

分析师： 王晓艳
 执业证书编号： S0050208020106
 Tel: 010-59355873
 Email: weiw@chinans.com.cn
 地址： 北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



新联电子 (002546. SZ)

新股分析

电子元器件	
合理估值区间(元)	38-44

发行上市资料	
发行价格(元)	33.80
发行市盈率(倍)	57.29
发行股数(万股)	2100
发行后总股本(万股)	10500
发行日期	2011/1/25
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	华泰证券
上市日期	

基础数据(发行前)	
每股净资产(元)	3.48
总股本/流通 A 股(万股)	8400/0
流通 B 股/H 股(万股)	0/0
2011年1月25日	

相关研究

投资要点

● 1、用电信息采集行业将收益于国家强化电力需求侧管理。随着 2010 年 11 月，国家发改委、电监会等六部委联合印发了《电力需求侧管理办法》，以及 2010 年 10 月份国家发改委公布了居民阶梯电价征求意见，预计将明显带动用电信息采集行业快速发展，根据国家电网研究显示，未来 4-5 年行业新增容量将是目前累计安装量的 3 倍左右，终端设备市场总容量将达到约 340 亿元。

● 2、公司是用电信息采集系统全系列产品提供商及龙头企业之一。公司产品属于电力自动化中的用电自动化子行业，主要应用了电力技术和通信技术实现对电力用户的用电信息采集、监控和管理，从而改善电网运行的经济性和可靠性，达到有序用电和优化负荷的作用。公司作为用电信息采集的龙头企业之一，拥有较高的市场占有率，近 3 年，公司 230M 专网终端的市场占有率一直保持在 20%以，稳居第一位；而公网终端的销售数量保持了年均 125%的超高增长率，据行业前三。

● 3、盈利预测和估值。预期公司发行后，2010-2012 年销售收入分别为 3.20 亿元、4.28 亿元、6.25 亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.82 亿元、1.06 亿元、1.50 亿元；EPS 分别为 0.98 元、1.26 元、1.78 元。结合国内同类型电力自动化企业估值情况，公司上市后的每股合理价格为 38-44 元，对应公司 2011 年的动态 PE 为 30-35 倍。

盈利预测					
项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	183.51	215.16	320	428	625
增长率(%)	24.27	17.24	48.8	33.8	46.0
净利润(百万)	45.89	49.32	82	106	150
增长率(%)	16.62	7.48	67.3	29.2	41.5
EPS(元)	0.73	0.78	0.98	1.26	1.78
毛利率(%)	44.50	44.76	44.0	43.6	42.0
净资产收益率(%)	35.52	27.63	28.9	10.8	14.4

财务指标					
	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2007A	1.92	1.45	43.58	0.00	0.00
2008A	2.11	1.79	42.21	4.75	3.32
2009A	2.07	1.83	40.73	4.38	3.95

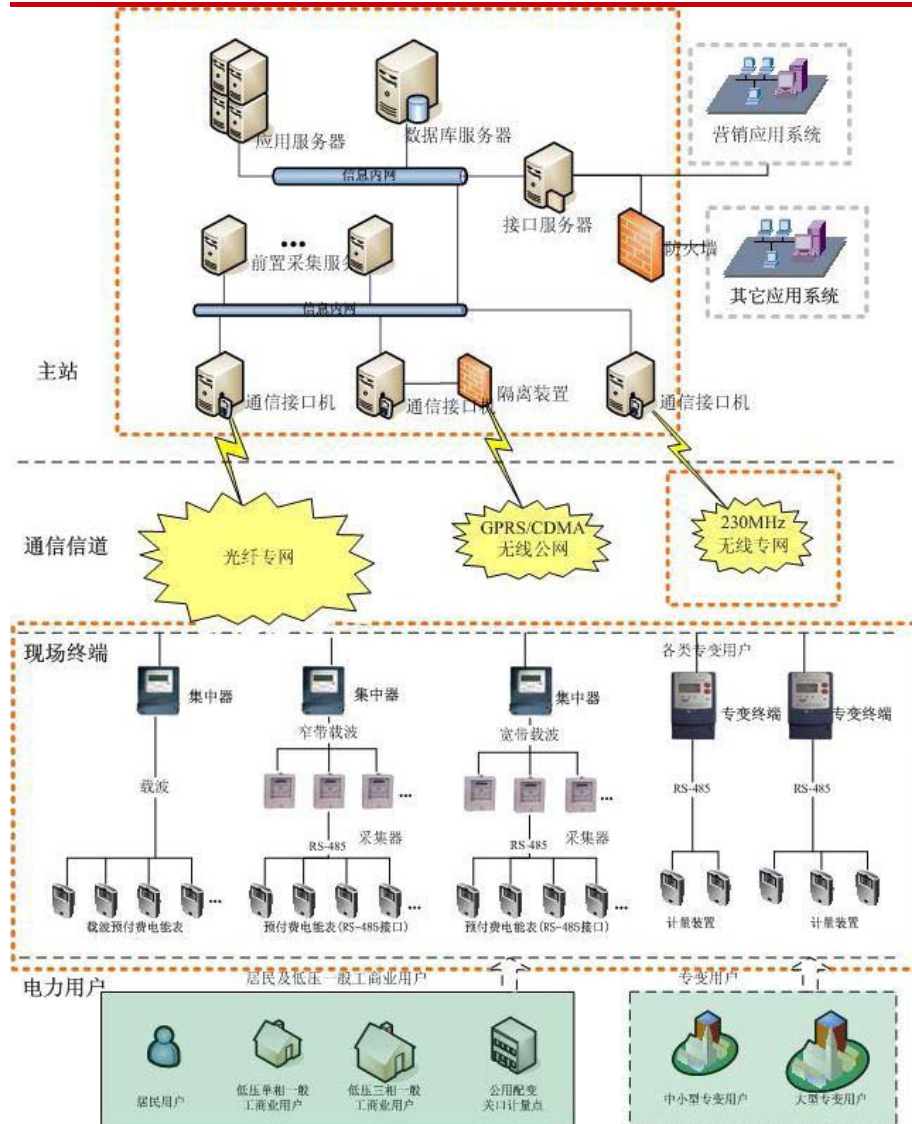
来源：招股说明书、民族证券

一、用电信息采集行业收益于国家强化电力需求侧管理

电力系统可以分为发电、输电、变电、配电、调度和用电六个环节，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六个环节进行控制、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。用电信息采集行业属于用电自动化领域，其通过利用计算机技术、通信技术等，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。

1、用电信息采集行业概况

图表 1 用电信息采集系统三层物理结构



数据来源：招股说明书 民族证券

用电信息采集系统第一层是主站系统，是整个系统的管理中心，负责电能信息采集、用电管理以及数据管理和数据应用，由于通信接口已经标准化，因此主站系统最重要的部分是软件。根据国网公司数据显示，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，竞争较为激烈。

用电信息采集系统第二层是通信信道，负责主站和采集设备之间的数据传递，目前主要采用的通信信道有 230M 无线专网、光纤网络、无线公网。

230M 无线专网，使用国家无线电委员会分配给数据采集的专用的 230MHZ 频段进行数据传输，是最早运用于用电信息采集的通信组网方式，由 230MHZ 无线主台站与终端组成，230M 无线电力专网技术方便通信，运行经济，相对 GPRS/CDMA 公网通信，230M 不需要通信费，安全性也相对较好。目前国内具有 230M 专网长期稳定运营经验的企业并不多，技术基本由少数几家企业掌控，具有较高的技术壁垒。

光纤网络，将是未来用电信息采集系统主要的组网方式，我国城市电网规划中，10 千伏配电线路转接分支线很多，规划时往往沿 10 千伏配电线路架设光纤，这样光纤网络基本上覆盖了 80% 的专变用户，而 20% 不足 10 千伏的用户，则由于光纤建设成本高，很难被覆盖。

无线公网，主要安装于中小用户和公用配变，通信方式是采用电信运营商的无线网络，主要包括 GPRS、CDMA 和 3G 网络。

用电信息采集系统第三层是终端设备及表计，也就是采集层，是用电信息采集系统的底层，负责收集和提供整个系统的原始用电信息。该层又分为终端和计量设备子层。终端主要作用是收集用户计量设备的信息，处理和冻结有关数据，并实现与上层主站系统交互，主要的设备包括专变终端、集中器和采集器。而计量设备子层则实现电能的计量功能，主要有三相表、单相表。

图表 2 用电信息采集系统的产品类别

大类	小类		
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		
	终端设备	230M 专网设备	大型专变终端
			中小型专变终端
			集中器
		公网终端	标准型终端
			表计型终端
		采集器	采集器
	电子式电能表		各种三相、单相电能表

数据来源：招股说明书、民族证券

一套用电信息采集系统从终端开始，完成数据的采集和初步处理后汇总到集中器，通过通信信道传输到主站。通过对用电数据进行采集和分析，实现用电监测、负荷管理、线损分析、自动抄表等功能。

2、用电信息采集行业发展前景

根据国网 2010 年 10 月规划，用电信息采集系统覆盖率将从 2010 年的 15%，快速提升到 2014 年底的 100%，即在“十二五”期间对直供直管区域内所有用户实现“全覆盖、全采集、全费控”。根据该规划，未来 4 年用电信息采集行业将维持 30% 以上增长，预计“十二五”期间将共投资近 532 亿元。

预计 2011-2015 年，230M 专网终端累计需求为 100 万台，按照目前的价格计算，市场容量超过 50 亿元，年均达到 15.5 万台，市场容量超 10 亿元。

预计 2011-2015 年，公网终端的累计需求为 297 万台，按照目前价格计算，市场容量超

过 40 亿元，年均需求超过 59 万台。

一般来说，每台采集器每套 10-16 台电表，预计 2011-2015 年采集器市场容量将超过 2091 万台，年均需求超过 400 万台。

而 2010 年 11 月，国家发改委联合工业和信息化部、财政部、国资委、电监会、能源局发布《电力需求侧管理办法》，从 2011 年 1 月 1 日起施行。该办法的实施将使得未来电力需求侧管理面临更好的市场前景，从而可能将进一步提升用电信息采集系统的需求。

图表 3 国家电网公司各类采集终端需求统计表 单位：万套

终端类型	2009 年-2013 年需求		2017 年后需求		
	总需求	年均需求	更换需求量	当年新增量	需求合计
230 专网终端	77.53	15.51	8.11	9.61	17.72
公网终端	297.73	59.55	29.14	34.52	63.66
采集器	2091.50	418.30	214.88	94.10	308.98

数据来源：招股说明书、民族证券

二、公司属于用电信息采集行业的龙头企业之一

公司从事用电信息采集系统的软、硬件研发、生产和销售业务，产品主要包括主站软件、230M 专网电力负荷管理终端、公网（GPRS/CDMA）电力负荷管理终端、采集器、智能电表等，公司是国内企业中能够提供全系列用电信息采集产品为数不多的厂家之一。

主站方面，公司具备全套主站软件开发能力，并拥有符合用户用电信息采集主站系统的最新标准软件产品，可同时提供主站系统集成服务和系统运行维护服务。通讯信道方面，公司可提供 230M 无线信道的组网设计、施工以及运行维护服务，并可生产组网所需的全套软硬件设备。现场终端方面，公司可以覆盖国内各种现场终端设备。

图表 4 公司近三年的各产品营业收入占比情况

类别	2010年3Q	2009年	2008年	2007年
主站	6.08%	6.23%	9.40%	12.84%
230M专网终端	56.30%	58.35%	59.51%	62.52%
公网终端	29.21%	28.46%	22.56%	12.73%
其他	8.41%	6.96%	8.53%	11.91%

数据来源：招股说明书、民族证券

1、主要产品的市场占有率都比较高

截至 2010 年 9 月，由公司建设且运行的主站系统有 55 套，根据国网公司数据显示，目前从事用电信息采集系统相关主站软件的 100 家厂商中，占有 5%以上份额的仅有上海协同科技和公司两家，因此公司具有明显的领先优势，虽然主站系统占公司营收比重较低，但是主站系统的的先发优势有利于引导客户对后续终端设备的选择。

230M 专网终端是公司最主要的产品，过去几年贡献的营业收入和利润比重都接近 60%。公司 230M 专网终端产品主要销售客户和市场区域在江苏，而近三年江苏地区对 230M 专网终端的招标总量约占全国总招标量的 65%。同时公司还积极参与了 2006 年以来的全国各省网级电力公司（除新疆外）的 230 专网终端的绝大部分招标，近三年来，公司 230 专网终端的市场占有率一直保持 20%以上，若考虑各市电力公司自主订货情况，公司市场份额接近 30%，市场占有率居行业第一，综合实力位居行业前三。

图表 5 公司近三年的 230 专网终端招标市场占有率

年份	全国省网招标数（台）	中标数（台）	市场占有率
2007年	39271	8763	22.31%
2008年	54549	12383	22.70%
2009年	56689	14674	25.88%

数据来源：招股说明书、民族证券

公网终端产品进入门槛相对较低，一些有实力的电表生产厂家可以依靠资金和市场优势进入并迅速形成规模，整体呈现竞争激烈，集中度低的格局。公司目前占比约 10%，位居行业前三。公司从 2006 年进入公网终端领域后，2007、2008、2009 年销售数量增长率分别达到 116%、191%和 70%，呈现出远高行业增速的爆发式增长，预计未来依托在通信领域技术积累和在用电信息采集系统市场的渠道优势，公司计划到 2015 年实现 30%的市场份额。

图表 6 公司 2006-2009 年公网终端销量

项目	2006年	2007年	2008年	2009年
公网终端(台)	2572	5550	16156	27451

数据来源：招股说明书、民族证券

2、公司各产品的毛利水平较高

虽然公司终端产品的平均售价最近几年持续下滑，但是近三年，公司综合毛利率变动不大且保持在较高水平，2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-9 月的毛利率分别为 48.83%、44.50%、44.77%和 42.23%。从产品结构来看，公司主要产品 230M 专网终端、公网终端毛利率基本在 42%以上。

公司能够长期保持较高毛利水平的原因，主要是由于电力信息采集系统供需偏紧，公司生产线一直处于超负荷生产，2007 年产能利用率就高达 140.7%，2008 年 230M 专网和公网终端产能利用率进一步分别提高到 171.6%和 209.6%，2009 年 230M 专网和公网终端产能利用率更是达到了 190.6%和 345.3%。

图表 7 公司近三年分产品毛利率情况

项目	2007年	2008年	2009年	2010年3Q
主站	60.54%	58.17%	58.12%	56.03%
230M 专网终端	49.44%	42.73%	45.50%	43.43%
公网终端	48.61%	46.82%	42.89%	41.38%
其他	33.29%	35.66%	34.39%	27.13%
综合	48.83%	44.50%	44.77%	42.23%

数据来源：招股说明书、民族证券

而与公司相似的上市公司对比发现，公司综合毛利率相对也要高一些，主要因为销售结构不同。从公司产品结构看，用电信息采集系统产品近三年平均毛利率为 47.27%，而电子式电能表近三年平均毛利率仅为 28.12%，前者毛利率远高于后者，而公司用电信息采集系统产品 230M 专网终端、公网终端和主站系统类产品的销售收入占公司主营业务收入比重 2007 年、2008 年和 2009 年分别为 88.08%、91.47%和 93.04%，比重较高。

图表 8 相似公司毛利对比情况

项目名称	2007年	2008年	2009年
------	-------	-------	-------

科陆电子	39.68%	40.79%	44.59%
浩宁达	46.97%	45.21%	40.50%
新联电子	48.83%	44.50%	44.77%

数据来源：招股说明书、民族证券

3、募投项目提高公司产能

公司募投项目主要是电能信息采集产品研发生产基地建设，拟投资 21126 万元，从而实现各类终端产品产能的大幅扩张。募投项目达产后，公司 230M 专网终端新增年产能 3 万台，年产能将达到 4.2 万台，增加 2.5 倍；公网终端新增年产能 6 万台，年产能将达到 6.8 万台，增加 7.5 倍；采集器产能将达到 30 万台。募投项目已经先期以公司自有资金投入，预计 2011 年底达产，2012 年开始贡献业绩。

图表 9 公司募投项目计划

项目名称	投资额	使用资金计划	项目备案情况
电能信息采集产品研发生产基地项目	21126万元	第一年投入5111万元 第二年投入16015万元	宁发改投备字[2009]12号

数据来源：招股说明书、民族证券

二、公司估值和投资建议

1、盈利预测和估值定价

假定公司完成 IPO 上市后，总股本为 8400 万股，同时公司未来 3 年所得税率基本保持不变，募投项目如期贡献收益。

图表 10 公司收入预测情况表

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
收入预测（百万元）					
230M专网终端	109	126	176	218	285
公网终端	41	61	89	126	216
主站	17	13	15	18	18
其他	16	15	40	66	106
合计	183	215	320	428	625
增长率	23.6%	17.5%	48.8%	33.8%	46.0%
毛利率预测（%）					
230M专网终端	42.7	45.5	45.1	45.0	44.0
公网终端	46.8	42.8	42.0	42.0	41.0
主站	58.2	58.1	56.0	56.0	56.0
其他	35.7	34.3	27.1	27.1	27.1
综合毛利率	44.5	44.8	44.0	43.6	42.0

数据来源：民族证券

预期公司发行后，2010-2012 年销售收入分别为 3.20 亿元、4.28 亿元、6.25 亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.82 亿元、1.06 亿元、1.50 亿元；对应发行后的股本，EPS 分别为 0.98 元、1.26 元、1.78 元。

2、估值定价

结合国内同类型电力自动化企业估值情况，公司上市后的每股合理价格为 38-44 元，对应公司 2011 年的动态 PE 为 30-35 倍。

图表 11 可比公司的估值水平

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE
002356	浩宁达	33	24	20
002339	积成电子	41	32	21
002121	科陆电子	43	30	23
002350	北京科锐	33	24	20
行业平均		38	28	21

数据来源：WIND 民族证券

附录：财务预测表（单位：百万元）
资产负债表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	254	312	798	689
现金	130	137	578	308
应收账款	63	96	126	185
其它应收款	13	15	18	20
存货	29	44	60	156
其他	19	20	20	20
非流动资产	48	58	361	558
长期投资	0	0	0	0
固定资产	29	36	336	528
无形资产	0	0	0	0
其他	19	22	25	28
资产总计	301	370	1159	1247
流动负债	123	157	179	192
短期借款	39	39	39	39
应付和预收账款	66	98	120	133
其他	18	20	20	20
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	123	157	179	192
少数股东权益	0	0	0	0
股本	63	63	84	84
资本公积金	0	0	693	693
留存收益	110	150	203	278
负债和股东权益	301	370	1159	1247
现金流量表				
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	50	78	102	150
投资活动现金流	-21	-65	-525	-328
筹资活动现金流	-5	-6	730	-88
现金净增加额	34	7	441	-270

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	215	320	428	625
营业成本	119	177	241	366
营业税金及附加	2	3	4	5
营业费用	10	14	18	25
管理费用	24	33	44	56
财务费用	1	-1	-4	-3
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	57	96	125	176
营业外收支	3	2	0	0
利润总额	60	98	125	176
所得税	10	16	19	26
净利润	49	82	106	150
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	49	82	106	150
EPS（元）	0.58	0.98	1.26	1.78
主要财务比率				
	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	17.3%	48.9%	33.8%	46.0%
营业利润	7.5%	67.3%	29.3%	41.5%
获利能力				
毛利率	44.8%	44.0%	43.6%	42.0%
净利率	22.8%	25.6%	24.8%	24.0%
ROE	21.2%	28.9%	10.8%	14.4%
每股指标(元)				
每股经营现金	0.79	1.23	1.21	1.78
每股净资产	2.74	3.38	11.66	12.55
估值比率				
P/E				

分析师简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn