

新联电子 (002546.SZ)

输配电及控制行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

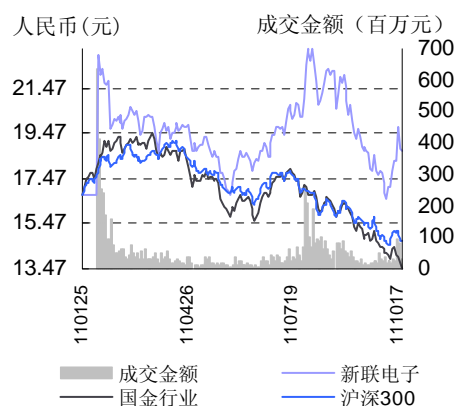
市价(人民币): 18.71元

大订单再现, 全年业绩确定性进一步提高

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)	42.00
总市值(百万元)	3,143.28
年内股价最高最低(元)	23.20/16.60
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《三季报延续高增长, 全年业绩有望略超预期》, 2011.10.18
2. 《业绩持续高增长, 市场开拓成果显著》, 2011.7.27
3. 《用电信息采集系统进入建设高峰, 业绩有望持续超预期》, 2011.4.26

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

姚遥

联系人
(8621)61357595
yaoyao@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)	0.783	1.316	0.770	1.076	1.422
每股净资产(元)	2.83	4.15	5.93	7.01	8.43
每股经营性现金流(元)	0.79	1.05	0.62	0.97	1.25
市盈率(倍)	N/A	N/A	24.29	17.39	13.15
行业优化市盈率(倍)	60.14	66.89	47.88	47.88	47.88
净利润增长率(%)	7.49%	68.06%	56.12%	39.66%	32.22%
净资产收益率(%)	27.63%	31.71%	12.99%	15.34%	16.87%
总股本(百万股)	63.00	63.00	168.00	168.00	168.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 10 月 19 日晚间公告, 当日收到江苏省电力公司及其招标代理机构江苏天源招标有限公司发出的中标通知书, 通知公司为江苏省电力公司“2011 年用电信息采集系统智能电表推广及应用项目所需采集器、接线盒”的中标单位, 公司采集器、集中器中标 8705.475 万元。

点评

- **大订单再现, 全年业绩确定性进一步提高:** 公司 8 月份中标江苏省电力公司 8904 万元电台与无线通信设备大订单 (主要是 230M 专网终端), 并已在三季度完成合同履行; 本次再次中标采集器合同, 且中标金额占到我们全年收入预测的 17%、四季度收入预测的 36%, 使公司全年业绩达到我们预期值的确定性进一步提高。
- **中标规模与电表行业龙头不相上下, 彰显公司竞争力及品牌价值:** 同日, 智能电表龙头企业江苏林洋电子 (601222.sh) 公告在同一项目中中标同类产品, 中标金额为 11408.47 万元, 仅较新联高 31% (而林洋 2010 年营收总额为新联电子的 374%); 新联的采集器产品为 2010 年才推出的新产品 (当年实现销售 5,245 万元), 能够迅速提升新产品的销售规模, 并在江苏省内获取与电表龙头相近的市场份额, 充分证明了电网用户对公司产品质量、品牌价值的认可, 以及新联电子优秀的市场开拓能力。
- **低端产品可能面临集中招标, 对公司影响有利有弊:** 据我们了解, 公司产品结构中的偏低端产品 (采集器、公网终端) 在明年可能面临国家电网的集中招标 (此前为省公司招标), 若如期执行, 则相关产品无疑将在价格和毛利率上面临一定压力, 但市场集中度也将随之提升, 具有品牌和规模优势的公司 (如新联电子) 有望快速扩大市场份额; 此外, 对专网终端执行集中招标制的可能性仍极微小。

盈利调整

- 我们维持公司三季度业绩点评报告中小幅上调后的盈利预测, 即 2011~13 年的 EPS 为 0.77/1.08/1.42 元, 三年净利润复合增速 42%。

投资建议

- 公司目前股价对应 24x11PE 和 17x12PE, 考虑到未来 2~3 年内电网用电信息采集系统建设为公司业绩增长带来的较高确定性、该类系统及其衍生产品在未来智能电网长期建设中的基础与关键性地位、以及公司在该细分行业中的龙头地位, 我们维持对公司的“买入”评级。

图表1: 分产品销售预测

产品	2008	2009	2010	2011H1	2011E	2012E	2013E
230M 专网终端							
总收入 (万元)	10,920	12,554	11,095	2,912	16,482	22,268	30,540
YOY	18.3%	15.0%	-11.6%	51.3%	48.6%	35.1%	37.1%
毛利率	42.73%	45.50%	43.81%	47.71%	47.00%	47.50%	45.00%
公网终端							
总收入 (万元)	4,139	6,122	8,888	5,891	14,085	18,836	27,255
YOY	120.3%	47.9%	45.2%	39.1%	58.5%	33.7%	44.7%
毛利率	46.82%	42.89%	41.27%	38.11%	38.00%	38.00%	38.00%
采集器							
总收入 (万元)			5,245	3,381	12,500	14,850	18,000
YOY					138.3%	18.8%	21.2%
毛利率			49.08%	38.00%	38.00%	38.00%	38.00%
基站							
总收入 (万元)	1,724	1,341	1,641	1,575	2,789	3,626	4,713
YOY	-9.0%	-22.2%	22.3%	128.5%	70.0%	30.0%	30.0%
毛利率	58.17%	58.12%	57.66%	57.56%	57.00%	57.00%	57.00%
其他							
总收入 (万元)	1,566	1,498	3,607	1,134	5,411	8,116	12,174
YOY	-11.0%	-4.3%	140.8%	28.6%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利率	35.66%	34.39%	39.81%	35.80%	35.00%	35.00%	35.00%
收入合计 (万元)	18,350	21,515	30,476	14,894	51,266	67,696	92,682
综合毛利率	44.50%	44.77%	44.23%	41.84%	41.61%	41.78%	40.88%

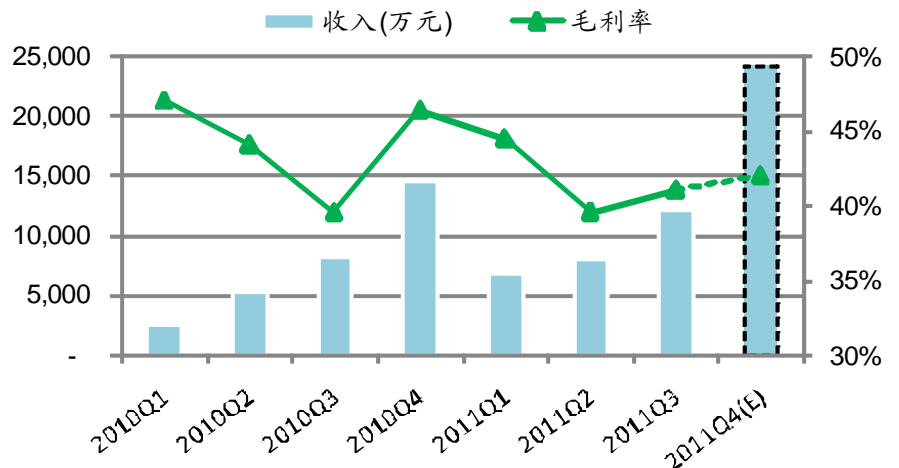
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 分季度销售收入占比情况 (及预测)

	2007		2008		2009		2010		2011(E)	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
第一季度	1,134	7.7%	1,386	7.6%	4,656	21.6%	2,492	8.2%	6,844	13.3%
第二季度	2,503	17.0%	4,854	26.5%	2,547	11.8%	5,241	17.2%	8,050	15.7%
第三季度	1,532	10.4%	3,751	20.4%	2,390	11.1%	8,258	27.1%	12,102	23.6%
第四季度	9,597	65.0%	8,360	45.6%	11,923	55.4%	14,485	47.5%	24,270	47.3%
合计	14,766	100.0%	18,351	100.0%	21,516	100.0%	30,476	100.0%	51,266	100.0%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 单季度收入及毛利率情况 (及预测)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	184	215	305	513	677	927
增长率		17.2%	41.6%	68.2%	32.0%	36.9%
主营业务成本	-102	-119	-170	-299	-394	-548
%销售收入	55.5%	55.2%	55.8%	58.4%	58.2%	59.1%
毛利	82	96	135	213	283	379
%销售收入	44.5%	44.8%	44.2%	41.6%	41.8%	40.9%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-4	-5	-7
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-9	-10	-11	-16	-20	-28
%销售收入	5.0%	4.5%	3.6%	3.2%	3.0%	3.0%
管理费用	-22	-24	-33	-52	-68	-88
%销售收入	11.8%	11.1%	10.9%	10.2%	10.0%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	49	61	88	141	189	256
%销售收入	26.9%	28.2%	28.9%	27.4%	28.0%	27.6%
财务费用	-2	-1	0	13	23	27
%销售收入	0.9%	0.6%	0.0%	-2.5%	-3.4%	-2.9%
资产减值损失	-1	-3	-3	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	47	57	85	152	212	281
营业利润率	25.5%	26.4%	27.9%	29.6%	31.3%	30.4%
营业外收支	8	3	10	2	3	3
税前利润	54	60	95	154	215	284
利润率	29.7%	27.7%	31.1%	30.0%	31.8%	30.7%
所得税	-9	-10	-12	-24	-34	-46
所得税率	15.7%	17.3%	12.5%	15.8%	16.0%	16.0%
净利润	46	49	83	129	181	239
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	46	49	83	129	181	239
净利率	25.0%	22.9%	27.2%	25.2%	26.7%	25.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	46	49	83	129	181	239
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	6	6	11	17	19
非经营收益	2	1	1	-2	-3	-3
营运资金变动	-8	-7	-24	-34	-31	-46
经营活动现金净流	43	50	66	105	163	209
资本开支	-8	-21	-18	-112	-18	-19
投资	5	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-3	-21	-18	-113	-18	-19
股权募资	0	0	0	689	1	0
债权募资	25	-6	-31	-8	0	1
其他	-18	11	-1	0	-84	0
筹资活动现金净流	7	5	-32	681	-83	1
现金净流量	46	34	16	673	63	191

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	111	130	143	816	879	1,070
应收款项	49	87	127	176	233	319
存货	31	29	63	82	108	150
其他流动资产	8	7	11	21	28	38
流动资产	200	254	345	1,096	1,247	1,577
%总资产	89.3%	84.2%	84.7%	86.8%	87.9%	90.0%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	22	30	44	147	152	155
%总资产	9.8%	9.8%	10.9%	11.7%	10.7%	8.8%
无形资产	2	17	17	17	18	18
非流动资产	24	48	63	167	172	175
%总资产	10.7%	15.8%	15.3%	13.2%	12.1%	10.0%
资产总计	224	301	408	1,263	1,419	1,752
短期借款	45	39	8	0	0	0
应付款项	40	66	124	151	199	277
其他流动负债	10	18	14	116	42	57
流动负债	94	123	146	267	241	334
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	94	123	146	267	241	335
普通股股东权益	129	178	261	996	1,178	1,417
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	224	301	408	1,263	1,419	1,752

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.728	0.783	1.316	0.770	1.076	1.422
每股净资产	2.050	2.833	4.149	5.928	7.011	8.433
每股经营现金净流	0.680	0.792	1.048	0.623	0.973	1.247
每股股利	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	35.52%	27.63%	31.71%	12.99%	15.34%	16.87%
总资产收益率	20.53%	16.38%	20.34%	10.25%	12.74%	13.64%
投入资本收益率	23.92%	23.11%	28.61%	11.88%	13.51%	15.14%
增长率						
主营业务收入增长率	24.28%	17.25%	41.64%	68.22%	32.05%	36.91%
EBIT增长率	16.48%	23.06%	45.21%	59.50%	34.80%	34.93%
净利润增长率	16.62%	7.49%	68.06%	56.12%	39.66%	32.22%
总资产增长率	51.42%	34.73%	35.33%	209.88%	12.35%	23.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	76.8	83.4	86.5	85.0	85.0	85.0
存货周转天数	110.0	92.3	99.3	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	117.0	131.5	105.3	105.0	105.0	105.0
固定资产周转天数	43.7	36.4	26.2	95.2	74.7	55.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-51.67%	-51.07%	-51.77%	-81.95%	-74.60%	-75.46%
EBIT利息保障倍数	30.8	48.6	-590.4	-10.8	-8.1	-9.6
资产负债率	42.22%	40.73%	35.87%	21.15%	17.00%	19.14%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	3	3	7	9
买入	2	2	2	6	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.44	1.43	1.44	1.47

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 2011-04-08	买入	19.57	N/A
2 2011-04-26	买入	19.83	50.40 ~ 50.40
3 2011-07-27	买入	20.94	51.80 ~ 51.80
4 2011-10-18	买入	18.79	N/A

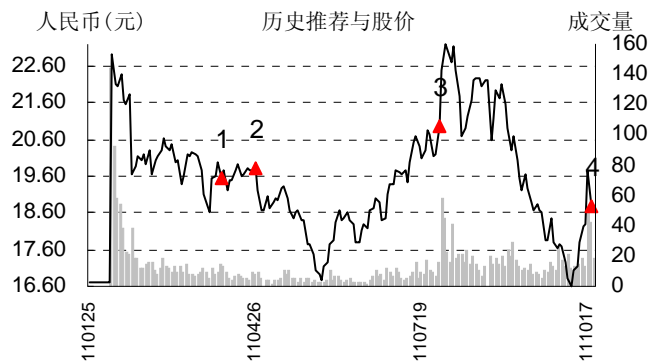
来源：国金证券研究所

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、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。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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B