

## 欣旺达(300207.SZ)

### 锂电池一体化整合 盈利加速拐点明确

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **40元**

分析师

联系人

林照天

刘易

S0740514080004

0755-82797692

021-20315087

linzt@r.qlq.com.cn

liuyi@r.qlzq.com.cn

2015年1月27日

#### 基本状况

总股本(百万股)	251.61
流通股本(百万股)	244.40
市价(元)	33.50
市值(百万元)	8428.97
流通市值(百万元)	8187.40

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2012	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,411.80	2,203.39	3,452.86	5,316.32	7,444.55
营业收入增速	36.87%	56.07%	56.71%	53.97%	40.03%
净利润增长率	-13.53%	13.35%	109.44%	87.88%	40.46%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.33	0.67	1.27	1.78
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)	0.29	0.33	0.69	1.15	1.83
偏差率(本次-市场/市场)	0.00%	0.00%	-2.25%	10.19%	-2.74%
市盈率(倍)	43.25	66.20	47.68	25.38	18.07
PEG	—	4.96	0.44	0.29	0.45
每股净资产(元)	4.99	5.22	6.01	7.28	9.06
每股现金流量(元)	-0.51	-0.67	-0.39	-0.97	-0.53
净资产收益率	5.87%	6.35%	11.22%	17.42%	19.65%
市净率	2.54	4.21	5.35	4.42	3.55
总股本(百万元)	244.40	244.40	251.61	251.61	251.61

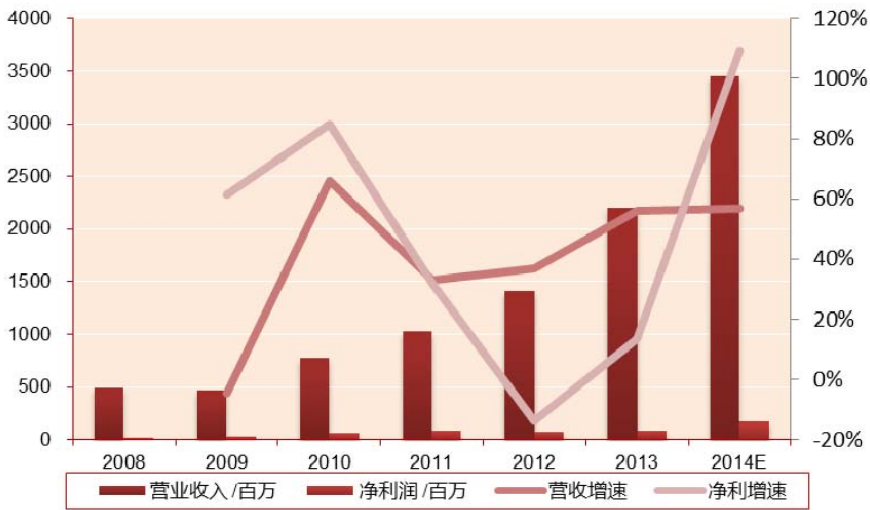
备注: 市场预测取 WIND 一致预期

#### 投资要点

- **事件:** 公司业绩快报披露 2014 年归属母公司净利润比上年同期上升 100%-130%，净利润区间为 1.62 亿-1.86 亿元，第四季度实现净利润 7411-9842 万元，几乎等于前三季度净利润之和。
- **公司收入高速增长，源于大客户战略和核心供应链地位的优势。** 公司发展规划清晰，在行业历经洗牌进阶到现在的阶段，从客户到供应厂商，基本只剩下几个强势龙头，对于客户的把握变得越来越重要，欣旺达一方面实现国内外一流客户全覆盖，包括国外的苹果、亚马逊、宝时得、百得、惠普和国内的联想、oppo、华为、步步高、小米、清华同方，另一方面公司基本都是客户的第一供应商，占到百分之四五十的份额，核心供应商地位牢固，这使得公司在收入方面表现突出，尤其是四季度苹果 iPhone 6 plus 的热销，增销又增利（苹果业务的利润率要比国内客户好很多）。
- **公司业绩翻倍增长，与公司前三年在自动化升级改造方面的布局紧密相关。** 面对中国人口迈过刘易斯拐点和劳动力成本不断上升，深圳今年很多制造企业在考虑自动化改造，而欣旺达两三年前就已经在做了，成立自动化事业部，从目前看效果不错，交出了令实业和资本市场满意的答卷。目前公司的大客户可以实行全自动化，像苹果产品就非常适合全自动化，小客户一般就半自动化。公司未来目标是达到 40% 的全自动化，40% 半自动化，剩下 20% 人工，一方面减少用人成本，另一方面提高生产效率，人工线的话每小时 400 到 600 批次，自动化最低标准是 800 批次。参照行业内自动化程度较高的新普，其净利润率也高达 6%，可以预见随着自动化程度的进一步提升欣旺达的盈利能力提升空间非常大。

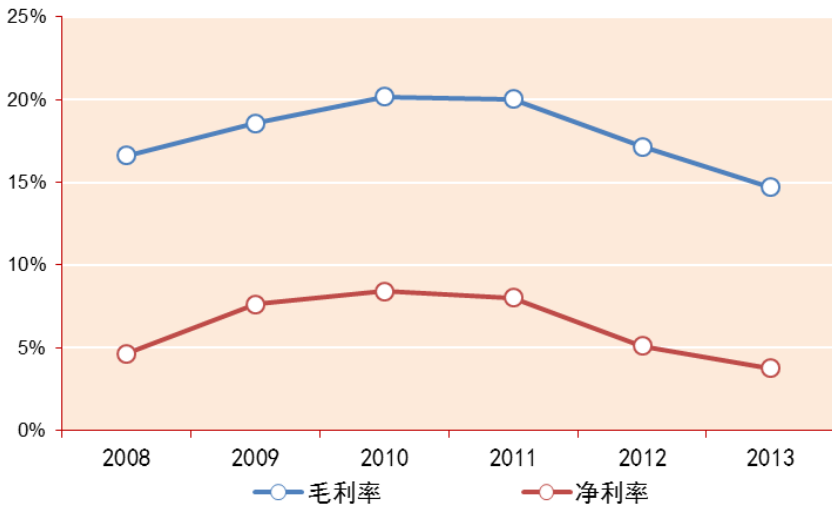
- **储能项目及新能源汽车开拓了消费电子电源以外的新增长点。**公司承接了国家 863 项目并在青海设立储能基地，14 年在特种储能电池、应急式储能方面有了可喜的进展，今年预计将会有订单放量贡献业绩。另外，公司与英威腾合资设立欣旺达电动汽车电池有限公司，迈开了向新能源汽车进军的重要一步，将多年积累的充放电保护、电池安全保护监控、多电芯平衡及领先的锂电池模组生产经验引进到新能源汽车领域，带来电动汽车相关的系列产品和整体解决方案。同时成立“行之有道”电动车租赁公司，盈利模式跟康迪车业差不多，但可以供应电动车的核心零组件，目前是艾玛、雅迪电动车电池模组主要提供商，并为一汽、长风、广汽、柳州五菱等国内主要汽车厂商小批量供货。
- **收购东莞锂威，向上游电芯材料延伸，增强市场竞争力和稳定供货能力。**东莞锂威的主要产品软包锂聚合物电芯技术要求高，生产难度大，市场竞争力明显，处于公司所处行业产业链的上游。与欣旺达的牵手有利于扩大东莞锂威在锂聚合物电芯的市场占有率，有利于公司实现纵向产业链的一体化，为公司的产业链拓展提供支持和帮助，保障公司产品的生产能力，是实现公司战略目标的重要一环。据我们了解，锂威在锂电池电芯领域积累深厚，目前已经通过了华为、联想、OPPO 等国内一线客户的认证，突破可期。
- **大陆电池产业正在崛起，对台湾同行的替代大势所趋。**锂电池下游电池模组组装属于电子制造业，重视工艺创新，成本控制和快速响应。锂电池企业对台湾同行的替代主要有几个有利因素：1.劳动力成本：国内工程师和基层管理人员平均工资大大低于台企，充足的大学毕业生使国内电池模组企业未来可以继续享有“工程师红利”。2.产业集群及广阔的内需市场：中国大陆手机、平板电脑以及笔记本电脑等消费电子产品的产业集群已经形成，本土企业具备快速响应的服务优势。3.估值差异：过去几年国内二级市场电子行业高 PE，为国内电子企业产能扩张提供了充足、低成本的资金支持。台湾与大陆电池企业竞争力的差距已经逐渐增大，如苹果等国际一线龙头企业都在不断提升国内企业的份额，未来这一趋势还将会不断强化。
- **锂电池一体化整合骤然成型。**极强的成本控制能力、优质的客户网络、战略意识超前的优秀管理层是公司未来不断发展壮大的内因；国内产业优良的产业配套环境及产业转移大趋势是地利；新能源汽车时代的开启是天时；苹果的高度认可、国内外客户的全面放量是人和，我们认为公司快速增长的各种因素没有发生变化，加之在青海储能、合资电动汽车电池公司、电动车租赁公司、锂威电芯的收购等外延式上下游产业链一体化整合到位，公司未来打造锂电池及新能源汽车领域全产业链龙头的布局清晰可行，市场空间在千亿量级。
- **盈利预测：**我们预计公司 2014-2016 年营收分别为 34.53、53.16、74.45 亿元，净利润分别为 1.70、3.20、4.48 亿元，对应 EPS 分别为 0.67、1.27、1.78 元，对应 15 年动态估值分别为 26.38 倍。我们认为公司是锂电池向大陆转移的最先受益龙头企业，盈利能力拐点以明确，维持“买入”评级。
- **风险提示：**储能项目政府回款难的风险；手机等智能终端出货量超预期下滑的风险。

图表 1: 公司营收及净利增速 (单位: 百万元)



来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 公司毛利率及净利率变化趋势



来源: Wind, 齐鲁证券研究所

**图表 3: 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

来源：齐鲁证券研究所

**图表 4: 欣旺达三张报表预测**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业总收入</b>	<b>1,031</b>	<b>1,412</b>	<b>2,203</b>	<b>3,453</b>	<b>5,316</b>	<b>7,445</b>	货币资金	754	355	422	595	578	616
增长率	32.97%	36.9%	56.1%	56.7%	54.0%	40.0%	应收账款	336	768	1,180	1,609	2,474	3,443
营业成本	-825	-1,170	-1,880	-2,866	-4,337	-6,069	存货	165	400	495	746	1,129	1,580
% 销售收入	80.0%	82.9%	85.3%	83.0%	81.6%	81.5%	其他流动资产	35	63	41	98	138	181
毛利	207	242	324	587	979	1,375	流动资产	1,291	1,585	2,138	3,049	4,319	5,820
% 销售收入	20.0%	17.1%	14.7%	17.0%	18.4%	18.5%	% 总资产	87.7%	74.7%	76.2%	80.6%	83.8%	86.3%
营业税金及附加	-5	-2	-7	-12	-18	-25	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	固定资产	158	407	498	596	689	765
营业费用	-19	-23	-31	-54	-84	-116	% 总资产	10.7%	19.2%	17.7%	15.8%	13.4%	11.3%
% 销售收入	1.8%	1.6%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	无形资产	21	69	84	50	61	73
管理费用	-85	-128	-162	-287	-448	-627	非流动资产	182	538	668	732	836	924
% 销售收入	8.3%	9.1%	7.4%	8.3%	8.4%	8.4%	% 总资产	12.3%	25.3%	23.8%	19.4%	16.2%	13.7%
息税前利润 (EBIT)	97	88	124	234	430	607	<b>资产总计</b>	<b>1,473</b>	<b>2,123</b>	<b>2,806</b>	<b>3,781</b>	<b>5,155</b>	<b>6,744</b>
% 销售收入	9.4%	6.3%	5.6%	6.8%	8.1%	8.2%	短期借款	50	168	572	870	1,208	1,538
财务费用	-6	0	-19	-35	-57	-85	应付账款	229	650	814	1,191	1,783	2,470
% 销售收入	0.6%	0.0%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	其他流动负债	12	26	54	74	74	108
资产减值损失	-5	-13	-17	-10	-11	-10	流动负债	291	844	1,440	2,135	3,064	4,116
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期资产	0	36	57	97	217	297
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	3	11	18	18	18	18
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	<b>负债</b>	<b>294</b>	<b>891</b>	<b>1,515</b>	<b>2,250</b>	<b>3,299</b>	<b>4,431</b>
营业利润	86	76	88	190	363	512	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,166</b>	<b>1,219</b>	<b>1,275</b>	<b>1,512</b>	<b>1,831</b>	<b>2,279</b>
营业利润率	8.3%	5.4%	4.0%	5.5%	6.8%	6.9%	少数股东权益	13	13	15	19	25	34
营业外收支	8	7	6	6	7	6	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,473</b>	<b>2,123</b>	<b>2,806</b>	<b>3,781</b>	<b>5,155</b>	<b>6,744</b>
税前利润	94	83	94	197	369	518	<b>比率分析</b>						
利润率	9.1%	5.9%	4.3%	5.7%	6.9%	7.0%	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
所得税	-11	-11	-11	-23	-44	-61	<b>每股指标</b>						
所得税率	11.4%	13.1%	11.3%	11.9%	11.9%	11.8%	每股收益 (元)	0.440	0.293	0.332	0.675	1.267	1.780
净利润	83	72	83	173	325	457	每股净资产 (元)	6.203	4.987	5.218	6.009	7.276	9.056
少数股东损益	0	1	2	3	6	9	每股经营现金流 (元)	-0.333	-0.514	-0.671	-0.392	-0.969	-0.535
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>83</b>	<b>71</b>	<b>81</b>	<b>170</b>	<b>319</b>	<b>448</b>	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.050	0.050	0.000	0.000
净利率	8.0%	5.1%	3.7%	4.9%	6.0%	6.0%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	7.09%	5.87%	6.35%	11.22%	17.42%	19.65%
2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	5.61%	3.37%	2.89%	4.49%	6.19%	6.64%	
净利润	83	72	83	173	325	457	投入资本收益率	18.11%	7.11%	7.32%	10.85%	14.02%	15.16%
少数股东损益	0	0	0	3	6	9	<b>增长率</b>						
非现金支出	21	43	63	51	59	66	营业总收入增长率	32.97%	36.87%	56.07%	56.71%	53.97%	40.03%
非经营收益	11	7	17	41	66	94	EBIT 增长率	14.45%	-8.89%	39.72%	89.63%	83.56%	41.12%
营运资金变动	-177	-248	-327	-364	-694	-752	净利润增长率	31.88%	-13.53%	13.35%	109.44%	87.88%	40.46%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-63</b>	<b>-126</b>	<b>-164</b>	<b>-95</b>	<b>-238</b>	<b>-125</b>	总资产增长率	126.50%	44.13%	32.15%	34.75%	36.33%	30.82%
资本开支	87	408	157	99	146	137	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	74.3	118.5	124.8	130.0	127.0	125.0
其他	0	0	-2	0	0	0	存货周转天数	64.9	88.2	86.8	95.0	95.0	95.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-87</b>	<b>-408</b>	<b>-159</b>	<b>-98</b>	<b>-146</b>	<b>-137</b>	应付账款周转天数	63.6	117.3	115.8	123.0	120.0	118.8
股权募资	834	0	0	79	0	0	固定资产周转天数	33.2	42.8	38.8	26.5	17.8	12.6
债权募资	-107	154	424	339	457	410	<b>偿债能力</b>						
其他	59	-58	-213	-48	-85	-100	净负债/股东权益	-59.71%	-12.24%	15.99%	24.28%	45.60%	52.67%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>785</b>	<b>97</b>	<b>212</b>	<b>370</b>	<b>372</b>	<b>310</b>	EBIT 利息保障倍数	15.0	-289.1	6.4	6.8	7.5	7.1
<b>现金净流量</b>	<b>636</b>	<b>-437</b>	<b>-112</b>	<b>177</b>	<b>-11</b>	<b>47</b>	资产负债率	19.98%	41.98%	54.00%	59.51%	64.00%	65.70%

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。