

2011年11月21日

德豪润达

打造一体化LED照明产业旗舰

A

买入

002005.SZ - 人民币 19.10
 目标价格: 人民币 30.39

德豪润达正处于产业转型期,由小家电业务转型向LED产品。我们认为2012年随着各国禁用白炽灯政策启动以及国家扶持LED产业政策的陆续出台,公司有望受益行业增长。同时,我们看好公司的全产业链布局、品牌和渠道优势及专利技术优势,公司在未来将有可能成长为中国LED照明的产业旗舰。基于20倍2012年预测市盈率,我们给予公司目标价格30.39元,首次评级买入。

支撑评级的要点

- 公司是全球著名的小家电代工企业,传统主营产品为厨房用小家电。我们认为公司的传统业务在未来将随着行业增长而维持稳定增长。
- 公司正处在战略转型关键期,曙光在前。我们判断公司的主营业务将从2012年开始全面由小家电转型向LED产品,LED产品将成为利润贡献的主要来源。
- 我们看好公司的全产业链布局策略,公司的LED生产覆盖了从外延片/芯片到封装,直至终端照明、显示屏产品,使得产业协同能力远强于同业企业。
- 公司具备从小家电业务积累而来的客户优势,并且取得著名家电厂商伊莱克斯及西屋电器旗下的LED照明产品品牌使用权;与沃尔玛、家乐福等多家国际渠道商的良好关系,将使公司照明产品取得进入市场的先机。
- 公司通过与韩国公司合作,取得了专利授权,使得走出国门之路变得顺畅,成功跨越专利壁垒。

评级面临的主要风险

- LED照明市场启动慢于我们预期;
- 公司的LED芯片产品开发量产进度慢于我们预期;
- LED照明产品价格下跌快于我们预期。

估值

- 我们预计公司2011-2013年归属上市公司净利润分别为4.0亿元、7.3亿和8.9亿元,基于20倍2012年预测市盈率,我们给予公司目标价30.39元,首次评级买入。

图表 1.投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币,百万)	1,921.8	2,595.3	3,176.4	5,057.8	6,421.0
变动(%)	-	35.0	22.4	59.2	27.0
净利润(人民币,百万)	49.0	195.7	405.0	734.2	891.8
全面摊薄每股收益(人民币)	0.15	0.41	0.84	1.52	1.85
变动(%)	-	170.0	106.9	81.3	21.5
市盈率(倍)	127.33	47.15	22.79	12.57	10.35
每股现金流量(人民币)	1.3	3.4	2.3	2.2	3.1
价格/每股现金流量(倍)	15.00	5.70	8.23	8.69	6.22
企业价值息税折旧前利润(倍)	30.1	44.7	28.7	9.2	6.1
每股股息(人民币)	0.05	0.09	0.34	0.71	1.29
股息率(%)	0.3	0.5	1.8	3.7	6.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

胡文洲,CFA*
 (8621) 2032 8520
 eric.hu@bocigroup.com
 证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	11	23	14	-
相对新华富时A50指数(%)	25	23	20	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	483
流通股(%)	64.61
流通股市值(人民币 百万)	5,962
3个月日均交易额(人民币 百万)	56
净负债比率(%)	0.1
主要股东(%)	
珠海德豪电器有限公司	25.39

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李鹏, 周中为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

目录

投资摘要.....	3
估值.....	4
盈利前景.....	5
LED照明市场即将启动.....	7
战略转型、打造一体化LED产业旗舰.....	15
财务状况.....	23
投资风险.....	24
研究报告中所提及的有关上市公司.....	26

投资摘要

全产业链布局打造 LED 旗舰。德豪润达的产业链布局覆盖从外延片/芯片、封装直到最终产品（包括 LED 灯具和 LED 显示屏），具备规模优势，我们预计随着 MOCVD 机的陆续到位投产，全产业链布局的优势将逐步显现，公司在未来有望成长为中国 LED 产业旗舰企业。

政策支持将驱动 LED 照明市场启动。我们认为随着 2012 年欧美禁用白炽灯政策正式进入启动期及中国政府陆续出台 LED 终端产品支持政策，LED 照明市场将会沿着路灯、商用、家用市场的顺序逐步启动。德豪润达将会充分受益 LED 照明市场成长。

拥有品牌与渠道优势。公司拥有众多从传统小家电业务积累而来的国际品牌客户，并顺势取得了伊莱克斯旗下 AEG 和西屋电器的 LED 照明品牌使用权，使得全面打开全球市场成为可能。同时公司与沃尔玛、家乐福等国际渠道商的良好关系，将使得公司的 LED 照明产品有机会率先大规模投入市场。

具备专利优势。LED 芯片专利问题一直是困扰 LED 企业的重要壁垒，公司通过与韩国 Epivalley 合作建立三颐公司取得了 Epivalley 公司的永久专利授权，成功绕开专利壁垒，为出口国际市场扫清专利障碍。

具备技术和成本优势。公司的产品依靠规模生产、创新的整体设计方案及规模优势降低成本，对于价格下降具备抵抗力。

小家电业务稳定增长。小家电业务已经是成熟产业。我们认为公司的小家电业务行业地位已经较为稳定，在未来小家电业务将维持稳定增长。

综上所述，我们认为全产业链布局使公司产业链上下游协同能力较强，有利于获得相比同行业从业公司更高的成本控制能力，同时公司兼具品牌、渠道、专利优势，预计在 LED 照明市场启动之时，将取得先发优势，从而使得公司的盈利能力持续增强，LED 业务将成为公司未来主营业务盈利的主要来源。

估值

德豪润达传统主营业务为小家电，目前公司处于战略转型的关键时期，全力投入生产 LED 产品，新 LED 业务覆盖 LED 全产业链包括 LED 外延片/芯片、封装及灯具、显示屏生产和销售，我们认为公司是 A 股上市公司中布局 LED 产业最全面的厂商，有望直接受益未来 LED 照明大规模启动。我们认为未来公司的主营业务将全面转向以 LED 尤其是照明产品为主，因此我们选取 A 股中 LED 相关公司作为可比公司。

我们选取三安光电和乾照光电作为可比公司，三安光电和乾照光电主营业务为 LED 外延片/芯片及照明产品，同时我们选取中游封装环节的上市公司国星光电、瑞丰光电、鸿利光电作为可比公司；我们还选取洲明科技、雷曼光电和士兰微作为估值可比公司，洲明科技和雷曼光电的主营业务为 LED 显示屏(与公司收购的锐拓光电业务相似)，士兰微部分主营业务为 LED 芯片生产。

2012 年可比公司平均预测市盈率 22.1 倍，可比公司 2012 年预测市盈率区间为 15.2 倍-36.9 倍，出于谨慎考虑，基于 20 倍 2012 年预测市盈率，我们给予目标价 30.39 元，首次评级买入。

图表 2. 可比公司估值

公司名称	代码	总市值 (人民币 亿元)	股价 (人民币)	市盈率 (倍)			每股收益 (人民币)			每股收益增长 (%)			市净率 (倍)	净资产收 益率(%)
				2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E		
三安光电	600703.SS	198.8	13.77	47.4	27.4	22.7	0.29	0.50	0.61	132.7	73.2	20.9	4.0	13.3
雷曼光电	300162.SZ	29.5	22.00	75.7	52.2	36.9	0.29	0.42	0.60	81.9	45.0	41.5	28.4	46.3
国星光电	002449.SZ	42.3	19.66	28.7	30.7	23.7	0.69	0.64	0.83	28.3	(6.7)	29.6	2.1	11.8
瑞丰光电	300241.SZ	19.4	18.09	44.0	31.9	21.8	0.41	0.57	0.83	100.0	37.9	46.4	9.8	25.2
鸿利光电	300219.SZ	25.6	20.85	40.7	32.1	23.1	0.51	0.65	0.90	128.0	26.6	38.9	13.5	47.6
士兰微	600460.SS	56.5	13.01	22.1	23.7	17.2	0.59	0.55	0.76	233.9	(6.8)	37.5	3.4	20.7
乾照光电	300102.SZ	62.1	21.05	45.3	22.6	16.1	0.46	0.93	1.31	63.1	100.4	40.4	3.8	14.8
洲明科技	300232.SZ	15.6	20.03	27.8	20.0	15.2	0.72	1.00	1.32	86.0	38.9	31.7	9.2	47.2
平均				41.4	30.1	22.1								
德豪润达	002005.SZ	92.3	19.10	47.2	22.8	12.6	0.41	0.84	1.52	170.0	106.9	81.3	3.9	13.0

资料来源：万得资讯，中银国际

盈利前景

我们认为 2012 年将是公司业务结构发生重大变化的一年，LED 产品将成为公司盈利的主要来源，从而驱动公司的整体盈利能力不断上升。2010-2011 年由于公司先期大举投入 LED 芯片生产环节，使得盈利对政府补贴的依存度较高，预计 2012 年随着投资的 MOCVD 机陆续投产及 LED 市场景气度开始好转，公司的盈利对于政府补贴的依存度开始下降。

小家电已经是成熟产业，产业增长进入成熟期。我们预计公司的传统厨房家电业务依托公司传统渠道和客户优势，将会维持稳定增长。我们预测 2011-2013 年厨房家电业务营业收入同比分别增长 10%、15%和 15%，厨房家电业务的毛利率将会小幅下降，预计 2011-2013 年公司厨房家电业务的毛利率分别为 14.0%、13.0%和 13.0%。

我们预计随着各国白炽灯禁用政策全面启动及 LED 照明的成本下降，公司的 LED 业务将会在 2011-2013 年维持快速成长。公司季报显示，目前公司已经与 Veeco、Axtron 公司分别签约购买了 130 台 MOCVD 机，子公司芜湖德豪润达已到货 MOCVD 设备 48 台，其中 12 台已调试完成开始量产，其余设备正处于安装调试过程中。我们认为随着 MOCVD 机陆续调试就位，未来 12 个月，公司的外延片芯片产值将迅速增长。依靠渠道、品牌及成本优势，公司的 LED 业务将进入高速增长期。我们预计 2011-13 年 LED 应用业务营业收入分别为 5.1 亿元、16.3 亿元和 24.5 亿元，LED 封装业务营业收入分别为 4.3 亿元、8.7 亿元和 10.4 亿元。LED 业务整体维持高速增长。公司全产业链布局及在 LED 照明产品优秀的整体解决方案，使得公司的产品成本大大低于同行业公司，因此 LED 产品的毛利率将维持平稳，我们预计 2011-2013 年 LED 应用业务毛利率将分别为 45%、43%和 42%，LED 封装业务毛利率分别为 21%、19%和 18%。

我们预计，随着公司 LED 业务放量，整体占比上升，将使公司的整体毛利率得到提升，我们预计公司的整体毛利率将在 2011-2013 年分别达到 20.1%、23.7%和 24.9%。

图表 3.公司主营业务营业收入预测

(人民币, 百万)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
厨房电器产品	1,485.8	1,910.7	2,101.8	2,417.0	2,779.6
LED应用	95.6	255.1	510.3	1,632.8	2,449.2
LED封装	76.1	108.4	433.7	867.4	1,040.9
居家及个人护理产品	135.7	93.9	98.6	108.4	119.3
贸易业务及其他	128.7	107.1	32.1	32.1	32.1
全部	1,921.8	2,595.3	3,176.4	5,057.8	6,421.0
同比(%)					
厨房电器产品		28.6	10.0	15.0	15.0
LED应用		167.0	100.0	220.0	50.0
LED封装		42.6	300.0	100.0	20.0
居家及个人护理产品		(30.8)	5.0	10.0	10.0
贸易业务及其他		(16.8)	(70.0)	0.0	0.0
全部		35.0	22.4	59.2	27.0
占比(%)					
厨房电器产品	77.3	73.6	66.2	47.8	43.3
LED应用	5.0	9.8	16.1	32.3	38.1
LED封装	4.0	4.2	13.7	17.2	16.2
居家及个人护理产品	7.1	3.6	3.1	2.1	1.9
贸易业务及其他	6.7	4.1	1.0	0.6	0.5
毛利率(%)					
厨房电器产品	20.2	14.5	14.0	13.0	13.0
LED应用	43.3	33.6	45.0	43.0	42.0
LED封装	33.1	20.1	22.0	19.0	18.0
居家及个人护理产品	2.9	6.6	10.0	9.0	9.0
贸易业务及其他	41.9	39.5	25.0	24.0	24.0
全部	21.3	20.9	20.1	23.7	24.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

费用率假设

我们认为随着公司营业收入受LED产品驱动增长，公司的整体费用率将会逐渐将低。我们预计2011-13年公司销售费用率将分别为5.0%、4.0%和4.0%，管理费用率分别为8.2%、6.5%和5.0%，财务费用率分别为2.4%、2.1%和1.6%。

综上所述，我们预计公司2010-2013年整体营业费用率将分别为15.6%、12.6%及10.6%。

我们预测公司2010-2012年归属于母公司净利润分别为4.0亿元、7.3亿元和8.9亿元。

图表 4.公司营业费用率假设

(%)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售费用率	8.4	8.2	5.0	4.0	4.0
管理费用率	7.3	9.1	8.2	6.5	5.0
财务费用率	1.2	2.4	2.4	2.1	1.6
营业费用率	16.9	19.7	15.6	12.6	10.6

资料来源：公司数据及中银国际预测

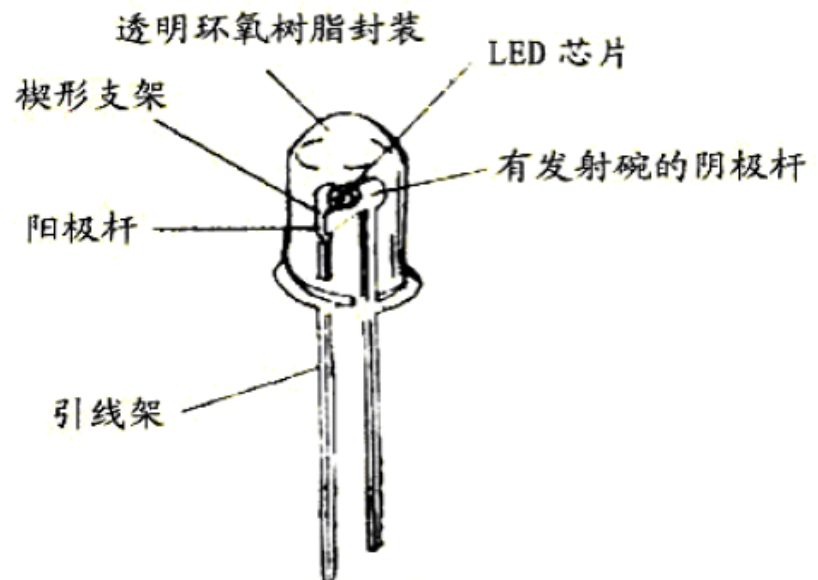
LED 照明市场即将启动

LED 灯是下一代照明的选择

LED 即发光二极管，是一种能够将电能转化为可见光的固体半导体器件，它不同与白炽灯乌丝发光和节能灯三基色发光原理，转而采用电场发光。LED 的发光光谱大部分集中于可见光频段。

LED 的心脏是一颗半导体芯片，一端连接正极，另一端连接负极，整个芯片被环氧树脂封装起来。半导体晶片由两部分组成，一部分是 P 型半导体，一部分是 N 型半导体，两端连接起来形成一个 P-N 结，当电流通过导线作用于这个晶片的时候，电子就会被推向 P 区，在 P 区里电子跟空穴复合，然后就会以光子的形式发出能量。按照发光颜色来区分，可分成红色、橙色、绿色（又细分黄绿、标准绿和纯绿）、蓝光等。

图表 5.LED 结构图



资料来源：中投顾问

LED 最早出现在 1955 年，美国无线电公司发现了砷化镓(GaAs)与其他半导体合金的红外线放射作用，到 1962 年，通用电气开发出了可见光 LED。这时 LED 的产业应用仍然没有兴起，直到 1990 年白光 LED 出现，应用才开始飞速普及起来。

事实上 LED 的发展可以从色彩的变化和发光效率两方面来看。按发光管发光颜色看，从 20 世纪 60 年代的红光到 70 年代的红绿光，到 20 世纪 90 年代研制出蓝光芯片，1996 年白光 LED 问世。在色彩丰富的同时，LED 的发光效率也在飞速提高。1968-1985 年，红黄光芯片实现量产，这时芯片的发光效率在 10lm/W 以下；到了 1985-1996 年，红黄光芯片的光效得到了大幅提高，发光效率已经提高到 10-50lm/W；1993-1996 年蓝光芯片研制成功，主要生产工艺为有机气象沉淀法 (MOCVD)，发光效率达到了 50lm/W-100lm/W；到了 1996 年以后，白光 LED 应用范围开始扩展，LED 芯片发光效率达到 50lm/W-200lm/W。

色彩和光效的提升带来的最直接结果就是应用市场越来越广泛。20 世纪 60 年代，LED 应用还主要在低亮度和低色彩要求的指示灯市场。到了 90 年代，手机背光源开始采用 LED 背光源。到 21 世纪，电视机、电脑等背光源开始大规模的采用 LED。随着光效的提升，通用照明和汽车前照明大灯市场也将迅速成长。

图 6.LED 技术演进

LED 演进阶段表				
	第一阶段	第二阶段	第三阶段	第四阶段
时间	1968-1985	1985-1993	1993-1996	1996 至今
标志性事件	红、黄光芯片量产	红、黄光芯片光效提高	蓝光芯片研制成功	白光 LED 问世
技术标志	Ga、P、As 等元素化合物	Al、Ga、As、In、P 等元素化合物	Al、Ga、As、In、P 等元素化合物	Al、Ga、As、In、P 等元素化合物
外延生产方法	LPE、VPE	VPE、MOCVD	MOCVD	MOCVD
发光效率	10 lm/w 以下	10-50 lm/w	50-100 lm/w	50-200 lm/w

资料来源：中银国际

LED 被称为第四代照明光源，与白炽灯及荧光灯相比，LED 光源能源转换效率更高。通常白炽灯的转换效率只有 5%，荧光灯或者节能灯转换效率在 25%左右，而 LED 灯转换效率可以达到至少 60%以上，因此更为节能，避免能源浪费。从发光效率来看，LED 灯是传统白炽灯的 10 倍。另外 LED 还具有无污染无毒害使用寿命长的特点。

图表 7.LED 与传统照明光源的对比

指标/光源	白炽灯	荧光灯	LED
能量转换效率	5%	25%	60%以上
极限发光效率 (Lm/W)	15-20	100	200
寿命 (小时)	1,000	10,000	50,000-100,000
特点	显色性好 发光效率低 寿命短 电压高 不安全 易碎不牢固	显色性差 发光效率高 易碎不牢固 频闪对人体有害 含汞污染环境	色彩丰富可调 高效节能 寿命长 低电压、安全性高 牢固、耐震动冲击 体积小、重量轻 响应时间短 环保无污染

资料来源：雷曼光电

政策推动 LED 照明普及

我们认为政策是目前阶段 LED 照明普及的重要推动力。出于节能环保考虑，多国政府都出台了相关政策，分不同阶段推进节能灯普及，白炽灯将退出历史舞台。以欧盟为例，2009 年就发布了强制使用节能灯的相关规则，欧盟规定从 2009 年 9 月 1 日起，在欧盟市场上禁止销售 100 瓦以上的白炽灯泡；从 2010 年 9 月 1 日起，禁止销售 75 瓦以上的白炽灯泡；从 2011 年 9 月 1 日起，禁止销售 60 瓦以上的白炽灯泡；从 2012 年 9 月 1 日起，禁止销售所有 40 瓦和 25 瓦以上的白炽灯泡，即从此禁止销售全部白炽灯泡，至 2012 年 9 月，白炽灯将彻底退出欧盟商品流通市场。白炽灯退出市场，将给节能灯和 LED 灯巨大的市场空间，而我们预计随着对于环保要求的进一步提高 LED 灯是最有可能进一步取代节能灯的新一代光源。

图表 8. 各国禁用白炽灯时间

国家和地区	预计禁用/停售时间	具体内容
日本	到 2012 年止，停止制造并销售高能耗白炽灯	政府决定到 2012 年，停止制造并销售高能耗白炽灯泡。今后，将以灯泡状荧光灯和 LED 照明灯等节能产品取代白炽灯
美国	大多数白炽灯泡将于 2014 年禁止销售	《2007 能源独立和安全法案》颁布，法案规定，从 2012 年到 2014 年间，美国要逐步淘汰 40W、60W、75W 及 100W 白炽灯泡，以节能灯泡取代
欧盟	2012 年起禁用所有瓦数的传统灯泡	2008 年开始停卖 150W 传统灯泡，2009 年将停卖 60W 传统灯泡
澳大利亚	2009 年停止生产，2010 年逐步禁止使用传统白炽灯	2009 年停止生产耗电灯具，2010 年开始逐步禁止使用传统白炽灯
韩国	2013 年底前禁止使用白炽灯	阶段性地提高白炽灯的最低能效标准，并在 2013 年底前予以淘汰
加拿大	2012 年前禁用白炽灯	2012 年开始禁止销售和使用白炽灯
中国台湾	规划 2010 年开始执行白炽灯禁产政策，2012 年底全面禁产	2009 年第一季度全面淘汰白炽灯泡，改用 LED 照明，规划 2010 年起陆续停产白炽灯，2012 年底全面停止使用白炽灯泡

资料来源：中银国际

由发改委、国家质检总局、海关总署、国家工商总局联合印发《关于逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯的公告》，《公告》明确从2011年11月1日起开始淘汰白炽灯。

同时我们调研得知，发改委和财政部针对半导体照明的补贴政策也有可能在今年年底出台，我们认为补贴政策将在淘汰白炽灯政策的基础上进一步推动LED照明市场的启动。由财政部参与的补贴政策将使LED照明灯具的市场价格大为降低，从而使大规模普及成为可能。

我们判断在政策的积极推动下，2012年LED照明将是市场需求整体扭转的重要时点。

图表 9. 淘汰白炽灯路线五个阶段

	时间段	内容
第一阶段	2011年11月1日至2012年9月30日	过渡期。
第二阶段	2012年10月1日起	禁止进口和销售100瓦及以上普通照明白炽灯。
第三阶段	2014年10月1日起	禁止进口和销售60瓦及以上普通照明白炽灯。
第四阶段	2015年10月1日至2016年9月30日	中期评估期。
第五阶段	2016年10月1日起	禁止进口和销售15瓦及以上普通照明白炽灯，或视中期评估结果进行调整。

资料来源：LEDinside

成本持续下降是LED照明市场启动的另一推动力

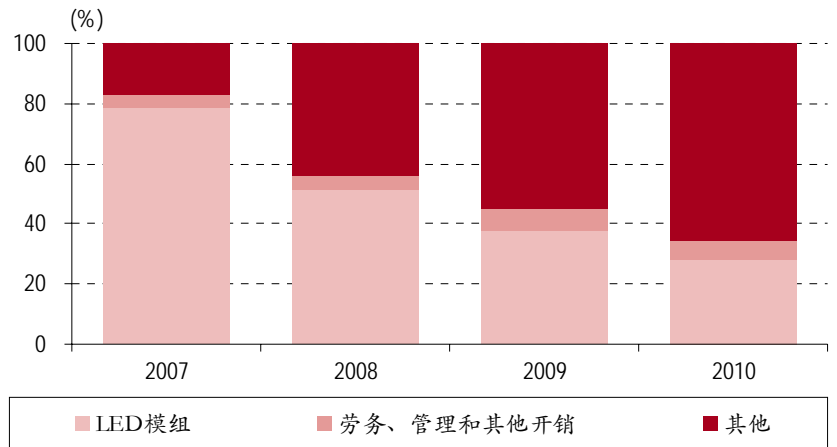
我们认为成本持续下降，将使LED照明市场启动越来越近。

在通用照明方面尤其是家用照明方面，成本是影响普及率最大的因素。LED路灯照明的普及更多依赖于政府投资和政策推动，商业照明则依赖于企业对于LED照明节能效应的认识提高和企业成本之间的权衡，而消费者更多关注的是自己的消费能力，尤其是一次性的支出，即购置一件消费品的首次支出。这就使得普通家庭消费者对于LED照明灯的市场价格比其他通用照明消费者来得更加敏感。

我们以LED背光模组的成本变化来看，LED背光模组在电视中的应用比例迅速上升，其中一个最大的原因就是LED模组成本下降，导致终端价格下降。在2007年，一台42寸LED电视的总成本约为600美元左右，其中LED模组约占78.9%即473.2美元，到2010年，一台LED电视的成本下降至约85美元，而其中LED模组的成本占比也下降到28%即23.8%，LED模组成本每年约下降63%。成本下降导致LED背光电视的终端售价迅速下降，与LCD背光电视的差距变小，LED背光电视凭借其不断提高的性价比，最终开始占据电视主流地位。

我们认为LED通用照明的普及过程应该类似于LED背光模组演进过程，这一过程正是电子产品在过去十几年曾经经历过的。

图表 10.LED 背光电视成本占比变化



资料来源: DisplaySearch, DisplayBank

如同摩尔定律一样，在LED的发展中存在着 Haitz 定律，Haitz 定律内容如下：

从 1965 年第一个商业化的 LED 开始算，在这 30 多年的发展中，LED 约每 18 个月-24 个月可提升一倍的亮度，而在往后的 10 年内，预计亮度可以再提升 20 倍，而成本将降至现有的 1/10。

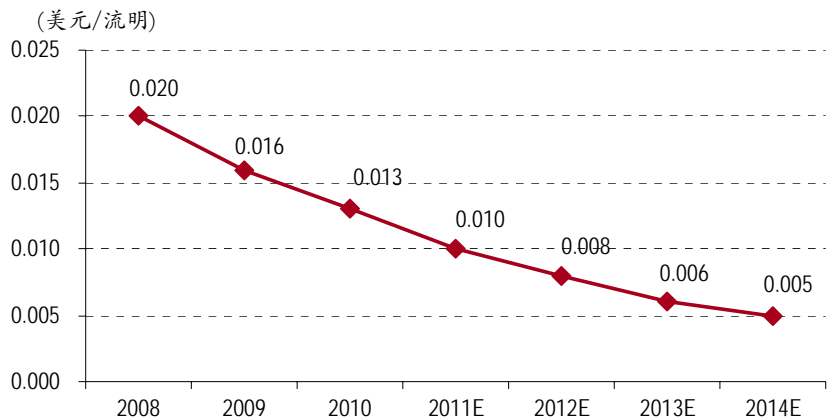
依照 Haitz 定律推算，LED 的成本将在未来十年中每年降低 20% 以上，成本的下降，将直接推动 LED 照明灯具在市场上的普及，尤其是在家用市场的普及。据拓扑研究所预测 2011 年 LED 灯具每流明价格下降至 0.010 美元，至 2014 年每流明价格将达到 0.005 美元，接近螺旋节能灯的价格。由于 LED 灯具的寿命及发光效率远高于普通灯具，因此从成本上来看，LED 灯具的普及将远远早于这个时间。我们与行业专家讨论的结果显示，2012 年很可能是照明市场启动的开始。

图表 11. 各种灯具价格

灯具种类	白炽灯	普通荧光灯	螺旋节能灯
传统照明灯具价格 (美元/流明)	0.001-0.0015	0.0018-0.002	0.0027-0.004

资料来源: 拓扑研究所

图表 12.LED 灯具价格变化



资料来源：拓朴研究所

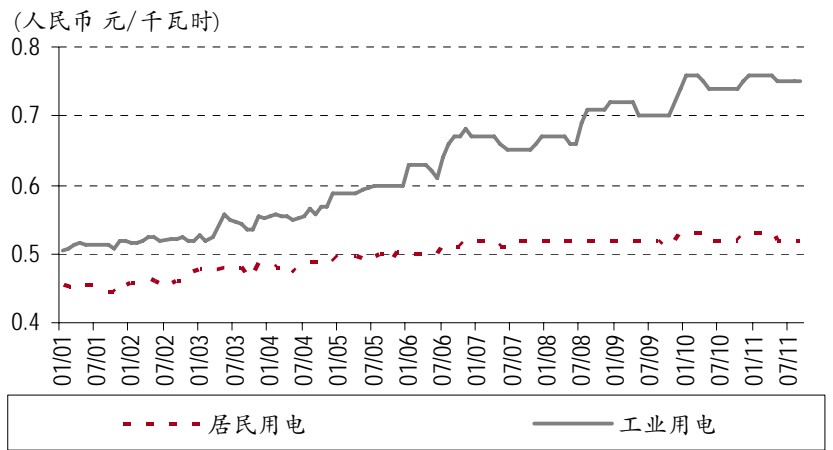
电价上升将推动 LED 灯普及

我们认为能源成本尤其是电价的上升将成为推动 LED 照明灯具普及的重要因素。随着石油、煤炭等能源价格上涨，电力价格也不断的攀升。

我们以中国为例，用电价格过去 10 年间不断上涨。发改委的统计数据显示，2010 年中国工业用电价格约为 0.51 元/千瓦时，而到了 2011 年 9 月，中国工业用电价格已经达到了 0.75 元/千瓦时，十年间工业用电价格上涨了接近 50%。居民用电价格 2001 年约为 0.46 元/千瓦时，到 2011 年 9 月，居民用电价格为 0.52 元/千瓦时，增幅为 14.2%，增幅低于工业用电价格，但整体成本上涨依然很快。

工业用电价格已经成为工业类等耗能严重的企业的重大成本压力，因此许多工业类、电子类加工等企业也选择内迁来取得内地较低廉的用电价格。作为商场照明来说，一般要维持至少 12 小时左右的照明时间，因此耗电也成为成本中的重要一环。因此我们判断工业与商用 LED 照明市场将继路灯之后先期启动。总体来看，电价的不断高启将推动 LED 灯普及。

图表 13. 中国工业及居民用电价格变动趋势



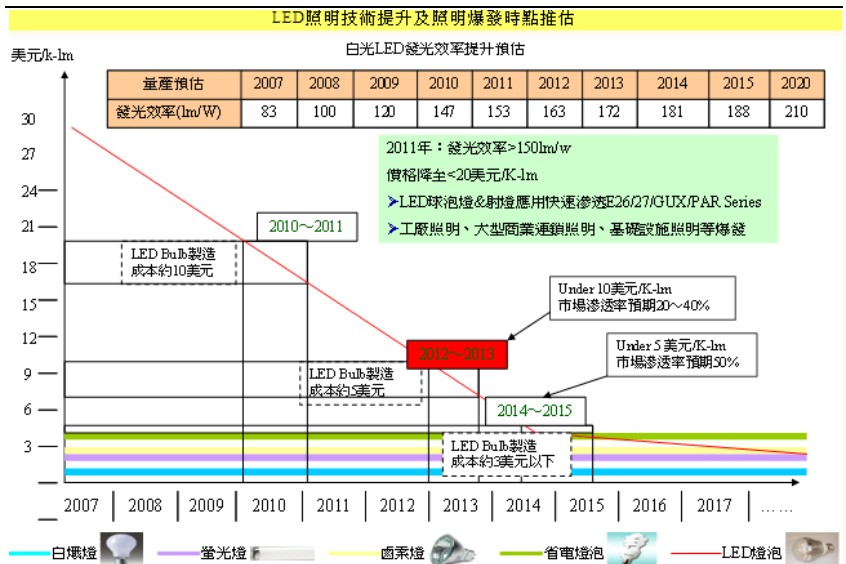
资料来源: CEIC

LED 照明市场前景光明

我们认为在成本、电价和政策的推动下，LED 照明市场将沿着路灯、商用/工业照明、普通家用照明的顺序依次启动。

拓朴研究所估计，2012-2013 年将是 LED 照明爆发的第一黄金阶段，商用照明随处可见；2014-2015 年 LED 照明蓝海来临，民用市场发生井喷。

图表 14. LED 照明启动时间



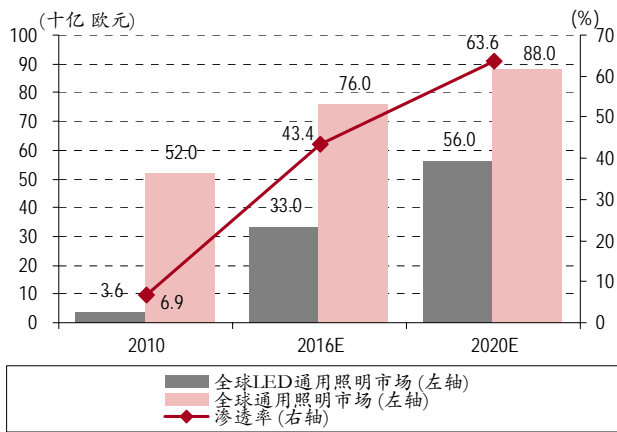
资料来源: 拓朴研究所

据麦肯锡统计 2010 年全球通用照明市场规模为 520 亿欧元，其中 LED 通用照明市场规模为 36 亿欧元，渗透率 6.9%；2010 年全球照明市场总体规模 690 亿欧元，LED 照明市场规模为 70 亿欧元，渗透率 10.1%。

麦肯锡预计到 2016 年和 2020 年，全球通用照明市场规模将分别达到 760 亿欧元和 880 亿欧元，全球 LED 通用照明市场规模将分别达到 330 亿欧元和 560 亿欧元，渗透率分别提升至 43.3%和 63.6%；至 2016 年和 2020 年全球照明市场规模将分别为 970 亿欧元和 109 亿欧元，全球 LED 照明市场规模将分别达到 400 亿欧元和 640 亿欧元，渗透率分别提升到 41.2%和 59.5%。

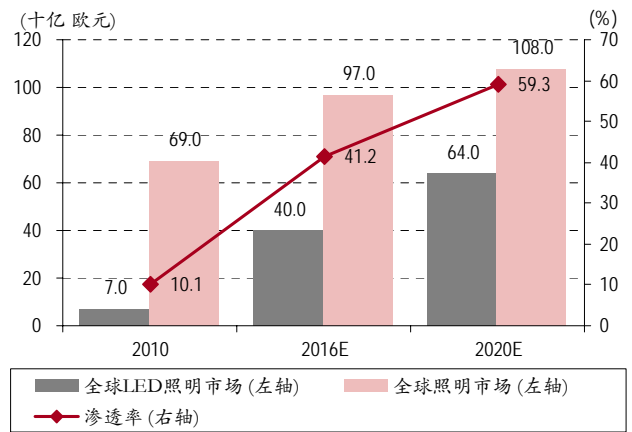
我们认为 LED 照明在未来几年将处于爆发期，市场增长前景光明。行业具备规模优势、技术优势、产业布局优势、渠道优势及成本优势的企业将随之受益。

图表 15. 全球通用照明市场和 LED 通用照明市场



资料来源：麦肯锡

图表 16. 全球照明市场和 LED 照明市场



资料来源：麦肯锡

另据拓扑研究所预测，2011 年 LED 灯泡照明产值将达到 35.5 亿美元，在全部灯泡照明中的渗透率将达到 20.4%，而到了 2012 年，LED 灯泡照明的产值将达到 53.8 亿美元，渗透率达到 28.2%；到 2014 年，LED 灯泡产值将达到 79.7 亿美元，占全部灯泡照明产值的 51.7%；至 2018 年，LED 灯泡产值将达到 192.3 亿美元，占到全部灯泡照明的 90%。

图表 17. LED 照明产值预测

(美元百万)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
LED 灯泡照明产值	558.0	1,501.0	3,549.0	5,381.0	7,970.0	11,202.0	15,198.0	16,964.0	17,831.0	19,225.0	18,120.0	16,422.0
其他灯泡照明产值	13,989.0	13,859.0	13,825.0	13,677.0	12,223.0	10,469.0	7,844.0	5,902.0	4,083.0	2,228.0	1,447.0	1,184.0
渗透率(%)	3.8	9.8	20.4	28.2	39.5	51.7	66.0	74.2	81.4	89.6	92.6	93.3

资料来源：拓扑研究所

战略转型、打造一体化 LED 产业旗舰

传统小家电业务维持稳定增长

德豪润达拥有全资及控股企业 20 余家，员工 15000 余人，已分别拥有珠海、芜湖、中山、深圳、大连、扬州和蚌埠七大研发与制造基地，下辖一所被誉为中国 LED 硅谷的大型中央研究院，目前拥有专利 710 项。德豪润达的传统主营产品为小家电产品，其中包括了咖啡机、搅拌机、面包机等产品，公司是世界三大小家电生产厂商之一，是全球著名的小家电 ODM/OEM 厂商，旗下“ACA 北美电器”已成为最具影响力和成长性的全球小家电品牌。目前小家电产品年产量超过四千万台，产品有六大种类 300 多种，其中产品面包机/多士炉/电烤箱/电炸锅销量全球第一，榨汁机销量全球第三。

目前公司的小家电业务主要在珠海、中山、深圳、台山、芜湖、扬州设有六大生产基地，10 多个制造工厂，已经形成了以厨房小家电为主为世界主要家电厂商代工的模式。

图表 18. 德豪润达小家电产品

滴漏咖啡壶



搅拌机



立式混合器



磨豆咖啡机

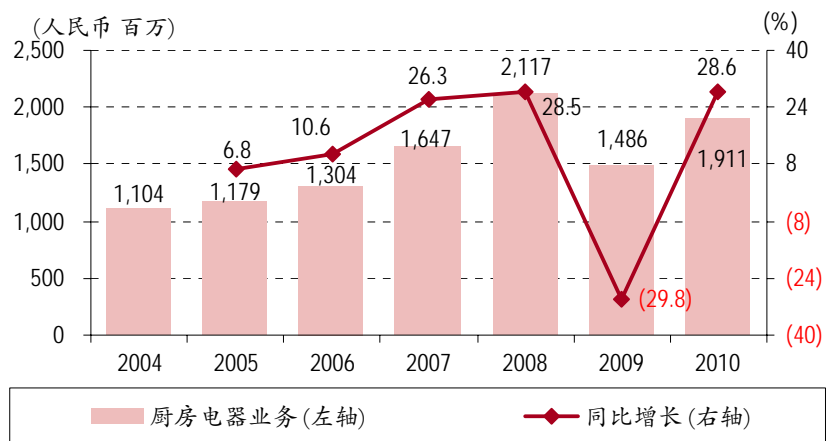


资料来源：公司数据

公司的小家电业务一直保持良好的增长。2004年公司厨房小家电业务营业收入为11.0亿元，2005-2006年小家电业务同比增速分别为6.8%和10.6%，2007-2008年小家电业务同比增速分别为26.3%和28.5%，由于2009年金融危机影响，行业需求变弱，公司的小家电业务营业收入同比减少29.8%，2010年经济情况回暖，公司的小家电业务营业收入实现同比增长28.6%。

我们认为小家电业务已经是公司的成熟业务线，在未来将维持稳定的增长。

图表 19. 德豪润达厂房家电业务历史增长情况



资料来源：公司数据

小家电业务的毛利率呈现稳定微降的趋势。我们观察公司2004-2010年公司小家电业务的毛利率维持在13.5%至20.2%，2004-2008年小家电业务的毛利率保持微降趋势，我们认为小家电已经是成熟产品，产业格局较为成熟，因此在未来毛利率将维持稳中有降的趋势。

图表 20. 德豪润达小家电业务毛利率情况



资料来源：公司数据

通过小家电业务公司积累了多家世界著名的品牌客户及渠道客户。公司多年来为飞利浦、伊莱克斯、西屋电器、惠尔浦、通用电器、西门子等世界著名家用电器厂商代工生产厨房家电产品，主要产品为咖啡壶、面包机、榨汁机等。

在下游渠道方面，公司与沃尔玛、家乐福、Sears、TheHomeDepot、Kmart等世界著名渠道商保持良好的关系。

小家电业务为公司积累了良好的下游客户关系，并透过家电产品的销售打通下游的销售渠道。

图表 21. 德豪润达的主要客户



资料来源：公司数据

拥有出色的管理和研发团队

德豪润达通过小家电业务积累和外聘形成了出色的管理和研发团队。公司的小家电业务拥有出色的管理及销售团队，在LED方面公司通过外聘形成了以行业专家和资深人士为主的管理和研究团队。

出色的管理和研究团队是公司未来业务增长的保障。公司的LED业务形成了韩国、台湾及美国来自飞利浦等领先公司专注于芯片制造、封装及产品销售等业务的专家为核心的团队，将使公司的LED产品开发和市场开拓得到确保。公司以小家电的经营思路来理解未来LED照明产品，以传统小家电业务经营团队为基础并结合新进研发和销售团队为公司未来LED业务的拓展打下基础。

LED 布局打通全产业

由于传统的小家电业务，市场已经较成熟，毛利呈现微降趋势，整体盈利能力下降，因此公司决定全面战略转型向 LED 产业。德豪润达公司从 2008 年开始跟踪 LED 产业,2009 年通过大宗交易和股份协议转让的方式收购了知名 LED 封装和应用企业健隆达，其后收购了深圳锐拓显示技术有限公司资产来拓展其 LED 业务。公司先后开工建设珠海、芜湖、深圳、大连、扬州、蚌埠等 6 个 LED 生产研发基地，完成 LED 产业外延片、芯片、封装、照明应用产品开放式价值链的战略布局。至此，德豪润达业务全面进入转型，进军 LED 产业。

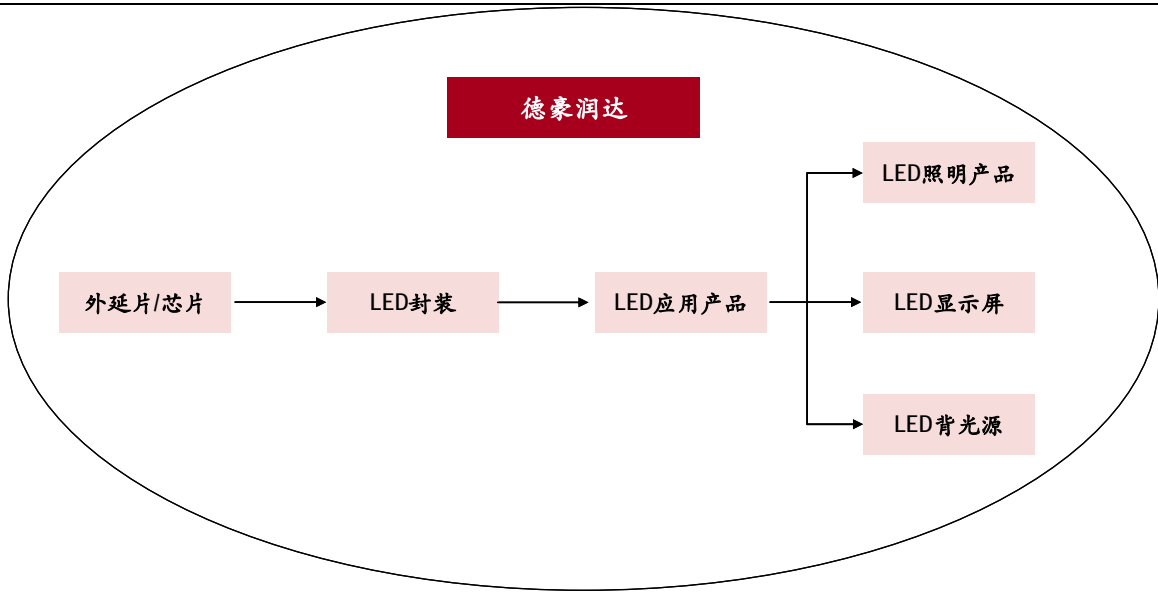
公司的 LED 产品包括 LED 外延片、芯片、器件、路灯、球泡灯、灯管及显示屏等，形成了贯通产业上下游的全产业布局。

图表 22.德豪润达 LED 产品



资料来源：公司数据

图表 23. 德豪润达的 LED 产业布局

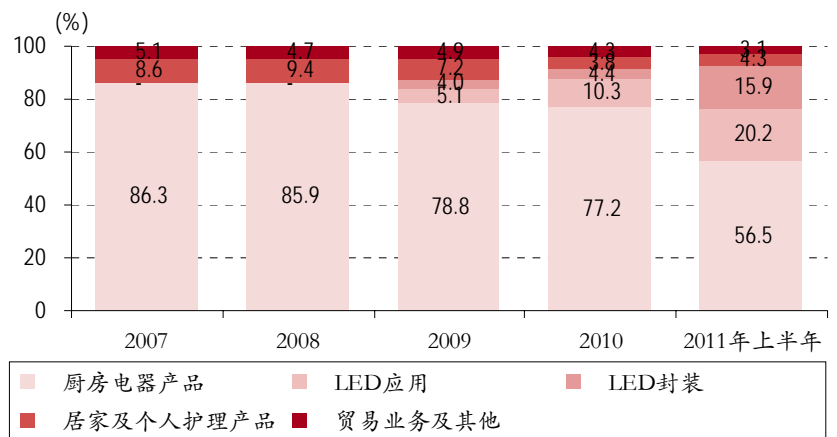


资料来源：公司数据及中银国际

我们认为公司的 LED 产业布局已经开始显现成效，并且即将进入 LED 布局成果显现期。从产品结构上来看公司的 LED 产品的比重不断上升，2009 年公司 LED 应用和封装产品在主营业务中的占比分别为 5.0% 和 4.0%，LED 产品总占比为 9.1%，至 2011 年上半年公司的 LED 应用和封装产品在主营业务中占比分别达到 15.9% 和 20.2%，LED 产品总占比达到 36.1%。

我们认为在未来公司的小家电业务将借助规模、客户优势，继续维持稳定增长，而随着公司的投资的 MOCVD 机陆续到位投产及照明市场启动，LED 产品在主营业务中的比重将不断上升。LED 产品将成为驱动其主营业务成长的主要动力。

图表 24. 德豪润达产品结构变化



资料来源：公司数据

客户储备与强大的渠道能力是LED业务的保障

我们认为LED市场爆发之时，渠道争夺将成为决定LED照明从业厂商成败的重要因素。拥有覆盖全面的渠道，将有利于产品迅速进入市场抢占有利先机。

公司依托传统的家电业务积累了一批世界一流的家电企业客户，并与主流家电渠道商保持良好的合作关系。公司的小家电生产多年来为飞利浦、伊莱克斯、西门子、惠尔普、通用电气、Westinghouse等顶级品牌厂商提供ODM/OEM服务，透过伊莱克斯、Westinghouse公司顺势取得了在北美地区伊莱克斯旗下AEG LED照明产品和欧洲地区Westinghouse的商标使用权，使公司的LED灯具出口具备了品牌优势。而在大陆及南美地区，公司使用自有品牌ETI，以期逐步建立自己的品牌。

同时，由于和国际一流的渠道商沃尔玛、家乐福、Sears、TheHomeDepot等在家电方面的深厚关系积累，使公司的LED灯具取得渠道优势，在市场爆发之时，能够快速进入渠道。

因此在全球市场上，公司具备领先于国内其他企业的品牌与渠道优势，拥有其他企业无法拥有的全球伙伴支持。

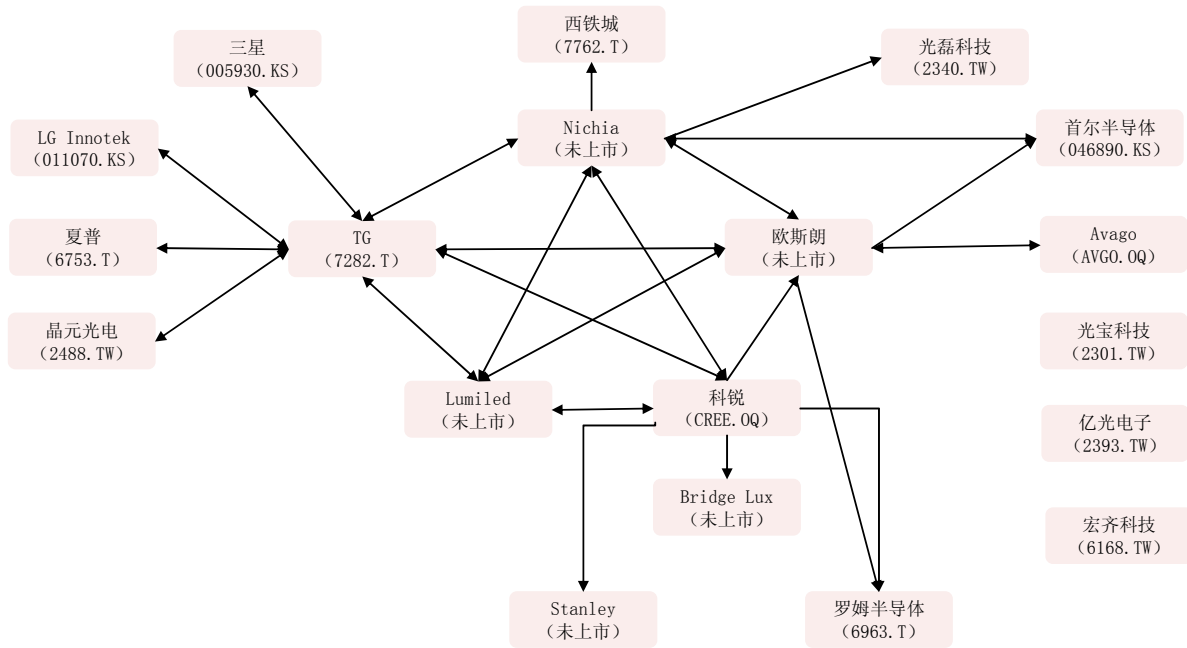
具备专利优势，出口无忧

LED产品尤其是芯片的行业壁垒之一即为专利，目前，核心专利主要由日亚、丰田合成、lumiled、Cree、欧斯朗等控制，他们采取横向进入多个国家，通过授权控制产业链，纵向进行后续专利申请，专利形成了芯片产业最大的壁垒，后进厂商较难进入，即使进入也因专利而受控于五大厂商形成的网络。在这方面，台湾、韩国、中国大陆地区的厂商都受牵制极大，台湾地区受的影响尤其严重。新兴国家的芯片企业出路，要么是获得老企业的授权，要么是通过研发不同的技术打开出路。

德豪润达通过与韩国Epivalley公司共同建立三颐公司，获得了Epivalley所拥有的技术和专利不可撤销授权。Epivalley是韩国著名LED芯片研发制造企业，是韩国三星、LG公司芯片供应商，拥有90多项LED专利技术。因此公司成功的绕开LED专利壁垒，为打开全球市场提供保障。

同时在研发方面，公司招募了来自美国、台湾、韩国先进的技术团队，使公司的研发力量达到国内顶级、国际一流的水准。我们认为专利优势及研发人才的储备将使公司在产品研发及销售方面具备其他企业难以企及的优势。

图表 25. 全球 LED 专利授权情况



资料来源：台湾钻石科技研究中心

技术及成本优势明显，无惧价格战

我们的行业调研显示，公司的产品成本远低于同行业公司。以 LED 灯为例，公司近日正式宣布的二款高性价比的 LED 灯可接受预售，并于 2012 年 1 月实现大规模量产后全球同步上市，该产品依托专利风管散热系统使结构成本下降 20%，公司预计在中国市场大规模推广价与飞利浦 7w 的节能灯零售价基本持平，是全球同等功率的产品中最具价格竞争力的一款产品。

同时德豪润达宣布，公司已批量生产一款核心参数为 4545/350MA、350MW 和 110lm/w 的高功率芯片，填补了国内 LED 照明级芯片的空白。美国 CREE 公司的专家表示，德豪润达芯片的技术水平，已达到国际领先水平。业内相关人士认为，LED 照明产品的能耗仅为白炽灯的 1/10、一般节能灯的 1/2，节能环保效果明显，但其生产成本较高，制约普及推广，德豪润达研发的风管散热系统有效解决了 LED 照明产品生产成成本较高的问题，对 LED 照明产品的推广普及意义重大。

公司的成本优势主要体现在：

1. 规模化生产。公司的全资子公司芜湖德豪润达光电科技有限公司已与美国 Veeco 公司、德国 AIXTRON AG 公司分别签署 70 台、30 台 MOCVD 设备的采购合同；全资子公司扬州德豪润达光电有限公司与美国 Veeco 公司签署 30 台 MOCVD 设备的采购合同。截至 2011 年三季度芜湖德豪润达已到货 MOCVD 设备 48 台，其中 12 台已调试完成开始量产。目前，芜湖基地的 LED 芯片厂、芯片封装厂已经投产，年产 7,000 万只 LED 灯泡的生产厂已经试生产。
2. 全产业链布局带来成本节约。公司的产业链布局从外延片开始直到终端照明产品，因此具备其他企业不具备的成本优势。
3. 公司灯具封装、用料、整体解决方案等的一系列创新设计大大的降低了成本。

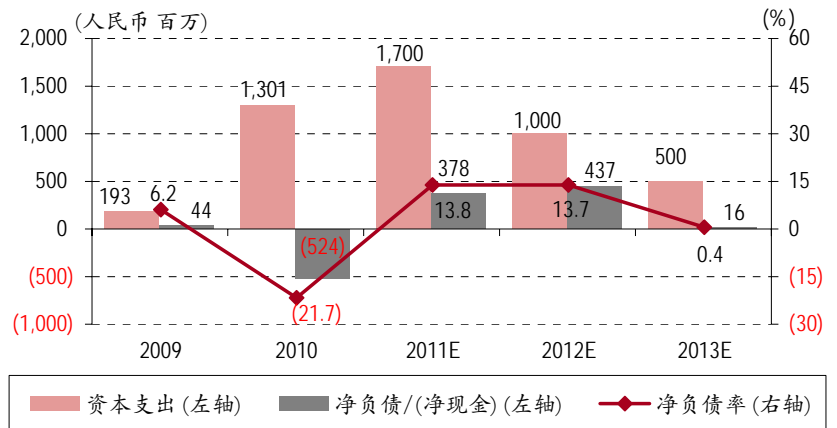
我们认为未来 LED 灯可能会重复小家电等产品的价格趋势，因此可能在一段时间内价格快速下降，而公司的成本优势将使得公司的盈利能力具备持久性。

综上所述，我们认为德豪润达对比其他从业企业的具备难以复制的优势：其一为全产业链覆盖，贯通上下游的布局。对于新进企业尤其是国内新进企业来说，上游芯片行业是重资产行业，而政策对于上游的补贴将逐步退出，因此进入资金壁垒极高；其二公司具备渠道及品牌优势，具备打通全球市场的潜质；其三公司成功的突破专利壁垒，使得出口全球再无障碍；其四全产业链布局及创新能力保证公司具备成本优势。

财务状况

由于公司布局的LED产业是重资产行业，资本支出较重，因此我们判断2011-2012年将处于净负债，但随着LED产品爆发，销售占比不断提高，公司的整体盈利能力增强，预计2013年公司整体财务状况将得到较大改善。

图表 26. 净负债(现金)及资本开支情况



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

投资风险

LED 照明市场爆发晚于预期

如 LED 照明市场爆发显著晚于预期，将有可能使公司的销售收入及盈利不达预期。

公司 LED 芯片产品开发及量产进度慢于我们预期

如公司的芯片开发及量产进度慢于我们预期，将直接影响公司未来的产业转型进度。

产品价格下降快于预期

如 LED 终端产品价格下降快于我们预期，将对公司的盈利能力产生影响。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,922	2,595	3,176	5,058	6,421
销售成本	(1,512)	(2,054)	(2,539)	(3,859)	(4,825)
经营费用	(204)	(347)	(303)	(143)	(90)
息税折旧前利润	206	195	335	1,056	1,506
折旧及摊销	(105)	(113)	(132)	(413)	(519)
经营利润	102	81	203	643	987
净利息收入/(费用)	(23)	(63)	(77)	(105)	(105)
其他收益/(损失)	14	248	383	385	285
税前利润	93	266	509	923	1,167
所得税	(22)	(75)	(112)	(203)	(257)
少数股东权益	(22)	5	8	14	(18)
净利润	49	196	405	734	892
核心净利润	49	196	405	734	892
每股收益(人民币)	0.15	0.41	0.84	1.52	1.85
核心每股收益(人民币)	0.16	0.12	0.33	1.04	1.59
每股股息(人民币)	0.05	0.09	0.34	0.71	1.29
收入增长(%)	n.a	35	22	59	27
息税前利润增长(%)	n.a	(20)	150	217	53
息税折旧前利润增长(%)	n.a	(6)	72	216	43
每股收益增长(%)	n.a	167	107	81	21
核心每股收益增长(%)	n.a	(25)	171	217	53

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	412	1,619	1,122	1,063	1,484
应收帐款	394	624	635	910	1,156
库存	449	679	635	965	1,206
其他流动资产	265	621	664	943	1,184
流动资产总计	1,520	3,543	3,056	3,881	5,031
固定资产	622	1,177	2,769	3,379	3,381
无形资产	56	298	273	250	230
其他长期资产	19	39	37	37	37
长期资产总计	697	1,513	3,079	3,667	3,647
总资产	2,217	5,056	6,135	7,548	8,678
应付帐款	563	849	1,050	1,596	1,996
短期债务	455	820	900	900	900
其他流动负债	491	641	792	1,207	1,511
流动负债总计	1,509	2,311	2,742	3,704	4,407
长期借款	0	275	600	600	600
其他长期负债	4	60	60	60	60
股本	323	483	483	483	483
储备	325	1,890	2,221	2,687	3,095
股东权益	649	2,374	2,704	3,170	3,578
少数股东权益	55	36	28	14	32
总负债及权益	2,217	5,056	6,135	7,548	8,678
每股帐面价值(人民币)	2.01	4.91	5.60	6.56	7.41
每股有形资产(人民币)	1.80	4.27	5.01	6.02	6.91
每股净负债/(现金)(人民币)	0.14	净现金	0.78	0.91	0.03

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	93	266	509	923	1,167
折旧与摊销	105	113	132	413	519
净利息费用	23	63	77	105	105
运营资本变动	(101)	(5)	342	77	(24)
税金	(22)	(75)	(112)	(203)	(257)
其他经营现金流	(97)	(362)	17	(29)	46
经营活动产生的现金流	0	0	964	1,285	1,556
购买固定资产净值	(193)	(1,301)	(1,700)	(1,000)	(500)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	20	(101)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(173)	(1,402)	(1,700)	(1,000)	(500)
净增权益	10	1,508	0	0	0
净增债务	785	1,332	405	0	0
支付股息	(16)	(42)	(167)	(345)	(625)
其他融资现金流	(624)	(695)	0	0	0
融资活动产生的现金流	154	2,104	238	(345)	(625)
现金变动	(19)	703	(498)	(59)	431
期初现金	245	412	1,619	1,122	1,063
公司自由现金流	(196)	(1,465)	(812)	180	951
权益自由现金流	589	(133)	(408)	180	951

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.7	7.5	10.5	20.9	23.5
息税前利润率(%)	5.3	3.1	6.4	12.7	15.4
税前利润率(%)	4.8	10.2	16.0	18.2	18.2
净利率(%)	2.5	7.5	12.7	14.5	13.9
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.5	1.1	1.0	1.1
利息覆盖率(倍)	4.5	1.3	2.6	6.1	9.4
净权益负债率(%)	0.1	净现金	0.1	0.1	0.0
速动比率(倍)	0.7	1.2	0.9	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	126.0	47.2	22.8	12.6	10.3
核心业务市盈率(倍)	118.1	158.4	58.4	18.4	12.0
目标价对应核心业务市	187.9	252.0	92.9	29.3	19.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	9.5	3.9	3.4	2.9	2.6
价格/现金流(倍)	15.0	5.7	8.2	8.7	6.2
企业价值/息税折旧前	30.1	44.7	28.7	9.2	6.1
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	nm	100.2	94.4	75.6	82.1
应收帐款周转天数	74.8	71.6	72.4	55.8	58.7
应付帐款周转天数	106.9	99.3	109.2	95.5	102.1
回报率					
股息支付率(%)	0.3	0.5	1.8	3.7	6.8
净资产收益率(%)	7.6	13.0	16.0	25.0	26.4
资产收益率(%)	3.5	1.6	2.8	7.3	9.5
已运用资本收益率(%)	6.8	0.8	3.3	12.1	18.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

三安光电 (600703.SS/人民币 13.79, 未有评级)
士兰微 (600460.SS/人民币 13.07, 未有评级)
雷曼光电 (300162.SZ/人民币 22.00, 未有评级)
国星光电 (002449.SZ/人民币 19.66, 未有评级)
瑞丰光电 (300241.SZ/人民币 18.09, 未有评级)
鸿利光电 (300219.SZ/人民币 20.85, 未有评级)
乾照光电 (300102.SZ/人民币 21.05, 未有评级)
Veeco (VECO.OQ/美元 24.37, 未有评级)
Aixtron (AIXG.OQ/美元 12.66, 未有评级)
沃尔玛 (WMT.N/美元 57.23, 未有评级)
通用电气 (GE.N/美元 15.65, 未有评级)
三星 (005930.KS/韩元 963,000.00, 未有评级)
西铁城 (7762.T/日元 427.00, 未有评级)
光磊科技 (2340.TW/新台币 12.15, 未有评级)
LG Innotek (011070.KS/韩元 63,400.00, 未有评级)
首尔半导体 (046890.KS/韩元 22,100.00, 未有评级)
Avago (AVGO.OQ/美元 29.86, 未有评级)
晶元光电 (2488.TW/新台币 10.45, 未有评级)
科锐 (CREE.OQ/美元 26.87, 未有评级)
宏齐科技 (6168.TW/新台币 16.75, 未有评级)
罗姆半导体 (ROE.BE/欧元 34.51, 未有评级)

以 2011 年 11 月 18 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371