

比亚迪 (002594.SZ)

公司快报

牵手盐湖股份开发碳酸锂，垂直整合产业链上游

投资要点

- ◆ **事件**：6月21日，公司发布公告称，与青海盐湖股份、深圳宏达同实业签署《盐湖锂资源开发合作框架协议》，各方通过优势互补就盐湖锂资源开发开展战略合作。
- ◆ **牵手盐湖股份成立合资公司，启动3万吨碳酸锂项目建设**：合作框架协议提出，比亚迪、盐湖股份、深圳宏达同实业三方拟成立新的合资公司，股权比例分别为48%、49.5%、2.5%，由盐湖股份进行财务合并报表。新公司生产碳酸锂所需的含锂老卤水主要来源于盐湖股份钾肥生产尾矿的再利用，并且盐湖股份确保老卤水唯一供给新公司，由新公司收购盐湖股份直接及间接持有的青海盐湖佛照蓝科锂业股份有限公司51.42%股权，并在此平台启动3万吨碳酸锂项目建设。我国国内约有50%的锂资源来自于盐湖股份所在的青海地区，因为去年年中之前的碳酸锂价格约6万元/吨，盐湖提锂成本较高导致盐湖股份并没有充分利用卤水中的锂资源，而目前来看电池级碳酸锂价格已达约16万元/吨，出现了较大的利润空间，并且与电动车龙头比亚迪合作势必能够实现双赢的局面。
- ◆ **践行垂直整合产业链战略，打破锂资源龙头垄断格局**：公司15年底开始考察国内的盐湖锂资源相关公司，意图实现垂直整理产业链战略，此次正式签署合作协议是践行了公司的战略发展。碳酸锂作为锂电池电极材料和电解液中的六氟磷酸锂的原材料，产业链中占据举足轻重的地位，拥有锂资源能够大大降低锂电池的制造成本，打破了由天齐锂业和赣锋锂业垄断碳酸锂的行业格局，公司对原材料价格大幅波动的风险抵抗能力也得以提升，综合实力进一步增强。目前公司动力电池产能达10GWh，与盐湖股份合作开发碳酸锂将为青海10GWh动力电池等项目提供充足的原材料供应，看好动力电池龙头比亚迪未来几年业绩高增长。
- ◆ **投资建议**：我们预计公司2016-2018年EPS分别为1.98、2.61、3.76元，对应PE分别为29.6、22.5、15.6倍，给予“增持-A”评级，6个月目标价为85元。
- ◆ **风险提示**：新能源汽车推广不达标；政策不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	58,195.9	80,009.0	99,611.2	120,828.3	143,181.6
同比增长(%)	10.1%	37.5%	24.5%	21.3%	18.5%
营业利润(百万元)	-179.1	3,176.0	7,074.1	9,443.4	13,089.2
同比增长(%)	-267.9%	-1873.1%	122.7%	33.5%	38.6%
净利润(百万元)	433.5	2,823.4	4,904.3	6,453.6	9,299.2
同比增长(%)	-21.6%	551.3%	73.7%	31.6%	44.1%
每股收益(元)	0.18	1.14	1.98	2.61	3.76
PE	334.6	51.4	29.6	22.5	15.6
PB	5.7	4.5	4.7	3.8	3.0

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

汽车 | 乘用车 III

投资评级	增持-A(维持)
6个月目标价	85元
股价(2016-06-22)	60.92元

交易数据

总市值(百万元)	150,837.92
流通市值(百万元)	47,619.27
总股本(百万股)	2,476.00
流通股本(百万股)	781.67
12个月价格区间	40.34/71.60元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.21	5.57	21.6
绝对收益	2.51	5.56	-12.2

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20655640

报告联系人

陈雁冰
chenyanbing@huajinsc.cn
021-20655676

相关报告

- 比亚迪：大单入库助力业绩高增长，“元”梦“王”朝！ 2016-04-14
- 比亚迪：垂直整合产业链，打造新能源汽车帝国 2016-03-01
- 比亚迪：季报归母净利润同比增长404.32%，行业霸主地位 2015-11-06
- 比亚迪：瘦身前行，新能源汽车巨头持续领跑市场 2015-07-30

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	58,195.9	80,009.0	99,611.2	120,828.3	143,181.6	年增长率					
减:营业成本	49,143.9	66,513.6	80,685.0	96,662.7	113,113.5	营业收入增长率	10.1%	37.5%	24.5%	21.3%	18.5%
营业税费	957.4	1,267.3	1,294.9	1,824.2	2,097.0	营业利润增长率	-267.9	-1873.1	122.7%	33.5%	38.6%
销售费用	2,228.8	2,868.0	3,725.5	4,492.5	5,270.4	净利润增长率	-21.6%	551.3%	73.7%	31.6%	44.1%
管理费用	4,430.3	5,415.1	6,856.9	8,564.5	9,898.6	EBITDA 增长率	-4.5%	282.0%	53.1%	33.5%	38.6%
财务费用	1,389.1	1,446.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	-13.3%	273.1%	57.3%	33.5%	38.6%
资产减值损失	293.9	551.6	372.6	406.0	443.4	投资资本增长率	23.8%	16.5%	-33.8%	44.0%	-42.3%
加:公允价值变动收益	-	18.2	-12.1	2.0	2.7	净资产增长率	16.2%	24.7%	1.8%	24.7%	26.7%
投资和汇兑收益	68.4	1,210.4	410.1	562.9	727.8	盈利能力					
营业利润	-179.1	3,176.0	7,074.1	9,443.4	13,089.2	毛利率	15.6%	16.9%	19.0%	20.0%	21.0%
加:营业外净收支	1,053.1	619.0	799.2	823.8	747.3	营业利润率	-0.3%	4.0%	7.1%	7.8%	9.1%
利润总额	874.0	3,795.0	7,873.3	10,267.1	13,836.5	净利润率	0.7%	3.5%	4.9%	5.3%	6.5%
减:所得税	134.1	656.8	1,181.0	1,540.1	2,075.5	EBITDA/营业收入	9.5%	12.5%	12.4%	12.2%	12.8%
净利润	433.5	2,823.4	4,904.3	6,453.6	9,299.2	EBIT/营业收入	2.1%	5.8%	7.1%	7.8%	9.1%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	69.3%	68.8%	65.7%	64.6%	58.4%
货币资金	4,453.2	6,596.4	7,968.9	9,666.3	29,272.7	负债权益比	225.4%	220.5%	192.0%	182.9%	140.4%
交易性金融资产	-	18.2	6.1	8.1	10.8	流动比率	0.77	0.82	0.84	1.20	1.27
应收帐款	14,315.0	22,028.5	15,011.7	33,748.0	24,939.1	速动比率	0.58	0.58	0.62	0.87	1.00
应收票据	9,352.4	6,798.8	14,281.5	12,712.1	17,685.2	利息保障倍数	0.87	3.20			
预付帐款	338.6	227.0	879.2	272.5	1,014.3	营运能力					
存货	9,978.3	15,750.6	13,968.5	22,295.2	20,322.7	固定资产周转天数	180	140	109	77	54
其他流动资产	2,295.7	2,992.2	1,984.4	2,424.1	2,466.9	流动营业资本周转天数	-2	22	0	11	15
可供出售金融资产	35.0	3,071.4	1,036.9	1,381.1	1,829.8	流动资产周转天数	213	214	196	201	222
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	69	82	67	73	74
长期股权投资	1,413.6	1,888.7	1,888.7	1,888.7	1,888.7	存货周转天数	56	58	54	54	54
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	527	471	402	352	338
固定资产	30,014.8	32,368.5	28,052.2	23,735.8	19,419.4	投资资本周转天数	279	243	174	140	110
在建工程	6,364.6	5,757.8	5,757.8	5,757.8	5,757.8	费用率					
无形资产	8,611.3	8,790.2	7,849.7	6,909.1	5,968.5	销售费用率	3.8%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%
其他非流动资产	6,836.5	9,197.5	8,371.7	8,588.3	8,719.1	管理费用率	7.6%	6.8%	6.9%	7.1%	6.9%
资产总额	94,008.9	115,485.8	107,057.3	129,387.0	139,295.0	财务费用率	2.4%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	12,676.4	19,943.8	5,590.6	5,139.2	-	三费/营业收入	13.8%	12.2%	10.6%	10.8%	10.6%
应付帐款	12,947.1	20,454.9	18,085.8	28,859.7	26,396.8	投资回报率					
应付票据	14,613.1	12,897.1	27,345.3	20,178.5	32,758.9	ROE	1.7%	8.7%	15.7%	17.0%	19.5%
其他流动负债	12,785.5	12,814.4	13,422.9	13,403.3	16,158.7	ROA	0.8%	2.7%	6.3%	6.7%	8.4%
长期借款	7,988.3	6,746.0	-	10,517.3	-	ROIC	2.5%	7.7%	10.4%	20.9%	20.1%
其他非流动负债	4,104.0	6,600.4	5,944.5	5,549.6	6,031.5	分红指标					
负债总额	65,114.4	79,456.5	70,389.2	83,647.7	81,345.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	3,528.8	3,734.8	5,522.8	7,796.3	10,258.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	2,476.0	2,476.0	2,476.0	2,476.0	2,476.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	23,043.2	25,799.4	28,669.3	35,467.1	45,214.9						
股东权益	28,894.4	36,029.2	36,668.2	45,739.4	57,949.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	739.9	3,138.2	4,904.3	6,453.6	9,299.2	EPS(元)	0.18	1.14	1.98	2.61	3.76
加:折旧和摊销	4,314.8	5,416.6	5,256.9	5,256.9	5,256.9	BVPS(元)	10.24	13.04	12.58	15.32	19.26
资产减值准备	293.9	551.6	-	-	-	PE(X)	334.6	51.4	29.6	22.5	15.6
公允价值变动损失	-	-18.2	-12.1	2.0	2.7	PB(X)	5.7	4.5	4.7	3.8	3.0
财务费用	1,396.8	1,517.0	-	-	-	P/FCF	-37.9	69.7	56.4	-496.4	8.4
投资损失	-68.4	-1,210.4	-410.1	-562.9	-727.8	P/S	2.5	1.8	1.5	1.2	1.0
少数股东损益	306.3	314.8	1,788.0	2,273.5	2,461.9	EV/EBITDA	30.7	17.0	12.4	11.1	7.0
营运资金的变动	-6,153.4	-4,787.4	15,228.8	-22,392.5	18,042.4	CAGR(%)	127.6%	55.3%	105.1%	127.6%	55.3%
经营活动产生现金流量	38.1	3,842.1	26,755.8	-8,969.4	34,335.3	PEG	2.6	0.9	0.3	0.2	0.3
投资活动产生现金流量	-7,961.7	-10,606.4	2,662.9	149.4	252.5	ROIC/WACC	0.3	0.8	1.1	2.2	2.1
融资活动产生现金流量	7,270.9	8,749.8	-28,046.3	10,517.3	-14,981.4						

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com