

2012年02月08日



## 东软载波 (300183.SZ) 集成电路行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

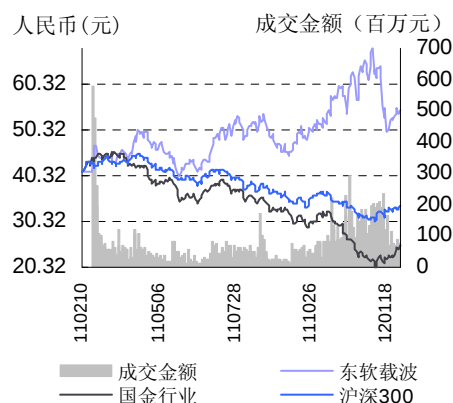
市价(人民币): 54.61元

目标(人民币): 60.50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)     | 5,461.00    |
| 年内股价最高最低(元)  | 68.26/40.42 |
| 沪深300指数      | 2901.22     |



### 相关报告

- 1.《PLC 新应用和超募资金投向是未来股价催化》，2011.12.6
- 2.《公司新产品开发顺利,新利润增长点现曙光》，2011.10.18
- 3.《业绩持续超预期将不断成为股价催化剂》，2011.9.29

沈建锋 联系人  
(8621)61357589  
shenjif@gjzq.com.cn

高诗 联系人  
(8621)60893120  
gaoshi@gjzq.com.cn

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

### 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2009   | 2010   | 2011E   | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | N/A    | 1.382  | 2.160   | 2.606  | 3.338  |
| 每股净资产(元)    | 2.47   | 2.50   | 13.25   | 15.66  | 18.79  |
| 每股经营性现金流(元) | 1.37   | 1.07   | 1.80    | 2.29   | 2.96   |
| 市盈率(倍)      | N/A    | N/A    | 25.28   | 20.96  | 16.36  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 56.01  | 77.28  | 57.27   | 57.27  | 57.27  |
| 净利润增长率(%)   | 21.64% | 47.78% | 108.47% | 20.63% | 28.09% |
| 净资产收益率(%)   | 56.64% | 55.29% | 16.30%  | 16.64% | 17.76% |
| 总股本(百万股)    | N/A    | 75.00  | 100.00  | 100.00 | 100.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 东软载波发布 2011 年度业绩快报: 全年实现营业总收入 3.77 亿元, 同比增长 62.24%; 不考虑重点软件企业所得税优惠下, 实现净利润 2.04 亿元, 同比增长 96.85%, 对应 EPS 为 2.04 元。

### 经营分析

- 公司将继续享受 10% 的所得税优惠, 最终 EPS 将是 2.16 元: 2010 年公司被评为国家重点软件企业, 享受 10% 的所得税优惠, 比原先 15% 的高新技术企业优惠所得税率下降了 5 个百分点; 虽然以后每年都要进行复审, 但按惯例只要公司不出现亏损, 优惠将一直延续。
- 2012 年公司业绩仍有增长动力。1、从芯片转向模组提升将产品附加值: 目前有客户需求从芯片转向模组, 单位产品的附加值更高, 售价增加一倍, 毛利增加 3-5 元。2、2011 年有未交付订单延迟确认: 2011 年由于智能电表招标量大, 有不少电表来不及安装, 公司有不少订单还未交付。3、智能交互终端等新产品有望贡献业绩: 为实现家居自动化与家庭能源管理, 家庭智能交互终端(如用电显示单元)将得以推广, 公司有这方面的产品储备, 另外公司作为 PLC 方案商有望切入到除通信芯片以外的领域。
- 但未来公司业绩增速存在下行压力。1、2011 年基数过高恐使明年增速下滑: 2011 年公司业绩大幅超出了年初制定的 1200 万片销量和 1.5 亿元净利润的计划, 从而使得公司之前制定的每年 40% 的增长在明年较难实现。2、毛利率过高存在下行风险: 未来行业竞争将不断加剧, 尤其当各家研发出兼容的 PLC 方案后将打破原有细分 PLC 技术的垄断格局, 产品价格恐出现下滑。3、期间费用率也将有所提升: 未来公司对超募资金的使用不仅将增加折旧费用, 还将减少不少利息收入, 另外公司未来对骨干员工的激励还将提升管理费用。4、公司市场占有率有下滑风险: 虽然公司四代 PLC 芯片集成度、性价比更好, 同时公司加强营销网络提升客户服务, 目前市场份额没有下滑, 但在未来互联互通标准化趋势下其他竞争对手将赢得机会。

### 维持盈利预测和“买入”评级

- 预计未来 3 年利润复合增速 25%, 2012 年 EPS 为 2.61 元: 预计 2012-14 年公司实现净利润 2.61、3.34 和 4.21 亿元, 同比增长 20.63%、28.09% 和 26.22%, 对应 EPS 为 2.61、3.34 和 4.21 元。
- 维持 60.50 元短期目标价和“买入”评级: 考虑到行业整体估值下移, 维持 60.50 元短期目标价不变, 对应 12 年 23 倍 PE, 维持“买入”评级。

图表1：公司主营业务收入和毛利率预测

| 项 目                | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   | 2014E   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>低压电力线载波通信产品</b> |         |         |         |         |         |
| 销售收入（百万元）          | 210.80  | 346.18  | 475.20  | 650.78  | 791.59  |
| 增长率（YOY）           | 52.29%  | 64.23%  | 37.27%  | 36.95%  | 21.64%  |
| 毛利率                | 64.67%  | 65.04%  | 60.62%  | 58.98%  | 58.98%  |
| 占总销售额比重            | 90.73%  | 91.82%  | 93.37%  | 91.45%  | 86.66%  |
| 占主营业务利润比重          | 92.56%  | 92.44%  | 93.86%  | 92.71%  | 89.84%  |
| <b>应用软件</b>        |         |         |         |         |         |
| 销售收入（百万元）          | 5.44    | 11.60   | 10.88   | 13.61   | 15.55   |
| 增长率（YOY）           | 53.88%  | 113.21% | -6.20%  | 25.00%  | 14.29%  |
| 毛利率                | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 占总销售额比重            | 2.34%   | 3.08%   | 2.14%   | 1.91%   | 1.70%   |
| 占主营业务利润比重          | 3.70%   | 4.76%   | 3.55%   | 3.29%   | 2.99%   |
| <b>系统集成及IT咨询服务</b> |         |         |         |         |         |
| 销售收入（百万元）          | 16.11   | 19.19   | 22.87   | 47.24   | 106.29  |
| 增长率（YOY）           | 197.36% | 19.15%  | 19.15%  | 106.61% | 124.98% |
| 毛利率                | 34.29%  | 35.29%  | 34.79%  | 35.04%  | 35.04%  |
| 占总销售额比重            | 6.93%   | 5.09%   | 4.49%   | 6.64%   | 11.64%  |
| 占主营业务利润比重          | 3.75%   | 2.78%   | 2.59%   | 4.00%   | 7.17%   |
| 销售总收入（百万元）         | 232.35  | 377.02  | 508.95  | 711.63  | 913.43  |
| 销售总成本（百万元）         | 85.06   | 133.45  | 202.05  | 297.66  | 393.78  |
| 毛利（百万元）            | 147.29  | 243.56  | 306.90  | 413.97  | 519.64  |
| 平均毛利率              | 63.39%  | 64.60%  | 60.30%  | 58.17%  | 56.89%  |

来源：国金证券研究所

图表2：三张报告摘要

损益表（人民币百万元）

|              | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入       | 232   | 377   | 509   | 712   | 913   |
| 增长率          | 57.6% | 62.2% | 35.0% | 39.8% | 28.4% |
| 主营业务成本       | -85   | -133  | -202  | -298  | -394  |
| % 销售收入       | 36.6% | 35.4% | 39.7% | 41.8% | 43.1% |
| 毛利           | 147   | 244   | 307   | 414   | 520   |
| % 销售收入       | 63.4% | 64.6% | 60.3% | 58.2% | 56.9% |
| 营业税金及附加      | -3    | -4    | -5    | -7    | -9    |
| % 销售收入       | 1.1%  | 1.0%  | 1.0%  | 1.0%  | 1.0%  |
| 营业费用         | -8    | -11   | -16   | -23   | -27   |
| % 销售收入       | 3.5%  | 3.0%  | 3.1%  | 3.3%  | 3.0%  |
| 管理费用         | -34   | -42   | -59   | -82   | -102  |
| % 销售收入       | 14.6% | 11.2% | 11.5% | 11.5% | 11.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 103   | 186   | 228   | 302   | 381   |
| % 销售收入       | 44.1% | 49.4% | 44.7% | 42.4% | 41.7% |
| 财务费用         | 0     | 28    | 34    | 39    | 43    |
| % 销售收入       | -0.2% | -7.3% | -6.7% | -5.4% | -4.7% |
| 资产减值损失       | -1    | -1    | -1    | -1    | -1    |
| 公允价值变动收益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 10    |
| % 税前利润       | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 2.1%  |
| 营业利润         | 102   | 213   | 261   | 339   | 433   |
| 营业利润率        | 43.8% | 56.5% | 51.2% | 47.7% | 47.4% |
| 营业外收支        | 12    | 28    | 30    | 33    | 35    |
| 税前利润         | 114   | 241   | 291   | 372   | 468   |
| 利润率          | 49.0% | 63.8% | 57.1% | 52.3% | 51.2% |
| 所得税          | -10   | -25   | -30   | -38   | -47   |
| 所得税率         | 9.0%  | 10.2% | 10.3% | 10.3% | 10.0% |
| 净利润          | 104   | 216   | 261   | 334   | 421   |
| 少数股东损益       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属于母公司的净利润   | 104   | 216   | 261   | 334   | 421   |
| 净利率          | 44.6% | 57.3% | 51.2% | 46.9% | 46.1% |

现金流量表（人民币百万元）

|          | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------|------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润      | 104  | 216   | 261   | 334   | 421   |
| 少数股东损益   | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出    | 2    | 8     | 20    | 29    | 43    |
| 非经营收益    | 0    | -31   | -30   | -33   | -45   |
| 营运资金变动   | -26  | -14   | -22   | -34   | -87   |
| 经营活动现金净流 | 80   | 180   | 229   | 296   | 332   |
| 资本开支     | -1   | -180  | -114  | -22   | -275  |
| 投资       | 0    | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 其他       | 0    | 0     | 0     | 0     | 10    |
| 投资活动现金净流 | -1   | -181  | -114  | -22   | -265  |
| 股权募资     | 0    | 972   | 0     | 0     | 0     |
| 债权募资     | 0    | 0     | 0     | 1     | 2     |
| 其他       | -32  | 0     | -50   | -20   | -20   |
| 筹资活动现金净流 | -32  | 972   | -50   | -19   | -18   |
| 现金净流量    | 47   | 971   | 65    | 255   | 49    |

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

|          | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 127   | 1,098 | 1,163 | 1,418 | 1,467 |
| 应收款项     | 54    | 71    | 95    | 132   | 207   |
| 存货       | 23    | 35    | 53    | 77    | 119   |
| 其他流动资产   | 2     | 6     | 8     | 11    | 14    |
| 流动资产     | 207   | 1,209 | 1,318 | 1,638 | 1,806 |
| % 总资产    | 93.7% | 84.9% | 79.5% | 81.7% | 74.0% |
| 长期投资     | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产     | 12    | 206   | 317   | 330   | 589   |
| % 总资产    | 5.6%  | 14.5% | 19.1% | 16.5% | 24.1% |
| 无形资产     | 1     | 5     | 20    | 34    | 42    |
| 非流动资产    | 14    | 215   | 339   | 367   | 634   |
| % 总资产    | 6.3%  | 15.1% | 20.5% | 18.3% | 26.0% |
| 资产总计     | 221   | 1,424 | 1,658 | 2,005 | 2,441 |
| 短期借款     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项     | 17    | 35    | 52    | 75    | 99    |
| 其他流动负债   | 15    | 64    | 40    | 49    | 38    |
| 流动负债     | 31    | 99    | 92    | 125   | 137   |
| 长期贷款     | 0     | 0     | 0     | 1     | 3     |
| 其他长期负债   | 2     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债       | 34    | 99    | 92    | 126   | 140   |
| 普通股股东权益  | 187   | 1,325 | 1,566 | 1,879 | 2,301 |
| 少数股东权益   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债股东权益合计 | 221   | 1,424 | 1,658 | 2,005 | 2,441 |

比率分析

|            | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   | 2014E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标       |         |         |         |         |         |
| 每股收益       | 1.382   | 2.160   | 2.606   | 3.338   | 4.213   |
| 每股净资产      | 2.499   | 13.250  | 15.655  | 18.793  | 23.006  |
| 每股经营现金净流   | 1.071   | 1.797   | 2.287   | 2.961   | 3.322   |
| 每股股利       | 0.000   | 0.500   | 0.200   | 0.200   | 0.000   |
| 回报率        |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率     | 55.29%  | 16.30%  | 16.64%  | 17.76%  | 18.31%  |
| 总资产收益率     | 46.90%  | 15.17%  | 15.72%  | 16.65%  | 17.26%  |
| 投入资本收益率    | 49.23%  | 12.62%  | 13.04%  | 14.38%  | 14.88%  |
| 增长率        |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率  | 57.65%  | 62.24%  | 34.99%  | 39.82%  | 28.36%  |
| EBIT增长率    | 49.01%  | 81.62%  | 22.17%  | 32.54%  | 26.29%  |
| 净利润增长率     | 47.78%  | 108.47% | 20.63%  | 28.09%  | 26.22%  |
| 总资产增长率     | 47.39%  | 544.60% | 16.39%  | 20.95%  | 21.74%  |
| 资产管理能力     |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数   | 60.8    | 60.0    | 60.0    | 60.0    | 75.0    |
| 存货周转天数     | 94.9    | 95.0    | 95.0    | 95.0    | 110.0   |
| 应付账款周转天数   | 63.1    | 75.0    | 75.0    | 75.0    | 75.0    |
| 固定资产周转天数   | 19.4    | 150.4   | 205.4   | 158.7   | 227.1   |
| 偿债能力       |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益   | -67.92% | -82.86% | -74.26% | -75.38% | -63.63% |
| EBIT利息保障倍数 | -288.0  | -6.8    | -6.7    | -7.8    | -8.8    |
| 资产负债率      | 15.17%  | 6.96%   | 5.55%   | 6.26%   | 5.74%   |

### 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   | 0   | 11   | 16   | 27   |
| 买入 | 0   | 0   | 0    | 1    | 10   |
| 持有 | 0   | 0   | 0    | 1    | 2    |
| 减持 | 0   | 0   | 0    | 0    | 0    |
| 卖出 | 0   | 0   | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0   | 0   | 1.00 | 1.10 | 1.25 |

来源：朝阳永续

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。

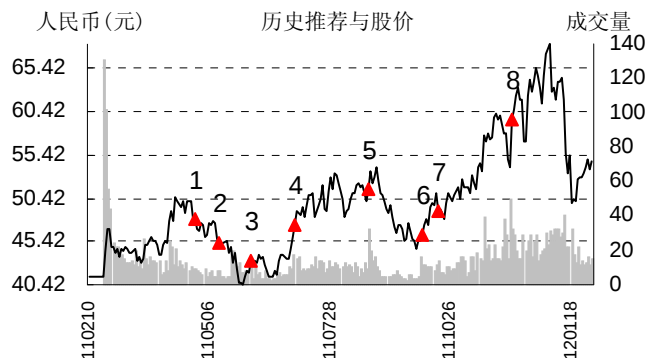
最终评分与平均投资建议对照：

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

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期           | 评级 | 市价    | 目标价           |
|--------------|----|-------|---------------|
| 1 2011-04-26 | 买入 | 47.98 | N/A           |
| 2 2011-05-13 | 买入 | 45.30 | N/A           |
| 3 2011-06-06 | 买入 | 43.11 | N/A           |
| 4 2011-07-05 | 买入 | 47.31 | 57.75 ~ 57.75 |
| 5 2011-08-23 | 买入 | 51.50 | 57.75 ~ 57.75 |
| 6 2011-09-29 | 买入 | 46.10 | 57.75 ~ 57.75 |
| 7 2011-10-18 | 买入 | 48.83 | 57.75 ~ 57.75 |
| 8 2011-12-06 | 买入 | 59.42 | 60.50 ~ 60.50 |

来源：国金证券研究所



### 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