

评级：审慎推荐（首次评级）
电子元器件
公司年报点评
证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013
 研究助理 聂杰 S1080112100001
 电话：0755-23977870
 邮件：niejie@fcsc.cn

德豪润达(002005)

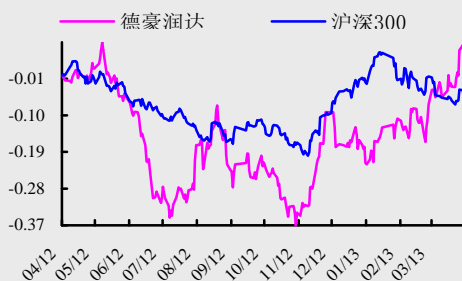
——2012年业绩下滑，垂直整合增强竞争力

交易数据

上一日交易日股价（元）	9.05
总市值（百万元）	10,556
流通股本（百万股）	845
流通股比率（%）	72.42

资产负债表摘要（12/12）

股东权益（百万元）	4,203
每股净资产（元）	3.60
市净率（倍）	2.51
资产负债率（%）	54.03

公司与沪深300指数比较

相关报告

事件：公司公布 2012 年年报，实现营业收入 275,763.78 万元，比上年下降 10.04%，营业利润-2,432.91 万元，比上年下降 116.69%，归属于上市公司股东的净利润降至 16,197.24 万元，比上年下降 58.71%。

点评：

1. 营收略有下降，利润大幅下滑

公司营业收入同比略微下降 10.04%，但营业利润和扣非后净利润分别为-2,432.91 万元和-2,600.92 万元，得益于非经常性损益，公司净利润降至 16,197.24 万元，只同比下降 58.71%。

营收下降主要是 LED 行业持续低迷，芯片及封装产品价格均出现较大幅度的下滑，小家电业务受欧美经济低迷影响，需求不旺，订单萎缩导致。而利润的大幅下滑则主要是由于费用和资产减值损失的增加，其中因 LED 业务拓展支出的销售费用就较 2011 年增长了 40.91%，达到近 2.3 亿元。另外，管理费用及财务费用也较上年出现了不同程度的上升，同比增长了 11.89%和 16.6%。而主要由于逾期款项而增加的资产减值损失则同比增加了 34.55%，达到 1,535.6 万元。



图表 1: 利润表主要变化项目

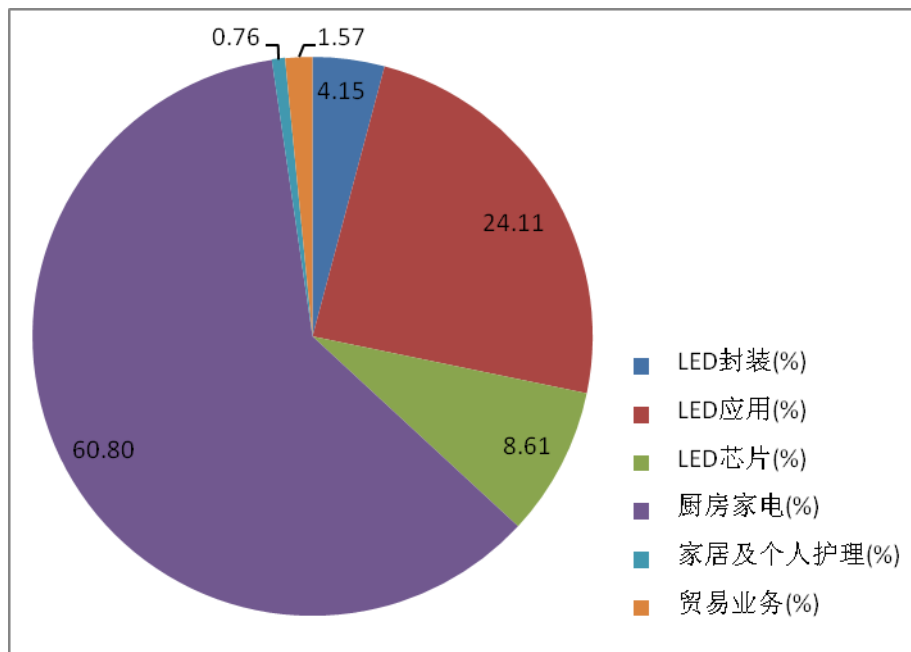
项目	2012 年	2011 年	同比增减 (%)
营业总收入	2,757,637.81	3,065,480.71	-10.04
销售费用	229,866.54	163,125.14	40.91
管理费用	339,896.76	303,784.79	11.89
财务费用	85,620	73,430.55	16.60
资产减值损失	15,356.31	11,413.26	34.55

数据来源: 公司公告, 第一创业证券整理

2. LED 芯片开始贡献利润

公司在芜湖、扬州、大连等地的子公司陆续开始投产, 使公司的 LED 芯片业务在 2012 年出现了大幅增长, 营业收入达到 2.35 亿元, 同比增长了 1492.95%, 毛利率同比增加 45.66%, 达到 27.46%, 而下游的封装段的营业收入则出现了小幅下滑, 同比下降 9.77%。由此可见, 芯片的投产除了可以为下游的封装和应用保证了货源以外, 还额外贡献了利润。

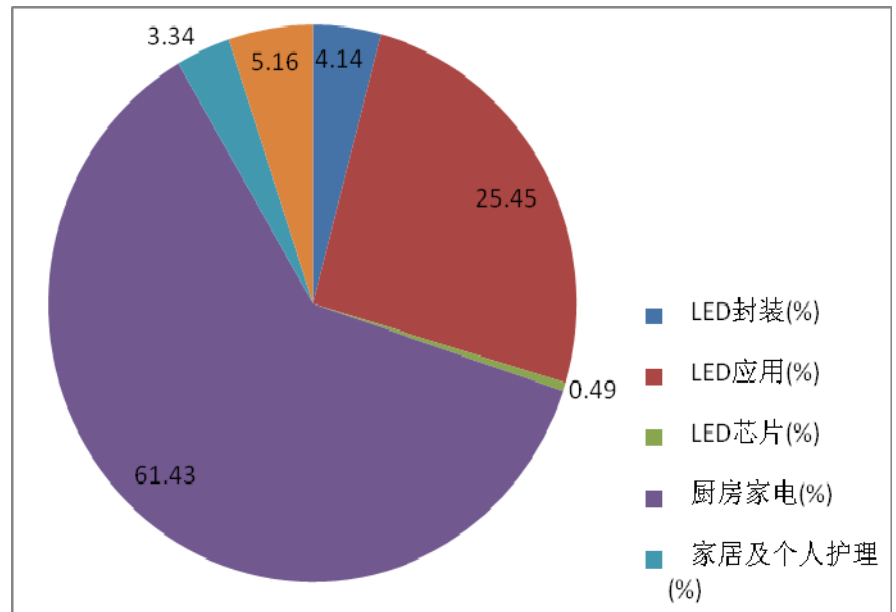
图表 2: 2012 年主营业务营业收入占比



数据来源: 公司公告, 第一创业证券整理



图表 3: 2011 年主营业务营业收入占比



数据来源: 公司公告, 第一创业证券整理

3. LED 产业链垂直整合将增强竞争力

自去年公司自收购了雷士照明 8.24%的股权后(且正在谋求成为其第一大股东),公司就拥有外延、芯片、封装、照明终端产品和销售渠道的全产业链布局,全产业链垂直整合战略不但能够获得明显的成本优势,而且还可以准确把握终端市场信息,降低产业链过度采购带来的库存风险等优势。

除此之外,公司还拥有了技术创新、成本管理、市场及由小家电行业多年积累起来的经验经营等业务协同的优势,这将有利于增强公司的竞争力。

4. 盈利预测

基于 LED 产品价格的持续下降,我们预计未来两年内将会启动 LED 家庭通用照明市场,公司具备技术和全产业链布局的优势,其 LED 业务也将继续高速增长。在此前提下,我们预测 2013-2015 年公司盈利为每股收益 0.3, 0.45, 0.68 元,对应上一个交易日股



价 9.05 元的 PE 分别为 30, 20, 13 倍, 首次给予 “审慎推荐” 的投资评级。

图表 3 公司主营收入和毛利率预测一览表

	2012A	2013E	2014E	2015E
一、LED 封装				
收入(千元)	113,477.99	158,869.19	222,417	311,384
增长率(%)	-9.77	40.00	40.00	40.00
毛利(千元)	9,387.45	12,954.68	18,137	25,391
毛利率(%)	8.27	8.15	8.15	8.15
二、LED 应用				
收入(千元)	658,653.97	1,514,904.13	2,272,356	3,181,299
增长率(%)	-14.70	130.00	50.00	40.00
毛利(千元)	266,826.40	603,027.66	874,390.11	1,250,377.86
毛利率(%)	40.51	39.81	38.48	39.30
三、LED 芯片				
收入(千元)	235,307.95	611,800.67	917,701.01	1,330,666
增长率(%)	1,492.95	160.00	50.00	45.00
毛利(千元)	64,613.73	158,303.64	229,540	328,243
毛利率(%)	27.46	25.88	25.01	24.67
四、厨房家电				
收入(千元)	1,661,183.58	1,827,301.94	1,973,486	2,131,365
增长率(%)	-10.88	10.00	8.00	8.00
毛利(千元)	299,848.65	329,833.52	356,220.20	384,717.81
毛利率(%)	18.05	18.05	18.05	18.05
五、家居及个人护理				
收入(千元)	20,884.75	22,973.23	26,419.21	30,382.09
增长率(%)	-79.40	10.00	15.00	15.00
毛利(千元)	3,164.77	3,449.60	3,898.05	4,482.75
毛利率(%)	15.15	15.02	14.75	14.75
六、贸易业务				
收入(千元)	42,897.35	49,331.95	56,731.75	65,241.51
增长率(%)	-72.58	15.00	15.00	15.00
毛利(千元)	14,240.30	16,803.55	18,988.02	21,456.46
毛利率(%)	33.20	34.06	33.47	32.89
七、合计				
收入(千元)	2,732,406	4,185,181	5,469,111	7,050,337
增长率(%)	-9.95	53.17	30.68	28.91
毛利(千元)	658,081	1,124,373	1,501,173	2,014,669
增长率(%)	-4.50	70.9	33.5	34.2
毛利率(%)	24.1	26.9	27.4	28.6
成本(千元)	2,074,324	3,060,808	3,967,938	5,035,669
成本增长(%)	-11.6	47.6	29.6	26.9



数据来源：公司公告，第一创业证券

图表 4 预测利润表

	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入(千元)	2,757,638	4,185,181	5,469,111	7,050,337
增长率(%)	-10.0	51.8	30.7	28.9
二、营业总成本(千元)	2,781,204	3,931,002	4,987,515	6,226,597
营业成本(千元)	2,093,864	3,060,808	3,967,938	5,035,669
营业税金及附加(千元)	16,600	25,194	32,922	42,441
销售费用(千元)	229,867	306,998	401,179	517,167
管理费用(千元)	339,897	438,473	487,040	533,675
财务费用(千元)	85,620	86,476	87,341	88,214
资产减值损失(千元)	15,356	13,053	11,095	9,431
三、其他经营收益(千元)	-763	0	0	0
投资净收益(千元)	-635	0	0	0
四、营业利润(千元)	-24,329	254,179	481,596	823,741
加：营业外收支(千元)	224,439	157,107	125,686	100,549
五、利润总额(千元)	200,110	411,286	607,282	924,289
减：所得税(千元)	41,031	61,693	91,092	138,643
六、净利润(千元)	159,079	349,593	516,190	785,646
减：少数股东损益(千元)	-2,894	-3,183	-3,502	-3,852
归属于母公司净利润(千元)	161,972	352,777	519,691	789,498
总股本(千股)	1,166,400	1,166,400	1,166,400	1,166,400
摊薄后每股收益(元)	0.14	0.30	0.45	0.68
PE	65	30	20	13

数据来源：公司公告，第一创业证券

5. 风险提示

- 1、LED 行业回暖缓慢，通用照明市场启动低于预期；
- 2、产业链垂直整合不达预期。

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135