

东软载波 (300183.SZ)

动态分析

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

电子元器件 | 电子设备 III

 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2018-04-25) **18.70 元**

交易数据

 总市值(百万元) **8,794.79**

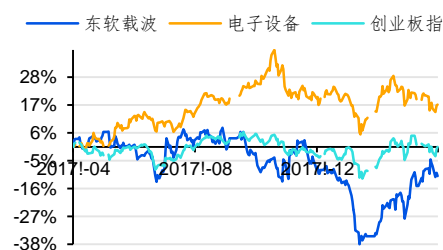
 流通市值(百万元) **4,927.61**

 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	9.17	2.84	-10.32
绝对收益	14.58	3.31	-10.29

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
 021-20377060

相关报告

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

东软载波：中期业绩稳定成长，收购资产贡献正面收益 2016-07-13

投资要点

◆ **公司动态：**公司披露 2017 年年度报告，销售收入同比下降 7.16% 为 9.13 亿元，毛利率水平为 56.0%，同比下降 7.7 个百分点，归属母公司股东净利润为 2.38 亿元，同比下降 33.2%，每股净利润 0.5252 元，同比下降 33.2%。2017 年第四季度公司实现营业收入为 3.03 亿元，同比增长 1.86%，归属上市公司股东净利润为 5,240 万元，同比下降 56.0%，2017 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 3.50 元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。公司披露 2018 年第一季度业绩报告，营业收入同比上升 20.97% 为 1.66 亿元，归属上市公司股东净利润为 4,315 万元，同比下降 9.45%。

◆ 点评：

➢ **载波通信变革期，公司业绩承压，集成电路拓展持续：**公司 2017 年销售收入和净利润同比分别下降 7.16% 和 33.2%，受到国家电网智能电网改造第一轮进入尾声，第二轮逐步开始启动的过程中，公司的载波通信业务规模收到了显著的影响。而新业务的集成电路板块则获得了较为明显的营收规模提升，但是仍然无法弥补载波通信带来的缺口，而各项生产和经营费用的持续投入，使得公司的净利润率出现了下滑。

➢ **产品毛利率分别受到规模和原材料影响而下降，研发和市场开拓增加费用率：**公司 2017 年毛利率水平同比下降 7.7 个百分点为 44.0%，其中载波通信在收规模不及预期的情况下，毛利率出现了下滑，而尽管集成电路收入增速较好，但是上游晶圆代工价格的上升抑制了毛利率，整体导致下滑。公司在持续开拓市场渠道和包括集成电路、智能家居类产品的研发投入，管理费用率和销售费用率同比分别上升 5.9 和 2.6 个百分点。

➢ **2018 年一季度有所恢复，未来仍然值得期待：**公司披露 2018 年第一季度业绩报告，营业收入同比上升 20.97% 为 1.66 亿元，毛利率为 55.7%，同比下降 4.7 个百分点，归属上市公司股东净利润为 4,315 万元，同比下降 9.45%。公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别上升 1.0、6.4 和 2.5 个百分点。随着国家电网招标的逐步落地，以及集成电路业务上游成本向下游传导推动，公司在收入和毛利率方面均可以看到恢复的迹象。未来在智能电网、物联网、智能家居的推动下，公司在处理器、通信模块等方面的有效积累，将会成为业绩增长的重要保障。

◆ **投资建议：**我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.61、0.97 和 1.11 元。净资产收益率分别为 9.4%、13.4% 和 13.8%，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	1,022.2	1,557.1	1,753.7
同比增长(%)	19.2%	-7.2%	11.9%	52.3%	12.6%
营业利润(百万元)	329.7	236.9	226.6	383.1	449.2
同比增长(%)	25.5%	-28.1%	-4.4%	69.0%	17.3%
净利润(百万元)	356.5	238.1	287.8	456.4	522.3
同比增长(%)	29.2%	-33.2%	20.9%	58.6%	14.4%
每股收益(元)	0.76	0.51	0.61	0.97	1.11
PE	24.7	36.9	30.6	19.3	16.8
PB	3.5	3.2	2.9	2.6	2.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、财务数据分析.....	4
(一) 2017 年营收及净利润均出现下滑.....	4
(二) 2017 年四季度经营压力较大，利润同比显著下降.....	6
二、经营状况分析.....	7
(一) 载波产品受制产业下滑，集成电路发展迅速.....	7
(二) 国内外市场份额保持平稳.....	7
(三) 2018 年第一季度业绩.....	8
三、盈利预测及投资建议.....	9
四、风险提示.....	10

图表目录

图 1：过往 3 年营业收入及增长率.....	4
图 2：过往 3 年净利润及增长率.....	4
图 3：过往 3 年主要盈利能力比率.....	4
图 4：过往 3 年主要费用率变动.....	4
图 5：过往 3 年运营效率.....	5
图 6：过往 3 年主要回报率.....	5
图 7：过往 3 年负债率.....	5
图 8：过往 3 年短期偿债能力.....	5
图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率.....	6
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率.....	6
图 11：过往 12 个季度盈利能力.....	6
图 12：过往 12 个季度主要费用率.....	6
图 13：过往 3 年产品细分收入.....	7
图 14：过往 3 年产品细分毛利率.....	7
图 15：过往 3 年市场细分收入.....	7
图 16：过往 3 年市场细分毛利率.....	7
表 1：收入及毛利率的业务分布.....	9

一、财务数据分析

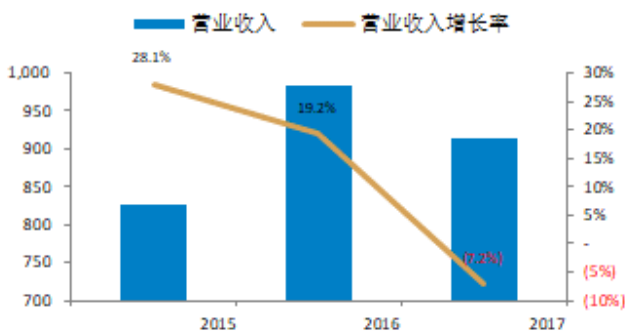
公司 2017 年销售收入同比下降 7.16% 为 9.13 亿元，毛利率水平为 56.0%，同比下降 7.7 个百分点，归属母公司股东净利润为 2.38 亿元，同比下降 33.2%，每股净利润 0.5252 元，同比下降 33.2%。由于国网用电信息采集系统通信新标准尚在不断制定和完善中，导致了新产品招标和应用的滞后，致使公司 2017 年度销售收入、净利润相比去年同期有一定幅度的下降。

（一）2017 年营收及净利润均出现下滑

公司 2017 年全年销售收入 9.13 亿元人民币，同比下降 7.16%，国家智能电网改造的第一轮在 2017 年进入尾声，新一轮开始尚未有效启动，并且公司收购的集成电路厂商受到上游产能竞争的影响，出货量不及预期，因此收入规模出现下降。

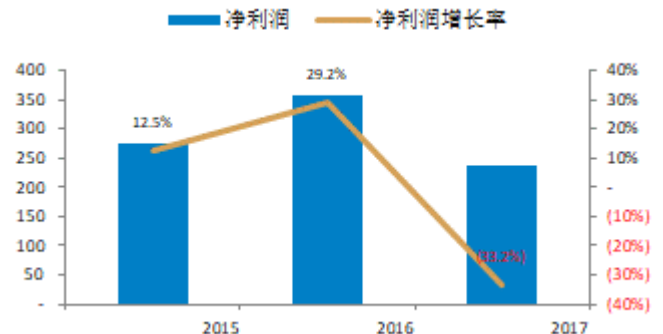
2017 年归属上市公司股东净利润为 2.38 亿元，同比下降 33.2%，每股净利润 0.5252 元，同比下降 33.2%。在营收规模无法打开的情况下，公司在费用方面仍然要保持稳定的支出以保证未来的产业竞争能力，因此净利润出现了较大幅度的下降。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

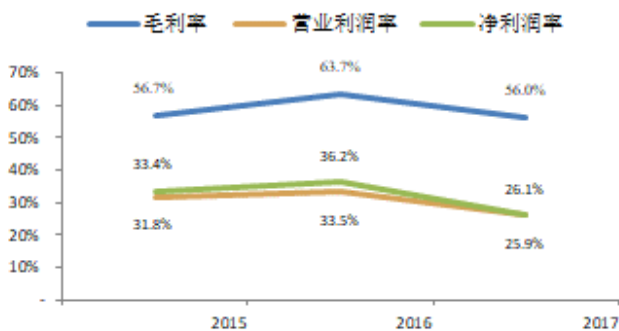
图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

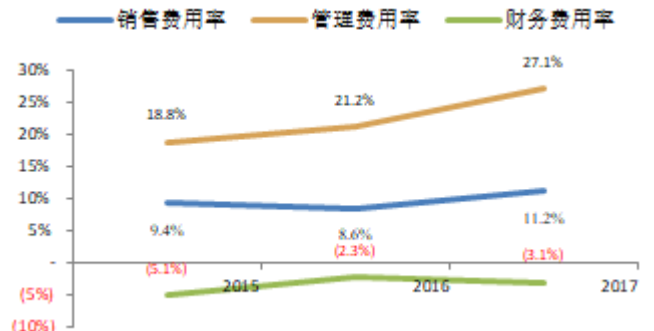
公司 2017 年全年毛利率为 56.0%，同比下降 7.7 个百分点，一方面在收入规模无法增长的情况下，人员成本影响了公司的毛利率，同时硅晶圆等涨价也对原材料形成了压力。公司管理费用率和销售费用率同比分别上升 5.9 和 2.6 个百分点，费用投入继续保持较高水平。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率



资料来源：Wind，华金证券研究所

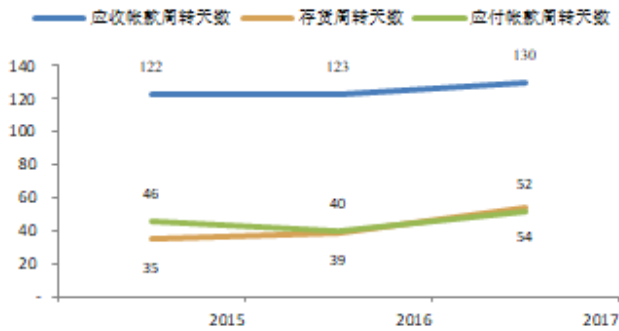
图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

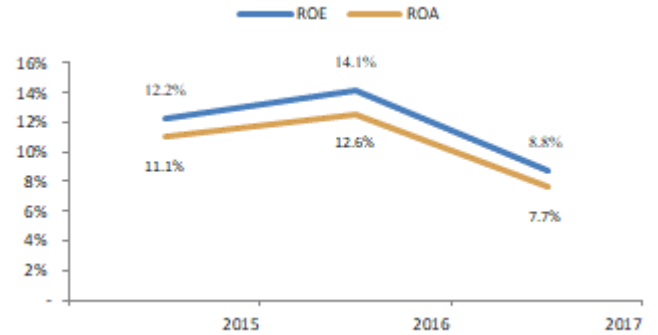
2017 年公司应收账款周转天数为 130 天，存货周转天数为 54 天，应付账款周转天数为 52 天。公司 2017 年的 ROE 与 ROA 分别同比下降 5.3 和 4.9 个百分点，为 8.8% 和 7.7%。

图 5: 过往 3 年运营效率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

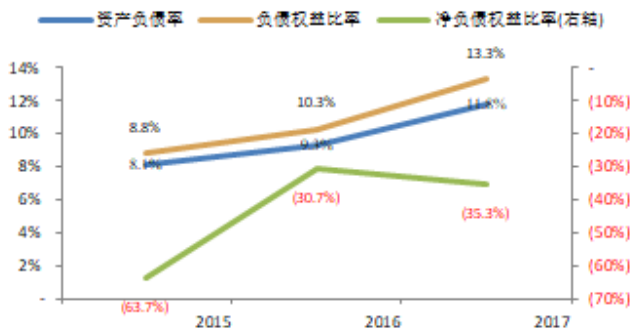
图 6: 过往 3 年主要回报率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

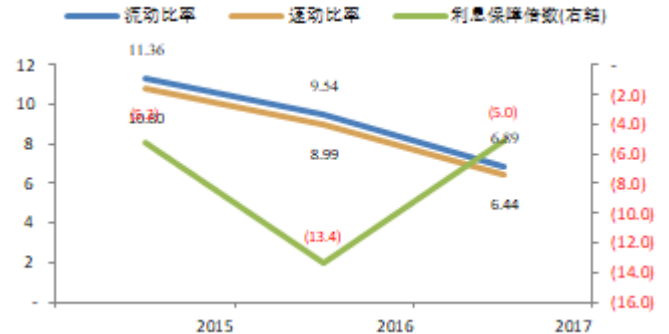
2017 年公司的资产负债率为 11.8%，同比上升 2.7 个百分点，负债权益比为 13.3%，同比上升 3.0 个百分点，净负债权益比率为净现金。

图 7: 过往 3 年负债率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 过往 3 年短期偿债能力



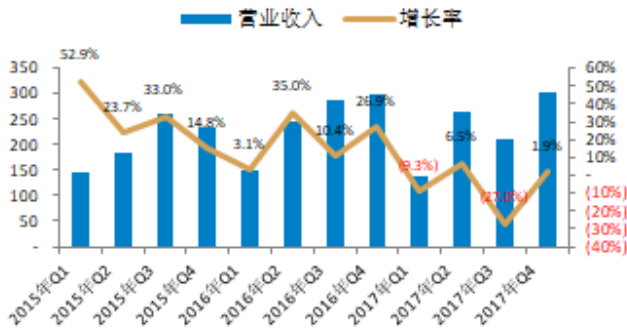
资料来源: Wind, 华金证券研究所

短期偿债能力方面，2017 年流动比率、速动比率分别为 6.89 和 6.44，同比均有小幅下降，公司 2017 年利息保障倍数为净收益。

（二）2017 年四季度经营压力较大，利润同比显著下降

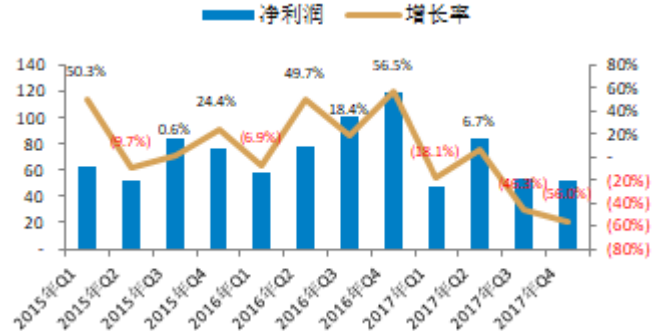
2017 年第四季度公司实现营业收入为 3.03 亿元，同比增长 1.86%，归属上市公司股东净利润为 5,240 万元，同比下降 56.0%，四季度受到国家电网的招标落实情况不理想而出现收入增速放缓的状况，尽管集成电路和智能家居产品弥补收入增速，但是净利润率受到明显影响。

图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

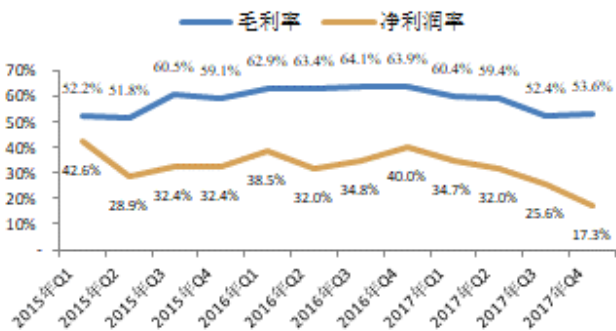
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

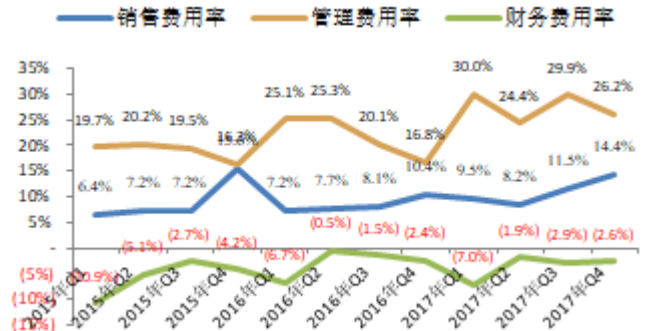
2017 年第四季度，公司毛利率水平为 53.6%，同比下降 10.3 个百分点，上游原材料价格上升以及收规规模不及预期导致了第四季度公司毛利率的下降。销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 14.4%、26.2%、-2.6%，分别同比上升 4.0、15.8 和下降 0.2 个百分点。

图 11：过往 12 个季度盈利能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：过往 12 个季度主要费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

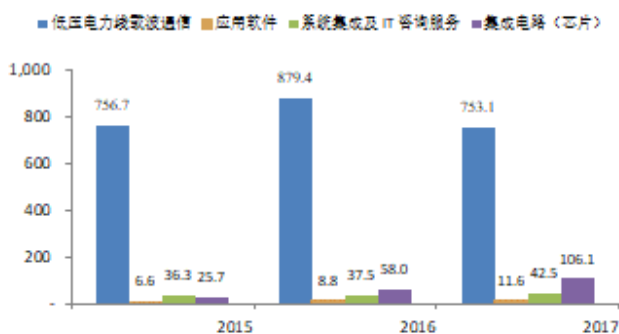
二、经营状况分析

公司产品方面受到国家电网的招标采购计划放缓的影响，低压电力线载波通信的产品收入规模出现了下滑，集成电路业务对外销售部分实现了较为明显的增长，但是由于原材料方面的影响而导致了成本上升毛利率显著下滑。区域市场方面，公司在集成电路方面的销售规模的增量也使得出口部分有所提升。

（一）载波产品受制产业下滑，集成电路发展迅速

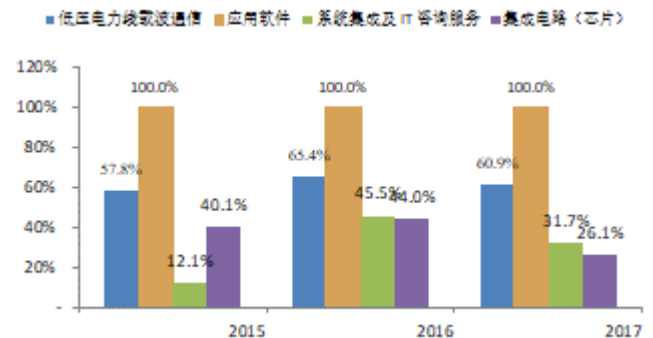
公司主营业务为低压电力线载波通信、集成电路以及软件系统服务等，其中载波通信产品依然是公司主要收入来源，占比达到 82.4%，但是受到行业的影响下滑 14.4%，集成电路产品作为公司的新业务同比实现 82.9%的营收增速，占比也达到了 11.6%。

图 13: 过往 3 年产品细分收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 过往 3 年产品细分毛利率



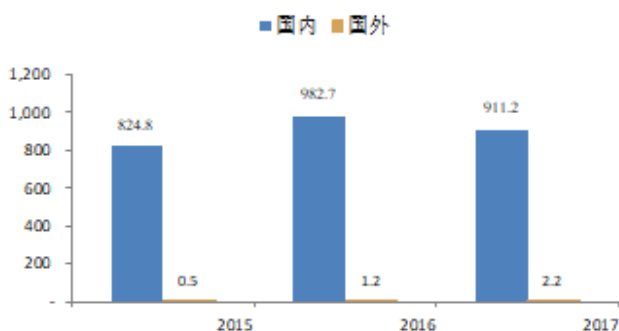
资料来源: Wind, 华金证券研究所

产品细分毛利率方面，载波产品由于营收规模不足而导致了毛利率的下降，而集成电路市场则由于晶圆代工的成成本上升导致了毛利率的下滑。

（二）国内外市场份额保持平稳

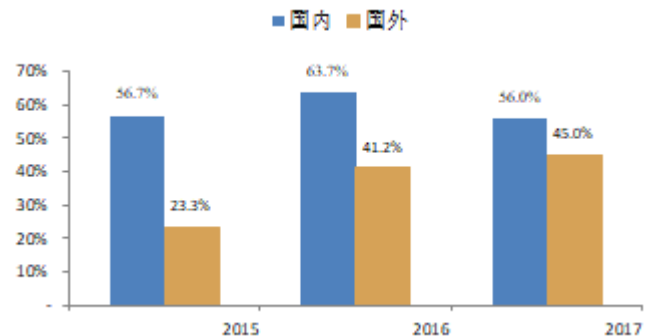
2017 年公司国内市场销售收入占总收入 99.8%，海外市场收入占比 0.2%，与 2016 年相比，海外市场尽管占比仍然较小，但是增速较快。

图 15: 过往 3 年市场细分收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 过往 3 年市场细分毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

2017 年公司国内市场的毛利率 56.0%，同比下降 7.7 个百分点，海外市场毛利率 45.0%，同比上升 3.8 个百分点。

（三）2018 年第一季度业绩

公司披露 2018 年第一季度业绩报告，营业收入同比上升 20.97% 为 1.66 亿元，毛利率为 55.7%，同比下降 4.7 个百分点，归属上市公司股东净利润为 4,315 万元，同比下降 9.45%。公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别上升 1.0、6.4 和 2.5 个百分点。

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 0.61、0.97 和 1.11 元。净资产收益率分别为 9.4%、13.4%和 13.8%，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	1,022.2	1,557.1	1,753.7
YoY	19.2%	(7.2%)	11.9%	52.3%	12.6%
低压电力线载波通信	879.4	753.1	797.8	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	162.7	335.8	448.2
其他	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
毛利率	63.7%	56.0%	54.8%	53.7%	54.1%
低压电力线载波通信	65.4%	60.9%	59.1%	59.2%	59.3%
应用软件	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
系统集成及 IT 咨询服务	45.5%	31.7%	40.0%	40.0%	40.0%
集成电路（芯片）	44.0%	26.1%	35.0%	35.0%	40.0%
其他	47.3%	29.5%	30.0%	30.0%	30.0%

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；

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