

强烈推荐-A (维持)

德赛电池 000049.SZ

目标估值: 60 元
当前股价: 54.76 元
2017 年 08 月 14 日

苹果新品与国产机新品双轮驱动, 下半年及明年成长可期

基础数据

上证综指	3237
总股本 (万股)	20524
已上市流通股 (万股)	20524
总市值 (亿元)	112
流通市值 (亿元)	112
每股净资产 (MRQ)	5.9
ROE (TTM)	24.4
资产负债率	64.5%
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	-3	20	41
相对表现	-3	14	28



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《德赛电池 (000049) —Q2 利润率下滑影响业绩, 关注 Q3 新品备货周期》2017-07-11
- 2、《德赛电池 (000049) —苹果与国产机双轮驱动成长》2017-04-20
- 3、《德赛电池 (000049) —双轮驱动明显, 利润率改善锦上添花》2017-03-14

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 2017 年中报, 上半年实现营业收入 46.7 亿元, 同比增长 55.43%; 实现归母净利润 1.14 亿元, 同比增长 57.74%。处于 1.05 - 1.20 亿元展望区间中值, 基本符合预期。Q2 单季度实现收入 23.79 亿元, 同比增长 61%, 环比增加 4%; 归母净利润 4548 万元, 同比增长 34.9%, 环比下降 34%。

评论:

1、HOV 份额提升驱动上半年成长, Q2 搬厂影响单季利润率

公司 HOV 份额占比维持在 30% 左右, 而去年同期基数较低, 推升国内收入从去年同期 7.7 亿元提升到今年 20.7 亿元, 是上半年收入增长的主要推动力量。苹果方面, 尽管 2 季度搬厂影响部分订单, 且 Q1 BMS 份额也有下滑, 但得益于 Mac 成长以及今年价格相对更优, 上半年第一大客户收入依然小幅成长。此外上半年电动工具也有一定成长。虽然 Q2 收入端依然强劲, 但受到搬厂以及国产机去库存影响, 利润率出现较大下滑, 单季度毛利仅为 8.1%, 环比同比都有超过 1 个百分点的下降。

2、Q3 来临, 苹果新机备货与国产机双轮驱动

年内苹果 OLED 版本预计采用双电芯设计方案, 单机价值有明显提升, 公司作为苹果电池主力供应商将充分受益 ASP 提升。尽管该产品备货期有所影响, 但我们认为 OLED 产品在显示、外观、摄像头、内部机构、续航等都有明显提升, 生命周期内的销量也颇值得期待, 持续推动公司未来成长。国产机方面, 16 年 Q3 份额依然相对较低, 加之今年下半年国产机备货逐步开启, 同样贡献积极成长。

3、笔记本、电动工具等业务稳步成长, 动力电池国产电芯产品稳步推进

公司笔记本业务受益轻薄化趋势, 聚合物渗透率提升, 逐步打开市场空间。家用电器无绳化趋势下, 公司电动工具业务持续成长。此外动力电池开启逐步启动国产电芯, 年内有望逐步减亏, 一旦电动汽车重回高增长, 逐步贡献可观利润。

投资建议

我们维持 17-19 年盈利预测 3.66/4.82/5.86 亿元, 对应 EPS1.78/2.35/2.86 元。Q2 单季度收入与利润有所错位, 预计 Q3 逐步恢复。且 18 年 A 客户双电芯比例存在进一步提升的可能。此外公司仍有国企改革预期, 或显著改善公司效率。维持“强烈推荐-A”评级。

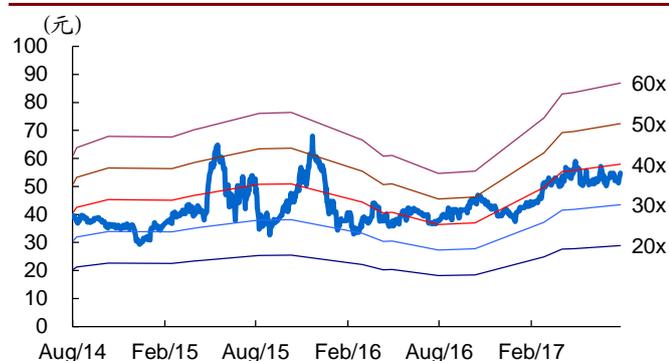
风险提示: 业务拓展低于预期, 利润率下滑

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	12075	15331	17904
同比增长	32%	3%	38%	27%	17%
营业利润(百万元)	388	436	613	809	984
同比增长	-2%	13%	40%	32%	22%
净利润(百万元)	230	255	366	482	586
同比增长	-2%	11%	43%	32%	21%
每股收益(元)	1.12	1.24	1.78	2.35	2.86
P/E(倍)	48.8	44.0	30.7	23.3	19.2
P/B(倍)	12.1	9.7	7.8	6.2	5.0

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	6343	8049	9396
现金	525	484	765	969	1129
交易性投资	1	6	6	6	6
应收票据	75	120	166	210	246
应收款项	1467	2584	3549	4506	5262
其它应收款	31	49	68	87	101
存货	668	991	1360	1726	2016
其他	251	310	429	544	635
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	6963	8641	9966
流动负债	2181	3644	5049	6194	6883
短期借款	248	455	788	890	753
应付账款	1486	2655	3672	4660	5442
预收账款	2	2	3	4	5
其他	446	532	586	640	683
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	5051	6196	6884
股本	205	205	205	205	205
资本公积金	8	8	8	8	8
留存收益	718	942	1232	1604	2046
少数股东权益	267	344	467	627	823
归属于母公司所有者权益	931	1156	1445	1818	2259
负债及权益合计	3403	5146	6963	8641	9966

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	640	86	122	266	491
净利润	230	255	366	482	586
折旧摊销	52	63	73	78	73
财务费用	41	19	16	21	17
投资收益	(51)	(13)	(14)	(16)	(18)
营运资金变动	289	(313)	(454)	(469)	(370)
其它	78	74	135	170	203
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	253	(12)	(281)
借款变动	(616)	166	331	102	(138)
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)	(110)	(145)
其他	9	30	(1)	(4)	1
现金净增加额	179	(62)	281	204	160

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8434	8724	12075	15331	17904
营业成本	7682	7877	10898	13829	16150
营业税金及附加	68	17	24	30	35
营业费用	82	75	97	123	143
管理费用	259	330	423	506	573
财务费用	(18)	(17)	16	21	17
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	613	809	984
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	617	814	989
所得税	83	91	129	171	207
净利润	308	350	488	643	781
少数股东损益	78	94	122	161	195
母公司所有者净利润	230	255	366	482	586
EPS (元)	1.12	1.24	1.78	2.35	2.86

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	32%	3%	38%	27%	17%
营业利润	-2%	13%	40%	32%	22%
净利润	-2%	11%	43%	32%	21%
获利能力					
毛利率	8.9%	9.7%	9.8%	9.8%	9.8%
净利率	2.7%	2.9%	3.0%	3.1%	3.3%
ROE	24.7%	22.1%	25.3%	26.5%	25.9%
ROIC	18.8%	16.9%	18.3%	19.6%	20.6%
偿债能力					
资产负债率	64.8%	70.8%	72.5%	71.7%	69.1%
净负债比率	8.6%	8.9%	11.3%	10.3%	7.6%
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	9.3	9.0	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	1.78	2.35	2.86
每股经营现金	3.12	0.42	0.59	1.30	2.39
每股净资产	4.54	5.63	7.04	8.86	11.01
每股股利	0.34	0.37	0.54	0.71	0.86
估值比率					
PE	48.8	44.0	30.7	23.3	19.2
PB	12.1	9.7	7.8	6.2	5.0
EV/EBITDA	18.3	16.1	10.7	8.3	7.0

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· 8 年证券从业经验，2008-2011 年在中信证券，2011 年加盟招商证券，现任电子行业首席分析师

马鹏清：上海交通大学工学本硕，金融学学士；2015 年加入招商电子团队，此前就任国金证券交通运输、电子行业分析师

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，2 年半导体行业经验，2 年证券从业经验；2016 年 3 月加入招商电子团队，此前任东北证券电子分析师

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

涂围：北京大学金融学硕士，浙江大学光电信息工程学学士，2016 年 7 月加入招商电子团队

王淑姬：北京大学金融学硕士，北京大学电子学学士，2017 年 4 月加入招商电子团队

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。