

评级：强烈推荐（维持）
新能源
公司深度报告
证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013

联系人 黄岳强 S1080111070004

电话：0755-25831702

邮件：huangyueqiang@fscs.cn

德赛电池（000049）——iPhone 电池模组国内唯一供应商，携手 Apple 再攀高峰

摘要：

- 公司是国内领先的锂离子电池 **BMS** 和 **Pack** 供应商。2011 年，BMS 和 Pack 在公司营业收入中的占比分别约为 58% 和 37%；毛利润占比分别约为 68% 和 29%。

- 德赛供应了 iPhone 电池一半以上的 **BMS**，与 iPhone 共同高速增长。智能手机市场拥有非常大的成长空间，未来几年将保持快速增长。iPhone 用户体验最佳，受到消费者持续追捧。自从推出 iPhone 以来，苹果公司不断创造销售奇迹，屡次超过市场预测数据，并带动产业链上相关手机电池和 BMS 高增长。

- 公司是国内 iPhone 电池 **Pack** 唯一供应商，约占 1/3 份额。公司客户优势显著，主要客户均为国际知名大型厂商，包括 ATL、Samsung、Sony、Lishen 和宝时得等。公司第一大客户 ATL 是苹果 iPhone 手机电芯主力供应商。与 ATL 的长期紧密合作，为公司取得 iPhone 5 手机电池 Pack 订单提供了保障。

- **新客户、新市场和新业务拓展盈利空间。**公司新开拓了小米手机电池业务，积极拓展国际市场和电动工具电池市场份额，盈利空间不断扩大。新能源汽车电池和储能电池 BMS 业务未来市场需求巨大，公司发展空间非常广阔。

- **盈利预测和投资建议。**预测公司 2012、2013 和 2014 年 EPS 分别为 1.23 元、1.66 元和 2.24 元，对应目前股价的 PE 分别为 21 倍、15 倍和 12 倍。维持“强烈推荐”投资评级。

- **股价催化剂。**iPhone 5 发布和上市；《铅酸电池行业准入条件》公布。

- **风险提示。**iPhone 手机市场需求波动的风险；单一大客户风险；产品安全事故风险。

交易数据

上一日交易日股价（元） 25.66

总市值（百万元） 3,511

流通股本（百万股） 137

流通股比率（%） 99.97

资产负债表摘要（12/11）

股东权益（百万元） 314

每股净资产（元） 2.30

市净率（倍） 11.17

资产负债率（%） 69.89

公司与沪深 300 指数比较

相关报告

《德赛电池 2011 年报点评：苹果 iPhone 相关业务飞速增长，四季度业绩超预期》（2012-3-28）



目 录

1	公司简介	4
1.1	公司股权结构	4
1.1.1	惠州国资委下属德赛集团为公司实际控制人	4
1.2	业务分析: BMS 和 PACK 贡献约 95% 营收	6
1.2.1	BMS 和 Pack 贡献 95% 营业收入	6
1.2.2	BMS 和 Pack 贡献约 97% 毛利润	6
2	BMS 业务: IPHONE 电池 BMS 一半以上出自德赛	8
2.1	智能手机高速增长带动手机锂电需求	8
2.1.1	智能手机 08-11 年均复合增长 39%	8
2.1.2	iPhone 为智能手机领头羊, 不断创造奇迹	9
2.1.3	iPhone 将带动手机锂电和相关配件高速增长	10
2.1.4	约 65% 的 iPhone 电池 BMS 由德赛供应	11
2.1.5	其他 BMS 业务也将保持高速增长	12
3	PACK 业务: 供应 1/3 的 IPHONE 电池 PACK	14
3.1	第一大客户 ATL 是 IPHONE 主力供应商	14
3.2	德赛是 ATL 唯一 IPHONE 电池 PACK 供应商	15
3.3	PACK 业务将快速增长	15
4	新客户、新市场和新业务拓展盈利空间	17
4.1	公司为小米手机供应电池	17
4.2	积极拓展国际市场	18
4.3	电动工具与新能源汽车 BMS 拓展利润空间	18
5	盈利预测、估值及投资建议	19
6	股价催化剂和风险提示	21



图表目录

图表 1	惠州国资委下属惠州德赛集团为公司实际控制人.....	4
图表 2	惠州蓝微、惠州德赛电池和德赛聚能为德赛三家核心子公司.....	5
图表 3	BMS 和 Pack 业务合计贡献约 95% 营业收入.....	6
图表 4	BMS 和 Pack 业务合计贡献约 97% 毛利润.....	7
图表 5	智能手机增长率和渗透率.....	8
图表 6	iPhone 和整体市场出货量.....	9
图表 7	iPhone 出货量预测.....	10
图表 8	iphone 4 手机电池 Pack 硬件构成.....	11
图表 9	德赛 iPhone BMS 出货量估测.....	12
图表 10	公司 BMS 业务 2011 年营收结构估测.....	13
图表 11	公司其他 BMS 出货量估测.....	13
图表 12	公司前五名客户占主营业务收入的比例.....	14
图表 13	公司 Pack 业务 2011 年营收结构估测.....	16
图表 14	德赛 iPhone 电池 Pack 出货量估测.....	16
图表 15	小米手机配备的德赛电池.....	17
图表 16	主要产品收入和毛利率预测.....	19
图表 17	盈利预测表.....	20



1 公司简介

深圳市德赛电池科技股份有限公司，主营业务为移动电源系列产品。产品包括用于手机、电动工具等设备的电源保护板和充电器、用于电动汽车、储能电站的电源管理系统和充电器、锂聚合物电池、一次锂电池及其他种类电池的研究、开发和销售；电池材料、配件和设备，及新型电子元器件的开发、测试及销售；高科技项目开发和投资。

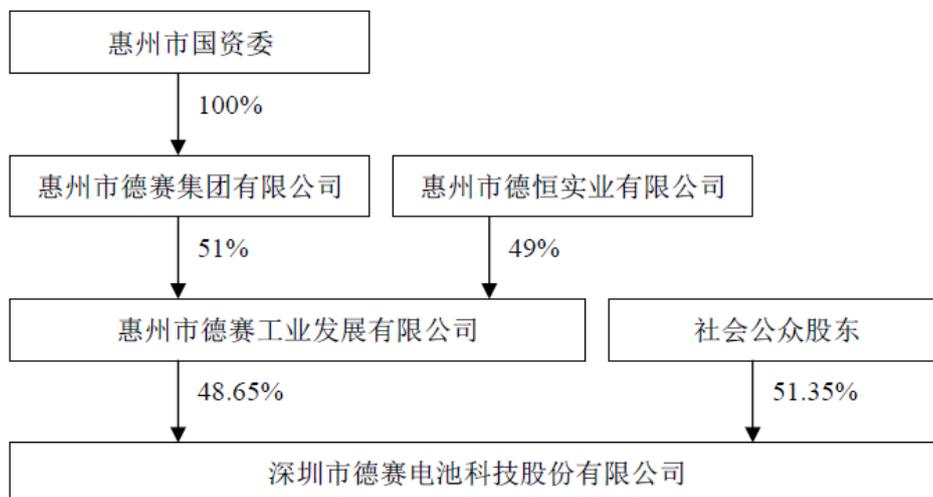
公司在移动电源多个细分市场已经处于国内领先地位。小型移动电源保护线路板居国内同行之首，产品广泛应用于苹果、三星、诺基亚、索尼等公司的高端电子产品中。电动汽车电源管理系统多项技术获得国家专利，产品成功应用于北京奥运会、上海世博会等电动大巴。手机电池、MP4 电池、手提电脑、医疗设备用组合电池，已成为国内外知名客户的原配电池供应商。异形锂聚合物电池、大容量锂聚合物电池、一次锂锰电池、锂铁电池亦处于国内领先地位。

1.1 公司股权结构

1.1.1 惠州国资委下属德赛集团为公司实际控制人

截止 2011 年 12 月 31 日，惠州德赛工业发展有限公司对惠州德赛科技股份有限公司的控股比例为 48.65%；另外 51.35% 的股份为社会公众股，比较分散。

图表 1 惠州国资委下属惠州德赛集团为公司实际控制人



数据来源：公司 2011 年报、第一创业证券研究所



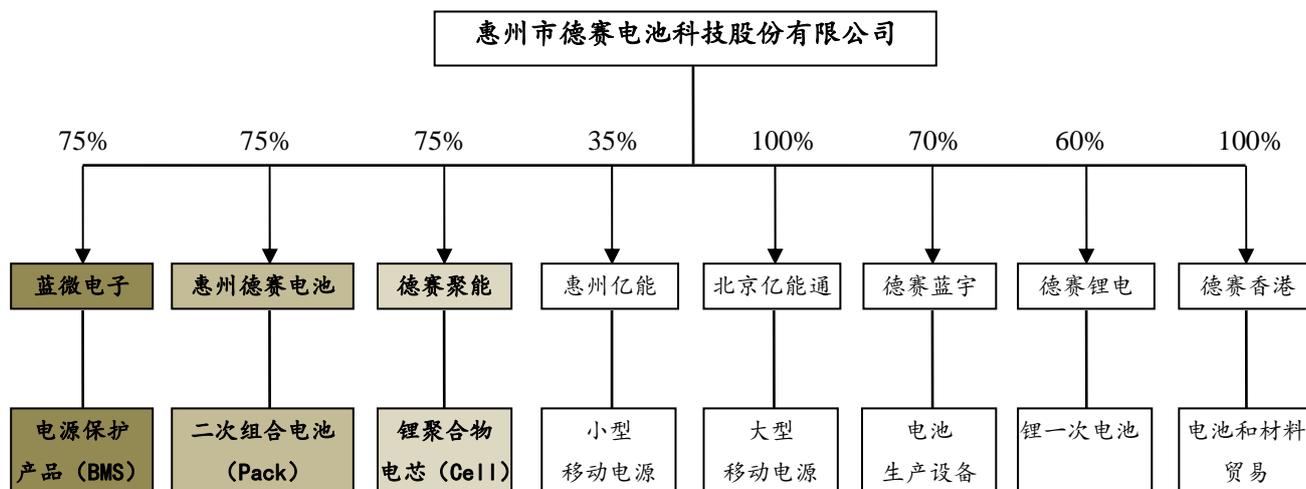
蓝微电子、惠州德赛电池（为避免跟上市公司名称混淆，以下称为“惠州电池”和德赛聚能是上市公司三家核心子公司。

蓝微电子有限公司是一家专业从事电源管理系统研发、制造和销售的公司。其单节移动电源管理产品（或称为 BMS，即 Battery Management System，或保护板）居国际同类产品前列，电动工具等多节移动电源管理产品国内领先。

惠州市德赛电池有限公司是大型二次组合电池（或称为 Pack）封装企业，主要提供移动设备电源如手机电池、蓝牙耳机电池、PDA 电池、MP3（MP4）电池、数码相机电池、笔记本电脑电池、医疗设备用电池等组合电池产品。

德赛聚能电池有限公司主要致力于二次锂离子电池电芯（或称为 Cell）的研发、生产与销售，目前已形成了年产聚合物电芯 2000 万只的专业制造能力，产品广泛应用于手机、MP3/MP4、蓝牙、数码相机、电动工具、电子烟等领域。

图表 2 惠州蓝微、惠州德赛电池和德赛聚能为德赛三家核心子公司



数据来源：公司 2011 年报、第一创业证券研究所



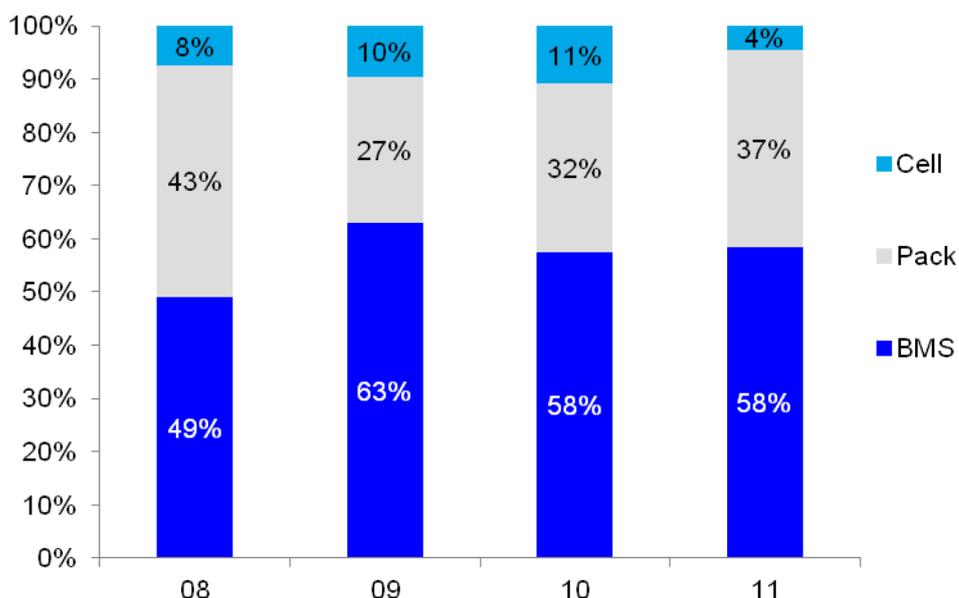
1.2 业务分析：BMS 和 Pack 贡献约 95%营收

BMS 和 Pack 是公司最重要的两大主营业务。我们估测，2011 年，BMS 和 Pack 在公司营业收入中的占比分别约为 58%和 37%；毛利润占比分别约为 68%和 29%。

1.2.1 BMS 和 Pack 贡献 95%营业收入

2011 年，BMS 和 Pack 业务在公司营业收入中的占比约为 95%，是公司两大主营业务。从 2008 年至 2011 年，BMS 业务一直是公司营收占比最大的业务；Pack 业务的营收占比逐年提升；Cell 业务营收占比表现为下降趋势。

图表 3 BMS 和 Pack 业务合计贡献约 95%营业收入



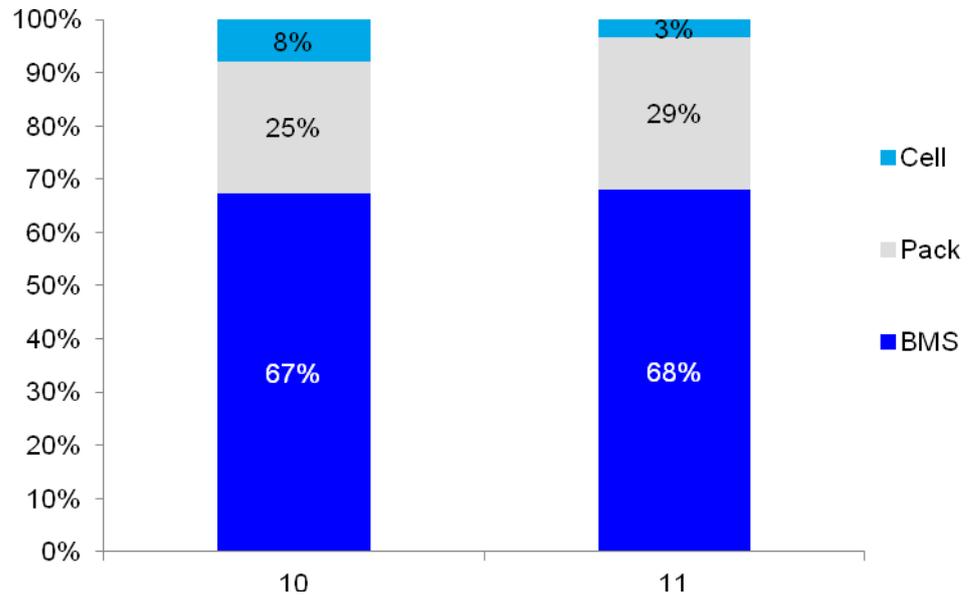
数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

1.2.2 BMS 和 Pack 贡献约 97%毛利润

2011 年，BMS 和 Pack 业务对公司毛利润的贡献约为 97%，是公司的**主营业务利润的主要来源**。BMS 业务的毛利润占比最大，接近 70%；Pack 业务的毛利润占比接近 30%；Cell 业务的毛利润占比很低。



图表4 BMS 和 Pack 业务合计贡献约 97%毛利润



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所



2 BMS 业务：iPhone 电池 BMS 一半以上出自德赛

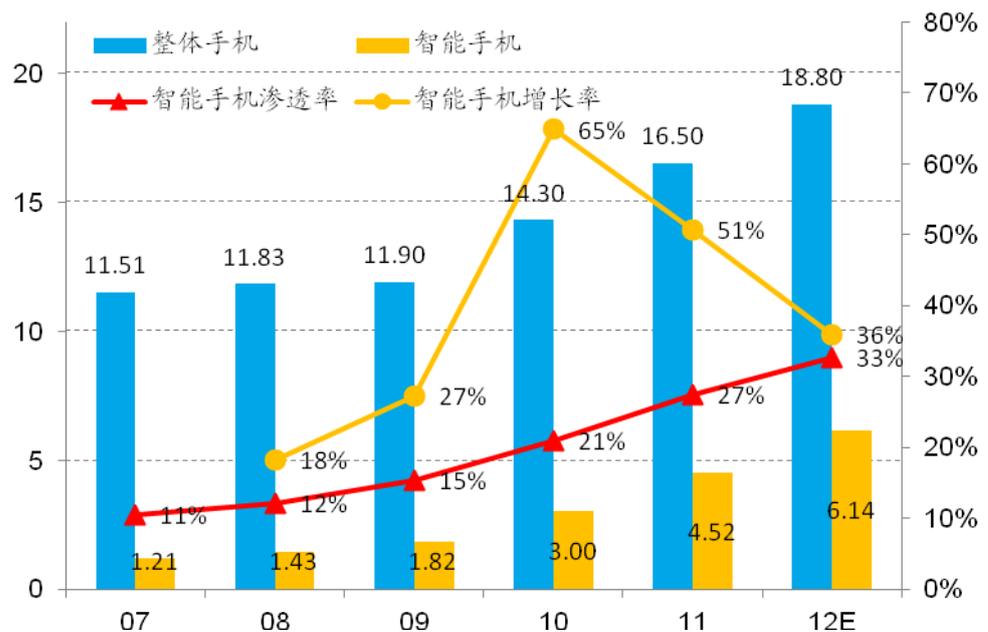
2.1 智能手机高速增长带动手机锂电需求

2.1.1 智能手机 08-11 年均复合增长 39%

智能手机电池需求同比高速增长。随着消费者对手机性能的要求不断提高，全球智能手机出货量在过去几年中出现高速增长趋势。从 2008 至 2011 年，全球智能手机年均复合增长率达到 39%。2011 年全球智能手机出货量约 4.52 亿部，同比增长 51%。预计 2012 年全球智能手机出货量将超过 6.1 亿台，同比增长约 35%。

图表 5 智能手机增长率和渗透率

(不含白牌；单位：亿部)



数据来源：拓扑产业研究所、IDC、第一创业证券研究所

智能手机市场仍然拥有非常广阔的成长空间，未来几年将保持快速增长。智能手机在整体手机市场中的渗透率从 2007 年的 11% 上升到 2011 年的 27%，仍有高达 73% 的市场份额为非智能手机，智能手机还拥有非常大的成长空间，我们预计未来几年内将保持快速增长趋势。



2.1.2 iPhone 为智能手机领头羊，不断创造奇迹

iPhone 用户体验最佳，受到消费者持续追捧。 iPhone 作为最先进的智能手机，集合了各种最先进的技术，操作系统流畅度远大于 Android，硬件性能最佳，摄像头像素高于其他手机，支持高清摄像，屏幕分辨率最高，外观造型和材质视觉效果远胜于其它智能手机，是高端智能手机第一选择。

自从推出 iPhone 以来，苹果公司不断创造智能手机销售奇迹，屡次超过市场预测数据。第一代 iPhone 于 2007 年 6 月 29 日上市，仅用了半年时间销售量就达到 140 万台，2008 年更是出现爆发性增长，销售量超过 1100 万台。iPhone 销售量从 2007 年到 2011 年年均复合增长 85%，近三年每年增长率都大于 90%。

图表 6 iPhone 和整体市场出货量

	2007	2008	2009	2010	2011	2012F
Units (mn)						
Apple	1	11	25	48	93	138
HTC	10	12	12	25	51	70
Samsung		5	6	25	68	100
Smartphone	122	139	172	297	466	651
Global handset	1153	1222	1211	1597	1791	1952
Growth (%)						
Apple		716	118	92	93	48
HTC		21	(3)	110	107	38
Samsung			24	327	171	47
Smartphone		14	24	72	57	40
Global handset		6	(1)	20	12	9
Share of global smartphone mkt (%)						
Apple	1	8	14	16	20	21
HTC	8	9	7	8	11	11
Samsung	0	3	3	8	15	15
Smartphone penetration	11	11	14	19	26	33

数据来源：KGI、摩根大通、第一创业证券研究所

2012 年 iPhone 仍然异常火爆，机构预测今年销售量同比增速在 44%至 104%之间。 摩根斯坦利预测 iPhone 手机 12 年需求量为 1.34 亿台，比 11 年出货量增长 44%。Alphawise 预测 12 年 iPhone 销售量最多可以达到 1.9 亿台，比 11 年出货量增长 104%。



iPhone 今年销售量增长 50%以上是大概率事件，上限在 90%左右。据国外媒体报道，iPhone 今年一季度销售量接近 3510 万台，这一数据比 2011 年同期的 1860 万台，增长了 89%。根据我们从产业链上下游所了解到的信息，2012 年 iPhone 二季度出货量约为 3000 至 3500 万台，同比 2011 年同期出货量的 2030 万台，增速在 61%至 72%之间。今年二季度出货量同比增速可能小幅回调，主要原因是，在新旧交替时期，苹果减少了 iPhone 4 的产量，而新一代 iPhone（暂且称之为 iPhone 5）处于零部件备货初期，还没有成品出货。从三季度开始，iPhone 4 大幅减少，而 iPhone 5 开始大量备货。三季度 iPhone 出货量预计在 3000 至 4000 万台之间，同比增长 61%至 121%。预测四季度 iPhone 5 真正上市销售后，将带动出货量环比大幅度增长，类似于 2011 年四季度的情况。我们预测 **iPhone 2012 年全年出货量同比增幅在 65%至 88%之间。**

图表 7 iPhone 出货量预测

时间段	iPhone 出货量/万台	同比增速
2009	2500	118%
2010	4750	92%
2011 Q1	1860	148%
2011 Q2	2030	93%
2011 Q3	1810	29%
2011 Q4	3600	132%
2011	9300	95%
2012 Q1	3510	89%
2012 Q2 F	3000-3500	61%-72%
2012 Q3 F	3000-4000	66%-121%
2012 Q4 F	5800-6500	61%-81%
2012 F	15300-17500	65%-88%

数据来源：网络公开信息、第一创业证券研究所

2.1.3 iPhone 将带动手机锂电和相关配件高速增长

iPhone 将带动产业链上相关手机锂离子电池和配件共同高速增长。一般情况下，一台手机出厂时配备一只手机电池，也有部分手机配备了两只电池。由于 iPhone 手机的特殊设计，其电池为内置且不能轻易拆卸，一台 iPhone 只配备一只电池。iPhone 出货量的高速增长，将带动其供应链上的 iPhone 锂离子电池及其配件相应同比例增长。

Pack = Cell + BMS + 包装材料。锂离子电池成品，一般称之为 Pack 或模组，是可以直接销售给终端消费者的产品。电芯，也



或称为 Cell，是电池最核心的基本工作单元，是电池的半成品。电芯已经具备了基本的充放电功能，但因为还缺少必要的安全保护和信息管理功能，不能直接卖给普通消费者。电池管理系统，或称之为 BMS，为电芯提供过压、过流、过温等保护，另外也提供容量、电芯、充放电等交互信息管理功能。在手机锂离子里面，一个 Pack 包含一个 Cell 和一片 BMS。

图表 8 iPhone 4 手机电池 Pack 硬件构成



数据来源：互联网公开信息、第一创业证券研究所

iPhone 产业链上的 Cell、BMS 和 Pack 将和 iPhone 手机保持共同快速增长。

2.1.4 约 65%的 iPhone 电池 BMS 由德赛供应

德赛在 2009 年实际进入苹果供应链体系，通过 ATL、SDI 和 Sony 为苹果公司提供电池 BMS，并成为 iPhone 手机电池 BMS 主要供应商。在 iPhone 4 和 4S 的电池中，ATL、SDI 和 Sony 的 iPhone 电池 BMS 均由德赛电池旗下蓝微电子公司供应。这三家客户合计约占 iPhone 电池全球 65%的份额。

我们预测德赛 iPhone BMS 业务将追随苹果 iPhone 手机高速增长。2012 年二季度和三季度是 iPhone 手机及零配件的备货时间，同期德赛 iPhone BMS 业务将会出现高增长。

一般情况下，电池及零配件出货时间比 iPhone 手机成品出货时间大概提前一个季度，德赛电池的 iPhone 电池 BMS 与苹果的



iPhone 手机出货量在时间上并非完全一致。

图表 9 德赛 iPhone BMS 出货量估测

	iPhone 出货量/万台	iPhone 增长	德赛 iPhone BMS 出货量/万片	德赛 iPhone BMS 增长
2010	4750	92%	3000	NA
2011Q1	1860	148%	1200	NA
2011Q2	2030	93%	1200	NA
2011Q3	1810	29%	2300	NA
2011Q4	3600	132%	2300	NA
2011	9300	95%	7000	133%
2012Q1	3510	89%	2100	75%
2012Q2	3000-3500	61%-72%	1900-2200	58%-83%
2012Q3	3000-4000	66%-121%	3500-4500	52%-96%
2012Q4	5800-6500	61%-81%	3200-3800	39%-65%
2012	15300-17500	65%-88%	10700-12700	53%-81%

数据来源：公司资料、互联网公开信息、第一创业证券研究所

备注：德赛 BMS 数量为根据公司业务数据推算结果，存在误差，敬请知悉

据了解，德赛蓝微是 iPhone BMS 第一供应商，另外德州仪器也有供应。德州仪器的供应价格比德赛高出许多，德赛的 iPhone BMS 性价比更高，更具有竞争力，第一供应商地位将可以持续。

2.1.5 其他 BMS 业务也将保持高速增长

在公司去年所有的 BMS 业务营业收入中，iPhone BMS 的占比约为 27%，其他 BMS 约占 73%。

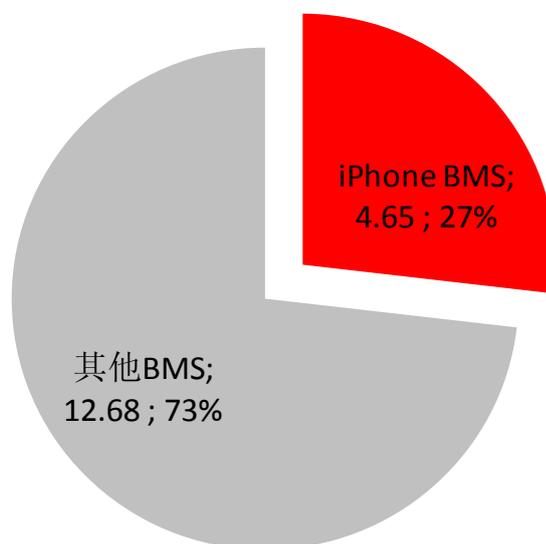
公司的其他 BMS 产品主要是供给 Samsung SDI、Sony 和宝时得，主要用于智能手机和电动工具的锂离子电池。

智能手机的高速发展和锂离子电池在电动工具中的快速渗透，也将带动相应的电池 BMS 需求增长。公司作为国内领先的 BMS 生产商，在智能手机电池 BMS 和电动工具电池 BMS 领域都具有重要地位。我们认为公司其他 BMS 业务今年增速将高于行业增速，达到 35%以上。



图表 10 公司 BMS 业务 2011 年营收结构估测

单位：亿元



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

备注：根据公司公告数据估测

图表 11 公司其他 BMS 出货量估测

	iPhone BMS 出货量/万片	其他 BMS 出货量/万片	BMS 总出货量/万片	其他 BMS 出货量增长	BMS 总出货量 增长
2010	3000	9400	12400	20%	33%
2011	7000	12500	19500	33%	57%
2012	10700-12700	16000-18000	26700-30700	28%-44%	37%-57%

数据来源：公司资料、互联网公开信息、第一创业证券研究所

备注：德赛 BMS 数量为根据公司业务数据推算结果，存在误差，敬请知悉

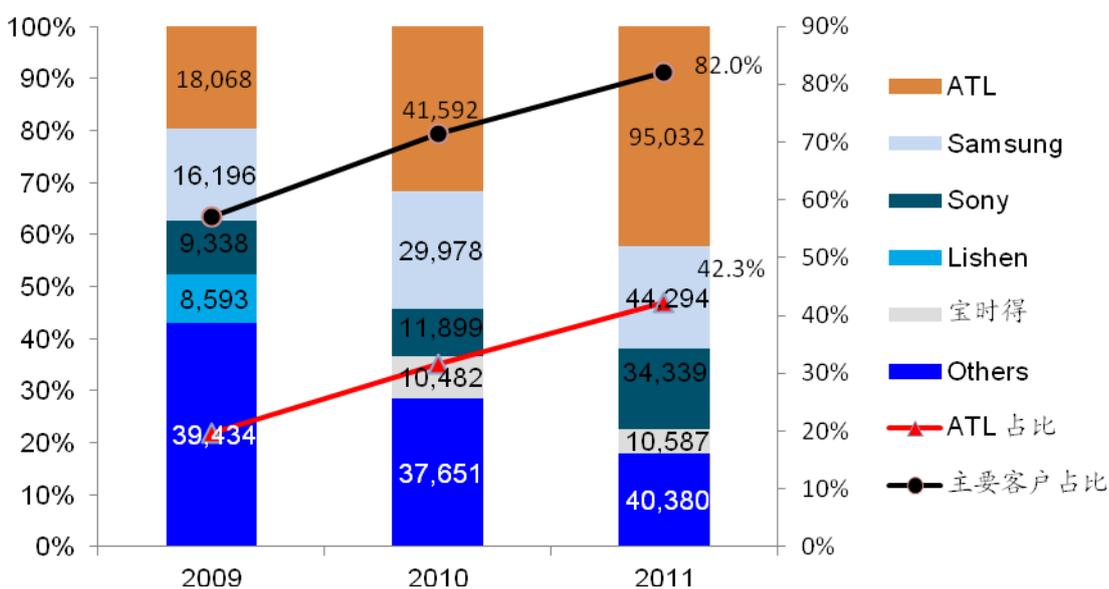


3 Pack 业务：供应 1/3 的 iPhone 电池 Pack

3.1 第一大客户 ATL 是 iPhone 主力供应商

公司客户优势显著，主要客户均为国际知名大型厂商。主要客户包括 ATL、Samsung、Sony、Lishen 和宝时得。ATL、Samsung、Sony 和 Lishen 为排名全球前十的高端锂离子电池生产商。宝时得是世界一流的电动工具制造商。

图表 12 公司前五名客户占主营业务收入的比例



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

ATL 为公司第一大客户。德赛近几年来营业业务第一大客户均为 ATL，且营收占比不断提升。2011 年 ATL 在公司主营业务收入中的占比已经超过 42%。

ATL，全称新能源科技有限公司，是致力于可充式锂离子电池的电芯、封装和系统整合的研发、生产和营销的高新科技企业。在全球专业锂电池制造商中，其技术、产能与销量均处于领先地位。据统计，ATL 是仅次于 Sony 的全球第二大聚合物锂离子电池供应商。ATL 生产的锂电池被广泛应用于笔记本电脑、手机、数字播放器等各种消费电子产品。与此同时，ATL 正在积极拓展电动汽车与储能系统市场。

ATL 是苹果产品锂离子电池全球主力供应商。自从 2004 年与苹果建立合作关系以来，ATL 一直是苹果系列产品锂离子电池主



力供应商。据了解，2011年ATL供应的锂离子电池在iPhone中约占30%-35%，在iPad中约占30%，在MacBook中约占40%，在iPod中约占30%。

3.2 德赛是ATL唯一iPhone电池Pack供应商

普通手机电池Pack生产环节已经充分地转移到国内，国内厂商的技术水平和规模与国外相当。欣旺达、飞毛腿、明美、鹏辉、光宇、邦凯、山木、比克、比亚迪等是国内知名手机电池pack厂商。

BMS的功能远远超过了普通保护板。相对于传统普通手机，智能手机的功能众多，手机用电模式更为复杂，对电池管理的要求也高出很多。传统手机电池一般每只电芯配一片保护板，主要为电芯提供过压、过流和过温保护。智能手机电池一般每只电芯配一片BMS。BMS不仅为电芯提供过压、过流和过温等基本保护功能，还提供剩余容量监测、电压精确检测、寿命记录和电芯的其它信息传输等高级功能。

德赛是国内领先的高端智能手机电池Pack厂商。相对于其它Pack厂家，德赛拥有领先的BMS技术，电池Pack综合配套能力优于其他竞争对手。

公司与第一大客户ATL的长期紧密合作为取得iPhone 5手机电池Pack订单提供了保障。德赛与ATL之间多年以来一直保持着紧密的合作关系，是ATL的苹果iPhone 4和iPhone 4S电池Pack独家供应商。公司获得ATL的iPhone 5电池Pack订单是大概率事件。

3.3 Pack业务将快速增长

在2011年公司Pack业务营业收入结构中，约80%由iPhone电池Pack业务贡献，另外20%由其他Pack业务贡献。

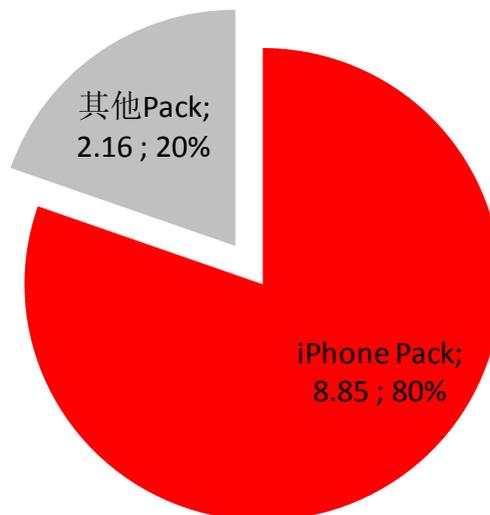
公司iPhone电池Pack出货量今年将与iPhone手机共同高速增长。作为iPhone电池Pack主力供应商，公司Pack业务将携手iPhone共同高速增长。我们预测2012年公司iPhone电池Pack业务将同比增长约70%。

公司的其他Pack业务主要是电动工具电池、其他品牌的智能手机电池等，主要客户是宝时得、小米手机等。电动工具和低价智能手机需求增长快速，料将带动公司相关电池Pack业务。



图表 13 公司 Pack 业务 2011 年营收结构估测

单位：亿元



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

备注：根据公司公告数据估测，存在误差，敬请知悉

图表 14 德赛 iPhone 电池 Pack 出货量估测

	iPhone 出货量/万台	iPhone 增长	德赛 iPhone 电池 Pack 出货量/万只	德赛 iPhone BMS 增长
2010	4750	92%	1200	NA
2011Q1	1860	148%	600	NA
2011Q2	2030	93%	500	NA
2011Q3	1810	29%	1000	NA
2011Q4	3600	132%	1100	NA
2011	9300	95%	3200	167%
2012Q1	3510	89%	1000	100%
2012Q2	3000-3500	61%-72%	1000	67%
2012Q3	3000-4000	66%-121%	2100	110%
2012Q4	5800-6500	61%-81%	1400	27%
2012	15300-17500	65%-88%	5500	72%

数据来源：公司资料、互联网公开信息、第一创业证券研究所

备注：德赛 Pack 数量为根据公司业务数据推算结果，存在误差，敬请知悉

4 新客户、新市场和新业务拓展盈利空间

4.1 公司为小米手机供应电池

德赛是小米手机电池供应商。2011 年公司 BMS 业务保持了良好的发展态势，并且在保持原有客户的基础上，成功开发了小米等新客户。

图表 15 小米手机配备的德赛电池



数据来源：互联网公开信息、第一创业证券研究所

小米科技（全称北京小米科技有限责任公司）由前 Google、微软、金山等公司的顶尖高手组建，是一家专注于 iPhone、Android 等新一代智能手机软件开发与热点移动互联网业务运营的公司，2010 年 4 月 6 日正式启动。

小米手机市场反应热烈，销售量节节攀升。小米手机是小米科技研发的一款高性能发烧级智能手机，是世界上首款双核 1.5GHz 的智能手机，一上市即受到热捧。小米手机在 2011 年 9 月份第一次预售，30 万台被抢购一空，到 2012 年 3 月初已经售出了 100 万台，成为国产智能手机的一个奇迹。4 月 6 日，小米手机供货 10 万台，在开放购买后的 6 分钟就全部售罄！

德赛的小米手机电池 Pack 业务将于小米手机共同高速增长。



4.2 积极拓展国际市场

公司进一步拓展国际市场。去年 11 月，公司董事会会议案，同意惠州蓝微与韩国投资方在香港设立合资公司，再由香港合资公司在越南设立全资子公司。

东南亚、南美和非洲等区域的发展中国家和地区仍然拥有非常大的手机锂离子电池市场。

4.3 电动工具与新能源汽车 BMS 拓展利润空间

电动工具业务继续拓展利润空间。除了小型电源管理，公司还积极发展多、并、串电源管理项目，通过聚焦电动工具业务，扩大市场占有率及市场份额。

新能源汽车 BMS 业务未来市场巨大。德赛新能源汽车 BMS 夺得多项技术专利，产品成功应用于北京奥运会和上海世博会的电动大巴电池组。《新能源电动汽车动力电池管理控制器研制》和《纯电动汽车核心部件电池管理系统及电池包集成技术研究及产业化》等项目受到政府资助。国务院于 4 月 18 日通过了《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）》，明确了纯电驱动为汽车工业转型的主要战略取向。在纯电动车的成本结构中，电池组占比 40%-50%，而 BMS 又占到电池组成本的 30%-50%。BMS 是新能源汽车中价值非常高的一个环节。新能源汽车未来市场巨大，可能为公司汽车 BMS 业务带来超额收益。

储能系统产品研发进行中。公司的智能电网大容量储能系统关键技术研发及示范收到政府支持。作为重要的发展方向之一，公司储能系统产品取得突破后可能形成公司新的增长点。



5 盈利预测、估值及投资建议

2012 年公司 BMS 和 Pack 业务都将出现高增长，预测公司今年 BMS 业务营业收入将达到约 26.3 亿元，Pack 业务将达到约 19.2 亿元。消除关联交易后，公司今年营业收入将达到约 35.4 亿元。

预测公司 2012、2013 和 2014 年 EPS 分别为 1.23 元、1.66 元和 2.24 元，对应 4 月 20 日股价的 PE 分别为 21 倍、15 倍和 12 倍。我们认为公司具有高成长性，且目前估值偏低，维持“强烈推荐”投资评级。

图表 16 主要产品收入和毛利率预测

	10	11E	12E	13E	14E
一、BMS					
收入(万元)	96200	173256	263051	368271	478752
增长率	44.2%	80.1%	51.8%	40%	30%
毛利(万元)	23088	41581	62343	86175	110592
毛利率	24.0%	24.0%	23.7%	23.4%	23.1%
二、Pack					
收入(万元)	52900	110138	191835	287753	402854
增长率	82.4%	108.2%	74.2%	50.0%	40.0%
毛利(万元)	8464	17622	30310	44889	62039
毛利率	16.0%	16.0%	15.8%	15.6%	15.4%
三、Cell					
收入(万元)	18200	13286	13286	13950	15345
增长率	80.2%	-27.0%	0.0%	5.0%	10.0%
毛利(万元)	2730	1993	1993	2093	2302
毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
关联交易率					
	21.6%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%
四、合计					
收入(万元)	131163	224632	354478	507273	679130
营收增长率	-	71%	58%	43%	34%
毛利(万元)	26877	46335	71661	100821	132451
毛利率	20.5%	20.6%	20.2%	19.9%	19.5%

数据来源：公司资料、第一创业证券研究所

备注：表中各项业务数据是我们根据公司公告推测的结果，存在误差，敬请知悉



图表 17 盈利预测表

(单位: 万元)

	10	11	12E	13E	14E
一、营业利润					
营业总收入	131602	224632	354478	507273	679130
减: 营业成本	104614	178253	282816	406453	546679
减: 营业税金及附加	82	737	1163	1664	2227
减: 销售费用	3278	7243	12573	18891	25292
减: 管理费用	11245	16874	26627	38105	48464
减: 财务费用	1034	286	451	646	864
减: 资产减值损失	4434	2803	3644	4738	6159
加: 投资净收益	1467	868	0	0	0
营业利润	7881	19305	27204	36777	49446
二、利润总额					
加: 营业外收支	2771	-53	0	0	0
利润总额	10652	19251	27204	36777	49446
三、净利润					
减: 所得税	1885	3548	5033	6804	9147
净利润	8767	15703	22171	29974	40298
四、归属母公司净利润					
减: 少数股东损益	1,630	3,771	5,321	7,194	9,672
归属于母公司净利	7138	11932	16850	22780	30627
总股本(万股)	13683	13683	13683	13683	13683
净利润增长率	-512.8%	67.2%	41.2%	35.2%	34.4%
EPS(元/股)	0.52	0.87	1.23	1.66	2.24
PE	49.2	29.4	20.8	15.4	11.5

数据来源: 公司资料、第一创业证券研究所



6 股价催化剂和风险提示

股价催化剂。 iPhone 5 上市；《铅酸电池行业准入条件》公布。

风险提示。 产品事故风险；业务单一风险；单一大客户风险；苹果 iPhone 手机市场需求波动的风险。

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135