低点已过，未来业绩将持续走高

买入

目标价格：9.20 元

电子元器件行业研究组

分析师：

沈建锋(S1180512090003)

电话：021-31352152

Email：shenjianfeng@hysec.com

季报摘要：

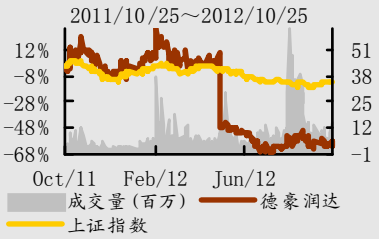
- **德豪润达发布 2012 年三季度报，在之前预告的业绩范围内：**今年前三季度公司实现营业收入 19.45.亿元，同比下滑 5.49%，实现归属于上市公司股东净利润 1.15 亿元，同比下滑 57.41%，在之前预告的下滑 30%~60%范围内。三季度单季实现营收 7.21 亿元，同比下滑 12.23%，归属上市公司股东的净利亏损 888 万元，低于市场预期。
- **同时公司发布全年业绩预告，全年 EPS 为 0.24~0.30 元。**

季报点评：

- **产业布局导致费用过高，补贴减少加剧业绩下滑。**公司加大市场开拓和品牌宣传导致销售费用大幅增长 46%，加大引进高端技术人才、扩大规模导致管理费用大幅增长 46%。同时公司今年前 3 季度确认 1.64 亿元补贴较去年同期将近减半，两者导致公司利润同比大幅下滑。
- **路灯订单释放、芯片产能开出，公司 4 季度业绩将明显好转。**受宏观经济不佳导致路灯采购进度减缓影响，公司前 3 季度路灯收入明显低于预期，但 4 季度公司对在手订单的确认将大幅提升业绩。另外，目前公司芯片品质已被下游逐渐认可，4 季度随着公司芯片产能开出，公司将发挥半导体行业的规模效应，芯片业绩向上弹性大。
- **设备优势和规模效应将助公司后续赶超成为国内 LED 领导者：**影响 LED 芯片企业盈利能力最关键的两个因素是效率和品质，效率决定成本，品质决定价格，小企业难以支撑研发将被淘汰，设备落后企业在成本竞争中也很被动。公司凭借其 4 寸产线的高效性以及已经布局完成的规模优势，未来必将在国内 LED 厂商中的领导者。
- **下调盈利预测，未来三年 EPS 为 0.29/0.46/0.55 元。**预计 2012-14 年公司将实现净利润 3.40、5.36、6.39 亿元，3 年扣非利润复合增长 164%。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2595.29	3065.48	3171.72	4711.37	6470.23
YoY	35%	18%	3%	49%	37%
净利润	190.92	384.91	334.36	527.50	630.02
YoY	168%	102%	-13%	58%	19%
EPS（元）	0.41	0.81	0.29	0.46	0.55
净利率	7%	13%	11%	11%	10%

市场表现



公司数据

总股本（万股）	116640
流通股（万股）	64471
当前股价	6.66
年内最高/最低	10.19/5.51
总市值(亿元)	77.68

相关研究

德豪润达公司点评：公司入围照明补贴推广项目

2012/8/28

德豪润达深度报告：效率和品质优势将助公司后续赶超

2012/8/24

德豪润达深度报告：路灯与商照启动，业绩渐现曙光

2012/8/2

图 1：公司三张报表摘要及财务分析

财务报表预测（单位：百万元）

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**2,595**	**3,065**	**3,692**	**5,695**	**7,158**
YOY	35%	18%	20%	54%	26%
营业成本	2,054	2,351	2,738	4,076	5,195
毛利	542	714	954	1619	1963
% 营业收入	*21%*	*23%*	*26%*	*28%*	*27%*
营业税金及附加	12	17	18	28	36
% 营业收入	*0.5%*	*0.6%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*
销售费用	236	163	196	296	365
% 营业收入	*9.1%*	*5.3%*	*5.3%*	*5.2%*	*5.1%*
管理费用	212	304	354	530	644
% 营业收入	*8.2%*	*9.9%*	*9.6%*	*9.3%*	*9.0%*
财务费用	63	73	60	20	3
% 营业收入	*2.4%*	*2.4%*	*1.6%*	*0.4%*	*0.0%*
资产减值损失	12	11	11	19	23
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资收益	0	-1	-1	-1	-1
营业利润	5	146	313	725	891
% 营业收入	*0.2%*	*4.8%*	*8.5%*	*12.7%*	*12.5%*
营业外收支	261	306	350	250	50
利润总额	266	452	663	975	941
% 营业收入	*10.2%*	*14.7%*	*18.0%*	*17.1%*	*13.2%*
所得税费用	75	67	100	146	141
净利润	191	385	564	829	800
归属于母公司所有者的净利润	196	392	575	843	812
少数股东损益	-5	-7	-11	-14	-12

现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	358	-28	-46	364	681
取得投资收益收回现金	1	0	-1	-1	-1
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产投资	-1291	-1974	-195	240	40
固定资产投资	7	0	-1300	-700	-350
其他	-20	0	9	0	0
投资活动现金流净额	-1359	-1658	-196	240	40
债券融资	640	610	144	-100	-100
股权融资	1508	40	1499	0	0
银行贷款增加（减少）	640	0	-892	-100	-100
筹资成本	63	73	60	20	3
其他	-4	419	0	0	0
筹资活动现金流净额	2103	1026	470	-148	-141
现金净流量	1102	-660	228	456	579

资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	1619	863	1091	1547	2127
应收和预付款项	1238	1453	2264	3311	4063
存货	679	776	825	1173	1423
其他流动资产	0	0	1	1	1
长期股权投资	2	6	6	6	6
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产和在建工程	1177	3093	3635	3635	3635
无形资产和开发支出	298	370	369	368	366
其他非流动资产	0	0	1	1	1
资产总计	5056	6771	8108	9587	10695
短期借款	820	1092	0	0	0
应付和预收款项	1489	1927	2149	2898	3306
长期借款	275	539	739	639	539
其他负债	2367	414	414	414	414
负债合计	2646	4050	3325	3974	4283
股本	483	483	1166	1166	1166
资本公积	1546	1464	2303	2303	2303
留存收益	339	731	1282	2126	2938
归属母公司股东权益	2374	2696	4769	5612	6424
少数股东权益	36	30	20	5	-7
股东权益合计	2410	2726	4788	5618	6418
负债和股东权益合计	5056	6776	8113	9592	10700

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
毛利率	21%	23%	26%	28%	27%
三费/销售收入	20%	18%	17%	15%	14%
EBIT/销售收入	3%	8%	10%	13%	13%
EBITDA/销售收入	8%	12%	17%	20%	19%
销售净利率	7%	13%	15%	15%	11%
ROE	8%	15%	12%	15%	13%
ROA	4%	6%	7%	9%	8%
ROIC	2%	4%	6%	10%	11%
销售收入增长率	35%	18%	20%	54%	26%
EBIT 增长率	-20%	184%	67%	99%	20%
EBITDA 增长率	-4%	85%	76%	80%	19%
净利润增长率	168%	102%	47%	47%	-3%
总资产增长率	128%	34%	20%	18%	12%
股东权益增长率	243%	13%	76%	-898%	87%
经营现金净流增长率	366%	-108%	64%	-898%	87%
流动比率	1.5	1.0	1.9	2.1	2.3
速动比率	1.2	0.8	1.5	1.7	1.9
应收账款周转天数	71.6	176.8	175.0	165.0	160.0

资料来源：Wind，宏源证券

分析师简介:

沈建锋：宏源证券研究所电子元器件行业分析师，复旦大学电子本科，通信硕士、MBA，CFA2 级，2 年证券分析从业经验，6 年电子半导体行业从业经验，2012 年 5 月加盟宏源证券研究所。曾任职于国金证券，电子行业新财富团队成员，个人代表个股德豪润达、东软载波、汉威电子等。

机构销售团队				
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李　倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张　瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张　珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵　佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚　曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李　岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗　云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵　越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃　汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%～20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5％～+5％
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。