

# 德豪润达

## 2014Q1 业绩低于预期，照明业务有望放量

### 2014Q1 业绩低于预期

2014 年一季度公司实现收入 7.66 亿元，同比增长 8.56%，归属上市公司净利润为-3566 万元，收入及利润均低于预期。业绩低于预期的原因包括：（1）LED 产品销售价格下降以及毛利率下降；（2）公司发行的公司债券、并购雷士股权进行的融资以及在建工程陆续转固等增加利息支出，导致财务费用大幅增长。

### LED 芯片行业景气度高，期待公司芯片业务发挥弹性

LED 芯片供需关系维持紧张状态，根据瑞银全球 LED 供需模型，我们预计 2014 年 LED 芯片供需充足比率将为 3%。公司目前已到货 MOCVD 设备 92 台，但开工率仅在 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，2014 年有潜力发挥较大的弹性。

### 借力雷士照明渠道，照明业务有望放量

德豪润达已经成为雷士照明第一大股东，双方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。借助于雷士品牌及渠道，公司照明业务在 2013Q4 已经开始加速，我们预计 2014 年将持续放量。

### 估值：维持“中性”评级，下调目标价为 8.00 元

由于公司相关产品毛利率下滑及财务费用超出我们预期，我们将公司 2014-2016 年 EPS 预测分别从 0.23/0.45/0.57 元下调至 0.17/0.33/0.43 元，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，在 WACC 假设为 9.7%的情况下，推导出新目标价 8.00 元，对应 2014/15/16 年 PE 分别为 47.06/24.24/18.60 倍。

### Equities

中国

电子元件与设备

12 个月评级 **中性**  
保持不变

12 个月目标价 **Rmb8.00**  
之前: Rmb9.20

股价 **Rmb7.45**

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	Rmb8.69 十亿/US\$1.39 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)	21,196
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb182.0
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb4.41 十亿
市净率 (12/14E)	2.0x
净债务 / EBITDA	7.9x

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.23	0.17	-26.42	0.22
12/15E	0.45	0.33	-26.29	0.33
12/16E	0.57	0.43	-25.28	-

张孝达

分析师

S1460513110001

xiaoda.zhang@ubssecurities.com

+86-21-3866 8986

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	3,065	2,758	3,130	4,521	5,926	6,971	7,816	8,716
息税前利润(UBS)	219	62	(23)	246	457	566	627	730
净利润 (UBS)	131	(16)	9	201	388	499	569	675
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.14	(0.01)	0.01	0.17	0.33	0.43	0.49	0.58
每股股息 (Rmb)	0.05	0.00	0.00	0.11	0.13	0.15	0.14	0.00
现金 / (净债务)	(843)	(1,835)	(2,660)	(4,628)	(5,395)	(5,669)	(5,850)	(5,730)
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	7.1	2.3	-0.7	5.5	7.7	8.1	8.0	8.4
ROIC (EBIT) (%)	8.0	1.3	(0.4)	3.5	5.3	6.1	6.3	7.0
EV/EBITDA(core)x	24.5	37.3	39.5	17.1	12.0	10.2	9.2	8.1
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	62.0	NM	NM	43.2	22.4	17.4	15.3	12.9
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(24.6)	(19.5)	(5.3)	(16.0)	(3.2)	2.4	3.4	6.5
净股息收益率(%)	0.6	0.0	0.0	1.5	1.8	2.0	1.9	0.0

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 04 月 29 日 15 时 26 分的股价(Rmb7.45)得出。

# 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，公司成为雷士照明第一大股东，未来合作方式包括雷士照明对公司进行品牌授权和渠道开放。由于后者目前具备国内最具竞争力的照明渠道和品牌优势，因此应会有助于公司照明产品销售快速放量。另外公司在海外市场也获得了 AEG 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。

我们对公司 2014-16 年 EPS 预测为 0.17/0.33/0.43 元，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型 (WACC9.7%)，得到目标价 8.00 元，对应 2014 年 PE47.06 倍。

### 乐观情景

如果 LED 应用业务毛利率较基准假设增加 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 0.20 元，对应每股估值 9.4 元。

### 悲观情景

如果 LED 应用业务毛利率较基准假设减少 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 0.14 元，对应每股估值 6.59 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

Rmb8.00

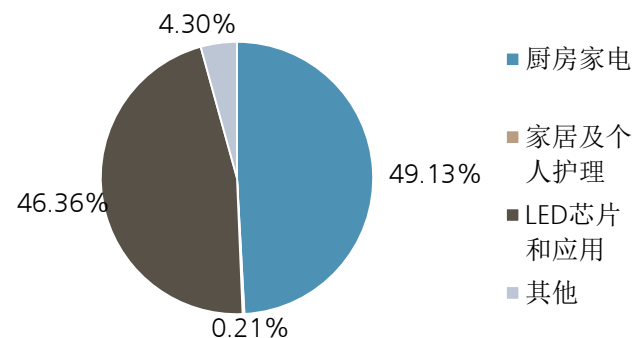
### 公司简介

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，2013-2015 年全球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代工体系的厂商应会更具竞争力。

### 收入按业务分布, 2013(%)



数据来源：公司财报

### 各类业务的毛利

mn RMB	2012	2013	2014E	2015E	2016E
厨房电器产品	300	228	252	296	302
LED 应用	180	282	538	815	1,069
LED 芯片	65	117	262	358	360
LED 封装	9	10	11	12	13
贸易业务/其他	14	7	6	6	5
居家及个人护理产品	3	1	3	3	3
合计	571	646	1,072	1,489	1,752

来源:公司财报, 瑞银证券估算

## 2014Q1 业绩低于预期，LED 业务收入增速较快

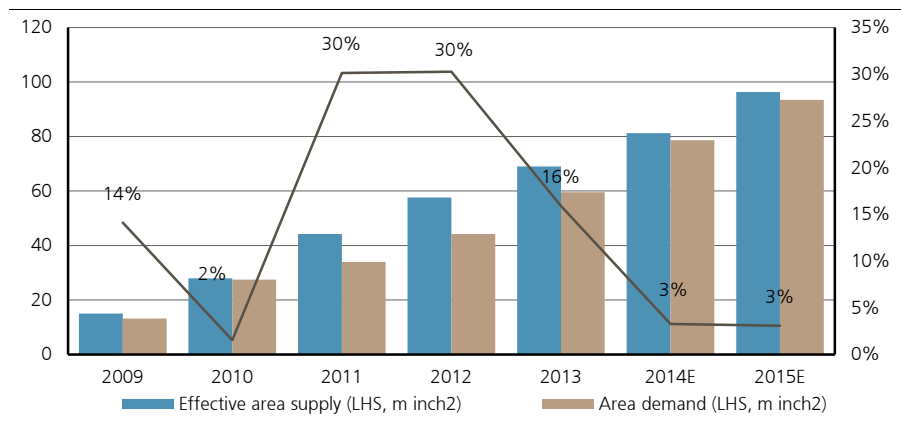
2014 年一季度公司实现收入 7.66 亿元，同比增长 8.56%，归属上市公司净利润为-3566 万元，收入及利润率低于预期。业绩低于预期的原因：（1）LED 产品销售价格下降以及毛利率下降；（2）公司发行的公司债券、并购雷士股权进行的融资以及在建工程陆续转固等增加利息支出，导致财务费用大幅增长。另外公司 2013 年的收入及利润情况也是低于预期的。

分产品看，小家电业务收入基本维持了稳定，但毛利率下降幅度较大；LED 业务销售逐步发力，2013 年 LED 相关业务收入实现同比增长 42.84%，我们预计 2014Q1 也保持高比例的成长。

## LED 芯片行业景气度高，期待公司芯片业务发挥弹性

LED 芯片供需关系维持紧张状态，根据瑞银全球 LED 供需模型，我们预计 2014 年 LED 芯片供需充足比率将为 3%。因此我们预计供需紧张的情况将贯穿全年。

图表 1:全球 LED 芯片供需分析



来源: 瑞银估算

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及华灿光电。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 芯片产能得到充分利用，发挥较大的弹性。

## 借力雷士照明渠道，照明业务有望放量

2012 年底德豪润达以定向增发的方式，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。

总体而言，在品牌体系方面，公司完成了“whirlpool”品牌战略合作事宜及“雷士德豪 NVCETi”全新品牌的构建工作，进一步丰富及完善了公司国内外的品牌体系。目前形成了包括“雷士 NVC”、“雷士德豪 NVCETi”、“ETi”、“AEG”、“whirlpool”在内的丰富的品牌体系。渠道方面将依赖雷士照明的渠道。

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。公司照明业务在2013Q4已经开始加速，我们预计2014年将持续放量。

另外，雷士照明自身运营亦从管理层矛盾风波中逐渐恢复过来。2013年实现净利润2.45亿元，同比增长2810%。

## 维持中性评级，目标价下调至 8.00 元

由于公司相关产品毛利率下滑及财务费用超出我们预期，我们将公司2014-2016年EPS预测分别从0.23/0.45/0.57元下调至0.17/0.33/0.43元，基于瑞银VCAM贴现现金流模型，在WACC假设为9.7%的情况下，推导出新目标价8.00元，对应2014/15/16年PE分别为47.06/24.24/18.60倍。

## 德豪润达 (002005.SZ)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	3,065	2,758	3,130	4,521	44.5	5,926	31.1	6,971	7,816	8,716
毛利	714	664	645	1,072	66.2	1,489	38.9	1,752	1,940	2,177
息税折旧摊销前利润(UBS)	368	274	295	585	98.3	818	39.9	951	1,037	1,169
折旧和摊销	(149)	(212)	(318)	(338)	6.3	(361)	6.7	(385)	(411)	(438)
息税前利润(UBS)	219	62	(23)	246	-	457	85.5	566	627	730
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	0	0	278	238	-14.5	309	29.9	353	388	405
净利息	(73)	(86)	(223)	(263)	-18.3	(333)	-26.3	(359)	(375)	(375)
例外项目(包括商誉)	306	224	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	452	200	32	221	589.3	433	96.1	560	640	761
税项	(67)	(41)	(27)	(20)	28.4	(45)	-130.9	(61)	(70)	(86)
税后利润	385	159	5	201	4251.7	388	92.7	499	569	675
优先股股息及少数股权	7	3	4	0	-	0	-	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	392	162	9	201	2180.3	388	92.7	499	569	675
净利润(UBS)	131	(16)	9	201	2180.3	388	92.7	499	569	675
税率(%)	14.8	0.0	85.6	8.9	-89.6	10.5	17.7	10.8	11.0	11.3
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.14	(0.01)	0.01	0.17	2180.3	0.33	92.7	0.43	0.49	0.58
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.41	0.15	0.01	0.17	2180.3	0.33	92.7	0.43	0.49	0.58
EPS(UBS, 基本)	0.14	(0.01)	0.01	0.17	2180.3	0.33	92.7	0.43	0.49	0.58
每股股息净值(Rmb)	0.05	0.00	0.00	0.11	-	0.13	21.7	0.15	0.14	0.00
每股账面价值	2.79	3.60	3.62	3.78	4.3	4.09	8.3	4.49	4.93	5.46
平均股数(稀释后)	966.40	1,116.40	1,166.40	1,166.40	0.0	1,166.40	0.0	1,166.40	1,166.40	1,166.40
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	863	1,105	915	1,000	9.2	1,000	0.0	1,000	1,000	1,000
其他流动资产	2,254	2,790	2,569	3,456	34.5	4,452	28.8	5,116	5,773	6,312
流动资产总额	3,117	3,895	3,484	4,456	27.9	5,452	22.4	6,116	6,773	7,312
有形固定资产净值	3,093	4,186	3,430	3,923	14.4	4,168	6.2	4,228	4,207	4,024
无形固定资产净值	379	360	687	671	-2.3	655	-2.4	639	623	608
投资/其他资产	182	762	3,318	3,024	-8.9	3,029	0.2	3,109	3,219	3,409
总资产	6,771	9,203	10,920	12,074	10.6	13,304	10.2	14,093	14,823	15,353
应付账款和其他短期负债	1,933	1,177	1,565	698	-55.4	893	28.0	1,048	1,177	1,310
短期债务	1,167	1,820	2,594	4,647	79.16	5,414	16.51	5,688	5,869	5,748
流动负债总额	3,100	2,997	4,159	5,345	28.5	6,307	18.0	6,736	7,046	7,058
长期债务	539	1,120	981	981	0.0	981	0.0	981	981	981
其它长期负债	406	855	1,503	1,292	-14.0	1,192	-7.7	1,092	992	892
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	4,045	4,972	6,644	7,619	14.7	8,481	11.3	8,809	9,020	8,932
普通股股东权益	2,696	4,203	4,227	4,407	4.3	4,775	8.3	5,235	5,755	6,372
少数股东权益	30	27	48	48	0.0	48	0.0	48	48	48
负债和权益总计	6,771	9,203	10,920	12,074	10.6	13,304	10.2	14,093	14,823	15,353
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	392	162	9	201	2180.3	388	92.7	499	569	675
折旧和摊销	149	212	318	338	6.3	361	6.7	385	411	438
营运资本变动净值	(535)	(411)	(300)	(1,347)	-349.1	(803)	40.4	(511)	(527)	(409)
其他营业性现金流	(34)	70	240	(66)	-	212	-	215	215	200
经营性现金流	(28)	33	267	(874)	-	158	-	588	668	904
有形资本支出	(1,974)	(1,666)	(802)	(513)	36.0	(438)	14.6	(379)	(374)	(339)
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	190	(872)	(824)	(110)	-	(49)	-	5	41	78
投资性现金流	(1,784)	(2,538)	(1,626)	(623)	61.7	(487)	21.8	(374)	(333)	(261)
已付股息	0	(58)	0	0	-	(353)	-	(398)	(425)	(432)
股份发行/回购	40	1,522	25	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	378	(69)	(53)	(472)	-785.02	(85)	81.97	(90)	(90)	(90)
债务及优先股变化	610	1,237	635	2,053	223.15	767	-62.64	274	181	(120)
融资性现金流	1,028	2,631	607	1,582	160.5	329	-79.2	(214)	(334)	(642)
现金流量中现金的增加/(减少)	(784)	126	(752)	85	-	0	-	0	0	0
外汇/非现金项目	28	116	562	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(756)	242	(190)	85	-	0	-	0	0	0

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。

## 德豪润达 (002005.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	20.7	51.9	NM	43.2	22.4	17.4	15.3	12.9
市盈率 (UBS, 稀释后)	62.0	NM	NM	43.2	22.4	17.4	15.3	12.9
股价/每股现金收益	29.0	42.8	31.1	16.1	11.6	9.8	8.9	7.8
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(24.6)	(19.5)	(5.3)	(16.0)	(3.2)	2.4	3.4	6.5
净股息收益率(%)	0.6	0.0	0.0	1.5	1.8	2.0	1.9	0.0
市净率	3.0	2.1	2.4	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4
企业价值/营业收入(核心)	2.9	3.7	3.7	2.2	1.7	1.4	1.2	1.1
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	24.5	37.3	39.5	17.1	12.0	10.2	9.2	8.1
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	NM	21.4	17.1	15.2	12.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	28.8	NM	NM	20.7	13.8	11.4	10.2	8.8
企业价值/运营投入资本	3.3	2.1	1.9	1.4	1.1	1.0	1.0	0.9
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	8,135	8,364	10,151	8,690	8,690	8,690	8,690	8,690
净债务 (现金)	843	1,835	2,247	2,247	2,247	2,247	2,247	2,247
少数股东权益	30	27	48	48	48	48	48	48
养老金拨备/其他	0	0	792	792	792	792	792	792
<b>企业价值总额</b>	<b>9,008</b>	<b>10,227</b>	<b>13,239</b>	<b>11,778</b>	<b>11,778</b>	<b>11,778</b>	<b>11,778</b>	<b>11,778</b>
- 非核心资产	0	0	(1,594)	(1,794)	(1,974)	(2,124)	(2,254)	(2,364)
<b>核心企业价值</b>	<b>9,008</b>	<b>10,227</b>	<b>11,645</b>	<b>9,984</b>	<b>9,804</b>	<b>9,654</b>	<b>9,524</b>	<b>9,414</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	18.1	-10.0	13.5	44.5	31.1	17.6	12.1	11.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	90.6	-25.5	7.4	98.3	39.9	16.2	9.1	12.7
息税前利润(UBS)	NM	-71.7	-	-	85.5	23.8	10.7	16.6
每股收益(UBS 稀释后)	NM	-	-	NM	92.7	28.7	14.1	18.5
每股股息净值	-	-	-	-	21.7	14.5	-7.0	-
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	23.3	24.1	20.6	23.7	25.1	25.1	24.8	25.0
息税折旧摊销前利润率	12.0	10.0	9.4	12.9	13.8	13.6	13.3	13.4
息税前利润率	7.1	2.3	-0.7	5.5	7.7	8.1	8.0	8.4
净利 (UBS) 率	4.3	NM	0.3	4.5	6.5	7.2	7.3	7.7
ROIC (EBIT)	8.0	1.3	(0.4)	3.5	5.3	6.1	6.3	7.0
税后投资资本回报率	6.8	1.3	NM	3.2	4.8	5.4	5.6	6.2
净股东权益回报率(UBS)	5.2	(0.5)	0.2	4.7	8.4	10.0	10.4	11.1
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	2.3	6.7	9.0	7.9	6.6	6.0	5.6	4.9
净债务/总权益	30.9	43.4	62.2	103.9	111.9	107.3	100.8	89.2
净债务/(净债务 + 权益)	23.6	30.3	38.3	51.0	52.8	51.8	50.2	47.2
净债务/企业价值	9.4	17.9	22.8	46.4	55.0	58.7	61.4	60.9
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	159.1	127.0	102.7	94.7	80.2
资本支出/营业收入(%)	NM	NM	25.6	11.3	7.4	5.4	4.8	3.9
息税前利润/净利息	3.0	0.7	NM	0.9	1.4	1.6	1.7	1.9
股息保障倍数 (UBS)	2.6	-	-	1.6	2.5	2.8	3.4	-
股息支付率 (UBS) %	38.5	-	-	63.4	40.1	35.7	29.1	-
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	3,065	2,758	3,130	4,521	5,926	6,971	7,816	8,716
<b>总计</b>	<b>3,065</b>	<b>2,758</b>	<b>3,130</b>	<b>4,521</b>	<b>5,926</b>	<b>6,971</b>	<b>7,816</b>	<b>8,716</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	219	62	(23)	246	457	566	627	730
<b>总计</b>	<b>219</b>	<b>62</b>	<b>(23)</b>	<b>246</b>	<b>457</b>	<b>566</b>	<b>627</b>	<b>730</b>

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。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+7.4%
预测股息收益率	1.5%
预测股票回报率	+8.9%
市场回报率假设	9.5%
预测超额回报率	-0.6%

---

## 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。

## 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](http://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 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	42%	34%
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 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
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 2014 年 03 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提及内容的限制。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	中性	不适用	Rmb7.16	2014 年 04 月 28 日

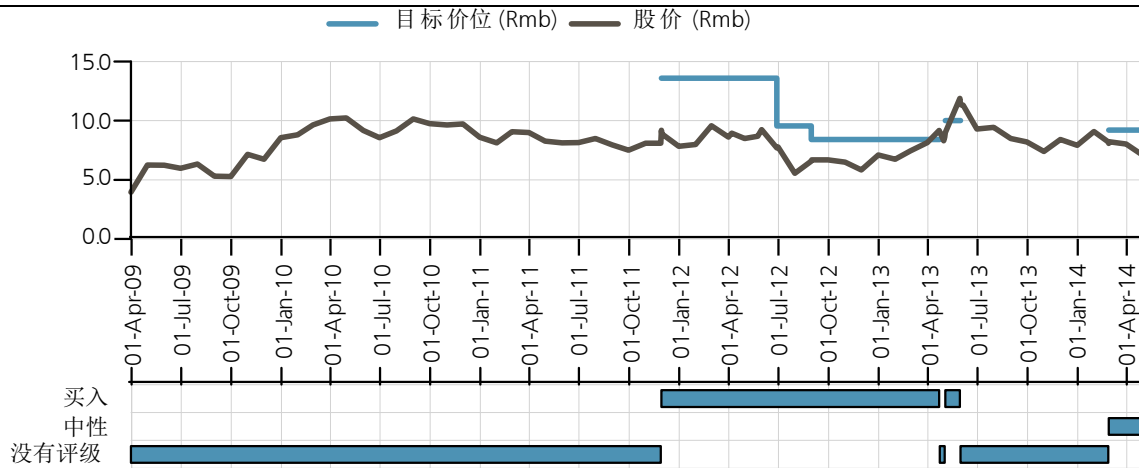
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

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。



# 德豪润达 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 4 月 28 日

## 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。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。居住在美国的合格投资者，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. (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系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(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，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发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。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. 首尔分行于韩国分发。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) 于马来西亚分发。**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。

