



比亚迪 (002594)

谱写黑马传奇

比亚迪新股 IPO 询价报告

康凯 (参见文后说明)

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

编号 S0880511010009

本报告导读:

比亚迪回归 A 股, 建议询价区间 17.27-20.73 元, 上市首日定价区间 19.00-22.8 元

投资要点:

- **背景:** 比亚迪创立于 1995 年, 由最初从事的是电池制造业务, 逐步拓展到主要从事二次充电电池业务、手机部件及组装业务, 以及包含传统燃油汽车及新能源汽车在内的汽车业务。比亚迪从 1999 年以来收入的复合增长率为 54%, 净利润的复合增长率为 45%。比亚迪 2010 年的收入是 1999 年的 112 倍, 2010 年的净利润 1999 年的 62 倍。
- **竞争力:** 1) 2008-2010 年, 比亚迪的汽车复合增速为 74%。在中国汽车工业协会公布的 10 年轿车生产企业销量排名中位列第 6 位, 并位居国内非合资轿车生产企业第 1 名。2) 手机客户为诺基亚、三星、摩托罗拉、华为、中兴等手机品牌厂商, 为客户提供垂直整合的一站式服务。3) 比亚迪 10 年手机用锂离子电池的全球市场份额约为 8.75%, 是全球领先的二次充电电池制造商之一。4) 垂直整合。
- **驱动因素:** 1) **汽车:** 新能源汽车的政策补贴在中国多个城市展开可能促发其在公共交通上的运营。纯电动汽车与燃油车的投入成本对比显示, 无补贴下纯电动车投入比燃油车高 6 万元, 但国家已经给予 6 万补贴, 只要地方追加补贴, 纯电动车即有价格优势。磷酸铁锂电池的开发可以提高电池的安全性和充电性能。审批中所谓《节能与新能源汽车产业发展规划》11~20 年政府财政投入 1000 亿。比亚迪已有 F3DM、D6、K9 等新能源车型。2) **电池:** 公司加入光伏行业, 建设 1GW 太阳能全产业链。储能电站或将因为新能源的运用与电力高峰使用缺口而开拓出大市场。垂直整合电池与新能源汽车将有利推进新能源汽车的平民化进程。3) **手机部件与组装** 增长来自积极拓展市场。
- **盈利预测与估值:** 采用分块估值确定比亚迪合理价格区间。二次充电电池板块公司 11 年平均预测 PE 为 33.7 倍, 手机部件与组装 30.4 倍, 乘用车 13.4 倍, 分块估值比亚迪合理 PE 约 22 倍, 对应的股价 18.78 元。公司港股 2011 年 6 月 15 日的收盘价折合人民币约 18.68 元。考虑到 2011 年公司业绩可能下滑, 认为发行 PE 应折让 10%, 但公司业务弹性大, 具黑马特征, 给予比亚迪询价 PE 区间为 20~24 倍, 询价为 17.27~20.73。首日涨幅预计为 10%, 对应股价 19.00~22.8 元。
- **风险提示:** 汽车周期向下, 新能源汽车、太阳能与储能电站低于预期。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	41,114	48,448	58,838	66,673	73,104
(+/-)%	48%	18%	21%	13%	10%
经营利 (EBIT)	4,699	3,133	2,709	3,426	4,136
(+/-)%	156%	-33%	-14%	26%	21%
净利润	3,794	2,523	2,033	2,612	3,267
(+/-)%	271%	-33%	-19%	28%	25%
每股净收益 (元)	1.67	1.11	0.86	1.11	1.39
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.27	0.34	0.43

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

建议询价区间

17.27-20.73

上市首日定价区间

19.00-22.80

2011.06.16

发行上市资料

发行前总股本 (万股)	227,510
本次拟发行量 (万股)	7,900
发行日期	2011.06.20
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	瑞银证券
预计上市日期	尽快

发行前财务数据

每股净资产 (元)	8.11
净资产收益率 (%)	13.7%
资产负债率 (%)	60.1%

主要股东和持股比例

王传福	25.08%
吕向阳	10.52%
广州融捷	7.15%
夏佐全	5.49%
王念强	0.95%
王念强	0.95%

目录

1. 盈利模式与行业地位：手机、电池、汽车三驾马车	4
1.1. 历史演变与股权结构：异军突起的黑马	4
1.2. 盈利模式与行业地位：业绩高增长	5
1.2.1. 公司经营情况：电池与手机业务触底回升	5
1.2.2. 汽车：增长最快，迅速崛起的自主品牌龙头	6
1.2.3. 手机部件及组装：提供垂直整合一站式服务	7
1.2.4. 二次充电电池：垂直整合体系的起点	8
2. 增长路径与驱动因素：新能源汽车与电池尚有蓝海	9
2.1. 汽车：新能源汽车的旗手	9
2.1.1. 汽车行业的黑马新能源汽车与其症结	9
2.1.2. 新能源汽车的总使用成本依赖于政策补贴	9
2.1.3. 新能源汽车的电池：磷酸铁锂	13
2.1.4. 新能源汽车的充电问题：适用性与充电桩普及	14
2.2. 二次充电电池：拓展新领域	14
2.2.1. 加入光伏行业，建设 1GW 太阳能电池项目	14
2.2.2. 储能电站：风能与太阳能最必须的电池	15
2.2.3. 垂直整合：发展新能源汽车的前提	15
2.3. 手机部件与组装：积极拓展市场	16
3. 募投项目介绍	16
4. 财务指标与盈利预测	17
4.1. 财务指标：盈利波动大	17
4.2. 盈利预测：2011~2012 年 EPS 为 0.86、1.11 元	17
5. 估值及定价：询价区间 17.27~20.73 元	18
6. 风险提示	19

图表目录

表 1: 比亚迪的销量数量与我国轿车销售总量	6
表 2: 比亚迪的手机部件及组装的销售情况	8
表 3: 电动汽车与燃油汽车购置与使用成本对比	10
表 4: 汽车相关政策	10
表 5: 比亚迪 K9 相关数据	12
表 6: 各电池性能比较	13
表 7: 募投项目情况	17
表 8: 主要财务指标分析	17
表 9: 盈利预测表摘要 (单位: 百万元)	18
表 10: 分块估值合理股价	19
表 11: 近期中小板上市公司发行状况	19
表 12: 分块估值采用的可比公司	19
图 1: 比亚迪发展历程	4
图 2: 比亚迪股权结构	5
图 3: 1999~2010 年比亚迪收入与增长率	5
图 4: 1999~2010 年比亚迪净利润与增长率	5
图 5: 2005~2010 年比亚迪收入分类占比	6
图 6: 2005~2010 年比亚迪汽车收入与增速	6

图 7: 2005~2010 年比亚迪手机业务收入与增速.....	6
图 8: 2005~2010 年比亚迪电池收入与增速	6
图 9: 2010 年国内销量与占比.....	7
图 10: 10 年上市汽车公司与比亚迪盈利对比.....	7
图 11: 比亚迪电池产能、产量与毛利率.....	8
图 12: 2010 锂电池厂商在手机用锂电池市场份额.....	8
图 13: 汽车行业上下游	9
图 14: 碳酸锂价格下降有助电动车成本下降.....	13
图 15: 手机出货量与增速	16
图 16: 1Q11 年手机品牌市场占比.....	16

1. 盈利模式与行业地位：手机、电池、汽车三驾马车

1.1. 历史演变与股权结构：异军突起的黑马

比亚迪创立于1995年，由最初从事的是电池制造业务，逐步拓展到主要从事二次充电电池业务、手机部件及组装业务，以及包含传统燃油汽车及新能源汽车在内的汽车业务，公司同时利用自身的技术优势积极拓展新能源产品领域的相关业务。

图 1：比亚迪发展历程

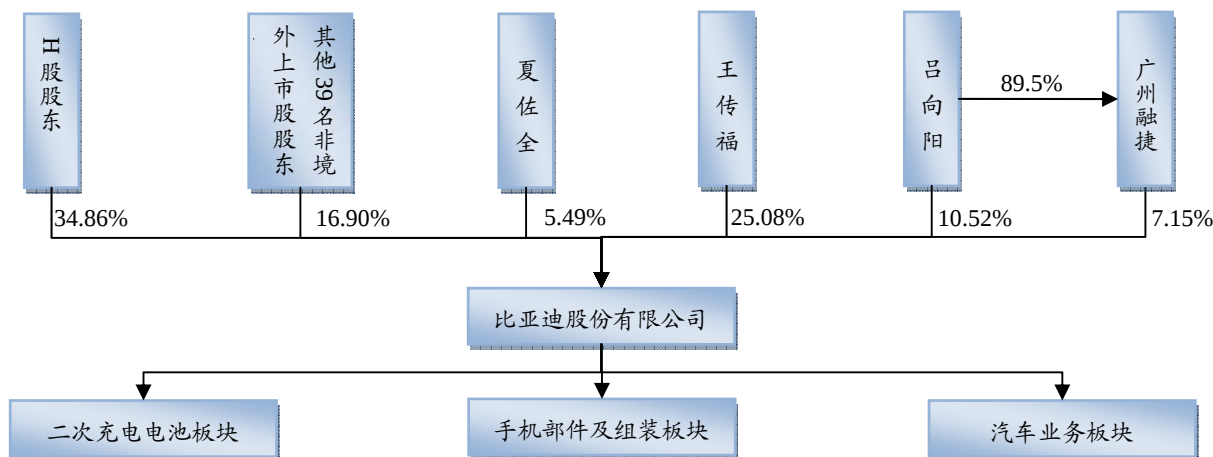
1995年	• 比亚迪实业成立，生产镍铬电池
2000年	• 成为motorola第一个中国锂电池供应商
2002年6月	• 比亚迪收购锂电池后，设立比亚迪股份公司
2002年7月	• 在香港联交所主板上市
2003年	• 收购西安秦川汽车公司，涉足汽车领域
2004年	• 比亚迪微电子成立
2007年	• 比亚迪电子在香港主板上市
2008年	• 巴菲特旗下中美能源出资2.3亿美元入股比亚迪。 • 全球第一辆不依赖专业充电站的双模电动车F3DM正式上市
2009年	• 收购湖南厂商美的的客车，从事新能源客车生产 • 电动车磷酸铁锂电池生产基地在广东落成
2010年3月	• 与戴姆勒成立合资公司，结合双方技术与品牌开发电动车

数据来源：比亚迪、国泰君安证券研究

通常比亚迪的传奇被所有人看作是王传福的传奇，王传福的特点在于善于快速把握行业的起点性机会。93年，日本宣布推出镍镉电池生产时，王传福马上意识到这个机会，其后比亚迪迅速进军镍镉电池生产，引发镍镉电池生产基地的国际大转移，占领了全球40%的市场份额。97年，王传福积极投身到锂电池研发，开创了中国锂电池的历史，中国锂电池已经取代日本，成为全球锂电池制造基地。2003年，比亚迪收购秦川汽车公司，投身在中国快速增长的汽车行业，并迅速崛起为中国销量最大的自主品牌汽车。

投资一个公司很大程度上是对这个公司的企业家的投资，一个成功的企业家，总能抓住市场变革的转折点，把握与引领市场的变化，以保持企业经久不衰的生命力，目前，比亚迪的王传福是这样的企业家，他以技术为抓手，让比亚迪一次次以行业黑马的角色出现，果断进驻与快速崛起。现在，比亚迪在电池、手机部件与组装、汽车都已经是行业领先公司，已然成为行业中的白马，但是，比亚迪仍然在探索，在新能源汽车领域，比亚迪仍然可能以黑马的角色异军突起。

图 2: 比亚迪股权结构



数据来源：比亚迪、国泰君安证券研究

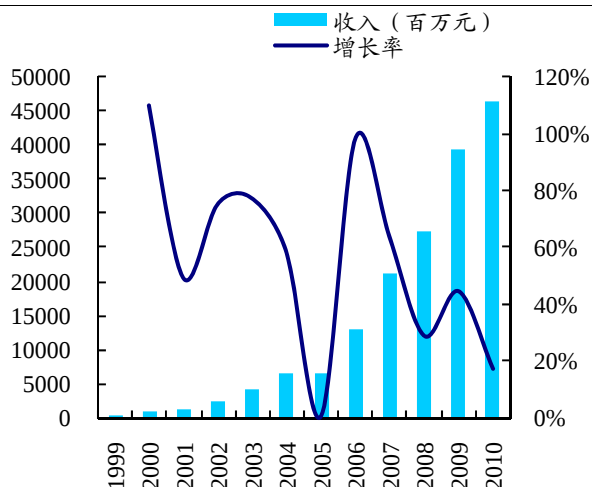
1.2. 盈利模式与行业地位：业绩高增长

1.2.1. 公司经营情况：电池与手机业务触底回升

比亚迪从 1999 年以来收入的复合增长率为 54%，净利润的复合增长率为 45%。比亚迪 2010 年的收入是 1999 年的 112 倍，2010 年的净利润 1999 年的 62 倍。

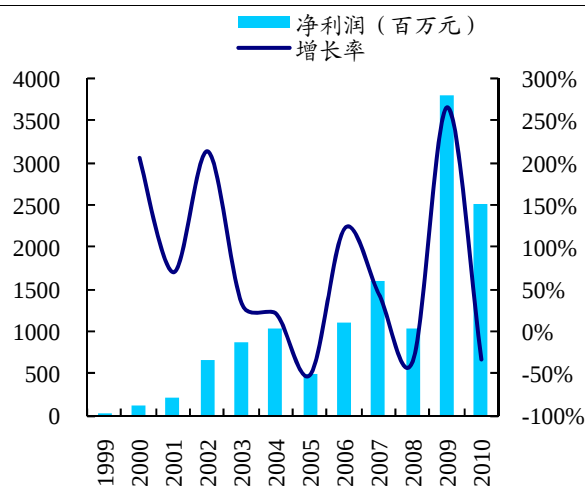
2008~2010 年比亚迪的收入分别为 277 亿元、411 亿元、484 亿元，同比增长 29%、48%、18%；归属母公司净利润分别为 10 亿元、38 亿元、25 亿元，同增 -35%、265%、-34%。公司是一个受周期影响的行业，2008 年经济危机导致公司业绩下降 35%，2010 是由于价格相对较低车型的销售比重有所上升，同时于 2010 年本公司加大了销售折让和促销力度，使得本公司汽车业务的营业收入未能与销量的同比例增长。

图 3: 1999~2010 年比亚迪收入与增长率



数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究
(汇率原因导致与招股书披露的收入金额略有差异)

图 4: 1999~2010 年比亚迪净利润与增长率

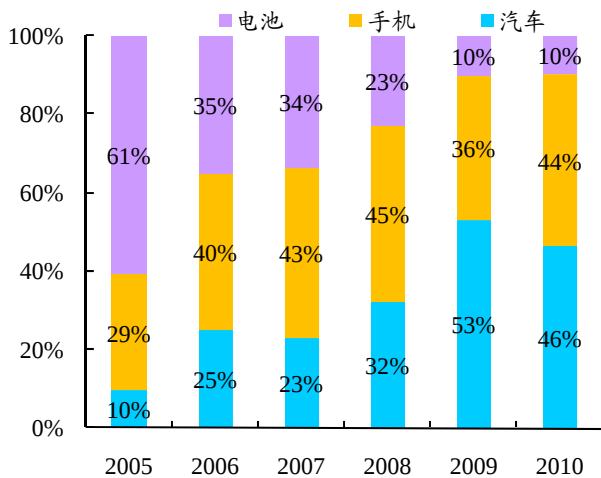


数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究
(汇率原因导致与招股书披露的收入金额略有差异)

2010 年，汽车收入占比 46%，手机部件与组装收入占比 44%，电池占比 10%。从 2005 年以来，汽车收入迅速提高，从 10% 提高到 53% (10 年

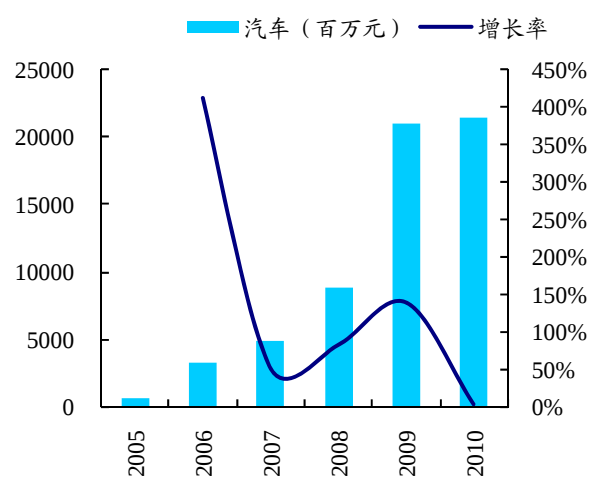
有所下降)。10 年以前汽车收入增速均高于 50%。手机部件与组装业务、电池业务在 2009 年触底回升。

图 5: 2005~2010 年比亚迪收入分类占比



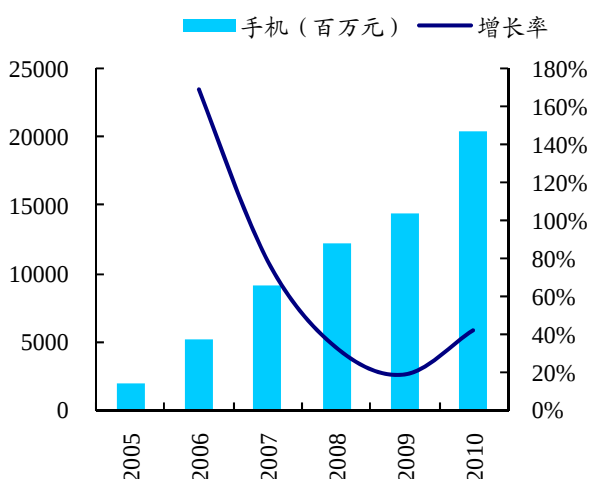
数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

图 6: 2005~2010 年比亚迪汽车收入与增速



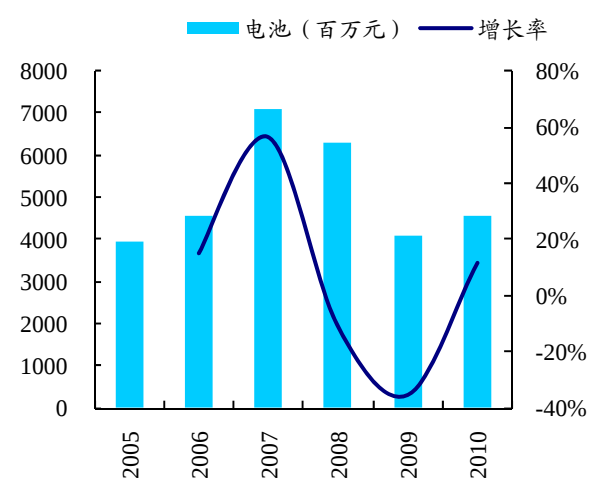
数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

图 7: 2005~2010 年比亚迪手机业务收入与增速



数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

图 8: 2005~2010 年比亚迪电池收入与增速



数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

1.2.2. 汽车: 增长最快, 迅速崛起的自主品牌龙头

目前地位: 公司是国内销量排名前十名的轿车生产企业中增长速度最快的生产厂商, 2008-2010 年, 比亚迪的汽车复合增速为 74%。在中国汽车工业协会公布的 2010 年轿车生产企业销量排名中位列第 6 位, 并位居国内非合资轿车生产企业第 1 名。

表 1: 比亚迪的销量数量与我国轿车销售总量

	比亚迪 (万辆)	轿车总销量 (万辆)	市场份额
2010 年	51.71	949.43	5.45%
2009 年	44.84	747.31	6.00%
2008 年	17.09	504.7	3.39%
2008 年-2010 年复合增长率	73.95%	37.16%	-

数据来源: 招股书, 国泰君安证券研究

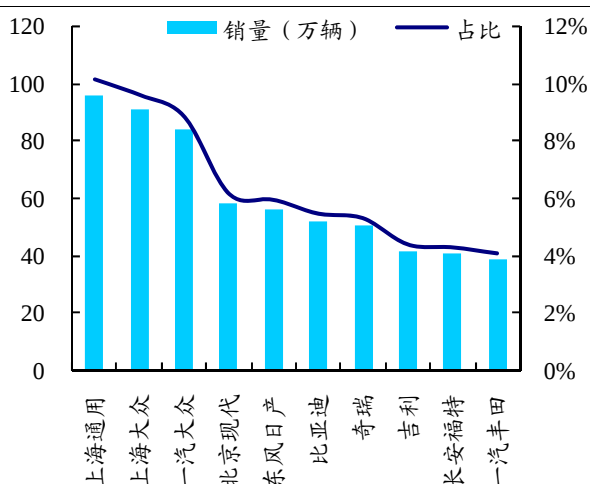
竞争力：目前已具备汽车整车和零部件的自主研发、设计及制造能力，强大的模具开发和生产能力，以及完善的整车及零部件检测能力，先后推出 F3、F6、F0、S8、G3、M6、E6 及 L3 等系列车型。

公司毛利率水平（20.91%）在 A 股与 H 股的乘用车公司中排名第二，仅广汽长丰高于比亚迪。

关键事件：

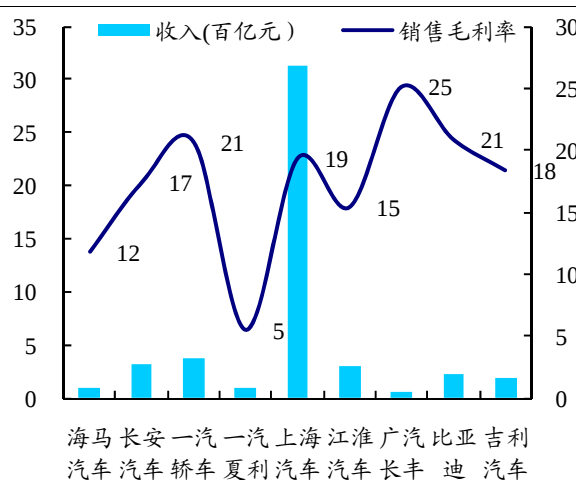
- 2003 年收购西安秦川汽车有限责任公司。
- 2010 年收购日本荻原公司旗下的大型汽车模具工厂。将提高公司汽车的模具质量。
- 2010 年 5 月，深圳比亚迪汽车与戴姆勒全资附属公司戴姆勒东北亚投资有限公司关于成立中外合资公司签订合资经营合同。引进国外汽车生产巨头的汽车生产理念。

图 9：2010 年国内销量与占比



数据来源：招股书、国泰君安证券研究

图 10：10 年上市汽车公司与比亚迪盈利对比



数据来源：招股书、国泰君安证券研究

1.2.3. 手机部件及组装：提供垂直整合一站式服务

主要客户为诺基亚、三星、摩托罗拉、华为、中兴等手机品牌厂商。公司的手机业务特点是可以**为客户提供垂直整合的一站式服务**，设计并生产外壳、键盘、液晶显示模组、摄像头、柔性线路板、充电器等手机部件，并提供整机设计及组装服务。

公司的手机部件及组装业务的销量平稳增长，凭借垂直整合的业务模式和突出的性价比优势，以及与全球手机品牌厂商的良好合作关系，保持了手机部件及组装业务的平稳增长并进一步提高了市场份额。2008~2010 年，比亚迪手机部件及组装的收入增长率分别为 33%、19%、42%，10 年的增长率居三大业务之首。

竞争对手：目前，比亚迪手机部件与组装业务与富士康展开了激烈的竞争。在富士康的业绩一路下滑的背景下，比亚迪的手机业务收入一路增长，显示公司对市场争夺的有效性。

表 2: 比亚迪的手机部件及组装的销售情况

	2008 年	2009 年	2010 年
主要产品销量 (百万只)			
手机外壳	616	753	712
手机键盘	298	256	273
整机组装	37	37	67
液晶显示模组	42	76	77
合计	993	1,122	1,129
营业收入 (百万元)			
手机外壳	2,727	3,296	4,208
手机键盘	1,367	1,192	1,024
整机组装	3,874	4,990	8,949
液晶显示模组	1,771	1,808	2,200
其他	2,164	3,207	4,185
其它收入	281	93	232
合计	12,183	14,586	20,799
分部毛利率			
手机部件及组装业务	18.43%	15.50%	13.90%

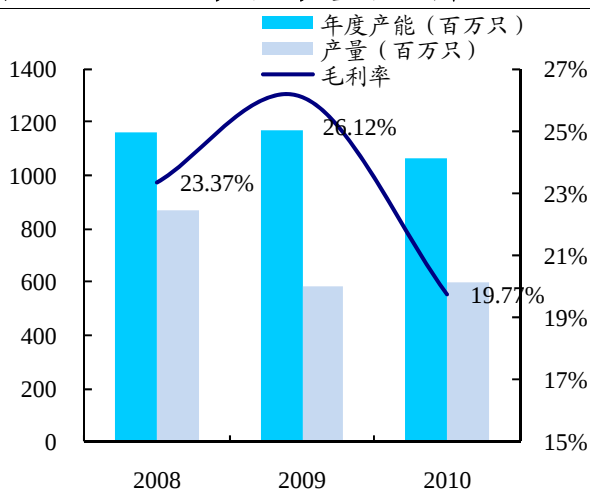
数据来源: 招股书, 国泰君安证券研究

1.2.4. 二次充电电池: 垂直整合体系的起点

比亚迪的业务起点始于此, 并利用垂直整合, 和手机部件与组装、新能源汽车紧密联系。

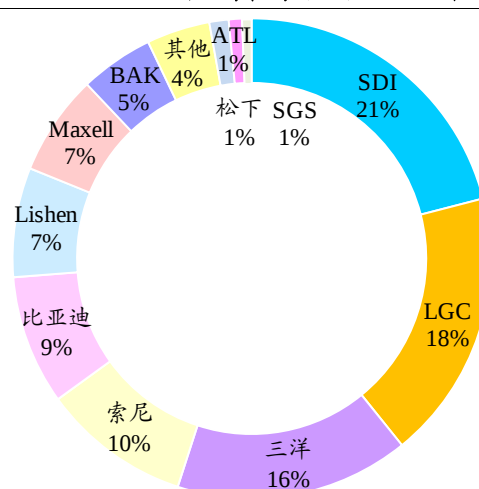
主要客户: 包括诺基亚、三星、摩托罗拉、华为、中兴等手机领导厂商, 以及博世、TTI 等全球性的电动工具及其他便携式电子设备厂商。本集团生产的锂离子电池及镍电池广泛应用于手机、数码相机、电动工具、电动玩具等各种便携式电子设备和电动产品。

图 11: 比亚迪电池产能、产量与毛利率



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

图 12: 2010 锂电池厂商在手机用锂电池市场份额



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

竞争力: 1) 根据 IIT 统计, 比亚迪 2010 年手机用锂离子电池的全球市场份额约为 8.75%。是全球领先的二次充电电池制造商之一。2) 公司的业务链具有垂直整合的特点, 公司开发的电池可以作为手机配件, 同时

又与新能源汽车配套。3) 2008 年 10 月 30 日和陕西省商洛市人民政府签订《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多晶硅 1GW、太阳能电池 1GW 项目，其中一期年产多晶硅 100MW、太阳能电池 100 MW、配套组件封装 100MW 的项目已基本建成并陆续投产。公司于 2010 年 8 月 26 日成功竞得中国南方电网有限责任公司 MW 级储能站试点工程蓄电池、能量转换系统采购项目，稳步推进储能电站的商业化进程。

2. 增长路径与驱动因素：新能源汽车与电池尚有蓝海

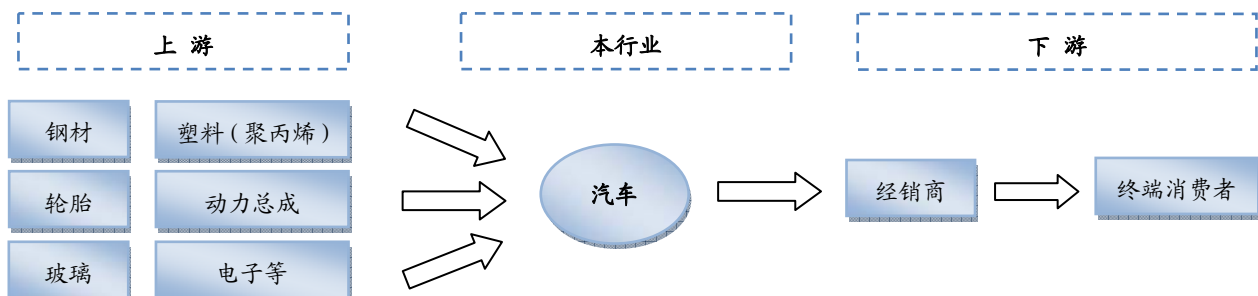
比亚迪的战略目标是巩固和加强二次充电电池业务在全球的领先地位；逐步发展成为全球 IT 部件及组装业务的领导企业；并矢志成为具备国际一流竞争能力的汽车生产企业；同时积极致力于新能源解决方案，实现经济效益和社会效益的双赢。

2.1. 汽车：新能源汽车的旗手

2.1.1. 汽车行业的黑马新能源汽车与其症结

汽车行业的上下游链条如下图所示，汽车的上游产品的价格相对汽车企业来说控制力非常小，因此对汽车生产厂商重要的是拓展消费端。但是，汽车是一个周期性行业，目前宏观经济正将从高处往下行，汽车的消费正在见顶回落，2011 年 5 月，汽车销量已经同比出现了负增长 4%。因此，短期内传统乘用车的难以出现大幅增长。在汽车板块中，最有可能大幅增长的板块将来自新能源汽车。

图 13：汽车行业上下游



数据来源：国泰君安证券研究

新能源汽车从诞生至今，销量一直都不大，问题出在哪里？主要总结为：

- 1) 售价远高于同等燃油汽车。
- 2) 每次充电可以行驶的里程数过短。
- 3) 电池使用寿命不稳定，且安全性不够高。
- 4) 充电远不如加油方便。

当新能源汽车的这些症结解决，那么其发展必然可以打开。

2.1.2. 新能源汽车的总使用成本依赖于政策补贴

我们将电动汽车与燃油汽车的购置与使用成本做了简单对比，可以发

现, 电动汽车 (轿车) 的 30 万公里购置与使用成本比同等类型的电动汽车的成本高约 6 万元, 因此从经济上, 私人不会倾向于选择电动汽车, 在这个背景下, 各个城市相继推出补贴政策, 在深圳购置一辆纯电动车可以获得 12 万元补贴, 在上海购置一辆纯电动车可以获得 10 万元补贴, 补贴额已经使购买纯电动车在价格上具有优势。

表 3: 电动汽车与燃油汽车购置与使用成本对比

	单位	电动汽车	燃油汽车 (1.6-1.8L)
每次充电/加油使用里程数	公里	200-250	300-400
使用寿命	万公里	30	50
比亚迪 E6	万元/辆	25	10
购置价格 大巴	万元/辆	150	55
比亚迪 F3	万元/辆	15	8
能源耗费	元/百公里	7~10	55
	万元/30 万公里耗费	2.1~3	16.5
30 万公里总投资额	万元	28	22
补贴政策			
纯电动	万元 (最高额)	6	
国家补贴 混合动力	万元	0.3~5	
燃料电池	万元	25	
混合动力	万元 (最高额)	42	
公交客车 纯电动	万元 (最高额)	50	
纯电动	万元	6	
深圳追加补贴 混合动力	万元	3	
上海追加补贴 纯电动	万元	4	

数据来源: 国泰君安证券研究

汽车行业自 04 年以来出台了不少支持行业发展的政策, 08 年经济危机后出台促进汽车消费的刺激政策, 此后大量的政策都是围绕节能减排而对新能源汽车的补贴与扶持政策, 显示新能源汽车一定会是汽车行业的发展方向。2009 年 3 月国务院办公厅颁布的《汽车产业调整和振兴规划》, “规划到 2011 年形成 50 万辆新能源汽车产能, 新能源汽车销量占乘用车销售总量的 5% 左右”。2010 年乘用车的总销量为 1824 万辆, 5% 则为 91 万辆, 假设 50 万辆的销量, 10~20 万元的售价, 那么新能源汽车的市场达到 500~1000 亿元。

目前正在各部委会签中的《节能与新能源汽车产业发展规划 (2011~2020 年)》中提到, 2015 年, 我国新能源汽车保有量达到 150 万辆; 到 2020 年, 则形成 500 万辆的新能源汽车产销量。为实现此目标, 2011~2020 年这十年间的政府财政投入将达到 1000 亿元。

表 4: 汽车相关政策

时间	发布单位	政策	内容	关键字
2004-5	国家发改委	《汽车产业发展政策》	汽车产业的发展规划、技术政策、结构调整、准入管理、商标品牌、产品开发、零部件及相关行业、营销网络、投资管理、进口管理及汽车消费等方面, 并明确规定汽车整	重组

			车中外合资生产企业的中方股份比例不得低于 50%; 同一家外商可在国内建立两家 (含两家) 以下生产同类 (乘用车类、商用车类、摩托车类) 整车产品的合资企业, 如与中方合资伙伴联合兼并国内其它汽车生产企业可不受两家的限制。	
2009-3-20	国务院办公厅	《汽车产业调整和振兴规划》	通过实施积极的消费政策, 开拓城乡市场, 稳定和扩大汽车消费需求; 以结构调整为主线, 推进汽车企业兼并重组, 加强关键技术研发, 加快技术改造, 提升企业素质; 以新能源汽车为突破口, 加强自主创新, 培育自主品牌, 形成新的竞争优势, 促进汽车产业持续、健康、稳定发展。明确了新能源汽车的发展方向, 规划到 2011 年形成 50 万辆新能源汽车产能, 新能源汽车销量占乘用车销售总量的 5% 左右, 并规划形成 10 亿 AH (安时) 单体动力电池产能。	重组; 新能源 汽车
2009-3	财政部、国家发展和改革委员会、工业和信息化部、公安部、商务部、工商总局、质检总局等七部门	《汽车摩托车下乡实施方案》	从 2009 年 3 月 1 日至 12 月 31 日, 农民购买以下车型将享受一次性财政补贴: 1) 轻型载货车 (大于 1.8 吨但不超过 6 吨); 2) 微型客车 (发动机排量在 1.3 升及以下); 以及 3) 摩托车。享受补贴的轻型载货车的农民需先将现有三轮汽车或低速货车报废并换购轻型载货车, 购买微型客车或摩托车无需报废。享受补贴的微型客车每户限购一辆; 享受补贴的摩托车每户限购两辆。农村换购汽车的补贴金额上限为 5000 元/辆, 对于报废并换购轻型载货车和购买微型客车的, 按销售价格 10% 给予补贴; 单价 5 万元以上的, 实行定额补贴, 每辆补贴 5000 元。	补贴刺激
2010-1-26	财政部等七部委	《汽车摩托车下乡实施方案》	汽车下乡政策实施延长至 2010 年 12 月 31 日止。摩托车下乡政策执行到 2013 年 1 月 31 日。	补贴刺激
2009-1-23	财政部、科技部	《关于开展节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知》	在北京、上海、重庆、长春、大连、杭州、济南、武汉、深圳、合肥、长沙、昆明、南昌等 13 个城市开展节能与新能源汽车示范推广试点工作, 鼓励在公交、出租、公务、环卫和邮政等公共服务领域率先推广使用节能与新能源汽车, 对推广使用单位购买节能与新能源汽车给予补助。	新能源汽车
2009-1-23	财政部、科技部	《节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法》	满足一定条件的混合动力汽车和纯电动汽车 (仅限于乘用车和轻型商用车), 将根据节油率和最大电功率比, 混合动力汽车补助 4000-50000 元/辆, 纯电动汽车补助 6 万元/辆, 燃料电池汽车补贴 25 万元/辆。财政补贴将根据节能与新能源汽车类型、节油率和最大电功率比确定, 针对公共服务用乘用车和轻型商用车, 混合动力汽车最高补贴 5 万元/辆, 纯电动汽车可补贴 6 万元/辆。针对城市公交客车, 混合动力汽车最高补贴 42 万元/辆, 纯电动汽车可补贴 50 万元/辆。	新能源汽车
2009-6-17	工信部	《新能源汽车生产企业及产品准入管理规定》	明确了新能源汽车分类、准入条件及管理, 为新能源汽车的发展提供了政策支持。	新能源汽车
2010-5-26	财政部、发改委和工信部	《“节能产品惠民工程”节能汽车 (1.6 升及以下乘用车) 推广实施细则》	对排量为 1.6 升及以下达到燃料消耗量限值的节能车给予 3000 元/辆的补贴。	新能源汽车

2010-5-31	财政部、科技部、工信部及发改委	《关于扩大公共服务领域节能与新能源汽车示范推广有关工作的通知》	进一步扩大公共服务领域节能与新能源汽车示范推广工作，在现有 13 个试点城市的基础上，增加天津、海口、郑州、厦门、苏州、唐山、广州等 7 个试点城市	新能源汽车
2010-5-31	财政部、科技部、工信部及发改委	《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》	将选择 5 个城市开展私人购买新能源汽车补贴试点工作根据通知插电式混合动力乘用车将最高获得 5 万元/辆的补助，纯电动乘用车最高获得 6 万元/辆的补助。试点期内（2010-2012 年），每家企业销售的插电式混合动力和纯电动乘用车分别达到 5 万辆的规模后，中央财政将适当降低补助标准。	新能源汽车
2011-2-25	人大	《中华人民共和国车船税法》	自 2012 年 1 月 1 日起施行。该法规定乘用车车船税按排气量划分为七档征收，对节约能源、使用新能源的车船可以减征或者免征车船税。	节能
		《国家发展改革委关于汽车产业结构调整意见的通知》	对汽车行业的产业结构调整及行业整合提出了政策指导	重组
2010-4	广东省	《广东省电动汽车发展行动计划》	到 2015 年，初步建立适应电动汽车发展要求的配套设施网络、产业支撑体系和政策环境，形成电动汽车地方性标准规范；实现电动汽车在城市公交系统的规模应用，电动轿车开始走入家庭；初步建立以骨干企业为核心的电动汽车产业链，形成 20 万辆以上电动汽车综合生产能力，部分核心技术达到国际先进水平。争取全省电动汽车销售量占新车销售总量的 3%-5%，产量占汽车总产量的 5% 左右。	新能源汽车
2009-12-30	深圳	《深圳新能源发展规划（2009-2015）》	到 2015 年，新能源整车制造能力达到 20 万辆，新能源汽车产业总产值超过 800 亿元。	新能源汽车

数据来源：国泰君安证券研究整理

比亚迪已经开发与正在运行的新能源汽车有 F3DM、纯电动汽车 E6，电动大巴 K9。2010 年 9 月 30 日比亚迪的纯电动客车长沙下线，并与长沙市政府签署了 1000 辆 K9 购销意向协议。

表 5：比亚迪 K9 相关数据

尺寸与质量		
长	mm	12000
宽	mm	2550
高	mm	3300
轴距	mm	6200
最小离地间隙	mm	≥ 140
最大总质量	kg	18000
动力总成		
电机最大功率	kw	90x2
最大扭矩	Nm	550x2
性能		
最高车速	km/h	≥ 70
40km/h 续驶里程	km	≥ 500
城市工况续驶里程	km	≥ 300

充电情况

快充（不主张使用）	小时	0.5
慢充	小时	6

数据来源：国泰君安证券研究

2.1.3. 新能源汽车的电池：磷酸铁锂

目前新能源汽车的电池主要使用钴酸锂、锰酸锂和磷酸铁锂。钴酸锂的能量密度最高，但是其安全性最低，锰酸锂是一种介乎于磷酸铁锂与钴酸锂的中间产品，其循环性能和电化学稳定性较差。磷酸铁锂电池的循环寿命在 2000 次以上，相对安全性能最高。

目前，比亚迪电动汽车使用的电池正是磷酸铁锂电池。这种电池的稳定性更高，且寿命长，或将有效解决电池寿命过短与安全性低的问题。

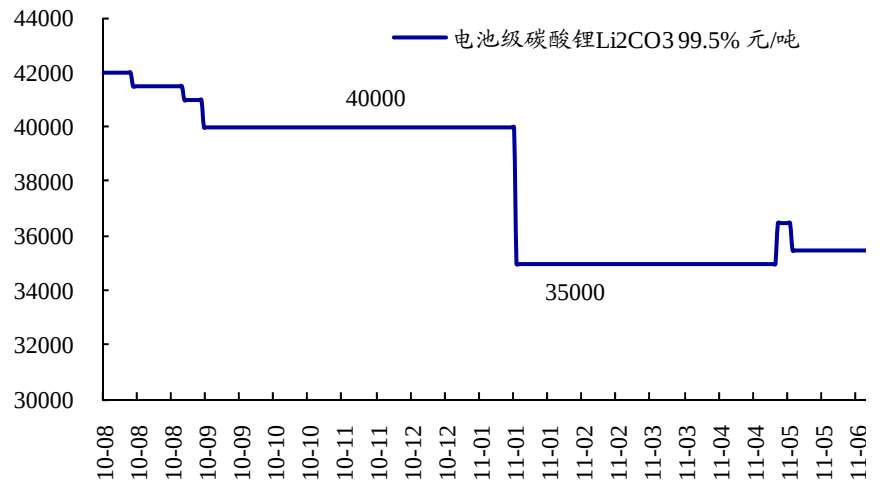
表 6：各电池性能比较

	铅酸	镍氢	钴酸锂	锰酸锂	磷酸铁锂
能量密度 (Wh/L)	30-50	60-120	150-190	100-135	90-120
循环寿命 (次)	200-300	300-500	300-500	300-600	>1000
快速充电时间	8-16 小时	2-4 小时	1.5-3 小时	<1 小时	<1 小时
耐过冲性	高	低	低	低	低
自放电率/月 (室温)	5%	30%	<10%	<10%	<10%
电池常态电压	2V	1.25V	3.7V	3.8V	3.3V
最佳载入电流 (峰值)	0.2C(5C)	0.5C(5C)	<1C(<3C)	10C(>30C)	10C(>30C)
工作温度(° C)	-20-60	-20-60	-20-60	-20-60	-20-60
维护周期	3-6 个月	60-90 天	na	na	na
商业应用时间	1970	1990	1991	1996	2006
作为动力电池的适用性	差	Adequate for HEV	差	EV,HEV,PHEV	EV,HEV,PHEV
成本\$/kWh		~600	>1000	>1000	>1000
安全性	热稳定	热稳定	150° C 以下稳定	250° C 以下稳定	250° C 以下稳定
优点	可循环技术 成熟	安全性好，能量密度 高	比能量高	比能量高	比能量高

数据来源：国泰君安有色研究小组、国泰君安证券研究

锂电池的原材料，碳酸锂的价格在 11 年以来出现了持续下跌，有助于电动汽车的成本电池成本大幅下降。

图 14：碳酸锂价格下降有助电动车成本下降



数据来源：百川资讯、国泰君安证券研究

2.1.4. 新能源汽车的充电问题：适用性与充电桩普及

电动汽车的充电问题成为了一个阻止普通用户大规模使用的难题，如果需要电动车的普及使用，首先必然需要能源的易补给，但是没有市场之前，充电桩就没有大规模出现的可能性，因此我们认为新能源汽车在起步的初始阶段，必然需要考虑其市场的适用性。我们认为作为公交车与出租车出现是最为合理的，原因为：

- 1) 公交车具有固定路线，因此对电力补给可以更有规划
- 2) 充电站的安装地点好掌控。

从比亚迪汽车的发展方式看，首先，比亚迪与深圳巴士集团建立了深圳鹏程出租车公司，并投入了 50 辆 E6 进行运营，一方面可以积累电动汽车使用的相关数据资料，另一方面电动汽车作为出租车，其充电桩的安装地点更容易选择。

其次，比亚迪的电动大巴 K9 已经在深圳 202 路公交线运营，电动大巴的充电桩就安装在起点与终点站，晚上给电动大巴充电，白天运营。白天充电桩可以给出租车充电。

所以，我们认为目前在充电桩不普及，充电要求时间比较长的情况下，新能源汽车适用于公共交通系统。

2.2. 二次充电电池：拓展新领域

比亚迪将继续着力于拓宽二次充电电池的应用领域。从目前看，公司将致力于发展新的电池领域：1) 太阳能发电；2) 储能电站；3) 发展于电动汽车相配套的电池。

2.2.1. 加入光伏行业，建设 1GW 太阳能电池项目

比亚迪在 2008 年 10 月 30 日和陕西省商洛市人民政府签订《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多晶硅 1GW、太阳能电池 1GW 项目，其中一期年产多晶硅 100MW、太阳能电池 100 MW、配套组件封装 100MW 的项目已基本建成并陆续投产。截至 2011 年底，

预计公司的太阳能电池产能可以达到 1GW。

太阳能的发展驱动力在于：

- 对传统能源的替代。传统能源终将耗尽早已为共识。这点已经无需论述。
- 对核能的替代。自日本海啸导致核泄漏事件后，各国纷纷对核安全进行了重新考量。

德国已经在最近宣布德国将于 2022 年前彻底关闭境内的核电站。德国目前四分之一的用电量来自核电，一点核电关闭，必然需要增加其他能源发电。截至 2010 年底，德国的太阳光伏（PV）电池板装机总量达到 17,300MW。据估算，天气理想时，全德国的太阳能和风能发电总量可以达到 28 座核电站的发电总量。

意大利已经在 6 月 12-13 日的全民公投中，否决了使用核能。意大利作为欧洲三大太阳能市场，其市场可能会持续增长。

比亚迪的竞争力：比亚迪太阳能电池业务生产流程覆盖从多晶硅到硅片，并延伸至太阳能电池片、太阳能电池模组以及太阳能电站的完整产业链。通过实现对上游原材料成本的控制和各工序的协同效应，最大限度地降低了生产成本并提高效率，实现了持续生产更高品质和更低成本的太阳能电池产品的能力，有效提升了本集团在该业务领域的市场竞争力。

2.2.2. 储能电站：风能与太阳能最必须的电池

市场空间：1) 风能与太阳能的最大弱点在于电能无法储存，在能量高峰期产生大量电能，但是在没有风力和没有阳光的情况下就无法发电，电力供应就不能保持稳定。因此需要一个可以以盈补亏的工具，既不浪费在能力高峰期产生的电能，也可以在能量低谷产生持续电力。因此比亚迪的储能电站 可以通过均衡用电，解决智能网在建设中的储能难题，形成对智能网的技术支持。

2) 全球电力需求逐年增长，用电高峰和低谷的负荷差距越来越大，电池储能电站作为一项新兴技术，将给电网储能领域带来革命性的技术更新，具有巨大的社会效应和经济效应。

比亚迪竞争力：以磷酸铁锂电池技术为核心的储能电站，相比于抽水蓄能、压缩空气储能等现有储能技术，具有明显的成本和运行寿命优势，经济效益突出。

经验与订单：位于坪山总部的 1MW 固定式储能电站项目、200KW 的移动式储能电站项目都已通过整体验收，标志着公司储能电站项目已经具备了商业化试运行的基础。2010 年 8 月 26 日成功竞得中国南方电网有限责任公司 MW 级储能站试点工程蓄电池、能量转换系统采购项目，稳步推进储能电站的商业化进程。

2.2.3. 垂直整合：发展新能源汽车的前提

新能源汽车发展的一个重要束缚在于电池，因此比亚迪具有电池一体化

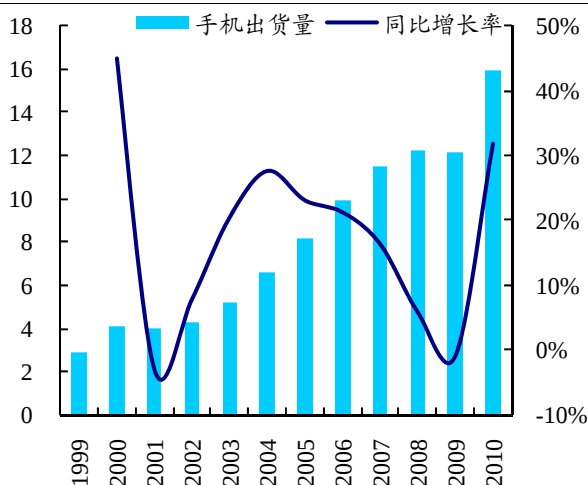
是其发展新能源汽车的有力保障。能够有效地研发与比亚迪电动汽车相匹配的电池。

2.3. 手机部件与组装：积极拓展市场

手机的销售除了 2001、2009 年出现了下滑外，均为正增长态势，2010 年，手机出货量同增 32%。但是手机品牌的市场份额发生着变化。Nokia 的市场份额最高时接近 40%，现在只剩下了 25%，摩托罗拉手机的市场份额仅为 2%。其他品牌的手机市场份额一路上升，10 年 2 季度突破 30% 的市场份额，10 年 3 季度突破 40% 的市场份额，其中以苹果 iPhone 为显著代表，目前市场份额超过 4%，中兴通讯的市场份额约 4%。

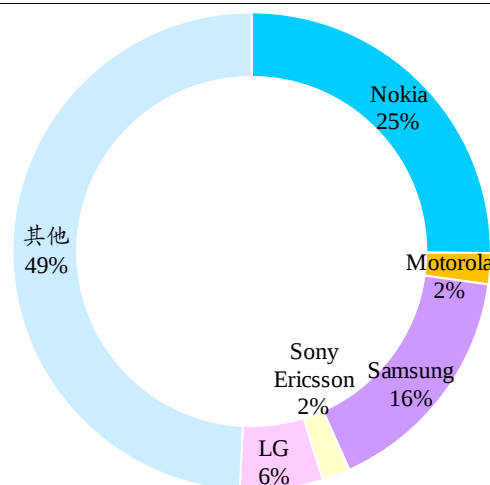
因此，比亚迪手机部件与组装业务不仅要把握旧手机巨头，更要抢占新的手机品牌的生产市场，目前，比亚迪与富士康在手机代工方面的竞争已经非常激烈。

图 15：手机出货量与增速



数据来源：Gartner、国泰君安证券研究

图 16：1Q11 年手机品牌市场占比



数据来源：Gartner、国泰君安证券研究

3. 募投项目介绍

公司的募投项目集中在两大领域：1) 锂电池；2) 汽车。显示了公司的主要发展方向将集中于这两块业务。

锂电池方面：根据 AVICENNE DEVELOPPEMENT 的报告，2009-2020 年，全球二次充电电池市场及电动工具用的二次充电电池市场均将保持较快的增长速度，2015 年全球电动工具用二次充电电池的市场规模预计将达到 20 亿美元左右。

汽车方面：重点完善研发体系、建立健全研发试制的功能车间、对整车“四大工艺”生产区实施生产扩能、完善关键零部件生产配套和物流配送体系，以及新增冲压、焊装、涂装、总装、公用工程和汽车研发设备等。充实产品品种，提高产品质量。

募投的 3 个项目预计每年可以贡献净利润 10.08 亿元，发行摊薄后 EPS0.43 元。

表 7: 募投项目情况

序号	项目名称	总投资	募集资金投资 (百万元)		产能	年净利润	EPS
		(百万元)	2010 年	2011 年		(百万元)	
1	深圳市比亚迪锂电池有限公司锂离子电 池生产项目	400	280	120	1.7 亿只	176	0.07
2	深圳汽车研发生产基地项目	4,331	700	440		617.74	0.26
3	比亚迪汽车有限公司扩大品种及汽车零 部件建设项目	652	390	262		214.07	0.09
合计		5,383	1,370	822		1007.81	0.43

数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

4. 财务指标与盈利预测

4.1. 财务指标: 盈利波动大

偿债能力: 流动比率与速动比率指标一直下降, 流动资产与速动资产占比较低, 在同类公司中指标偏低, 但是公司的资产负债率在同类汽车上市公司中处于中等水平。

经营效率: 公司的存货与应收账款周转率处于持续提高的良性发展中。

盈利能力: 公司的毛利率、净利率已经净利润来看, 公司业绩波动大, 与宏观经济周期相关性大。

表 8: 主要财务指标分析

财务指标		2010 年度	2009 年度	2008 年度
偿债能力	流动比率	0.63	0.93	1.03
	速动比率	0.40	0.69	0.54
	资产负债率 (合并报表)	60.1%	53.0%	59.0%
	资产负债率 (母公司)	59.9%	48.8%	79.9%
	利息保障倍数	8.61	15.41	3.37
经营效率	存货周转率 (次)	6.85	5.27	3.67
	应收账款周转率 (次)	5.28	5.17	4.83
	综合毛利率	17.8%	21.8%	19.5%
盈利能力	净利率	6.0%	9.9%	4.6%
	净资产收益率 (期末)	6.0%	21.4%	21.9%
	息税折旧摊销前利润 (百万元)	5,804.66	6,581.69	3,300.61
现金流	每股经营性现金净流量 (元)	1.38	5.27	0.87
	每股净现金流量 (元)	-0.15	0.27	-1.87
每股收益	发行前基本每股收益 (元)	1.11	1.67	0.50
	发行后基本每股收益 (元)	1.07	1.61	0.43

数据来源: 招股意向书、国泰君安证券研究

4.2. 盈利预测: 2011~2012 年 EPS 为 0.86、1.11 元

我们认为比亚迪的三大产业的**传统优势**在于: 1) 电池的自主研发优势以及经验优势。2) 汽车的低价优势与新能源汽车研发优势。3) 手机部件一体化产业链优势。

公司的**业绩爆发点**在于: 1) 新能源汽车市场的打开, 目前看新能源汽

车最近的市场是公交车与出租车营运市场,这将得益于政府的支持。2) 太阳能需求持续增长。3) 储能电站的市场得到达到。

我们认为,短时间内公司的业绩爆发点可能不会那么快的大规模到来,传统优势产业的总体市场增长性下滑,公司凭借高性价比可以获得市场的稳定增长,但是短期内营销与管理费用水平可能也就难以下降。因此我们预计 2011~2012 年,公司的净利润分别为 20.33 亿元、26.12 亿元、32.67 亿元, EPS 分别为 0.86、1.11、1.39,对应的增长率分别为-19%、29%、25%。

表 9: 盈利预测表摘要 (单位: 百万元)

项目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	27,727	41,114	48,448	58,838	66,673	73,104
增长%		48%	18%	21%	13%	10%
营业总成本	26,767	36,964	45,707	56,627	63,744	69,358
营业成本	22,032	31,480	39,174	49,149	55,405	60,443
营业税金及附加	300	674	660	801	908	995
销售费用	934	1,488	2,176	2,354	2,667	2,924
管理费用	2,627	2,774	3,306	3,824	4,267	4,606
财务费用	697	269	370	454	456	371
资产减值损失	176	279	21	44	42	20
加: 公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0
投资收益	30	17	26	22	24	23
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益						
营业利润	990	4,169	2,768	2,232	2,952	3,769
加: 营业外收支	374	338	375	300	300	300
利润总额	1,364	4,506	3,142	2,532	3,252	4,069
减: 所得税费用	88	428	224	180	232	290
减: 少数股东损益	254	285	395	318	409	512
归属于母公司所有者的净利润	1,021	3,794	2,523	2,033	2,612	3,267
EPS	0.50	1.67	1.11	0.86	1.11	1.39

数据来源: 国泰君安证券研究

5. 估值及定价: 询价区间 17.27~20.73 元

(1) 询价区间。比亚迪的业务分为 3 大块,因此我们采用分块估值的方式给比亚迪确定合理的价格区间。二次充电电池板块公司的 11 年平均预测的 PE 为 33.7 倍,手机部件与组装公司的平均预测 PE 为 30.4 倍,乘用车的平均预测 11 年 PE 为 13.4 倍,分块估值公司的合理 PE 约 22 倍,对应的股价 18.78 元。公司港股 2011 年 6 月 15 日的收盘价为 22.45 港币,折合人民币约 18.68 元,与我们分块估值的合理价格接近,目前 A 股相对港股均存在一定比例的溢价。

最近上市的深圳中小板公司的发行 PE 高达 42 倍,但是上市后首日涨幅平均仅 8.12%。因此我们认为新股发行的价格将会更为理性。

考虑到 2011 年公司业绩可能有所下滑,我们认为比亚迪的合理 PE 折让

10%，但是比亚迪的业务一旦发展起来，那么其又将进入到一片新的蓝海，我们给予比亚迪的 PE 区间为 20~24 倍，对应的询价区间为 17.27~20.73。

表 10：分块估值合理股价

相对估值	11 年毛利占比	收入分解	11 年平均 PE	合理股价
二次充电电池	15%	0.13	33.7	4.24
手机部件与组装	32%	0.27	30.4	8.29
乘用车	54%	0.46	13.4	6.25
		0.86	21.75	18.78

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

(2) 上市首日定价区间。近期中小板上市公司的首日涨幅平均值为 8.12%，我们估计比亚迪上市的涨幅可以达到 10%，首日价格在 19.00 ~ 22.80 元之间，对应的 2011 年的市盈率为 22 ~ 26.4 倍。

表 11：近期中小板上市公司发行状况

股票	代码	上市日期	发行数量 (百万股)	发行价格	发行市盈率 (摊薄, 11EPS)	首日涨跌幅 (%)
002587.SZ	奥拓电子	2011-06-10	21.00	16.00	26.69	7.375
002589.SZ	瑞康医药	2011-06-10	23.80	20.00	24.38	22.2
002590.SZ	万安科技	2011-06-10	23.34	15.60	23.74	18.141
002584.SZ	西陇化工	2011-06-02	50.00	12.50	99.34	18.32
002585.SZ	双星新材	2011-06-02	52.00	55.00	24.49	-11.4545
002586.SZ	围海股份	2011-06-02	27.00	19.00	33.22	13.6842
002583.SZ	海能达	2011-05-27	70.00	19.90	101.88	-11.809
002581.SZ	万昌科技	2011-05-20	27.08	19.00	34.38	12.6316
002582.SZ	好想你	2011-05-20	18.60	46.00	10.35	5.6522
002579.SZ	中京电子	2011-05-06	24.36	17.00	45.92	6.47
平均值					42.44	8.12

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

6. 风险提示

- 汽车行业整体增长态势向下，进入下行周期阶段，可能导致公司的汽车业务收入不理想，拖累整体业绩。
- 手机业务的传统业务具体诺基亚的市场份额正在缩水，公司不及时获得新客户，可能导致手机业务增速下滑。
- 新能源汽车的政府采购低于预期，政府补贴政策提早结束等。
- 太阳能行业目前新建产能多，产能投放时可能业务的拓展低于预期，比如欧洲市场补贴下降导致需求不振。

附录：

表 12：分块估值采用的可比公司

二次充电电池			手机			乘用车		
证券代码	证券简称	预测 2011 年平均 PE	证券代码	证券简称	预测 2011 年平均 PE	证券代码	证券简称	预测 2011 年平均 PE
000009.SZ	中国宝安	28.5	000836.SZ	鑫茂科技	27.8	000572.SZ	海马汽车	14.0
000049.SZ	德赛电池	27.3	002017.SZ	东信和平	42.7	000625.SZ	长安汽车	10.4
000060.SZ	中金岭南	25.1	002104.SZ	恒宝股份	29.2	000800.SZ	一汽轿车	10.2
000100.SZ	TCL 集团	43.6	002396.SZ	星网锐捷	25.5	000927.SZ	一汽夏利	24.0
000541.SZ	佛山照明	31.8	002446.SZ	盛路通信	29.0	600104.SH	上海汽车	9.5
000839.SZ	中信国安	26.7	002465.SZ	海格通信	29.3	600418.SH	江淮汽车	8.3
000973.SZ	佛塑科技	28.5	002547.SZ	春兴精工	23.4	600991.SH	广汽长丰	21.1
002012.SZ	凯恩股份	19.1	002583.SZ	海能达	26.3	000550.SZ	江铃汽车	10.1
002056.SZ	横店东磁	21.0	300101.SZ	国腾电子	46.2			
002091.SZ	江苏国泰	26.5	300136.SZ	信维通信	24.5			
002125.SZ	湘潭电化	71.3	600498.SH	烽火通信	24.4			
002139.SZ	拓邦股份	27.2	600797.SH	浙大网新	36.3			
002176.SZ	江特电机	63.3						
002192.SZ	路翔股份	24.2						
002389.SZ	南洋科技	40.7						
002407.SZ	多氟多	42.2						
002580.SZ	圣阳股份	28.1						
300014.SZ	亿纬锂能	37.0						
300037.SZ	新宙邦	32.1						
300068.SZ	南都电源	27.1						
300073.SZ	当升科技	34.3						
300207.SZ	欣旺达	28.6						
600078.SH	澄星股份	41.4						
600273.SH	华芳纺织	18.1						
600390.SH	金瑞科技	37.9						
600460.SH	士兰微	21.3						
600482.SH	风帆股份	67.1						
600580.SH	卧龙电气	17.8						
600773.SH	西藏城投	45.1						
600884.SH	杉杉股份	34.8						
000913.SZ	钱江摩托	25.5						
平均 PE		33.7	平均 PE		30.4	平均 PE		13.4

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

作者简介:**康凯:**

执业资格证书编号: S0880511010009

电话: 0755-23976023

邮箱: kangkai@gtjas.com

白晓兰 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110030026

电话: 021-38674660

邮箱: baixiaolan008216@gtjas.com

复旦大学世界经济硕士, CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所, 高级审计师。2009 年加入国泰君安证券。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		