



买入

34% ↑

目标价格: 人民币 26.05

002005.SZ

原先目标价: 人民币 30.39

价格: 人民币 19.47

目标价格基础: 20.0 倍 2012 年预测市盈率

板块评级: 中立

本报告要点

- 公司 2011 年业绩实现大幅增长。
- 签订 LED 路灯采购框架协议。
- 公司有望受益于 LED 照明市场整体启动。

主要催化剂/事件

- LED 照明市场有望在 2012 年整体启动。
- 公司募投项目产能逐步释放。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	24	21	5.6	7.5
相对新华富时 A50 指数	12	17	(1.7)	18.4

发行股数(百万)	483
流通股(%)	66.71
流通股市值(人民币 百万)	6,263
3 个月日均交易额(人民币 百万)	59
净负债比率(%) (11E)	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
以 2012 年 2 月 28 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

科技: 电子元器件

胡文洲, CFA*

(8621) 2032 8520

eric.hu@bcogroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

* 李鹏为本报告重要贡献者

德豪润达

业务转型效果初现

德豪润达发布业绩快报, 2011 年归属母公司净利润达到 4.05 亿元, 同比增长 107.12%, 业绩大幅增长主要受益于 LED 业务快速成长、募投项目产能逐步释放以及政府补贴比上年增加。公司的营业利润(扣除营业成本及三项费用后)达到 1.65 亿元, 同比大幅增长, 体现了向 LED 业务转型的初步成效。我们看好公司在 LED 照明产业方面的布局, 公司有望在 LED 照明市场启动之机获得业绩增长。我们预计公司 2011-2013 年全年归属母公司净利润分别为 4.05 亿元、6.29 亿元和 8.05 亿元, 基于 20 倍 2012 年预测市盈率, 我们下调公司目标价至 26.05 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 德豪润达发布 2011 年业绩快报, 全年实现归属母公司净利润 4.05 亿元, 同比增长 107.12%, 主要受益于 LED 业务的快速成长, 公司募集资金投资项目产能的逐步释放以及政府补贴比上年增加。公司 2011 年营业利润(扣除营业成本及三项费用后)达到 1.65 亿元, 同比增长 299.74%, 主要由于盈利能力较强的 LED 业务收入增长幅度较大, 同时去年营业利润基数较小。营业利润大幅增长体现了业务转型的效果。
- 公司 2 月 28 日晚间公告, 与北京天旭恒源节能科技有限公司签订 3.95 亿元 LED 路灯采购框架协议, 协议有效期为 1 年, 具体合同执行将按另行签署的购销合同。协议履行有望为 2012-2013 年公司业绩增长带来积极影响。
- 在政策层面, 据 LED 环球在线报道, 中国环资工委主任何学民透露中国环资工委将在“十二五”期间安排 80 亿元中央财政预算外资金采购 400 万盏 LED 高效道路照明产品, 同时将带动不低于 30 亿元的地方配套资金。中央财政的支持有利于中国 LED 照明市场的启动。我们认为公司作为国内 LED 照明产品的领先企业, 有望受益于政策对于行业的推动, 为未来业绩提供增长动力。
- 我们对 LED 照明产品价格变动趋势观察显示, 2011 年 LED 照明产品价格出现较大幅度下跌。LEDinside 观察, 因为 2011 年 4 季度报价大幅下跌, 加上新产品推出效应, LED 照明产品的价格在 2012 年 1 季度平均价格跌幅可望缩小, 但我们判断价格下跌趋势在 1 季度后可能随着技术进步、成本下降而持续。因此我们下调公司 2012-2013 年全年业绩至 6.29 亿元和 8.05 亿元。

评级面临的主要风险

- LED 照明产品价格下跌大幅快于我们预期。
- 公司募投产能后续释放慢于我们预期。

估值

- 我们看好公司在 LED 照明产业链的布局, 公司有望受益于 LED 照明市场启动。我们预计 2011-13 年公司净利润分别为 4.05 亿元、6.29 亿元和 8.05 亿元, 基于 20.0 倍 2012 年预测市盈率, 我们下调公司目标价至 26.05 元, 维持对公司的买入评级。

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	3,067.1	4,483.7	5,880.2
变动(%)	n.a	35.0	18.2	46.2	31.7
净利润(人民币 百万)	49.0	195.7	405.4	629.4	805.1
全面摊薄每股收益(人民币)	0.15	0.41	0.84	1.30	1.67
变动(%)	n.a	167.2	107.1	55.3	27.9
先前预测每股收益(人民币)			0.84	1.52	1.85
调整幅度(%)				(14.3)	(9.7)
全面摊薄市盈率(倍)	128.4	48.1	23.2	14.9	11.7
每股现金流量(人民币)	1.3	3.4	2.3	2.1	2.9
价格/每股现金流量(倍)	15.3	5.8	8.3	9.5	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.7	45.6	25.2	10.7	6.8
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.3	0.7	1.1
股息率(%)	0.3	0.4	1.8	3.7	5.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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	3,067	4,484	5,880
销售成本	(1,512)	(2,054)	(2,452)	(3,480)	(4,449)
经营费用	(204)	(347)	(227)	(80)	(38)
息税折旧前利润	206	195	389	924	1,393
折旧及摊销	(105)	(113)	(132)	(413)	(519)
经营利润(息税前利润)	102	81	257	511	874
净利息收入/(费用)	(23)	(63)	(77)	(105)	(105)
其他收益/(损失)	14	248	291	385	285
税前利润	93	266	471	791	1,053
所得税	(22)	(75)	(71)	(174)	(232)
少数股东权益	(22)	5	5	12	(16)
净利润	49	196	405	629	805
每股收益(人民币)	0.15	0.41	0.84	1.30	1.67
每股股息(人民币)	0.05	0.09	0.34	0.71	1.11
收入增长(%)	n.a	35	18	46	31
息税前利润增长(%)	n.a	(20)	216	99	71
息税折旧前利润增长(%)	n.a	(6)	100	138	51
每股收益增长(%)	n.a	167	107	55	28

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	1,135	992	1,405
应收帐款	394	624	613	807	1,058
库存	449	679	613	870	1,112
其他流动资产	265	621	641	847	1,090
流动资产总计	1,520	3,543	3,002	3,516	4,666
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	36	36
长期资产总计	697	1,513	3,079	3,666	3,646
总资产	2,217	5,056	6,081	7,182	8,312
应付帐款	563	849	1,014	1,439	1,840
短期债务	455	820	900	900	900
其他流动负债	491	641	765	1,088	1,393
流动负债总计	1,509	2,311	2,679	3,427	4,133
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	2,228	2,592	3,000
股东权益	649	2,374	2,711	3,075	3,483
少数股东权益	55	36	31	19	35
总负债及权益	2,217	5,056	6,081	7,182	8,312
每股帐面价值(人民币)	2.01	4.91	5.61	6.36	7.21
每股有形资产(人民币)	1.80	4.27	5.02	5.82	6.71
每股净负债/(现金)(人民币)	0.14	净现金	0.76	1.05	0.20

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	471	791	1,053
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)	345	92	(31)
税金	(22)	(75)	(71)	(174)	(232)
其他经营现金流	(97)	(362)	17	(28)	46
经营活动产生的现金流	0	0	971	1,198	1,461
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
其他融资现金流	144	596	238	(345)	(536)
融资活动产生的现金流	154	2,104	238	(345)	(536)
现金变动	(19)	703	(491)	(147)	426
期初现金	245	412	1,619	1,135	992

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	12.7	20.6	23.7
息税前利润率(%)	5.3	3.1	8.4	11.4	14.9
税前利润率(%)	4.8	10.2	15.4	17.6	17.9
净利率(%)	2.5	7.5	13.2	14.0	13.7
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	3.3	4.9	8.3
净权益负债率(%)	0.1	净现金	0.1	0.2	0.0
速动比率(倍)	0.7	1.2	0.9	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	128.4	48.1	23.2	14.9	11.7
市净率(倍)	9.7	4.0	3.5	3.1	2.7
价格/现金流(倍)	15.3	5.8	8.3	9.5	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.7	45.6	25.2	10.7	6.8
周转率					
存货周转天数	nm	100.2	96.1	77.8	81.3
应收帐款周转天数	74.8	71.6	73.7	57.8	57.9
应付帐款周转天数	106.9	99.3	110.9	99.9	101.8
回报率					
股息支付率(%)	0.3	0.4	1.8	3.7	5.7
净资产收益率(%)	7.6	13.0	15.9	21.8	24.6
资产收益率(%)	3.5	1.6	3.9	6.0	8.8
已运用资本收益率(%)	6.8	0.8	4.6	9.2	16.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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刊载或转发的，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 2 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