

收购上海海尔，加强纵横向布局

报告起因

- 公司将以 4.5 亿元收购上海海尔集成电路。现金增资约 3,175 万元和现金收购近 2.3 亿元，合计 2.6 亿元拟使用超募资金支付；并将以每股 48.18 元对上海海尔现有股东发行约 388 万股。上海海尔 2015-2016 年的对外净利润承诺为 2500 万元和 3300 万元，对应交易 PE 市盈率分别为 18 和 13.6 倍。

核心观点

- **确保芯片供应：**上海海尔是东软载波的长期稳定 MCU 供应商，收购将能够确保东软载波上游 MCU 芯片的稳定供应，并享受全产业链利润。东软载波的其他芯片如蓝牙通信芯片等也可逐步转移至上海海尔采购。
- **加强智能家居、汽车电子等布局：**上海海尔开发了多款小家电、白色家电等智能家居领域控制芯片，合作伙伴包括海尔集团、海信、德豪润达、苏泊尔、格兰仕、公牛等，产品应用于冰箱、洗衣机、热水器、空调、插座等，与公司在智能家居 PLC 通讯芯片的竞争力互补。上海海尔也提供汽车电子、UPS、温控器等领域的主控类芯片和系统级的应用解决方案。
- **东软载波多种渠道布局智能家居：**1) 电网：通过电网的用电信息互动终端切入智能家居网关；2) 房地产及装修公司：已与青岛两大建筑和装饰公司达成战略合作关系，并为各大房地产公司搭建样板房；3) 运营商：收购青岛政府重点扶持企业龙泰天翔，向山东有线电视、联通等运营商销售机顶盒以抢占智能家居硬件入口；4) 家电厂商：已开展研发合作，后续有望给中小型家电厂商提供整体解决方案，成为智能家居领域的联发科；5) 成为青岛胶州开发区“智慧胶州智能化”项目总承包方，市场空间高达 70 亿元。

财务预测与投资建议

- 我们将在增发收购方案获得证监会批准后修改盈利预测，当前维持预计公司未来三年净利润的年均复合增速将达到 38%。预测公司 2014-2016 年每股收益分别为 1.31、1.93、2.77 元，按照可比公司估值，给予公司合理估值水平为 2015 年 41 倍市盈率，对应合理股价为 79 元，维持给予买入评级。

风险提示

- 公司停牌期间，创业板回调较多，复牌后可能会出现补跌。

公司主要财务信息

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	442	503	722	1,188	1,919
同比增长	17.1%	14.0%	43.5%	64.5%	61.5%
营业利润（百万元）	231	209	262	401	595
同比增长	8.9%	-9.4%	25.0%	53.2%	48.2%
归属母公司净利润（百万元）	259	236	290	428	614
同比增长	27.0%	-8.9%	22.7%	47.8%	43.4%
每股收益（元）	1.17	1.06	1.31	1.93	2.77
毛利率	61.9%	61.8%	58.5%	53.5%	50.0%
净利率	58.7%	46.9%	40.1%	36.1%	32.0%
净资产收益率	17.9%	14.5%	15.9%	20.7%	24.9%
市盈率（倍）	45.1	49.5	40.4	27.3	19.0
市净率（倍）	7.7	6.8	6.1	5.3	4.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

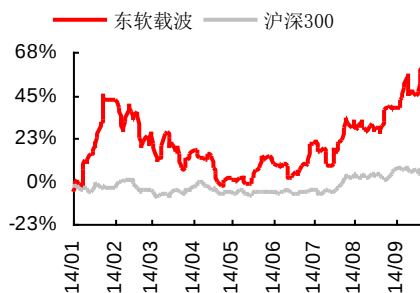


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2014 年 12 月 31 日）	52.69 元
目标价格	79.00 元
52 周最高价/最低价	52.69/30.69 元
总股本/流通 A 股（万股）	22,270/12,617
A 股市值（百万元）	11,734
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2015 年 01 月 05 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	0.0	0.0	0.0	71.7
相对表现 (%)	-9.4	-25.8	-44.2	20.0
沪深 300 (%)	9.4	25.8	44.2	51.7



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

荆剑

021-63325888*8514

kuaijian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514050005

胡誉镜

021-63325888*7518

huyujing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514080001

联系人

王芳

021-63325888*6068

wangfang1@orientsec.com.cn

相关报告

智能家居领域的联发科 2014-12-16

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

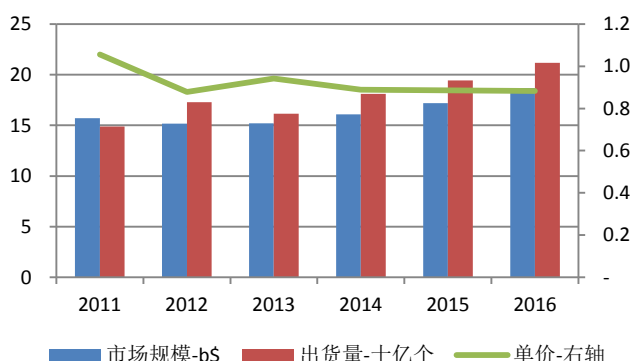
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附录 1：MCU 市场快速增长

相比 CPU、DSP 等处理器，微控制器 MCU 具有运算能力偏弱，但低功耗、执行效率高的特点，适用于简单的可穿戴设备、智能家居、汽车电子等产品。

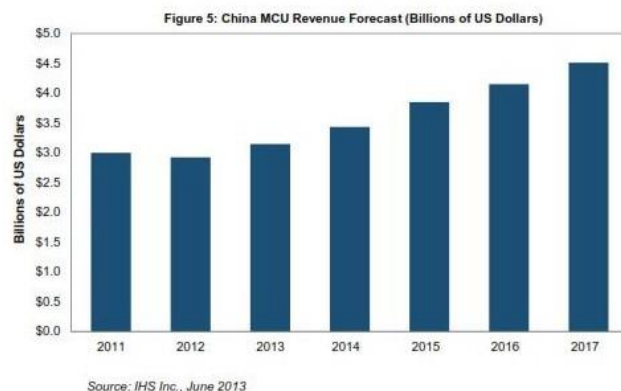
全球 MCU 市场在 2014 年为 161 亿美元，并将在未来两年保持 7% 以上的增长。可穿戴、智能家居、汽车的电子化等趋势将拉动 MCU 市场的增长。

图 1：全球 MCU 市场保持快速增长



数据来源：IC Insight

图 2：中国 MCU 市场保持快速增长



数据来源：iHS

2013 年中国 MCU 市场的营业收入约为 31 亿美元，预计 2017 年达到 45 亿美元，年均增长 10%。

中国 MCU 在消费领域的应用最多，占总体 MCU 营业收入的 25%。主要包括家电、电视、游戏机与音频系统。其次是工业领域，占 24% 份额，主要包括用于住宅控制的电子设备、自动化、医疗应用以及能源生成与分配。第三大领域是汽车，份额也是 24% 左右，用于汽车动力总成、安全控制系统，用于收集汽车信息并帮助管理各类计算机化任务。

8 位 MCU 仍然主导中国市场，但 32 位 MCU 增长最快，到 2016 年超过 8 位 MCU。16 位 MCU 份额将不断流向 8 位及 32 位 MCU。

在中国市场份额前几名的公司都是外资企业，包括日本瑞萨电子、美国飞思卡尔、美国 Microchip、意法半导体、美国爱特梅尔等。

附录 2：前期报告重要图表

表 1：青岛智能化建设项目市场空间测算

青岛人口-万	900		开发区面积-百万平米	102
家庭数量	220		容积率	1.5
龙泰天翔机顶盒	出货量	份额	建筑面积-百万平米	153
	110	50%	使用面积-百万平米	115
	出货量	份额	每平米成本	60
PLC 机顶盒	11	10%	市场空间-百万元	6,885
户均售价-万元	1			
市场空间-亿元	11			

资料来源：Wind、百度、东方证券研究所

表 1：欧美和中国居住环境的差异性带来 Zigbee 的技术难题

	欧美	中国	影响
房屋结构	木质墙壁多	混凝土墙壁	信号穿透力减弱
居住密度	分散，独户多	集中，高层建筑多	不同家庭信号干扰

数据来源：东方证券研究所

图 3：混合通讯技术是趋势



数据来源：东方证券研究所

图 4：海信家电陆续实现 PLC 上网功能



数据来源：东方证券研究所

图 5：PLC 在海信智能家居中发挥重要作用



数据来源：东方证券研究所

图 6：PLC 技术是高通物联网战略的重要部分

4G Multimode	MSM 8960 - Dual core - LTE, HSPA+, GSM/GPRS - EV-DO Rev. 0/A/B, 1X-RTT	MDM 9615 MDM 9215 - LTE, HSPA+, GSM/GPRS - EV-DO Rev. 0/A/B, 1X-RTT (9615)
3G Multimode	MDM 6600 MDM 6200 - HSPA, GSM/GPRS - EV-DO Rev. 0/A/B, 1X-RTT (6600)	
3G HSDPA, 1X-RTT	QSC 6270 HSDPA, GSM/GPRS	QSC 1105 - GSM/GPRS 1X-RTT
Connectivity Wireless LAN	AR 4100 AR 4100P 802.11n - Low energy - Single stream - Integrated TCP/IP IPv4/IPv6 (4100P)	
Connectivity HomePlug Green PHY Power Line Communication (PLC)	QCA 7000 - HomePlug Green PHY - Low power	

数据来源：高通、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,441	1,584	1,721	1,938	2,303	营业收入	442	503	722	1,188	1,919
应收账款	81	114	181	261	384	营业成本	168	192	300	552	961
预付账款	1	1	1	2	4	营业税金及附加	5	5	7	12	19
存货	28	32	60	105	183	营业费用	20	39	43	53	67
其他	26	60	25	39	58	管理费用	66	103	126	188	297
流动资产合计	1,576	1,791	1,989	2,346	2,931	财务费用	(50)	(48)	(17)	(18)	(20)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	2	0	0	0
固定资产	13	14	22	29	35	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	6	6	5	5	5	其他	0	0	0	0	0
其他	1	2	0	0	0	营业利润	231	209	262	401	595
非流动资产合计	20	22	28	35	40	营业外收入	54	39	40	45	45
资产总计	1,596	1,813	2,017	2,381	2,971	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	35	利润总额	285	249	302	446	640
应付账款	29	45	75	127	192	所得税	26	12	12	18	26
其他	31	25	33	32	37	净利润	259	236	290	428	614
流动负债合计	60	70	108	159	264	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	259	236	290	428	614
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.17	1.06	1.31	1.93	2.77
其他	9	13	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	9	13	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	69	83	108	159	264	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	17.1%	14.0%	43.5%	64.5%	61.5%
股本	220	222	222	222	222	营业利润	8.9%	-9.4%	25.0%	53.2%	48.2%
资本公积	843	918	918	918	918	归属于母公司净利润	27.0%	-8.9%	22.7%	47.8%	43.4%
留存收益	463	590	768	1,081	1,566	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	61.9%	61.8%	58.5%	53.5%	50.0%
股东权益合计	1,527	1,730	1,909	2,221	2,707	净利率	58.7%	46.9%	40.1%	36.1%	32.0%
负债和股东权益	1,596	1,813	2,017	2,381	2,971	ROE	17.9%	14.5%	15.9%	20.7%	24.9%
现金流量表						ROIC	11.4%	9.4%	12.9%	17.8%	22.2%
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	偿债能力					
净利润	259	236	290	428	614	资产负债率	4.3%	4.6%	5.3%	6.7%	8.9%
折旧摊销	2	3	2	3	4	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(50)	(48)	(17)	(18)	(20)	流动比率	26.32	25.51	18.45	14.72	11.10
投资损失	0	0	0	0	0	速动比率	25.86	25.05	17.89	14.06	10.41
营运资金变动	(45)	(23)	(62)	(89)	(150)	营运能力					
其它	58	33	(11)	0	0	应收账款周转率	6.6	5.2	4.9	5.4	5.9
经营活动现金流	224	201	203	324	449	存货周转率	5.6	6.4	6.5	6.7	6.7
资本支出	(8)	(2)	(10)	(10)	(10)	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(0)	(1)	39	0	0	每股收益	1.17	1.06	1.31	1.93	2.77
投资活动现金流	(8)	(3)	29	(10)	(10)	每股经营现金流	1.01	0.91	0.91	1.46	2.02
债权融资	0	0	0	0	0	每股净资产	6.88	7.79	8.60	10.01	12.19
股权融资	4	77	0	0	0	估值比率					
其他	(105)	(132)	(95)	(98)	(74)	市盈率	45.1	49.5	40.4	27.3	19.0
筹资活动现金流	(101)	(55)	(95)	(98)	(74)	市净率	7.7	6.8	6.1	5.3	4.3
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	55.0	61.3	40.7	26.1	17.4
现金净增加额	115	143	137	217	365	EV/EBIT	55.7	62.3	41.1	26.3	17.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn