

强烈推荐-A (维持)

德赛电池 000049.SZ

目标估值: 50-53 元
当前股价: 46.54 元
2017 年 03 月 12 日

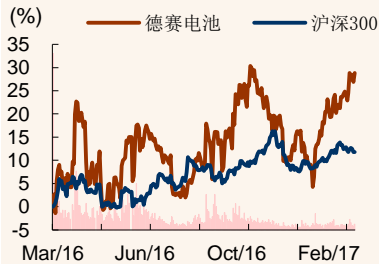
Q4大幅改善, 17年迎来HOV与苹果双利好

基础数据

上证综指	3213
总股本(万股)	20524
已上市流通股(万股)	20524
总市值(亿元)	96
流通市值(亿元)	96
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	18.4
资产负债率	69.2%
主要股东	惠州市德赛工业发展
主要股东持股比例	45.23%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	13	37
相对表现	6	10	23



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《德赛电池(000049)——苹果与HOV支撑业绩反转, 17年增长提速》2017-01-18
- 2、《德赛电池(000049)——从3C迈向EV和ESS, 转型与改革打开空间》2015-05-15

鄢凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

马鹏清

0755-82958360
mapq@cmschina.com.cn
S1090515080001

事件:

公司发布 2016 年年报, 全年实现收入 87.24 亿元, 同比增长 3.44%; 实现归母净利润 2.55 亿元, 同比增长 10.89%, 对应 EPS1.24 元。基本符合预期。

评论:

1、HOV 增量显著, 苹果销量超预期驱动 Q4 业绩显著改善

Q4 单季度实现收入 33.57 亿元, 同比增长 33%, 实现归属母公司净利润 1.22 亿元, 同比增长 113%。Q4 业务构成中最大的增量来自于国产 HOV 订单, 当期苹果销量超预期等都对业绩有明显的支撑。此外非苹果客户比例提升, 以及工艺控制水平提升, 驱动 Q4 毛利率同比提升 2.3 个百分点, 达到 10.4%。三费水平小幅下降, 净利润率提升 1.3 个百分点, 达到 3.6%。

2、Q1 与全年业绩保持快速成长可期

公司 HOV 份额提升主要发生在 16Q4, 17 年依然有望保持相应份额, Q1 乃至全年都是公司业绩成长的重要驱动力。苹果方面, iPhone 上半年虽无新品, 预计出货量与去年基本持平, 5.5 寸比例提升或一定程度上提高 ASP。下半年新品中, 高配版采用 L 型双电芯的概率较高, 单价或显著提升, 公司作为苹果主力供应商, 有望充分受益电池设计升级以及新品备货提前。此外, 公司有望年内实现 Mac 类产品的批量供应, 同样贡献增长。非苹果客户占比提升对于改善公司利润率水平也有明显的裨益, 预计 17 年公司利润率保持上行态势。

3、动力电池仍是重要发展方向, 年内有望显著减亏

公司孙公司惠州新源主要为大型动力电池、储能电池等电源管理系统及封装集成业务, 16 年完成新的动力电池 Pack 产线建设, 实现收入 2600 万元。但因研发投入与运营成本, 亏损 6080 万元。预计 17 年尤其是下半年, 惠州新源有望逐步减亏。一方面电动汽车政策风险已经释放, 另一方面未来 3-5 年内替代技术并不成熟, 而未来新能源汽车为必然趋势, 尽管短期内动力电池面临一定成本压力, 长期来看依然是重要的业务布局。随着规模与成本控制的逐步成熟, 预计今年动力电池业务有望显著减亏。

强烈推荐-A 评级:

未来 2-3 年公司成长逻辑充分, HOV 份额提升与 iPhone 电池升级都将显著提升公司业绩水平, 动力电池年内减亏有望。而随着国企改革逐步推进, 公司解决少数股东权益的问题同样值得期待。预计 17-19 年实现归母净利润 3.51/4.53/5.75 亿元, 同比增长 37%/29%/27%, 对应 EPS1.71/2.21/2.80 元, 维持强烈推荐-A 评级, 目标价 50-53 元。

风险:

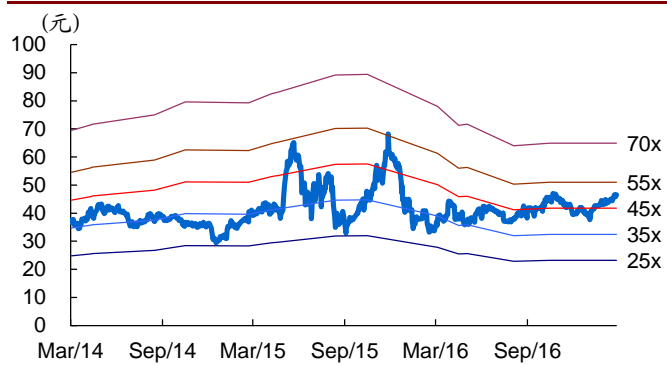
业务拓展低预期, 下游销售低预期

表 1: 公司财务数据

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	8434	8724	11876	14604	17164
同比增长	32%	3%	36%	23%	18%
营业利润(百万元)	388	436	587	759	966
同比增长	-2%	13%	35%	29%	27%
净利润(百万元)	230	255	351	453	575
同比增长	-2%	11%	37%	29%	27%
每股收益(元)	1.12	1.24	1.71	2.21	2.80
P/E(倍)	41.5	37.4	27.2	21.1	16.6
P/B(倍)	10.3	8.3	6.7	5.4	4.3

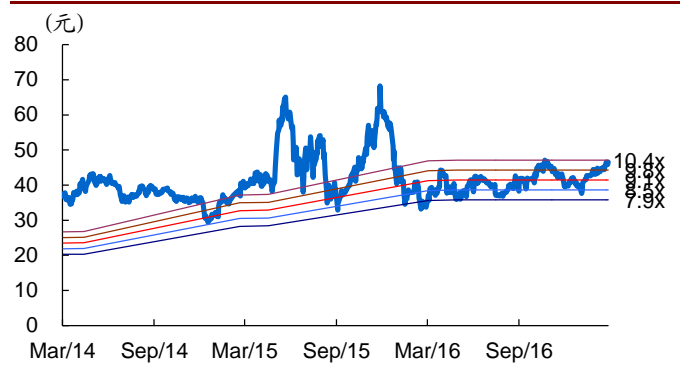
资料来源: 招商证券, Wind

图 1: 德赛电池历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 德赛电池历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3017	4545	6240	7665	8998
现金	525	484	754	924	1081
交易性投资	1	6	6	6	6
应收票据	75	120	163	200	235
应收款项	1467	2584	3490	4292	5045
其它应收款	31	49	67	83	97
存货	668	991	1338	1641	1925
其他	251	310	421	518	609
非流动资产	385	601	619	592	570
长期股权投资	40	0	0	0	0
固定资产	178	227	266	256	248
无形资产	47	62	56	50	45
其他	121	312	298	286	277
资产总计	3403	5146	6859	8257	9568
流动负债	2181	3644	4966	5866	6546
短期借款	248	455	770	804	677
应付账款	1486	2655	3611	4430	5195
预收账款	2	2	3	4	4
其他	446	532	582	627	669
长期负债	23	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他	23	2	2	2	2
负债合计	2205	3646	4968	5867	6547
股本	205	205	205	205	205
资本公积金	8	8	8	8	8
留存收益	718	942	1217	1564	2003
少数股东权益	267	344	461	612	804
归属于母公司所有者权益	931	1156	1430	1778	2217
负债及权益合计	3403	5146	6859	8257	9568

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	640	86	128	294	467
净利润	230	255	351	453	575
折旧摊销	52	63	73	78	73
财务费用	41	19	15	19	15
投资收益	(51)	(13)	(14)	(16)	(18)
营运资金变动	289	(313)	(426)	(398)	(377)
其它	78	74	130	159	199
投资活动现金流	290	(274)	(94)	(50)	(50)
资本支出	(105)	(266)	(94)	(50)	(50)
其他投资	395	(8)	0	0	0
筹资活动现金流	(751)	127	235	(73)	(260)
借款变动	(616)	166	312	35	(128)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(144)	(69)	(77)	(105)	(136)
其他	9	30	(1)	(3)	4
现金净增加额	179	(62)	269	171	157

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8434	8724	11876	14604	17164
营业成本	7682	7877	10715	13147	15417
营业税金及附加	68	17	23	29	34
营业费用	82	75	102	126	148
管理费用	259	330	428	511	584
财务费用	(18)	(17)	15	19	15
资产减值损失	13	23	20	30	20
公允价值变动收益	(11)	5	4	4	4
投资收益	51	13	10	12	14
营业利润	388	436	587	759	966
营业外收入	5	7	7	7	7
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	391	441	592	764	970
所得税	83	91	124	160	203
净利润	308	350	468	604	767
少数股东损益	78	94	117	151	192
归属于母公司净利润	230	255	351	453	575
EPS (元)	1.12	1.24	1.71	2.21	2.80

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	32%	3%	36%	23%	18%
营业利润	-2%	13%	35%	29%	27%
净利润	-2%	11%	37%	29%	27%
获利能力					
毛利率	8.9%	9.7%	9.8%	10.0%	10.2%
净利率	2.7%	2.9%	3.0%	3.1%	3.4%
ROE	24.7%	22.1%	24.5%	25.5%	25.9%
ROIC	18.8%	16.9%	17.8%	19.2%	20.9%
偿债能力					
资产负债率	64.8%	70.8%	72.4%	71.1%	68.4%
净负债比率	8.6%	8.9%	11.2%	9.7%	7.1%
流动比率	1.4	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	2.5	1.7	1.7	1.8	1.8
存货周转率	11.1	9.5	9.2	8.8	8.6
应收帐款周转率	5.3	4.3	3.9	3.8	3.7
应付帐款周转率	5.0	3.8	3.4	3.3	3.2
每股资料 (元)					
每股收益	1.12	1.24	1.71	2.21	2.80
每股经营现金	3.12	0.42	0.62	1.43	2.28
每股净资产	4.54	5.63	6.97	8.66	10.80
每股股利	0.34	0.37	0.51	0.66	0.84
估值比率					
PE	41.5	37.4	27.2	21.1	16.6
PB	10.3	8.3	6.7	5.4	4.3
EV/EBITDA	16.8	14.8	10.2	8.1	6.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

鄢凡，北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，7年证券从业经验，08-11年在中信证券，11年加盟招商证券，现任电子行业首席分析师。09/11/12/14/15年《新财富》电子行业最佳分析师第五、二、五、二和二名，10/11/12/14/15年《水晶球》电子行业第四、二、五、一和二名，10/14/15年《金牛奖》TMT/电子行业第一、二和五名。

马鹏清，上海交通大学工学硕士、学士，金融学双学位，2015年加入招商证券，任电子行业分析师，曾就任国金证券交通运输、电子行业分析师。15年所在团队获得《新财富》电子行业最佳分析师第二名，《水晶球》电子行业第二名，《金牛奖》TMT/电子行业第五名。

李学来，中科院上海微系统与信息技术研究所微电子学博士，两年半导体行业工作经验，近2年券商电子行业研究经验，2016年3月加入招商证券电子行业研究团队，任电子行业分析师。

兰飞，复旦大学微电子与固体电子学硕士，曾任美国国家仪器应用工程师、区域销售经理，近6年集成电路、电子制造产业经验，2016年6月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

涂围，北京大学金融学硕士，浙江大学光电信息工程学士，2016年7月加入招商电子团队，任电子行业分析师

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。