中国平安 PING AN 平安证券公司

电子

2012 年 3 月 6 日

德豪润达 (002005)

业绩超预期，接连签大单

推荐（维持）

现价：19.39 元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.gddhrd.com
大股东/持股	德豪电气/13.80%
实际控制人/持股	王冬雷/22.85%
总股本(百万股)	483
流通 A 股(百万股)	322
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	93.69
流通 A 股市值(亿元)	62.47
每股净资产(元)	5.32
资产负债率(%)	60.1

行情走势图

相关研究报告

证券分析师

邵青 投资咨询资格编号 S1060205070049
0755-22622740
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。

投资要点

■ 2011 年度业绩超预期：

公司于 2 月 29 日公布 2011 年业绩快报：2011 年实现营业总收入 30.67 亿元，营业利润 1.65 亿元，利润总额 4.71 亿元，归属上市公司股东的净利润 4.05 亿元，EPS 为 0.84 元，超过我们预期。差异主要来源于对 LED 项目的判断和推测，公司的 LED 应用产品，尤其是路灯产品在各地获得订单较多，销售规模取得较快增长。

■ 路灯、商照拓展顺利：

公司在 2012 年陆续公告数个合作框架协议，涉及 LED 显示屏及 LED 照明产品；上述四个合作协议/方案/合同合计涉及总额达到 12.31 亿元，按年度分布，预计 2012/2013/2014 年分别贡献营收 2.8 亿/3.53 亿/1.63 亿元，按 15%净利率计算，2012 年可贡献 0.42 亿元净利润。

■ LED 行业收益政策推动，有望回暖：

2 月 27 日，有关部分发布两份 2012 年半导体照明产品财政补贴推广项目招标公告，涵盖室内、外 LED 照明产品；首次将室内 LED 照明纳入招标范围，表明政府扶持已经拓展到商用/民用照明领域。3 月初，中国环资委主任透露计划于十二五期间投资 80 亿人民币采购 400 万盏 LED 高效道路照明产品，并有望再带动约人民币 30 亿元的地方配套资金。

■ 上调盈利预测，维持“推荐”评级

我们根据公司最新公告及市场状况上调公司盈利预测，预计2012、2013年公司营收37.19亿元、44.37亿元，实现净利润5.52亿元、7.63亿元，EPS分别为1.18元、1.6元。目前股价对应2011、2012、2013年PE分别为23倍、17倍、12倍，考虑公司面对的广阔市场空间及LED芯片量产预期，维持“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,922	2,595	3,067	3,719	4,437
YoY(%)	-23.8	35.0	18.2	21.3	19.3
净利润(百万元)	65	196	405	562	773
YoY(%)	3.5	202.9	106.7	38.9	37.6
毛利率(%)	21.3	20.9	22.0	23.4	24.0
净利率(%)	3.4	7.5	13.2	15.1	17.4
ROE(%)	10.0	8.2	14.6	16.8	18.8
EPS(摊薄/元)	0.13	0.41	0.84	1.16	1.60
P/E(倍)	145.0	47.9	23.2	16.7	12.1
P/B(倍)	14.4	3.9	3.4	2.8	2.3

正文目录

一、 2011 年业绩超过我们预期 4

二、 路灯、商照拓展顺利 6

- 航美广告集团有限公司 6
- 北京天旭恒源节能科技有限公司 6
- 日本双鸟公司 7
- Shining Image 国际公司 7

三、 政策再次点燃热情，产业有望提前回暖 7

四、 上调盈利预测，维持“推荐”评级 7

图表目录

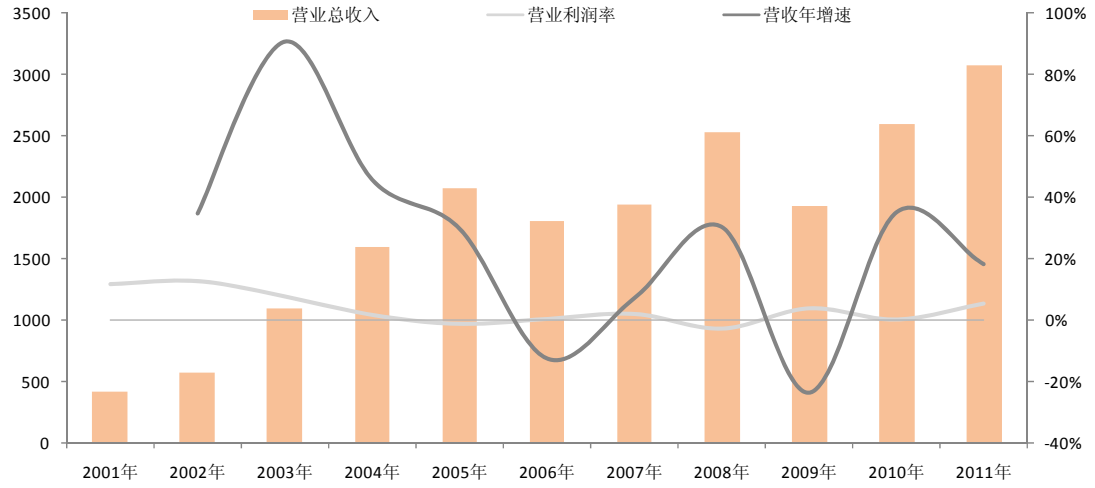
图表 1　公司历年营收、增速，及营业利润率（百万元，%）.....4
图表 2　公司历年净利润，及其增速（百万元，%）.....4
图表 3　公司单季度营业总收入，及当季营业利润率（百万元，%）.....5
图表 4　公司单季度净利润，及当季净利润率（百万元，%）.....5
图表 5　2012 年公告的合作协议.....6
图表 6　分业务营收预测.....7
图表 7　主要财务指标.....8

我们曾在 2011 年末调研公司，发布过调研报告；在进入 2012 年后，公司陆续公布获得财政补贴、签订合作协议、年度业绩快报等公告，我们在此做一小结，作为调研跟踪报告，并展望 2012。

一、 2011 年业绩超出我们预期

公司于 2 月 29 日公布 2011 年业绩快报：2011 年实现营业总收入 30.67 亿元，营业利润 1.65 亿元，利润总额 4.71 亿元，归属上市公司股东的净利润 4.05 亿元，EPS 为 0.84 元，超过我们预期。差异主要来源于对 LED 项目的判断和推测，公司的 LED 应用产品，尤其是路灯产品在各地获得订单较多，销售规模取得较快增长。

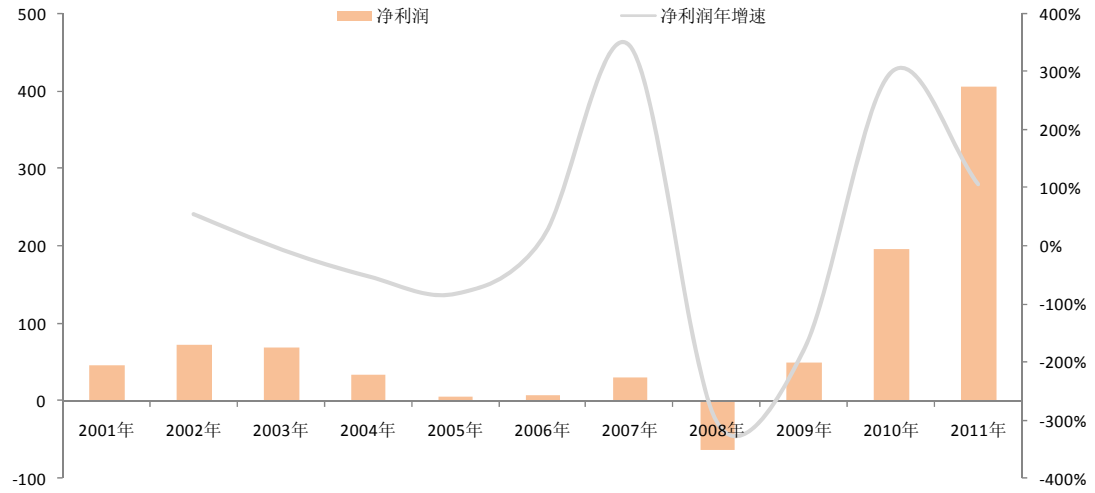
图表1 公司历年营收、增速，及营业利润率（百万元，%）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

由于公司所处的小家电及 LED 行业受宏观环境影响较大，近年来 2008 年金融危机造成 2009 年业绩大幅下滑，而 2010、2011 年则恢复成长。

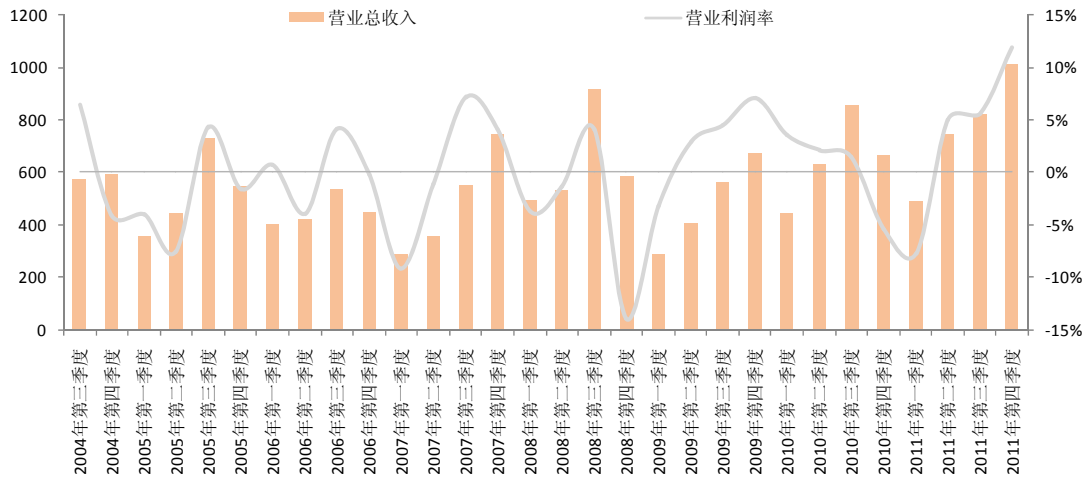
图表2 公司历年净利润，及其增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

纵观公司历史，每年三、四季度为传统销售旺季；由于传统小家电业务毛利率相对较低（2011 中报 13.4%），而新兴 LED 业务毛利率波动非常大，再加上费用率的影响，整体营业利润率波动很大，按单季度计算，2011 年四季度第一次超过 10%。

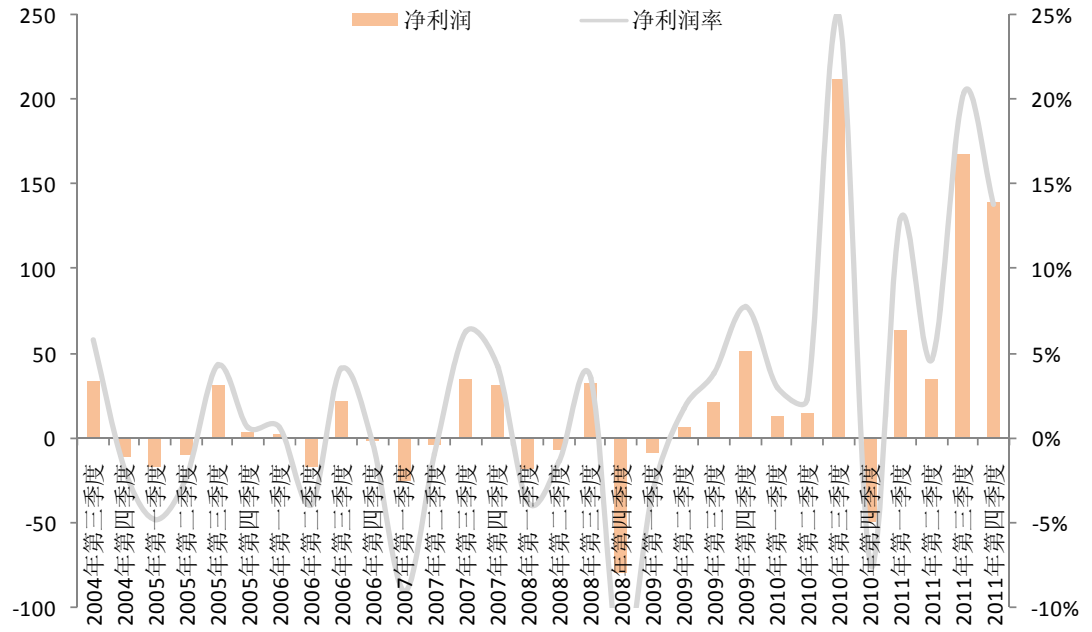
图表3 公司单季度营业总收入，及当季营业利润率（百万元，%）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

较高的综合营业利润率和公司的经营战略息息相关：公司针对低迷的欧美经济和逐步升值的人民币，在小家电业务采取控制成本、低价促销、紧抓销售的办法，以实现营收和利润的稳定成长；另外在 LED 业务中，主要通过大力推广 LED 应用产品先行打开渠道，为未来公司的芯片产能寻求出货的途径。

图表4 公司单季度净利润，及当季净利润率（百万元，%）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、 路灯、商照拓展顺利

公司在 2012 年陆续公告数个合作框架协议，涉及 LED 显示屏及 LED 照明产品，具体如下表：

图表5 2012年公告的合作协议

公告日期	合作对象	合作内容	当前进展
1 月 18 日	航美广告集团有限公司	1、2012 年 4 月之前，航美向公司采购价值 6000 万人民币左右的户内 LED 显示屏； 2、2012~2014 年，公司每年投放 2000 万元在航美的媒体上做广告； 3、2012~2014 年，航美向公司采购价值 2.1 亿元人民币户内 LED 产品用于媒体设备。	签署《采购与合作框架协议》
2 月 28 日	北京天旭恒源节能科技有限公司	向公司采购 10 万套 LED 路灯产品，总金额约为 3.95 亿人民币，协议有效期一年	签署《战略采购协议》
3 月 2 日	日本双鸟公司	2012~2014 年向公司采购达 2.83 亿人民币，主要为 LED 台灯（此前供应产品）、球泡灯、吸顶灯、吊灯、灯管（未来供应产品）	签署《照明业务合作方案》
3 月 2 日	Shining Image 国际公司； 美国沃尔玛公司	通过 SI 向沃尔玛提供 LED 照明产品，包括球泡灯、射灯、PAR 灯等十九种产品；从 2012 年 6 月起的 18 个月不低于 2.83 亿人民币	签署《采购合同》

资料来源：公司公告，平安证券研究所

上述四个合作协议/方案/合同合计涉及总额达到 12.31 亿元，按年度分布，预计 2012/2013/2014 年分别贡献营收 2.8 亿/3.53 亿/1.63 亿元，按 15%净利率计算，2012 年可贡献 0.42 亿元净利润。

与上述公司的合作符合公司一贯的经营思路的风格，其中北京天旭 2011 年向公司采购 LED 路灯产品 2211 万元，2012 年前两月采购 LED 路灯产品 334 万元；日本双鸟公司 2009~2011 三年向公司的采购金额分别为 2532 万、4456 万、8521 万元，其中包括 LED 照明和小家电产品。

简要介绍四个合作公司：

■ 航美广告集团有限公司

中国公司，成立于 2005 年，Nasqad 上市；2010 年营收 2.36 亿美元（合 14.88 亿人民币），亏损 758 万美元（合 4780 万人民币）；截止 2011 年 9 月 30 日，在 37 个机场设立电视屏，904 个点铺设传统传媒广告装置，三季度营收 0.7 亿美元，亏损 0.2 亿美元（合 1.26 亿人民币）。

■ 北京天旭恒源节能科技有限公司

成立于 2011 年，是中国航空工业集团公司下属上市公司中国环保投资股份有限公司（原中油洁能，现改名为中国环投，代码 0260.HK）的子公司。根据 0260.HK 在 2011 年 11 月 10 日的公告，中国环投通过收购 LED 集团，控制天旭恒源，而天旭恒源彼时已订立一项价值 2.3 亿元人民币的服务合同，根据服务内容，天旭恒源将管理一些 BOT 项目，用 LED 路灯替代现有路灯，天旭恒源将按照服务合同每年收取固定的服务年费。根据公告，天旭恒源在 2012 年 6 月 30 日之前带来的合同服务价值最高为 60 亿元，服务合同年限介于 8 年和 20 年之间。0260.HK 将通过增发 12.18 亿股完成募资，已于 2012 年 2 月完成，募集资金 2.44 亿港币，合 2 亿人民币。
上市公司实体 2011 上半年营收，净利润。

■ 日本双鸟公司

成立于 1951 年，以镀金产品制造业起家，20 世纪 80 年代进入了家电产品领域，目前是日本礼品业最大制造商，其中公司 61%的营业额来自礼品业；双鸟小家电以造型轻、设计感十足闻名于日本及欧美高端小家电市场。双鸟从 2009 年开始规模销售 LED 台灯，目前形成台灯、球泡灯、灯管等完整的产品线。双鸟 2011 财年（2010.04~2011.03）实现营收 147 亿日元（合 11.4 亿人民币），净利润 7.3 亿日元（合 0.57 亿人民币）。

■ Shining Image 国际公司

成立于 2005 年，成立于美国的贸易商，主要代理珠宝盒、超声珠宝清洁器、个人护理产品。

三、 政策再次点燃热情，产业有望提前回暖

2 月 27 日，财政部经济建设司、国家发展和改革委员会资源节约和环境保护司、科学技术部高新技术发展及产业化司发布了两份 2012 年半导体照明产品财政补贴推广项目招标公告，招标内容了涵盖室内 LED 照明产品（筒灯、反射型自镇流灯）和室外 LED 照明产品（路灯、隧道灯）。此次招标首次将室内 LED 照明纳入招标范围，表明政府扶持和推动中国 LED 照明产业的方向已经开始从公用照明领域拓展到商用/民用照明领域。

另外，3 月初，中国环资委主任透露，该委员会计划于十二五期间投资 80 亿人民币采购 400 万盏 LED 高效道路照明产品，并有望再带动约人民币 30 亿元的地方配套资金。此项计划将于 10 个省会城市、50 个地级市、100 个县(含省级开发区) 的试点地区分批完成。

据高工 LED 预测，2012 年中国 LED 行业应用产值超过 1504 亿元，同比增长 30%。在国家扶植政策的推动下，下游 LED 路灯和商用照明的旺盛需求将带动国内 LED 行业应用产值的快速增长，未来三年行业增速预计都在 25%以上。

四、 上调盈利预测，维持“推荐”评级

我们根据公司最新公告及市场状况上调公司盈利预测，预计 2012、2013 年公司营收 37.19 亿元、44.37 亿元，实现净利润 5.52 亿元、7.63 亿元，EPS 分别为 1.18 元、1.6 元。

图表6 分业务营收预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营收（百万元）						
小家电	1,622	2,005	2,105	2,231	2,343	2,460
LED	172	364	855	1,378	1,981	2,576
贸易及其他	92	107	108	110	112	116
Total	1,885	2,475	3,068	3,719	4,437	5,151
毛利率						
小家电	19%	14%	15%	14%	13%	12%
LED	39%	30%	40%	39%	37%	36%
贸易及其他	42%	40%	25%	26%	25%	25%
Total	22%	18%	22%	23%	24%	24%

增速						
小家电		24%	5%	6%	5%	5%
LED		112%	135%	61%	44%	30%
贸易及其他		17%	1%	2%	2%	3%
Total		31%	24%	21%	19%	16%

资料来源：平安证券研究所

图表7 主要财务指标

重要财务指标				单位:百万元	
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,922	2,595	3,067	3,719	4,437
YoY(%)	-23.8	35.0	18.2	21.3	19.3
净利润(百万元)	65	196	405	562	773
YoY(%)	3.5	202.9	106.7	38.9	37.6
毛利率(%)	21.3	20.9	22.0	23.4	24.0
净利率(%)	3.4	7.5	13.2	15.1	17.4
ROE(%)	10.0	8.2	14.6	16.8	18.8
EPS(摊薄/元)	0.13	0.41	0.84	1.16	1.60
P/E(倍)	145.0	47.9	23.2	16.7	12.1
P/B(倍)	14.4	3.9	3.4	2.8	2.3

资料来源：平安证券研究所

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1520	3543	3143	3723	4556
现金	412	1619	668	757	1032
应收账款	394	624	767	930	1109
其他应收款	91	121	153	186	222
预付账款	168	493	598	712	843
存货	449	679	957	1139	1349
其他流动资产	5	7	0	0	0
非流动资产	697	1513	1892	2193	2502
长期投资	2	2	3	3	2
固定资产	611	604	1063	1407	1743
无形资产	56	298	298	298	298
其他非流动资产	29	610	528	485	459
资产总计	2217	5056	5035	5916	7058
流动负债	1509	2311	1959	2288	2667
短期借款	455	820	0	0	0
应付账款	563	849	1196	1424	1687
其他流动负债	491	641	763	864	980
非流动负债	4	335	275	275	275
长期借款	0	275	275	275	275
其他非流动负债	4	60	0	0	0
负债合计	1514	2646	2234	2563	2942
少数股东权益	55	36	28	18	7
股本	323	483	483	483	483
资本公积	200	1546	1546	1546	1546
留存收益	128	339	744	1305	2079
归属母公司股东权益	649	2374	2773	3335	4108
负债和股东权益	2217	5056	5035	5916	7058

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	77	358	255	436	678
净利润	71	191	396	552	763
折旧摊销	105	116	88	139	190
财务费用	23	63	29	7	4
投资损失	-2	0	0	0	0
营运资金变动	-101	-5	-134	-262	-278
其他经营现金流	-19	-7	-125	0	0
投资活动现金流	-173	-1402	-354	-340	-399
资本支出	193	1301	380	340	400
长期投资	0	-20	1	0	-1
其他投资现金流	20	-121	28	0	0
筹资活动现金流	154	2104	-852	-7	-4
短期借款	231	365	-820	0	0
长期借款	0	275	0	0	0
普通股增加	0	160	0	0	0
资本公积增加	0	1346	0	0	0
其他筹资现金流	-76	-42	-32	-7	-4
现金净增加额	58	1060	-951	89	275

利润表 单位:百万元

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1922	2595	3067	3719	4437
营业成本	1512	2054	2392	2847	3373
营业税金及附加	6	12	9	11	13
营业费用	141	236	227	316	377
管理费用	161	212	245	298	355
财务费用	23	63	29	7	4
资产减值损失	7	12	1	10	7
公允价值变动收益	0	-0	0	0	0
投资净收益	2	-0	0	0	0
营业利润	74	5	163	230	307
营业外收入	22	277	310	420	590
营业外支出	3	16	9	0	0
利润总额	93	266	464	650	897
所得税	22	75	68	97	135
净利润	71	191	396	552	763
少数股东损益	7	-5	-8	-10	-11
归属母公司净利润	65	196	405	562	773
EBITDA	201	185	280	376	500
EPS（摊薄，元）	0.20	0.41	0.84	1.16	1.60

主要财务比率

会计年度	2009A	2010A A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-23.8%	35.0%	18.2%	21.3%	19.3%
营业利润	6.3%	-92.8%	2955.4%	40.9%	33.8%
归属于母公司净利	3.5%	202.9%	106.7%	38.9%	37.6%
获利能力					
毛利率(%)	21.3%	20.9%	22.0%	23.4%	24.0%
净利率(%)	31.8%	3.4%	7.5%	13.2%	15.1%
ROE(%)	10.0%	8.2%	14.6%	16.8%	18.8%
ROIC(%)	10.0%	2.5%	6.8%	7.0%	7.8%
偿债能力					
资产负债率(%)	68.3%	52.3%	44.4%	43.3%	41.7%
净负债比率(%)	30.08%	41.40%	12.31%	10.73%	9.35%
流动比率	1.01	1.53	1.60	1.63	1.71
速动比率	0.69	1.23	1.12	1.13	1.20
营运能力					
总资产周转率	0.95	0.71	0.61	0.68	0.68
应收账款周转率	5	5	4	4	4
应付账款周转率	2.52	2.91	2.34	2.17	2.17
每股指标（元）					
每股收益(最新摊	0.13	0.41	0.84	1.16	1.60
每股经营现金流(最	0.16	0.74	0.53	0.90	1.40
每股净资产(最新摊	1.34	4.91	5.74	6.90	8.50
估值比率					
P/E	145.00	47.87	23.16	16.68	12.12
P/B	14.45	3.95	3.38	2.81	2.28
EV/EBITDA	44	48	32	24	18

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±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：

此报告旨为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 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

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