

# 推动物联网进入无缝通信时代

买入 维持

目标价格：80.00元

## 投资要点：

- 并购上海海尔，未来将以载波芯片为核心打造物联网芯片平台
- 宽带载波芯片等新产品逐步成熟，2015年开始将逐步放量，未来有望推出载波+wifi+蓝牙的无缝通信系列芯片

## 报告摘要：

- 并购上海海尔，为公司打造物联网芯片设计平台奠定了基础，未来将全面转型无缝通信解决方案提供商和服务商。公司并购上海海尔的看点在于能力提升，一方面锁定上游IC设计服务供应稳定性，一方面提升了公司硬件设计水平，为打造物联网芯片设计平台奠定基础。从业务模式来看，公司未来将围绕载波通信技术拓展“载波+WiFi+蓝牙”的无缝通信解决方案，公司将凭借技术先发优势成长为国内乃至全球无缝通信产品解决方案企业龙头。电力猫网络拓展、三网融合IPTV、智能电网、中压载波传输、弱电总包工程等空间巨大的领域都将纳入公司业务能力范围。
- 宽带载波产品逐步成熟，针对细分行业的产品系列化布局趋于完整，2015年将逐步放量。公司在过去两年中对产品系列化布局已经趋于完整，已经初步形成了窄带高速芯片、宽带系列芯片并已经开始布局无缝通信的融合类芯片，2015年可能放量的产品包括：电力猫、智能插座（综合多种通信方式）、智能漏电保护产品、三网融合IPTV产品、低成本安防解决方案系列产品。
- 维持“买入”投资评级，强烈推荐。预计公司2014~2016年EPS分别为1.16元，1.87元，2.60元，我们强烈看好公司推动物联网进入无缝通信时代的领军能力，看好公司系列产品未来的普及以及对传统行业改变，在2015年实现4亿元以上净利润的基础上看200亿市值，目标价80元，维持“买入”评级，强烈推荐。
- 风险提示：智能家居和智慧社区市场拓展低于预期。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	441.64	503.28	630.11	1166.95	1639.57
增长率(%)	17.14	13.96	25.20%	85.20%	40.50%
归母净利润(百万)	259.20	236.17	259.32	417.70	579.58
增长率(%)	27.00	-8.88	9.80%	61.07%	38.76%
每股收益	1.18	1.06	1.164	1.876	2.603
市盈率	39.84	44.22	38.30	23.78	17.14

## 电子研究组

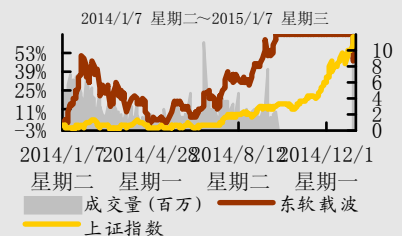
### 分析师：

王建伟(S1180514070002)

电话：0755-33352100

Email: wangjianwei@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

- 《和而泰：集聚资源全面加快物联网生态布局》  
2014/12/30 星期二
- 《亿纬锂能：剥离电子烟，全面发力动力储能》  
2014/12/30 星期二
- 《亿纬锂能：战略拼图：再联强援建设充电网络》  
2014/11/6 星期四
- 《亿纬锂能：牵手金龙加快电动汽车产业链布局》  
2014/11/5 星期三
- 《长城开发：业绩靓丽，重新贴上成长股标签》  
2014/10/30 星期四
- 《英唐智控：聚焦生活智能化，转型物联网》  
2014/10/28 星期二
- 《金运激光：3D云平台价值逐步显现》  
2014/10/26 星期日
- 《亿纬锂能：业绩触底，建仓时机来临》

近期我们对东软载波进行了调研，对于公司新产品储备，并购上海海尔以后的发展战略等方面情况与公司进行了沟通。我们认为，公司 2015 年将迎来跨越式发展，智能家居产品有望迎来阶跃式提升，新产品系列化布局已经逐步完善，随着公司智能家居产品的逐步放量，公司的价值以及公司产品的应用潜力将逐步被市场认可，我们看好公司中长期发展。

为了全面说明公司的价值，我们从技术、产品、能力以及行业趋势四个维度对公司价值进行全面说明。

### **维度一：技术和行业匹配维度**

这一个维度我们想说明一个问题，到底载波能不能成长为主流的应用技术？关于载波和无线技术谁是主流的争论已经很多，我们觉得对于争论的结果并不重要，市场的演进过程实际上是将技术特点和行业需求进行匹配的过程，这是技术应用演化的必然过程。从技术和应用匹配的角度我们认为载波和无线技术都将凭借自己的技术特点占据各自的行业应用阵地，对于技术和行业匹配，我们有如下观点：

1) 载波技术：可靠性好，传输速度快，新的 G.hn 载波标准已经将电力线、电话线、同轴电缆三种传输媒介合一，特别适用的领域包括：各类需要电源接入的家电领域、智能电网领域、三网融合领域、低成本安防布控领域、楼宇智能化改造等。

2) wifi：传输速度快，高吞吐量数据传输是最大优势，特别适用的领域包括：高速数据传输、移动传感器类组网应用领域。

3) 蓝牙：传输距离短，模块成本低，特别适用于可穿戴领域等个人短距离通信领域应用。

以上是我们从技术特点角度对技术与行业匹配的主要观点，载波特别适用于家电智能化以及楼宇智能化应用，wifi 特别适用于移动类数据传输，蓝牙适用于可穿戴等领域。以上分析主要说明两个问题：第一，每一种技术都有特别适合应用的领域，技术优势需要和行业需求相结合。第二，在当前需求多样化趋势面前，没有一种技术可以通吃所用应用领域。

### **维度二：产品系列化维度**

这一维度是我们此次调研感受最深的，公司在过去两年里，随着宽带芯片的逐步成熟，实际上已经做了产品系列化的工作，即为不同的行业应用准备不同的芯片产品。公司之所以做产品系列化布局，已经充分考虑了行业应用的需求对性能和成本的要求，从目前来看，公司的产品系列布局基本上可以从传输速度的角度大体划分为三类：

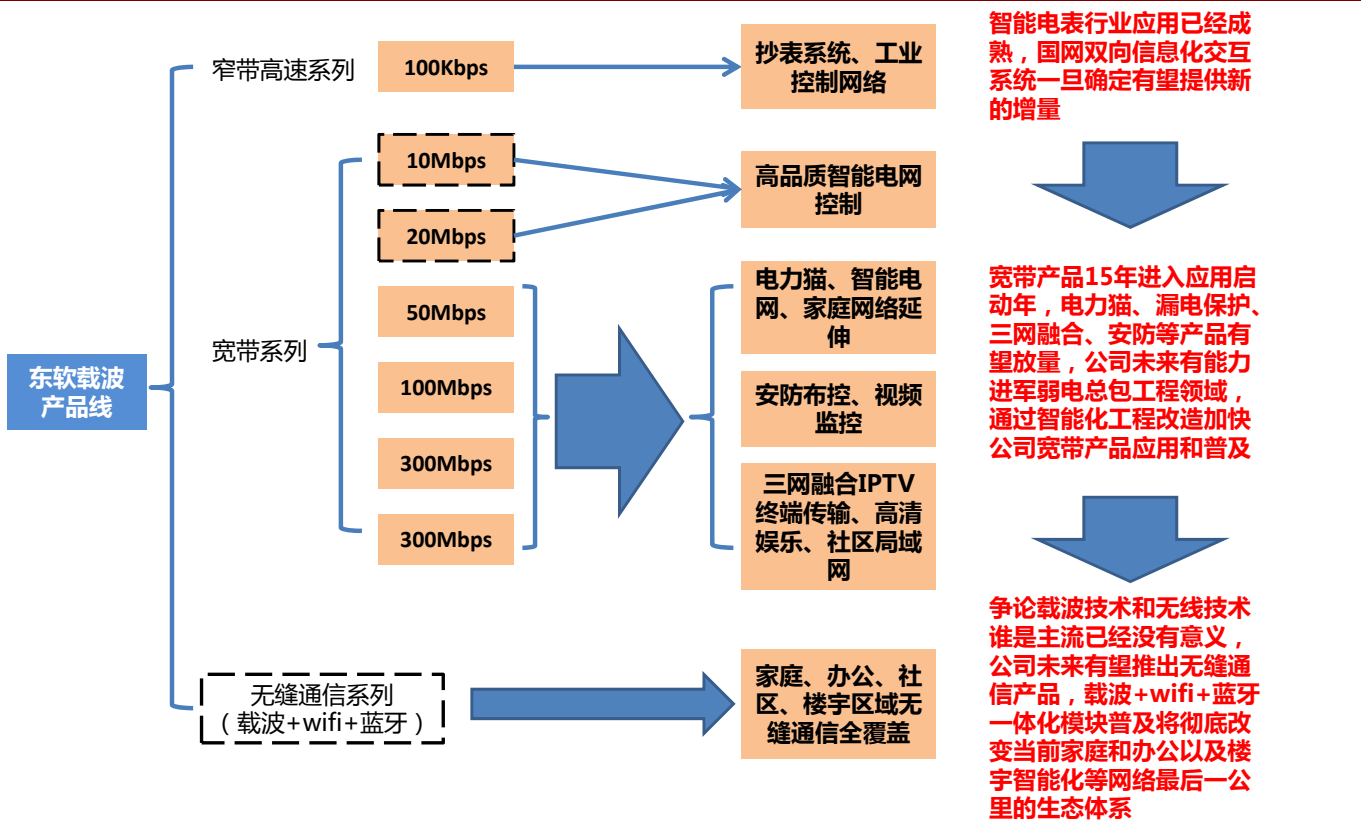
第一类：窄带系列产品。该系列产品完全是针对智能电表应用发展起来的，传输速率从最初的几十 Kbps 到五代产品的 100kbps，传输技术也从最初的 QPSK 等传统技术升级到了五代芯片的 OFDM 技术，从行业应用来看，未来在控制领域具备较大应用前景的是公司五代窄带高速系列芯片，该芯片采用 OFDM 技术，抗干扰能力强，适用于对传输速度要求不高的工业控制网络领域。

第二类：宽带系列产品。该系列产品是公司针对行业应用划分最为细致的产品。传输速率从 50M 到 500M 不等，主要是根据不同行业应用对传输速度的要求进行了细分，从

应用领域来看，50M 产品主要针对民用市场，100M 以上的产品主要针对实时性和传输速度要求较高的工业类场景。未来公司还将陆续推出 10M 和 20M 的产品

第三类：无缝通信类融合芯片。该类芯片是公司开发中的产品，未来有望将载波芯片、WiFi 芯片和蓝牙芯片整合在一起，形成无缝通信类融合芯片产品，该类芯片一旦退出，将推动物联网进入无缝通信时代，公司将转型为无缝通信解决方案供应商，彻底改变物联网最后一公里的方案模式和竞争格局。

**图 1：东软载波产品线布局（虚线为开发中的产品系列）**



资料来源：公司资料，宏源证券研究所

### 维度三：公司能力提升维度

维度三我们主要从公司的能力提升方面展望一下公司的发展潜力。说到能力提升，不得不提此次收购上海海尔，其实公司对于上游 IC 设计类资产领域的并购准备已久，从参股苏州创达特已经开始向 IC 设计领域布局。对于上海海尔的并购我们认为有以下三点需要注意：

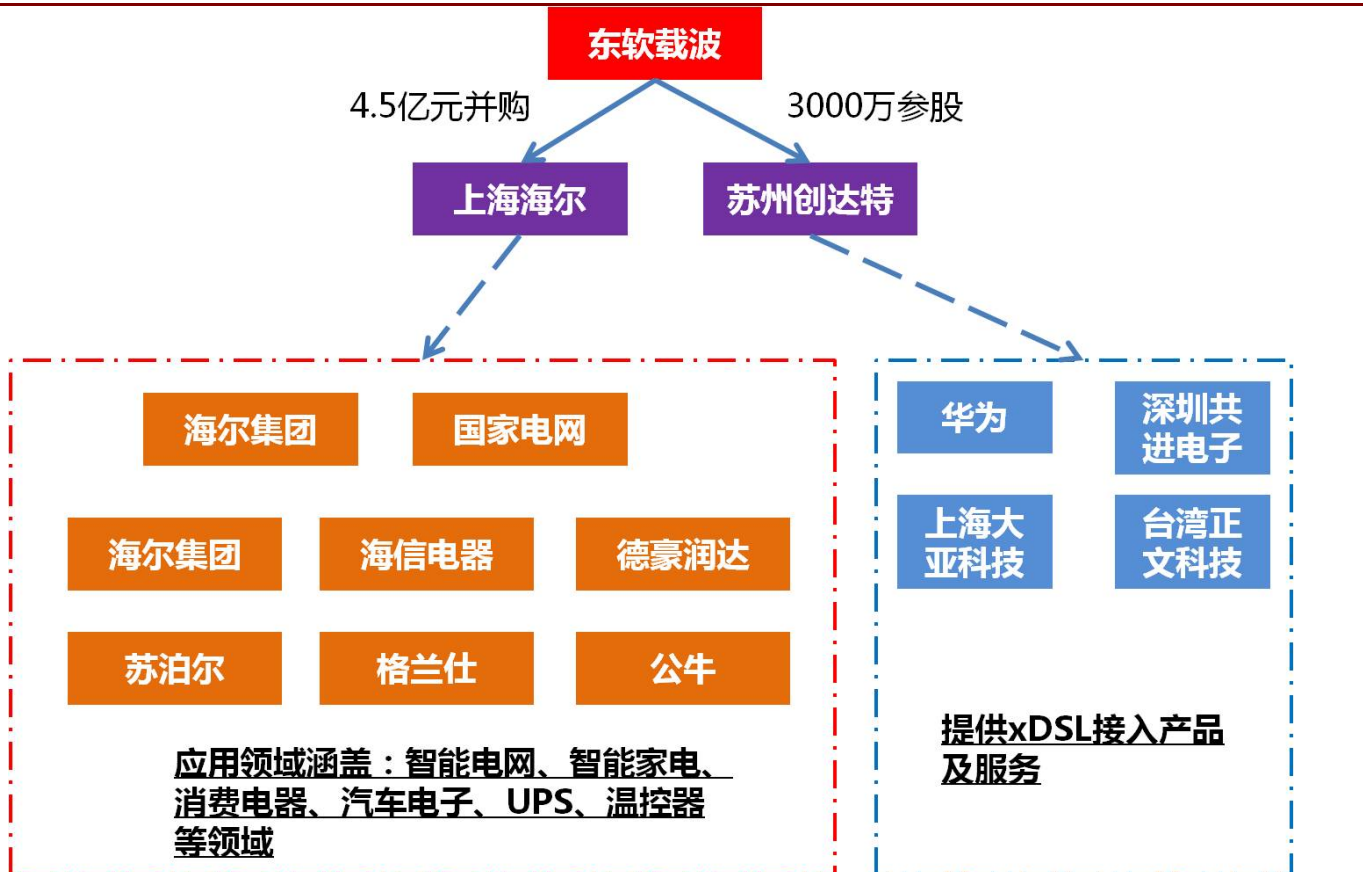
1) 不必纠结于收购价格和 18 倍的 PE。市场上部分投资者认为收购 PE 达到 18 倍，高于目前上市公司并购大多 10 倍左右的 PE 水平，我们认为不必过于纠结。在半导体行业未来十年看好的大环境下，公司积极布局 IC 设计环节，未来几年均有望从国家和地方政府获得较大的资金支持，纯粹从投资的角度来看，政府补贴将拉低公司的综合投资成本，另一方面，公司并购之后的协同效应不仅仅体现在上海海尔的承诺业绩中，更多的在上市公司层面会有较大的业绩提升，所以要从公司整体受益的角度来看待，而不是仅仅纠结于上海海尔的业绩。

2) 从能力提升方面来看，公司此次 4.5 亿元并购上海海尔 100% 股权，一方面保障了上游

IC 设计服务商的稳定性，另一方面可以围绕上海海尔打造物联网芯片设计平台，从而将产品覆盖面从载波逐步拓展到无线芯片领域，为全面向无缝通信供应商转型奠定基础。

3) 从渠道协同方面，并购上海海尔为大客户合作奠定了基础。从上海海尔的客户名录可以看到，海尔集团、国网、海信电器、德豪润达、苏泊尔、格兰仕、公牛等客户实际上也是智能家居和智能电网领域的潜在标的客户，未来通过渠道共享，东软载波有望将载波通信芯片导入上海海尔的客户群中，渠道和客户协同也为 2015 年铺货提供了想象空间。

图 2: 东软载波在 IC 设计领域并购对照



资料来源：公司资料、宏源证券研究所

#### 维度四：行业发展趋势维度

此维度我们重点说明物联网的价值所在以及东软载波的发展空间。从物联网的价值来看，帮助下游行业降低成本，实现增值才是其价值所在，更重要的是，物联网的发展潮流将对传统行业进行洗牌，传统行业公司凭借物联网技术可以抢夺竞争对手的市场份额，率先拥抱物联网的企业将在新一轮的行业竞争洗牌中占据先机，我们从东软载波几个产品来看一下是否公司产品已经站在了行业发展的潮流，是否具备改变下游行业格局的能力：

1) 从电力猫到嵌入式载波网络。公司围绕宽带芯片将推出电力猫产品，电力猫是相对比较成熟的行业，我们相信凭借公司的高抗干扰能力和性价比，将会较好的市场表现。更重要的是，传统的电力猫一般是配对适用，仅仅用于网络延伸的用途，点对点的应用场景和弱弱的组网能力限制了电力猫的应用。东软载波在组网方面已经积累了丰富的方案经验，公司宽带产品组网能力已经拓展到 255 个节点，相比于国外芯片商仅仅十多个节点的组网能力有了大幅提升。想象一下在每一个插座中嵌入公司宽带芯片，家庭中的所有插座可以变成一个网络终端，并且可以相互传输信息，届时电力猫将推出历史舞台，载波网络将成为

家庭和办公局域网的首选，一旦有了这个网络，我们可以做什么样的增值服务？

2) 远程漏电保护产品。公司在载波通信基础上开发了漏电保护产品，可以远程控制电闸的关断。这样在特殊的应用场合，将彻底告别人工和强电的接触，在发生火灾等灾害的时候也可以对于事发现场周边的电网进行远程切断，减少次生灾害的发生。漏电保护产品是房地产和电网行业的刚需所在，一旦载波漏电保护凭借安全性成为行业标准，空间有多大？

3) 低成本安防解决方案。从现有的安防体系来看，基本上都需要布设网线等专门通信线缆，成本高，需要专业维护，这也是过去几年安防行业一直保持高利润的原因。试想采用公司宽带芯片产品之后，所有有电源插座的地方都可以轻松接入网络摄像头，而且可以轻松自组网搭建安防网络，仅仅线缆一项就可以节省很多成本，而且网络维护更加简单，当宽带载波芯片技术普及之后，低成本安防解决方案普及还会远吗？

4) 以载波技术为核心的楼宇弱电系统整体解决方案。公司已经围绕载波技术为核心开发了 IBMS 系统（智能楼宇管理系统），未来公司有能力强通过对外合作或者并购等方式切入弱电工程总包领域。一旦以载波技术为核心的楼宇智能化解决方案成熟，公司载波芯片的工程类市场将快速打开，而且具备异地复制推广的优势。当采用载波技术的楼宇智能化解决方案普及，公司的芯片产品市场空间有多少倍的提升？

5) 未来的物联网，一定是无缝通信的网络。如前所述，公司并购上海海尔之后将打造物联网芯片平台，将在载波通信的基础上开发载波+WiFi+蓝牙的无缝通信产品，我们有理由相信凭借公司在载波通信领域的领先优势，其无缝通信产品将具备较高的性价比，在无缝通信普及的背景下，公司将成长为无缝通信解决方案龙头，如果看好无缝通信的行业发展前景，公司是最佳的投资标的。

综上所述，我们认为公司 2015 年有如下看点：

a-可能放量的产品：电力猫、智能插座（综合多种通信方式）、智能漏电保护产品、三网融合 IPTV 产品，低成本安防解决方案系列产品。

b-未来有望切入的领域：wifi、蓝牙等无线芯片设计和制造，无缝通信产品系列和制造，楼宇弱电总包工程业务等。

c-公司需要补强的领域：大数据信息服务业务板块。

最后来看一下公司的估值。我们认为 2015 年是公司智能家居产品放量的一年，公司多个产品线的布局以及未来楼宇弱电领域的拓展颇具看点，我们预估 15 年公司净利润有望突破 4 亿元，从行业发展空间和公司竞争优势两个方面来看给予公司 50 倍估值，公司整体看 200 亿元市值，目标价 80 元，强烈推荐！

**公司盈利预测表 (单位: 百万元)**

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	503.28	630.11	1166.95	1639.57	货币资金	1595.10	1730.66	1776.23	2140.24
减: 营业成本	192.13	240.07	464.45	659.11	应收和预付款项	135.73	103.35	339.68	282.86
营业税金	5.10	6.36	11.79	16.56	存货	32.43	53.60	112.83	123.36
营业费用	38.97	44.74	91.02	118.05	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	102.93	88.21	175.04	245.94	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-47.68	-37.41	-39.45	-44.06	投资性房地产	0.46	0.39	0.32	0.25
资产减值损失	2.33	0.00	0.00	0.00	固定资产和在建	14.14	61.80	119.46	192.12
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发	5.66	4.99	4.31	3.64
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资产总计</b>	1783.51	1954.78	2352.83	2742.46
<b>营业利润</b>	209.49	288.13	464.11	643.98	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
加: 非经损益	39.06	0.00	0.00	0.00	应付和预收款项	53.33	38.89	137.81	112.38
<b>利润总额</b>	248.55	288.13	464.11	643.98	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
减: 所得税	12.39	28.81	46.41	64.40	其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	236.17	259.32	417.70	579.58	<b>负债合计</b>	53.33	38.89	137.81	112.38
减: 少数股东	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	222.46	222.46	222.46	222.46
<b>归母净利润</b>	236.17	259.32	417.70	579.58	资本公积	918.20	918.20	918.20	918.20
<b>现金流量表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	留存收益	589.52	775.23	1074.36	1489.42
经营性	201.17	221.75	184.69	564.47	<b>归母股东权益</b>	1730.18	1915.89	2215.02	2630.08
投资性	-3.10	-50.00	-60.00	-80.00	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性	-54.72	-36.20	-79.11	-120.46	<b>股东权益合计</b>	1730.18	1915.89	2215.02	2630.08
<b>现金流量净额</b>	143.36	135.55	45.57	364.01	负债和权益合计	1783.51	1954.78	2352.83	2742.46

资料来源: 宏源证券研究所

**作者简介:**

**王建伟:** 北京大学工学博士, 2008~2011 年于中国科学院从事国家战略性新兴产业科技规划研究, 研究领域涵盖新能源汽车、机器人、高性能计算、高端医学影像、先进纳米材料、云计算、激光显示等新兴产业领域, 2011~2014 年于招商证券从事中小市值股票研究, 2014 年加盟宏源证券任电子行业研究团队组长。

**机构销售团队**

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。