

公司研究/季报点评

2019年10月31日

电力设备与新能源/新能源 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 13.34  
合理价格区间(元): 15.60~17.16

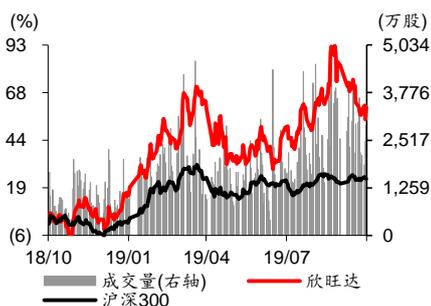
**黄斌** 执业证书编号: S0570517060002  
研究员 billhuang@htsc.com

**边文姣** 执业证书编号: S0570518110004  
研究员 0755-82776411  
bianwenjiao@htsc.com

相关研究

- 1 《欣旺达(300207 SZ,增持): 中报基本符合预期, 费用大增影响业绩》2019.09
- 2 《欣旺达(300207,增持): 消费电子模组龙头, 新能源领域再启航》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## Q3 业绩符合预期, 长期向好趋势不变 欣旺达(300207)

### 19Q3 业绩基本符合预期, 看好消费电子 pack 以及动力电池业务改善

公司前三季度实现收入 177.39 亿, 同比+35.35%, 归母净利润 5.02 亿元, 同比+16.99%, 扣非净利润 3.50 亿元, 同比-4.04%, 符合预期。由于自供电芯比例提升, Q3 公司销售毛利率环比改善, 但是动力电池受行业需求下滑影响出货量环比下滑。受益于消费电子景气复苏, 同时未来动力电池新客户订单释放, 我们认为公司的消费电子 pack 和动力电池业务均有望改善。我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.52/0.74/1.03 元, 给予 19 年合理 PE 区间 30-33 倍, 对应目标价 15.6-17.16 元, 维持“增持”评级。

### Q3 扣非净利润同比略有下滑, 主要受费用、减值以及所得税拖累

Q3 收入 68.83 亿, 同比+23.95%; 扣非净利润 1.89 亿, 同比-4.06%。Q3 销售毛利率 16.71%, 同比+3.53pct, 综合毛利率的提升主要系自供电芯比例提升。Q3 费用率合计 11.90%, 同比+2.48pct, 其中管理费用率同比+1.43pct, 财务费用率同比+0.9pct。Q3 资产减值损失达到 0.55 亿, 而 18Q3 为 0.03 亿, 我们推测 19Q3 减值主要来自动力电池和消费电子。19Q3 公司所得税 0.85 亿, 同比+4150%。从综合税率看, 19Q3 同比+22.73pct, 我们推测所得税异常主要系部分研发费用未在应纳税总额中加计扣除, 未来有望冲回扣除, 从而使所得税恢复正常。

### 动力电池 Q3 出货量环比下滑, 明年新客户订单释放业绩有望改善

根据高工锂电数据, 受国内新能源车销量不及预期影响, 公司 Q3 电池装机量 0.19GWh, 环比下滑 20%。根据公司调研信息, Q2 动力电池亏损 0.4 亿, 我们推测 Q3 亏损扩大。看明年, 收入端雷诺 HEV 和易捷特 BEV 订单开始释放, 同时国内客户需求同比提升, 成本端产能利用率提升, 规模效应带来成本下降, 我们认为动力电池业务有望改善。

### 消费电子 pack 有望持续受益消费电子复苏, 锂电市占率有望提升

2019Q3, 华为和苹果发布新款手机, 电池容量相比上一代提升 5%-25% 不等, 且异型电芯占比提升, 公司手机电池业务有望受益实现量价齐升。5G 浪潮推动 TWS 蓝牙耳机、VR/AR 等可穿戴设备需求增加。公司智能硬件业务从电池供应延伸到整机代工, 单机附加值增加。消费电子子公司锂电发展迅猛, 目前已逐步进入 HOV (华为、OPPO、VIVO) 供应链, 但是产能偏紧。随着新增产能释放, 我们预计锂电市占率将进一步提升。

### 继续看好消费电子 pack 和动力电池改善, 维持“增持”评级

由于公司动力电池业务销量和盈利不及此前预期, 我们基于审慎考虑, 调整公司 19-21 年 EPS 分别至 0.52/0.74/1.03 元 (此前预期分别为 0.54/0.80/1.10 元), 但是消费电子行业上行周期中, 公司消费电子 pack 业务未来有望超预期, 我们持续看好未来消费电子 pack 和动力电池业绩改善, 参考可比公司 19 年平均 PE29 倍, 给予 19 年合理 PE 区间 30-33 倍, 对应目标价 15.6-17.16 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 消费电子和动力电池下游需求不及预期, 行业竞争加剧。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,548
流通 A 股 (百万股)	1,383
52 周内股价区间 (元)	7.95-16.00
总市值 (百万元)	20,647
总资产 (百万元)	22,140
每股净资产 (元)	3.56

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	14,045	20,338	25,864	34,073	40,582
+/-%	74.43	44.81	27.17	31.74	19.10
归属母公司净利润 (百万元)	543.80	701.44	807.43	1,146	1,601
+/-%	20.86	28.99	15.11	41.90	39.74
EPS (元, 最新摊薄)	0.35	0.45	0.52	0.74	1.03
PE (倍)	37.97	29.44	25.57	18.02	12.90

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图1: 公司季度业绩

单位: 亿元	18Q3	19Q2	19Q3	同比	环比	18Q1-Q3	19Q1-Q3	同比
营收	55.53	61.73	68.83	23.95%	11.50%	131.06	177.39	35.35%
归母净利润	2.08	0.95	2.73	31.25%	187.37%	4.29	5.02	16.99%
扣非净利润	1.97	0.71	1.89	-4.06%	166.20%	3.65	3.50	-4.04%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图2: 公司季度盈利能力

	18Q3	19Q2	19Q3	同比	环比	18Q1-Q3	19Q1-Q3	同比
销售毛利率	13.18%	14.13%	16.71%	3.53pct	2.58pct	12.92%	15.46%	2.54pct
归母净利率	3.75%	1.54%	3.97%	0.22pct	2.43pct	3.27%	2.83%	-0.44pct
扣非净利率	3.55%	1.15%	2.75%	-0.80pct	1.60pct	2.78%	1.97%	-0.81pct

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图3: 公司季度费用率情况

	18Q3	19Q2	19Q3	同比	环比
销售费用率	0.86%	1.07%	0.96%	0.09pct	-0.11pct
管理费用率	1.60%	3.45%	3.04%	1.43pct	-0.41pct
研发费用率	6.43%	4.99%	6.48%	0.05pct	1.49pct
财务费用率	0.52%	1.39%	1.42%	0.90pct	0.03pct
费用率合计	9.42%	10.90%	11.90%	2.48pct	1.00pct

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图4: 公司季度费用情况

单位: 亿元	18Q3	19Q2	19Q3	同比	环比
销售费用	0.48	0.66	0.66	37.50%	0.00%
管理费用	0.89	2.13	2.09	134.83%	-1.88%
研发费用	3.57	3.08	4.46	24.93%	44.81%
财务费用	0.29	0.86	0.98	237.93%	13.95%
资产减值损失	0.03	0.22	0.55	1733.33%	150.00%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图5: 公司季度所得税情况

	18Q3	19Q2	19Q3	同比	环比
利润总额	2.12	1.63	3.59	69.34%	120.25%
所得税	0.02	0.68	0.85	4150.00%	25.00%
所得税率	0.94%	41.72%	23.68%	22.73%	-18.04%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图6: 苹果和华为今年新一代手机与上一代手机电池对比

型号	发布时间	电池容量(mAh)	电芯形态
iPhone XR	2018/9/13	2942	双电芯
iPhone XS	2018/9/13	2659	异形
iPhone XS Max	2018/9/13	3179	双电芯
iphone 11	2019/9/11	3110	双电芯
iphone 11 pro	2019/9/11	3046	异形
iphone 11 pro max	2019/9/11	3969	异形
mate20	2018/10/16	4000	单电芯
mate20 pro	2018/10/26	4200	单电芯
mate 30	2019/9/19	4200	单电芯
mate30 pro	2019/9/19	4500	单电芯

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表7：可比公司估值（截至到2019年10月30日收盘价）

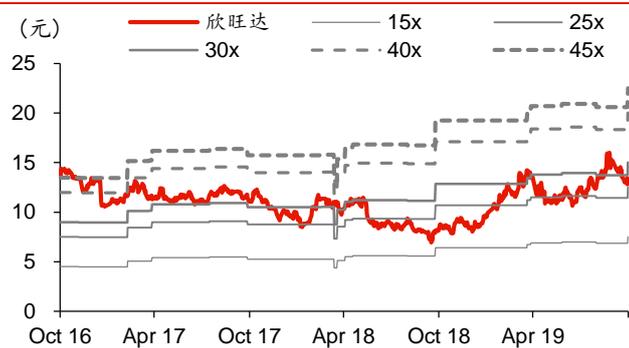
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
000049.SZ	德赛电池	38.06	2.24	2.68	2.95	16.97	14.20	12.91
002475.SZ	立讯精密	33.85	0.76	1.02	1.30	44.74	33.21	25.94
300014.SZ	亿纬锂能	37.37	1.43	1.82	2.30	26.08	20.59	16.27
	平均值					29.26	22.67	18.38
300207.SZ	欣旺达	13.34	0.52	0.74	1.03	25.57	18.02	12.90

资料来源：Wind，华泰证券研究所

说明：除了欣旺达，其余公司EPS和PE均取自wind一致预期

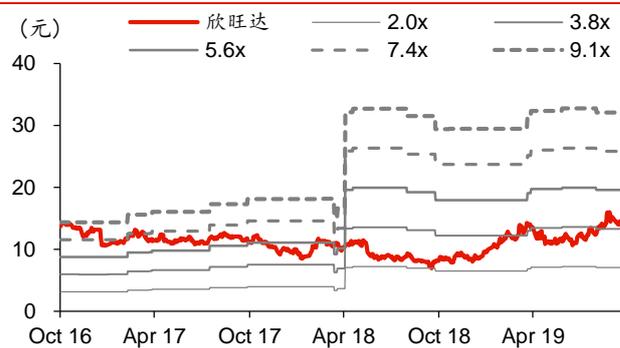
## PE/PB – Bands

图表8：欣旺达历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表9：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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	8,793	12,699	16,881	21,766	25,780
现金	1,873	3,544	4,711	5,940	6,982
应收账款	4,046	4,743	6,654	8,785	10,464
其他应收账款	231.01	555.97	466.83	642.56	793.19
预付账款	85.82	69.36	106.74	139.17	169.29
存货	2,149	3,296	4,190	5,470	6,559
其他流动资产	409.06	490.97	753.36	788.88	812.05
非流动资产	4,265	5,977	6,305	7,183	8,347
长期投资	59.51	53.45	56.18	55.82	55.55
固定投资	2,096	3,663	3,667	4,038	5,231
无形资产	279.77	293.08	293.08	293.08	293.08
其他非流动资产	1,830	1,968	2,289	2,796	2,767
资产总计	13,059	18,677	23,187	28,949	34,127
流动负债	8,429	11,497	16,266	21,085	24,981
短期借款	1,924	2,500	4,819	6,176	7,340
应付账款	5,871	4,675	7,609	10,057	12,026
其他流动负债	633.70	4,323	3,838	4,852	5,616
非流动负债	1,545	1,786	862.81	877.01	881.63
长期借款	294.00	706.71	706.71	706.71	706.71
其他非流动负债	1,251	1,079	156.10	170.30	174.91
负债合计	9,974	13,283	17,129	21,962	25,863
少数股东权益	178.92	34.96	34.96	34.96	34.96
股本	1,292	1,548	1,548	1,548	1,548
资本公积	78.22	1,804	1,804	1,804	1,804
留存公积	1,676	2,068	2,671	3,600	4,877
归属母公司股东权益	2,906	5,359	6,023	6,952	8,229
负债和股东权益	13,059	18,677	23,187	28,949	34,127

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(150.47)	1,101	855.66	1,582	2,151
净利润	564.61	705.86	807.43	1,146	1,601
折旧摊销	217.29	338.63	317.34	361.05	460.05
财务费用	171.62	192.89	194.71	270.48	321.33
投资损失	(112.65)	(15.21)	(85.00)	0.00	0.00
营运资金变动	(1,096)	(308.84)	(358.64)	(292.60)	(317.51)
其他经营现金	104.38	187.96	(20.17)	97.37	86.33
投资活动现金	(1,695)	(2,279)	(574.36)	(1,226)	(1,628)
资本支出	1,592	2,091	832.02	1,226	1,628
长期投资	108.54	279.63	(170.56)	(0.36)	(0.28)
其他投资现金	5.89	91.10	87.11	(0.70)	0.12
筹资活动现金	2,089	2,611	885.48	872.90	518.53
短期借款	1,448	575.42	2,319	1,357	1,163
长期借款	34.00	412.71	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(0.99)	255.92	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	13.04	1,726	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	595.54	(359.01)	(1,434)	(484.39)	(644.84)
现金净增加额	241.43	1,436	1,167	1,229	1,042

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,045	20,338	25,864	34,073	40,582
营业成本	12,020	17,321	22,019	28,857	34,268
营业税金及附加	45.38	46.79	70.34	90.81	106.42
营业费用	142.18	187.24	310.37	333.92	385.53
管理费用	425.11	633.36	2,367	3,169	3,652
财务费用	171.62	192.89	194.71	270.48	321.33
资产减值损失	120.11	191.63	95.00	85.00	80.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	112.65	15.21	85.00	0.00	0.00
营业利润	628.17	782.09	893.30	1,267	1,768
营业外收入	25.04	21.31	25.00	25.00	25.00
营业外支出	19.03	32.72	24.48	26.32	26.77
利润总额	634.18	770.68	893.82	1,266	1,766
所得税	69.57	64.82	86.38	119.78	165.25
净利润	564.61	705.86	807.43	1,146	1,601
少数股东损益	20.81	4.42	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	543.80	701.44	807.43	1,146	1,601
EBITDA	1,017	1,314	1,405	1,898	2,549
EPS (元, 基本)	0.35	0.45	0.52	0.74	1.03

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	74.43	44.81	27.17	31.74	19.10
营业利润	33.83	24.50	14.22	41.82	39.56
归属母公司净利润	20.86	28.99	15.11	41.90	39.74
获利能力 (%)					
毛利率	14.42	14.83	14.87	15.31	15.56
净利率	3.87	3.45	3.12	3.36	3.95
ROE	18.71	13.09	13.41	16.48	19.46
ROIC	16.77	14.08	13.63	16.83	19.57
偿债能力					
资产负债率 (%)	76.38	71.12	73.87	75.86	75.78
净负债比率 (%)	23.40	26.50	32.26	31.34	31.11
流动比率	1.04	1.10	1.04	1.03	1.03
速动比率	0.78	0.81	0.77	0.76	0.76
营运能力					
总资产周转率	1.31	1.28	1.24	1.31	1.29
应收账款周转率	4.44	4.52	4.44	4.34	4.14
应付账款周转率	2.90	3.28	3.58	3.27	3.10
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.45	0.52	0.74	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.10)	0.71	0.55	1.02	1.39
每股净资产(最新摊薄)	1.88	3.46	3.89	4.49	5.32
估值比率					
PE (倍)	37.97	29.44	25.57	18.02	12.90
PB (倍)	7.11	3.85	3.43	2.97	2.51
EV_EBITDA (倍)	20.53	15.89	14.86	11.00	8.19

## 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：91320000704041011J。

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 2019 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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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