

## 公司研究

2015 年 12 月 11 日

公司研究

### 晓程科技 (300139)

——国内业务增长缓慢，积极布局国际市场

投资评级	增持
评级变动	首次评级
总股本	2.74 亿股
流通股本	2.12 亿股
ROE (最新)	2.61%
每股净资产	4.70 元
当前股价	16.76 元

注：上述财务数据为 2015 年 3 季度数据

长城国瑞证券研究所

分析师：

潘永乐

panyongle@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200512010001

研究助理

李志伟

lizhiwei@gwgsc.com

联系电话：0592-5813105

地址：厦门市莲前西路 2 号  
莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司

#### 投资要点：

◆公司主要致力于电力线载波芯片等系列集成电路产品的设计、开发，并销售具有自主知识产权的集成电路与电能表等产品，为用户提供相关技术服务和完整的解决方案。公司目前的主营业务构成包括：降损项目、集成电路应用与设计、BOT 项目等。

◆从国内业务来看，目前国网对电能表的需求量增加缓慢，国内电表业务竞争十分剧烈，受此影响公司国内业务下滑较为明显，公司已经意识到此前对国网的研发方向把握不够准确的问题，在今年下半年推出了 XC6000 芯片系列产品，预计未来会有所好转；从国外业务来看，公司从 2012 年开始积极向海外拓展业务空间，将国内先进的技术进行对外输出，目前取得显著成效，从 2014 年年报披露的数据来看公司海外业务毛利占比已达到 70.30%。

◆海外业务未来发展战略：在加纳市场公司已经运作多年，积累了丰富的项目经验，目前正在全力打造从用电端、配电端到发电端这样一条完整的产业链，已经形成良好的示范效应；而对于新开发的南非市场，公司将继续使用 PPP 项目的合作模式，把 EMFULEN 市的模式复制到该国 170 多个存在水、电漏损巨大的城市中，未来南非市场存在的市场发展空间较大。

## 盈利预测及投资评级：

在公司现有降损项目、集成电路应用及设计、BOT 项目等业务规模稳健增长的前提假设下,不考虑公司未来在非洲其他国家的扩张因素,我们预计公司 2015 与 2016 年的 EPS 预测分别为 0.281、0.402 元,对应 P/E 分别为 59.61 倍、41.69 倍。以 2016 年电子元件行业平均 58.39 倍的预测 P/E 来看,公司的估值存在一定的提升空间,因此我们给予其“增持”评级。

## 风险提示：

汇率风险;海外政治风险;市场竞争风险;应收账款风险;新产品研发风险。

公司主要致力于电力线载波芯片等系列集成电路产品的设计、开发，并销售具有自主知识产权的集成电路与电能表等产品，为用户提供相关技术服务和完整的解决方案。公司目前的主营业务构成包括四项：降损项目（2015年上半年营业收入占比为 29.49%，毛利率 67.58%）；集成电路应用（2015年上半年营业收入占比为 24.57%，毛利率 35.89%）；BOT 项目（2015年上半年营业收入占比为 17.14%，毛利率 72.70%）；集成电路设计（2015年上半年营业收入占比为 8.97%，毛利率 54.45%）等。

目前国网对电能表的需求量增长缓慢，国内电表业务的竞争十分剧烈，面对公司国内业务收入下滑显著的情况，一方面，公司已经意识到此前对国网的研发方向把握不够准确的问题，并进行了相应的调整，在今年下半年推出了 XC6000 芯片系列产品，预计未来会有所好转；另一方面，公司从 2012 年开始积极向海外拓展业务空间，将国内先进的技术进行对外输出，海外业务取得迅速发展，从 2014 年年报披露的数据来看其毛利占比已达到 70.30%。

公司海外业务主要集中在非洲地区，主要因为当地缺电、缺水情况十分严重，用电、用水基本上是“一表多户”并且基本实行阶梯价格及后付费方式，导致偷漏情况严重，收费困难；此外，当地电力设备基本上存在老、旧、坏等现象，急需更换。公司充分利用这块市场需求，降损业务取得迅速发展。

在加纳，公司已经运作多年，正在全力打造从用电端、配电端到发电端这样一条完整的产业链，目前公司正在加纳建设一个 20MW 的太阳能发电站，预计建成后光伏电站 25 年共能发电 6 亿度左右，平均每年发电 2500 万度。

由于加纳 BOT 和降损等项目的成功实施，公司的产品和技术已经得到周边国家和地区的认可，公司于 2014 年 12 月与南非

EMFULEN 政府签订了《采购智能计量设备公私合作伙伴关系协议》，该 PPP 项目融资总金额约为人民币 6 亿元，主要用于公司在 E 市管辖区内设计并安装智能电网和水资源计量专用智能计量系统，并将当地电表和水表进行改造，用于监测、计量、改善该地区电力及用水供应及情况。该项目建设运营期 10 年，在稳定运营的情况下将为公司每年带来大概 1 个亿元左右的收益。此外，E 市周边存在类似问题的城市比较多，公司未来将会根据 E 市 PPP 项目经验将该模式大量复制到其他城市，未来发展空间较大。

**表 1：盈利预测**

财务和估值数据摘要					
单位:百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	292. 56	291. 31	254. 31	271. 45	426. 42
增长率(%)	-3. 78%	-0. 43%	-12. 70%	6. 74%	57. 09%
归属母公司股东净利润	83. 15	65. 41	59. 69	77. 04	110. 15
增长率(%)	4. 84%	-21. 34%	-8. 74%	29. 06%	42. 97%
每股收益(EPS)	0. 303	0. 239	0. 218	0. 281	0. 402
每股股利(DPS)	0. 100	0. 060	0. 040	0. 072	0. 102
每股经营现金流	0. 141	-0. 094	-0. 195	0. 835	-1. 251
销售毛利率	53. 64%	52. 30%	47. 56%	56. 00%	56. 00%
销售净利率	30. 02%	24. 58%	25. 49%	30. 82%	28. 05%
净资产收益率(ROE)	7. 26%	5. 57%	4. 91%	6. 05%	8. 12%
投入资本回报率(ROIC)	19. 74%	11. 06%	7. 53%	8. 12%	14. 52%
市盈率(P/E)	55. 23	70. 21	76. 93	59. 61	41. 69
市净率(P/B)	4. 01	3. 91	3. 77	3. 60	3. 39
股息率(分红/股价)	0. 006	0. 004	0. 002	0. 004	0. 006

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。