

证券研究报告—动态报告/公司快评

家用电器

德豪润达 (002005)
推荐

小家电

2011 年 11 月 18 日

天时、地利、人和都已聚齐

证券分析师: 段迎晟 0755-82130761-1835 duanyingsheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120014
联系人: 欧阳仕华 0755-82151833 ouyangshih@guosen.com.cn

事项:

公司动态跟踪研究。

评论:

■ 业务转型初显成效，业绩拐点正在逐步得到确认

自 2009 年以来，公司一直致力于从传统的小家电业务向新兴的新能源 LED 照明产业转型。截止 2011 年 3 季度，传统小家电业务收入占公司总营业收入比例从 09 年的 90% 降至 70%，LED 照明业务占比提升至 30%。在传统小家电业务毛利率持续下滑的背景下，公司综合毛利率能够持续维持在 21% 左右，反映公司产业转型已经初显成效。

随着芜湖、扬州、大连三个产业基地 LED 业务产能的逐步释放，高毛利 LED 照明业务比例的将会进一步提升。公司 11 年 3Q 已有 48 台 MOCVD 设备到货，其中 12 台已经完成调试开始量产。设备完成安装调试所需的时间大约为 3 个月左右，因此明年实现全年量产的设备数量至少有 48 台。同时，预计公司明年还有陆续有 30 台左右的 MOCVD 设备到货，公司未来规划的 MOCVD 设备数量在 200 台以上。巨大的产能扩张将带动 LED 业务的快速发展，产业转型成功将确认公司的业绩拐点，未来几年公司业绩的高速成长值得期待。

表 1: 公司各报告期产品业务毛利率情况

报告期	2008	2009	2010 1H	2010	2011 1H
小家电业务毛利率	13.71%	20.01%	19.42%	15.40%	13.22%
LED 业务毛利率	30.32%	36.85%	33.04%	29.58%	37.96%
公司综合毛利率	13.79%	21.33%	21.56%	20.87%	19.30%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

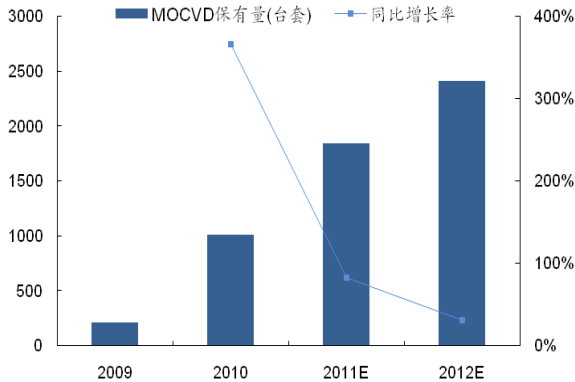
■ 立足长远，坚持走上下游垂直整合路线

市场对于 LED 行业的主要担忧来源于整个产业链产能快速扩张下带来的产能过剩。根据 IMS Research 对全球 MOCVD 设备保有量的预测，2012 年全球 MOCVD 设备数量将达到 2500 台左右，复合增速为 230%；LED 全球市场规模的复合增速为 20% 左右。上游产能扩张大幅超过下游需求增速，产能过剩状况较为明显。短期来看，上游的衬底、中游的芯片制造和封装、以及下游的显示屏业务等由于产能急速扩张，市场竞争非常激烈，相应的产品价格均出现了较大幅度地下降。未来一段时间，行业洗牌在所难免，产品价格的下跌幅度仍将继续。不过在整个产业链中，具备垂直整合能力的企业可以通过对成本的控制大幅减小上游芯片等产品价格波动对其的影响。

目前公司拥有 MOCVD 炉 50 台左右，芯片封装线 40 条左右。未来规划 MOCVD 炉的数量将在 200 台以上，形成

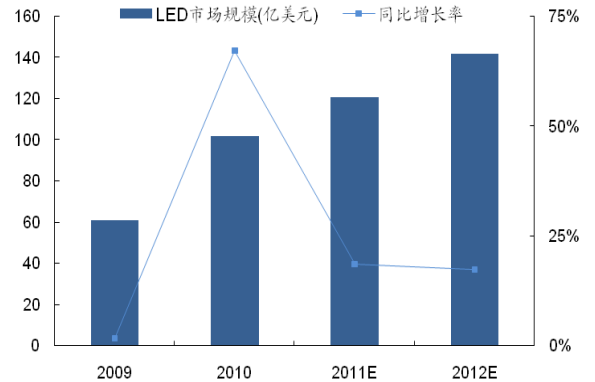
外延片产能 200 万片/年以上；封装线 500 条以上，年封装能力 400 亿颗以上；同时布局下游应用照明市场，形成球泡灯、筒灯、壁灯、平板灯以及吸顶灯等一系列产品。公司未来的规划是实现上游的外延片、芯片制造封装、下游的照明应用全产业链制造，成为 LED 行业的垂直一体化企业。这种垂直整合优势未来将在上游产品价格不断下降趋势下持续保证公司的盈利能力。

图 1: 全球 MOCVD 市场保有量增速预测



资料来源: IMS Research, 国信证券经济研究所整理

图 2: 全球 LED 市场规模变化趋势

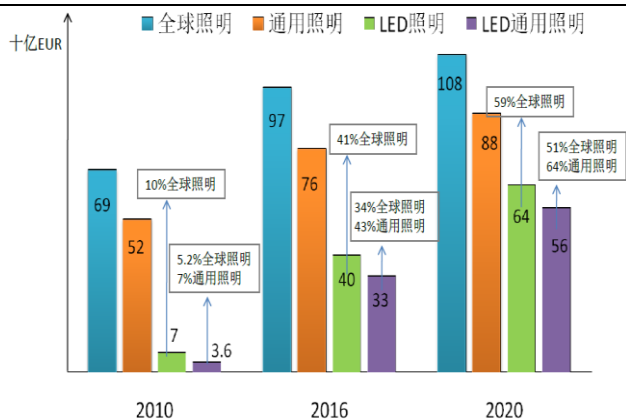


资料来源: IMS Research, 国信证券经济研究所整理

■ LED 照明市场未来成长空间较大

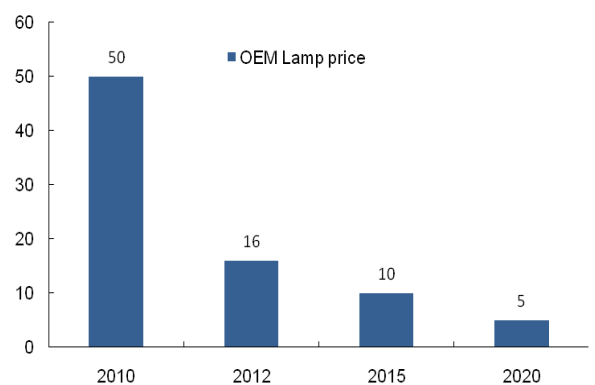
从行业发展趋势的角度来看，LED 未来最重要的应用将是通用照明市场。前期的液晶面板背光源、LED 路灯市场只是行业发展过程中的临时需求。下游液晶电视需求的周期性和政府补贴投资的不可持续都导致对 LED 芯片的市场需求产生较大的波动。麦肯锡咨询数据显示，2016 年全球 LED 照明市场将达到 400 亿欧元，占全球照明市场比例为 41%左右。2010 年全球 LED 照明市场规模为 70 亿欧元，2010-2016 年 LED 照明市场规模的复合增长率将达到 33.71%。

图 3: 全球 LED 照明市场规模将快速增长



资料来源: 麦肯锡咨询, 国信证券经济研究所整理

图 4: LED 灯制造成本快速下降



资料来源: 麦肯锡咨询, 国信证券经济研究所整理

公司产品的制造成本较大幅度地低于市场。目前 LED 照明普及的唯一障碍是成本问题。高昂的制造成本使得 LED 终端照明产品价格大幅度高于目前市场主流的节能灯产品，市场难以普及。随着技术的不断提升以及大规模化量产带来的成本下降，LED 照明产品成本已经出现较大幅度地下降。麦肯锡预计 2012 年 LED 灯的制造成本将从 2010

的 50 美元/k ml(千流明)大幅下降至 16 美元/k ml。依靠芯片制造、封装、电源驱动以及灯泡制造等制造流程垂直一体化的优势，公司目前制造成本已经降至 8 美元/k ml，大幅低于市场主流制造成本，公司已经在 LED 照明市场上抢得先机。公司 4.5W 球泡灯成本已经降至 10 元以下，7W 球泡灯已经降至 20 元，大幅低于如飞利浦、欧司朗等市场主流的 LED 灯泡企业的制造成本。

国家未来将大力发展 LED 节能照明产业。为促进 LED 照明产业的快速发展，国家发改委预计将出台对 LED 节能产品的补贴政策，规划在 2012 年大范围推广 LED 节能产品。国家补贴政策的出台将缩小 LED 照明产品与节能灯等普通照明产品之间的价格差距，加快 LED 照明产品的普及。按照公司对 LED 业务的总体规划，未来公司的 MOCVD 设备数量将在 200 台以上，位居全球 LED 芯片制造行业前 5 位。LED 行业未来的竞争和往通用照明方向发展的趋势将保证公司等行业领先者受益。

■ 技术、品牌、渠道等关键因素已有布局，公司 LED 业务未来前景值得看好

核心专利技术保障未来海外销售。公司通过与韩国 Epivalley 合作不可撤销地获得了其拥有的所有技术和专利，其中包括 LED 外延片和芯片的核心技术专利。国际上主流的 LED 厂商通过专利技术交叉授权形成对 LED 市场垄断。公司未来终端产品最主要的市场将是海外市场，拥有核心专利技术将保证公司未来海外市场的顺畅销售。

与全球主流品牌厂商合作，形成品牌优势。未来商用通用照明市场的竞争将主要来自于品牌的竞争，拥有品牌的产品将会获得高利润。公司在欧洲北美通过租用“AEG”品牌、“Westinghouse”等国际知名品牌，在亚洲和非洲通过自有品牌“ETI”形成未来终端产品的品牌优势。

小家电领域的深厚积累使公司拥有天然销售渠道。在北美的小家电领域，公司电烤箱产品市场占有率在 50%以上，咖啡机等产品市场占有率 25%以上。通过十几年在小家电领域的积累，公司已经拥有非常成熟的全球市场渠道，并且与沃尔玛、家乐福、Kmart 等大型连锁企业保持着良好的合作关系。

利用在小家电领域长期积累的经验和在 LED 行业领域的快速切入，公司已经在专利技术、制造、品牌和销售渠道等方面都有了较好的布局。公司未来主要发展的将是 LED 照明产品，技术和市场品牌将是保证公司盈利能力的关键。基于在这些领域所拥有的综合优势，公司 LED 业务的未来前景值得看好。

■ 非公开定向增发项目扩充上游外延片产能，加强行业领先优势

公司此次非公开增发计划募集资金不超过 35 亿元，募集资金主要投向 LED 外延片生产项目。项目计划购置安装 150 台套 MOCVD 设备，项目投产后将形成年产 180 万片 4 英寸 LED 外延片的生产能力。

公司已经从飞利浦、韩国的 Epivalley 以及台湾企业等 LED 制造领先企业引进了一批专家团队，团队成员具备很强的技术能力。公司 MOCVD 外延炉已经部分实现量产，产品良品率处于行业较高水平，未来实现大规模化量产的成功概率较高。按照公司的可行性分析，定增项目达产后将新增年均营业收入 79.56 亿元，税后利润 15.87 亿元左右。未来项目的顺利投产将极大地提升公司的盈利能力，增厚公司业绩。

■ 未来几年产能释放将推动公司业绩保持平稳快速增长，给予公司“推荐”评级。

我们假设公司定向增发 1.5 亿股，发行价为 15.61 元/股，募集资金 23.41 亿元。预计 2011-2013 年公司收入分别为 33.17 亿元、49.86 亿元和 64.29 亿元；归属于上市公司股东净利润分别为 4.29 亿元、7.34 亿元和 9.14 亿元，未来三年增速分别为 119.20%、71.20%和 24.4%。

以目前股本 4.83 亿股估算，公司 11-13 年 EPS 分别为 0.89 元、1.52 元和 1.89 元，目前股价对应 11-13 年动态市盈率分别为 21 倍、12 倍和 10 倍。以发行后 6.3 亿股股本估算，全面摊薄后公司 11-13 年 EPS 分别为 0.68 元、1.16 元和 1.44 元，目前股价对应公司 11-13 年动态市盈率分别为 27 倍、16 倍和 13 倍。

在盈利预测中我们假设 11-13 年公司所得到的补贴分别为 3.0 亿元、4.0 亿元和 3.0 亿元，扣除补贴后预计公司归属上市公司股东净利润分别为 1.97 亿元、4.21 亿元和 6.72 亿元，对应全面摊薄后 11-13 年 EPS 分别为 0.31 元、0.66 元和 1.06 元，目前股价对应 11-13 年公司动态市盈率分别为 60 倍、28 倍和 18 倍。

公司 LED 业务产业布局清晰，LED 业务整体毛利率在 30%以上，高于公司传统小家电业务 15%左右的毛利率。随着 LED 业务产能的释放，业绩向上的确定性很强，未来前景值得看好，给予公司“推荐”评级。

表 2：德豪润达公司主营业务收入模型预测

1、小家电业务	2010	2011E	2012E	2013E
业务收入(万元)	211160.58	221718.61	210632.68	200101.04
同比增长率	23.24%	5.00%	-5.00%	-5.00%
业务成本(万元)	178645.18	191786.60	183250.43	174087.91
同比增长率	30.34%	7.36%	-4.45%	-5.00%
业务毛利率	15.40%	13.50%	13.00%	13.00%
2、LED 业务合计	2010	2011E	2012E	2013E
业务收入(万元)	36355.27	110000.00	288000.00	442800.00
同比增长率	42.55%	202.57%	161.82%	53.75%
业务成本(万元)	25599.92	64500.00	189360.00	300132.00
同比增长率	70.18%	151.95%	193.58%	58.50%
业务毛利率	29.58%	41.36%	34.25%	32.22%
2.1、LED 封装产品业务	2010	2011E	2012E	2013E
业务收入(万元)	10842.66	20000.00	126000.00	194400.00
同比增长率	42.55%	84.46%	530.00%	54.29%
业务成本(万元)	8663.00	15000.00	97020.00	153576.00
同比增长率	70.18%	73.15%	546.80%	58.29%
业务毛利率	20.10%	25.00%	23.00%	21.00%
2.2、LED 应用业务	2010	2011E	2012E	2013E
业务收入(万元)	25512.61	90000.00	162000.00	248400.00
同比增长率	166.96%	252.77%	80.00%	53.33%
业务成本(万元)	16936.92	49500.00	92340.00	146556.00
同比增长率	212.55%	192.26%	86.55%	58.71%
销售毛利率	33.61%	45.00%	43.00%	41.00%
营业收入合计	2010	2011E	2012E	2013E
总营业收入(万元)	259529.38	331718.61	498632.68	642901.04
同比增长率	35.04%	27.82%	50.32%	28.93%
总营业成本(万元)	205359.27	256286.60	372610.43	474219.91
同比增长率	35.82%	24.80%	45.39%	27.27%
综合毛利率	20.87%	22.74%	25.27%	26.24%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

■ 风险提示

公司募投项目产能扩充情况低于预期的风险以及由于市场竞争导致产品价格下降从而公司盈利能力下降的风险。

表 3: LED 行业上市公司相对估值一览

代码	简称	最新价格 (元)	总市值(亿 元)	每股收益(EPS)			市盈率 PE		
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
300162	雷曼光电	22.88	31.97	0.29	0.42	0.60	78.68	54.27	38.36
300269	联建光电	24.87	18.65	0.56	0.75	1.00	44.58	33.13	24.76
002449	国星光电	21.00	47.43	0.69	0.64	0.83	30.64	32.83	25.33
300241	瑞丰光电	18.73	21.09	0.41	0.57	0.83	45.56	33.03	22.56
300219	鸿利光电	20.70	26.87	0.51	0.65	0.90	40.39	31.90	22.97
600703	三安光电	14.82	224.54	0.29	0.50	0.61	51.04	29.47	24.39
300102	乾照光电	21.89	63.93	0.46	0.93	1.31	47.10	23.50	16.73
300232	洲明科技	20.81	16.47	0.72	1.00	1.32	28.87	20.79	15.78
002005	德豪润达	18.64	90.07	0.41	0.82	1.20	46.02	22.73	15.53
平均值							45.87	31.30	22.94

资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所预测

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1619	2809	2478	2467	营业收入	2595	3317	4986	6429
应收款项	752	822	1318	1719	营业成本	2054	2563	3726	4742
存货净额	679	712	1134	1444	营业税金及附加	12	17	25	32
其他流动资产	493	340	632	898	销售费用	236	315	474	514
流动资产合计	3543	4684	5562	6528	管理费用	212	191	264	304
固定资产	1177	2034	2635	2992	财务费用	63	(39)	(71)	(65)
无形资产及其他	298	284	270	256	投资收益	(0)	0	0	0
投资性房地产	37	37	37	37	资产减值及公允价值变动	(12)	(12)	(12)	(12)
长期股权投资	2	2	2	2	其他收入	0	0	0	0
资产总计	5056	7041	8506	9815	营业利润	5	259	556	889
短期借款及交易性金融负债	820	10	10	10	营业外净收支	261	300	400	300
应付款项	1211	1348	2077	2648	利润总额	266	559	956	1189
其他流动负债	279	287	500	588	所得税费用	75	140	239	297
流动负债合计	2311	1645	2588	3245	少数股东损益	(5)	(10)	(17)	(21)
长期借款及应付债券	275	275	275	275	归属于母公司净利润	196	429	734	914
其他长期负债	60	79	105	138					
长期负债合计	335	354	380	413	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2646	1999	2967	3658	净利润	196	429	734	914
少数股东权益	36	26	9	(12)	资产减值准备	22	24	11	8
股东权益	2374	5015	5530	6169	折旧摊销	113	121	191	238
负债和股东权益总计	5056	7041	8506	9815	公允价值变动损失	12	12	12	12
					财务费用	63	(39)	(71)	(65)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(322)	237	(230)	(278)
每股收益	0.31	0.68	1.16	1.44	其它	(25)	(34)	(28)	(29)
每股红利	0.07	0.20	0.35	0.43	经营活动现金流	(4)	789	690	864
每股净资产	3.75	7.92	8.73	9.74	资本开支	(672)	(1001)	(801)	(601)
ROIC	3%	6%	11%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	8%	9%	13%	15%	投资活动现金流	(672)	(1001)	(801)	(601)
毛利率	21%	23%	25%	26%	权益性融资	1508	2342	0	0
EBIT Margin	3%	7%	10%	13%	负债净变化	275	0	0	0
EBITDA Margin	8%	11%	14%	17%	支付股利、利息	(42)	(129)	(220)	(274)
收入增长	35%	28%	50%	29%	其它融资现金流	(92)	(810)	0	0
净利润增长率	300%	119%	71%	24%	融资活动现金流	1883	1402	(220)	(274)
资产负债率	53%	29%	35%	37%	现金净变动	1208	1190	(331)	(11)
息率	0.4%	1.1%	1.9%	2.3%	货币资金的期初余额	412	1619	2809	2478
P/E	60.3	27.5	16.1	12.9	货币资金的期末余额	1619	2809	2478	2467
P/B	5.0	2.4	2.1	1.9	企业自由现金流	(822)	(469)	(467)	(14)
EV/EBITDA	74.2	39.1	21.5	14.4	权益自由现金流	(639)	(1251)	(414)	35

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。