

和而泰 (002402)

证券研究报告

2019 年 08 月 16 日

射频芯片业绩亮眼，主业毛利率企稳新产能持续投产

业绩延续中高速增长，铖昌科技射频芯片净利润大增 71.9%

8 月 16 日公司公布半年报，上半年公司营收 17.39 亿元，同比+41.69%，归母净利润 1.70 亿元，同比+31.85%，经营性现金流量净额 2.44 亿元，同比大额转正。其中，铖昌科技射频芯片营收 1.02 亿元，同比+69.65%，净利润 0.55 亿元，同比+71.92%，在手订单不断增加，全年业绩放量持续。19H1 公司研发投入 0.78 亿元，同比+48.29%；MLCC 等原材料价格趋稳、元器件替代取得成效；19H1 毛利率 22.61%，同比上升 1.2%，其中智能控制器业务毛利率同比+2.24%（不考虑 NPE 并表影响）。

铖昌科技：微波毫米波射频芯片积累深厚，成本控制有效 5G 民用可期

铖昌科技在微波毫米波射频 T/R 芯片方面拥有自主可控的设计研发能力，是唯一一家在相关领域承担国家重大装备型号任务的民营高新技术企业。依托其自身在 IC 领域的长期研发积累，攻克了模拟相控阵雷达 T/R 芯片集成度、高效率、高可靠性等核心技术问题。

同时，公司与流片厂商建立了良好的商务关系，获得了更加优惠的报价，高效、精准定制各类射频芯片，有效解决了芯片高成本的问题，产品已批量应用于航天、航空等相关装备领域。此外，通讯技术与通讯芯片是物联网产业的基础技术与核心技术之一，公司在物联网通讯芯片、通讯与控制模组领域开始了民用 5G 芯片业务的研发布局。

产能扩大项目（二期）投产，建设越南生产基地，整体产能增长迅速

公司三大业务板块分别为智能控制器（传统主业）、微波毫米波射频模拟相控阵 T/R 芯片、智能硬件及大数据运营服务平台。上半年公司传统主业产能建设持续推进，全球化布局进一步加强；智能控制器生产技术改造及产能扩大项目（二期）投产，长三角扩产项目建设进入收尾阶段；此外，公司以 500 万美元投资建立越南工业园厂房，预计将于今年 10 月投产，更好地满足国际市场需求。

汽车电子智能控制器子公司成立，智能硬件与大数据平台全面落地

公司一直将汽车电子作为战略发展方向，报告期设立了汽车电子子公司，开展汽车电子及其控制器的软硬件设计等业务，目前公司已与全球高端知名汽车零部件公司建立合作，主要产品包括汽车冷却液加热器等，该领域有望成为公司新的业绩增长点。

公司聚焦智能硬件与运营平台服务，多行业智能硬件与运营平台解决方案全面落地，上半年新型智能控制器及智能硬件系列产品营收 0.65 亿元，同比+30%，自 2015 年以来持续增长，其余大数据平台领域亦获得突破。

盈利预测：公司产能持续扩大，生产用 MLCC 价格回调，将公司 19-20 年营收增速从 34.43%/30.51%上调至 36%/35%，预计 21 年营收增速 33%，19-21 年营收为 36.3/49.0/65.2 亿元，归母净利润 3.1/4.2/5.7 亿元，EPS 为 0.36/0.49/0.66 元，PE 为 26.3/19.2/14.2x。

风险提示：公司产能投入放缓，铖昌科技军品采购量不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,978.57	2,671.11	3,632.71	4,904.16	6,522.53
增长率(%)	46.99	35.00	36.00	35.00	33.00
EBITDA(百万元)	336.59	371.46	442.68	586.93	769.24
净利润(百万元)	178.10	221.94	306.28	419.75	566.79
增长率(%)	48.84	24.61	38.00	37.05	35.03
EPS(元/股)	0.21	0.26	0.36	0.49	0.66
市盈率(P/E)	45.15	36.23	26.25	19.16	14.19
市净率(P/B)	6.09	5.03	4.21	3.55	2.93
市销率(P/S)	4.06	3.01	2.21	1.64	1.23
EV/EBITDA	21.38	13.74	17.31	12.78	9.49

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/电子制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.4 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	855.44
流通 A 股股本(百万股)	718.49
A 股总市值(百万元)	8,041.09
流通 A 股市值(百万元)	6,753.83
每股净资产(元)	2.04
资产负债率(%)	56.21
一年内最高/最低(元)	11.23/5.50

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

容志能 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003
rongzhineng@tfzq.com

许利天 联系人
xulitian@tfzq.com

股价走势

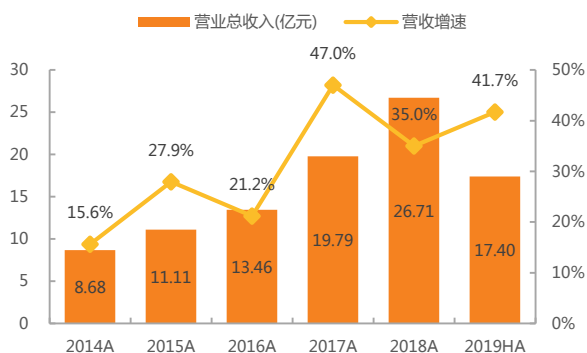


资料来源：贝格数据

相关报告

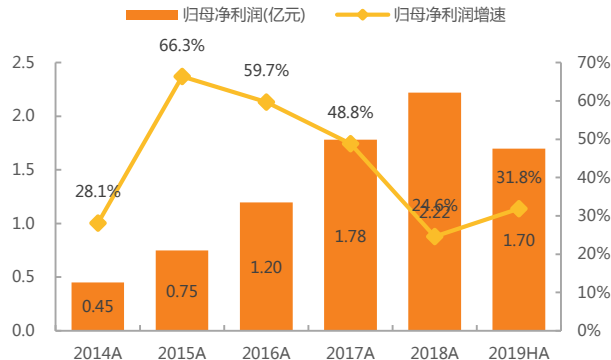
- 1 《和而泰-公司点评:深圳国资基金战略入股,家电刺激拟出台主业或迎上行》 2019-01-10
- 2 《和而泰-首次覆盖报告:智能控制器龙头再远航, 5G 芯片自主可控核心企业》 2018-08-14

图 1：2014-2019H1 公司营业总收入及其增速



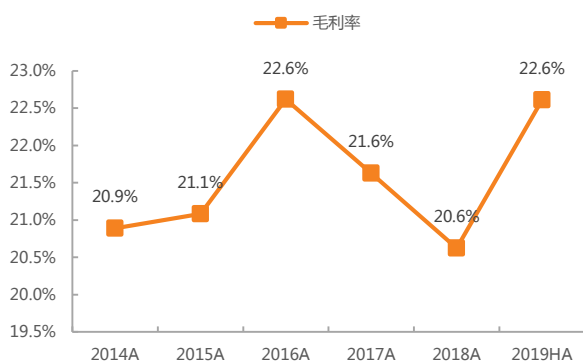
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2014-2019H1 公司归母净利润及其增速



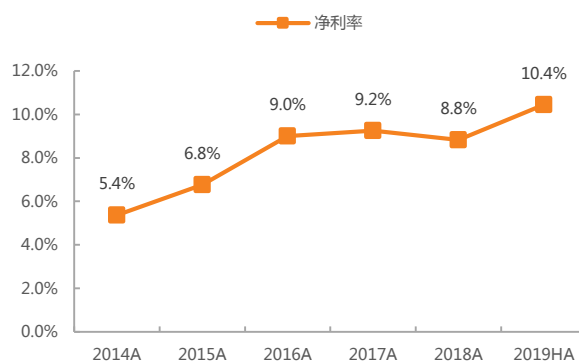
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2014-2019H1 公司毛利率变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2014-2019H1 公司净利率变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2014-2019H1 公司主营业务收入拆分、分板块营收增速情况

单位：亿元	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2018H1	2019H1
营业总收入	8.68	11.11	13.46	19.79	26.71	12.28	17.40
家用电器智能控制器	6.15	7.38	8.42	13.23	17.40	8.14	11.33
电动工具智能控制器	1.30	1.70	2.50	2.95	4.19	1.65	2.53
智能硬件系列产品		0.09	0.22	0.51	0.91	0.50	0.65
汽车电子智能控制器	0.13	0.30	0.55	0.51	0.88	0.38	0.46
LED应用产品	0.35	0.75	0.74	1.22	0.85	0.34	0.45
智能建筑与家居控制器	0.41	0.49	0.54	0.57	0.62	0.24	0.33
健康与护理产品智能控制器	0.21	0.21	0.21	0.26	0.25	0.09	0.27
射频芯片					1.03	0.60	1.03
其他类智能控制器	0.06	0.05	0.06	0.20	0.09	0.05	0.16
其他业务	0.07	0.14	0.22	0.35	0.49	0.28	0.21

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2018H1	2019H1
营收增速(%)		27.9%	21.2%	47.0%	35.0%	33.1%	41.7%
家用电器智能控制器		19.9%	14.1%	57.1%	31.5%	32.4%	39.2%
电动工具智能控制器		31.0%	47.3%	17.9%	42.1%	17.3%	53.1%
智能硬件系列产品			158.9%	130.9%	77.6%	163.4%	30.0%
汽车电子智能控制器		136.1%	85.4%	-8.0%	73.4%	95.6%	21.1%
LED应用产品		114.3%	-2.4%	65.3%	-29.7%	-53.0%	32.3%
智能建筑与家居控制器		21.0%	10.2%	4.7%	8.9%	-9.8%	35.4%
健康与护理产品智能控制器		-2.0%	1.6%	20.7%	-2.7%	0.9%	192.8%
射频芯片							69.7%
其他类智能控制器		-24.6%	21.9%	245.6%	-53.7%	5.3%	195.3%
其他业务		104.9%	51.6%	60.4%	39.7%	74.3%	-26.1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	451.12	438.52	544.91	735.62	978.38
应收票据及应收账款	615.88	943.58	1,114.95	1,473.35	2,041.57
预付账款	3.46	6.05	6.70	10.49	12.37
存货	356.11	571.84	663.88	927.92	1,104.50
其他	92.46	67.55	84.97	85.17	111.62
流动资产合计	1,519.03	2,027.54	2,415.41	3,232.57	4,248.43
长期股权投资	5.53	54.64	54.64	54.64	54.64
固定资产	249.48	357.71	470.60	542.34	575.98
在建工程	55.39	268.75	221.25	174.75	128.85
无形资产	117.68	205.92	187.82	169.72	151.63
其他	155.46	704.92	702.18	703.18	704.18
非流动资产合计	583.54	1,591.93	1,636.49	1,644.62	1,615.27
资产总计	2,102.57	3,619.47	4,051.90	4,877.19	5,863.70
短期借款	21.17	218.26	225.97	226.72	237.58
应付票据及应付账款	682.12	983.11	1,260.09	1,668.84	2,198.41
其他	54.82	144.96	109.14	192.30	171.72
流动负债合计	758.11	1,346.33	1,595.21	2,087.86	2,607.71
长期借款	0.00	117.61	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.55	476.54	450.00	400.00	350.00
非流动负债合计	0.55	594.15	450.00	400.00	350.00
负债合计	758.65	1,940.48	2,045.21	2,487.86	2,957.71
少数股东权益	23.34	79.23	98.09	123.93	158.83
股本	844.99	855.76	855.44	855.44	855.44
资本公积	67.19	183.58	183.58	183.58	183.58
留存收益	475.91	792.84	1,053.17	1,409.96	1,891.73
其他	(67.51)	(232.42)	(183.58)	(183.58)	(183.58)
股东权益合计	1,343.92	1,678.99	2,006.69	2,389.33	2,906.00
负债和股东权益总	2,102.57	3,619.47	4,051.90	4,877.19	5,863.70

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	182.93	235.70	306.28	419.75	566.79
折旧摊销	35.82	43.96	52.71	62.86	70.35
财务费用	23.77	2.57	20.09	13.89	12.36
投资损失	(23.21)	5.33	(10.00)	(15.00)	(16.00)
营运资金变动	(31.99)	492.90	(64.12)	(185.53)	(315.12)
其它	(1.50)	(488.87)	18.86	25.84	34.90
经营活动现金流	185.83	291.59	323.81	321.82	353.28
资本支出	96.84	566.79	126.54	120.00	90.00
长期投资	(3.24)	49.10	0.00	0.00	0.00
其他	(135.59)	(1,138.20)	(216.54)	(175.00)	(114.00)
投资活动现金流	(41.98)	(522.31)	(90.00)	(55.00)	(24.00)
债权融资	21.17	335.88	225.97	226.72	237.58
股权融资	53.10	79.32	28.42	(13.89)	(12.36)
其他	(48.29)	(214.43)	(381.82)	(288.94)	(311.74)
筹资活动现金流	25.98	200.77	(127.42)	(76.10)	(86.52)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	169.82	(29.95)	106.39	190.72	242.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,978.57	2,671.11	3,632.71	4,904.16	6,522.53
营业成本	1,550.65	2,120.25	2,833.51	3,820.34	5,081.05
营业税金及附加	14.77	15.61	23.98	31.88	41.42
营业费用	54.10	63.62	98.08	123.58	166.32
管理费用	68.03	115.35	145.31	211.12	273.95
研发费用	79.88	98.71	139.86	196.17	260.90
财务费用	22.37	(0.68)	20.09	13.89	12.36
资产减值损失	11.56	20.18	12.00	12.00	16.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.21	(5.33)	10.00	15.00	16.00
其他	(53.96)	(4.99)	(20.00)	(30.00)	(32.00)
营业利润	207.96	248.39	369.88	510.18	686.53
营业外收入	2.68	0.69	2.50	3.00	3.00
营业外支出	1.08	0.56	0.80	1.00	1.10
利润总额	209.55	248.51	371.58	512.18	688.43
所得税	26.62	12.82	46.45	66.58	86.74
净利润	182.93	235.70	325.13	445.60	601.69
少数股东损益	4.83	13.76	18.86	25.84	34.90
归属于母公司净利润	178.10	221.94	306.28	419.75	566.79
每股收益（元）	0.21	0.26	0.36	0.49	0.66

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	46.99%	35.00%	36.00%	35.00%	33.00%
营业利润	52.15%	19.44%	48.91%	37.93%	34.57%
归属于母公司净利润	48.84%	24.61%	38.00%	37.05%	35.03%
获利能力					
毛利率	21.63%	20.62%	22.00%	22.10%	22.10%
净利率	9.00%	8.31%	8.43%	8.56%	8.69%
ROE	13.49%	13.87%	16.05%	18.53%	20.63%
ROIC	29.09%	30.88%	24.08%	29.78%	35.46%
偿债能力					
资产负债率	36.08%	53.61%	50.48%	51.01%	50.44%
净负债率	-31.99%	-6.11%	-15.89%	-21.30%	-25.49%
流动比率	2.00	1.51	1.51	1.55	1.63
速动比率	1.53	1.08	1.10	1.10	1.21
营运能力					
应收账款周转率	3.75	3.43	3.53	3.79	3.71
存货周转率	6.35	5.76	5.88	6.16	6.42
总资产周转率	1.07	0.93	0.95	1.10	1.21
每股指标（元）					
每股收益	0.21	0.26	0.36	0.49	0.66
每股经营现金流	0.22	0.34	0.38	0.38	0.41
每股净资产	1.54	1.87	2.23	2.65	3.21
估值比率					
市盈率	45.15	36.23	26.25	19.16	14.19
市净率	6.09	5.03	4.21	3.55	2.93
EV/EBITDA	21.38	13.74	17.31	12.78	9.49
EV/EBIT	23.78	15.44	19.65	14.31	10.45

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com