

公司研究/深度研究

2018年11月02日

通信/通信设备制造 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 6.36  
合理价格区间(元): 7.62~8.42

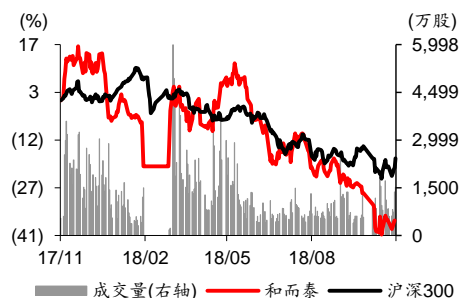
**陈歆伟** 执业证书编号: S0570518080003  
研究员 021-28972061  
chenxinwei@htsc.com

**荆子钰** 021-38476179  
联系人 jingziyu@htsc.com

相关研究

- 1 《和而泰(002402,增持): 毛利率有望企稳, 看好长期增长》2018.10
- 2 《和而泰(002402,增持): 业绩符合预期, 深耕智能控制领域》2018.08
- 3 《和而泰(002402,增持): 拟实行员工持股, 增强发展动力》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 核心算法实力强, 份额有望提升 和而泰(002402)

### 公司产品综合实力强, 看好公司长期发展

公司产品品质良好, 研发能力不输于海外竞争对手, 价格方面较海外竞争对手有优势。同时, 相对国内其他厂商, 公司在海外市场具有先发优势, 产品研发能力强。受益于公司较强的比较优势, 公司在海外客户中的份额有望提高。同时, 智能化需求增长也不断推动公司产品需求量的增长。看好公司未来发展, 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.31/0.43/0.65 元, 维持“增持”评级。

### 公司研发实力强, 保证产品竞争实力

智能控制器的生产制造最核心的部分是核心算法, 优秀的核心算法能够提高终端产品的品质和使用体验。公司积累了丰富的研发经验, 核心算法拥有自主知识产权。根据公司 17 年年报, 截止 2017 年底, 公司及下属子公司累计申请专利 807 件, 其中申请发明专利 304 件、实用新型 354 件。近年来, 公司研发人员数量和研发投入整体呈上升趋势。同时, 公司不断加强与下游应用领域以及物联网平台类公司的合作, 提高公司研发能力。

### 深耕现有客户、拓展新客户新领域, 共同促进公司业绩增长

公司正着力深耕现有客户、拓展新客户新领域。智能控制器行业整体市场集中度较低, 公司在现有客户中尚有较大的拓展空间。国内市场从自产向专业化分工方向转变, 为公司带来机遇。此外, 公司积极拓展国内客户, 也通过设立事业部、与下游应用领域开展合作等形式, 积极拓展新市场。公司还有望通过收购 NPE 拓展海外客户, 借助铖昌科技拓展军工市场。

### 对上游提升议价能力, 与铖昌科技未来有望形成协同效应

智能控制器上游主要是相关的电子元器件, 包括集成电路、PCB、分立半导体、电阻、电容器以及其他元器件等。今年上半年, 上游元器件普遍涨价导致公司毛利率有所下滑。我们认为, 随着公司元器件国产替代的推动, 公司毛利率在今年下半年和明年将会有一定程度的恢复。此外, 2018 年 5 月, 公司收购铖昌科技 80% 股份成为控股股东, 不仅有望增厚公司业绩, 铖昌科技的微波毫米波芯片有望在未来与公司形成产业链协同。

### 看好公司未来发展和业绩增长, 维持“增持”评级

公司是行业龙头, 业绩有望持续稳定增长。预计公司 18-20 年净利润分别为 2.64/3.69/5.53 亿元。假设铖昌科技 18 年并表净利润 5100 万, 持股比例 80%, 则归母净利润约 4080 万元。参考芯片可比公司 18 年平均 PE 32x, 给予铖昌科技 18 年 PE 30-34x, 对应市值 12-14 亿元。公司综合实力强, 我们认为公司主业有望继续稳定增长。扣除铖昌科技后预计 18 年净利润 2.24 亿元。参考智能控制器可比公司 18 年平均 PE 25x, 给予公司 18 年 PE 24-26x, 对应市值 53-58 亿元。我们认为公司合理市值 65-72 亿元, 对应目标价 7.62~8.42 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 上游元器件大幅涨价; 智能控制器需求不及预期; 铖昌科技业绩完成情况不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	855.76
流通 A 股 (百万股)	718.51
52 周内股价区间 (元)	5.74-11.31
总市值 (百万元)	5,443
总资产 (百万元)	3,343
每股净资产 (元)	1.86

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,346	1,979	2,640	3,580	4,976
+/-%	21.21	46.99	33.42	35.62	38.99
归属母公司净利润 (百万元)	119.66	178.10	264.46	369.17	553.13
+/-%	59.66	48.84	48.49	39.59	49.83
EPS (元, 最新摊薄)	0.14	0.21	0.31	0.43	0.65
PE (倍)	45.49	30.56	20.58	14.74	9.84

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

公司产品综合实力强，有望持续提高市占率 .....	4
公司研发实力强，保证产品竞争实力 .....	4
行业需求稳定增长，公司份额有望提升 .....	7
智能化需求推动智能控制器行业需求稳定增长 .....	7
公司有望深耕现有客户，提高市场份额 .....	9
拓展新客户和新领域，促进业绩增长 .....	10
促进国产元器件替代，有望与铖昌科技形成协同 .....	13
促进国产元器件替代，提升对上游议价能力 .....	13
铖昌科技增强公司芯片研发能力，有望增厚公司业绩 .....	14
生产基地建设有序进行，股权激励增强公司发展动力 .....	17
盈利预测和投资建议 .....	18
风险提示 .....	20
PE/PB - Bands .....	20

## 图表目录

图表 1: 公司及下属子公司累计申请专利数量、发明专利和实用新型专利数量.....	4
图表 2: 公司研发人员数量和占比 .....	5
图表 3: 公司研发投入金额和占营收比重.....	5
图表 4: 公司 2015 年以来签订的合作协议一览表 .....	6
图表 5: 智能控制器需求的增长来源示意图（以家电行业为例） .....	7
图表 6: 中国智能家居市场出货量及增速预测 .....	8
图表 7: 中国智能家居市场规模预测.....	8
图表 8: 全球智能控制器市场规模 .....	8
图表 9: 国内电子智能控制产品市场规模.....	8
图表 10: 公司海外和国内收入占比 .....	9
图表 11: 公司提高现有海外客户中的份额情景假设表.....	9
图表 12: 国内主要智能控制器厂商智能控制器收入、毛利率和主要客户情况 .....	10
图表 13: 公司 2017 年收入结构.....	10
图表 14: 公司 C-life 大数据综合计算服务平台图示.....	11
图表 15: 公司收购 NPE 过程示意图 .....	12
图表 16: 假设 NPE 按 15%收入增长、4.5%净利润率对上市公司可能的业绩贡献表 ..	12
图表 17: 智能控制器上下游产业链示意图.....	13
图表 18: 2018 年 NXP、部分电阻电容厂商涨价公告一览表 .....	13
图表 19: 公司近年来毛利率（%） .....	14
图表 20: 国内军用雷达市场规模预测.....	15
图表 21: 铖昌科技业绩承诺和超额业绩激励办法示意图 .....	16
图表 22: 截至 2017 年底公司两大生产基地建设项目进展 .....	17
图表 23: 公司 2017 年限制性股票激励计划限售解除条件 .....	17
图表 24: 公司收入拆分及预测表 .....	19
图表 25: 可比公司估值表（以 11 月 2 日收盘价计算） .....	19
图表 26: 和而泰历史 PE-Bands.....	20
图表 27: 和而泰历史 PB-Bands.....	20

## 公司产品综合实力强，有望持续提高市占率

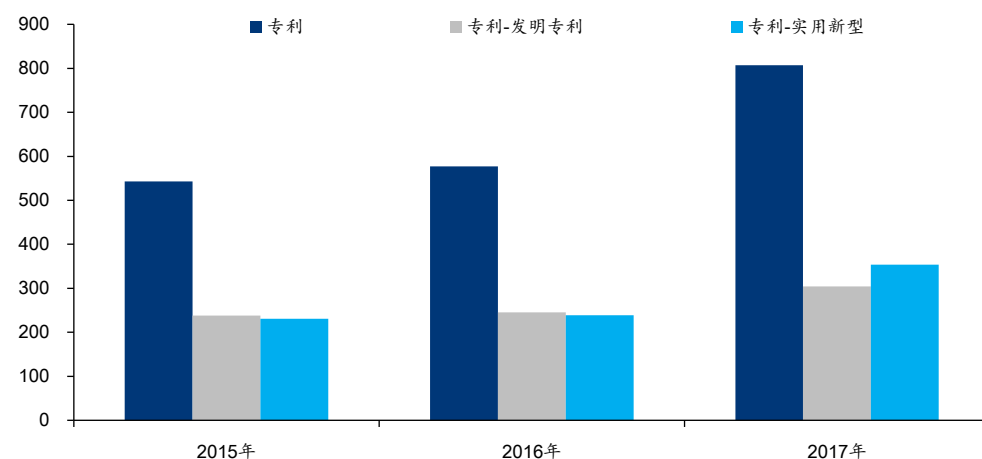
受益于公司较强的比较优势，公司在海外客户中的份额有望提高。公司产品品质良好，研发能力不输于海外竞争对手，价格方面较海外竞争对手有优势。同时，相对国内其他厂商，公司具有在海外市场的先发优势，以及较强的产品研发能力。

## 公司研发实力强，保证产品竞争实力

智能控制器核心算法与产品品质直接相关。智能控制器的生产制造最核心的部分是核心算法，优秀的核心算法能够提高终端产品的品质和使用体验。以电饭煲为例，很多人会选择购买日本的电饭煲，因为这些电饭煲做出来的米饭口感和味道更好。公司与苏泊尔合作生产的球釜电饭煲，其智能控制器的算法能够使得电饭煲根据不同水质、不同种类的大米等条件，智能地调节和控制电饭煲的加热程序，从而提升米饭的口感和味道。

公司在智能控制器领域积累了丰富的研发经验，核心算法拥有自主知识产权。根据公司2017年年报，公司已经成为行业内全球研发能力最强、研发队伍规模最大、自有知识产权最多的企业，技术创新能力和技术影响力已经稳居全球行业前列。截止2017年12月31日，公司及下属子公司累计申请专利807件，其中申请发明专利304件、实用新型354件、外观设计66件、美国发明11件、英国发明1件、PCT71件；公司及下属子公司累计申请软件著作权共计55件、商标申请共计48件。

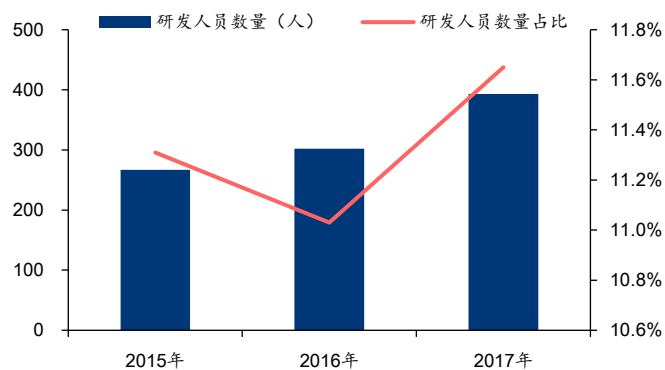
图表1：公司及下属子公司累计申请专利数量、发明专利和实用新型专利数量



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

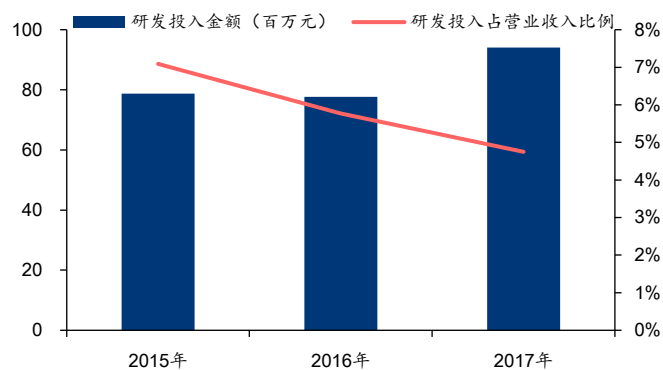
近年来，公司研发人员数量和研发投入整体呈上升趋势。2017年，公司研发投入总额约为9407万元，同比增长21.11%，占营业收入4.75%。研发人员比例近三年维持在11%以上，2017年，公司研发人员达393人，同比增长30.13%，占总员工数的比例达到11.65%。研发的持续投入促进公司研发水平不断提高。

图表2： 公司研发人员数量和占比



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表3： 公司研发投入金额和占营收比重



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

公司加强与下游应用领域以及物联网平台类公司的合作，提高公司研发能力。公司不断加强与下游应用领域如智慧家居、智能抄表等公司的合作关系，能够帮助公司深化对应用领域的理解、提高定制化能力，促进公司在各应用领域产品的研发。公司与物联网、大数据公司以及研究院合作，提高公司平台研发构建和运营能力，提高平台可用性。

图表4：公司2015年以来签订的合作协议一览表

公告日期	公告编号	合作对象	主要内容
2018年5月30日	2018-047	青岛海信智能家居系统股份有限公司(隶属于海信集团)	公司的全资子公司数据云与青岛海信签署《深圳和而泰数据资源与云技术有限公司与青岛海信智能家居系统股份有限公司战略合作协议》，双方在物联网智能家庭领域建立紧密合作关系，互联互通，形成完整的智能家居系统方案，并协助数据云实现配套智能家电产品的销售。双方并本着工程项目为主，同时地产商携手合作推进，家装零售为辅的合作模式来拓展市场。
2018年3月22日	2018-019	深圳市水务科技有限公司(隶属于深圳市水务(集团)有限公司)	公司的全资子公司数据云与深圳水务科技签署《深圳市水务科技有限公司、深圳和而泰数据资源与云技术有限公司合作意向协议》。双方就智能抄表、智能图像识别技术、城市管网的漏损检测和物联网平台项目合作相关事宜签订本协议。
2018年1月11日	2018-001	中国电信股份有限公司深圳分公司	公司与深圳电信签署《深圳和而泰智能控制股份有限公司与中国电信股份有限公司深圳分公司订立之战略合作框架协议》，双方在物联网智能家庭领域建立紧密合作关系，立足深圳，面向全国，共同推动和构建物联网智能家庭生态圈，加大技术研发和商业模式创新，为用户提供创新的物联网服务体验。
2017年10月18日	2017-051	中国电信股份有限公司浙江分公司	公司与浙江电信签署《物联网大数据全面战略合作框架协议书》，在物联网与大数据全方位多模式产业协作等方面进行深度合作，打造平台层面、产业运营层面、产业布局层面等多层面、全方位的战略合作关系，双方拟联合规划设计物联网平台发展战略，共同开创基于大数据未来产业运营新模式。
2016年12月	2016-100	深圳百果园实业发展有限公司、深圳前海互兴资产管理有限公司	公司(乙方)与深圳百果园实业发展有限公司(甲方)及深圳前海互兴资产管理有限公司(丙方)三方在深圳签署了《基于物联网与大数据技术的果品产业运营战略合作及联合组建合资公司协议书》。协议的主要内容是：甲乙双方联合建设大数据平台，并实现基于大数据平台的联合服务与运营，联合定义及开发相应智能硬件与智能设备，在果品种植、果品物流环节开展深度合作；甲乙丙三方将联合投资成立合资公司，实施技术合作与运营合作落地，开展基于资本整合的产业扩张。
2016年11月	2016-078	日日顺物联网有限公司、平度市人民政府	公司与日日顺物联网有限公司及平度市人民政府三方在北京·国家会议中心签署了《健康平度大数据运营管理平台建设战略合作协议》。合作三方联手建设“健康平度大数据运营管理平台”，该平台将是全国第一个基于动态在线大数据系统，打通个人及家庭、社会综合服务方、政府各级行政职能机构、第三方社会事业机构等全局健康要素的平台。
2016年7月	2016-051	深圳航天科技创新研究院	公司与深圳航天科技创新研究院双方在深圳签署了《关于联合成立物联网关键技术与大数据人工智能计算研究中心的合作协议》。双方同意：(1) 在本协议生效后，在深圳联合成立物联网关键技术与大数据人工智能计算研究中心；(2) 该研究中心将结合研究院的技术平台及其整合的资源，以公司的大数据管理运营平台为依托，开展物联网智能硬件的研发与转化、数据采集、数据存储与数据优化、商业智能分析与计算、基于数学模型和人工智能的大数据综合运营服务和增值服务。
2016年6月	2016-046	香江集团-深圳市金海马电子商务有限公司	公司与香江集团-深圳市金海马电子商务有限公司双方在深圳签署了《整体智能家居合作协议》。双方致力于研发在相应领域内领先于国内外同行业的核心技术与关键技术，打造在行业内具有领先优势的新一代科学睡眠产品；共同开发与大数据相关的科学睡眠产品和技术，建立基于用户数据的收集分析系统。结合移动互联网技术、网络通讯技术、大数据与云计算技术，开发相应云监测与云技术分析平台。双方拟共同规划、研究、开发、生产系列化科学睡眠与智能卧室产品。
2016年6月	2016-037	中国老年学和老年医学学会	公司与中国老年学和老年医学学会签署了关于双方联合创立睡眠健康研发基地及扩展合作的框架协议书。双方决定成立“中国老年学和老年医学学会睡眠科学研发基地”。建立睡眠健康智能监测系统和数字化评估室，为长期照护老年评估科学性、系统性建设提供新的技术与产品。开展睡眠医学与睡眠环境系统交互模型与干扰模型研究，联合开展相应大数据模型与模式识别算法研究，对现有睡眠健康设备技术改造。
2016年3月10日	2016-021	海尔集团日日顺物联网有限公司	公司与海尔集团日日顺物联网有限公司签署了“全面战略合作框架协议书”。公司通过增资的方式，成为日日顺公司的战略股东之一。
2015年7月	2015-070	湖南省晚安家居实业有限公司、湖南省晚安家纺股份有限公司	公司近日分别与湖南省晚安家居实业有限公司、湖南省晚安家纺股份有限公司签署了关于智能产品、整体智能卧室方面的战略合作框架协议。
2015年7月10日	2015-063	北京好豆网络科技有限公司	公司全资子公司深圳云栖小溪科技有限公司与北京好豆网络科技有限公司签署了《战略合作协议》。甲乙双方基于各自行业产品的优势结合，通过产品内容合作、数据交换、产品销售等商业合作模式，进行多点多角度深入合作，达到互利互惠的目标。
2015年4月23日	2015-037	湖南梦洁家纺股份有限公司	公司与湖南梦洁家纺股份有限公司签署了《整体智能卧室战略合作框架协议》。双方共同规划、研究、开发、生产系列化科学睡眠与智能卧室产品，含睡眠状态、生命体征、睡眠质量监测类产品系列，助眠、睡眠环境营造、智能寝具类产品系列，以及针对妇女、儿童、老人、病人等特定人群的智能睡眠监控系统与管理平台。
2015年4月16日	2015-027	罗莱家纺股份有限公司	公司与罗莱家纺股份有限公司签署《战略合作协议》。双方共同规划、研究、开发、生产用于卧室的系列化智能家居、家庭大健康产品，形成一整套智能卧室系列的前后台检测、控制、服务设备，并搭建服务与管理互联网大数据系统。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 行业需求稳定增长，公司份额有望提升

### 智能化需求推动智能控制器行业需求稳定增长

智能化需求增长推动公司产品需求量的增长。公司目前智能控制器多在家电领域，2017 年公司家用电器智能控制器收入占总收入比例达到 67%。以家电行业为例，智能控制器需求的增长来自于：

- (1) **传统家电行业自身的增长。**传统家电行业本身的增长带来智能控制器的需求。
- (2) **传统家电向智能家电的更新换代需求。**随着各类电器智能化水平的提升，不少家庭和商业场景具有智能家电的更新换代需求。
- (3) **消费型小家电的更新换代需求。**榨汁机、电饭煲、加湿器等小家电，通常更换周期相比大家电来讲更短，小家电快速的更新换代带来智能控制器需求的增长。
- (4) **新型家电的出现。**近年来各类新型家电不断涌现，且需求呈现增长态势，比如洗碗机、厨师机等。
- (5) **原本不使用智能控制器的传统行业智能化，智能控制器需求从无到有，**比如智能座椅、智能水杯、智能枕头等。随着电子设备数字化、智能化、自动化等程度的提升，以及物联网和人工智能的快速发展，智能控制器渗透率不断提升，需求量不断增长。

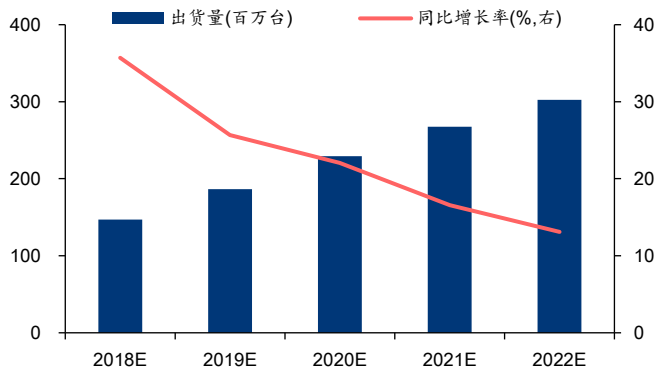
图表5：智能控制器需求的增长来源示意图（以家电行业为例）



资料来源：华泰证券研究所

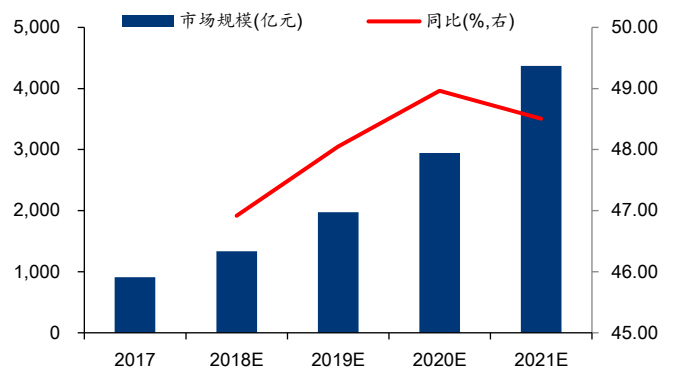
全球智能家居市场未来 5 年有望保持两位数的增长，我国智能家居市场有望持续高速增长。根据 Strategy Analytics 发布的报告，2018 年全球智能家居包括设备、系统和服务消费支出总额将接近 960 亿美元，且在未来 5 年的（2018—2023 年）年复合增长率为 10%，到 2023 年将增长至 1550 亿美元。根据 IDC 发布的数据，预计 2018 年智能家居市场将达到 1.5 亿台，同比增长 35.7%。预计到 2022 年该市场出货量将突破 3 亿台。根据中国产业信息网的数据，2018 年我国的智能家居市场规模预计将会达 1334 亿元，到 2020 年有望达到 2942 亿元，2018-2020 年年复合增速约 48%。

图表6: 中国智能家居市场出货量及增速预测



资料来源: IDC, 华泰证券研究所

图表7: 中国智能家居市场规模预测



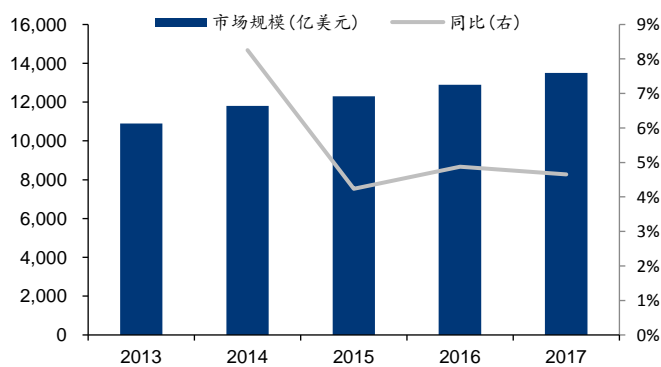
资料来源: 中国产业信息网, 华泰证券研究所

**我国汽车销量维持稳定, 汽车电子智能设备有望持续增长。**根据中国产业信息网的数据, 2017年, 我国汽车销量达到2888万辆, 同比增长3%。根据中汽协的数据, 今年前三季度, 我国乘用车销量约1722万辆, 较上年同期的1715万辆略有上涨, 乘用车销量基本保持稳定。汽车保有量方面, 根据公安部的数据, 截至2017年底, 中国机动车保有量达3.10亿辆, 其中汽车2.17亿辆; 机动车驾驶人达3.85亿人, 其中汽车驾驶人3.42亿人。随着消费者对汽车智能化的需求日益提升, 汽车电子规模增长较快。根据中国产业信息网的预测, 2018年我国汽车电子市场规模将超过6000亿元; 预测2018年全球汽车电子市场规模2676亿美元, 到2023年将达3550亿美元。

**我国电动工具产业规模总量不断扩张。**据前瞻产业研究院的数据, 预计到2018年, 我国电动工具行业销售收入将达1283亿元, 2014-2018年的年复合增速为17%。

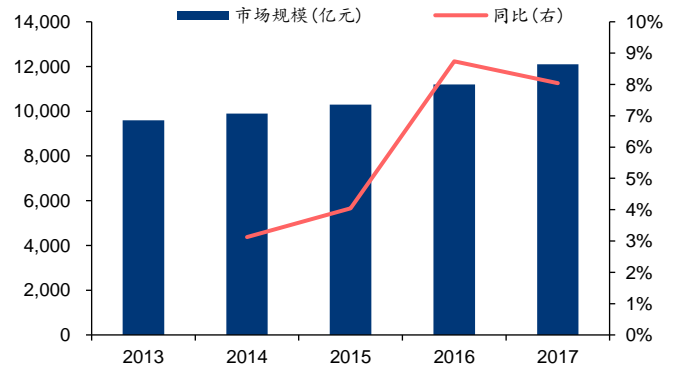
**全球智能控制器规模稳定增长, 国内市场规模增速高于全球增速。**参考中国报告网发布《2018-2024年中国智能控制器行业市场现状规模分析及投资价值前景评估报告》, 2017年, 全球智能控制器市场规模为13500亿美元, 2013-2017年年均复合增长率为5.5%。我国电子智能控制行业起步相对较晚, 目前正处于快速成长阶段。根据中国报告网的数据, 2017年市场规模为1.21万亿元, 相较于2016年1.12万亿元增长900亿元。根据中国产业信息网的预测, 预计到2020年我国智能控制器市场规模将达到1.55万亿元。

图表8: 全球智能控制器市场规模



资料来源: 中国报告网, 观研天下数据中心, 华泰证券研究所

图表9: 国内电子智能控制产品市场规模



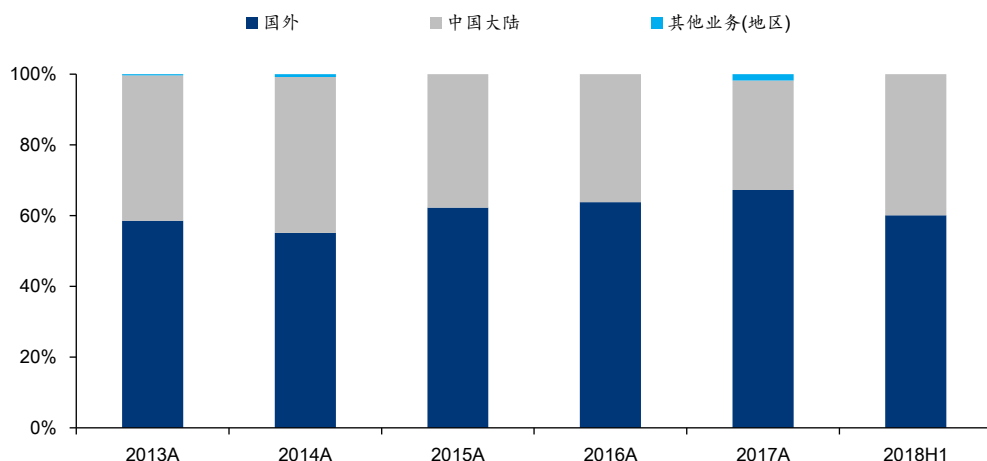
资料来源: 中国报告网, 观研天下数据中心, 华泰证券研究所



### 公司有望深耕现有客户，提高市场份额

下游客户多为全球大型的终端企业，显现公司产品优质性。根据公司财报和调研了解到的信息，公司目前约80%的客户为海外客户，今年上半年，直接出口的产品收入占比约总收入的60%左右，海外市场是公司的主要收入来源。公司与包括伊莱克斯、惠而浦、BSH、TTI、ARCELIK 等在内的全球著名终端厂商建立了战略合作关系，并继续深耕海外市场，有望提高在现有客户中的份额占比。

图表10： 公司海外和国内收入占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司在海外现有客户中尚有较大的拓展空间。根据调研了解的信息，伊莱克斯作为公司的第一大客户，与在其他客户中的份额相比，公司目前在伊莱克斯中的份额最高，但也只有16%左右，而在伊莱克斯的供应商中，占较大份额的公司可占到35%~50%左右的比例。公司正积极拓展在现有客户中的份额，如果我们假设公司在海外客户中的份额均为12%，目标份额为30%、35%，以2017年公司海外收入13.30亿为基数计算，则现有海外客户方面公司有150%、192%的收入增长空间，如按三年达到这个目标来算，年复合增速为36%、43%。

如果假设公司在海外客户中的份额14%，目标份额30%、35%，则有114%、150%的收入增长空间，如按三年达到这个目标来算，年复合增速为29%、36%。

如果假设公司在海外客户中的份额16%，目标份额30%、35%，则有88%、119%的收入增长空间，如按三年达到这个目标来算，年复合增速为23%、30%。

综上，我们认为，公司在现有海外客户中的拓展，2018-2020年有望为公司贡献年复合20%以上的收入增速。

图表11： 公司提高现有海外客户中的份额情景假设表

2017年海外收入 (亿元)	假设海外现有客户 整体市场份额	假设海外 目标份额	海外目标收入 (亿元)	增长空间	三年复合增速
13.30	12%	30%	33.25	150%	36%
13.30	12%	35%	38.79	192%	43%
13.30	14%	30%	28.50	114%	29%
13.30	14%	35%	33.25	150%	36%
13.30	16%	30%	24.94	88%	23%
13.30	16%	35%	29.09	119%	30%

资料来源：华泰证券研究所

国内市场从自产向专业化分工方向转变，为公司带来机遇。在国内市场方面，公司积极拓展国内客户，逐步进入到苏泊尔、海信、老板电器等终端企业的供应商之列。根据中国报告网的数据，2017年我国电子智能控制行业市场规模为1.21万亿元。根据中国产业信息

网的预测，预计到 2020 年我国智能控制器市场规模将达到 1.55 万亿元。可见，我国智能控制器市场规模在万亿级。而我们将国内几家规模较大的智能控制器上市公司 2017 年的智能控制器部分全部收入（含海外）加总，也仅有 76.33 亿元（图表 12）。可见，国内专业智能控制器厂商的市占率都很低，大量的份额被小厂商和终端企业自产部分占据。根据和而泰 2018 年 8 月 31 日的投资者关系活动记录表，国内不同的家电企业智能控制器自产比例不同，目前市场份额较大的家电品牌自产比例大约在 70%-80%左右。我们认为，专业化趋势下，终端企业的智能控制器需求有望由自产转向向专业智能控制器厂商采购。

我们认为，对国内终端企业而言，智能控制器交由专业智能控制器厂商制造将成为行业趋势。（1）从专业化分工的角度，借鉴海外经验来看，大多国际知名家电等终端企业采取分工合作的方式，向智能控制器厂商采购智能控制器。终端企业的主业是经营其终端产品品牌，专业化生产有利于这些企业聚焦于品牌经营，提高生产经营效率。（2）智能控制器并非重点企业的主业，自产的控制器在研发的时候通常聚焦于本企业所需的产品，因此与面向全市场的专业智能控制器厂商相比，在研发投入、技术积累、专业化水平上存在一定的差距。

图表12： 国内主要智能控制器厂商智能控制器收入、毛利率和主要客户情况

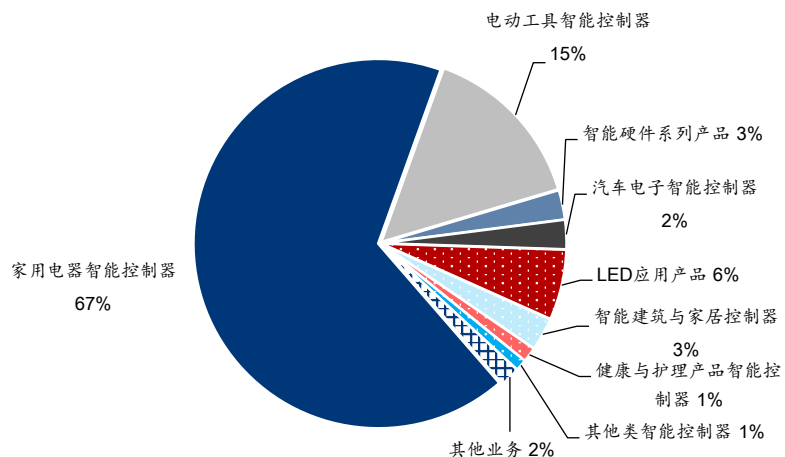
公司名称	2017 年收入规模(百万元)	2017 年毛利率(%)	15-17 年平均收入增速(%)	主要客户
拓邦股份	2206.25	23.52	36.68	美的、苏泊尔、TCL、九阳、奔腾、惠而普、海尔、荣事达、小天鹅
和而泰	1978.57	21.63	32.05	伊莱克斯、惠而浦、西门子、BSH、TTI、HUNTER 等
朗科智能	1184.80	18.41	26.37	TTI、九阳股份等
和晶科技	999.97	16.91	16.54	海信、海尔、美的、西门子等
华联电子	796.39	--	18.69	伊莱克斯、Arcelik A.S.、江森自控、艾欧史密斯、格力电器等
方正电机（高科润）	301.19	13.15	5.22	威技电器、ELECTROLUX LEHEL KFT、佛山市顺德区美的洗涤电器、V-ZUG AG 等
英唐智控	166.13	--	-28.84	建福实业、WIK、祥利电器、汇勋电器、GD、长营电器以及华旗资讯等
合计	7633.30			

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 拓展新客户和新领域，促进业绩增长

拓展新客户、新领域，顺应智能化发展的大趋势。公司的主要客户是海外客户，今年上半年公司国内销售收入占其总收入的比重为 40%。公司正积极拓展国内客户，逐步进入到苏泊尔、海信、老板电器等终端企业的供应商之列。此外，公司也通过设立事业部、与下游应用领域开展合作等形式，积极拓展下游应用领域。2017 年，除家用电器、电动工具外，公司收入中占比相对较高的产品应用领域还包括 LED 应用产品、智能建筑与家居控制器、智能硬件系列产品、汽车电子智能控制器等。

图表13： 公司 2017 年收入结构

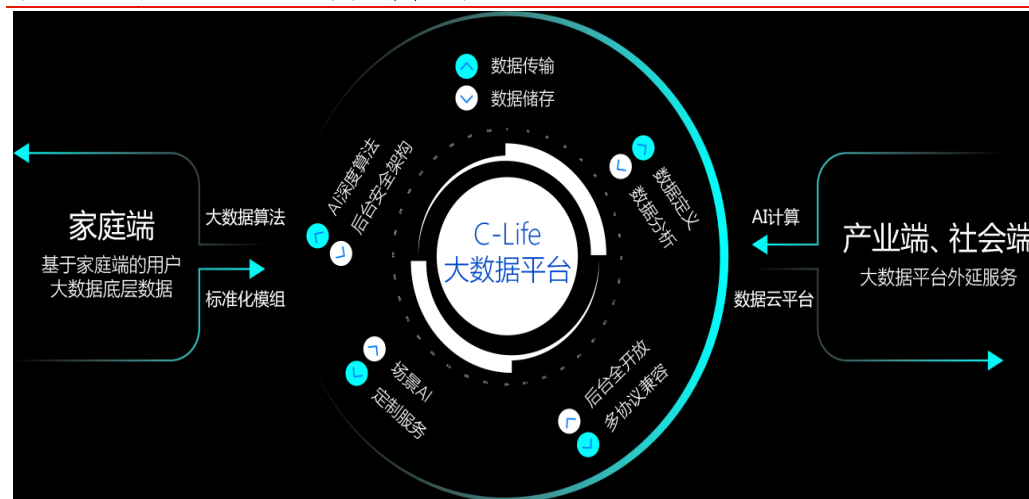


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**加大投入大数据平台，打造全场景服务闭环。**2015 年，公司正式对外发布“C-Life”新一代物联网大数据平台，该平台包括大数据存储与处理中心、人工智能与商业智能中心、大数据服务平台与开放式接入平台，整体规划水准处于国内同类平台领先水平。根据公司 2017 年年报，公司已在家庭端实现基于睡眠、美容、健康饮食、安全用水、安防、卫浴、自然环境等多设备、多品牌互联互通，打造智慧家庭全场景服务闭环；在产业端为养老院、美容院、酒店、学校、幼儿园、地产商、净水行业、农业等多种行业提供全周期、全链条的专业级运营顾问式服务。公司的大数据运营服务平台是能够让家电设备实时在线，实现数据上行下行，数据横纵向拉通的综合服务平台。

**布局领先，公司有望受益于物联网发展。**随着技术的进步，距离物联网的全面商用越来越近，各大行业巨头也都在积极布局物联网。公司依托自身智能控制器业务能获得一手的优质用户数据，通过构建第三方物联网大数据平台，打造 C 端场景+B 端+G 端运营顾问服务，开启全新的物联网服务模式。C-Life 平台目前处于前期投入期，但随着物联网和大数据的持续发展，我们认为，公司的大数据平台布局领先，未来有望受益于行业发展。

**图表14： 公司 C-life 大数据综合计算服务平台图示**

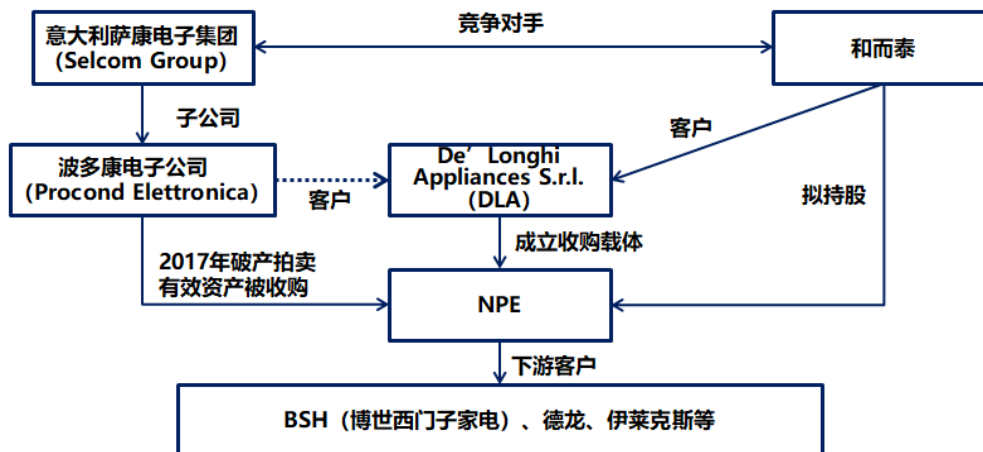


资料来源：和而泰官网，华泰证券研究所

**通过外延并购拓展客户和市场。**根据公司公告（公告编号：2018-011），2018 年 2 月 22 日，公司的全资子公司和而泰智能控制国际有限公司签署协议，拟以自有资金 433.05 万欧元收购 De' Longhi Appliances S.r.l. (DLA)的全资子公司 NPE S.r.l. 55%的股权，并与原股东一起对 NPE 进行增资。同时，和而泰国际与 DLA 约定，在 2019 年 12 月 31 日的财报被批准后（审计定稿后）30 个工作日内，和而泰国际向 DLA 进一步购买 NPE 公司 25%的股份。购买价格视 2018 年、2019 年 NPE 是否能达成一定的销售增长以及净利润率是否能达到 4.5%而定。

NPE 的主要客户为 BSH（博世西门子家电）、德龙、伊莱克斯等全球著名公司。截止 2017 年 12 月 31 日，NPE 大约有员工 260 名，拥有较好的技术开发能力、市场拓展能力、生产制造能力、客户服务能力。根据公司公告（公告编号：2018-011），2017 年 NPE 年度营业收入约 5360 万欧元，2018、2019 年营业收入预计逐年有 15%以上增长率。NPE 的主要客户也是上市公司的重要客户，本次收购有望提升公司市占率和在高端市场的影响力，提升销售规模；此外，NPE 在汽车电子、商业机械、工业机械等产业领域有一定的客户基础，有利于公司客户与市场的进一步拓展。

图表15： 公司收购 NPE 过程示意图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司对 NPE 的收购尚未交割完成，若公司对 NPE 的交割顺利进行，并且 NPE 能够按照收入增速 15%、净利润率 4.5% 完成业绩，则 2019 年有望为公司带来约 1386 万元的利润贡献。

图表16： 假设 NPE 按 15% 收入增长、4.5% 净利润率对上市公司可能的业绩贡献表

	2017A	2018E	2019E
收入 (万欧元)	5360	6164	7088
净利润 (万欧元)	-129	277	319
假设汇率	--	7.9	7.9
净利润 (万元人民币)	--	2191	2520
股权比例	--	55%	55%
归母的部分 (万元人民币)	--	1205	1386

注：NPE 经营数据未经审计；该 2017 年年度经营数据，含 NPE 收购波多康电子公司之前波多康电子公司的销售收入以及对应净利润，与 NPE 公司收购波多康电子公司后 NPE 的销售收入及对应净利润，按照 12 个月的月度累计汇总数据。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

依托铖昌科技军工资质，有望拓展军工控制器市场。根据公司公告，4 月 18 日（公告编号：2018-035），和而泰与铖昌科技股东签署了《股权收购协议》及《盈利预测补偿协议》，公司拟以自有资金 6.24 亿元收购铖昌科技 80% 的股权。2018 年 5 月 31 日，公司发布公告（公告编号：2018-048），铖昌科技已经完成工商变更登记手续。铖昌科技的主要客户分军、民两条线，军品线主要服务于国家航天、航空、武器装备领域的核心国家级单位，已经形成较好的客户基础，市场发展前景广阔。公司有望依托铖昌科技的客户资源、技术资质和产业化资质，向航天、武器装备等军工市场延伸。同时，通常军品进入壁垒更高，军品控制器的毛利率相较民品也会高很多，拓展军工市场有望提升公司整体利润率水平。

## 促进国产元器件替代，有望与铖昌科技形成协同

### 促进国产元器件替代，提升对上游议价能力

**MCU（或称为集成电路、芯片）是智能控制器的核心元器件。**智能控制器上游主要是相关的电子元器件，包括集成电路、PCB、分立半导体、电阻、电容器以及其他元器件等。其中，集成电路也就是 MCU 是智能控制器的核心器件，根据公司公告和调研了解到的信息，MCU 成本占公司总成本的 5%左右。目前公司主要的芯片供应商是包括 NXP 等在内的海外芯片供应商。

图表17：智能控制器上下游产业链示意图



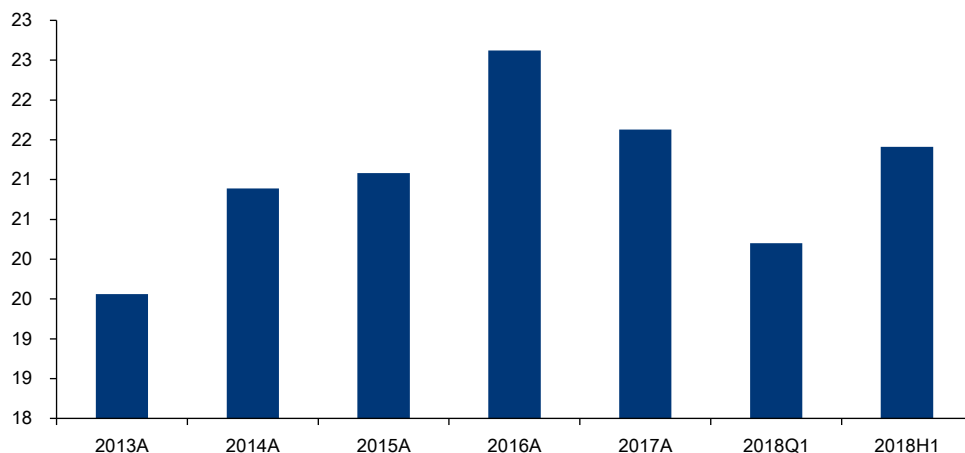
资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

**元器件国产替代有望降低成本、提高公司议价能力。**今年上半年，包括 MCU、电阻、电容等在内的智能控制器上游元器件普遍涨价，导致公司毛利率有所下滑。根据公司财报，今年一季度，公司毛利率 20.20%，较 2017 年全年毛利率 21.63% 下滑 1.43 个百分点；今年二季度，公司着力控制成本并着手国产元器件替代，上半年毛利率企稳回升至 21.41%，但仍低于去年毛利率水平。公司正逐步推进使用国产元器件。国产替代不仅会缓解成本压力，还能够提高公司对上游的议价和控制力。我们认为，公司毛利率在今年下半年和明年将会有一定程度的恢复。

图表18：2018 年 NXP、部分电阻电容厂商涨价公告一览表

时间	主要内容
<b>MCU</b>	
2018 年一季度	NXP 宣布自第一季开始调涨旗下多个产品线全线报价，其中，MCU 调涨 6%，数位网路芯片上涨 5%，安全移动支付、车载微控制器应用芯片以及智慧天线解决方案等将调涨 10%。
<b>电阻电容</b>	
1 月 2 日	台湾电阻原厂旺诠对其部分系列电阻产品进行调涨，涨幅达 15%。
1 月 4 日	被动元件制造商光颀科技发布关于厚膜电阻售价调整公告函，包括 CR0603 0805 1206 封装贴片电阻售价将在前售价的基础上调升 10%。
1 月 9 日	丽智电子(昆山)有限公司也向客户发送产品售价调整通知。公司电阻产品将依据规格调升 15%
1 月 10 日	国巨子公司国益发布贴片电阻售价调整公告函，针对部分产品品项新的订单执行单价调整，并开始接受新的订单。品项价格各调涨+15%+20%，调价品项占整体电阻份额约 45%。
1 月 10 日	尼吉康电子贸易(上海)有限公司发布铝电解电容器的涨价公告。涨价产品主要是插脚式和螺杆式铝电解电容器所有型号，涨价幅度均为 5%。
1 月 22 日	广东风华高新科技部分规格常规阻值段产品售价上调 7%-13%，自 2 月 5 日开始生效。

资料来源：电子发烧友，高工 LED 网，深圳容乐电子科技有限公司官网，华泰证券研究所

**图表19： 公司近年来毛利率（%）**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

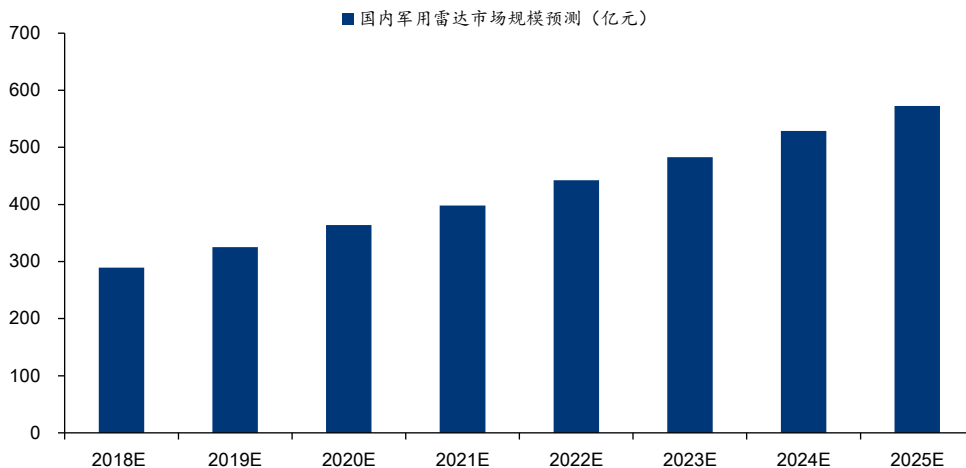
### 铖昌科技增强公司芯片研发能力，有望增厚公司业绩

**和而泰收购铖昌科技 80% 股权，有望增强公司芯片研发能力、增厚公司业绩。**4 月 18 日，和而泰与铖昌科技股东签署协议，拟收购铖昌科技 80% 的股权。2018 年 5 月 31 日，铖昌科技已经完成工商变更登记手续（公告编号：2018-048）。

**从设计到量产，铖昌科技具有微波毫米波芯片生产能力。**浙江铖昌科技有限公司在微波毫米波射频 T/R 芯片方面拥有自主设计、研发等核心竞争力，致力于为客户提供微波毫米波射频芯片的全套解决方案。公司下设铖昌微波毫米波芯片技术省级重点企业研究院，是国内从事微波毫米波射频芯片研制的主要民营科技力量。国内 T/R 组件研制技术较为先进的单位以国防重点院所为主，如中电 13 所、55 所等。公司是在该领域除少数国防重点院所之外唯一掌握该项技术的民营企业，也是唯一一个在相关领域承担重大国家专项研发的高新技术企业。经过前期的大量研发投入和技术积累，公司目前进入快速发展阶段。

**相控阵雷达 T/R 芯片组件批量军用，民用领域积极布局。**铖昌科技的主要客户分军、民两条线，军品线主要服务于国家航天、航空、武器装备领域的核心国家级单位，已经形成较好的客户基础，市场发展前景广阔。铖昌科技依托自身在 IC 领域的核心技术能力，攻克了模拟相控阵雷达 T/R 芯片组件核心技术问题，有效解决了模拟相控阵雷达 T/R 芯片组件高成本问题，使有源相控阵雷达在我国大规模推广应用成为现实，其产品已经批量应用于星（卫星）载、弹（导弹）载、机（有人、无人飞机）载雷达设备。

**相控阵芯片需求增长，有望促进铖昌科技业绩实现。**根据公司 4 月 24 日公告的投资者关系活动记录表，2017 年国家相控阵芯片的采购量大概在 50 亿片左右，2020 年大概能达到 200 亿左右，据此计算 2018-2020 年采购量年复合增速约 59%。据智研咨询预测，2025 年我国军用雷达市场规模有望达到 573 亿元。在保持军用 IC 市场快速健康发展的同时，公司在物联网和 5G 移动通信领域也做了布局和储备。

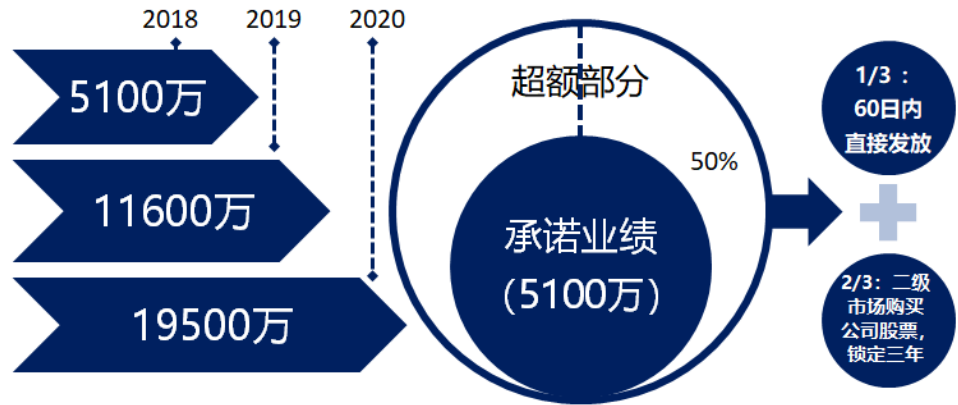
**图表20：国内军用雷达市场规模预测**

资料来源：智研咨询，华泰证券研究所

**铖昌科技业绩增长加快，业绩有望快速释放。**根据公司公告（公告编号：2018-014），2016年，铖昌科技实现营业收入 2220 万元，净利润 406 万元，净利润率约 18%。2017 年（公告编号：2018-035），铖昌科技经审计的营业收入约 6038 万元，净利润 2665 万元，同比分别增长 172%和 557%，净利润率增长至 44%。铖昌科技主营军用产品需要较长的研发生产周期，17 年公司盈利能力的增长显示公司逐步进入业绩释放期，加之行业需求增长迅速，我们认为未来公司业绩有望持续快速释放。

和而泰与铖昌科技股东签署的《盈利预测补偿协议》中约定的盈利承诺为：转让方承诺，铖昌科技在 2018 年的实际净利润不低于 5,100 万元，2018 年及 2019 年的合计实际净利润不低于 11,600 万元，2018 年至 2020 年的合计实际净利润不低于 19,500 万元（公告编号：2018-035）。假设公司按业绩承诺实现业绩，则预计 2018-2020 年净利润分别为 5100 万、6500 万和 7900 万，2018-2020 年年复合增速约 44%。公司成为铖昌科技控股股东，有望增厚公司业绩。

**铖昌科技制定激励办法，提高发展动力。**根据公司公告（公告编号：2018-048），铖昌科技制定了核心人才激励办法，对核心研发人员、核心技术人员、核心业务骨干、核心管理人员等，及后续新引进的行业顶尖人才进行激励，将铖昌科技核心岗位利益与铖昌科技利益紧密结合。根据《激励办法》，拟 2018 年奖励总额为业绩承诺净利润额的超额部分的 50%。其中，奖励总额的 1/3，在上市公司年度定期报告披露后 60 日内，根据届时制定的具体方案直接发放给各激励对象；剩余的 2/3 奖金应于发放后 60 日内，由各激励对象从二级市场购买公司股票，该部分股票自购买日起锁定三年。2019 年和 2020 年将参照本《激励办法》制定实施。

**图表21： 铖昌科技业绩承诺和超额业绩激励办法示意图**


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

此外，公司还对铖昌科技管理人员和核心骨干员工设立员工持股计划。2018年8月2日，公司发布《2018年员工持股计划（草案）》，本次员工持股计划的持有人范围为公司子公司铖昌科技的管理人员及核心骨干员工（不包含公司董事、监事及高级管理人员），锁定期为12个月。根据公司公告，截止2018年9月11日，公司2018年员工持股计划已通过二级市场竞价交易方式完成了此次员工持股计划的股票购买，购买均价为7.32元/股，购买公司股票数量为1330.63万股，占公司总股本的比例约为1.55%，成交金额约为9741.49万元。

微波毫米波有望在5G建设后期逐步成熟，届时铖昌科技有望受益，公司有望与铖昌科技形成产业链协同。铖昌科技所研制的微波毫米波芯片目前尚未民用，未来随着5G网络的建设，微波毫米波有望逐步落地和成熟，届时，对微波毫米波射频芯片的需求将增长。铖昌科技正致力于进行军转民的研发，有望在微波毫米波建设和普及阶段受益于行业需求的增长。同时，随着微波毫米波建设走向成熟，和而泰所主营的智能控制器也有望推出微波毫米波级的产品，铖昌科技的芯片将有望在新型智能控制器中得到使用，上市公司与铖昌科技之间的产业链协同效应将得以实现。



## 生产基地建设有序进行，股权激励增强公司发展动力

两大生产基地建设稳步推进，公司产能有望得到提升。根据公司2017年年报，智能控制器生产技术改造及产能扩大项目（二期）已进入全面施工阶段，公司预计该项目2018年四季度正式投产。根据公司官网，公司长三角基地已于2017年6月动工。伴随长三角基地的建成，公司两大战略基地也将正式形成。根据公司公告，截至2017年8月，公司产能5750万套，两大生产基地建成后计划分别新增产能2800万套和4800万套，有望大幅提高公司总产能。

图表22：截至2017年底公司两大生产基地建设项目进展

项目名称	累计实际投入金额（百万元）	项目投资规模	资金来源	项目进度	未达到计划进度的原因	计划新增产能
智能控制器生产技术改造及产能扩大项目（二期）	44.90	项目投资总额1.95亿元	非公开发行募集资金及自有资金	29.78%	临时道路等其他政府配套设施不完善。目前该问题已解决。	新建智能控制器生产基地和新增设套设备，计划达产后智能控制器新增产能2,800万套/年。
长三角生产运营基地建设	34.74	项目总投资额为49,055万元，建设期为3年	建设自有资金	7.08%	不适用	设计产能4,800万套/年，分两期完成。投产期为2年，投产当年达产60%，第2年达产80%，第3年完全达产。

资料来源：公司2017年年报，公司公告，华泰证券研究所

公司实行股权激励，增强公司发展动力。2017年9月28日，公司发布《2017年限制性股票激励计划》，激励对象为公司董事、高级管理人员、公司（含子公司）核心管理人员、核心技术（业务）人员。公司拟向激励对象授予1,500万股限制性股票，约占该激励计划签署时公司股本总额的1.81%。此次激励计划授予的限制性股票限售期为自董事会确定的限制性股票授予日起12、24、36个月。2017年10月22日，公司公告（公告编号：2017-074）已完成限制性股票授予工作，激励对象178名，限制性股票总数量为1,453万股，此次限制性股票的授予价格为5.03元/股。

图表23：公司2017年限制性股票激励计划限售解除条件

解除限售期	业绩考核目标（百万元）	解除比例（%）
第一个解除限售期	2017年净利润不低于146.51	30
第二个解除限售期	2018年净利润不低于209.30	40
第三个解除限售期	2019年净利润不低于272.09	30

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：以上净利润指标均以经审计的扣除非经常性损益后归属上市公司股东的净利润作为计算依据。

## 盈利预测和投资建议

公司业绩增长的主要来源：1、行业自身需求的增长；2、公司在海外客户中的份额有望提升；3、国内企业的智能控制器需求有望逐步由自产向外采转变；4、小厂商或面临被淘汰，行业集中度或将提升，公司作为行业龙头有望受益。

**家用电器智能控制器：**公司主营业务家电智能控制器未来市场占有率有望提升，智能控制器有望伴随5G的成熟实现产品升级、需求增长，预计该项业务2018-2020年营收维持较快增速，分别为36.5%、38.5%、40%。考虑到上游电子元器件涨价影响，预计18年毛利率有所下滑，明年元器件成本压力有望缓解，毛利率有望回升。预计2018-2020年该项业务的毛利率分别为18.2%、18.5%、20%。

**电动工具智能控制器：**公司在原有合作的全球著名客户基础上争取更多的合作订单，预计该业务维持平稳增长，并有望伴随5G的成熟实现需求增长，预计2018-2020年收入增速为20%、20%、25%。考虑到上游电子元器件涨价影响，预计18年毛利率有所下滑，19-20年毛利率有望回升，预计2018-2020年毛利率分别为20.7%、21.5%、22.5%。

**LED应用产品：**LED应用产品属于节能环保产业，为国家战略性新兴产业之一，有望继续享受相应的政策扶持，产品需求有望伴随5G的成熟而增长，预计2018-2020年收入增速为20%、20%、30%。公司所生产的LED产品包括LED火焰灯、护眼灯、应急灯，以及语音控制智能灯等新型产品，整体毛利率水平较高。考虑到此项业务政策以及市场竞争环境的相对平稳，我们认为此部分毛利率或整体保持平稳。同时考虑到今年上游元器件涨价的因素，预计今年毛利率略下滑，19-20年有望回升。预计2018-2020年毛利率均为34%、34.2%、34.5%。

**智能硬件系列产品：**公司智能硬件产品为新业务，2017年营收增长了约131%，我们认为考虑到该业务基数较低，以及公司积极整合行业和技术资源大力拓展此业务，预期未来还将维持高增长，预计2018-2020年收入增速分别为100%、80%、80%。考虑到此项业务的产品有望随着5G、物联网的发展而升级，产品附加值有望提高，预计毛利率与17年相比保持增长，预计2018-2020年毛利率分别为20%、25%、25%。

**其他产品：**其他产品收入包括智能建筑与家居控制器、汽车电子控制器、健康与护理产品控制器、其他类控制器以及其他业务。智能控制器有望伴随行业增长、5G的成熟实现产品升级、需求增长，预计2018-2020年收入增速分别为23.3%、27.3%、30.4%。此外，随着这部分产品的增长，毛利率或逐渐接近其他已成熟的应用领域的智能控制器毛利率水平，呈现下滑趋势，预计2018-2020年毛利率分别为28.0%、27.9%、27.6%。

**铖昌科技：**公司承诺在2018年的实际净利润不低于5100万元，2018年及2019年的合计实际净利润不低于1.16亿，2018年至2020年的合计实际净利润不低于1.95亿。假设公司按业绩承诺实现业绩，2018-2020年净利润分别为5100万、6500万和7900万。铖昌科技自购买日（2018年5月24日）起并表，据公司2018年半年报中披露，铖昌科技自5月24日至报告期末实现净利润约3220万元，归属于上市公司股东的净利润约2576万元。参考半年报的业绩情况，我们认为，铖昌科技自并表开始至今年年末大概率能够实现5100万元净利润。考虑到铖昌科技拥有的微波毫米波射频T/R芯片技术和产品的稀缺性，以及公司为铖昌科技核心员工设立的超额业绩激励计划、员工持股计划，我们认为，铖昌科技在2018-2020年大概率能够实现其所做出的业绩承诺。

图表24: 公司收入拆分及预测表

单位: 百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入 (百万元)	1110.57	1346.10	1978.57	2639.73	3579.92	4975.86
增长率 (YoY)	27.9%	21.2%	47.0%	33.4%	35.6%	39.0%
毛利率	31.0%	22.6%	21.6%	20.3%	20.7%	21.8%
家用电器智能控制器收入	738.10	842.48	1323.44	1806.50	2502.00	3502.79
增长率 (YoY)	19.9%	14.1%	57.1%	36.5%	38.5%	40.0%
毛利率	20.3%	20.1%	18.6%	18.2%	18.5%	20.0%
电动工具智能控制器收入	169.63	249.84	294.61	353.53	424.24	530.30
增长率 (YoY)	31.0%	47.3%	17.9%	20.0%	20.0%	25.0%
毛利率	20.4%	22.7%	23.7%	20.7%	21.5%	22.5%
LED 应用产品收入	75.43	73.63	121.70	146.04	175.25	227.82
增长率 (YoY)	114.3%	-2.4%	65.3%	20.0%	20.0%	30.0%
毛利率	19.2%	29.7%	34.5%	34.0%	34.2%	34.5%
智能硬件系列产品收入		22.09	51.01	102.02	183.64	330.54
增长率 (YoY)			130.9%	100.0%	80.0%	80.0%
毛利率			17.3%	20.0%	25.0%	25.0%
其他	118.88	158.06	187.81	231.64	294.81	384.40
增长率 (YoY)		33.0%	18.8%	23.3%	27.3%	30.4%
毛利率		28.0%	32.8%	28.0%	27.9%	27.6%
铖昌科技净利润承诺				51	65	79
三项费用占比	13.1%	11.9%	11.4%	10.2%	10.0%	9.9%
销售费用率	3.2%	3.1%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用率	11.5%	9.5%	7.5%	7.3%	7.2%	7.2%
财务费用率	-1.6%	-0.7%	1.1%	0.2%	0.1%	0.0%
销售净利率	6.7%	8.9%	9.0%	10.0%	10.3%	11.1%

资料来源: 华泰证券研究所

公司聚焦高端市场, 客户质地优良, 同时 C-Life 平台进展迅速, 打造应用场景整体解决方案, 有望受益于物联网产业的发展。我们认为公司有望继续维持稳定增长, 预计公司 2018-2020 年净利润分别为 2.64/3.69/5.53 亿元。

我们假设铖昌科技按业绩承诺实现业绩, 则预计 2018-2020 年净利润分别为 5100 万、6500 万和 7900 万, 按上市公司所持股份比例 80% 计算 2018 年归母净利润约 4080 万元。铖昌科技主营微波毫米波芯片。参考芯片可比公司 18 年平均 PE 32x, 给予铖昌科技 18 年 PE 30-34x, 对应市值 12-14 亿元。

公司综合实力强, 有望提升市场份额并受益于行业需求增长, 我们认为公司主业有望继续维持稳定增长。扣除铖昌科技后, 2018 年净利润为 2.24 亿元。参考智能控制器可比公司 18 年平均 PE 25x, 给予公司 18 年 PE 24-26x, 对应市值 53-58 亿元。

综上所述, 我们认为公司合理市值 65-72 亿元, 对应目标价 7.62~8.42 元, 维持“增持”评级。

图表25: 可比公司估值表 (以 11 月 2 日收盘价计算)

证券代码	证券简称	收盘价(元)	每股收益 (元)			市盈率 PE (倍)		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E
002139	拓邦股份	4.07	0.31	0.26	0.35	13.13	15.65	11.63
603986	兆易创新	73.18	1.96	2.14	3.04	37.34	34.20	24.07
	平均值					25.23	24.93	17.85
300327	中颖电子	19.35	0.64	0.73	0.98	30.23	26.48	19.73
300183	东软载波	11.32	0.51	0.54	0.83	22.36	20.96	13.57
002281	光迅科技	26.65	0.53	0.57	0.74	50.28	46.75	36.18
300053	欧比特	9.08	0.19	0.27	0.36	47.79	33.47	24.96
	平均值					37.67	31.92	23.61

注: 盈利预测数据均来自万得一致预期。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 风险提示

### 1、上游元器件大幅涨价

上游元器件若继续大幅涨价，公司智能控制器业务毛利率可能进一步下滑。

### 2、智能控制器需求不及预期

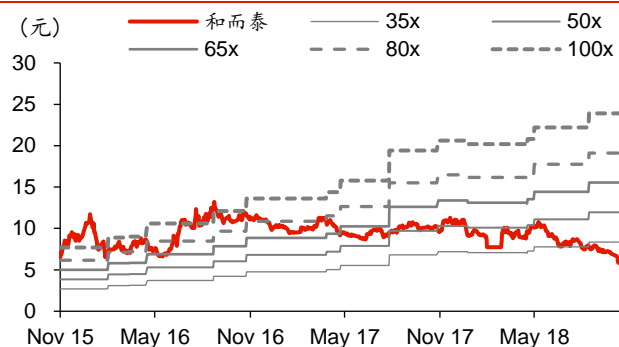
若智能控制器需求不及预期，则公司智能控制器业务增速可能不及预期。

### 3、铖昌科技业绩完成情况不及预期。

若铖昌科技业绩完成情况不及预期，公司业绩增速可能不及预期。

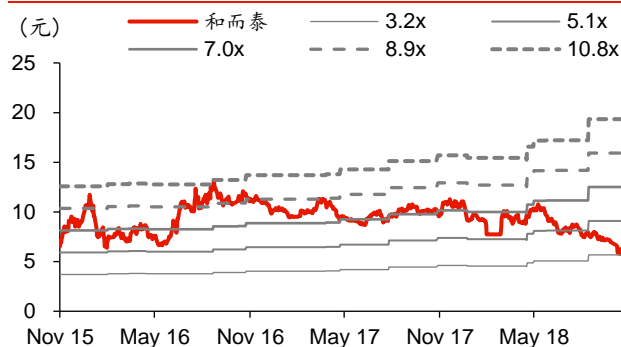
## PE/PB - Bands

图表26: 和而泰历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表27: 和而泰历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,107	1,519	2,084	2,719	3,699
现金	277.63	451.12	451.12	754.24	882.50
应收账款	360.13	534.32	878.43	1,011	1,543
其他应收账款	9.84	17.89	17.46	17.50	17.55
预付账款	2.48	3.46	12.79	10.11	15.39
存货	266.85	356.11	507.08	666.40	922.19
其他流动资产	189.89	156.14	217.56	259.51	318.48
非流动资产	492.16	583.54	616.78	676.16	731.08
长期投资	8.77	5.53	5.53	5.53	5.53
固定投资	237.10	249.48	280.23	304.43	327.58
无形资产	99.39	96.27	84.09	71.92	59.74
其他非流动资产	146.91	232.26	246.92	294.28	338.23
资产总计	1,599	2,103	2,701	3,395	4,431
流动负债	522.57	758.11	980.84	1,296	1,763
短期借款	17.80	21.17	38.13	19.70	20.33
应付账款	332.05	527.37	677.38	936.42	1,289
其他流动负债	172.72	209.57	265.33	339.58	453.33
非流动负债	0.91	0.55	0.67	0.69	0.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.91	0.55	0.67	0.69	0.64
负债合计	523.48	758.65	981.51	1,296	1,764
少数股东权益	8.50	23.34	30.51	40.52	55.50
股本	830.46	844.99	855.87	855.87	855.87
资本公积	6.33	67.19	160.47	160.47	160.47
留存公积	230.61	408.71	672.85	1,042	1,595
归属母公司股东权益	1,067	1,321	1,689	2,058	2,611
负债和股东权益	1,599	2,103	2,701	3,395	4,431

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	126.01	185.83	(61.72)	409.13	209.72
净利润	121.21	182.93	271.63	379.18	568.12
折旧摊销	34.14	35.82	36.43	40.91	45.27
财务费用	(9.43)	22.37	4.64	2.33	(1.32)
投资损失	(12.69)	(23.21)	(17.53)	(17.81)	(19.52)
营运资金变动	(21.42)	(43.23)	(387.45)	(9.92)	(421.52)
其他经营现金	14.20	11.15	30.56	14.44	38.69
投资活动现金	(35.60)	(41.98)	(54.75)	(85.24)	(83.42)
资本支出	53.50	120.46	90.84	92.45	102.69
长期投资	(4.00)	(77.98)	(18.62)	8.98	(1.38)
其他投资现金	13.91	0.49	17.47	16.18	17.89
筹资活动现金	(61.67)	25.98	116.48	(20.76)	1.96
短期借款	(3.64)	3.37	16.96	(18.43)	0.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	498.27	14.53	10.88	0.00	0.00
资本公积增加	(432.21)	60.86	93.28	0.00	0.00
其他筹资现金	(124.09)	(52.79)	(4.64)	(2.33)	1.32
现金净增加额	30.02	165.39	0.00	303.12	128.26

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,346	1,979	2,640	3,580	4,976
营业成本	1,042	1,551	2,103	2,838	3,889
营业税金及附加	10.54	14.77	19.70	26.72	37.14
营业费用	41.40	54.10	72.06	96.66	134.35
管理费用	127.58	147.92	191.64	258.83	358.26
财务费用	(9.43)	22.37	4.64	2.33	(1.32)
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
营业利润	135.35	207.96	306.24	429.44	645.87
营业外收入	6.50	2.68	6.00	6.00	6.00
营业外支出	1.09	1.08	1.08	1.08	1.08
利润总额	140.76	209.55	311.15	434.35	650.79
所得税	19.55	26.62	39.53	55.18	82.67
净利润	121.21	182.93	271.63	379.18	568.12
少数股东损益	1.55	4.83	7.17	10.00	14.99
归属母公司净利润	119.66	178.10	264.46	369.17	553.13
EBITDA	160.06	266.15	347.31	472.68	689.82
EPS (元, 基本)	0.14	0.21	0.31	0.43	0.65

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	21.21	46.99	33.42	35.62	38.99
营业利润	57.56	53.64	47.26	40.23	50.40
归属母公司净利润	59.66	48.84	48.49	39.59	49.83
获利能力 (%)					
毛利率	22.62	21.63	20.34	20.73	21.85
净利率	8.89	9.00	10.02	10.31	11.12
ROE	11.21	13.49	15.66	17.94	21.18
ROIC	15.70	26.42	23.20	31.00	34.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.74	36.08	36.34	38.18	39.80
净负债比率 (%)	3.40	2.79	3.88	1.52	1.15
流动比率	2.12	2.00	2.13	2.10	2.10
速动比率	1.58	1.51	1.58	1.55	1.55
营运能力					
总资产周转率	0.90	1.07	1.10	1.17	1.27
应收账款周转率	3.71	4.22	3.57	3.62	3.72
应付账款周转率	3.62	3.61	3.49	3.52	3.49
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.21	0.31	0.43	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.22	(0.07)	0.48	0.25
每股净资产(最新摊薄)	1.25	1.54	1.97	2.41	3.05
估值比率					
PE (倍)	45.49	30.56	20.58	14.74	9.84
PB (倍)	5.10	4.12	3.22	2.64	2.08
EV_EBITDA (倍)	30.55	18.37	14.08	10.34	7.09

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com