

毛利率下滑略超预期，客户结构有所改善

2012年8月15日

强烈推荐/维持

德赛电池

中报点评

——德赛电池（000049）2012年中报点评

弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：陈鹏 弓永峰 李根 侯建峰

chen-peng@dxzq.net.cn

010-66554081

事件：

公司发布2012年中报。报告期内公司实现营业收入12.33亿元，同比增长49.52%，实现归属上市公司股东净利润4797万元，同比增长19.92%，EPS 0.35元，扣非后归属上市公司股东净利润4679万元，同比增长15.67%。

公司分季度财务指标

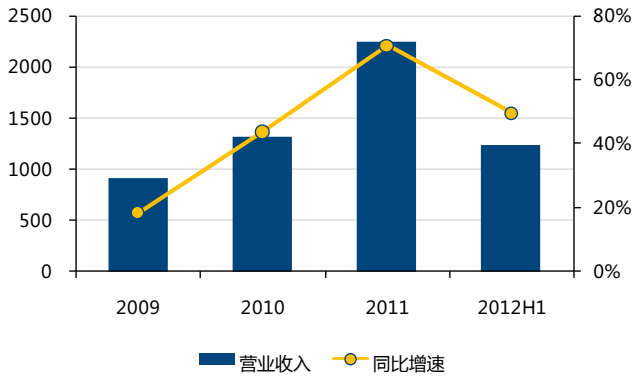
指标	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入（百万元）	368.69	480.19	403.44	421.02	492.78	929.08	725.99	506.71
增长率（%）	39.22	49.99	74.66	66.72	30.80	103.85	79.95	20.35
毛利率（%）	19.36	25.28	23.77	20.21	19.04	20.34	18.68	16.25
期间费用率（%）	9.80	15.98	11.63	12.29	10.58	10.03	10.36	12.36
营业利润率（%）	7.98	2.44	10.17	7.68	8.14	8.57	7.86	3.46
净利润（百万元）	56.25	87.67	29.77	51.79	80.41	157.03	46.24	16.11
增长率（%）	195.99	343.03	133.44	14.15	13.76	151.44	55.31	-26.84
每股盈利（季度，元）	0.13	0.22	0.17	0.13	0.15	0.43	0.26	0.09
资产负债率（%）	72.33	67.27	68.80	64.70	70.78	69.89	64.89	64.40
净资产收益率（%）	12.46	16.69	10.33	7.19	8.14	20.63	10.86	14.88
总资产收益率（%）	3.66	3.88	3.21	2.25	2.66	5.85	3.47	5.30

评论：

- 营业收入同比大幅提升，毛利率率下滑幅度超过预期：**公司2012年上半年营业收入12.33亿元，同比增长49.52%。从单季度情况来看，2012年二季度营业收入5.07亿元，同比增长20.35%，营业收入增速较一季度有所下降。二季度是公司产品销售的传统淡季，预计三季度随着下游大客户新产品推出，公司营业收入将重回高速增长，全年收入高速增长可期。

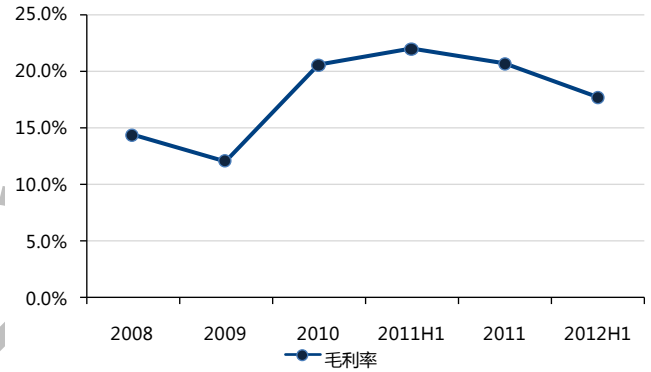
相比公司营业收入高速增长，公司毛利率水平下滑较多。2012年上半年公司综合毛利率为17.6%，相比上年同期下滑4.31个百分点，毛利率下滑幅度略超预期。从单季度情况来看，2012年二季度公司综合毛利率16.25%，同比下滑4个百分点，环比下降2.4个百分点。从毛利率下滑情况来看，公司下游大客户控制成本已经开始影响公司，短期对公司毛利率构成一定压力，公司需要通过优化客户结构作为应对措施。

图 1: 公司各营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

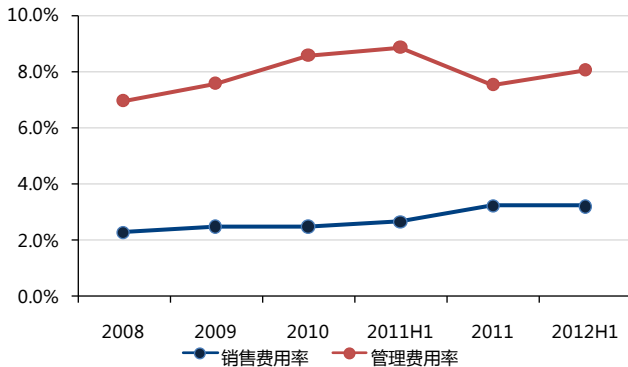
图 2: 公司毛利率水平



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

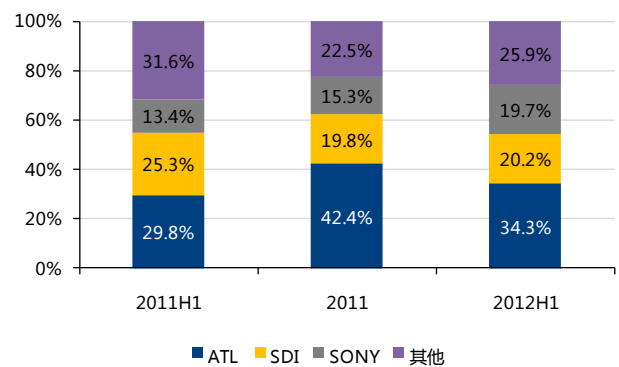
- **期间费用率基本持平，营业外收入增加较多：**2012年上半年公司销售费用率为3.2%，相比上年同期提高0.5个百分点，管理费用率为8.0%。2012年上半年管理费用率+销售费用率合计11.2%，相比上年同期11.5%的水平略有下降。报告期内公司营业外收入合计454万元，相比上年同期84万元水平增加了370万元，在公司营业利润中占比约为6%，对拉动公司业绩启动了一定的积极作用。

图 3: 公司期间费用率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4: 前五名客户在公司营业收入中占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **单一客户集中度降低，客户结构有所改善：**改善客户集中度对公司规避大客户集中风险和毛利率下降风险具有积极的作用。从2012年上半年大客户集中情况来看，ATL、SDI和SONY三家传统大客户在公司营业收入中合计占比74.1%，相比2011年底77.5%的水平略有下降。其中ATL占比从2011年底的42.4%下降至34.3%，依赖度有所下降。SDI和SONY在公司营业收入中的占比分别提升了0.4和4.4个百分点。值得注意的是2012年上半年国内知名手机品牌小米首次进入公司前五名客户，在公司营业收入中占比6.13%。公司依托向国际大型客户供货的产品优势和技术优势，对国内手机厂商形成俯冲的态势，对未来公司业绩稳定至关重要。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 1.05 元、1.40 元、1.74 元，对应 PE 30.34 倍、22.82 倍、18.29 倍，相比公司 3C 产品业务，我们更加看重公司在动力电池和大容量锂电池 BMS 领域的市场地位和技术优势，维持强烈推荐评级。

投资风险

1、毛利率水平继续下滑；2、大客户依赖风险；3、新能源汽车市场启动进度低于预期。

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	3,257.16	4,234.31	5,504.61
(+/-)%	43.62%	70.69%	45.00%	30.00%	30.00%
EBITDA	112.96	222.46	225.00	302.00	373.53
(+/-)%	2703.34%	96.94%	1.14%	34.23%	23.68%
净利润	71.38	119.32	143.82	191.17	238.56
(+/-)%	-512.75%	67.17%	20.53%	32.93%	24.79%
每股净收益（元）	0.52	0.87	1.05	1.40	1.74

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。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电力设备与新能源、新材料行业研究，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成长性的中小市值股票。

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、固体废弃物处理）研究。

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，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。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电力设备与新能源、新材料行业研究，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（二次设备、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、固体废弃物处理）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。