2012 年 04 月 17 日

陈奇
C0050@capital.com.tw

目标价(元) 20.0

公司基本资讯

产业别	电子
A 股价(2012/4/16)	16.89
深证成份指数(2012/4/16)	10000.31
股价 12 个月高/低	19.64/14.55
总发行股数 (百万)	583.20
A 股数 (百万)	322.35
A 市值 (亿元)	54.45
主要股东	芜湖德豪投资有限公司(21.04%)
每股净值 (元)	7.02
股价/账面净值	2.41

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-9.19	8.97	-4.25

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

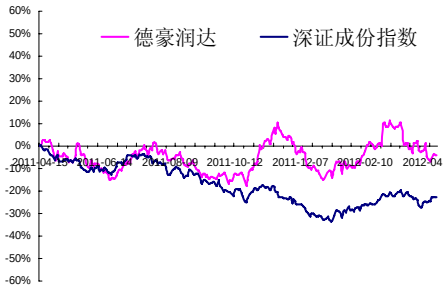
产品组合

小家电产品	65%
LED 产品	30%
贸易	5%

机构投资者占流通 A 股比例

保险公司	1.54%
基金	8.3%
信托公司	2.86%
一般法人	23.01%

股价相对大盘走势



德豪润达(002005.SZ) Buy 买入

转型已显成效、未来垂直整合是最大竞争力

结论与建议：

德豪润达 2011 年实现营收 30.7 亿，YoY 增长 18%，实现净利润 3.92 亿，YoY 增长 100%，基本符合业绩快报。全年业绩大幅增长主要是 LED 产品出货快速增长，且毛利率较高。

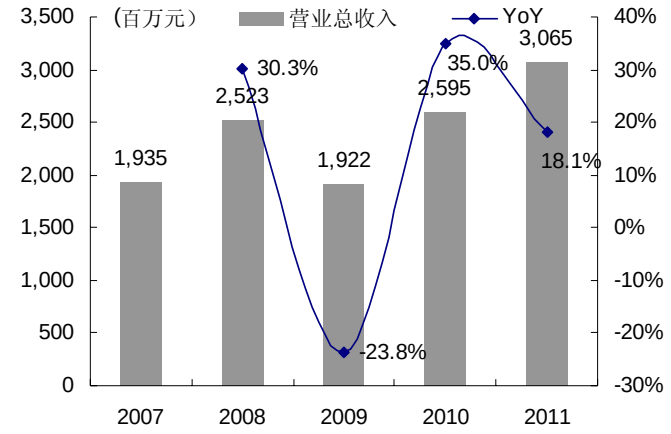
展望 2012 年，公司已成功融资 15.2 亿元，为 LED 产品垂直整合的再进一步奠定了坚实的基础。在 LED 通用照明渐行渐近的时代，公司垂直整合的模式令人期待。综合考量，预计 2012-13 年可实现净利润 5.14 亿、6.02 亿，YoY 增长 31%、17%，EPS 为 0.88 元、1.03 元，对应 PE 分别为 19.2 倍、16.4 倍。我们看好公司的商业模式，给予"买入"建议。

- **产品转型已显成效**：2011 年公司 LED 产品实现营收 9.13 亿，YoY 增长 151%，其中 LED 应用产品实现营收 7.72 亿，YoY 大幅增长 203%。LED 产品全年营收占比提升至 30%，同比提升了 15.3 个百分点。公司的转型战略已取得了显著成效。
- **毛利率持续回升**：由于高毛利的 LED 应用产品营收占比逐步加大，公司全年毛利率同比提高了 2.4 个百分点至 23.3%，其中 4Q11 更是达到了 29.8%，同比提升 14.7 个百分点，环比亦提升了 8.5 个百分点。我们认为 2012 年公司 LED 相关产品营收占比提升至 4 成以上是大概率事件，受惠于此，公司综合毛利率有望继续提升。
- **垂直整合模式值得期待**：公司为大陆唯一一家拥有 LED 外延、晶片、封装到照明终端产品制造和销售管道全产业链的厂商。LED 晶片方面，通过合资，公司不可撤销的获得了韩国 Epivalley 的专利使用权，其中包括核心的 PSS 专利，大大减少了公司 LED 产品出口所面临的专利风险；制造方面，公司在小家电领域耕耘多年，大规模的制造生产的组织管理、成本控制能力超过国内其他 LED 企业；管道方面，传统小家电商超管道可以为 LED 灯具直接复用，公司 LED 产品可以在原有的管道上实现快速铺货。此外，公司的垂直整合结构有利于准备掌控终端市场讯息变化，从而快速调整产品结构和生产规划，规避去库存风险。
- **盈利预测和投资建议**：预计 2012-13 年可实现净利润 5.14 亿、6.02 亿，YoY 增长 31%、17%，EPS 为 0.88 元、1.03 元，对应 PE 分别为 19.2 倍、16.4 倍。给予"买入"建议。
- **风险提示**：产品价格大幅下跌

..... 接续下页 .....

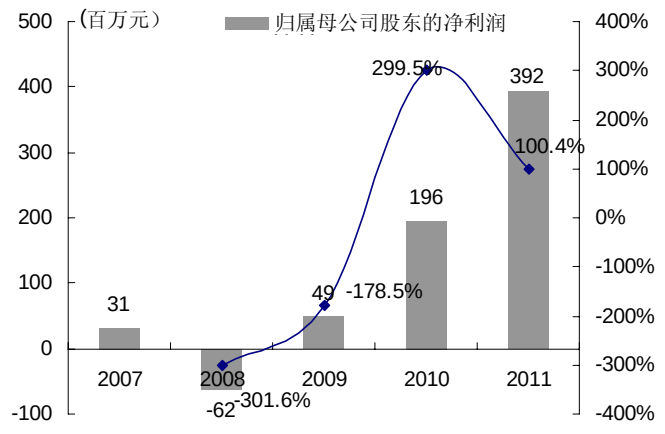
年度截止 12 月 10 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	49	196	392	514	602
同比增减	%	-178.51	299.51	100.44	31.05	17.08
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.08	0.34	0.67	0.88	1.03
同比增减	%	-178.51	299.51	100.44	31.05	17.08
市盈率(P/E)	X	201.11	50.34	25.11	19.16	16.37
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10
股息率 (Yield)	%	0.00	0.00	0.59	0.59	0.59

图 表 1　2007-2011 营收及增速



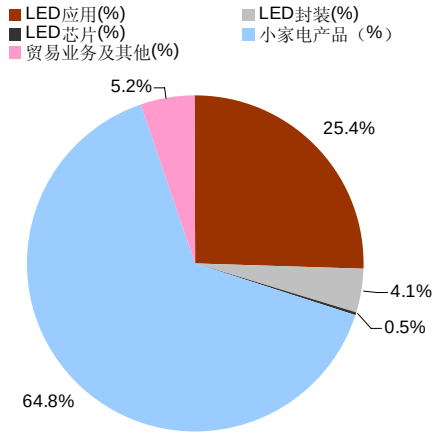
资料来源：公司公告，群益证券

图 表 2　2007-2011 净利润及增速



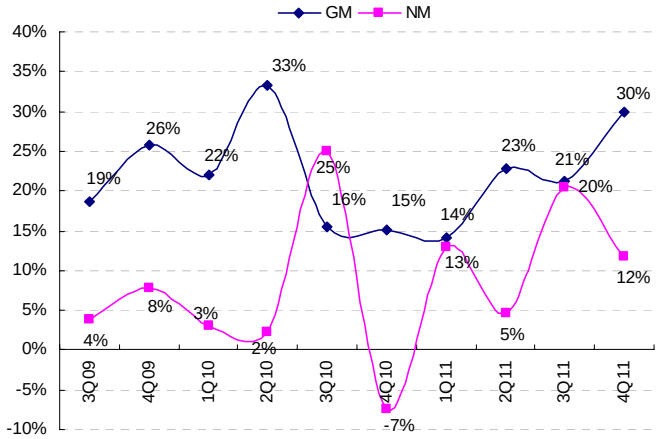
资料来源：公司公告，群益证券

图 表 3　2011 年产品营收占比



资料来源：公司公告，群益证券

图 表 4　季度毛利率 vs. 净利润率



资料来源：公司公告，群益证券

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	1922	2595	3065	3827	4491
经营成本	1512	2054	2351	2917	3356
营业税金及附加	6	12	17	19	27
销售费用	141	236	163	187	207
管理费用	161	212	304	381	449
财务费用	23	63	73	38	36
资产减值损失	7	12	11	14	14
投资收益	2	0	-1	0	0
营业利润	74	5	146	271	403
营业外收入	22	277	311	330	300
营业外支出	3	16	5	5	5
利润总额	93	266	452	596	698
所得税	22	75	67	89	105
少数股东损益	22	-5	-7	-8	-9
归属于母公司所有者的净利润	49	196	392	514	602

附二：合并资产负债表 6

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	412	1619	863	1597	1118
应收账款	394	624	1030	1236	1421
存货	449	679	776	931	1071
流动资产合计	1520	3543	3117	3428	3771
长期股权投资	2	2	6	6	6
固定资产	611	604	1223	1528	1834
在建工程	11	573	1870	1309	916
非流动资产合计	697	1513	3654	4568	5482
资产总计	2217	5056	6771	7996	9253
流动负债合计	1509	2311	3100	3410	3751
非流动负债合计	4	335	945	1134	1248
负债合计	1514	2646	4045	4544	4999
少数股东权益	55	36	30	32	33
股东权益合计	649	2374	2696	3420	4221
负债及股东权益合计	2217	5056	6771	7996	9253

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	77	358	-28	135	248
投资活动产生的现金流量净额	-173	-1402	-1784	-847	-408
筹资活动产生的现金流量净额	154	2104	1028	1523	858
现金及现金等价物净增加额	58	1060	-787	811	698

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。