



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

汽车及零部件
Autos&Auto Parts

2011 年 6 月 24 日

市场数据	2011 年 6 月 24 日
当前价格 (元)	-
52 周价格区间 (元)	-
总市值 (百万)	-
流通市值 (百万)	-
总股本 (万股)	235410
流通股 (万股)	79310
日均成交额 (百万)	-
近一月换手 (%)	-
Beta (2 年)	-
第一大股东	王传福
公司网址	www.byd.com.cn

财务数据	FYE
毛利率 (%)	17.0
净利率 (%)	3.1
ROE (%)	7.7
资产负债率 (%)	65.0
市盈率	-
市净率	-

陈光明
+86 755 21515584
chengm@jyzq.cn
执业证书编号
S0370510120001

比亚迪 (002594)

— 新能源技术变革及应用的领导者

评级: 买入

盈利预测	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	48448	52330	62535	75475
主营收入增长率 %	18%	8%	20%	21%
净利润 (百万元)	2523	1643	2782	4263
净利润增长率 %	-33%	-35%	69%	53%
每股收益 (元)	1.07	0.70	1.18	1.81
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 金元证券研究所

投资要点:

- 比亚迪从手机电池起家, 先后进入汽车及手机部件业务领域, 凭借高度垂直整合的经营模式, 过去十年实现了收入年均 50% 的复合增长。作为新能源技术变革及应用的领导者, 凭借强大的研发创新能力及全产业链的综合研发实力, 比亚迪已推出涵盖能源生产 (太阳能电池), 能源传输及储存 (储能电站), 以及能源消费 (电动汽车及 LED 照明) 的综合解决方案, 从而推动新能源产业于全球的商业化进程。
- 新车型将推动传统汽车业务见底回升。2010 年下半年以来比亚迪对于汽车业务体系进行了积极改进和完善, 提升模具水平、改善经销商渠道管理、积极推进新品开发。代表比亚迪最新造车技术和电子化水平的 S6 上市将推动公司汽车销量回升、优化产品结构、提升整体盈利水平。
- 电动汽车的领先者和推动者。基于强大的电池技术, 比亚迪较早的开始了电动汽车的研发, 目前已成为全球技术领先的电动汽车厂商。继 2008 年推出全球首款不依赖专业充电桩的双模汽车—F3DM 后, 又先后推出纯电动轿车 E6 和电动大巴 K9。在电动汽车技术逐渐成熟、国家大额补贴以及充电设备配套逐步完善的驱动下, 电动汽车产业化正在启动, 比亚迪无疑是最大的受益者。
- 太阳能电池是公司二次电池业务的重要增长点。公司在太阳能电池业务上已经建立了从多晶硅到硅片、电池片、电池模组的垂直整合模式。公司太阳能电池转换效率居世界先进水平, 转换成本较同业具备优势。我们认为未来三年比亚迪太阳能电池出货量将由 2010 年的不足 100MW 提升至 1000MW, 成为二次电池业务乃至公司重要的利润增长点。
- 预测比亚迪 2011-2013 年净利润分别为 16.4 亿元、27.8 亿元和 42.6 亿元, 同比分别增长 -35%、69% 和 53%, 每股收益 0.70 元、1.18 元和 1.81 元, 未来三年业绩复合增长 18%。在汽车新产品、太阳能电池等业务推动下, 比亚迪在 2011 年下半年起将重新回到增长轨道。公司正着力推进电动汽车业务与储能电站的商业化应用, 这代表了公司未来长期的增长前景。我们认为 2011 年公司正走过经营业绩拐点, 给予公司买入评级。
- 风险: 宏观经济硬着陆影响总体需求、太阳能业务进展低于预期。

公司简介、主营业务构成及募投项目

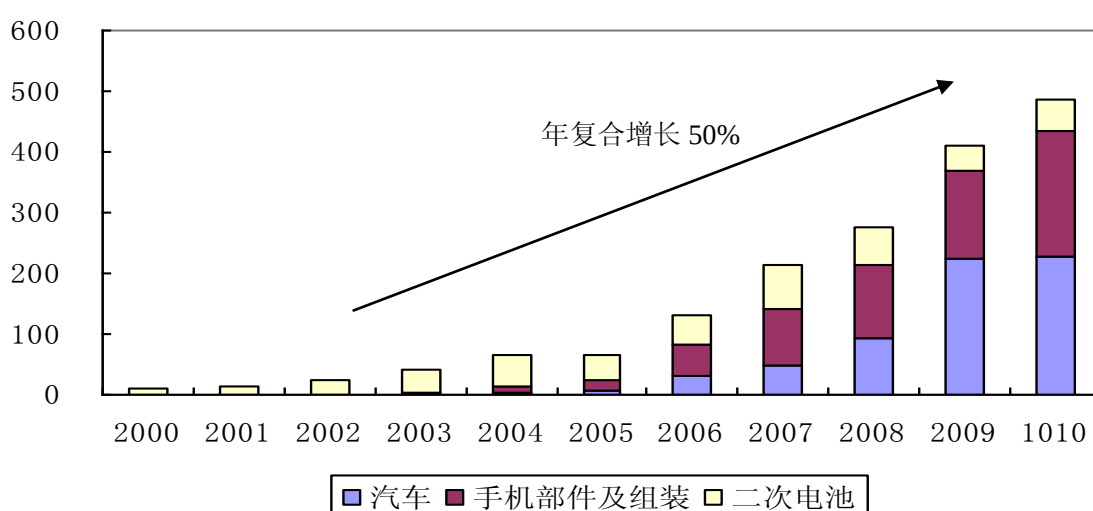
比亚迪创立于1995年,最初从事的是手机电池制造业务,2003年、2004年分别进入汽车和手机部件及组装业务。同时,基于其先进的电池技术,公司着力拓展太阳能电池、储能电站以及电动汽车业务,致力于为新能源的生产、传输和消费提供综合解决方案。

过去十年,比亚迪收入由2000年的9亿元增长到2010年的480亿元,年复合增长高达50%,净利润由2000年的1亿元增长到2010年的25亿元。比亚迪实现了年均50%的复合增长,两个因素:一是业务多元化,二次电池业务基础上,比亚迪在2003年、2004年先后进入汽车和手机部件等领域,充分分享了这些行业的快速发展;二是公司在二次充电电池业务、手机部件及组装业务、汽车业务都采取高度垂直整合的经营模式,低成本优势下在这些领域取得快速成功。

2010年,公司三大主业中汽车、手机部件和二次电池业务收入分别为226亿元、208亿元和50亿元,占比分别为47%、43%和10%,对公司息税前利润的贡献分别为48%、45%和7%。

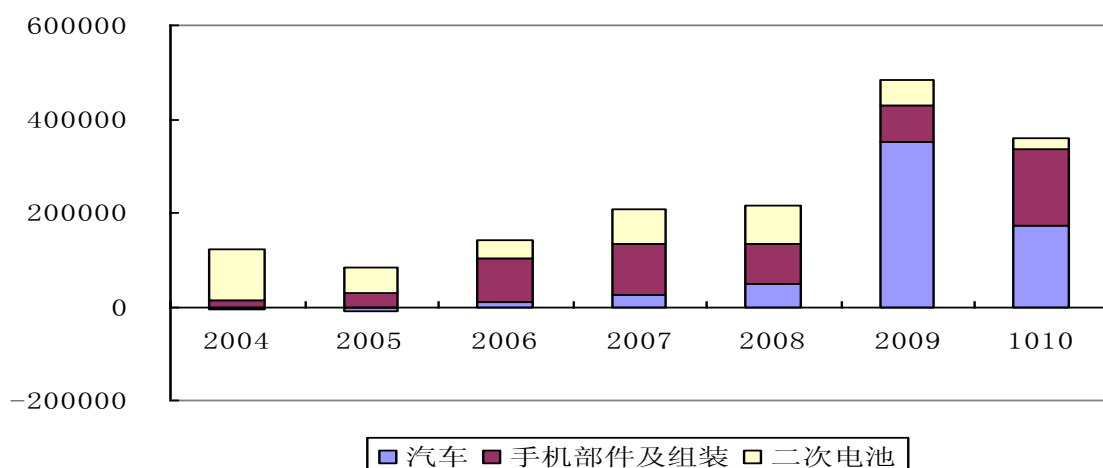
比亚迪此次以每股18元发行7900万股,募集资金14.2亿元主要投资于以下三个项目:建设锂离子电池生产线,替代镍电池用于电动工具市场;深圳汽车研发生产基地项目以及扩大品种及零部件建设项目,项目建成投产后将新增1.7亿只锂离子电池、20万辆整车及零部件的生产能力。

图表 1: 比亚迪历年收入持续高速增长(单位: 亿元)



资料来源: 公司资料, 金元证券研究所

图表 2: 比亚迪三大业务历年的息税前利润贡献 (单位: 万元)



资料来源: 公司资料, 金元证券研究所

图表 3: 比亚迪募集资金投资项目一览

项目名称	总投资额 (万元)	募集资金投资 (万元)	新增收入 (万元)	新增利润 (万元)
深圳市比亚迪锂离子电池生产项目	40000	40000	195500	17600
深圳汽车研发生产基地项目	433100	114035	1430000	61774
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	371200	21407
合计	538305	219240	1996700	100781

资料来源: 公司资料, 金元证券研究所

传统汽车业务: 新车型将推动传统汽车业务见底回升

比亚迪于2003 年通过收购西安秦川汽车厂开始从事汽车业务, 经过几年的发展, 比亚迪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, F0、F3、F3R、G3、L3 于2010 年分别入选《“节能产品惠民工程”节能汽车(1.6 升及以下乘用车)推广目录》第一批和第三批。2009年, 公司抓住了国家对于汽车产业扶持的机遇, 积极推出新产品、大力扩充经销网络, 当年实现销售45万辆, 较08年增长170%, 汽车业务对比亚迪息税前利润的贡献高达35亿元, 可谓一段传奇。目前比亚迪位居轿车企业销量排名第6, 居自主品牌之首。

持续高性价比的产品优势是比亚迪汽车业务最为重要的竞争优势之一。高度的零部件自制能力和配套深度, 除了部分汽车产品的发动机和变速器需要外购, 汽车主要内外饰件(如座椅、仪表板、前后保险杠等)、

主要电器件（如空调、仪表、车灯等）、主要车身附件（如雨刮、安全带等）由公司自制提供。

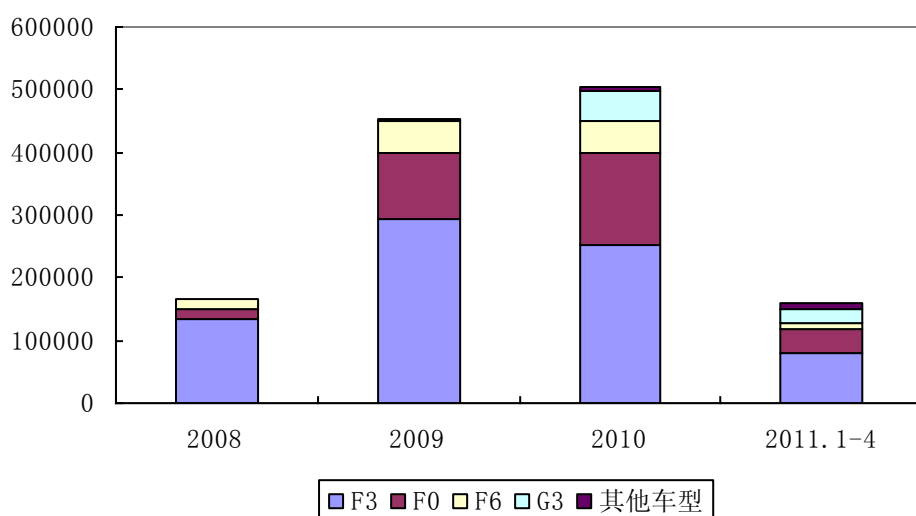
图表4：比亚迪汽车旗下车型一览

车型	排量	价格区间（元）	上市时间
S6	2.0L、2.4L	8.98-12.98	2011
L3	1.5L、1.8L	7.98-10.88	2010
M6	2.0L、2.4L	13.98-23.98	2010
E6	纯电动	30	2010
G3	1.5L、1.8L	6.29-10.99	2009
S8	2.0L	16.58-20.68	2009
F3DM	双模电动车	16.98	2008
F0	1.0L	3.69-4.69	2008
F6	1.8L、2.4L	8.98-15.98	2008
F3-R	1.5L	5.39-6.99	2007
F3	1.5L、1.6L	5.28-8.08	2005

资料来源：汽车之家，金元证券研究所

然而激进的产能扩张和经销商网络建设导致公司在网络管理、产品质量控制上出现一些失误，在2010年出现了经销商退网、新车投诉率上升等现象，这给公司品牌造成了一定的负面影响。2010年2季度起，公司汽车销售增速明显回落，当年实现汽车销售50万辆，同比增长10%，增幅远低于行业30%的增速水平，汽车业务毛利率由2009年的25.1%下降至2010年的20.9%，当年实现息税前利润17.4亿元，较2009年下降50%。

图表5：比亚迪近几年轿车销量（单位：辆）



资料来源：公司资料，金元证券研究所

2010年下半年以来比亚迪对于汽车业务体系进行了积极改进和完善。

收购日本荻原公司旗下的汽车模具厂，提升模具技术水平；与戴姆勒合资成立电动汽车公司，提升公司在汽车结构和安全领域的技术水平。积极推进新品开发和投放，2010年先后推出MPV车型M6和中级车L3，2011年推出SUV车型S6，此外，年底将推出配备涡轮增压、双离合发动机的新车型。

S6能否复制F3的传奇？

S6是比亚迪精心打造的一款SUV，它代表了比亚迪最新造车技术和电子化水平。比亚迪S6分2.0L、2.4L两个排量，2.0L配备比亚迪自主研发的BYD483QB发动机，2.4L配备的是三菱4G69发动机，定价区间为8.98-12.98万元，很好的承袭了比亚迪汽车高性价比的优势。

S6这一级别的主要竞争对手为长城哈弗和奇瑞瑞虎，月均销量分别为12000辆和7000辆。从价格上看，S6介乎哈弗和瑞虎之间；从动力上看，S6与哈弗相当，要明显好于瑞虎；从配置上看，无论是内饰、电子设备、安全性、空间等方面要远好于同类产品。基于S6对于同类产品的高性价比优势，在全国范围内上市后短期内应该能达到5000辆/月的销售规模，2年之类应该可以达到10万辆/年。

图表6：比亚迪S6



资料来源：公司资料，金元证券研究所

图表7：2011年5月SUV销量前五品牌

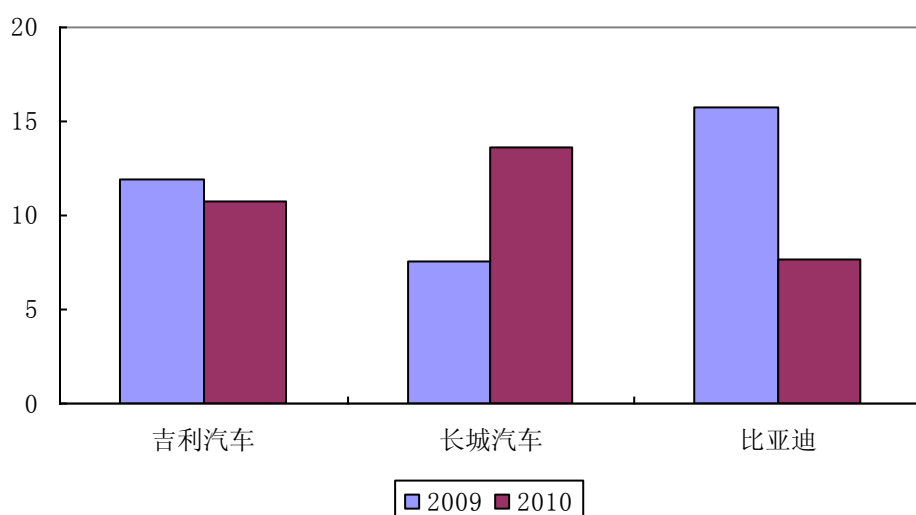
	2011 年 5 月销量（辆）	价格区间（万元）
长城哈弗	11450	9.28-15.88
现代 ix35	9680	16.98-24.28
大众途观	9181	19.98-30.98
日产逍客	6976	13.98-21.98

奇瑞瑞虎	6922	8.48-12.38
------	------	------------

资料来源：中汽协，金元证券研究所

盈利能力有望恢复。产品结构在逐渐优化，目前公司汽车销量中70%是单价偏低的F3和F0构成，随着S6等产品销售放量，公司整体产品销售结构和盈利能力将上移；公司在汽车业务上的大规模资本开支将减少，募投项目达产后，公司汽车产能将提升至90万辆以上，可以满足公司未来几年的产能需求。吉利汽车目前与比亚迪的产品结构类似，待比亚迪S6放量后，其产品结构将与长城汽车类似。吉利汽车2009年、2010年连续两年获得了超过10%的息税前利润回报，而受益长城哈弗销量大幅增长的长城汽车2010年息税前利润回报高达13.6%。我们认为随着S6销量比重的提升，比亚迪汽车业务的息税前利润回报有望回升至10%左右。

图表8：比亚迪与吉利、长城汽车近两年息税前利润率比较



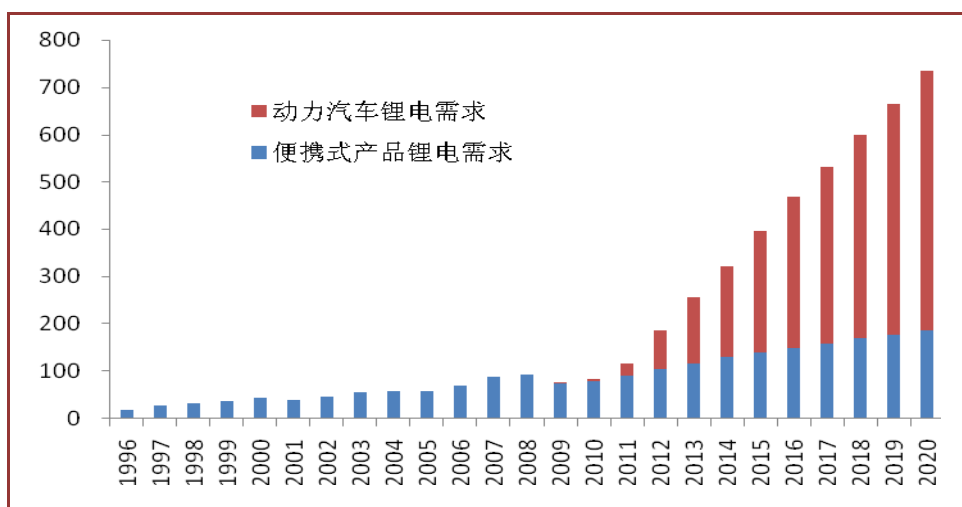
资料来源：公司资料，金元证券研究所

二次充电电池业务

全球二次充电电池市场在过去几年呈现稳定增长态势。目前手机、笔记本电脑、电动工具等产品为二次充电电池应用最为广泛的领域。锂离子电池广泛应用于手机、笔记本电脑、数码相机等产品，镍电池广泛应用于电动工具、电动玩具等产品。2010年，全球锂离子电池总产量约40亿只，其中手机和笔记本电脑的锂离子用量分别为38%和34%左右。展望未来，伴随着电动汽车的发展，动力锂电池的需求将呈现爆发式的增长，电动汽车将是未来锂电池的最大应用领域，而配套于手机、笔记本电脑的传统锂电池的需求将继续保持增长。预计2015年、2020年，全球锂电池产值将

由目前的 80 亿美元分别提升至 400 亿美元和 730 亿美元。

图表 9：全球二次锂电池需求及预测（单位：亿美元）

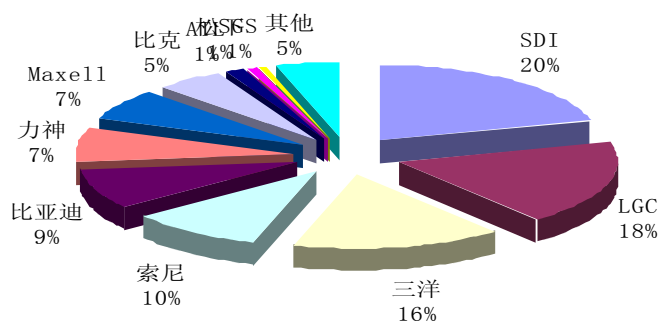


资料来源：IIT，金元证券研究所

比亚迪是全球领先的二次充电电池制造商之一，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，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。根据 IIT 的统计，2010 年手机用锂离子电池的全球市场份额约为 8.75%。

在二次充电电池业务方面，公司具备从电池材料到单体电芯以及电池模组的综合方案解决能力和成本控制能力。

图表 10：主要电池厂商在手机电池市场份额分布



资料来源：IIT，金元证券研究所

公司二次电池业务在 2007 年达到高点,受全球金融危机导致的国际市场需求下降影响,锂电池价格下滑、公司电池配套手机销售转弱,二次电池业务收入由 2007 年的 71 亿元下滑到 2009 年的 42 亿元,2010 年在太阳能电池及组件产品推动下,二次电池业务收入回升至 50 亿元,二次电池业务对公司的利润贡献逐步下滑至 10%左右。

公司目前着力于拓宽二次充电电池的应用领域,逐步开拓笔记本电脑、电动工具市场领域,这将会推动公司传统的二次电池业务收入有所回升。

图表 11: 比亚迪二次电池业务近三年经营业绩 (单位: 万元)

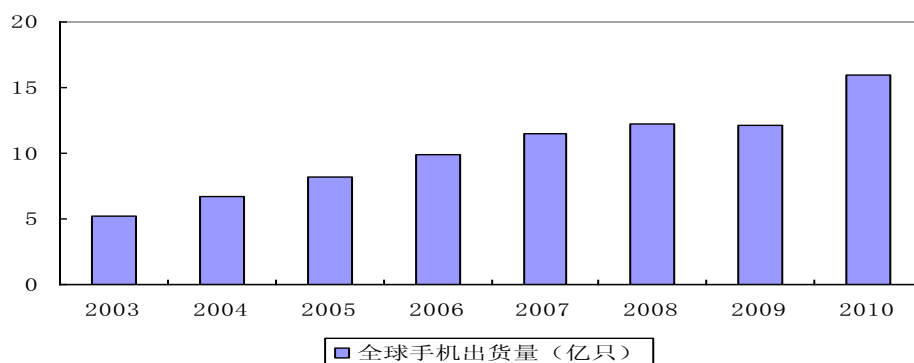
	2008 年	2009 年	2010 年
锂电池	394217	258525	218610
镍电池	224183	144805	161802
太阳能电池及组件			75881
其他	8653	19758	44153
收入合计	627054	423087	500435
二次电池息税前利润	83549	52925	25235

资料来源: 公司资料, 金元证券研究所

手机部件及组装业务: 稳定增长

根据Gartner 的统计,全球手机出货量由2003年的5.2亿只增长至2010年的16亿只, 年均复合增长18%。一般而言, 手机品牌厂商不生产手机部件, 手机的设计及制造采取EMS、ODM 的方式进行外包。得益于相对便宜的制造成本、以及本地庞大的手机需求, 近几年来亚洲承接全球手机部件及组装的产业转移。此外, 智能手机的应用日渐普及, 需求迅速提升, 这也推动了手机的更新换代与升级。我们预计目前全球手机部件及组装的产值超过3000亿元, 这为手机部件及组装厂商提供了良好的业务增长机会。

图表12: 全球手机历年出货量



资料来源: 招股说明书, 金元证券研究所

比亚迪是一家国际领先的垂直整合的手机零部件及模组制造、手机组装服务供应商，手机部件组装业务主要是由其控股 65.76% 的比亚迪电子（0285. HK）运营，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。公司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。

比亚迪凭借强大的研发创新实力、高品质的制造能力及完善的服务，在手机部件及组装服务领域获得了客户的广泛肯定和认同。自进入该领域以来，比亚迪手机部件及组装业务由 2004 年的 9 亿元成长到 2010 年的 208 亿元，对公司息税前利润的贡献由 2004 年的 1 亿元提升至 2010 年的 16 亿元，成为公司目前最为稳定的现金牛业务。反观富士康国际，收入由 2006 年的接近 700 亿元逐步下降至 2010 年的 400 多亿元。虽然受电子产品价格持续走低导致毛利率下滑，但比亚迪电子仍然取得了远高于富士康国际的盈利水平。

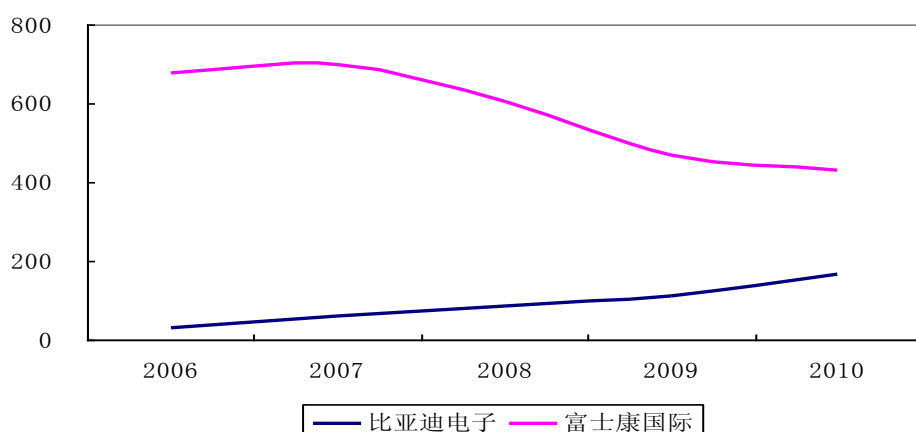
比亚迪手机部件及组装业务还存在比较大的成长空间。相比目前 16 亿只的手机出货量，比亚迪在手机外壳的份额接近 40%，然而在整机组装和液晶显示模组上的份额仅为 4-5% 左右，随着手机品牌厂商外包的进一步深化，公司这块业务还有非常大的增长空间。此外，公司还计划未来发展笔记本电脑等其他消费电子的部件及整机组装业务。

图表 13: 比亚迪近三年手机部件及组装业务经营业绩

销量（百万只）	2008	2009	2010
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	1122	1129
收入（万元）			
手机外壳	272680	329580	420792
手机键盘	136665	119237	102400
整机组装	387362	498977	894929
液晶显示模组	177062	180845	220046
其他	216435	320678	418483
其他收入	28138	9278	23205
合计	1218342	1458595	2079854
息税前利润（万元）	82746	77571	160688

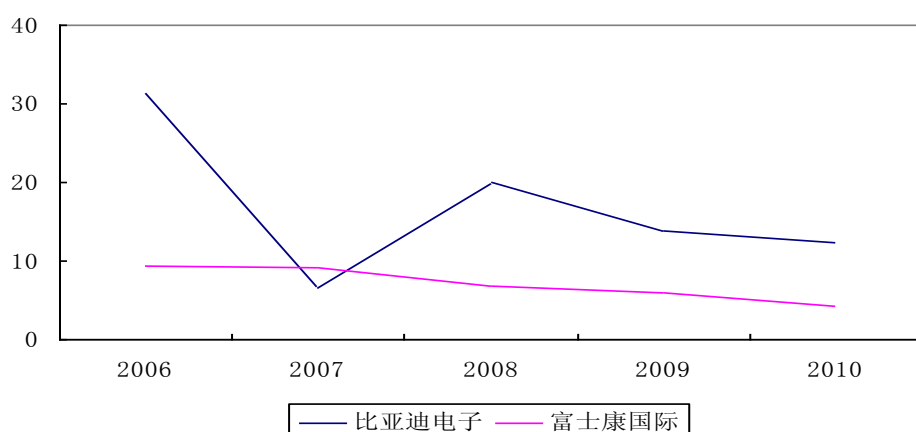
资料来源：公司资料，金元证券研究所

图表 14: 比亚迪电子与富士康国际历年收入比较 (单位: 亿元)



资料来源: 公司资料, 金元证券研究所

图表 15: 比亚迪电子与富士康国际历年毛利率对比



资料来源: 公司资料, 金元证券研究所

比亚迪: 新能源技术变革及应用的领导者

比亚迪在持续发展的同时, 还为人类生存所面临的环境问题积极探索, 寻求解决之路。随着全球气候和环境的恶化, 比亚迪越来越多关注新能源技术的发展。作为新能源技术变革及应用的领导者, 凭借强大的研发创新能力及全产业链的综合研发实力, 比亚迪已推出涵盖能源生产 (太阳能电池), 能源传输及储存 (储能电站), 以及能源消费 (电动汽车及 LED 照明) 的综合解决方案, 从而推动新能源产业于全球的商业化进程。

电动汽车领域的领先者和推动者

全球工业发展、人口增加以及不断增长的汽车数量，导致化石能源的消耗大大加速，二氧化碳排放导致温室效应加剧，全球气候变暖。为实现能源与环境的可持续发展，全球需要绿色革命。发展电动汽车是降低全球石油消耗、缓解能源压力以及实现温室气体减排的重要技术途径。我国石油资源贫乏，汽车拥有量急剧增加，发展电动汽车对于我国更加必要。为鼓励和促进新能源汽车的大力发展，国家先后出台了一系列行业扶持政策和措施。

新能源汽车是比亚迪未来汽车业务的重要发展方向，基于强大的电池技术，比亚迪较早的开始了电动汽车的研发，目前已成为全球技术领先的电动汽车厂商。继2008年推出全球首款不依赖专业充电站的双模汽车—F3DM后，又先后推出纯电动轿车E6和电动大巴K9。2011年2月比亚迪与戴姆勒的合资公司-深圳比亚迪戴姆勒新技术有限公司正式成立，该公司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有技术以及比亚迪的汽车电池和驱动技术，首款电动车预计于2013年推出。

公司分别于2009年、2010年开始销售F3DM和E6，2010年F3DM和E6分别实现销售365辆、53辆，实现销售收入2944万元和1338万元。2010年，比亚迪与长沙市政府签署了1000辆K9的购销意向协议。2011年5月，比亚迪与新加坡综合性公共交通系统运营商SMRT公司签署合作谅解备忘录，双方将在纯电动巴士和纯电动出租车领域展开深度合作。此外，公司今年将为深圳大运会提供200台大巴和300台E6。

从实际运行的效果来看，公司在深圳投放的E6出租车平均每车已经运行12个月超过10万公里，没有出现技术故障，电池性能稳定，安全可靠。

图表 16: 比亚迪旗下的三款电动汽车

	车型	电池容量	续航里程	定价
双模电动轿车	F3DM	16kwh	100km	16.98 万元
纯电动轿车	E6	63kwh	300km	30 万元
电动大巴	K9	320kwh	300km	200 万元

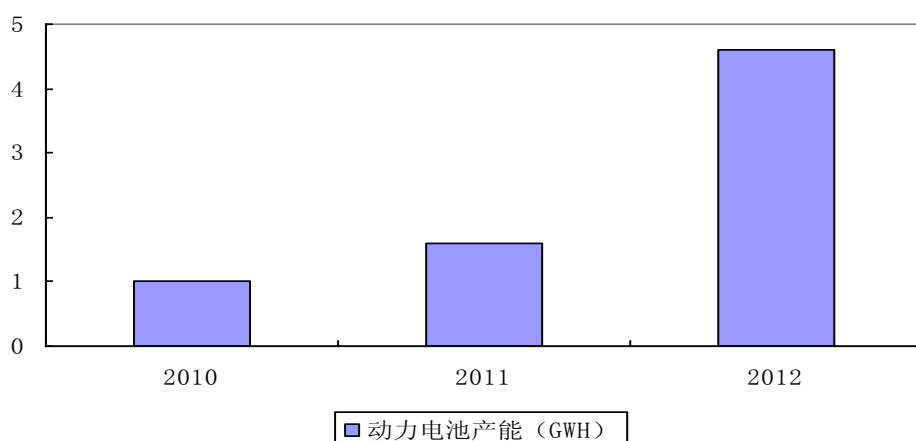
资料来源：公司资料，金元证券研究所

公交与出租车具备率先电动化的基础。首先，目前我国公交和出租车保有量分别为50万台和120万台，合计仅占汽车保有量2%，而耗油量占到25%，这块节能具有更加明显的效果。其次，公交车运行路线、运行时间基本固定，而且对于体积和重量不是很敏感，易于推行电动化，出租车基本也是在市内运行为主。再次，政府在公交、出租车的电动化推广方面具有话语权。最后，在国家“十城千辆”政策推动下，截至目前全国已经有批量的电动客车在示范运行，积累了比较好的产业化基础。基于此，我

们认为公交和出租车的电动化进展会较快。比亚迪也是计划未来五年全部替换深圳的 1.3 万台大巴和 1.6 万台出租车。

在国家高额补贴、充电站等基础设施配套逐渐加强的驱动下，电动汽车的私人购买也开始启动。据了解，比亚迪 F3DM 目前在深圳市场的月需求在 500 左右，而受制于电池产能限制，目前只能供应 100 台，下半年公司电动车还将进入北京市场。此外，若有电动车“不限购、不限行”的扶持政策出台，辅之以国家和地方政府对购买新能源汽车的双重补贴，新能源汽车产业化或面临突破。为此，在动力电池方面，公司今年底产能将由去年的 1GWH 提升到 1.6GWH，2012 年扩充至 4.6GWH。4.6GWH 可以单独满足 1.4 万辆 K9、7.6 万辆 E6 以及 28 万辆 F3DM 对电池的需求。

图表 17：比亚迪动力电池产能扩充计划

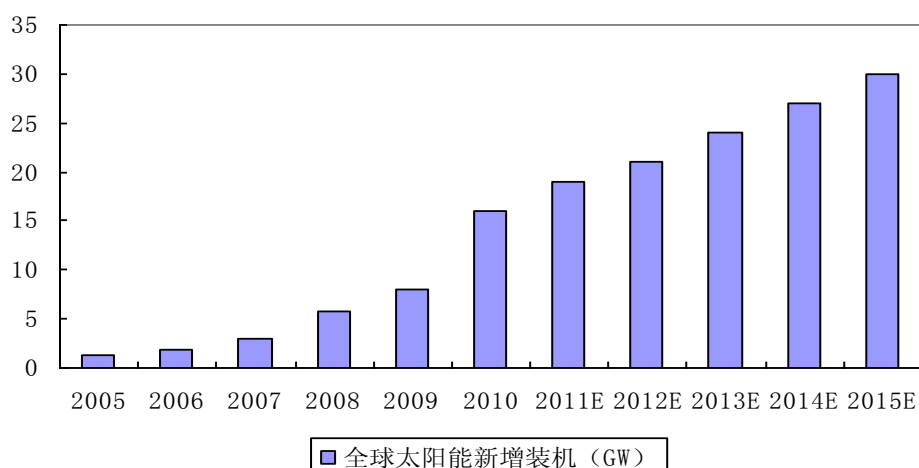


资料来源：公司资料，金元证券研究所

太阳能电池：公司重要的利润增长点

根据欧洲光伏产业协会数据，全球太阳能新增装机容量由 2005 年的 1.3GW 增长至 2010 年的 16GW，年均复合增长超过 60%。虽然德国、西班牙等国因电价补贴下调导致太阳能新增装机下滑，但在美国、意大利以及中国地区的强劲增长推动下，2011 年全球太阳能新增装机有望达到 19GW，预计到 2015 年装机容量将增长至 30GW。若 2016 年前后，太阳能若能实现平价上网，则其应用将会呈现爆发式增长。

图表 18: 全球太阳能新增装机



资料来源：金元证券研究所

比亚迪于 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，从而正式进入太阳能领域。太阳能电池业务生产流程覆盖从多晶硅到硅片、电池片、电池模组的完整产业链。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。

2009 年公司一期年产多晶硅 100MW、太阳能电池 100 MW、配套组件封装 100MW 的项目建成投产；2010 年二期 500MW 项目也将建成并投入生产，明年产能将提升至 1GW。2010 年，公司太阳能电池片及组件产品实现销售收入 7.59 亿元。对于垂直一体化的太阳能厂商来说，竞争优势将主要体现在太阳能电池的转换效率与转换成本。目前看，比亚迪交付的太阳能电池转换效率达 16.5%，属于世界先进水平。从转换成本来看，比亚迪采用的是不同于传统西门子法的冶金法来提取多晶硅，这种方法具有低能耗、低投入的优点，成本较西门子法降低 20% 以上。在成本竞争优势下，我们认为未来三年比亚迪太阳能电池出货量有望达到 1GW。

虽然太阳能组件价格由 2007 年、2008 年的 4 美元/瓦降到目前的 1.8 美元/瓦，但受益于上游多晶硅价格的大幅下降，一体化太阳能厂商的盈利能力没有明显削弱。从垂直一体化的天威英利、天合光能近几年的利润率来看，净利率基本上能保持在 10% 左右。

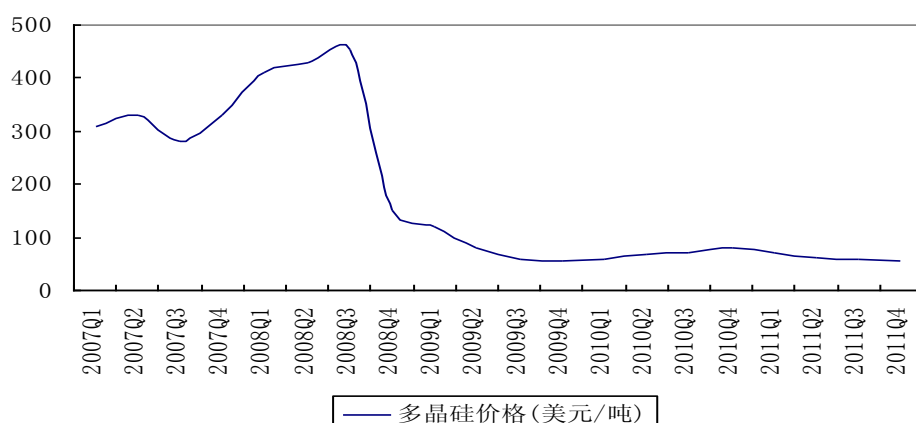
图表 19: 国内主要太阳能一体化厂商盈利能力

	2007	2008	2009	2010
天威英利 毛利率	26%	23%	24%	33%

	净利率	8%	9%	-7%	11%
天合光能	毛利率	22%	20%	28%	31%
	净利率	12%	7%	11%	17%
无锡尚德	毛利率	20%	18%	20%	17%
	净利率	11%	2%	5%	8%

资料来源：公司资料，金元证券研究所

图表 20：多晶硅价格变化



资料来源：金元证券研究所

储能电站：稳步推进其商业化进程

全球能源紧缺带来了风能、太阳能发电的高速发展，但风能、太阳能等清洁能源受环境影响功率不稳定，致使传统电网无法承载，大量风能、太阳能电力被浪费。储能电站可对新能源发电上网功率起到平滑作用，以保持电网所承受功率的稳定性。此外，储能电站可以在发电量超额时将多余能量储存，而发电量不足时将已储存能量释放，调节波峰、波谷用电需求，未来将成为二次充电电池的主要应用领域之一。根据市场研究机构 Pike Research 的预测，储能电站的市场规模将从 2010 年的 15 亿美元增长到 2020 年的 353 亿美元，市场空间巨大。

比亚迪铁电池具有出色的大功率充放电性能，解决了风能、太阳能功率不稳的难题，循环次数高达 4000 次，在用于调峰储能电站上比传统的铅酸电池具有非常明显的优势。

公司于 2010 年 8 月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。2010 年 9 月，比亚迪与洛杉矶水电部 (LADWP) 就可再生储能电网发展项目建立合作伙伴关系，在松树风力发电站安置 5-10 兆瓦的电储能部件。2010 年 10 月，长沙市人民

政府、湖南省电力公司正式签署了 10MW 储能电站建设项目框架协议。公司正在稳步推进储能电站的商业化进程。

盈利预测及投资建议

预测比亚迪 2011-2013 年净利润分别为 16.4 亿元、27.8 亿元和 42.6 亿元，同比分别增长-35%、69%和 53%，每股收益 0.70 元、1.18 元和 1.81 元，未来三年业绩复合增长 18%。在汽车新产品、太阳能电池等业务推动下，比亚迪在 2011 年下半年起将重新回到增长轨道。公司正着力推进电动汽车业务与储能电站的商业化应用，这代表了公司未来长期的增长前景。我们认为 2011 年公司正走过经营业绩拐点，给予公司买入评级。

图表 21：比亚迪分业务收入预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
汽车销量						
F3	135525	292465	252169	201735	211822	222413
F0	15865	104888	147487	132738	139375	146344
F6	13138	53871	51000	35700	37485	39359
G3		1851	48602	58322	64155	70570
其他车型	271	146	4757	19028	38056	57084
S6				20000	50000	80000
F3DM				2000	4000	6000
E6				500	1000	2000
K9				400	600	1000
销量合计（辆）	164799	453117	504015	470424	546493	624770
汽车业务收入合计（万元）	927141	2229686	2264553	2340804	2956441	3626915
毛利率	18.1	25.1	20.9	19.0	20.0	20.0
二次电池						
锂电池（万元）	394217	258525	218610	229541	241018	253068
镍电池	224183	144805	161802	165038	168339	171706
太阳能电池及组件			75881	200000	400000	800000
其他	8653	19758	44153	48568	53425	58768
二次电池收入合计（万元）	627054	423087	500435	643147	862781	1283542
毛利率	23.4	26.1	19.8	20.0	22.0	25.0
手机部件及组装						
手机外壳	272680	329580	420792	429208	437792	446548
手机键盘	136665	119237	102400	107520	112896	118541
整机组装	387362	498977	894929	984422	1082864	1191150
液晶显示模组	177062	180845	220046	242051	266256	292881

其他	216435	320678	418483	460331	506364	557001
其他收入	28138	9278	23205	25526	28078	30886
手机部件及组装收入合计（万元）	1218342	1458595	2079854	2249057	2434250	2637007
毛利率	18.4	15.5	13.9	14.0	14.0	14.0

资料来源：公司资料，金元证券研究所

图表 22：比亚迪盈利预测（单位：百万元）

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	48448	52330	62535	75475
营业成本	39174	43448	51316	61320
营业税金及附加	660	680	813	981
营业费用	2176	2303	2626	3019
管理费用	3306	3506	4065	4755
财务费用	370	550	600	640
资产减值损失	21	0	0	0
投资净收益	26	0	0	0
营业利润	2768	1844	3115	4759
营业外收入	549	500	500	500
营业外支出	174	150	150	150
利润总额	3142	2194	3465	5109
所得税	224	175	277	409
净利润	2919	2018	3188	4701
少数股东损益	395	375	405	438
归属母公司净利润	2523	1643	2782	4263
EPS（元）	1.07	0.70	1.18	1.81

资料来源：公司资料，金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度 5%—15%以上;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%—5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%—15%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.