

东软载波 (300183)

证券研究报告

2018年03月15日

布局全面的电力通信领头羊，迎来宽带改造新阶段

事件：根据公司3月2日官方网站报道，公司已经取得基于SSC1653芯片的电力线载波模块ESPLC-CEN的G3-PLC CENELEC A认证证书，标志公司的PLC产品正式取得了通向欧盟智能电网的电表集抄市场通行证。

点评：1、**获得海外标准认证，有望打开海外载波通信市场。**G3-PLC标准是国外两大主流的载波通信标准之一，公司自2013年加入G3-PLC联盟，持续加强G3-PLC相关产品研发，自主研发的SSC1653芯片成功获得G3-PLC CENELEC A认证证书，此举标志着公司的PLC产品正式获得打开欧盟智能电表市场的通行证，有望打开海外的智能电表载波通信市场。

2、**最全的电网芯片设计能力，有望打造电网芯片帝国。**公司具备SMART(S安全、M MCU、A载波、R无线、T触控)芯片产品线，是国内不多的具备完整的电表终端芯片能力的公司，目前芯片广泛应用于电力表计、家电、无人机、消费电子等领域。我们认为在国产芯替代的大潮下，公司完善的芯片布局有望助力公司打造电网芯片帝国。

3、**宽带载波产品经过多年的研发及测试，有望起量，助力全费控的第二轮电表改造。**目前阶段，我国第一阶段的低压用电信息采集系统改造已经基本完成。为了进一步提升抄表成功率，实现双向费控，电网公司迫切需要开启第二轮电表改造。第二轮电表改造的本地通信将以性能更优的宽带载波为主，经历过去一年的产品标准制订及产品联调测试，目前已基本成熟，据国家电网官网披露，2017年7月已完成了电力线宽带载波互联互通协议技术宣贯会。宽带载波产品的价值量进一步提升为原来的2倍，整体市场空间将大幅提升。同时宽带载波技术具有一定的技术门槛，东软载波具有先发优势，有望进一步提升市场份额，打开新一轮的高速增长。

4、**依托芯片布局，延伸场景通信的解决方案能力，有望开启垂直领域的成长。**依托完善的通信芯片布局，公司加快布局智能家居、智能园区、智能楼宇等场景领域的应用落地，有望开拓除电网市场外的高增长领域。

投资建议：公司作为国内载波通信龙头企业，受益于我国第二轮电表改造，有望再启新的成长期。在加强电网芯片及解决方案能力的同时，公司陆续完善芯片领域的布局，现已具备SMART芯片产品线的完善的电网终端芯片布局，有望打造电网芯片帝国。同时依靠完善的芯片布局，公司加快智能家居等垂直应用场景的延伸，值得期待。我们长期看好公司受益电网第二轮电表改造下的业绩稳步增长，同时期待公司芯片能力进一步延伸打开的广阔空间。由于2017年宽带载波标准制定带来订单执行的延后，我们将2017-2019年净利润预测由3.51、4.34、5.90亿元调整为2.34、3.13、3.91亿元(考虑2017年12月进行的员工激励计划所需要的费用，实际营业利润会更高)，对应PE 34、26、21倍，我们认为公司合理估值水平应在30-40倍区间，对应18年净利润，目标价格区间为20.1-26.8元，给予买入评级。

风险提示：电网抄表宽带升级不达预期；集成电路业务发展不达预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	825.33	983.91	904.25	1,268.09	1,505.27
增长率(%)	28.08	19.21	(8.10)	40.24	18.70
EBITDA(百万元)	230.13	320.96	234.95	323.95	421.85
净利润(百万元)	275.99	356.47	234.31	312.84	390.88
增长率(%)	12.52	29.16	(34.27)	33.51	24.95
EPS(元/股)	0.59	0.76	0.50	0.67	0.83
市盈率(P/E)	29.28	22.67	34.48	25.83	20.67
市净率(P/B)	3.58	3.20	3.03	2.81	2.57
市销率(P/S)	9.79	8.21	8.94	6.37	5.37
EV/EBITDA	48.73	30.98	27.84	20.74	15.14

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/半导体
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	17.18元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	470.31
流通A股股本(百万股)	263.51
A股总市值(百万元)	8,079.92
流通A股市值(百万元)	4,527.08
每股净资产(元)	5.73
资产负债率(%)	7.85
一年内最高/最低(元)	26.24/12.82

作者

容志能	分析师
SAC执业证书编号：S1110517100003	
rongzhineng@tfzq.com	
唐海清	分析师
SAC执业证书编号：S1110517030002	
tanghaiqing@tfzq.com	
陈俊杰	分析师
SAC执业证书编号：S1110517070009	
chenjunjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《东软载波-公司深度研究:宽带载波升级+SMART产品线布局，载波龙头再启新增长》2017-03-01

1. 盈利预测及估值

盈利预测的基本假设：

- 1) **低压电力线载波通信产品**，17 年由于宽带载波标准制定带来订单执行的延后，预测收入同比下滑 13%，18 年开始由于高质量通信模组的需求日益迫切，同时第一批 2009-2010 年建设的低压集抄表计逐步达到运行年限需要更新，所以预计 2018 年开始恢复性增长，预计 2018-2019 年收入增速达到 41%，12%，同时预测 2018-2019 年宽带载波占比从 40%提升到 60%，因此毛利率将有所提升。
- 2) **系统集成及 IT 咨询服务**，2018 年开始将进一步加大房地产领域的物联网终端及解决方案投入，预计 2018、2019 年增速将达到 30%和 100%。
- 3) **集成电路**，公司持续加大渠道投入，继续加大 8 位 MCU 的销售计划，同时陆续上市 32 位 MCU、安全芯片、蓝牙 5.0 等多款芯片，预计 2018-2019 年营收继续维持高增速，增速达到 40%和 40%。

表 1：公司盈利预测假设

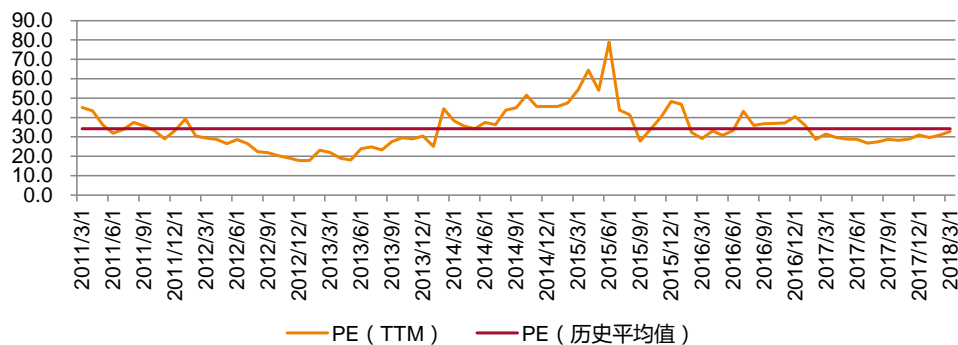
年份		2016	2017E	2018E	2019E
低压电力线载波通信产品	业务收入（万元）	88050.00	76800.00	108500.00	122000.00
	同比增长率%	16.36%	-12.78%	41.28%	12.44%
	毛利率%	65.37%	60.00%	61.00%	63.00%
系统集成及 IT 咨询服务	业务收入（万元）	3754.28	4129.71	5368.62	10737.24
	同比增长率%	3.40%	10.00%	30.00%	100.00%
	毛利率%	45.54%	25.00%	30.00%	30.00%
集成电路	业务收入（万元）	5801.90	8702.85	12183.99	17057.59
	同比增长率%		50.00%	40.00%	40.00%
	毛利率%	43.97%	25.00%	25.00%	25.00%
应用软件收入	业务收入（万元）	883.91	883.91	883.91	883.91
	同比增长率%		0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
主营业务收入合计	业务收入（万元）	98490.09	90516.47	126936.52	150678.74
	同比增长率%	19.34%	-8.10%	40.24%	18.70%
	毛利率%	63.66%	55.43%	56.51%	56.56%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

我们预测 2017-2019 年净利润为 2.34、3.13、3.91 亿元（考虑 2017 年 12 月进行的员工激励计划所需要的费用，实际营业利润会更高）。

估值分析：公司纵向比较来看，从 2011 年到 2017 年的 TTM 估值(PE)统计显示，PE(TTM)的平均值为 34.2 倍。从同行业横向比较来看，东软载波 2018 年 PE 约为 25.9 倍，远低于行业平均的 40.1 倍。因此从横向和纵向估值比较，我们认为公司被低估，合理估值水平应当在 30-40 倍之间。

图 1: 公司纵向估值比较



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 2: 公司横向估值比较

	净利润 (2017 年为业绩快报或业绩预告, 2018-2019 为 Wind 一致预期平均值)			市值 (2018.3.15)	利润对应 PE		
	2017	2018	2019		2017	2018	2019
300458.SZ 全志科技	0.21	1.67	2.04	72.3	343.0	43.3	35.4
300327.SZ 中颖电子	1.34	2.01	2.96	57.5	42.8	28.7	19.5
603986.SH 兆易创新	3.31	8.35	11.76	404.7	122.3	48.4	34.4
平均值					169.4	40.1	29.8
对比: 东软载波净利润为我们的预测值							
300183 东软载波	2.34	3.13	3.91	80.8	34.5	25.9	20.7

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)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	975.58	1,216.22	1,534.87	1,363.03	1,698.66	营业收入	825.33	983.91	904.25	1,268.09	1,505.27
应收账款	334.33	335.28	279.65	582.70	441.21	营业成本	357.32	357.57	403.04	551.55	653.83
预付账款	4.43	18.69	8.45	14.68	17.69	营业税金及附加	9.59	15.33	9.95	13.95	16.56
存货	91.97	121.95	88.07	199.34	158.19	营业费用	77.82	84.32	66.01	88.77	100.85
其他	464.20	403.08	304.15	359.93	379.15	管理费用	155.03	208.50	198.94	304.34	331.16
流动资产合计	1,870.53	2,095.21	2,215.20	2,519.69	2,694.90	财务费用	(42.25)	(22.90)	(32.00)	(41.00)	(38.00)
长期股权投资	24.15	18.07	18.07	18.07	18.07	资产减值损失	7.15	14.47	6.00	6.00	6.00
固定资产	15.31	22.27	156.18	259.54	331.56	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	207.98	294.43	212.66	175.59	135.36	投资净收益	1.96	3.09	0.00	0.00	0.00
无形资产	73.42	70.47	63.70	56.93	50.16	其他	(3.92)	(6.17)	0.00	0.00	0.00
其他	277.50	288.48	248.81	248.05	248.05	营业利润	262.62	329.70	252.32	344.48	434.87
非流动资产合计	598.36	693.72	699.42	758.19	783.20	营业外收入	63.75	63.52	20.00	20.00	20.00
资产总计	2,468.89	2,788.93	2,914.62	3,277.88	3,478.10	营业外支出	0.09	0.51	0.51	0.49	0.49
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	326.28	392.71	271.81	363.99	454.38
应付账款	99.61	137.09	121.05	232.21	191.24	所得税	53.14	41.49	34.84	47.32	59.07
其他	65.10	82.44	83.43	119.48	93.09	净利润	273.14	351.22	236.97	316.67	395.31
流动负债合计	164.72	219.53	204.48	351.69	284.33	少数股东损益	(2.85)	(5.26)	2.65	3.83	4.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	275.99	356.47	234.31	312.84	390.88
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.59	0.76	0.50	0.67	0.83
其他	35.18	39.85	39.85	39.85	39.85						
非流动负债合计	35.18	39.85	39.85	39.85	39.85						
负债合计	199.90	259.38	244.32	391.54	324.18						
少数股东权益	9.67	2.79	5.44	9.28	13.70	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股本	453.26	453.26	470.31	470.31	470.31	成长能力					
资本公积	873.32	874.95	839.83	839.83	839.83	营业收入	28.08%	19.21%	-8.10%	40.24%	18.70%
留存收益	1,806.05	2,073.50	2,194.54	2,406.75	2,669.91	营业利润	15.35%	25.54%	-23.47%	36.52%	26.24%
其他	(873.32)	(874.95)	(839.83)	(839.83)	(839.83)	归属于母公司净利润	12.52%	29.16%	-34.27%	33.51%	24.95%
股东权益合计	2,268.99	2,529.55	2,670.29	2,886.34	3,153.92	获利能力					
负债和股东权益总	2,468.89	2,788.93	2,914.62	3,277.88	3,478.10	毛利率	56.71%	63.66%	55.43%	56.51%	56.56%
						净利率	33.44%	36.23%	25.91%	24.67%	25.97%
						ROE	12.22%	14.11%	8.79%	10.87%	12.45%
						ROIC	85.00%	21.98%	15.18%	23.43%	22.78%
						偿债能力					
						资产负债率	8.10%	9.30%	8.38%	11.94%	9.32%
						净负债率	-63.71%	-30.66%	-35.83%	-44.71%	-30.80%
						流动比率	11.36	9.54	10.83	7.16	9.48
						速动比率	10.80	8.99	10.40	6.60	8.92
						营运能力					
						应收账款周转率	2.94	2.94	2.94	2.94	2.94
						存货周转率	10.41	9.20	8.61	8.82	8.42
						总资产周转率	0.36	0.37	0.32	0.41	0.45
						每股指标(元)					
						每股收益	0.59	0.76	0.50	0.67	0.83
						每股经营现金流	0.43	0.54	0.87	-0.07	1.01
						每股净资产	4.80	5.37	5.67	6.12	6.68
						估值比率					
						市盈率	29.28	22.67	34.48	25.83	20.67
						市净率	3.58	3.20	3.03	2.81	2.57
						EV/EBITDA	48.73	30.98	27.84	20.74	15.14
						EV/EBIT	50.88	32.41	29.69	22.14	16.09

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com