

强烈推荐-A (维持)

比亚迪 002594.SZ

目标估值: 0.00-0.00 元
当前股价: 49.9 元
2017 年 03 月 28 日

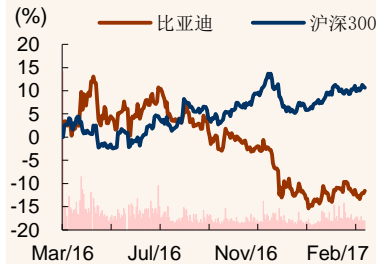
“云轨”模式开启，平稳就是胜利

基础数据

上证综指	3253
总股本(万股)	272814
已上市流通股(万股)	84039
总市值(亿元)	1361
流通市值(亿元)	419
每股净资产(MRQ)	18.8
ROE(TTM)	9.9
资产负债率	61.8%
主要股东	建信基金-农业银行
主要股东持股比例	2.75%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-10	-12
相对表现	-2	-17	-20



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《比亚迪(002594)——业绩高速增长，业绩大反转》2015-04-29
- 2、《比亚迪(002594)——产能爬坡一期顺利完成，产销旺季开启》2015-04-24
- 3、《比亚迪(002594)——新能源汽车、手机部件业务迎来快速增长》2015-04-01

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:

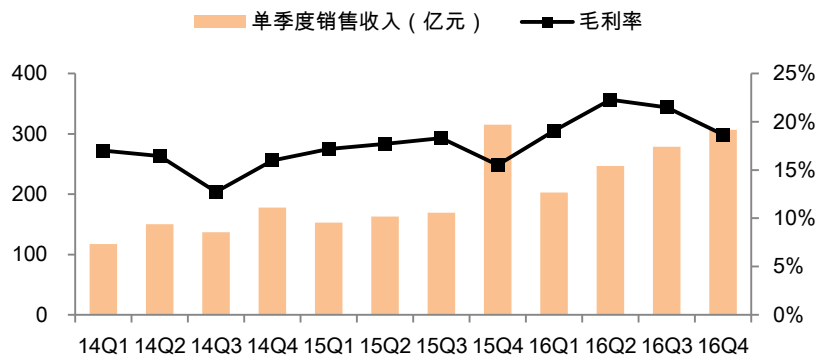
公司公布 2016 年报, 报告期内, 公司实现营收 1034.7 亿元, 同比增长 29.3%, 实现归母净利润 50.5 亿元, 同比增长 78.9%, 对应扣非归母净利 46.1 亿元, 同比增长 282.3%。2016 年公司 EPS1.88 元/股, 同比增长 67.9%。我们预计, 公司 17、18 年 EPS 分别为 1.86、2.41, 对应目前股价 PE 分别为 27、21 倍, 尽管行业上半年洗牌压力较大, 但我们看好下半年新能源汽车行业格局稳定后公司作为行业龙头的成本优势, 继续给予公司“强烈推荐-A”投资评级。

评论:

1、汽车业务权重大幅提升, 新能源成为公司业绩核心支撑

公司 2016 年汽车、手机及二次充电电池业务收入占比分别为: 55.1%、37.8% 及 7.1%, 对比 15 年的 51%、41%及 8%占比情况, 汽车业务占比提升显著。新能源汽车业务无论是从营收还是净利贡献上已经成为公司核心支撑。

图 1: 公司单季度收入和毛利率



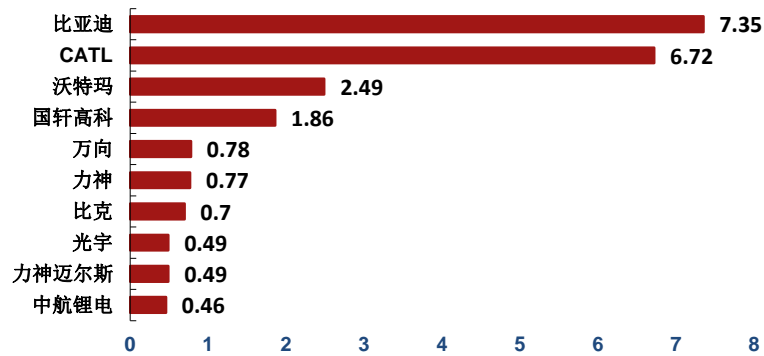
资料来源: 公司数据、招商证券

2、门槛提高对公司影响不大, 大巴盈利成为 17 年业绩关键

尽管目前业内三元电池呼声渐高, 但电池路线从 16 年乘用车三元化、商用车磷酸铁锂化的趋势已经非常清晰(详见图 5-8), 目前看来, 大巴三元化的趋势并不成立。所以我们认为公司在电池路线上的配比并不会受到影响。公司的电池规模效应仍将是其新能源业务高于行业毛利率的核心支撑。一季度受补贴门槛影响, 电动大巴销售遇冷, 我们认为随着全国联网工作完成, 新能源汽车销量有望在 2 季度末开始回升。我们预计云轨、电子业务今年分别将贡献 6、20 亿净利润, 所以公司大巴销售能否翘尾、电池成本是否能按预期下降成为 17 年业绩是否能持平关键。由于深圳地区电动大巴 17 年逐步饱和, 公司在其他地方城市特别是云轨推广城市的推广情况值得重点跟踪关注。

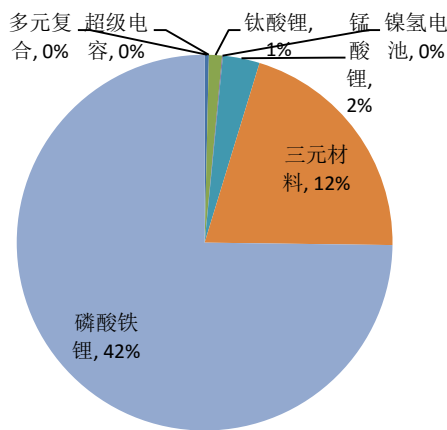
风险提示: 新能源汽车销售不达预期。

图 1、 2016 年我国动力电池厂商出货量排行



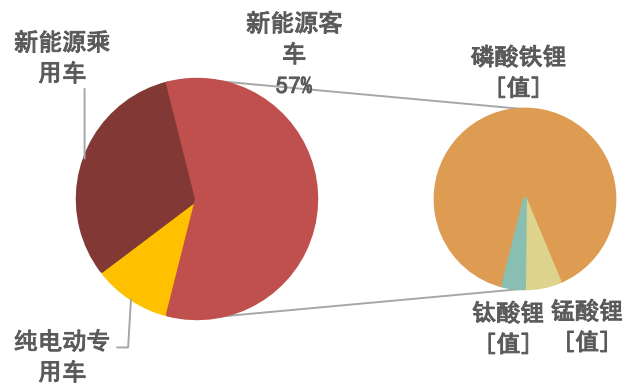
资料来源：第一电动，招商证券

图 2、 2016 年我国动力电池出货量分布。



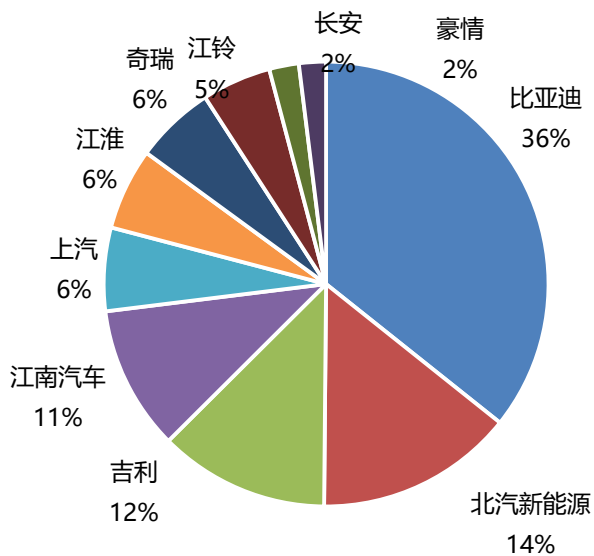
资料来源：第一电动，招商证券

图 3、 2016 年我国动力电池出货量分布（分车型）



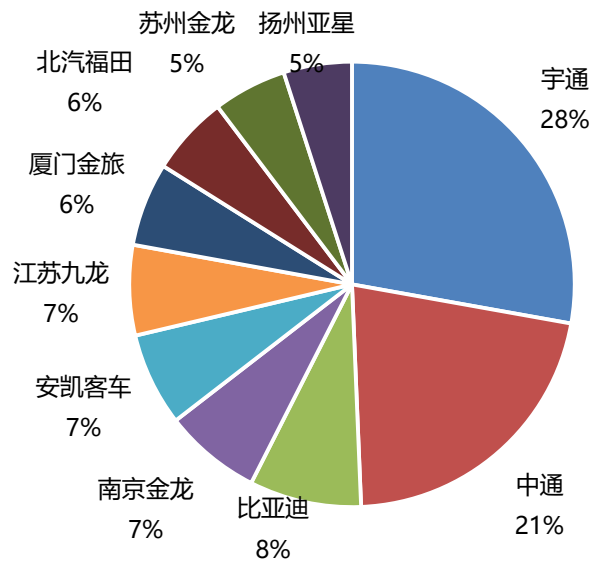
资料来源：第一电动，招商证券

图 5、 2016 国内新能源乘用车产量 TOP10 企业



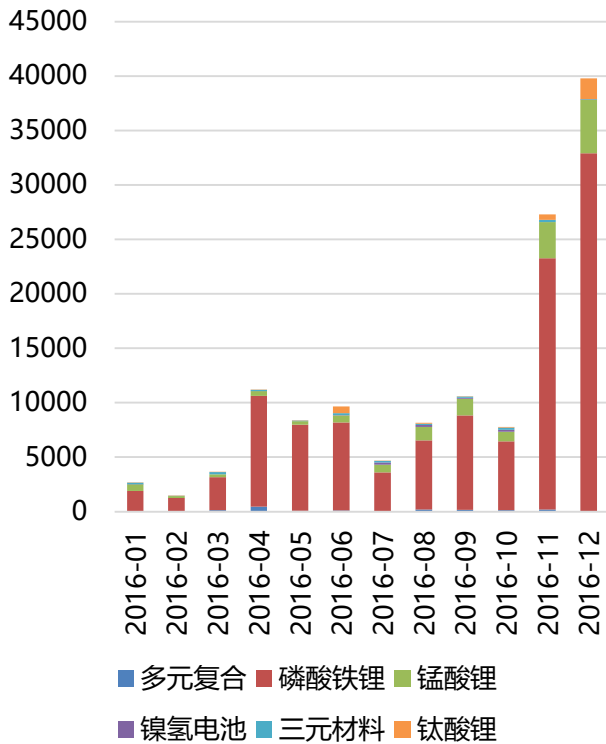
资料来源：第一电动，招商证券

图 6、 2016 国内纯电动客车 TOP10 企业



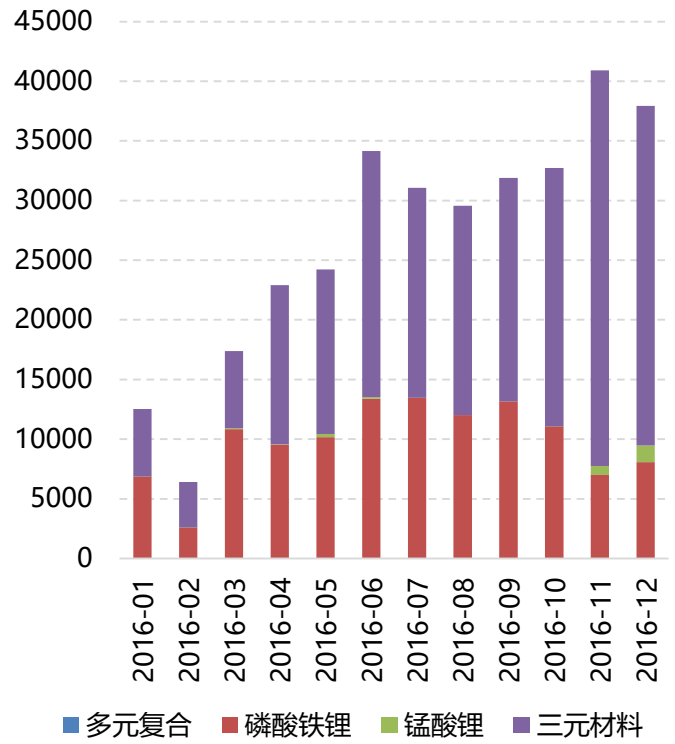
资料来源：第一电动，招商证券

图 7、2016 新能源客车按电池种类划分车型产量



资料来源：第一电动，招商证券

图 8、2016 新能源乘用车按不同电池类型产量占比



资料来源：第一电动，招商证券

表 1: 盈利预测简表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	80009	103470	108643	123854	148624
营业成本	66514	82401	87023	98711	118454
营业税金及附加	1267	1512	1587	1810	2171
营业费用	2868	4196	4406	5023	6028
管理费用	5415	6843	7185	8191	9829
财务费用	1446	1222	1968	1738	1928
资产减值损失	552	566	550	550	550
公允价值变动收益	18	(18)	(18)	(18)	(18)
投资收益	1210	(726)	100	100	100
营业利润	3176	5986	6006	7913	9747
营业外收入	703	844	700	700	700
营业外支出	84	262	260	260	260
利润总额	3795	6568	6446	8353	10187
所得税	657	1088	947	1231	1505
净利润	3138	5480	5499	7121	8682
少数股东损益	315	428	429	556	678
归属于母公司净利润	2823	5052	5069	6565	8004
EPS (元)	1.14	1.85	1.86	2.41	2.93

资料来源: 公司数据、招商证券

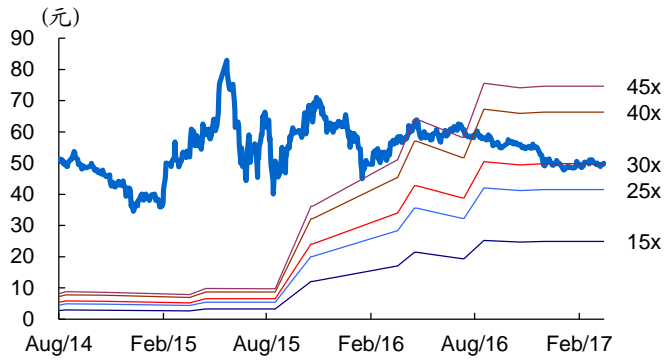
表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入	16911	31515	20285	24664	27848	30672
营业毛利	459	937	1139	1755	1873	1964
营业费用	537	1130	602	1202	1060	1333
管理费用	1440	1673	1298	1724	2419	1402
财务费用	407	410	286	371	333	232
投资收益	1351	-51	-51	-42	-215	-418
营业利润	1810	904	1084	1703	1655	1543
归属母公司净利润	1495	862	851	1409	1404	1388
EPS (元)	0.55	0.32	0.31	0.52	0.51	0.51
主要比率						
毛利率	18.3%	15.5%	19.1%	22.3%	21.5%	18.7%
营业费用率	3.2%	3.6%	3.0%	4.9%	3.8%	4.3%
管理费用率	8.5%	5.3%	6.4%	7.0%	8.7%	4.6%
营业利润率	10.7%	2.9%	5.3%	6.9%	5.9%	5.0%
有效税率	18.6%	8.9%	21.8%	15.5%	18.4%	12.2%
净利率	8.8%	2.7%	4.2%	5.7%	5.0%	4.5%
YoY						
收入	23.5%	77.2%	32.7%	51.3%	64.7%	-2.7%
归属母公司净利润	5197%	1832%	603%	308%	-6.0%	61.0%

资料来源: 公司数据、招商证券

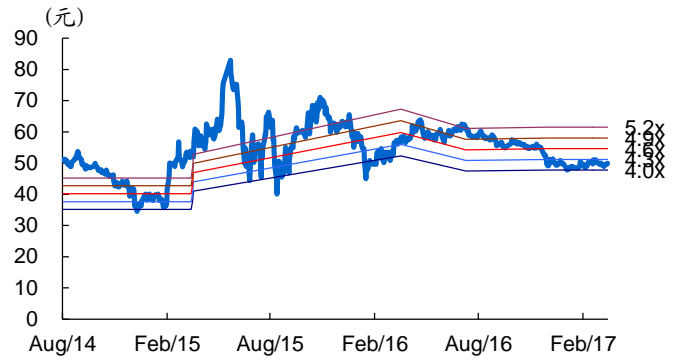
PE-PB Band

图 4: 比亚迪历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 5: 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

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	54412	78240	71454	81262	99808
现金	6596	7694	8560	9669	13896
交易性投资	18	0	0	0	0
应收票据	6799	6362	6680	7616	9139
应收款项	21519	41768	32578	37138	44566
其它应收款	509	563	591	674	809
存货	15751	17378	18345	20809	24970
其他	3219	4474	4699	5356	6427
非流动资产	61074	66831	70660	73861	76534
长期股权投资	1889	2245	2245	2245	2245
固定资产	32369	37483	42207	46214	49611
无形资产	8790	8946	8052	7246	6522
其他	18027	18156	18156	18156	18156
资产总计	115486	145071	142114	155123	176342
流动负债	66110	78318	71226	78634	93141
短期借款	19944	25010	23649	25525	30687
应付账款	18582	19501	20595	23362	28034
预收账款	2438	1851	1955	2217	2661
其他	25147	31956	25027	27531	31760
长期负债	13346	11344	11344	11344	11344
长期借款	6746	4848	4848	4848	4848
其他	6600	6496	6496	6496	6496
负债合计	79457	89661	82570	89978	104485
股本	2476	2728	2728	2728	2728
资本公积金	14331	29217	29217	29217	29217
留存收益	15488	19310	23016	28060	34095
少数股东权益	3735	4153	4583	5139	5817
归属于母公司所有者权益	32294	51256	54961	60006	66040
负债及权益合计	115486	145071	142114	155123	176342

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3842	(1846)	23820	12833	13305
净利润	2823	5052	5069	6565	8004
折旧摊销	5417	7028	6592	7221	7749
财务费用	1517	1800	1968	1738	1928
投资收益	(1210)	726	(82)	(82)	(82)
营运资金变动	(5139)	(16450)	9845	(3170)	(4979)
其它	435	(1)	427	561	685
投资活动现金流	(10606)	(13443)	(10342)	(10342)	(10342)
资本支出	(12290)	(13053)	(10424)	(10424)	(10424)
其他投资	1684	(389)	82	82	82
筹资活动现金流	8750	16270	(12612)	(1383)	1264
借款变动	5317	3678	(9280)	1876	5162
普通股增加	0	252	0	0	0
资本公积增加	4188	14887	0	0	0
股利分配	(1238)	(1238)	(1364)	(1521)	(1970)
其他	482	(1309)	(1968)	(1738)	(1928)
现金净增加额	1985	982	866	1109	4227

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	80009	103470	108643	123854	148624
营业成本	66514	82401	87023	98711	118454
营业税金及附加	1267	1512	1587	1810	2171
营业费用	2868	4196	4406	5023	6028
管理费用	5415	6843	7185	8191	9829
财务费用	1446	1222	1968	1738	1928
资产减值损失	552	566	550	550	550
公允价值变动收益	18	(18)	(18)	(18)	(18)
投资收益	1210	(726)	100	100	100
营业利润	3176	5986	6006	7913	9747
营业外收入	703	844	700	700	700
营业外支出	84	262	260	260	260
利润总额	3795	6568	6446	8353	10187
所得税	657	1088	947	1231	1505
净利润	3138	5480	5499	7121	8682
少数股东损益	315	428	429	556	678
归属于母公司净利润	2823	5052	5069	6565	8004
EPS (元)	1.14	1.85	1.86	2.41	2.93

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	37%	29%	5%	14%	20%
营业利润	-1873%	88%	0%	32%	23%
净利润	551%	79%	0%	30%	22%
获利能力					
毛利率	16.9%	20.4%	19.9%	20.3%	20.3%
净利率	3.5%	4.9%	4.7%	5.3%	5.4%
ROE	8.7%	9.9%	9.2%	10.9%	12.1%
ROIC	5.0%	6.6%	7.7%	8.6%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	68.8%	61.8%	58.1%	58.0%	59.3%
净负债比率	28.7%	26.0%	20.1%	19.6%	20.2%
流动比率	0.8	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.8	0.7	0.8	0.8
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	5.2	5.0	4.9	5.0	5.2
应收帐款周转率	4.5	3.3	2.9	3.6	3.6
应付帐款周转率	4.4	4.3	4.3	4.5	4.6
每股资料 (元)					
每股收益	1.14	1.85	1.86	2.41	2.93
每股经营现金	1.55	-0.68	8.73	4.70	4.88
每股净资产	13.04	18.79	20.15	22.00	24.21
每股股利	0.50	0.50	0.56	0.72	0.88
估值比率					
PE	43.8	26.9	26.9	20.7	17.0
PB	3.8	2.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	13.7	10.0	8.6	7.4	6.4

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10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。2015年金牛奖第一名，水晶球公募类第一名，新财富最佳分析师第三名。

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。