

东软载波 (300183)

证券研究报告

2018年04月25日

17年承上启下，18年三轮驱动有望重回正增长

事件：公司公布2017年年报，2017年营收9.13亿元，同比下滑7.16%，归属上市公司净利润2.38亿元，同比下滑33.22%；同时公司公布2018年一季报，2018Q1营收1.66亿元，同比增长20.97%，归属上市公司净利润0.43亿元，同比下滑9.45%。

点评：1、2017年是国网智能电表改造承上启下的关键年，业绩基本符合预期。公司的“低压电力线载波+集成电路+智能化”三大业务主线，分板块来看：(1)低压电力线载波通信产品作为总体收入占比82%的传统主业，2017年收入实现营收7.53亿元，同比下滑14.36%。2017年是国网第一轮用电信息采集改造的结束年，也是第二轮引领提升的开始年，又是国网新标准的制定和新产品的应用年。由于国网用电信息采集系统通信新标准尚在不断制定和完善中，导致了新产品招标和应用的滞后，致使公司2017年该板块收入下滑，影响到总体收入；(2)集成电路板块持续高速增长，2017营收1.06亿元，同比增长82.9%；该板块营收是针对第三方客户销售的集成电路产品，公司以中国MCU第一品牌为目标，并以MCU为基础延伸出完善的SMART产品线，产品广泛应用在白色家电、工业控制等领域，在产品性能逐步提升及自主可控的趋势下，板块持续高速增长。(3)智能化板块稳步增长，2017营收0.43亿元，同比增长13.22%；随着“智慧家庭-智慧楼宇-智慧园区”的全方位布局完善，板块有望迎来长足发展。

2018Q1延续2017年总体新产品应用滞后的状态，2017年招标的宽带载波通信产品尚未开始规模供货，一季度业绩还未到大幅正增长时点，符合预期。

2、毛利率回落属于正常，新增费用较多不改成长本质。2017年综合毛利率56%，同比下滑7.66%，毛利率下滑主要受2017年晶圆等原材料涨价影响，我们认为毛利率下滑到50-60%区间属于正常范围，后续随着新产品的逐步规模应用，毛利率有望企稳并略有增长。新增费用方面，2017年10月，公司发布1957.34万股限制性股票激励计划，需摊销的总费用为9191.67万元，2018年计划摊销5410.74万元，对应Q1摊销1156.70万元。另外，总投资达6亿元的胶州工业园一期项目在2017年6月竣工完成，假设10年折旧，则单季度摊销费用达到1500万元。考虑新增摊销费用，以及2018Q1因出售安缔诺49%股权带来的1918万元投资受益，2018Q1的主营业务利润同比略微增长。

3、“三驾马车”齐头并进，业绩重回正增长。我们认为，2017年是国网用电信息系统集采的承上启下年，而国网采用新产品新标准进行第二轮改造的趋势不可逆，随着新产品的落地完善，公司有望开启新一轮增长；同时，完善的SMART集成电路布局，助力公司芯片业务持续高速增长，随着自主可控趋势的进一步明确，公司集成电路板块有望持续高速增长；智能化板块2017年仍然是布局年，2018年将重点布局渠道，有望迎来快速发展机遇。总的来说，2017年是承上启下年，2018年三驾马车有望齐头并进，重回正增长。

投资建议：公司作为国内载波通信龙头，受益于我国第二轮电表改造，有望再启新的成长期。同时集成电路自主可控和智能化是大趋势，因此2018年公司开启三驾马车齐头并进阶段，总体业绩有望重回正增长。预计18-20年净利润为3.13、3.91、4.95亿元，考虑前期股价涨幅，我们将公司评级从买入调整为增持，持续推荐。

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	983.91	913.44	1,300.57	1,604.30	1,998.08
增长率(%)	19.21	(7.16)	42.38	23.35	24.55
EBITDA(百万元)	320.96	162.36	325.93	412.49	539.88
净利润(百万元)	356.47	238.05	313.44	391.09	495.06
增长率(%)	29.16	(33.22)	31.67	24.77	26.59
EPS(元/股)	0.76	0.51	0.67	0.83	1.05
市盈率(P/E)	25.03	37.48	28.46	22.81	18.02
市净率(P/B)	3.53	3.29	2.96	2.72	2.47
市销率(P/S)	9.07	9.77	6.86	5.56	4.47
EV/EBITDA	30.98	46.92	23.41	17.84	13.84

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	增持(调低评级)
当前价格	18.97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)	8,921.78
流通A股市值(百万元)	4,998.76
每股净资产(元)	5.88
资产负债率(%)	10.06
一年内最高/最低(元)	23.44/12.82

作者

容志能 分析师
SAC执业证书编号：S1110517100003
rongzheneng@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

- 《东软载波-首次覆盖报告:布局全面的电力通信领头羊，迎来宽带改造新阶段》2018-03-15
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,216.22	1,366.13	1,281.12	1,562.82	1,455.77
应收账款	335.28	323.27	588.11	536.12	877.51
预付账款	18.69	9.29	29.20	18.11	44.31
存货	121.95	150.44	215.35	234.33	363.92
其他	403.08	444.78	516.05	533.32	671.59
流动资产合计	2,095.21	2,293.90	2,629.83	2,884.70	3,413.10
长期股权投资	18.07	29.17	29.17	29.17	29.17
固定资产	22.27	171.42	274.48	360.79	424.05
在建工程	294.43	214.14	164.48	146.69	118.01
无形资产	70.47	66.33	59.85	53.36	46.87
其他	288.48	294.93	254.19	248.46	246.46
非流动资产合计	693.72	775.99	782.17	838.47	864.56
资产总计	2,788.93	3,069.90	3,412.01	3,723.16	4,277.67
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	137.09	273.93	284.26	309.45	519.56
其他	82.44	59.08	84.93	100.81	106.29
流动负债合计	219.53	333.01	369.18	410.26	625.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	39.85	27.86	27.86	27.86	27.86
非流动负债合计	39.85	27.86	27.86	27.86	27.86
负债合计	259.38	360.86	397.04	438.11	653.71
少数股东权益	2.79	0.00	3.55	8.34	13.95
股本	453.26	470.31	470.31	470.31	470.31
资本公积	874.95	1,043.92	1,008.92	1,008.92	1,008.92
留存收益	2,073.50	2,367.21	2,541.11	2,806.40	3,139.70
其他	(874.95)	(1,172.41)	(1,008.92)	(1,008.92)	(1,008.92)
股东权益合计	2,529.55	2,709.04	3,014.97	3,285.05	3,623.96
负债和股东权益总	2,788.93	3,069.90	3,412.01	3,723.16	4,277.67

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	351.22	236.08	313.44	391.09	495.06
折旧摊销	18.72	22.74	13.08	17.97	21.91
财务费用	0.24	0.00	(32.00)	(41.00)	(38.00)
投资损失	(3.09)	(1.49)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	53.83	(51.40)	(379.03)	73.65	(417.86)
其它	(166.84)	78.23	3.55	4.79	5.61
经营活动现金流	254.09	284.15	(80.95)	446.50	66.72
资本支出	101.75	106.56	60.00	80.00	50.00
长期投资	(6.08)	11.10	0.00	0.00	0.00
其他	(20.48)	(313.85)	(85.00)	(160.00)	(100.00)
投资活动现金流	75.19	(196.20)	(25.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	24.52	86.08	125.48	41.00	38.00
其他	(117.97)	(15.82)	(104.54)	(125.80)	(161.76)
筹资活动现金流	(93.45)	70.26	20.94	(84.80)	(123.76)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	235.83	158.21	(85.01)	281.70	(107.04)

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	983.91	913.44	1,300.57	1,604.30	1,998.08
营业成本	357.57	401.91	573.34	704.84	918.64
营业税金及附加	15.33	12.04	18.21	22.46	21.98
营业费用	84.32	102.69	91.04	112.30	133.87
管理费用	208.50	247.50	299.13	364.18	399.62
财务费用	(22.90)	(28.55)	(32.00)	(41.00)	(38.00)
资产减值损失	14.47	7.19	6.00	6.00	6.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.09	1.49	0.00	0.00	0.00
其他	(6.17)	(67.76)	0.00	0.00	0.00
营业利润	329.70	236.94	344.85	435.52	555.98
营业外收入	63.52	0.25	20.00	20.00	20.00
营业外支出	0.51	0.11	0.49	0.49	0.49
利润总额	392.71	237.08	364.36	455.03	575.49
所得税	41.49	1.00	47.37	59.15	74.81
净利润	351.22	236.08	316.99	395.88	500.67
少数股东损益	(5.26)	(1.98)	3.55	4.79	5.61
归属于母公司净利润	356.47	238.05	313.44	391.09	495.06
每股收益(元)	0.76	0.51	0.67	0.83	1.05

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	19.21%	-7.16%	42.38%	23.35%	24.55%
营业利润	25.54%	-28.13%	45.54%	26.29%	27.66%
归属于母公司净利润	29.16%	-33.22%	31.67%	24.77%	26.59%
获利能力					
毛利率	63.66%	56.00%	55.92%	56.07%	54.02%
净利率	36.23%	26.06%	24.10%	24.38%	24.78%
ROE	14.11%	8.79%	10.41%	11.94%	13.71%
ROIC	21.98%	16.40%	21.13%	19.96%	26.29%
偿债能力					
资产负债率	9.30%	11.75%	11.64%	11.77%	15.28%
净负债率	-30.66%	-35.32%	-33.34%	-26.91%	-31.04%
流动比率	9.54	6.89	7.12	7.03	5.45
速动比率	8.99	6.44	6.54	6.46	4.87
营运能力					
应收账款周转率	2.94	2.77	2.85	2.85	2.83
存货周转率	9.20	6.71	7.11	7.14	6.68
总资产周转率	0.37	0.31	0.40	0.45	0.50
每股指标(元)					
每股收益	0.76	0.51	0.67	0.83	1.05
每股经营现金流	0.54	0.60	-0.17	0.95	0.14
每股净资产	5.37	5.76	6.40	6.97	7.68
估值比率					
市盈率	25.03	37.48	28.46	22.81	18.02
市净率	3.53	3.29	2.96	2.72	2.47
EV/EBITDA	30.98	46.92	23.41	17.84	13.84
EV/EBIT	32.41	53.05	24.39	18.65	14.43

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com