

评级：审慎推荐

电子元器件

公司点评报告

第一创业证券研究所
分析师：任文杰 S1080510120006
联系人：黄进 S1080111010047
电话：0755-25832407
邮件：huangjin2@fcsc.cn

和而泰（002402）

——短期盈利下滑 将重回增长快速道

交易数据

52周内股价区间（元）	14.51—45.84
总市值（百万元）	1,657.83
流通股本（百万股）	50.15
流通股比率（%）	50.3%

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	750.11
每股净资产	7.50
市净率	2.21
资产负债率	16.8%

事件：和而泰于10月15日公布第三季度业绩报告，公司前三季度实现营业收入3.77亿元，同比增长15.3%，净利润2453万，同比下降33.54%。每股收益0.25元。

点评：

● 营业收入增速持续低位，募投产能和新业务尚未形成拉动公司成长的新动力

- 营业收入增速趋缓，前三季度仅有15.3%的同比增长，低于去年同期38.36%的增速。公司的募投的1400万套智能电路板项目预计要等到明年才开始逐渐贡献业绩。募投产能达产后，公司产能将较目前2100万套的产能大幅增长6成，目前新厂房基本已建成，将陆续安排公司的国外大客户验收新厂房，为公司明年在传统家电业务上获取更大的订单打好基础。
- 公司努力开拓的新业务方面，LED照明子公司已成立，主要做出口的LED照明产品，今年预计有3000万的营业收入，随着明年几个国外大客户认证通过和订单的敲定，这块营收明年有望超过1个亿。
- 汽车电子业务方面，出于公司品牌和迅速推动市场方面的考虑，公司目前采取的是立足高端客户，走二级供应商的战略。借国际上大的汽车电子供应商的渠道来切入主流的合资车、进口车的供应链配套体系。目前除了去年热卖的车载小冰箱电路控制板产品今年继续放量外，公司近期两款技术水平更高的ABS以及底盘控制方面的智能电路板也开始供货。汽车电子这块市场广阔，我们假设一个新车型上市，ABS控制器按照10万套/年需求量来算，单一款产品就能为公司带来2000万元左右的营收，公司一旦通过下游汽车制造商的认证，市场逐渐打开，汽车电子业务将成为推动公司营收成长的新增长极。目前公司的汽车电子主要集中在技术门槛较高的前置汽车电子的配套，将加强车身、底盘控制汽车电子产品的研发力度。车身方面如空调、仪表盘、电子座椅调节、电动车窗这些公司都已具备技术储备，而难度更高的汽车底盘控制方面近期也有产品推出。

● 上半年原材料、人工成本上涨和费用增长，双重因素打压公司盈利水平

- 公司今年第三季度仅获利128万元，同比去年负增长86.94%，前三季度净利润同比去年负增长33.54%。毛利率滑落至历史新低16.98%，较半年报又下降1.5个百分点。



- 一方面原材料、人工成本上涨，部分原材料如某些芯片甚至有买不到货的现象。公司虽然历年来采取的是成本加成的定价策略，要保证 10 个百分点的净利润，但是由于今年的外围环境十分糟糕，而公司有 60% 的产品是直接出口到国外，受影响面非常之大。宏观经济变差的大环境下，公司的主要客户国外大的家电制造商如伊莱克斯、惠而浦等也开始减少产量和削减库存，为保订单公司在尽量和客户谈涨价以争取成本转嫁的前提下，也不得不承受利润被吃掉现实。营业成本大幅增加是公司盈利能力下降的主要原因。
- 另一方面，为改善供应链的管理，公司从台湾大的代工厂商如富士康、光宝等挖管理人员，以求加大采购力度。同时，新的 LED 照明子公司也已先期投入资金招兵买马组织研发和市场团队，这也增加了公司 400 多万的管理费用。另外，我们也注意到今年公司获得的政府各项补贴较去年减少了 300 万元，这也一定程度影响了获利。
- **不断创新、深化管理将提升公司未来的竞争力，规模化优势带动收入快速增长和毛利率提升**
 - 目前看来，电子行业未能真正从 08 年的金融危机中缓过来，经济的再次下滑已影响到下游订单量和库存，也进一步影响到整个产业链的采购体系，而和而泰作为产业链中的一环，其较弱的供应链管理成为上市后这一年多来发展的瓶颈并在行业景气下滑时充分暴露出问题所在，这反而对公司是件好事。在经历业绩下滑的考验后，公司将通过提高制造管理水平，并通过扩大产能形成规模优势加大对原材料的采购量以增加话语权和降低生产成本。
 - 公司将依靠国内同行业中领先的技术水平，不断推出新产品，增加老产品的附加功能，通过升级换代来提升传统家电产品的毛利率。
- **明年公司增长将重回快车道**
 - 我们认为随着公司产能扩张的逐渐释放和精心培育的 LED 照明、医疗健康和汽车电子的战略布局将转化为实际的产出，和而泰未来 3 年将保持 60% 以上的复合增长率。
 - 公司将充分发挥其积累的大客户优势以及较高的技术创新能力，通过不断优化产品结构和提升在大客户中的供货比例，来进一步提升公司业绩。
 - 宏观经济形势差、行业景气度下滑如果持续下去，下游客户处于成本控制的考虑更会主动考虑让更具成本优势的和而泰来承接其供应链的产能转移，这使得明年公司产能释放后开工率更有望得到保证。
- **调低盈利预测，维持对公司“审慎推荐”的评级。** 第三季度业绩大幅低于市场预期，单季度仅贡献了 0.013 的 EPS，我们预计公司第四季度 LED 照明业务可能会放量冲一下业绩，另外与家电客户订单和价格的谈判也会争取到一些利好，由此测算今年全年的业绩在 0.35 左右，未来 3 年的 EPS 为 0.35、0.84、1.11。预计 2011-2013 年公司将实现净利润 3500 万，8400 万，11000 万元，考虑到目前整个电子行业估值下调，如果给



与 2012 年 25X 的估值，按照目前 16.57 的收盘价，维持对公司“审慎推荐”的评级。

- 风险提示 成本上升，行业景气度持续低迷，新业务推进进度迟缓

公司的主要财务数据

单位: 万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	43,109	49,675	95,375	118,933
同比 (%)	31.9%	15.2%	92.0%	24.7%
营业毛利	9,294	9,955	21,179	26,188
同比 (%)	21.0%	7.1%	112.7%	23.6%
归属母公司净利润	4,235	3,544	8,370	11,111
同比 (%)	16.1%	-16.3%	136.2%	32.7%
总股本 (万股)	10,005.0	10,005.0	10,005.0	10,005.0
每股收益 (元)	0.42	0.35	0.84	1.11
ROE	5.7%	4.7%	9.9%	11.6%
P/E (倍)	39.1	46.8	19.8	14.9

数据来源：第一创业研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120