

和而泰 (002402)

证券研究报告

2019年10月23日

固定资产与产业园持续铺设投产，长期增长值得期待，铖昌收入稳健增长

10月22日晚公司发布19Q3季报：营收26.55亿元，同比+38.8%，归母净利润2.4亿元，同比+30.2%，研发费用1.23亿元，占营收比例4.6%，同比+92.47%，经营性现金流2.9亿，同比+353.12%；单季度营收0.92亿元，同比+33.63%，归母净利润0.71亿元，同比+26.25%。前三季度业绩持续中高速增长，主要是报告期内客户订单需求增加、孙公司NPE收入增加所致。

子公司铖昌科技收入增长，预付供货商货款增加：①应收票据2.12亿元，同比+47.25%，主要是铖昌科技销售收入增长，收到的应收票据增加0.68亿元所致。②预付款项2100万元，同比大增1500万，主要是铖昌科技预付供货商货款增加所致。

公司转债成功发行，主业光明产业园二期投产，未来业务增长值得期待：6月28日公司可转债成功上市。本次共平价发行可转债5.47亿元（547万张），期限6年，各年票面利率分别为0.4%/0.6%/1%/1.5%/1.8%/2%，资金将分别用于长三角生产运营基地建设（4/4.9亿元）、电子制程自动化与大数据运营管控平台系统（0.8/1.28亿元）、智慧生活大数据平台系统项目（0.67/2.02亿元）。（注：前者为转债募集资金投入金额，后者为项目金额）

公司产线加快新设备投入与老旧设备更新：①光明工业园二期Q3达产，1.4亿元在建工程转为固定资产，②此外，报告期内公司经营规模扩大、生产设备投入增加1.1亿元，同时亦预付了生产设备款项，截至19Q3固定资产总额6.05亿元，同比+69.17%；其他非流动资产（主要为预付生产设备款）6149万元，同比+271.64%；递延所得税负债增加395万元（按15%所得税对应折旧2633万），主要是老旧设备加快更新所致。

铖昌科技：国内模拟相控阵雷达T/R芯片组件领先企业，业绩成长性良好有源相控阵雷达是各军事强国竞相发展的重大军工技术发展方向，微波毫米波射频T/R芯片组件是其核心组件和关键技术。铖昌已攻克模拟相控阵雷达T/R芯片组件核心技术，使国内有源相控阵雷达规模化推广成为现实：

①**军用产品：**毛利率较高、市场规模较大，已定型并批量应用于星载、弹载、机载雷达设备，主要客户为国家航天、军工院所和武器装备领域大型企业，在国内同行业中具有核心竞争优势。②**民用产品：**铖昌关注物联网和5G移动通信带来的巨大市场发展机遇，在相应领域也做了充分布局和储备，未来将服务于母公司物联网、人工智能大数据高维战略布局的实施。

2018年公司以6.24亿元对价完成铖昌80%股权现金收购，2018-2020年净利润承诺分别为0.51/0.65/0.79亿元；该收购通过国防科工局审查并于6月1日完成。2016-2018年，铖昌营收0.22/0.64/1.03亿元，净利润0.04/0.27/0.66亿元，19H1营收1.03亿元，净利润0.55亿元，未来成长前景广阔。

盈利预测与评级：公司聚焦产线布局，营收兑现或受微小影响，将19-21营收增速从36%/35%/33%微调至35.23%/34.61%/32.72%，营收为36.1/48.6/64.5亿元，归母净利润3.0/4.1/5.5亿元，EPS为0.35/0.48/0.65元，按10月21日收盘价12.33元，PE为35.5/25.9/19.3，维持“买入”评级。

风险提示：公司产线布局放缓，铖昌产品交付节奏调整，汇率波动风险。

| 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 | 3,612.15 | 4,862.22 | 6,453.29 |
| 增长率(%) | 46.99 | 35.00 | 35.23 | 34.61 | 32.72 |
| EBITDA(百万元) | 336.59 | 371.46 | 436.15 | 577.73 | 752.38 |
| 净利润(百万元) | 178.10 | 221.94 | 301.08 | 412.34 | 552.88 |
| 增长率(%) | 48.84 | 24.61 | 35.66 | 36.95 | 34.08 |
| EPS(元/股) | 0.21 | 0.26 | 0.35 | 0.48 | 0.65 |
| 市盈率(P/E) | 59.94 | 48.10 | 35.46 | 25.89 | 19.31 |
| 市净率(P/B) | 8.08 | 6.67 | 5.61 | 4.73 | 3.92 |
| 市销率(P/S) | 5.40 | 4.00 | 2.96 | 2.20 | 1.65 |
| EV/EBITDA | 21.38 | 13.74 | 23.61 | 17.55 | 13.21 |

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 | 12.48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) | 10,675.83 |
| 流通A股市值(百万元) | 8,966.79 |
| 每股净资产(元) | 2.12 |
| 资产负债率(%) | 55.91 |
| 一年内最高/最低(元) | 16.28/5.76 |

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

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

- 《和而泰-半年报点评:射频芯片业绩亮眼，主业毛利率企稳新产能持续投产》2019-08-16
- 《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
- 《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



财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 451.12 | 438.52 | 541.82 | 729.33 | 967.99 | 营业收入 | 1,978.57 | 2,671.11 | 3,612.15 | 4,862.22 | 6,453.29 |
| 应收票据及应收账款 | 615.88 | 943.58 | 1,103.31 | 1,462.86 | 2,014.74 | 营业成本 | 1,550.65 | 2,120.25 | 2,821.78 | 3,792.41 | 5,036.56 |
| 预付账款 | 3.46 | 6.05 | 6.65 | 10.42 | 12.24 | 营业税金及附加 | 14.77 | 15.61 | 23.84 | 31.60 | 40.98 |
| 存货 | 356.11 | 571.84 | 658.77 | 921.40 | 1,093.22 | 营业费用 | 54.10 | 63.62 | 97.53 | 122.53 | 164.56 |
| 其他 | 92.46 | 67.55 | 84.82 | 85.00 | 111.16 | 管理费用 | 68.03 | 115.35 | 144.49 | 209.32 | 271.04 |
| 流动资产合计 | 1,519.03 | 2,027.54 | 2,395.36 | 3,209.01 | 4,199.36 | 研发费用 | 79.88 | 98.71 | 139.07 | 194.49 | 258.13 |
| 长期股权投资 | 5.53 | 54.64 | 54.64 | 54.64 | 54.64 | 财务费用 | 22.37 | (0.68) | 19.86 | 13.73 | 12.39 |
| 固定资产 | 249.48 | 357.71 | 470.60 | 542.34 | 575.98 | 资产减值损失 | 11.56 | 20.18 | 12.00 | 12.00 | 16.00 |
| 在建工程 | 55.39 | 268.75 | 221.25 | 174.75 | 128.85 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 117.68 | 205.92 | 187.82 | 169.72 | 151.63 | 投资净收益 | 23.21 | (5.33) | 10.00 | 15.00 | 16.00 |
| 其他 | 155.46 | 704.92 | 702.18 | 703.18 | 704.18 | 其他 | (53.96) | (4.99) | (20.00) | (30.00) | (32.00) |
| 非流动资产合计 | 583.54 | 1,591.93 | 1,636.49 | 1,644.62 | 1,615.27 | 营业利润 | 207.96 | 248.39 | 363.58 | 501.14 | 669.63 |
| 资产总计 | 2,102.57 | 3,619.47 | 4,031.85 | 4,853.64 | 5,814.63 | 营业外收入 | 2.68 | 0.69 | 2.50 | 3.00 | 3.00 |
| 短期借款 | 21.17 | 218.26 | 220.52 | 227.54 | 235.79 | 营业外支出 | 1.08 | 0.56 | 0.80 | 1.00 | 1.10 |
| 应付票据及应付账款 | 682.12 | 983.11 | 1,250.81 | 1,656.71 | 2,176.67 | 利润总额 | 209.55 | 248.51 | 365.28 | 503.14 | 671.53 |
| 其他 | 54.82 | 144.96 | 108.56 | 191.55 | 170.34 | 所得税 | 26.62 | 12.82 | 45.66 | 65.41 | 84.61 |
| 流动负债合计 | 758.11 | 1,346.33 | 1,579.89 | 2,075.80 | 2,582.80 | 净利润 | 182.93 | 235.70 | 319.62 | 437.73 | 586.92 |
| 长期借款 | 0.00 | 117.61 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 少数股东损益 | 4.83 | 13.76 | 18.54 | 25.39 | 34.04 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 178.10 | 221.94 | 301.08 | 412.34 | 552.88 |
| 其他 | 0.55 | 476.54 | 450.00 | 400.00 | 350.00 | 每股收益(元) | 0.21 | 0.26 | 0.35 | 0.48 | 0.65 |
| 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 | 2,029.89 | 2,475.80 | 2,932.80 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 23.34 | 79.23 | 97.77 | 123.16 | 157.20 | 主要财务比率 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 股本 | 844.99 | 855.76 | 855.44 | 855.44 | 855.44 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 67.19 | 183.58 | 183.58 | 183.58 | 183.58 | 营业收入 | 46.99% | 35.00% | 35.23% | 34.61% | 32.72% |
| 留存收益 | 475.91 | 792.84 | 1,048.76 | 1,399.25 | 1,869.20 | 营业利润 | 52.15% | 19.44% | 46.38% | 37.83% | 33.62% |
| 其他 | (67.51) | (232.42) | (183.58) | (183.58) | (183.58) | 归属于母公司净利润 | 48.84% | 24.61% | 35.66% | 36.95% | 34.08% |
| 股东权益合计 | 1,343.92 | 1,678.99 | 2,001.96 | 2,377.84 | 2,881.83 | 获利能力 | | | | | |
| 负债和股东权益总 | 2,102.57 | 3,619.47 | 4,031.85 | 4,853.64 | 5,814.63 | 毛利率 | 21.63% | 20.62% | 21.88% | 22.00% | 21.95% |
| | | | | | | 净利率 | 9.00% | 8.31% | 8.34% | 8.48% | 8.57% |
| | | | | | | ROE | 13.49% | 13.87% | 15.81% | 18.29% | 20.29% |
| | | | | | | ROIC | 29.09% | 30.88% | 23.68% | 29.39% | 34.69% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 36.08% | 53.61% | 50.35% | 51.01% | 50.44% |
| | | | | | | 净负债率 | -31.99% | -6.11% | -16.05% | -21.10% | -25.41% |
| | | | | | | 流动比率 | 2.00 | 1.51 | 1.52 | 1.55 | 1.63 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.53 | 1.08 | 1.10 | 1.10 | 1.20 |
| | | | | | | 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 | 5.87 | 6.15 | 6.41 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 1.07 | 0.93 | 0.94 | 1.09 | 1.21 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.21 | 0.26 | 0.35 | 0.48 | 0.65 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 0.22 | 0.34 | 0.38 | 0.36 | 0.41 |
| | | | | | | 每股净资产 | 1.54 | 1.87 | 2.23 | 2.64 | 3.19 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 59.94 | 48.10 | 35.46 | 25.89 | 19.31 |
| | | | | | | 市净率 | 8.08 | 6.67 | 5.61 | 4.73 | 3.92 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 21.38 | 13.74 | 23.61 | 17.55 | 13.21 |
| | | | | | | EV/EBIT | 23.78 | 15.44 | 26.85 | 19.69 | 14.58 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 净利润 | 182.93 | 235.70 | 301.08 | 412.34 | 552.88 |
| 折旧摊销 | 35.82 | 43.96 | 52.71 | 62.86 | 70.35 |
| 财务费用 | 23.77 | 2.57 | 19.86 | 13.73 | 12.39 |
| 投资损失 | (23.21) | 5.33 | (10.00) | (15.00) | (16.00) |
| 营运资金变动 | (31.99) | 492.90 | (57.02) | (188.25) | (303.93) |
| 其它 | (1.50) | (488.87) | 18.54 | 25.39 | 34.04 |
| 经营活动现金流 | 185.83 | 291.59 | 325.18 | 311.07 | 349.73 |
| 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 | 220.52 | 227.54 | 235.79 |
| 股权融资 | 53.10 | 79.32 | 28.65 | (13.73) | (12.39) |
| 其他 | (48.29) | (214.43) | (381.04) | (282.37) | (310.47) |
| 筹资活动现金流 | 25.98 | 200.77 | (131.87) | (68.56) | (87.07) |
| 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) | 103.31 | 187.51 | 238.66 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 |