

产能释放颇为抢眼 大容量模组渐入佳境

——欣旺达（300207）调研简报

2012年5月28日

推荐/首次

欣旺达

调研快报

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：陈鹏 弓永峰 李根 侯建峰

chen-peng@dxzq.net.cn 010-66554081

事件：

近日，我们对欣旺达进行实地调研，与公司董秘就公司新建产能进展、手机数码 BMS、笔记本 BMS 和动力电池 BMS 产品的详细现状以及下游客户开拓情况进行了交流。

主要观点如下：

1. 笔记本电池模组产能大增，优质客户和台湾市场开拓至关重要。

公司笔记本电池模组下游应用方向主要有传统笔记本电池模组、电纸书电池模组和平板电脑电池模组三大方向。其中传统笔记本用电池模组由于毛利率水平较低，公司降低了对这部分市场的重视程度，2011 年该部分市场收入仅占比 4-5%。电纸书和平板电脑已经为支撑公司笔记本电池模组业务的绝对主力。公司募投项目和超募项目将分别新增 350 万只和 300 万只，全部投产后公司笔记本电池模组产能将增加至 800 万只，相比原产能增加月 430%。目前项目进展顺利，募投项目将在年底之前顺利达产，超募项目产能今年有望释放 30%。

台湾是全球笔记本 ODM 的主要市场，公司聘请台湾本土团队着重开拓台湾市场，台湾市场新客户和公司传统优质客户的需求将是支撑公司笔记本电池模组业务产能有效消化的主要驱动力。公司笔记本电池模组毛利率水平明显高于传统手机数码电池模组毛利率水平，其放量增长后将通过收入增长和毛利率提升对公司业绩增长形成双推动。

2. 电动工具开拓动力电池模组新市场。

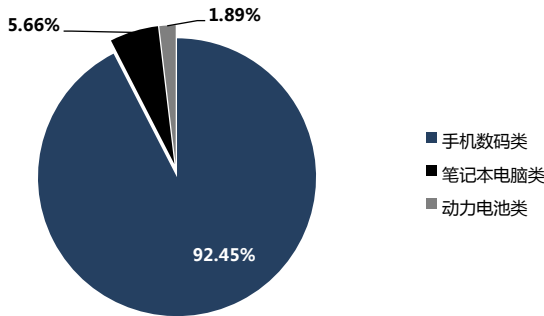
公司动力电池模组毛利率水平在公司分项业务中最高，2011 年构成该项业务的主要为电动工具和电动自行车两方面的销售。公司电动自行车电池模组主要销往欧洲市场，其产品定位高端，与竞争激烈、大打价格战的国内电动自行车市场形成鲜明对比。公司募投项目和超募项目中分别新增动力电池模组产能 350 万只和 190 万只，项目投产后总产能将达到 590 万只。在电动工具领域，公司目前与宝时得和大奔保持着紧密的合作关系，未来将和电芯巨头索尼携手一起开拓电动工具用锂电池模组的国际市场。随着以 18650 为代表的锂电池价格不断走低，锂电池替代传统电池的进程将不断加快，BMS 作为连接电芯与下游应用的关键环节，有望受益最大。

3. 募投+超募逐步进入投产期，产能结构进一步优化升级。

公司于2011年初上市前，产能瓶颈极大地影响了公司业绩的增长。公司手机数码模组、笔记本模组、动力模组三大细分业务中手机数码模组毛利率水平最低，笔记本模组和动力模组毛利率水平明显高于前者。公司在

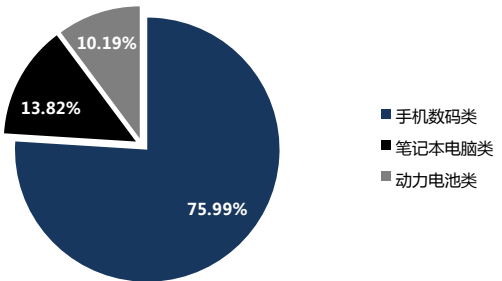
后续超募项目中着重加大对高毛利率水平的笔记本模组和动力模组投入力度。募投产能和超募产能投产后，公司产能结构将进一步优化，笔记本模组和动力模组在公司产能结构占比明显提升，两者合计占比将由原来的7.55%提升至24.01%。随着高毛利率产品产能占比提升，公司未来毛利率有望稳步上行。

图 1：公司原各项业务产能占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：募投和超募项目大纲后各项业务产能占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 博罗县锂电池项目，为新增产能与规避人力成本上升提供可能。

公司与广东省博罗县签订了锂电池项目框架协议，获得土地折合约563亩。按照计划，今年将完成征地和厂房设计，明年有望进入建设阶段。由于特殊原因，公司原募投项目所在地不能满足生产需要，公司日前对募投项目地点进行变更，计划在租赁的厂房内安置新增产能。博罗县锂电池项目为公司提供了充足的生产用地，可以有力承接公司新建产能或传统产能转移，而且能有在一定程度上规避深圳地区人力成本上升过快对公司盈利能力的影响。

盈利预测与投资建议

总体来看，一季度受公司租赁厂房装修支出较大，公司期间费用大幅增加，对公司一季度业绩形成了不利影响。下半年公司新建产能将进入集中投产期，产能将大幅提升，高毛利率的笔记本电池模组和动力电池模组产能占比进一步提升，有助于公司毛利率稳步提升。产能瓶颈消除后，台湾市场、韩国市场以及电动工具电池模组下游市场开拓情况将对公司产生明显影响。我们预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.53 元、0.75 元、0.98 元，对应 PE 分别为 21.42 倍、15.37 倍、11.77 倍，首次给予推荐评级。视公司新产能投产情况以及下游客户开拓情况择机调整。

投资风险

1、募投项目和超募项目进展不达预期；2、下游客户开拓情况低于预期。

表 1：公司盈利预测和估值

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	775.71	1,031.49	1,457.74	2,159.22	3,044.02
(+/-)%	66.18%	32.97%	41.32%	48.12%	40.98%
EBITDA	96.88	108.15	155.72	219.69	288.92
(+/-)%	94.78%	11.63%	43.98%	41.08%	31.51%
净利润	62.69	82.67	128.37	182.66	238.90
(+/-)%	84.65%	31.88%	55.28%	42.29%	30.79%
每股净收益 (元)	0.26	0.34	0.53	0.75	0.98

资料来源：东兴证券

附表：公司盈利预测和估值三大表

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	775.71	1,031.49	1,457.74	41.32%	2,159.22	48.12%	3,044.02	40.98%
营业成本	619.21	824.74	1,165.98	41.37%	1,728.87	48.28%	2,453.49	41.91%
营业费用	13.78	18.83	27.70	47.12%	43.18	55.92%	60.88	40.98%
管理费用	56.49	85.44	115.16	34.78%	172.74	50.00%	243.52	40.98%
财务费用	12.16	6.49	(6.40)	N/A	(7.51)	N/A	(5.62)	N/A
投资收益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	72.69	85.76	146.01	70.25%	209.14	43.23%	274.54	31.27%
利润总额	76.74	93.69	151.01	61.18%	214.14	41.80%	279.54	30.54%
所得税	11.31	10.71	21.14	97.36%	29.98	41.80%	39.14	30.54%
净利润	65.43	82.98	129.87	56.51%	184.16	41.80%	240.40	30.54%
归属母公司所有者的净利润	62.69	82.67	128.37	55.28%	182.66	42.29%	238.90	30.79%
NOPLAT	72.35	81.70	120.07	46.96%	173.40	44.42%	231.27	33.37%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	196.78	754.20	765.72	1.53%	735.56	-3.94%	761.01	3.46%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	140.08	279.96	439.32	56.92%	650.72	48.12%	917.38	40.98%
预付款项	24.84	29.90	41.56	39.00%	58.85	41.60%	83.38	41.69%
存货	127.90	165.44	233.20	40.96%	345.77	48.28%	490.70	41.91%
流动资产合计	535.94	1,291.38	1,558.86	20.71%	1,908.02	22.40%	2,417.57	26.71%
非流动资产	114.47	181.82	114.82	-36.85%	96.76	-15.72%	76.76	-20.67%
资产总计	650.41	1,473.20	1,673.67	13.61%	2,004.79	19.78%	2,494.33	24.42%
短期借款	146.70	40.00	0.00	N/A	0.00	N/A	62.00	N/A
应付帐款	92.16	195.40	274.72	40.60%	407.35	48.28%	578.08	41.91%
预收款项	5.70	4.90	4.90	0.00%	4.90	0.00%	4.90	0.00%
流动负债合计	361.97	291.20	377.48	29.63%	553.66	46.67%	841.03	51.90%
非流动负债	13.95	3.18	3.18	0.00%	3.18	0.00%	3.18	0.00%
少数股东权益	14.38	12.69	14.19	11.82%	15.69	10.57%	17.19	9.56%
母公司股东权益	260.11	1,166.12	1,330.35	14.08%	1,483.79	11.53%	1,684.46	13.52%
净营运资本	173.98	1,000.18	1,181.38	18.12%	1,354.36	14.64%	1,576.55	16.40%
投入资本IC	235.01	474.95	578.83	21.87%	763.91	31.98%	1,002.65	31.25%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	65.43	82.98	129.87	56.51%	184.16	41.80%	240.40	30.54%
折旧摊销	12.03	15.90	0.00	N/A	18.05	N/A	20.00	10.80%
净营运资金增加	46.26	826.20	181.20	-78.07%	172.99	-4.53%	222.18	28.44%
经营活动产生现金流	69.93	(62.58)	16.16	N/A	(6.43)	N/A	(1.96)	N/A
投资活动产生现金流	(41.81)	(86.62)	3.43	N/A	(2.00)	N/A	(2.00)	N/A
融资活动产生现金流	(6.93)	785.01	(8.07)	N/A	(21.72)	N/A	29.40	N/A
现金净增 (减)	21.19	635.81	11.52	-98.19%	(30.15)	N/A	25.44	N/A

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎，曾在三大报及《证券市场周刊》等主要刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰高级研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。