

德豪润达 (002005)

4吋产能优势造就业绩拐点浮现

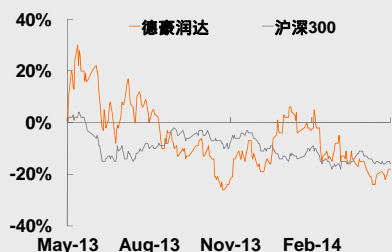
强烈推荐 (首次)

现价：8.40 元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.electech.com.cn
大股东/持股	芜湖德豪投资有限公司 /21.04%
实际控制人/持股	王冬雷/18.94%
总股本(百万股)	1,166
流通 A 股(百万股)	1,165
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	92.26
流通 A 股市值(亿元)	92.13
每股净资产(元)	3.59
资产负债率(%)	61.9

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

刘舜逢 投资咨询资格编号
S1060514060002
0755-22625254
LIUSHUNFENG669@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **德豪润达(002005.SZ) 现为国内唯一 LED 垂直一体化企业。**公司本为全球前三大小家电制造企业之一，在认识到 LED 节能产业的巨大市场后，果断通过并购方式跨入 LED 产业，并通过垂直一体化战略快速打造出较完整的产业集群，现在已经在 LED 外延、芯片、封装、应用、销售渠道上多布局，坚定向 LED 产业转型。公司现在持有雷士照明 27%股份，为其最大单一股东，受惠于雷士工程渠道优势(3000 网点)，预估 2014 年贡献营收将达 10 亿。
- **4 吋机产能优势释放，2014 年将迎来业绩拐点。**公司引进一批台湾资深技术团队，大幅提升芯片与封装工艺的良率与业绩，经我们实地调研发现，目前有 58 台 MOCVD 开工率为满水位，芯片业绩 5 月营收突破亿元大关。在 LED 业务中，可细分为芯片/封装/应用三块子业务，根据我们预估 LED 芯片业务(含外延片)受惠于照明需求及产能稼动率提升，2014 年营收将达 11 亿，2015 年挑战 20 亿。
- **LED 封装业务发力，增添营运柴火。**经我们产业链验证，引进台湾团队已开始收到成效，产品品质与良率大幅提升，40 条封测线稼动率呈现满水位，三月营收超过 2000 万，在费用控制与材料成本降低的情况下，我们预估净利率有机会达双位数优于行业平均。另外，由于公司产品品质已经获得市场认可，透过结合雷士渠道销售，目前月产能 100KK 满水位运行且还在持续扩产，我们推估 2014 年底月产能将达 200KK。
- **LED 业务放飞首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。**我们预计公司 14-15 年营收分别为 44.5、63.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.30、0.58 元，动态估值分别为 28.0/14.5 倍。虽是 LED 产业后进者，但凭借着世界级制造设备与人才，搭配垂直一体化与大陆内有着广阔的内需市场，我们看好公司在 LED 照明时代的发展前景，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**LED 渗透率不达预期的风险；毛利率下滑的风险等。

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3,065	2,758	3,130	4,450	6,320
YoY(%)	18.1	-10.0	13.5	42.2	42.0
净利润(百万元)	392	162	9	350	681
YoY(%)	100.4	-58.7	-94.6	3,864.9	94.5
毛利率(%)	23.3	24.1	20.6	21.6	22.5
净利率(%)	12.8	5.9	0.3	7.9	10.8
ROE(%)	14.6	3.9	0.2	7.6	12.9
EPS(摊薄/元)	0.34	0.14	0.01	0.30	0.58
P/E(倍)	23.5	56.5	1,036.1	28.0	14.5
P/B(倍)	3.4	2.2	2.2	2.1	1.9

正文目录

一、LED 产业后起之秀	4
1.1、公司简介 及一体化战略布局	4
1.2、上下游一体化战略布局	4
二、LED 业务发力	6
2.1、4 吋机产能优势拉动 LED 业务高速增长	6
2.2、4 吋机产能优势	6
2.3、LED 封装产能倍增为营运动能添加柴火	7
2.4、雷士渠道优势显著，LED 应用业务百花齐放	7
三、盈利预测和估值	8
四、风险提示	8

图表目录

图表 1	德豪润达垂直一体化布局跨入 LED 产业.....	4
图表 2	德豪润达的产业链.....	4
图表 3	中国照明渠道类型与优劣.....	5
图表 4	结盟品牌进军全球市场.....	5
图表 5	LED 业务快速增长.....	6
图表 6	4 吋机与 2 吋机产出面积比较.....	6
图表 7	芜湖锐拓光电科技有限公司.....	7
图表 8	雷士照明经销商体系示意图.....	7
图表 9	公司收入分产品预测（单位：百万元）.....	8

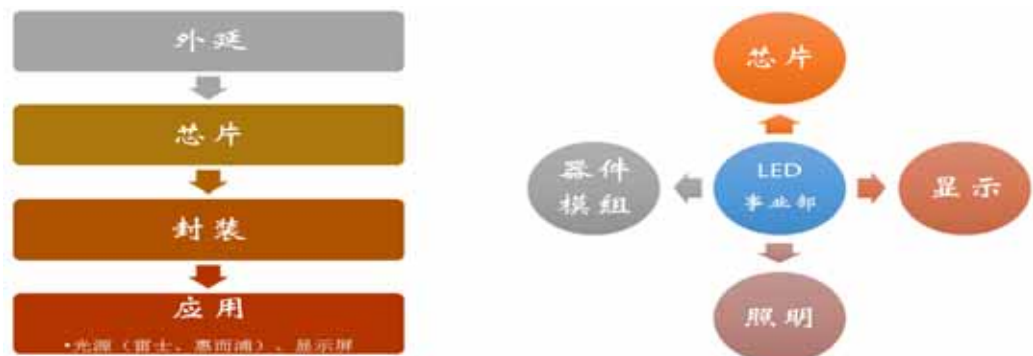
一、LED 产业后起之秀

1.1、公司简介及一体化战略布局

■ 家电业务起家, LED 产业后起之秀

德豪润达创立于 1996 年 5 月, 成立之初定位于小家电业务, 并通过多年的努力将自己打造成为全球前三大小家电制造企业之一。由于节能行业为全球发展趋势, 2009 年, 德豪润达开始进行转型, 通过并购整合上、下游一条龙方式跨入 LED 行业, 与台湾企业隆达及国际大厂科锐(Cree)等相似, 历经 4 年多的发展, 2014 年公司在 LED 业务快速成长下, 将从过去双业务格局(小家电+LED)走向大中华 LED 芯片企业成为后起之秀。

图表1 德豪润达垂直一体化布局跨入LED产业



资料来源: <http://www.electech.com.cn>, 平安证券研究所

1.2、上下游一体化战略布局

■ 透过控股及并购方式, 实现一体化战略

为了落实 LED 全产业链布局的战略, 德豪润达透过兼并、控股等方式, 在大连、扬州、芜湖、蚌埠、深圳、珠海等地均拥有全资子公司, 分别从事 LED 产业链各个环节的生产制造。对于外延片制造环节, 主要制造基地位于扬州、芜湖, 芯片制造环节主要以大连、蚌埠, 封装环节则以芜湖基地为主。最后, 在销售环节, 结合雷士的渠道优势创造 LED 器件出海口, 活化上游生产制造能力, 实现上下游一体化规模经济优势, 从而实现最低化成本与最大化经济效益的目标。

图表2 德豪润达的产业链分布

地点	业务
大连	LED芯片, 研发基地
蚌埠	LED芯片、面板灯、灯管、软灯带生产基地
扬州	LED外延片、LED路灯
芜湖	LED外延、芯片、球泡灯、PAR灯、射灯、灯管、路灯综合生产基地
深圳	LED显示屏生产基地
珠海	LED新产品开发, LED路灯、台灯、吸顶灯生产基地

资料来源: <http://www.electech.com.cn>, 平安证券研究所

■ 入股雷士及结盟全球品牌，布局全球销售网络

截至 2014 年第二季度，德豪润达共持有雷士照明普通股 847,809,000 股，占其已发行普通股总数的 27%，成为其单一最大股东。

目前我国 LED 照明企业在国内的产品销售渠道模式大致可以归纳为四类：第一类是以工程及装饰公司、广告公司、设计师为代表的隐形渠道模式；第二类是伴随电子商务快速发展而兴起的线上线下结合的网络渠道模式；第三类是传统以经销商、代理商、超市、建材家居灯具专业市场为代表的多层次的经销代理模式；第四类是以企业自建专卖店及体验店为代表的直供渠道模式。照明企业大多是一种或几种销售模式的结合。雷士照明采用的是运营中心+密集性分销+隐性渠道模式，也就是第一种渠道模式——依托工程及装饰公司、广告公司、设计师等承接项目的隐形渠道。这种渠道的快速发展主要是由于我国 LED 市场发展的独特特征所决定，代表厂商除了雷士照明还有阳光照明。

图表3 中国照明渠道类型与优劣

渠道类型	优点	缺点
工程渠道/ 隐形渠道	利润率高，需求量大	协调费用高，项目分散，资金回笼长
网络渠道	前期投入小，操作方便	覆盖范围窄，竞争激烈，出货分散，供应链管理难度大，售后服务难以跟进
经销渠道	快速布局，网络拓展快	经销商忠诚度和盈利能力较难把握
直营渠道	可控性高，规划性好，利于品牌建设和售后服务	前期投入大，对非传统品牌企业难以见成效

资料来源：<http://www.electech.com.cn>，平安证券研究所

在全球渠道拓展中，2012 年，德豪润达建立品牌 ETi 同时将其应用推广及照明终端应用规范，2012 年 10 月，德豪润达和德国知名品牌 AEG 携手，以打开全球销售市场。2013 年 1 月，德豪润达宣布与世界家电企业巨头惠而浦达成品牌授权合作，进军北美照明市场。

目前，德豪润达已经基本实现了其全球销售网络布局。在国内市场中，“NVC&ETi”成为集团在 LED 产业上游产品销售品牌及照明产品网络渠道销售的主力品牌，“雷士照明”主要用以打开照明应用产品在国外的销售渠道。在国际市场上，欧洲市场以 AEG 品牌为主导、北美市场以惠而浦品牌为主导。

图表4 结盟品牌进军全球市场



资料来源：<http://www.electech.com.cn>，平安证券研究所

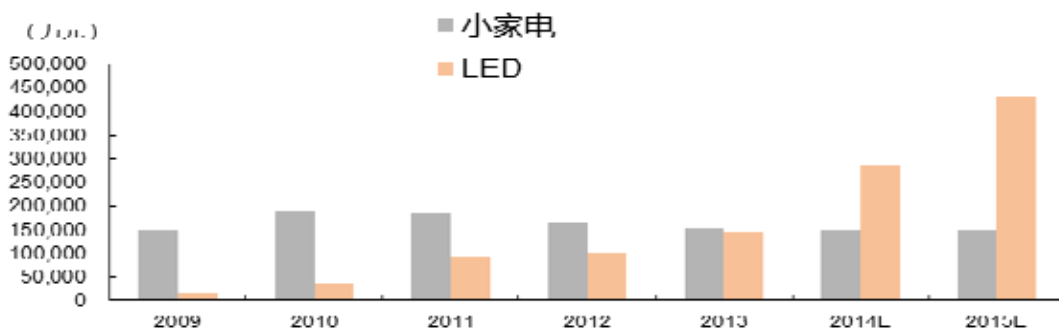
二、LED 业务发力

2.1、4 吋机产能优势拉动 LED 业务高速增长

■ 引进台湾技术团队结合 4 吋机优势产能

2013 年上半年德豪润达,引进一批台湾资深技术团队,来改善芯片与封装业务,根据我们产业调查,芯片与封装业务良率与品质快速提升已获得客户认可,其整合综效已开始显著反应,根据我们估计 2014 年 LED 营收将有机会挑战 30 亿,占整年营收 60%以上成为主营业务。在 LED 业务中,可细分为芯片/封装/应用三块子业务,根据我们预估 LED 芯片业务(含外延片)受惠于照明需求及产能稼动率提升,营收将达 11 亿,2015 年挑战 20 亿;LED 封装业务,2014 年营收为 2.5 亿,2015 年站上 5 亿;LED 应用业务(含显示屏/代工等),2014 年营收将达 15 亿,2015 年为 22 亿。综合上述,2014 年 LED 整体收入达 28.5 亿,较 2013 年增长 50%,展望 2015 年营收为 47 亿,同比增长 60%。

图表5 LED业务快速增长

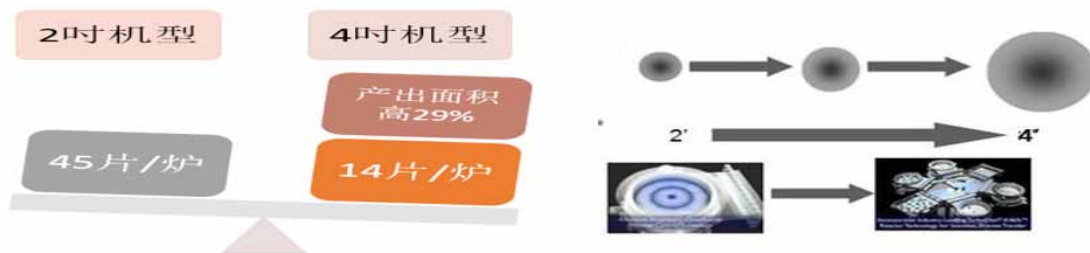


资料来源: <http://www.electech.com.cn>, 平安证券研究所

2.2、4 吋机产能优势

由于德豪润达转型进入 LED 产业属于行业中的后进入者,因此在 MOCVD 设备、结净室等较已有产商新颖,一开始采用设备全都引进最先进 4 吋机型设备及半导体产业结净室设计,大幅提升产能与良品率。根据我们测算一台 4 吋机型(14 片/炉)相较 2 吋机型(45 片/炉)MOCVD,若以每日产出单位面积来比较,4 吋机产出面积将较 2 吋机多 29%。随着 LED 产业照明与背光市场增温及走访大中华 LED 具规模企业,我们认为 2014 年将会是卖方市场,芯片市场价格走势将呈平稳不易下跌,产能规模及稼动率维持将成为企业获利重要指标。

图表6 4吋机与2吋机产出面积比较



资料来源: <http://www.electech.com.cn>, 平安证券研究所

2.3、LED 封装产能倍增为营运能添加柴火

芜湖锐拓光电科技有限公司，注册资本为 3000 万，是集开发、生产、销售服务为一体的 LED 综合性高新技术企业，同时也是德豪润达 100% 持股子公司，主要负责 LED 器件封装设计与销售制造。

由于注入新的技术团队，改善过去德豪润达封装技术与良率瓶颈，同时与雷士照明合作进展顺利，产品交期与品质开始获得市场认同，现阶段 40 条封装线稼动率皆满水位，月产能 100kk，仍在持续扩产中，我们推估 2014 年将有机会扩产至 100 条封装线，根据我们草根调研了解，2013 年年底封装已实现单月获利佳绩，因此，我们认为 2014/15 年，封装事业部将成为德豪润达盈利重要推手。

图表7 芜湖锐拓光电科技有限公司

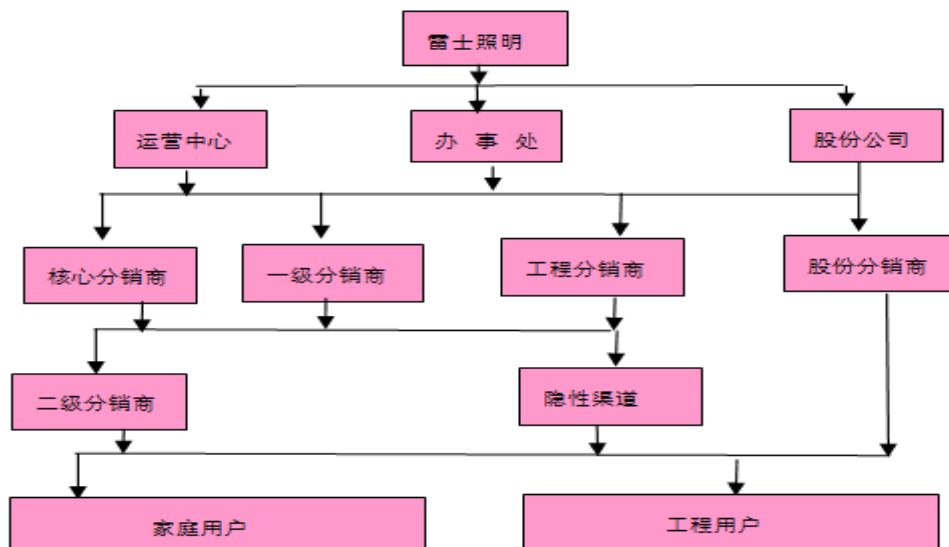


资料来源：<http://www.electech.com.cn>，平安证券研究所

2.4、雷士渠道优势显著，LED 应用业务百花齐放

根据公司最新发布一季报中提到，2014 年 3 月 15 日，本公司与雷士照明控股有限公司全国 37 家运营中心签署《2014 年度区域运营中心经销协议》，本公司与上述 37 家运营经销商意向销售总额约为人民币 10 亿元的 LED 照明产品，协议有效期自 2014 年 1 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日止。根据我们了解，目前雷士运营经销商除了雷士本身产品之外，还销售“NVC&Eti”产品目前市场反馈良好，截止至一季度，本协议累计实现销售收入 4099.64 万元，已收款 3469.70 万元。

图表8 雷士照明经销商体系示意图



资料来源：<http://www.electech.com.cn>，平安证券研究所

三、盈利预测和估值

关键假设：

- 1、公司 LED 芯片厂稼动率维持高位(>90%)，毛利率逐渐提升。
- 2、公司 LED 产能及封装产能按计划持续扩张。
- 3、参照 LED 照明发展状况，考虑政府补助。

图表9 公司收入分产品预测（单位：百万元）

产品	2012A	2013A	2014E	2015E
LED 芯片	235	580	1,100	2,000
LED 封装	113	144	250	500
LED 应用	658	740	1,500	2,200
小家电及其他贸易	1,750	1,665	1,600	1,620
合计	2,756	3,129	4,450	6,320

资料来源：wind，平安证券研究所

我们预计公司 14-15 年营收分别为 44.5、63.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.30、0.58 元。以公司 14 年 6 月 12 号收盘价计算，对应 14/15 年动态估值分别为 28.0/14.5 倍。从全球范围来看，不论是台湾或大陆采用 4 吋机来进行生产已是共识，德豪润达虽是 LED 产业后进者，但凭借着世界级制造设备与人才，搭配垂直一体化战略与大陆内有着广阔的内需市场，我们看好公司在 LED 照明时代的发展前景，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示

■ LED 渗透率不及预期的风险

全球经济依然不确定性较大，LED 渗透率可能低于预期。

■ 毛利率下滑的风险

目前 LED 芯片价格仍有市场供需变化决定，若一旦供需之间发生反转变，将直接影响市场价格，若市场价格反转下行，则有可能造成公司毛利率下滑。

■ 技术团队离职风险

LED 行业技术团队往往是公司获利重要关键，一旦发生技术团队出走，往往将造成公司营运方面调整，同时客户方面也需要重新适应，则有可能造成公司在产能扩张时无法顺利推进，延误商机。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
流动资产	3895	3484	4325	5524	
现金	1105	915	1454	2499	
应收账款	1233	1243	1243	1244	
其他应收款	163	189	208	208	
预付账款	521	10	365	466	
存货	861	1068	1001	1025	
其他流动资产	12	59	54	83	
非流动资产	5308	7435	7090	6724	
长期投资	24	1594	1683	1683	
固定资产	2233	3430	3712	3599	
无形资产	351	483	550	633	
其他非流动资产	2700	1928	1145	809	
资产总计	9203	10920	11415	12249	
流动负债	2997	4159	5116	5244	
短期借款	1769	2187	2659	1956	
应付账款	787	929	1302	1833	
其他流动负债	442	1043	1155	1455	
非流动负债	1975	2485	1678	1707	
长期借款	1120	981	985	988	
其他非流动负债	855	1503	693	718	
负债合计	4972	6644	6794	6950	
少数股东权益	27	48	45	41	
股本	1166	1166	1166	1166	
资本公积	2183	2196	2196	2196	
留存收益	835	844	1194	1874	
归属母公司股东权益	4203	4227	4576	5257	
负债和股东权益	9203	10920	11415	12249	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
经营活动现金流	33	267	1332	1961	
净利润	159	5	347	677	
折旧摊销	185	341	434	489	
财务费用	86	223	194	193	
投资损失	1	-46	-81	-81	
营运资金变动	-411	-300	436	666	
其他经营现金流	14	45	2	16	
投资活动现金流	-2538	-1626	-75	-51	
资本支出	1667	805	0	0	
长期投资	-825	-877	89	0	
其他投资现金流	-1696	-1698	14	-51	
筹资活动现金流	2689	1211	-719	-865	
短期借款	677	418	472	-703	
长期借款	581	-139	3	3	
普通股增加	683	0	0	0	
资本公积增加	719	13	0	0	
其他筹资现金流	29	919	-1195	-166	
现金净增加额	182	-150	539	1045	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
营业收入	2758	3130	4450	6320	
营业成本	2094	2485	3488	4901	
营业税金及附加	17	15	16	15	
营业费用	230	254	280	320	
管理费用	340	354	357	360	
财务费用	86	223	194	193	
资产减值损失	15	45	29	32	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	-1	46	81	81	
营业利润	-24	-200	166	580	
营业外收入	226	234	244	238	
营业外支出	1	2	2	2	
利润总额	200	32	408	815	
所得税	41	27	61	139	
净利润	159	5	347	677	
少数股东损益	-3	-4	-3	-4	
归属母公司净利润	162	9	350	681	
EBITDA	247	364	795	1262	
EPS (元)	0.14	0.01	0.30	0.58	

主要财务指标					
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
成长能力(%)					
营业收入(%)	-10	13.5	42.2	42.0	
营业利润(%)	-116.7	-921.1	-16.7	248.3	
归属于母公司净利润(%)	-58.7	-94.6	3864.9	94.5	
获利能力					
毛利率(%)	24.1	20.6	21.6	22.5	
净利率(%)	5.9	0.3	8	10.9	
ROE(%)	3.9	0.2	7.6	12.9	
ROIC(%)	0.8	0	5.2	13.2	
偿债能力					
资产负债率(%)	54	60.8	59.5	56.7	
净负债比率(%)	59.2	53.8	57.1	46.1	
流动比率	1.3	0.8	0.8	1.1	
速动比率	1	0.6	0.6	0.9	
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	
应收账款周转率	2.4	2.5	3.5	4.9	
应付账款周转率	2.5	2.9	3.1	3.1	
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.01	0.30	0.58	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.23	1.14	1.68	
每股净资产(最新摊薄)	3.6	3.62	3.92	4.51	
估值比率					
P/E	56.5	1036.1	28.0	14.5	
P/B	2.2	2.2	2.1	1.9	
EV/EBITDA	44.3	30	13.8	8.7	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平 安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	