

公司研究

估值简报

首次评级：强烈推荐

估值简报报告标题

——德赛电池(000049)估值简报

核心观点

主营业务 3C 电池业绩拐点三季度将现。

公司最大客户苹果公司 2016 年第二财季共售出 5119.3 万部 iPhone，低于上年同期的 6117 万部，下滑 16%；售出 iPad1025.1 万部，低于上年同期 1262.3 万部，下滑 19%；售出 403.4 万台 Mac，低于上年同期的 456.3 万台，下滑 12%。受苹果拖累，公司 1Q16 营收 15.2 亿，同比下降 16.6%；净利润 3,887 万元，同比下滑 34.3%。三季度随着 iPhone7 问世，苹果销量有望回升，且 iPhone 7 Plus 内建 3500 毫安时电池，提供更长的使用时间，目前 iPhone 6S Plus 配备了 2750 毫安时电池。电池容量的提升将为公司收入带来确定性贡献。

动力电池 Pack 业务发展迅猛。

公司控股子公司惠州蓝微、惠州电池与德赛西威、CHOI HONG BEOM 先生成立惠州蓝微新能源技术有限公司（德赛电池合计持股 75%），蓝微新能源将是德赛发展动力电池的核心平台。目前已完成电动车 BMS 产品的研制，组建了一条动力电池电源管理系统生产线，并小批量出货。公司正积极与电芯厂和整车厂合作，值得注意的是 Mr CHOI（韩国人）参股蓝微新能源 5%的股份，我们认为这将有利于与三星 SDI 合作，公司已经通过三星 SDI 初次认证，后续正式认证后有望逐步形成订单。

控股子公司蓝微电子参股惠州亿能 26.676%的股份，惠州亿能在 BMS 领域积累深厚，实现了对长安、东风、北汽福田、广汽、南车时代、江淮、众泰国内电动车厂商供货，部分产品已销售到国外。2014 年惠州亿能收入 1 亿元，2015 年收入 6.4 亿，今明两年预计放量增长。

综上，给予公司 2016/17/18 年盈利预测 EPS 1.31/1.65/1.89 元，给予公司 6 个月目标价 52 元。

财务数据与估值

	2015A	2016E	2017E
主营业务收入(百万)	8434	9362	10766
同比增速(%)	32	11	15
净利润(百万)	230	273	326
同比增速(%)	-1.8	18.6	19.3
EPS(元)	1.31	1.65	1.89
P/E	38	32	25

基础数据

总股本(万股)	205
流通A股(万股)	205
52周内股价区间(元)	人民币 68.12-32.78
总市值(亿元)	86
目标价	6个月 52
	12个月 52

相关报告

研究员：肖世俊

电话：010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号：S0940510120011

联系人：刘虹辰

电话：010-84183386

Email: liuhongchen@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

目录

一、主营业务 3C 电池业绩拐点三季度将现..... 3

二、动力电池 Pack 业务发展迅猛..... 4

一、主营业务 3C 电池业绩拐点三季度将现

德赛电池是全球领先的电源领域厂商，业务聚焦于电源保护产品(BMS)和二次组合电池(Pack)，产品应用于智能手机、平板、可穿戴设备等消费电子领域、及电动工具、电动汽车等工业领域。通过与全球电芯厂开展合作，服务于苹果、三星、索尼等全球顶级消费电子厂商，高端客户资源、品质保证和技术开发能力处于国际领先地位。公司是苹果的核心供应商，在 iPhone 系列份额超过 50%。

2015 年公司营业收入 84.34 亿元，同比增长 32%；归属于上市公司股东的净利润 2.30 亿元，同比下降 1.84%；每 10 股派息 1.5 元。公司已是苹果手机（小尺寸 50% 以上份额）、平板（iPad mini 30% 份额）、AppleWatch（100% 份额）的供应商，去年苹果为公司贡献 2/3 的收入。展望 2016 年，公司将全面切入苹果笔记本、平板系列产品，同时已与华为手机、华硕和戴尔笔记本等终端厂商业务积极接洽，导入新客户，预计今年 3C 业务将取得新的突破。此外，公司动力电池业务今年将快速推进。

在 2015 年，全球智能手机总出货量 14.3 亿台，同比增长 10.1%。而韩国厂商三星总出货量达到了 3.248 亿台，占全球市场的五分之一。苹果以 2.315 亿台的出货量位居第二，但是在盈利能力是其他几家的总和。

表 1：2015 年全球智能手机销量对比

手机品牌	2015 年销量 (百万台)	2015 年 市场份额 (%)	2014 年销量 (百万台)	增速 (%)
三星	324.8	22.7	318.2	2.1
苹果	231.5	16.2	192.7	20.2
华为	106.6	7.4	73.8	44.3
联想	74	5.2	59.4	24.5
小米	70.8	4.9	57.7	22.8
其它	625.2	43.6	599.9	4.2
合计	1432.9	100	1301.7	10.1

数据来源：国都证券

北京时间 2016 年 4 月 27 日，苹果公司发布了 2016 财年第二财季（2015 年 12 月 27 日——2016 年 3 月 26 日）业绩。报告显示，期间苹果公司的营收和净利润双双下滑，同比降幅分别为 13% 和 23%。据了解，这也是苹果公司自 2003 年以来首次出现营收下滑。

苹果公司 2016 财年第二财季实现营业收入 505.57 亿美元，较 2015 年同期的 580.10 亿美元减少了 74.53 亿美元，降幅为 13%。苹果公司上次出现营收下滑还是在 2003 年，当时 iPhone 尚未问世。

同时，苹果公司二财季的净利润 105.16 亿美元，与 2015 年同期的 135.69 亿美元相比，下滑幅度达到了 23%。而在此之前的第一财季，其净利润仍在经历同比上涨。

值得注意的是，期间苹果公司大中华区营收 125 亿美元，相比去年同期的 168 亿

下降 26%，在主要销售区域中下滑最多，且占整个季度利润下滑额的 58%。

苹果公司第二财季共售出 5119.3 万部 iPhone，低于上年同期的 6117 万部，下滑 16%；售出 iPad 1025.1 万部，低于上年同期 1262.3 万部，下滑 19%；售出 403.4 万台 Mac，低于上年同期的 456.3 万台，下滑 12%。

iPhone 7 Plus 将带有无线充电功能，目前苹果 iPhone 系列当中还没有有一款型号支持无线充电。另外，消息来源表示，iPhone 7 Plus 内建 3500 毫安时电池，提供更长的使用时间，目前 iPhone 6S Plus 配备了 2750 毫安时电池。

表 2：2016 年 1 季度全球智能手机销量对比

手机品牌	1Q16 销量 (百万台)	1Q16 市场份额 (%)	4Q15 销量 (百万台)	4Q15 市场份额 (%)
三星	81.1	27.8	79.2	22.1
苹果	42.0	14.4	74.9	20.9
华为	27.1	9.3	34.0	9.5
联想	16.9	5.8	17.9	5
小米	16.0	5.5	17.9	5
LG	14.9	5.1	16.1	4.5
合计	291.7	100	358.2	100

数据来源：国都证券

2016 年第一季度，全球智能手机出货约 2.92 亿部，环比下降 18.6%，同比则下降 1.3%。

全球智能手机市场趋于饱和，三星、苹果整体增长缓慢，只能依靠中国品牌在印度等新兴市场的发展。

排名方面，三星第一季度出货量达到 8100 万，市场份额达到 27.8%，相比 2015 年第四季度大涨 5.7 个百分点。而苹果出货量由上季的 7500 万部下降至 4200 万部，市场份额也由 20.9% 大跌至 14.4%。

二、动力电池 Pack 业务发展迅猛

公司控股子公司惠州蓝微、惠州电池与德赛西威、CHOI HONG BEOM 先生成立惠州蓝微新源技术有限公司（德赛电池合计持股 75%），蓝微新源将是德赛发展动力电池的核心平台。目前已完成电动车 BMS 产品的研制，组建了一条动力电池电源管理系统生产线，并小批量出货。公司正积极与电芯厂和整车厂合作，值得注意的是 Mr CHOI（韩国人）参股蓝微新源 5% 的股份，我们认为这将有与三星 SDI 合作，公司已经通过三星 SDI 初次认证，后续正式认证后有望逐步形成订单。

此外，控股子公司蓝微电子参股惠州亿能 26.676% 的股份，惠州亿能在 BMS 领域积累深厚，实现了对长安、东风、北汽福田、广汽、南车时代、江淮、众泰国内电动车厂商供货，部分产品已销售到国外。2014 年惠州亿能收入 1 亿元，今明两年预计放量增长。

BMS 技术难度大，但是单价较低，市场空间较小。2015 我国新能源乘用车、客车、专车销量分别为 21 万辆、12 万辆、4.9 万辆，其中乘用车 BMS 单价 3000 元/套、客车 BMS 单价为 10000 元/套，专车 BMS 单价为 5000 元/套，2015 年 BMS 市场空间为 21 亿元，我们预计 2016 年新能源乘用车销量可达 40 万辆，客车销量维持以前水平约 10 万辆，专车销量增幅较大可达 10 万辆，BMS 市场空间为 27 亿。

PACK 电池包包含了电芯、BMS 和其他结构，整个市场空间则大得多。如果乘用车单车按 25 度电，客车 80 度电，专车 40 度电，每度电价格为 2 元来计算，2016 年电池包市场空间将达到 440 亿以上。

表 3: BMS 和 Pack 相关公司

公司	业务模式	客户类型	净利率 (%)
亿能电子	BMS+PACK	电池厂/整车	12
科列技术	BMS	电池厂	35
欣旺达	BMS+PACK	整车	10
松岳电池	BMS+PACK	电池厂	10

数据来源：国都证券

仅做 BMS 市场空间过小，2016 年市场空间 27 亿，而电池包 2016 年市场空间高达 500 亿。但是 PACK 技术门槛比较低，而 BMS 技术难度大，利用 BMS+PACK 为整车提供包括电池管理、热管理、可靠性设计等一揽子解决方案具有很强竞争力。

作为整车厂的一级供应商，为整车厂提供完整的电池系统解决方案，拥有核心技术和良好的客户关系。

二级供应商，这类公司将产品提供给电芯厂，整个电池包系统由电芯厂负责。

亿能电子作为整车企业的一级供应商在动力锂电池 BMS（电池管理系统）领域处于绝对领先，市占率在 20%-30%左右（预计 2016 年 BMS 可做到 6 亿营收）。处于行业第二位的是深圳科列技术有限公司，作为整车企业的二级供应商市占率在 15%-20%之间（预计 2016 年 BMS 可做到 3 亿营收）。

一级供应商具有更强的竞争力，利润情况也更好。

2015 年 11 月，公司公告惠州市德赛集团有限公司将其持有德赛工业 51%的股权无偿划转至惠州市国资委，德赛工业将成为唯一资产平台。惠州市国资委正在加快出台深化国企改革的“1+1+N”文件，德赛将是惠州市国企改革先头兵。

总体上，我们看好德赛电池的逻辑为：3C 电池预计三季度出现业绩拐点；看好公司在动力电池 Pack 领域的业务拓展；下半年看好国企改革，德赛电池是新能源板块中稀缺的国企改革标的。

1.随着 iPhone 新品电池容量提升加上新进入产品线（Macbook）的贡献，三季度将逐步迎来大客户出货量环比提升，有望推动三季度业绩向上。2. 动力电池值得期待，设立子公司惠州新源，更深入参与动力与储能业务。3. 德赛将是惠州市国企改革先头兵。综上，给予公司 2016/17/18 年盈利预测 EPS 1.31/1.65/1.89 元，给予公司 6 个月目标价 52 元。

表4附录：财务预测表

资产负债表				利润表			
单位：亿元	2017E	2016E	2015	单位：亿元	2017E	2016E	2015
资产负债表摘要				利润表摘要			
流动资产			30.17	营业收入	110.86	94.13	84.34
固定资产			1.78	同比(%)	17.77	11.61	32.00
长期股权投资			0.40	营业成本			76.82
资产总计			34.03	营业利润	5.64	4.51	3.88
同比(%)			-27.23	同比(%)			-2.26
流动负债			21.81	利润总额	5.67	4.53	3.91
非流动负债			0.23	同比(%)			-1.95
负债合计			22.05	净利润			3.08
同比(%)			-41.32	归属母公司股	3.39	2.69	2.30
股东权益			11.98	同比(%)	25.79	17.06	-1.84
归属母公司股			9.31	非经常性损益			0.19
同比(%)			25.50	扣非后归属母			2.11
资本公积金			0.08	同比(%)			-3.10
盈余公积金			0.45	研发费用			1.42
未分配利润			6.72				3.31
				EBITDA	4.49	3.83	3.83
现金流量表				利润表摘要			
单位：亿元	2017E	2016E	2015	营业收入	110.86	94.13	84.34
现金流量表摘要				主要财务比率			
销售商品提供			88.17		2017E	2016E	2015
经营活动现金			6.40	关键比率			
购建固定无形			1.05	ROE(摊薄)(%)	24.00	24.05	24.73
投资支付的现			0.03	ROE(加权)(%)			27.75
投资活动现金			2.90	扣非后 ROE(摊			22.72
吸收投资收到			0.13	ROA(%)	7.10	7.20	7.63
取得借款收到			21.99	ROIC(%)			11.81
筹资活动现金			-7.51	销售毛利率			8.92
现金净增加额			1.64	销售净利率			3.65
期末现金余额			4.10	EBIT Margin			4.61
折旧与摊销			0.52	EBITDA			5.23
				资产负债率			64.80
				资产周转率			2.09
				销售商品和劳			104.54
				关键比率			
				ROE(摊薄)(%)	24.00	24.05	24.73
				ROE(加权)(%)			27.75

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
肖世俊	研究管理、策略研究	xiaoshijun@guodu.com	王树宝	煤炭、钢铁、公用事业	wangshubao@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	李晨光	医药	lichenguang@guodu.com
于伯菲	房地产	xiaoshijun@guodu.com	韦玮	电力煤炭 家电	Weiwei@guodu.com
武浩翔	建材	wuhaoxiang@guodu.com	乔磊	军工 机械	qiaolei@guodu.com
苏国印	电子	suguoysin@guodu.com			