

## 和而泰下半年业绩增速重回上升通道

### 投资要点：

- 和而泰上半年实现营业收入39,216.88万元，较上年同期增长12.98%，净利润增速也位于公司一季度预测净利润增长区间的下限附近，公司业绩低于市场预期，主要是因为世界杯因素，下半年随着订单的恢复以及产能满产的实现，收入增速仍有望达到30%，而由于今年公司采购成本降低带来的营业成本增速放缓，公司的毛利率增长今年有望显著提升，下半年公司的净利润增速有望继续回升。
- 公司积极适应互联网时代的要求，充分利用自身优势，积极开拓新产品与新业务领域。如公司新一代智能控制器已进入量产；公司上半年还结合既有优势，拟与合作伙伴合作推出智能硬件的终端产品，并计划以此为契机推动公司建立智能家居大数据运营平台，更好地促进公司业务的互联网转型。虽然公司估值比较贵，但是较高的成长预期及较好的业务转型前景有利于化解估值压力。

### 公司财务数据及预测

项目	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万元)	562	751	991	1,248
增长率(%)	12.15%	33.68%	32.00%	26.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	26.23	35.17	48.63	72.15
增长率(%)	12.63%	34.12%	38.26%	48.36%
毛利率%	17.80%	19.56%	20.20%	20.40%
净资产收益率(%)	3.45%	4.59%	4.54%	6.58%
EPS(元)	0.17	0.23	0.32	0.48
P/E(倍)	102.43	76.37	55.24	37.23
P/B(倍)	3.53	3.50	2.51	2.45

数据来源：民族证券

## 和而泰 (002402.SZ)

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel：010-59355914

Email：chenwei@chinans.com.cn

### 投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	21

### 市场数据

市价(元)	17.14
上市的流通 A 股(亿股)	1.21
总股本(亿股)	1.5
52 周股价最高最低(元)	29.25-13.2
上证指数/深证成指	2235.51/ 7941.16
2013 年股息率	1.35%

### 52 周相对市场改变

13-9 13-11 14-1 14-3 14-5 14-7

### 相关研究

## 正文目录

公司收入增速放缓.....	3
公司业务转型将加快.....	3
财务预测.....	5

## 图表目录

事件:

公司上半年主营业务收入 39,001.57 万元,较上年同期增长 12.64%;实现营业利润 2,414.49 万元,较上年同期增长 46.36%,归属于母公司所有者的净利润为 2,137.95 万元,较上年同期增长 33.43%。前三季度净利润增长 20%-50%,中值增长 35%。

## 公司收入增速放缓

公司上半年收入增速只有 12.6%,相对于一季度的 27.5%明显放缓,而净利润增速 33.4%,也位于公司一季度预测净利润增长区间的下限附近。我们认为,公司业绩增速放缓更多具有短期效应。

如二季度收入增速放缓的原因是:巴西是公司主要的销售市场之一,因巴西世界杯期间主要客户位于巴西的工厂放假影响到部分订单的交付,进而致使二季度公司业绩增幅放缓。

净利润增速不及预期的原因则是:2014 年公司为了适应互联网转型的需要,也为了继续深挖行业高端大客户,加大了人力、物力和财力方面的投入,由此使得相关费用增加较快。如公司销售费用、管理费用增长都较快,同比分别增长 28%, 27%,都高于去年同期 10.4%, 26.2%的水平,

就全年来看,我们预计,考虑到以下因素,收入增速 30%目标有望实现,而由于毛利率、净利率水平的提高,净利润增速也有望达到 50%左右。

第一,伊莱克斯主要工厂所在地巴西受虽然上半年受世界杯的影响给付订单量增幅较缓,但伊莱克斯仍预计年度整体将有较大增幅,今年三、四季度伊莱克斯欧洲市场及北美市场将进入批量供货阶段。

第二,得益于公司强化客户拓展,继续深挖行业高端大客户的市场战略,在公司与老客户之间的收入增速保持稳定增长的同时,公司与新客户之间的收入增速呈现了更快的增长。如公司今年来自于去年新开发的客户包括:西门子、博世、TTI等等订单增加较多。

第三,今年公司的产能释放将会更加明显。如公司光明项目2013年底按计划达产75%,产能投放实现2,625万套/年,6月末开工率已达到80%,今年底预计将实现满产,实现产能3,500万套/年的目标,比去年增加33%。

第三,公司营业成本增速有望保持较低水平。如今年以来,公司采购策略做出一定调整,从分散的供应商转为较为集中的供应商体系,这样公司采购成本也就降低了,而由于材料成本占公司营业成本较大比例,这也使得公司营业成本增速明显放缓,从去年的25%降低到今年同期的9.6%,毛利率水平也因此得到提升,从去年的18.2%提升至今年的20.34%。

而展望明后年,我们认为公司业绩仍有望保持较高的增长,如今年由于各大厂商,包括互联网企业、传统家电厂商都纷纷推出智能家电产品,今年也被誉为智能家电大发展的元年,由此也会增大对于上游智能控制器的需求,公司在智能控制领域领先的优势获得传统客户认可,也有望从中受益;公司光明项目的2期有望在2015年下半年开始贡献产能,16年产能将逐渐实现满厂,而满产后有望为公司贡献7.5亿元的收入,而由于二期产品附加值和毛利率相对来说更高,也有望比第一期贡献更多的业绩。

## 公司业务转型将加快

公司还积极适应互联网时代的要求,充分利用自身优势,积极开拓新产品与新业务领域。

第一,为应对智能家居时代对于新一代智能控制器的需求,公司去年就与下游合作伙伴开始进行新的智能控制器测试,包括增加通信模块(Wifi、蓝牙等),增加传感功能等,目前这些产品已经进入量产,而由于新一代智能控制器技术更为复杂,价格更高,将来大规模生产后也有望公司贡献更高的盈利。

第二,公司上半年还结合既有优势,拟与合作伙伴合作推出智能硬件的终端产品,并计划以此为契机推动公司建立智能家居大数据运营平台,更好地促进公司业务的互联网转型。

如今年 6 月，公司与喜临门签署了《智能家居战略合作框架协议》。双方拟共同开发科学睡眠智能化的系列产品，同时为科学睡眠提供整体解决方案。公司计划首先会推出第一代以检测为主的系列产品，主要通过传感器，检测用户翻身次数、温度等生命体征，争取今年能量产。第二代产品为助眠系统，主要通过调节卧室温度、湿度、亮度达到助眠效果，将会在后期进一步合作。此外，公司还将作为智能卧室系统的唯一云服务提供商，为喜临门及其用户提供相应产品在线监控服务以及基于网络平台和大数据、云计算技术的后续增值服务。

公司在此过程中，不仅可以获得短期收益，增强公司智能产品和技术的实力，还有望推动公司盈利模式从电子器件制造到硬件终端产品制造、软件、服务的转型。如生产智能床垫的传感器，智能控制器将从公司采购，有利于增加公司收入；为实现智能床垫的功能，公司还将为此开发更多的智能核心器件，如压力传感器、音频传感器等，这将有利于公司智能产品系列的完善；公司还成立了“家居在线网络科技有限公司”与“数据资源与云技术有限公司”，其中，前者主要从事智能家居产品网络在线运营服务，网络互动服务、电子商务等，后者主要从事智能家居大数据资源经营与云计算技术开发等，今后公司也将依托它们完成互联网战略布局与战略扩张，实现从产品制造业到健康管理、智能家居服务商业模式的转型。

因此，虽然公司估值比较贵，但是较高的成长预期及较好的业务转型前景有利于化解估值压力。目前仍可关注。

## 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	61,229	67,090	92,539	98,886	<b>营业收入</b>	562	751	991	1,248
现金	28,837	19,985	28,380	24,185	营业成本	5,340	6,550	7,855	9,244
应收账款	19,476	29,339	35,642	46,234	营业税金及附	223	316	417	525
其它应收款	1,170	678	1,762	1,312	营业费用	20	25	34	42
预付账款	430	379	1,983	986	管理费用	56	72	109	125
存货	11,289	14,383	22,444	23,841	财务费用	-6	2	-8	-9
其他	26	2,328	2,328	2,328	资产减值损失	2	4	3	3
<b>非流动资产</b>	32,744	35,284	38,147	40,209	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	0	2,181	2,181	2,181	投资净收益	0	2	0	0
固定资产	24,500	24,044	28,090	31,300	<b>营业利润</b>	25	42	59	88
无形资产	6,802	7,386	7,846	6,727	营业外收支	6	1	0	0
其他	1,441	1,672	30	0					
<b>资产总计</b>	93,972	102,375	130,686	139,095	<b>利润总额</b>	31	43	59	88
<b>流动负债</b>	17,402	24,813	33,444	39,210	所得税	4	7	9	13
短期借款	0	192	0	0	<b>净利润</b>	27	36	50	75
应付账款	16,386	23,796	32,645	38,293	少数股东损益	1	1	2	2
其他	1,017	825	799	918	<b>归属母公司净</b>	26	35	49	72
<b>非流动负债</b>	0	30	30	30	EBITDA	43	64	100	136
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.17	0.23	0.32	0.48
其他	0	30	30	30	<b>主要财务比</b>				
<b>负债合计</b>	17,402	24,843	33,474	39,240	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	563	822	983	1,220	<b>成长能力</b>				
股本	10,005	10,005	11,606	11,606	营业收入	12.15%	33.68%	32.00%	26.00%
资本公积金	52,165	51,368	78,603	78,603	营业利润	14.50%	69.32%	40.90%	48.36%
留存收益	13,837	15,337	16,957	19,361	归属母公司净	12.63%	34.12%	38.26%	48.36%
归属母公司股东权益	76,007	76,709	107,166	109,570	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	93,972	102,375	141,622	150,031	毛利率	17.8%	19.6%	20.2%	20.4%
<b>现金流量表</b>					净利率	4.8%	4.8%	5.1%	6.0%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	3.5%	4.6%	4.5%	6.6%
<b>经营活动现金流</b>	27	942	443	1156	ROIC	4.1%	6.6%	7.5%	8.3%
净利润	27	475	594	782	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	1,823	2,493	4,838	5,638	资产负债率	18.52%	24.27%	25.61%	28.21%
财务费用	181	1,028	-780	-854	净负债比率		0	0	0
投资损失(收益前加-号)	249	436	300	300	流动比率	3.52	2.70	2.77	2.52
营运资金净变动(增加为负)	-202	7,685	8,471	5,032	速动比率	2.87	2.03	2.03	1.85
其它	-2,050	-11,174	-12,980	-9,742	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-6,857	-7,065	-6,100	-8,000	总资产周转率	0.60	0.73	0.76	0.90
资本支出	6,893	1,965	8,000	8,000	应收帐款周转	2.88	2.56	2.78	2.70
长期投资	0	5,100	400	0	存货周转率	4.09	4.20	3.52	4.17
其他	-13,749	-14,130	-14,500	-16,000	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-2,136	-3,375	13,345	-3,957	每股收益	0.17	0.23	0.32	0.48
短期借款	0	192	-192	0	每股经营现金	0.18	0.22	0.08	0.52
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	5.06	5.11	7.14	7.30
普通股增加	0	1,601	1,601	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	0	-797	27,235	0	P/E	102.43	76.37	55.24	37.23
其他	-2,136	-4,370	-15,299	-3,957	P/B	3.53	3.50	2.51	2.45
<b>现金净增加额</b>	-8,965	-9,498	7,688	-10,801	EV/EBITDA	35.27	25.31	18.19	13.73

数据来源: 贝格数据, 民族证券

## 分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

## 联系人简介

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)