

新联电子 (002546.SZ)

输配电及控制行业

评级: 买入 首次评级

业绩点评

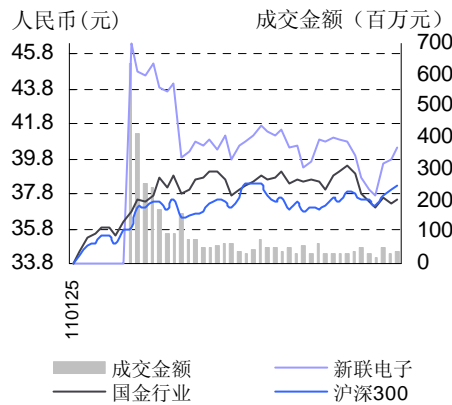
市价(人民币): 40.39元

分享智能电网全面建设的盛宴

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)	16.80
总市值(百万元)	3,392.76
年内股价最高最低(元)	46.40/33.80
沪深 300 指数	3324.42
中小板指数	7146.18



相关报告

1. 《电网用电端智能化的细分龙头》，2011.2.10

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

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.783	0.987	1.442	1.972	2.498
每股净资产(元)	2.83	4.15	12.26	14.24	16.74
每股经营性现金流(元)	0.79	1.05	1.23	1.81	2.27
市盈率(倍)	N/A	N/A	28.01	20.48	16.17
行业优化市盈率(倍)	61.71	61.71	61.71	61.71	61.71
净利润增长率(%)	7.49%	68.06%	46.11%	36.81%	26.64%
净资产收益率(%)	27.63%	31.71%	11.76%	13.85%	14.92%
总股本(百万股)	63.00	84.00	84.00	84.00	84.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2010 年实现营业收入 3.05 亿元, 同比增长 42%, 净利润 0.83 亿元, 同比增长 68%, 对应摊薄后 EPS 0.99 元, 符合预期;
- 2011 年一季度实现营业收入 0.68 亿元, 同比增长 175%; 净利润 0.13 亿元, 同比增长 292%, 对应摊薄后 EPS 0.16 元, 超预期。

经营分析

- 智能电网在“十二五”期间进入全面建设阶段, 用电智能化年均投资达 116 亿元, 公司充分分享智能电网建设盛宴: 在 2011-2015 年的智能电网全面建设阶段, 用电环节的投资将占到全部智能化投资规划的 33%; 公司产品很好地迎合了电网建设的需求, 2010 年公网终端销售收入实现快速增长, 新产品采集器销售取得突破。
- 一季度业绩高速增长反应各地用电信息采集系统开始进入密集建设期, 2011 全年盈利高速增长可期: 除去部分上年未完成订单收入结转今年确认的影响, 公司一季度的营收增长仍接近翻番, 反映出各地电网公司在“十二五”的开局之年, 显著加大了用电信息采集系统的建设力度, 随着公司 IPO 募投项目产能的逐步释放, 2011 年全年盈利有望持续高速增长。
- 市场竞争确在加剧, 但毛利率下滑风险有限: 首先, 公司产品因存在定制性, 招标权由地方电力公司收归国网总公司进行集中招标的可能性小, 能够避免恶价格战; 其次, 公司产能扩充后部分外协工序的回收, 以及逐步实现电台自产, 将显著降低成本, 从而维持较高的毛利率水平。

盈利调整

- 我们上调公司 2011、2012 年盈利预测至 1.44、1.97 元 EPS, 上调幅度分别为 10%、9%, 对应净利润增速分别为 46%、37%。

投资建议

- 公司目前股价对应 28x11PE 和 20x12PE, 估值在智能电网板块的二次设备标的中处于明显偏低的水平, 建议“买入”。

图表1: 可比公司相对估值 (2011年4月7日收盘价)

代码	公司简称	现价	EPS			P/E		
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
002339.SZ	积成电子	30.64	0.69	1.00	1.38	44.4	30.6	22.2
002350.SZ	北京科锐	21.17	0.48 E	0.70	0.88	44.1	30.5	24.1
002090.SZ	金智科技	14.69	0.24	0.27	0.36	61.2	53.6	40.5
002121.SZ	科陆电子	28.28	0.55 E	0.85	1.08	51.4	33.3	26.2
601126.SH	四方股份	22.60	0.48	0.56	0.79	47.1	40.4	28.6
600406.SH	国电南瑞	33.01	0.45	0.60	0.90	73.4	55.0	36.7
000400.SZ	许继电器	34.07	0.39	0.66	0.80	87.4	51.6	42.6
均值						58.4	42.1	31.6
中小板均值						50.3	37.0	28.2
002546.SZ	新联电子	40.39	0.99	1.44	1.97	40.8	28.0	20.5

来源: 国金证券研究所

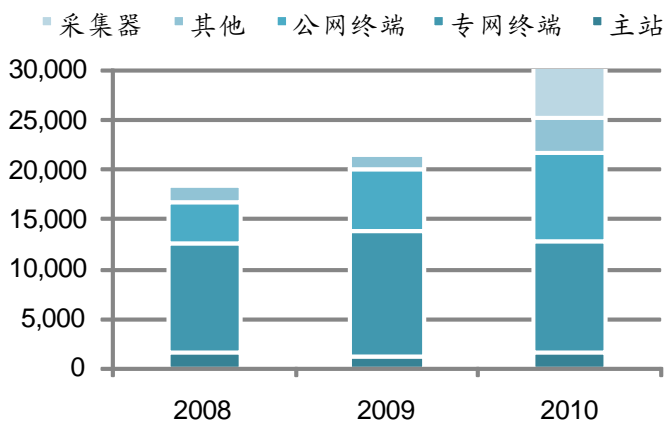
上调 2011、2012 年盈利预测至 1.44 和 1.97 元

- 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, 用电信息采集系统将迎来建设高潮, 对终端产品的需求将快速增长, 公司一季度订单和收入创历史纪录的大幅增长也印证了这一观点。

公司产品毛利率稳定维持在较高水平, 新产品采集器形成新利润增长点

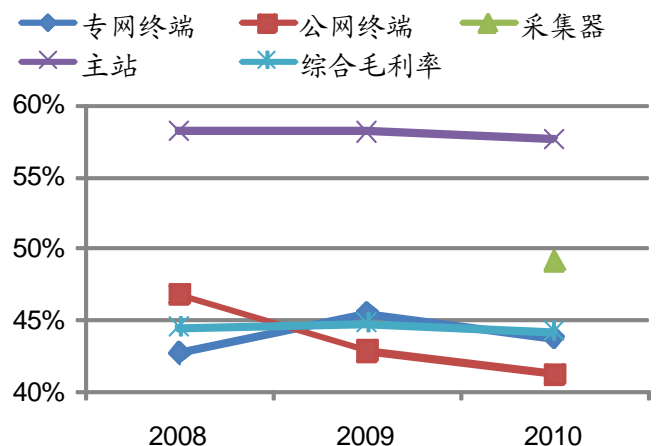
- 公司的主要产品——专网/公网采集终端, 由于具有一定的定制性, 因此并未列入国家电网集中招标采购清单中, 我们认为未来该类产品的招标权集中至国网总公司的可能性仍极小。虽然日趋激烈的行业竞争将使毛利率不可避免地有所下滑, 但总体仍有望维持在较高水平。
- 与电表仅完成计量工作不同, 采集终端还完成信息发布、负荷管理、与主站系统互动等复杂工作, 在不同地域、不同用电性质地区需使用不同的终端 (硬件一定程度上标准化, 嵌入式软件需要个性化), 以应对各地区不同的负荷特性和管辖电力公司的负荷管理要求。

图表2: 公司主营收入构成变化



来源: 国金证券研究所

图表3: 公司分产品毛利率变化



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；在智能用能服务系统、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”。
- 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4：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。**

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 年下半年达产。
 - 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。
 - 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。

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。

超募资金投向值得期待，产品线延伸是基本方针

- 公司 IPO 募投项目计划投资额为 2.1 亿元，扣除发行费用后的超募资金超过 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。

图表5: 公司分产品销售预测

产品	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
230M 专网终端						
总收入 (万元)	10,920	12,554	11,095	15,383	19,759	25,163
YOY	18.3%	15.0%	-11.6%	38.7%	28.4%	27.3%
毛利率	42.73%	45.50%	43.81%	44.00%	45.00%	45.00%
公网终端						
总收入 (万元)	4,139	6,122	8,888	13,645	17,659	24,670
YOY	120.3%	47.9%	45.2%	53.5%	29.4%	39.7%
毛利率	46.82%	42.89%	41.27%	40.00%	40.00%	40.00%
采集器						
总收入 (万元)			5,245	10,000	13,500	16,000
YOY				90.7%	35.0%	18.5%
毛利率			49.08%	45.00%	40.00%	35.00%
基站						
总收入 (万元)	1,724	1,341	1,641	2,051	2,563	3,204
YOY	-9.0%	-22.2%	22.3%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率	58.17%	58.12%	57.66%	55.00%	55.00%	55.00%
其他						
总收入 (万元)	1,566	1,498	3,607	5,411	8,116	12,174
YOY	-11.0%	-4.3%	140.8%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利率	35.66%	34.39%	39.81%	35.00%	35.00%	35.00%
收入合计 (万元)	18,350	21,515	30,476	46,489	61,597	81,211
综合毛利率	44.50%	44.77%	44.23%	42.48%	41.57%	40.41%

来源: 国金证券研究所

图表6: 公司营业收入季度分布情况 (万元)

	2007		2008		2009		2010		2011E	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
第一季度	1,134	7.7%	1,386	7.6%	4,656	21.6%	2,492	8.2%	6,844	14.7%
第二季度	2,503	17.0%	4,854	26.5%	2,547	11.8%	13,499	44.3%	39,645	85.3%
第三季度	1,532	10.4%	3,751	20.4%	2,390	11.1%				
第四季度	9,597	65.0%	8,360	45.6%	11,923	55.4%	14,485	47.5%		
合计	14,766	100.0%	18,351	100.0%	21,516	100.0%	30,476	100.0%	46,489	100.0%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	184	215	305	465	616	812
增长率		17.2%	41.6%	52.5%	32.5%	31.8%
主营业务成本	-102	-119	-170	-267	-360	-484
%销售收入	55.5%	55.2%	55.8%	57.5%	58.4%	59.6%
毛利	82	96	135	197	256	328
%销售收入	44.5%	44.8%	44.2%	42.5%	41.6%	40.4%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-4	-5	-6
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-9	-10	-11	-15	-18	-24
%销售收入	5.0%	4.5%	3.6%	3.3%	3.0%	3.0%
管理费用	-22	-24	-33	-49	-62	-77
%销售收入	11.8%	11.1%	10.9%	10.5%	10.0%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	49	61	88	130	171	220
%销售收入	26.9%	28.2%	28.9%	27.9%	27.8%	27.1%
财务费用	-2	-1	0	13	24	27
%销售收入	0.9%	0.6%	0.0%	-2.8%	-3.9%	-3.4%
资产减值损失	-1	-3	-3	-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%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	47	57	85	141	194	247
营业利润率	25.5%	26.4%	27.9%	30.4%	31.5%	30.4%
营业外收支	8	3	10	3	3	3
税前利润	54	60	95	144	197	250
利润率	29.7%	27.7%	31.1%	31.0%	32.0%	30.8%
所得税	-9	-10	-12	-23	-32	-40
所得税率	15.7%	17.3%	12.5%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	46	49	83	121	166	210
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	46	49	83	121	166	210
净利率	25.0%	22.9%	27.2%	26.1%	26.9%	25.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	46	49	83	121	166	210
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	6	6	11	17	19
非经营收益	2	1	1	-3	-3	-3
营运资金变动	-8	-7	-24	-26	-28	-35
经营活动现金净流	43	50	66	104	152	190
资本开支	-8	-21	-18	-111	-18	-19
投资	5	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-3	-21	-18	-112	-18	-19
股权募资	0	0	0	689	1	0
债权募资	25	-6	-31	-8	0	1
其他	-18	11	-1	0	-42	0
筹资活动现金净流	7	5	-32	681	-41	1
现金净流量	46	34	16	673	93	172

来源：国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	111	130	143	816	909	1,081
应收款项	49	87	127	160	212	280
存货	31	29	63	73	99	133
其他流动资产	8	7	11	19	25	33
流动资产	200	254	345	1,069	1,245	1,527
%总资产	89.3%	84.2%	84.7%	86.5%	87.9%	89.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	22	30	44	147	152	155
%总资产	9.8%	9.8%	10.9%	11.9%	10.7%	9.1%
无形资产	2	17	17	17	18	18
非流动资产	24	48	63	167	172	175
%总资产	10.7%	15.8%	15.3%	13.5%	12.1%	10.3%
资产总计	224	301	408	1,236	1,417	1,702
短期借款	45	39	8	0	0	0
应付款项	40	66	124	135	182	245
其他流动负债	10	18	14	71	38	50
流动负债	94	123	146	206	220	295
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	94	123	146	206	220	296
普通股股东权益	129	178	261	1,030	1,196	1,406
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	224	301	408	1,236	1,417	1,702

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.728	0.783	0.987	1.442	1.972	2.498
每股净资产	2.050	2.833	4.149	12.257	14.244	16.741
每股经营现金净流	0.680	0.792	1.048	1.232	1.806	2.268
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	35.52%	27.63%	31.71%	11.76%	13.85%	14.92%
总资产收益率	20.53%	16.38%	20.34%	9.80%	11.70%	12.33%
投入资本收益率	23.92%	23.11%	28.61%	10.59%	12.01%	13.14%
增长率						
主营业务收入增长率	24.28%	17.25%	41.64%	52.55%	32.50%	31.84%
EBIT增长率	16.48%	23.06%	45.21%	47.37%	31.74%	28.70%
净利润增长率	16.62%	7.49%	68.06%	46.11%	36.81%	26.64%
总资产增长率	51.42%	34.73%	35.33%	203.15%	14.65%	20.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	76.8	83.4	86.5	85.0	85.0	85.0
存货周转天数	110.0	92.3	99.3	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	117.0	131.5	105.3	105.0	105.0	105.0
固定资产周转天数	43.7	36.4	26.2	105.0	82.1	63.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-51.67%	-51.07%	-51.77%	-79.25%	-75.96%	-76.82%
EBIT利息保障倍数	30.8	48.6	-590.4	-10.0	-7.2	-8.1
资产负债率	42.22%	40.73%	35.87%	16.67%	15.54%	17.39%

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
强买	0	0	2	2	2
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
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: 518000
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: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室