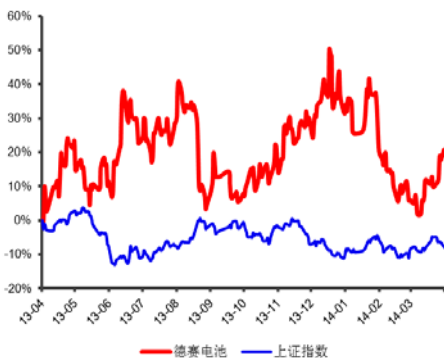


2014 年 4 月 21 日

评级：“推荐”评级（首次）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

分析师：杨春柳

执业证书编号：S0590512080001

联系人：

石亮

电话：0510-82832380

Email：shil@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

德赛电池（000049.SZ）一季报点评

事件：2014 年 4 月 21 日，公司发布 2014 年一季报，公司 2014Q1 实现营业收入 11.94 亿，同比增长 43.87%，实现归属于上市公司股东的净利润为 4964 万，同比增长 13.17%，实现基本每股收益 0.36 元。

点评：

- **2014Q1 是公司全年业绩增长的低点。**据 TrendForce 的统计 2014Q1 全球智能手机的出货量为 2.669 亿部，环比仅增长了 1.13%，同比增长了 23%，为四年来的新低。公司的主要客户苹果和三星在一季度都没有发布新品，公司为 iPhone5 系列供应锂电模组已经进入第七个季度，产品的售价和毛利率都有一定的下降，综合因素影响了公司 2014Q1 的净利润增速较低。
- **营收快速增长源于业务模式的变更。**2014Q1 公司营业收入同比增长 43.87%，大幅高于净利润增速，主要原因是公司从 2013 年第四季度开始直接向苹果手机组装厂供应电池模组，而以前的模式是手机组装厂向东莞新能源、三星、索尼等电芯厂商下订单，然后这些电芯厂商再向德赛电池下单，并提供电芯，德赛电池的营收中不包含电芯部分。业务模式的变更使得公司营收大幅增长的同时，毛利率有所下降，2014Q1 公司的毛利率为 12.37%，比 2013 年的 14.53% 下降了 2.16%。
- **受益苹果新品发布，2014Q2 公司业绩有望重回高增长。**2014 年苹果将发布一些列新品，如 iPhone6、iwatch、iTv、iPad Air2、iPad mini2 等，公司目前是 iPhone5S 锂电模组的主力供应商，份额稳定在 50% 左右，2013 年底在苹果重构全球供应体系的契机下，成功进入 iPad mini 的供应链，在苹果发布的新品中，德赛有望成为其全系列产品的供应商，为公司全年的业绩提供保障。据我们了解，iWatch 有望在 2 季度末发布，iPhone6 有望在三季度末发布，考虑到 2~3 个月的备货周期，德赛二季度有望首先受益 iwatch 的发布，然后

受益 iPhone6 的发布。

- **首次给予“推荐”评级。**预计公司 2014~2016 的 EPS 分别为 2.22、2.97 和 3.84, 对应目前 62.22 的股价, PE 分别为 28X、21X 和 16.2X, 考虑到公司未来三年的复合增速达到 36%, 以及公司在电源管理系统领域的龙头地位, 参考苹果产业链公司的估值情况, 给予公司 32~35 倍的 PE, 目标价格区间 71~78 元, 首次给予“推荐”评级
- **风险提示:** 苹果、三星新品销量低于预期, 公司在苹果、三星的占比出现下降。

| 利润表 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 资产负债表 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 3,195.2 | 4,402.5 | 6,467.3 | 8,420.4 | 11,030.7 | 现金 | 122.4 | 129.0 | 64.7 | 84.2 | 162.0 |
| YOY(%) | 42.2% | 37.8% | 46.9% | 30.2% | 31.0% | 交易性金融资产 | 0.2 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 营业成本 | 2,663.5 | 3,763.0 | 5,600.7 | 7,292.1 | 9,574.7 | 应收款项净额 | 1,124.6 | 2,055.1 | 2,211.0 | 3,343.4 | 3,933.0 |
| 营业税金及附加 | 7.0 | 14.5 | 18.9 | 24.6 | 32.3 | 存货 | 185.7 | 529.2 | 534.9 | 850.5 | 968.6 |
| 销售费用 | 68.7 | 66.4 | 93.8 | 122.1 | 159.9 | 其他流动资产 | 63.2 | 240.1 | 240.1 | 240.1 | 240.1 |
| 占营业收入比(%) | 2.2% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 流动资产总额 | 1,496.1 | 2,954.0 | 3,051.3 | 4,518.9 | 5,304.3 |
| 管理费用 | 219.7 | 217.8 | 219.9 | 286.3 | 375.0 | 固定资产净值 | 112.5 | 118.7 | 97.2 | 83.7 | 69.7 |
| 占营业收入比(%) | 6.9% | 4.9% | 3.4% | 3.4% | 3.4% | 减: 资产减值准备 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EBIT | 213.5 | 338.0 | 522.1 | 683.4 | 876.9 | 固定资产净额 | 112.5 | 118.7 | 97.2 | 83.7 | 69.7 |
| 财务费用 | 0.3 | 8.2 | 21.4 | 15.1 | 9.6 | 工程物资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 占营业收入比(%) | 0.0% | 0.2% | 0.3% | 0.2% | 0.1% | 在建工程 | 2.6 | 1.4 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| 资产减值损失 | 2.4 | 0.0 | 10.1 | 10.1 | 10.1 | 固定资产清理 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 投资净收益 | 5.0 | 5.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 固定资产总额 | 115.1 | 120.2 | 107.2 | 93.7 | 79.7 |
| 营业利润 | 238.7 | 338.3 | 502.5 | 670.1 | 869.1 | 无形资产 | 25.6 | 23.9 | 23.3 | 22.6 | 22.0 |
| 营业外净收入 | -24.0 | 1.2 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 长期股权投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 利润总额 | 214.7 | 339.5 | 503.8 | 671.5 | 870.4 | 其他长期资产 | 11.2 | 21.0 | 11.9 | 2.8 | 2.8 |
| 所得税 | 44.0 | 64.4 | 95.7 | 127.6 | 165.4 | 资产总额 | 1,660.1 | 3,128.7 | 3,203.3 | 4,647.7 | 5,418.4 |
| 所得税率(%) | 20.5% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 循环贷款 | 211.1 | 606.3 | 164.0 | 319.7 | (0.0) |
| 净利润 | 170.7 | 275.0 | 408.1 | 543.9 | 705.0 | 应付款项 | 972.4 | 1,757.4 | 1,957.6 | 2,802.1 | 3,367.3 |
| 占营业收入比(%) | 5.3% | 6.2% | 6.3% | 6.5% | 6.4% | 预提费用 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 少数股东损益 | 27.1 | 69.0 | 103.7 | 138.1 | 179.1 | 其他流动负债 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 归属母公司净利润 | 143.6 | 206.0 | 304.4 | 405.7 | 526.0 | 流动负债 | 1,183.4 | 2,363.8 | 2,121.6 | 3,121.8 | 3,367.3 |
| YOY(%) | 20.4% | 43.4% | 47.8% | 33.3% | 29.6% | 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 22.0 | (0.0) |
| EPS (元) | 1.05 | 1.51 | 2.22 | 2.97 | 3.84 | 应付债券 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| | | | | | | 其他长期负债 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 主要财务比率 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 负债总额 | 1,195.9 | 2,476.4 | 2,234.2 | 3,256.4 | 3,479.9 |
| 成长能力 | | | | | | 少数股东权益 | 95.1 | 118.4 | 222.1 | 360.2 | 539.3 |
| 营业收入 | 42.2% | 37.8% | 46.9% | 30.2% | 31.0% | 股东权益 | 464.2 | 652.4 | 969.1 | 1,391.3 | 1,938.6 |
| 营业利润 | 23.7% | 41.7% | 48.5% | 33.4% | 29.7% | 负债和股东权益 | 1,660.1 | 3,128.7 | 3,203.3 | 4,647.7 | 5,418.4 |
| 净利润 | 20.4% | 43.4% | 47.8% | 33.3% | 29.6% | | | | | | |
| 获利能力 | | | | | | 现金流量表 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 毛利率(%) | 16.6% | 14.5% | 13.4% | 13.4% | 13.2% | 税后利润 | 170.7 | 275.0 | 408.1 | 543.9 | 705.0 |
| 净利率(%) | 5.3% | 6.2% | 6.3% | 6.5% | 6.4% | 加: 少数股东损益 | 27.1 | 69.0 | 103.7 | 138.1 | 179.1 |
| ROE(%) | 38.9% | 38.6% | 40.8% | 39.4% | 37.6% | 公允价值变动 | 0.2 | 0.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ROA(%) | 12.9% | 10.8% | 16.3% | 14.7% | 16.2% | 折旧和摊销 | 35.4 | 40.6 | 22.5 | 23.1 | 14.5 |
| 偿债能力 | | | | | | 营运资金的变动 | 137.6 | (250.9) | 65.9 | (582.6) | (126.8) |
| 流动比率 | 126.4% | 124.9% | 143.8% | 144.7% | 157.5% | 经营活动现金流 | 343.7 | 64.7 | 496.5 | (15.6) | 592.7 |
| 速动比率 | 105.4% | 92.4% | 107.3% | 109.8% | 121.6% | 短期投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 资产负债率% | 72.0% | 79.1% | 69.7% | 70.1% | 64.2% | 长期股权投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 营运能力 | | | | | | 固定资产投资 | (112.4) | (90.8) | (8.9) | (8.9) | (8.9) |
| 总资产周转率 | 192.5% | 140.7% | 201.9% | 181.2% | 203.6% | 投资活动现金流 | (112.4) | (90.8) | (8.9) | (8.9) | (8.9) |
| 应收账款周转天数 | 126.2 | 169.1 | 122.7 | 143.6 | 128.2 | 股权融资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 存货周转天数 | 25.5 | 51.3 | 34.9 | 42.6 | 36.9 | 长期贷款的增加/(减少) | (74.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 每股指标 (元) | | | | | | 公司债券发行/(偿还) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 每股收益 | 1.05 | 1.51 | 2.22 | 2.97 | 3.84 | 股利分配 | 88.9 | 27.0 | 91.3 | 121.7 | 157.8 |
| 每股净资产 | 2.70 | 3.90 | 5.46 | 7.54 | 10.23 | 计入循环贷款前融资活动 | (87.7) | (25.6) | (109.6) | (111.6) | (186.3) |
| 估值比率 | | | | | | 循环贷款的增加(减少) | (48.1) | 106.8 | (442.3) | 155.7 | (319.7) |
| P/E | 59.3 | 41.3 | 28.0 | 21.0 | 16.2 | 融资活动现金流 | (135.8) | 81.2 | (551.9) | 44.1 | (506.0) |
| P/B | 23.1 | 15.9 | 11.4 | 8.3 | 6.1 | 现金净变动额 | 94.8 | 43.4 | (64.3) | 19.5 | 77.8 |

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|------|---|
| 股票 投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上 |
| 行业 投资评级 | 优异 | 行业指数在未来6个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来6个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来6个月内弱于大盘 |
| | 关注 | 不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会 |

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。