

2018年08月17日

东软载波 (300183.SZ)

动态分析

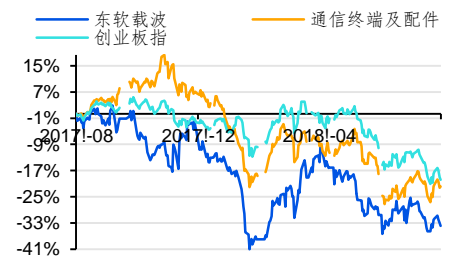
通信 | 通信终端及配件 III

 投资评级 **买入-A(维持)**
 股价(2018-08-16) **14.28元**

交易数据

总市值(百万元)	6,716.02
流通市值(百万元)	3,762.90
总股本(百万股)	470.31
流通股本(百万股)	263.51
12个月价格区间	12.82/23.44元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.11	3.14	-15.13
绝对收益	-11.58	-17.58	-34.93

分析师

 蔡景彦
 SAC 执业证书编号: S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

报告联系人

 陈韵迷
 chenyunmi@huajinsec.cn
 021-20377068

相关报告

 东软载波: 受制产业不景气 2017 年业绩承压, 载波通信集成电路双轮驱动未来
 2018-04-26

 东软载波: 载波通信搭台、IC 设计唱戏、智能家居腾飞
 2017-09-07

 东软载波: 智能电表订单稳健提升, 集成电路大幅增长
 2017-05-01

 东软载波: 智能电表业绩贡献稳健, 集成电路带来增长潜力
 2017-01-22

 东软载波: 三季报业绩维持稳定成长
 2016-10-31

国网 HPLC 招标暂未启动, 集成电路业务高速增长

投资要点

◆ **公司动态:** 公司发布 2018 年中期业绩报告, 上半年实现营业收入 4.05 亿元, 同比上升 1.48%, 归属于上市公司股东的净利润 8716.58 万元, 同比下降 33.82%, 毛利率 48.9%, 同比下降 10.6 个百分点, 每股收益 0.181 元, 同比下降 37.68%。第二季度单季度实现销售收入 2.39 亿元, 同比下降 8.7%, 归属上市公司股东净利润 4401.17 万元, 同比下降 47.6%。

◆ 点评:

➢ **国网 HPLC 招标暂未启动, 净利润承压:** 公司 2018 年上半年销售收入实现 4.05 亿元, 同比上升 1.5%, 实现归母净利润 8716.58 万元, 同比下降 33.82%。利润来源中投资收益同比增加 2,131.07 万元, 收益来自转让持有的参股公司上海安缔诺科技有限公司 49% 股权。公司营收取得小幅增长, 净利润同比出现下滑, 主要原因在于: 1) 上半年国网招标情况不及预期, 2018 年是国网高速电力线载波通信产品测试应用年, 新标准的高速电力载波通信产品尚未开始招标和应用; 2) 电容、电阻、晶圆等电子元器件价格上涨; 3) 限制性股票激励计划带来约 2,313.39 万元费用, 以上因素致使公司 2018 年上半年净利润相比去年同期有一定幅度的下降。

➢ **上游元器件涨价拖累毛利率, 集成电路业务高速增长:** 产品细分看, 公司主要收入来源低压电力线载波通信产品上半年收入 2.92 亿元, 同比下滑 13.0%, 毛利率 54.9%, 同比下滑 9.4%, 2018 年国家电网高速电力线载波通信 (HPLC) 模组招标尚未开始, 对公司该业务收入造成一定冲击。公司应用软件业务收入 3026.9 万元, 同比下滑 15.8%; 系统集成及 IT 咨询服务收入 1464.9 万元, 同比下降 19%, 毛利率同比下滑 9.4% 为 54.9%; 上半年原材料采购成本增加, 导致各项业务毛利率出现不同程度下滑。值得注意的是集成电路 (芯片) 业务收入 6168.1 万元, 同比上升 124.2%, 毛利率同比提升 12.1% 为 35.9%。MCU 产品下游需求一直较旺, 上游晶圆代工厂产能松动使得公司供给放量, 同时公司向下游客户适当提价, 因此收入和毛利率提升较快。

◆ **载波通信逢变革机遇, 集成电路发展可期:** 公司继续保持在电力线载波通信领域龙头地位, 并在集成电路设计、智能电网、能源管理、智能化、信息安全等领域形成完整的产品线, 从智能电网载波通信芯片商逐渐转变为能源互联网通信解决方案提供商。国网用电信息采集系统将采用统一通信标准的载波通信宽带低速方式逐步代替第一轮改造大面积采用的窄带载波通信方式, 随着国家电网招标的逐步落地, 公司低压电力线载波通信产品将得以放量, 业绩有望得到改善和恢复。公司芯片-软件-终端-系统-信息服务全产业链布局完善, 集成电路高速增长, 长期发展可期。

投资建议: 我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.60、0.94 和 1.07 元。

净资产收益率分别为 9.3%、13.1%和 13.4%。给予买入-A 建议。

- ◆ **风险提示：**国家电网智能电网改造速度不及预期；行业市场变革后，载波通信的模块价格和份额出现超预期下降；公司集成电路及智能家居业务渠道拓展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	983.9	913.4	1,083.5	1,603.9	1,812.8
同比增长(%)	19.2%	-7.2%	18.6%	48.0%	13.0%
营业利润(百万元)	329.7	236.9	217.1	366.7	430.4
同比增长(%)	25.5%	-28.1%	-8.4%	68.9%	17.4%
净利润(百万元)	356.5	238.1	282.2	441.4	505.0
同比增长(%)	29.2%	-33.2%	18.5%	56.4%	14.4%
每股收益(元)	0.76	0.51	0.60	0.94	1.07
PE	18.8	28.2	23.8	15.2	13.3
PB	2.7	2.5	2.2	2.0	1.8

数据来源：贝格数据华，金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评：国网 HPLC 招标暂未启动，二季度逊于同期	4
二、经营状况点评：智能电表产品尚未放量，集成电路业务高速增长	5
（一）国内市场稳中有升，海外市场拓展初见成效	5
（二）智能电表产品尚未放量，上游元器件涨价拉低毛利率	5
三、盈利预测及投资建议	7
四、风险提示	8

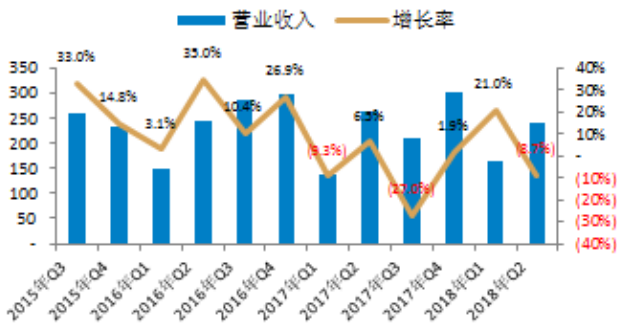
图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动	4
图 5：收入按市场细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）	5
图 6：毛利率按市场细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）	5
图 7：收入按产品细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）	5
图 8：毛利率按产品细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）	5
表 1：收入及毛利率的业务分布	7

一、季度业绩点评：国网 HPLC 招标暂未启动，二季度逊于同期

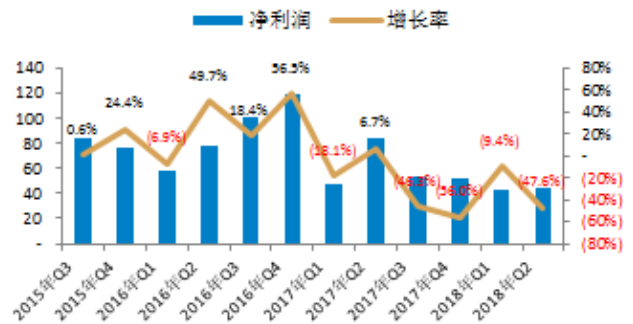
公司 2018 年上半年销售收入实现 4.05 亿元，同比上升 1.5%，其中第二季度的销售收入为 2.39 亿元，同比下降 8.7%。公司 2018 年上半年实现归属母公司股东净利润 8716.58 万元，同比下降 33.82%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 4401.17 万元，同比下降 47.6%。公司利润来源中投资收益同比增加 2,131.07 万元，收益来自报告期内转让持有的参股公司上海安缔诺科技有限公司 49% 股权。2018 年是国网高速电力线载波通信产品测试应用年。公司净利润同比出现下滑的原因在于：（1）2018 年上半年摊销公司 2017 年限制性股票激励计划费用约 2,313.39 万元，拖累上半年净利润；（2）电阻、电容、晶圆等电子元器件涨价，公司原材料采购成本增加，导致毛利率下降，净利润减少；（3）国家电网高速电力线载波通信（HPLC）模组招标尚未开始，导致 2018 年上半年净利润减少。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

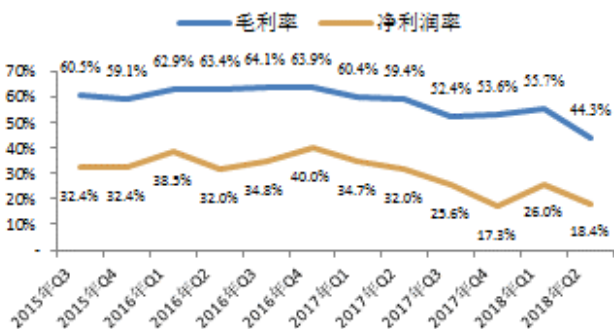
图 2：过往 12 个季度盈利变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

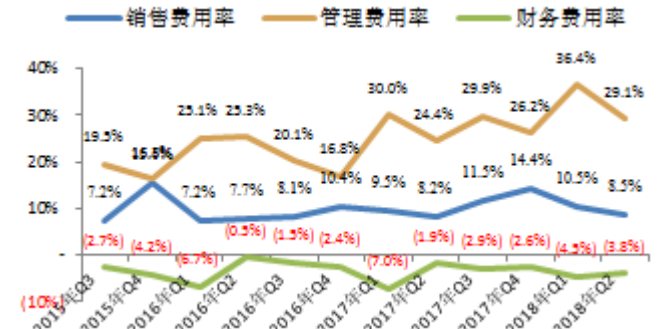
2018 年上半年公司主营业务毛利率为 48.9%，同比下降 10.8 个百分点，其中第二季度的毛利率为 44.3%，同比下降 15.1 个百分点。上半年毛利率下滑的主要原因在于电阻、电容、晶圆等电子元器件涨价，公司原材料采购成本增加，对毛利率造成较大压力。经营费用方面，上半年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 9.3%、32.1%和 -4.1%，其中第二季度分别为 8.5%、29.1%和 -3.8%。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



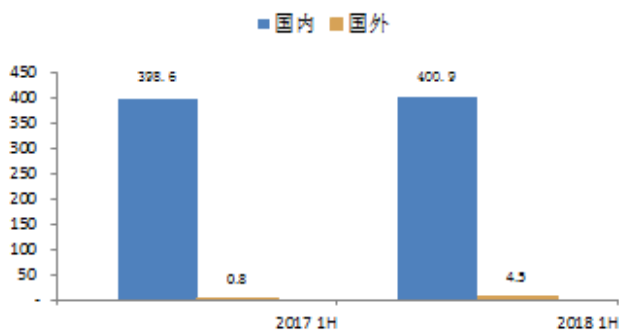
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评：智能电表产品尚未放量，集成电路业务高速增长

（一）国内市场稳中有升，海外市场拓展初见成效

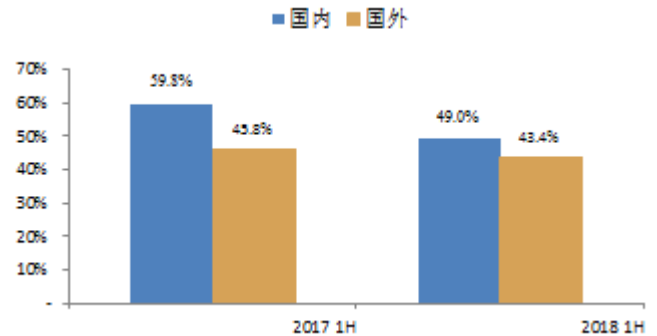
2018年上半年，公司国内市场销售收入4.01亿元，同比上升0.6%，毛利率为49%，同比下降10.8%；海外市场销售收入为4518.5万元，同比上升439.3%，毛利率为43.4%，同比下降2.4个百分点，海外市场拓展取得成效。

图 5：收入按市场细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按市场细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

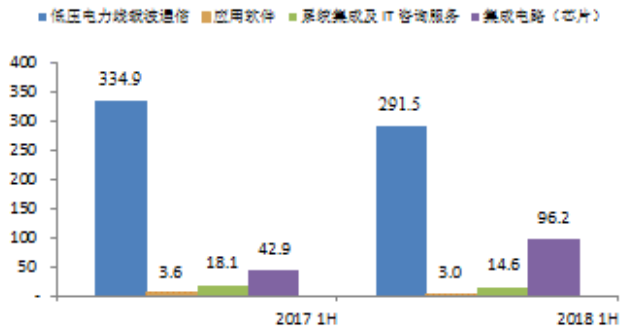
公司在海外市场由于基数较小，收入录得较大同比增长，国内市场小幅提升。由于上半年上游元器件涨价、产品未能放量等因素导致毛利率同比下调。

（二）智能电表产品尚未放量，上游元器件涨价拉低毛利率

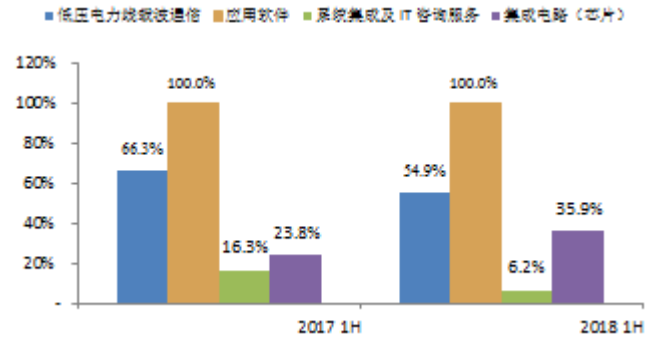
产品细分看，公司主要收入来源低压电力线载波通信产品上半年收入2.92亿元，同比下滑13.0%，产品毛利率54.9%，同比下滑9.4%，2018年是国网高速电力线载波通信产品测试应用年，但国家电网高速电力线载波通信（HPLC）模组招标尚未开始，对公司业务造成一定冲击。公司应用软件业务收入3026.9万元，同比下滑15.8%；系统集成及IT咨询服务收入1464.9万元，同比下降19%，毛利率同比下降10.1%为6.2%；上游电阻、电容等电子元器件涨价，公司上半年原材料采购成本增加，导致各项业务毛利率出现不同程度下滑。值得注意的是，集成电路（芯片）业务收入同比上升124.2%来到6168.1万元，毛利率35.9%，同比提升12.1个百分点，MCU产品下游需求一直较旺，上游晶圆代工厂产能松动使得公司供给放量，同时公司向下游客户适当提价，因此取得较好的收入和毛利率。

图 7：收入按产品细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）

图 8：毛利率按产品细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）



资料来源: Wind, 华金证券研究所



资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、盈利预测及投资建议

我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.60、0.94 和 1.07 元。净资产收益率分别为 9.3%、13.1% 和 13.4%，给予买入-A 建议。

盈利预测主要基于如下假设：

智能电网的改造计划从 2018 年将会进入实质性启动阶段，总体招标规模会显著上升，公司在份额方面略有下降而价格则会远高于之前水平，但是每年会下降调整，综合上述因素看我们认为低压电力线载波通信业务会持续增长。

集成电路业务的收入规模继续大幅度提升，包括充电宝、物联网、智能家居等产品的需求和渠道持续开拓为公司的成长提供了保障。

其他业务板块在收入方面延续之前的增长趋势。

盈利能力方面，随着公司的收入规模扩张公司的单业务毛利率会有所提升，尤其是集成电路业务的价格传到渠道逐步开拓，但是综合毛利率方面则基本保持稳定，产品结构的变化使得毛利率水平无法回归过往高度。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	983.9	913.4	1,083.5	1,603.9	1,812.8
YoY	19.21%	(7.2%)	18.62%	48.03%	13.03%
低压电力线载波通信	879.4	753.1	832.5	1,151.1	1,228.2
应用软件	8.8	11.6	12.7	14.0	15.4
系统集成及 IT 咨询服务	37.5	42.5	48.9	56.2	61.8
集成电路（芯片）	58.0	106.1	189.4	382.6	507.3
其他	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
毛利率	63.66%	56.00%	52.23%	51.88%	52.01%
低压电力线载波通信	65.37%	60.92%	56.13%	57.48%	59.04%
应用软件	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
系统集成及 IT 咨询服务	45.54%	31.65%	40.00%	40.00%	40.00%
集成电路（芯片）	43.97%	26.11%	35.00%	35.00%	35.00%
其他	47.26%	29.52%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，公司在销售渠道建设和研发投入将会持续增加，但是随着收入规模的持续增加，相关费用率水平预计将会回归正常水平。资本开支方面，由于青岛基地建设进入尾声，因此未来仅保持技术改造需要的设备常规投入，规模会有所下降。

四、风险提示

国家电网智能电网改造速度不及预期；

行业市场变革后，载波通信的模块价格和份额出现超预期下降；

公司集成电路及智能家居业务渠道拓展不及预期；

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	983.9	913.4	1,083.5	1,603.9	1,812.8	年增长率					
减:营业成本	357.6	401.9	517.6	771.8	870.0	营业收入增长率	19.2%	-7.2%	18.6%	48.0%	13.0%
营业税费	15.3	12.0	14.6	22.6	24.6	营业利润增长率	25.5%	-28.1%	-8.4%	68.9%	17.4%
销售费用	84.3	102.7	105.6	158.0	186.4	净利润增长率	29.2%	-33.2%	18.5%	56.4%	14.4%
管理费用	208.5	247.5	251.3	301.3	326.0	EBITDA 增长率	39.5%	-49.4%	27.1%	79.0%	17.5%
财务费用	-22.9	-28.5	-32.6	-31.8	-37.0	EBIT 增长率	39.2%	-53.2%	28.4%	81.6%	17.5%
资产减值损失	14.5	7.2	10.0	16.8	13.5	NOPLAT 增长率	48.7%	-24.4%	-20.0%	81.6%	17.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	1.3%	1.8%	15.2%	36.8%	-15.1%
投资和汇兑收益	3.1	1.5	0.1	1.6	1.1	净资产增长率	11.5%	7.1%	12.4%	10.6%	11.0%
营业利润	329.7	236.9	217.1	366.7	430.4	盈利能力					
加:营业外净收支	63.0	0.1	90.3	114.1	119.7	毛利率	63.7%	56.0%	52.2%	51.9%	52.0%
利润总额	392.7	237.1	307.4	480.9	550.1	营业利润率	33.5%	25.9%	20.0%	22.9%	23.7%
减:所得税	41.5	1.0	30.7	48.1	55.0	净利润率	36.2%	26.1%	26.0%	27.5%	27.9%
净利润	356.5	238.1	282.2	441.4	505.0	EBITDA/营业收入	32.6%	17.8%	19.0%	23.0%	23.9%
						EBIT/营业收入	31.2%	15.7%	17.0%	20.9%	21.7%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	9.3%	11.8%	8.2%	12.7%	9.2%
货币资金	1,216.2	1,366.1	1,511.0	1,293.2	1,969.5	负债权益比	10.3%	13.3%	8.9%	14.5%	10.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	9.54	6.89	10.38	6.49	9.21
应收帐款	335.3	323.3	399.1	670.2	538.4	速动比率	8.99	6.44	9.77	5.77	8.60
应收票据	168.2	153.9	84.2	345.0	162.6	利息保障倍数	-13.40	-5.03	-5.66	-10.54	-10.64
预付帐款	18.7	9.3	17.2	30.5	22.4	营运能力					
存货	121.9	150.4	146.3	329.4	212.1	固定资产周转天数	7	38	71	66	67
其他流动资产	234.8	290.9	310.5	278.7	293.4	流动营业资本周转天数	254	247	218	215	207
可供出售金融资产	35.1	35.0	35.0	35.0	35.0	流动资产周转天数	726	865	791	608	610
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	123	130	120	120	120
长期股权投资	18.1	29.2	29.2	29.2	29.2	存货周转天数	39	54	49	53	54
投资性房地产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	总资产周转天数	962	1,155	1,061	805	791
固定资产	22.3	171.4	256.1	328.4	344.3	投资资本周转天数	460	503	461	395	373
在建工程	294.4	214.1	214.1	214.1	214.1	费用率					
无形资产	70.5	66.3	59.7	53.1	46.4	销售费用率	8.6%	11.2%	9.7%	9.9%	10.3%
其他非流动资产	252.9	259.5	252.8	246.6	246.2	管理费用率	21.2%	27.1%	23.2%	18.8%	18.0%
资产总额	2,788.9	3,069.9	3,315.7	3,853.8	4,114.1	财务费用率	-2.3%	-3.1%	-3.0%	-2.0%	-2.0%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	27.4%	35.2%	29.9%	26.7%	26.2%
应付帐款	137.1	273.9	157.3	372.5	264.8	投资回报率					
应付票据	11.5	1.1	15.1	11.3	16.8	ROE	14.1%	8.8%	9.3%	13.1%	13.4%
其他流动负债	70.9	58.0	65.3	69.9	65.5	ROA	12.6%	7.7%	8.3%	11.2%	12.0%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	22.0%	16.4%	12.9%	20.3%	17.4%
其他非流动负债	39.8	27.9	34.3	34.0	32.1	分红指标					
负债总额	259.4	360.9	272.1	487.8	379.2	DPS(元)	0.24	0.35	0.15	0.23	0.27
少数股东权益	2.8	-	-5.5	-14.2	-24.1	分红比率	31.8%	69.1%	25.0%	25.0%	25.0%
股本	453.3	470.3	470.3	470.3	470.3	股息收益率	1.7%	2.5%	1.1%	1.6%	1.9%
留存收益	2,073.5	2,367.2	2,578.8	2,909.9	3,288.7						
股东权益	2,529.6	2,709.0	3,043.6	3,366.1	3,734.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.76	0.51	0.60	0.94	1.07
净利润	351.2	236.1	282.2	441.4	505.0	BVPS(元)	5.37	5.76	6.48	7.19	7.99
加:折旧和摊销	18.7	22.7	21.9	34.4	40.7	PE(X)	18.8	28.2	23.8	15.2	13.3
资产减值准备	14.5	7.2	-	-	-	PB(X)	2.7	2.5	2.2	2.0	1.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	19.8	31.2	78.3	-63.9	8.3
财务费用	0.2	-	-32.6	-31.8	-37.0	P/S	6.8	7.4	6.2	4.2	3.7
投资损失	-3.1	-1.5	-0.1	-1.6	-1.1	EV/EBITDA	31.0	46.9	25.0	14.5	10.8
少数股东损益	-5.3	-2.0	-5.5	-8.7	-9.9	CAGR(%)	7.2%	28.0%	0.4%	7.2%	28.0%
营运资金的变动	53.8	-51.4	-111.6	-474.7	316.7	PEG	2.6	1.0	55.8	2.1	0.5
经营活动产生现金流量	254.1	284.1	154.3	-40.8	814.5	ROIC/WACC	2.1	1.6	1.2	1.9	1.7
投资活动产生现金流量	75.2	-196.2	-99.9	-98.4	-48.9						
融资活动产生现金流量	-93.4	70.3	90.5	-78.6	-89.3						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com