

## 德豪润达 (002005)

## 短期内难以扭转下滑趋势

王镇 方馨  
 21-38676720 021-38676685  
 wangzhen@gtjas.com fangxin@gtjas.com

本报告导读：出口下滑仍在继续，最大的风险仍然是人民币升值。利润波动大，给予“减持”评级。

## 投资要点：

- 08 年亏损主要来自订单变动与计提准备。三四季度是出口旺季，公司的大量备货遭遇了部分订单的延迟或取消，形成的存货由于原材料跌价，计提了较大的跌价准备；应收账款计提力度也有加大。
- 出口下滑仍在继续，北美下滑有限，欧盟等下滑更多。目前订单量同比下降 10% 左右，订单价格由于原材料降价等因素正在经历向下的调整。欧洲部分国家由于经济崩溃、货币贬值等因素，消费能力迅速降低；而北美出现“消费降级”趋势，例如以 DIY 替代外出就餐，对厨房电器的需求反而相对坚挺。
- 国内行业集中化趋势不改，国际竞争对手卷土重来。在目前资金链较为紧张的情况下，大企业更好的付款条件、稳定丰富的供给更吸引客户；但中小出口企业仍有生存空间，行业整合较为困难。另自 2008 年下半年起，欧美厂商重开已关闭的南美工厂。受汇率等因素影响，目前巴西供货价格与[中国供货价格+海运费]的差异已经较小，国内厂商价格优势不再显著。
- 09 年最大的风险仍然是人民币升值。除订单外流风险，公司还需要承担订单谈判日至收款日的汇率波动（汇率未超约定限度）。09 年升值预期依然强烈，利润率恐受影响。出口退税率与原材料降价一样能够降低成本，但由于客户压价能力较强，整体盈利能力难以提升。
- LED 项目刚刚起步，前景尚未明朗。08 年 12 月股东大会通过设立广东台山子公司，主要投向节能照明的 LED 产业。目前项目刚刚起步，未来收益尚难确定。控股股东转让公司股权事宜仍在商谈，据了解并非为投资项目筹款。
- 内销拓展顺利，但基数较小。公司内销品牌 ACA 渠道拓展顺利，08 年收入翻倍。但由于基数较小，投入有限，难以形成业绩支撑。
- 我们认为公司 09 年收入规模将有所下滑，短期内难以好转。但若库存适当、升值平缓，全年有望实现盈利，利润率应该不高。公司股价近期内翻倍，利润波动较大，给予“减持”评级。

评级：

减持

上次评级：首次评级

目标价格：

4.50

上次预测：

当前价格：

¥ 6.30

2009.03.10

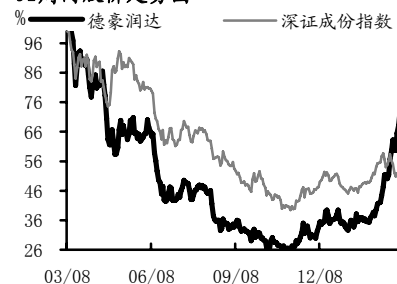
## 交易数据

|                  |              |
|------------------|--------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 2.15 ~ 18.58 |
| 总市值 (百万元)        | 2,207        |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 323/322      |
| 流通 B 股/H 股       | 0/0          |
| 流通股比例            | 1.00         |
| 日均成交量 (百万股)      | 6.5          |
| 日均成交值 (百万元)      | 29.3         |

## 资产负债表摘要 (12/08)

|            |        |
|------------|--------|
| 股东权益 (百万元) | 603.21 |
| 每股净资产      | 1.87   |
| 市净率        | 3.37   |
| 资产负债率      | 67.82% |

## 52 周内股价走势图



| 财务摘要 (百万元)  | 2006A  | 2007A  | 2008E   | 2009E   | 2010E |
|-------------|--------|--------|---------|---------|-------|
| 营业收入        | 1,808  | 1,936  | 2,522   | 2,073   | 2,179 |
| (+/-)%      | -12.6% | 7.0%   | 30.3%   | -17.8%  | 5.1%  |
| 经营利润 (EBIT) | 49     | 80     | -27     | 33      | 48    |
| (+/-)%      | 418.6% | 64.3%  | -134.2% | -221.1% | 44.5% |
| 净利润         | 7      | 31     | -59     | 8       | 16    |
| (+/-)%      | 13.2%  | 346.0% | -291.0% | -113.8% | 95.1% |
| 每股净收益 (元)   | 0.02   | 0.10   | -0.18   | 0.03    | 0.05  |
| 每股股利 (元)    | -      | -      | -       | -       | -     |

| 利润率和估值指标  | 2006A | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%) | 2.7%  | 4.1%  | -1.1% | 1.6%  | 2.2%  |
| 市盈率       | 332.2 | 293.4 | 65.8  | -34.4 | 249.3 |
| 股息率 (%)   | -     | -     | -     | -     | -     |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**作者简介:**

王稹:男,清华大学电机系电力系统自动化专业,工学博士。2005年进入国泰君安证券研究所,从事电力设备行业、家用电器行业、新能源策略的研究。

方馨:女,复旦大学计算机科学与技术专业学士、经济学硕士。2007年进入国泰君安证券研究所,从事家电行业的研究。

**免责声明**

本报告的信息均来源于公开资料,我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。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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为国泰君安证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

**增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所**

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)