

电子

牵手苹果和亚马逊的锂电池模组供应商

报告日期: 2011-11-22

评级: 中性

上次评级: 首次

目标价:

上次预测:

当前价格 (元)	20.80
52 周价格区间 (元)	14.9-22.56
总市值 (百万)	3875
流通市值 (百万)	969
总股本 (万股)	18800
流通股 (万股)	4700
公司网址	www.sunwoda.com.cn

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
欣旺达	-18.8	-12.6	
上证综合指数	-5.56	-8.62	

财富证券研究发展中心

陈炳华 研究助理 李伟斌  
0731-84403435 0731-84779576  
chenbh@cfzq.com liwb2@cfzq.com  
S0530210040002

相关研究报告:

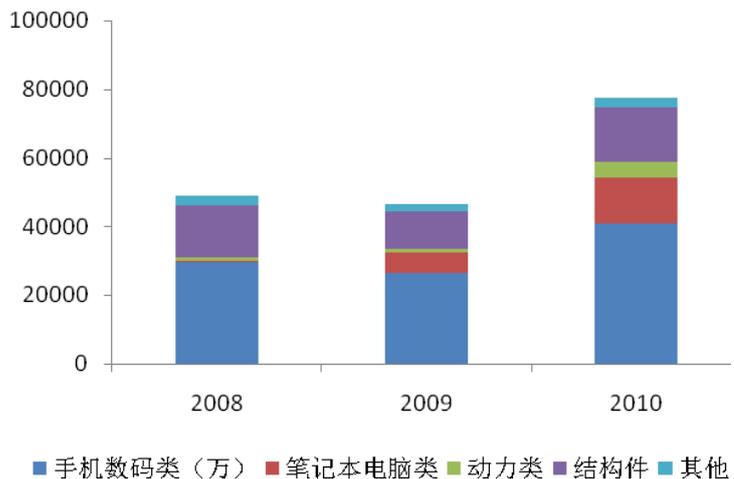
预测指标	2010A	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	776	1055	1454
净利润 (百万元)	63	90	130
净利润增长率	84.65%	42.84%	45.01%
每股收益 (元)	0.33	0.48	0.69
市盈率	63	43	30

资料来源: 财富证券

投资要点

➤ **公司主营锂离子电池模组。**公司是国内领先的锂离子电池模组解决方案及产品提供商, 产品主要包括锂离子电池模组和结构件, 其中锂离子电池模组为公司核心产品, 2010 年收入占比为 76%, 结构件是公司在满足自身生产需求之外为客户提供的配套产品, 收入占比逐年下降。根据应用领域的不同, 公司锂离子电池模组产品分为手机数码类、笔记本电脑类和动力工具类, 当前以手机数码类产品为主, 笔记本电脑类占比近两年开始大幅提升。

图表 1: 公司近三年主营业务收入结构

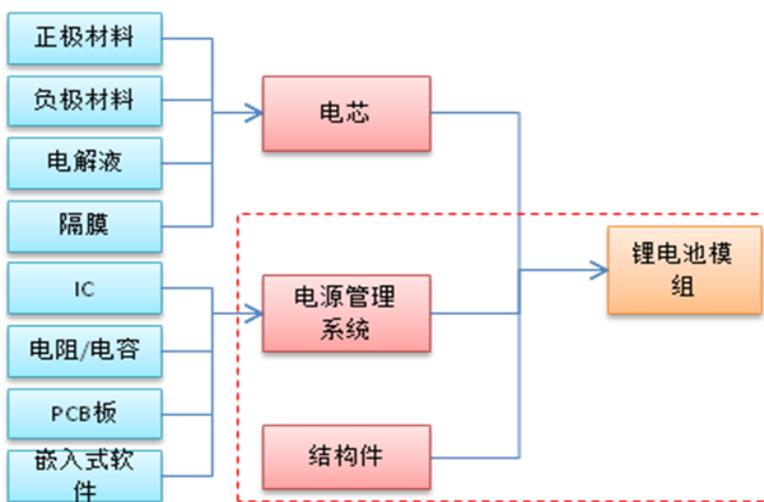


资料来源: 招股说明书 财富证券

➤ **垂直整合产业链, 电源管理系统体现公司技术核心。**锂离子电池模组由锂离子电池电芯、电源管理系统、结构件及辅料构成, 其中锂离子电池电芯和电源管理系统为核心部件。在产品制造过程中, 公司除所用电芯通过外购形式获得外, 整合了电源管理系统开发、结构件配套与锂离子电池模组整体封装, 其中电源管理系统开发为公司技术核心。

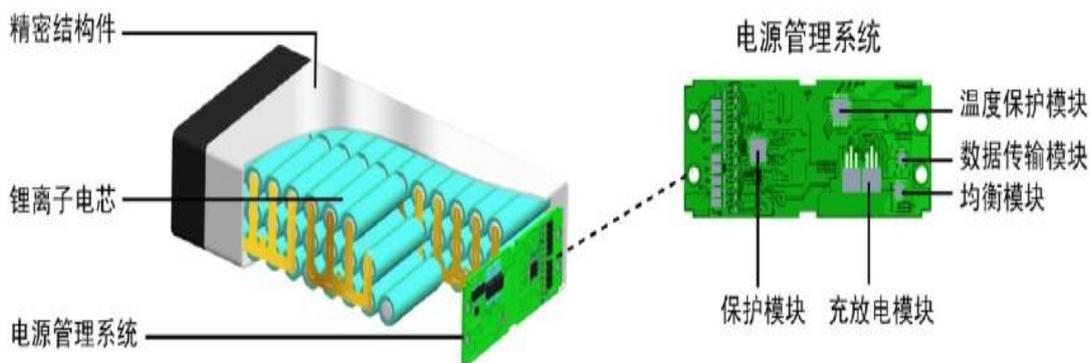
电源管理系统是锂离子电池模组的大脑，由 PCB 板、IC、场效应管、保险管等电子元件烧录嵌入式软件而成，其作用在于通过对充电电压和电流的控制、输出电压和电流的控制、安全指标的测定等，保证锂离子电池模组使用的安全性和可靠性。一般来说，电芯个数越多，对电源管理系统的要求越高，技术难度也相对更大。公司经过十多年的自主研发和创新，完全掌握了电池充放电保护、电池参数智能管理、温度调节、数据传输、电池安全保护监控以及多电芯平衡等核心技术，技术水平处于国内领先地位，并已具备手机、笔记本电脑和电动自行车所用锂离子电池模组量产能力。

图表 2: 锂离子电池产业链构成



资料来源: 财富证券, 红框内为公司生产涉及领域

图表 3: 锂离子电池模组结构



资料来源: 招股说明书 财富证券

- **依附 ATL 进入苹果和亚马逊供应链凸显公司竞争力。**从产业链的角度来看，上游电芯制造环节投资价值较高，电解液等各类产品毛利率也都处于 20% 以上，中游电源管理系统投资价值居中，产品毛利率在 16-20% 之间，而下游电池封装价值较低，毛利率大概在 8% 左右。赛迪顾问的产业链价值分析也显示在整个产业链中电池材料的投资价值靠前，而电芯组装的投资价值相对靠后。一般来说，规

模较大、具备一定实力的电芯厂商都具备电源管理系统的开发能力，当前全球出货量靠前的三星 SDI、LG、比亚迪等厂商都基本实现了由电芯到电池模组的一体化生产，而与公司一样通过采购电芯再进行电源管理系统设计及模组封装的企业其出货量都相对较小。

图表 4: 锂离子电池产业链各环节投资价值分析

	竞争程度	市场规模	资金壁垒	市场拓展	技术壁垒	市场增长	产业政策	行业利润	最终得分(<5)
矿产资源	3	2.5	2	2	3.5	2	2	2	2.5
正极材料	2.5	4	3	3.5	3.5	4	4	3.5	3.5
电池材料	1.5	3	3.5	3.5	4	3	3	2	3
隔膜	4.5	3.5	3.5	4	3	4.5	4	4.5	3.9
电解液	4	3.5	3.5	4	3	4.5	4	4.5	3.8
电芯组装	2	4	2	3.5	4	4	4	3	3.4
回收利用	2.5	3.5	3	4	4	4	4.5	4	3.7

资料来源: 赛迪顾问 财富证券

图表 5: 2010 年全球锂离子电池厂商出货量情况

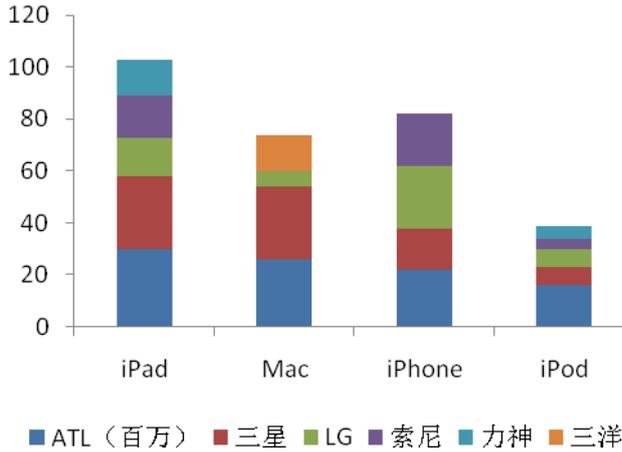


资料来源: IIT 财富证券

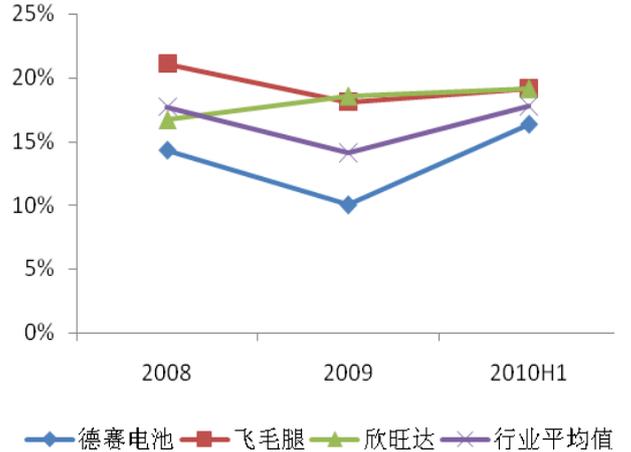
手机数码类产品领域，公司国内的竞争对手主要为比亚迪、德赛电池、飞毛腿、广州明美；笔记本电脑领域，竞争对手为台湾的新普、顺达以及国内的飞毛腿等。应该说，电源管理系统的工艺技术发展得较为成熟，当前只有电动汽车等大型动力工具的电源管理系统技术壁垒较高，但与电芯的标准化生产相比，电源管理系统更强调贴近下游客户的个性化生产。而相对于竞争对手，公司的独特之处正体现于优质的客户资源，高端客户资源是公司维持较高毛利率的主要支撑。公司与全球第二大聚合物锂离子电芯厂商 ATL（新能源科技）合作，共同成为了苹果、亚马逊的供应商。苹果是当今全球智能终端出货量最大的厂商之一，而亚马逊是具有强大内容优势的电

纸书和平板电脑厂商。公司在苹果 iPhone 3、iPod 电池供应中占比为 20%左右。另外，飞利浦、联想、OPPO、海尔等著名电子产品品牌厂商也是公司的主要客户，公司分别占其手机电池供货量的 25%、45%、50%、30%左右。同时，公司近期还突破了华为和金立的手机电池供应链，目前处于小批量供货阶段。

图表 6: ATL 为苹果产品主要锂电池供应商



图表 7: 同类可比公司毛利率对比

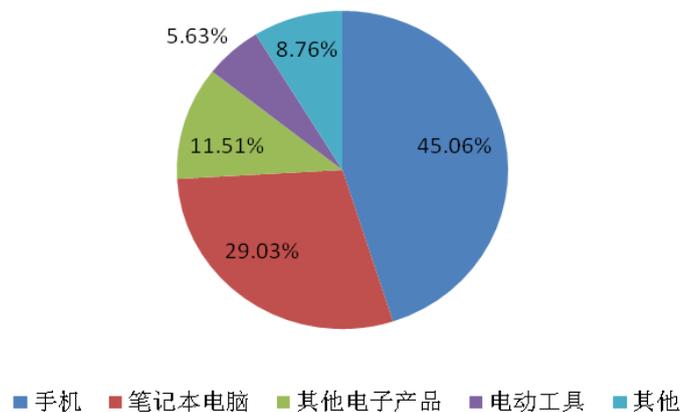


资料来源: IIT 财富证券

资料来源: 招股说明书 财富证券

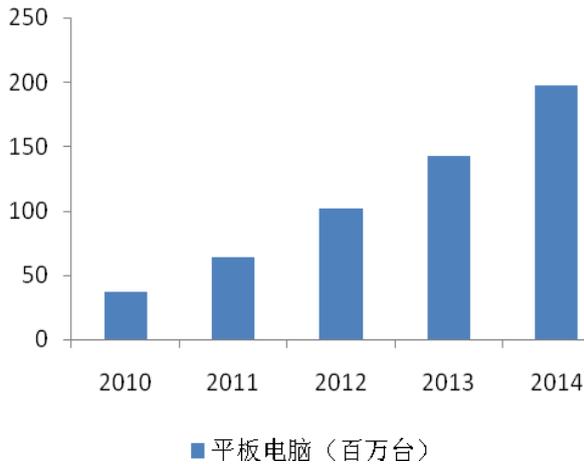
- 消费电子类需求提升受益于智能化变革，动力类需求具备巨大增长空间。锂离子电池是手机数码产品、笔记本电脑等各类便携式电子产品的最佳电源，且被认为是未来电动汽车、储能电站等领域的理想配套电源。现阶段，近 75% 的锂电池应用于手机和笔记本电脑产品，而当前正值移动终端智能化变革，智能手机和平板电脑等新兴消费电子产品开始大行其道，近三年智能手机和平板电脑出货量将出现爆发性增长。据 Displaysearch 预计，2011 年全球平板电脑出货量有望达到 6400 万台，同比增长 72%。而 Gartner 预计，2011 年智能手机出货量将达到 4.6 亿台，同比增长 71%。移动终端智能化升级将驱动手机和笔记本电脑产品需求持续增长，同时带动消费电子类锂离子电池模组需求保持高景气。

图表 8: 锂离子电池主要应用领域



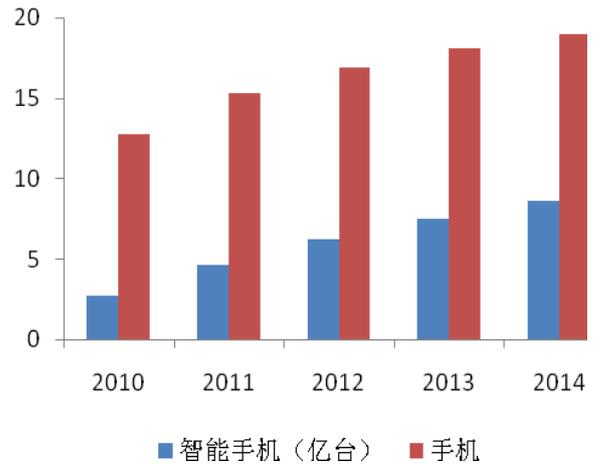
资料来源: 招股说明书 财富证券

图表 9: 平板电脑出货量预测



资料来源: Displaysearch 财富证券

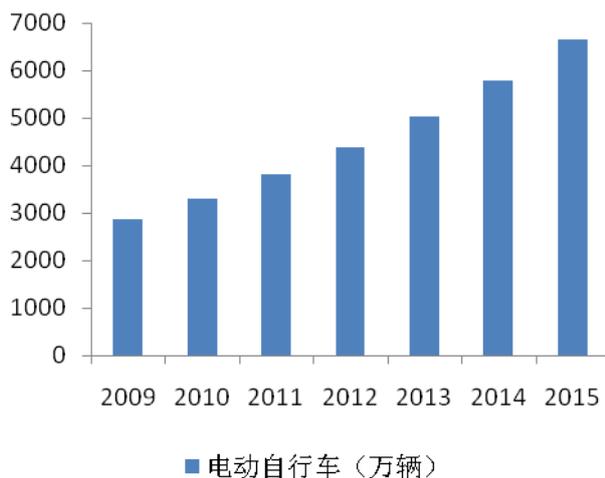
图表 10: 智能手机出货量预测



资料来源: Gartner 财富证券

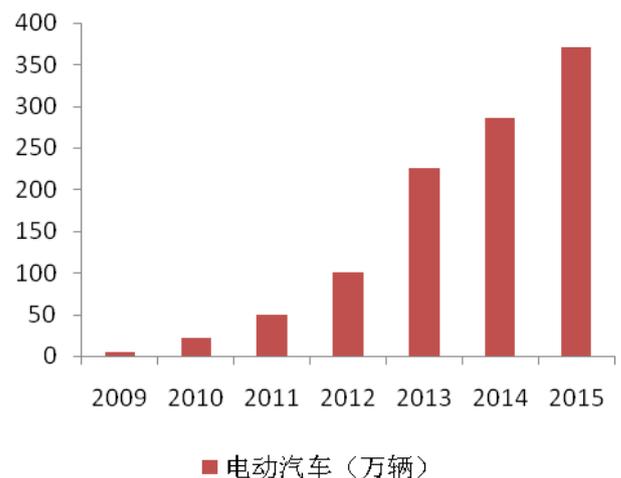
目前,应用锂离子电池的动力工具主要包括电钻等电动工具、电动自行车和电动汽车。从新能源产业的角度出发,电动自行车和电动汽车的渗透率不断提高是长期趋势,由此该领域的锂离子电池需求空间巨大。根据相关报告,电动自行车近三年复合增长率为 15-25%。而 IIT 预计,2010-2013 年为电动汽车快速成长期,而后进入稳定增长期,2015 年电动汽车达到近 371 万辆。但由于价格因素,如今电动自行车 90%采用铅酸电池,电动汽车方面镍氢电池应用更多,由此动力类锂离子电池需求的释放较缓。但我们认为随着时间的推移,巨大动力类需求将逐步释放。

图表 11: 电动自行车出货量预测



资料来源: 财富证券

图表 12: 电动汽车出货量预测

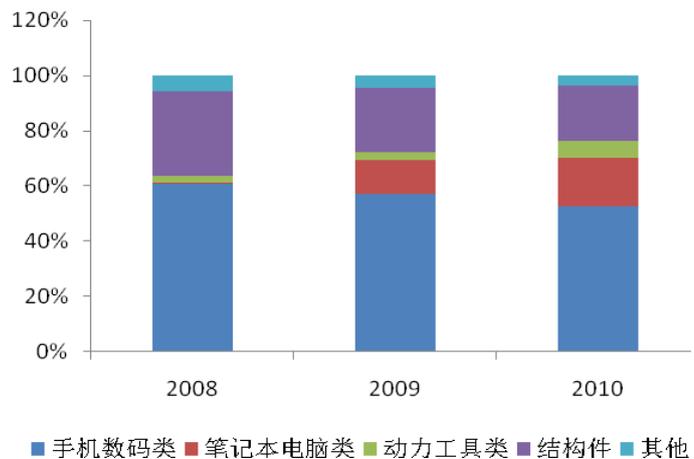


资料来源: IIT 财富证券

- 公司当前侧重于手机数码类产品,笔记本电脑和动力类产品为未来增长看点。近年来,公司的发展重点为手机数码类产品,近三年相关收入占比都在 50%以上,笔记本电脑和动力工具类产品占比都相对较小。公司未来仍将聚焦于锂电池模组的开发与生产,短期内不

会考虑向上游电芯行业渗透，而产品拓展重点将由手机数码类逐渐向笔记本电脑和动力工具类倾斜。公司当前笔记本电脑类客户主要为平板电脑商，后期将加大对传统笔记本电脑领域的开拓力度，动力类客户则主要针对电动工具和电动自行车客户，目前公司已为多数新客户送样。值得强调的是，公司之前是苹果 iPhone 3 的供货商，当前主要为苹果 iPod 供货，后期有望凭借先入优势进入 iPhone 5 及后续产品供应链。而亚马逊方面，公司 2010 年成功切入其 Kindle 电纸书供应链，但目前暂未给平板电脑新品 Kindle Fire 供货，未来进入 Kindle Fire 供货体系应该是大概率事件。而据估计，Kindle Fire 明年有望销售 1200 万台，在平板电脑市场的份额达到 15%。

图表 12: 公司近三年产品收入结构



资料来源: 招股说明书 财富证券

- **订单相对饱满，产能扩充正紧密进行。**由于新兴消费电子行业需求旺盛，公司订单相对饱满，当前的产能利用率也较高，生产线基本处于满负荷运行状态。公司早已筹备产能扩张行动，上市募投项目包括扩产手机数码类锂电池模组 1950 万只、扩产笔记本电脑类锂电池模组 350 万只和扩产动力类锂电池模组 250 万只，产能增幅分别为 79.6%、350%、500%。另外，考虑到募投项目地理位置较偏僻可能影响项目按时达产，公司还就近租用了一块 4 万多平方米的场地用于紧急扩产，达产时间预计为明年 4 月份，届时项目投产将使当前总体产能翻番。

➤ **盈利预测**

关键假设:

- 1、智能手机的大规模普及将推动手机需求总量的增加，预计随着公司市场占有率的提升，公司手机数码类锂电池模组销售收入近两年保持稳定的增长态势，增速分别为 35% 和 30%。同时，产品毛利率维持稳定 17%。
- 2、亚马逊等客户的突破将带来占比较小的笔记本电脑类业务出现爆发性增长。预计 2011-2012 年内笔记本电脑类锂电池模组收入增速

分别高达 100%和 80%，产品毛利率稳定在 24%。

- 3、由于电动自行车用电池模组已得到客户认可并开始量产，动力类业务收入有望于明年实现大幅增长，预计近两年相关业务收入增速分别为 20%和 60%，产品毛利率随着电动自行车用产品的放量出现一定的提升，2011-2012 年分别为 31%、32%。
- 4、随着锂电池模组销售的迅速增长，公司内部对结构件的需求将增加，从而使结构件产品对外销售比例降低，预计结构件收入 2011-2012 年出现 10%、15%的下降，但毛利率维持相对稳定。
- 5、近期处于笔记本和动力工具类客户拓展关键时期，预计公司销售费用率会有所上升，管理费用率保持稳定。

图表 13: 公司盈利预测

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	775.70	1054.91	1454.54
手机数码类产品	408.95	552.08	717.71
笔记本电脑类产品	133.23	266.46	479.63
动力类产品	47.39	56.87	90.99
结构件	156.16	140.54	119.46
其他(含其他业务收入)	29.97	38.96	46.75
<b>营业成本</b>	619.21	843.19	1153.39
手机数码类产品	337.23	458.23	595.70
笔记本电脑类产品	99.43	202.51	364.52
动力类产品	34.32	39.24	61.87
结构件	123.05	112.43	94.37
其他(含其他业务成本)	25.18	30.78	36.93
营业税金及附加	1.38	4.88	6.73
销售费用	13.78	21.10	36.36
管理费用	56.49	79.12	109.09
财务费用	12.16	-3	-10
资产减值损失	-6.36	0	0
公允价值变动损益	0	0	0
投资收益	0	0	0
<b>营业利润</b>	72.69	109.62	158.97
营业外收入	4.31	0	0
营业外支出	0.27	0	0
<b>利润总额</b>	76.74	109.62	158.97
所得税	11.31	16.16	23.44
<b>净利润</b>	65.43	93.46	135.53
<b>归属于母公司股东净利润</b>	62.69	89.55	129.86
<b>摊薄每股收益(元)</b>	0.33	0.48	0.69

资料来源: 财富证券

- **首次给予“中性”评级。**锂离子电池模组行业面临高景气，公司有望依托于高端客户实现快速增长。预计公司 2011、2012 年实现营

业收入 10.55 亿和 14.54 亿，EPS 为 0.48 元、0.69 元，公司当前股价对应 2011、2012 年 PE 分别为 43X、30X，根据可比公司估值水平，公司当前估值水平偏高，我们首次给予公司“中性”评级。

图表 14: 可比公司估值水平

代码	简称	最新价格	每股收益			市盈率		
			10E	11E	12E	10E	11E	12E
300256	星星科技	22.88	0.82	0.79	1.22	43.75	29.92	19.39
002474	立讯精密	37.20	0.82	1.11	1.70	90.85	36.24	23.61
002241	歌尔声学	26.50	0.76	0.67	1.09	70.71	37.86	23.46
300115	长盈精密	38.20	1.27	0.92	1.38	68.60	39.20	26.05
	平均						36	23

资料来源: Wind 财富证券

- **风险提示。**苹果、亚马逊等客户订单不及预期；电芯价格大幅提升；应收账款回收不及预期。

■ 投资评级系统说明:

以报告发布日后的 6-12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为-5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

## 免责声明

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表财富证券研发中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.