

汽车行业

比亚迪 (002594)

公司季报点评报告

评级：中性-A

维持

目标价：25.6 元

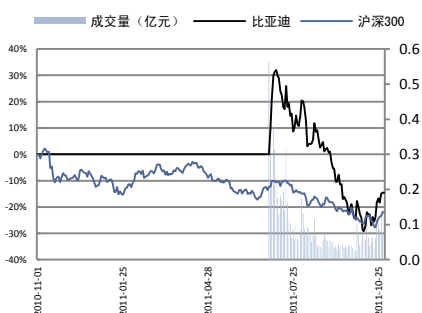
收盘价 22.9

目标价 25.6

基本数据

52 周最低/最高(元)	17.4-35.55
市盈率(x) ttm	135.54
市净率(x) mrq	2.77
EV/EBITDA(x) ttm	11.90
总股本(亿)	23.54
流通 A 股(亿)	0.79
流通 B 股/H 股(亿)	0.00
总市值(亿元)	511.78
流通 A 股市值(亿元)	17.17

相对股价表现



相关研究

《比亚迪：调研简报》2011-09-16

《比亚迪：垂直整合模式可能导致利润波动较大》2011-08-25

《比亚迪：技术至上 垂直整合》2011-06-14

汽车行业研究小组

李项峰

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>

下滑可能触底 静待业绩持续明朗

投资要点：

- 比亚迪三季度净利润结束下行趋势，略好于我们的预期。比亚迪三季度实现销售收入117.9亿元，同比增长10.9%，环比增长8.8%，营业利润1.03亿元，环比又负转正，同比下滑28%，净利润7736.7万元，同比增长582.1%，环比增长797.3%。业绩触底情况逐步明朗。
- 汽车业务9月份回升。9月份，比亚迪汽车销量3.85万辆，环比增长33.6%，同比增长14%。9月份比亚迪汽车环比销量增速在主要生产厂商中排名第三，仅次于奇瑞汽车和长安铃木。其中F6和F0销售依然显示疲态，但销售环比略有回升。F3销量同比上升6.98%。整体来看，比亚迪9月份汽车销售恢复较快，业绩复苏态势高于我们的预期。
- 估值基本反应业绩复苏。中短期业绩依然难以恢复到2009年的水平。我们预测2011年公司的期末EPS为0.43元，整体估值依然较高。我们认为比亚迪将在2012年下半年到2013年强劲复苏。我们估算公司2013年的EPS为1.62元，有别于市场的一致预期。我们认为，目前比亚迪的估值溢价基本反映了我们对公司2013年业绩高速复苏的预期。未来的催化剂因素依然在新能源汽车以及新业务的贡献。
- 中长期看好包括S6和G6在内新车型未来对公司业绩的贡献。但中短期对公司业绩贡献有限。汽车行业4季度逐步复苏有利于比亚迪的F0至F3销量的复苏，但短期恢复到2009年的水平难度较大。
- 我们维持对公司短期中性，长期看好的观点。我们调整了比亚迪2011年至2013年的EPS，为0.43元、0.80元和1.62元，对应的PE为51.0x、27.0x和13.4x。我们将比亚迪三大块业务进行了分拆加权估值。加权后，对应的2013年行业相对PE为13.78倍。基于比亚迪在电动汽车以及二次充电电池上的专利，保守给予15%的估值溢价，给予2013年16倍的PE，目标价25.6元，维持“中性”评级。

主要财务指标

单价：百万元

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	27727	41114	48448	48933	56273	72006
收入增幅(%)		48%	18%	1%	15%	20%
净利润	1021	3794	2523	1003	1892	3823
净利增幅(%)		271%	-33%	-60%	89%	102%
毛利率(%)	21%	23%	19%	17%	18%	21%
ROE(%)	9.0%	27.1%	14.4%	5%	9%	16%
期末 EPS(元)	0.50	1.77	1.11	0.43	0.80	1.62
PE(x)				51.0	27.0	13.4
PB(x)				2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA(x)				13.8	10.9	7.2

估值

我们调整了比亚迪2011年至2013年的EPS，为0.43元、0.80元和1.62元，对应的PE为51.0x，27.0x和13.4x。我们将比亚迪三大块业务进行了分拆加权估值。加权后，对应的2013年行业相对PE为13.78倍。基于比亚迪在电动汽车以及二次充电电池上的专利数量，保守给予15%的估值溢价，给予2013年16倍的PE，目标价25.6元，维持“中性”评级。

我们维持对公司短期中性，长期看好的观点。主要的考虑因素为：

1)、中长期看好包括 S6 和 G6 在内新车型未来对公司业绩的贡献。但中短期对公司业绩贡献有限。汽车行业 4 季度逐步复苏有利于比亚迪的 F0 至 F3 销量的复苏，但短期恢复到 2009 年的水平难度较大。

2)、估值依然具备压力。中短期业绩依然难以恢复到 2009 年的水平。我们预测 2011 年公司的期末 EPS 为 0.43 元，整体估值依然较高。我们认为比亚迪业绩的正式拐点可能在 2012 年下半年到 2013 年。我们估算公司 2013 年的 EPS 为 1.62 元，高于 Wind 一致预期。我们认为，目前比亚迪的估值溢价基本反映了我们对公司 2013 年业绩高速复苏的预期，估值不具备明显优势。未来的催化剂因素依然在新能源汽车以及新业务的贡献。

3)、包括二次充电电池在内的业务依然在积极恢复当中。尚未看出该业务对公司业绩已产生明显贡献。

表格 1：相对估值表

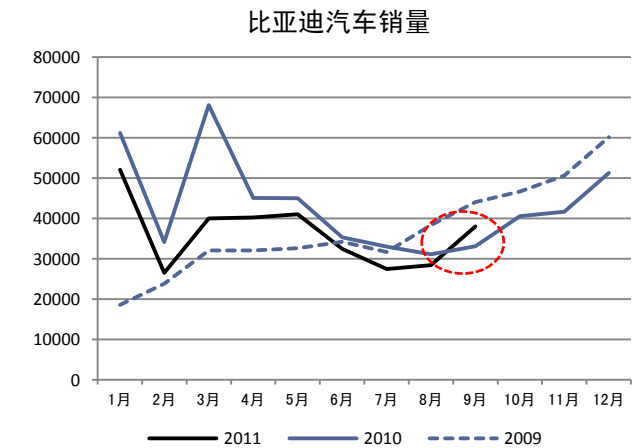
数据日期：2011 年 10 月 30 日		Mkt Cap(亿)	PE				PB			
			PE(ttm)	2011	2012	2013	PB 最新	2011	2012	2013
比亚迪	002594	511.8	135.54	51.05	27.05	13.39	2.54	2.49	2.34	2.08
比亚迪 wind 一致预期	002594	511.8	135.54	39.89	28.14	20.76	2.54	2.39	2.25	2.08
二次充电可比公司										
杉杉股份	600884	63.5	44.94	36.87	26.11	18.93	2.17	1.79	1.68	1.56
风帆股份	600482	53.3	100.82	30.42	21.53	17.65	4.59	4.32	4.68	4.96
卧龙电气	600580	47.5	23.01	22.95	18.55	14.74	1.93	1.73	1.59	1.43
新宙邦	300037	42.1	34.33	32.38	22.96	15.80	4.01	3.86	3.36	2.77
德赛电池	000049	31.6	34.79	31.17	21.60	14.27	12.38	9.71	6.16	4.00
南洋科技	002389	33.9	37.64	39.06	24.10	15.52	4.37	3.39	2.91	2.41
科士达	002518	29.3	35.91	29.97	21.13	15.50	2.45	2.05	1.87	1.67
欣旺达	300207	34.2	45.23	35.68	21.09	14.50	3.00	2.86	2.52	2.17
亿纬锂能	300014	31.5	38.91	36.21	25.16	18.35	4.92	-	-	-
圣阳股份	002580	18.4	38.07	31.19	23.14	19.00	2.57	-	-	-
湘潭电化	002125	15.9	58.42	54.79	47.76	39.55	4.35	-	-	-
平均值			44.73	34.61	24.83	18.53	4.25	3.71	3.10	2.62
新能源汽车及一般汽车可比公司										
万向钱潮	000559	113.4	24.46	17.82	14.17	11.67	3.03	2.66	2.36	2.09
横店东磁	002056	87.1	30.13	26.04	14.88	9.89	2.82	2.71	2.30	1.88
大洋电机	002249	82.5	34.36	26.52	18.34	14.86	3.43	3.81	3.18	2.65
宁波韵升	600366	96.8	22.90	24.88	19.23	15.21	4.51	3.75	3.06	2.32
安凯客车	000868	33.9	38.02	36.27	27.18	20.67	2.78	3.29	3.01	2.71
长安汽车	000625	212.2	17.61	11.07	9.38	7.52	1.44	1.37	1.25	1.12
一汽轿车	000800	162.8	12.26	11.97	10.18	8.67	1.83	1.71	1.53	1.35
江淮汽车	600418	95.8	11.04	9.83	8.06	6.00	1.69	1.49	1.29	1.10

宇通客车	600066	109.4	10.45	10.94	9.11	7.70	3.80	2.98	2.30	1.88
曙光股份	600303	48.1	20.88	18.31	13.57	10.76	2.19	1.46	1.74	1.48
平均值			22.21	19.37	14.41	11.30	2.19	1.80	1.62	1.39
手机部件可比公司										
莱宝高科	002106	165.0	31.10	29.91	21.94	17.24	7.11	4.87	4.08	3.18
歌尔声学	002241	191.6	44.12	37.71	23.37	16.23	10.03	7.30	5.41	3.66
华映科技	000536	118.9	37.29	35.80	19.47	13.61	4.74	4.53	3.72	2.99
超声电子	000823	48.4	28.49	21.84	16.74	12.76	2.80	2.58	2.29	2.00
长盈精密	300115	60.0	41.51	37.80	25.11	18.28	4.68	4.14	3.62	3.06
长信科技	300088	48.2	28.61	26.58	17.23	12.68	3.84	3.63	3.03	2.48
平均值			35.19	31.61	20.64	15.13	5.53	4.51	3.69	2.90
	2011 年上半年 比亚迪各业务销售收入(万元)	2011 年上半年 比亚迪各业务权重								
汽车	986,800	45.2%	22.21	19.37	14.41	11.30	2.19	1.80	1.62	1.39
手机部件及组装等	954,087	43.7%	35.19	31.61	20.64	15.13	5.53	4.51	3.69	2.90
二次充电电池	242,625	11.1%	44.73	34.61	24.83	18.53	4.25	3.71	3.10	2.62
各权重调整后行业平均值			30.38	26.41	18.29	13.78	3.88	3.20	2.69	2.18
行业等权重均值			34.04	28.53	19.96	14.99	3.99	3.34	2.80	2.30
比亚迪	002594	511.8	135.54	51.05	27.05	13.39	2.54	2.49	2.34	2.08
比亚迪 wind 一致预期	002594	511.8	135.54	39.89	28.14	20.76	2.54	2.39	2.25	2.08

比亚迪销量情况

图 1：比亚迪 9 月份汽车销量超出我们的预期

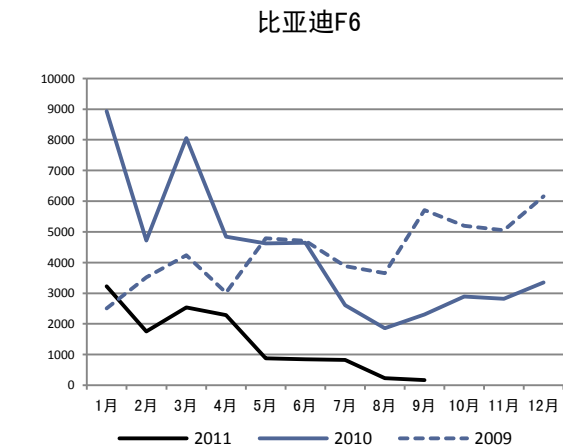
比亚迪汽车月度销量 单位：辆



资料来源：CAAM，德邦证券研究所

图 2：9 月份 F6 销量依然持续低于预期

比亚迪 F6 月度销量 单位：辆

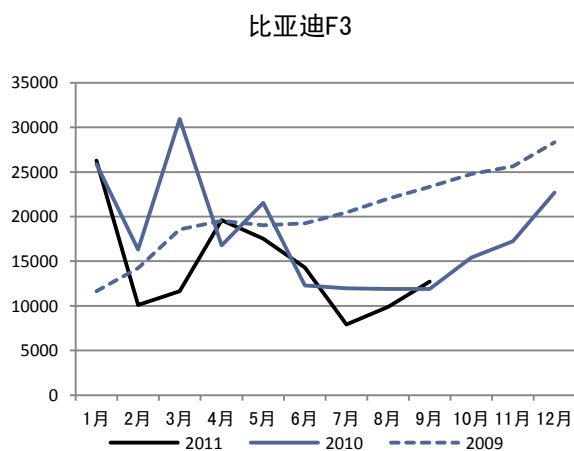


资料来源：CAAM，德邦证券研究所

图 3：9 月份，比亚迪 F3 依然维持良好的销售态势

比亚迪 F3 月度销量

单位：辆

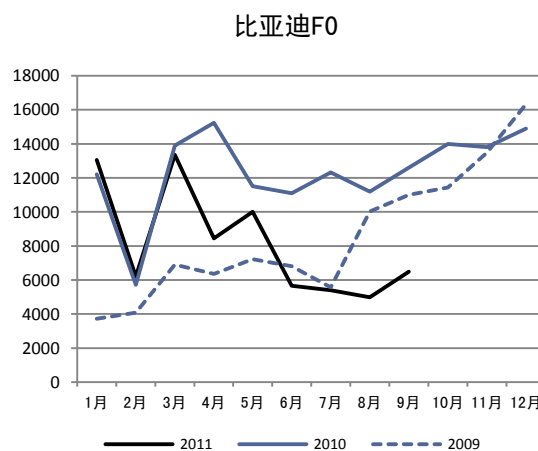


资料来源：CAAM，德邦证券研究所

图 4：9 月份，比亚迪 F0 销量随季度性上升，但全年销量依然下滑

比亚迪 F0 月度销量

单位：辆

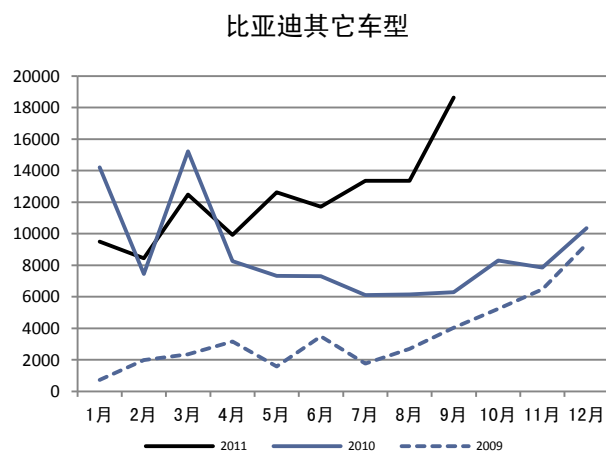


资料来源：CAAM，德邦证券研究所

图 5：报告 S6 在内的车型 2012 年可能成为比亚迪的主打车型

比亚迪其他车型月度销量

单位：辆

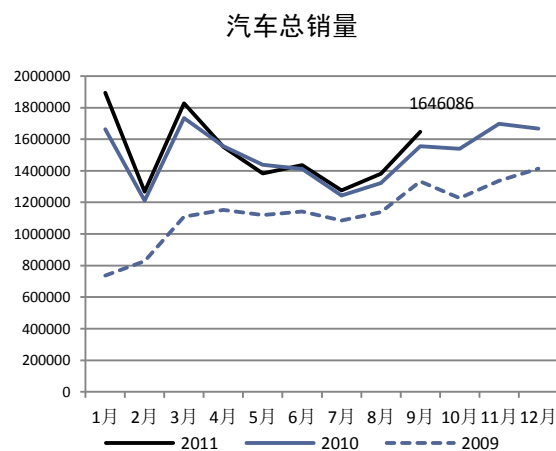


资料来源：CAAM，德邦证券研究所

图 6：9 月，全国汽车总销量增速恢复良好

全国汽车月度总销量

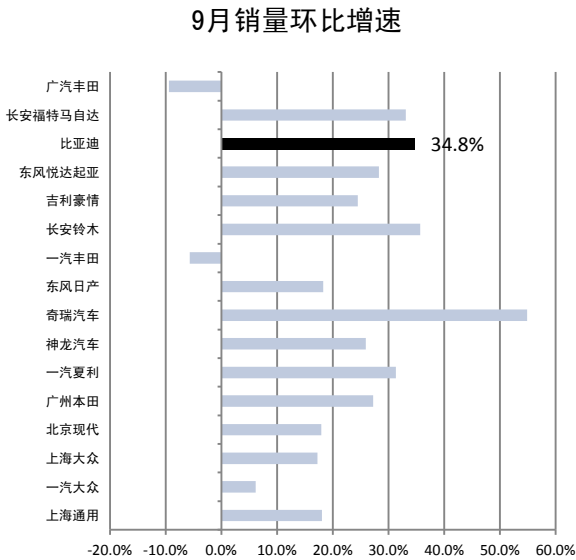
单位：辆



资料来源：CAAM，德邦证券研究所

图 7：9 月，比亚迪汽车环比销量增速良好

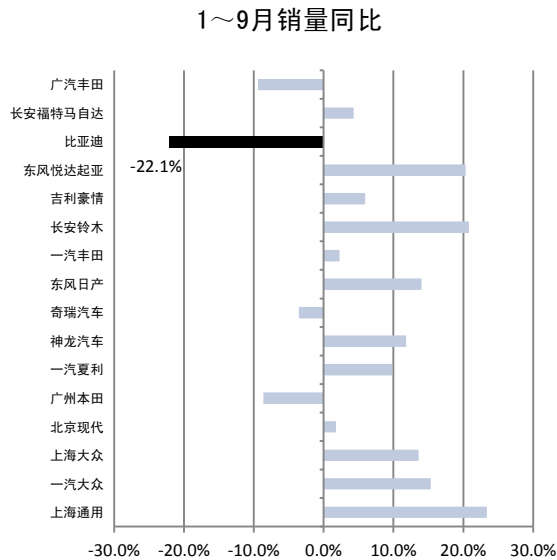
主要汽车生产商 9 月销量环比增速



资料来源：CAAM，德邦证券研究所

图 8：1～9 月，比亚迪汽车总销量同比下滑 22.1%

主要汽车生产商 1～9 月销量环比增速



资料来源：CAAM，德邦证券研究所

盈利预测表

损益表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	41114	48448	48933	56273	72006	现金以及等价物	2346	1993	3563	2814	4821
营业成本	31480	39174	40859	46144	56885	应收账款及票据	10102	9022	11771	10693	16698
毛利润	9634	9274	8074	10129	15121	存货	4405	6538	7791	8742	10123
毛利润率	23. 4%	19. 1%	16. 5%	18. 0%	21. 0%	其他流动资产	0	0	0	0	0
营业税金及附加	674	660	727	709	1058	流动资产合计	16852	17553	23126	22249	31643
销售费用	1488	2176	1615	2527	3234	长期投资	30	59	59	59	59
管理费用	2774	3306	3425	3840	4914	固定资产	14318	17476	33686	31264	29814
财务费用	269	370	796	844	1080	其他非流动资产	9244	17876	15363	12440	10874
资产减值损失	279	21	171	21	21	资产总计	40446	52963	72234	71357	80752
公允价值变动净收益	1	0	0	0	0	流动负债合计	18088	27764	33974	29669	30267
投资净收益	17	26	26	26	26	非流动负债合计	3331	4048	5755	6153	6982
EBIT	4801	3528	2110	3006	5868	负债合计	21419	31812	39729	35822	37249
EBITDA	6564	5777	4966	6330	9555	少数股东权益	2345	2691	3163	4521	5534
营业利润	4169	2768	1315	2162	4788	归属母公司权益	16682	18460	20538	21867	24553
营业利润率	10%	6%	3%	4%	7%	权益合计	19027	21151	23701	24934	28015
营业内外收支	338	375	411	411	411	负债及股东权益合计	40446	52963	63431	60756	65264
利润总额	4506	3142	1726	2573	5199	总股本（百万）			2354	2354	2354
减：所得税	428	224	293	386	780	每股净资产 BPS (元)	7. 33	8. 11	8. 72	9. 29	10. 43
净利润	4078	2919	1432	2187	4419						
减：少数股东损益	285	395	430	295	596	其它					
归属于母公司的净利润	3794	2523	1003	1892	3823	净资产回报率（%）	27. 13%	14. 36%	5. 14%	8. 92%	16. 47%
每股收益 EPS-基本(元)	1. 77	1. 11	0. 43	0. 80	1. 62	总资产回报率（%）	11. 18%	6. 25%	1. 60%	2. 64%	5. 03%
每股收益 EPS-稀释(元)	0. 00	0. 00	0. 43	0. 80	1. 62	ROIC（%）	16. 01%	8. 28%	2. 83%	4. 21%	7. 64%
每股收益 EPS-期末股本摊薄(元)	1. 67	1. 11	0. 43	0. 80	1. 62	存货周转天数-自算	66	51	63	59	55
						应收账款周转天数-自算	68	68	40	37	36
现金流量表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	EBIT 利息保障倍数（X）	16. 28	9. 15	2. 7	3. 6	5. 4
净利润	4078	2919	1432	2187	4419	流动比率	0. 93	0. 63	0. 68	0. 75	1. 05
折旧及摊销	1763	2249	2855	3324	3686	速动比率	0. 69	0. 40	0. 45	0. 46	0. 71
运营资本增减	5873	(2263)	667	2777	(186)	所得税率	15. 00	15. 00	15. 00	15. 00	15. 00
其它经营活动产生的现金流	517	276	980	1028	1264						
经营活动产生的现金流	11981	3139	5658	9132	9394	估值					
投资收益	1	0	26	26	26	市盈率			51	27	13
交易性金融资产的减少	(1)	1	1	1	1	市净率			2. 5	2. 3	2. 1
交易性金融负债的增加	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	EV/EBITDA			13. 8	10. 9	7. 2
资本支出	(7307)	(13213)	(10080)	(3360)	(3360)						
投资活动产生的现金流	(7143)	(12672)	(9858)	(3288)	(3288)						
筹资活动产生的现金流	(4245)	9178	4653	(6594)	(6121)						

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 $-10\%+10\%$

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。