

2019年04月29日

证券分析师 谢恒

执业证号: S0600518020001

021-60199793

xieh@dwzq.com.cn

研究助理 姚康

yaok@dwzq.com.cn

## 消费锂电 PACK 强者恒强，全年业绩快速增长

买入 (维持)

| 盈利预测预估值     | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)  | 17,249 | 20,028 | 23,112 | 26,186 |
| 同比 (%)      | 38.1%  | 16.1%  | 15.4%  | 13.3%  |
| 归母净利润 (百万元) | 401    | 484    | 581    | 682    |
| 同比 (%)      | 33.6%  | 20.6%  | 20.1%  | 17.4%  |
| 每股收益 (元/股)  | 1.96   | 2.36   | 2.83   | 3.32   |
| P/E (倍)     | 15.92  | 13.20  | 11.00  | 9.37   |

公告: 1、公司公告 2018 年年报, 全年实现营业收入 172.5 亿, 同比增长 38.15%; 归母净利润 4 亿元, 同比增长 33.55%; 其中 Q4 单季度收入同比增长 18.21% 至 55.6 亿元, 归母净利润 1.27 亿元, 同比增长 11%。

2、公司公告 2019 年一季报, 一季度实现营业收入 34.6 亿, 同比增长 16.2%; 归母净利润 0.68 亿元, 同比下滑 10.73%。

### 投资要点

■ **受益大客户双电芯和笔电业务, 业绩快速增长:** 公司 18 年收入增速 38%、利润增速 34%, 双双实现快速增长, 主要得益于: 1) 大客户 18 年两款 OLED 机型均为双电芯, 单价有较大幅度提升; 2) 在大客户笔电份额提升, 电动工具进展顺利, 中型锂电池业务实现营收 26.4 亿元, 同比增长 84.7%; 3) 国产大客户华为和小米销量也有较快增长。

■ **消费锂电格局良好、惠州新源减亏, 盈利能力保持稳定:** 公司 18 年毛利率 8.2%, 净利率 3.05%, 同比微升 0.14 个百分点, 主要得益于消费锂电行业竞争格局已经十分稳定, 安全性考量以及续航痛点驱动下电池 ASP 持续提升, 公司 18 年电池均价同比上升 10%-20%。惠州新源方面, 公司聚焦动力电池电源管理系统业务, 减少低利润率的 PACK 的投入, 18 年亏损 8140 万, 较去年同期减亏约 2800 万。

另外, 公司经营效率有较大提升, 销售、管理费率分别同比改善 0.19、1.15 个百分点, 并且改善态势在 19Q1 得到延续。受汇兑损失和利息费用增加影响, 18 年和 19Q1 财务费率都有所增加。

■ **消费锂电 PACK 强者恒强, 领域持续拓展助力公司稳健增长:** 在安全性、双电芯/L 型电芯产品对 PACK 制造高要求下, 消费锂电池 PACK 强者恒强, 19 年国产大客户华为出货的快速增长, 以及北美客户的份额提升, 持续为公司贡献利润增量。同时, 公司手机之外笔电、电动工具等新型业务已经逐渐成型, 规模和利润率都更为可观; 动力电池 BMS 和无刷电机控制系统的聚焦, 也将成为公司未来的重要看点。

■ **盈利预测与投资评级:** 预计公司 19-21 年净利润为 4.8、5.8、6.8 亿元, 实现 EPS 2.36、2.83、3.32 元, 对应 PE 为 13.2、11、9.4 倍, 基于公司近两年较快的业绩增长预期, 当前价值被明显低估, 维持“买入”评级!

■ **风险提示:** 客户产品销量不及预期; 产品价格下滑。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 31.13       |
| 一年最低/最高价      | 20.00/36.88 |
| 市净率(倍)        | 3.52        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 6389.24     |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 8.85   |
| 资产负债率(%)    | 67.43  |
| 总股本(百万股)    | 205.24 |
| 流通 A 股(百万股) | 205.24 |

### 相关研究

1、《德赛电池 (000049): 受益大客户新品, 单季度业绩接近翻倍》2018-10-29

2、《收入快速增长, 看好全年业绩表现》2018-04-19

德赛电池三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)    |             |              |              |              | 利润表 (百万元)        |              |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2018A       | 2019E        | 2020E        | 2021E        |                  | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
| <b>流动资产</b>    | <b>7648</b> | <b>9274</b>  | <b>10367</b> | <b>12247</b> | <b>营业收入</b>      | <b>17249</b> | <b>20028</b> | <b>23112</b> | <b>26186</b> |
| 现金             | 317         | 620          | 404          | 867          | 减:营业成本           | 15835        | 18194        | 21032        | 23887        |
| 应收账款           | 4152        | 4891         | 5545         | 6279         | 营业税金及附加          | 30           | 59           | 72           | 56           |
| 存货             | 2553        | 2551         | 3350         | 3352         | 营业费用             | 104          | 172          | 189          | 262          |
| 其他流动资产         | 626         | 1212         | 1069         | 1749         | 管理费用             | 187          | 789          | 818          | 953          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>1174</b> | <b>1209</b>  | <b>1244</b>  | <b>1265</b>  | 财务费用             | 101          | -20          | -7           | -25          |
| 长期股权投资         | 0           | 5            | 7            | 8            | 资产减值损失           | 31           | 38           | 41           | 52           |
| 固定资产           | 686         | 678          | 673          | 662          | 加:投资净收益          | 13           | 22           | 14           | 8            |
| 在建工程           | 0           | 15           | 30           | 41           | 其他收益             | 0            | -3           | -1           | -3           |
| 无形资产           | 56          | 60           | 60           | 60           | <b>营业利润</b>      | <b>678</b>   | <b>816</b>   | <b>980</b>   | <b>1006</b>  |
| 其他非流动资产        | 431         | 451          | 475          | 494          | 加:营业外净收支         | -1           | 1            | 1            | 4            |
| <b>资产总计</b>    | <b>8822</b> | <b>10483</b> | <b>11611</b> | <b>13512</b> | <b>利润总额</b>      | <b>676</b>   | <b>818</b>   | <b>980</b>   | <b>1009</b>  |
| <b>流动负债</b>    | <b>6313</b> | <b>7390</b>  | <b>7844</b>  | <b>8954</b>  | 减:所得税费用          | 151          | 187          | 228          | 137          |
| 短期借款           | 1123        | 1123         | 1123         | 1123         | 少数股东损益           | 124          | 147          | 172          | 190          |
| 应付账款           | 4070        | 5151         | 5509         | 6597         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>401</b>   | <b>484</b>   | <b>581</b>   | <b>682</b>   |
| 其他流动负债         | 1120        | 1116         | 1212         | 1233         | EBIT             | 751          | 879          | 1039         | 1062         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>244</b>  | <b>198</b>   | <b>152</b>   | <b>104</b>   | EBITDA           | 878          | 1010         | 1189         | 1234         |
| 长期借款           | 238         | 192          | 145          | 98           |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债        | 6           | 6            | 6            | 6            | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2018A</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
| <b>负债合计</b>    | <b>6557</b> | <b>7588</b>  | <b>7996</b>  | <b>9058</b>  | 每股收益(元)          | 1.96         | 2.36         | 2.83         | 3.32         |
| 少数股东权益         | 514         | 661          | 833          | 1023         | 每股净资产(元)         | 8.53         | 10.89        | 13.55        | 16.71        |
| 归属母公司股东权益      | 1750        | 2234         | 2782         | 3430         | 发行在外股份(百万股)      | 205          | 205          | 205          | 205          |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>8822</b> | <b>10483</b> | <b>11611</b> | <b>13512</b> | ROIC(%)          | 18.3%        | 18.8%        | 19.4%        | 19.5%        |
|                |             |              |              |              | ROE(%)           | 23.2%        | 21.8%        | 20.8%        | 19.6%        |
|                |             |              |              |              | 毛利率(%)           | 8.2%         | 9.2%         | 9.0%         | 8.8%         |
|                |             |              |              |              | 销售净利率(%)         | 2.3%         | 2.4%         | 2.5%         | 2.6%         |
|                |             |              |              |              | 资产负债率(%)         | 74.3%        | 72.4%        | 68.9%        | 67.0%        |
|                |             |              |              |              | 收入增长率(%)         | 38.1%        | 16.1%        | 15.4%        | 13.3%        |
|                |             |              |              |              | 净利润增长率(%)        | 33.6%        | 20.6%        | 20.1%        | 17.4%        |
|                |             |              |              |              | P/E              | 15.92        | 13.20        | 11.00        | 9.37         |
|                |             |              |              |              | P/B              | 3.65         | 2.86         | 2.30         | 1.86         |
|                |             |              |              |              | EV/EBITDA        | 9.14         | 7.72         | 6.85         | 6.34         |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

