

德豪润达 (002005)

经营逐步改善，强化LED下游布局

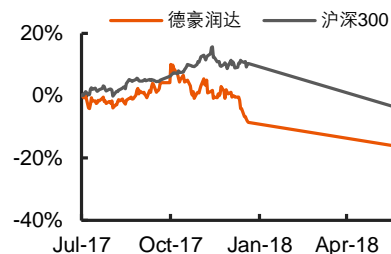
推荐 (首次)

现价: 3.08 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 /16.57%
实际控制人	王冬雷
总股本(百万股)	1,765
流通 A 股(百万股)	1,266
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	54.35
流通 A 股市值(亿元)	39.01
每股净资产(元)	3.50
资产负债率(%)	49.30

行情走势图



证券分析师

刘舜逢 投资咨询资格编号
S1060514060002
0755-22625254
LIUSHUNFENG669@PINGAN.COM.CN

研究助理

徐勇 一般从业资格编号
S1060117080022
0755-33547378
XUYONG318@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

平安观点:

- **小家电业务稳步前行，贡献业绩：**德豪润达 1996 年 5 月创立于珠海，并于 2004 年 6 月在深交所上市，主要产业领域涵盖小家电、LED 芯片、器件、显示及照明等系列产品，2017 年全年小家电业务实现收入 20 亿元，同比增长 13.12%，主要是公司加大对新产品的研发投入力度，新品开发量同比提升；同时，大力推动小家电产线升级改造，提高自动化/半自动水平，生产力效率及产品品质得到有效提升，进而提高了客户满意度，订单有所增长；另外，公司自有品牌 ACA 通过品牌重建、优化管理、优化产品结构及优化营销方式等方式积极开发国内市场，销售规模同比增长。
- **经营逐步改善，芯片端有望逐步扭亏：**公司 LED 业务 2017 年度实现营业收入 19.56 亿元，同比下降 8.44%。截止 2017 年底，芜湖德豪润达、扬州德豪润达共计已到货 MOCVD 设备 92 台，其中：80 台已调试完成开始量产，2 台设备用于研发；其余 10 台为扬州基地的设备，已计提减值并处于待出售状态。由于 MOCVD 技术更迭较快，旧机台在效率上不如新机台，同时面临较大的折旧成本，过去三年在 LED 芯片业务上一直属于亏损状态，公司 2017 年对部分技术水平已落后于现行市场水平且不符合公司产品生产要求的设备进行了报废、出售处置，有利于公司未来期获利能力的提升；同时优化产品结构，倒装芯片、倒装 COB、高压芯片等高毛利产品的比例将逐步提高。
- **拟并购雷士光电，强化下游布局：**雷士光电是雷士照明旗下优质的国内照明生产制造商，从事“雷士”品牌的商业照明与家居照明灯具的研发、生产和销售。雷士较早开始由非 LED 大举向 LED 转型，LED 产品营收占比由 2013 年的 19.62% 提升至 2017 年的 77.91%，营收由 2013 年的 7.41 亿元迅速上升至 2017 年的 31.66 亿元，CAGR=33.7%，LED 产品毛利率由 2013 年的 16.4% 上升至 2017 年的 31.4%，增长了 91.46%。得益于公司的较早转型以及公司广阔的渠道和深远的品牌影响力，公司已经成为了通用照明尤其是商用照明领域当之无愧的龙头。预计公司在整合雷士光电

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4050	4203	4456	4879	5392
YoY(%)	-10.1	3.8	6.0	9.5	10.5
净利润(百万元)	31.7	-971	57	132	157
YoY(%)	59.7	-3162.4	105.9	130.4	19.0
毛利率(%)	18.0	14.8	20.2	20.1	20.1
净利率(%)	0.8	-23.1	1.3	2.7	2.9
ROE(%)	0.5	-15.0	0.8	1.7	2.1
EPS(摊薄/元)	0.02	-0.55	0.03	0.07	0.09
P/E(倍)	171.4	-5.6	95.2	41.3	34.7
P/B(倍)	1.01	0.9	0.9	0.9	0.8

及自身照明业务之后，能够发挥产业链上下游的协同效应，形成“外延及芯片-封装及模组-LED应用产品（照明和显示）-品牌及渠道”的LED全产业链业务格局，LED业务能够得到较大提升。

- **投资建议：**德豪润达主营业务自2014年开始营收突破40亿元，至今保持相对稳定的状态，其中，小家电业务属于公司多年经营行业，有一定市场地位，产品价格相对稳定，毛利率总体变动幅度不大；LED业务方面，芯片端对一些在用的不经济的固定资产计提减值、对部分技术落后于现行市场水平的资产进行报废、出售等处理，应用端拟并购雷士光电100%的股权，雷士光电是雷士照明旗下优质的国内照明生产制造商，从事“雷士”品牌的商业照明与家居照明灯具的研发、生产和销售。预计在德豪润达整合雷士光电之后，两者强强联合，能够发挥产业链上下游的协同效应，形成“外延及芯片-封装及模组-LED应用产品（照明和显示）-品牌及渠道”的LED全产业链业务格局，届时德豪润达在LED行业的竞争力将得到增强。预计公司2018-2020年营收分别为44.56/48.79/53.92亿元，对应的归母净利润分别为0.57/1.32/1.57亿元，对应的PE分别为95/41/35倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 产业链整合不及预期风险。公司与雷士照明产业链整合已进入尾声，正式协议的签署尚需本公司及雷士照明的董事会、股东大会审议通过，因此，本次交易的最终方案尚具有不确定性。2) 产业升级风险。照明行业正处于产业升级过程中，LED技术的发展将改变行业的竞争模式，从而带来新一轮的行业洗牌。如公司面对挑战不能恰当应对，则将面临市场竞争力下降、市场份额损失、业绩下滑等一系列风险。3) 原材料价格波动风险。近几年来受技术进步、产能扩张等因素影响，LED芯片价格整体呈下降趋势，但目前行业正处于快速发展过程中，未来存在价格波动的可能，并且随着公司LED照明产品销售占比的提高，LED芯片价格波动可能会对公司盈利产生较大影响。4) 市场竞争风险。照明行业已经是一个全球化竞争的市场，国际知名品牌已将中国作为其主要销售市场之一，同时，近年来电子商务的兴起，亦对传统营销渠道构成了冲击。未来，照明行业的市场竞争方式、手段及激烈程度均会发生变化，如公司不能适应未来的竞争形势，可能会面临市场份额损失的风险。

正文目录

一、	小家电业务稳步前行，贡献业绩	5
二、	经营逐步改善，芯片端有望逐步扭亏	7
三、	拟并购雷士光电，强化下游布局	9
四、	投资建议	12
五、	风险提示	13

图表目录

图表 1	公司主营产品展示	5
图表 2	公司与实际控制人产权关系	5
图表 3	德豪润达营收保持稳定	6
图表 4	德豪润达归母净利润有所回升	6
图表 5	德豪润达管理费用	6
图表 6	德豪润达折旧及摊销费用	6
图表 7	小家电业务营收逐步平衡	7
图表 8	小家电业务毛利率	7
图表 9	2017 年中国 LED 芯片企业产能占比	7
图表 10	2018 年中国 LED 芯片企业产能占比	7
图表 11	德豪润达 LED 产品及毛利率	8
图表 12	公司研发费用及占营收比重	8
图表 13	德豪润达一季度毛利率逐步提升	8
图表 14	德豪润达一季度净利率逐步提升	8
图表 15	投资建设期固定资产快速增加	9
图表 16	资产负债率逐年降低	9
图表 17	公司收购雷士光电进程	9
图表 18	雷士主营收入稳中有升	10
图表 19	雷士扣非归母净利润持续增长	10
图表 20	各照明企业营收对比（亿元）	11
图表 21	雷士毛利率及净利率稳步增长	11
图表 22	LED 照明渗透率持续提高	11
图表 23	雷士 LED 营收占比逐年提升	11
图表 24	LED 营收占比逐年提升	12
图表 25	LED 产品毛利率快速提升	12
图表 26	灯具产品占比提升	12
图表 27	灯具、照明电器产品毛利稳中有进	12

一、 小家电业务稳步前行，贡献业绩

德豪润达 1996 年 5 月创立于珠海，并于 2004 年 6 月在深交所上市，主要产业领域涵盖小家电、LED 芯片、器件、显示及照明等系列产品，公司目前是世界领先的半导体照明产品制造商和服务提供商。目前，德豪润达在 A 股上市，旗下雷士照明在港股上市（持股 24%，为第一大股东），全资及控股企业共计 50 余家。公司建成了珠海、中山、芜湖、扬州、蚌埠、大连等研发与制造基地，拥有庞大的国内、外销售网络。

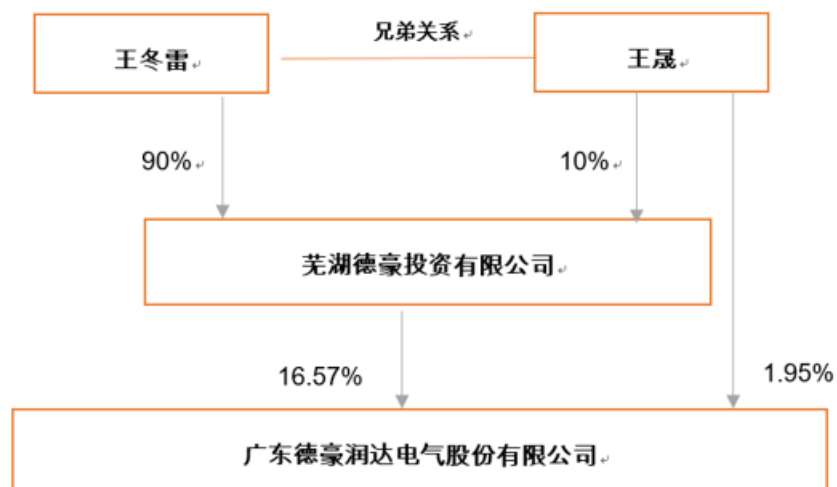
图表1 公司主营产品展示



资料来源：公司官网，平安证券研究所

公司的实际控制人是王冬雷，自公司 2004 年上市以来，一直任该公司董事长。公司 2017 年年度报告显示，公司董事长王冬雷与其兄弟王晟分别持有芜湖德豪投资有限公司 90%及 10%的股份。芜湖德豪投资有限公司持有公司 16.57%的股份，王晟持有公司 1.95%的股份。

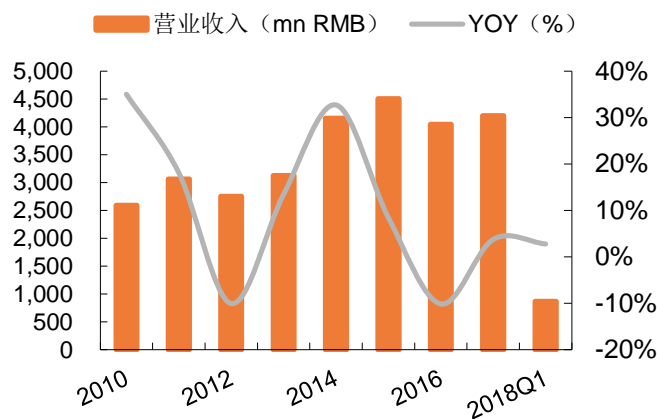
图表2 公司与实际控制人产权关系



资料来源：公司公告，平安证券研究所（2017 年年度报告）

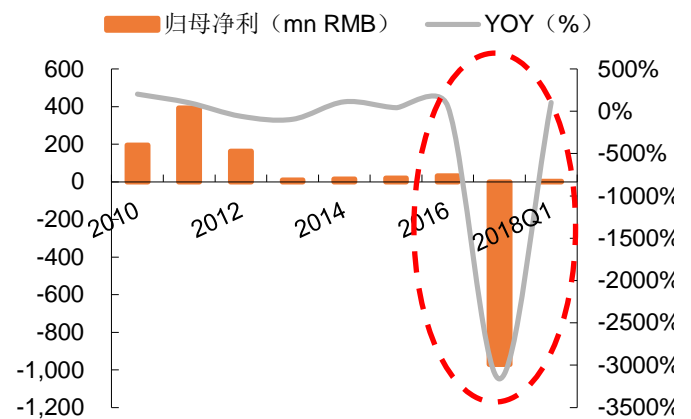
公司 2018 年一季度实现营收 8.7 亿元，同比增长 2.8%。扣除非经常性损益后归母净利润为-1250 万元，同比增长 87.83%。2017 年度，公司归母净利润为-9.71 亿元，较上年同期下降 3,162.42%，一方面，公司为避免拟淘汰库存冲击新品市场的入市，对部分照明和显示屏库存进行报废、出售处理；同时，对部分技术水平已落后于现行市场水平且不符合公司产品生产要求的设备进行了报废、出售处置，两者处置的损失合计约 2.34 亿元；另一方面，公司对固定资产、存货以及应收款项计提坏账准备合计 3.21 亿元。此外，收到 2017 年原材料价格的上涨，人民币兑美元升值等原因导致财务费用的增加也影响了公司的获利能力。

图表3 德豪润达营收保持稳定



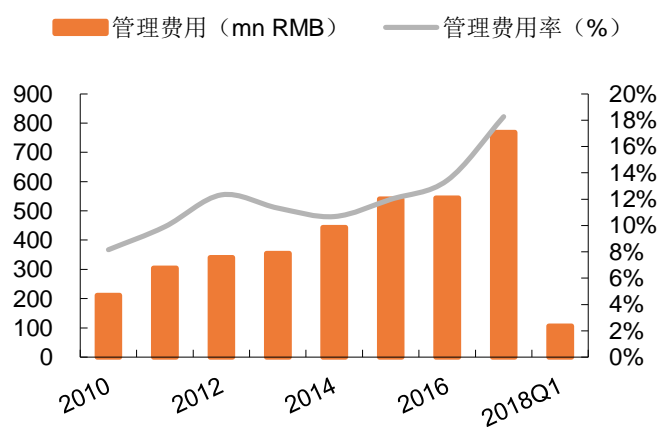
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 德豪润达归母净利润有所回升



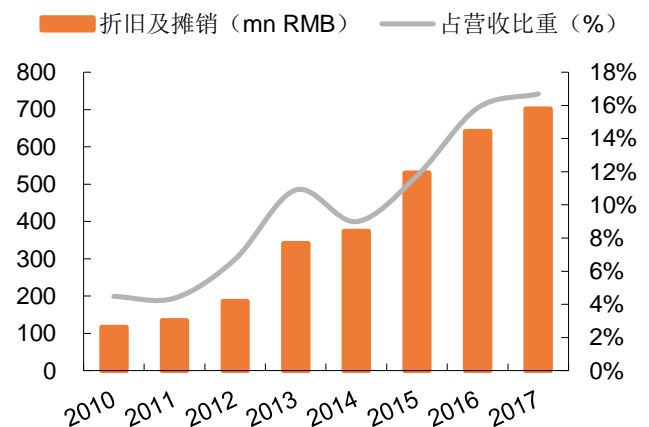
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 德豪润达管理费用



资料来源: Wind, 平安证券研究所

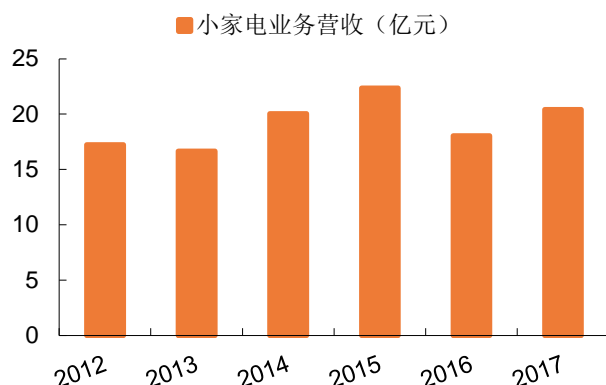
图表6 德豪润达折旧及摊销费用



资料来源: Wind, 平安证券研究所

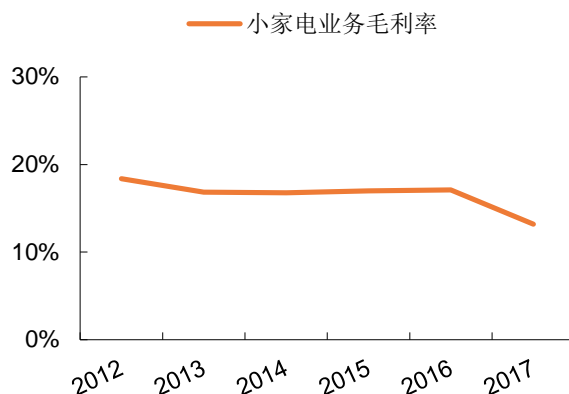
公司的主营业务自 2014 年开始营收突破 40 亿元，至今保持相对稳定的状态，其中，小家电业务属于公司多年经营行业，有一定市场地位，产品价格相对稳定，毛利率总体变动幅度不大；公司 LED 业务规模 2014 年达到 20 亿元规模，至今依旧保持稳定。

图表7 小家电业务营收逐步平衡



资料来源：公司公告,平安证券研究所

图表8 小家电业务毛利率



资料来源：公司公告,平安证券研究所

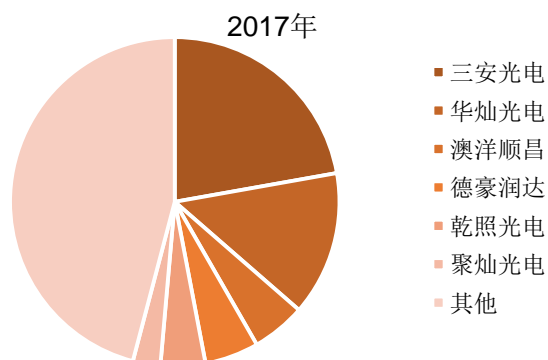
小家电业务 2017 年全年实现收入 20 亿元，同比增长 13.12%，主要是公司加大对新产品的研发投入力度，新品开发量同比提升；同时，大力推动小家电产线升级改造，提高自动化/半自动水平，生产力效率及产品品质得到有效提升，进而提高了客户满意度，订单有所增长；另外，公司自有品牌 ACA 通过品牌重建、优化管理、优化产品结构及优化营销方式等方式积极开发国内市场，销售规模同比增长。

二、经营逐步改善，芯片端有望逐步扭亏

近几年，国内 LED 行业经过洗牌，市场无序竞争的状态得到缓解，市场份额逐步向具有核心竞争力、规模优势、渠道优势、品牌优势等的企业集中。作为外延片制造技术的关键所在，MOCVD 机台是 LED 芯片产业不可缺少的设备。

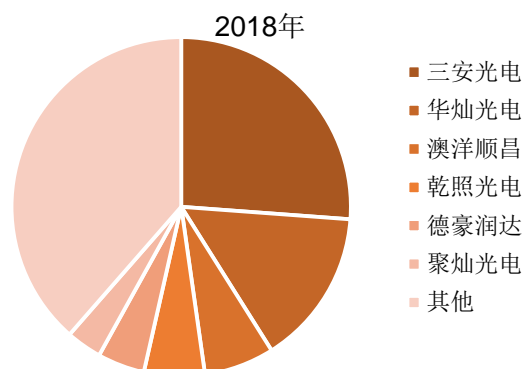
2017 年中国大陆 MOCVD 机台（生产 LED 芯片的主要机器）数量同比增长 18%，达到 1612 台，预计 2020 年我国 MOCVD 设备将达到 2300 台。海外厂商扩产动力不足，扩产的主力是中国大陆厂商。随着中国陆资 MOCVD 设备商包括中晟光电和中微半导体等逐渐崛起，设备国产化有望进一步降低中国 LED 芯片生产成本，增强国内芯片大厂的国际竞争力。

图表9 2017 年中国 LED 芯片企业产能占比



资料来源：GGLED, 平安证券研究所

图表10 2018 年中国 LED 芯片企业产能占比

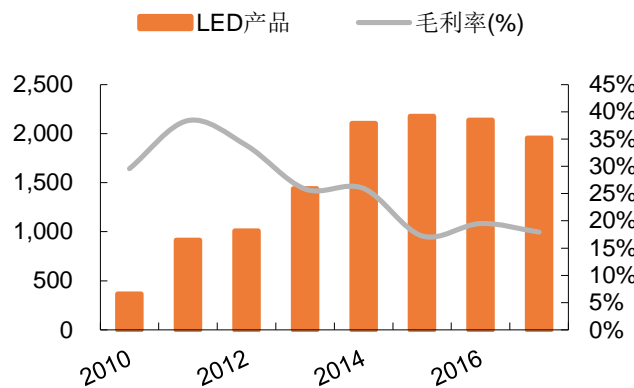


资料来源：GGLED, 平安证券研究所

公司 LED 业务 2017 年度实现营业收入 19.56 亿元,同比下降 8.44%,毛利率为 17.93%。截止 2017 年底,芜湖德豪润达、扬州德豪润达共计已到货 MOCVD 设备 92 台,其中:80 台已调试完成开始量产,2 台设备用于研发;其余 10 台为扬州基地的设备,已计提减值并处于待出售状态。

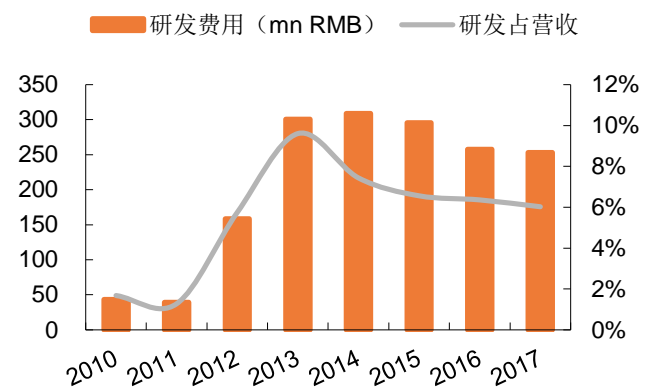
由于 MOCVD 技术更迭较快,旧机台在效率上不如新机台,同时面临较大的折旧成本,公司 2017 年对部分技术水平已落后于现行市场水平的设备,在 2017 年度进行了报废、出售处置,两者处置的损失合计约 2.34 亿元,有利于公司未来期获利能力的提升。

图表11 德豪润达 LED 产品及毛利率



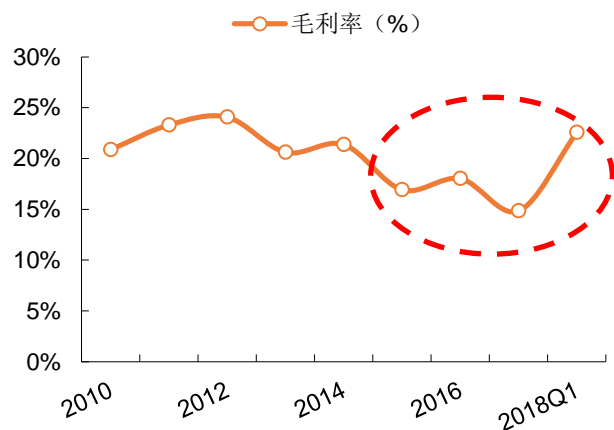
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表12 公司研发费用及占营收比重



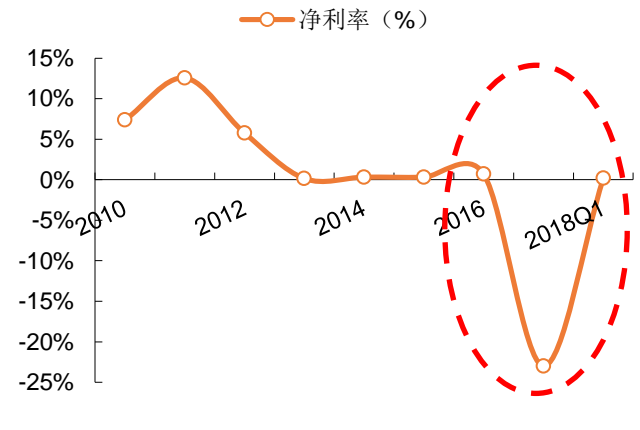
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表13 德豪润达一季度毛利率逐步提升



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表14 德豪润达一季度净利率逐步提升

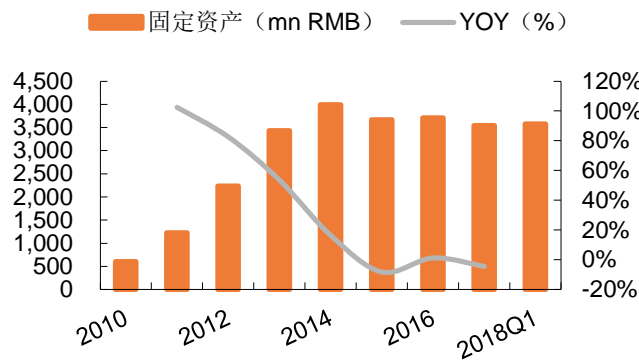


资料来源: Wind,平安证券研究所

2010 年至 2014 年,公司处于大规模投资扩张产能的投入期,固定资产由 2010 年的 6.04 亿元增长至 2014 年的 39.95 亿元;研发费用由 2010 年的 4.4 亿元增长至 2014 年的 30.9 亿元。对资金的需求大,公司资金状况相对紧张。随着公司投入建设逐步完成,前期大力投资布局产能的逐步释放。

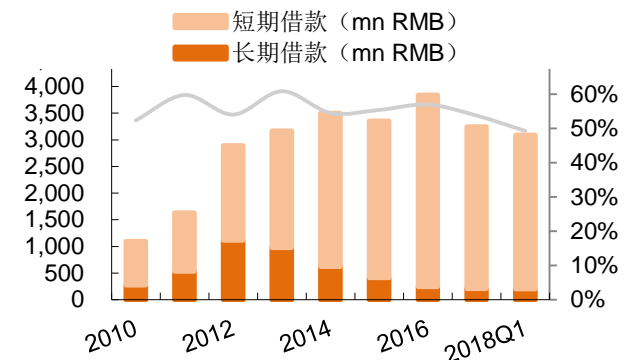
2014 年开始,公司 LED 业务的整体销售规模从 2010 年的 3.64 亿元扩大到了 2017 年与小家电业务基本持平的水平,并至今保持在 20 亿元左右规模,公司总营业收入也突破了 40 亿元并保持稳定。目前,公司已从投入期步入成长期,资产负债率逐年降低,经营性现金流整体趋势向好,再加上 2017 年完成非公开发行股票事项,募集资金到位,公司的财务紧张状况得到了较大的改善。

图表15 投资建设期固定资产快速增加



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表16 资产负债率逐年降低



资料来源: Wind,平安证券研究所

公司经营改善方面：1) 进一步推进资产优化工作，在库存、应收账款、固定资产等资产管理方面积极采取措施减少不良资产的产生，同时对一些在用的不经济的固定资产计提减值、对部分技术落后于现行市场水平的资产进行报废、出售等处理；2) 芯片事业部开展了“猎豹项目”，优化了产品结构，倒装芯片、倒装 COB、高压芯片等高毛利产品的比例逐步提高；3) 器件事业部开展的“变形金刚”项目，通过优化管理，调整产品结构，降低低毛利产品比例，逐步向高毛利产品转移。

随着公司对芯片增加投资形成的产能逐步释放并形成规模效应，以及公司目前筹划对雷士光电的收购，积极布局 LED 全产业链产生产业链上下游联动效应，预计公司经营将逐步改善。

三、 拟并购雷士光电，强化下游布局

公司于 2018 年 1 月 26 日开市起停牌，筹划对雷士照明控股有限公司持有的惠州雷士光电科技有限公司 100% 股权收购事项。雷士光电是雷士照明旗下优质的商业照明与家居照明灯具的研发、生产和销售企业，在国内拥有极好的声誉及品牌影响力，预计公司在整合雷士光电及自身照明业务之后，能够发挥产业链上下游的协同效应，形成“外延及芯片-封装及模组-LED 应用产品（照明和显示）-品牌及渠道”的 LED 全产业链业务格局，未来业绩存在较大的改善空间。

图表17 公司收购雷士光电进程

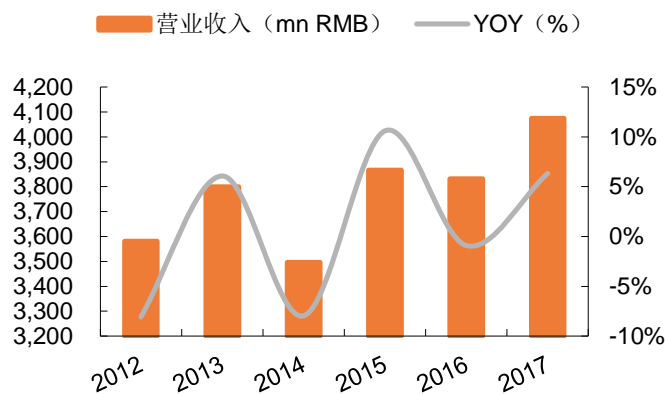
时间	工作内容
2018.1.27	雷士照明召开董事会并原则通过审批出售国内品牌制造业务。
2018.3.14	雷士照明与德豪润达、王冬雷签署投资合作框架协议；同日，雷士照明在香港联交所发布了《有关买卖本公司之国内照明产品制造业务之合作框架协议》的公告。
2018.4.9	雷士照明就出售国内品牌制造业务向香港联交所征求初步意见。
2018.4.17	雷士照明收到香港联交所对上述咨询函的补充资料要求及其他询问。
2018.4.25	雷士照明申请延期回复。
2018.5.15	雷士照明回复上述 2018 年 4 月 17 日香港联交所要求的补充资料及其他询问。
2018.5.22	公司召开董事会审批出售国内品牌制造业务的方案、协议及公告初稿。
2018.5.29	雷士照明向香港联交所提交了上述出售国内品牌制造业务的公告，供香港联交所审核。
2018.6.8	雷士照明及其聘请的财务顾问、法律顾问前往香港联交所面对面沟通出售国内品牌制造业务事项。
2018.6.14	雷士照明向香港联交所补充相关资料。

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

雷士光电参与了北京奥运会、上海世博会、广州亚运会、青岛世园会、杭州 G20 峰会等著名工程提供照明产品及解决方案。销售方面，雷士光电在国内拥有 34 家运营中心（省级独家经销商），运营中心下辖 3,500 家以上的区域经销商，区域经销商及其下属经销商旗下共有 4,000 家以上的专卖店，省会城市覆盖率为 90% 以上，地级城市覆盖率为 85% 以上，县级市或县级城市覆盖率为 60% 以上。生产方面，雷士光电拥有广东惠州和重庆万州两大商业照明产品生产基地，1 个国家认可实验室，是具备自主研发核心技术能力和生产制造核心部件能力的照明企业。

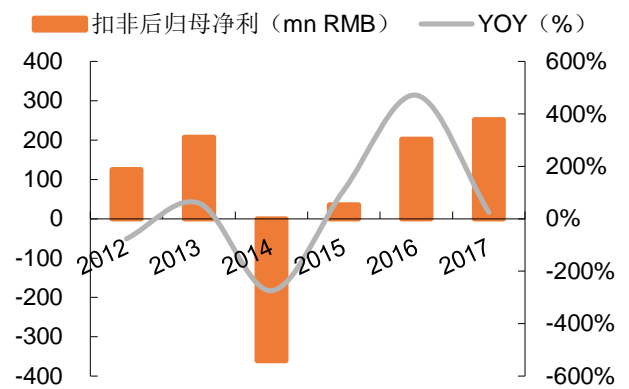
交易如若最终完成，德豪润达持有香港上市公司雷士照明的股权比例不变，并将持有雷士光电 100% 股权，将“雷士”品牌中国境内照明类资产的品牌及研发、生产和销售业务纳入 A 股上市公司体系。雷士在商照领域，其产品及应用解决方案被众多著名工程和知名品牌采用。2017 年公司实现营收 40.73 亿元，同比增长 6.33%。扣除非经常性损益后的归母净利润持续 3 年增长，2017 年扣非后归母净利润为 2.52 亿元，同比增长 24.47%。

图表18 雷士主营收入稳中有升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表19 雷士扣非归母净利润持续增长

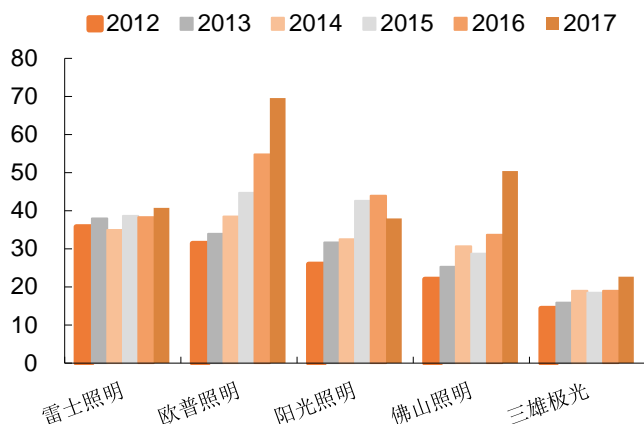


资料来源: Wind, 平安证券研究所

相比同行业公司，雷士照明营业收入处于行业前列，公司毛利率及净利率近年稳步增长。雷士光电是雷士照明旗下优质的国内照明生产制造商，从事“雷士”品牌的商业照明与家居照明灯具的研发、生产和销售。预计在德豪润达整合雷士光电之后，两者强强联合，利用全产业链协同作用推动双方业绩和规模大幅提升，届时德豪润达在 LED 行业的竞争力将大大增强，其未来的营收有较大的改善空间。

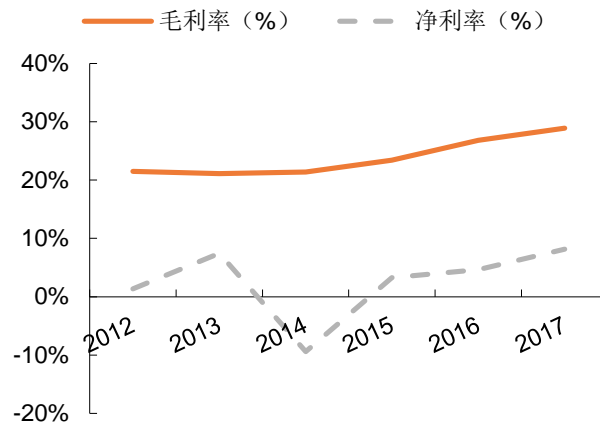
根据公司和评估师的预估，标的资产雷士光电预计 2018 年度、2019 年度、2020 年度、2021 年度合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别为 3.7 亿元、4.5 亿元、5.5 亿元、6.0 亿元。

图表20 各照明企业营收对比 (亿元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 雷士毛利率及净利率稳步增长

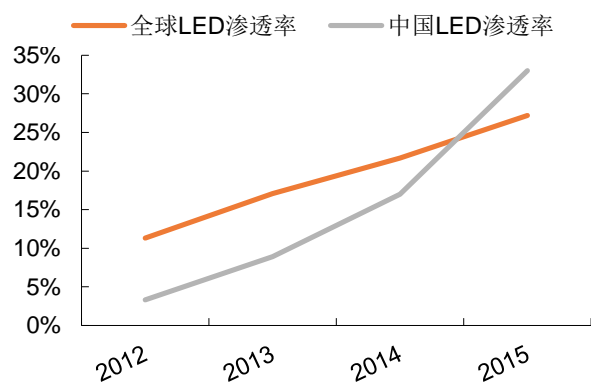


资料来源: Wind, 平安证券研究所

受益于禁用白炽灯政策和 LED 芯片价格下降, LED 照明产品渗透率持续提高。2012 至 2015 年, 全球 LED 照明渗透率从 11.3% 提升至 27.2%, 国内 LED 照明渗透率从 3.3% 提升至 33.0%。

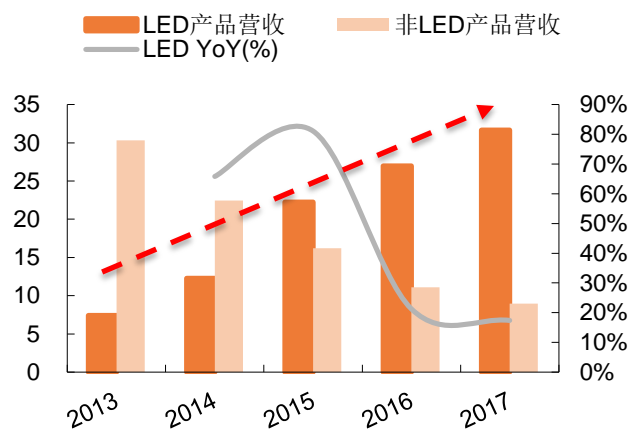
雷士较早开始由非 LED 大举向 LED 转型, LED 产品营收占比由 2013 年的 19.62% 提升至 2017 年的 77.91%, 营收由 2013 年的 7.41 亿元迅速上升至 2017 年的 31.66 亿元, CAGR=33.7%, LED 产品毛利率由 2013 年的 16.4% 上升至 2017 年的 31.4%, 增长了 91.46%。得益于公司的较早转型以及公司广阔的渠道和深远的品牌影响力, 公司已经成为了通用照明尤其是商用照明领域当之无愧的龙头。在公司与德豪润达产业链中上游协同作用下, 公司在规模和业绩上预计会有较大的改善空间。

图表22 LED 照明渗透率持续提高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

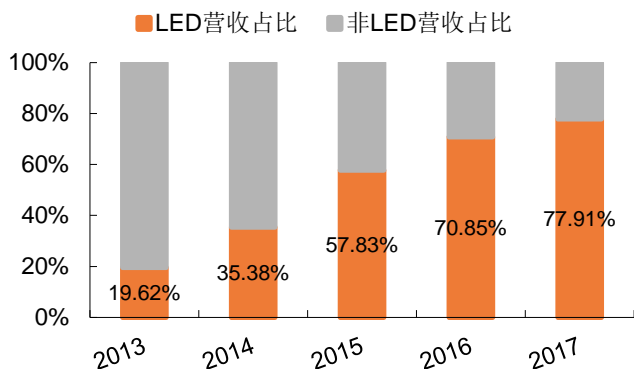
图表23 雷士 LED 营收占比逐年提升



资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

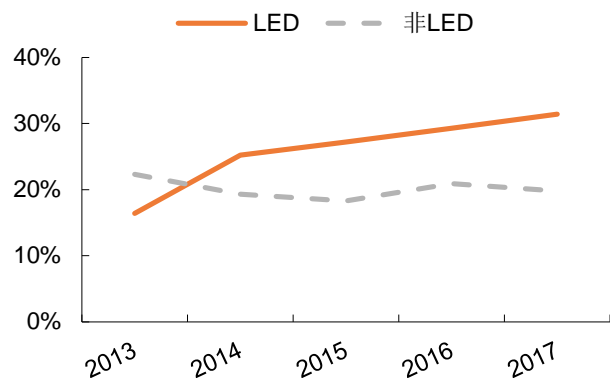
LED 转型迅速, 灯具产品快速发展: 公司的销售收入主要来自家居灯具、商照灯具、光源和照明电器产品。随着公司向 LED 照明转型, 光源产品占比不断下降, 灯具产品依托公司广阔的渠道实现了快速增长。2012 年至 2017 年, 灯具产品收入占比从 54.72% 提升至 70.94%。随着公司产品结构的进一步优化, 以及与德豪润达的产业链整合, 未来在通用照明领域的竞争力将大大提高。公司积极布局的灯具产品及照明电器产品毛利率上升较快, 灯具产品毛利率由 2013 年的 20.4% 上升至 2017 年的 34.46%, 增长了 68.92%。照明电器产品毛利率由 2013 年的 17.98% 上升至 2017 年的 24.68%, 增长了 37.26%。

图表24 LED 营收占比逐年提升



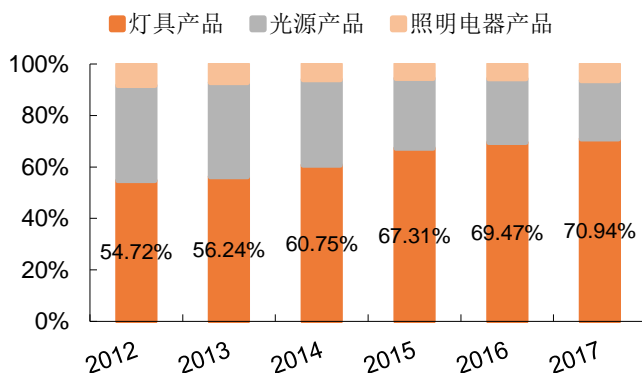
资料来源：公司年报,平安证券研究所

图表25 LED 产品毛利率快速提升



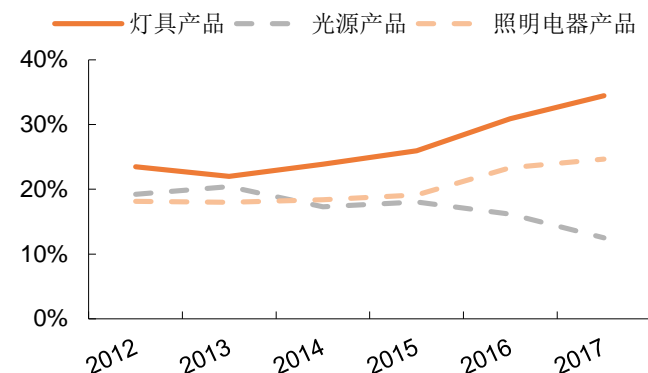
资料来源：公司年报,平安证券研究所

图表26 灯具产品占比提升



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表27 灯具、照明电器产品毛利稳中有进



资料来源：Wind,平安证券研究所

四、投资建议

德豪润达主营业务自 2014 年开始营收突破 40 亿元，至今保持相对稳定的状态，其中，小家电业务属于公司多年经营行业，有一定市场地位，产品价格相对稳定，毛利率总体变动幅度不大；LED 业务方面，芯片端对一些在用的不经济的固定资产计提减值、对部分技术落后于现行市场水平的资产进行了报废、出售等处理，应用端拟并购雷士光电 100%的股权，雷士光电是雷士照明旗下优质的国内照明生产制造商，从事“雷士”品牌的商业照明与家居照明灯具的研发、生产和销售。预计在德豪润达整合雷士光电之后，两者强强联合，能够发挥产业链上下游的协同效应，形成“外延及芯片-封装及模组-LED 应用产品（照明和显示）-品牌及渠道”的 LED 全产业链业务格局，届时德豪润达在 LED 行业的竞争力将得到增强，其未来的营收有较大的改善空间。预计公司 2018-2020 年营收分别为 44.56/48.79/53.92 亿元，对应的归母净利分别为 0.57/1.32/1.57 亿元，对应的 PE 分别为 95/41/35 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

五、风险提示

1) **产业链整合不及预期风险。**公司与雷士照明产业链整合已进入尾声，公司已于 2018 年 7 月 2 日复牌，但目前交易双方尚未就本次交易签署正式协议，正式协议的签署尚需本公司及雷士照明的董事会、股东大会审议通过，因此，本次交易的最终方案尚具有不确定性。

2) **产业升级风险。**照明行业正处于产业升级过程中，LED 技术的发展将改变行业的竞争模式，从而带来新一轮的行业洗牌。短期内，市场将处于相对混乱的无序竞争状态，在此过程中，如公司面对挑战不能恰当应对，则将面临市场竞争力下降、市场份额损失、业绩下滑等一系列风险。

3) **原材料价格波动风险。**LED 照明产品中，芯片及五金结构件等成本占比较大，原材料价格的波动对公司整体盈利水平的影响将随之增大。近几年来受技术进步、产能扩张等因素影响，LED 芯片价格整体呈下降趋势，但目前行业正处于快速发展过程中，未来存在价格波动的可能，并且随着公司 LED 照明产品销售占比的提高，LED 芯片价格波动可能会对公司盈利产生较大影响。

4) **市场竞争风险。**照明行业已经是一个全球化竞争的市场，国际知名品牌已将中国作为其主要销售市场之一，国内知名品牌也开始大力开拓国际市场，相关行业企业不断加大在照明行业的投入，一些大型家电企业、电子行业相关企业以及 LED 产业上游中游的芯片、封装企业逐步延伸业务至照明应用产品。同时，近年来电子商务的兴起，亦对传统营销渠道构成了冲击。未来，照明行业的市场竞争方式、手段及激烈程度均会发生变化，如公司不能适应未来的竞争形势，可能会面临市场份额损失的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	6666	5149	5938	5996
现金	3333	1216	1977	1304
应收账款	1081	1360	1313	1641
其他应收款	1074	1228	1293	1493
预付账款	27	53	35	63
存货	732	880	887	1067
其他流动资产	419	412	433	429
非流动资产	7278	7239	7325	7441
长期投资	1506	1460	1438	1417
固定资产	3543	3565	3678	3805
无形资产	1179	1258	1313	1347
其他非流动资产	1050	955	895	871
资产总计	13944	12388	13263	13437
流动负债	6954	5390	6194	6260
短期借款	3037	3037	3037	3376
应付账款	796	775	948	958
其他流动负债	3121	1577	2209	1927
非流动负债	540	499	471	442
长期借款	209	169	141	112
其他非流动负债	330	330	330	330
负债合计	7494	5889	6665	6702
少数股东权益	274	267	247	231
股本	1765	1765	1765	1765
资本公积	4705	4705	4705	4705
留存收益	-227	-215	-124	-16
归属母公司股东权益	6176	6233	6351	6504
负债和股东权益	13944	12388	13263	13437

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	505	-360	1481	-231
净利润	-966	50	112	140
折旧摊销	702	436	485	529
财务费用	369	158	188	198
投资损失	-61	-38	-76	-91
营运资金变动	62	-965	772	-1007
其他经营现金流	399	-0	-0	-0
投资活动现金流	-581	-358	-494	-553
资本支出	671	8	108	137
长期投资	-17	47	22	21
其他投资现金流	73	-304	-365	-395
筹资活动现金流	1605	-1398	-225	-227
短期借款	-551	0	0	0
长期借款	-714	-41	-28	-29
普通股增加	368	0	0	0
资本公积增加	1503	0	0	0
其他筹资现金流	999	-1357	-197	-198
现金净增加额	1520	-2117	761	-1011

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4203	4456	4879	5392
营业成本	3579	3556	3899	4311
营业税金及附加	53	49	58	61
营业费用	179	223	212	235
管理费用	768	720	716	662
财务费用	369	158	188	198
资产减值损失	426	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	61	38	76	91
营业利润	-928	-211	-116	17
营业外收入	2	315	312	214
营业外支出	19	13	15	17
利润总额	-945	91	181	213
所得税	21	42	69	73
净利润	-966	50	112	140
少数股东损益	6	-7	-20	-16
归属母公司净利润	-971	57	132	157
EBITDA	-145	649	807	891
EPS (元)	-0.55	0.03	0.07	0.09

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	3.8	6.0	9.5	10.5
营业利润(%)	-558.5	77.3	44.9	114.3
归属于母公司净利润(%)	-3162.4	105.9	130.4	19.0
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	14.8	20.2	20.1	20.1
净利率(%)	-23.1	1.3	2.7	2.9
ROE(%)	-15.0	0.8	1.7	2.1
ROIC(%)	-7.9	1.2	2.0	2.3
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	53.7	47.5	50.3	49.9
净负债比率(%)	17.9	31.3	18.9	33.2
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	4.5	4.5	4.5	4.5
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	-0.55	0.03	0.07	0.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	-0.20	0.84	-0.13
每股净资产(最新摊薄)	3.50	3.53	3.60	3.69
估值比率	-	-	-	-
P/E	-5.60	95.21	41.32	34.71
P/B	0.88	0.87	0.86	0.84
EV/EBITDA	-49.5	12.4	9.0	9.2

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股份有限公司（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他人。

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。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

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