

小家电

袁浩然 S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

郝雪梅

0755-82026732

德豪润达

002005

强烈推荐

从此走进新时代

事项: 公司公告中国证监会发行审核委员会于2010年6月21日(星期一)对公司非公开发行股票申请进行了审核,相关非公开发行股票的申请获得审核通过。

投资要点:

6-12个月目标价: 29.50元

当前股价: 18.20元

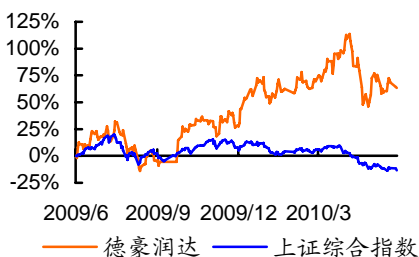
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2513.22
总股本(百万)	323
流通股本(百万)	307
流通市值(亿)	56
EPS (TTM)	0.20
每股净资产(元)	2.18
资产负债率	68.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
德豪润达	-5.31	-3.70	27.27
上证综合指数	-3.14	-17.49	-19.29



- **定向增发主要内容简要回顾。**公司于2009年10月14日公布非公开发行股票预案,非公开发行股票数量不超过1.6亿股,发行价格为9.54元/股,募集资金16亿左右,募集资金全部用于芜湖德豪润达光电科技有限公司LED产业化项目。发行对象为大股东珠海德豪电器公司、芜湖市属企业芜湖经开区光电、龙窝湖建设开发公司和远大创投公司,发行对象均以现金认购本次发行的股票,分别认购5600万股,5200万股,3200万股,2000万股,占增发后股份25.4%、10.8%、6.6%、4.1%,芜湖市政府直属企业合计持股21.5%。
- **此次增发过会对公司意义十分重大。**1)增发顺利完成,公司净资产增加15亿左右,从现在7.2亿直接增加22亿,是增发前的3倍。2)增发资金到位后,公司资金不足,产能不足,市场开拓展放不开手脚,重大项目进展缓慢的问题都能够迅速得以解决。3)增发完成后,芜湖市属公司持股21.52%,芜湖市政府与公司的关系更加明确,从订婚到结婚,上了一个层次,由于公司LED项目符合芜湖市政府战略定位,未来具有广阔前景,又是政府主要领导亲自督导推动的项目,增发完成后我们将更有理由相信:芜湖市政府会倾力支持上市公司,从产业政策,税收,土地,资金,订单等等方面,政府有足够的资源向公司倾斜。3)目前LED产业正是方兴未艾,LED应用领域不断拓展,呈现爆发性增长态势,上游芯片供不应求,公司增发有利于强化先发优势。4)从当前实际来看,增发将促进公司改善投资者关系,优化公司治理,也直接消除了市场上对公司增发事项的质疑。
- **关于公司LED业务发展。**09年公司LED业务通过对外收购实现跨越式发展,实现销售1.73亿元,其毛利率高达38.8%。目前公司LED业务已初具规模,发展势头良好。照明方面在手意向订单已经超过6亿元,显示领域体现了较强的技术和成本优势,有较强市场竞争能力,斩获了包括世博会在内的一系列订单,增发资金到位后,公司将加大市场拓展力度,销售有望再上台阶。
- **关于LED芯片开发的准备。**公司年初已经宣布和韩国EPIVALLEY公司合作生产LED外延片、芯片,目前公司已经和韩国方面有关工作人员紧密合作,就厂房建设,设备订购,后续设备调试,研发组织作相关准备工作,我们一直认为:顺利生产出LED芯片是大概率事件(详见我们前期的研究报告)。
- **盈利预测和投资评级。**预计公司10,11年EPS分别至0.60元与1.18元,考虑到公司产业的特殊性和后续成长,按照10年25倍PE估值,未来12个月的目标价为29.50元,对照当前价格,并结合公司未来的发展,维持“强烈推荐”。

主要财务指标

单位:百万元	2008年A	2009年A	2010年E	2011年E
营业收入(百万元)	2,523	1,922	3,288	4,496
同比(%)		-24%	71%	37%
归属母公司净利润(百万元)	(62)	49	292	570
同比(%)			497%	95%
毛利率(%)	13.8%	21.3%	25.5%	27.0%
ROE(%)		8.2%	13.3%	25.9%
每股收益(元)	(0.19)	0.15	0.60	1.18
P/E		97	25	12
P/B	8	8	4	4

相关报告

《德豪润达-生产经营正常 增发事项积极推进中》2010-5-12

资料来源:中投证券研究所

1. 定向增发主要内容简要回顾

公司于 2009 年 10 月 14 日公布非公开发行股票预案，募集资金全部用于芜湖德豪润达光电科技有限公司 LED 产业化项目。

本次非公开发行股票数量不超过 1.6 亿股。

发行价格为定价基准日（2009 年 10 月 14 日）前 20 个交易日股票交易均价的 90%，即 9.54 元/股。公司计划通过募集资金 16 亿左右，逐步建设大型的 LED 产品制造基地和研发中心，从而扩大公司 LED 产品生产规模，使公司的经营规模和盈利能力获得跨越式发展。

本次非公开发行的发行对象为珠海德豪电器有限公司、芜湖经开区光电产业投资发展有限公司、芜湖市龙窝湖建设开发有限公司和芜湖远大创业投资有限公司，发行对象以现金认购本次发行的股票，分别认购 5600 万股，5200 万股，3200 万股，2000 万股。具体见下表。

表 1: 德豪润达增发前后股本结构变化

股东名称	发行前		本次发行 万股	发行后	
	持股数量 万股	持股比例 %		持股数量 万股	持股比例 %
珠海德豪润达电器有限公司	6,668	20.6%	5,600	12,268	25.4%
广东健隆达光电科技有限公司	2,846	8.8%		2,846	5.9%
王晟	1,720	5.3%		1,720	3.6%
芜湖经开区光电产业投资发展公司			5,200	5,200	10.8%
芜湖市龙窝湖建设开发有限公司			3,200	3,200	6.6%
芜湖远大创业投资有限公司			2,000	2,000	4.1%
其他	21,086	65.2%		21,086	43.6%
总股本	32,320	100.0%	16,000	48,320	100.0%

资料来源：公司公告

募投项目实施后，公司将借助国家节能环保战略，把握 LED 行业发展的先机；为公司营造新的利润增长点、进一步增强持续盈利能力，打造双主业经营模式，降低单一小家电业务的经营风险。

具体项目投资规模和建设后效益见下表:

表 2: 募投资金投资项目

序号	项目名称	项目类别	投资金额 (万元)	满产后实 现收入 (亿元)	满产后 实现净 利润(亿 元)
1.	LED 照明项目	新建	53,258	18.0	2.1
2.	LED 封装项目	新建	56,948	19.2	2.7
3.	LED 芯片项目	新建	50,171	4.8	0.8
合计			160,377	42.0	5.6

资料来源: 公司公告

整体而言, 我们对公司项目实施前景表示乐观。

2. 此次增发过会对公司意义十分重大

我们认为此次增发过会对公司意义十分重大, 构成重大利好。1) 增发顺利完成后, 公司净资产增加 15 亿左右, 从现在 7.2 亿直接增加 22 亿, 是增发前的 3 倍。2) 增发项目实施后, 公司资金不足, 产能不足, 市场开拓放不开手脚, 重大项目进展缓慢的问题都能够得以解决。3) 增发完成后, 芜湖市属公司持股 21.52%, 芜湖市政府与公司的关系更加明确, 从订婚到结婚, 上了一个层次。由于公司 LED 项目符合芜湖市政府战略定位, 未来具有广阔前景, 又是政府主要领导亲自督导推动项目, 此后我们更有理由相信, 芜湖市政府会倾力支持上市公司, 从产业政策, 税收, 土地, 资金, 订单等方面, 政府有足够的资源向公司倾斜。3) LED 产业正是方兴未艾, LED 应用领域不断拓展, 呈现爆发性增长态势, 上游芯片供不应求, 公司增发有利于强化先发优势。4) 从当前实际来看, 增发也将促进公司改善投资者关系, 优化公司治理, 也直接消除了市场上对公司增发事项的质疑。

由于种种原因, 公司此前没有赶到 4 月份上会, 结果上一届发审委届满, 而新一届发审委 5 月份才成立, 新一届发审委要重新过材料, 所以出现了耽搁。因此却引起了市场的一些质疑, 我们一直坚持: 公司增发过会并不存在实质性障碍, 上市公司本身具备增发资格。增发项目符合国家的产业政策, 增发参与方主要是公司大股东和芜湖市属投资公司, 主体资格适当, 用现金增发不存在资产质量问题, 增发价格的确定也合法允当, 没有损害第三方利益, 顺利过会只是时间问题。现在增发获得证监会审核通过证实了我们此前的判断。公司发展也将走进一个新时代。

3. 同比数据

表 3: 09,08 年损益表同比

科目(单位: 百万)	2009 年 A	2008 年 A	同比
一、营业总收入	1,922	2,523	-23.8%
收入同比增长			
二、营业总成本	1,850	2,591	-29%
其中: 营业成本	1,512	2,175	-30%
毛利率(简单测算)	21.3%	13.8%	7.5%
营业税金及附加	6	6	
销售费用	141	133	5%
销售费用率	7.3%	5.3%	2.0%
管理费用	161	179	-10%
管理费用率	8.4%	7.1%	1.3%
财务费用	23	40	
资产减值损失	7	57	
加: 公允价值变动收益		1	
投资收益及其它	2	-2	
三、营业利润	74	-69	-206%
加: 营业外收入	22	6	
减: 营业外支出	3	5	
四、利润总额	93	-68	-235%
减: 所得税费用	22	4	
综合所得税率	23.2%	-5.4%	28.6%
五、净利润	71	-72	
归属于母公司净利润	49	-62	
少数股东损益	22	-10	
六、总股本	323	323	
七、每股收益:	0.15	-0.19	

资料来源: 中投证券研究所

4. 季度比较数据

表 4: 分季度数据比较

	09Q4	09Q3	09Q2	09Q1	08Q4
主营收入	6.69	5.62	4.04	2.87	5.83
主营利润	1.69	1.04	0.8	0.5	0.85
毛利率	25.3%	18.5%	19.8%	17.4%	14.6%
利润总额	0.62	0.26	0.12	-0.07	-0.81
净利润	0.19	0.28	0.09	-0.07	-0.72
季度净利润率	2.8%	5.0%	2.2%	-2.4%	-12.3%
EPS	0.06	0.09	0.03	-0.02	-0.22

资料来源：中投证券研究所

5. 盈利预测

表 5: 盈利预测表

科目(单位: 百万)	2008 年 A	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E
一、营业总收入	2,523	1,922	3,288	4,496
收入同比增长		-24%	71%	37%
二、营业总成本	2,591	1,850	2,900	3,766
其中: 营业成本	2,175	1,512	2,448	3,281
毛利率(简单测算)	13.8%	21.3%	25.5%	27.0%
营业税金及附加	6	6	8	11
销售费用	133	141	203	221
销售费用率	5.3%	7.3%	6.2%	4.9%
管理费用	179	161	226	234
管理费用率	7.1%	8.4%	6.9%	5.2%
财务费用	40	23	8	10
资产减值损失	57	7	7	9
加: 公允价值变动收益	1			
投资收益及其它	-2	2	2	2
三、营业利润	-69	74	390	731
加: 营业外收入	6	22	13	20
减: 营业外支出	5	3	2	2
四、利润总额	-68	93	402	750
减: 所得税费用	4	22	64	120
综合所得税率	-5.4%	23.2%	16.0%	16.0%
五、净利润	-72	71	337	630
归属于母公司净利润	-62	49	292	570
少数股东损益	-10	22	45	60
六、总股本	323	323	483	483
七、每股收益:	-0.19	0.15	0.60	1.18

资料来源: 中投证券研究所

预计公司 10, 11 年 EPS 分别至 0.60 元与 1.18 元, 考虑到公司产业的特殊性和后续成长, 按照 10 年 25 倍 PE 估值, 未来 12 个月的目标价为 29.50 元, 对照当前价格, 并结合公司未来的发展, 维持“强烈推荐”评级。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434