

**宏源证券**
HONGYUAN SECURITIES

证券研究报告/德豪润达(002005)/公司中报简评

2013年08月25日

LED 高速增长, 但短期费用过高

增持 下调

目标价格: 10.05 元

投资要点:

- LED 业务开始启动, 芯片和应用收入大幅增长;
- 费用过高影响短期业绩, 后续规模效应有望降低费用率;
- 长期看好公司的下游渠道优势和上游规模优势。

报告摘要:

- 公司公布 13 年半年报, 低于市场预期:** 公司实现营业收入 13.53 亿元, 同比分别增长 10.52%; 实现归母净利润 5050 万元, 同比下滑 59.38%, 对应 EPS 为 0.04 元。同时公司预告前三季度归母净利润下滑 30%至 60%。半年报和三季度业绩都低于市场预期。
- 上半年 LED 收入大幅增长, 下半年更值得期待:** 上半年公司 LED 芯片产能开始释放, 收入达到 1.68 亿元, 同比大幅增长 536%, 新产品倒装芯片“北极光”开始小批量出货; 同时上半年 LED 应用产品收入达 4.91 亿元, 同期增长 60.79%, 公司与雷士照明的整合进展顺利, 除获得雷士品牌授权外, 自主 LED 照明产品开始进入雷士渠道销售。下半年芯片产能将进一步释放, 倒装芯片有望提升芯片盈利能力; 照明产品经历上半年的品牌和渠道整合后, 下半年销售将持续提升。
- 短期费用过高影响业绩, 后续规模效应将逐步体现:** 公司上半年业绩低于预期, 很大原因由于费用过高, 贷款规模增加、发债计提利息费用等使得公司财务费用同比增长 223%; 同时研发费用持续高位, 上半年同比增长 270%。另外, 上半年与雷士合作支出的品牌广告和渠道运营等费用也影响了业绩。后续规模效应显现有望降低费用率。
- 下调盈利预测, 维持长期看好:** 预计 2013-15 年公司将实现归母净利润 3.04/5.30/8.05 亿元, 3 年复合增速 70%, 按今年增发后股本计算的 EPS 为 0.22/0.38/0.58 元。我们长期看好公司的下游渠道优势和上游规模优势, 维持“增持”评级, 随着 LED 照明市场启动, 公司的渠道和规模优势必将体现, 必将最受益于 LED 行业的大发展。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	3065	2757	3858	5179	7089
增长率 (%)	18%	-10%	40%	34%	37%
归母净利润(百万)	392	161	304	530	805
增长率 (%)	100%	-59%	88%	74%	52%
每股收益	0.81	0.14	0.22	0.38	0.58
市盈率	21.16	123.71	44.92	25.76	16.96

电子元器件行业研究组**分析师:**

沈建锋(S1180512090003)

电话: 021-31352152

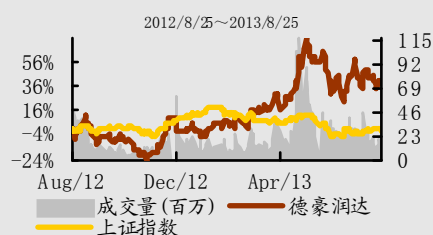
Email: shenjianfeng@hysec.com

研究助理:

高诗

电话: 021-51782233

Email: gaoshi@hysec.com

市场表现**相关研究**

- 《长城开发: 平台化布局已现端倪》
2013/8/23
- 《水晶光电: 传统产品需求不振, 关注微显示》
2013/8/21
- 《电子周报: 苹果新品发布在即》
2013/8/20
- 《安洁科技: 大客户出货下滑导致业绩不佳》
2013/8/15
- 《聚飞光电: 小尺寸需求高增长, 新业务发力》
2013/8/9
- 《电子周报: 谷歌入股奇景, 关注穿戴式热点》
2013/7/31
- 《硕贝德: 新产品放量, 长期成长空间打开》
2013/7/30

图 1: 德豪润达三张报表摘要及财务分析

财务报表预测 (单位: 百万元)											
利润表						资产负债表					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3,065	2,758	3,858	5,179	7,089	货币资金	863	1105	2015	582	2114
YOY	18%	-10%	40%	34%	37%	应收和预付款项	1453	1917	1312	2135	1977
营业成本	2,351	2,094	2,863	3,795	5,179	存货	679	861	708	1268	1286
毛利	714	664	996	1385	1910	其他流动资产	0	0	1	1	1
% 营业收入	23%	24%	26%	27%	27%	长期股权投资	2	24	1367	1367	1367
营业税金及附加	17	17	19	26	35	投资性房地产	0	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产和在建工程	3093	4186	4538	4855	4955
销售费用	163	230	228	285	356	无形资产和开发支出	370	439	439	438	437
% 营业收入	5.3%	8.3%	5.9%	5.5%	5.0%	其他非流动资产	0	0	1	1	1
管理费用	304	340	347	434	543	资产总计	5056	9203	11534	11335	12272
% 营业收入	9.9%	12.3%	9.0%	8.4%	7.7%	短期借款	820	1769	1343	6	0
财务费用	73	86	142	103	70	应付和预收款项	1927	1166	1067	1684	1837
% 营业收入	2.4%	3.1%	3.7%	2.0%	1.0%	长期借款	275	1120	980	980	980
资产减值损失	11	15	7	17	9	其他负债	3508	861	414	414	414
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	负债合计	2646	4973	4627	3907	4054
投资收益	-1	-1	1	1	1	股本	483	1166	1396	1396	1396
营业利润	146	-24	253	521	898	资本公积	1546	2183	3391	3391	3391
% 营业收入	4.8%	-0.9%	6.6%	10.1%	12.7%	留存收益	731	835	1078	1608	2414
营业外收支	306	224	120	130	90	归属母公司股东权益	2374	4203	5883	6413	7219
利润总额	452	200	373	651	988	少数股东权益	36	27	22	12	-3
% 营业收入	14.7%	7.3%	9.7%	12.6%	13.9%	股东权益合计	2410	4231	5905	6425	7216
所得税费用	67	41	75	130	198	负债和股东权益合计	5056	9203	10532	10333	11270
净利润	385	159	299	521	791						
归属于母公司所有者的净利润	392	162	304	531	806						
少数股东损益	-7	-3	-6	-10	-15						
现金流量表						财务指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2014E	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流净额	-28	33	1197	241	1667	毛利率	21%	24%	26%	27%	27%
取得投资收益收回现金	0	0	1	1	1	三费/销售收入	18%	24%	19%	16%	14%
长期股权投资	-4	-18	-1360	0	0	EBIT/销售收入	3%	3%	10%	12%	14%
无形资产投资	-1974	-1666	-140	-197	-20	EBITDA/销售收入	8%	10%	20%	21%	21%
固定资产投资	0	0	-880	-792	-250	销售净利率	7%	6%	8%	10%	11%
其他	0	0	37	0	0	ROE	8%	8%	5%	8%	11%
投资活动现金流净额	-1658	-1714	-2849	-196	-19	ROA	4%	4%	3%	5%	7%
债券融资	610	1184	828	0	0	ROIC	2%	2%	4%	6%	9%
股权融资	40	1522	1295	0	0	销售收入增长率	35%	-10%	40%	34%	37%
银行贷款增加(减少)	535	1258	263	-1337	-6	EBIT 增长率	-20%	-66%	418%	59%	53%
筹资成本	63	63	142	103	70	EBITDA 增长率	-4%	-28%	189%	46%	37%
其他	419	114	2	0	0	净利润增长率	168%	-59%	88%	74%	52%
筹资活动现金流净额	1026	2688	2205	-1479	-116	总资产增长率	128%	36%	44%	-2%	8%
现金净流量	-660	1007	552	-1433	1532	股东权益增长率	243%	0%	37%	-80%	590%
						经营现金流净增长率	366%	-218%	-1235%	-80%	590%
						流动比率	1.3	1.3	1.7	2.3	2.9
						速动比率	1.0	1.0	1.4	1.6	2.2
						应收账款周转天数	71.6	80.0	100.0	90.0	80.0

资料来源: Wind, 宏源证券

作者简介:

沈建锋: 宏源证券研究所电子元器件行业分析师，复旦大学电子本科，通信硕士、MBA，CFA，2 年半证券分析从业经验，6 年电子半导体行业从业经验，2012 年 5 月加盟宏源证券研究所，曾任职于国金证券。个人代表个股东软载波、德豪润达、天喻信息等。

机构销售团队

机构销售团队					
公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周 迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。