

2014年04月22日

德赛电池 (000049.SZ)

一季报略超市场预期、14Q2 迎来苹果备货期

■14年Q1 营收同比增长 43.87%，净利润同比增长 13.7%：公司 2014 年 Q1 营业收入 11.95 亿元，同比增长 43.87%；归属于上市公司股东的净利润 4964.03 万元，同比增长 13.7%；基本每股收益 0.3628 元，略超市场预期。

■公司商业模式发生改变，电池模组厂话语权增强：智能手机，原来是下单给电芯厂，再由电芯厂对封装厂及电源管理系统生产商分别下订单；2013 年 Q4 开始，智能手机主要客户对此采购模式进行了重整，改下单给电池封装厂，再由电池封装厂采购电芯和电源管理系统。

■公司成为苹果电池主力供应商，Q2 迎来苹果备货期：随着消费电子产业链往大陆转移，公司逐步成长为全球锂电池龙头，公司切入苹果产业链，目前是苹果主力供应商，从手机电池往 ipadmini、ipad 等高附加值产品切入，份额逐步提升，同时切入可穿戴产业链，预计将成为 iwatch 主要供应商。除了保持消费电子传统优势，公司向动力类电池、电动工具电池方面拓展。

■电池模组行业向大陆转移趋势明显，公司弯道超车竞争力提升：

受益于台湾 PC/电脑产业成熟，台湾电池模组厂商随着笔记本电脑高速增长形成新普、顺达两大龙头。随着智能手机兴起，大陆智能手机产业链成熟，并且随着锂离子电池逐步往锂聚合物电池转移，大陆厂商在手机数码类电池弯道超车，逐步切入苹果产业链，并向平板电脑、笔记本电脑拓展，并利用资本市场，快速扩充产能，笔记本电池模组行业由台湾向大陆转移趋势明显

■盈利预测和投资建议：给予买入-A 评级，6 个月目标价 79.45 元。预计 14-15 年 EPS 分别为 2.27 元、3.08 元，给予 14 年 35 倍 PE，对应股价 79.45 元。

■风险提示：大客户订单不达预期，人工成本上升

| 摘要(百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入 | 3,195.2 | 4,402.5 | 6,070.6 | 8,249.3 | 11,135.0 |
| 净利润 | 143.6 | 206.0 | 311.0 | 421.8 | 568.7 |
| 每股收益(元) | 1.05 | 1.51 | 2.27 | 3.08 | 4.16 |
| 每股净资产(元) | 2.70 | 3.90 | 5.42 | 7.43 | 10.18 |
| 盈利和估值 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 市盈率(倍) | 59.3 | 41.3 | 27.4 | 20.2 | 15.0 |
| 市净率(倍) | 23.1 | 15.9 | 11.5 | 8.4 | 6.1 |
| 净利润率 | 4.5% | 4.7% | 5.1% | 5.1% | 5.1% |
| 净资产收益率 | 36.8% | 42.2% | 41.9% | 40.0% | 39.2% |
| 股息收益率 | 0.6% | 0.8% | 1.2% | 1.7% | 2.3% |
| ROIC | 42.7% | 81.0% | 44.4% | 71.5% | 51.4% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

其他轻工 III

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价 79.45 元

股价 (2014-04-21) 62.22 元

交易数据

| | |
|------------|---------------|
| 总市值 (百万元) | 8,513.51 |
| 流通市值 (百万元) | 8,513.51 |
| 总股本 (百万股) | 136.83 |
| 流通股本 (百万股) | 136.83 |
| 12 个月价格区间 | 50.85/77.40 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| % | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 12.62 | -8.08 | 36.04 |
| 绝对收益 | 13.94 | -8.09 | 22.36 |

赵晓光

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514030002
zhaoxg@essence.com.cn
021-68766193

相关报告

市场份额持续扩张，产品多方面开拓 2014-04-10

1. 一季报略超市场预期

1.1. 14年Q1营收同比增长43.87%，净利润同比增长13.7%

德赛电池披露一季报：公司2014年Q1营业收入11.95亿元，同比增长43.87%；归属于上市公司股东的净利润4964.03万元，同比增长13.7%；基本每股收益0.3628元，略超市场预期。

1.2. 公司商业模式发生改变，电池模组厂话语权增强

2014Q1营收大幅增长源于公司商业模式发生改变，智能手机主要客户电池采购模式的变化，原来是下单给电芯厂，再由电芯厂对封装厂及电源管理系统生产商分别下订单；2013年第4季度开始，智能手机主要客户对此采购模式进行了重整，改下单给电池封装厂，再由电池封装厂采购电芯和电源管理系统。2014Q1净利率一季度同比增长13.7%略超市场预期，苹果产业链并没有市场想象悲观。公司2013Q4苹果备货量大幅提升，去年2014Q4业绩同比大幅增长88%，影响一季度出货量，正如我们和市场一直交流一季度并未市场想象般悲观，苹果甚至追加600万部土豪金，德赛电池业绩波动主要是由于备货因素导致。

2. 公司成为苹果电池主力供应商，Q2迎来苹果备货期

2.1. 公司成为苹果电池主力供应商，Q2迎来苹果备货期

随着消费电子产业链往大陆转移，公司逐步成长为全球锂电池龙头，公司切入苹果产业链，目前是苹果主力供应商，从手机电池往ipadmini、ipad等高附加值产品切入，份额逐步提升，同时切入可穿戴产业链，预计将成为iwatch主要供应商。除了保持消费电子传统优势，公司向动力类电池、电动工具电池方面拓展。

二季度进入苹果备货季，公司将迎来基本面改善。我们近期与苹果产业链充分沟通，苹果2014Q3将陆续发布7~9个新产品，6大系列，iTV也有望15年推出。Macbook、升级版iPad air、iPad mini，双尺寸的iwatch、4.7寸、5.5寸iphone6陆续发布。二季度开始苹果产业链陆续进入备货状态，iphone6集中于下半年备货，预计达到1.25亿部历史新高，月最高备货达到3000万部，预计电池产业链将于6月份开始大批量备货，7月份进入备货高峰，德赛电池作为iphone6的主力供应商预计七月份备货量将达到1000万只左右，并逐步拉升到10月份，预计达到1500万只，并且由于iphone6电池容量更大并且轻薄，单价预计比iphone5s增长20%。iwatch上游零部件备货三季度将达到2600万部，由于芯片比整机早备货，因此预计iwatch整机全年超4000万部，公司作为主力供应商将充分受益。

2.2. 电池模组行业向大陆转移趋势明显，公司弯道超车竞争力提升

消费类锂电池模组行业向大陆转移趋势明显。电池是消费电子最值得解决的关键技术之一，消费类电子在移动互联网的续航能力更是产品的关键指标，同时由于电池直接关系到使用安全，因此对可靠性要求很高，厂商认证更加严格。同其他模组组装行业本质一样，电池模组行业毛利率较其他电子零部件细分行业偏低，但由于电池直接涉及到使用安全，因此如何对电芯电路合理设计、充放电保护、对电池温度调整延长电池寿命都是模组厂商的核心竞争力。锂离子电池模组主要有三部分组成，即电芯、电源管理系统(BMS)及结构件，电池模组厂商要提升毛利率及核心竞争力，必须提高产业链整合能力，提升产品附加值。笔记本电池模组组装行业主要集中于台湾和中国大陆。受益于台湾PC/电脑产业成熟，台湾电池模组厂商随着笔记本电脑高增长形成新普、顺达两大龙头。随着智能手机兴起，大陆智能手机产业链成熟，并且随着锂离子电池逐步往锂聚合物电池转移，大陆厂商在手机数码类电池弯道超车，逐步切入苹果产业链，并向平板电脑、笔记本电脑拓展，并利用资本市场，快速扩充产能，笔记本电池模组行业由台湾向大陆转移趋势明显。

3. 盈利预测和投资建议

苹果产业链基本面自四月份开始将持续向上，公司 2014Q1 消化了备货波动，预计五月份迎来苹果备货期，六月份 iphone 电池将开始大幅拉货，iwatch、ipadmini 及 ipad 产品也陆续供货，惠州蓝微 4000 平米厂房，惠州电池 14000 平米厂房陆续投产，基本面显著改变。预计 14-15 年 EPS 分别为 2.27 元、3.08 元，给予 14 年 35 倍 PE，对应股价 79.45 元。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年04月22日)

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 营业收入 | 3,195.2 | 4,402.5 | 6,070.6 | 8,249.3 | 11,135.0 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 2,663.5 | 3,763.0 | 5,194.6 | 7,073.0 | 9,539.3 | 营业收入增长率 | 42.2% | 37.8% | 37.9% | 35.9% | 35.0% |
| 营业税费 | 7.0 | 14.5 | 17.7 | 23.1 | 31.2 | 营业利润增长率 | 23.7% | 41.7% | 42.9% | 34.9% | 38.9% |
| 销售费用 | 68.7 | 66.4 | 91.7 | 124.6 | 168.0 | 净利润增长率 | 20.4% | 43.4% | 50.9% | 35.6% | 34.8% |
| 管理费用 | 219.7 | 217.8 | 291.4 | 389.4 | 512.2 | EBITDA 增长率 | 23.3% | 39.7% | 38.3% | 35.2% | 38.6% |
| 财务费用 | 0.3 | 8.2 | -4.7 | -8.9 | -17.3 | EBIT 增长率 | 22.0% | 45.0% | 38.2% | 34.3% | 38.1% |
| 资产减值损失 | 2.4 | - | 2.2 | 1.5 | 1.2 | NOPLAT 增长率 | 18.9% | 47.7% | 38.3% | 33.8% | 37.8% |
| 加:公允价值变动收益 | 0.2 | 0.6 | -0.3 | 0.1 | 0.1 | 投资资本增长率 | -22.2% | 152.2% | -16.8% | 91.7% | 0.5% |
| 投资和汇兑收益 | 5.0 | 5.0 | 6.2 | 5.4 | 5.5 | 净资产增长率 | 8.6% | 40.5% | 45.1% | 40.8% | 40.7% |
| 营业利润 | 238.7 | 338.3 | 483.5 | 652.2 | 905.9 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | -24.0 | 1.2 | 5.9 | 7.6 | 4.9 | 毛利率 | 16.6% | 14.5% | 14.4% | 14.3% | 14.3% |
| 利润总额 | 214.7 | 339.5 | 489.4 | 659.7 | 910.8 | 营业利润率 | 7.5% | 7.7% | 8.0% | 7.9% | 8.1% |
| 减:所得税 | 44.0 | 64.4 | 92.5 | 126.7 | 176.6 | 净利率 | 4.5% | 4.7% | 5.1% | 5.1% | 5.1% |
| 净利润 | 143.6 | 206.0 | 311.0 | 421.8 | 568.7 | EBITDA/营业收入 | 8.6% | 8.7% | 8.7% | 8.7% | 8.9% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 7.5% | 7.9% | 7.9% | 7.8% | 8.0% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 固定资产周转天数 | 14 | 9 | 7 | 5 | 4 |
| 货币资金 | 293.3 | 335.9 | 519.6 | 557.7 | 1,113.5 | 流动营业资本周转天数 | 29 | 42 | 43 | 42 | 42 |
| 交易性金融资产 | 0.2 | 0.6 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 流动资产周转天数 | 164 | 198 | 182 | 177 | 181 |
| 应收帐款 | 1,084.3 | 2,023.1 | 1,854.6 | 3,546.9 | 3,752.1 | 应收帐款周转天数 | 112 | 127 | 115 | 118 | 118 |
| 应收票据 | 25.7 | 26.4 | 104.9 | 38.7 | 150.2 | 存货周转天数 | 22 | 29 | 26 | 26 | 27 |
| 预付帐款 | 14.5 | 5.6 | 34.1 | 17.7 | 46.9 | 总资产周转天数 | 185 | 214 | 194 | 186 | 188 |
| 存货 | 185.7 | 529.2 | 339.4 | 845.4 | 823.0 | 投资资本周转天数 | 45 | 50 | 47 | 46 | 45 |
| 其他流动资产 | 69.3 | 247.8 | 105.7 | 140.9 | 164.8 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 36.8% | 42.2% | 41.9% | 40.0% | 39.2% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 9.2% | 8.2% | 12.6% | 10.0% | 11.7% |
| 长期股权投资 | 12.3 | 10.3 | 10.3 | 10.3 | 10.3 | ROIC | 42.7% | 81.0% | 44.4% | 71.5% | 51.4% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 112.5 | 118.7 | 119.8 | 120.6 | 121.1 | 销售费用率 | 2.2% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% |
| 在建工程 | 2.6 | 1.4 | 3.8 | 6.6 | 9.8 | 管理费用率 | 6.9% | 4.9% | 4.8% | 4.7% | 4.6% |
| 无形资产 | 25.6 | 23.9 | 22.1 | 20.3 | 18.6 | 财务费用率 | 0.0% | 0.2% | -0.1% | -0.1% | -0.2% |
| 其他非流动资产 | - | - | - | - | - | 三费/营业收入 | 9.0% | 6.6% | 6.2% | 6.1% | 6.0% |
| 资产总额 | 1,861.3 | 3,371.1 | 3,156.0 | 5,352.4 | 6,258.6 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 211.1 | 606.3 | 341.7 | 476.0 | 645.7 | 资产负债率 | 75.1% | 80.6% | 70.0% | 75.1% | 70.1% |
| 应付帐款 | 819.6 | 1,618.9 | 1,229.4 | 2,795.0 | 2,818.4 | 负权益比 | 301.0% | 416.7% | 233.5% | 301.7% | 233.9% |
| 应付票据 | 148.3 | 136.9 | 361.7 | 280.2 | 554.5 | 流动比率 | 1.21 | 1.22 | 1.37 | 1.36 | 1.42 |
| 其他流动负债 | - | - | - | 189.9 | 42.3 | 速动比率 | 1.07 | 1.01 | 1.21 | 1.14 | 1.22 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | 931.26 | 42.35 | -102.40 | -71.94 | -51.37 |
| 其他非流动负债 | - | - | - | - | - | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 1,397.1 | 2,718.7 | 2,209.6 | 4,020.0 | 4,384.3 | DPS(元) | 0.40 | 0.50 | 0.76 | 1.08 | 1.40 |
| 少数股东权益 | 95.1 | 118.4 | 204.4 | 315.7 | 481.2 | 分红比率 | 38.1% | 33.2% | 33.3% | 34.9% | 33.8% |
| 股本 | 136.8 | 136.8 | 136.8 | 136.8 | 136.8 | 股息收益率 | 0.6% | 0.8% | 1.2% | 1.7% | 2.3% |
| 留存收益 | 232.3 | 397.9 | 605.2 | 879.9 | 1,256.3 | | | | | | |
| 股东权益 | 464.2 | 652.4 | 946.5 | 1,332.4 | 1,874.3 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | EPS(元) | 1.05 | 1.51 | 2.27 | 3.08 | 4.16 |
| 净利润 | 170.7 | 275.0 | 311.0 | 421.8 | 568.7 | BVPS(元) | 2.70 | 3.90 | 5.42 | 7.43 | 10.18 |
| 加:折旧和摊销 | 41.6 | 40.6 | 51.3 | 73.3 | 104.7 | PE(X) | 59.3 | 41.3 | 27.4 | 20.2 | 15.0 |
| 资产减值准备 | 2.4 | - | - | - | - | PB(X) | 23.1 | 15.9 | 11.5 | 8.4 | 6.1 |
| 公允价值变动损失 | -0.2 | -0.6 | -0.3 | 0.1 | 0.1 | P/FCF | 26.7 | 115.2 | 44.0 | 107.1 | 14.6 |
| 财务费用 | 16.9 | 26.6 | -4.7 | -8.9 | -17.3 | P/S | 2.7 | 1.9 | 1.4 | 1.0 | 0.8 |
| 投资损失 | -5.0 | -5.0 | -6.2 | -5.4 | -5.5 | EV/EBITDA | 15.2 | 25.9 | 16.0 | 12.4 | 8.6 |
| 少数股东损益 | 27.1 | 69.0 | 86.0 | 111.3 | 165.5 | CAGR(%) | 46.2% | 38.7% | 36.2% | 46.2% | 38.7% |
| 营运资金的变动 | 61.6 | -355.7 | 178.9 | -674.0 | -11.5 | PEG | 1.3 | 1.1 | 0.8 | 0.4 | 0.4 |
| 经营活动产生现金流量 | 342.1 | 55.1 | 615.9 | -81.9 | 804.6 | ROIC/WACC | 7.5 | 14.3 | 7.8 | 12.6 | 9.0 |
| 投资活动产生现金流量 | -112.4 | -90.8 | -46.1 | -69.9 | -101.2 | REP | 1.6 | 0.8 | 1.5 | 0.5 | 0.7 |
| 融资活动产生现金流量 | -135.8 | 81.2 | -386.2 | 189.9 | -147.6 | | | | | | |

数据来源: 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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

赵晓光声明, 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 | 侯海霞 | 021-68763563 | houhx@essence.com.cn |
| | 梁涛 | 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn |
| | 凌洁 | 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-68766516 | panyan@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 朱贤 | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-59113570 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 刘凯 | 010-59113572 | liukai2@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-59113575 | liqian1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 周蓉 | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-59113571 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 沈成效 | 0755-82558059 | shencx@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558087 | 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： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

