

新联电子 (002546.SZ) 输配电及控制行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

张帅

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

姚遥

联系人
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

再获江苏省大订单，明年一季度高增长成定局

事件

公司 23 日晚间发布公告：在江苏省电力公司“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、集中器 (JSDL-201111-013)”招标中，共中标采集器 360,000 台，集中器 7,200 台，中标总金额 5486.4 万元。

评论

1. 再次获得江苏省大订单，为明年业绩打下坚实基础，一季报延续高增长几成定局。

公司继 12 月 13 日公告在国家电网集中招标中获得 5,417 万元大订单后，再次获得江苏省电力公司 5,486 万元大订单，可谓捷报频传。我们认为公司近期频频获得大订单，一方面验证了电网公司正在加大用电信息采集系统建设力度以及新联电子在设备供应商中的竞争力，另一方面则为公司明年的业绩持续高增长打下了坚实的基础。

我们预计，公司目前在手订单中，需结转 2012 年交货并确认收入的订单金额或已接近 1.5 亿元，其中大部分将于明年一季度确认，公司明年一季报再次实现同比高增长几成定局（2011Q1 收入 6,844 万元）。

2. 集中招标到底影响如何？——我们认为是福不是祸！

国家电网近期将除电能表以外的采集终端也纳入集中招标范围，实际上反映了国网正在加大用电信息采集系统的建设力度，我们测算，整个用电信息采集系统未来三年的市场容量接近 200 亿元/年，与公司产品相关的市场容量（即除去电能表）接近 80 亿元/年，2012~2013 年将是用电侧建设投资高峰期。

关于产品价格：采集终端设备在过去两年的省公司招标采购中，价格和毛利率均已有了较大幅度的压缩，并且自从国网将集采的评标方式改为“二次平均价中标”后，电能表的价格和毛利率也已有所回升。所以我们认为由集中招标带来的产品价格和毛利率压力有限。

集中招标采购与地方电网自主采购相比，对投标企业的产品质量、供货准时性、成本控制、现金流管理要求都相对更高，实际上提高了行业的竞争壁垒，有利于优势企业提高市场占有率。公司首次参与投标的各项产品中量均排名前列，合计中标份额占总招标金额的 15% 左右，位列所有中标企业的第二位，一举奠定了用电信息采集终端一线大厂的形象。

3. 两年以后的增长来自哪里？——配电自动化方向的延伸，以及用电侧新应用带来的采集终端设备的升级需求。

考虑两年后本轮用电侧投资高峰过后公司的持续增长来源，我们认为将主要来自于公司向配电自动化方向的产业延伸，以及用电侧新应用带来的采集终端设备的升级需求。

配电网自动化是实现真正智能电网的核心，其潜在市场空间远大于用电侧智能化建设，该领域是公司超募资金明确的拟投资方向；随着近年来城市配电网的大规模改造，通信系统不完善和一次开关遥控能力不足这两大阻碍配电网自动化建设的硬件障碍已经逐渐被扫除，配电自动化的建设将开始提速。

此外，未来随着分布式能源、电动汽车、电网储能的发展，电网的用电信息采集计量点将从目前的专变、公变、工商业和居民用户，扩大到分布式能源接入、充电站/桩与储能接入等新型计量点，供电价格也可能出现多样化的定价方式，由此将带来新一轮用电信息采集终端设备的全面升级。

投资建议

我们维持对公司的盈利预测，2011~2013 年 EPS 分别为 0.77, 1.08, 1.42 元，三年净利润复合增速 42%；公司目前股价仅对应 16 倍 2012 年 PE，估值具有较大吸引力，维持“买入”建议。

图表1: 国网 2011 年第五次电能表集中招标采购设备中标情况汇总

中标企业	公网终端	专网终端	集中器	采集器
长沙威胜信息技术有限公司	19,967		22,686	8,500
南京新联电子股份有限公司	18,618		12,200	89,200
宁波三星电气股份有限公司	19,538		2,000	100,000
南京能瑞自动化设备股份有限公司	1,486		16,270	44,772
北京煜邦电力技术有限公司	16,003		6,246	16,000
杭州炬华科技股份有限公司	8,757		12,145	8,000
烟台东方威思顿电气有限公司	13,360		5,132	26,105
深圳市国电科技通信有限公司			800	30,000
上海协同科技股份有限公司	5,831	2,433		
深圳市江机实业有限公司			9,397	26,850
国电南瑞科技股份有限公司			8,954	
深圳市科陆电子科技股份有限公司		2,246		
深圳浩宁达仪表股份有限公司			4,380	18,550
广州从兴电子开发有限公司			1,370	42,600
深圳市航天泰瑞捷电子有限公司			576	
福建网能科技开发有限责任公司	730			
总计	104,290	4,679	102,156	410,577

来源: 国金证券研究所

图表2: 公司分项目销售预测

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(含集中器)							
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%
主站							
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: 国金证券研究所

图表3: 公司销售收入季度分布

	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: 国金证券研究所

图表4: 三张报表摘要

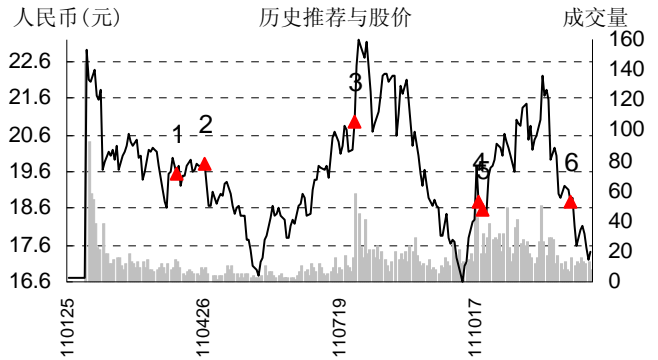
损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	184	215	305	513	677	927	货币资金	111	130	143	816	879	1,070
增长率		17.2%	41.6%	68.2%	32.0%	36.9%	应收款项	49	87	127	176	233	319
主营业务成本	-102	-119	-170	-299	-394	-548	存货	31	29	63	82	108	150
%销售收入	55.5%	55.2%	55.8%	58.4%	58.2%	59.1%	其他流动资产	8	7	11	21	28	38
毛利	82	96	135	213	283	379	流动资产	200	254	345	1,096	1,247	1,577
%销售收入	44.5%	44.8%	44.2%	41.6%	41.8%	40.9%	%总资产	89.3%	84.2%	84.7%	86.8%	87.9%	90.0%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-4	-5	-7	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	22	30	44	147	152	155
营业费用	-9	-10	-11	-16	-20	-28	%总资产	9.8%	9.8%	10.9%	11.7%	10.7%	8.8%
%销售收入	5.0%	4.5%	3.6%	3.2%	3.0%	3.0%	无形资产	2	17	17	17	18	18
管理费用	-22	-24	-33	-52	-68	-88	非流动资产	24	48	63	167	172	175
%销售收入	11.8%	11.1%	10.9%	10.2%	10.0%	9.5%	%总资产	10.7%	15.8%	15.3%	13.2%	12.1%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	49	61	88	141	189	256	资产总计	224	301	408	1,263	1,419	1,752
%销售收入	26.9%	28.2%	28.9%	27.4%	28.0%	27.6%	短期借款	45	39	8	0	0	0
财务费用	-2	-1	0	13	23	27	应付款项	40	66	124	151	199	277
%销售收入	0.9%	0.6%	0.0%	-2.5%	-3.4%	-2.9%	其他流动负债	10	18	14	116	42	57
资产减值损失	-1	-3	-3	-2	-1	-1	流动负债	94	123	146	267	241	334
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	94	123	146	267	241	335
营业利润	47	57	85	152	212	281	普通股股东权益	129	178	261	996	1,178	1,417
营业利润率	25.5%	26.4%	27.9%	29.6%	31.3%	30.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	8	3	10	2	3	3	负债股东权益合计	224	301	408	1,263	1,419	1,752
税前利润	54	60	95	154	215	284	比率分析						
利润率	29.7%	27.7%	31.1%	30.0%	31.8%	30.7%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-9	-10	-12	-24	-34	-46	每股指标						
所得税率	15.7%	17.3%	12.5%	15.8%	16.0%	16.0%	每股收益	0.728	0.783	1.316	0.770	1.076	1.422
净利润	46	49	83	129	181	239	每股净资产	2.050	2.833	4.149	5.928	7.011	8.433
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.680	0.792	1.048	0.623	0.973	1.247
归属于母公司的净	46	49	83	129	181	239	每股股利	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
净利率	25.0%	22.9%	27.2%	25.2%	26.7%	25.8%	回报率						
						42%	净资产收益率	35.52%	27.63%	31.71%	12.99%	15.34%	16.87%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	20.53%	16.38%	20.34%	10.25%	12.74%	13.64%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	投入资本收益率	23.92%	23.11%	28.61%	11.88%	13.51%	15.14%
净利润	46	49	83	129	181	239	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	24.28%	17.25%	41.64%	68.22%	32.05%	36.91%
非现金支出	3	6	6	11	17	19	EBIT增长率	16.48%	23.06%	45.21%	59.50%	34.80%	34.93%
非经营收益	2	1	1	-2	-3	-3	净利润增长率	16.62%	7.49%	68.06%	56.12%	39.66%	32.22%
营运资金变动	-8	-7	-24	-34	-31	-46	总资产增长率	51.42%	34.73%	35.33%	209.88%	12.35%	23.48%
经营活动现金净流	43	50	66	105	163	209	资产管理能力						
资本开支	-8	-21	-18	-112	-18	-19	应收账款周转天数	76.8	83.4	86.5	85.0	85.0	85.0
投资	5	0	0	-1	0	0	存货周转天数	110.0	92.3	99.3	100.0	100.0	100.0
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	117.0	131.5	105.3	105.0	105.0	105.0
投资活动现金净流	-3	-21	-18	-113	-18	-19	固定资产周转天数	43.7	36.4	26.2	95.2	74.7	55.6
股权募资	0	0	0	689	1	0	偿债能力						
债权募资	25	-6	-31	-8	0	1	净负债/股东权益	-51.67%	-51.07%	-51.77%	-81.95%	-74.60%	-75.46%
其他	-18	11	-1	0	-84	0	EBIT利息保障倍数	30.8	48.6	-590.4	-10.8	-8.1	-9.6
筹资活动现金净流	7	5	-32	681	-83	1	资产负债率	42.22%	40.73%	35.87%	21.15%	17.00%	19.14%
现金净流量	46	34	16	673	63	191							

来源: 国金证券研究所

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
5	2011-10-20	买入	18.58	N/A
6	2011-12-12	买入	18.79	N/A

来源：国金证券研究所



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