

公司研究

新股研究

建议询价区间: 16.2 -19.8 元

伴随国际家电巨头共同成长

——和而泰(002402)新股研究

核心观点

定价结论

根据我们的盈利预测,公司 2010-2012 年业绩按发行后股本计算为 0.72、0.88、1.08 元/股。公司在智能控制器领域具有一定优势,受益于海外市场复苏。在其他领域的智能控制器领域也有较大的成长空间。但公司下游存在较强周期性,未来不排除成长速度大幅下滑的可能。我们按照 2010 年 25 倍 PE 估值,其价值中枢为 18 元,建议询价区间为 16.2-19.8 元。

未来成长性

向其他领域扩展。公司在家电智能控制器国内高端市场排名第一的同时,也稳步进入其他类别智能控制器的高端市场延伸。2009 年公司在健康与护理产品智能控制器、电动工具智能控制器、智能建筑与家居智能控制器的销售额合计占销售收入的比例达到 24.47%。

出口复苏及海外市场的扩张。2009 年,受金融危机影响,公司增速明显放缓,同比增速仅为 9%。随着全球经济复苏,海外市场有望逐渐恢复增长,公司增速将提升。

国内智能控制器行业稳定成长。2004-2008 年,我国民用智能控制器市场规模年复合增长率达到 21.5%,高于全球增长速度。2009-2013 年仍有望达到 20.6%的增速。国内市场仍有成长潜力。

风险因素

海外市场下滑风险。公司的主要客户包括伊莱克斯、欧威尔等相关应用领域国际著名家电厂商,2007-2009 年,公司外销收入占公司主营收入比例分别为 60.89%、62.24%和 59.62%。其需求与国际经济环境密切相关,若国际经济下行,对公司经营影响较大。

汇率变动的风险。公司原材料 07-09 年 24.54%、33.05%和 30.80%为进口。主要市场也在国外,汇率波动将影响公司盈利能力。

过度依赖个别大客户风险。公司第一大客户为伊莱克斯,公司占有伊莱克斯需求量的 67%。客户处于供应商稳定性的考虑,不可能过度依赖个别供应商,因此公司未伊莱克斯的供货比例不太可能继续上升,但一旦出现质量问题或竞争对手介入,伊莱克斯采购比例有可能下降。

基础数据

总股本(万股)	5000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	3.19
每股净资产(元)	3.11
建议询价区间(元)	16.2-19.8

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	327	405	519	648
同比增速(%)	9%	24%	28%	25%
净利润(百万)	36	48	59	72
同比增速(%)	28%	32%	22%	23%
EPS(元)	0.73	0.96	1.18	1.44

研究员:徐才华

电话: 010-84183262

Email: xucaihua@guodu.com

执业证书编号: S0940209080161

联系人:周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明:本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

本次发行一般情况

表1: 公司发行基本情况

公司	深圳和而泰智能控制股份有限公司
公司简称	和而泰
发行地	深圳
发行日期	
申购代码	
发行股数	1670万
每股发行价	
发行方式	网下与网上
发行后总股本	6,670
发行市盈率(2009年全面摊薄计算)	
每股盈利(2009年)	
发行后全面摊薄每股收益(2008年)	
发行前每股净资产	3.44
发行后每股净资产	

资料来源: 国都证券、上市公司招股意向书

2 公司基本情况

2.1 公司概况

公司是从事智能控制器的研究、开发、设计、软件服务、制造销售并提供专业解决方案的高新技术企业。公司以技术创新为核心竞争力,以规范化、国际化运营为发展依托,出口比例、净利润率、销售利润率、自主知识产权数量等指标均名列国内同类企业前茅,是国内智能控制器行业具有领导地位的龙头企业。

公司产品包括家用电器、健康与护理产品、电动工具、智能建筑与家居、汽车电子等领域的智能控制器。作为行业龙头企业,公司主要以相关领域国际著名终端产品厂商为业务合作伙伴,包括ELECTROLUX(伊莱克斯)、WHIRLPOOL(惠而浦)、SIEMENS(西门子)、INDESIT(意黛喜)、AIRWELL(欧威尔)、PANASONIC(松下)等企业。

2.2 股权结构

表 2: 公司主要股东

序号	股东名称	发行前		发行后	
		数量(股)	出资比例(%)	数量(股)	出资比例(%)
1	刘建伟	11,420,000	22.84	11,420,000	17.12
2	力合创业(SLS)	8,400,000	16.80	7,263,064	10.89
3	达晨创业	8,400,000	16.80	8,400,000	12.59
4	长园盈佳	6,300,000	12.60	6,300,000	9.45

5	国创恒科技	4,200,000	8.40	4,200,000	6.30
6	和谐安泰	4,000,000	8.00	4,000,000	6.00
7	丁守明	1,500,000	3.00	1,500,000	2.25
8	王长百	1,970,000	3.94	1,970,000	2.95
9	肖春香	1,470,000	2.94	1,470,000	2.20
10	肖冰	1,340,000	2.68	1,340,000	2.01
11	陈宇	500,000	1.00	500,000	0.75
12	李莉	500,000	1.00	500,000	0.75
13	全国社会保障基金理事会(SLS)	—	—	1,136,936	1.70
14	本次拟发行流通股	—	—	16,700,000	25.04
	合计	50,000,000	100.00	66,700,000	100.00

资料来源：公司招股意向书

3 经营分析

3.1 公司收入构成

表：公司主要收入机构

产品名称	2009 年度	2008 年度	2007 年度
家用 产 量 (套)	9,082,069	8,149,718	6,451,600
电器 销售量 (套)	9,172,639	7,911,674	6,318,758
智能 销售额 (元)	240,510,111.82	205,104,304.89	155,732,561.67
控制器 产销率 (%)	101.00	97.08	97.94
健康 产 量 (套)	367,639	1,520,983	1,286,133
与护 销售量 (套)	401,749	1,434,129	1,270,659
理产 销售额 (元)	11,293,385.01	27,717,980.45	22,683,202.06
品智 产销率 (%)	109.28	94.29	98.80
能控 产 量 (套)	2,112,017	2,025,511	1,479,244
制器 销售量 (套)	2,126,036	2,001,467	1,486,874
电动 销售额 (元)	31,555,876.54	33,390,580.58	31,038,107.36
工具 产销率 (%)	100.66	98.81	100.52
智能 产 量 (套)	3,191,367	1,028,343	621,366
建筑 销售量 (套)	3,246,675	999,838	599,840
与家 销售额 (元)	36,429,607.23	22,996,249.09	13,950,399.53
居智 产销率 (%)	101.73	97.23	96.54
能控 产 量 (套)	120,732	160,830	148,552
制器 销售量 (套)	123,281	145,146	144,940
汽车 销售额 (元)	2,207,641.10	2,748,256.67	2,710,197.78

	产销率 (%)	102.11	90.25	97.57
其他 类智 能控 制器	产 量 (套)	193,094	338,216	186,992
	销售量 (套)	187,594	334,316	173,202
	销售额 (元)	2,005,248.09	6,706,664.30	3,920,716.58
	产销率 (%)	97.15	98.85	92.63

资料来源：公司招股意向书

3.2 募集资金投入

根据本公司的发展规划，经公司 2008 年第二次临时股东大会批准，本次募集资金主要用于以下两个项目的投资：

(一) 智能控制器生产技术改造及产能扩大项目，该项目计划投资 11,805.45 万元。

(二) 深圳和而泰智能控制股份有限公司研发中心技术改造项目，该项目计划投资 2,917 万元。

以上项目共需资金 14,722.45 万元，计划全部由本次募集资金投入，如实际募集资金不足，公司将以自有资金或银行贷款解决资金缺口；如果实际募集资金数额超过上述投资项目的资金需要，剩余募集资金将用于补充公司流动资金。

3.3 未来公司成长性

向其他领域扩展。发行人在家电智能控制器国内高端市场排名第一的同时，也稳步进入其他类别智能控制器的高端市场，在核心技术和研发能力可支撑范围内实现产品线稳步横向扩张和自然延伸，以力图企业经营效率最大化。2009 年公司健康与护理产品智能控制器、电动工具智能控制器、智能建筑与家居智能控制器的销售额已经分别达到 1,129.34 万元、3,155.59 万元、3,642.96 万元，合计占销售收入的比例达到 24.47%。

出口复苏及海外市场的扩张。2009 年，受金融危机影响，公司增速明显放缓。同比增速仅为 9%。随着全球经济复苏，海外市场有望逐渐恢复增长，公司增速将提升。

国内智能控制器行业稳定成长。2004-2008 年，我国民用智能控制器市场规模年复合增长率达到 21.5%，高于全球增长速度。2009-2013 年仍有望达到 20.6% 的增速。国内市场仍有成长潜力。

4 风险因素

海外市场下滑风险。公司的主要客户包括伊莱克斯、欧威尔、伟嘉、意黛喜等相关应用领域国际著名终端产品厂商，以及美的等国内大型家电企业 2007-2009 年，公司外销收入占公司主营收入比例分别为 60.89%、62.24% 和 59.62%。公司客户主要为国际家电巨头，其需求与国际经济环境密切相关，海外市场的复苏仍需要时间。

汇率变动的风险。公司市场主要在国外，原材料 07-09 年 24.54%、33.05% 和 30.80% 为进口。主要市场也在国外，汇率波动将影响公司盈利能力。

过度依赖个别大客户风险。公司第一大客户为伊莱克斯，公司占有伊莱克斯需求量的 67%。客户处于供应商稳定性的考虑，不可能过度依赖个别供应商，因此公司未伊莱克斯的供货比例不太可能继续上升，但一旦出现质量问题或竞争对手介入，伊莱克斯采购比例

有可能下降。

5 估值定价以及投资建议

根据我们的盈利预测，公司 2010-2012 年业绩按发行后股本计算为 0.72、0.88、1.08 元股。公司在智能控制器领域具有一定优势，受益于海外市场复苏。在其他领域的智能控制器领域也有较大的成长空间。但公司下游存在较强周期性，未来不排除成长速度大幅下滑的可能。我们按照 2010 年 25 倍 PE 估值，其价值中枢为 18 元，建议询价区间为 16.2-19.8 元。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	257	255	416	444	营业收入	327	405	519	648
现金	83	138	125	233	营业成本	250	307	394	494
应收账款	84	60	142	109	营业税金及附加	1	1	1	1
其它应收款	8	1	13	5	营业费用	7	8	10	13
预付账款	2	3	5	-4	管理费用	32	40	51	64
存货	58	31	105	65	财务费用	1	-0	-1	-1
其他	21	21	25	36	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	62	78	93	112	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	22	33	39	44	营业利润	34	49	62	76
无形资产	29	37	49	62	营业外收入	7	5	6	6
其他	11	8	6	6	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	319	333	509	557	利润总额	41	54	67	82
流动负债	162	127	245	220	所得税	5	6	8	10
短期借款	30	26	40	27	净利润	36	48	59	72
应付账款	76	55	131	101	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
其他	56	46	73	92	归属母公司净利润	36	48	59	72
非流动负债	0	1	1	1	EBITDA	41	51	64	78
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.73	0.96	1.18	1.44
其他	0	1	1	1	摊薄 EPS	0.55	0.72	0.88	1.08
负债合计	162	128	246	221	主要财务比率				
少数股东权益	1	1	1	1		2009	2010E	2011E	2012E
股本	50	50	50	50	成长能力				
资本公积金	24	24	24	24	营业收入	8.6%	24.0%	28.0%	25.0%
留存收益	82	130	189	261	营业利润	11.8%	44.9%	25.1%	23.6%
归属母公司股东权益	156	204	263	335	归属母公司净利润	27.6%	32.1%	22.0%	22.9%
负债和股东权益	319	333	509	557	获利能力				
					毛利率	23.5%	24.2%	24.0%	23.8%
					净利率	11.2%	11.9%	11.3%	11.1%
					ROE	23.4%	23.6%	22.4%	21.6%
					ROIC	30.1%	46.0%	29.7%	51.0%
					偿债能力				
					资产负债率	50.9%	38.5%	48.3%	39.7%
					净负债比率	18.48%	20.07%	16.34%	12.24%
					流动比率	1.58	2.00	1.70	2.02
					速动比率	1.22	1.76	1.27	1.72
					营运能力				
					总资产周转率	1.17	1.24	1.23	1.22
					应收帐款周转率	5	6	5	5
					应付帐款周转率	3.85	4.68	4.22	4.25
					每股指标(元)				
					每股收益	0.73	0.96	1.18	1.44
					每股经营现金	0.50	1.54	-0.19	2.86
					每股净资产	3.11	4.08	5.25	6.70
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	-1.29	-1.03	-0.82	-0.67

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械-电气设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xia maosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			