

小家电

袁浩然 CPA

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

6-12 个月目标价: 21.00 元

当前股价: 16.01 元

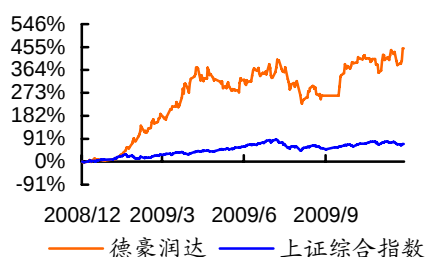
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3141.35
总股本(百万)	323
流通股本(百万)	307
流通市值(亿)	49
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	1.88
资产负债率	67.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
德豪润达	13.39	52.04	27.57
上证综合指数	-4.52	10.66	7.39



相关报告

《德豪润达-小家电盈利能力提升 LED 发展空间大》2009-12-10

德豪润达

002005

强烈推荐

短期看市场开拓 中期看技术积累

两周前我们推出公司的调研报告之后,引起市场一些关注,根据市场反馈的问题,结合公司的最新情况,在此集中作一些说明:

- **关于 2010 年的利润构成。**LED 领域公司目前拥有扬州市政府采购订单约 3 亿元;芜湖市政府已经将公司列为首先供应商,2010 年可能有 3 亿元左右的采购量;以公司目前的市场开拓能力,明年通过其他途径估计能实现 4-5 亿元的销售,2010 年合计销售在 10 亿元以上,此部分业务毛利率在 40% 以上,而增量部分的管理费用率极低,新增 LED 业务按照 26% 的净利润率,全年 LED 业务可实现净利润 2.6 亿元左右;小家电业务,明年出口会有恢复性增长,按照今年的盈利水平,明年盈利在 0.7 亿元(今年 6 月份开始出口退税率从 13% 提高到 17% 进一步提升公司盈利能力)。扣除少数股东权益之后,明年全年的净利润为 2.9 亿元,对应 EPS0.60 元。(摊薄后)
- **关于定向增发和相关投资项目。**公司已公布非公开发行股票预案,增发 1.6 亿股募集 15 亿元用于 LED 项目。除公司大股东认购 5600 万股,其他为芜湖市政府直属国有企业认购,共 1.04 亿股,占整发后总股本的 21.5%,通过股权关联,今后公司将会同政府关系更加紧密。目前定向增发事宜正在积极推动之中,很快会上会。而相关投资项目已经开工,12 月 16 日芜湖一期项目已经奠基,芜湖市委书记、市长悉数出席;12 月 20 日扬州一期项目也紧锣密鼓开工,扬州市市长出席,充分体现出当地政府的支持。而公司增发完成后,净资产从 6 亿一下子扩充到 21 亿元,公司的资金优势更加强化。
- **关于公司的核心竞争力和政府资源。**目前公司在 LED 领域重点放在下游封装、应用,利润点也在此,在下游环节,关键点并不在于技术而在于工艺水平、成本控制以及客户资源、政府支持,目前公司通过收购已经具备了一定的技术水准和客户优势,而公司在小家电领域形成的生产组织能力、成本控制能力、工艺水平对 LED 产业发展也有重要作用,也正因为以上原因,公司获得了政府的强力支持,在未来的企业发展中,公司本身竞争力和政府支持有望互相促进,相互加强。
- **关于进军芯片的技术瓶颈。**考虑到芯片生产的技术含量,我们需要持续跟踪公司技术积累,但是目前市场估值并没有反映该部分预期。
- **盈利预测和投资评级。**公司在手订单较多,12 月份连续加班加点生产,09 年净利润约 0.7 亿元, EPS0.22 元。另外,我们预计公司 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 35 倍 PE,目标价 21 元,维持“强烈推荐”评级。

主要财务指标

单位:百万元	2008 年 A	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
营业收入(百万元)	2,523	1,918	3,283	4,489
同比 (%)		-24%	71%	37%
归属母公司净利润(百万元)	(62)	70	292	569
同比 (%)			316%	95%
毛利率 (%)	13.8%	19.9%	25.6%	27.0%
ROE (%)		11.7%	13.3%	25.9%
每股收益(元)	(0.19)	0.22	0.60	1.18
P/E		68	24	12
P/B	8	8	4	4

资料来源:中投证券研究所

1. 公司 09 年通过收购介入 LED 产业，已经形成一定的产业优势。

公司 2009 年通过引进战略投资者的方式适时进入 LED 行业，收购了 LED 封装和应用企业健隆达 51% 股权，然后又通过收购深圳市锐拓显示技术有限公司进一步加大公司在 LED 产业布局。健隆达和锐拓两家公司 09 年 LED 封装业务收入约 4 亿元，毛利在 40% 以上，而且拥有丰富的 LED 经验和技术人才，具有一定的技术储备。收购完成后，德豪润达公司已成为中国最大的 LED 封装企业之一。实现了公司从单纯小家电业务向小家电、LED 双主业的战略转移，未来一段时间，小家电将提供丰富的现金流，而 LED 将进入边产出（既有 LED 业务）边投入（一方面扩产，巩固封装、应用领域业务发展，另外逐步向上游芯片业务进军）

根据公司发展战略要求，公司未来将形成以 LED 行业和小家电行业双主业经营模式，逐步建立起具有行业影响力的光电产业化基地，在 LED 芯片、LED 封装、LED 照明等领域实现规模化生产能力，并不断推动产业链向前端发展逐步成长为拥有自主知识产权和自主品牌的、集研发、生产、销售于一体的大型 LED 产品制造商和行业领导者。

目前公司与三安光电等企业一道已经取得了先发优势，三安光电的重点优势领域在上游芯片，而公司的重点优势在下游应用：

从规模上看，公司明年 LED 产值能够达到 10 亿元以上，公司增发完成后，资金优势将更加突出。规模优势和资金优势意味着上下游的话语权，意味着招投标的竞争能力。

从技术上，公司在应用领域具有丰富的经验，能够根据现场环境和客户要求不同，设计因地制宜的实施方案，已具备了车用 LED 系统设计和制造能力，而在上游 LED 封装环节公司基本解决光效、可靠性、散热和成本问题，基本具有一定的工艺水平，批量合格率位于国内领先地位。

从人员配备方面，公司已邀请到国家 863 计划半导体照明工程专家、光电技术总监裴小明教授担任集团技术副总，拥有一批技术骨干，目前还在对大功率 LED 进行技术研发攻关。

另外，公司在小家电领域业已形成的生产组织能力、成本控制能力、工艺水平对 LED 产业发展也非常关键，事实上 LED 下游和小家电有着高度的相似性，除了芯片外，其他所需要要的原材料相近，注塑、表明梳理等很多工序也非常接近，控制系统也有很多相通之处。LED 除了芯片科技含量较高外，德豪润达目前暂时没有自主开发能力外，其他工序对德豪润达来说是驾轻就熟。而公司对于大规模的生产组织、细节管理、成本控制是其他很多 LED 企业所不具备的。

2. 公司的核心竞争力和政府支持相互促进

前面，我已经陈述了公司在 LED 领域的一些核心竞争力，而公司另外一项非常重要的竞争力是政府支持。在未来的企业发展中，公司本身的核心竞争力和政府支持有望互相促进，相互加强。

随着节能减排成为共识，半导体照明产业的发展速度在不断加快，作为新一代环保、节能光源，LED 具有节能、环保和长寿命等三个方面的优势，未来发展潜力巨大。因此得到了各级政府的大力支持和关怀，国家和各省、市纷纷出台大力扶持半导体照明产业发展的政策。

2008 年由财政部、国家发展改革委联合发布《高效照明产品推广财政补贴资金管理暂行办法》，国家将以财政补贴方式，在“十一五”期间大力推广节能灯只。2009 年 5 月，同意在天津市、上海市、广东省深圳市、广东省东莞市等 21 个城市开展半导体照明应用工程试点工作。

2009 年 9 月 22 日国家发改委发布了《半导体节能照明产业发展意见》，对我国半导体照明产业的发展目标进行了规划：到 2015 年，半导体照明节能产业产值年均增长率在 30% 左右；产品市场占有率逐年提高，功能性照明达到 20% 左右，液晶背光源达到 50% 以上，景观装饰等产品市场占有率达到 70% 以上；企业自主创新能力明显增强，大型 MOCVD 装备、关键原材料以及 70% 以上的芯片实现国产化，上游芯片规模化生产企业 3-5 家；产业集中度显著提高，拥有自主品牌、较大市场影响力的骨干龙头企业 10 家左右；初步建立半导体照明标准体系；实现年节电 400 亿千瓦时，相当于年减排二氧化碳 4000 万吨。

但是政府资源不可能过分分散，政府会优先支持已经具有领先优势，技术实力雄厚可以持续发展的企业。目前公司与三安光电等企业一道已经取得了先发优势，已经成为政府重点扶持的对象，目前在广东省内，公司正积极争取成为省重点扶持的三家 LED 企业之一，广东省外，公司已经获得芜湖和扬州市政府在融资（15 亿增发+10 亿信贷）、基建（厂房租用）、设备补贴（每台 MOCVD 补贴 800-1000 万）、政府采购（排他/首选供应商）等方面的大力支持，这是其他 LED 企业目前所不具备的发展条件。特别是在政府采购方面，公司以本身既有的技术优势和优越的产品性价比也得到了各级政府的青睐，目前公司已经拥有扬州市政府采购订单约 3 亿元；芜湖市政府已经将公司列为首先供应商，2010 年可能有 3 亿元左右的采购量，未来有望获得更多政府的订单支持。

3. 定向增发，强化资金优势和政府资源，公司发展有望再上台阶，前景广阔

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 16000 万股。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 15 亿，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。

增发 1.6 股中，除公司大股东认购 5600 万股，其他为芜湖市政府直属国有企业认购，共 1.04 亿股，占整发后总股本的 21.5%，今后公司将会同芜湖及安徽省各级政府关系更加紧密。而公司增发完成后，净资产从 6 亿多元一下子扩充到 21 亿元，公司的资金优势也得到强化。

具体项目投资规模和建设后效益见下表：

表 1：家电下乡产品销售统计（2009 年 1-10 月）（分产品占比）

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

公司公开增发尚需证监会批准。由于该项目符合国家节能减排的产业政策，相关方都是以现金而不是以其他资产实施增发，操作手续十分简便，加上有相关政府部门积极推动，及时批复的概率大。

目前定向增发事宜正在积极推动之中，很快就会上会。

而相关投资项目已经通过自有资金积极实施中，以抢占市场先机。12 月 16 日芜湖一期项目已经开工，芜湖市委书记、市长悉数出席；12 月 20 日扬州一期项目紧锣密鼓开工，扬州市市长出席。充分体现出当地政府的支持。

整体而言，公司定向增发的顺利程度和项目实施的远景，我们均表示乐观。

4. 盈利预测

表 2: 盈利预测表

科目(单位: 百万)	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
一、营业总收入	2,523	1,918	3,283	4,489
收入同比增长		-24%	71%	37%
二、营业总成本	2,591	1,847	2,896	3,761
其中: 营业成本	2,175	1,535	2,444	3,276
毛利率(简单测算)	13.8%	19.9%	25.6%	27.0%
营业税金及附加	6	5	8	11
销售费用	133	129	203	221
销售费用率	5.3%	6.7%	6.2%	4.9%
管理费用	179	153	226	234
管理费用率	7.1%	8.0%	6.9%	5.2%
财务费用	40	21	8	10
资产减值损失	57	4	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	73	389	730
加: 营业外收入	6	7	13	20
减: 营业外支出	5	2	2	2
四、利润总额	-68	78	401	749
减: 所得税费用	4	16	64	120
综合所得税率	-5.4%	20.0%	16.0%	16.0%
五、净利润	-72	62	337	629
归属于母公司净利润	-62	70	292	569
少数股东损益	-10	-8	45	60
六、总股本	323	323	483	483
七、每股收益:	-0.19	0.22	0.60	1.18

资料来源: 中投证券研究所

公司目前在手订单较多, 12 月份连续加班加点生产, 四季度业绩可能超预期, 预计 2009 年全年净利润约 0.7 亿元, EPS0.22 元, 展望明、后年, 我们预计公司 10, 11 年 EPS 分别至 0.60 元与 1.18 元, 项目逐步建成投产后, 公司 11 年以后销售和盈利将会再上台阶, 考虑到公司产业的特殊性和后续成长, 按照 10 年 30-35 倍 PE, 初步目标价 21 元。对照当前价格, 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。曾获 2008 年度《新财富》最佳分析师排名家电行业第五名

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