

新材料研究小组 分析师：何卫江

执业证书编号：S0730511050001

hewj@ccnew.com

研究支持：牟国洪 mough@ccnew.com

致力于提供新能源综合解决方案

——比亚迪（002594）新股分析报告

研究报告-新股分析报告

合理价值区间：16.80-19.32 元

发布日期：2011 年 06 月 23 日

发行数据

发行价(元)	18.00
发行数量(万股)	7900
发行方式	网下配售 网上资金申购
发行日期	2011 年 06 月 21 日
上市日期	-

基础数据(2010-12-31)

每股净资产(元)	8.11
每股经营现金流(元)	1.38
毛利率(%)	19.14
净资产收益率-摊薄(%)	13.67
资产负债率	60.06
发行后总股本(万股)	235410
B 股/H 股(万股)	0/79310

联系人：周楷翔

电话：021-50588666-8031

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

报告关键要素：

比亚迪(002594)在中小板发行上市。募集资金投向深圳市比亚迪锂电池有限公司锂离子电池生产项目、深圳汽车研发生产基地项目和比亚迪汽车有限公司扩大品种及汽车零部件建设项目，项目投资总额为 53.8 亿元，其中募集资金投资总额 21.9 亿元。在 2010 年全球最具创新力企业中公司排名第八、国内第一。

投资要点：

- **公司致力于提供新能源综合解决方案。**公司主要从事二次充电电池、手机部件及组装，以及包含传统燃油汽车和新能源汽车在内的汽车业务，同时利用技术优势积极拓展新能源产品领域的相关业务。
- **公司下游行业覆盖领域广。**二次充电电池中的锂离子电池广泛用于手机、数码相机等，镍电池在电动工具等领域仍具优势；国内自主品牌轿车进入快速发展期，面对高油价与节能减排压力，发展新能源汽车势在必行，锂动力电池逐渐成为首选动力，市场空间巨大。
- **公司竞争优势：**公司在二次充电电池、手机部件及组装和汽车三大业务方面具备高度垂直整合优势；突出创新使公司在 2010 年全球最具创新力企业中排名第八、国内第一；手机用锂电池市场占比国内第一，自主轿车国内第六，逐步确立了在新能源汽车中的领先地位。
- **募集项目分析：**公司本次公开发行股票 7900 万股，募集资金投向深圳市比亚迪锂电池有限公司锂离子电池生产项目、深圳汽车研发生产基地项目和比亚迪汽车有限公司扩大品种及汽车零部件建设项目，项目投资总额为 53.8 亿元。
- **盈利预测与公司估值：**预测公司 2011、2012 年每股收益分别为 0.84 元和 1.03 元，建议给予公司 2011 年 20-23 倍的市盈率，对应合理股价区间为 16.80-19.32 元。
- **风险提示：**公司主要风险包括汽车行业整体下滑、新能源汽车市场的不确定性和市场过度竞争。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	41113.91	48448.42	54646.84	62208.67	72615.55
增长比率(%)	48.28	17.84	12.79	13.84	16.73
净利润(百万元)	3793.58	2523.41	1949.89	2368.79	2816.69
增长比率(%)	271.46	-33.48	-22.73	21.48	18.91
每股收益(元)	1.67	1.11	0.84	1.03	1.22

目 录

1. 公司简介	5
2. 行业分析	6
2.1 二次充电市场	6
2.1.1 锂二次电池成为主流	6
2.1.2 行业格局：中日韩三分天下	8
2.2 手机部件及组装行业	8
2.3 汽车行业：产销全球第一 新能源汽车发展成共识	9
3. 公司经营分析	11
3.1 致力于全球领先的新能源综合解决方案提供商	11
3.2 经营分析	11
3.2.1 二次充电电池业务	13
3.2.2 手机部件及组装业务	15
3.2.3 汽车业务	16
3.3 高度垂直整合优势	18
3.4 突出创新与技术优势成就公司行业地位	19
3.5 新能源汽车领域具备先发优势	20
3.6 领先的新能源综合解决方案提供商	21
4. 募集资金项目分析	21
5. 盈利预测	23
6. 风险提示	24
行业投资评级	25
重要声明	25
免责条款	25
转载条款	25

图表目录

图表 1: 上市前公司股权结构及控股子公司	5
图表 2: 公司发行前后股本结构对比	6
图表 3: 2001-2020 年全球二次电池市场规模(按应用领域)	6
图表 4: 2005-2020 年全球二次电池市场规模(按电池类别)	7
图表 5: 近三年锂离子电池应用分布	7
图表 6: 2009 年全球镍电池用途分布	7
图表 7: 全球二次充电电池市场销售额统计及预测	8
图表 8: 全球二次电池市场格局	8
图表 9: 全球锂电池市场格局	8
图表 10: 2007-2014 全球手机销量及预测	9
图表 11: 2010 年全球手机销售收入分布	9
图表 12: 我国汽车产销量及同比增速	9
图表 13: 2011 年我国汽车产销量及同比增速	10
图表 14: 我国自主品牌轿车销量及市场占比	10
图表 15: 公司主营业务、产品分类与应用图示	11
图表 16: 公司近三年盈利、经营情况及同类公司对比	12
图表 17: 2008-2010 年公司营业收入、利润及同比增速	12
图表 18: 2008-2010 年公司综合毛利率	12
图表 19: 公司三项费用占比对比	12
图表 20: 2008-2010 年公司不同业务营收构成	12
图表 21: 2008-2010 年不同业务毛利率	13
图表 22: 2008-2010 年公司不同区域营收构成	13
图表 23: 2008-2010 年公司二次充电电池营收	13
图表 24: 2008-2010 年公司二次充电电池营收组成	13
图表 25: 2008-2010 年公司二次充电电池产能与销量	14
图表 26: 2008-2010 年公司锂电池和镍电池销量	14
图表 27: 2008-2010 年公司二次充电电池业务毛利率对比及销售价格	14
图表 28: 2008-2010 年公司手机部件及组装营收	15
图表 29: 2008-2010 年公司手机部件及组装营收组成	15
图表 30: 2008-2010 年公司手机部件及组装分类产品产能	15
图表 31: 2008-2010 年公司手机部件及组装分类产品销量	15
图表 32: 2008-2010 年公司手机部件及组装业务毛利率对比及销售价格	16
图表 33: 2008-2010 年公司汽车业务营收及增速	16
图表 34: 2008-2010 年公司汽车业务毛利率	16
图表 35: 2008-2010 年公司汽车业务营收组成	16
图表 36: 2008-2010 年公司汽车业务总产能与产量	16
图表 37: 2008-2010 年主要车型销量统计	17
图表 38: 2008-2010 年主要车型平均销售价格	17

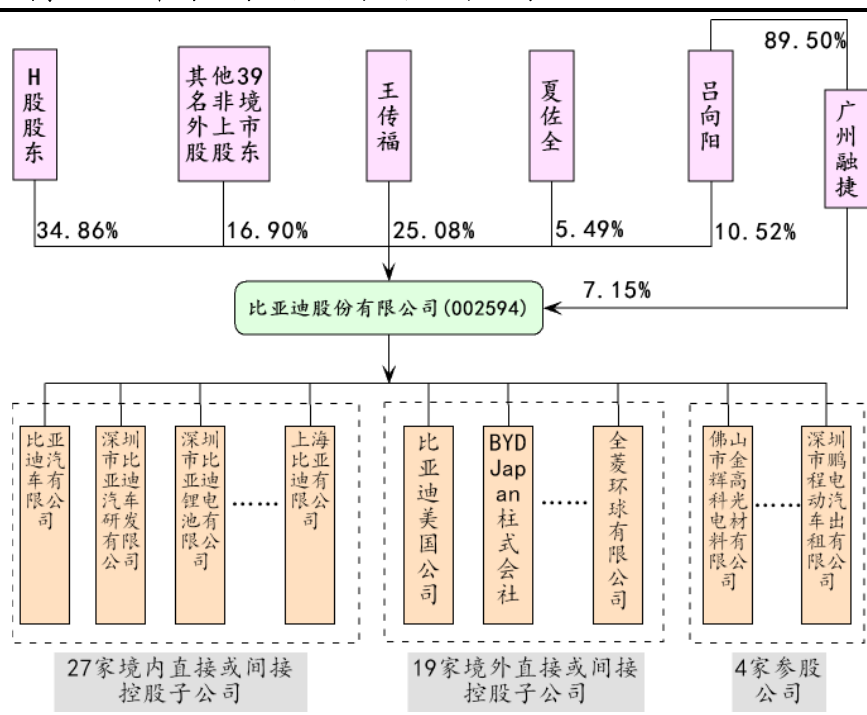
图表 39: 按车型区分的销售网络	17
图表 40: 退网经销商按地区分布统计	17
图表 41: 退网经销商按销售网络统计	17
图表 42: 2010 年经销商退网原因统计	18
图表 43: 近三年经销商退网销量及占比	18
图表 44: 2010-2011 年公司月度汽车销量对比	18
图表 45: 2010 年全球手机用锂电池市场占比	19
图表 46: 公司、全国轿车销量对比及同比增速	20
图表 47: 公司轿车市场占比	20
图表 48: 公司新能源汽车主要技术指标	20
图表 49: 公司新能源汽车销量统计	20
图表 51: 公司锂离子电池募投前后产能对比	22
图表 52: 锂电力电池容量预测及增速	22
图表 53: 公司深圳基地轿车募投前后产能对比	22
图表 54: 公司西安基地轿车募投前后产能对比	22
图表 55: 比亚迪股份 H 股换算	23
图表 56: 可比公司估值	23
图表 57: 公司盈利预测	24

1. 公司简介

公司前身比亚迪实业有限责任公司成立于1995年1月，成立时注册资本为450万元，于2002年6月变更为比亚迪股份有限公司，并于同年7月31日在香港联交所主板上市，股票简称为“比亚迪股份”，代码为“01211”。公司目前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和新能源汽车在内的汽车业务，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。公司在工信部公布的2010年电子信息百强企业中排名第8位，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，同时已逐步确立全球新能源汽车领域的领先地位。2010年，公司实现营业收入484.48亿元，同比增长17.84%；实现净利润25.23亿元，同比下降33.48%。

上市前，王传福直接持有公司25.08%的股权，且对本公司股东大会决议、董事会决议产生重大影响及实际支配公司行为的权利，为公司实际控制人。

图表 1：上市前公司股权结构及控股子公司



资料来源：公司招股说明书，中原证券

由于本公司发行前已在H股上市，H股数量为79310万股，发行前非境外上市股（A股）与H股合计为227510万股，本次拟发行不超过7900万股A股股票，按发行数量7900万股计算，占公司发行后总股本的3.36%。

图表 2: 公司发行前后股本结构对比

股份类别	发行前		发行后	
	数量(万股)	比例(%)	数量(万股)	比例(%)
一、非境外上市股/A 股	148200	65.14	156100	66.31
其中: 本次发行 A 股	0	0	7900	3.36
二、H 股	79310	34.86	79310	33.69
股本合计	227510	100	235410	100

资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

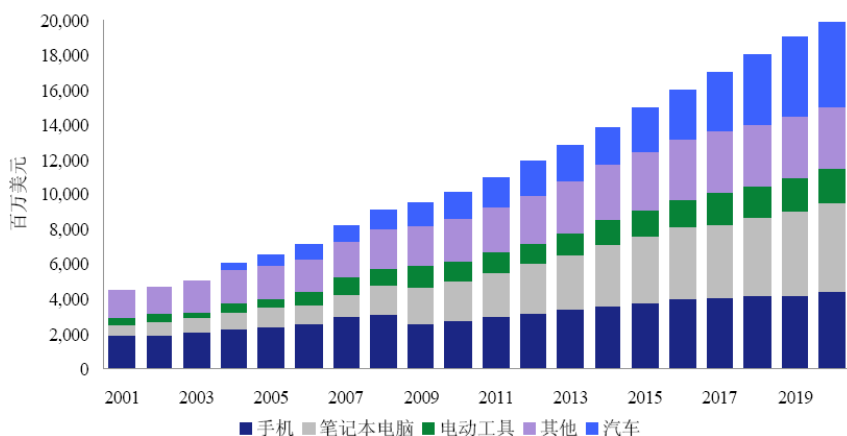
2. 行业分析

2.1 二次充电市场

2.1.1 锂二次电池成为主流

二次充电电池根据电极材料与工作原理不同, 主要包括铅酸电池、镍镉电池、镍氢电池和锂离子电池四大类。目前, 手机、笔记本电脑、电动工具等产品成为二次电池应用最广泛的领域。其中锂离子电池广泛用于手机、笔记本电脑、数码相机等产品; 镍电池广泛用于电动工具、电动玩具等产品。近年来, 全球二次充电电池市场总体呈现稳定增长态势, 从应用领域看, 目前手机和笔记本电脑所占规模最大。

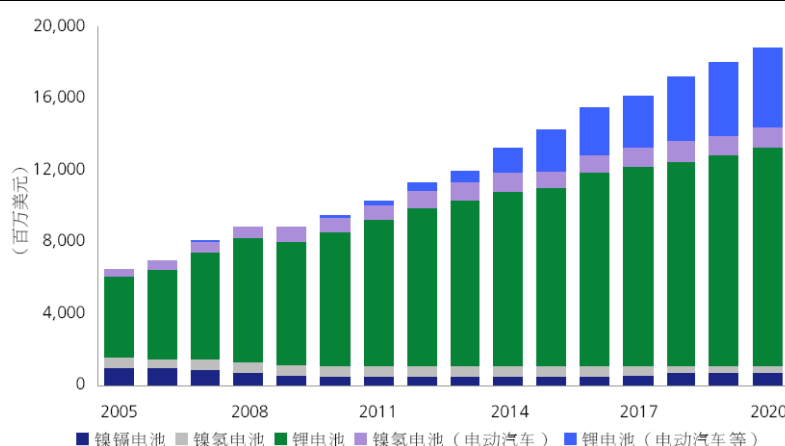
图表 3: 2001-2020 年全球二次电池市场规模(按应用领域)



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

从二次电池发展历史看, 镍镉电池于1956年开始商品化, 1993年应用普及成为市场主流; 随着1990年镍氢电池和1992年锂离子电池的相继问世, 二次电池逐步进入多样化发展阶段。目前锂离子电池逐渐成为市场主流, 逐步占据镍镉、镍氢等二次电池的市场。但由于不同类别二次电池在性能、技术特点和成本价格方面各具优缺点, 其性能差异使镍镉、镍氢电池不可能完全被替代, 如镍镉电池在锂电池快速发展后依然保持一定的市场规模。

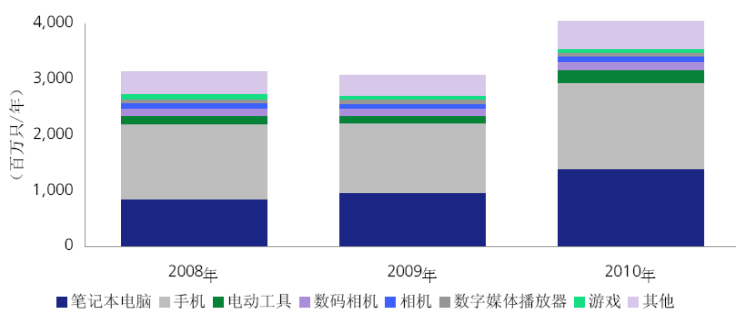
图表 4: 2005-2020 年全球二次电池市场规模(按电池类别)



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

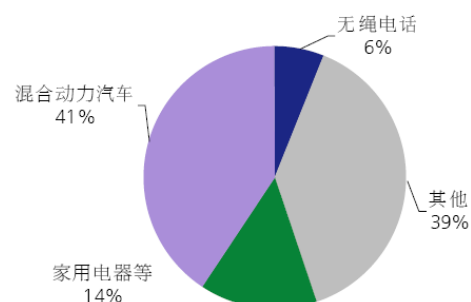
2010年, 全球锂离子电池出货总量为38.84亿只, 同比增长26.65%, 预计2011年可达44亿只, 同比增长13.4%。从锂离子电池应用领域看, 目前90%以上的锂电池主要应用于手机、笔记本电脑、电动工具、数码相机等便携装置中。对镍电池而言, 混合动力汽车和电动工具是其主要应用领域, 2009年, 混合动力汽车用量占比达41%。

图表 5: 近三年锂离子电池应用分布



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

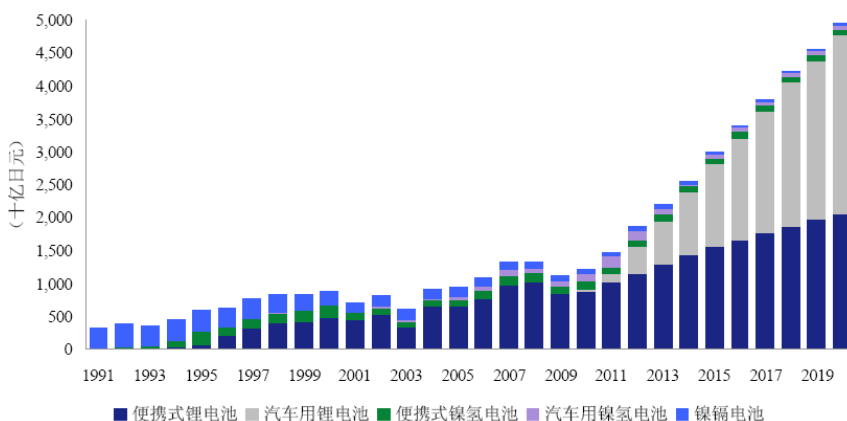
图表 6: 2009 年全球镍电池用途分布



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

总之, 全球二次电池市场将继续保持稳定增长。其中, 锂离子电池在手机、数码等便携装置中的需求仍将快速增长, 且在新能源汽车动力电池领域的市场份额逐渐扩大; 镍镉、镍氢电池因能量密度较低, 市场占比将逐步降低, 但镍氢电池在混合动力汽车领域仍具有一定竞争力。

图表 7: 全球二次充电电池市场销售额统计及预测

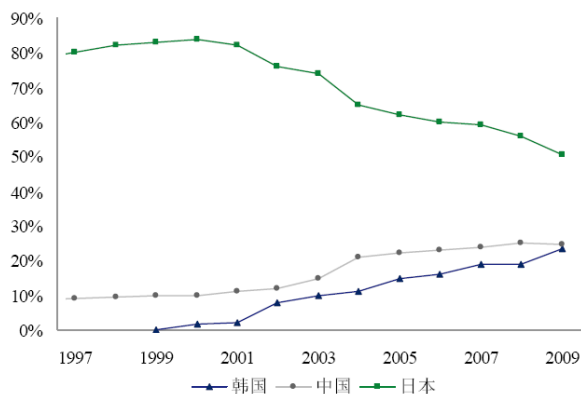


资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

2.1.2 行业格局: 中日韩三分天下

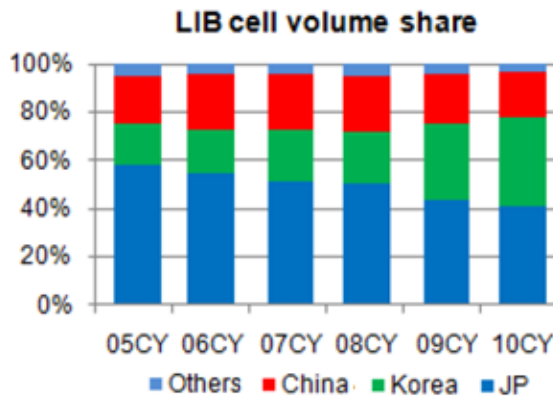
目前, 二次充电电池生产国主要为中国、日本和韩国, 其中日本市场份额逐步下降, 公司主要包括日本的三洋、索尼、松下以及韩国的三星、LG等。具体至锂电池市场看, 同样呈现中国、日本、韩国三分天下的市场格局, 其中国内市场除本公司外, 主要还包括比克、天津力神和东莞新能源。

图表 8: 全球二次电池市场格局



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表 9: 全球锂电池市场格局



资料来源: IIT, 中原证券

2.2 手机部件及组装行业

手机部件市场需求主要取决于全球手机销量的增长, 而组装业务同时还与手机品牌厂商外包加工制造手机的规模有关。2010年全球经济回暖, 全球手机销量为15.96亿只, 同比增长31.79%, 手机保有量超过50亿只。手机品牌厂商一般将一定比例的手机及制造采用EMS、ODM的方式进行外包。鉴于亚洲地区的研发与制造成本较低, 近年众多国际手机品牌厂商将生产、采购与物流基地转移至亚洲。同时, 亚洲市场消费需求的增加也是转移的重要原因, 2010年亚太地区(包括日本)手机设备销售总量为7.90亿台, 销售总额

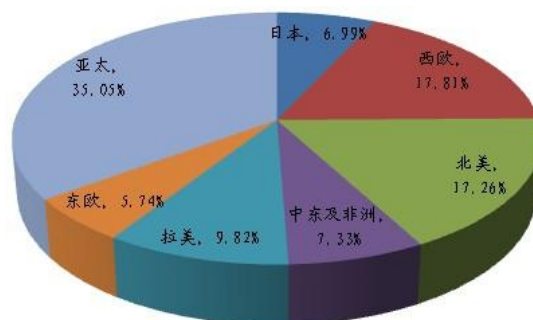
约852亿美元，全球占比达42.04%。

图表 10: 2007-2014 全球手机销量及预测



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表 11: 2010 年全球手机销售收入分布



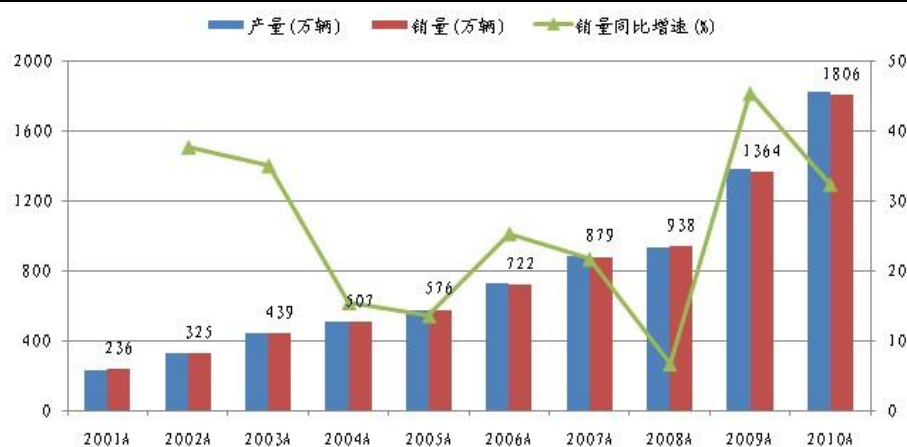
资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

消费者不断追求设计新颖与外观时尚的手机, 智能化也是手机发展的重要方向。2010年, 全球智能手机出货2.97亿只, 同比增长72%, 占手机出货总量的19%。为此, 手机外形的微型化、部件材料的多样化、功能的多元化成为手机部件的技术发展趋势, 要求手机部件及组装服务供应商具备垂直整合的能力以适应市场的快速变化。

2.3 汽车行业: 产销全球第一 新能源汽车发展成共识

我国汽车工业发展始于20世纪50年代, 经历了初步形成、茁壮成长和全面发展三个阶段。随着我国经济增强、道路设施的完善, 国内汽车市场保持高速增长。从日本、韩国等汽车销量历史看, 人均GDP达到3000美元时, 汽车消费进入普及阶段。2008年, 我国人均GDP为3456美元, 汽车产销进入高速增长期。2008-2010年, 我国汽车销量复合增长率为38.77%, 2010年, 我国汽车产销双双超过1800万辆, 分别达到1826.47万辆和1806.19万辆, 同比增速分别为32.44%和32.37%, 产销量位居全球第一。

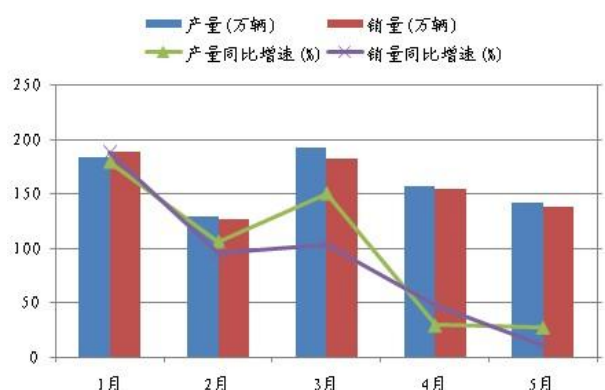
图表 12: 我国汽车产销量及同比增速



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

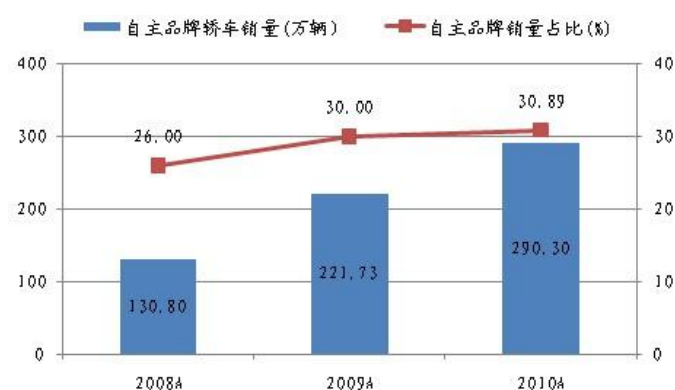
随着国家购置税优惠政策的退出、北京等城市治堵限购政策的出台与实施、油耗准入政策实施以及高油价等多重因素影响，国内汽车产业产销增速明显放缓。2011年月度汽车产销数据显示，4月和5月份产销量同比下降，且下滑幅度明显加大，这也是金融危机以来我国汽车产业首次出现负增长。

图表 13: 2011 年我国汽车产销量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图表 14: 我国自主品牌轿车销量及市场占比



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

汽车领域中的轿车市场最初被以美国、德国和日本为代表的合资企业所垄断。随着比亚迪、奇瑞、吉利等国内自主品牌轿车的逐步崛起，国内自主品牌轿车市场占比由2008年的26.0%提升至2010年的30.89%，我国轿车行业也进入一个新的竞争格局。

2008年以来，面对金融危机、日益高涨的油价、日益严峻的节能减排压力以及有限的一次性石化资源，大力发展新能源汽车逐步成为世界各国工业竞争的一个新焦点。在此过程中，电动汽车逐渐成为新能源汽车的代表，并成为世界主要汽车制造强国政府确定的未来战略产业方向。为抢占市场先机，我国相继出台系列政策对其给力支持，如国务院明确将新能源汽车作为我国七大战略新兴产业之一；即将出台的《节能与新能源汽车产业规划(2010-2020年)》明确提出两步走战略：2010年，新能源汽车保有量达到50万辆以上，初步实现产业化；2020年，新能源汽车累计产销量达到500万辆；在产业布局层次，提出培育形成1-2家新能源汽车产销规模超过100万辆的汽车企业集团，3-5家新能源汽车产销规模超过50万辆的汽车企业集团。同时，2009年通过了《关于开展节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知》，从财政补贴、税收减免等方面对节能与新能源汽车给予大力支持。

在新能源汽车动力电池中，应用锂动力电池的新能源汽车逐步受到业界认同。特别地，2010年底，配置锂动力的日产聆风纯电动汽车和通用Chevy Volt混合动力汽车上市引起了业界的轰动。

3. 公司经营分析

3.1 致力于全球领先的新能源综合解决方案提供商

公司最早从事镍电池的研发、生产与销售，并于1997年开始进军锂离子电池行业，随后相继成为摩托罗拉和诺基亚在国内的第一供应商，同时逐步向手机部件及组装业务拓展。2003年，公司通过收购西安秦川汽车有限责任公司，成立比亚迪汽车有限公司开始跨入汽车领域，主要生产家庭和商务轿车。目前公司已形成二次充电电池、手机部件及组装和汽车三大业务的发展格局，其中在二次充电电池领域，公司于2010年进入太阳能电池领域；在汽车业务方面，公司积极进军新能源汽车市场，并于2008年12月推出了全球首款不依赖专业充电站的双模汽车F3DM。公司正致力于成为全球领先的新能源综合解决方案提供商。

图表 15: 公司主营业务、产品分类与应用图示

主营业务	产品分类	应用领域	产品图示
二次充电 电池业务	锂离子电池 镍电池	手机、笔记本电脑、数码相机等 电动工具、游戏机、应急灯等	
	太阳能电池片 及组件	发电、储能及配件	
手机部件 及组装业 务	手机外壳 手机键盘 液晶显示模组 手机整机组装	手机部件与组装	
汽车业务	汽车整车	家庭、商务及公务用小型 交通工具	
	汽车零部件	汽车配套零部件	

资料来源：公司招股说明书，中原证券

3.2 经营分析

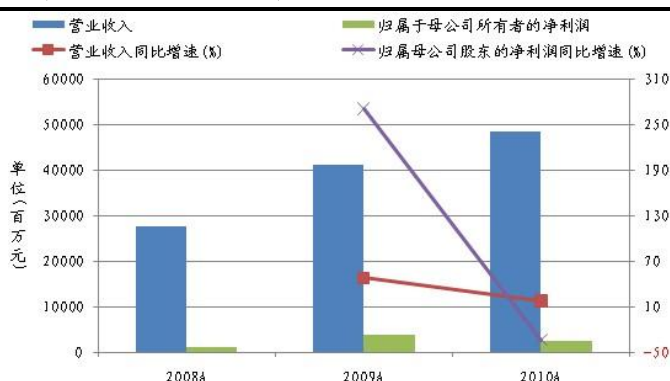
公司2009年和2010年营业收入同比增长分别为48.28%和17.84%，净利润同比增速分别为271.46%和-33.48%。公司2010年营业收入增幅回落的主要原因是汽车业务增速由2009年140.49%的下降至2010年的1.56%，而汽车业务增速放缓是由于本年度公司相对低价车型的销售比重上升，且公司加大了销售折让和促销力度。2010年公司净利润同比下降33.48%，其主要原因是市场竞争激烈导致公司各子业务毛利率均下降，公司综合毛利率同比下降4.01个百分点所致。

图表 16: 公司近三年盈利、经营情况及同类公司对比

	2008A	2009A	2010A	上海汽车 (2010A)
营业收入 (百万元)	27727.21	41113.91	48448.42	312485.49
净利润 (百万元)	1021.25	3793.58	2523.41	13728.52
净资产收益率-平均 (%)	9.29	27.13	14.36	25.28
资产负债率 (%)	59.00	52.96	60.06	64.28
综合毛利率 (%)	19.46	21.79	17.78	19.39
销售净利率 (%)	4.60	9.92	6.02	7.31
期间费用率 (%)	15.36	11.02	12.08	10.53
存货周转率 (次)	3.67	5.27	6.85	19.03
应收账款周转率 (次)	4.83	5.17	5.28	82.79

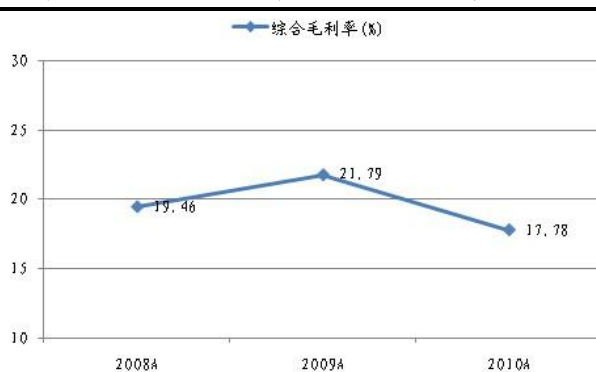
资料来源: 公司招股说明书, Wind, 中原证券

图表 17: 2008-2010 年公司营业收入、利润及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

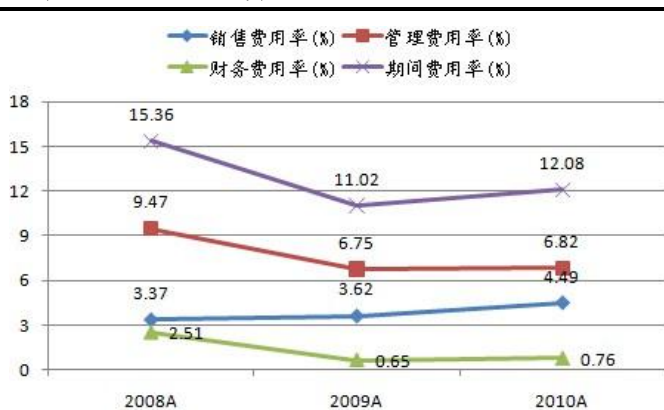
图表 18: 2008-2010 年公司综合毛利率



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

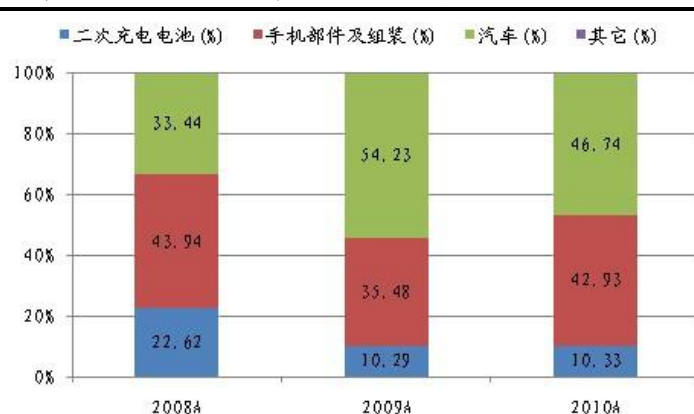
2010 年, 公司期间费用同比上升 1.06 个百分点, 其主要原因是公司提高了汽车业务的广告展览费、运输费等导致销售费用同比增长 0.97 个百分点; 而财务费用占比上升 0.12 个百分点是由于公司负债率提升导致利息支出增加 1 亿元以及人民币升值使得汇兑损失增加 0.82 亿元所致。

图表 19: 公司三项费用占比对比



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

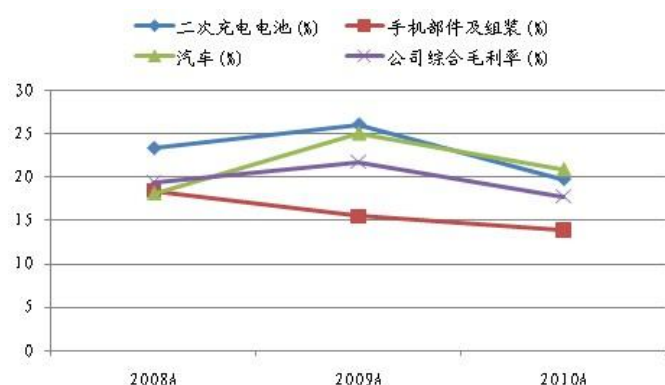
图表 20: 2008-2010 年公司不同业务营收构成



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

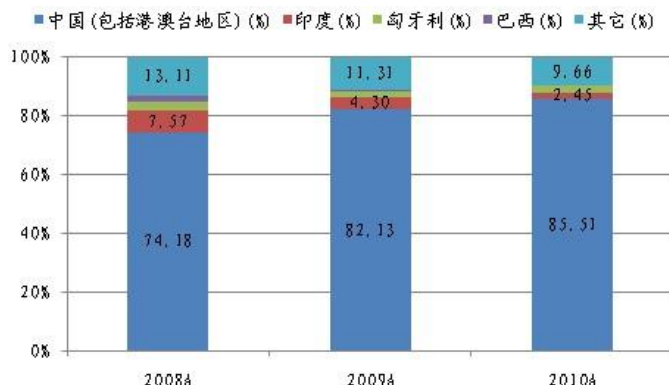
从公司营收组成看，二次充电电池、手机部件及组装和汽车业务为公司主营业务，其中手机部件及组装和汽车业务比重较大，2010年营收占比分别为46.74%和42.93%，汽车业务营收占比下降较大。从毛利率看，2009年公司综合毛利率上升主因是汽车业务发展迅速且分部业务毛利率高。

图表 21：2008-2010 年不同业务毛利率



资料来源：公司招股说明书，中原证券

图表 22：2008-2010 年公司不同区域营收构成



资料来源：公司招股说明书，中原证券

从区域贡献看，公司营收以国内为主，占比由2008年的84.18%上升至2010年的85.51%，其主要原因是以国内销售为主的汽车业务快速增长，同时公司根据主要客户需求在印度和匈牙利建有工厂，以满足客户当地采购需求。

3.2.1 二次充电电池业务

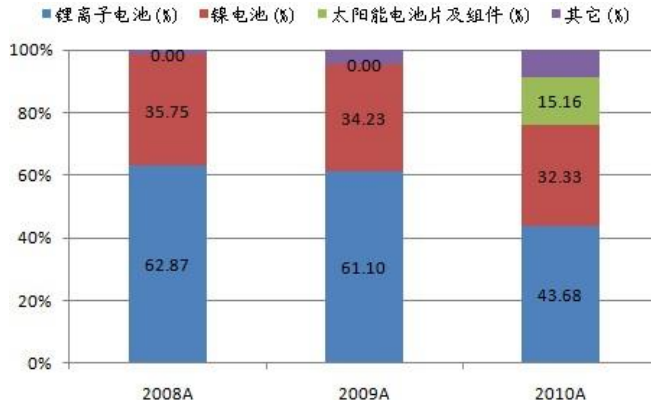
2009年，公司二次充电电池营收大幅下降32.53%，其主要原因是受全球经济危机影响，北美及欧洲等地手机市场大幅萎缩，而公司锂离子电池主要应用领域为手机。2010年该业务营收为50.04亿元，同比增长18.28%，其主要原因是公司本年推出太阳能电池片及组件相关产品，其营收占比达15.16%，为二次充电电池带来新的业务增长点。

图表 23：2008-2010 年公司二次充电电池营收



资料来源：公司招股说明书，中原证券

图表 24：2008-2010 年公司二次充电电池营收组成

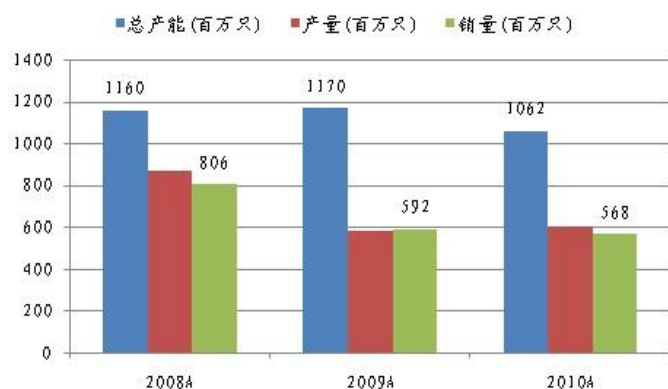


资料来源：公司招股说明书，中原证券

公司二次充电电池产品包括锂离子电池、镍电池和太阳能电池片及组件。其中，锂离子电池主要客户为诺基亚、三星、摩托罗拉、华为等手机领导厂商，由于公司主要客户市场份额下降，且公司锂电池所配对型号手机销量不佳，从而导致公司锂离子电池营收占比由2008年的62.87%下降至2010年的43.68%。受惠于太阳能电池片显著的竞争优势和能源危机下强劲的市场需求，太阳能电池片及组件2010年实现营收7.59亿元。

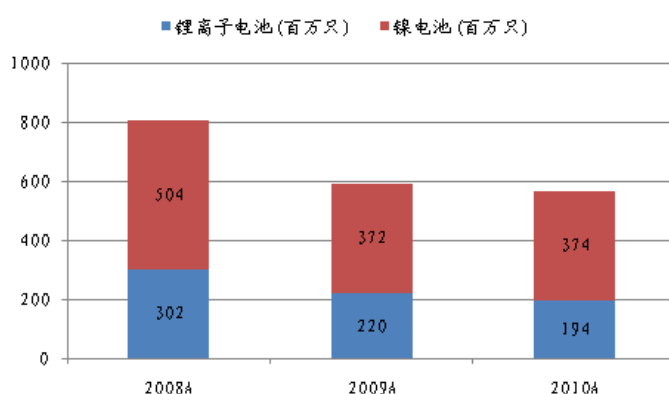
从公司总产能看，近三年基本维持在11亿只左右，其中，镍电池销量占比大于锂离子电池，而2009年镍电池市销量下降是由于其在电动工具等领域的市场逐渐被锂电池替代，全球镍电池市场份额下降所致。

图表 25: 2008-2010 年公司二次充电电池产能与销量



资料来源：公司招股说明书，中原证券

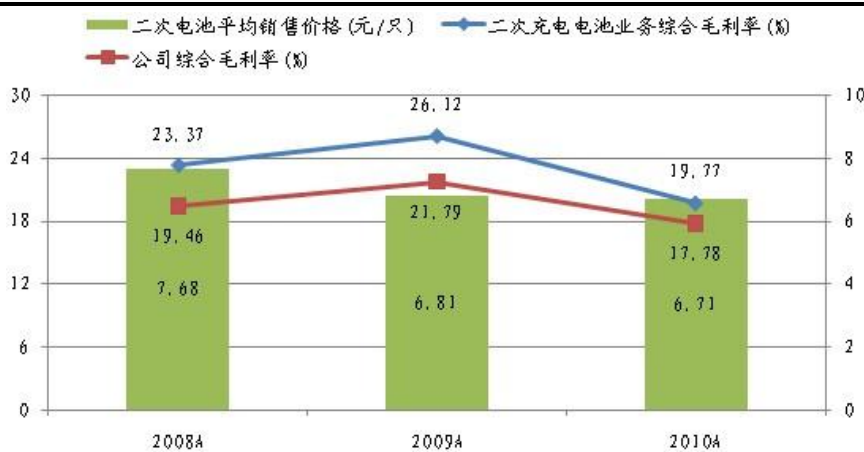
图表 26: 2008-2010 年公司锂电池和镍电池销量



资料来源：公司招股说明书，中原证券

2010年，二次充电电池业务毛利率下降是由于公司业务产品结构调整，毛利率水平较低的产品营收增加，同时镍电池原材料价格同比上涨及平均价格下降综合所致。

图表 27: 2008-2010 公司二次充电电池业务毛利率对比及销售价格



注：2010 年平均销售价格统计不含太阳能电池片及组件

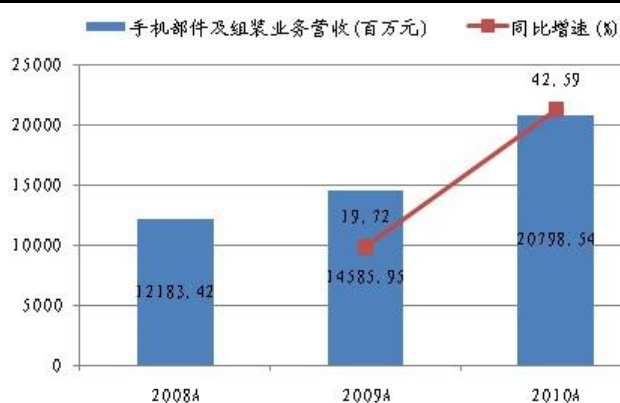
资料来源：公司招股说明书，中原证券

3.2.2 手机部件及组装业务

2009年、2010年公司手机部件及组装业务营收同比分别增长19.72%和42.59%，其主要原因是主要手机厂商将生产基地向亚洲转移，而公司具有一站式垂直整合的业务模式优势，加强了全球主要手机厂商的合作及新客户开拓力度，从而业务规模大幅增加。

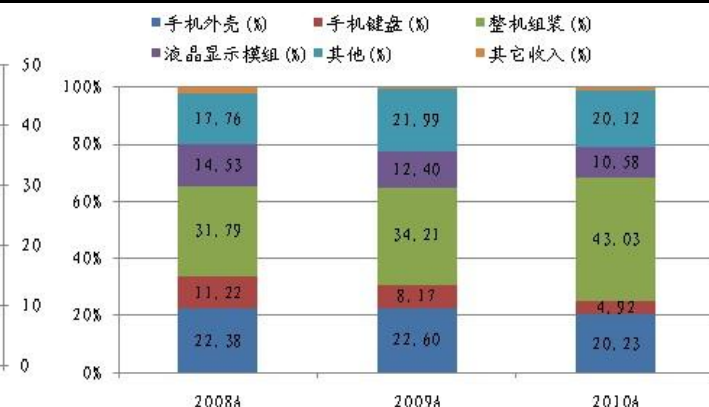
该业务主要产品包括手机外壳、手机键盘、整机组装及液晶显示模组，其中整机组装、手机外壳和液晶显示模组营收占比大。公司组装业务占比由2008年的31.79%上升至2010年的43.03%，主要是受益于产业转移和公司的一站式垂直整合优势。

图表 28: 2008-2010 年公司手机部件及组装营收



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

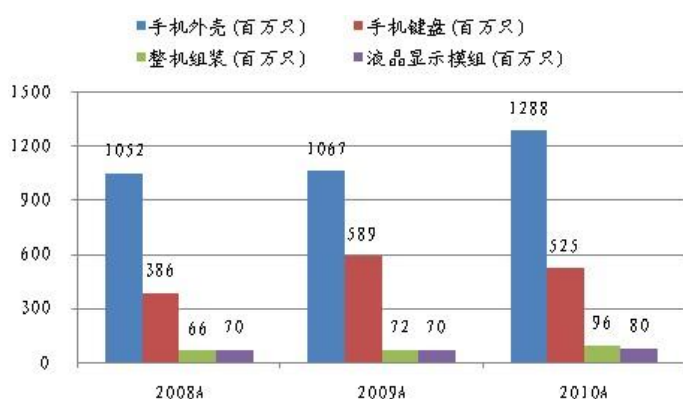
图表 29: 2008-2010 年公司手机部件及组装营收组成



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

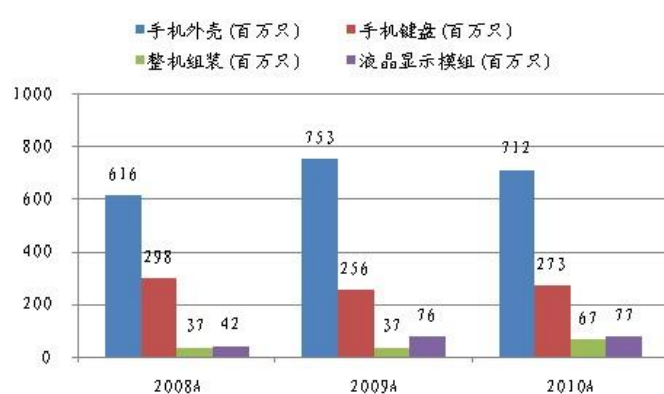
从手机部件及组装业分类产品的产能和效率看，各产品除液晶显示模组外，其余产品产能均相对充足。从销量看，整机组装产品2010年增幅明显，同比增长81.08%。

图表 30: 2008-2010 年公司手机部件及组装分类产品产能



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

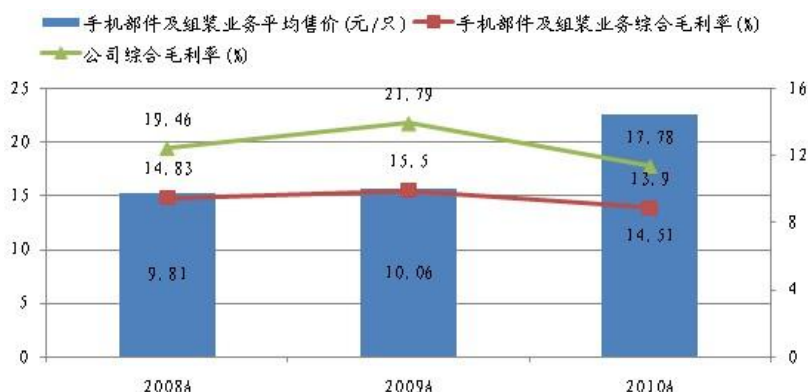
图表 31: 2008-2010 年公司手机部件及组装分类产品销量



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

2010年，手机部件及组装业务毛利率下降近1个百分点，主要原因是组装业务营收大幅增加，但其毛利率相对较低。2010年平均销售价格上升同样是由于组装业务比重加大，其对应的销售价格较高所致。

图表 32: 2008-2010 公司手机部件及组装业务毛利率对比及销售价格

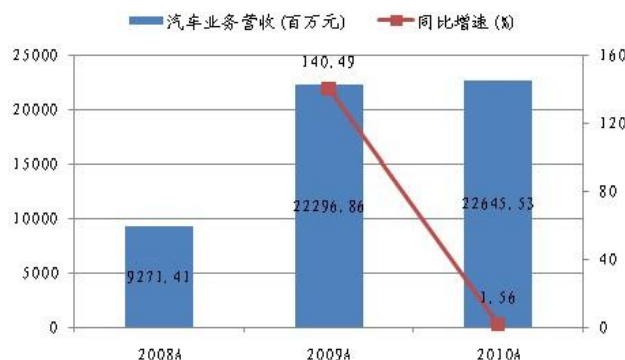


资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

3.2.3 汽车业务

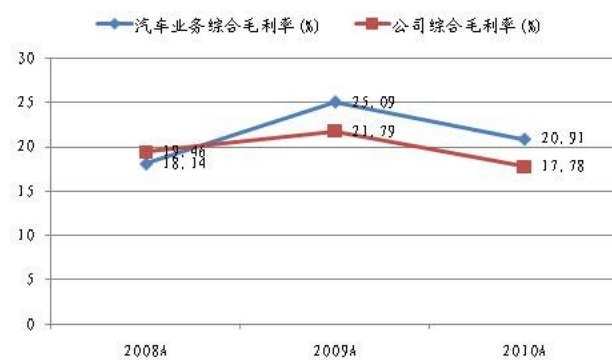
2009年、2010年公司汽车业务营收为222.97亿元和226.45亿元, 同比增速分别为140.49%和1.56%。公司2009年营收大幅增长是汽车销量大幅增长; 2010年营收增速下降是销量增速放缓和公司低价轿车销售比例上升。2010年汽车业务毛利率同比下降4.18个百分点, 其主要原因是汽车销售结构变化、加大了销售折让力度。

图表 33: 2008-2010 年公司汽车业务营收及增速



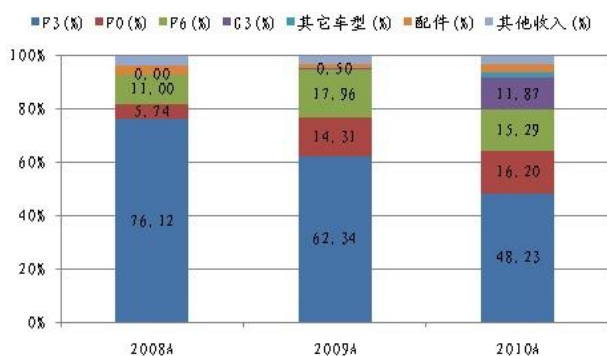
资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表 34: 2008-2010 年公司汽车业务毛利率



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表 35: 2008-2010 年公司汽车业务营收组成



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

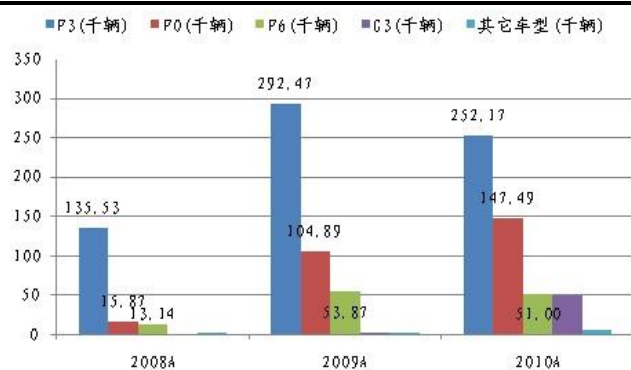
图表 36: 2008-2010 年公司汽车业务总产能与产量



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

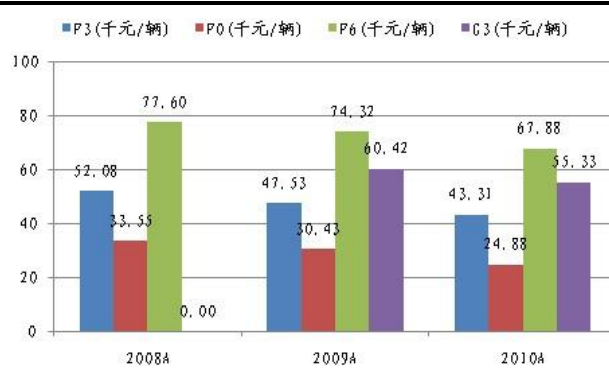
公司汽车业务分为整车与配件两类，整车销售营收占比均高于90%，2010年为93.68%。其中，F3、F0、F6车型销售比重较大。从汽车总产能与产量看，2009年因销售业绩大幅增加，产能利用率高达97.54%。具体车型看，F3和F0车型因其高性价比导致销量大幅增加，但随着规模效益逐步显现和促进产品销售，各类车型销售价格均逐步下降。

图表 37：2008-2010 年主要车型销量统计



资料来源：公司招股说明书，中原证券

图表 38：2008-2010 年主要车型平均销售价格



资料来源：公司招股说明书，中原证券

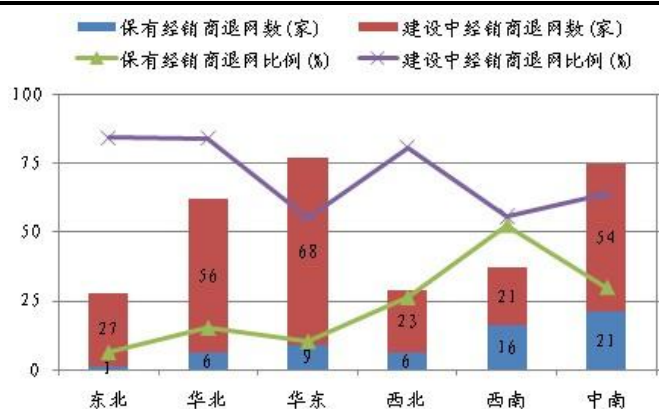
公司汽车业务总体采用分网销售模式，不同网络销售不同的车型，对于国内销售采取以授权销售服务店为主的模式，出口业务以授权独立经销商为主。国内销售商网络分为保有经销商和建设经销商两类，2010年底，全国共有1053家2S或4S授权销售服务店，同比增长3.3%，其中保有经销商607家，建设经销商446家；全年新增经销商342家，退网经销商308家。

图表 39：按车型区分的销售网络

销售网络	车 型	销售网络	车 型
A1	F6、F3	A3	G3、F3R、E6 (尚未通过经销商销售)
A2	F0、F3R、S8、L3	A4	M6

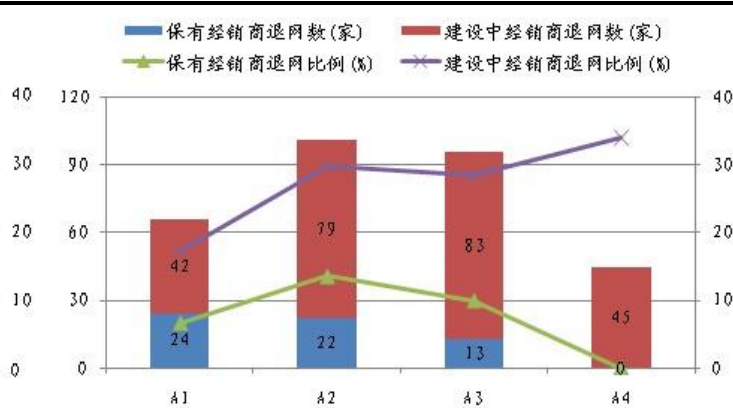
资料来源：公司招股说明书，中原证券

图表 40：退网经销商按地区分布统计



资料来源：公司招股说明书，中原证券

图表 41：退网经销商按销售网络统计

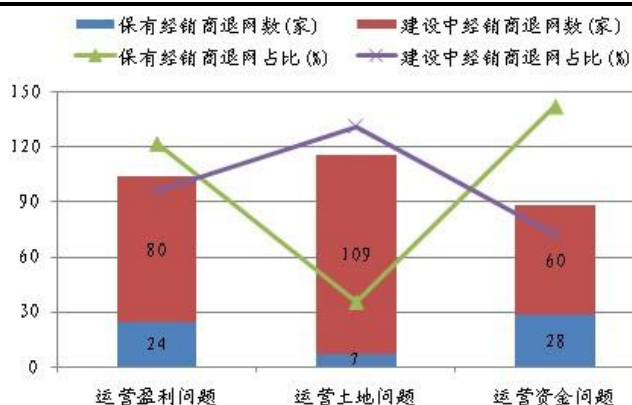


资料来源：公司招股说明书，中原证券

保有经销商中西南地区及中南地区退网比例较高，分别为21.05%和12.00%；而建设中经销商中东北、华北、西北三个地区退网比例均大于30%。按销售网络看，保有经销商中A2网的退网比例为13.58%，建设中经销商中A4退网比例高达34.09%。

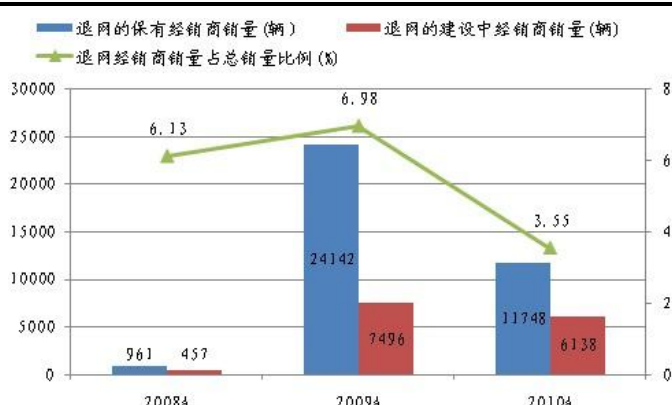
经销商退网的原因主要包括运营盈利未达预期、未能在约定地点获得土地和运营资金问题。从退网销售量及其在公司汽车销售总量中的占比可以看出，退网经销商汽车产品销量占总销量比例较低，且呈下降趋势，2010年为3.55%，对公司持续经营无实质影响。

图表 42: 2010 年经销商退网原因统计



资料来源：公司招股说明书，中原证券

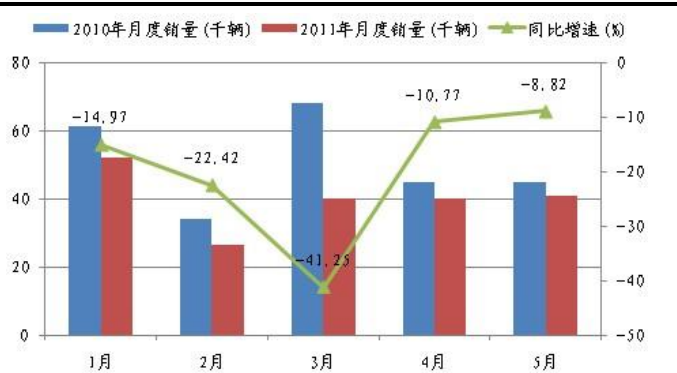
图表 43: 近三年经销商退网销量及占比



资料来源：公司招股说明书，中原证券

2011年1-5月，公司汽车累计销售19.90万辆，同比下降21.19%，其下降幅度大于国内汽车产业整体水平，具体至月度销量数据看，同比下降幅度减小。公司自2010年底对汽车业务进行调整，包括对品牌车型的重新地位，对销售政策和销售网络进行调整与梳理，加强汽车质量管理等。2011年，公司在推出改版F3和F6基础上，同时推出L3、MPV和M6等新车型，预计全年销售业绩小幅增长有一定压力。

图表 44: 2010-2011 年公司月度汽车销量对比



资料来源：Wind，中原证券

3.3 高度垂直整合优势

公司在二次充电电池、手机部件及组装和汽车三大业务方面均具备高度垂直整合优

势和低成本控制能力。

二次充电电池业务具备了从电池材料到单体电池电芯以及电池模组的综合方案解决能力和成本控制能力，如太阳能电池业务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。同时，通过将太阳能电池产品与公司的储能电站相结合，一站式解决了新能源发电、存储、持续供应及后续应用等问题。

手机部件及组装业务具备手机外壳、键盘、摄像头、柔性线路板、液晶显示模组等零部件及模组的研发、设计和生产，以及整机设计和组装的垂直整合能力。

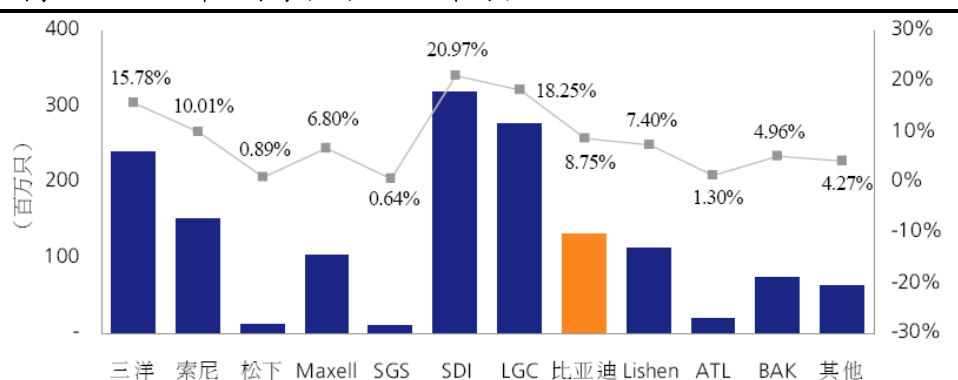
在汽车业务方面，公司采取高度垂直整合的经营模式，具备整车和零部件的自主研发、设计及制作能力，强大的模具开发和生产能力，以及完整的整车及零部件检测能力。同时，公司各项业务部分交叉产生积极的协同效应，可以降低综合研发成本，使公司在市场竞争中更具成本和效率优势。

3.4 突出创新与技术优势成就公司行业地位

在二次充电电池及新能源业务领域，公司具备强大的新产品及新技术研发能力和设备开发能力；在汽车领域，截至2010年公司已获得专利权1981项，申请中的专利848项；在手机部件及组装业务方面，掌握了关键的材料应用及表面装饰技术。

由于具备突出的创新能力及技术优势，公司在美国《商业周刊》公布的全球IT企业百强2010年度排名中位列第1位，且在其公布的全球最具创新力企业50强2010年度排名中位列第8位，居中国企业第1位；在工信部公布的2010年电子信息百强企业中排名第8位；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。

图表 45：2010 年全球手机用锂电池市场占比

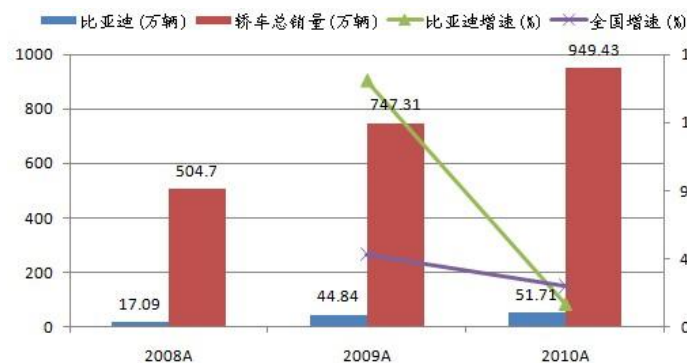


资料来源：公司招股说明书，中原证券

2010年，在手机用锂离子电池领域，公司全球市场份额占比约8.75%，位居国内第一。公司也是全球最大的镍电池生产厂商之一，镍电池生产企业还包括日本三洋、松下、MBI。

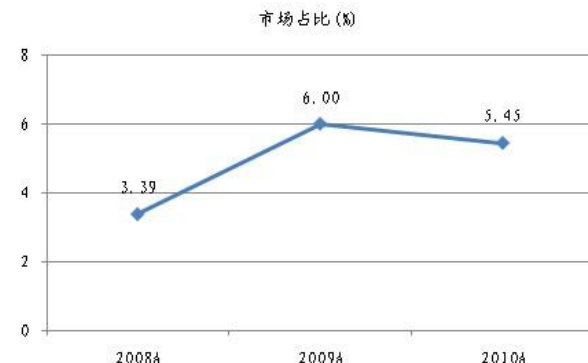
公司进入轿车市场时间虽短，但2010年实现轿车销量51.71万辆，全国市场占比为5.45%，且在全国前十大轿车生产商中排名第六。

图表 46: 公司、全国轿车销量对比及同比增速



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表 47: 公司轿车市场占比



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

3.5 新能源汽车领域具备先发优势

在新能源汽车方面，公司已掌握整车控制系统、电源及其控制系统、电机及其控制系统三大核心技术，如在车载动力电池方面已拥有100多项磷酸铁锂电池专利，驱动电机方面具备从5Kw到160Kw电机的生产能力。

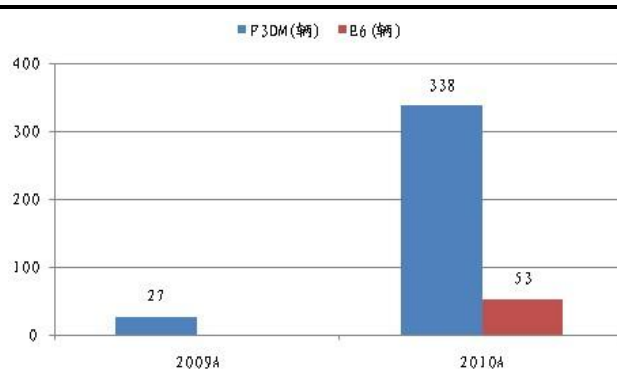
2008年12月，全球首款不依赖专业充电站的双模汽车F3DM上市，是工信部《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》(第1批)所推荐的5款新能源汽车中唯一的轿车产品，并于2010年3月正式对个人消费者消费，2011年1月正式用于美国洛杉矶住房局；2010年1月，E6纯电动汽车上市，同年5月全球首批53辆纯电动出租车批量上路运营；2010年9月，公交大巴K9下线，并于2011年1月在深圳和长沙投入载客试运营。同时，计划2012年推出小型电动轿车E1，2015年前推出紧凑型电动轿车E3。可见，公司已逐步确立全球新能源汽车领域的领先地位。

图表 48: 公司新能源汽车主要技术指标

	F3DM	E6	K9
售价	14.98 万元	30 万元	200 万元
续航里程	100Km	300Km	300Km
满充时间	9 小时	6 小时	-
快充时间	-	40 分钟	3 小时
电池容量	16KWh	60KWh	323KWh
循环次数		4000 次以上	

资料来源: 公司资料, 中原证券

图表 49: 公司新能源汽车销量统计



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

公司同时将产业链延伸至新能源汽车的下游推广中。公司推出的E6纯电动汽车目标

定位于出租车领域，由深圳市鹏程电动汽车出租有限公司负责运营，目前已有53辆投入实际运营，累计运行里程超过300万公里，其中公司持股45%。另外，2011年2月，公司与戴姆勒合作正式成立深圳市戴姆勒新技术有限公司，公司持股50%，正合作开发的新一代电动汽车将结合戴姆勒在汽车结构和安全领域的专业技术以及公司的汽车电池和驱动技术，进一步提升公司在新能源汽车中的市场竞争力。

3.6 领先的新能源综合解决方案提供商

太阳能、风能等是新能源的重要组成部分，而新能源的生产、传输和消费构成其综合解决方案。

公司于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100MW、配套组件封装100MW的项目已基本建成并陆续投产，目前已具备从多晶硅到硅片，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。结合公司锂二次电池在磷酸铁锂电池的优越性，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。在公司推出的K9纯电动公交车中，以磷酸铁锂电池作为动力源，并创造性地将太阳能电池板安装在大巴顶部以便在行驶过程中为动力电池充电，该车除在深圳和长沙运营外，并于2011年5月登陆美国。

公司凭借完整的产业链与技术优势，正致力于成为全球领先的新能源综合解决方案提供商。

4. 募集资金项目分析

公司募集资金投向深圳市比亚迪锂电池有限公司锂离子电池生产项目、深圳汽车研发生产基地项目和比亚迪汽车有限公司扩大品种及汽车零部件建设项目，项目投资总额分别为40000万元、433100万元和65205万元，其中募集资金投资额分别为40000万元、114035万元和65205万元，三个项目建设周期均为两年。

深圳市比亚迪电池有限公司锂离子电池生产项目用于建设半自动化的锂离子电池生产线，预计新增产能1.7亿只锂离子电池。随着锂电池综合性价比的提高以及镍电池内在的环保问题，大大促使了锂电池在电动工具上的应用与发展。目前，公司现有产能主要用于手机产品，新增1.7亿只锂离子电池定位于电动工具为代表的锂动力电池市场。换算成容量，预计2011年底为1.6GWh，2012年为4.6GWh。项目实施将实现锂离子电池的多元化战略和业务持续发展，巩固公司在二次充电市场的领导地位，拓展锂电池业务新的增长点，预计每年可实现销售收入19.55亿元。

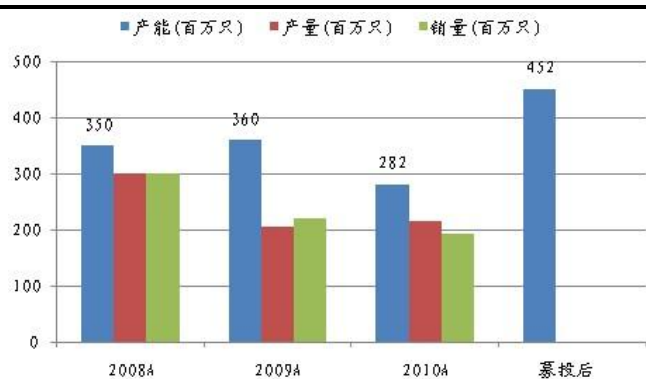
图表 50: 募集资金运用计划

单位: 万元

序号	项目名称	投资总额	募集资金 投资	募集资金投资计划	
				2010 年	2011 年
1	深圳市比亚迪锂电池有限公司锂离子电池生产项目: 新增产能 1.7 亿只锂离子电池	40000	40000	28000	12000
2	深圳汽车研发生产基地项目	433100	114035	70000	44035
3	比亚迪汽车有限公司扩大品种及汽车零部件建设项目	65205	65205	39000	26205
合 计		538305	219240	137000	82240

资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表 51: 公司锂离子电池募投前后产能对比



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

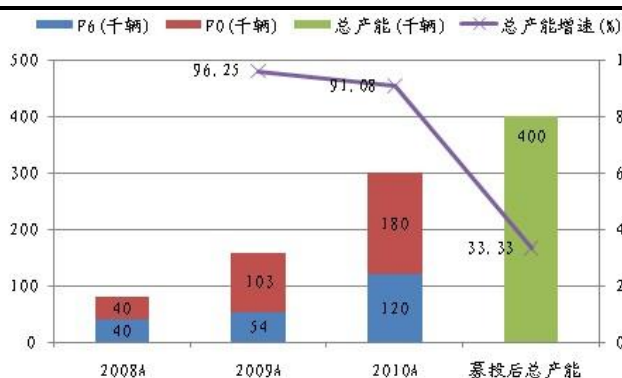
图表 52: 锂电力电池容量预测及增速



资料来源: 公司资料, 中原证券

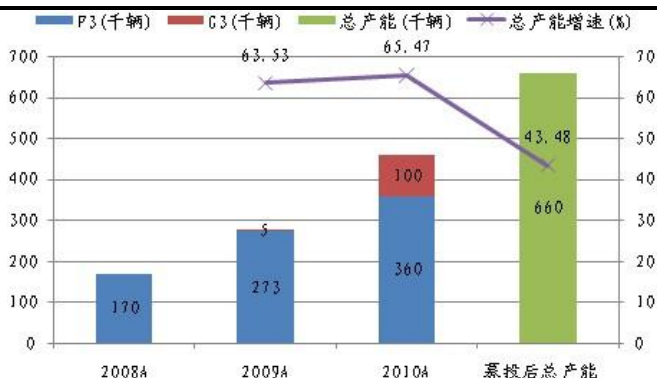
公司深圳汽车研发生产基地目前主要生产 F6、F0 和 M6 系列车型, 其中 F6 产品为 2.0L 为主排量的中级轿车, 与同类车型相比销量位居自主品牌前列; F0 为 1.0L 排量的微型轿车, 由于突出的节油性能自 2008 年上市以来, 目前持续月销量上万台。2010 年, F6 和 F0 分别销售 51000 辆和 147487 辆, 随着技术的成熟和市场认可度提升, 现有产能无法满足市场需求。项目实施将进一步提高整车研发生产能力, 并将新增以 F6 和 F0 为主的 10 万辆整车的产能。

图表 53: 公司深圳基地轿车募投前后产能对比



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表 54: 公司西安基地轿车募投前后产能对比



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

比亚迪汽车有限公司扩大品种及汽车零部件建设项目为公司西安生产基地整车扩产与配套项目。西安基地主要生产F3、S8和G3系列车型，其中F3自2005年上市来连续两年成为国内销量增长最快的自主品牌轿车之一，提升了公司汽车的市场占有率和品牌形象。但西安汽车生产基地零部件产能已无法满足公司发展需求，特别是冲焊能力严重不足。项目达成后，将新增以F3和G3为主的年产20万辆汽车整车及零部件的生产能力。

深圳、西安汽车生产基地的扩产及配套建设将新增30万辆的整车产能，有利于提升公司在轿车行业的地位及市场占有率。

5. 盈利预测

按发行后总股本235410万股计算，预计公司2011年每股收益为0.84元，2012年每股收益为1.03元。结合公司在H股的估值水平及业务相近公司的平均估值水平，同时考虑公司在新能源汽车和动力电池的发展前景，建议给予公司2011年20-23倍PE，对应合理股价区间为16.80-19.32元。

图表 55: 比亚迪股份 H 股换算

代 码	H股股价 (06/17, HKD)	H股股价 (折算成CNY)	EPS (元, 2010)	PE (2010)
1211. HK	21.4	17.75	1.11	15.99

注：汇率按 6 月 17 日计算 1HKD=0.8294CNY

资料来源：Wind，中原证券

图表 56: 可比公司估值

公 司	代 码	股价(元) (06/17)	EPS (元)			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
杉杉股份	600884. SH	16.47	0.29	0.46	0.65	56.02	35.80	25.34
欣旺达	300207. SZ	15.13	0.44	0.53	0.81	34.39	28.55	18.68
天威保变	600550. SH	17.63	0.53	0.70	1.04	33.28	25.19	16.95
向日葵	300111. SZ	18.76	0.53	0.77	0.98	35.40	24.40	19.10
深天马 A	000050. SZ	10.35	0.12	0.36	0.65	84.42	28.43	15.83
上海汽车	600104. SH	16.55	1.61	1.85	2.16	10.28	8.95	7.66
一汽轿车	000800. SZ	13.20	1.14	1.02	1.19	11.55	12.99	11.05
中通客车	000957. SZ	8.02	0.17	0.25	0.31	47.18	32.08	25.87
行业平均						39.06	24.55	17.56

资料来源：Wind，中原证券

图表 57: 公司盈利预测
单位(百万元)

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	27727.21	41113.91	48448.42	54646.84	62208.67	72615.55
减: 营业成本	22032.30	31479.76	39173.98	45245.45	51336.24	59831.12
营业税金及附加	300.42	673.62	659.66	710.41	814.93	936.74
销售费用	934.23	1487.74	2175.88	2322.49	2612.76	3035.33
管理费用	2626.99	2773.94	3306.33	3715.99	4217.75	4952.38
财务费用	697.23	269.18	370.14	382.53	423.02	486.52
资产减值损失	175.61	279.29	20.70	163.94	186.63	217.85
加: 投资净收益	29.76	17.24	25.77	30.00	30.00	30.00
四、营业利润	990.19	4168.53	2767.50	2136.04	2647.34	3185.61
加: 营业外收入	443.16	474.54	549.16	600.00	600.00	600.00
减: 营业外支出	69.37	136.62	174.39	200.00	200.00	200.00
五、利润总额	1363.97	4506.45	3142.27	2536.04	3047.34	3585.61
减: 所得税	88.32	428.01	223.68	186.15	228.55	268.92
六、净利润	1275.65	4078.44	2918.59	2349.89	2818.79	3316.69
减: 少数股东损益	254.40	284.86	395.18	400.00	450.00	500.00
归属于母公司所有者的净利润	1021.25	3793.58	2523.41	1949.89	2368.79	2816.69
基本每股收益(元)	0.50	1.77	1.11	0.84	1.03	1.22

资料来源: 中原证券

6. 风险提示

公司面临的主要风险是: (1) 国内汽车行业整体下滑。受国内通胀压力、国家购置税优惠政策退出、城市治堵限购政策等多因素影响, 国内汽车行业增速大幅放缓, 公司汽车业务增长面临较大压力。(2) 新能源汽车市场的不确定性。新能源汽车受综合成本、国家政策等因素影响, 市场发展可能低于预期, 从而影响新能源汽车的业绩增幅和增加锂电池产能扩张后的市场风险。(3) 市场过度竞争风险。公司二次充电电池、手机部件及组装业务由于市场竞争程度的加剧, 毛利率呈现逐步下降趋势。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。