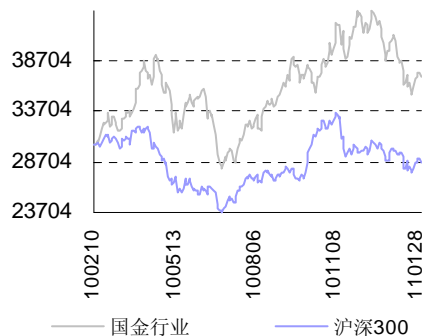


上市定价(人民币): 40.00元
 目标价格(人民币): 39.23-45.77元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	33.80
发行A股数量(百万股)	21.00
总股本(百万股)	84.00
国金输配电及控制指数	36997.24
沪深300指数	3104.16
中小板指数	6917.73



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.728	0.783	0.976	1.308	1.807
每股净资产(元)	2.05	2.83	4.13	12.51	14.31
每股经营性现金流(元)	0.68	0.79	0.85	1.12	1.63
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	38.24	61.71	61.71	61.71	61.71
净利润增长率(%)	16.62%	7.49%	66.18%	34.02%	38.18%
净资产收益率(%)	35.52%	27.63%	31.47%	10.46%	12.62%
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

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司主营用电信息采集系统的研发、生产和运维服务,是行业内能够提供从主站软件、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少数企业之一,其中主力产品230M专网终端的市场份额稳居行业第一。
- 用电信息采集系统是实现电网用电环节智能化,乃至整个智能电网的硬件基础,市场空间广阔,且具有较高的进入壁垒。
 - 用电信息采集系统的全面部署,可提高电网运行经济性和可靠性;相关技术和设备经过一定的衍生和改造,在分布式新能源发电接入、电网级储能装置控制、微电网调度等领域均大有用武之地。
 - 国家发改委和国网公司对用电信息采集系统的普及率均有明确定量规定,相关标准、技术和产品一应俱全,未来五年年均市场容量近200亿元。
- 独特的行业进入壁垒和自身的技术优势保证公司市场优势地位稳固,新建生产基地打通产能瓶颈、提升研发能力,分享巨大市场,迎来高速增长。
 - 230M专网终端具有技术和供货业绩双重壁垒,公司优势地位稳固,产品的定制性决定其招标权集中至国网总公司的可能性很小,因此产品价格下行风险小。
 - 国网系企业(如南瑞)的进入不可避免,但我们认为其进入并不是以形成新的垄断为目标,更大意义上是对自身产品体系的完善,因此对公司的潜在威胁有限。
 - 新建生产基地大幅提高公司产能(今年四季度即可投产),外包工序的回收将改善公司的成本和质量控制能力;超募资金拟投向配网自动化和智能电表生产,我们相对更看好公司向配网自动化领域的产品延伸。
- 我们预测公司2010~2012年摊薄后EPS分别为0.976、1.308和1.807元,三年内净利润复合增速达45%,给予公司2011年30~35x估值,对应合理股价区间为39.23~45.77元。

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130210010307
 (8621)61038279
 zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况：用电信息采集系统龙头企业.....	4
主营用电信息采集系统全系列设备及解决方案，市场占有率领先.....	4
用电信息采集系统是实现电网用电环节智能化的硬件基础，市场空间广阔，进入壁垒高.....	5
用电信息采集系统的全面部署，可提高电网运行经济性和可靠性，是实现用电环节智能化、乃至整个智能电网的前提.....	5
国网公司及国家发改委政策均明确支持用电信息采集系统的大规模建设.....	7
政策、标准、技术与产品一应俱全，巨额投资引爆市场需求.....	8
公司市场优势地位稳固，IPO 打通产能瓶颈，分享巨大市场.....	8
产品主力产品市场占有率领先，销量迎来快速增长.....	8
230M 专网终端具有独特产品属性：市场进入壁垒高，产品价格下行风险小.....	9
国网系企业的进入不可避免，但对公司潜在威胁有限.....	10
股权结构复杂但合理，促使股东利益一致的同时保证员工工作积极性.....	10
募投项目分析.....	11
募投项目打通产能瓶颈、提高研发能力，有助成本下降及质量控制.....	11
超募资金投向值得期待，产品线延伸是基本方针.....	11
盈利预测与估值.....	12
盈利预测：2010E~2012E 摊薄后 EPS 分别为 0.976、1.308 和 1.807 元.....	12
相对估值.....	13
风险提示.....	13
市场区域集中的风险.....	13
附录：三张报表预测摘要.....	14

图表目录

图表 1：公司目前产品分类.....	4
图表 2：公司主营收入构成.....	4
图表 3：用电信息采集系统架构（红框内为新联电子产品与技术覆盖范围）..	5
图表 4：我国用电信息采集子行业的发展历程.....	6
图表 5：实现实时电价的包含分布式电源、储能、商业及居民用户的智能微电网示范项目（日本）.....	6
图表 6：国家电网智能用电体系架构.....	7
图表 7：国家电网分环节智能化投资规划.....	8
图表 8：公司近三年 230M 专网终端市占率.....	9
图表 9：公司 230M 专网终端销量及增速（预测）.....	9
图表 10：公司公网终端销量及增速（预测）.....	9

图表 11: 主站系统销售收入及预测 (万元)	9
图表 12: 公司发行前股权结构	10
图表 13: 各产品产能变化情况及与 2010E 预测销量对比	11
图表 14: 分项目销售预测	12
图表 15: 可比公司相对估值 (股价为 2011 年 2 月 10 日收盘价)	13

公司概况：用电信息采集系统龙头企业

主营用电信息采集系统全系列设备及解决方案，市场占有率领先

- 公司主营业务为用电信息采集系统的软、硬件研发、生产、销售及服务，即采用计算机、通信技术等现代信息技术，结合电力技术，实现对电力用户用电信息的采集、监控和管理，为电力营销提供运行支撑。
- 公司是国内最早进入用电自动化领域的专业公司之一，是目前国内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少数几家厂商之一。

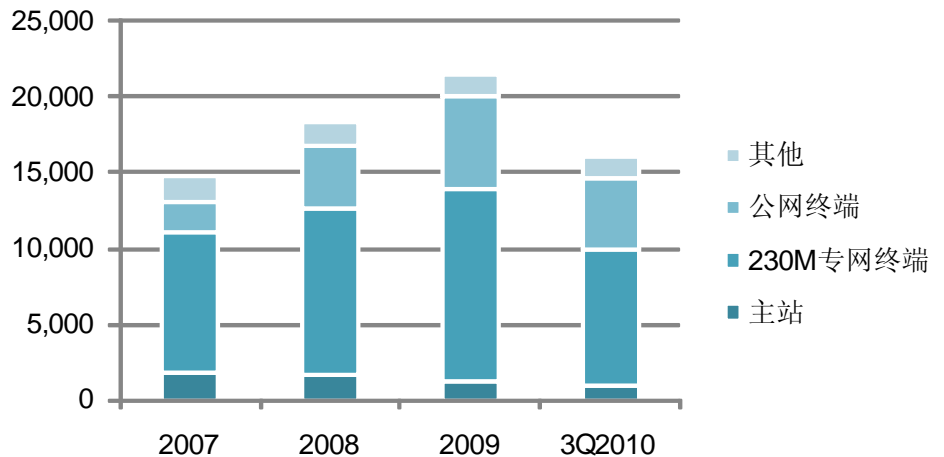
图表1：公司目前产品分类

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专网终端	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

来源：公司招股书，国金证券研究所

- 公司产品覆盖用电信息采集系统的全部环节，主要产品在各细分市场的占有率均处于行业领先地位。
 - 公司主力产品 **230M专网终端**近年来始终以 20%以上的市场占有率稳居**行业第一**，龙头地位显著；
 - **公网终端**产品近年来销量增速迅猛，在主营收入中占比逐年提升，市场占有率已跻身**行业前三**。
 - **主站系统**市场集中度相对较低，公司是仅有的两家市场占有率超过5%的企业之一。

图表2：公司主营收入构成



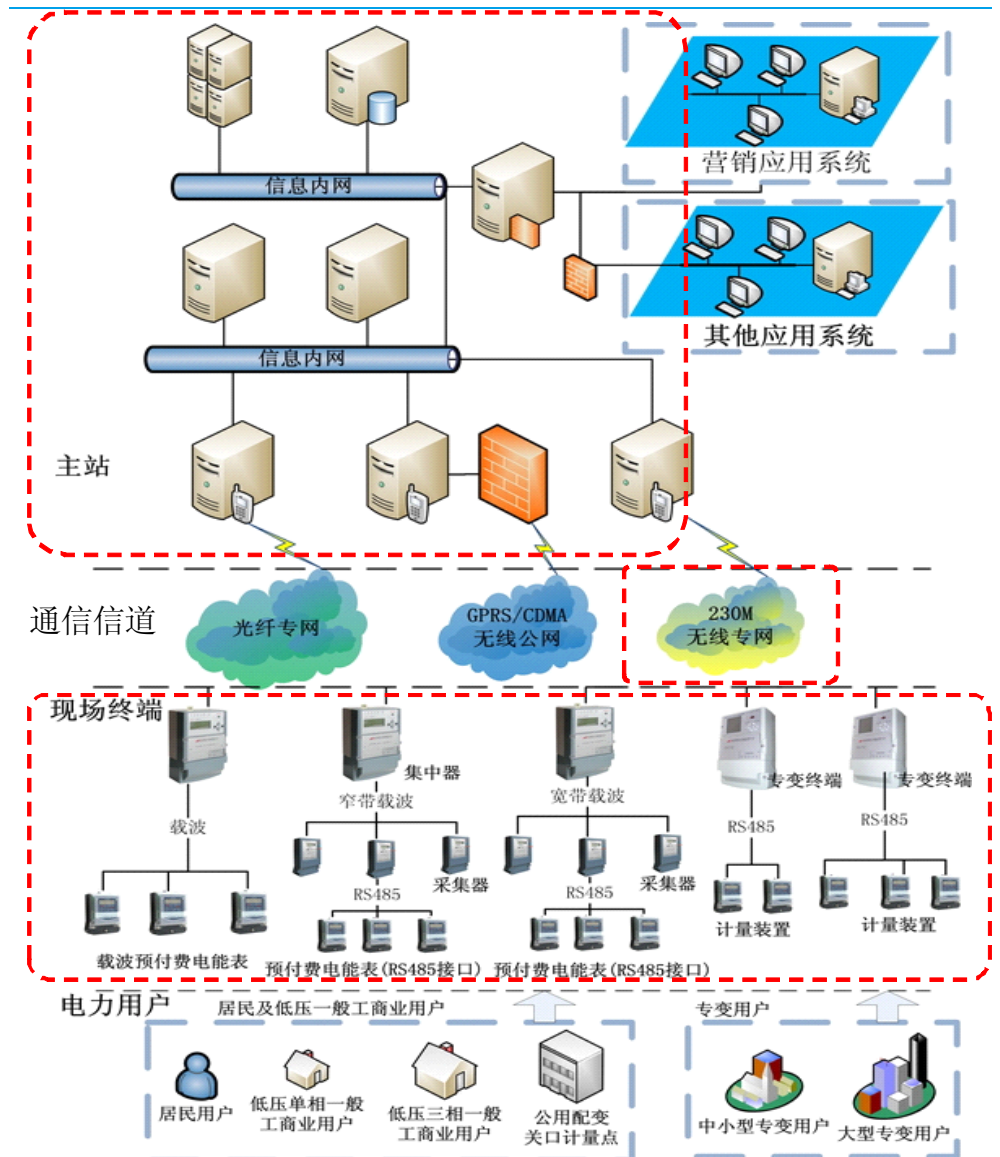
来源：公司招股书，国金证券研究所

用电信息采集系统是实现电网用电环节智能化的硬件基础，市场空间广阔，进入壁垒高

用电信息采集系统的全面部署，可提高电网运行经济性和可靠性，是实现用电环节智能化、乃至整个智能电网的前提

- 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、阶梯电价、乃至实时电价等电费控制策略，实现现代化、智能化的电力营销。
- 大规模部署用电信息采集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、降低非故障停电时间、减少或推迟电力建设投资等目的。

图表3: 用电信息采集系统架构 (红框内为新联电子产品与技术覆盖范围)



来源：国金证券研究所

- 从物理结构的角度看，用电信息采集系统由主站、通信信道、现场终端三层结构组成。
 - 第一层主站系统，是整个用电信息采集系统的管理中心，负责系统的电能信息采集、用电管理以及数据管理和数据应用等。

- 第二层通信信道，为主站和终端的信息交互提供链路基础。目前主要采用的通信信道有：230M 无线专网、无线公网、光纤专网。
- 第三层终端设备及表计，也称采集设备层，负责收集和提供系统的原始用电信息。该层可分为终端子层和计量设备子层：终端子层主要由专变终端、集中器和采集器构成；计量设备子层主要由各种电能表构成。
- 专变终端用于用电容量较大的使用专用变压器的用户，除了实现用电信息采集功能外，还注重对负荷的监控和管理；集中器和采集器一般用于居民及低压一般工商业用户，主要实现自动抄表。
- 我国用电信息采集子行业历经 20 多年的发展，系统复杂程度和覆盖范围已今非昔比，实现的功能也从最初的限制用电向智能化用电发生着转变。

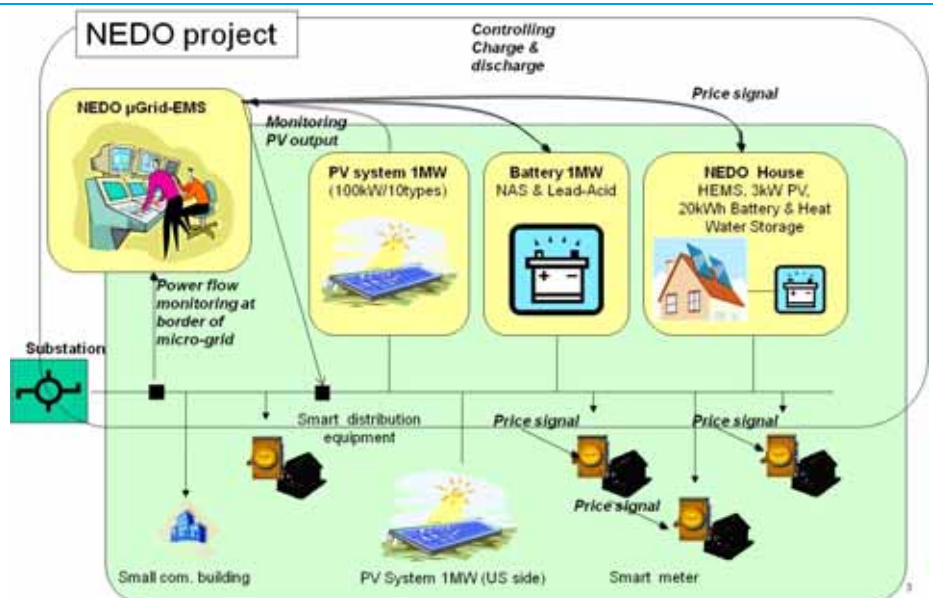
图表4：我国用电信息采集子行业的发展历程

	时间	主要功能	采集范围	通信技术	行业名称
第一阶段	上世纪80年代末到90年代中	实现跳闸限电，解决电力不足矛盾	大型专变用户	230M无线专网	电力负荷监控系统
第二阶段	上世纪90年代中后期到本世纪初	采集数据用于用电监察、用电分析，提高电网运行的经济性、安全性	以大用户为主，公用配变、低压用户的采集刚刚起步	230M无线专网	电力负荷管理系统
第三阶段	本世纪初至2005年前后	自动抄表、错峰用电、用电检查（防窃电）、负荷预测和节约用电成本	由高压专变用户不断向低压用户延伸，市场容量进一步扩大	230M无线专网及无线公网	用电信息采集系统
第四阶段	2005年至今	用电精细化管理；分时电价、阶梯电价，全面预付费等现代化电力营销	全覆盖、全采集	230M无线专网及无线公网为主，通信信道趋于多样化	用电信息采集系统

来源：国金证券研究所

- 从更长远的角度看，用电信息采集系统在智能电网蓝图中的地位绝非仅限于用电环节，其相关技术和设备经过一定的衍生和改造，在分布式可再生能源发电接入、电网级储能装置的充放电控制、微电网的发用电智能调度等领域均大有用武之地。

图表5：实现实时电价的包含分布式电源、储能、商业及居民用户的智能微电网示范项目（日本）

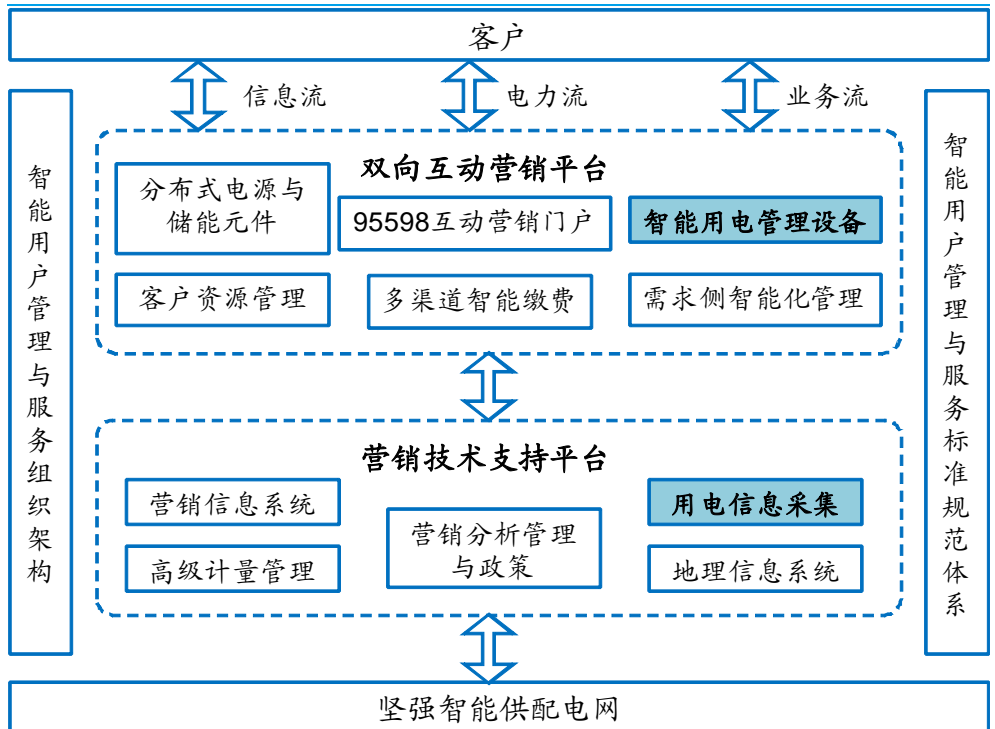


来源：NEDO, 国金证券研究所

国网公司及国家发改委政策均明确支持用电信息采集系统的大规模建设

- 国家电网公司在 2011~2015 年的坚强智能电网全面建设阶段对用电环节智能化的主要目标是：完成智能双向互动服务平台建设，实现用电信息采集系统的全面覆盖；在智能用电服务系统、用户侧分布式电源及储能管理、电动汽车充放电等新技术、新设备、新商业模式方面取得重要突破；深化智能量测体系建设，智能用电服务体系基本形成。
 - 具体要求为 2008 年 12 月国家电网公司印发的《电力用户用电信息采集系统建设第二阶段工作方案》所指出的：确保五年内完成公司直管营业区的用电信息采集系统覆盖率达到 100%，实现“全覆盖、全采集、全费控”。
 - 实施路线为：通过建设用电信息采集系统，为智能双向互动服务提供坚强的技术支撑。包括开展智能电能表、终端、通信信道、主站和安全防护等关键技术及设备的研发，制定相关技术标准和管理规范，建设覆盖公司系统全部用户、采集全部用电信息、支持全面电费控制的采集系统。

图表6: 国家电网智能用电体系架构



来源：国家电网，国金证券研究所

- 2010 年 11 月，国家发改委、电监会、能源局等六部委联合印发《电力需求侧管理办法》，这是继 2004 年发改委联合电监会印发《加强电力需求侧管理指导意见》后，政府在电力需求侧管理工作方面又一个重要的指导性文件。《办法》中明确的定量措施大大提高了政策的可操作性，有利于推进电力需求侧管理工作的顺利开展。
 - 《办法》第十八条规定：电网企业应通过电力负荷管理系统开展负荷监测和控制，负荷监测能力达到本地区最大用电负荷的 70%以上，负荷控制能力达到本地区最大用电负荷的 10%以上，100KVA 及以上用户全部纳入负荷管理范围。
 - 《办法》的出台等于是将国网公司“全覆盖、全采集”的要求推广到全国电网，且对采集终端设备需求的内部结构产生了一定影响：出于安全性考虑，公网终端一般只具备监测功能，而没有控制功能，因此对“负荷控制能力”的定量要求将对 230M 专网终端在全国范围内的推广有明显的推动作用。

政策、标准、技术与产品一应俱全，巨额投资引爆市场需求

- 在国家政策和国网公司规划文件均已明确落实、相关标准制定完毕、技术与产品也都研发完成，以及坚强智能电网进入 2011-2015 年的全面建设阶段的大背景下，用电信息采集终端市场有望继智能电表之后，成为我国电网智能化建设中第二个快速放量的细分子行业。
 - 在国家电网有关用电环节智能化的众多技术标准中，与用电信息采集相关的包括“系统建设、运行管理、主站系统、采集设备”等标准均已完成制定；
 - 包括“用电信息采集终端、采集主站系统、智能电表”在内的关键设备已经完成开发，正根据相关技术标准进行完善提升。
- 在国家电网的电网智能化投资规划中，用电环节的投资占比高达 30.8%，2011~2015 年计划投资 579 亿元，占到该阶段智能化投资的 33.1%，年均投资额将达到 116 亿元，其中绝大部分将用于用电信息采集系统的建设。

图表7：国家电网分环节智能化投资规划

	第一阶段 2009~2010		第二阶段 2011~2015		第三阶段 2016~2020		合计	
	投资	比例	投资	比例	投资	比例	投资	比例
发电环节	6	1.9%	28	1.6%	25	1.5%	60	1.6%
输电环节	22	6.6%	91	5.2%	125	7.2%	239	6.2%
变电环节	17	5.0%	365	20.9%	366	20.9%	748	19.5%
配电环节	56	16.4%	380	21.7%	456	26.0%	892	23.2%
用电环节	101	29.5%	579	33.1%	505	28.9%	1185	30.8%
调度环节	33	9.6%	62	3.5%	52	2.9%	146	3.8%
通信信息平台	106	30.9%	244	14.0%	221	12.6%	571	14.9%
合计	341	100.0%	1750	100.0%	1750	100.0%	3841	100.0%

来源：国家电网，国金证券研究所

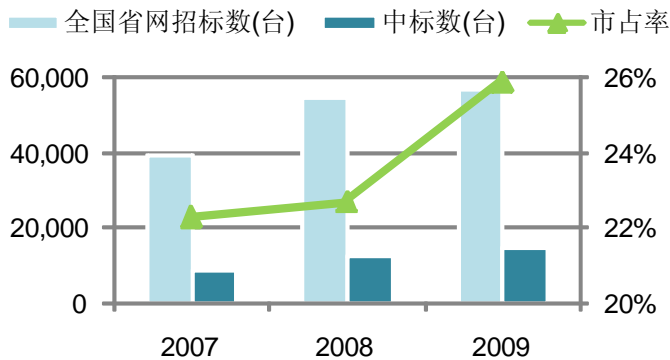
- 国网公司投资并非用电信息采集系统建设的唯一资金来源：以江苏省规定为例，对于新装专变用户，电网公司可向用户收取每台专变 21000 元（上海为 15000 元）用于部署负荷管理系统，其中主要设备是具备负荷控制能力的专网终端。因此，考虑用户出资及南方电网的投资，用电信息采集系统的整个市场容量有望到达年均 200 亿元。

公司市场优势地位稳固，IPO 打通产能瓶颈，分享巨大市场

产品主力产品市场占有率领先，销量迎来快速增长

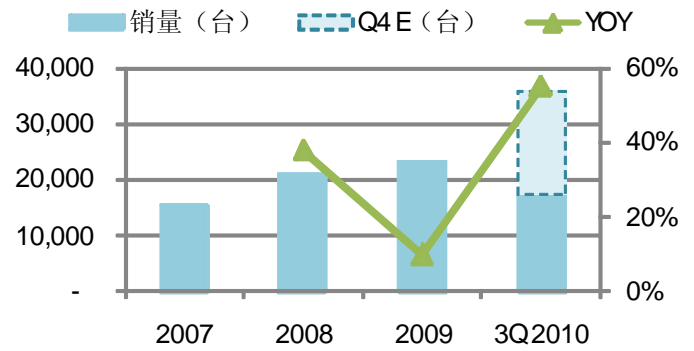
- 公司主要产品包括主站系统和 230M 专网终端、公网终端、采集器等终端设备，而主站系统和终端设备是用电信息采集系统建设内容的主要构成部分，随着市场需求的爆发，公司产品销量亦将迎来高速增长。
 - 230M 专网终端市场格局相对稳定，且集中度较高，份额集中在起步较早、参与行业标准和通信规约制订的厂家，公司近三年的市场占有率始终保持在 20% 以上且稳步攀升，稳坐头把交椅。（中标台数与销售台数的差异主要来自于非招标采购和订单的跨期执行。）
 - 目前 230M 专网终端占公司主营业务收入一半以上，但该产品目前在江苏以外省份的普及率较低，在发改委《电力需求侧管理办法》对电网公司的负荷控制能力做出明确定量要求的背景下，我们认为，公司 230M 专网终端的销售增长率将由年均 15% 提升至 40% 以上，从公司 2010 年 1-9 月的销售情况我们已经能够看到这种爆发式增长的苗头（行业特性决定四季度收入一般要占到全年收入的一半）。

图表8: 公司近三年230M专网终端市占率



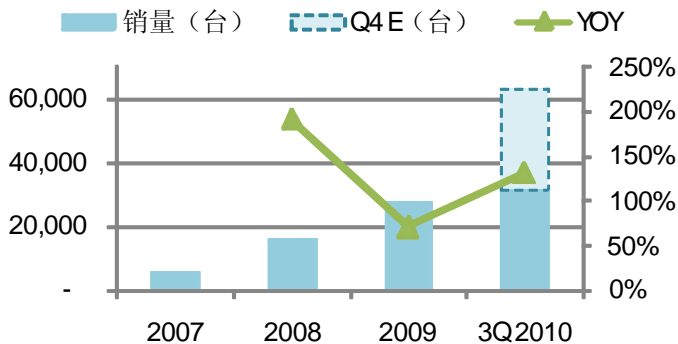
来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表9: 公司230M专网终端销量及增速(预测)



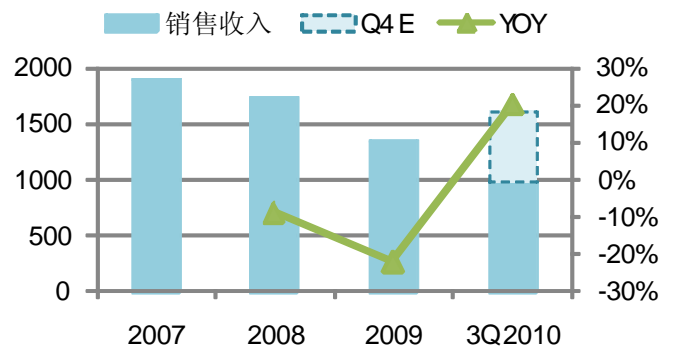
- 公网终端产品技术门槛较低, 市场较为分散, 公司自 2006 年进入该细分市场以来, 销量增长迅猛, 2009 年市占率已进入行业前三; 在国家电网公司“全覆盖、全采集、全费控”的目标下, 于 2009 年率先启动的公网终端市场, 虽然竞争激烈, 但因具有更大的市场总量空间, 公司产品的销量仍有望维持较高增速。
- 国网公司用电信息采集系统标准在 2009 年底才正式发布, 对近年来主站系统建设进度产生一定影响, 公司是行业内仅有的两家市场占有率超过 5% 的企业之一, 预计 2010 年起该项业务收入将恢复增长。

图表10: 公司公网终端销量及增速(预测)



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表11: 主站系统销售收入及预测(万元)



230M 专网终端具有独特产品属性: 市场进入壁垒高, 产品价格下行风险小

- 采集终端(尤其是专网终端)的技术壁垒高于智能电表, 但更难逾越的则是产品运行业绩壁垒。
 - 在 230M 专网通信信道的运营上, 国内具有长期稳定运营经验的企业并不多, 相关技术由少数几家企业所掌控, 具有较高的技术壁垒。
 - 专网终端用户主要是使用 100KVA 以上专变的大客户, 其对信息的安全性和设备的可靠性要求很高, 电网公司的设备采购部门不会冒险大批量采购新进企业的产品。
 - 以江苏省为例, 企业须具有 3 万台以上的运行业绩才有资格参与省公司的专网终端设备招标, 而不参与竞标又很难获得 3 万台的业绩, 由此形成了专网终端市场几乎无法逾越的进入壁垒。
- 在用电信息采集系统的通信信道层, 目前主要有 230M 无线专网、光纤专网、GPRS/CDMA 无线公网三种类型, 其中 230M 无线专网凭借组网灵活、保密性好、实时性可靠性高等优点, 与光纤专网和公网信道相比具有独特优势。

- 出于安全性考虑，采用无线公网信道的终端不允许接入跳闸回路；而光纤专网架设成本高、灵活度低，并且大规模铺设光纤专网（即“四网合一”概念）牵涉广电、电信等多部门的合作，短期来看障碍重重，很难对 230M 无线专网的地位形成实质威胁。
- 采集终端产品具有定制性，招标权集中至国网总公司的可能性极小**
 - 与电表仅完成计量工作不同，采集终端还完成信息发布、负荷管理、与主站系统互动等复杂工作，在不同地域、不同用电性质地区需使用不同的终端（硬件一定程度上标准化，嵌入式软件需要个性化），以应对各地区不同的负荷特性和管辖电力公司的负荷管理要求。
 - 由于采集终端产品具有一定定制性，我们认为未来招标权集中至国网总公司的可能性极小，这将有助于产品维持相对较高的价格和毛利率水平，防止类似高压开关和变压器行业恶性价格战的发生。

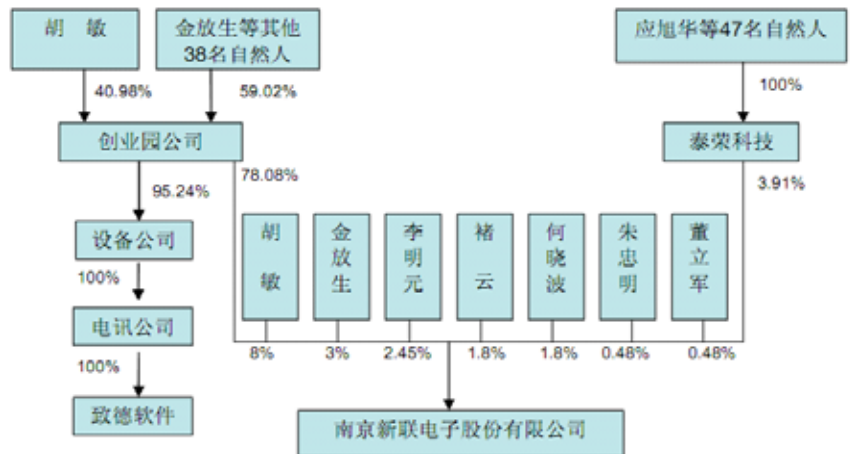
国网系企业的进入不可避免，但对公司潜在威胁有限

- 我们认为，对于用电环节智能化这个巨大的市场，国网系二次设备龙头企业（南瑞、许继等）的进入是不可避免的，但其在专网终端市场难以形成竞争力，而在公网终端和更低级别的采集器市场又缺乏民营企业所具备的成本优势。因此，他们的进入，并不是以形成新的垄断为目标，更大意义上是对自身产品体系的完善。
 - 国电南瑞 2010 年 9 月增发募集资金 7.6 亿元中的 1.67 亿元计划用于“智能用电信息采集系统及配套产品项目”的建设，建成后产能为 30 套系统主站，150,000 套智能用电终端设备，400,000 块智能电表。
- 230M 无线专网是国家无线电委员会分配给数据采集的专用频段，是最早运用于用电信息采集的通信组网方式，其技术形成需要长期积累，采用 230M 信道的产品市场份额主要集中在少数几家企业。
 - 公司前身曾进行军用电子对抗技术的开发，目前拥有 230M 无线信道的组网设计、工程施工、运维服务全套资质和相关软硬件生产能力。
 - 公司在专网终端市场的主要竞争对手：上海协同科技、上海华冠科技均是做无线电通讯起家的企业，其中上海协同曾开发军用电台。

股权结构复杂但合理，促使股东利益一致的同时保证员工工作积极性

- 公司属于技术人员起家的创业型企业，核心管理人员和技术人员均持有公司股权，与流通股股东利益一致程度高；并且，大部分核心员工通过母公司间接持股的股权结构，对其减持股权形成一定障碍，有利于维持员工的工作积极性。

图表 12: 公司发行前股权结构



来源：公司招股书，国金证券研究所

募投项目分析

募投项目打通产能瓶颈、提高研发能力，有助成本下降及质量控制

- 公司 IPO 募投项目为“电能信息采集产品研发生产基地”，并已于 2009 年 4 月开工建设，预计在 2011 年第四季度达产。
 - 项目达产后，将新增 230M 专网终端产能 3 万台，公网终端 6 万台，采集器 30 万台；并新建研发中心、数据中心，扩大和优化全国营销服务网络。
 - 新生产线投入运行后，公司将把原先因产能限制而大量外包的生产工序收回自行完成，此举除了能在一定程度上降低成本外，还有助于公司生产规模扩大后的产品质量控制，这对公司的长期可持续发展至关重要。

图表13: 各产品产能变化情况及与 2010E 预测销量对比

	目前自主 产能	募投项目 产能	达产后 总产能	2010E 预测销量
230M 专网终端	12,000	30,000	42,000	34,610
公网终端	8,000	60,000	68,000	60,392
采集器	-	300,000	300,000	40,000

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 230M 小功率电台是公司研发中项目的亮点，能够方便安装在中小型专变终端或集中器上，可以有效缩小终端体积，降低终端成本，扩大产品应用领域。
- 目前公司 230M 专网终端全部使用进口电台，采购价格约为 1100 元/台，而自产电台的成本仅需 400 元/台左右，若公司在电台研发方面取得突破，并获得用户认可，将使 230M 专网终端产品成本大幅下降 20% 以上，对应毛利率提升超过十个百分点。

超募资金投向值得期待，产品线延伸是基本方针

- 公司募投项目计划投资额为 2.1 亿元，按 33.8 元的发行价计算，扣除发行费用后的超募资金将超过 4.5 亿元，这笔资金的投向将是公司未来值得关注的方面。
- 综合考虑公司目前产品在电力系统中所处的位置、技术储备情况、以及子行业市场前景等因素，公司利用超募资金延伸产品线，向下进行智能电表的大规模生产，或者向上进入配网自动化领域都是可行的选择，我们相对更看好公司未来向配网自动化领域的延伸。
 - 公司作为用电信息采集终端的龙头供应商，大规模投入生产结构更简单、技术难度更低的智能电表不存在任何障碍，但进入这一市场需面对十分激烈的价格竞争，与率先进入这一市场的电表龙头企业相比也没有明显的竞争优势，发展空间有限。
 - 而在配网自动化领域（智能电网概念提出后改称为智能配网），我国多年来普及率一直较低，随着智能电网配电环节的标准制定工作和试点工程的逐渐完成，配网自动化在未来五年内有望投入大规模建设。
 - 并且在配网自动化这一细分市场内，除国电南瑞外，还没有其他企业建立起明显的竞争优势，公司有望利用上市公司的品牌和资金优势、以及多年来的相关技术积累，在群雄割据的竞争中占得先机。

盈利预测与估值

盈利预测：2010E~2012E 摊薄后 EPS 分别为 0.976、1.308 和 1.807 元

- 随着我国智能电网进入 2011~2015 年的全面建设阶段，加之发改委和国家电网公司相关政策的明确配合，用电信息采集系统的建设高潮刚刚开始，对终端产品的需求将快速增长。公司目前主要产品 2010 年的销量同比接近翻番，未来三年仍有望维持 30% 以上的复合增速。
- 虽然公司产品面临较为激烈的市场竞争，销售单价的下降在所难免，但多重壁垒对新进入者的阻碍、旺盛的需求、以及公司产能扩大后带来的成本压缩能力，将保证公司产品毛利率在至少两到三年内不会出现明显下滑，此外，若能实现电台自供，毛利率甚至还有一定提升空间。
- 综上，我们预测公司 2010~2012 年发行摊薄后 EPS 分别为 0.976、1.308 和 1.807 元，三年内净利润复合增速达 45%。

图表14：分项目销售预测

产品	2007	2008	2009	3Q2010	2010E	2011E	2012E
230M 专网终端							
销量 (台套)	15,282	21,033	23,073	17,197	34,610	46,723	60,740
YOY		37.6%	9.7%		50%	35%	30%
平均单价 (元/台套)	6,040	5,192	5,441	5,235	5,300	5,100	5,000
总收入 (万元)	9,230	10,920	12,554	9,003	18,343	23,829	30,370
YOY		18.3%	15.0%		46.1%	29.9%	27.5%
毛利率	49.44%	42.73%	45.50%	43.43%	43.50%	44.00%	45.00%
公网终端							
销量 (台套)	5,550	16,156	27,451	31,281	60,392	90,430	135,424
其中：标准型	141	335	719	606	1,582	2,215	3,100
YOY		137.6%	114.6%		120%	40%	40%
表计型	5,409	15,821	26,732	30,675	58,810	88,216	132,323
YOY		192.5%	69.0%		120%	50%	50%
平均单价 (元/台套)	3,386	2,562	2,230	1,493	1,509	1,347	1,241
其中：标准型	5,684	5,115	5,024	3,726	3,700	3,200	3,000
表计型	3,326	2,508	2,155	1,449	1,450	1,300	1,200
总收入 (万元)	1,879	4,139	6,122	4,670	9,113	12,177	16,809
YOY		120.3%	47.9%		48.9%	33.6%	38.0%
毛利率	48.61%	46.82%	42.89%	41.38%	41.00%	40.00%	40.00%
采集器							
销量 (台套)					40,000	120,000	240,000
平均单价 (元/台套)					600	500	400
总收入 (万元)					2,400	6,000	9,600
YOY						150.0%	60.0%
毛利率					35.00%	25.00%	25.00%
主站							
总收入 (万元)	1,896	1,724	1,341	973	1,610	1,932	2,318
毛利率	60.54%	58.17%	58.12%	56.03%	56.00%	54.00%	52.00%
其他							
总收入 (万元)	1,760	1,566	1,498	1,344	1,648	1,813	1,994
毛利率	33.29%	35.66%	34.39%	27.13%	30.00%	30.00%	30.00%
收入合计 (万元)	14,765	18,350	21,515	15,991	33,113	45,750	61,091
综合毛利率	48.83%	44.50%	44.77%	42.23%	42.13%	40.31%	40.26%

来源：国金证券研究所

相对估值

- 我们选取 A 股市场上与智能电网建设相关度最高、以及在产品线上与公司相对接近的 8 家公司作为相对估值参考，8 家可比公司对应 2010 年和 2011 年 EPS 的 PE 均值为 56.7x 和 41x；若除去主板的 3 家二次设备龙头企业，5 家中小板企业 PE 均值为 46.1x 和 34.2x
- 考虑公司在细分市场内的龙头地位，以及用电信息采集系统在智能电网各细分子行业内具有相对较高的进入壁垒，我们认为公司至少应享受相似规模同类企业的平均估值。
- 我们认为，公司 33.80 元发行价对应的 2010 年 34.6x PE 存在一定低估，给予公司 2011 年 30~35x 估值，对应合理股价区间为 39.23~45.77 元。

图表15：可比公司相对估值（股价为 2011 年 2 月 10 日收盘价）

代码	公司简称	现价	EPS			P/E		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
002339.SZ	积成电子	35.75	0.80	1.04	1.56	44.7	34.5	23.0
002350.SZ	北京科锐	21.10	0.54	0.76	0.98	39.0	27.9	21.5
002090.SZ	金智科技	12.76	0.19	0.24	0.27	66.6	53.7	46.5
002121.SZ	科陆电子	24.56	0.53	0.82	1.10	46.3	30.1	22.4
002356.SZ	浩宁达	29.88	0.88	1.20	1.49	34.1	25.0	20.0
601126.SH	四方股份	24.60	0.39	0.55	0.77	63.3	44.4	31.7
600406.SH	国电南瑞	69.06	0.75	1.06	1.51	92.3	64.9	45.6
000400.SZ	许继电器	30.60	0.45	0.64	0.84	67.5	47.6	36.6
均值						56.7	41.0	30.9
中小板均值						46.1	34.2	26.7
002546.SZ	新联电子	33.80	0.98	1.31	1.81	34.6	25.8	18.7

来源：国金证券研究所

风险提示

市场区域集中的风险

- 公司 2009 年销售收入的 65% 来自华东的，其中江苏省占到 57%，存在客户所在市场区域较为集中的风险。
 - 国家发改委等六部委于 2010 年 11 月印发的《电力需求侧管理办法》、以及公司利用募集对全国营销网络进行强化建设的举措，均有利于公司拓展江苏省以外的市场。
 - 由于江苏省内市场空间有限，若公司在全国范围内的市场开拓受阻，将对公司的长期发展造成较大影响。

附录：三张报表预测摘要

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	148	184	215	331	457	611
增长率		24.3%	17.2%	53.9%	38.2%	33.5%
主营业务成本	-76	-102	-119	-192	-273	-365
%销售收入	51.2%	55.5%	55.2%	57.9%	59.7%	59.7%
毛利	72	82	96	140	184	246
%销售收入	48.8%	44.5%	44.8%	42.1%	40.3%	40.3%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-3	-4	-5
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-8	-9	-10	-13	-18	-24
%销售收入	5.6%	5.0%	4.5%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-20	-22	-24	-33	-46	-61
%销售收入	13.7%	11.8%	11.1%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	42	49	61	91	117	156
%销售收入	28.7%	26.9%	28.2%	27.3%	25.5%	25.5%
财务费用	-1	-2	-1	2	11	23
%销售收入	0.8%	0.9%	0.6%	-0.5%	-2.5%	-3.7%
资产减值损失	-2	-1	-3	-1	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	38	47	57	91	128	178
营业利润率	25.9%	25.5%	26.4%	27.5%	27.9%	29.1%
营业外收支	9	8	3	6	3	3
税前利润	47	54	60	97	131	181
利润率	31.8%	29.7%	27.7%	29.3%	28.6%	29.6%
所得税	-7	-9	-10	-15	-21	-29
所得税率	14.6%	15.7%	17.3%	15.5%	16.0%	16.0%
净利润	40	46	49	82	110	152
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	39	46	49	82	110	152
净利率	26.6%	25.0%	22.9%	24.8%	24.0%	24.8%

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	40	46	49	82	110	152
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	3	6	5	11	19
非经营收益	1	2	1	-4	-2	-3
营运资金变动	-22	-8	-7	-30	-25	-31
经营活动现金净流	23	43	50	53	94	137
资本开支	-14	-8	-21	-31	-116	-22
投资	-4	5	0	-1	0	0
其他	-9	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-27	-3	-21	-32	-116	-22
股权募资	5	0	0	0	680	0
债权募资	5	25	-6	1	-39	1
其他	-28	-18	11	-2	-1	0
筹资活动现金净流	-18	7	5	-1	640	1
现金净流量	-22	46	34	20	618	116

来源：公司年报、国金证券研究所

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	43	111	130	150	768	884
应收款项	49	49	87	110	151	202
存货	30	31	29	52	75	100
其他流动资产	0	8	7	13	18	24
流动资产	123	200	254	325	1,012	1,210
%总资产	83.6%	89.3%	84.2%	80.1%	84.3%	86.1%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	23	22	30	53	154	152
%总资产	15.4%	9.8%	9.8%	13.1%	12.8%	10.8%
无形资产	1	2	17	25	33	41
非流动资产	24	24	48	81	189	195
%总资产	16.4%	10.7%	15.8%	19.9%	15.7%	13.9%
资产总计	148	224	301	406	1,201	1,405
短期借款	20	45	39	39	0	0
应付款项	32	40	66	86	123	164
其他流动负债	12	10	18	20	28	38
流动负债	64	94	123	146	151	202
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	64	94	123	146	151	203
普通股股东权益	83	129	178	260	1,051	1,202
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	148	224	301	406	1,201	1,405

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.625	0.728	0.783	0.976	1.308	1.807
每股净资产	1.322	2.050	2.833	4.134	12.506	14.313
每股经营现金净流	0.371	0.680	0.792	0.846	1.124	1.632
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	47.24%	35.52%	27.63%	31.47%	10.46%	12.62%
总资产收益率	26.65%	20.53%	16.38%	20.17%	9.14%	10.80%
投入资本收益率	34.98%	23.92%	23.11%	25.50%	9.33%	10.86%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	24.28%	17.25%	53.90%	38.16%	33.53%
EBIT增长率	N/A	16.48%	23.06%	49.17%	28.96%	33.25%
净利润增长率	N/A	16.62%	7.49%	66.18%	34.02%	38.18%
总资产增长率	N/A	51.42%	34.73%	34.92%	195.65%	16.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.7	76.8	83.4	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	73.3	110.0	92.3	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	75.0	117.0	131.5	125.0	125.0	125.0
固定资产周转天数	56.3	43.7	36.4	26.5	115.6	88.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.19%	-51.67%	-51.07%	-42.43%	-73.10%	-73.44%
EBIT利息保障倍数	37.7	30.8	48.6	-57.3	-10.2	-6.9
资产负债率	43.59%	42.22%	40.73%	35.90%	12.56%	14.42%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

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。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

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: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室