

谨慎推荐 (维持)

德赛电池 (000049)

风险评级：一般风险

下游稳步前进，预计全年业绩增长较快

2017年4月27日

投资要点：
冯显权

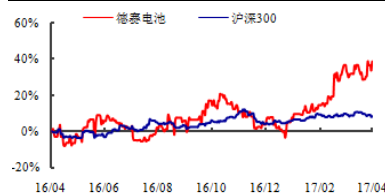
SAC 执业证书编号：

S0340514100001

电话：0769-22115935

主要数据 2017年4月26日

收盘价(元)	54.09
总市值(亿元)	111.02
总股本(百万股)	205.24
流通股本(百万股)	205.24
ROE (TTM)	23.32%
12月最高价(元)	56.60
12月最低价(元)	34.30

股价走势


资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

相关报告

- 2017年HOV仍会维持较快增长。** 尽管一季度全球智能手机市场出现衰退，但预计国内智能手机厂商出货量仍维持较快增长。台积电 (TSMC) 在4月的法人说明会上也谈到内地手机库存调整时间拉长，预料二季度需求较一季度疲软，三季度将恢复旺盛需求。我们的判断是，目前智能手机疲软可能是受到下半年苹果新机的影响，预料新机将在屏幕、指纹识别、3D摄像头等多方面有革命性的改变。目前HOV均谨慎地下调17年的增长目标，但全年出货量相比去年仍会有10-15%的增长。
- iPhone8预计会有可观的出货量。** 目前市场看好的iPhone8预计将于下半年出炉，对苹果17年的出货量是个极大的提振。韩国方面指出，三星电子和苹果已经修改了订单，三星将给苹果供应1.6亿块OLED屏幕，此前三星原定的供货量为1亿块。因此，我们预计，受iPhone8提振，2017年iPhone出货量将增长5%，至2.258亿部，2018年iPhone出货量将增长10%，至2.484亿部。
- 新客户开拓进展顺利。** 从去年四季度至今年一季度，公司营收、利润方面均稳步增长，公司年报指出，这一方面有赖于存量客户增长较快，另一方面与公司在新客户拓展方面取得较好进展有密切关系。
- 动力电池业务处于起步阶段，释放业绩尚需时日。** 蓝微新源2015年才设立，16年收入不足3000万，全年亏损4586.59万。因此，短期而言，蓝微新源对上市公司不会形成正向利润贡献。但动力电池是公司业务的战略重点，在技术研发、资源投入上会重点支持。
- 业绩预测：** 预计公司2017-18年可实现营业收入109.89/123.74亿元，对应归母净利润3.3/3.71亿元，增长29.29/12.6%，对应EPS为1.61/1.81元，对应PE 34/30X。因此，维持德赛电池“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：** 苹果新机型不及市场预期；国内智能手机厂商出货量不及预期；动力电池业务亏损超预期等。

主要财务指标预测表

单位(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E
主营收入(百万)	8,434	8,724	10,989	12,374
增长率(%)	32.00%	3.44%	25.96%	12.60%
净利润(百万)	230	255	330	371
增长率(%)	-1.84%	10.89%	29.42%	12.35%
净利率(%)	2.7%	2.9%	3.0%	3.0%
PE	48	43	34	30

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

1. 公司概况

旗下主要业务为电池封装以及 BMS。2005 年公司通过借壳深万山上市，目前旗下主要有两个一级子公司，分别是控股 75% 的惠州德赛电池以及同样控股 75% 的惠州蓝微电子。惠州德赛主营消费电子锂电池电池封装业务，惠州蓝微主营中小型锂电池的 BMS。2015 年公司通过惠州德赛以及惠州蓝微投资设立蓝微新源，持股比例为 75%，蓝微新源主营大型动力电池 BMS 业务，丰富并延伸了公司的锂电池业务链条。

业绩常年维持快速增长。2010 年以来公司充分把握全球智能手机大力普及的历史机遇，通过行业领先的封装技术以及 BMS 实力，使公司收入、利润以及市值迅速提升。就净利润增速而言，公司 2010-2016 年的归母净利润增速分别为 512.75/67.17/20.38/43.44/13.84/-1.84/10.89%，除 2015 年出现轻微下滑外，其他年份均实现两位数增长。通常上半年为行业淡季，但公司增长强劲。2017 年一季度，公司业绩再现快速增长，营业收入增长 50.4%，归母净利润增长 77.54%。

单一客户集中度过高是公司的风险点。公司第一大客户占比风险持续存在，最近三年占比维持在 50% 左右，个别年份甚至更高，一旦第一大客户自身出现产品结构调整或产能削减，对公司的负面影响甚大。2012-16 年第一大客户销售占比分别为 38.45/35.24/49.73/66.70/58.09%。

消费电子锂电池业务几乎贡献所有收入利润。公司去年营收 87.24 亿元，几乎由消费电子锂电池业务所贡献，包括 PACK 以及 BMS，此外，2015 年设立的蓝微新源 2016 年贡献不到 3000 万元，因此，公司同时面临智能手机行业衰退的市场风险，这亟需开拓新市场新业务，寻找新增长点进行对冲。

因此，公司后续看点主要有两方面，（1）消费电子锂电池业务能否开拓新客户以及扩大已有其他客户的销售额，降低单一客户集中度过高风险。（2）蓝微新源动力电池 BMS 在技术以及客户开拓方面能否顺利推进，降低智能手机行业的市场风险。

2. 消费电子锂电池

2016 年国产智能手机大放异彩。2016 年全球智能手机出货量为 13.6 亿部，年增长 4.7%，尽管全球智能手机增速放缓，不过国产品牌 2016 年表现相当抢眼。据调研公司 IHS Technology 数据显示，2016 年华为智能手机出货量为 1.39 亿部，在中国智能手机厂商中高居榜首。OPPO 以 9500 万部的出货量排名第二，较华为少 4400 万部，这主要是由于 OPPO 的市场主要集中在亚洲，尤其是国内。Vivo、小米的出货量分别为 8200 万部、5800 万部。IDC 的数据显示，2016 年 OPPO 中国国内手机出货量为 7840 万部，市场份额为 16.8%，排名首位。而华为的国内出货量为 7660 万部，市场份额为 16.4%。

2017 年 HOV 仍会维持较快增长。根据 TrendForce 的统计，2017 年第一季度全球智能手机的产量仅为 3.07 亿部，相比去年同期大跌了 23%。此外，台积电（TSMC）在 4 月的法人说明会上也谈到内地手机库存调整时间拉长，预料二季度需求较一季度疲软，三

季度将恢复旺盛需求。我们的判断是，目前智能手机疲软可能是受到下半年苹果新机的影响，预料新机将在屏幕、指纹识别、3D 摄像头等多方面有革命性的改变，全年智能手机市场增长仍然乐观。目前 HOV 均下调 17 年的增长目标，但全年出货量相比去年仍会有 10-15% 的增长。

iPhone8 预计会有可观的出货量。由于 iPhone7 和 7 Plus 缺乏创新，市场反应平平，按照 IDC 数据，苹果 2016 年出货量仅 2.15 亿部，同比下滑 7%，市占率 14.6%，低于 15 年的 16.1%。不过，目前市场看好的 iPhone8 预计将于下半年出炉，对苹果 17 年的出货量是个极大的提振。韩国方面指出，三星电子和苹果已经修改了订单，三星将给苹果供应 1.6 亿块 OLED 屏幕，这此前三星原定的供货量为 1 亿块。因此，我们预计，受 iPhone8 提振，2017 年 iPhone 出货量将增长 5%，至 2.258 亿部，2018 年 iPhone 出货量将增长 10%，至 2.484 亿部。

新客户开拓进展顺利。从去年四季度至今年一季度，公司营收、利润方面均稳步增长，这一方面有赖于存量客户增长较快，另一方面与公司在新客户拓展方面取得较好进展有密切关系。公司 16 年年报中指出，公司在服务好老客户的同时，进一步加大力度开拓新的优质客户，为公司未来持续稳健发展奠定坚实的基础。预计新客户的导入对全年业绩有一定增量效应。

3. 动力电池

16 年新能源汽车产量增长迅猛。2016 年中国新能源汽车处于政策调整期，受清查骗补、三元电池暂缓用于商用车、电池目录、补贴政策调整、纯电动物流车推荐目录暂缓发布等政策影响，GGII 数据显示，2016 年中国新能源汽车全年产量 51.85 万辆，同比增速 36.8%，低于市场预期的 70 万辆，但仍为全球增速最快的市场。

17 年一季度市场遭遇调整，但不改向上势头。GGII 数据显示，受政策换挡、补贴大幅退坡、推荐目录重审等多重因素影响，一季度我国新能源汽车产销分别比去年同期下降了 7.7% 和 4.7%。但最近几个迹象显示市场正重回正轨。一是中汽协发布了 3 月新能源汽车产销辆，分别是 33015 辆和 31120 辆，同比分别增长 30.9% 和 35.6%。二是地方补贴政策正出台，目前北京、江苏、甘肃、山西等地已经出台了地方补贴政策，其中北京按照国家补贴的 50% 补贴。长期来看，新能源汽车市场的向上发展方向相当确定。

加强研发，注重技术积累。公司持续加大研发投入，2016 年研发投入达 2.01 亿元，同比增长 41.73%，主要用于消费电子锂电池以及公司高度重视的动力电池研发方面。公司与北京理工大学、华南理工大学等高校开展产、学、研合作，进行了多项动力电池电源管理技术和智能控制方面的技术合作开发，预计今年仍可在技术上实现较好的积累。

公司目前处于起步阶段，释放业绩贡献利润尚需时日。蓝微新源 2015 年才设立，16 年收入不足 3000 万，全年归属亏损 4586.59 万。因此，短期而言，蓝微新源对上市公司不会形成正向利润贡献。但动力电池是公司业务的战略重点，在技术研发、资源投入上会重点支持。

4. 盈利预测及投资建议

关键假设：

- (1) 受新机型推动，2017 年苹果出货量增长 5%，2018 年增长 10%；
- (2) 国内智能手机厂商 2017-18 年均可实现 15% 增长；
- (3) 公司占下游客户采购总额比例保持稳定；
- (4) 动力电池 2017-18 年亏损额与 2016 年持平；
- (5) 2017-18 年上游电芯、PCB 等原材料成本保持稳定，公司产品出厂单价保持稳定；
- (6) 上市公司对惠州德赛、惠州蓝微以及蓝微新源权益占比保持在 75%。

按照上述假设，我们测算公司 2017-18 年可实现营业收入 109.89/123.74 亿元，增长 25.97/12.6%，按照公司 2016 年 4% 销售净利率计算，预计公司 2017-18 年可实现净利润 4.4/4.95 亿元，对应归母净利润 3.3/3.71 亿元，增长 29.29/12.6%，对应 EPS 为 1.61/1.81 元，对应 PE 34/30X。

因此，维持德赛电池“谨慎推荐”评级。

5. 风险提示

苹果新机型不及市场预期；国内智能手机厂商出货量不及预期；动力电池业务亏损超预期等。

附表：财务报表预测与比例分析

利润表					现金流量表				
项目(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	项目(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业总收入	8,434	8,724	10,989	12,374	净利润	308	350	429	482
营业成本	7,682	7,877	9,922	11,172	折旧与摊销	67	88	90	109
营业税金及附加	68	17	22	25	财务支出	41	19	32	33
销售费用	82	75	95	106	投资损失	-51	-13	-10	-10
管理费用	259	330	415	468	净营运资本变动	264	-353	261	3,301
财务费用	-18	-17	-21	-24	经营活动现金流	640	86	802	513
资产减值损失	13	23	30	33	资本支出	-1,289	-1,508	-93	-99
其他经营收益	40	18	10	10	其它投资	1,579	1,234	10	10
营业利润	388	436	536	603	投资活动现金流	290	-274	-83	-89
利润总额	391	441	536	603	股权融资	13	13	0	0
减 所得税	83	91	107	121	债券融资	2,199	989	-5	0
净利润	308	350	429	482	股利分配及其它	-93	-77	-32	-33
减 少数股东损益	78	94	99	111	筹资活动现金流	2,119	924	-37	-33
归母公司净利润	230	255	330	371	货币资金净变动	3,048	735	682	391
资产负债表					主要财务比率				
项目(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	项目	2015A	2016A	2017E	2018E
货币资金	525	484	1,173	1,580	成长能力(YOY)				
应收账款	1,467	2,584	2,198	2,475	营业收入	32.0%	3.4%	26.0%	12.6%
预付账款	20	5	16	18	营业利润	-2%	13%	22.9%	12.4%
存货	668	991	1,045	1,176	归母公司净利润	-1.8%	10.9%	29.4%	12.3%
其它	338	480	530	597	盈利能力				
流动资产合计	3,017	4,545	4,961	5,846	销售毛利率	8.9%	9.7%	9.7%	9.7%
长期股权投资	40	0	0	0	销售净利率	2.7%	2.9%	3.0%	3.0%
固定资产合计	178	227	386	378	ROE	25.7%	23.3%	22.2%	20.0%
长期待摊费用	72	72	70	70	ROIC	0.0%	23.7%	21.7%	22.5%
其它	95	302	148	145	偿债能力				
非流动资产合计	385	601	604	593	资产负债率	64.7%	70.8%	65.3%	62.6%
资产总计	3,403	5,146	5,565	6,439	流动比率	1.38	1.25	1.37	1.45
短期借款	248	455	450	450	速动比率	0.92	0.84	0.93	1.01
应付账款	1,486	2,655	2,607	2,936	营运能力				
预收款项	2	2	0	0	资产周转率	2.09	2.04	2.05	2.06
其它	446	532	577	641	存货周转率	11.14	9.50	9.75	10.06
流动负债合计	2,181	3,644	3,635	4,027	应收账款周转率	5.26	4.31	4.60	5.30
长期借款	0	0	0	0	每股指标				
其它	19	2	1	1	每股收益	1.12	1.24	1.61	1.81
非流动负债合计	19	2	1	1	每股经营现金流	3.12	0.42	3.91	2.50
负债合计	2,201	3,646	3,636	4,028	每股净资产	4.56	5.63	7.24	9.05
股本	205	205	205	205	每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
资本公积	8	8	8	8	估值指标				
留存收益及其它	985	1,287	1,716	2,198	PE	48.22	43.48	33.60	29.91
所有者权益合计	1,198	1,500	1,929	2,411	PB	11.87	9.61	7.47	5.98
负债和权益总计	3,399	5,146	5,565	6,439	EV/EBITDA	27.93	22.35	18.34	16.10

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn