

2022年02月09日

中瓷电子收购预案点评：标的资产技术国内领先，中电科国企改革新里程碑

买入（维持）

证券分析师 王紫敬

执业证号：S0600521080005
021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 鲍娴颖

执业证号：S0600521080008
baoxy@dwzq.com

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001
021-60199793
houb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	816.16	1195.88	1691.56	2279.68
同比（%）	38.2%	46.5%	41.4%	34.8%
归母净利润（百万元）	98.14	129.29	164.45	205.51
同比（%）	28.4%	31.7%	27.2%	25.0%
每股收益（元/股）	1.23	0.87	1.10	1.38
P/E（倍）	85.34	121.24	95.32	76.28

事件：

2022年1月28日，公司发布《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》。

投资要点

■ **标的资产业务主要涉及 GaN 射频芯片和 SiC 功率芯片：**本次购买标的资产为 GaN 通信基站射频芯片业务资产及负债、博威公司和国联万众 100% 股权。**中国电科十三所 GaN 通信基站射频芯片业务：**从事 GaN 通信基站射频芯片的设计、生产和销售。**博威公司：**主营业务为 GaN 通信基站射频芯片与器件、微波点对点通信射频芯片与器件的设计、封装、测试和销售。**国联万众：**主要从事 GaN 射频芯片和 SiC 功率芯片的设计、测试、销售。

■ **标的资产核心技术国内领先，收购后中瓷电子 2020 年净利润总计 5.3 亿元：**中电科十三所 GaN 通信基站射频芯片业务：芯片产品指标达到国内领先水平，是国内少数实现批量供货主体之一。**博威公司：**GaN 通信基站射频芯片与器件产品质量达到国内领先、国际先进水平。公司是国内外少数实现该产品技术突破和大规模产业化批量供货单位之一。**微波点对点通信射频芯片与器件**突破了相关设计核心技术，是国内少数可实现该产品全面覆盖，并形成大批量供货的单位之一。**国联万众：**GaN 通信基站射频芯片和 SiC 功率芯片领域已形成了自主的核心技术体系，GaN 芯片已间接供应国际一线通信设备制造商。**财务数据：**中电科十三所 GaN 通信基站射频芯片业务、博威公司、国联万众 2020 年营收分别为 6.07/8.64/1.04 亿元，净利润为 1.85/2.40/0.07 亿元。假设收购成功，则中瓷电子 2020 年营收和净利润约为 23.91/5.30 亿元（中瓷电子原有业绩与收购标的资产业绩相加所得）。

■ **通过发行股份购买标的资产，旨在将中瓷电子打造成国内一流半导体企业：**中瓷电子拟向不超过 35 名特定投资者，以 64.63 元/股的发行价格，募集配套资金总额不超过本次发行股份购买资产的交易价格的 100%，发行股份数量不超过上市公司总股本的 30%，用以购买标的资产。中国电科致力于将中瓷电子打造成为拥有 GaN 通信基站射频芯片与器件、SiC 功率芯片及其应用、电子陶瓷等核心业务能力的国内一流半导体领域高科技企业。

■ **盈利预测与投资评级：**本次收购预案的发布意味着中国电科迎来了国企改革的新里程碑；中瓷电子也拉开了资产注入的序幕，有望成为国内领先的第三代半导体芯片公司，打开了新的想象空间。我们维持中瓷电子 2021-2023 年收入预测 11.96/16.92/22.80 亿元，归母净利润分别为 1.29/1.64/2.06 亿元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**收购进展不及预期；标的资产技术创新及经营风险；收购后整合情况不及预期；消费电子领域产品推进不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	104.97
一年最低/最高价	49.57/104.97
市净率(倍)	14.15
流通 A 股市值(百万元)	5209.66

基础数据

每股净资产(元)	7.42
资产负债率(%)	29.43
总股本(百万股)	149.33
流通 A 股(百万股)	49.63

相关研究

1、《中瓷电子（003031）：背靠中电科十三所，国产电子陶瓷外壳最强音》2022-01-16

中瓷电子三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,012	1,249	1,550	1,925	营业收入	816	1,196	1,692	2,280
现金	455	123	83	50	减:营业成本	572	849	1,206	1,637
应收账款	131	180	255	344	营业税金及附加	2	3	4	5
存货	239	360	512	695	营业费用	7	13	18	23
其他流动资产	187	585	700	837	管理费用	26	51	71	89
非流动资产	421	539	668	815	研发费用	109	161	237	331
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	5	-6	-1	1
固定资产	365	478	602	744	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	29	29	29	29	加:投资净收益	0	0	0	0
无形资产	15	19	24	28	其他收益	7	12	17	23
其他非流动资产	13	13	13	13	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	1,433	1,788	2,218	2,740	营业利润	98	137	174	218
流动负债	333	516	781	1,098	加:营业外净收支	3	1	1	1
短期借款	0	0	50	108	利润总额	102	138	175	219
应付账款	230	349	496	673	减:所得税费用	4	8	10	13
其他流动负债	103	167	235	317	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	65	65	65	65	归属母公司净利润	98	129	164	206
长期借款	0	0	0	0	EBIT	104	119	156	196
其他非流动负债	65	65	65	65	EBITDA	134	156	203	254
负债合计	398	581	846	1,163	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	1.23	0.87	1.10	1.38
归属母公司股东权益	1,035	1,207	1,372	1,577	每股净资产(元)	6.93	8.09	9.19	10.56
负债和股东权益	1,433	1,788	2,218	2,740	发行在外股份(百万股)	107	149	149	149
					ROIC(%)	9.7%	9.3%	10.3%	11.0%
					ROE(%)	9.5%	10.7%	12.0%	13.0%
					毛利率(%)	29.9%	29.0%	28.7%	28.2%
现金流量表 (百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	12.0%	10.8%	9.7%	9.0%
经营活动现金流	89	80	85	116	资产负债率(%)	27.8%	32.5%	38.1%	42.4%
投资活动现金流	-61	-455	-175	-205	收入增长率(%)	38.2%	46.5%	41.4%	34.8%
筹资活动现金流	379	43	49	55	净利润增长率(%)	28.4%	31.7%	27.2%	25.0%
现金净增加额	407	-332	-40	-33	P/E	85.34	121.24	95.32	76.28
折旧和摊销	30	37	46	58	P/B	15.14	12.98	11.43	9.94
资本开支	-61	-155	-175	-205	EV/EBITDA	80.03	99.47	77.19	61.91
营运资本变动	-48	-86	-126	-149					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>