电气设备

德赛电池(000049.SZ)/25.46元
客户优势明显
伴随聚合物电池国际巨头成长

证券分析师：李大军
执业编号：S0360511070002
Tel：010-66500821
Email：lidj@hczq.com
联系人：闫思倩
Tel：010-66500860
Email：yansiqian@hczq.com

事　项

3月28日，公司公布2011年报，报告期内营业收入22亿元，同比增长71%；营业利润1.93亿，同比增130%；归属于上市公司股东净利润1.19亿，同比增长67%，每股收益为0.87元。并公布分红派息预案，每10股送现金2.5元。

主要观点

1. **传统数码领域，伴随聚合物电池国际巨头成长：**传统数码领域，近几年受苹果发展带动的聚合物电池需求增加，电池行业格局巨变，聚合物电池全球占比不断提高，是未来发展趋势，据Display、Gartner统计，2011年全球平板电脑与智能手机同比增长70%以上，未来几年仍将保持高速增长。公司作为国内小型移动电源管理系统龙头，依靠电池保护板、添加检测芯片等技术优势直接供货ATL、索尼等全球聚合物电池龙头（分别为全球聚合物电池销量第一名和第二名）。据日本IIT预测，2012年ATL出货量将保持2011年的增速，公司也将伴随国际巨头成长。

2. **电芯封装业务同步增长：**电池封装技术壁垒不高，公司原本仅为大客户代工，封装业务同步增长。报告期内，为应对未来毛利下滑趋势，公司成功开发了小米等新客户。同时，公司还成功开发了PAP-60半自动化生产设备，不仅大幅减少直接操作人员，且效率提升40%左右，这将有效降低原材料及劳动力成本，大幅提高自动化封装的盈利水平。

3. **中大型移动电源管理系统技术壁垒高，未来空间广阔：**公司移动电源领域经验丰富，中大型移动电源管理系统自主研发水平高，其中型BMS主要面向电动工具市场，公司成功获得了国际一线厂商宝时得、博世等大客户。（电动工具市场国内主要走出口，供应国际90%市场份额）。大型BMS方面，公司参股的亿能电子子公司早在2007年就开始进入动力电池BMS领域，2001年获得国家863课题-电动汽车BMS研发项目，BMS产品曾安装于100辆奥运大巴以及上海世博会新能源汽车，并已向多个电动汽车厂商和电芯厂商供应产品。公司也是惠州市政府新能源汽车合作示范企业之一，大客户ATL是北汽集团电池子公司普莱德的绑定供货商，随着电动汽车市场产业化来临，在电源管理系统高技术细分领域竞争优势明显，未来空间广阔。

4. **投资建议：**保守估计，公司主营收入增速30%，保持20%毛利水平，对应2012、2013、2014年EPS分别为1.13元、1.41元、1.89元，我们认为聚合物电池是未来几年发展方向，公司客户优势明显，在BMS领域具备较强竞争优势，同时布局长远，未来增长可期。给予推荐评级。

风险提示

大客户ATL分散供货商、新客户开发不力。

投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	13683
流通A股/B股(万股)	13679/0
资产负债率(%)	37.95
每股净资产(元)	2.30
市盈率(倍)	29.20
市净率(倍)	11.08
12个月内最高/最低价	29.0/18.0

市场表现对比图(近12个月)

资料来源：港澳资讯

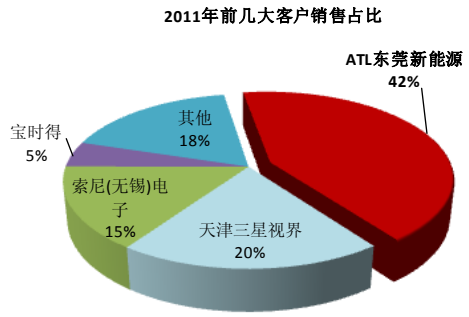
相关研究报告

未经许可，禁止转载

一、传统数码领域，伴随聚合物电池国际巨头成长

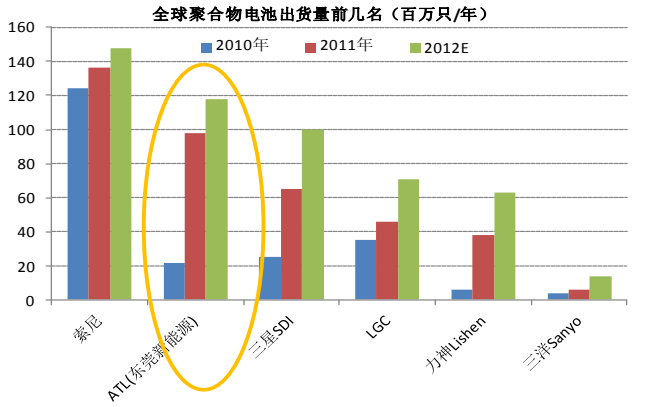
传统数码领域，近几年受苹果发展带动的聚合物电池需求增加，电池行业格局巨变。传统手机电池供应商市场份额不断下降，走聚合物电池路线的企业像 ATL、索尼受益非常大。聚合物电池全球占比不断提高（目前占比 10%），成为未来电池发展趋势，未来平板电脑、智能手机、等领域都将应用聚合物电池。据 Display 和 Gartner 统计，2011 年全球平板电脑与智能手机同比增长 70%以上，未来几年仍将保持高速增长。公司作为国内小型移动电源管理系统龙头，依靠电池保护板、添加检测芯片等技术优势直接供货 ATL、索尼等全球聚合物电池龙头（分别为全球聚合物电池销量第一名和第二名），营收与净利也大幅增长 70%左右。根据日本 IIT 预测，2012 年 ATL 出货量将保持 2011 年的增速，公司也将伴随国际巨头成长。

图表 1 大客户（ATL、索尼）销售占营收 50%以上



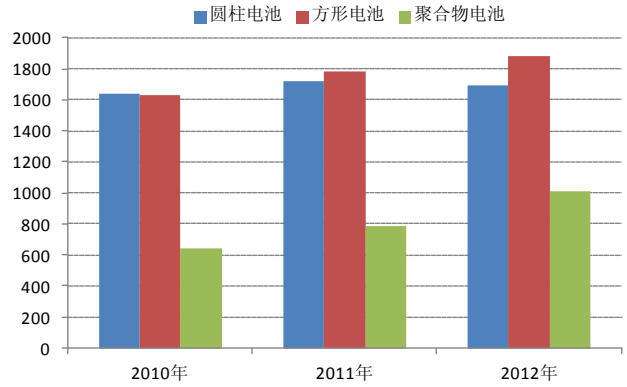
资料来源：公司年报、华创证券

图表 2 大客户聚合物电池全球销量居前两名



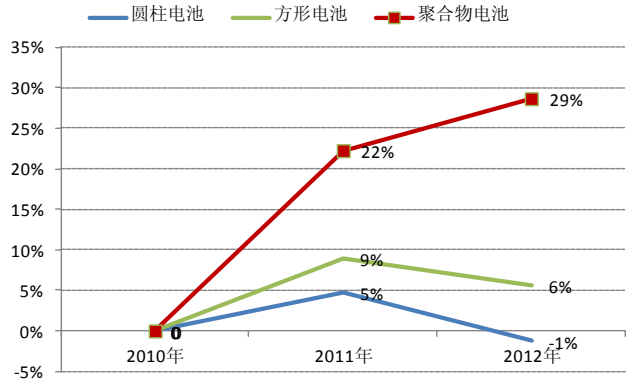
资料来源：IIT、华创证券

图表 3 聚合物电池将逐渐成为主流



资料来源：IIT、华创证券

图表 4 全球电池出货量聚合物电池增速最高

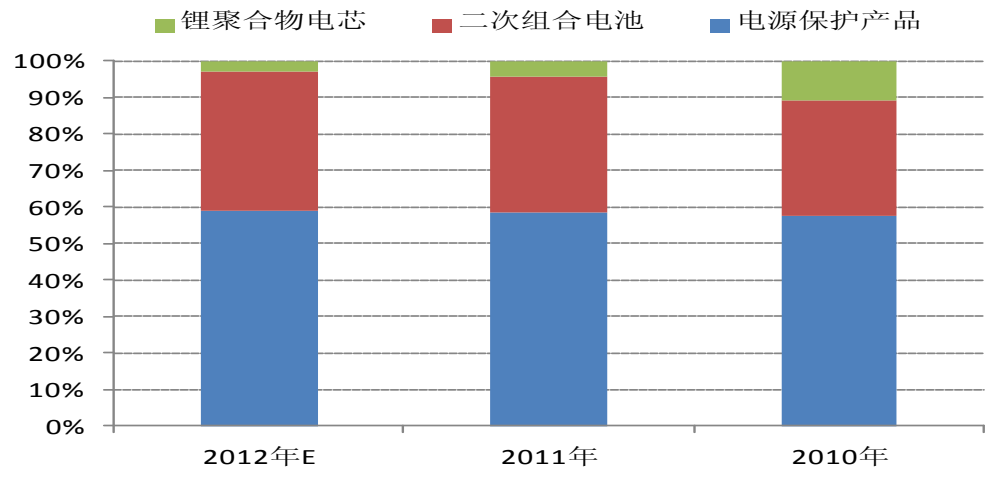


资料来源：IIT、华创证券

二、电芯封装业务同步增长

电池封装技术壁垒不高，公司原本仅为大客户代工，封装业务同步增长。报告期内，为应对未来毛利下滑趋势，公司成功开发了小米等新客户。同时，公司还成功开发了 PAP-60 半自动化生产设备，不仅大幅减少直接操作人员，且效率提升 40%左右，这将有效降低原材料及劳动力成本，大幅提高自动化封装的盈利水平。

图表 5 电芯封装业务与电源保护产品同步增长



资料来源：华创证券

在一线手机PACK市场上,除SCUD飞毛腿有名牌影响还占有一席之地外,其他三大家基本上是某些电芯厂家的代工，而小封装商很多走白牌路线。

图表 6 国内前五大封装厂家，除飞毛腿外品牌度不高，主要为大客户代工

PACK 厂家	电池类型	电芯厂家	主要客户	备注
SCUD（飞毛腿）	方形	Sanyo/LG/国产	华为/中兴/OPPO	
	聚合物	SONY/ATL	华为/中兴/联想	X-PACK
	圆柱	Sanyo/LG/BAK	NBPC	
明美	方形	Maxell/力神/BAK	HTC/SEC/MOTO	Maxell 代工
	聚合物	SONY/ATL	联想	
	圆柱	菱日	NBPC	
德赛	方形	国产	京立/白牌	
	聚合物	ATL	APPLE/EBOOK	ATL 代工
	圆柱	国产/进口	NBPC	
欣旺达	方形	Sanyo/SDI/国产	OPPO/白牌	
	聚合物	ATL	APPLE/EBOOK	ATL 代工
	圆柱	国产/进口	NBPC	
睿德	方形	弘德/BAK/天贸/中凯兴	中兴	中兴关联企业

资料来源：华创证券

三、中大型移动电源管理系统技术壁垒高，未来空间广阔

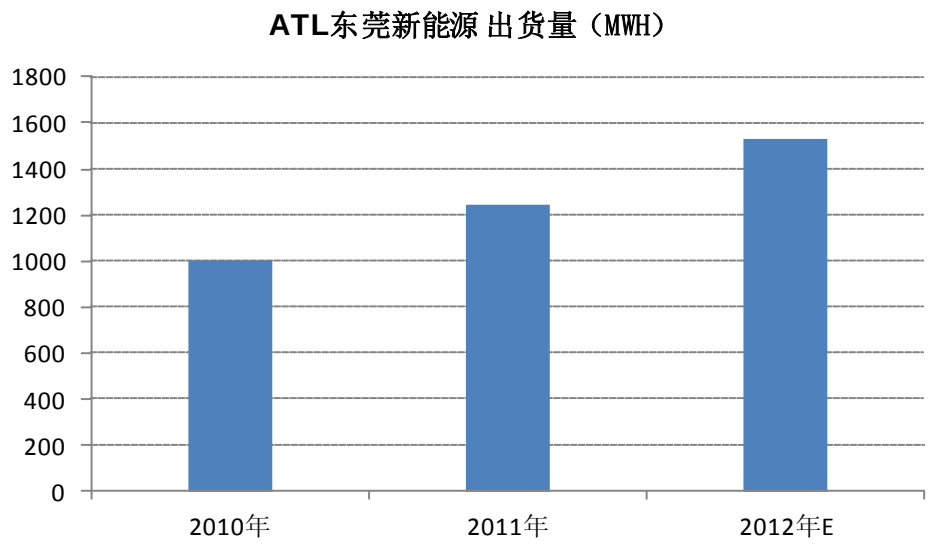
公司移动电源领域经验丰富，中大型移动电源管理系统自主研发水平高，其中型 BMS 主要面向电动工具市场，公司成功获得了国际一线厂商宝时得、博世等大客户。(电动工具市场国内主要走出口，供应国际 90%市场份额)。大型 BMS 方面，公司参股的亿能电子子公司早在 2007 年就开始进入动力电池 BMS 领域，2001 年获得国家 863 课题-电动汽车 BMS 研发项目，BMS 产品曾安装于 100 辆奥运大巴以及上海世博会新能源汽车，并已向多个电动汽车厂商和电芯厂商供应产品。公司也是惠州市政府新能源汽车合作示范企业之一，大客户 ATL 是北汽集团电池子公司普莱德的绑定供货商，随着电动汽车市场产业化来临，在电源管理系统高技术细分领域竞争优势明显，未来空间广阔。

图表 7 新能源汽车市场待起：2011 年国内车企新能源乘用车及纯电动乘用车销售统计

车企	总销量	其中 EV 销量
奇瑞	3000	其中 QQ3 EV 1,400 辆
江淮	1252	全部为同悦 EV
比亚迪	1035	其中 e6 EV 435 辆
上汽	500	EV 乘用车销量为 0
众泰	300	全部为朗悦等 EV
一汽海马	220	均为普力马 EV
北汽集团	120	均为北汽 Q60FE EV
北汽福田	100	均为迷迪 EV
长安汽车	5	均为长安奔奔 LOVE
中科力帆	2	均为力帆 620 EV
总计	6534	3834

资料来源：华创证券

图表 8 大客户出货量稳定增长



资料来源：IIT、华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1241	1567	2081	2767
现金	100	237	323	429
应收账款	889	993	1329	1786
其它应收款	7	15	13	12
预付账款	9	21	20	28
存货	201	233	306	411
其他	34	68	90	102
非流动资产	178	161	156	154
长期投资	0	0	0	0
固定资产	131	123	118	112
无形资产	27	22	21	25
其他	20	16	17	16
资产总计	1419	1728	2237	2921
流动负债	971	1092	1359	1715
短期借款	134	94	97	108
应付账款	512	664	871	1127
其他	325	334	392	480
非流动负债	21	11	13	15
长期借款	0	0	0	0
其他	21	11	13	15
负债合计	992	1103	1372	1730
少数股东权益	113	157	214	289
股本				
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	137	137	137	137
负债和股东权益	7	7	7	7

现金流量表

单位：百万元	1419	1728	2237	2921
经营活动现金流				
净利润			单位:百	
折旧摊销	2011	2012E	2013E	2014E
财务费用	-9	187	116	140
投资损失	157	198	249	335
营运资金变动	0	7	7	7
其它	3	10	28	35
投资活动现金流	-9	-1	-1	-1
资本支出	0	-28	-162	-237
长期投资	-161	1	-4	2
其他	-62	1	4	-3
筹资活动现金流	65	0	0	0
短期借款	0	1	-1	0
长期借款	3	2	3	-3
普通股增加				
资本公积增加				
其他	61	-50	-35	-32
现金净增加额	72	-40	3	12

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2246	2920	3796	4934
营业成本	1783	2318	3013	3917
营业税金及附加	7	7	10	13
营业费用	72	87	116	150
管理费用	169	229	294	384
财务费用	3	10	28	35
资产减值损失	28	35	36	33
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	1	1	1
营业利润	193	235	300	404
营业外收入	3	12	9	10
营业外支出	4	5	5	5
利润总额	193	242	305	409
所得税	35	44	56	75
净利润	157	198	249	335
少数股东损益	38	44	57	76
归属母公司净利润	119	154	193	259
EBITDA	196	252	335	446
EPS（元）	0.87	1.13	1.41	1.89

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	70.7%	30.0%	30.0%	30.0%
营业利润	130.3%	21.6%	28.0%	34.4%
归属母公司净利润	67.2%	29.1%	25.0%	34.5%
获利能力				
毛利率	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%
净利率	5.3%	5.3%	5.1%	5.2%
ROE	38.0%	32.9%	29.6%	28.7%
ROIC	33.2%	41.1%	41.3%	40.6%
偿债能力				
资产负债率	69.9%	63.8%	61.3%	59.2%
净负债比率	13.51%	8.51%	7.04%	6.25%
流动比率	1.28	1.44	1.53	1.61
速动比率	1.07	1.22	1.31	1.37
营运能力				
总资产周转率	1.98	1.86	1.91	1.91
应收帐款周转率	3	3	3	3
应付帐款周转率	4.35	3.94	3.93	3.92
每股指标(元)				
每股收益	0.87	1.13	1.41	1.89
每股经营现金	-0.07	1.36	0.85	1.03
每股净资产	2.30	3.42	4.76	6.59
估值比率				
P/E	29.20	22.62	18.09	13.45
P/B	11.08	7.44	5.35	3.86
EV/EBITDA	19	14	11	8

分析师介绍

李大军

电力设备与新能源行业 首席分析师

清华大学电子系硕士，惠普公司三年实业经验，从事通信、电力行业咨询。2009 年 8 月加入华创证券，负责电力设备与新能源行业研究。现组建六人研究团队，深入研究和紧密跟踪电力设备、新能源、节能、环保、新能源汽车、工业自动化等新兴产业。

荣获《新财富》2011 年电力设备新能源行业最佳分析师第二名。

闫思倩：

新能源行业分析师

北京大学金融信息工程硕士。10 年 4 月至 11 年 2 月于中金研究部策略组实习，11 年 7 月 19 日加入华创证券。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石墨飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系（基准指数沪深 300）

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%－20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%－10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%－20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558