

汽车行业

比亚迪 (002594)

公司调研简报

评级: 中性

下调

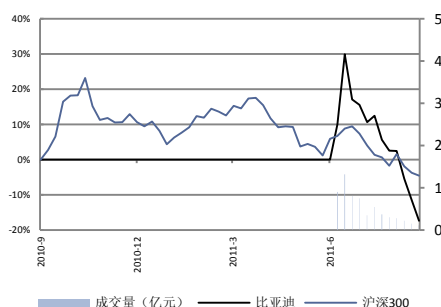
上次评级: 增持

调研简报

市场数据

52 周最高/最低(元)	35.55/20.5
市净率	2.68
总股本(百万)	2354.1
流通 A 股(百万)	64
流通 B 股/H 股(百万)	793
总市值(亿元)	495
流通 A 股市值(亿元)	13.5

相对股价表现



相关研究

《比亚迪：技术至上 垂直整合》
《比亚迪：垂直整合模式可能导致利润波动较大》

业绩下滑可能会持续到 2012 年上半年。我们对比亚迪公司进行了调研。我们认为，目前比亚迪包括汽车以及充电电池业务均在调整中。从目前的情况来看，2011 年业绩的下滑可能会延续到 2012 年上半年。我们对公司中短期汽车和电池业务的盈利预期趋于保守。

汽车产能闲置较为明显。目前，比亚迪汽车业务的产能利用率不足 50%。我们的调研情况是，三条汽车总装线，仅一条线在生产。F0 的生产线已经停了下来。预计中短期比亚迪汽车销量仍以 F3 和 S6 为主要支撑。

研发情况不甚明朗。我们对比亚迪垂直整合的模式表示了关注。我们认为垂直整合的关键因素在于自制零部件的产品性能以及研发水平。目前来看，自制零部件的产品质量以及研发状况不甚明朗。公司仍需对研发下大力气。

公司人员调整幅度不会过大。我们估计公司未来可能会进一步进行人员调整，但调整幅度不会太大。部分行政人员可能会做出适当调整。

我们对比亚迪的评级有“增持”下调为“中性”。公司中短期依然有盈利下滑风险，且盈利能力具备不确定性，但我们依然中长期看好比亚迪的新能源汽车业务。我们下调 2011 年至 2013 年的 EPS 为 0.26 元、0.33 元及 0.42 元。

未来业绩提升的催化因素包括：1) 新车型的推出及新车型销量超预期；2) 新能源汽车取得突破性进展；3) 手机部件及二次充电电池业务的客户开发获得突破性进展；4) 自制零部件产品质量及研发获得突破性进展。

风险因素：1) 汽车质量不稳定导致的召回风险；2) 新车型推出低于预期；3) 手机部件及二次充电电池业务下游客户单一。

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
caiyi@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

主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	41114	48448	43705	45647	49591
收入增幅 (%)	48%	18%	-10%	4%	9%
净利润	3794	2523	603	769	982
净利增幅 (%)	271%	-33%	-76%	28%	28%
毛利率 (%)	23%	19%	15%	15%	16%
ROE (%)	27.1%	14.4%	2.97%	3.67%	5.38%
摊薄 EPS (元)	1.77	1.11	0.26	0.33	0.42

调研简报:

Q: 最近汽车销售裁员的情况?

A: 销售人员扩张: 08年和09年, 公司人员配置, 基本是按照下一年度销售目标来配置的。由于2010年汽车销售低于预期, 因此对人员会有一些调整。目前就是对调整的人员进行调岗。汽车销售公司这边可能会调整1/3的人员。

Q: 我们对公司的人力资源剩余情况表示关注。我们希望看到比亚迪能够在这方面做出适当调整。

A: 公司目前汽车销售公司正在进行调整。公司不希望裁员, 目前的措施也仅仅是人员调整, 或者调岗。

Q: 汽车业务8月份销量依然不理想, 公司对下半年及明年初的销售有什么看法? 有些投资者认为可能会出现季度性亏损。

A: 2011年人员会进行一些调整, 亏损倒不至于。公司希望下半年汽车销量能恢复一点。

Q: 公司各项业务目前情况如何?

A: 手机这边, 下游客户诺基亚在恢复订单, 同比来说正在增长。下游客户华为这边还不错。公司从华这边拿到的收入今年上半年有40多亿, 诺基亚30多个亿, 两家占到手机部件业务的80%。手机部件业务比汽车及二次充电电池业务要好。电池这块, 主要是手机电池, 客户还是以诺基亚为主。给三星的供货目前越来越多。但依然不是很理想, 公司今年上半年, 太阳能的业务, 放入了二次充电电池业务的计算中, 太阳能业务大约有8~9亿收入, 剥离太阳能这块, 上半年公司二次充电电池业务下滑还是较为明显的。

Q: 我们认为, 垂直整合业务的关键是零部件自制的产品技术含量要远高于外购的零配件, 这也是垂直整合业务的核心。因此, 公司的研发能力我们还是非常关注的。

A: 公司的研发费用占比每年基本都在3%~4%。公司比较专注于产品的自我研发, 比如公司最新的TI+DCT, 都是自主研发的, 也是国产自主品牌第一家研发出来的企业。在人才上, 公司也倾向于自我培养成长。

Q: 比亚迪新车型的研发速度是不是有些慢, 未来会有什么车型推出?

A: 目前公司正在研发有几款新车。包括即将上市的G6, 另外F3也有升级版。另外就是新能源大巴。公司主要的精力还是在新能源这块。

Q: 动力电池产能目前如何?

A: 目前动力电池产能还不够, 今年底1.6GWh, 去年0.5GWh, 今年平均分配。一辆k9大巴是360kwh, E6是60kwh, 给的产能大致能算出来。公司目前还是想重点发展电动大巴。

Q: 电动大巴目前毛利率怎么样?

A: 电动大巴目前毛利率比较低。未来期望高一些。

Q: 安全气囊的问题, 最近媒体比较关注, 公司目前有没有什么情况说明?

A: 安全气囊的问题, 我们也才了解。

Q: 还有人关注电动汽车的电磁辐射问题。

A: 电磁辐射: 实验室的数据是没有问题的, 但不排除潜在问题, 我们还在不断测试中。

Q: 新车型上, 感觉没什么亮点, 我们担心新车型数量对公司未来业绩有一定影响。

A: 新车推出还是比较慢。研发这边有些新车型。但研发的新车型, 高层觉得不好, 就会放弃。新车原先都是模仿, 目前公司想自己做, 但难度较大。

Q: S6最近的销售情况如何?

A: S6 7月份卖了5400多台, 8月份大约8000台。公司希望年底单月销售能到1万台。

Q: 下个月推出的G6公司今年的目标是多少?

A: G6今年目标月度销量能够到5000台。

Q: 明年会不会有新车型推出?

A: 明年可能会出2到3款。与奔驰的合资品牌也将在2012年底, 2013年面世。目前公司主要抓的是汽车品质的提升。

Q: S6有产能限制吗?

A: S6没有, 未来F0的产能会让一些给S6。

Q: 手机部件客户开发, 有无新的进展?

A: 手机零部件一直在开发新的客户, 比如索爱和HTC逐步有合作。目前在给苹果电脑做键盘和电脑后盖。希望未来能进一步进入苹果的其他领域, 但将是逐步的。

Q: 电池这块客户开发怎么样?

A: 手机电池行业目前也比较成熟了, 毛利率不会太高。市场份额也比较难争到。

Q: 汽车代理经销商这边怎么样?

A: 汽车代理目前有700多家, 去年有1000多家。未来一段时间还是以现有经销商为主, 维护和培育好现有经销商。今年也没有增加新的汽车经销商。

Q: 给汽车经销商多少毛利率,

A: 一般给6%。之前扩张太快, 所以毛利率比价低。今年没有退出。今年也没有新发展。现在A3和A4卖的不好, S6给A1网的经销商在卖。S6刚刚布局了湖南,

辽宁，广东等一些地区。中西部还没有覆盖，未来S6的前景还是不错的。

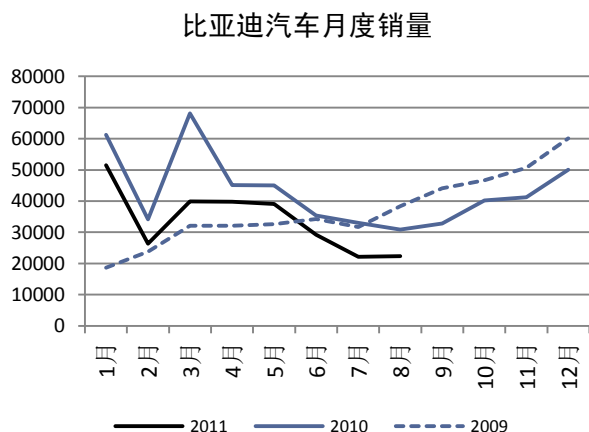
Q: 未来资本支出有什么规划？

A: 电池业务的资本自处建好后，就不会有扩了。另外手机可能会有一些新客户，会有一些投入。

图 1：8 月份，比亚迪汽车月度销量环比持平

比亚迪汽车月度销量

单位：辆

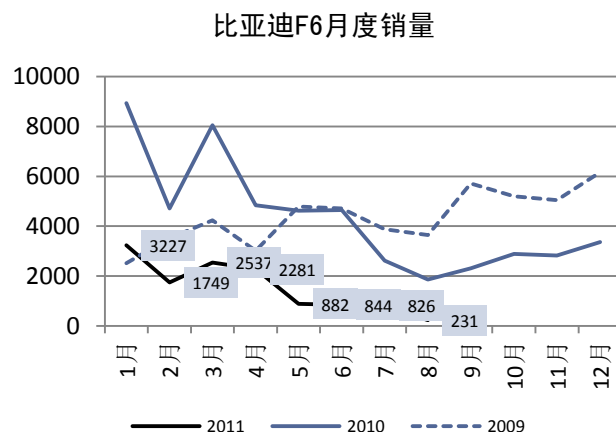


资料来源：德邦证券研究所

图 2：8 月份，F6 销量仅 231 台

比亚迪 F6 月度销量情况

单位：台

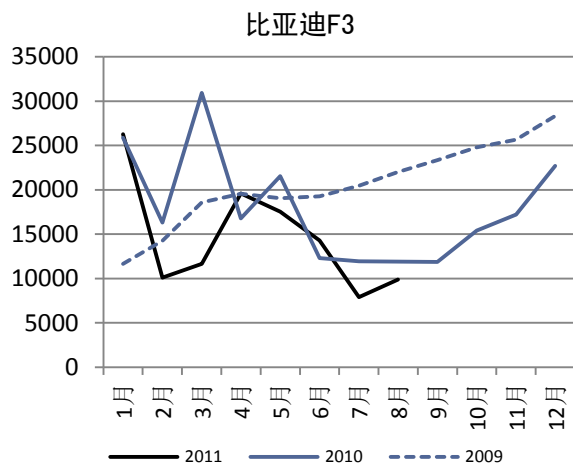


资料来源：德邦证券研究所

图 3：8 月份，比亚迪 F3 销量环比回升

比亚迪 F3 月度销量

单位：台

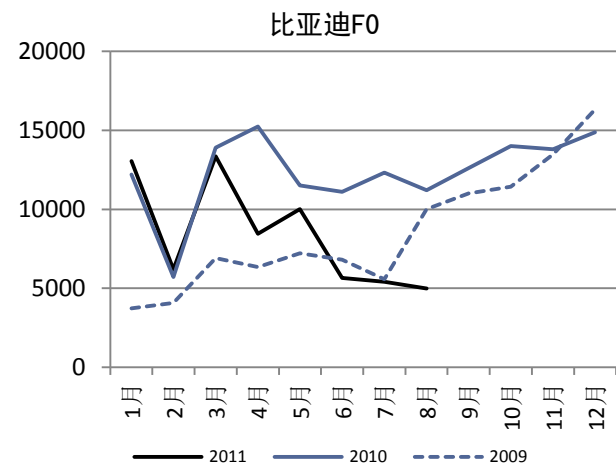


资料来源：德邦证券研究所

图 4：8 月份，比亚迪 F0 销量环比继续下滑

比亚迪 F0 月度销量

单位：台

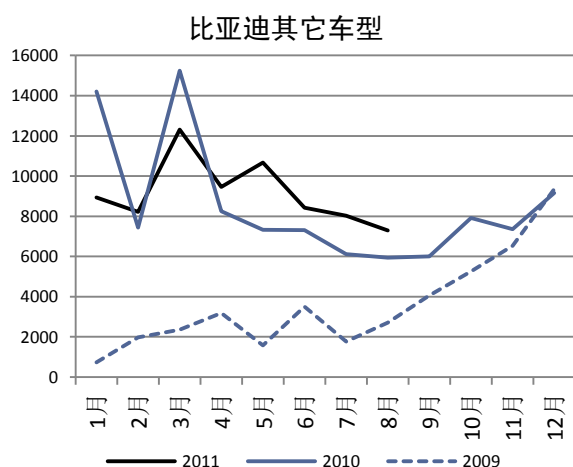


资料来源：德邦证券研究所

图 5：比亚迪除 F0、F3 和 F6 外其他车型销量 8 月份继续环比下滑

比亚迪单位员工销售收入情况

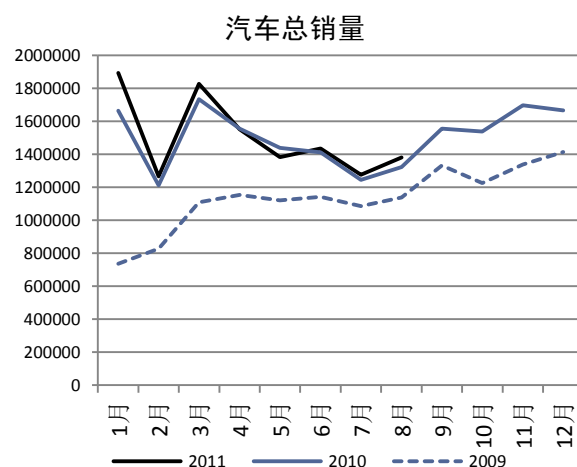
单位：万元



资料来源：德邦证券研究所

图 6：8 月，全国汽车销售环比回升

全国汽车月度产销率情况

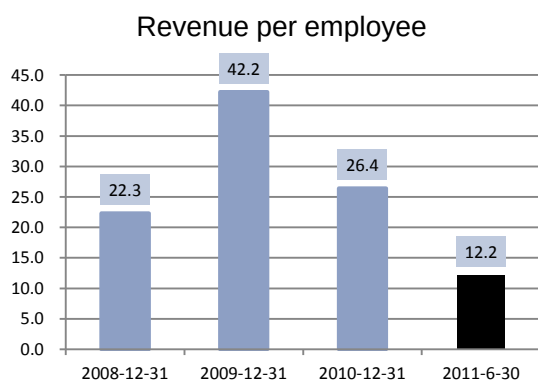


资料来源：德邦证券研究所

图 7：预计 2011 年，单位员工销售收入将继续下滑

比亚迪单位员工销售收入情况

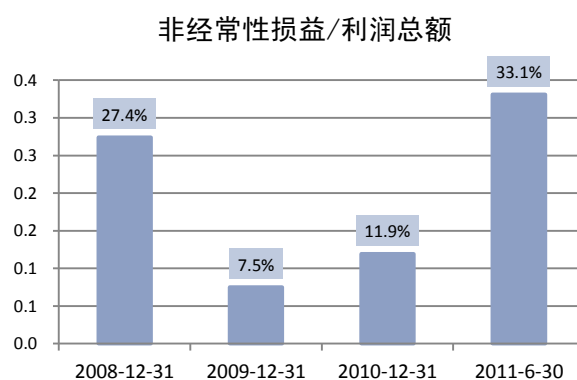
单位：万元



资料来源：德邦证券研究所

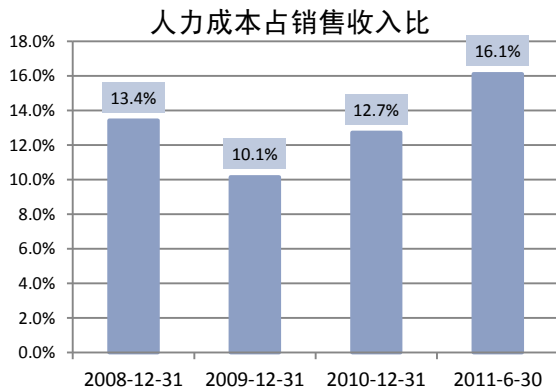
图 8：2011 年上半年，非经常性损益占比较高

比亚迪非经常性损益情况



资料来源：德邦证券研究所

图 9：2011 上半年，人力成本占销售收入比较高
比亚迪人力成本占销售收入比情况

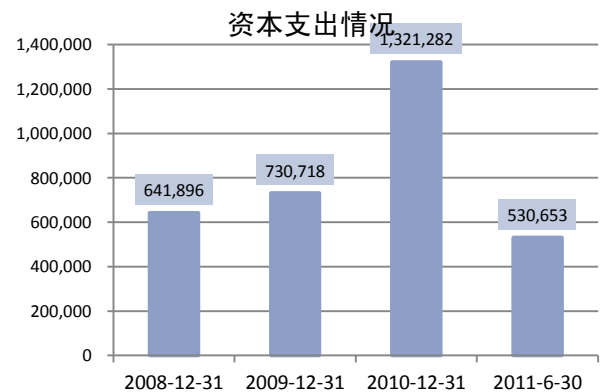


资料来源：德邦证券研究所

图 10：比亚迪历年资本支出情况

比亚迪资本支出情况

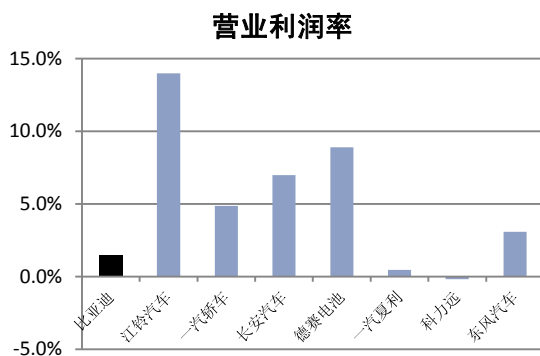
单位：万元



资料来源：德邦证券研究所

图 11：2011 年上半年，比亚迪营业利润率低于
类比公司平均水平

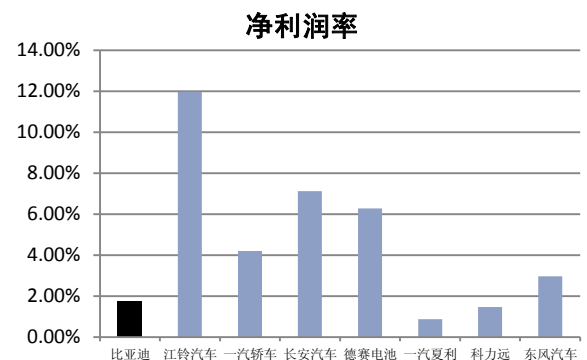
2011 年上半年，比亚迪与类比公司营业利润率情况



资料来源：德邦证券研究所

图 12：2011 年上半年，比亚迪净利润率低于类比公
司平均水平

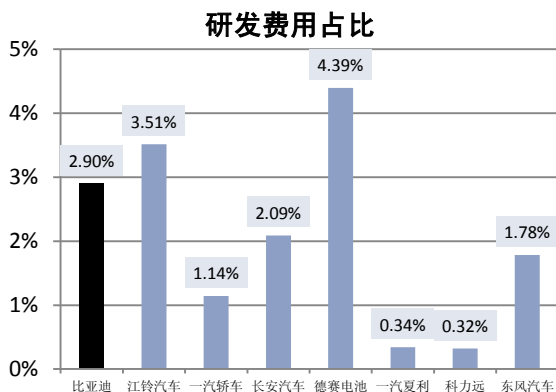
2011 年上半年，比亚迪与类比公司净利润率情况



资料来源：德邦证券研究所

图 13：2010 年比亚迪研发费用占比与类比公司
比一般

比亚迪研发费用占比与类比公司比较

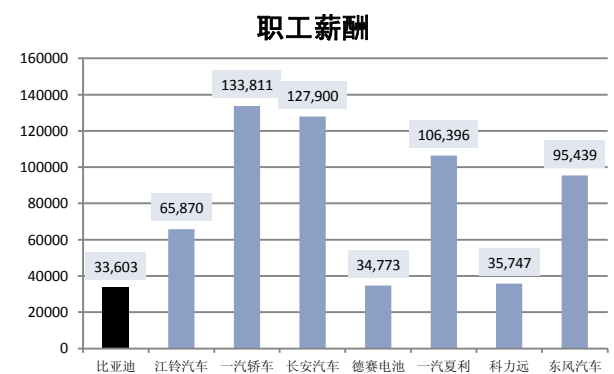


资料来源：德邦证券研究所

图 14：2010 年，比亚迪职工薪酬与类比公司比较低

比亚迪平均薪酬与类比公司比较

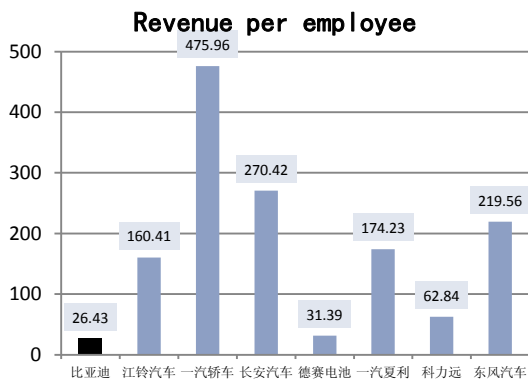
单位：万元



资料来源：德邦证券研究所

图 15：2010 年，单位员工销售收入低于类比公司水平

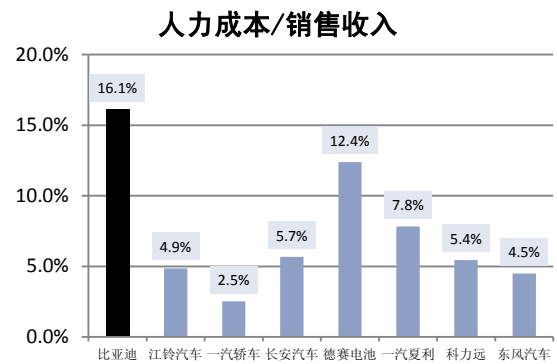
比亚迪人单位员工销售收入与类比公司比较 单位：万元



资料来源：德邦证券研究所

图 16：2011 年上半年，比亚迪人力成本占销售收入比远高于类比公司

比亚迪与类比公司人力成本占销售比情况



资料来源：德邦证券研究所

表格 1：盈利预测表 2

收入	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
汽车	890,993	2,161,690	2,219,319	1,775,455	1,775,455	1,953,001	2,441,251	3,051,564
手机部件及组装等	1,190,203	1,449,317	2,056,649	2,159,481	2,375,430	2,612,973	2,874,270	3,161,697
二次充电电池	624,500	399,105	458,533	435,606	413,826	393,134	373,478	354,804
主营业务收入合计	2,705,696	4,010,111	4,734,501	4,370,543	4,564,710	4,959,108	5,688,998	6,568,064
增速	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
汽车		142.6%	2.7%	-20%	0%	10%	25%	25%
手机部件及组装等		21.8%	41.9%	5%	10%	10%	10%	10%
二次充电电池		-36.1%	14.9%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
综合增速		48.2%	18.1%	-7.7%	4.4%	8.6%	14.7%	15.5%
毛利率	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
汽车		27.6%	23.5%	18.0%	19.0%	20.0%	21.0%	21.0%
手机部件及组装等		17.5%	13.7%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
二次充电电池		23.3%	20.2%	10.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
综合毛利润率		23.5%	18.9%	14.7%	15.2%	15.6%	16.3%	16.6%
毛利润		2009-12-31	2010-12-31	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
汽车		597,003	521,689	319,582	337,336	390,600	512,663	640,828
手机部件及组装等		254,321	282,159	280,733	308,806	339,686	373,655	411,021
二次充电电池		92,871	92,720	43,561	45,521	43,245	41,083	39,028
毛利润合计		944,194	896,568	643,875	691,663	773,531	927,400	1,090,877

表格 2: 盈利预测表 2

损益表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	48448	43705	45647	49591	现金以及等价物	1993	6556	6847	7439
营业成本	39174	37267	38730	41856	应收账款及票据	9024	7378	8500	9129
毛利润	9274	6439	6917	7735	存货	6538	6637	5412	5848
毛利润率	19.1%	14.7%	15.2%	15.6%	其他流动资产	0	0	0	0
营业税金及附加	660	458	492	550	流动资产合计	17553	20571	20759	22417
销售费用	2176	1530	1598	1736	长期投资	59	432	562	730
管理费用	3306	3115	3253	3535	固定资产	17476	33341	37768	37322
财务费用	370	568	593	645	其他非流动资产	17876	14812	14268	12391
资产减值损失	21	109	109	109	资产总计	52963	69155	69343	71001
公允价值变动净收益	0	0	0	0	流动负债合计	27764	31754	32497	37695
投资净收益	26	(4)	20	20	非流动负债合计	4048	12269	14257	14072
EBIT	3528	1231	1445	1786	负债合计	31812	44023	46753	51767
EBITDA	5777	4124	5073	6036	少数股东权益	2690.8	2961.6	2873.8	2446.9
营业利润	2768	663	851	1142	归属母公司权益	18460	22171	19716	16787
营业利润率	6%	6%	6%	6%	权益合计	21151	25133	22590	19234
营业内外收支	374.8	422.4	422.4	422.4	负债及股东权益合计	52963	69155	69343	71001
利润总额	3142	1085	1274	1564	总股本 (百万)	0	2354	2354	2354
减: 所得税	224	211	248	305	每股净资产 BPS (元)	8.11	9.42	8.38	7.13
净利润	2919	874	1026	1259					
减: 少数股东损益	395	271	256	277	其它				
归属于母公司的净利润	2523	603	769	982	净资产回报率 (%)	14.36%	2.97%	3.67%	5.38%
每股收益 EPS-基本 (元)	1.11	0.26	0.33	0.42	总资产回报率 (%)	6.25%	0.99%	1.11%	1.40%
每股收益 EPS-稀释 (元)	0.00	0.26	0.33	0.42	ROIC (%)	8.28%	1.51%	1.77%	2.14%
每股收益 EPS-期末股本摊薄 (元)	1.11	0.26	0.33	0.42	存货周转天数-自算	51	64	59	25
					应收账款周转天数-自算	68	42	39	39
现金流量表 (百万元)					EBIT 利息保障倍数 (X)	9.15	2	2	3
净利润	2919	874	1026	1259	流动比率	0.63	0.65	0.64	0.59
折旧及摊销	2249	2893	3628	4250	速动比率	0.40	0.44	0.47	0.44
运营资本增减	(2263)	7269	137	3265	所得税率	15.00	15.00	15.00	15.00
其它经营活动产生的现金流	276	723	771	823					
经营活动产生的现金流	3139	11389	5229	9321	估值				
投资收到的现金	788	105	105	105	市盈率	0	82	64	50
资本开支	(13213)	(9844)	(8000)	(5000)	市净率	0.00	2.2	2.5	3.0
其它投资活动支付的现金	247	0	0	0	EV/EBITDA	0.00	15.4	12.5	10.5
投资活动产生的现金流	(12672)	(9739)	(7895)	(4895)					
筹资活动产生的现金流	9178	478	2349	(9649)					

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，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。