

证券研究报告

电子

推荐 (首次)

证券分析师

邵青

投资咨询资格编号
S1060205070049
22622740
shaoqing001@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)

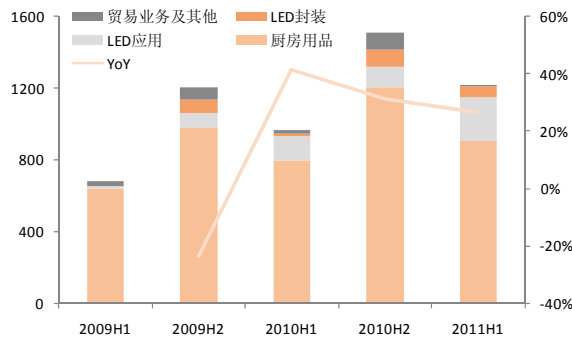
应用不愁，外延心忧

- **小家电巨头切入 LED 全产业链：**公司是国内小家电行业的巨头，2010 年小家电业务营收达 20 亿；从 2010 年初开始订购 MOCVD 炉至今已累计投入超过 60 亿人民币，从事 LED 外延、芯片、封装、显示屏、照明应用的全产业链业务。
- **布局全产业链，步步为营向前推进：**MOCVD 机台逐渐到位，在韩国和台湾团队帮助下开始实现量产；芯片光效接近国际一流水平；封装产能稳步扩张；球泡灯实现同等产品最低价格，路灯屡中政府招标，台灯代工赢得日本订单。
- **路灯显示屏支持短期业绩，长期还看室内照明：**公司路灯产品屡屡中标，显示屏子公司发展良好，明年预计可为公司贡献 10 亿营收；室内照明公司已经表现出强大的产品竞争力，未来利用好小家电业务的品牌和渠道优势，将长期提升公司业绩。
- **风险提示：**1、芯片性能提升速度低于预期；2、终端需求不见提升，政府放缓路灯招标，室内照明拓展乏力。
- **预计公司2011、2012、2013年EPS分别为0.65、1.03、1.70元，12月28日收盘价15.05元，对应11、12、13年PE分别为23、15、9倍。预计公司外延芯片的技术工艺可能还需大半年时间才能充分掌握，届时芯片量产加上渠道成熟，2013年很有可能是公司的业绩爆发年，再考虑到公司的全产业链布局带来的协同效应，给予公司20倍PE，目标价20.6元。**

一、 小家电巨头，LED 新兵

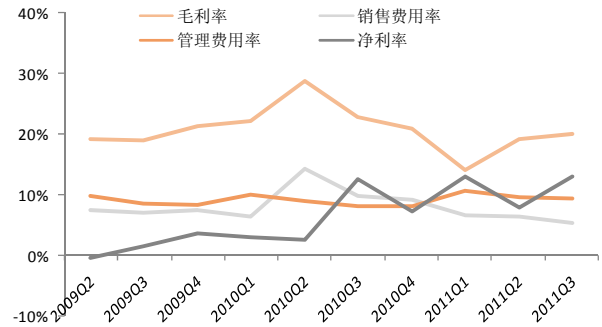
公司是国内小家电行业的巨头，拥有著名品牌“北美 ACA”，产品线中面包机占全球份额五成，咖啡机占北美份额 25%，2010 年小家电业务营收达 20 亿；2009 年以来，公司通过两次增发融资进入 LED 行业，从 2010 年初开始订购 MOCVD 炉至今已累计投入超过 60 亿人民币，从事 LED 外延、芯片、封装、显示屏、照明应用的全产业链业务。

图表1 产品结构持续调整 (百万元, %)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 业务转型, 毛利率波动大 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 LED 全产业链布局, 用家电思路做 LED

公司目前已经拥有 LED 外延、芯片、封装、照明终端产品的制造和销售能力, 采取与国际大厂一样的全产业链模式, 开展 LED 业务。公司目前在芜湖的基地已经到货 48 台 MOCVD 机台, 其中 12 台调试完毕开始量产; 另外扬州厂房正在建设之中, 预计四季度将有部分 MOCVD 到货; 大连、珠海、蚌埠的建设也渐次展开, 公司遍布全国的产业布局开始显现全貌。

图表3 公司遍布全国的产业布局

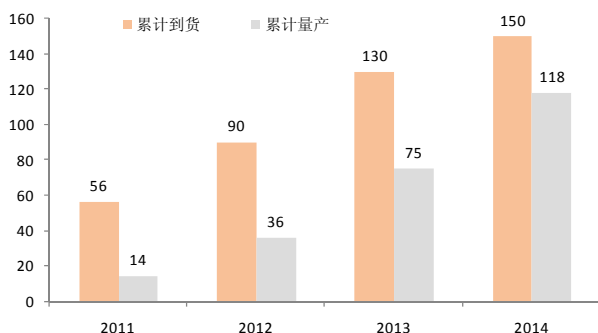
| 城市 | 布局 |
|----|---|
| 芜湖 | 受政策补贴支持, 为公司主要生产基地。预计采购 70 台 Veeco 和 30 台 Aixtron 的 MOCVD 机台, 截止三季报已到货 48 台, 其中 12 台开始量产, 预计截止今年年底将有 16 台投入量产; 另外芯片生产线、封装产线、和灯具全自动生产线也陆续到位, 将成为公司最大的全产业链制造基地。 |
| 扬州 | 预计采购 30 台 Veeco 设备, 四季度开始陆续到货, 是重要的外延基地 |
| 大连 | 主要为芯片生产基地, 公司与大连理工学院合办专业课程, 培养后备人才 |
| 蚌埠 | 从事灯罩、玻璃等配件的制造 |
| 珠海 | 公司本部, 从事灯具设计与制造 |

资料来源: 公司公告, 公司调研, 平安证券研究所

2.1 MOCVD 依次到位，产能逐步释放

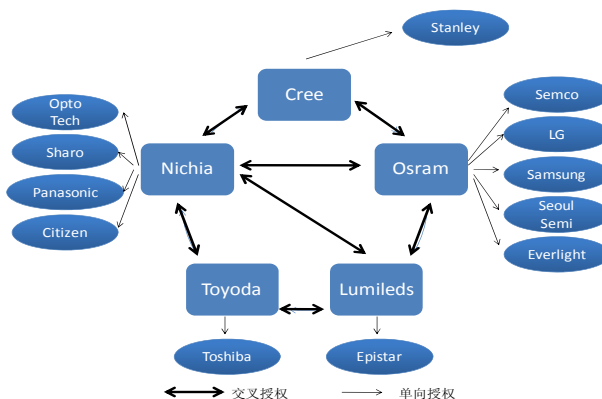
公司从小家电转入 LED 领域，面临的技术壁垒和人才壁垒较高，通过高薪聘请技术团队补充人才队伍，如原 Osram 日本分公司总经理等，包括 Lumileds、Epivalley 专家的知名团队在公司负责 MOCVD 机台的调试和管理。芜湖基地截止三季报已到货 48 台，其中 12 台开始量产（主要为 4 吋 14 片机型，明年可能引入 19 片机），预计截止今年年底将有 16 台投入量产；扬州基地四季度开始陆续到货。MOCVD 机台从厂家运输安装、工程师交货，到调试完毕量产至少需要 5-6 个月，而公司采用 4 吋蓝宝石基板，比国内同行通常采用的 2 吋基板更有难度，再加上公司主要团队均为外聘，整体配合度还有待提升，因此初期调试需要更多时间，现在大致需要 8-10 个月。预计到 2012、2013 年底分别有 47 台、85 台 MOCVD 炉子可以实现量产，月产外延片 5 万、9 万片。

图表4 公司MOCVD到货和量产进度（台，预测值）



资料来源：公司公告，公司调研，平安证券研究所

图表5 五大厂商LED专利授权关系



资料来源：公开信息，平安证券研究所

另外公司与地方政府已有协议，2013 年底前到货的 MOCVD 机台仍然享受 1000 万元/台的补贴，不受政策影响。

2.2 芯片技术紧跟国际一流水平，规避白光专利风险

公司在 10 月 8 日宣布，正装大功率芯片在 350mA 驱动电流下，量产（良率七成）光效达到 110lm/W，而同期全球量产最高光效为 130lm/W；公司目标在 2012 年三季度达到该目标。公司目前芯片以正装 4545、5050 规格为主，预计在明年下半年开始投入倒装芯片的研发。另外公司通过合资，获得韩国 Epivalley 的专利权，Epivalley 原给三星、LG 供应背光芯片，在出口方面的专利问题可以有效规避。

2.3 自建封装产线，掌握核心技术

公司聘请原台湾亿光团队，组建封装产线。目前拥有 100 条生产线，月封装产能 200KK。目前在出口日本的产品中，由于公司自身大功率芯片尚未量产，依照客户要求使用 Lumileds 芯片。封装产线中，公司采用 ASM 等业内高端设备，采购一诤支架、日亚荧光粉等高端原材料，以优秀的品质赢取订单。

2.4 复制小家电基因，优化设计，打通渠道

公司的小家电业务通过十余年的发展，已经具备超过 4000 万台的年产能，其中 ODM 产品面包机全球份额超五成，咖啡机北美份额约为三成；公司多次获得“Red Point”设计大奖，而将时尚设计元

素融入小家电的理念正是公司一直强调的，当用这种方式设计同样具有家居属性的 LED 灯具时，公司可充分复制这一基因；事实上，公司在内部家电研究所中已经设立灯具研究团队，发挥优势。公司拥有全美第六大小家电品牌北美 ACA，在 LED 灯具中（包括户外路灯、室内灯管等）也使用这一品牌，充分利用品牌效应。公司此前积累的渠道优势也是相对其他 LED 应用公司的竞争优势，公司在沃尔玛、家乐福、Kmart 等大型卖场渠道和 Home Depot 等家装渠道经营多年，并且通过租用品牌的方式也能更快获得消费者的认同。

图表6 家电设计快速移植LED灯具



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表7 品牌渠道助公司快速铺货

| | |
|------|---|
| 租用品牌 | WestHouse、Electrolux、Whirlpool 等 (费用：支付总销售额的 2%) |
| 渠道合作 | Walmart、Kmart、Carrefour 等 |
| 品牌市场 | 北美：WestHouse 欧洲：AEG (Electrolux 旗下) 亚太、南美等地：ETI |

资料来源：公司调研，平安证券研究所

2.5 发挥产业链优势，最优控制成本

公司通过优秀的制造能力获得来自日本千万美元级别的台灯订单（客户指定使用 Lumileds 大功率芯片），可以看到公司的成本控制和工艺制造能力已经受到来自日本客户的认可。公司在 10 月 18 日的产品发布会上宣布 3.5W 球泡灯国内外零售价分别为 29.9 元和 9.9 美元，此产品采用“风管散热系统”，通过空气对流导热，可以使用铝制冲压外壳，大量节省散热铝制材料；再加上如玻璃、电源等的节省，整灯物料成本（未计算制造费用和人工费用）仅 9 元人民币。产业链协同效应正是公司的竞争力所在，首先是可以将产业链各段之间的采购成本内部化，将各段的毛利让利给终端客户，不但自产外延、芯片、器件，而且外壳、灯罩、电源灯也由专业部门制作；从而终端成本可以控制到最低。其次公司可以在产业链实现协同创新，全产业链共同为一个创新方案作出努力，形成完整的定制化方案，而将最终产品效应提升，并将综合成本降低。

三、 路灯显示屏支持短期业绩，长期还看室内照明

公司在投资所在地（芜湖、大连、扬州、蚌埠）均已获得当地户外照明订单，包含路灯、隧道灯，并在北京也已经取得突破；根据已公告的芜湖和扬州两地合同，预计未来公司每年路灯订单可获得 5~6 亿订单，由于路灯难度高和政府工程项目的性质，毛利率约为 50~60%。公司收购的深圳锐拓专业从事 LED 显示屏业务，进入南京青奥会、NBA 赛场等中高端应用，2011 上半年营收 1.7 亿，由于 LED 显示屏行业季节性明显，预计全年营收可达 4 亿，明年营收有望突破 5 亿。

公司长期看点还是室内照明，公司的球泡灯性价比在市场上非常具有竞争力。公司聘请原真明丽欧洲区总经理及飞利浦的销售高管参与负责终端销售业务，在国外借助原有小家电品牌和渠道参与国际竞争，在国内通过照明设计师和终端体验店（已开始建设，与小家电

业务重合)推广渠道建设。

四、风险提示

外延及芯片产能释放进度低于预期,产品质量未受下游客户认可,政府放缓路灯招标,室内照明拓展乏力。

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 3543 | 2976 | 3543 | 4659 |
| 现金 | 1619 | 632 | 638 | 823 |
| 应收账款 | 624 | 721 | 914 | 1238 |
| 其他应收款 | 121 | 144 | 183 | 248 |
| 预付账款 | 493 | 569 | 696 | 904 |
| 存货 | 679 | 910 | 1113 | 1446 |
| 其他流动资产 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 1513 | 1892 | 2193 | 2502 |
| 长期投资 | 2 | 3 | 3 | 2 |
| 固定资产 | 604 | 1063 | 1407 | 1743 |
| 无形资产 | 298 | 298 | 298 | 298 |
| 其他非流动资产 | 610 | 528 | 485 | 459 |
| 资产总计 | 5056 | 4868 | 5736 | 7161 |
| 流动负债 | 2311 | 1873 | 2242 | 2846 |
| 短期借款 | 820 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 849 | 1137 | 1391 | 1807 |
| 其他流动负债 | 641 | 736 | 851 | 1039 |
| 非流动负债 | 335 | 275 | 275 | 275 |
| 长期借款 | 275 | 275 | 275 | 275 |
| 其他非流动负债 | 60 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 2646 | 2148 | 2517 | 3121 |
| 少数股东权益 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| 股本 | 483 | 483 | 483 | 483 |
| 资本公积 | 1546 | 1546 | 1546 | 1546 |
| 留存收益 | 339 | 654 | 1153 | 1973 |
| 归属母公司股东权益 | 2374 | 2683 | 3183 | 4003 |
| 负债和股东权益 | 5056 | 4868 | 5736 | 7161 |

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 358 | 241 | 368 | 606 |
| 净利润 | 191 | 315 | 500 | 820 |
| 折旧摊销 | 116 | 88 | 139 | 190 |
| 财务费用 | 63 | 52 | 22 | 22 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -5 | -88 | -292 | -426 |
| 其他经营现金流 | -7 | -125 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -1402 | -354 | -340 | -399 |
| 资本支出 | 1301 | 380 | 340 | 400 |
| 长期投资 | -20 | 1 | 0 | -1 |
| 其他投资现金流 | -121 | 28 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 2104 | -875 | -22 | -22 |
| 短期借款 | 365 | -820 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 275 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 160 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1346 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -42 | -55 | -22 | -22 |
| 现金净增加额 | 1060 | -987 | 6 | 185 |

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2595 | 2886 | 3654 | 4953 |
| 营业成本 | 2054 | 2274 | 2783 | 3614 |
| 营业税金及附加 | 12 | 14 | 18 | 25 |
| 营业费用 | 236 | 245 | 311 | 421 |
| 管理费用 | 212 | 231 | 292 | 396 |
| 财务费用 | 63 | 52 | 22 | 22 |
| 资产减值损失 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 5 | 69 | 229 | 475 |
| 营业外收入 | 277 | 340 | 420 | 590 |
| 营业外支出 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 266 | 409 | 649 | 1065 |
| 所得税 | 75 | 94 | 149 | 245 |
| 净利润 | 191 | 315 | 500 | 820 |
| 少数股东损益 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 196 | 315 | 500 | 820 |
| EBITDA | 185 | 209 | 389 | 686 |
| EPS | 0.41 | 0.65 | 1.03 | 1.70 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 35.0% | 11.2% | 26.6% | 35.5% |
| 营业利润 | -92.8% | 1187.2% | 233.3% | 107.7% |
| 归属于母公司净利润 | 202.9% | 60.8% | 58.8% | 64.2% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 20.9% | 21.2% | 23.8% | 27.0% |
| 净利率(%) | 7.5% | 10.9% | 13.7% | 16.6% |
| ROE(%) | 8.2% | 11.7% | 15.7% | 20.5% |
| ROIC(%) | 2.5% | 3.9% | 6.7% | 10.9% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 52.3% | 44.1% | 43.9% | 43.6% |
| 净负债比率(%) | 41.4% | 12.8% | 10.9% | 8.8% |
| 流动比率 | 1.53 | 1.59 | 1.58 | 1.64 |
| 速动比率 | 1.23 | 1.10 | 1.08 | 1.13 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.71 | 0.58 | 0.69 | 0.77 |
| 应收账款周转率 | 4.97 | 4.23 | 4.47 | 4.60 |
| 应付账款周转率 | 2.91 | 2.29 | 2.20 | 2.26 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.41 | 0.65 | 1.03 | 1.70 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.74 | 0.50 | 0.76 | 1.25 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.91 | 5.55 | 6.59 | 8.28 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 51.1 | 31.8 | 20.0 | 12.2 |
| P/B | 4.2 | 3.7 | 3.1 | 2.5 |
| EV/EBITDA | 51 | 46 | 24 | 14 |

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 $\pm 10\%$ 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：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（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。客户并不能尽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 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257