



深耕微笑曲线两端，立足自有品牌建设

——德豪润达（002005）调研快报

2013年12月12日

推荐/首次

德豪润达

调研快报

关注 1: 公司致力于倒装芯片研发，光效和生产成本均有所改善

由于公司 LED 业务相较于其他对手起步较晚，因此公司希望通过采用不同的技术路线以缩短与对手间的差距。首先公司采购的外延片生产设备全部为 4 寸 MOCVD，是目前世界上少量量产 4 寸外延片的企业。与当前流行的 2 寸外延片相比，4 寸外延片在切割芯片过程中可以提高有效切割面积，从而降低单颗芯片的生产成本。其次，公司致力于国际先进的倒装芯片技术的研发并已进行量产。与传统正装芯片相比，倒装芯片发光效率更高，多用于路灯等大功率照明设备。并且单颗芯片光效的提升减少了芯片在光源中的使用数量，提高了 LED 光源的稳定性。同时倒装芯片生产成本相较于正装芯片可降低 20%左右。

关注 2: 公司与雷士照明合作积极开拓下游应用市场

自 2012 年底成为雷士照明第一大股东以来，公司 LED 照明产品销售渠道得到显著提升。鉴于雷士照明在工程承包商中的良好信誉，使得公司产品通过雷士的渠道大量销往工程和商业照明市场的同时，可以享受较高的毛利水平。并且雷士在全国铺设 3000 多家专卖店，为公司 LED 灯具在零售端的销售提供强大支持。

关注 3: 公司完成产业链一体化整合，以品牌建设为核心目标

公司在 LED 领域已经完成上游芯片、中游封装和下游照明应用的全产业链整合。从格局来看，公司在上游芯片和下游渠道方面投入力度最大，中游方面目前只建有一个中型封装厂。这种哑铃型产业布局形成的主要原因在于芯片和渠道是 LED 行业的技术核心和营销核心，同时掌握两者的企业在市场竞争中将占有主动权，这与目前国际 LED 大厂的发展思路相似。而中游封装方面由于技术变革的不确定性和国内充足的产能建设，降低了公司在该领域的投资意愿，因而投入相对较少。公司完成产业链整合的主要目的是希望借助自身的技术和渠道优势推广自有产品品牌，以谋求更高的产品利润和长久稳定的发展模式。

王明德

010-66554006

wangmd@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480511100001

张济

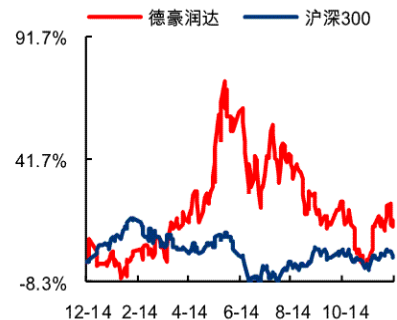
010-66554035

zhangji@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	8.31-6.85
总市值 (亿元)	96.93
流通市值 (亿元)	96.79
总股本/流通 A 股 (万股)	116640/116471
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.54

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告



结论：

公司芯片产能在国内位列前三，且掌握核心生产技术，在满足市场需求的同时也可以摆脱公司自有应用产品对上游其他芯片厂商的依赖，在内销和外售方面实现双重获益。同时雷士照明作为公司主要渠道商在工程端和零售端均享有较高声誉，为公司自主品牌的建设打下坚实基础。我们预计公司 2013 年-2015 年营业收入分别为 33.72 亿元、47.71 亿元和 68.04 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 1.16 亿元、2.26 亿元和 3.57 亿元，每股收益分别为 0.10 元、0.19 元和 0.31 元，对应 PE 分别为 83.50 倍、42.83 倍、27.12 倍。首次关注给予“推荐”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	3117	3895	4642	6268	8606	营业收入	3065	2758	3372	4771	6804
货币资金	863	1105	1349	1908	2722	营业成本	2351	2094	2493	3481	4923
应收账款	1030	1233	1524	2091	2889	营业税金及附加	17	17	20	29	41
其他应收款	144	163	199	281	401	营业费用	163	230	270	382	544
预付款项	280	521	521	521	521	管理费用	304	340	371	525	748
存货	776	861	1025	1430	2023	财务费用	73	86	164	164	192
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	11.41	15.36	7.00	7.00	7.00
非流动资产合计	3654	5308	4670	4119	3569	公允价值变动收益	0.99	-0.13	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	6	24	24	24	24	投资净收益	-0.71	-0.63	0.00	0.00	0.00
固定资产	1222.77	2233.15	3671.04	3155.90	2640.76	营业利润	146	-24	47	184	348
无形资产	370	351	316	281	246	营业外收入	310.81	225.54	100.00	100.00	100.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	4.66	1.10	1.50	1.50	1.50
资产总计	6771	9203	9312	10387	12176	利润总额	452	200	145	283	447
流动负债合计	3100	2997	3092	4009	5547	所得税	67	41	29	57	89
短期借款	1092	1769	1501	1894	2667	净利润	385	159	116	226	357
应付账款	862	787	943	1316	1861	少数股东损益	-7	-3	0	0	0
预收款项	54	45	45	45	45	归属母公司净利润	392	162	116	226	357
一年内到期的非	75	53	53	53	53	EBITDA	708	570	761	899	1090
非流动负债合计	945	1975	1927	1927	1927	BPS (元)	0.81	0.15	0.10	0.19	0.31
长期借款	539	1120	1120	1120	1120	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	4045	4972	5019	5936	7474	成长能力					
少数股东权益	30	27	27	27	27	营业收入增长	11.2%	-10.0%	22.27%	41.50%	42.60%
实收资本(或股	483	1166	1166	1166	1166	营业利润增长	125.8%	385.7%	-291.52%	295.76%	88.80%
资本公积	1464	2183	2183	2183	2183	归属于母公司净利润	-28.3%	244.7%	-28.34%	94.98%	57.89%
未分配利润	673	777	847	983	1197	获利能力					
归属母公司股东	2696	4203	4265	4424	4674	毛利率(%)	23%	24%	26%	27%	28%
负债和所有者权	6771	9203	9312	10387	12176	净利率(%)	13%	6%	3%	5%	5%
现金流量表						总资产净利润(%)	6%	2%	1%	2%	3%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	15%	4%	3%	5%	8%
经营活动现金流	-28	33	712	406	346	偿债能力					
净利润	385	159	116	226	357	资产负债率(%)	60%	54%	54%	57%	61%
折旧摊销	489.03	509.21	550.22	550.22	550.22	流动比率	1.01	1.30	1.50	1.56	1.55
财务费用	73	86	164	164	192	速动比率	0.76	1.01	1.17	1.21	1.19
应付帐款的变化	0	0	156	373	545	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.52	0.35	0.36	0.48	0.60
投资活动现金流	-1784	-2538	82	-7	-7	应收账款周转率	4	2	2	3	3
公允价值变动收	1	0	0	0	0	应付账款周转率	3.58	3.35	3.90	4.22	4.28
长期投资	6	24	24	24	24	每股指标(元)					
投资收益	-1	-1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.81	0.15	0.10	0.19	0.31
筹资活动现金流	1028	2689	-550	161	474	每股净现金流(最新	-1.62	0.16	0.21	0.48	0.70
短期借款	1092	1769	1501	1894	2667	每股净资产(最新摊	5.58	3.60	3.66	3.79	4.01
长期借款	539	1120	1120	1120	1120	估值比率					
普通股增加	0	683	0	0	0	P/E	10.26	57.27	83.50	42.83	27.12
资本公积增加	-83	719	0	0	0	P/B	1.49	2.31	2.27	2.19	2.07
现金净增加额	-784	184	244	560	813	EV/EBITDA	6.86	20.21	14.48	12.08	9.91

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

张济

美国哥伦比亚大学和普度大学双硕士，2013年加盟东兴证券研究所，从事电子元器件行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。