

电子元器件/信息技术

和而泰 (002402)

拟分拆铖昌科技 A 股上市，芯片业务蓄势勃发

王彦龙(分析师)
 010-83939775
 wangyanlong@gtjas.com

证书编号 S0880519100003

本报告导读：

维持增持评级和目标价；拟分拆铖昌科技至 A 股上市；芯片业务已经构筑强大护城河；芯片业务多赛道放量可期。

投资要点：

- **维持增持评级和目标价。**维持公司 2021-2023 年归母净利润预测为 5.78 亿元/8.17 亿元/11.43 亿元，对应 EPS 为 0.63/0.89/1.25 元，给予 2021 年 PE 为 45x，维持目标价 28.21 元和“增持”评级不变。
- **公司发布关于分拆所属子公司铖昌科技至 A 股上市的预案。**和而泰 2018 年收购铖昌科技，主要业务包括相控阵 T/R 芯片研发、生产和销售，一直以来与公司其他主营业务保持高度的业务独立性。分拆有利于增强铖昌科技的资金实力及投融资能力，更好支撑相控阵芯片业务的研发和市场拓展，进一步强化行业竞争力。目前，和而泰直接持有铖昌科技 62.97% 股份，分拆后和而泰股权结构不会发生变化，且仍将维持对铖昌科技的控制权，财务实现并表。
- **芯片业务盈利能力突出，构筑强大护城河。**2018-2020 年，铖昌科技归属于母公司扣非后净利润分别为 4909/6381/8073 万元，盈利能力加速。同时，公司实现了低功耗、高效率、低成本、高集成度的相控阵 T/R 芯片的核心技术，市场知名度颇高；成本控制方面也有较大提升；客户资源、业务资质、服务质量的积累已经为发展奠定好基础。
- **射频芯片多赛道放量可期。**一是继续拓展卫星遥感、卫星导航和通信等领域的业务；二是低轨卫星方面推出了八通道毫米波模拟波束赋形芯片系列产品；三是 5G 毫米波基站射频芯片继续迭代研制顺利；预计未来五年这三个领域将快速放量，公司芯片业务利润占比提升。
- **风险提示：**分拆上市被暂停、中止、取消或无法按期进行的风险。

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,649	4,666	5,977	7,734	10,107
(+/-)%	37%	28%	28%	29%	31%
经营利润 (EBIT)	394	523	666	941	1,299
(+/-)%	53%	33%	27%	41%	38%
净利润 (归母)	303	396	578	817	1,143
(+/-)%	37%	31%	46%	41%	40%
每股净收益 (元)	0.33	0.43	0.63	0.89	1.25
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营利润率 (%)	10.8%	11.2%	11.1%	12.2%	12.9%
净资产收益率 (%)	14.5%	13.1%	16.0%	18.5%	20.5%
投入资本回报率 (%)	12.4%	11.6%	13.2%	15.5%	17.5%
EV/EBITDA	24.07	25.12	23.54	17.40	12.29
市盈率	62.97	48.24	33.03	23.38	16.72
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：28.21

上次预测：28.21

当前价格：20.90

2021.04.09

交易数据

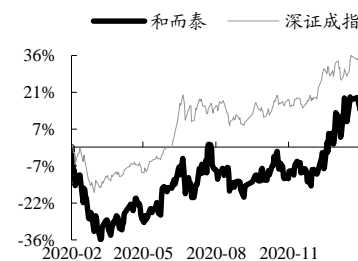
52 周内股价区间 (元)	12.45-24.23
总市值 (百万元)	19,103
总股本/流通 A 股 (百万股)	914/802
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	88%
日均成交量 (百万股)	34.68
日均成交值 (百万元)	731.24

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,033
每股净资产	3.32
市净率	6.3
净负债率	-24.26%

EPS (元)	2020A	2021E
Q1	0.07	0.11
Q2	0.12	0.18
Q3	0.12	0.17
Q4	0.13	0.17
全年	0.43	0.63

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-9%	20%	55%
相对指数	-10%	29%	20%

相关报告

业绩符合预期，汽车电子和芯片业务将放量
 2021.02.25
 发布股权激励计划，锁定核心竞争力
 2021.02.01
 业绩符合预期，双核业务成长性突出
 2020.10.22
 交付进入密集期，新赛道新品类拓展顺利
 2020.09.15
 控制器业务高增长，汽车电子和芯片突破
 2020.08.30

模型更新时间: 2021.04.09

股票研究

信息科技
电子元器件

和而泰 (002402)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **28.21**

上次预测: 28.21

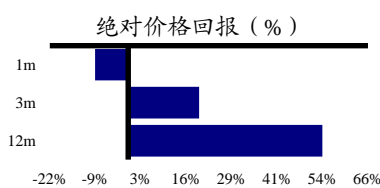
当前价格: 20.90

公司网址

www.szhittech.com

公司简介

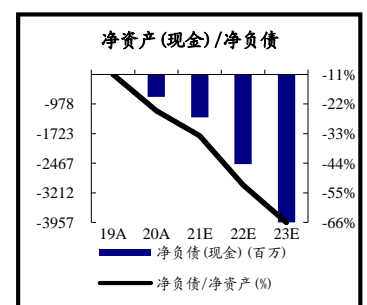
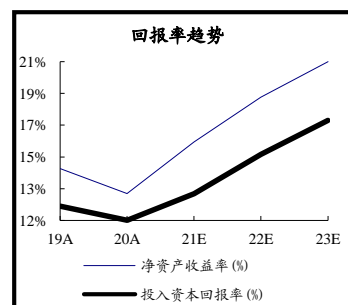
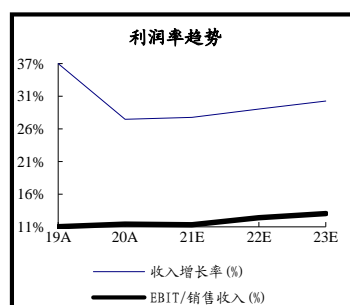
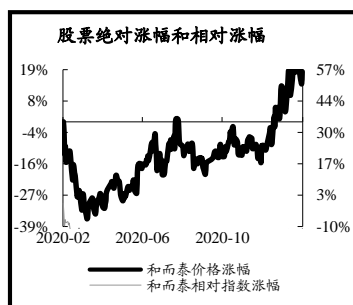
公司是专业从事智能控制器技术研发、产品设计、软件服务、产品制造的高新技术企业,各项指标均名列国内同类企业前茅,是国内智能控制器行业具有领导地位的龙头企业。产品包括家用电器、健康与护理产品、电动工具、智能建筑与家居、汽车电子等领域的智能控制器。



52 周内价格范围 12.45-24.23
市值 (百万) 19,103

财务预测 (单位: 百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
损益表					
营业总收入	3,649	4,666	5,977	7,734	10,107
营业成本	2,837	3,596	4,605	5,925	7,711
税金及附加	21	19	29	37	47
销售费用	84	77	115	136	170
管理费用	144	215	263	340	424
EBIT	394	523	666	941	1,299
公允价值变动收益	0	8	0	0	0
投资收益	-2	34	14	23	30
财务费用	32	66	11	12	3
营业利润	351	484	684	973	1,363
所得税	34	61	71	107	151
少数股东损益	17	25	35	49	69
净利润	303	396	578	817	1,143
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	913	1,423	1,398	1,943	2,739
其他流动资产	70	90	90	90	90
长期投资	54	7	7	7	7
固定资产合计	624	889	1,169	1,442	1,716
无形及其他资产	244	282	318	341	366
资产合计	4,543	6,195	7,161	8,765	10,995
流动负债	1,640	2,743	3,096	3,834	4,852
非流动负债	725	150	150	150	150
股东权益	2,178	3,303	3,916	4,782	5,994
投入资本(IC)	2,858	3,923	4,536	5,402	6,614
现金流量表					
NOPLAT	355	457	597	837	1,156
折旧与摊销	74	81	120	92	97
流动资金增量	-68	-245	308	37	118
资本支出	-276	-289	-452	-378	-397
自由现金流	85	4	573	587	974
经营现金流	472	565	444	930	1,193
投资现金流	-679	-383	-439	-355	-367
融资现金流	409	388	-30	-30	-30
现金流净增加额	201	570	-25	545	796
财务指标					
成长性					
收入增长率	36.6%	27.8%	28.1%	29.4%	30.7%
EBIT 增长率	52.8%	32.8%	27.4%	41.2%	38.1%
净利润增长率	36.7%	30.5%	46.0%	41.3%	39.9%
利润率					
毛利率	22.2%	22.9%	23.0%	23.4%	23.7%
EBIT 率	10.8%	11.2%	11.1%	12.2%	12.9%
净利润率	8.3%	8.5%	9.7%	10.6%	11.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	14.5%	13.1%	16.0%	18.5%	20.5%
总资产收益率(ROA)	7.1%	6.8%	8.6%	9.9%	11.0%
投入资本回报率(ROIC)	12.4%	11.6%	13.2%	15.5%	17.5%
运营能力					
存货周转天数	85.1	106.0	97.8	98.4	99.5
应收账款周转天数	77.3	79.2	83.6	81.1	81.6
总资产周转天数	454.3	484.7	437.3	413.7	397.1
净利润现金含量	1.6	1.4	0.8	1.1	1.0
资本支出/收入	7.6%	6.2%	7.6%	4.9%	3.9%
偿债能力					
资产负债率	52.1%	46.7%	45.3%	45.4%	45.5%
净负债率	-10.7%	-24.3%	-19.9%	-27.7%	-35.3%
估值比率					
PE	62.97	48.24	33.03	23.38	16.72
PB	5.67	5.21	5.29	4.31	3.43
EV/EBITDA	24.07	25.12	23.54	17.40	12.29
P/S	5.00	4.09	3.20	2.47	1.89
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		