

**欣旺达(300207)**

**整装待发，迎接笔电电池模组产业转移**

- - 欣旺达首次覆盖报告

刘迟到 执业证书编号: S1230511010012  
021-64718888-1313  
zhouxiaofeng@stocke.com.cn

**本报告导读:**

- 国产智能机爆发给零部件供应链带来机遇
- 笔记本用锂电池产业转移刚刚开始

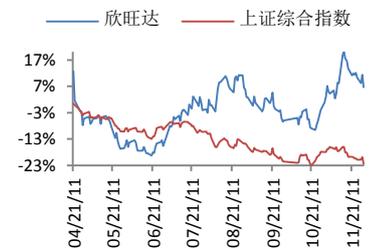
**投资要点:**

- **国产品牌手机厂商智能机放量带来巨大成长机遇:** 我们预计 2012 年中国国产智能手机出货量 1.8 亿部, 同比增长 157%。目前国产智能机主流品牌厂商大多数是公司客户, 我们认为, 智能手机的快速放量给公司手机电池出货量带来成长空间。我们预计公司手机电池出货量未来三年维持 30% 的复合增长率。
- **笔记本用锂电池业务爆发式成长:** 我们认为, 笔记本电脑用锂电池产业转移趋势不可逆转, 公司能够进入亚马逊供应链, 意味着具备足够的实力进入笔记本大厂的供应链。公司搬入新厂区, 静待笔记本电池产业转移, 我们认为 2013 年进入一家以上主流笔记本电脑大厂供应链是大概率事件, 我们预计未来两年该业务收入复合增长率 85%。
- **市场占有率具备很大的提升空间:** 我们预计欣旺达在国内手机锂电池市场 2011 年市场占有率 3.14%, 笔记本锂电池市场占有率 1.2%, 欣旺达凭借专业的锂离子电池模组制造能力, 凭借多样化的电芯选择、专业的电源管理系统研发能力、专业的锂离子电池模组生产管理、良好的成本控制能力, 以及公司进入资本市场后雄厚的资本实力, 未来公司市场份额将进一步显著提升。
- **盈利预测及投资建议:** 我们预计公司 2012-2014 年实现营业收入 14.1、21.34、29.41 亿元, 同比增速分别为 36.75%、51.35%、37.79%, 实现净利润 105、167、230 百万元, 同比增速分别为 27.43%、58.93%、37.42%, 对应的 EPS 分别为 0.43、0.69、0.94 元, PE 分别为 29、18、12 倍。我们认为, 欣旺达充分受益于国产智能机的高速成长, 同时, 笔记本电脑锂电池产业转移才刚刚开始, 我们相信公司笔记本用锂电池能够进入笔记本品牌厂商供应链。未来三年公司持续高速增长可期, 公司理应享受较高的估值水平, 给予“买入”的投资建议。
- **风险提示:** 在华为市场份额低于预期、进入笔记本大厂供应链低于预期

财务摘要 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入	1031.49	1410.59	2134.91	2941.80
(+/-)	32.97	36.75	51.35	37.79
净利润	82.67	105.35	167.43	230.08
(+/-)	31.88	27.43	58.93	37.42
每股收益 (元)	0.44	0.43	0.69	0.94
P/E	0.00	28.51	17.94	13.05

**评级: 买入**  
上次评级: 首次评级  
当前价格: ¥ 12.29

单季度业绩	元/股
1Q/2012	0.03
4Q/2011	0.13
3Q/2011	0.10
2Q/2011	0.09



公司简介

相关报告

报告撰写人: 刘迟到  
数据支持人: 周小峰





## 正文目录

1、优秀的消费电子锂电池供应商 .....	4
1.1 原材料成本结构 .....	5
1.2 产品结构调整，新业务发展迅速 .....	6
1.3 短期业绩波动不改长期成长趋势 .....	7
2、手机电池业务受益于国产智能机品牌的崛起 .....	9
2.1 山寨机没落给国产品牌厂商带来机会 .....	10
2.2 智能机时代国产品牌机崛起带给零部件厂商巨大机遇 .....	11
2.2.1 智能手机持续升温 .....	11
2.2.2 零部件厂商受益于智能机放量 .....	12
2.3 公司成为国产主流智能机厂商供应商 .....	13
3、笔记本电池业务持续爆发成长 .....	15
3.1 产业转移空间巨大 .....	15
3.2 有望进入主流笔记本电脑厂商电池供应链 .....	15
3.3 Kindle 系列或带来惊喜 .....	17
4、动力类锂离子电池渗透率提升引领需求 .....	18
5、精密结构件业务是主营业务的有效补充 .....	19
6、市场占有率具备极大的提升空间 .....	19
7、盈利预测及投资建议 .....	21
7.1 分业务预测 .....	21
7.2 估值和投资建议 .....	21
风险提示 .....	22
附录：锂离子电池产业简介 .....	22

## 图表目录

图 1：公司主要产品 .....	4
图 2：公司主要客户 .....	5
图 3：公司原材料成本构成 .....	6
图 4：公司产品结构 .....	7
图 5：公司产品毛利率水平 .....	8
图 6：公司净利润及增速 .....	8
图 7：公司净利润率水平 .....	8
图 8：公司期间费用水平 .....	9
图 9：全球手机出货量 .....	10
图 10：中国山寨机出货量 .....	10
图 11：中国山寨机销量 .....	11
图 12：智能手机出货量 .....	12
图 13：智能手机在各地区渗透率 .....	12
图 14：中国智能机出货量 .....	13
图 15：国产智能机出货量 .....	14





图 16: 2011 年二季度全球笔记本电脑及移动电话等设备用锂电池市场占有率.....15

图 17: 全球笔记本电脑出货量 .....16

图 18: 2012 年 Q1 全球 PC 市场市占率.....17

图 19: 亚马逊平板电脑出货量 .....18

图 20: 全球电动工具出货量 .....19

图 21: 锂电池类电动工具出货量.....19

图 22: 公司主要产品中国市场占有率.....20

图 23: 锂电池产业链 .....22

图 24: 锂离子电池模组结构示意图.....23

图 24: 锂离子电池下游应用范围.....23

表 1: 公司各主营业务增速 .....7



## 1、优秀的消费电子锂电池供应商

公司主要产品为锂离子电池模组，产品目前按用途分为三大系列：（1）手机数码类锂离子电池模组，主要应用于手机、MP3/MP4、数码相机等；（2）笔记本电脑类锂离子电池模组，主要应用于笔记本电脑、上网本、平板电脑、电子书等；（3）动力类锂离子电池模组，主要应用于电动工具、工业移动照明、医疗设备等。

为提高公司锂离子电池模组产品的整体设计开发、生产配套及快速响应能力，公司及下属子公司还从事结构件的研发、设计及生产，在满足自身电池模组生产需求的前提下，对外销售部分结构件产品，以满足客户一站式采购需求。公司的结构件产品可以分为精密结构件与薄膜开关。精密结构件部分为公司的锂离子电池模组提供配套（电池模组外壳），部分为手机、笔记本电脑等厂商提供手机外壳与笔记本电脑外壳。薄膜开关是指采用电器性能良好的聚酯薄膜(PET)作为电路图形载体，并贴装金属弹片的一种结构件产品。公司的薄膜开关主要销售对象为手机厂商，是手机键盘的必要部件。

图 1：公司主要产品

产品	应用领域	产品	应用领域
 <p>手机数码类锂离子电池模组</p>	 <p>手机、MP3/MP4、数码相机等</p>	 <p>笔记本电脑类锂离子电池模组</p>	 <p>笔记本电脑、上网本、平板电脑、电子书等</p>
 <p>精密结构件</p>	 <p>锂离子电池模组结构件、手机等</p>	 <p>动力类锂离子电池模组</p>	 <p>电动工具、工业移动照明、医疗设备等</p>

资料来源：浙商证券研究所

公司目前已成为国内锂能源领域设计能力最强、配套能力最完善、产品系列最多的锂离子电池模组制造商之一。公司通过专注于锂离子电池模组产品的研发、设计、生产和销售，全力打造全球最优质、最专业的锂离子电池模组产品研发制造基地，力争成为世界一流的锂离子电池模组解决方案及产品提供商。公司已进入苹果、飞利浦、亚马逊、联想、OPPO、步步高、海尔、SanDisk、顶星、华硕·凌海达、海洋王、迈瑞等国内外知名品牌厂商的供应链体系。公司占苹果 iPhone、iPod 产品电池供货量的 20% 左右、飞利浦手机的 25% 左右。在国内手机市场，联想、OPPO、海尔等著名电子产品品牌厂商均为公司的主要客户，公司分别占其手机电池供货量的 45%、50%、30% 左右。

图 2：公司主要客户

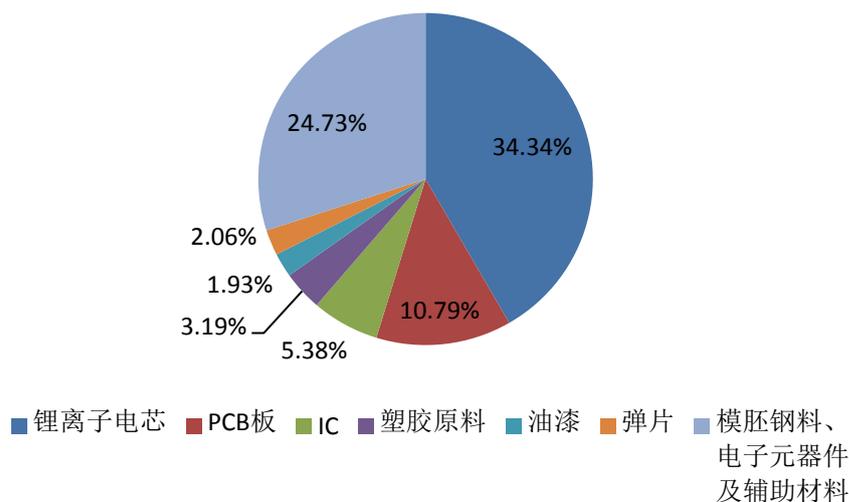


资料来源：浙商证券研究所

## 1.1 原材料成本结构

公司的主要原材料包括锂离子电芯、PCB板、IC、塑胶原料及油漆、弹片等，主要依靠国内采购，部分电芯需进口采购。公司在锂离子电池模组行业经营多年，与各主要供应商保持长期稳定的合作关系，原材料供应情况良好。公司目前拥有全球 18 家主要锂离子电芯厂 1,000 余种型号的锂离子电芯数据库，涵盖了目前绝大多数的锂离子电芯产品，能够根据客户的需求进行甄选，向客户提供性价比最优的电芯选择方案。

图 3：公司原材料成本构成



资料来源：浙商证券研究所

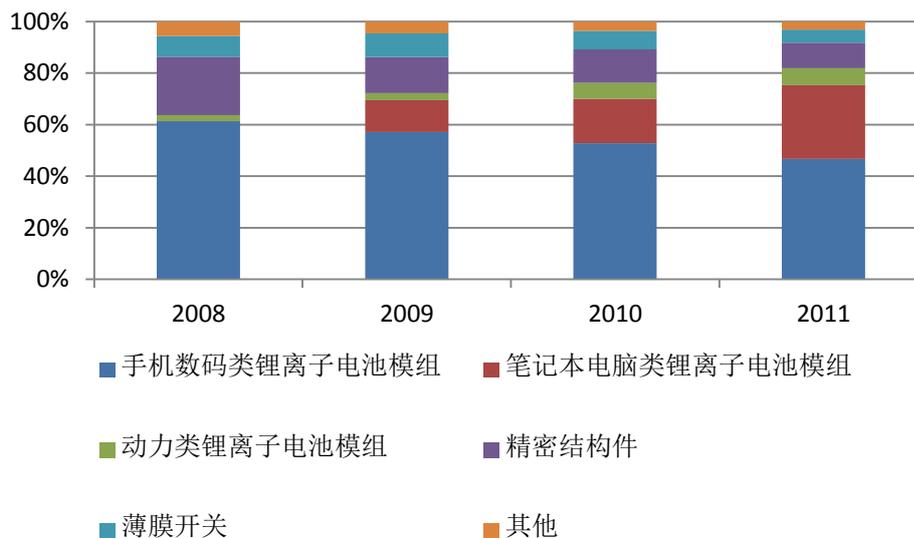
## 1.2 产品结构调整，新业务发展迅速

2008年以来，公司不断加大锂离子电池模块的研发投入，在多年技术积累与研发经验的基础上成功研发出适用于笔记本电脑类和动力类锂离子电池模块的电源管理系统、测试技术及相关制造工艺，成功进入以日、台企业为主导的笔记本电脑锂离子电池模块市场，成为国内锂离子电池模块厂商中少数可以批量生产笔记本电脑电池模块的企业，并成功拓展动力类锂离子电池模块市场。笔记本电脑类、动力类锂离子电池模块新产品已经形成公司新的收入及利润增长点，为公司持续增长奠定了坚实的基础。结构件占主营业务收入比重逐年下降，公司结构件产品定位为首先满足自身设计及锂离子电池模块产品自身配套需求，剩余产能满足公司客户一站式采购需求，并非发展重点。其他主营业务收入包括手机镜片、模具、充电器、耳机等产品的收入，其中手机镜片、充电器、耳机主要为手机厂商配套，模具收入主要为公司在满足公司结构件对模具需求的前提下，承接部分外部客户的订单。

展望未来，公司将继续加大锂离子电池模块核心业务投入，笔记本电脑类、动力类锂离子电池模块新产品销售收入将快速增长，成为公司收入及利润增长的动力。



图 4：公司产品结构



资料来源：浙商证券研究所

表 1：公司各主营业务增速

	2009 年	2010 年	2011
手机数码类锂离子电池模组	-11.19%	53.97%	17.24%
笔记本电脑类锂离子电池模组	37419.62%	133.01%	120.92%
动力类锂离子电池模组	10.61%	261.12%	42.98%
精密结构件	-41.10%	55.79%	0.32%
薄膜开关	7.78%	29.97%	-5.74%
其他	-21.27%	32.37%	13.59%
收入增速	-4.45%	66.18%	32.67%

资料来源：浙商证券研究所

未来几年，随着公司新进入亚马逊、万利达及其他客户的供应体系，并储备电动自行车、电动汽车新兴产业等新客户，公司的客户数量及将取得的客户订单将得到较快增加，公司的业务规模及盈利能力将保持高速增长。

### 1.3 短期业绩波动不改长期趋势

公司产品结构不断优化，毛利率较高的笔记本电脑类、动力类锂离子电池模组新产品毛利贡献持续增加。2009 年，公司笔记本电脑类锂离子电池模组新产品实现批量生产，笔记本电脑类锂离子电池模组对综合毛利率的贡献新增 2.91 个百分点；2010 年，笔记本电脑类、动力类锂离子电池模组新产品对综合毛利率的贡献分别较 2009 年上升 1.45 个百分点、1.04 个百分点，笔记本电脑类、动力类锂离子电池模组新产品毛利贡献较 2009 年持续增加。2011 年公司综合毛利率 20.08%，维持稳定状态，由于公司产品结构持续调整，使得在人工成本大幅上升的情况下，公司净利润率水平得以维持在稳定水平。

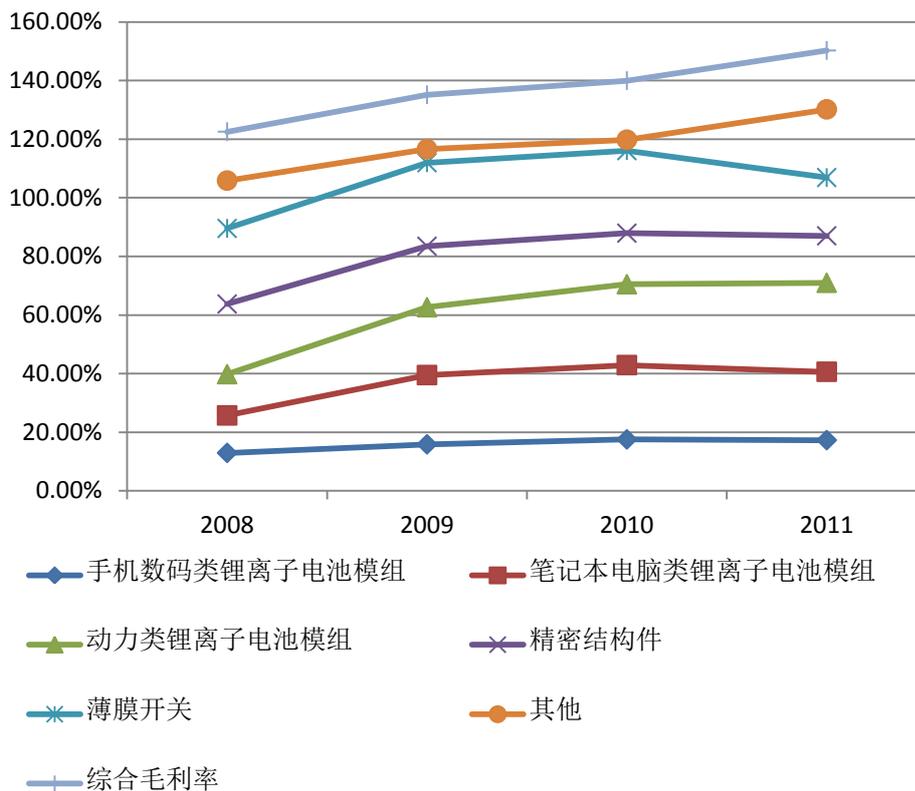
受累于整体大环境的影响，2012 年上半年智能机出货量低于预期，同时，公司搬入新厂区，导致增加了一些费用，从而公司 1 季度净利润率有所下降，但是，我们看到即使在淡季，公司 1 季度毛





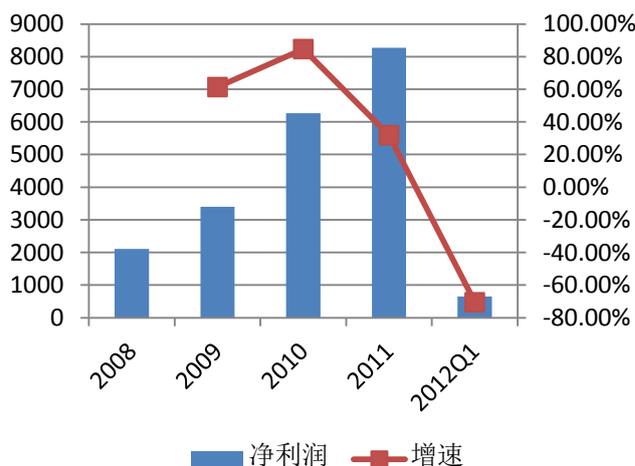
利率下滑幅度较小，充分体现了公司产品结构调整能力。

图 5：公司产品毛利率水平



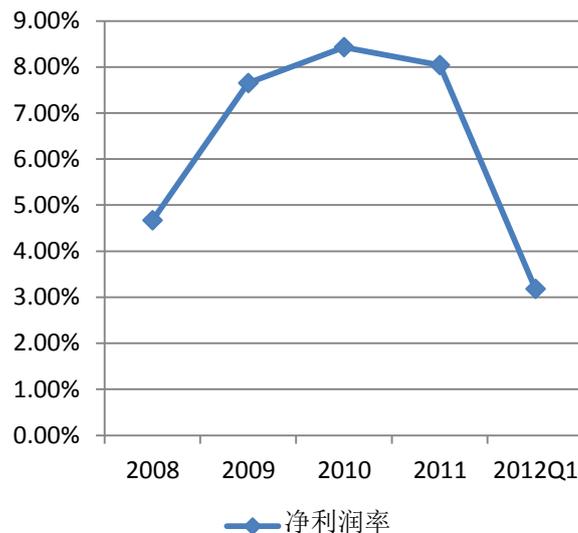
资料来源：浙商证券研究所

图 6：公司净利润及增速



资料来源：浙商证券研究所

图 7：公司净利润率水平



资料来源：浙商证券研究所

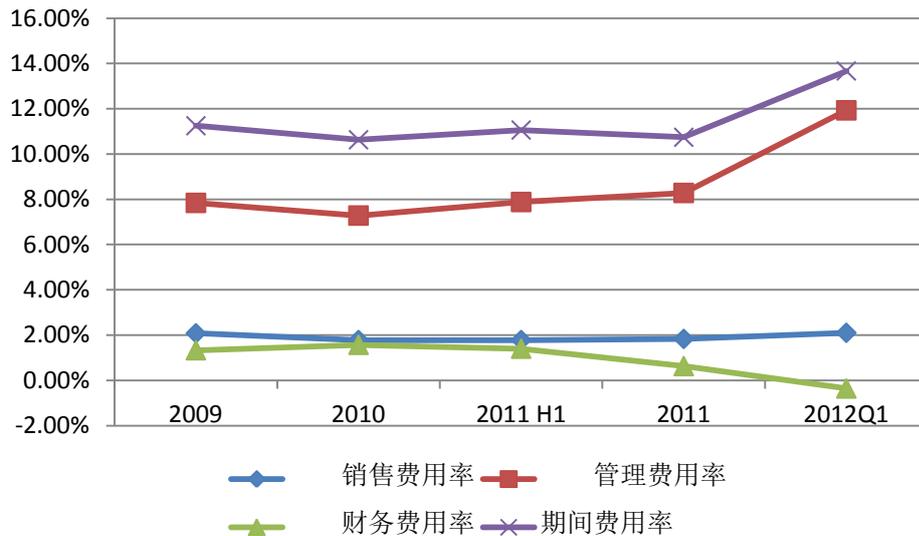
公司在收入增长的同时，较好地控制了成本的增加，公司期间费用率水平维持在11%左右的稳定





水平。

图 8：公司期间费用水平



资料来源：浙商证券研究所

## 2、手机电池业务受益于国产智能机品牌的崛起

手机是目前锂离子电池模组最主要的应用领域。随着移动通讯技术、电子芯片技术、显示技术的飞速发展，移动互联网、触摸操作功能以及超大高分辨率液晶屏幕等不断应用于手机，手机向更加智能化，微型化，安全化，多功能化的方面发展。手机功能的增强对手机电池提出了更高的要求：更轻的重量、更大的容量、使用更安全。为了满足手机对移动电源提出的更高要求，手机的移动电源经历了从镍镉、镍氢电池到锂离子电池模组的过程，目前手机均使用锂离子电池模组。

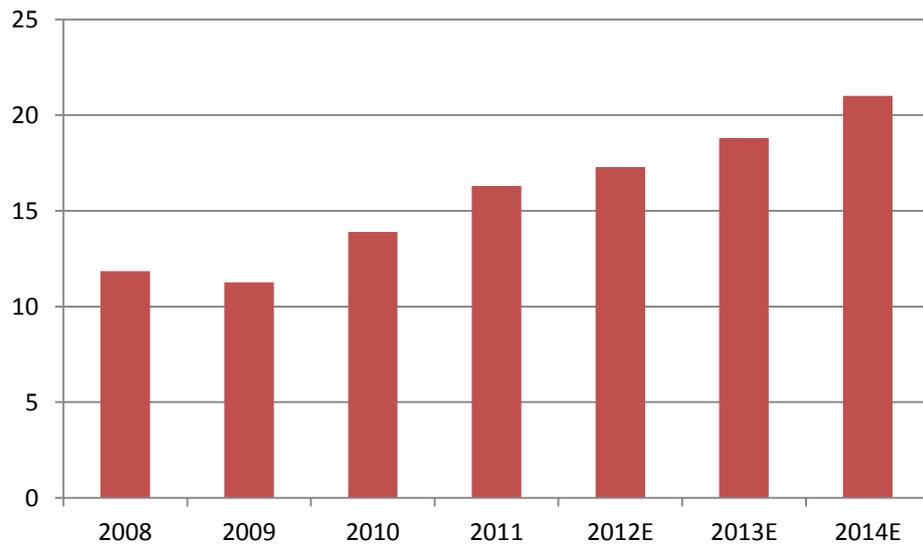
全球手机市场在 2009 年由于全球金融危机的影响，全球手机市场销量 12.1 亿部，相比 2008 年下降 0.9%。但是随着金融危机的缓解以及智能手机的发展，全球手机出货量重拾增速，2011 年预计全球手机出货量 16.3 亿部，同比增长 17%，我们预计 2012 年手机出货量 17.28 亿部，同比增长 6.01%。未来全球手机电池的增长仍然将保持较快的增长，增长主要来自以下几个方面：①全球手机的更新。根据联合国国际电信联盟（ITU）的预计，全球手机用户将在 2010 年底突破 50 亿，全球庞大的手机用户可以为手机锂离子电池带来稳定的市场空间。②新兴市场仍具有较大的增长潜力。跟随全球通讯技术的浪潮，亚洲、非洲与拉美等不发达地区的移动通讯得到了快速的发展。





图 9：全球手机出货量

单位：亿部



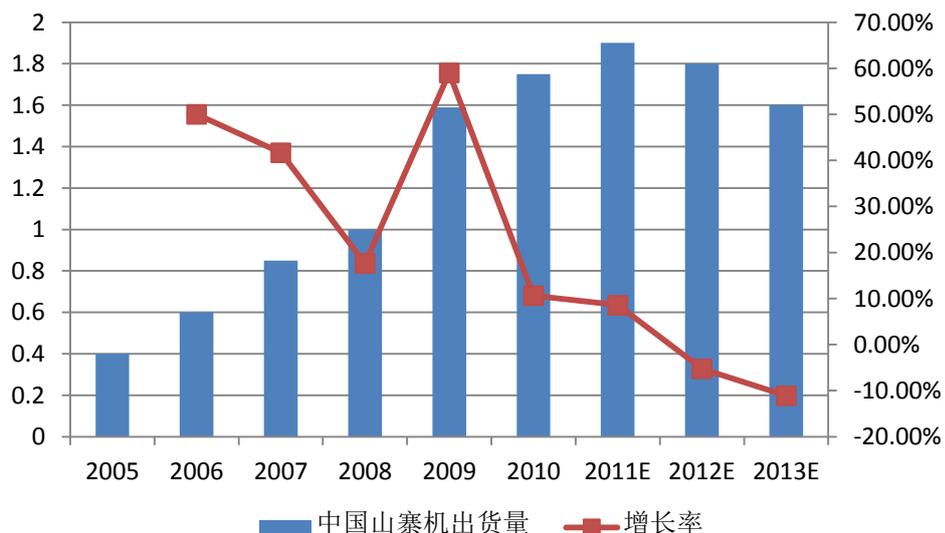
资料来源：浙商证券研究所

## 2.1 山寨机没落给国产品牌厂商带来机会

山寨手机之所以能够称雄一时，价格是最主要的因素。被誉为“山寨机之父”的联发科(MTK)，在2003年推出了“Turn Key”的廉价芯片解决方案，将芯片、软件平台和第三方应用软件捆绑在一起，诸多功能可以集成到手机芯片上，厂家只要加上个电池和外壳就能生产手机，甚至家族作坊式工厂都可以抵得上一条生产线。这给了山寨机巨大的发展空间，成就了市场上热闹的“山寨现象”。

图 20：中国山寨机出货量

单位：亿部



资料来源：浙商证券研究所

但是进入“智能机时代”之后，运营商的主导作用开始日益凸现。尤其是运营商主导了“智能手机进入千元时代”，给了山寨机很大的威胁。而握有芯片核心技术的高通，在3G时代几乎享





有了绝对的话语权。这导致 3G 芯片的价格居高不下，山寨机最核心的价格竞争优势也就荡然无存。

在运营商主导作用日益凸显的智能手机时代，国产手机厂商纷纷走品牌化的道路，加大与电信运营商的合作力度。手机深度定制已经成为国产手机厂商重要的发售渠道，这也是手机山寨潮逐渐退却的主要因素。

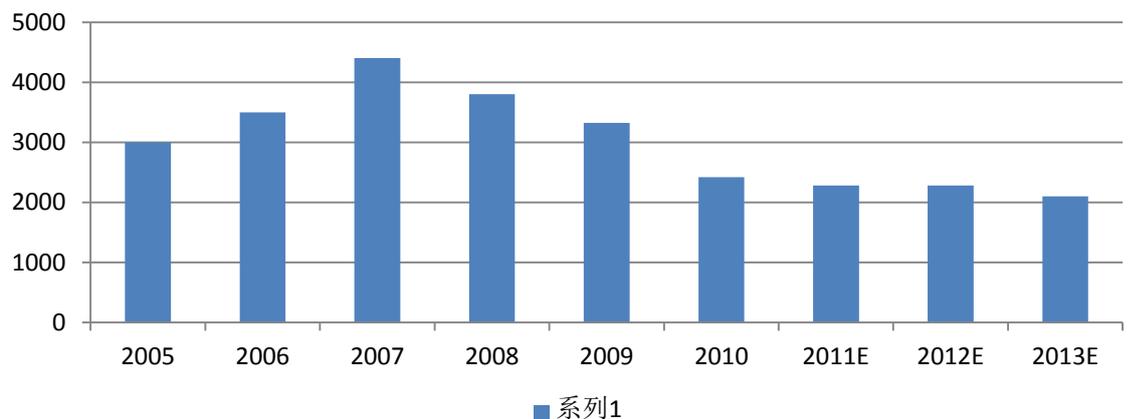
对于山寨机的集体“哑火”，另外很重要的一点就是生产方案的缺失。由于智能机采取的是“终端+软件+应用”的商业模式，山寨所依赖的外形和功能优势被彻底颠覆。在与数据消费紧密结合的 3G 时代，电信运营商以各种形式的补贴拉低 3G 智能手机的价格，甚至可以实现“零元购机”，以此吸引消费者进入自己的网络。这无疑对无法获得补贴的山寨机施加了更大压力。

而专利更是山寨机绕不开的门槛。在 2G 时代，国内通信市场并不收取专利费，但 3G 时代的情况完全不同。如果要进行 3G 手机生产，首先就必须给掌握 3G 核心专利的高通公司交进场费。

从全球来看，iSuppli 预计 2011 年山寨机全球出货量将达历史峰值 2.55 亿台，但对比 2010 年 2.28 亿台的销量，增长仅为 11.8%，远低于前一年的 43.6%。更让山寨机生产厂商担心的是，2012 年山寨机的全球出货量可能首次出现下降。

图 11：中国山寨机销量

单位：千万部



资料来源：浙商证券研究所

早年山寨机的崛起给国产品牌手机带来巨大的威胁，波导、夏新等手机厂商在竞争中全面落败，但是，我们认为，在智能机时代，山寨机将走向没落，而国产品牌低端智能机厂商将夺得这部分市场。

## 2.2 智能机时代国产品牌机崛起带给零部件厂商巨大机遇

### 2.2.1 智能手机持续升温



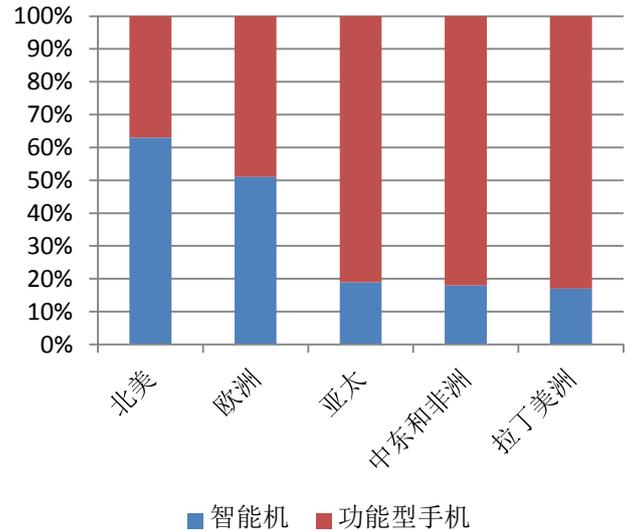
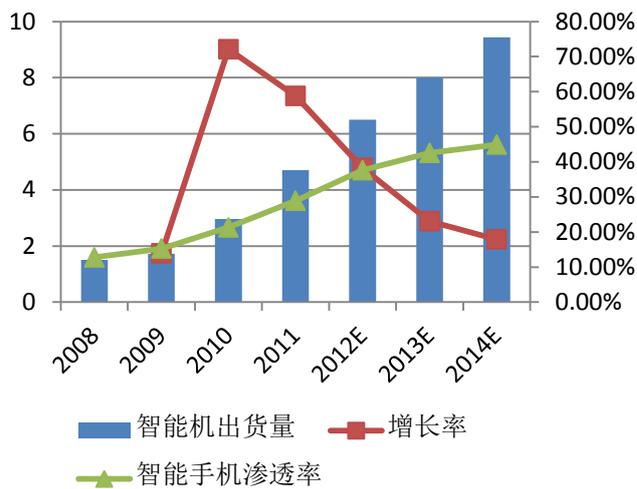


智能手机市场持续升温，今年第一季度全球销售给最终用户的手机数量是 4.19 亿部，同比下滑 2.1%，其中智能手机销售量为 1.44 亿部，与 2011 年同期相比，增长 45%，远超手机市场整体销量增速。展望 2012 年，由于 2011 年全球智能手机渗透率为 28.9%，美国和欧洲智能手机渗透率分别为 63%和 51%，我们认为，未来智能机成长的主力在中国、俄罗斯、拉美、印度等新兴市场，这些地区对价格敏感度较高，因此，未来智能手机成长动力在于中低端智能机，全球智能手机依然维持高增长，预计出货量 6.5 亿支，同比增长 38.29%，智能手机渗透率达到 37.6%。

图 13：智能手机出货量

单位：亿支

图 14：智能手机在各地区渗透率



资料来源：浙商证券研究所

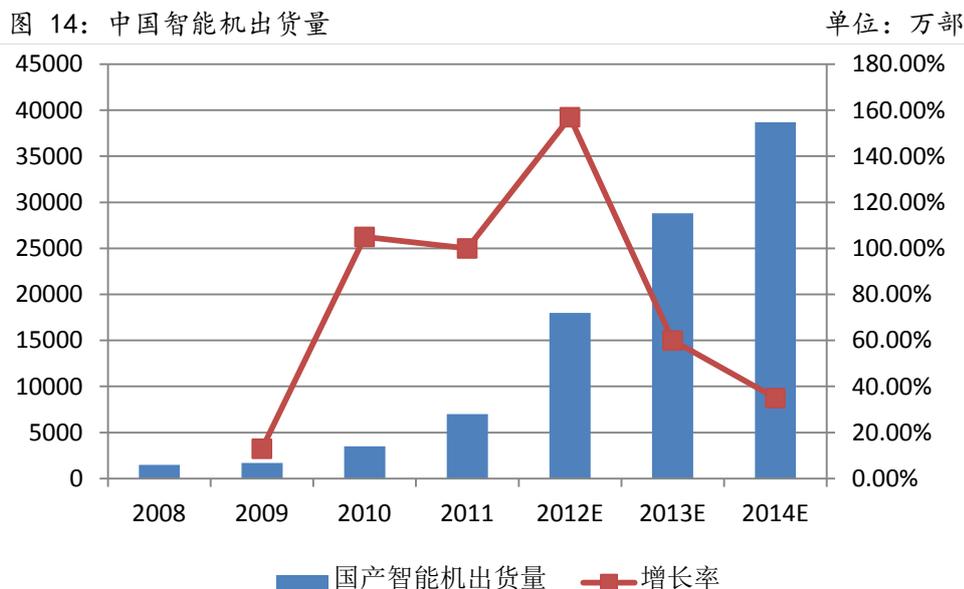
资料来源：浙商证券研究所

## 2.2.2 零部件厂商受益于智能机放量

苹果、谷歌的崛起加速了智能时代的到来，也改变了国内智能手机市场的竞争格局。在全球智能手机市场持续升温，国内 3G 进入新发展阶段的背景下，国产智能手机面临着群体爆发增长的机遇。

由于成熟市场的高端智能手机成长率逐渐趋缓，因此，从 2011 年下半年起，智能手机市场成长重心将从已开发国家转向新兴市场，并从高端智能手机移至中低端智能手机。价格将是拓展智能手机更多需求的关键要素，低价将驱动全球功能型手机用户更换成智能手机，因此，低端智能手机将能有效驱动从功能迈向智能的手机换机潮。价格、操作系统、分销渠道、品牌、3G 标准和手机应用程序的市场接受度这六大因素对中国智能手机市场的增长发挥关键作用。国产智能手机在价格、技术成本及渠道合作等方面具备优势，我们认为，中国智能手机厂商将迎来巨大发展机遇。





资料来源: 浙商证券研究所

OPPO、步步高、金立、联想、康佳、华为、中兴等品牌则代表着国产手机品牌的一线阵营。其中 OPPO、步步高着力打造高端化、年轻化的品牌, 取得了较好的发展空间和品牌影响力。金立手机近年的投入力度也非常大, 品牌及销量提升也非常快。作为曾经的国产手机霸主, 联想手机当前主攻大连锁定制化, 销量迅速扩张。而中兴、华为在定制化、海外市场迅速发展, 出货量更是数倍成长。这些主流品牌厂商大多数是公司客户, 我们认为, 智能手机的快速放量给公司 2012 年电池出货量带来巨大的成长空间。

## 2.3 公司成为国产主流智能机厂商主力供应商

从市场表现来看, 3G 智能手机的零售价格降到千元以下, 使得消费门槛大幅降低, 从而促进了 3G 智能手机的快速增长。目前, 全球的手机市场正在发生变革性的改变, 整个手机市场呈现出明显的双金字塔结构 (智能手机及非智能手机), 在智能手机市场, 唤醒智能机市场的或许是 iPhone, 但颠覆手机市场的却是千元智能机。我们一直都坚信穿透 3G 市场、引爆巨大换机风潮的绝不是高端机, 而是千元智能机。在中国, 国产智能机终端也坚信, 普及性智能手机将会慢慢抢走高端功能手机的市场。

国内智能机厂商在全球智能手机市场攻城略地、来势汹汹的最大利器, 在于以低廉的价格换取庞大的出货量。虽然国产手机的发力在 5 年内还难以对苹果和三星构成威胁, 但是, 以华为、中兴为代表的中国企业, 总是一个能在世界竞争中创造奇迹的中国厂家, 我们认为, 国产智能手机厂商在智能手机市场同样能够取得成功。在未来的产品规划方面, 走在市场前列的公司, 如华为, 将走“全系列”产品路线, 也就是说, 除了继续推出普及型 3G 智能手机之外, 华为终端还将陆续推出数款高端旗舰型 3G 智能手机。除了在产品系列上继续丰富外, 华为手机品牌以及渠道建设也在快速推进。



图 15: 2012 年上半年中国国产智能机市场出货量预测

单位: 百万部

排名	公司	2012 年 中预测	2012 年 初预测	上半年产量 预测
1	华为	42	53	12
2	中兴	30	37	10
3	酷派	18	12	9
4	联想	16	11	7
5	金立	11	12	3.5
6	TCL	10	14	3
7	天语	7	8	3
8	OPPO	6	4	2.5
9	小米	5.5	6	2.5
10	步步高	4.5	3	1.5
	高			
	前 10 大合计	150	160	54
	其他国内厂商	50	40	16
	中国厂商合计	200	200	70

备注: 统计中包括内销和出口的 2G/3G 智能手机

上半年统计的是产量, 考虑到去年的库存, 产量和上半年实际销量有差异

资料来源: 华强电子产业研究所, 浙商证券研究所

欣旺达具备给国际一流大厂供货的经验, 成本控制力强, 产品质量可靠, 公司进入以华为为代表的国产智能机供应链, 目前已经开始出货, 我们认为, 随着公司产能问题解决, 凭借公司专业的电池模组制造能力, 我们预计公司成为国产智能机手机电池主流供应商。



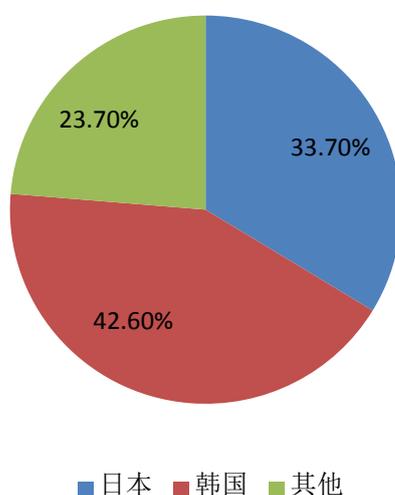
### 3、笔记本电池业务持续爆发成长

#### 3.1 产业转移空间巨大

在笔记本电脑及移动电话等设备中使用的锂电池实际出货世界市场占有率上，韩国企业与日本企业是两大最大的供应商。

2011年二季度，日本三洋电机、松下电器、索尼等5家公司的锂电池世界市场占有率总和为33.7%，韩国三星SDI、LG化学公司的市场占有率总和为42.6%，两者合计占据全球76.3%的市场份额。分企业看，三星SDI公司独占鳌头，市场占有率为25.3%，超过了三洋电机和其母公司松下电器之和(23%)。

图 16：2011 年二季度全球笔记本电脑及移动电话等设备用锂电池市场占有率



资料来源：浙商证券研究所

1991年，日本索尼公司最早开始发售锂电池。2008年初，日本产品的市场占有率为50.1%，比韩国产品(21.2%)高出一倍有余。然而，在日元对韩元升值的大背景下，日本产品不敌韩国产品的低价格攻势，日本企业市场逐步被韩国企业侵占。

伴随着全球一体化的发展，中国大陆在市场、人力资源、原材料、设备、管理成本和社会服务等各个环节的系统性优势逐渐体现。为了更加贴近市场和客户，全球主要的锂离子电芯厂和锂离子电池模组生产企业紧跟整个电子产品生产链的转移，纷纷在大陆设厂。整个锂离子电池模组产业的产能和竞争也在向中国大陆集中。

我们认为，随着中国锂电池模组制造企业生产工艺的成熟，同时，国内企业具备成本优势，未来将是中国锂电池模组企业侵占日韩企业市场的时代，笔记本电脑用锂电池产业转移趋势不可逆转。

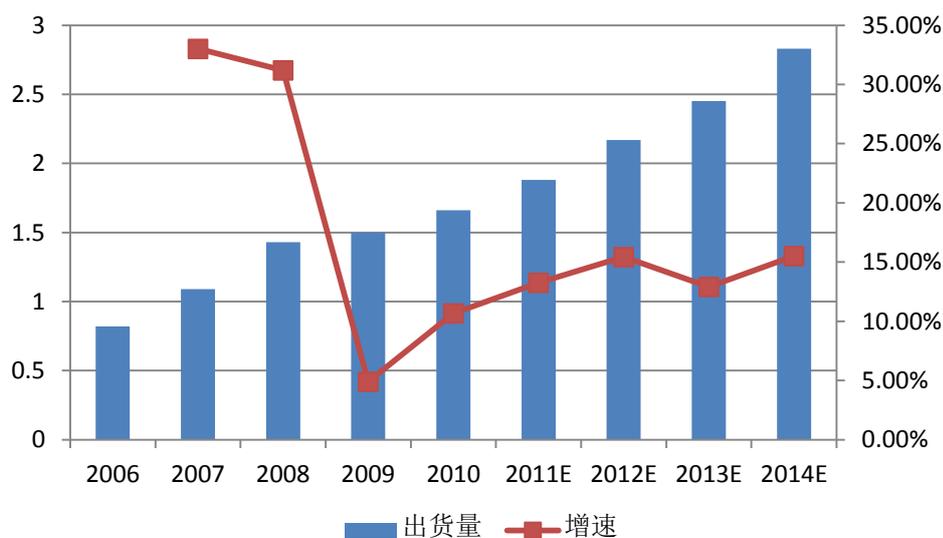
#### 3.2 进入主流笔记本电脑厂商供应链是必然事件



笔记本电脑市场是目前锂离子电池模组的第二大应用领域，也是使用量增长最快的领域之一。笔记本电脑电池在经历由镍镉电池、镍氢电池到锂离子电池模组的发展后，目前绝大部分的笔记本电脑电池为锂离子电池模组。笔记本电脑市场的迅速扩大主要归因于经济发展所带来的移动办公需求增长。2010 年全球笔记本电脑市场总量为 1.66 亿台左右，比 2009 增长 10.67%。预计 2011 年笔记本电脑出货量 1.88 亿台，同比增长 13.25%。我们预计未来几年笔记本电脑出货量复合增长率 14%。未来全球笔记本电脑市场仍将保持强劲的需求，需求主要来源于以下几个方面：①笔记本电脑的更新换代；③笔记本电脑对台式电脑的更替，预计到 2013 年，笔记本电脑出货量占个人电脑出货量的比例将超过 70%。

图 17：全球笔记本电脑出货量

单位：亿台

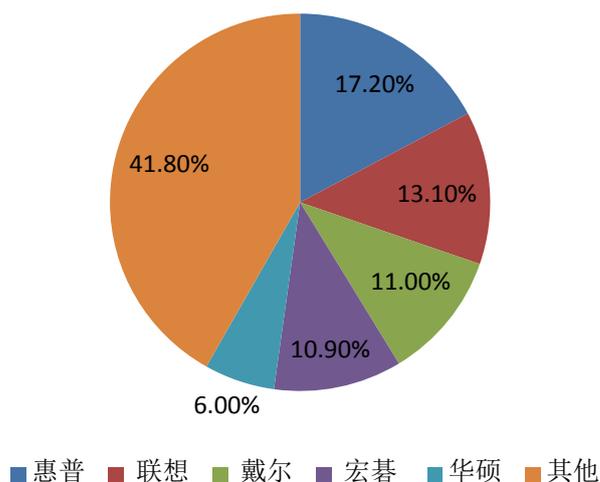


资料来源：浙商证券研究所

全球主要的 PC 生产企业有惠普、联想、戴尔、宏基、华硕等，这些企业也是最主要的笔记本电脑生产企业。联想自 2010 年开始成为全球第二大商用笔记本电脑公司，市场份额稳步提升，今年第二季度联想的出货量为 1282 万台，市占率为 14.7%；与惠普的出货量仅相差 22 万台，市占率仅相差 0.2%。



图 18：2012 年 Q1 全球 PC 市场市占率



资料来源：浙商证券研究所

目前欣旺达主要的笔记本电脑客户主要有：顶星、怡亚通、创智成、宝龙达等，这些客户主要为国内外著名的笔记本电脑品牌客户设计和制造笔记本电脑。公司的笔记本电脑类电池模组生产线投产以来，产能处于饱和状态。公司在技术支持、生产管理和资源整合上加强与公司目前客户的合作，稳定并扩大现有客户的采购份额。公司笔记本电脑类锂离子电池模组在产品研发设计、质量、交货能力、产销规模等方面均处于内资厂商前列，已经获得先发优势。2010年在笔记本电脑类锂离子电池模组方面，公司已成功导入两个核心客户：一是亚马逊公司，公司负责为其电子书“Kindle”系列产品提供锂离子电池模组。二是华硕·凌海科技，是台湾华硕集团的全资子公司，其产品主要是笔记本电脑、无线鼠标等。公司为其笔记本电脑产品提供锂离子电池模组。这两位核心客户的导入对公司笔记本电脑类锂离子电池模组未来进入其他大厂产业链奠定了基础。

我们认为，锂电池产业转移趋势不可逆转，而公司研发笔记本电池成功已有3年时间，公司上市后资金实力以及生产规模大幅提升，公司具备足够的实力进入笔记本大厂的供应链。根据我们的了解，公司目前已经与联想、索尼等大厂接触，我们认为2013年进入某些笔记本生产企业供应链是大概率事件，一旦进入，公司笔记本电脑业务成长空间打开，成长空间巨大，带来业绩爆发式增长。

### 3.3 Kindle 系列或带来惊喜

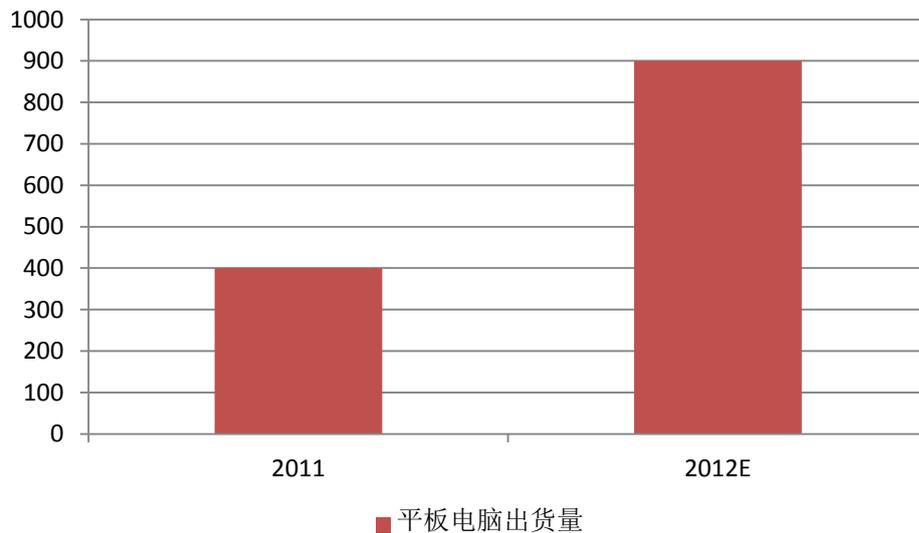
我们认为，Kindle fire的热销将加速亚马逊推出下一代Kindle平板电脑，我们认为，在苹果即将进入7寸平板市场的状况下，亚马逊必须要推出新产品应对苹果的竞争，考虑到9月前后苹果推出7寸平板，因此，我们同样预期亚马逊会在2012年下半年推出新产品应对苹果的挑战。2012年，苹果、亚马逊、三星电子将成为平板装置前三大厂商。亚马逊(Amazon)平板装置出货量预计达到900万台。Kindle fire当前只有7寸屏，Kindle fire的成功为亚马逊推出9寸



以上的平板电脑奠定了基础，亚马逊不会只满足于 7 寸的 Kindle fire，而且，Kindle fire 的商业模式并不适合类似于中国这样需求旺盛的国家，因此，我们认为，全系列的平板电脑才是亚马逊在平板电脑领域未来的战略重点，2012 年亚马逊平板电脑的增长将主要来自于下半年新产品，凭借欣旺达与亚马逊曾经良好的合作关系，我们认为 Kindle 新产品系列，欣旺达能够切入他们的供应链体系，同时凭借着亚马逊平板电脑低价策略，我们预计下半年亚马逊平板将延续 Kindle fire 的火爆，2012 年亚马逊出货量持续向上修正是大概率事件。

图 19：亚马逊平板电脑出货量

单位：万台



资料来源：浙商证券研究所

#### 4、动力类锂离子电池渗透率提升引领需求

在动力电池领域，原来占主导地位的是铅酸电池，但随着锂离子电池技术的不断发展（特别是锂离子电芯和锂离子电池模组电源管理系统技术的发展）和人们环保意识的提高，在动力电池领域，锂离子动力电池作为新兴的替代能源开始受到消费者的青睐，未来发展空间广泛。

电动工具是动力类锂离子电池模组的主要应用领域之一。随着锂离子电芯性能的提高和快速充电器的应用，应用锂离子电池模组的充电式电动工具得到迅速发展，市场份额正在快速增加。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，我们预计电动工具出货量维持个位数成长，但是，锂离子类电动工具出货量我们预计维持 15%-20% 的行业增速，主要原因是随着锂离子电池技术越发成熟，锂离子电池模组的电动工具渗透率将逐步提升，由目前 30% 提升到 50% 以上。

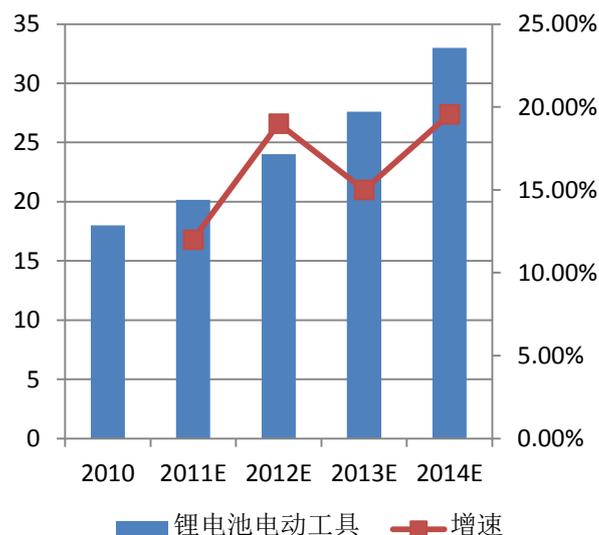


图 20: 全球电动工具出货量 单位: 百万台



资料来源: 浙商证券研究所

图 21: 锂电池类电动工具出货量 单位: 百万台



资料来源: 浙商证券研究所

## 5、精密结构件业务是主营业务的有效补充

结构件是用某种材料制成的, 具有一定形状, 并能够承受载荷的实体。公司生产的结构件产品主要包括精密结构件和薄膜开关等, 绝大部分应用于手机、笔记本电脑、MP3\MP4 等消费类电子产品。公司的结构件业务主要为公司的锂离子电池模组产品进行结构件配套。公司的结构件业务提高了公司锂离子电池模组产品的整体设计开发、生产配套及快速响应的能力。

公司精密结构件的产能在优先为公司的锂离子电池模组生产配套的锂离子电池模组外壳后, 剩余产能用于生产手机机壳、笔记本电脑机壳等产品并单独对外出售。用于锂离子电池模组外壳的精密结构件产品形成对外销量锂离子电池模组的一部分, 该部分精密结构件产出由公司内部直接领用, 不计入精密结构件产品的外销数。精密结构件产销率中的销售数量仅包括公司单独对外出售的手机机壳、笔记本电脑机壳等精密结构件产品。公司的精密结构件产品全部按订单(包括用于锂离子电池模组外壳的内部订单)生产, 不存在产销脱节的问题。

精密结构件和薄膜开关等结构件产品的应用行业非常广泛, 公司目前的结构件产品主要应用于锂离子电池模组、手机等行业。结构件产品的价值在下游终端产品中所占的比例较低, 且一般均属于不可或缺的零部件, 因此结构件产品的发展与下游行业的发展关联度非常高。结构件生产企业一旦进入其供应链体系而成为其供应商后, 可以得到相对稳定的订单, 而下游厂商也能够获得长期稳定的供货。

结构件业务是公司主营业务的补充, 我们预计未来几年公司结构件业务可能会出现小幅下滑, 主要原因在于我们预计公司未来几年锂电池模组需求大幅增加, 公司难有更多的闲于产能用于生产结构件。

## 6、市场占有率具备极大的提升空间





锂离子电池模组行业随着锂离子电池产业的产生而诞生，随着锂离子电池产业专业化分工程度的深化而快速发展。目前锂离子电池模组产业与上游的锂离子电池电芯行业均属于充分竞争行业，但是在不同的细分市场，其竞争程度不同。在手机数码类锂离子电池模组市场中，由于生产技术比较成熟，市场参与者较多，但是大部分竞争者处在低端层次，在高端产品市场仍然是少数厂商的竞争。在笔记本电脑锂离子电池模组以及锂离子动力电池模组市场上，由于技术与资金门槛较高，参与者大都为实力出众的外资厂商、台湾厂商和极少数国内厂商。公司在 2008 年成功研发并掌握笔记本电脑类和动力类锂离子电池模组电源管理系统的一系列关键性技术后，已经成功地进入该市场，并与这些厂商展开直接竞争。

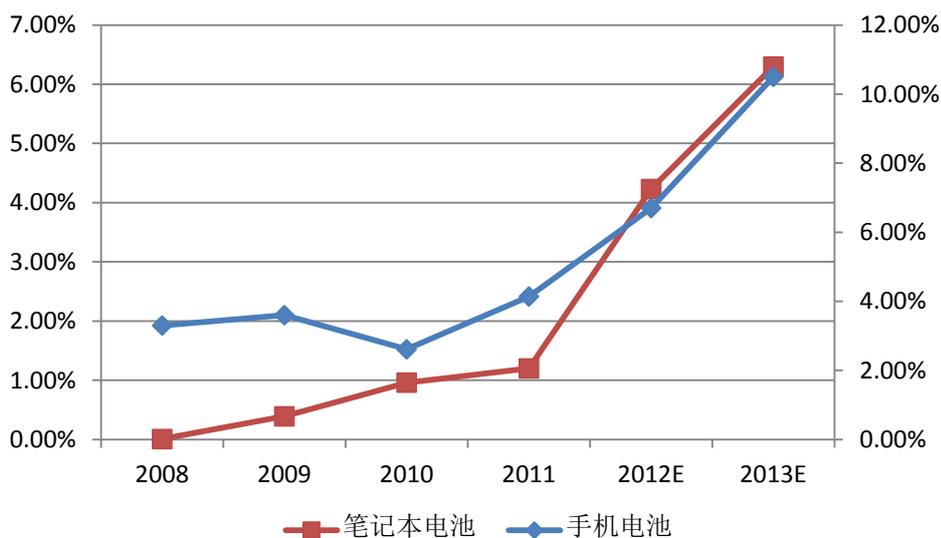
表 2：公司主要竞争对手

	主要竞争对手
手机数码类电池模组	比亚迪、飞毛腿、德赛电池、广州明美
笔记本电脑电池模组	新普、顺达科技、加百裕、新盛力、飞毛腿
动力类电池模组	比亚迪、德赛电池、光宇

资料来源：浙商证券研究所

处于锂离子电池模组第一层次的生产厂商通常为中日韩部分电芯厂商旗下的模组生产厂商、台湾地区的专业锂离子电池模组生产企业和少数国内的专业锂离子电池模组生产企业，比如：索尼、比亚迪、新普、广州明美、飞毛腿以及欣旺达等。这些企业按其优势产品又可分为手机数码类电池模组厂商和笔记本类电池模组厂商两类。在手机数码类锂离子电池模组厂商中，国外的索尼、三洋，国内的比亚迪、德赛电池、广州明美、飞毛腿与欣旺达等是主要的生产厂商。在笔记本电脑类锂离子电池模组厂商中，台湾的新普科技、顺达科技以及国内的飞毛腿是主要的生产厂商。

图 22：公司主要产品中国市场占有率



资料来源：浙商证券研究所





我们认为，欣旺达凭借专业的锂离子电池模组制造能力，凭借多样化的电芯选择、专业的电源管理系统研发能力、专业的锂离子电池模组生产管理、良好的成本控制能力，以及公司进入资本市场后雄厚的资本实力，未来公司市场份额将进一步提升。

## 7、盈利预测及投资建议

### 7.1 分业务预测

单位：百万元

主营结构	项目	2012E	2013E	2014E
手机数码类锂离子电池模组	销售收入	70400	88000	99400
	增长率	46.84%	25%	12.95%
	毛利率	16.55%	16.73%	16.74%
笔记本电脑类锂离子电池模组	销售收入	44951	96256	161300
	增长率	52.72%	114.14%	67.57%
	毛利率	24%	23%	23%
动力类锂离子电池模组	销售收入	9584	13838	18000
	增长率	41.44%	44.39%	30.08%
	毛利率	30%	31%	30%
精密结构件	销售收入	8373.3	7954.05	7800
	增长率	-17.63%	-5.01%	-1.94%
	毛利率	16%	17%	17%
薄膜开关	销售收入	4250.4	3643.2	3680
	增长率	-17.76%	-14.29%	1.01%
	毛利率	23%	22%	22%
其他	销售收入	3500	3800	4000
	增长率	7%	9%	5%
	毛利率	22%	21%	20%
收入合计		141058.7	213491.25	294180
增长率		37.3%	51.35%	37.79%
综合毛利率		21.13%	21.11%	21.1%

### 7.2 估值和投资建议

我们预计公司 2012-2014 年实现营业收入 14.1、21.34、29.41 亿元，同比增速分别为 36.75%、51.35%、37.79%，实现净利润 105、167、230 百万元，同比增速分别为 27.43%、58.93%、37.42%，对应的 EPS 分别为 0.43、0.69、0.94 元，PE 分别为 29、18、12 倍。我们认为，2012 年是中低端智能机的爆发年，是中国品牌手机制造商的高速成长的一年，作为国产品牌手机零部件主流供应商，欣旺达充分受益于智能机的高速成长。此外，笔记本电脑锂电池产业转移才刚刚开始，公司锂电池已经能够进入亚马逊这样一流厂商的供应链，随着公司生产规模扩大，技术以及资本实力的提升，我们相信公司笔记本用锂电池进入一家以上的主流笔记本品牌厂商供应链是大





概率事件，这样，公司笔记本用锂电池业务进入爆发式增长状态。未来三年公司可维持高速增长状态，给予“买入”的投资建议。

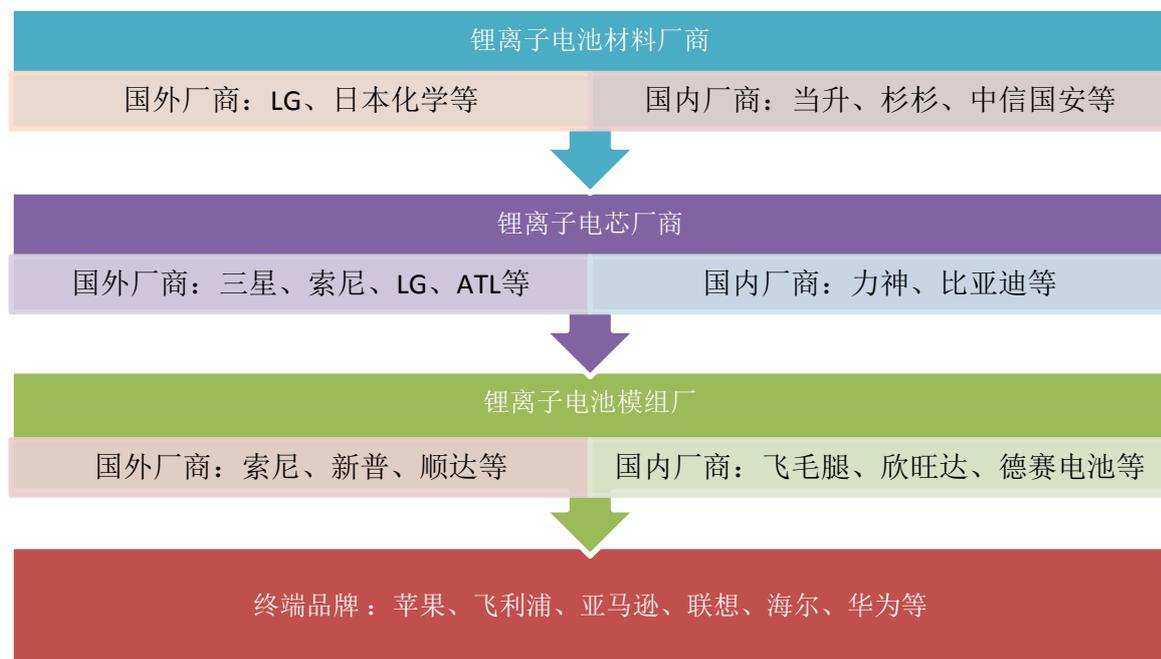
## 风险提示

- 1、公司在华为市场份额低于预期
- 2、公司未能进入笔记本大厂供应链

## 附录：锂离子电池产业简介

锂离子电池模组研发制造业务，处于锂离子电池产业链的下游，其发展前景与锂离子电池行业的发展状况密切相关。锂离子电池产业作为新能源领域的重要组成部分受到世界各国政府的高度重视和大力扶持，得到迅速发展，广泛应用于手机、笔记本电脑（及上网本、平板电脑、电纸书）、MP3/MP4、电动工具、电动自行车、医疗器械及移动照明等领域。

图 23：锂电池产业链



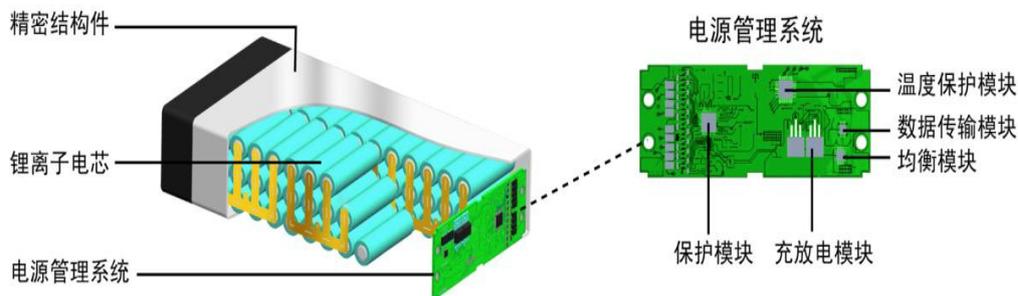
资料来源：浙商证券研究所

锂离子电池产业链的下游为锂离子电池模组厂商，电池模组厂商根据下游客户产品的不同性能、使用要求选择不同的锂离子电芯、不同的电源管理系统方案、不同的精密结构件、不同的制造工艺等进行锂离子电池模组的设计与生产。在锂离子电池产业链上，大部分的厂商为各自产业链层级上的专业厂商，也有一小部分厂商通过纵向一体化战略来提高自身的竞争力，比如同时从事锂



离子材料与电芯生产的中信国安、同时从事锂离子电芯和电池模组生产的索尼公司等。

图 24：锂离子电池模组结构示意图

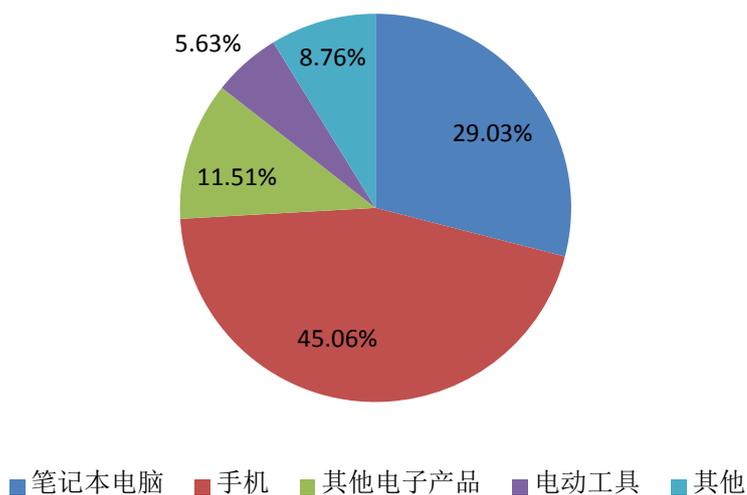


锂离子电池模组结构示意图

资料来源：浙商证券研究所

锂离子电池模组行业是伴随着消费类电子产品发展起来的，从最初的手机、MP3/MP4，到笔记本电脑、摄像机等，再到如今层出不穷的各种时尚电子产品，比如：平板电脑、电子书等都是锂离子电池模组的主要需求者。近年来随着锂离子电池材料的不断改进和锂离子电源管理系统技术特别是多电芯锂离子电源管理系统技术的发展，锂离子电池模组在电动工具、电动自行车、电动汽车等动力电池领域的应用越来越广泛。目前锂离子电池模组的主要应用领域为手机和笔记本电脑。

图 24：锂离子电池下游应用范围



资料来源：浙商证券研究所

目前，全球电池市场总量约为 300 亿美元，其中二次电池市场约占总量的 63%，并处于快速增长期。2009 年全球锂离子电池市场总量约 100 亿美元。锂离子电池目前主要应用于手机、笔记本电脑等便携式电子产品领域。随着便携式电子产品市场的持续增长及锂离子电池电动工具、



电动汽车和储能电站等市场的启动，整个锂离子电池行业的市场容量呈快速增长的趋势，2020年其市场总量预计将超过590亿美元。





## 附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1291.38	1443.75	1763.33	2227.44	<b>营业收入</b>	1031.49	1410.59	2134.91	2941.80
现金	754.20	821.88	853.97	941.38	营业成本	824.74	1126.60	1684.28	2321.05
应收账款	279.96	284.27	427.37	749.35	营业税金及附加	5.38	4.31	7.15	11.39
其它应收款	7.91	20.30	22.39	36.44	营业费用	18.83	28.21	53.37	73.55
预付账款	29.90	32.79	38.37	45.68	管理费用	85.44	134.01	204.95	273.59
存货	165.44	210.10	308.15	310.80	财务费用	6.49	4.75	1.61	7.19
其他	53.97	74.41	113.09	143.79	资产减值损失	4.86	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	181.82	210.63	224.37	223.43	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	106.82	147.10	169.53	175.92	<b>营业利润</b>	85.76	112.71	183.54	255.03
无形资产	21.10	20.36	19.78	19.12	营业外收入	8.45	8.00	8.00	8.00
其他	53.90	43.17	35.05	28.38	营业外支出	0.52	0.52	0.52	0.52
<b>资产总计</b>	1473.20	1654.39	1987.70	2450.87	<b>利润总额</b>	93.69	120.19	191.02	262.51
<b>流动负债</b>	291.20	385.03	578.50	854.52	所得税	10.71	14.42	22.92	31.50
短期借款	40.00	60.00	191.27	357.84	<b>净利润</b>	82.98	105.77	168.10	231.01
应付账款	195.40	126.49	354.73	308.42	少数股东损益	0.31	0.42	0.67	0.92
其他	55.81	198.54	32.49	188.25	<b>归属母公司净利润</b>	82.67	105.35	167.43	230.08
<b>非流动负债</b>	3.18	3.57	3.38	3.47	EBITDA	89.57	120.33	200.10	283.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.44	0.43	0.69	0.94
其他	3.18	3.57	3.38	3.47					
<b>负债合计</b>	294.38	388.60	581.87	857.99	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	12.69	13.11	13.79	14.71		2011	2012E	2013E	2014E
归属母公司股东权益	1166.12	1252.67	1392.04	1578.17	<b>成长能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	1473.20	1654.39	1987.70	2450.87	营业收入	32.97%	36.75%	51.35%	37.79%
					营业利润	17.98%	31.42%	62.84%	38.95%
					归属母公司净利润	31.88%	27.43%	58.93%	37.42%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	20.04%	20.13%	21.11%	21.10%
					净利率	8.04%	7.50%	7.87%	7.85%
					ROE	7.04%	8.36%	11.96%	14.50%
					ROIC	5.33%	6.66%	9.62%	11.44%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	19.98%	23.49%	29.27%	35.01%
					净负债比率	4.27%	4.74%	13.61%	22.46%
					流动比率	4.43	3.75	3.05	2.61
					速动比率	3.87	3.20	2.52	2.24
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.97	0.90	1.17	1.33
					应收帐款周转率	4.91	5.00	6.00	5.00
					应付帐款周转率	5.74	7.00	7.00	7.00
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.44	0.43	0.69	0.94
					每股经营现金	-0.27	0.54	-0.12	0.01
					每股净资产	6.27	5.18	5.75	6.52
					<b>估值比率</b>				
					P/E	0.00	28.51	17.94	13.05
					P/B	0.00	2.40	2.16	1.90
					EV/EBITDA	-7.68	18.77	11.79	8.61

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所





## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

