

锂电池模组一线厂商

欣旺达 (300207) 调研报告

谨慎推荐 (维持)

风险评级: 一般风险

2013年2月22日

投资要点:

- ◇ 公司是国内锂电池模组一线厂商。公司产品按用途可分为手机数码类锂离子电池模组、笔记本电脑类锂离子电池模组、动力类锂离子电池模组三大系列。公司定位于下游客户的中高端品牌商,已进入苹果、飞利浦、亚马逊、联想、中兴、华为等国内外知名品牌厂商的供应链体系,并在客户锂电池模组需求中保持较高的占比。
- ◇ 公司产能释放,业务快速发展。募投项目投产后,超募项目也即将完工,预计2013年公司手机、笔记本和动力类锂电池模组产能将分别达到5000万、900万和400万只。随着产能释放,公司有各项业务有望快速发展:
 - ◇ (1)手机数码类锂电池模组将充分受益于智能手机增长和国产品牌崛起,逐步提高市场占有率;
 - ◇ (2)笔记本类锂电池模组将迎接产业转移,公司有望切入一线品牌,扩大市场份额,其中,公司作为亚马逊主力供应商,占其平板及电子书锂电池模组需求的50%~60%;
 - ◇ (3)动力类锂电池主要受益于电动自行车电池的产品替代;
 - ◇ (4)电源管理器(BMS)对外销售成为重要的盈利增长点,2013年销售额有望增加至2亿;
 - ◇ (5)电动自行车电机和控制器项目定位高端,有望于下半年开始贡献利润。
- ◇ 维持“谨慎推荐”。产能释放不仅提升了公司对一线品牌客户的接单能力,更有望开启公司的高成长之路。预计2012-2014年EPS分别为0.30、0.55和0.68元,当前股价对应的动态市盈率分别为45、24和20倍,维持“谨慎推荐”的投资评级。

郑磊

SAC 执业证书编号:

S0340512080002

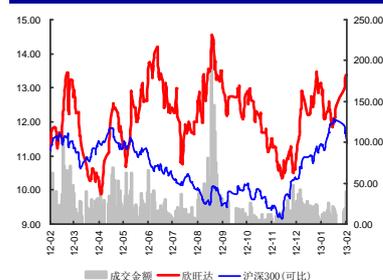
电话: 0769-22115935

邮箱: zl10@dgzq.com.cn

主要数据 2013年2月21日

收盘价(元)	13.38
总市值(亿元)	32.70
总股本(百万股)	244.4
流通股本(百万股)	75.27
ROE(TTM)	5.61%
12月最高价(元)	17.98
12月最低价(元)	10.00

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

公司主要财务指标预测表

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,031.49	1,196.22	1,893.13	2,310.89
同比%	32.97	15.97	58.26	22.07
归属母公司净利润(百万元)	82.67	72.96	133.53	166.85
同比%	31.88	-11.75	83.01	24.96
毛利率%	20.04	18.51	19.37	19.28
ROE%	7.01	5.65	9.60	11.00
每股收益(元)	0.44	0.30	0.55	0.68
每股净资产(元)	6.20	5.28	5.69	6.20
市盈率(倍)	30.43	44.82	24.49	19.60
市净率(倍)	2.16	2.53	2.35	2.16

相关报告

公司产能释放,驶入成长快车道
2013年1月24日

业绩低于预期,不改成长前景
2013年1月31日

目录

投资逻辑：	4
锂电池行业：	4
消费电子锂电池行业：	4
欣旺达：	4
1.概述：国内锂电池模组一线厂商	6
1.1 业务：锂电池模组整体设计与制造	6
1.2 客户：在一线品牌供应体系中占有稳固地位	7
1.3 产能：12 和 13 年是产能集中释放期	8
1.4 财务：营收和利润逐季改善	8
1.5 研发：轻薄化、高效化为主要方向	9
2.手机数码类：受益于智能手机成长和国产品牌崛起	9
3.笔记本电脑类：受益于产业转移，有望切入一线品牌	10
3.1 公司产能释放，有望迎接产业转移	11
3.2 公司将跟随亚马逊成长	12
4.动力类：受益于电动自行车电池产品替代	12
4.1 动力类锂电池模组进入门槛较高，市场尚处于起步阶段	12
4.2 产品替代推动锂电自行车业务高增长	13
5.电源管理系统（BMS）：重要的盈利增长点	16
6.其他业务：以生产配套为主	16
7.盈利预测	16

插图目录

图 1：公司主要产品	6
图 2：锂电池模组结构示意图	6
图 3：锂离子电池产业链	7
图 4：公司业务范围	7
图 5：公司主要客户	7
图 6：公司营收和利润逐季改善	9
图 7：全球手机出货量	10
图 8：全球智能手机出货量	10
图 9：中国智能机渗透率	10
图 10：全球平板出货量（单位：百万台）	11
图 11：本土企业竞争优势	11
图 12：欣旺达竞争优势	11
图 13：全球电动工具出货量（百万块）	13
图 14：电动工具电池类型占比	13
图 15：中国锂电自行车销量	13
图 16：我国电动自行车产量（百万辆）	14
图 17：我国电动自行车控制器需求（万套）	15

表格目录

表 1：公司主要产品产能释放进度	8
表 2：Google Nexus 7 与亚马逊 Kindle Fire 拆解成本比较	12
表 3：收入分类预测表	17

投资逻辑：

公司投资逻辑



资料来源：东莞证券研究所

锂电池行业：

锂电池具有快速充电、放电功率高、能量密度大、循环寿命长等优点，凭借优秀的性能和逐步降低的售价，锂电池对其他电池的替代正加速推进。高工锂电产业研究所统计数据显示，2011年中国锂电池销量首次超过铅酸电池销量，接近30亿只，约140GWH，标志着中国二次充电电池行业步入锂电时代。其中，消费电子锂电池容量为22.9GWH，市场规模为101.1亿美元。中长期来看，新能源汽车和储能电池是锂电池市场规模成长最大的趋动因素；而短期来看，受益于移动终端的爆发，消费电子锂电池保持了高速增长。

消费电子锂电池行业：

从短期来看，手机和笔记本在锂离子电池中的需求占比约75%，其中，智能手机和平板是增长最快的下游应用。在需求数量快速增长的同时，移动终端轻薄化、高效化趋势提升了锂电池的质量需求。

从中长期来看，由于电芯产业是资本密集型产业，随着技术进步，产业规模的放大，其成本下降速度将显著快于电池模组制造，锂电池模组制造价值在电池产品中的占比将会逐步提升。因此，锂电池模组市场规模的成长将高于锂电池行业增速。

从锂电池行业来看，中上游是技术引导，下游是成本引导，国内企业有望自下而上寻求突破。贴近终端，劳动力密集的模组环节有望率先实现产业转移，台湾消费电子锂电池产业增长明显放缓，将加速这一进程。

欣旺达：

公司是专业的锂离子电池模组生产企业，处于产业链下游。公司具有整体开发与设计能力，在国内外知名厂商供应链中拥有稳固的市场地位。公司产能释放且配套完善，2013年有望迎来业绩拐点：

- 手机数码类锂电池模组将充分受益于智能手机增长和国产品牌崛起，逐步提高市场占有率；
- 笔记本类锂电池模组将迎接产业转移，公司有望切入一线品牌，扩大市场份额；
- 动力类锂电池主要受益于电动自行车电池的产品替代；
- 电源管理器（BMS）对外销售放量。

1. 概述：国内锂电池模组一线厂商

1.1 业务：锂电池模组整体设计与制造

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。

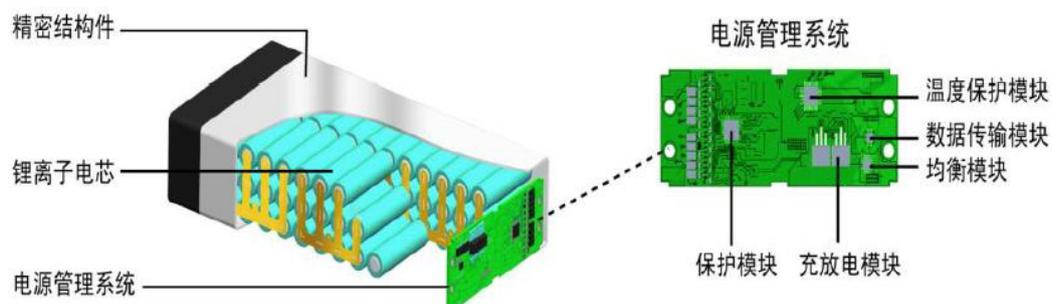
图 1：公司主要产品



资料来源：公司资料，东莞证券研究所

此外，公司及下属子公司还从事结构件（主要为精密结构件、薄膜开关）的研发、设计及生产。公司结构件制造业务的存在，主要是为提高以锂离子电池模组为核心的产品整体设计与配套能力。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。在巩固自身产品优势地位的基础上，公司还将加快向电动自行车、电动汽车和储能电站等领域拓展。

图 2：锂电池模组结构示意图



资料来源：公司资料

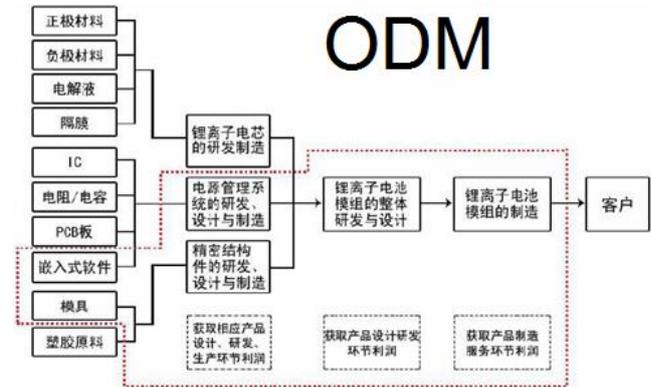
公司业务并不是简单的组装，主要采取 ODM 模式，参与客户产品设计、研发和生产环节，并分享相应利润。

图 3：锂离子电池产业链



资料来源：公司资料

图 4：公司业务范围



资料来源：公司资料，东莞证券研究所

凭借持续的自主创新能力，优秀的锂离子电池模组整体开发与设计能力，优秀的成本控制能力及合理的业务定位与优质客户资源，公司目前已成为国内锂电领域设计能力最强、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。

1.2 客户：在一线品牌供应体系中占有稳固地位

公司定位于下游客户中的中高端品牌商，为其提供锂离子电池模组解决方案及产品。在消费电子领域，公司具有显著的客户优势。公司已进入亚马逊、苹果、飞利浦、联想、中兴、华为、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，并在客户锂电池模组需求中保持较高的占比。

图 5：公司主要客户



资料来源：公司资料

1.3 产能：12 和 13 年是产能集中释放期

此前，受制于旧厂房的规模和产线自动化程度不高，公司流失了一些订单。目前租赁的新厂区可以容纳的最大产能对应收入 40-50 亿，约为公司现有营收规模的 4 倍。产能已不再是限制公司发展的瓶颈，公司已具备快速扩张产能的条件，一个月内可新增产能并投入使用。

募投项目：

- 扩产手机数码类锂电池模组 1950 万只、笔记本电脑类锂电池模组 350 万只和动力类锂电池模组 250 万只，已于 2012 年底完工。

超募项目：

- 锂电池模组项目：扩充笔记本电脑类锂电池模组 300 万只、动力类锂电池模组 190 万只，已于 2012 年底完工。
- 电动自行车电机与控制器项目：年产电动自行车电机和控制器各 100 万套，预计 2013 年 5 月完工；
- 博罗项目：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，预计 2015 年完工。

由于光明工业园整体配套设施建设尚不完善，人员招聘不易，无法迅速满足客户要求，出于满足公司目前订单状况及生产经营规模持续扩大的需求，综合公司管理成本等各种因素的考虑，公司暂时租赁了位于颐和路的场地实施募投项目，已于 2012 年底完工并正工投产。根据公司现有投资计划，2012 和 2013 年是公司产能的集中释放期。

表 1：公司主要产品产能释放进度

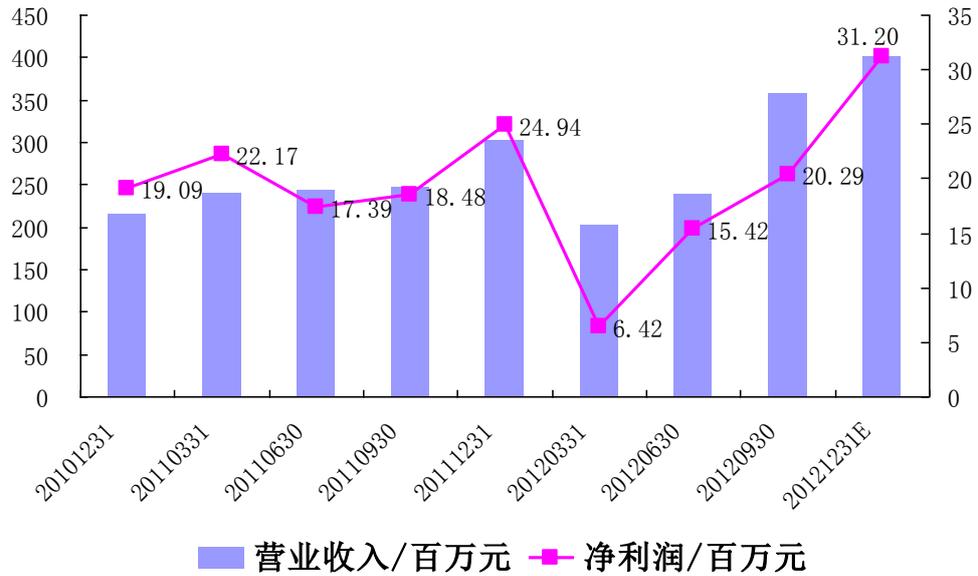
产品	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
手机数码类/万套	2450	2450	2800	4000	5000	5000
笔记本电脑类/万套	60	150	350	550	900	1000
动力类/万套	30	75	100	180	400	560
电动自行车电机与控制器/万套					15	50

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

1.4 财务：营收和利润逐季改善

根据公司公告，预计 12 年归属于上市公司股东的净利润为 6613 万元~7853 万元，对应 Q4 净利润为 2437~3677 万元，环比增长 24%~87%，公司 12 年营收和利润逐季提升。这样的增长是在公司厂房搬迁、费用大幅增加的情况下取得的，说明公司已实现平稳过渡，为未来的增长奠定了良好的基础。

图 6：公司营收和利润逐季改善



资料来源：Wind, 东莞证券研究所

1.5 研发：轻薄化、高效化为主要方向

小体积大容量，在电子产品功能不断增加的情况下保证使用时间和使用寿命，这是当前锂电池模组发展的主要方向。因此，公司研发也主要围绕锂电池轻薄化、高效化趋势展开。

公司是高新技术企业，每年研发经费约营收规模的 3~3.5%，并积极开展产学研结合的项目研究，保证了公司在电动车电池模组、BMS、储能设备上强大的研发能力和领先的技术储备。

公司及下属子公司目前共有已获授权的专利技术 21 项（其中发明专利 3 项），正在申请的专利 41 项（其中发明专利 35 项）。公司在锂离子电池模组领域，通过自主研发，拥有自主原始创新和集成创新的核心技术 15 项，技术处于国内同行业领先水平。公司在手机数码类电池模组、笔记本电脑类电池模组和动力类电池模组的电源管理系统研发方面，处于国内同行业领先水平。

2008 年 3 月，公司作为主要起草单位之一参与由国家工业和信息化部电子工业标准化研究所组织的国家标准《便携式电子产品用锂离子电池安全要求》的起草工作。

2. 手机数码类：受益于智能手机成长和国产品牌崛起

手机数码类锂离子电池模组属完全竞争市场。高端市场被日韩企业和国内一线厂商占据。而大部分的锂离子电池模组生产企业规模较小、技术水平较低、产品开发能力薄弱、产品的一致性较差、产品的供货速度与规模得不到保证，难以通过一线手机品牌商的供应商认证，只能为二三线的手机品牌或者自主品牌提供产品。

目前，公司市场占有率约 3%~4%，面临的主要竞争对手是：比亚迪、飞毛腿、德赛电池、广州明美等。

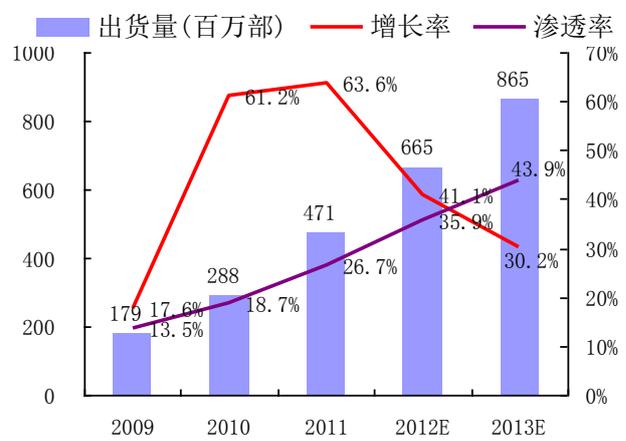
在手机数码类锂电池模组市场，公司定位中高端，为苹果、飞利浦、联想、OPPO、海尔等知名品牌手机提供锂离子电池模组产品，供货份额依次为 20%、25%、45%、50% 和 30%。

图 7：全球手机出货量



资料来源：易观智库，东莞证券研究所

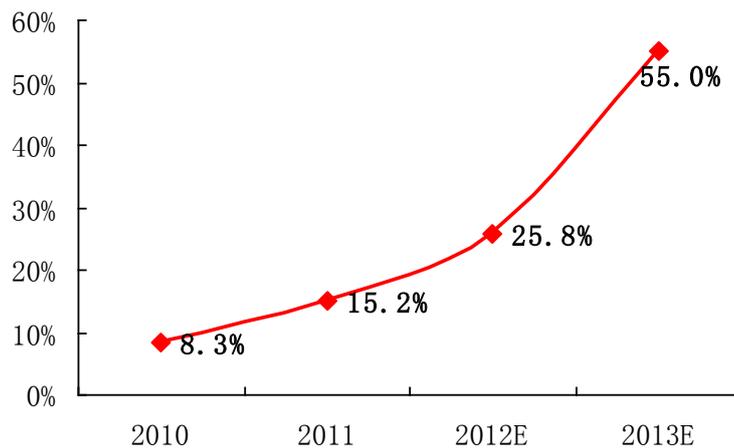
图 8：全球智能手机出货量



资料来源：DIGITIMES，东莞证券研究所

公司受益于移动终端的爆发和国产品牌的崛起。公司手机数码类模组有望随终端客户出货量增加而实现稳定增长。从总体品牌格局来看，国外品牌以三星、诺基亚、苹果为代表，总体份额已较前几年大幅下降，但占据国内高端手机市场主要份额，维持较高利润；而国产手机以联想、酷派、华为、中兴为代表，在市场份额上已占据主动权。公司已进入一线国际品牌手机供应链；而在国内手机市场，公司主要向一线品牌的高端智能机供货。公司 2012 年 Q3 开始向华为批量供货，Q4 开始向中兴供货，预计 2013 年份额有望大幅提升。

图 9：中国智能机渗透率



资料来源：易观智库，东莞证券研究所

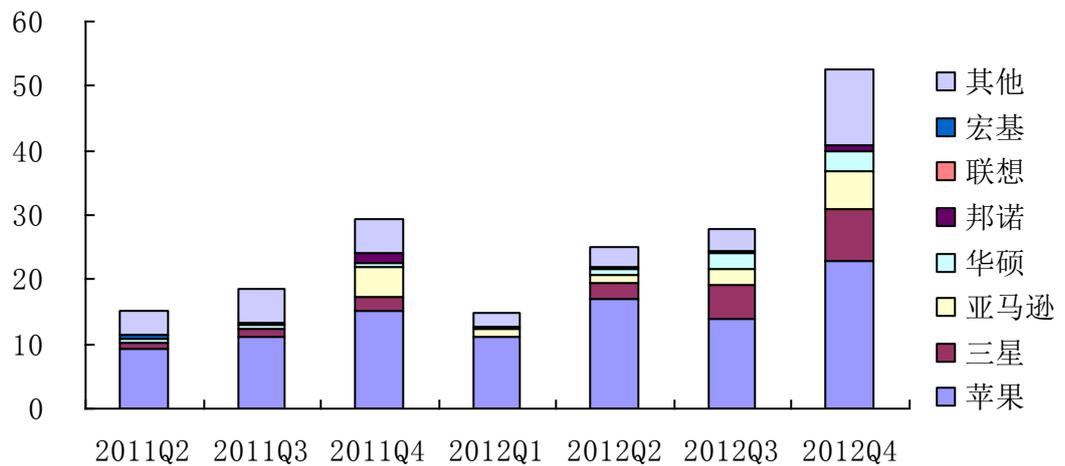
3. 笔记本电脑类：受益于产业转移，有望切入一线品牌

台湾企业占据半壁江山。与手机数码类锂电池模组市场类似，笔记本电脑类模组市场接近完全竞争。从市场格局来看，凭借产业集群优势，台湾厂商占据了五成以上份额，

日、韩的电芯厂商所属的电池模组生产厂占据剩下的大部分市场份额。随着技术实力的迅速提高，少数国内厂商凭借成本与快速反应优势已经成功进入笔记本电脑电池模组市场，并快速成长。

公司笔记本电脑类锂电池下游主要应用于传统笔记本电脑、电纸书和平板电脑三大领域，市占率约为 5%，面临的主要竞争对手是台湾的专业模组厂商，如新普、顺达科技、加百裕、新盛力以及国内专业的锂离子电池模组厂商如飞毛腿等。

图 10：全球平板出货量（单位：百万台）

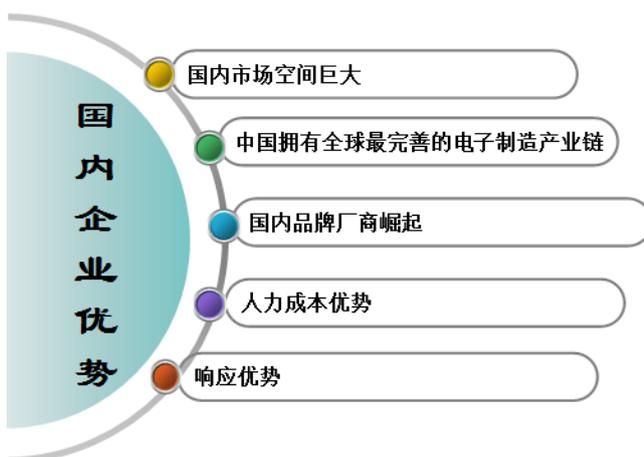


资料来源：IDC, 东莞证券研究所

3.1 公司产能释放，有望迎接产业转移

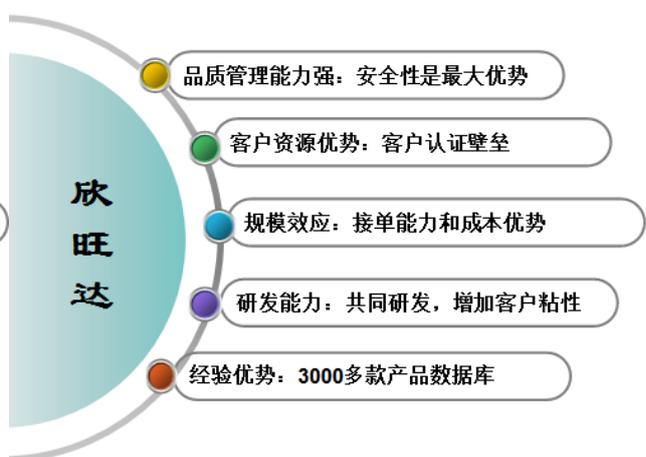
从锂电池行业来看，中上游是技术引导，下游是成本引导，国内企业有望自下而上寻求突破。贴近终端，劳动力密集的模组环节有望率先实现产业转移。传统笔记本电脑类锂电池模组市场已趋成熟，台湾企业增速放缓，将加速产业转移进程。

图 11：本土企业竞争优势



资料来源：东莞证券研究所

图 12：欣旺达竞争优势



资料来源：东莞证券研究所

中国拥有巨大的市场空间和全球最完善的电子制造产业链，随着国内企业的采购规模的放大以及国产电芯的逐步成熟，大陆电池模组制造企业电芯采购成本将下降，加上人力成本优势和对于电子产业链尤为重要的快速响应能力，国内企业有望迎接产业转

移。作为国内锂电池模组一线厂商，公司有望凭借强大的品质管理能力、研发能力和客户资源优势，充分发挥规模效应，快速扩大市场份额。公司一直重视在自动化研发上的投入，逐步实现自动化对人工的替代。在产能扩张的同时，公司加快了自动化产线的改造，有助于导入台湾一线客户。

3.2 公司将跟随亚马逊成长

虽然电子书市场下滑（2012 亚马逊的电子书出货量约为 650 万台，同比下滑超过 50%），但 2012 年亚马逊在平板市场上的表现仅次于苹果和三星，出货量达 1130 万台。公司是亚马逊的主力供应商，占其电子书和平板锂电池模组需求份额约 50%-60%。

表 2: Google Nexus 7 与亚马逊 Kindle Fire 拆解成本比较

储存容量	Nexus 7		Kindle Fire
	8GB	16GB	8GB
零售价	\$199.00	\$249.00	\$199.00
零组件成本	\$151.75	\$159.25	\$133.80
制造成本	\$7.50	\$7.50	\$6.00
零组件成本+制造成本	\$159.25	\$166.75	\$139.80
主要零组件			
记忆体	\$13.50	\$21.00	\$13.35
显示器与触控屏幕			
显示器	\$38.00	\$38.00	\$35.00
触控屏幕	\$24.00	\$24.00	\$24.00
处理器	\$21.00	\$21.00	\$13.50
摄像头	\$2.50	\$2.50	
用户界面、感测器与组合模组	\$11.00	\$11.00	\$8.60
电源管理装置	\$5.50	\$5.50	\$5.00
电池	\$12.75	\$12.75	\$12.75
机械、电机与其他	\$20.00	\$20.00	\$18.50
装箱内容	\$3.50	\$3.50	\$3.10

资料来源：iSuppli, 东莞证券研究所

4. 动力类：受益于电动自行车电池产品替代

4.1 动力类锂电池模组进入门槛较高，市场尚处于起步阶段

在动力类电池模组市场，铅酸电池占据主导地位。与传统铅酸电池相比，电动自行车锂离子电池模组具有使用寿命长、安全可靠、能量比高、重量轻、体积小、绿色环保等优点，物流运输比较方便。但限于成本等原因，目前电动自行车电池领域占主导地位的仍是铅酸电池。

随着人们节能环保意识的增强和锂电池技术的发展，动力类锂离子电池市场开始兴起，并逐步替代铅酸电池。锂电池在电动工具、电动自行车、电动汽车以及储能电站等领域得到迅速推广，拥有广阔的市场空间。

全球电动工具出货量持续增长，锂电占比逐渐提高。据 Avicenne 预测，充电式电动工具将从 2010 年的 6000 万台增长至 2020 年的 8500 万台，复合年均增长率为 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，复合年均增长率为 8.97%。

图 13：全球电动工具出货量（百万块）



资料来源：Avicenne

图 14：电动工具电池类型占比



资料来源：Avicenne

公司动力类锂电池模组产品主要应用于电动工具、工业移动照明、医疗设备、电动自行车、电动汽车、储能电站等产品。由于技术门槛相对较高，国内只有少数厂家可以进入，竞争处于无序状态。目前，公司面临的主要国内竞争对手是比亚迪、德赛电池、光宇等。

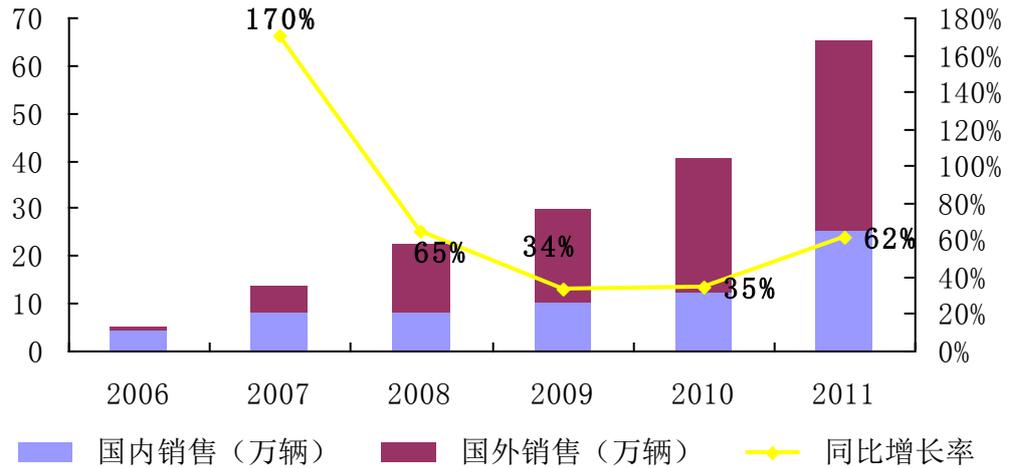
4.2 产品替代推动锂电自行车业务高增长

电动自行车拥有广阔的市场，是目前公司在动力类锂电池模组领域的主要目标市场。虽然电动自行车的销量增长已经开始放缓，但是目前国内锂电自行车保有量占电动自行车的渗透率只有 4%，发展空间大。据估算，2015 年锂电自行车行业的规模将达到 400 万辆，产值将达到几十亿元，锂电自行车正处于产业爆发的前夜。目前，国内的电动自行车多使用价格便宜的铅酸电池，市场处于起步阶段，公司产品主要面向欧美等高端客户。

受益于锂电池对铅酸电池的替代，公司锂电自行车业务有望实现高增长。

第一，由于锂电电动自行车市场占有率极低，其高增长率将得以持续，公司发力电动自行车市场面临较好的市场环境。2011 年，我国电动车的产量为 2700 万辆，销量 2200 万辆，实现工业产值 600 多亿元，包括上下游带动产值的产业总体规模达 1300 亿元。同时，中国 2011 年电动车保有量已超过 1.5 亿辆之多。中国已名符其实的成为全球最大的电动车产销大国。

图 15：中国锂电自行车销量



资料来源：中国电池网, 东莞证券研究所

第二, 公司具有领先的电源管理系统研发能力和多条行业领先的 SMT 全自动生产线, 有望在竞争中获得优势地位。相比手机数码类锂电池模组, 动力类的技术难度主要体现在电源管理系统的设计和封装工艺上。此外, 公司近几年积累了大量的电动自行车行业客户资源, 具有一定的客户资源优势。

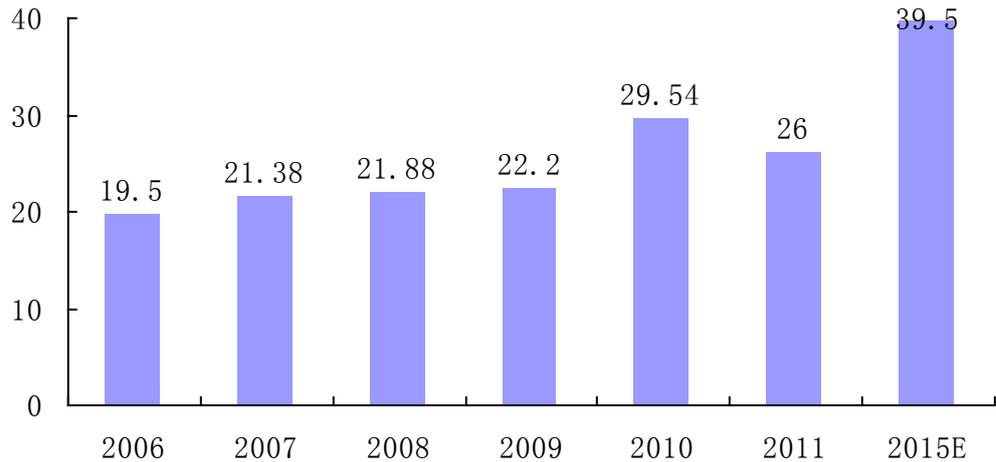
第三, 国内市场参与者实力不强, 公司有望形成规模优势和品牌优势。现有品牌厂商收入规模仅 2500 万元左右, 公司相关项目达产后规模优势明显。加上电动自行车电机与控制器项目的配套, 有助于公司快速打开市场。

配套项目：电动自行车电机与控制器

公司使用超募资金 5000 万元投资电动自行车电机与控制器项目（2013 年 6 月投产），以完善公司在电动自行车行业的产业布局, 提升公司的市场竞争能力。项目建成后, 将年产电动自行车电机 100 万套; 年产电动自行车控制器 100 万套。

电机作为电动自行车核心的零部件, 产销量和电动车的产销量基本一致。电动自行车电机行业集中度低, 企业规模小, 对电动自行车整车厂应收账款额度较大, 账款回收期较长。虽然电动自行车的需求增长开始放缓, 作为电动自行车上游行业——电机行业也开始面临洗牌。公司技术储备丰富, 资金充沛, 而且还具有良好的品牌效应, 有望通过整合外部技术资源, 为客户提供动力系统整体解决方案（提供锂电池、电机、控制器、仪表等产品）。

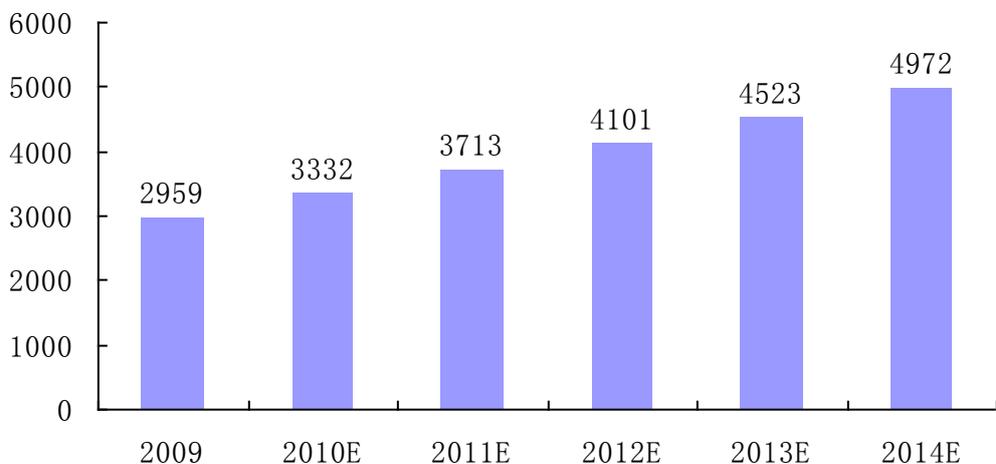
图 16: 我国电动自行车产量（百万辆）



资料来源：电动自行车商情网, 东莞证券研究所

电动自行车控制器作为电动自行车的关键零部件之一，其主要功能是保证电池和电机的有效工作，几者之间是完全互补品的关系，电动自行车控制器的需求不仅仅来自于新增产能的零配件市场，同时也有来自维修市场，根据惯例，电动车控制器在维修市场的需求大概为存量的5%-10%。因此总的市场需求量考虑到电动自行车的使用寿命，进入维修市场的电动自行车的存量应该为前五年市场销量之和5%-10%。估算得出我国控制器的需求如图所示：

图 17：我国电动自行车控制器需求（万套）



资料来源：公司公告, 东莞证券研究所

控制器行业高低端产品两极分化严重，低端产品同质化严重，主要依靠价格竞争，产品功能单一，智能化程度不高，进入门槛低，导致产品技术附加值低，利润率低。而高端产品逐步向控制中心和管理中心的方向发展，产品走向定制化、柔性控制，新技术应用较多，智能化程度较高，且进入门槛较高，产品附加值较高，利润空间较大。

控制器行业格局较混乱，公司定位高端，有望成为行业技术发展的领导者。由于控制器的主要对象是电池和电机，新的技术和电池技术一旦应用，将促进控制器的革命性变革，原有的市场均衡性将被打破，新的市场均衡将逐步形成。目前，锂电自行车已经越来越受到人们的重视，原先以铅酸主导的市场格局将打破，公司有望抓住这个有利时

机进入电动自行车控制器行业，再结合公司在电动自行车锂电池生产上的优势，推出高端控制器产品，争取成为中国电动自行车控制器行业的领导者。

5. 电源管理系统（BMS）：重要的盈利增长点

电源管理系统是锂离子电池模组核心部件之一，是锂离子电池模组的“大脑”，实现对锂离子电池模组中锂离子电芯（组）的监控、指挥及协调。

目前，电池管理系统的研究还不够成熟，性能还不够理想，国内外的 BMS 已经进入实际应用阶段，先期的市场需求已经打开，BMS 将遵循“技术完善”和“商业化”齐头并进的方式。BMS 和锂电池的性能提升将直接决定新能源行业的推广速度。未来，电池管理系统对于用电设备的使用安全、优化电池组性能、延长电池组寿命、提高电池组使用效率、降低产品运营成本等仍将起着至关重要的作用。电源管理系统的市场规模将与动力、储能领域的锂电池同步扩张。根据中商情报网预测，BMS 需求市场将在 2020 年达到 360 亿以上，是目前市场容量的 160 倍，年均增速 67%。

电源管理系统有较高的技术壁垒，其功能、复杂程度、研发难度、封装工艺难度通常与锂离子电池模组中的锂离子电芯数量成正比。笔记本电脑、电动工具以及电动汽车等多节或超多节电芯的锂离子电池模组电源管理系统与手机、MP3/MP4 等数码产品所需的单节电芯锂离子电池模组的电源管理系统相比较来说，其保护作用更为突出、实现功能更多样、研发设计难度成倍增长。多节或超多节电芯的锂离子电池模组电源管理系统不但保证着锂离子电芯的安全性与可靠性，还可以提供诸如温度探测与报警、电池容量实时反馈、多电芯平衡管理和状态记录等功能。

公司具有领先的电源管理系统研发能力。在锂离子电池模组核心部件电源管理系统的研发方面，公司通过自主研发，掌握了基于充放电保护、电池参数智能管理、电池保护模块温度调节、数据传输、电池安全保护监控和多电芯平衡等方面的核心技术并申请相关专利，拥有已获授权及正在申请的多项发明专利。为促进业务发展，公司从国外购置先进自动化设备并组装了多条行业领先的 SMT 全自动生产线。

公司从 2012 年开始自主完成电源管理系统的烧录和测试，除自用外，公司积极开展对外销售业务，预计 2013 年有望实现 2 亿销售收入，成为公司重要的盈利增长点。

6. 其他业务：以生产配套为主

公司精密结构件业务定位于提供电池、电工类、手机类、数码类、MP3、MP4 类产品结构件整体解决方案，拥有注塑、表面处理、IML、NCVM 等成熟工艺方案。目前，公司精密结构件生产主要用于锂电池模组外壳，剩余产能用于承接手机机壳、笔记本电脑机壳订单。随着公司锂电池模组业务的进一步扩大，精密结构件产能将更趋向于生产配套。

薄膜开关主要用作手机按键开关，主要用于功能手机。随着智能手机渗透率的快速提升，薄膜开关需求有限，公司产品主要供货诺基亚等客户。而在国内市场上，公司主要面向国产品牌高端智能机供货。因此，我们预计公司薄膜开关业务或将随着智能手机对功能手机的替代而逐步下滑。

7. 盈利预测

表 3：收入分类预测表

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
手机数码类锂电池						
销量(万只)	2,377	2,845	3,220	3,600	4,200	4,500
单价	11.2	14.4	14.9	15.1	14.9	14.7
销售收入(百万元)		409	479.4	543.6	625.8	661.5
增长率		54.0%	17.2%	13.4%	15.1%	5.7%
毛利率		17.5%	17.3%	15.5%	15.3%	15.2%
笔记本电脑类锂电池						
销量(万只)	54	171	368	420	800	1000
单价	106.9	78	80.1	81.7	80.4	79.5
销售收入(百万元)		133.2	294.3	343.14	643.2	795
增长率		133.0%	120.9%	16.6%	87.4%	23.6%
毛利率		25.4%	23.3%	23.0%	22.0%	21.0%
动力类锂电池						
销量(万只)	29	87	115	150	350	500
单价	45.6	54.3	58.9	55.5	53.3	50
销售收入(百万元)		47.4	67.8	83.25	186.55	250
增长率		261.2%	43.0%	22.8%	124.1%	34.0%
毛利率		27.6%	30.6%	30.0%	27.0%	25.0%
精密结构件						
销售收入(百万元)		101.3	101.7	101.7	101.7	101.7
增长率		55.8%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率		17.4%	16.0%	10.0%	15.0%	15.0%
薄膜开关						
销售收入(百万元)		54.8	51.7	46.5	41.9	37.7
增长率		30.0%	-5.7%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
毛利率		28.2%	19.9%	17.0%	16.0%	15.0%
BMS						
销售收入(百万元)				45	200	250
增长率					344.4%	25.0%
毛利率				17.5%	17.5%	17.5%
电动自行车电机和控制器						
销售收入(百万元)					60	180
增长率						200.0%
毛利率					9.1%	12.8%
其他						
销售收入(百万元)		28.7	32.6	33	34	35
增长率		32.4%	13.6%	1.2%	3.0%	2.9%
毛利率		15.7%	23.3%	20.0%	19.0%	18.0%
合计						
销售收入(百万元)		775.7	1031.5	1196.2	1893.1	2310.9
增长率		66.2%	33.0%	15.8%	58.3%	22.1%
综合毛利率		20.2%	20.0%	18.5%	18.8%	18.4%

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

产能释放不仅提升了公司对一线品牌客户的接单能力，更有望开启公司的高成长之路。预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.30、0.55 和 0.68 元，当前股价对应的动态市盈率分别为 45、24 和 20 倍，维持“谨慎推荐”的投资评级。

附表：财务报表预测与比例分析

利润表				
科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	1,031.49	1,196.22	1,893.13	2,310.89
营业成本	824.74	974.86	1,526.46	1,865.34
营业税金及附加	5.38	3.59	5.68	6.93
销售费用	18.83	23.92	37.86	46.22
管理费用	85.44	107.66	163.76	191.80
财务费用	6.49	-1.17	-0.81	0.63
资产减值损失	4.86	4.19	6.63	8.09
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	85.76	83.17	153.55	191.88
利润总额	93.69	86.17	157.55	196.88
减 所得税	10.71	12.93	23.63	29.53
净利润	82.98	73.24	133.92	167.35
减 少数股东损益	0.31	0.28	0.39	0.49
归母公司净利润	82.67	72.96	133.53	166.85

资产负债表				
科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	754.20	699.40	477.20	494.50
应收账款	279.96	358.87	473.28	462.18
预付账款	29.90	29.25	45.79	55.96
存货	165.44	256.00	400.10	487.37
其它	61.88	56.96	63.93	68.11
流动资产合计	1,291.38	1,400.48	1,460.31	1,568.12
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	106.82	174.52	281.45	353.05
长期待摊费用	0.24	0.00	0.00	0.00
其它	74.76	175.79	215.60	193.10
非流动资产合计	181.82	350.31	497.05	546.15
资产总计	1,473.20	1,750.79	1,957.36	2,114.27
短期借款	40.00	59.81	94.66	115.54
应付账款	195.40	341.20	381.61	373.07
预收款项	4.90	19.50	30.53	37.31
其它	50.91	39.99	59.79	71.95
流动负债合计	291.20	460.50	566.59	597.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其它	13.95	3.18	0.00	0.00
非流动负债合计	13.95	3.18	0.00	0.00
负债合计	294.38	460.50	566.59	597.87
实收资本	188.00	244.40	244.40	244.40
资本公积	776.34	776.34	776.34	776.34
留存收益及其它	214.47	269.47	370.01	495.64
所有者权益合计	1,178.81	1,290.22	1,390.75	1,516.39
负债和权益总计	1,473.20	1,750.72	1,957.34	2,114.26

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

现金流量表				
科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	82.98	73.24	133.92	167.35
折旧与摊销	21.36	15.84	25.44	39.22
财务支出	11.25	-1.17	-0.81	0.63
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
净营运资本变动	-178.17	-14.34	-210.85	-80.12
经营活动现金流	-62.58	73.57	-52.29	127.08
资本支出	-86.62	-187.51	-172.18	-88.32
其它投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-86.62	-187.51	-172.18	-88.32
股权融资	833.65	56.40	0.00	0.00
债券融资	184.44	19.81	34.85	20.89
股利分配及其它	-12.87	-17.07	-32.57	-42.35
筹资活动现金流	1,005.22	59.14	2.27	-21.46
货币资金净变动	856.02	-54.80	-222.20	17.31

主要财务比率				
科目	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力(YOY)				
营业收入	32.97%	15.97%	58.26%	22.07%
营业利润	17.98%	-3.02%	84.63%	24.96%
归母公司净利润	31.88%	-11.75%	83.01%	24.96%
盈利能力				
销售毛利率	20.04%	18.51%	19.37%	19.28%
销售净利率	8.01%	6.10%	7.05%	7.22%
ROE	7.01%	5.65%	9.60%	11.00%
ROIC	16.78%	7.10%	5.47%	9.19%
偿债能力				
资产负债率	7.10%	5.47%	9.19%	10.52%
流动比率	4.43	3.04	2.58	2.62
速动比率	3.87	2.49	1.87	1.81
营运能力				
资产周转率	0.97	0.74	1.02	1.14
存货周转率	5.62	4.63	4.65	4.20
应收账款周转率	4.91	3.75	4.55	4.94
每股指标				
每股收益	0.44	0.30	0.55	0.68
每股经营现金流	-33.29	30.10	-21.40	52.00
每股净资产	6.20	5.28	5.69	6.20
每股股利	0.10	0.07	0.14	0.17
估值指标				
PE	30.43	44.82	24.49	19.60
PB	2.16	2.53	2.35	2.16
EV/EBITDA	21.68	25.18	13.90	10.71

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430