



增 持 调 高

东软载波（300183）

2011 年 9 月 28 日

智能化改造推动芯片业务快速增长 期待智能家居芯片破茧而出

电力设备与新能源行业高级分析师：牛 品
SAC 执业证书编号：S0850511060001
np6307@htsec.com
021- 23219390
联系人：房 青
fangq@htsec.com
021-23219692

2011 年 9 月 27 日收盘于 45.46 元，6 个月目标价 54.95 元

1. 电能表招标超预期，智能化改造持续十年。

1.1 电能表招标超预期，带动公司业绩快速增长。

从智能电表招标情况来看，2011 年上半年电能表招标 4000 万只。预计下半年或将另有两次招标，每次招标数量不低于 1000 万只。我们预计 2011 年电能表招标 6000-7000 万只，同比增长 33%-55%，招标量有所超预期。

我们认为，2011 年电能表招标超预期的主要原因为：2010 年仅部分省市参加招标，2011 年开始全国所有省份都参加招标。但我们对所有省份参与招标后，电能表招标量能否保持高增长持谨慎态度。

从公司业绩表现来看，2011 年智能电网建设启动较早，智能电表招标超预期，带动上半年公司 20%-30% 的订单增速，与行业平均增速相当。

1.2 电表智能化改造持续十年，载波芯片潜在需求超 2.8 亿片。

我们预计全国电能表潜在市场需求为 5 亿只，国网、南网区域分占 4 亿、1 亿只。从电能表安装进度来看，国家电网规划 2015 年前将所在区域的 4 亿只电能表全部更换为智能电表，2016-2020 年将单向智能电表再全部更换为双向智能电表。

电能表需求高于原有预期的主要原因为电网统计时，部分小区或办公楼楼宇物业仅统计 1 只电能表需求，低于实际需求。国网 4 亿只电能表需求中，3.67 亿为居民用户，2000 万只为每年新建地产用表，其他为工商业用户。

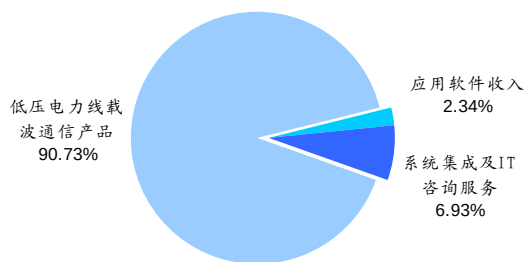
按全载波、半载波各占用电信息采集方式一半的比例，我们预计载波表需求为 2.5 亿只，集中器及采集器需求为 2875 万只，进而带动的载波芯片需求将达 2.8 亿片以上。

2. 议价能力及芯片成本下降，稳定公司高盈利水平。

我们认为，公司产品毛利率水平将保持相对稳定状态，主要原因为：（1）对下游厂商较强的定价能力。（2）原材料-芯片成本仍有下降空间。

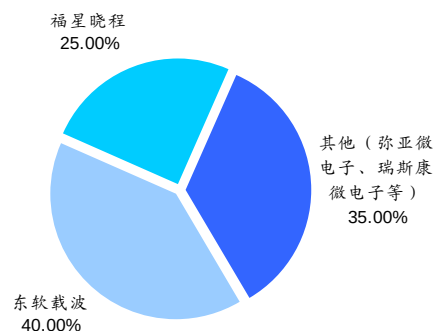
公司目前占据低压载波通信芯片龙头地位，市场份额约 40%。我们认为，公司主要竞争优势为能通过各省网营销，使省网采用公司的通信标准。由于电能表厂商需采购指定通信标准的芯片，因此使省网采用自身通信标准即等于获得对下游电能表厂商的定价权。

图 1 公司 2010 年主营收入结构



资料来源：公司 2010 年报，海通证券研究所

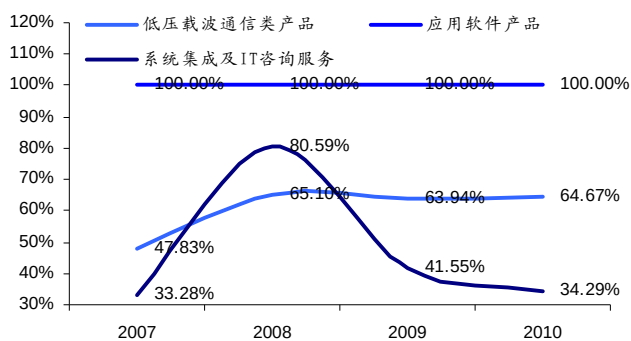
图 2 低压载波通信芯片市场竞争格局



资料来源：海通证券研究所(据 2010 年东软、福星销量及行业需求测算)

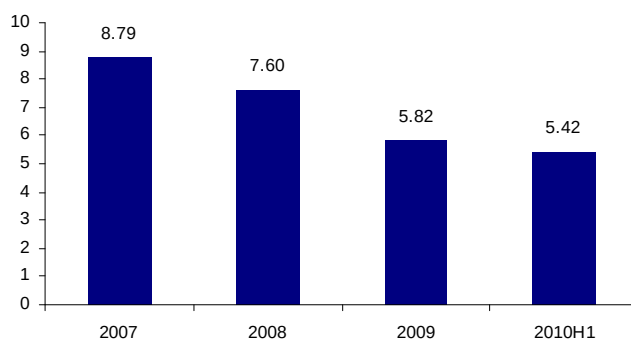
从芯片成本角度来看，近年来由于公司向上海海尔定制化芯片裸片采购量的逐步增加，芯片采购成本大幅降低。而未来随着芯片厂商硅晶直径缩短，公司芯片采购成本将继续下降。目前公司向上海海尔采购的芯片制程工艺线宽为 0.18-0.25 微米，未来有望降至 0.09 微米。我们认为，单芯片所用硅片尺寸减小将进一步降低公司芯片采购成本，一定程度稳定公司产品盈利水平。

图 3 公司主营业务毛利率水平



资料来源：公司招股说明书，公司 2010 年报，海通证券研究所

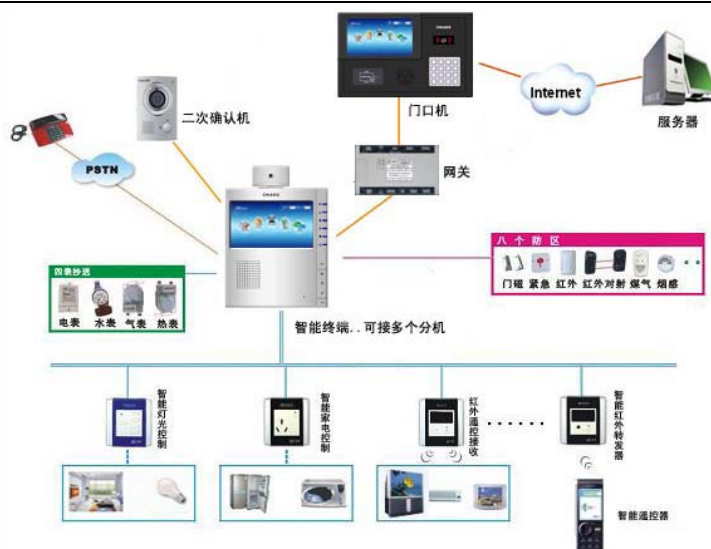
图 4 公司 SSC16xx 系列芯片成本（单位：元/片）



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

3. 智能家居，公司的下一站故事。

图 5 智能家居图示



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

从公司发展规划来看，基于电能表行业较高景气度，公司近几年业务重心仍为智能电表载波芯片。未来，公司将逐渐把业务重心转移至智能家居。

智能家居运用计算机技术、网络通信技术和综合布线技术，将各家居子系统有机结合。智能家居一方面实现家庭内部信息共享和通信，一方面通过家庭智能网关与家庭外部网络进行信息交换。

表 1 智能家居主要技术

主要技术	分项技术	技术内容
互动用电服务技术	供电信息服务	电网运行和检修信息、实时电价、用电政策、用电服务等信息发布，用户用电量、剩余电量、电价、电费、电费余额以及购电记录等信息查询服务。
	家电互动控制	根据用户需求，对家庭用电负荷进行分析，制定优化用电方案，指导用户进行合理用电；按照用户提出的请求开展托管服务，下发用电设备优化运行方案到家庭智能交互终端，自动管理家用电器合理用电。
	家庭用电管理	实时查询家庭和家用电器的用电信息，可随时查看多种电价信息。为用户提供量身定制的用电方案，设置指定电器的运行时间。
	自助缴费服务	通过电话、短信、网站、自助终端等手段实现多渠道缴费。
智能社区支撑技术	小区物业安防服务	
	商业信息获取服务。	
	公用事业信息获取服务	

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

公司通信芯片可安装至以 220V 为电源的仪器、仪表、家电、机器、设备，形成智能网络。公司计划和家电厂商进行技术磨合，统一标准。公司与家电厂商未来可能采取两种合作方式：（1）家电厂商产品中采用公司所产通信芯片。（2）家电厂商产品采用公司通信协议。

从通信技术来看，公司募投项目中 SSC1642 系列通信芯片可作为进驻智能家居之敲门砖，逐步进行技术、市场磨合。但我们预计，智能家居大规模推广定将基于窄带高速技术的成熟，公司募投项目-“基于窄带 OFDM 的高级量测体系电力线通信网络平台”项目将增强其在窄带高速领域的技术实力，在智能家居领域保持其先发优势。

从推进时点来看，公司与家电厂商技术磨合需半年至一年时间。由于通讯协议尚未有统一标准，我们认为公司智能家居芯片业务短期无法呈现爆发性增长。但智能化为家居长期趋势，基于公司在该领域的先发优势，届时智能家居通信芯片将和家电电器产业同步增长，业务体量不可小觑。

4. 盈利预测与估值

我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 1.57 元、2.07 元和 2.54 元。参考公司的成长速度以及同业估值水平，我们认为公司合理估值区间为 2011 年 30-35 倍市盈率，对应股价为 47.10-54.95 元，调高公司投资评级至“增持”。

表 2 东软载波盈利预测假设条件

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）						
低压电力线载波通信产品	12395.67	13841.60	21079.67	31789.59	40059.26	48733.06
应用软件	70.76	353.67	544.23	832.67	1249.01	1873.51
系统集成及 IT 咨询服务	409.96	541.68	1610.72	1932.86	2300.11	2725.63
其他	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60
合计	12879.99	14740.55	23238.22	34558.73	43611.98	53335.80
yoy						
低压电力线载波通信产品		11.66%	52.29%	50.81%	26.01%	21.65%
应用软件		399.82%	53.88%	53.00%	50.00%	50.00%
系统集成及 IT 咨询服务		32.13%	197.36%	20.00%	19.00%	18.50%
其他		0.10%	-0.11%	-0.02%	0.00%	0.00%
合计		14.45%	57.65%	48.72%	26.20%	22.30%
营业成本（万元）						
低压电力线载波通信产品	4326.09	4991.28	7447.45	11285.30	14421.34	17641.37
应用软件	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
系统集成及 IT 咨询服务	79.57	316.61	1058.40	1275.69	1529.57	1812.54
其他	0.55	1.97	1.47	1.62	1.62	1.62
合计	4406.21	5309.86	8507.32	12562.61	15952.53	19455.53
毛利率						
低压电力线载波通信产品	65.10%	63.94%	64.67%	64.50%	64.00%	63.80%
应用软件	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
系统集成及 IT 咨询服务	80.59%	41.55%	34.29%	34.00%	33.50%	33.50%
其他	84.79%	45.34%	59.21%	55.00%	55.00%	55.00%
合计	65.79%	63.98%	63.39%	63.65%	63.42%	63.52%
营业收入	12879.99	14740.55	23238.22	34558.73	43611.98	53335.80
yoy	—	14.45%	57.65%	48.72%	26.20%	22.30%
营业成本	4406.21	5309.86	8507.32	12562.61	15952.53	19455.53
yoy	—	20.51%	60.22%	47.67%	26.98%	21.96%
营业利润率	65.79%	63.98%	63.39%	63.65%	63.42%	63.52%

资料来源：公司招股说明书，公司 2010 年报，海通证券研究所

表 3 东软载波损益表预测（万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	12879.99	14740.55	23238.22	34558.73	43611.98	53335.80
增长率（%）		14.45	57.65	48.72	26.20	22.30
营业成本	4406.21	5309.86	8507.32	12562.61	15952.53	19455.53
毛利率（%）	65.79	63.98	63.39	63.65	63.42	63.52
营业税金及附加	155.77	162.79	253.65	376.69	475.37	581.36
销售费用	246.53	274.57	820.24	1209.56	1526.42	1866.75
销售费用率（%）	1.91	1.86	3.53	3.50	3.50	3.50
管理费用	1285.81	2112.16	3403.56	7147.06	7724.54	8696.92
管理费用率（%）	9.98	14.33	14.65	20.68	17.71	16.31
财务费用	-26.32	-58.24	-35.60	-2579.63	-3101.98	-3131.16
资产减值损失	326.94	-1.26	110.98	172.79	218.06	266.68
期间费用	1832.96	2327.22	4299.17	5949.78	6367.03	7699.20
期间费用率（%）	14.23	15.79	18.50	17.22	14.60	14.44
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	6485.05	6940.68	10178.08	15669.64	20817.05	25599.71
EBIT	6670.40	8068.32	11351.71	14817.69	19895.35	25134.96
增长率（%）		20.96	40.69	30.53	34.27	26.34
EBIT margin（%）	51.79	54.74	48.85	42.88	45.62	47.13
营业外收入	222.84	1187.25	1209.41	1727.94	2180.60	2666.79
营业外支出	11.18	1.38	0.18	0.25	0.32	0.39
利润总额	6696.72	8126.56	11387.31	17397.33	22997.33	28266.11
增长率（%）		21.35	40.12	52.78	32.19	22.91
所得税	932.34	1114.87	1025.17	1739.73	2299.73	2826.61
所得税率（%）	13.92	13.72	9.00	10.00	10.00	10.00
净利润	5764.38	7011.69	10362.15	15657.60	20697.60	25439.50
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者净利润	5764.38	7011.69	10362.15	15657.60	20697.60	25439.50
稀释 EPS（元）	0.58	0.70	1.04	1.57	2.07	2.54

注：每股收益按最新总股本 10000 万股计算。

资料来源：公司招股说明书，公司 2010 年报，海通证券研究所

表 4 可比上市公司估值对比

		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
		9 月 27 日	9 月 27 日	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
300139	福星晓程	54.30	29.76	1.10	1.72	2.25	49.51	31.49	24.13
002546	新联电子	17.68	29.70	0.49	0.73	1.03	35.83	24.26	17.13
300222	科大智能	29.68	17.81	0.82	1.27	1.76	36.23	23.46	16.88
							40.52	26.40	19.38

资料来源：WIND，海通证券研究所

5. 主要投资风险：电网投资进程不达预期；募投项目产品市场化风险。

相关报告：

东软载波（300183）2011年半年报点评：载波芯片带动业绩大幅增长 技术升级、市场拓展奠定未来发展动力（中性 首次）

信息披露

分析师声明

牛 品：电力设备和新能源行业高级分析师

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：国电南自、国电南瑞、四方股份、积成电子、荣信股份、理工监测、华光股份、杭锅股份、东方电气、上海电气、龙源技术、中国西电、平高电气、合康变频。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	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%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	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。