



信用等级通知书

信评委函字[2018]G150-1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拟发行的“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）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；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
二零一八年三月二十二日

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）信用评级报告

债券级别 AAA

主体级别 AAA

评级展望 稳定

发行主体 比亚迪股份有限公司

发行规模 本期债券基础发行规模为人民币 10 亿元，并设有超额配售选择权，其中超额配售额度不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）。

债券期限 本期债券为 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。

债券利率 本期债券票面利率将由发行人和主承销商根据网下利率询价结果在利率询价区间内协商确定。票面利率在存续期内前 3 年固定不变；在存续期的第 3 年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前 3 年票面利率加调整基点，在债券存续期后 2 年固定不变。

偿还方式 本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息。

概况数据

比亚迪	2014	2015	2016	2017.Q3
所有者权益（亿元）	288.94	360.29	554.09	588.76
总资产（亿元）	940.09	1,154.86	1,450.71	1,647.28
总债务（亿元）	447.65	505.40	580.09	711.06
营业总收入（亿元）	581.96	800.09	1,034.70	739.33
营业毛利率（%）	15.55	16.87	20.36	19.86
EBITDA（亿元）	65.86	107.29	153.96	111.21
所有者权益收益率（%）	2.56	8.71	9.89	7.84
资产负债率（%）	69.26	68.80	61.81	64.26
总债务/EBITDA（X）	6.80	4.71	3.77	4.80
EBITDA 利息倍数（X）	3.96	6.08	8.00	6.26

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、2017 年 1~9 月公司所有者权益收益率和总债务/EBITDA 指标经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“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）”信用级别为 **AAA**，该级别反映了本期债券的信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定比亚迪股份有限公司（以下简称“比亚迪”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，该级别反映了发行主体比亚迪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。中诚信证评肯定了新能源汽车行业发展趋势良好，公司在新能源汽车行业龙头地位显著、拥有突出的技术研发团队和强大的科技创新能力、业务间产业链协同优势明显及盈利能力稳步提升，经营所得可对债务利息形成很强覆盖等优势对公司及本期债券信用质量的支持。同时，中诚信证评也关注到新能源汽车行业补贴退坡问题、公司原材料价格上涨压力以及债务期限结构有待优化等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 新能源汽车行业发展趋势良好。受益于居民可支配收入的不断提高、政策扶持力度和环保转型压力较大等因素，国内新能源汽车行业市场空间很大、行业发展前景向好；且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，未来新能源汽车市场规模将持续增长。
- 新能源汽车行业龙头地位显著。比亚迪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，近年新能源汽车销量呈现快速增长。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，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。比亚迪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

分 析 师

应治亚 zyying@ccxr.com.cn周 鹏 pzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2018 年 3 月 22 日

的研究体系以及强大的专利储备，使得公司在电池、电机和电控等领域拥有全球领先的技术实力。近年公司研发投入一直保持在主营业务收入 4% 以上。

- 各业务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均形成了全产业链闭环，较高的整车配件自给率节省了产品成本，同时提升了产品性价比优势，产业协同效应明显。
- 盈利能力稳步提升，经营所得可对债务利息形成很强的覆盖。近年来，受益于新能源汽车业务和手机部件业务的快速发展，公司盈利能力稳步提升。同时公司获现能力逐年增强，经营所得对其债务利息形成很强覆盖。

关 注

- 补贴退坡和原材料上涨短期内对企业利润空间产生一定影响。补贴政策退坡或使新能源汽车的销量增速将有所放缓且挤压盈利空间，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。近年公司短期债务规模及其占比均持续提升，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，短期债务占比较高不利于资金的稳定性，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）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。

概 况

发债主体概况

比亚迪股份有限公司前身为“深圳市比亚迪实业有限公司”（以下简称“比亚迪实业”），成立于1995年2月，系由深圳冶金矿山联合公司、广州天新科贸实业有限公司和深圳市丽达斯贸易有限公司共同出资设立，初始注册资本为450万元。1997~2002年，经历一系列股权转让及增资扩股，截至2002年6月11日，公司股东变更为广州融捷投资管理集团有限公司以及王传福等39名自然人。2002年6月，经原国家经贸委国经贸企改[2002]423号文、中国证监会证监国合字[2002]19号核准以及香港联交所同意，公司向境外投资者首次发行H股14,950万股，并于7月31日在香港联交所主板上市交易，股票代码1211.HK。2011年6月，经中国证券监督管理委员会证监许可[2011]881号文核准，公司首次向社会公众发行人民币普通股7,900万股，并于6月30日在深圳证券交易所上市交易，股票代码002594。2016年7月25日，经证监会核准，公司完成非公开发行A股股票252,142,855股，股本总额增至27.28亿元，并于2016年9月30日完成工商变更登记手续。截至2017年9月末，王传福持有公司18.79%的股权¹，系公司的实际控制人。

公司业务主要分成四大板块，包括传统燃油汽车和新能源汽车在内的汽车业务、二次充电电池及光伏业务、手机部件及组装业务，以及新进入的以“云轨”产品为主导的城市轨道交通业务。公司主要以事业部作为业务分类的基本管理单元，通过各事业部和境内外子公司从事具体的管理和生产经营。截至2017年9月末，公司共有18家主要的子公司，其中间接控股子公司比亚迪电子（国际）有限公司为香港联交所上市，股票简称“比亚迪电子”，股票代码“0285.HK”。

截至2016年末，公司资产总额1,450.71亿元，所有者权益554.09亿元，资产负债率为61.81%。

¹ 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。

2016年公司实现营业总收入1,034.70亿元，净利润54.80亿元，经营活动净现金流-18.46亿元。

另截至2017年9月末，公司资产总额1,647.28亿元，所有者权益588.76亿元，资产负债率为64.26%。2017年1~9月，公司实现营业总收入739.33亿元，净利润34.62亿元，经营活动净现金流6.96亿元。

本期债券概况

表1：本期债券基本条款

基本条款	
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）
发行规模	本期债券基础发行规模为人民币10亿元，并设有超额配售选择权，其中超额配售额度不超过人民币20亿元（含20亿元）。
债券期限	本期债券为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。
票面利率	本期债券票面利率将由发行人和主承销商根据网下利率询价结果在利率询价区间内协商确定。票面利率在存续期内前3年固定不变；在存续期的第3年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前3年票面利率加调整基点，在债券存续期后2年固定不变。
偿还方式	本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息。
募集资金用途	本期公司债券所募集的资金在扣除发行费用后将用于补充流动资金。募集资金用途不得变更。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

汽车行业

汽车行业是我国国民经济的重要支柱产业之一。进入21世纪以来，我国宏观经济总体呈现持续快速增长局面，居民生活水平稳步提高，对我国汽车行业快速发展起到了推动作用。我国汽车行业已形成了多品种、全系列各类整车和零部件生产及配套体系，汽车的普及率明显提高，我国已经成为世界汽车产销大国。

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。2011年以来，随着扶持政策的逐渐退出及北京等城市限购政策的实施，乘用车产销量增速明显放缓；同时以

卡车为主的商用车需求则在固定资产投资增速放缓、物流行业低迷及前两年需求透支的作用下出现下滑，汽车行业由快速发展阶段进入调整期。在经过 2011 年和 2012 年连续两年的个位数增长后，2013 年我国汽车行业重新实现两位数增长，全年产销量双双突破两千万。2014 年，我国汽车行业产销量分别为 2,372.29 万辆和 2,349.19 万辆，同比分别增长 7.30%和 6.90%；2015 年，国内汽车行业整体景气度下滑，汽车产销量分别为 2,450.33 万辆和 2,459.76 万辆，同比增长 3.25%和 4.68%，增速分别较 2014 年同期回落 4.01 个百分点和 2.18 个百分点；但 2016 年以来，随着国内新能源汽车的政策红利逐步释放，我国汽车产业的再次步入高速发展时期。2016 年，我国汽车产销量分别为 2,811.88 万辆和 2,802.82 万辆，同比增长 14.46%和 13.65%，增幅比上年提升 11.21 个百分点和 8.97 个百分点。2017 年，受新能源汽车政策调整和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，且低于市场预期值。2017 年我国汽车产销量分别完成 2,901.5 万辆和 2,887.9 万辆，同比分别增长 3.2%和 3.0%，连续九年蝉联全球第一。

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

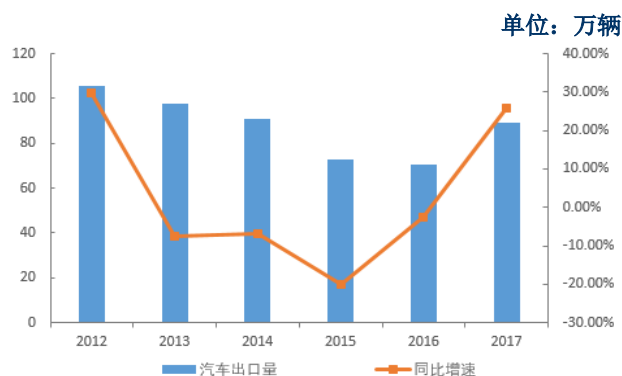
从长期来看，汽车行业发展主要由汽车保有量及其经济水平决定，而我国较低的汽车保有量和不断提高的经济水平及居民收入水平为中国汽车行业的长期发展提供了空间。美国的汽车保有量 2012 年末已经超过 2.51 亿辆，每千人汽车保有量为 799 辆，而同期我国的汽车保有量 1.10 亿辆，每千人汽车保有量约为美国的 10%，仅相当于 1970 年的日本和 1992 年的韩国水平。随着我国汽车行业的快

速发展，近年来我国汽车保有量和人均汽车保有量快速增加，2016 年末我国千人汽车保有量为 140 量，分别为同期美国、日本和韩国的 17.5%、23.69%和 37.23%。2017 年末我国汽车保有量已增至 2.17 亿辆，较 2012 年末增长 97.27%。

由于我国各省市人口数量及经济水平不同，不同地区汽车市场的发展程度也不尽相同，我国内地 31 个省、自治区、直辖市的汽车保有量分布差异较大。分地区来看，全国有 53 个城市汽车保有量超过百万辆，24 个城市汽车保有量超过 200 万辆，北京、成都、重庆、上海、苏州、深圳和郑州等 7 个城市汽车保有量超过 300 万辆。从中长期看，人口基数庞大的三、四线城市的汽车首次购买需求，以及一、二线城市的汽车升级换代需求，将给未来 3~5 年我国汽车市场的发展提供一定保障。

进入 21 世纪，我国汽车出口开始步入快速增长阶段，2005~2012 年，汽车出口的年均复合增长率为 25.28%，2012 年更是首次突破“百万辆”大关。以 2012 年为例，从汽车出口细分品种来看，轿车达到 47.88 万辆，同比增长 44.43%；运动型多用途乘用车（SUV）和交叉型乘用车增速均超过 30%。自 2013 年开始我国已经持续 4 年汽车出口量萎缩，汽车出口量由 2012 年的 105.61 万辆逐年下降至 2016 年的 70.8 万辆，原因主要包括汽车出口国经济疲软、我国金融政策不配套、国外消费者对中国制造汽车的不信任、贸易壁垒等。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。2017 年我国实现汽车出口 89.1 万辆，同比增长 25.8%。

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

在汽车整车出口类型来看，近年来我国汽车出口量中乘用车比例要高于商用车，且有上升趋势，2015~2017年乘用车出口比例分别为58.73%、67.37%和71.71%。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，中国汽车出口国前十位仍为发展中国家，我国汽车出口在全球汽车出口占比仍低于10%，出口占全国总销量的比重不足7%，发展潜力犹在。

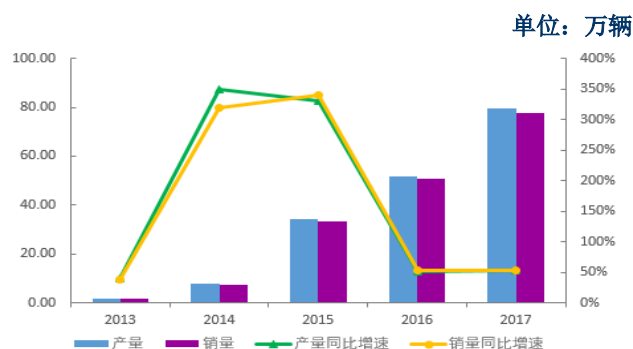
新能源汽车行业

新能源汽车是指采用非常规的车用燃料作为动力来源（或使用常规的车用燃料、采用新型车载动力装置），综合车辆的动力控制和驱动方面的先进技术，形成的技术原理先进、具有新技术、新结构的汽车。新能源汽车包括纯电动汽车、混合动力汽车等。目前国内从事新能源汽车研发和试生产的企业较多，但是各家企业的侧重领域和采取技术方案不尽相同。上汽、东风、一汽注重新能源技术在客车方面的应用；而与此同时，东风、长安以及北汽等大型汽车集团仍然看重普通混合动力轿车的市场发展。比亚迪和奇瑞作为近年来在新能源领域发展快速的自主品牌，具备一定的先发优势。国家“十三五”规划纲要中明确提出，要实施制造强国战略，其中两个重要的内容就是推动传统产业改造升级和支持战略新兴产业发展。随着新能源汽车被明确列为战略性新兴产业之一，为实现“到2020年，实现当年产销200万辆以上，累计产销超过500万辆”的目标，预计未来4年新能源汽车产销量复合增长率超过40%。国家仍将通过重点突破关键技术、建设统一标准、完善政策支持体系等方式来持续推广和发展新能源汽车。因此，汽车产业转型升级给新能源汽车行业发展带来了空前机遇。

2008~2011年，在密集的扶持政策出台背景下，我国新能源汽车驶入快速发展轨道，虽然新能源汽车在中国汽车市场的比重依然微乎其微，但它在中国商用车市场上的增长潜力已开始释放。2012年开始，我国新能源汽车进入产业化阶段，受益于“购置补贴”、“车船税优惠”、“购置税减免”等一系列优惠政策，新能源汽车行业进入新的发展阶段，产销

量呈现井喷式增长。2015~2017年我国新能源汽车产量分别为34.05万辆、51.70万辆和79.40万辆，三年年均复合增长52.71%；新能源汽车销量分别为33.11万辆、50.70万辆和77.70万辆，三年年均复合增长53.19%。此外，新能源汽车市场分化趋势明显，新能源乘用车成为市场主流，2015~2017年新能源乘用车销量占比分别为63%、66%和75%，远高于新能源商用车销售占比。同时，自2016年起，新能源乘用车市场增速亦高于新能源商用车市场增速。2016~2017年新能源乘用车销量增速分别为62%和72%，同期新能源商用车销量增速分别为38%和16%。近年来新能源汽车行业的高增长也带动了锂电池行业等上游供应行业的较快发展。

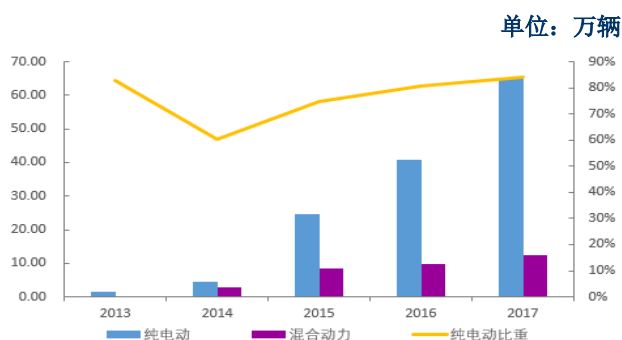
图3：2013~2017年我国新能源汽车供销情况



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

从国内新能源汽车市场的销售结构看，2014年之前，纯电动汽车和混合动力汽车占新能源汽车总销量的比重基本大于8:2，即纯电动汽车占据了主流地位。而由于充电桩等设施不完善，同时混合动力汽车较纯电动汽车对市场有较高的适应性，混合动力汽车所占比重也开始上升，2014年混合动力汽车销量比重为39.7%。但随着中国充电基础设施产业初步成形，充电设施保持快速增长，纯电动汽车的销售比重有所回升，2015~2017年纯电动汽车占比分别为75%、81%和84%。预计未来随着长里程纯电动汽车技术水平的提高以及基础设施的完善，纯电动汽车的销售比重将会继续提升。

图 4：2013~2017 年我国新能源汽车销售结构



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，2016 年和 2017 年两家企业在新能源乘用车市场份额合计占比分别为 47.73% 和 39.21%，但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。具体车型来看，比亚迪凭借新能源乘用车总销量第一，稳居市场龙头宝座，但其更多侧重于插电式混合动力车型，主销车型包括比亚迪宋 DM、比亚迪秦 PHEV、比亚迪唐 PHEV 和纯电动汽车比亚迪 e5。上汽集团亦在插电式混合动力车市场表现不俗，主销车型包括荣威 eRX5 和荣威 ei6。凭借 EC 系列的良好产品优势，2017 年北汽集团再次稳居纯电动乘用车销售榜首位。作为 A00 级电动汽车中市场经验最丰富的企业，2017 年知豆获得纯电动车型销量第二位的良好成绩，主销车型为知豆 D2。总体来看，新能源汽车行业市场异常激烈，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 2：2016~2017 年新能源乘用车销售情况

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

总体来看，随着国家政策对新能源汽车行业的大力扶持和汽车产业的转型升级为该行业创造了较大的发展空间，新能源汽车产销量从 2012 年起呈现快速增长的态势，近年来纯电动汽车占据了主流地位，新能源汽车行业对企业在整车生产、技术和成本控制实力等方面的要求较高，行业进入壁垒仍较高，短期内市场格局不存在重大变化。

行业政策

伴随着汽车工业的迅速发展，环境污染、能源紧张等问题日益严重，节能环保已经成为汽车行业发展的必然趋势。自 1999 年起，我国陆续颁布了一系列政策法规明确对汽车环保和节能的要求，不仅对汽车油耗和排放标准提出了明确的量化指标，且排放标准不断升级。国家政策要求汽车朝着更环保节能的方向发展已变成了明确的法规，汽车生产企业只有明确按照环保的方向调整自己的技术策略，才能尽快适应时代的变化，高耗能产品不仅受到国家政策限制，也将逐渐被市场所淘汰。

2014 年以来，国家新能源汽车的相关政策密集推出，财政部、工业和信息化部、交通运输部等多个国家部委均出台相关新能源汽车政策，以加强对新能源汽车的补贴。在中央推广政策的基础上，上海、北京、深圳及江苏等国内主要省市亦发布地方性新能源汽车补贴政策，并直接地刺激了新能源汽

车的销量增长。

在充电基础设施领域，2015 年 10 月国家发改委、国家能源局、工信部和住建部在系统内部联合印发了《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020）》。根据规划，2020 年我国将建成集中充换电站 1.2 万座，分散充电桩 480 万个，以满足全国 500 万辆电动汽车充电需求。2016 年 1 月

财政部、工信部、发改委和能源局联合下发《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》，同时上海、武汉、深圳、江苏等地陆续推出充电基础设施建设补贴政策以及充电桩建设规划，上述充电基础设施政策的推出及完善在促进充电设施市场快速成长的同时，亦推动新能源汽车市场的持续发展。

表 3：近年来我国汽车行业相关政策

年份	政策	内容或影响
2012	《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）》	以纯电动为新能源汽车发展和汽车工业转型的主要方向，重点推进纯电动汽车和插电式混合动力汽车产业化，推广非插电式混合动力汽车、节能内燃机汽车。
2013	《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》	2013 年至 2015 年继续开展新能源汽车推广应用工作。
2014	《关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知》	纯电动乘用车、插电式混合动力（含增程式）乘用车、纯电动专用车、燃料电池汽车 2014 和 2015 年度的补助标准调整为：2014 年在 2013 年标准基础上下降 5%，2015 年在 2013 年标准基础上下降 10%，下降幅度较 2013 年规定有所减少。
2014	《政府机关及公共机构购买新能源汽车实施方案》	明确了政府机关和公共机构公务用车“新能源化”的时间表和路线图。方案指出，2014 年至 2016 年，相关政府机关和公共机构，购买的新能源汽车占当年配备更新总量的比例不低于 30%，并逐年提高。
2014	《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》	自 2014 年 9 月 1 号到 2017 年 12 月 31 号，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。适用的新能源汽车包括获准在中国境内销售的纯电动、混合动力和燃料电池三类车型。
2014	《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》第三阶段	2015 年 1 月 1 日起，国内生产的乘用车平均燃料消耗量需降至 6.9 升/百公里，节能型乘用车燃料消耗量需降至 5.9 升/百公里以下。对于达不到平均燃料消耗量目标的整车企业，将采取限产、停产等措施。
2015	《中国制造 2025》	明确新能源汽车作为未来 10 大重点发展领域之一，成为国家重点产业。
2015	《关于完善城市公交车成品油价格补助政策加快新能源汽车推广应用的通知》	2015 年起城市公交成品油补贴逐渐递减，2019 年减少 60%。大气污染重点区域 2015 年起新增及更换公交车中新能源客车占比从 40%逐年提升至 80%，其他省份比例略减。
2015	国务院常务会议	2015 年 10 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日，对购买 1.6 升及以下排量乘用车实施减半征收车辆购置税；各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已实行的应当取消。
2015	《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020）》	充电设施将分区域、分场所建设，京津冀、长三角、珠三角重点发展。此外，公共服务领域专用停车场所，适当补充独立占地的充换电站，在交通枢纽、大型文体设施、城市绿地、大型建筑物配建停车场、路边停车位等城市公共停车场所建设充电设施满足临时补电需要。
2016	《关于对超豪华小汽车加征消费税有关事项的通知》	自 2016 年 12 月 1 日起，“小汽车”税目下增设“超豪华小汽车”子税目，在生产（进口）环节按现行税率征收消费税基础上，在零售环节加征消费税，税率为 10%。
2016	《关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》	自 2017 年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量的乘用车减按 7.5% 的税率征收车辆购置税。自 2018 年 1 月 1 日起，恢复按 10% 的法定税率征收车辆购置税。
2016	《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	在保持 2016~2020 年补贴政策总体稳定的前提下，提高推荐车型目录门槛、调整完善补贴方法、改进资金拨付方式、建立健全监管体系等。其中规定，除燃料电池汽车外，各类车型 2019—2020 年中央及地方补贴标准和上限，在现行标准基础上退坡 20%。地方财政补贴（地方各级财政补贴总和）不得超过中央财政单车补贴额的 50%。
2017	《汽车产业中长期发展规划》	提出加快汽车产品向新能源、轻量化、智能和网联的方向发展，到 2020 年，培育形成若干家进入世界前十的新能源汽车企业，智能网联汽车与国际同步发展；到 2020 年，新能源汽车年产销达到 200 万辆，动力电池单体比能量达到 300 瓦时/公斤以上，力争实现 350 瓦时/公斤，系统比能量力争达到 260 瓦时/公斤、成本降至 1 元/瓦时以下。到 2025 年，新能源汽车占汽车产销 20% 以上，动力电池系统比能量达到 350 瓦时/公斤。
2017	《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》	乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分（即 CAFC 和 NEV 双积分）政策将从 2018 年 4 月 1 日正式实行，其中 2018 年度 NEV 积分不核算，2019 年度和 2020 年度 NEV 积分比例要求分别为 10% 和 12%。CAFC 积分可以结转或在关联企业间转让，NEV 积分可以自由交易，但不得结转。
2017	《关于 2016 年度、2017 年度乘用车企业平均燃料消耗量管理有关工作的通知》	对乘用车企业 2016 年度、2017 年度平均燃料消耗量和新能源汽车积分实施核算，制定了相应的积分计算方法；企业平均燃料消耗量积分和新能源汽车积分可结转至后续年度使用。
2017	《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》	自 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

新能源汽车补贴大幅退坡、补贴监管加强以及双积分制度高标准考核

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。

通知不仅对现行补贴标准进行调整，同时在能耗水平、车辆续驶里程、电池/整车重量比重、电池性能水平等方面对企业提出补贴的技术门槛。目前上海、北京等地方政府也在酝酿转变新能源汽车地区补贴政策，计划从直接补贴新能源汽车消费转向补贴新能源出行。

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。

综上所述，经济的增长、城市化程度的加深和居民生活水平的提高拉动了我国汽车行业的增长。同时，汽车产业转型升级和环保要求的不断提高给新能源汽车行业发展带来了空前机遇。但随着新能源汽车补贴政策的调整、监管的加强以及双积分制的推行，预计长期内新能源汽车有望持续增长，同时拥有领先技术、强成本管控能力以及灵活产品布局的企业有望脱颖而出。

动力电池行业

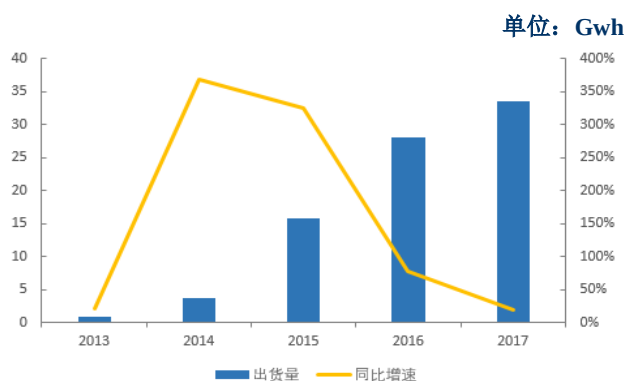
根据选用不同的正极材料，动力电池主要可以分为锰酸锂电池、磷酸铁锂电池和三元聚合物电池等。作为核心零部件的动力电池，其近年的发展态势紧随新能源汽车整体市场趋势变化，从 2015 年新能源汽车销量大幅增长使得动力电池市场也呈现爆发趋势，资本等的大量涌入带动了电池厂商的产能、出货量的大幅提升，动力电池也仅次于 3C 电子产品成为锂离子电池的第二大细分消费领域。

由于锂电池技术的替代方案较少，所以锂电池成本结构方面，正极材料成本约占总成本的 33.2%，主要包括锂、镍、锰、钴等金属；隔膜、负极、电解液和壳体盖板成本大约占 5.9%、6.2%、9.9%和 13.5%。受国内终端新能源汽车尤其是新能源乘用车的持续增长以及海外需求加大等因素影响，2017 年我国锂电池正极材料产量 21 万吨，同比增长 31.25%。其中，磷酸铁锂产量为 5.8 万吨，同比增长仅为 1.75%；三元材料产量为 8.6 万吨，同比增长 58.38%，主要系受新能源乘用车和专用车等市场带动；钴酸锂材料产量为 4.5 万吨，同比增长 28.9%，主要系受国外 3C 数码市场的需求拉动以及国内高端智能数码电池需求增长所致。上游原材料价格方面，随着上游供给紧缩以及下游的需求猛增，锂和钴价格大幅上涨。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%。受上游原材料上涨影响，三元材料和钴酸锂价格趋势亦呈现上涨。但因磷酸铁锂材料国内产能已严重过剩以及补贴政策与能量密度挂钩，其价格在 2017 年有所下滑。总体来看，短期内各类动力电池产品价格下滑空间有限，总体价格有望保持稳定，但考虑到市场竞争以及补贴政策导向等因素，未来磷酸铁锂价格承压相对较大。

从动力电池出货量来看，受新能源汽车市场的高速发展，作为新能源汽车核心部件的动力电池亦呈现爆发式增长。2015 年~2017 年我国动力电池出货量分别为 15.70GWh、28.00GWh 和 33.55GWh，年均复合增长 46.18%。

图 5：2013~2017 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

就产品类型来看，目前磷酸铁锂电池市场份额仍保持第一，但规模和比重均呈现较大幅度下降。2017 年磷酸铁锂（LFP）出货量为 16.33GWh，同比下降 20%；LFP 出货量占动力电池总出货量比重由 2016 年的 73%下降至 2017 年的 49%。受益于新能源乘用车和商用车增速分化以及政策对三元材料的解禁，NCM 三元电池市场规模和份额均呈现较大提高。2017 年 NCM 三元电池实现出货量 15GWh，同比增长 1.38 倍，市场份额由 2016 年的 22%上升至 2017 年的 45%。从动力电池供货领域来看，随着新能源乘用车销量大幅增长，2017 年乘用车出货量及占比均呈现较快增长。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%。

表 4：动力电池在新能源车型的应用情况

单位：Kwh

车企	车型	动力	电池体系	电池容量
比亚迪	e6	EV	LFP	82
	e5	EV	LFP	43
	秦	PHEV	三元	13
	唐	PHEV	三元	23
上汽	宋 DM	PHEV	三元	13
	荣威 eRX5	PHEV	三元	12
	荣威 E950	PHEV	三元	12
	荣威 550	PHEV	LFP	12
北汽	EC 系列	EV	三元	20.3
	知豆 D1	EV	锂离子	18
江淮	知豆 D2	EV	三元	18
	iev6S/E	EV	三元	33
	iev4	EV	LFP	23
	iev6S	EV	LFP	19.66
吉利	帝豪 EV	EV	三元	41
	帝豪 PHEV	PHEV	三元	11.3
	传祺 GA3S	PHEV	三元	12
广汽	传祺 GA3	PHEV	三元	12
	传祺 GS4	PHEV	三元	12
	传祺 GA5EV	PHEV	LFP	13
	传祺 GA5	PHEV	LFP	13

资料来源：节能与新能源网，中诚信证评整理

从动力电池生产企业来看，近年来动力电池行业洗牌加速，主要表现在厂商数量的减少和市场占有率的波动。2016 年有 109 家国内动力电池厂商实现供货，到 2017 年仅剩 80 家；2015~2017 年行业前十名合计市场占有率分别为 71.1%、79.0%和 73.1%，行业集中度大体上呈波动的态势。其中，凭借深厚的技术积累以及丰富的客户群，2017 年 CATL 市场占有率超过比亚迪，成为动力电池行业第一，龙头地位凸显；同时比亚迪作为新能源汽车行业的先行者，已实现从锂资源到整车的全产业链布局，整体竞争力很强。此外，受动力电池技术路线变化、商用车和乘用车增速分化以及行业成长性相对稳定后优势资金进入等因素影响，动力电池行

业格局有所变化，表现在 2017 年动力电池出货量前十厂商中新进入者较多。

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%，主要得益于后两个月的抢装。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。

总体来看，国内汽车行业尚有一定发展潜力，受新能源汽车销量的影响，动力电池行业近年发展迅速，但鉴于较高的技术壁垒，新能源汽车和动力电池行业集中度较高。随着上游原材料价格的波动和国内新能源补贴政策的转变，新能源汽车和动力电池生产企业的盈利能力将受到一定的影响。

竞争实力

突出的技术研发团队和强大的科技创新能力

作为全球新能源汽车和锂电池行业标杆型企业之一，比亚迪拥有强大的技术实力和研发团队，在新能源汽车和电池两大领域拥有全球领先的技术优势。比亚迪历来重视技术创新与研发，2014~2016 年其研发投入总额分别为 36.80 亿元、36.75 亿元和 45.22 亿元，占营业收入比重分别为 6.32%、4.59%和 4.37%，较大规模的研发投入使得比亚迪构建了集中央研究院、汽车工程研究院以及电力科学研究院等多领域研究体系，从硬件、软件以及测试等方面均配备高素质的研发技术队伍。经过多年的发展，比亚迪逐渐积累多种产品的完全自主开发经验与数据，成功打造了独具特色并具有国际水平的技术研发平台。截至 2017 年 9 月末，比亚迪在国内外累计提交的专利申请量达到 20,202 件，授权 13,605 件，其中发明专利申请 10,894 件，授权 5,327 件，是国内汽车行业专利申请最多的企业，形成了强大的专利储备。

作为最早一批进入新能源汽车行业的企业，比亚迪在电池、电机、电控“三电”核心技术上处于行业领先地位，其研发的双模二代技术和双向逆变技

术为全球首创。公司新发布的秦 EV300、宋 EV300 实现 300km 的续航里程。同时，比亚迪新能源汽车在电池安全、动力系统、底盘操控性等均处于国内行业领先水平。而在传统汽车领域，通过自主研发，公司已经掌握了传统汽车制造的核心技术，具备了从研发到生产的全流程开发设计能力，汽车整车、核心零部件及模具的制造能力，以及部分生产线及设备的开发能力。

二次充电电池领域，公司通过对电池材料的独特应用和工艺，以及电池的结构设计，提高了二次充电电池产品的稳定性、循环寿命和电池容量。公司开发的高度安全的磷酸铁锂电池在能量密度和制造成本方面一直处于行业领先地位。手机部件及组装业务方面，公司在手机金属和塑料部件加工方面具有精度高、品质好和良品率高等技术优势，同时公司在玻璃和陶瓷等新业务方面的积极拓展，能够为下游客户提供全面的产品解决方案。

各业务产业链协同效应明显

经过多年的运营拓展，比亚迪在汽车业务、二次充电电池业务、手机部件及组装业务均拥有全产业链布局。具体来看，比亚迪打造了一条上游锂矿资源—锂电原材料—动力电池—新能源整车—电池回收的全产业链闭环。同时，比亚迪在电装生产上的技术实力打破了国际一流供应商在车身控制、整车网络、空调以及多媒体系统领域的垄断地位，提高了企业在电装零配件上的话语权。较高的配件自给率大大降低了公司供应链成本，从而提高了企业的利润空间，保证了公司产品的高性价比优势。

手机部件及组装业务方面，公司具备了手机外壳、键盘等零部件及模组的研发、设计、生产，以及整机设计及组装的垂直整合能力，能有效发挥各工序之间协同效应，降低生产成本，提高生产效率，同时还有利于产品的品质和质量方面的保证。

新能源汽车行业龙头地位显著

在新能源汽车领域，公司拥有上游动力电池、中游整车制造和下游运营网络的全产业链布局，并掌握新能源汽车电池、电机、电控的三大核心技术，其在新能源汽车领域技术竞争实力显著，随着产品线的日益完善及市场认可度的提升，其新能源汽车

销量呈现快速增长。2014~2016 年，比亚迪新能源汽车销量分别为 1.18 万辆、5.59 万辆和 9.63 万辆，年均复合增长率达到 130.66%，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，处于行业首位。自 2015 年 5 月起，公司新能源汽车销量持续超越海内外竞争对手，成为全球新能源汽车销量冠军企业，公司连续三年蝉联新能源汽车总销量全球第一的位置，行业龙头地位显著。

在乘用车领域，公司日益丰富产品线，推出的车型市场认可度高，其中比亚迪宋 DM、唐和秦分别摘得 2017 年中国插电式混合动力乘用车销量第一名、第二名和第四名，比亚迪 e5 位列 2017 年中国纯电动乘用车销量第五名。与此同时，公司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强劲的发展势头。近年公司新能源客车已在全球 6 大洲、50 多个国家和地区、包括伦敦、洛杉矶、布鲁塞尔、鹿特丹以及香港等世界名城在内的超过 200 个城市进行推广。截至 2017 年 6 月末，公司于深圳运营的 K9 纯电动大巴和 e6 纯电动出租车，单车最高行驶里程已达到 40.2 公里和 97.2 公里，大量的商业运营数据使得比亚迪整车质量和电池质量得到了进一步的验证。

战略合作方面，凭借在新能源汽车领域的先发优势，公司与国际众多知名企业建立了广阔的战略

合作关系。2010 年 5 月公司与戴姆勒全资附属公司签订合资经营合同，次年 2 月深圳比亚迪戴姆勒新技术有限公司（现更名为深圳腾势新能源汽车有限公司，以下简称“腾势新能源”）正式成立。腾势新能源分别于 2014 和 2017 年推出“腾势”和升级版“腾势 400”两种车型，系戴姆勒设计团队首次为奔驰之外的车企设计的产品，也是比亚迪首次为自身之外的车辆提供电池、电机和电控技术。腾势系列车型结合了比亚迪在电池技术方面的领先优势和戴姆勒尖端整车技术及百年品牌影响力，将进一步推动公司在纯电动乘用车领域的市场开拓和技术创新。

业务运营

近年公司营业收入来自二次充电电池及光伏业务、手机部件及组装业务和汽车业务。2014~2016 年，公司营业收入分别为 581.96 亿元、800.09 亿元和 1,034.70 亿元，年均复合增长率 33.34%，增速较快。从各业务占比来看，汽车及相关产品营业收入占比呈上升趋势，同期分别为 47.83%、50.81%和 55.10%；而二次充电电池及光伏、手机部件组装业务近年营业收入规模有所增长，但占比逐年下降。另 2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 739.33 亿元，同比增长 1.56%，其中汽车及相关产品和手机部件及组装业务仍系公司主要收入来源，占同期营业收入比重分别为 51.52%和 40.01%。

表 5：2014~2017.Q3 公司营业收入构成

单位：亿元、%

业务板块	2014		2015		2016		2017.Q3	
	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	53.39	9.17	60.80	7.60	73.44	7.10	62.19	8.41
手机部件及组装等	244.80	42.06	332.63	41.57	390.94	37.78	295.82	40.01
汽车及相关产品	278.34	47.83	406.55	50.81	570.10	55.10	380.89	51.52
其他	5.44	0.93	0.11	0.01	0.22	0.02	0.42	0.06
合计	581.96	100.00	800.09	100.00	1,034.70	100.00	739.33	100.00

注：目前公司动力电池主要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，但业务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

汽车及相关产品

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际领先水平，产业格局日渐完善，行业龙头地位继续保持。

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，代表车型

包括 F3、G5、速锐、宋等传统燃油汽车，高端 SUV 车型 S6、S7，以及王朝系列的秦、唐等新能源车型。合资公司腾势新能源分别于 2014 和 2017 年推出“腾势”和“腾势 400”两种高端新能源车型。专用车辆方面，比亚迪于 2015 年发布了新能源车“7+4”全市场战略，即除了在七大常规领域之外，公司积极拓展仓储、矿山、机场、港口的专用车辆市场领域。

产能方面，公司汽车生产主要来自于西安、深圳和长沙三大整车制造基地。具体来看，西安工业园主要生产 F3 在内的 3 系车、速锐、宋等传统燃油汽车以及插电式混合动力汽车秦和纯电动车秦 EV、E5，截至 2016 年末形成了 36 万辆的整车产能；深圳产业园主要生产 S6、S7、唐等中高端车型以及纯电动车 E6，截至 2016 年末形成了 14.5 万辆的整车产能；长沙工业园主要生产思锐、M6、G6、元等传统燃油车以及纯电动客车 K9，截至 2016 年末形成了 15.8 万辆的整车产能。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，在有效降低成本、扩充产能的同时促进当地经济及就业。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，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。

表 6：2016 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	36.0	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

汽车及相关产品原材料采购方面，公司所需汽车结构件、钢材、金属材料等原料的单价与钢材、

有色金属等大宗商品价格挂钩，轮胎、胶条、玻璃等原料的单价与原油价格关系较大。结合公司在传统燃油和电力发动机、动力电池、汽车模具和 IT 及电子零部件的研发制造方面的综合优势，公司实行垂直整合的采购管理战略，有着较高的配件自给率，该战略能更大限度地利用公司资源，节省了成本，提升产品性价比优势和市场竞争力。

销售模式方面，公司乘用车的国内销售由公司国内汽车销售事业部负责，并通过汽车代理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 2017 年 9 月末，公司共有经销商 503 家，其中保有经销商 458 家，建设中经销商 45 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。公司专用车（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。公司单独设立专用车营销部。截至 2017 年 9 月末，公司商用车专业化销售及售后管理团队共有约 808 人，其中销售人员 357 人，售后管理人员 451 人。

结算模式方面，公司乘用车结算主要采用货到付款的方式销售给经销商，同时采取现金和票据相结合的支付形式，客车和专用车辆则主要按销售合同约定所约定的结算方式进行结算。新能源车辆销售中涉及国家和地方补贴的，则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。

销售方面，2014~2016 年公司汽车销量分别为 37.32 万辆、37.78 万辆和 42.36 万辆，年均复合增长 6.54%。其中，传统燃油汽车销量分别为 35.44 万辆、32.00 万辆和 32.57 万辆，占比分别为 94.96%、84.70% 和 76.89%。近年来公司传统燃油汽车销售收入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，公司除了保持包含 F3 在内的 3 系车高性价比的竞争优势和较好销量之外，同时把握国内 SUV 市场需求增长的契机，丰富自身 SUV 产品线，加大对旗下高端 SUV 车型的研发和推广，带动公司 SUV 车型销量的提升。2014~2016 年公司 SUV 车型销售量

分别为 8.56 万辆、10.17 万辆和 15.15 万辆，年复合增长 33.04%。受益于产品销售结构的改善，2014~2016 年公司传统燃油汽车业务收入分别约为 184.45 亿元、193.43 亿元和 223.92 亿元，年复合增长 10.18%，占汽车及相关产品业务营业收入比重分别约为 66.27%、47.58%和 39.28%。

新能源汽车方面，2014~2016 年公司共计销售新能源汽车分别为 1.81 万辆、5.59 万辆和 9.63 万辆，年均复合增长 130.66%，增长势头强劲，推动了新能源汽车业务整体收入的大幅增长，同期分别约为 73.28 亿元、193.43 亿元和 346.18 亿元，新能源汽车业务于 2016 年超过传统汽车成为公司营业收入的最主要来源。市场地位方面，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，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超越海内外竞争对手，成为全球新能源汽车销量冠军企业，2017 年公司新能源汽车总销量再次蝉联全球第一的位置。

具体车型来看，秦（包含混合动力和纯电版秦 EV）销量 2015 年增长较快而 2016 年企稳，占公司新能源乘用车销量分别为约 80%、60%和 40%。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，2015 年和 2016 年销量分别为占公司新能源乘用车的约 25%和 40%。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，2014~2016 年 E6 销量占公司新能源乘用车销量约 20%、15%和 25%。2017 年上半年公司推出宋车型的插电式混合动力版本宋 DM 及纯电动版本宋 EV300，进一步丰富了集团产品线，同时推出秦、唐等车型的改良升级版，上述产品备受市场欢迎。

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。2011 年公司推出首款纯电动大巴 K9，集合续航时间长、噪音低和绿色环保等优势，主要面向国内外城市公共交通市场。K9 分别于 2010 年 1 月 11 日和 2011 年 5 月 3 日进入工信部公布的第 6 批和第 22 批的《节能与

新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》²。2013 年 1 月，比亚迪正式获得欧盟 WVTa 整车认证，标志着公司电动大巴拿到了在欧盟国家的无限制自由销售权。2014~2016 年，公司纯电动大巴销量分别为 0.22 万辆、0.40 万辆和 1.04 万辆，年复合增长 117.42%。2016 年公司国内纯电动客车市场行业排名从去年的第五上升至第二，且在美国、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，并创造和保持着电动汽车在公共交通领域最长的运营里程记录。2016 年公司相继中标深圳市公交公司采购项目，中标合同金额合计约 51.30 亿元。

表 7：2016 年及 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 2016 年 3,024 辆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 台新能源车车辆采购项目	2016.07	17.97
深圳巴士集团 3,573 台新能源车车辆采购项目	2016.07	15.21
小计		51.30
深圳市西部公共汽车有限公司 2017 年 432 辆新能源运营车辆采购项目	2017.08	6.61
深圳市东部公共交通有限公司 2017 年 822 辆纯电动公交客车解决方案采购项目	2017.09	-

注：深圳市西部公共汽车有限公司 2016 年 2,919 台新能源车车辆采购项目的中标数量及金额有所调整

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

此外，公司历来十分注重产品研发与质量把控。在产品质量控制方面，为了达到与合资车相媲美的品质标准，公司通过不断升级工艺装备并与全球知名供应商合作，公司采用 IQS 标准化品质管理体系，从各个生产环节严把质量关。同时，公司每月对新车故障进行统计，每季度对外公布 IQS 值³以接受媒体和消费者的监督。

二次充电电池及光伏业务

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，公司已经成为全球领先的二次

² 同时进入目录的还有公司生产的纯电动汽车 E6，主要面向新能源出租车市场。

³ 比亚迪内部品质评价体系及在此基础上建立的品质管理体系的简称。

充电电池制造商之一。2014~2016 年，公司的二次充电电池及光伏业务分别实现营业收入 53.39 亿元、60.80 亿元和 73.44 亿元，年均复合增长率 17.28%。另 2017 年 1~9 月，公司实现二次充电电池及光伏业务收入 62.19 亿元。

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。

动力电池

得益于强大的研发队伍及创新研究能力，公司生产的动力电池在能量密度、安全性和循环寿命等方面均处于世界前列。目前公司所生产的动力电池仅供自有新能源汽车、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，2014 年以来公司新能源汽车销量的增长使得公司动力电池产能扩张较快。2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，公司动力电池产能分别为 4GWh、10GWh、12GWh 和 16GWh。随着公司动力电池产能的逐步释放，公司或重新调整经营战略，在满足自用的基础上实现对外销售。

原材料采购方面，公司动力电池的原材料采购采取“局部集中、部分分散”的业务模式，其中各事业部交叉、通用的原材料由公司采购处直接管理，其余均由事业部采购处管理。公司电池主要原材料包括四氧化三钴、六氟磷酸锂、碳酸锂等，原材料占生产成本的比重约为 70%。近年来原材料价格的上涨对公司造成了一定的成本压力，为应对原材料上涨的压力，公司积极布局锂电池的上游供应链。2016 年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，以加强对原材料成本的控制能力。2017 年 1 月 3 日，公司与青海盐湖工业有限公司、深圳市卓域成投资有限公司共同出资设立的青海盐湖比亚迪资源开发有限公司已完成工商登记。根据合资公司合资协议，合资公司设立后将启动建设年产 3 万吨电池级

碳酸锂项目，该项目已经取得青海省经济和信息化委员会备案通知书，项目总投资 48.49 亿元。

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，公司主要客户包括三星、华为等手机制造商。公司以事业部作为业务分类的基本管理单位，由各个下属子公司完成二次充电电池产品的生产，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近年手机出货量增长较快，使得公司锂离子电池业务营业收入保持一定增长。2014~2016 年，公司锂离子电池业务实现业务收入分别为 19.20 亿元、19.26 亿元和 24.38 亿元，年均复合增长 12.69%。另 2017 年 1~9 月，公司实现锂离子电池业务收入 28.46 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。2008 年 10 月，公司与陕西省商洛市政府签订了《太阳能电池等项目建设合作合同》，分期建设总体规模为年产太阳能电池 1GW 项目，其中一期年产太阳能电池 100MW 项目、二期年产太阳能电池 300MW 项目、三期年产太阳能电池片 600MW 项目及年产太阳能硅片 800MW 项目均已建成。2014~2016 年，公司太阳能电池出货量分别为 700MW、872MW 和 1,069MW，年均复合增长 23.58%。另 2017 年 1~9 月，公司太阳能电池出货量大 1,053MW。

为了应对近年光伏组件价格和政府补贴下降情形，公司积极拓展国际市场新能源项目，并成功获取国内外多家电网集团及商业机构的订单。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。同时，公司近年来不断提高产品竞争力和提升产品质量，同时通过技术进步来降低生产成本。而受全球光伏产品价格大幅下降、市场竞争激烈等因素影响，近年公司计提了一定规模的资产减值损失，对业务的盈利情况造成一定影响。

手机部件及组装

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，主要分为手机部件及模组和手机组装服务两部分，其中手机部件及模组业务包括设计并生产外壳、键盘、充电器等手机部件；手机部件组装即提供将成品零部件组装整机的服务。

近年来我国智能手机品牌出货量增长较快，国内手机厂商通过技术创新，成功提升品牌定位并扩大于国内高端手机市场的份额，更加注重外观设计的差异化以吸引消费者，使得金属机壳和中框需求继续升温。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，公司手机部件及组装业务收入规模增长较快。2014~2016 年，公司手机部件及组装业务实现收入 244.80 亿元、332.63 亿元和 390.94 亿元，年均复合增长率 26.37%。另 2017 年 1~9 月，公司实现手机部件及组装业务收入 295.82 亿元。

具体来看，手机部件及模组方面，公司主要为三星、华为、OPPO、vivo、LG 等客户提供金属机壳制造服务。随着公司主要客户的手机出货量的增长和金属部件的渗透率继续加强，公司金属部件业务收入同比增长超过 50%。整机组装方面，由于智能手机 EMS⁴ 订单数量稳步增加，该业务也呈现良好发展态势，营业收入稳步增长。

原料采购方面，公司手机部件及组装业务与二次充电电池的采购模式相一致，按照“统谈分签”的策略，采购处负责公司公共、通用物料的资源开发及供应商库的更新维护，事业部采购部门负责所属产品的专有物料的资源开发及供应商库的维护，最终通过内部平台系统实现集团供应商库的共享以及供应商间的采购协同。

产能方面，公司主要的手机部件加工组装基地主要位于深圳、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。2016 年公司

手机部件及组装业务中手机外壳产能利用率分别为 90%，整机组装产能利用率为 70%，产能利用率较高。

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，目前已经掌握轨道驱动、电机、电控、车身、底盘、转向架、轨道梁、道岔等全产业链核心技术，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。公司的“云轨”产品系中国首条拥有自主知识产权的云轨线路并实现通车。

表 8：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	80km/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

公司云轨产品目标市场主要以中、小城市的骨干线和大中城市的加密线、商务区、游览区等线路，解决大众出行的“最后一公里”难题，未来发展空间较大。自推出云轨以来，公司已与汕头、深圳、广安、银川、蚌埠、桂林等十多个城市签约，其中 2017 年 8 月公司与菲律宾伊洛伊洛市签约，取得云轨海外首个项目；2017 年 9 月公司第一个投入商业运营

⁴ Electronic Manufacturing Services 的缩写，即电子制造服务。

的云轨项目于银川花博园落成通车，标志着国内第一条具有完全自主知识产权的跨座式单轨建成通车。随着二、三线城市公共交通需求的不断增加，该项业务或成为公司新的盈利增长点。

在建工程及拟建工程

随着公司电池和汽车项目需求的增加，公司在建扩建厂区等工程规模较大。截至 2017 年 9 月末，公司主要的在建扩建工程 19 个，总投资和已投资分别为 161.45 亿元和 83.52 亿元，预计未来公司尚需投入工程建设金额 77.92 亿元，一定规模的在建扩建工程使得公司各业务产能不断提升，有助于提高公司生产能力和经营业绩。

表 9：截至 2017 年 9 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 金额	已投 金额	尚需 投入金额	工程 进度	资金 来源
坪山工业园	51.12	15.73	35.39	建设中	借款及 自筹
葵涌工业园	0.21	0.08	0.14	建设中	自筹
宝龙工业园	4.90	3.01	1.89	建设中	借款及 自筹
惠州工业园	18.88	15.30	3.58	建设中	借款及 自筹
上海工厂工程	0.61	0.73	-0.12	建设中	借款及 自筹
西安工厂工程	23.01	18.00	5.01	建设中	借款及 自筹
商洛工业园	9.40	4.66	4.74	建设中	自筹
长沙工业园	16.58	7.91	8.67	建设中	借款及 自筹
韶关工业园	2.05	0.63	1.41	建设中	自筹
南京工业园	2.89	0.76	2.14	建设中	自筹
大连工业园	0.45	0.42	0.03	基本 完工	自筹
杭州工业园	0.06	0.01	0.05	建设中	借款及 自筹
武汉工业园	2.33	0.97	1.36	建设中	自筹
青岛工业园	0.56	0.33	0.23	建设中	自筹
承德工业园	0.82	0.24	0.58	建设中	自筹
包头工业园	1.84	1.64	0.20	基本 完工	借款及 自筹
汕尾工业园	8.60	4.70	3.91	建设中	自筹
坑梓工业园	2.16	1.74	0.42	建设中	借款及 自筹
太原工业园	2.99	1.42	1.57	建设中	自筹
其他	11.98	5.26	6.72	建设中	其他
合计	161.45	83.52	77.92	-	-

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，各业务协同优势较为明显，新能源汽车规模的快速扩张，手机部件及组装业务和二次充电电池业务收入稳步增长以及公司新拓展的云轨业务等使得公司近年来盈利能力持续增强，业务发展整体向好。与此同时，需关注新能源补贴退坡和电池原材料上涨对公司利润空间产生的影响。

公司治理

根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》等法律、法规及中国证监会、深圳证券交易所发布的其他有关规章、规范性文件的规定和要求，公司建立了以股东大会、董事会、监事会及管理层为主体结构的决策与经营管理体系。公司董事会由 6 名董事组成，董事会下设立战略、审核、提名与薪酬等 4 个专门委员会。公司管理制度较为全面地覆盖了各个部门，形成了比较完善、有效的内部控制体系。公司监事会由 5 名监事组成，公司监事会坚持对全体股东负责，按照《公司法》、《证券法》、《公司章程》和《监事会议事规则》的规定，对公司依法运作情况、公司财务情况、投资情况等进行监督检查，切实维护公司和全体股东的利益。

公司在人员、资产、财务、机构、业务等方面一直独立于控股股东，具有独立完整的业务及自主经营能力。公司自设立以来，股东大会、董事会、监事会等机构和人员均能够按照有关法律法规、公司章程和相关议事规则的规定进行运作并切实履行应尽的职责和义务，没有违法、违规的情形发生。

财务管理方面，公司财务部通过定期及不定期的检查以及对下属子公司指派财务总监等方式，落实公司的内部控制制度，还通过对采购等方面统一公开招标、公开询价等方式，落实内部控制制度的执行。对于重大财务决策，包括贷款和投资等，先由公司财务部门对该财务项目进行分析核查，报送公司总经理办公会讨论，通过后报请公司董事会审议，公司董事会决议通过后，视其权限或需要再提请公司股东会审议批准。

安全环保方面，公司安全环保工作实现 IT 产业群和汽车产业群统一管理，成立人力资源处安全环境工程部、人力资源处各地区人力资源部安全环境科，形成了“横向到边，纵向到底”的环境管理网络。公司总裁与公司各个事业部及分管环保的人力资源处的一把手签订了环保责任书，各事业部环保第一责任人与各部门、工厂、科室等单位负责人签订环保责任书。基层单位负责人与特种环境岗位的员工签订环保责任书，确保环保工作落实到位。

总体看，公司的治理结构健全，运作上不存在重大违法违规情形。公司内控制度基本控制了业务运营中的关键风险点，较好的保障了各项业务的顺利运行，整体管理效率较高。

发展规划

作为新能源汽车行业的领跑者，比亚迪凭借其在汽车、电池两大领域的领先技术优势，未来在积极推进现有业务的同时，重点发展新能源汽车及云轨业务，推动公司的长期持续发展。

汽车业务方面，公司将不断强化自身技术创新和加快新产品研发速度，持续提升纯电动和混合动力总成的性能和效率，丰富自身产品线，从而提升产品的技术竞争实力，以及满足多样化的市场需求。在产品推广方面，公司将重点提高国内外市场的渗透率和市场份额，发展多重经营模式以提升品牌知名度及影响力，塑造国际化品牌。面对 2017 年新能源汽车补贴退坡对行业产生的影响，公司将持续优化自身产业链协同，并通过技术创新进一步降低产品成本，不断促进新能源汽车行业的持续健康发展。

手机部件及组装业务方面，公司将继续提升金属部件加工等方面的技术水平，进一步提高良品率从而有效控制生产成本，积极拓展包括玻璃和陶瓷在内的新业务。在市场推广方面，公司将着力维护现有大客户的业务规模，同时也积极挖掘市场的新锐品牌和个性化的市场需求，加强与运营商定制产品的合作力度，实现公司手机部件及组装业务的持续增长。未来，公司将积极拓展汽车电子及其他消费类电子产品新业务，为公司的持续成长培育新的增长点。

二次充电电池及光伏方面，公司将继续开拓锂离子电池和镍电池的应用范围，巩固市场领先地位；持续推进动力电池的技术创新，加大电池新材料和新技术的研发投入，在电池能量密度、制造成本、循环次数和安全性等方面有所突破。光伏业务方面，公司将继续拓展国内外市场，提升产能利用率和销售规模，积极控制成本，致力提升收入和盈利能力。储能电站建设方面，公司近期投资规划主要是在提高电池容量密度，电池管理精度和换流设施的转换效率，今后主要合作方向为维护电网安全的电力辅助服务市场、降低发电成本和节能减排的售点市场。

云轨业务作为公司战略转型的重要组成部分，将为公司在轨道交通系统建设（包括轨道、整车、控制系统）、维护保养和金融服务等方面开拓新的利润增长点。公司将继续发挥自身技术实力和产业垂直整合能力，加强与各地方政府间的战略合作，积极探索新的商业模式，积极提升该业务的营收规模和盈利能力。

总的来看，公司已制定了清晰的战略规划，依托其自身技术和创新实力，在保持稳健的财务管理策略的情况下，加大在新能源汽车和电池业务产业扩张和技术创新力度，公司有望逐步落实上述规划。

财务分析

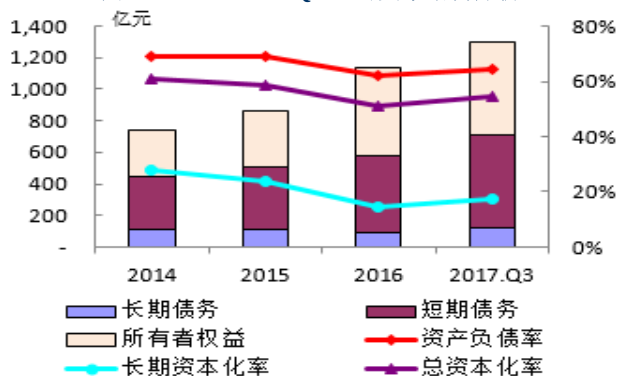
以下财务分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2017 年 1~9 月财务报表，所有财务数据均为合并报表口径。

资本结构

近年公司各项业务快速发展，尤其是新能源汽车业务的快速增长推动了公司资产负债规模迅速提升。2014~2016 年末，公司总资产分别为 940.09 亿元、1,154.86 亿元和 1,450.71 亿元，年均复合增长率为 24.22%；同期末，公司总负债分别为 651.14 亿元、794.57 亿元和 896.61 亿元，年均复合增长率为 17.34%。自有资本方面，受益于 2014 年 H 股增

发、2015 年永续债发行、2016 年 A 股非公开发行和公司历年留存收益的累积，公司所有者权益规模增长较快。2014~2016 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）分别为 288.94 亿元、360.29 亿元和 554.09 亿元，年均复合增长率为 38.48%。另截至 2017 年 9 月末，公司总资产进一步增至 1,647.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）亦小幅升至 588.76 亿元。

图 6：2014~2017.Q3 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

近年来公司业务规模持续扩大，产能扩张和营运资金需求不断提高，因此公司负债规模保持较高的增长幅度，但得益于自有资本实力不断夯实，整体财务杠杆比率有所降低。2014~2016 年末，公司资产负债率分别为 69.26%、68.80%和 61.81%，总资本化率分别为 60.77%、58.38%和 51.15%。随着未来新能源汽车和电池生产项目投入继续增加以及各种专用车型和轨道交通等新业务的不断拓展，公司财务杠杆水平有所回升。截至 2017 年 9 月末，公司资产负债率升至 64.26%，总资本化率升至 54.70%。

表 10：2016 年末汽车整车上市公司主要财务指标

单位：亿元、%

公司	总资产	资产负债率	总资本化率
上汽集团	5,906.28	60.20	32.43
比亚迪	1,450.71	61.81	51.15
长城汽车	923.09	48.70	8.62
广汽集团	820.92	45.38	25.33
福田汽车	539.13	64.63	41.70
江淮汽车	492.15	68.57	51.25
宇通客车	351.54	61.09	28.26

资料来源：上市公司年报，中诚信证评整理

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。2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，公司流动资产占总资产的比重分别为 43.33%、47.12%、53.93%和 55.79%，主要系流动资产中应收账款规模上升较快所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、应收票据和存货构成。具体来看，2014~2016 年末公司货币资金规模呈逐年上升趋势，分别为 44.53 亿元、65.96 亿元和 76.94 亿元，其中受限规模占比不到 10%，主要系汇票出票保证金、投标保证金和信用保证金。2017 年 9 月末公司货币资金增长至 87.80 亿元。2014~2016 年末公司应收账款规模分别为 137.52 亿元、215.19 亿元和 417.68 亿元，年均复合增长率达 74.28%，主要系汽车业务销售增加导致应收账款相应增加以及新能源汽车应收补贴款回款较慢所致；账龄方面，截至 2016 年末，扣除单独计提坏账准备的应收账款后，公司 1 年以内应收账款账面价值为 354.55 亿元，占期末应收账款比重为 84.89%；坏账准备方面，同期公司计提坏账准备金额 5.06 亿元，较上年提升 4.00%。2017 年 9 月末，公司应收账款进一步增至 516.77 亿元，公司应收账款规模增长较快对其运营资金占用的影响应受到关注。2014~2016 年末，公司应收票据余额呈下降态势，分别为 93.52 亿元、67.99 亿元和 63.62 亿元，主要系客户以票据结算方式所预付的汽车款减少所致；截至 2016 年末，公司应收票据中已质押的占比为 19.27%。2017 年 9 月末，公司应收票据进一步下降至 55.84 亿元。2014~2016 年末，公司存货账面价值分别为 99.78 亿元、157.51 亿元和 173.78 亿元，年均复合增长率为 31.97%，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；截至 2016 年末，公司的存货主要以库存商品和在产品为主，占比分别为 40.45%和 36.54%。截至 2017 年 9 月末，公司存货进一步增长至 201.32 亿元。

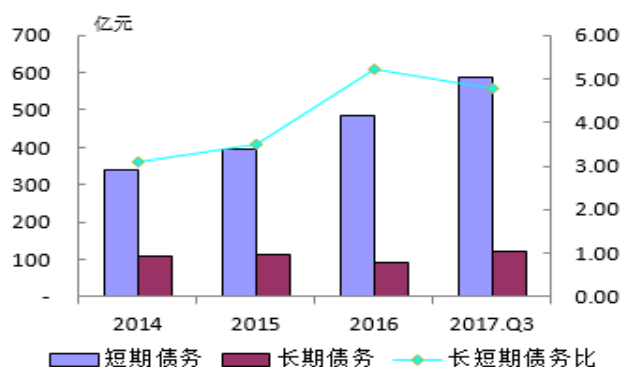
非流动资产方面，2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，公司非流动资产占总资产的比重分别为 56.67%、52.88%、46.07%和 44.21%，占总资产的比重呈逐年下降趋势，主要由固定资产和无形资产构成。2014~2016 年末，公司固定资产净额分别为 300.15 亿元、323.69 亿元和 374.83 亿元，年均复合

增长率为 11.75%，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。2017 年 9 月末，公司固定资产进一步增长至 410.92 亿元。2014~2016 年末公司无形资产分别为 86.11 亿元、87.90 亿元和 89.46 亿元，主要系公司研发专利权增加所致，截至 2016 年末其占无形资产余额的比重约为 38.63%。2017 年 9 月末，公司无形资产进一步增长至 92.02 亿元。

负债方面，公司的负债主要由应付账款和有息债务构成。2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，公司的应付账款分别为 113.23 亿元、185.82 亿元、195.01 亿元和 216.56 亿元，受业务规模的扩大而持续增长。

有息债务方面，2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，公司总债务金额分别为 447.65 亿元、505.40 亿元、580.09 亿元和 711.06 亿元。近年来企业主要通过流动资金贷款满足公司在生产经营过程中的资金需求，使得短期债务呈逐年上升趋势。同期末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 3.08 倍、3.50 倍、5.21 倍和 4.78 倍。随着公司各业务板块产能的持续扩张以及云轨等新业务的拓展，未来投资需求较大，资本支出将继续加大，考虑相关业务投资回报周期较长，短期债务占比较高不利于资金的稳定性。

图 7：2014~2017.Q3 公司债务结构分析



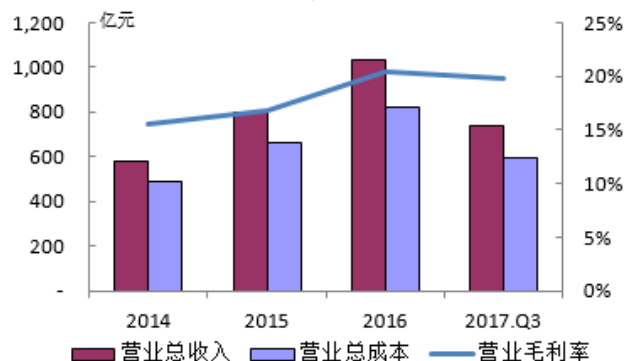
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综合来看，受益于公司业务规模的持续扩大，股票增发及历年留存收益的累积，公司资产和负债规模迅速提升的同时财务杠杆水平有所回升。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

在新能源汽车、手机零部件及组装业务的销售增速较快的带动下，近年公司营业收入保持快速增长。2014~2016 年，公司分别实现营业收入 581.96 亿元、800.09 亿元和 1,034.70 亿元，年均复合增长率为 33.34%。另 2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 739.33 亿元，同比增长 1.56%。

图 8：2014~2017.Q3 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

分业务板块来看，受益于新能源汽车业务发展较快，公司汽车板块业务收入增长迅速。2014~2016 年公司的汽车板块分别实现营业收入 278.34 亿元、406.55 亿元和 570.10 亿元。二次充电电池和光伏业务方面，近年来传统锂离子电池市场需求稳定；同时，受益于海外市场的进一步开拓，公司光伏业务有所增长。2014~2016 年，公司二次充电电池和光伏业务收入分别为 53.39 亿元、60.80 亿元和 73.44 亿元。手机部件及组装业务方面，受益于金属部件市场渗透率进一步加深和 EMS 订单增加，2014~2016 年公司手机部件及组装业务分别实现营业收入 244.80 亿元、332.63 亿元和 390.94 亿元，呈稳步上升态势。另 2017 年 1~9 月，公司分别实现上述板块业务收入 380.89 亿元、62.19 亿元和 295.82 亿元。

从营业毛利率水平来看，2014~2016 年，公司的营业毛利率分别为 15.55%、16.87%和 20.36%，呈逐年上升态势。分业务板块来看，公司汽车业务近三年毛利率分别为 18.95%、23.79%和 28.24%，受益于中高端的新能源汽车销量的增加，公司汽车业务毛利呈上升趋势。二次充电电池及光伏业务方面，近年来受电池产能扩张带来的规模效应影响，公司该项业务的毛利水平呈现上升态势，

2014~2016 年毛利率水平分别为 10.15%、14.12%和 14.52%。而手机部件及组装业务的毛利率波动下滑，近三年分别为 13.09%、8.91%和 9.98%，其中 2016 年毛利率较上年上升 1.07 个百分点，主要系金属部件业务毛利较高，其营业收入占比较上年有所提高使得整体业务毛利率有所回升。另 2017 年 1~9 月，公司综合业务毛利率为 19.86%，较上年同期小幅下降 1.22 个百分点。

表 11：2014~2017.Q3 公司各板块业务毛利分析

单位：%

项目	2014	2015	2016	2017.Q3
毛利率	15.55	16.87	20.36	19.86
其中：二次充电电池及光伏	10.15	14.12	14.52	11.47
手机部件及组装	13.09	8.91	9.98	13.61
汽车及相关产品	18.95	23.79	28.24	26.10

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2014~2016 年公司期间费用分别为 80.48 亿元、97.29 亿元和 122.61 亿元，三费占营业收入的比重分别为 13.83%、12.16%和 11.85%，公司三费管控能力有所提升。具体来看，近年来公司业务规模持续扩张，公司销售费用中广告展览费和售后服务费增长较快，2014~2016 年公司销售费用分别为 22.29 亿元、28.68 亿元和 41.96 亿元，占比分别为 3.83%、3.58%和 4.06%。同期，公司管理费用分别为 44.30 亿元、54.15 亿元和 68.43 亿元，主要系研发费用和管理人员工资增加所致。而近三年公司财务费用相对稳定，分别为 13.89 亿元、14.46 亿元和 12.22 亿元。另 2017 年 1~9 月，公司期间费用为 102.32 亿元，同比增长 10.08%，主要系利息支出增加及汇率变动影响导致财务费用增长较快所致；同期，公司三费收入占比为 13.84%，较上年同期增长 1.07 个百分点。

表 12：2014~2017.Q3 公司期间费用分析

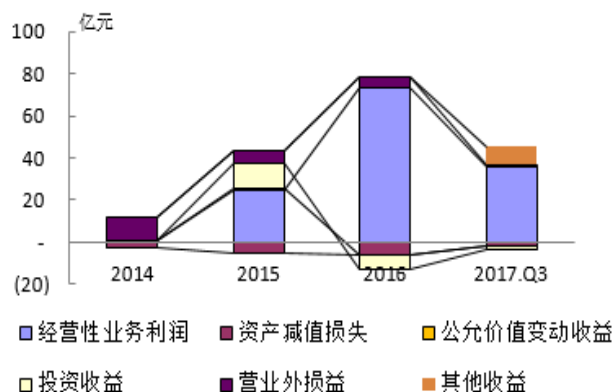
单位：亿元、%

项目	2014	2015	2016	2017.Q3
销售费用	22.29	28.68	41.96	35.38
管理费用	44.30	54.15	68.43	50.67
财务费用	13.89	14.46	12.22	16.28
三费合计	80.48	97.29	122.61	102.32
营业总收入	581.96	800.09	1,034.70	739.33
三费收入占比	13.83	12.16	11.85	13.84

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，2014~2016 年公司利润总额分别为 8.74 亿元、37.95 亿元和 65.68 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。公司近三年经营性业务利润分别为 0.46 亿元、24.99 亿元和 72.96 亿元，呈逐年上升趋势且增幅较大，主要系公司新能源汽车业务增长较快和三费控制较好所致。同期，公司投资收益分别为 0.68 亿元、12.10 亿元和 -7.26 亿元，其中 2015 年投资收益增长较快主要系处置子公司取得收益，而 2016 年公司投资收益由正转负主要系按权益法核算的长期股权投资收益和处置子公司的投资收益亏损较大所致。此外，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。2014~2016 年，公司获得的政府补助分别为 7.98 亿元、5.81 亿元和 7.11 亿元，对利润总额形成较好补充。资产减值损失方面，2014~2016 年公司资产减值损失分别为 2.94 亿元、5.52 亿元和 5.66 亿元，其中存货跌价损失 1.60 亿元、1.81 亿元和 3.57 亿元，公司一定规模的资产减值损失亦对其利润总额产生一定影响。同期，公司分别实现净利润 7.40 亿元、31.38 亿元和 54.80 亿元，所有者权益收益率分别为 2.56%、8.71%和 9.89%。另 2017 年 1~9 月，公司实现利润总额 41.96 亿元，其中经营性业务利润为 35.97 亿元；实现净利润 34.62 亿元，所有者权益收益率小幅降至 7.84%。

图 9：2014~2017.Q3 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，公司业务收入逐年上升，盈利能力整体较强，但需关注资产减值损失对公司利润的侵蚀。

偿债能力

近年来随着公司各项业务规模持续扩张，公司债务规模呈现逐年上升的态势。截至 2016 年末，公司总债务为 580.09 亿元，长短期债务比为 5.21 倍，短期偿债压力有所上升。另截至 2017 年 9 月末，公司总债务进一步增至 711.06 亿元，长短期债务比为 4.78 倍，债务期限结构仍以短期债务为主。

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。2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 65.86 亿元、107.29 亿元和 153.96 亿元，EBITDA/营业总收入分别为 11.32%、13.41% 和 14.88%，公司 EBITDA 与 EBITDA/营业总收入呈逐年上升趋势，获利能力持续增强。

从现金流来看，受新能源汽车和手机业务的应收账款规模大幅增加的影响，近年公司经营活动产生的净现金流波动性较大。2014~2016 年，公司经营性净现金流分别为 0.38 亿元、38.42 亿元和 -18.46 亿元，2016 年公司受购买商品、接受劳务支付的现金增加以及新能源汽车应收补贴款回款缓慢的影响，经营性净现金流对债务保障能力有所减弱，2014~2016 年经营活动净现金流利息保障倍数分别为 0.02 倍、2.18 倍和 -0.96 倍，经营净现金流/总债务分别为 0.00 倍、0.08 倍和 -0.03 倍。

从偿债指标看，近三年受益于公司盈利能力的增强，公司偿债能力得以强化。2014~2016 年公司总债务/EBITDA 指标分别为 6.80 倍、4.71 倍和 3.77 倍；同期，EBITDA 利息倍数分别为 3.96 倍、6.08 倍和 8.00 倍。同时，考虑到未来随着电池产能释放及技术提升，加之新能源汽车龙头地位的进一步稳固，公司盈利能力将进一步改善，盈利水平对债务的保障能力有望得到保持。

表 13：2014~2017.Q3 公司偿债能力分析

项目	2014	2015	2016	2017.Q3
总债务（亿元）	447.65	505.40	580.09	711.06
EBITDA（亿元）	65.86	107.29	153.96	111.21
经营活动净现金流（亿元）	0.38	38.42	-18.46	6.96
经营净现金流/总债务（X）	0.00	0.08	-0.03	0.01
经营净现金流/利息支出（X）	0.02	2.18	-0.96	0.39
总债务/EBITDA（X）	6.80	4.71	3.77	4.80
EBITDA 利息倍数（X）	3.96	6.08	8.00	6.26
资产负债率（%）	69.26	68.80	61.81	64.26
总资本化比率（%）	60.77	58.38	51.15	54.70

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2017 年 9 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 53.95 亿元，其中对腾势新能源担保金额 7.35 亿元，比亚迪汽车金融有限公司担保金额 46.60 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 2017 年 9 月末，公司共获得银行授信总额 2,114.32 亿元，未使用授信余额 1,403.49 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，公司短期债务比重较大，债务期限结构有待优化，且经营性现金流变现欠佳。但考虑到公司产业链布局日益完善及新能源汽车行业龙头地位进一步巩固，近年新能源汽车业务发展较快，收入规模及盈利能力持续提升，加之公司备用流动性较好，整体偿债能力很强。

结 论

综上，中诚信证评评定比亚迪主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“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**。

关于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）的跟踪评级安排

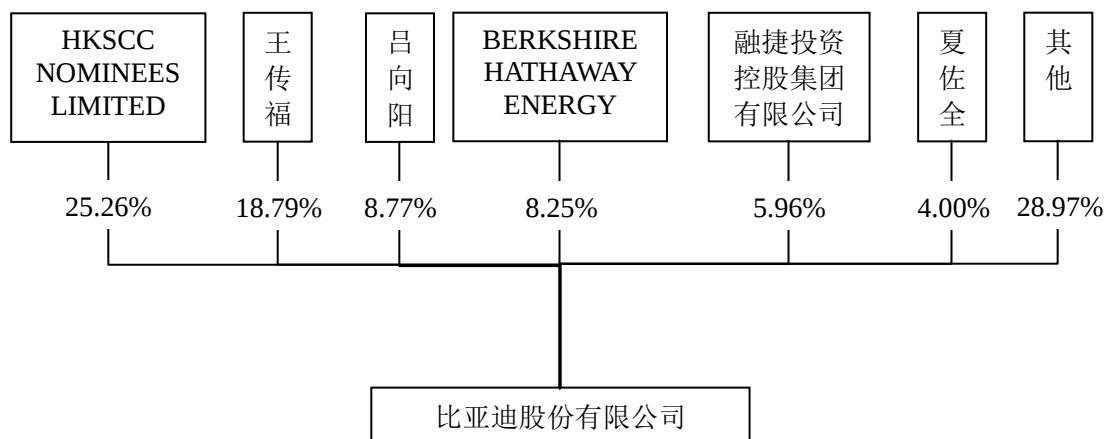
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

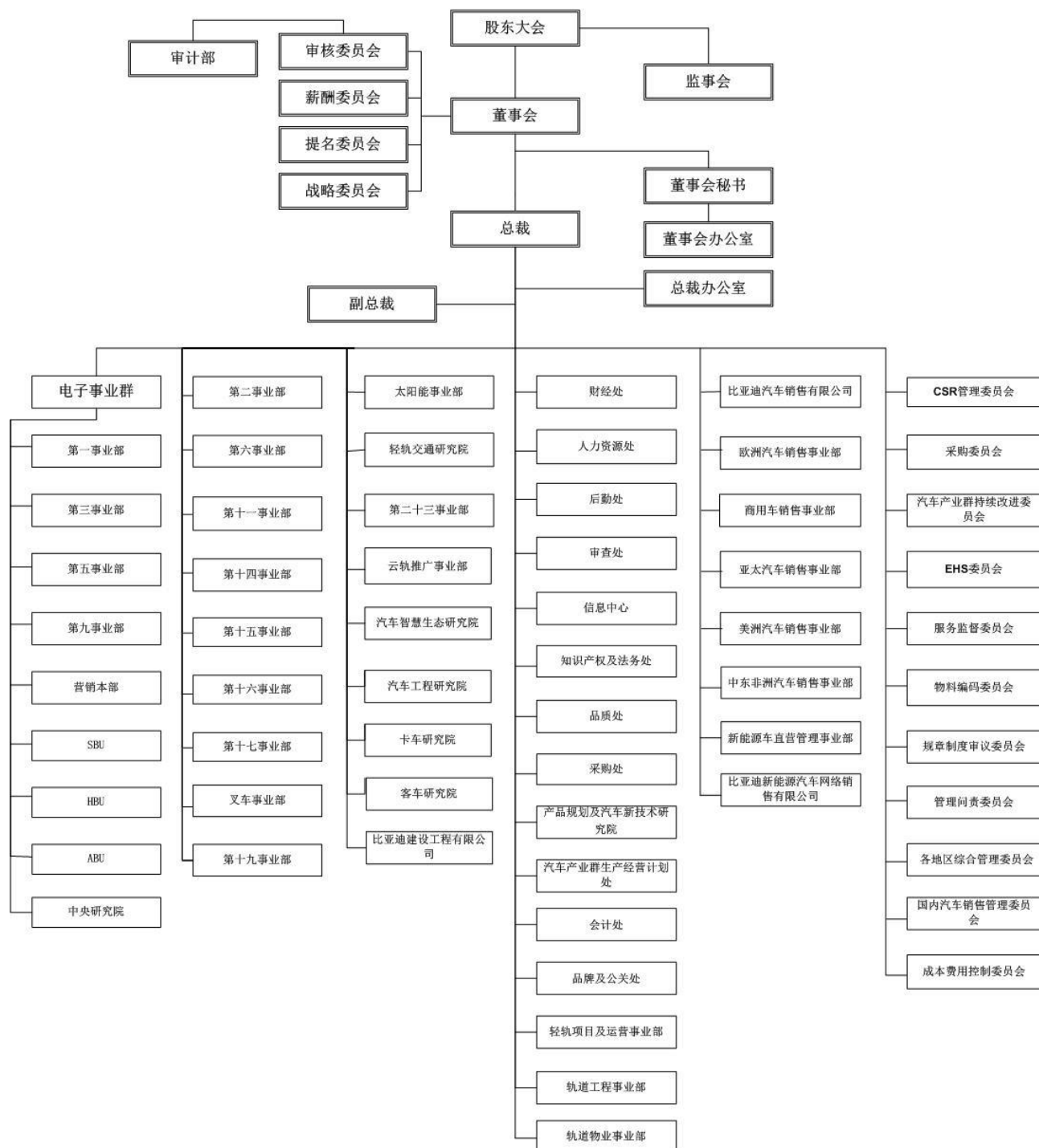
附一：比亚迪股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 9 月 30 日）



- 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、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：公司三季度报，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 9 月 30 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	2017.Q3
货币资金	445,316.40	659,642.60	769,366.60	877,971.80
应收账款净额	1,375,192.90	2,151,909.30	4,176,800.20	5,167,720.30
存货净额	997,831.70	1,575,055.00	1,737,843.90	2,013,218.70
流动资产	4,073,309.60	5,441,166.60	7,824,008.10	9,189,651.60
长期投资	144,855.30	496,007.20	546,999.60	712,203.80
固定资产合计	3,875,013.10	4,185,609.70	4,644,015.60	4,945,325.60
总资产	9,400,885.50	11,548,575.50	14,507,077.80	16,472,754.30
短期债务	3,378,571.40	3,930,993.60	4,867,056.60	5,880,442.60
长期债务	1,097,929.90	1,122,990.10	933,852.00	1,230,141.00
总债务（短期债务+长期债务）	4,476,501.30	5,053,983.70	5,800,908.60	7,110,583.60
总负债	6,511,441.80	7,945,651.40	8,966,141.50	10,585,181.40
所有者权益（含少数股东权益）	2,889,443.70	3,602,924.10	5,540,936.30	5,887,572.90
营业总收入	5,819,587.80	8,000,896.80	10,346,999.70	7,393,289.50
三费前利润	809,455.70	1,222,808.30	1,955,738.00	1,382,908.90
投资收益	6,836.60	121,037.00	-72,602.70	-12,031.50
净利润	73,987.00	313,819.60	548,001.20	346,187.80
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	658,562.70	1,072,860.60	1,539,558.80	1,112,111.90
经营活动产生现金净流量	3,806.90	384,209.40	-184,557.10	69,600.80
投资活动产生现金净流量	-796,170.20	-1,060,644.00	-1,344,264.20	-1,113,835.60
筹资活动产生现金净流量	727,094.90	874,978.50	1,627,021.70	1,155,525.30
现金及现金等价物净增加额	-62,147.60	219,006.50	107,906.30	111,245.00
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q3
营业毛利率（%）	15.55	16.87	20.36	19.86
所有者权益收益率（%）	2.56	8.71	9.89	7.84
EBITDA/营业总收入（%）	11.32	13.41	14.88	15.04
速动比率（X）	0.58	0.58	0.78	0.79
经营活动净现金/总债务（X）	0.00	0.08	-0.03	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.00	0.10	-0.04	0.02
经营活动净现金/利息支出（X）	0.02	2.18	-0.96	0.39
EBITDA 利息倍数（X）	3.96	6.08	8.00	6.26
总债务/EBITDA（X）	6.80	4.71	3.77	4.80
资产负债率（%）	69.26	68.80	61.81	64.26
总资本化比率（%）	60.77	58.38	51.15	54.70
长期资本化比率（%）	27.54	23.76	14.42	17.28

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、2017 年 1~9 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。

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+长期应付款中的应付融资租入固定资产的租赁费

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。



营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

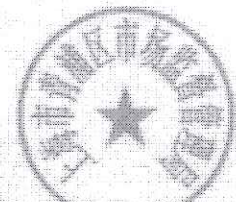
证照编号 290000000201711150321

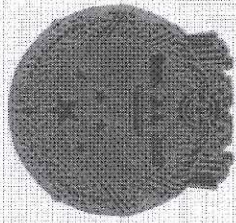
名称	中诚信证券评估有限公司
类型	有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住所	上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室
法定代表人	闫衍
注册资本	人民币5000.0000万元整
成立日期	1997年8月20日
营业期限	1997年8月20日至2027年8月19日
经营范围	证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评估服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 分支机构。 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2017年11月15日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称:中诚信证券评估有限公司

业务许可种类:证券市场资信评级

法定代表人:符

注册地址:上海市青浦区工业园区第一工业区7号3幢1层C区113室

编号:ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



应治亚, 证件号码:340404199107051630, 于2011年03月05日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2011033405635701



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



应治亚, 证件号码:340404199107051630, 于2012年06月17日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2012063404956804



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



周鹏，证件号码：360430198911123553，于2013年11月30日参加证券市场基础知识考
试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



20131251138985051

2013年11月

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



周鹏，证件号码：360430198911123553，于2013年11月30日参加证券投资分析考试，成
绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



20131251245319051

2013年11月

