



东兴证券
DONGXING SECURITIES

传统产品撑业绩，动力BMS寄厚望

——德赛电池（000049）调研快报

2012年5月7日

强烈推荐/调升

德赛电池

调研快报

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：陈鹏、弓永峰、李根 侯建峰

chen-peng@dxzq.net.cn; gongyf@dxzq.net.cn; 010-66554025; 66554081

事件：

近日我们调研了德赛电池，就公司传统 BMS 业务情况、大容量 BMS 业务情况以及公司资产重组注入进展，与公司管理层进行了深入的交流与沟通。

我们的主要观点：1) 公司作为电动汽车领域 BMS 龙头，占据市场一半的份额。累计提供了大约 7500 套 BMS 产品。未来随着新能源汽车的发展，将享受较大增长空间，为公司今后的亮点。2) 光伏电站储能类 BMS 技术难度低于动力汽车用系统，未来也将成为公司潜在亮点。3) 传统手机等移动电源电池的 BMS 系统品质主要体现在产品的良品率上。公司优良的良品控制能力赢得了主流客户的亲睐。4) 苹果 BMS 供应模式存在变化的契机：传统手机电池供应商模式，一般是 BMS 给电芯企业配套后，由电芯企业供给客户。新的 Ipad 等模式，或由 BMS 企业来整合，封装后卖给最终客户；5) 传统业务积极开拓除苹果以外的客户，提高核心客户供应量和比重。我们预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 1.197 元、1.496 元、1.881 元，对应 PE 20.81 倍、16.65 倍、13.24 倍，给予“强烈推荐”评级，建议投资者积极关注公司新客户拓展情况以及国内新能源汽车和储能电站市场开启进程，择机进入。

观点：

1. 动力电池以及电网储能领域BMS霸主，市场开启带来新的增长点。

大容量BMS主要应用于新能源汽车和储能电站领域。2008年公司于北京交通大学合作，借势北京奥运会，积极介入新能源汽车BMS领域。依托技术实力和先发优势，在新能源汽车用BMS方面，公司占据了国内市场的近半壁江山。截至到目前，市场上1.5万辆左右的各类电动车保有量中，公司BMS占据了7500套以上，远超其他竞争对手。对于储能电站用BMS方面，由于其要求要低于新能源汽车BMS，公司目前技术实力切入该领域不存在障碍。目前下游市场容量有限，导致前期成本无法有效摊销是制约大容量BMS业务发展和盈利能力的主要原因。我们预计随着新能源汽车，特别是插电池混合动力汽车的逐步放量，未来大容量BMS市场会逐步打开，公司大容量BMS业务将有望实现“量利”齐升。

2. 传统产品持续发力，供应模式转变或带来商机。

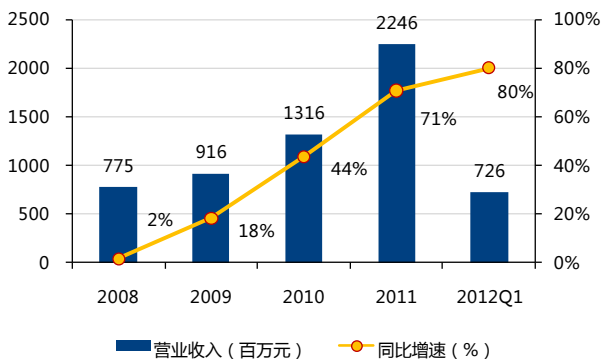
公司主要产品为锂电池管理系统，主要与国内软包锂电池龙头企业东莞 ATL 合作，为其提供 BMS 产品。2007 年起公司通过 ATL 公司间接成为苹果公司供应商，2008 年成功通过 Sony 和三星认证进入其采购体系，自

此公司步入快速发展阶段。在传统 BMS 领域，产品质量是企业的核心竞争力，公司注重产品质量，目前公司产品达到 6 西格玛标准。产品优秀的质量以及极高的成品率为公司与采购商保持良好的合作关系以及较高的盈利水平提供有力保障。

未来，随着智能手机、平板电脑以及超级本以其强大的功能成为消费者关注的焦点，但功能越强大，其对电池系统的要求也越来越高。BMS 作为电池系统的“大脑”，未来其在电池系统中的作用将更加重要，公司依托多年来在 BMS 领域的积累以及在业内良好的产品口碑，业绩增长可期。

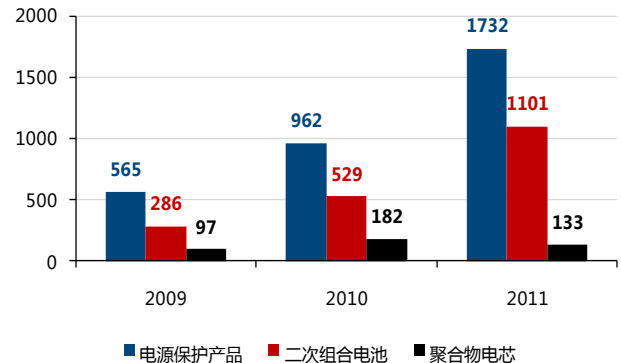
另外一方面，苹果等传统手机 BMS 供应模式存在着变化的可能。传统手机电池供应商模式，一般是 BMS 给电芯企业配套后，由电芯企业供给客户。新的 Ipad 等模式，采用电脑笔记本电池采购模式，或由 BMS 企业来整合，封装后卖给最终客户。目前两种模式并存，我们研判随着 BMS 系统的复杂以及优化供应链管理角度出发，未来第二种模式或逐渐发展起来，这对于公司来说，是有利的。

图 1：营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

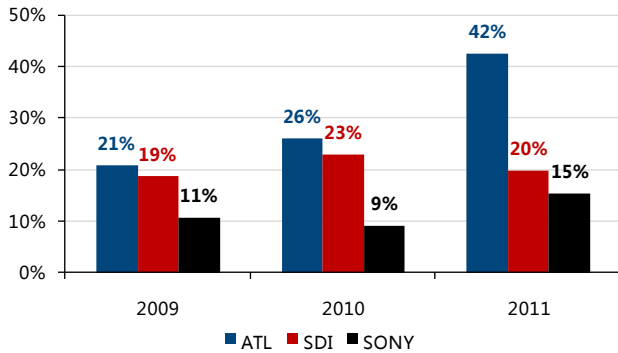
图 2：公司分业务收入情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 核心客户对公司业绩影响较大，期待新客户拓展有所斩获。

2011 年，受益苹果公司 Iphone 和 Ipad 等产品热销，公司向东莞 ATL 的供货量猛增，全年东莞 ATL 采购量在公司总收入中占比达到 42%，基本上占据了半壁江山。此外，公司还通过向三星 SDI，sony 等电池企业提供 BMS，也间接部分地对苹果供货，苹果公司采购公司产品总是已经超过公司的 50%。对苹果公司的依赖增加了公司大客户集中的风险，另外面对向苹果这样的强势企业，公司在议价能力上处于弱势，很难在盈利能力上有所突破。未来公司将继续保持其在苹果公司方面的领先优势，同时积极拓展其他非苹果客户。另外，将加强对平板电脑市场的开拓力度，同时扩大在中型电动工具领域的 BMS 市场。公司未来突出苹果、多点开花的拓展模式值得关注。

图 3：公司前三名客户在收入中占比


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 有取有舍，对公司电芯业务重新定位。

2011年公司电芯业务出现了较大的亏损，一定程度上拖累了公司当期的业绩。目前对于电芯市场公司的判断为，如果做到电源系统的一体化供应商，对投入要求非常大，目前电芯市场格局已经基本稳定，日本松下（收购三洋）、Sony、三星、LG等几大厂商基本垄断电芯市场。针对这一情况，公司将减少对电芯业务的投入，采取技术追踪为主的策略，将精力集中到BMS和封装这两项公司的核心业务上来。

盈利预测与投资建议

总体来看，目前传统 BMS 产品仍是公司主要收入来源，公司技术实力雄厚，市场地位稳固，由于大客户依赖度较高，未来苹果公司的议价能力将对公司毛利率水平形成一定压力，未来依托平板电脑和电动工具 BMS，对非苹果客户的开拓结果将是决定公司业绩是否延续高增长的关键。大容量 BMS 方面虽然目前对公司业绩尚无贡献，但公司在这一领域蓄势已久，一旦市场开启公司大容量 BMS 业务将有望“一骑绝尘”我们预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 1.197 元、1.496 元、1.881 元，对应 PE 20.81 倍、16.65 倍、13.24 倍，给予“强烈推荐”评级，建议投资者积极关注公司新客户拓展情况以及国内新能源汽车和储能电站市场开启进程，择机进入。

投资风险

1、公司新客户拓展不达预期；2、国内电动汽车和储能电站市场未能如期启动。

表 1：投资组合盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,316.02	2,246.32	2,785.44	3,426.09	4,179.83
(+/-)%	43.62%	70.69%	24.00%	23.00%	22.00%
EBITDA	112.96	222.46	248.56	308.46	378.95

(+/-)%	2703.34%	96.94%	11.73%	24.10%	22.85%
净利润	71.38	119.32	163.81	204.65	257.44
(+/-)%	-512.75%	67.17%	37.29%	24.93%	25.80%
每股净收益 (元)	0.522	0.872	1.197	1.496	1.881

资料来源：东兴证券

附表：投资组合盈利预测和估值

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	1,316.02	2,246.32	2,785.44	24.00%	3,426.09	23.00%	4,179.83	22.00%
营业成本	1,046.14	1,782.53	2,214.42	24.23%	2,723.74	23.00%	3,322.96	22.00%
营业费用	32.78	72.43	91.92	26.91%	113.06	23.00%	137.93	22.00%
管理费用	112.45	168.74	211.69	25.46%	260.38	23.00%	317.67	22.00%
财务费用	10.34	2.86	10.97	283.69%	13.20	20.34%	9.15	-30.70%
投资收益	14.67	8.68	10.00	15.24%	10.00	0.00%	10.00	0.00%
营业利润	78.81	193.05	228.08	18.15%	285.43	25.14%	359.58	25.98%
利润总额	106.52	192.51	230.08	19.51%	287.43	24.93%	361.58	25.80%
所得税	18.85	35.48	25.31	-28.67%	31.62	24.93%	39.77	25.80%
净利润	87.67	157.03	204.77	30.40%	255.81	24.93%	321.80	25.80%
归属母公司所有者的净利润	71.38	119.32	163.81	37.29%	204.65	24.93%	257.44	25.80%
NOPLAT	73.38	159.80	212.75	33.14%	265.78	24.92%	328.16	23.47%

资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	124.57	100.13	278.54	178.19%	342.61	23.00%	417.98	22.00%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	413.32	889.20	1,144.70	28.73%	1,407.98	23.00%	1,717.74	22.00%
预付款项	5.82	9.46	13.89	46.82%	19.34	39.22%	25.98	34.37%
存货	95.12	201.30	273.01	35.62%	335.80	23.00%	409.68	22.00%
流动资产合计	699.61	1,240.89	1,764.25	42.18%	2,172.28	23.13%	2,652.58	22.11%
非流动资产	150.71	178.40	164.06	-8.03%	155.23	-5.39%	145.50	-6.27%
资产总计	850.32	1,419.29	1,928.32	35.87%	2,327.51	20.70%	2,798.08	20.22%
短期借款	61.92	134.01	294.77	119.97%	248.79	-15.60%	182.93	-26.47%
应付帐款	306.58	512.15	624.89	22.01%	768.62	23.00%	937.71	22.00%
预收款项	1.79	13.05	21.41	64.02%	31.69	48.01%	44.23	39.57%
流动负债合计	563.45	971.17	1,306.68	34.55%	1,478.19	13.13%	1,663.37	12.53%
非流动负债	8.60	20.73	26.51	27.90%	39.32	48.33%	54.40	38.34%
少数股东权益	69.49	112.98	153.94	36.25%	205.10	33.24%	269.46	31.38%
母公司股东权益	208.78	314.41	445.46	41.68%	609.18	36.75%	815.13	33.81%
净营运资本	136.16	269.72	457.57	69.64%	694.10	51.69%	989.21	42.52%
投入资本IC	215.62	461.27	615.62	33.46%	720.45	17.03%	849.53	17.92%

现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	87.67	157.03	204.77	30.40%	255.81	24.93%	321.80	25.80%
折旧摊销	23.80	26.55	0.00	N/A	9.84	N/A	10.23	3.97%
净营运资金增加	108.24	133.56	187.85	40.64%	236.53	25.91%	295.11	24.77%
经营活动产生现金流	77.78	(9.36)	76.13	N/A	171.87	125.75%	206.79	20.32%
投资活动产生现金流	(0.08)	(61.85)	(20.50)	N/A	(20.50)	N/A	(20.00)	N/A
融资活动产生现金流	(41.35)	60.57	122.78	102.73%	(87.31)	N/A	(111.42)	N/A
现金净增(减)	36.35	(10.64)	178.42	N/A	64.07	-64.09%	75.37	17.65%

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎，曾在三大报及《证券市场周刊》等主要刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

陈鹏 研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

弓永峰 资深研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰 资深研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根 研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

陈鹏 研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。