

公司研究/季报点评

2018年10月25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): 6.13
合理价格区间(元): 7.35~7.80

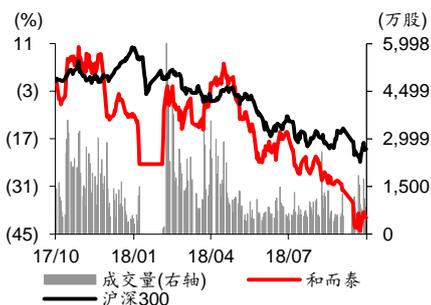
陈歆伟 执业证书编号: S0570518080003
研究员 021-28972061
chenxinwei@htsc.com

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

相关研究

- 1《和而泰(002402,增持): 业绩符合预期, 深耕智能控制领域》2018.08
- 2《和而泰(002402,增持): 拟实行员工持股, 增强发展动力》2018.08
- 3《和而泰(002402,增持): 智能控制器龙头, 布局物联网业务》2018.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

毛利率有望企稳, 看好长期增长

和而泰(002402)

公司业绩持续稳定增长, 中长期看好公司未来市场份额提升和业绩增长

10月25日晚间, 公司发布三季报。2018年前三季度, 公司实现营业收入19.13亿元, 同比增长33.24%; 归母净利润1.85亿元, 同比增长25.18%。公司此前在半年报中预告前三季度业绩为1.62-2.06亿元。公司业绩在其业绩预告区间内, 符合我们的预期。同时, 公司对全年的业绩指引为2.13-2.67亿元, 同比增幅20%-50%。我们认为, 公司有望继续深耕海外市场、拓展国内市场, 实现市场份额提升和业绩增长, 预计公司18-20年EPS为0.31/0.43/0.65元, 维持“增持”评级。

毛利率有望企稳, 管理水平提高费用率下降

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。根据公司三季报, 公司前三季度毛利率约20.65%, 较半年报的21.41%略有下滑。我们认为, 随着公司元器件国产替代的推动, 公司有望降低元器件成本, 同时提升对上游的议价能力, 公司毛利率在四季度和明年将会有一定程度的恢复。根据公司三季报, 2018年前三季度, 公司三项期间费用率继续下滑至7.22%, 较今年上半年的8.51%下滑了1.29pct。我们认为, 公司加大费用管控力度, 管理水平明显提高。

公司有望获得深圳国资平台流动性支持, 增强资金实力

10月16日, 据e公司报道, 和而泰在互动平台表示, 在深圳“风险共济”驰援计划下, 深圳国企平台还通过委托贷款、过桥贷款、向实际控制人借款、受让股票质押债权、提高股票质押率等多种方式, 向上市公司或实际控制人提供流动性支持化解资金风险。公司就该事项已与深圳国企平台对接, 已获得流动性支持。10月25日, 公司发布公告(公告编号: 2018-069)称, 目前公司及公司的控股股东已与深圳国资委相关平台进行了接触和洽谈, 已经取得了一定进展。我们认为, 公司有望获得深圳国资平台支持, 增强公司资金实力。

看好公司未来业绩维持稳定增长, 维持“增持”评级

参考公司三季报, 考虑元器件涨价的影响, 我们略下调对公司的业绩预测至18-20年净利润2.64/3.69/5.53亿元(调整前为2.68/3.90/5.93亿元)。假设铖昌科技按业绩承诺完成业绩, 即18-20年净利润0.51/0.65/0.79亿元。芯片可比公司18年平均PE 30x, 给予铖昌科技18年PE 29.5-30.5x, 对应市值15.05-15.56亿元。扣除铖昌科技后预计公司18年净利润为2.13亿元。智能控制器可比公司18年平均PE 23.4x, 给予公司18年PE 22.4-24x, 对应市值47.82-51.23亿元。综上, 给予公司18年市值62.86-66.79亿元, 对应目标价7.35~7.80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)	5,246
总资产(百万元)	3,227
每股净资产(元)	1.80

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)	43.84	29.46	19.84	14.21	9.49

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)		现预测 (调整后)		变化幅度 (pct/%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
收入增速 (%)	34.80	28.72	33.42	35.62	(1.38)	6.90
毛利率 (%)	21.11	22.62	20.34	20.73	(0.77)	(1.89)
期间费用率 (%)	10.89	10.75	10.18	10.01	(0.71)	(0.74)
净利率 (%)	10.05	11.36	10.02	10.31	(0.03)	(1.05)
归母净利润 (百万元)	268.05	389.99	264.46	369.17	(1.34)	(5.34)
EPS (元)	0.31	0.46	0.31	0.43	(1.34)	(5.34)

资料来源: 华泰证券研究所

图表2: 可比公司估值表 (以10月25日收盘价计算)

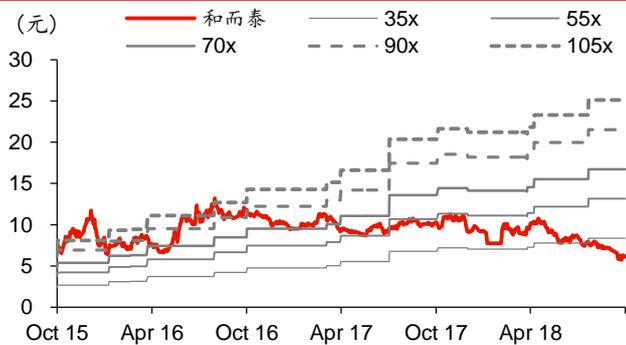
证券代码	证券简称	收盘价(元)	每股收益 (元)			市盈率 PE (倍)		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E
002139	拓邦股份	3.80	0.31	0.26	0.35	12.26	14.62	10.86
603986	兆易创新	68.94	1.96	2.14	3.04	35.17	32.21	22.68
平均值						23.72	23.42	16.77
300327	中颖电子	18.20	0.64	0.73	0.98	28.44	24.90	18.55
300183	东软载波	10.38	0.51	0.54	0.83	20.51	19.22	12.44
002281	光迅科技	26.75	0.53	0.57	0.74	50.47	46.93	36.32
300053	欧比特	7.91	0.19	0.27	0.36	41.63	29.16	21.74
平均值						35.26	30.05	22.26

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

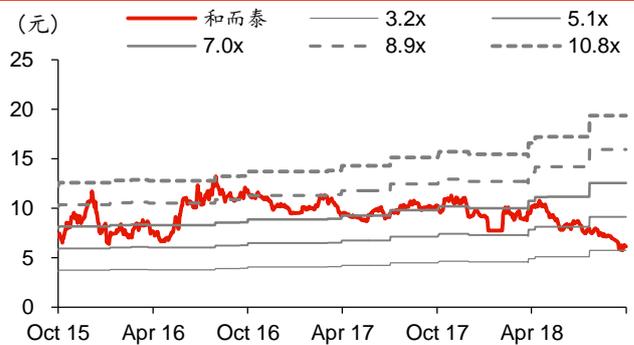
PE/PB - Bands

图表3: 和而泰历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 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

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

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)	43.84	29.46	19.84	14.21	9.49
PB (倍)	4.92	3.97	3.11	2.55	2.01
EV_EBITDA (倍)	29.32	17.63	13.51	9.93	6.80

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