证券研究报告

平安电子

强烈推荐（维持）

证券分析师

刘舜逢

证券咨询资格编号 S1060514060002
电话 0755-22625254
邮箱 Liushunfeng669@pingan.com.cn

沈少捷

证券咨询资格编号 S1060514050001
电话 021-38631130
邮箱 Shenshaojie196@pingan.com.cn

相关研究报告

《LED助力扭亏为盈，下半年展望业绩前景光明 20140829》

《雷士事件落幕，轻舟已过万重山 20141120》

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。

德豪润达(002005)

雷士事件式微，德豪未来可期

事项：

2015 年 1 月 30 日晚德豪润达发布公告，修正该公司的净利润预估。该公司在 2014 年 10 月 30 日披露的 2014 年第三季度报告中预计 2014 年度归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比扭亏为盈，预计在 6，000 万元–9，000 万元之间。修正后，德豪润达 2014 年净利润预估为 1,000 万元–5,000 万元。

平安观点:

■ **雷士事件式微，局势愈加明朗。**2015年1月30日晚间德豪发布公告净利润调低至1,000万元–5,000万元，此举原是对公司参股子公司雷士照明发生违规担保带来的损失的认列，符合雷士违规担保事件爆发后德豪的预估数额1.6亿左右。此次调低预期净利润无疑对德豪造成短期利空，然而从长期来看则是利好，彻底理清雷士债务隐患，德豪才能以全新的状态迎接未来的发展。此外，德豪在2014年12月31日通过出售子公司股权暨关联交易预计能为2014年度带来1.68亿元的股权转让收益（税前），此举能够缓解公司目前由雷士担保违约事件带来的财务压力，增加现金流动性。

■ **生产增效，效益显现。**德豪近期在LED上游领域芯片和封装领域的生产效率提升显著。芯片业务方面，2014年12月德豪润达在安徽蚌埠的倒装芯片厂一期工程投产，该项目总投资20亿元。预计2015年四季度二期工程投产后，德豪润达在蚌埠的倒装芯片厂年产值将达到15亿元。目前德豪润达LED倒装芯片已成功打入手机厂（如中兴）、彩电厂（如康佳）等下游厂商。之前，全球LED倒装芯片主要由飞利浦、欧司朗等供应，德豪润达此举有望打破欧美企业在倒装芯片上的垄断局面。此外，公司已向设备厂商采购MOCVD机100台，截止第三季度报告披露日，芜湖德豪润达，扬州德豪润达供给已到货MOCVD设备92台，其中59已调试完成开始量产，13台设备用于研发；其余设备正处于安装调试过程中。预计2015年公司投入使用的MOCVD机将达到80台产能预增可达5成。我们预估2014年全年芯片业务营收约可达12亿，占比总营收28%。随着新基地的建成， 预计2015年2016年芯片营收分别可达23.5和34亿。芯片业务处于LED供应链中的上游，需要较高的技术水平，可获得较高的净利率。封装业务方面，德豪2014年由封装带来营收2.2亿，占比约为5%。封装业务带来的营收预计2015、2016分别增至3.5亿和4亿。增长率分别可达59%和14%。

■ **O2O模式已然闪光，雷士渠道前途光明。**公司拥有雷士27%的股份，具备良好的销售渠道。从目前的销售情况来看，透过雷士的销售渠道德豪可以获得两方面的收入。一是直接销售光源，2012年和2013年雷士在光源方面的分别获得营收13.7亿和13.1亿，均占雷士总收入4成左右，打入雷士销售渠道后德豪预计从中受益匪浅。二是向雷士提供芯片获得的收入，当前德豪已与雷士照明签署合作协议，对一部分雷士产品协议采用德豪的芯片，在未来预计德豪的产品会成为雷士的标配。我们预估2014年与雷士合作已经带来5亿营收,占比德豪全年营收约12%，净利润贡献占比约为9%。展望未来德豪有望每年从雷士渠道新增三亿营收。预计2015年和2016年随着德豪与雷士的合作进一步深入，雷士带来的营收可分别达到8亿和11亿。此外2015年德豪和雷士将采取合作的方式将战线向互联网平台大幅铺开，即建立全渠道营销。雷士在全国有3000多家门店，O2O模式可以使其发挥既有的线下服务优势和线上的成本优势，消费者能够获得完美的消费体验和更有竞争力的价格。此外全渠道营销还包括了智能电商平台。通过平台建设，引

更多消费者和卖家进驻。

■ **获利可望大幅上扬。**我们预计公司14-16年营收分别为42.20亿元、58.50和74.00亿元，对应EPS分别为0.02、0.30、0.42元，动态估值分别为368.7、27.5、19.5倍。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，公司业绩前景光明，维持“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。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2013 A	2014E	2015E	2016E
流动资产	3484	5684	7083	8680
现金	915	2042	2031	2401
应收账款	1243	1703	2391	2997
其他应收款	189	244	344	435
预付账款	10	336	417	458
存货	1068	1307	1823	2287
其他流动资产	59	51	77	102
非流动资产	7435	6478	6287	5796
长期投资	1594	1071	1245	1187
固定资产	3430	3712	3599	3290
无形资产	483	550	633	710
其他非流动资产	1928	1145	809	609
资产总计	10920	12162	13369	14477
流动负债	4159	4204	4932	5558
短期借款	2187	1865	1956	1964
应付账款	929	1199	1641	2060
其他流动负债	1043	1140	1334	1534
非流动负债	2485	2318	2454	2460
长期借款	981	1083	1104	1152
其他非流动负债	1503	1236	1349	1308
负债合计	6644	6522	7385	8018
少数股东权益	48	44	-24	-130
股本	1166	1396	1396	1396
资本公积	2196	3304	3304	3304
留存收益	844	875	1287	1868
归属母公司股东权益	4227	5595	6008	6589
负债和股东权益	10920	12162	13369	14477

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2013 A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	267	401	201	524
净利润	5	27	345	479
折旧摊销	341	434	489	516
财务费用	223	174	183	186
投资损失	-46	220	-46	-46
营运资金变动	-300	-482	-833	-650
其他经营现金流	45	28	63	39
投资活动现金流	-1626	236	-260	-6
资本支出	805	0	0	0
长期投资	-877	-523	174	-58
其他投资现金流	-1698	-287	-86	-64
筹资活动现金流	1211	489	48	-147
短期借款	418	-322	91	8
长期借款	-139	101	21	48
普通股增加	0	230	0	0
资本公积增加	13	1108	0	0
其他筹资现金流	919	-628	-65	-203
现金净增加额	-150	1127	-12	370

利润表 单位:百万元

会计年度	2013 A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3130	4220	5850	7400
营业成本	2485	3211	4389	5512
营业税金及附加	15	21	23	33
营业费用	254	283	176	148
管理费用	354	441	468	518
财务费用	223	174	183	186
资产减值损失	45	-10	12	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	46	-220	46	46
营业利润	-200	-120	645	1038
营业外收入	234	180	180	180
营业外支出	2	4	3	3
利润总额	32	56	822	1215
所得税	27	29	476	737
净利润	5	27	345	479
少数股东损益	-4	-4	-68	-106
归属母公司净利润	9	31	413	585
EBITDA	364	488	1317	1740
S（元）	0.01	0.02	0.30	0.42

主要财务比率

会计年度	2013 A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	13.5	34.8	38.6	26.5
营业利润(%)	-921.1	-160.1	436.7	61.1
归属于母公司净利润(%)	-94.6	249.8	1238.3	41.6
获利能力				
毛利率(%)	20.6	23.9	25.0	25.5
净利率(%)	8.1	0.3	0.7	7.1
ROE(%)	0.2	0.6	6.9	8.9
ROIC(%)	0.0	0.4	4.8	6.5
偿债能力				
资产负债率(%)	60.8	53.6	55.2	55.4
净负债比率(%)	53.8	48.8	45.0	42.3
流动比率	0.8	1.4	1.4	1.6
速动比率	0.6	1.0	1.1	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	2.5	2.8	2.8	2.7
应付账款周转率	2.9	3.0	3.1	3.0
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.02	0.30	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.29	0.14	0.37
每股净资产(最新摊薄)	3.03	4.01	4.30	4.72
估值比率				
P/E	1289.4	368.7	27.5	19.5
P/B	2.7	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	36.2	27.0	10.0	7.6

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±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±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：

此报告旨为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 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

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 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033