

鲁军

执业证书编号：S0270511070002

电话：021-60883498

lujun@wlzq.com.cn

联系人：夏雅琴

电话：021-20220051

发布日期：2011年12月16日

大客户拓展、产品线拓宽驱动业绩增长

——和晶科技（300279）新股定价报告

研究报告-新股定价报告

报告关键要素：

和晶科技主要从事大型白色家电智能控制器的研发、生产和销售，冰箱智能控制器是公司目前最主要的产品。2009年中国家电智能控制器的市场规模约为572.67亿元，预计到2013年中国家电智能控制器的市场规模将达到987.75亿元，下游家电需求稳定增长与消费升级带来的智能控制器渗透率提高是行业主要增长动力，同时国内家电制造商由自主生产智能控制器转向由第三方供应的趋势日益明显。公司凭借国内较为领先的技术以及严格的质量控制，在冰箱控制器领域具有较高的市场占有率，拥有三星、海信等优质客户，未来将从客户拓展与产品线拓宽两个维度实现业绩增长。预计公司2011-2013年EPS 分别为0.62、0.92和1.15元，建议申购区间为16.5-20.2元，对应2012年18-22倍PE。

事件：

● 和晶科技公开发行A股并在创业板上市初步询价与推介会：

无锡和晶科技股份有限公司拟公开发行A股1550万股，占发行后总股本的26%。募集资金用于智能控制器技术改造和智能控制器研发中心两个，项目总投资1.37亿元，拟使用募集资金投资1.1亿元。通过本次募投项目实施，公司将新增产能624万套，相比目前产能342.8万套，提升182%；同时提升公司产品设计和测试水平。

点评：

● 和晶科技是冰箱智能控制器领域的领先企业：

无锡和晶科技股份有限公司成立于1998年，主要从事大型白色家电智能控制器的研发、生产和销售，是国内最早将单片微型计算机（MCU）应用于家电智能控制领域的行业先行者之一。公司产品主要包括四大类家电电子智能控制器：洗涤类家电智能控制器、制冷类家电智能控制器、热控制类家电智能控制器和小家电智能控制器。其中，冰箱智能控制器是公司目前最主要的产品，并已在市场中占有较高的份额，洗衣机、燃气热水器、壁挂炉等家电智能控制器是公司未来业绩主要增长点。2010年公司营业收入2.79亿元，净利润0.31亿元。其中冰箱控制器收入占比76.7%，是公司最主要的收入来源，此外洗衣机、热水器和其他电器控制器收入占比分别为11.6%、5.6%和4.5%。产品综合毛利率在20%左右。公司为民营企业，董事长陈柏林先生是公司创始人，也是公司的控股股东和实际控制人，持有公司1516.56万股，占发行前总股本的34.1%。

● 消费升级提高家电智能控制器渗透率，专业厂商更具竞争优势：

电子智能控制器是指在仪器、设备、装置、系统中为实现电子控制，而设计的计算机控制单元，它一般是以单片微型计算机（MCU）芯片或数字信号处理器（DSP）芯片为核心，依据不同功能要求辅以外围模拟及数字电子线路，并置入相应的计算机软件程序，经电子加工工艺制造而形成的核心控制部件。智能控制器并非以终端产品的形态独立工作，而是作为核心和关键部件内置于仪器、设备、装置或系统中，在其中扮演“神经中枢”及“大脑”的角色，是典型的嵌入式软件产品。电子智能控制产品的核心功能是提高用电设备的效率、精度和智能化。目前，智能控制器广泛应用于家用

电器、健康与护理产品、电动工具、智能建筑与家居、汽车电子等终端产品中，其中将电子智能控制技术应用到家电领域而形成的智能控制器产品，称之为家电智能控制器。

目前，智能控制技术在家电产品中的应用正处于快速发展中，智能控制器在消费电子产品（括电视机、音响等视听类产品）中的应用比较普遍，使用率已接近100%；在大型白色家电和小家电中也有较为广泛的使用，但仍然有大量家电产品在使用开关或机械程序控制，智能控制在家电领域仍然有巨大的成长空间。根据中国家电协会的报告显示，2009年全球冰箱产品中采用电子智能控制的不足50%，其中日本等发达国家的比例已接近100%，而中国生产的冰箱产品中约40%采用电子智能控制，预计2015年该比例将上升至60%。洗衣机方面，2009年中国生产的洗衣机中采用电子智能控制的全自动机型占比约51%，预计2015年，该比例将上升至80%。此外，在烤箱烤炉、燃气（电）热水器等大型家电，电饭锅、电压力锅、食品加工机（榨汁机、食品料理机、豆浆机）、电风扇、取暖器等小家电中，目前使用智能控制的比例仅在5%-30%之间，未来家电智能控制器的成长空间巨大。

电子智能控制行业的产生和发展是专业化分工的结果。早期的家电智能控制器均由家电主机厂自行生产。随着消费者对家用电器自动化和智能化方面的需求不断提高，家电智能控制器产品的技术难度和生产成本也不断上升，家电控制技术逐步成为一个专业化、独立化和个性化的技术领域，一些专业的家电智能控制器企业开始出现。因此，出于电子智能控制器专业要求的提升以及成本控制的考虑，家电主机厂开始将智能控制器外包给专业的电子智能控制厂商进行设计生产，家电智能控制行业也从家电主机厂分离出来，形成了一个新兴行业并获得了高速的发展。经过多年的发展，已经发展出了以英维斯、代傲等具有代表性的一批国际家电智能控制器专业制造商。

根据汉鼎咨询的统计，2006-2009年全球智能控制器行业的复合增长率为12.55%，2009年全球电子智能控制行业市场规模达到了5,480.64亿美元，2010年由于全球经济总体复苏，预计全球电子智能控制器的增长将恢复到16%，规模达到6,357.54亿美元并继续保持持续较快增长，预计2013年将突破10,000亿美元。

智能控制器种类繁多，以应用领域划分，包括家用电器、汽车电子、电动工具及工业设备、智能家居、电动汽车智能控制器等。根据汉鼎咨询的统计，2009年，汽车电子智能控制器产品的市场份额最高达到32.14%，其次是电动工具及工业设备达13.25%，其中，家电智能控制器占市场总量的11.82%，市场销售额达647.81亿美元。从产业地域分布来看，根据汉鼎咨询的统计，2009年亚洲、欧洲和北美市场仍然是电子智能控制产品的主要市场，市场规模占全球规模的比例分别为35.99%、23.14%、21.68%。近年来随着中国汽车、家电、工业设备及电动工具等产业的高速发展，中国电子智能控制产业的全球市场份额也得到迅速提升，据统计，2009年中国电子智能控制器产业已取得11.07%的全球市场份额。2006-2009年，中国电子智能控制器行业市场规模复合增长率达14.47%，2009年中国电子智能控制行业市场规模达到4,099.52亿元，根据汉鼎咨询的预测，2013年市场规模将达到8,288.26亿元。其中，2009年家电智能控制器占市场总量的13.97%，市场销售额为572.67亿元。

由于智能控制器在各类大型白色家电、小家电，以及消费电子产品中应用的比例不断上升，因此家电智能控制器的市场规模保持了快速的增长，根据汉鼎咨询的统计，2006-2009年，全球家电智能控制器的复合增长率达到15.28%，2009年的市场规模约为647.81亿美元，预计2013年将达到1,499.57亿美元。

根据中国经济信息网及中怡康统计显示，我国家电市场规模快速增长，2006年我国家电行业的市场规模突破7,500亿元关口，2007年市场规模又突破8,000亿元关口，至2010年在我国经济政策刺激、家电行业环境全面好转、消费需求爆发性增长等多因素的作用下国内家电市场规模首次突破1万亿

元大关，达到10,400亿元。其中白色家电行业约2,500亿元，黑色家电行业约1,700亿元，IT、通讯产业等消费电子产品约4,500亿元，厨卫及小家电约为1,700亿元。

在中国家电市场规模快速增长的同时，国内家电行业中使用智能控制的高端产品的比重也在不断提高，国内家电企业均把高端化作为其优化产品结构的主要方向。据中怡康统计，2010年，三门冰箱、对开门冰箱零售额占比进一步提升，分别达到了29%和17%，这两种冰箱合计销售占比达46%；滚筒洗衣机销量同比增长高达38%，占大中型城市市场份额已经超过50%；变频空调也开始摆脱“叫好不叫座”的窘境，销售同比去年增长130%以上，目前在全国主要大中城市的零售量市场份额已达到35%。

受国内家电行业总体规模的快速发展，以及使用智能控制器的高端家电产品比例不断上升的双重拉动，中国家电智能控制器的市场规模呈现出快速成长的态势。根据汉鼎咨询统计，2006-2009年，中国家电智能控制器的市场复合增长率为17.24%，2009年中国家电智能控制器的市场规模约为572.67亿元，预计到2013年中国家电智能控制器的市场规模将达到987.75亿元。

家电智能控制器早期都是由家电整机制造企业自行研发制造，直至上世纪90年代起，随着家电智能控制技术专业化以及社会精细化分工带来成本效率优势，家电智能控制行业逐步从家电整机制造行业中分离出来，成为一个新兴行业。

目前以惠而浦、三星、GE、西门子、伊莱克斯等为代表的国际知名家电制造商已经基本完成了家电零部件的第三方专业化供应，这些厂商所需要的智能控制器大多数是由外部专业智能控制器厂商设计制造，家电整机制造企业能将更多的资源投入到前瞻性技术研究、市场开拓及品牌运营等核心竞争力方面。随着国际家电制造专业化分工的实现，一些大型的专业家电智能控制企业逐渐出现和发展，如英维斯、代傲等。

中国的家电智能控制器专业厂商总体上历史较短，规模不大，但近几年发展迅速。这主要是由以下因素推动：首先，随着中国在电子、集成电路、软件、通信、传感器等方面技术的大幅进步，中国的技术层面上已经能够研发制造出具有优良性能的控制产品。其次，传统的欧美日韩等国际家电制造巨头受到中国、土耳其、智利等新兴国家的家电制造企业的挑战，成本压力急剧增大，国际家电商开始向中国的家电智能控制器企业进行采购。再次，中国的家电制造业专业化分工已经开始。与国际家电企业不同，由于中国电子行业发展历史较短等因素，国内家电制造商目前尚处于自行研发制造大部分智能控制器的阶段。随着国内智能控制技术的不断提高，从最近几年开始，国内家电制造商由自主生产智能控制器转向由专业第三方供应的趋势越来越明显。这种调整一方面得益于社会精细化分工的总体趋势，更重要的原因是家电整机制造企业发现，采取专业第三方供货，可以有效地克服厂商内部供货带来的效率低下、技术更新慢、服务落后等弊端，能够更好地加快产品更新、有效降低成本。以上因素使近几年中国涌现出一批具有一定专业开发设计能力、实验测试能力和基于专业产品经验的工艺制造能力的本土智能控制器企业。

目前，专业家电智能控制器行业总体上处于完全市场化竞争的状态，就目前的竞争格局而言，根据其技术水平、研发实力、规模大小大致可以将行业内企业分为三类。第一类：欧美规模较大的专业智能控制器制造商，拥有较强技术实力，能够向全球跨国电器、电子整机厂商提供高端电子智能控制产品和服务，在部分细分市场尤其是高端市场上有着较大优势，主要厂商有英国英维斯、德国代傲等。第二类：中等规模电子智能控制厂商，拥有自己的技术研发团队，能够根据客户需求独立开发并提供电子智能控制产品和服务，具有同第一类企业竞争的潜力，在某些领域具有一定的优势，如和晶科技、拓邦股份、和而泰、英唐智控等。第三类：小规模智能控制器厂商，则由于研发能力不足或技术缺陷，未敢投入大量的人力、财力去开拓市场，在市场竞争中处于较弱的地位，目前此类企业多数从事客户众多、技术相对简单的小家电控制器领域。

家电电子智能控制器行业的集中度较低，产能较为分散。在国际家电智能控制器产品市场，英维斯、代傲等行业巨头在某些细分市场领域尤其是高端市场上具有较高的市场占有率，但就整体市场而言，却仅占很小的市场份额。国内电子智能控制行业起步较晚，正处于成长阶段，行业集中度更低。家电智能控制器企业的经营具有“核心客户”与“核心产品”的特点，相互之间采用专业化错位竞争和相互渗透的竞争模式。

行业壁垒主要包括技术创新壁垒、供应商资质认证壁垒、资金和人才壁垒。

● **公司核心产品具有明显优势，客户资源较好：**

公司是国内大型白色家电智能控制器高端市场的领先企业之一，以国际知名家电制造商为主要客户，部分产品有着较高的市场占有率，具有较强市场竞争力。2010年，公司的冰箱智能控制器占苏州三星冰箱智能控制器采购数额的76.50%、占三星全球采购总额的17.54%，占海信集团冰箱智能控制器采购数额的81%；热水炉智能控制器占威能（中国）热水炉智能控制器采购数额的100%。

根据汉鼎咨询统计数据，公司多个产品市场排名位居前列，2010年，公司的冰箱智能控制器市场占有率较高，全球市场占有率为5.06%，中国市场占有率达到12.33%，国内行业排名第一；高端燃气热水器智能控制器市场占有率11.4%，位居行业第三。

公司是国内白色家电智能控制器高端市场的领先企业之一，依靠较强的研发实力、良好的品质和完善的服务体系逐步赢得了国际知名的家电制造商的信赖，为其研发、制造家电智能控制器，在其全球供应链体系中占有重要地位。目前，公司的主要客户包括三星、海信、阿里斯顿、A.O.史密斯、威能、三洋、海尔等国际知名家电制造商。由于进入国际知名家电制造商的全球供应链体系具有较高门槛，必须具备较强的研发能力、品质保证能力、较大的生产规模及丰富的生产经验。家电智能控制器企业一旦通过合格供应商资质的最终审定，便可纳入国际知名家电制造商的全球供应链体系，与其建立长期深层次的战略合作伙伴关系。近三年，公司超过85%的销售收入来自上述国际知名企业，这些优秀的客户群体为公司长期持续稳定发展奠定了坚实的基础。

公司在行业内率先采用了原应用于美国军工电子产品的HALT（高加速寿命测试）、HASS（高加速应力筛选测试）等多项高精度的检测方法。严格的质量管理体系和高精度的质量检测手段确保了公司产品的高合格率、高品质。公司的平均产品不良率仅为212ppm，远低于行业标准产品不良率标准1000ppm（百万分之一千）。此外，公司与国际知名的白色家电智能控制器意大利制造商ERS在高端家电领域进行合作研发，利用ERS在设计方面的优势和公司在制造方面的优势进行互补。

公司未来业绩增长包括客户拓展及产品拓宽两个维度。客户方面，公司积极拓展大客户，正与西门子、伊莱克斯、意黛喜等客户积极展开商谈，2011年开始进入供应商资格认证阶段。产品拓宽方面，冰箱类产品是公司主导产品，在行业内具有较好的口碑。公司利用这种优势，积极向洗衣机、热水器等领域拓宽产品线。

● **盈利预测与投资建议：**

预计公司2011-2013年收入分别为3.5亿、4.7亿和6.1亿元；净利润分别为0.37亿、0.55亿和0.69亿元；EPS 分别为0.62、0.92和1.15元，建议申购区间为16.5-20.2元，对应2012年18-22倍PE。

● **风险提示：**

客户集中度风险、下游家电需求增速放缓的风险

盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	1.60	2.79	3.45	4.66
增长率 (%)	45.02	74.19	23.75	35.07
净利润 (亿元)	0.15	0.31	0.37	0.55
增长率 (%)	71.57	109.77	19.60	48.65
每股收益 (元)	1.60	0.52	0.62	0.92
市盈率 (倍)				

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。