

证券研究报告—调研简报

信息技术

IT 硬件与设备

和而泰 (002402)
谨慎推荐

2011 年 6 月 30 日

智能控制器稳步前行、LED 产品照亮前程

证券分析师： 段迎晟 0755-82130761-1835 duanyingsheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120014

联系人： 欧阳仕华 0755-82151833 ouyangshih@guosen.com.cn

事项：

近期我们对公司进行了调研，了解了公司的经营情况以及未来的发展规划。

评论：

■ 国内最大的高端智能控制器出口企业

公司主要从事智能控制器的研发、设计、软件服务、制造销售及提供专业的解决方案等业务。主要产品包括家用电器、健康与护理产品、电动工具、智能建筑与家居、汽车电子等领域用智能控制器。

智能控制器是典型的嵌入式软件产品，它一般是以微控制器(MCU)芯片或数字信号处理器(DSP)芯片为核心，依据不同的功能要求辅以外围模拟及数字电子线路，通过置入相应的计算机软件程序，经电子加工工艺制造而成的电子部件。智能控制器产品前期的核心在于软硬件设计，后期主要是传统的电子流程制造，对于高端市场、高端客户则在工艺、现场管理等方面存在较高要求。

公司主要客户为伊莱克斯、欧威尔、西门子、惠而浦等全球著名终端企业。智能控制器行业产品存在高端客户、高端产品、高端利润的行业特点，质地优良的全球著名客户保证了公司具有较好的盈利水平。公司智能控制器产品占大部分主要国际客户在国内同类企业的采购额 50%以上。

表 1： 公司主要客户及公司提供的智能控制器产品

客户名称	客户主要特征及公司提供的产品智能控制器	公司产品占其在国内同类型企业采购额比例
伊莱克斯(ELECTROLUX)	全球最大的白色家电制造企业之一，世界 500 强。主要提供冰箱、洗衣机、干衣机、工业吸尘器等控制器产品。	67%
意黛喜(INDESIT)	欧洲前五大家电制造企业之一。主要提供洗碗机控制器产品。	70%
佐敦(JARDEN)	全球最大的小家电制造企业之一。	72%
欧威尔(WHIRLPOOL)	欧洲主力家电制造商之一。主要提供空调控制器产品。	65%
伟嘉(WIK)	欧洲主力健康护理产品与电子制造商。主要提供直发器等家庭护理产品控制器。	35%
PANASONIC (广东松下)	全球著名电子制造商，全球 500 强企业。主要提供阻隔式温度调节器、顶置式空气循环装置控制器等产品。	16%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

2010 年公司智能控制器产品出口销售额已经超过 2 亿元，是国内最大的高端智能控制器出口企业。虽然公司占国际著名终端厂商国内同类型企业的采购额比例较高，不过对于这些厂商的全球采购额来讲比例相对较小，例如公司第一大客户伊莱克斯每年智能控制器的需求量约为 50-60 亿元，公司目前仅占其采购额比例的 2%左右。随着家用电器

行业分工日益明确，智能控制器产业产能逐步向国内转移，公司作为国内领先的智能控制器生产企业未来成长空间较大。

■ 坚持国际高端客户战略，产品毛利率水平稳定

公司掌握核心技术，软硬件设计增加产品附加值。智能控制器制造行业企业的产品综合毛利率基本维持在 20% 左右，普遍比 EMS 厂商毛利率高出 10-15 个百分点，其中最主要的原因就是智能控制器产品包含了软硬件的设计，提高了产品的附加值。同时公司主要产品用于外销，大部分客户为国际高端家用产品终端企业，主要产品采用“成本加成定价”的模式，保证了公司产品毛利率基本趋于稳定。

公司具有较强的技术研究实力。智能控制器产品包含了自动控制技术、微电子技术、电力电子技术、信息传感技术、通讯技术、电磁兼容技术等多种高端技术。公司在智能控制器产品技术有着深厚的积累。截止 2010 年底，公司共累计申请专利 360 件，其中共累计获得授权并已取得专利证书的专利有 215 件。公司非常重视技术研发和产品创新，每年的研发投入的资金大约在 2000 万元至 4000 万元左右，占公司营业收入比重为 8% 左右。

汽车电子、LED 照明产品等高毛利率产品有望快速成长。公司利用在智能控制器技术的深厚基础，不断进行产品创新，向高毛利率的产品拓展。公司主要产品为冰箱、空调、洗衣机等传统家用电器智能控制器。通过不断产品创新，公司已经将产品线扩展至智能建筑与家居、汽车电子等高毛利率的智能控制器产品。目前，公司在汽车电子控制器领域正积极寻求与部分汽车终端厂商一级供应商的紧密合作。2010 年公司汽车电子业务收入约为 400 万元，预计未来几年将会出现较快增长。同时，公司利用在智能控制器领域的技术优势，计划投资建设 LED 照明产品项目。同时，LED 照明产品的毛利率高于目前智能控制器产品业务的毛利率水平。

■ LED 照明项目产品有望推动公司快速成长

公司 2011 年 5 月 20 日发布公告投资建设“LED 现代照明产品研发与产业化项目”。公司 LED 照明子公司前期投入为 1000 万元(其中两名自然人投资 300 万元)，未来随着业务的发展公司计划将投资总额增加到 1 亿元左右。

公司进入 LED 照明行业的主要技术基础是 LED 照明产品控制器。公司目前拥有多项 LED 控制电路、LED 显示控制电路、LED 防静电保护电路等实用专利。依托 LED 照明控制器技术基础，公司有望比较顺利地进入 LED 照明产品行业。

目前公司 LED 照明产品主要用于出口，通过国外的零售商和贴牌厂商进行销售。同时，公司原有的智能控制器客户也对 LED 照明产品都有较大的需求，保证了公司 LED 照明产品的下游市场的顺利拓展。公司 LED 照明子公司的另外两位自然人股东及骨干员工都具有较强的 LED 照明行业背景，与一些著名的 LED 照明产品制造企业有良好的合作关系。同时，公司原有的技术规划、研发、中试及制造工艺等相关环节平台与 LED 照明行业对资源和管理基础平台的要求高度一致，使得公司未来有望直接进入 LED 照明国际著名企业的生产制造供应链，从而实现 LED 照明业务的快速增长。

目前公司 LED 照明产品已经有小批量供货，市场销售情况较好。我们预计 2011-2013 年公司 LED 照明业务将会实现突破式的增长。LED 照明产品业务毛利率高于目前公司智能控制器产品的毛利率，随着照明业务占收入比例的提升，LED 照明业务有望推动公司业绩的快速增长。

■ 收入与业绩预测

对于公司的营业情况和盈利预测，我们做了如下关键假设：

1、我们预计 2011-2013 年公司募投建设扩产 1400 万套/年智能控制器项目达产率分别为 0%、60%、95%。未来三年公司智能控制器业务收入同比增速分别为 22.50%、33.62%和 13.96%。公司产品主要采用“成本加成定价”的方

式，毛利率水平趋于稳定。随着上游原材料供应逐步稳定，我们预计 2011-2013 年毛利率分别为 19.00%、19.50%、19.50%；

2、根据市场价格及公司产能释放情况，我们预计 2011-2013 年公司 LED 照明产品业务收入分别为 3840 万元、1.46 亿元和 2.83 亿元，毛利率分别为 30%、29%和 29%。

表 2：主营业务情况预测

智能控制器业务	2010A	2011E	2012E	2013E
平均价格(元/套)	22.44	21.99	21.77	21.55
同比增长率	4.74%	-2.00%	-1.00%	-1.00%
销售量(万套)	1921.46	2401.83	3241.83	3731.83
同比增长率	25.93%	25.00%	34.97%	15.11%
营业收入(万元)	43108.96	52808.48	70564.62	80418.12
同比增长率	31.90%	22.50%	33.62%	13.96%
综合毛利率	21.56%	19.00%	19.50%	19.50%
LED 照明业务	2010A	2011E	2012E	2013E
平均价格(元/个)		25.60	24.32	23.59
同比增长率			-5.00%	-3.00%
销售量(万个)		150.00	600.00	1200.00
同比增长率			300.00%	100.00%
营业收入(万元)		3840.00	14592.00	28308.48
同比增长率			280.00%	94.00%
综合毛利率		30.00%	29.00%	29.00%
占总营业收入比例		6.78%	17.14%	26.04%
营业情况合计	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(万元)	43108.96	55496.48	81204.62	101059.72
同比增长率	31.90%	28.74%	46.32%	24.45%
营业成本	33814.84	44656.47	64358.92	79392.13
同比增长率	35.24%	32.06%	44.12%	23.36%
综合毛利率	21.56%	19.53%	20.74%	21.44%

资料来源：国信证券经济研究所预测

我们预计 2011-2013 年公司营业收入分别为 5.66 亿元、8.52 亿元和 10.87 亿元，归属于母公司净利润分别为 0.56 亿元、0.86 亿元和 1.14 亿元，对应 11-13 年 EPS 分别为 0.56 元、0.86 元和 1.13 元。目前股价对应公司 11 年、12 年和 13 年动态市盈率分别为 32 倍、24 倍和 18 倍。随着公司新增产能的不断释放以及汽车电子、LED 照明新产品业务收入的快速增长，公司未来业绩增长明确。基于公司目前的估值情况以及公司未来的发展前景，我们给予公司“谨慎推荐”评级。

■ 风险提示

公司产能释放低于预期，LED 照明产品业务开展低于预期。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	503	541	507	514
应收款项	159	178	292	372
存货净额	98	110	171	222
其他流动资产	10	17	16	26
流动资产合计	770	845	986	1134
固定资产	74	122	167	189
无形资产及其他	44	43	42	41
投资性房地产	6	6	6	6
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	895	1017	1201	1370
短期借款及交易性金融资产	1	10	10	10
应付款项	150	208	320	389
其他流动负债	(4)	(0)	(3)	(5)
流动负债合计	147	218	327	394
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	(1)	(1)
长期负债合计	0	0	(1)	(1)
负债合计	147	218	326	393
少数股东权益	2	2	1	1
股东权益	746	797	874	977
负债和股东权益总计	895	1017	1201	1370

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.42	0.56	0.86	1.13
每股红利	0.00	0.06	0.09	0.11
每股净资产	7.45	7.96	8.74	9.76
ROIC	8%	5%	8%	10%
ROE	6%	7%	10%	12%
毛利率	22%	20%	21%	22%
EBIT Margin	9%	8%	9%	10%
EBITDA Margin	11%	9%	11%	12%
收入增长	32%	31%	50%	28%
净利润增长率	16%	33%	54%	31%
资产负债率	17%	22%	27%	29%
息率	0.0%	0.3%	0.5%	0.6%
P/E	43.2	32.5	21.1	16.1
P/B	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	42.4	39.6	23.8	17.7

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	431	566	852	1087
营业成本	338	455	672	848
营业税金及附加	1	1	2	2
销售费用	10	13	20	25
管理费用	43	55	82	104
财务费用	(3)	(17)	(17)	(16)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值	(1)	(3)	(3)	(3)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	41	57	91	122
营业外净收支	7	7	7	7
利润总额	48	64	98	129
所得税费用	6	8	12	16
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(1)
归属于母公司净利润	42	56	86	114

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	42	56	86	114
资产减值准备	0	3	1	1
折旧摊销	7	9	13	17
公允价值变动损失	1	3	3	3
财务费用	(3)	(17)	(17)	(16)
营运资本变动	(83)	28	(66)	(72)
其它	(0)	(3)	(2)	(2)
经营活动现金流	(32)	96	35	60
资本开支	(48)	(61)	(61)	(41)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(48)	(61)	(61)	(41)
权益性融资	557	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(0)	(6)	(9)	(11)
其它融资现金流	(56)	9	0	0
融资活动现金流	500	3	(9)	(11)
现金净变动	419	38	(34)	7
货币资金的期初余额	83	503	541	507
货币资金的期末余额	503	541	507	514
企业自由现金流	(90)	14	(46)	(2)
权益自由现金流	(146)	37	(32)	12

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我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询价。我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。我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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。