

元件 II

和而泰 (002402.SZ) / 16.35 元

积极拓展新市场，业绩有望改善

事项

近期我们对公司进行了实地调研。

主要观点

1、上半年多种不利因素导致业绩下滑。(1) 上半年原材料供应吃紧是导致业绩下滑的主要原因。今年上半年由于日本地震，智能控制器产业链发生剧烈波动，可控硅、继电器、部分芯片等上游原材料供货不足，伟创力、富士康为代表的大厂商拿走了上游的大部分供货，为满足下游订单需求公司不得不高价采购部分原料器件，最终导致毛利下滑到目前 18% 左右的低谷。我们判断订单需求旺盛将会促进产业链上游产能调整，原料供货有望区域稳定；(2) 人员成本导致管理费用增加，也是影响业绩的重要因素。主要是深圳市用工政策改变，一般工人工资上涨了 20%，造成成本的上升。公司上半年以来逐步提高自动化率，如贴片式改为插片式，以降低劳动力成本上升的影响。此外，LED 公司、香港子公司等几个部门尚未产生收入，但是业务启动阶段产生了一定比例的成本费用，预计随着这些部门产生收入，在业绩上的影响有望变成正贡献。

2、传统家电扩产年底前提前完成：(1) 由于原材料和管理运营成本低 10-40%，国内厂商今年在这一市场的优势明显，不断蚕食国际大厂的市场份额；(2) 伊莱克斯等主要客户的采购定价方式多采用成本加成的方式，行规价格相对公允，人民币汇率和原材料成本上升对业绩影响显著，导致上半年国内企业成本高于行业平均，毛利不可避免出现下滑；(3) 现有 2100 万/年套智能控制器加工产能，后募投的 1400 万套（原定佛山顺德，后迁并到深圳）的年产能，合计 3500 万套的年产能，预计今年底将实现量产，明年可全部释放。(4) 未来该业务毛利有望出现恢复，但是由于下游成本控制的原因，该业务毛利回升幅度有限，主要寄希望于产能的扩充带来的规模化效应。

3、汽车电子方面有望突破：(1) 从应用层面上看，汽车电子的智能控制器应用市场可以分为发动机控制器、底盘控制器、车身控制器三类，车身控制器包括车载音响、空调、冰箱、车身、车窗等部分的控制，技术门槛最低，发动机控制器门槛最高；(2) 公司从 06-07 年开始不断积累汽车电子智能控制器的研发，目前公司已进入宝马某车型的冰箱控制器，以及大冷王的车身冷藏系统控制器，较高的毛利率和广阔的市场使得汽车电子成为公司拓展的重点。(3) 从汽车装配上来看，汽车电子控制器又可以分为前装市场和后装市场，前装市场直接供货给出厂的汽车，价值较大，公司瞄准国内的合资汽车厂商，我们判断公司有希望能从前装市场一线供货商手中，拿到车身，甚至底盘的订单。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：李怒放
Tel: 010-59370857
Email: linufang@hczq.com

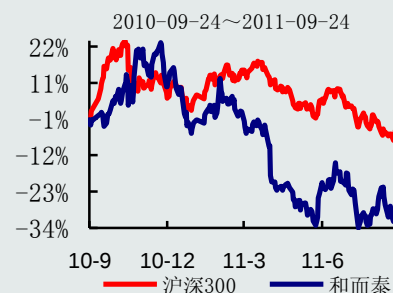
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	10005
流通 A 股/B 股(万股)	5015/0
资产负债率(%)	20.78
每股净资产(元)	7.49
市盈率(倍)	70.37
市净率(倍)	2.18
12 个月内最高/最低价	45.84/14.51

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《受益行业景气，成长空间巨大》

2011-05-16

4、LED 照明处于布局阶段：（1）该市场目前处于相对分散的状态，规模较大的厂商不多，贴牌产品毛利率在 30-50%。全球在 LED 灯具方面的标准正在确立中，欧洲的 UII、美国的“能源之星”，这些认证的效力正在确定，这将提高 LED 照明灯具行业的门槛。（2）公司的主要产品是 LED 灯具的控制器以及灯具外形的设计制造，并不涉及上游。主要目标市场有三个：给国外的超市供应灯具、给欧司朗及飞利浦贴牌、给西门子、惠而浦的智能家居方案使用。（3）公司成立的注册资本为 1200 万，预计公司 2011-2013 年投入 1 个亿的流动资金做 LED。该业务目前已经有了一定的出货量，我们判断该业务今年贡献收入 3000 万。

5、投资建议及评级：智能控制器行业估值暂未考虑明后两年汽车电子市场和 LED 市场可能带来的更大收益，考虑到行业平均 30-40%的增速，我们给予“推荐”评级，2011-2013 三年 EPS 初步估计为 0.46、0.60、0.78 元，当前股价对应的 PE 分别为 30、22、18X。

风险提示

产业链波动风险；成本上升风险；汽车电子、LED 市场拓展风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	770	880	996	1364
现金	503	571	567	798
应收账款	126	142	204	268
其它应收款	9	12	17	21
预付账款	6	11	1	3
存货	98	115	161	216
其他	28	30	46	57
非流动资产	125	143	176	217
长期投资	0	0	0	0
固定资产	38	37	36	36
无形资产	44	57	73	86
其他	42	48	67	96
资产总计	895	1023	1173	1581
流动负债	147	235	315	645
短期借款	1	17	16	270
应付账款	85	125	172	216
其他	61	93	127	159
非流动负债	0	1	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	1	0	0
负债合计	147	236	316	645
少数股东权益	2	2	2	1
股本	67	100	100	100
资本公积金	555	522	522	522
留存收益	124	163	233	313
归属母公司股东权益	746	785	855	935
负债和股东权益	895	1023	1173	1581

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-45	67	8	-0
净利润	42	59	79	96
折旧摊销	8	4	4	4
财务费用	-3	-16	-17	-12
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-97	29	-37	-58
其它	5	-8	-21	-30
投资活动现金流	-73	-11	-19	-17
资本支出	73	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-11	-19	-17
筹资活动现金流	527	12	6	249
短期借款	-29	16	-1	253
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	17	33	0	0
资本公积增加	531	-33	0	0
其他	8	-4	7	-5
现金净增加额	409	68	-4	231

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	431	582	774	1006
营业成本	338	474	631	820
营业税金及附加	1	1	2	2
营业费用	10	12	17	22
管理费用	43	57	76	99
财务费用	-3	-16	-17	-12
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	41	62	83	103
营业外收入	7	6	7	7
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	48	68	90	110
所得税	6	9	11	14
净利润	42	59	79	96
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	42	59	79	96
EBITDA	46	49	71	95
EPS（元）	0.63	0.59	0.79	0.96

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	31.9%	35.0%	33.0%	30.0%
营业利润	20.1%	51.1%	35.2%	23.6%
归属母公司净利润	16.1%	39.4%	34.4%	21.4%
获利能力				
毛利率	21.6%	18.5%	18.5%	18.5%
净利率	9.8%	10.1%	10.3%	9.6%
ROE	5.7%	7.5%	9.3%	10.3%
ROIC	13.8%	17.9%	21.5%	23.3%
偿债能力				
资产负债率	16.4%	23.1%	26.9%	40.8%
净负债比率	0.84%	7.27%	5.11%	41.80%
流动比率	5.24	3.75	3.16	2.12
速动比率	4.57	3.26	2.65	1.78
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.61	0.71	0.73
应收帐款周转率	4	4	4	4
应付帐款周转率	4.19	4.51	4.24	4.23
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.59	0.79	0.96
每股经营现金	-0.45	0.67	0.08	-0.00
每股净资产	7.45	7.84	8.54	9.34
估值比率				
P/E	27.67	29.78	22.15	18.25
P/B	1.57	2.24	2.06	1.88
EV/EBITDA	27	26	18	13

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801