

**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

## 大订单频现，江苏电网招标再获佳绩

### 事件

公司5月11日晚公告，在“江苏省电力公司2012年主要设备材料第四批项目”招标中，公司为两个分包合计11,594台专变采集终端的中标候选人，其中I型专变采集终端（专网）1,977台、II型专变采集终端（公网）9,617台，预计中标总金额约为5,154万元（含税），占公司2011年营业收入的11%。

### 评论:

#### 1. 公网终端中标量排名第一，合计总中标份额预计超过20%。

本次江苏省合计招标专变终端48,346台，其中GPRS无线公网终端29,828台，230M无线专网终端18,518台，预计合计招标金额2.4亿元左右。新联电子的公网终端中标份额达到32%，在6家中标企业中排名第一，专网终端中标份额11%。我们预计公司总中标份额超过20%（以金额计），在全部6家中标企业中排名第一。

#### 2. 频繁中标省网公司大订单，印证了“国网集中招标并非公司全部收入来源”的判断。

2011年底开始，国网公司将部分用电信息采集系统设备的招标权向上集中至总公司进行统一招标，但由于各地方电网公司对专变终端设备存在一定定制化需求（相对而言智能电表、采集器等则是标准化设备），因此仍有大量终端设备将通过省公司招标进行采购。

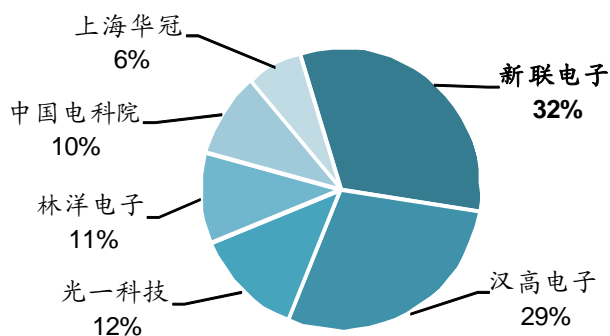
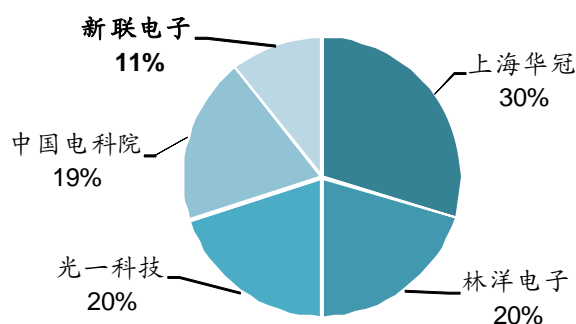
公司近两周内连续收获重庆和江苏省地方电网招标的专变采集终端大订单，合计中标金额超过1亿元（2011年总收入4.7亿元），印证了我们此前提出的“除国网集中招标外，省网公司自主采购也将是公司重要收入来源”的判断，且省网招标的产品中标价格通常优于国网集中招标价格。

#### 3. 国网总公司对用电信息采集系统覆盖率的考核标准变化将促进采集终端采购，第二、三季度进入招标高峰期。

据我们了解，国网2011年电表招标量大幅超前采集设备（即采集器、集中器、专变终端），且各地电网公司虚报用电信息采集系统覆盖率的情况较为普遍，因此国网公司将“用电信息采集系统实际应用情况”定为今年的重点考核项目（此前以考核智能电表安装量为主），我们判断今年电网公司在用电环节智能化的投资将呈现“减电表，增采集”的格局，鉴于电网公司全年工作进度安排的特点，第二、三季度将是电网招标高峰期。

### 投资建议

我们维持公司2012~2013年EPS 1.08, 1.42元的盈利预测，且预计公司半年报仍将维持45%左右的较高增速；第二、三季度是电网招标旺季，预计公司将持续有国网集中招标和省网公司大订单收获，全年业绩存在超预期可能；公司目前股价仅对应16.5倍2012PE，建议“买入”。

**图表2: 公网终端中标份额情况**

**图表2: 专网终端中标份额情况**


来源: 国金证券研究所

图表3: 分项目销售预测

产品	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>230M 专网终端</b>							
总收入 (万元)	10,920	12,554	11,095	12,031	17,686	25,121	34,804
YOY	18.3%	15.0%	-11.6%	8.4%	47.0%	42.0%	38.5%
毛利率	42.73%	45.50%	43.81%	44.15%	45.50%	45.00%	44.00%
<b>公网终端(含集中器)</b>							
总收入 (万元)	4,139	6,122	8,888	14,674	21,228	29,682	37,157
YOY	120.3%	47.9%	45.2%	65.1%	44.7%	39.8%	25.2%
毛利率	46.82%	42.89%	41.27%	38.62%	38.00%	37.50%	37.00%
<b>采集器</b>							
总收入 (万元)			5,245	12,628	15,000	18,000	21,600
YOY				140.8%	18.8%	20.0%	20.0%
毛利率			49.08%	46.28%	42.00%	40.00%	38.00%
<b>主站</b>							
总收入 (万元)	1,724	1,341	1,641	2,743	3,566	4,636	6,026
YOY	-9.0%	-22.2%	22.3%	67.2%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	58.17%	58.12%	57.66%	55.62%	56.00%	56.00%	56.00%
<b>仪器设备</b>							
总收入 (万元)			1,629	932	1,212	1,576	2,048
毛利率			36.66%	46.41%	46.00%	46.00%	46.00%
<b>载波通信测试设备</b>							
总收入 (万元)			368	674	876	1,138	1,480
毛利率			47.80%	50.25%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>其他</b>							
总收入 (万元)	1,566	1,498	3,607	3,190	3,828	4,594	5,513
毛利率	35.66%	34.39%	39.81%	34.63%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>收入合计 (万元)</b>	<b>18,350</b>	<b>21,515</b>	<b>32,473</b>	<b>46,872</b>	<b>63,396</b>	<b>84,746</b>	<b>108,628</b>
YOY	24.3%	17.2%	50.9%	44.3%	35.3%	33.7%	28.2%
<b>综合毛利率</b>	<b>44.50%</b>	<b>44.77%</b>	<b>43.89%</b>	<b>43.15%</b>	<b>42.19%</b>	<b>41.46%</b>	<b>40.74%</b>

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)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	215	325	469	634	847	1,086
增长率		51.0%	44.3%	35.3%	33.7%	28.2%
主营业务成本	-119	-182	-266	-367	-496	-644
%销售收入	55.2%	56.1%	56.9%	57.8%	58.5%	59.3%
毛利	96	143	202	267	351	443
%销售收入	44.8%	43.9%	43.1%	42.2%	41.5%	40.7%
营业税金及附加	-2	-3	-5	-6	-8	-11
%销售收入	0.9%	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-10	-12	-15	-20	-25	-33
%销售收入	4.5%	3.6%	3.3%	3.2%	3.0%	3.0%
管理费用	-24	-38	-42	-57	-71	-91
%销售收入	11.1%	11.7%	9.0%	9.0%	8.4%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	61	90	140	184	246	308
%销售收入	28.2%	27.7%	29.8%	29.0%	29.1%	28.3%
财务费用	-1	0	14	24	27	32
%销售收入	0.6%	0.0%	-3.0%	-3.8%	-3.2%	-3.0%
资产减值损失	-3	-3	-4	-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%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	57	87	149	206	273	339
营业利润率	26.4%	26.7%	31.9%	32.5%	32.2%	31.2%
营业外收支	3	10	7	9	9	10
税前利润	60	97	156	215	282	349
利润率	27.7%	29.9%	33.4%	33.8%	33.2%	32.1%
所得税	-10	-12	-25	-33	-44	-54
所得税率	17.3%	12.4%	16.2%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	49	85	131	181	238	295
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	49	85	131	181	238	295
净利率	22.9%	26.2%	28.0%	28.6%	28.1%	27.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	49	83	0	181	238	295
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	6	6	0	10	15	17
非经营收益	1	1	0	-8	-9	-9
营运资金变动	-7	-24	0	-40	-63	-71
经营活动现金净流	50	66	0	144	180	231
资本开支	-21	-18	-52	-56	-2	-13
投资	0	0	-10	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-21	-18	-62	-57	-2	-13
股权募资	0	0	677	0	-23	0
债权募资	-6	-31	-8	0	0	1
其他	11	-1	-47	0	-42	0
筹资活动现金净流	5	-32	622	0	-65	1
现金净流量	34	16	560	87	113	220

来源: 国金证券研究所

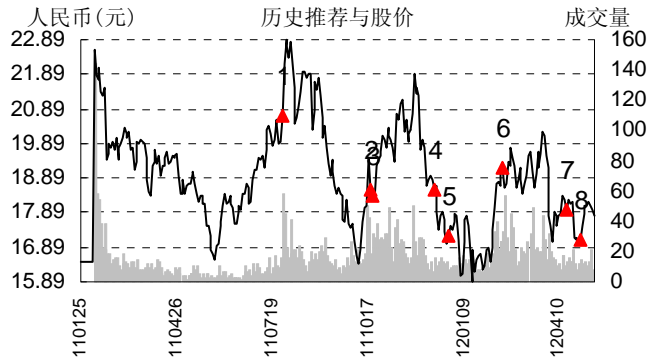
资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	130	148	761	849	962	1,182
应收款项	87	129	190	226	302	388
存货	29	73	74	100	136	176
其他流动资产	7	12	11	13	17	21
流动资产	254	361	1,036	1,188	1,417	1,767
%总资产	84.2%	85.2%	90.4%	87.8%	89.7%	91.3%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	30	45	92	146	143	148
%总资产	9.8%	10.6%	8.0%	10.8%	9.0%	7.6%
无形资产	17	17	16	16	17	18
非流动资产	48	63	109	165	162	168
%总资产	15.8%	14.8%	9.6%	12.2%	10.3%	8.7%
资产总计	301	424	1,146	1,353	1,579	1,935
短期借款	39	8	0	0	0	0
应付款项	66	130	92	110	149	194
其他流动负债	18	15	34	84	56	72
流动负债	123	153	126	194	205	265
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	123	153	126	194	205	266
普通股股东权益	178	271	1,020	1,159	1,374	1,668
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	301	424	1,146	1,353	1,579	1,935

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.783	1.350	0.780	1.079	1.417	1.754
每股净资产	2.833	4.309	6.069	6.898	8.177	9.931
每股经营现金净流	0.792	1.086	0.156	0.855	1.074	1.378
每股股利	0.000	0.500	0.000	0.250	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	27.63%	31.33%	12.86%	15.64%	17.32%	17.66%
总资产收益率	16.38%	20.04%	11.44%	13.40%	15.07%	15.23%
投入资本收益率	23.11%	28.24%	11.47%	13.42%	15.15%	15.58%
增长率						
主营业务收入增长率	17.25%	50.99%	44.29%	35.25%	33.68%	28.18%
EBIT增长率	23.06%	48.57%	54.77%	31.96%	33.76%	25.02%
净利润增长率	7.49%	72.46%	54.12%	38.28%	31.29%	23.79%
总资产增长率	34.73%	40.92%	169.98%	18.09%	16.69%	22.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	83.4	81.9	84.8	85.0	85.0	85.0
存货周转天数	92.3	102.2	100.7	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	131.5	102.4	75.3	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	36.4	25.0	17.0	66.0	52.3	42.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-51.07%	-51.60%	-74.68%	-73.22%	-70.02%	-70.78%
EBIT利息保障倍数	48.6	-568.2	-10.1	-7.6	-9.1	-9.6
资产负债率	40.73%	36.03%	11.01%	14.35%	13.00%	13.77%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-07-27	买入	20.67	51.80 ~ 51.80
2	2011-10-18	买入	18.57	N/A
3	2011-10-20	买入	18.36	N/A
4	2011-12-12	买入	18.57	N/A
5	2011-12-24	买入	17.24	N/A
6	2012-02-19	买入	19.19	27.00 ~ 27.00
7	2012-04-16	买入	18.00	N/A
8	2012-04-27	买入	17.11	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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B