

2017年07月23日

德赛电池 (000049.SZ)

消费电子电池龙头，持久蓄力再出发

■从行业发展看，电池及其解决方案是解决终端体积（集成度）、安全性和续航时间等的最关键环节，在终端功能日益强大的背景下，其方案的创新裕度和需求空间较大，手机、笔电/电动工具、以及动力电池皆是如此。行业下游集中度提升的过程中，给予客户质量突出和规模效应显著的优质企业，更高的行业发展红利。我们认为，在这个过程中公司将充分受益，并持续高速发展。

■消费电子电池龙头，将受益于手机行业集中度提升和技术创新。公司主营业务是小型电源管理系统（BMS）和电池封装（Pack），与国际领先消费电子公司苹果合作多年，是苹果手机的核心电池供应商。同时已经成为华为、OPPO、vivo 等手机厂商的重要合作伙伴，在核心客户市占提升的背景下公司主业将直接受益。技术路线上，据产业链信息，预计 iPhone 手机新品将采用双电芯，电池封装难度升级带动产品价格大幅提升，公司大客户业务有望实现跨越性成长。

■行业技术演进，笔记本电脑电池打开成长新空间。传统笔记本电脑电池由多节直径为 18mm 的圆柱形 18650 电池级联组成，但以苹果 Macbook 和微软 Surfacebook 为代表轻薄型笔电产品将成为行业主流，轻薄笔电外形厚度已经小于 18mm，传统 18650 电池不再适用，笔记本电脑电池将采用类似于手机电池的软包锂电池。作为消费电子电池龙头，预计公司小型电池业务将直接受益。

■投资建议：预计公司 2017~2019 年净利润分别为 3.89 亿、5.55 亿、6.95 亿，同比增速分别为 52.5%、42.5%、25.3%；对应 EPS 分别为 1.90 元、2.70 元、3.39 元。考虑到公司行业龙头地位，未来行业集中度提升，预计公司将逐步提高议价能力，盈利能力逐步走强。给予公司 2018 年 24 倍 PE，6 个月目标价 64.8 元，维持买入-A 评级。

■风险提示：宏观经济下行；核心客户出货不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	8,434.2	8,724.4	12,028.3	16,036.2	19,886.5
净利润	230.2	255.3	389.3	554.6	694.9
每股收益(元)	1.12	1.24	1.90	2.70	3.39
每股净资产(元)	4.54	5.63	7.09	9.36	12.16

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	47.1	42.5	27.9	19.6	15.6
市净率(倍)	11.6	9.4	7.5	5.6	4.3
净利润率	2.7%	2.9%	3.2%	3.5%	3.5%
净资产收益率	24.7%	22.1%	26.7%	28.9%	27.8%
股息收益率	0.3%	0.5%	0.6%	0.9%	1.2%
ROIC	20.2%	38.2%	40.4%	35.5%	50.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

其他元器件

投资评级 **买入-A**

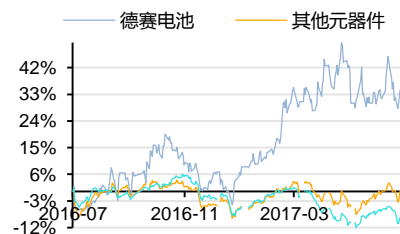
维持评级

6 个月目标价：**64.8 元**
股价 (2017-07-21) **52.83 元**

交易数据

总市值(百万元)	10,843.03
流通市值(百万元)	10,843.03
总股本(百万股)	205.24
流通股本(百万股)	205.24
12 个月价格区间	36.83/59.02 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.64	3.54	41.19
绝对收益	0.72	-0.34	32.59

孙远峰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020001
sunyf@essence.com.cn
010-83321079

张大印

报告联系人

zhangdy@essence.com.cn

相关报告

- 德赛电池：半年度预告符合预期，全年成长值得期待/孙远峰 2017-07-10
- 德赛电池：一季度高成长，尽显电池龙头风范/孙远峰 2017-04-19
- 德赛电池：消费电子为主体，稳步开拓动力电池/孙远峰 2017-03-12

内容目录

1. 消费电子电池龙头	4
1.1. 手机电池是公司主业.....	4
1.2. 控股型公司，少数股东权益待解决.....	5
1.3. 高端客户+先进制造，打造公司核心竞争力.....	6
2. 智能手机行业集中，公司受益	8
2.1. 一线客户出货提升带动公司主业	8
2.2. 电池容量持续提升，双电芯带动电池价格成长	9
2.3. 笔记本电脑电池形式转变，利好公司业务.....	11
3. 电动工具和新能源汽车，打开电池需求新方向	13
3.1. 电动工具市场向好，带动公司锂电池业务.....	13
3.2. 电动汽车销量高增长、占比低，发展空间广阔	15
3.3. 成立惠州新源，切入动力电池市场.....	16
4. 盈利预测和投资建议	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司消费电子电池业务产业链上下游.....	5
图 3: 2011~2016 年公司营收和增速（单位：亿元）	5
图 4: 2011~2016 年公司归母净利和增速（单位：亿元）	5
图 5: 公司股权结构	6
图 6: 2011~2016 年前五大客户收入（亿元）和比例.....	7
图 7: 2011~2016 年前五大供应商采购额（亿元）和占比	7
图 8: 2011~2016 年人数变化和比例	7
图 9: 2011~2016 年公司人均营收（万元）	7
图 10: 2011~2016 年公司毛利率和净利率.....	8
图 11: 2015 年各品牌智能机出货量（百万部）	8
图 12: 2015 年各品牌智能机出货量占比	8
图 13: 2016 年各品牌智能机出货量（百万部）	8
图 14: 2016 年各品牌智能机出货量占比	8
图 15: iPhone 6s Plus 元器件成本构成（单位：美元）	9
图 16: 2015H1~2016H1 不同电池容量手机款数	10
图 17: 2015H1~2016H1 不同电池容量占比变化	10
图 18: 金立 M6 Plus 双电芯电池和双充电芯片快充.....	10
图 19: 18650 电池单体和笔记本电脑用电池组.....	11
图 20: Macbook Pro 超薄的尺寸已不适用于 18650 电池.....	11
图 21: 层叠软包锂电池充分利用电脑内部结构空间.....	12
图 22: 2016 年各品牌笔记本电脑市场份额.....	12
图 23: 2013~2021 年笔记本电脑出货统计和预测.....	12
图 24: 以 Surface Pro 为代表的二合一电脑带动平板出货增长	13
图 25: Apple iPad Air 2 成本构成.....	13

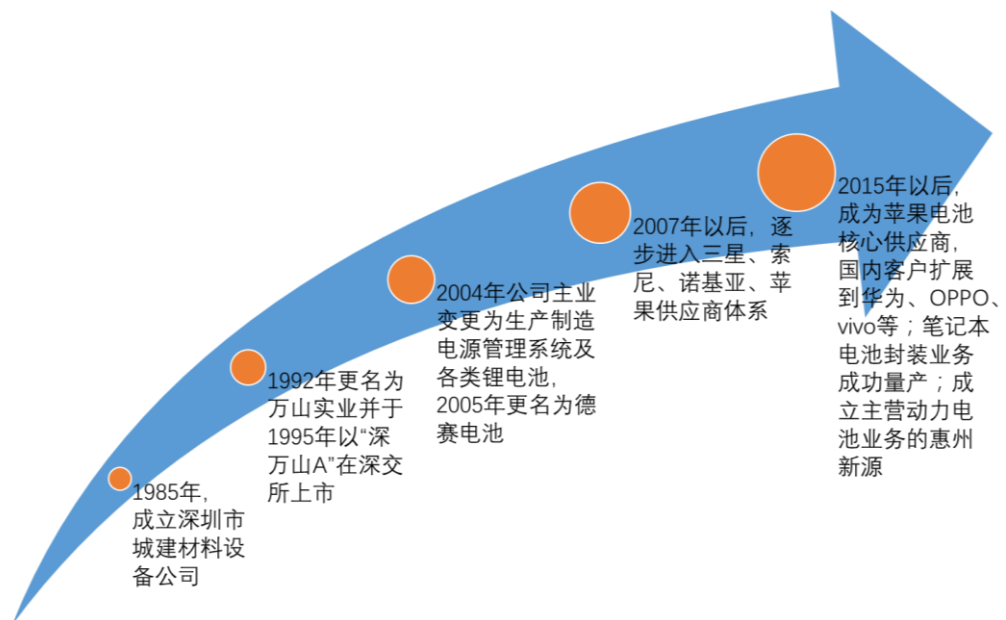
图 26: 电动工具: 电钻起子机、电刨、磨砂机、马刀锯.....	14
图 27: 2014~2021 年亚太地区电动工具市场规模 (单位: 亿美元)	14
图 28: 2012~2016 全球电动汽车销量和增速.....	15
图 29: 2015~2016 年全球各地区电动汽车销量 (万辆)	15
图 30: 2015~2020 全球车用锂电池市场规模和增速.....	16
图 31: 2010~2030 年每千瓦时电池价格	16
图 32: 惠州新源 BMS 产品.....	16
图 33: 惠州新源提供多种电池 Pack 解决方案: 物流车、乘用车、圆形模组、方形模组.....	17
表 1: iPhone 手机电池容量持续提升.....	9

1. 消费电子电池龙头

公司以消费电子电池业务为主,经过多年发展和积累,已经成为全球中小型电池 Pack 和 BMS 电源管理领域的领导厂商,同时布局中型电池产品和大型动力电池业务。与全球领先的消费电子厂商展开深度合作,并逐步开拓国内市场,优秀的品质保证和高端客户资源使得公司具备强劲的综合竞争优势。

公司成立于 1985 年,原名深圳市城建材料设备公司,1992 年更名为深圳市万山实业股份有限公司并于 1995 年以“深万山 A”在深圳证券交易所上市交易。2004 年公司进行资产置换,主营业务变更为生产制造电源管理系统及各类锂电池,并于 2005 年更名为现在的深圳市德赛电池科技股份有限公司。2007 年以来,逐步进入三星、索尼、诺基亚、苹果、华为、OPPO、vivo 等供应链体系。

图 1: 公司发展历程



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

1.1. 手机电池是公司主业

公司目前主要业务为小型电源管理 BMS 产品和电池封装 Pack, 同时实现对中型、大型电源管理系统及封装集成业务的全覆盖。

在小型 BMS 和电池 Pack 方面, 产品主要应用于智能手机、笔记本电脑、平板电脑等消费电子产品; 在中型 BMS 和电池 Pack 方面, 产品主要应用于电动工具; 在大型 BMS 和电池 Pack 方面, 产品应用于新能源汽车动力电池和能源存储。

目前以智能手机为主的消费电子电池业务仍然是公司主要收入构成, 智能手机方向业务占公司总营收的 80%以上, 是公司最主要的收入来源。上游供应商主要是 ATL 等电芯厂商, 下游主要客户有苹果、华为、OPPO、vivo 等手机厂商。

图 2：公司消费电子电池业务产业链上下游

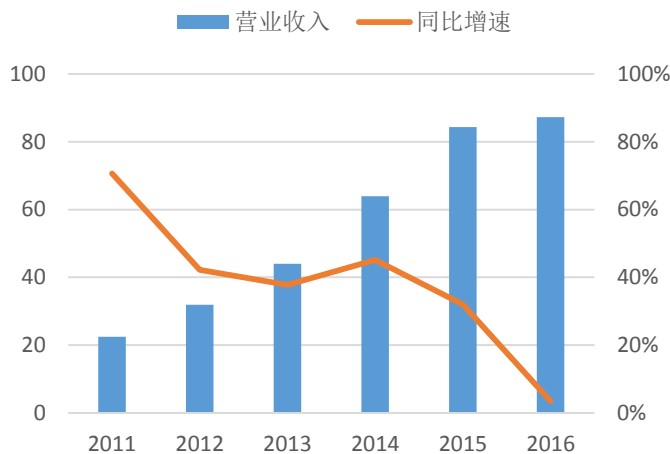


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

伴随智能手机为主的消费电子行业发展，公司经历了快速成长。此外，在电动工具业务方面，公司与国际一线客户业务关系加强，销售收入持续增长。在动力电池业务方面，据公司公告披露，2015年成立的惠州新源尚处于投入期，整体规模较小，形成销售的产品主要为电源管理系统。

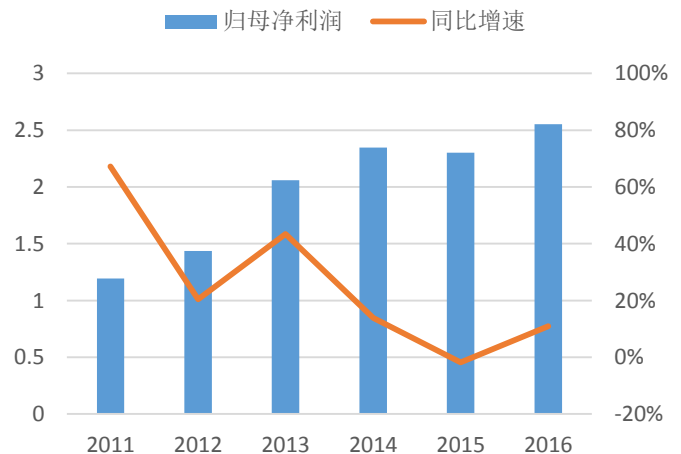
公司营业收入从2011年的22.46亿成长到2016年的87.24亿元，CAGR达到31.2%；归母净利润从2011年的1.44亿增长到2016年的2.55亿，CAGR为12.1%，是在高速发展过程中最稳健的零部件公司之一。

图 3：2011~2016 年公司营收和增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：2011~2016 年公司归母净利润和增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 控股型公司，少数股东权益待解决

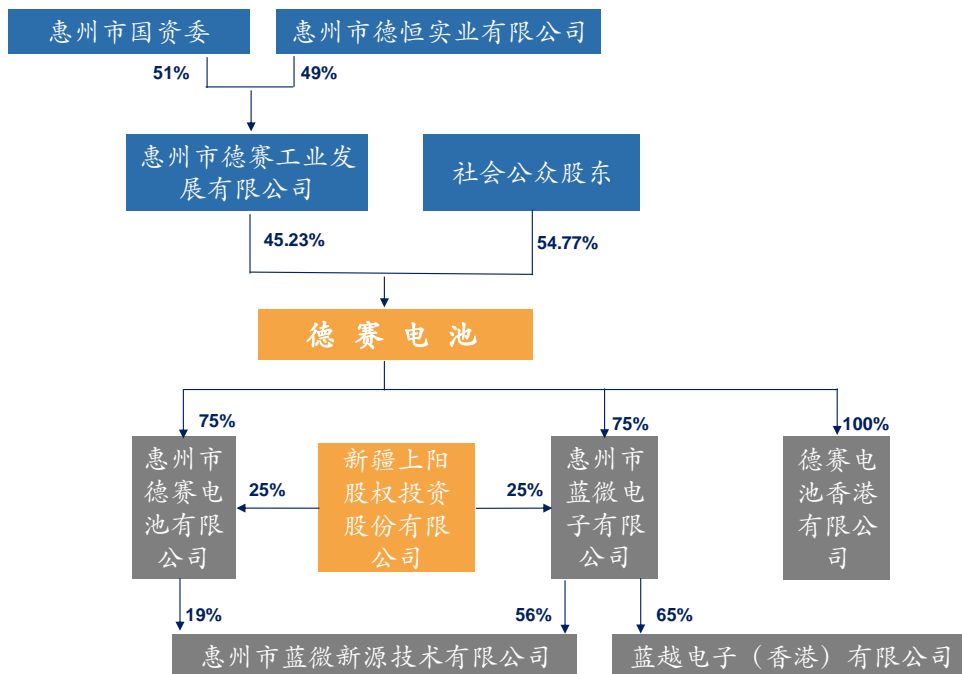
公司为控股型公司，分别持有惠州蓝微、惠州电池两家子公司 75% 的股权。惠州电池主营中小型锂电池封装集成业务，惠州蓝微主营中小型移动电源管理系统业务，二级子公司惠州新源主营大型动力电池、储能电池等电源管理系统及封装集成业务。

公司子公司惠州蓝微、惠州电池另外 25% 股权由新疆上阳持有，新疆上阳的股东主要是德赛电池的管理层人员。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。

2012 年公司曾推出资产重组计划，拟向惠州市上阳投资股份有限公司（后更名新疆上阳股

权投资股份有限公司) 定向发行股份, 以购买其持有的香港创源投资有限公司 100% 股权, 实现对下属三家控股子公司 100% 的控股 (香港创源, 持有公司三家控股子公司各 25% 的股权)。最终由于惠州上阳股东未达成一致意见等原因, 重组计划失败。

图 5: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

根据公司公告披露, 目前公司管理层、大股东和国资委等有关各方正在积极推动解决公司 25% 少数股东权益问题, 尚未有明确时间表。

我们认为, 假设公司能收回这 25% 股权, 首先将带来公司业绩的直接增厚, 其次促进管理层和公司员工的主观积极性, 对公司未来业绩产生正面影响。公司少数股东权益解决进展值得持续关注。

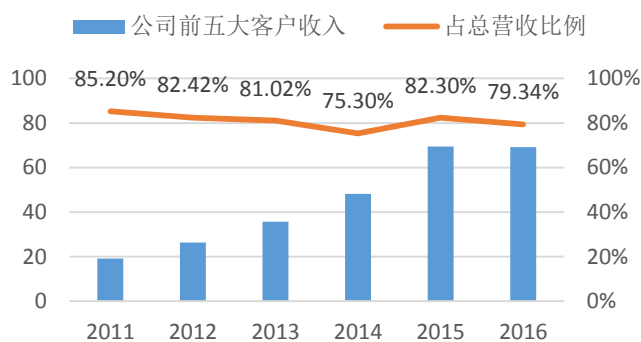
1.3. 高端客户+先进制造, 打造公司核心竞争力

公司自 2004 年正式进入电池行业以来, 经历十几年的发展, 已经成为国内消费电子行业电池制造的领导者。公司通过优化客户结构, 合理调整人员配比和组织架构, 打造高效生产制造平台, 与此同时, 建立充分的品质管控和预防体系, 使得公司具备电池行业的研发、生产、制造全产业链核心优势。

1、公司具备高端客户资源。公司经过多年的业务积累和技术发展, 凭借充分的生产制造经验、优良稳定的产品品质, 以及优秀的交付能力, 与全球领先的消费电子厂商苹果公司等建立了长期稳定的合作关系, 在与优秀客户合作的过程中, 进一步提升自身生产制造水平和产品供应能力, 有利于公司向国内市场客户开展业务, 为公司未来持续发展奠定稳固的基础。

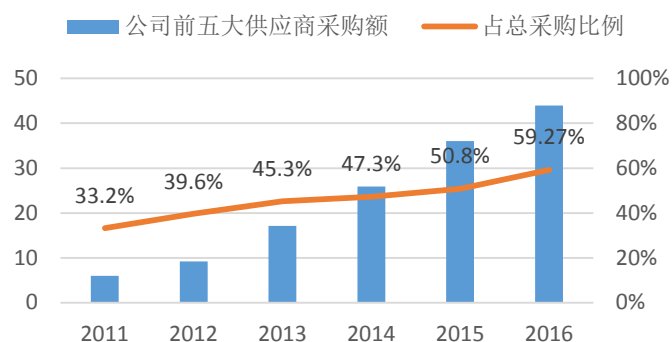
近几年公司前五大客户收入占公司总收入的比例维持在 75%~85% 之间, 与大客户合作关系稳定, 随着大客户的业绩成长, 公司营收水平稳步提升。我们认为, 以苹果、三星、华为、OPPO、vivo 为代表的领先的手机品牌将进一步扩大市场份额, 公司作为消费电子电池龙头, 将在行业趋于集中化的过程中充分受益。同时公司前五大供应商采购额占采购总额的 60% 以下, 供应关系相对分散, 有利于提升公司向上游供应商的议价能力。

图 6：2011~2016 年前五大客户收入（亿元）和比例



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：2011~2016 年前五大供应商采购额（亿元）和占比



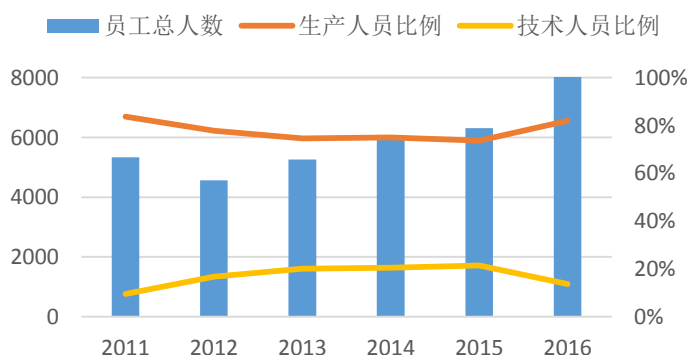
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2、公司具有领先的制造水平。公司具备先发优势，是国内从事锂电池 Pack 封装和 BMS 电源管理业务最早的生产制造企业。在多年的业务发展上，积累了丰富的生产制造经验和大批量供应的管理经验，具备解决生产工艺瓶颈问题的制造水平和优势。近年来，公司逐步建立和完善信息化生产管理体系，实现产品生产制造、品质监控、问题回溯的信息化管理；推进工艺进步，改善产品良率，稳步提升制造效率，打造高效能生产平台。

2011~2015 年，公司总人数稳定在 5000~6000 人左右，生产人员比例从 2011 年的 83.7% 下降到 2015 年的 73.7%；技术人员比例逐步从 2011 年的 9.5% 提升到 2015 年的 21.4%；人均营收从 2011 年的 42 万迅速增长到 2015 年的 134 万。2016 年开始，公司逐步加大汽车动力电池研发和生产投入，处于前期积累阶段未能创造明显营收，人均营收有所下降，预期公司动力电池业务步入正轨以后，人均营收水平有望提升。

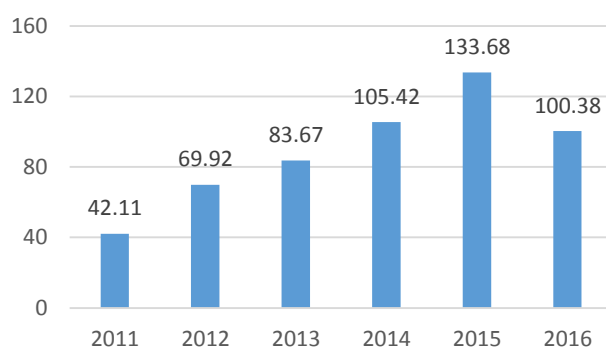
电池封装和 BMS 研发制造具有规模效应，公司在总员工数保持相对稳定的情况下，通过引进自动化生产线，提升技术人员比例，优化员工结构组成，实现人均营收的持续增长，在技术制造领域打造突出的比较优势。

图 8：2011~2016 年人数变化和比例



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

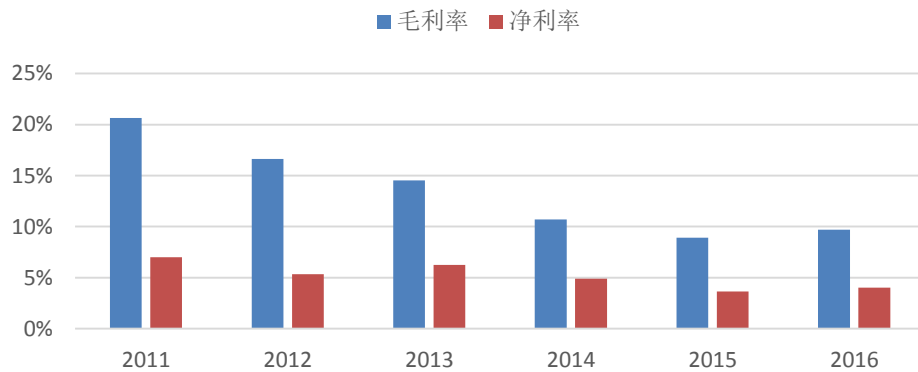
图 9：2011~2016 公司人均营收（万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

随着行业竞争加剧，公司毛利率和净利率水平持续走低，2016 年毛利率和净利率水平分别为 9.71% 和 4.01%，公司毛利率和净利率水平已处于低位，向下空间有限，16 年已表现出企稳回升的态势。我们认为，伴随下游智能手机品牌集中度进一步提升，以及上游中小供应商在成本压力下逐步退出，行业对于稳定大规模量产能力将给出较高溢价，公司作为行业龙头企业，预计将逐步具备较高议价能力，并提升业务毛利率和净利率水平，业绩成长可期。

图 10: 2011~2016 年公司毛利率和净利率



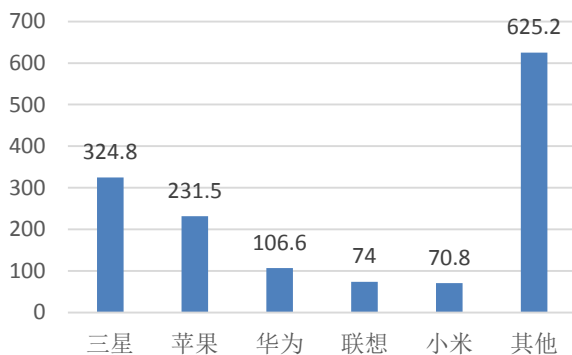
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2. 智能手机行业集中, 公司受益

2.1. 一线客户出货提升带动公司主业

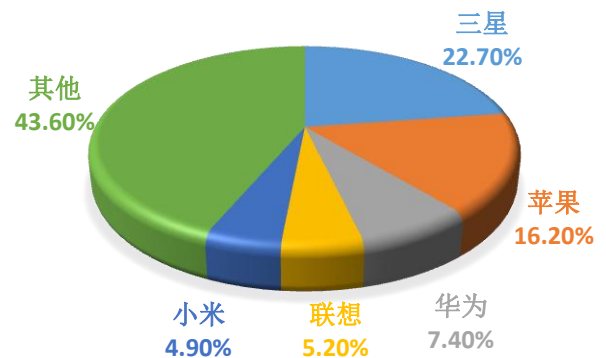
全球智能手机出货增速趋缓, 行业进入整合期。据 IDC 数据显示, 2015 年全球智能机出货量 14.3 亿部, 出货量排名前五的品牌分别是三星、苹果、华为、联想和小米, 五家厂商出货量占全球智能机出货总量的 56.4%。2016 年全球智能手机出货 14.7 亿部, 排名前五的品牌分别是三星、苹果、华为、OPPO、vivo, 五家厂商出货量占全球出货总量的 57.3%, 市场格局进一步集中。

图 11: 2015 年各品牌智能机出货量 (百万部)



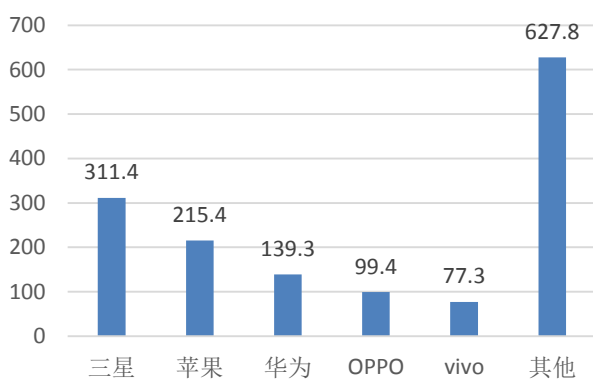
资料来源: IDC, 安信证券研究中心

图 12: 2015 年各品牌智能机出货量占比



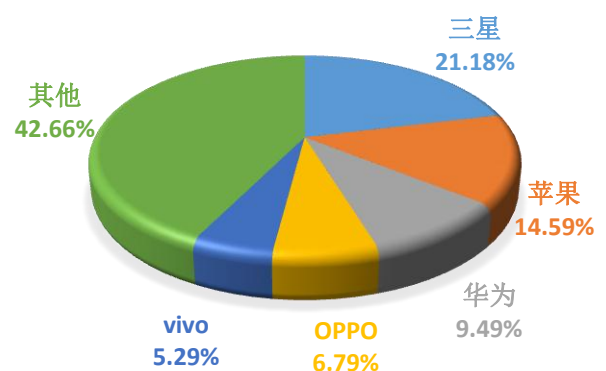
资料来源: IDC, 安信证券研究中心

图 13: 2016 年各品牌智能机出货量 (百万部)



资料来源: IDC, 安信证券研究中心

图 14: 2016 年各品牌智能机出货量占比



资料来源: IDC, 安信证券研究中心

2016 年 HOV（华为、OPPO、vivo）三家厂商智能机出货量分别是 1.39 亿部、9900 万部、7700 万部，三家合计出货 3.15 亿部。我们预计，2017 年手机品牌格局进一步集中，HOV 三家公司的出货量进一步提升，将对公司电池业务带来积极带动。

2.2. 电池容量持续提升，双电芯带动电池价格成长

手机功能日渐丰富，电池续航要求提升。显示屏尺寸增大、双摄像头拍照、高清视频播放、通信频段兼容等硬件功能逐步升级，对于电池容量的需求持续提升。在锂电池能量密度没有突破之前，提升电池容量的主要方法是增加电池体积。

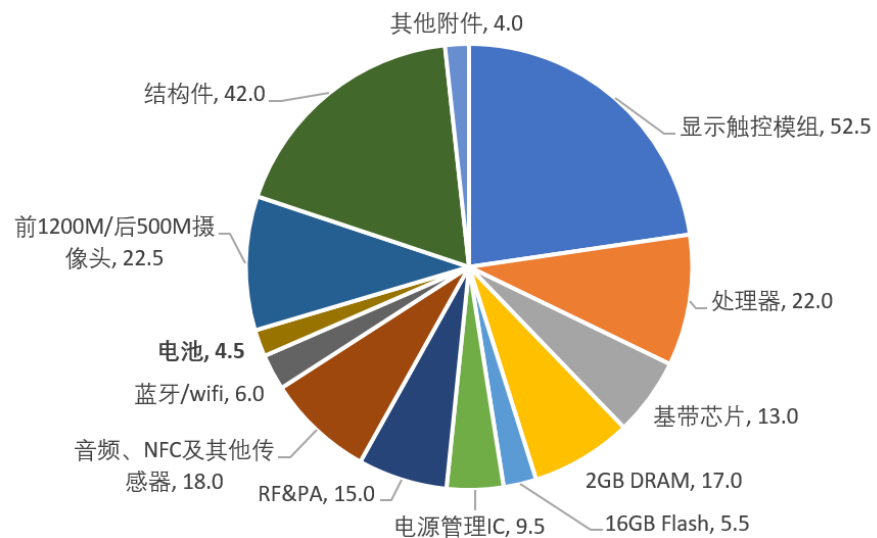
表 1: iPhone 手机电池容量持续提升

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

资料来源：苹果官网，安信证券研究中心

据 IHS 信息，4.7 英寸的 iPhone 7 电池成本价格 2.5 美元。iPhone 7 Plus 电池容量 2910mAh，我们参考同为 5.5 英寸的 iPhone 6s Plus 电池容量 2750mAh，电池成本价格 4.5 美元，iPhone 7 Plus 的电池价格应在 4.5 美元左右。

图 15: iPhone 6s Plus 元器件成本构成（单位：美元）



资料来源：IHS，安信证券研究中心

据苹果 CEO 库克介绍，iPhone 7 Plus 销量超过了 2014 年的 iPhone 6 Plus 和 2015 年的 iPhone 6s Plus，苹果表示低估了 iPhone 7 Plus 的需求，这也表明消费者对于大尺寸的机型的需求超出厂商预期。我们认为，以苹果为代表的大尺寸机型超预期销售将带动供应链电池需求，对公司业务具有积极影响。

从国内市场看，小电池容量手机占比减小，大电池容量手机比例快速提升。据中国产业信息网数据，2015H1，电池容量在 3000mAh 以下的手机款数有 206 款，占总款数比例为 66%；4000mAh 以上的手机有 20 款，占总比例的 6%；到 2016H1，3000mAh 以下的手机款数减

少为 109 款，占总比例的 47%；4000mAh 以上的手机有 35 款，占总比例的 15%。

2015 年以来，3000mAh 以下的手机款数比例持续下行，3000mAh 的手机款数比例持续上升，消费者对电池容量的需求持续走高，市场发展方向利好公司手机电池业务。

图 16：2015H1~2016H1 不同电池容量手机款数

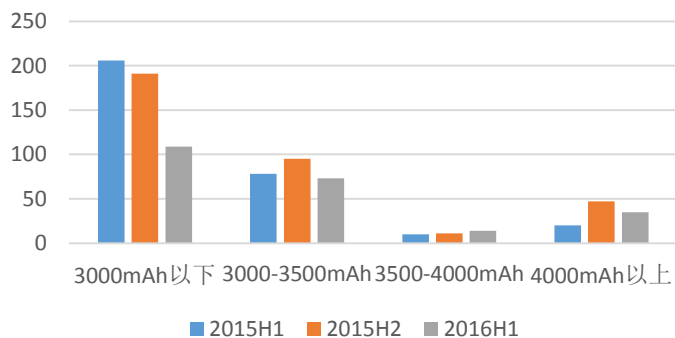
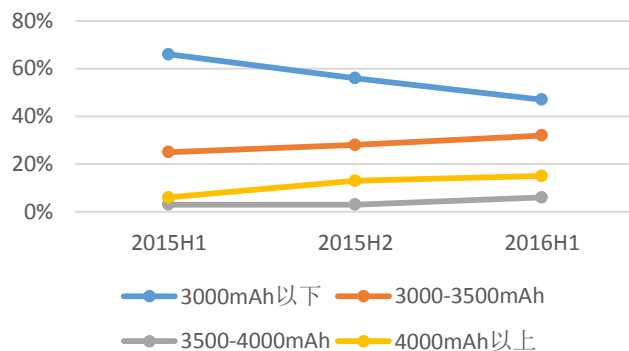


图 17：2015H1~2016H1 不同电池容量占比变化



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

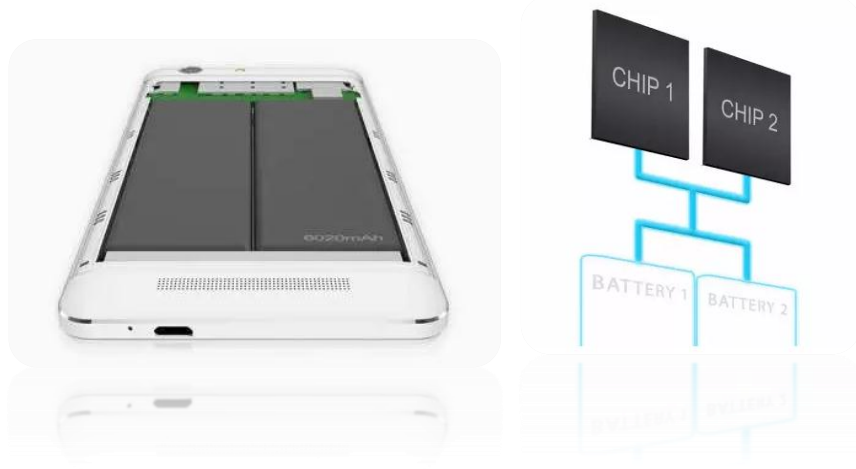
手机电池容量继续提升，双电芯技术必不可少。我国《锂电池邮件航空运输管理办法》规定单颗电池电芯额定的容量不超过 20Wh。我们以手机输出电压 3.7V 计算，则单电芯配置的电池容量不能超过 5400mAh。2016 年金立发布 M6 Plus，采用双电芯技术，电池容量达到 6020mAh，续航能力得到大幅提升，配合双充电芯片设计，可有效缓解快速充电带来的发热现象。

公司在消费电子电池业务的主要产品形式是电池封装和 BMS 电源管理系统，二者同时受益于双电芯技术对产品价值量的提升。

(1) 相比于单电芯，双电芯电池封装提升了技术难度，增加产品附加值，相同容量下，双电芯的电池封装价格比单电芯高 20%~30%。

(2) 双电芯配合双路电源管理系统，对 BMS 电源管理系统要求更高，带动产品价格上行。

图 18：金立 M6 Plus 双电芯电池和双充电芯片快充



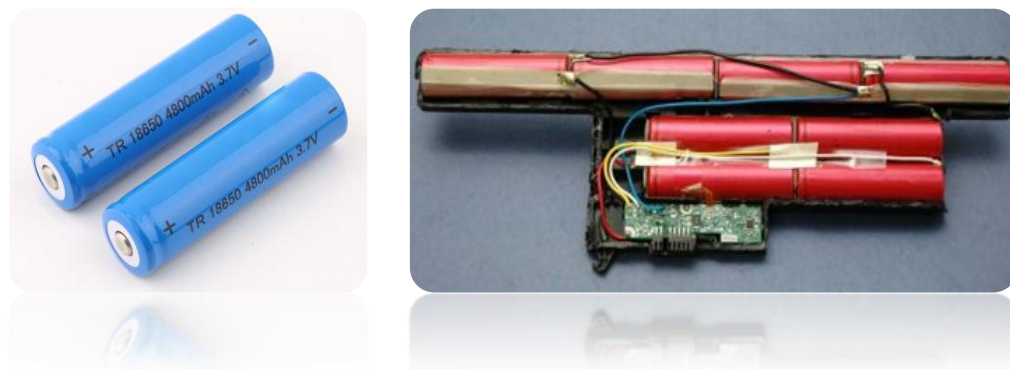
资料来源：金立官网

2.3. 笔记本电脑电池形式转变，利好公司业务

从 18650 向软包锂电池，笔记本电脑电池新市场逐渐打开。18650 电池是由索尼最早开发，逐渐形成一种行业标准的电池规格，电池呈圆柱形，直径为 18mm，长度为 65mm。

传统笔记本电脑电池由多节 18650 电池级联组成电池模组。18650 电池的优点是产品标准化，生产工艺成熟，在大批量生产过程中逐步降低成本。特斯拉曾采用 8000 多节 18650 电池串联组成车用电池模组。

图 19: 18650 电池单体和笔记本电脑用电池组



资料来源：阿里巴巴

在笔记本电脑行业，轻薄、便携是行业发展方向。2016 年苹果发布的笔电产品 Macbook Pro，15 寸机型厚度只有 15.5 毫米，13 寸机型机身厚度更是只有 14.9 毫米，机身厚度已经小于 18650 电池的直径，因此 Macbook Pro 采用软包电池封装，利用阶梯型电池排列，在轻薄体积下保证电池容量。

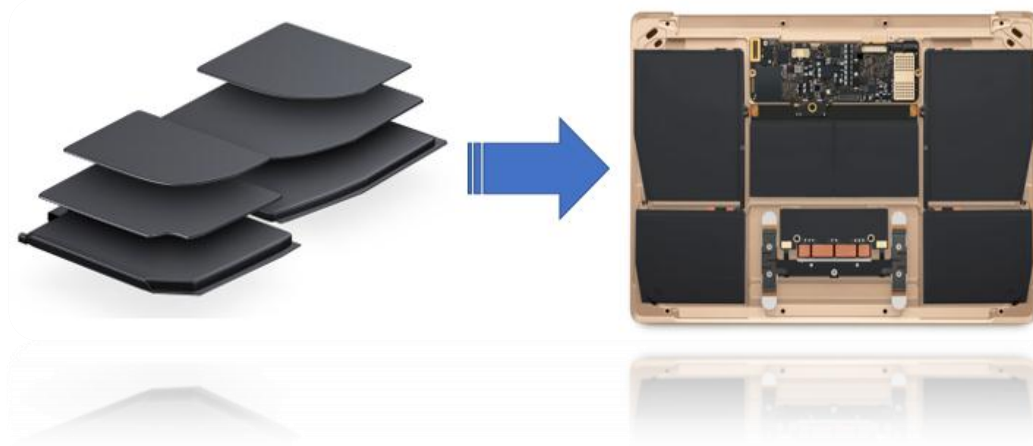
此外，微软的 Surface book 也采用软包锂电池；惠普、联想、戴尔等 PC 一线厂商均有轻薄型产品持续出货。考虑到电池保护材料的厚度尺寸，若笔记本电脑产品外形厚度小于 2 厘米，则 18650 电池均不适用（直径 18mm），必将转向软包锂电池形式。

图 20: Macbook Pro 超薄的尺寸已不适用于 18650 电池



资料来源：苹果官网

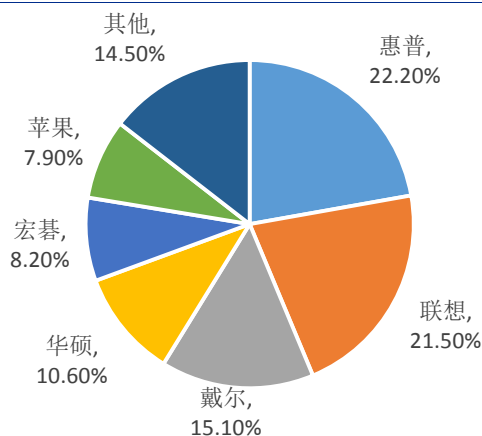
图 21：层叠软包锂电池充分利用电脑内部结构空间



资料来源：苹果官网

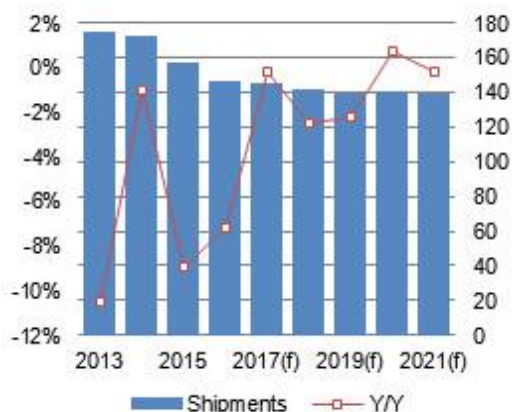
据 TrendForce 数据，2016 年全球笔记本电脑出货约 1.5 亿台，惠普、联想、华硕三家厂商的出货占比达到 58.8%。Digitimes 预计从 2018 年到 2020 年，全球笔记本电脑的出货量将稳定在 1.4 亿部左右。

图 22：2016 年各品牌笔记本电脑市场份额



资料来源：TrendForce，安信证券研究中心

图 23：2013~2021 年笔记本电脑出货统计和预测



资料来源：Digitimes

由于笔记本电脑外形尺寸不同，电池价格不同。我们参考阿里巴巴 Macbook Air 13 寸电池模组价格在 200 元左右，以此估算笔记本电脑电池市场规模约为 300 亿。

在平板电脑方面，根据 IDC 统计，2016 年平板电脑全球出货量将降至 1.95 亿部，同比下滑 5.9%。IDC 预计 2017 年开始全球平板电脑市场将恢复正增长，动力主要来源于微软 Surface 类型的混合平板电脑出货增加。

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，CAGR 达到 31%。

平板电脑厚度薄，软包锂电池是主流选择，我们参考苹果 iPad 27.6Wh 的电池成本 15 美元，以每款平板电脑电池价格 100 元人民币计算，预计到 2020 年平板电脑电池的市场规模在 60 亿以上。

图 24: 以 Surface Pro 为代表的二合一电脑带动平板出货增长



资料来源: 微软官网

图 25: Apple iPad Air 2 成本构成

October 2014		Apple iPad Air 2					
		WIFI + Cellular			WIFI		
Components / Hardware Element	iPad Air Hardware Comments	16GB	64GB	128GB	16GB2	64GB2	128GB2
Retail Pricing		\$629	\$729	\$829	\$499	\$599	\$699
Total BOM Cost		\$305	\$325	\$352	\$270	\$290	\$317
Manufacturing Cost		\$6.00	\$6.00	\$6.00	\$5.00	\$5.00	\$5.00
BOM + Manufacturing		\$311	\$331	\$358	\$275	\$295	\$322
Major Cost Drivers							
Memory							
NAND Flash		\$6.75	\$27.00	\$54.00	\$6.75	\$27.00	\$54.00
DRAM	2GB LPDDR3	\$18.00	\$18.00	\$18.00	\$18.00	\$18.00	\$18.00
Display	9.7" 2048x1536 IPS Mode LCD	\$77.00	\$77.00	\$77.00	\$77.00	\$77.00	\$77.00
Touchscreen	GF2	\$38.00	\$38.00	\$38.00	\$38.00	\$38.00	\$38.00
Processor	64-Bit A8X Processor + M8 Co-Processor - Price includes M8 coprocessor	\$22.00	\$22.00	\$22.00	\$22.00	\$22.00	\$22.00
Camera(s)	8MP + 1.2MP	\$11.00	\$11.00	\$11.00	\$11.00	\$11.00	\$11.00
Wireless Section - BB/RF/PA	Contains Qualcomm MDM9625M + WTR1625L + WFR1620 + Front End	\$33.00	\$33.00	\$33.00			
User Interface & Sensors	Contains Audio Codec, NFC Controller, & Sensors	\$22.00	\$22.00	\$22.00	\$22.00	\$22.00	\$22.00
WLAN / BT / FM / GPS	802.11ac dual-antenna MIMO + BT 4.0 - Based on Broadcom BCM4345 Chip	\$4.50	\$4.50	\$4.50	\$4.50	\$4.50	\$4.50
Power Management	Dialog + Qualcomm	\$8.25	\$8.25	\$8.25	\$8.25	\$8.25	\$8.25
Battery	27.6Wh Pack	\$15.00	\$15.00	\$15.00	\$15.00	\$15.00	\$15.00
Mechanical / Electro-Mechanic	Unibody enclosure, PCBs, connectors, flex circuits, etc.	\$44.00	\$44.00	\$44.00	\$42.50	\$42.50	\$42.50
Box Contents		\$5.00	\$5.00	\$5.00	\$5.00	\$5.00	\$5.00

资料来源: IHS

公司控股子公司惠州电池积极开展笔记本电池业务的研发，笔记本电池封装产品成功量产，客户开拓工作进展顺利。目前，公司在笔记本电池的营收占比较低，未来几年公司将重点开拓电脑电池封装业务，我们认为，笔记本和平板电脑电池业务将成为公司新的营收增长点。

3. 电动工具和新能源汽车，打开电池需求新方向

3.1. 电动工具市场向好，带动公司锂电池业务

借助电动工具，工程建设可以消耗更少的时间和劳动力，因此电动工具在全球制造业中被广泛使用。电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、电动扳手、电动螺丝刀和混凝土振动器等。

在应用方面，汽车、航空航天、建筑和电子产品是电动工具市场的关键部分。其中，建筑业在市场中占据主导地位，2014 年的占有率超过 72%。在新兴国家，基础设施建设得到强劲发展，基础设施投资可能进一步增加，这些都加强了电动工具市场的整体增长前景。除此之外，电动工具的应用在汽车工业中大大增加。新兴国家的生活方式的改变和可支配收入的增加，刺激了对汽车的需求，为汽车行业增加电动工具的应用创造了机会。在航空航天工业中，

对电动工具的需求主要发生在飞机的制造及其修理。因此，该行业对电动工具的需求预计将稳中有升。

图 26：电动工具：电钻起子机、电刨、磨砂机、马刀锯

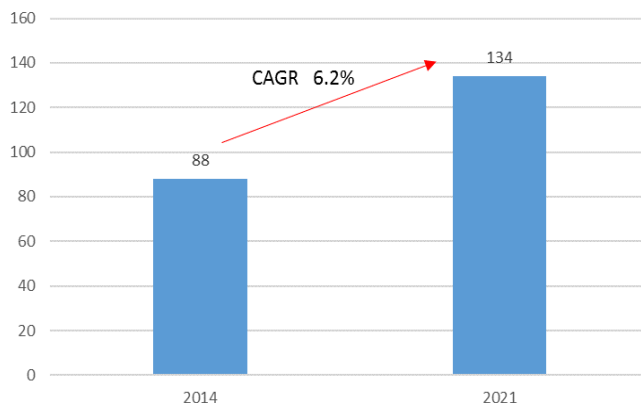


资料来源：博世官网

市场研究机构 TMR 认为全球电动工具市场在 2014 年已经达到 260 亿美元，预计到 2021 年底将达到 380 亿美元，CAGR 为 5.6%。在区域上，由于北美市场已经达到成熟，增长前景不多，亚太市场的电动工具市场将走向繁荣。亚太地区在 2014 年在全球电动工具市场占据主导地位，市场份额占比 34%。目前中国和印度正在进行的基础设施开发对于推动亚太电动工具市场的需求至关重要。TMR 估计，亚太地区的电动工具市场将从 2014 年的 88 亿美元增长到 2021 年的 134 亿美元，CAGR 为 6.2%。

电动工具的领先公司有博世 (Robert Bosch GmbH)，百得 (Stanley Black & Decker Inc.)，实用动力 (Actuant Corporation)，牧田 (Makita Corporation)，丹纳赫 (Danaher Corporation)，喜利得 (Hilti) 等。

图 27：2014~2021 年亚太地区电动工具市场规模 (单位：亿美元)



资料来源：TMR，安信证券研究中心

公司控股子公司惠州蓝微 2012 年在电动工具业务上取得突破，从 2013 年开始成功导入多家国际一流客户，并实现批量出货，到 2014 年电动工具电池业务销售额达 3.8 亿元，占当年营业收入的 5.9%。目前公司电动工具客户涵盖了百得、博世、牧田、创科等在内的主要电动工具厂商。未来还将继续深入挖掘该市场及现有客户群潜力，在传统产品中加入智能控制及互联技术，不断推动该业务的发展并保持竞争优势。

我们认为，公司在传统消费电子电池业务以外，发挥自身技术和生产优势，扩展产品应用品类，打开电动工具市场空间，对公司自身体量成长具有积极影响。与此同时，亚太地区成为电动工具消费市场主力，对公司业务开展具有直接带动作用。

3.2. 电动汽车销量高增长、占比低，发展空间广阔

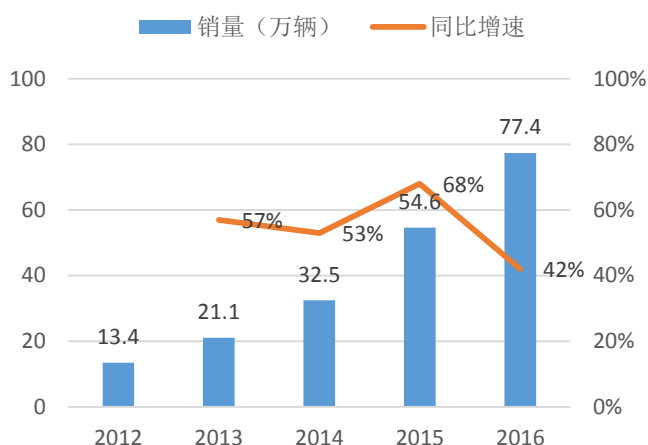
新能源汽车销量快速成长，动力电池需求持续走高。受益于各国政府的节能环保的长期政策，以及动力电池成本价格逐步下降，电动汽车销量呈现快速增长。据 EV-volumes 数据显示，2012 年到 2016 年，全球电动汽车销量从 13.4 万辆快速增长到 77.4 万辆，4 年 CAGR 达到 55%。

全球市场分区域来看，中国电动汽车销量增长强劲，2016 年销量达到 35.1 万辆，同比增长 85%，汽车类型主要是电动公交车。

美国电动车市场已经从 2015 年的弱势发展中恢复(-4%)，2016 年电动汽车销量 15.7 万辆，同比增长 36%。欧洲电动汽车销量 22.1 万辆，同比增长 13%。

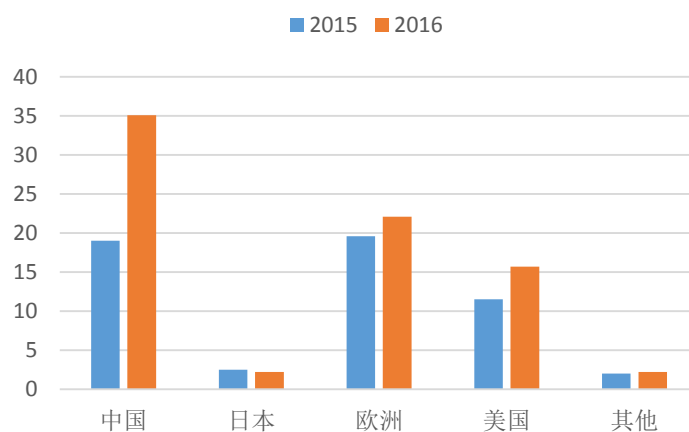
2016 年全球汽车销量达到 9000 万辆，同比增长 2%；电动汽车销量为 77.4 万辆，同比增长 42%。电动汽车销量增长速度比整体市场快 20 倍，但在全球汽车市场份额仅占 0.86%，具有广阔的成长空间。

图 28：2012~2016 全球电动汽车销量和增速



资料来源：EV-volumes，安信证券研究中心

图 29：2015~2016 年全球各地区电动汽车销量（万辆）

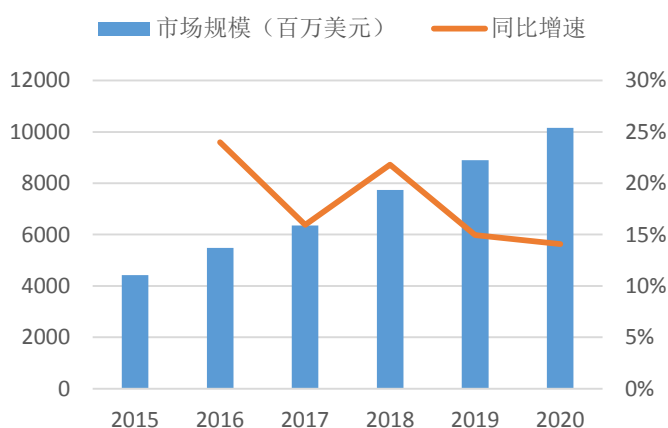


资料来源：EV-volumes，安信证券研究中心

Statista 预计，全球车用锂电池市场规模将从 2015 年的 44 亿美元增长到 2020 年超过 100 亿美元，5 年 CAGR 达到 18.1%。Bloomberg 预计到 2030 年，车用动力电池的价格将从 2015 年的 350 美元/kWh 降到 120 美元/kWh。

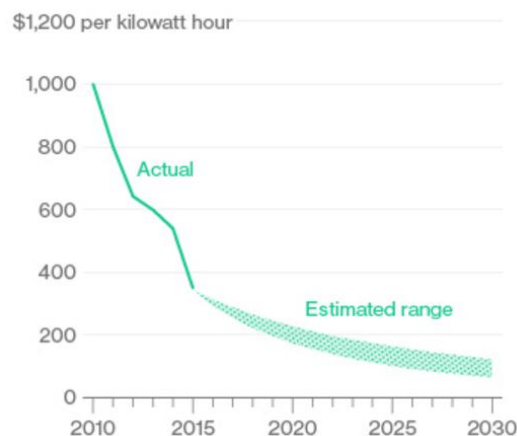
我们认为，车用动力电池价格下降将成为电动汽车市场成长的直接促进因素，带动电动汽车销量的快速提升，增加对动力电池的需求，从而进一步降低电池价格，形成良性正反馈。

图 30: 2015~2020 全球车用锂电池市场规模和增速



资料来源: Statista, 安信证券研究中心

图 31: 2010~2030 年每千瓦时电池价格



资料来源: Bloomberg

3.3. 成立惠州新源，切入动力电池市场

2015 年，公司控股子公司惠州蓝微、惠州电池与惠州市德赛西威汽车电子有限公司（以下简称“德赛西威”）等成立惠州市蓝微新源技术有限公司（以下简称“惠州新源”），其中惠州蓝微、惠州电池分别持股 56% 和 19%，惠州新源的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。

2016 年 12 月，公司公告披露，惠州新源各股东拟对其增资 1 亿元人民币，惠州新源的注册资本由 1 亿元增加到 2 亿元，各股东的持股比例保持不变。增资能够解决惠州新源在发展过程中的资金需求，满足其经营发展需要，进一步提升其履约能力和融资能力。

惠州新源已研发出 BMS 电源管理二代产品。完整的 BMS 电源管理系统主要由主控单元 BCU、从控单元 BMU 和电池检测模块 BMM 组成，其中电池检测模块 BMM 实现电池模组单体的电压、温度等指标检测，控制单元通过高速 CAN 互联实现数据传输和控制。

图 32: 惠州新源 BMS 产品

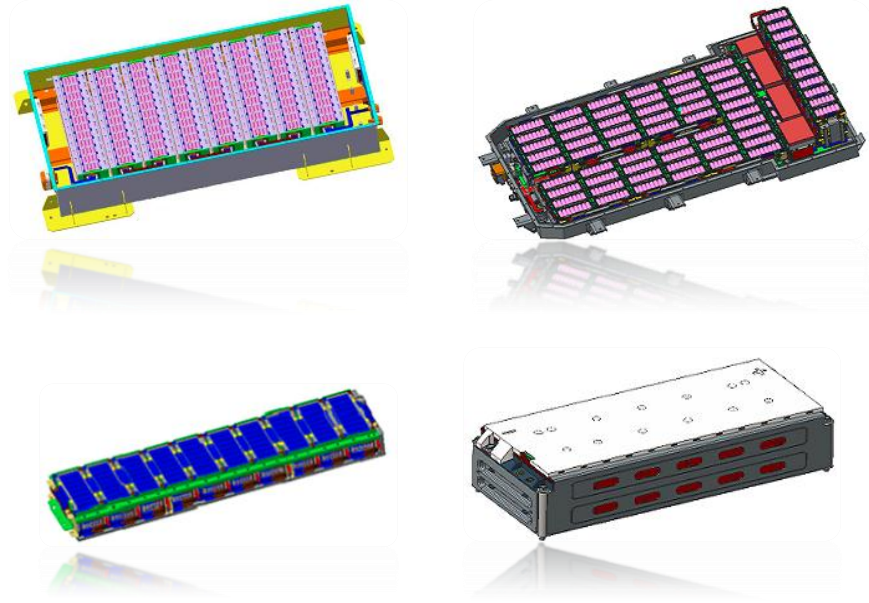


资料来源: 惠州新源官网

在动力电池模组封装方面，惠州新源可以提供定制化解决方案，具备圆柱形和软包形式多种电池系统的设计能力；提供包括电池加温、电池自然冷却、风冷、水冷在内的多种电池热量管理选项，可以针对客户的不同需求做定制化开发。

凭借专业化生产能力和定制化的技术优势，公司电池封装产品可广泛用于纯电动汽车、插电式混合动力汽车、燃料电池电动汽车；此外，也可用于光伏、风能、光能等大中型能源电力存储系统。

图 33：惠州新源提供多种电池 Pack 解决方案：物流车、乘用车、圆形模组、方形模组



资料来源：惠州新源官网

公司紧抓动力电池行业发展态势，结合自身优势，在中小型电源管理系统和电池封装的技术、生产能力基础上，向大型电源管理系统及封装集成业务覆盖，扩展经营业务内容，完善产业链布局。

据公司公告披露，惠州新源目前与客户进行广泛接洽中，业务处于起步期，整体规模较小，产品形式主要为电源管理系统，2016 年度惠州新源有 6000 万左右左右的亏损。预计公司在未来两年实现大批量出货，逐步实现盈亏平衡。

惠州新源成立于 2015 年，若在成立两年内即实现盈亏平衡，则充分体现公司管理水平和业务能力。伴随着电动汽车产销量的高速增长，动力电池市场将快速打开，公司搭乘行业发展东风，将迎来业绩成长新高度。

4. 盈利预测和投资建议

公司目前业务主要分为消费电子电池、电动工具电池、大型动力和储能系统电池。在消费电子电池方面，可细分为智能手机电池、笔记本电脑电池。

暂不考虑公司少数股东权益问题，基于行业趋势和主要客户供应做以下假设：

- 1、在 2017~2018 年，全球智能手机市场份额将进一步集中，苹果、华为、OPPO、vivo 出货量均有所提升。
- 2、预计在 2017~2018 年，公司在核心客户苹果手机的供货份额仍维持在 50% 以上；在国内华为、OPPO、vivo 三家客户的供应比例提升至 25%~30%。
- 3、笔记本电脑电池业务取得进展，电动工具业务快速成长。
- 4、动力电池业务 2018 年开始初步盈利。

基于以上假设，预计公司 2017~2019 年净利润分别为 3.89 亿、5.55 亿、6.95 亿，同比增速分别为 52.5%、42.5%、25.3%；对应 EPS 分别为 1.90 元、2.70 元、3.39 元。考虑到公司

行业龙头地位，未来行业集中度提升，预计公司将逐步提高议价能力，盈利能力逐步走强。给予公司 2018 年 24 倍 PE，6 个月目标价 64.8 元，维持买入-A 评级。

5. 风险提示

宏观经济下行；核心客户出货不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,434.2	8,724.4	12,028.3	16,036.2	19,886.5	成长性					
减:营业成本	7,681.9	7,877.4	10,824.3	14,299.5	17,732.8	营业收入增长率	32.0%	3.4%	37.9%	33.3%	24.0%
营业税费	68.0	17.1	24.1	64.3	79.5	营业利润增长率	-2.3%	12.5%	50.7%	43.1%	25.8%
销售费用	81.9	75.1	103.4	143.9	179.0	净利润增长率	-1.8%	10.9%	52.5%	42.5%	25.3%
管理费用	259.3	329.6	415.0	606.2	751.7	EBITDA 增长率	-5.9%	13.6%	52.0%	36.8%	22.0%
财务费用	-17.9	-16.6	11.7	-9.0	-36.4	EBIT 增长率	-6.9%	13.5%	59.4%	39.3%	23.1%
资产减值损失	13.4	23.1	17.0	17.9	19.3	NOPLAT 增长率	-6.5%	14.3%	59.4%	39.3%	23.1%
加:公允价值变动收益	-10.5	5.2	0.1	-1.8	1.2	投资资本增长率	-39.4%	50.6%	58.6%	-13.2%	49.3%
投资和汇兑收益	50.8	12.6	24.7	29.4	22.2	净资产增长率	30.4%	25.2%	28.5%	34.1%	31.6%
营业利润	387.8	436.4	657.6	941.1	1,183.9	利润率					
加:营业外净收支	3.4	4.4	3.3	3.7	3.8	毛利率	8.9%	9.7%	10.0%	10.8%	10.8%
利润总额	391.3	440.7	660.9	944.8	1,187.7	营业利润率	4.6%	5.0%	5.5%	5.9%	6.0%
减:所得税	83.2	91.1	136.5	195.2	245.4	净利润率	2.7%	2.9%	3.2%	3.5%	3.5%
净利润	230.2	255.3	389.3	554.6	694.9	EBITDA/营业收入	4.9%	5.4%	5.9%	6.1%	6.0%
						EBIT/营业收入	4.4%	4.8%	5.6%	5.8%	5.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	7	8	6	4	2
						流动资产周转天数	40	30	39	36	35
						流动营业资本周转天数	158	156	157	150	154
						应收账款周转天数	72	85	89	82	85
						存货周转天数	29	34	33	32	33
						总资产周转天数	172	176	174	161	162
						投资资本周转天数	49	45	51	44	41
						投资回报率					
						ROE	24.7%	22.1%	26.7%	28.9%	27.8%
						ROA	9.1%	6.8%	8.1%	9.5%	9.5%
						ROIC	20.2%	38.2%	40.4%	35.5%	50.3%
						费用率					
						销售费用率	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
						管理费用率	3.1%	3.8%	3.5%	3.8%	3.8%
						财务费用率	-0.2%	-0.2%	0.1%	-0.1%	-0.2%
						三费/营业收入	3.8%	4.4%	4.4%	4.6%	4.5%
						偿债能力					
						资产负债率	64.8%	70.8%	70.2%	67.2%	65.8%
						负债权益比	184.1%	243.0%	235.4%	205.3%	192.6%
						流动比率	1.38	1.25	1.43	1.41	1.53
						速动比率	1.08	0.98	1.14	1.10	1.21
						利息保障倍数	-20.63	-25.28	57.18	-103.74	-31.50
						分红指标					
						DPS(元)	0.15	0.25	0.32	0.45	0.61
						分红比率	13.4%	20.1%	17.0%	16.8%	18.0%
						股息收益率	0.3%	0.5%	0.6%	0.9%	1.2%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	308.1	349.7	389.3	554.6	694.9	EPS(元)	1.12	1.24	1.90	2.70	3.39
加:折旧和摊销	52.4	62.6	44.7	44.7	44.7	BVPS(元)	4.54	5.63	7.09	9.36	12.16
资产减值准备	13.4	23.1	-	-	-	PE(X)	47.1	42.5	27.9	19.6	15.6
公允价值变动损失	10.5	-5.2	0.1	-1.8	1.2	PB(X)	11.6	9.4	7.5	5.6	4.3
财务费用	40.8	19.2	11.7	-9.0	-36.4	P/FCF	-17.2	-503.7	28.2	51.3	59.2
投资损失	-50.8	-12.6	-24.7	-29.4	-22.2	P/S	1.3	1.2	0.9	0.7	0.5
少数股东损益	77.9	94.4	135.1	195.0	247.4	EV/EBITDA	28.0	18.7	16.1	11.0	9.3
营运资金的变动	597.7	-344.4	-790.0	242.9	-927.9	CAGR(%)	34.5%	39.2%	18.8%	34.5%	39.2%
经营活动产生现金流量	639.8	85.6	-233.8	997.1	1.7	PEG	1.4	1.1	1.5	0.6	0.4
投资活动产生现金流量	289.7	-274.4	48.0	29.0	14.7	ROIC/WACC	2.0	3.8	4.0	3.6	5.0
融资活动产生现金流量	-750.8	126.8	663.6	-705.5	291.7	REP	6.6	1.8	1.4	1.7	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

孙运峰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034