

公司研究

新股研究

建议询价区间：17.84-20.39 元

国内领先的锂离子电池模组解决方案及产品供应商

——欣旺达(300207)新股研究

核心观点

申购建议：

公司合理股价为 19.82-22.65 元。考虑到限售期的影响，建议按 10% 的折扣价申购，建议申购价为 17.84-20.39 元。

主要依据：

公司为国内领先的锂离子电池模组解决方案及产品供应商。公司主营业务为锂离子电池模组的研发、设计、生产及销售，已成为国内锂离子电池领域设计能力最强、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，产品定位于中高端品牌客户。2010年公司的手机锂离子电池模组销量2609万只，约占中国手机电池市场的2.61%。

公司产品结构逐步优化，盈利能力稳步提升。公司主要产品为手机数码类/笔记本电脑类/动力类锂离子电池模组、精密结构件及薄膜开关；锂离子电池模组的业绩贡献占比逐年提升，近三年占公司总营收依次为63.72%、72.27%、76.13%；在下游手机、笔记本电脑及平板电脑等便携式产品的旺盛需求带动下，2010年公司主业营收同比增长66.61%至7.74亿元。随着盈利能力较高的笔记本电脑类、动力类锂离子电池模组业务比重的提升，近三年公司综合毛利率稳步提升，分别为16.67%、18.54%、20.17%。

小型锂电池需求稳定增长，动力锂电池迎来广阔前景。预计未来全球小型锂电池平均增速在10%左右，未来锂电池的增长空间主要来自车用动力锂电池及其他动力与储能领域。目前全球小型锂离子电池市场规模约100亿美元，而动力锂电池将由目前的5亿美元剧增至2014年的370亿美元，未来4年全球锂离子电池需求年均复合增长30%以上。当前日本、中国大陆和韩国的锂电池出货量各约占全球的43%、23%、32%的份额。公司核心竞争优势体现在技术研发、模组开发制造及优质客户群。公司在锂离子电池模组生产领域已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，为国内少数可以批量生产笔记本电脑电池模组的企业；已积累3,000余种电池模组方案数据及上百种成熟的产品模块设计方案，具备出色的锂离子电芯选择与模组制造能力；主要客户为国内外消费电子产品行业的中高端品牌商。既分享了下游优质大客户的市场快速成长又保障了盈利水平的稳定提升。

募投项目产能扩张显著。此次 IPO 募投 2.49 亿元主要用于手机数码类、笔记本电脑类及动力类锂离子电池模组的技改扩产项目，达产后产能各提升 80%、233%、333%，贡献营收、净利润各 11.06 亿元、1.05 亿元。预计公司 2011-13 年营业收入、净利润的年均复合增速分别为 30.61%、41.24%，对应每股收益分别为 0.57 元、0.84 元、1.13 元。给予公司 2011 年 35-40 倍的动态估值较为合理，合理股价为 19.82-22.65 元。

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	776	1080	1448	1842
同比增速(%)	66.18%	39.21%	34.12%	27.19%
净利润(百万)	63	106	158	212
同比增速(%)	84.65%	69.82%	48.38%	34.44%
EPS(元)	0.33	0.57	0.84	1.13

基础数据

总股本(万股)	18800.00
流通A股(万股)	4700.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	6.50
每股净资产(元)	1.84
建议询价区间(元)	17.84-20.39

研究员：肖世俊

电话：010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号：S0940510120011

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、本次发行一般情况

图表 1：本次发行基本情况

公司名称	欣旺达电子股份有限公司
公司简称	欣旺达
发行地	深圳
发行日期	2011.4.13
申购代码	300207
发行股数	4,700万股，占发行后总股本的25.00%
发行方式	网下询价，上网定价
发行后总股本	18,800万股
每股盈利（2010）	0.44元
发行后全面摊薄每股收益（2010）	0.33元
发行前每股净资产	1.84元

资料来源：公司招股说明书、国都证券

2、公司概况

2.1、公司为国内领先的锂离子电池模组解决方案及产品供应商

公司主营业务为锂离子电池模组的研发、设计、生产及销售，是国内领先的锂离子电池模组解决方案及产品供应商。公司产品定位于中高端品牌客户，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。公司约占苹果 iPhone、iPod 产品电池供货量的 20%、飞利浦手机的 25%。分别约占联想、OPPO、海尔等国内手机厂商电池供货量的 45%、50%、30%。

2010 年公司的手机锂离子电池模组销量 2609.17 万只，约占中国手机电池市场的 2.61%，同期公司的笔记本电脑锂离子电池模组销量 178.86 万只，约占中国笔记本电脑电池市场的 0.96%。

公司已成为国内锂离子电池领域设计能力最强、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。公司产品线已从锂离子电池模组，通过投资新建或收购整合相继延伸至电池模组结构件和手机外壳等精密结构件、薄膜开关、手机镜片和保护屏、及电源管理系统、测试技术及相关制造工艺等产品或技术领域，以此提高公司自身锂离子电池模组的整体设计与配套能力，满足客户的快速交货需求及一站式采购需求。

图表 2：公司主要产品、构成及其用途

主要产品	构成与功能要求	主要用途
手机数码类/笔记本电脑/动力锂离子电池模组	由锂离子电芯、电源管理系统、精密结构件及辅料等构成，为动力引擎；	手机、MP3/MP4、数码相机；笔记本电脑、上网本、平板电脑、电纸书；电动工具、工业移动照明、医疗设备等；
精密结构件	为锂离子电池模组外壳，要求较高的精密性、绝缘性；	保护锂离子电芯和电源管理系统；
电源管理系统	主要由 PCB 板、IC、场效应管(MOSFET)、保险管(Fuse)等电子元件组成，并烧录嵌入式软件，为锂离子电池模组“大脑”；	通过对锂离子电芯充电电压和电流的控制、输出电压和电流的控制、安全指标的测定等，保证锂离子电池模组使用的安全性和可靠性；
薄膜开关	采用电器性能良好的聚酯薄膜(PET)作为电路图形载体，并贴装金属弹片的结构件产品；	手机键盘的必要部件。

资料来源：公司招股说明书、国都证券

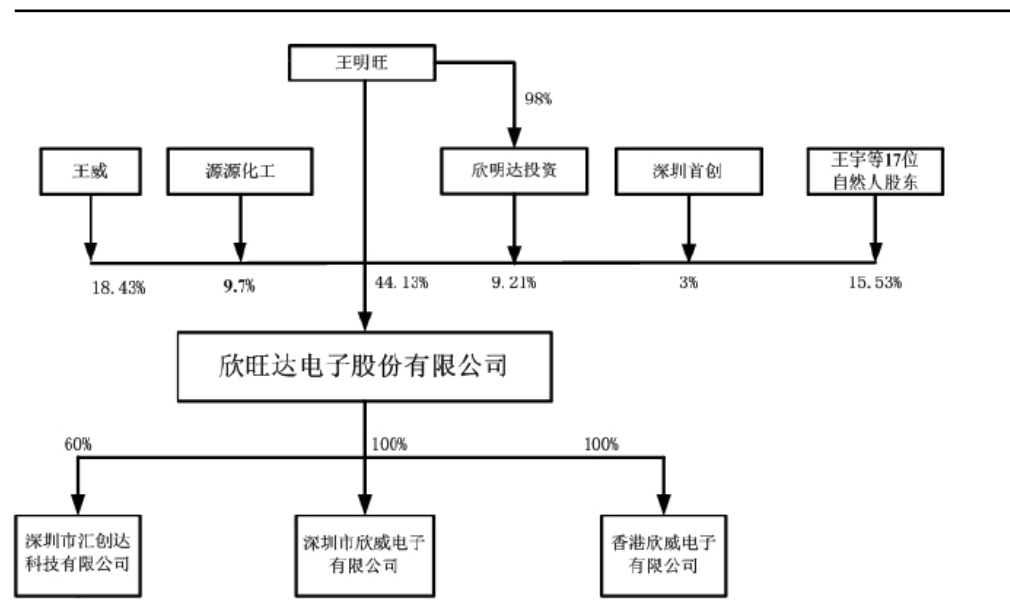
公司将在巩固自身产品在手机数码领域优势地位的基础上，扩大在笔记本电脑、电动工具等领域的市场份额，并加快向电动自行车、电动汽车和储能电站等领域拓展。2010年公司承担广东省高新技术产业化项目“电动汽车锂离子动力电池新型电源管理系统研发及产业化。在巩固公司产品在手机数码领域优势地位的基础上，迅速扩大公司产品在笔记本电脑、电纸书、电动工具、医疗设备、工业照明等领域的市场份额，加快电动自行车、电动汽车和储能电站等领域的拓展。

2.2、公司实际控制人为王明旺和王威兄弟

公司控股股东及实际控制人为王明旺和王威兄弟，发行前王明旺和王威兄弟直接持有公司 62.56%的股份，并通过王明旺控制的欣明达投资持有公司 9.21%的股份，合计持有公司 71.77%的股份；本次发行后，王明旺和王威兄弟将直、间接持有公司 53.83%的股份，仍为公司控股股东及实际控制人。

目前公司拥有汇创达（生产销售薄膜开关）1 家控股子公司和深圳欣威（生产销售锂电池、充电器等）、香港欣威（境外客户销售）2 家全资子公司。

图表 3：欣旺达发行人股权结构及控股、参股子公司



资料来源：公司招股说明书、国都证券

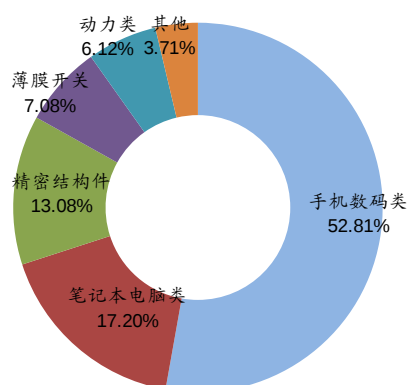
2.3、公司优化产品结构，盈利能力稳定提升

公司主要产品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、精密结构件与薄膜开关，2010 年分别占公司主营营收的 52.81%、17.20%、6.12%、13.08%及 7.08%，毛利占比分别为 46.23%、21.79%、8.43%、11.38%及 9.96%；其中锂离子电池模组的业绩贡献占比逐年提升，近三年占公司各期总营收依次为 63.72%、72.27%、76.13%。

2009 年受金融危机影响，全球手机数码市场需求及出货量下降，公司当年主营营收同比下降 4.79%至 4.88 亿元；2010 年在下游手机、笔记本电脑及平板电脑等便携式产品的旺盛需求带动下，公司主营营收同比增长 66.61%至 7.74 亿元，尤其是抓住市场需求适时推出了上网本、平板电脑、电纸书等笔记本电脑类锂离子电池模组新产品，及加大电动工具市场、工业

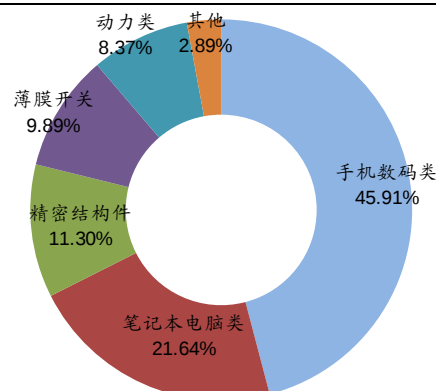
移动照明市场的动力锂离子电池市场开拓力度，2010 年以上两类锂离子电池模组营收分别实现 1.33 亿元、0.47 亿元，同比增长 133.01%、261.12%。

图表 4：2010 年公司营业收入构成



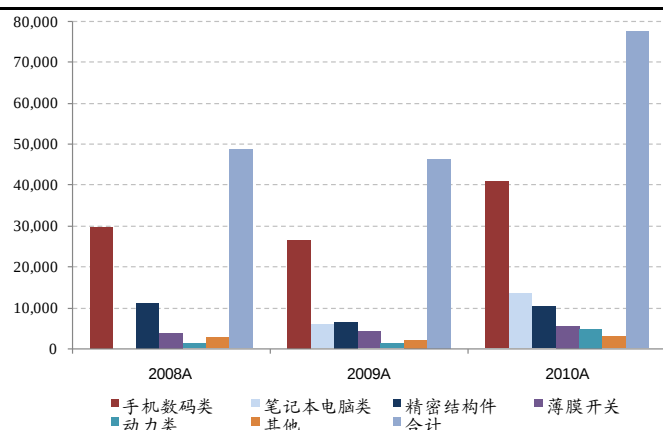
资料来源：公司招股说明书，国都证券

图表 5：2010 年公司营业毛利构成



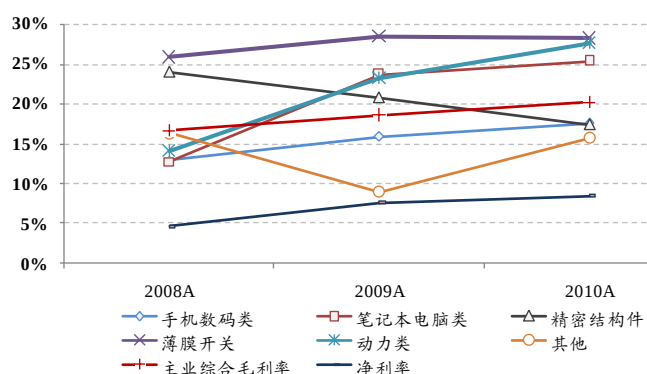
资料来源：公司招股说明书，国都证券

图表 6：近三年公司主营业务收入变化趋势（万元）



资料来源：公司招股说明书，国都证券

图表 7：近三年公司盈利能力变化趋势



资料来源：公司招股说明书，国都证券

2008 -2010 年公司综合毛利率分别为 16.67%、18.54%、20.17%，保持稳定增长态势，主要系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所致；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。

图表 8：近三年公司主要原材料成本及其占比变化

	2008A		2009A		2010A	
	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
锂离子电芯	14,844	36.95%	16,012	41.64%	21,351	34.34%
PCB板	3,686	9.17%	3,198	8.31%	6,706	10.79%
IC	2,031	5.06%	1,890	4.91%	3,348	5.38%
塑胶原料	1,617	4.03%	1,380	3.59%	1,983	3.19%
油漆	1,124	2.80%	988	2.57%	1,202	1.93%
弹片	927	2.31%	1,087	2.83%	1,278	2.06%
模胚钢料、 电子元器件 及辅助材料	7,092	17.65%	6,260	16.28%	15,378	24.73%
合计	31,321	77.97%	30,814	80.13%	51,247	82.42%

资料来源：公司招股说明书，国都证券

图表 9：公司盈利能力居行业内较高水平

企业名称	1H2010	2009A	2008A	2007A
德赛电池	16.37%	10.06%	14.34%	12.85%
飞毛腿集团	19.18%	18.10%	21.10%	25.30%
行业平均值	17.78%	14.08%	17.72%	19.08%
欣旺达	19.14%	18.54%	16.67%	21.28%

资料来源：公司招股说明书，国都证券

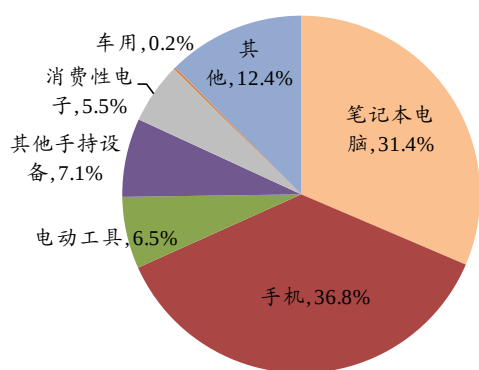
3、行业发展趋势及公司竞争力分析

3.1、小型锂电池需求稳定增长，动力锂电池迎来广阔前景

锂离子电池目前主要应用在消费电子产品，包括手机、平板电脑、笔记本电脑及其他便携式数码产品等小型锂电池领域，其中手机、笔记本电脑各占 36.8%、31.4%，车用动力电池仅为 0.2%。预计未来小型锂电池平均增速在 10%左右，未来锂电池的增长空间主要来自车用动力电池及其他动力与储能领域（如电动自行车、风光发电厂储能电池等）。

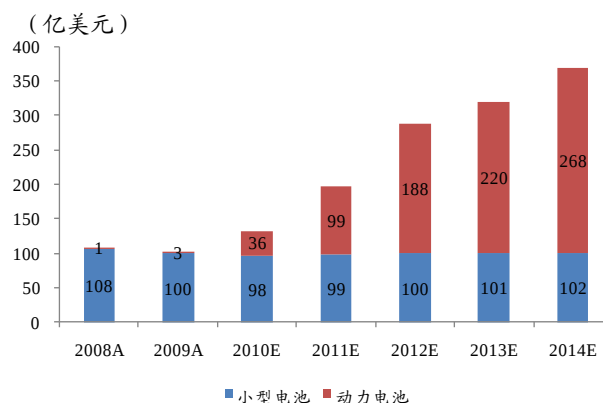
目前全球 EV 所需锂离子电池规模仅为 3 亿美元，预计 2012 年 EV 动力电池将超越小型电池至 190 亿美元，2014 年进一步增长至 270 亿美元，加上小型电池的 100 亿美元，届时全球锂电池市场规模合计达 370 亿美元，期间年均复合增长 30%以上。

图表 10：全球锂电池应用领域分布



资料来源：IIT，国都证券

图表 11：EV 助推锂电进入持续快速增长阶段



资料来源：国都证券

按目前笔记型电脑中所使用的标准 18650 电池（直径 18mm×长 65mm），手机电池、笔记本电脑、纯电动车 EV 所需电池平均容量各为 3Wh、70Wh、20KWh，即一辆 EV 所需锂电池容量分别相当于 6700 部手机、286 台笔记本电脑。

09 年全球手机出货量约 11 亿部，所需锂电池容量约 3000MWh，加上笔记本电脑和其他便携式数码设备，全球小型锂电池容量约 10,000~15,000MWh，即 50 万-75 万辆 EV 所需锂电池容量相当于全球整个便携式设备所需锂电池容量。目前全球新车年销量约 7000 万辆，因此，全球 EV 市场渗透率每提升 1 个百分点，全球锂电池容量较目前即可大致增加一倍。

图表 12：一辆 EV 所需锂电池容量相当于 6700 部手机 图表 13：EV 市场对锂电池容量需求贡献显著



资料来源：技术在线，国都证券

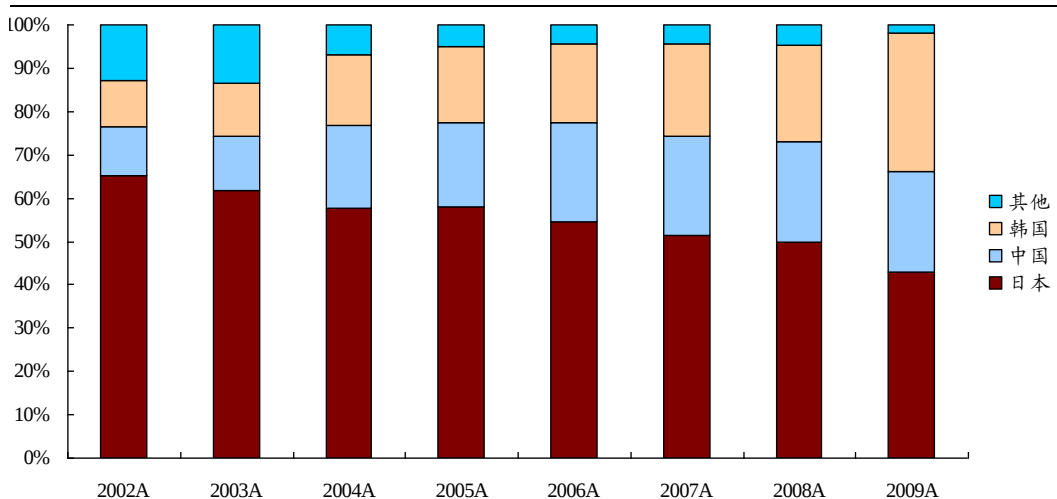
应用领域	09 年全球销量 (百万)	单个所需锂电池容量 (Wh)	09 年全球锂电池需求量 (MWh)
手机	1,046	3	3,138
笔记本电脑	165	70	11,550
其他数码产品			6,300
小型锂电池合计			20,988
EV	假设 EV 市场渗透率 1%，全球 EV 销量 70 万辆	20,000	则全球 EV 所需锂电池容量 18,000MWh

资料来源：国都证券

3.2、全球锂电池主要集中于日韩三极

目前全球锂电池产业主要集中在日本、中国和韩国，由于日本是最早实现锂电池商用化的国家，2000 年以前全球锂电生产基本被日本垄断。随着中国、韩国锂电池制造技术的开发和提升，日本锂电池出货量的比例在逐渐降低，中国和韩国锂电池出货量的比例在逐渐增加，2009 年日本、中国大陆和韩国的锂电池出货量分别占全球约 43%、23%和 32%的市场份额。

图表 14：全球锂电池产业集中于日韩中地区



数据来源：IIT，国都证券

从企业份额来看，日本的三洋能源、索尼和韩国的三星 SDI 和 LGC 四家企业锂电池销量占全球的 60%以上；我国锂电池企业近年来发展迅速，比亚迪、深圳比克、ATL 公司和天津力神 4 家公司的销量均已进入全球前十名，销量合计占全球 20%以上。

图表 15：09 年全球锂电池企业销量及其份额分布

地区	企业	09年销量（百万只）	百分比
日本	Sanyo	605.8	19.20%
	Sony	375.3	11.90%
	Panasonic	196.6	6.20%
	Maxell	112.9	3.60%
	SGS	26.5	0.80%
	NEC	7.2	0.20%
	小计	1,324	43.24%
韩国	SDI	560	17.80%
	LGC	410	13.00%
	小计	970	31.70%
大陆	BYD（比亚迪）	202	6.40%
	Lishen（力神）	172	5.40%
	ATL（新能源）	113	3.60%
	BAK（比克）	149.1	4.70%
	小计	635	20.70%
台湾	E-One（能元）	33.8	1.10%
美国	A123	17.7	0.60%
其它地区	小计	81.4	2.60%
全球合计		3,063	100%

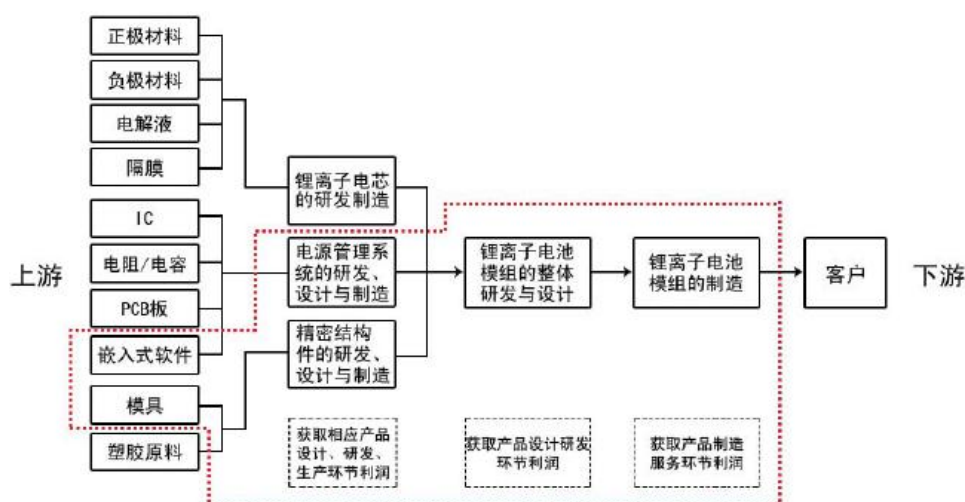
数据来源：IIT，国都证券

3.3、锂离子电池已发展为专业化程度高、分工明晰的产业链体系

锂离子电池产业经过近二十年的发展已经形成了一个专业化程度高、分工明晰的产业链体系。1) 上游厂商提供各类锂离子电芯原材料, 包括正负极材料、电解液和隔膜等; 2) 中游企业为锂离子电芯厂商, 采用上游电芯材料厂商提供的正负极材料、电解液和隔膜制作不同规格、不同容量的锂离子电芯产品; 3) 下游企业为锂离子电池模组厂商, 其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、不同的制造工艺等设计与生产锂离子电池模组。

欣旺达属于专业的锂离子电池模组生产企业, 处于锂离子电池产业链的下游企业。

图表 16: 锂离子电池产业链上下游分布



资料来源: 公司招股说明书, 国都证券

3.4、公司核心竞争力: 技术研发、模组开发制造及优质客户群

1) 技术研发与创新能力居前

公司通过持续的自主研发与创新, 在锂离子电池模组生产领域已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。公司已成为国内锂离子电池模组厂商中少数可以批量生产笔记本电脑电池模组的企业。2009 年, 公司针对电动汽车用锂离子电池模组的电源管理系统进行研发。同年承担深圳市重大产业技术攻关项目“电动汽车用锂离子动力电池组的电源管理系统研发及产业化”。2010 年公司承担广东省高新技术产业化项目“电动汽车锂离子动力电池新型电源管理系统研发及产业化”。

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。公司凭借国内领先的锂离子电池模组电源管理系统研发能力中标或承接了多项政府资助的锂离子电池模组电源管理系统研究项目。

2) 锂离子电池模组整体开发与制造能力领先

公司作为国内第一批从事锂离子电池模组生产的企业, 拥有一批长期从事锂离子电池模组设计开发的高管和业务骨干。公司内部的锂离子电池模组产品方案数据库中积累了历

年公司设计生产的 3,000 余种电池模组方案数据以及上百种成熟的产品模块设计方案，为公司产品的连续开发提供强大的保障。公司具备良好的客户引导、出色的锂离子电池电芯选择、优秀的锂离子电池模组制造等领先专业技能。

3) 优质的客户群资源

公司产品已进入苹果、飞利浦、亚马逊等著名电子品牌厂商的供应链体系，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。联想、OPPO、海尔等国内手机品牌厂商均为公司的主要客户，公司分别占其手机电池的 45%、50%、30% 左右。公司凭借技术与产品优势，目标客户定位于国内外消费电子产品行业的中高端品牌商。既分享了下游优质大客户的市场快速成长又保障了盈利水平的稳定提升。

4、募投项目分析

公司拟将此次募集资金的 2.49 亿元主要投向：1) 0.81 亿元投向手机数码类锂离子电池模组技改项目，募投项目建成投产后，公司该产品的产能将由目前的 2450 万只/年新增 1950 万只/年，扩产 79.59%；2) 0.85 亿元投向笔记本电脑类锂离子电池模组技改项目，募投项目建成投产后，公司该产品的产能将由目前的 150 万只/年新增 350 万只/年，扩产 233.33%；3) 0.54 亿元投向动力类锂离子电池模组技改项目，募投项目建成投产后，公司该产品的产能将由目前的 75 万只/年新增 250 万只/年，扩产 333.33%。

图表 17：公司 IPO 募投项目分析

拟投资项目	拟投资金额 (万元)	建设周期 (月)	目前公司产能 (万只/年)	新增产能 (万只/年)	全部达产后 销售收入 (万元)	净利润 (万元)	税后投资回 收期(年,含 建设期)
手机数码类锂离子电池模组技改项目	8,110	24	2,450	1,950	48,400	2,880	5.5
笔记本电脑类锂离子电池模组技改项目	8,490	24	150	350	45,000	5,175	5.1
动力类锂离子电池模组技改项目	5,380	24	75	250	17,200	2,408	4.6
技术中心技改项目	2,970	24	近期配合募投项目建设期间所需工艺、技术、新自动化设备的研究开发,中长期开展储能和动力电池相关技术开发和技术储备研究				
合计	24,950				110,600	10,463	

资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

5、盈利预测

根据公司产能扩产计划及市场需求状况，我们对公司各项主营产品的产销量、收入与毛利率预测假定如下图表 18 所示。

我们预计公司 2010-2012 年营业收入、归属于母公司净利润的年均复合增速分别约为 30.61%、41.24%，按发行后公司总股本 18,800 万股计算，预计 2011-2013 年公司实现每股收益分别为 0.57 元、0.84 元、1.13 元。

图表 18: 欣旺达各项主业销量、收入与成本的预测与假设

主业	项目	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
手机数码类	产能 (万只)	2,758	2,450	2,450	2,450	2,450	4,400
	销量 (万只)	3,019.80	2,373.59	2,844.49	3,271.16	3,598.28	3,958.11
	平均售价 (元/只)	9.90	11.19	14.38	16.53	18.19	19.64
	营业收入 (万元)	29,906	26,561	40,895	54,084	65,441	77,744
	营业成本 (万元)	26,041	22,349	33,724	44,349	53,498	63,361
	毛利率	12.92%	15.86%	17.54%	18.00%	18.25%	18.50%
锂离子电池模组	产能 (万只)	5	60	150	150	325	500
	销量 (万只)	0.12	53.5	170.67	256.01	345.61	432.01
	平均售价 (元/只)	127.00	106.88	78.06	74.16	72.68	71.22
	营业收入 (万元)	15	5,718	13,323	18,986	25,118	30,769
	营业成本 (万元)	13	4,367	9,943	14,144	18,650	22,769
	毛利率	12.80%	23.63%	25.37%	25.50%	25.75%	26.00%
动力类	产能 (万只)	30	30	75	75	325	325
	销量 (万只)	25.56	28.97	87.19	156.94	313.88	470.83
	平均售价 (元/只)	46.42	45.30	54.36	62.51	70.01	77.01
	营业收入 (万元)	1,187	1,312	4,739	9,811	21,976	36,260
	营业成本 (万元)	1,019	1,008	3,432	7,064	15,768	25,926
	毛利率	14.09%	23.16%	27.59%	28.00%	28.25%	28.50%
精密结构件	产能 (万只)	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
	销量 (万只)	5,301.52	4,530.80	5,305.00	6,631.26	7,957.51	9,151.13
	平均售价 (元/只)	2.08	1.44	1.91	2.20	2.46	2.71
	营业收入 (万元)	11,043	6,504	10,133	14,566	19,576	24,764
	营业成本 (万元)	8,399	5,151	8,367	12,017	16,101	20,306
	毛利率	23.95%	20.81%	17.43%	17.50%	17.75%	18.00%
结构件	产能 (万只)	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500
	销量 (万只)	4,383.50	5,506.78	6,247.20	7,184.28	8,046.39	8,851.03
	平均售价 (元/只)	0.89	0.77	0.88	0.97	1.05	1.10
	营业收入 (万元)	3,914	4,219	5,483	6,954	8,412	9,716
	营业成本 (万元)	2,904	3,017	3,938	4,972	6,015	6,947
	毛利率	25.81%	28.49%	28.18%	28.50%	28.50%	28.50%
其他	营业收入 (万元)	2,754	2,168	2,870	3,587	4,305	4,950
	营业成本 (万元)	2,305	1,974	2,418	3,004	3,605	4,146
	毛利率	16.31%	8.95%	15.74%	16.25%	16.25%	16.25%
合计	主营业务收入 (万元)	48,819	46,482	77,443	107,987	144,828	184,204
	YOY		-4.79%	66.61%	39.44%	34.12%	27.19%
	主营业务成本 (万元)	40,681	37,866	61,821	85,550	113,637	143,456
	主业综合毛利率	16.67%	18.54%	20.17%	20.78%	21.54%	22.12%

资料来源: 国都证券

图表 19: 欣旺达盈利预测 (单位: 万元)

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	48,851	46,679	77,571	107,987	144,828	184,204
YOY%	/	-4.45%	66.18%	39.21%	34.12%	27.19%
减: 营业成本	40,726	38,006	61,921	85,550	113,637	143,456
毛利率	16.63%	18.58%	20.17%	20.78%	21.54%	22.12%
营业税金及附加	105	101	138	216	290	368
销售费用	1,190	969	1,378	1,822	2,322	2,805
管理费用	3,043	3,659	5,649	7,471	9,519	11,501
财务费用	790	623	1,216	85	74	610
期间费用率 (%)	10.28%	11.25%	10.63%	8.68%	8.23%	8.10%
资产减值损失	143	-2	-1	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-297	0	0	0	0	0
二、营业利润	2,558	3,323	7,269	12,843	18,987	25,463
YOY%	/	29.88%	118.77%	76.68%	47.83%	34.11%
加: 营业外收入	227	855	432	300	300	300
减: 营业外支出	47	3	27	200	200	200
三、利润总额	2,737	4,174	7,674	12,943	19,087	25,563
减: 所得税	458	603	1,131	1,942	2,863	3,834
四、净利润	2,279	3,571	6,543	11,002	16,224	21,728
归属于母公司的净利润	2,104	3,395	6,269	10,646	15,796	21,237
YOY(%)	/	61.37%	84.65%	69.82%	48.38%	34.44%
少数股东损益	175	176	274	356	427	491
净利率 (%)	4.31%	7.27%	8.08%	9.86%	10.91%	11.53%
总股本 (万股)	18,800	18,800	18,800	18,800	18,800	18,800
五、每股收益(元)	0.11	0.18	0.33	0.57	0.84	1.13

资料来源: 国都证券

6、估值定价及申购建议

目前国内 A 股上市公司中主营业务与欣旺达同类可比的上市公司主要有德赛电池、亿纬锂能、杉杉股份、当升科技、江特电机及天齐锂业等 (估值参见图表 20)。按 2011 年 4 月 6 日收盘价计算, 可比上市公司的 2010 年、2011 年、2012 年动态市盈率中值分别为 71 倍、43 倍、27 倍, CAGR(10-12)为 52%; 结合我们对公司未来三年净利润年均复合增速约 41% 的预测, 我们认为, 给予公司 2011 年 35-40 倍的动态估值较为合理。按我们预计公司 2011 年的每股收益 0.57 元计算, 公司合理股价为 19.82-22.65 元。考虑到限售期的影响, 建议按 10% 的折扣价申购, 建议申购价为 17.84-20.39 元。

图表 20: 同类可比上市公司的估值比较 (以 2011 年 4 月 6 日收盘价计算)

公司简称	代码	股价	EPS				P/E				CAGR (10-12)	P/B
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E		
德赛电池	000049	25.45	-0.26	0.36	0.47	0.62	/	71	54	41	31%	22.4
亿纬锂能	300014	23.19	0.30	0.44	0.62	0.85	77	53	37	27	39%	5.5
杉杉股份	600884	21.53	0.23	0.29	0.50	0.91	94	74	43	24	77%	2.8
中国宝安	000009	19.10	0.23	0.30	0.64	0.90	83	64	30	21	73%	8.2
江苏国泰	002091	26.43	0.49	0.59	0.87	1.23	54	45	30	21	44%	8.7
当升科技	300073	39.68	0.50	0.43	0.82	1.37	79	92	49	29	78%	4.0
华芳纺织	600273	14.81	-0.13	0.44	0.46	0.55	/	34	32	27	12%	5.1
江特电机	002176	22.89	0.05	0.17	0.33	0.42	458	135	69	55	57%	11.8
天齐锂业	002466	53.16	0.37	0.40	0.65	0.92	144	133	82	58	52%	5.9
中值							83	71	43	27	52%	5.9

数据来源: 国都证券

7、风险提示

1) **客户集中风险**: 近三年公司向前五名主要客户的销售额占营业收入的比例分别为 47.66%、48.17%和 46.48%，客户相对集中，若公司主要客户的市场竞争地位发生了变化，或因整合或并购活动的影响而改变原有的采购策略，将对公司的经营业绩产生一定影响；

2) **企业所得税优惠政策变动风险**: 公司作为深圳市高科技企业，近三年享受高新技术企业所得税优惠政策，企业所得税按 15%税率执行，各年优惠税额占公司净利润约 13%。若未来公司不被相关部门认定为高新技术企业，企业所得税率的调整将对业绩产生较大影响；

3) **募投项目进度及业绩贡献不及预期风险**: 公司 IPO 募投项目若因进度滞后，或者因市场竞争激烈导致收入利润贡献不及预期，将影响公司业绩成长性。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuwei hong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			