

多业务发力，业绩反转可期

——德赛电池（000049）深度报告

2016年10月10日

强烈推荐/首次

德赛电池 深度报告

报告摘要：

多业务齐爆发，业绩将迎来大幅增长。公司的 BMS 以及电池封装在原有智能手机和平板电脑业务的基础上，扩张到笔记本、动力电池以及储能电池业务，各项业务大幅增长，增厚公司营收。

- ◆ 智能手机创新减速，然而 iPhone 7 和 iPhone 7 Plus 仍能做出较大变化；Note7 爆炸事件，将会使部分三星潜在客户转移至 iPhone 7，预计下半年 iPhone 方面营收将回暖。
- ◆ 明年 iPhone10 周年，产品大幅革新，电池单价大幅提升。明年新产品中将大幅采用 SIP 封装，电路板面积缩减，提升电池空间，且大概率采用双电芯快充技术，将大幅提升电池单价。
- ◆ 公司是国产手机 OPPO、VIVO、华为以及小米的供应商，虽然从去年开始智能手机整体销量增速下滑，OPPO、VIVO、华为以其出色的性能和良好的营销，在激烈市场中保持高速增长。
- ◆ 公司产品已成功切入 MACKBOOK 和联想，后续市场份额有望提升，同时公司正在与 HP、DELL、华硕等笔记本电脑厂商洽谈，大概率将进入这些品牌的供应体系，将分享 280 亿笔电市场。
- ◆ 公司紧紧把握新能源汽车及储能产业发展良机，结合自身在 BMS 及 PACK 领域优势，布局动力及储能电池，将搭乘产业发展快车。

公司盈利预测及投资评级：

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 80.53 亿元、116.16 亿元和 155.24 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 2.46 亿元、3.4 亿元和 4.48 亿元；每股收益分别为 1.2 元、1.66 元和 2.18 元，对应 PE 分别为 32.8、24.3 和 18.4；公司是电池 BMS 及 PACK 领域龙头企业，且营收利润将迎来高速增长，给予 2017 年 35 倍 PE，对应目标价 60.5 元，维持公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6,389.60	8,434.19	8,062.78	11,616.3	15,524.2
增长率(%)	45.14%	32.00%	-4.40%	44.07%	33.64%
净利润(百万元)	312.88	308.09	324.69	439.88	582.14
增长率(%)	13.76%	-1.53%	5.39%	35.48%	32.34%
净资产收益率(%)	31.62%	24.73%	12.55%	15.39%	18.12%
每股收益(元)	1.14	1.12	1.20	1.62	2.13
PE	34.30	34.95	32.77	24.26	18.37
PB	10.85	8.64	4.11	3.73	3.33

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

y angrm @ dxzq.net.c

执业证书编号：

S148051012001

联系人：余江

010—66554014

y ujiang @ dxzq.net.c

执业证书编号：

S1480116030030

联系人：贺茂飞

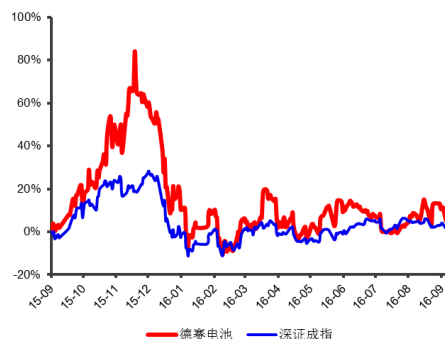
010-66554067

hemf @ dxzq.net.cr

交易数据

52 周股价区间(元)	32.18-68.25
总市值(亿元)	84.13
流通市值(亿元)	84.13
总股本/流通 A 股(万股)	20524/20524
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	3.75

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目 录

1. 公司是世界主流的消费电子 BMS 及 Pack 企业.....	4
1.1 智能手机浪潮带动公司业绩快速增长.....	4
1.2 公司实际控制人为惠州国资委.....	5
1.3 公司多业务格局已形成.....	6
2. 苹果业务拐点将现，助力公司业绩回升.....	7
2.1 预期较低的 iPhone 7 创新给力.....	7
2.2 三星 Note 7 爆炸事件持续发酵，或刺激 iPhone 7 销量.....	10
2.3 iPhone 明年新产品将现重大变革，电池单价大幅提升.....	11
3. OPPO、VIVO 以及华为等销量高增长，公司取得份额提升.....	13
4. 笔电市场取得实质性突破，份额有望持续攀升.....	14
5. 动力及储能电池业务布局完成.....	14
6. 投资评级.....	16

表格目录

表 1: 德赛电池各项业务营收预测.....	16
表 2: 公司盈利预测表.....	18

插图目录

图 1: 2010-2015 公司总营收及增速情况.....	4
图 2: 2010-2015 公司净利润及增速情况.....	5
图 3: 公司股权结构图.....	5
图 4: 公司主要下属企业.....	6
图 5: 公司多业务格局.....	6
图 6: 亮黑色 iPhone 7.....	7
图 7: 黑色 iPhone7.....	7
图 8: iPhone7 防水结构.....	8
图 9: iPhone7 防水性能.....	8
图 10: 无线耳机 AirPods 结构图.....	8
图 11: iPhone7/iPhone 7 立体扬声器结构.....	8

图 12: iPhone 7 plus 双摄像头结构	9
图 13: iPhone 7 plus 双摄像头结构	9
图 14: 三星 Note7	10
图 15: Note7 爆炸	10
图 16: SIP 结构图	11
图 17: 几种 SIP 封装方案	12
图 18: M6 Plus 双电芯	12
图 19: IDC 全球智能手机销量及增速	13
图 20: IDC 全球智能手机销量及增速	13
图 21: 全球笔记本电脑销量及增速	14
图 22: 国内电动车销量及增速预测	15
图 23: 电动车用锂电池需求及增速预测	15
图 24: 储能需求中各类型电池占比	15

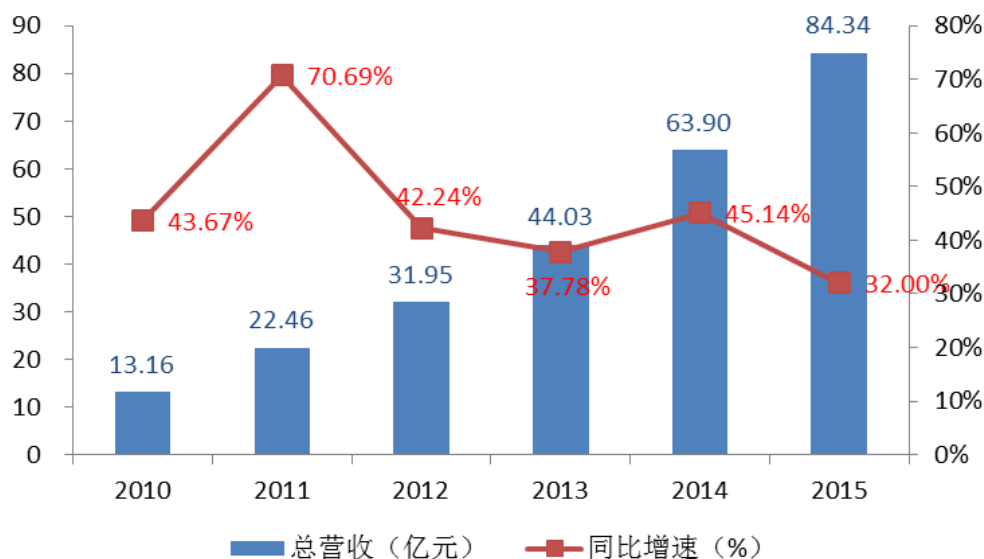
1. 公司是世界主流的消费电子 BMS 及 Pack 企业

1.1 智能手机浪潮带动公司业绩快速增长

深圳市德赛电池科技股份有限公司于 2005 年借壳深万山成功登陆 A 股, 公司在 2009 年之前一直各种一次电池和二次电池生产和销售, 2009 年开始公司着力消费电子电源管理系统及电池组装, 成功搭上智能手机快车, 成为多家著名手机品牌电池及 BMS 供应商。

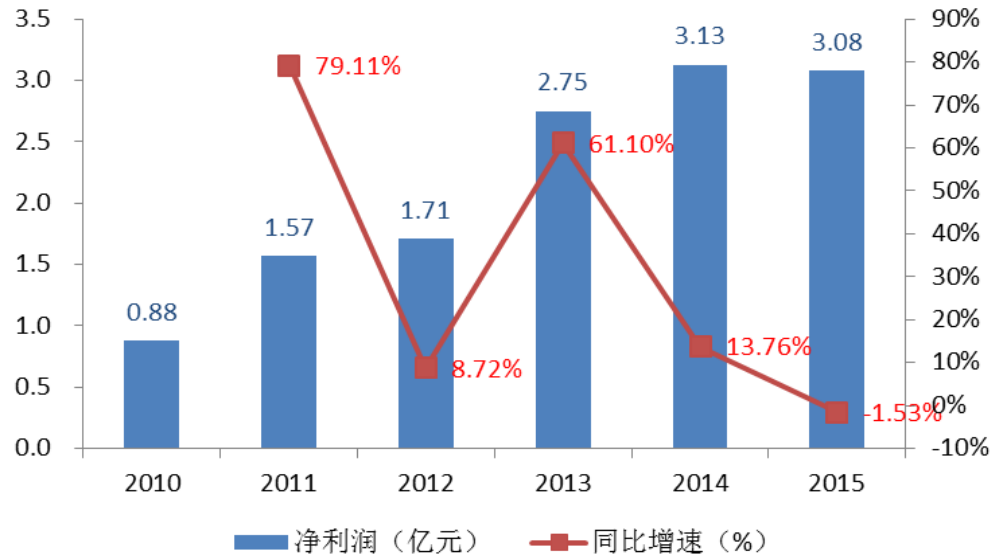
智能手机产业爆发推动公司业绩高速增长。公司 2009 年营业收入 9.16 亿元, 净利润亏损超 3900 万元, 然而在 2010 年便扭亏, 营业收入为 13.16 亿元, 净利润 8767 万, 到 2015 年, 公司营业收入便达到 84.34 亿元, 净利润超过 3 亿元。2015 年公司毛利率出现较大幅度下滑, 使得公司在营收大幅增长的情况下, 净利润出现小幅下滑。

图 1: 2010-2015 公司总营收及增速情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 2: 2010-2015 公司净利润及增速情况

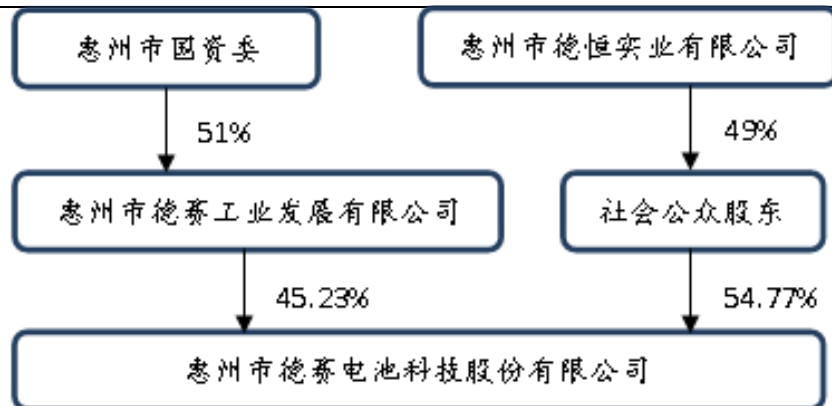


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

1.2 公司实际控制人为惠州国资委

公司的第一大股东是惠州市德赛工业发展有限公司, 持股比例为 45.23%, 并且惠州市德赛工业发展有限公司由惠州市国资委控股, 因此公司后续或将受益于国企改革。

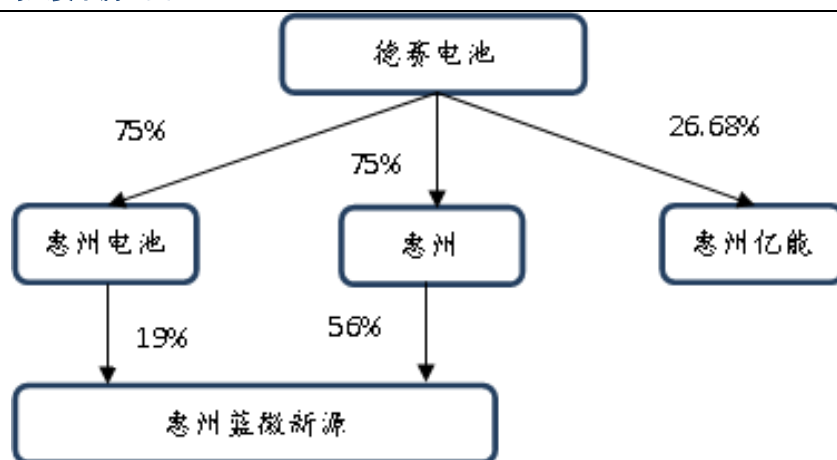
图 3: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司旗下主要有惠州电池和惠州蓝微两家子公司, 并参股惠州亿能。2015 年 7 月, 公司控股子公司惠州蓝微、惠州电池与德赛西威、CHOI HONG BEOM 先生成立了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的新公司——惠州市蓝微新源技术有限公司, 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的新公司, 其中惠州蓝微、惠州电池分别持股 56%和 19%。

图 4: 公司主要下属企业

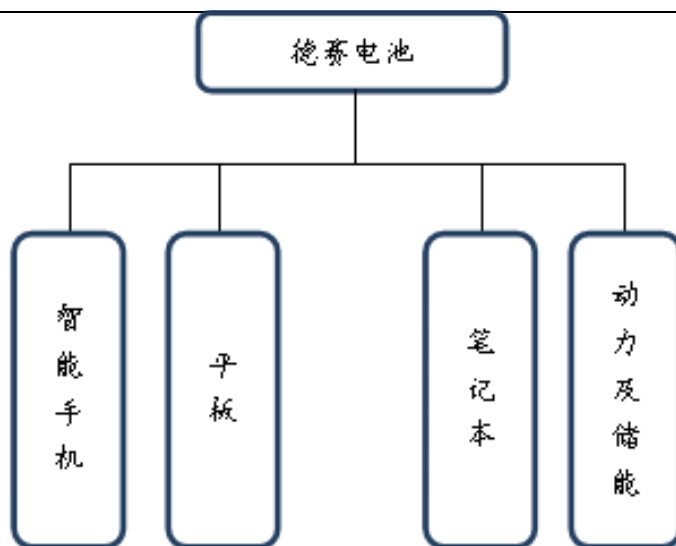


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.3 公司多业务格局已形成

公司的 BMS 以及电池封装在原有智能手机和平板电脑业务的基础上, 扩张到笔记本、动力电池以及储能电池业务。

图 5: 公司多业务格局



资料来源: 东兴证券研究所

公司多项业务齐头并进, 业绩重回高速增长可期。当前, iPhone 7 销量超出市场预期; 华为、OPPO、VIVO 等国内一线品牌手机销量高速增长, 并且公司份额仍在提升; 笔记本电脑业务已开始为几个大型品牌供货, 并且正与多家品牌接触; 动力电池方面, 两条 BMS 线已经建成, 已实现小批量供货, Pack 生产线预计很快建成。

2. 苹果业务拐点将现，助力公司业绩回升

2.1 预期较低的 iPhone 7 创新给力

iPhone7/iPhone7 plus 均增加黑色和亮黑色两款机型。黑色版本是简单的纯黑色，拥有阳极化的磨砂外观，取代原有的深空灰配色。而亮黑色的版本，表面经过阳极化处理之后再加上 3D 抛光工艺，总共经过 9 道工序打造才有了极致的效果，光泽的表面质感和镜面效果十足。黑色及亮黑色机型均受到消费者青睐，亮黑色机型更是火爆到“一机难求”。

图 6：亮黑色 iPhone 7



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 7：黑色 iPhone7



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

防水及防尘性能彪悍。 iPhone 7/iPhone 7 plus 支持 IP67 级别的防水功能，可在水下使用 30 分钟。IP 是 Ingress Protection Rating 的缩写，定义了一个界面对液态和固态微粒的防护能力。IP 后面跟了 2 位数字，第 1 个是固态防护等级，范围是 0-6，分别表示对从大颗粒异物到灰尘的防护；第 2 个是液态防护等级，范围是 0-8，分别表示对从垂直水滴到水底压力情况下的防护。数字越大表示能力越强。

图 8: iPhone7 防水结构



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

图 9: iPhone7 防水性能

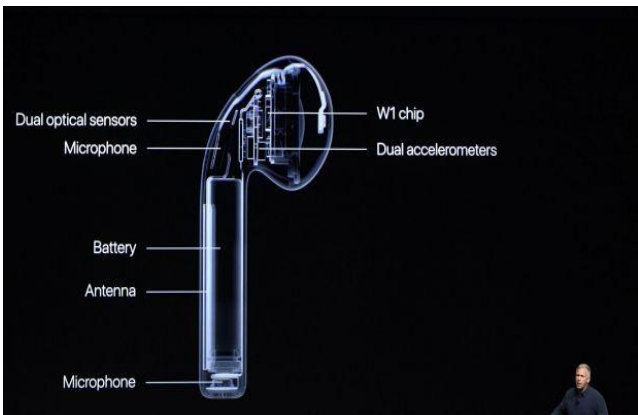


资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

屏幕亮度增加, 续航能力提升。 iPhone 7/iPhone 7 plus 屏幕升级主要有两个特点, 一是支持色域更广, 可显示更鲜艳的色彩, 二是屏幕拥有 25% 的亮度提升, 达到 625 cd/m²。iPhone 7 续航时间比 iPhone 6s 增加 2 小时, 同时 iPhone 7 plus 比 iPhone 6s plus 提升 1 个小时。

取消耳机接口, 配备立体扬声器。 iPhone 7/iPhone 7 plus 3.5mm 音频接口, 改为 Lightning 接口, 同时发布了全新的无线耳机 AirPods, 大幅提升了无线耳机的用户体验, 包括: 首先是提高了音频品质, 其次是增加了续航时间, 最后是采用全自动配置方案。iPhone 7 和 iPhone 7 Plus 均配备了立体声扬声器, 分别位于底部和顶部, 音量比 iPhone 6s 也提升了一倍, 动态范围也有所提升, 这种双扬声器的设计也给虚拟 3D 音效带来了无限空间。

图 10: 无线耳机 AirPods 结构图



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

图 11: iPhone7/iPhone 7 立体扬声器结构

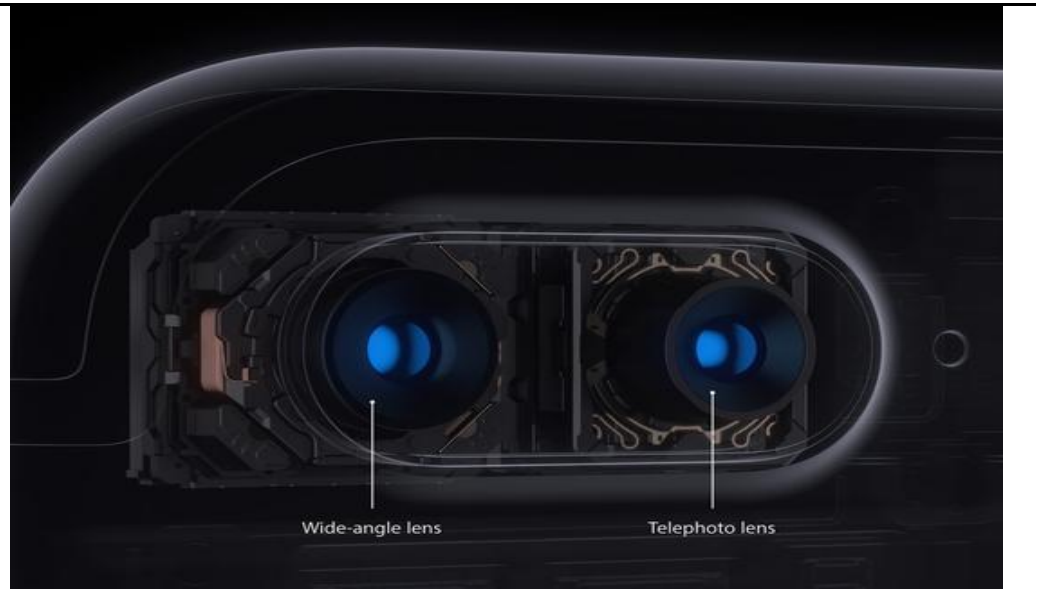


资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

iPhone 7 plus 采用双摄像头设计。 iPhone 7 Plus 配备了一枚 1200 万像素, 28 毫米, f1.8 的镜头, 以及一枚同为 1200 万像素, 但是 56 毫米, f2.8 的镜头。双摄像头的配置是一种计算摄影模式, 计算摄影通过设备内置的算法来分析两个摄像头采集到的信息, 以此来弥补单摄像头的短板。现有的自动全景拼接技术就采用了类似计算

摄影的思路, 拍摄多张照片再合并成一张的 HDR 高动态范围摄影技术也是类似的原理。iPhone7 Plus 使用了广角+长焦两种摄像头, 可以通过算法合成拍摄出接近双倍清晰度的照片, 并且不需要在拍照时提前对焦, 待后续 iOS 系统升级之后, 可以很好地实现背景虚化。

图 12: iPhone 7 plus 双摄像头结构



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

压感 Home 键。 iPhone 7/iPhone 7 plus 放弃了机械按压式 Home 键, 采用了触摸式 Home 键, 触摸时 Taptic Engine 提供虚拟触控反馈, 给用户逼真的触控体验。这种设计可以减少 Home 键的磨损及损坏几率, 并且为防水、防尘性能提供了巨大帮助。

图 13: iPhone 7 plus 双摄像头结构



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

处理器性能飙升。 iPhone 7 和 iPhone 7 Plus 都搭载 64 位四核 A10 处理器，性能比 A9 处理器高 40%，比 A8 处理器高两倍。此外，采用了 6 核 GPU，图形处理速度比 A9 处理器快 50%，比 A8 处理器快 3 倍。

当前，智能手机创新减速，然而 iPhone 7 和 iPhone 7 Plus 仍能作出较大变化，在市场普遍预期较低的情况下，带来了较大的预期差，有助于 iPhone 销量提升。同时 iPhone7 和 iPhone 7 Plus 电池单价提升，均会使公司营收净利润增长。

2.2 三星 Note 7 爆炸事件持续发酵，或刺激 iPhone 7 销量

全球发生多起 Note 7 爆炸事故。三星于 8 月 2 日发布 Note 7，该款手机采用了虹膜识别等多项新技术，销量剧增，根据统计，Note7 在韩国电信商开卖短短 10 天，销售量已经冲上 40 万台，是前代 Note 5 的 3 倍之多，也比今年开卖的 Galaxy S7 相比，多出 2 倍。但是在 Note 7 发售的一个月之内发生了多起爆炸事故，截至 9 月 1 日，三星电子受理的韩国国内外电池爆炸事故报告共 35 起。

图 14：三星 Note7



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 15：Note7 爆炸



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

国行版 Note7 爆炸，三星智能手机雪上加霜。 Note7 多起爆炸后，三星宣布召回 Note7，但是国行版 Note7 不在召回之列，三星指出国行版三星 Note7 电池不存在安全隐患，原因是采用了不同的电池供应商。但是国行版 Note7 炸声四起，截止 9 月 26 日，已经报道四起国行版 Note7 爆炸事件。

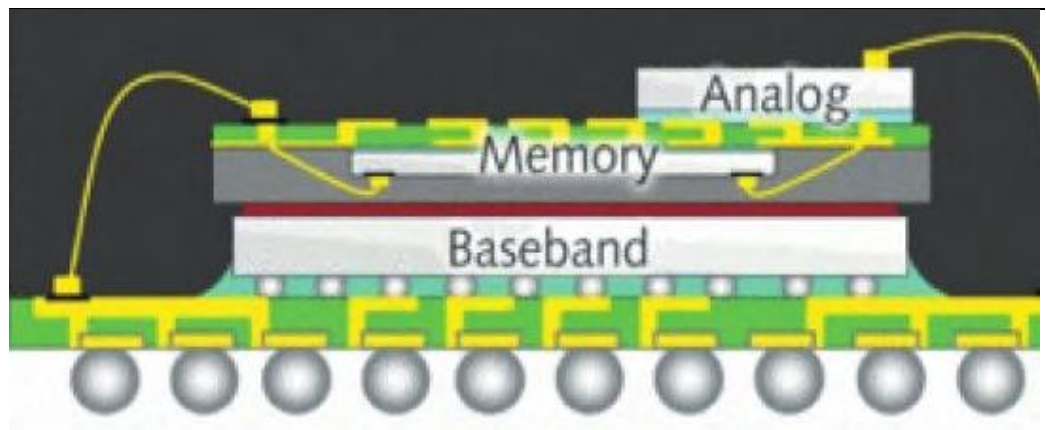
三星 Note7 爆炸事件持续发酵，或刺激 iPhone 7 销量超预期。三星 Note7 爆炸对三星品牌造成极大打击，特别是之前不召回中国大陆地区 Note7 手机，而后马上发生 Note7 爆炸事件，在大陆消费者中产生极大负面影响，而中国大陆是世界上最大的智能手机市场。三星此次 Note7 爆炸事件，将会使部分三星潜在客户转移至 iPhone 7，或刺激 iPhone 7。

2.3 iPhone 明年新产品将现重大变革，电池单价大幅提升

iPhone 明年正好十周年，产品将出现重大革新。

明年 iPhone 新产品有望大幅采用 SIP 封装。SIP 是从封装的立场出发，对不同芯片进行并排或叠加的封装方式，将多个具有不同功能的有源电子元件与可选无源器件，以及诸如 MEMS 或者光学器件等其他器件优先组装到一起，实现一定功能的单个标准封装件。SIP 与 SoC 是集成电路器件的封装的两大主流，与 SIP 不同的是，SoC 是从设计的角度出发，是将系统所需的组件高度集成到一块芯片上。

图 16：SIP 结构图



资料来源：公开资料，东兴证券研究所



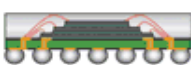



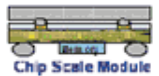

SIP 封装技术采取多种裸芯片或模块进行排列组装，若就排列方式进行区分可大体分为平面式 2D 封装和 3D 封装的结构。相对于 2D 封装，采用堆叠的 3D 封装技术又可以增加使用晶圆或模块的数量，从而在垂直方向上增加了可放置晶圆的层数，进一步增强 SIP 技术的功能整合能力。而内部接合技术可以是单纯的线键合 (Wire Bonding)，也可使用覆晶接合 (Flip Chip)，也可二者混用。另外，除了 2D 与 3D 的封装结构外，还可以采用多功能性基板整合组件的方式——将不同组件内藏于多功能基板中，达到功能整合的目的。不同的芯片排列方式，与不同的内部接合技术搭配，使 SIP 的封装形态产生多样化的组合，并可依照客户或产品的需求加以客制化或弹性生产。

SIP 封装大幅缩减电路载板面积，电池容量将增长。苹果在 apple watch 和 iPhone 6s 均采用了 SIP 封装，有效缩减了电路载板面积。今年的 iPhone 7 中，WiFi 及蓝牙、闪光灯、显示背光模组、指纹识别及 3Dtouch、TDDI 以及 POWER 部分均采用了 SIP 封装，效果良好，明年 iPhone 新产品预计使用 SIP 封装的部分大幅增加，将大幅缩减电路载板面积，为电池腾出空间。

双电芯成为智能手机趋势，苹果明年新品大概率将应用。当前，智能手机承担着工作、生活、娱乐等多方面的功能，各种应用越来越多，然而消费者对智能手机轻薄要求较高，手机厂商采用多种方式提升续航能力，除了使用 SIP 技术提升电池空间外，还应用双电芯+双充电芯片方案，加上快充技术，辅以智能功耗管理，提升智能手机电池续航能力。金立从 M5 Plus 开始使用双电芯方案，M6 Plus 延续了超级续航的卖点，取得了良好的市场反响。iPhone 的续航问题一直受到消费者诟病，我们预计苹果将

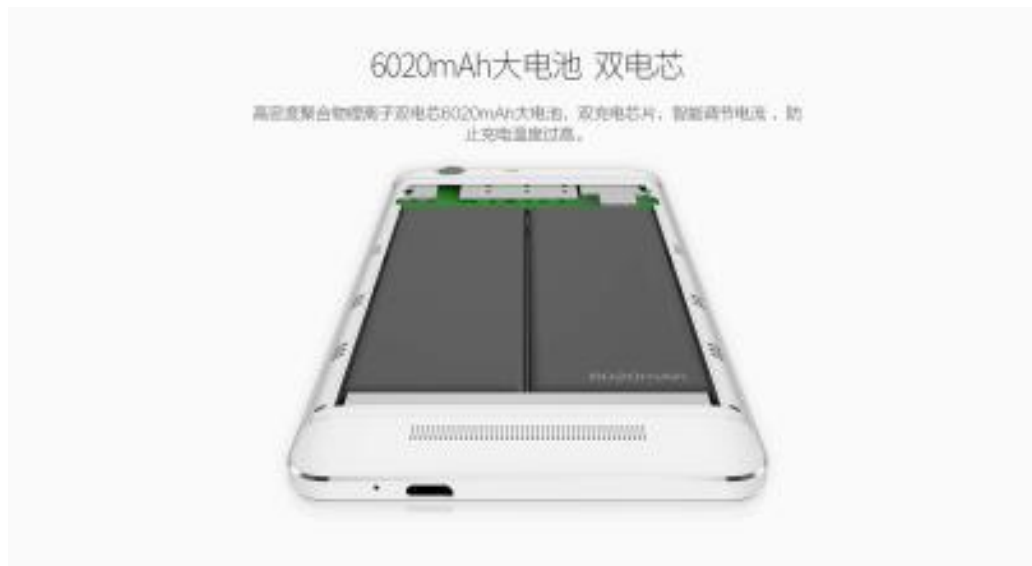
在明年的新产品中应用双电芯，解决这一问题。

图 17：几种 SIP 封装方案

Package Structure	Solutions
Side-by-Side Packaging 	 W/B Flip Chip
3D Packaging 	 W/B W/B + FC PIP, PoP
Embedded Packaging 	 LTCC Embedded Passives IPD
Advanced Technology  Chip Scale Module	 Embedded Chip TSV Multi-chip Fan-out WLP 3D Fan-out WLP

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 18：M6 Plus 双电芯



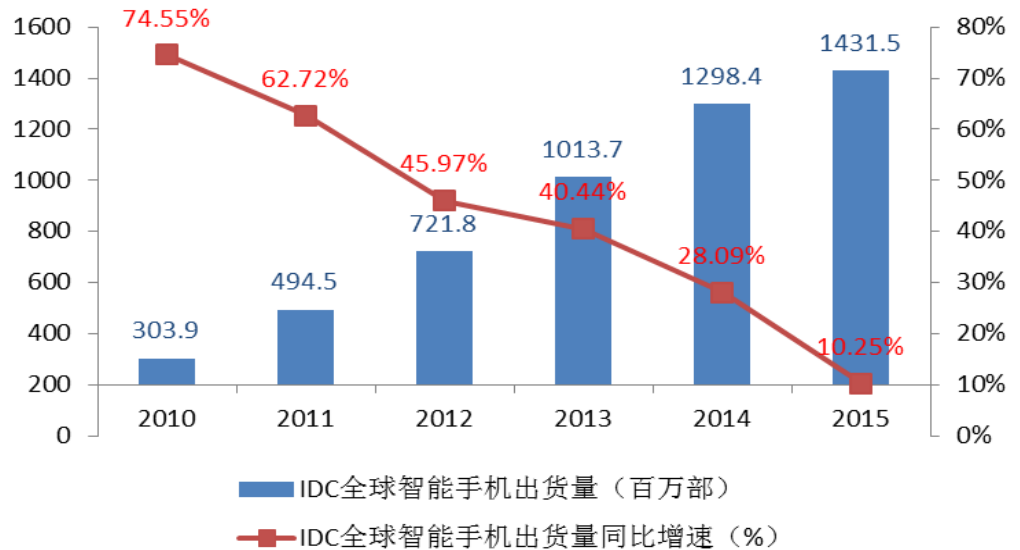
资料来源：公开资料，东兴证券研究所

从外围环境变化,以及苹果自身重大变革,将促使公司在 iPhone 方面营收出现反转。

3. OPPO、VIVO 以及华为等销量高速增长, 公司取得份额提升

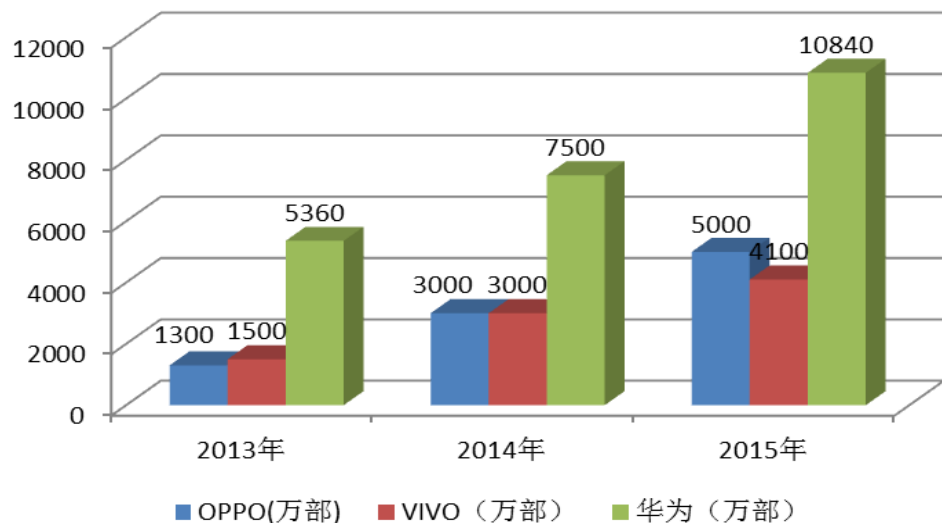
OPPO、VIVO 以及华为手机销量高速增长。公司是国产手机 OPPO、VIVO、华为以及小米的供应商, 虽然从去年开始智能手机整体销量增速下滑, OPPO、VIVO、华为以其出色的性能和良好的营销, 在激烈市场中保持高速增长。

图 19: IDC 全球智能手机销量及增速



资料来源: IDC, 东兴证券研究所

图 20: IDC 全球智能手机销量及增速



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

2016 年上半年, OPPO、VIVO 及华为持续热销, 销量分别为 2902 万部、2555 万

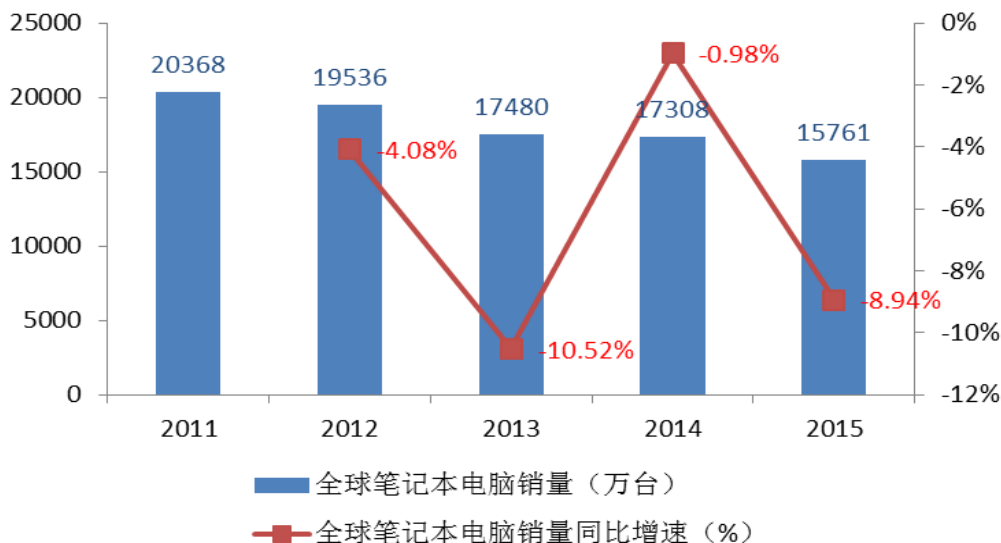
部和 6056 万部, 分别同比增长 81.4%、27.8%和 25.6%。同时, 公司在这三家品牌中电池供应占比仍在提升。

公司是国内 OPPO、VIVO、华为等主要手机品牌的核心供应商, 将分享国产助力手机品牌高增长红利。

4. 笔电市场取得实质性突破, 份额有望持续攀升

笔记本电脑销量虽下降, 笔电锂电池市场空间仍大。2011 年以来, 笔记本电池市场持续下滑, 2015 年笔记本电脑全球销量 1.58 亿台, 笔电锂电池市场仍有 280 亿空间。

图 21: 全球笔记本电脑销量及增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

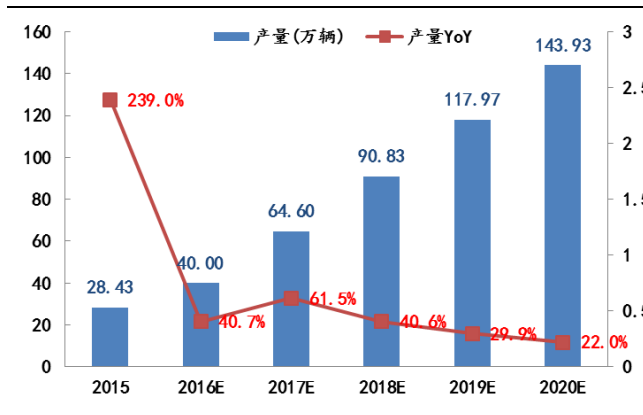
公司产品已成功切入 MACKBOOK 和联想, 后续市场份额有望提升, 同时公司正在与 HP、DELL、华硕等笔记本电脑厂商洽谈, 大概率将进入这些品牌的供应体系。

5. 动力及储能电池业务布局完成

动力及储能方面锂电池需求量大、增速快。

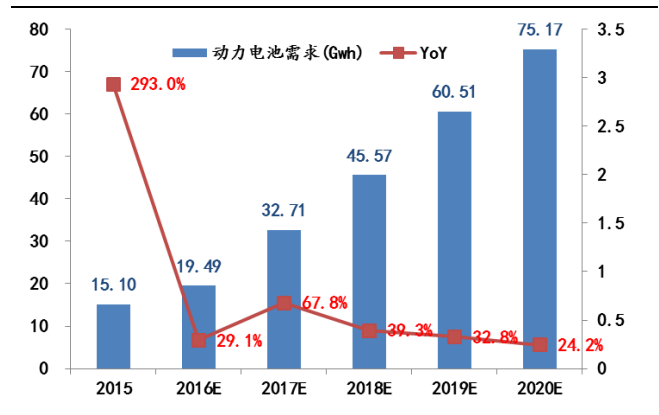
- ◆ 最近几年, 在政府大力支持之下, 新能源汽车销量剧增, 政府计划在 2020 年使电动车的保有量达到 500 万辆。最近政府大力调查新能源车骗补事件, 汽车行业协会将今年电动车销量下调到约 40 万辆, 后续几年电动车将维持较高的增速, 到 2020 年, 有超过 45Gwh 的锂电池需求。

图 22: 国内电动车销量及增速预测



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

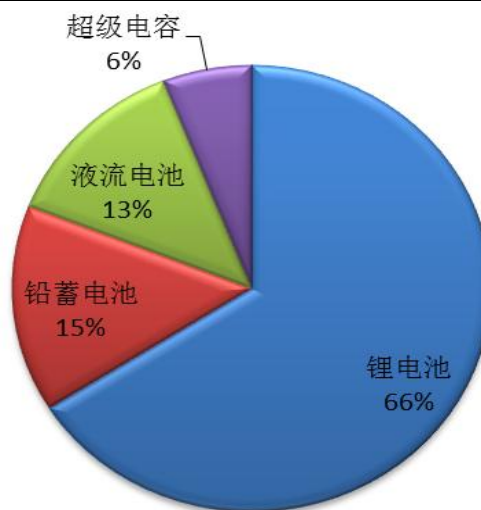
图 23: 电动车用锂电池需求及增速预测



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

- ◆ 储能方面, 根据 CNEESA 统计, 截止 2015 年底, 中国累计运行储能项目 118 个, 装机规模 105.5MW, 年复合增长率 110%, 大规模集中式可再生能源、分布式发电及微电网、调频辅助服务、延缓输配电扩容升级等依旧是储能在中国的主要应用, 预计到 2020 年, 常规情况下总装机规模将达到 14.5Gwh。储能需求中锂电占比最高, 达 66%。

图 24: 储能需求中各类型电池占比



资料来源: CNEESA, 东兴证券研究所

动力电池定制化属性强, 第三方 PACK 价值凸显。动力电池系统的定制化程度很高, 针对不同整车厂商的不同车型, 动力电池系统的性能参数和指标要求差别较大, 需与具体车型严格匹配, 要求动力电池系统的设计、开发和调试均需与汽车整车设计理念

相结合, 按照整车设计理念规划动力电池系统的指标和参数, 并经过多次性能测试和匹配性测试, 才能大规模生产和应用。然而电芯公司的核心竞争力在于利用规模化降低成本, 并提供高度标准化的产品, 这与 PACK 行业的定制属性存在较大差异。部分有实力的整车企业会建立自己的 BMS 团队, 掌握 BMS 和 PACK 技术, 以避免对供应商的过度依赖, 但若全部自行生产则会失去成本优势。因此德赛电池等第三方 PACK 企业拥有较大优势。

根据高工产研锂电研究所测算, 国内动力电池(包含 PACK)市场总产值目前在 750 亿元左右, 且动力电池产业链上电芯厂商与模组厂商专业化分工趋势在日渐清晰, 未来五年, 专业第三方 PACK 企业所占电池系统 PACK 市场比重将达 40% 以上。公司紧紧把握新能源汽车及储能产业发展良机, 结合自身在 BMS 及 PACK 领域优势, 布局动力及储能电池, 将搭乘产业发展快车。

6. 投资评级

公司是国内最早从事锂电池封装集成和电源管理的生产制造企业, 具备多年的生产管理经验和领先的制造工艺水平, 在解决一些瓶颈工艺问题上具有独特的优势。在智能手机、电动工具等中小型移动电源管理系统暨封装领域的技术水平处于全球领先地位, 专利数量处于行业前列。

公司为苹果供货多年, 是苹果的核心供应商, 产品质量及工艺得到长期验证。明年是 iPhone 十周年, iPhone 8 将发生重大革新, 预计将热销; 华为、OPPO、VIVO 等手机销量高速增长, 公司供应份额提升; 公司成功切入笔记本行业, 已经为联想和苹果供货, 其他厂商正在验证; 动力电池及储能布局完成, 将分享行业高速增长红利。

表 1: 德赛电池各项业务营收预测

主要产品	2016	2017	2018
iphone 销量 (万部)	21000	23000	24000
营收 (百万元)	4712.6	5980	7668
ipad mini 销量 (万部)	828	700	600
营收 (百万元)	672.4	568.18	487.01
华为销量 (万部)	13000	14000	15000
营收 (百万元)	182.5	829.54	1393.63
OPPO 销量 (万部)	7000	8500	10000
营收 (百万元)	462	701	989.65
VIVO 销量 (万部)	5360	6200	8000
营收 (百万元)	353.76	511.5	792
小米销量 (万部)	5000	5300	6000
营收 (百万元)	330	437.25	594
BMS 营收 (百万元)	1205	1450	1600

笔记本营收 (百万元)	94.52	654.5	1000
动力及蓄电池营收 (百万元)	50	543	1000
合计营收 (百万元)	8062.78	11674.97	15524.29

资料来源: 东兴证券研究所

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 80.32 亿元、116.75 亿元和 155.24 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 2.46 亿元、3.4 亿元和 4.48 亿元; 每股收益分别为 1.2 元、1.66 元和 2.18 元, 对应 PE 分别为 32.8、24.3 和 18.4; 公司是电池 BMS 及 PACK 领域龙头企业, 且营收利润将迎来高速增长, 给予 2017 年 35 倍 PE, 对应目标价 60.5 元, 维持公司“强烈推荐”评级。

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	4409	3017	3870	5284	7029	营业收入	6390	8434	8063	11616	15524
货币资金	1153	525	1472	1935	2631	营业成本	5706	7682	7337	10577	14112
应收账款	1739	1467	1402	2020	2700	营业税金及附加	13	68	40	58	78
其他应收款	122	31	29	42	57	营业费用	68	82	82	118	166
预付款项	12	20	28	40	55	管理费用	212	259	258	372	497
存货	712	668	643	927	1237	财务费用	1	-18	-18	-18	-18
其他流动资产	593	223	224	218	212	资产减值损失	14.54	13.39	14.00	14.00	14.00
非流动资产合计	266	385	591	681	765	公允价值变动收益	11.26	-10.53	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	21	40	40	40	40	投资净收益	10.58	50.83	60.00	60.00	60.00
固定资产	162.44	177.88	218.24	321.33	418.25	营业利润	397	388	409	555	736
无形资产	47	47	165	172	177	营业外收入	3.95	5.34	5.34	5.34	5.34
其他非流动资产	5	8	0	0	0	营业外支出	1.71	1.91	2.00	2.00	2.00
资产总计	4676	3403	4460	5965	7794	利润总额	399	391	412	559	739
流动负债合计	3685	2181	2160	3300	4658	所得税	86	83	88	119	157
短期借款	1669	248	0	0	0	净利润	313	308	325	440	582
应付账款	1577	1486	1400	2018	2693	少数股东损益	78	78	79	108	144
预收款项	2	2	324	789	1410	归属母公司净利润	235	230	246	332	438
一年内到期的非	52	45	45	45	45	EBITDA	485	459	417	588	775
非流动负债合计	72	23	-2	56	119	EPS (元)	1.14	1.12	1.20	1.62	2.13
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	3757	2205	2158	3356	4777	成长能力					
少数股东权益	177	267	346	454	598	营业收入增长	45.14%	32.00%	-4.40%	44.07%	33.64%
实收资本 (或股	205	205	205	205	205	营业利润增长	17.30%	-2.26%	5.46%	35.77%	32.54%
资本公积	8	8	886	886	886	归属于母公司净利润	6.64%	35.10%	6.64%	35.10%	32.08%
未分配利润	485	672	773	909	1089	获利能力					
归属母公司股东	742	931	1956	2155	2418	毛利率 (%)	10.69%	8.92%	9.00%	8.95%	9.10%
负债和所有者权	4676	3403	4460	5965	7794	净利率 (%)	4.90%	3.65%	4.03%	3.79%	3.75%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
	单位: 百万元					ROE (%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	31.62%	24.73%	12.55%	15.39%	18.12%	
经营活动现金流	149	640	590	621	892	偿债能力					
净利润	313	308	325	440	582	资产负债率 (%)	80%	65%	48%	56%	
折旧摊销	87.28	88.71	0.00	33.91	40.08	流动比率	1.20	1.38	1.79	1.60	1.51
财务费用	1	-18	-18	-18	-18	速动比率	1.00	1.08	1.49	1.32	1.24
应收账款减少	0	0	65	-618	-680	营运能力					
预收帐款增加	0	0	323	465	621	总资产周转率	1.59	2.09	2.05	2.23	2.26
投资活动现金流	-578	290	-184	-101	-101	应收账款周转率	3	5	6	7	7
公允价值变动收	11	-11	0	0	0	应付账款周转率	4.17	5.51	5.59	6.80	6.59
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	11	51	60	60	60	每股收益 (最新摊薄)	1.14	1.12	1.20	1.62	2.13
筹资活动现金流	459	-751	540	-57	-94	每股净现金流 (最新	0.14	0.87	4.61	2.25	3.40
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	3.61	4.54	9.53	10.50	11.78
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	68	0	0	0	0	P/E	34.30	34.95	32.77	24.26	18.37
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	10.85	8.64	4.11	3.73	3.33
现金净增加额	29	179	947	463	697	EV/EBITDA	17.77	17.04	15.86	10.47	7.04

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：杨若木

基础化工行业小组组长，7年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：余江

北京大学硕士，2016年1月于东兴证券从事电子行业研究

联系人：贺茂飞

复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年7月加入东兴证券从事电子行业研究

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。