



Company Report: BYD Company Ltd. (01211 HK)

公司报告: 比亚迪股份有限公司 (01211 HK)

中文版

Chinese version

Harry Chen 陈欢瑜

+86 755 23976683

chenhuanyu@gtjas.com

27 February 2015

Positive Outlook for NEV Sales, Attractive Valuation

新能源汽车销售展望正面, 估值吸引

- **2014 net profit of BYD decreased 20.8% YoY to RMB 438 million, in-line.** 2014 earnings of BYD decreased 20.8% YoY to RMB438 million, in-line with its management's forecasts and our estimates. Revenue of BYD increased 10.3% YoY since the sales of BYD's new energy vehicles ("NEVs") increased rapidly in 2014 and the revenue from handset and components business increased stably along with greater demand for metallic components and Original Design Manufacturing ("ODM") business.
- **New Energy Vehicle (NEV) sales of BYD are becoming its major profit driver during 2015-2017.** We expect that the construction of more charging facilities, favorable government policies, greater choices for NEV models and increasing orders for new energy public fleets will continue to fuel up the sales of NEVs in the next 3 years. Therefore, during 2015-2017, revenue of BYD's NEV sales are expected to reach RMB17,830 million, RMB23,590 million and RMB29,360 million, respectively, up 97.2% YoY, 32.3% YoY and 24.4% YoY, respectively.
- **Maintain "Accumulate" Rating.** The valuation of BYD, which was adjusted for the investment income from assets disposal, is much lower than its peers. Therefore, we maintain BYD's "Accumulate" rating and TP HKD60.00, representing 259.4x FY14PE, 48.6x FY15PE, 3.8x FY14PB and 3.3x FY15PB.
- **2014 年的净利润同比下滑 20.8%到 4.38 亿元人民币, 符合预期。** 比亚迪 2014 年的净利润为 4.38 亿元人民币, 同比下滑 20.8%, 符合比亚迪和我们预期。公司营业收入同比提高 10.3%。这主要是因为比亚迪的新能源汽车业务大幅增长, 同时手机部件及组装业务的收入随着智能手机对金属外壳和对 ODM 业务需求的增长而稳步提高。
- **比亚迪的新能源汽车销售将成为公司 2015-2017 年的主要盈利增长动力。** 我们预期将有更多充电设施建成, 国家政策继续支持新能源汽车, 更多新能源汽车车型的推出, 以及政府的新能源汽车订单的增加, 这些都将是刺激新能源汽车未来三年的快速增长。比亚迪新能源汽车带来的收入在 2015-2017 年将达到 178.30 亿元人民币、235.90 亿元人民币和 293.60 亿元人民币, 同比分别增长 97.2%、32.3% 和 24.4%。
- **维持“收集”评级。** 经调整出售资产带来的投资收益后, 公司的估值比同业的平均水平低。因此我们维持公司的“收集”评级和 60.00 港元目标价, 相当于 259.4 倍 2014 年 PE、48.6 倍 2015 年 PE、3.8 倍 2014 年 PB 和 3.3 倍 2015 年 PB。

Rating:

Accumulate

Maintained

评级:

收集 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$60.00

Revised from 原目标价:

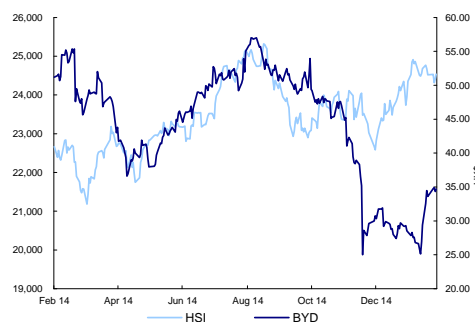
HK\$60.00

Share price 股价:

HK\$33.800

Stock performance

股价表现



Change in Share Price 股价变动	1 M 1 个月	3 M 3 个月	1 Y 1 年
Abs. % 绝对变动 %	18.8	(27.1)	(26.7)
Rel. % to HS index 相对恒指变动 %	18.5	(30.8)	(35.8)
Avg. share price(HK\$) 平均股价 (港元)	29.8	32.4	44.3

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End 年结	Turnover 收入	Net Profit 股东净利	EPS 每股净利	EPS 每股净利变动	PER 市盈率	BPS 每股净资产	PBR 市净率	DPS 每股股息	Yield 股息率	ROE 净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(%)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2012A	44,381	81	0.035	(94.2)	786.2	10.256	2.6	0.000	0.0	0.3
2013A	49,768	553	0.235	579.6	116.8	10.559	2.6	0.050	0.2	2.3
2014F	57,243	438	0.181	(23.1)	146.1	12.411	2.1	0.036	0.1	1.6
2015F	50,988	2,413	0.974	439.5	27.4	14.533	1.8	0.195	0.7	7.2
2016F	57,436	1,926	0.778	(20.2)	34.3	15.726	1.7	0.156	0.6	5.1

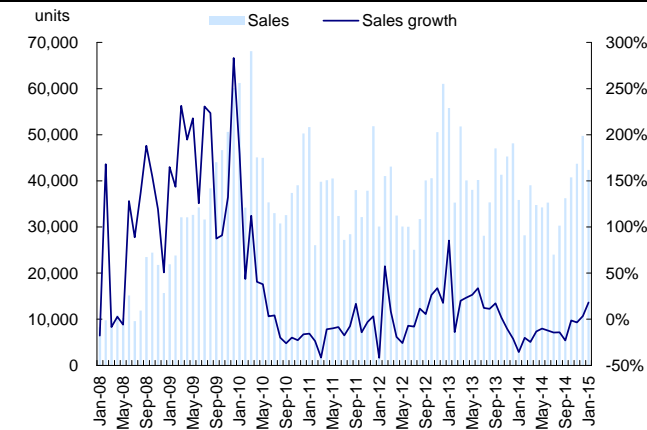
Shares in issue (m) 总股数 (m)	2,476.0	Major shareholder 大股东	Mr. Wang Chuanfu 23.1%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	83,688.8	Free float (%) 自由流通比率 (%)	27.8
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)	14,286.4	FY14 Net gearing FY14 年净负债/股东资金 (%)	68.0
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低	57.800/18.700	15 NAV 15 年资产净值 (HKD)	55.4

Source: the Company, Guotai Junan International.

汽车销售回顾

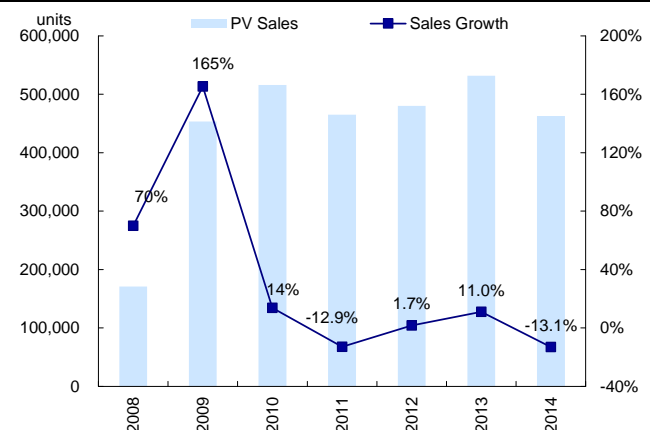
比亚迪的汽车销售持续改善。2013年1月比亚迪的汽车销售触底并在2014年及2015年持续复苏。2014年，比亚迪的汽车销售同比下跌13.1%至440,000辆左右，略好于我们预期。2014年，比亚迪的市场份额下降0.6个百分点至2.2%。同年传统汽车销售同比下降16.7%至约419,000辆，占总销售量的95.5%。2014年，新能源汽车销售继续攀升，同比激增5.7倍至20,968倍。2015年，比亚迪的汽车销售不断改善。2015年1月，比亚迪的汽车销售同比增长18.1%，主要由于较低的可比基数及季节性效应。传统汽车及新能源汽车的销售分别同比增长13.5%和2.1倍。

图-1: 比亚迪月度汽车销量



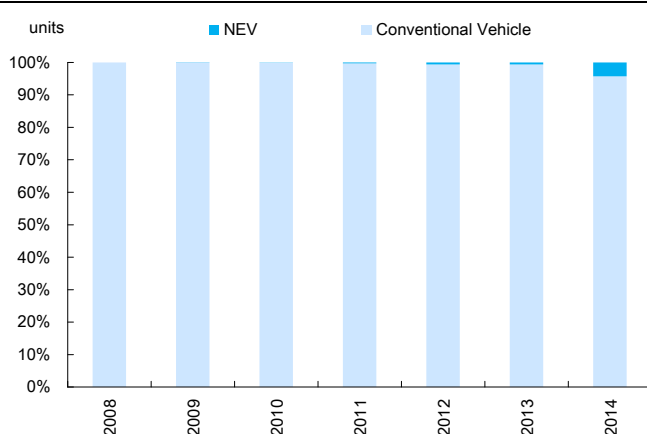
资料来源：中国汽车工业协会、国泰君安国际。

图-2: 比亚迪年度汽车销量



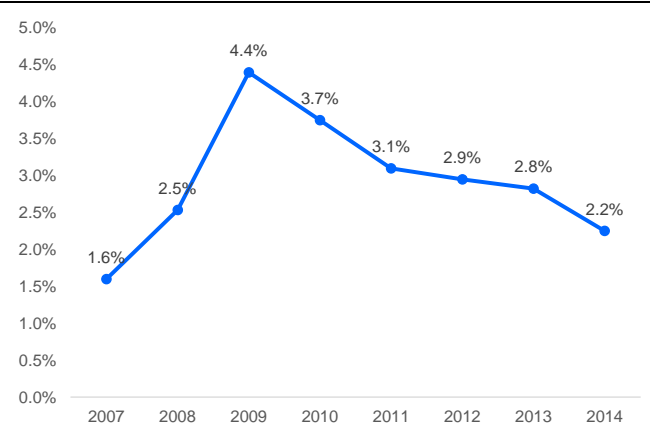
资料来源：中国汽车工业协会、国泰君安国际。

图-3: 传统汽车及新能源汽车的销量贡献



资料来源：中国汽车工业协会、国泰君安国际。

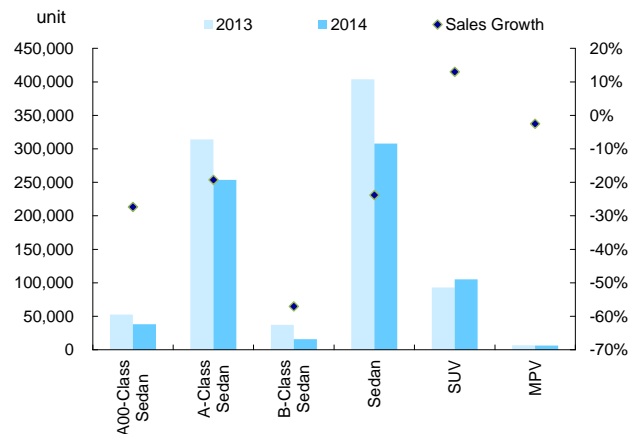
图-4: 比亚迪乘用车销量的市场份额



资料来源：中国汽车工业协会、国泰君安国际。

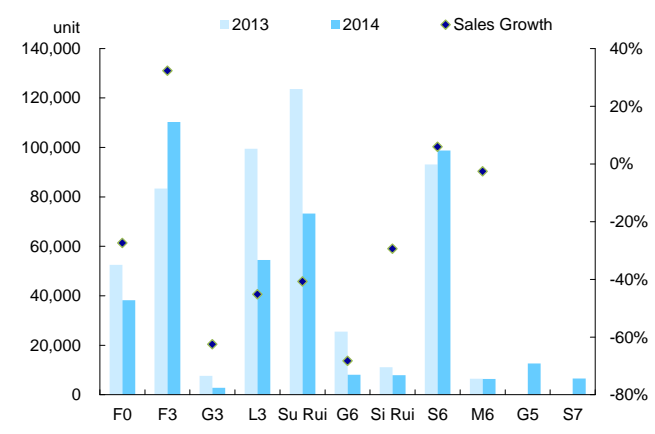
2014年，除了SUVs以外，比亚迪的传统汽车录得负增长，主要由于国内对SUV的需求量快速增长。2014年，比亚迪的轿车及MPV销售分别同比增长23.8%和2.5%。2014年，比亚迪的B级轿车遭遇困难时期。2014年，比亚迪的B级轿车销售同比下滑57.0%。新车型（G5和S7）的销售及改款车（F3）贡献接近销售中的46,000辆，相当于2014年销售增长的9.1%。以汽车车型计算，F3和S6的2014年销售分别同比增长32.3%及6.0%，F0、G3、L3、速锐、G6、思锐和M6的销售则分别同比下跌27.4%、62.5%、45.2%、40.7%、68.3%、29.3%和2.5%。

图-5: 比亚迪不同车型的汽车销售量



资料来源: 中国汽车工业协会、国泰君安国际。

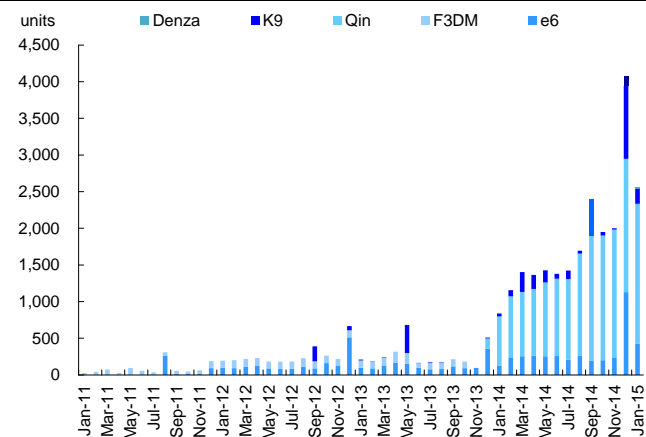
图-6: 比亚迪不同车型的汽车销售量



资料来源: 中国汽车工业协会、国泰君安国际。

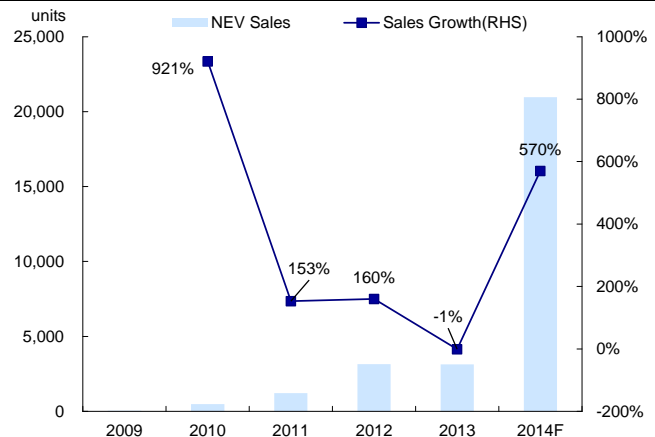
2014年及2015年1月，比亚迪的新能源汽车持续迅速增长。比亚迪主要从事电动汽车及插电式混合动力汽车的生产及销售，包括e6、K9、腾势和秦。自从2013年12月推出之后，秦的销售呈现爆发性增长，贡献比亚迪2014年新能源汽车销售逾70%。秦的月度销售从2013年12月的142辆增至2015年1月的1,911辆。这主要由于地方保护的缓解及政府扶持政策，包括政府补贴及北京、上海及广州注册限制的税务豁免。e6和K9的销售主要依赖政府车队的订单、出租车及电动大巴。凭藉地方政府政策的支持，e6和K9的销售急速攀升，分别于2014年上涨1.3倍和4.8倍。2015年1月，新能源汽车销售持续快速增长，同比激增2.1倍。2015年1月，e6、K9和秦分别同比增长2.4倍、4.4倍和1.8倍。2013年，由于政府的订单延迟，比亚迪的市场份额下降至18%，但因为秦的迅速销售增长而在2014年反弹至28%。

图-7: 比亚迪的月度新能源汽车销量

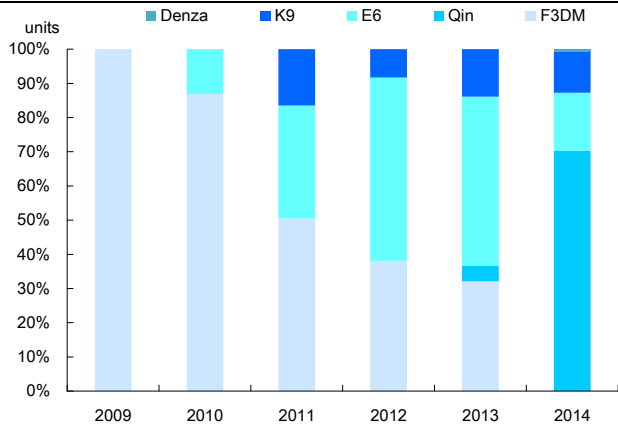


资料来源: 中国汽车工业协会、国泰君安国际。

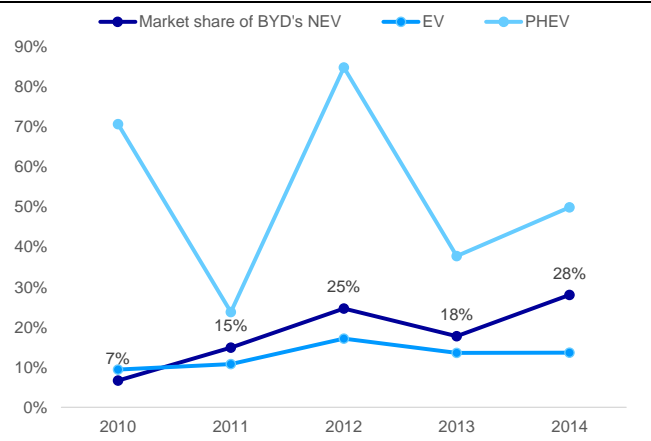
图-8: 比亚迪的年度新能源汽车销量



资料来源: 中国汽车工业协会、国泰君安国际。

图-9: 比亚迪的新能源汽车的销售贡献


资料来源: 中国汽车工业协会、国泰君安国际。

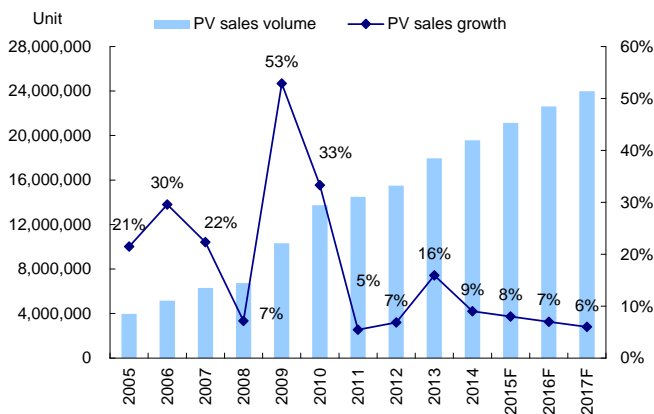
图-10: 比亚迪的新能源汽车的市场份额


资料来源: 中国汽车工业协会、国泰君安国际。

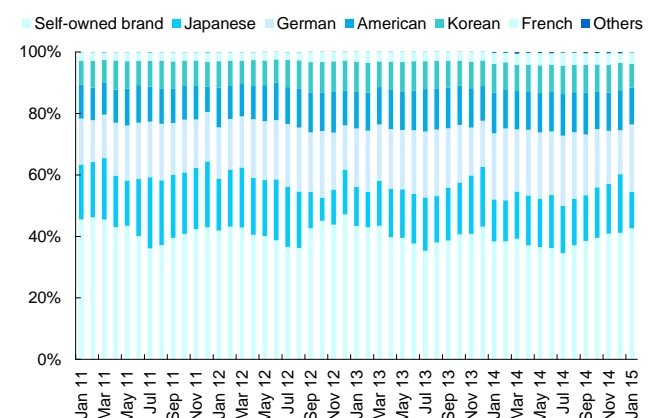
传统汽车的销售预测

2015年中国的乘用车销售有望增加8%。根据中国汽车工业协会,2014年乘用车销售同比增加9.0%。由于春节的季节性效应,2015年1月的乘用车销售同比增长10.4%,好于市场预期。我们预计2015年全年乘用车销售增长8%,增速慢于去年,这是受益于三四线城市对新车的强劲需求。

自主品牌的市场份额在2015年1月复苏。2014年,美国、韩国、法国和德国的市场份额分别同比增加0.2个百分点、0.1个百分点、0.6个百分点及1.2个百分点,自主品牌及日本品牌的市场份额则分别同比下跌2.1个百分点和0.3个百分点。2014年,德国、美国、韩国和法国的市场份额增长是由于自主品牌及日本品牌市场份额的减少所致。不过,2015年1月,自主品牌的市场份额分别同比增长4.2个百分点及环比增加1.4个百分点至42.6%。大部分合资品牌汽车生产商于2014年12月为它们的汽车经销商提高销售折扣及增加批发订单,从而达到它们2014年的销售目标。因此,2015年1月合资品牌的乘用车销售被透支了。然而,2014年底自主品牌的销售压力相对低。此外,自主品牌的可比基数相对低。因此,2015年1月,自主品牌乘用车销售表现跑赢合资品牌。

图-11: 中国乘用车销量预测


资料来源: 中国汽车工业协会、国泰君安国际。

图-12: 中国自主品牌的市场份额


资料来源: 中国汽车工业协会、国泰君安国际。

2015年,比亚迪对其传统汽车及新能源汽车有激进的推出新车型计划。2015年,比亚迪计划推出两款新车型,即S3和S1,以及传统汽车的一些改款车。紧凑型SUV和S3将于2015年2季度推出,小型SUV和S1则将于2015年4季度推出,这些车型将丰富比亚迪的生产储备。比亚迪也计划于2015年推出4款新能源汽车的新车型,包括混合中型SUV、唐、混合型MPV、商、混合紧凑型SUV、宋、混合小型SUV及元。

由于新车型的推出、现有车型内饰及引擎的升级以及三四线城市的强劲需求，我们预计比亚迪的传统汽车销售在 2015 至 2017 年间保持稳定。

表-1: 2014-2016 年间新车型计划汇总

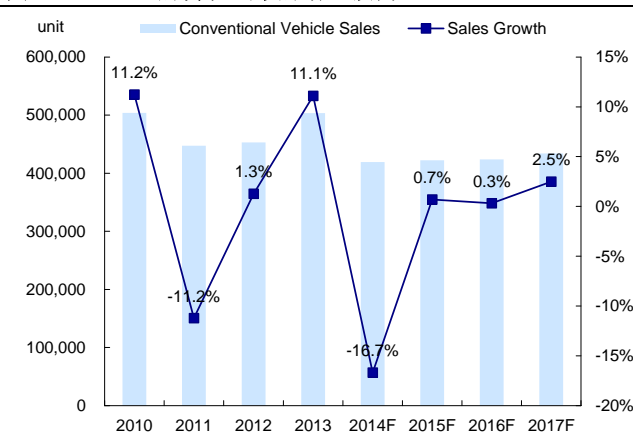
更新类型	推出日期	新能源汽车	汽车类型	传统汽车	汽车类型
新车型	1Q15	唐	中型 SUV	n.a.	n.a.
	2Q15	商	MPV	S3	紧凑型 SUV
	3Q15	宋	紧凑型 SUV	n.a.	n.a.
	4Q15	元	小型 SUV	S1	小型 SUV
改款及其他型号	1Q15	秦	A 级轿车	F0	A00 级轿车
		n.a.	n.a.	速锐	A 级轿车
		n.a.	n.a.	F3、G3 及 L3 棕色内饰	A 级轿车
	2Q15	n.a.	n.a.	G6	B 级轿车
		n.a.	n.a.	S6	中型 SUV
		n.a.	n.a.	S7 全景天窗	中型 SUV
	3Q15	n.a.	n.a.	L3	A 级轿车
		n.a.	n.a.	S7	中型 SUV
		n.a.	n.a.	S7 四轮驱动	中型 SUV
		n.a.	n.a.		中型 SUV

资料来源：公司、国泰君安国际。

新能源汽车的销售预测

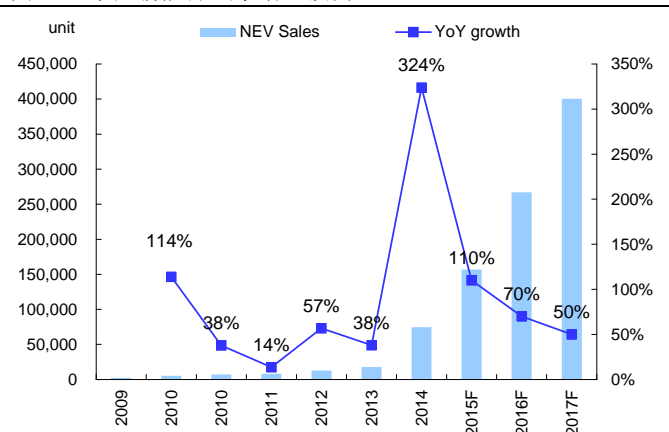
2015-2017 年新能源汽车的销售预计分别达到 157,000 辆、267,000 辆及 400,000 辆。根据中国汽车工业协会，2014 年中国的新能源汽车销售同比激增 3.2 倍至 74,763 辆，高于我们预计的 60,000 辆。电动汽车及插电式混合动力汽车的销售分别增长 2.1 倍及 8.8 倍至 45,048 辆和 29,715 辆。受益于政府的支持、主要城市的汽车限购令及新车型的推出，新能源汽车的销售远快于以往。我们预期将有更多充电设施建成，国家政策继续支持新能源汽车、更多的新能源汽车车型的推出及政府的新能源汽车订单的增加，这些将刺激新能源汽车未来三年的快速增长。因此我们预期 2015-2017 年新能源汽车销售量将分别达到 157,000 辆、267,000 辆和 400,000 辆，占中国的汽车总销售的 0.6%、1.0%和 1.4%。

图-13: 比亚迪的传统汽车的销量预测



资料来源：公司、国泰君安国际。

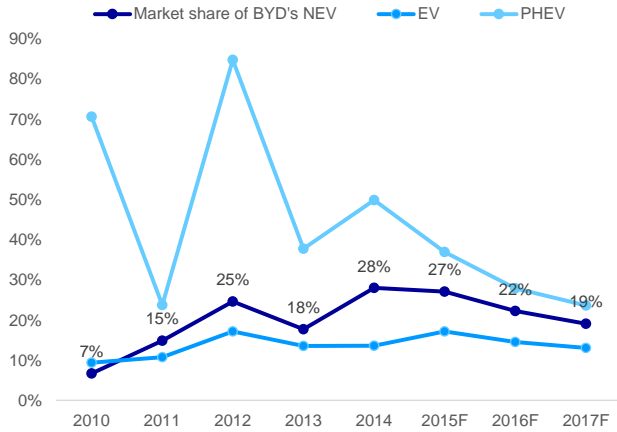
图-14: 中国新能源汽车销量预测



资料来源：公司、国泰君安国际。

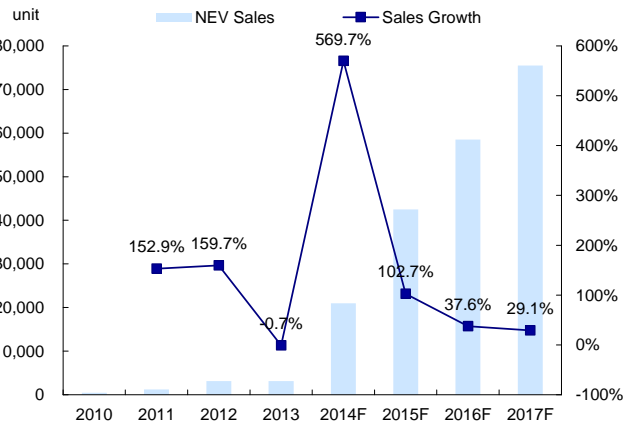
2015-2017 年比亚迪的新能源汽车销售预计分别达到 42,500 辆、59,500 辆及 76,500 辆。当更多汽车生产商开始生产新能源汽车，新能源汽车行业将日趋多元化。因此，比亚迪 2015-2017 年间的市场份额预计逐步下降。比亚迪 2015-2017 年间的新能源汽车销售有望分别达到 42,500 辆、59,500 辆和 76,500 辆，同比增长 102.7%、37.6%和 29.1%，占中国的新能源汽车总销售的 27%、22%和 19%。

图-15: 比亚迪的新能源汽车销售的市场份额预测



资料来源: 公司、国泰君安国际。

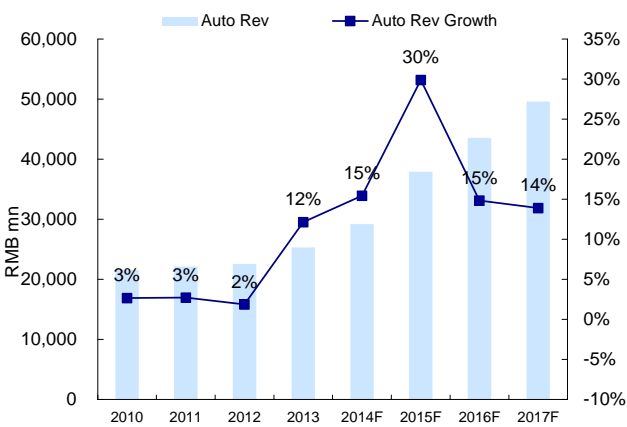
图-16: 比亚迪的新能源汽车的销量预测



资料来源: 公司、国泰君安国际。

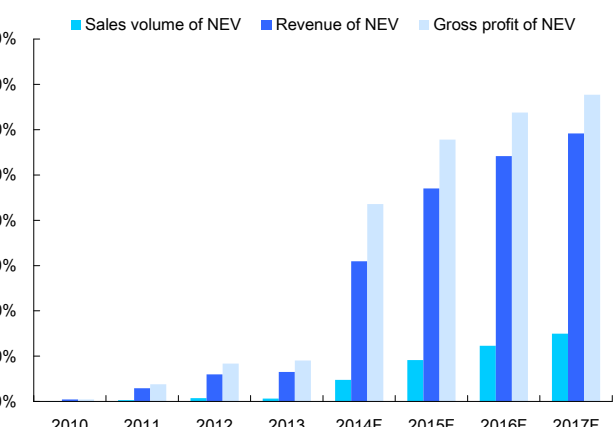
新能源汽车销售预计大幅提高其盈利，并为 2015-2017 年比亚迪的盈利结构带来重大变化。2014 年，中国的传统汽车的收入急速下跌，新能源汽车销售则迅速增长。以销售量计算，新能源汽车销售的销售贡献从 2013 年的 0.7%增至 2014 年的 4.8%。不过，因为新能源汽车的销售均价及毛利率显著较高，比亚迪 2014 年的汽车业务的收入贡献及毛利贡献分别达到接近 31.0%和 43.6%。基于我们的预测，比亚迪 2015-2017 年间的新能源汽车销售收入有望达到人民币 17,830 百万元、23,590 百万元和 29,360 百万元，同比增长 97.2%、32.3%和 24.4%，占汽车业务总收入的 47%、54%和 59%。比亚迪的新能源汽车销售将成为公司 2015-2017 年的主要盈利增长动力。

图-17: 比亚迪汽车业务的收入预测



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-18: 比亚迪新能源汽车销售的销量、收入及毛利贡献



资料来源: 公司、国泰君安国际。

盈利调整

比亚迪电子的出售可能加强对新能源汽车业务的战略专注并有助比亚迪于 2015 年录得人民币 1,629 百万元的投资收益。比亚迪与合力泰科技股份有限公司 (002217.SZ, *ST 合泰) 签订协议，比亚迪同意以人民币 23 亿元的代价出售深圳市比亚迪电子部品件有限公司 100% 股权。当中代价之 75% 将以 *ST 合泰按每股人民币 9.64 元发行入账列作缴足的代价股份方式支付。当中代价之 25% 将以人民币 6.25 亿元的现金支付。交易完成后，比亚迪电子将不再是比亚迪的附属公司，比亚迪将通过 *ST 合泰间接拥有比亚迪电子。该出售将加强比亚迪的战略专注、加快公司的业务转型升级、优化资产结构及资产配置及促进公司集中资源发展核心业务，以上均有利于公司新能源汽车业务的长期发展。通过出售比亚迪电子，比亚迪电子预计于 2015 年录得人民币 1,629

百万元的投资收益，但从 2015 年起净利润预计下降 10%。长期来看，比亚迪电子的出售应该有助于比亚迪集中资源，发展新能源汽车业务及获得额外的运营现金流。

比亚迪 2014 年盈利同比下跌 20.8%，符合预期。 比亚迪公布按照中国会计准则的初步财务数据。比亚迪 2014 年的盈利同比下跌 20.8% 至人民币 4.38 亿元，符合公司管理层的预测及我们的预测。比亚迪 2014 年的收入同比增加 10.3%，这主要是因为比亚迪的新能源汽车业务大幅增长，同时手机部件及组装业务的收入随着智能手机对金属外壳和对 ODM 业务需求的增长而稳步提高。然而，2014 年传统汽车销售及盈利因受困于市场竞争而下跌。由于海外市场的反倾销及反补贴政策和产品价格的不断下跌，太阳能业务持续录得运营亏损，对比亚迪的整体盈利能力造成负面影响。

由于出售比亚迪电子及快于预期的新能源汽车销售增长，我们显著上调比亚迪 2015 年的盈利预测。

估值

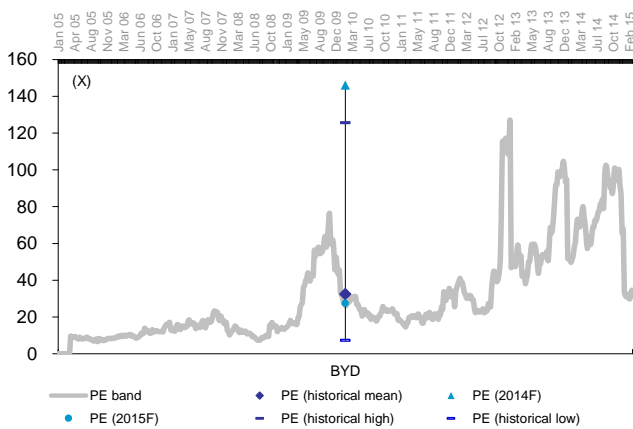
维持“收集”评级。 基于加权平均估值，比亚迪的同业相当于 109.9 倍 2014 年 PE、116.9 倍 2015 年 PE 及 9.7 倍 2014 年 PB 和 15.2 倍 2015 年 PB。比亚迪的估值远低于其同业，因为市场给予特斯拉汽车公司 (TSLA.US) 十分高的估值，而比亚迪由于 2015 年出售资产导致其盈利大幅提高。经调整出售资产带来的投资收益后，比亚迪的估值为 2015 年 84.7 倍 PE，但仍然低于其同业的平均水平。因此我们维持比亚迪的“收集”评级和 60.00 港元目标价，相当于 259.4 倍 2014 年 PE、48.6 倍 2015 年 PE、3.8 倍 2014 年 PB 和 3.3 倍 2015 年 PB。

表-2: 比亚迪同业的加权平均估值

	按业务划分的毛利润贡献 (%)								
	2014F	2015F	2016F	14PE	15PE	16PE	14PB	15PB	16PB
传统汽车业务	35.1	34.8	30.0	15.6	12.7	10.6	1.9	1.7	1.5
新能源汽车业务	27.1	47.7	52.9	359.7	230.7	50.5	27.8	29.6	19.8
手机部件及组装业务	30.5	10.4	9.8	18.0	14.4	12.7	4.5	3.5	2.9
传统电池业务	7.3	7.1	7.3	18.0	12.6	15.4	2.0	1.9	1.7
同业的加权平均估值				109.9	116.9	32.2	9.7	15.2	11.3
基于我们预测的比亚迪估值				146.1	27.4	34.3	2.1	1.8	1.7

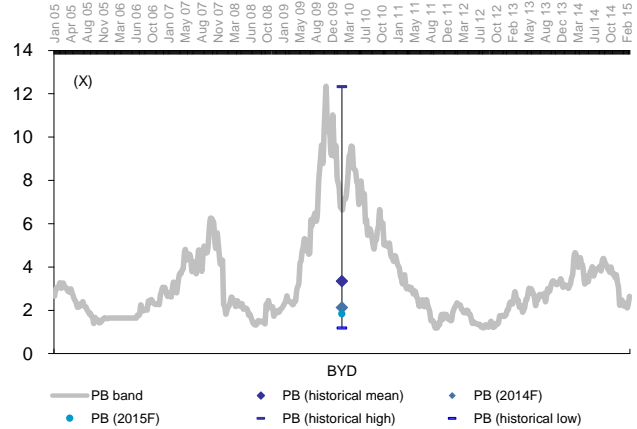
资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

图-19: 比亚迪预测市盈率区间



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

图-20: 比亚迪预测市净率区间



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

表-3: 汽车行业同业

公司	股份代码	货币	最后收市价	市盈率				市净率				ROE (%)	D/Y (%)	EV/E BITD A
				13A	14F	15F	16F	13A	14F	15F	16F	15F	15F	15F
东风集团-H 股	489 HK	HKD	12.34	7.8	6.8	6.4	5.7	1.3	1.2	1.0	0.9	17.0	2.4	29.6
吉利汽车	175 HK	HKD	3.47	9.2	14.0	9.5	8.5	1.6	1.4	1.2	1.1	13.2	1.3	4.5
华晨汽车	1114 HK	HKD	15.22	14.7	12.2	10.8	9.1	3.8	3.6	2.8	2.2	28.8	1.1	n.a.
长城汽车-H 股	2333 HK	HKD	49.40	12.4	15.0	11.2	9.6	3.6	3.6	2.9	2.3	28.4	2.7	8.7
庆铃汽车-H 股	1122 HK	HKD	2.67	12.1	11.4	10.5	9.8	0.6	0.7	0.7	0.7	6.1	7.4	15.6
比亚迪-H 股	1211 HK	HKD	33.80	129.0	92.3	34.9	27.7	3.2	2.6	2.3	2.1	7.1	0.3	15.5
广汽集团-H 股	2238 HK	HKD	7.44	16.1	11.3	8.8	7.2	1.3	1.1	1.0	0.9	11.1	3.5	53.7
中航科工-H 股	2357 HK	HKD	5.05	26.9	28.3	23.3	20.9	1.9	2.1	1.9	1.8	8.3	0.7	10.3
潍柴动力-H 股	2338 HK	HKD	31.50	13.6	10.5	10.8	9.5	1.8	1.5	1.4	1.2	13.4	1.4	5.7
中国重汽	3808 HK	HKD	4.58	34.0	21.3	15.4	12.8	0.5	0.5	0.5	0.5	3.3	2.1	5.5
简单平均				27.6	22.3	14.2	12.1	2.0	1.8	1.6	1.4	13.7	2.3	16.6
加权平均				35.0	27.7	15.1	12.6	2.6	2.4	2.0	1.7	17.6	1.9	15.8
东风集团-A 股	600006 CH	CNY	6.18	97.0	n.a.	n.a.	n.a.	1.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
一汽轿车-A 股	000800 CH	CNY	18.57	19.2	19.5	17.4	16.3	2.3	3.2	2.8	2.4	12.8	n.a.	9.3
上汽集团-A 股	600104 CH	CNY	24.36	6.3	9.6	8.3	7.4	1.1	1.7	1.5	1.4	18.9	5.9	7.1
一汽富维-A 股	600742 CH	CNY	31.72	10.3	13.2	10.8	10.0	1.2	1.9	1.7	1.5	14.3	n.a.	n.a.
长安汽车-A 股	000625 CH	CNY	21.52	15.9	13.5	9.6	7.8	3.0	4.0	3.0	2.2	32.6	1.5	18.4
潍柴动力-A 股	000338 CH	CNY	26.89	13.6	10.4	11.5	10.4	1.8	1.6	1.4	1.3	13.0	1.1	6.1
福田汽车-A 股	600166 CH	CNY	6.39	18.8	10.4	7.4	11.6	1.0	1.2	1.1	1.0	6.0	n.a.	n.a.
江淮汽车-A 股	600418 CH	CNY	14.51	12.3	24.5	15.0	11.0	1.6	2.5	2.3	1.9	15.4	2.0	4.8
中国重汽-A 股	000951 CH	CNY	18.82	12.6	13.3	11.0	10.7	1.2	1.8	1.6	1.4	11.6	2.2	n.a.
宇通客车-A 股	600066 CH	CNY	27.82	12.3	15.9	13.2	11.2	2.6	3.3	2.8	2.4	22.6	3.0	8.9
金杯汽车-A 股	600609 CH	CNY	4.18	183.1	n.a.	n.a.	n.a.	8.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
江铃汽车-A 股	000550 CH	CNY	39.71	11.5	16.5	12.6	8.5	2.1	3.2	2.6	2.0	22.2	3.0	7.2
亚星客车-A 股	600213 CH	CNY	16.79	294.0	n.a.	n.a.	n.a.	6.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中通客车-A 股	000957 CH	CNY	16.75	23.2	13.0	21.2	16.9	3.1	n.a.	n.a.	n.a.	15.3	0.5	n.a.
简单平均				52.1	14.5	12.6	11.1	2.6	2.4	2.1	1.7	16.8	2.4	8.8
加权平均				15.7	11.9	9.9	8.6	1.8	2.3	1.9	1.6	19.4	3.5	8.3
Nissan Motor Co Ltd	7201 JP	JPY	1,264.00	11.1	14.2	11.7	10.1	1.0	1.3	1.1	1.0	9.9	2.7	8.4
Toyota Motor Corp	7203 JP	JPY	8,063.00	16.0	13.6	11.8	10.4	1.3	1.8	1.6	1.4	14.0	2.6	10.8
Honda Motor Co Ltd	7267 JP	JPY	3,949.50	17.5	12.3	12.4	10.6	1.3	1.2	1.1	1.0	9.1	2.2	8.7
Daihatsu Motor Co Ltd	7262 JP	JPY	1,712.00	10.2	8.9	12.2	11.9	1.7	1.3	1.2	1.1	10.2	3.0	4.4
Mazda Motor Corp	7261 JP	JPY	2,556.00	24.5	12.7	9.0	8.8	1.7	2.4	1.8	1.5	23.0	0.5	6.1
Mitsubishi Heavy Industries	7011 JT	JPY	662.70	18.4	15.6	19.3	14.4	1.3	1.5	1.3	1.2	7.4	1.5	7.3
Fuji Heavy Industries Ltd	7270 JP	JPY	4,061.00	9.5	14.8	11.9	9.4	1.9	4.1	3.2	2.5	30.6	1.7	5.8
Suzuki Motor Corp	7269 JP	JPY	3,780.00	14.7	18.8	18.1	15.5	1.0	1.6	1.5	1.3	8.4	0.7	5.9
Hino Motors Ltd	7205 JP	JPY	1,822.00	12.1	13.2	14.2	11.9	2.2	3.3	2.7	2.3	20.1	2.1	7.7
Isuzu Motors Ltd	7202 JP	JPY	1,737.00	9.7	13.0	13.1	11.3	1.8	2.3	2.0	1.8	16.6	1.6	6.7
Hyundai Motor Co	005380 KS	KRW	160,500.00	7.5	5.2	5.0	4.9	1.0	0.7	0.7	0.6	12.8	2.1	5.8
Ford Motor Co	F US	USD	16.38	8.2	14.7	10.3	8.7	2.3	2.3	2.0	1.7	23.9	3.5	5.1
Navistar International Corp	NAV US	USD	29.96	n.a.	n.a.	71.5	9.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(2.3)	n.a.	8.7
Paccar Inc	PCAR US	USD	64.65	17.9	17.0	14.9	14.0	3.2	3.1	3.1	2.8	21.5	2.3	7.5
Volkswagen Ag	VOW GR	EUR	219.60	10.6	9.9	9.2	8.2	1.0	1.1	1.0	0.9	12.0	2.6	3.3
BMW	BMW GR	EUR	112.15	10.5	12.5	11.8	11.2	1.6	1.9	1.7	1.5	15.1	3.0	4.3
Daimler Ag	DAI GR	EUR	85.75	9.8	14.2	12.1	10.9	1.6	2.0	1.8	1.6	15.3	3.2	4.4
Man Se	MAN GR	EUR	95.82	n.a.	11.8	72.9	35.8	2.5	2.9	3.1	3.2	3.6	3.2	16.9
Renault Sa	RNO FP	EUR	84.30	27.2	11.4	9.2	7.4	0.8	1.0	0.9	0.9	9.7	2.7	4.8
Volvo Ab-B Shs	VOLVB SS	SEK	99.60	47.8	24.8	17.1	13.0	2.3	2.7	2.5	2.2	14.1	3.2	8.5
Tata Steel Ltd	TATA IN	INR	352.20	37.6	10.0	14.5	9.3	0.9	0.9	0.8	0.8	5.6	2.7	7.3
简单平均				16.4	18.4	18.2	11.8	1.6	2.0	1.8	1.6	13.6	2.4	7.1
加权平均				14.0	14.9	12.8	10.6	1.5	1.8	1.6	1.4	14.3	2.6	7.0
全球简单平均				32.0	18.4	15.0	11.7	2.1	2.1	1.8	1.6	14.7	2.3	10.8
全球加权平均				15.8	15.6	12.7	10.6	1.6	1.9	1.7	1.5	15.0	2.6	7.8

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

表-4: 全球手机零部件制造商和充电电池制造商

充电电池制造商	股份代码	货币	收市价	市盈率				市净率				ROE(%)	D/Y(%)	EV/EBITDA
				13A	14F	15F	16F	13A	14F	15F	16F	15F	15F	15F
飞毛腿	1399 HK	HKD	1.10	10.2	7.4	5.2	4.2	0.3	0.6	0.5	0.5	12.5	4.4	2.8
五龙电动车	729 HK	HKD	0.49	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
天能动力	819 HK	HKD	2.15	18.2	13.4	6.0	4.0	0.8	0.6	0.6	0.5	6.4	3.0	9.2
超威动力	951 HK	HKD	3.58	10.3	12.3	5.9	4.4	1.4	1.4	1.2	0.9	16.1	3.8	5.1
光宇国际集团科技	1043 HK	HKD	5.17	8.4	n.a.	n.a.	n.a.	0.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
南都电源-A 股	300068 CHCNY		10.50	36.0	37.9	27.9	21.1	1.7	2.1	2.0	1.9	7.5	1.0	n.a.
德赛电池-A 股	000049 CHCNY		37.99	46.6	29.5	22.4	16.6	18.0	10.9	7.8	5.6	32.1	0.4	n.a.
中信国安-A 股	000839 CHCNY		15.15	78.1	n.a.	n.a.	n.a.	1.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
科华恒盛-A 股	002335 CHCNY		23.18	26.7	41.4	28.6	19.8	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
亿纬锂能-A 股	300014 CHCNY		15.70	43.2	45.1	26.0	32.7	7.8	6.6	6.0	5.4	13.1	n.a.	n.a.
Sony Corp	6758 JP	JPY	3,414.50	38.4	n.a.	n.a.	23.0	0.8	1.6	1.8	1.7	(6.7)	0.2	11.4
Toshiba Corp	6502 JP	JPY	494.40	24.3	19.3	15.2	11.0	1.9	1.7	1.5	1.3	10.3	1.7	6.9
Gs Yuasa Corp	6674 JP	JPY	540.00	27.3	20.0	14.9	12.4	1.3	1.7	1.5	1.4	10.5	1.9	7.8
Panasonic Corp	6752 JP	JPY	1,495.00	n.a.	28.9	19.2	16.5	1.2	2.4	1.9	1.8	10.9	1.1	5.5
Tabuchi Electric Co Ltd	6624 JP	JPY	1,312.00	13.5	14.6	7.8	7.8	3.3	9.3	4.0	2.7	53.4	1.0	n.a.
Lg Chem Ltd	051910 KSKRW		230,000.00	17.4	16.5	13.4	10.9	1.7	1.3	1.3	1.2	9.6	1.8	6.0
Global & Yuasa Battery Co	004490 KSKRW		40,900.00	10.9	n.a.	n.a.	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Samsung Sdi Co Ltd	006400 KSKRW		136,500.00	54.8	60.5	28.1	19.9	1.0	0.9	0.8	0.8	3.0	1.0	9.5
Seoul Electronics & Telecom	027040 KSKRW		524.00	49.8	n.a.	n.a.	n.a.	1.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ehwa Technologies Informatio	024810 KSKRW		335.00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Elentec Co Ltd	054210 KSKRW		6,840.00	10.1	n.a.	3.0	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	24.3	n.a.	n.a.
Saft Groupe Sa	SAFT FP	EUR	30.82	15.2	18.6	14.7	13.1	1.6	1.8	1.7	1.5	11.6	2.9	7.2
E-One Moli Energy Corp	3127 TT	TWD	6.35	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
China Bak Battery Inc	CBAK US	USD	2.71	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
China Tmk Battery Systems In	DFEL US	USD	0.13	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Johnson Controls Inc	JCI US	USD	50.96	12.0	16.1	14.1	12.4	2.3	2.7	2.8	2.5	20.2	2.1	9.9
Advanced Battery Technologie	ABAT US	USD	0.40	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Enersys	ENS US	USD	65.42	12.8	16.5	15.2	13.9	1.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.1	n.a.
Axion Power International	AXPW US	USD	0.27	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Universal Power Group Inc	UPG US	USD	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Alpha & Omega Semiconductor	AOSL US	USD	9.11	71.2	n.a.	n.a.	45.6	0.7	0.9	0.8	0.8	(0.9)	n.a.	n.a.
New Energy Systems Group	NEWN US	USD	0.01	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
简单平均				28.9	24.9	15.7	16.1	2.7	2.9	2.3	1.9	13.8	1.8	7.4
加权平均				22.1	18.0	12.6	15.4	1.7	2.0	1.9	1.7	8.1	1.2	7.7

手机零部件制造商	股份代码	货币	收市价	市盈率				市净率				ROE(%)	D/Y(%)	EV/EBITDA
				13A	14F	15F	16F	13A	14F	15F	16F	14F	14F	14F
比亚迪电子	285 HK	HKD	8.66	12.1	14.6	10.7	8.9	0.9	1.6	1.4	1.3	13.5	1.0	4.4
富智康集團	2038 HK	HKD	3.67	51.7	22.5	16.3	14.8	1.1	0.9	0.9	0.8	5.4	0.0	2.7
瑞声科技	2018 HK	HKD	51.35	14.0	21.0	16.7	14.5	4.6	5.4	4.4	3.7	28.9	2.2	13.0
Ichia Technologies Inc	2402 TT	TWD	33.45	14.6	9.2	8.9	8.4	0.8	1.5	1.4	1.2	16.1	7.4	4.6
Silitech Technology Corp	3311 TT	TWD	22.15	24.8	n.a.	n.a.	n.a.	1.1	0.8	0.9	1.2	(6.9)	n.a.	n.a.
Taiwan Chi Cheng Enterprise	3095 TT	TWD	12.05	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Foxconn Technology Co Ltd	2354 TT	TWD	80.80	12.9	13.3	12.4	12.5	1.3	1.3	1.3	1.2	11.1	1.5	4.5
Catcher Technology Co Ltd	2474 TT	TWD	287.00	10.5	13.2	11.3	10.2	2.0	2.5	2.2	1.9	20.9	3.3	6.1
Cheng Uei Precision Industry	2392 TT	TWD	56.50	14.3	14.1	11.8	10.9	1.2	1.1	1.0	1.1	9.2	5.6	5.5
Largan Precision Co Ltd	3008 TT	TWD	2,680.00	17.0	20.5	16.1	14.0	5.4	8.3	6.0	4.8	42.6	2.4	11.2
Merry Electronics Co Ltd	2439 TT	TWD	108.00	29.7	14.3	11.5	9.9	5.7	3.2	2.6	2.5	27.1	4.9	7.6
Arima Communications Corp	8101 TT	TWD	12.55	21.7	31.9	10.4	n.a.	1.4	1.2	1.1	n.a.	10.9	0.0	4.0
简单平均				20.3	17.5	12.6	11.6	2.2	2.5	2.1	2.0	16.3	2.8	6.3
加权平均				18.0	18.0	14.4	12.7	3.3	4.5	3.5	2.9	25.8	2.3	8.4

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

财务报表及比较

损益表					
As at 31 Dec (RMB m)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Turnover	44,381	49,768	57,243	50,988	57,436
Handset comp & services	17,155	19,459	23,146	8,117	8,973
Rechargeable Batteries	4,675	5,018	4,901	4,948	4,918
Automobile	22,551	25,291	29,196	37,923	43,545
Cost of Sales	(39,255)	(43,252)	(49,494)	(43,017)	(48,126)
Gross profit	5,126	6,516	7,749	7,972	9,310
Selling & Distribution	(1,512)	(2,012)	(2,290)	(2,040)	(2,240)
Admin	(2,055)	(2,074)	(2,690)	(2,040)	(2,240)
R&D	(1,150)	(1,279)	(1,775)	(1,581)	(1,781)
Other expenses	(205)	(388)	(114)	(102)	(115)
Finance Costs	(862)	(1,017)	(1,152)	(1,093)	(1,086)
Gov Grants	550	677	687	612	689
Other gains	423	456	56	1,698	57
Share of profit	(25)	(48)	(56)	79	95
EBT	291	832	416	3,507	2,690
Taxes Expenses	(78)	(56)	89	(727)	(471)
Profit of the year	213	776	505	2,780	2,219
Minority Interest	(132)	(223)	(67)	(367)	(293)
Net Income or Loss	81	553	438	2,413	1,926
Basic EPS (RMB)	0.035	0.235	0.181	0.974	0.778
BPS (RMB)	10.256	10.559	12.411	14.533	15.726
Dividend per share (RMB)	0.000	0.050	0.036	0.195	0.156

现金流量表					
As at 31 Dec (RMB m)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EBT	291	832	416	3,507	2,690
Depreciation for PPE	3,020	3,209	3,531	3,614	3,710
Amortization of prepaid land lease	236	324	439	554	661
Finance cost	862	1,017	1,152	1,093	1,086
Interest Income	(51)	(70)	(56)	(69)	(57)
Impairments	324	272	674	621	689
Change in Inventories	(966)	(986)	(1,712)	614	(1,374)
Change in receivables	101	(3,226)	(2,460)	1,241	(2,279)
Change in payable	1,447	2,222	478	(2,082)	3,082
Change in other operating items	1,144	(1,261)	1,586	678	1,526
Others	(605)	280	(412)	(478)	(532)
Interest received	51	70	56	69	57
Taxes paid	(299)	(246)	(20)	(430)	(454)
Cash flow for operation	5,555	2,436	3,672	8,931	8,806
Net Investments in PPE	(5,495)	(3,534)	(4,009)	(4,222)	(4,440)
Receipt of gov grants	(54)	37	(143)	(140)	(136)
Net change of prepaid land lease	(144)	(433)	(755)	(914)	(1,100)
Others	1,083	(1,922)	(2,573)	(2,369)	(2,614)
Cash flow for investing	(4,610)	(5,851)	(7,480)	(7,645)	(8,290)
Net change of bank loans	(85)	6,232	4,396	1,037	593
Interest paid	(1,173)	(1,202)	(1,360)	(1,290)	(1,283)
Dividend paid	0	0	(118)	(88)	(483)
Others	41	(522)	(77)	(116)	(174)
Cash flow for financing	(1,217)	4,508	2,841	(457)	(1,347)
Net change of cash flow	(271)	1,093	(967)	829	(831)
Cash at the beginning of year	3,737	3,487	4,511	3,579	4,443
Other adjustment	21	(68)	36	35	34
Cash at the end of the year	3,487	4,511	3,579	4,443	3,646

资料来源: 公司、国泰君安国际。

资产负债表					
As at 31 Dec (RMB m)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Cash	3,487	4,511	3,579	4,443	3,646
Inventories	7,345	8,221	9,551	8,593	9,584
Trade and other Receivables	9,937	13,135	15,410	14,001	16,087
Prepayment, deposit and other receivable	2,226	2,426	2,498	2,561	2,633
Pledge deposit	197	868	178	174	171
Others	132	806	831	858	888
Current Assets	23,324	29,966	32,047	30,629	33,008
PPE	35,432	34,935	35,691	36,584	37,608
Intangible Assets	3,603	4,929	6,620	7,962	9,438
Deferred tax assets	786	900	697	2,306	3,375
Prepaid land lease payment	4,313	4,628	5,682	6,578	7,656
Non-current prepayment	1,508	1,464	1,071	1,098	1,128
Other	1,040	1,194	1,292	1,412	1,546
Non-current Assets	46,684	48,049	51,052	55,940	60,751
Trade payables	18,952	22,293	22,771	20,689	23,771
Bank borrowing	11,288	16,172	12,707	11,889	11,422
Other payable and accruals	3,666	2,942	3,435	3,059	3,446
Advances from customers	2,714	1,272	2,417	3,437	4,586
Other liabilities	609	665	426	807	875
Current Liabilities	37,228	43,344	41,755	39,881	44,100
Long Term bank borrowing	7,341	8,652	9,582	9,802	9,927
Deferred income	1,294	1,159	1,032	904	778
Others	0	4	0	0	0
Non-current liabilities	8,635	9,814	10,614	10,705	10,705
Net Assets	24,144	24,856	30,730	35,983	38,954
Share Capital	2,354	2,354	2,476	2,476	2,477
Reserve	18,843	19,238	24,953	29,444	32,219
Proposed Dividends	0	118	88	483	385
Minority Interest	2,947	3,147	3,213	3,580	3,873
Shareholders' Equity	24,144	24,856	30,730	35,983	38,954

盈利能力分析					
	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Gross profit margin(%)	11.6	13.1	13.5	15.6	16.2
Handset comp & services	9.3	10.1	10.2	10.2	10.2
Rechargeable Batteries	8.5	12.0	11.5	11.5	13.8
Automobile	16.4	16.8	16.5	17.3	17.7
Net profit margin(%)	0.2	1.1	0.8	4.7	3.4
ROE(%)	0.3	2.3	1.6	7.2	5.1
ROA(%)	0.1	0.7	0.5	2.8	2.1
Growth Analysis					
Rev from handset comp(%)	(12.3)	13.4	18.9	(64.9)	10.5
Rev from rechargeable batteries(%)	1.2	7.3	(2.3)	0.9	(0.6)
Rev from auto sales(%)	1.9	12.2	15.4	29.9	14.8
EPS(%)	(94.2)	579.6	(23.1)	439.5	(20.2)
BPS(%)	0.7	2.9	17.5	17.1	8.2
Liquidity and solvency					
Gearing ratio(%)	63.8	86.5	68.0	52.2	47.7
Interest cover	0.9	1.2	1.1	3.3	2.7
Cash ratio	9.9	12.4	9.0	11.6	8.7
Quick ratio	42.9	50.2	53.9	55.3	53.1
Efficiency Analysis					
Inventory Turnover	6.0	6.1	6.0	5.9	6.0
Days receivable	82	96	98	100	102
Days payable	149	151	145	148	151

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除山东晨鸣纸业集团股份有限公司-H股(01812)、中国全通(控股)有限公司(00633)、广深铁路-H股(00525)、国泰君安国际(01788)及滨海投资(02886)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团公司现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2015 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印
 香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼
 电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793
 网址: www.gtja.com.hk