

证券研究报告

集成电路



分析师 刘亮
021-3856 5917
liuliang@xyzq.com.cn
SAC:S0190209030141

推荐

东软载波 (300183)

联系人: 韩林
021-38565605
hanlin@xyzq.com.cn

PLC 芯片领域龙头, 行业需求爆发式增长

2011 年 5 月 26 日

投资要点

近期我们调研了东软载波, 公司基本情况如下:

- **国内电力线载波通信芯片领域龙头企业:** 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, 占到总营收的 90%以上, 同时也有部分收入来自系统集成及 IT 咨询服务和应用软件, 占比较低。公司虽然收入主要来自芯片产品的销售, 但其核心产品 PLC 芯片由裸片和嵌入式软件两部分组成, 裸片作为软件的载体由公司和上海海尔合作研发、外包生产, 公司的核心竞争力主要体现在嵌入式软件开发领域, 公司实质上为软件开发企业。公司 2007-2010 年 PLC 芯片出货量分别为 111 万、362 万、422 万、810 万片, 我们推算其市场占有率达到 40%以上, 是国内 PLC 芯片领域龙头企业, 将充分受益于国家智能电网建设的大行情。
- **1 季度营收与利润大幅增长, 或受去年同期低基数影响:** 公司 2010 年营收 2.32 亿元, 同比增长 57.6%; 归属于上市公司净利润 1.04 亿元, 同比增长 47.8%; 2011 年 1 季度营收 7461 万元, 同比增长 247.12%; 归属于上市公司净利润 3838 万元, 同比增长 279.19%, 增长幅度惊人。1 季度实现大幅增长的主要原因, 一方面是由于公司作为行业龙头, 凭借技术、人才、品牌和服务的综合优势, 保持销售高增长, 另一方面是由于国网公司在 2010 年将各省网分散招标改革为国网集中招标, 有一段时间的招标真空期, 造成了去年同期的低基数。展望今年, 国网仅 1 季度智能电表招标数量已接近 3000 万, 对比去年全年 4500 万只的数量, 今年下游需求的高增长基本可以确定。同时公司去年结转到 2011 年供货的 PLC 芯片数量达 350 万片, 为 2011 年上半年储备了充足订单, 为全年业绩高增长奠定了良好基础。
- **相对封闭的竞争环境造就高毛利率水平:** 国内市场, PLC 芯片的直接客户是电能表生产企业, 而最终销售对象为国家电网、南方电网。行业的主导者为几大电网集团, 为电网天然垄断者, 决定电能表招标的数量和时点; 而电能表生产企业国内有千余家; PLC 芯片生产企业是电能表企业的核心供应商, 国内主要生产企业仅有 6 家, 其中公司和福星晓程规模领先。由于国内电网环境的复杂性, 国外 PLC 芯片产品水土不服, 同时电网涉及国家核心安全, 国网采购自主品牌意愿较高, 因此国外企业实际上退出了国内 PLC 芯片市场。由于目前各 PLC 芯片尚未形成统一标准, 国内各企业产品在载波频率等参数上存在差异, 而国网下属各省网公司的喜好实质上限定了各电能表企业需要采购的 PLC 芯片厂商, 因此芯片企业对下游电能表企业有较强的议价能力。公司目前的毛利率水平也体现了这一点, 1 季度公司整体毛利率 64.03%, 同比上升了近 1 个百分点。公司目前主流的 3.5 代芯片产品价格稳定在 17 元左右的水平, 4 代产品虽然集成了一些外围器件, 但采用了更为先进的 0.25、0.18 微米制程生产, 实际成本增加有限,

在当前价格水平下毛利率将基本维持稳定。

- **PLC 芯片行业市场空间巨大，前景看好：**2009 年国网公布智能电网发展计划，09-10 年为规划试点阶段，11-15 年为全面建设阶段，16-20 年为引领提升阶段。目前 PLC 行业正处于需求大规模爆发初期，未来 4-5 年将迎来行业高速增长期。按照中国 3.6 亿家庭户均一部电表，同时有 6-8 千万部企事业单位用表，存量电表就超 4 亿只，为达到国网 15 年全替换的目标，同时考虑每年新增电表数量，我们测算 11-15 年全面建设阶段平均每年智能电表需求量高达 8000 万部左右，而其中约一半将以 PLC 载波电表的形式实现，为公司成长提供了广阔的市场空间。中国半导体行业协会 CSIA 预测 2010-2014 年中国电力线载波芯片市场销量年均复合增长率将达到 52.3%。如行业竞争格局不出现重大变革，将为公司未来 3-5 年提供确定性的业绩高增长。

图 1、2010-2014 年中国电力线载波芯片市场规模预测（按销量）



数据来源：CSIA，兴业证券研究所

- **行业天花板有待打破，智能家居或为 PLC 新的应用领域之一：**如果仅仅从抄表系统去衡量 PLC 行业的成长，那么在智能电网大规模建设之后，仅依靠智能电表更新替换需求，行业成长天花板隐现。但电力线载波技术不等同于智能电网的抄表系统，其实质为以电力线网络作为传播媒介的有线通信系统，具有覆盖范围广泛、铺设成本低廉的优点。短期看，公司依靠电力行业求发展，而中长期战略上，公司将依托窄带高速 OFDM 高级量测体系电力线通信网络平台，去实现包括水表、煤气表、热能表、安防系统、家电控制系统等其它的应用产品。公司募投项目中 4 代 1642 型芯片已经完成研发，今年即可量产，而基于窄带高速 OFDM 的第 5 代产品目前正在研发之中，明年有望实现小规模量产，这两款产品都可应用于智能家居领域，公司希望与家电企业深度合作，推动产品在该领域的应用。
- **盈利预期与投资建议：**公司作为国内 PLC 芯片行业龙头，充分受益于行业需求未来 5 年内的爆发式增长，同时利用上市机遇，筹集资金加快新产品研发，并围绕北京、广州（国网、南网总部所在地）进行营销网络建设，将保证公司未来 3-5 年营收的确定性高成长。公司作为软件企业的特点之一是固定成本高，变动成本低，规模效应明显，随着产品销量增大，费用率将逐步降低，净利率水平将进一步提升，公司值得长期看好。我们预计 2011 年至 2013 年公司每股收益至 1.48 元、1.99 元、2.63 元的盈利预测，给予公司“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	207	1279	1442	1676
货币资金	127	1163	1289	1463
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	47	65	86	119
其他应收款	2	2	3	4
存货	23	35	46	65
非流动资产	14	86	131	173
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	1	1	1
固定资产	12	64	114	152
在建工程	0	6	10	12
油气资产	0	0	0	0
无形资产	0	0	1	2
资产总计	221	1365	1573	1850
流动负债	31	42	51	65
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	14	20	27	38
其他	17	22	24	27
非流动负债	2	3	3	3
长期借款	0	0	0	0
其他	2	3	3	3
负债合计	34	45	54	68
股本	75	100	100	100
资本公积	12	972	972	972
未分配利润	90	223	403	639
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	187	1320	1519	1782
负债及权益合计	221	1365	1573	1850

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	104	148	199	263
折旧和摊销	1	3	6	10
资产减值准备	-1	0	0	1
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-0	-10	-18	-21
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	16	26	29	46
经营活动产生现金流量	88	102	168	205
投资活动产生现金流量	-0	-60	-61	-51
融资活动产生现金流量	38	994	18	21
现金净变动	126	1036	126	174
现金的期初余额	80	127	1163	1289
现金的期末余额	206	1163	1289	1463

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	232	326	431	596
营业成本	85	121	158	223
营业税金及附加	3	4	5	7
销售费用	8	12	15	21
管理费用	34	48	63	86
财务费用	-0	-10	-18	-21
资产减值损失	1	2	2	2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	102	151	207	278
营业外收入	12	14	14	14
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	114	165	221	292
所得税	10	16	22	29
净利润	104	148	199	263
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	104	148	199	263
EPS (元)	1.04	1.48	1.99	2.63

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	57.6%	40.2%	32.3%	38.2%
营业利润增长率	46.6%	48.1%	37.4%	34.1%
净利润增长率	47.8%	43.1%	34.2%	31.9%
盈利能力(%)				
毛利率	63.4%	63.0%	63.2%	62.5%
净利率	44.6%	45.5%	46.2%	44.1%
ROE	55.3%	11.2%	13.1%	14.7%
偿债能力(%)				
资产负债率	15.2%	3.3%	3.4%	3.7%
流动比率	6.59	30.45	28.52	25.84
速动比率	5.82	29.59	27.58	24.80
营运能力(次)				
资产周转率	125.3%	41.1%	29.3%	34.8%
应收帐款周转率	587.6%	579.0%	569.5%	580.1%
每股资料(元)				
每股收益	1.04	1.48	1.99	2.63
每股经营现金	0.80	1.02	1.68	2.05
每股净资产	1.87	13.20	15.19	17.82
估值比率(倍)				
PE	43.7	30.6	22.8	17.3
PB	24.2	3.4	3.0	2.5

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业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。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。