

和而泰 (002402)

证券研究报告

2020年08月29日

控制器业务多重影响下逆势增长 35%，半导体业务板块完成重大激励

● **中报表现在疫情严重影响下的出现超预期增长，智能控制器主业大幅超预期**
公司发布 2020 年半年报，从整体看，公司在子公司铖昌科技 2019H1 高基数情况、计提单次员工持股费用 0.52 亿元情况下，实现收入增长 5%至 18.29 亿元；归母净利润 1.68 亿元 (-1.02%)；扣非净利润 1.80 亿元，同比+10.28%，业绩显著超预期。其中，公司智能控制器业务主要为国际顶级家电、汽车电子企业进行 ODM 制造，外贸业务占比超过 67%。该业务在国内电子制造业 Q1 受到严重影响、全球疫情持续严峻导致订单延期交付的情况下，毛利率达到 21.14%，较上年同期增长 2.13%；归母净利润达到 1.70 亿元，同比增长 35.1%，占公司整体归母净利润比例 100%，其稳健的盈利能力及行业高景气度凸显。

● **主业智能控制器订单强持续，中标博格华纳汽车电子再获突破**

19 年底公司中标 BSH 高端家电智能控制器项目，订单金额为 1.93 亿欧元 (约 15 亿 RMB)，自该产品大批量投产开始预计分四年履行完成，将为公司持续贡献利润。同年公司投资设立汽车电子子公司，持续发力汽车电子智能控制器业务，现与博格华纳、尼得科等全球高端知名汽车零部件供应商建立了良好的合作关系，同时公司中标博格华纳全球液体加热器平台项目，标志着公司在汽车电子控制器领域份额得到进一步扩大。

● **微波毫米波射频芯片：19H1 超高基数，20H1 收入下滑 25%，全年预估不变**

铖昌科技主营微波毫米波射频芯片，产品应用于国土资源普查、卫星导航和通信等高端领域，19 年营收 1.43 亿元，净利润 0.71 亿元，业绩持续增长；铖昌重视研发投入，19 年研发费同比+52.75%，在手订单不断增加，已与多个大客户签订重大型号项目的技术协议。

铖昌科技 20H1 完成了员工持股，计提股份支付费用 0.52 亿元，同时研发投入增长 80%以上。铖昌科技 19 年 H1 为高基数，H1 净利润占其 2019 全年的 77.46%，我们预计铖昌科技受益疫情恢复，下半年将进入高速增长，该业务将持续受益于 5G、卫星互联网等高端装备建设。

盈利预测与投资建议：综上所述我们认为，在疫情严重影响、子公司大额单次股份支付计提影响下，公司基本面显著超预期，主业逆势高速增长证明了自身的科技成长逻辑、汽车电子持续保持份额扩张状态、射频芯片业务度过高基数阶段，我们预计公司将持续保持中高速增长。在此假设下，维持我们的盈利预测，预计公司 2020-2022 年实现营业收入 47.45/70.22/96.88 亿元，对应归母净利润 3.95/5.96/8.36 亿元，对应 EPS 0.43/0.65/0.91 元，对应 P/E 39.43/26.13/18.64，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响导致出口延后，贸易战风险，射频芯片交付节奏波动。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,671.11	3,649.38	4,744.70	7,022.29	9,687.99
增长率(%)	35.00	36.62	30.01	48.00	37.96
EBITDA(百万元)	371.46	649.69	566.59	813.36	1,083.31
净利润(百万元)	221.94	303.37	395.07	596.07	835.62
增长率(%)	24.61	36.69	30.22	50.88	40.19
EPS(元/股)	0.24	0.33	0.43	0.65	0.91
市盈率(P/E)	70.18	51.34	39.43	26.13	18.64
市净率(P/B)	9.74	7.47	6.31	5.24	4.23
市销率(P/S)	5.83	4.27	3.28	2.22	1.61
EV/EBITDA	13.74	16.74	26.86	18.24	13.33

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	17.04 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	914.09
流通 A 股股本(百万股)	798.17
A 股总市值(百万元)	15,576.18
流通 A 股市值(百万元)	13,600.85
每股净资产(元)	2.84
资产负债率(%)	48.80
一年内最高/最低(元)	19.68/10.40

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	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080006	
xulitian@tfzq.com	

股价走势



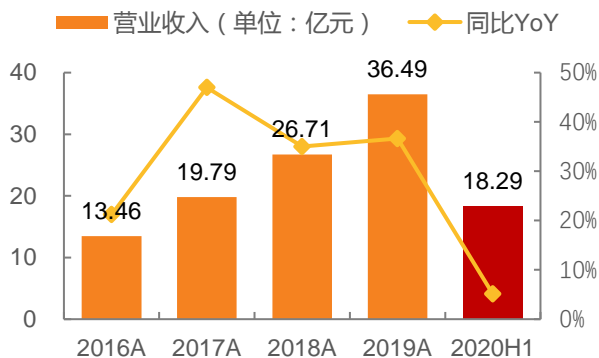
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《和而泰-季报点评:Q1 盈利超预期增长，海外复工推动公司进入预期修复阶段》 2020-04-28
- 《和而泰-年报点评报告:业绩再次兑现中高速增长，铖昌望受益 5G/卫星互联网新增市场》 2020-04-09
- 《和而泰-公司点评:19Q4 单季度净利润+67.6%，看好智能控制器/功率半导体长期成长性》 2020-03-01

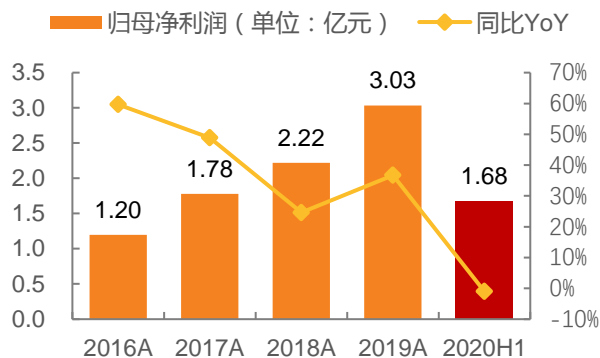


图 1：2016A-2020H1 公司营业收入及其增速



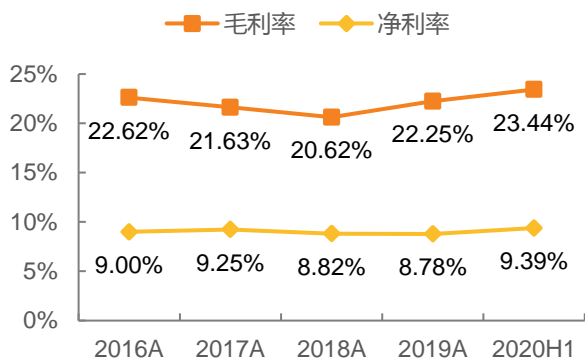
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2016A-2020H1 公司归母净利润及其增速



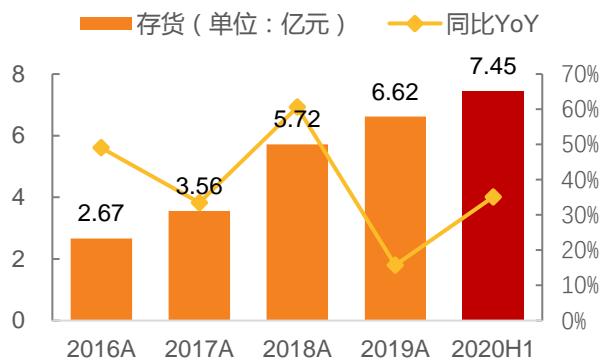
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2016A-2020H1 公司毛利率与净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2016A-2020H1 公司存货及其增速



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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	438.52	689.75	711.71	702.23	1,011.30
应收票据及应收账款	943.58	944.43	1,559.72	1,873.40	2,701.49
预付账款	6.05	16.84	18.29	29.23	38.31
存货	571.84	661.86	981.14	1,318.51	1,805.55
其他	67.55	361.39	380.60	401.41	423.10
流动资产合计	2,027.54	2,674.27	3,651.45	4,324.78	5,979.75
长期股权投资	54.64	54.22	54.22	54.22	54.22
固定资产	357.71	624.07	683.06	718.01	724.89
在建工程	268.75	166.39	159.84	137.90	106.74
无形资产	205.92	217.65	210.67	211.34	214.17
其他	704.92	805.86	804.34	814.34	824.34
非流动资产合计	1,591.93	1,868.19	1,912.13	1,935.81	1,924.36
资产总计	3,619.47	4,542.64	5,563.64	6,260.67	7,904.21
短期借款	218.26	330.35	734.23	322.16	200.00
应付票据及应付账款	983.11	1,177.20	1,674.79	2,157.94	3,119.18
其他	144.96	132.20	172.31	237.24	278.29
流动负债合计	1,346.33	1,639.74	2,581.33	2,717.35	3,597.47
长期借款	117.61	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	350.33	0.00	0.00	0.00
其他	476.54	375.05	400.00	420.00	425.00
非流动负债合计	594.15	725.38	400.00	420.00	425.00
负债合计	1,940.48	2,365.13	2,981.33	3,137.35	4,022.47
少数股东权益	79.23	92.44	115.21	149.55	197.70
股本	855.76	872.21	914.09	914.09	914.09
资本公积	183.58	329.95	329.95	329.95	329.95
留存收益	792.84	1,217.20	1,553.01	2,059.67	2,769.95
其他	(232.42)	(334.30)	(329.95)	(329.95)	(329.95)
股东权益合计	1,678.99	2,177.51	2,582.31	3,123.32	3,881.74
负债和股东权益总计	3,619.47	4,542.64	5,563.64	6,260.67	7,904.21

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	235.70	320.50	395.07	596.07	835.62
折旧摊销	43.96	74.50	69.54	81.32	91.45
财务费用	2.57	34.34	46.34	45.89	18.64
投资损失	5.33	2.23	(9.50)	(15.00)	(10.00)
营运资金变动	492.90	(358.83)	(378.33)	(119.92)	(343.87)
其它	(488.87)	398.92	33.38	39.89	53.89
经营活动现金流	291.59	471.66	156.49	628.25	645.73
资本支出	566.79	347.10	90.05	75.00	65.00
长期投资	49.10	(0.41)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,138.20)	(1,026.11)	(218.54)	(165.02)	(135.03)
投资活动现金流	(522.31)	(679.41)	(128.49)	(90.02)	(70.03)
债权融资	335.88	680.68	734.23	322.16	200.00
股权融资	79.32	175.53	(0.11)	(45.89)	(18.64)
其他	(214.43)	(447.40)	(740.17)	(823.99)	(447.99)
筹资活动现金流	200.77	408.81	(6.05)	(547.71)	(266.63)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(29.95)	201.06	21.95	(9.48)	309.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,671.11	3,649.38	4,744.70	7,022.29	9,687.99
营业成本	2,120.25	2,837.48	3,719.99	5,519.14	7,599.05
营业税金及附加	15.61	21.23	27.52	40.73	56.19
营业费用	63.62	83.52	108.89	162.21	222.82
管理费用	115.35	143.93	185.04	263.34	372.99
研发费用	98.71	169.59	221.10	323.03	455.34
财务费用	(0.68)	31.78	46.34	45.89	18.64
资产减值损失	20.18	(18.60)	5.00	2.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	(0.20)	10.39	5.19	5.26
投资净收益	(5.33)	(2.23)	9.50	15.00	10.00
其他	(4.99)	31.43	(39.78)	(40.39)	(30.52)
营业利润	248.39	351.45	450.71	686.15	973.22
营业外收入	0.69	5.52	10.00	8.00	8.00
营业外支出	0.56	1.98	1.30	1.00	0.90
利润总额	248.51	355.00	459.41	693.15	980.32
所得税	12.82	34.50	41.35	62.38	96.07
净利润	235.70	320.50	418.06	630.77	884.25
少数股东损益	13.76	17.12	22.99	34.69	48.63
归属于母公司净利润	221.94	303.37	395.07	596.07	835.62
每股收益(元)	0.24	0.33	0.43	0.65	0.91

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	35.00%	36.62%	30.01%	48.00%	37.96%
营业利润	19.44%	41.49%	28.24%	52.24%	41.84%
归属于母公司净利润	24.61%	36.69%	30.22%	50.88%	40.19%
获利能力					
毛利率	20.62%	22.25%	21.60%	21.41%	21.56%
净利率	8.31%	8.31%	8.33%	8.49%	8.63%
ROE	13.87%	14.55%	16.01%	20.04%	22.68%
ROIC	30.88%	24.42%	26.85%	31.56%	40.04%
偿债能力					
资产负债率	53.61%	52.07%	53.59%	50.11%	50.89%
净负债率	-6.11%	-0.42%	0.87%	-12.17%	-20.90%
流动比率	1.51	1.63	1.41	1.59	1.66
速动比率	1.08	1.23	1.03	1.11	1.16
营运能力					
应收账款周转率	3.43	3.87	3.79	4.09	4.24
存货周转率	5.76	5.92	5.78	6.11	6.20
总资产周转率	0.93	0.89	0.94	1.19	1.37
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.33	0.43	0.65	0.91
每股经营现金流	0.32	0.52	0.17	0.69	0.71
每股净资产	1.75	2.28	2.70	3.25	4.03
估值比率					
市盈率	70.18	51.34	39.43	26.13	18.64
市净率	9.74	7.47	6.31	5.24	4.23
EV/EBITDA	13.74	16.74	26.86	18.24	13.33
EV/EBIT	15.44	18.77	30.62	20.27	14.56

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