

汽车行业

比亚迪 (002594)

中报点评

评级: 由“买入”下调为“增持”

目标价: 26 元

收盘价(元) 25.74
目标价(元) 26

市场数据

52 周最高/最低(元) 22/35.6
市净率 3.28
总股本(百万) 2354
流通 A 股(百万) 64
流通 B 股/H 股(百万) 793
总市值(亿元) 606
流通 A 股市值(亿元) 16

相对股价表现



相关研究

《比亚迪: 技术至上 垂直整合》

垂直整合模式可能导致利润波动较大

投资要点:

- 比亚迪上半年业绩同比下滑10.8%，至225.4亿元，净利润下滑88.6%，至2.75亿元。销售收入及净利润下滑趋势均超预期。包括汽车、手机部件以及二次充电电池业务下游需求均出现一定下滑。
- 垂直整合模式可能导致利润受下游需求影响波动较大。从比亚迪的产业经营模式来看，上下游产业链垂直整合模式的优势在于，比亚迪通过自主研发和生产，其自制零部件产品在质量以及科技含量上较高。最终体现到终端产品上的产品附加值及性能优势可实现较大的比较竞争优势。垂直整合的劣势则在于，如果下游需求放缓，可能导致公司各项成本费用无法向上游分摊，成本费用率可能上升。这一情况已经反映在今年上半年的半年报中，其中管理费用率从去年同期的6.2%上升至今年的7.1%，毛利率从去年同期的22.9%下滑到今年的15.8%。公司整体盈利波动较全球化采购的汽车企业要大。因此，在目前下游需求大幅萎缩的情况下，比亚迪盈利的大幅波动未来可能延续。
- 销售渠道尤为重要。鉴于垂直整合模式的缺点在于下游需求放缓所带来的盈利波动。我们认为，广泛的销售渠道以及优良的销售团队可以维护下游需求，对于降低公司盈利波动可以起到比较关键的作用。今年以来，比亚迪已经在销售渠道以及销售团队上做出了较大努力，后续成效有待观察。
- 动力电池专利及电动汽车专利应带来一定估值溢价。比亚迪在动力电池以及汽车专利两项业务上的专利数量分别均处于领先地位。目前，比亚迪依然可能是未来电动汽车发展的最大受益者。作为全球唯一同时在动力电池以及电动汽车领域的专利领导者，其建立的新能源汽车技术门槛短时间尚无法被其他竞争对手所超越。我们将比亚迪评级由“买入”下调为“增持”，目标价26元。

重要财务指标

单价: 百万元

汽车行业研究小组
S0120511030002

联系人
蔡奕
8621-68761616-8563
cai yi@tebon.com.cn

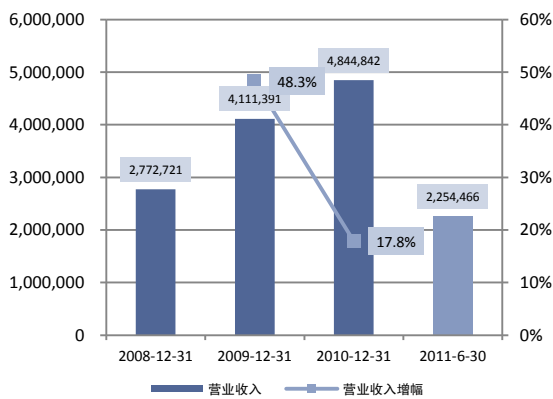
德邦证券有限责任公司
上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼
<http://www.tebon.com.cn>

主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	41114	48448	43233	47556	54689
收入增幅(%)	48%	18%	-11%	10%	15%
净利润	3794	2523	840	1329	2700
净利增幅(%)	271%	-33%	-67%	58%	103%
毛利率(%)	23%	19%	16%	17%	20%
ROE(%)	27.1%	14.4%	3.67%	4.91%	10.52%
期末 EPS(元)	1.77	1.11	0.36	0.56	1.15

图 1： 2011 年上半年，公司收入同比下滑 11%

比亚迪销售收入及增幅情况

单位：万元

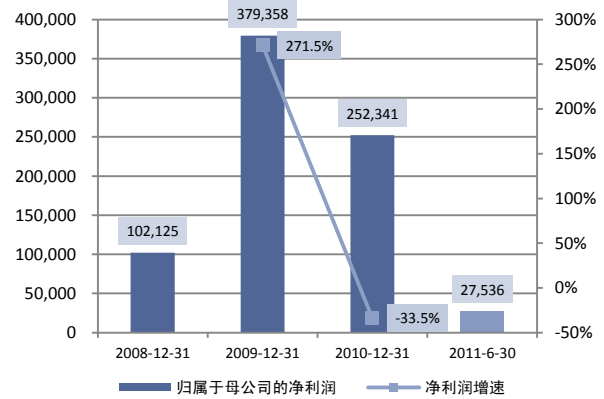


资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 2： 2011 年上半年，公司净利润同比下滑 88.6%

比亚迪净利润及增幅情况

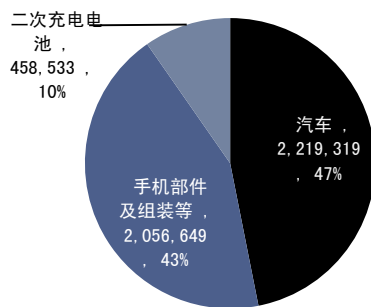
单位：万元



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 3： 2010 年，比亚迪分行业销售收入情况

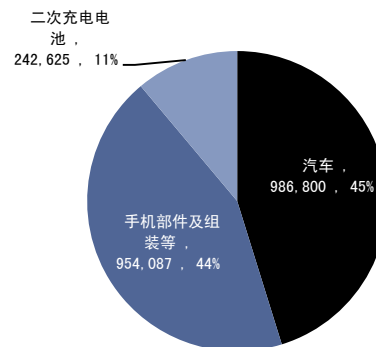
单位：万元



资料来源：Wind，德邦证券研究所

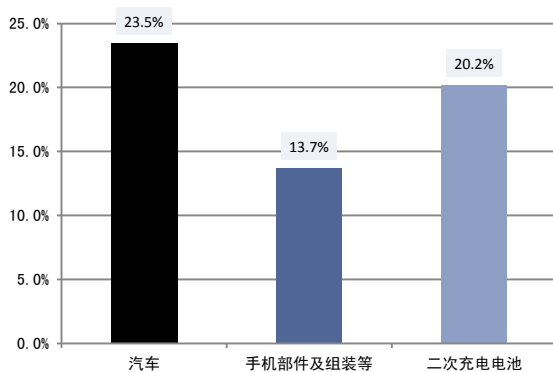
图 4： 2011 年上半年，比亚迪分行业销售收入情况

单位：万元



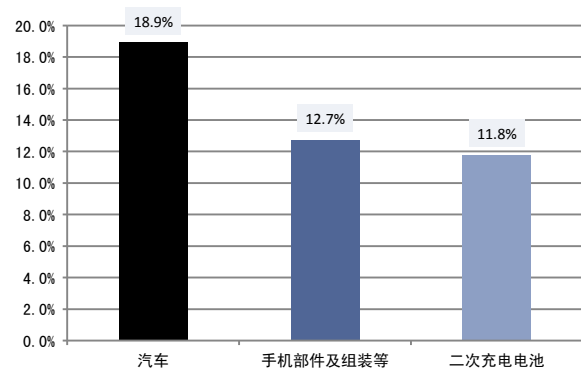
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 5： 2010 年，比亚迪分行业毛利率情况



资料来源：Wind，德邦证券研究所

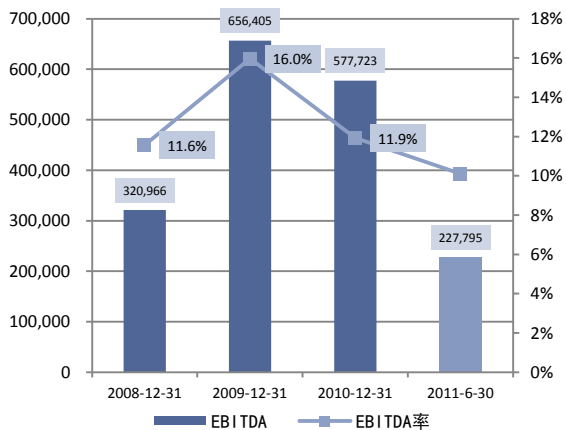
图 6： 2011 年上半年，比亚迪分行业毛利率情况



资料来源：Wind，德邦证券研究所

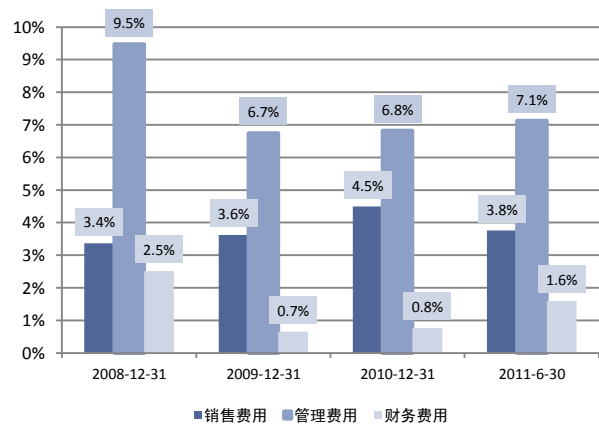
图 7：比亚迪 EBITDA 及 EBITDA 率情况

单位：万元



资料来源：Wind，德邦证券研究所

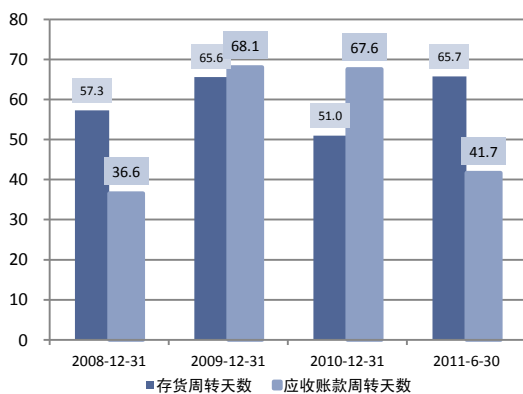
图 8：比亚迪三项费用情况



资料来源：Wind，德邦证券研究所

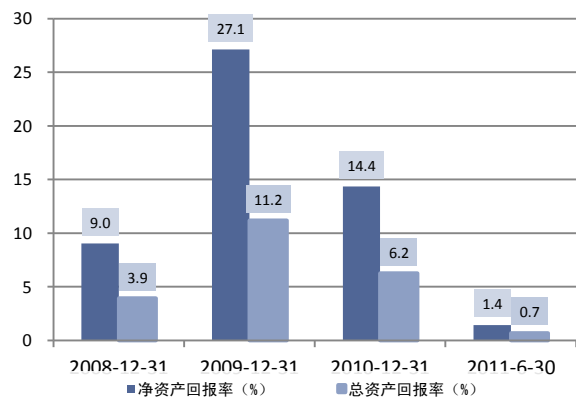
图 9：存货周转天数及应收账款周转天数情况

单位：天



资料来源：Wind，德邦证券研究所

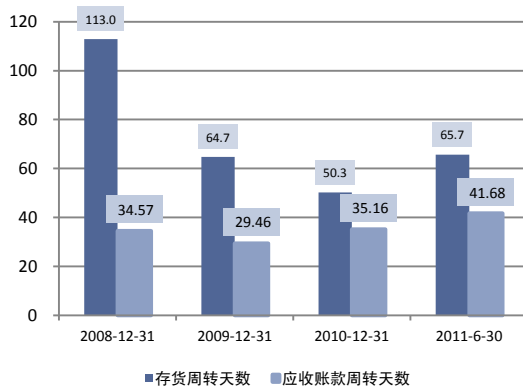
图 10：ROE 及 ROA 情况



资料来源：Wind，德邦证券研究所

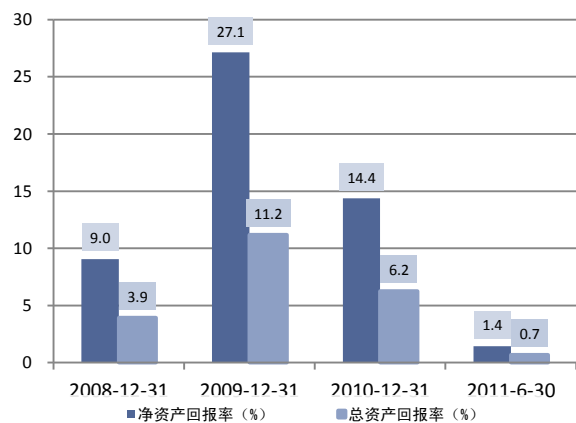
图 11：存货周转天数及应收账款周转天数情况

单位：天



资料来源：Wind，德邦证券研究所

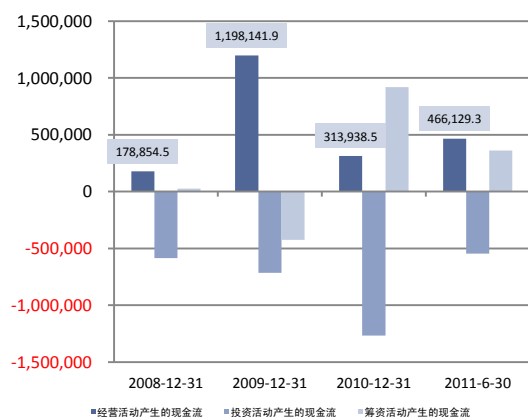
图 12：ROE 及 ROA 情况



资料来源：Wind，德邦证券研究所

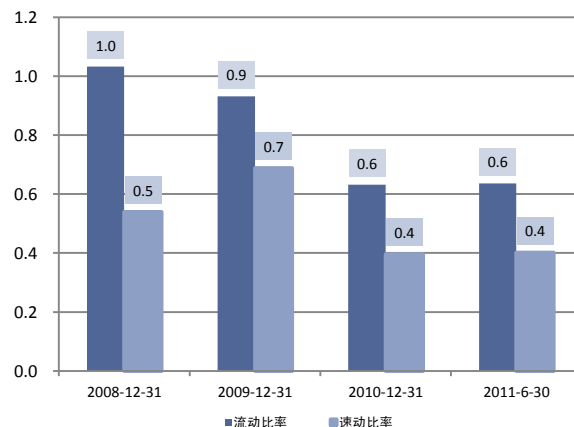
图 13: 现金流情况

单位: 万元



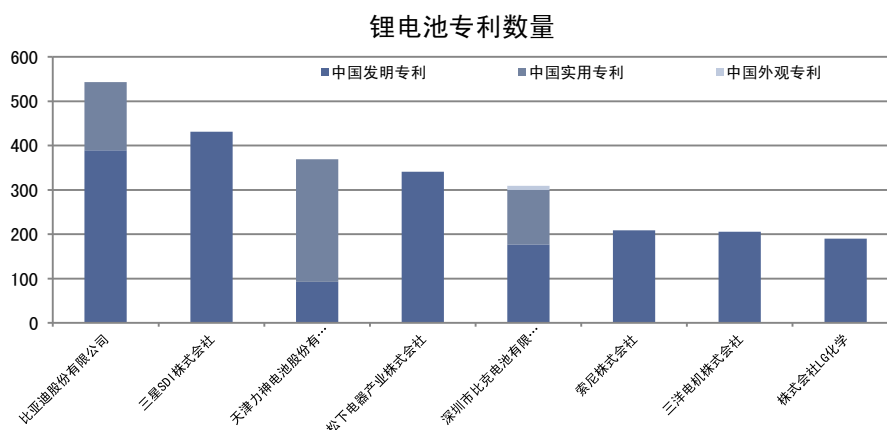
资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 14: 流动比和速冻比情况



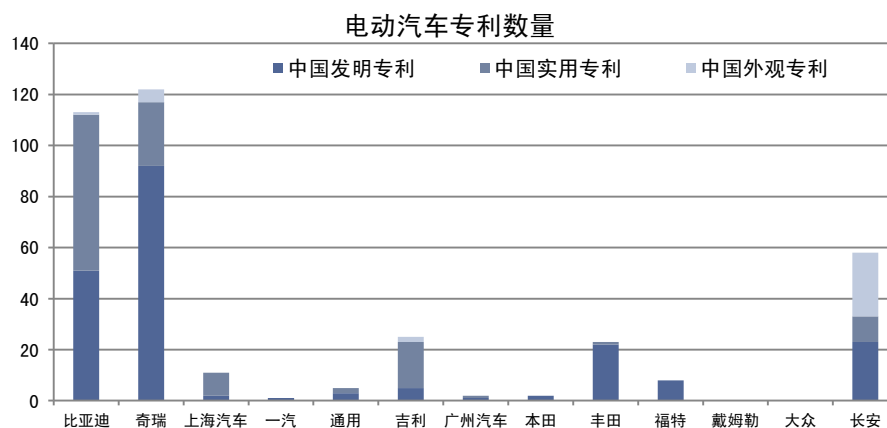
资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 15: 比亚迪锂电池专利总数排名第一, 发明专利数量仅次于三星 SDI
锂电池主要生产厂家专利数量



资料来源: 国家知识产权局

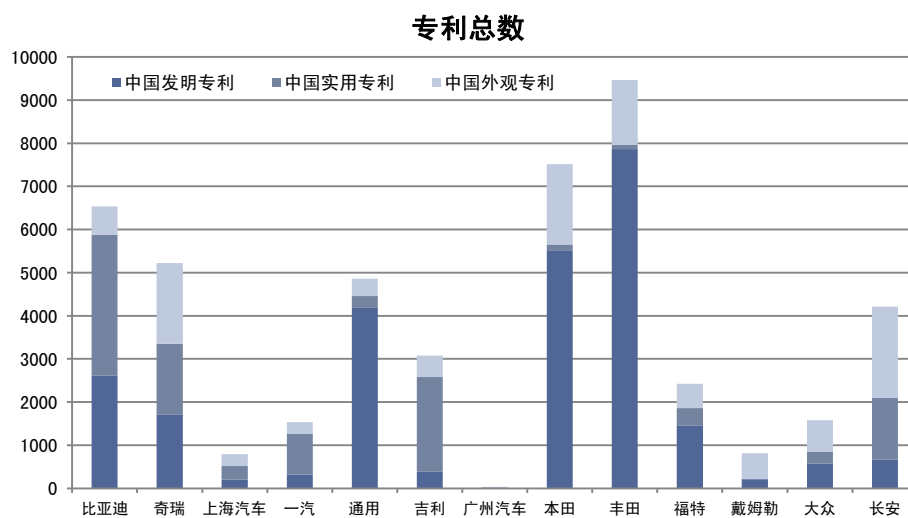
图 16: 电动汽车专利数量比亚迪排名第二, 仅次于奇瑞汽车
电动汽车生产厂家专利数量



资料来源: 国家知识产权局

图 17：在专利总数上，比亚迪仅次于本田和丰田，超过本土车企

汽车生产厂家专利数量



资料来源：国家知识产权局

投资评级

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% \sim +10\%$

减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。