

2015年10月9日

朱吉翔

[c0044@capital.com.tw](mailto:c0044@capital.com.tw)

目标价(元) 45

公司基本资讯

产业别	电子		
A 股价(2015/10/8)	40.19		
深证成指(2015/10/8)	10394.73		
股价 12 个月高/低	65.36/29.79		
总发行股数(百万)	205.24		
A 股数(百万)	205.24		
A 市值(亿元)	82.49		
主要股东	惠州市德赛工业 发展有限公司 (45.23%)		
每股净值(元)	3.98		
股价/账面净值	10.11		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	3.3	-4.2	2.8

近期评等

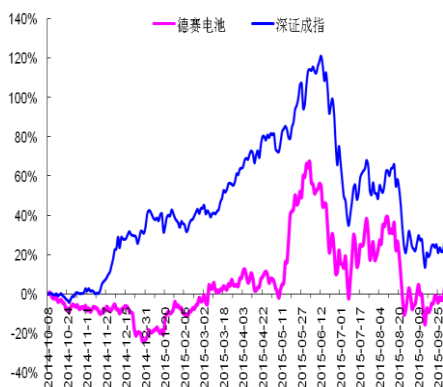
出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

产品组合

电池及配件	100%
-------	------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.9%
一般法人	46.2%



年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	144	206	235	296	360
同比增减	%	20.38	43.44	13.84	26.39	21.59
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.70	1.00	1.14	1.44	1.76
同比增减	%	20.38	43.44	13.84	26.39	21.59
A 股市盈率(P/E)	X	54.41	37.93	33.32	26.37	21.68
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.20	1.20	2.20	3.20
股息率 (Yield)	%	0.53	0.53	3.15	5.78	8.40

德赛电池 (000049. SZ)

BUY 买入

业绩确定性较高, 估值偏低

结论与建议:

公司是国内消费类电子电池龙头企业之一, 是苹果产品的核心供应商, 随着国内智能终端厂商的逐步崛起, 公司国内客户收入亦稳步提升。展望未来, 随着公司产能持续扩张, 预计到 2017 年小型电池产能将较 2014 年翻番, 此外, 新能源汽车电池业务、电动工具业务亦处于快速成长期, 业绩有望持续提升。

我们预计 2015、2016 年分别实现净利润 3 亿元和 3.6 亿元, 同比分别增长 26% 和 22%, EPS 分别为 1.44 元和 1.76 元。目前股价对应 2015-2016 年 PE 分别 26 倍和 22 倍, 估值偏低, 给予买入的投资建议。

- **产能转移, 利好大陆电池厂商:** 随着国内智能机厂商的崛起以及产业中心向大陆转移, 国内锂电池需求增长较快, 特别是锂电池产业链定价权从芯片厂商向 EMS 厂商再向终端厂家偏移, 利好公司这类龙头企业。
- **客户资源优质, 主业确定性较高:** 公司是苹果电池产品的核心供应商, 收入占比超过 5 成, 充分体现公司研发与生产实力, 未来 iPhone 销量的持续增长是大概率事件, 我们预计 2H15 出货量增长接近 2 成, 给予公司业绩较高确定性。同时公司增加国内客户的比重, 包括与华为合作正逐步增强, 在电池销售方面有望实现较快增长。
- **汽车动力电池业务增长潜力大:** 新能源汽车产业处于快速成长阶段, 电池成本最高可达汽车成本的 50%, 远超发动机等部件, 预计到 2020 年中国新能源车累计销量可达 500 万台, 电池企业将充分受益, 公司子公司惠州亿能与蓝微新能源在 BMS 研发及客户资源方面各有胜场, 公司汽车动力电池业务未来将受益于行业快速成长之风给予公司业绩成长更多保障。
- **盈利预测:** 综合判断, 我们预计 2015、2016 年分别实现净利润 3 亿元和 3.6 亿元, 同比分别增长 26% 和 22%, EPS 分别为 1.44 元和 1.76 元。目前股价对应 2015-2016 年 PE 分别 26 倍和 22 倍, 估值偏低, 给予买入的投资建议。

..... 接续下页 .....

## 行业与公司概况

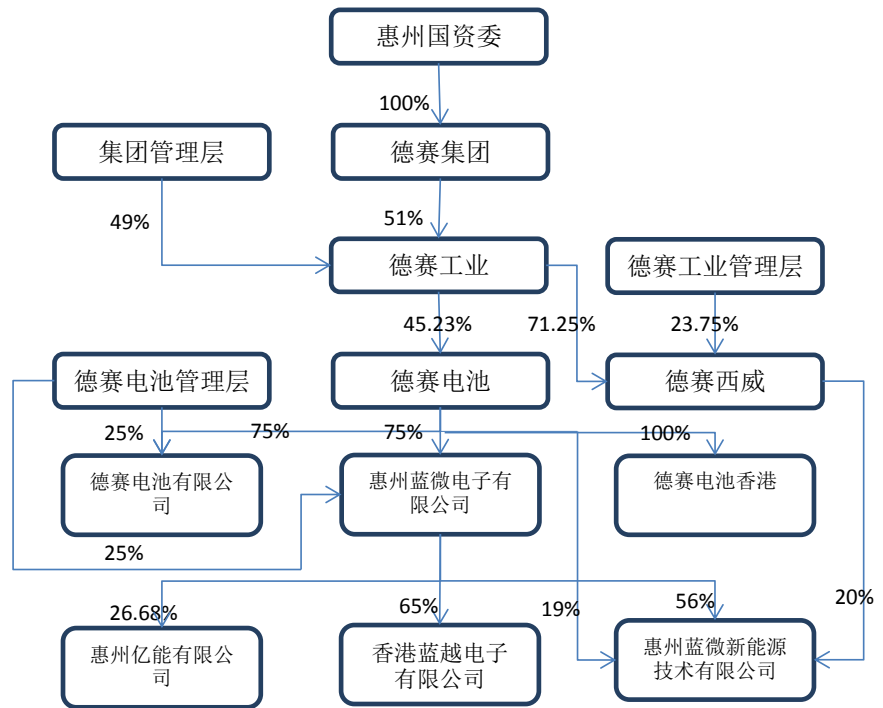
锂电池作为一种能量密度较高、性能稳定、寿命长的电池品种广泛应用于消费类电子及动力电池领域，并且在未来较长时间内仍将是主流电池品种。从下游需求来看，消费电子占据锂电池需求的最主要部分，近年来受智能机市场饱和、NB、TABLET 市场疲弱影响，增速已经放缓，但受益于动力电池需求快速增长以及储能需求的激发，未来行业整体增速依然有望保持较快的增长态势。

就市场空间来看，近年来中国大陆电池厂商迅速崛起，本土企业市占率显著提升，2010-2014 年大陆小型锂电池市场销售市占率从 13.5% 攀升至 21.1%，但相较于电池阳极材料本土企业动辄 60%、70% 的市占份额而言，本土封装企业市场空间依然巨大。

就竞争格局来看，消费电子制造重心向大陆转移的过程持续，台湾企业优势逐步受到大陆厂商挑战，特别是在手机电池领域，以德赛电池为代表的大陆本土企业正快速崛起，未来 NB/Tablet 电池份额亦将持续扩大，另外值得注意的是，锂电池行业定价权由电芯厂商向 EMS 厂商过渡，终端厂商直接下订单使得公司这样的封装企业更加容易把握利润空间，并且带动公司营收持续快速增长。

德赛电池是大型二次电池组合封装企业，主要提供移动设备电源如手机电池、手提电脑电池、医疗设备电池等组合电池产品。从股东结构来看，惠州国资是公司控股股东（图 1），间接持有上市公司约 23% 的股权，而公司管理层团队则持有上市公司旗下主要资产惠州德赛电池有限公司、惠州蓝微电子各 25% 的股权，总体股权结构较为健康，在一定程度上确保了管理层与公司股东利益的一致，有利于上市公司持久发展。同时，公司公告将积极推动解决公司少数股东权益（子公司 25% 股权）问题，并探索股权激励、员工持股计划等措施。考虑到新能源汽车正处于快速增长阶段，惠州亿能增长潜力较大，我们认为公司股权结构的调整短期并不会轻易实现，但长期来看具有较大的想象空间。

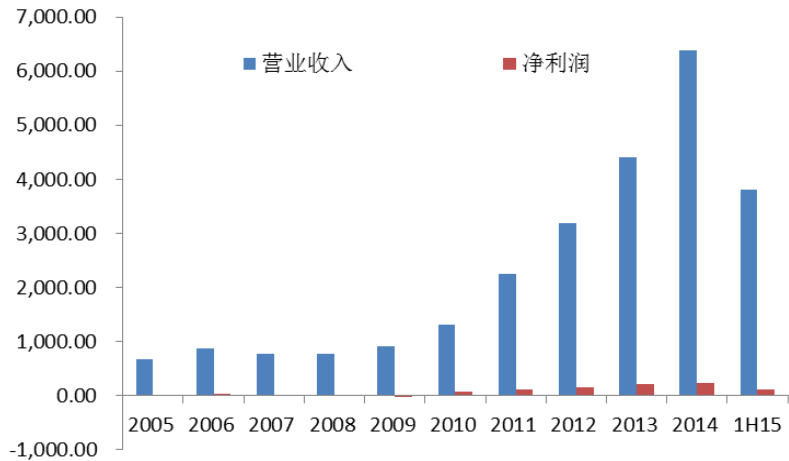
图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

从营收情况来看（图 2），公司自 2005 年以来收入规模快速扩张，特别是自 2008 年进入苹果产业链后，营业收入 CAGR 达到了 42%，对应净利润增速为 131%。实现了跨越式的增长。

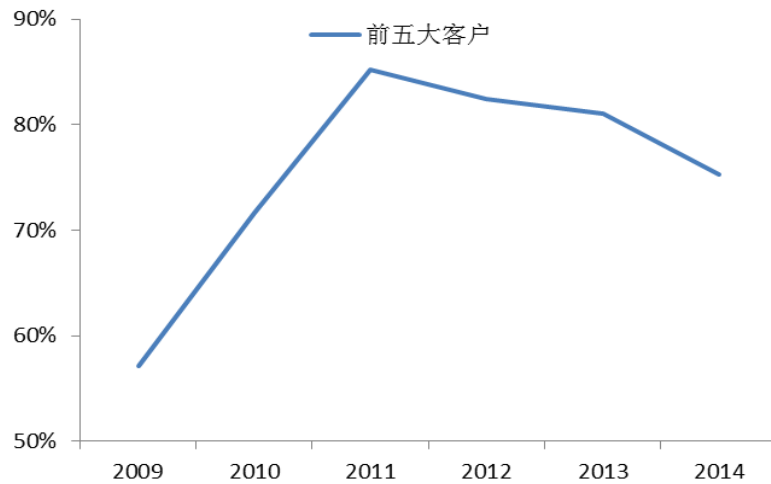
图 2：公司营收及净利润情况 单位：百万元



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

从客户结构来看（图 3），国际一线消费电子品牌占据公司最主要份额，公司前 5 大客户占比近年来一直在 70% 以上，其中，2014 年苹果占比约 5 成，国际客户对于产品品质要求较高，亦从侧面印证公司研发、生产能力。

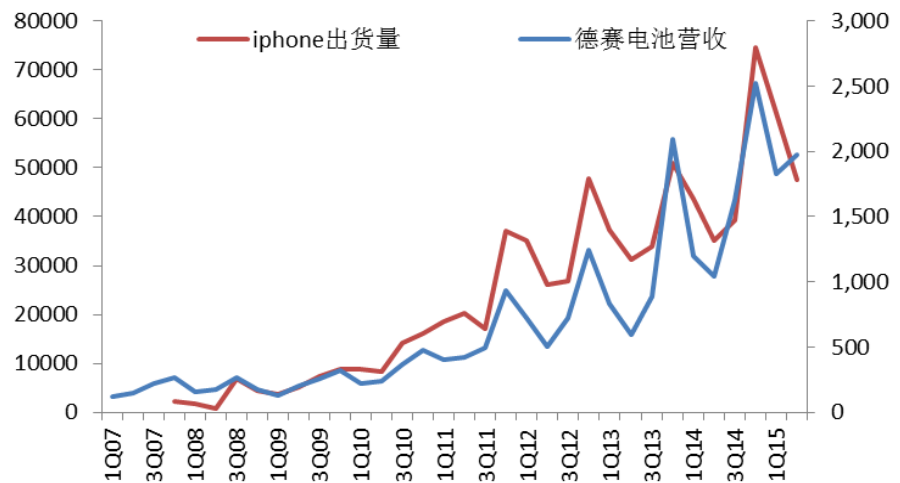
图 3：公司前五大客户占比 单位：%



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

正是由于苹果大客户的特性，公司营收与 iPhone 出货量亦表现出相当高的相关性（图 4），可以预见，iphone6s 以及 iPhone7 在销量上依然会有不俗的表现，因此公司未来几个季度的确定性也相当高。

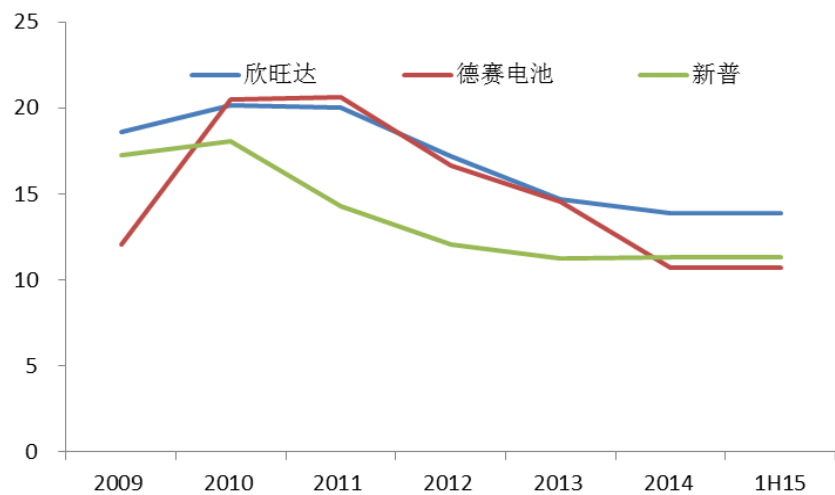
图 4：公司季度收入与 iPhone 出货量 单位：千台、百万元



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

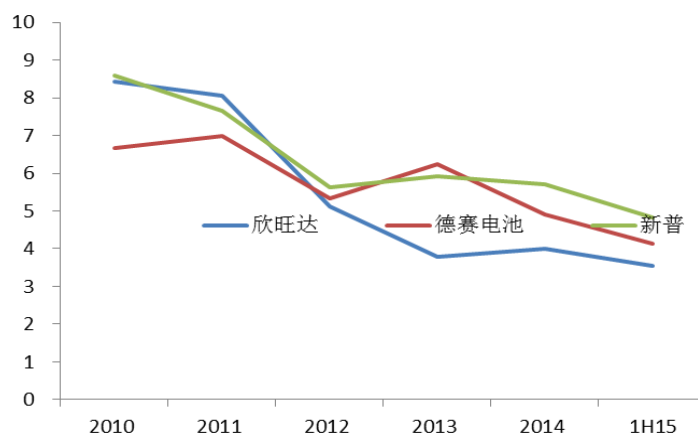
从盈利能力来看，公司自动化水平较高，2013 年以前毛利率水平平均高于同业企业（图 5），但 2013 年以来产品切换以及电池企业商业模式改变对于公司毛利率形成一定影响，但随着大客户新品的持续放量，我们认为毛利率下行已经到位，未来有望逐步回升。同时，从净利润率及 ROE 水平来看（图 6、7），公司扩张步伐较为稳健，总体盈利能力并不输同业。

图 4：公司与同业毛利率比较 单位：%



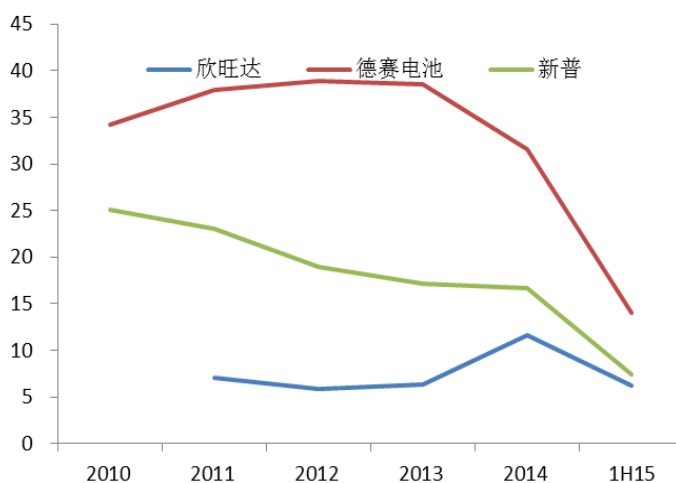
资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

图 6：公司与同业净利率比较 单位：%



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

图 7：公司与同业 ROE 比较 单位：%



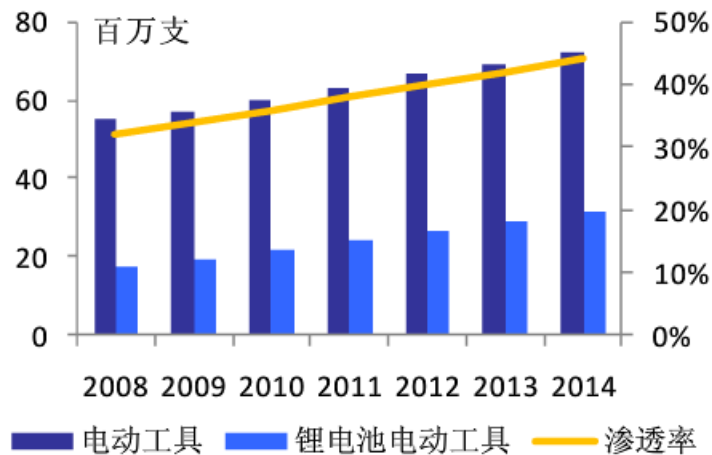
资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

除消费类电子外，公司在电动工具领域及新能源车动力电池领域亦展现较高的成

长性。

虽然电动工具行业整体增速较为平稳,但是由于锂电池性能及价格优势逐步显现,近年来锂电池电动工具的渗透率正显著提高。预计到2020年锂电池电动工具在整体电动工具中的占比将超过50%,取代镍镉电池的龙头地位(图8)。

图8: 中国电动工具市场规模及锂电池工具渗透率



资料来源: Avicenne

公司电动工具产品客户包括博世、三星、百得、格力博、宝石得国际级国内一流厂商。2014年电动工具业务收入3.8亿元,同比增长超过150%,预计公司2015年增速将有望保持在100%以上。

在动力电池领域,公司子公司惠州亿能自2008年开始投身动力研发生产平台,与北京交通大学合作,是北京奥运会唯一点动公交BMS的供应商,同时也是上海世博会点动公交的指定供应商,公司在大型移动电源管理系统及封装领域市2012年占率一度达到50%,2014年该业务营收1个亿,合作的客户包括江淮、广汽等整车企业。另外,公司5月份成立惠州蓝微新能源公司,惠州蓝微、惠州电池分别持股56%和19%,控股股东惠州工业的自公司德赛西威持股(20%),虽然短期内新公司对于公司业绩帮助有限,考虑到德赛西威是汽车电子(导航产品、中控UI)的龙头企业,主要客户包括大众、通用,标志等国内外一线整车厂商,我认为新公司有望凭借德赛西威在汽车电子领域多年积累,实现对于整车厂的切入。新能源汽车产业处于快速成长阶段,预计到2020年中国新能源汽车累计销量将达到500万台,并且新能源车的技术瓶颈恰恰就在于动力电池领域,电池在新能源汽车中的比例占到25%(EV)-50%不等,因此我们认为动力电池市场空间巨大,电池企业将充分受益。综合考量我们预计公司动力电池业务收入未来两年增速有望达到50%以上。

### 盈利预测

2015年上半年公司实现营收38亿元, YOY增长69.8%, 达到全年营收目标的54%, 全年营收超预期为大概率事件; 实现净利润1.1亿元, YOY增长32.6%, EPS0.5603元。其中, 第2季度单季公司实现营收19.7亿元, YOY增长89.3%, 实现净利润5587万元, YOY增长51%。

从毛利率来看，受到模组出货及产品切换的影响，1H15 公司综合毛利率 10%，较上年同期下降 1.9 个百分点，是营收增长快于净利润增长的主要原因在于，基于下半年苹果 iPhone 销量 1.38 亿台，同比增长 21% 的判断，我们认为主要客户产品的持续放量将有助于公司毛利率的逐步回升。

展望未来，苹果手机销量的持续增长依然是大概率事件，考虑到 3Q14 iPhone 销量的低点，我们预计 iPhone 2H15 销量 YOY 将有 2 成的增长，给予公司业绩较高的确定性支持。综合判断，预计 2015、2016 年分别实现净利润 3 亿元和 3.6 亿元，同比分别增长 26% 和 22%，EPS 分别为 1.44 元和 1.76 元。目前股价对应 2015-2016 年 PE 分别 26 倍和 22 倍，估值偏低，给予买入的投资建议。

。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ )；买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ )；强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

**附一：合并损益表**

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
营业收入	3195	4402	6390	8306	9851
经营成本	2664	3763	5706	7463	8792
营业税金及附加	7	15	13	18	24
销售费用	69	66	68	91	128
管理费用	220	218	212	249	296
财务费用	0	8	1	-10	1
资产减值损失	2	0	15	20	20
投资收益	5	5	11	15	15
营业利润	239	338	397	489	606
营业外收入	19	5	4	7	12
营业外支出	43	4	2	2	1
利润总额	215	339	399	494	617
所得税	44	64	86	103	127
少数股东损益	27	69	78	95	129
归属于母公司所有者的净利润	144	206	235	296	360

**附二：合并资产负债表**

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
货币资金	293	336	1153	1499	1948
应收账款	1079	2014	1739	2087	2504
存货	186	529	712	776	823
流动资产合计	1673	3169	4409	4850	5335
长期股权投资	12	10	21	21	21
固定资产	113	119	162	179	188
在建工程	3	1	0	0	0
非流动资产合计	188	202	266	272	261
资产总计	1861	3371	4676	5122	5596
流动负债合计	1385	2606	3685	4053	4458
非流动负债合计	13	113	72	65	52
负债合计	1397	2719	3757	4118	4511
少数股东权益	95	118	177	272	401
股东权益合计	369	534	742	732	684
负债及股东权益合计	1861	3371	4676	5122	5596

**附三：合并现金流量表**

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
经营活动产生的现金流量净额	342	55	149	184	97
投资活动产生的现金流量净额	-112	-91	-578	30	89
筹资活动产生的现金流量净额	-136	81	459	18	-2
现金及现金等价物净增加额	93	34	29	232	184

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证①持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证②。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。