

传统业务稳健增长, 射频芯片打开向上空间

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2018年业绩公告, 实现营业总收入26.71亿元, 同比增长35%; 归母净利润2.22亿元, 同比增长24.61%; 公司拟10派0.40元。
- **毛利率暂时性下滑, 利润增速弱于收入增速。** 得益于智能控制器业务的拉动以及铖昌科技的并表, 公司2018年实现营业总收入26.71亿元, 同比增长35%, 表现亮眼。2018年, 公司总体毛利率20.62%, 同比下滑1pp, 导致利润同比增速不及收入增速, 归属于上市公司股东的净利润2.22亿元, 同比增长24.61%, 扣非后归属于上市公司股东的净利润2.13亿元, 同比增长43.5%。同时, 公司经营活动产生的现金流量净额为2.91亿元, 较上年同期大幅增长56.91%, 经营变现稳健。
- **智能控制器毛利率有望企稳, 产能扩充支撑业绩稳步高增长。** 扣除铖昌科技并表因素, 2018年公司传统智能控制器业务收入同比增速29.4%, 收入达到25.7亿。但由于原材料涨价等因素, 毛利率出现显著下滑, 净利润相比2017年基本持平。随着上游器件降价以及公司元器件替代措施, 公司传统控制器业务毛利率有望逐步企稳, 利润增速将逐步趋同于收入增速。同时, 随着需求增长, NPE在海外市场的拓展, 以及公司在长三角地区产能项目的顺利进行, 2019年将会保持较好的收入和利润增速。
- **射频芯片业务带来新的业绩增长点。** 2018年, 铖昌科技的射频芯片业务收入1.03亿, 并表利润约4000万, 符合预期。铖昌科技是国内微波毫米波射频芯片领域唯一一家承担国家重大型号任务的民营企业, 技术方面具备核心竞争优势, 目前已经加大了在民用及5G物联网芯片方面的研发投入, 未来将大幅提升公司在自主可控的民用及物联网芯片领域的市场地位, 具有广阔的市场空间。
- **盈利预测与评级。** 预计公司2019-2021年归母净利润分别为3.21、4.52和6.45亿, 对应估值25X、18X、12X, 看好公司控制器业务的稳健增长、以及面向毫米波射频芯片和民用5G射频芯片的突破, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨风险; 汇率风险; 行业竞争风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2671.11	3514.34	4661.65	6235.64
增长率	35.00%	31.57%	32.65%	33.76%
归属母公司净利润(百万元)	221.94	321.10	451.96	645.16
增长率	24.61%	44.68%	40.75%	42.75%
每股收益EPS(元)	0.26	0.37	0.52	0.74
净资产收益率ROE	14.04%	18.87%	22.57%	27.46%
PE	36	25	18	12
PB	4.73	4.40	3.74	3.18

数据来源: Wind, 西南证券

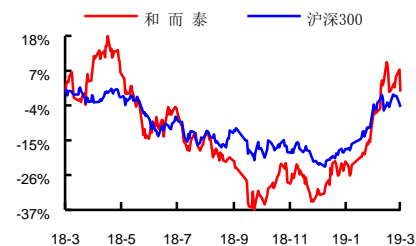
西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 王彦龙
电话: 010-57631191
邮箱: wangyanl@swsc.com.cn

联系人: 程硕
电话: 010-57631190
邮箱: chengsh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.55
流通A股(亿股)	7.23
52周内股价区间(元)	5.74-10.81
总市值(亿元)	78.44
总资产(亿元)	36.19
每股净资产(元)	1.87

相关研究

1. 和而泰(002402): 业绩稳健增长, 毛利率有望企稳 (2018-10-26)
2. 和而泰(002402): 员工持股激励5G芯片推进, 引入战投夯实IoT布局 (2018-09-06)
3. 和而泰(002402): 智能控制领域扎实稳健, 射频芯片打开空间 (2018-08-16)
4. 和而泰(002402): 稳中求进, 从智能控制到平台的进击之路 (2018-07-30)
5. 和而泰(002402): 业绩持续高增长, 多元布局打开广阔空间 (2018-04-20)

关键假设：

假设 1：智能控制器是公司的主营业务，其应用涵盖家用电器、电动工具、汽车电子、健康护理等领域，未来几年在国内外需求上涨的背景下，公司智能控制器业务收入仍有上升空间，公司收入随着产能逐步提升。

假设 2：上游器件价格开始下降，智能控制器业务毛利率逐步回升，每年上升 0.5pp。

假设 3：智能硬件是公司在其传统智能控制器业务基础上向智能硬件产品延伸，目前该部分业务占公司业务总额的比例较小，智慧家庭的时代将促进其业务进一步发展。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
家用电器智能控制器	收入	1740.39	2,262.51	2,941.26	3,823.64
	增速	31.5%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	14.61%	15.50%	16.00%	16.00%
电动工具智能控制器	收入	418.76	544.39	707.70	920.01
	增速	42.1%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	18.97%	19.50%	20.00%	20.00%
LED 应用产品	收入	85.49	85.49	85.49	85.49
	增速	-29.8%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	33.34%	33.00%	33.50%	33.50%
智能建筑与家居控制器	收入	61.90	68.09	74.90	82.39
	增速	8.9%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	27.75%	25.00%	25.00%	25.00%
汽车电子智能控制器	收入	87.86	140.58	224.92	359.87
	增速	73.4%	60.00%	60.00%	60.00%
	毛利率	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%
智能硬件系列产品	收入	90.57	144.92	231.87	370.99
	增速	77.6%	60.00%	60.00%	60.00%
	毛利率	28.09%	25.00%	25.00%	25.00%
健康与护理产品智能控制器	收入	24.91	24.91	24.91	24.91
	增速	-2.7%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	16.12%	17.00%	17.00%	17.00%
射频芯片和其它器件	收入	112.71	180.34	288.54	461.66
	增速	465.5%	60.00%	60.00%	60.00%
	毛利率	69.24%	69.00%	65.00%	60.00%
其他业务	收入	48.55	63.12	82.05	106.67
	增速	39.7%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	82.80%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	收入	2,671.11	3,514.34	4,661.65	6,235.64
	增速	35.00%	31.57%	32.65%	33.76%
	毛利率	20.62%	21.05%	21.73%	21.89%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2671.11	3514.34	4661.65	6235.64	净利润	235.70	341.01	479.97	685.15
营业成本	2120.25	2760.32	3628.26	4837.73	折旧与摊销	43.96	53.80	70.20	83.13
营业税金及附加	15.61	23.60	34.96	43.41	财务费用	-0.68	52.72	69.92	93.53
销售费用	63.62	80.83	107.22	124.71	资产减值损失	20.18	0.00	0.00	0.00
管理费用	115.35	228.43	293.68	374.14	经营营运资本变动	-111.15	-195.55	-214.55	-290.34
财务费用	-0.68	52.72	69.92	93.53	其他	103.58	-10.80	-21.37	-20.85
资产减值损失	20.18	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	291.59	241.16	384.18	550.63
投资收益	-5.33	20.00	20.00	20.00	资本支出	-891.25	-30.55	-25.29	-25.29
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	368.94	25.66	15.74	16.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-522.31	-4.89	-9.55	-9.29
营业利润	248.39	388.45	547.59	782.11	短期借款	197.10	-58.13	-29.93	25.46
其他非经营损益	0.13	1.28	0.95	0.92	长期借款	117.61	0.00	0.00	0.00
利润总额	248.51	389.72	548.54	783.02	股权融资	127.16	0.00	0.00	0.00
所得税	12.82	48.72	68.57	97.88	支付股利	0.00	-210.84	-160.55	-316.37
净利润	235.70	341.01	479.97	685.15	其他	-241.10	-54.38	-69.42	-93.03
少数股东损益	13.76	19.90	28.01	39.99	筹资活动现金流净额	200.77	-323.36	-259.90	-383.94
归属母公司股东净利润	221.94	321.10	451.96	645.16	现金流量净额	-25.74	-87.08	114.73	157.40
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	438.52	351.43	466.16	623.56	成长能力				
应收和预付款项	955.90	1267.76	1679.87	2245.03	销售收入增长率	35.00%	31.57%	32.65%	33.76%
存货	571.84	735.27	970.73	1297.78	营业利润增长率	19.44%	56.39%	40.97%	42.83%
其他流动资产	61.28	80.62	106.94	143.05	净利润增长率	28.85%	44.68%	40.75%	42.75%
长期股权投资	54.64	54.35	54.35	54.35	EBITDA 增长率	9.59%	69.70%	38.94%	39.41%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	626.46	629.75	618.89	602.34	毛利率	20.62%	21.46%	22.17%	22.42%
无形资产和开发支出	751.33	725.12	691.39	650.42	三费率	6.67%	10.30%	10.10%	9.50%
其他非流动资产	159.50	153.81	157.74	161.42	净利率	8.82%	9.70%	10.30%	10.99%
资产总计	3619.47	3998.11	4746.08	5777.95	ROE	14.04%	18.87%	22.57%	27.46%
短期借款	218.26	160.13	130.20	155.66	ROA	6.51%	8.53%	10.11%	11.86%
应付和预收款项	1046.06	1329.58	1753.99	2344.34	ROIC	18.15%	21.98%	26.71%	32.46%
长期借款	117.61	117.61	117.61	117.61	EBITDA/销售收入	10.92%	14.08%	14.75%	15.38%
其他负债	558.54	583.80	617.87	665.15	营运能力				
负债合计	1940.48	2191.12	2619.68	3282.77	总资产周转率	0.93	0.92	1.07	1.19
股本	855.76	866.64	866.64	866.64	固定资产周转率	8.80	8.36	9.16	11.48
资本公积	183.58	172.70	172.70	172.70	应收账款周转率	4.01	3.80	3.81	3.82
留存收益	609.25	719.52	1010.92	1339.71	存货周转率	4.48	4.19	4.21	4.24
归属母公司股东权益	1599.76	1707.85	1999.26	2328.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.67%	—	—	—
少数股东权益	79.23	99.13	127.15	167.14	资本结构				
股东权益合计	1678.99	1806.99	2126.41	2495.18	资产负债率	53.61%	54.80%	55.20%	56.82%
负债和股东权益合计	3619.47	3998.11	4746.08	5777.95	带息债务/总负债	17.31%	12.68%	9.46%	8.32%
					流动比率	1.51	1.53	1.59	1.60
					速动比率	1.08	1.06	1.11	1.12
					股利支付率	0.00%	65.66%	35.52%	49.04%
					每股指标				
					每股收益	0.26	0.37	0.52	0.74
					每股净资产	1.94	2.09	2.45	2.88
					每股经营现金	0.34	0.28	0.44	0.64
					每股股利	0.00	0.24	0.19	0.37
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	291.67	494.96	687.72	958.77					
PE	35.81	24.75	17.58	12.32					
PB	4.73	4.40	3.74	3.18					
PS	2.98	2.26	1.70	1.27					
EV/EBITDA	26.02	15.60	11.01	7.76					
股息率	0.00%	2.65%	2.02%	3.98%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn