

电力设备及新能源

报告原因：调研简报

2012年2月23日

市场数据：2012年2月23日

总股本/流通股本(亿股)	1.68/0.59
收盘价(元)	19.5
流通市值(亿元)	11.50

基础数据：2011年12月31日

资产负债率	11.01%
毛利率	43.15%
净资产收益率(摊薄)	12.86%

相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel：010-82190396

E-mail：liangyumei@sxzq.com

MSN：meiyuliang2000@163.com

销售联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

请务必阅读正文之后的特别声明部分

新联电子 (002546)

维持

用电采集系统投资高峰期，专网市场有望启动

增持

公司研究/调研简报

投资要点：

⑤ **专网 2011 年低于预期，2012 年有望快速增长，增长潜力巨大。**公司核心产品 230M 专网终端产品 2011 年同比增长仅 8%，远低于市场预期，主要原因是由于国家电网专网终端启动低于预期。公司 230M 专网终端产品主要销售区域在江苏，目前国家电网出台政策鼓励 230M 专网通讯，而南方电网也有 230M 专网的相关规划。公司目前除了江苏外布局了重庆、陕西等地区，此外上海、辽宁、河北等城市也有发展 230M 专网的意向，我们预计公司核心产品有望启动。目前江苏省安装 18 万台，预计总投资达到 10 亿以上。保守按照每个城市 5 亿的容量测算，假设 10 个省率先推广专网终端简单测算，预计未来潜在市场容量在 50 亿，假设 5 年铺设完毕，年均 10 亿。公司在 230M 专网终端具备绝对的优势，市场份额第一，2011 年公司该业务规模仅 1.2 亿，公司该业务增长潜力巨大。

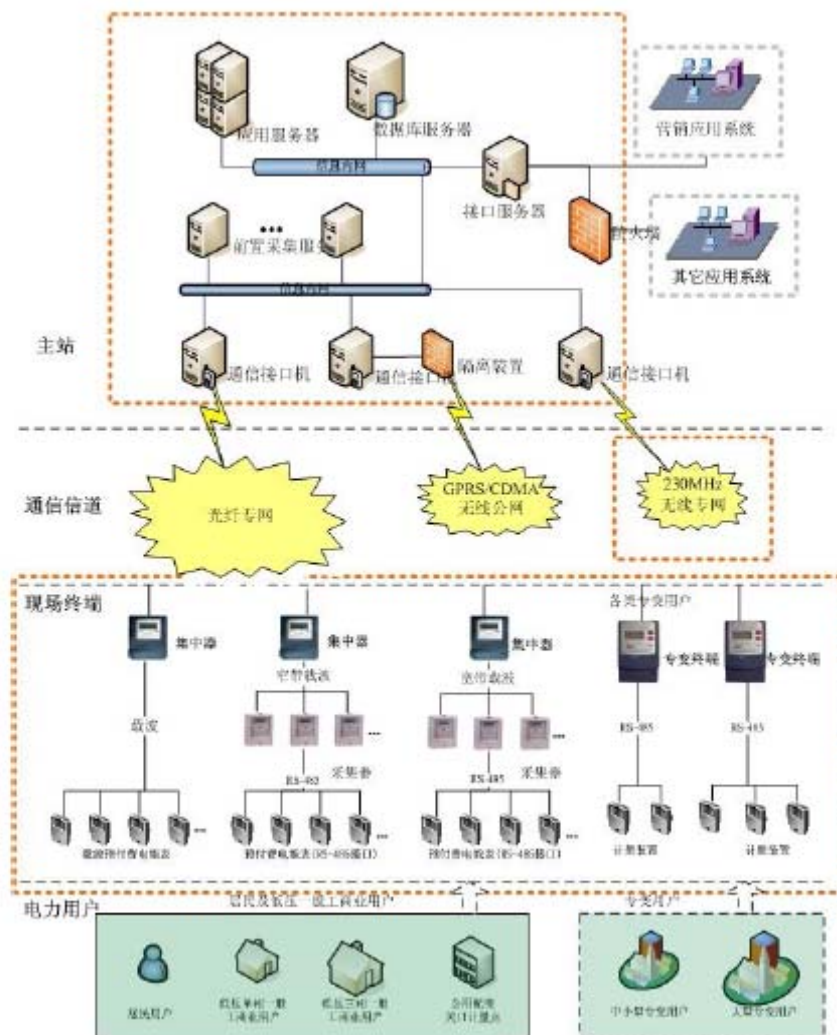
⑤ **用电采集系统仍能维持 2-3 年的高增速。**智能电网战略促使国网推广居民用电采集系统，目前的普及率不到 40%，而公司公网终端和采集器有 1 年左右的滞后期，预计未来 2-3 年内仍维持高增长。国网去年年末对用电采集系统进行集中招标，公司的市场份额约为 13%，排名第二，较第一名相差不到 1 个百分点，借助国网集中招标公司进入了新疆、云南等西部市场，拓展了新的市场领域。目前看集中招标的价格水平和各个省独立招标相差不大，并未像电表一样出现恶性竞争。国网统一招标能够扩大公司的市场区域，此外能够较大幅度的降低销售费用。考虑到行业的气氛周期以及公司的市场份额的上升，我们认为公司该业务未来 2-3 年保持高增长。

⑤ **预进入配网自动化，有望成为新的增长接力棒。**配网自动化目前正在试点阶段，主站市场份额较为集中，主要垄断在南瑞股份、许继电气、积成电子等公司的手中，但终端技术含量相对较低，市场竞争充分。配网自动化终端与用电自动化终端技术有一定的同源性。公司预计通过收购的方式进军该领域。配网自动化终端的铺设是随着主站的投运后陆续进行，预计启动的时间要较主站滞后一定的时间。随着配网自动化试点的深化，该部分市场有望大规模启动。如果公司能够成功进入该领域，将接力用电采集系统，维持业绩增速。此外，公司预进军合同能源管理，已经在发改委备案，能够获得节能补贴。

⑤ **盈利预测及投资建议。**我们预计公司 2011-2012 年每股收益分别为 1.08、1.36，对应市盈率分别为 18 倍、14 倍。目前市场普遍担心公司用电采集信息系统在智能电网建设推动下高增长后无增长动力，但我们认为公司公网 230M 主站及终端增长潜力较大，此外看好配网自动化领域未来的拓展，公司目前在二次设备中的估值水平较低，给予“增持”的投资评级。

⑤ **投资风险。**电能信息采集与管理系统的标准化程度越来越高，市场竞争日趋激烈，毛利率下降风险；新领域拓展不成功，公司缺乏长期增长潜力。

图：用电采集系统示意图及公司涉及领域



资料来源：招股说明书

表 1：盈利预测假设

报告期	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入				
公网终端	8,888.37	14,673.92	20,543.49	24,652.19
采集器	5,244.86	12,627.89	17,679.05	21,214.86
230M 专网终端	11,094.77	12,031.30	15,640.69	21,896.97
其他	3,607.04	3,190.25	3,509.28	3,860.20
主站	1,640.60	2,742.93	3,840.10	5,376.14
仪器设备		932.3	1,118.76	1,342.51
载波通信测试设备		673.5	808.20	969.84
营业收入增速				
公网终端	45.17%	65.09%	40%	20%



采集器		140.77%	40%	20%
230M 专网终端	-11.62%	8.44%	30%	40%
其他	140.77%	-11.55%	10%	10%
主站	22.31%	67.19%	40%	40%
仪器设备		-	20%	20%
载波通信测试设备		-	20%	20%
毛利率				
公网终端 (%)	41.27%	38.61%	36%	35%
采集器 (%)	49.08%	46.27%	45%	44%
230M 专网终端 (%)	43.81%	44.15%	44%	44%
其他 (%)	39.64%	34.62%	35%	35%
主站 (%)	57.66%	55.62%	55%	55%
仪器设备 (%)		46.40%	45%	45%
载波通信测试设备 (%)		50.24%	50%	50%

资料来源：山西证券

表2：盈利预测假设

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入	32,485.45	46,872.09	63,139.56	79,312.70
营业收入增速	50.99%	44.29%	34.71%	25.61%
营业成本	18,221.58	26,647.93	36658.58667	46318.238
毛利率	43.91%	43.15%	41.94%	41.60%
营业税金及附加	272.08	536.48	722.67	907.78
销售费用	1,184.51	1,523.45	1900.00	2100.00
管理费用	3,793.38	4,213.13	4500.00	4700.00
财务费用	-15.86	-1,383.94	(1000.00)	(500.00)
资产减值损失	338.46	401.81	0.00	0.00
营业利润	8,686.30	14,933.22	20358.30	25786.68
营业外收入	1,042.91	722.75	1000.00	1100.00
营业外支出	14.89	11.85	0.00	0.00
利润总额	9,714.31	15,644.11	21358.30	26886.68
所得税	1,208.45	2,534.49	3203.75	4033.00
净利润	8,505.86	13,109.62	18154.56	22853.68
归属于母公司所有者的净利润	8,505.86	13,109.62	18154.56	22853.68
每股收益	0.51	0.78	1.08	1.36
增速	72.46%	54.12%	38.48%	25.88%

资料来源：山西证券

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20% 以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

特别申明:

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,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。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。