



谨慎
买入

14% ↑

目标价格: 人民币 11.41

原评级: 持有 原目标价格: 人民币 6.65

002005.CH

价格: 人民币 10.00

目标价格基础: 40 倍 2013 年预测市盈率

板块评级: 中立

本报告要点

- 雷士照明为公司打开芯片产能出海口。
- 照明价格下跌引导需求逐步释放。
- 芯片厂商将进一步整合。

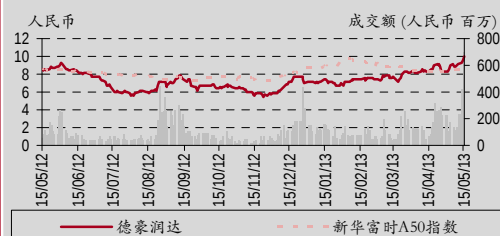
我们的观点有何不同?

- 今年下半年 LED 产品价格将进一步下跌逐步引导需求释放。
- 芯片厂商整合将加速。

主要催化剂/事件

- LED 照明产品需求回暖。
- 雷士照明渠道发力拉动公司销售。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	41	20	34	17
相对新华富时 A50 指数	45	19	47	19

发行股数(百万)	1,166
流通股(%)	72.42
流通股市值(人民币 百万)	8,447
3 个月日均交易额(人民币 百万)	105
净负债率(%) (2013E)	0.3
主要股东(%)	
芜湖德豪投资有限公司	21.04

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 5 月 15 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

nigeli.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512060002

德豪润达

一体化战略成形

我们认为, 德豪润达整合雷士照明为自身庞大芯片产能找到出海口, 初步形成了一体化战略架构。在价格下降推动下游需求渐近爆发点的时刻, 上下游产业链的一体化架构将有利于公司利用下游强势渠道和品牌把握需求启动。今年上半年可以视作德豪与雷士整合的缓冲期, 下半年业绩有望开始受到整体拉动。我们预计公司 2013 年-2015 年归属母公司净利润分别为 3.33 亿元、4.79 亿元和 6.32 亿元。基于 40 倍 2013 年预测市盈率, 我们上调公司目标价至 11.41 元, 考虑到估值原因, 我们将评级由持有上调至谨慎买入。

支撑评级的要点

- 收购雷士照明(2222.HK/港币 2.31, 未有评级)为德豪润达的芯片产能打开出海口。合作模式: 1.雷士照明放代工订单给德豪润达(目前使用德豪或外购芯片); 2.雷士开放自有渠道给德豪品牌产品。
- 终端价格下跌将引导需求逐步释放。如三星、科锐、欧司朗等国际一线厂商都开始上架较低价格的产品。我们判断, 下半年 LED 照明产品的价格将进一步下降, 引导需求逐步释放。
- 芯片厂商的整合将进一步加速。具备下游终端品牌和渠道的厂商有望成功卡位。

评级面临的主要风险

- LED 芯片品质不达标的技术风险; 产品价格剧烈下降带来的毛利率风险。

估值

- 我们将 2013 年-2014 年归属上市公司净利润预测从 3.15 亿元和 3.43 亿元上调至 3.33 亿元和 4.79 亿元, 基于 40 倍 2013 年预测市盈率, 我们将公司目标价由 6.65 元上调至 11.41 元, 评级上调至谨慎买入。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	3,065.5	2,757.6	4,013.2	5,489.4	7,413.2
变动(%)	18.1	(10.0)	45.5	36.8	35.0
净利润(人民币 百万)	392.3	162.0	332.8	478.9	632.3
全面摊薄每股收益(人民币)	0.34	0.14	0.29	0.41	0.54
变动(%)	100.4	(58.7)	105.5	43.9	32.0
先前预测每股收益(人民币)			0.27	0.29	
调整幅度(%)			5.5	39.5	
核心每股收益(人民币)	0.1	(0.1)	0.1	0.3	0.5
变动(%)	n.m	(172.5)	n.m	114.4	61.6
全面摊薄市盈率(倍)	29.7	72.0	35.0	24.4	18.4
核心市盈率(倍)	135.4	n.m	75.8	35.3	21.9
每股现金流量(人民币)	0.0	0.1	1.0	0.6	0.7
价格/每股现金流量(倍)	1,932.8	125.9	9.9	17.0	15.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.6	54.6	19.3	11.9	9.2
每股股息(人民币)	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1
股息率(%)	0.4	1.1	0.5	1.0	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

收购雷士打开下游出口、标志一体化初具规模

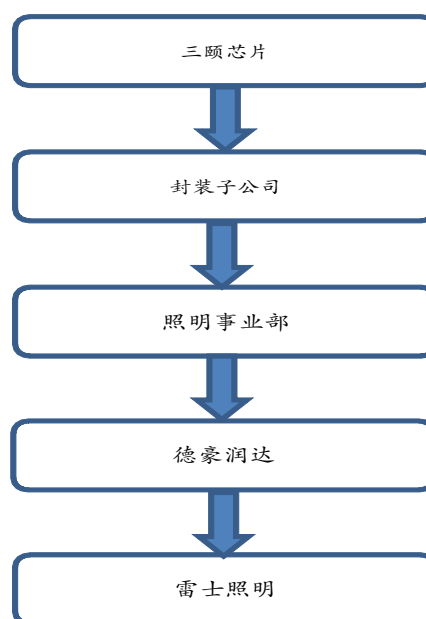
我们认为，德豪润达通过收购雷士照明找到下游的出口，为其庞大的芯片产能打开销售局面。从产业来看，对比台湾和大陆的主要芯片生产厂商，德豪润达的布局最为完善，也最具控制力。在产品质量日益提升后，德豪润达将利用自身的一体化优势，形成从上游到下游的垂直一体化的战略构架。

德豪润达与雷士照明之间的合作主要以以下两种方式进行：1.德豪润达以代工的形式供给雷士照明灯具产品（这其中既有使用德豪自产芯片产品也有使用外购芯片产品）；2.德豪润达的自有品牌（ETI）灯具进入雷士的销售渠道，由购买者自主选择购买。

我们认为德豪润达收购雷士照明的意义在于打通了下游终端出口。从以往的销售模式来看，芯片厂商一方面通过销售芯片给下游封装厂，另一方面通过自销售灯具产品（包括路灯和民用照明产品等）来实现产能消化。在政策性需求主导的时期，由于 LED 照明需求多来自于政府项目性需求，因此芯片厂商直接参与该市场对于品牌和渠道的要求并不高。但是随着商用照明开始启动，再向后展望民用照明市场启动也在不远的将来，这些新生市场对于品牌和渠道要求更高。在芯片产能整体过剩的情况下，如果单一依靠政策性工程需求，势必难以完全消化芯片产能。因此，只有能够掌握下游强势品牌和渠道，才有可能在后续需求启动时获得较精准的市场定位和销售优势，也才能更好的实现下游对芯片产能的拉动。公司过去业绩低落一方面是由于芯片技术仍然有差距，另一方面也是由于下游没有强势的渠道和品牌拉动。而原有的小家电渠道和品牌并没能成功复制到 LED 销售上。

雷士照明是本土少有的几家可以直接与国际大品牌照明厂商抗衡的厂商之一，其在工程类渠道（即主要面向商用照明）上的优势非常明显，目前雷士布局的网点已经超过 3,000 家，LED 照明需求启动时机到来时，雷士利用其原有照明渠道和品牌可以迅速打开需求，拉动德豪的庞大产能。在策略上，雷士照明也把 2013 年定义为 LED 照明的布局年，计划 LED 照明产品在今年的销售占比中达到 20%。

图表 1.德豪润达一体化模式



资料来源：Ledinside、中银国际

价格有望引导市场需求从今年下半年继续回升

我们认为价格是引导 LED 照明市场需求的最重要因素之一。对于普通消费者来说，一次性的购置成本更为重要，在售价具备足够吸引力的时候才会有更多的人采购 LED 灯具。今年以来，由于技术进步的推动 LED 照明产品的价格进一步下降，越来越接近普通消费者的心理承受点。

从 LEDinside 观测的数据看，2013 年 3 月全球取代 40W 的 LED 灯泡零售均价呈现约 3.9% 下降，达到 17.1 美元；中国市场取代 40W 的商品价格下降 2.3%，达到 10.8 美元。3 月份取代 60W 的 LED 灯泡全球均价呈现 6.5% 下跌，达到 24.1 美元；中国市场取代 60W 的商品价格大幅下跌 15.5%，达到 17.1 美元。取代 40W 的商品部分，中国市场本土品牌灯泡最低价已经下跌至 4.1 美元。三星、Cree 分别发布售价低于 15 及 10 美元的 LED 灯泡，欧司朗宣布将于今年 6 月推出 10 欧元(约 13.1 美元)以下的产品，刺激消费者购买意愿，推升 LED 灯泡的市场渗透率。

我们的渠道调研显示，目前 T8 (18W) LED 灯管售价已经接近 60-70 元人民币，而去年同期价格约为 110-120 元人民币。

图表 2.2013 年 3 月 LED 灯泡零售价 (美元)

			高点	低点	平均价	涨跌幅(%)	千流明平均值
2013 年 3 月	40W	日本	26.5	6.8	13.3	(5.0)	27.5
		全球	53.2	4.1	17.1	(4.0)	36.5
	60W	日本	40.0	14.9	25.8	(4.0)	31.3
		全球	48.0	7.6	24.1	(7.0)	29.1

资料来源: LEDinside

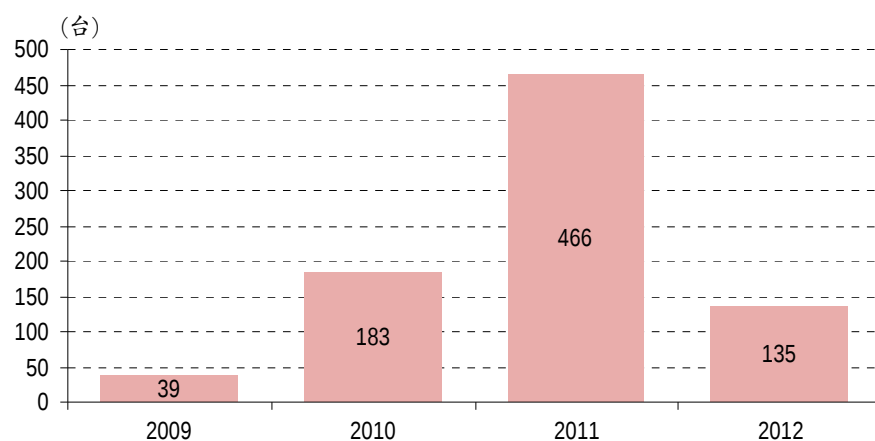
我们判断，下半年 LED 照明产品的价格将进一步下降，越来越来接受大众消费者能接受的心理价位。价格下降将使今年年底的民用市场有启动迹象。从目前情况来看，商用照明已经有启动迹象，部分商户工厂在新装照明和换装照明灯具时，已经开始采用 LED 灯具。总体来看，随着价格下跌，需求大规模启动的时机越来越近。

芯片生产厂商将进一步整合

我们认为，虽然需求已经逐步回暖，但是 LED 上游芯片的产能过剩情况仍然将持续一段时间。上游芯片段的厂商将进一步经历整合和淘汰。2009 年-2011 年大陆新增 MOCVD 装机量分别为 39 台、183 台和 466 台，装机量在 2011 年受到政府补贴的刺激达到了峰值，2012 年由于需求遇冷和产能过剩的双重挤压，再加上政府补贴逐步退出，新增装机量又回落到 135 台。尽管今年以来，市场需求已经有所回暖，但是芯片厂商购买机器的意愿并不十分强烈。但是目前中国仍然有超过 900 台 MOCVD 机，一些规模较小、没有核心技术同时在需求启动时没有好的下游出口的厂商极易被整合淘汰。

相较而言，已经具备规模优势进入主流封装厂供应商序列、拥有自己的下游终端产品出口的厂商更易胜出。

图表 3.2009 年-2012 年大陆 MOCVD 机新增装机量



资料来源: LEDinside

盈利预测与估值

我们看好德豪润达在 LED 产业链上下游所做的一体化整合动作，雷士照明有望为公司整体布局打开下游出海口。如果德豪润达的芯片产品品质能够持续提升，随着需求的逐步启动，雷士的渠道和品牌将拉动德豪润达的芯片销售，并带动一部分德豪润达自有品牌灯具的销售。我们预计雷士今年的情况将随着公司进入正常运营有所改善，目前德豪润达持有 20% 的雷士照明股权，雷士今年有可能为德豪润达贡献部分投资收益。

我们将 2013 年-2014 年归属上市公司净利润预测从 3.15 亿元和 3.43 亿元上调至 3.33 亿元和 4.79 亿元，基于 40.0 倍 2013 年预测市盈率，我们将公司目标价由 6.65 元上调至 11.41 元，评级上调至 **谨慎买入**。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	3,065	2,758	4,013	5,489	7,413
销售成本	(2,351)	(2,094)	(2,970)	(4,029)	(5,398)
经营费用	(355)	(417)	(367)	(365)	(611)
息税折旧前利润	359	247	677	1,095	1,404
折旧及摊销	(129)	(169)	(299)	(491)	(545)
经营利润(息税前利润)	230	77	377	604	859
净利息收入/(费用)	(73)	(86)	(173)	(205)	(205)
其他收益/(损失)	295	208	181	154	105
税前利润	452	200	385	553	759
所得税	(67)	(41)	(58)	(83)	(114)
少数股东权益	7	3	6	9	(13)
净利润	392	162	333	479	632
核心净利润	86	(62)	154	330	533
每股收益(人民币)	0.34	0.14	0.29	0.41	0.54
核心每股收益(人民币)	0.07	(0.05)	0.13	0.28	0.46
每股股息(人民币)	0.04	0.11	0.05	0.10	0.14
收入增长(%)	18	(10)	46	37	35
息税前利润增长(%)	184	(66)	387	60	42
息税折旧前利润增长(%)	84	(31)	174	62	28
每股收益增长(%)	100	(59)	105	44	32
核心每股收益增长(%)	(233)	(173)	n.m	114	62

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	452	200	385	553	759
折旧与摊销	129	169	299	491	545
净利息费用	73	86	173	205	205
运营资本变动	(535)	(411)	399	(449)	(586)
税金	(67)	(41)	(58)	(83)	(114)
其他经营现金流	(49)	90	(24)	(31)	(45)
经营活动产生的现金流	2	93	1,175	687	764
购买固定资产净值	(1,978)	(1,667)	(800)	(500)	(500)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	194	(871)	(750)	0	0
投资活动产生的现金流	(1,784)	(2,538)	(1,550)	(500)	(500)
净增权益	40	1,522	0	0	0
净增债务	1,687	2,826	527	0	0
支付股息	(44)	(132)	(55)	(112)	(161)
其他融资现金流	(655)	(1,526)	791	0	0
融资活动产生的现金流	1,028	2,689	1,263	(112)	(161)
现金变动	(754)	244	888	74	103
期初现金	1,619	863	1,105	1,994	2,068
公司自由现金流	(1,855)	(2,531)	(548)	(18)	59
权益自由现金流	(168)	294	(21)	(18)	59

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	863	1,105	1,994	2,068	2,172
应收帐款	1,030	1,233	1,204	1,647	2,224
库存	776	861	891	1,209	1,619
其他流动资产	448	696	789	1,073	1,442
流动资产总计	3,117	3,895	4,877	5,997	7,457
固定资产	3,093	4,186	4,697	4,718	4,685
无形资产	370	351	429	417	405
其他长期资产	192	771	1,456	1,487	1,532
长期资产总计	3,654	5,308	6,582	6,622	6,622
总资产	6,771	9,203	11,460	12,619	14,079
应付帐款	862	787	1,116	1,513	2,028
短期债务	1,092	1,769	2,116	2,116	2,116
其他流动负债	1,146	442	606	804	1,060
流动负债总计	3,100	2,997	3,837	4,433	5,203
长期借款	539	1,120	1,300	1,300	1,300
其他长期负债	406	855	1,646	1,646	1,646
股本	483	1,166	1,166	1,166	1,166
储备	2,212	3,037	3,488	4,060	4,736
股东权益	2,696	4,203	4,655	5,227	5,902
少数股东权益	30	27	22	13	26
总负债及权益	6,771	9,203	11,460	12,619	14,079
每股帐面价值(人民币)	2.31	3.60	3.99	4.48	5.06
每股有形资产(人民币)	1.99	3.22	3.61	4.12	4.71
每股净负债/(现金)(人民币)	1.59	1.53	1.22	1.16	1.07

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.7	8.9	16.9	20.0	18.9
息税前利润率(%)	7.5	2.8	9.4	11.0	11.6
税前利润率(%)	14.7	7.3	9.6	10.1	10.2
净利率(%)	12.8	5.9	8.3	8.7	8.5
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.3	1.3	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	3.1	0.9	2.2	2.9	4.2
净权益负债率(%)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2
速动比率(倍)	0.8	1.0	1.0	1.1	1.1
估值					
市盈率(倍)	29.7	72.0	35.0	24.4	18.4
核心业务市盈率(倍)	135.4	n.m	75.8	35.3	21.9
目标价对应核心业务市	33.9	82.2	40.0	27.8	21.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	4.3	2.8	2.5	2.2	2.0
价格/现金流(倍)	1,932.8	125.9	9.9	17.0	15.3
企业价值/息税折旧前利	15.6	54.6	19.3	11.9	9.2
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	112.9	142.7	107.6	95.1	95.6
应收帐款周转天数	98.5	149.8	110.8	94.8	95.3
应付帐款周转天数	101.9	109.1	86.5	87.4	87.2
回报率					
股息支付率(%)	0.4	1.1	0.5	1.0	1.4
净资产收益率(%)	15.5	4.7	7.5	9.7	11.4
资产收益率(%)	3.3	0.8	3.1	4.3	5.5
已运用资本收益率(%)	4.0	(0.1)	2.7	4.8	7.3

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，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