

# 德赛电池 (000049.sz)

## 国内锂电池行业的隐形王者

徐博卷 分析师

电话: 010-59136697

eMail: xbj@gf.com.cn

执业编号: S0260511100001

公司在移动电源多个细分市场已经处于国内领先地位, 小型移动电源保护线路板居国内同行之首, 产品广泛应用于苹果、三星、诺基亚、索尼等公司的高端电子产品中, 其中在 iPhone 手机电源管理系统的市场份额处在全球领先地位。

### 锂电池行业步入快速增长新阶段

根据 IIT 数据, 2010-2020 年, 全球便携移动设备锂电池销售额将由 8760 亿日元增长至 2.05 万亿日元, 复合增长率达到 8.9%; 动力电池将由 430 亿日元增长至 2.72 万亿日元, 复合增长率将达到 51.4%。

### 智能手机需求爆发推动公司步入发展快轨道

随着以苹果 iPhone 为代表的智能手机的飞速发展, 2009 年下半年以来公司半年度收入同比增速分别达到 33.9%、41.0%、45.1% 和 76.5%。随着 iPhone4 的热销和 iPhone4S 的发布, 我们预计苹果公司 3 季度和 4 季度出货量将分别达到 2250 万只与 3000 万只, 同比增速将分别达到 60% 和 85%。我们认为, 行业高成长将推动公司持续高成长。

### 盈利预测与投资评级

我们预计 2011-2013 年归属母公司净利润分别为 1.17 亿元、1.88 亿元和 2.77 亿元, 全面摊薄后 EPS 分别为 0.85 元、1.37 元和 2.02 元, 12 个月合理目标价为 35.00 元, 以 2011 年 10 月 12 日收盘价计算, 未来三年对应动态市盈率分别为 28.0 倍、17.4 倍和 11.8 倍, 首次给予公司“买入”评级。

### 风险提示

预测及估值高的风险和新产品市场开拓可能低于预期的风险。

|             | 2009      | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 916.29    | 1316.02 | 2059.51 | 2949.34 | 3960.99 |
| 增长率(%)      | 18.21%    | 43.62%  | 56.50%  | 43.21%  | 34.30%  |
| EBITDA(百万元) | 41.92     | 150.26  | 215.06  | 331.47  | 474.02  |
| 净利润(百万元)    | -17.29    | 76.38   | 116.63  | 187.95  | 276.80  |
| 增长率(%)      | -1211.43% | 541.67% | 52.70%  | 61.15%  | 47.27%  |
| 每股收益(元)     | -0.13     | 0.56    | 0.85    | 1.37    | 2.02    |
| 市盈率         | —         | 42.5    | 28.0    | 17.4    | 11.8    |
| 市净率         | 10.65     | 17.24   | 10.73   | 6.80    | 4.42    |
| EV/EBITDA   | 34.76     | 23.54   | 15.43   | 9.41    | 5.91    |

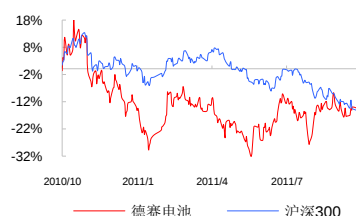
数据来源: 深圳市德赛电池科技股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级



|      |         |
|------|---------|
| 当前价格 | 23.79 元 |
| 合理价值 | 35.00 元 |
| 前次评级 | 无       |

### 股价走势



| 市场表现   | 1 个月  | 3 个月   | 12 个月  |
|--------|-------|--------|--------|
| 股价涨幅   | -2.03 | -2.18  | -15.78 |
| 沪深 300 | -7.05 | -17.76 | -16.00 |

### 股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

137/137

主要股东:

惠州市德赛工业发展有限公司

主要股东持股比例 48.65%

流通 A 股比例 100.00%

### 财务比率

|       |        |
|-------|--------|
| ROE   | 34.19% |
| ROA   | 9.75%  |
| 资产负债率 | 67.27% |

2010 年报数据

## 目录索引

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 一、投资要点 .....                   | 3  |
| （一）国内锂电池行业的隐形王者 .....          | 3  |
| （二）经营业绩实现质与量的飞跃 .....          | 3  |
| （三）锂电池行业步入快速增长新阶段 .....        | 3  |
| （四）智能手机需求爆发推动公司步入发展快轨道 .....   | 3  |
| （五）盈利预测与估值 .....               | 3  |
| 二、德赛电池：国内锂电池行业的隐形王者 .....      | 4  |
| （一）国内领先的移动电源系列综合方案解决商 .....    | 4  |
| （二）凤凰涅槃的发展历程 .....             | 5  |
| （三）逐步成为全球顶级消费电子产品核心供应商 .....   | 6  |
| 三、经营业绩实现质与量的飞跃 .....           | 7  |
| （一）收入规模和净利润实现质与量的飞跃 .....      | 7  |
| （二）毛利率屡创新高到达新平台 .....          | 8  |
| （三）研发费用投入迅猛上涨 .....            | 9  |
| 四、锂电池行业步入快速增长新阶段 .....         | 10 |
| （一）锂聚合物电池成为二次电池的发展方向 .....     | 10 |
| （二）锂电池具有广阔的发展空间 .....          | 10 |
| （三）锂电池行业竞争格局：韩国将超越日本成为龙头 ..... | 11 |
| 五、智能手机需求爆发推动公司步入发展快轨道 .....    | 13 |
| （一）2011 年全球智能手机出货量大幅上涨 .....   | 13 |
| （二）苹果 iPhone 手机出货量单季屡创新高 ..... | 13 |
| （三）公司核心客户是全球智能手机的主力供应商 .....   | 14 |
| （四）公司主要业务均呈现快速增长 .....         | 15 |
| 六、盈利预测与估值 .....                | 16 |
| 七、风险提示 .....                   | 17 |

## 一、投资要点

### （一）国内锂电池行业的隐形王者

公司在移动电源多个细分市场已经处于国内领先地位。小型移动电源保护线路板居国内同行之首，产品广泛应用于苹果、三星、诺基亚、索尼等公司的高端电子产品中，其中在iPhone手机电源管理系统的市场份额处在全球领先地位；电动汽车电源管理系统多项技术获得国家专利，产品成功应用于北京奥运会、上海世博会等电动大巴；手机电池、MP4电池、手提电脑、医疗设备用组合电池，已成为国内外知名客户的原配电池供应商；异形锂聚合物电池、高容量锂聚合物电池等亦处于国内领先地位。

### （二）经营业绩实现质与量的飞跃

2009年下半年以来，随着全球消费电子的快速兴起，尤其是以苹果iphone为代表的智能手机等移动终端产品的飞速发展，公司销售规模和增速也随之加快，半年度销售收入同比增速分别达到33.9%、41.0%、45.1%和76.5%。目前，智能移动终端进入全面爆发的新阶段，我们判断公司快速成长的趋势未来几年仍将延续。

### （三）锂电池行业步入快速增长新阶段

根据IIT数据，2010-2020年，便携移动设备锂电池销售额将由8760亿日元增长至2.05万亿日元，复合增长率达到8.9%；动力电池将由430亿日元增长至2.72万亿日元，复合增长率达到51.4%，动力电池将成为未来行业的主要增长点，也是未来最大的锂电池市场。

### （四）智能手机需求爆发推动公司步入发展快轨道

公司产品广泛应用于苹果、三星、诺基亚、索尼等公司的高端电子产品中，随着智能手机需求爆发推动公司业绩步入发展快轨道。以苹果为例，2010年以来，苹果单季度出货量同比增长率平均在100%以上，带动公司实现了快速增长。随着iphone4的热销和iphone4S的发布，我们预计苹果公司3季度和4季度出货量将分别达到2250万只与3000万只，同比增速将分别达到60%和85%。在苹果电池供应商中，ATL、SDI和SONY为公司的前三大客户，力神也是公司的核心客户之一，行业高成长将推动公司持续高成长。

### （五）盈利预测与估值

根据我们的估值模型，预计2011-2013年，公司实现销售收入分别为20.6亿元、29.5亿元和41.3亿元，实现净利润分别为1.69亿元、2.66亿元和3.92亿元，其中归属母公司所有者的净利润分别为1.17亿元、1.88亿元和2.77亿元，全面摊薄后EPS分别为0.85元、1.37元和2.02元，12个月合理目标价为35.00元，以2011年10月12日收盘价计算，未来三年对应动态市盈率分别为28.0倍、17.4倍和11.8倍，首次给予公司“买入”评级。

## 二、德赛电池：国内锂电池行业的隐形王者

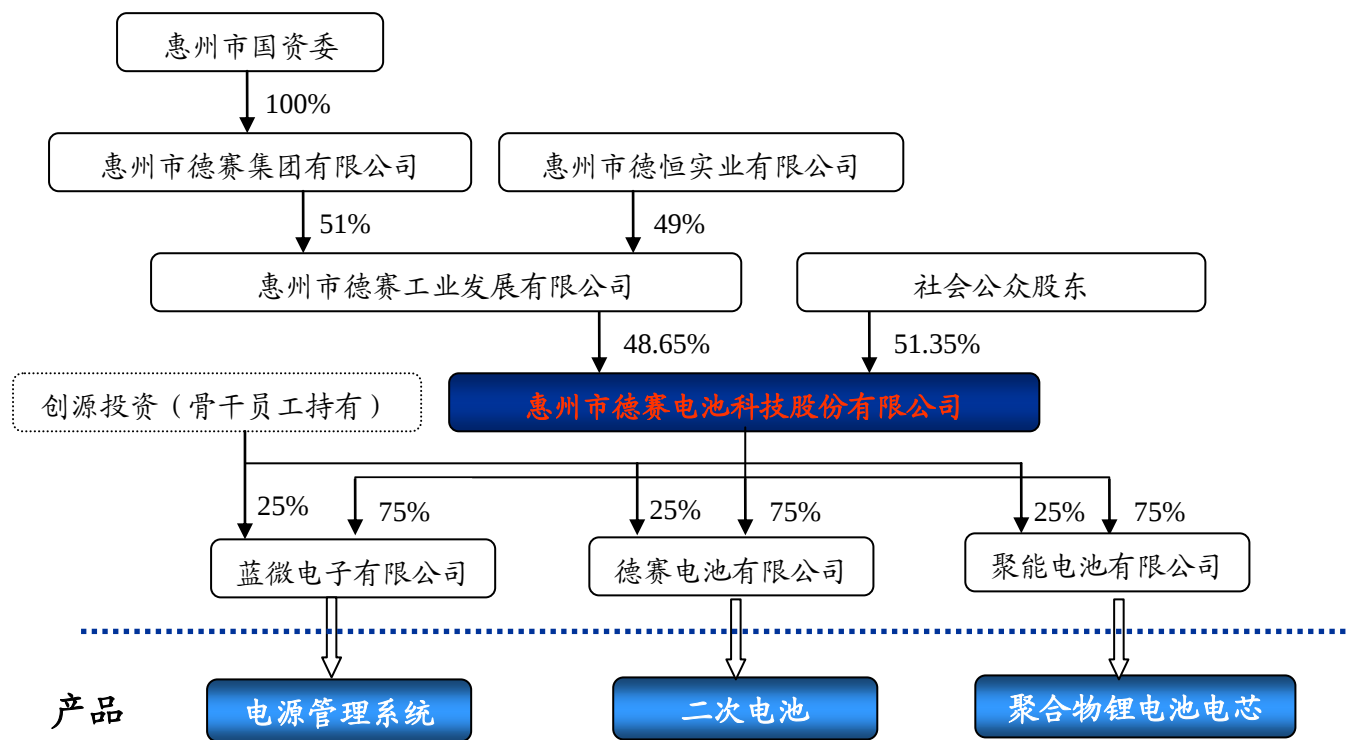
### （一）国内领先的移动电源系列综合方案解决商

德赛电池主营业务为移动电源系列产品，包括用于手机、电动工具等设备的电源保护板和充电器，用于电动汽车、储能电站的电源管理系统和充电机，锂聚合物电池、一次锂电池及其他种类电池的研究、开发和销售；电池材料、配件和设备，及新型电子元器件的开发、测试及销售等。

公司在移动电源多个细分市场已经处于国内领先地位：小型移动电源保护线路板居国内同行之首，产品广泛应用于苹果、三星、诺基亚、索尼等公司的高端电子产品中；电动汽车电源管理系统多项技术获得国家专利，产品成功应用于北京奥运会、上海世博会等电动大巴；手机电池、MP4电池、手提电脑、医疗设备用组合电池，已成为国内外知名客户的原配电池供应商；异形锂聚合物电池、高容量锂聚合物电池、一次锂锰电池、锂铁电池亦处于国内领先地位。

公司大股东为惠州市德赛工业发展有限公司，持股比例为48.65%，实际控制人为德赛集团有限公司。公司主要资产是分别控股75%的三个子公司，分别为惠州蓝微、惠州电池和惠州锂电。其中惠州蓝微主要致力于各类**电源管理系统产品**的研发、制造和销售；惠州电池主要致力于锂离子二次**组合电池**研发、制造和销售；惠州聚能主要致力于**聚合物锂离子电池**和铝壳液态锂离子电池的生产。三个子公司其他25%股份由骨干员工控制的创源投资有限公司持有，通过少数股东权益体现，经营业绩对骨干员工的激励非常充分。

图1：公司股权结构及主要产品



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## （二）凤凰涅槃的发展历程

根据公司的发展历程，我们把公司分为4个发展阶段，分别为探索发展期（1999年至2002年）、快速成长期（2003~2006年）、转型发展期（2007~2009年）和辉煌发展期（2010年至今）。在探索发展期，公司刚刚进入电池领域，通过OEM业务逐步进入国内主要品牌的供应商；在快速成长期，公司发展架构已经完善，德赛工业园启用，并成立能源研究院，成为全球顶级电池厂商ATL的主力供应商，实现了快速成长，并在此期间收购深万山，借壳登陆证券市场；在转型发展期，公司经营的一次电池、品牌产品等业务发展遇到经营困难，锂电池逐渐成为市场主流，同时受金融危机影响，公司开始寻找转型发展的方向，关闭重组了镍氢电池、碱性电池、蓝牙等非核心业务，聚焦在移动电源管理系统、二次电池、聚合物锂电池电芯等移动电源上，并成为iphone手机电源管理保护板的全球主力供应商；在辉煌发展期，公司轻装上阵，在保持iphone电源管理系统的领先份额的同时，深化了与SDI、SONY和ATL的合作，并在平板电脑、高容量多节组合电池、电动工具锂电池等方面也获得快速发展，随着全球智能终端的快速发展，公司销售收入快速增长，净利润获得近年来的新高。

表 1：德赛电池凤凰涅槃的发展历程

| 发展阶段                   | 时间     | 事件                                                                                                                     |
|------------------------|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 探索发展期<br>(1999~2002 年) | 1999 年 | 德赛电池事业部的前身德赛能源科技有限公司正式成立                                                                                               |
|                        | 2000 年 | 公司 OEM 业务首次进入 UT 斯达康、康佳、朗讯供应体系                                                                                         |
|                        | 2001 年 | 德赛手机电池月产量突破 60 万组，成为 TCL 移动主力供应商                                                                                       |
|                        | 2002 年 | 跻身中国电池工业前十强，月产量突破 100 万组，蓝微电子、德赛电池成立，德赛电池成为波导主力供应商                                                                     |
| 快速成长期<br>(2003~2006 年) | 2003 年 | 德赛电池事业部成立；德赛工业园启用，德赛新能源研究院成立<br>成为 ATL 主力供应商                                                                           |
|                        | 2004 年 | 与清华大学联合成立德赛博士后流动站，收购深万山，进入证券市场                                                                                         |
|                        | 2005 年 | 蓝微电子保护板产量占国际原配电池保护板市场的 7.5%                                                                                            |
|                        | 2006 年 | 电池月产量突破 600 万组，蓝微公司月产销量首次突破 1000 万<br>锂铁电池成为欧洲电池第一品牌 VARTA 供应商                                                         |
| 转型发展期<br>(2007~2009 年) | 2007 年 | 蓝微电子正式进入三星供应商，德赛电池通过 SONY、Green Partner 认证                                                                             |
|                        | 2008 年 | 进入苹果供货体系；成功开发出电动工具锂电池管理系统、电动自行车锂电池电源管理系统及电池组；开发出圆柱锂聚合物异型电池                                                             |
|                        | 2009 年 | 成为 iphone 手机电源管理保护板主力供应商；<br>进入了三星、NOKIA、索尼的供应体系；<br>关闭重组镍氢、碱性电池等亏损业务或非核心业务，聚焦移动电源                                     |
| 辉煌发展期<br>(2010 年至今)    | 2010 年 | 运用盲埋孔工艺开发了小型化的 iphone 电源管理系统，保持其领先份额；<br>深化了与 SDI、SONY 和 ATL 的合作；<br>启动平板电脑相关产品业务；启动电芯生产基地的前期建设；<br>高容量多节组合电池的开发进入量产阶段 |
|                        | 2011 年 | 保持小型电路保护系统全球领先优势，多并串电源管理产品项目获预期增长；<br>积极探索在平板电脑、太阳能、风能等领域新项目的研发积累                                                      |

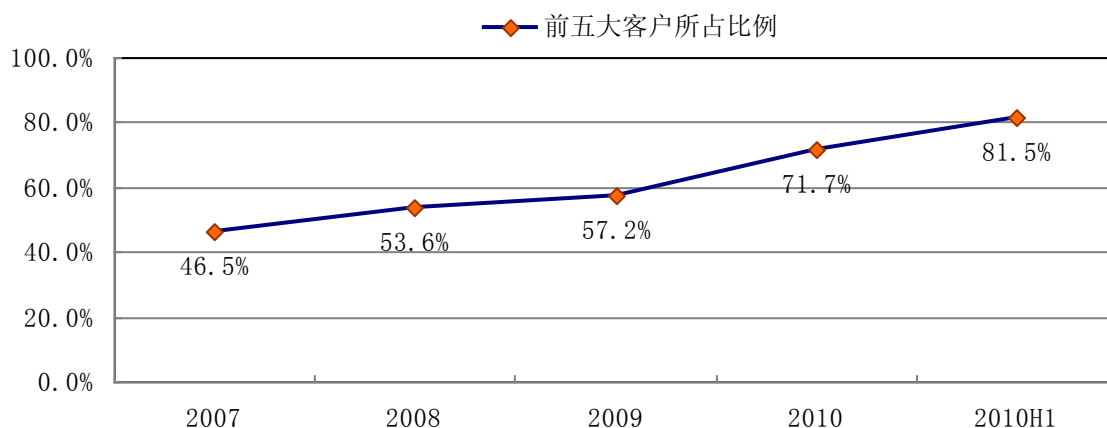
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心整理

### (三) 逐步成为全球顶级消费电子产品核心供应商

公司在 12 年的发展历程中,牢牢准确地把握住了电池行业的发展趋势,并在 2007 年以来锂电池快速发展的过程中,依靠蓝微电子卓越的技术开发实力和德赛电池优良的制造品质,逐步成为了全球顶级消费电子产品锂电池电源管理系统和二次电池的核心供应商。其中包括苹果、三星、诺基亚、索尼等品牌,在 iPhone 手机电源管理系统的市场份额处在全球领先地位。

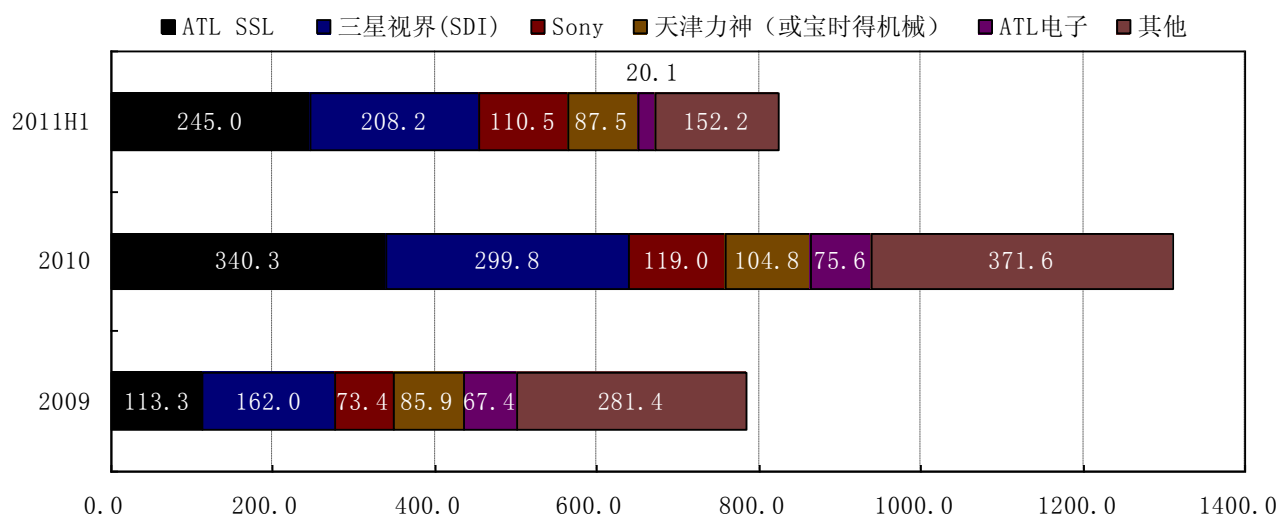
2007 年、2008 年、2009 年、2010 年和 2011 年上半年,前五名客户占公司主营收入的比例分别为 46.46%、53.63%、57.15%、71.66%和 81.52%,客户集中度越来越高,公司在大客户中的份额越来越大。尤其是 2010 年和 2011 年上半年,随着 ATL (为苹果提供电池)和三星在智能手机锂电池方面销售的快速增长,客户集中程度快速提高,2010 年 ATL 和三星所占比重分别为 26%和 23%,2011 年上半年提升至 30%和 25%。苹果和三星是全球智能手机销售最好的品牌,位居智能手机销售市占率的前两位,因此下半年前两大客户比重增加的趋势还将持续。

图2: 2007-2011H1公司前五大客户所占比例在快速提升



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图3: 2009-2011H1公司前五大客户情况



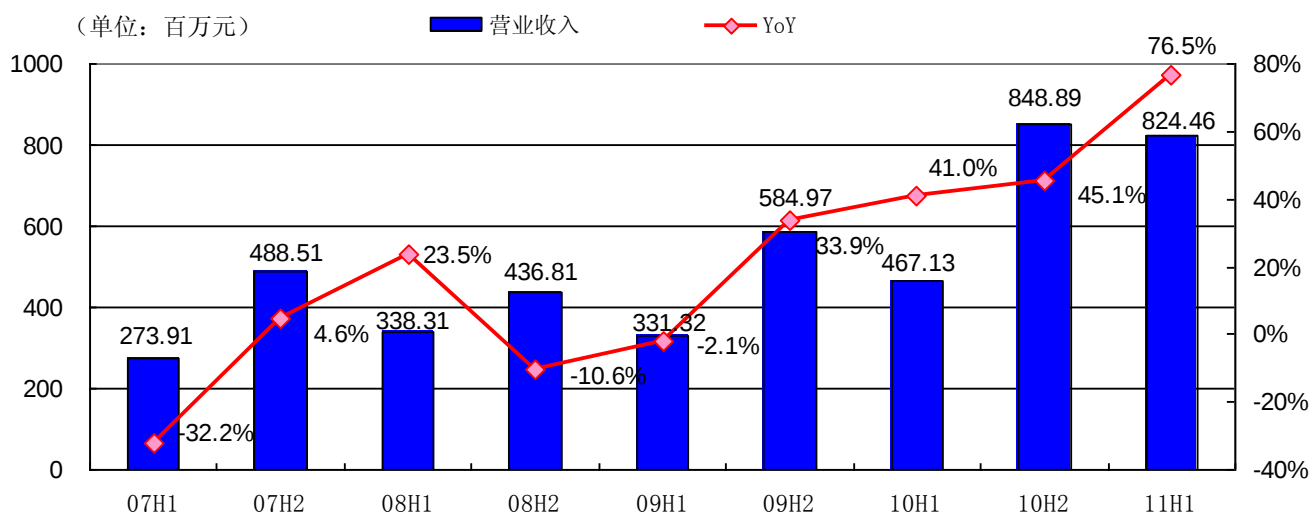
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 三、经营业绩实现质与量的飞跃

#### （一）收入规模和净利润实现质与量的飞跃

**09年下半年以来收入规模实现量的飞跃。**2009年之前，公司还处在转型发展期，公司尽管进入了全球知名电子产品的供应体系，但尚未放量增长。2009年下半年以来，随着全球消费电子的快速兴起，尤其是以苹果iphone为代表的智能手机等移动终端产品的飞速发展，公司销售规模和增速也随之加快，半年度销售收入同比增速分别达到33.9%、41.0%、45.1%和76.5%。同时，因为新产品发布时间与销售旺季集中在下半年，因此公司下半年收入规模与上半年收入规模的比值非常大，2007-2010年下半年收入与上半年收入比值分别为1.78倍、1.29倍、1.77倍和1.82倍，其中2008年是因为金融危机影响而比值偏低。目前，智能移动终端进入新的竞争阶段，iPhone 4S和三星i9100是目前最畅销的高端手机，我们判断，下半年公司营业收入也将是上半年的1.50倍以上，全年营业收入应该在20亿元以上。

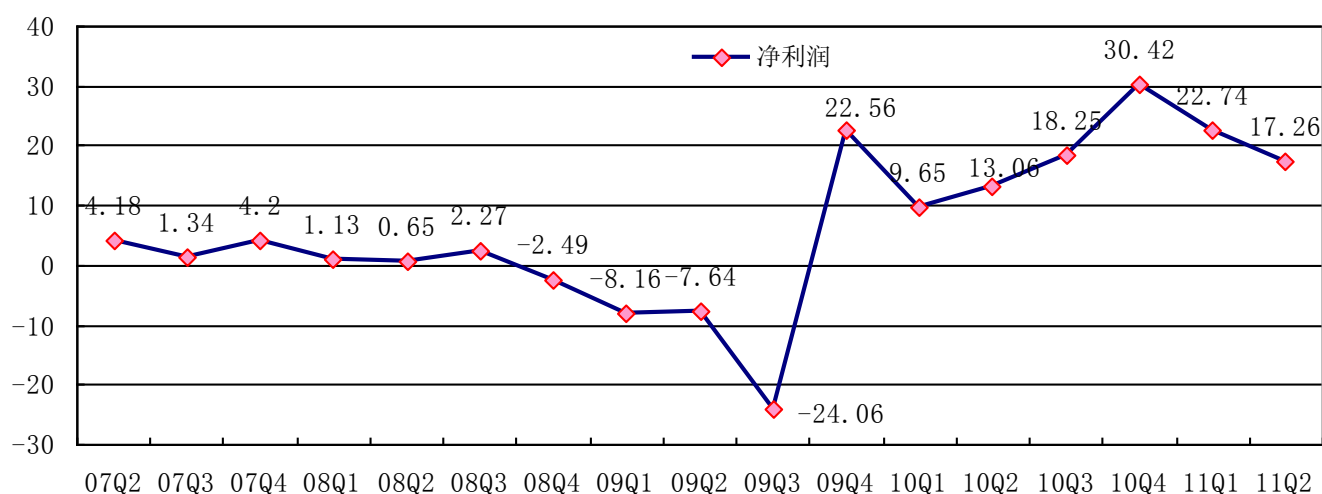
图3：2007-2011H1公司营业收入增长情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2010年以来公司净利润实现质的飞跃。2008年上半年以前，公司盈利能力相对有限，但也能维持盈利状态，单季净利润最高仅为400多万。2008Q4-2009Q3这一期间，受金融危机影响，公司盈利能力显著下滑，开始持续亏损。2009年公司对公司业务进行了精简重组，亏损的、非核心业务被剥离出去，2009年3季度因处置资产，净利润单季度亏损达到2400多万。2009年4季度，同时受iphone 3的全球畅销，公司经营状况开始出现转折性增长，单季度净利润达到2256万元。2010Q1-2011Q2，公司净利润呈现显著上升趋势，2010年四季度，单季净利润达到3042万元。2011年2季度，公司净利润比1季度有一定幅度的下降，主要因为几个方面的影响：一是毛利率有所下降，二是所得税率因高新技术企业评定临时由17.0%上升到28.7%，三是研发费用单季度投入大幅增长，导致期间费用率上升。这三个因素下半年都将得以改善。

图3：2007-2011H1公司净利润增长情况

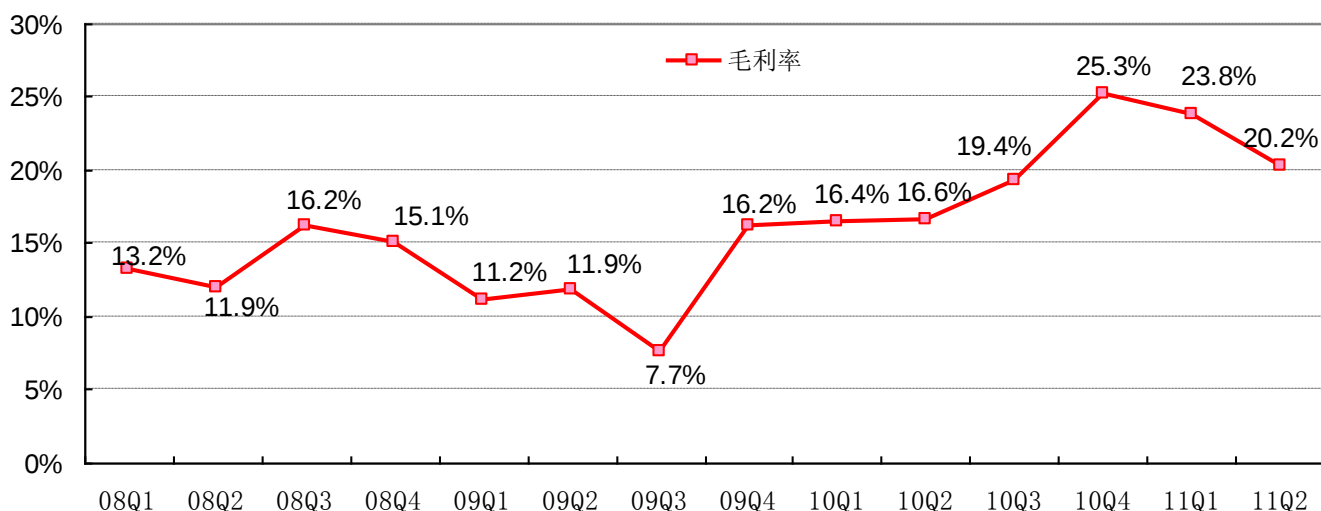


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## (二) 毛利率屡创新高到达新平台

2009年4季度以来毛利率水平快速提升。2009年之前，公司经营业务杂而多，整体毛利率水平较低，维持在12%~16%之间。2009年前三个季度，受金融危机影响，同时公司整合重组业务，毛利率水平有明显下降，2009年3季度毛利率降至7.7%。但2009年4季度以后，毛利率开始稳定提升到16%以上，2010年3季度毛利率达到19.4%，4季度因为处置土地资产有3000多万的营业外收入，导致毛利率达到25.3%的历史高位，不考虑这一营业外收入，毛利率也达到20.3%。2011年1季度毛利率冲到23.8%的历史高度，2季度仍有20.2%，公司综合毛利率冲上20%的新平台，我们预计下半年，随着更多新产品的推出以及产能规模的提升，毛利率还将有所增长。

图3：2008-2011H1公司单季度毛利率变化情况

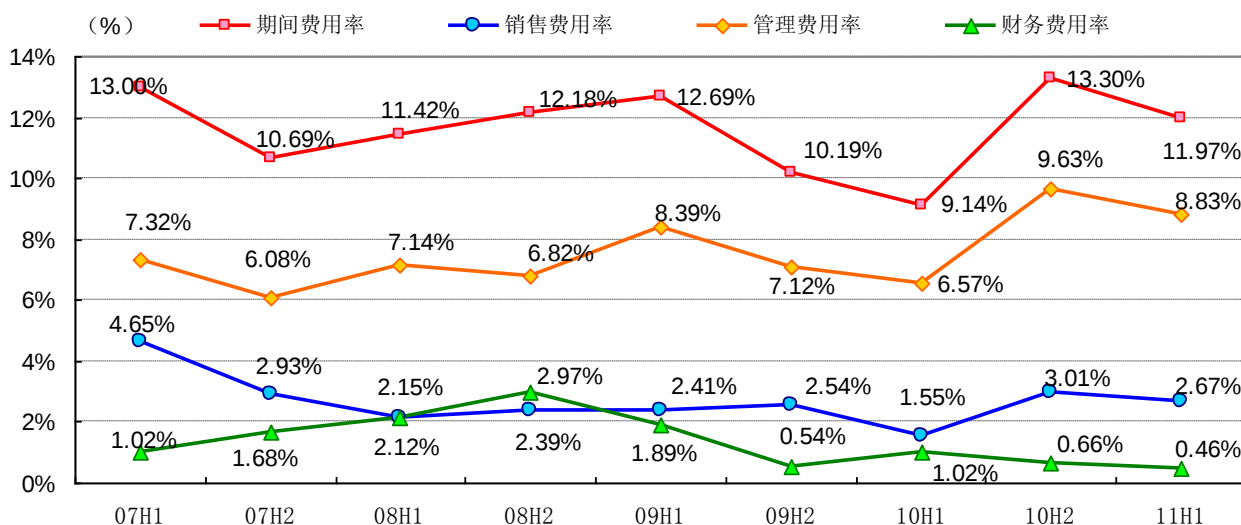


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

### (三) 研发费用投入迅猛上涨

公司期间费用率维持在较高水平。2007年以来公司期间费用率一直维持在10%~12%之间波动，其中管理费用率在6%~9%之间波动，销售费用率维持在2.50%左右，财务费用率降至0.5%左右。由于公司从2010年以来销售收入快速增长，公司发展战略也注重在研发费用的投入和提高职工待遇上，因此费用率并未随着规模效应显著下降，甚至在管理费用上还有一定的升高。但我们认为，随着研发投入和福利待遇的提升趋于稳定，规模效应应该在明年显现出来，期间费用率有可能下降1-2%。

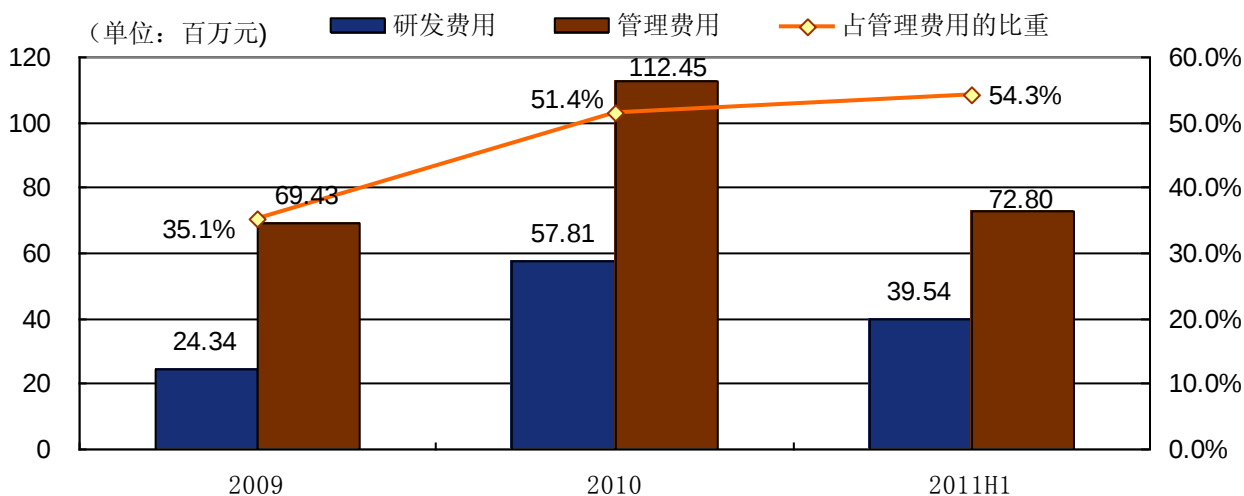
图3：2007-2011H1公司期间费用率增长情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

从研发费用的投入来看，2010年研发投入达到5781万元，比2009年增长137.5%，占管理费用的比例也由35.1%提高到51.4%。2011年上半年，研发费用继续快速提高至3954万元，同比增长126%，占管理费用的比例也达到54.3%的历史新高。

图3：2007-2011H1公司期间费用率增长情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 四、锂电池行业步入快速增长新阶段

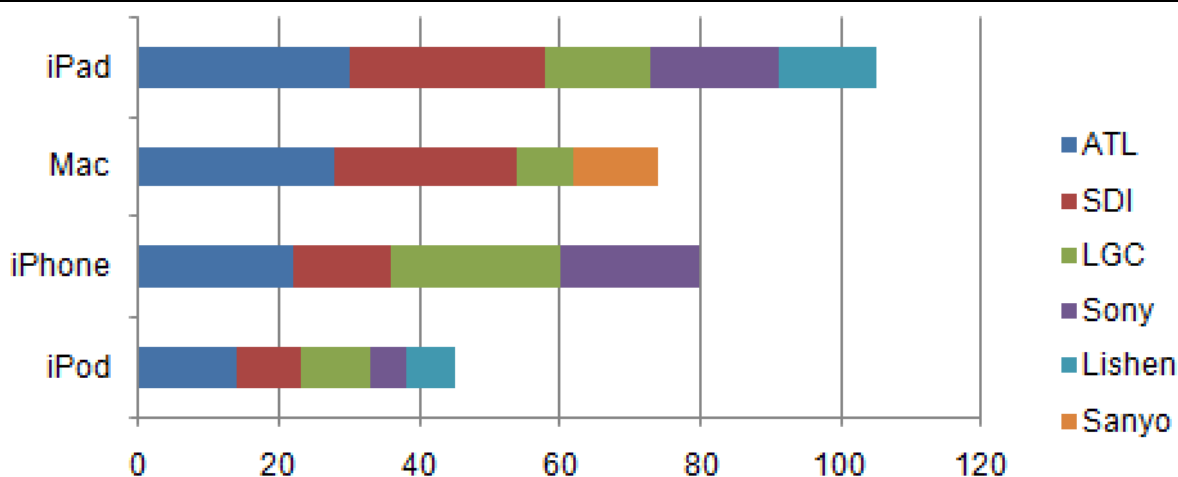
### （一）锂聚合物电池成为二次电池的发展方向

锂电池具有能量密度高、循环寿命长、自放电率小、无记忆效应和绿色环保等突出优势。因此，自索尼公司于1990年首次开发出锂离子电池后，由于其具有电压高、体积小、质量轻、比能量高、无记忆效应、无污染、自放电小、寿命长等优点，已经取得了飞速的发展，其应用已经渗透到民用以及军事应用的多个领域，相较之下，在包括移动电话、笔记本电脑、摄像机、数码相机等强调轻薄短小、多功能的便携式电子产品应用上迅速普及。

锂电池目前有液态锂离子电池和锂聚合物电池两类。其中，液态锂离子电池是指Li<sup>+</sup>嵌入化合物为正、负极的二次电池，正极采用锂化合物LiCoO<sub>2</sub>，LiNiO<sub>2</sub>或LiMn<sub>2</sub>O<sub>4</sub>，负极采用锂—碳层间化合物Li<sub>x</sub>C<sub>6</sub>。聚合物锂离子电池和液态锂离子电池的区别就在于电解质的存在形式，聚合物锂离子电池的电解质为凝胶型或纯固态聚合物。与传统的锂离子电池相比，聚合物锂电池塑性灵活、安全性好、循环寿命更长、体积利用率比液体锂离子电池高10%-20%，不用传统的隔膜材料、易于大规模工业化生产。

根据IIT数据，目前苹果全系列产品iPhone、iPad、iPod等均采用锂聚合物电池，iPhone4由SDI、ATL、Sony和LGC共同提供，iPad用的大聚合物电芯主要由ATL、力神、SDI、sony、LGC共同提供。其他品牌高端消费电子产品也主要采用锂聚合物电池。

图3： IIT预计2011年苹果各产品锂聚合物电池出货量及供应商情况（单位：百万只）



数据来源：IIT（2011年1月），广发证券发展研究中心

### （二）锂电池具有广阔的发展空间

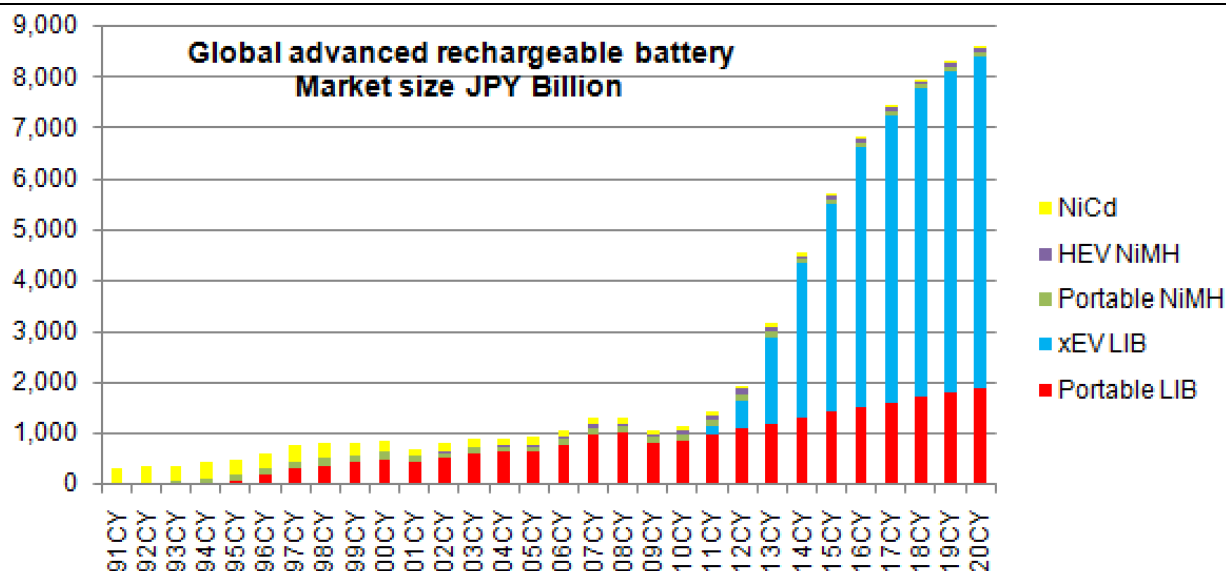
根据IIT（日本工业研究院）数据2011年预测，2010-2020年全球二次电池将会维持快速增长的势头，锂电池将会成为二次电池快速成长的主体，镍氢、镍镉电池将会逐年衰退，而便携移动设备将保持稳定增长，动力锂电将随着电动工具、电动自行车、电动汽车、储能电站等市场的兴起而快速增长。

2010-2020年，便携移动设备锂电池销售额将由8760亿日元增长至2.05万亿日元，

复合增长率达到8.9%；动力电池将由430亿日元增长至2.72万亿日元，复合增长率将达到51.4%，动力电池将成为未来行业的主要增长点，也是未来最大的锂电池市场。

图3： IIT预计未来10年全球二次电池出货量

(单位：百万只)



数据来源：IIT（2011年1月），广发证券发展研究中心

表：2009-2020 年全球二次电池市场增长情况

(单位：十亿日元)

|      | 2009   | 2010 | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019 | 2020 |
|------|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| 便携锂电 | 848    | 876  | 1003  | 1145  | 1290  | 1428  | 1550  | 1645  | 1756  | 1864  | 1954 | 2054 |
| 动力锂电 | 6      | 43   | 138   | 406   | 651   | 947   | 1251  | 1564  | 1859  | 2179  | 2427 | 2720 |
| 便携镍氢 | 103    | 107  | 107   | 106   | 103   | 100   | 96    | 94    | 91    | 90    | 88   | 65   |
| 动力镍氢 | 82     | 115  | 150   | 146   | 87    | 60    | 56    | 55    | 53    | 57    | 60   | 63   |
| 镍镉   | 75     | 65   | 62    | 56    | 49    | 42    | 34    | 30    | 28    | 27    | 25   | 24   |
| 总计   | 1115   | 1206 | 1461  | 1859  | 2179  | 2577  | 2988  | 3388  | 3787  | 4215  | 4555 | 4948 |
| 增长率  | -15.1% | 8.2% | 21.1% | 27.2% | 17.2% | 18.3% | 15.9% | 13.4% | 11.8% | 11.3% | 8.1% | 8.6% |

数据来源：IIT（2011年4月），广发证券发展研究中心

### （三）锂电池行业竞争格局：韩国将超越日本成为龙头

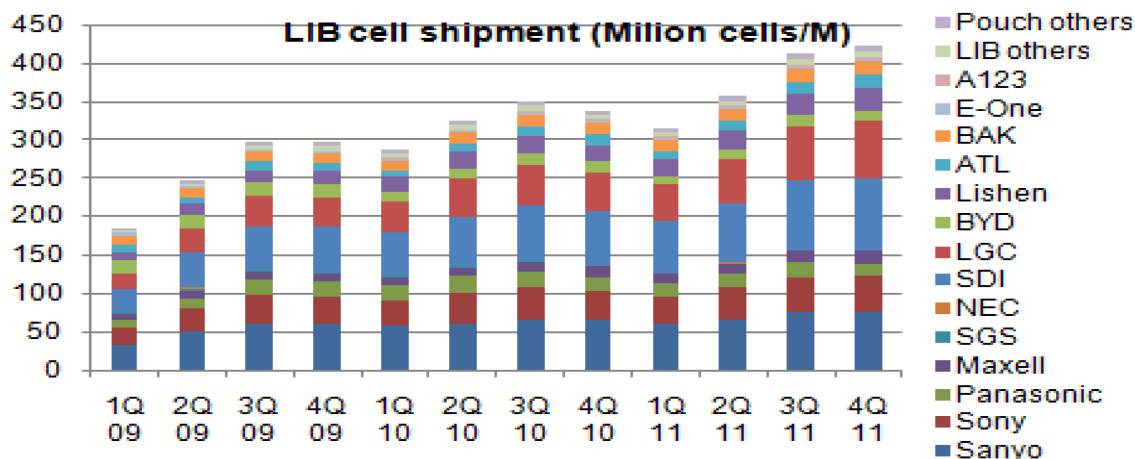
全球锂电池产业目前主要集中在日本、中国（包括台湾地区）和韩国，占全球锂电池产量的95%以上。日本作为锂电池的发源地，2000年以前，基本垄断全球锂电的生产。随着中国、韩国锂电池制造技术的开发和提升，日本锂电池出货量的比例在逐渐降低，中国和韩国锂电池出货量的比例在逐渐增加，尤其是韩国增长速度非常快。2010年日本、韩国、中国、美国锂电池出货量占全球出货量比重分别为41.5%、35.0%、18.7%和1.1%。

目前全球出货量最大的前五大电池芯厂商分别为韩国SDI、日本三洋、韩国LGC、日本Sony和中国力神，2010年出货量分别达到7.80亿只、7.51亿只、5.86亿只、4.62亿只和2.48亿只，占全球总出货量的比重分别为20.0%、19.2%、15.0%、11.9%和6.3%。预计2008-2011年增长最快的前三位企业是LG化学、中国力神和韩国SDI，复合增长率

分别为86.9%、66.9%和44.1%。预计2011年，韩国三星电机（SDI）将超越日本三洋成为全球出货量最大的企业，出货量将达到9.89亿只。作为全球仅次于sony锂聚合物电池出货量的ATL，2008-2011年复合增长率达到16.6%，2011年出货量将达到1.70亿只。

图3： IIT预计未来10年全球二次电池出货量

（单位：百万只）



数据来源：IIT（2011年1月），广发证券发展研究中心

表：2008-2011年全球锂电池主要生产厂商年度出货量情况

（单位：百万只）

| 国家         | 公司        | 2008   | 2009   | 2010   | 2011(f) |
|------------|-----------|--------|--------|--------|---------|
| 日本         | Sanyo     | 705.1  | 617.9  | 751.3  | 829.7   |
|            | Sony      | 466.2  | 371.3  | 462.9  | 516.6   |
|            | 松下        | 179.3  | 196.3  | 239.5  | 210.0   |
|            | Maxell    | 162.2  | 111.4  | 139.8  | 175.8   |
|            | SGS       | 45.8   | 26.5   | 22.1   | 2.1     |
|            | NEC       | 34.5   | 7.2    | 3.9    | 2.9     |
|            | 合计        | 1593.1 | 1330.6 | 1619.5 | 1737.1  |
| 韩国         | 三星电机（SDI） | 476.2  | 565.1  | 780.2  | 988.8   |
|            | LG化学      | 215.2  | 402.2  | 586.0  | 751.8   |
|            | 合计        | 691.4  | 967.3  | 1366.2 | 1740.6  |
| 中国         | 力神        | 114.4  | 169.8  | 247.5  | 318.6   |
|            | 比亚迪（BYD）  | 268.7  | 201.6  | 161.6  | 150.0   |
|            | ATL       | 124.8  | 113.1  | 147.3  | 169.8   |
|            | BAK       | 218.1  | 146.7  | 175.5  | 203.7   |
|            | 合计        | 726.0  | 631.2  | 731.9  | 842.1   |
| 美国         | E-one     | 51.3   | 33.8   | 27.9   | 27.6    |
|            | A123      | 8.4    | 12.3   | 14.4   | 15.9    |
|            | 合计        | 59.7   | 46.1   | 42.3   | 43.5    |
| 其他锂电厂商     |           | 24.0   | 52.9   | 77.4   | 84.3    |
| 其他锂聚合物电池厂商 |           | 48.3   | 50.7   | 64.5   | 72.0    |
| 全球出货量总计    |           | 3142   | 3079   | 3904   | 4520    |
| 年增长率       |           | 12%    | -2%    | 27%    | 16%     |

数据来源：IIT（2011年1月），广发证券发展研究中心

## 五、智能手机需求爆发推动公司步入发展快轨道

公司核心业务主要集中在蓝微电子、德赛电池和聚能电池三个子公司，主营业务主要为电路板护板、以锂聚合物电池为主的二次电池和锂电池电芯。公司的小型移动电源保护线路板居国内同行之首，产品广泛应用于苹果、三星、诺基亚、索尼等公司的高端电子产品中；电动汽车电源管理系统多项技术获得国家专利，产品成功应用于北京奥运会、上海世博会等电动大巴；手机电池、MP4电池、手提电脑、医疗设备用组合电池，已成为国内外知名客户的原配电池供应商；异形锂聚合物电池、高容量锂聚合物电池、一次锂锰电池、锂铁电池亦处于国内领先地位。

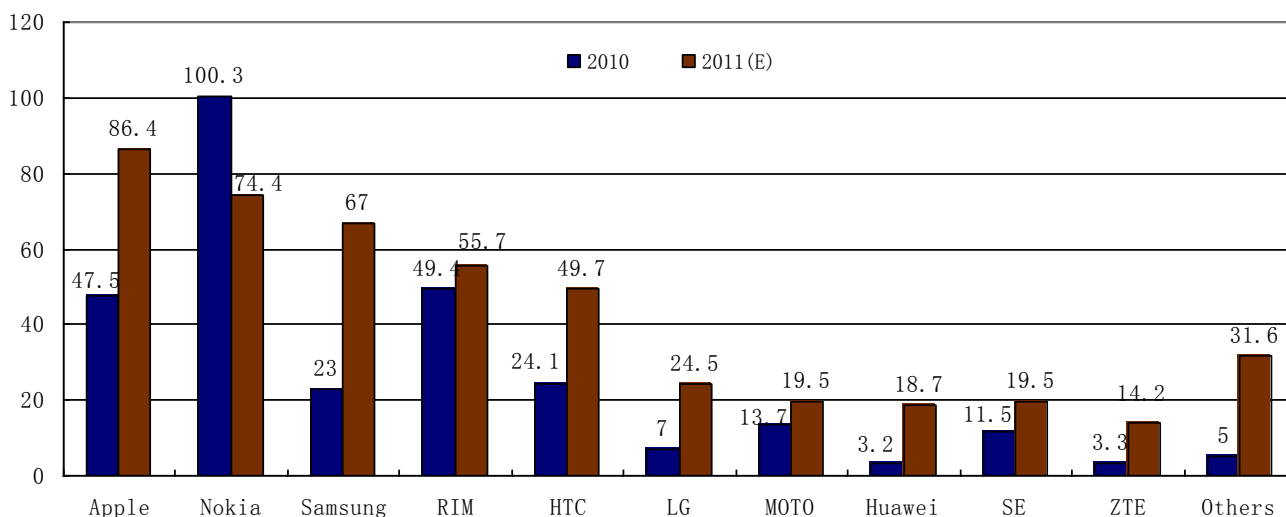
### （一）2011年全球智能手机出货量大幅上涨

根据Digitimes预测，2011年全球智能手机出货量预计可达4.62亿部，同比增长60%。全年出货前10大厂商依次将为苹果、诺基亚、三星电子、RIM、宏达电、LG Electronics、Motorola Mobility、索尼爱立信、华为及中兴通讯。其中，Top 5企业的出货量将大于5,000万部，与6-10名差距较大。

2011年新款 iPhone4S延迟至10月初发布，但发售超过1年的iPhone 4至今仍热卖，预计苹果 2011 年出货量较 2010 年增长超过 80%。2010 年智能手机出货达 1 亿部的龙头厂商诺基亚，2011 年因平台转换、公司内部大规模重整等原因，使产品线受影响，又因为 iPhone与 Android手机大举侵蚀其市占，表现将呈现显著衰退。2011年，华为与中兴通讯借助低价机种及良好的电信通路关系，市场出货大增。预计 2011年，这 2家公司单季出货量即可达甚至大幅超越 2010全年水平。

图3： 2010-2011年全球智能手机主要品牌出货量增长情况

（单位：万只）



数据来源：Digitimes（2011年8月），广发证券发展研究中心

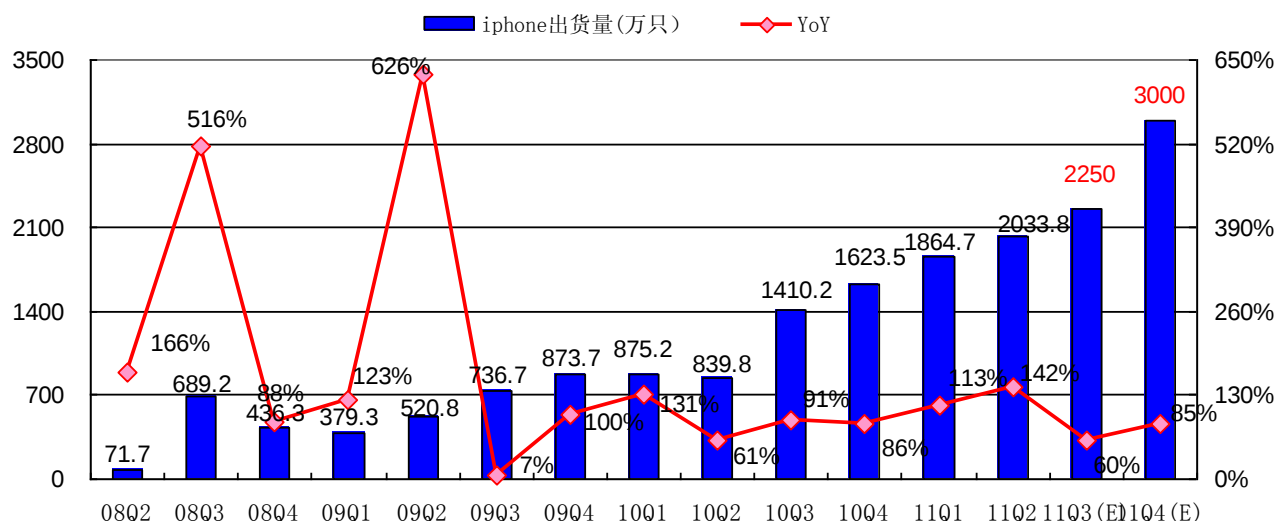
### （二）苹果Iphone手机出货量单季屡创新高

2010年以来，苹果单季度出货量同比增长率平均在100%以上，带动公司实现了快

速增长。随着iphone4的热销和iphone4S的发布，我们预计苹果公司3季度和4季度出货量将分别达到2250万只与3000万只，同比增速将分别达到60%和85%。

图3： 2008Q2-2011Q2苹果公司iphone产品季度出货量增长情况

(单位：万只)



数据来源：苹果公司公告，广发证券发展研究中心

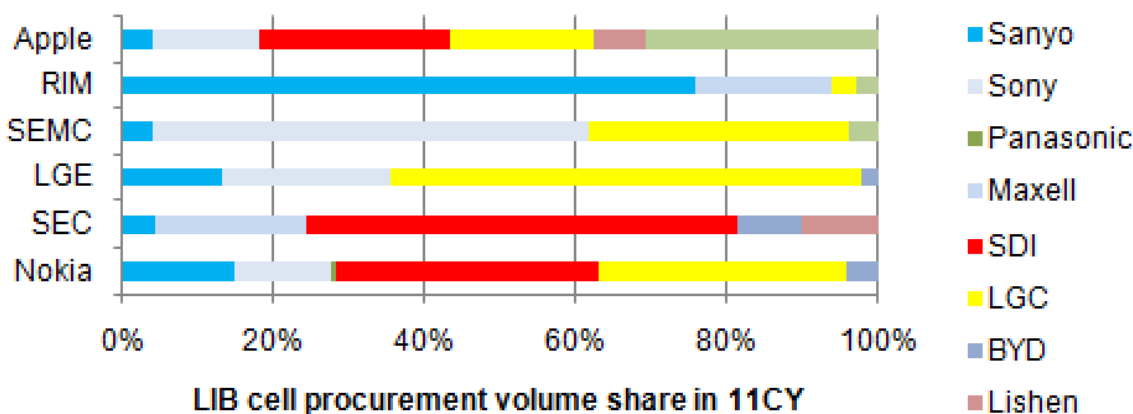
### (三) 公司核心客户是全球智能手机的主力供应商

根据IIT在2011年1季度发布的报告预计，2011年Apple在智能手机上需求3.04亿只电池芯，仅次于Nokia的4.73亿只和三星电子的3.51亿只。在苹果的电池供应商中，占比最大的是ATL，其次是SDI、LGC、SONY、力神和Sanyo，其出货量分别为9380万只、7700万只、5700万只、4300万只、2100万只和1200万只，所占比例分别为30.9%、25.3%、18.8%、14.2%、6.9%和3.9%。在苹果电池供应商中，ATL、SDI和SONY为公司的前三大客户，力神也是公司的核心客户之一。

根据IIT数据预测，SDI除了是苹果的主要供应商外，同时也是三星和诺基亚的核心供应商，2011年上半年SDI在公司销售收入中的比重已经由2010年的23%上升至25%。另外Sony、力神也是主要品牌的核心供应商。

图3： IIT预计2011年主要电池芯厂商单季度出货量增长情况

(单位：百万只)

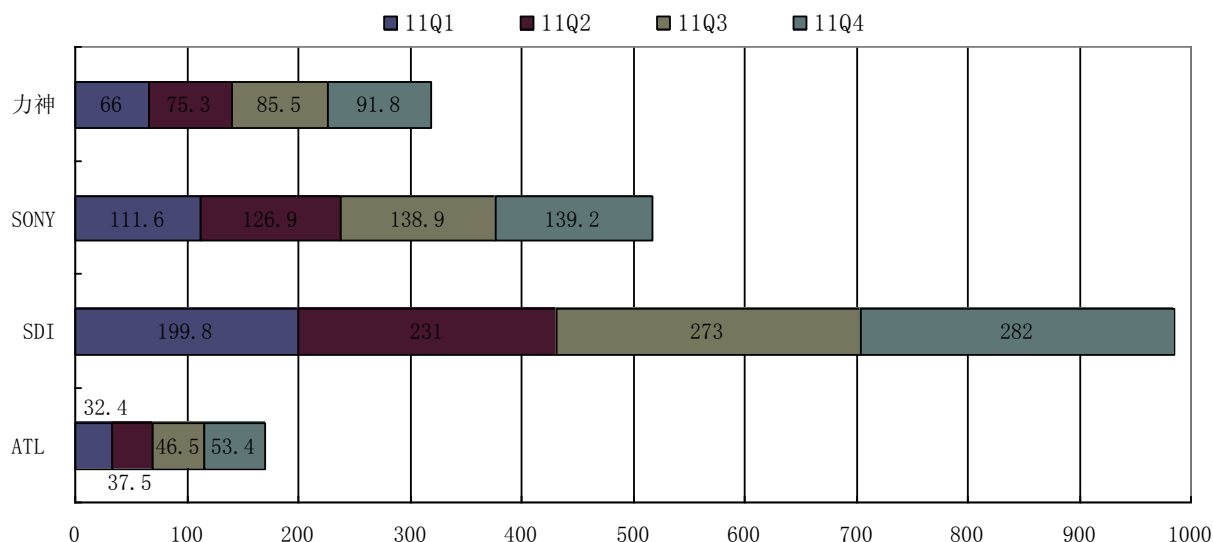


数据来源：IIT，广发证券发展研究中心

根据IIT预计，2011年ATL、SDI、SONY和力神计划出货量分别为1.70亿只、9.89亿只、5.17亿只和3.19亿只，其中出货量主要集中在下半年，尤其集中在四季度，这与苹果等品牌厂商在10月份发布新产品有较为密切的关系。

图3： IIT预计2011年主要电池芯厂商单季度出货量增长情况

(单位：百万只)



数据来源：IIT，广发证券发展研究中心

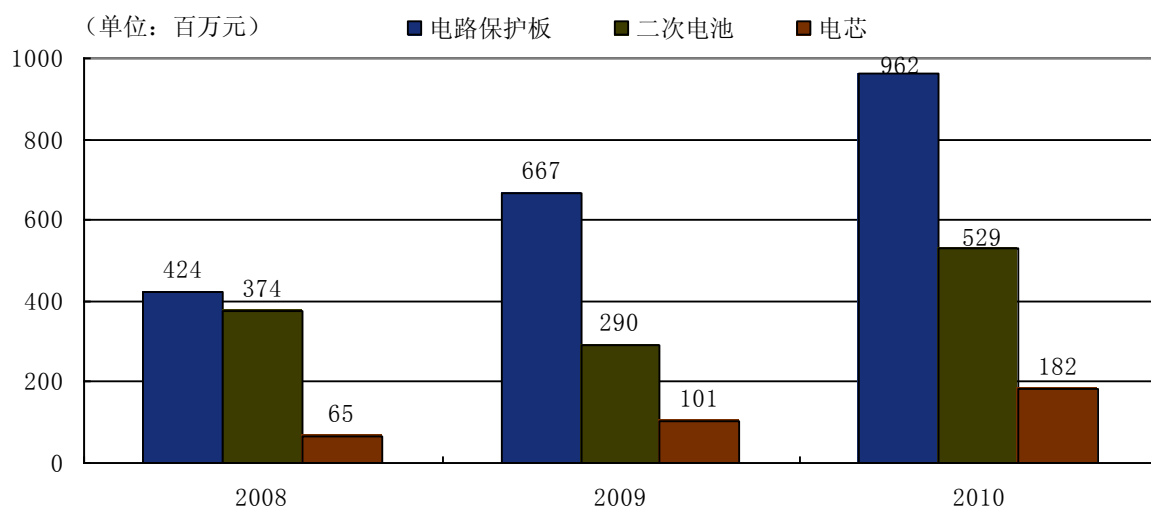
#### (四) 公司主要业务均呈现快速增长

2008-2010年，随着公司完成对主营业务调整，公司主要业务均呈现快速增长势头。电路保护板收入由2008年的4.24亿元快速增长至2010年的9.62亿元，复合增长率达到50.6%；二次电池由2009年的2.90亿元增长至2010年5.29亿元，增长率达到82.4%；电芯业务由2008年的6516万元增长至2010年的1.82亿元，复合增长率达到40.8%。

2011年上半年，公司主营收入达到8.24亿元，比2010年上半年的4.84亿元增长70.5%，各主要业务也相应实现高速增长。我们预计今年全年仍将保持高速增长。

图3： 2008-2010年公司主要业务呈现快速增长

(单位：百万只)



数据来源：IIT，广发证券发展研究中心

综上所述，我们预计公司在下半年的销售收入也将呈现与iphone出货量呈现相同的趋势，下半年环比上半年将有显著的业绩增长。未来几年，随着苹果iphone5等新产品进一步推动消费需求，公司仍将保持快速增长的势头。另外，根据公司公告，公司未来将在保持在小型手持终端电路板护板的优势基础上，积极向平板电脑、高容量多节组合电池、平板电脑、太阳能、风能以及电芯生产等领域做进一步发展，这些将成为公司未来新的增长点。

## 六、盈利预测与估值

根据行业发展趋势和公司发展趋势，我们认为公司在电路保护板、二次电池和锂电池电芯各个子领域未来几年都将有能力保持较快的增长，在平板电脑、电动工具、动力电池、储能系统等领域的应用将会加快渗透。

表：德赛电池盈利预测表

（单位：百万元）

| 产品      | 项目    | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|---------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 电路保护板   | 销售收入  | 962    | 1539   | 2155   | 2801   |
|         | 收入增长率 | 44.2%  | 60.0%  | 40.0%  | 30.0%  |
|         | 毛利率   | 24.0%  | 24.0%  | 24.5%  | 25.0%  |
| 二次电池    | 销售收入  | 529    | 846    | 1270   | 1777   |
|         | 收入增长率 | 82.4%  | 60.0%  | 50.0%  | 40.0%  |
|         | 毛利率   | 16.0%  | 17.0%  | 17.0%  | 18.0%  |
| 锂电池电芯   | 销售收入  | 182    | 255    | 357    | 499    |
|         | 收入增长率 | 80.2%  | 40.0%  | 40.0%  | 40.0%  |
|         | 毛利率   | 15.0%  | 20.0%  | 23.0%  | 24.0%  |
| 合并收入    |       | 1673   | 2640   | 3781   | 5078   |
| 合并毛利率   |       | 20.5%  | 21.4%  | 21.8%  | 22.5%  |
| 消除关联交易率 |       | 78.4%  | 78.0%  | 78.0%  | 78.0%  |
| 主营业务收入  |       | 1311   | 2060   | 2949   | 3961   |
| 其他      | 销售收入  | 5      | 0      | 0      | 0      |
|         | 收入增长率 |        |        |        |        |
|         | 毛利率   | 96.22% |        |        |        |
| 营业收入    |       | 1316   | 2060   | 2949   | 3961   |
| 营业收入增长率 |       | 43.6%  | 56.5%  | 43.2%  | 34.3%  |
| 综合毛利率   |       | 20.5%  | 21.4%  | 21.8%  | 22.5%  |
| 销售费用率   |       | 2.49%  | 2.60%  | 2.60%  | 2.50%  |
| 管理费用率   |       | 8.54%  | 9.20%  | 8.60%  | 8.40%  |
| 财务费用率   |       | 0.79%  | 0.12%  | 0.05%  | -0.02% |
| 期间费用率   |       | 11.82% | 11.92% | 11.25% | 10.88% |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：表中各产品毛利率为笔者估计值

根据我们的估值模型，预计2011-2013年，公司实现销售收入分别为20.6亿元、29.5亿元和41.3亿元，实现净利润分别为1.56亿元、2.51亿元和3.69亿元，其中归属母公司所有者的净利润分别为1.17亿元、1.88亿元和2.77亿元，全面摊薄后EPS分别为0.85元、1.37元和2.02元，12个月合理目标价为35.00元，以2011年10月12日收盘价计算，未来三年对应动态市盈率分别为28.0倍、17.4倍和11.8倍，首次给予公司“买入”评级。

## 七、风险提示

一是客户集中度过高的风险。公司前五大大客户占营业收入的比重超过80%，对核心客户的依赖度比较高，存在一定的依赖性风险。

二是新产品市场开拓可能低于预期的风险。公司积极向平板电脑、高容量多节锂电池、电动工具、太阳能风能储能电池等领域发展，如果这些项目的产业化推进进展缓慢，将在一定程度上会影响公司后续成长速度。

## 资产负债表

单位：百万元

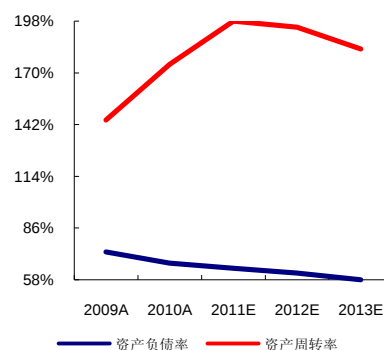
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 506   | 700   | 1,075 | 1,647 | 2,383 |
| 货币资金           | 91    | 125   | 255   | 474   | 811   |
| 应收及预付          | 339   | 480   | 673   | 964   | 1,294 |
| 存货             | 76    | 95    | 146   | 208   | 278   |
| 其他流动资产         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 149   | 151   | 152   | 152   | 143   |
| 长期股权投资         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 117   | 129   | 119   | 107   | 87    |
| 在建工程           | 1     | 1     | 7     | 15    | 21    |
| 无形资产           | 29    | 16    | 26    | 31    | 35    |
| 其他长期资产         | 2     | 5     | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 655   | 850   | 1,227 | 1,799 | 2,526 |
| <b>流动负债</b>    | 478   | 563   | 793   | 1,115 | 1,472 |
| 短期借款           | 86    | 62    | 82    | 102   | 122   |
| 应付及预收          | 392   | 502   | 711   | 1,013 | 1,350 |
| 其他流动负债         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动负债</b>   | 3     | 9     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付债券           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 3     | 9     | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 481   | 572   | 793   | 1,115 | 1,472 |
| 股本             | 137   | 137   | 137   | 137   | 137   |
| 资本公积           | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     |
| 留存收益           | -7    | 64    | 181   | 369   | 646   |
| 归属母公司股东权益      | 137   | 209   | 325   | 513   | 790   |
| 少数股东权益         | 37    | 69    | 108   | 171   | 263   |
| <b>负债和股东权益</b> | 655   | 850   | 1,227 | 1,799 | 2,526 |

## 利润表

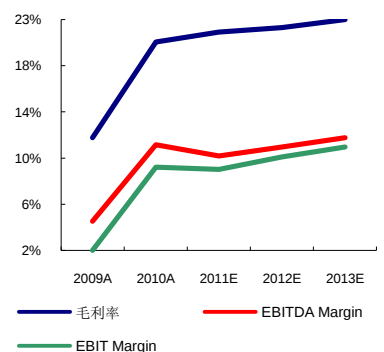
单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 916   | 1316  | 2060  | 2949  | 3961  |
| 营业成本            | 806   | 1046  | 1619  | 2305  | 3072  |
| 营业税金及附加         | 0     | 1     | 7     | 10    | 14    |
| 销售费用            | 23    | 33    | 54    | 77    | 99    |
| 管理费用            | 69    | 112   | 189   | 254   | 333   |
| 财务费用            | 9     | 10    | 3     | 2     | -1    |
| 资产减值损失          | 31    | 44    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0     | 15    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | -23   | 84    | 187   | 302   | 445   |
| 营业外收入           | 1     | 31    | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 4     | 3     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | -26   | 112   | 187   | 302   | 445   |
| 所得税             | 14    | 19    | 32    | 51    | 76    |
| <b>净利润</b>      | -40   | 93    | 156   | 251   | 369   |
| 少数股东损益          | -22   | 16    | 39    | 63    | 92    |
| <b>归属母公司净利润</b> | -17   | 76    | 117   | 188   | 277   |
| EBITDA          | 42    | 150   | 215   | 331   | 474   |
| EPS (元)         | -0.13 | 0.56  | 0.85  | 1.37  | 2.02  |

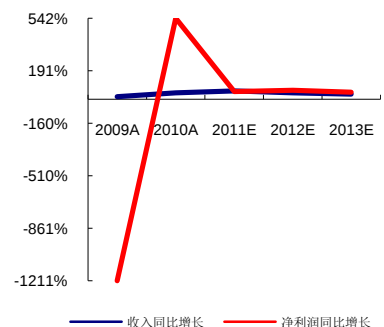
## 资产负债率趋势



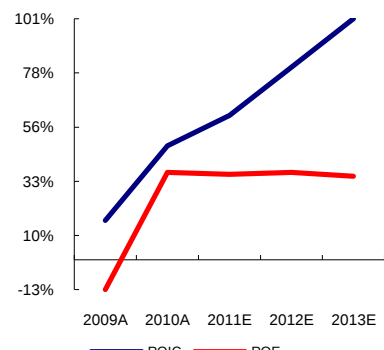
## 经营利润率趋势



## 收入与利润增长趋势



## 投资回报率趋势



## 现金流量表

单位：百万元

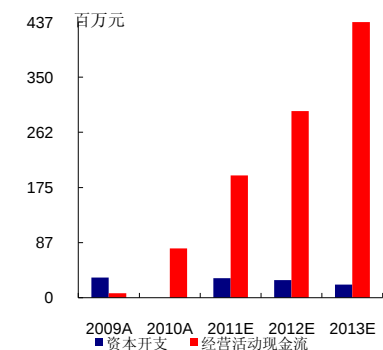
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 7     | 78    | 155   | 233   | 345   |
| 净利润            | -51   | 88    | 156   | 251   | 369   |
| 折旧摊销           | 24    | 26    | 25    | 28    | 30    |
| 营运资金变动         | -21   | -98   | -35   | -51   | -62   |
| 其它             | 54    | 62    | 10    | 6     | 7     |
| <b>投资活动现金流</b> | -35   | 0     | -31   | -28   | -21   |
| 资本支出           | -32   | 0     | -31   | -28   | -21   |
| 投资变动           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -3    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 35    | -41   | 7     | 14    | 13    |
| 银行借款           | 181   | 250   | 20    | 20    | 20    |
| 债券融资           | -162  | -274  | -9    | 0     | 0     |
| 股权融资           | 4     | 12    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 13    | -29   | -5    | -6    | -7    |
| <b>现金净增加额</b>  | 7     | 37    | 130   | 219   | 337   |
| <b>期初现金余额</b>  | 94    | 91    | 125   | 255   | 474   |
| <b>期末现金余额</b>  | 101   | 128   | 255   | 474   | 811   |

## 主要财务比率

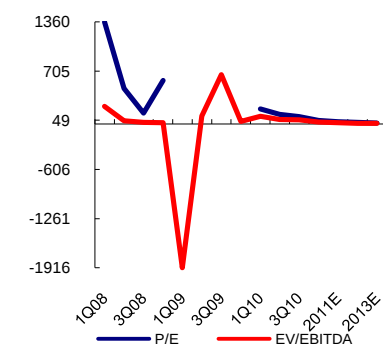
单位：%

| 至 12 月 31 日     | 2009A    | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |          |        |        |        |        |
| 营业收入            | 18.2%    | 43.6%  | 56.5%  | 43.2%  | 34.3%  |
| 营业利润            | -525.3%  | 467.7% | 123.5% | 61.2%  | 47.3%  |
| 归属于母公司净利润       | -1211.4% | 541.7% | 52.7%  | 61.2%  | 47.3%  |
| <b>获利能力</b>     |          |        |        |        |        |
| 毛利率             | 12.0%    | 20.5%  | 21.4%  | 21.8%  | 22.5%  |
| 净利率             | -4.3%    | 7.0%   | 7.6%   | 8.5%   | 9.3%   |
| ROE             | -12.6%   | 36.6%  | 35.8%  | 36.6%  | 35.0%  |
| ROIC            | 16.5%    | 47.7%  | 60.4%  | 80.7%  | 101.0% |
| <b>偿债能力</b>     |          |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 73.4%    | 67.3%  | 64.6%  | 62.0%  | 58.3%  |
| 净负债比率           | -3.1%    | -22.5% | -39.9% | -54.4% | -65.4% |
| 流动比率            | 1.06     | 1.24   | 1.36   | 1.48   | 1.62   |
| 速动比率            | 0.87     | 1.06   | 1.14   | 1.26   | 1.40   |
| <b>营运能力</b>     |          |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 1.45     | 1.75   | 1.98   | 1.95   | 1.83   |
| 应收账款周转率         | 4.00     | 3.77   | 3.97   | 3.97   | 3.97   |
| 存货周转率           | 8.52     | 12.23  | 11.06  | 11.06  | 11.06  |
| <b>每股指标 (元)</b> |          |        |        |        |        |
| 每股收益            | -0.13    | 0.56   | 0.85   | 1.37   | 2.02   |
| 每股经营现金流         | 0.05     | 0.57   | 1.13   | 1.71   | 2.52   |
| 每股净资产           | 1.00     | 1.53   | 2.38   | 3.75   | 5.77   |
| <b>估值比率</b>     |          |        |        |        |        |
| P/E             | -84.6    | 47.1   | 29.9   | 18.6   | 12.6   |
| P/B             | 10.6     | 17.2   | 10.7   | 6.8    | 4.4    |
| EV/EBITDA       | 34.8     | 23.5   | 15.4   | 9.4    | 5.9    |

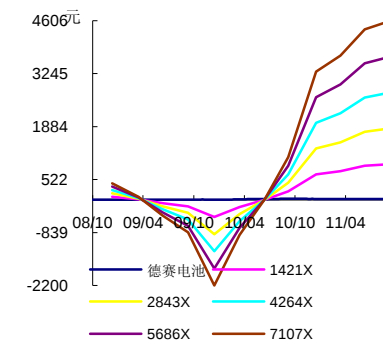
## 资本支出与经营活动现金流



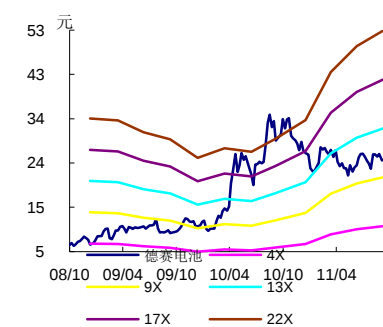
## 相对估值



## PE BAND



## PB BAND



## 广发电子元器件行业研究小组

徐博卷，分析师，北京大学微电子学与固体电子学硕士，2007-2009 年就职于中国电子信息产业发展研究院规划研究所，2009 年加入广发证券发展研究中心。

樊飞，研究助理，浙江大学光电系学士，香港科技大学电子计算机工程系哲学硕士，2011 年加入广发证券发展研究中心。联系方式：fanfei@gf.com.cn, 020-87555888-8615。

## 相关研究报告

## 广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

|      | 广州市                        | 深圳市                        | 北京市                         | 上海市                            |
|------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|--------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 5 楼 | 深圳市福田区民田路 178<br>号华融大厦 9 楼 | 北京市西城区月坛北街 2 号<br>月坛大厦 18 层 | 上海市浦东南路 528 号<br>上海证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                     | 518026                     | 100045                      | 200120                         |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn             |                            |                             |                                |
| 服务热线 | 020-87555888-8612          |                            |                             |                                |

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。