

## 2012 年面临的不确定性会较大

- 2011 年报、2012 年一季报点评

欣旺达

(300207)

首次

中性

**事件:** 公司公布 2011 年报以及 2012 年第一季度报。

**2011 全年业绩回顾:** (具体财务数据见附表一)

2011 年, 公司实现营收约 10.31 亿元, 毛利约 2.07 亿元, 同比增幅都略高于 30%, 而且两者的增幅也基本处在一个水平线上(前者 33.0%, 后者 32.1%)。毛利率 20.0%。

由于销售费用、管理费用、资产减值损失和营业税金及附加同比出现较大幅度上扬, 因而报告期实现的净利润仅 8,298 万元, 同比增幅为 26.8%, 低于营收增幅。

报告期少数股东损益同比减少 88.8%, 导致归属母公司净利润为 8,267 万元, 同比上升接近 32%, 与营收及毛利的增幅相当。

报告期每股收益 0.440 元(公司年报披露为 0.48 元, 计算方法不同所致)。

**评论:** 公司的这份年报基本符合市场的预期。

营收和毛利同比出现较大幅度上扬主要是来源于分产品中的笔记本电脑类锂离子电池模组和动力类锂离子电池模组的贡献。前者营收和毛利同比分别增长 121%和 103%; 后者同比分别增长 103%和 58%。

随着智能手机以及平板电脑的应用逐渐扩大, 对于相关的锂离子电池的需求量亦呈现快速提高的态势。公司生产的锂离子电池模组在技术及性能等方面都能满足智能手机以及平板电脑的要求, 这是报告期公司产品的营收和毛利同比能出现较大增幅的最主要原因。不过需要注意的是, 手机类电池模组的毛利率同比下降 0.3 个百分点, 而笔记本电脑类电池模组的毛利率同比下降 2.0 个百分点, 这里除了有成本上升的因素之外, 也反映出市场的竞争正愈发激烈。

**动力类锂离子电池模组:** 报告期, 公司在电动自行车用锂离子电池领域获得突破, 实现批量向客户供货, 这是该产品营收和毛利获得大幅增加的主要原因。

另外, 报告期, 销售费用同比上涨 36.6%, 主要是职工薪酬和差旅费上涨所致。管理费用同比上涨 51.2%, 主要是职工薪酬、中介机构相关费用和招待费同比出现大幅增加所致。

**分析师:** 徐纛

**投资咨询执业证书编号:** S063051101011

**联系信息:**

Tel.0086-21-50586660\*8608

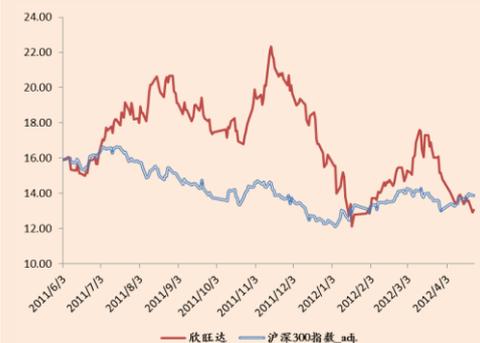
Email: [xuying@longone.com.cn](mailto:xuying@longone.com.cn)

**调研日期:** n/a

**分析日期:** 2012.4.22

**发布日期:** 2012.4.22

**股价表现(截止到 2012.4.23)**



Year	2011	2012E	2013E
EPS(BASIC)	0.440	0.498	0.585
PE	29.4	26.0	22.1

假设 2012-2013 年总股本依旧维持 188.00 百万股

报告期,公司资产减值损失急剧增加,其中坏账损失为 282 万元,存货跌价损失 203 万元(同比上升 291%)。非营业收入同比增加 96%,主要是来源于政府补助同比增加 143%所致。城市维护建设税和教育费附加较之去年增加很多,这是营业税金及附加同比上升 291%的主要原因。

#### 2012 年第一季度业绩回顾:(具体财务数据见附表四)

2012 年第一季度业绩略低于我们的预期。营收接近 2.20 亿元,同比下降 15.7%;毛利约 3,767 万元,同比下降 26%。另外,报告期,公司管理费用和营业税金及附加的大幅上扬以及政府补助的减少,最终导致归属母公司的净利润为 649 万元左右,同比下降 70.5%。每股收益 0.035 元。

对于营收和毛利出现的下降,公司的解释是一季度放假期较长,部分客户调整了生产计划。我们认为这是国内用于手机和手提电脑(包括智能手机和平板电脑)上的锂离子电池市场的竞争在进一步加剧的反映(如下分析),只是这么快就在公司的一季度财务数据上体现出来是略出乎我们意料的。

公司在一季报中提示 2012 年上半年业绩与去年同期可能发生较大变动。

**估值:** 由于国内锂离子电池制造商生产的用于智能手机和平板电脑的锂离子电池大多在技术和性能方面已能满足要求,因此公司的手机类和电脑类锂离子电池模组将面临相当激烈的竞争,毛利率受到的下行压力将加大恐怕是难以避免的,即使营收能继续获得一定程度的增长。不过,随着募投项目在 2012 年底达产(预期),如果公司能就此领先于其它厂家实现生产的半自动化或更进一步的全自动化,也许这两类产品的毛利率还是可以期待的。

动力类锂离子电池模组:国内企业在这个领域所采用的商业模式大致相同,即:由电动工具和电动自行车入手,通过与新能源汽车制造商合作研发适合用于混合动力汽车和纯电动汽车的锂离子电池。这就使得将来能在这个领域脱颖而出的企业不仅自身需要有领先于其它企业的技术和管理能力,而且与之合作的新能源汽车制造商的实力也变得非常重要。

实际上,我们更看好的模式是在生产锂离子电池和新能源汽车两方面**都**有相当实力的企业(全球领先的锂离子电池制造商哪个不是采用这样的模式?)

我们认为公司的这项业务在未来的不确定性还是比较显著的。

按照我们的估计,公司在 2012 年可能面临的挑战将高于 2011 年,而 2013 年则可能稍缓和一些。2012-2013 年的 EPS 大约会是 0.498 元和 0.585 元,对应 2012/4/23 日收盘价 12.94 元的动态 PE 分别为 26.0X 和 22.1X,予以“中性”评级。

#### 附表一. 2011 全年业绩表现

科目	2011 年	2010 年	同比增减
营收	1,031.49	775.71	33.0%
减: 成本	824.74	619.21	33.2%
毛利	206.75	156.49	32.1%

毛利率	20.0%	20.2%	-0.1 个百分点
减:销售费用	18.83	13.78	36.6%
减:管理费用	85.44	56.49	51.2%
加: other operating income	(4.86)	0.01	-
<b>EBIT</b>	<b>97.63</b>	<b>86.23</b>	<b>13.2%</b>
加: non-operating income	7.93	4.04	96.0%
减: 财务费用	6.49	12.16	-46.7%
减: 营业税金及附加*	5.38	1.38	290.6%
减: Income Tax	10.71	11.31	-5.3%
<b>净利润</b>	<b>82.98</b>	<b>65.43</b>	<b>26.8%</b>
减: minority interest	0.31	2.74	-88.8%
<b>归属母公司净利润</b>	<b>82.67</b>	<b>62.69</b>	<b>31.9%</b>
净利润率	8.0%	8.1%	减少 0.1 个百分点。
<b>EPS(元)</b>	<b>0.440</b>	-	-
# OF SHARES OUTSTANDING(mil.)	188.00	-	-

减: 资产减值损失	4.86	-0.01	-
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	-
加: 投资收益	0.00	0.00	-
加: 汇兑收益	0.00	0.00	-
<b>other operating income</b>	<b>(4.86)</b>	<b>0.01</b>	<b>-</b>

加: 营业外收入	8.45	4.32	95.9%
减: 营业外支出	0.52	0.27	93.4%
<b>non-operating income</b>	<b>7.93</b>	<b>4.04</b>	<b>96.0%</b>

来源: 公司年报、东海证券研究所

注释: 营业税金及附加没有包括在毛利的计算中, 这样可以使得分产品的毛利之和与总营收之毛利相一致。

附表二. 分产品营收表现(单位: 百万元)

	2011	2010	2009	2008
手机数码类锂离子电池模组	479.44	408.95	265.61	299.06
YOY%	17.2%	54.0%	-11.2%	-
笔记本电脑类锂离子电池模组	294.33	133.23	57.18	0.15
YOY%	120.9%	133.0%	38020.0%	-
动力类锂离子电池模组	67.76	47.39	13.12	11.87
YOY%	43.0%	261.2%	10.5%	-
精密结构件	101.65	101.33	65.04	110.43
YOY%	0.3%	55.8%	-41.1%	-
薄膜开关	51.68	54.83	42.19	39.14

YOY%	-5.7%	30.0%	7.8%	-
其它	32.60	28.70	21.68	27.54
YOY%	13.6%	32.4%	-21.3%	-
非电池业务	4.03	1.28	1.97	0.32
YOY%	215.1%	-35.0%	515.6%	-
Total	1,031.49	775.71	466.79	488.51
YOY%	33.0%	66.2%	-4.4%	-

来源: 公司 2011 年报、招股说明书、东海证券研究所

附表三. 分产品毛利率(单位: 百万元)

	2011	2010	2009	2008
手机数码类锂离子电池模组	17.3%	17.5%	15.9%	12.9%
YOY%	-0.3 个百分点	1.7 个百分点	2.9 个百分点	-
笔记本电脑类锂离子电池模组	23.3%	25.4%	23.6%	11.3%
YOY%	-2.0 个百分点	1.7 个百分点	12.3 个百分点	-
动力类锂离子电池模组	30.5%	27.6%	23.2%	14.2%
YOY%	3.0 个百分点	4.4 个百分点	9.0 个百分点	-
精密结构件	16.0%	17.4%	20.8%	23.9%
YOY%	-1.4 个百分点	-3.4 个百分点	-3.1 个百分点	-
薄膜开关	19.9%	28.2%	28.5%	25.8%
YOY%	-8.3 个百分点	-0.3 个百分点	2.7 个百分点	-
其它	23.3%	15.7%	8.9%	16.3%
YOY%	7.5 个百分点	6.8 个百分点	-7.4 个百分点	-
非电池业务	10.2%	22.4%	28.5%	-38.4%
YOY%	-12.1 个百分点	-6.1 个百分点	67.0 个百分点	-
Total	20.0%	20.2%	18.6%	16.6%
YOY%	-0.1 个百分点	1.6 个百分点	1.9 个百分点	-

来源: 公司 2011 年报、招股说明书、东海证券研究所

附表四. 2012 年第一季度表现

科目	2011.1-3 月	2011.10-12 月	2012.1-3 月	同比增减	环比增减
营收	239.38	301.40	201.81	-15.7%	-33.0%
减: 成本	188.45	246.41	164.14	-12.9%	-33.4%
毛利	50.94	55.00	37.67	-26.0%	-31.5%
毛利率	21.3%	18.2%	18.7%	减少 2.6 个百分点。	增加 0.4 个百分点。
减: 销售费用	4.22	5.23	4.24	0.4%	-19.1%
减: 管理费用	16.34	26.72	24.07	47.4%	-9.9%
加: other operating income	(1.51)	(1.62)	(1.66)	-	-
EBIT	28.87	21.42	7.69	-73.4%	-64.1%

加: non-operating income	2.10	2.77	0.49	-76.6%	-82.3%
减: 财务费用	3.56	-1.60	-0.72	-	-
减: 营业税金及附加	1.08	1.00	1.62	50.4%	61.8%
减: Income Tax	4.17	-0.14	0.87	-79.2%	-
净利润	22.17	24.94	6.42	-71.0%	-74.2%
减: minority interest	0.16	0.00	-0.07	-	-
归属母公司净利润	22.01	24.94	6.49	-70.5%	-74.0%
净利润率	9.2%	8.3%	3.2%	减少6.0个百分点。	减少5.1个百分点。
EPS(元)	-	0.13	0.03	-	-
# OF SHARES OUTSTANDING(mil.)	0.00	188.00	188.00	-	-

减: 资产减值损失	1.51	1.62	1.66	10.4%	2.7%
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	-	-
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	-	-
加: 汇兑收益	0.00	0.00	0.00	-	-
<b>other operating income</b>	<b>(1.51)</b>	<b>(1.62)</b>	<b>(1.66)</b>	-	-

加: 营业外收入	2.10	3.23	0.49	-76.6%	-84.8%
减: 营业外支出	0.00	0.45	0.00	-	-
<b>non-operating income</b>	<b>2.10</b>	<b>2.77</b>	<b>0.49</b>	<b>-76.6%</b>	<b>-82.3%</b>

来源: 公司年报、东海证券研究所

注释: 营业税金及附加没有包括在毛利的计算中, 这样可以使得分产品的毛利之和与总营收之毛利相一致。

**作者简介**

**徐缨**：毕业于美国 Georgia State University，获 MBA/金融学双硕士学位。2007 年加入东海证券研究所。

**评级定义**

**市场指数评级** 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%  
 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

**行业指数评级** 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%  
 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

**公司股票评级** 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%  
 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  
 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间  
 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

**风险提示**

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

**分析师承诺**

本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系，本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

**免责条款**

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**资格说明**

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**联系方式**

北京东海证券研究所	上海东海证券研究所
中国北京 100089	中国上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897