

# 德赛电池 (000049)

证券研究报告

2017年10月31日

## 存货高位、利润率改善，迎接 iPhone 超级周期

**事件：**公司发布 2017 年前三季度报告；2017 年 1-9 月，公司实现营业收入 77.85 亿元，同比增长 45.06%，实现归母净利润 18.63 亿元，同比增长 39.67%。2017Q3 单季，公司实现营业收入 31.17 亿元，同比增长 31.88%，归母净利润 7178 万元，同比增速 18.09%。我们判断整体符合预期。

### 存货印证 17Q4 起有望迎来超级周期

截至 2017 年 9 月末，公司存货水平高达 14.80 亿元，较 2017 年 6 月底增长 49.27%，主要由于公司备货增加所致。我们认为大幅增加的存货水平恰印证了我们对于 17Q4 及 18H1 迎来 iPhone X 超级周期的判断。从需求端看，iPhone 8/8 plus 的相对平淡实际上正预示着消费者对于 iPhone X 的强烈换机需求，iPhone X 自 10 月 27 日开始预售，亦是销量亮眼，苹果发言人表示“用户需求正创下历史新高”。从供给端看，我们也从产业链了解到，iPhone X 组装良率已经达到较高水平、进入量产阶段、产能逐步爬升。公司在 OLED 版车型中的供货单价相较其它两款而言有望高出至少 50%，而与往年 iPhone 备货高峰出现在四季度不同，苹果产业链有望在 18H1 出现淡季不淡的稀有情况，公司的出货量与业绩预计也都将迎来较高的同比增长。

### 费用控制有效，利润率提升可期

公司 17Q3 单季毛利率为 8.39%、净利润率 2.73%，较 17Q2 分别提升了 0.3 个百分点和 0.49 个百分点，主要由于搬厂完成以及苹果订单占比增加，提升了总体利润率水平；而 17Q3 单季利润率同比 16Q3 则略有下降，我们判断可能由于公司大客户旗舰双电芯产品仍处于良率爬升阶段，预计伴随产能利用率提升、效率改善以及良率提高，公司利润率的持续提升值得期待。

### 估值与盈利预测

双电芯逻辑下，公司受益直接明确，预计公司将享受终端需求拉动和供货 ASP 大幅提升的双重拉动；公司在 HOV 及三星的份额提升也将持续拉动业绩增速，看好公司在手机终端厂商中的份额持续提升；此外，公司笔记本及电动工具业务预计也将实现份额的快速渗透和出货大幅增长，今明年持续贡献业绩弹性。预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 3.62、5.51、7.38 亿元，维持 6 个月目标价 69.25 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**智能手机出货不及预期，笔电业务渗透不及预期，电动工具拓展不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,434.19	8,724.41	12,703.01	18,771.76	24,966.43
增长率(%)	32.00	3.44	45.60	47.77	33.00
EBITDA(百万元)	413.54	469.70	652.39	942.68	1,232.12
净利润(百万元)	230.22	255.30	361.97	550.55	737.60
增长率(%)	(1.84)	10.89	41.78	52.10	33.97
EPS(元/股)	1.12	1.24	1.76	2.68	3.59
市盈率(P/E)	44.87	40.46	28.54	18.76	14.00
市净率(P/B)	11.10	8.94	7.09	5.40	4.10
市销率(P/S)	1.22	1.18	0.81	0.55	0.41
EV/EBITDA	28.04	18.71	17.12	10.29	8.49

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电子/电子制造
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	50.33 元
目标价格	69.25 元
上次目标价	69.25 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	205.24
流通 A 股股本(百万股)	205.24
A 股总市值(百万元)	10,329.92
流通 A 股市值(百万元)	10,329.92
每股净资产(元)	6.29
资产负债率(%)	73.88
一年内最高/最低(元)	60.25/37.00

### 作者

**农冰立** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516110006  
nongbingli@tfzq.com

**张昕** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090002  
zhangxin@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《德赛电池-半年报点评:营收持续高速增长，在建工程印证 H2 迎来备货高峰》2017-08-15
- 《德赛电池-半年报点评:营收超预期验证产业逻辑，H2 备货高峰增长可期》2017-07-11
- 《德赛电池-季报点评:超预期高增长持续，电池龙头尽享安全红利》2017-04-20

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	525.37	484.38	1,016.24	1,501.74	1,997.31
应收账款	1,497.33	2,633.17	3,631.20	3,865.38	6,105.07
预付账款	19.83	5.25	34.81	26.47	50.83
存货	667.55	991.43	1,332.29	2,015.95	2,525.58
其他	307.31	430.51	481.23	557.07	566.20
<b>流动资产合计</b>	<b>3,017.39</b>	<b>4,544.74</b>	<b>6,495.77</b>	<b>7,966.61</b>	<b>11,244.99</b>
长期股权投资	39.88	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	177.88	226.93	301.41	368.56	418.30
在建工程	29.42	159.41	131.65	126.99	106.19
无形资产	46.77	62.16	58.47	54.77	51.07
其他	91.24	152.55	121.37	112.35	103.35
<b>非流动资产合计</b>	<b>385.18</b>	<b>601.05</b>	<b>612.90</b>	<b>662.67</b>	<b>678.91</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,402.57</b>	<b>5,145.79</b>	<b>7,108.67</b>	<b>8,629.28</b>	<b>11,923.90</b>
短期借款	247.61	455.16	1,286.20	297.43	1,113.15
应付账款	1,528.75	2,718.09	3,164.11	5,145.22	6,437.12
其他	405.06	470.79	502.96	589.74	727.44
<b>流动负债合计</b>	<b>2,181.42</b>	<b>3,644.04</b>	<b>4,953.27</b>	<b>6,032.39</b>	<b>8,277.71</b>
长期借款	0.00	0.00	196.70	0.00	183.01
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	23.35	1.65	32.47	19.16	17.76
<b>非流动负债合计</b>	<b>23.35</b>	<b>1.65</b>	<b>229.17</b>	<b>19.16</b>	<b>200.77</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,204.77</b>	<b>3,645.69</b>	<b>5,182.44</b>	<b>6,051.54</b>	<b>8,478.48</b>
少数股东权益	266.92	344.49	470.14	663.70	926.33
股本	205.24	205.24	205.24	205.24	205.24
资本公积	8.17	8.17	8.17	8.17	8.17
留存收益	725.86	950.38	1,250.85	1,708.79	2,313.85
其他	(8.39)	(8.18)	(8.17)	(8.17)	(8.17)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,197.80</b>	<b>1,500.11</b>	<b>1,926.23</b>	<b>2,577.73</b>	<b>3,445.43</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,402.57</b>	<b>5,145.79</b>	<b>7,108.67</b>	<b>8,629.28</b>	<b>11,923.90</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	308.09	349.69	361.97	550.55	737.60
折旧摊销	52.41	62.61	16.98	21.21	24.75
财务费用	40.85	19.16	20.17	(17.08)	(54.20)
投资损失	(50.83)	(12.62)	(24.67)	(24.67)	(24.67)
营运资金变动	597.72	(344.38)	(916.33)	1,087.20	(1,339.11)
其它	(308.40)	11.10	125.72	191.79	263.79
<b>经营活动现金流</b>	<b>639.85</b>	<b>85.56</b>	<b>(416.16)</b>	<b>1,809.00</b>	<b>(391.85)</b>
资本支出	156.41	226.19	29.18	93.31	51.40
长期投资	18.74	(39.88)	0.00	0.00	0.00
其他	114.58	(460.74)	(64.65)	(145.11)	(79.03)
<b>投资活动现金流</b>	<b>289.72</b>	<b>(274.43)</b>	<b>(35.47)</b>	<b>(51.79)</b>	<b>(27.63)</b>
债权融资	292.76	457.60	1,516.09	324.35	1,317.01
股权融资	17.87	16.82	(13.50)	19.30	57.16
其他	(1,061.41)	(347.66)	(519.10)	(1,615.36)	(459.12)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(750.78)</b>	<b>126.77</b>	<b>983.49</b>	<b>(1,271.71)</b>	<b>915.06</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>178.78</b>	<b>(62.10)</b>	<b>531.86</b>	<b>485.50</b>	<b>495.57</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>8,434.19</b>	<b>8,724.41</b>	<b>12,703.01</b>	<b>18,771.76</b>	<b>24,966.43</b>
营业成本	7,681.94	7,877.42	11,470.81	16,945.26	22,529.71
营业税金及附加	68.00	17.12	50.75	93.86	134.82
营业费用	81.92	75.12	122.78	175.13	224.70
管理费用	259.33	329.61	430.98	641.08	876.32
财务费用	(17.93)	(16.61)	20.17	(17.08)	(54.20)
资产减值损失	13.39	23.14	17.02	17.85	19.34
公允价值变动收益	(10.53)	5.16	0.07	(1.77)	1.15
投资净收益	50.83	12.62	24.67	24.67	24.67
其他	(80.60)	(35.55)	(49.49)	(45.81)	(51.65)
<b>营业利润</b>	<b>387.84</b>	<b>436.39</b>	<b>615.23</b>	<b>938.55</b>	<b>1,261.57</b>
营业外收入	5.34	6.79	5.36	5.83	5.99
营业外支出	1.91	2.43	2.01	2.12	2.19
<b>利润总额</b>	<b>391.27</b>	<b>440.75</b>	<b>618.58</b>	<b>942.26</b>	<b>1,265.38</b>
所得税	83.17	91.06	130.96	198.15	265.14
<b>净利润</b>	<b>308.09</b>	<b>349.69</b>	<b>487.62</b>	<b>744.11</b>	<b>1,000.24</b>
少数股东损益	77.87	94.39	125.65	193.55	262.63
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>230.22</b>	<b>255.30</b>	<b>361.97</b>	<b>550.55</b>	<b>737.60</b>
每股收益(元)	1.12	1.24	1.76	2.68	3.59

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	32.00%	3.44%	45.60%	47.77%	33.00%
营业利润	-2.26%	12.52%	40.98%	52.55%	34.42%
归属于母公司净利润	-1.84%	10.89%	41.78%	52.10%	33.97%
<b>获利能力</b>					
毛利率	8.92%	9.71%	9.70%	9.73%	9.76%
净利率	2.73%	2.93%	2.85%	2.93%	2.95%
ROE	24.73%	22.09%	24.86%	28.76%	29.28%
ROIC	20.24%	38.17%	38.11%	31.66%	74.38%

偿债能力	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债率	64.80%	70.85%	72.90%	70.13%	71.10%
净负债率	73.72%	92.44%	140.36%	102.81%	122.64%
流动比率	1.38	1.25	1.31	1.32	1.36
速动比率	1.08	0.98	1.04	0.99	1.05
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.02	4.22	4.06	5.01	5.01
存货周转率	12.23	10.52	10.93	11.21	10.99
总资产周转率	2.09	2.04	2.07	2.39	2.43
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.12	1.24	1.76	2.68	3.59
每股经营现金流	3.12	0.42	-2.03	8.81	-1.91
每股净资产	4.54	5.63	7.09	9.33	12.27
<b>估值比率</b>					
市盈率	44.87	40.46	28.54	18.76	14.00
市净率	11.10	8.94	7.09	5.40	4.10
EV/EBITDA	28.04	18.71	17.12	10.29	8.49
EV/EBIT	31.35	20.94	17.58	10.53	8.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com