



持有

7%↓

目标价格: 人民币 6.65

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 9.43

002005.CH

价格: 人民币 7.19

目标价格基础: 30倍 2012年预测市盈率

板块评级: 中立

本报告要点

- 公司 2012 年上半年业绩同比增长 21.50%。
- 2 季度单季实现营业利润扭亏。

主要催化剂/事件

- 公司预计 1-9 月份, 归属母公司所有者净利润受补贴下降和外围市场需求影响同比下降 30%-60%。
- 下游封装厂开始采用公司芯片。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(10)	19	(20)	(14)
相对新华富时 A50 指数	(6)	24	(6)	2

发行股数(百万)	1,166
流通股(%)	55
流通股市值(人民币 百万)	4,635
3 个月日均交易额(人民币 百万)	80
净负债率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
芜湖德豪投资有限公司	25.39

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 8 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

李鹏

(8621) 2032 8313
nigel.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512060002

德豪润达

短期业绩受补贴减少影响

德豪润达 2012 年上半年实现归属母公司所有者净利润 1.24 亿元, 同比增长 21.50%, 主要是由于毛利率同比增长、芜湖生产基地获得政府补贴。公司预计 2012 年 1-9 月份, 归属母公司所有者净利润同比下降 30%-60%。我们认为, 公司的芯片产品在上半年有较大的进步, 主流封装厂已经开始采用公司的芯片。但是短期来看, 公司的业绩仍将受到补贴减少和外围市场需求不佳的影响。我们下调公司 2012 年-2014 年归属上市公司净利润至 2.67 亿元、3.15 亿元和 3.43 亿元, 基于 30 倍 2012 年预测市盈率, 我们下调公司目标价至 6.65 元, 下调公司评级至持有。

半年报要点

- 公司上半年实现营业收入 12.24 亿元, 同比下降 1.01%。其中 LED 应用产品同比增长 26.43%, 但小家电营业收入同比小幅下降。
- 2012 年上半年毛利率上升 6.25 个百分点至 25.55%, 毛利率的恢复主要得益于小家电产品和 LED 封装产品毛利率的上升。
- 公司上半年营业外收入为 1.55 亿元, 主要是来自于芜湖的财政补贴。
- 从单季业绩来看, 公司营业利润扭亏为盈, 实现营业利润 2,177.04 万元。目前公司已经有 20 多台 MOCVD 机开始量产, 我们的产业调研显示, 多家下游封装厂开始试用公司的芯片。我们判断, 今年是公司芯片量产重要的一年。
- 公司预计, 2012 年 1-9 月份归属母公司所有者净利润同比下降 30%-60%, 主要是由于补贴收入的下降和外围市场需求不佳所致。

评级面临的主要风险

- 芯片量产进度和盈利进度慢于我们预期。

估值

- 我们将公司 2012 年-2014 年预测净利润分别从为 4.59 亿元、5.22 亿元和 6.09 亿元下调至 2.67 亿元、3.15 亿元和 3.43 亿元, 基于 30 倍 2012 年预测市盈率, 我们将公司目标价从 9.43 元下调至 6.65 元, 下调公司评级至持有。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	2,595.3	3,065.5	3,166.0	3,702.5	4,276.6
变动(%)	35.0	18.1	3.3	16.9	15.5
净利润(人民币 百万)	195.7	392.3	267.5	315.4	343.3
全面摊薄每股收益(人民币)	0.17	0.34	0.23	0.27	0.29
变动(%)	10.7	100.4	(31.8)	17.9	8.8
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.39	0.45	0.52
调整幅度(%)	-	-	(41.7)	(39.59)	(43.7)
全面摊薄市盈率(倍)	42.8	21.4	31.3	26.6	24.4
每股现金流量(人民币)	3.4	1.8	1.7	1.9	2.2
价格/每股现金流量(倍)	2.1	4.0	4.2	3.8	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.2	11.8	19.3	10.9	9.5
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
股息率(%)	0.5	0.5	1.0	0.7	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2012 年上半年净利润同比增长

德豪润达 2012 年上半年实现归属母公司所有者净利润 1.24 亿元，同比增长 21.50%，主要是由于毛利率同比增长、芜湖生产基地获得政府补贴：

1. 报告期公司实现营业收入 12.24 亿元，同比下降 1.01%。从细分产品来看，占比最大的小家电业务上半年实现营业收入 8.11 亿元，同比下降 5.73%；LED 应用产品同比增长 26.43%；值得注意的是，公司 LED 芯片已经开始出货，我们与产业链下游封装厂商交流得知，主流封装厂已经开始试用公司芯片。
2. 上半年毛利率为 25.55%，同比增长 6.25 个百分点。小家电及 LED 封装产品毛利率分别同比增长 6.55 个百分点和 8.93 个百分点，拉动了整体毛利率上升。
3. 公司销售费用率及管理费用率分别同比增长 1.97 个百分点和 4.79 个百分点，我们判断两项费用率上升主要是 LED 芯片销售费用上涨及公司招聘技术人员和研发花费加大。
4. 公司当期营业外收入 1.55 亿元，主要是来自于芜湖的财政补贴。

整体来看公司上半年净利润增长符合我们预期，但营业利润仍然亏损，主要利润仍然来自于财政补贴。

图表 1. 德豪润达 2012 年上半年财务数据

(人民币, 百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变化(%)
营业收入	1,236.97	1,224.47	(1.01)
营业成本	998.28	911.67	(8.68)
销售费用	77.38	100.67	30.10
管理费用	120.31	177.73	47.73
财务费用	37.94	28.18	(25.73)
营业利润	(0.57)	(5.20)	804.47
营业外收入	134.83	155.03	14.98
营业外支出	1.72	0.63	(63.33)
利润总额	132.54	149.20	12.57
所得税	34.12	27.37	(19.77)
净利润	98.42	121.83	23.78
少数股东权益	(3.89)	(2.48)	(36.19)
归属母公司净利润	102.31	124.31	21.50
比率 (%)			百分点变化
毛利率	19.30	25.55	6.25
销售费用率	6.26	8.22	1.97
管理费用率	9.73	14.51	4.79
财务费用率	3.07	2.30	(0.77)
营业利润率	(0.05)	(0.42)	(0.38)
税率	25.74	18.34	(7.40)
净利润率	8.27	10.15	1.88

资料来源：公司数据

图表 2.德豪润达 2012 年上半年主营产品占比情况

(人民币, 百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变化 (%)
小家电	860.08	810.76	(5.73)
LED 封装	66.12	55.78	(15.64)
LED 应用	241.50	305.34	26.43
LED 芯片	0.00	26.46	N.M
家居及个人护理	47.02	5.27	(88.79)
贸易业务	4.68	8.51	81.84
占比 (%)			百分点变化
小家电	70.53	66.89	(3.65)
LED 封装	5.42	4.60	(0.82)
LED 应用	19.80	25.19	5.39
LED 芯片	0.00	2.18	2.18
家居及个人护理	3.86	0.43	(3.42)
贸易业务	0.38	0.70	0.32

资料来源: 公司数据

从 2 季度单季业绩指标来看, 2 季度公司实现归属母公司净利润 6,288.57 万元, 环比和同比分别增长 2.38% 和 70.43%, 2 季度单季实现营业利润 2,177.04 万元, 改变了 1 季度亏损的状况。

1. 2 季度实现营业收入 6.47 亿元, 环比增长 12.29%, 同比下降 13.20%。我们判断小家电业务下游不景气是造成同比营业收入下降的主要原因。
2. 当季毛利率为 29.09%, 环比和同比分别增长 7.52 个百分点和 6.38 个百分点。
3. 当期管理费用率环比下降 2.10 个百分点, 同比增长 4.49 个百分点。
4. 当期实现营业外收入 5,206.99 万元, 主要来自于财政补贴。

总体来看, 2 季度的营业状况有了比较好的改善。

图表 3.德豪润达 2012 年 2 季度财务数据

(人民币, 百万)	2011 年 2 季度	2012 年 1 季度	2012 年 2 季度	环比变化 (%)	同比变化 (%)
营业收入	746.22	576.78	647.69	12.29	(13.20)
营业成本	576.76	452.39	459.28	1.53	(20.37)
销售费用	45.12	37.65	63.02	67.41	39.67
管理费用	67.38	90.13	87.60	(2.82)	30.00
财务费用	18.26	19.13	9.05	(52.66)	(50.43)
营业利润	37.26	(26.97)	21.77	(180.72)	(41.57)
营业外收入	1.57	102.96	52.07	(49.43)	3,225.82
营业外支出	1.31	0.22	0.41	81.59	(68.95)
利润总额	37.51	75.77	73.43	(3.08)	95.75
所得税	2.72	15.83	11.54	(27.05)	324.18
净利润	34.79	59.94	61.89	3.25	77.89
少数股东权益	(2.11)	(1.48)	(1.00)	(32.82)	(52.67)
归属母公司净利润	36.90	61.42	62.89	2.38	70.43
比率 (%)				环比百分比 变化	同比百分比 变化
毛利率	22.71	21.57	29.09	7.52	6.38
销售费用率	6.05	6.53	9.73	3.20	3.68
管理费用率	9.03	15.63	13.52	(2.10)	4.49
财务费用率	2.45	3.32	1.40	(1.92)	(1.05)
营业利润率	4.99	(4.68)	3.36	8.04	(1.63)
税率	7.26	20.89	15.72	(5.17)	8.47
净利润率	4.94	10.65	9.71	(0.94)	4.76

资料来源: 公司数据

盈利预测及评级

公司上半年总体业绩基本符合我们预期，由于主营业务中占比较高的小家电业务下游需求较弱，造成营业收入下降。目前公司已经有 20 多台 MOCVD 机进入正常生产，我们调研的结果反馈，下游主流封装厂开始陆续试用公司的芯片产品。

公司预计 2012 年 1-9 月份实现归属母公司净利润同比下降 30%-60%，低于我们预期。我们认为，公司的芯片产品已经进入量产阶段，但是短期来看业绩对于补贴的依存度较高。

因此我们下调公司 2012 年-2014 年归属上市公司净利润至 2.67 亿元、3.15 亿元和 3.43 亿元，基于 30 倍 2012 年预测市盈率，我们下调公司目标价至 6.65 元，下调公司评级至**持有**。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	2,595	3,065	3,166	3,703	4,277
销售成本	(2,054)	(2,351)	(2,415)	(2,805)	(3,277)
经营费用	(347)	(355)	(350)	(211)	(242)
息税折旧前利润	195	359	401	687	758
折旧及摊销	(113)	(129)	(253)	(402)	(423)
经营利润(息税前利润)	81	230	148	285	335
净利息收入/(费用)	(63)	(73)	(114)	(94)	(94)
其他收益/(损失)	248	295	286	186	186
税前利润	266	452	320	377	427
所得税	(75)	(67)	(58)	(68)	(77)
少数股东权益	5	7	5	6	(7)
净利润	196	392	268	315	343
每股收益(人民币)	0.17	0.34	0.23	0.27	0.29
每股股息(人民币)	0.04	0.04	0.08	0.05	0.06
收入增长(%)	35	18	3	17	16
息税前利润增长(%)	(20)	184	(36)	93	17
息税折旧前利润增长(%)	(6)	84	12	71	10
每股收益增长(%)	11	100	(32)	18	9

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,619	863	1,991	2,216	2,532
应收帐款	624	1,030	570	666	770
库存	679	776	797	926	1,081
其他流动资产	621	448	608	708	824
流动资产总计	3,543	3,117	3,967	4,515	5,207
固定资产	1,177	3,093	3,852	3,962	4,050
无形资产	298	370	358	346	335
其他长期资产	39	192	188	194	200
长期资产总计	1,513	3,654	4,398	4,502	4,585
总资产	5,056	6,771	8,365	9,017	9,792
应付帐款	849	862	886	1,029	1,202
短期债务	820	1,092	800	800	800
其他流动负债	641	1,146	1,175	1,353	1,568
流动负债总计	2,311	3,100	2,861	3,182	3,569
长期借款	275	539	539	539	539
其他长期负债	60	406	406	406	406
股本	483	483	1,166	1,166	1,166
储备	1,890	2,212	3,367	3,704	4,085
股东权益	2,374	2,696	4,533	4,871	5,251
少数股东权益	36	30	25	19	26
总负债及权益	5,056	6,771	8,365	9,017	9,792
每股帐面价值(人民币)	2.04	2.31	3.89	4.18	4.50
每股有形资产(人民币)	1.77	1.99	3.57	3.87	4.20
每股净负债/(现金)(人民币)	净现金	1.59	-0.56	-0.75	-1.02

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	266	452	320	377	427
折旧与摊销	113	129	253	402	423
净利息费用	63	73	114	94	94
运营资本变动	(5)	(535)	331	(4)	12
税金	(75)	(67)	(58)	(68)	(77)
其他经营现金流	(362)	(49)	24	(17)	7
经营活动产生的现金流	0	2	984	784	886
购买固定资产净值	(1,301)	(1,978)	(1,000)	(500)	(500)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(101)	194	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,402)	(1,784)	(1,000)	(500)	(500)
净增权益	1,508	40	1,524	0	0
其他融资现金流	596	988	(379)	(60)	(70)
融资活动产生的现金流	2,104	1,028	1,144	(60)	(70)
现金变动	703	(754)	1,128	224	316
期初现金	412	1,619	863	1,991	2,216

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.5	11.7	12.7	18.5	17.7
息税前利润率(%)	3.1	7.5	4.7	7.7	7.8
税前利润率(%)	10.2	14.7	10.1	10.2	10.0
净利率(%)	7.5	12.8	8.4	8.5	8.0
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.0	1.4	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	1.3	3.1	1.3	3.0	3.6
净权益负债率(%)	净现金	0.3	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	0.8	1.1	1.1	1.2
估值					
市盈率(倍)	42.8	21.4	31.3	26.6	24.4
市净率(倍)	3.5	3.1	1.8	1.7	1.6
价格/现金流(倍)	2.1	4.0	4.2	3.8	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.2	11.8	19.3	10.9	9.5
周转率					
存货周转天数	100.2	112.9	118.9	112.1	111.8
应收帐款周转天数	71.6	98.5	92.2	60.9	61.3
应付帐款周转天数	99.3	101.9	100.8	94.3	95.2
回报率					
股息支付率(%)	0.5	0.5	1.0	0.7	0.8
净资产收益率(%)	13.0	15.5	7.4	6.7	6.8
资产收益率(%)	1.6	3.3	1.6	2.7	2.9
已运用资本收益率(%)	0.8	4.0	0.7	3.2	3.8

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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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