

公司研究/深度研究

2017年03月13日

电子元器件/其他电子器件 II

投资评级: 买入 (维持评级)

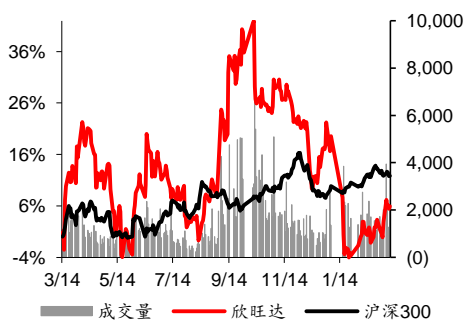
当前价格(元): 12.05
合理价格区间(元): 14.7-16.80

张驩 执业证书编号: S0570515060001
研究员 021-28972073
lu.zhang@htsc.com

相关研究

- 1 《欣旺达(300207,买入): 预报符合预期, 大力投入新能源》2017.01
- 2 《欣旺达(300207): 双电快充拓空间, 新能源电池重上路》2016.10
- 3 《欣旺达(300207): 中报符合预期, 打造全新 PPS 战略》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

电芯战略落地, 寻求二次腾飞

欣旺达(300207)

十年生聚, 十年教训, 抓住契机重注新能源电芯

欣旺达团队具有很强的战略眼光及执行力, 此次公司投入新能源汽车电芯产业, 是公司 4-5 年以来持续推进的新能源产业战略的延续和升级。目前电芯产业正面临技术升级和政策变化, 产业的整合与洗牌正在加速, 未来将形成寡头竞争格局, 欣旺达在目前时点切入正是看到了这一行业契机, 力求推动公司新能源战略升级。

初心不改, 勠力同心, 不变的进取心

欣旺达上市 6 年, 营收、利润获得超 10 倍的增长, 是公司大股东与管理层创业精神的体现。随着消费电子电池业务的天花板渐渐临近, 公司管理层加速布局新能源产业, 重点投入了储能与新能源汽车电池两大方向, 战略方向的变化, 人才团队的升级, 不变的是公司需求发展的进取心。

消费电子电池成长扎实, 盈利能力稳中有升

消费电子电池依然是未来 2-3 年公司业绩成长的主要动力, 一方面主要客户新产品 iPhone 8、iPad、Macbook 将是公司的重点突破方向, 另一方面随着双电芯、快充技术的渗透率提升, 产品单价仍处于持续上行通道。而随着客户对于产品品质, 性能要求的不断提高, 高品质电池的供需依然紧张, 加上公司自动化水平的提升, 公司盈利能力有望稳中有升。

智能硬件渐成公司新增长点

依托在电池领域的积累的制造经验和规模优势, 公司着力开发创新硬件产品的 ODM/EMS 业务, 相比传统的 EMS 企业, 公司重点布局电子笔、无人机、扫地机器人, VR/AR 眼镜等创新产品, 此类产品市场仍处于积蓄期, 制造规模与公司目前产业规模匹配度高, 可以充分发挥公司在规模制造与产业灵活性上的平衡优势, 逐渐成为公司新的增长点之一。

业绩暂受高投入影响, 长期成长逻辑不变, 重申买入评级

相比此前的报告, 我们调低了 2017 年的利润预测, 考虑公司 17-18 为新能源电芯的大幅投入期, 预计将对公司短期带来较大的开办费用和研发开支影响, 同时由于我们预测 2017 年公司将在定增资金到位前, 提前以自有资金投入, 可能将产生一定财务费用。因此我们调整对公司的盈利预测为 17-19 年净利润 6.46 亿元, 10.40 亿元, 14.82 亿元, 考虑公司增发 27.96 亿元, 摊薄后 17-19 年 EPS 为 0.42 元, 0.67 元, 0.96 元, 考虑到公司持续成长性以及可比公司估值情况, 我们认为公司合理估值为 2017 年 35-40X, 对应目标价为 14.7-16.80 元。重申买入评级。

风险提示: 新能源电芯投入对业绩影响超预期, 消费电子成长低于预期, 电芯产业过剩情况超预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,293
流通 A 股 (百万股)	720.10
52 周内股价区间 (元)	10.92-30.75
总市值 (百万元)	15,576
总资产 (百万元)	8,329
每股净资产 (元)	1.76

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	6,472	8,052	12,014	16,725	22,513
+/-%	51.23	24.42	49.21	39.21	34.60
净利润 (百万元)	325.01	449.93	646.42	1,040	1,482
+/-%	93.49	38.44	43.67	60.83	42.55
EPS (元)	0.21	0.29	0.42	0.67	0.96
PE (倍)	57.76	41.72	29.04	18.06	12.67

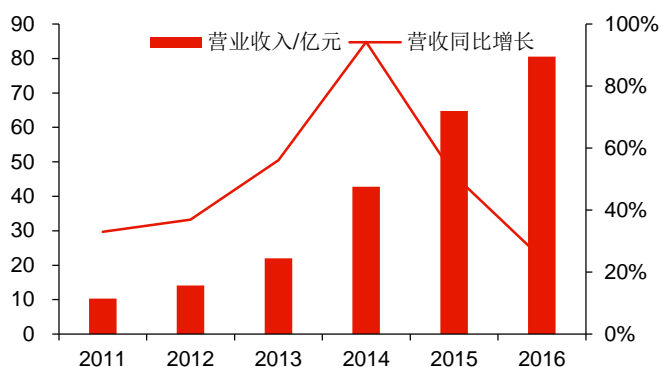
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

消费电子锂电池龙头马不停蹄

欣旺达电子股份有限公司成立于1997年12月9日，总部位于中国深圳，2011年4月在创业板成功上市，公司是以锂离子电池模组的研发、设计、生产及销售为主营业务的高新技术企业，公司基于锂离子电池模组的研发、设计、制造能力，逐渐形成了“3C类消费电子+电动汽车动力总成+储能+智慧制造+检测服务”的业务格局，公司在坚持做大做强主业的同时，受益于消费类电子产品、新能源汽车等下游行业的蓬勃发展，公司将迎来难得的发展机遇。

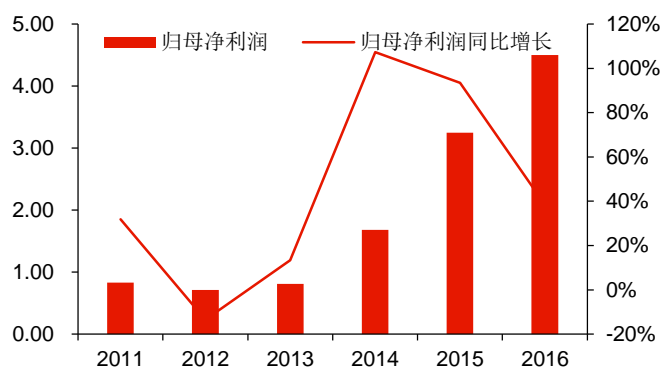
2016年公司实现营收80.52亿元，同比增长24.42%，营收体量相当于公司11年上市之初的7.8倍，年复合增长率超过50%；2016年公司实现归母净利润4.5亿元，同比增长38.44%，上市以来的年复合增长率超过40%。

图表1：2011-2016年欣旺达营收与增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：2011-2016年欣旺归母净利润及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

上市之初的成长历程

国产手机OPPO、联想为主，中低端产品为主

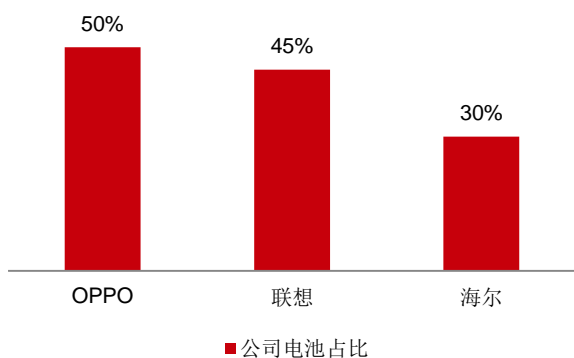
2011年公司的下游客户以国产品牌为主，主要有OPPO、联想、海尔等国产品牌，公司为其提供锂离子电池模组解决方案及产品，公司分别占其手机电池供货量的50%、45%、30%。但在那时主要提供国产品牌的中低端产品，利润不高，份额也不大。

从iPhone 3GS之后推出iPhone供应链，公司因为上市错过了iPhone 4契机

2011年公司通过与全球聚合物锂离子电芯巨头ATL合作，进入了苹果、亚马逊的供应链。当时欣旺达在苹果iPhone3、iPod电池供应中占比高达20%，2011年4月顶着“供应苹果20%的iPhone和iPod电池”的欣旺达上市，但是正因为上市导致2012年公司没有获得iPhone4的供应资质，之前供货的iPhone3也步入停产。

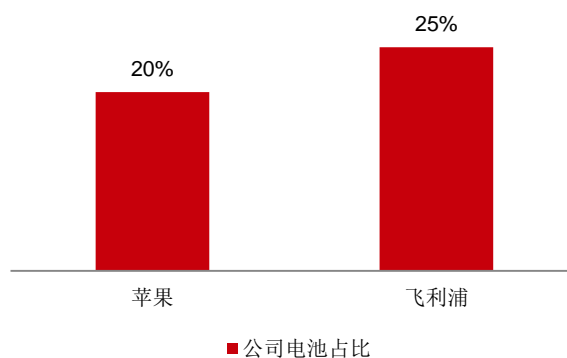
众所周知，苹果iPhone4是乔布斯的经典之作，创新地引入了多点触摸（Multi-touch）触摸屏界面，也是iPhone作为智能手机的科技先锋，从iPhone3S到4的一次技术上的大跨越。而这一块市场被德赛电池拿走，这也就导致了2011-2012年间的公司利润的下行。

图表3: 2011年公司国内主要客户以及占比



资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

图表4: 2011年公司国外主要客户以及占比



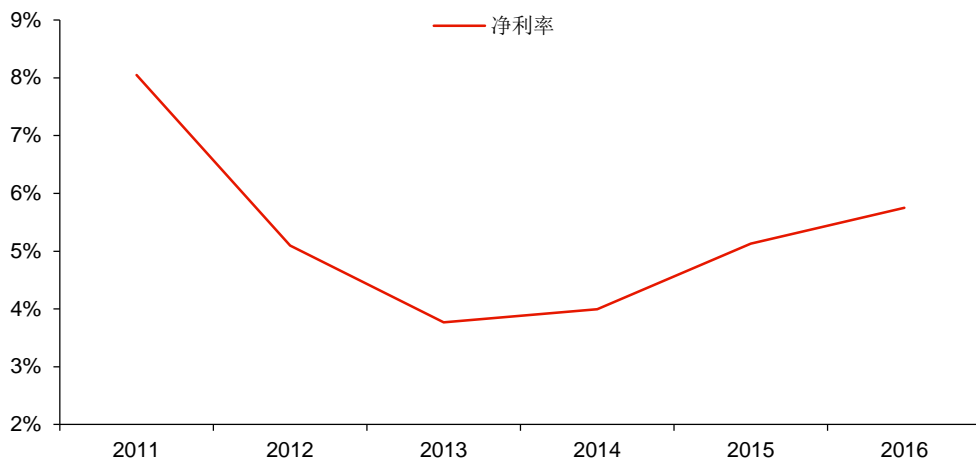
资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

净利润率随着行业竞争激烈而逐步下降

公司利润率在上市之初的3年间逐步下降从2011年的8%至2013年3.7%。其主要原因在于在锂电池行业中日韩以及台湾占据了大多数的市场份额。日本、韩国和台湾因起步早, 积累了先进的技术经验以及核心客户群。进入21世纪, 大陆企业在锂电领域不断发力, 技术频频突破, 涌现出了德赛电池, 欣旺达, 力神、比亚迪等企业。

同时由于较低的生产成本, 3C类锂电模组市场份额逐渐向国内转移, 导致行业竞争越来越激烈。另外, 由于智能手机的耗电量增加, 对手机锂电池的质量要求也进一步加强。对锂电池企业而言, 以前注重电池数量规模的产出, 如今则更需要电池产品性能、质量、轻量化的提升。对于欣旺达来说, 改变势在必行。

图表5: 2011-2013年间, 公司利润率逐步下降



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

卧薪尝胆突破苹果

积极扩大制造规模

2013年欣旺达将生产办公主体从水田同富康工业区整体搬迁到了石龙仔工业园。整个工业园全部投入使用, 其上市募投项目在石龙仔工业园区也实施完毕, 同时在惠州市博罗县园洲镇进行投资的光明工业园产房也在2014年投入使用, 而且公还建立了自动化事业部, 实施自动化研发与产业化, 部分产线实施了自动化, 为公司的持续发展奠定了产能基础。

图表6：欣旺达各产线及产能数据

产品	产品线数量	产能 (万组/年)
手机类模组	30	6000
笔记本类模组	12	1200
动力类模组	3	36
电动工具等	4	360
BMS	22	20000

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

努力争取苹果订单，终于在 iPhone 6 plus 成功突破

2014年欣旺达代替台湾顺达切入大尺寸(5.5寸)iPhone 6plus 产业链，为这一新款手机提供锂电池配件，所占份额在50%之间。iPhone 6 plus 备货数量约在2000万台左右。以电池模组的价格约为40元计算，因此苹果订单为公司贡献了将近4亿收入。

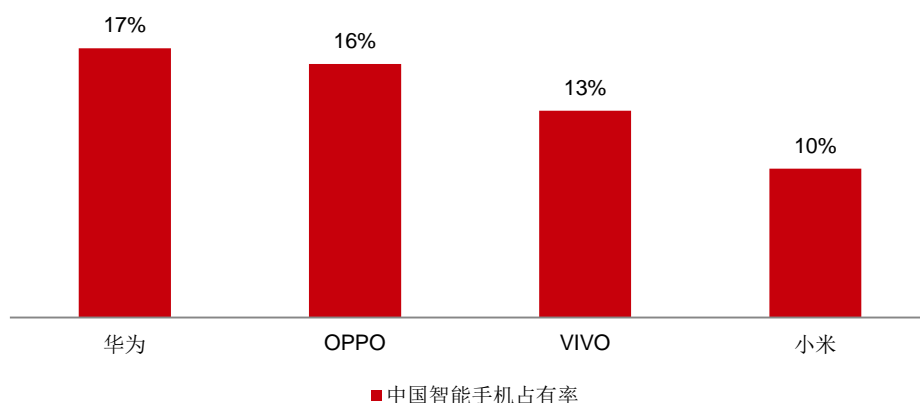
欣旺达再次获得苹果青睐主要有两个原因，外因是苹果供应链的变化，内因则是欣旺达过去几年在国内外市场的积累。在苹果与三星终止合作后，2013年苹果供应链已经发生变化，苹果扩大了供应商数量，原本三星的供应部分被其他厂家瓜分。

欣旺达替代台商成为苹果合作伙伴得益于行业背景。台商电池下游模组业务向大陆转移不可逆转，因为无论是从劳动力成本、毛利率还是内部费用管理等多方面来看，大陆电池模组厂商在与顺达、新普等台厂的竞争中已处于优势地位。在错失了iPhone4和5合同后，欣旺达在国内外市场耕耘渐入佳境。根据欣旺达2013年财报数据显示，报告期内实现营业收入22.03亿元，同比增长56.07%，归属上市公司股东净利润8103万元，同比增长13.35%。

受益国内手机品牌集中度提高

积极配合 OPPO、VIVO、华为成长

中国信息通信研究院最新公布数据显示，2016年1到12月，国内手机市场出货量5.6亿部，同比增长8.0%。其中，国产品牌手机出货量占88.9%；上市新机型占95.5%。国产手机的身份已经从模仿向创新转型，华为、OPPO、VIVO、金立等国内手机厂商通过技术创新，已经大幅扩大了国内高端手机的市场份额。在中高端市场竞争中获胜的VIVO、OPPO、华为等三家国产品牌，成为上半年手机行业的最大赢家。根据IHS报告：2016年整年国产智能机第1名华为销量近1亿台，第2名OPPO销量破6000万台，第3名VIVO销量破5000万台。

图表7：2016年中国智能手机占有率

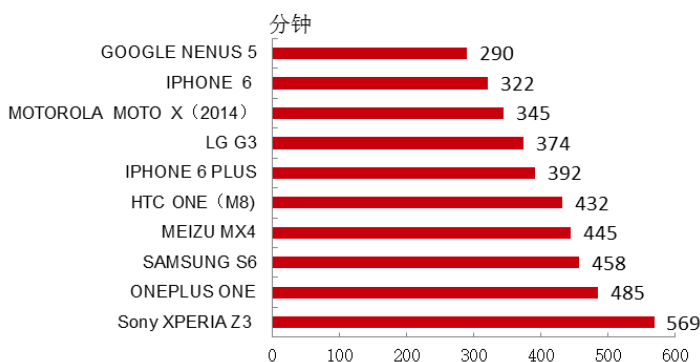
资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

根据公司 2016 年三季报显示，公司上半年前五大客户占比分别为 14.78%，13.15%，13.02%，11.65%，7.65%，并未出现某家客户一家独大的局面，相反，由于国内客户华为、OPPO、VIVO 的快速崛起，公司来自此类客户的营收呈现出快速的成长趋势，特别是此类客户逐步加大对于快充等新技术的导入，进一步推高了产品 ASP。

顺应技术趋势，开发快充，双电芯产品，提高单价

快充领域的发展：从现阶段智能手机的发展来看，智能机尺寸越来越大，从 3 英寸到 6 英寸，屏幕的分辨率越来越高，移动应用处理器（AP）运算速度也不断提升以支持智能功能和第三方应用的不断创新，然而电池技术远远落后于手机其他性能的改善和功能的增加，续航能力成为了智能手机发展的短板，更是用户目前的痛点需求。

图表8： 续航能力成为智能机短板



资料来源：Phonearena，华泰证券研究所

在此背景下，高效且快速的充电技术应运而生，从提高续航能力的途径上来看，从硬件方面增加电池的容量是最为直接的途径，而电池容量的增加就意味着更长的充电时间，快充的需求显而易见。在目前的技术条件下，电池的尺寸难以压缩，增加额外的电池容量容易使手机变厚，与当下颜值当道，追求纤薄的主流背道而驰，同时安全和发热问题也成为了制约单颗电池容量增加的主要障碍。

快充技术的出现解决了燃眉之急，虽然无法从根本上增加电池续航能力，但是缓解了耗电快充电慢的压力，改善了消费者体验。从充电效果来看，快充手机完爆普通手机，支持更高功率快充的 Moto X Style、OPPO R7s、魅族 Pro 5 以及 Gigaset ME 效果抢眼，均能在半小时左右的时间完成 60% 的充电量。

图表9： 快充技术在主流手机品牌中持续渗透

发布时间	机型	快充方案
2014.03	OPPO Find7	VOOC 方案
2014.04	HTC ONE(M8)	Quick Charge 2.0
2015.06	金立 M5	MTK PEP 上加以改进
2015.06	魅族 MX5	MTK PEP
2015.09	小米 4C	Quick Charge 2.0
2015.10	Lumia 950	Quick Charge 2.0,
2015.11	华为 Mate8	华为快充技术 FCP
2016.04	魅族 PRO 6	支持 QC3.0 和 MTK PEP2.0 双快充协议
2016.04	乐视 MAX2	Quick Charge 3.0
2016.07	OnePlus3	Dash 闪充，来自 VOOC 授权

资料来源：华泰证券研究所

作为 **OPPO** 的主要电池供应商，欣旺达将会受益于 **OPPO** 的崛起和快充技术的普及。**OPPO** 的 **VOOC** 技术在充电方面，**OPPO R9** 的 **VOOC** 闪充技术，是通过低电压高电流的充电方式来达到快充，同时降低发热的效果，因此会比其他快充技术更安全。充电规格方面，**OPPO R9** 的 **VOOC** 闪冲配备了“**5V/4A**”输出的充电适配器。这意味着什么呢？如果是普通的 **5V/1A** 充电器，充满 **2850mAh** 需要近 3 小时，**5V/4A** 只需 1 小时。而且更重要的是，**VOOC** 闪充时在充电时并非均衡充电，而是采用先快后慢的电池保养式充电模式，在充电 5 分钟后，**OPPO R9** 借助快充的优势就完成了 13% 左右的充电。在进入充电后 30 分钟，**OPPO R9** 的电量可直接充到 70%，远好于国内市场上的普通手机。

图表10：快充手机充电速度远超普通手机

机型	电池容量	实测电压电流	60% (分钟)	100% (分钟)
快充手机				
OPPO R7s	3070	4.5V-3.9A	32	78
普通手机				
iPhone 6s Plus	2750	5V-1A	100	180
三星 S6 edge+	3000	5.45V-1.75A	50	102
乐视 MAX	3400	5V-1.4A	77	146
奇酷尊享版	3700	5V-2A	78	124
华为荣耀 7	3100	5.2V-1.82A	59	122

资料来源：电子发烧友，华泰证券研究所

双电芯的发展：传统智能手机采用单颗电芯设计，电池技术的进步主要源自于电芯容量的提高和充电功率的提升，由于单颗电芯的容量、体积越来越大、功率越来越高，导致手机的设计难度越来越高，安全性风险越来越大。

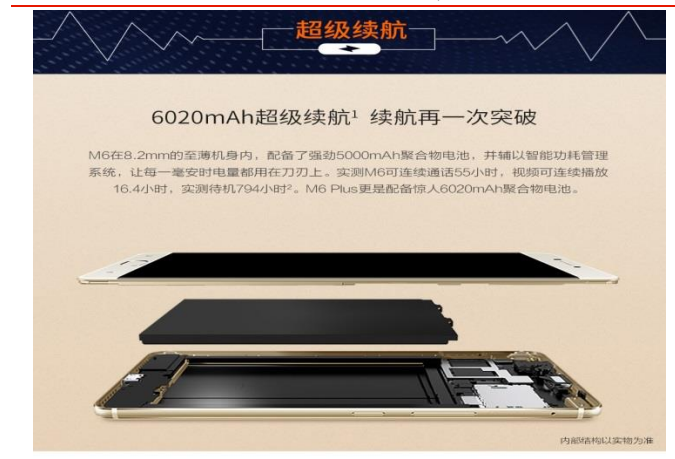
2016 年金立推出的高端手机 **M6 Plus** 开创了双电芯电池+双充电芯片的方案，使得电池容量达到 **6020mAh**，充电功率达到 **24W**，实现了安全、快速充电，并支持反向充电功能。

图表11：双充电芯片设计，提升快充安全性



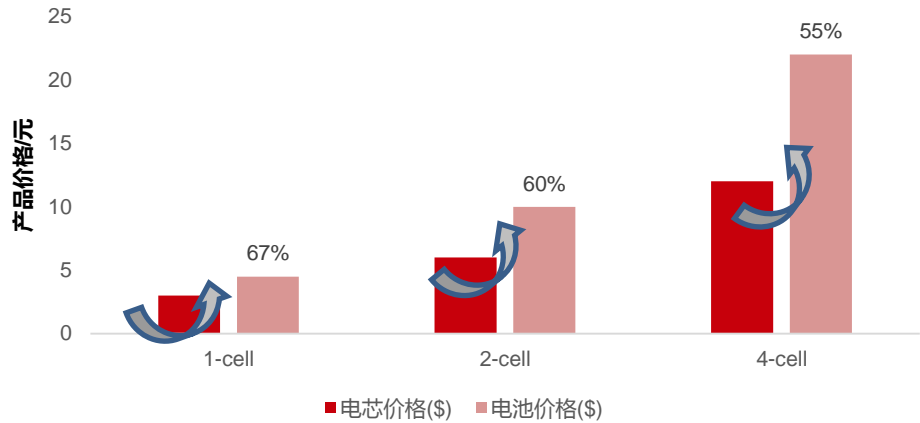
资料来源：金立官网，华泰证券研究所

图表12：金立 M6 Plus 采用 6020mAh 电池，续航成为卖点



资料来源：金立官网，华泰证券研究所

双电方案提升 Pack 厂附加值。我们以标准的电池模组价格和成本进行测算电芯成本在电池产品中的占比。

图表13: 电池 Pack 附加值随电芯数增加而提高


资料来源：华泰证券研究所

电池 Pack 及 BMS 的复杂度将随着电芯数量的提高而提高，包括保护电路的复杂度，充电电路的设计，电路负载的平衡，以及制造过程中对于电芯一致性的选型要求都将有大幅提高。这也就意味着随着双电芯技术的导入，欣旺达在手机电池产业链中的附加值显著提升，在单价提高的基础上实现利润率的提升。

从单电芯到双电芯，再加上快充功能，电池 BMS 产品附加值将有翻番以上增加，大幅增加了 pack 厂商的附加值，将在提高产品单价的基础上，提高产品利润率。

欣旺达在 BMS 方向处于行业领先水平，而华为、VIVO 等国内手机制造商逐渐开始使用双电芯以及快充技术，作为华为、VIVO 主要电池 pack 及 BMS 供应商的欣旺达，将会受益，利润也会随之水涨船高。**智能手机在多核、双摄之后将迎来双电快充时代。**

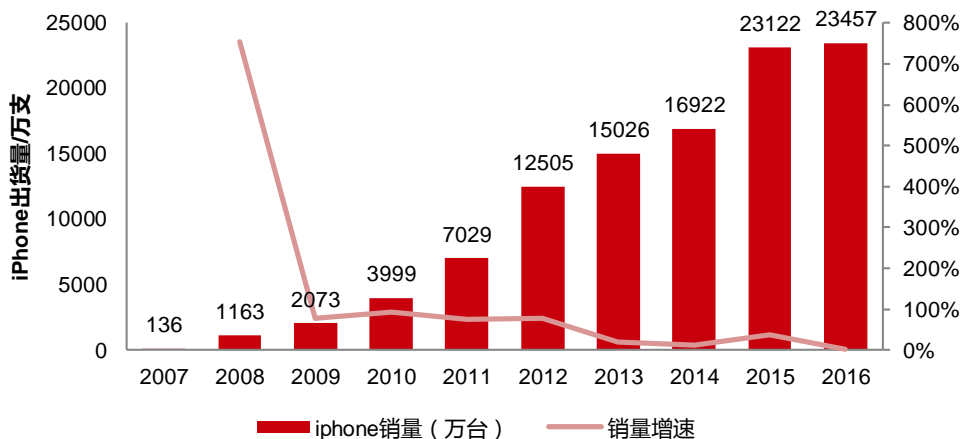
消费电子产业领域的未来

继续推动苹果份额提升

进军 iPhone 8，提高手机份额：iPhone 十周年纪念日是 2017 年 6 月 29 日，所以 iPhone8 发布时间不再是 9 月份，而是提前在 6 月底。预期 2017 年 2 季度就会开始备货。而苹果在 iPhone7 并没有进行 2 年大改款的风格，至是推出微升级的 iPhone7 系列，有理由相信 iPhone 在 10 周年推出的 iPhone8 将会是一个革命性的旗舰机型。

所以我们在上文提到的双电快充技术大概率会使用在 iPhone8 上面，欣旺达在 iPhone6 plus 中就已经进入苹果产业链，并且在多电芯锂电池 pack 以及 BMS 领域拥有绝对优势，有理由相信，欣旺达在苹果 iPhone8 领域继续提高份额。

图表14: 10周年的iphone8有望迎来大变革

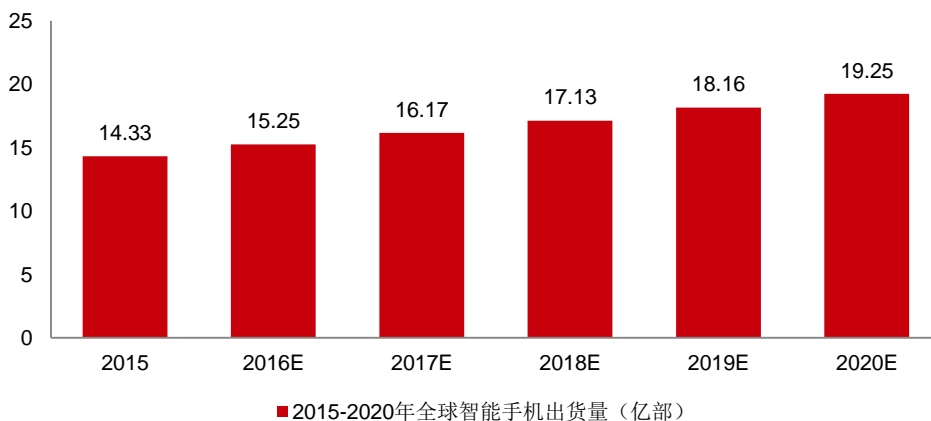


资料来源: IDC, 华泰证券研究所

而我们此前强调过公司已成为华为、VIVO、OPPO、联想、小米、魅族、乐视等国内一线移动终端厂商及部分国际化大客户的主要供应商。不仅仅是 iPhone8, 公司还会随着未来国产智能厂商的进一步成长而快速发展, 站稳 3C 锂电池 pack 及 BMS 领域龙头的地位。

IDC 的数据显示, 2015 年全球智能手机出货量达 14.3 亿部, 同比增长 10.1%, 其中来自中国地区的手机品牌合计出货量高达 5.4 亿部, 占比四成, 到 2020 年出货量将达 19.2 亿部。

图表15: 2015-2020 年全球智能手机出货量 (单位: 亿部)



资料来源: IDC, 华泰证券研究所

突破 iPad 供应链, 进军 Macbook

除了 iPhone 以外, 苹果公司另外两大核心产品分别为 iPad 和 Macbook, 11 月 17 日, 全球市场研究机构 TrendForce 集邦科技发布了最新研究报告。报告指出, 2016 年全球平板电脑出货约 1.545 亿台, 相比去年同比衰减 8.3%。不过, 2017 年在品牌调整出货策略及平价新机刺激下, 全球平板出货将仅下滑 5.3%, 总量约 1.464 亿台。

图表16： 2017年苹果依然是平板电脑领域的王者

品牌	2016		2017E	
	排名	市场份额	排名	市场份额
苹果	1	26.1%	1	24.8%
三星	2	17.4%	2	16.9%
亚马逊	3	7.4%	3	8.1%
华为	5	6.1%	4	7%
联想	4	6.6%	5	6.6%
其他	-	36.3%	-	36.5%
出货总量（百万台）		154.5		146.4

资料来源：trendforce，华泰证券研究所

随着智能手机、平板电脑的风靡，笔记本电脑所承载娱乐、休闲功能被分流，目前消费者使用笔记本电脑的目的以办公为主，尤其是移动办公，因此便携性日益成为消费者选购笔记本电脑的首要考虑因素之一。便携性必然要求笔记本电脑向更轻、更薄的方向发展，锂电池作为笔记本电脑重量最大的零部件之一，也将变得更轻、更小，并由传统的圆柱型18650锂电池向软包聚合物锂电池转变。此外，随着办公环境的日趋复杂、笔记本电脑功能的增多，用户对其安全性、续航能力的要求也逐渐提高。笔记本电脑市场的上述变化都将促进笔记本电池升级换代，为锂电池带来广阔的发展空间。

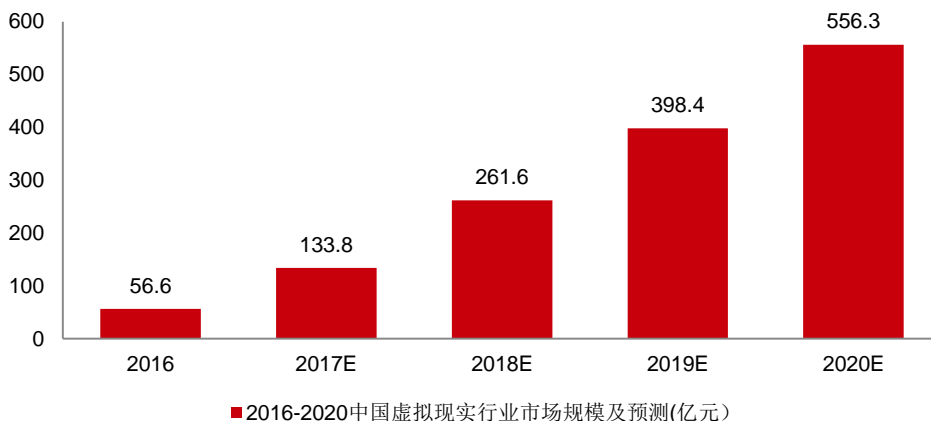
平板电脑具有高便携性、应用轻便、操作简单等优点，它比笔记本电脑更便携，比手机功能更强大，是理想的移动互联终端。在移动互联网快速普及的今天，平板电脑的需求量将维持在较大规模。在技术层面上，随着显示技术的进步，平板电脑也将更新换代，出现周期性的换机热潮现象，使其市场规模相应增长。此外，平板PC二合一可拆卸设备等新型设备的出现也将为锂电池带来新的发展机遇。

欣旺达在笔记本电脑方面已有联想、微软等国内外优质客户，有理由相信提供ipad和MacBook也只是时间问题，如果顺利切入ipad和macbook的电池供应，可以提高公司产品单价，提高营收和利润空间。

无人机、电子笔、VR——未来消费电子产品电池需求

VR领域发展前景：自2014年Facebook以20亿美元收购Oculus开启全球VR时代，Oculus、索尼、HTC已成为VR三大巨头厂商，中国市场也紧随其后，在众多产业资本的积极涌入的情况下，VR已经成为继手机、游戏后再次被人们频频谈及的话题，2016年被称为“VR发展元年”，无论从VR技术还是到VR设备都已经呈现井喷状态，而VR也成为了未来科技发展的关注点。艾媒咨询数据显示，2016年中国虚拟现实行业市场规模为56.6亿元，2020年市场规模预计将超过550亿元。目前国内的虚拟现实产业还处于启动期，自2015年以来，参与到虚拟现实领域的企业大幅增加。在资本的推动下，将会有越来越多的企业涉足虚拟现实领域，大量头戴眼镜盒子、外接式头戴显示器等VR设备将进一步向消费级市场拓展，中国虚拟现实的市场规模将逐渐迎来爆发。

图表17： 2016年中国虚拟现实行业市场规模为56.6亿元

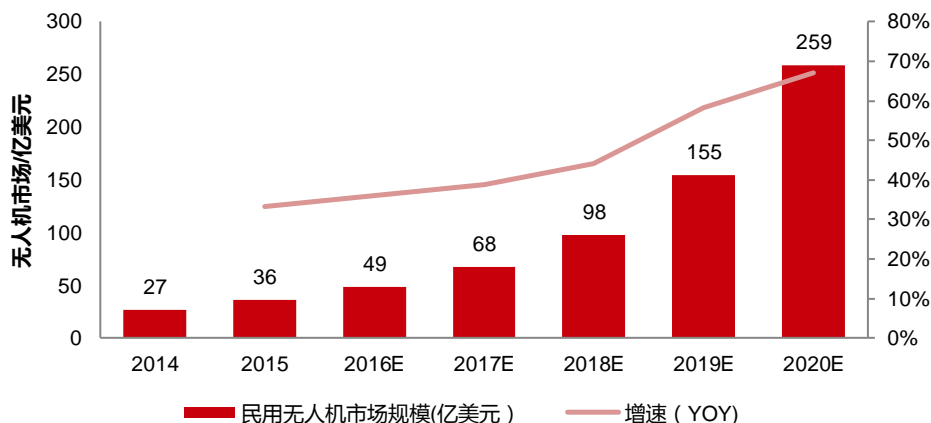


资料来源：艾媒咨询，华泰证券研究所

无人机领域发展前景：无人机的设计概念最早应用于军工领域。由于军工设备具有较强的技术保密和行业垄断性质，民营企业和资本很难获得准入。随着世界范围内军民融合战略的实施和推进，近几年无人机技术在民用领域的应用获得长足发展。根据无人机应用领域，可分为消费级无人机和工业级无人机。消费级无人机主要应用于个人航拍；工业级无人机广泛应用于农业植保、国土勘测、安防和电力巡检等领域。

全球无人机 2013 年市场规模 20 亿美元，2014 年市场规模达到 27 亿美元，同比增长 35%；2015 年市场规模 36 亿美元，同比增长 33%。预计 2020 年全球无人机市场规模将达到 259 亿美元，年均复合增长率达到 42%。IDC 预测，到 2019 年全球无人机年销量将达民用到 393 万架，其中消费级 300 万台，CAGR 达到 60%；工业级无人机销量为 93 万台，CAGR 达到 45%。

图表18： 全球无人机市场发展前景广阔



资料来源：IDC，华泰证券研究所

2016 年前三季度，公司紧紧围绕董事会制定的年度经营总体计划和战略目标，加强精益管理和智能制造，在继续保持传统核心业务 3C 类锂离子电池模组快速发展的基础上，加大力度推动智能硬件，VR，智能制造等业务的市场突破，公司 2015 年年报显示：公司在 2015 年公司智能硬件（含 VR 和无人机）收入约 755 万元，占公司总收入的 0.12%。在增加与现有客户合作深度的同时，公司也会积极开发新的优质客户，加大市场开拓的力度。

在 VR 领域：公司已成为暴风、乐视、掌网科技等国内知名的 VR 硬件厂商的核心电池供应商，未来长期受益于该领域的广泛爆发。

在无人机方面：公司无人机业务方面公司已与大疆、小米等两家公司展开深度合作，全面实现电池、配套周边等业务的开展，我们预计公司相关业务也将极大受益于无人机市场的进一步发展。

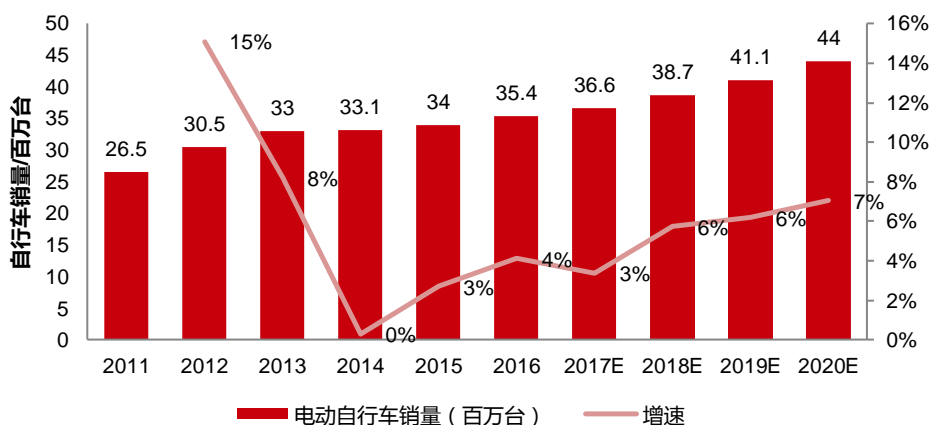
新能源——培育下一个10倍业务

公司大力储备新能源业务

公司持续多年配合电动自行车开发

目前电动自行车行业现状：目前中国电动自行车的电源主要是成本和能量密度极低的铅酸电池为主，而锂离子电池具有能量密度高、绿色环保、重量轻等优势，在逐渐形成铅酸电池的替代。2015年中国电动自行车的销量达到3398万辆，增速2.8%。且快递、外卖送餐行业的崛起，进一步的点爆电动自行车的销量。根据中国产业信息网预测，未来5年电动自行车市场将以复合增长率5.3%的速度平稳增长。

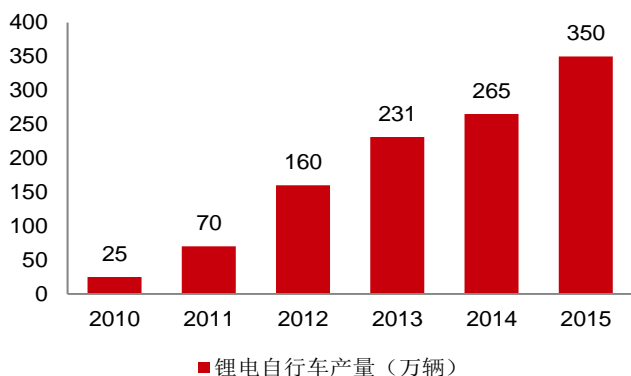
图表19：电动自行车行业稳步发展



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

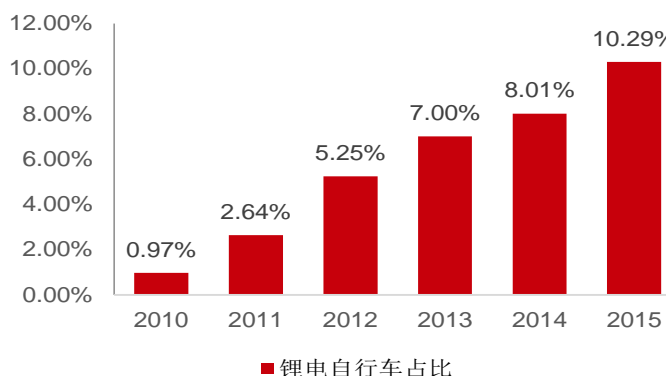
锂电自行车占比小，发展迅速，相比能量密度极低的铅酸电池，锂电池在电动自行车的市场中占比还很小，产量约为350万辆，占总的电动自行车销量的10.3%。而回顾2010到2014，电动自行车中锂电池替代率的正在稳步提升，锂电自行车占比快速提高，2014、2013、2012分别为8%、7%、5%。

图表20：锂电自行车产量迅速提升



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

图表21：锂电自行车占比逐步增加



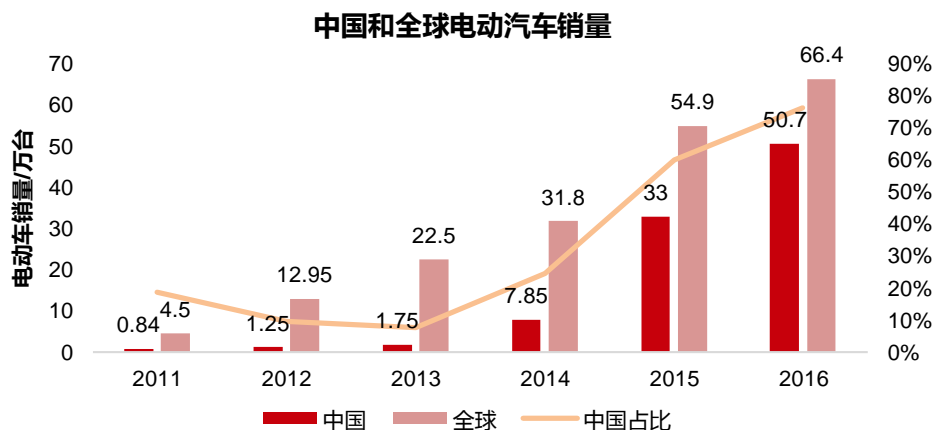
资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

从2011年上市至今，电动自行车一直都是欣旺达业务中比较重要的一部分。2011年欣旺达上市所募集的资金中，21.56%的资金用于投资动力类锂离子电池项目。2013年则进入沪龙、耀马等电动自行车行业客户的供应链体系。截止到2015年，公司已经拥有了小牛科技、沪龙、美尔顿、雅迪、爱玛等优质客户。相信未来随着锂电自行车的发展以及份额的提升，公司会大大受益于锂电自行车的发展。

2016 进军新能源汽车市场

近年来各大汽车厂商纷纷推出自己的电动汽车（包括概念车），在电动车中电动系统取代燃油发动机和变速箱等许多存在技术壁垒资金壁垒的产品。这给了许多新型公司一个绝佳的弯道超车的机会，比如 Tesla。此外中国市场的电动汽车销量占全球比从 2011 年的 19% 到 2016 年的 76%，都表明着中国市场对于电动汽车有着很大的诉求。

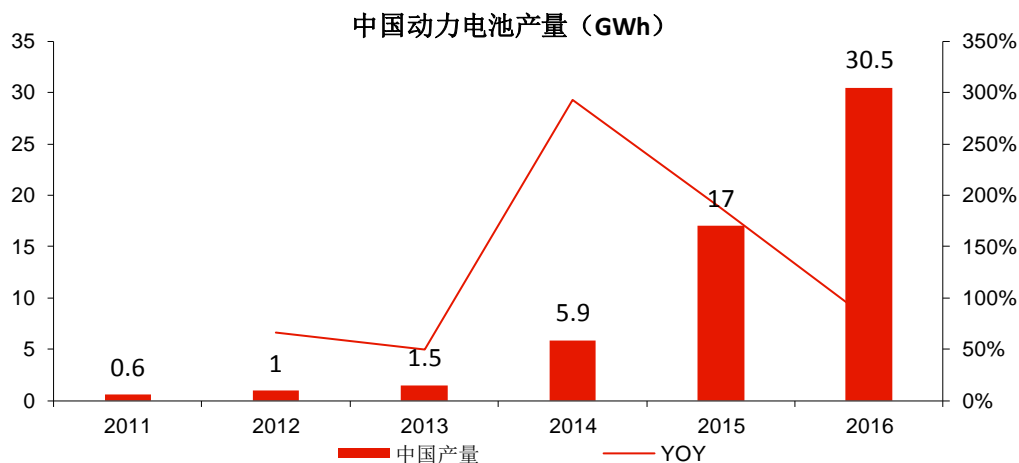
图表22：中国与全球新能源汽车产量（单位：万辆）



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

在 2010 年，中国动力电池产量在 0.31Gwh，而到了 2015 年为 19.9Gwh；并且 2014、2015 年的增速达到了 749%和 221%。庆幸的是，目前动力电池市场还并未形成巨头垄断的现象。2015 年，前五大供应商松下、比亚迪、LG、AESC、Mitsubishi 占据了一半的市场。但是非前十大供应商也占据了 38%左右的市场。

图表23：中国动力电池领域发展迅速（单位：Gwh）



资料来源：EVTank，华泰证券研究所

早在 2014 年，欣旺达就已经开始布局新能源汽车领域。这一年公司与英威腾签订了战略合作协议在新能源汽车产业链进行了三个方面的合作。第一个，将欣旺达的 PACK 和 BMS 方面的生产经验运用在新能源汽车领域。第二，合作开发、生产和销售新能源汽车硬件供应类产品。比如有电机、电机控制器、辅助控制器、DC-DC 转换器、车载充电机、地面充电桩/充电机和电池组件等。第三，合作从事电动汽车分时租赁业务，整合产业上下游。

欣旺达自己有许多非常优质的客户，包括吉利、五洲龙、北汽福田、柳州五菱、广汽和东风等。现在公司已经实现了产品、产能、技术、人才的全面储备，并且博罗基地新增的1.5GWH产能也即将达产。

图表24：欣旺达自己有许多非常优质的新能源汽车客户

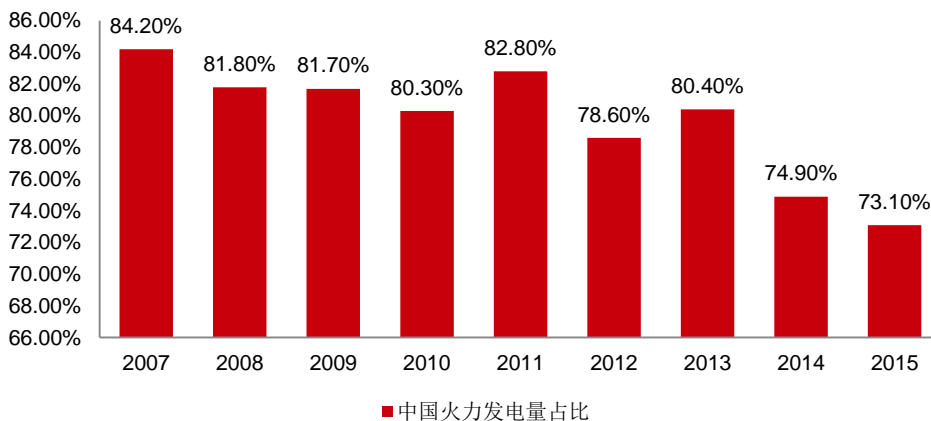
厂商	款式	内容
五洲龙	4M 电动物流车	2016年五洲龙通过欣旺达配套20000辆4M电动物流车。
柳州五菱	C1 低速电动车、锂电池电动物流车、邮政车、环卫车	2015年8月，公司成为柳州五菱两款电动车型的锂电池系统总成供应商。
吉利	帝豪EV乘用车	帝豪ev2016年销量为17181辆。

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

布局储能，瞄准能源互联网

在2015年，中国的火电发电量占总的发电量73.1%，而其中燃煤占92%。燃煤带来的许多环境问题也影响的生活的方方面面。在2016年，习近平总书记在G20杭州会议上主动向联合国提交了中国人大的《巴黎协定》批准书。这也表明了国家节能减排、大力发展新能源的决心。但是由于风力发电和太阳能发电具有不稳定性，而这种带有不稳定性电对工厂的机械设备对家用电器都会造成很大的损害，严重的甚至会引起火灾甚至生命危险。而储能技术的应用，可以帮助风电厂输出平滑和“削峰填谷”。所以储能技术是发展新能源至关重要的环节。也被称为能源领域最后的1公里。

图表25：火力发电占比逐渐下降

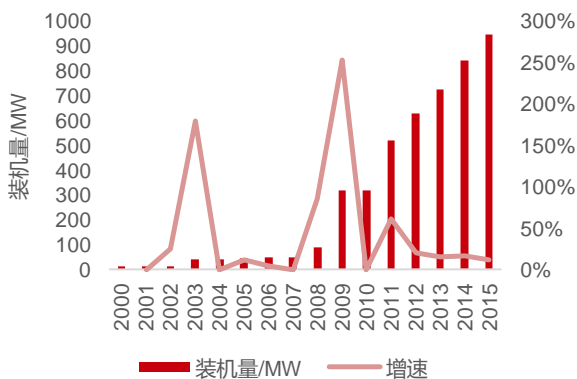


资料来源：北极星电力网，华泰证券研究所

储能产品可以作为发电方的缓冲区实现平滑输出削峰填谷，输电方的蓄水池实现智能调配，配电方的稳定剂使供电可靠，用电方的仓库实现分布式用电，实现能源互联网。是能源结构调整的支撑点，有着广阔的应用前景。

全球储能项目在电力系统的装机总量从2008年的91MW发展到2015年的947MW。2013、2014、2015的增长率分别为15%、16%、12%。中国的储能市场紧跟世界的脚步，中国的储能项目在电力系统的装机总量从2010年的3MW发展到2015年的140MW。2013、2014、2015的增长率分别为43%、87%、22%。

图表26: 全球储能市场装机量



资料来源: 中关村储能产业技术联盟, 华泰证券研究所

图表27: 中国储能市场装机量



资料来源: 北极星电力网, 华泰证券研究所

图表28: 在2016年, 中国政府下发的许多文件中表明了要大力发展储能产业的决心。

- 2月29日 国家发改委、工信部、能源局联合发布《关于推进“互联网+”智慧能源发展的指导意见》
- 4月7日 国家发改委、国家能源局联合发布《能源技术革命创新行动计划(2016-2030年)》和《能源技术革命重点创新行动路线图》
- 6月7日 国家能源局发布《关于促进电储能参与“三北”地区电力辅助服务补偿(市场)机制试点工作的通知》
- 11月22日 国家能源局发布《国家电力示范项目管理办法》
- 12月10日 国家发改委印发《可再生能源发展“十三五”规划》

资料来源: 北极星电力网, 华泰证券研究所

欣旺达目前已研发出技术有基于锂电池的兆瓦级储能系统, 用于公司承担的“国家863智能微电网研究项目”; 工业综合能源互联网储能系统, 用于光伏、光热、空调制冷、综合能源管理系统等领域; 商业及家庭储能系统, 用于电力需求响应、智能充电、电费管理、能源管理系统等领域; 云计算数据中心, 用于互联网数据中心、分布式计算储能、电池管理系统、监控软件等领域。

2014年, 欣旺达在青海省设立全资子公司大力开展储能项目。包括锂离子电池、小型储能、大型储能、分布式储能的系统设计和开发; 储能工程的承包、建设等。此外, 欣旺达还参股东莞钜威6%的股权。后者是国内最早从事储能系统技术研发和项目建设的高新技术企业, 拥有大量的技术储备。BMS、大功率器件集成、PACK整体方案的技术研发、系统集成、制造生产、销售管理以及工程实施。并且东莞钜威一直与国家电网、南方电网密切合作。

2016年, 公司全资子公司欣旺达综合能源服务有限公司参与投资建设禹科光伏电力有限公司的50MW光伏电站项目。整合新能源和储能产业链上下游。我们相信未来公司将在储能业务上发展会继续加强。

图表29: 公司目前已与华为、施耐德、Anker等优质公司展开合作

- 华为** 提供通信基站的后备电池。随着全球进入4G时代, 未来储能锂电池在4G基站建设上的市场空间非常庞大。并且随之而来的业绩贡献非常稳定, 可达到3000-4000万/年。
与施耐德合作打造智能微电网能源管理系统, 集储能、电池管理系统、监控软件为一体, 今年已在德国、美国等储能发展较快的国家拿到部分订单。
- Anker** 于2016年合作生产家用便携式储能装置, 主要针对海外市场, 为户内户外小功率电子产品提供应急电源, 合作数量20万部, 预计单价在1200-1400元/部, 总计2.4-2.8亿元, 有望给公司带来1个亿的营收。

资料来源: 北极星电力网, 华泰证券研究所

拟定增 27.96 亿元，扩大消费类和动力类锂电池产能

在证监会关于的定增新规的影响下，公司 3 月 10 日发布公告，调整了此前的非公开发行股票方案，将非公开发行股票募集资金总额上限由 32.46 亿元降低至 27.96 亿元，我们认为，募集资金规模的降低可以减少增发摊薄对现有股东的影响，同时要求公司提高资本的利用效率，更加高效、合理的规划产业投入的规模和节奏。

调整后的募集资金将依旧用于投资“消费类锂电池模组扩产项目”、“动力类锂电池生产线建设项目”。其中消费类锂电池模组扩产项目总投资额为 6.59 亿元，募集资金拟投入金额 5.96 亿元；动力类锂电池生产线建设项目项目总投资额 24.1 亿元，募集资金拟投入金额 20.5 亿元；其余 1.5 亿元用于补充流动资金。

消费类锂电池模组扩产项目

公司消费类锂电池模组扩产项目的具体实施单位为公司全资子公司欣旺达惠州新能源有限公司，总投资额为 6.59 亿元，建设期预计 1.5 年，项目计划建成年产 1 亿只消费类锂电池模组的自动化生产线。

图表30：消费类锂电池模组扩产细节

序号	项目名称	投资金额	占比	拟投入募集资金
1	建设投资	1.2 亿元	18.2%	1.2 亿元
2	设备投资	4.76 亿元	72.24%	4.76 亿元
3	预备费	1400 万元	2.3%	-
4	铺底流动资金	4900 万元	7.43%	-
合计		6.59 亿元	100%	5.96 亿元

资料来源：公司公告,华泰证券研究所

该项目将有效提升消费类锂离子电池模组制造能力，解决产能不足的问题，消费类锂电池模组是公司的主要产品之一，近几年该产品的收入保持快速增长，其中手机数码及笔记本电脑类锂电池模组产品收入在 2013-2015 年分别为 17.69 亿元、31.21 亿元和 52.76 亿元，各年同比增速分别为 57.82%、76.43%、69.05%。通过本次募投项目的实施，公司将增加具有行业领先水平的消费类锂电池模组自动化生产线，从而进一步提升公司生产的智能制造水平，降低人工成本，提升产品品质，增强核心竞争力，进而实现公司的中长期目标和可持续发展。

图表31：消费类锂电池项目达产后的主要经济指标

序号	项目名称	指标值
1	年营业收入	30 亿元
2	年净利润	1.91 亿元
3	所得税前项目投资内部收益率	27.7%
4	所得税后项目投资内部收益率	22.72%
5	所得税前项目投资回收期（年）	5
6	所得税后项目投资回收期（年）	5.6

资料来源：公司公告,华泰证券研究所

动力类锂电池生产线建设项目

该项目具体扩产实施单位为公司全资子公司欣旺达惠州新能源有限公司，总投资额为 24.1 亿元，建设期预计 2 年，项目计划建成年产 6GWh 的动力锂电池（含 4GWh 动力锂电池电芯）生产线。

图表32： 动力类锂电池模组扩产细节

序号	项目名称	投资金额	占比	拟投入募集资金
1	建设投资	3.85 亿元	15.97%	3 亿元
2	设备投资	17.5 亿元	72.61%	17.5 亿元
3	预备费	1.07 亿元	4.42%	-
4	铺底流动资金	1.69 亿元	7%	-
合计		24.1 亿元	100%	20.5 亿元

资料来源：公司公告,华泰证券研究所

本次募集资金用于动力类锂离子电池生产线的建设，将动力类锂离子电池作为公司未来的重点发展领域，符合公司的发展战略，有利于完善公司的产业布局，形成新的核心竞争力和利润增长点。使用锂电池的纯电动汽车和混合电动汽车是新能源汽车产业的主流发展方向，动力锂电池已成为新能源汽车产业链中最核心的部件之一，同时也是成本占比最大的部件，因而是整个新能源汽车产业发展中最为关键的环节。随着纯电动汽车和混合电动汽车的迅速普及，动力锂电池的需求量将面临爆发式的增长。

图表33： 动力类锂电池项目达产后的主要经济指标

序号	项目名称	指标值
1	年营业收入	97.2 亿元
2	年净利润	8.54 亿元
3	所得税前项目投资内部收益率	24.77%
4	所得税后项目投资内部收益率	20.3%
5	所得税前项目投资回收期（年）	5.5
6	所得税后项目投资回收期（年）	6.2

资料来源：公司公告,华泰证券研究所

本次非公开发行有利于提高公司的经营能力，增强公司抵御财务风险的能力；开拓新的核心业务，有助于提升公司的盈利能力及整体竞争实力。消费类锂电池模组扩产项目完成后，公司消费类锂离子电池产品收入将显著增加，高效自动化产线的运用将有效提升产品的附加值；随着动力电池项目的建成及达产，公司在锂电池领域的业务布局将更加合理。

伴随国家新能源汽车市场的快速发展，公司动力类锂电池业务的收入及利润将进一步提升，公司盈利能力将得到有效增强。因此，上述两个项目的实施也将帮助公司加快向科技型及智能制造公司的转型。

盈利预测与投资建议

盈利预测

相比此前的报告，我们调低了2017年的利润预测，考虑公司17-18为新能源电芯的大幅投入期，预计将对公司短期带来较大的开办费用和研发开支影响，同时由于我们预测2017年公司将在定增资金到位前，提前以自有资金投入，可能将产生一定财务费用。因此我们调整对公司的盈利预测为17-19年净利润6.46亿元，10.40亿元，14.82亿元，考虑公司增发27.96亿元计算，摊薄后17-19年EPS为0.42元，0.67元，0.96元。

估值对比分析

图表34：可比公司盈利预测与估值

可比公司	股价(元)	EPS(元)		PE	
		2017E	2018E	2017E	2018E
德赛电池	46.54	1.71	2.17	27.21	21.46
亿纬锂能	37.76	1.02	1.46	36.88	25.85
长信科技	15.80	0.46	0.62	34.30	25.60
成飞集成	33.56	0.93	1.42	36.22	23.62
南都电源	20.14	0.67	0.88	30.15	22.87
平均值				32.37	23.69

资料来源：Wind，华泰证券研究所，价格为2016-3-10日收盘价

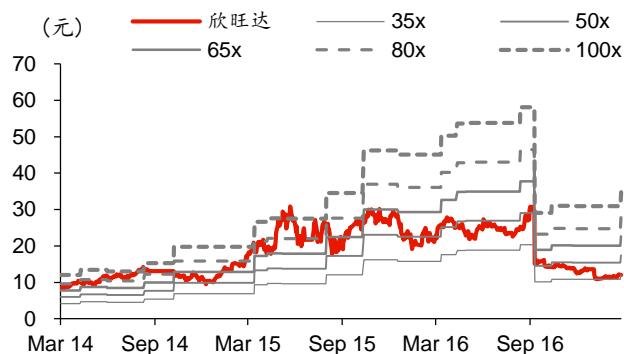
考虑到公司持续成长性以及可比公司估值情况，我们认为公司合理估值为2017年35-40X，对应目标价为14.7-16.80元。

风险提示

新能源电芯投入对业绩影响超预期，消费电子成长低于预期，电芯产业过剩情况超预期。

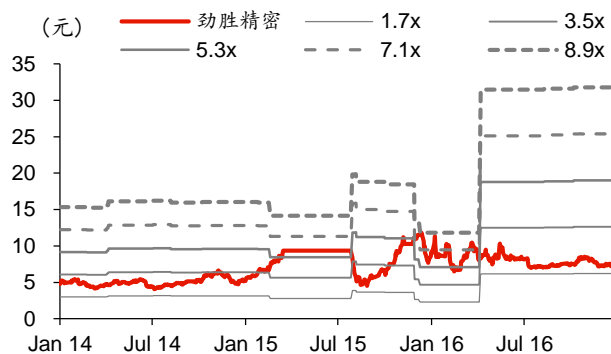
PE/PB - Bands

图表35: 欣旺达历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表36: 欣旺达历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,060	5,676	9,196	12,271	16,413
现金	1,458	1,537	2,885	3,659	4,876
应收账款	1,526	2,214	3,295	4,587	6,177
其他应收账款	67.42	99.25	136.47	195.58	261.06
预付账款	11.26	29.40	45.45	50.60	77.58
存货	694.99	1,598	2,326	3,222	4,327
其他流动资产	302.38	198.72	508.22	556.99	694.65
非流动资产	1,652	2,652	2,478	3,233	3,888
长期投资	23.01	57.75	57.75	57.75	57.75
固定投资	889.65	1,489	1,737	2,553	3,236
无形资产	211.91	279.62	271.74	263.51	255.45
其他非流动资产	527.07	825.62	411.23	358.97	338.65
资产总计	5,711	8,329	11,674	15,505	20,301
流动负债	3,373	5,255	7,496	10,264	13,562
短期借款	704.63	476.54	2,148	2,438	3,115
应付账款	1,367	2,408	3,047	4,572	5,886
其他流动负债	1,302	2,370	2,301	3,254	4,561
非流动负债	403.14	634.23	566.66	578.25	575.99
长期借款	26.95	260.00	208.83	208.83	208.83
其他非流动负债	376.19	374.23	357.83	369.42	367.16
负债合计	3,776	5,889	8,063	10,843	14,138
少数股东权益	139.04	162.92	170.82	181.99	200.99
股本	645.43	1,293	1,551	1,551	1,551
资本公积	657.88	65.19	65.19	65.19	65.19
留存公积	766.63	1,178	1,824	2,863	4,345
归属母公司股	1,796	2,277	3,440	4,480	5,962
负债和股东权益	5,711	8,329	11,674	15,505	20,301

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	635.95	1,048	(593.46)	1,556	1,620
净利润	331.92	462.66	654.32	1,051	1,501
折旧摊销	98.51	148.30	194.04	268.78	372.95
财务费用	40.21	13.21	28.74	54.23	53.37
投资损失	(3.69)	3.69	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	110.45	348.19	(1,640)	178.84	(294.33)
其他经营现金	58.55	72.14	169.85	2.89	(13.09)
投资活动现金	(513.26)	(671.22)	(187.41)	(1,018)	(1,019)
资本支出	596.01	658.12	300.00	1,000	1,000
长期投资	(22.21)	102.72	(129.72)	0.00	0.00
其他投资现金	60.55	89.62	(17.13)	(18.45)	(19.02)
筹资活动现金	(110.96)	(307.80)	2,128	237.29	616.23
短期借款	(186.36)	(228.10)	1,671	290.23	677.04
长期借款	(24.22)	233.05	(51.17)	0.00	0.00
普通股增加	393.82	647.48	258.50	0.00	0.00
资本公积增加	(149.68)	(592.69)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(144.51)	(367.55)	249.52	(52.94)	(60.82)
现金净增加额	12.37	69.77	1,347	774.39	1,217

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,472	8,052	12,014	16,725	22,513
营业成本	5,479	6,829	10,123	13,989	18,750
营业税金及附加	27.61	23.79	16.03	24.03	33.45
营业费用	62.59	82.00	120.14	167.25	225.13
管理费用	463.03	598.75	969.83	1,254	1,688
财务费用	40.21	13.21	28.74	54.23	53.37
资产减值损失	30.84	31.69	8.00	8.00	16.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.69	(3.69)	0.00	0.00	0.00
营业利润	371.84	470.08	748.29	1,228	1,746
营业外收入	12.90	60.39	22.00	8.00	20.00
营业外支出	28.13	11.71	0.50	0.00	0.00
利润总额	356.61	518.76	769.79	1,236	1,766
所得税	24.69	56.10	115.47	185.44	264.89
净利润	331.92	462.66	654.32	1,051	1,501
少数股东损益	6.90	12.73	7.90	11.17	19.00
归属母公司净利润	325.01	449.93	646.42	1,040	1,482
EBITDA (倍)	510.56	631.59	971.07	1,551	2,172
EPS (元)	0.21	0.29	0.42	0.67	0.96

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	51.23	24.42	49.21	39.21	34.60
营业利润	81.76	26.42	59.18	64.14	42.15
归属母公司净利润	93.49	38.44	43.67	60.83	42.55
获利能力 (%)					
毛利率	15.34	15.19	15.74	16.36	16.71
净利率	5.02	5.59	5.38	6.22	6.58
ROE	18.09	19.76	18.79	23.21	24.86
ROIC	25.32	25.83	19.66	27.96	31.81
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.11	70.71	69.07	69.93	69.64
净负债比率 (%)	21.38	13.15	29.92	24.93	23.86
流动比率	1.20	1.08	1.23	1.20	1.21
速动比率	0.99	0.78	0.91	0.88	0.89
营运能力					
总资产周转率	1.23	1.15	1.20	1.23	1.26
应收账款周转率	5.00	4.29	4.35	4.23	4.17
应付账款周转率	4.28	3.62	3.71	3.67	3.59
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.29	0.42	0.67	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.68	(0.38)	1.00	1.04
每股净资产(最新摊薄)	1.16	1.47	2.22	2.89	3.84
估值比率					
PE (倍)	57.76	41.72	29.04	18.06	12.67
PB (倍)	10.45	8.24	5.46	4.19	3.15
EV_EBITDA (倍)	29.02	23.46	15.26	9.55	6.82

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com