

传统产品优势继续强化，大容量BMS厚积薄发

——德赛电池（000049）调研简报

2012年5月28日

强烈推荐/维持

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

010-66554081

事件：

近日我们参加了德赛电池股东大会，与公司总经理冯大明就传统客户采购情况、新客户拓展情况、智能手机用 BMS 未来发展、动力电池 BMS 进行了交流。

主要观点如下：

1. 传统产品背靠大树，掌握 BMS 最新潮流。

智能手机是目前手机用电池 BMS 技术要求最高、市场潜力最大的市场。多功能是目前智能手机发展的主流趋势，智能手机的多功能化也对电池 BMS 提出了更高的要求。传统手机电池 BMS 功能要求主要为安全保护，比如过充、过放、过热保护之类。新功能方面比如高精度（误差 10%以内）剩余电量显示等等，对 BMS 提出了更高的要求。未来智能手机用 BMS 发展将呈现五大方向：高安全性、高品质、多功能、微型化、低功耗。

在智能手机领域，苹果公司 iPhone 系列手机无疑引领了智能手机的发展潮流，公司作为苹果手机 BMS 最主要的供货商，对智能手机电池用 BMS 未来技术发展方向有着准确的把握。依托服务苹果的技术优势和过硬的产品质量，再开启其他客户可谓得心应手。

2. 紧密跟随，积极开拓新市场。

由于苹果公司方面需求旺盛，过去一段时间公司产能主要集中于苹果市场。未来公司将加大对非苹果公司方面的产能投入，并积极开拓平板电脑、电动工具等新市场。随着锂电池价格进一步下降，其对传统电池的替代作用正在逐步显现，其中电动工具市场前景非常广阔。

3. 大容量BMS积极投入，构筑技术专利壁垒。

亿能电子是公司旗下主要从事电动汽车和储能电站用大容量 BMS 研发、生产的主体。公司近两年对于亿能电子研发方面进行了大力投入，向亿能电子的投入中有 30%投向了研发方面。目前亿能电子对几种主流正极材料电芯和钛酸锂负极电芯均有涉及，在下游应用方面对 HEV、PHEV 和 EV 方面也均有涉及，基本覆盖了主流锂电池电芯和下游应用领域。目前在大容量电池 BMS 技术和市场占比方面均处于国内领先地位，2011 年公司共申请相关专利约 100 项，相关专利的申请将为公司构筑一条大容量 BMS 技术“护城河”。

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 12 年和 13 年 EPS 为 1.1 元和 1.4,对应 PE 为 28.07 倍和 22.06 倍。继续维持公司“强烈推荐”的投资评级。同时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。

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	220.70	291.33	358.05
(+/-)%	2703.34%	96.94%	-0.79%	32.00%	22.90%
净利润	71.38	119.32	143.66	191.46	240.87
(+/-)%	-512.75%	67.17%	20.40%	33.27%	25.81%
每股净收益(元)	0.52	0.87	1.05	1.40	1.76

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	2,242.28	25.79%	2,740.87	22.24%	3,343.86	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	11.42	299.38%	14.59	27.75%	11.52	-21.02%
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	199.77	3.48%	266.91	33.61%	336.30	26.00%
利润总额	106.52	192.51	201.77	4.81%	268.91	33.27%	338.30	25.81%
所得税	18.85	35.48	22.19	-37.44%	29.58	33.27%	37.21	25.81%
净利润	87.67	157.03	179.58	14.36%	239.33	33.27%	301.09	25.81%
归属母公司所有者的净利润	71.38	119.32	143.66	20.40%	191.46	33.27%	240.87	25.81%
NOPLAT	73.38	159.80	187.96	17.62%	250.53	33.29%	309.56	23.56%
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	13.94	47.41%	19.43	39.31%	26.11	34.43%
存货	95.12	201.30	276.45	37.33%	337.92	22.24%	412.26	22.00%
流动资产合计	699.61	1,240.89	1,767.74	42.46%	2,174.49	23.01%	2,655.29	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	1,931.80	36.11%	2,329.71	20.60%	2,800.79	20.22%
短期借款	61.92	134.01	309.73	131.13%	280.03	-9.59%	230.77	-17.59%
应付帐款	306.58	512.15	632.75	23.55%	773.45	22.24%	943.61	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	1,331.33	37.09%	1,515.39	13.83%	1,718.47	13.40%
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	148.90	31.79%	196.76	32.15%	256.98	30.60%
母公司股东权益	208.78	314.41	429.34	36.55%	582.51	35.68%	775.21	33.08%
净营运资本	136.16	269.72	436.41	61.80%	659.10	51.03%	936.81	42.14%
投入资本IC	215.62	461.27	609.42	32.12%	716.69	17.60%	844.97	17.90%
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	179.58	14.36%	239.33	33.27%	301.09	25.81%
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	166.69	24.80%	222.68	33.59%	277.72	24.71%
经营活动产生现金流	77.78	(9.36)	57.59	N/A	154.33	167.96%	189.26	22.63%
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	141.32	133.34%	(69.77)	N/A	(93.88)	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。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰高级研究员，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。