

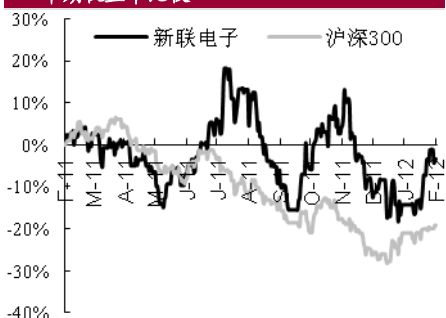


电力设备行业
Electric Power Equipments

2012年2月22日

市场数据	2012年2月21日
当前价格(元)	18.98
52周价格区间(元)	15.51~48.00
总市值(百万)	3188.64
流通市值(百万)	991.30
总股本(万股)	16800
流通股(万股)	5223
日均成交额(百万)	29
近一月换手(%)	76.92
Beta(上市以来)	0.00
第一大股东	南京新联创业园管理有 限公司
公司网址	www.xldz.com

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
新联电子	12.7	-14.6	-3.5
沪深300	2.3	-1.0	-19.0

陈光明 程宇楠(协助)
+86-755-21515571
chengyn@jyzq.cn

执业证书编号:

陈光明: S0370510120001
程宇楠: S0370110090031

合规申明

公司持有该股票是否超过该公司
已发行股份的1%?

是 否

新联电子(002546)——年报亮丽,未来仍将借
力电力通信网发展

评级: 增持

盈利预测	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	324.9	468.7	597.5	703.5	807.2
主营收入增长率	41.6%	44.3%	27.5%	17.7%	14.8%
净利润(百万元)	85.1	131.1	157.0	170.9	184.2
净利润增长率	68.1%	54.1%	19.8%	8.9%	7.8%
每股收益(元)	—	0.80	0.93	1.02	1.10
PE	—	—	20.3	18.7	17.3

资料来源: 金元证券研究所

事件:

新联电子发布2011年年报,全年实现收入4.68亿元,同比增长44.29%;实现归属上市公司股东净利润1.31亿元,同比增长54.12%,每股收益0.80元。同时公司公布利润分配预案,拟每10股派发现金股利2.5元(含税)。

我们的观点:

1、毛利率水平基本平稳,期间费用率下滑

新联电子在2011年收入较快增长的同时,保持了较强的盈利能力。公司2011年综合毛利率为43.15%,基本保持平稳。而期间费用率则出现了下降,尤其是管理费用率较上年减少2.7个百分点。综合来看,公司费用率的降低使得净利率在近两年保持了上升态势。

2、公网产品带动收入高成长

分产品来看,去年带动公司收入增长的主要是公网产品,其中公网终端实现收入1.47亿,同比增长65.09%,采集器实现收入1.26亿,同比增长140.77%。公网产品收入近两年的高增长一方面得益于国网公司对用电信息采集系统的大力推广,另一方面也得益于公司在电力行业信息通信领域的积淀。从国网公司规划来看,未来几年用电信息采集系统年均投资将达100亿元以上,其中公网终端和采集器大约占到25%,年市场容量在25~30亿元,加上南网和部分地方电网需求,预计全国年均市场需求在30~40亿。我们预计目前公司公网市场份额约7%~10%,仍远低于其在专网中20%以上的份额,未来继续高成长的关键就看能否进一步提升公网市场的份额。

3、230M专网产品仍有机遇,关键在于技术突破

公司2011年230M专网终端实现收入1.20亿,增速8.44%,而近4年该产品的年均复合增速仅6.8%,从而引发了市场对其前景的担忧。近年230M专网市场增长较慢,其中最主要的原因是其数据传输速度较慢,而随着电网智能化水平的提升,数据采集和传输量倍增,对这一传统

的配网数据传输方式提出了挑战。但我们认为，230M 专网仍有其独到的优势，不会被完全取代：一方面我们预期随着近两年发改委《电力需求侧管理办法》、《电网企业实施电力需求侧管理目标责任考核方案（试行）》等政策的出台，出于对复合控制的需求电网将加大专网的建设力度；另一方面配网自动化对通讯的需求特点是覆盖面广，数据流量平稳，绝大多数单个终端数据量小，同时对数据传输的安全性和实时性有较高要求，而 230M 无线专网正是众多组网方式中最为物美价廉的一种（见图表 4）。

同时随着窄带无线通讯技术的进步，230M 专网系统的传输速率也由 1200bps、2400bps 提升到了目前的 9600bps 甚至 19.2kbps。去年公司的“230MHz 频段窄带超高速用电信息采集系统”项目通过中国电机工程学会的技术鉴定，据了解，该系统首次在 230MHz 频段窄带上实现了 19.2kbps 可靠数据传输，解决了原有专网系统的扩容瓶颈，消除了覆盖盲区，达到国内领先水平。而去年国网信通与普天公司合作研发了 TD-LTE230M 电力无线通信系统并在浙江海盐建成，该系统运行流畅顺利，既能灵活满足用户需求，又具有覆盖能力强，设备结构简单，运维方便，系统安全可靠，响应快等特点，为 230M 专网的应用开拓了新空间。我们预期未来电力光纤将是大城区组网的首选，而对于郊区和农村等负荷密度较小的区域，改进版的 230M 无线组网方式将大有可为。对于新联电子，未来能否抓住市场的关键仍在于研发。

4、国网集中招标对公司利弊参半

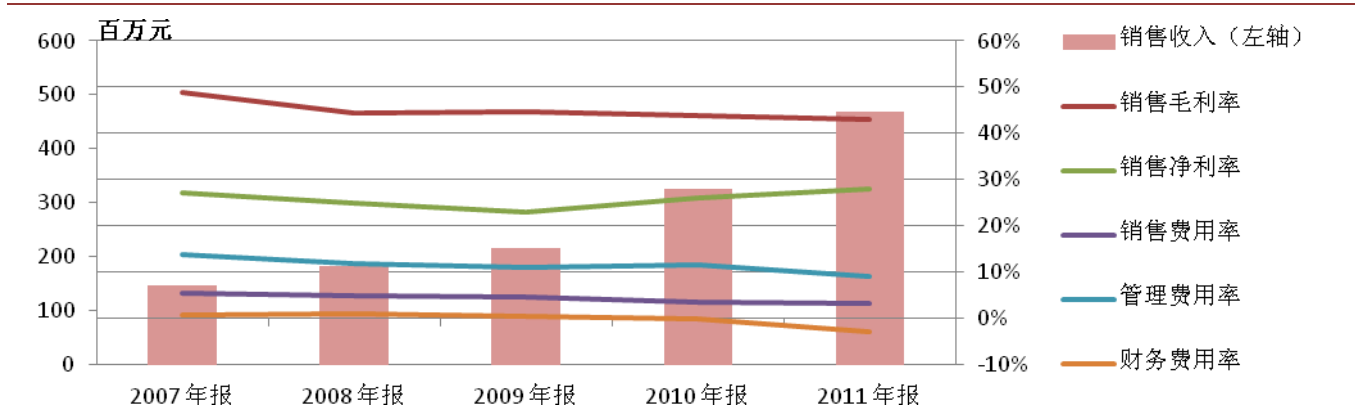
去年国网公司电能表第五批集中招标中，加入了终端和采集器，打破了以往地方电网自主招标的模式。对于业内领先的新联电子来说，无疑将享有更大的平台，有利于开拓华东地区以外的市场；但另一方面，统一招标也必将带来激烈的市场竞争，尤其是公网终端竞争厂商较多，因此产品价格下行压力较大。但值得庆幸的是国家电网吸取以往经验教训，已采用均价中标策略，同时相较于电网整体投资规模，终端设备只是九牛一毛，产品质量和数据采集可靠性才是关注的重点。

投资建议及风险提示：

我们预测公司 2012~2014 年的每股收益分别为 0.93 元，1.02 元和 1.10 元，对应目前股价的动态 PE 分别为 20 倍，19 倍和 17 倍。我们认为未来我国电网将对配用电系统通信网大力建设，如文中所述未来 230M 无线专网仍有望在配网通信中担当重任，公司有望借此东风再度腾飞，但这也需要公司在技术再做突破，因而基于谨慎原则，我们对公司未来成长性预测偏保守。目前公司估值合理，给予增持评级。

在此需提醒投资者注意的风险主要有：（1）竞争加剧导致毛利率下滑幅度超预期；（2）配用电通信网组网技术进展仍需关注。

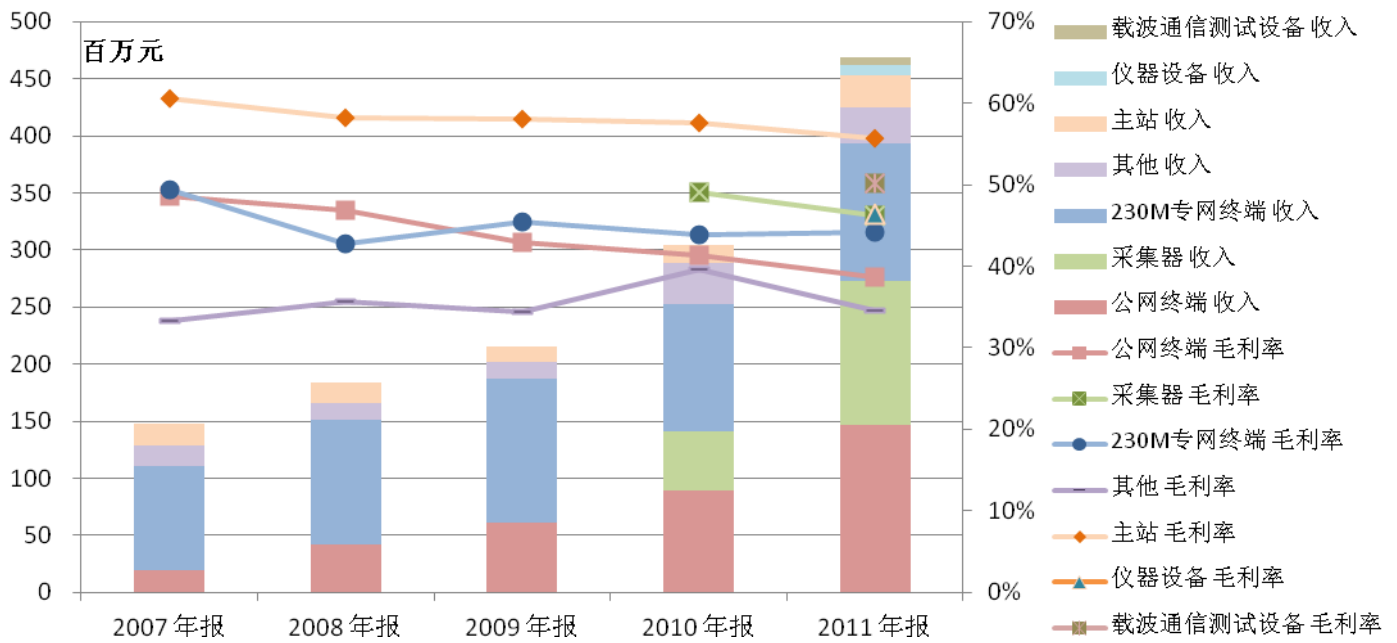
图表1 公司近年收入、毛利率及费用率情况



注: 2010 年数据经过追溯调整

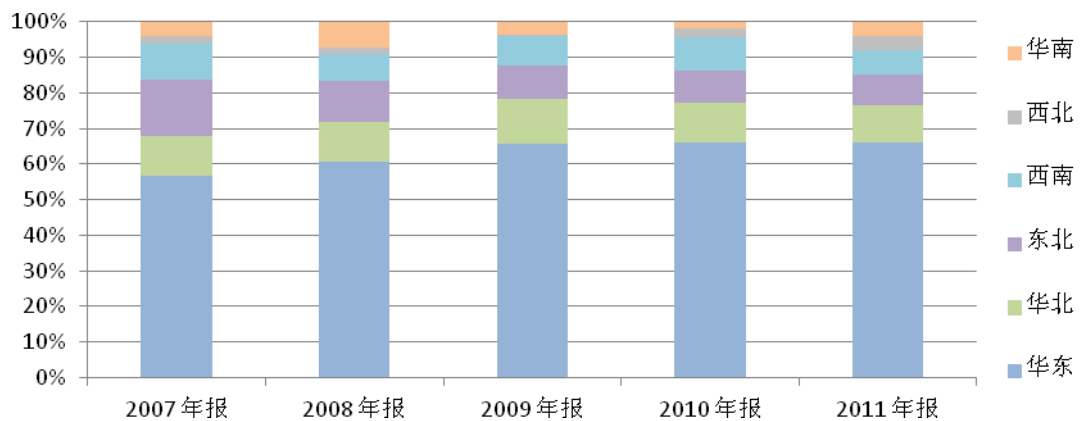
资料来源: 公司公告, 金元证券研究所

图表2 公司分产品收入毛利情况



资料来源: 公司公告, 金元证券研究所

图表3 公司分地区收入占比



资料来源: 金元证券研究所

图表4 配电通信网组网方案比较

组网技术	优点	缺点
光纤专网	1、带宽高，容量大，覆盖面广，扩展性好； 2、可靠性、实时性、安全性高	建设成本高，主要是布线
电力线载波通信（PLC）	1、建设成本低； 2、施工简便、无需布线； 3、专网运行，安全性高	1、带宽较低； 2、可靠性不高，易受到配电线路运行情况干扰
无线宽带专网（WiMax）	1、带宽高，扩展性好； 2、施工简便、无需布线	1、没有专用频点，可能受到干扰； 2、技术成熟度为经过充分验证，标准尚未完善，数据加密存在漏洞； 3、覆盖范围不及230MHz专网； 4、通信效果受地形影响较大
230MHz无线窄带专网	1、拥有230M专用频点，可靠安全性高； 2、建设成本很低，且能较好地契合配网通信覆盖范围广，单点通讯数据量小的特点； 3、施工简便、无需布线	1、带宽低，数据传输较慢； 2、通信效果受地形影响较大
公网	1、初始投入很低，充分利用现有网络资源； 2、应用灵活，范围广	1、租用公网资源，运营成本较高； 2、只适用于监测和与用户双向互动，不能用于远程调节控制； 3、易受到公网潮流影响，实时性较低

资料来源：《智能配网通信方式研究》，金元证券研究所

图表5 新联电子利润表预测

单位：百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	324.9	468.72	597.51	703.45	807.25
营业成本	182.22	266.48	348.21	418.40	487.13
毛利率	43.9%	43.1%	41.7%	40.5%	39.7%
营业税金及附加	2.72	5.36	5.98	7.03	8.07
销售费用	11.85	15.23	20.32	25.32	30.68
管理费用	37.93	42.13	53.78	63.31	72.65
财务费用	-0.16	-13.84	-11	-7	-3
资产减值损失	3.38	4.02	3.5	3.3	3
投资收益	0	0	0	0	0
营业外收支	10.28	7.11	8	8	8
利润总额	97.14	156.45	184.74	201.09	216.72
所得税费用	11.88	25.34	27.71	30.16	32.51
净利润	85.06	131.11	157.03	170.93	184.21
EPS		0.80	0.93	1.02	1.10

注：2010年为追溯调整后数据

资料来源：金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

对本报告的评价请反馈至金元证券销售交易总部

姓名	分工	电话	手机	邮箱
王睿	总经理	0755-83022499	13924591661	wangrui1@jyzq.cn
郑仲运	高级研究员	0755-83023468	18603064918	zhengzy@jyzq.cn
樊文	高级经理	0755-83023422	13828864010	fanwen@jyzq.cn
黄李南	高级经理	0755-83023499	18688960542	huanglinan@jyzq.cn

联系地址: 深圳市深南大道4001号时代金融中心17层, 518048 传真: 0755-83024518

本报告仅供金元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)签约客户使用。本公司不因任何人接收到本报告而视其为本公司的客户。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的观点仅供特定客户参考,并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测等仅反映本报告发布日依据一定的标准和假设作出的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告,对此本公司没有通知义务。

本报告仅向特定客户传送,版权归本公司所有。未经本公司书面授权,本报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络本公司并获得许可,并需注明出处,且不得对报告进行有悖原意的引用和删改。

在法律许可的情况下,本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。