

分析师： 张乐 (8621) 68751760 zhangle@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490511060002

联系人： 谭焜元 (8621)68751760 tanky@cjsc.com.cn

传统汽车业务底部徘徊，新能源业务尚需酝酿

事件描述

比亚迪 8 月 22 日发布 2011 年中报，实现营业收入约 225 亿元，同比下降约 10.77 %；归属于上市公司股东净利润约 2.75 亿元，同比下降 88.63 %；摊薄后每股收益为 0.12 元。

公司预计 2011 年 1-9 月归属于上市公司股东净利润与上年同期相比下降 85%至 95%。

我们对此有如下点评：

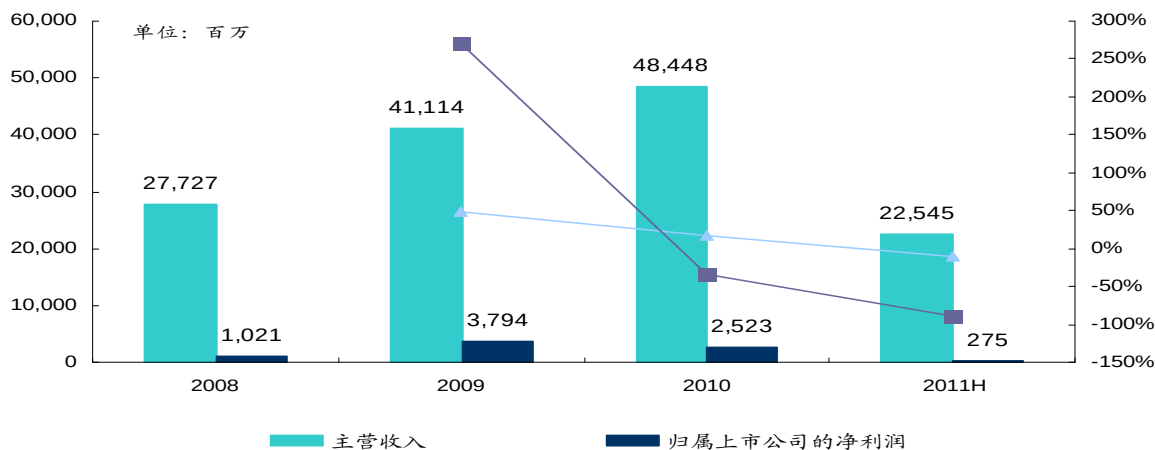
事件评论

第一、汽车业务惨淡拖累利润迅速下跌

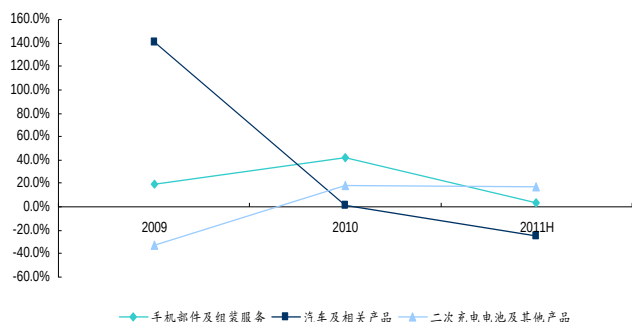
公司 2011 年上半年实现归属于上市公司股东净利润 2.75 亿元，同比下降了 88.63%，最重要的原因是在过去两年构成利润主要来源的汽车业务在今年经历了收入和毛利率的双双下降，汽车业务收入同比下滑 25.2%，毛利率同比下降近 9.3 个百分点。

手机部件及组装业务收入实现同比增速 4%，毛利率略微下降 1.26%，而二次充电电池业务收入同比增长了 12.3%，毛利率下滑了 12.21%。

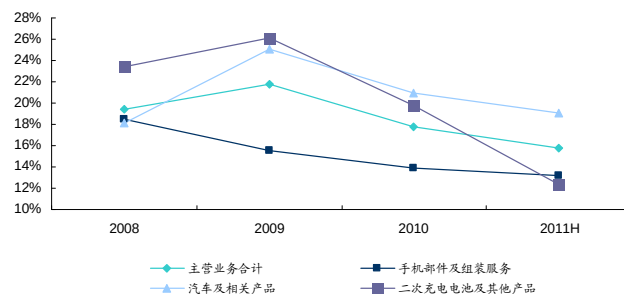
图 1：公司上半年收入和净利润下滑严重



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：公司各项业务收入增速均有所下降


资料来源：汽车工业信息网，长江证券研究部

图 3：公司各项业务毛利率下滑明显


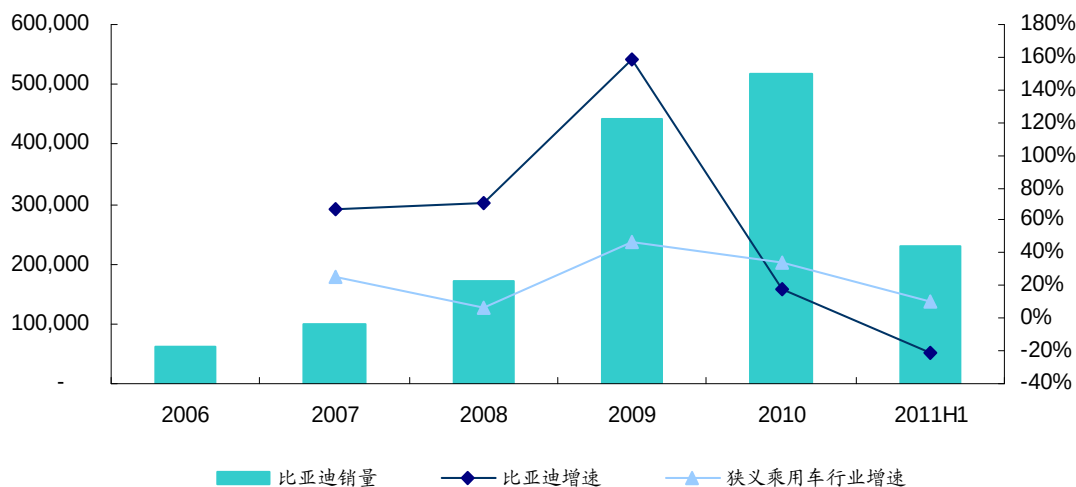
资料来源：汽车工业信息网，长江证券研究部

第二，传统汽车业务仍在底部徘徊，新能源汽车尚需时间酝酿

今年上半年汽车行业增速明显开始回落，其中狭义乘用车虽然仍然实现了 10% 的销量同比正增长，但是表现较好的是合资企业的中高端轿车和 SUV 车型，自主品牌乘用车在刺激政策推出之后已经开始面临较大的压力。另一方面，比亚迪在经历了 10 和 11 年的经销商网络调整后，目前依然没有完全从中恢复，其结果是比亚迪汽车的销量增速为 -21%，远远落后于整个狭义乘用车行业。

销售情况不佳的另一个结果是单位产品负担的摊销成本加大，同时成本传导能力大幅下降，自主品牌行业弱势使得价格战为公司带来了直接盈利杀伤。在今年上半年原材料成本同比上涨较为明显的情况下，公司汽车业务毛利率大幅下滑符合预期。

我们认为今年下半年乘用车的销售压力依然巨大，并且有可能从自主品牌向合资品牌传递。因此尽管公司在 5 月推出的 SUV 产品 S6 在 6 月份已经取得了 3000 辆的不错销量，并且下半年将推出首次配备涡轮增压直喷发动机和 DCT 双离合变速器的中高端轿车 G6，但是依然较难改变今年汽车业务大幅下滑的情况。

图 4：比亚迪汽车销量显著负增长，目前仍在底部


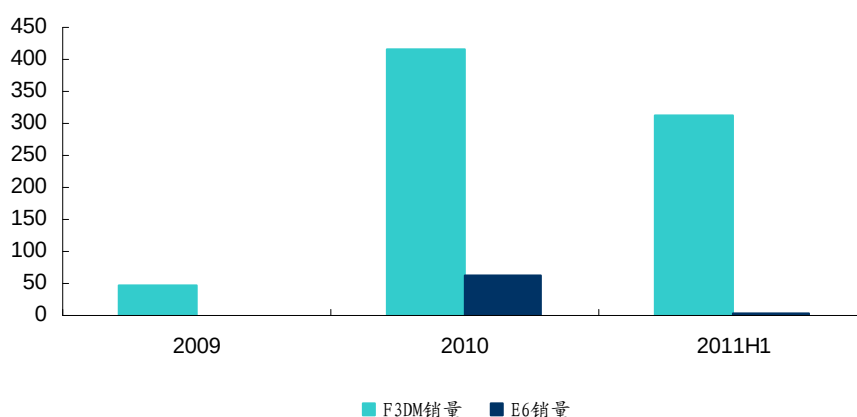
资料来源：CAAM，公司公告，长江证券研究部

除传统汽车业务外，被寄予厚望的比亚迪三款新能源汽车产品目前也离预期有一定的距离。根据汽车工业协会产销快

讯的数据，今年上半年 F3DM 销售了 313 辆，E6 仅 4 辆，我们认为这主要是出租车示范及政府形象工程采购所致，而比亚迪长沙客车厂上半年共销售大客车 1 辆，中客车 10 辆，即可能电动大巴 K9 上半年销量仍然较为稀少。我们认为，尽管中央和地方政府推出了力度很大的补贴政策，但是从实际结果看，新能源汽车特别是私人购买新能源汽车的推广还需要一段比较长时间的酝酿。

好消息是，深圳大运会为比亚迪带来了一张较大的新能源汽车订单。根据公告，截至 7 月已经交付给深圳 200 辆 K 和 250 辆 E6，而根据相关媒体的报道最终的数字是 200 辆 K9 和 300 辆 E6，因此公司全年的电动车销量应该会比上半年的数字有比较明显的提高。

图 5：新能源汽车销售缓慢，放量仍需时间酝酿



资料来源：CAAM，长江证券研究部

第三，手机部件及组装业以及传统二次电池业务以稳定基调

手机部件及组装业务方面，虽然今年上半年全球手机出货量约 7.23 亿部，同比增长约 13.20%，智能手机出货约 2.09 亿部，同比增长 74.02%，但公司的相关业务增长仅 4%，落后于下游增速。其主要原因在于公司的重要客户诺基亚、摩托罗拉、华为、中兴等的产品收到了智能手机的冲击较大，影响了公司的配套数量。该业务的毛利率也因为竞争激烈而小幅下降。

公司在招股时曾披露今年增加了只能手机领头羊 HTC 和 Apple 作为新的客户，从目前看仍未给公司带来收入的明显增长，今后与智能手机厂商的合作进度将会是手机部件业务的主要看点。

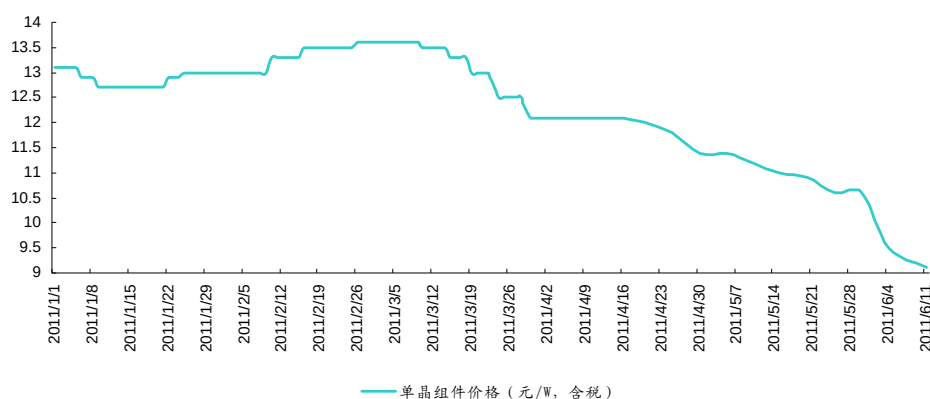
传统二次电池方面，由于锂电池下游的笔记本电脑和手机出货量增速趋缓，并且镍电池下游的电动工具和电动玩具需求不足，我们认为公司传统的二次电池业务不会有很好的表现，较大的可能是收入和毛利率都小幅下降。由于公司将太阳能电池和储能电站两项业务并入二次电池业务，而太阳能电池组件今年上半年价格下降速度非常快，因此我们认为二次电池业务收入 12 个点的增长与毛利率 12 个点的下降都更多的受到了太阳能业务的影响。

就公司的这两块传统业务而言，我们认为下游需求大幅增长的可能性不大，收入和毛利率主要将会以稳定中的小幅上下波动为主，当然不能排除受到欧债危机等外围因素影响海外需求大幅下降的可能，但总体来看，这两块业务并不是市场对于公司的主要关注点，重要性方面不是最高。

第四，太阳能电池组件价格大跌，储能电站着眼于未来

太阳能电池业务和储能电站业务是公司除了电动汽车外在新能源领域的重要布局，中报中虽然没有详细的数据披露，但是从上半年光伏行业的整体情况看，组件价格上半年下降幅度很大，公司的太阳能电池业务目前也应处在相对的底部，目前来看下半年盈利能力可能难有大幅的改善。

图 6：太阳能电池组件价格大幅下跌



资料来源：长江证券研究部

储能电站方面，公司已成功赢得国内外多家电网公司及商业机构的订单，部分 MW 级储能电站已陆续交付运营。我们认为，储能电站作为公司磷酸铁锂电池技术的新应用，未来存在着较大的市场空间，但其主要着眼于未来，在现阶段对于业绩不会有明显的贡献。

第五，全年业绩可能大幅下滑

公司的传统汽车业务仍处在底部区域，下半年难有好转，公司目前正在进行渠道的梳理，未来传统汽车业务的能否恢复此前的成功仍需要拭目以待；电动汽车在大运会及后续可能的其他订单推动下将会超过上半年的表现，但是从绝对量上看对公司的贡献依然较小，关键在于未来能否顺利放量。同时，手机部件业务、传统二次电池业务、太阳能电池业务和储能电站业务目前看来至少今年年内情况较难有明显的改善。

公司预计 2011 年 1-9 月归属于上市公司股东净利润与上年同期相比下降 85%至 95%，对于全年的情况已经有了比较清醒和谨慎的估计，我们提示投资者注意相关风险。

第六，暂无投资评级

预计公司 11 年 12 年 EPS 分别为 0.37 元和 0.59 元，当前股价 26.31 元，对应 PE 分别为 71 倍和 44 倍，考虑到公司处于底部运行区间，后续业务的发展存在一定不确定性，暂无投资评级。

投资风险主要存在于乘用车业务超预期的大幅下滑，以及电动汽车未来推广速度低于预期。

表 1: 主要财务指标透视

百万元	2011Q2	2011Q1	2010 Q4	2010 Q3	2010 Q2
EPS(元)	0.00	0.11	1.07	1.61	0.43
一、营业总收入	10,834	11,710	48,448	41,114	27,727
二、营业总成本	10,841	11,373	45,707	36,964	26,767
营业成本	9,275	9,717	39,174	31,480	22,032
营业税金及附加	175	178	660	674	300
销售费用	358	489	2,176	1,488	934
管理费用	751	856	3,306	2,774	2,627
财务费用	242	118	370	269	697
资产减值损失	40	15	21	279	176
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益			0	1	0
投资净收益	-11	8	26	17	30
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-11	8	26	16	16
四、营业利润	-18	345	2,768	4,169	990
加：营业外收入	151	50	549	475	443
减：营业外支出	22	17	174	137	69
五、利润总额	112	378	3,142	4,506	1,364
减：所得税	41	54	224	428	88
六、净利润	70	324	2,919	4,078	1,276
减：少数股东损益	62	57	395	285	254
归属于母公司所有者的净利润	9	267	2,523	3,794	1,021
主要比率					
销售毛利率	14.39%	17.02%	19.14%	23.43%	20.54%
销售净利率	0.65%	2.77%	6.02%	9.92%	4.60%
销售费用率	3.31%	4.18%	4.49%	3.62%	3.37%
管理费用率	6.93%	7.31%	6.82%	6.75%	9.47%
财务费用率	2.24%	1.01%	0.76%	0.65%	2.51%
净资产收益率 ROE	0.00%	1.44%	14.36%	27.13%	9.29%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	48448	48095	54138	59826	货币资金	1993	4207	6157	6891
营业成本	39174	41063	45716	50095	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	9274	7032	8422	9731	应收账款	5635	5594	6297	6958
% 营业收入	19.1%	14.6%	15.6%	16.3%	存货	6538	6859	7635	8365
营业税金及附加	660	655	737	815	预付账款	610	640	713	781
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	2176	1924	2166	2393	流动资产合计	17553	20058	23903	26420
% 营业收入	4.5%	4.0%	4.0%	4.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	3306	3126	3519	3889	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.8%	6.5%	6.5%	6.5%	长期股权投资	59	59	59	59
财务费用	370	618	631	509	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.8%	1.3%	1.2%	0.9%	固定资产合计	28716	31598	31920	30175
资产减值损失	21	-1	18	17	无形资产	4897	4652	4420	4199
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	66	66	66	66
投资收益	26	0	0	0	递延所得税资产	371	0	1	1
营业利润	2768	710	1351	2108	其他非流动资产	1301	1301	1301	1301
% 营业收入	5.7%	1.5%	2.5%	3.5%	资产总计	52963	57735	61670	62221
营业外收支	375	375	375	375	短期贷款	11003	13061	12177	7302
利润总额	3142	1085	1726	2483	应付款项	11033	11576	12885	14118
% 营业收入	6.5%	2.3%	3.2%	4.2%	预收账款	2865	2844	3201	3537
所得税费用	224	77	123	177	应付职工薪酬	1003	1053	1172	1284
净利润	2919	1007	1603	2306	应交税费	-606	-503	-590	-680
归属于母公司所有者的净利润	2523.4	871.0	1385.8	1994.0	其他流动负债	2466	2547	2839	3114
少数股东损益	395	136	217	312	流动负债合计	27764	30578	31684	28674
EPS (元/股)	1.07	0.37	0.59	0.85	长期借款	3049	3049	3049	3049
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	3139	7307	8780	10461	其他非流动负债	999	999	999	999
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	31812	34627	35732	32723
长期股权投资	-36	0	0	0	归属于母公司	18460	19410	20796	22790
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-13143	-7481	-6541	-5598	股东权益	2691	2827	3044	3356
其他	507	0	0	0	负债及股东权益	21151	22238	23840	26147
投资活动现金流净额	-12672	-7481	-6541	-5598	基本指标	52963	56864	59572	58869
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.072	0.370	0.589	0.847
股权融资	0	79	0	0	BVPS	8.11	8.53	8.83	9.68
银行贷款增加 (减少)	10391	2057	-884	-4874	PE	24.54	71.11	44.70	31.06
筹资成本	1208	-618	-631	-509	PEG	-3.25	-9.42	-5.92	-4.11
其他	-2421	0	0	0	PB	3.24	3.08	2.98	2.72
筹资活动现金流净额	9178	1518	-1515	-5384	EV/EBITDA	13.74	11.96	8.42	6.42
现金净流量	-355	1344	723	-521	ROE	13.7%	4.5%	6.7%	8.7%

分析师介绍

谭焜元，浙江大学工学学士，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。