



运输设备业/可选消费品

比亚迪 (002594)

四季度超预期可能性大

比亚迪调研报告

 **白晓兰**
 021-38674660
 baixiaolan008216@gtjas.com
 编号 S0880511110002

本报告导读:

本报告将比亚迪最近的情况做了客观的表述, 并进行了相关数据的测算

事件:

- 我们于 2011 年 12 月 2 日调研了比亚迪, 对公司目前的情况做一个客观反馈。

1. 国泰君安业绩预测: 4 季度可能高于预期

比亚迪 1-3 季度实现净利润 3.5 亿元, 我们预计 4 季度, 比亚迪的业绩可能会有大幅提升, 可以达到 9 亿元。目前根据我们对公司分块业务的估算, 公司今年 4 季度的净利润可以达到 9.02 亿元, EPS0.38 元, 全年实现 EPS0.53 元, 大幅高于 8 月以来市场给予比亚迪的平均业绩预测 EPS0.3 元。

汽车: S6、G6、F3 是最主要的贡献业绩车型。

S6 和 G6 开始上量。S6 在 10 月销量 9647 辆, 根据爬坡进程, 预计 11 月的销量可达 1.2 万辆。G6 根据逐步爬坡后有望达到月销量 2000 辆, 将成为新的业绩贡献车型。

F3 由于投产时间长, 部分固定资产折旧完毕, 使得该车型的盈利能力高, 目前月销量仍然过万。

手机: 成长比较快的会是苹果和华硕这些新客户。预计四季度业绩有所好转。

电池: 传统电池业务 4 季度也略有好转, 但是太阳能业务还处于亏损期, 因此电池业务总体上不能贡献利润。

投资收益: 比亚迪香港出售持有的“佛山市金辉高科光电材料有限公司”33.375%、3%、3%的股权给一百工业、佛山市南海新亚铝业不锈钢有限公司、佛山中科金禅智慧产业股权投资合伙企业。出售的价款分别为 4.96 亿元、0.45 亿元、0.45 亿元。截至 2011 年 6 月 30 日, 佛山金辉的净资产为 1.73 亿元, 预计比亚迪可以实现 5.16 亿元的投资收益。

由于 S6 和 G6 的业绩贡献, 即使没有投资收益, 比亚迪在 4 季度的业绩仍然超预期了。

评级: 中性

上次评级: 首次

目标价格: 23.00

上次预测:

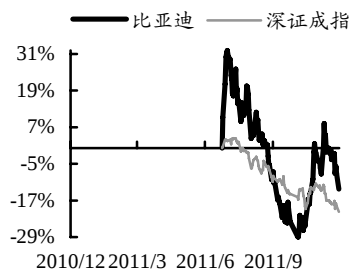
当前价格: 22.03

2011.12.07

交易数据

52 周内股价区间 (元)	17.40-35.55
总市值 (百万元)	51,861
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,354/79
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/793
流通股比例	37%
日均成交量 (百万股)	7
日均成交值 (百万元)	152

52 周内股价走势图



相关报告

《谱写黑马传奇》

2011.06.16

表 1: 比亚迪业务分解预测

主营业务				
汽车				
车型	销量	价格 (元)	出厂价格 (元)	净利润(亿元)
S6	34000	100000	82,905.98	1.41
G6	4388	100000	82,905.98	0.18
F3	34000	55000	45,598.29	1.09
				2.68
手机				1.20
电池				0.49
太阳能				-0.50
投资收益				5.16
4Q11 净利润 (亿元)				9.02
2011EPS (元)				0.53

数据来源: 国泰君安证券研究

2. 资本支出: 战线收缩, 将发债筹资

比亚迪开始收缩投资战线, 明年的资本支出预计为 40 亿元, 主要是汽车电池 30 亿元。

2011 年, 汽车电池已经投入了 10~20 多亿元, 目前汽车电池已经部分投产了 1.6G 瓦时, 明年年底预计投产 3G 瓦时。

公司将进行业务的集中度, 主要是着力提高汽车在公司业务中的占比, 以后汽车贡献的利润将占全部利润的 60% 左右。

太阳能投资 2-3 年内不会新增投资, 2-3 年后看市场的变化, 决定是不是增加投资。目前太阳能产能为 200-300MW。缓解公司目前紧张的资金链。

截至 11 年 3 季度, 公司的速动比率仅为 0.4, 我们判断这是资金相对紧张的表现, 因此我们认为比亚迪拟发行的 60 亿元债券将缓解这一问题。

3. 生产布点: 11 个基地

目前公司在全国共有 11 个基地: 深圳 (坪山、葵涌、宝龙)、惠州、西安、商洛、韶关、上海、宁波、北京、长沙。

表 2: 比亚迪基地情况

生产项目	基地
电池	坪山、宝龙、上海
汽车	坪山、葵涌、西安、长沙、韶关、北京
太阳能	商洛
手机	深圳、惠州
IGBT	宁波

数据来源: 国泰君安证券研究

4. 汽车

4.1. 产能投资: 1.3~2 万元/辆

确切地说, 2011 年比亚迪的产能已经是 90 万辆了, 预计除了长沙基地可能略有增加外, 其他不会增加产能, 因为目前的产能利用率只有 50% 多。

表 3: 比亚迪汽车生产基地与投资额

	投资额 (亿元)	产能 (万辆)	单车投资 (万元)
长沙	20	10	2.00
坪山	70~80	40	1.75~2
西安	40	30	1.33

数据来源: 国泰君安证券研究

4.2. 车型: 12 年主力 S6、G6

12 年: 主要靠 S6、G6, S6 在 11 月预计销量是 1.2 万辆, 12 年预计每个月 1 万辆。

13 年: 还没有确定有新车型。

目前公司还是以高性价比赢得市场, 比如 F3。但是现在正在努力提高品牌认知度的过程中, 比如对 S6 的配置很多采用了顶级零部件供应商产品, 比如博世的雨刮、模具也是公司收购的日本狄原公司旗下的大型汽车模具工厂生产的, 各种接缝等都比原来精细很多。

4.3. 研发: 研发人员约 7000 人

自主品牌从起步到崛起, 基本都会经历逆向开发到自主开发的过程, 日本和韩国起步的时候也是这样, 需要一个学习的过程。目前公司的汽车相关的研发人员总共约 7000 人。比亚迪是汽车行业中研发投入非常高的公司, 2010 年研发投入占收入的 4.13%。

5. 新能源汽车

5.1. 汽车电池

汽车电池的产能 1.6G 瓦时, 一辆 K9 电池量 300 多千万时, 也就是一年可以产 5000 台 K9。到 2012 年底汽车电池产能大约 4.6G 瓦时一个手机电池相当于一个 cell, 一辆新能源轿车的大约需要 200 个 cell。

电池质量:

经验: 从 95 年开始, 给 Nokia 做的电池超过 20 亿只, 没有一个出问题。

设备: 汽车电池完全是自动化生产的。电池的设备有部分是自己做的, 有部分是从日本进口的。

E6 快充 1.5 小时, 慢充 8 个小时。E6 续航里程 250-300 公里, 毛利率不到 20%, 成本中 50% 是电池。

K9 的价格为 200 万, 毛利率小于 20%。电池价格目前往下走了 10-20%, 电池占成本 50% 左右。

5.2. 充电桩

深圳 3000 个, 由南方电网建设, 每个建设费用 6000-7000 元。

5.3. 新能源推进

新能源汽车的推进: 1) 依赖于政策, 11 月 4 日的《关于进一步做好节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知》等说明了政策还是在向好的方向变化的。2) 新能源公交将先于乘用车。

轿车 E6:

目前 E6 的销售主要是深圳鹏程出租车公司, 目前已经有 300 台左右。有个别私人消费者购买, 但是目前的量还不大, 购买的个人主要是环保主义者。

公交 K9:

长沙有 1000 多台 K9 的单子，今年年底交 50-100 台，明年交完。
明年底深圳要推 4000 台新能源车，其中深圳五洲龙也会取得一定份额。

5.4. 新能源汽车受益：原材料>锂电池>整车厂

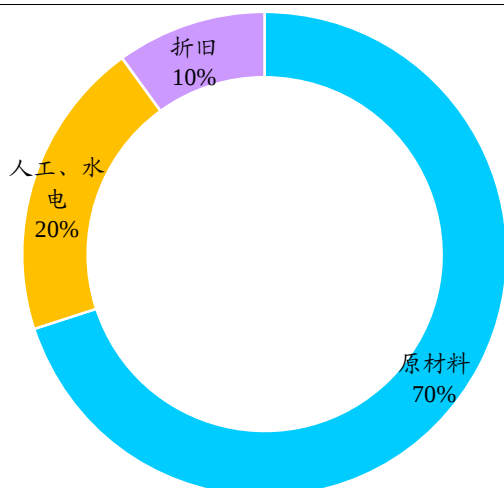
锂电池及其附属配件，占整车成本的 30%-50%。目前，动力锂电池的成本大约为每千瓦时 3000 元~4000 元。

锂电池成本构成：

原材料占整个电池 70%，人工、水电 20%，折旧 10%。

原材料中，正极占 30%-40%，隔膜占 15%-30%，电解液占 20%-30%，负极 5%-15%。”

图 1：锂电池成本构成



数据来源：国泰君安证券研究

表 4：锂电池的原材料成本构成

电池原材料成本	占比
正极	30~40%
隔膜	15~30%
电解液	20~30%
负极	5~15%

数据来源：国泰君安证券研究

新能源汽车如果起来的话，最获益的可能是原材料，其次是锂电池。

6. 手机：增长来自新客户-苹果与华硕

手机成长比较大的会是苹果和华硕这些新客户，苹果从外围开始做，比如充电器这些。

7. 出售金辉高科

“佛山市金辉高科光电材料有限公司”公司主业是生产、销售锂离子电池隔膜等锂离子渗透微孔薄膜、功能性聚合物膜片、绝缘薄膜、各种用途半透膜等环保用有机膜。原来比亚迪是参股该公司，比亚迪目前有自己的子公司生产隔膜，所以将这部分资产出售对公司没有伤害。

8. 盈利预测与投资建议

我们预计比亚迪 2011~2012 年的 EPS 分别为 0.53、0.58、0.65，对应的增长率分别为-50%、10%、11%。短期看，我们判断比亚迪 4 季度的业绩超预期可能引发市场对其关注，引发短期行情。从基本面看，公司的汽车业务将再度贡献大部分业绩，S6、G6 和 F3 将成为比亚迪 2012 年利润的主要来源，2012 年比亚迪的业绩将是在 2011 年的基础上稳健增长。

公司目前的股价对应的 PE 为 42 倍，估值偏高，但公司具有新能源汽车的相关业务与技术储备，新能源汽车市场一旦启动，公司必然会率先收益。我们给予公司中性评级，未来的空间需要等待新能源汽车相关政策的

出台与需求市场的启动。

表 5: 比亚迪具体车型销售情况

车型	价格 (万元)	排量 (L)	级别	2011-10	10月同 比	10月环 比	2011年 1-10月	累计同 比	当月零售销量
F0	5.09~3.69	1~1	A00	3,625	-74%	-44%	77,240	-36%	3335
F3 三厢	7.98~5.28	1.5~1.5	A	10,447	-32%	-18%	140,435	-19%	9611
F3 两厢	7.98~5.28	1.5~1.5	A	404	-88%	-50%	16,206	-64%	372
F3DM	14.98~14.98	1~1	A	29	-31%	-37%	470	62%	27
G3	10.99~7.69	1.5~1.5	A	4,829	11%	7%	51,143	19%	4446
L3	11.88~9.28	1.8~1.8	A	2,645	1256%	-51%	23,934	7474%	2434
M6	23.98~13.98	2~2.4	MPV	102	-75%	-65%	2,734	181%	94
F6	14.98~7.98	2~2.4	B	42	-99%	-74%	12,782	-72%	39
G6	11.28~7.98	1.5~2	A	388	n.a.	895%	427	n.a.	356
S6	23.98~13.98	2~2.4	SUV	9,647	n.a.	28%	32,890	n.a.	8880
E6	29.98~29.98	0~0	B	17	750%	70%	293	443%	16
				32,175	-21%	-15%	358,554	-16%	29610

数据来源: 乘联会、国泰君安证券研究

表 6: 比亚迪单季报数据

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11
主营业务收入	13,246.53	12,018.08	10,626.02	12,557.79	11,710.33	10,834.33	11,789.42
增速					-12%	-10%	11%
毛利率	25.49%	19.95%	15.79%	14.52%	17.02%	14.39%	16.03%
主营业务成本	9,870.61	9,619.94	8,948.47	10,734.96	9,717.09	9,274.87	9,899.71
业务税金及附加	241.63	160.64	94.85	16254%	17772%	17462%	22157%
主营业务利润	3,375.92	2,398.14	1,677.55	1,822.83	1,993.24	1,559.46	1,889.71
资产减值损失	-19.37	32.74	-1.23	8.56	14.60	39.74	116.82
/利润总额	-1%	4%	-1%	4%	4%	36%	85%
营业费用	502.58	512.27	474.59	686.44	488.97	358.29	377.05
费用率	0.04	4%	4%	5%	4%	3%	3%
管理费用	798.02	756.97	865.45	885.90	855.85	751.00	884.33
费用率	6%	6%	8%	7%	7%	7%	8%
财务费用	46.26	120.87	108.97	94.05	118.39	242.20	204.64
费用率	0%	1%	1%	1%	1%	2%	2%
三项费用率	10%	12%	14%	13%	12%	12%	12%
公允价值变动净收益	-	-	-	-	-	-	-
投资净收益	4.96	5.67	7.68	7.46	7.65	-11.23	17.43
营业利润	1,811.76	820.33	142.62	-7.21	345.35	-17.62	102.73
营业外收入	148.26	55.96	44.12	300.81	49.74	151.48	70.64
/利润总额	8%	7%	27%	145%	13%	135%	52%
营业外支出	26.45	36.3	25.54	86.10	17.05	21.98	36.50
利润总额	1,933.58	839.99	161.20	207.50	378.04	111.88	136.87
所得税	143.18	42.36	31.61	6.53	53.95	41.45	19.46
所得税率	7%	5%	20%	3%	14%	37%	14%
少数股东损益	86.27	80.58	118.25	110.07	57.36	61.81	40.04
/利润总额	4%	10%	73%	53%	15%	55%	29%
净利润	1704.13	717.05	11.34	90.89	266.74	8.62	77.37
增速					-84%	-99%	582%
净利润率	12.9%	6.0%	0.1%	0.7%	2.3%	0.1%	0.7%
EPS	0.00	0.00	0.60	0.31	0.12	0.00	0.03

数据来源: wind、国泰君安证券研究

作者简介:**白晓兰:**

执业资格证书编号: S0880511110002

电话: 021-38674660

邮箱: baixiaolan008216@gtjas.com

汽车研究员。复旦大学世界经济硕士, CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所, 高级审计师。
2009-2011 年国泰君安证券建筑建材助理研究员。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		