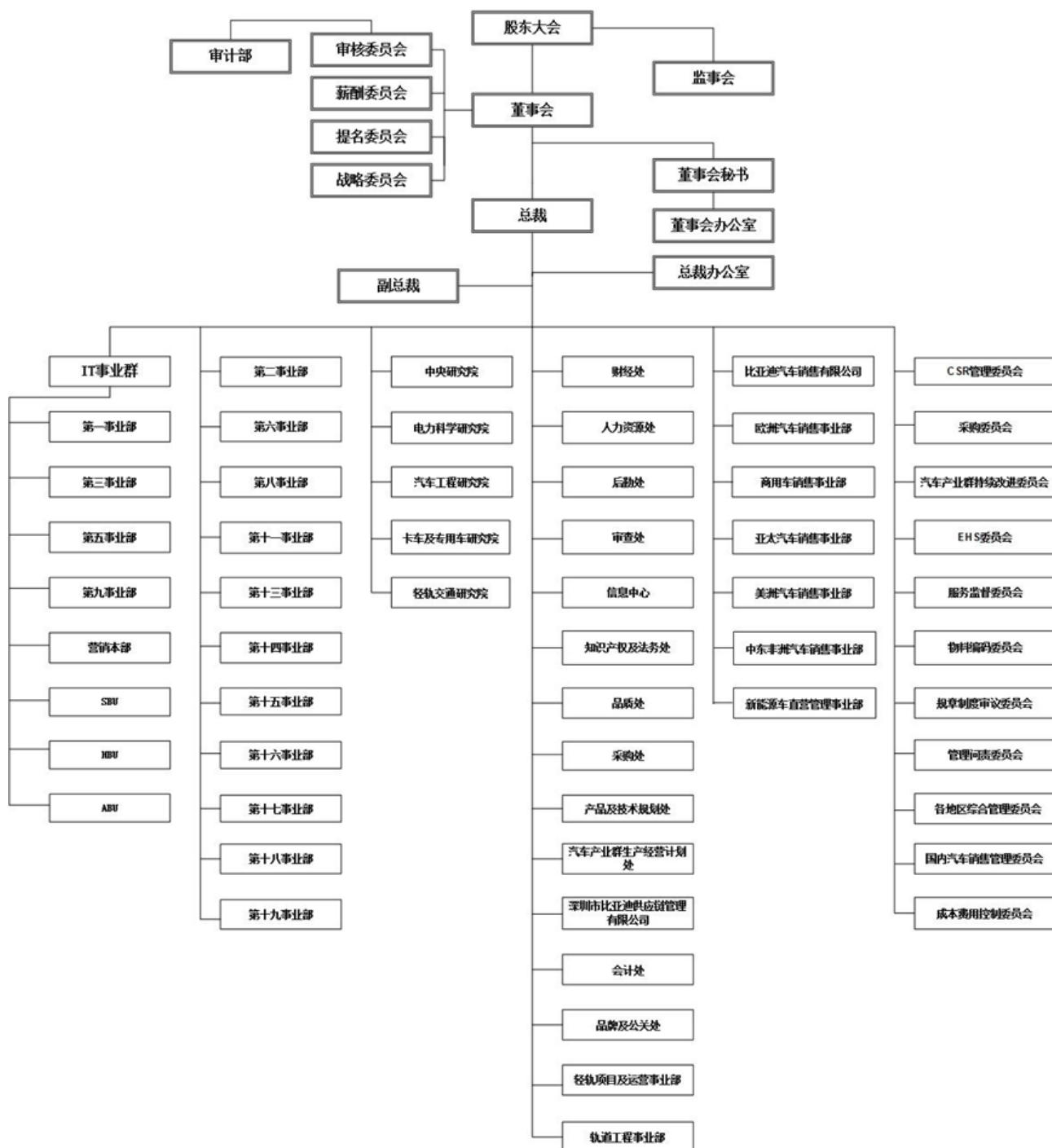
注：1.HKSCC NOMINEES LIMITED 持有的 8.25%股权包括王传福持有的 1,000,000 股 H 股和夏佐全及其控股的海外公司 SIGN INVESTMENTS LIMITED 分别持有的 195,000 股 H 股和 305,000 股 H 股。

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. 此处夏佐全持有的 4.25%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股权结构图（截至 2016 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)	2014	2015	2016
货币资金	445,316.40	659,642.60	769,366.60
应收账款净额	1,375,192.90	2,151,909.30	4,176,800.20
存货净额	997,831.70	1,575,055.00	1,737,843.90
流动资产	4,073,309.60	5,441,166.60	7,824,008.10
长期投资	144,855.30	496,007.20	546,999.60
固定资产合计	3,875,013.10	4,185,609.70	4,644,015.60
总资产	9,400,885.50	11,548,575.50	14,507,077.80
短期债务	3,378,571.40	3,930,993.60	4,867,056.60
长期债务	1,097,929.90	1,122,990.10	933,852.00
总债务（短期债务+长期债务）	4,476,501.30	5,053,983.70	5,800,908.60
总负债	6,511,441.80	7,945,651.40	8,966,141.50
所有者权益（含少数股东权益）	2,889,443.70	3,602,924.10	5,540,936.30
营业总收入	5,819,587.80	8,000,896.80	10,346,999.70
三费前利润	809,455.70	1,222,808.30	1,955,738.00
投资收益	6,836.60	121,037.00	-72,602.70
净利润	73,987.00	313,819.60	548,001.20
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	658,562.70	1,072,860.60	1,539,558.80
经营活动产生现金净流量	3,806.90	384,209.40	-184,557.10
投资活动产生现金净流量	-796,170.20	-1,060,644.00	-1,344,264.20
筹资活动产生现金净流量	727,094.90	874,978.50	1,627,021.70
现金及现金等价物净增加额	-62,147.60	219,006.50	107,906.30
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率(%)	15.55	16.87	20.36
所有者权益收益率(%)	2.56	8.71	9.89
EBITDA/营业总收入(%)	11.32	13.41	14.88
速动比率(X)	0.58	0.58	0.78
经营活动净现金/总债务(X)	0.00	0.08	-0.03
经营活动净现金/短期债务(X)	0.00	0.10	-0.04
经营活动净现金/利息支出(X)	0.02	2.18	-0.96
EBITDA 利息倍数(X)	3.96	6.08	8.00
总债务/EBITDA(X)	6.80	4.71	3.77
资产负债率(%)	69.26	68.80	61.81
总资本化比率(%)	60.77	58.38	51.15
长期资本化比率(%)	27.54	23.76	14.42

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+交易性金融负债+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-营业税金及附加

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。