

PLC 需求旺盛，但竞争加剧

买入首次评级

目标价格：28.80 元

投资要点：

- 📖 用电信息采集加快建设推动国内 PLC 需求旺盛
- 📖 公司高增速、高市占率、高毛利率、芯片价格面临松动压力
- 📖 PLC 新应用和依托 PLC 方案平台的业务拓展是未来催化剂

报告摘要：

- **东软载波发布 2012 年半年度业绩预增公告：** 预计实现归属于上市公司股东的净利润 9835~10591 万元，同比增长 30~40%，对应当前股本的 EPS 区间为 0.45~0.48 元，再次实现高速增长。
- **用电信息采集加快建设推动国内 PLC 需求旺盛。** 今年国家电网加大加快智能电表招标，前二批共集中招标智能电表 4228 万只，已经完成去年全年 64% 的量；同时载波电表的占比已经大幅提升到了 57%。
- **短期载波电表招标过快对后期增速形成压力。** 我们判断未来 5 年国内 PLC 芯片需求量复合增速为 40%，但 2011 年 PLC 芯片出货量翻番，今年上半年已超过 2500 万片，使得后 3 年的复合增速将下降到 22%。
- **行业竞争加剧，公司高市占率、高毛利率松动。** 巨大的利润诱惑加剧了现有参与者的竞争，同时吸引新的竞争者进入，部分公司加大营销手段，去年弥亚微电子份额大幅提升，今年青岛鼎信又强势突出，公司过高的市场份额和毛利率在行业竞争加剧下面临下滑压力。
- **盈利预测：2012-14 年 EPS 为 1.12/1.44/1.79 元。** 智能抄表带来的 PLC 旺盛需求、以及 PLC 模块化、新应用、和平台化发展将推动公司未来 3 年收入复合增长 30% 以上。我们预计 2012-2014 年公司将实现净利润 2.46/3.17/3.94 亿元，3 年净利润复合增长 24.5%。
- **投资建议：给予“买入”评级，28.80 元目标价。** 我们给予公司 28.80 元目标价，对应 2012-2013 年 26/20 倍 PE，明显低于 A 股电子半导体行业的平均估值。公司质地优良、PLC 行业前景良好，给予公司“买入”评级，未来 PLC 新应用和超募资金项目有望成为催化剂。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	232.38	377.01	502.44	703.22	903.69
YoY	58%	62%	33%	40%	29%
净利润	103.62	204.09	246.13	317.05	394.06
YoY	48%	97%	21%	29%	24%
EPS (元)	1.38	2.04	1.12	1.44	1.79
净利率	45%	54%	49%	45%	44%

电子元器件行业研究组

联系人：

沈建锋

电话：021-31352152

Email: shenjianfeng@hysec.com

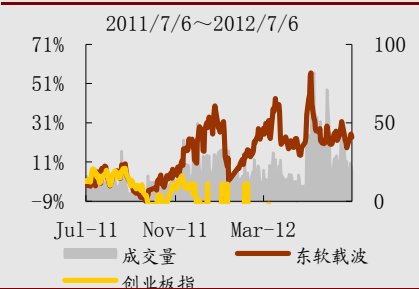
分析师：

胡颖 (S1180210020002)

电话：010-88085957

Email: huying@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120331	2257	
20111231	2507	
20110930	2999	

数据来源：港澳资讯

公司数据

总股本(万股)	22000
流通股(万股)	5500
当前股价	28.14
年内最高/最低	34.77/19.91
总市值(亿元)	61.91

相关研究

目录

一、用电信息采集加快建设推动国内 PLC 需求旺盛.....	4
1、今年国网加大智能电表招标.....	4
2、全载波电表比重大幅提升.....	4
二、公司市占率、毛利率、芯片价格居高面临松动.....	5
1、短期载波电表招标过快对后期增速形成压力.....	5
2、行业竞争激烈，公司高市占率、高毛利率开始松动.....	5
三、盈利预测与投资建议.....	6
1、盈利预测：2012-14 年 EPS 为 1.12/1.44/1.79 元.....	6
2、投资建议：给予“买入”评级，28.80 元目标价.....	7

插图

图 1: 2010-2012 年国家电网公司电能表集中招标情况.....	4
图 2: 2010-2012 年国家电网公司电能表集中招标情况.....	4
图 3: 国内用于智能抄表的 PLC 芯片需求量预测.....	5
图 4: 2011 年国内 PLC 芯片市场份额大致预测	5
图 5: 2012 年国内 PLC 芯片市场份额大致预测	5
图 6: 技术上的垄断使公司毛利率一直维持高位.....	6
图 7: 公司主营业务收入和毛利率预测.....	6
图 8: 巨潮资讯公布的国内电子半导体行业估值水平	7

一、用电信息采集加快建设推动国内 PLC 需求旺盛

1、今年国网加大智能电表招标

今年国家电网加大加快智能电表招标：国家电网公司 2012 年第一、二批分别集中采购智能电表 1655、2573 万只，上半年总的招标量相比 2011 上半年有 1% 的增长，已经完成去年全年 64% 的量。

图 1：2010-2012 年国家电网公司电能表集中招标情况

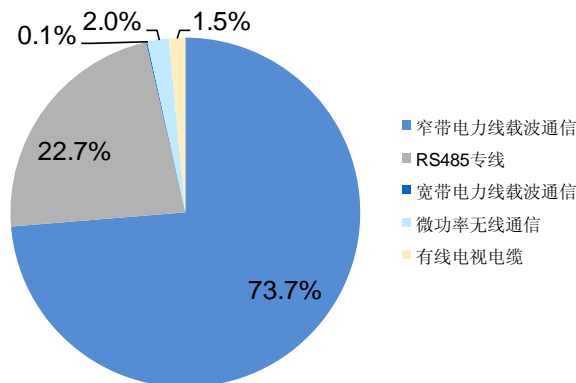
年份	批次	普通电表	智能电表	合计	智能电表	公告时间
2010	第一批	0	294	294	100%	2009-12-09
	第一批	0	1366	1366	100%	2010-03-03
	第二批	212	1142	1354	84%	2010-06-08
	第三批	94	312	406	77%	2010-10-08
	第四批	159	1713	1872	92%	2010-10-27
	合计	465	4533	4998	91%	
2011	第一批	207	1053	1260	84%	2011-03-06
	第二批	234	1425	1659	86%	2011-05-05
	第三批	201	1188	1389	86%	2011-06-07
	第四批	103	739	842	88%	2011-08-03
	第五批	105	1565	1670	94%	2011-11-07
	合计	745	5970	6820	88%	
2012	第一批	0	1655	1655	100%	2012-02-29
	第二批	115	2573	2688	96%	2012-06-04
	合计	115	4228	4343	97%	

资料来源：国家电网，宏源证券

2、全载波电表比重大幅提升

载波电能表在国网电表招标中的比例显著提升：PLC 以电力线为传输媒介，由于不需重新投资铺设通信线路、不受无线环境影响、适合电网公司单独运营计量等优势，将成为用电信息采集的主要通信手段。2009 年载波电能表的市场占比仅为 5.2%，而 2012 年第一批智能电表招标中载波表占比 43%，到完成第二批招标，载波电表占总的智能电表招标量的比重已经大幅提升到了 57%。

图 2：2010-2012 年国家电网公司电能表集中招标情况



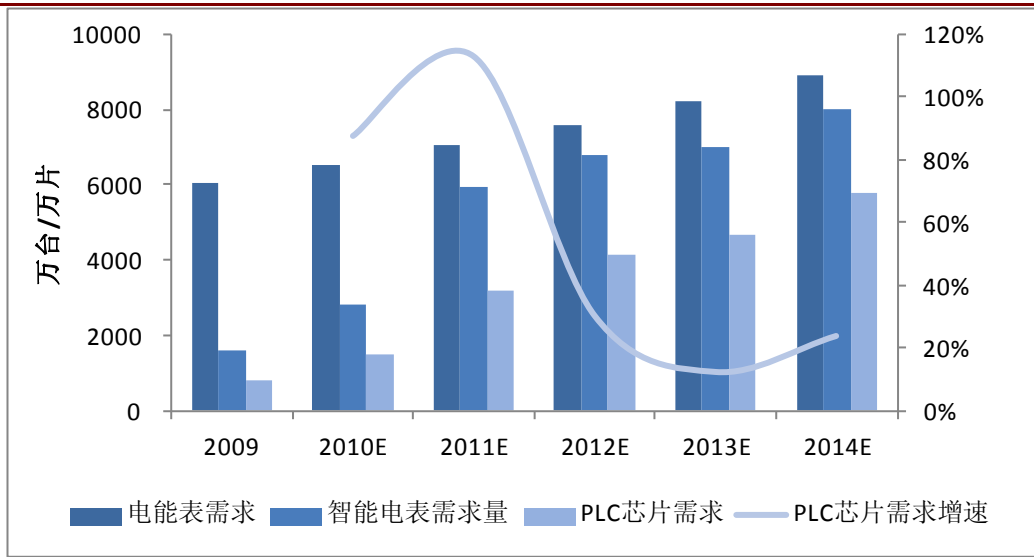
资料来源：国家电网，宏源证券

二、公司市占率、毛利率、芯片价格居高面临松动

1、短期载波电表招标过快对后期增速形成压力

近几年 PLC 出货量的高速增长主要来自智能电表的安装和载波电表渗透率的快速提升。但我们判断“十二五”国内载波表的总安装量约 2.5 亿台，在智能电表中的总渗透率接近 50%，PLC 芯片需求量的 4 年复合增速为 40%（2010 年为 1500 万片），但 2011 年 PLC 芯片出货量翻番，今年上半年超过了 2500 万片，这样使得后 3 年的复合增速将下降到 22%。

图 3：国内用于智能抄表的 PLC 芯片需求量预测

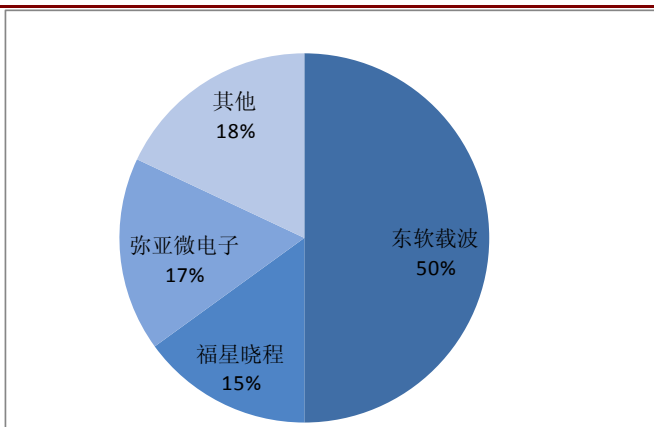


资料来源：国家电网，宏源证券

2、行业竞争激烈，公司高市占率、高毛利率开始松动

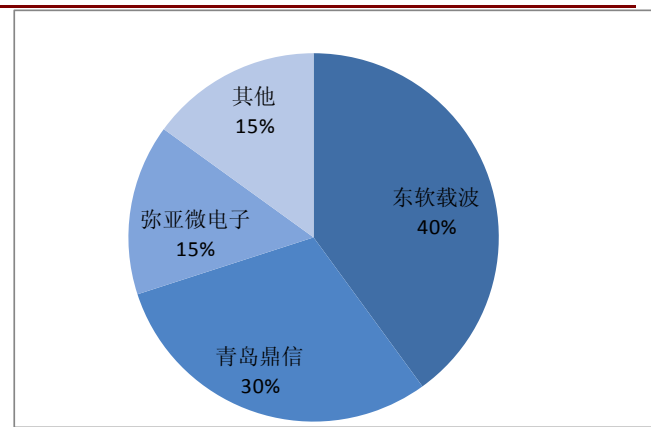
国内原有 7 家 PLC 芯片厂商分食低压 PLC 电表市场，东软载波占据了超过 50% 的市场份额。但巨大的利润诱惑加剧了现有参与者的竞争，部分公司加大营销手段；同时吸引新的竞争者进入，去年弥亚微电子份额大幅提升，今年青岛鼎信又强势突起，公司之前市场份额过高，在其他企业冲击下，开始松动。

图 4：2011 年国内 PLC 芯片市场份额大致预测



资料来源：行业调研，宏源证券

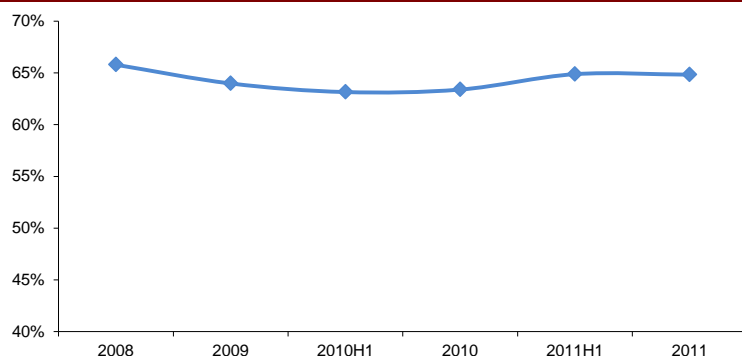
图 5：2012 年国内 PLC 芯片市场份额大致预测



资料来源：宏源证券

行业竞争加剧还使 PLC 芯片过高的价格和毛利率产生松动，2011 年公司 PLC 产品的毛利率为 64.87%，综合毛利率为 64.83%。这种高毛利率是由于国内 PLC 技术上的“寡头垄断”格局所决定的，电表企业中标 PLC 电表后只能采购其中一家厂商的芯片，没有任何议价能力。但当各 PLC 厂商研发出兼容方案、开打价格战后这种垄断格局将被打破。

图 6: 技术上的垄断使公司毛利率一直维持高位



资料来源: 公司公告, 宏源证券

三、盈利预测与投资建议

1、盈利预测: 2012-14 年 EPS 为 1.12/1.44/1.79 元

我们预计未来几年电网信息化投资仍将是智能电网建设的重点，智能抄表仍将带来 PLC 旺盛需求，公司作为国内 PLC 龙头将受益于行业增长，同时 PLC 模块化、新应用、和平台化发展将推动公司未来 3 年收入保持 30% 以上的增长。

我们预计 2012-2014 年公司将实现归属母公司股东净利润分别为 2.46/3.17/3.94 亿元，3 年净利润复合增长 24.5%，对应当前股本的 EPS 分别为 1.12/1.44/1.79 元。

图 7: 公司主营业务收入和毛利率预测

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
低压电力线载波通信产品					
销售收入 (百万元)	210.80	354.28	475.20	650.78	791.59
YoY	52.3%	68.1%	34.1%	36.9%	21.6%
毛利率	64.7%	64.9%	60.6%	60.0%	58.9%
系统集成及 IT 咨询服务					
销售收入 (百万元)	16.11	19.52	23.26	47.72	106.85
YoY	197.4%	21.2%	19.1%	105.1%	123.9%
毛利率	34.3%	58.5%	46.4%	52.4%	49.4%
应用软件收入					
销售收入 (百万元)	5.44	3.17	2.98	3.72	4.25
YoY	53.9%	-41.7%	-6.2%	25.0%	14.3%
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
业务总收入	232.38	377.02	502.44	703.22	903.70
YoY	57.6%	62.2%	33.3%	40.0%	28.5%
毛利率	63.4%	64.8%	60.1%	59.6%	58.0%

资料来源: 公司年报, 宏源证券

2、投资建议：给予“买入”评级，28.80 元目标价

我们给予公司 28.80 元目标价，对应 2012-2013 年 26/20 倍 PE。该目标价对应 31 倍静态市盈率、28 倍滚动市盈率，明显低于巨潮资讯公布的 A 股电子半导体行业的平均估值。同时公司作为国内 PLC 龙头在未来电网信息化背景下仍将实现较快成长，PLC 技术的模块化、新应用、和平台化发展将进一步推动公司业绩增长，公司质地优良、行业前景良好，给予公司“买入”评级。

图 8：巨潮资讯公布的国内电子半导体行业估值水平

交易所	行业名称	静态市盈率中位数		滚动市盈率中位数	
中小板	电子元器件	51.53	53.36	51.50	55.20
	半导体	36.12	51.44	39.35	54.40
创业板	电子元器件	35.95	32.08	33.57	32.11
	半导体	33.97	36.81	35.83	34.45
沪深两市	电子元器件	42.23	42.65	39.97	39.77
	半导体	31.53	45.83	31.93	34.45
均值		38.56	43.70	38.69	41.73

资料来源：巨潮资讯，宏源证券

分析师简介:

沈建锋: 宏源证券研究所电子元器件行业分析师，复旦大学电子本科，通信硕士、MBA，CFA2 级，2 年证券分析从业经验，6 年电子半导体行业从业经验，2012 年 5 月加盟宏源证券研究所。曾任职于国金证券，电子行业新财富团队成员，个人代表个股东软载波、汉威电子。

机构销售团队

区域	姓名	电话	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	zhangyao@hysec.com
华东区域	张璐	010-88085978	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	sunliqun@hysec.com
华南区域	夏苏云	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	jjahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	luoyun@hysec.com
	赵越	18930809316	zhaoyue@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。