

比亚迪 002594.SZ

最具活力的自主品牌车企

◇ 报告起因：公司 IPO

◆已有优势行业的成功经验跨行业移植，“乱拳打死老师傅”

公司产品横跨电子、汽车和新能源三大行业，是全球知名的制造业企业，有着传奇式的领军人物，受到过全球知名投资大师的追捧。我们认为公司是最具活力的自主品牌车企，公司过去取得和未来能够取得成功的关键是成功地在有一定跨度的行业之间找到很强的协同效应，并将其在已有优势行业的一些成功经验和做法移植到新的行业，以创新的方式改变了新行业里的竞争格局，“乱拳打死老师傅”，从而实现了惊人的跨越式发展。

◆公司在汽车行业取得成功的关键：借力公司在电子和新能源的优势

我们认为，公司过去在汽车行业取得成功的三点要素是：1) 在生产上，充分利用原有的低成本制造能力实现垂直整合；2) 在营销上，以高性价比产品重点开拓国内二、三线城市；3) 在产品研发上，引进吸收与专利保护相结合。对于未来，我们认为公司与各大车企相比最大的优势依然是公司在电子和新能源两个行业的独特优势，公司需要继续借力在这两个行业的优势在以下两方面实现差异化竞争：1) 动力系统电气化，无论是纯电动还是混合动力，汽车动力系统的电气化是大趋势，公司现在需要的是将其在电动汽车上的技术领先优势尽快地转化为可以被市场广泛接受、大批量生产的产品；2) 操控系统电子化，过去 30 年电子技术在汽车行业的应用主要是以微机电系统改进汽车自身工作的方式，如同将黑白手机升级为彩屏手机，而未来电子技术在汽车行业的应用，则有可能改变人使用汽车的方式，如同普通手机升级为智能手机，汽车与消费电子的距离将越来越接近。

◆高度垂直整合是手段，低成本制造才是目的

高度垂直整合是投资者关于公司的一个分歧点，我们认为，整车企业零部件自制率的高低并无最佳值，同一国家的不同整车企业和同一整车企业的不同时期都有不同的零部件自制率。欧美国家整车企业零部件自制率相对较低的原因是整车企业的劳动力成本显著高于零部件企业（即使待遇相对较好的一级零部件供应商一线工人的工资也仅有整车企业一线工人工资的 80%），而国内汽车零部件行业外资企业较多，管理成本与制造成本都相对较高，因而公司有足够的动力大幅提高自制率。因此我们认为，至少在未来的 3~5 年内高度垂直整合对公司的成本控制都是有益的，但随着公司劳动力成本的提升和对核心零部件性能与质量要求的提高，公司将逐步降低低附加值的传统零部件的自制率。

◆看好电动客车的发展前景，建议 19~21 元申购

我们认为大中型客车，尤其是公交客车，将是电动汽车的一个突破口，因此我们看好公司电动客车的发展前景。我们预计公司 2011-2013 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.87/1.45/1.70，以 2010 年为基期的三年复合增速是 16.5%，但以 2011 年为基期的三年复合增速则将达到 32.3%。我们给予公司 2011 年 25 倍 PE 估值，预计上市合理价格为 21.75 元，建议申购区间为 19~21 元。

业绩预测和估值指标

年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	41,114	48,448	56,272	65,244	74,912
净利润(百万元)	3,794	2,523	2,037	3,402	3,994
每股收益	1.61	1.07	0.87	1.45	1.70
每股净资产	7.09	7.84	9.50	10.95	12.40
ROIC	15.11%	7.15%	5.60%	8.15%	8.53%
ROE	22.74%	13.67%	9.10%	13.20%	13.68%

合理申购价格	19~21 元
预计上市合理价	21.75 元
询价开始日期	6 月 9 日

分析师：

于 特(执业证书编号：S0930510120015)

联系人：

奉 玮

021-22169320

fengw@ebscn.com

发行数据

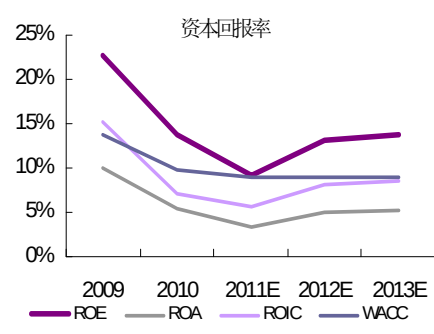
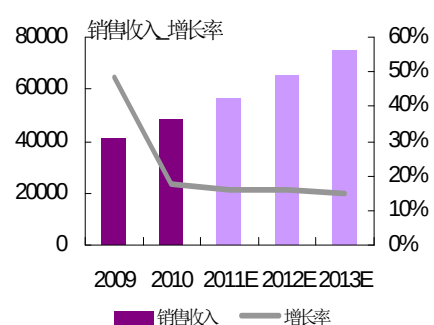
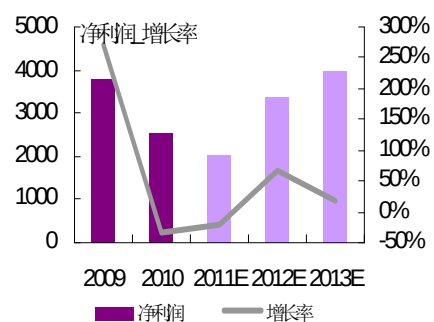
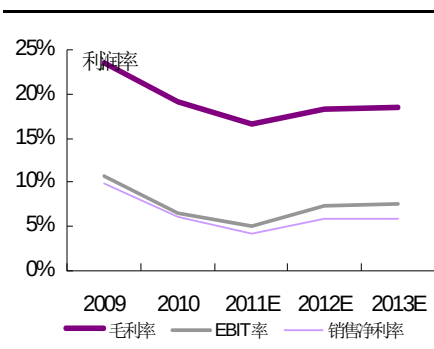
发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	79
发行后总股本(百万股)	2,275
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2011-06-21
主承销商	瑞银证券有限责任公司
主要股东	王传福
第一大股东持有比例(%)	25.08%

募股资金投向

项目名称	金额(百万元)
深圳市比亚迪锂电池有限公司锂离子电池生产项目	400
深圳汽车研发生产基地项目	1,140.35
比亚迪汽车有限公司扩大品种及汽车零部件建设项目	652.05
总金额	2,192.40

相关报告：

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	41,114	48,448	56,272	65,244	74,912
营业成本	31,480	39,174	46,897	53,291	61,048
折旧和摊销	1,763	2,249	2,598	3,125	3,646
营业税费	674	660	788	848	974
销售费用	1,488	2,176	2,363	2,414	2,697
管理费用	2,774	3,306	3,433	3,915	4,495
财务费用	269	370	651	939	1,159
公允价值变动损益	1	0	0	0	0
投资收益	17	26	27	29	31
营业利润	4,169	2,768	2,174	3,866	4,571
利润总额	4,506	3,142	2,549	4,260	5,027
少数股东损益	285	395	280	428	476
归属母公司净利润	3,793.58	2,523.41	2,036.88	3,402.47	3,993.82

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	40,446	52,963	67,537	77,533	87,488
流动资产	16,852	17,553	26,883	30,989	35,575
货币资金	2,345	1,993	8,441	9,787	11,237
交易型金融资产	1	0	0	0	0
应收账款	4,067	5,397	6,190	7,177	8,240
应收票据	5,716	2,756	3,376	3,915	4,495
其他应收款	92	239	281	326	375
存货	4,405	6,538	7,823	8,909	10,228
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	30	59	73	87	103
固定资产	14,318	17,476	24,173	30,206	35,612
无形资产	2,117	4,897	4,652	4,420	4,199
总负债	21,419	31,812	42,193	48,359	54,419
无息负债	17,765	17,760	22,040	24,784	28,014
有息负债	3,654	14,052	20,153	23,575	26,405
股东权益	19,027	21,151	25,344	29,174	33,069
股本	2,275	2,275	2,354	2,354	2,354
公积金	6,862	7,180	8,977	8,977	8,977
未分配利润	7,594	9,049	11,086	14,488	17,908
少数股东权益	2,345	2,691	2,971	3,398	3,874

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	11,981	3,139	7,308	7,849	9,337
净利润	3,794	2,523	2,037	3,402	3,994
折旧摊销	1,763	2,249	2,598	3,125	3,646
净营运资金增加	-4,148	2,934	-224	1,362	1,356
其他	10,574	-4,567	2,897	-42	341
投资活动产生现金流	-7,143	-12,672	-8,186	-8,986	-8,985
净资本支出	7,271	13,143	8,199	9,000	9,000
长期投资变化	30	59	-14	-15	-16
其他资产变化	-14,444	-25,874	-16,371	-17,971	-17,969
融资活动现金流	-4,245	9,178	7,326	2,483	1,097
股本变化	225	0	79	0	0
债务净变化	-5,509	10,399	6,101	3,422	2,830
无息负债变化	7,733	-5	4,280	2,744	3,230
净现金流	611	-332	6,448	1,346	1,450

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	48.28%	17.84%	16.15%	15.94%	14.82%
净利润增长率	271.46%	-33.48%	-19.28%	67.04%	17.38%
EBITDA 增长率	104.84%	-13.28%	0.66%	46.42%	18.26%
EBIT 增长率	166.61%	-29.59%	-10.08%	70.69%	19.30%
盈利能力 (%)					
毛利率	23.43%	19.14%	16.66%	18.32%	18.51%
EBITDA 率	15.04%	11.07%	9.59%	12.11%	12.47%
EBIT 率	10.75%	6.42%	4.97%	7.32%	7.61%
税前净利润率	10.96%	6.49%	4.53%	6.53%	6.71%
税后净利润率 (归属母公司)	9.23%	5.21%	3.62%	5.21%	5.33%
ROA	10.08%	5.51%	3.43%	4.94%	5.11%
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.74%	13.67%	9.10%	13.20%	13.68%
经营性 ROIC	15.11%	7.15%	5.60%	8.15%	8.53%
偿债能力					
流动比率	0.93	0.63	0.71	0.70	0.71
速动比率	68.82%	39.67%	49.99%	49.85%	50.34%
归属母公司权益/有息债务	4.57	1.31	1.11	1.09	1.11
有形资产/有息债务	10.31	3.33	3.11	3.10	3.15
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	1.61	1.07	0.87	1.45	1.70
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.24	0.28
每股经营现金流	5.09	1.33	3.10	3.33	3.97
每股自由现金流(FCFF)	1.24	-4.64	-1.21	-1.25	-0.70
每股净资产	7.09	7.84	9.50	10.95	12.40
每股销售收入	17.46	20.58	23.90	27.72	31.82

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。