

2019年09月09日

东软载波 (300183.SZ)

公司快报

广东顺德国资入股，多重协同望再启成长空间

通信 | 通信终端及配件 III

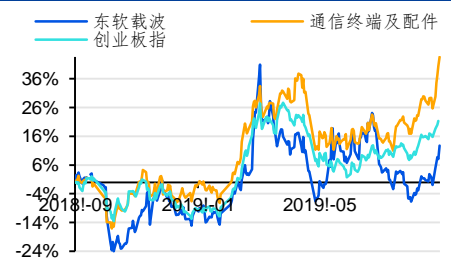
 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2019-09-06) **15.01 元**

交易数据

总市值(百万元)	7,046.16
流通市值(百万元)	4,026.45
总股本(百万股)	469.43
流通股本(百万股)	268.25
12个月价格区间	9.89/19.78 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.7	-13.65	-8.78
绝对收益	19.6	5.63	11.74

分析师

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

相关报告

- 东软载波：短期业绩受制电网改造，芯片系统驱动未来 2019-08-31
- 东软载波：业务结构调整良好持续，智能互联全面升级 2019-03-29
- 东软载波：国网 HPLC 招标暂未启动，集成电路业务高速增长 2018-08-17
- 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

投资要点

- ◆ **事件：**青岛东软载波科技股份有限公司实际控制人崔健先生、胡亚军先生、王锐先生（以下简称“甲方”）与广东顺德控股集团有限公司（以下简称“顺德控股”或“乙方”）于 2019 年 9 月 7 日签订了《股权转让框架意向协议》。乙方或乙方指定的第三方拟受让东软载波不超过 20% 的股份，增强与东软载波的业务合作，为东软载波集成电路业务和智能化业务提供最理想化应用场景和市场未来空间。
- ◆ **佛山顺德国资入股，工业园区改造带来需求增量预期：**广东省佛山市是处于粤港澳大湾区范围内，而顺德在工业上也是定位打造粤港澳大湾区高端制造业创新龙头城市，2018 年顺德的工业总产值近 8,000 亿。不过从工业区的现代化程度看，顺德有着较为明显的差距，现有的 382 个村级工业园已经无法满足现代化工业的生产需求，并且从管理效率和安全生产等方面看均存在着明确的改造需求。因此，顺德也规划未来 3 年，逐步形成 20 个 3,000 亩以上的连片现代化产业集聚区，围绕数字装备、智能化、新材料，军民融合等领域打造 30 个现代化主题产业园。从公司的业务角度看，无论是泛在电力物联网还是智能楼宇改造方面的解决方案，都是能够为智能化改造提供完善的产品和系统，对于公司也是有价值的需求来源。
- ◆ **有望切入“家电之都”的供应链体系，芯片系统全面提升：**顺德工业园改造对于公司来说预期能够带来较为直接的需求增量，然而更为有价值的是，顺德已经形成了一整条全国乃至全球规模最大品类最齐全的家电配件产业链，拥有“中国家电之都”等 28 个国家级品牌。公司在家电控制核心芯片 MCU、传输通信芯片、安全芯片、射频芯片、触控芯片等领域拥有了全面的设计能力，构建了国内领先的 SMART 芯片产品线体系，并且产品已经在海尔、美的等一线品牌厂商中拥有了良好的应用效果。我们认为，公司与顺德国资的股权合作能够为公司进一步切入家电市场的供应链体系带来有价值的契机，而对于顺德的家电品牌升级也有着重要的意义，有望形成良好的合作共赢局面。
- ◆ **国有资本优化股权结构，管理层基本维持稳定：**本次股权交易如按计划顺利完成后，公司将会引入国有资本，有利于优化公司股权结构，有助于为公司引进更多政府、产业等战略及业务资源，加快公司战略布局。公司在集成电路、综合能源管理、智能化楼宇改造、微电网系统等方面均已经积累了较好的技术经验储备，随着国资入股后，公司在综合治理与可持续发展能力方面的提升将会为公司的整体业务推进带来积极的影响。而从现有管理层来看，尽管股权比例有所下降，但是仍然持有了公司较为显著的份额，并且管理层整体也基本保持了稳定，这对于公司的持续性有着积极的意义，也能够快速有效的度过磨合期，成就更为理想的成长空间。
- ◆ **投资建议：**我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.36、0.51 和 0.58 元。净资产收益率分别为 5.8%、7.9% 和 8.5%，给予买入-B 建议。

◆ **风险提示:** 与顺德政府及相关产业链的合作推进速度不及预期；芯片市场竞争带来的价格和盈利能力下降风险；国家电网招标中的份额和价格不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	913.4	1,013.3	981.1	1,148.5	1,242.6
同比增长(%)	-7.2%	10.9%	-3.2%	17.1%	8.2%
营业利润(百万元)	236.9	194.4	184.0	260.6	298.0
同比增长(%)	-28.1%	-18.0%	-5.3%	41.6%	14.4%
净利润(百万元)	238.1	178.6	169.2	239.7	274.2
同比增长(%)	-33.2%	-25.0%	-5.2%	41.7%	14.4%
每股收益(元)	0.51	0.38	0.36	0.51	0.58
PE	29.6	39.5	41.6	29.4	25.7
PB	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	913.4	1,013.3	981.1	1,148.5	1,242.6	年增长率					
减:营业成本	401.9	504.4	502.5	580.0	617.8	营业收入增长率	-7.2%	10.9%	-3.2%	17.1%	8.2%
营业税费	12.0	12.3	13.4	14.9	16.0	营业利润增长率	-28.1%	-18.0%	-5.3%	41.6%	14.4%
销售费用	102.7	104.8	98.6	121.1	128.1	净利润增长率	-33.2%	-25.0%	-5.2%	41.7%	14.4%
管理费用	247.5	288.3	261.5	285.2	304.4	EBITDA 增长率	-22.9%	-31.1%	9.3%	43.3%	13.8%
财务费用	-28.5	-38.6	-33.5	-34.1	-35.4	EBIT 增长率	-32.1%	-25.1%	-3.3%	50.3%	15.9%
资产减值损失	7.2	8.4	10.0	8.5	9.0	NOPLAT 增长率	-24.4%	-31.1%	39.9%	35.5%	13.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	1.8%	4.5%	-21.9%	37.7%	-25.3%
投资和汇兑收益	66.3	60.9	55.9	88.2	95.7	净资产增长率	7.1%	4.2%	2.7%	5.0%	5.9%
营业利润	236.9	194.4	184.0	260.6	298.0	盈利能力					
加:营业外净收支	0.1	-0.0	-0.1	-0.0	-0.0	毛利率	56.0%	50.2%	48.8%	49.5%	50.3%
利润总额	237.1	194.4	183.9	260.6	298.0	营业利润率	25.9%	19.2%	18.8%	22.7%	24.0%
减:所得税	1.0	15.8	14.7	20.8	23.8	净利润率	26.1%	17.6%	17.2%	20.9%	22.1%
净利润	238.1	178.6	169.2	239.7	274.2	EBITDA/营业收入	25.4%	15.7%	17.8%	21.8%	22.9%
						EBIT/营业收入	22.8%	15.4%	15.4%	19.8%	21.2%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	11.8%	11.9%	12.5%	14.2%	12.7%
货币资金	1,366.1	1,385.1	1,781.6	1,537.9	2,086.2	负债权益比	13.3%	13.6%	14.2%	16.5%	14.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	6.89	6.89	6.78	6.00	6.87
应收帐款	313.9	478.2	213.0	607.1	294.9	速动比率	6.44	6.40	6.46	5.49	6.52
应收票据	153.9	69.9	146.0	148.0	178.1	利息保障倍数	-8.34	-4.62	-5.06	-7.03	-7.74
预付帐款	9.3	6.2	12.9	12.6	14.6	营运能力					
存货	150.4	174.5	122.5	241.7	150.7	固定资产周转天数	39	73	96	89	82
其他流动资产	300.2	310.9	295.5	287.0	279.0	流动营业资本周转天数	251	231	204	196	192
可供出售金融资产	35.0	45.0	38.4	39.5	40.9	流动资产周转天数	877	850	929	859	857
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	128	143	129	130	132
长期股权投资	29.2	6.2	6.2	6.2	6.2	存货周转天数	124	118	108	115	116
投资性房地产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	总资产周转天数	1,171	1,130	1,212	1,089	1,063
固定资产	171.4	236.4	277.7	284.8	275.4	投资资本周转天数	510	474	446	397	371
在建工程	214.1	141.7	80.8	50.4	35.2	费用率					
无形资产	66.3	64.8	68.9	72.6	75.9	销售费用率	11.2%	10.3%	10.1%	10.5%	10.3%
其他非流动资产	48.5	52.0	31.4	23.6	20.6	管理费用率	27.1%	28.4%	26.7%	24.8%	24.5%
资产总额	3,069.9	3,205.3	3,309.2	3,545.8	3,692.2	财务费用率	-3.1%	-3.8%	-3.4%	-3.0%	-2.8%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	35.2%	35.0%	33.3%	32.4%	32.0%
应付帐款	273.9	212.0	237.8	242.9	287.0	投资回报率					
应付票据	1.1	34.8	-15.8	42.0	-13.4	ROE	8.8%	6.3%	5.8%	7.9%	8.5%
其他流动负债	54.2	79.1	254.2	254.3	258.4	ROA	7.7%	5.6%	5.1%	6.8%	7.4%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	16.1%	10.6%	19.0%	18.7%	28.4%
其他非流动负债	27.9	31.1	32.9	30.6	31.6	分红指标					
负债总额	360.9	383.0	412.0	502.7	468.9	DPS(元)	0.35	0.20	0.20	0.20	0.20
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	66.6%	52.4%	55.5%	39.2%	34.2%
股本	470.3	469.8	469.4	469.4	469.4	股息收益率	2.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
留存收益	2,367.2	2,419.9	2,495.1	2,641.0	2,821.2						
股东权益	2,709.0	2,822.3	2,897.2	3,043.0	3,223.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.51	0.38	0.36	0.51	0.58
净利润	238.1	178.6	169.2	239.7	274.2	BVPS(元)	5.77	6.01	6.17	6.48	6.87
加:折旧和摊销	18.7	21.2	35.4	41.1	42.2	PE(X)	29.6	39.5	41.6	29.4	25.7
资产减值准备	-0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	PB(X)	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	32.8	58.4	15.2	-45.0	11.0
财务费用	-	-	-33.5	-34.1	-35.4	P/S	7.7	7.0	7.2	6.1	5.7
投资损失	-1.5	-14.9	-6.5	-7.6	-9.7	EV/EBITDA	-6.1	-9.1	-10.5	-6.4	-7.5
少数股东损益	-2.0	-	-	-	-	CAGR(%)	0.2%	15.4%	18.1%	0.2%	15.4%
营运资金的变动	19.6	6.7	183.1	-413.5	344.3	PEG	125.4	2.6	2.3	124.4	1.7
经营活动产生现金流量	284.1	206.8	374.6	-157.2	629.1	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-181.7	-24.4	-11.3	-26.5	-22.3						
融资活动产生现金流量	70.3	-170.2	33.1	-59.8	-58.5						

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