德豪润达

LED 芯片业务有望发挥弹性，照明渠道和品牌预计将成为最大看点

Equities

中国
电子元件与设备

12 个月评级	中性
	之前：未予评级
12 个月目标价	Rmb9.20
	之前：-
股价	Rmb8.20
路透代码: 002005.SZ 彭博代码 002005 CH	

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb12.35-7.00
市值	Rmb9.56 十亿/US$1.56 十亿
已发行股本	1,166 百万 (ORDA)
流通股比例	54%
日均成交量(千股)	26,340
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb237.4
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb4.18 十亿
市净率 (12/13E)	2.3x
净债务 / EBITDA	4.2x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/13E	-	0.03	-	0.13
12/14E	-	0.23	-	0.29
12/15E	-	0.45	-	0.37

张 孝达
分析师
S1460513110001
xiaoda.zhang@ubssecurities.com
+86-21-3866 8986

LED 普通照明开始启动

在价格下降和政策刺激双重因素刺激下，LED 普通照明开始启动。根据瑞银预测，2013 年-2015 年全球照明市场总体增速分别是 36%、37%和 38%，其中住宅 LED 照明市场需求同期分别增长 157%、90%和 62%。

LED 芯片业务期待发挥弹性

公司目前已到货 MOCVD 设备 92 台，设备总数量仅次于三安光电，但受制于主客观原因、开工率仅在 50%左右。我们期待在行业景气度恢复的背景下，公司 MOCVD 产能利用率将逐步爬升，理想情况下 2014 年公司芯片产能有望得到充分利用，LED 芯片业务有潜力发挥较大的弹性。

照明渠道和品牌建设预计将成为公司最大看点

2012 年底德豪润以定向增发的方式，战略收购雷士照明 20.24%股份，成为其第一大股东。雷士照明拥有国内最强的销售渠道及品牌优势。德豪润达与雷士在照明业务上的合作包括雷士照明将其拥有的“雷士”及“NVC ”商标许可德豪润达在 LED 光源产品上使用，并对德豪润达开放其销售渠道。公司在海外市场也获得了 AEG、惠而浦等公司品牌授权。通过与国内外富有竞争力的企业合作，我们认为公司在照明渠道和品牌建设上找到了很好的发力点，相关照明产品销售有望进一步放量。

估值：重新覆盖给予“中性”评级，目标价 9.2 元

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.03/0.23/0.45 元，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，在 WACC 假设为 9.7%的情况下，推导出目标价 9.2 元，给予“中性”评级， 2013/14/15 年 PE 分别为 306.7/40.0/20.4 倍。

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	2,595	3,065	2,758	3,337	4,651	5,870	6,666	7,341
息税前利润(UBS)	69	219	62	49	250	489	642	705
净利润 (UBS)	9	131	(16)	31	274	526	668	551
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.01	0.14	(0.01)	0.03	0.23	0.45	0.57	0.47
每股股息 (Rmb)	0.00	0.00	0.05	0.00	0.11	0.13	0.15	0.14
净债务 /(现金)	524	(843)	(1,835)	(960)	(1,262)	(1,178)	(783)	(279)

盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	2.7	7.1	2.3	1.5	5.4	8.3	9.6	9.6
ROIC (EBIT) (%)	5.3	8.0	1.3	0.9	4.7	8.6	10.9	11.9
EV/EBITDA(core)x	32.2	24.5	37.3	47.8	24.6	15.5	12.3	11.4
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	NM	62.0	NM	NM	35.0	18.2	14.3	17.4
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(13.9)	(24.6)	(19.5)	15.7	(1.2)	2.6	6.1	7.3
净股息收益率(%)	0.0	0.0	0.7	0.0	1.3	1.6	1.9	1.7

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。 UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。 估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2014 年 02 月 26 日 17 时 56 分的股价(Rmb8.20)得出；

本报告由瑞银证券有限责任公司编制. **分析师声明及要求披露的项目从第 22 页开始.** UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。
2014/02/27 09:27

投资主题

德豪润达

投资理由

从 MOCVD 设备数量来看，公司目前是国内第二大 LED 芯片厂商，但受制于主客观原因，设备投产数量以及产能利用率较低，总体来看与行业龙头厂商有较大差距。在 LED 行业景气度恢复的情况下，公司 MOCVD 产能利用率有望逐步爬升，LED 芯片业务有潜力发挥较大的弹性。

LED 照明业务上，德豪润达战略收购雷士照明 20.24%股份，成为其第一大股东，未来合作方式包括雷士照明对德豪润达进行品牌授权和渠道开放。由于雷士照明目前具备国内最具竞争力的照明渠道和品牌优势，因此将有助于德豪润达照明产品销售快速放量。另外公司在海外市场也获得了 AEG、惠而浦等知名品牌授权。总体而言，相较于国内其他照明公司，我们认为公司在销售品牌和渠道上找到了最佳着力点。

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.03/0.23/0.45 元，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，在 WACC 假设为 9.7%的情况下，推导出目标价 9.2 元，给予"中性"评级， 2013/14/15 年 PE 分别为 306.7/40.0/20.4 倍。

乐观情景

如果 LED 应用业务毛利率增加 1 个百分点，至 2014 年底 MOCVD 设备满产数量达到 75 台，我们预计 2014 年 EPS 可达 0.26 元，对应每股估值 10.4 元。

悲观情景

如果 LED 应用业务毛利率减少 2 个百分点，至 2014 年底 MOCVD 设备满产数量仅有 65 台，我们预计 2014 年 EPS 可达 0.19 元，对应每股估值 7.6 元。

近期催化剂

芯片产能利用率提升；照明产品销售放量；LED 行业景气度进一步提升。

12 个月评级 **中性**

12 个月目标价 **Rmb9.20**

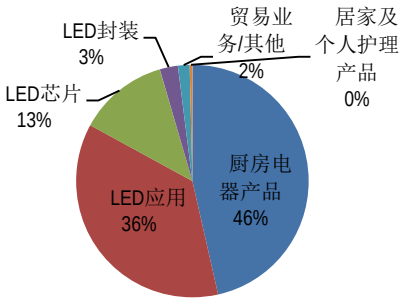
公司简介

德豪润达主营业务包括厨房用小家电 ODM 和 LED 业务。传统小家电 ODM 业务中，面包机占据全球 50%以上份额，咖啡机占据北美 25%以上份额；LED 业务已具备包含外延、芯片、封装光引擎、显示屏应用和照明应用的 LED 全产业链制造能力和销售渠道，其中 MOCVD 机台规划位列全球第三。

行业展望

在价格下降和政策刺激双重因素刺激下，LED 普通照明开始启动。瑞银预测，2013 年-2015 年照明市场总体增速分别是 36%、37%和 38%。受需求回暖、过去两年供给有限影响，LED 芯片供需处于 2010 年之后最佳状态。另外国内 LED 芯片环节整合基本结束，因此在芯片环节我们看好具备规模和技术优势的企业。照明环节由于新进入者众，竞争更加激烈，具备渠道、品牌优势和进入国际巨头代工体系的厂商将更具备竞争力。

收入按业务分布，2013H1 (%)



数据来源：公司财报

各类业务的毛利

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
厨房电器产品	280	300	305	311	317
LED 应用	279	180	334	554	759
LED 芯片	-3	65	117	262	358
LED 封装	11	9	10	11	12
贸易业务/其他	54	14	7	6	6
居家及个人护理产品	5	3	4	4	4

来源:公司财报，瑞银证券估算

张 孝达, 分析师, S1460513110001, xiaoda.zhang@ubssecurities.com, +86-21-3866 8986

2014/02/27 09:27

投资分析

德豪润达自 2009 年进入 LED 行业后，持续实行小家电业务和 LED 业务双主业的发展战略。公司快速切入 LED 照明子领域，并利用其原有海外成熟渠道+品牌租赁销售+国内借力雷士照明渠道的销售模式，成为国内照明厂商中对于品牌和渠道找到最佳发力点的公司；LED 芯片产能也将继续投放，产能利用率有望进一步提升，是公司未来的业绩弹性所在。另外，德豪润达是业内为数不多的产业布局贯穿 LED 产业链的公司，完整的产业链布局利于发挥协同效应。

- LED 照明启动带动行业回暖

得益于 LED 光效大幅提升、价格下降和全球主要国家 LED 照明政策支持，LED 照明已经开始启动。根据瑞银预测，2013 年-2015 年全球 LED 照明市场总体增速分别是 36%、37%和 38%。

- LED 芯片期待发挥弹性

公司目前到货 MOCVD 设备 92 台，从 MOCVD 设备数量来看，公司 LED 芯片产能在国内仅次于三安光电。但设备投产与产能利用率在 50%左右的水平，LED 芯片总体营收规模、盈利情况与龙头厂商存在较大差距。我们期待在行业景气度恢复的背景下，公司 MOCVD 产能利用率将逐步爬升，理想情况下 2014 年 LED 芯片得到充分利用，发挥较大的弹性。

- 借力合作伙伴渠道与品牌优势，LED 照明产品有望快速放量

公司在 2012 年年底战略收购雷士照明 20.24%股份，成为其第一大股东，并在业务上形成紧密的合作关系，包括雷士照明对德豪润达进行品牌授权以及渠道开放。因此在国内，公司将重点倚赖雷士照明优质的渠道与品牌，LED 照明产品预计将快速放量。

在海外市场上，公司也获得了 AEG、惠而浦等知名品牌在欧美市场的授权，这将是公司利用当地成熟知名品牌开拓海外 LED 照明市场的重要一步。

我们重新覆盖德豪润达，预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.03/0.23/0.45，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，在 WACC 假设为 9.7%的情况下，推导出目标价为 9.2 元，给予中性评级，2013/14/15 年 PE 分别为 306.7/40.0/20.4 倍。

2014/02/27 09:27

风险

- 公司 LED 芯片产能投放如果低于预期，将扩大与行业龙头之间的差距，竞争处于不利位置；
- 公司通过雷士照明渠道的照明产品销售以及海外销售依然存在一定不确定性；
- LED 照明行业景气度低于预期。

估值和推导我们目标价的基础

基本假设

- 厨房电器业务收入情况将维持相对稳定；
- LED 芯片产能投放情况，我们假设公司富余的 MOCVD 设备将在 2014 年逐步投入生产，至 2014 年底总开机数将达到 70 台左右；
- LED 应用产品：

  （1） LED 照明将通过雷士照明渠道进一步放量；海外销售借助于 AEG”、“Whilpool”品牌保持相对快速增长。

  （2） 对维美盛景显示屏销售按照合同约定执行。

目标价推导

我们以国内 LED 芯片环节的三安光电、士兰微、阳光照明和勤上光电作为可比公司进行分析，这 4 家公司 2013/14/15 年 PE 市场一致预期均值分别为 47.34/32.60/25.50 倍。公司目前处于经营拐点，如果照明产品放量顺利，有进一步超预期的可能性，而利润率水平也会逐步恢复到相对正常的水平，因此公司 2014/15 年估值水平高于行业平均水平是合理的。

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.03/0.23/0.45 元，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，在 WACC 假设为 9.7%的情况下，推导出目标价 9.2 元，给予“中性”评级， 2013/14/15 年 PE 分别为 306.7/40.0/20.4 倍。

瑞银预期对比市场一致预期

我们对公司 2013/14/15 年 EPS 预测分别低于市场一致预期 76.92%/20.69%/-21.62%，主要基于以下原因：

- 2013年，公司已经公布业绩修正预告，净利润区间在0万元-3240万元，与我们预测基本相符；市场对公司LED芯片产能投放节奏过于乐观，也未进行及时修正。

2014/02/27 09:27

— 2014年，我们对公司LED芯片业务扩产达产情况持谨慎态度，如果产能投放进度低于预期，公司将进一步拉大与三安光电等行业龙头之间的差距；另外，公司通过雷士照明渠道的照明产品销售以及海外销售依然存在一定不确定性。因此我们整体较为谨慎。

图片 1: 瑞银预期对比市场一致预期

	2013E	2014E	2015E
市场一致预期 EPS（元）	0.13	0.29	0.37
瑞银预测 EPS（元）	0.03	0.23	0.45
瑞银对比市场预期	-76.92%	-20.69%	21.62%

来源: WIND，瑞银证券估算； 注：市场一致预期数据截至 2014 年 2 月 25 日

敏感性分析

公司 2014 年业绩对 LED 芯片毛利率和 MOCVD 设备运行机台数比较敏感。我们分析：2014 年 LED 应用业务毛利率每变动 1 个百分点，对公司 2014 年 EPS 的影响是 0.01 元左右；2014 年 MOCVD 设备运行机台数变化 8%，对公司 2014 年 EPS 的影响是 0.01 元。

图片 2: 2014 年预测 EPS 敏感性分析（元）

2014		LED 芯片业务毛利率				
		-2%	-1%	0%	1%	2%
MOCVD 设备运行数量变动	-14%	0.18	0.2	0.21	0.22	0.23
	-7%	0.19	0.21	0.22	0.23	0.24
	0%	0.21	0.22	0.23	0.24	0.25
	7%	0.22	0.23	0.24	0.26	0.27
	14%	0.23	0.24	0.25	0.27	0.29

来源: 瑞银证券估算

LED 行业概况

LED 需求：照明需求启动，背光需求平稳

- **受益于政策推动和价格下降，LED 照明需求启动**

与普通白炽灯相比，LED 照明在节能环保、使用寿命等方面均具备明显优势。在政府政策刺激和价格下降共同驱动下，LED 普通照明开始启动。

政策方面，全球各国均纷纷推出各类禁止销售、生产白炽灯，支持 LED 照明产品普及等政策。其中，2014 年 1 月 1 号，美国开始停止销售应用最为广泛和畅销的 40W/60W 白炽灯，转为推广 LED 灯等能效比较高的照明产品。另

2014/02/27 09:27

外，中国、欧盟和澳大利亚纷纷把白炽灯规制范围从公共照明扩大至民用住宅照明。

价格方面， LED 照明价格在过去两年也呈现出急剧的下降趋势。根据 LEDinside 数据显示，2013 年取代 60W 和 40W 白炽灯的 LED 灯泡最低平均售价比两年前分别下降了 42%和 68%。价格的下降也使得 LED 照明相对于白炽灯具备经济效益，也与节能灯逐步接近。

LED 照明首先在年照明小时数较长的耗能商业、公用场合显现，家居照明从 2013 年开始出现明显的放量。根据瑞银全球照明市场预测，2013 年-2015 年照明市场总体增速分别是 36%、37%和 38%。其中增速较快的是住宅、工业、室外、写字楼等领域。

- **LED 背光需求趋于平稳**

LED 背光渗透率已经较高，即使此前渗透率较低的 LED 背光电视，我们预计其渗透率在 2013 年也将达到 90%以上。因此全球对 LED 背光需求已经处于平稳增长阶段，根据瑞银全球 LED 需求模型预测，2014/2015 年 LED 背光需求分别增长 11%和 2%。

LED 产业链概况

德豪润达相关业务涉及到芯片、封装及应用三个环节。

- **LED 芯片环节：供需关系改善，国内整合结束，看好规模与技术双优企业**

2012 年年底以来，行业供需格局有逐步好转的迹象。除了需求回暖外，过去几年供给端扩张也低于预期：

（1） MOCVD 设备交货高峰在 2011 年，随后几年急剧下降；

（2） 由于行业内小厂商不具备规模优势、技术优势以及技术人才的缺失，行业内存在 20-30%的无效产能，LED 芯片行业真实供给一定程度上被夸大。

结合供需两方面因素分析，我们认为 LED 芯片供需格局将迎来 2010 年之后最佳状态。通过瑞银供需比较分析，供给充足比率从 2011 年 30%和 2012 年 31%的水平下降到 15%，预计 2014 年则只有 4%，供需关系相对紧张，也有望迎来 2010 年之后最佳状态。

国内 LED 芯片行业整合已经基本结束，龙头地位相对稳固，出现黑马的可能性很小；LED 芯片技术仍在不断进步，发光效率持续提升、成本持续下降，没有持续研发能力的厂商只依赖于技术外溢，预计将会比较被动。因此具备规模与技术双重优势的龙头企业将更加受益。

- **LED 封装环节：更看好专业背光 LED 封装企业**

相较于 LED 芯片环节，LED 封装技术门槛低，投资门槛也比较低，因此行业格局更加散乱。过去两年封装行业产能扩张幅度大，相关厂商增量不增收、增收不增利情况较多。另外，不同于芯片环节，行业整合尚未结束，LED 行

2014/02/27 09:27

业景气度回暖可能会延缓行业整合进度，单纯依赖于行业景气度挣钱的厂商可能又会重新进入，长期来看对行业发展不利。

考虑到 LED 封装行业上述现状，我们认为 LED 封装行业可能存在景气恢复带来的周期性投资机会。但长期来看没有明显的必然性，因此我们对于大而全的封装企业相对谨慎，更看好专业的背光封装公司。

- **LED 照明环节：渠道和品牌价值凸显**

受 LED 照明启动影响，国内 LED 照明的相关公司收入增长在经过 2012 年的低点之后、有加速趋势。但同时由于 LED 照明产品生产制造以及投资门槛较低，竞争加剧，相关企业增收不增利的情况存在。

我们认为未来决定竞争格局的关键在渠道和品牌上，渠道和品牌越强的公司越有希望胜出。传统照明公司经过多年的积累，在渠道和品牌上已经有所积累，若从长远竞争的角度来看，具备一定的优势。新进入的企业如果没有在渠道方面的积累，将需要长期的时间和资金投入，而且在传统灯具企业在传统建材城、卖场、专卖店等传统渠道已经相对成熟的情况下，取得实质性突破可能将需要较长的时间。

LED 业务成为公司未来发展重心

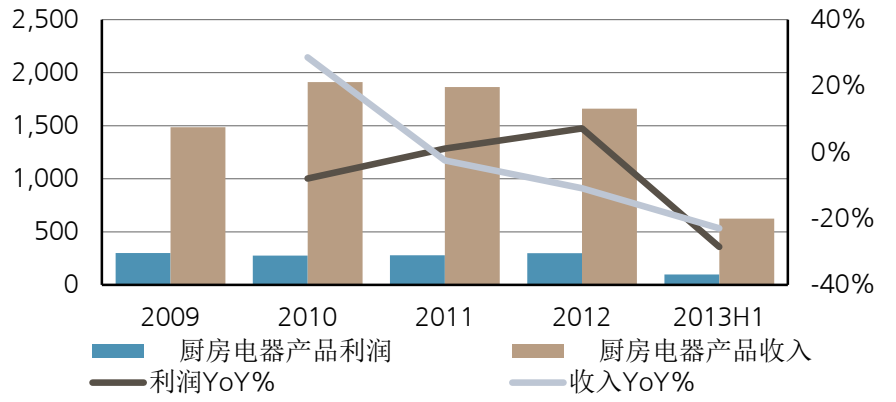
小家电业务已进入稳定增长期

德豪润达是全球知名小家电制造商，主要以厨房电器产品（咖啡机、面包机、烘烤设备等小家电）为主，其主要市场集中在北美（市占率约 50%）和欧洲地区。

小家电业务目前进入了稳定增长期，我们认为主要原因是：1）2008 年金融危机促进了全球小家电品牌整合，沃尔玛、西屋等少数大型零售商和家电品牌商控制了大部分市场渠道和空间，德豪润达作为 OEM、ODM 企业议价能力被削弱；2）受到宏观经济下行影响，全球小家电市场需求总体增长乏力，德豪润达公司在小家电领域成长空间受限；3）国内劳动力成本上升、人民币汇率持续上升等负面因素导致公司厨房电器业务发展雪上加霜。2009-2012 年，公司厨房电器产品收入维持在 18 亿元左右，毛利率均在 15%左右小幅波动。

2014/02/27 09:27

图片 3: 德豪润达小家电收入和利润



来源: 公司财报

LED 将成为未来发展重心

2009 年德豪润达通过并购进入 LED 行业，并进行 LED 产业垂战略布局，LED 产品（LED 芯片、LED 应用等）成为公司过去两三年发展的重心，LED 收入占比不断提升，2013 年上半年 LED 产品收入贡献占比达 52%，LED 产品毛利润贡献比例达到 69%。

公司 LED 业务发展历程可以分为三个阶段：

1）2009，收购健隆达（LED 封装企业）和深圳锐拓（LED 显示屏企业），公司转型切入 LED 行业。08 年金融危机导致的欧美市场经济下滑和全球消费低迷，导致 2009 年公司厨房电器业务订单同比下降约 30%。公司一边稳定传统小家电业务，一边通过收购行动快速进入 LED 行业，发展双主业战略。2009 年 LED 业务实现收入 1.7 亿元。

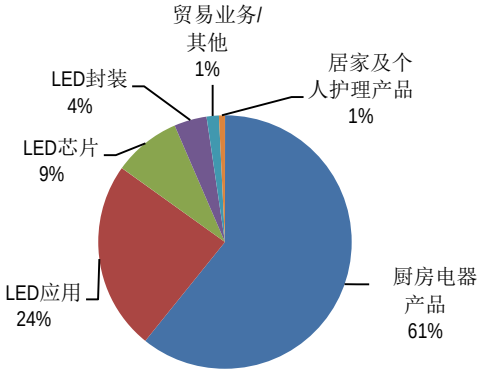
2）2010-2012，公司 LED 芯片、LED 应用产品产能扩张，奠定行业地位阶段。2010 年公司顺应 LED 行业高涨景气度，得益于当地政府和资本市场支持，公司先后开工建设珠海、芜湖、深圳、大连、扬州、蚌埠等 6 个 LED 生产研发基地，实现相关 LED 产品产能扩张。2011-2012 年，由于 LED 芯片行业产能过剩造成 LED 芯片价格大幅下降 70%左右，同时 LED 芯片行业进入整合期。

公司引进韩国、台湾和美国等地区技术人才，并逐步加大相关 LED 研发投入，借助 LED 芯片行业整合趋势进一步奠定行业地位，成为生产规模仅次于龙头三安光电的 LED 芯片制造商。

3）2013-现在，携手雷士照明，布局 LED 照明渠道。2012 年 12 月，公司通过全资子公司（香港德豪润达）斥资 16.54 亿港元（折合人民币 13.43 亿元）收购雷士照明股份 6.333 亿股，控股雷士照明 20.24%。公司谋求借助雷士照明完善的销售渠道和经销商网络，保证其 LED 照明产品在国内市场的销售。

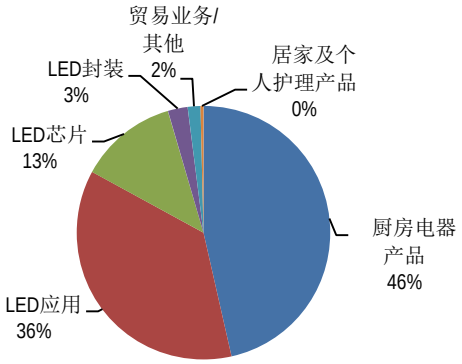
2014/02/27 09:27

图片 4: 2012 年德豪润达产品收入分布



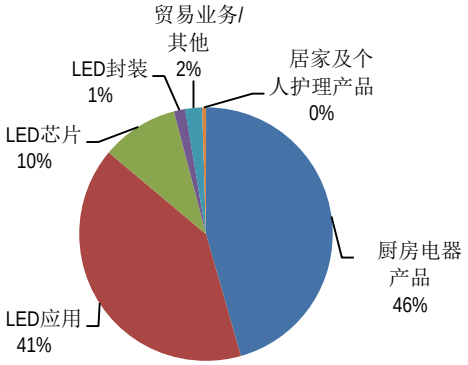
来源: wind

图片 5: 2013H1 年德豪润达产品收入分布



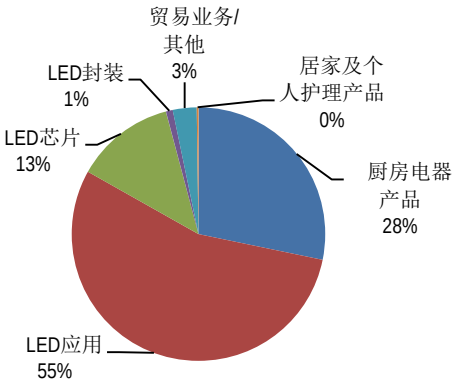
来源: wind

图片 6: 2012 年德豪润达产品毛利润分布



来源: wind

图片 7: 2013H1 年德豪润达产品毛利润分布



来源: wind

LED 产业链垂直布局优势明显

德豪润达是国内少数拥有外延、LED 芯片、LED 封装、LED 照明应用的制造和销售全 LED 产业链布局的公司之一；通过参股雷士照明，也是目前国内最具备渠道优势的 LED 企业之一。其中，公司在封装业务投资力度较小，而且容易与芯片的下游客户产生竞争，因此公司在 LED 产业链上的重心在 LED 芯片及下游应用。

2014/02/27 09:27

芯片业务：期待未来发挥弹性

截止 2013 年 6 月 30 日，芜湖德豪润达、扬州德豪润达共计已到货 MOCVD 设备 92 台，其中投产 54 台（包括研发设备）。

公司在 LED 芯片业务上包括以下四方面看点：

（1） MOCVD 设备数量规模较大，期待未来发挥弹性。

从 MOCVD 设备数量来看，公司目前在国内仅次于三安光电；即使考虑到华灿光电扩产后的结果，公司设备数量也在国内居于前三的位置。

图片 8: MOCVD Supply

MOCVD Supply（台）	2013E
晶元光电	224
三星	182
LG	160
三安	144
璨圆光电	112
德豪润达	99
首尔光学元件	90
隆达电子	83
同方	60
广镓光电	60
泰谷光电	59
华灿光电	52
士兰微	24

来源:瑞银估算, 该排序不包括日本公司 MOCVD 产能

但目前公司产能利用率还不是很高，只有 54 台设备运转。另外，LED 芯片收入规模也与三安光电、甚至华灿光电存在一定差距。我们期待在行业景气度恢复的背景下，公司 MOCVD 产能利用率将逐步爬升，理想情况下 2014 年有望得到充分利用。

（2） 公司的 MOCVD 设备均为 4 寸片设备，单台设备年产值比传统的 2 寸片设备更大。

（3） 倒装芯片是公司 LED 芯片业务的重要看点。与传统正装芯片相比，倒装芯片（Flip-Chip）发光效率更高，多用于路灯等大功率照明设备，同时倒装芯片生产成本相较于正装芯片可降低 20%左右。通常倒装芯片主要用来封装大功率 LED，而正装芯片通常用来进行小功率 LED 封装。

（4） 与下游照明产品存在协同效应。如果进展顺利，公司 LED 芯片有望为其下游 LED 照明产品和雷士照明供货。

2014/02/27 09:27

LED 照明业务或成为公司未来最大亮点

公司凭借在厨房电器产品在技术研发、生产工艺和渠道销售等方面的深厚积累，进入到 LED 照明业务的生产与销售中，具备一定的经验可移植性。

国内销售：将重点依赖雷士照明的渠道

公司也在渠道建设方面做了一定的努力，公司 LED 照明事业部在国内已设立 21 个办事处，销售渠道网络覆盖全国一线城市和部分二线城市，但由于是新设渠道需要一定的时间积累，公司自建渠道短期内收效并不明显。

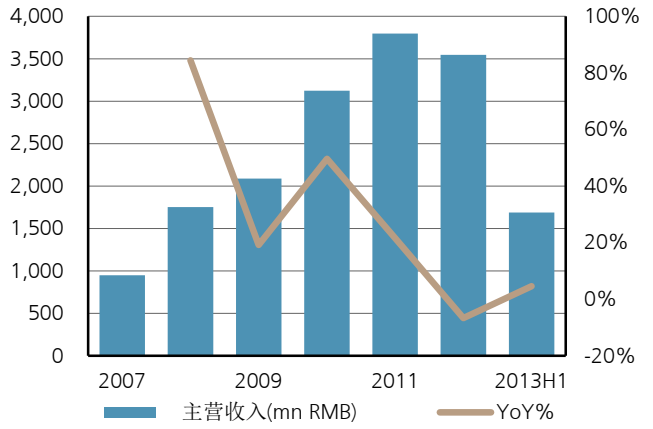
2012 年底，公司战略性投资雷士照明，成为其国内渠道布置的重要布局。

- 公司已经成为雷士照明第一大股东

2012 年底德豪润以定向增发的方式，战略收购雷士照明股份成为其最大股东，目前德豪润达控股 20.24%，预计未来有可能进一步增持。吴长江先生作为德豪润达第二大股东，间接持股雷士照明，并重新担任雷士照明 CEO。

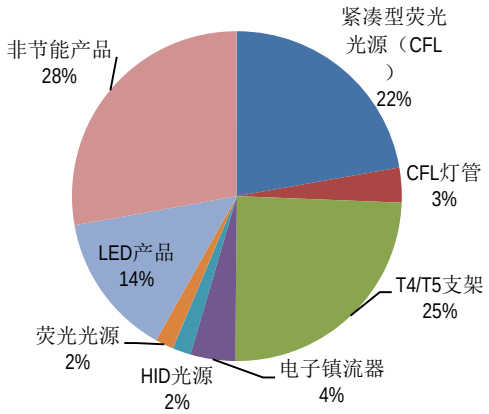
雷士照明是国内本土照明品牌巨头之一，拥有强大的销售渠道及品牌优势。根据雷士照明 2013H1 数据公布，LED 产品销售总额达 2.8 亿元，同比增长 233.9%；LED 产品毛利达 49.69 百万元，同比增速为 234%。

图片 9: 2009-2013H1 雷士照明收入和增速



来源: 公司财报

图片 10: 2013H1 雷士照明产品毛利分布



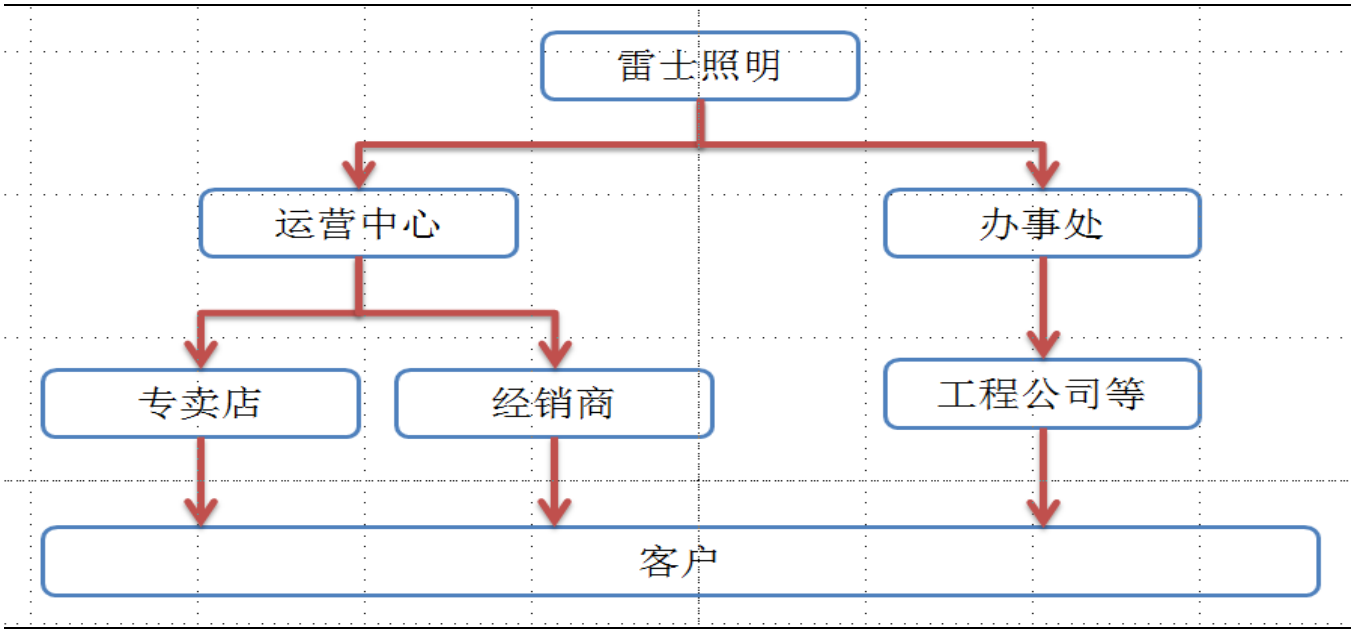
来源: 公司财报

- 未来有望加深渠道合作

雷士照明拥有国内最具竞争力的渠道。截至 2013 上半年，雷士照明拥有 37 个独家区域经销商，全国 3201 家专卖店，覆盖 31 个省会城市（覆盖率 100%）、278 个地级城市（覆盖率 97.89%）、1284 个县级城市（覆盖率 64.95%）和 679 个乡镇（覆盖率 1.99%）。

2014/02/27 09:27

图片 11: 雷士照明渠道分布简图



来源: 瑞银证券整理

2013 年 6 月，德豪润达与雷士照明的子公司惠州雷士签署了《商标使用许可合同》，惠州雷士将其拥有的 “雷士” 及 “NVC ” 商标许可德豪润达在 LED 光源产品上使用。许可时间为 2013 年 6 月 1 日至 2016 年 5 月 31 日的三年。德豪润达在合同期限内使用“雷士德豪”及“NVCETI”时，按照销售额（含税）的 1%支付商标使用许可费，2013/2014/2015 年度收取的商标使用许可费的最高限额分别为 800 万元/1200 万元/2500 万。同时惠州雷士在全球的相关销售渠道对德豪润达开放，公司产品可以在雷士渠道铺货。

- 雷士照明相关业务目前也处于恢复过程中

2012 年雷士照明收入增速下滑至-7%，主要原因包括：1）雷士照明管理层与投资人对公司控制权之争严重影响当年雷士照明业务运营；2）国内照明行业景气度低迷不振。因此，2012 年雷士照明整体毛利率从 2011 年的 25.6%迅速下滑至 2012 年的 21.5%。

雷士照明运营亦从管理层矛盾风波中逐渐恢复过来，我们预计未来 2 年是雷士照明恢复阶段。如果雷士照明经营恢复顺利，德豪润达也将获得一定的投资收益。13 年上半年雷士照明销售收入达 16.88 亿元，同比增长 4.6%，其中迎合 LED 市场需求上扬，雷士品牌在中国销售同比增长 3.5%。

海外销售：也将采取品牌合作的方式

公司多年与飞利浦、伊莱克斯、西门子、Westinghouse、惠而浦、GE 等知名品牌的 ODM 合作、品牌运作和市场推广，以及和国际大型零售商（沃尔玛、家乐福、Sears、Kmart 等）长期合作紧密，公司 LED 照明产品有望通过原有厨房家电商超渠道和知名品牌租用，加上自身 LED 产品技术和价格优势，实现快速铺货，扩大品牌知名度。

2014/02/27 09:27

另外，公司分别于伊莱克斯、惠而浦达成协议，取得了“AEG”、“Whilpool”品牌在海外市场的使用权，并在美国、日本、香港、台湾、泰国等国家和地区设立了销售点。

图片 12: 公司全球渠道和品牌合作商

渠道合作商	品牌合作商
沃尔玛	飞利浦
家乐福	伊莱克斯
Sears	西门子
The home depot	Westinghouse
Kmart	惠而浦（Whirlpool）

来源: 公司官网，瑞银证券整理

成熟渠道与知名品牌租赁构筑公司竞争优势

在海外市场通过租赁成熟的品牌，公司较国内竞争对手更具竞争优势；而且这些渠道铺垫和品牌租赁均是公司多年与对方 OEM/ODM 合作达成，国内竞争对手短时间难以匹及。

国内市场上，借助于雷士照明的渠道及品牌租赁，也将有助于公司照明产品快速放量。

图片 13: 公司国际品牌布局

品牌	说明
ETi	主要为 LED 产业上游产品销售品牌，和照明产品网络销售渠道的主力品牌
雷士照明	主要为 LED 产业传统销售渠道的主力品牌
Retop	主要为公司显示屏业务品牌
AEG	主要为欧洲市场
惠而浦	主要北美市场
ACA	主要为公司传统厨房家电网络渠道销售品牌

来源: 瑞银证券整理

LED 显示屏业务：收购维美盛景增强竞争力

“Retop”是德豪润达显示屏业务品牌，2012 年公司 LED 显示屏业务生产量达 9 万多平方米，收入为 3.85 亿元，同比增长 30%。公司 LED 显示屏在高精度系列产品研发中已经完成 P3、P2.5、P2.0、P1.8、P1.5 五个高精度的开发。总体而言，公司自身显示屏业务处于稳定增长态势。

公司 2013 年 5 月 14 日公告出资 6.40 亿元投资北京维美盛景广告有限公司 21.27%的股权，该笔投资专用于采购德豪润达 LED 显示屏，公司完成投资的最晚日期为 2014 年 3 月 31 日。维美盛景是航美传媒集团（AMCN）旗下公司，航美集团是中国极具影响力的中高端户外媒体运营商，拥有中国航空数码媒体市场超过 90%的占有率。维美盛景拥有中石化旗下 3 万多家加油站 LED 广告牌的独家经营权。

2014/02/27 09:27

根据该项投资合同书：1）与 2014 年 6 月 30 日（含当日）前如若北京维美盛景公司出现经亏损，亏损额只由维美盛景原股东承担；2）而如果维美盛景产生盈利则由新老股东按持股比例分配；3）2014 年 7 月 1 日后的维美盛景经营盈利由股东按持股比例分配。

我们认为，德豪润达收购维美盛景受益点在于：

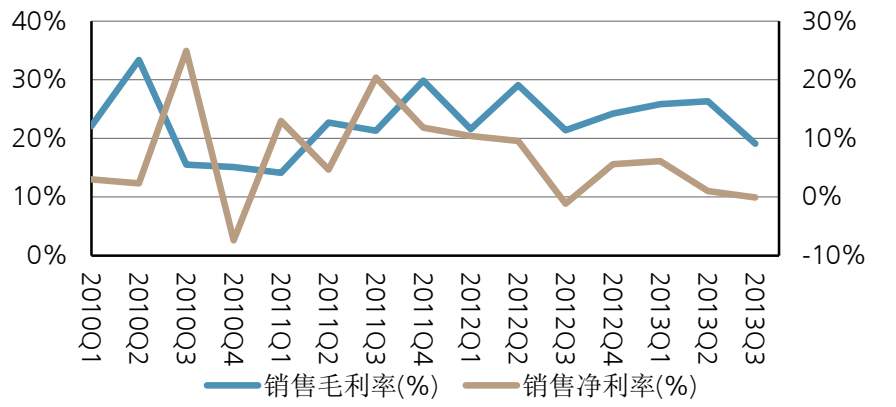
- 2 年内通过出售 LED 显示屏给维美盛景，预计德豪润达显示屏业务净利润大幅上涨；
- 基于维美盛景拥有中石化旗下加油站 LED 广告牌的独家经营权，因此我们认为德豪润达与维美盛景有望在全国范围内的中石化加油站 LED 广告业务布局互惠互利。如果维美盛景能顺利导入中高端广告客户资源，保持广告业务经营良好，德豪润达有望从中获得相关投资收益。

财务分析

公司毛利率、净利润水平处于相对低点

受 LED 芯片产能利用率较低、LED 照明自建渠道销售情况低于预期、以及财务费用增加影响，公司 2013Q3 毛利润率、净利润率处于 2011 年以来的低点。未来随着芯片产能逐步投放、产能利用率提升，LED 照明产品销售上量，公司经营情况将持续得到好转，公司毛利率、净利润率也将恢复到相对正常的水平。

图片 14: 2010Q1-2013Q3 公司净利率和毛利率变动情况



来源: WIND

LED 相关产品营收占比将进一步提升

德豪润达厨房家电业务保持相对稳定，营业收入基本维持约 16 亿元左右。而公司 LED 业务 2014 年将有新增长，预计整体 LED 业务营收约为 14 亿元左右，其中 LED 应用为 9.8 亿元，同比增速达 35%；LED 芯片收入为 5.4 亿元，对应同比增速为 30%。至 2014 年，我们预测 LED 相关产品在公司总营业收入中的占比达到 62%。

2014/02/27 09:27

图片 15: 公司分项收入预测

公司分项收入预测	2011	2012	2013E	2014E	2015E
厨房电器产品	1,864	1,661	1,693	1,727	1,762
YoY%		-11%	2%	2%	2%
LED 应用	712	659	1,043	1,766	2,579
YoY%		-7%	58%	69%	46%
LED 芯片	15	235	441	990	1,350
YoY%		1493%	87%	124%	36%
LED 封装	126	113	124	137	151
YoY%		-10%	10%	10%	10%
贸易业务/其他	156	43	21	19	17
YoY%		-73%	-50%	-10%	-10%
居家及个人护理产品	101	21	13	12	11
YoY%		-79%	-37%	-10%	-10%

来源:瑞银证券估算

图片 16: 公司分项毛利预测

公司分项毛利预测	2011	2012	2013E	2014E	2015E
厨房电器产品	280	300	305	311	317
YoY%		7%	2%	2%	2%
LED 应用	279	180	334	554	759
YoY%		-35%	85%	66%	37%
LED 芯片	-3	65	117	262	358
YoY%		-2502%	81%	124%	36%
LED 封装	11	9	10	11	12
YoY%		-16%	6%	10%	10%
贸易业务/其他	54	14	7	6	6
YoY%		-74%	-50%	-10%	-10%
居家及个人护理产品	5	3	4	4	4
YoY%		-34%	38%	-10%	-10%

来源: 瑞银证券估算

估值及我们目标价的推导

可比公司估值

国内 LED 国内 LED 芯片上市公司包括三安光电、乾照光电、士兰微和华灿光电 4 家公司，照明公司包括阳光照明与勤上光电，其中华灿光电和乾照光电近一年无卖方跟踪，因此我们选取三安光电、士兰微、阳光照明和勤上光电四家公司作为可比公司进行分析。根据 Wind 一致预期，这 4 家公司 2013/14/15 年 PE 均值分别为 47.34/32.60/25.50 倍。

2014/02/27 09:27

图片 17: 国内可比公司估值表

公司	代码	股价	EPS			PE		
			2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
士兰微	600460	8.37	0.11	0.18	0.24	69.57	43.56	33.43
三安光电	600703	24.01	0.74	0.95	1.18	44.86	34.80	28.10
阳光照明	600261	17.01	0.45	0.66	0.89	38.13	25.82	19.01
勤上光电	002638	13.93	0.35	0.49	0.60	36.81	26.20	21.46
平均值						47.34	32.60	25.50
德豪润达	002005	9.25	0.03	0.23	0.45	320.00	40.90	21.30

来源:wind 一致预期，股价取自 2014 年 2 月 25 日 注：阳光照明、三安光电数据为瑞银证券估算

公司目前处于经营拐点，如果照明产品放量顺利，有进一步超预期的可能性，而利润率水平也会逐步恢复到相对正常的水平，因此公司 2014/15 年估值水平高于行业平均水平是合理的。

关键假设

- 厨房电器业务收入情况将维持相对稳定；
- LED 芯片产能投放情况，我们假设公司富余的 MOCVD 设备将在 2014 年逐步投入生产，至 2014 年底总开机数将达到 70 台左右；
- LED 应用产品：

  （1） LED 照明将通过雷士照明渠道进一步放量；海外销售借助于 AEG”、“Whilpool”品牌保持相对快速增长。

  （2） 对维美盛景显示屏销售按照合同约定执行。

目标价推导

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.03/0.23/0.45 元，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，在 WACC 假设为 9.7%的情况下，推导出目标价 9.2 元，给予“中性”评级， 2013/14/15 年 PE 分别为 306.7/40.0/20.4 倍。

2014/02/27 09:27

图片 18: 德豪润达[SZ.002005]瑞银 VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	250	489	642	705	786	863	1,025	1,206	1,404	1,620
折旧及摊销 *	189	200	211	223	236	255	279	303	328	353
资本支出	(100)	(99)	(86)	(79)	(80)	(132)	(154)	(177)	(203)	(231)
运营资本变动	(310)	(285)	(141)	(125)	(161)	(195)	(229)	(242)	(254)	(264)
所得税 (营运)	(27)	(57)	(77)	(106)	(118)	(129)	(154)	(181)	(211)	(243)
其他	(39)	(37)	(24)	(20)	(21)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)
自由现金流	(36)	212	526	598	643	639	743	883	1,038	1,208
增长		*NM*	*148.4%*	*13.8%*	*7.4%*	*-0.6%*	*16.3%*	*18.8%*	*17.5%*	*16.4%*

估值	
明计现金流现值	5,003
期末价值 (第 15 年) 现值	5,935
企业价值	10,938
占永续价值百分比	*54%*
联营公司及其他	91
-少数股东权益	27
现金盈余**	1,202
-债务***	2,337
权益价值	9,867
已发行股数 [m]	1,166.4
每股权益价值 (Rmb/股)	8.46
权益成本	10.1%
股息收益率	1.3%
1年期目标价 (Rmb/股)	9.20

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	7.8%	5.4%	4.0%
息税前利润率	13.3%	15.1%	17.0%
资本支出/销售收入	1.9%	10.0%	2.9%
投资资本回报率	20.6%	21.7%	18.6%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	24.9x	15.9x	22.9x
企业价值 / 息税前利润	43.7x	22.4x	38.0x
自由现金流收益率	NM	1.9%	0.0%
市盈率 (现值)	36.0x	18.8x	31.5x
市盈率 (目标)	39.1x	20.4x	34.2x

加权平均资本成本	
无风险利	4.60%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.09
债务/权益比	23.4%
边际税率	15.0%
权益成本	10.1%
债务成本	7.1%
WACC	9.7%

期末假设值	
VCH (年数)	15
对应的自由现金流增长	5.9%
投资资本回报率增幅	9.7%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	7.4x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明
* 折旧和非商誉摊销
** 无须维持运营的现金部分
** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: UBS-VCAM

公司背景

公司背景：广东德豪润达与 1996 年 5 月创立于珠海，主要产品为小家电、LED 系列产品，主品牌标识为 Eti。德豪润达有七大研发生产基地（珠海、芜湖、深圳和中山等），以及 765 项专利，同时德豪润达是全球知名小家电制造商之一，拥有“ACA 北美电器“小家电品牌。2009 年德豪润达通过并购进入 LED 行业，并进行 LED 产业垂战略布局。德豪润达 2013H1 营业收入达 13.53 亿元，净利润达 0.49 亿元。

2014/02/27 09:27

图片 19: 德豪润达股权结构表

股东名称	持股数量(股)	持股比例（%）	股份性质
1.芜湖德豪投资有限公司	245,356,800	21.04	流通 A 股,流通受限股份
2.芜湖经开区光电产业投资发展有限公司	104,000,000	8.92	流通受限股份
3.芜湖市龙窝湖建设开发有限公司	64,000,000	5.49	流通受限股份
4.芜湖远大创业投资有限公司	40,000,000	3.43	流通受限股份
5.王晟	34,406,400	2.95	流通 A 股
6.交通银行-博时新兴成长股票型证券投资基金	18,952,347	1.62	流通 A 股
7.中国建设银行-华夏盛世精选股票型证券投资基金	16,037,692	1.37	流通 A 股
8.徐留胜	15,390,099	1.32	流通 A 股
9.全国社保基金一一六组合	9,999,969	0.86	流通 A 股
10.蚌埠市城市投资控股有限公司	9,786,864	0.84	流通 A 股

来源:公司财报　备注：截止时间为 2013 年 9 月 30 日

2014/02/27 09:27

德豪润达 (002005.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	2,595	3,065	2,758	3,337	21.0	4,651	39.4	5,870	6,666	7,341
毛利	542	714	664	777	17.0	1,148	47.9	1,455	1,646	1,794
息税折旧摊销前利润(UBS)	193	368	274	228	-16.8	440	92.6	689	854	928
折旧和摊销	(124)	(149)	(212)	(179)	-15.5	(189)	5.6	(200)	(211)	(223)
息税前利润(UBS)	69	219	62	49	-21.1	250	411.1	489	642	705
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	0	0	0	158	-	179	13.0	207	219	55
净利息	(63)	(73)	(86)	(177)	-106.5	(123)	30.3	(100)	(103)	(111)
例外项目 (包括商誉)	260	306	224	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	266	452	200	31	-84.7	306	901.6	596	759	648
税项	(75)	(67)	(41)	0	-	(32)	-	(70)	(91)	(97)
税后利润	191	385	159	31	-80.8	274	795.4	526	668	551
优先股股息及少数股权	5	7	3	0	-	0	-	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	196	392	162	31	-81.1	274	795.4	526	668	551
净利润 (UBS)	9	131	(16)	31	-	274	795.4	526	668	551
税率(%)	28.2	14.8	0.0	0.0	-	10.6	-	11.7	11.9	15.0

每股(Rmb)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
每股收益(UBS 稀释后)	0.01	0.14	(0.01)	0.03	-	0.23	795.4	0.45	0.57	0.47
每股收益(本地会计准则，稀释后)	0.28	0.41	0.15	0.03	-81.9	0.23	795.4	0.45	0.57	0.47
EPS (UBS, 基本)	0.01	0.14	(0.01)	0.03	-	0.23	795.4	0.45	0.57	0.47
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.00	0.05	0.00	-	0.11	-	0.13	0.15	0.14
每股账面价值	2.46	2.79	3.60	3.59	-0.5	3.82	6.5	4.25	4.77	5.19
平均股数(稀释后)	695.04	966.40	1,116.40	1,166.40	4.5	1,166.40	0.0	1,166.40	1,166.40	1,166.40

资产负债表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
现金和现金等价物	1,619	863	1,105	1,340	21.2	1,138	-15.1	1,122	1,517	2,021
其他流动资产	1,924	2,254	2,790	2,300	-17.6	3,081	34.0	3,822	4,267	4,655
流动资产总额	3,543	3,117	3,895	3,640	-6.5	4,219	15.9	4,944	5,783	6,675
有形固定资产净值	1,177	3,093	4,186	2,865	-31.6	3,207	11.9	3,338	3,344	3,231
无形固定资产净值	309	379	360	437	21.4	426	-2.6	414	403	391
投资/其他资产	28	182	762	1,310	72.0	980	-25.2	891	926	906
总资产	5,056	6,771	9,203	8,252	-10.3	8,832	7.0	9,587	10,456	11,203
应付账款和其他短期负债	1,490	1,933	1,177	1,742	48.0	1,951	12.0	2,308	2,560	2,824
短期债务	820	1,167	1,820	1,000	-45.07	1,100	10.00	1,000	1,000	1,000
流动负债总额	2,311	3,100	2,997	2,742	-8.5	3,051	11.3	3,308	3,560	3,824
长期债务	275	539	1,120	1,300	16.1	1,300	0.0	1,300	1,300	1,300
其它长期负债	60	406	855	0	-	0	-	0	0	0
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	2,646	4,045	4,972	4,042	-18.7	4,351	7.7	4,608	4,860	5,124
普通股股东权益	2,374	2,696	4,203	4,183	-0.5	4,453	6.5	4,952	5,568	6,052
少数股东权益	36	30	27	27	0.0	27	0.0	27	27	27
负债和权益总计	5,056	6,771	9,203	8,252	-10.3	8,832	7.0	9,587	10,456	11,203

现金流量表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
净利润(支付优先股股息前)	196	392	162	31	-81.1	274	795.4	526	668	551
折旧和摊销	124	149	212	179	-15.5	189	5.6	200	211	223
营运资本变动净值	(5)	(535)	(411)	698	-	(343)	-	(305)	(171)	(142)
其他营业性现金流	44	(34)	70	676	870.5	(136)	-	(70)	(42)	148
经营性现金流	358	(28)	33	1,584	4709.5	(16)	-	351	666	781
有形资本支出	(1,291)	(1,974)	(1,666)	(80)	95.2	(100)	-25.0	(99)	(86)	(79)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净 (收购) / 处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(111)	190	(872)	366	-	(60)	-	(40)	(30)	(20)
投资性现金流	(1,402)	(1,784)	(2,538)	286	-	(160)	-	(139)	(116)	(99)
已付股息	0	0	(58)	0	-	(126)	-	(128)	(155)	(178)
股份发行/回购	1,508	40	1,522	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(44)	378	(69)	(996)	-1,335.40	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	640	610	1,237	(642)	-	100	-	(100)	0	0
融资性现金流	2,104	1,028	2,631	(1,638)	-	(26)	98.4	(228)	(155)	(178)
现金流量中现金的增加/(减少)	1,061	(784)	126	233	85.5	(202)	-	(16)	395	504
外汇/非现金项目	147	28	116	2	-98.5	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	1,208	(756)	242	235	-3.0	(202)	-	(16)	395	504

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

2014/02/27 09:27

德豪润达 (002005.SZ)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	33.8	20.7	51.9	NM	35.0	18.2	14.3	17.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	NM	62.0	NM	NM	35.0	18.2	14.3	17.4
股价/每股现金收益	49.8	29.0	42.8	45.6	20.7	13.2	10.9	12.3
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(13.9)	(24.6)	(19.5)	15.7	(1.2)	2.6	6.1	7.3
净股息收益率(%)	0.0	0.0	0.7	0.0	1.3	1.6	1.9	1.7
市净率	3.9	3.0	2.1	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6
企业价值/营业收入(核心)	2.4	2.9	3.7	3.3	2.3	1.8	1.6	1.4
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	32.2	24.5	37.3	47.8	24.6	15.5	12.3	11.4
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	21.9	16.4	14.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	28.8	NM	NM	NM	18.3	14.1	12.8
企业价值/运营投入资本	4.7	3.3	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8	1.8

企业价值 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
市值	6,706	8,135	8,364	9,564	9,564	9,564	9,564	9,564
净债务 (现金)	(524)	843	1,835	1,398	1,398	1,398	1,398	1,398
少数股东权益	36	30	27	27	27	27	27	27
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	6,219	9,008	10,227	10,990	10,990	10,990	10,990	10,990
- 非核心资产	0	0	0	(77)	(167)	(298)	(453)	(453)
核心企业价值	6,219	9,008	10,227	10,912	10,823	10,691	10,537	10,537

增长率(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	35.0	18.1	-10.0	21.0	39.4	26.2	13.6	10.1
息税折旧摊销前利润(UBS)	-4.5	90.6	-25.5	-16.8	92.6	56.8	23.9	8.7
息税前利润(UBS)	-27.0	NM	-71.7	-21.1	NM	95.5	31.3	9.7
每股收益(UBS 稀释后)	-75.2	NM	-	-	NM	92.4	26.9	-17.5
每股股息净值	-	-	-	-	-	21.7	14.5	-7.0

利润率与盈利能力(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
毛利率	20.9	23.3	24.1	23.3	24.7	24.8	24.7	24.4
息税折旧摊销前利润率	7.4	12.0	10.0	6.8	9.5	11.7	12.8	12.6
息税前利润率	2.7	7.1	2.3	1.5	5.4	8.3	9.6	9.6
净利 (UBS) 率	0.3	4.3	NM	0.9	5.9	9.0	10.0	7.5
ROIC (EBIT)	5.3	8.0	1.3	0.9	4.7	8.6	10.9	11.9
税后投资资本回报率	3.7	6.8	1.3	0.9	4.2	7.6	9.6	10.1
净股东权益回报率(UBS)	0.6	5.2	(0.5)	0.7	6.3	11.2	12.7	9.5

资本结构与覆盖率	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	2.3	6.7	4.2	2.9	1.7	0.9	0.3
净债务/总权益	(21.7)	30.9	43.4	22.8	28.2	23.7	14.0	4.6
净债务/(净债务 + 权益)	(27.8)	23.6	30.3	18.6	22.0	19.1	12.3	4.4
净债务/企业价值	(8.4)	9.4	17.9	8.8	11.7	11.0	7.4	2.7
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	47.7	56.2	52.5	43.0	37.3
资本支出/营业收入(%)	NM	NM	NM	2.4	2.1	1.7	1.3	1.1
息税前利润/净利息	1.1	3.0	0.7	0.3	2.0	4.9	6.2	6.3
股息保障倍数 (UBS)	-	-	-	-	2.1	3.4	3.8	3.3
股息支付率 (UBS) %	-	-	-	-	46.7	29.5	26.6	30.0

分部门收入 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	2,595	3,065	2,758	3,337	4,651	5,870	6,666	7,341
总计	2,595	3,065	2,758	3,337	4,651	5,870	6,666	7,341

分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	69	219	62	49	250	489	642	705
总计	69	219	62	49	250	489	642	705

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

2014/02/27 09:27

预测回报率

预测股价涨幅	+12.2%
预测股息收益率	1.3%
预测股票回报率	+13.5%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+3.9%

风险声明

我们认为公司面临的风险包括：公司 LED 芯片产能投放如果低于预期，将扩大与行业龙头之间的差距，竞争处于不利位置；公司通过雷士照明渠道的照明产品销售以及海外销售依然存在一定不确定性；LED 照明行业景气度低于预期。

2014/02/27 09:27

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。 瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构.

分析师声明: 每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法 ,并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究: 全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	**定义**	**覆盖** [1]	**投资银行服务** [2]
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6%以上。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6%范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6%以上。	11%	23%
瑞银短期评级	**定义**	**覆盖** [3]	**投资银行服务** [4]
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源： 瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 12 月 31 日.
1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）:** 分析师有可能将股票标记为"处于观察期"，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入:** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性:** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持:** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）:** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间 （+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中"公司披露表"中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 张 孝达.

涉及报告中提及的公司的披露

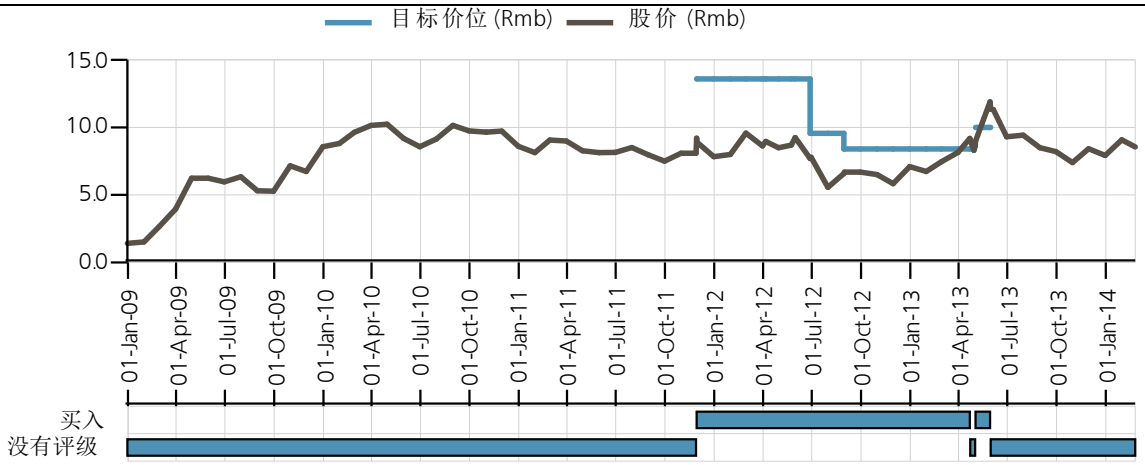
公司名称	**路透**	**12 个月评级**	**短期评级**	**股价**	**定价日期及时间**
德豪润达	002005.SZ	未予评级	不适用	Rmb8.55	2014 年 02 月 25 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

2014/02/27 09:27

德豪润达 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至 2014 年 2 月 25 日

2014/02/27 09:27

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司 (瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用：在该等司法管辖区中，发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定，或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表； 既不是广告，也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外，瑞银没有对本文件所含信息（"信息"）的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改，也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释，这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得，对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险，投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者，并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险，而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题，客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨，而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失（包括投资损失）或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值. 亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。 任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值, 以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域，部门、集团或关联机构之间的信息流动 。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层（不包括投行部）全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定，但是 分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关；其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银集团，其关联或下属机构（不包括瑞银证券有限责任公司（美国））担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者（按照英国对此类术语的解释）时，此类信息在本研究文件中另行披露，但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银担任做市商时，此类信息在本文件中另行具体披露，但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸，或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品；此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。 **法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A.编制。 **德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。 **西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。 **土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii)条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。 **波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。 **俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。 **瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。 **意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。 **南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。 **以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的'合格投资者'，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。 **沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。 **美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（'非美国关联机构' ）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。 **加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。 **巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括： (i) 金融机构, (ii) 保险公司和投资资本公司, (iii) 补充性养老金实体； (iv)金融投资额高于$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者； (v)投资基金； (vi)由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM)授权的证券投资组合经理及证券顾问； (vii)联邦政府、各州、市建立的社保系统。 **香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。 **新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联繫。此文件之接收方声明并保證其为依据證券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。 **日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd.编制, 则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。 **澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的"零售"客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户: 此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd.分发给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937 （澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。 **新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。 **迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。 **韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行於韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。 **马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)於马来西亚分发。 **印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F,2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

2014/02/27 09:27

UBS 瑞银

2014/02/27 09:27