

德赛电池 (000049)

公司研究/深度报告

锂电市场宏图起，电池龙头振雄风

深度研究报告/电子元器件

2017 年 01 月 11 日

报告摘要:

● 锂电池市场快速增长，公司业务持续受益

公司是国内最大的电源解决方案服务商及相关电池产品制造商之一。锂电池凭借能量密度高、充电次数多、环境友好等特点，成为电池市场增长最快的细分方向。在 2015 年，全球电池市场规模 640 亿美元，其中锂电池市场规模已经达到 235 亿美元。Avicenne Energy 预计，到 2025 年全球电池市场规模超过 1000 亿美元，锂电池市场规模达到 420 亿美元，其中：3C 锂电池市场规模 120 亿美元，电动车锂电池市场规模 160 亿美元。我们认为，公司以中小型电池封装和电源管理系统为主业，将持续受益于锂电池行业的快速发展。

● 核心客户出货有望提升，利好公司手机电池主业

公司目前的主要营收来源于 Apple、华为、OPPO、vivo 等优质客户。智能手机行业增速放缓，市场格局将进一步集中。公司是苹果核心电池供应商，明年苹果手机产品 10 周年，新品销量有望创新高；同时，公司积极布局国内手机电池供应市场，手机电池主业有望快速增长。

● 开拓电动工具电池市场，布局新能源汽车动力电池业务

1、受益于全球基建回暖，电动工具市场景气。据 Future Market Insight 统计，2015 年全球电动工具市场规模为 275.8 亿美元，预计到 2025 年将达到 464.7 亿美元。电动工具市场的增长将持续利好公司电池封装和电源管理业务。

2、成立惠州市蓝微新源技术有限公司，布局动力电池业务。清洁能源制造分析中心 CEMAC 预计到 2020 年，全球锂离子电池需求量 124GWh。其中汽车锂电池需求量 39GWh，占比 31%。汽车锂离子电池 Pack 市场规模有望从 2011 年 25 亿美元增长到 2020 年 140 亿美元，复合增速 22%，公司在动力电池方向的业务布局将随着行业场高速增长而持续受益。

● 盈利预测投资建议

预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 1.05、1.51 和 1.75 元，当前股价 39.45 元对应的 PE 分别为 37.6X、26.1X 和 22.5X。给予公司 2017 年 30~35 倍 PE，未来 6 个月合理估值 45.30~52.85 元，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

● 风险提示

宏观经济持续下行；行业竞争加剧；技术创新及应用不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	8,434	8,144	10,960	12,579
增长率 (%)	32.0%	-3.4%	34.6%	14.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	230	215	310	360
增长率 (%)	-1.8%	-6.7%	44.6%	15.8%
每股收益 (元)	1.12	1.05	1.51	1.75
PE (现价)	35.2	37.6	26.1	22.5
PB	8.9	7.3	5.7	4.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

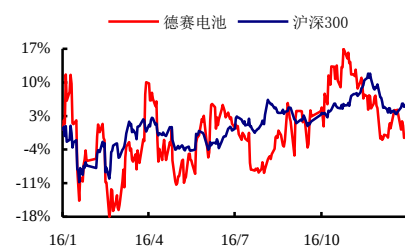
强烈推荐 首次评级

合理估值： 45.30—52.85 元

交易数据 2017-1-10

收盘价 (元)	39.45
近 12 个月最高/最低	47.08/33.33
总股本 (百万股)	205
流通股本 (百万股)	205
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	81
流通市值 (亿元)	81

该股与沪深 300 走势比较



分析师：郑平

执业证号： S0100516050001

电话： 010-85127506

邮箱： zhengping@mszq.com

研究助理：张大印

执业证号： S0100116110034

电话： 0755-22662070

邮箱： zhangdayin@mszq.com

相关研究

目录

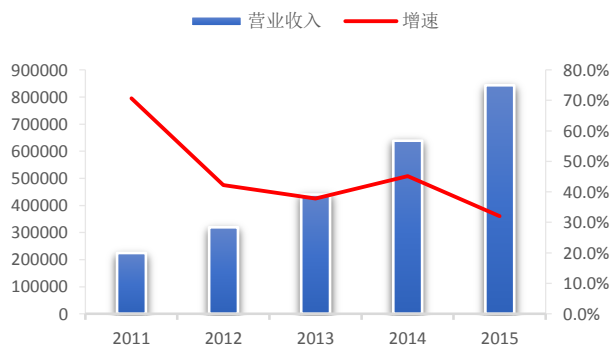
一、锂电池行业高速增长，公司主业持续受益.....	3
（一）锂电池制造先行者，PACK&BMS 领头羊.....	3
（二）电池市场持续增长，锂电池增速最快.....	4
二、核心客户出货有望提升，利好公司电池主业.....	6
（一）智能机市场格局趋于集中，领先厂商市场占比有望扩大.....	6
（二）笔记本电脑轻薄化，电池形式改变利好公司业务.....	8
三、开拓电动工具电池市场，布局汽车动力电池业务.....	12
（一）受益于全球基建回暖，电动工具市场景气.....	12
（二）成立蓝微新源，布局动力电池.....	14
四、盈利预测与投资建议.....	15
五、风险提示.....	17
插图目录.....	19
表格目录.....	19

一、锂电池行业高速增长，公司主业持续受益

（一）锂电池制造先行者，Pack&BMS 领头羊

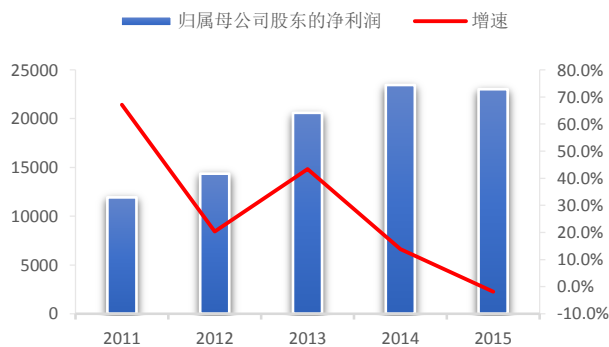
深圳市德赛电池科技股份有限公司（德赛电池）是国内最大的电源解决方案服务商及相关电池产品制造商之一，主营业务为移动电源系列产品、电池材料、配件和设备，及新型电子元器件的开发、测试及销售。作为国内锂电池制造领域的先行者，公司经过十多年的发展，凭借丰富的制造经验、良好的产品品质和卓越的交付能力，公司与全球领先的消费类电子厂商建立了长期稳定的合作关系，积累了大量的优质客户资源，对客户需求有着深刻的理解和认识。在智能手机、电动工具等中小型移动电源管理系统和封装领域的技术水平处于全球领先地位。

图 1-1：公司营收和增速（单位：万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

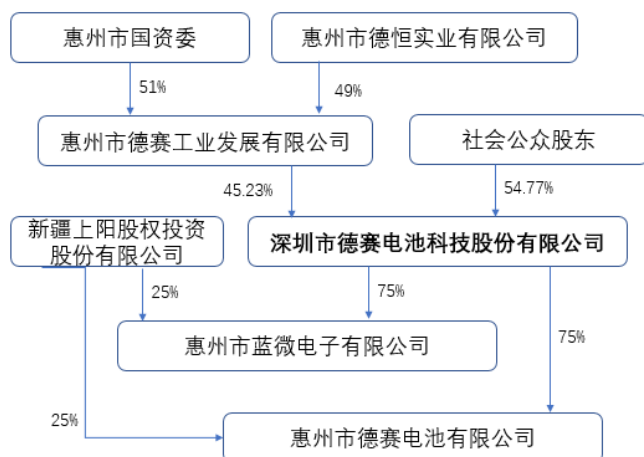
图 1-2：公司归母净利润和增速（单位：万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司第一大股东为惠州市德赛工业发展有限公司，目前持股 45.23%，实际控制人为惠州市国资委。公司为控股型公司，分别持有惠州蓝微、惠州电池两家子公司 75% 股权。公司主要围绕移动电源产业链进行业务布局，其中，惠州电池主营中小型锂电池封装集成业务，惠州蓝微主营中小型移动电源管理系统业务。惠州蓝微、惠州电池两家子公司另外 25% 股权由新疆上阳股权投资股份有限公司持有，新疆上阳的股东主要是德赛电池的管理层人员。

图 1-3: 公司股权结构

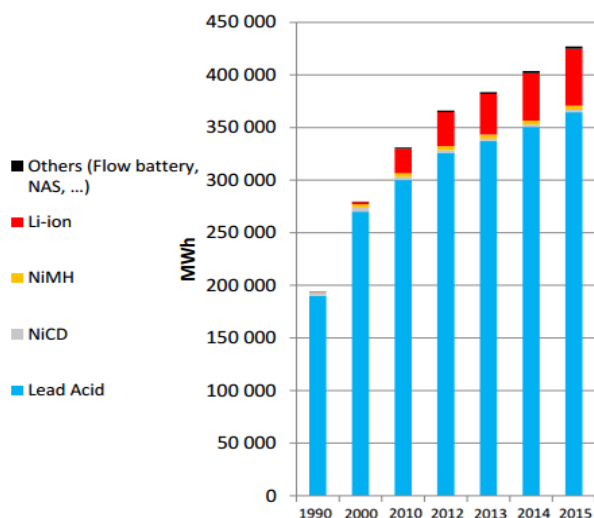


资料来源: 公司网站, 民生证券研究院

(二) 电池市场持续增长, 锂电池增速最快

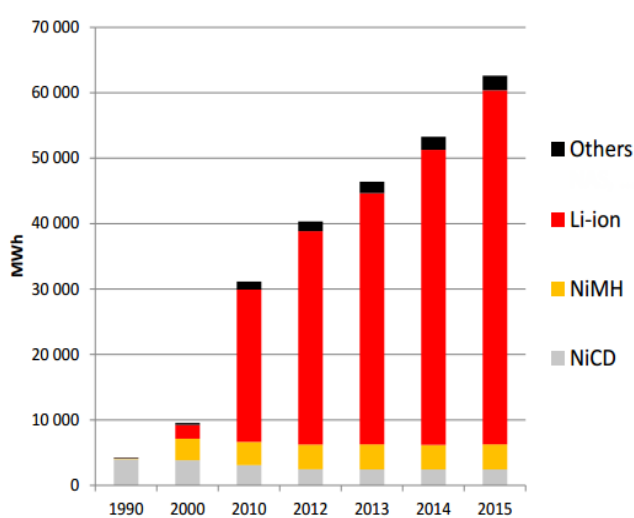
电池应用场景广泛, 锂电池市场增长动力充足。据 Avicenne Energy 数据, 铅酸电池目前市场份额仍然最高, 但是锂电池凭借能量密度高、充电次数多、环境友好等特点, 成为增长最快的细分方向。锂电池市场出货量从 2010 年 22000MWh 增长到 2015 年的 53000MWh, 5 年复合增速 19%。

图 1-4: 全球电池出货量



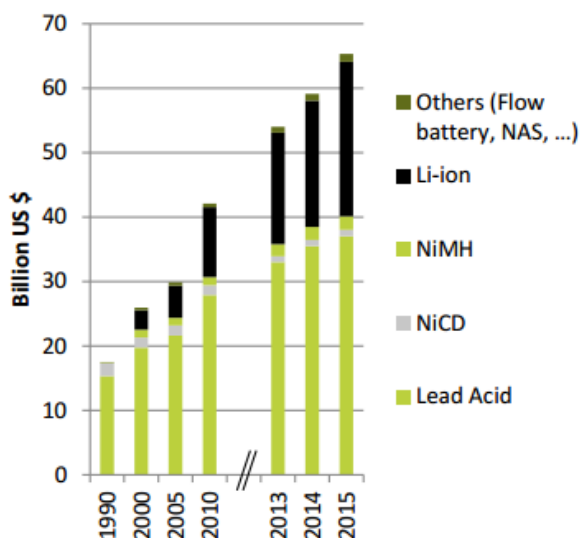
资料来源: Avicenne Energy, 民生证券研究院

图 1-5: 铅酸电池以外, 锂电池出货量最大增速最快



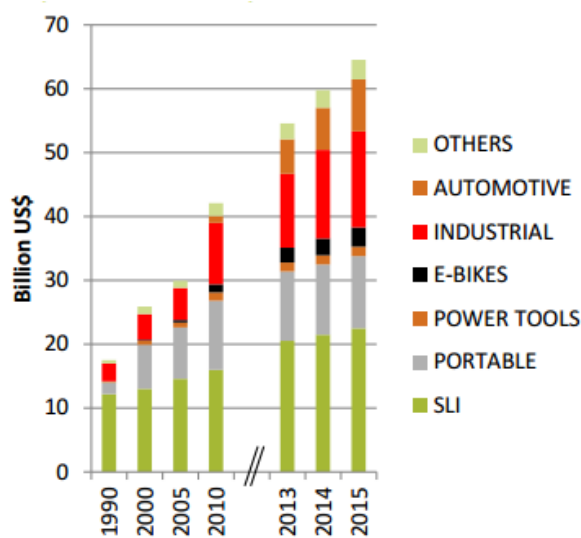
资料来源: Avicenne Energy, 民生证券研究院

图 1-6: 全球电池市场规模



资料来源: Avicenne Energy, 民生证券研究院

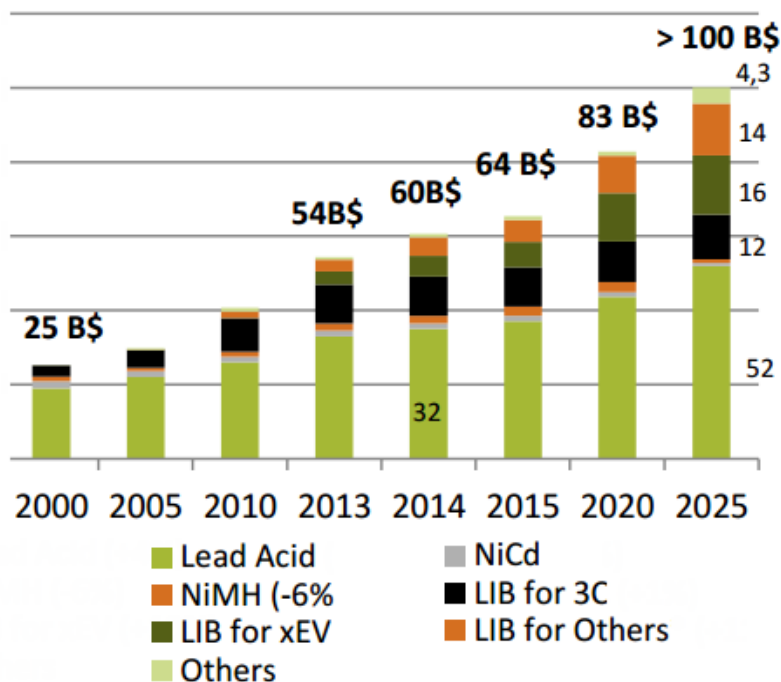
图 1-7: 电池应用场景



资料来源: Avicenne Energy, 民生证券研究院

在 2015 年, 全球电池市场规模 640 亿美元, 其中锂电池市场规模已经达到 235 亿美元。Avicenne Energy 预计, 到 2025 年全球电池市场规模超过 1000 亿美元, 锂电池市场规模 420 亿美元, 其中: 3C 锂电池市场规模 120 亿美元, 电动车锂电池市场规模 160 亿美元。我们认为, 公司以中小型电池封装和电源管理系统为主业, 将持续受益于锂电池行业的快速发展。

图 1-8: 全球电池市场规模预测



资料来源: Avicenne Energy, 民生证券研究院

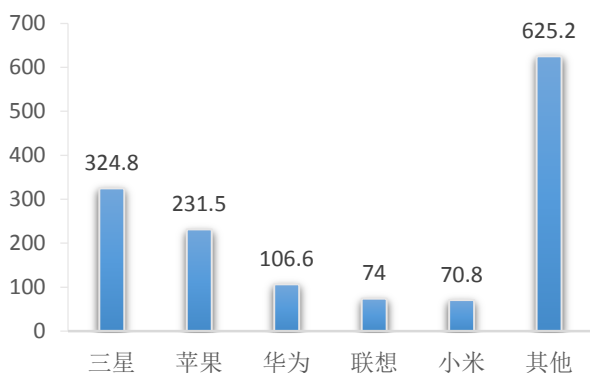
二、核心客户出货有望提升，利好公司电池主业

(一) 智能机市场格局趋于集中，领先厂商市场占比有望扩大

全球智能机出货量增速放缓，行业格局趋于稳定。据 IDC 预测，2016 年全球智能手机出货量将达到 14.8 亿部，同比增长 3.1%，相比于 2015 年 10.5% 和 2014 年 27.8% 的增长，2016 年增速明显放缓，到 2020 年全球出货量将达到 18.4 亿部。Statista 预测 2016 年全球智能机出货量 14.6 亿部，到 2020 年出货量为 17.6 亿部。研究机构对智能机出货量预测趋于一致，到 2020 年将稳定在 18 亿部左右。

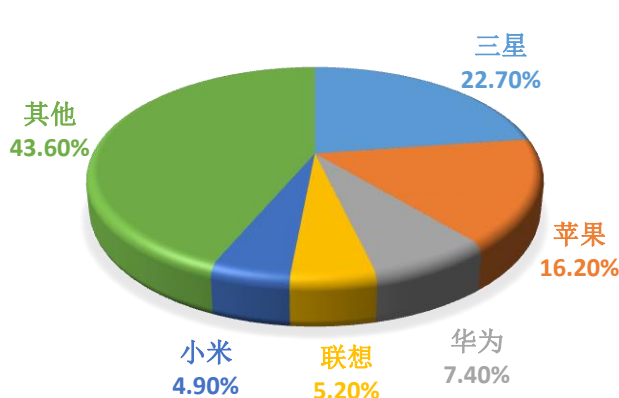
2015 年全球智能机出货量排名前五的分别是三星、苹果、华为、联想和小米，五家厂商出货量占全球智能机出货总量的 56.4%。截止 2016 年第三季度，全球智能机累计出货 10.4 亿，前五名分别为三星、苹果、华为、OPPO 和 vivo，五家厂商出货量占比 55.7%。2016 年前三季度，国内厂商 OPPO、vivo 替代联想小米，进入全球出货前五名。目前，手机产品趋于同质化，行业竞争加剧，手机将从市场总量快速发展逐步走向总量稳定，格局调整，行业洗牌。

图 2-1: 2015 年各品牌智能机出货量 (百万部)



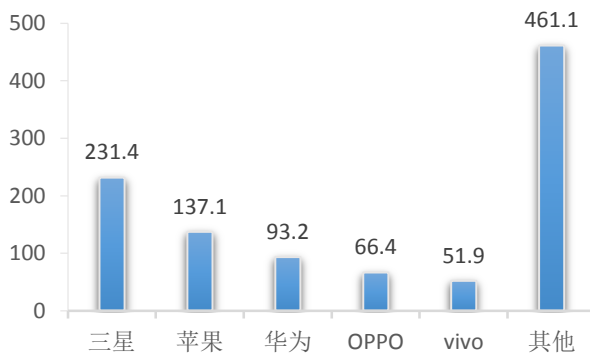
资料来源: IDC, 民生证券研究院

图 2-2: 2015 年各品牌智能机出货量占比



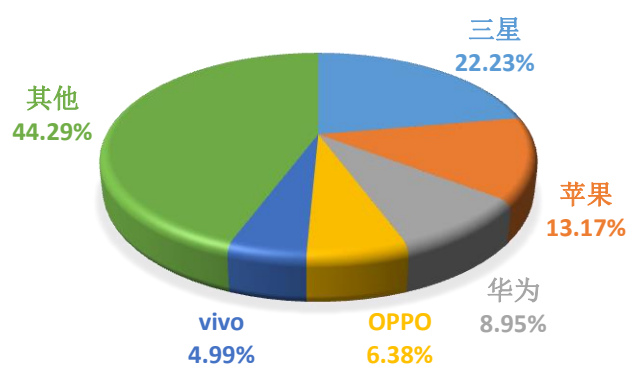
资料来源: IDC, 民生证券研究院

图 2-3: 2016 年前三季度品牌智能机出货量 (百万部)



资料来源: IDC, 民生证券研究院

图 2-4: 2016 年前三季度各品牌智能机出货量占比



资料来源: IDC, 民生证券研究院

表 2-1: 全球智能机出货量及预测 (百万台)

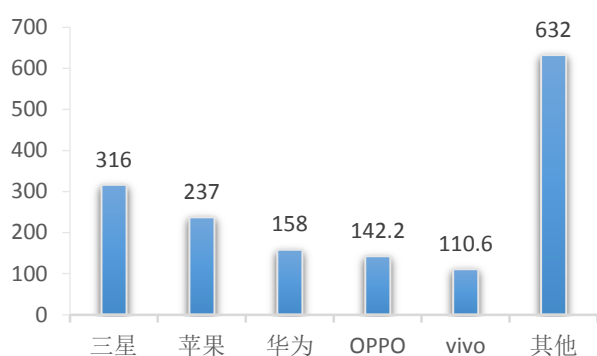
	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q1~Q3 合计	2016 全年 (E)
三星	81.9	77	72.5	231.4	329.0
苹果	51.2	40.4	45.5	137.1	194.9
华为	27.5	32.1	33.6	93.2	132.5
OPPO	18.5	22.6	25.3	66.4	94.4
vivo	14.3	16.4	21.2	51.9	73.8
其他	141.5	154.8	164.8	461.1	655.5
总计	334.9	343.3	362.9	1041.1	1480

资料来源: IDC, 民生证券研究院

我们预计 2017 年智能机行业集中度进一步提升, 前五名出货量占比达到 60%。其中:

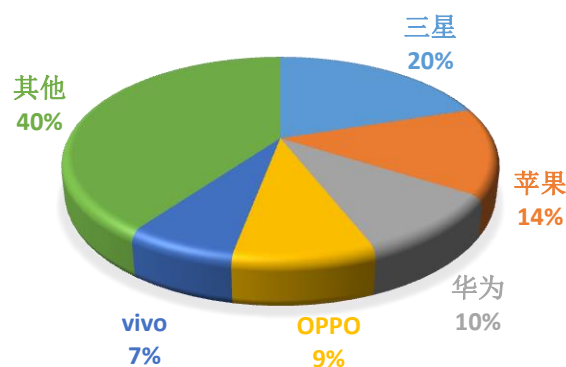
- 1、三星由于 Note7 爆炸事件处理不力, 品牌形象遭受重大打击, 至少需要 1~2 款新旗舰机型过渡才能挽回损失, 预计明年市场份额会下滑到 20%;
- 2、明年苹果手机十周年, 产品设计将会有大幅改变, 据网易科技、搜狐科技等媒体和产业界综合信息, 苹果新品将采用双面玻璃+金属中框外观, 同时推出 3 款尺寸, 搭载双摄像头、无线充电等功能。预计革新产品具有一定市场影响力, 明年全球出货量份额达到 14%;
- 3、华为目前海外和国内销量比例约为 6:4, 海外市场开拓顺利。考虑三星爆炸全球影响, 利好华为高端机型, 预计明年市场份额提升至 10%。
- 4、OPPO、vivo 从国内二三线城市起步, 逐步进入一线城市。在海外市场印度、东南亚复制中国模式, 线下渠道推广进展顺利, 预计明年是份额分别达到 9%和 7%。

图 2-5: 预计 2017 年智能机出货量 (百万部)



资料来源: Statista, 民生证券研究院

图 2-6: 预计 2017 年智能机出货量占比



资料来源: Statista, 民生证券研究院

根据 Statista 预测 2017 年全球智能机出货总量 15.8 亿部, 我们预计三星、苹果、华为、OPPO、vivo 出货量分别是 3.16 亿部、2.21 亿部、1.58 亿部、1.42 亿部和 1.11 亿部。公司受益核心客户苹果、华为、OPPO 和 vivo 出货增加, 电池业务向好。

随着智能手机性能提升, 对电池容量和续航要求越来越高。自 2007 年第一代 iPhone 开创智能手机以来, 手机的功能越发丰富, 对电池容量和手机续航的需求也随之上升。2013 年

iPhone 4S 的电池容量 1420mAh，到 2016 年 iPhone 7 电池容量 1960mAh。目前市面上 4.7 寸屏幕的手机电池容量约 2000mAh，5 寸屏幕的手机电池容量约 2500mAh，5.5 寸屏幕手机电池容量约 3000mAh。

表 2-2：近年来 iPhone 型号和电池容量

	iPhone 5	iPhone 5S	iPhone 6	iPhone 6 Plus	iPhone 6S	iPhone 6S Plus	iPhone 7	iPhone 7 Plus
上市时间	2012 年 9 月	2013 年 9 月	2014 年 9 月	2014 年 9 月	2015 年 9 月	2015 年 9 月	2016 年 9 月	2016 年 9 月
显示屏尺寸	4 英寸	4 英寸	4.7 英寸	5.5 英寸	4.7 英寸	5.5 英寸	4.7 英寸	5.5 英寸
手机尺寸 (mm)	123.8×58.6×7.6	123.8×58.6×7.6	138.1 × 67×6.9	158.1×77.8×7.1	138.3×67.1×7.1	158.2×77.9×7.3	138.3×67.1×7.1	158.2×77.9×7.3
电池容量 (mAh)	1440	1560	1810	2915	1715	2750	1960	2910

资料来源：中关村在线，苹果官网，民生证券研究院

我国锂电池航空运输规范规定单颗电池电芯额定的容量不超过 20Wh，以手机输出电压 3.7V 计算，单电芯容量不能超过 5400mAh。当电池容量超过 5400mAh，就需要采用双电芯技术。金立 M6 Plus 采用 6 寸屏，双电芯技术，电池容量达到 6000mAh，可连续通话 55 小时或连续播放视频 16.4 小时，续航能力强劲。双电芯同时充电，充电速度得到大幅提升。从华为的 Mate 9、vivo X9 等新品来看，2K 显示屏将成为旗舰机型标配；iPhone 7Plus 带动双摄像头产业发展，双摄也将为行业主流。2K 显示屏、双摄像头都是高耗电模组，因此手机电池向大容量发展是未来的必然趋势。我们认为，随着苹果明年新品上市，公司在大客户份额占比提升，同时手机行业电池容量提升，利好公司电池封装核心业务。

图 2-7：金立 M6 Plus 双电芯具备快的充电速度和更高的电池容量



资料来源：金立官网，民生证券研究院

（二）笔记本电脑轻薄化，电池形式改变利好公司业务

笔记本电脑走向轻薄化，电池形式从 18650 圆柱电池向软包锂电池转变，利好公司的电池封装业务。18650 是 SONY 制定的一种标准性的锂离子电池型号，型号 18650，其中前两位数 18 表示直径为 18mm，中间两位数 65 表示长度为 65mm，尾数 0 表示为形状为圆柱形。常见的 18650 电池容量为 2200mAh-2600mAh。

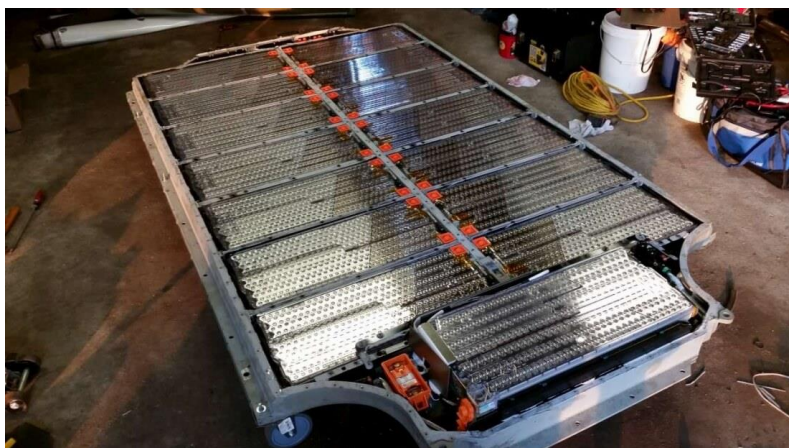
图 2-8: 18650 电池



资料来源: Fasttech, 民生证券研究院

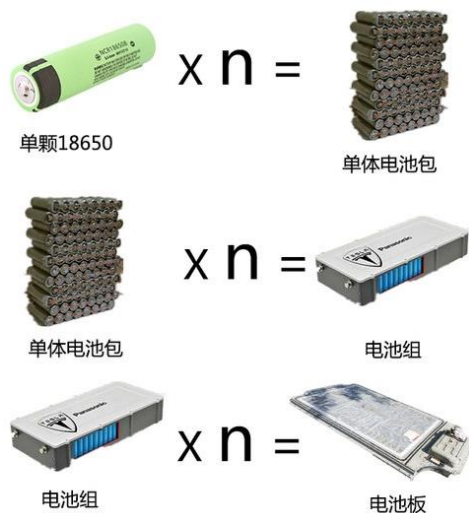
18650 电池具有容量大、寿命长、可串并联使用的特点, 规格型号统一, 便于批量生产降低成本, 在新能源汽车领域, 特斯拉 Model S 曾采用 8000 节 18650 电池串并联实现电池模组。

图 2-9: 特斯拉 Model S 电池组



资料来源: 驱动之家, 民生证券研究院

图 2-10: 18650 电池组阵列构成完整电源系统



资料来源: 驱动之家, 民生证券研究院

18650 电池生产一致性好，适合电动汽车大规模使用。在 3C 消费电子领域，18650 电池曾广泛应用于笔记本电脑、摄像机、无人机、音响设备、玩具等 3C 消费电子。

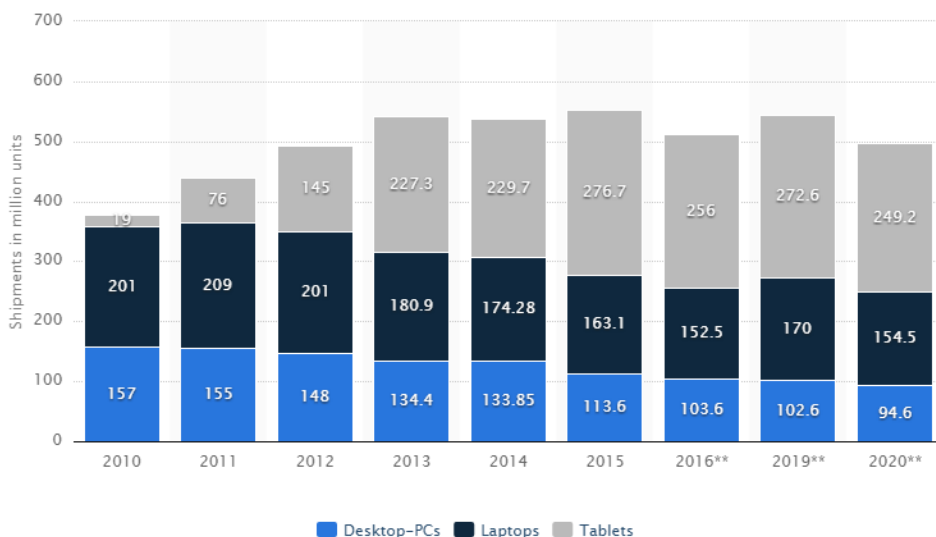
图 2-11：传统笔记本电脑中的 18650 电池



资料来源：驱动之家，民生证券研究院

据 Statista 统计和预测，全球 PC 市场已趋于稳定，2016~2020 年将维持在 5 亿部左右，其中的笔记本电脑和平板电脑的出货量维持在 4 亿部左右。

图 2-12：全球 PC 出货量统计和预测



资料来源：Statista，民生证券研究院

轻薄化已经成为移动 PC 的趋势和潮流。2006 年苹果的 Macbook Pro 厚度 25mm，2016 年苹果新款 Macbook Pro 的厚度只有 15mm，整机厚度已经小于 18650 电池的 18mm 直径，因此在轻薄笔记本电脑产品中，软包锂电池成为必然选择。软包锂电池成本较高，因此在高端超薄笔记本中使用较多，我们认为，随着外观设计需求提升，元器件走向集成，移动 PC

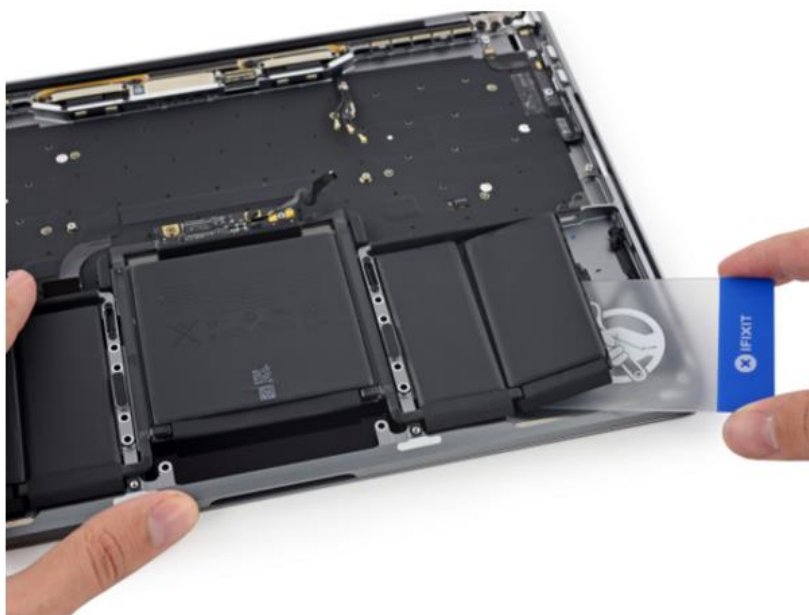
软包锂电池应用将向中低端产品快速渗透。

图 2-13: 2016 年苹果发布的 Macbook Pro



资料来源: Apple 官网, 民生证券研究院

图 2-14: Macbook Pro 层叠软包锂电池



资料来源: Apple 官网, 民生证券研究院

表 2-3: 轻薄化已经成为高端笔记本电脑潮流

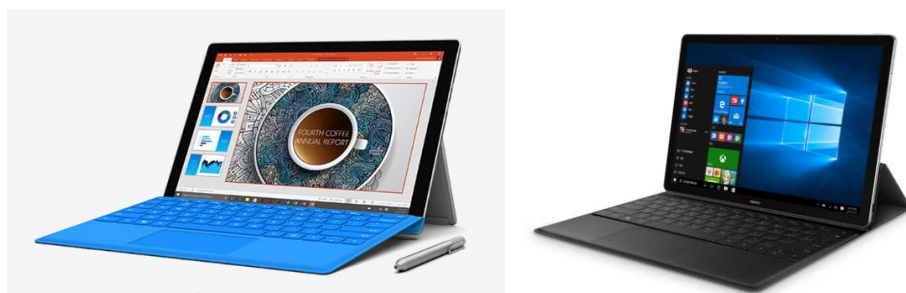
品牌	型号	厚度 (mm)	重量 (千克)	参考售价 (美元)
HP	Spectre 13	10.4	1.1	1020
Asus	Zenbook	12.7	1.2	699
LG	gram	12.7	1.0	949
Acer	Aspire S7	12.7	1.3	939
Lenovo	Yoga 900s	12.8	1.0	850

Apple	MacBook	13.1	0.9	1270
Samsung	Notebook 9	13.4	0.86	950

资料来源: Business Insider, amazon, Apple, HP, 民生证券研究院

平板电脑体积轻薄, 通常采用软包锂电池。据 IDC 的数据, 全球平板电脑出货量将下降至 1.95 亿部, 较 2015 年下降了 5.9%。从 2016 年起, 预计整体市场将恢复正增长, 主要由二合一平板电脑的出货增长所驱动。这种混合型平板电脑产品出货量预计将从 2015 年的 1660 万部增长到 2020 年的 6380 万部。

图 2-15: 二合一平板电脑微软 Surface Pro 4 和华为 Matebook



资料来源: 微软官网, 华为官网, 民生证券研究院

图 2-16: 可拆卸二合一平板电脑市场份额

Worldwide Detachable Tablet Market Share and Year-Over-Year Growth by OS, 2016* & 2020*		
OS	2016*	2020*
Android	18.2%	23.1%
iOS	28.5%	22.4%
Windows	53.3%	54.5%
Detachable YoY Growth	73.0%	15.0%

Source: IDC Worldwide Quarterly Tablet Tracker, March 8, 2016.

资料来源: IDC, 民生证券研究院

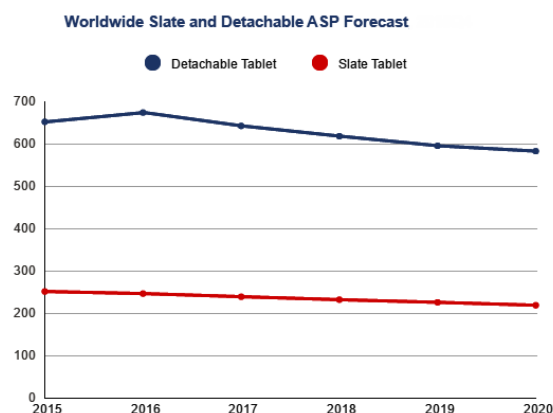
我们认为, 随着传统笔记本向轻薄笔记本转化, 二合一平板电脑出货量增加, 公司软包锂电池封装业务将持续受益, 公司已经是苹果 Macbook Pro 的供应商, 是国内领先的笔记本电脑厂商联想的供应商, 随着软包锂电池市场增长和供应份额扩大, 未来三年笔记本电池业务将成为公司的快速增长点。

三、开拓电动工具电池市场, 布局汽车动力电池业务

(一) 受益于全球基建回暖, 电动工具市场景气

电动工具市场规模持续增长, 无线锂电工具受青睐。据 Future Market Insight 统计, 2015 年全球电动工具市场的价值为 275.8 亿美元, 预计到 2025 年市规模将达到 464.7 亿美元。电

图 2-17: 可拆卸平板和普通平板的平均售价 (单位: 美元)



资料来源: IDC, 民生证券研究院

动工具主要分为金属切削电动工具、研磨电动工具、装配电动工具和铁道用电动工具。常见的电动工具有电钻、电刨、电动扳手、电动螺丝刀、电锤、电动砂轮机和混凝土振动器等。

图 3-1：电动工具



资料来源：DeWALT，民生证券研究院

1、基建和房地产市场复苏，电动工具日益普及。推动电动工具市场的一个关键宏观经济因素是新兴经济体的基础设施投资。由于房地产市场的复苏，对电动工具的需求提升。预计到 2025 年全球建筑类市场规模将增长 70%，达到 15 万亿美元。美国，中国和印度预计将采取强劲的基建政策，预计电动工具的需求将在未来快速提升。

北美、西欧和亚太地区占全球电动工具市场份额的 70% 以上。亚太地区目前占据第三大份额，预计将在 2025 年市场规模翻倍，成为利润第二大丰厚的市场。中国将主导全球电动工具市场，目前中国生产的电动工具约占全球市场的 80%。

2、电动工具经历了从有线工具到无线工具的转变。由于其易于使用和性能优势，无线电动工具日益受到重视。无绳电锯、磨床、砂光机和抛光机的日益普及正在为全球电动工具市场提供新的增长动力。

3、锂离子电池替代镍镉电池。电动工具市场的另一个主要趋势是锂离子电池取代了 Ni-Cd 电池技术。锂离子电池重量轻，效率高，与 Ni-Cd 电池相比，具有更长的运行时间。由于这些优点，锂离子电池电动工具已经成为市场用户的首选。

电动工具市场的增长将持续利好公司电池封装和电源管理业务，预计公司未来三年在电动工具方向的业务能保持 10% 的增长。

图 3-2：无线锂电池电动工具成为主流

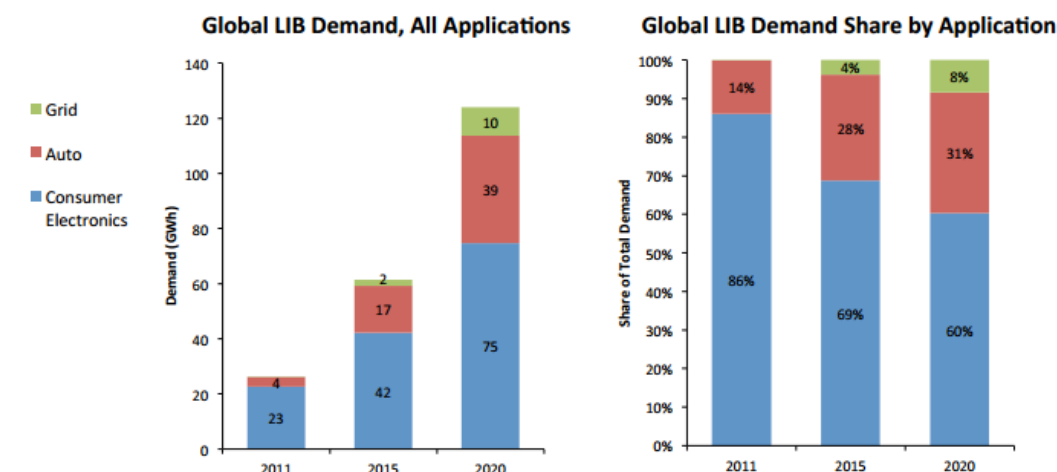


资料来源：日立，民生证券研究院

(二) 成立蓝微新源，布局动力电池

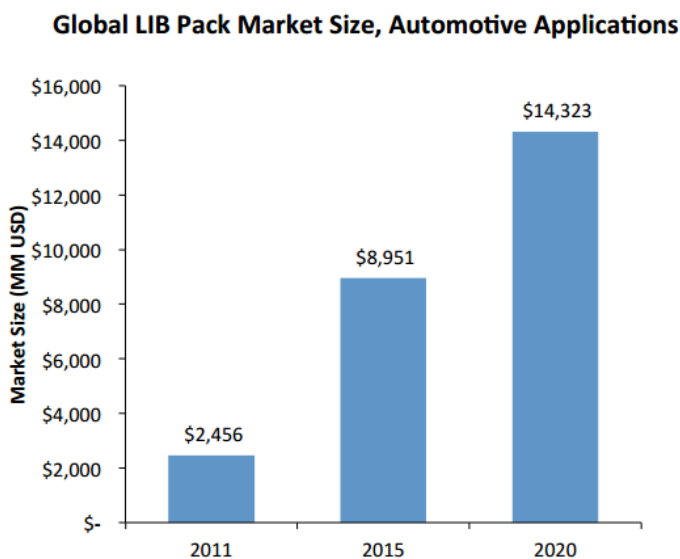
未来随着电动汽车的兴起，锂电池的应用格局将发生迅猛的变化，动力电池在锂电池应用市场中的占比将快速提升。清洁能源制造分析中心 CEMAC 预计到 2020 年，全球锂离子电池 (LIB) 需求量 124GWh。其中汽车锂离子电池需求量 39GWh，占比 31%。汽车锂离子电池 Pack 市场规模有望从 2011 年 25 亿美元增长到 2020 年 140 亿美元，复合增速 22%。

图 3-3：全球锂离子电池需求



资料来源：CEMAC，民生证券研究院

图 3-4：全球汽车用锂电池 Pack 市场规模



资料来源：CEMAC，民生证券研究院

2015 年 6 月 1 日，经公司 2015 年第二次临时股东大会审议通过，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惠州市蓝微新源技术有限公司，其中惠州蓝微、惠州电池分别持股 56% 和 19%。公司已搭建动力电池电源管理系统产品技术平台，组建了一条动力电池电源管理系统生产线，建立质量管理体系，通过了 TS16949 体系认证并小批量出货，客户拓展工作进展顺利。2016 年 3 月 11 日，公司召开第七届董事会第十八次会议，审议通过了《关于惠州新源建设临时工业厂房的议案》，在惠州市仲恺高新区 16 号小区新建临时工业厂房，用于建立动力电池 PACK 生产线。2016 年 12 月 27 日，公司公告披露，为解决惠州新源发展过程中的资金需求，增强其履约能力和融资能力，满足其经营发展需要，提高公司竞争实力，各股东拟对惠州新源增资人民币 1 亿元，由各股东同比例增资，增资完成后，惠州新源的注册资本由人民币 1 亿元增加到人民币 2 亿元。增资将用于充实惠州新源的营运资金，推动公司大型动力电池、储能电池等电源管理系统及封装集成业务的开展。

我们认为，公司为惠州新源增资体现了公司在新能源动力电池业务上的信心，增资为公司大型动力电池、储能电池等电源管理系统及封装集成业务开展提供了有力的资金支持，符合公司发展战略，有利于进一步提高公司的竞争力；随着电动车锂电池行业发展，公司动力电池封装和电源管理系统业务将持续受益。

四、盈利预测与投资建议

公司目前业务可以拆分为三个方向：手机等消费电子电池业务、电动工具电池业务和动力电池业务。

手机等消费电子电池业务：公司已经是北美大客户电池核心供应商，随着国产品牌供货份额提升，公司手机电池业务将恢复增长。笔记本电脑电池从 18650 电池向软包锂电池转变，

公司锂电池封装和 BMS 业务持续受益, 预计 2016~2018 年消费电子电池业务的增速分别为 -5%、36%、15%。

电动工具业务: 受益于亚太市场电动工具需求增长, 以及有线插电设备向无线锂电池设备转化, 预计 2016~2018 年电动工具业务的增速分别 14%、10%、10%。

动力电池业务: 随着新能源汽车行业高速发展, 预计 2017~2018 年公司动力电池业务增速为 30%和 25%。

具体业务拆分如下:

表 4-1: 德赛电池营业收入拆分预测 (单位: 百万元)

		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
消费电子电池	营业收入	8,012.30	7,647.90	10,411.00	11,972.00
	营收 YoY	-	-4.55%	36.13%	14.99%
	成本	7,297.60	6,936.65	9,421.96	10,834.66
	成本 YoY	-	-4.95%	35.83%	14.99%
	毛利率	8.92%	9.30%	9.50%	9.50%
电动工具电池	营业收入	421.70	480.00	528.00	580.80
	营收 YoY	-	13.82%	10.00%	10.00%
	成本	384.08	435.36	475.20	522.72
	成本 YoY	-	13.35%	9.15%	10.00%
	毛利率	8.92%	9.30%	10.00%	10.00%
动力电池	营业收入	-	16.00	20.80	26.00
	营收 YoY	-	-	30.00%	25.00%
	成本	-	13.44	17.58	21.97
	成本 YoY	-	-	30.77%	25.00%
	毛利率	-	16.00%	15.50%	15.50%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

估值方面, 采用 PE 相对估值法。预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 1.05、1.51 和 1.75 元, 当前股价对应的 PE 分别为 38.6X、26.8X 和 23.2X。参考可比公司平均 37 倍 PE, 给予公司 2017 年 30~35 倍 PE, 未来 6 个月合理估值 45.30~52.85 元, 首次覆盖, 给予公司“强烈推荐”评级。

表 4-2: 国内可比上市公司估值表 (截止 2016 年 1 月 10 日)

代码	重点公司	现价 1 月 10 日	EPS				PE			
			2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
300207	欣旺达	13.60	0.50	0.43	0.67	0.94	27.2	31.6	20.3	14.5
300322	硕贝德	17.99	-0.25	0.27	0.45	0.61	-	66.6	40.0	29.5
300131	英唐智控	9.09	0.07	0.19	0.20	0.23	129.9	47.8	45.5	39.5
002138	顺络电子	17.44	0.36	0.50	0.66	0.87	48.4	34.9	26.4	20.0
002055	得润电子	23.35	0.19	0.24	0.44	0.73	122.9	97.3	53.1	32.0
	平均						82.10	55.7	37.0	27.1
000049	德赛电池	39.45	1.12	1.05	1.51	1.75	35.2	37.6	26.1	22.5

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

五、风险提示

宏观经济持续下行；行业竞争加剧；技术创新及应用不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	8,434	8,144	10,960	12,579
营业成本	7,682	7,385	9,915	11,379
营业税金及附加	68	36	50	60
销售费用	82	79	106	122
管理费用	259	257	343	395
EBIT	343	386	545	622
财务费用	(18)	(11)	(32)	(46)
资产减值损失	13	0	0	0
投资收益	51	0	0	0
营业利润	388	397	577	668
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	391	400	580	671
所得税	83	84	123	142
净利润	308	316	457	529
归属于母公司净利润	230	215	310	360
EBITDA	395	434	596	677

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	525	974	1374	1854
应收账款及票据	1541	1616	2177	2498
预付款项	20	17	23	27
存货	668	663	890	1022
其他流动资产	231	231	231	231
流动资产合计	3017	3575	4796	5747
长期股权投资	40	40	40	40
固定资产	178	193	209	224
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	385	290	267	244
资产合计	3403	3866	5063	5992
短期借款	248	0	0	0
应付账款及票据	1622	2029	2682	3032
其他流动负债	4	4	4	4
流动负债合计	2181	2329	3069	3468
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	23	23	23	23
非流动负债合计	23	23	23	23
负债合计	2205	2352	3092	3492
股本	205	205	205	205
少数股东权益	267	368	514	684
股东权益合计	1198	1514	1971	2500
负债和股东权益合计	3403	3866	5063	5992

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	32.0%	-3.4%	34.6%	14.8%
EBIT 增长率	-12.1%	12.7%	41.1%	14.1%
净利润增长率	-1.8%	-6.7%	44.6%	15.8%
盈利能力				
毛利率	8.9%	9.3%	9.5%	9.5%
净利润率	2.7%	2.6%	2.8%	2.9%
总资产收益率 ROA	6.8%	5.6%	6.1%	6.0%
净资产收益率 ROE	24.7%	18.7%	21.3%	19.8%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.1	1.3	1.3	1.4
现金比率	0.2	0.4	0.4	0.5
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	69.4	69.4	69.4	69.4
存货周转天数	32.8	32.8	32.8	32.8
总资产周转率	2.1	2.2	2.5	2.3
每股指标 (元)				
每股收益	1.12	1.05	1.51	1.75
每股净资产	4.54	5.58	7.09	8.85
每股经营现金流	3.12	3.18	2.07	2.49
每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	35.2	37.6	26.1	22.5
PB	8.9	7.3	5.7	4.6
EV/EBITDA	20.5	17.0	11.7	9.6
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	308	316	457	529
折旧和摊销	66	47	51	55
营运资金变动	264	285	(81)	(71)
经营活动现金流	640	652	425	510
资本开支	105	(50)	25	30
投资	(3)	0	0	0
投资活动现金流	290	50	(25)	(30)
股权募资	13	0	0	0
债务募资	(1,422)	0	0	0
筹资活动现金流	(751)	(254)	0	0
现金净流量	179	448	400	481

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1-1: 公司营收和增速 (单位: 万元)	3
图 1-2: 公司归母净利润和增速 (单位: 万元)	3
图 1-3: 公司股权结构	4
图 1-4: 全球电池出货量	4
图 1-5: 铅酸电池以外, 锂电池出货量最大增速最快	4
图 1-6: 全球电池市场规模	5
图 1-7: 电池应用场景	5
图 1-8: 全球电池市场规模预测	5
图 2-1: 2015 年各品牌智能机出货量 (百万部)	6
图 2-2: 2015 年各品牌智能机出货量占比	6
图 2-3: 2016 年前三季度品牌智能机出货量 (百万部)	6
图 2-4: 2016 年前三季度各品牌智能机出货量占比	6
图 2-5: 预计 2017 年智能机出货量 (百万部)	7
图 2-6: 预计 2017 年智能机出货量占比	7
图 2-7: 金立 M6 Plus 双电芯具备快的充电速度和更高的电池容量	8
图 2-8: 18650 电池	9
图 2-9: 特斯拉 Model S 电池组	9
图 2-10: 18650 电池组组阵构成完整电源系统	9
图 2-11: 传统笔记本电脑中的 18650 电池	10
图 2-12: 全球 PC 出货量统计和预测	10
图 2-13: 2016 年苹果发布的 Macbook Pro	11
图 2-14: Macbook Pro 层叠软包锂电池	11
图 2-15: 二合一平板电脑微软 Surface Pro 4 和华为 Matebook	12
图 2-16: 可拆卸二合一平板电脑市场份额	12
图 2-17: 可拆卸平板和普通平板的平均售价 (单位: 美元)	12
图 3-1: 电动工具	13
图 3-2: 无线锂电池电动工具成为主流	14
图 3-3: 全球锂离子电池需求	14
图 3-4: 全球汽车用锂电池 Pack 市场规模	15

表格目录

表 2-1: 全球智能机出货量及预测 (百万台)	7
表 2-2: 近年来 iPhone 型号和电池容量	8
表 2-3: 轻薄化已经成为高端笔记本电脑潮流	11
表 4-1: 德赛电池营业收入拆分预测 (单位: 百万元)	16
表 4-2: 国内可比上市公司估值表 (截止 2016 年 1 月 10 日)	16

分析师与研究助理简介

郑平，TMT组组长。中国人民大学管理学博士，中国石油大学商学院MBA导师，中央民族大学创业导师；拥有近十年TMT领域研究经验，2016年加盟民生证券。

张大印，电子行业研究助理。北京邮电大学电子科学与技术硕士，北京邮电大学电子科学与技术学士，近三年电子实业从业经验，2016年加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。