

**强烈推荐-A (维持)**

**比亚迪 002594.SZ**

目标估值: 无  
 当前股价: 52.71 元  
 2015年03月30日

**新能源汽车、手机部件业务迎来快速增长**

**基础数据**

上证综指	3787
总股本(万股)	247600
已上市流通股(万股)	78167
总市值(亿元)	1305
流通市值(亿元)	412
每股净资产(MRQ)	10.2
ROE(TTM)	1.7
资产负债率	69.3%
主要股东	王传福
主要股东持股比例	23.05%

**股价表现**

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	8	3
相对表现	-4	-55	-81



资料来源: 贝格数据、招商证券

**相关报告**

- 1、《比亚迪(002594)——剥离非核心业务, 聚焦公司新能源汽车战略》2015-02-13
- 2、《比亚迪(002594)——利空出尽, 蓄势待发》2014-12-22
- 3、《比亚迪(002594)——传统业务下滑, 新能源汽车一枝独秀》2014-11-02

**汪刘胜**

0755-25310137  
 wangls@cmschina.com.cn  
 S1090511040037

**彭琪**

0755-83174724  
 pengqi@cmschina.com.cn  
 S1090514080003

**唐楠**

021-68407142  
 tangnan@cmschina.com.cn  
 S1090511080002

**事件:**

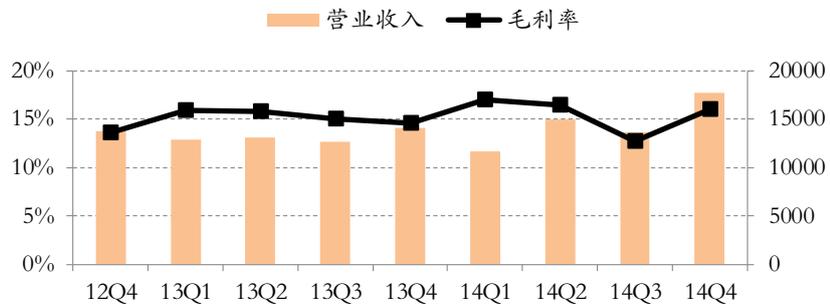
公司公布 2014 年年报, 报告期内, 公司实现营业收入 581.96 亿元, 同比增长 10.1%, 实现归属于上市公司股东净利润 4.3 亿元, 同比下降 21.6%, 对应每股收益 0.18 元, 同比下滑 21.7%。

**评论:**

**1、传统车业务承压, 手机部件业务实现高增长**

报告期内, 公司汽车、手机及电池业务分别实现销售收入 271、242 及 50 亿元, 分别同比增长 2.8%、23.9%及下滑 1%。公司汽车业务由于 14 年处于由燃油车向新能源汽车的战略调整期, 同时受到年内行业整体中端车型价格下探、低端车节能惠民补贴取消等背景影响, 传统燃油车增长乏力, 同时新能源汽车受到电池产能瓶颈约束, 未能在 14 年有效对冲燃油车下滑影响(14 年整体新能源汽车收入达到 73.3 亿元, 略低于市场预期), 整体表现一般。公司 14 年手机部件业务增长迅速, 超出市场预期。由于公司光伏业务仍然受到整体行业产能过剩影响, 未能按预期实现扭亏, 仍然是拖累公司利润表现的主要因素。

**图 1: 公司单季度收入和毛利率**



资料来源: 公司数据、招商证券

**2、新能源汽车、手机部件业务迎来快速增长**

从分季度数据分析, 汽车业务仍是影响公司毛利率水平的主要因素。根据公司新能源汽车电池产能规划, 公司从 4 月份开始将进入电池产能爬坡期, 预计 15 年底将达到 4.6GWh 产能规模, 随着公司电池产能瓶颈破除及国家新能源汽车政策进一步激励, 我们预计公司汽车业务销售收入增速将达到 50%以上。另外, 公司的手机壳业务 14 年成为业绩超预期的亮点, 预计公司随着国内智能手机渗透率的进一步提升, 以及新客户拓展, 预计该项收入增速将达到 30%以上。我们认为, 2015 年是公司新能源汽车放量, 同时其他业务保持高增长的一年, 公司业绩预计将出现大幅回升, 维持公司“强烈推荐-A”投资评级。

**风险提示:** 新能源汽车业务爬坡进程不达预期。

图 1：比亚迪新能源汽车销量及电池产能利用率预测

	单台用量	2014年	电池用量	占比	2015年	电池用量	占比	2016年	电池用量
E6	60	3560	213600	21%	5000	300000	11%	7000	420000
秦/唐	13	14747	191711	19%	50000	650000	24%	140000	1820000
K9	350	1700	595000	59%	5000	1750000	65%	8000	2800000
			1000311 kWh			2700000			5040000
			1.00			2.70			5.04
		产能利用率	63%			83%			80%
		年化总产能	1.6			3.25			6.3

数据来源：招商证券

表 1：销售收入结构预测

单位：百万元	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>48827</b>	<b>46854</b>	<b>52863</b>	<b>58196</b>	<b>80612</b>	<b>108967</b>	<b>140033</b>
二次充电电池							
/新能源	4634	4698	5041	4992	5242	5661	6114
手机部件和组							
装	19618	17274	19547	24212	32202	37032	41846
汽车及相关产							
品	23029	23518	26347	27089	41113	64054	89676
其它	1545	1364	1929	1903	2055	2219	2397
<b>收入增长率</b>	<b>0.8%</b>	<b>-4.0%</b>	<b>12.8%</b>	<b>10.1%</b>	<b>38.5%</b>	<b>35.2%</b>	<b>28.5%</b>
二次充电电池							
/新能源	1.1%	1.4%	7.3%	-1.0%	5%	8%	8%
手机部件和组							
装	-4.6%	-11.9%	13.2%	23.9%	33%	15%	13%
汽车及相关产							
品	3.8%	2.1%	12.0%	2.8%	52%	56%	40%
其它	40.0%	-11.7%	41.4%	-1.4%	8%	8%	8%
<b>毛利率</b>	<b>17.2%</b>	<b>14.3%</b>	<b>15.4%</b>	<b>15.6%</b>	<b>16.1%</b>	<b>16.5%</b>	<b>16.8%</b>
二次充电电池							
/新能源	10.1%	9.0%	13.6%	9.5%	14.0%	14.0%	14.0%
手机部件和组							
装	12.5%	10.5%	12.2%	12.6%	12.5%	12.5%	12.5%
汽车及相关产							
品	22.1%	17.9%	18.0%	19.2%	19.0%	19.0%	19.0%
其它	23.6%	18.2%	16.8%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%

资料来源：公司数据、招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4
营业收入	12664	14159	11724	14992	13693	17787
营业毛利	1901	2075	1994	2468	1745	2846
营业费用	416	605	473	513	605	638
管理费用	878	854	899	1028	1039	1465
财务费用	310	318	319	318	398	354
投资收益	-19	6	-9	1	197	-121
营业利润	-5	-161	3	330	-375	-138
归属母公司净利润	38	88	12	349	28	45
EPS (元)	0.02	0.04	0.01	0.15	0.01	0.02
<b>主要比率</b>						
毛利率	15.0%	14.7%	17.0%	16.5%	12.7%	16.0%
营业费用率	3.3%	4.3%	4.0%	3.4%	4.4%	3.6%
管理费用率	6.9%	6.0%	7.7%	6.9%	7.6%	8.2%
营业利润率	0.0%	-1.1%	0.0%	2.2%	-2.7%	-0.8%
有效税率						
净利率	0.3%	0.6%	0.1%	2.3%	0.2%	0.3%
<b>YoY</b>						
收入	20.3%	2.6%	-9.0%	13.9%	8.1%	25.6%
归属母公司净利润	728%	45%	-89%	11%	-26%	-49%

资料来源: 公司数据、招商证券

PE-PB Band

图 2: 比亚迪历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 比亚迪历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	28243	40733	40855	55256	71029
现金	5379	4453	6588	8885	11413
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	5588	9352	8867	11986	15404
应收款项	7687	13752	11847	16045	20619
其它应收款	376	563	564	763	980
存货	8221	9978	11503	15567	20030
其他	992	2634	1486	2010	2584
<b>非流动资产</b>	48150	53276	56873	60946	63833
长期股权投资	1089	1414	1555	1710	1882
固定资产	28139	30015	33323	36115	38128
无形资产	7454	8611	7750	6975	6278
其他	11469	13236	14245	16145	17545
<b>资产总计</b>	<b>76393</b>	<b>94009</b>	<b>97728</b>	<b>116202</b>	<b>134862</b>
<b>流动负债</b>	41722	53022	50792	65634	82893
短期借款	12402	12676	7852	9681	13091
应付账款	9259	11323	14276	19321	24860
预收账款	1272	3647	3399	4600	5919
其他	18789	25376	25264	32032	39024
<b>长期负债</b>	9814	12092	15853	16553	14438
长期借款	2685	7988	8688	9388	10088
其他	7129	4104	7165	7165	4350
<b>负债合计</b>	<b>51536</b>	<b>65114</b>	<b>66645</b>	<b>82187</b>	<b>97331</b>
股本	2354	2476	2476	2476	2476
资本公积金	7042	10296	10296	10296	10296
留存收益	12313	12593	14125	16177	18639
少数股东权益	3147	3529	4185	5065	6120
归属于母公司所有者权益	21710	25366	26897	28950	31411
<b>负债及权益合计</b>	<b>76393</b>	<b>94009</b>	<b>97728</b>	<b>116202</b>	<b>134862</b>

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	2436	38	17466	10082	10909
净利润	545	426	1532	2052	2461
折旧摊销	0	0	4717	5026	5243
财务费用	0	0	1142	1296	1544
投资收益	0	0	(120)	(138)	(39)
营运资金变动	0	0	8868	595	233
其它	1891	(387)	1327	1251	1467
<b>投资活动现金流</b>	(5651)	(7962)	(8750)	(9155)	(8171)
资本支出	0	0	(10000)	(9000)	(8000)
其他投资	(5651)	(7962)	1250	(155)	(171)
<b>筹资活动现金流</b>	4508	7271	(6581)	1370	(210)
借款变动	0	0	(8620)	2529	4110
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	4508	7271	2039	(1158)	(4320)
<b>现金净增加额</b>	<b>1293</b>	<b>(653)</b>	<b>2135</b>	<b>2297</b>	<b>2528</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	52863	58196	80612	108967	140033
营业成本	44746	49144	67982	92006	118379
营业税金及附加	1204	957	1326	1793	2304
营业费用	2012	2229	3063	4141	5321
管理费用	3315	4430	5240	7083	9102
财务费用	1160	1389	1142	1296	1544
资产减值损失	272	294	300	300	300
公允价值变动收益	0	0	0	0	(120)
投资收益	(48)	68	120	138	159
<b>营业利润</b>	<b>99</b>	<b>(187)</b>	<b>1679</b>	<b>2486</b>	<b>3122</b>
营业外收入	776	1114	750	750	750
营业外支出	50	61	50	50	50
<b>利润总额</b>	<b>824</b>	<b>866</b>	<b>2379</b>	<b>3186</b>	<b>3822</b>
所得税	56	134	190	255	306
<b>净利润</b>	<b>768</b>	<b>732</b>	<b>2188</b>	<b>2932</b>	<b>3516</b>
少数股东损益	223	306	656	879	1055
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>545</b>	<b>426</b>	<b>1532</b>	<b>2052</b>	<b>2461</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.23</b>	<b>0.17</b>	<b>0.62</b>	<b>0.83</b>	<b>0.99</b>

主要财务比率

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>年成长率</b>					
营业收入	13%	10%	39%	35%	29%
营业利润	-135%	-290%	-997%	48%	26%
净利润	421%	-22%	260%	34%	20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.4%	15.6%	15.7%	15.6%	15.5%
净利率	1.0%	0.7%	1.9%	1.9%	1.8%
ROE	2.5%	1.7%	5.7%	7.1%	7.8%
ROIC	2.7%	1.8%	5.2%	6.3%	6.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	67.5%	69.3%	68.2%	70.7%	72.2%
净负债比率	24.7%	28.9%	19.0%	18.1%	18.7%
流动比率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.9	1.0
存货周转率	5.7	5.4	6.3	6.8	6.7
应收帐款周转率	7.6	5.4	6.3	7.8	7.6
应付帐款周转率	5.0	4.8	5.3	5.5	5.4
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.23	0.17	0.62	0.83	0.99
每股经营现金	1.03	0.02	7.05	4.07	4.41
每股净资产	9.22	10.24	10.86	11.69	12.69
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	227.7	306.7	85.2	63.6	53.0
PB	5.7	5.1	4.9	4.5	4.2
EV/EBITDA	13%	10%	39%	35%	29%

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**汪刘胜**，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究9年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。2011年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球第四名、金牛奖最佳分析师第三名。2012年入围新财富最佳分析师评选，2013年水晶球第四名，新财富最佳分析师第五名。2014年水晶球第一名，新财富最佳分析师第二名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。