

公司研究/中报点评

2019年08月16日

通信/通信设备制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 9.40
合理价格区间(元): 11.10~12.95

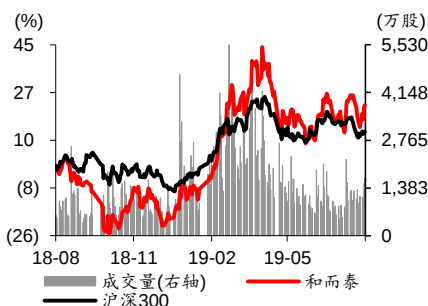
王林 执业证书编号: S0570518120002
研究员 wanglin014712@htsc.com

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

相关研究

- 1《和而泰(002402,买入): 收入增长迅速, 毫米波技术领先》2019.03
- 2《和而泰(002402,增持): 核心算法实力强, 份额有望提升》2018.11
- 3《和而泰(002402,增持): 毛利率有望企稳, 看好长期增长》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩符合预期, 布局汽车控制器 和而泰(002402)

业绩符合预期, 主业增长较高, 铖昌科技表现亮眼

8月15日晚公司发布2019年半年报, 2019年上半年实现营业收入17.40亿元(YoY+41.7%), 归母净利润1.70亿元(YoY+31.9%), 扣非归母净利润为1.63亿元(YoY+30.0%), 业绩符合预期。公司坚持国际高端客户与市场战略, 智能控制器业务上半年保持较高增长, 收购标的铖昌科技上半年业绩表现亮眼。我们看好公司长期发展, 同时看好公司在汽车电子的布局, 预计公司19-21年EPS为0.37/0.54/0.80元, 维持“买入”评级。

专业分工趋势下公司业务稳步发展, 积极拓展汽车电子业务

行业专业化分工趋势下, 公司凭借自身产品及管理优势不断在老客户中横向拓展产品种类, 并持续开拓新客户, 基于此公司19H1营收和归母净利润都取得较高增速。剔除铖昌科技并表影响, 公司传统业务19H1收入及净利润增速分别为40%/22%, 增速差别较大原因是收购的海外标的NPE营收较高但利润较差。报告期内, 公司投资设立汽车电子智能控制器子公司, 目前公司已与全球高端知名汽车零部件公司建立合作, 汽车电子作为智能控制器下游主要应用之一, 未来有望成为公司重要增量收入来源。

元器件价格回落不断提升毛利率, 期间费用率同比上升

受益原材料价格回落以及核心大客户元器件国产替代突破, 公司毛利率持续环比改善, 19H1整体毛利率为22.6%, 同比提升1.20pct; 剔除收购NPE影响, 公司智能控制器业务19H1毛利率同比上升2.24pct。公司期间费用率方面, 销售费用率为1.80%/YoY-0.36pct, 研发费用率为4.28%/YoY+1.37pct, 管理费用率为3.51%/YoY+0.27pct, 财务费用率为0.66%/YoY+0.46pct, 综合看19H1期间费用率为10.25%/YoY+1.74pct, 其中研发及财务费用率提升的原因分别是报告期内合并报表以及持续加大研发投入导致研发费用增加较多, 公司发行可转债导致利息支出大幅增加。

铖昌科技业绩有望超预期, 长期有望受益于5G

公司子公司铖昌科技在微波毫米波射频T/R芯片方面拥有核心竞争力, 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。受益在手订单不断增加, 2019H1铖昌科技实现营收1.03亿元(YoY+70%), 净利润5536万元(YoY+72%), 有望超额完成我们之前的业绩预测。我们认为, 铖昌科技军用毫米波射频芯片技术领先, 目前公司正积极研发毫米波芯片在5G的应用, 长期看有望受益于5G。

毫米波技术稀缺, 看好公司汽车电子布局, 维持“买入”评级

考虑铖昌科技收入确认可能受季节性因素影响, 我们维持之前的盈利预测, 预计公司19~21年净利润分别为3.21/4.59/6.80亿, 对应EPS分别为0.37/0.54/0.80元。参考行业内可比公司19年平均PE为30x, 考虑公司在毫米波芯片技术上有一定稀缺性, 给予其19年PE为30~35x, 修改目标价至11.10~12.95元(前值12.36-13.11元), 维持“买入”评级。

风险提示: 上游元器件大幅涨价; 市场需求不及预期; 中美贸易战加剧。

公司基本资料

总股本(百万股)	855.44
流通A股(百万股)	718.49
52周内股价区间(元)	5.74-11.10
总市值(百万元)	8,041
总资产(百万元)	4,312
每股净资产(元)	2.10

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,979	2,671	3,606	4,755	6,308
+/-%	46.99	35.00	35.00	31.86	32.66
归属母公司净利润(百万元)	178.10	221.94	320.72	459.04	680.44
+/-%	48.84	24.61	44.51	43.13	48.23
EPS(元, 最新摊薄)	0.21	0.26	0.37	0.54	0.80
PE(倍)	45.15	36.23	25.07	17.52	11.82

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

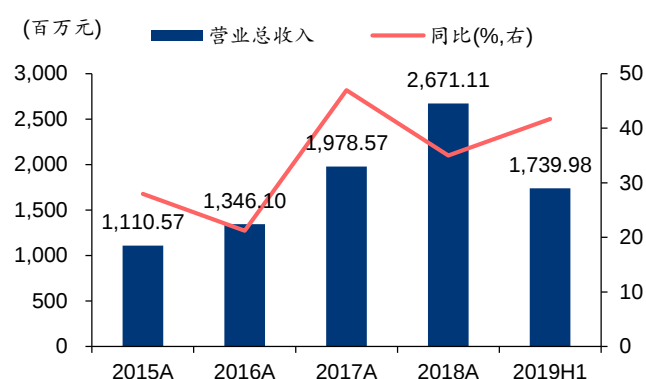
图表1：可比公司估值表（截至 8 月 15 日收盘）

代码	证券简称	收盘价(元)	每股收益 (元)		市盈率 PE (倍)	
			19E	20E	19E	20E
002139	拓邦股份	5.41	0.30	0.38	18.12	14.20
300590	移为通信	32.89	1.04	1.36	31.65	48.23
300327	中颖电子	24.59	0.79	1.02	31.32	24.21
300183	东软载波	13.03	0.59	0.78	22.01	16.72
002281	光迅科技	27.00	0.62	0.84	43.72	32.21
300053	欧比特	11.08	0.25	0.33	43.47	33.17
平均值					30.01	22.90

注：盈利预测均为 Wind 一致预期。

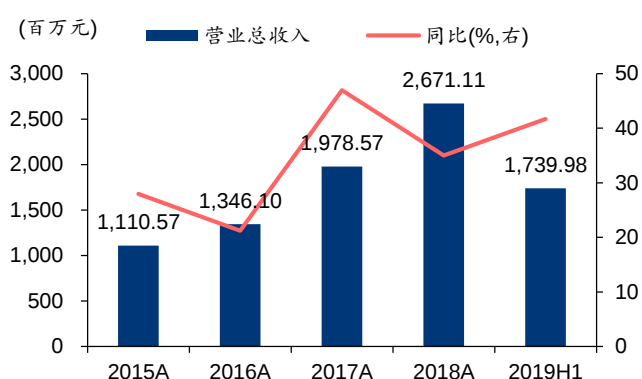
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：公司营收及增速



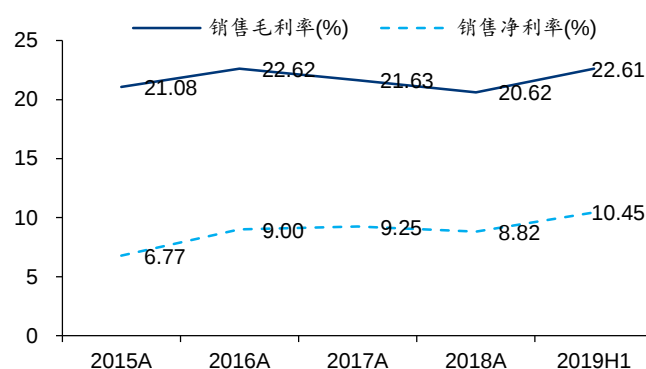
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表3：公司归母和扣非归母净利润及增速



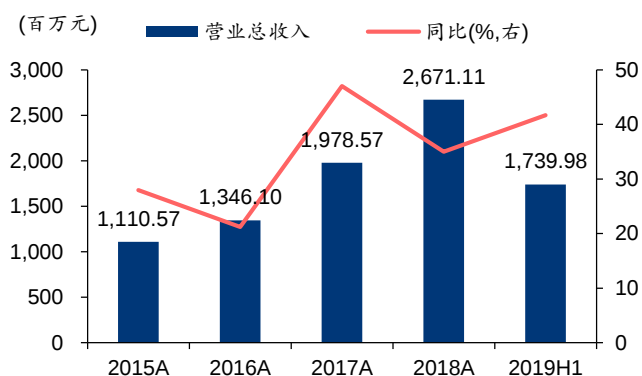
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表4：公司毛利率和净利率



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

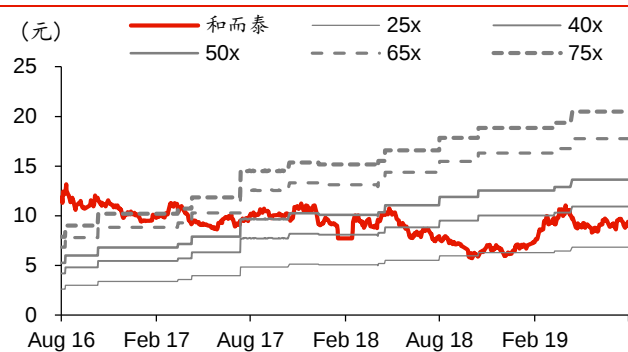
图表5：公司研发费用及占营收比重



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

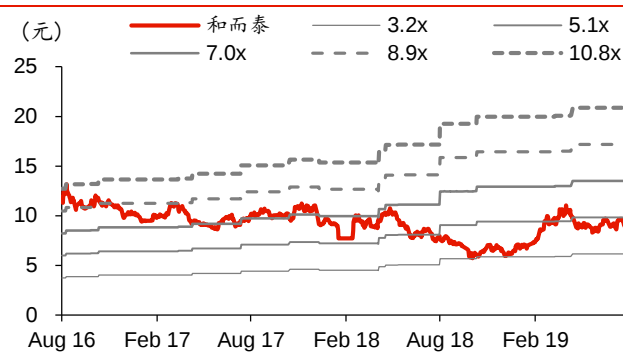
PE/PB - Bands

图表6: 和而泰历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,519	2,028	2,276	3,002	4,185
现金	451.12	438.52	438.52	438.52	885.45
应收账款	534.32	799.49	964.94	1,317	1,769
其他应收账款	17.89	6.27	8.26	8.19	8.13
预付账款	3.46	6.05	14.03	12.34	18.05
存货	356.11	571.84	602.99	932.22	1,118
其他流动资产	156.14	205.37	247.30	293.89	386.03
非流动资产	583.54	1,592	1,722	1,726	1,763
长期投资	5.53	54.64	54.64	54.64	54.64
固定投资	249.48	357.71	484.64	544.17	571.85
无形资产	96.27	166.43	211.74	197.53	183.31
其他非流动资产	232.26	1,013	971.47	929.90	953.45
资产总计	2,103	3,619	3,999	4,728	5,948
流动负债	758.11	1,346	1,827	2,064	2,556
短期借款	21.17	218.26	392.97	191.34	137.46
应付账款	682.12	983.11	1,285	1,722	2,267
其他流动负债	54.82	144.96	148.54	149.94	151.60
非流动负债	0.55	594.15	135.35	139.64	143.22
长期借款	0.00	117.61	117.61	117.61	117.61
其他非流动负债	0.55	476.54	17.74	22.03	25.61
负债合计	758.65	1,940	1,962	2,203	2,699
少数股东权益	23.34	79.23	99.52	129.10	172.96
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
留存公积	408.71	609.25	897.91	1,357	2,037
归属母公司股东权益	1,321	1,600	1,937	2,396	3,076
负债和股东权益	2,103	3,619	3,999	4,728	5,948

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	185.83	291.59	20.55	295.34	627.05
净利润	182.93	235.70	333.59	486.14	721.00
折旧摊销	35.82	43.96	53.25	64.63	72.60
财务费用	22.37	(0.68)	23.43	23.06	13.64
投资损失	(23.21)	5.34	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(43.23)	(18.35)	(381.82)	(321.43)	(219.51)
其他经营现金	11.15	25.62	(7.90)	42.93	39.32
投资活动现金	(41.98)	(522.31)	(186.63)	(71.20)	(112.41)
资本支出	120.46	276.34	94.05	95.08	104.74
长期投资	(77.98)	92.12	50.00	(26.56)	4.95
其他投资现金	0.49	(153.85)	(42.58)	(2.67)	(2.73)
筹资活动现金	25.98	200.77	166.08	(224.14)	(67.70)
短期借款	3.37	197.10	174.71	(201.63)	(53.88)
长期借款	0.00	117.61	0.00	0.00	0.00
普通股增加	14.53	10.77	(0.32)	0.00	0.00
资本公积增加	60.86	116.39	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(52.79)	(241.10)	(8.31)	(22.51)	(13.83)
现金净增加额	165.39	(25.74)	0.00	0.00	446.93

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,979	2,671	3,606	4,755	6,308
营业成本	1,551	2,120	2,807	3,672	4,827
营业税金及附加	14.77	15.61	19.83	26.15	34.69
营业费用	54.10	63.62	85.89	113.25	150.24
管理费用	68.03	115.35	288.48	370.90	473.10
财务费用	22.37	(0.68)	23.43	23.06	13.64
资产减值损失	11.56	20.18	15.00	15.58	16.92
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	(5.34)	0.00	0.00	0.00
营业利润	208.35	248.39	366.59	534.22	792.31
营业外收入	2.28	0.69	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.08	0.56	0.00	0.00	0.00
利润总额	209.55	248.51	366.59	534.22	792.31
所得税	26.62	12.82	32.99	48.08	71.31
净利润	182.93	235.70	333.59	486.14	721.00
少数股东损益	4.83	13.76	20.29	29.57	43.86
归属母公司净利润	178.10	221.94	320.72	459.04	680.44
EBITDA	266.55	291.67	443.26	621.92	878.55
EPS (元, 基本)	0.21	0.26	0.37	0.54	0.80

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	46.99	35.00	35.00	31.86	32.66
营业利润	53.93	19.21	47.59	45.73	48.31
归属母公司净利润	48.84	24.61	44.51	43.13	48.23
获利能力 (%)					
毛利率	21.63	20.62	22.16	22.78	23.48
净利率	9.00	8.31	8.89	9.65	10.79
ROE	13.49	13.87	16.56	19.16	22.12
ROIC	26.46	16.62	18.99	23.21	30.51
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.08	53.61	49.07	46.60	45.37
净负债比率 (%)	2.79	17.31	26.02	14.02	9.45
流动比率	2.00	1.51	1.25	1.45	1.64
速动比率	1.51	1.05	0.89	0.97	1.17
营运能力					
总资产周转率	1.07	0.93	0.95	1.09	1.18
应收账款周转率	4.22	3.85	3.93	4.00	3.93
应付账款周转率	3.06	2.55	2.47	2.44	2.42
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.26	0.37	0.54	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.34	0.02	0.35	0.73
每股净资产(最新摊薄)	1.54	1.87	2.26	2.80	3.60
估值比率					
PE (倍)	45.15	36.23	25.07	17.52	11.82
PB (倍)	6.09	5.03	4.15	3.36	2.61
EV_EBITDA (倍)	29.35	26.83	17.65	12.58	8.91

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。

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 2019 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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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