2016 年 6 月 28 日

群益香港研究部
hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元) 32.0

公司基本資訊

產業別	電子
A 股價(2016/6/27)	26.51
深證成指(2016/6/27)	10377.57
股價 12 個月高/低	30.19/17.7
總發行股數(百萬)	645.10
A 股數(百萬)	433.61
A 市值(億元)	114.95
主要股東	王明旺 (33.87%)
每股淨值(元)	2.80
股價/賬面淨值	9.46

	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	18.2	-0.4	20.7

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等

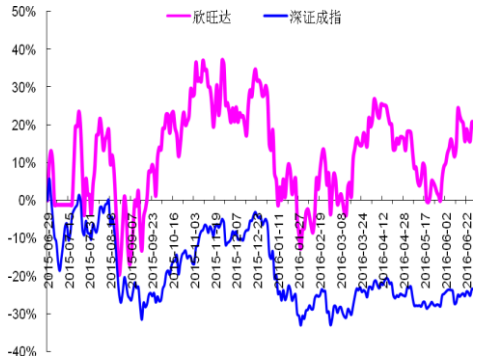
產品組合

電池類產品	92.2%
其他	7.8%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	17.1%
一般法人	9.3%

股價相對大盤走勢



欣旺達(300207.SZ) Buy 買入

電池需求持續看好

結論與建議：

作爲國內消費電子電池 Pack 的龍頭企業，公司過去 7 年收入和淨利潤複合增長率達到 43%和 48%，未來受單機容量提升、快速充電需求拉動，智能機領域電池需求增長持續，另外，在動力電池業務領域，公司面臨巨大機遇，預計未來兩年年均增速將超過 100%。因此公司業績持續增長可期。

我們預計 2016-17 年可實現淨利潤 4.9 億、6.9 億元，YoY 增長 49%、42%，EPS 爲 0.75 元、1.06 元，對應 PE 分別爲 35 倍和 24 倍，估值相對公司業績成長性偏低，給予“買入”的投資建議。

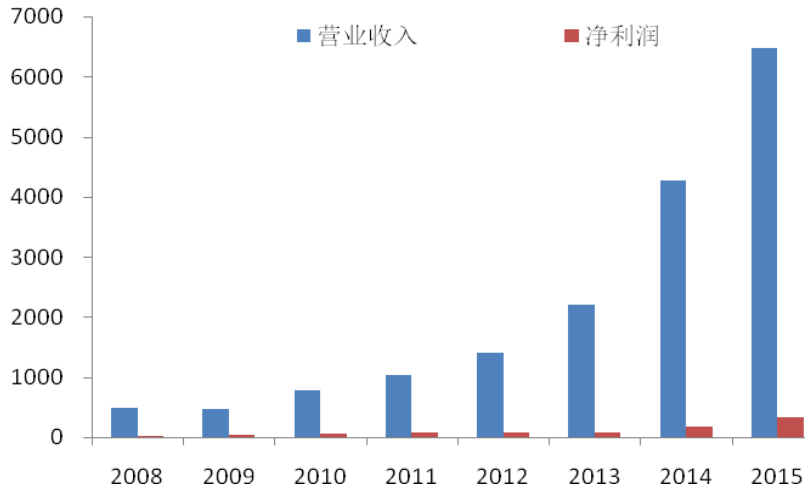
- **動力電池業務爆發性增長：**公司自 2011 年進入動力電池領域，通過數年的積累，公司自去年開始陸續切入奇瑞、北汽福田、五菱、東風、廣汽、五洲龍、吉利等國內整車企業，其中五洲龍今年訂單 2 萬台物流車，預計帶來增量收入 5 億元以上，長遠來看，相對消費電子電池 800 億的市場規模，動力電池未來市場空間將破千億，公司作爲國內自動化程度最高的 PACK 企業之一，在電池性能呢一致性上具有天然優勢，勢必受益行業春風，預計未來兩年該業務收入增速有望挑戰翻兩翻。
- **消費電子電池受益需求升級帶動公司 ASP 持續上升：**智能設備經過十數年的發展，從計算能力到便携性均大幅提升，惟續航能力衰退，因此設備廠商唯有加大電池容量，采用快充方式方抓住用戶痛點。我們預計就單機容量來看，未來單機容量增速有望達到 10%，另外快充滲透率有望至從目前的 15%上升到 2017 年的 50%，因此我們認爲智能設備電池 ASP 將持續上升，同時公司客戶結構持續優化，這些因素將帶動公司手機及筆記本電池收入年均增長 3 成以上。
- **電池需求長尾效應：**無人機、儲能正逐步成爲新的需求增長點，行業增速可觀，公司在無人機、儲能領域方面亦領跑國內企業，是包括大疆在內全國主流無人機企業的主要供應商。同時，公司投資 1 億元設立欣旺達綜合能源服務有限公司，重點推動能源互聯網尤其是儲能業務發展。并與華爲、鼎橋、施耐德等優質廠商實現合作，儲能業務將得到快速發展。
- **盈利預測和投資建議：** 我們預計 2016-17 年可實現淨利潤 4.9 億、6.9 億元，YoY 增長 49%、42%，EPS 爲 0.75 元、1.06 元，對應 PE 分別爲 35 倍和 24 倍，估值相對公司業績成長性偏低，給予“買入”的投資建議。

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	81	168	325	485	687
同比增減	%	13.35	107.29	93.49	49.08	41.79
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.13	0.26	0.50	0.75	1.06
同比增減	%	13.35	107.29	93.49	49.08	41.79
市盈率(P/E)	X	206.59	99.66	51.51	34.55	24.37
股利 (DPS)	RMB 元	0.05	0.10	0.06	0.10	0.15
股息率 (Yield)	%	0.19	0.39	0.23	0.39	0.58

行業與公司概況

欣旺達是電池組合封裝企業，主要提供移動設備電源如手機電池、手提電腦電池、動力電池等組合電池產品。從營收情況來看（圖 2），公司自 2008 年以來收入規模快速擴張，營業收入 CAGR 達到了 45%，對應淨利潤增速爲 48%。實現了跨越式的增長。

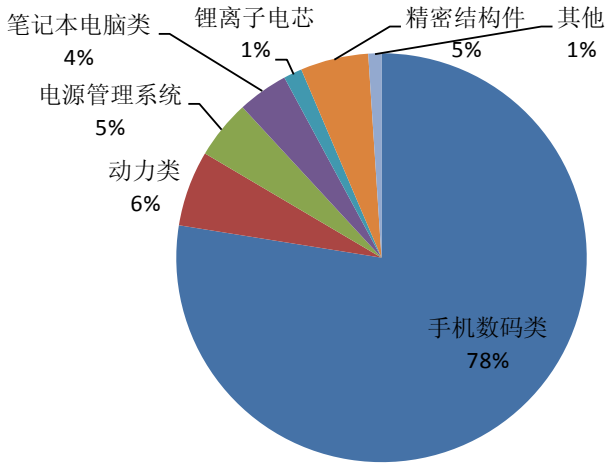
圖 1：公司營收及淨利潤情況 單位：百萬元



資料來源：公司公告，群益金鼎證券

從收入結構來看，手機數碼類產品占據公司收入近 8 成，2015 年該業務收入同比增長 93%至 50 億元，是公司過去業績的最主要來源。

圖 2：公司收入結構



資料來源：公司公告，群益金鼎證券

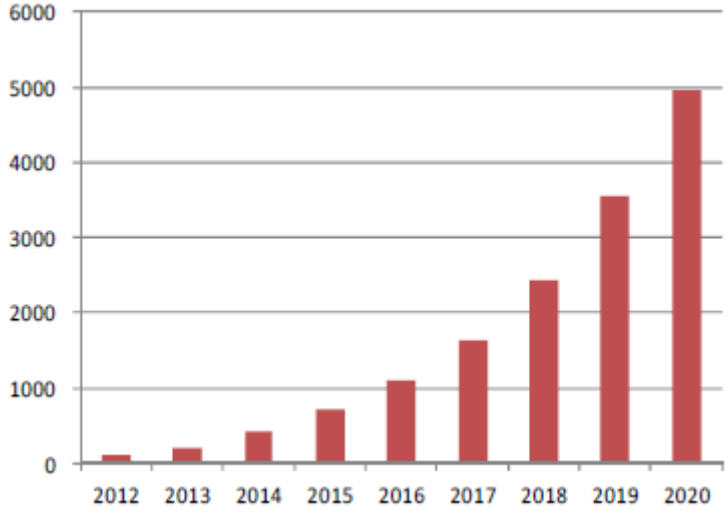
我們認爲公司業績成長性未來將來自三個方面體現：

1 **動力電池業務快速擴張**

新能源車發展方興未艾，預計到 2020 年，新能源汽車銷量有望挑戰 500 萬台/年的規模，其中，中國累計銷量將達到 500 萬台，按電池價格 5 萬元/台保守估算，

產值將達到 1500 億元/年。

圖 3：新能源車銷售數量 單位：千台

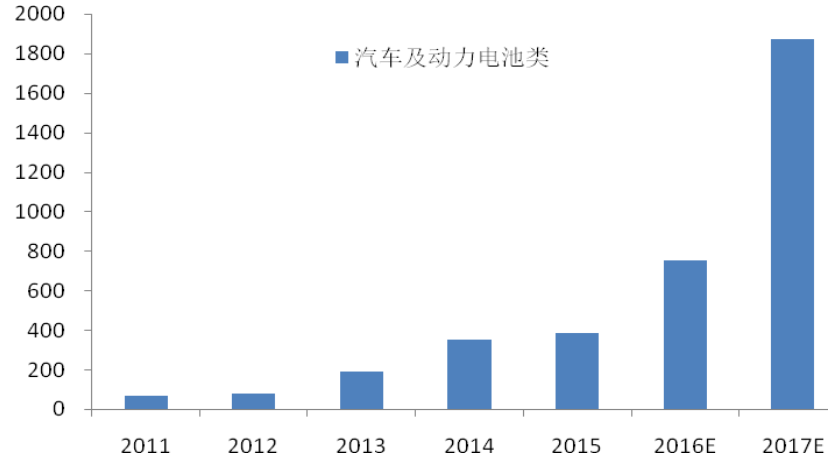


資料來源：群益金鼎證券

作爲國內自動化率最高的電池 pack 企業之一，公司在確保電池水平一致性方面具有先發優勢，勢必享受行業需求的快速增長。

自 2011 年以來，公司涉足動力電池的生產設計和研發積累，公司合作廠商包括五菱汽車、五洲龍、北汽福田、東風汽車、廣州汽車、吉利汽車、歐輝客車等，其中與五洲龍簽下 2 萬輛物流車訂單，去年底光明廠房及惠州廠房產能開始陸續釋放，將帶動公司動力電池業務快速增長，我們預計未來兩年公司該業務收入將翻兩番以上。

圖 4：公司汽車及動力電池收入 單位：百萬元



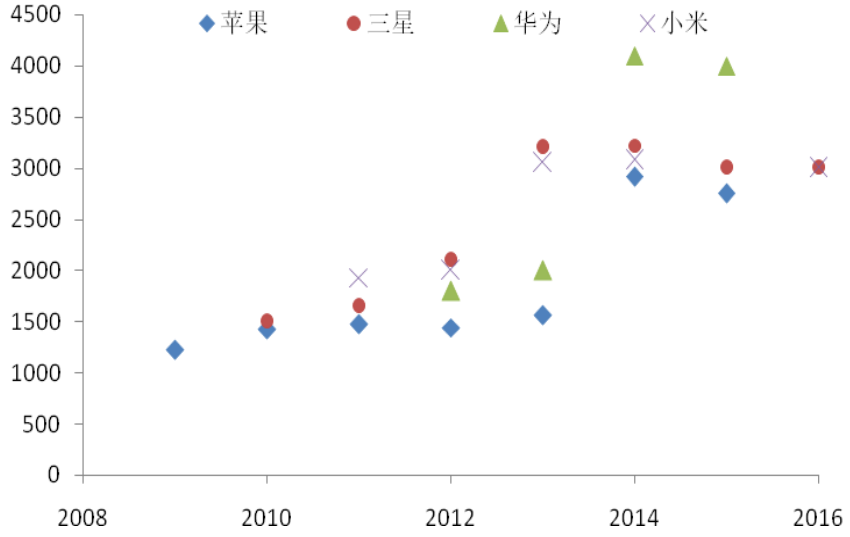
資料來源：群益金鼎證券

2 消費電子電池升級、客戶結構優化

儘管以手機爲代表的消費電子需求增速放緩，但由于智能機的計算能力、顯示效果提升迅猛，惟續航能力受限，因此設備廠商均加大電池容量，以期抓住用戶痛

點。以蘋果和三星爲代表的高端旗艦機型電池容量基本以兩年爲一個周期提升電池容量，并且更多中低端手機型開始使用大容量電池。隨著面板、觸控等技術的進步，留給手機電池的空間亦加大，因此我們預計來兩年智能機單機電池容量預計每年將有 10%以上的增長。

圖 5：智能機容量 單位：毫安時



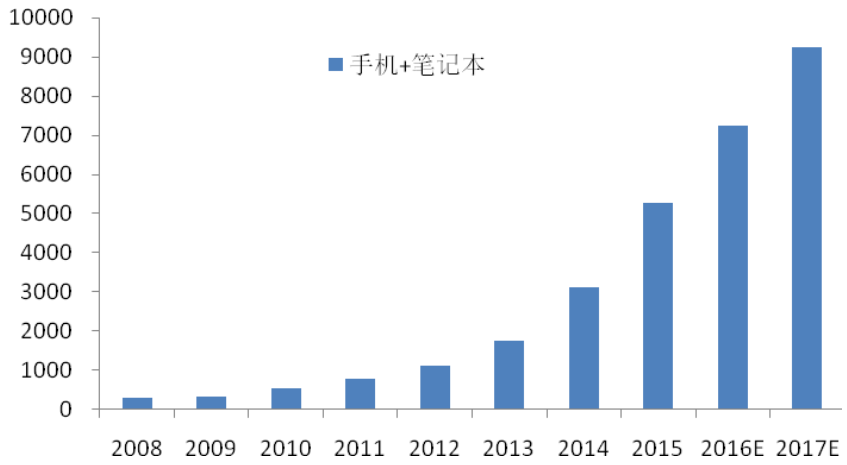
資料來源：群益金鼎證券

另外，由于電池容量快速提升，用戶對充電效率的要求隨之增加，因此快速充電設計的引入，對于電池產品充放電性能及壽命的要求均產生變化，我們判斷，至 2017 年快速充電滲透率將上升至 50%以上。考慮到快速充電帶來的控制芯片、電芯材料的提升，預計行業產值將因此帶來 10%以上的增長。綜合判斷，儘管智能機需求增長放緩，但相應電池行業產值年均將錄得兩位數以上的增長。

除電池升級外，公司過去幾年通過優化客戶結構，進一步提升了客戶質量，完成市場卡位，包括酷派、TcL、中興通訊等客戶逐步淡出公司主要客戶名單，相對更具爆發力的 Vivo、Oppo、華爲等優質客戶得到扶持。2015 年公司前 5 大客戶占比 59.3%以上，其中，蘋果收入占比約 1/4。單就蘋果產業鏈而言，相比德賽和新普，公司目前在其供應鏈中份額較低，隨著蘋果產業鏈重心向大陸逐步的偏移，公司在蘋果產業鏈中的提升空間依然很大。

綜合判斷，因此我們判斷公司未來兩年手機和筆記本電池業務依然將維持在 32%的增長速度。

圖 6：公司手機及筆記本電池收入 單位：百萬元



資料來源：群益金鼎證券

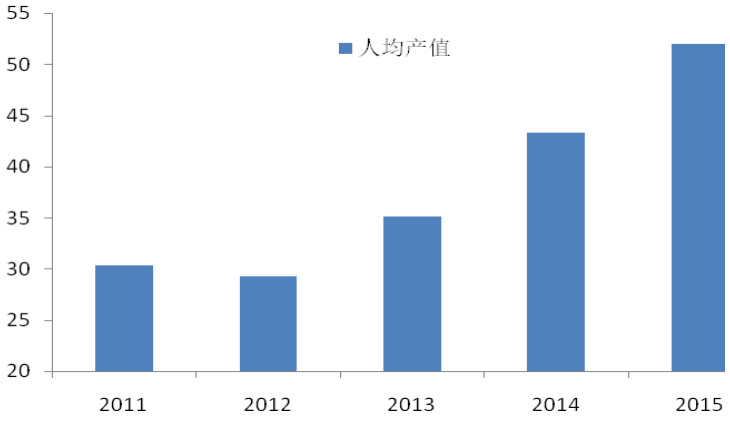
3 電池需求長尾化

除智能機外，公司在無人機、儲能領域方面亦領跑國內企業，公司是包括大疆在內全國主流無人機企業的主要供應商，同時，公司投資 1 億元設立欣旺達綜合能源服務有限公司，重點推動能源互聯網尤其是儲能業務發展。同時，公司與華爲、鼎橋、施耐德等優質廠商實現合作，儲能業務將得到快速發展。

4 **自動化持續導入帶來成本下降以及人均產值提升。**

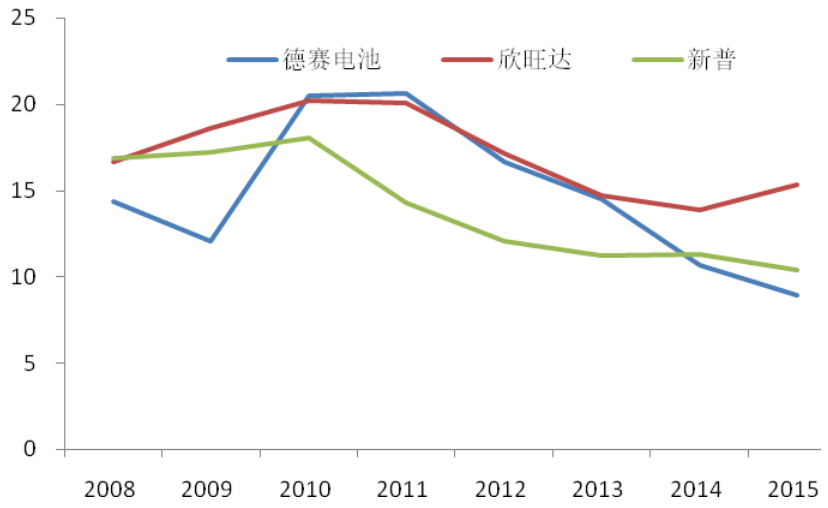
隨著公司自動化生產綫的持續導入，公司人均產值及利潤水平都有較爲明顯的提升，38 條全自動生產綫，其中 20 條服務于蘋果，相比傳統產綫 40-50 人的用工需求，全自動綫僅 1.5 人就能維持運營穩定并且保持高良率。因此近兩年，公司毛利率水平逐步擴大與行業競爭者的差距。

圖 7：公司人均產值 單位：萬元



資料來源：公司公告，群益金鼎證券整理

圖 8：公司與同業毛利率比較 單位：%



資料來源：公司公告，群益金鼎證券整理

盈利預測

2015 年公司實現營業收入 64.7 億元，同比增長 51.2%，實現淨利潤 3.3 億，同比增長 93.5%；1Q16 公司營業收入 12.19 億元，同比增長 19. 8%；實現淨利潤 0.43 億元，同比增長 103%。并且從毛利率來看，1Q16 公司綜合毛利率 13.8%，較上年同期上升 1.1 個百分點，反映消費電子及動力電池產品升級及規模擴張的效果。展望未來，在動力電池、消費電子需求的快速釋放的帶動下，2016-17 年公司產銷量有望邁上一個新臺階，淨利潤 4.9 億、6.9 億元，YoY 增長 49%、42%，EPS 爲 0.75 元、1.06 元，對應 PE 分別爲 35 倍和 24 倍，估值水準較同類公司明顯偏低，維持“買入”建議。

預期報酬(Expected Return；ER)爲准，說明如下：

强力買入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；買入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
賣出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力賣出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
營業收入	2203	4279	6472	9041	12259
經營成本	1880	3686	5479	7630	10322
營業稅金及附加	7	11	28	27	37
銷售費用	31	45	63	72	98
管理費用	162	282	463	669	883
財務費用	19	49	40	45	80
資產減值損失	17	1	31	10	10
投資收益	0	-1	4	0	0
營業利潤	88	205	372	587	830
營業外收入	8	9	13	20	20
營業外支出	2	14	28	25	25
利潤總額	94	200	357	582	825
所得稅	11	28	25	87	124
少數股東損益	2	3	7	10	14
歸屬于母公司所有者的淨利潤	81	168	325	485	687

附二：合并資產負債表 6

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
貨幣資金	422	1301	1458	2061	2655
應收賬款	870	1052	1526	2014	2558
存貨	495	860	695	834	1001
流動資產合計	2138	3688	4060	5156	6656
長期股權投資	0	26	23	24	25
固定資產	244	415	890	1068	1281
在建工程	254	358	216	281	365
非流動資產合計	668	1124	1652	2048	2540
資產總計	2806	4812	5711	7204	9196
流動負債合計	1440	2871	3373	4216	5903
非流動負債合計	75	374	403	492	659
負債合計	1515	3246	3776	4962	6267
少數股東權益	15	120	139	149	745
股東權益合計	1275	1447	1796	2242	2929
負債及股東權益合計	2806	4812	5711	7204	9196

附三：合并現金流量表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
經營活動產生的現金流量淨額	-164	735	636	992	692
投資活動產生的現金流量淨額	-159	-446	-513	-710	-514
籌資活動產生的現金流量淨額	213	381	-111	321	416
現金及現金等價物淨增加額	-112	669	12	603	594

1

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群證益券(香港)有限公司提供的投資服務.不是.個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司.不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證i@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證i@。此份報告.不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。