

# 和而泰 (002402)

证券研究报告

2020年02月15日

## 星载毫米波射频芯片唯一民营供方，功率半导体核心企业

### 国内智能控制器行业龙头企业，汽车电子智能控制器望成下一增长点

公司是国内智能控制器行业具有领导地位的龙头企业，是伊莱克斯、西门子、TTI、松下等全球著名跨国公司在国内少数合作伙伴，专业从事智能控制器研发设计、软件服务与产品制造，产品包括家用电器、健康与护理产品、电动工具、汽车电子、智能建筑与家居等领域的智能控制器。

公司持续保持高速增长，2019年12月25日博西家用电器标准确定为BSH中低负载机型的中标单位，属于ODM，总金额约15亿元人民币交付期为4年。年均约3.75亿元，为2018年全年收入的14%。

2019年公司设立子公司和而泰汽车电子科技，开展汽车电子产品及其控制器的开发与销售，未来公司将进一步扩大汽车电子智能控制器营收占比与盈利贡献能力，目前公司已与博格华纳等全球高端知名汽车零部件公司合作，主要产品涉及汽车冷却液加热器等，目标进入主流的汽车电子零部件供应市场。

### 铖昌：聚焦卫星微波毫米波射频芯片，或有望受益卫星互联网产业发展

子公司铖昌科技产品为微波毫米波射频芯片。据公司2019年7月公告，铖昌是目前国内唯一一家承担国家航天航空大型装备型号任务射频芯片供应的民营企业，其产品主要应用于高分重大专项、二代中继、北斗二代导航、通信卫星等重大项目领域。微波毫米波射频芯片广泛应用于航空航天和武器装备等军用领域，同时其技术在5G通讯、自动驾驶技术的发展上也有广阔的前景，在军品、民品等领域均有广泛的应用需求。2019上半年，铖昌营收1.02亿元，同比+69.65%，净利润0.55亿元，同比+71.92%。

全球互联网接入水平存在巨大鸿沟，近半数人口处于3G以下阶段或无互联网覆盖，卫星互联网或成全球进入高速互联时代的核心基础设施。马斯克SpaceX公司Starlink计划初步发射1.2万颗低轨卫星，后续总发射量4.2万颗，今年1月已发射120颗；该项目或将倒逼我国卫星互联网产业发展。根据我们测算，我国或需入轨1.1万颗左右卫星，出现诞生1-2个超级星座，卫星制造端2021年或达22.5亿美元\2027年或将达58.1亿美元，若相控阵芯片占比9.0%（对标2021年手机射频价值占比），2021年卫星互联网星载射频芯片采购额或达9.0%\*22.5\*7=14.18亿RMB，公司有望受益。

**盈利预测与评级：**公司汽车电子业务有望成为未来2-3年新的业绩贡献，由于铖昌所生产微波毫米波芯片主要用于航天卫星领域，中长期有望受益卫星互联网行业新产业趋势。19-21年短期营收增速从35.23%/34.61%/32.72%上调至35.25%/35.29%/33.65%，营收从36.1/48.6/64.5亿元上调至36.1/48.9/65.3亿元，归母净利润从3.01/4.12/5.53亿元上调至3.09/4.51/6.08亿元，EPS为0.34/0.5/0.67元，PE为43.5/29.8/22.2x，维持买入评级。

**风险提示：**公司汽车电子业务拓展不及预期，军品订单交付不均匀。

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	3,612.80	4,887.80	6,532.43
增长率(%)	46.99	35.00	35.25	35.29	33.65
EBITDA(百万元)	336.59	371.46	442.54	623.81	815.53
净利润(百万元)	178.10	221.94	311.50	454.97	612.10
增长率(%)	48.84	24.61	40.35	46.06	34.54
EPS(元/股)	0.20	0.24	0.34	0.50	0.67
市盈率(P/E)	76.12	61.08	43.52	29.80	22.15
市净率(P/B)	10.27	8.47	6.89	5.76	4.72
市销率(P/S)	6.85	5.08	3.75	2.77	2.08
EV/EBITDA	21.38	13.74	29.64	20.75	15.56

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	14.9元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	909.87
流通A股股本(百万股)	793.93
A股总市值(百万元)	13,557.03
流通A股市值(百万元)	11,829.63
每股净资产(元)	2.12
资产负债率(%)	55.91
一年内最高/最低(元)	16.28/7.28

### 作者

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

邹润芳 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010004  
zourunfang@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-季报点评: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》2019-10-23
- 《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



## 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	541.92	733.17	979.86	营业收入	1,978.57	2,671.11	3,612.80	4,887.80	6,532.43
应收票据及应收账款	615.88	943.58	1,103.67	1,476.00	2,044.25	营业成本	1,550.65	2,120.25	2,815.97	3,768.98	5,043.53
预付账款	3.46	6.05	6.62	10.34	12.35	营业税金及附加	14.77	15.61	23.84	31.77	41.48
存货	356.11	571.84	656.24	914.17	1,103.24	营业费用	54.10	63.62	97.55	123.17	166.58
其他	92.46	67.55	84.83	85.19	111.69	管理费用	68.03	115.35	144.51	210.42	274.36
<b>流动资产合计</b>	<b>1,519.03</b>	<b>2,027.54</b>	<b>2,393.27</b>	<b>3,218.88</b>	<b>4,251.40</b>	研发费用	79.88	98.71	139.09	195.51	261.30
长期股权投资	5.53	54.64	54.64	54.64	54.64	财务费用	22.37	(0.68)	17.29	7.79	3.61
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)
<b>非流动资产合计</b>	<b>583.54</b>	<b>1,591.93</b>	<b>1,636.49</b>	<b>1,644.62</b>	<b>1,615.27</b>	<b>营业利润</b>	<b>207.96</b>	<b>248.39</b>	<b>372.54</b>	<b>553.16</b>	<b>741.57</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,102.57</b>	<b>3,619.47</b>	<b>4,029.76</b>	<b>4,863.50</b>	<b>5,866.67</b>	营业外收入	2.68	0.69	3.00	3.00	3.00
短期借款	21.17	218.26	162.13	151.45	113.94	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	1,246.20	1,643.34	2,195.35	<b>利润总额</b>	<b>209.55</b>	<b>248.51</b>	<b>374.74</b>	<b>555.16</b>	<b>743.47</b>
其他	54.82	144.96	108.31	190.86	171.57	所得税	26.62	12.82	46.84	72.17	93.68
<b>流动负债合计</b>	<b>758.11</b>	<b>1,346.33</b>	<b>1,516.65</b>	<b>1,985.65</b>	<b>2,480.85</b>	<b>净利润</b>	<b>182.93</b>	<b>235.70</b>	<b>327.89</b>	<b>482.99</b>	<b>649.79</b>
长期借款	0.00	117.61	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	4.83	13.76	16.39	28.01	37.69
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>178.10</b>	<b>221.94</b>	<b>311.50</b>	<b>454.97</b>	<b>612.10</b>
其他	0.55	476.54	450.00	400.00	350.00	每股收益(元)	0.20	0.24	0.34	0.50	0.67
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.55</b>	<b>594.15</b>	<b>450.00</b>	<b>400.00</b>	<b>350.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>758.65</b>	<b>1,940.48</b>	<b>1,966.65</b>	<b>2,385.65</b>	<b>2,830.85</b>						
少数股东权益	23.34	79.23	95.62	123.64	161.33	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	844.99	855.76	909.87	909.87	909.87	<b>成长能力</b>					
资本公积	67.19	183.58	183.58	183.58	183.58	营业收入	46.99%	35.00%	35.25%	35.29%	33.65%
留存收益	475.91	792.84	1,057.61	1,444.34	1,964.63	营业利润	52.15%	19.44%	49.98%	48.48%	34.06%
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%	40.35%	46.06%	34.54%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,343.92</b>	<b>1,678.99</b>	<b>2,063.11</b>	<b>2,477.85</b>	<b>3,035.82</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,102.57</b>	<b>3,619.47</b>	<b>4,029.76</b>	<b>4,863.50</b>	<b>5,866.67</b>	毛利率	21.63%	20.62%	22.06%	22.89%	22.79%
						净利率	9.00%	8.31%	8.62%	9.31%	9.37%
						ROE	13.49%	13.87%	15.83%	19.33%	21.29%
						ROIC	29.09%	30.88%	24.07%	31.97%	37.47%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	36.08%	53.61%	48.80%	49.05%	48.25%
						净负债率	-31.99%	-6.11%	-18.41%	-23.48%	-28.52%
						流动比率	2.00	1.51	1.58	1.62	1.71
						速动比率	1.53	1.08	1.15	1.16	1.27
						<b>营运能力</b>					
						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	6.22	6.48
						总资产周转率	1.07	0.93	0.94	1.10	1.22
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.20	0.24	0.34	0.50	0.67
						每股经营现金流	0.20	0.32	0.36	0.37	0.44
						每股净资产	1.45	1.76	2.16	2.59	3.16
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	76.12	61.08	43.52	29.80	22.15
						市净率	10.27	8.47	6.89	5.76	4.72
						EV/EBITDA	21.38	13.74	29.64	20.75	15.56
						EV/EBIT	23.78	15.44	33.65	23.07	17.03

  

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	182.93	235.70	311.50	454.97	612.10
折旧摊销	35.82	43.96	52.71	62.86	70.35
财务费用	23.77	2.57	17.29	7.79	3.61
投资损失	(23.21)	5.33	(10.00)	(15.00)	(16.00)
营运资金变动	(31.99)	492.90	(59.68)	(205.67)	(304.12)
其它	(1.50)	(488.87)	16.39	28.01	37.69
<b>经营活动现金流</b>	<b>185.83</b>	<b>291.59</b>	<b>328.22</b>	<b>332.97</b>	<b>403.63</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(41.98)</b>	<b>(522.31)</b>	<b>(90.00)</b>	<b>(55.00)</b>	<b>(24.00)</b>
债权融资	21.17	335.88	162.13	151.45	113.94
股权融资	53.10	79.32	85.65	(7.79)	(3.61)
其他	(48.29)	(214.43)	(382.60)	(230.38)	(243.27)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>25.98</b>	<b>200.77</b>	<b>(134.82)</b>	<b>(86.72)</b>	<b>(132.94)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>169.82</b>	<b>(29.95)</b>	<b>103.40</b>	<b>191.25</b>	<b>246.69</b>

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