

德豪润达(002005)

芯片业务盈利改善，LED下游布局持续推进

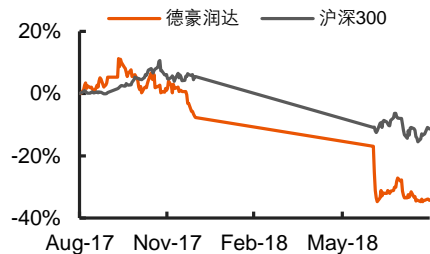
推荐 (维持)

现价: 3.10 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)	54.71
流通 A 股市值(亿元)	39.26
每股净资产(元)	3.41
资产负债率(%)	47.70

行情走势图



相关研究报告

《德豪润达*002005*经营逐步改善，强化 LED 下游布局》 2018-07-09

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

事项:

公司公布2018年上半年财报，上半年公司实现营收18.62亿元(-3.23% YoY)，归属上市公司股东净利润0.20亿元(129.68% YoY)，每股收益0.01元。

平安观点:

- **营业收入同比略降，归母净利润扭亏为盈:** 公司公布 2018 年上半年财报，上半年公司实现营收 18.62 亿元(-3.23% YoY)，销售毛利率为 19.80%，比去年同期下降了 0.93pct，公司通过精控成本、费用以改善盈利能力，管理费用、财务费用、资产减值损失分别下降 11.18pct、56.01pct、232.87pct，实现归属上市公司股东净利润 0.20 亿元(129.68% YoY)，扣非后净利润同比增长 91.53%，公司业绩基本符合预期。分业务来看，LED 业务、小家电业务的营收分别为 8.91 亿元(-2.23% YoY)和 8.60 亿元(-7.17% YoY)，小家电业务毛利率降低 4.12 个百分点至 15.05%，主要是由于欧美市场环境变化、原材料价格上涨、人工成本上升等因素的综合影响所致。
- **LED 业务经营改善，芯片逐步扭亏:** 2018 年上半年 LED 业务营业收入 8.91 亿元，同比略下降 2.23%，但就产品结构而言，2017 年公司对芯片增加投资形成产能释放，公司的芯片、封装业务销售均有所增长，但照明产品受到房地产调控政策影响拖累 LED 业务整体营收。芯片端，在过去三年，由于机台效率低下公司在芯片业务上一直处于亏损状态，从 2017 年起公司对不符合生产要求的设备进行了报废和出售处置，并且逐步提升倒装芯片、倒装 COB、高压芯片等高毛利产品的比例，芯片获利能力得到提升。上半年 LED 业务整体的毛利率 24.39%，同比增长 2.08%，今年开始公司 LED 芯片业务有望逐步扭亏并实现部分盈利。
- **并购雷士光电持续推进，LED 全产业链布局:** 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

	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)	32	-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)	172.5	-5.6	95.8	41.6	34.9
P/B(倍)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8

年的 7.41 亿元迅速上升至 2017 年的 31.66 亿元，CAGR 约 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的龙头。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”LED 全产业链业务格局，LED 业务能够得到较大提升。

- **投资策略：**公司的营业收入小幅下滑，其中 LED 照明和小家电业务销售规模略有下滑，但 LED 芯片及封装有望扭亏为盈；未来公司将持续推进收购雷士光电的计划，预计整合成功后获得全产业链协同效应，LED 业务得到较大提升。我们维持此前的盈利预测，预计公司 2018-2020 年归属母公司净利润分别为 0.57/1.32/1.57 亿元，对应 PE 为 96/42/35 倍，维持公司“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。

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	-5.63	95.83	41.58	34.93
P/B	0.89	0.88	0.86	0.84
EV/EBITDA	-49.8	12.5	9.0	9.3

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。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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替行使独立判断。

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