

其他电子器件  
署名人: 王鹏  
S0960511020004  
0755-82026733  
wangpeng@cjis.cn  
参与人: 王国勋  
S0960110110068  
075582026707  
wangguoxun@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 38.00元

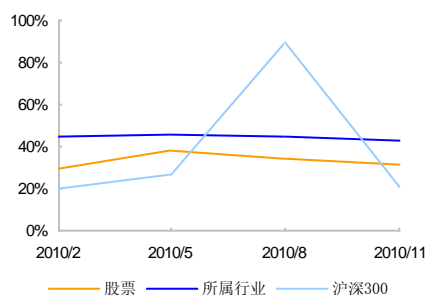
当前股价: 26.98元  
评级调整: 首次评级

**基本资料**

上证综合指数	2452.01
总股本(百万)	136
流通股本(百万)	136
流通市值(亿)	36
EPS	0.87
每股净资产(元)	2.30
资产负债率	69.89%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
德赛电池	4.25	48.46	27.30
电子元器件	5.71	9.13	-15.16
沪深300指数	9.64	8.26	-1.86



**相关报告**

**德赛电池**

**000049**

**强烈推荐**

**iPhone5 好风凭借力, 送我上青云**

**投资要点:**

➢ **德赛电池业绩和 iPhone 销量高度相关, 其最大的投资逻辑即判断 iPhone5 是否能热卖, 而从目前各种渠道反馈来看:**

- 1、iPhone5 也基本由乔布斯确定整体方案;
- 2、iPhone5 在外观 (液态金属), 显示 (4 寸)、电容屏 (in cell)、声学部件、其他硬件和软件等各方面都将有较大幅度创新;

➢ iPhone5 将体现苹果不断引领行业创新的精神, 也被业界寄予厚望, 实可谓是乔布斯真正的绝唱, 我们认为 iPhone5 必不会像 iPhone4S 和 iPad3 一样让市场失望, 必将做为乔布斯真正的遗世之作, 再度在全球掀起 iPhone 热潮;

➢ **我们预计德赛将供应 iPhone5 50%左右电源管理系统, 随着三季度 iPhone5 问世和热卖, 德赛电池有望实现业绩高速增长。**

➢ 此外公司资产重组势在必行, 也是公司股价一大催化剂。

➢ 我们预计公司 2012-2013 年 EPS 分别为 1.26 和 1.90 元, 按 2012 年 30 倍 PE 计算, 公司 6-12 个月目标价为 38 元, 目前股价尚有 40% 上涨空间。

**风险提示:** iPhone5 推出时点具有一定不确定性。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2246	2930	3812	5264
收入同比(%)	71%	30%	30%	38%
归属母公司净利润	119	172	260	331
净利润同比(%)	67%	44%	51%	27%
毛利率(%)	20.6%	19.2%	19.9%	19.2%
ROE(%)	38.0%	35.4%	34.8%	30.7%
每股收益(元)	0.87	1.26	1.90	2.42
P/E	30.94	21.46	14.21	11.16
P/B	11.74	7.59	4.95	3.43
EV/EBITDA	17	14	10	7

资料来源: 中投证券研究所

## 目 录

<b>一、投资大背景：万众期待的 iPhone5——乔布斯真正的绝唱！</b>	3
1.1、iPhone5——乔布斯真正的绝唱	3
1.2、德赛收入与苹果 iPhone 销量高度相关	4
<b>二、德赛电池——多年耕耘，成就移动电源管理之王</b>	5
2.2、移动电源管理——消费电子能量“大脑”	6
2.3、德赛电池——移动电源管理王者，业绩随 iPhone 腾飞	7
2.4、公司通过 ATL、SDI 等锂电池厂向苹果供货	9
2.5、解析市场担心之一—— iPhone4S 电池管理系统降价	10
<b>三、iPhone 之外，或还有 iPad、三星和 Nokia 等</b>	10
3.1、苹果供应链融合，iPad 是下一个目标	10
3.2、积极扩产，以开拓三星和 Nokia 等客户	11
3.3、巩固电动车市场先发优势，开拓电动工具市场	12
<b>四、电源管理行业和触摸屏行业不同</b>	13
<b>五、资产重组势在必行</b>	13
<b>六、盈利预测</b>	14
<b>七、投资建议</b>	15
<b>八、风险提示</b>	15

# 一、投资大背景：万众期待的 iPhone5---乔布斯真正的绝唱！

## 1.1、iPhone5---乔布斯真正的绝唱

苹果之伟大,成就于乔布斯,iPhone4S 也通常被认为是乔布斯绝唱,iPhone4S 在乔布斯刚刚离世的大背景下,在仅有 Siri 一大亮点情况下,依然大买,并且其销量不断超市场预期,其中市场缅怀乔布斯之情作用不小!

- 1、据我们了解, iPhone5 也基本由乔布斯确定整体方案;
- 2、 iPhone5 在外观(液态金属), 显示(4寸)、电容屏(in cell)、声学部件、其他硬件和软件等各方面都将有较大幅度创新;

iPhone5 将体现苹果不断引领行业创新的精神,也被业界寄予厚望,实可谓是乔布斯真正的绝唱,我们认为 iPhone5 必不会像 iPhone4S 和 iPad3 一样让市场失望,必将做为乔布斯真正的遗世之作,再度在全球掀起 iPhone 热潮,而其供应链上相关公司将显著受益。

图 1: iPhone5 概念图

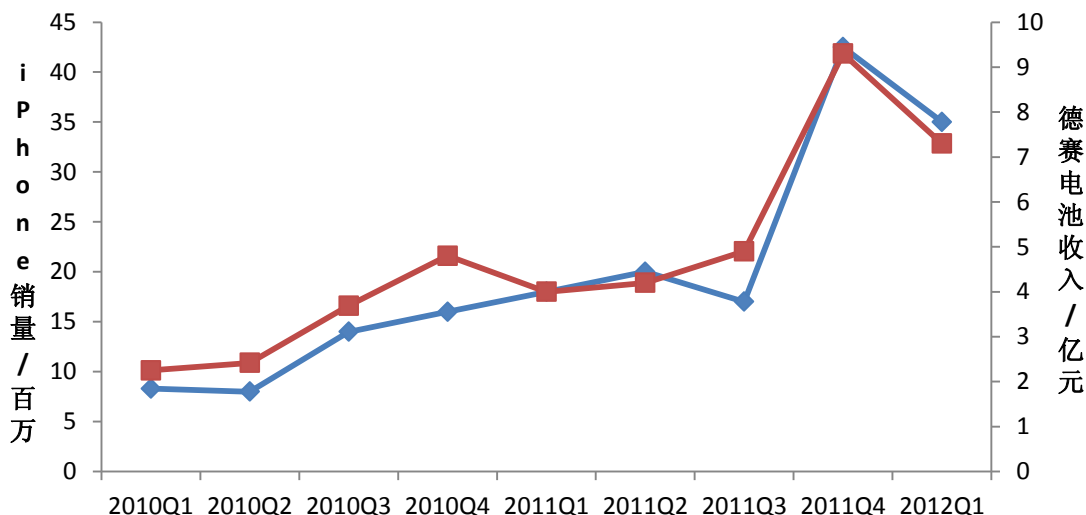


资料来源: ZOL, 中投证券研究所

## 1.2、德赛收入与苹果 iPhone 销量高度相关

从历史业绩来看，由于苹果公司贡献德赛收入占比达到 60%左右，德赛电池业绩和苹果 iPhone 销量高度相关，以 2010 年来各个季度为例：

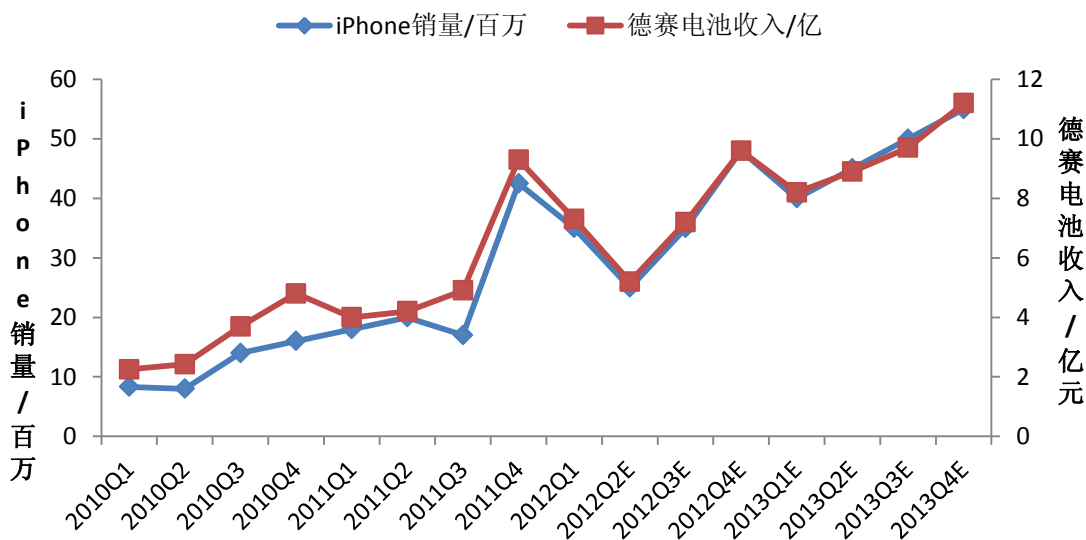
图 2：2010Q1~2012Q1 德赛单季度收入和 iPhone 销量基本一致



资料来源：Garnter，公司年报，中投证券研究所

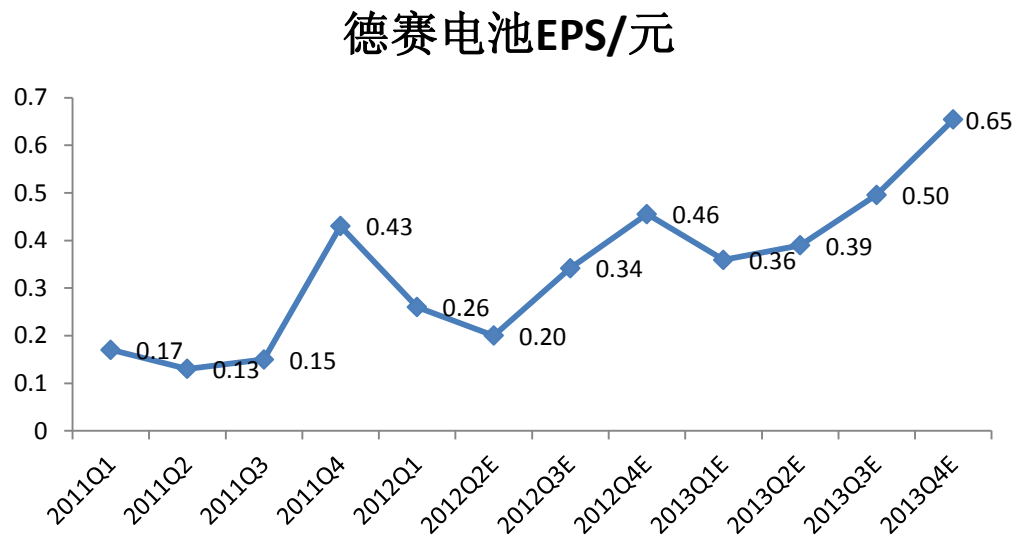
假定明年 iPhone6 推出时点未知，我们预计未来苹果 iPhone 各个季度出货量如下，则德赛未来各个季度收入也应如下，若排除各个季度净利率波动影响，则其 EPS 也应如下：

图 3：2012Q2~2013Q4 德赛收入和 iPhone 销量也将基本一致



资料来源：Garnter，公司年报，中投证券研究所

图 4: 2012Q2~2013Q4 德赛电池单季度 EPS 预测



资料来源: 公司年报, 中投证券研究所

## 二、德赛电池---多年耕耘，成就移动电源管理之王

图 5: 多年耕耘，德赛成就移动电源管理之王



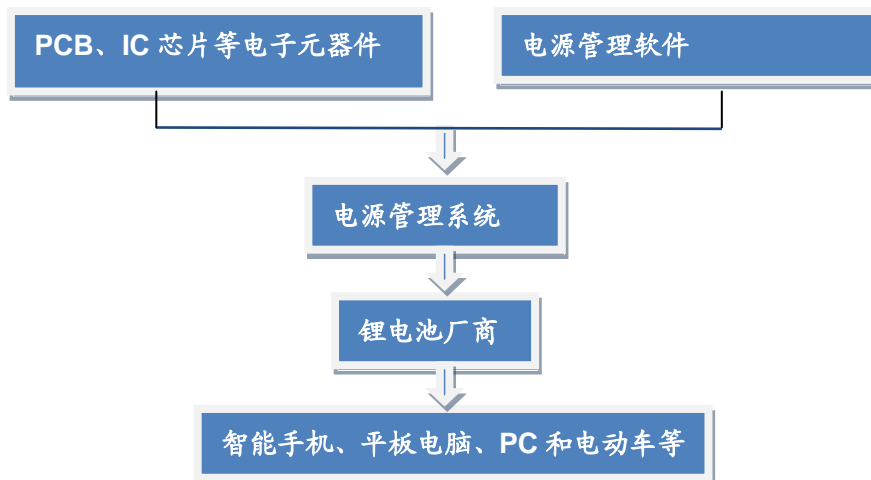
资料来源: 公司年报, 中投证券研究所

## 2.2、移动电源管理---消费电子能量“大脑”

移动电源管理，顾名思义，即对消费电子产品如智能手机、平板电脑等电源进行管理，如控制充电电压、控制电流，并监测电源安全等，主要由 PCB 板、IC 芯片、MOS 管等电子元器件组成；

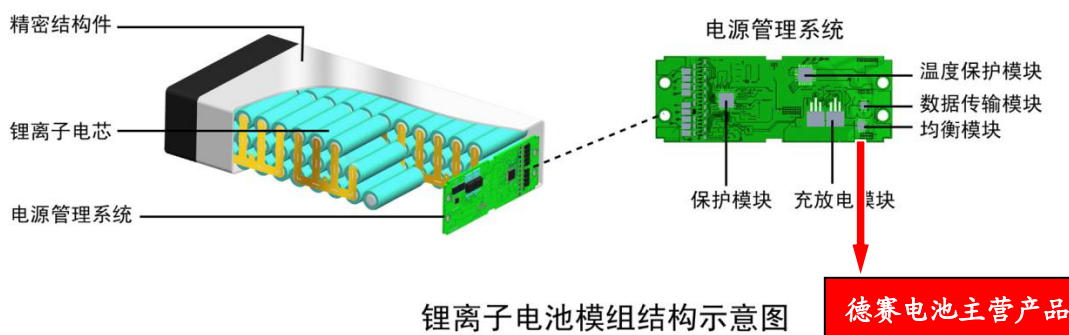
移动电源管理是消费电子产品电源的大脑，保证电源安全性和可靠性，在消费电子电源系统中不可或缺。

图 6：移动电源管理产业链图



资料来源：中投证券研究所

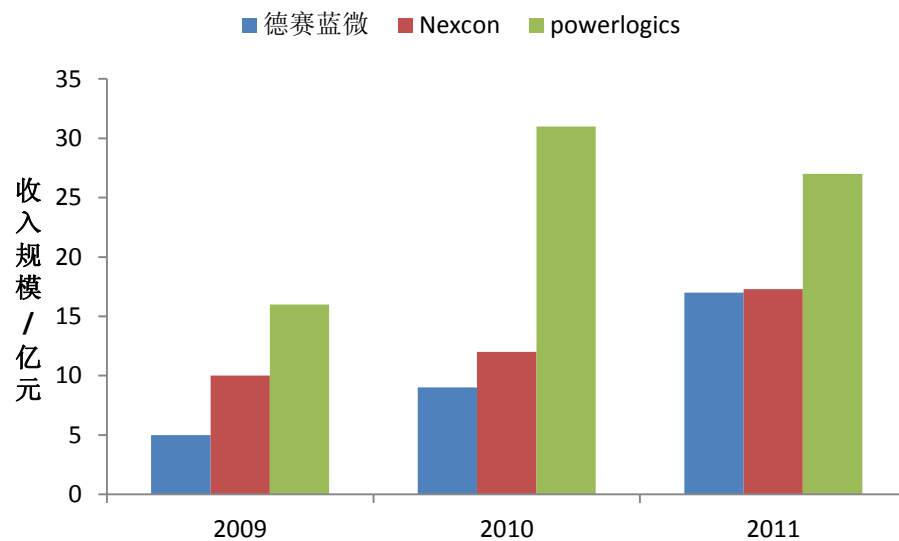
图 7：电源管理系统示意图



资料来源：欣旺达招股书，中投证券研究所

目前电源管理市场集中度低，德赛电池和 Power Logics 两大龙头占比不超过 20%，其他还有如 Nexcon 和日本 Mitsumi 等公司，而随着对电源管理系统品质、微型化、功耗、功能和安全性等方面要求越来越高，未来电源管理行业集中度有望进一步向龙头企业集中，而德赛电池在与苹果多年合作中，其电源管理产品已经具备较大优势，其量产良率高，不良率仅 5PPM，近几年公司规模增速也超过韩国 Power Logics 和 Nexcon，未来在电源管理行业集中度进一步提升中将最为受益；

图 8: 2009~2011 年全球电源管理系统行业格局

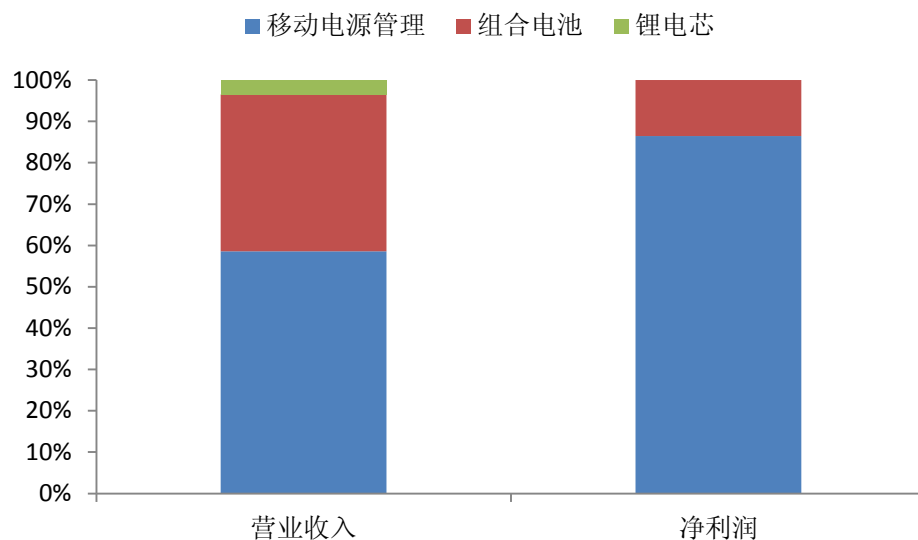


资料来源: 公司年报, 中投证券研究所

### 2.3、德赛电池---移动电源管理王者，业绩随 iPhone 腾飞

德赛电池目前主要有三大业务：**移动电源管理+组合电池+锂电池电芯**，其中**移动电源管理业务贡献了公司主要业绩，2011 年公司移动电源管理业务贡献收入 12.99 亿元，净利润 1.2 亿元，净利润占比超过 100%。**

图 9: 2011 年德赛电池三大业务收入和净利润占比



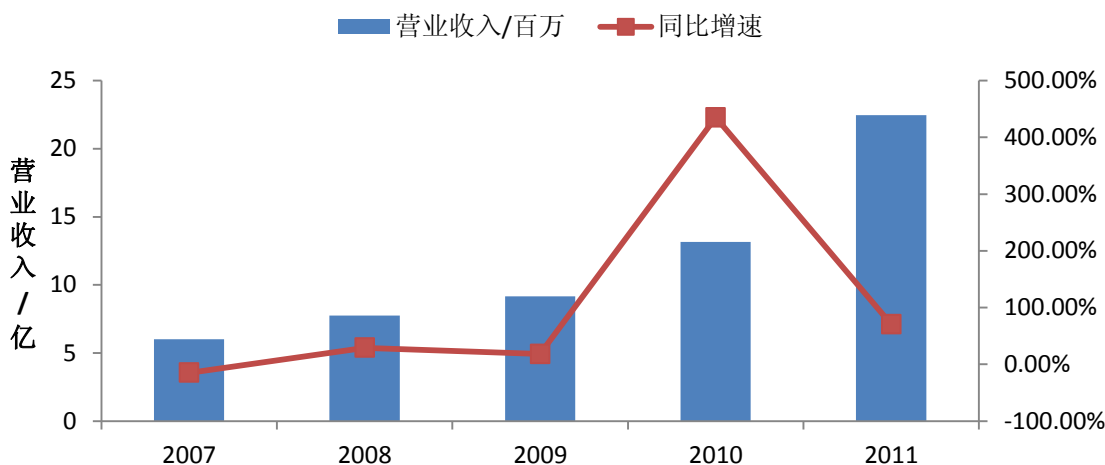
资料来源: 公司年报, 中投证券研究所

公司作为全球移动电源管理领域王者，其业绩增速基本和 iPhone 销量增速保持一致，2010 年和 2011 年迎来高速增长，2010 年营业收入同比增长 44%，净利润同比增长 517%；2011 年营业收入同比增长 70.7%，净利润同比增长 67%，并

且 2007 年以来公司高端产品如 iPhone 电源管理系统占比不断提高，使得公司毛利率和净利率不断提升。

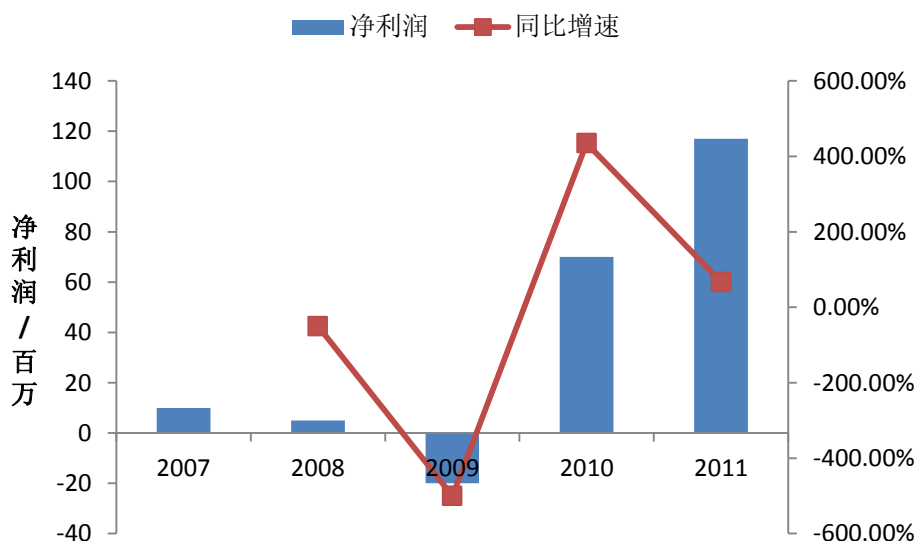
公司 2012 年 Q1 业绩依然靓丽，其中收入达到 7.3 亿，同比增长 80%，净利润达到 3600 万，同比增长 60%，EPS 约为 0.26 元，由于 iPhone5 将于三季度推出，对二季度 iPhone 销量将有所影响，公司二季度业绩也将受一定影响，但随着 iPhone5 推出，公司下半年将极大受益，全年业绩有望超过 1.2 元！

**图 10: 2007~2011 年德赛电池业绩靓丽，随 iPhone 腾飞**



资料来源：公司年报，中投证券研究所

**图 11: 2007~2011 年德赛电池业绩靓丽，随 iPhone 腾飞**



资料来源：公司年报，中投证券研究所

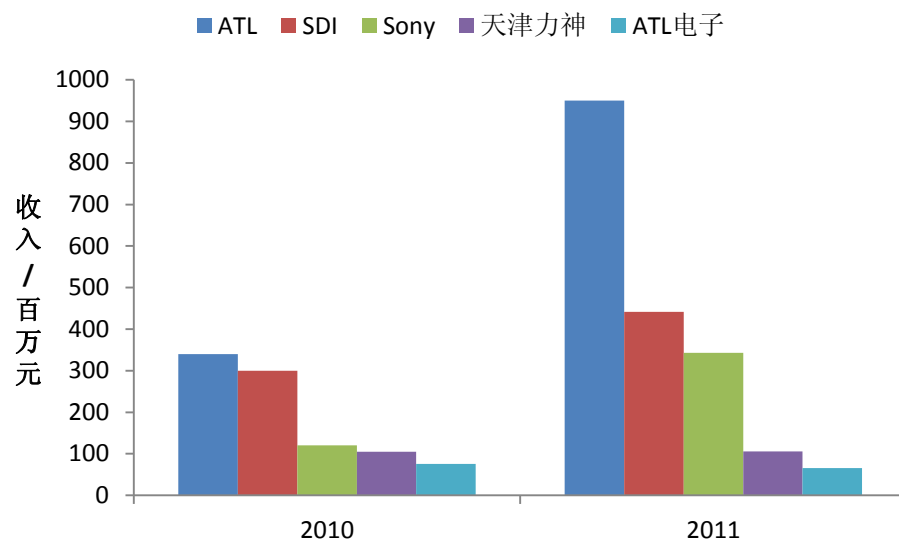


## 2.4、公司通过 ATL、SDI 等锂电池厂向苹果供货

公司移动电源管理业务由子公司德州蓝微负责，通过 ATL 和 SDI 等锂电池厂商间接向苹果供货，其中 ATL 和 SDI 占苹果电池份额超过 50%。

公司自 2004 年进入苹果供应链，并为苹果提供专门的生产车间，通过苹果有关认证，工艺全球领先，目前公司移动电源管理系统占 iPhone 份额约 60%，尚未切入 iPad 供应链；

图 12: 2010~2011 年公司前五大客户



资料来源：公司年报，中投证券研究所

而 ATL、SDI、LGC、SONY、力神和 Sanyo 等锂电池厂商在苹果产品中占据主要份额：

图 13: 苹果电池核心供应厂商份额情况



资料来源：公司年报，中投证券研究所

## 2.5、解析市场担心之一--- iPhone4S 电池管理系统降价

目前苹果电池管理系统单价在 15~25 元，公司在苹果供应链中一直份额最高，超过 50%，价格也最高，主要由于公司产品品质高；

苹果老产品供应链每季度都会降价，但幅度不大，我们预计此次降价幅度将小于市场担心的 20%甚至更多；

苹果新产品供应链一向保持较高价格，而 iPhone5 三季度即将推出，所以就算 iPhone4S 电池管理系统降价幅度超过我们预期，也仅影响德赛电池一个季度业绩，三季度随着新产品 iPhone5 的推出，公司业绩仍将呈现高速增长；

## 三、iPhone 之外，或还有 iPad、三星和 Nokia 等

### 3.1、苹果供应链融合，iPad 是下一个目标

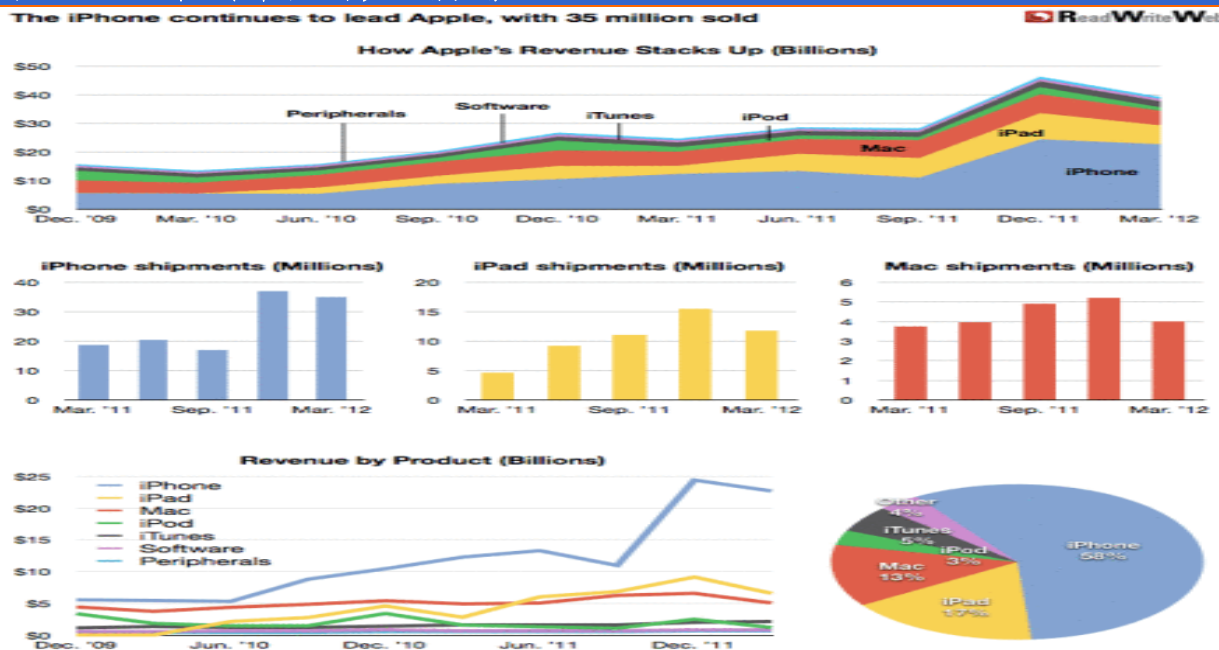
2011 年底苹果开始准备把 iPhone、iPad、Mac air 和 iPod 等产品供应链融合，从而使得采购量更为集中，以降低采购成本，这将使得 iPhone、iPad、Mac air 和 iPod 等产品供应商有机会交叉竞争，对德赛而言，既有机遇，也有挑战，机遇是公司将有进入 iPad 供应链，挑战是 iPhone 供应链竞争或将加剧。

图 14: iPad 垄断平板电脑市场，销量持续高增长



资料来源: Garnter, 中投证券研究所

图 15: 2011 年以来苹果各个产品增长情况



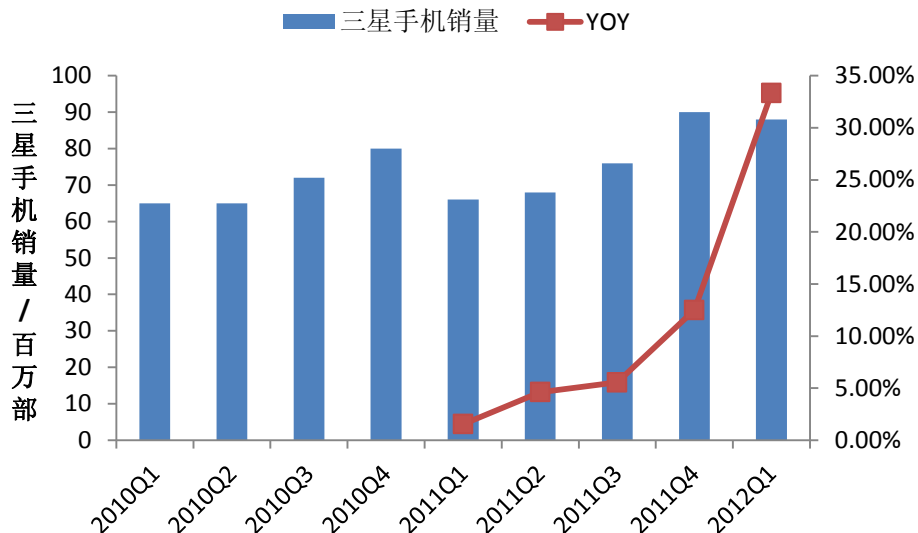
资料来源: RWW, 中投证券研究所

### 3.2、积极扩产，以开拓三星和 Nokia 等客户

公司目前除积极在苹果中争取更大份额外，为避免客户高集中度风险，2011年年底，公司将生产车间面积扩大近一倍，产能也扩大一倍，随着设备和人员陆续到位，公司新增产能将陆续释放，公司也在努力进入三星、诺基亚等终端厂商供应链；

其中 2011 年 11 月，公司和三星在越南合资建厂，公司持股 35%，此次合资建厂也标志公司进入三星供应链是大概率事件；

图 16: 2011 年以来三星手机高歌猛进，2012Q1 已经位居全球手机销量冠军



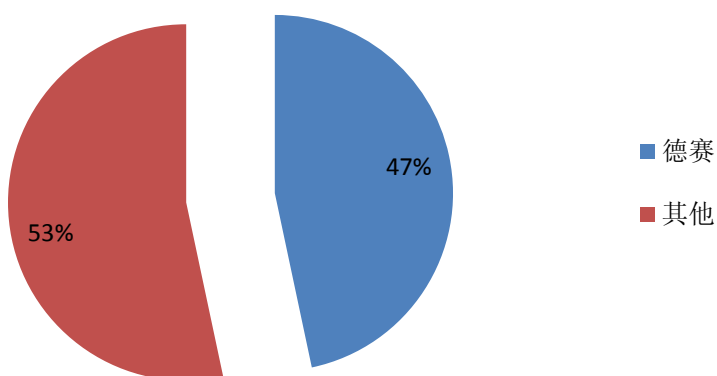
资料来源：Garnter，中投证券研究所

### 3.3、巩固电动车市场先发优势，开拓电动工具市场

公司在电动车电源管理系统领域有着较大的先发优势,公司主要通过参股公司亿能电子为平台，主要客户有比亚迪等，目前国内电动车市场规模大概 1.5 万辆，而公司电源管理系统装车量约 7000 量，市场份额近 50%；

2011 年公司电动工具电源管理系统收入接近 1 亿元，主要客户包括博世、百得等；

图 17：德赛电池占国内电动车电源管理系统份额近 50%



资料来源：中投证券研究所

#### 四、电源管理行业和触摸屏行业不同

由于莱宝高科先例，德赛电池中来自苹果收入占比达到约 60%，市场担心德赛会重蹈莱宝高科覆辙；

其一：电源管理行业技术变革相对较平稳，很难出现像触摸屏行业一样如此快的技术变革，如 in cell 对 GG 方案的替代；

其二：电源管理行业格局相对稳定，新进者较少，不像触摸屏行业新进者如雨后春笋，从出不穷；

其三：莱宝高科下游 TPK 有能力往上游渗透，从而使得莱宝份额逐渐减少，但德赛电池下游 ATL 和 SDT 等目前尚未有能力往上游渗透；

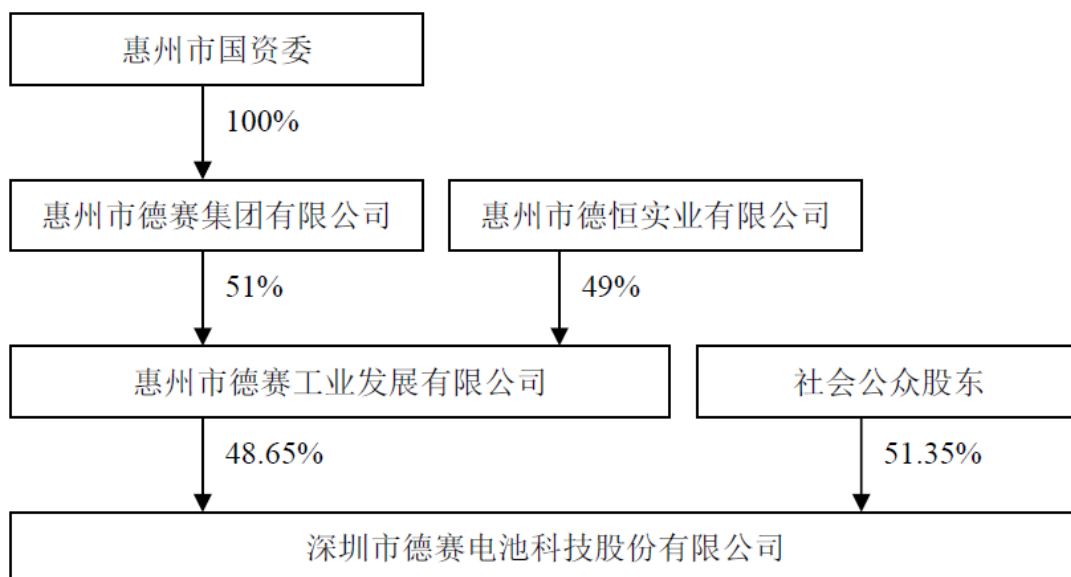
综上所述，我们认为德赛电池在苹果供应链中地位相当稳固，未来较长一段时间也很难看到其重蹈莱宝高科覆辙；

#### 五、资产重组势在必行

公司股权结构如下所示，目前高管尚未持股，前次公司启动资产重组，主要为解决公司高管股权问题，从而解决公司长远发展问题；

前次公司资产重组失败，主要由于股东和管理层在某些方面存在一定分歧，如利润承诺的合理性理解，估值大小以及子公司聚能发展风险问题，但公司重组势在必行，我们乐观预计，今年年内将有望完成；

图 18：公司股权结构图

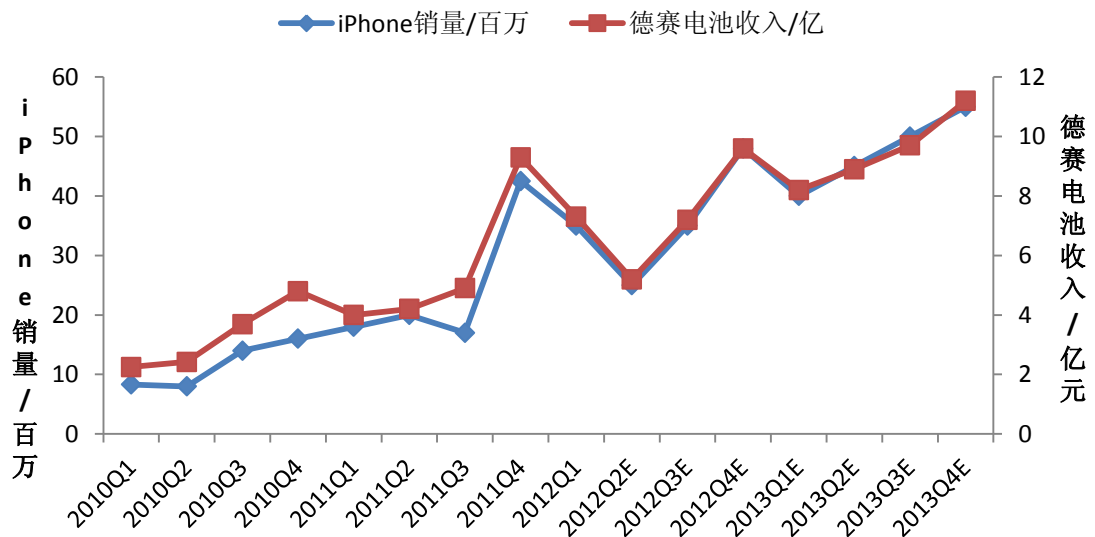


资料来源：公司年报，中投证券研究所

## 六、盈利预测

公司业绩与 iPhone 销量密切相关，具体预测如下所示，我们预计公司 2012 年~2013 年 EPS 分别为 1.26 和 1.90 元。

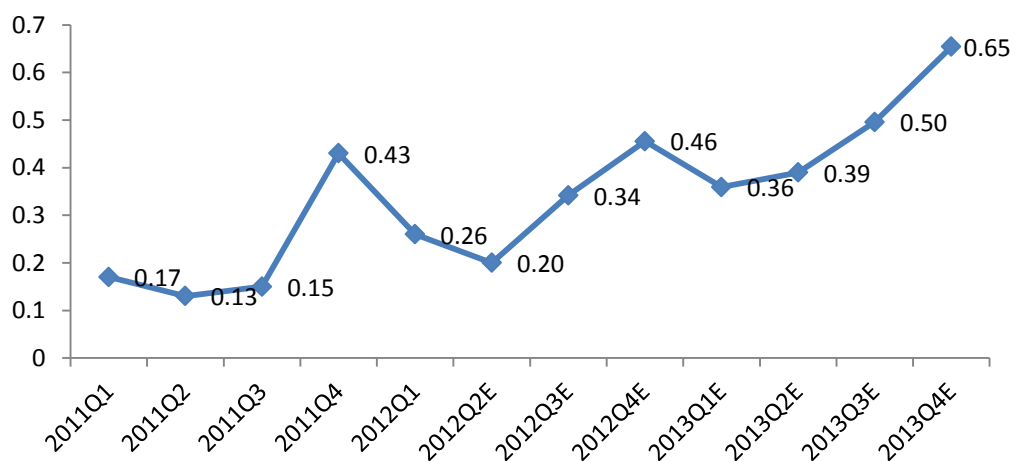
图 19：2012Q2~2013Q4 德赛收入和 iPhone 销量也将基本一致



资料来源：Garnter，公司年报，中投证券研究所

图 20：2012Q2~2013Q4 德赛电池单季度 EPS 预测

### 德赛电池EPS/元



资料来源：公司年报，中投证券研究所

## 七、投资建议

德赛电池最大的投资逻辑即判断 iPhone5 是否能热卖，而从目前各种渠道反馈来看：

1、iPhone5 也基本由乔布斯确定整体方案；

2、iPhone5 在外观（液态金属），显示（4 寸）、电容屏（in cell）、声学部件、其他硬件和软件等各方面都将有较大幅度创新；

iPhone5 将体现苹果不断引领行业创新的精神，也被业界寄予厚望，实可谓是乔布斯真正的绝唱，我们认为 iPhone5 必不会像 iPhone4S 和 iPad3 一样让市场失望，必将做为乔布斯真正的遗世之作，再度在全球掀起 iPhone 热潮；

我们预计德赛电池将供应 iPhone5 50%左右电源管理系统，随着三季度 iPhone5 的问世和热卖，德赛电池有望实现业绩和股价齐飞！

此外公司资产重组势在必行，也是公司股价一大催化剂！

我们预计公司 2012~2013 年 EPS 分别为 1.26 和 1.90 元，按 2012 年 30 倍 PE 计算，公司 6~12 个月目标价为 38 元，目前股价尚有 40%上涨空间！

## 八、风险提示

- 1、iPhone5 推出时间具有一定不确定性；
- 2、公司资产重组事项具有一定不确定性。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1241	1208	1539	2092
现金	100	100	100	100
应收账款	889	853	1109	1532
其他应收款	7	0	0	0
预付账款	9	24	31	43
存货	201	232	299	417
其他流动资产	34	0	0	0
<b>非流动资产</b>	178	190	356	615
长期投资	0	3	3	3
固定资产	131	128	204	361
无形资产	27	27	27	27
其他非流动资产	20	33	123	224
<b>资产总计</b>	1419	1399	1896	2706
<b>流动负债</b>	971	761	942	1351
短期借款	134	40	75	179
应付账款	512	592	764	1064
其他流动负债	325	129	103	107
<b>非流动负债</b>	21	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	21	0	0	0
<b>负债合计</b>	992	761	942	1351
少数股东权益	113	151	207	278
股本	137	137	137	137
资本公积	7	7	7	7
留存收益	170	342	602	933
归属母公司股东权益	314	486	746	1077
<b>负债和股东权益</b>	1419	1399	1896	2706

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	-9	94	158	194
净利润	157	210	316	402
折旧摊销	30	18	25	43
财务费用	3	7	2	8
投资损失	-9	-9	-9	-9
营运资金变动	-224	-70	-195	-263
其他经营现金流	33	-62	19	14
<b>投资活动现金流</b>	-62	6	-191	-291
资本支出	65	0	200	300
长期投资	0	3	0	0
其他投资现金流	3	9	9	9
<b>筹资活动现金流</b>	61	-100	33	97
短期借款	72	-94	35	104
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-12	-7	-2	-8
<b>现金净增加额</b>	-12	0	0	0

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	2246	2930	3812	5264
营业成本	1783	2369	3055	4256
营业税金及附加	7	3	6	11
营业费用	72	73	95	132
管理费用	169	234	286	395
财务费用	3	7	2	8
资产减值损失	28	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	9	9	9
<b>营业利润</b>	193	253	376	473
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
<b>利润总额</b>	193	253	376	473
所得税	35	43	60	71
<b>净利润</b>	157	210	316	402
少数股东损益	38	38	56	71
<b>归属母公司净利润</b>	119	172	260	331
<b>EBITDA</b>	226	278	403	524
<b>EPS (元)</b>	0.87	1.26	1.90	2.42

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	70.7%	30.4%	30.1%	38.1%
营业利润	130.3	31.1%	48.8%	25.6%
归属于母公司净利润	67.2%	44.2%	51.0%	27.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.6%	19.2%	19.9%	19.2%
净利率	5.3%	5.9%	6.8%	6.3%
ROE	38.0%	35.4%	34.8%	30.7%
ROIC	34.4%	38.5%	34.6%	28.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	69.9%	54.4%	49.7%	49.9%
净负债比率	13.51	5.26%	7.97%	13.28%
流动比率	1.28	1.59	1.63	1.55
速动比率	1.07	1.28	1.31	1.23
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.98	2.08	2.31	2.29
应收账款周转率	3	3	4	4
应付账款周转率	4.35	4.29	4.51	4.66
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.26	1.90	2.42
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.07	0.69	1.16	1.42
每股净资产(最新摊薄)	2.30	3.56	5.45	7.87
<b>估值比率</b>				
P/E	30.94	21.46	14.21	11.16
P/B	11.74	7.59	4.95	3.43
EV/EBITDA	17	14	10	7



## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

王国勋, 中投证券研究所电子行业分析师, 复旦大学微电子系学士, 复旦大学微电子系硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 7 年微电子专业学历背景+2 年电子行业从业经验。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434