

投资评级

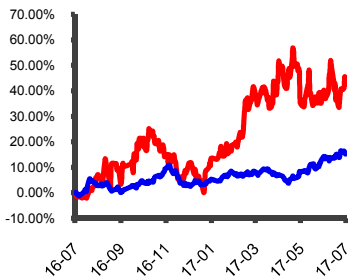
推荐

公司基本情况

| | |
|----------|-------|
| 最新收盘价(元) | 52.21 |
| 总股本(亿股) | 2.05 |
| 流通股本(亿股) | 2.05 |
| 总市值(亿元) | 107 |
| 流通市值(亿元) | 107 |
| 52周高(元) | 59.60 |
| 52周低(元) | 36.19 |

| | |
|-------|---------------|
| 第一大股东 | 惠州市德赛工业发展有限公司 |
| 持股比例 | 45.23% |
| 每股净资产 | 5.96 |
| 资产负债率 | 63.48% |

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨勇
SAC 执业证书编号：S1340117060002
Email: yangyong@cnpsec.com
联系电话：010-67017788-9518

订单向龙头集中，继续演绎强者恒强

——德赛电池(000049)

主要观点：

- **品牌效应增强，下游订单有望向龙头集中。**公司主营业务为中小型电源管理系统(BMS)和电池封装(PACK)，德赛电池具备良好的产品品质与交付能力，经过多年的发展，品牌逐渐得到了认可，与国际顶级厂商建立了长期稳定的合作关系。随着对消费类电子电池安全性和稳定性的要求日趋提升，以及下游各领域市场空间增长，需求将导向德赛电池。目前除了苹果外，德赛电池消费电子产品客户也引入了国内的品牌厂商华为、OPPO、VIVO、小米等。我们认为以后强者恒强，消费类电子向品牌集中，这一趋势将更加确定。
- **产品升级需求加快，附加值提升显著。**公司在快充，无线充电，电池封装差异化结构设计等方面储备了丰富的经验，随着对电池蓄电量、体积、充电速度等要求越来越高。今年苹果发布的新机 iPhone 8 将会在多方面进行创新，其中双电芯、快充都长期大幅提升手机电池市场空间，尤其是双电芯概念将会对电池价值有 50% 以上的提升，同时伴随着公司产品销量增长，公司产品的附加值将得到显著提升。
- **逐渐多元化布局，各领域市场前景广阔。**在电动工具领域，公司提供电源管理系统及封装业务。客户涵盖了包括百得、博世、牧田、创科等在内的主要电动工具厂商。未来还将继续深入挖掘该市场及现有客户群潜力；在动力电池方面，公司于 2015 年下半年成立惠州新源专注于此业务领域，2017 年，公司与大众、北汽、广汽等厂商接洽，销售有望打开新局面；公司认为无刷电机控制系统将成为智能时代的重要部件，为无刷电机提供控制系统，产品主要应用于电动工具及智能家居领域，是公司未来重点的业务方向之一。
- **国企改革渐进，公司预期增强。**德赛工业持有公司 45.23% 的股份，为公司第一大股东。而惠州市国资委正在加快出台深化国企改革的“1+1+N”文件，德赛将是惠州市国企改革排头兵。我们认为，随着国企改革时间表的推进，公司将迎来利好。

盈利预测与评级：我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.86 元、2.63 元和 3.31 元，对应的动态市盈率分别为 29 倍、20 倍和 16 倍，首次覆盖，给予“推荐”的投资评级。

风险提示： 电池 BMS 及 PACK 订单流失，市场竞争风险；新技术变革风险。

目录

| | |
|--------------------------|---|
| 1 品牌效应增强，下游订单有望向龙头集中 | 3 |
| 1.1 公司主营业务与股权结构 | 3 |
| 1.2 客户结构逐渐多元化，业绩重回高增长 | 4 |
| 2 产品升级需求加快，附加值提升显著 | 6 |
| 2.1 需求拉动新趋势，手机电池向双电芯方案转化 | 6 |
| 2.2 苹果十周年新机发布，带来单机价值翻倍 | 6 |
| 3 逐渐多元化布局，各领域市场前景广阔 | 7 |
| 3.1 电动工具客户涵盖多家品牌厂商 | 8 |
| 3.2 动力电池有望打开新局面 | 9 |
| 3.3 无刷电机成为未来重点业务方向之一 | 9 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|---|
| 图表 1：公司主要产品及应用领域 | 4 |
| 图表 2：公司积极开拓新成长空间 | 4 |
| 图表 3：公司股权结构示意图 | 5 |
| 图表 4：2016 年前五大客户销售额占比 | 5 |
| 图表 5：第一大客户占年度销售总额比例 | 6 |
| 图表 6：2017 年 Q2 前五大智能手机厂商出货量、市场份额对比 | 6 |
| 图表 7：公司 2015 至 2017 年各季度营业收入情况 | 4 |
| 图表 8：公司 2011 至 2016 年净利润情况 | 4 |
| 图表 9：公司近年毛利率和净利率情况 | 5 |
| 图表 10：金立 M2017 安全双电芯手机 | 5 |
| 图表 11：电池管理系统 | 6 |
| 图表 12：业界对苹果双电芯手机的预测 | 6 |
| 图表 13：锂电池应用领域 | 4 |
| 图表 14：百得电动工具 | 4 |
| 图表 15：电动工具十大品牌 | 5 |
| 图表 16：动力电池发展情况 | 5 |
| 图表 17：新能源汽车、出电动车产销情况 | 6 |
| 图表 18：无刷电机 | 6 |
| 图表 19：无刷电机工作原理 | 6 |
| 图表 20：公司盈利预测表(单位:百万元) | 6 |

1 品牌效应增强，下游订单有望向龙头集中

1.1、公司主营业务与股权结构

公司于 1995 年 3 月登陆深交所主板。公司主营业务为中小型电源管理系统（BMS）和电池封装（Pack）。产品主要包括消费类电子产品电池、电动工具类产品电源管理系统、新能源汽车电池包及电源管理系统，以及无刷电机控制系统。公司产品品质处于行业领先地位，是苹果等全球顶级消费电子品牌的主力供应商，产品品质受到客户广泛认可。

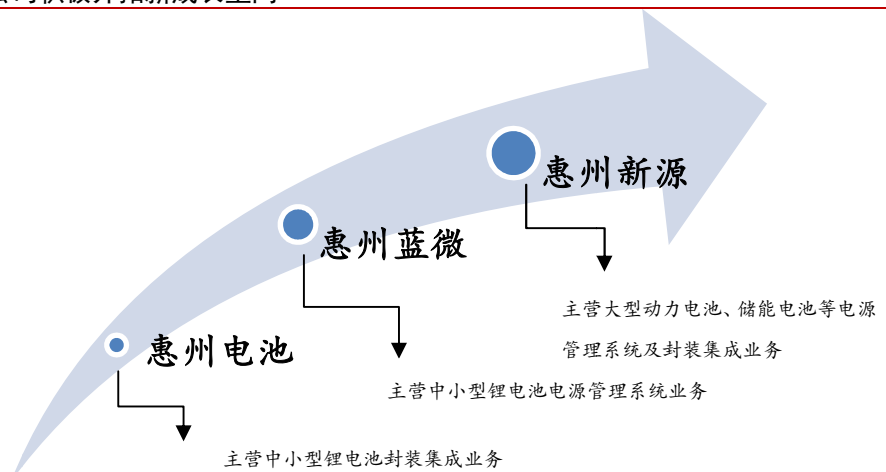
图表 1：公司主要产品及应用领域



资料来源：公司官网，中邮证券研发部

公司围绕锂电池产业链进行业务布局，积极探寻新的利润增长点。其中惠州电池主营中小型锂电池封装集成业务，惠州蓝微主营中小型锂电池电源管理系统业务，惠州新源主营大型动力电池、储能电池等电源管理系统及封装集成业务。

图表 2：公司积极开拓新成长空间

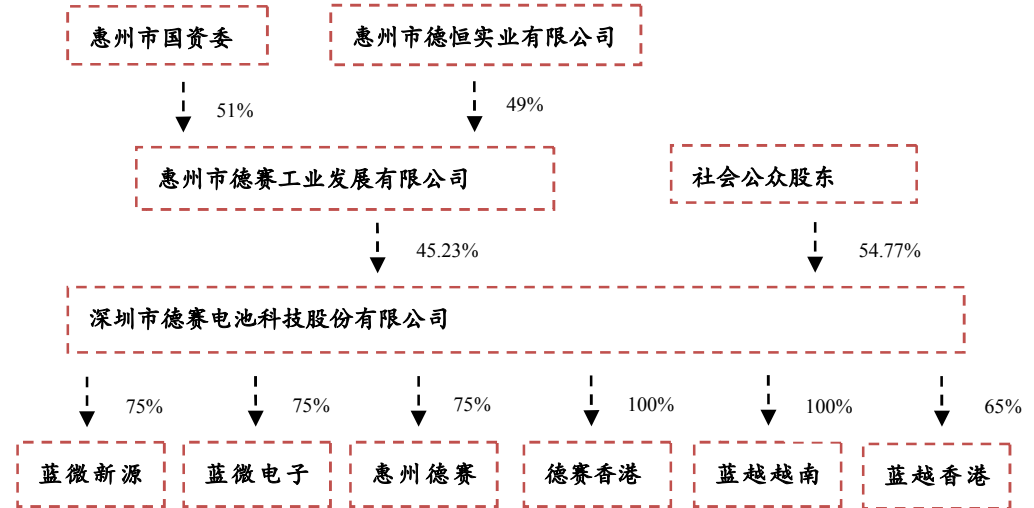


资料来源：公司公告，中邮证券研发部

公司控股股东为德赛工业，其持有公司 45.23% 的股份。2015 年 11 月，德赛工业 51% 的股权划转至惠州市国有资产监督管理委员会。公司与控股股东德赛工业是分开和独

立的，不存在同业竞争。德赛工业的业务范围包括研制、开发及销售：手机通讯设备、路由器、集成电路、安防监控设备、传感器、工业自动化设备、智能机器人、智能可穿戴产品、视觉识别系统产品等。

图表 3：公司股权结构示意图

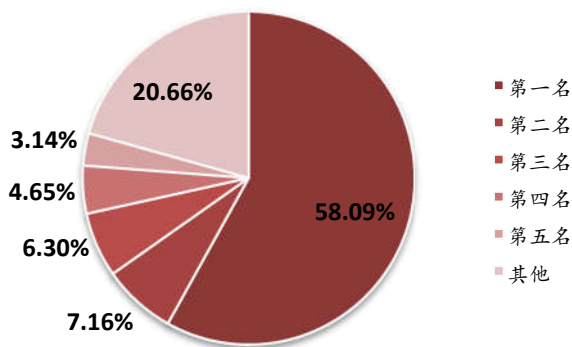


资料来源：公司公告，中邮证券研发部

1.2 客户结构逐渐多元化，业绩重回高增长

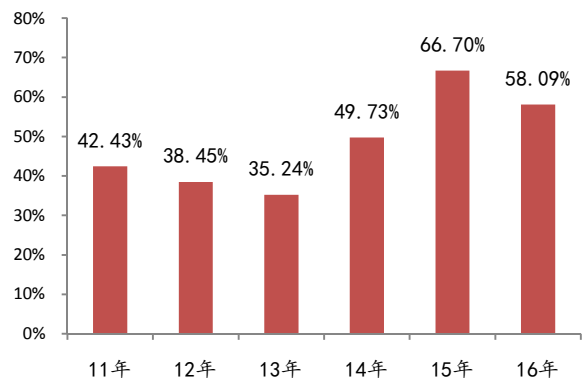
公司第一大客户为苹果公司，其收入占比接近 60% (58.09%)，单一客户业务在公司手机电池相关产品销售中占比重。目前公司正在积极改进客户结构，消费电子产品客户也引入了国内的终端品牌厂商华为、OPPO、VIVO、小米等，来自国内客户的收入占比将不断上升。

图表 4：2016 年前五大客户销售额占比



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 5：第一大客户占年度销售总额比例



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

根据 IDC 的最新数据显示，今年第二季度，虽然需求下降，市场遇冷导致智能手机出货量下降，但华为、OPPO、vivo、小米均实现了大幅增长，位列中国智能手机出货量

前四。未来很有可能出现“强者恒强”的局面，随着市场份额集中，出货量增长对于切入国产手机产业链的德赛电池将迎来利好。

图表 6：2017 年 Q2 前五大智能手机厂商出货量、市场份额对比

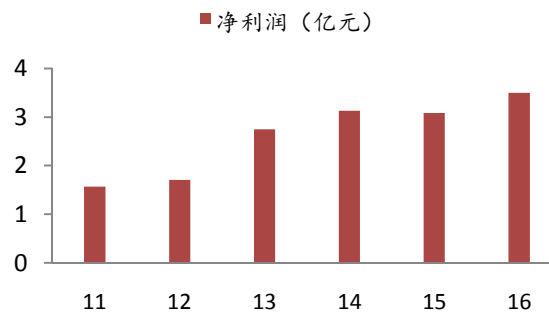
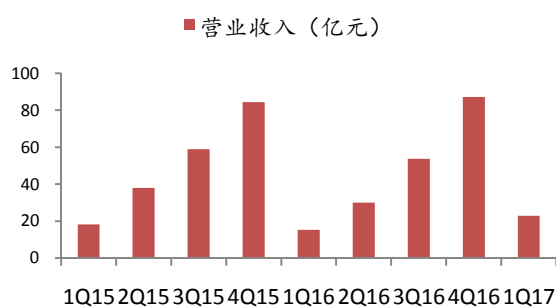
| 厂商 | 2017年第二季度出货量 (单位：百万台) | 2017年第二季度 市场份额 | 2017年第一季度 市场份额 | 2016年第二季度 市场份额 | 同比增长 |
|------|--------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------|
| 华为 | 23.5 | 21.0% | 20.0% | 17.0% | 22.6% |
| OPPO | 20.1 | 17.9% | 18.2% | 16.0% | 11.3% |
| vivo | 16.0 | 14.4% | 14.2% | 13.0% | 9.3% |
| 小米 | 14.2 | 12.7% | 9.0% | 10.1% | 25.0% |
| 苹果 | 8.0 | 7.1% | 9.2% | 7.7% | -7.6% |
| 其他 | 30.1 | 26.9% | 29.4% | 36.2% | -26.2% |
| 总计 | 111.8 | 100.0% | 100.0% | 100.0% | -0.7% |

资料来源：IDC，中邮证券研发部

公司的营收状况受手机终端市场影响幅度明显。通常 H1 为手机零部件厂商的淡季，而进入 H2 则逐渐步入了旺季，对公司营收影响显著。公司净利润在 2011~2016 年实现了相对稳定和快速的成长，年均复合增长率约为 29%。

图表 7：公司 2015 至 2017 年各季度营业收入情况

图表 8：公司 2011 至 2016 年净利润情况

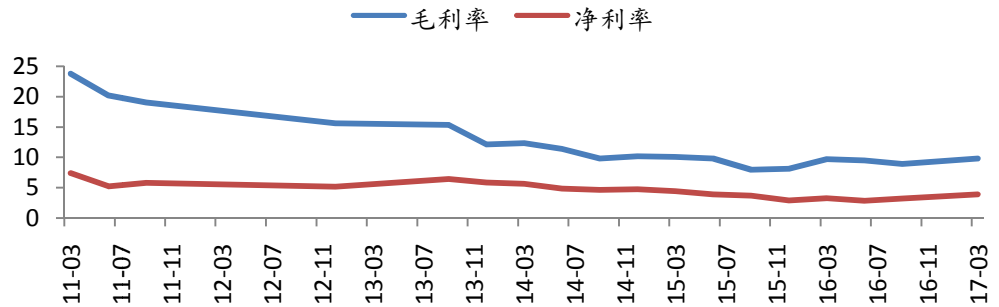


资料来源：WIND，中邮证券研发部

资料来源：WIND，中邮证券研发部

公司毛利率和净利率自 2011 年出现了下滑，主要是因为公司。经过近三年的调整，公司的毛利率和净利率水平已经开始企稳，随着产品升级和相关技术难度加大，公司净利率有望实现回升。

图表 9：公司近年毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，中邮证券研发部

2 产品升级需求加快，附加值提升显著

2.1 需求拉动新趋势，手机电池向双电芯方案转化

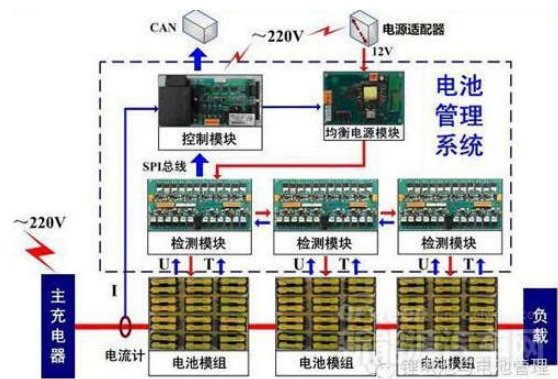
电池续航不够久、手机充电速度不够快成为手机使用的两大痛点。以目前锂电池聚合物为主的技术路线，由于一味加大单个电池容量会导致电池内部不稳定，此前三星 Note 7 爆炸就是明显的例子。因此新一代的双电芯技术、快充技术与无线充电技术成为硬件供应商关注的重点。

图表 10：金立 M2017 安全双电芯手机



资料来源：金立官网，中邮证券研发部

图表 11：电池管理系统



资料来源：网络，中邮证券研发部

目前相比其他解决方案，考虑技术成熟度、效果等多方面因素，双电芯有望脱颖而出，成为手机的标准配置。双电芯的解决方案，是通过 2 个电池之间的串并联，以达到提升电池总容量，并增加续航能力。此外，相比单电芯大容量电池温度更可控，安全性更高；该方案还可优化手机内部结构，节省空间；提升电池系统的可靠性等。

2.2 苹果十周年新机发布，带来单机价值翻倍

2017年是iphone发布十周年，下一代iphone会有重大创新，极有可能采取双电芯方案，双电芯方案对电池组封装以及电源管理系统的要求要比单电芯高，具有一定技术门槛的同时，双电芯方案对电池模组封装厂商带来的单机价值理论上可以翻倍。双电芯方案被大客户采纳有望给公司带来一定业绩弹性，后续国内安卓厂商进一步跟进也会带来增长空间。

图表 12：业界对苹果双电芯手机的预测



资料来源：手机技术资讯，中邮证券研发部

公司在快充，无线充电，电池封装差异化结构设计等方面储备了丰富的经验，随着对电池蓄电量、体积、充电速度等要求越来越高。今年苹果发布的新机 iphone8 将在多方面进行创新，其中双电芯、快充都长期大幅提升手机电池市场空间，尤其是双电芯概念将会对电池价值有 50%以上的提升，同时伴随着公司产品销量增长，公司产品的附加值将得到显著提升。

3 逐渐多元化布局，各领域市场前景广阔

除了在优化客户结构外，公司也在不断的优化业务结构。围绕锂电池产业链进行业务布局。业务方向涉足电动工具、动力电池、无刷电机等多个领域。

图表 13：锂电池应用领域



资料来源：网络，中邮证券研发部

3.1 电动工具客户涵盖多家品牌厂商

电动工具产品是一种由电磁旋转式或往复式小容量电动机通过传动机构带动作业装置(工作头),进行工作的手提式或移动式的生产工具。如手提式电钻、电锯、电刨及移动式的地面磨光机、割草机、砂光机等。

中国专业电动工具市场自 2006 年起一直保持着 12%平均增长率,2016 年中国专业电动工具市场容量已经超过 1300 万台,销售额达到 40 亿元以上。与之对应,越来越多的企业进入该行业,我国专业电动工具行业的产能已经扩张到超过 5200 万台。

根据近五年来电动工具市场的销售收入进行预测,到 2018 年我国电动工具行业的销售收入可达约 1283 亿元。

公司为电动工具类产品提供电源管理系统及封装业务。客户涵盖了包括百得、博世、牧田、创科等在内的主要电动工具厂商。未来还将继续深入挖掘该市场及现有客户群潜力。

图表 14：百得电动工具



资料来源：苹果官网，中邮证券研发部

图表 15：电动工具十大品牌

| | | | | |
|--|--|---|--|--|
| BOSCH 博世电动工具 BOSCH博世电动工具 综合指数: 83340 -- 口碑评分: 12 | 东成 Dongcheng 东成Dongcheng 综合指数: 30924 + 口碑评分: 55 | Makita 牧田 MAKITA牧田 综合指数: 13415 + 口碑评分: 1 | DEWALT 得伟 DEWALT得伟 综合指数: 9816 -- 口碑评分: 5 | KEN 锐奇 锐奇KEN 综合指数: 9232 + 口碑评分: 12 |
| BLACK&DECKER 百得 Black&Decker百得 综合指数: 8613 + 口碑评分: 5 | BODA 博大 博大BODA 综合指数: 7729 + 口碑评分: 12 | Hitachi Koki 日立电动工具 HitachiKoki日立工具 综合指数: 7624 + 口碑评分: 1 | STANLEY 史丹利 STANLEY史丹利 综合指数: 7248 + 口碑评分: 5 | metabo 麦太保 METABO麦太保 综合指数: 6851 + 口碑评分: 2 |

资料来源：网络，中邮证券研发部

3.2 动力电池领域有望打开新局面

动力电池、储能电池等大型电源管理系统及封装集成业务是公司未来几年重点拓展的业务领域。公司于2015年下半年成立惠州新源专注于此业务领域。2016年惠州新源尚处于投入期，整体规模较小，形成销售的产品主要为电源管理系统。2017年，公司积极与大众、北汽、广汽等厂商接洽，销售有望打开新局面。

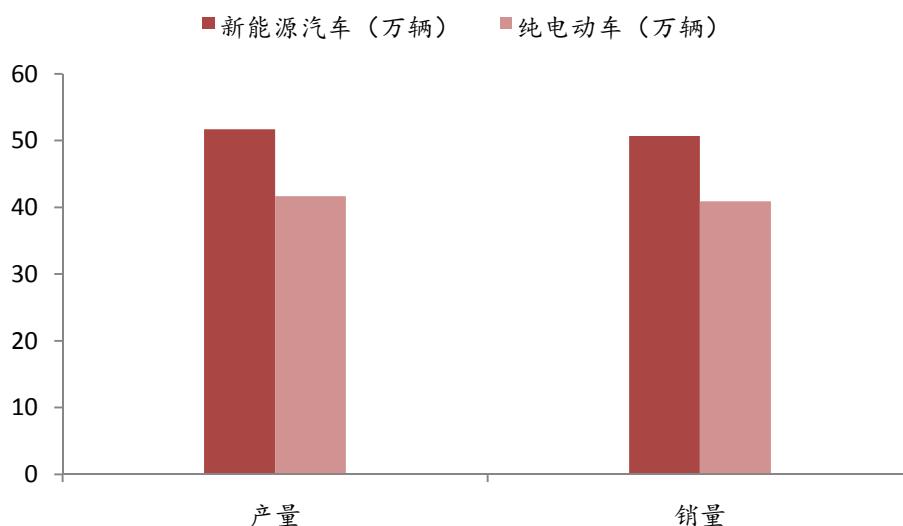
图表 16: 动力电池发展情况



资料来源: 公司公告, 中邮证券研发部

据中汽协数据显示, 2016年, 新能源汽车产销51.7万辆和50.7万辆, 同比增长51.7%和53%。其中纯电动汽车产销41.7万辆和40.9万辆, 同比增长63.9%和65.1%。新能源汽车行业迎来高速发展, 受政策影响可能会存在起伏, 预计未来3~5年, 新能源汽车预计仍可保持50%以上的高速增长。

图表 17: 新能源汽车、出电动车产销情况



资料来源: 中汽协, 中邮证券研发部

3.3 无刷电机成为未来重点业务方向之一

无刷电机是指无电刷和换向器(或集电环)的电机, 又称无换向器电机。无刷电机在我国的发展时间虽短, 但是随着技术的日益成熟与完善得到了迅猛发展。通常被使用

在控制要求比较高，转速比较高的设备上，已在航模、医疗器械、家用电器、电动车等多个领域得到广泛应用。

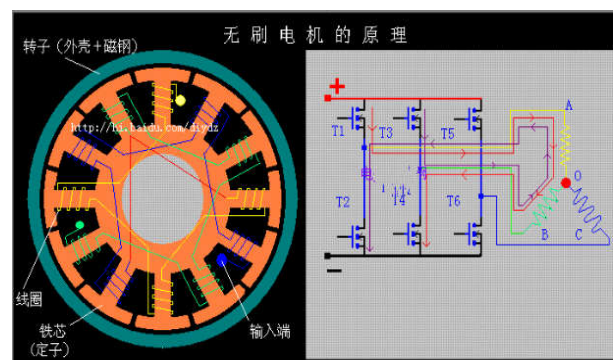
无刷电机是在有刷电机基础上发展起来的，随着微电子技术、自动控制技术的发展，无刷电机应运而生，对比传统有刷电机，无刷电机具有调速范围宽、噪声低、转换效率高、低速状态下性能好(启动时电流小转矩大)等方面的优点，在电动车、工业自动化、智能家居等众多的业务领域有广泛的应用，已经出现了以无刷电机替代有刷电机的发展趋势。

图表 18：无刷电机



资料来源：网络，中邮证券研发部

图表 19：无刷电机工作原理



资料来源：网络，中邮证券研发部

公司为无刷电机提供控制系统，是公司近年来新开拓的业务领域，产品主要应用于电动工具及智能家居领域，目前该业务尚处于起步阶段。公司认为无刷电机控制系统将成为智能时代的重要部件，是公司未来重点的业务方向之一。

图表 20 公司盈利预测表(单位:百万元)

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 一、营业收入 | 8434 | 8724 | 13137 | 16421 | 19223 |
| 同比增长 | 32.00% | 3.44% | 50.58% | 25.00% | 17.06% |
| 减: 营业成本 | 7682 | 7877 | 11822 | 14776 | 17300 |
| 综合毛利率 | 8.92% | 9.70% | 10.00% | 10.01% | 10.00% |
| 营业税金及附加 | 68 | 17.12 | 13.78 | 70.02 | 92.78 |
| 资产减值损失 | 13.39% | 23.14% | 18 | 18.72 | 20.23 |
| 减: 期间费用 | 323.32 | 388.12 | 540.6 | 720.4 | 645.3 |
| 期间费用率 | 3.83% | 4.45% | 4.12% | 4.39% | 3.36% |
| 其中: 销售费用 | 81.92 | 75.12 | 110.3 | 160.8 | 217.2 |
| 管理费用 | 259.33 | 329.61 | 410.2 | 572.6 | 470.1 |
| 财务费用 | -17.93 | -16.61 | 20.1 | -13 | -42 |
| 加: 公允价值变动收益 | -10.53 | 5.16 | 0.09 | -1.9 | 1.35 |
| 投资净收益 | 50.83 | 12.62 | 20.3 | 23.6 | 24.8 |
| 二、营业利润 | 387.84 | 436.39 | 652.3 | 926.5 | 1168.4 |
| 同比增长 | -2.26% | 12.52% | 49.48% | 42.04% | 26.11% |
| 营业利润率 | 4.60% | 5.00% | 4.96% | 5.64% | 6.08% |
| 加: 营业外收支净额 | 4.36 | 3.43 | 4.2 | 4.5 | 4.6 |
| 三、利润总额 | 391.27 | 440.75 | 652.3 | 952.8 | 1205.7 |
| 减: 所得税 | 83.17 | 91.06 | 138.2 | 198.9 | 254.7 |
| 实际所得税率 | 21.26% | 20.66% | 21.19% | 20.87% | 21.12% |
| 四、净利润 | 308.09 | 349.69 | 522.4 | 770.3 | 978.9 |
| 归属母公司的净利润 | 230.22 | 255.30 | 392.3 | 552.6 | 748.3 |
| 同比增长 | -1.84% | 10.89% | 53.67% | 40.86% | 35.4% |
| 净利润率 | 3.65% | 4.01% | 4.2% | 4.69% | 5.09% |
| 少数股东损益 | 77.87 | 94.39 | 130.1 | 217.7 | 230.6 |
| 每股收益 (元/股) | 1.1217 | 1.2439 | 1.86 | 2.63 | 3.31 |

数据来源:公司公告,中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本20.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行业或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。