

## 和而泰 (002402.SZ) 器件行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

马鹏清  
联系人  
(8621)61038324  
mapq@gjzq.com.cn

邵洁  
联系人  
(86216)61038220  
shaojie@gjzq.com.cn

程兵  
分析师 SAC 执业编号: S1130511030015  
(8621)60230210  
chengb@gjzq.com.cn

## 家居智能化渗透加快, 龙头受益确定

## 事件

和而泰 2月20日发布业绩快报, 收入 7.50 亿元, 同比增长 33.53%, 营业利润 4147 万元, 同比增长 67.42%, 归属母公司净利润 3555 万元, 同比增长 35.57%。

## 评论

**业绩基本符合预期:** 营业利润与我们预计情况基本相符, 增速超过 67%, 表明公司 13 年经营情况如我们预期出现了显著的回升; 净利润有所差别, 主要还是与政府补贴减少有关, 预计扣非后的净利润同样保持 60% 以上的增长速度。

**公司后续业绩依然有望保持快速增长:** 增长的逻辑有三, 其一智能化加快对家电、照明、建筑电器等设备的渗透, 公司专利储备以及设计能力显著高于行业内的其他公司, 能够在智能化进程中获得超过的增长空间; 其二家电业务方面进入大客户订单兑现期, 加之受益 Invensys 被施耐德收购, 业务饱满, 营收与毛利水平都呈现向上的态势; 其三多元化战略逐步成形, 公司在 LED 控制器方面的优势逐步体现, 盈利水平得到显著的提升, 汽车电子与智能建筑也有望进拓展新的客户, 规模占比逐步提升。

图表1: 部分智能控制类企业规模与涉足领域

	货币 单位	2012年收入 百万	涉及控领域	备注
Invensys	欧元	1792	石油、化工、铁路、能源等工业控制、家电控制	全球最大的高端智能控制器提供商, 13年被施耐德电器50亿美元收购
Diehl	欧元	339	新能源、家电、智能家居等	Diehl集团还涉及军工、航天等
Siemens	欧元	78670	工业自动化、智能建筑、家电、医疗设备	全球著名终端产品与工控企业
Schneider	欧元	23946	工业自动化、电网、智能家居、智能建筑等	全球著名工控企业, 并购推升收入规模
Honeywell	美元	37665	工业自动化、智能建筑、智能家居、智能控制、医疗航天等	全球著名工控企业
和而泰	人民币	562	家电、智能家居、汽车电子等	国内家电智能控制器龙头

来源: 国金证券研究所, 公司官网, Bloomberg

**董事长持续增强控制力, 后续发力看点多多:** 13 年董事长两次增强控制权, 其一年中溢价收购创投公司所持股份, 持股比例由 17.12% 提升到 25%; 其二认购增发方案的对手股票基金份额, 并与增发方达成一致行为人, 控制权进一步提升到 32.2%。董事长持续提升控制权依然十分看重长期的增长, 公司良好的财务状况 (2.5 亿的现金以及较低的资产负债率) 都有助于公司未来长期的发展。

## 投资建议

我们从 11 月推荐至今, 公司股价基本实现翻倍, 主要基于公司本身业绩的好转, 以及年初对于智能家居热点的追捧。我们认为智能家居产品推广的初期, 国外知名品牌依然具有显著的优势, 公司是国内智能控制器企业中与国外品牌合作最为密切的公司, 是相关专利研发最早, 也是储备最多的公司。作为国内智能控制器的龙头企业, 公司有望充分享受智能化向传统设备渗透的利好。维持“买入”评级, 给予公司 14-15 年 EPS 0.679、0.924 元, 考虑增发后股本摊薄, EPS 为 0.62 元、0.84 元。

## 公司基本逻辑情况

图表2: 主要公司估值与盈利情况

代码	公司	股价 2014/2/20	EPS			PE		总股数 百万股	流通股数 百万股
			2013	13%14	2014	2013	2014		
300297.SZ	和晶科技	20.50	0.2	87.5%	0.375	102.5	54.7	120	55
002139.SZ	拓邦股份	11.09	0.2994	28.8%	0.3855	37.04	28.8	218	159
002402.SZ	和而泰	26.05	0.36	88.6%	0.68	72.36	38.4	100	87

来源: 国金证券研究所

图表3: 公司营业收入汇总

	2012	2013E	2014E	2015E
<b>家用电器智能控制器</b>				
收入 (百万)	366.99	477.09	505.71	667.54
YoY	12.9%	30.0%	6.0%	32.0%
毛利率%	18.95	20.5	20.5	20.5
<b>健康与护理产品智能控制器</b>				
收入 (百万)	26.17	29.83	28.94	31.62
YoY	-6.3%	14.0%	-3.0%	9.3%
毛利率%	23.69	23.3	23.1	23
<b>电动工具智能控制器</b>				
收入 (百万)	67.21	73.43	72.65	82.45
YoY	-5.7%	9.2%	-1.1%	13.5%
毛利率%	12.13	12	11.9	11.8
<b>智能建筑与家居智能控制器</b>				
收入 (百万)	58.24	110.66	121.72	153.49
YoY	10.9%	90.0%	10.0%	26.1%
毛利率%	15.23	15	17	17
<b>汽车电子智能控制器</b>				
收入 (百万)	21.37	25.86	28.44	36.98
YoY	131.5%	21.0%	10.0%	30.0%
毛利率%	18.05	17	17	17
<b>LED</b>				
收入 (百万)	12.4	24.7	58.7	111.6
YoY	211.7%	100.0%	137.5%	90.0%
毛利率%	1.7	7.0	11.0	18.0
<b>其他类智能控制器</b>				
收入 (百万)	6.92	11.63	14.65	19.99
YoY	-6.1%	68.0%	26.0%	36.5%
毛利率%	25.77	23	25	24

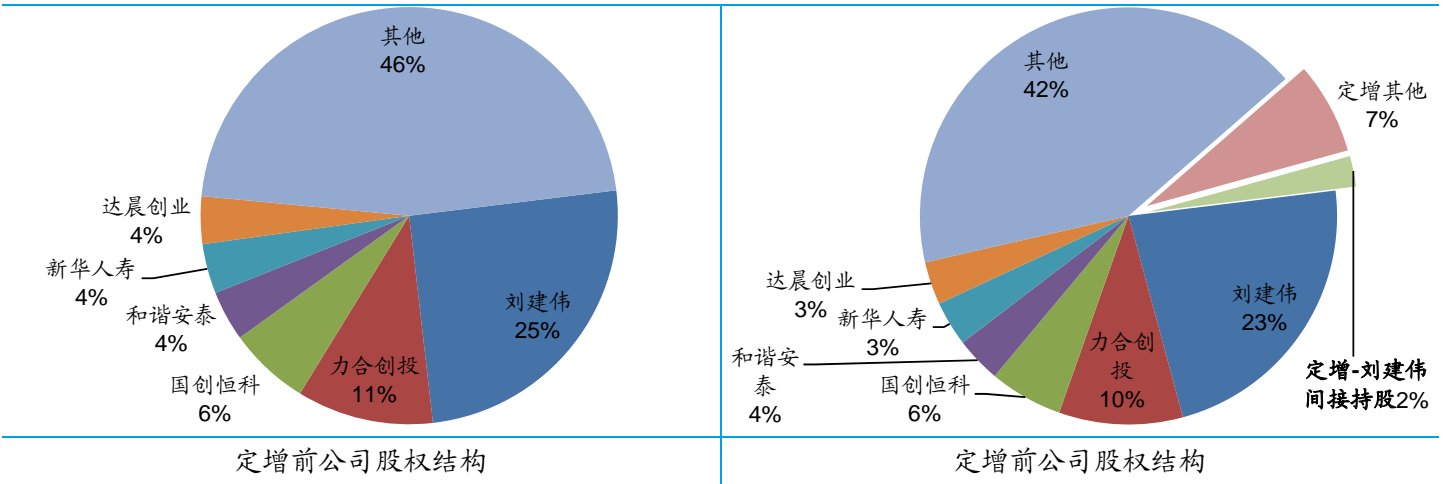
来源: 国金证券研究所, 公司公告

图表4: 公司重点客户空调控制器市场预估

	惠而浦			伊莱克斯			西门子		
12年家电收入	1143.07			887.99			823.20		
控制器需求	22.86	-	57.15	17.76	-	44.40	16.46	-	41.16
公司目标市场份额	5.72	-	14.29	4.44	-	11.10	4.12	-	10.29
12年公司实现收入	预计在2000万左右			预计在2亿左右			起步阶段		

来源: 国金证券研究所, Bloomberg, 公司公告

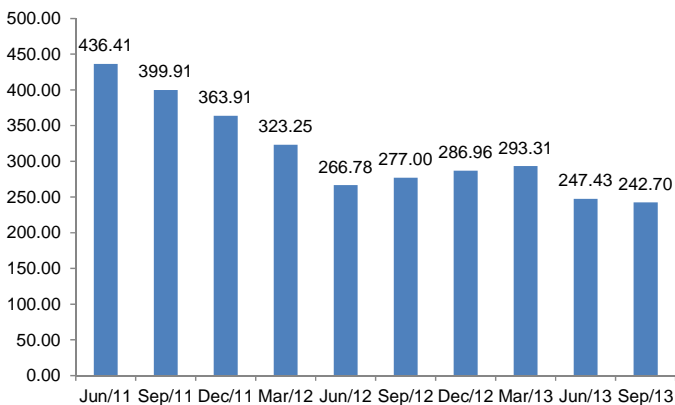
图表5: 定增前后公司股权变动情况



来源: 国金证券研究所, 公司公告

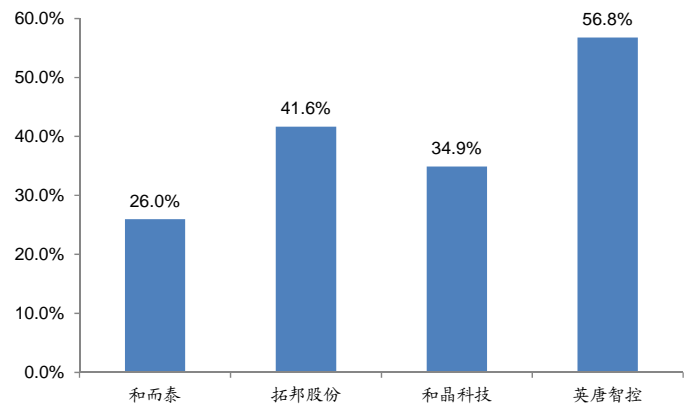
说明: 定增对手方为在筹股权投资基金, 该基金发起者为创东方投资有限公司; 刘建伟将认购前述股权投资基金 25% 的份额

图表6: 账面现金充足

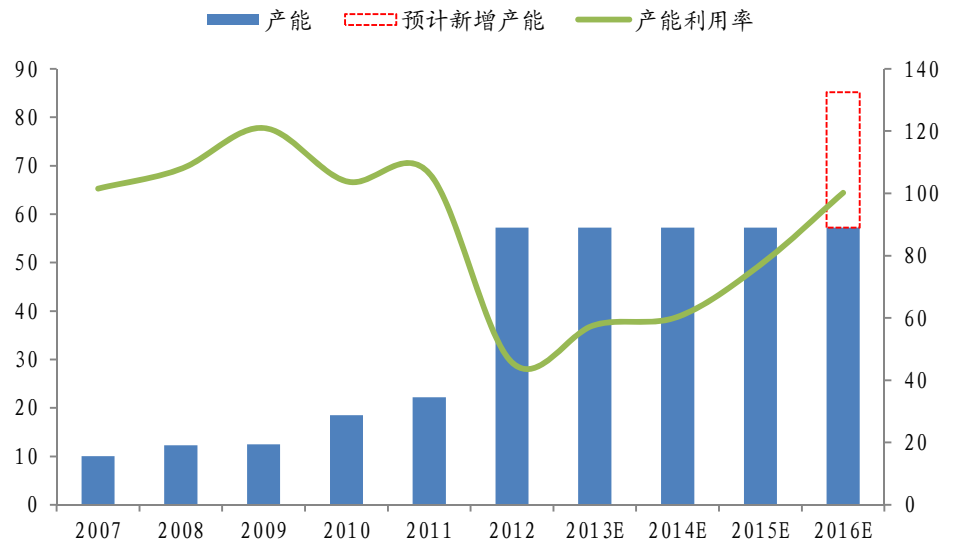


来源: 国金证券研究所, Wind

图表7: 资产负债率一直低于行业其他



图表8: 提前进入产能建设期有利于公司长远发展



来源: 国金证券研究所, 公司公告

说明: 预计 16 年产能利用率超过 100%, 是不计入本次新增产能的情况下。

图表9: 公司三大表

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	431	501	562	756	834	1,108
增长率		16.1%	12.2%	34.6%	10.3%	32.8%
主营业务成本	-338	-416	-462	-615	-677	-894
%销售收入	78.4%	83.1%	82.2%	81.4%	81.2%	80.7%
毛利	93	84	100	141	157	214
%销售收入	21.6%	16.9%	17.8%	18.6%	18.8%	19.3%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-3	-3	-4
%销售收入	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-10	-13	-20	-27	-30	-39
%销售收入	2.3%	2.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.5%
管理费用	-43	-47	-56	-70	-78	-102
%销售收入	9.9%	9.5%	10.0%	9.3%	9.3%	9.2%
息税前利润 (EBIT)	40	22	22	40	46	69
%销售收入	9.2%	4.3%	3.9%	5.3%	5.5%	6.2%
财务费用	3	3	6	3	-2	-1
%销售收入	-0.6%	-0.6%	-1.0%	-0.5%	0.3%	0.1%
资产减值损失	-1	-3	-2	-2	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	34	39
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	42.3%	35.7%
营业利润	41	22	25	41	77	106
营业利润率	9.5%	4.3%	4.4%	5.5%	9.3%	9.5%
营业外收支	7	5	6	1	3	3
税前利润	48	27	31	43	80	109
利润率	11.2%	5.3%	5.6%	5.6%	9.6%	9.8%
所得税	-6	-3	-4	-6	-11	-15
所得税率	12.5%	12.1%	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	42	23	27	37	69	93
少数股东损益	0	0	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	42	23	26	36.020	68.508	92.858
净利率	9.8%	4.7%	4.7%	4.8%	8.2%	8.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	42	23	27	37	69	93
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	9	15	21	24	21	27
非经营收益	0	1	0	-1	-37	-42
营运资金变动	-97	-27	-21	-64	-22	-77
经营活动现金净流	-45	12	27	-5	31	2
资本开支	-73	-132	-69	-27	-86	-167
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	34	39
投资活动现金净流	-73	-132	-69	-28	-52	-128
股权募资	557	3	0	0	157	0
债权募资	-15	0	0	0	0	1
其他	-16	-14	-22	0	-13	-14
筹资活动现金净流	526	-11	-22	0	144	-13
现金净流量	409	-131	-64	-32	123	-140

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	503	364	287	255	378	238
应收款项	159	185	206	275	304	403
存货	98	109	113	152	167	220
其他流动资产	10	30	5	11	11	15
流动资产	770	687	611	692	861	877
%总资产	86.1%	74.9%	64.9%	67.2%	68.0%	61.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	74	157	245	259	321	459
%总资产	8.3%	17.2%	26.0%	25.1%	25.4%	32.2%
无形资产	49	70	82	74	81	87
非流动资产	125	230	331	337	405	549
%总资产	13.9%	25.1%	35.1%	32.8%	32.0%	38.5%
资产总计	895	917	942	1,030	1,266	1,426
短期借款	1	0	0	0	0	0
应付款项	152	170	174	225	248	328
其他流动负债	-6	-7	2	15	16	17
流动负债	147	163	177	240	264	344
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	147	163	177	240	264	345
普通股股东权益	746	749	760	783	995	1,073
少数股东权益	2	5	6	6	7	7
负债股东权益合计	895	917	942	1,030	1,266	1,426

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.635	0.233	0.262	0.360	0.620	0.840
每股净资产	11.182	7.485	7.597	7.830	8.999	9.709
每股经营现金净流	-0.675	0.118	0.265	-0.046	0.285	0.015
每股股利	0.000	0.300	0.150	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	5.68%	3.11%	3.45%	4.60%	6.89%	8.65%
总资产收益率	4.73%	2.54%	2.78%	3.50%	5.41%	6.51%
投入资本收益率	4.63%	2.53%	2.43%	4.38%	3.94%	5.45%
增长率						
主营业务收入增长率	31.90%	16.14%	12.15%	34.62%	10.34%	32.79%
EBIT增长率	8.02%	-45.21%	-0.34%	85.76%	14.04%	49.59%
净利润增长率	16.05%	-44.95%	12.51%	37.34%	90.19%	35.54%
总资产增长率	180.63%	2.50%	2.71%	9.29%	22.92%	12.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	88.6	105.2	108.7	108.7	108.7	108.7
存货周转天数	84.6	90.9	87.7	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	87.0	88.4	94.7	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	32.4	31.8	159.3	119.3	105.0	121.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-67.05%	-48.27%	-37.48%	-32.29%	-37.79%	-21.98%
EBIT利息保障倍数	-14.7	-6.7	-3.8	-11.8	20.2	79.2
资产负债率	16.42%	17.82%	18.73%	23.32%	20.89%	24.22%

来源: 国金证券研究所

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2013-10-18	买入	16.18	21.00 ~ 21.00
2	2013-11-12	买入	15.23	21.00 ~ 21.00
3	2013-12-13	买入	17.69	21.00 ~ 21.00

来源：国金证券研究所



**投资评级的说明:**

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD