

东软载波 (300183.SZ)

集成电路行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

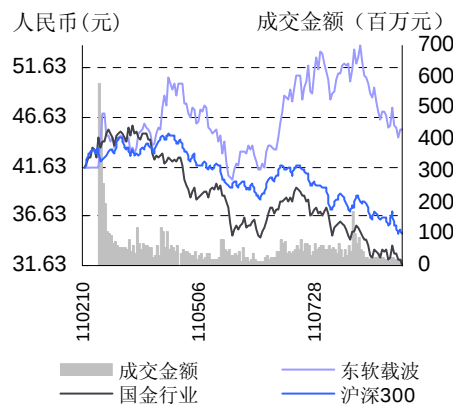
市价(人民币): 45.38 元

目标(人民币): 57.75 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	25.00
总市值(百万元)	4,538.00
年内股价最高最低(元)	53.90/40.42
沪深 300 指数	2901.22



相关报告

1. 《国内最佳 PLC 方案商具备长期增长动力》，2011.8.23
2. 《半年报业绩超预期确认公司高成长》，2011.7.5
3. 《智能电表招标加速直接利好公司业绩超预期》，2011.6.6

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

沈建锋

联系人
(8621)61357589
shenjf@gjzq.com.cn

业绩持续超预期将不断成为股价催化剂

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	N/A	N/A	1.386	1.649	2.308
每股净资产(元)	1.69	2.47	3.37	14.23	16.54
每股经营性现金流(元)	0.84	1.37	0.96	1.35	2.04
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	14.18	46.89	46.89	46.89	46.89
净利润增长率(%)	119.40%	21.64%	48.28%	58.58%	40.01%
净资产收益率(%)	68.08%	56.64%	41.15%	11.59%	13.96%
总股本(百万股)	N/A	N/A	75.00	100.00	100.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 东软载波于 2011 年 9 月 28 日晚发布第三季度业绩预增公告: 公司 2011 年前三季度预计实现净利润 11616~13200 万元, 同比增长 120~150%, 按最新股本计算 EPS 为 1.16~1.32 元, 符合我们跟踪的出货量数据, 再一次高出市场之前的预期。

经营分析

- 国网公司加快建设用电信息采集系统持续推动公司业绩超预期增长。1、今年智能电表招标数量和节奏都超出预期: 截止到 2011 年 8 月初, 国网公司已完成四批电能表集中招标, 共采购电能表 5007 万只, 智能电表 4263 万只, 相当于去年全年的招标量, 并完成了之前市场预期的今年计划招标 5000 万只智能电表的 85% 的量; 同时国网公司近期每隔 1~2 个月招标一次, 相比去年 3~4 个月的间隔, 今年的招标节奏明显加快。2、为完成“全面建设智能电网”任务后续进度还将加快: 目前全国共有 4.5 亿只左右的电表, 5 年内需要更换近 5 亿只智能电表, 按目前安装进度无法在“十二五”期间完成更换, 为完成全面建设智能电网任务, 未来几年智能电表的安装进度有望进一步加快。
- 公司三季度业绩预增验证了我们的数据跟踪, 全年业绩可再超预期。1、3 季度 EPS 在 0.5 元附近: 从我们对公司上游芯片出货量的跟踪, 3 季度单月出货量相比 2 季度增长 35% 以上, 由此测算 3 季度实现 EPS 在 0.5 元左右, 加上上半年 0.75 元 EPS, 正好处于预增业绩的中指附近; 2、全年实现 EPS 必然在 1.65 元以上: 维持现有的芯片出货量速度, 公司全年有望采购芯片 1750 万片左右, 其中三代 1350 万片, 四代 400 万片, 即使考虑到和去年类似年底存在订单延迟交付的情况, 全年业绩必然在预期之上。

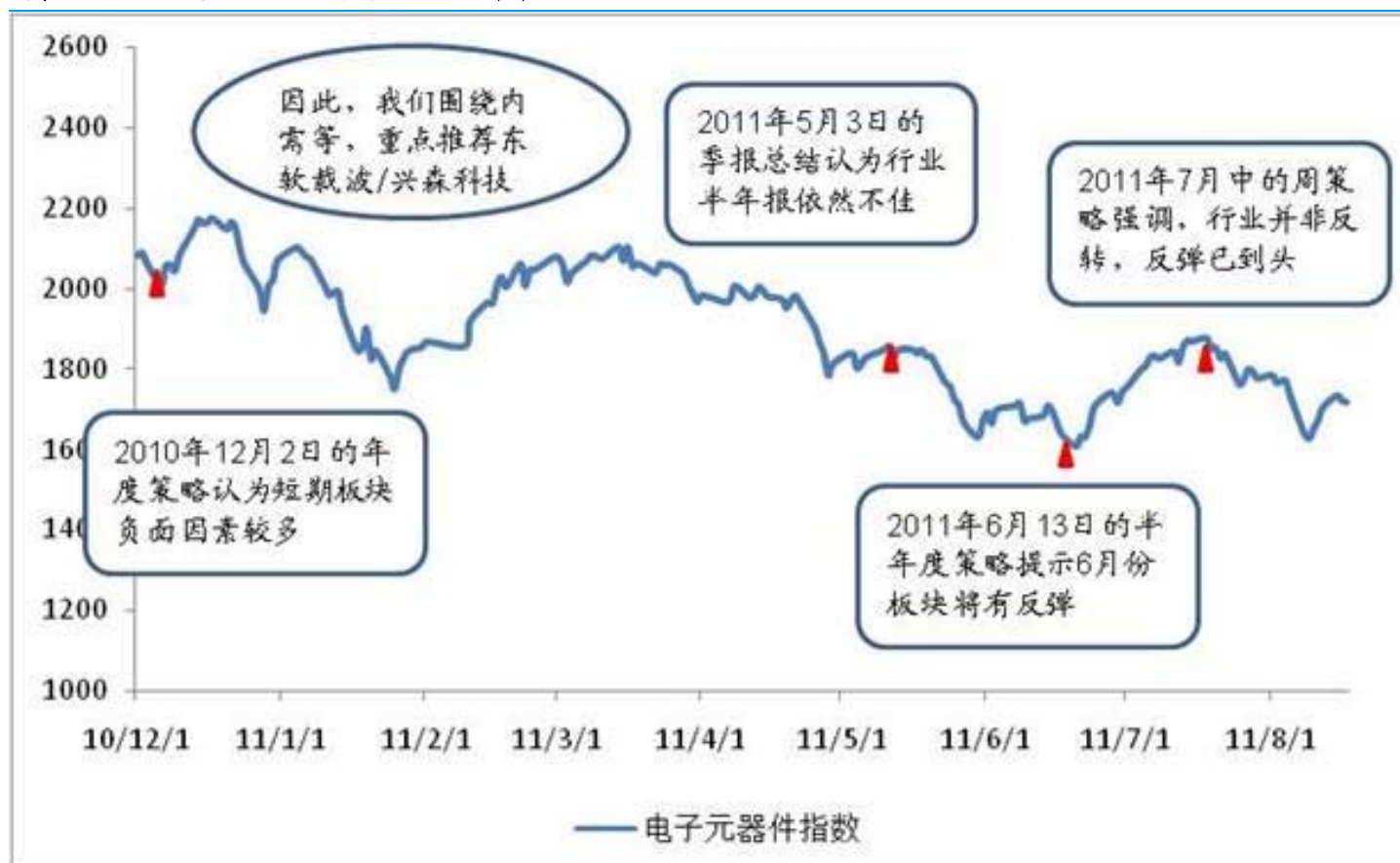
维持盈利预测和“买入”评级

- 维持公司盈利预测, 2011 年 EPS 为 1.65 元。预计 2011-13 年公司实现净利润 16487、23083 和 32734 万元, 对应 EPS 为 1.65、2.31 和 3.27 元。
- 短期目标价 57.75 元, 维持“买入”评级。考虑到行业整体估值下移, 给予 57.75 元短期目标价, 12 年 25 倍 PE; 高成长性体现了公司的长期投资价值, 而业绩持续超预期将成为股价催化剂, 继续建议“买入”。

推荐东软载波是我们今年行业策略外的又一亮点

- 2011 年整体半导体行业都没有大机会，并且很多企业自半年报开始出现大幅低于预期的情况。本年度我们在行业策略上做的较为成功，自去年年底开始持续提示行业风险，并在 6 月中旬成功提示行业将出现一波反弹。
- 国金证券《元器件行业 2011 年度策略》成功判断电子行业将开始调整，1 月中万电子元器件指数下跌超 10%。我们在策略中明确指出：由于板块估值较高、全球经济不明朗导致的需求波动、以及海外产能释放对本土企业的经营冲击等诸多负面因素的出现，短期将导致电子行业出现一个月的调整。
- 国金证券《元器件行业 2011 年二季度策略》依然认为电子行业将继续调整，二季度申万电子元器件指数向下调整了近 14%。我们在策略中指出：短期来看，受日本地震影响，大部分企业二季度依然存在低于预期的可能，我们对行业整体投资保持谨慎态度。
- 国金证券《元器件行业 2011 下半年策略》又成功判断 6 月底电子行业将开始反弹，自 6 月下旬以来申万电子元器件指数反弹超 15%。我们在策略中指出：日本地震影响消除后，上半年被抑制的半导体消费有望在下半年释放，从而导致下半年半导体景气或超预期，6 月底板块将有反弹机会。

图表1：国金证券电子元器件行业 2011 年策略总结

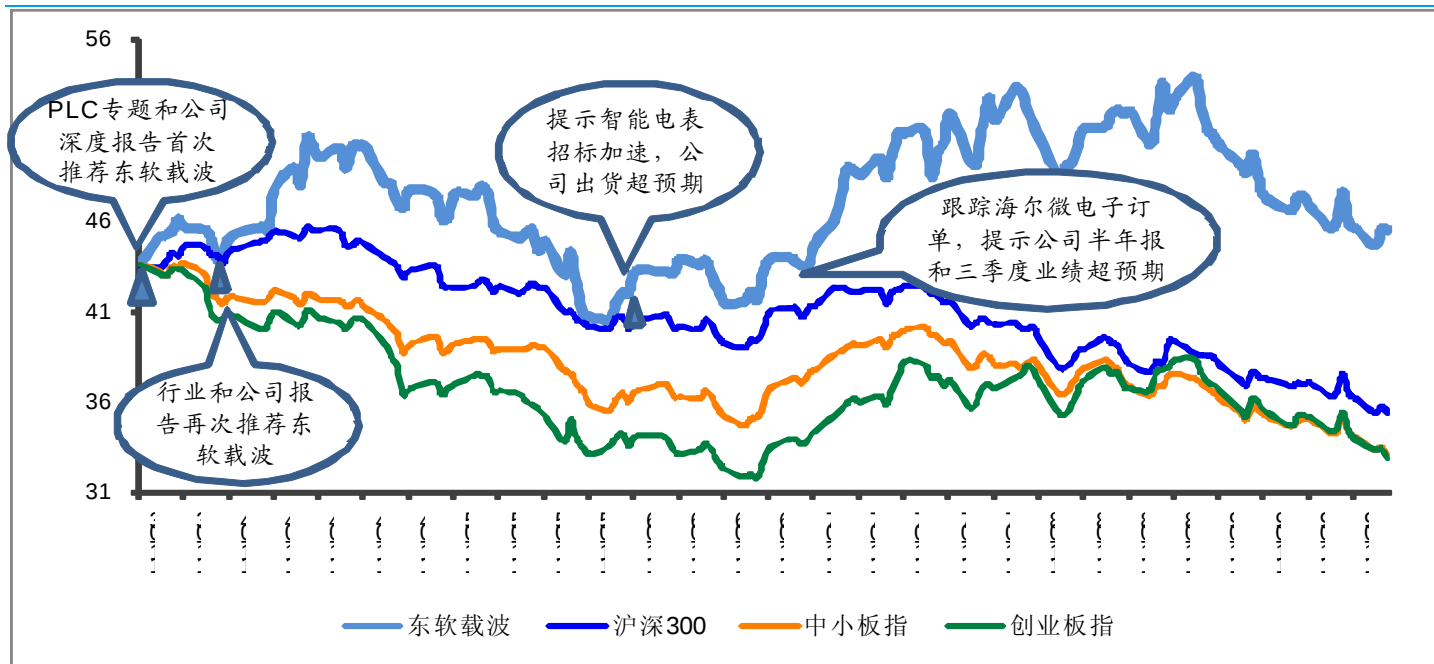


来源：国金证券研究所

- 2011 年在电子元器件行业缺乏整体性投资机会的背景下，我们重挖依托内需市场、受益于终端创新的个股。东软载波便是其中我们推荐得非常成功的个股，也是我们在市场上最早挖掘、跟踪最紧、推荐最坚决的个股，自 2011 年 3 月 18 日我们首次推荐截止到 9 月 28 日，东软载波相对于沪深 300 指数、中小板指数、创业板指数的相对收益达到了 23.1%、28.4%、28.8%。

- 自 3 月 18 日起我们持续的重点推荐东软载波，期间共出过 12 篇推荐东软载波的报告，包括 PLC 专题报告《智能电网信息化投资高峰带动 PLC 行业爆发》、PLC 行业报告《借鉴国外，PLC 将互补 WiFi 打开消费应用》和公司深度报告如《PLC 行业爆发，天花板可突破，东软最受益》。
- 同时在公司每次深度回调后，我们都及时的提示了公司业绩超预期带来的买入机会。我们通过调研对公司经营情况、及上游合作伙伴紧密跟踪，及时提示了公司半年报和三季度业绩存在超预期可能，并在每次公司股价回调后多次坚定的建议投资者买入。

图表2：国金证券电子元器件小组推荐东软载波总结



来源：国金证券研究所

国网公司加快建设用电信息采集系统持续推动公司业绩超预期增长

- 今年智能电表招标数量和节奏都超出预期：截止到 2011 年 8 月初，国网公司已完成四批电能表集中招标，共采购电能表 5007 万只，智能电表 4263 万只，相当于去年全年的招标量，并完成了之前市场预期的今年计划招标 5000 万只智能电表的 85%的量，今年招标量超出市场预期的可能性很大。同时国网公司近期每隔 1~2 个月招标一次，相比去年 3~4 个月的间隔，今年的招标节奏明显加快。

图表3：国网公司历次电能表集中招标情况

年份	批次	普通电表	智能电表	合计	智能电表占比	公告时间	时间间隔
2009	第一批	0	294	294	100%	2009-12-09	
2010	第一批	0	1366	1366	100%	2010-03-03	3个月
	第二批	212	1142	1354	84%	2010-06-08	3个月
	第三批	94	312	406	77%	2010-10-08	4个月
	第四批	159	1713	1872	92%	2010-10-27	20天
	合计	465	4533	4998	91%		
2011	第一批	207	1053	1260	84%	2011-03-06	
	第二批	234	1425	1659	86%	2011-05-05	2个月
	第三批	201	1184	1384	86%	2011-06-07	1个月
	第四批	103	601	704	85%	2011-08-03	2个月
	合计	744	4263	5007	85%		

来源：国网公司，国金证券研究所

- 为完成“全面建设智能电网”任务后续进度还将加快：目前全国共有 4.5 亿只左右的电表，5 年内需要更换近 5 亿只智能电表，按目前安装进度无法在“十二五”期间完成更换，为完成全面建设智能电网任务，未来几年智能电表的安装进度有望进一步加快。
- 逻辑上可推理出 PLC 行业未来 5 年复合增长 40%：2010 年 PLC 芯片出货量在 1300 万片，预计到 2015 年国内智能电表年每年更换和新增需求可达 1 亿台左右（目前 3.6 亿户家庭+7000 多万商业用户+几千万生产和公共用户+5 年新增需求等，实际的房屋套数还将远大于家庭户数），全载波电表作为信息采集的主要方式，即使按 70%的渗透率计算也可实现 5 年 40%的复合增长。

图表4：全国家庭用户数统计

省份	家庭户数 (万户)	家庭人口 (万人)	每户人口	省份	家庭户数 (万户)	家庭人口 (万人)	每户人口	省份	家庭户数 (万户)	家庭人口 (万人)	每户人口
甘肃省	702	2570	3.66	辽宁省	1433	4184	2.92	浙江省	1445	4322	2.99
湖南省	1993	6238	3.13	广东省	2346	7952	3.39	安徽省	1667	5853	3.51
河南省	2732	9344	3.42	陕西省	959	3421	3.57	福建省	885	3124	3.53
青海省	146	533	3.66	上海市	627	1667	2.66	江西省	1052	3950	3.76
海南省	210	805	3.83	北京市	524	1421	2.71	湖北省	1572	5515	3.51
新疆	577	1995	3.46	天津市	303	937	3.09	重庆市	929	2984	3.21
广西	1367	4608	3.37	山西省	868	3144	3.62	四川省	2404	7976	3.32
山东省	3194	9072	2.84	吉林省	800	2653	3.32	云南省	1086	4052	3.73
宁夏	166	592	3.57	黑龙江	1119	3610	3.23	西藏	53	253	4.77
内蒙古	794	2312	2.91	江苏省	2184	7065	3.23	宁夏	144	546	3.80
贵州省	1073	3702	3.45								
合计	35353	116400	3.29								

来源：国金证券研究所

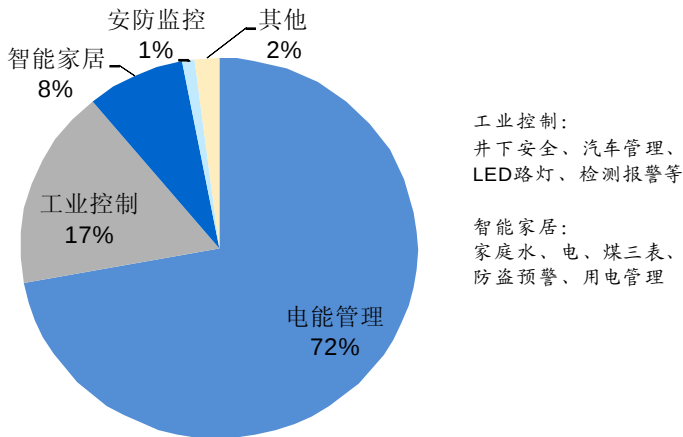
国内最佳 PLC 方案商是我们推荐东软载波的核心理由

- PLC不等同于智能电表，他是一种通信接入方式，可比肩WiFi并与之共存互补：PLC是一种利用电力线作为载体的通信方式，接入方便，未来它将与WiFi、Bluetooth等共存互补，为用户提供多种接入选择，近年来国外知名通信方案商纷纷巨额收购PLC技术便是朝着集成包括PLC在内的多种通信方式方向发展。
- PLC不局限于自动抄表，他是一种电力线组网方式，可应用于所有存在电力线又有通信需求的场合：PLC利用电力线进行1公里范围内的局域网组网，具有覆盖范围广、投资成本低等优点，所有存在电力线又希望实现局域网通信的场合都可使用PLC，包括智能家居、社区安防等领域。其中光智能家居PLC市场就可上百亿，是智能电网市场的7倍多。而国外发展现状使

我们对PLC在物联网领域的应用前景更添信心。

- **东软载波不是简单的设备商，他是PLC方案提供商，长期不缺乏增长点：**东软载波是一家PLC方案提供商，目前他能提供被国内市场最为认可、对国内环境跟踪最紧、具有最成熟稳定的产品、以及最广的客户群体。依托他在电力线通信系统的研发经验和实力、以及在国内市场的霸主地位，**公司应该会切入到与电力线通信系统相关的其他领域，智能家居应该只是它其中的一个拓展而已。**

图表5：2014 年我国 PLC 应用市场预测



来源：福星晓程招股说明书，国金证券研究所

图表6：PLC 通信方案中存在业务扩展点



维持盈利预测和“买入”评级

- **维持公司盈利预测，2011 年 EPS 为 1.65 元。**预计 2011-13 年公司实现净利润 16487、23083 和 32734 万元，对应 EPS 1.65、2.31 和 3.27 元。
- **短期目标价 57.75 元，维持“买入”评级。**短期由于行业估值下移，给予 57.75 元短期目标价，12 年 25 倍 PE；从中报业绩来看，目前公司相比其他电子企业依然具有估值优势，而高成长性和业绩确定性更是体现了它的长期投资价值，继续建议“买入”。

图表7：公司主营产品收入和毛利率预测

项 目	2010E	2011E	2012E	2013E
低压电力线载波通信产品				
销售收入（百万元）	210.80	314.51	418.51	617.65
增长率（YOY）	52.29%	49.20%	33.07%	47.58%
毛利率	64.67%	62.94%	63.44%	63.92%
占总销售额比重	90.71%	92.21%	92.84%	93.96%
占主营业务利润比重	92.53%	93.21%	93.76%	94.64%
应用软件				
销售收入（百万元）	5.44	7.39	9.43	12.44
增长率（YOY）	53.88%	35.71%	27.63%	31.96%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
占总销售额比重	2.34%	2.17%	2.09%	1.89%
占主营业务利润比重	3.69%	3.48%	3.33%	2.98%
系统集成及IT咨询服务				
销售收入（百万元）	16.11	19.19	22.87	27.24
增长率（YOY）	197.36%	19.15%	19.15%	19.15%
毛利率	34.29%	36.69%	36.09%	36.39%
占总销售额比重	6.93%	5.63%	5.07%	4.14%
占主营业务利润比重	3.75%	3.32%	2.91%	2.38%
销售总收入（百万元）	232.38	341.09	450.80	657.33
销售总成本（百万元）	85.06	128.70	167.62	240.15
毛利（百万元）	147.32	212.39	283.18	417.18
平均毛利率	63.40%	62.27%	62.82%	63.47%

来源：国金证券研究所整理

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	147	232	341	451	657
增长率	14.4%	57.6%	46.8%	32.2%	45.8%
主营业务成本	-53	-85	-129	-168	-240
% 销售收入	36.0%	36.6%	37.7%	37.2%	36.5%
毛利	94	147	212	283	417
% 销售收入	64.0%	63.4%	62.3%	62.8%	63.5%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-5	-7
% 销售收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-3	-8	-10	-13	-16
% 销售收入	1.9%	3.5%	3.0%	2.8%	2.5%
管理费用	-21	-34	-45	-59	-82
% 销售收入	14.3%	14.6%	13.2%	13.0%	12.5%
息税前利润（EBIT）	69	103	154	207	312
% 销售收入	46.7%	44.2%	45.1%	46.0%	47.5%
财务费用	1	1	19	39	42
% 销售收入	-0.4%	-0.2%	-5.7%	-8.7%	-6.3%
资产减值损失	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	69	102	173	246	354
营业利润率	47.1%	44.0%	50.8%	54.7%	53.8%
营业外收支	12	12	10	10	10
税前利润	81	114	183	256	364
利润率	55.1%	49.2%	53.7%	56.9%	55.3%
所得税	-11	-10	-18	-26	-36
所得税率	13.7%	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	70	104	165	231	327
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	70	104	165	231	327
净利率	47.6%	44.7%	48.3%	51.2%	49.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
净利润	70	104	165	231	327
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	1	3	4	7	20
非经营收益	0	-14	-10	-10	-10
营运资金变动	-4	-21	-24	-24	-45
经营活动现金净流	67	72	135	204	293
资本开支	-1	-60	-24	-15	-300
投资	0	-1	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-1	-61	-24	-15	-300
股权募资	0	0	1,006	0	0
债权募资	0	0	0	1	2
其他	-25	0	0	0	0
筹资活动现金净流	-25	0	1,006	1	2
现金净流量	41	11	1,117	190	-5

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010E	2011E
货币资金	80	91	1,207
应收款项	33	54	79
存货	21	26	39
其他流动资产	1	5	6
流动资产	136	175	1,331
% 总资产	90.5%	67.2%	92.0%
长期投资	1	2	1
固定资产	12	77	93
% 总资产	8.3%	29.6%	6.4%
无形资产	1	5	20
非流动资产	14	85	115
% 总资产	9.5%	32.8%	8.0%
资产总计	150	260	1,446
短期借款	0	0	0
应付款项	18	22	33
其他流动负债	6	9	13
流动负债	24	31	47
长期贷款	0	0	0
其他长期负债	2	0	0
负债	26	31	47
普通股股东权益	124	253	1,423
少数股东权益	0	0	0
负债股东权益合计	150	284	1,470

比率分析

	2009	2010E	2011E
每股指标			
每股收益	#VALUE!	1.386	1.649
每股净资产	2.472	3.369	14.231
每股经营现金净流	1.370	0.957	1.350
每股股利	0.000	0.000	0.000
回报率			
净资产收益率	56.64%	41.15%	11.59%
总资产收益率	46.78%	36.65%	11.22%
投入资本收益率	47.29%	37.00%	9.72%
增长率			
主营业务收入增长率	14.45%	57.65%	46.78%
EBIT增长率	1.41%	49.33%	49.60%
净利润增长率	21.64%	48.28%	58.58%
总资产增长率	55.69%	73.39%	456.31%
资产管理能力			
应收账款周转天数	76.9	75.0	75.0
存货周转天数	107.7	110.0	110.0
应付账款周转天数	71.8	75.0	75.0
固定资产周转天数	30.7	40.5	66.4
偿债能力			
净负债/股东权益	-64.68%	-35.92%	-84.84%
EBIT利息保障倍数	-118.1	-198.5	-7.9
资产负债率	17.41%	10.94%	3.17%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	1	6	8	14
买入	1	1	4	9	17
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.67	1.57	1.59	1.59

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-03-31	买入	43.92	N/A
2 2011-04-08	买入	47.72	62.00 ~ 62.00
3 2011-04-17	买入	49.45	63.00 ~ 63.00
4 2011-04-26	买入	47.98	N/A
5 2011-05-13	买入	45.30	N/A
6 2011-06-06	买入	43.11	N/A
7 2011-07-05	买入	47.31	57.75 ~ 57.75
8 2011-08-23	买入	51.50	57.75 ~ 57.75

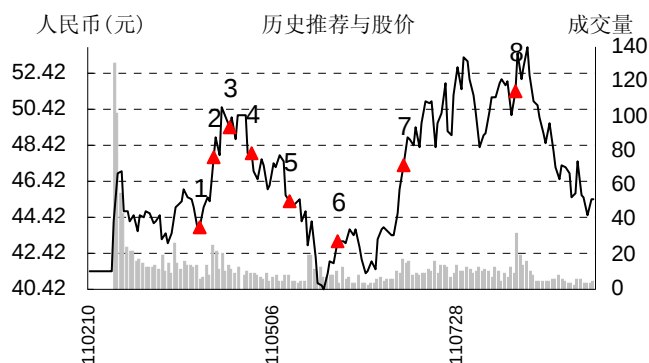
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

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为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

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B