

东软载波 (300183.SZ) 集成电路行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

马鹏清

分析师 SAC 执业编号: S1130514080002
(8621)61038324
mapq@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

收购上海海尔，成就智能家居整体方案提供商

事件

- 东软载波发布公告，4.5亿元收购上海海尔100%的股权，其中45%股份对价，55%现金对价，股票发行价格为48.48元/股。

评论

- 对公司影响积极，有利于业务正常梳理：**我们认为收购上海海尔对于公司影响积极，从公告数据显示，东软载波窄带系列芯片产品都是与上海海尔合作提供，且相关业务比例占上海海尔营收业务超过70%（14年前三季度占比75.78%）；加之公司窄带系列芯片专利多为与上海海尔共有，此项收购有利于公司业务的稳定。
- 强化 IC 设计能力，致力智能家居整体解决方案：**上海海尔是我国国内著名的 IC 设计企业，在家电、工控等市场内有较强的影响力；而从未来智能家居发展的方向来看，智能电器的整体解决方案在未来的发展中至关重要。包括高数位 MCU、兼容通讯功能（电力载波、Zigbee）的 SOC 等；并购上海海尔将进一步提升东软载波未来在智能家居市场上的地位。
 - 有助于智能家居业务的拓展：上海海尔客户包括海尔集团、海信电器，德豪润达，苏泊尔，格兰仕，公牛等家用电器品牌，产业链地位对东软载波后续拓展电器类客户合作十分有利。
 - 智能电网领域协同效果好：并购上海海尔后，公司可以提供智能电网终端所需要的全部芯片产品，包括控制类、通讯类、计量类等，后续协同效应显著。
 - 收购完成之后，海尔创投与海尔智能家电分别持有东软载波0.57%与0.17%，海尔集团间接持股东软载波，有助于后续合作事宜的开展。

图表1: 上海海尔智能家居领域应用



来源: 国金证券研究所

- **看好智能家居发展，PLC 将是智能家居市场重要的通讯方式：**我们继续看好智能家居市场的发展，万亿市场启动是大概率事件。互联网企业与硬件终端企业都将投入大量资源进行市场的培育，为下一个时代硬件入口做布局。公司产品主要为通讯类产品，将充分受益硬件普及的过程；电力载波其组网便捷、低成本、安全、无辐射等优势将在智能家居市场中占据重要的地位。目前 PLC 主要应用在电网领域，智能家居的发展将大幅提升其应用的市场空间。

投资建议

- 短期业绩增厚有限，看好长期业务发展：由于上海海尔体量相对有限，短期对于公司业绩增厚有限，以 2013 年业绩为例，增厚幅度在 0.07 元（1.07 元/股提升到 1.14 元/股）。
- 我们维持公司 14-16 年净利润 245 百万、375 百万、570 百万的盈利预测，保持 3.78%、52.80%、52.09% 的增长，对应 1.101 元、1.682 元、2.558 元的 EPS。
- 公司积极开拓智能家居市场合作，接近落地。长期看好公司在智能家居市场布局，未来两年业绩快速增长确定性较强，维持“买入”评级，6-12 个月目标价 80 元。

图表2：交易引入海尔集团持股，股份变动不会影响控制权

	交易前		交易后	
	持股股数	持股比例	持股股数	持股比例
崔健	52,272,000	23.47%	52,272,000	23.07%
胡亚军	33,264,000	14.94%	33,264,000	14.68%
王锐	33,264,000	14.94%	33,264,000	14.68%
海尔创投 -	-	-	1,302,178	0.57%
海尔智能 -	-	-	388,409	0.17%
中新创投 -	-	-	590,623	0.26%
苏州瀚科 -	-	-	254,998	0.11%
VPI -	-	-	63,778	0.03%
CIII -	-	-	95,667	0.04%
USL -	-	-	121,338	0.05%
日照常春 -	-	-	30,922	0.01%
上海华芯 -	-	-	287,969	0.13%
上海海咏 -	-	-	206,004	0.09%
上海海旭 -	-	-	145,014	0.06%
上海海仲 -	-	-	122,051	0.05%
张晓诗 -	-	-	271,313	0.12%
邓杰 -	-	-	3,826	0.00%
其他股东	103,924,000	46.66%	103,924,000	45.86%
合计	222,724,000	100.00%	226,608,090	100.00%

来源：国金证券研究所

图表3: 工业控制与消费电子领域应用



来源: 国金证券研究所

附录：财务报表

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	377	442	503	627	1,029	1,834
增长率		17.1%	14.0%	24.7%	63.9%	78.3%
主营业务成本	-133	-168	-192	-253	-415	-748
% 销售收入	35.2%	38.1%	38.2%	40.3%	40.4%	40.8%
毛利	244	273	311	375	613	1,086
% 销售收入	64.8%	61.9%	61.8%	59.7%	59.6%	59.2%
营业税金及附加	-4	-5	-5	-6	-10	-19
% 销售收入	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-14	-20	-39	-41	-67	-119
% 销售收入	3.7%	4.6%	7.7%	6.5%	6.5%	6.5%
管理费用	-44	-66	-103	-119	-195	-404
% 销售收入	11.7%	14.8%	20.5%	19.0%	19.0%	22.0%
息税前利润 (EBIT)	183	183	164	209	341	545
% 销售收入	48.4%	41.4%	32.6%	33.2%	33.1%	29.7%
财务费用	30	50	48	36	42	50
% 销售收入	-8.0%	-11.3%	-9.5%	-5.7%	-4.1%	-2.7%
资产减值损失	0	-2	-2	-1	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	212	231	209	243	382	593
营业利润率	56.3%	52.4%	41.6%	38.7%	37.1%	32.4%
营业外收支	28	54	39	45	50	55
税前利润	240	285	249	288	432	648
利润率	63.7%	64.6%	49.4%	45.9%	42.0%	35.4%
所得税	-36	-26	-12	-29	-43	-65
所得税率	15.0%	9.2%	5.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	204	259	236	259	389	584
少数股东损益	0	0	0	14	14	14
归属于母公司的净利润	204	259	236	245	375	570
净利率	54.1%	58.7%	46.9%	39.1%	36.4%	31.1%

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	204	259	236	259	389	584
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2	4	5	4	4	5
非经营收益	4	4	2	-57	-50	-55
营运资金变动	17	-43	-43	43	-59	-118
经营活动现金净流	227	224	201	249	283	416
资本开支	-2	-8	-3	22	44	48
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-2	-8	-3	21	44	48
股权募资	979	0	55	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-7	-101	-110	0	0	0
筹资活动现金净流	973	-101	-55	0	0	1
现金净流量	1,198	115	143	270	327	465

来源：国金证券研究所

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,325	1,441	1,584	1,854	2,182	2,647
应收款项	59	107	135	148	243	433
存货	33	28	32	38	63	113
其他流动资产	2	1	40	3	4	5
流动资产	1,419	1,576	1,791	2,044	2,491	3,198
% 总资产	99.0%	99.5%	99.6%	98.0%	98.3%	98.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	13	0	0	19	22	24
% 总资产	0.9%	0.0%	0.0%	0.9%	0.9%	0.7%
无形资产	0	6	6	19	20	21
非流动资产	14	7	8	41	44	47
% 总资产	1.0%	0.5%	0.4%	2.0%	1.7%	1.5%
资产总计	1,433	1,583	1,799	2,085	2,535	3,245
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	34	32	53	58	95	171
其他流动负债	29	28	17	38	62	111
流动负债	63	60	70	96	157	282
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	6	9	13	0	0	0
负债	70	69	83	96	157	283
普通股股东权益	1,363	1,527	1,730	1,975	2,350	2,919
少数股东权益	0	0	0	14	28	42
负债股东权益合计	1,433	1,596	1,813	2,085	2,535	3,245

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	2.041	1.178	1.062	1.101	1.682	2.558
每股净资产	13.634	6.940	7.777	8.879	10.563	13.123
每股经营现金净流	2.275	1.018	0.904	1.120	1.274	1.870
每股股利	0.000	1.000	0.500	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	14.97%	16.98%	13.65%	12.41%	15.94%	19.51%
总资产收益率	14.24%	16.24%	13.02%	11.76%	14.77%	17.55%
投入资本收益率	11.32%	10.80%	8.95%	9.43%	12.90%	16.56%
增长率						
主营业务收入增长率	62.24%	17.14%	13.96%	24.68%	63.92%	78.33%
EBIT增长率	78.00%	0.15%	-10.20%	27.04%	63.37%	59.99%
净利润增长率	96.96%	27.00%	-8.88%	3.78%	52.80%	52.09%
总资产增长率	548.71%	11.35%	13.63%	15.88%	21.58%	28.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	48.7	55.4	70.7	72.0	72.0	72.0
存货周转天数	77.0	65.2	57.0	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	47.9	53.6	70.6	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	12.6	#DIV/0!	#DIV/0!	9.1	5.9	3.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-97.20%	-94.35%	-91.54%	-93.21%	-91.75%	-89.34%
EBIT利息保障倍数	-6.0	-3.7	-3.4	-5.9	-8.2	-10.9
资产负债率	4.87%	4.34%	4.59%	4.59%	6.20%	8.73%

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61620767	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD