

## 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

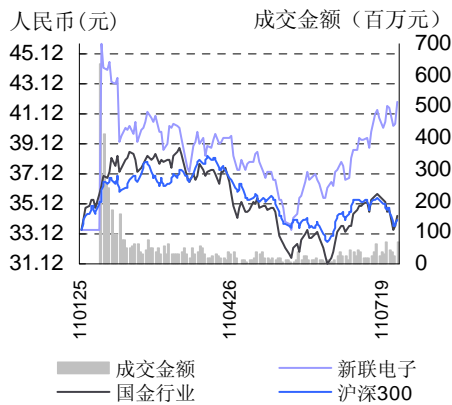
市价(人民币): 41.89元

目标(人民币): 51.80元

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)	21.00
总市值(百万元)	3,518.76
年内股价最高最低(元)	45.79/33.35
沪深300指数	3000.05
中小板指数	6745.03



## 相关报告

1. 《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
2. 《分享智能电网全面建设的盛宴》, 2011.4.8
3. 《电网用电端智能化的细分龙头》, 2011.2.10

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

## 业绩持续高增长, 市场开拓成果显著

## 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	1.479	2.090	2.840
每股净资产(元)	2.83	4.15	12.29	14.40	17.24
每股经营性现金流(元)	0.79	1.05	1.19	1.89	2.48
市盈率(倍)	N/A	N/A	28.32	20.04	14.75
行业优化市盈率(倍)	60.14	66.89	51.41	51.41	51.41
净利润增长率(%)	7.49%	68.06%	49.90%	41.31%	35.88%
净资产收益率(%)	27.63%	31.71%	12.03%	14.52%	16.48%
总股本(百万股)	63.00	63.00	84.00	84.00	84.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2011年1-6月, 公司实现营业收入1.49亿元, 同比增长92.61%, 净利润3693万元, 同比增长77.1%, 对应eps 0.46元, 符合我们的预期。同时, 公司董事会通过了以资本公积金向全体股东每10股转增10股的预案。

## 经营分析

- 公司所处行业维持高度景气, 持续高增长可期: 公司主要产品用电信息采集系统(终端+主站)作为现阶段我国智能电网建设重点——用电侧智能化的关键设备, 同时受到需求侧管理、有序用电管理等政策的刺激, 销售形势良好, 未来两年收入有望继续维持30%以上的较高增速。
- 华东地区以外市场开拓成果显著: 随着各地电网对国家《用电需求侧管理办法》等政策的逐步落实, 以及凭借公司自身在市场开拓方面的努力, 公司主营业务收入的区域集中度正在降低, 公司上半年在华东地区实现的销售收入占比较2010年下降15个百分点至51%, 而东北、华北、西南等地收入占比则均有所提高, 可见公司对全国市场的开拓成果显著。
- 产品毛利率总体维持平稳, 且仍有改善空间: 上半年, 公司优势产品230M专网终端毛利率维持较高水平, 公网终端和采集器在相对激烈的市场竞争下毛利率小幅下滑。公司自主研发的“230M超高速终端”(使用自产高速电台)在未来销售占比的提高; 以及募投项目新厂区的投产(预计今年底), 都将在一定程度上缓解产品价格竞争所带来的毛利率下滑压力。

## 盈利调整

- 我们根据公司上半年的产品销售情况, 上调了部分产品的销量预测, 同时下调了部分产品的毛利率预测, 调整后2011/12年的eps预测分别为1.48/2.09元, 较前次预测变化幅度分别为+3%和+6%, 三年内净利润复合增速为42%。

## 投资建议

- 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, 我们给予公司35x11PE, 对应目标价51.8元, 公司目前股价对应28x11PE/20x12PE, 维持“买入”建议。

图表1: 分产品销售预测

产品	2008	2009	2010H1	2010	2011H1	2011E	2012E	2013E
<b>230M 专网终端</b>								
总收入 (万元)	10,920	12,554	1,925	11,095	2,912	16,482	21,955	30,109
YOY	18.3%	15.0%		-11.6%	51.3%	48.6%	33.2%	37.1%
毛利率	42.73%	45.50%	47.96%	43.81%	47.71%	44.00%	45.00%	45.00%
<b>公网终端</b>								
总收入 (万元)	4,139	6,122	4,236	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%	42.53%	41.27%	38.11%	38.00%	38.00%	38.00%
<b>采集器</b>								
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%
<b>主站</b>								
总收入 (万元)	1,724	1,341	689	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%	58.26%	57.66%	57.56%	57.00%	57.00%	57.00%
<b>其他</b>								
总收入 (万元)	1,566	1,498	882	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%	40.78%	39.81%	35.80%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>收入合计 (万元)</b>	<b>18,350</b>	<b>21,515</b>	<b>7,733</b>	<b>30,476</b>	<b>14,894</b>	<b>51,266</b>	<b>67,382</b>	<b>92,252</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>44.50%</b>	<b>44.77%</b>	<b>45.08%</b>	<b>44.23%</b>	<b>41.84%</b>	<b>40.65%</b>	<b>40.94%</b>	<b>40.86%</b>

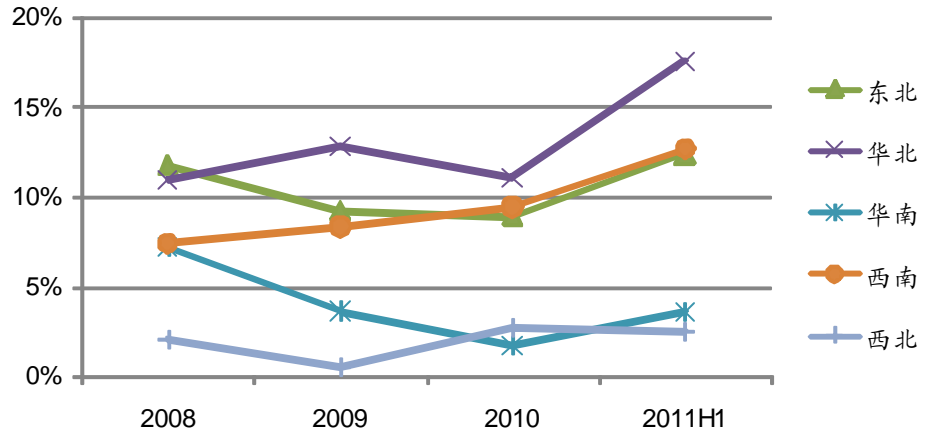
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 分季度销售收入占比情况

	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%	36,372	70.9%
第四季度	9,597	65.0%	8,360	45.6%	11,923	55.4%	14,485	47.5%		
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: 华东以外地区销售收入占比情况



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
<b>主营业务收入</b>	<b>184</b>	<b>215</b>	<b>305</b>	<b>513</b>	<b>674</b>	<b>923</b>
增长率		17.2%	41.6%	68.2%	31.4%	36.9%
主营业务成本	-102	-119	-170	-304	-398	-546
%销售收入	55.5%	55.2%	55.8%	59.4%	59.1%	59.1%
毛利	82	96	135	208	276	377
%销售收入	44.5%	44.8%	44.2%	40.6%	40.9%	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	-17	-20	-28
%销售收入	5.0%	4.5%	3.6%	3.3%	3.0%	3.0%
管理费用	-22	-24	-33	-53	-67	-88
%销售收入	11.8%	11.1%	10.9%	10.3%	10.0%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	49	61	88	135	183	254
%销售收入	26.9%	28.2%	28.9%	26.3%	27.1%	27.6%
财务费用	-2	-1	0	13	24	28
%销售收入	0.9%	0.6%	0.0%	-2.5%	-3.5%	-3.0%
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	146	206	281
营业利润率	25.5%	26.4%	27.9%	28.5%	30.6%	30.5%
营业外收支	8	3	10	2	3	3
税前利润	<b>54</b>	<b>60</b>	<b>95</b>	<b>148</b>	<b>209</b>	<b>284</b>
利润率	29.7%	27.7%	31.1%	28.9%	31.0%	30.8%
所得税	-9	-10	-12	-24	-33	-45
所得税率	15.7%	17.3%	12.5%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	46	49	83	124	176	239
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>46</b>	<b>49</b>	<b>83</b>	<b>124</b>	<b>176</b>	<b>239</b>
净利率	25.0%	22.9%	27.2%	24.2%	26.1%	25.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	46	49	83	124	176	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	-33	-30	-46
<b>经营活动现金净流</b>	<b>43</b>	<b>50</b>	<b>66</b>	<b>100</b>	<b>159</b>	<b>208</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3</b>	<b>-21</b>	<b>-18</b>	<b>-113</b>	<b>-18</b>	<b>-19</b>
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	-42	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>-32</b>	<b>681</b>	<b>-41</b>	<b>1</b>
<b>现金净流量</b>	<b>46</b>	<b>34</b>	<b>16</b>	<b>669</b>	<b>100</b>	<b>190</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	111	130	143	812	912	1,102
应收款项	49	87	127	176	232	318
存货	31	29	63	83	109	149
其他流动资产	8	7	11	22	28	37
流动资产	200	254	345	1,093	1,281	1,607
%总资产	89.3%	84.2%	84.7%	86.8%	88.2%	90.2%
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%	10.5%	8.7%
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%	11.8%	9.8%
<b>资产总计</b>	<b>224</b>	<b>301</b>	<b>408</b>	<b>1,260</b>	<b>1,452</b>	<b>1,782</b>
短期借款	45	39	8	0	0	0
应付款项	40	66	124	154	201	276
其他流动负债	10	18	14	74	42	57
流动负债	94	123	146	228	243	333
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
<b>负债</b>	<b>94</b>	<b>123</b>	<b>146</b>	<b>228</b>	<b>243</b>	<b>334</b>
普通股股东权益	129	178	261	1,033	1,210	1,448
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>224</b>	<b>301</b>	<b>408</b>	<b>1,260</b>	<b>1,452</b>	<b>1,782</b>

**比率分析**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.728	0.783	1.316	1.479	2.090	2.840
每股净资产	2.050	2.833	4.149	12.295	14.399	17.239
每股经营现金净流	0.680	0.792	1.048	1.195	1.892	2.480
每股股利	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	35.52%	27.63%	31.71%	12.03%	14.52%	16.48%
总资产收益率	20.53%	16.38%	20.34%	9.86%	12.09%	13.39%
投入资本收益率	23.92%	23.11%	28.61%	10.96%	12.70%	14.74%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	24.28%	17.25%	41.64%	68.22%	31.44%	36.91%
EBIT增长率	16.48%	23.06%	45.21%	53.01%	35.66%	39.02%
净利润增长率	16.62%	7.49%	68.06%	49.90%	41.31%	35.88%
总资产增长率	51.42%	34.73%	35.33%	209.23%	15.24%	22.69%
<b>资产管理能力</b>						
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	75.0	55.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-51.67%	-51.07%	-51.77%	-78.61%	-75.40%	-76.05%
EBIT利息保障倍数	30.8	48.6	-590.4	-10.4	-7.7	-9.2
资产负债率	42.22%	40.73%	35.87%	18.06%	16.73%	18.74%

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	0	0	2	2	5
买入	0	0	2	2	4
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.50	1.50	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	39.08	N/A
2 2011-04-26	买入	39.60	50.40 ~ 50.40

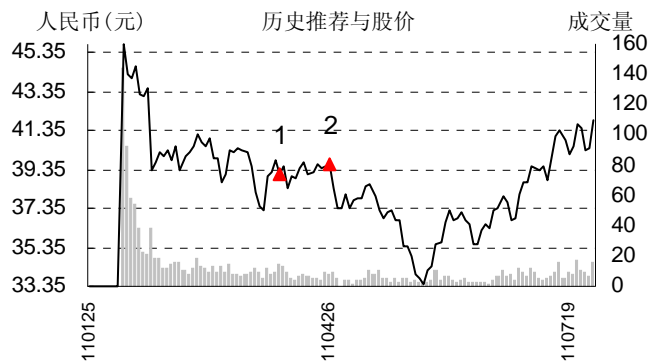
来源：国金证券研究所

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: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
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: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室