

德赛电池 (000049)

证券研究报告

2017年01月23日

HOV 份额提升+A 客户新品大年推升业绩持续向好!

事件: 公司发布 2016 年度业绩预告, 营业收入 87.5 亿元, 同比增长 3.75%, Q4 单季度同比增长 33.54%; 归母净利润 2.46-2.69 亿元, 同比增长 7-17%, Q4 单季度同比增长 97-137%!

业绩优异、盈利提升

公司是业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, 主营业务为电池封装和电源管理系统(BMS)。公司积累了大量的优质客户资源, 在智能手机、平板电脑、笔记本电脑、电动工具等领域持续拓展、份额提升。此外, 公司布局动力电池业务, 卡位高速增长汽车锂电池市场, 长期业绩稳定高速增长值得期待。从 Q4 单季度归母净利润增速高于营收增速可以看到, 公司 2016 年 Q4 的净利润率已经有所改善, 主要由于材料成本率下降以及生产损耗控制得当、生产效率总体提升。根据我们与产业链的交流, 公司一般三季度由于新品磨合因素而利润率处于低位, 2017 年 Q1、Q2 则预计利润率有望延续 Q4 的较高水平。

HOV+ 国际客户拉升业绩增长

公司长期对国内手机客户深耕细作, 长期与国内几大领先的手机厂商合作。我们从产业链了解到 2016 年 Q2 公司开始进入华为供应链、目前份额约 30%, OPPO/Vivo 方面公司 2016 年整体份额已经提升至 20%、4 季度在 30% 左右。展望 2017-2018 年, 公司在 HOV 的份额有望保持 33% 的水平; 考虑到 2016 上半年的低基数, 2017 上半年也将持续改善公司的业绩增速水平。各大厂商对电池安全性的重视程度与日俱增, 产品 ASP 不断提升、市场空间不断扩大, 而小供应商被踢出供应链的概率增加, 公司未来几年在国产手机厂商中的份额有望持续提升。公司在 A 客户手机产品供货份额约一半, 2017 年 A 客户新品手机将呈现多种升级、预计市场需求火爆。我们团队此前在市场上首次提出双电芯逻辑, 预计公司在 A 客户新品大年将由于需求量拉动和 ASP 大幅提升而双重受益。

估值与盈利预测

我们预计 2016-2018 年归母净利润分别为 2.58、3.65、4.71 亿元, 对应 EPS 分别为 1.26、1.66、2.14 元, 2016-2018 复合增速 35%。考虑到公司在国产手机供应链中份额提升, 叠加 A 客户大年放量, 我们认为 2017 上半年公司业绩仍将继续超市场预期。给予公司 2017 年 PE 30 倍估值, 6 个月目标价 49.8 元。首次覆盖, 给予增持评级。

风险提示: 智能手机出货不及预期, 电池供应商竞争格局恶化。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6,389.60	8,434.19	8,750.56	13,199.99	16,574.75
增长率(%)	45.14	32.00	3.75	50.85	25.57
EBITDA(百万元)	439.37	413.54	441.06	621.98	800.04
净利润(百万元)	234.54	230.22	258.24	365.00	470.98
增长率(%)	13.84	(1.84)	12.17	41.34	29.03
EPS(元/股)	1.14	1.12	1.26	1.66	2.14
市盈率(P/E)	35.88	36.55	32.59	24.70	19.14
市净率(P/B)	11.34	9.04	7.42	6.22	4.90
市销率(P/S)	1.32	1.00	0.96	0.68	0.54
EV/EBITDA	15.66	28.04	20.60	14.34	12.42

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	电子/电子制造
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	41 元
目标价格	49.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	205.24
流通 A 股股本(百万股)	205.24
A 股总市值(百万元)	8,414.99
流通 A 股市值(百万元)	8,414.99
每股净资产(元)	5.03
资产负债率(%)	69.24
一年内最高/最低(元)	47.87/32.31

作者

农冰立 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110006
nongbingli@tfzq.com

张昕 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090002
zhangxin@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

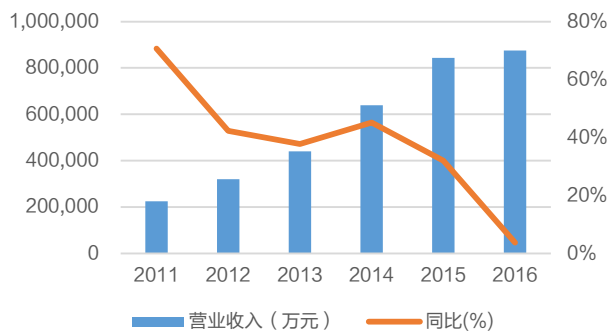


1. 业绩优异、盈利提升

1.1. 单季业绩新高

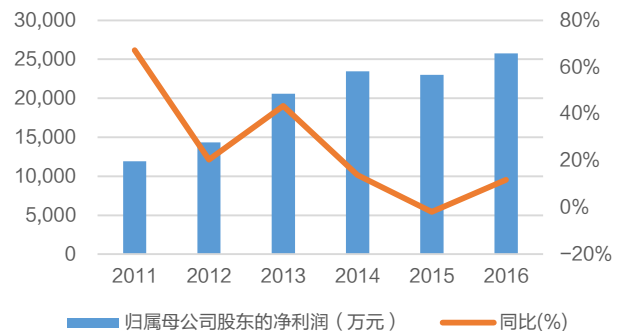
公司是业内最大的电源解决方案服务商及相关电池产品制造商之一，也是国内锂电池制造领域的先行者，主营业务为电池封装和电源管理系统（BMS）。2016年1月18日，公司发布2016年度业绩预告，营业收入87.5亿元，同比增长3.75%，对应Q4单季度营收同比增长33.54%；归母净利润2.46-2.69亿元，同比增长7-17%，对应Q4单季度归母净利润同比增长97-137%。盈利情况显著改善，公司业绩迈上新台阶。

图 1：公司 2011-2016 营收及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司 2011-2016 归母净利润及增速(2016 年取业绩预告中值)



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：公司分业务产销量

(万个)	2014	2015
产量-电池封装	15,824.61	22,170.46
产量-电源管理系统	24,674.75	32,020.52
销量-电池封装	15,786.30	21,982.53
销量-电源管理系统	24,468.00	32,218.07
库存-电池封装	893.13	1,081.06
库存-电源管理系统	793.21	595.66

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司与全球领先的消费类电子厂商均建立了长期稳定的合作关系，积累了大量的优质客户资源，在智能手机、平板电脑、笔记本电脑、电动工具等领域持续拓展、份额提升。电动工具业务稳步增长，我们预计2017年有望贡献约10亿营收；笔记本电脑电池业务方面，公司凭借出色的产品能力有望在联想和苹果之外为更多客户实现量产供货。此外，公司通过成立惠州市蓝微新源技术有限公司，布局动力电池业务，虽然短期仍难免亏损，但放眼3-5年，新能源汽车大势所趋，公司未雨绸缪、卡位高增长汽车锂电池市场，长期业绩稳定高速增长值得期待。

1.2. 盈利能力改善

公司2015年毛利率在8.92%，2016前三季度毛利率在9.30%；从Q4单季度归母净利润增速高于营收增速可以看到，公司2016年Q4的净利润率已经有所改善、可能高达10%，主要由于材料成本率下降以及生产损耗控制得当、生产效率总体提升。根据我们与产业链的交流，公司一般三季度由于新品磨合因素而利润率处于低位，2017年Q1、Q2则预计利润率有望延续Q4的较高水平。

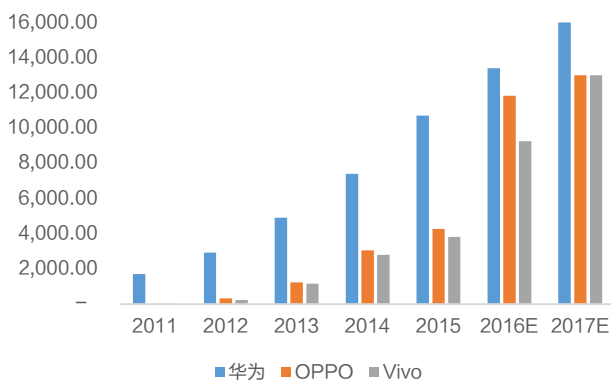
2. HOV+ 国际客户拉升业绩增长

2.1. 国产手机供应链份额提升

公司长期对国内手机客户深耕细作，长期与国内几大领先的手机厂商合作。我们对产业链进行了深度调研与沟通，了解到 2016 年 2 季度公司开始进入华为供应链、目前份额约 30%；OPPO/Vivo 方面公司继 2014、2015 年建立合作后，2016 年整体份额已经提升至 20%、4 季度更提升到了 30% 左右。展望 2017-2018 年，公司在 HOV 的份额有望保持 33% 的水平；考虑到 2016 上半年的低基数，2017 上半年也将持续改善公司的业绩增速水平。

智能手机增速整体放缓，各个手机品牌竞争加剧，而电池作为增强产品差异化竞争力、切实提升用户体验的重要部件，已经成为各大厂商争相投入、升级的领域；一方面，电池容量不断扩充，一方面又有三星 Galaxy Note 7 电池等事故的发生，各大手机厂商对电池安全性的重视程度更是与日俱增。三星电子移动通信部总裁高东真已经表示，将在事件中吸取教训、并制定“8 项电池安全检查措施”用以确保电池安全。由此，**产品 ASP 不断提升、市场空间不断扩大，而与此同时小供应商由于供货的不稳定性更高，被踢出供应链的概率也更大，公司未来几年在国产手机厂商中的份额有望持续提升。**由此，公司将伴随国产手机的放量持续增长。

图 3：华为、OPPO、Vivo 出货量及预计（万台）



资料来源：IDC，天风证券研究所

图 4：三星 Galaxy Note 7 事故手机图



资料来源：Reddit，天风证券研究所

2.2. 国际客户新品大年放量

公司在 A 客户手机产品供货份额约在一半，我们从产业链也了解到公司在客户处评价优异。从往年经验看，新品一般于 7 月底供货，并于 4、5 月份配置产能。我们之前与产业专家交流，A 客户 2017 年新品手机将呈现多种升级、预计市场需求火爆，而我们团队此前在市场上首次提出双电芯逻辑，预计公司在 A 客户新品大年将由于需求量拉动和 ASP 大幅提升而双重受益。

3. 估值与盈利预测

我们预计 2016-2018 年归母净利润分别为 2.58、3.65、4.71 亿元，对应 EPS 分别为 1.26、1.66、2.14 元，2016-2018 复合增速 35%。**考虑到公司在国产手机供应链中份额提升，叠加 A 客户大年放量，我们认为 2017 上半年公司业绩仍将继续超预期。**此外，公司的国企改革仍有预期，如能在近 2 年顺利实施、解决少数股东权益的问题，公司的归母净利润将有望进一步增厚，公司的生产管理效率有望进一步提高。我们给予公司 2017 年 PE 30 倍估值，6 个月目标价 49.8 元。**首次覆盖，给予增持评级。**

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,152.85	525.37	700.04	1,056.00	1,325.98
应收账款	1,860.73	1,497.33	3,495.75	2,707.87	5,081.79
预付账款	12.23	19.83	13.53	32.29	28.83
存货	712.12	667.55	882.31	1,478.37	1,462.99
其他	671.41	307.31	408.12	545.81	429.61
流动资产合计	4,409.33	3,017.39	5,499.76	5,820.34	8,329.20
长期股权投资	21.15	39.88	39.88	39.88	39.88
固定资产	162.44	177.88	203.73	244.61	281.50
在建工程	0.00	29.42	53.65	80.19	78.11
无形资产	46.64	46.77	45.08	43.39	41.71
其他	36.05	91.24	79.93	63.46	50.84
非流动资产合计	266.28	385.18	422.28	471.53	492.04
资产总计	4,675.60	3,402.57	5,922.04	6,291.87	8,821.24
短期借款	1,669.33	247.61	917.92	515.94	1,431.32
应付账款	1,691.34	1,528.75	2,819.72	3,345.91	4,076.18
其他	324.04	405.06	476.62	454.79	591.23
流动负债合计	3,684.71	2,181.42	4,214.26	4,316.64	6,098.73
长期借款	0.00	0.00	154.84	0.00	208.91
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	72.41	23.35	69.47	55.08	49.30
非流动负债合计	72.41	23.35	224.31	55.08	258.21
负债合计	3,757.12	2,204.77	4,438.57	4,371.72	6,356.94
少数股东权益	176.72	266.92	349.29	469.88	624.91
股本	205.24	205.24	205.24	219.87	219.87
资本公积	8.17	8.17	8.17	8.17	8.17
留存收益	536.69	725.86	928.94	1,230.40	1,619.51
其他	(8.33)	(8.39)	(8.17)	(8.17)	(8.17)
股东权益合计	918.48	1,197.80	1,483.47	1,920.15	2,464.30
负债和股东权益总	4,675.60	3,402.57	5,922.04	6,291.87	8,821.24

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	312.88	308.09	258.24	365.00	470.98
折旧摊销	49.04	52.41	11.60	14.27	16.87
财务费用	37.92	40.85	(2.74)	(8.12)	(10.99)
投资损失	(10.58)	(50.83)	(22.14)	(22.14)	(22.14)
营运资金变动	(659.16)	597.72	(890.04)	537.93	(1,361.97)
其它	418.69	(308.40)	89.97	123.97	156.58
经营活动现金流	148.80	639.85	(555.11)	1,010.92	(750.67)
资本支出	158.12	156.41	13.88	94.39	55.78
长期投资	10.88	18.74	0.00	0.00	0.00
其他	(747.50)	114.58	(58.27)	(154.92)	(79.69)
投资活动现金流	(578.49)	289.72	(44.39)	(60.52)	(23.91)
债权融资	1,721.31	292.76	1,105.13	559.10	1,680.46
股权融资	88.47	17.87	21.30	35.52	21.36
其他	(1,350.97)	(1,061.41)	(352.25)	(1,189.06)	(657.27)
筹资活动现金流	458.81	(750.78)	774.18	(594.44)	1,044.56
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	29.11	178.78	174.67	355.95	269.98

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	6,389.60	8,434.19	8,750.56	13,199.99	16,574.75
营业成本	5,706.28	7,681.94	7,919.26	11,946.00	15,000.15
营业税金及附加	12.53	68.00	38.87	66.00	89.50
营业费用	68.20	81.92	103.44	151.80	182.50
管理费用	212.48	259.33	275.64	439.56	527.89
财务费用	0.60	(17.93)	(2.74)	(8.12)	(10.99)
资产减值损失	14.54	13.39	9.29	12.41	11.70
公允价值变动收益	11.26	(10.53)	3.27	1.33	(1.98)
投资净收益	10.58	50.83	22.14	22.14	22.14
其他	(43.66)	(80.60)	(50.81)	(46.94)	(40.33)
营业利润	396.81	387.84	432.21	615.82	794.16
营业外收入	3.95	5.34	4.75	4.68	4.92
营业外支出	1.71	1.91	2.46	2.02	2.13
利润总额	399.05	391.27	434.49	618.47	796.95
所得税	86.17	83.17	89.55	130.83	167.42
净利润	312.88	308.09	344.94	487.64	629.53
少数股东损益	78.34	77.87	86.70	122.64	158.56
归属于母公司净利润	234.54	230.22	258.24	365.00	470.98
每股收益(元)	1.14	1.12	1.26	1.66	2.14

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	45.14%	32.00%	3.75%	50.85%	25.57%
营业利润	17.30%	-2.26%	11.44%	42.48%	28.96%
归属于母公司净利润	13.84%	-1.84%	12.17%	41.34%	29.03%
获利能力					
毛利率	10.69%	8.92%	9.50%	9.50%	9.50%
净利率	3.67%	2.73%	2.95%	2.77%	2.84%
ROE	31.62%	24.73%	22.77%	25.17%	25.61%
ROIC	35.65%	20.24%	39.07%	26.56%	45.70%
偿债能力					
资产负债率	80.36%	64.80%	74.95%	69.48%	72.06%
净负债率	193.41%	73.72%	93.47%	137.15%	111.86%
流动比率	1.20	1.38	1.31	1.35	1.37
速动比率	1.00	1.08	1.10	1.01	1.13
营运能力					
应收账款周转率	3.29	5.02	3.51	4.26	4.26
存货周转率	10.29	12.23	11.29	11.18	11.27
总资产周转率	1.59	2.09	1.88	2.16	2.19
每股指标(元)					
每股收益	1.14	1.12	1.26	1.66	2.14
每股经营现金流	0.72	3.12	-2.70	4.93	-3.66
每股净资产	3.61	4.54	5.53	6.60	8.37
估值比率					
市盈率	35.88	36.55	32.59	24.70	19.14
市净率	11.34	9.04	7.42	6.22	4.90
EV/EBITDA	15.66	28.04	20.60	14.34	12.42
EV/EBIT	17.31	31.35	21.15	14.68	12.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com