

湘财证券研究所

刘飞烨 分析师
执业编号: S0500511010006

联系人
陈李
Tel: 021-68634518-8306
EMAIL: cl3319@xcsc.com

发行价: 18 元

预计上市后合理价值区间:
16.72-19.00 元

发行概况

(A 股)

发行股本 (万股): 7900
发行后股本 (万股): 156100

(H 股)

股本 (万股) 79310
发行后股本合计 (万股) 235410
主承销商: 瑞银证券有限责任公司

核心观点

- **公司主营业务为传统能源汽车制造、二次充电电池业务、手机部件及组装业务** 比亚迪从事的业务包括二次充电电池业务、手机部件及组装业务, 以及传统能源汽车及新能源汽车在内的汽车业务, 同时比亚迪利用自身在电池技术上的领先优势积极拓展新能源产品领域的相关业务。2010 年, 二次充电电池、手机部件及组装、汽车业分别占营业收入的 10.3%、42.9%与 46.8%。
- **传统汽车业务仍然是公司未来两年的主要利润来源** 2002 年比亚迪通过收购秦川汽车进入汽车制造行业。2008-2010 年比亚迪汽车销售收入从 92.7 亿增长到 226.5 亿元, 复合年增长率为 56.3%。我们认为手机部件及组装业务以及二次充电电池业务中的非动力电池由于市场竞争激烈, 劳动力成本加大, 毛利率持续下滑, 未来两年年占公司的营业收入的比重将逐年降低。新能源汽车及其相关动力锂电池行业受多种因素影响较大, 短期内很难贡献大幅利润。传统汽车业务仍将是主要利润来源。
- **新能源汽车业务是公司未来发展的亮点, 但受国家产业政策、配套设施、以及技术本身影响加大, 业绩贡献的不确定因素较多** 我们认为, 电动公交以及电动轿车等新能源业务是公司未来发展的以及未来营业收入增长的亮点所在。公司在动力锂电池等新能源汽车技术上具有一定的领先优势, 在国家政策扶持的背景下, 具有抢先占领新能源汽车市场的先天条件。但国家新能源汽车发展规划与标准制定落后预期、动力锂电池本身具有的技术难题、以及配套设施的完善、市场对于新能源汽车安全性、经济性等接受程度都将成为影响新能源汽车发展的不确定因素。
- **募投资金主要用于深圳汽车研发生产基地项目, 占计划募集资金投资部分的 52%** 公司此次公开发行 7900 万股, 募集资金主要用于深圳汽车研发生产基地项目、比亚迪汽车有限公司扩大品种及汽车零部件建设项目、深圳市比亚迪锂电池有限公司锂离子电池生产项目。募集资金主要用途为常规能源汽车的研发和汽车零部件建设项目。
- **盈利预测与估值** 我们认为传统汽车业务是影响公司未来两年盈利的主要因素。新能源汽车在未来两年仍无法贡献爆发性的业绩增长。考虑到汽车行业的整体发展态势以及未来新能源汽车业务贡献的一定业绩及预期, 我们预计公司 11-13 年摊薄后 EPS 分别为 0.76 元、0.90 元和 1.24 元。公司发行价为 18 元, 对应 2011-2013 年的动态

市盈率为 23.68 倍、20 倍、14.52 倍。我们给予上市后合理价值区间为 16.72-19.00 元。

盈利预测表

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	48448	54742	63113	72086
增长率 YOY (%)	17.8%	13.0%	15.3%	14.22%
净利润（百万元）	2919	1790	2116	2929
增长率 YOY (%)	-32.7%	-29.1%	18.2%	38.4%
摊薄 EPS（元）	1.1	0.76	0.90	1.24

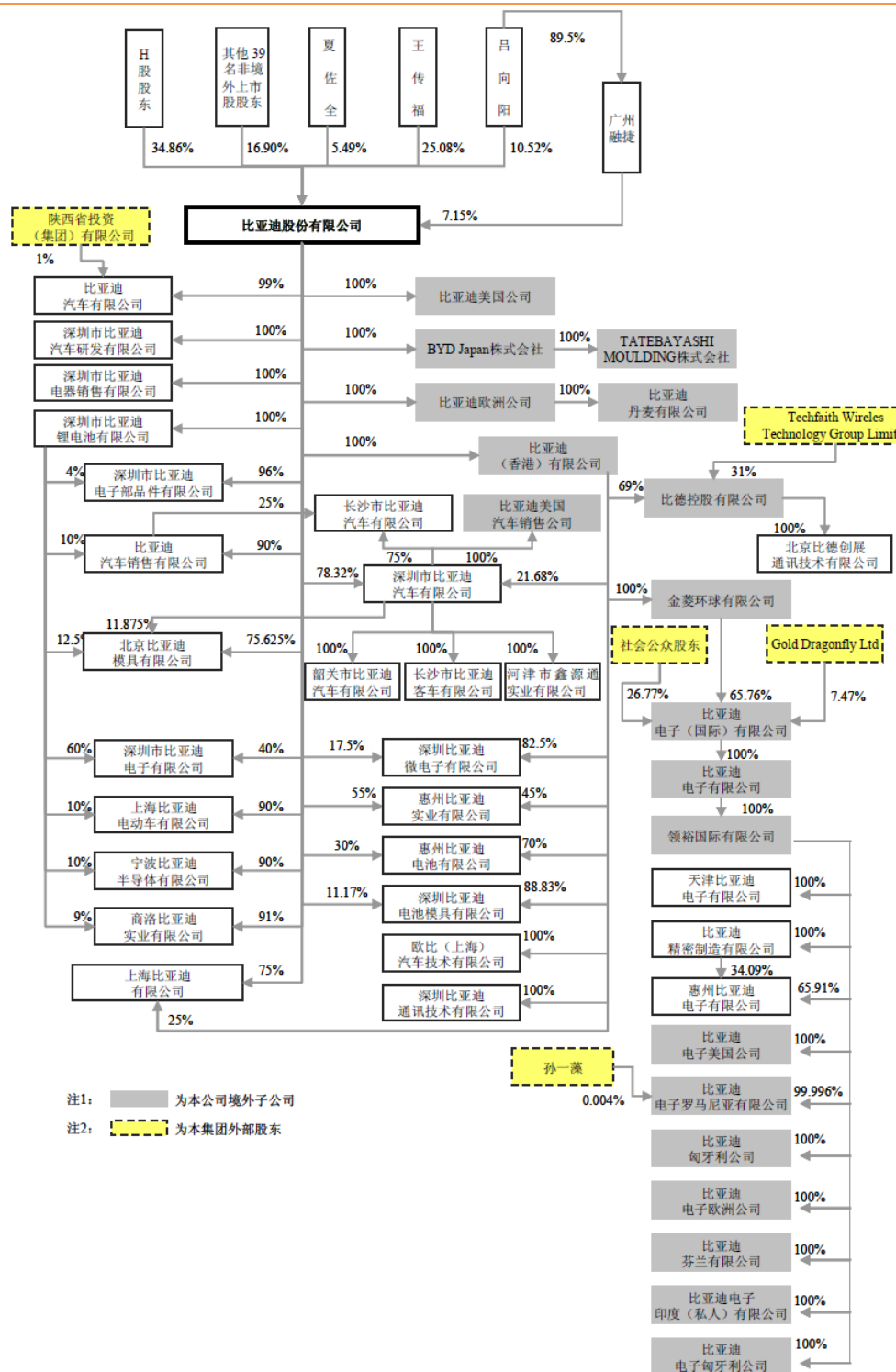
数据来源：湘财证券研究所

表 1：发行前后公司股本结构变化

股份类别	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数（万股）	比例	股数（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%
合计	227510	100	235410	100

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图 1: 公司股权结构



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2: 募投项目

序号	项目名称	项目投资额 (万元)	使用募集资金 (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	40000	40000
2	深圳汽车研发生产基地项目	433100	114035
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
	合计	538305	219240

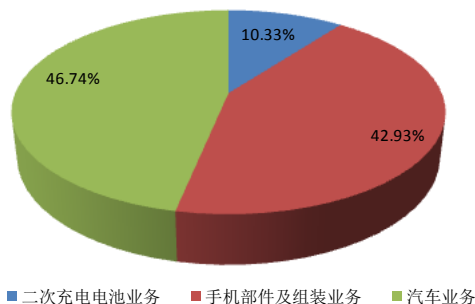
数据来源: 公司公告, 湘财证券研究所

表 3: 比亚迪各主营业务收入及增长率

营业收入(百 万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
二次充电电 池	4231	5004	7506	10884	14149
YOY	-32.5%	18.3%	50.0%	45.0%	30.0%
手机部件及 组装	14586	20799	22255	23590	24770
YOY	19.7%	42.6%	7.0%	6.0%	5.0%
汽车及相关 业务	22297	22646	24231	27139	30667
YOY	140.5%	1.6%	7.0%	12.0%	13.0%
新能源公交			750	1500	2500
YOY				100%	66.7%
总计	41114	48449	54742	63113	72086
YOY	48.3%	17.8%	13.0%	15.3%	14.2%

数据来源: 公司公告, 湘财证券研究所

图 2: 2010 年比亚迪营业收入占比



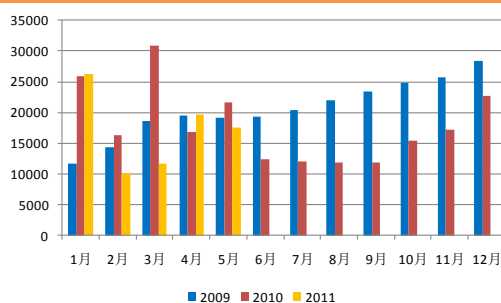
数据来源: CAAM, 湘财证券研究所

表 4: 比亚迪各主营业务毛利率

毛利率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
二次充电电池	26.12%	19.77%	15.50%	15.00%	15.00%
手机部件及组装	15.50%	13.90%	13.50%	13.00%	13.00%
汽车业务	25.09%	20.91%	17.80%	18.50%	19.50%
新能源公交			45.00%	40.00%	40.00%

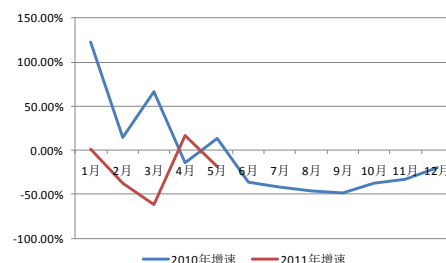
数据来源: 公司公告, 湘财证券研究所

图 3: 比亚迪 F3 车型月销量



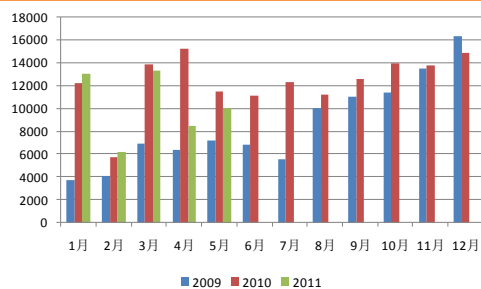
数据来源: CAAM, 湘财证券研究所

图 4: 比亚迪 F3 车型月销量增速



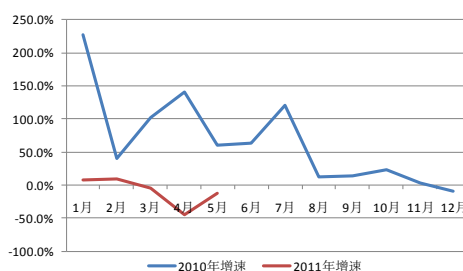
数据来源: CAAM, 湘财证券研究所

图 5: 比亚迪 F0 车型月销量



数据来源: CAAM, 湘财证券研究所

图 6: 比亚迪 F0 车型月销量增速



数据来源: CAAM, 湘财证券研究所

盈利预测表
资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	17553	18523	25004	31645
现金	1993	3447	6222	10303
应收账款	5397	5590	6572	7632
其他应收款	239	188	223	286
预付账款	610	916	1204	1648
存货	6538	4452	5559	5270
其他流动资产	2777	3930	5224	6505
非流动资产	35411	35635	35115	34546
长期投资	59	39	43	47
固定资产	17476	21246	22404	22561
无形资产	4897	5047	5197	5347
其他非流动资产	12978	9303	7471	6590
资产总计	52963	54158	60119	66190
流动负债	27764	26862	30705	33413
短期借款	9796	5682	6154	6604
应付账款	7061	9449	10823	12020
其他流动负债	10907	11731	13728	14789
非流动负债	4048	4112	3823	3843
长期借款	3049	3257	3061	3023
其他非流动负债	999	855	762	820
负债合计	31812	30974	34528	37256
少数股东权益	2691	2944	3230	3644
股本	2275	2354	2354	2354
资本公积	5723	5644	5644	5644
留存收益	10506	12296	14412	17341
归属母公司股东权益	18460	20239	22361	25290
负债和股东权益	52963	54158	60119	66190

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	3139	7460	3187	4268
净利润	2919	2044	2402	3343
折旧摊销	0	1002	1182	1276
财务费用	370	309	142	14
投资损失	-26	-26	-29	-30
营运资金变动	0	4000	-452	-279
其他经营现金流	-124	130	-57	-55
投资活动现金流	-12672	-1314	-627	-624
资本支出	13213	1136	500	500
长期投资	-211	-21	4	4
其他投资现金流	330	-198	-123	-120
筹资活动现金流	9178	-4692	215	437
短期借款	9513	-4115	472	450
长期借款	-58	208	-196	-38
普通股增加	0	79	0	0
资本公积增加	5	-79	0	0
其他筹资现金流	-282	-785	-61	25
现金净增加额	-332	1454	2775	4081

数据来源: 湘财证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	48448	54742	63113	72086
营业成本	39174	45924	52793	59763
营业税金及附加	660	843	1029	1175
营业费用	2176	2190	2714	3100
管理费用	3306	3722	4291	4905
财务费用	370	309	142	14
资产减值损失	21	25	28	30
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	26	26	29	30
营业利润	2768	1755	2145	3129
营业外收入	549	600	660	720
营业外支出	174	150	210	230
利润总额	3142	2205	2595	3619
所得税	224	161	193	277
净利润	2919	2044	2402	3343
少数股东损益	395	254	285	414
归属母公司净利润	2523	1790	2116	2929
EBITDA	3138	3067	3469	4420
EPS (元)	1.11	0.76	0.90	1.24

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	17.8%	13.0%	15.3%	14.2%
营业利润	-33.6%	-36.6%	22.2%	45.9%
归属于母公司净利润	-33.5%	-29.1%	18.2%	38.4%
获利能力				
毛利率(%)	19.1%	16.1%	16.4%	17.1%
净利率(%)	5.2%	3.3%	3.4%	4.1%
ROE(%)	13.7%	8.8%	9.5%	11.6%
ROIC(%)	8.9%	6.6%	7.3%	10.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	60.1%	57.2%	57.4%	56.3%
净负债比率(%)	44.17%	31.22%	29.04%	28.12%
流动比率	0.63	0.69	0.81	0.95
速动比率	0.39	0.52	0.62	0.78
营运能力				
总资产周转率	1.04	1.02	1.10	1.14
应收账款周转率	10	10	10	10
应付账款周转率	5.22	5.56	5.21	5.23
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.07	0.76	0.90	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	3.17	1.35	1.81
每股净资产(最新摊薄)	7.84	8.60	9.50	10.74

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。