

研究所

证券分析师：王凌涛 S0350514080002
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn
联系人：李彪 S0350115070033
010-68366838 lis03@ghzq.com.cn

中小型锂电池龙头，动力电池厚积薄发

——德赛电池（000049）调研简报

投资要点：

德赛电池是我国中小型锂电池封装以及电源管理系统设计生产的龙头企业，公司分别持有惠州市蓝微电子有限公司和惠州市德赛电池有限公司两家子公司 75% 股权。惠州蓝微主营锂电池电源管理业务，惠州电池主营锂电池封装集成业务。

1. 中小型锂电池龙头企业：

公司是中小型锂电池龙头企业，在苹果多款产品中占据核心供应商地位。随着消费电子产品对电池外形、电量精确管理等要求的提高，公司与下游消费电子企业合作愈发密切，需要在消费电子产品从立项到设计的过程中深度参与客户项目。因此公司与下游最大客户的合作关系紧密，产品供应份额稳定。同时公司是 VIVO、OPPO、小米等著名手机品牌电池核心供应商。公司电动工具类电源管理系统业务拓展顺利，已经进入包括百得、牧田等国际大客户，2014 年销售额达 3.8 亿元，约占蓝微营业收入的 13%。今年以来，公司大力拓展笔记本类电池产品，目前已经有部分产品在进行客户验证，一旦成功切入笔记本电池市场，未来有望形成新的增长点。

2. 动力电池领域厚积薄发：

公司多年来深耕电池领域，对电池发展方向有着深刻的行业理解，早在 2006 年 4 月 21 日，德赛便投资 230 万元合资成立了惠州市亿能电子有限公司，在电动汽车、储能电站等大型电源管理系统上展开了前瞻性研究开发，经过多年努力亿能已经成为国内技术领先的动力电池管理系统供应商，目前公司尚持有亿能 26.68% 股权。2015 年公司以亿能前期技术作为积累，由公司控股子公司惠州蓝微、惠州电池与德赛西威、CHOI HONG BEOM 先生合资成立了惠州市蓝微新能源技术有限公司，主营业务为大型动力电池、储能电池等电源管理系统及封装集成业务，其中惠州蓝微、惠州电池分别持股 56% 和 19%。近期公司在新能源领域应对市场变化反应迅速，蓝微新源的成立标志着公司将在动力电池领域重点发力。

2015 年是电动汽车快速发展的一年，根据中国汽车工业协会的数据，今年前 9 个月我国共销售新能源车 13.67 万辆，同比增 2.3 倍，国际电芯厂商纷纷投资在大陆建立新能源电池厂，三星 SDI 在西安的锂电池工厂于 10 月竣工，拥有年产 4 万台高性能汽车动力电池的产能。德赛电池 2012 年设立的蓝越电子(香港)有限公司是为三星公司在越南提供小型电源管理系统的控股子公司，过去多年一直和三星保持紧密合作关系，我们认为公司大举进军新能源领域的节奏与三星 SDI 西安厂投产节奏匹配良好，未来有望在新能源领域延续中小型电池领域与三星的合作关系。同时，德赛西威在汽车电子行业有多年积累，和一汽大众、上汽通用等众多车企具有合作关系，能够帮助公司产品更快导入车企供应链。

3. 国企改革箭在弦上：

德赛电池作为上市公司，隶属与惠州市国资委。公司是一个控股型企业，其主要资产是 75% 的惠州市德赛

电池有限公司股权、75%的惠州市蓝微电子有限公司股权。惠州市德赛电池有限公司主要负责电池封装业务、蓝微电子有限公司主要负责 BMS 保护板的生产、销售业务。由于公司主要业务由蓝微电子和惠州德赛开展，2014 年少数股东损益达到 7833 万，占全部利润的 25.04%。公司与 2015 年 7 月 11 日公告承诺积极推动解决公司少数股东权益问题，后续少数股东权益有望注入上市公司，将有利于公司管理层与股东的利益统一，同时能够增厚公司业绩。

4. 给予德赛电池买入评级：

公司是国内锂电池封装以及保护板龙头企业，积极拓展新能源电池领域业务，未来国企改革的推进将为公司注入新的活力。我们预计公司 15-17 年的 EPS 分别为 1.31、1.57、1.99 元，公司目前股价对应 15-17 年的估值分别为 36 倍、30 倍和 24 倍，给予买入评级。

5. 风险提示：

1. 消费电子电池价格战加剧导致毛利持续下滑
2. 国企改革方案出台时间节点慢于预期

预测指标	2014A	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	6389.60	8642.57	11163.61	13471.13
增长率(%)	45.14%	35.26%	29.17%	20.67%
净利润（百万元）	234.54	269.27	322.42	409.18
增长率(%)	13.84%	14.81%	19.74%	26.91%
摊薄每股收益（元）	1.143	1.312	1.571	1.994
ROE(%)	31.62%	20.16%	21.12%	23.14%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1. 盈利预测

财务指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014A	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	31.62%	20.16%	21.12%	23.14%	EPS	1.14	1.31	1.57	1.99
销售毛利率	10.69%	9.45%	9.27%	9.56%	P/E	41.90	36.49	30.48	24.02
销售净利率	4.90%	4.16%	3.85%	4.05%	P/B	13.25	7.36	6.44	5.56
成长能力					P/S	1.54	1.14	0.88	0.73
收入增长率	45.14%	35.26%	29.17%	20.67%					
利润增长率	13.76%	14.81%	19.74%	26.91%	资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营运能力					货币资金	874.11	738.44	481.64	978.88
总资产周转率	1.46	2.13	2.49	2.58	应收和预付款项	1928.94	1609.42	1971.72	2097.54
应收账款周转率	3.56	5.47	5.77	6.55	存货	712.12	807.47	954.05	995.27
存货周转率	8.01	9.69	10.62	12.24	其他流动资产	604.41	211.87	261.87	311.87
偿债能力					长期股权投资	21.15	435.02	435.02	435.02
资产负债率	79.01%	61.11%	58.15%	56.81%	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比	1.19	1.35	1.41	1.48	固定资产和在建工程	162.44	208.37	345.25	373.19
速动比	0.81	0.95	0.94	1.04	无形资产和开发支出	46.64	41.13	35.63	30.12
					其他非流动资产	25.20	15.24	6.00	7.00
利润表 (百万元)	2014E	2015E	2016E	2017E	资产总计	4375.01	4066.95	4491.17	5228.88
营业收入	6389.60	8642.57	11163.61	13471.13	短期借款	1669	560	425	580
营业成本	5706.28	7825.85	10128.74	12183.29	应付和预收款项	1735.21	1915.10	2173.60	2375.68
营业税金及附加	12.53	16.95	21.89	26.42	长期借款	0	0	0	0
销售费用	68.20	87.29	113.87	141.45	其他负债	51.98	10.40	12.48	14.97
管理费用	212.48	267.06	363.93	435.12	负债合计	3456.52	2485.49	2611.46	2970.65
财务费用	0.60	-20.71	-23.01	-25.17	股本	205.24	640.26	640.26	640.26
资产减值损失	14.54	3.56	4.60	5.55	资本公积	8.17	8.17	8.17	8.17
投资收益	10.58	0	0	0	留存收益	528.35	687.51	878.08	1119.93
公允价值变动损益	11	10	12	14	归属母公司股东权益	741.77	1335.94	1526.51	1768.37
其他经营损益	0	0	0	0	少数股东权益	176.72	266.65	374.34	511.01
营业利润	396.81	472.57	565.58	718.48	股东权益合计	918.48	1602.60	1900.86	2279.38
其他非经营损益	2.25	3.04	3.89	4.66	负债和股东权益总计	4375.01	4088.09	4512.31	5250.03
利润总额	399.05	475.62	569.48	723.14	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
所得税	86.17	116.40	139.37	177.28	经营性现金净流量	138.29	1154.40	166.13	569.06
净利润	312.88	359.21	430.11	545.85	投资性现金净流量	-578.49	-68.00	-166.08	-73.51
少数股东损益	78.34	89.94	107.69	136.67	筹资性现金净流量	458.81	-1222.07	-256.85	1.69
归属母公司股东净利	234.54	269.27	322.42	409.18	现金流量净额	18.26	-135.67	-256.80	497.24

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

王凌涛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。