

用电信息采集——智能电网基础

谨慎申购

新联电子（002546）新股分析报告

2011年1月25日

投资要点:

- ◇ 公司主要从事用电信息采集系统的软、硬件研发、生产、销售及服 务，是国内最早进入用电信息采集领域的企业之一，也是目前 国内为数不多的能够提供用电信息采集系统从主站软件、230M无 线组网、终端采集设备到电能计量设备的全系列产品和解决方案 的厂家之一，其主要产品230M专网终端近三年国内市场占有率均 在20%以上,保持行业前三名。
- ◇ 用电信息采集系统的建设是统一坚强智能电网建设的重要内容， 也是支撑阶梯电价执行的基础条件。
- ◇ 未来国网主站投资5.1亿元、终端设备投资230亿元。加上南方电 网和地方电网，未来市场主站投资市场总容量为7.6亿元，终端设 备市场总容量约为340亿元。
- ◇ 公司本次募集资金拟投向电能信息采集产品研发生产基地，项目 达产后，230M专网终端新增产能3万台至4.2万台总产能，公网终 端新增产能6万台至6.8万台总产能，采集器产能达到30万台。同 时形成先进实验、研发和管理水平的研发中心和数据中心。
- ◇ 我们预计2010年和2011年公司每股收益为0.95和1.29元，参考二级 市场电表类公司的估值，给予2011年25倍的PE，公司合理估值为 32元。如果取2011年PEG为1，则公司合理估值为34元。综合以上， 我们认为公司合理估值在32-34元。公司发行价为33.80元。中小板 和创业板高估值企业近期二级市场系统性风险较高，建议谨慎申 购。

俞春燕

SAC 执业证书编号:

S0340208070038

电话: 0769-22119410

邮箱: ycy@dgzq.com.cn

主要数据

发行价(元)	33.80
申购日期	25 日
发行股份 (万股)	2100
IPO 后总股本(万股)	8400
发行市盈率 (倍)	57
申购上限 (股)	16000
上限资金 (万元)	54.08

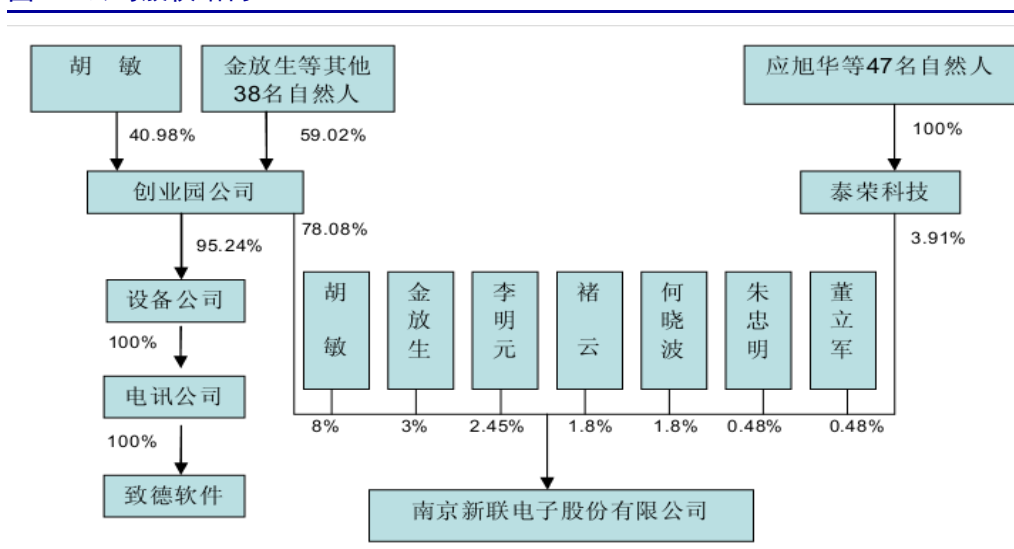
1. 公司股权结构

南京新联电子股份有限公司是由南京新联电子仪器有限责任公司于2007年11月27日以整体变更方式设立。公司主要从事用电信息采集系统的软、硬件研发、生产、销售及服务，是国内最早进入用电信息采集领域的企业之一，也是目前国内为数不多的能够提供用电信息采集系统从主站软件、230M无线组网、终端采集设备到电能计量设备的全系列产品和解决方案的厂家之一，其主要产品230M专网终端近三年国内市场占有率均在20%以上，保持行业前三名。

胡敏先生直接持有本公司8%的股份，持有创业园公司40.98%的股权，通过直接和间接方式控制公司86.08%股份，为公司的实际控制人。

公司股权分散，为了稳定和激励管理层，公司管理层均有不同程度的持股。

图1：公司股权结构



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

2. 用电采集系统提供商

公司主要产品为主站系统、230M专网终端和公网终端。

表1：公司主要业务

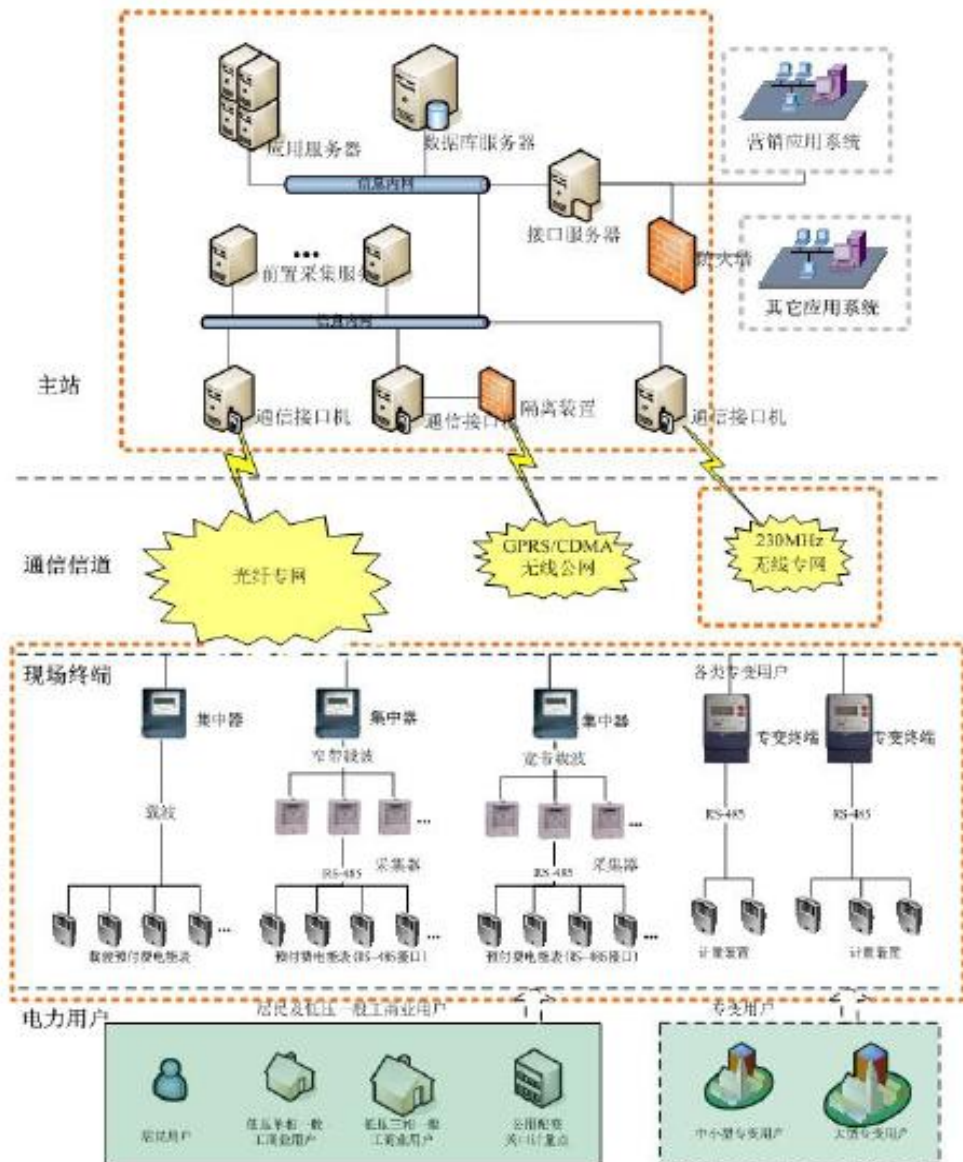
用电信息采集系统	主站系统	用电信息采集系统主站软件
		230M 基站设备
		大型专变终端
	230M 专网终端	中小型专变终端
		集中器
	终端设备	公网终端
		标准型终端
	采集器	采集器
	电子式电能表	各种三相、单相电能表

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

电力系统可分为发电、输电、变电、配电、用电五个环节。电力自动化是运用现代计算机技术、通信技术、信息处理技术、自动控制等技术对这五个环节进行控制、监测、保护和管理，主要可分为电站自动化、变电站自动化、调度自动化、配电自动化和用电自动化。

公司产品属于用电自动化产品，主营产品用电信息采集系统是应用电力技术及计算机技术、通信技术等现代信息技术，实现对电力用户用电信息采集、监控和管理，为电力营销提供运行支撑。

图 2：主要产品用处



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

用电信息采集系统通过对配电变压器和终端用户用电数据的采集和分析，实现用电监测、负荷管理、线损分析、自动抄表等功能；通过与营销等应用系统相连接，可有效推进分时电价，实施阶梯电价、全面预付费等现代化电力营销；系统可有效改善电网运行的经济性和可靠性，达到优化负荷、节能增效、减少和减缓电力建设投资等目的。

主站系统

目前主站系统在网省级、地市级、区县级均有分布，另外由于之前的标准未统一，可能存在一个地区同时运行负荷管理系统和集中抄表系统的情况。因此全国主站系统数量与已安装地市的数量并不一致。目前从事用电信息采集系统相关主站软件的厂商有 100 多家，其中占有 5% 以上市场份额的厂商仅有上海协同科技股份有限公司和新联电子两家，公司在主站系统建设的先发优势明显。主站系统市场集中度较低、市场容量不大，且竞争激烈，但主站系统的建设有利于引导用户对后续终端设备的选择，因此对终端厂家有着重要的战略意义。

230M 专网终端

230M 专网终端始于上个世纪 80 年代末期，使用国家无线电管理委员会分配的专用频段，已经有 20 多年的发展历程，由 90 年代初的使用变送器加脉冲采集的方式采集电能信息，以负荷监控功能为主；经历了上世纪 90 年代中后期，负荷监控系统的功能从以负荷监控为主转向以负荷管理和用电信息采集为主的阶段。随着技术的进步，核心处理单元从早期使用 8 位 MCU 无操作系统方案，发展到 16 位 MCU 嵌入式操作系统方案，目前，主流设计已升级至采用 32 位 ARM 处理器运行 Linux 操作系统方案，终端的功能也从仅支持控制功能，不断升级扩展到 RS485 抄表、内置交流采样、防窃电等复杂的功能。230M 专网终端的技术已较为成熟，目前，已安装的 230M 专网终端在网运行情况良好。

230M 专网终端除满足用电信息采集功能外，主要安装在大中用户执行负荷控制等有序用电管理功能，用户使用的负荷控制功能主要有功控功能、电控功能、厂休控功能、紧急压负荷功能。这些有序用电功能在历次全国电力紧张和季节性区域缺电被广泛应用，为保证电网安全运行发挥了重要作用。

230M 专网终端采用专用的信道，信息外泄的威胁性较小；传统 230M 厂家的产品已经过近 20 年的实际运行检验，产品的安全性、可靠性较高，而大客户对信息的安全性和设备的质量要求较高，对价格的敏感性较低。随着增量客户不断增加，加上存量客户，以及后续产品的更新换代，该产品市场前景广阔。

自 2006 年开始，招投标已成为电力企业设备采购的主要方式。公司作为 230M 专网终端的主要厂家，参与了 2006 年以来全国各省网级电力公司（除新疆外）230M 专网终端的绝大部分招标。因此，近三年的中标率基本能够反映公司该产品的市场占有率情况。

近三年公司 230M 专网终端的市场占有率一直保持在 20% 以上，并呈小幅增长趋势，市场份额稳定在行业前三名。主要竞争对手有上海协同科技、上海华冠电子、和新联电子。市场集中度较高，相对稳定的市场格局已经形成。

公网终端

公司从 2006 年开始大规模进入公网终端领域。

公网终端产品进入门槛相对较低，该市场集中度低，竞争较为激烈。主要竞争厂家为威胜集团、科陆电子、浩宁达、华立科技等。

采集器

目前采集器市场的覆盖率很低，各家公司采集器的生产均刚刚起步，市场尚未形成规模。但由于采集器的技术门槛不高且市场容量很大，未来市场的竞争将逐步趋于激烈。

3.用电信息采集系统是智能电网建设的基础

2010-2015 年智能电网建设将全面展开。智能电网的目标是实现店里生产和消费环节中调度、发电、输电、变电、配电和用电六大环节的整体升级。而智能电网中用电环节升级的前提和基础是及时能够准确地了解和掌握电力用户信息，也就是实现全采集、全覆盖。

用电信息采集系统的建设是统一坚强智能电网建设的重要内容，也是支撑阶梯电价执行的基础条件。

经过 20 多年的发展，负荷管理和集中抄表等用电信息系统已经逐步建立。但国网区域内已经实现用电信息采集的总体覆盖率仅为 4.5%。其中大型专变用户覆盖率为 53%，中小型专变用户覆盖率为 11%。三相一般工商业用户覆盖率为 12%，单相一般工商业用户和居民户的覆盖率为 5%和 3%，公用配变的覆盖率为 6%。除了大型专变用户覆盖率较高，别的采集覆盖率均较低。

未来国网主站投资 5.1 亿元、终端设备投资 230 亿元。加上南方电网和地方电网，未来市场主站投资市场总容量为 7.6 亿元，终端设备市场总容量约为 340 亿元。

同时，终端设备的实用设备一般在 8 年左右，更新换代需求可观。

根据国家电网未来 4 至 5 年的投资计划，未来 5 年专网终端年均需求为 16 万台，市场容量超过 10 亿元。若将南方电网和农网、地方电网需求一并考虑，专网终端的年均市场需求将增加约 50%，达到 22.5 万台。公网终端预计未来几年年均需求量超过 60 万台，市场容量约为 40 亿元。采集器年均需求约为 418 万台。

表 2：产品市场容量预测

终端类型	09-13 年需求		需求平稳期（2017 年）		
	总需求	年均需求	需更换量	当年新增量	需求合计
230M 专网终端	78	16	8	10	18
公网终端	298	60	29	35	64
采集器	2092	418	215	94	309

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

4.募投项目和盈利预测

公司本次募集资金拟投向电能信息采集产品研发生产基地，项目达产后，230M 专网终端新增产能 3 万台至 4.2 万台总产能，公网终端新增产能 6 万台至 6.8 万台总产能，采集器产能达到 30 万台。同时形成先进实验、研发和管理水平的研发中心和数据中心。

预计 2011 年底达产。

表 3：募投资金用途

项目名称	募投资金投资额（万元）	第一年	第二年
电能信息采集产品研发生产基地	21126	5111	16015

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

我们预计 2010 年和 2011 年公司每股收益为 0.95 和 1.29 元，参考二级市场电表类公司的估值，给予 2011 年 25 倍的 PE，公司合理估值为 32 元。如果取 2011 年 PEG 为 1，则公司合理估值为 34 元。综合以上，我们认为公司合理估值在 32-34 元。公司发行价为 33.80 元，建议谨慎申购。

表 4：盈利预测

科目(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	147.66	183.51	215.16	318.43	413.96
营业总收入—YOY		24.28%	17.25%	48.00%	30.00%
营业总成本	108.19	136.67	158.26	239.87	306.66
营业成本	75.55	101.84	118.84	184.69	244.24
营业成本—YOY		34.80%	16.69%	55.41%	32.24%
综合毛利率	48.83%	44.50%	44.77%	42.00%	41.00%
营业税金及附加	1.29	1.50	2.01	2.80	3.64
营业税金及附加率	0.88%	0.82%	0.93%	0.88%	0.88%
销售费用	8.25	9.13	9.76	14.65	18.63
销售费用率	5.58%	4.97%	4.54%	4.60%	4.50%
管理费用	20.24	21.73	23.88	38.21	45.54
管理费用率	13.71%	11.84%	11.10%	12.00%	11.00%
EBIT	42.33	49.30	60.67	78.08	101.92
EBITDA	45.66	52.65	66.58	76.18	227.81
财务费用	1.12	1.60	1.25	-0.48	-5.38
财务费用率	0.76%	0.87%	0.58%	-0.15%	-1.30%
期间费用	29.61	32.46	34.89	52.38	58.78
期间费用率	20.05%	17.69%	16.22%	16.45%	14.20%
资产减值损失	1.74	0.87	2.52	0.00	0.00
资产减值损失率	1.18%	0.47%	1.17%	0.00%	0.00%
其他经营收益	-1.17	0.00	0.00	10.00	15.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.17	0.00	0.00	10.00	15.00
其中 对联营和合营投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	38.30	46.83	56.90	88.56	122.30
营业利润率	25.94%	25.52%	26.45%	27.81%	29.54%
加 营业外收入	8.61	7.85	2.83	5.00	5.00
减 营业外支出	0.02	0.23	0.07	0.00	0.00
利润总额	46.89	54.45	59.66	93.56	127.30
减 所得税	6.86	8.56	10.34	14.03	19.09
实际所得税率	14.64%	15.72%	17.33%	15.00%	15.00%
加 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	40.02	45.89	49.32	79.52	108.20
减 少数股东损益	0.68	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益/利润总额	1.44%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
归母公司所有者的净利润	39.35	45.89	49.32	79.52	108.20

销售净利率	26.65%	25.01%	22.92%	24.97%	26.14%
YOY -归属母公司净利润		16.62%	7.49%	61.23%	36.07%
总股本(万)	6,300.00	6,300.00	6,300.00	8,400.00	8,400.00
基本每股收益(元)	0.62	0.73	0.78	0.95	1.29

资料来源：东莞证券研究所，Wind

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中, 不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即: 权证以及衍生品市场的研究报告, 其基础风险评级为高风险; 股票、偏股型基金市场方面的研究报告, 其基础风险评级为一般风险; 债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告, 其基础风险评级为低风险。

分析师承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点, 不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系, 没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益, 或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明:

本报告仅供东莞证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠, 但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下, 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并不构成对任何人的投资建议, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有, 未经本公司事先书面许可, 任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发, 需注明本报告的机构来源、作者和发布日期, 并提示使用本报告的风险, 不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的, 应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119450

传真: (0769) 22119453

网址: www.dgzq.com.cn