

证券研究报告

电子

**强烈推荐(维持)**

证券分析师

刘舜逢

投资咨询资格编号:S1060514060002  
电话 0755-22625254  
邮箱 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。

## 德豪润达(002005)

### 加码芯片倒装，强化 LED 封装

事项：

德豪润达近日发布非公开发行股票预案，拟定向增发融资不超过 45 亿元，其中 20 亿用于 LED 倒装芯片项目，投资 15 亿元用于 LED 芯片级封装项目，10 亿元用于补充流动资金，并预计三年内德豪润达的年营业收入将超过 80 亿元。

平安观点：

- **倒装技术优势凸显，德豪抢占国内先机：**LED 倒装芯片集合了正装芯片和垂直芯片的优势，性价比高，具有“承受大电流，散热好，荧光粉均匀涂覆，无金线风险，易于模组集成化”等优势。倒装技术在通用照明、汽车、大功率照明、大尺寸背光、投影仪、闪光灯等领域有着广泛的应用前景。国际大厂 Philips、Cree、Osram、Nichia 先后都选择倒装技术，充分说明了 LED 倒装芯片和封装器件系未来技术趋势的走向。国内正装 LED 芯片及封装器件的竞争已进入白热化阶段，而 LED 倒装芯片和封装器件市场正处在国产化的空档期，德豪润达通过此次定增加码倒装业务，项目达产后形成年产倒装芯片 50 亿颗的生产能力。
- **强化 LED 封装业务，产业整合值得期待：**根据 Strategies Unlimited 统计数据，2014 年全球 LED 封装收益超过 150 亿美元。预计 2012-2018 年间，全球 LED 封装收益年均复合增长率将达到 13%。LED 封装、应用的快速发展能有效保证公司本次募投项目产能消化。本次募投项目投产后，公司一方面将深耕细作现有客户需求，提高销售规模，同时利用现有的客户资源，销售渠道进行销售平台整合、业务拓展；另一方面将加强对雷士照明销售渠道的整合，大力拓展 O2O 照明及智能家居电商平台，实现线上线下融合，提高产品渗透率。
- **投资策略：**我们预计公司 15-16 年营收分别为 59.25 和 93.31 亿元，对应 EPS 分别为 0.26、0.44 元，对应 PE 分别为 62.31 和 36.99 倍。公司凭借着世界级制造设备与人才，搭配垂直一体化与大陆广阔的内需市场，我们看好公司在 LED 照明时代的发展前景。本次定增完成后，德豪润达 LED 产业链布局进一步优化。公司业绩前景光明，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**LED 行业竞争加剧，转型进度不及预期。

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	3484	4824	8678	11863
现金	915	1584	3868	4221
应收账款	1243	1460	2394	3676
其他应收款	189	348	418	788
预付账款	10	48	34	96
存货	1068	1290	1832	2870
其他流动资产	59	95	131	212
<b>非流动资产</b>	7415	8112	10194	14374
长期投资	1591	1918	2197	2465
固定资产	3430	3995	5178	7897
无形资产	678	881	1019	1139
其他非流动资产	1716	1318	1799	2873
<b>资产总计</b>	10900	12936	18872	26238
<b>流动负债</b>	4159	5026	6007	12295
短期借款	2187	2870	2870	7572
应付账款	929	870	1512	2076
其他流动负债	1043	1286	1625	2647
<b>非流动负债</b>	2485	2022	2063	2431
长期借款	1774	1422	1463	1830
其他非流动负债	711	601	601	601
<b>负债合计</b>	6644	7048	8071	14726
少数股东权益	48	333	328	321
股本	1166	1396	1775	1775
资本公积	2300	3409	7530	7530
留存收益	721	735	834	876
归属母公司股东权益	4207	5555	10473	11192
<b>负债和股东权益</b>	10900	12936	18872	26238

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	267	334	552	252
净利润	-118	13	455	768
折旧摊销	341	373	423	625
财务费用	223	269	146	230
投资损失	77	113	48	59
<b>营运资金变动</b>	-300	-334	-519	-1430
其他经营现金流	45	-100	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-1626	-1382	-2553	-4864
资本支出	805	937	1803	3912
长期投资	-877	-457	-279	-254
其他投资现金流	-1698	-902	-1029	-1206
<b>筹资活动现金流</b>	1211	885	4285	263
短期借款	418	683	0	0
长期借款	654	-352	41	367
普通股增加	0	230	378	0
资本公积增加	118	1108	4122	0
其他筹资现金流	22	-784	-256	-104
<b>现金净增加额</b>	-150	-161	2284	-4349

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	3130	4155	5925	9331
营业成本	2485	3267	4326	6515
营业税金及附加	15	22	32	50
营业费用	254	268	418	699
管理费用	354	444	655	1059
财务费用	223	269	146	230
资产减值损失	45	40	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-77	-113	-48	-59
<b>营业利润</b>	-323	-268	300	718
营业外收入	234	329	275	266
营业外支出	2	5	5	3
<b>利润总额</b>	-91	56	571	981
所得税	27	43	116	213
<b>净利润</b>	-118	13	455	768
少数股东损益	-4	-1	-5	-7
<b>归属母公司净利润</b>	-114	14	461	776
EBITDA	472	650	1134	1855
EPS (元)	-0.10	0.01	0.26	0.44

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	13.5	32.7	42.6	57.5
营业利润(%)	-1226.8	17.0	211.9	139.6
归属于母公司净利润(%)	-170.5	-112.2	3201.4	68.5
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	20.6	21.4	27.0	30.2
净利率(%)	-3.6	0.3	7.8	8.3
ROE(%)	-2.8	0.2	4.2	6.7
ROIC(%)	1.8	0.6	3.6	4.4
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	61.0	54.5	42.8	56.1
净负债比率(%)	81.1	53.4	7.7	49.8
流动比率	0.8	1.0	1.4	1.0
速动比率	0.6	0.7	1.1	0.7
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	2.5	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	2.9	3.6	3.6	3.6
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	-0.06	0.01	0.26	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.15	0.31	0.14
每股净资产(最新摊薄)	2.37	3.13	5.90	6.31
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	-251.30	2057.18	62.31	36.99
P/B	6.82	5.17	2.74	2.56
EV/EBITDA	69.68	50.5	26.9	19.1

## 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 2015 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

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

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

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