



上市公司新股研究报告

证券研究报告

电子行业—载波通信芯片

谨慎申购

东软载波（300183）

2011 年 2 月 10 日

低压电力线载波通信芯片寡头

电子行业分析师：邱春城

SAC 执业证书编号：S0850208110575

qiucc@htsec.com

021-23219413

联系人：张孝达

zhangxd@htsec.com

021-23219697

投资建议：公司是国内低压电力线载波通信芯片厂商的双寡头之一，市场占有率超过 50%，而电力线载波通信在我国处于起步阶段，未来将明确受益于我国智能电网建设。公司技术、规模及资金实力领先，成长性显著。我们预测 2010~2012 年公司 EPS 分别为 0.99 元、1.47 元和 1.97 元。公司发行价位 41.45 元，目前发行价对应未来三年动态 PE 分别为 42×、28×和 21×左右，估值水平合理，建议投资者谨慎申购，未来 6 个月合理目标价在 42 元左右。

产品。公司主要产品为载波通信芯片、集中器等低压电力线载波通信产品。其中核心产品载波通信芯片集成于载波电表、采集器、集中器中，用于自动抄读电能量数据，是电网公司用电信息采集系统的核心部件，而用电信息采集系统是智能电网建设的重要组成部分。

行业竞争格局。目前在 PLC 市场已经形成东软载波与福星晓程的双寡头竞争格局，以芯片出货量的口径统计，东软载波市场份额略高于福星晓程。但未来随着市场容量的加大，新进入者的增多将加剧行业竞争。

上下游影响。芯片制造、封测厂商，此部分市场投资充分，对公司业务影响力较小；公司的直接下游是电表厂商，电表厂门槛低于芯片设计，由此市场较为分散，对于上游芯片行业的议价能力较弱。但公司最终下游是国家电网和南方电网，电网公司招标采购将从两方面影响公司业务：（1）进度；（2）电网公司对于电表产品的性能要求。

收入和利润。2007~2010 年上半年，公司营收分别为 6312.16 万元、12879.99 万元、14740.55 万元和 8226.62 万元，复合增长率较高，但收入增速年度分布较为不均：2008 年由于载波通信方式在各电网得到广泛认可和应用，公司营收大幅提升 104.05%；2009 年国网公司开始推行智能电网并开始试点和制定相关标准，因此招投标增速有所放缓，2009 年较 2008 年增长了 14.45%。可以看出国网招标进度对于公司业务的影响。

2007~2010 年上半年，公司净利润分别为 3061.42 万元、8471.17 万元、9428.41 万元和 5194.31，增速基本上与营收增长相当。

毛利率。2007 年-2009 年及 2010 年上半年公司综合毛利率分别为 48.50%、65.79%、63.98%和 63.15%。公司载波通信芯片和集中器合计占公司营收 70%以上，这两部分业务毛利率稳定在 60%以上，因此公司毛利率基本稳定，2008 年较 2007 年有较大幅度增长的原因是由包括电表模块、抄控器、采集器，以及安装在电表中的电容、电阻等在内的其他载波通信产品毛利率波动造成的。

募投项目。公司募投项目包括低压电力线通信网络系统技改项目和营销网络建设项目等两个项目。其中，低压电力线通信网络系统技改项目拟对公司低压电力线载波通信产品进行技术升级，包括基于窄带 FSK/PSK 的低压电力线载波抄表系统（含公司第 4 代低压电力线载波通信芯片研发）和基于窄带 OFDM 的高级量测体系电力线通信网络平台（含公司第 5 代低压电力线载波通信芯片研发）两个子项目。

盈利预测及投资建议。预测 2010~2012 年公司 EPS 分别为 0.99 元、1.47 元和 1.97 元。公司发行价位 41.45 元，目前发行价对应未来三年动态 PE 分别为 42×、28×和 21×左右，估值水平合理，建议投资者谨慎申购，未来 6 个月合理目标价在 42 元左右。

风险提示。电网公司招标采购电能表模式将影响公司业务进展。

表 1 东软载波表预测 (万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6312	12880	14741	21504	30156	42375
YoY (%)		104.05	14.45	45.88	40.23	40.52
减: 营业成本	3251	4406	5310	7956	11248	15891
毛利	3061	8474	9431	13548	18908	26484
毛利率 (%)	48.50	65.79	63.98	63.00	62.70	62.50
主营业务税金及附加	67	156	163	237	333	468
营业费用 (销售费用)	221	247	275	387	528	720
营业费用/收入 (%)	3.50	1.91	1.86	1.80	1.75	1.70
管理费用	591	1286	2112	2559	3317	4238
管理费用/收入 (%)	9.36	9.98	14.33	11.90	11.00	10.00
财务费用	-22	-26	-58	-30	-1280	-800
资产减值损失	26	327	-1	150	100	100
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	2178	6485	6941	10244	15910	21759
营业外收入	659	223	1187	1200	1300	1400
减: 营业外支出	6	11	1	1	1	1
利润总额	2832	6697	8127	11443	17209	23158
减: 所得税	205	932	1115	1579	2461	3474
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润	2627	5764	7012	9864	14748	19684
EPS (元)	0.26	0.58	0.70	0.99	1.47	1.97
发行后的总股数 (万股)			10000			

资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邱春城：电子行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：三安光电、士兰微、国星光电、莱宝高科、欧菲光、海康威视、法拉电子、横店东磁、生益科技、超声电子等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。