

和而泰 (002402)

证券研究报告

2019年01月10日

深圳国资基金战略入股，家电刺激拟出台主业或迎上行

深圳市国资委旗下基金入股超5%，公司主营业务将实现有效赋能

1月7日晚公司公告，股东创和投资与远致富海并购基金签署《股份转让协议书》，拟将其持有的4300万股（占总股本5.02%）转让给远致富海并购基金，转让价格6.35元/股，总价2.73亿元。远致富海并购基金是深圳市国资委、深圳市财政委员会旗下基金，由深圳市远致投资、深圳市鲲鹏股权投资两家LP共同出资组建，两家LP均为深圳市国有资产运作专业平台。本次交易将带来两大效益：（1）引入战略股东后，公司将借力其资源优势，整合公司外部资源，主营业务望稳步发展。（2）转让资金将用于归还大股东质押借款、降低质押率，有助于促进公司健康良性发展。

发改委将出台家电消费措施，政策红利下板块将迎催化机遇

1月8日发改委副主任宁吉喆表示，今年将制定出台促进家电、汽车等重点产品消费措施，支持居民合理消费、绿色消费、升级消费。今年我国社会消费品零售总额增长稳健，2015-2018年11月当月同比增速均值10.05%；但2018年来增速下降显著，11月同比增速仅8.0%，低于均值2.05个百分点。在整个消费端中家电行业承压明显：2018年三大白电销量增速持续走低，18Q3空调销量累计同比增速仅3.3%，家用电冰箱、家用洗衣机销量累积同比增速为-19.7%、-8.7%，二者均显著低于0%。

我们预计，在发改委政策引导下，家电板块将迎来消费红利，该政策利好有望有力促进消费者在家电领域的消费升级、逐步化解市场对家电行业的悲观预期，促使家电行业稳健增长。公司是我国智能控制器行业的龙头企业，其智能控制器产品覆盖家用电器、汽车电子、智能建筑与家居等多个领域，有望受益家电与汽车行业的政策红利实现业绩增速上行。

原材料MLCC降价提升龙头毛利率，收购铖昌科技把握军工电子新机遇

和而泰是我国智能控制器行业龙头企业，18H1该板块收入11.16亿元，占比高达90.84%。MLCC是公司产品重要的原材料之一，根据天风国际证券郭明錤老师在18年10月的观点，近来消费电子的低容值MLCC价格在18Q4出现下跌，未来两年预计将继续面临价格下滑。我们认为，若未来两年MLCC价格继续承压，公司毛利率望持续增长，净利润也将进一步提升。

18H1收购铖昌科技80%股权，正式切入T/R芯片领域。有源相控阵雷达技术是全球各军事强国重大军工技术发展方向，微波毫米波射频T/R芯片是其核心组件。铖昌科技是该领域唯一一个承担重大国家专项的高新技术企业，拥有自主设计研发的核心竞争力，军工相关资质完整，核心产品已定型装备并稳定运行于国家关键航天/武器装备重要型号，亦将切入5G通信、物联网等民用行业硬件芯片以及毫米波成像等领域，军民融合发展可期。

盈利预测与评级：维持前期营收预测，原材料18年略承压，19-20年望上行，18-20年净利润从2.62/3.65/4.77调整至2.50/3.74/4.95亿元，EPS为0.29/0.44/0.58元，PE为23.85/15.95/12.05x，维持“买入”评级。

风险提示：家电行业回暖不及预期，原材料MLCC价格上涨风险，军用有源相控阵雷达型号放量放缓风险。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,346.10	1,978.57	2,851.12	3,832.76	5,002.13
增长率(%)	21.21	46.99	44.10	34.43	30.51
EBITDA(百万元)	159.82	256.70	276.77	400.29	524.16
净利润(百万元)	119.66	178.10	250.13	374.00	494.89
增长率(%)	59.66	48.84	40.44	49.52	32.32
EPS(元/股)	0.14	0.21	0.29	0.44	0.58
市盈率(P/E)	49.85	33.49	23.85	15.95	12.05
市净率(P/B)	5.59	4.52	3.86	3.20	2.61
市销率(P/S)	4.43	3.01	2.09	1.56	1.19
EV/EBITDA	50.86	28.04	20.58	13.13	10.24

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/电子制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.97元
目标价格	12.78元

基本数据

A股总股本(百万股)	855.76
流通A股股本(百万股)	718.51
A股总市值(百万元)	5,964.62
流通A股市值(百万元)	5,008.02
每股净资产(元)	1.86
资产负债率(%)	50.68
一年内最高/最低(元)	11.17/5.50

作者

邹润芳 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《和而泰-首次覆盖报告:智能控制器龙头再远航，5G芯片自主可控核心企业》2018-08-14



图 1：本次交易完成前，公司股权结构（截至 2018 年三季度）

序号	股东名称	交易前持股数量（股）	交易前持股比例
1	刘建伟	148,475,000	17.35%
2	创和投资	80,080,080	9.36%
3	新疆国创恒	39,750,000	4.65%
4	力合科创集团	21,557,305	2.52%
5	乌鲁木齐和谐安泰	8,699,250	1.02%
6	国家开发投资集团	7,993,943	0.93%
总股本		855,755,396	100.00%

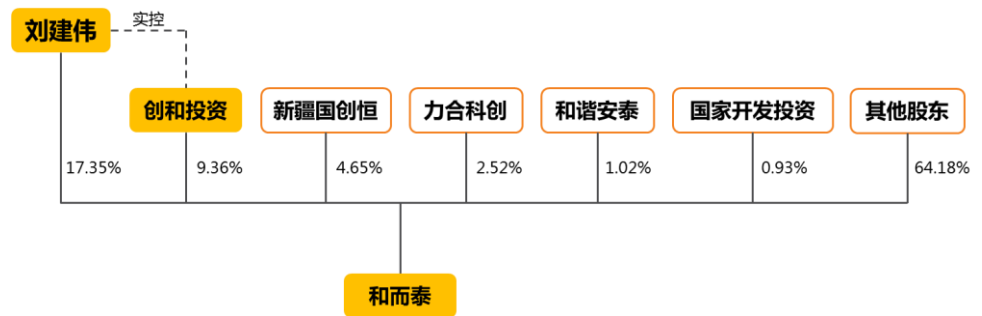
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：本次交易拟完成后，公司股权结构（截至 19 年 1 月 9 日）

序号	股东名称	交易后持股数量（股）	交易后持股比例
1	刘建伟	148,475,000	17.35%
2	远致富海并购基金	43,000,000	5.02%
3	创和投资	37,080,080	4.33%
4	新疆国创恒	39,750,000	4.65%
5	力合科创集团	21,557,305	2.52%
6	乌鲁木齐和谐安泰	8,699,250	1.02%
7	国家开发投资集团	7,993,943	0.93%
总股本		855,755,396	100.00%

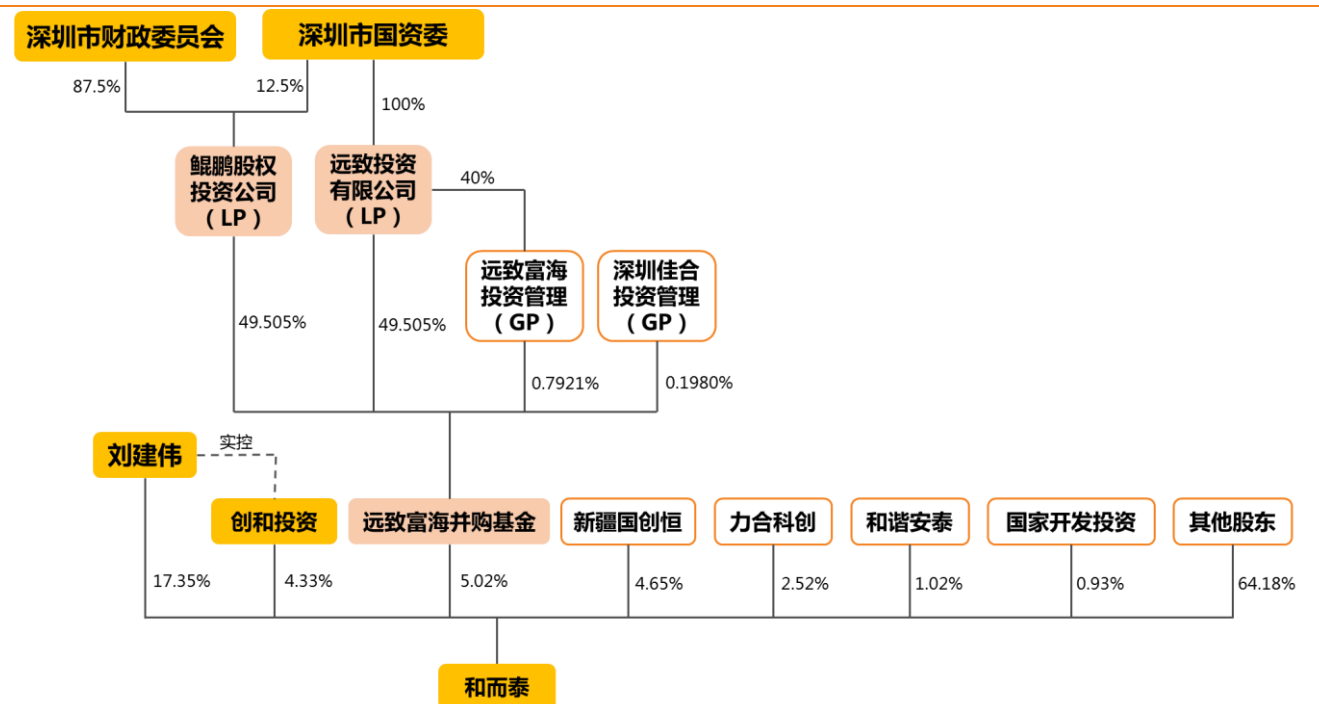
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：本次交易完成前，公司股权结构（截至 18 年三季度）



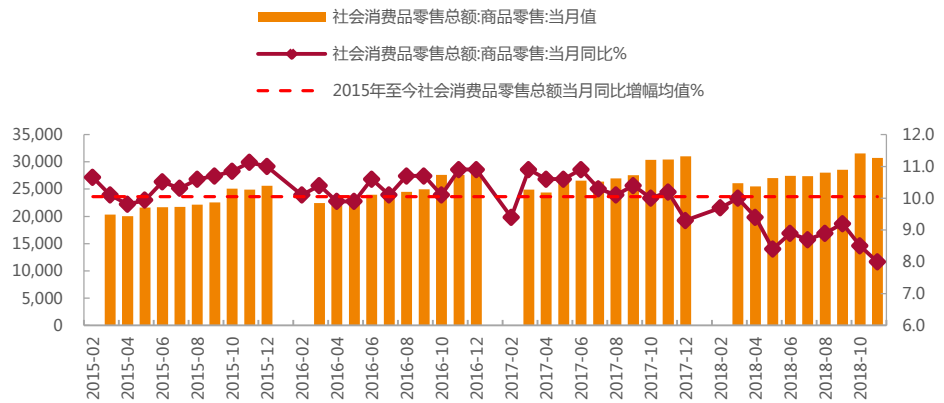
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：本次交易拟完成后，公司股权结构（截至 19 年 1 月 9 日）



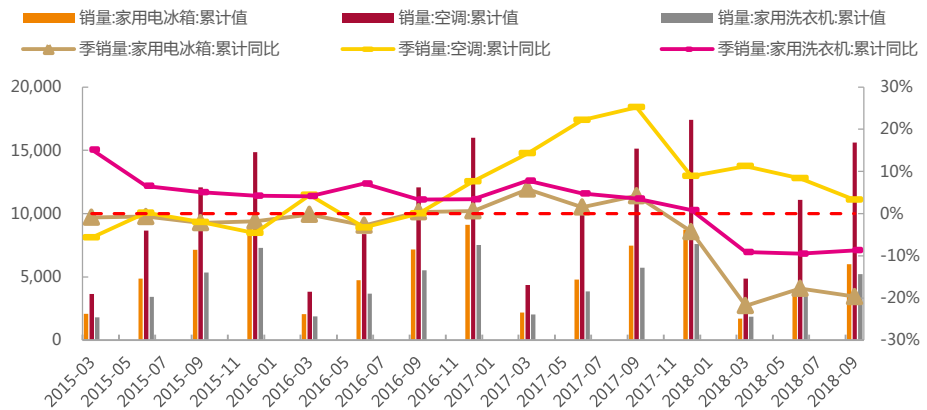
资料来源：公司公告，企查查，天风证券研究所

图 5：自 2018 年初以来，我国社会消费品零售总额月同比增速不断下降，18 年 10 月仅+8%，相比三年来的+10.05%月增速均值低了 2.05 个百分点（左轴单位：亿元，右轴单位：%）



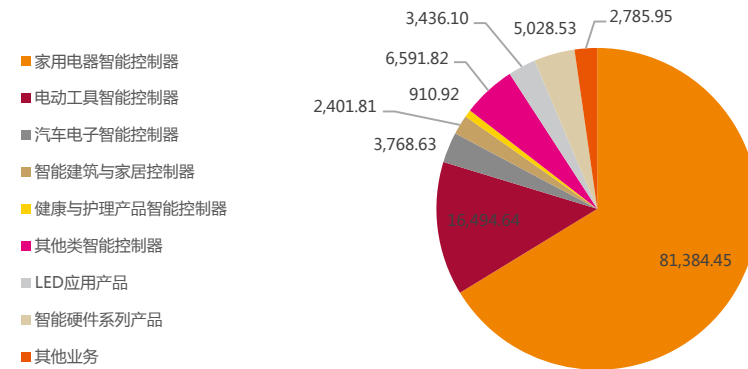
资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

图 6：自 2018 年初以来，我国三大白电销量增速持续走低，Q3 空调销量累计同比增速仅 3.3%，家用冰箱、家用洗衣机销量累计同比增速为-19.7%、-8.7%，二者均显著低于 0%（左轴单位：万台）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：智能控制器是公司核心主业，2018 上半年该板块业务收入达 11.16 亿元，占比高达 90.84%（图中数量单位：万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	277.63	451.12	228.09	608.14	499.13
应收账款	369.97	552.21	923.56	1,003.84	1,511.61
预付账款	2.48	3.46	28.59	3.28	34.20
存货	266.85	356.11	580.49	665.15	959.78
其他	189.89	156.14	341.53	273.88	405.70
流动资产合计	1,106.82	1,519.03	2,102.25	2,554.29	3,410.43
长期股权投资	8.77	5.53	5.53	5.53	5.53
固定资产	237.10	249.48	281.47	324.02	359.89
在建工程	3.14	55.39	69.23	89.54	83.72
无形资产	116.51	117.68	105.45	93.21	80.97
其他	126.64	155.46	133.85	136.80	140.78
非流动资产合计	492.16	583.54	595.53	649.10	670.90
资产总计	1,598.98	2,102.57	2,697.79	3,203.39	4,081.33
短期借款	17.80	21.17	63.71	0.00	0.00
应付账款	339.70	537.88	711.60	973.78	1,230.20
其他	165.07	199.07	348.91	334.71	527.26
流动负债合计	522.57	758.11	1,124.23	1,308.49	1,757.46
长期借款	0.00	0.00	2.30	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.91	0.55	0.64	0.70	0.63
非流动负债合计	0.91	0.55	2.94	0.70	0.63
负债合计	523.48	758.65	1,127.17	1,309.19	1,758.09
少数股东权益	8.50	23.34	26.35	32.03	40.41
股本	830.46	844.99	855.76	855.76	855.76
资本公积	6.33	67.19	67.19	67.19	67.19
留存收益	236.94	475.91	688.52	1,006.42	1,427.07
其他	(6.72)	(67.51)	(67.19)	(67.19)	(67.19)
股东权益合计	1,075.50	1,343.92	1,570.62	1,894.20	2,323.24
负债和股东权益总	1,598.98	2,102.57	2,697.79	3,203.39	4,081.33

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	121.21	182.93	250.13	374.00	494.89
折旧摊销	34.14	35.82	26.40	29.38	32.18
财务费用	(5.94)	23.77	6.93	4.39	(2.98)
投资损失	(12.69)	(23.21)	(17.53)	(17.81)	(19.52)
营运资金变动	91.33	(31.99)	(460.98)	173.10	(520.22)
其它	(102.03)	(1.50)	3.00	5.68	8.38
经营活动现金流	126.01	185.83	(192.05)	568.74	(7.28)
资本支出	72.22	96.84	59.91	79.94	50.07
长期投资	8.77	(3.24)	0.00	0.00	0.00
其他	(116.59)	(135.59)	(102.38)	(142.13)	(80.55)
投资活动现金流	(35.60)	(41.98)	(42.47)	(62.19)	(30.48)
债权融资	17.80	21.17	66.01	0.00	0.00
股权融资	75.52	53.10	4.16	(4.39)	2.98
其他	(154.99)	(48.29)	(58.69)	(122.11)	(74.23)
筹资活动现金流	(61.67)	25.98	11.49	(126.50)	(71.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	28.74	169.82	(223.03)	380.05	(109.01)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,346.10	1,978.57	2,851.12	3,832.76	5,002.13
营业成本	1,041.66	1,550.65	2,280.89	3,012.55	3,951.68
营业税金及附加	10.54	14.77	21.18	29.51	36.52
营业费用	41.40	54.10	91.24	118.82	143.06
管理费用	127.58	147.92	213.83	307.77	387.16
财务费用	(9.43)	22.37	6.93	4.39	(2.98)
资产减值损失	10.37	11.56	11.13	11.02	11.24
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	12.69	23.21	17.53	17.81	19.52
其他	(25.38)	(53.96)	(35.06)	(35.62)	(39.04)
营业利润	136.68	207.96	243.45	366.52	494.97
营业外收入	6.50	2.68	3.88	4.35	3.64
营业外支出	2.41	1.08	1.32	1.60	1.34
利润总额	140.76	209.55	246.01	369.26	497.27
所得税	19.55	26.62	33.67	49.58	66.00
净利润	121.21	182.93	212.33	319.68	431.27
少数股东损益	1.55	4.83	3.00	5.68	8.38
归属于母公司净利润	119.66	178.10	250.13	374.00	494.89
每股收益(元)	0.14	0.21	0.29	0.44	0.58

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	21.21%	46.99%	44.10%	34.43%	30.51%
营业利润	59.10%	52.15%	17.07%	50.55%	35.05%
归属于母公司净利润	59.66%	48.84%	40.44%	49.52%	32.32%
获利能力					
毛利率	22.62%	21.63%	20.00%	21.40%	21.00%
净利率	8.89%	9.00%	8.77%	9.76%	9.89%
ROE	11.21%	13.49%	16.20%	20.08%	21.68%
ROIC	14.27%	29.09%	33.77%	29.84%	43.31%
偿债能力					
资产负债率	32.74%	36.08%	41.78%	40.87%	43.08%
净负债率	12.49%	16.97%	18.23%	43.98%	30.18%
流动比率	2.12	2.00	1.87	1.95	1.94
速动比率	1.61	1.53	1.35	1.44	1.39
营运能力					
应收账款周转率	3.81	4.29	3.86	3.98	3.98
存货周转率	6.04	6.35	6.09	6.15	6.16
总资产周转率	0.90	1.07	1.19	1.30	1.37
每股指标(元)					
每股收益	0.14	0.21	0.29	0.44	0.58
每股经营现金流	0.15	0.22	-0.22	0.66	-0.01
每股净资产	1.25	1.54	1.80	2.18	2.67
估值比率					
市盈率	49.85	33.49	23.85	15.95	12.05
市净率	5.59	4.52	3.86	3.20	2.61
EV/EBITDA	50.86	28.04	20.58	13.13	10.24
EV/EBIT	63.87	32.31	22.76	14.17	10.91

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com