

和而泰 (002402.SZ)

器件行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

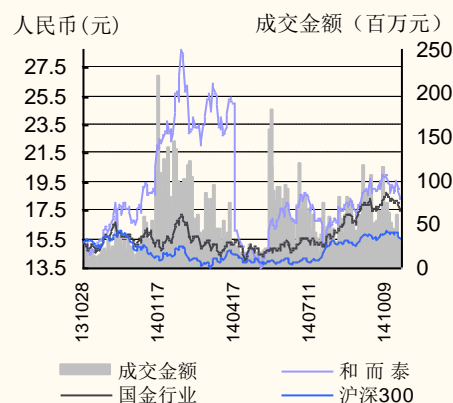
市价(人民币): 18.25元

业绩持续增长, 智能家居确定受益

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	120.96
总市值(百万元)	2,738.87
年内股价最高最低(元)	28.77/13.50
沪深 300 指数	2390.71
中小板综指	7658.73



相关报告

- 《获利能力持续提升,受益硬件智能化扩散确定》, 2014.8.25
- 《身边的智能化持续,受益与研发实力正相关》, 2014.6.13
- 《订单兑现符合预期,智能化驱动增长》, 2014.3.14

马鹏清 分析师 SAC 执业编号: S1130514080002
(8621)61038324
mapq@gjzq.com.cn

宋佳 分析师 SAC 执业编号: S1130513090002
(8621)60230246
songjia@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.262	0.352	0.328	0.484	0.708
每股净资产(元)	7.60	7.67	8.11	8.44	9.06
每股经营性现金流(元)	0.27	0.27	0.49	0.28	0.48
市盈率(倍)	40.90	53.90	53.88	36.53	24.99
行业优化市盈率(倍)	43.23	69.90	68.89	68.89	68.89
净利润增长率(%)	12.51%	34.12%	39.99%	47.49%	46.20%
净资产收益率(%)	3.45%	4.59%	5.24%	7.43%	10.13%
总股本(百万股)	100.05	100.05	150.075	150.075	150.075

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 和而泰 26 日公布 14 年三季报, 1-9 月公司实现营业收入 6.32 亿元, 同比增长 15.63%; 归属母公司的净利润 3764 万元, 同比增长 35.53%, 对应 EPS0.25 元。

经营分析

- 世界杯影响散去, 业绩持续回升:** 2 季度受到世界杯影响, 巴西伊莱克斯生产滞后影响了公司 2 季度业绩情况, 3 季度逐步恢复, 实现收入 20.24% 增长; 公司承接惠而浦等客户新订单毛利情况较好, 加之公司调整部分产品结构, 取消部分产品线低毛利客户订单, 公司毛利率持续提升, 同比提升 1.8 个百分点, 净利润率同比提升 0.9 个百分点; 公司与喜临门以及国内客户新产品研发造成成本提升, 管理费用率同比提升 1 个百分点, 影响将近 20 个点的净利润增速。
- 承接优质订单持续, 主业保持快速增长:** 公司迎来惠而浦、西门子等欧美知名家电企业订单放量, 业绩持续快速增长; 加之 Invensys 被施耐德收购, 因此承接订单获利情况维持在较好的水平。
- 积极寻找转型, 思路逐渐清晰:** 公司将围绕智能家居进行相关的产品的研发与布局, 与喜临门合作为公司中后台角色但获取运营数据寻得了全新的模式, 也符合智能家居现阶段快速普及硬件的发展规律; 公司在控制方面的技术优势与专利布局, 无论是传统的家电行业, 还是医疗、汽车电子领域都将成为重要的资源优势, 长期看好公司在相关领域内的发展。

盈利调整

- 考虑到巴西世界杯对于公司出口情况的冲击, 以及研发费率的提升, 我们调低盈利预测, 14-16 年净利润 4924 万元、7263 万元、10618 万元; 对应 39.99%、47.49%、46.20% 增长, EPS0.328 元、0.484 元、0.708 元。

投资建议

- 智能家居市场受到硬件以及软件企业推动, 启动在即; 根据我们智能家居研究, 现阶段以智能硬件的推广为主, 公司在研发方面的技术优势将充分受益, 加之公司在新的转型方面的外延式发展预期, 依然给予买入评级, 6-12 月目标价 24-28 元。

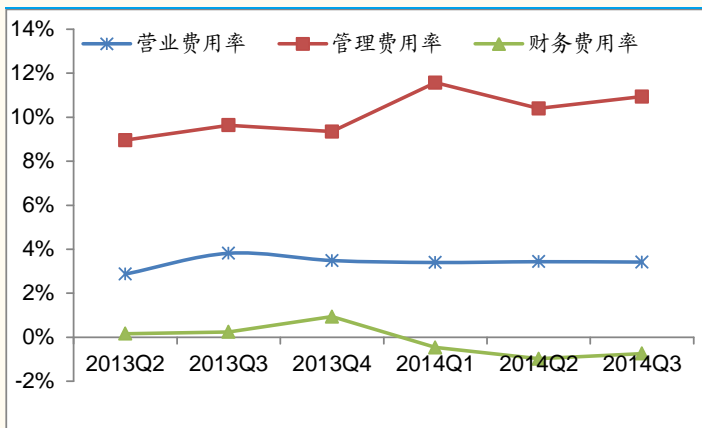
报告部分图表

图表1: 和而泰季度数据情况

和而泰	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
营业收入	123.32	121.99	152.60	139.82	147.11	142.60	204.53	199.30	204.22	181.90	210.27	392.17
季度同比	18.78%	8.11%	6.88%	14.85%	19.29%	16.89%	34.03%	42.54%	38.82%	27.56%	2.81%	96.77%
季度环比	1.30%	-1.08%	25.09%	-8.37%	5.21%	-3.07%	43.43%	-2.56%	2.47%	-10.93%	15.60%	86.51%
毛利率	15.22%	16.20%	18.71%	18.77%	17.28%	17.59%	18.80%	20.58%	20.71%	20.36%	20.87%	20.63%
营业费用率	3.71%	3.53%	3.39%	3.80%	3.56%	3.23%	2.87%	3.82%	3.49%	3.40%	3.43%	3.42%
管理费用率	11.75%	9.94%	9.57%	9.08%	11.30%	10.81%	8.96%	9.64%	9.35%	11.57%	10.40%	10.94%
财务费用率	0.10%	-2.50%	-0.99%	-0.97%	0.20%	-0.53%	0.16%	0.24%	0.94%	-0.47%	-0.98%	-0.74%
净利润	-1.25	4.42	11.15	9.25	1.41	4.53	11.50	11.96	7.20	7.95	13.43	21.38
季度同比	-122.98%	-56.11%	-15.40%	617.05%	-212.80%	2.49%	3.14%	29.26%	410.64%	75.50%	16.78%	78.82%
季度环比	-196.90%	-453.60%	152.26%	-17.04%	-84.76%	221.28%	153.86%	3.97%	-39.78%	10.42%	68.93%	59.20%
净利润率	-1.01%	3.62%	7.31%	6.62%	0.96%	3.18%	5.62%	6.00%	3.53%	4.37%	6.39%	5.45%

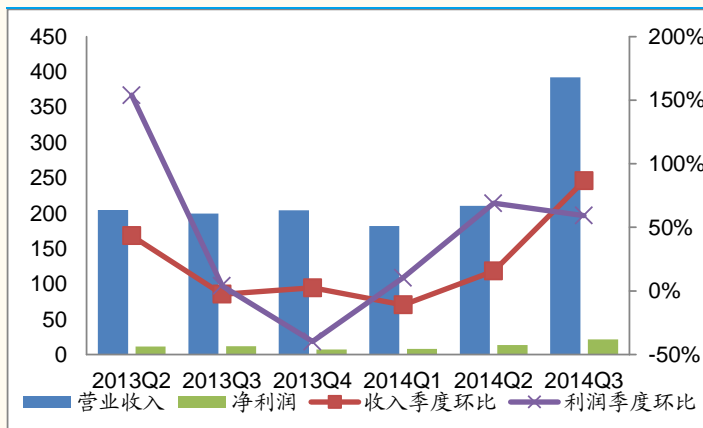
来源: 国金证券研究所, Wind

图表2: 和而泰费用率情况



来源: 国金证券研究所, Wind

图表3: 和而泰营收变动情况



图表4: 部分客户潜在在产品物料市场规模

单位: 亿元	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	13.60 - 34.01	10.57 - 26.42	9.80 - 24.49
公司目标市场份额	4.53 - 11.34	3.52 - 8.81	3.27 - 8.16
12年公司实现收入	预计在2000万	1.48亿	预计13年切入

来源: 国金证券研究所, Bloomberg

图表5: 公司主要业务经营情况

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
家用电器智能控制器					
收入(百万)	366.99	550.57	688.22	929.09	1207.82
YoY	12.9%	50.0%	25.0%	35.0%	30.0%
毛利率%	18.95	20.4	21	21.5	22
健康与护理产品智能控制器					
收入(百万)	26.17	15.17	17.65	19.29	21.07
YoY	-6.3%	-42.0%	16.4%	9.2%	9.3%
毛利率%	23.69	21.8	24	25	25
电动工具智能控制器					
收入(百万)	67.21	112.81	131.31	149.03	169.13
YoY	-5.7%	67.9%	16.4%	13.5%	13.5%
毛利率%	12.13	17.79	18	17	17
智能建筑与家居智能控制器					
收入(百万)	58.24	34.30	61.16	89.89	127.15
YoY	10.9%	-41.1%	78.3%	47.0%	41.4%
毛利率%	15.23	18.93	22.60	24.54	25.95
汽车电子智能控制器					
收入(百万)	21.37	16.05	16.78	20.13	26.17
YoY	131.5%	-24.9%	4.5%	20.0%	30.0%
毛利率%	18.05	15.52	18	17	17.5
LED					
收入(百万)	12.4	15.3	17.4	23.2	28.6
YoY	211.7%	285.0%	14.0%	33.0%	23.5%
毛利率%	1.7	0.0	10.0	12.0	15.0
其他类智能控制器					
收入(百万)	6.92	4.03	5.50	6.80	8.40
YoY	-6.1%	-41.7%	36.5%	23.5%	23.5%
毛利率%	25.77	28.8	25	24	24
主营业务					
收入(百万)	552.35	744.18	932.54	1230.59	1579.94
YoY	12.7%	34.7%	25.3%	32.0%	28.4%
毛利润(百万)	96.84	144.67	190.98	258.17	341.60
YOY	21.4%	49.4%	32.0%	35.2%	32.3%
毛利润率%	17.53	19.44	20.48	20.98	21.62

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	501	562	751	921	1,211	1,553	货币资金	364	287	211	351	265	304
增长率		12.2%	33.7%	22.7%	31.5%	28.2%	应收款项	185	206	300	312	410	526
主营业务成本	-416	-462	-604	-733	-959	-1,222	存货	109	113	144	151	197	251
%销售收入	83.1%	82.2%	80.4%	79.5%	79.2%	78.7%	其他流动资产	30	5	27	29	30	32
毛利	84	100	147	188	252	331	流动资产	687	611	682	842	902	1,113
%销售收入	16.9%	17.8%	19.6%	20.5%	20.8%	21.3%	%总资产	74.9%	64.9%	65.8%	67.4%	62.0%	66.8%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-4	-5	-7	长期投资	0	0	22	22	22	22
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	157	245	241	304	443	438
营业费用	-13	-20	-25	-30	-40	-51	%总资产	17.2%	26.0%	23.2%	24.3%	30.4%	26.2%
%销售收入	2.6%	3.6%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	无形资产	70	82	90	80	86	92
管理费用	-47	-56	-72.0	-99	-127	-155	非流动资产	230	331	355	408	553	554
%销售收入	9.5%	10.0%	9.6%	10.7%	10.5%	10.0%	%总资产	25.1%	35.1%	34.2%	32.6%	38.0%	33.2%
息税前利润 (EBIT)	22	22	46	56	80	118	资产总计	917	942	1,038	1,250	1,455	1,667
%销售收入	4.3%	3.9%	6.2%	6.0%	6.6%	7.6%	短期借款	0	0	2	0	83	125
财务费用	3	6	-2	6	6	4	应付款项	170	174	246	264	346	441
%销售收入	-0.6%	-1.0%	0.3%	-0.6%	-0.5%	-0.3%	其他流动负债	-7	2	14	37	37	38
资产减值损失	-3	-2	-4	-3	-1	-1	流动负债	163	177	262	301	466	603
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	2	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	163	177	262	301	466	604
营业利润	22	25	42	59	84	121	普通股股东权益	749	760	767	939	977	1,049
营业利润率	4.3%	4.4%	5.6%	6.4%	7.0%	7.8%	少数股东权益	5	6	8	10	12	14
营业外收支	5	6	1.1	2	4	8	负债股东权益合计	917	942	1,038	1,250	1,455	1,667
税前利润	27	31	43	60	88	129	比率分析						
利润率	5.3%	5.6%	5.7%	6.5%	7.3%	8.3%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-3	-4	-7	-9	-14	-20	每股指标						
所得税率	12.1%	14.2%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	每股收益	0.233	0.262	0.352	0.328	0.484	0.708
净利润	23	27	36.3	51	75	109	每股净资产	7.485	7.597	7.667	8.113	8.441	9.058
少数股东损益	0	1	1	2	2	3	每股经营现金净流	0.118	0.265	0.266	0.487	0.276	0.480
归属于母公司的净利润	23	26	35	49	73	106	每股股利	0.300	0.150	0.200	0.300	0.300	0.300
净利率	4.7%	4.7%	4.7%	5.3%	6.0%	6.8%	回报率						
							净资产收益率	3.11%	3.45%	4.59%	5.24%	7.43%	10.13%
							总资产收益率	2.54%	2.78%	3.39%	3.94%	4.99%	6.37%
							投入资本收益率	2.53%	2.43%	5.05%	4.95%	6.27%	8.36%
							增长率						
							主营业务收入增长率	16.14%	12.15%	33.68%	22.73%	31.48%	28.21%
							EBIT增长率	-45.21%	-0.34%	114.60%	19.71%	43.11%	47.74%
							净利润增长率	-44.95%	12.51%	34.12%	39.99%	47.49%	46.20%
							总资产增长率	2.50%	2.71%	10.15%	20.43%	16.42%	14.55%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	105.2	108.7	105.0	105.0	105.0	105.0
							存货周转天数	90.9	87.7	77.6	75.0	75.0	75.0
							应付账款周转天数	88.4	94.7	90.1	90.0	90.0	90.0
							固定资产周转天数	31.8	159.3	116.9	92.4	109.2	79.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-48.27%	-37.48%	-26.98%	-36.96%	-18.34%	-16.81%
							EBIT利息保障倍数	-6.7	-3.8	23.7	-9.9	-14.4	-28.7
							资产负债率	17.82%	18.73%	25.29%	24.08%	32.05%	36.24%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	23	27	36	51	75	109
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	15	21	29	24	26	30
非经营收益	1	0	3	-1	-3	-6
营运资金变动	-27	-21	-42	-17	-65	-77
经营活动现金净流	12	27	27	56	32	56
资本开支	-132	-69	-20	-72	-166	-22
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-132	-69	-20	-72	-166	-22
股权募资	3	0	1	157	0	0
债权募资	0	0	2	-2	83	42
其他	-14	-22	-41	0	-35	-36
筹资活动现金净流	-11	-22	-37	155	48	6
现金净流量	-131	-64	-30	140	-86	40

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	3	7
增持	0	1	1	1	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.50	1.41

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

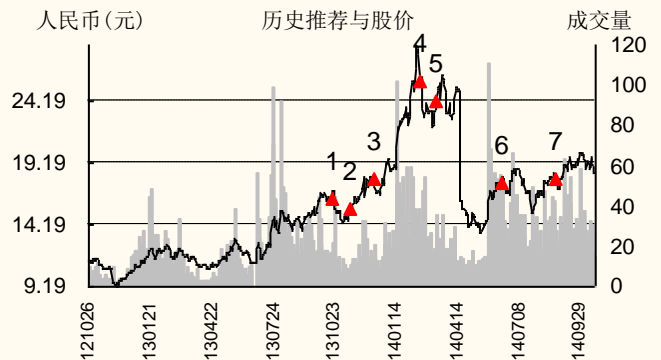
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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	16.37	21.00 ~ 21.00
2 2013-11-12	买入	15.44	21.00 ~ 21.00
3 2013-12-13	买入	17.85	21.00 ~ 21.00
4 2014-02-21	买入	25.85	32.00 ~ 32.00
5 2014-03-14	买入	24.18	32.00 ~ 32.00
6 2014-06-13	买入	17.65	21.00 ~ 23.00
7 2014-08-25	买入	17.90	21.00 ~ 25.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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为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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD