

新联电子 (002546.SZ) 输配电及控制行业

评级：增持 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：17.86元

用电信息采集系统增速趋缓，未来看外延扩张

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)	51.78
总市值(百万元)	30.00
年内股价最高最低(元)	20.22/15.61
沪深300指数	2594.68
中小板指数	5219.97



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.780	1.027	1.216	1.403	1.645
每股净资产(元)	6.07	6.45	7.66	8.83	10.47
每股经营性现金流(元)	0.16	1.06	1.82	1.27	1.52
市盈率(倍)	23.08	15.20	14.68	12.73	10.85
行业优化市盈率(倍)	40.09	45.28	47.26	47.26	47.26
净利润增长率(%)	54.12%	31.58%	18.48%	15.31%	17.31%
净资产收益率(%)	12.86%	15.00%	15.88%	15.89%	15.71%
总股本(百万股)	168.00	168.00	168.00	168.00	168.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司2012年实现收入5.98亿元，同比增长27.5%；实现净利润1.72亿元，同比增长31.6%，对应EPS1.03元，基本符合预期。

经营分析

- **用电信息采集系统建设已近高峰，收入和净利润增速开始下滑：**国家电网公司计划2015年以前实现用电信息采集系统的全覆盖、全采集，随着近两年的快速建设，预计未来两年采集终端的招标量增速将显著放缓；公司虽为细分行业龙头企业，但2012年收入和利润增速已较上两年有所降低，预计未来两年公司传统业务将维持增速下滑的趋势。
- **国网集中招标规模的扩大使中标呈现一定分散化趋势，但公司产品毛利率维持良好：**在公司主要产品由省公司招标转为国网集中招标后，中标格局始终较为分散，公司市场份额提升效果不明显，但由于国网评标体系的合理化、以及公司自身积极降本的努力，各项产品毛利率均维持较高水平，部分产品甚至有所上升。
- **通过外延式扩张实现产品结构升级，是公司未来重要看点：**
 - 在传统业务面临增长压力的局面下，寻找合适的、通过并购实现从单纯的用电信息采集系统供应商向智能配用电解决方案厂家的升级转型，是公司自上市以来的重要战略；
 - 虽然目前尚未有成果，但我们认为，公司利用上市后的资本和品牌优势，实现产品线的丰富、产业链的扩张，是挖掘新增长点、保证公司可持续发展的关键，外延式扩张的进展仍然是公司2013年的一大看点。

盈利调整

- 根据我们对用电信息采集系统招标进度的最新判断，我们下调公司2013E~2014E年盈利预测至EPS1.22和1.40元，对应净利润增速分别为18%和15%。

投资建议

- 目前公司股价对应15倍2013年PE，在仅考虑现有业务的情况下，估值较为合理；但我们仍然看好公司在顺应行业发展趋势的方向上积极寻求外延式扩张的战略，因此维持“增持”评级。

张帅

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

姚遥

分析师SAC执业编号：S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

图表1：分项目产品销售预测

产品	2010	2011	2012H1	2012	2013E	2014E	2015E
230M 专网终端							
总收入 (万元)	11,095	12,031	4,079	16,652	19,958	22,860	25,038
YOY	-11.6%	8.4%	40.1%	38.4%	19.8%	14.5%	9.5%
毛利率	43.81%	44.15%	47.04%	45.00%	44.00%	43.00%	43.00%
公网终端(含集中器)							
总收入 (万元)	8,888	14,674	9,473	26,016	30,522	35,217	38,880
YOY	45.2%	65.1%	60.8%	77.3%	17.3%	15.4%	10.4%
毛利率	41.27%	38.62%	36.42%	39.52%	38.50%	38.00%	38.00%
采集器							
总收入 (万元)	5,245	12,628	5,527	9,706	11,000	11,550	12,000
YOY		140.8%	63.5%	-23.1%	13.3%	5.0%	3.9%
毛利率	49.08%	46.28%	38.86%	39.49%	40.00%	39.00%	38.00%
主站							
总收入 (万元)	1,641	2,743	937	1,262	1,136	1,136	1,250
YOY	22.3%	67.2%	-40.5%	-54.0%	-10.0%	0.0%	10.0%
毛利率	57.66%	55.62%	55.25%	62.25%	60.00%	60.00%	60.00%
仪器设备							
总收入 (万元)	1,629	932	277	848	1,017	1,221	1,465
YOY		-42.8%	-27.5%	-9.1%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	36.66%	46.41%	46.12%	40.15%	42.00%	42.00%	42.00%
载波通信测试设备							
总收入 (万元)	368	674	43	707	848	1,018	1,222
YOY		82.9%	70.3%	5.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	47.80%	50.25%	50.14%	51.36%	50.00%	50.00%	50.00%
其他							
总收入 (万元)	3,607	3,190	1,675	4,586	6,879	10,319	15,479
YOY	140.8%	-11.6%	47.7%	43.8%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利率	39.81%	34.63%	54.54%	63.16%	60.00%	55.00%	55.00%
收入合计 (万元)	32,473	46,872	22,013	59,777	71,360	83,321	95,332
YOY	50.9%	44.3%	43.9%	27.5%	19.4%	16.8%	14.4%
毛利合计	14,251	20,224	9,098	25,993	30,593	35,096	40,590
综合毛利率	43.89%	43.15%	41.33%	43.48%	42.87%	42.12%	42.58%

来源：国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
 www.jztzw.net

图表2：三张报表摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	325	469	598	714	833	953							
增长率		44.3%	27.5%	19.4%	16.8%	14.4%							
主营业务成本	-182	-266	-338	-408	-482	-547							
%销售收入	56.1%	56.9%	56.5%	57.1%	57.9%	57.4%							
毛利	143	202	260	306	351	406							
%销售收入	43.9%	43.1%	43.5%	42.9%	42.1%	42.6%							
营业税金及附加	-3	-5	-6	-7	-8	-10							
%销售收入	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%							
营业费用	-12	-15	-19	-22	-25	-28							
%销售收入	3.6%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%							
管理费用	-38	-42	-59	-64	-71	-78							
%销售收入	11.7%	9.0%	9.9%	9.0%	8.5%	8.2%							
息税前利润(EBIT)	90	140	176	212	247	291							
%销售收入	27.7%	29.8%	29.5%	29.8%	29.6%	30.5%							
财务费用	0	14	17	18	22	25							
%销售收入	0.0%	-3.0%	-2.9%	-2.5%	-2.6%	-2.6%							
资产减值损失	-3	-4	-4	-2	-1	0							
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0							
投资收益	0	0	3	4	2	2							
%销售收入	n.a	0.0%	1.7%	1.7%	0.7%	0.6%							
税前利润													
营业利润	87	149	193	232	269	317							
营业利润率	26.8%	31.9%	32.3%	32.6%	32.3%	33.3%							
营业外收支	10	7	10	8	8	8							
税前利润	97	156	203	240	277	325							
利润率	29.9%	33.4%	34.0%	33.7%	33.3%	34.1%							
所得税	-12	-25	-31	-36	-42	-49							
所得税率	12.4%	16.2%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	85	131	172	204	236	276							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净	85	131	172	204	236	276							
净利润率	26.2%	28.0%	28.9%	28.6%	28.3%	29.0%							
						17%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	83	131	0	204	236	276							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
非现金支出	6	9	0	15	17	18							
非经营收益	1	0	0	-11	-10	-10							
营运资金变动	-24	-113	0	97	-28	-29							
经营活动现金净流	66	26	0	305	214	255							
资本开支	-18	-52	-41	-1	-13	-14							
投资	0	-10	-125	-1	0	0							
其他	0	0	1	4	2	2							
投资活动现金净流	-18	-62	-165	2	-11	-12							
股权募资	0	677	3	0	-40	0							
债权募资	-31	-8	0	-3	0	1							
其他	-1	-47	-42	0	-67	0							
筹资活动现金净流	-32	622	-39	-3	-107	1							
现金净流量	16	586	-205	304	96	244							

来源：国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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
买入	0	3	3	3	4
增持	0	0	0	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.10	1.13

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	2011-10-18	增持	18.57	N/A
2	2011-10-20	增持	18.36	N/A
3	2011-12-12	增持	18.57	N/A
4	2011-12-24	增持	17.24	N/A
5	2012-02-19	增持	19.19	27.00 ~ 27.00
6	2012-04-16	增持	18.00	N/A
7	2012-05-13	增持	17.81	N/A
8	2012-07-29	增持	16.01	N/A

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


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：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

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形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靠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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 6793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net