

欣旺达(300207)

业绩现拐点，长期趋势向好

推荐(首次)

现价: 12.41元

主要数据

行业	电子元器件
公司网址	www.sunwoda.com
大股东/持股	王明旺、王威/46.92%
实际控制人/持股	王明旺、王威/46.92%
总股本(百万股)	244
流通A股(百万股)	75.4
流通B/H股(百万股)	-
总市值(亿元)	30.3
流通A股市值(亿元)	9.3
每股净资产(元)	4.77
资产负债率(%)	20.0

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

卢山 投资咨询资格编号
S1000511060001
0755-22626227
Lushan498@pingan.com.cn

肖燕松 投资咨询资格编号
S1060512040006
0755-22625910
xiaoyansong288@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 受益亚马逊和华为，业绩现拐点

公司是国内领先的锂离子电池模组提供商，受益聚合物锂电池在移动终端普及和智能手机快速增长带来的行业性机会，公司收入和净利润稳步提高。2009-2011年，收入由4.7亿元增加到10.3亿元，CAGR为48.7%；净利润由0.34亿元增加到0.83亿元，CAGR为50.0%。12Q1由于客户订单延迟、新厂房装修以及人员工资上涨等因素影响，收入和净利分别同比减少16%和74%。展望下半年，随着下游客户华为的智能手机出货量增加，以及亚马逊平板电脑的推出，公司业绩将重回增长轨道。

■ 竞争优势：优质大客户和大规模产能

公司的竞争优势包括两部分：①有优质大客户。在小型移动电源领域，有苹果(iPod touch和nano)、华为、联想等知名品牌客户；动力类则有宝时得、百得等著名电动工具大厂作为客户；而笔电领域(包括电纸书和平板电脑)，客户主要有亚马逊(为电纸书、平板电脑供应电池)。②上市后公司积极扩充产能，2011年产能增加21.5%，随着募投项目达产以及新租厂房的达产，2012年、2013年是产能扩张的高峰，分别增长45.5%和32.1%。

■ 长期趋势向好

我们认为：①公司产能快速扩张，对笔电领域大客户的吸引力增加，有望切入超级本产业链。②公司在动力类锂电池领域潜力巨大，随着锂电池在电动自行车的渗透率提升，15年将形成25亿元规模的市场，公司通过在博罗设立全资子公司，先期布局产能。③聚合物锂电池具有防爆、更轻更薄的优势，是电池发展的主流，公司将受益行业发展。

■ 给予“推荐”评级

预计2012-2014年，公司实现收入分别为12.96亿元、17.97亿元和22.95亿元；净利润分别为1.07亿元、1.49亿元和1.91亿元；EPS分别为0.44元、0.61元、0.78元；最新动态PE分别为28倍、20倍和16倍。公司短期业绩出现拐点，长期趋势向好，且体制灵活，具有下游优质客户群和规模优势，首次给予“推荐”的投资评级。

投资风险：产品价格下降超预期、产能扩张低于预期。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营收(百万元)	776	1,031	1,296	1,797	2,295
YoY(%)	66.2	33.0	25.7	38.6	27.7
净利(百万元)	63	83	107	149	191
YoY(%)	84.6	31.9	28.9	39.6	28.6
毛利率(%)	20.2	20.0	19.8	20.0	20.1
净利率(%)	8.1	8.0	8.2	8.3	8.3
ROE(%)	24.1	7.1	8.5	10.6	12.0
EPS(摊薄/元)	0.26	0.34	0.44	0.61	0.78
PE	48	37	28	20	16
PB	12	3	2	2	2

正文目录

推荐逻辑：	5
一、公司简介	7
1.1 公司业务和产品介绍	7
1.2 公司股权结构以董事长为主	8
二、锂离子电池迎来快速发展良机	9
2.1 锂离子电池性能优异	9
2.2 锂离子电池成为市场主流	9
2.3 锂离子电池行业快速发展	11
三、公司竞争优势	14
3.1 优质大客户	14
3.2 大规模产能优势	14
四、业绩现拐点，长期趋势向好	15
4.1 12年下半年业绩重回增长轨道	15
4.2 笔电和动力类锂电市场是长期增长动力	16
五、盈利预测和投资评级：	17
5.1 收入、成本预测	17
5.2 盈利预测与估值	18

图表目录

图表 1	下半年收入快速增长	5
图表 2	下半年净利润快速增长	5
图表 3	公司季度净利率有望回复并略有提升	5
图表 4	11 年各细分业务收入	6
图表 5	11 年各细分业务毛利润	6
图表 6	未来三年收入预测	6
图表 7	未来三年净利润预测	6
图表 8	公司收入和净利润稳步增长	7
图表 9	收入中以锂离子电池模组为主	7
图表 10	笔电类锂离子电池模组收入占比不断提高	8
图表 11	公司股权结构图	8
图表 12	电池种类示意图	9
图表 13	锂离子电池与其他二次电池的性能比较	9
图表 14	锂离子电池市场容量快速增加	10
图表 15	全球锂离子电池下游分布图	10
图表 16	国内锂离子电池产量快速增长，11 年近 30 亿只	10
图表 17	国内锂离子电池下游分布图	11
图表 18	智能手机季度渗透率快速增加	11
图表 19	预计 2014 年智能手机渗透率接近 50%	12
图表 20	平板电脑季度销量快速增长	12
图表 21	平板电脑 12 年销量有望突破 1 亿台	12
图表 22	全球电动工具出货量持续增长，锂电占比逐渐提高	13
图表 23	我国电动自行车销量接近 3000 万台	13
图表 24	我国锂电自行车带来锂电池需求快速增长	14
图表 25	公司产能释放进度	15
图表 26	公司业绩有望在下半年大幅增长	15
图表 27	笔记本电脑锂电模组收入持续增长	16
图表 28	动力类锂电池模组收入持续增长	17

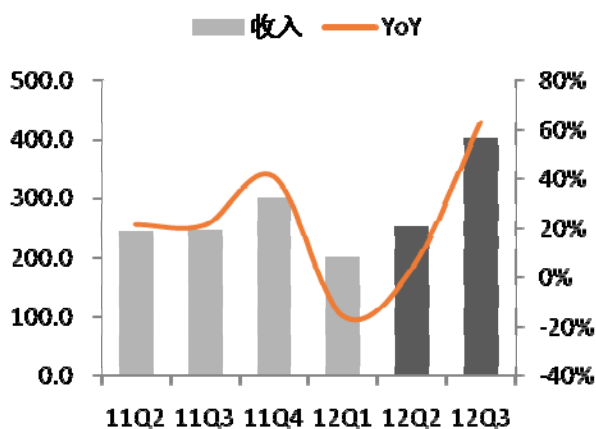
图表 29	收入及成本预测.....	17
图表 30	锂电池模组量价关系.....	18
图表 31	公司业绩预测表.....	18
图表 32	锂电池制造企业市盈率估值比较（2012年7月10日）.....	18
图表 33	公司 PE band.....	19
图表 34	公司 PB band.....	19

推荐逻辑：

我们认为欣旺达（300207.SZ）将改变 12Q1 业绩下降的颓势，有望在 12 年下半年迎来快速增长，业绩出现拐点；并将长期受益聚合物锂离子电池在智能移动终端、工业领域普及带来的行业机会，尤其是超级本全面使用聚合物锂电带来的机会。我们的主要观点：

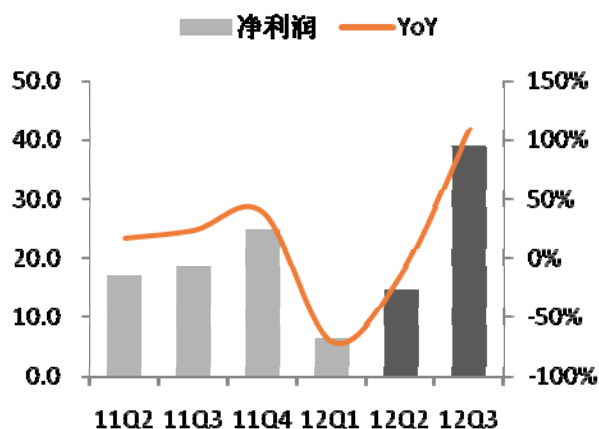
1) 公司有望迎来业绩拐点。受益下游客户华为、亚马逊出货量的增加，公司 12 年下半年业绩将快速增长。12Q1，由于客户订单延迟、新厂房装修以及人员工资上涨等因素影响，公司收入 2.0 亿元，同比减少 16%；净利润 650 万元，同比减少 74%；基本每股收益 0.03 元。展望下半年，随着下游客户华为的智能手机出货量增加，以及亚马逊平板电脑的推出，公司业绩将重回增长轨道。

图表1 下半年收入快速增长 单位：百万元，%



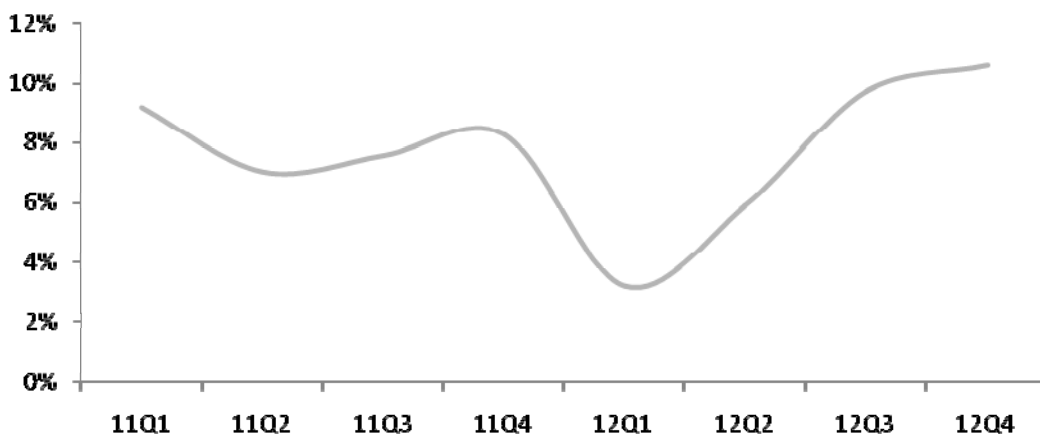
资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表2 下半年净利润快速增长 单位：百万元，%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表3 公司季度净利率有望回复并略有提升 单位：%

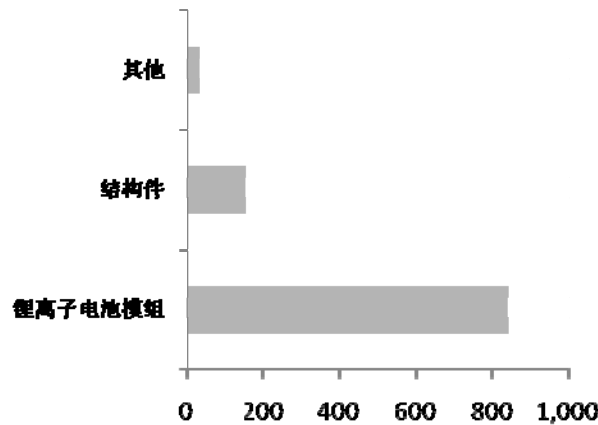


资料来源：公司资料、平安证券研究所

2) 公司业绩成长的动力充足。公司收入主要来自两方面：锂离子电池模组和精密结构件；其中锂离子电池模组是收入的主要贡献项，2011 年该业务收入 8.4 亿元，占总收入的 82%。我们认为锂离子

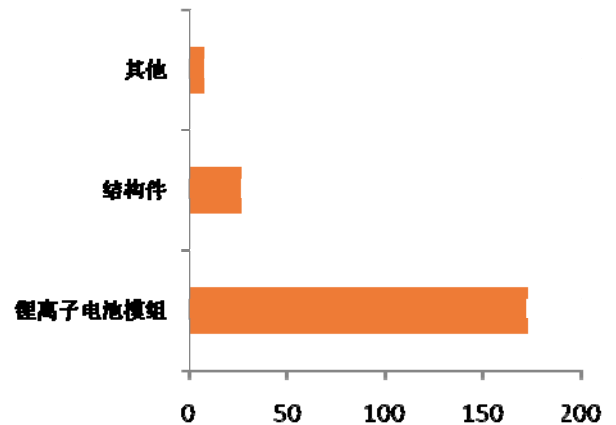
电池模组业务是公司后续收入增长的主要来源，其中笔记本电脑领域和动力类锂电池领域将会是业绩成长的主要动力。

图表4 11年各细分业务收入 单位：百万元



资料来源：公司资料、平安证券研究所

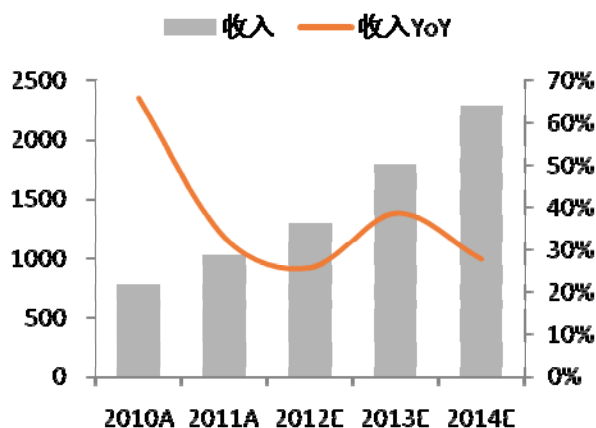
图表5 11年各细分业务毛利润 单位：百万元



资料来源：公司资料、平安证券研究所

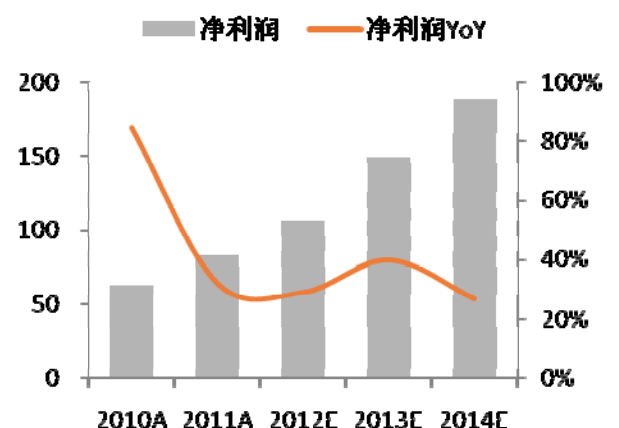
预计 2012-2014 年，公司实现收入分别为 12.96 亿元、17.97 亿元、22.95 亿元；净利润分别为 1.07 亿元、1.49 亿元、1.88 亿元；EPS 分别为 0.44 元、0.61 元、0.77 元；最新动态 PE 分别为 28 倍、20 倍和 16 倍，给予“推荐”评级。

图表6 未来三年收入预测 单位：百万元，%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表7 未来三年净利润预测 单位：百万元，%



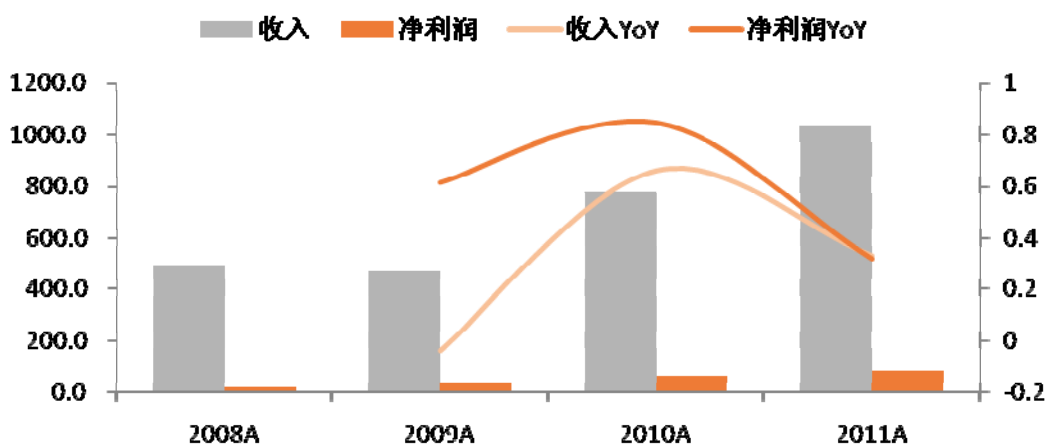
资料来源：公司资料、平安证券研究所

一、公司简介

1.1 公司业务和产品介绍

欣旺达(300207.SZ)是国内领先的锂离子电池模组产品供应商。主营业务聚焦在锂离子电池模组、结构件。产品广泛应用于手机、笔记本电脑等消费电子以及电动工具、电动汽车等工业领域。2009-2011年,公司收入由4.7亿元增加到10.3亿元,CAGR为48.7%;净利润由0.34亿元增加到0.83亿元,CAGR为50.0%;两者均稳步提高。

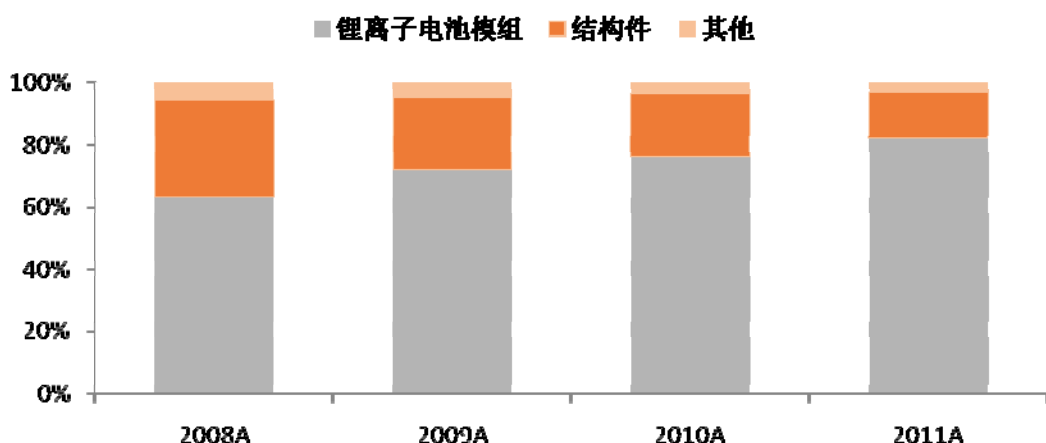
图表8 公司收入和净利润稳步增长 单位:百万元,%



资料来源:公司资料、平安证券研究所

公司收入以锂离子电池模组为主,2011年该业务收入8.4亿元,占总收入的比重为82%;其次为结构件,收入1.5亿元,占总收入比重为15%。公司确立以锂离子电池模组为发展重点,其占总收入的份额不断提升。

图表9 收入中以锂离子电池模组为主 单位:%



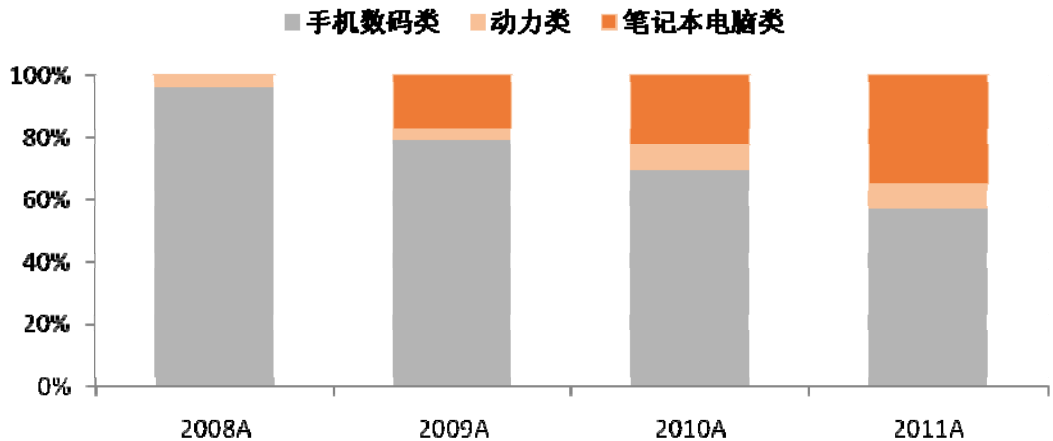
资料来源:公司资料、平安证券研究所

公司锂离子电池模组的收入主要来自三个领域:手机数码、笔电类和动力类。

- 手机数码:客户主要包括苹果(为ipod touch供应电池)、联想、华为、oppo、金立等,是公司的主要收入来源。2011年该领域收入4.8亿元,占锂离子电池模组收入的57%。

- 笔电类：包括电纸书和笔记本电脑，客户主要有亚马逊（为电纸书供应电池）、清华同方、海尔等。2008-2011年，来自笔电领域的收入由15万元大幅增加到2.9亿元，在锂电池模组收入中的比重也由0%增加到35%。
- 动力类：包括电动工具和电动自行车，客户主要有宝时得、百得。2008-2011年，来自该领域的收入由1187万元增加到6776万元，在锂电池模组收入中的比重也由4%增加到8%。

图表10 笔电类锂离子电池模组收入占比不断提高 单位：%

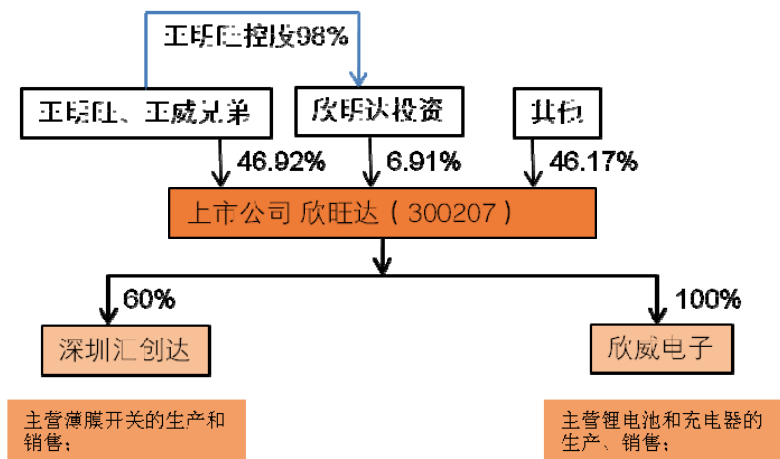


资料来源：公司资料、平安证券研究所

1.2 公司股权结构以董事长为主

公司总股本 2.44 亿，其中流通股 0.75 亿，占比 30.7%。大股东及实际控制人为公司董事长王明旺先生及其兄弟王威，两人直接持股比例为 46.92%。

图表11 公司股权结构图



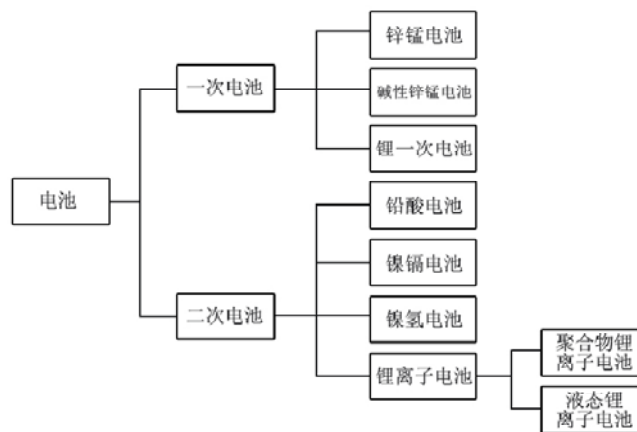
资料来源：公司资料、平安证券研究所

二、锂离子电池迎来快速发展良机

2.1 锂离子电池性能优异

电池分为一次电池和二次电池(即可充电电池)。在二次电池中,锂离子电池具有比能量高、寿命长、无污染、充电时间短等优势,已经成为各类便携式电子产品的最佳电源,未来将进一步替换铅酸电池和镍氢电池,获得更加广泛的应用。在锂电池中,聚合物锂电池由于1)防爆性好,2)能做到更轻更薄,从而在智能手机、平板、超级本等高端消费电子中扩大使用份额。

图表12 电池种类示意图



资料来源:欣旺达招股书、平安证券研究所

图表13 锂离子电池与其他二次电池的性能比较

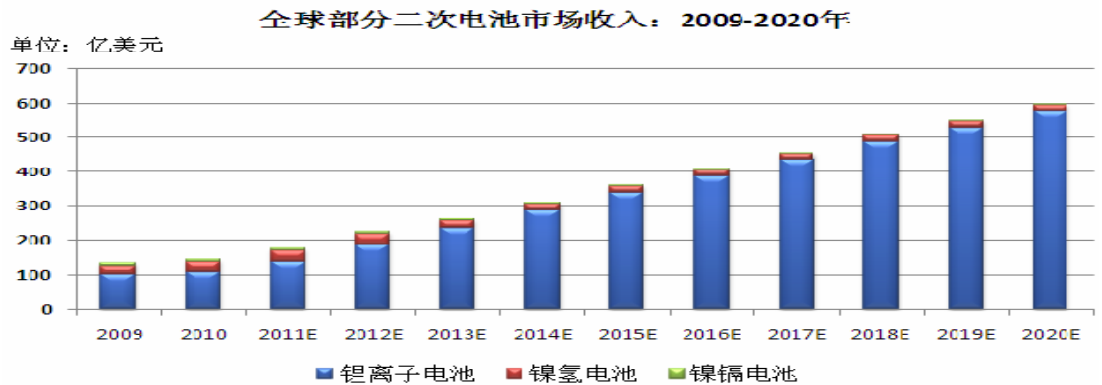
性能	铅酸电池	镍氢电池	锂离子电池
比功率(W/kg)	200~500	1000~1200	>1800
比能量(Wh/kg)	40~45	70~80	75~120
循环寿命(次)	>400	>1000	>2000
充电时间(h)	8	3~6	3~6
温度范围(°C)	-20~70	-10~50	-20~60
优点	技术成熟、原材料丰富,价格低 温度特性好	放电倍率高、免维护	比能量大、寿命长
缺点	比能量、比功率较低,存在铅毒 污染	自放电高、单体电压低	成本高、须保护电路

资料来源:公司资料、平安证券研究所

2.2 锂离子电池成为市场主流

2009年全球锂离子电池市场总量约100亿美元。随着便携式电子产品及电动工具、电动汽车和储能电站等市场的启动,市场容量呈快速增长的趋势,2020年其市场总量预计达到590亿美元。

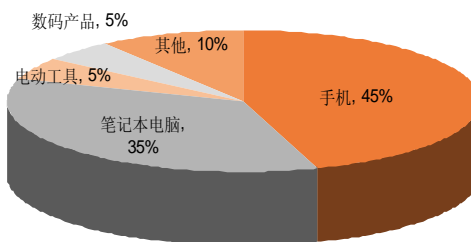
图表14 锂离子电池市场容量快速增加 单位：亿美元



资料来源：《锂电池产业发展分析》、平安证券研究所

锂离子电池的下游应用领域主要集中在手机、笔记本电脑、电动工具、数码产品。全球来看手机为最大市场，占比45%；笔记本电脑占35%，电动工具占5%。

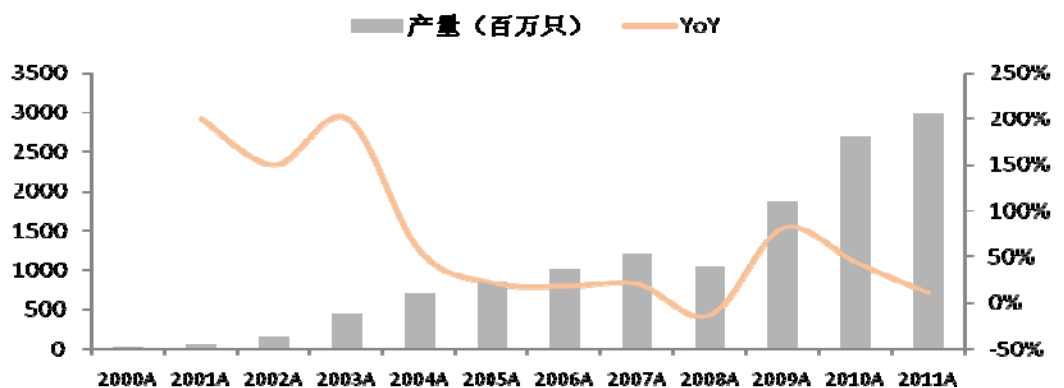
图表15 全球锂离子电池下游分布图 单位：%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

我国锂离子电池发展迅速，产量三分天下有其一。2011年中国企业的锂电池产量接近30亿只，全球市场占有率约为32%；与日本、韩国基本处于三分天下的态势。欣旺达的锂电池出货量在3千万只左右，占国内出货量份额的1%。

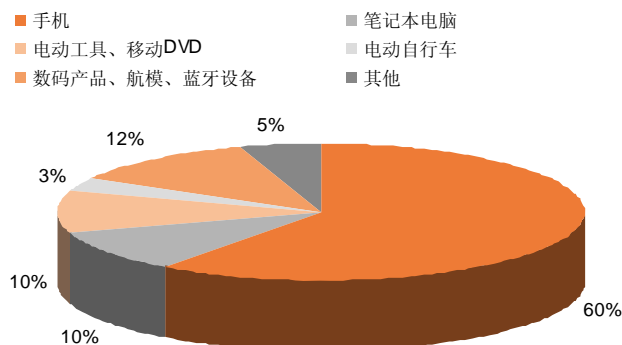
图表16 国内锂离子电池产量快速增长，11年近30亿只 单位：百万只，%



资料来源：公司资料，平安证券研究所

我国锂电池应用以手机为主。国内龙头企业已经进入主流手机供应体系，手机市场占比高达60%；而在知名笔记本电脑供应体系中，我国企业所占比重很小，与日、韩相比差距巨大。

图表17 国内锂离子电池下游分布图 单位：%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

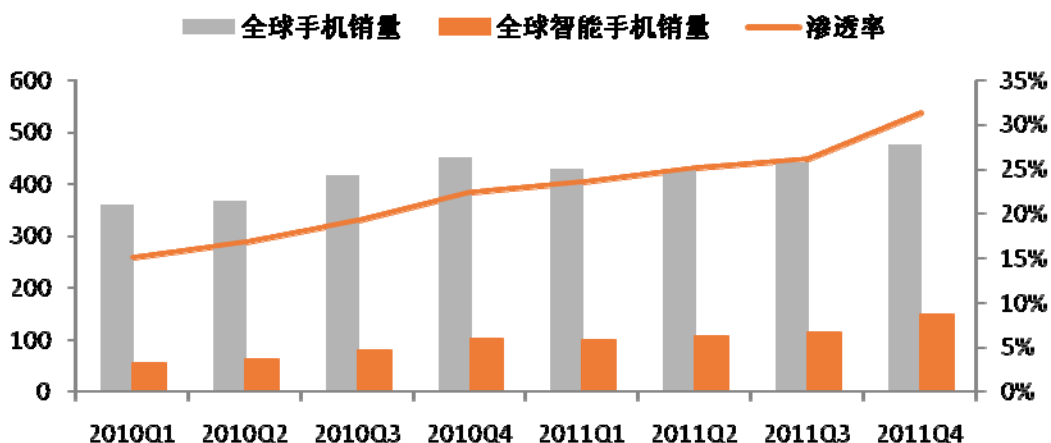
2.3 锂离子电池行业快速发展

下游对锂离子电池的需求日益增加，其增长的动力来自：①智能移动终端，尤其是智能手机和平板电脑的快速普及，大大增加对锂电池的需求，是主要增长动力。②在电动工具和电动自行车等动力类领域渗透率的提升是锂电池新的需求增长点。

■ 智能手机和平板电脑

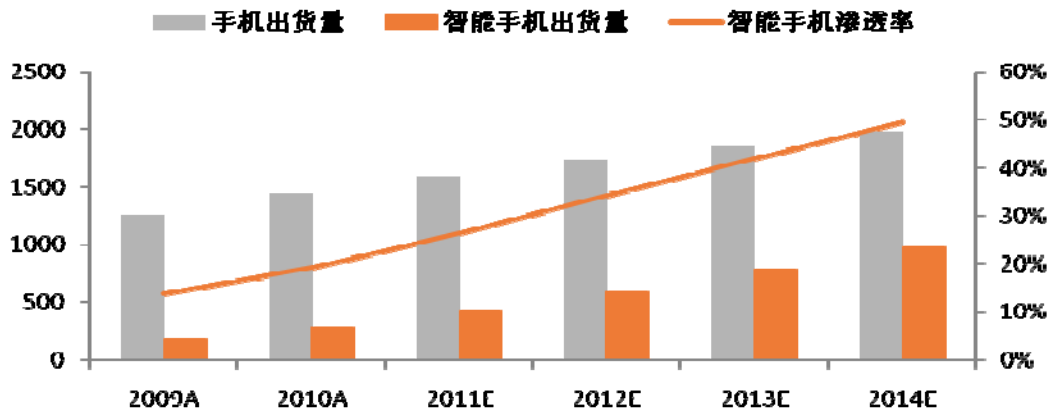
智能手机出货量持续攀升为锂电发展营造良好环境。2010-2011年智能手机快速普及，销量由10Q1的5451万部增加到11Q4的1.49亿部，增长173%；渗透率由10Q1的15.2%增加到11Q4的31.3%，增加16.1个百分点。据IDC的预测，2014年全球智能手机出货量达到9.79亿部，渗透率达到49.6%；2012-2014年3年间智能手机出货量的CAGR为32.96%。

图表18 智能手机季度渗透率快速增加 单位：百万部，%



资料来源：Gartner，平安证券研究所

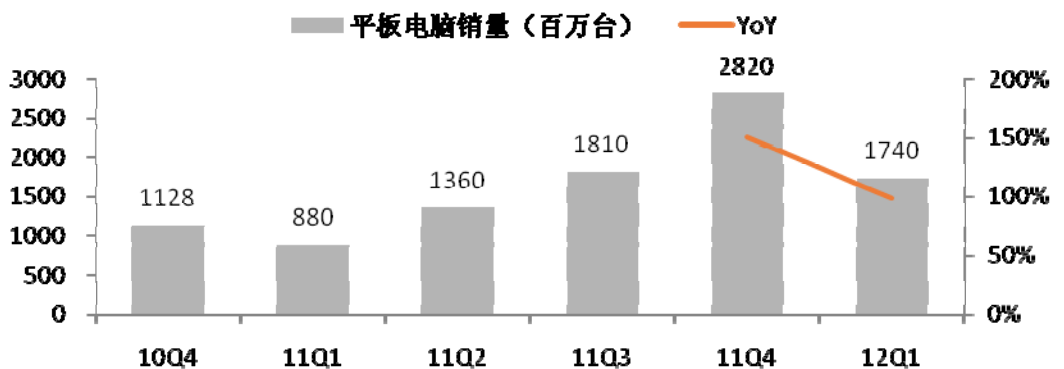
图表19 预计2014年智能手机渗透率接近50% 单位：百万台，%



资料来源：IDC，平安证券研究所

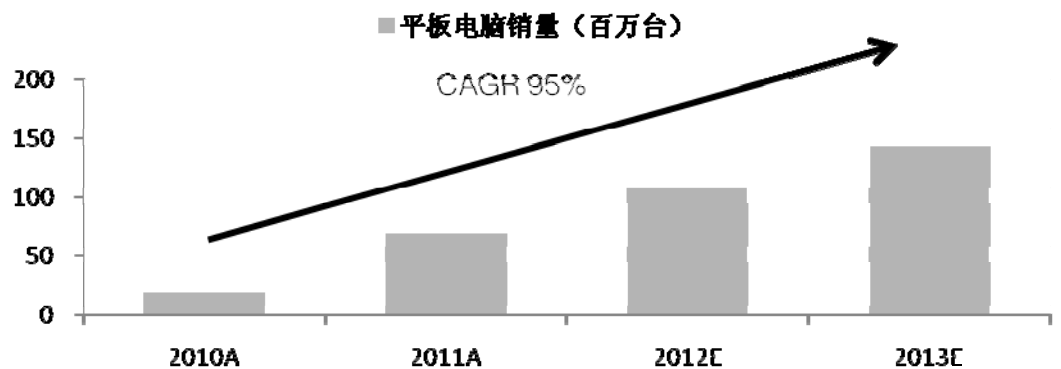
平板电脑面世以来，销量一直增长很快。2011年销量6870万台，相比2010年的1940万台增长254%；12Q1销量达到1740万台，同比增长98%，延续了快速增长的趋势。据IDC数据，预计2012年销量突破1亿台，2013年有望达到1.4亿台。

图表20 平板电脑季度销量快速增长 单位：万台，%



资料来源：IDC，平安证券研究所

图表21 平板电脑12年销量有望突破1亿台 单位：百万台，%

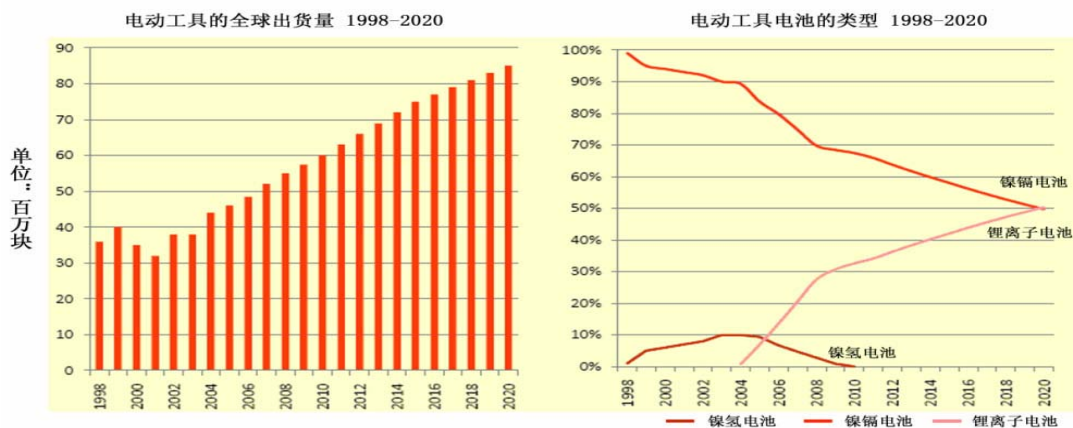


资料来源：IDC，平安证券研究所

■ 电动工具和电动自行车

根据 Avicenne 公司的预测，充电式电动工具将从 2010 年的 6,000 万台增长至 2020 年的 8,500 万台，CAGR 为 3.54%；其中使用锂离子电池模组的电动工具占比将从 30% 提高到 50%，即从 1800 万台增加到 4250 万台，CAGR 为 8.97%。

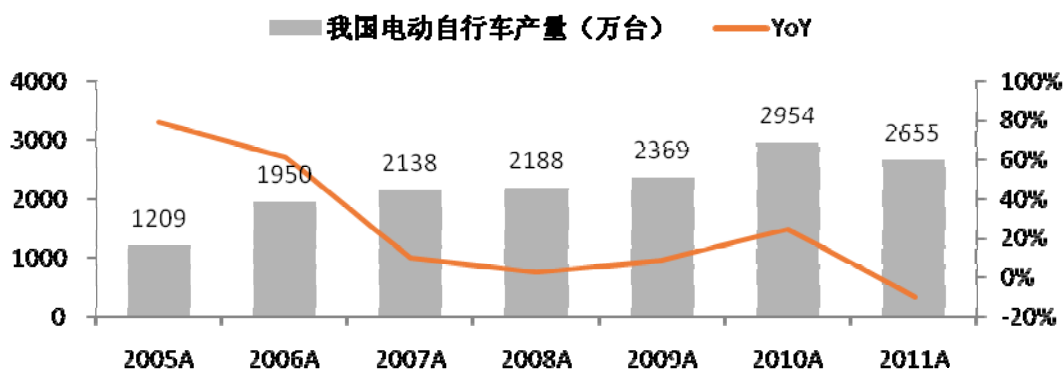
图表22 全球电动工具出货量持续增长，锂电占比逐渐提高 单位：百万台，%



资料来源：Avicenne, 平安证券研究所

我国电动自行车在过去 10 年迎来了快速发展，2011 年销量为 2655 万台，保有量超过 1.4 亿量，预计后续将稳定发展。锂电在此领域的机会主要以替换铅酸电池。目前，国内电动自行车超过 90% 采用铅酸电池提供动力，铅酸电池虽然价格低，但具有以下劣势：质量大（15 公斤，锂电池只需 5 公斤）、污染大、寿命低、能量密度低等。我们认为，锂电池会逐渐取代铅酸电池，成为电动自行车的动力源，而国外市场会先于国内市场。2011 年，我国锂电自行车销量 75 万台，占比 2.8%；其中外销 40 万辆，内销 35 万辆，海外市场为主。预计到 2015 年，我国电动自行车销量稳步增长到 3045 万辆，锂电自行车渗透率提高到 15%，即 457 万辆，每辆锂电自行车上锂电池价格降低到 550 元，则由此带来的市场规模 25 亿元。

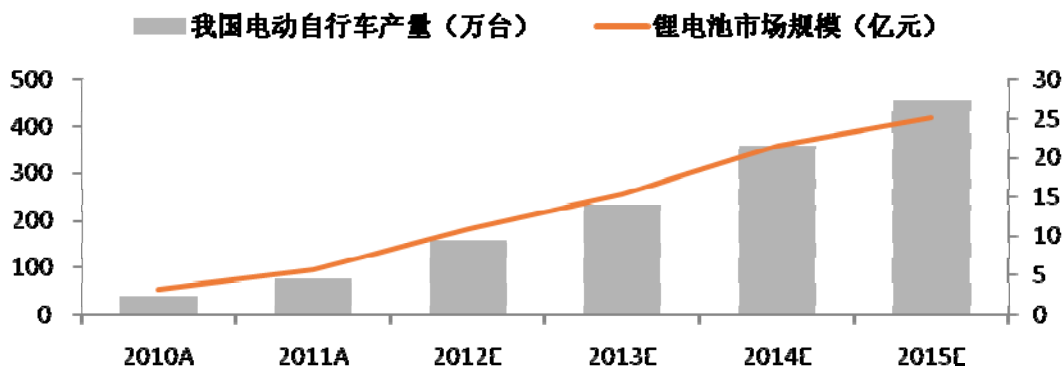
图表23 我国电动自行车销量接近3000万台 单位：万台，%



资料来源：中国自行车协会, 平安证券研究所

图表24 我国锂电自行车带来锂电池需求快速增长

单位：万台，亿元



资料来源：中国自行车协会，平安证券研究所

三、公司竞争优势

我们认为公司的竞争优势主要体现在：优质大客户优势，大规模产能优势。

3.1 优质大客户

公司实力雄厚，坚持走大客户路线。①在小型移动电源领域，不仅切入苹果（ipod touch 和 nano）供应链，而且开拓华为、联想等知名智能手机品牌客户。尤其是进入华为智能手机供应链，表明公司产品的品质、快速反应和供货能力都达到了相当高的水平，而且华为智能手机的出货量大、单价高，是公司后续业绩增长的重要动力。②中型电源领域，电动工具有宝时得、百得等著名电动工具大厂作为客户；而笔电领域（包括电纸书和笔记本电脑），客户主要有亚马逊（为电纸书、平板电脑供应电池）。

公司与主要电芯厂如东莞新能源（ATL）建立长期合作，保护板成为核心客户的第一供应商。由于电芯是电池的核心部件，与电芯厂的合作很重要。2011年，来自ATL的收入为1.4亿元，占总收入的比重为13.6%。

公司的大客户优势可以从前五大客户收入占比来看出，2011年，前五大客户的收入占总收入的比重达到49.5%。

3.2 大规模产能优势

大规模的产能是公司获得下游大客户认证，并最终拿到订单的重要条件。上市之前限于资金不足，公司产能扩张不快，2009年甚至有所收缩；上市后公司积极扩充产能，2011年产能增加21.5%，随着募投项目达产以及新租厂房的达产，2012年、2013年是产能扩张的高峰。

产能扩张进程：

- 募投项目：扩产手机数码类锂电池模组1950万只、笔电类锂电池模组350万只和动力类锂电池模组250万只；
- 2011年12月新租厂房：扩充笔电类锂电池模组300万只、动力类锂电池模组190万只。

图表25 公司产能释放进度

单位：万只、%

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
手机数码类	2,450	2,450	2,800	4,000	5,000
笔记本电脑类	60	150	350	550	950
动力类	30	75	100	180	300
合计	2,540	2,675	3,250	4,730	6,250
YoY	-9.1%	5.3%	21.5%	45.5%	32.1%

资料来源：公司资料、平安证券研究所

另外，公司公告在惠州博罗县设立全资子公司，预计 2015 年投产，将每年新增 80 万套电动自行车锂离子电池模组和 300MW 储能类锂离子电池模组。

四、业绩现拐点，长期趋势向好

我们认为公司发展处于良性增长轨道，尽管 12Q1 收入和净利同比下滑，但随着下游客户如华为、亚马逊出货量的增加，公司业绩将重回增长轨道，并且有望受益笔记本电脑尤其是超级本放量、电动自行车带来的下游需求增长，长期趋势向好。

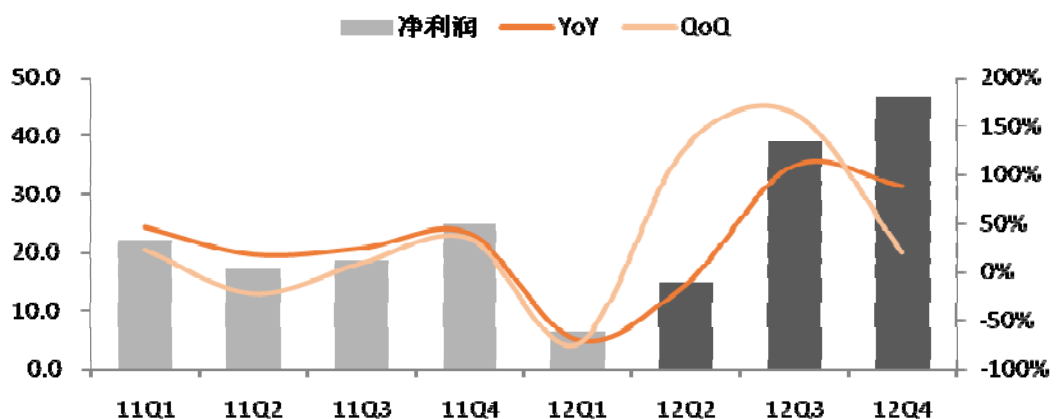
4.1 12 年下半年业绩重回增长轨道

受下游客户订单延迟、厂房搬迁的影响，公司 12Q1 收入为 4.2 亿元，同比减少 16%；且厂房装修费用高，导致净利仅为 650 万元，同比减少 71%。展望下半年，我们认为有两个利好因素有望促进业绩大幅增长：

- 下游客户华为的智能手机出货量将大幅增长。12Q1 华为智能手机出货量仅为 527 万部，低于预期，随着下半年新机型的推出，出货量将快速增加。全年华为定下的智能机出货目标为 4000-4500 万部，即后续 3 个季度的平均出货量要达到 1160-1330 万部。
- 亚马逊平板电脑 kindle fire 下半年集中出货。为备战欧美圣诞节的购物潮，亚马逊通常在下半年，尤其是 7-9 月集中备货。kindle fire 平板电脑依靠高性价比的优势，11Q4 出货量达到 480 万部；预计 12 年亚马逊平板电脑出货 1200 万台，带动公司收入快速增长。

综上，公司下半年净利率有望恢复正常，业绩大幅增长，出现拐点。

图表26 公司业绩有望在下半年大幅增长 单位：百万元，%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

4.2 笔电和动力类锂电市场是长期增长动力

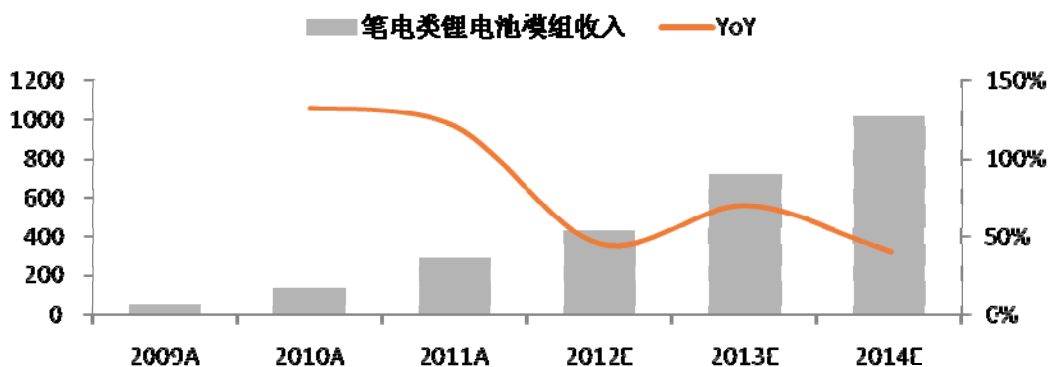
■ 笔电市场

我们认为有 3 个利好因素：

- **产能大幅扩张，具备规模优势。**在建产能达产后，笔记本电脑锂电模组将有每年接近 1000 万只的产能，规模优势增强公司与客户谈判能力。
- **客户优势。**公司已积累了亚马逊、海尔、清华同方等一批优质客户，并且与苹果、联想等在手机数码领域有长期合作关系，有可能在笔电领域展开合作。另外公司也在积极开拓台湾的一线 PC 品牌。
- **有望受益超级本带来的行业机会。**与传统笔记本电脑使用液态锂离子电池不同，超级本将会使用聚合物锂离子电池，大陆的电池厂商将受益这一行业变革带来的产业链变迁。

预计 2012-2014 年，笔电锂电池模组的收入分别为 4.3 亿元、7.3 亿元和 10.2 亿元，增速分别为 45%、70%和 40%。下游客户对公司的认证周期大概为 6-12 个月，2013 年料在一线 PC 品牌上有所突破，收入预计增长较快。

图表27 笔记本电脑锂电模组收入持续增长 单位：百万元，%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

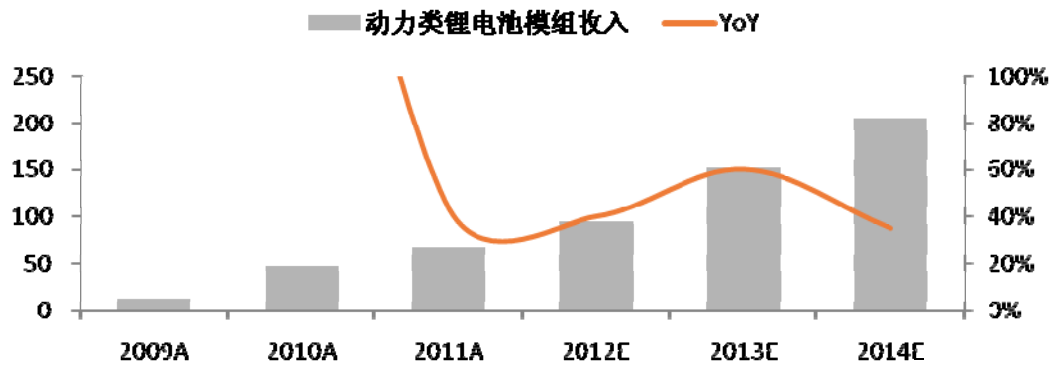
■ 动力锂电市场

我们认为有两个利好因素：

- **锂电在电动自行车中的渗透率将快速提升。**相比铅酸电池，锂电池具有无污染、质量轻、能量密度高的优势，预计 2011-2015 年，其渗透率从 2.8%提高到 15%。
- **客户优势。**当前客户为宝时得，新开拓百得。
- **产能释放。**在建产能达产后，动力类锂电模组将有每年 300 万只的产能。

预计 2012-2014 年，动力类锂电池模组的收入分别为 0.95 亿元、1.52 亿元和 2.05 亿元，增速分别为 40%、60%和 35%。2013 年是锂电在电动自行车行业快速渗透的一年，且是公司产能的主要释放时期，收入预计增长较快。

图表28 动力类锂电池模组收入持续增长 单位：百万元，%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

五、盈利预测和投资评级：

5.1 收入、成本预测

关键假设：

- 手机数码类锂电，在华为、联想等客户的份额稳定并有所增加，收入随客户出货量的增长而增长，来自金立、oppo、步步高等其他客户的收入稳步增长；
- 笔记本电脑类锂电，来自亚马逊的收入稳定增长，并且在联想和其他一线 PC 品牌的合作上有进展；
- 保护板业务进展顺利，12 年开始贡献收入；

图表29 收入及成本预测

单位：百万元、%

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入						
锂电池模组	464.8	774.4	1,027.5	1,296.4	1,797.2	2,294.7
手机数码类	335.9	589.6	841.5	1,097.0	1,585.0	2,069.9
笔电类	265.6	409.0	479.4	575.3	707.7	849.2
动力类	57.2	133.2	294.3	426.8	725.5	1,015.8
结构件	13.1	47.4	67.8	94.9	151.8	204.9
BMS				80.0	112.0	145.6
其他	21.7	28.7	32.6	35.9	39.4	43.4
收入合计	464.8	774.4	1,027.5	1,296.4	1,797.2	2,294.7
YOY	-4.4%	66.2%	33.0%	25.7%	38.6%	27.7%
营业成本						
锂电池模组	277.2	471.0	669.3	875.5	1,262.6	1,647.4
手机数码类	223.5	337.2	396.6	476.9	587.4	706.5
笔电类	43.7	99.4	225.7	330.8	565.9	792.3
动力类	10.1	34.3	47.1	67.8	109.3	148.6
结构件	81.7	123.1	126.8	136.8	145.1	152.4
BMS				27.3	30.4	33.4
其他	19.7	24.2	25.0	28.0	30.8	33.8
成本合计	380.1	619.2	824.7	1,040.3	1,438.5	1,833.6
YOY	-6.7%	62.9%	33.2%	26.1%	38.3%	27.5%
综合毛利率	18.6%	20.2%	20.0%	19.8%	20.0%	20.1%

资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表30 锂电池模组量价关系 单位：万只、元/

销量（万只）	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
手机数码类	2,377	2,845	3,220	3,800	4,750
笔电类	54	171	368	523	903
动力类	29	87	115	171	285
单价（元/）	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
手机数码类	11.2	14.4	14.9	15.1	14.9
笔电类	106.9	78.0	80.1	81.7	80.4
动力类	45.6	54.3	58.9	55.5	53.3

资料来源：公司资料、平安证券研究所

5.2 盈利预测与估值

首次给予“推荐”的投资评级。预计 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.44 元、0.61 元和 0.78 元，增速分别为 28.9%、39.6%和 28.6%，对应 2012 年 7 月 10 日收盘价 12.41 元，PE 分别为 28 倍、20 倍和 16 倍，首次给予“推荐”的投资评级。

图表31 公司业绩预测表

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	776	1,031	1,296	1,797	2,295
YoY(%)	66.2	33.0	25.7	38.6	27.7
净利润(百万元)	63	83	107	149	191
YoY(%)	84.6	31.9	28.9	39.6	28.6
毛利率(%)	20.2	20.0	19.8	20.0	20.1
净利率(%)	8.1	8.0	8.2	8.3	8.3
ROE(%)	24.1	7.1	8.5	10.6	12.0
EPS(摊薄/元)	0.26	0.34	0.44	0.61	0.78

资料来源：平安证券研究所

欣旺达的估值较安全。上市公司中锂电池供应商主要有德赛电池和欣旺达，以 2012 年 7 月 10 日收盘价为基准，2012 年欣旺达的动态市盈率为 28 倍，相比德赛电池的估值有 6.7%的折价。公司短期业绩出现拐点，长期趋势向好，且体制灵活，具有下游优质客户群和规模优势，在当前的估值上有较高的安全边际。

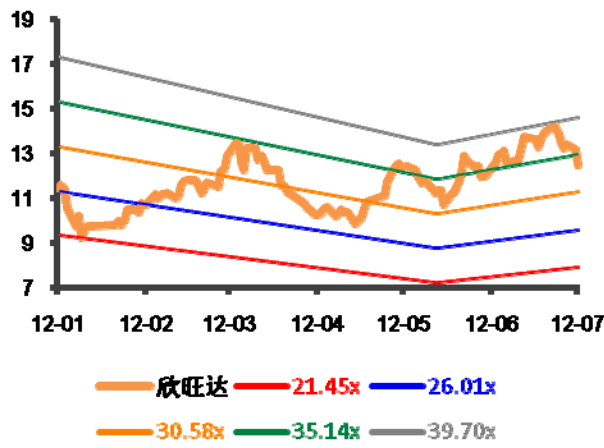
图表32 锂电池制造企业市盈率估值比较（2012年7月10日） 单位：元/股、元、倍

简称	股价	每股收益			市盈率		
		2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
欣旺达	12.41	0.34	0.44	0.61	37	28	20
德赛电池	32.77	0.87	1.16	1.52	40	30	23
平均					38	29	22

资料来源：wind资讯、平安证券研究所

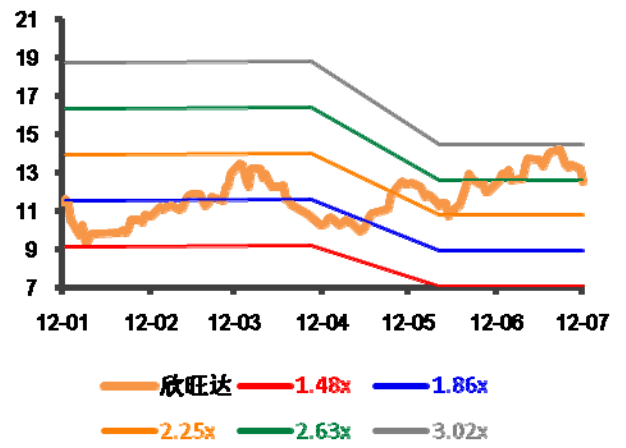
风险提示：客户开拓低于预期、产能扩张低于预期、原材料价格上涨风险

图表33 公司PE band



资料来源: wind、平安证券研究所

图表34 公司PB band



资料来源: wind、平安证券研究所

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1291	1230	1376	1650
现金	754	573	466	459
应收账款	280	321	439	574
待摊费用	8	12	16	20
预付账款	30	42	58	73
存货	165	210	305	407
其它流动资产	54	71	92	117
非流动资产	182	382	524	561
长期投资	0	0	0	0
固定资产	107	283	422	478
无形资产	21	21	21	21
其它非流动资产	54	79	81	62
资产总计	1473	1612	1900	2211
流动负债	291	341	479	598
短期借款	40	0	0	3
应付账款	195	250	360	458
其它流动负债	56	91	120	137
非流动负债	3	4	4	4
长期借款	0	0	0	0
其它非流动负债	3	4	4	4
负债合计	294	345	483	602
少数股东 权益	13	13	14	14
股本	188	244	244	244
资本公积	776	720	720	720
留存收益	202	290	438	630
归属母公司股东权益	1166	1254	1403	1594
负债和股东权益	1473	1612	1900	2211

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-63	108	86	104
净利润	83	107	149	192
折旧摊销	16	30	59	83
财务费用	6	-8	-7	-6
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-177	-25	-121	-172
其它经营现金流	9	3	6	7
投资活动现金流	-87	-228	-200	-120
资本支出	87	230	200	120
长期投资	0	0	0	0
其它投资现金流	0	2	-0	-0
筹资活动现金流	785	-61	7	9
短期借款	-107	-40	0	3
长期借款	-10	0	0	0
普通股增加	47	56	0	0
资本公积增加	776	-56	0	0
其它筹资现金流	78	-21	7	6
现金净增加额	636	-181	-107	-7

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1031	1296	1797	2295
营业成本	825	1040	1438	1834
营业税金及附加	5	6	9	11
营业费用	19	25	32	39
管理费用	85	108	149	188
财务费用	6	-8	-7	-6
资产减值损失	5	5	6	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	86	120	169	221
营业外收入	8	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	94	125	174	226
所得税	11	17	24	34
净利润	83	107	149	192
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	83	107	149	191
EBITDA	108	142	221	298
EPS (元)	0.34	0.44	0.61	0.78

主要财务比率

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	33.0%	25.7%	38.6%	27.7%
营业利润	18.0%	39.9%	41.0%	30.8%
归属母公司股东权益	31.9%	28.9%	39.6%	28.6%
获利能力				
毛利率(%)	20.0%	19.8%	20.0%	20.1%
净利率(%)	8.0%	8.2%	8.3%	8.3%
ROE(%)	7.1%	8.5%	10.6%	12.0%
ROIC(%)	17.4%	14.0%	14.7%	15.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	20.0%	21.4%	25.4%	27.2%
净负债比率(%)	17.10%	0.00%	0.00%	0.53%
流动比率	4.43	3.61	2.87	2.76
速动比率	3.85	2.97	2.21	2.05
营运能力				
总资产周转率	0.97	0.84	1.02	1.12
应收账款周转率	5	4	5	4
应付账款周转率	5.74	4.67	4.72	4.48
每股指标(元)				
每股收益	0.34	0.44	0.61	0.78
每股经营现金流	-0.26	0.44	0.35	0.42
每股净资产	4.77	5.13	5.74	6.52
估值比率(估值均值, 倍)				
P/E	37	28	20	16
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	22	16	11	8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其它专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257